

THE TREND AND
STRATEGIES OF M&A AND
RESTRUCTURING
OF LISTED COMPANIES

上市公司 并购重组的势与术

温正存◎编著

洞悉资本大作手之道
并购重组新规详尽解读
方案设计范本逐一罗列
最新案例解析全程指引

非外借

 中国金融出版社



THE TREND AND
STRATEGIES OF M&A AND
RESTRUCTURING
OF LISTED COMPANIES

上市公司 并购重组的势与术

温正存◎编著

洞悉资本大作手之道
并购重组新规详尽解读
方案设计范本逐一罗列
最新案例解析全程指引

 中国金融出版社



责任编辑：王效端 王 君

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司并购重组的势与术 (Shangshi Gongsì Binggou Chongzu de Shiyushu) / 温正存编著. —北京: 中国金融出版社, 2017. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9066 - 2

I. ①上… II. ①温… III. ①上市公司—企业兼并—研究 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 139382 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 24.5

字数 518 千

版次 2017 年 8 月第 1 版

印次 2017 年 8 月第 1 次印刷

定价 69.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9066 - 2

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



《孙子兵法·势篇》有言：“故善战者，求之于势，不责于人，故能择人而任势。任势者，其战人也，如转木石。木石之性，安则静，危则动，方则止，圆则行。故善战人之势，如转圆石于千仞之山者，势也。”

商海浮沉，硝烟弥漫。竞争中制敌取胜的要诀之一，便是任势而择人。“激水之疾，至于漂石者，势也；鸷鸟之疾，至于毁折者，节也。”在一个趋势到来时，能乘势而起、因势利导者，方能在角逐中制胜，成时代之英杰；而逆势而上者，常道途多艰、业绩平平，少有成功。时势造英雄，此之谓也。

19世纪末以来，全球掀起数次并购重组浪潮。以横向并购为起点，美国完成现代产业架构的成型；后纵向并购兴起，逐渐形成国家垄断资本；再至混合并购、杠杆收购等并存，行业结构得以调整；21世纪以来，跨国并购及战略并购如雨后春笋，市场竞争格局得到重塑。每个时代并购重组浪潮形势之成因各有不同，或因技术进步，或因经济繁荣，或因政策推动，或兼而有之。其中脱颖而出者，皆成雄杰，产业方如美国钢铁集团、美国通用汽车公司等，资本方如KKR、黑石等。正如乔治·斯蒂格勒所言，“没有一家美国大公司不是通过某种程度、某种方式的并购而成长起来的，几乎没有一家大公司主要靠内部扩张成长起来”。对比全球并购史，中国经济目前虽然面临着产业结构调

整、增长模式变更、互联网及人工智能重构传统产业等一系列挑战，然而天时（经济转型）、地利（技术进步）、人和（政策推动）等要素皆已齐备，一次历史性的市场化并购重组浪潮已拉开帷幕。

除了“任势”，还需“修术”。“凡战者，以正合，以奇胜。故善出奇者，无穷如天地，不竭如江河。”并购重组属于技术性较强的金融细分领域，不仅需对各种金融工具如数家珍，还需深刻把握宏观经济、产业发展、监管政策等形势与要求，如此方能在变化万千的市场中奇正相辅、百战不殆。

值此大并购、大重组时代，编著此书，以势为正、修术为奇。然奇正之变，不可胜穷也，唯正心诚意、上下求索，方成江海。

大浪淘沙，真金日显；大幕开启，善战者成。

是为序。

温正存

2017年5月6日作于北京

上篇 上市公司并购重组新规解读

◎第一章 上市公司并购重组综述	/3
第一节 上市公司并购重组概述	/3
一、并购重组基本概念	/3
二、上市公司并购重组分类	/4
三、2016 年国内并购重组概况	/6
第二节 上市公司并购重组法律体系	/12
一、核心法律法规体系	/12
二、主要法律法规	/12
◎第二章 上市公司收购	/19
第一节 上市公司收购概述	/19
一、收购人及其资格限制	/19
二、一致行动及一致行动人	/20
三、上市公司控制权获得	/21
四、上市公司收购中权益披露	/22
第二节 要约收购	/24
一、要约收购概述	/24
二、要约收购基本特征	/25
三、要约收购监管目的	/25
四、要约收购操作步骤	/25
五、要约收购关键事项	/29

