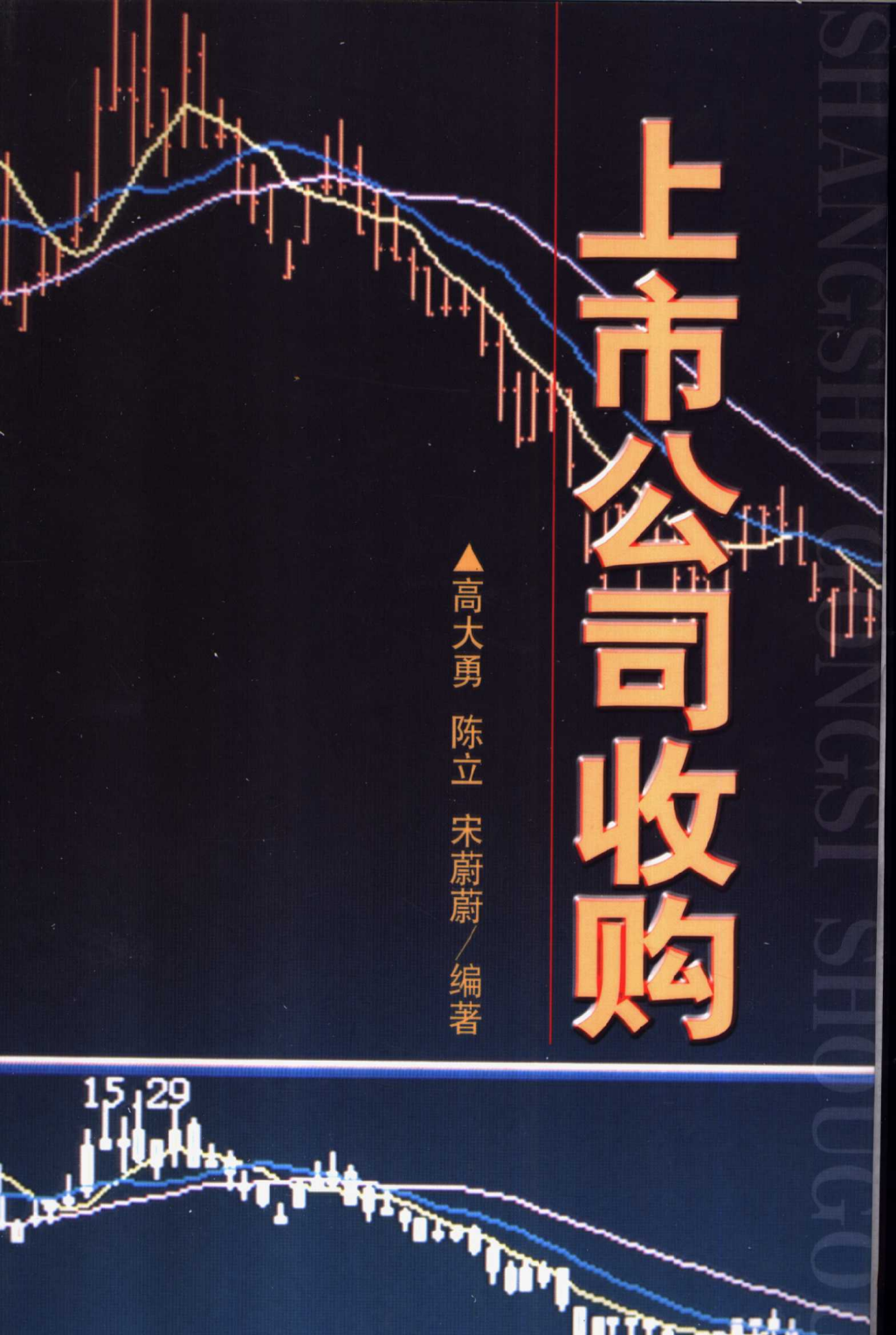


The background of the cover features a complex financial chart. The top half shows a candlestick chart with red and white bars, overlaid with several moving average lines in blue, yellow, and purple. The bottom half shows a similar candlestick chart with white bars on a dark background, also with moving average lines. The numbers '15' and '29' are visible above the first few bars of the bottom chart.

