

21 世纪经济管理精品教材·工商管理系列

并购与重组

——中国案例

蔡荣鑫 编著



清华大学出版社

21 世纪经济管理精品教材·工商管理系列

并购与重组

——中国案例

蔡荣鑫 编著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

本书将并购理论与中国企业界丰富且鲜活的境内或跨境并购重组案例紧密结合在一起,以真实故事记录我国优秀企业的成长,剖析杰出商界领袖的智慧,展现实业+资本的力量,着重阐述我国企业并购重组的逻辑,并为读者介绍我国企业境内或跨境并购重组面临审批程序、监管要求,以期使读者对国内外相关制度环境以及市场风险有一定了解。

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

并购与重组:中国案例/蔡荣鑫编著.--北京:清华大学出版社,2015

(21世纪经济管理精品教材·工商管理系列)

ISBN 978-7-302-39939-1

I. ①并… II. ①蔡… III. ①企业合并—案例—中国—高等学校—教材 IV. ①F279.21

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第085918号

责任编辑:陆滢晨

封面设计:汉风唐韵

责任校对:王荣静

责任印制:刘海龙

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

印 刷 者:三河市君旺印务有限公司

装 订 者:三河市新茂装订有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm 印 张:13.75

字 数:266千字

版 次:2015年6月第1版

印 次:2015年6月第1次印刷

印 数:1~4000

定 价:32.00元

产品编号:059223-01



并购是企业以外延式扩张实现跨越性发展的基本方法,是推动产业整合提升集中度的有效方式,也是促进宏观经济升级转型的重要推手。在历经 30 多年快速经济增长之后,国内市场日趋饱和、竞争日益激化、企业增长压力不断加大,或者借此努力寻求实现战略转型,避免在剧烈的产业变迁中衰退和消亡,成为我国众多领先企业一个重要的战略选项。

由次贷危机诱发并持续至今的全球经济持续衰退,以及各国为刺激经济而长期维持的宽松和低息货币环境,无疑为中国企业“走出去、走进去、走上去”提供了难得的历史机遇。我国相关部门近年来也不断修改相关法规条例,支持和鼓励企业进行境内及跨境并购,以期促进行业发展、消除过剩产能、实现国内产业整合,以及助力国内企业通过跨境并购提升产业链层次、改变产业竞争格局。在上述因素以及国内资本市场改革与发展的综合作用下,近年来,我国企业国内及跨境并购呈现爆发式增长态势。

此外,互联网的发展以及电商的崛起不仅引领着新兴产业的发展,而且已经并将继续深刻改造其他行业。由此带来的商业模式创新日益冲击着传统产业,竞争态势急剧转变,并导致相关企业为维持市场地位或生存,不得不顺应互联网和电商异军突起、并对传统行业渐成摧枯拉朽之势的时代潮流,对经营范围、组织架构、业务流程甚至资本结构等方面进行深刻重组。与此同时,作为传统行业搅局者甚至颠覆者的互联网巨头(如阿里巴巴、腾讯、百度等),为尽快完成战略布局、抢占移动互联先机,以及防止受到层出不穷的创新企业的颠覆,一方面不断进行战略性收购、补齐短板、维持行业地位及竞争优势;另一方面也不断推进内部重组,以期保持企业内部活力和创新激情,规避企业发展壮大后可能滑入的官僚陷阱。相关案例精彩纷呈,令人目不暇接。众多典型案例充分展示了我国优秀企业发展的基本战略、内在逻辑,以及杰出企业家的卓越智慧,其做法值得介绍和推广,经验需要总结和分享。

以上客观事实表明,并购重组已经成为我国企业发展的重要选项,必然

日益受到国内企业界人士的关注和重视,自然也成为经济管理院校重要的教学任务和研究课题。

然而,与上述如火如荼的并购重组现实相对应的是,尽管近年来国内高校纷纷开设兼并收购或相关专业课程,同时社会培训需求也与日趋增,但国内相关的课程建设以及教材出版工作却明显滞后。目前,国内出版的并购教材主要分两类:一类是国外优秀并购重组著作的中文译本,这类教材更侧重并购流程和实务、过于强调企业估值的理论模型与方法等技术分析,存在案例陈旧以及忽略中国丰富案例资源的问题;另一类是国内学者出版的教材,这类教材大多侧重于并购理论的介绍,其体系基本借鉴国外相关著作,相关案例大多简单或陈旧,这与国内学者普遍缺乏并购实操经验且未能持续关注行业变革与企业发展有一定关联。此外,目前既有的这些教材往往定位于纯学术读本或强调专业定位,要么过于阳春白雪无法落地,要么技术性太强,因而无法吸引大多数只是对并购重组基本内容感兴趣但不一定需要或有兴趣深究估值等技术问题的读者,既限制了读者的受众面,又影响了教材的可读性。

