

第 1 章

引 言

1.1 研究背景

改革开放三十多年以来，我国基本完成了从高度集中的计划经济到充满活力的市场经济的转变，随着市场经济的日益发展，新兴的商事活动层出不穷，股市、商业银行、私募基金等都是伴随着我国市场经济的不断完善而发生、发展并融入人民生活的每个角落。公司作为市场经济的中流砥柱，无论规模大小都在为我国经济的发展贡献着一份力量。上市公司更因为其股东分散的特性，直接影响着国民经济的晴雨表——股市。上市公司异军突起为我国金融市场的繁荣、国民经济的发展提供了强大的推动力。因此，上市公司的一举一动无不牵动着千万股民的心，更直接影响着经济的健康发展；而机遇与挑战并存的并购则关系着上市公司的前途与命运，对股民与市场的影响更是不言而喻。自从 1984 年的保定机械厂以承担债务的方式兼并了连年亏损、濒临停产的保定针织器械厂开始，我国企业并购在改革开放的春风中逐渐增多，在全球经济惨遭金融风暴冲击的情况下，我国的并购活动仍保持强势，并购额飙升至 1 596 亿美元的历史新高，比 2007 年跃升了 44%，是亚太区唯一取得增长的国家。^①

上市公司的并购是指“收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东，可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人，也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权”。^② 由于上市公司并购的标的额巨大，对市场结构存在潜在的影响，直接影响众多股民的经济利益，并与企业未来发展休戚相关，因此，上市公司的并购将成为金融市场乃至整个市场经济中一件无法忽视的商事行为。

^① 2015 年中国并购市场共完成并购案 6 269 起，同比增长 54.3%；涉及交易金额 28 395 亿元，同比增长 16.6%，交易数量与金额双双冲破历史记录。

^② 《上市公司收购管理办法》第 5 条。

无论是对于并购方还是被并购方，并购都将深刻地改变并购双方的命运。在事关目标公司生死的并购中，目标公司董事肩负着无比重要的责任。董事对内是经营、管理的决策者，对外则代表公司，其在一定程度上是上市治理的中枢和管理权的中心，无论是在英美法系国家还是大陆法系国家，上市公司董事都肩负着管理公司的重担，把握着上市公司的命脉，他们的职责的行使往往关系到公司的兴衰成败。因此，目标公司董事对并购的建议将直接影响并购的成败，虽然最终的决定是由股东作出，但是董事在并购中的权利仍然不可忽视，因此应当对目标公司董事的责任进行细化规定，确保并购正常的进行。

1.2 研究意义

我国《上市公司收购管理办法》中规定了董事的义务^①，但是这些规定并不能完全满足我国并购市场的现实需要，无法满足目标公司董事维护公司和股东的利益这一要求，也无法保护公司利益相关者的利益。随着我国并购市场的蓬勃发展，并购活动越来越频繁^②，对与之相配套的法律法规的要求也越来越迫切。

① 第8条规定：被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所作出的决策及采取的措施，应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益。

② 万达集团收购瑞士盈方传媒。2015年2月10日，大连万达集团牵头三家知名机构及盈方管理层，战胜了来自全球的11家竞争对手，以10.5亿欧元购得瑞士盈方体育传媒集团（Infront Sports & Media）100%的股权，其中万达集团控股68.2%。盈方传媒是全球知名的体育文化传媒公司，拥有版权涵盖25个体育项目，在足球和冬季运动领域排名全球第一。

安邦收购海外系列保险企业。2015年2月5日，韩国保险公司东洋人寿宣布，公司与中国安邦保险公司签署了出售合同，安邦决定收购东洋人寿63%的股份，收购金额达1.1319万亿韩元（约合人民币61.70亿元）；2月16日，安邦保险宣布将出资1.5亿欧元收购荷兰VIVAT保险公司，并注资不超过10亿欧元，这是中国保险公司首次进军荷兰；11月10日，安邦保险宣布，将以溢价28.9%、每股26.80美元的价格收购美国信保人寿保险公司（Fidelity & Guaranty Life Insurance Company）100%流通股股权，根据测算，此次收购总额约为15.9亿美元。

中国化工收购倍耐力。2015年3月23日，中国化工集团公司发布声明称，中国化工将通过中国化工橡胶有限公司，以每股15欧元的价格收购意大利Camfin S.p.A.持有的倍耐力（Pirelli）26.2%的股权，总交易价格71亿欧元。之后中国化工将与CF及其他投资者合作要约收购倍耐力剩余的普通股和全部优先股。7月1日，收购通过欧盟反垄断审查。8月5日，米兰证券交易所发布公告称，中国化工收购倍耐力的交易已被批准，双方将于8月11日完成交易。本次收购是中国制造业领域截至目前交易金额最大的海外并购，收购完成后，中国化工将占据全球约10%的市场份额。