上市公司收购

▲高大勇 陈立 宋蔚蔚 / 编著

上市公司收购

高大勇 陈立 宋蔚蔚 编著

经济科学出版社

责任编辑：韩 玲

责任校对：王肖楠

技术编辑：王世伟

上市公司收购

高大勇 陈 立 宋蔚蔚 编著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京密兴印刷厂印装

850 × 1168 32 开 7.5 印张 200000 字

2004 年 2 月第一版 2004 年 2 月第一次印刷

印数：0001—1000 册

ISBN 7 - 5058 - 3952 - 7/F · 3255 定价：12.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

上市公司收购已经成为我国资本市场上一道特殊的风景线。

上市公司收购不仅改变着一个企业、一个行业的经营面貌和竞争格局，还改变着人们的价值判断标准和思维定式。美国 Nabisco 公司总裁罗斯·约翰逊曾经说过这样一句话：“华尔街的三条规则是，没有人遵守规则，没有人说出真相，没有人掏出现金”。可以肯定地说在“规则”、“真相”和“现金”方面，资本市场上的并购经营行为与商品市场上的商品交易行为的确不能同日而语。在资本市场上，每个新的个案都是一个新的挑战，几乎没有可供操作的“游戏规则”，在很多情况下是“先做游戏，再定规则”。至于“真相”，别说是局外人，即便是当事人在有的时候也说不清楚，因为其中的变数、变量太多，故此每一个成功的并购案例无一不是投资者、经营者、财务顾问、投资银行、律师、注册会计师等集体智慧的结晶。何况在资本市场上成功和失败的并购案例在数量上差不多相等，大喜和大悲更是资本经营中的家常便饭。说到“现金”，在资本市场上几乎不存在现金投入与产出上的比例关系和遵循平均利润的规律，说到底并购玩的就是“杠杆经营”、“以小搏大”、“以无搏有”、“智囊取胜”等这些资本市场的顶尖技术。

以高大勇副教授为首的团队，在学习与借鉴的基础上，以《上市公司收购》为题对资本市场上的这项“顶尖技术”进行了较为全面、细致的探讨。坦率地说，这类著作在目前的图书市场上绝对算不上凤毛麟角。但通过阅读全书书稿，我有几点感受却是十分

深刻的：第一，立足中国资本市场，关注中国上市公司。作为中国学者，以开放的心态，放眼全球资本市场和资本运作，是应该的。但是首先必须立足于中国资本市场，这才是根本，对此该书的把握十分到位。而近年在这方面的著作中，简单翻译的东西实在太多了。第二，并购“政策规范”、“理论分析”和“操作技巧”的有机统一。并购是资本运作的基本形式之一，必须强调实用性，对此的种种主张，必须同时具备“在法律制度上没有障碍”、“理论基础扎实系统”和“操作简便有效”，这三者的有效结合是本书的亮点之一。这可能是因为高大勇副教授本人曾在证券公司工作，具有投资银行、企业并购实战经历的缘故。第三，以资本的效率和市场价值为主线。上市公司收购中的确有太多的东西还不能说清楚，需要说明的问题也太多。但有一点却是取得共识的、无可争辩的：并购重组必须以股东价值最大化为目的，必须最大限度地体现出资本的效率和市场价值。并购初衷一定是把资本的长期投资收益摆在首位，而不是期望通过并购重组这一题材本身达到短期牟利的目的。

收购是资本市场上永恒的话题，我既衷心希望本书的出版能够推进上市公司收购中更多、更深的理性思考和运作，同时也期待高大勇等作者以此为新的起点，与时俱进，不断研究出相关新成果。

