

企业并购丛书
QIYE BINGGOU CONGSHU

熊南京 ©主编



并购

BINGGOU NEIMU

内幕

— **M** B I N G G O U **A N A G E** —

四川人民出版社

· 企业并购丛书 ·

并 购 内 幕

熊南京等 著

四川人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

并购内幕/熊南京等著. - 成都:四川人民出版社,
2002.12

(企业并购丛书)

ISBN 7-220-06265-6

I. 并... II. 熊... III. 企业合并-案例-分析-
世界 IV. F279.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 107615 号

四川新华出版公司策划制作

总发行人 王 庆

总策划人 陈大利

总监制人 文 龙

BINGGOU NEIMU

并购内幕

·企业并购丛书·

熊南京 张 鹏等 著

责任编辑
封面设计
技术设计
责任校对

叶 勇 天 涯
何东琳
古 蓉
伍登富

出版发行
网 址

四川人民出版社(成都盐道街3号)
<http://www.booksss.com>
E-mail: scrmcbsf@mail.sc.cninfo.net

防盗版举报电话

(028)86679239
成都君区印刷厂

印 刷
开 本
印 张
字 数
版 次
印 次
书 号
定 价

787mm×1092mm 1/16
16.25
216 千
2003 年 3 月第 1 版
2003 年 3 月第 1 次印刷
ISBN 7-220-06265-6/F·683
28.00 元

■ 著作权所有·违者必究

本书若出现印装质量问题,请与工厂联系调换

“企业并购丛书”编委会

丛书主编：熊南京

编委会成员：（以姓氏笔画为序）

毋晓欣 刘伟平 刘 凯 陈元志

茅一飞 张 鹏 姚战琪 熊南京

总 序

陈耀星

同国外上百年的发展历程相比，中国企业并购的运行史的确不算长，甚至可以说，真正的企业并购在中国还只是近十年的事情。因此，如何更大程度地发展和规范企业并购，如何运用先进的并购理念、技略及方法为中国的企业服务，为中国的改革开放和发展服务，应该是各方面亟待研究与解决的新课题。

进入 20 世纪 90 年代以来，随着经济体制改革的深化和资本经济的迅速崛起，中国经济和资本结构调整的步伐正在加快，企业间的要素流动及资源整合正越来越成为政府和企业关注的核心经济问题之一。为了加速经济改革、调整 and 发展的节奏，迅速融入 WTO 框架下国际资本与产业的大分工、大协作的新环境，近几年来中国政府和企业一直致力于借助政策法规、市场机制等各方面力量，积极利用兼并收购手段调整产业结构、优化资源配置，应当说在不长的时间内已经取得了令世人瞩目的成就。

但是我们也应该看到，目前中国的企业并购还存在着诸多的问题和不足，这主要表现在：

(1) 并购的理念、技略及方法跟不上并购创新的要求。

这一立论又包含着两层涵义：一是中国的企业并购仍然主要徘徊在“传统并购”（即丛书作者提到的“兼并”、“联合”、

“托管”、“接管”和“收购”的层面上，而对“现代并购”（即丛书作者提到的“公司分拆”、“公司控制”和“股权结构调整”）的涉猎却并不普及，这就在相当的程度上遏制了并购创新的需求。二是即使在“传统并购”的主层面上，由于并购的各相关方面存在着认识、经验、观念及理念的巨大差异，从而也使得众多潜在的创新并购无法浮出水面。

在中国，仅就并购的操作实践而言，有两点值得引起注意：第一，并购市场的总供求十分旺盛，但在结构方面却显得相当的非均衡；第二，虽然某些并购的个案运作比较成功，但并购的总体理念过于趋同，规模过于弱小、技法过于单一，目标过于理想，特别是在追求并购的协同效应时，并购者通常将变数较大的资本协同效应放在“最中心”的位置，一旦发生不可预知的风险，不仅无法实现创富并购的初衷，反而会使并购陷入不能自拔的泥潭。导致这类问题的原因比较复杂，它们很可能与体制、规制以及并购者的理念及经验等有关，因此企业并购者既要学会适应特定形势下的并购环境，又要学会顺应变革趋势，大胆地施行并购创新。

