

The Drawing Page is the area of the Drawing Window indicated by a rectangle with a drop shadow. Although you can draw anywhere in the Drawing Window, only objects on the Drawing Page appear in your print jobs.

Merge、Takeover and Re-Takeover of Lifted Company

上市公司 并购、接管与反接管

The Drawing Page is the area of the Drawing Window indicated by a rectangle with a drop shadow. Although you can draw anywhere in the Drawing Window, only objects on the Drawing Page appear in your print jobs.

朱少军◎主编
中国时代经济出版社

上市公司并购、接管与反接管

主 编 刘李胜

中国时代经济出版社

【目录】

CONTENTS

前言	/1
----	----

第1章 公司并购的经济动因分析

第1节 效率理论	/3
管理协同效应理论	/3
经营协同效应理论	/4
财务协同效应理论	/6
多样化经营理论	/7
价值低估理论	/8
第2节 代理成本理论	/10
第3节 自由现金流量理论	/11
第4节 信息理论	/13
第5节 经理阶层规模动机论	/14
第6节 财富再分配理论	/17
第7节 市场势力理论	/18
本章小结	/19

第2章 并购程序框架

第1节 并购战略目标确立	/23
战略目标选择	/23
战略目标确立方式	/26
第2节 收购公司的自我评价	/28
财务状况评价	/28
经营状况评价	/30
管理层能力评价	/32
第3节 目标公司的选择及其调查评价	/32
选择步骤	/33



调查评价内容	/35
第4节 并购方案设计	/38
收购方案类型	/38
收购方案选择	/40
第5节 并购进程控制与评价	/43
并购进程控制的基础——收购计分卡	/44
信息反馈机制	/45
本章小结	/48

第3章 合并

第1节 合并概论	/53
定义	/53
特点	/54
吸收合并的方式	/56
第2节 合并程序	/57
确定合并方式和目标公司	/58
签订合并意向书	/58
取得目标企业的保证书	/59
正式签订合同	/60
办理从订立合同到实施兼并的各项手续	/61
第3节 合并的价值评估	/62
价值评估的原则	/62
价值评估内容	/63
第4节 合并的融资	/71
确定融资额	/71
融资方式	/71
本章小结	/79

第4章 反向收购

第1节 反向收购的概念	/83
反向收购的定义与特征	/83



反向收购与买壳上市	/85
买壳上市的动因分析	/86
第2节 反向收购方式	/88
协议收购方式和二级市场公开收购方式的特点和影响	/89
价款支付方式的特点和影响	/90
第3节 反向收购程序	/92
从新长江入主华联商城看反向收购的典型程序	/93
买壳上市的一般程序	/96
第4节 反向收购策略	/99
目标壳公司的选择策略	/99
买壳上市的风险控制策略	/102
本章小结	/106

第5章 杠杆收购

第1节 杠杆收购的含义	/109
西方财务中“杠杆”的含义	/109
杠杆收购(LBO)	/110
杠杆收购与垃圾债券(JB)	/111
杠杆收购(LBO)与管理层收购(MBO)的联系	/112
第2节 杠杆收购的程序	/113
目标企业的选择	/114
收购主体的组建	/115
收购方案的设计	/116
融资方案的设计	/117
目标公司价值的评估	/118
并购的执行阶段	/119
并购的整合阶段	/120
第3节 杠杆收购的融资战略	/120
杠杆收购融资策略的基本原则	/121
杠杆收购融资工具介绍	/123
第4节 杠杆收购的风险管理	/129



本章小结

/135

第6章 外资并购

第1节 外资并购的概述

/139

 外资并购的概念

/139

 外资并购与新建投资的区别

/140

第2节 全球跨国并购的趋势分析

/142

第3节 外资并购的程序

/144

 外资并购中的目标企业选择问题

/145

 外资并购中收购主体的组建

/147

 外资并购中目标企业的价值评估方法

/148

第4节 外资并购我国上市公司的特点和发展

/150

 外资并购我国上市公司的发展历程

/150

 外资并购我国上市公司的特点

/151

第5节 外资并购我国上市公司的注意事项

/156

 外资并购我国上市公司的政府規制问题

/156

 外资并购上市公司中国有股的价格确定问题

/158

本章小结

/162

第7章 要约收购

第1节 要约收购的概念

/165

 要约收购的相关概念

/165

 要约收购与协议收购的区别

/167

 要约收购的特点

/168

 要约收购的现实意义

/171

第2节 要约收购的程序

/173

 要约收购程序:美国

/173

 要约收购程序:英国

/177

 要约收购程序:中国

/178

第3节 要约收购的策略

/184

 要约收购战略

/184



要约收购战术	/186
本章小结	/188

第 8 章 我国上市公司兼并与收购的顾问业务

第 1 节 投资银行	/193
投资银行的概述	/193
投资银行在企业并购中的作用	/196
我国投资银行在公司并购业务中的前景展望	/202
第 2 节 会计师事务所	/203
律师事务所	/207
产权交易中心	/212
本章小结	/213