汤谷良

2003年9月于北京工商大学

目 录

序言	(1)
第一章 概论	(1)
第一节 上市公司收购概述	(1)
第二节 上市公司收购理论与效应分析	(20)
第三节 上市公司收购成本与风险分析	(31)
第二章 上市公司收购程序与中介机构	(36)
第一节 上市公司收购的一般程序	(36)
第二节 中介机构及其在收购中的作用	(42)
第三章 目标企业选择与价值评估	(52)
第一节 目标企业的选择	(52)
第二节 目标企业的价值评估	(62)
第四章 上市公司收购的形式及其选择	(71)
第一节 协议收购	(71)
第二节 要约收购	(89)
第五章 上市公司收购的融资渠道与支付形式	(113)
第一节 上市公司收购的融资渠道	(113)
第二节 上市公司收购的支付形式及其选择	(121)
第六章 管理层收购	(128)
第一节 管理层收购概述	(128)
第二节 目标公司的来源及条件	(132)

第三节 我国上市公司实施管理层收购的现状、 问题及对策	(135)
第四节 信托投资公司及其在管理层收购中的作用	(143)
第七章 上市公司收购的信息披露与监管	(148)
第一节 有关法律制度对上市公司收购信息披露的要求	(148)
第二节 上市公司收购的监管	(158)
第八章 上市公司收购后的整合问题研究	(170)
第一节 整合的意义	(170)
第二节 整合的内容与方法	(174)
第九章 反收购策略	(191)
第一节 反收购概述	(191)
第二节 反收购的法律手段	(193)
第三节 反收购的经济策略	(197)
第四节 反收购的股票交易策略	(205)
第十章 上市公司收购与股票价格和价值的关系	(209)
第一节 上市公司收购对股票价格的影响	(209)
第二节 研究方法和国外研究成果	(214)
第三节 我国的实证研究	(222)
后记	(227)
主要参考文献	(229)
附录	(232)

第一章 概 论

第一节 上市公司收购概述

一、上市公司收购的含义

上市公司收购是上市公司与收购两个概念的组合，要弄清上市公司收购的含义，首先必须明确上市公司、收购等有关的几个基本概念。

（一）股份有限公司

企业是市场经济的主体，企业组织形式通常包括独资企业、合伙企业 and 公司制企业三种。公司制企业可以分为无限公司、有限责任公司、两合公司、股份有限公司等，其中股份有限公司按照我国《公司法》的解释，是指其全部资本分为等额股份，股东以其所持股份为限承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任。股份有限公司一般简称股份公司，在英、美等国被称为公众公司，在日本被称为株式会社。

1. 股份有限公司的特点。股份有限公司与其他企业组织形式相比较，具有如下特点：（1）公司的资本总额分为等额股份。股份是公司资本的最小单元，每股金额必须相等，这是股份有限公司最主要的特征。资本的股份化不仅适应公司发行股票、募集社会资金的需要，同时也便于公司股本的计算和股东权力的确定与行使。（2）公司管理实行两权分离。董事会接受股东大会委托，监督公司财产保值增值，行使公司财产所有者职能；经理接受董事会聘

请，负责日常的经营管理工作。(3) 股东只承担有限责任。股东对公司的所有权利与义务均体现在股票上，一旦公司破产或解散清算时，债权人只能对公司资产提出要求，而无权对股东提起诉讼。(4) 股东不得少于法定数目。作为公司发起人的股东人数，各国公司法对此均有最低限额的限制，一般不得少于3~7人，可以是自然人，也可以是法人。(5) 公司的股份可以自由转让，股票可以在证券交易所公开出售，但不能退股。(6) 公司的设立与招股有严格的法定程序。(7) 公司账目必须公开。为防止欺诈行为的发生，保护投资者利益，各国公司法一般均有信息披露及财务报告公开等方面的要求。