事实上,对于我国企业界人士和经济管理院校各层次学生而言,或许他们更需要的是本接地气、可读性强,以及通过大量案例与时俱进地反映我国企业界并购重组现状的教材。本书尝试将并购理论及知识融入中国企业界丰富且鲜活的境内或跨境并购重组案例中,以真实故事记录我国优秀企业的成长、剖析杰出商界领袖的智慧、展现“实业+资本”两者间虚实结合阴阳共济的力量。为此,本书将着重通过案例中当事人自身的阐述来分析我国企业并购重组的逻辑,并为读者介绍我国企业境内或跨境并购重组面临的审批程序、监管要求,以期使读者对国内外相关制度环境以及市场风险有一定了解。笔者期望本书能为经济管理院校老师、同学以及企业界朋友提供符合上述期望的一种新选择。

基于上述考虑,本书并不试图全面系统地介绍相关的并购理论和国内外研究进展,而是着眼于尽量准确和具体地介绍相关案例的事实,并在可能的情况下更多引用相关企业负责人对并购逻辑的陈述和外界有价值的分析评论;对于存在争议的问题,笔者争取将各方观点或意见逐一陈述。本书之所以这样处理,是因为笔者相信:事实胜于雄辩、高于理论,而且读者朋友有着足够智慧去自行判断相关案例以及各方言论的是非曲直,无须笔者越俎代庖;同时,虽然有“旁观者清”一说,但“当局者迷”并不必然成立,在笔者看来,多数情况下,当事人更能回答自己“需要什么?在做什么?将向何处去?”等关键问题。至于企业估值问题,在很大程度上也是属于“情人眼中出西施”的问题,因为一项并购标的,如果能够恰好补齐收购方的战略短板、提升其核心竞争力,或防止被新技术新模式所颠覆,即使奉上重金,收购方也是在所不惜的。毕竟,如果失去了未来,即便现在拥有一切又如何?除了前述原因外,这样的内容取舍与本教材读者目标群体的定位有关。在某种程度上,这是一本为非专业人士编写的另类教材,其目标对象是对兼并收购感兴趣的高校学生、企业界朋友以及其他社会各界人士,可读性强是笔者的一大期许。如果

这些读者朋友在阅读本书后,能对兼并收购有所了解并产生兴趣,笔者也就感到心满意足了。

本书分为8章,这样的章节安排主要源于和服务于笔者在中山大学岭南学院的MBA教学实践。当然,对于有着更多教学课时的高校同行来说,本书的内容也能够支撑整个学期的教学,不管是必修课还是选修课。

要特别说明的是,尽管笔者在介绍相关案例时,已力图对相关事实进行验证,并尽量将利益冲突双方或不同信息来源的观点呈现出来,以免由于作者的判断或偏好影响或误导读者朋友。然而,由于笔者时间、精力以及水平有限,相信仍然难免存在错失的地方。此外,本书引用和借鉴了大量文献、资料与报道,尽管笔者力求不遗漏来源和作者,但由于许多内容是历经多年累积下来的,其出处已比较模糊不清,在这一版已经无法追溯和还原,在此,笔者向所有作者和知识产权所有者表示感谢和歉意!

最后,由于本人水平有限,且因各种杂事缠身,始终未能以十分理想的状态完成本书的写作,因此,本书肯定仍然存在一些不足,希望读者朋友尤其是学界同人和业界人士发现后能不吝指正,以便今后修改。本人的邮箱是 cairx@mail.sysu.edu.cn,期待您的宝贵意见和建议。



前言	I
第 1 章 并购基础知识	1
1.1 定义	1
1.2 并购类型	4
1.3 并购发展过程简介	7
1.4 并购重组与“内幕交易”	10
1.5 注册制：我们准备好了吗	12
第 2 章 企业并购基本动因	16
2.1 前瞻布局，防止落伍或被颠覆	16
2.2 领先企业战略调整，变现资源与优势	20
2.3 扩大企业规模，实现规模经济	27
2.4 化敌为己，一统江湖	29
2.5 整合生产要素，实现资源共享或互补	33
2.6 补齐缺失环节，完善产业链条	34
2.7 应对商业模式剧烈变迁，通过并购快速转型	39
第 3 章 国家战略与并购重组	46
3.1 行政色彩浓厚的电信业重组	46
3.2 功败垂成的中铝海外收购	49
3.3 铁矿石谈判：中国钢企之痛	52
3.4 乳业并购重组如火如荼	55
3.5 医药健康领域并购整合大幕开启	56

