



公司金融系列教材

李 曜 编著

公司并购与重组导论

Corporate Merger, Acquisition, Restructuring Demystified

(第二版)



上海财经大学出版社

中国并购重组案例

第 10 卷

公司并购与重组导论

第 10 卷


中国并购重组案例

公司金融系列教材

公司并购与重组导论

(第二版)

李 曜 编著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司并购与重组导论/李曜编著. —2版. —上海:上海财经大学出版社,2010.12

(公司金融系列教材)

ISBN 978-7-5642-0891-2/F·0891

I. ①公… II. ①李… III. ①公司-企业合并-教材②公司-资产重组-教材 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 202311 号

责任编辑 台啸天

封面设计 周卫民

GONGSI BINGGOU YU CHONGZU DAOLUN

公司并购与重组导论

(第二版)

李 曜 编著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海译文印刷厂印刷

上海望新印刷厂装订

2010 年 12 月第 2 版 2010 年 12 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 26.5 印张 518 千字

印数:4 001—8 000 定价:38.00 元

公司金融系列教材

编委会

顾问

黄明 王能

编委会主任

李曜 徐晓萍

编委

(按姓氏笔画排序)

王甄	马文杰	刘莉亚
李曜	何众志	何韧
陈力农	张新德	周思邈
郭丽虹	赵霖莹	徐晓萍

总 序

公司是现代市场经济机体的细胞,公司的融资、投资、改制上市、并购重组、跨国经营等行为,都是以金融活动为核心进行的。从微观而言,一个公司的金融活动构成了该公司的资金循环,保证着机体的有序运行。从宏观而言,一个公司的金融活动牵系着银行等金融机构和资本市场的稳健经营。公司金融活动是整个国家宏观经济正常运行的基石,一国公司金融的发达程度标志着该国市场经济的发达程度。

随着我国金融市场迅速发展和对外开放进程日益加快,工商企业界、金融机构、金融监管部门、政府等对于公司金融管理人才的需求急剧增大。在加入 WTO 后,改善中国的金融环境,建立健全公司的投融资制度和国家对公司金融活动的管理体系,成为当务之急。紧迫形势之下,进行现代公司金融知识的教育、研究和普及,就是必然的事情了。

市场经济发达国家高度重视公司金融管理的教育,将公司金融作为西方金融学教育的主要领域之一。西方主要大学的管理学院(商学院)开设的金融学课程,主要面向微观、面向现实。现代金融学以资产定价理论、企业估值理论、投资组合理论等为理论基础,以公司金融、证券投资学、兼并收购与公司重组、金融风险、金融工程学、投资组合管理、固定收益证券等为主干课程。目前,金融学的两门主干课程《公司金融》(Corporate Finance)和《投资学》(Investment 或 Securities Analysis)构成了金融学发展的两条主线,金融学的主要课程都是围绕着这两条主线展开的。21 世纪以来金融学的发展方向是向公司治理领域、金融工程、行为金融领域等拓展空间,反映了传统金融学向法学、数学、心理学等学科的扩张和交融。比如,金融学和法学、公司理论等结合产生了公司治理,而金融学和数学结合产生

了金融工程学,金融学和心理学等结合产生了行为金融学等。相比之下,国内院校对发展公司金融的重视程度尚显不足。

具体而言,公司金融的内容包括公司投资管理、项目估值、资本结构理论、股票发行与承销、公司债券发行、资产证券化、公司收购兼并与重组、公司价值评估、风险投资与私募股权投资、国际公司融资等。

本系列丛书就上述内容进行了写作规划,以上海财经大学金融学院部分中青年骨干教师的力量编著,他们年龄较轻,具有博士学位,或毕业于国际知名学府,或曾在国外著名大学从事访问研究,对该领域前沿有比较清楚的了解,组建公司金融教研室已有5年的历史,其间一直在一线从事公司金融的教学工作。丛书力求反映国内外的新动态,并能够基本揭示公司金融各个领域的主要内容和发展脉络。该套丛书包括《公司金融学》、《公司金融实务案例》、《公司治理》、《公司并购与重组导论》、《国际公司金融》、《公司价值评估》、《财务报表分析》、《风险投资与私募股权》、《实物期权与企业投资》等,自2006年规划以来,陆续出版。

20世纪70年代末80年代初,经济改革和对外开放使得我国金融学获得了一次大的发展,建立了以货币银行学和国际金融学为主干的金融学科体系。21世纪以来,我国市场经济体制已经确立,经济现实已经与10年前有了很大区别,金融学科的教育需要进行改革,才能获得进一步发展。本套丛书仅仅是一个初步的努力。金融学科的改革和建设需要更多人的关心和支持,我希望将来有更多样、更精彩的公司金融学的新知识教材乃至专著能够不断问世,以共同描绘21世纪我国金融学科体系的新蓝图。