（2）并购的力度和广度有待全力发掘。

20 世纪 90 年代以来，随着并购进入第五次高潮，全球并购总额迅速由每年的数千亿美元飙升至数万亿美元，现在已没有人怀疑这种趋势将进一步向登峰造极的方向发展。人们只要稍稍留意一下就会发现，基于国际经济一体化的需要，基于改革发展的需要，同时也基于竞争、结构转换和创值的需要，并购已越来越成为政府和企业青睐的资本运作工具。时下，仅单笔交易就达数十上百上千亿美元的并购大案已不再令人瞠目，司空见惯的并购地震遍及各行各业，大有“横扫千军如卷席”的味道。

反观中国的并购市场，由于并购工作起步较晚，资本经济欠发达，目前每年宣布的并购总额不足百亿元人民币，单笔最大成交也不过十亿元人民币，而且密集成交区仅主要集中于“上市公司型”并购和“竞争行业型”并购。此外，因为政经体制、融资

体制等方面的原因，许多领域及行业的并购目前还无法展开，市场渴求的一些并购技术和方法的使用还有待条件的进一步成熟，并购者的理念经验、实力水平以及规范意识需要积累和升华。所有这些都不是一朝一夕就能彻底改观的，它需要包括政府、企业界、学术界在内的多路精英共同为之作艰苦卓绝的努力。所幸中国正处在史无前例的资本经济大翻转时代，只要我们加倍努力，方兴未艾的企业并购必将在中国呈烈火燎原之势。

(3) 并购的思路还需要进一步拓展和规范。

企业并购之于中国，无论如何也只是处于初级发展的阶段。作为一件新生事物，人们对它的认知和把握仍然需要时间和经验的积累，甚至可以说，为了使并购工作变得日渐成熟和有条理，适当的缴纳学费和收获教训也是正常的，只是不能够学无长进，更不能无端地扰乱规制和游戏规则。

在过去的几年里，并购市场的内外在环境及条件相对受到局限，企业并购的思路并不宽泛，并购的方式也不多。此外，不计成本的“抢跑道”买壳上市的现象比较普遍，较大宗的、创新型的并购案例并不多见，有影响的行业整合案更是凤毛麟角。并购实践禁锢于传统的、简单的“政府推动型”等“非原发性”合并和现金收购、债务重组等初级并购模式，因而很难与当前最新的世界并购潮流保持同步。

不仅如此，为了谋取局部的、小团体的并购协同效应，有些并购关系人（包括并购双方、并购中介等）不惜践踏职业道德和以身试法，大搞虚假并购和报表重组，不忠实地履行诚信原则和信息披露义务，极尽欺诈之能事和密谋并购的内幕交易，最终既严重损害了股东和广大投资人的利益，也使并购关系人尝尽了并购不规范的苦果。

有些并购案在并购的实施过程中，始终处于暗箱操作，并购关系人并无足够的诚意从事并购业务，他们“明修栈道，暗度陈仓”，实为并购市场上的害群之马。在过去的并购案例中，遭到股东强烈反对的并购案有之，因并购惹上烧身官司者有之，“乌

鸡变凤凰”后又轰然洒落“一地鸡毛”者亦有之。诸如此类，不一而足，凡此种种，皆生于恶，因此只有强化并购自律和规范，才能行得企业并购这条万年船。

(4) 并购主管部门的监管与服务功能应同步彰显。

在邓小平建设有中国特色社会主义理论指导下，我国的证券市场按照“法制、监管、自律、规范”的八字方针，逐步发展起来。几年来，经过各方面的共同努力，证券市场在为国企筹集资本金、建立现代企业制度、改造改革传统经济体制与体系以及推动社会经济快速发展等方面做出了不朽的贡献。特别是企业并购的蓬勃兴起，更是将证券市场的资本整合和结构优化功能发挥到极致。作为并购的各级主管部门，在过去的几年内做了大量的、艰苦细致的工作，他们以其崇高的品德、超群智慧和辛勤的劳动，赢得了并购监管与服务的双丰收，同时也赢得了社会各界的尊重。

