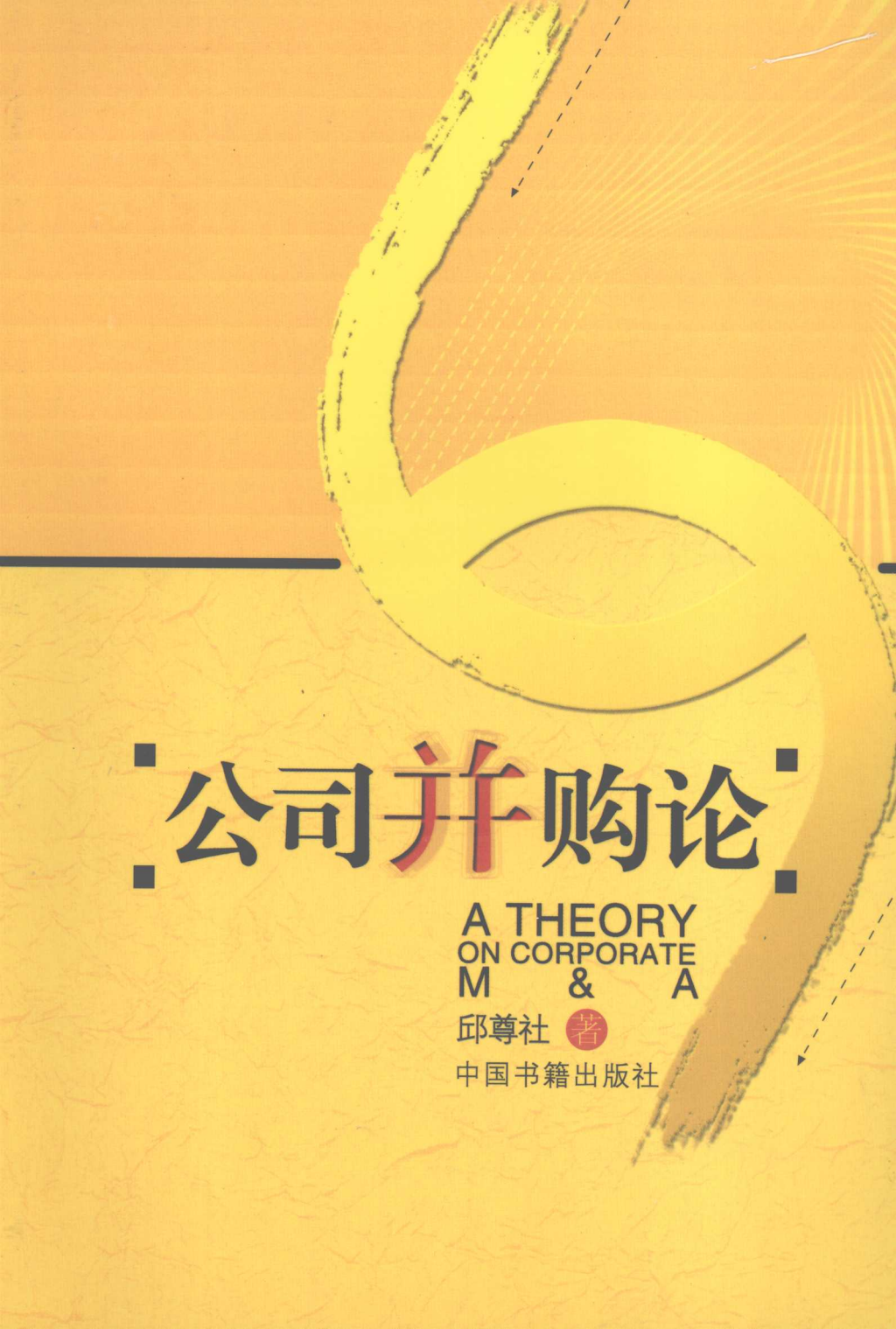




公司并购论

A THEORY
ON CORPORATE
M & A

邱尊社 著

中国书籍出版社

公司并购论

A THEORY
ON CORPORATE
M & A

邱尊社 著

中国书籍出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司并购论 / 邱尊社主编. —北京: 中国书籍出版社,
2006. 12

