

(4) 交易性质。股权并购的交易性质实质为股权转让或增资, 并购方通过并购行为成为目标公司的股东, 并获得了在目标企业的股东权利, 如分红权、表决权等, 但目标企业的资产并没有变化。资产并购的性质为一般的资产买卖, 仅涉及买卖双方的合同权利和义务。

(5) 适用的情形。决定企业采取股权并购或资产并购的因素是企业对目标公司感兴趣的资源的类型。如果企业仅对目标公司的无形资产、供应渠道、销售渠道等资产本身感兴趣, 则可选择资产并购; 而如果企业并非仅对目标企业的某些资产感兴趣, 而是对目标企业本身兴趣更大, 则可优先考虑股权并购。

(三) 按并购意图划分

企业并购重组按照收购企业的意图可以分为善意并购、敌意并购。

善意并购主要是通过收购企业与目标企业之间的协商, 取得相互理解和配合, 同时目标企业的经营者提供必要的资料给收购企业, 双方在相互认可、满意的基础上制定出收购协议。

敌意并购又称恶意并购, 通常是指并购方不顾目标公司的意愿而采取非协商购买的手段强行并购目标公司, 或者并购公司事先并不与目标公司进行协商, 而突然直接向目标公司股东开出价格或收购要约, 对其形成包围之势, 使目标企业不得不接受条件, 将企业出售, 致使控制权发生转移。

【信息链接】

中钢获澳中西部公司控股权成中国第一起敌意收购成功案例^①

2008年7月中钢集团向澳大利亚证券交易所发布的大股东声明显示, 截至2008年7月10日, 中钢集团已持有澳大利亚中西部公司50.97%的股份, 从而正式获得了中西部公司的控股权。这是中国企业首次成功实现海外敌意收购(hostile takeover), 也是中国海外金属资源领域最大收购案。包括中西部公司董事长在内的4位公司董事承诺将股权转让给中钢集团, 这4人共持有中西部公司4.1%的股份, 这样, 加上中钢集团最新披露的50.97%股份, 中钢集团实际

^① 信息来源: 陈姗姗, 中钢获澳中西部公司控股权成中国第一起敌意收购成功案例, 第一财经日报, 2008年7月12日, <http://www.p5w.net/news/cjxw/200807/t1769913.htm>。

的部分或全部资产。

股权支付方式的优点是：对于收购方而言，其不会挤占日常营运资金。缺点是：可能会稀释原股东权益，如果公司通过发行新股购买资产，发行新股份导致公司注册资本增加，原有股东占股比例将会下降，其对公司的控制权将会被削弱。

3. 混合支付方式并购

混合支付方式并购指的是并购方将若干支付工具组合在一起，一揽子向目标公司或其股东进行支付，这些工具除股权、现金外，还包括公司债券、可转换债券、认股权证等。

混合支付方式的优点是：通过各种支付工具的有效组合，既可以避免给企业营运现金造成压力，也可以避免原有股东权益被稀释。

需要注意的是，标的交割完成、对价支付完毕后，各方还应当到工商管理部门完成相应的变更登记手续。至此，企业并购执行基本完成。

第二节 企业并购重组的作用、本质和规律

一、企业并购重组的作用

（一）形成规模经济效应

并购重组能够从生产规模和经营规模等方面促进企业规模经济效应的形成。

通过并购重组，企业可以对其资产进行补充和调整，达到最佳经济规模，降低企业的生产成本；并购重组也可以使企业有条件在保持整体产品结构的情况下，集中在一个工厂或各个分部实现产品的单一化生产，达到专业化水平；并购重组还能解决专业化生产带来的一些问题，使各生产过程之间有机地配合，减少生产过程中的环节，以产生规模经济效应。

企业通过并购不同企业，可以针对不同的顾客或市场进行专门的生产和服务，满足不同消费者的需求；可以集中足够的经费用于研究、设计、开发和生产工艺改进等，以迅速推出新产品，采用新技术；可以通过精简机构和扩大产

（二）降低交易费用

市场运作的复杂性会导致交易的完成需要付出高昂的交易成本，为节省这些交易成本，通过并购可使这些交易内部化为企业内部的管理，从而节约成本，提高效率。在适当的交易条件下，企业的组织成本有可能低于在市场上进行同样交易的成本，市场为企业所替代，当然，企业规模扩大，组织费用将增加，所以并购规模的边界条件是**企业边际组织费用增加额等于企业边际交易费用的减少额**。