由于我国的证券市场是在经济转轨时期建立和发展起来的，人们对企业并购认识的模糊，以及规制的不健全和改革的不配套，使得各方面对并购市场的管理还存在不少亟待解决的问题。一是对企业并购还缺乏足够的认识，因而客观上还存在省行政干预多的现象、“拉郎配”式的并购，使得一些企业重组、并购效果不佳；二是监管和服务的运作体系还有待进一步细化和完善，以便更具针对性和可操作性；三是在构建有中国特色的并购监管与服务规制方面还要加大创新力度，以更加卓有成效地管理和指导我国的企业并购。

中国已经迈入了 WTO 的大门，中国的企业从此将迎来前所未有的发展机遇和挑战，企业主在正确地运用并购策略把企业“做大”、“做强”的同时，更应该把企业“做精”。由熊南京博士历时三载主持撰写的“企业并购丛书”（《并购创富》、《并购内幕》及《并购管理》）正是从中国的国情出发，通过总结国际国内上百年的企业并购案史和经验教训，从而为中国的并购业者奉献了一套不可多得的并购力作。

“企业并购丛书”由三部分组成,《并购创富》主要阐述了创富并购的理念、方式、过程和技略:《并购内幕》则侧重于分析并购内幕的二重含义,并通过解剖“麻雀”启迪来者;而《并购管理》一书则从各主要并购方式的时序管理角度,为前进中的并购者挂示出了一系列的警示图标。总之,这是一套专门为并购者提供咨询服务的参考书,通览下来,我认为丛书具有如下几个特点:

(1) 淡化理论说教,注重通俗实用。

丛书不同于一般的教科书、理论著述以及外版译著,作者明显追求的是企业并购的务实性、实践性和可操作性。针对广泛而普通的并购业者,作者借助大量的典型案例,由浅入深、深入浅出地寓理于例证之中,阅读起来十分畅顺。

(2) 立论鲜明,信息量大。

丛书中有许多令人深思、耐人寻味的并购观点和理念,如并购的难易观、创富并购理念、依法规范及策略并购、有条件的分析与借鉴他人的并购成败经验及教训、并购成本及整合管理至上等等。丛书一再提醒人们,一旦选择并购战略,并购者就需要对购前、购中及购后充斥的巨大并购风险和管理挑战早做应对安排。毫无疑问,这些立论或建议将对中国的并购人士会有莫大的帮助。

丛书横贯中西,融会百家精粹,案例图表并茂,从而使著述内含着大量的相关信息,读者可从中因人而异、各取所需。

(3) 通俗易懂,适读人群广泛。

正如作者在丛书前言中所言,只要稍具经济学常识者,即可轻松地阅览丛书。现代企业的发展离不开资本运作,同样,现代的企业经管人员、投资者、咨询商、从事经济管理及研究的官员和学者等,也不能不熟悉企业并购。而“企业并购丛书”从某种意义上讲,是一套非常值得一读的最新力作。

丛书作者群阵容整齐,从业经验丰富,且都在并购一线工作,平时经常在一起磋商学问,过去的著述也较多,他们具有坚

实的理论基础，又是一批能干的实际工作者，这是颇为令人称道的，相信他们能为广大的读者奉献一腔真知。

“人无完人，金无足赤”。丛书在选材及某些细节分析方面尚存在一些不足之处，有些并购的深层问题还未来得及进一步展开，希望作者在今后的修订和研究中加以完善。但总体来讲，作者在企业并购方面的可贵探讨是值得褒扬和鼓励的，因此我愿意向广大的读者群推荐这套丛书，并乐为之序。

2002年9月于北京

总序者：研究员，原中国人民银行副行长、中国证券监督管理委员会常务副主席、国务院经济专题办副主任，北大、西南财大兼职教授、博士生导师。

前 言

在经历了个多世纪悲喜交加的并购风潮后，全球并购界仍看不出有些许歇歇气的任何迹象。相反进入 21 世纪后，并购就像夹杂着飞沙走石的强飓风，以更加猛烈的架势席卷五湖四海，大有荡涤尘埃、风卷残云之势。人们孜孜不倦、乐此不疲地忘我奋斗，希冀通过并购实现心中理想，结果成功者寥寥，倒下者成堆成片。这其中有并购理念的原因，同时也包含着经验、管理及技巧等诸多因素。本丛书试图从相关理论及案例的分析入手，诠释历史的轨迹，提出作者的意见，以供并购者参考。