ISBN 7-5068-1480-3

I. 公... II. 邱... III. 公司—企业合并—研究
IV. F27.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 119974 号

责任编辑 / 周芷旭

责任印制 / 熊 力 武雅彬

封面设计 / 周周设计

出版发行 / 中国书籍出版社

地 址: 北京市丰台区三路居路 97 号 (邮编: 100073)

电 话: (010)51259192(总编室) (010)51259186(发行部)

电子邮箱: chinabp@vip.sina.com

经 销 / 全国新华书店

印 刷 / 北京高岭印刷厂

开 本 / 850 毫米 × 1168 毫米 1/32

印 张 / 18.5

字 数 / 500 千字

版 次 / 2007 年 1 月第 1 版 2007 年 1 月第 1 次印刷

定 价 / 38.00 元

版权所有 翻印必究

序

我们现在生活在一个经济全球化时代。作为经济全球化时代的重要特征——跨国并购在近年如火如荼地进行。据全球金融数据供应商的统计，2005 年全球并购总额达 2.9 万亿美元，比上年增长 40%。随着我国开放程度的不断提高，跨国公司对华投资方式也出现一些新情况、新特点。主要是从合资、合作到独资建厂，再到大举并购我国发展潜力较大的优秀企业。这是跨国公司一项战略性的重大举措，而且来势很猛。

更大的企业规模无疑会使企业在同业竞争以及同买方和卖方的讨价还价中取得一定的优势，因此如何推进中国公司并购的发展，使企业做大做强，以积极应对外资并购对我国经济安全的威胁，是实现我国经济可持续发展的关键。

如果把 1978 年以前的中国经济体制改革看做是“增量改革”为重要特征的渐进式改革的话，那么，在新的严峻形势下，“存量改革”的问题就越来越突出了。所谓“存量改革”，核心是国有企业的重组。我国的国有企业规模小，资产负债率高，亏损面和亏损额都很高。公司并购是企业资产重组和社会资源配置的重要手段，具有鼓励优势企业、鞭策促进落后企业的重要功能。提倡公司并购推进大公司战略是当前深化我国企业改革的唯一出路。我们必须以大企业为核心来整合中小企业，让大公司和大企业集团成为我国今后工业发展的支柱。

邱尊社教授的《公司并购论》从现代西方公司的并购理论、资本结构理论、现代企业理论、现代契约理论、现代产权理论中汲取大量理论要素，试图在公司并购的研究框架内，用对比的方法，来研究中外公司并购的理论与实践，主题是公司控制权和收益权的配置以及公司经营效益的提高。

本书在理论上，建立了公司并购的分析框架。揭示了不同经济体制背景下的公司并购活动；回顾了中外并购历史并认为，在一个市场经济规律充分发生作用的经济中，通过并购活动可以实现生产的发展、技术的进步、产业结构的变化以及资源的合理配置；讨论了公司并购理论的发展过程以及公司并购的动因；论述了并购后整合的重要性，并着重讨论了财务整合、人力资源整合和文化整合；分析了并购活动中的系统性风险和非系统性风险及不同风险的防范措施；讨论了影响公司并购绩效的因素、并购绩效的评定理论及其缺陷，并考察了国内外公司并购的绩效；分析了杠杆收购、上市公司收购与反收购、跨国并购及其法律环境；论述了融资结构和股权结构对公司并购的巨大影响，分析了中介机构特别是投资银行在公司并购中的作用。

本书非常重视理论与实践的结合。在介绍了公司并购的基本理论之后，着重分析了中国公司并购的现状与问题，为中国国有企业的并购重组提供了理论上的借鉴。在分析中国国有企业并购重组中存在的问题的基础上，提出了相应的对策建议。