六、要约收购义务豁免	/32
第三节 协议收购	/34
一、协议收购概述	/34
二、协议收购基本特征	/34
三、协议收购操作步骤	/35
四、国有股东所持上市公司股份的协议转让	/37
五、协议收购相关文件	/39
第四节 间接收购	/41
一、间接收购概述	/41
二、间接收购基本特征	/41
三、间接收购常用方式	/41
四、间接收购操作事项	/42
五、间接收购特殊事项	/42
◎第三章 上市公司重大资产重组	/45
第一节 上市公司重大资产重组概述	/46
一、重大资产重组概念	/46
二、重大资产重组界定标准	/46
三、重大资产重组一般要求	/48
四、重大资产重组信息披露	/48
第二节 上市公司重大资产重组程序	/49
一、筹划重组事项	/49
二、引入中介机构	/49
三、做出重组决议（董事会）	/50
四、审议重组方案（股东会）	/50
五、审核重组方案（证监会）	/51
六、调整重组方案	/52
七、实施重组方案	/53
八、持续督导	/54
第三节 发行股份购买资产	/55
一、发行股份购买资产概述	/55
二、发行股份购买资产一般要求	/55
三、上市公司股份的发行价格	/56
四、发行股份购买资产的股份锁定期	/56
五、募集配套资金的相关要求	/57

第四节 借壳上市	/59
一、借壳上市概述	/59
二、借壳上市标准	/60
三、优质“壳”标准	/62
四、借壳上市流程	/63

中篇 上市公司并购重组方案设计

◎第四章 收购方式选择	/67
第一节 股权收购	/67
一、股权收购概念	/67
二、股权收购优点	/67
三、股权收购缺点	/68
四、股权收购三种模式	/68
五、股权收购适用条件	/69
第二节 资产收购	/69
一、资产收购概念	/69
二、资产收购特点	/70
三、资产收购两种模式	/70
四、资产收购适用条件	/71
第三节 净壳收购	/71
一、净壳收购概念	/71
二、净壳收购特点	/71
三、成本收益分析	/72
◎第五章 并购估值定价	/74
第一节 估值定价政策	/74
一、估值方法	/74
二、定价方式	/76
三、对赌机制	/77
第二节 特殊资产评估	/79
一、国有资产评估	/79
二、无形资产评估	/80

◎第六章 并购融资方案设计	/82
第一节 融资渠道	/82
一、内部融资	/82
二、外部融资	/82
第二节 融资方案	/83
一、方案一：并购贷款	/83
二、方案二：并购基金	/86
三、方案三：优先股	/95
四、方案四：可转债和可交换债	/97
五、方案五：管理层融资收购	/100
第三节 支付方式	/102
一、现金支付	/103
二、股票支付	/103
三、债务承担	/103
四、债权支付	/103
◎第七章 借壳上市方案设计	/104
第一节 借壳上市基本环节	/104
一、取得壳公司控制权方式	/105
二、上市公司资产重组方式	/106
第二节 常见借壳上市方案	/106
一、方案一：股权转让+资产置换	/106
二、方案二：股权转让+增发换股	/107
三、方案三：股份回购+增发换股	/108
四、方案四：资产置换+增发换股	/110
五、方案五：资产出售+增发换股	/111
◎第八章 并购重组要点指引	/113
第一节 标的资产	/113
一、标的资产交易价格公允性	/113
二、标的资产权属及完整性	/113
三、标的资产持续盈利性	/115
四、标的资产涉及游戏	/116
第二节 同业竞争	/116
一、同业竞争形成与判断	/116

二、同业竞争披露范围	/117
三、同业竞争解决方案	/117
第三节 关联交易	/117
一、关联交易监管要点	/117
二、关联交易披露范围	/118
第四节 税收问题	/119
一、契税	/119
二、增值税	/120
三、印花税	/120
四、土地增值税	/121
五、企业所得税	/121
第五节 经营者集中	/123
一、经营者集中概念	/123
二、经营者集中申报	/124
三、经营者集中审查	/125
四、经营者集中附加限制性条件	/126
第六节 境外并购	/128
一、境外投资核准备案相关制度	/128
二、境外并购交易模式	/134
三、央企境外并购特殊要求	/135
第七节 外资并购境内企业	/136
一、外国投资者并购境内企业要求	/136
二、外国投资者并购境内上市公司要求	/137
三、外国投资者并购境内企业注册资本	/137
四、外国投资者并购境内企业投资总额	/138
五、外国投资者并购境内企业安全审查	/138
第八节 中概股之红筹回归	/139
一、红筹架构与 VIE 模式	/139
二、中概股之红筹回归	/141
第九节 私募基金监管与备案	/142
一、私募资管业务管理暂行规定	/142
二、私募资管业务备案相关要求	/144
三、上市公司并购重组的私募备案	/146

