

金融学系列
经济管理精品教材

21
世纪

企业并购与资产重组

理论、案例与操作实务

(第2版)

石建勋 郝凤霞◎主 编

张 鑫 李海英◎副主编

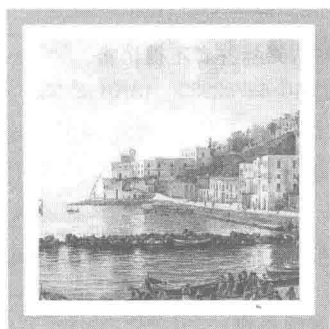


清华大学出版社



金融学系列
经济管理精品教材

21
世纪



企业并购与资产重组

理论、案例与操作实务

(第2版)

石建勋 郝凤霞◎主 编

张 鑫 李海英◎副主编

清华大学出版社

北京

内 容 简 介

本书结合并购重组的大环境、大趋势,详细介绍和分析了并购重组的动因、并购重组的程序、并购中的定价与融资、并购重组中的法律与监管框架、跨国并购等内容。全书共编写了几十个最新的、具有代表性的典型案例,对于读者结合案例学习掌握并购重组的理论与方法非常有帮助。

本书内容新颖、涉及面广、信息量大,案例丰富、生动实用,不仅适合金融类在校生学习使用,也非常适合企业高级管理人员、投资者、创业者、投资银行专家、律师、从事并购业务的中介机构从业人员以及对并购重组有兴趣的读者阅读。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

企业并购与资产重组:理论、案例与操作实务/石建勋,郝凤霞主编.—2版.—北京:清华大学出版社,2017

(21世纪经济管理精品教材·金融学系列)

ISBN 978-7-302-46906-3

I. ①企… II. ①石… ②郝… III. ①企业兼并—高等学校—教材 ②企业重组—高等学校—教材 IV. ①F271

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第063956号

责任编辑:张 伟

封面设计:李召霞

责任校对:宋玉莲

责任印制:王静怡

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦A座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

课件下载: <http://www.tup.com.cn>, 010-62770177-4506

印 装 者:北京鑫海金澳胶印有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm 印 张:22.25 字 数:526千字

版 次:2012年8月第1版 2017年7月第2版 印 次:2017年7月第1次印刷

印 数:1~4000

定 价:42.00元

产品编号:070719-01

第2版 前言

本书出版发行4年有余,已经被许多学校作为本科生、金融专业硕士和工商管理硕士的企业并购和资产重组课程教材使用,现在需要再印刷一批。考虑到企业并购和资产重组的理论与实务有着很强的政策性、时效性,有必要与时俱进地修改补充新内容。

4年多来,经济环境和政策环境都发生了重大变化,特别是中国共产党十八届三中全会确立了今后中国经济运行要让市场对资源配置起决定性作用的改革方向,在企业并购重组方面,减少政府审批,用市场化的手段管理和规范企业并购重组成为十八大之后并购重组市场监管改革的新亮点,国家有关部门先后出台了一批新的有关企业并购和资产重组的法律法规,给并购市场带来了新的活力和动力。另外,近几年中国企业“走出去”进行跨国并购的数量和规模增加很快,有许多成功的案例和经验教训。

此次本书再版前的修改补充,增加了对近几年出台的一系列并购新规的解读,增加了一些并购重组的新案例等,力图从更大、更远、更宽广的视角来分析企业并购重组,有助于我们学习和把握企业并购重组大发展的背景和趋势。

本书此次再版前的修改主要由四位主编按原版分工的章节分别负责完成。特别要说明的是,本书编写出版得到了同济大学专业学位研究生教材出版基金的资助,在此表示衷心的感谢。

本书理论与实践研究涉及面广,需要深入探讨的问题很多,难免有不当之处,敬请读者批评指正(sjx12188@126.com)。

编者

2017年1月于同济大学

第1版前言

21世纪以来,以企业为核心的市场体系进入一个大的结构性调整阶段。企业能否适应不断变化的市场体系,成为全球各大公司所关注的首要问题。通过并购重组促进企业实现资源整合,增强公司的盈利能力,实现产业升级和技术创新,提升企业的核心竞争力,实现企业的跨越式发展成为当今企业做大做强的必由之路。世界500强公司基本上都是靠并购重组发展壮大起来的,其发展史是一部企业并购重组的发展史。并购是企业最具戏剧性和最具吸引力的资本运作,同时又是一项严峻和艰辛的商业活动、金融活动,更是企业发展的必由之路。在风生水起的并购市场,几乎每天都在上演“大鱼吃小鱼,小鱼吃虾米”的并购交易。