我国公司并购存在的主要问题是国有企业产权关系不清。从理论上讲，国有企业所有者是全民，但是，全民中的任何个人当他并非与全民中的其他所有个人结合成整体时，他无权声称对国有企业的某一特定部分拥有所有权。而他与全民中的其他所有成员达成一致和约的交易成本却是趋于无穷大的，所以，只能有全

民的代理人国家或代表国家的政府，来对国有产权买卖作出决策。这样，受全民委托的中央政府（即代理人）事实上就成了国有经济的所有者（即下级政府的委托人）。由此，我们可以看到一个难以理解的现象，在国有企业中，作为所有者的委托人，并不能对产权进行交易，而受所有者委托的代理人，却可以对所有者的产权进行交易，这就是目前情况下关于国有企业产权交易的一个悖论。怎么解决这个问题呢？我们认为，应该对国有企业进行战略调整，使国有经济从过度竞争性的行业中退出，只保留自然垄断性行业、涉及国家安全的行业、提供重要公共物品和服务的行业以及支柱产业和高新技术产业中的骨干企业。即使在這些企业中，在保持国家对企业的控制权的前提下，也可以通过多种方式实现股权多元化，改善这些企业的公司治理结构，尽可能提高其效率。具体地说，产权主体的多元化的核心问题是将由国家作为唯一所有者的国有企业，改组由独立的基金会、信托投资公司、资产管理公司、其他机构投资者、战略投资者、个人投资者和外国投资者共同持股和共同监管的法人实体。

本书经过严谨的论证得出，应该大力发展和完善我国的资本市场。资本市场的健康发展，对我国国有企业成功地进行公司化改革具有极其重要的作用。这主要表现在，资本市场不仅为企业大量筹资提供了便利，使投资者降低了成本、分散风险，而且也建立富有竞争性与清偿能力的金融体系提供了重要前提。一个发育良好的金融市场，可以为我国的巨额国有经济从计划经济体制转向市场经济体制提供重要的市场背景；完善的资本市场，使得竞争性行业中的一批重要国有企业，可以经由资本市场成本较低、震动较轻地转换到市场经济“轨道”上来。同时，本书也强调了证券市场退出机制的重要性。认为，只有坚定不移地贯彻

实施《证券法》，对那些严重违背法规或连年亏损资不抵债的上市公司坚决摘牌，才能真正有利于市场的健康成长和可持续发展，才能有利于维护我国证券市场在有关各方心目中的形象，才能监督上市公司等有关主体严格遵守有关法律，努力提高经营管理水平。我们认为，我国未来的公司并购，将主要在资本市场上进行。

本书还在建立公司并购的分析框架的基础上，试图探索一条具有中国特色的并购之路。丰富的资料，详实的分析，使本书不仅是高校经济管理类专业学生学习相关课程的一本很好的参考书，而且对企业高层决策人员、专业研究人士也有重要的参考价值，对管理层、机构大户和一般股民也具有决策参考价值。

我十分高兴地看到邱尊社教授这本新著作的公开出版。我相信本书对于我国当前社会主义市场经济的发展，将起到很好的促进作用。

张友仁

2006年9月19日于北京大学经济学院

目 录

第一章 导 论	(1)
第一节 问题的提出	(1)
第二节 公司并购的内涵	(15)
第三节 公司并购的类型	(30)
第四节 本书概要	(40)
第二章 各国公司并购历史的比较研究	(55)
第一节 中国公司并购的来龙去脉	(55)
第二节 美国公司并购演进的一般规律	(63)
第三节 日本的公司并购	(81)
第四节 欧洲的公司并购	(85)
第五节 全球并购新发展及对国际经济的影响	(92)
第三章 公司并购理论与动因分析	(101)
第一节 马克思主义的资本集中理论	(101)
第二节 西方公司并购理论及其评价	(108)
第三节 经济学理论的变迁推动并购理论及 政策演变	(122)
第四节 公司并购动因与效应分析	(126)
第五节 中西方企业并购动机比较	(150)
第六节 中国学者近年关于企业产权交易问题的 理论分析	(157)

