

《上市公司并购重组问答》点滴谈

文/彭景华 深交所创业企业培训中心

为顺应我国资本市场此起彼伏的并购浪潮，今年6月，深交所创业企业培训中心开始组织业内专家编写《上市公司并购重组问答》一书。本人有幸参与其中的服务工作，并在“干中学、学中干”的工作方式中，对并购重组业务有了初步的认识。现根据《上市公司并购重组问答》一书的知识要点，结合具体的并购案例与大家略作分享，并就本书的主要内容及特点进行阐述，希望对读者了解并购重组业务有所助益。

案例一 A类并购重组券商中惊现曾经的收购方与其反收购方

9月28日，中国证券业协会《2013年度证券公司从事上市公司并购重组财务顾问业务执业能力专业评价结果》出炉，共有72家券商获得评级，其中获得A类评级的券商有10家，B类24家，C类38家。而在A类并购重组券商名单中，中信证券和广发证券——这对曾经的收购方与反收购方赫然其上，令人玩味不已。

想当年，中信证券突然对广发证券发起敌意收购，广发证券紧急奋起反收购。他们的收购与反收购战，在市场上掀起了不小的波澜，整个过程一波三折，呈现三部曲跌宕演绎，至今回想起来仍历历在目。

第一阶段，“哥俩好”。在这起收购与反收购战之前，中信证券和广发证券在证券业的各项指标排名上不相上下。两家公司注册资本

相当，实力相当，并同时于 2001 年完成股份制改造。此外，双方还签订了互为发行上市保荐协议，形同好兄弟。

第二阶段，率先上市一方收购另一方。中信证券于 2003 年率先上市，双方的好兄弟关系出现裂痕。通过上市，中信证券筹集资金 18 亿元，资本实力明显提升，“哥俩好”的平衡关系被打破。不仅如此，资金上的优势还催生了中信证券收购广发证券优质资产的预想。

让我们来看一看，广发证券究竟在哪些方面吸引了中信证券（2004 年的数据）：在盈利方面，广发证券 2004 年上半年利润 5948 万元，高于中信证券同期的 5652 万元；在经纪业务方面，中信证券的营业部规模只有广发证券的一半，而且广发证券的营业部主要在南方，中信证券主要在北方，有一定的互补性；在投行业务方面，中信证券的保荐人数为 17 人，而广发证券为 33 人。广发证券的人才和市场声誉是巨大的无形资产，收购广发证券可以大大增强中信证券的综合实力。因此，2004 年 9 月 1 日，上市一年多的中信证券公告称，拟收购广发证券部分股权。

9 月 16 日，中信证券向广发证券全体股东发出要约收购书，以人民币 1.25 元每股的价格收购广发证券股权，以所收购股权达到 51% 为目的，实现强强联合。但是，此次收购被广发证券 2000 多名员工理解为“敌意收购”。

第三阶段，被收购方紧急启动三大策略反收购。

一是交叉持股策略。即关联公司或关系友好公司之间相互持有对方股权，如果其中一方受到收购威胁时，另一方施以援手，坚定持有甚至继续增持被收购方的股份。本次反收购案例中，辽宁成大是广发证券的第一大股东，广发证券是辽宁成大的第二大股东。在中信证券发出收购消息之初，辽宁成大即表示要坚定持有广发的股权，不仅如此，还将持股比例提高至 27.31%。

二是员工持股计划。2004 年 9 月 7 日，广发证券 2126 名员工发起设立深圳吉富创业投资股份有限公司，注册资本 2.48 亿元，并迅速收购小股东所持有的广发证券股份。9 月 14 日，深圳吉富已经持有广发证券 12.2% 的股份。

三是引入“白衣骑士”。深圳吉富为了收购小股东手中 12.2% 的广发证券股权，共计花费近 3 亿元，已经超出了注册资本 2.48 亿元。于是，广发证券积极说服第二大股东吉林敖东收购珠江投资所持广发证券的 10% 股权，将其持股比例提升至 27.14%。至此，辽宁成大、吉林敖东、深圳吉富合计持有超过 66% 的广发证券股份，使中信证券控股广发证券的计划落空。2004 年 10 月 14 日，中信证券公告解除要约收购，广发证券反收购战宣告胜利。

案例二 蓝色光标实现从“被收购方”到“并购王”的大逆转

蓝色光标，2010 年在创业板上市的“公关第一股”，传说中的“并购王”。上市以来，蓝色光标利用创业板市场平台进行首发融资和增发再融资，并结合非公开发行公司债券融资以及向特定对象非公开发行股份等方式，先后收购了博思瀚扬 100% 的股权、Aries 资本公

司 40%的股权、精准阳光 51%的股权、美广互动 51%的股权、思恩客 100%的股权、今久广告 100%的股权、博杰广告 100%的股权以及英国著名公关公司 Huntsworth 近 20%的股份。经过上市后 3 年多的发展，蓝色光标不仅盈利能力显著加强，而且通过不断收购，已经从单一的公关公司转型为集公关、广告业务为一体的综合传播公司，成功地实现了其并购式的外延发展战略。

