

中国证券业从业人员业务培训系列教材

公司购并原理 与案例

(第二版)
第六分册

中国人民大学金融与证券研究所
中国人民大学证券业培训中心

组织编写

主编 陈共 周升业 吴晓求

中国证券业从业人员业务培训
系列教材编委会

主 编 陈 共 周升业 吴晓求
副主 编 陈雨露 叶 林 董安生
编 委 (按姓氏笔画为序)
方 芳 邓崇云 叶 林 龙永红
李 焰 李向科 齐 斌 吴晓求
陈 共 陈雨露 季冬生 周升业
赵锡军 黄小平 董安生

第二版修订小组

主 修 订 吴晓求
参加修订 (按姓氏笔画为序)
方 芳 邓崇云 叶 林 孙 媛
龙永红 李 焰 李向科 冯 巍
季冬生 罗金辉 周世武 林妍英
赵锡军 查 松 高 亮 崔 勇
傅 敏 龚 群 董安生 魏建华

《中国证券业从业人员业务培训 系列教材》第二版前言

《中国证券业从业人员业务培训系列教材》(以下称《系列教材》)第二版的前身是原《中国证券业从业人员资格考试系列教材》第一版。该《系列教材》第一版自1996年8月问世以来,受到了广大读者和证券从业人员的普遍欢迎和较高赞誉。一年多来,中国证券市场发生了一系列重要变化,制度框架、规则体系有进一步完善,市场规模迅速扩大,市场流动性得到了明显的改善,从业人员和投资者人数不断增加,人们对证券市场的认识正在发生深刻的变化,随着国有企业改革的深化,证券市场对国民经济的作用日益明显而重要。在这样的大背景下,加强对证券业从业人员的管理,加快并实行证券业从业人员的资格考试和注册认证制度,就显得比以往任何时候都更加重要、更加迫切。

经过两年多的酝酿、起草、讨论和多次修改,1997年7月4日中国证券监督管理委员会证监机字[1997]2号文件正式对外公布了《证券业从业人员资格培训及考试大纲(试行)》(以下称《考试大纲》),这标志着我国对证券业从业人员的管理正式步入了规范化、制度化的轨道。《考试大纲》的发布,对提高我国证券业从业人员的素质,完善我国证券市场的规则体系,促进证券市场的健康发展,具有深远的意义。

根据新颁布的《考试大纲》的要求,修订后的《系列教材》在保留原有风格的基础上,对第一版的内容和体系作了全面的修改、

补充和调整,使其既完全适用于证券业从业人员的业务培训及资格考试,又不失为是一套研究性的学术著作。

为了便于证券业从业人员业务培训并兼顾资格考试的需要,《系列教材》第二版在第一版七个分册的基础上,扩展到现在的八个分册,即:《公司的设立与改组》(第一分册);《证券市场基础知识》(第二分册);《证券发行与承销》(第三分册);《证券上市与交易》(第四分册);《证券投资分析》(第五分册);《公司购并原理与案例》(第六分册);《海外证券市场》(第七分册);《中国证券法规总汇》(第八分册)。其中第一分册、第二分册、第三分册、第四分册、第五分册和第八分册的部分内容为资格考试的范围,第六分册、第七分册和第八分册的部分内容虽暂不属于资格考试的范围,但仍属于业务培训的内容。从知识的连贯性、系统性、继承性和证券市场发展的角度看,我们认为,有必要保留这些暂不属于资格考试范围的内容。在《系列教材》第二版中,为了便于从业人员学习,不属于资格考试范围的,我们统一用星号(*)标出。

为了方便证券业从业人员业务培训,对照《考试大纲》学习本《系列教材》,我们特别将中国证监会发布的《证券业从业人员资格培训及考试大纲(试行)》收录在本《系列教材》第八分册中。