（三）增强企业竞争优势

并购重组的动机根源于竞争的压力，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。企业竞争优势的存在是企业并购重组产生的基础，企业通过并购从外部获得竞争优势。并购重组的实现过程是竞争优势的双向选择过程，企业在此过程中会产生新的竞争优势。并购方在选择目标企业时正是针对自己所需的目标企业的特定优势。

【信息链接】

中联重科并购德国摩泰克（M-TEC）公司提升竞争优势^①

2013年12月25日，中联重科宣布收购全球干混砂浆设备第一品牌——位于德国纳沙泰尔（Neuenburg）的M-TEC公司。中联重科通过高位嫁接M-TEC技术，将一举成为干混砂浆设备的第一品牌。M-TEC公司成立于1978年，是全球领先的干混砂浆设备供应商，产品覆盖干混砂浆生产全过程，其产品销往全球55个国家和地区。此次并购有利于快速提升中联重科产品和技术的竞争力，将为中联重科抢占国内市场带来巨大的竞争优势。中联重科表示，选择进驻干混砂浆设备领域，是基于对行业升级转型方向和未来市场前景的预估和判断。随着我国环保事业的不断发展，继商品混凝土广泛普及后，国家已开始进一步推广干混砂浆，中国干混砂浆市场将步入一个快速发展通道，预计2017年市场需

^① 信息业源：中联重科并购德国M-TEC公司，<http://stock.sohu.com/20131226/n392414018.shtml>。

降雨和土地质量等，来帮助农民预测农作物产量。孟山都希望能够借助 Climate Corporation 的数据分析信息进入“下一个农业时代”。此次收购标志着大数据对工业经济的推动作用又前进了一大步。与此同时，孟山都计划将 Climate Corporation 的农作物保险产品在全世界范围内售卖。Climate Corporation 已经在众多降雨、温度以及土地类型的公共数据基础上，在美国制定了一系列的政策，但目前尚未可知将如何更好、更快地将这些政策在全球范围内实施。孟山都希望能够在农业领域实现像通用电气一样：在全球范围内获得史无前例的产品交互数据，提高工作效率并尽可能在这些数据基础上出售新的服务。起初，作为一家像天气账单（Weatherbill）这样的保险公司，Climate Corporation 的成立目标是为那些小型高尔夫球场上保险，以抵挡不可预测的天气所带来的损失。在被孟山都收购之后，Climate Corporation 将有望成为孟山都内部更加庞大的业务部门。

（五）克服行业进入壁垒

行业进入壁垒是指与行业内已经成熟的原有企业相比，新的进入者在竞争条件方面所具有的不利性。

产品差异是形成进入壁垒的第一个原因。行业内部原有企业与新进入企业相比，具有明显的产品差异化优势，由于原有企业在产品设计、结构、功能、商标以及营销手段等方面的特征已为消费者所熟知，消费者对原有企业产品的偏好程度一般明显高于新进入企业所生产的产品。

政府管制造成的行政壁垒是形成壁垒的第二个原因。各地区、各部门从本地区、本部门的利益出发，有目的地保护原有企业，设置了种种限制进入的政策，例如发放牌照、行政审批等，人为制造地区进入障碍和行业进入障碍，从而限制了资本以内部发展即新建企业方式合理流动。

规模经济的限制是形成进入壁垒的第三个原因。规模经济包括初始规模和最佳规模，对于某一行业而言，在社会总收入与需求结构不变的条件下，其市场容量是确定的，新企业通过内部发展方式进入这一领域必然造成供给增加，价格下跌，原有企业必然采取调整价格、技术垄断、控制资源等措施，提高进入“门槛”，阻止新企业以最佳规模进入。但若新企业以初始规模进入，必然因为规模小而造成规模不经济，难以与行业内已形成规模的大企业开展平等竞争。

而通过并购行业内部其他企业的方式进入新的领域，不但可以直接利用消费者已熟知的产品品牌，克服地区、行业进入壁垒，而且还可以在不打破现有供需平衡关系的前提下，取得新的竞争优势。

【信息链接】

马云百亿并购恒生电子和华数传媒抢占新领域^①

2014年4月，中国互联网巨头阿里巴巴集团一周内先后宣布并购恒生电子和华数传媒，涉及资金近100亿元人民币，收购资金主要由马云及其同事谢世煌来筹集。

恒生电子是国内大部分基金公司、证券公司、银行、保险公司的信息技术（IT）提供商，收购恒生集团（恒生电子的大股东）将有助于阿里巴巴集团快速对接传统金融领域的核心客户。而华数传媒是国内领先的数字化内容提供商及互联网电视、三网融合的先行先试者。