第4章 产业并购与并购基金	59
4.1 上市公司产业并购	59
4.2 “葡萄串”的秘密：并购与“市盈率”游戏	62
4.3 “上市公司+PE”1.0版本	65
4.4 “上市公司+PE”2.0版本	68
4.5 “上市公司+PE”3.0版本	71
4.6 并购基金	75
4.7 并购贷款	78
第5章 跨国并购	82
5.1 联想集团：“人弃我取”的底气与信心	83
5.2 中国工程机械制造企业的海外并购与“大国优势”	89
5.3 中国车企海外收购的得与失	96
5.4 复星国际海外并购逻辑：中国动力嫁接全球资源	102
5.5 万达收购 AMC：文化影业成“霸王”新宠	106
5.6 “民以食为天”逻辑下的跨国并购	114
5.7 富通集团：中国平安永远的痛	120
5.8 跨国并购后的整合：挑战与经验	124
第6章 控制权之争与反收购措施	128
6.1 中国平安：“白衣骑士”变身“门口的野蛮人”	129
6.2 毒丸计划：真的很毒！	135
6.3 累积投票权：中小股东的武器	138
6.4 武商联：在疲于奔命中成长	141
6.5 工大首创：泽熙投资登堂入室的第一站	149
第7章 员工持股与管理层收购	157
7.1 我国员工持股和管理层收购简史	158
7.2 广发证券反收购：员工持股与交叉持股的威力	164
7.3 “曲径通幽”的双汇 MBO	167
7.4 宇通客车 MBO：以司法裁决取代行政审批	170
7.5 TCL 集团：增量切入的渐进式 MBO	173
7.6 打造没有家族的家族企业：柳传志的智慧	175

7.7 褚时健与李经纬的悲与哀	178
第8章 企业重组	183
8.1 李嘉诚：逃离“李家的城”	183
8.2 李途纯与太子奶：中国式破产重组	188
8.3 命运多舛的科龙，峰回路转的顾维军案	194
附录	201
参考文献	204
后记	207

并购基础知识

本章首先厘定本书中将使用到的一些概念,然后,结合若干例子,介绍并购的基本类型,在此基础上,简单回顾和介绍并购的发展历史。

1.1 定 义

并购(mergers and acquisitions, M&A)是兼并与收购的简称,由于在理论上和实践中,兼并与收购往往被等而视之,因此,在多数情况下,兼并与收购也可简称为并购。并购通常指收购方购买目标公司(被收购方)大部分或全部股份并对其进行控制的行为。就并购双方关系是否友善,并购可分为善意收购(friendly acquisition)和敌意收购(hostile takeover,也称恶意收购)。前者是指收购方通过与目标公司友好协商和谈判而实现控股;后者则多表现为收购方不与目标公司管理层、董事会或大股东接触沟通(或沟通失败后),直接在二级市场上持续买入股票,或向目标公司股东溢价提出对其所持股票的收购要约,以诱使现有股东出让股份,从而达到控股目标。在这种情况下,为捍卫控股权以及其他相关利益,公司现有控股股东、管理层甚至员工通常会采取措施,对恶意收购发起反击,实行反收购行动。

重组(restructuring)是指企业基于战略、财务等考虑,对企业资本结构、组织形式、人员结构、经营范围和经营方式等方面进行调整。企业重组主要包括:增发或出售股权、引进战略投资者;增加或减少债务、债务重组;出售或终止企业的部分经营业务;优化人员结构;对企业的组织结构进行较大调整;关闭企业的部分营业场所,停止在一个国家或地区的经营活动或将其迁移到其他国家或地区。此外,股份分拆、合并、资本缩减以及名称改变也属于企业重组的范畴。

企业之所以愿意实施并购行为,谋求和实现与目标公司之间协同效应(synergy)通常是其基本考虑。协同效应是指合并后新企业的价值将高于原有各企业的总和。下式中,方括号中的价值就是对协同效应的衡量:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E)$$

上式中,NAV 指净收购价值(net acquisition value, NAV), V_{AB} 、 V_A 和 V_B 分别指合并后企业的价值,以及合并前 A 公司和 B 公司各自的价值, P 是 A 公司为收购 B 公司而支付的溢价,而 E 则是并购过程中发生的相关费用。正是由于预期与目标公司合并后将会产生协同效应,收购方才愿意为收购支付溢价以及收购过程中产生的相关费用。