《系列教材》第二版的修订工作由吴晓求教授(中国人民大学财政金融学院副院长、金融与证券研究所所长、博士生导师、金融证券专家)主持,赵锡军博士、季冬生副教授、罗金辉博士(中国人民大学财政金融学院),董安生博士、叶林博士(中国人民大学法学院),李焰博士(中国人民大学工商管理学院),方芳副教授(中国人民大学证券业培训中心),李向科副研究员、邓崇云副研究员(中国人民大学金融与证券研究所),龙永红副教授(中国人民大学信息学院),傅敏(国家审计署),魏建华、冯巍(中国人民大学财政金融学院博士生),高亮(中国人民大学国际

经济系博士生)，查松（中国人民大学法学院博士生），以及崔勇、孙媛、周世武、林妍英（中国人民大学财政金融学院硕士生）等参加了具体的修订、补充工作。中国人民大学金融与证券研究所赵曼、杨作虎等同志做了大量事务性工作，付出了辛勤劳动。在此一并致谢。

中国证券市场是一个年轻的、富有生命力的市场，较高的成长性和不稳定性是其基本特征。我们将根据实际情况的变化和证券业从业人员考试的实际需要，及时地对《系列教材》的内容进行修订、充实和完善。读者如对《系列教材》第二版有什么意见和建议，可直接向我们反映，电话是 010 - 62514363，010 - 62511128。

中国人民大学金融与证券研究所
中国人民大学证券业培训中心

1997年9月于北京

■

《系列教材》第一版序

我国的证券市场,从1981年恢复发行国库券算起,已有15年的历史。沪、深两个交易所成立至今,也有5年多的历史。这些年来,我国证券市场的发展,总的说来是健康的。它在促进社会主义市场经济的发展,建立完善的市场体系,优化资源配置,促使生产要素的重新组合,转换企业经营机制和建立现代企业制度等方面都发挥了积极的作用。我国证券市场发展所取得的成绩,主要表面在以下几个方面。

1. 我国证券市场已从地区性试点,发展成为全国性市场,市场的规范化程度不断提高。

我国证券市场从无到有,发展迅速,已从地区性试点发展成全国性市场。我国证券市场首先是从上海、深圳两市试点开始的,然后扩大到沿海部分省、市,1993年以来,逐步拓展成全国性的市场。自1990年底相继在上海、深圳设立证券交易所后,证券交易所逐步建立和健全了业务规则,采用了现代化的通讯手段,实现了证券市场的无纸化交易,初步形成了比较规范的证券交易市场。

2. 市场容量不断扩大,市场深度有所深化,市场网络初步形成,投资者队伍不断壮大。

经过5年多的发展,到1996年4月底止,我国上市公司遍布全国30个省、自治区、直辖市,达到352家,发行股票(A股)面值120亿元,上市总股本818亿元,总市值4700多亿元。包括

国库券、财政债券、金融债券、公司债券、股票、基金、认股权证等在内的证券品种，已达 20 余种。在证券市场的国际化方面，我们也取得了很大成绩。到目前为止，我国共有 23 家企业到境外直接发行上市股票，其中在香港上市（H 股）21 家，在美国上市（N 股）2 家。我们还有 7 家企业作为境外上市的预选企业。我国证券市场网络已初步形成，目前共有证券公司 97 家，证券兼营机构 333 家，证券营业部 2 000 多家，证券从业人员约 10 万人。投资者队伍不断壮大，目前已达 1 300 多万人。

3. 证券市场法制建设得到加强，初步形成了全国统一的证券市场法规体系。

目前除证券法正在抓紧制定外，我国已经制定和颁布了《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》、《股份有限公司境内上市外资股的规定》、《证券交易所管理暂行办法》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、以及《证券从业人员资格管理暂行规定》等一系列法律、法规、规章，使证券市场逐步走向法制化的轨道，从而规范了证券市场，保护了广大投资者的利益。