2. 股份有限公司的设立条件。股份有限公司的设立必须具备相应的条件，这些条件包括：(1) 发起人符合法定人数。设立股份有限公司，应当有5人以上为发起人，其中须有过半数的发起人在中国境内有住所；国有企业改建为股份有限公司的，发起人可以少于5人，但应当采取募集设立方式。(2) 发起人认缴和社会公开募集的股本达到法定资本最低限额。股份有限公司注册资本的最低限额为人民币1 000万元。(3) 股份发行、筹办事项符合法律规定。如以募集设立方式设立的股份有限公司，发起人认购的股份不得少于公司总股份的35%；向社会公开募集股份时，须向国务院证券管理部门递交募股申请并报送有关文件。(4) 发起人制定公司章程，并经创立大会通过。(5) 建立符合要求的组织机构。股东大会是股份有限公司的权力机构；股份有限公司设立董事会，其成员为5~9人；股份有限公司设立监事会，其成员不得少于3人。(6) 有固定的生产经营场所和必要的生产经营条件。

3. 股份有限公司的优劣。股份有限公司与其他企业组织形式相比较，具有如下优点：(1) 股份有限公司是筹集大规模资本的有效组织形式，它在为社会公众提供简单、灵活的投资场所的同时，为企业提供了筹资渠道，从而使某些需要巨额资本的产业得以建立，此外还为企业获得规模经济效益奠定了良好基础；(2) 股

份有限公司有利于资本产权的社会化和公众化，把大企业的经营管理置于社会监督之下；（3）由于股份有限公司的股东较多，股权比较分散，即便公司的经营风险较大，但分散到每个股东头上后相应减小，因此有利于分散投资者的风险。股份有限公司的缺点主要表现在：（1）股份有限公司的设立程序严格、复杂，公司的日常活动受到一定的约束和限制；（2）大多数股东对公司的责任心因股权分散而相应削弱，由大股东控制的董事会容易对公司进行操纵和利用；（3）信息公开制度使公司难以保守商业秘密。

（二）上市公司

股份有限公司可分为上市公司和非上市公司两种。

在现代公司制下，上市公司作为组织最严密、规范化程度最高、监管标准最严格的企业组织形式，是指所发行股票经证券监督管理部门批准，在证券交易所上市交易的股份有限公司。

1. 上市公司的设立条件。上市公司作为股份有限公司的一种特殊形式，其设立除了必须具备股份有限公司设立条件外，还须符合下列条件：（1）股票经国务院证券管理部门批准已经向社会公开发行；（2）公司总股本不少于人民币 5 000 万元；（3）开业时间在 3 年以上，且最近 3 年连续盈利；原国有企业改制设立或新组建成立，其主要发起人为国有大中型企业的，开业时间可连续计算；（4）持有股票面值达人民币 1 000 元以上的股东人数不少于 1 000 人，向社会公开发行的股份达公司股份总数 25% 以上；公司股本总额超过人民币 4 亿元的，其向社会公开发行股份的比例为 15% 以上；（5）公司最近 3 年无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载；（6）国务院规定的其他条件。

2. 上市公司的优劣。上市公司与非上市公司相比较，具有如下优点：（1）上市公司是筹集资金的最佳企业组织形式，它可以全方位地从证券市场上募集企业生产经营所需资金，从而有利于扩大企业规模，取得规模经济效益；（2）公司股票上市，客观上可以起到宣传企业的作用并产生一定的广告效应，从而有利于提高企

业知名度，扩大社会影响；（3）股票市场价格是公司经营业绩和市场情况的综合反映，通过对股票价格变动情况的分析，公司可以及时发现市场动态以及公司经营管理中存在的问题，提高企业竞争能力；（4）公司的规模调整以及终止、清算等，均可以通过股票价格的变动和股票买卖来完成，因此，与企业其他组织形式相比较，具有手续简便、费用支出少的优点。上市公司的缺点主要表现在：（1）上市公司的设立条件要求较高、程序复杂；（2）监管严格，信息披露要求较高，不利于保守商业秘密，在激烈的市场竞争中会给企业带来不利影响；（3）监督和管理的环节多、程序复杂，费用开支较大。

据中国证券监督管理委员会有关资料统计：截至 2003 年 6 月 30 日，我国在上海和深圳证券交易所上市的股份有限公司共计 1 250 家（A、B 股），总股本 6 110.27 亿股，市价总值 41 629.53 亿元，流通市值 13 454.38 亿元；境内上市的外资股（B 股）111 家。另外，还有在境外上市（H 股）的股份有限公司 81 家。

