

并购时代来临 如何抵御风险

Apocalypse of enterprise merger and acquisition

企业并购

启示录 杨东 王莉◎著

解密企业的繁荣与衰败
揭示企业的争论与共鸣

非外借

并购时代来临 如何抵御风险

Apocalypse of enterprise merger and acquisition

企业并购 启示录

杨东 王莉◎著

解密企业的繁荣与衰败
揭示企业的争论与共鸣



企业管理出版社

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (C I P) 数据

企业并购启示录 / 杨东, 王莉著. —北京: 企业管理出版社, 2018.12

ISBN 978-7-5164-1731-7

I. ①企… II. ①杨… ②王… III. ①企业兼并—研究 IV. ①F271.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 129869 号

书 名: 企业并购启示录

作 者: 杨 东 王 莉

责任编辑: 张 羿

书 号: ISBN 978-7-5164-1731-7

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路17号 邮编: 100048

网 址: <http://www.emph.cn>

电 话: 总编室 (010) 68701719 发行部 (010) 68414644

编辑室 (010) 68701661 (010) 68701891

电子邮箱: emph003@sina.cn

印 刷: 北京美图印务有限公司

经 销: 新华书店

规 格: 170毫米×240毫米 15.75 开本 13 印张 200千字

版 次: 2018 年12月第1版 2018 年12月第1次印刷

定 价: 88.00元

版权所有 翻版必究 · 印装有误 负责调换



作者简介

杨东 中国人民大学法学院教授、博导、副院长；金融科技与互联网安全研究中心主任；大数据区块链与监管科技实验室主任；全国人大证券法、期货法、电子商务法立法专家；中央网信办中欧数字经济专家工作组成员；中国互联网金融协会网贷专委会委员；中国证券法学会研究会副会长；北京青年互联网协会监事长；教育部首批青年长江学者；全国十大杰出青年法学家提名奖。

他还是国家工商总局反不正当竞争法修改课题组成员，国家发展改革委大数据流通国家工程实验室专家委员，证监会和证券投资者保护基金公司专家委员，国家互联网金融安全技术专委会委员，中国电子学会区块链专委会副主任委员，中国计算机学会区块链专委会常务委员，中国金融科技 50 人论坛成员，中国人工智能 30 人论坛、中国个人信息保护与数据治理 30 人论坛、中国互联网竞争政策 30 人论坛发起人。

杨东教授曾多次受到中央电视台、凤凰卫视、新华网等知名媒体采访，并在中国社会科学、人民日报理论版等发表互联网金融的法律规制等中外论文 100 多篇，出版《互联网金融风险与安全治理》、《互联网 + 金融 = 众筹金融》、《金融服务统合法论》（该书获得教育部第七届高等学校科研优秀成果奖三等奖）《金融消费者保护统合法论》《最新日本公司法》（译著）《中国企业并购制度与实证分析》（日语）等共 200 多万字的著作。

杨东教授主要讲授企业并购法、经济法、金融法、互联网金融、金融服务法、区块链与数字货币等，并首次在国内法学院开设了《企业并购法》课程。



前言

P R E F A C E

不懂并购，怎样赢得市场

在金融领域，不懂得并购，就像是植物学家不认识路边的常见植物、化学家不了解常见材料的组成分子式、物理学家不懂得最简单的地心引力。

如今，全球经济已经开始缓慢复苏，中国企业并购的活跃度大幅度提升。企业家需要明白，随着宏观经济与企业经济实力的改善，企业的工作重心也将跟着进入战略扩张的阶段。其中，并购是实现其战略性扩张的核心途径之一。

与国外成熟的经济市场环境类似，中国企业同样需要拓展新市场，研发新技术，打造硬品牌。当中国企业有能力应付并购重组需要付出的代价时，企业对并购重组的欲望就会被激活。同样，这也是市场经济发展到一定阶段，企业的“操盘手”必须要走的一条嬗变之路。

在此之前，中国企业想要发展壮大，多半依赖于之前积累的老路子，与发达国家相比并购经验较匮乏，尤其是跨境并购的经验。进入21世纪，国内并购重组的案例不断增多，无论成功与否，这些案例都为中国企业并购重组带来了经验。