4. 根据我国的国情并结合国际规范，基本确立了我国证券市场监管的基本构架，初步形成了全国性的证券监管体系。

1992 年国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会的成立，基本确立了我国证券市场集中监管的基本框架。各地方证券监管部门的成立和证监会授予地方证券监管部门必要的监管职责，意味着初步形成了以中央监管为主导、地方监管为辅助的全国性的证券监管体系。

我国证券市场虽然取得了很大成绩，但由于处在发展的初期，从而不可避免地存在一些问题。大致说来，主要表现在以下几个方面：（1）证券市场法规还不健全，有法不依、违法难究的现象依然存在；（2）证券市场管理体制仍有待于理顺，政出多门、管

理政策不配套的现象时有发生；(3)有些上市公司行为不规范(如随意改变股款用途)，忽视经营机制的转换，信息披露缺乏真实性；(4)有些证券中介机构存在自律水准不高、风险控制不力等问题；(5)证券交易所的交易、清算与内部管理制度有待于完善；(6)监管的力度和效率也需要进一步提高；(7)证券从业人员素质不高，等等。因此，我们当前的一个重要任务，就是按照国际惯例，结合中国国情，贯彻“法制、监管、自律、规范”的总要求，通过规范化的制度建设，将我国的证券市场逐步建设成为一个运行有序、功能健全的有效率的市场。

我国证券市场规范化建设的一项重要内容，就是通过职业化教育和专业资格培训，使我们的证券从业人员具有较强的法律意识、规范的职业道德和良好的业务素质。根据国际通行的做法，对证券从业人员进行资格考试和注册认证，是提高证券从业人员素质和加强管理的一项非常重要的制度。美国、英国、日本、加拿大、新加坡、澳大利亚、韩国等证券市场较为成熟的国家，实行这种制度已经多年，取得了良好的效果。我国证券从业人员，总体上看，具有年纪轻、学历高、闯劲足的特点，因而具有很大的潜能，但由于我国证券市场发展历史较短，许多从业人员在上岗之前没有也不可能受过系统的专业教育和职业规范培训，面对证券行业这个政策性、规范性和技术性要求都很高的行业来说，他们就显得缺乏足够的理论素养、实践经验和规范意识。这种情况需要从制度上加以改变，否则，势必阻碍我国证券市场规范化建设的进程。针对这种情况，1995年4月18日，国务院证券委员会发布了《证券从业人员资格管理暂行规定》，决定在我国正式建立证券从业人员资格考试和注册认证制度，在我国证券市场规范化建设的进程中，迈出了重要一步；为提高证券从业人员的业务素质、法律意识和职业道德水准，提供了重要的制度保障。

对证券从业人员实行资格考试和注册认证制度，其目的主要

在于：(1)通过资格考试和注册认证制度，制定从业人员的从业资格、岗位标准、管理内容和奖惩规则，使从业人员明确自己的业务职责、工作要求、评价标准和努力方向，从而使对证券从业人员的管理走向规范化、国际化和制度化；(2)通过资格考试和注册认证制度，促使从业人员学习专业知识和相关法律、法规，提高业务水平和综合能力，从而使我国证券从业人员的总体素质达到较高的水平；(3)通过加强从业人员的管理和提高从业人员的素质，促进我国证券市场的健康发展，保护投资者的合法权益。

根据国务院证券委员会1995年4月18日发布的《证券从业人员资格管理暂行规定》，对下列人员应实行资格考试和注册认证制度：

1. 证券专营机构的正、副总经理，证券兼营机构或与证券有相关业务的机构负责证券业务的副总经理；
2. 证券经营机构中内设的证券业务部门的正、副经理；
3. 证券经营机构下设的证券营业部的正、副经理；
4. 证券经营机构从事证券代理发行业务的专业人员；
5. 证券经营机构中从事证券自营业务的专业人员；
6. 证券经营机构和证券投资咨询机构中从事为客户提供投资咨询服务的专业人员；
7. 证券经营机构在证券交易所内的出市代表；
8. 证券清算、登记机构内各业务部门的正、副经理；
9. 证券投资咨询机构内设各业务部门的正、副经理；
10. 各类证券中介机构的电脑管理人员；
11. 证监会认为需要进行资格确认的其他从业人员。