（转下页）

股东作为上市公司的所有者基于信任把公司的决策大权交予董事，当面对自己拥有的公司被收购时，股东虽然是公司的主人，但由于股权过于分散，大多中小股东都只有名义上的决策权，而实际的权力却牢牢地掌控在董事会的手中。由此就有可能引发部分董事无视中小股东的要求与利益，不以股东利益最大化为出发点，违背信义义务的要求，以董事自身的利益为着眼点应对收购的情况。例如，如果公司被收购，这些目标公司的董事无疑将失去他们在未来公司呼风唤雨的能力，更不要提担任薪水颇丰的要职，这种人财两空的买卖，对董事们确实是一个严峻的考验。因此，某些董事为了最大限度地满足自己的利益，不惜牺牲公司与其他股东的利益，为正常的收购活动制造人为障碍。

而当股东可以行使其权利时，又有为数不少的股东消极应对，选择“用脚投票”，还有很多股东为了实现自己的利益，高价将股票卖给收购者，丝毫不顾其收购是否会对目标公司有利。此时，董事的作用就凸显了出来，他们了解公司的全部情况，掌握着收购的第一手信息，对市场的前景及公司的未来有着专业的判断，他们能够依据自己的经验和收购情况，作出最有利于目标公司发展的决定。但是当董事的决定与股东的消极决定相抵触的时候，由于我国没有英美法系国家的商事判断规则，因此，董事行使其

（接上页）奇虎 360 达成私有化协议。2015 年 6 月 17 日晚，奇虎 360 宣布，董事会收到创始人周鸿祎不具约束力的提案，该提案宣布奇虎 360 将与中信证券及其附属公司、Golden Brick Capital Private Equity Fund I L.P.、华兴资本及其附属公司、红杉资本及其附属公司等一起，以每股普通股 51.33 美元（相当于每股美国存托股 77 美元）的现金收购其尚未持有的奇虎全部已发行普通股。12 月 18 日，奇虎 360 发布公告称，6 个月前提交的无约束性私有化要约达成最终协议。由董事长兼 CEO 周鸿祎领衔的中资财团以 93 亿美元全现金的私有化价格达成协议，其中包括约 16 亿美元的债务赎回。

海航集团收购瑞士空港。2015 年 7 月 30 日，海航集团与欧洲私募股权投资公司 PAI Partners 签署协议，海航将购入 PAI Partners 持有的瑞士国际空港服务有限公司（Swissport International Ltd）100% 的股权，交易价格约 27 亿瑞士法郎（约合 177 亿元人民币）。瑞士空港是世界最大的航空地面服务及货运服务供应商，为全球约 700 家航空公司客户提供机场地面和货运服务，业务遍布 48 个国家的 270 个机场。11 月 18 日，欧盟委员会宣布批准海航集团收购瑞士空港公司的交易。

紫光集团收购西部数据股份。2015 年 9 月 29 日，清华旗下紫光股份的全资子公司紫光联合信息系统有限公司与西部数据公司（Western Digital Corp）签订了股份认购协议，紫光联合拟以 92.50 美元每股的价格认购西部数据新发行的 4 081.5 万股普通股，投资总额约为 37.75 亿美元。交易完成后，紫光将持有西部数据约 15% 的股权，成为其第一大股东，并将获得西部数据一个董事会席位。

阿里巴巴收购优酷土豆。2015 年 10 月 16 日，阿里巴巴集团宣布，已经向优酷土豆董事会发出非约束性要约，全面收购优酷土豆集团。11 月 6 日，阿里巴巴集团和优酷土豆集团宣布，双方已经就收购签署并购协议，根据协议，阿里巴巴集团将以全现金形式收购优酷土豆集团，交易总金额约达 46.7 亿美元。

正常职责时就很难得到应有的保护，在这种情况下如何规定董事的责任则是一个十分棘手的问题。诸如此类的问题层出不穷，无论是经济发达的西方国家还是市场经济不断完善的我国都会遇到这些问题，并且这些问题将会随着经济的发展成为我国公司治理当中不可小觑的部分。

因此，通过对目标公司董事责任的研究，结合其他发达国家的先进经验，建立健全我国目标公司董事责任体系，对于确保目标公司董事在并购中起到切实维护公司和股东的利益、维护公司利益相关者，尤其是目标公司员工的利益，有着十分重要的作用。这直接关系到我国社会稳定与和谐，直接关系到我国经济有序健康可持续性发展。

1.3 研究方法

本书主要采用比较研究的方法，主要通过对美国、英国、德国等国的司法实践和法律制度的对比研究，形成本书独特的观点。同时，本书还将通过经济学研究方法、法经济学研究方法、历史研究方法和文献研究方法进行全面、系统地分析研究。