近年来，中国企业开始不局限于国内企业的并购，把触角伸向了国外。尤其是在中国共产党第十九次全国代表大会以来，以及“一带一路”（即“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”）行动纲领的指引下，中国企业的并购重组已经加快了走出国门的步伐。“一带一路”倡议能够从两个方面提升中国企业跨国并购的积极性。一是金融财税支持，二是“一带一路”倡议有国家背书，并购风险相对较低。

在以上大背景下，中国企业或许能够改变现今的并购现状，甚至引领下一波并购浪潮。而这势必也是国有企业与中国民营企业全民参与的一场狂欢。

本书详细介绍了什么是并购重组，中国乃至世界经历的并购浪潮、并购道路上企业遇到的艰难险阻以及企业在并购之路上陷入的误区，并通过对中国企业并购史中最具代表性的案例进行分析，以期让读者从不同的角度、各个阶段了解企业与企业间博弈的真相。

这里有一点需要说明，并购重组不是目的，更不是结果，它是企业实现跨越式发展的重要工具之一。通过并购，能够快速补足企业并不具备的优势，从而树立品牌，加速发展。但是，在这一过程中，大家往往忽视，产品优势和服务优势才是企业重要的核心竞争力。

在今天所处的大并购时代，各路资本摩拳擦掌，蜂拥而上，让各个企业跃跃欲试。而作为一家企业，要关注的还有很多。



目录

CONTENTS

上篇 并购常识

第一章 并购重组：时代的大势所趋 / 003

什么是并购重组 / 004

企业并购重组的常见形式及误区 / 020

我国企业并购重组的发展前景 / 027

第二章 大并购时代，透过历史鉴证当下 / 033

美国并购史上的沉浮 / 034

中国并购史上的沧桑 / 052

日本并购史上的革新 / 065

欧洲并购史上的变迁 / 072

中篇 并购风云

第三章 宝能系：霸道总裁式“野蛮入侵” / 083

从卖菜，到“买”万科 / 084

宝能系不配当万科的大股东 / 087

引火烧身：到嘴的“鸭子”飞了 / 094

监管层出手，万科暂时脱险 / 096

宝能系矛头直指格力，终引监管部门强势“围观” / 099

【“宝万大战”大事记】 / 102

【案例研究】宝能系与万科：保险资金该不该对上市公司举牌 / 106

【东风徐来】监管层强化重组监管的正确打开方式 / 110

第四章 顺丰：一腔“轴”劲上了市 / 115

顺丰当家人有多“轴” / 116

曾称“不上市”的顺丰缘何借壳上市 / 118

险被宅急送收购的“黑历史” / 122

几度涨停，顺丰当家人成全球富豪榜黑马 / 123

【顺丰上市大事记】 / 125

【案例研究】顺丰暴涨凸显监管空白 / 126

【东风徐来】翻涌而来的快递业兼并整合潮 / 128

第五章 “现金贷”：在争议中成长 / 131

“现金贷”究竟是什么 / 132

同行业并购：点融网并购夸客资产端 / 135

上市风潮：积木控股借壳上市之路 / 137

“现金贷”因何成为监管部门的“宠儿” / 140

【“现金贷”监管大事记】 / 143

【案例研究】“现金贷”问题透视 / 144

【东风徐来】“现金贷”监管制度建议 / 148

第六章 美团：与摩拜结缘 / 155

美团扩张之路，瞄准出行市场 / 155

捕获共享单车“独角兽” / 157

征服摩拜，靠的不只是钱 / 160

“接盘侠”还是大赢家 / 162

【美团并购摩拜大事记】 / 163

【案例研究】经济新常态下，中国企业该何去何从 / 164

【东风徐来】大数据法律的“痛点” / 165

下篇 并购深思

第七章 并购重组的法律问题 / 171

与并购相关的法律制度 / 172

解读《上市公司重大资产重组管理办法》

重点修订的内容 / 174

《上市公司重大资产重组管理办法》修订释放出的信号 / 179

《证券法》中需要关注的重点信息 / 182

第八章 如何实现反并购、反收购 / 187

并购与反并购的法律约束和具体措施 / 188

目标企业反并购策略选择 / 192