第四章 公司并购后的整合	(169)
第一节 公司并购的流程	(169)
第二节 并购后整合的重要性	(174)
第三节 整合工作的实施	(179)
第五章 企业并购风险	(225)
第一节 风险概述	(225)
第二节 企业并购活动的风险类型	(228)
第三节 企业并购风险评价方法概述	(237)
第四节 企业并购风险的防范管理	(239)
第六章 公司并购的绩效分析	(251)
第一节 影响企业并购绩效的因素	(251)
第二节 并购绩效的理论研究综述	(258)
第三节 国外企业并购绩效实证研究	(280)
第四节 我国企业并购绩效实证研究	(287)
第七章 杠杆收购	(297)
第一节 财务杠杆与杠杆收购	(298)
第二节 垃圾债券：高收益高风险	(311)
第三节 杠杆收购交易的资金筹措与交易经纪人	(320)
第八章 上市公司的收购与反收购	(335)
第一节 上市公司的并购程序	(335)
第二节 中国证券市场并购案例分析	(339)
第三节 上市公司的反收购	(350)
第四节 积极应对跨国公司在华恶意并购	(369)
第九章 跨国并购及其法律环境	(387)
第一节 跨国并购的涵义和作用	(387)
第二节 跨国并购的政策和法律环境	(406)

第三节	外资并购中国企业的活动	(417)
第四节	中国企业的跨国经营和跨国并购活动	(434)
第五节	中外企业跨国并购异同点及其启示	(453)
第十章	公司并购中的投资银行	(463)
第一节	投资银行概述	(463)
第二节	投资银行在公司并购中的作用	(476)
第三节	中国的投资银行概况	(481)
第四节	培育中国投资银行, 推动公司并购 向纵深发展	(500)
第十一章	中国的公司并购	(513)
第一节	中国公司并购的问题	(513)
第二节	促进中国企业并购顺利进行的对策建议 ...	(538)
第三节	中国公司并购的方向和趋势	(563)
致谢		(569)
参考文献		(570)

第一章 导论

第一节 问题的提出

一、选题的意义

长期以来，一直有一个问题萦绕在我的心头，作为一个拥有 13 亿人口、国民生产总值排在世界第六位的中国，入围《财富》500 强的大型企业竟是凤毛麟角，与一个只有区区 4700 万人口的小国韩国差不多。世界近 200 年的经济发展历史表明：一国大企业的实力与该国综合经济实力基本一致。国家综合实力强，大企业的数目就多；国家综合实力弱，大企业的数目相应就少。从某种意义上讲，《财富》500 强企业是经济的晴雨表。

（一）从入围《财富》500 强情况看中国大企业发展状况

1. 中国近年来的经济增长和现在的经济实力

改革开放以来，我国的经济增长在世界上是一枝独秀，经济增长速度遥遥领先于其他国家。通过国家间的比较，我们能更清晰地看到这一点，下面图 1 列出了 1990 - 2000 十年间部分国家和地区 GDP 年平均增长率情况：

高速的经济增长带来了我国 GDP 全球排名的迅速上升，根据世界银行的数据，按“名义汇率法”计算，2005 年中国的名

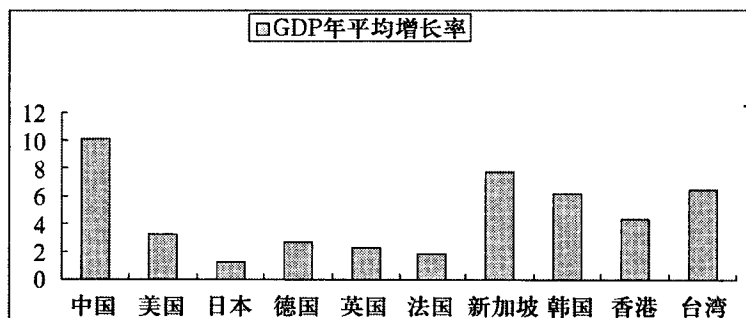


图1 部分国家和地区国内生产总值年平均增长率 (1990—2000)