一、比较研究方法

大量的公司并购案产生于西方发达国家尤其是美国，五次并购浪潮不仅使各个国家乃至全球经济发展得到了巨大的推动，而且使并购与反并购在技术层面上得到了极大的发展，而且美国特拉华州（State of Delaware）的公司案例具有特殊的意义，很多经典的案例都在影响着其他国家的公司并购立法。因为我国的并购法主要是学习英国的强制要约，因此研究英国目标公司董事责任的规定的意义尤为重大。而德国与我国同为大陆法系国家，其相关规定同样对我国有着极强的借鉴意义，我国公司法中的监事会就是源自德国，因此将德国作为研究对象是必不可少的。

在充分了解和分析外国的上市公司并购案例的同时，还须与我国上市公司的并购实践进行比较，与我国的案例进行类比，分析我国与其他各个国家法律规定的优点与不同，找出其共性，立足于我国的基本国情，在合理借鉴外国的先进经验的同时，找到适合于我国的新规则和新法律。

二、经济学研究方法

始于 20 世纪 60 年代，主要代表人物包括哈佛大学的詹森、麻省理工学院的鲁巴克、芝加哥大学的多德等，他们的支持并购的公司控制权市场理论与布莱尔博士利益相关者理论代表了两种对待并购完全不同的态度。立

足于这两种从经济学角度分析的理论，利用经济学的分析方法，找出最适合我国目前上市公司并购的模式，从而指导目标公司董事的具体责任。

三、法经济学研究方法

从制度经济学产生的法经济学研究方法，为法律研究拓展了新的视野。董事与股东之间的关系类似于代理关系，因此产生了信赖义务（fiduciary duty），但是如何降低董事与股东之间的代理成本，在目标公司应对并购时使代理成本达到最优化的组合，对目标公司董事如何履行其责任有着十分现实的意义。

四、历史研究方法

针对公司并购从产生、发展到目前日臻成熟的过程，须研究目标公司董事在这一过程中承担的责任的变化，了解董事的作用，分析其在并购中的所处的地位。在充分理解不同时期目标公司董事的责任变化的同时，还须找出其中的共性，为目标公司董事责任的立法建议提供理论依据。

五、案例分析法

本文选择了并购交易中有关目标公司董事责任的典型案例，通过对这些案例的引证分析，归纳出对我国具有借鉴意义的法律原则，作为建立我国并购交易中目标公司董事责任体系的参考。

第 2 章

公司并购的法律概念 及其历史发展

2.1 公司并购的法律概念

2.1.1 公司并购

公司并购历来是各国现代公司法的重要内容。通俗地解释,“并购”就是“合并”与“收购”的合称,英语为“Merger&Acquisition”,简称“M&A”。《新大不列颠百科全书》对此的权威解释是:“指两家或多家的独立企业或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。兼并的方法有三种:用现金或证券购买其他公司的资产;购买其他公司的股份或股票;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。”从此定义看,并购的形式和内容是比较复杂的。

“收购”概念最早导源于英美普通法上的“Takeover”与“Acquisition”二词,此外,美国法中的“Tender offer”也从另一侧面表述了收购的含义。“Acquisition”是指成为一定财产所有人的行为。“Tender offer”是一公司为获得他公司的控制权,而通过新闻广告或信函形式向他公司之股东发出的购买股份要约。“Takeover”主要是公司法、证券法上的术语,可译为“接管”、“收购”等,主要指谋取他公司的控制权和经营权的行为,但并不必然意味着绝对所有权的转让。在美国,“Merger”是一个法定术语,仅指吸收合并;但在加拿大,“Merger”一词却没有确定的法律意义,可泛指一家公司获得另一公司的任何交易(Transaction),具体包括收购要约(Takeover bid)、新设合并(Amalgamation)或安排(Arrangement)等情况。

我国《公司法》规定,公司合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式。所谓“吸收合并”是指在两个或两个以上的公司合并中,其中一个

(优势)公司因吸收了其他公司而成为存续公司的合并形式。所谓“新设合并”是指两个或两个以上的公司通过合并同时消亡,在此基础上形成一个新公司,由其承担原各公司的全部资产与负债的合并形式。“兼并”实际上就是“吸收合并”。

2.1.2 目标公司与收购公司

公司并购,主要涉及四个主要角色,他们依次为:收购人、被收购的公司、被收购人、收购利益相关人。收购人就是像买方一样,通过各种手段取得被收购公司的控制权,这里所称的收购人即收购公司(Acquiring company);而被收购的公司就像卖方手中的商品一样,是收购公司的收购目标,因此称之为目标公司(Target company);被收购人,相当于卖方,是指目标公司的拥有者,称之为目标公司的股东(Shareholders);最后,就是与收购行为有密切联系的利益相关人(Stakeholders)。