第 9 章 我国上市公司兼并与收购的财务处理

第 1 节 购买法和权益结合法	/217
企业并购中的购买法	/218
企业并购中的权益结合法	/221
第 2 节 商誉的财务处理	/223
商誉的概念和特点	/223
并购中商誉的确认和计价	/224
并购中商誉的会计处理方法及比较	/226
第 3 节 上市公司兼并与收购中的税务处理	/229
上市公司并购中税务处理的来源问题	/229
我国企业并购中税务处理的相关规定	/231
企业并购税务处理的案例	/238
本章小结	/240

第 10 章 反收购概述

第 1 节 反收购概念与历史沿革	/245
收购与反收购	/245
反收购相关理论	/247
反收购历史沿革	/251



第2节 反收购策略	/253
反收购策略类型	/253
反收购策略的作用	/257
反收购策略的成本	/258
本章小结	/265

第11章 反收购的预防措施

第1节 建立合理的持股结构	/269
自我控股	/269
交叉持股	/270
伙伴持股	/271
员工持股计划	/272
第2节 毒丸计划	/273
毒丸计划的特征	/273
毒丸计划的类型	/274
第3节 反收购条款	/279
超级多数条款	/280
公平价格条款	/281
分组分期董事会	/282
累积投票制条款	/283
第4节 反收购的契约安排	/285
金降落伞	/285
白衣骑士的锁定协议	/288
鲨鱼观察者	/291
本章小结	/294

第12章 反收购的积极措施

第1节 对收购方的定向回购与停止协议	/299
第2节 资本结构调整	/301
资本结构调整的相关理论	/301
再资本化	/302

第3节 反收购策略性资产重组	/305
第4节 诉讼	/308
诉讼策略	/308
诉讼策略的影响	/309
第5节 其他措施	/310
帕克曼防御策略	/310
刺激股价上涨	/312
管理者收购	/312
防御性合并	/313
本章小结	/316

第13章 融资与再融资

第1节 资金需求评估	/321
融资需求量的决定因素	/321
信用可获得性的确定	/322
第2节 融资来源分析	/327
内源融资	/328
外源融资	/329
权益融资	/332
第3节 融资与再融资策略	/336
融资策略	/336
再融资策略	/338
本章小结	/341

第14章 我国上市公司并购整合战略

第1节 公司并购整合的内容与地位	/345
并购整合的含义	/345
公司并购整合的地位	/346
公司并购整合的内容	/347
第2节 公司并购整合战略的实施	/351
制定并购整合战略的原则	/351



并购整合战略的实施	/353
第3节 我国上市公司并购整合的案例研究	/361
中银集团公司治理结构和组织结构的成功整合	/361
华远与万科的失败联姻	/364
本章小结	/366

第15章 我国上市公司的关联交易

第1节 关联交易的概述	/371
关联交易的定义	/371
关联交易的特点	/372
关联交易的一般成因	/375
第2节 我国上市公司关联交易的特点	/376
我国上市公司关联交易的概况	/376
我国上市公司关联交易的具体形式及特点	/379
第3节 我国上市公司并购中关联交易存在的问题	/388
我国上市公司关联交易存在的问题	/388
我国上市公司并购中关联交易存在的问题	/395
第4节 规范我国上市公司并购中关联交易的思路与对策	/396
进一步完善和健全规范关联交易的框架体系	/396
本章小结	/408
参考文献	/410



【前言】 PREFACE

在竞争激烈的市场经济中,适者生存、优胜劣汰是企业成长的基本规律。美国思科(Cisco Systems Inc.)公司从1984年底成立到2000年,在短短的15年时间里,竟一跃成为世界最大的互联网设备制造商。该公司的迅猛发展主要归因于公司所实施的企业成长战略——兼并、收购。可以说,纵观世界大型企业的成长史,没有一家企业不是通过并购途径来实现企业快速成长的。正如乔治·斯蒂格勒所言,没有一家美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的,几乎没有一家大公司是主要靠内部扩张成长起来的。