一、关于《并购创富》

买到一本好书真难！那是因为好书写起来不容易。

这是一本与众不同的书，它是用上百年的并购成败史写就的；这也是一本不容易写的书，它记载的全是你最需要的东西。

这是一本并购指南书，它从并购者的角度入手，分析并购的理论，指导并购的实践，全过程地辅佐并购者完成并购。

这也是一本可能有争议的书，书中对关于创富方法的描述及对国内并购创富案的异说，可能会引出毁誉之声。

本书的写作目的

从英国教会发明股份制伊始，并购领域就永无休止地奏响了鲜花与血泪、火焰和海水相混互织的悲欢交响曲。众所周知，并购的初衷是图谋利用并购制造或创造财富，因为没有人愿意干赔本或不赚钱的买卖。然而当历史的年轮跨入 20 世纪后半叶以后，企业主并购的欲望与动机一下子变得五花八门、莫衷一是了，以至于并购者彻底遗忘了并购的根本，迷失了并购的方向，并大有风卷蔓延之势。鉴此，本书兼容并蓄，披荆数载，以期尽力完成两项使命：一是帮助并购者回归并购的根本，调整并购的航向；二是为并购者出谋划策，顺利到达创富的彼岸。

近半个世纪以来，最令人担忧的莫过于企业并购越来越远离了并购创富的目标，人们的“规模偏好”比以往任何时期都来得强烈。为了早日成为“超人”，人们不再理智的、循序渐进的累积财富，而是极力推崇外延战略型扩张。在某些人看来，似乎只有通过快速做大，企业才能避减竞争，才能成为创造巨额财富的巨人公司，这种幼稚的臆断曾给欧美业主带来过惨痛的教训，然而更可怕的是，这种臆断在中国开始有露头迹象。

并购与创富类同于手段与目的，无论何时何地，并购者都应该牢记这种人世问最简单、最真切的辩证关系。我们希望本书能帮助企业经理及对并购有兴趣的人士更清醒的看到这种“关系”的本质，与我们一起来普及“创富并购”（而不是传统的“竞争并购”）的理念，揭开并购创富的面纱。我们坚信，在新世纪的并购浪潮中，先进的并购理念和并购技能定将成为企业成功应对残酷竞争环境的法宝。

本书的读者群体

本书并不是一本高深莫测的经典理论，只要具备一些基本的经济学常识，一般读者均能读懂它。由于并购正日益深刻地影响着每一个企业的生存与发展，甚至平常人的工作和生活，因此本书将对不同的群体带来相同的助益。

司还是非上市公司，董事和总裁们从来没有像现在这样关心企业并购，创富的内外压力使他们不得不重新审视“竞争并购”的成本，从而将重心转移到“创富并购”上来，并不断地向下属灌输并购的创富理念。

投资经理 投资经理的薪资与升迁从来都是与业绩挂钩的，无法想像不能给公司和股东创造财富的并购会使投资经理飞黄腾达。为了公司也为了自己，他们没有理由不倾其所能地搜寻、评估、分析有创富潜能的并购项目。

投行精英 全世界不能创富的并购十之七八，客观而言投行经理难辞其究。上百亿的咨询费落入投行和券商的腰包，长此格局必将打破。为长远计，投行经理应加倍努力，取信于商，为资本运作制造出真正的“精品”。

分析顾问 衡量并购是否成功并不是一件简单的事情，所以有专业背景的分析顾问应对并购的创富机理有先见之明，以便更好的指导自己的客户。本书力图剖析这一机理，希望能对分析顾问有所帮助。

投资大众 公司并购之所以吸引投资者，盖因并购存在创富效应。并购有真假成败之分，但能为投资者带来稳定收益的惟有成功（创富）的并购。至于如何区分并购的真假成败，相信聪明的读者一定能从本书中找到需要的答案。