理论上,只有 $NAV > 0$ 时,收购才是合理的。当并购完成时,收购方通常已事实上支付 $V_B + P + E$,而预期中的协同效应则需要通过其后的整合而逐渐展现。问题在于,大量事实表明,并购的完成只是万里长征完成了第一步,其后的整合或许才是更大挑战,而一旦协同效应未如期形成或低于预期,并购的效果将蒙上阴影。考虑到许多收购方往往一厢情愿地过高估计合并后的协同效应(因此往往愿意对目标公司给予过高估值和支付过高的溢价,并导致相关费用水涨船高),同时低估合并后整合的难度和挑战,许多收购最终未如理想或归于失败也就不难理解了。

协同效应有经营协同效应和财务协同效应之分,前者主要源自规模经济、范围经济,以及并购双方整合后所产生的收入提高、效率提升和成本降低^①。财务协同效应则是指并购对企业资本成本影响,例如,即使并购双方原本各自现金流以及利润指标随行业周期而波动,但只要两家企业的这些指标之间不完全相关,则将两家企业进行合并后,新企业的相关指标波动幅度将缩小,表现得相对平稳,从而企业将运营得更为稳健;此外,两家原本规模并不太大的企业合并后,可能产生财务方面的规模经济效应,原因在于,规模更大的企业在发行债券或权益类证券时可享受有较低的融资成本和交易成本。

为实现并购活动所预期的效应,并购完成后,收购方往往会进行相关的整合或重组工作。一般情况下,目标公司会成为母公司的子公司或子公司的一部分,这种情况被称为吸收合并(subsidiary merger)。当然,在现实中也存在许多反向吸收合并(reverse subsidiary merger)的情况,即收购方的子公司被合并到目标公司中。在这方面,中国平安集团(601318.SH、02318.HK,简称中国平安或平安)在银行业务方面的收购与整合就是典型例子。事实上,中国平安在银行业务方面的收购和整合经历两次反向吸收合并。2003年12月29日,经中国银监会批准,中国平安通过其旗下平安信托投资有限责任公司和香港上海汇丰银行一起正式获准收购福建亚洲银行100%股权,随后将其更名为平安银行,两股东分别持股73%和27%。2006年12月,经中国银监会正式批准,中国平安收购深圳市商业银行89.36%的股份,成为该行最大股东。2007年2月16日,中国平安宣布,旗下的深圳市商业银行与平安信托投资有限责任公司、香港上海汇丰银行有限公司分别签署股权转让协议,整体受让这两家机构持有的平安银行全部股权。通过上述交易,中国平安将其所持有以及购入的平安银行股权注入深圳市商业银行,这种整合即属于前述的吸收合并。同年6月,银监会批准中国平安集团旗下深圳市商业银行吸收合并平安银行,并更名为深圳平安银

① 关于规模经济的解释,读者朋友可参阅第2章第3节的相关内容。在比较以下两种情形的生产成本时,如果前者比后者低,则可视作存在范围经济效应:①在一个实体中生产和对外提供两种或两种以上的产品(或服务);②每一种产品(或服务)都由一个实体来生产和对外提供。如果用公式来表达,范围经济也可以写作 $C(Q_A, Q_B) < C(Q_A) + C(Q_B)$ 用来简洁的表达,式中,C表示成本,Q为产量,而A和B则为不同的产品(或服务)。

行股份有限公司(简称平安银行)。然而,新组建的平安银行仍然承载不了中国平安的期望,因为后者一直渴求拥有一家拥有全国牌照及渠道网络且具有一定规模的商业银行,从而能支撑其综合金融集团的扩张计划^①。为此,中国平安选择继续择机收购。

2009年6月,中国平安宣布,控股子公司中国平安人寿保险股份有限公司认购深圳发展银行(000001.SZ,简称深发展)非公开发行的不少于3.70亿股、但不超过5.85亿股的股份,以及受让深发展第一大股东 NEWBRIDGE ASIA AIV III, L. P. 持有的16.76%深发展股份。最终,平安合计持有深发展29.99%股份^②。收购完成后,深发展一度与平安银行各自保持在平安体系内独立实体地位。其后,中国平安开始进一步整合集团内部银行业务。2011年1月19日,深发展公布吸收合并平安银行的具体方案。根据方案,平安银行法人实体地位取消,整体注入深发展。图1-1是相关交易结构,显然,这次整合实际上是又一起反向吸收合并。