恒生电子宣布，马云和谢世煌的公司旗下的浙江融信收购其大股东恒生集团，间接持有恒生电子20.62%股权，收购金额为32.99亿元。华数传媒宣布拟向由巨人集团董事会主席史玉柱，阿里巴巴集团主席马云、谢世煌等投资的云溪投资定向增发股票，筹资总额为65.36亿元，增发后云溪投资将持有华数传媒20%股权。

从2011年修订的《外商投资产业指导目录》来看，在文化领域禁止外商投资的领域有：包括有线电视传输网在内的广播电视覆盖网、广播电视节目制作经营公司等。而华数传媒已拥有了杭州地区有线电视网和宽带网络，未来计划收购更多有线电视网络资产，从这一点上来分析，阿里巴巴集团并不适合直接参股华数传媒。而恒生电子向国内绝大多数金融机构提供IT系统，等于掌握了这些金融机构的“后门”，这更不能让外资机构控股了。从上述分析来看，有理由相信马云及其同事谢世煌再次扮演了“代持”角色。待未来时机成熟，这两项投资亦可能像当初支付宝一样清晰股权架构或是公布解决方案。

^① 信息来源：阿里巴巴主席马云亲身上阵百亿并购或为绕开政策壁垒，<http://www.shmet.com/Report/Z274255.html>。

二、企业并购重组的本质

（一）微观层面：并购重组是对企业生产要素的吐故纳新

企业是各种生产要素结合的资产结合体，是由原本相互独立的生产要素所有者各自投入其特长要素共同构成的开放型资产系统。企业并购重组的本质，便是由并购交易引起企业实际利用的资本、企业家才能、劳动力、政府环境等构成要素发生变化，从而导致企业的价值资产、人力资产、环境资产随之变化而进行整合重组。资本、企业家才能、劳动力、政府环境等转化形成的价值资产、人力资产、环境资产共同构成开放型资产系统。上述4类企业所需要素中，任何一类要素构成发生变化都将导致被并购企业资产重组，形成不同于原有企业的资产系统。

企业是有独立法人资格的法律主体，其发展具有一定的规律性，企业不同的发展阶段、发展环境，决定了其所需要的生产要素种类、组合模式等都是不同的。在生产要素相对封闭的环境下，如果不与外界进行交流，企业发展的模式、速度、行业领域都会受一定限制。企业发展到一定阶段，有些生产要素闲置了，有些生产要素短缺了，有些生产要素模式不利于发展了，而此时企业自身在内部改变生产要素的组合效果往往是极其有限的。

独立来看，每个企业或多或少都有类似的难题，而一旦放在一个生产要素自由流通的市场上来看，企业之间进行生产要素置换、流动，上述瓶颈问题就可迎刃而解。企业间通过用自身闲置、效率不高的生产要素的置换、流动，互相都取得了现阶段自身所需要的优良生产要素，这是企业生产要素吐故纳新的绝佳途径。

（二）宏观层面：并购重组是产业整合及经济结构调整的有力手段

通过企业兼并，优势企业并购劣势企业，朝阳产业的企业并购夕阳产业的企业，淘汰一些效益差、管理落后、从事长线产品生产的企业，发展一些效益好、管理先进、从事短线产品和新兴产品的生产、有技术、有市场前景的企业，促使资金从衰落的行业进入新兴的行业，使生产要素得到充分流动，加快了资本退出传统产业的步伐，加速了资本的积累过程，增强了优势企业的实力，促进了规模经济的形成。同时，在客观上促进了行业结构和产业结构的优化和升级。

并购重组是资本市场的基础性功能，上市公司通过并购重组，做大做强行业内龙头企业，提高资源利用效率；并购重组更是促进经济发展方式转变，实现经济可持续发展的重要途径。随着我国资本市场基础性制度进一步健全，上市公司并购重组活动日趋活跃，资本市场并购重组在我国经济结构调整和产业升级中发挥着日益重要的作用。

【信息链接】

潍柴动力并购湘火炬实现全产业链整合^①

1997年年底，湘火炬股票已表现为一文不值的垃圾股，湘火炬被德隆出手收购。之后，德隆以湘火炬为旗舰，对中国汽车零部件产业进行地毯式收购。同时，并购整合国外的汽配企业，利用其技术人才和管理人才，把国外产能搬迁到中国来，提技术、上管理、降成本、占领全球市场。2002年，湘火炬展开系列收购，收购了重庆重汽、陕西重汽、法斯特变速箱等公司。通过这一系列并购，一条完整的重汽产业链形成了。