从国际经验看，对证券从业人员实行注册认证制度的重要条件，就是对从业人员进行资格考试。与资格考试相适应，必须在符合条件的教学培训机构对证券从业人员进行必要的培训。培训工作是进行资格考试和实行注册认证制度的基础。要搞好培训工

作，首先必须搞好全国统一的考试培训大纲，在此基础上，编写好教材。1994年年底，中国证监会组织有关方面的专家开始研究和起草《证券业从业人员资格培训及考试大纲》（以下简称《大纲》），之后，又进行了多次修改。中国人民大学证券研究所应邀成为《大纲》（草案）的主要起草单位之一，证券研究所所长、博士生导师吴晓求教授是《大纲》（草案）的主要执笔人之一，并自始至终参加了《大纲》的修改工作。

由我们组织的这套《证券业从业人员资格考试系列教材》（以下简称《系列教材》），是根据《大纲》（修订稿）的原则和要求编写的，试图全面、系统、准确地阐释证券市场的基本概念、基本原理、基本方法和基本的运行机制，涵盖从业人员进行业务培训、资格考试和实际工作所必须掌握的知识，力图体现理论知识、实际操作、法律法规和国际惯例之间的统一。

这套《系列教材》由七个分册组成。它们是：《公司的设立与改组》（第一分册）、《证券与证券市场》（第二分册）、《证券发行与交易》（第三分册）、《证券投资分析》（第四分册）、《公司购并原理与案例》（第五分册）、《海外证券市场》（第六分册）和《中国证券法规总汇》（第七分册）。《系列教材》由中国人民大学证券研究所和中国人民大学证券业培训中心组织编写，陈共（中国人民大学证券研究所名誉所长、博士生导师、著名经济学家和财政金融专家）、周升业（中国人民大学证券研究所名誉所长、博士生导师、著名货币金融学家）和吴晓求（中国人民大学证券研究所所长、证券业培训中心主任、博士生导师、金融证券专家）三位教授任主编；董安生、陈雨露、叶林、赵锡军等四位博士、副教授协助吴晓求教授，分别参加了有关分册的修改和定稿工作。在《系列教材》编写和出版过程中，中国人民大学出版社副总编徐安琳编审、副社长邱金利副编审给予了积极支持，各分册的责任编辑尽心尽责。对于他们的辛勤劳动，我们深表谢意。

这套《系列教材》，虽然直接是为证券业从业人员业务培训并兼资格考试而编写的，但也可以作为高等院校财经各专业有关证券课程（如“证券投资学”）的教材。对于广大的证券投资者来说，这套《系列教材》也是其必备的参考书。

我国证券市场是一个新兴的、正在成长的市场。各方面都在不断变动之中。我们将根据实际情况的需要和《大纲》的要求，定期修订这套《系列教材》。读者如对该《系列教材》有什么意见或建议，可直接向我们反映，以期能不断地提高这套教材的质量。

中国人民大学证券研究所

中国人民大学证券业培训中心

1996年7月于北京

公司购并原理与案例

目的与要求

本分册的主要内容包括：公司购并的一般理论、公司购并的策划与运作、公司购并中的专项问题，以及公司购并案例。通过本部分的学习，要求初步掌握公司购并的基本理论和基本要点。这部分内容对投资顾问和一级市场的从业人员有重要意义。根据《证券业从业人员资格培训及考试大纲（试行）》的规定，本分册的所有内容暂不列入资格考试的范围。

前 言

公司收购与兼并是一个公司通过产权交易取得其他公司一定程度的控制权，以增强自身经济实力，实现自身经济目标的一种经济行为。事实上，公司购并本身是证券市场发展到一定阶段以后的产物，同样也是在市场背景下极为普遍和正常的现象。公司购并在西方国家已经历了四次浪潮，这一过程无疑急剧地加速了资本集中，并优化了资源的配置与组合，使公司购并成为产权交易的高级形态。