下篇 上市公司并购重组最新案例解析

◎第九章 产业并购及转型	/151
第一节 四维图新收购杰发科技	/151
第二节 旋极信息收购泰豪智能	/164
第三节 宏磊股份收购广东合利	/178
第四节 南洋股份收购天融信	/187
第五节 奥马电器收购中融金	/200
◎第十章 借壳上市	/209
第一节 顺丰控股借壳鼎泰新材	/209
第二节 江苏院借壳金城股份	/219
第三节 欢瑞世纪借壳星美联合	/228
第四节 卓郎智能借壳新疆城建	/238
◎第十一章 跨境收购	/248
第一节 美的集团收购 KUKA	/248
第二节 西王食品收购 Kerr	/259
第三节 梅泰诺收购 BBHI	/269
第四节 艾派克收购 Lexmark	/287
◎第十二章 其他案例	/300
第一节 红筹回归：巨人网络借壳世纪游轮	/300
第二节 整体合并：宝钢股份吸收合并武钢股份	/324
第三节 债务重组：国信集团重组 * ST 舜船	/334
◎第十三章 未过会案例汇编	/354
◎附录一 中国证监会并购重组共性问题审核意见关注点	/358
关注一：交易价格公允性	/358
关注二：盈利能力与预测	/360
关注三：资产权属及完整性	/362
关注四：同业竞争	/364

关注五：关联交易	/365
关注六：持续经营能力	/366
关注七：债权债务处置	/367
关注八：股权转让和权益变动	/367
关注九：过渡期间损益安排	/368
关注十：收购资金来源	/369
关注十一：挽救上市公司财务困难的重组方案可行性	/369
关注十二：矿业权的信息披露与评估	/370
关注十三：审计机构与评估机构独立性	/371
 ◎附录二 上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编	 /372

THE TREND AND
STRATEGIES

上 篇

上市公司并购重组 新规解读

- 第一章 上市公司并购重组综述
- 第二章 上市公司收购
- 第三章 上市公司重大资产重组



第一章 上市公司并购重组综述

2014年3月7日，国务院印发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发〔2014〕14号，以下简称《意见》）该意见包含以下五个核心要点：

1. 取消上市公司收购报告书事前审核，取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外），对上市公司要约收购义务豁免的部分情形取消审批。
2. 地方国有股东所持上市公司股份的转让下放地方政府审批。
3. 允许符合条件的企业发行优先股，定向发行可转换债券作为兼并重组支付方式，研究推进定向权证等作为支付方式。
4. 对上市公司发行股份实施兼并事项，不设发行数量下限，兼并非关联企业不再强制要求作出业绩承诺。
5. 改革上市公司兼并重组的股份定价机制，增加定价弹性。

这是继2010年国务院《关于促进企业兼并重组的意见》（国发〔2010〕27号）和2013年十二部委《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》（工信部联产业〔2013〕16号）等规定之后，国务院对兼并重组出具的又一重磅文件，凸显了中央全力推动市场化改革的政策导向。

兼并重组是企业加强资源整合、实现快速发展、提高市场竞争力的有效措施，是调整优化产业结构、提高经济发展效益的重要途径。当前，我国企业兼并重组仍面临一些政策上的障碍，包括：（1）企业兼并重组税收负担较重；（2）兼并重组融资工具相对单一；（3）涉及兼并重组的体制机制仍不够完善，跨区域、跨所有制的重组较难；（4）兼并重组涉及的审批环节较多，非市场化因素影响较大。

该《意见》出台，体现了十八届三中全会提出的要处理政府与市场关系、发挥市场在资源配置中起决定性作用的精神，意味着国内兼并重组的生态环境将发生重大变化，监管部门将从行政审批、交易机制、金融支持、支付手段等全链条进行改革创新，也迎来国内市场化并购大潮。

第一节 上市公司并购重组概述

一、并购重组基本概念

并购重组可拆分为“并购”和“重组”两个维度。

并购的实质是在企业控制权不断变换过程中，各权利主体依据企业产权制度安排而进行的一种权利让渡行为。产生并购行为最基本的动机就是谋求公司发展；公司扩张面临内部扩张和外部并购两种选择，内部扩张可能是一个长期而不确定性的过程，而通过外部并购发展则迅速得多，尽管也会带来不确定性。