2004年，德隆系的资金问题波及湘火炬，导致湘火炬资金链断裂。2005年8月29日，潍柴动力通过一家控股45%的子公司潍坊投资公司，以10.23亿元的价格从华融资产管理公司手中收购了A股上市公司湘火炬28.12%的股权和4.01亿元的债权。潍柴动力并购湘火炬，就拥有了从发动机、变速箱、车桥到整车这样一条国内最完整的产业链，并且控制了产业链中赢利能力最强的环节，这是改变中国重型卡车行业的里程碑事件。10年后，潍柴动力上市公司年收入超过600亿元，年利润达到90亿元，市值达到1200亿元。

三、企业并购重组的规律

（一）并购重组导致行业集中

在所有行业中，都明显存在一个统一的整合模式。当公司努力争取扩大规模时，市场分散化之后紧随而来的便是强劲的合并浪潮。一旦集中度达到一定

^① 信息来源：最佳并购项目：潍柴动力，<http://money.163.com/08/0627/11/4FEN45P300252PAV.html>。

不良资产、整合优势资产等方式而进行的整合。制度整合指的是企业对于并购双方的人力制度、投资制度、生产制度等进行的整合。人力整合和文化整合是并购后最难实施的两个部分，下面将进行专门阐述。

（一）人力整合

在并购重组中，受到直接冲击的是人力资源问题。当企业宣布启动并购重组后，对于被并购方的员工来说，最担心的问题是并购方是否会实施裁员政策，或者并购方是否会实施与被并购方完全不同的人力资源管理机制。对于被并购方的管理层来说，这种心理的冲击会更大，一方面担心自己是否会被裁员，另一方面担心自己如果不被裁员，是否还会像现在一样受到重用，如果被并购方边缘化，则对于这些管理层来说，相当于“隐性裁员”。

并购双方必须及时察觉被并购方员工这些细微的心理变化，并在并购重组启动之初就着手实施安抚性工作，例如，并购双方通过召开员工大会的方式与员工进行沟通和交流，减少员工的恐慌性情绪；对于管理层人员，并购双方则可以进行一对一谈话，对这些人员进行安抚。

并购重组影响的不仅仅是被并购方人员的心理，也会极大地影响并购方人员的心理。原因是：并购重组后，企业为了消除重复性成本，往往会削减一些重复性部门或人员以降低成本，因此，并购方的人员也会担心自己是否会被划入削减部门而面临失业。

解决上述问题的关键是并购双方应当就人员选聘问题制定一套科学、公平的考核机制，并对双方员工进行公示。如果企业确实需要对人力资源进行调整，例如有些部门必须削减，则企业应当通过公平的竞争考核机制对员工进行筛选，并对考核结果进行公示。

最后是双方员工工作习惯的协调问题，无论是并购方，还是被并购方，都已经拥有自己独特的工作方式，如何对不同的工作方式进行协调，使得双方员工通过整合重新组合为一体，并购双方应当制订详细的方案。

（二）文化整合

1. 企业文化整合的概念

所谓企业文化整合，指的是并购双方不同的企业文化相互协调、融合进而

3. 已上市阶段并购重组法律体系

已上市阶段的并购重组与前两个阶段的企业相比，又有所不同。由于已上市阶段企业股票为广大投资者持有，因此，无论是其他企业收购上市公司股票，还是上市公司与其他企业进行并购重组，影响的不仅仅是上市公司本身，更会影响到市场中广大的投资人。这一阶段并购重组法律体系可细分为上市公司收购法律体系和上市公司重大资产重组法律体系。

(1) 上市公司收购法律体系。上市公司收购法律体系主要是由《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）、《上市公司收购管理办法》、《股票发行与交易管理暂行条例》及上市公司收购信息披露格式组成的，其中，《上市公司收购管理办法》是该体系的核心，该办法对于上市公司收购中的权益披露、要约收购、协议收购、邀约豁免等做了详细明确的规定。本书第四章会详细论述上市公司收购的相关制度。

(2) 上市公司重大资产重组法律体系。上市公司重大资产重组法律体系的核心是《上市公司重大资产重组管理办法》，相关配套规定主要是中国证监会颁布的关于办法中若干条文的适用意见，以及上市公司重大资产重组信息披露方式。本书第五章将会对上市公司重大资产重组相关制度进行详细的介绍。

(二) 按并购方是否为外国投资者来划分

按照并购主体是否为外国投资者，并购重组法律体系可以分为内资并购法律体系和外资并购法律体系。在并购重组的整个法律体系中，绝大部分的法律、法规、规章和规范性文件是用来规范内资并购的。相对而言，规范外资并购的相关规定自成一派，形成了较为独特的法律体系。所谓外资并购，指的是外国投资者购买境内非外商投资企业股东的股权或认购境内公司增资，使该境内公司变更设立为外商投资企业；或者，外国投资者设立外商投资企业，并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产；又或者，外国投资者协议购买境内企业资产，并以该资产投资设立外商投资企业且运营该资产。