真正意义上的公司收购与兼并需要一个成熟的市场环境，依照市场自身的规律而不是外加的行政干预，从1993年10月的中国第一起纯粹市场意义的股权收购事件——“宝延风波”开始，通过证券市场进行收购的可能性在中国第一次转变成了现实，它给任何一家在证券交易所上市公司的管理层一种潜在的然而却无时不在的压力，它发出这样一种警告：在市场竞争环境下看重的是竞争者的实力、效益和业绩。经营差或即使经营业绩尚好但实力小的公司在证券市场上随时可能被购并。“宝延风波”之后相继发生的“苏三山假收购”、“万申言和”以及“君安倡议改组万科”、“恒通控股棱光”等一系列购并案例都证明了这一道理。直至1996年5月，对上市仅3周共15个交易日的“郑州百文”掀起的收购浪潮^①，表明众多具有发展眼光的投资者已经把投资方向转向以购并为主体的股权投资。因为上市公司在招股时是筹资者，资金

^① 参见《中国证券报》1996-05-10。

到位后就成了投资者，需要为庞大的资金寻找投资机会；同时，试图通过公司购并实现企业的规模经营、产品结构的调整及经营战略的多角化。优胜劣汰的竞争机制从生产和经营领域扩展到金融证券领域，并且通过证券市场反映出来，这标志着中国证券市场开始进入一个新的发展时期，标志着中国投资者的眼界已经开阔了许多，也标志着对上市公司提出了新的挑战与要求。

中国股份制改革已经取得明显成效。然而有的股份公司仍把股份制改造仅仅当做筹集资金的手段，而不重视企业经营机制的转换。从理论上说，上市公司作为证券市场的基本载体和存在要素，将其经营业绩和发展前景直接反馈给证券市场，投资者据此判断股票的内在价值。然而现在有些上市公司不严格按股份公司章程办事，股东会形同虚设，完全忽视中小股东在公司经营管理和分配政策上的作用与利益，造成公司重大决策透明度不高，以及信息披露不及时、不全面等问题。许多上市公司在面对中国投资者日益理性的选择面前显得尴尬，出现了不少中期业绩报告中利润呈负增长的上市公司。以 1995 年的中期报表为例，沪市出现 4 家，深市出现 2 家亏损公司。很多上市公司视股民为摇钱树，每年只给微薄的红利。截至 1995 年底，明确公告 1994 年不分红的公司：沪市 13 家、深市 11 家；已公布分红预案但至今尚未实施的公司：沪市 7 家、深市 8 家；未表态是否分配 1994 年度股利的公司沪市有 1 家。这三种情况占上市公司的比例分别为沪市 11.49%、深市 14.96%。上市公司决定不分红的理由很简单，或称暂不分红，或称与 1995 年度一并分红，或宣布弥补亏损，即使宣布分红，其股利分配的时间从年初到年终的都有，给人的感觉是上市公司想分红就分红，想在何时实施就在何时实施。有的上市公司不务正业，投资方向混乱，随意“挥霍”投资者的钱；有的自我作主把筹集到的资金全部投入二级市场，造成相当大的亏损，致使净利润出现负数。据不完全统计，1995 年沪市共有 71 家