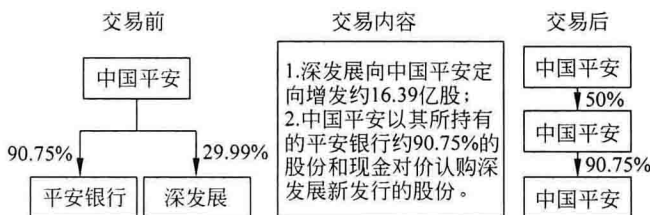


图 1-1 深发展吸收合并平安银行的交易结构

2012年6月14日,深圳发展银行宣布完成吸收合并平安银行的所有法律手续,深发展和平安银行已经正式合并为一家银行。2012年8月1日,深发展发布更名公告,宣布自2012年8月2日起更名为平安银行,证券代码不变。

如上所述,吸收合并和反向吸收合并是指收购方或其属下实体与被收购方之间的整合,这通常是在收购方强势主导下,旗下企业主体之间融合的结果。在现实

① 自2014年底以来,安邦保险集团(简称安邦)开始持续不断地在二级市场买入和增持民生银行(600016.SH、01988.HK)股票。截至2015年1月底,安邦持有民生银行A股比例高达22.51%,H股比例达到5.18%,已成为该行第一大股东,其谋求民生银行控股地位的意图昭然天下。安邦之所以青睐民生银行,除了后者素以纯粹的民营银行著称、业绩优良、估值偏低等原因外,个中逻辑相信与上述平安集团收购和拓展银行业务相类似。笔者相信,谋求银保合作的协同效应,以及通过控股民生银行促进安邦全牌照金融控股集团架构的形成和完善,应当是安邦寻求控股民生银行的主要诉求。值得一提的是,安邦出手购入和增持民生银行的短短数月时间,恰逢A股市场掀起一轮以蓝筹股股价快速上涨、指数猛烈攀升为标志的“疯牛”行情,其间,金融类(主要是证券、银行、保险)上市公司股价大都上涨1~3倍,对指数贡献可谓“居功至伟”。安邦眼光之独到、出手时机之精准、风格之强悍,令人瞩目。有媒体称,对于民生银行而言,安邦这个“不速之客”,在短时间内经历了“敲门、推门和踢门”的过程。民生银行原有股东以及管理层如何迎接即将登堂入室的安邦,并与之相处共事,显然值得期待和观察。

② 平安之所以选择持有该比例的深发展股权,原因在于:一方面,需要较大比例的持股可以强化中国平安对深发展的控股,并方便其将来进一步整合银行业务;另一方面,其持股一旦达到或超过30%,将触动要约收购的条件,从而将被逼收购其他股东的股份。除非获得证监会的豁免或部分豁免,否则有可能导致深发展因流通股份不足法定比例而退市,同时,对深发展其他股东股份的收购也会给平安带来较大的资金压力。

并购实践中,也存在着两家或多家公司实力相当的企业就合并整合进行协商谈判的情况。此时,由于彼此实力不相上下,因此在谈判时,双方往往需要对整合后如公司名称、股权结构、董事会席位分配、管理层安排、业务整合、部门调整等重大问题进行多番协商沟通以谋求共识。最终达成的方案可能是充分考虑相关各方利益而达成的妥协结果,甚至连新公司名称都可能由原有各公司名称相结合而形成,而原先参与整合的公司法人实体地位均注销,其资产、债务、人员等均由在此基础上组建新公司吸收,这种情况可称之为合并^①。

综上所述,如果达成并购和整合交易的公司之间规模相近、实力相当,通常称这种交易为合并;而当两家公司规模相差较远时,一般会认为是实力较强的企业收购或兼并了相对弱势的一方。

1.2 并购类型

在现实中,企业之间的并购形式多样,故事精彩纷呈,且各种创新模式和方法不断涌现,令人目不暇接。然而,理论上,就其类型而言,各式各样的并购基本上可以划分为以下三种类型。

1. 横向并购(horizontal merger)

这种类型的并购是指同处产业链某一环节的两家竞争性企业之间收购或合并。横向并购的出发点是为了扩大产销规模以获得更大市场份额,培养和提升企业的市场支配力,进而在与上下游企业的谈判(或在面对终端消费者时)中谋求更大的话语权和更多商业利益。例如,在京东等电商平台崛起前,我国家电销售主要依靠国美电器(00494. HK,简称国美)、苏宁电器(002024. SZ,简称苏宁)等连锁家电卖场。这些连锁家电卖场如果能在更多城市布局,以及在已进驻城市的商业旺地拥有更多实体门店,则拥有更强大的市场地位,从而在与上游供应商(家电厂家)协商供货及入场条款时将更具有话语权。因此,除了依靠自身跑马圈地增设门店的内生性增长外,横向收购的外延式扩张就成为其实现跨越式发展的主要手段。例如,国美电器就是通过对永乐电器(0503. HK,简称永乐)、大中电器、三联商社(600898. SH)等业内同行的收购而一度成就霸业^②。其创办人黄光裕更曾于2004、2005、2008年三度问鼎胡润百