总结起来，外资并购的法律体系主要包括以下3个层面：

1. 基本法律层面

基本法律层面包括的法律主要是《公司法》、《合同法》、《证券法》等，这些法律作为规范并购重组的一般性法律，同样适用于外资并购。

第一节 并购浪潮在中国

一、国际并购浪潮的涌起

2008 年全球金融危机发生至今已过多年，但其影响仍未彻底消除。虽然此轮金融危机对全球实体经济造成了巨大的冲击，但从另一个角度讲，由于企业资产的贬值，也为国际间企业的并购创造了绝好的机遇。国际市场中企业的成长和发展，永远都离不开投资并购这种有效的手段，甚至这种手段在众多的企业手中将会被演练得更加成熟。所以说，在国际市场这个硝烟弥漫的战场上，谁熟练地掌握了投资并购这种攻守兼备的商业手段，谁就赢得了未来更广阔的发展空间。

现有的观点普遍认为，国际间企业投资并购的历史始自 19 世纪 70 年代。20 世纪 10 年代中期、60 年代末、70 年代末、90 年代末及 21 世纪初，分别发生了 5 次大的并购浪潮，从而基本构成了现代全球范围内的企业格局。从这几次并购浪潮的特点来看，前三次基本上属于对现有资源和国际市场份额的重新划分，相对来说是并购的初级形式，其结果是形成了企业对某一市场领域的垄断，但没有对产业结构改革产生大的影响。而后两次并购浪潮则不同，从第四次并购浪潮开始，尤其是在第五次并购浪潮中，金融机构积极参与，并以经济杠杆的角色介入到国际并购浪潮中来，使并购的过程和目的变得更加多样化。虽然这种多样化使企业对行业的完全垄断愈加难以实现，却为产业结构的深化调整和国际企业之间的合作创造了更广阔的空间。

（一）当前国际并购浪潮发生的起因

1. 对全球范围内有限市场和资源的争夺，是导致国际并购浪潮的直接原因

目前，劳动密集型、低附加值的传统企业仍占据着全球市场的主要份额，虽然 2008 年的金融危机并没有对这些企业造成毁灭性打击，但由此导致的市场估值降低，也为新兴企业争夺原有市场资源带来了重要的发展契机。由于市场整体资源有限，出于对经济效益的追求，传统企业所占有的市场资源往往也是

新兴企业所迫切需要的，而这些新兴企业本身的高技术含量和高效的生产方式也极大增强了企业的市场竞争实力，为发起新一轮的国际并购浪潮做好了铺垫。

2. 追求企业之间的优势互补是推动国际并购浪潮的间接动力

在国际市场上，企业之间的竞争与合作向来不是孤立的。由于市场关系的复杂性，跨国企业之间很少存在单纯的竞争或单纯的合作。在全球化的背景下，出于对资源互补的考虑，尤其是为了缩小地区之间的市场差异，降低企业进入陌生市场所带来的隔阂感和融入成本，不同地域间相同行业的企业之间进行并购，乃至不同行业的企业之间进行并购，类似的方式都不再陌生。不同地域、不同市场间的企业并购行为，不仅可以实现资源上的优势互补，降低进入陌生市场中所遇到的贸易壁垒，同时也减少了彼此为开发新产品和开拓新市场所面临的风险。这种战略思路，也是推动国际并购浪潮的间接动力。

【信息链接】

近年国内企业进行跨国并购的案例

2004年，联想收购国际商业机器公司（IBM）个人电脑（PC）事业部，获得了IBM在个人电脑领域的品牌及相关技术，进而铸造了联想如今在全球个人电脑行业中的领先地位。2005年，上海汽车公司通过收购英国罗孚取得了两项知识产权的许可使用权，并在此基础上开发了荣威车型，成为国产汽车品牌中的佼佼者。2012年，吉利汽车通过收购沃尔沃汽车，取得了沃尔沃授权的先进生产技术，也为沃尔沃这一高端汽车品牌进入国内市场拓宽了道路。2013年，华为与多家企业合作，收购柯达公司的1100项数字成像专利，有效提高了华为在数字成像技术领域上的竞争力。由此可见，投资并购在国际企业间的资源优化、市场开拓等方面起到了积极的推动作用。