中国加入WTO(世界贸易组织),中国企业也将身不由己地置身于并购浪潮之中,在一些国内企业纷纷被外资并购的过程中,一大批勇敢的中国企业主动“走出去”并购重组世界各地的企业。例如,联想收购IBM电脑事业部、吉利收购沃尔沃等,这些振奋人心的消息不断地吸引着中国人的眼球。并购重组也是资本市场永恒的话题,随着中国资本市场的发展壮大,上市公司的并购浪潮风起云涌。因此,学习和掌握并购重组的基本理论,总结实践经验,把握并购重组大趋势,掌握基本并购重组技能已成为现代企业家、经营者、各类投资者和金融行业的工作者必备的和才能。

本书在编写过程中参考借鉴了许多前人的研究成果,在书后列出了有关参考文献,对于书中所采用的文献的内容,编者在此特向这些文献的作者表示诚挚的敬意和衷心的感谢。

本书的编写分工是:石建勋负责第一章、第二章编写,并负责全书的章节设计,其他章节内容和案例的修改、选择和补充完善,第二次通稿审核、定稿;郝凤霞负责第三章、第六章、第九章的编写,并负责全书的第一次通稿审核和部分内容修改;张鑫负责第七章、第八章的编写;李海英负责第四章、第五章的编写。全淑琴、汤洁琳、冯斌、何天好、曾攀峰、季雨洁等参加了本书资料收集、文字整理及部分编写工作,在此一并表示感谢。

本书理论与实践研究涉及面广,需要深入探讨的问题有很多,难免有不当之处,敬请广大读者批评指正(sjx1218@sohu.com)。

编者

2012年5月于同济大学



目 录

第一章 企业并购与资产重组的理论与实践	1
第一节 企业并购的定义	1
第二节 资产重组的定义	2
第三节 企业并购与资产重组理论	7
第四节 企业并购与资产重组的动因分析	12
第五节 中外企业并购实践总结	18
本章小结	26
复习思考题	27
案例一 招商局集团的国际化重构	27
案例二 首旅集团收购如家	32
第二章 企业并购与资产重组的基本知识	37
第一节 并购重组与企业资本运作	37
第二节 企业并购与资产重组的基本类型	40
第三节 企业并购与资产重组的风险	44
第四节 企业并购与重组中可能发生的纠纷	47
本章小结	48
复习思考题	49
案例一 利亚德的兼并发展壮大之路	49
案例二 上汽并购韩国双龙汽车的风险与纠纷	52
第三章 企业并购重组的程序与步骤	57
第一节 非上市公司的一般并购程序	57
第二节 上市公司的并购程序	69
第三节 中介机构在企业并购中的作用	81
本章小结	88
复习思考题	88
案例 上海国资打造商业航母的系列并购重组	89

第四章 企业上市前的并购与重组	94
第一节 企业上市前并购与重组概述	94
第二节 非上市公司并购和重组的制度体系	98
第三节 企业上市前的股权并购	101
第四节 企业上市前的资产重组	107
第五节 企业上市前资产重组中的财务整合	109
本章小结	112
复习思考题	112
案例一 圆通借壳上市,抢滩资本市场	112
案例二 巨人网络将“借壳”世纪游轮回归 A 股上市	115
第五章 企业上市后的并购与重组	118
第一节 上市公司并购重组概述	118
第二节 上市公司并购重组的财务整合	125
第三节 上市公司并购重组方式创新与风险应对	130
第四节 上市公司并购重组新规解读	134
本章小结	141
复习思考题	142
案例一 南北车合并,强强携手	142
案例二 宏达高科收购佰金	146
第六章 跨国并购	151
第一节 跨国并购理论与发展	151
第二节 跨国并购动机与效应分析	161
第三节 中国企业跨国并购概况	165
本章小结	183
复习思考题	183
案例一 光明收购 Synlait Milk	184
案例二 吉利并购沃尔沃	192
第七章 企业并购中的定价与融资	196
第一节 企业并购中的资产评估和定价	196
第二节 如何避免资产并购中的定价错误	204
第三节 企业并购中的融资	212
本章小结	219
复习思考题	220
案例一 “宝能系”以杠杆式并购控股万科	220