其他人士 本书通过对国内外大量并购案例的考证分析，提出了创富并购的思想及实际操作方法，并对传统的“竞争性并购”及其操作方法提出了挑战。

因此，它对并购监管者、研究机构、大专院校师生及其他兴趣人士可能有一定的参考价值。

本书的框架内核

全书共分十章。

在第一章中，我们简要探讨了企业并购的一些本质问题，如并购对推动社会经济发展的作用、并购创富的宗旨以及影响企业

并购的内外生变量等，同时我们也对并购的一些模糊认识作了澄清。总之，本章以自然发展法则为依据，提出了企业并购应在一定的社会、经济规范条件下最大限度的创造财富的主张。

第二章我们第一次将并购划分为传统并购和现代并购两大类，以适应不同经济条件下市场对并购形式的要求；其次，通过对并购动机的分类分析，我们必然的提出了创富并购的主题思想；为了达到并购创富的目的，最后我们对并购方式作了必要的系统阐述。

并购是否及能否成功是并购者最关心的问题，因此在第三章中我们重点介绍了并购创富的衡估原则以及创富方程式。特别是细化了影响并购创富的各具体因素，从而便于并购者更准确的判别并购的价值，设计更可行的并购方案。

第四章是关于并购操作程序的一段陈述。我们从通用程序出发，着重介绍了上市公司和非上市公司的两种不同轨迹的并购过程，目的是为两类不同的并购者提供相对应的并购路径。

确立了创富思维、评估模式及操作程序后，我们才开始帮助并购者寻找有创富潜力的并购目标。知己知彼是我们在第五章中为并购者提出的忠实建议，因为我们认为成功的并购必须从自需和充分的调研入手，为此，我们陈述了一些可能有参考价值的建议。

第六章是价格重估，这是最重要也是最容易被并购者忽视的环节。因为标的公司的价值通常是由权威的会计师行审计确认的，并购者往往很自然的就接受了这个标的基价，而对可能存在的高估或遗漏缺乏警惕，从而未战先输。因此我们提出了可能是正确的估价方法。

并购是一项极富策略性的工作，因此有关常见并购的原理、方法、技巧及时机等的选择至关重要。我们在第七章着重介绍了并购与应对反并购的实际操作策略。

并购创富与并购风险是一对孪生兄弟，创富风险的防范及并购后的整合同等重要。第八章关于这些问题的讨论为并购者提出了一些思路和方法，以供并购人士参考。

我们在第九章专门研究了并购中介在并购创富中所扮演的特殊角色，是考虑到在中国这样的人文环境下，公关顾问有其独特而现实的魅力。通过多角度揭示并购中介的存在，帮助并购者借助外脑实施成功的并购。不了解这一点，企业并购就要走不少的弯路。

最后我们在第十章中分析了并购的未来趋势。我们认为中国的并购热才刚刚开始，国际惯用的并购理念、方式及技术将在中国普及，并购制度、并购技术及并购监管的创新将日新月异，及早把握并购的动态变化是现在及未来并购制胜的关键。

二、关于《并购内幕》

同上百年的世界并购史相比，尽管中国的企业并购尚处在婴孩阶段，然而其生长速度和供需程度却丝毫不亚于国际同业。特别是1989年12月“有组织的证券市场”生成以来，席卷各业的并购活动更是如火如荼，几乎时刻令人刮目相看，眼花缭乱。

可敏感人士也意识到：在资本经济欠发达的国家或地区，在市场不宽泛、规制不健全的初始发展期，并购市场的这种高速增长恰似“氮过量”的蚕豆苗，越来越有“膘长”的趋势，即根深蒂不固、苗秆茎不壮、叶茂枝不繁、花密苞不多。到底是什么原因导致并购徒有“热闹”之表，而缺乏实质性并购范例呢？这是欲涉猎并购事业的业内人士必须首先要弄清楚的问题之一。

其次，并购作为资本经济的衍生物，对中国广大的并购人士而言，仍是一件新生事物。与国外较成熟的并购理论及实践相比，国内并购的理论体系、市场环境、运作规制、操作技略以及案例积淀等均无法同日而语，因此从这个角度上讲，《并购内幕》所要揭示的“内幕”之二，实质上就是包罗从理论到实践、从规制到操作等在内的并购系统工程。

再次，本书要揭示的“内幕”之三，是已发生的并购案例及其成败原因与启示。《并购内幕》通过较多地再现各种主要并购方式的历史过程与细节，将经典并购案的并购起因、方法、技巧、策略、结局和分析公布于众，力图使未来的并购者明白几个

关键点:

- (1) 通常的并购内幕指的是什么?
- (2) 各种不同的并购方式到底是如何运作的?
- (3) 如何及怎样借鉴别人的成功案例?
- (4) 别人的并购为什么成功或失败?换上自己又将如何面对?