义 GDP 排名世界第六，如表 1 所示。而且这个 GDP 数字是被大大低估的，因为在中国存在大量的地下交易，以及由于税网不严而产生的隐瞒。再加上我国的物价水平比较低，若按“购买力平价法”计算，我国现在的实际国民生产总值排名全球第二，与日本差不多。

表 1 2005 年国民生产总值 (按名义汇率计算) 单位: 百万美元

国家	排名	GNP
美国	1	12486624
日本	2	4663823
德国	3	2730109
英国	4	2227551
法国	5	2054880
中国	6	1772724
意大利	7	1709668
加拿大	8	1034532
西班牙	9	1019024

续表

国家	排名	GNP
印度	10	719819
韩国	11	714219

注：数据引自《中国统计年鉴》

2. 中国企业进入《财富》500 强的情况

我们再来看看中国企业进入《财富》500 强的情况：近年来，进入《财富》500 强的中国企业数目有所增加，到 2005 年，有 15 家企业入围，而在 1995 年时只有 3 家，10 年间增长了 12 家，即增长了 400%。

表 2 若干国家《财富》500 强企业数量

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
美国	151	162	175	181	185	161	186	197	191	189	176
日本	149	126	112	100	100	97	105	82	88	82	81
德国	44	41	42	43	42	32	34	34	35	34	36
英国	33	34	35	37	39	34	30	28	35	35	36
法国	40	42	39	37	38	34	35	36	38	37	39
韩国	8	12	12	7	9	8	9	11	12	11	11
印度	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4
中国大陆	3	2	2	5	5	9	11	11	11	14	15
中国香港	1	1	1	0	1	1	1	0	0	1	1
中国台湾	2	1	2	2	2	1	0	2	1	1	2

资料来源：《财富》杂志各年发布的 500 强资料整理而成

然而，我们通过比较表 1 和表 2 可以发现：我国入围《财富》500 强的大企业数目与我国 GDP 的世界排名是不相匹配的，

实际 GDP 与中国相当的日本入围《财富》500 强的企业数目是中国的 6 倍, 名义 GDP 与中国相当的英国和法国大约为中国的 2.5 倍。

3. 《财富》500 强中的中国企业与外国巨头的差距

全球《财富》500 强排名中我国的企业都是国有或国有控股企业, 从一个侧面说明了近些年来我们对国有经济实施战略性调整、推进国有企业改革包括产权改革所取得的进展和成就。通过表 1 和表 2 我们知道中国进入《财富》500 强的企业数量与中国现阶段的综合实力是不相匹配的; 而且, 同是进入《财富》500 的企业, 我国企业在很多方面与发达国家的企业还是有很大差距的, 通过下面的表 3 和表 4 我们能清楚地看到这一点。

表 3 15 家内地企业在《财富》500 强中的排名

公司	2005 年排名	2004 年排名	2004 年销售收入 (亿美元)	2003 年销售收入 (亿美元)
中石化	31	53	750.77	550.62
国家电网	40	46	712.2	583.48
中石油	46	73	677.24	470.47
中国人寿	212	241	249.81	207.82
中国移动	224	242	239.58	207.65
工商银行	229	243	234.45	207.57
中国电信	262	257	215.62	194.95
中国化工	287	270	203.81	188.46
宝钢集团	309	372	195.43	145.48