^① 例如,国际著名会计师事务所普华永道就是由普华和永道两家大型会计师事务所合并而来,相应地,其英文名称 Price Water house Coopers 实际上源自普华(Price Water house)和永道(Coopers & Lybrand)。

^② 2006年7月,国美与永乐达成协议,国美宣布以“换股加现金”方式(折合人民币近56亿元)吸收合并永乐电器,2007年1月28日收购完成,永乐随后于当月31日从香港联交所退市。2007年底,国美更是在苏宁电器报价基础上加价6亿元,最终以36.5亿元将大中电器收入囊中。当年的国美攻城略地,作风凌厉,巨鳄本色展露无遗。2008年2月,国美通过旗下全资子公司参与三联商社部分股权的司法拍卖,最终成功拍得该批原大股东三联集团因债务纠纷而被司法拍卖的股份,共2700万股,占三联商社总股本的10.67%,从而成为三联商社第一大股东并最终成为实际控制人。

富榜的大陆首富,在2006年福布斯中国富豪榜中,黄光裕也名位第一。

2. 纵向并购(vertical merger)

这种类型的并购是指产业链上下游企业之间的并购。纵向并购的动机是多样化的,如收购方据此向上游挺进,以确保原材料供应价格和数量的稳定;或通过一体化的运作实现成本和费用的节省。近年来,中国钢铁或其他有色金属企业纷纷出海试图收购矿山资源,这一现象和趋势显然体现了这方面的战略诉求。此外,也有企业基于补齐产业链中缺失部分的考虑而进行纵向收购。例如,在掌门人宁高宁带领下,中粮集团(简称中粮)近年来致力于打造“从田间到餐桌”食物产业链,具体而言,中粮希望能贯通“农业服务及粮食流通→农产品加工及养殖屠宰→品牌消费品及终端销售→全服务链”的全景式产业链条。在全产业链模式下,中粮将小麦、玉米、油脂油料、稻米、大麦、糖、番茄、肉食等产业链有机组织起来,实现了整个粮油食品链条从种植到食品营销的畅通无阻。

中粮集团的广告词是“产业链、好产品”,该广告词精辟反映了中粮集团致力在全产业链模式下为消费者提供安全优质食品的良好愿望。虽然理论上亚当·斯密早就论证过分工协作有助于企业各自发挥自身比较优势,专注于在所擅长的领域进行专业化生产经营,从而促进产品生产和服务提供的精益求精,实现效率提升和社会福利的增加。然而,社会分工协作的前提是:相关各方必须遵守基本的社会伦理道德规范以及法规要求和行业标准,为合作方提供放心和合格的产品或服务。在这种前提具备的情况下,双方各方有着良好的互信基础。当外部分工协作的效率高于内部化生产时,而成本低于内部化生产时,社会分工协作就是合理的选择,并能促进合作双方共同发展,从而推动经济增长和社会发展。然而,如果一个社会中的经济主体缺乏基本的伦理道德底线,并以违背相关法规和社会伦理道德底线作为竞争力来源,上述条件也就无法成立。此时,企业将某些生产流程外包,尤其是食品饮料企业依赖上游供应商提供生产加工原料,就会面临巨大的外部风险。而这些风险一旦爆发,企业恐怕将面临灭顶之灾。换言之,在这种情况下,外部协作的风险及所带来的相应损失可能远大于分工协作所产生的成本节约等好处,在某些情况下,全产业链所带来的上下游协同、原料品质保证,以及由于客户信心增强而导致的销售增加,或许能覆盖缺乏分工协作及专业化生产的效率损失,从而促使企业将相关业务环节和经营内容内部化。如果读者朋友接受上述逻辑,相信不难理解中粮实施全产业链战略不失为一种现实选择。毕竟,在中国当前的经济社会环境及食品安全监管水平下,全产业链的确有助于企业防范各种生产流通环节的质量风险、提升企业对原材料和产品质量的把控能力、增强消费者对企业出品的信心。当然,全产业链或许只适用于类似于中粮这种规模和体量的企业,对于绝大多数中小企业来说,这种模式是比较难以做到的。纵向收购还能帮助企业充分利用产业链不同环节在适用税率方面的差异,