（三）收购

收购作为企业资本经营的一种形式，通常是指企业通过购买另一家企业的全部或部分资产、股份，以获得对该企业控制权的一种投资行为。从定义中不难看出，收购的对象包括资产和股权。收购资产，仅仅是一般的资产买卖行为，收购方不需承担被收购方的债权和债务；而收购股权，收购方将会因之成为被收购方的股东，以拥有股份的多少承担该企业相应的债权和债务。在收购股权时，收购方从理论上讲只需持有 51% 的股份，即可绝对地获得对目标公司的控制权，而实际工作中，若目标公司为公众公司或股权比较分散的情况下，获取控制权所需股份的比例还可以进一步降低。

收购的途径主要有三种：

1. 控股式。控股式是指收购方通过购买目标公司一定数量的股份而成为该公司最大的股东，掌握控制权。

2. 购买式。购买式是指收购方通过购买目标公司全部股份，

使其成为自己附属的全资子公司，从而对目标公司享有完全的支配权。

3. 吸收式。吸收式是指收购方通过将目标公司的净资产或股份作为股金投入收购方，使之成为收购方的一个股东，从而达到控制目标公司的目的。

正确理解收购的含义，还应弄清楚收购与兼并的关系。由于收购和兼并具有共同的动机和目的，因此无论是理论工作者或是实际工作人员往往把收购和兼并合在一起统称为“购并”或“并购”。而实际上收购与兼并之间是有所差别的，具体表现在以下四个方面：（1）收购完成后，被收购企业的法人实体依然存在；而在兼并完成后，被兼并企业的法人实体将不复存在；（2）收购完成后，收购人成为被收购企业的新股东，以掌握的股份为限仅承担有限责任；而在兼并完成后，兼并方作为被兼并企业新的所有者，在接收被兼并企业全部资产的同时，还须对被兼并企业的全部债务承担完全责任；（3）收购既可能发生在被收购企业正常经营时期，也可能发生在被收购企业困难时期；而兼并通常只会发生在被兼并企业生产经营出现困难、财务状况陷于困境的时候；（4）收购通常发生在证券市场上，被收购企业一般是上市公司，而兼并的范围要广泛得多，任何企业都可以自愿进入兼并交易市场。

（四）收购人与被收购人

收购人是指上市公司收购行为的发动者和实施者，作为证券市场中的股权投资者，它通常可以是一家或几家企业法人。按照《证券法》的有关规定，上市公司收购的主体为投资者，因而无论是法人或是自然人，均可以成为收购人。

被收购人又称目标公司，是指上市公司收购行为所指向上的目标。在《上市公司收购管理办法》中关于被收购人有三种表述，即被收购公司、被收购公司的股东和被收购公司的董事会，通常意义上的被收购人应该是指被收购的上市公司。

通过以上分析不难看出，与其说是上市公司收购，不如说收购

上市公司更为恰当，因为这样更符合汉语语言习惯。至少，我们不能简单地从字面上将上市公司收购理解为上市公司作为收购主体去收购别的企业。

（五）上市公司收购

上市公司收购作为收购的一种特殊形式，与其他收购相比较，不同之处在于被收购人（目标公司）限于上市公司，收购对象特指上市公司的股份，连起来讲上市公司收购就是指收购人通过收购上市公司的股份，以达到控股或兼并目的的一种投资行为。

中国证券监督管理委员会在 2002 年 9 月 28 日颁发的《上市公司收购管理办法》第二条中，给上市公司收购下了这样一个比较完整的定义：“收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度，导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行為”。