要说明的是,本书研究的重点是目标公司,是以目标公司为中心而涉及其他三个角色。而在目标公司中,则以研究目标公司董事责任为核心而展开与其他三个主体间法律关系的研究。

2.2 公司并购的分类

依据角度、方式的不同,对公司并购有很多分类。由于本书主要涉及协议收购与要约收购、友好收购与敌意收购,因此只对这两种分类进行分析,其他的分类方式在本书不予论述。

2.2.1 协议收购与要约收购

一、要约收购

所谓要约收购又称为公开要约收购或公开收购,在英国被称为“Takeover bid”,在美国则被称为“Tender offer”。^① 要约收购是指通过公开的方式向目标公司的全体股东发出要约,以高出市价的价格,在较短的时间内,用现金或者证券作为对价收购或交换其手中持有的目标公司的股票^②,从而达到控制或兼并目标公司的目的。要约收购作为上市公司收购的一种比较传统且重要的方式,各国公司法规均对要约收购作了规定。

① 周友苏.新证券法.北京:法律出版社,2007:298.

② 朱锦清.证券法学.2版.北京:北京大学出版社,2007:235.

“要约收购”一词起源于英国，通常称之为“Takeover bid”。但是最主要规范要约收购行为的是《伦敦收购与兼并守则》，这是一部由英格兰银行组织成立的“公司合并与收购委员会”在1968年制定的。这部守则并没有明确规定“Takeover bid”的定义，但是在1968年《金融服务法》对要约收购作了如下的描述：收购人在收购一个公司的全部股份或者全部某一类或某几类股份发出的要约，要约的前提条件是要约所涉及的股份应是相同的，或者是对不同种类的股份，对于每一类的所有股份应是相同的，也就是说对同种股票的要约条件是一致的。

美国虽然是世界上并购市场相对成熟的国家，但是其主要的监管法律《威廉姆斯法》并未对要约收购进行定义。然而从《威廉姆斯法》的立法目的可以看出，确保目标公司的一般股东在面对收购人作出的收购要约时，可以获得充分的信息，并进行明确的投资决策；并且其第14条d、f两款中涉及了“要约收购”的所有事项。^①美国的成文法中虽未对要约收购进行定义，但是美国发达的判例法却为要约收购制定了标准，其中最为著名、常用的是源自 *Wellman v. Dickson*^② 中规定的“八要素”标准：（1）公开要约，积极、广泛地向公众股东征集；（2）对某一发行人的大量股份的征集；（3）购买股份的要约价格高于市场价格；（4）要约的条件是确定的，没有商议的余地；（5）收购数量占已发行股份的较大比例；（6）要约仅在一定期限内有效；（7）受要约方是处于出售股票的压力下；（8）随着要约的公布股份迅速汇拢。

我国的《证券法》与《上市公司收购管理办法》及其相关法律法规也未对要约收购进行明确的定义，但是在规定中允许要约收购这种形式，并且以专门的章节进行规范。从《上市公司收购管理办法》中我们可以看出，收购方自愿选择以要约方式收购上市公司股份的，可以向目标公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约，也可以向目标公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约，但以要约方式收购一个上市公司股份的，其预定收购的股份比例均不得低于该上市公司已发行股份的5%。收购方可以采用现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款。收购人聘请的财务顾问应当说明收购人具备要约收购的能力。收购要约约定的收购期限不得少于30日，并不得超过60日；但是出现竞争要约的除外。在收购要约约定的承诺期限内，收购人不得撤销其收购要约。收购要约期限届满前15日内，收购人不得变更收购要约；但是出现竞争要约的

① 郑琰：《中国上市公司收购监管》，北京：北京大学出版社，2004：162。

② *Wellman v. Dickson*, 682 F.2d 355.

除外。

二、协议收购

协议收购是收购人通过私下订立合同的方式购买目标公司的股份，通常是通过与目标公司个别股东或者大股东通过协商达成股份转让协议，并按照协议约定的收购条件、收购价格、收购期限及其他规定事宜，收购目标公司的行为。

与要约收购相比，协议收购的对象只能是目标公司的大股东，不可能是中小股东，因为中小股东数量庞大，其拥有的股份分散，股权不集中，没有统一的代表，因此无法同每一个中小股东进行协议收购；而要约收购的主要对象是广大的中小股东，当然大股东也可以通过要约收购出售其股份。^①

2.2.2 友好收购与敌意收购

一、友好收购

所谓友好收购 (Friendly Acquisition)，其与敌意收购的主要区别是控制权发生变化的公司的董事是否支持此项变化，简言之，目标公司董事支持该收购则为友好收购，反之则为敌意收购。^② 也有学者将友好收购定义为收购公司的董事与目标公司的董事共同认可该项收购活动，敌意收购则为一方董事抵制该项收购活动。^③ 因此，一般来讲，友好收购是指目标公司的董事与收购公司的董事通过友好地协商，达成一致，同意收购方的收购计划；敌意收购是指收购公司进行的收购计划没有得到目标公司董事的同意与支持。