通过转移定价等方式将利润转移到税率较低的环节,以达到合理避税和提高整体经营效益的目的。

3. 混合并购(conglomerate merger)

并购活动中,凡无法归属于上述两种类型的并购,大体上均属于混合并购的类型。企业进行混合并购是实现业务多元化的重要举措,其出发点可能是想通过这种并购进入所看好的产业,培育营收和利润的新增长点。此外,近年来,通过跨界并购实现企业转型也日渐成为部分面临日益严峻经营环境企业的现实选择。在次贷危机诱发本轮全球经济衰退的冲击,以及中国经济长期累积的体制性和结构性问题与压力陆续浮现和释放的情况下,我国经济已经到了必须坚决推动产业结构调整和转型升级的关键时期。近年来,中国经济增速下降,而资本市场自2007年8月上证综指突破6000点后即步入漫长的“熊途”,部分上市公司企业主营业务日趋严峻,业绩不断恶化,为避免被ST和退市,不少上市公司纷纷通过跨界并购,以期达到保壳和转型目的^①。例如,以高端餐饮服务为主业的湘鄂情(002306.SZ),在经济低迷以及中央“八项规定”限制公款消费等因素的共同影响下,2013年经营状况持续恶化,业绩由2012年的净利润8193万元急转直下,2013年报显示,公司巨亏5.64亿元,从而不得不通过持续收购谋求转型。近年来,公司在环保、影视、新媒体、大数据等领域展开一系列收购。其行业跨度之大,主业变化之频繁,在上市公司重组转型中十分罕见。2014年8月25日,湘鄂情发布更名公告,将公司名称变更为中科云网科技集团股份有限公司(简称中科云网),公司证券代码保持不变。同时,公司表示,餐饮业务基本做到头,已成为上市公司的拖累,未来将把餐饮逐步剥离。面对玩概念、炒市值和能否应对转型挑战的质疑,控股股东、董事长兼总裁孟凯直言:马云当年一开始也不是互联网大佬,我卖菜的难道一定要终身卖菜吗?只要别的企业家做得到,我们就一定做得到^②。

由于上述令人眼花缭乱的系列重组,该公司引起市场人士、媒体的持续关注;同时,这种“光打雷不下雨”式的重组也一直饱受质疑,并最终引起监管部门的介入。鉴于该公司在短期内频繁重组,且大部分重组项目都半途终止,引起股价波动,涉嫌证券违法违规行为,2014年10月12日,中科云网被证监会立案调查。同年12月19日,证监会通报正在调查18只股票的市场操纵情况,中科云网也位列其中,而董事长孟凯本人也被证监会立案调查,其所持的大部分股份被相应冻结。2015年1月5日,

^① 上市公司出现财务状况或其他状况异常,导致其股票存在终止上市的风险,或者投资者难以判断公司前景,其投资权益可能受到损害的,交易所会对该公司股票交易实行特别处理,以提示退市风险。被特别处理的公司,在公司股票简称前将被冠以“ST”(special treatment,特别处理)字样,以区别于其他股票,此外,ST股票报价的日涨跌幅限制为5%。

^② 对湘鄂情的并购转型感兴趣的读者朋友,可以参阅黄剑(2014)。

鉴于其当时实际情况,孟凯向公司申请辞去公司董事长、董事、总裁以及董事会专门委员会委员等所任公司职务。随后,孟凯在接受媒体采访时表示,今后不会参与公司具体运营事务,但会为公司债券的事情尽全力筹措资金,如果有需要,会将自己持有的中科云网公司股票卖掉。面对外界的不信任和质疑,孟凯饱受压力,自称精神已濒临崩溃。

1.3 并购发展过程简介

诺贝尔经济学奖得主、美国经济学家乔治·J. 斯蒂格勒曾指出:“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种形式的兼并成长起来的,几乎没有一家公司主要是靠内部扩张成长起来的。”美国企业的成长历史,实际上也是并购的历史。

美国历史上曾经出现过七次兼并浪潮,分别发生在 20 世纪初、20 年代、60 年代末、80 年代、90 年代中期、次贷危机以前和次贷危机以来。前五次并购浪潮基本上可划分为横向并购、纵向并购、混合并购、敌意收购和全球性并购阶段。