案例二 并购基金设立模式及相关典型案例·····	224
第八章 企业并购后的整合 ·····	230
第一节 企业并购后整合的基本问题·····	230
第二节 企业并购后整合的内容·····	237
第三节 中国企业海外并购后整合的风险与对策·····	248
本章小结·····	262
复习思考题·····	262
案例一 联想并购 IBM 个人电脑事业部后的整合·····	262
案例二 艾默生并购深圳安圣电气后的整合·····	268
第九章 并购与重组中的法律与监管框架 ·····	273
第一节 世界各国公司并购重组的监管·····	273
第二节 中国企业并购的监管及相关法律·····	283
第三节 企业并购过程中的反垄断审查·····	293
第四节 改进并购监管以促进并购发展·····	295
本章小结·····	301
复习思考题·····	301
案例一 可口可乐收购汇源的反垄断调查·····	301
案例二 微软收购雅虎搜索业务的反垄断审查·····	306
案例三 哈里伯顿能源服务集团和贝克休斯“世纪并购”的反垄断调查·····	313
附录 中国上市公司并购典型案例汇总 ·····	317
参考文献 ·····	343

第一节 企业并购的定义

企业并购是指企业的兼并和收购(merger & acquisition, M&A),是企业资本运作和资本经营的主要形式。企业并购是一种特殊的交易活动,其对象是产权。通过并购,企业可以实现资源合理配置,扩大生产经营规模,实现协同效应,降低交易成本,以增强企业的竞争优势,提高企业的价值。当前,并购已成为企业外部扩张与成长的重要途径之一。

企业并购的实质是在企业控制权转移过程中,各权利主体依据企业产权所做出的制度安排而进行的一种权利让渡行为。企业并购是企业基于经营战略考虑对企业股权、资产、负债进行的收购、出售、分立、合并、置换活动,表现为资产与债务重组、收购与兼并、破产与清算、股权或产权转让、资产或债权出售、企业改制与股份制改造、管理层及员工持股或股权激励、债转股与股转债、资本结构与治理结构调整等。

企业并购活动是在一定的财产权利制度和企业制度条件下进行的。在企业并购过程中,某一部分权利主体通过出让所拥有的对企业的控制权而获得相应的收益,另一部分权利主体则通过付出一定的代价而获取这部分控制权。企业并购活动包括兼并、收购和合并三个不同的内容和含义。

(1) 兼并。兼并是指两家或更多的独立的企业、公司合并组成一家企业,通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。兼并的方法:①用现金或证券购买其他公司的资产;②购买其他公司的股份或股票;③对其他公司股东发行新股票以换取其所持有的股权,从而取得其他公司的资产和负债。兼并有广义和狭义之分。狭义的兼并是指一个企业通过产权交易获得其他企业的产权,使这些企业的法人资格丧失,并获得企业经营管理控制权的经济行为。广义的兼并是指一个企业通过产权交易获得其他企业产权,并企图获得其控制权,但是这些企业的法人资格并不一定丧失。

(2) 收购。收购是指一家企业用现金、股票或者债券等支付方式购买另一家企业的股票或者资产,以获得该企业的控制权的行为。收购有两种形式:资产收购和股权收购。资产收购是指一家企业通过收购另一家企业的资产以达到控制该企业的行为。股权收购是指一家企业通过收购另一家企业的股权以达到控制该企业的行为。按收购方在被收购方股权份额中所占的比例,股权收购可以划分为控股收购和全面收购。控股收购指收购方虽然没有收购被收购方所有的股权,但其收购的股权足以控制被收购方的经营管理。控股收购又可分为绝对控股收购和相对控股收购。并购方持有被并购方股权 51% 或 51% 以上的为绝对控股收购。并购方持有被并购方股权 50% 或 51% 以下但又能控股的为相对控股收购。全面收购指收购方收购被收购方全部股权,被收购方成为收购方的全