完整、准确地理解上市公司收购的定义，主要应把握住以下几点：

1. 上市公司收购的主体是收购人，即股权投资者，他既可以是个人投资者，也可以是机构投资者；

2. 上市公司收购的对象公开发行股票的股份有限公司的股份，既可以是发行在外的流通股，也可以是暂时还不能流通的国有股或法人股；

3. 上市公司收购中的股份既可以通过证券交易所的股份转让活动获得，也可以通过其他合法途径获得，如法院裁定、行政划拨（国有股）等；

4. 上市公司收购的目的在于通过收购行为获取对上市公司的控制权，如果只是在二级市场上购买上市公司部分股票而远未达到控股程度，只能称为持股而不能叫作收购；

5. 上市公司收购的实质上是一种股权转让行为，即一批投资者将持有的股权转让给另一个投资者。换句话说，上市公司收购是

投资者与投资者之间的股权转让行为，而不是投资者和上市公司之间的股权转让行为。

二、上市公司收购的基本类型

上市公司收购的类型多种多样，为学习和研究方便，我们可以从不同的角度，按照一定的标志对其进行划分。

（一）按收购双方的行业关系划分

上市公司收购按照收购双方所处行业关系不同，可分为横向收购、纵向收购和混合收购三种。

1. 横向收购。横向收购是指收购方与被收购方处于同一行业，生产和销售相同或相似产品的商业竞争对手之间的收购。这种收购的结果是资本在同一生产、销售部门集中，收购方可以借以迅速扩大生产规模、节约相关费用、提高通用设备的使用效率，在更大范围内实现专业化分工协作、采用先进工艺、统一技术标准及销售和采购，消除竞争、扩大市场份额、形成规模效益。由于这种收购容易破坏竞争而形成高度垄断的局面，所以许多国家都密切关注并严格限制这种收购。

2. 纵向收购。纵向收购是指收购方与供应厂商或客户之间的收购，即生产过程或经营环节相互衔接、密切联系的企业之间，或具有纵向协作关系的专业化企业之间的收购。纵向收购从收购方向看，包括向前收购和向后收购两种。收购一家供应企业（上游企业）以解决企业原材料及半成品来源问题，称为向前收购；收购一家经销商或零售商（下游企业）以利于接近最终消费者解决销售问题，称为向后收购。纵向收购主要集中在加工制造业和与此相关的原材料、运输、贸易企业之间，其好处除了扩大生产经营规模、节约费用和不受反垄断法律规范的限制外，主要在于可以加速生产流程，缩短生产周期，减少运输、仓储等损失。但采用纵向收购方式时，也要注意防止出现“坏苹果”现象，即上游或下游企业是病态的，它的问题通过收购蔓延到企业其他健全部分，从而影

响到整个企业的健康。

3. 混合收购。混合收购是指收购方与被收购方之间既非竞争对手又非现实的或潜在的供应商或客户的收购，如钢铁企业收购航空公司。混合收购具体又可以划分为三种形态：（1）产品扩张型收购，指相关产品市场上企业间的收购，如生产电视机的企业收购生产收录机的企业；（2）地域市场扩张型收购，指一个企业为了扩大其竞争地盘对它尚未渗透地区的生产同类产品的企业进行的收购；（3）纯粹混合收购，指既不是产品扩张型，又不是市场扩张型的混合收购。混合收购的主要目的在于通过投资实现多角化经营目标，以减少长期经营一个行业给企业带来的风险，使企业快速有效地进入更具成长性的业务领域，提高企业整体赢利水平，并且还可以通过集中化的行政管理和先进的财务管理手段，取得规模经济效应。与横向收购相比较，混合收购不受反垄断法律规范的诸多限制，所以现今已逐步成为跨国公司收购的一种重要形式。

（二）按收购形式划分

上市公司收购按照收购形式不同，可划分为协议收购和要约收购两种。

1. 协议收购。协议收购是指收购方不通过证券交易所，直接与上市公司股票持有人取得联系，通过反复磋商，达成协议，并按照协议所规定的条件、收购价格、收购期限以及其他约定事项收购上市公司股份的一种收购方式。由于我国目前国有股和法人股不能流通且占的比重较大，收购人通过证券市场公开收购上市公司几乎是不可能的事，因而协议收购成为我国上市公司收购的主要形式。同时，由于协议收购容易取得目标企业的理解和合作，从而有利于降低收购风险和成本。

协议收购一般属于善意收购。

2. 要约收购。要约收购是指收购方通过证券交易所的证券交易，持有一家上市公司已发行股份的 30% 时，依法向该公司所有股东发出公开收购要约，按照约定的价格以货币支付形式购买股