3. 并购重组是在一定程度上降低金融危机所带来损失的有效手段

20世纪80年代末的股市大崩溃、地产泡沫危机，以及90年代亚洲金融危机、21世纪初美国的次贷危机等，都表明随着跨国企业规模的扩大，由于行业 and 市场的单一化，导致其在某一行业市场 and 地区所面临的风险也逐渐增加。为了降低这种风险，跨国企业有必要通过并购重组方式尽快融入多行业、多地区，通过增加企业产业和市场结构的层次性和多样性，来分散金融危机所造成的损

失，增强抵抗金融风险的能力。所以说，企业的并购重组活动将越来越成为应对全球金融危机的有效手段。

4. 金融资本行业的发展为企业进行国际间并购提供了充足的资金保障

随着在全球范围内生产领域科技水平的提高，高附加值产业所带来的资本汇集作用变得更加明显。不同于传统产业受地域和资源的限制，保险、银行、信息等新兴产业可以在短期内吸收大量国际资本，并做到有选择性地投资，这就为跨国企业并购，尤其是传统行业中的企业并购，提供了充足的资金保障。随着各国对金融资本领域的政策放开，使得资金的汇集和投入都变得比以往更加自由和充沛，从而为跨国企业进行投资并购扫清了资金上的障碍。因此，与以往的并购浪潮相比，金融资本行业的发展使当前国际并购活动变得更加简便易行。

（二）当前国际并购浪潮的特点

与以往几次并购浪潮形式相比，自 20 世纪 90 年代末兴起的第五次国际并购浪潮突出体现了如下特点：

1. 新兴行业并购增多，产业布局整合态势明显

在此次并购浪潮中，一个显著的特点就是从事新兴行业的企业对从事传统行业企业的并购数量开始增加。特别是在资金相对充沛、技术含量高、附加值高的新兴行业中，例如电信、互联网、银行、保险等行业，参与对市场估值低但优质的传统制造企业的并购活动更加积极，其目的已不仅仅是市场扩张，还体现了在资源上实现优势互补的动机。这种并购趋势，一方面，体现了传统行业仍是当前市场的主导者，由于其占据着市场的主要份额和大多数资源，所以也吸引了大量新兴资本的关注；另一方面，能够促使新兴行业与传统行业进行资源整合，为未来的市场多元化发展打下良好的基础。

【信息链接】

《2013年全球科技、媒体和通信(TMT)行业并购报告》相关信息^①

1. 2013 年全球 TMT 并购总额高达 5 103 亿美元，与 2012 年的 3 311 亿美元

^① 信息来源：2013 年全球 TMT 并购总额达 5 103 亿美元，同比增长 54.1%，<http://www.kuai-liyu.com/article/7898.html>。

随着中国外汇储备增多以及人民币升值,中国企业不再甘心仅限于国内的投资行为,开始加大进入国际资本市场的步伐。由此,中国企业的并购史从发达国家企业对中国企业的并购,开始逐渐转变为中国企业和境外企业之间的并购,中国企业的并购史也进入一个新的纪元。据不完全统计^①,自2002年中国加入世界贸易组织到2012年短短的10年间,境外企业在我国参与并购涉及的金额从60多亿美元急剧上升到170多亿美元,涨幅接近2倍。

但从另外一个层面来说,中国加入世界贸易组织后,尽管中国企业对于进入广阔的境外市场的意愿变得更加强烈,但是国际间的竞争也远非国内竞争那么简单,长期受政府保护的国有企业在参与国际竞争时的初期表现并不尽如人意。但出于对境外市场、资源、技术及人才的渴求,以及为了对抗国外企业对中国市场资源的争夺,经历过一些惨痛的教训后,中国企业在国际并购上变得更加成熟,无论是参与的并购项目还是涉及的金额都进入快速发展阶段,远远超过了20世纪90年代。2002~2012年短短的10年间能有如此快速的增长,既要归功于中国市场的开放性政策和政府的支持,也要归功于前面20年间中国企业在国际并购上积累的宝贵经验。在进行并购的方向上,对于主要行业类型也开始出现分化,形成了以原材料和能源动力为主要并购方向,以工业和金融行业为次要并购方向的并购战略格局。这一方面说明我国企业的并购重点仍集中在基础资源领域,尚属于对原材料资源的争夺阶段;对于制造业和金融业等需要较高管理和生产技术的行业,尚未引起足够的重视。另一方面,也说明我们国家企业的境外并购仍缺少前瞻性和创新性,在循着发达国家前期的并购之路前进。由于今后高附加值企业的发展对于基础能源和原材料的需求会越来越低,所以如果我国企业不能及时转变思路和策略,很可能会影响我国企业未来的综合竞争力,致使我国企业在国际竞争中陷入劣势。