资子公司。

收购与兼并的主要区别是,兼并使目标企业和并购企业融为一体,目标企业的法人主体资格取消,而收购常常保留目标企业的法人地位。

(3) 合并。合并(consolidation)是指两个或两个以上的企业互相合并成为一个新的企业。合并包括两种法定形式:吸收合并和新设合并。吸收合并是指两个或两个以上的企业合并后,其中一个企业存续,其余的企业归于消灭,用公式可表示为: $A+B+C+\dots=A$ (或 B 或 $C\dots$)。新设合并是指两个或两个以上的企业合并后,参与合并的所有企业全部消灭,而成立一个新的企业,用公式表示为: $A+B+C+\dots=\text{新的企业}$ 。合并主要有如下特点:第一,合并后消灭的企业的产权人或股东自然成为存续或者新设企业的产权人或股东;第二,因为合并而消灭的企业的资产和债权债务由合并后存续或者新设的企业继承;第三,合并不需要经过清算程序。

在西方文献中,表述兼并、收购、合并、联合、接管的词有很多,如 acquisition, annexation, amalgamation, consolidation, takeover 等。尽管这些词词义有交叉,但还是可以从严格意义上进行区分。

(1) acquisition 一般是指一个经济实体控制另一个经济实体。

(2) annexation 原指一国正式宣布对原不属于其管辖范围内的某一领土享有主权的正式行为,它是单方面的行为,通过实际占领而生效,并通过普遍的承认而合法化。

(3) amalgamation 指两个或更多公司的联合或合并,这种联合或合并的实现途径有:一个公司控制其他公司;两个或更多公司之间的合并;原先的公司解散,成立新的公司来接管联合的经济实体。

(4) consolidation 指两个或两个以上的公司合并成一家新企业的行为,所有原来的各个企业都终止而成为一个新成立的企业的组成部分。

(5) takeover 指收购方在对方完全不知情或者双方达不成共同协商条件的情况下不顾被收购方的意思而强行夺取被收购公司控制权的行为。

以上名词解释词条来源于《大不列颠百科全书》《牛津金融和银行词典》。

第二节 资产重组的定义

一、资产重组的概念界定

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。狭义的资产重组仅仅指对企业的资产和负债的划分与重组,广义的资产重组还包括企业机构和人员的设置与重组、业务机构和管理体制的调整。目前所指的资产重组一般都是指广义的资产重组。在股票市场基本分析的诸多方法中,资产重组是上市公司基本面分析重要的研究内容和领域之一。

资产重组分为内部重组和外部重组。内部重组是指企业(或资产所有者)将其内部资产按优化组合的原则,进行的重新调整和配置,以期充分发挥现有资产的部分和整体效

益,从而为经营者或所有者带来最大的经济效益。在这一重组过程中,仅是企业内部管理机制和资产配置发生变化,资产的所有权不发生转移,属于企业内部经营和管理行为,因此,不与他人产生任何法律关系上的权利义务关系。外部重组是企业或企业之间通过资产的买卖(收购、兼并)、互换等形式,剥离不良资产、配置优良资产,使现有资产的效益得以充分发挥,从而获取最大的经济效益。这种形式的资产重组,企业买进或卖出部分资产或者企业丧失独立主体资格,其实只是资产的所有权在不同的法律主体之间发生转移,因此,此种形式的资产转移的法律实质就是资产买卖。

目前在国内所使用的“资产重组”的概念,早已被约定俗成为一个边界模糊、表述一切与上市公司重大非经营性或非正常性变化的总称。在上市公司资产重组实践中,“资产”的含义一般泛指一切可以利用并为企业带来收益的资源,其中不仅包括企业的经济资源,也包括人力资源和组织资源。资产概念的泛化,也就导致了资产重组概念的泛化。

虽然国家有关部门近期出台了有关资产重组的法律法规和行政规章制度,但均未涉及资产重组的概念,到目前为止还没有一条关于资产重组的明确定义。虽然在重组实践中会从不同的角度对资产重组及其包括的内容进行一定程度的规范,但使用的名称仍然极不统一,随意性较大,列举的方式也不周延,甚至有点儿混乱,这些都为资产重组概念的泛化敞开了较大的口子。