票，以获取上市公司股权的一种收购形式。由于要约收购在股票市场上进行，因而要受诸多市场规则（如信息公开、不得内幕交易、严禁操纵行情等）的限制，风险较大，花费时间较长。同时，由于大量不能流通的国有股和法人股的存在，该种收购形式在我国目前还很少采用，截至 2003 年 6 月，沪、深两市仅有南钢股份、江淮动力等 4 家要约收购个案。尽管如此，作为发达市场经济国家常见的一种收购形式，不难预料随着我国证券市场的不断发展与完善，要约收购也将逐渐成为我国上市公司收购的一种基本形式。

要约收购大多属于敌意收购。

（三）按收购动机划分

上市公司收购按照收购动机不同，可划分为善意收购和恶意收购两种。

1. 善意收购。善意收购又称友好收购，是指收购方与上市公司过友好协商来解决收购方式、收购价格、人事安排等问题，最终达成双方都能接受的收购协议并完成股权转让的收购方式。采用这种收购形式，由于能得到目标公司的理解和配合，有利于降低收购风险和成本，所以收购成功率一般较高；但有一利亦有一弊，采用这种收购形式，收购方往往不得不牺牲自身利益来兼顾目标公司的利益以换取对方的合作，同时，讨价还价的过程还将耗费大量的时间。

2. 敌意收购。敌意收购又称恶意收购，是指收购方在事先未与上市公司管理层协商的情况下，突然直接提出公开出价收购要约的一种收购形式。恶意收购对收购方而言其优点在于收购方完全处于主动地位，收购行动节奏快、时间短，可以有效地控制收购成本。不足之处在于由于不能得到目标公司的有效配合，通常难以获得目标公司内部有关资料，甚至遭遇目标公司设置的种种障碍，收购风险较大。因此要求收购方事前须制定严密的收购计划并严格保密、快速实施。另外，基于保护企业正常生产经营、维护股票市场秩序的需要，各国政府对恶意收购通常都有一些限制性措施进行限制。

（四）按收购资金来源不同划分

上市公司收购按照收购资金的来源不同，可划分为杠杆收购和非杠杆收购两种。

1. 杠杆收购。杠杆收购是指收购方只需投入少量现金（用以支付收购过程中必须的律师费、注册会计师费等），主要通过以未来目标公司的资产及其收益为担保举债来进行收购的一种收购形式。该种收购形式一般具有如下特征：（1）收购方的投入资金与收购总价相比微不足道，通常在收购总价的 10% 到 15% 之间；（2）收购资金主要来源于金融机构的贷款；（3）还款来源为目标公司未来的收益。杠杆收购 60 年代首先出现在美国，其后风行于欧美。在杠杆收购形式为收购方广泛采用之后，一些巨型企业也可能成为收购方的目标公司。

2. 非杠杆收购。非杠杆收购是指收购方不以目标公司的资产及其未来收益为担保通过举债来完成收购，而是自己投入大量现金来完成收购的一种收购形式。在非杠杆收购形式下，收购方投入的现金既可能是自有资金，也可能是借入资金，只是不以目标公司的资产及其收益为担保而已。

早期的上市公司收购通常采用非杠杆收购形式。

（五）按收购实现方式划分

上市公司收购按照收购实现方式不同，可划分为出资购买资产式收购、出资购买股票式收购、以股票换资产式收购和以股票换股票式收购四种。

1. 出资购买资产式收购。出资购买资产式收购是指收购方通过使用现金购买上市公司全部或大部分资产，使其成为有现金而无生产资源的空壳，不得不从法律意义上消失的一种收购形式。该种收购形式具有等价交换，交割清楚，没有后遗症或纠纷等优点，主要适用于那些产权关系明晰、债权债务关系清楚的上市公司。由于目前我国上市公司有关信息的披露不够充分，特别是虚假会计信息泛滥成灾，目标公司真实的财务状况尤其是债权债务关系很难弄清