发生在 20 世纪 80 年代的第四次并购浪潮尤以敌意收购和公司狙击为明显特征,且交易数量空前之多。该时期,由于美国垃圾债券市场蓬勃发展,收购方得以通过债券融资获得巨额资金,成就大规模并购交易^①。然而,这种由大量杠杆融资所支撑的并购往往追求短期的财务回报,从而给被收购企业带来许多负面影响。其原因在于,收购方通常需要在短期内偿还巨额融资本息,为此,在收购后,收购方往往会采取剥离资产、裁员等增加现金收入和减少运营成本的手段,以期尽快减少债务负担或实现投资收益。相应地,为了防范敌意收购风险以及万一被收购后对企业、管理层和员工带来的负面影响,许多美国公司开始构建防御体系。

20 世纪 90 年代的美国企业并购交易更多属于战略并购,这类并购较少为短期利润所驱动,也不依赖高度杠杆化的资本结构。与此同时,欧洲市场并购交易量不断增加。随着欧美国国家国内市场饱和以及全球经济一体化的推进,通过并购进行全球化扩张成为欧美企业发展的一个重要策略。

在本轮由美国次贷危机诱发的全球经济衰退发生前,全球并购曾一度进入新高潮。由于美国互联网新经济泡沫的破裂,美联储为刺激经济增长,采取了降息等宽松货币政策,并购活动受到经济低迷形势下目标公司估值降低的吸引;与此同时,融资成本持续处于低位也是刺激并购活动的诱因。随后,由于次贷危机引发的金融风暴

^① 垃圾债券(junk bond)是指信用评级在标准普尔公司 BBB 级或穆迪公司 Baa 级以下的公司所发行的债券。因其利息收益高于其他债务工具,垃圾债券也被称为高收益债券(high yield bond),相应地,其投资风险也高于投资其他债券。

愈演愈烈,欧美国家资本市场深幅下挫,全球随后陷入经济衰退,全球并购市场曾迅速降温。然而,随着全球经济的持续衰退,企业经营日趋艰难,盈利倒退或出现亏损,上市公司业绩下滑、股价下降、估值吸引力提升,企业并购逐渐转趋活跃。与此同时,各国经济在危机中表现各异,全球经济复苏不均衡情况明显,从而诱发资本在国际间流动逐利,各国优势产业资本也积极把握机遇进行跨国并购,试图借机提升自身在全球产业竞争格局中的战略地位。KKR(Kohlberg Kravis Roberts & Co. L. P., KKR)、黑石(Black Stone)等国际著名私募股权机构也加快资金募集,试图在全球经济仍未整体复苏前进行布局,以期将来获取丰厚收益。

在全球并购浪潮的跌宕起伏中,伴随着中国市场经济的发展,中国并购重组市场逐步发育成长。由于中国经济特殊的“新兴+转轨”的特征,中国并购重组市场的发展经历若干阶段,并体现出特殊国情下较为鲜明的特色。

1. 萌芽阶段:1990—1993年

在这一时期,我国尚处于中国特色社会主义市场经济的探索和萌芽阶段。相应地,并购重组活动主要以市场自发探索为主,缺乏法律制度、市场规则和统一的市场行为规范,而并购对象主要集中在二级市场和三无板块(无国家股、无法人股、无外资股)。

2. 高速发展阶段:1994—1998年

1992年,“十四大”正式提出建立中国特色社会主义市场经济体制,市场活力被激活,人们对并购重组的认识不断加深。并购重组活动出现显著变化,就具体形式而言,开始从简单的举牌收购到复杂的资产置换、从直接的二级市场收购到更为实际的协议收购,并购规模和并购方式都取得长足发展。这一时期,企业从事并购活动的主要动机是利用“壳资源”融资,即“借壳上市”,其原因是在严格审批制下,上市指标有限,属于稀缺资源。该时期,转让的股权绝大部分是国有股、法人股,并以协议收购为主。这主要是因为当时我国资本市场倾向于服务于国有企业发展或脱困,而且很多上市公司都存在控股的集团公司,股权相对集中在国有大股东手中,从而通过二级市场收购往往难以实现控股。

3. 规范发展阶段:1999—2005年

1999年7月1日,《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)正式生效实施,标志着中国资本市场逐步走向成熟、规范。在某种程度上,1998年亚洲金融危机的爆发促进了《证券法》的出台,因为危机使人们对金融风险的重视程度大大提高,决策者故而迫切希望尽快出台相关法律以规范证券市场^①。在此阶段,上市公司并购重组

^① 事实上,这场金融危机促使中国决策者全面审视了中国金融体系,并决心进行系统而深刻的改革。银行业成为中国政府随后进行大刀阔斧式改革的一大领域,工、农、中、建四大国有独资银行在先后经历“剥离不良资产→增资→改制并引进战略投资者→上市”四部曲式的改造后,资产规模和质量、治理结构、业绩表现等方面均发生积极和深刻的变化。