自从1993年中国证券市场上的“宝延事件”发生以来,深沪两市的上市公司并购重组便风起云涌,并购的数量和金额迅速增加。在并购重组的内涵上,上市公司并购重组从以财务扭亏、价值转移为目的的报表性重组转变到以企业战略、协同效应为出发点的战略并购。2006年中国证监会出台了外资并购上市公司股权的新规定,允许外资对完成股权分置改革的上市公司和完成股权分置改革后的新上市公司进行战略性投资,持有股权不得超过上市公司总股本的10%,且三年内不得转让。同年中国证监会发布了新修订的《上市公司收购管理办法》,依据新修订的《证券法》,对上市公司收购制度作出重大调整,体现了鼓励上市公司收购兼并的立法精神。“推进资本市场改革开放和稳定发展”,“正确处理虚拟经济和实体经济的关系”,“改革国有资产管理体制”等政策精神,通过充分并购重组来优化配置资源,实现“做大做强”的战略。可以说,我国资本市场经过10余年的发展,上市公司收购重组相关各方在思想观念与操作方法上,在立法监督与利益引导上,在社会资源再分配与整合等方面,都取得了令人瞩目的成绩。

面对此起彼伏的全球并购浪潮,我国上市公司要想做大做强,甚至成为世界

M 上市公司并购、接管与反接管

erge, Takeover and Re-Takeover of Listed Company



500 强中的一员,就必须借助并购这根资本杠杆来实现这一愿望。本书就是为了更好指导我国上市公司并购的操作实践,从理论和实践来深入探讨公司并购、重组等资本运作方式的步骤、运作以及会计处理等问题。



自从上世纪初并购活动产生以来,西方经济学者就开始对这一活动展开深入的理论探讨,对公司并购的理论研究主要集中在并购动机和并购效应两个方面。对于公司并购的动机,西方学者一直不断地进行着广泛而又深入的研究,试图从不同的角度揭示隐藏在大量并购活动之后的真正动机,并提出了形形色色的理论。与此相对应的现实是,公司界的并购浪潮一浪高过一浪,并购数量、规模、方式不断推陈出新,人们迫切需要用更新的并购理论来解释和预测不断涌现的大量并购活动。本章的目的是介绍现存有关并购动机的理论,对其进行分析、整理、归纳和检验。重点介绍效率理论、代理成本理论、自由现金流量理论、信息理论以及管理者规模动机理论、市场势力理论、财富再分配理论。

第1节 效率理论

效率理论(Efficiency Theory)认为,公司并购活动对整个社会来说是有潜在收益的,这主要体现在大公司现有管理层改进效率或形成协同效应上。所谓协同效应,指的是并购之后公司的总体效益大于并购前公司独自经营的效益之和的部分,亦即实现“ $1+1>2$ ”效应。效率理论在解释并购的动机方面是强有力的。在效率理论框架下,我们将分别介绍管理协同效应理论、经营协同效应理论、财务协同效应理论、多样化经营理论以及价值低估理论。

管理协同效应理论

管理协同效应主要是指并购能给公司管理活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益。其主要表现在以下方面:

(1)节省管理费用。通过并购将许多公司置于同一公司领导之下,公司一般管理费用在更多数量的产品中分摊,单位产品的管理费用可以大大减少。

(2)提高公司的运营效率。根据管理协同效应理论,如果甲公司的管理层比乙公司更有效率,在甲公司收购了乙公司之后,乙公司的管理效率便被提高到甲公司的水平,效率通过并购得到了提高,以致使整个经济的管理效率水平将因此类并购活动而不断得以提高。(3)充分利用过剩的管理资源。如果一家公司