续表

公司	2005 年排名	2004 年排名	2004 年销售 收入 (亿美元)	2003 年销售 收入 (亿美元)
中国建行	315	331	190.48	158.25
南方电网	316	—	189.25	—
中国银行	339	358	179.60	150.22
农业银行	397	412	152.85	133.03
中粮集团	434	415	141.89	132.90
一汽集团	448	—	138.25	—

资料来源：新浪财经

表 4 全球《财富》500 强前 30 名

排名	公司	收入 (百万美元)	利润 (百万美元)
1	沃尔玛	287989.0	10267.0
2	BP	285059.0	15371.0
3	埃克森 - 美孚	270772.0	25330.0
4	壳牌	268690.0	18183.0
5	通用汽车	193517.0	2085.0
6	戴姆勒 - 克莱斯勒	176687.5	3067.1
7	丰田	172616.3	10898.2
8	福特	172233.0	3487.0
9	通用电气	152866.0	16819.0
10	Total	152609.5	11955.0
11	Chevron	147967.0	13328.0
12	ConocoPhillips	121663.0	8129.0

续表

排名	公司	收入 (百万美元)	利润 (百万美元)
13	AXA	121606.3	3133.0
14	安联	118937.2	2735.0
15	大众	110648.7	842.0
16	花旗	108276.0	17046.0
17	ING	105886.4	7422.8
18	NTT	100545.3	6608.0
19	American Intel. group	97987.0	9731.0
20	IBM	96293.0	8430.0
21	西门子	91493.0	4144.6
22	家乐福	90381.7	1724.8
23	日立	83993.9	479.2
24	Assicurazioni General	83267.6	1635.1
25	Matsushita Electric Industrial	81007.7	1635.1
26	Mckesson	80514.6	-516.7
27	丰田	80486.6	4523.9
28	惠普	79905.0	3497.0
29	尼桑	79799.6	4766.6
30	Fortis	75518.1	4177.2

资料来源：新浪财经

从表3和表4可以看出：我国的企业在规模上与国际巨头还是有很大差距的，比如埃克森-美孚的销售额是中国最大的石油能源企业中石化的近4倍；通用汽车销售额是中国最大的汽车企

业一汽集团的 14 倍；花旗银行的销售额是中国最大的银行工商银行近 5 倍。

4. 中国 500 强企业与《财富》500 强企业的差距

2005 年年中，中国企业 500 强排行榜发布。“2005 年中国企业 500 强排行榜”是由行业协会组织的中国惟一个企业综合实力排行榜，评选指标与《财富》500 强完全一致。各项对比数据表明，中国企业 500 强无论在规模、企业素质、经营能力还是竞争力方面，与世界企业 500 强的差距都很大，中国企业参与全球化竞争的道路仍然任重道远。

数据显示，2005 中国企业 500 强的营业收入总额、利润总额与资产总额分别只相当于 2005 世界企业 500 强同类指标的 8.4%、7.0%、6.0%。2004 中国企业 500 强资产规模只相当于世界企业 500 强的 5.61%。2004 中国企业 500 强的人均营业收入为 43.54 万元，人均利润为 1.53 万元，分别只相当于世界企业 500 强的 16.23% 和 11.62%。2004 中国企业 500 强的利润只相当于世界 500 强的 5.22%，人均资产只相当于世界 500 强的 12.46%。值得注意的是，2005 年中国 500 强企业中，排在前 8 位的都是垄断行业的企业，而世界企业 500 强排头兵都是竞争性行业的企业。这表明，中国大企业的发展壮大依赖政府力量的惯性作用还在持续；中国大企业的壮大与世界企业 500 强排头兵主要靠市场打造的情况相比，在整体素质上有明显差距。

世界 500 强的最终成功也绝非一蹴而就，需要一个过程。中国企业应该认识到良好的业绩、独立的公司管理、高度的透明度、具有全球竞争力、鲜明的品牌形象、具有远见和高度的社会责任感是财富 500 强企业成功的基石，也是我们应该向他们学习的要点。