我国的资产重组概念所包含的内容比国外的企业重组(restructuring)的概念要广,而且我国的资产重组概念是从股市习惯用语上升到专业术语的,因此给资产重组下一个内涵外延明确的定义是非常困难的。我国学者在研究当中多半采取下一个泛泛的定义做简单描述的做法或者干脆回避对资产重组这一重要的概念进行定义。现已有的关于资产重组的定义不少于20种,其中国内目前使用得比较广泛的有以下几种。

1. 从资产的重新组合角度进行定义

梁爽(1997)等专家认为资产是企业拥有的经济资源,包括人的资源、财的资源 and 物的资源。所以,资产重组就是对“经济资源的改组”,是对资源的重新组合,包括对人的重新组合、对财的重新组合和对物的重新组合。赵楠(1998)甚至认为,资产重组不仅包括人、财、物三个方面的重新组合,而且还应当包括进入市场的重新组合。该定义只突出了资产重组的“资产”的一面,没有突出资产重组涉及的“产权”的一面。

2. 从业务整合的角度进行定义

资产重组是指企业以提高公司整体质量和获利能力为目的,通过各种途径对企业内部和外部业务进行重新整合的行为(张宁、范永进,1999)。该定义从业务的整合角度对重组进行了解析,基本反映了资产重组的目的。但概括性不强,内涵和外延不明确,而且同样没有涉及资产重组的产权的一面及业务重组。

3. 从资源配置的角度进行定义

资产重组就是资源配置(薛小和,1997)。有人进一步认为,资产重组就是对存量资产的再配置过程,其基本含义就是通过改变存量资源在不同的所有制之间、不同的产业之间、不同的地区之间,以及不同企业之间的配置格局,实现产业结构优化和提高资源利用率的目标。而华民等学者进一步扩展了资产重组概念,认为资产重组涉及两个层面的问题。其一是微观层次的企业重组,内容主要包括:企业内部的产品结构、资本结构与组织

结构的调整;企业外部的合并与联盟等。其二是宏观层次的产业结构调整。产业结构调整是较企业重组更高级的资源重新配置过程。

该定义把资产重组与资源配置联系起来。但资产重组是资源配置的一种方式,而资源配置只是资产重组的一种目的和结果而已。比如企业的生产从一种产业转移到另一种产业是不属于资产重组的,而是属于资源配置的范畴。仅用资源配置来定义资产重组内涵不清晰,外延模糊,未能突出资产重组的特点。

4. 从产权的角度进行定义

企业资产重组就是以产权为纽带,对企业的各种生产要素和资产进行新的配置与组合,以提高资源要素的利用效率,实现资产最大限度的增殖的行为。而有人甚至认为资产重组只是产权重组的表现形式,是产权重组的载体和表现形态。该定义突出了资产重组中的“产权”的一面,但又排除了不涉及产权的资产重组的形式。

从上述定义可以看出我国的资产重组的概念显然有两个层面的含义:一个是企业层面的“资产”重组;另一个是股东层面的“产权”重组。因此资产重组可以分为企业资产的重新整合以及企业层面上的股权的调整。根据上述定义,资产重组不包括企业内部的资产的重新组合以及企业对外进行产权投资,而只谈企业与外界之间发生的资产组合与企业的产权变动。

而根据证券市场上的约定俗成,资产重组还是一个带有“量”的内涵的概念,即企业的这种资产的调整和配置必须达到一定程度才能被称为资产重组。如对一个上市公司而言,股权转让是频繁的,少量的股权转让不属于资产重组范围。基于我国证券市场的约定俗成,可以从以下几方面把握资产重组的概念和含义。

1. 资产重组并不仅仅是存量资产的调整

对于资产重组到底是存量资产的调整还是增量资产的调整,在一般情况下,这种基于存量资产结构的调整,往往需要有新的增量资产的进入才能进行更好的调整。资产重组从一般意义上讲,应当是存量资产和增量资产的重新整合,这种整合是一个动态过程。

2. 我国的资产重组概念所包含的内容比国外企业重组的概念要广

在国外,企业重组指的是清偿一些领域的项目,并将资产重新投向其他现有领域或新的领域(威斯通等,1996)。而中国证券市场约定俗成的资产重组的概念比国外的“企业重组”的概念要广得多,已经涵盖兼并收购以及企业重组的各个方面。