上市公司期末尚有从二级市场购入的股票，占沪市全部上市公司的 37%，其中账面亏损的有 63 家。有的上市公司的股东大会体制不健全，董事持股为零；有的故意对公众隐瞒涉讼事实，愚弄投资者。据此公司如何能够受到投资者的青睐？1995 年的股市已经敲响了警钟：那些“上市捞一把”、“圈钱再扩股”、无视企业转换经营机制、无视投资者利益的上市公司在这一年里都受到了无情的冲击。而真正绩优的公司却在指数年 K 线收阴的情况下有了 2 倍~3 倍的涨幅。几乎在上交所令沪市 6 家亏损严重的上市公司停牌的同时，深交所上市公司 1995 年度综合业绩排名揭晓，这两个事件表明对上市公司业绩的评估成为投资者关注的热点，也是促使中国证券市场走向成熟，证券交易所管理走向规范的重要一步。不难推断，在这样一种监督体制下，那些业绩差、连续亏损的上市公司的股东就会行使“用脚投票”的权利，抛售自己的股票，使其股价下跌，如果下跌严重就有可能被其他公司盯住成为收购对象，使公司管理者面临着要么被赶下台，要么改善经营管理，凭借更佳的公司业绩取信于股东的境地。

中国的公司购并正是在这种背景下寻找自身发展的契机的。我国已经发生的公司购并事件是向公司购并行为模式发展的雏型，因为在一个并非完全成熟的市场环境下，在一个证券市场无论从技术上还是从法律监管上说都尚处于发育阶段的中国，还有很多成熟证券市场运用的公司购并手段与技术都没有得到认识和运用。中国现有的证券方面的法规严重滞后，有关规范公司购并的法规条款过于简略，实际操作性差，这也造成了实际操作上的诸多困难；同时中国证券交易所使用的一些信息披露设备也还有待进一步完善；最重要的是中国的投资者与上市公司对于公司购并的意识与观念尚待培养，以使他们在一些关键的时刻意识到这一切并理解这一切。最后，在缺乏足够的社会保障制度的今天，正确处理公司收购后目标公司职员的重新就业问题也十分棘手。如

何对待在这一过程中不可避免地要发生被收购公司解雇职员，从而造成失业的问题，需要提出一系列切实可行的方案。从客观上说，上述问题都不能指望得到一劳永逸的解决，因而也就阻碍了中国公司购并的大胆进行。公司购并作为目前我国经济发展中的热点现象，有许多问题还值得经济学界和法学界共同努力探讨。本书的完成也正是对这种努力的一种记录。

本书以西方市场经济和现代企业制度为背景，在系统地介绍了公司购并的基础理论之后，着重阐述了公司购并的具体策划与操作过程。这将是一个相当复杂的过程，因为它融法学、经济学理论、会计学等许多学科的知识于一体，并且要求具备相当强的理论联系实际的操作能力。此后的内容是对公司购并中的一些重要的难点问题所作的一些尝试性的专题研究，包括税收问题、法律监管问题、会计处理问题以及公司购并中的投资银行的作用、股东权益、跨国购并和中介机构等。由于公司购并所涉及到的多是一些操作性的实务问题以及如何对这些操作程序进行法律监管以使之规范化的问题，因此本书对涉及这两个方面的问题着墨较多，故本书对实际运作者有一定的参考价值。本书最后对国内外著名的一些公司购并实例以及操作原则进行说明。选择这些实例的重要标准，是与本书所阐述的问题紧密相联系。其目的在于从另一种角度表述公司购并的重要规则，并且印证这些规则的现实意义。

写作本书时值中国证券市场一派生机盎然，交易日趋活跃，市场气氛高涨，又值中央银行公布利息下调，道-琼斯中国 88 指数诞生，中国股市正朝着新的高度迈进。证券市场的许多投资者带着难言的哀怨、无限的惆怅、满腔的失望步入了 1996 年，因此，如何重振投资者的信心，唤起中国证券市场的活力，是摆在我们面前的重大课题。面对日益沉稳、理智的中国投资者和迟早会蜂拥而至的外国投资者，决不是可以靠任何轻率的承诺就可以应付过去的，真正需要的是中国证券市场的各个层面采取有力的举措和

付诸实际的行动。

本书在写作过程中，参考了大量的国内外资料，这些资料在前三篇中我们作了尽可能详细的注释。第四篇中的案例资料，来自于《中国证券报》、《中国经济时报》和美国《商业周刊》等国内外报刊，在文中就不一一说明了。