上市公司反敌意并购研究 / 196

全流通时代上市公司如何应对敌意收购 / 199

收购要约后的反收购策略 / 202

反收购措施的合法性检验 / 205

第九章 险资举牌的前车之鉴 / 209

追述险资举牌的来历 / 209

险资举牌为何大热 / 215

险资举牌存在哪些风险 / 219

监管部门为何叫停险资举牌 / 226

名词解释 / 231

参考文献 / 241

上 篇
并购常识

第一章

并购重组：时代的大势所趋

随着经济全球化的发展，人们的日常生活也发生了天翻地覆的变化，对企业而言，这种变化更为明显。

我们不得不承认，经济命脉并非掌握在某个人手中，而是被数以万计的、大大小小的企业操控着。

众所周知，企业是无数资产的凝聚体，它使资本产生了“ $1+1 > 2$ ”的效果，同时也使不同地域、不同血缘的人产生了交集。

如今，大并购时代的到来，让企业的发展翻开了新篇章。现代社会的新技术层出不穷，流行趋势变幻莫测，同行业间与跨行业的并购重组成为众多上市企业最佳的时代选择。

大并购时代的来临，让各路资本风起云涌、摩拳擦掌，上市企业跃跃欲试。一方面，资本要实现对上市企业的吞并；另一方面，上市企业要避免外来资本的挤压……在多方利益角逐面前，如何使用恰当的战略规划，才能促使企业顺利走向未来，是上市企业每一个操盘者亟待关注和解决的问题。

显然，并购不是简单的“购买”，也不是有套路可循的公式，它是一项极为复杂的命题。即便是久经沙场的操盘者，面对如此多的并购项目，也有可能折戟沉沙、铩羽而归。

什么是并购重组

2013 年 1 月 18 日，新华网发布了一篇引自《证券日报》、名为《欧阳泽华：未来并购主要形式还是同行业间并购》的文章，文章介绍了时任中国证监会上市公司监管一部主任的欧阳泽华在中国人民大学讲座上的讲话内容。文章写道：“由于当前我国 PE（Private Equity，私募股权投资）受到资金来源、上市后退出的赚钱效应等因素影响，PE 大多数项目集中在 PRO-IPO（准上市前）阶段，做并购基金的比较少，不过未来我国并购市场会慢慢做大。他同时表示，初步预计，目前市场开始出现并购浪潮的拐点。未来并购的主要形式还是同行业间并购。”欧阳泽华表示，“当前跨地区、跨所有制的并购非常难，不过，并购能够推动产业结构的调整和升级。初步预计，目前市场开始出现并购浪潮的拐点。例如大量的社会游资、产业资本游资也在寻找新的投资项目，并购是个最佳的选择”。

这篇文章还指出：“数据显示，‘十一五’时期，企业间并购交易额累计突破 6.4 万亿元，交易笔数累计 1.67 万单，分别是‘十五’期间总量的 4.5 倍和 6.4 倍。2011 年，作为‘十二五’开局之年，境内企业并购交易额和单数再次创下年度新高，分别达到 1.62 万亿元和 4698 单。”

也就是说，早在 2013 年，并购重组就已经有大热之势。对于 2013 年前后的企业而言，监管部门的新想法无疑为资本市场注入了新鲜血液。对

于计划上市的公司而言，这也是一个极具启发性的思路；对于二级市场的投资者来说，这种变化也为其打开了通往并购重组以及新投资路径的大门。

许多上市公司已经从“被动并购重组”走向了“主动并购重组”，借此获得资产倍增。并购重组影响了公司的资产价值、股权结构、产业结构，体现了其“上市公司价值变动重要因素”的地位。在股市监管层的支持下，许多上市公司依托资本杠杆等工具，积极开发横向、纵向的资产并购重组项目，以增强企业的综合竞争实力。

说到并购重组，我们不得不提到下面几个词语：合并、收购、兼并、并购，这是上市公司经常面对的四个名词，我们只是知道大致意思，很少有人能够说清楚它们之间到底有什么区别和关联。本节将从行业角度详细阐述四者的定义及它们之间的关系。

一、合并

这里的合并是指公司合并，即两家或两家以上的公司根据《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）规定，遵照其规定的程序签订合并协议，无需经过清算过程，直接融合为一个新公司的行为。

