

国有企业收购上市公司流程研究

严培玉

一、国有企业收购上市公司的方式

收购上市公司的方式主要有协议转让、要约收购、二级市场增持、间接收购等，各种方式的优缺点即适用范围如下：

收购方式	优点	缺点	适用范围
协议转让	股权交易比例灵活，协议转让可以一次性满足超过5%以上股份比例的交易需求。	(1) 限售股份不能进行协议转让。 (2) 拟受让股份超过30%将触发要约。	(1) 出让方所持股份不存在限制交易情况。 (2) 计划受让股份比例在30%以下（避免触发全面要约）
要约收购	部分要约可设置固定的要约股份比例，如5%，收购方获取的股份比例及所需资金量均具有可控性。	要约收购涉及监管机关审批、资金筹集等多个方面，可能需承担相应的资金成本、时间成本。	(1) 收购人拟一次性取得上市公司50%以上的绝对控股权。 (2) 收购人持有股份比例低于上市公司已发行股份30%，收购人希望继续增持股份。
间接收购	间接收购比较灵活。间接收购交易	(1) 尽职调查范围需扩展至上市公司控股股东。间接	(1) 上市公司的股东不存在违法违规事项，

	<p>发生在非上市公司层面，相比于直接收购，间接收购无需严格按照市价定价，可以根据拟收购上市公司的情况协商确定交易价格。</p>	<p>收购需对上市公司进行尽职调查的同时，还需要对上市公司控股股东进行尽职调查，如果除上市公司外还有其他不良资产，将增加收购的风险。</p> <p>(2) 仅能间接行使控制权。间接收购人并不能直接在目标公司行使股东权利，只能通过目标公司的大股东来间接在目标公司中行使提案、表决等股东权利。</p>	<p>收购上市公司的上层股东的股份无实质障碍。上市公司股东资产清晰，没有大额负债等事项。</p> <p>(2) 能够合理确定交易价格。</p>
<p>二级市场增持</p>	<p>(1) 二级市场交易系标准化交易，无需进行谈判、履行交割前置义务等复杂程序，交易便捷。</p> <p>(2) 交易双方按市价进行交易，收购人无需支付控制权溢价。</p>	<p>(1) 容易引起控制权争夺，衍生上市公司反收购问题。</p> <p>(2) 需遵守“慢步走”原则（每变动5%需暂停）及信息公告义务，容易引起上市公司股价的波动。</p> <p>(3) 二级市场流通股数量有限，仅通过收购二级市场流通股未必能够取得上市公司控制权。</p>	<p>受制于二级市场流通股数量、价格、权益变动程序的限制，以及为避免内幕交易的目的，二级市场交易通常作为配合其他收购方式或者巩固控制权的手段，并不作为收购控制权的主要方式。</p>

经比较，从收购的效率、可执行性层面而言，协议收购和间接收购具有明显优势，本文将重点论述协议收购和间接收购的流程问题。

二、国有企业收购上市公司的国资审批程序

根据《上市公司国有股权监督管理办法》（以下简称“36号令”）的规定国有股东通过证券交易系统增持、协议受让、认购上市公司发行股票等未导致上市公司控股权转移的事项国家出资企业负责管理，导致控制权转移的由国有资产监督管理机构审核批准。

国家出资企业、国有资产监督管理机构批准国有股东受让上市公司股份时，应当审核以下文件：

- （一）国有股东受让上市公司股份的内部决策文件；
- （二）国有股东受让上市公司股份方案，内容包括但不限于：国有股东及上市公司的基本情况、主要财务数据、价格上限及确定依据、数量及受让时限等；
- （三）可行性研究报告；
- （四）股份转让协议（适用于协议受让的）、产权转让或增资扩股协议（适用于间接受让的）；
- （五）财务顾问出具的尽职调查报告和上市公司估值报告（适用于取得控股权的）；
- （六）律师事务所出具的法律意见书；

(七) 国家出资企业、国有资产监督管理机构认为必要的其他文件。

三、协议收购方式

采取协议收购方式的，收购人可以依照法律、行政法规的规定同被收购公司的股东以协议方式进行股份转让。实践中，协议收购一般是收购人经与上市公司现有控股股东（包括现有控股股东的一致行动人）协商，由现有控股股东通过协议转让方式将其所持上市公司股份转让给投资者。