但是并非所有的友好收购都能体现真实的友好与和善，在很多情况下，目标公司的董事除了同意收购计划以外别无其他的选择，这是由于他们知道无论如何收购方一定都会收购成功，尤其是当目标公司没有有效的反收购手段的情况下。比如，在 IBM 公司收购 Lotus 公司案中，尽管 Lotus 公司在初期采取了一些抵抗收购的行为，但是当 IBM 公司的律师们指出——根据 Lotus 公司的章程和《特拉华州公司法》第 228 条，一旦 IBM 公司轻易地购得了代表 Lotus 公司多数的股票，此时 Lotus 公司的股东就会同意收购，并选出新的董事会，由新董事会同意 IBM 公司的收购行为——Lotus 公司的董事不得不同意这项收购计划。

① 朱锦清：《证券法学》，北京：北京大学出版社，2007：237。

② Charles R. T. O'Kelly and Robert B. Thompson. Corporations and Other Business Associations Cases and Materials. 4th edition, pagg 579-580.

③ D. Gordon Smith and Cynthia A. Williams. Business Organization Cases. Problems, and Case studies. 617.

收购作为现代公司活动中不可缺少的一个环节，友好收购在收购活动中则起着主要的和举足轻重的作用。据统计，每年成功完成的收购活动中只有2%属于敌意收购^①，友好收购的数量和地位也就不言而喻了。在我国收购市场中，友好收购也毫无悬念地处于领跑地位。

二、敌意收购

敌意（Hostile）收购是与友好收购相反的概念，即目标公司董事拒绝与收购人合作，对收购持反对和抗拒的公司的收购方式^②。一般而言，敌意收购分为三种常见的情况：（1）敌意收购人事先并不与目标公司董事对收购计划进行协商，而是悄悄地在证券交易中购得目标公司的股份，当其认为时机成熟的时候就会以突然袭击的方式发布收购要约^③；（2）收购人先与目标公司董事进行接洽，但是由于种种原因，最终导致谈判不欢而散，此时，收购人要么直接对所有股东发出收购要约，要么先暗自吸收目标公司股份后再发出收购要约；（3）收购人发动委托竞争（Proxy Fight），通过获得多数股权的支持，换掉目标公司的董事，换上自己的董事，从而取得公司的控制权。

敌意收购的“敌意性”体现在^④：第一，从公司收购的目的来看，敌意收购方（raider）有时将收购过来的公司转手倒卖，以获得高额利润。为此目的，敌意收购的发起者多选择那些股票的市场价格较低，净资产含量较高，现金存量较大的公司。敌意收购完成之后，公司的收购者或是将收购来的公司整体转手倒卖给其他公司，或是将其资产分割出卖，以获得较高的收益。第二，从收购的手段来看，由于敌意收购是越过公司的控制者，直接面向那些没有公司控制权的分散的小股东进行的收购，因此在西方所采用的多为公开要约收购的形式。由于这种收购行为多是在公开市场上进行的，因此它对股市的价格和对投资者的影响很大。第三，由于敌意收购不像协议收购，是直接面向所有股东的，因此无论是全部要约还是部分要约都对中小股东有着重要的影响，而消极（Passive）的股东们并不关心公司的未来发展，他们只求得到高额的回报，由于收购要约的价格往往都高于股票的市值，“用脚投票”就成了很多股东最喜欢作的选择，收购的结果

① D. Gordon Smith and Cynthia A. Williams, Business Organization Cases, Problems, and Case studies, page 617.

② 周友苏：《新证券法论》，北京：法律出版社，2007：301。

③ 这种情况也会出现目标公司董事迫于各种压力与收购方进行谈判，并最终同意收购方案，此时就会转化为友好并购。

④ 高黎丹：《我国上市公司敌意收购法律制度研究——从公司治理与控制权市场角度》，硕士论文。

必然是目标公司控制者的更换。这种更换对于原本健康发展的目标公司来说并不是好事，无论是公司本身还是股东都会因此而遭到打击。

当敌意收购发生时，目标公司的董事出于自身利益、公司利益、股东的利益和其他利益相关人的利益，显然不希望敌意收购人得逞，因为一旦得逞，且说不利于股东的利益，就连董事自己的职位和良好的薪酬待遇都会付之东流。因此，敌意收购会遭到董事会和管理层的顽强抵抗，造成敌意收购的成本大大增加，与友好收购简直是天壤之别。正是这些多种利益冲突的焦点，造就了敌意收购独特的魅力，虽然友好收购一直到现在都是公司收购的一种重要的形式，但是真正对法律制度产生重要影响的却是敌意收购。^①