并购的内涵非常广泛，通常指兼并（Merger）和收购（Acquisition）。兼并又称合并，分为吸收合并和新设合并；前者指两个以上的公司合并中，其中一个公司因吸收其他公司而成为存续公司的合并形式，后者指两个或两个以上的公司通过合并新设一个存续公司的合并形式。收购指一家公司用现金、股票、债券或其他资产购买另一家公司的股权或资产以获得对目标公司本身或其资产实际控制权，以实现一定经济目标的经济行为；根据收购方式的选择，可分为股权收购、资产收购和净壳收购（具体见中篇第一章）。

重组指公司内部或公司之间在资产、负债、所有者权益或设置在其之上的权利等项目的分布状态进行重新组合、调整、配置，从而达到资源有效配置的交易行为。

资产重组是指企业资产的拥有者、控制者与企业外部的经济主体进行的，对企业资产的分布状态进行重新组合、调整、配置的过程，或对设在企业资产上的权利进行重新配置的过程。根据重组对象的差异，可分为资产重组、债务重组及股权重组。

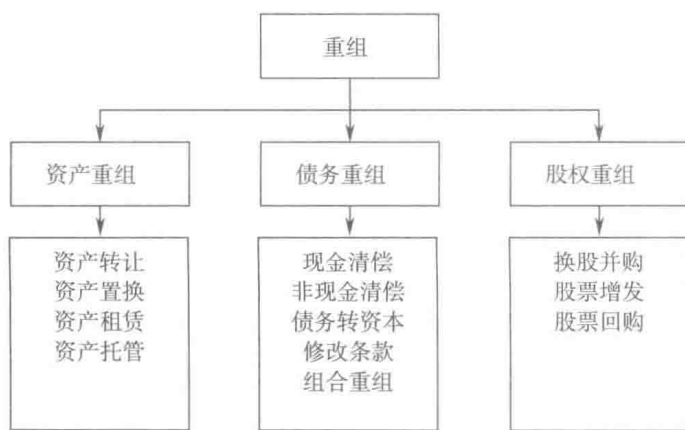


图 1-1 重组类型分类

综上所述，并购是一种产权交易模式，通常伴随着产权结构的改变以及控制权发生变化；而重组则通常是在同一产权结构或控制权下，改变公司资产（负债）结构和规模。公司的资产重组经常导致并购行为发生，而重组也可通过并购实现。

二、上市公司并购重组分类

中国证监会 2009 年编制发布的《中国上市公司并购重组发展报告》，将上市公司并购重组分为以下 12 种类型。

表 1-1 上市公司并购重组类型表

分类依据	类型	特点
按并购双方所属行业性关系	横向并购	并购双方处于相同市场层次或具有竞争关系
	纵向并购	并购双方处于产业链上下游关系
	混合并购	并购双方不是同一行业，也无纵向关系
按并购后双方法人地位的变化	吸收合并	被收购公司注销法人资格
	收购控股	被收购公司继续存续
	新设合并	并购双方均注销法人资格，设立新主体
按是否取得目标公司的同意	敌意收购	并购双方存在强烈的对抗性
	善意收购	并购双方经友好协商达成一致
按收购的形式分类	间接收购	并购方未直接成为上市公司的控股股东
	要约收购	公开向上市公司全体股东发出收购要约
	股权拍卖	通过司法拍卖程序收购
	二级市场买卖	

证监会对并购重组的分类较为复杂，其中包含了非重组的案例。实务中，国内上市公司收购方式主要采用协议收购、要约收购、定向增发、二级市场举牌等类型。学理上关于上市公司收购的大致分类如下：

（一）根据收购人是否直接收购目标公司的股票划分

根据收购人是否直接收购目标公司的股票，可划分为直接收购和间接收购。

直接收购是收购人直接购买目标公司股票，收购完成后以目标公司股东的身份行使控制权。

间接收购通常是收购人控制目标公司的大股东或大股东的大股东，收购成功后以目标公司大股东等形式间接行使控制权。

（二）根据收购是否构成法定义务划分

根据收购是否构成法定义务，可划分为自愿收购和强制收购。

自愿收购是收购人自主自愿进行的收购。强制收购是在大股东持有目标公司股份达到一定比例时，法律强制其在规定时间内发出全面要约而进行的收购。

（三）根据是否取得目标公司的同意与合作划分

根据收购方是否取得目标公司的同意与合作，可划分为敌意收购与善意收购。

敌意收购又称恶意收购，是指收购方在目标公司管理层对其收购意图尚未表态或持反对意见时，对目标公司强制进行收购的行为。敌意收购由于得不到目标公司管理层的合作，甚至会导致对方采取一系列的反收购措施，因此敌意收购的风险较大，且容易导致上市公司股价的不良波动。