有一支高效率的管理队伍,其一般管理能力和行业专属管理能力超过了公司日常的管理要求,该公司便可以通过收购一家在相关行业中管理效率较低的公司来使其过剩的管理资源得以充分利用,以实现管理协同效应。这种并购之所以能获得协同效应,理由主要有两个:第一,管理人员作为公司的雇员一般都对公司专属知识进行了投资,他们在公司内部的价值大于他们的市场价值,管理人员的流动会造成由雇员体现的公司专属信息的损失,并且一个公司的管理层一般是一个有机的整体,具有不可分性,因此剥离过剩的管理人力资源是不可行的,但并购提供了一条有效的途径,把这些过剩的管理资源转移到其他公司中,而不至于使它们的总体功能受到损害。第二,一家管理低效的公司如果通过直接雇佣管理人员增加管理投入,以改善自身的管理业绩是不充分的或者说不现实的,因为受规模经济、时间和增长的限制,无法保证一个管理低效的公司能够在其内部迅速发展其管理能力,形成一支有效的管理队伍。

这种理论所难以解释的一个问题是,若把问题引向极端,将会得出这样的结论:当整个经济中(实际上是整个世界上)只有一家公司时,其管理效率将达到最大化,即在经过一系列并购之后,整个世界的经济最终将会被具有最高管理效率的公司所并购。但是,由于任何能干的管理队伍的管理能力都是有限度的,所以,在这一情形出现之前,公司内部的协调问题或管理能力的限制问题就会变得非常突出,从而阻止并购的进一步扩大。总之,管理协同效应理论一定程度上解释了横向并购的原因,但在解释混合并购的动机方面,该理论过于牵强,至多只能解释极少的混合并购,而且实证研究也很难支持这一理论。例如,如,Markham(1973)在对30年内发生的混合并购的调查中,发现仅有16%的并购公司更换了两个或更多的高级管理人员;在60%的情况下,所有高级管理人员都被保留了下来。^①

经营协同效应理论

经营协同效应也称为营运经济(Operation Economy),是指由于经营上的互

^① Markham, J. W. *Conglomerate Enterprises and Public Policies*, Boston, MA: Havard Graduate School of Business Administration, 1973.



补性,使得两个或两个以上的公司合并成一家公司之后,能够造成收益增大或成本减少,即实现规模经济。该理论假定在行业中存在着规模经济,并且在合并之前,公司的经营活动水平达不到实现规模经济的潜在要求。实际上,经营协同效应主要表现在以下方面:

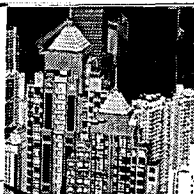
(1)规模经济效应。规模经济是指随着生产规模的扩大,单位产品所负担的固定费用下降,从而导致收益率提高。显然,规模经济效益的获取主要是针对横向并购而言的,两个产销相同(或相似)产品的公司合并后,有可能在经营过程的任何一个环节(供、产、销)和任何一个方面(人、财、物)获取规模经济效益。

(2)纵向一体化效应。纵向一体化效应主要是针对纵向并购而言的。在纵向并购中,目标公司要么是并购公司的原材料或零部件供应商,要么是并购公司产品的买主或顾客。纵向一体化效应主要表现在:第一,可以减少商品流转的中间环节,节约交易成本,克服机会主义倾向^①。第二,可以加强生产过程各环节的配合,有利于协作化生产。第三,公司规模的扩大,可以极大地节约营销费用。由于纵向协作化经营,不但可以使营销手段更为有效,还可以使单位产品的销售费用大幅度降低。

(3)市场力或垄断权。获取市场力或垄断权主要是针对横向并购而言的(某些纵向并购和混合并购也可能会增加公司的市场力或垄断权,但不明显),两个产销同一产品的公司相合并,有可能导致该行业的自由竞争程度降低;合并后的大公司可以借机提高产品价格,获取垄断利润。因此,以获取市场力或垄断权为目的的并购往往对社会公众无益,也可能降低整个社会经济的运行效率。所以,对横向并购的管制历来就是各国反托拉斯法的重点。

(4)资源互补。合并可以达到资源互补从而优化资源配置的目的,比如有这样两家公司甲和乙,甲公司在研究与开发方面有很强的实力,但是在市场营销方面十分薄弱,而乙公司可在市场营销方面实力很强,但在研究与开发方面能力不足,如果将这样两家公司合并,就会把整个组织机构好的部分同本公司各部门结合与协调起来,而去除那些不需要的部分,使两家公司的能力达到协调有效的利用。

^① Arrow, K. J. Vertical Integration and Communication, Bell Journal of Economics, 6 Spring 1975, PP. 173 - 183.