2.3 公司并购的动因

促使公司并购发生的原因很多，无论是从经济学方面进行解释还是从法学方面进行分析，我们都会看到各种各样的原因分析和理论，但是笔者认为究其根本还是对利益的追求最终促使了并购的发生。虽然无法一一列明各种理论，但是笔者选取了一些比较主流的观点对其动因进行分析，并针对我国企业并购的特有原因进行了探究。

2.3.1 公司并购的一般动因

决定企业并购的动因很多，主要包括企业的生产经营和财务状况、产业特点和发展阶段、市场竞争条件、宏观经济发展阶段和法律环境、企业决策者的因素、并购的类型，等等。在这些因素的综合影响下，并购动因表现为追求企业效率，实现协同效应；追求多元化经营，降低市场风险；追求市场势力，实现垄断经营；发现价值低估，实现价值增值；降低代理成本，实现有效管理；追求企业规模，提高职业地位；弥补市场缺陷，降低交易成本；降低税收支出，增加经营利润；通过制度安排，实现价值转移。^②

通过并购可以获得协同效应，即 $1+1>2$ 效应。协同效应可来自管理、经营和财务等方面。管理协同效应是由于收购企业管理层的能力超过了企业内部管理的需求，而且收购企业和目标企业之间存在管理效率差别，通过并购的方式来进行“管理的溢出”，将目标企业的非效率资本与收购企业

① 张舫. 公司收购法律制度研究. 北京: 法律出版社, 1988: 34-35.

② 尹豪. 中国企业并购的价值研究. 河海大学. 博士论文, 2006: 31.

的有效率管理结合在一起,使管理资源得到充分的发挥,协同效应得以实现。这不仅会给单个企业带来效率,也会给整个社会带来福利的增进。经营协同效应可以通过扩大经营规模,降低成本,使未充分利用和没有给予足够的投入的生产要素实现互补,节约交易费用等方式实现。财务协同效应可以通过“债务的共同担保”效应、“现金的内部流转”效应来降低成本的途径实现,也可以通过多元化经营,分散经营风险的途径实现,还可以通过有利的税收制度来实现。^①

通过混合并购实现企业的多元化经营,起到了分散风险、稳定收入来源、有效保护组织资本和声誉资本、获得财务和税收方面好处等作用。企业员工、消费者和供应商等利益相关者比股东更愿意企业采取多元化经营战略,原因是:首先,股东可以通过在资本市场上分散持股的方法来分散风险,而员工分散其劳动收入来源的机会非常有限,经理和一般员工更希望企业稳定,不希望企业冒太大风险,企业的分散经营可以给管理者和员工以工作的安全感和提升的机会,并在其他条件不变的情况下,使劳动力成本下降。其次,企业拥有声誉资本,企业员工、消费者和供应商将利用这一资本与企业建立联系。声誉资本是长期通过企业所特有的对广告、研究与开发、固定资本、人员培训以及机构发展等方面的投资而获得的,分散经营有助于保护企业的声誉资本。最后,分散经营可以提高企业的负债能力和降低由于兼并活动而引起的现金流量的波动。通过并购方式实现多元化经营,在把握投资时机、迅速开拓市场等方面比内部发展的方式更有优势。

通过并购,企业竞争对手减少、实现规模经济,从而提高了行业集中度和市场占有率,以保持企业在同行业市场中的控制力,使企业获得垄断利润。这既是企业并购的一种动因,也是法律对企业并购加以限制的理论依据。

由于并购企业拥有外部市场所未知的目标企业的重要信息,目标企业的经营管理有充分的潜力,通货膨胀使得目标企业资产的账面价值低于其实际价值等原因导致目标企业的股票市场价值或资产账面价值小于其重置成本,这就使并购企业有充分的动机购买目标企业的股票以获得扩张所需的资产,这样比购买或新建相关的资产更便宜、更快捷。

企业所有者与经营者的委托代理关系出现严重问题时,并购就成为解决这些问题的外部控制手段。情况之一是:当管理效率低、代理成本

^① 满慧.我国企业并购的理论与实证研究——以制度经济学为视角.吉林大学博士论文,2007:91.