（二）法律视角下的中国并购史

1. 对资本主义工商业社会主义改造阶段的企业并购（1954~1956年）

1954~1956年,我国对于资本主义工商业进行了全方位的社会主义改造。这是新中国成立后首次大规模的企业重组,重组的方式是公私合营。所谓公私

^① 本数据基于汤森路透并购数据——中国企业跨境并购历程、特点、问题及对策研究。

司并购出现了井喷局面，据不完全统计，1998年沪深两市一共有67家上市公司发生了并购活动。

伴随着上市公司并购的井喷，我国第一部《证券法》于1998年12月29日通过并于1999年7月1日施行，该法第四章第一次对上市公司收购做出了详细的规定。同时，针对上市公司并购中出现的大量违规和造假行为，证监会于2001年12月10日发布了《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》，该通知第一次对“上市公司重大购买、出售、置换资产的行为”的概念、应当遵循的要求、程序等做出了明确规定。

总体来说，这一阶段关于并购的法律规定仅是对上市公司并购活动的初步规范，尚不完善。

6. 市场经济全球化阶段的企业并购（2002至今）

2002年，随着我国加入世界贸易组织，我国市场经济迎来了全球化时代。这段时期上市公司并购数量急剧增长，外国投资者对于境内企业的并购呈上升趋势，同时我国企业也开始走出国门进行海外并购。法律上，这一阶段也呈现出以下两个特点：

第一，我国关于上市公司的并购法律逐步完善，形成了以《公司法》、《证券法》等法律为基础，《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》等部门规章为核心的整套系统。

第二，我国特别完善了外国投资者对于境内企业并购的规定，这些规定包括《关于外国投资者并购境内企业的规定》、《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度有关事项的暂行规定》、《商务部关于外国投资者并购境内企业的规定》、《外国投资者并购境内企业反垄断申报指南》等。这些规定一方面对外国投资者并购境内企业进行了程序性的规范，另一方面也加大了外资并购的安全审查和反垄断审查。

菱钢铁均是首亏。其中，马钢股份 2012 年净利润为 -38.63 亿元，同比下降 4 790.14%；安阳钢铁净利润为 -34.98 亿元，同比下降 9 338.71%；山东钢铁净利润为 -38.37 亿元，同比下降 757.02%；华菱钢铁净利润为 -32.54 亿元，同比下降 4 740.21%。随着这些国有企业年报的发布，业内分析人士认为，在“十二五”规划细则的大背景下，钢铁行业、交通运输、药品流通、文化产业、体育行业、建材、水泥等产业将成为未来投资并购领域的主要战场。其中，“钢铁十二五”以龙头企业重组为主要方向；“建材十二五”力主促进行业重组，淘汰落后产能；而“煤炭十二五”主打跨区域重组，实现资源优化。上述规划突出强调了对行业兼并重组的鼓励态度，也暗示这些领域中国有企业所处的尴尬地位。可以预见未来一段时间内，行业整合、国有企业整体上市、超募资金将构成并购重组市场的重要特征。

3. 采用债转股的方式实现对国有企业的并购

债转股目前是在国有企业并购中较多采用的一种方式，由于早期国有企业在经营过程中多采用贷款方式向银行借债，随着市场行情和企业经营策略的变化，导致部分贷款无法顺利追回。为了解决这一问题，银行对符合条件的国有企业债权进行转让，由相应的外资企业或民营企业接受这部分债权，通过债权转变为国有企业的股权，成为国有企业股东。但是，由于这种转变仅仅是债权人身份的变化，实质上并没有解决国有企业本身存在的问题，因此通过债转股方式并购国有企业的外资企业或民营企业，要面对的仍然是一个复杂的国有企业现状，其不但肩负着要厘清国有企业历史经营状况、优化企业结构、提升管理水平等一系列问题的重任，还是面对利用国有企业现有资源开拓市场、缓解债务危机、增加效益的市场目标，可谓困难重重。但如果投资方能充分认识到这些问题，并能做好资源的合理布局 and 规划，有步骤有计划地处理并购后的相关问题，凭借国有企业本身的平台和资源，将极大地有利于社会资本提高其品牌效益和发挥其市场优势，实现利益上的双赢。

4. 通过换股的方式取得国有企业股权

换股并购是国际资本市场上比较通行的并购方式，主要针对双方都是大公司的并购情况，通过换股可以避免投资方面临巨大的资金压力，也可以提高资本流动效率。但是由于受到我国外资并购政策的限制，这种国际比较通行的并购方式在国有企业并购中面对的阻碍仍比较多。同时，换股的关键在于双方对