3. 资产重组概念具有中国特色

在我国现阶段出现的上市公司为保“壳”或类似目的而进行的资产重组,其实是包含债务重组(剥离)、股权重组、职工安置(国有职工身份置换)等一系列社会、经济、政治因素在内的系统工程。因而,我国上市公司资产重组在符合资产重组一般规律的前提下,还具有地方政府主导参与等鲜明的中国特色。例如,我国的国有股回购与成熟市场当中的“股份回购”是不同的。这些正是源自于中国特殊的制度环境。

二、资产重组具体内容

根据我国证券市场的约定俗成,可以把上市公司资产重组分为五大类:①收购兼并。②股权转让,包括非流通股的划拨、有偿转让和拍卖等,以及流通股的二级市场购并(以公

告举牌为准)。③资产剥离或所拥有股权出售,是指上市公司将企业资产或所拥有股权从企业中分离、出售的行为。④资产置换,包括上市公司资产(含股权、债权等)与公司外部资产或股权互换的活动。⑤其他类。

1. 收购兼并

在我国收购兼并主要是指上市公司收购其他企业股权或资产、兼并其他企业,或采取定向扩股合并其他企业。它与我国上市公司的大宗股权转让概念不同。“股权转让”是在上市公司的股东层面上完成的,而收购兼并则是在上市公司的企业层面上进行的。兼并收购是我国上市公司资产重组当中使用最广泛的一种重组方式。

2. 股权转让

股权转让是上市公司资产重组的另一个重要方式。在我国股权转让主要是指上市公司的大宗股权转让,包括股权有偿转让、二级市场收购、行政无偿划拨和通过收购控股股东等形式。上市公司大宗股权转让后一般出现公司股东甚至董事会和经理层的变动,从而引入新的管理方式,调整原有公司业务,实现公司经营管理以及业务的升级。

3. 资产剥离或所拥有股权的出售

资产剥离或所拥有股权的出售也是上市公司资产重组的一个重要方式。主要是指上市公司将其本身的一部分出售给目标公司而由此获得收益的行为。根据出售标的的差异,可划分为实物资产剥离和股权出售。资产剥离或所拥有股权的出售作为减少上市公司经营负担、改变上市公司经营方向的有力措施,经常被加以使用。在我国上市公司当中,相当一部分企业上市初期改制不彻底,带有大量的非经营性资产,为以后的资产剥离活动埋下了伏笔。

4. 资产置换

资产置换是上市公司资产重组的重要方式之一。在我国资产置换主要是指上市公司控股股东以优质资产或现金置换上市公司的存量呆滞资产,或以主营业务资产置换非主营业务资产等行为。资产置换被认为是各类资产重组方式当中效果最快、最明显的一种方式,经常被加以使用。上市公司资产置换行为非常普遍。

5. 其他类

除了收购兼并、股权转让、资产剥离或拥有的股权出售、资产置换等基本方式以外,根据资产重组的定义,我国还出现过国有股回购、债务重组、托管、公司分拆、租赁等重组方式。

其中值得一提的是“壳”重组和 MBO 不是两种单独的资产重组方式。因为这两种方式都是“股权转让”重组的一种结果。配股(包括实物配股)不是资产重组的一种方式,因为配股过程中,产权没有出现变化。虽然在增发股份的过程中产权发生了变化,但根据约定俗成,把增发股份当作一种融资行为,而不当作资产重组行为。上市公司投资参股当中的新设投资属于上市公司投资行为,而对已有企业的投资参股则是“兼并收购”的一种。

三、资产重组特殊功能

在我国上市公司当中,国有控股企业占绝大部分,这些从国有企业转制而来的国有控股上市公司,除普遍存在产权主体塑造不彻底、股权结构不合理、公司治理结构不完善等问题以外,还肩负着优先安置下岗职工等不少社会目标,使得国有控股上市公司的目标多

元化。因此我国上市公司资产重组除了具有西方发达证券市场中上市公司兼并重组的一般功能目标以外,还有一些特殊的功能目标。这些功能目标一部分来自企业自身发展的要求,是企业主动行为的后果,而另一部分则是社会赋予国有企业的特殊目标要求,即在我国上市公司资产重组功能目标体系中,既有为了企业利润最大化而进行兼并重组的一般功能,又有国有资产战略调整等社会功能,还有企业自身发展要求和国家社会目标相一致的产业结构调整等功能。