高导致经营管理不善，而又难以通过组织和市场机制有效解决管理问题时，通过要约收购或代理权之争，可以使有效率的外部管理者战胜现有的管理层和董事会，取得对目标企业的控制权。情况之二是：在企业产生巨大的自由现金流量时，股东和管理者同企业报酬政策会产生严重的冲突，增加代理成本；并购有助于减少代理成本，化解股东与管理者之间的冲突。

企业管理层有自发的扩大企业规模的愿望和动机。管理层对企业的增长率比对盈利率更感兴趣，他们的收入、威望和地位往往随企业规模的扩大而提高；而规模扩大后，企业能够抵御被并购的威胁，提高了管理层的职业保障程度。

节约交易费用也是企业并购的重要动因，企业的扩张可以内化许多本属于市场范畴的交易从而节约交易费用。在生产要素的获得和运用存在外部性和信息不对称的情况下，在生产要素的资产专用性强的情况下，通过并购可以把市场交易转变为企业内部交易，从而遏制机会主义行为，减少市场供给的不确定性，降低道德风险和违约风险，达到降低交易费用的效果。

一些并购活动是出于税收最小化的动机。如果并购涉及真实资源的使用或通过增加经济系统中其他部门的税收而造成了税收体系的扭曲，这种并购对整个社会而言是不可取的。然而，基于税收原因的并购也可能通过消除税收方面的损失而促进更有效率的行为。在市场经济成熟的国家里，通过并购取得税收效应的主要途径有：第一，净营业亏损和税收抵免的递延；第二，增大资产基数以扩大资产折旧额；第三，以资产收益替代一般收入；第四，私有企业和年迈业主处于规避遗产继承税方面的考虑。

企业并购会引起企业利益相关者之间的利益再分配。当并购利益能够从债权人或一般员工手中转到股东身上，并购动机就产生了，企业股东会促成这种对其有利的兼并活动。有迹象表明，收购中，股东的收益是以牺牲债券所有者的利益为代价的。并购后出现的裁员现象也正是以牺牲员工利益来保全股东利益的再分配过程。溢价收购的措施也保证了股东在并购再分配过程中的收益。

2.3.2 我国公司并购的动因

中国的企业并购是在经济体制改革过程中出现的，这些参与并购的企业的经营状况、管理水平、所属产业的整体发展阶段、所处的经济体制环境等都与市场经济条件下的企业有很大的区别。而大量并购交易的出现，

反映了受到与经济体制、过渡的市场环境相关的一些特殊并购动因的驱动。^①

一、摆脱国有企业亏损的方式

20世纪80年代,国有企业不断增加的亏损使财政赤字随之增加,到了20世纪90年代,银行呆、坏账比率不断升高。政府出于为国有企业减少亏损的动机允许企业进行并购的尝试,并且以政策文件的方式加以制度化。并购作为消除国有企业亏损的一种机制,目的在于:(1)通过盈利企业对亏损企业的并购,以好带差,带动亏损企业减亏进而走出困境,这是中国企业并购最直接的目的。(2)通过并购,实施中国企业重组,实施“存量改革”。这是中国继“增量改革”之后,对存量部分进行改革的最主要手段,以期使优质资产向优势企业流动,从而盘活存量。(3)希望通过并购加大亏损企业的压力,促使其提高经营效率等。在这些动因下的企业并购也出现了一些问题:首先,被并购方通常都是亏损国有企业,而强强联合的战略并购很少;其次,政府主导的行政性并购非常普遍,政府的偏好在于帮助亏损企业解决困难,而不是考虑盈利企业的持续经营,因而往往导致并购方被拖垮。将并购作为消除企业亏损的一种机制,是目前国有企业并购的特殊动因之一。

二、破产的替代机制

由于中国特殊的国情,破产将造成较大的社会动荡,而且处于破产边缘的企业数量又非常多,大规模的破产将影响到社会稳定,阻碍改革进程。然而,国有资产的重组又势在必行,如破产难以实施,并购就成为首选方案。并购与破产相比有两大优势:(1)并购比破产的社会影响小、引起的社会动荡小;(2)对于利益相关者的利益处理,并购处理比破产处理的难度小。例如,破产涉及的银行、债权人、职工等的利益损失,很难妥善解决,并购可以为企业的债务寻找资金来源,为职工提供就业渠道。并购作为破产的替代机制在市场经济国家也普遍存在,但更强调并购即将破产企业的优质资产,而没有解决职工安置问题的义务。在中国国有企业并购中,债务偿还、职工就业和社会保障、劣质资产等问题往往需要并购企业一揽子解决,这对并购企业造成过重的负担,甚至拖垮并购企业。

三、应对竞争压力的对策

中国对外开放国策的贯彻落实,吸引了大批外资企业进入中国。跨国企业的进入,使中国的国有企业、民间资本面临强大的竞争压力。外国企业以其资本、技术、管理上的优势迅速占领中国市场,中国民族工业应当加快成长的步伐。然而依靠自身的积累,中国民族工业发展速度慢、效率

^① 尹豪:《中国企业并购的价值研究》,河海大学博士论文,2006:34。

低。并购成为企业扩大规模，实施大企业、大集团战略的需要和首选途径。政府在这方面的动机更加强烈，并在关于企业改革和发展的多个文件中明确表达了通过并购增强企业实力的愿望。虽然获得规模经济效益是企业并购的一般动因，但面对外来的竞争压力，既要实现企业体制的转变，又要寻求企业的扩张，是中国企业在特殊环境下的并购动因。