其次，现有的法律法规存在规范不清的问题。现有法律法规的问题主要体现在以下3个方面：第一，部分规定比较含混，权责不清，导致实践中可操作性不强。第二，有些法规滞后于实际情况，国有企业并购方式在实践中已经有很多创新，但现有的法律法规无法及时对相关问题进行调整。例如，股权置换、借壳上市等手段在近些年来的并购中已经被很多企业采用，但《公司法》、《证券法》等都未有相应明确规定。第三，有些法律内容存在真空地带。例如，对中小股东的特别保护、企业高管的退出等问题，虽然《公司法》也有提及，但要么保护力度不够，要么缺少具体的实际操作指引，导致效果大打折扣。

再次，国有企业产权界限不清，企业并购阻力较大。企业并购的主要目的是获得目标公司的资产和市场，所以产权是否清晰，是决定并购能否开展下去的关键。由于我国国有企业在经营管理中的行政化成分较多，很多资本的流动并不是基于市场行为，而是在政府的行政指导下完成的，所以这就造成了历史问题积压过多，产权难以清晰。国有企业产权不清晰的问题，长期以来一直阻碍着国有企业改革和企业投资并购的步伐。在国有企业产权不清的情况下，对国有企业的并购将面临两方面的风险，一是目标公司产权不清晰，收购后将可能面临巨大的财务漏洞和法律责任，如果处理不当，不但不能给并购方带来预期的利益，反而会造成严重的损失，给并购企业自身也增加了沉重的负担；二是在产权不清晰的情况下进入目标公司，无法利用并购企业自身的管理优势、资源优势来优化目标公司的产权结构，导致目标企业完成并购后，并没有改善其管理水平，也不能提高其市场竞争力，并购后应有的市场联合和资源整合作用也难以体现，导致并购只是让目标企业从一个僵局陷入另一个僵局。

最后，国有企业并购的交易渠道过少。企业投资并购渠道过少的问题，不仅仅体现在国有企业并购领域，在其他类型企业并购领域也存在这个问题。除了证券市场和产权交易所外，国有企业可以选择的其他并购渠道十分有限，这不仅是出于对国有资产保护的考虑，其实也是我国在资产投资并购领域仍需要进一步放开的表现。特别是针对中小型的国有企业，无论是通过证券市场还是产权交易所，均费时费力，所以针对不同的企业类型和企业规模，设立不同的交易规则和渠道，将有利于深化我国国有企业改革。

二、并购重组与经济结构调整

自我国加入世界贸易组织以来，伴随着境内外企业之间的投资并购活动

足够多的时候，便可以产生对行业变革的推动力，这一点也是规模效益的体现。通过并购活动，将有限的资源从低效率的企业转移到高效率的企业中，从而促进公司本身的优化升级。当某个行业发生类似的大规模并购活动时，便会创造出一些规模性的大公司，从而在一定程度上通过企业自身的活动，实现行业内资源的有效分配和整合的目的。以2008年为例，在5 000万美元以上的并购交易中，产业整合类型的并购额约占总交易额的45%。同样，在这些并购活动中，行业整合、产业升级、挽救危机和国有企业重组的案例分别为21起、11起、22起和3起，涉及的并购金额分别为1 136.51亿元、53.14亿元、209.13亿元和27.66亿元。由此可见，产业整合在整个并购活动中占有重大比例。

上述数据也表明，企业的规模效益是进行行业整合的前提，只有通过并购将低效益的小企业重组成具有规模效益的大企业，才能进一步推动行业内的资源整合。所以，某个行业在一定时期内持续地发生大规模并购活动，随着规模经济的提升，资源将愈加向部分大企业集中，而行业的资源整合将是必然的结果。

2. 大规模并购活动发生往往基于行业整合的需要

与企业投资不同，企业并购仅仅是资源的重新分配，并不具有资源增值的作用。但并购之所以成为企业对外扩张的一种有效方式，就在于它对现有资源的重新分配和组合，使原本闲置、低效益的资源创造出高效益的价值，这不仅能在短期内产生比直接投资更高效的收益，同时也避免了重新组建企业所要承担的管理成本和经营风险。纵观我们近几年的并购活动，之所以能在某个行业发生，并不是由于偶然的企业行为所致，这与该行业自身的发展有客观上的联系。由于行业本身对资源调整的需要，会给企业带来更多的投资机会和市场、利润空间，这就吸引业内企业对行业内资源进行整合，从而实现产业发展和调整的目的。

【信息链接】

九大行业并购重组

2013年年初，工信部、发改委等12部委联合发布《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》（以下简称《意见》），提出未来重点要在汽车、钢铁、水泥、稀土、电子信息、医药和农业等九大行业内开展兼并重组。《意