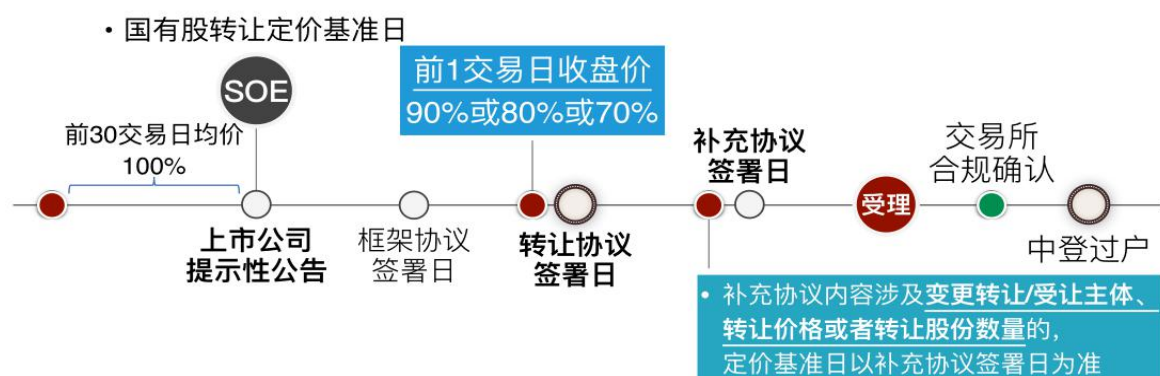
(一) 协议转让流程



转让双方签署股份转让协议后，收购方应按照上述第二部分规定就本次收购取得国资监管机构批复。取得国资监管机构批复、股份转让协议生效后，转让方应当向结算公司提出查询拟转让股份持有状况的申请，同时股份转让双方应向证券交易所申请确认其股份转让合规性，证券交易所对转让

申请材料进行形式审核，自受理股份转让确认申请后的3个交易日内做出是否予以确认的决定。取得证券交易所对股份转让的确认文件后，股份转让双方应在6个月内向结算公司申请办理股份转让过户登记。

（二）协议转让价格



根据《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》、《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》《北京证券交易所上市公司股份协议转让细则》（合称为“协议转让指引”），上市公司股份协议转让应当以协议签署日（转让双方就股份转让协议签订补充协议，补充协议内容涉及变更转受让主体、转让价格或者转让股份数量的，以补充协议签署日）的前一交易日转让股份二级市场收盘价为定价基准，转让价格范围下限比照大宗交易的规定执行（即沪深主板不低于基准价90%、科创板创业板不低于基准价80%、北交所不低于基准价70%）。此外，如出售方为国有股东，则协议转让的价格还需符合《上市公司国有股权监督管理办法》（“36号令”）规定的定价下限，即国有

股转让价格不得低于提示性公告日前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值与最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值两者之中的较高者。

交易所协议转让指引中未对协议转让的价格上限做出规定，但涉及国有企业收购非国有企业资产的，需要履行相关的国有资产评估核准/备案程序，并需要论证定价的合理性。

（三）协议转让的比例

根据《上市公司收购管理办法》，协议转让中单个受让方的受让比例不低于公司股份总数的 5%，收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过 30%的，超过 30%的部分，会触发强制要约收购义务（除非符合法定豁免强制要约的条件）。

四、间接收购方式

间接收购是指收购人通过取得上市公司现有股东（一般为控股股东）的控制权而间接地控制上市公司。较为常见的交易结构包括收购人收购上市公司控股股东的控股权、向控股股东增资进而取得控股权等。

（一）间接收购流程



间接收购因不涉及上市公司股权变动交易收购流程相对简单，不需要交易所合规确认及结算公司的登记过户，仅需按规定履行信息披露义务。交易协议签署后，收购方应按照规定履行信息披露义务。交易协议签署后，收购方应按照规定就本次收购取得国资监管机构批复，取得国资监管机构批复、交易协议生效后即可办理上市公司股东层面工商登记手续。

(二) 间接收购价格

对于间接收购交易所层面目前并无相应的定价指引，但间接收购涉及国有企业收购非国有企业资产的，需要履行相关的国有资产评估核准/备案程序；涉及国有股东所持上市公司股份间接转让的，需要按照 36 号令规定的定价原则定价，即国有股转让价格不得低于提示性公告日前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值与最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值两者之中的较高者。

(三) 间接收购的比例

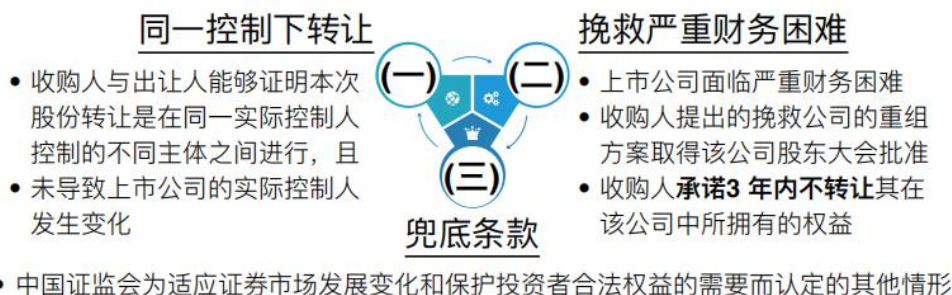
根据《上市公司收购管理办法》，收购人拟通过间接收购方式取得拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30% 的，应当向该公司所有股东发出全面要约（除非符合法定豁

免强制要约的条件)。

五、其他事项

需要关注的是，无论采取哪种方式，当收购比例超过 30% 时，均会触发全面要约收购义务，受让方无法控制收购成本。全面要约是向全体股东发出要约，不预设拟收购的股份比例，其他股东一旦接受全面要约可自主选择出售比例，极端情况下收购方可能收到全体股东出售的全部股份。因此，应尽量避免超过 30% 以上的收购，除非符合豁免条件。根据《上市公司收购管理办法》，豁免条件如下：

《收购办法》第62条豁免情形



《收购办法》第63条豁免情形