四、突破体制束缚的手段

作为处于转轨时期的国有企业，一方面受到来自市场的竞争压力，另一方面还要受到体制的束缚，导致其竞争力不足。随着改革的深化，国有企业发生了分化，一部分企业继续亏损，成为国家的沉重负担；另一部分企业则试图寻找新的发展道路，采用并购方式使政府与企业的距离拉大，从而获得对国有资产的支配权。比如，可以采取不同国企之间的多重并购，将股权结构多元化，并进一步通过购买部分股权的方式，再组建控股公司和各级子公司，这样就使国有企业的原主管部门难以直接干预企业经营。另外，还可以采取与非国有企业并购，引入民营经济成分，削弱政府主管部门的控制力。跨地区和跨部门的国企之间的并购，也能够在一定程度上减少政府对企业经营管理的干预。并购行为既使国有企业冲破了体制的束缚，获得了经营自主权，又增强了市场竞争力。将冲破体制束缚作为并购动因，是国有企业发展的内在要求，也是国企并购的特点。

五、获取新的融资渠道

并购是企业通过证券市场融资的捷径。非上市公司通过对上市公司非流通股的收购，或直接在股票市场上收购，使其成为上市公司，从而借壳上市。也可以通过非上市公司之间的并购，达到上市公司的要求，买壳上市，从而获得新的融资渠道。

2.4 公司并购的历史发展及其法律特征

最早的公司并购案例或者商业形式的兼并可能已经无从查起，但是美国 1868 年的铁路巨头范德尔比与伊利湖铁路公司的“攻防战”无疑是近现代企业并购的开端。当范德尔比无法通过市场正常收购伊利湖铁路公司时，竟然利用法院通缉了伊利湖铁路公司的三名老板，而他们的反收购措施则是 15 名警察和 3 门小炮，并购最终以失败而告终，一段闹剧的结束揭开了轰轰烈烈的并购市场的序幕。

“一滴水可以折射出太阳的光辉”，一个国家并购历史的发展同样能反映

该国的经济、法律、文化等诸多因素。不同的国家有着不同的并购历史，正是这不同的历史才导致了各国并购法律的差异。目前，一般可将发达的资本主义国家分为两种类型：一种是以美国和英国为代表的类型，这些国家的企业体制表现为市场导向型，在这种体制下，兼并收购和敌意接管等活动比较普遍；另一种是以日本和德国为代表的类型，这些国家的企业体制表现为银行导向型，在这种体制下，兼并收购活动发生相对较少，敌意收购更是罕见。以下将从这四个国家及我国的并购发展史出发，分析其各自的法律特点。

2.4.1 英美法系国家并购的历史发展及其法律特征

一、美国企业并购的五次浪潮

美国有着世界上最大、最成熟的市场经济体系，其庞大的并购市场更是确保了其世界超级大国的地位。从范德尔比与伊利湖铁路公司真枪实弹的攻防战到“毒丸之父”马丁·立顿（Martin Lipton）智力上的博弈，美国并购的发展史就像一部跌宕起伏的史诗，从这部史诗中走出了世界 500 强，更造就了美国自由式的并购，并且引领着全球的并购市场。

美国在其工业发展早期，并购并不激烈。到 19 世纪后期，随着股份制企业的广泛兴起，系统规范的企业并购才迅速发展。美国 19 世纪后期至今的企业并购历史划分为五次浪潮。

（一）第一次并购浪潮——横向并购

第一次并购浪潮发生在 19 世纪末、20 世纪初。其高峰期为 1898-1903 年。19 世纪末，科技革命和现代化工业的兴起，客观上要求有大型工业企业与之相适应。这些大型企业的形成，如果只靠企业的内部积累来完成，其发展过程将十分缓慢，而通过企业的大规模并购活动，则能够在较短时期内迅速扩大企业规模，形成现代化大型企业。美国的第一次并购浪潮正是在这样的背景下掀起的。

此次并购浪潮在美国五次并购浪潮中至关重要，在此次收购浪潮中，美国工业完成了自己的形成时期。到 1917 年，大部分的美国工业都已具备了自己的现代结构，此后，大企业继续集中在那些于 1907 年时就已集中于其内的相同的工业组织，而且相同的企业继续保持着其在这些集中了的工业中的优势地位。^① 在兼并的高峰年份 1898-1903 年，共发生了 2 795 起并购，其中仅 1899 年一年发生的并购就高达 1 208 起。在这五年中，并购的资本总额达 63 亿多美元。美国的工业结构出现了永久性变化，100 家最大企业的规模增长了 4 倍，并控制了全国工业资本的 40%。在这次并购浪潮中

^① [美] 小艾尔弗雷德 D. 钱德勒：《看得见的手》，北京：商务印书馆，1987：401-435。