1. 资产重组对公司治理的改善功能

由于我国上市公司多从国有企业转制过来,国有股权一股独大,导致公司治理结构不合理。通过“股权转让”等资产重组方式,可改善公司股权结构。

2. 上市公司资产重组的产业结构调整功能

我国上市公司集中于传统产业,产业间的组织程度较低,重复建设和重复投资严重,因此可以通过股权转让、并购、资产剥离,实现上市公司的产业转移。

四、资产重组的原则

在社会主义市场经济条件下进行资产重组应该遵循以下的原则。

(1) 资产重组要以产权连接为基础。因为以产权连接为基础的资产重组是牢固的,它避免以契约形式来进行资产重组时过多的谈判成本和道德风险;同时,真正的产权转移可以为新企业的产权明晰创造条件,使新企业拥有完整的产权。

(2) 资产重组要以市场的要求为出发点。国有资产重组过程中切忌政府的过多干预,而必须是资本所有者和企业经营者根据市场提供的信号,按照资本追逐效益的原则来进行操作。

(3) 国有资产重组要有明确的产业政策。我国是发展中国家,在产业政策中,通过资产存量的调整来改变国家的产业结构状况是一项重要的政策措施。因此国家就必须制定相应的政策来保证资产重组活动的结果符合国家的产业政策的需要。

(4) 资产重组要保持企业竞争性和垄断性的统一。资产重组必然会导致大企业、大集团的产生,这样会产生规模效益,降低企业的生产成本,从而提高企业的市场竞争力。但是这样可能会造成垄断,而市场经济的活力就是由竞争机制带来的。所以在资产重组的过程中,要形成一定有规模的大企业,同时要避免产生垄断性的企业集团。

(5) 资产重组不要寻求一劳永逸的方案。因为现在的市场环境变化是非常快的,今天看起来合理的产业结构,过不了多久就会变得不合理了。同时,从资产重组的主体来看也不可能永久不变,现在是被收购的目标企业,过一段时间可能成为收购方,去收购别的企业。

五、资产重组和企业并购之间的区别与联系

资产重组与公司并购是两个不同的概念。资产重组侧重资产关系的变化,资产重组后,企业所占有的资产形态和数量通常会发生改变。而并购则侧重于股权、公司控制权的转移。对于公司来说,即使公司的控股权发生了变化,只要不发生资产的注入或剥离,公司所拥有的资产未发生变化,也只是公司的所有权结构发生变化,实现了控股权的转移。

但是,资产重组与并购常常是交互发生的,先收购后重组,或先重组、再并购、再重组在资本运作中也是经常采用的方式。重组和并购是互相交叉的两个概念,它们既可以互不相干,分别发生,也可以互为因果。比如有些公司,可能实现了控股权的转移,但并没有出现资产重组;而有些上市公司,可能控制权没有转移,但却进行了资产重组。而更多则是先并购后重组,或者先重组、再并购、再重组。此外,还要看从哪个角度看问题。比如甲公司收购了乙公司的股权,取得了对乙公司的控股地位之后,可能拿乙公司的股权进行抵押融资,或利用乙公司进行担保贷款,而乙公司本身并没有重大的资产收购或出售行为,那么,对甲公司而言,其资产进行了重组,而对乙公司而言,则是仅仅换了大股东而已,可以说被收购了,却与重组不沾边。如果是上市公司,即使控股权有变化,只要不发生资产的注入和剥离,对上市公司本身来讲并不会导致资产的重组,而只是公司所有权结构的变化。由此可见,重组侧重于资产关系,并购侧重于股权关系。

从单个企业的视角出发,资本市场上的并购与重组则包含既不相同又互相关联的三大类行为:公司扩张、公司调整和公司所有权、控制权转移。但实践中,一个重组行为甚至可以同时划入这三类概念,如收购公司,对收购方来说,是一种扩张行为,而对目标公司而言是一种控制权或所有权的转移行为,对目标公司的出让方来说又是一种收缩或调整行为。

第三节 企业并购与资产重组理论

企业并购理论的发展和并购浪潮的发生是紧密相连的,伴随着每次的并购浪潮,企业并购的理论也逐步向前发展。面对一次又一次并购浪潮,经济学家们试图从多种角度对并购活动加以解释,进而形成多种理论。目前,较有影响的有竞争优势理论、效率理论、代理理论、内部化理论、价值低估理论、市场势力论、财富重分配理论等,这些理论从不同角度阐述了企业兼并和收购的动因问题及其实施并购的有效性问题的。