通常情况下，公司合并具有以下几个法律特征：

1. 公司合并是多个公司的共同行为，各公司担负同等法律责任，因而必须有各当事人的合并协议。
2. 公司合并是当事人间的自由行为，而非强制措施，当事人的想法直接决定是否合并以及采取何种方式合并。
3. 公司合并不需要经过清算程序，只要当事人达成一致便可以进行公司产权结构和股权结构的变更。

在英美法系国家，与公司合并相关的词有两个，即“Consolidation of corporations”和“Merger of corporations”。

根据《布莱克法律词典》(Black's Law Dictionary)的解释, Consolidation of corporations 是指“两个或两个以上的公司解散,同时成立一个新的公司,并接管解散公司的资产和承担的责任”,即 $1(\text{参与公司 } 1)+2(\text{参与公司 } 2)=3(\text{新公司})$; Merger of corporations 指“一个公司被另外一个公司吸收,后者保留自身的名称、实体资格,取得前者的资产、责任、特许权和权力,同时被吸收公司丧失独立的商业资格”,即 $1(\text{参与公司 } 1)+2(\text{参与公司 } 2)=1(\text{参与公司 } 1)$ 。

我国在 1993 年《公司法》中首次提到公司合并。在该部法律的“公司合并、分立”一章中规定“公司合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式”“一个公司吸收其他公司为吸收合并,被吸收的公司解散,二个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并,合并各方解散”。根据该版《公司法》的规定,公司合并衍生出两种基本形式,即吸收合并(Merger)与新设合并(Consolidation)。

从基本定义可以看出, Consolidation of corporations 对应我国《公司法》中的“新设合并”; Merger of corporations 则对应“吸收合并”。

从专业角度来说,为了更加妥当地表示企业合并类型, Consolidation of corporations 应被译为“公司并合”或“公司联合”,而 Merger of corporations 应被译为“公司兼并”或“公司归并”。事实上,我国时常将 Consolidation of corporations 或 Merger of corporations 翻译为合并。其实这是不准确的说法, Consolidation of corporations 或 Merger of corporations 只是公司合并的一般形式,并不能代指“合并”。

国外法律通常并不会刻意区分 Consolidation of corporations 和 Merger of corporations,二者时常交替使用。与之相比,我国《公司法》直接对合并的两种形式下了定义,这种做法不仅具有独创性,也有理论和实践的双重意义。

此外，1993年颁布的《公司法》共有三条对公司合并进行规定的直接条款，分别对合并决议的形成、股份有限公司合并需省级人民政府或中华人民共和国国务院（以下简称“国务院”）授权的部门批准、合并的两种方式及合并程序做出了规定。

2005年10月27日，《公司法》由中华人民共和国第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议修订通过，此次修订，不仅对之前《公司法》在实际应用中发现的问题进行了总结，还对失范、低效的一些条文规定进行了调整，并遵照节约法律资源、语言精当等技术规范的要求对之前的法律条文进行优化，涉及公司合并的相关规定在此次修订中也有相应的调整。

公司合并的意义在于强化原公司竞争力，促进原公司规模扩大，使社会化大生产加速发展。由于公司具有类别差距，所以在公司实际的合并过程中，有人针对公司类别的差异提出了是否需要加以限制的问题。

此方面主要有两种声音：一是非限制主义，二是限制主义。

支持非限制主义的人认为：同类别的公司，比如有限责任公司与有限责任公司、股份有限公司与股份有限公司之间可以实现合并。而不同类别的公司，比如有限责任公司和股份有限公司之间也可以实现合并。

支持限制主义的人则认为：理应限制合并公司的类型。其中包括两种限制，一是合并前限制，即不论是有限责任公司还是股份有限公司，都必须同同类企业之间合并；二是合并后限制，即无论是有限责任公司还是股份有限公司，两者之间可以随意合并，但如果合并公司之一是股份有限公司，那么合并后续存或成立的新公司必须是股份有限公司。在大多数国家，立法均支持限制主义。

我国现行的《公司法》中其实并未对是否需要限制公司类别做出明确规定，在实际情况中，多数企业合并均不限制企业类别。