掌握现代并购的理论与实践并不是一件容易的事情。在信息爆炸的今天,尽管由于制度、市场及工具的创新,过去对的现在不一定对,现在新的未来并不一定就新,但前人的经验教训是用智慧和金钱换来的,拥有足够的间接知识有助于未来的并购者纠错求真,少走弯路,避免掉入同样的陷阱。

如果一定要直截了当地道出本书的写作宗旨的话,那么不妨以俗语概之为:以史为鉴,总结得失,融会贯通,继往开来。

另外特别应当指出的是,为了更好的体现“以史为鉴”的宗旨,以及保证“间接知识”的现实性和指导性,本书引入了国内外近些年来发生的大量经典并购案例。作者相信,随着中国资本经济的不断深化,企业并购将会愈加深入到各行各业和各个阶层,有关并购的直接知识和间接知识对于中国的经济改革、结构调整及并购实践都将具有很强的借鉴作用。

本书由一批长期活跃在资本市场上的并购资深人士撰写。本着严肃创作和文责自负的原则,各位撰稿人厚积薄发,力图将自身的并购知识和切身体验融合成对并购者有益的行动指南。全书共分九章:第一章,并购内幕的界定(熊南京博士);第二章,战略并购(姚战琪博士);第三章,企业合并(张鹏硕士);第四章,标购(张鹏硕士);第五章,股份回购(姚战琪博士);第六章,管理层收购(MBO)(张鹏硕士);第七章,公司分拆(刘伟平硕士);第八章,杠杆收购(陈元志博士);第九章,跨国并购(刘伟平硕士)。

三、关于《并购管理》

在 21 世纪的今天,几乎没有经济工作者不懂得企业并购的重

要性。可是当并购者在从事企业并购的具体实践时，最糟糕的情形莫过于行动的盲目性。其直接的危害是，无论你多么的努力，多么的有才智，到头来却可能因管理不善而败走麦城。这就好像一个人行路不看路，不知道前进的路上布满泥沼，一脚踏进去便深深地陷入其中，越挣扎越下沉，想抽腿已来不及了。世上的许多事情都是可以重来的，但并购却不行，要么成功要么失败，如同足球比赛进入淘汰程序，一定要分出个胜负雌雄。

并购者怎样才能避免行为的盲目性呢？是不是有了相关的知识和天生的聪颖就能在并购中百战不殆？回答是否定的。因为根据百十年来企业并购的经验教训，并购的成败并不完全取决于知识和聪颖，而是并购前后林林总总的并购管理。中国人有句老话：“吃不穷，要穷，安排不好一世穷”。这里的所谓“安排”，指的就是周密的计划及管理。

稍稍回首一下世界并购史，因购前规划不周、购中决策不当、购后整合不力而招致并购失败的案例数不胜数，可见并购者太忽视管理工程了，他们忙忙碌碌却极不得要领。毫无疑问，管理能力的强弱，将直接决定并购者的行动是否产生巨大的并购协同效果。管理智商是一种思维智力，并购者的外在力量虽然很重要，但成功大多数情况下靠的还是智商系数的大小。这正如美国著名行为学大师威廉·杜拉姆所言：“人世间的强弱之分，不在于骨骼的大小，而在于从大脑深处爆发出来的思维智力”。

不善管理，吃苦头的最后还是并购者自己。管理首先是靠周密的思考来完成的，西方名谚曰：“好好地思考一天，胜过一周的埋头蛮干”，说的就是事前要缜密规划，以免盲目行动贻误时机。管理其次是靠严密的规制来保障的，古语道：“没有规矩，不成方圆”，只有在并购的执行中行事有度，遵律循法，才能保证有较高的胜算，至少不吃大亏。

在《并购管理》一书中，我们从企业并购的多种方式、多级层面、多个角度，较系统地阐述了并购管理的逻辑和方法，并在最后一章选辑了若干国内外的相关法规。在严肃创作和文责自负