一、竞争优势理论

并购动机理论的出发点是竞争优势理论的原因在于以下三个方面:第一,并购的动机来源于竞争的压力,并购方在竞争中通过消除或控制对方来提高自身的竞争实力。第二,企业竞争优势的存在是企业并购产生的基础,企业通过并购从外部获得竞争优势。第三,并购动机的实现过程是竞争优势的双向选择过程,并产生新的竞争优势。并购方在选择目标企业时正是针对自己所需目标企业的特定优势。

二、效率理论

效率理论认为并购活动能提高企业经营绩效,增加社会福利,因而支持企业并购活动。通过并购改善企业经营绩效的途径有规模经济和管理高效两条。

1. 规模经济

一般认为扩大经营规模可以降低平均成本,从而提高利润。因而该理论认为并购活动的主要动因在于谋求平均成本下降。这里的平均成本下降的规模经济效应可以在两个

级别上取得：第一级在工厂，包括众所周知的生产专门化的技术经济、工程师规律等；第二级在公司，包括研究开发、行政管理、经营管理和财务方面的经济效益。此外，还可以加上合并的“协同效益”，即所谓的“ $2+2>4$ ”效益。这种合并使合并后企业所增强的效率超过其各个组成部分增加效率的总和。协同效益可从互补性活动的联合中产生。如一家拥有强大的研究开发队伍的企业和一家拥有一批优秀管理人员的企业合并，就会产生协同效应。

2. 管理高效

有些经济学家强调管理对企业经营效率的决定性作用，认为企业间管理效率的高低成为企业并购的主要动力。当A公司管理效率优于B公司时，A、B两公司合并能提高B公司效率。这一假设所隐含的是并购公司确能改善目标公司的效率。在实践中这一假说显得过于乐观。有人在此基础上，进一步解释为并购公司有冗余的资源 and 能力投入对目标公司的管理中。此理论有两个前提：①并购公司有剩余管理资源，如果其能很容易释出，则并购是不必要的。但是，如果管理队伍为不可分组合，或具有规模经济，则必须靠并购加以利用；②目标公司的非效率管理可以在外部管理人介入之下得以改善。

此理论在一定程度上解释了并购的效率的动因。它能解释具有相关知识和信息的相关产业并购活动，却无法解释多角化并购。

三、代理理论

代理问题是 Jensen 和 Meckling 于 1976 年提出的，他们认为在代理过程中，由于存在道德风险、逆向选择、不确定性等因素的作用而产生代理成本。他们把这种成本概括为以下几方面：所有人与代理人订立契约成本；对代理人监督与控制成本；限定代理人执行最佳或次佳决策所需的额外成本；剩余求偿损失。

并购活动在代理问题存在的情况下有以下几种解释。

1. 并购是为了降低代理成本

Fama 和 Jensen 在 1983 年认为，公司代理问题可由适当的组织程序来解决。在公司所有权和经营权分离的情况下，决策的拟订和执行是经营者的职权，而决策的评估和控制由所有者管理，这种互相分离的内部机制设计可解决代理问题。而并购则提供了解决代理问题的一个外部机制。当目标公司代理人有代理问题产生时，通过收购股票获得控制权，可减少代理问题的产生。

2. 经理论

这一理论认为在公司所有权和控制分离后，企业不再遵循利润最大化原则，而选择能使公司长期稳定和发展的决策。Muller 在 1969 年提出假设，认为代理人的报酬由公司规模决定。因此代理人有动机使公司规模扩大而接受较低的投资利润率，并借并购来增加收入和提高职业保障程度。马克斯、威廉森等认为经理的主要目标是公司的发展，并认为已接受这种增长最大化思想且发展迅速的公司最易卷入并购活动中。Fuss 于 1980 年发现并购公司经理在合并后的两年里平均收入增加 33%，而在没有并购活动发生的公司里，经理的平均收入只增加 20%。1975 年马克斯和惠廷顿发现公司规模是影响经理收入的主要因素。这些证据证实了这一理论。1977 年辛格和米克斯对并购后的企业利润情