出乎意料的是，激发蓝色光标走上并购式外延发展之路的，却是一场持续两年半的“被收购”谈判。

原来，2005 年，蓝色光标的年利润为 1700 万元，发展触及天花板，蓝色光标的合伙人决定“被收购”——把公司卖掉。他们选择了 Huntsworth 公司——在伦敦证券交易所上市的英国著名公关公司集团。然而，蓝色光标合伙人在出售公司的谈判中发现，那些行业寡头们无一例外都是通过不断的并购发展壮大的。与此同时，这些谈判也让他们有了意外的收获，即学会了如何收购公司，包括怎样估值，怎么设计业绩对赌方案等。于是，2007 年下半年，蓝色光标合伙人决定改变发展策略——不出售公司，而是收购其他公司。

然而，正如蓝色光标总经理赵文权（蓝色光标五个合伙人之一）所说，“我们用自有资金去做并购是不可能实现的，所以公司必须发行上市”，“不上市，一切无从谈起。只有完成上市融资，才能去做并购，把蓝色光标做大”。于是，蓝色光标坚定地走上了改制上市之路，并成功登陆创业板，这才有了后来的一系列精彩收购，并通过并购，取得 Huntsworth 公司近 20%的股份，成为其第一大股东，实现

从“被收购”到“收购”的华丽转身。

企业并购重组指南 《上市公司并购重组问答》点滴谈

如篇头所述，创业企业培训中心组织编写的《上市公司并购重组问答》，经过业内专家编委们的努力，首批已经付梓印刷，用作创业企业培训中心培训班特别是并购班的参考资料。

培训过程中我们发现，在所有参考资料当中，《上市公司并购重组问答》最受欢迎。一些没有参加培训班的上市公司、拟上市公司的高管，甚至特地找到我们，希望能购买这本书。这在一定程度上反应了企业高管渴望了解并购重组业务的迫切愿望，也说明创业企业培训中心启动编写《上市公司并购重组问答》工作的及时性和必要性。

企业的需求就是我们工作努力的方向。数据显示，我国并购市场日趋活跃，交易规模稳步提升。2011 年，我国并购市场活跃度和并购金额创下 6 年以来的历史新高。与此同时，我国涉及上市公司的并购活动占并购市场总规模的比重不断提高，2012 年该比例达到 61.6%。其中，深圳证券交易所上市公司 2012 年披露发起 713 起并购重组（包括重大资产重组、通过购买或增资标的公司股权实现控股），涉及交易金额 1689.42 亿元，较上年增加 32.16%。同时还出现了一批影响较大的并购重组事件，例如，双汇发展完成发行股份购买资产以及换股吸收合并，原深发展吸收合并控股子公司平安银行。

《上市公司并购重组问答》正是在这样的背景下组织编写，力求反映我国并购重组业务的最新发展，以满足读者了解并购市场最新动

态的需求，为市场提供通俗易懂的并购重组业务实务手册，更重要的是，为企业家们提供制定和实施企业并购重组战略的实用指南。

目前，我国企业的并购呈现三大趋势：一是过去以整体上市与借壳上市为主，现在产业性并购整合渐成主流；二是过去以境内并购为主，现在跨境并购比例不断提升；三是过去以国有企业整合为主，现在上市公司的市场化并购日益活跃。

因此，《上市公司并购重组问答》紧密结合实际，创新性地切入目前并购市场的重点和热点，从产业性并购、上市公司重大资产重组、并购相关专题和并购重组案例四个方面，全面而系统地解答并购市场各环节的问题。

《上市公司并购重组问答》的第一部分“产业性并购”以产业性并购为重点，从如何制定并购战略到如何确定目标公司，从如何进行并购交易估值到如何实施并购整合，对并购的基本流程以及操作要点等问题一一解答，可以为读者特别是企业家读者们在并购重组的实际操作中提供参考。第二部分“上市公司重大资产重组”详细介绍上市公司重大资产重组业务，主要涵盖重大资产重组业务基本流程、信息披露与文件编制、审核流程和关注要点等。第三部分“并购相关专题”着重介绍并购业务的重点、难点、创新，同时兼顾并购实施过程中值得关注的投资者关系管理和媒体沟通等问题，以及国际并购市场反收购策略介绍。主要内容涵盖收购上市公司与信息披露、并购重组内幕交易防范、跨境并购、反收购及策略、并购创新思路等。第四部分“并购重组案例”重点介绍我国企业通过并购重组做大做强方面具有代表

性、创新性和特点鲜明的案例。

《上市公司并购重组问答》一书的作者分别来自证券公司、律师事务所、会计师事务所、评估机构、资产管理公司、银行，他们在各自领域从事并购重组业务多年，谙熟我国并购市场的法律规则和操作流程。该书凝聚了作者们丰富的理论知识和实践经验。然而，并购重组是投行的高端业务，被华尔街称为“皇冠上的明珠（Crown Jewels）”，与 IPO 相比更具复杂性和专业性，再加上并购重组在我国仍是一项新生事物，许多问题仍有待进一步研究和探索，并购重组制度仍有待改革和完善，因此作者们虽然都做出了最大的努力，但是难免会有疏漏之处。为此，我们加强了对书稿的校对和修改工作，并且在《2013 年度证券公司从事上市公司并购重组财务顾问业务执业能力专业评价结果》公布后，立即邀请了 A 类并购重组券商之一的华泰联合证券股份有限公司对书稿进行修改和订正。

经过再次修改和完善之后，我们计划于 10 月底对《上市公司并购重组问答》进行再版，并期待届时呈现给大家的，将是一本高质量、高水平的并购重组实务参考书。