经营协同效应理论在 20 世纪 70 年代的西方和我国目前较为流行。但是事实上,经营协同效应在公司并购中的效应并没有想象的那么大。纽博尔德(1970)的研究表明,只有 18% 的公司并购活动中承认并购动机与规模经济有关;现阶段西方出现的许多超级并购案,动辄上千亿美元,也是规模经济理论所无法解释的。与此同时/经营协同效应理论也面临两个主要挑战:其一,在混合并购中,公司管理层的管理能力很难在短时间内迅速提高到足以管理好分属于不同行业的数家公司的程度;其二,公司管理层的管理才能在相同或相近产业中是很容易扩散和转移的,而混合并购则涉及那些互不相关的产业,此时管理才能却很难扩散和转移。

财务协同效应理论

财务协同效应是指并购给公司在财务方面带来的各种效益,这种效益的取得不是由于效率的提高而引起的,而是由于税法、会计处理惯例以及证券交易内在规律而产生的。主要表现在以下方面:

(1) 节税利益。许多国家的税法规定,若某公司在某一年度出现了营业净亏损,那么,它不仅可免付当年所得税,而且其亏损还可以抵前若干年,从而从政府取得退税款(如果以前年度交过所得税),或者抵后若干年,使以后年度少交所得税(如果以后年度有盈利的话),这一规定促成了为数众多的公司并购,一个营利丰厚、发展前景良好的公司与一个拥有大量累积亏损而又无法使其得以利用的公司相合并,可以带来巨额的税收利益。节税利益也可能来源于其他方面。例如,如果并购公司采用“购买法”对合并进行会计处理,那么按照规定,被并公司的净资产应按购买日的“公平市价”进行重估。在通货膨胀条件下,这可能会导致一些资产项目的“升值”。根据某些国家的税法,资产“升值”的摊销可以抵消应税利润,因而“购买法”可带来显著的节税利益。

(2) 自由现金流量的充分利用。产品处于成熟阶段的公司,其营业现金流量往往超过内部可行投资机会(即净现值大于零的项目)之所需,从而形成大量的“自由现金流量”,而另外一些处于发展阶段的公司,虽然有较多有利可图的投资机会,却面临严重的现金短缺,若这两种公司合二为一,自由现金流量就可以得到充分有效的利用。



(3)资本需求量的减少。合并可能会降低两个公司总资金占用水平,例如,通过对现金、应收账款和存货的集中管理,可以降低营运资本的占用水平。此外,合并之后,公司还可能出售一些多余或重复的资产,所得现金可用于偿还债务、回购股份等,以降低公司的资本成本。

(4)降低融资成本和提高举债能力。合并扩大了公司的规模,一般情况下,大公司更容易进入资本市场,它们可以大批量地发行证券,从而使证券的发行成本相对降低(财务规模经济)。此外,合并可以降低公司经营收益和现金流量的可变性,从而降低公司的财务风险,这样公司的举债成本会随之降低,举债能力会随之提高。

(5)每股收益的“自展”效应。每股收益的“自展”效应是指在不完善的市场中,即使没有协同效应,并购公司仅仅通过收购市盈率低的公司,就可以使本公司的每股收益魔术般地增长。由于每股市价等于每股收益与市盈率的乘积,而市盈率又决定于“预期增长率”和“风险”两个因素,因此,每股收益的提高必然使每股市价提高,合并后公司的市场总价值大于合并前两家公司市价之和。

总的来说,财务协同效应理论较强地解释了混合并购的原因,但在解释纵向并购和横向并购时显得苍白无力。

多样化经营理论

多样化经营理论认为,分散经营本身之所以有价值是基于许多原因,其中包括管理者和其他雇员分散风险的需要、组织资本和声誉资本的保护等。

(1)分散雇员风险。多样化经营理论作为并购活动的一种理论,与股东证券组合的分散化不同,股东可以有效地在各个行业之间分散其投资和风险,因此公司没有必要为了股东而进行分散经营,但若公司所经营的单项产业失败的话,管理者和其他雇员就面临着很大的风险,他们专属于公司的人力资本是无法转移的,因此,公司可以通过分散化经营来鼓励雇员进行专属于公司的人力资本投资,而这种投资可以使其更有价值和有更高的劳动生产率。

(2)组织资本的保护。在现代公司理论中,公司中有关雇员的信息随着时间的推移而逐渐积累,这些信息在某种程度上是公司专属的,因此除非有大的举动,否则将其向外部的公司或市场上转移是行不通的,这些信息可以用来将雇员