黄明

美国康奈尔大学

约翰逊商学院金融学终身教授

原上海财经大学金融学院院长

2008年7月

前 言

《公司并购与重组》这门课程,是讲述企业利用资本市场进行扩张、收缩或者变革的活动。这里谈谈这门课程的三个特征:

其一,学科分类与定位。

任何一门学科学习,明确分类很重要。学会分类,才能纲举目张。这门课程,是位于经济学—金融学—公司金融—并购重组这样一个分类体系中的。在当代任何一本主流的《公司金融》(Corporate Finance)教科书——无论罗斯(Ross)、布雷利(Brealey),还是德马佐(De Marzo)等的教材,“公司并购和重组”皆是在公司金融主体内容之后,随即延续探讨的专门话题(special topics)之一,且一定放在第一位(有的教材把并购、重组破产分开作为两个话题),由此可见其地位之重要。

现代公司金融学究其内容,都是以企业与金融市场的关系这样一条红线相联结,特色是站在企业的视角,研究企业与银行的关系、企业与资本市场的关系、企业与企业的关系,核心的原则如资金的时间价值、一价定律、无套利原则等贯穿始终。而公司的并购重组,无疑是这些思想、观点和方法的一个具体应用,它是整个公司金融学科体系内的一个精彩华章。找到了本课程在学科体系分类中的位置,对于学习相当重要,唯此,才能和金融学其他学科以及经济学其他学科之间架起联系的桥梁,由此及彼、融会贯通,而非孤零零地学习一门课程。

其二,该课程与其他学科的交叉互通。

《公司并购与重组》这门课程特别强调学科知识的综合,在并购重组的各个领域,举凡经济学、管理学以及法学等原理皆可找到应用之处。在诸如并购动因问题上解释横向并购的规模经济、企业集群效应;产权拍卖中的博弈理论;反收购立法中的反垄断、反收购措施的合法性分析上等,无不闪耀着经济学、管理学、法学等其

他学科的思想光芒,其他学科的研究方法也大有用武之地。至于公司金融学科理论的应用,在诸如对企业价值的评估上,现金流折现、APV、WACC等方法都可以应用到对目标企业的估值上,实物期权方法也可以对高科技中小企业进行估值等;在收购后的融资方式上,资本结构理论可以解释并购双方的动因与绩效;而公司治理理论一直将并购重组作为企业外部治理的主要机制之一,并将之称为公司控制权市场。

其三,学科的不断演变。

本书界定的公司兼并(merger)、收购(acquisition)是指一家公司获得了另一家公司的控制性股权,从而两家公司合并为一家(称为兼并)或者目标公司处于收购方的控制之下(称为收购),然后将双方企业的战略、产品、销售、研发、财务等活动都进行重新整合。公司重组(restructuring)是指公司对资产、负债或者权益等进行重新安排,具体的重组活动包括资产剥离、公司上市、公司分立、股份回购、债务重组等。在我国由于国有企业改革和资本市场创新的特殊性,重组成为企业改革中运用最多的词汇之一,公司重组概念的范畴不断被扩展衍生。

在本书第一版出版以后,我国公司并购重组的法律环境不断取得重大突破。2006年新《公司法》、《证券法》颁布,2007年新的《企业会计准则》体系开始实施,2007年《企业破产法》、2008年《反垄断法》实施。2006~2007年我国资本市场的股权分置改革完成,中国股票市场实现全流通,大股东和小股东取得了利益一致的制度基础。中国证监会在2006年9月修订了《上市公司收购管理办法》,2008年再次对个别条款进行修订,2008年颁布《上市公司重大资产重组管理办法》,诸如涉及信息披露、股份回购、股权激励等具体操作的法规更未在此罗列;商务部等五部委2006年颁布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》等文件。2008年2月,中国证监会在发行审核委员会下设新的上市公司并购重组委员会,以加强对上市公司并购重组的审核。以上法律、政策、规章、监管体制等诸多变迁,足以说明中国企业并购重组处于不断变革的政策环境中。正因为如此,本书的第二版修订,才显得如此必要。

2006年以来,在我国并购重组的政策和实践不断变化的同时,我自身对该领域的理解也在增长。2002~2003年,我曾作为中加两国政府互换访问学者(CCSEP项目)在加拿大多伦多大学罗特曼管理学院做访问研究,其间旁听学习了公司并购这门课程。我把从中学到的目标企业价值评估的赢取计划(earnout)、融资支付中的夹层基金(mezzanine fund)、要约收购中的预收购(tiptoe)、并购竞价、谈判等内容放在了本书中。2009~2010年,我又作为国家留学基金访问学者,在英国诺丁汉大学著名的管理层收购与私募股权研究中心(CMBOR)访学,其间有幸学习了该中心主任、世界著名的公司治理与管理层收购研究专家迈克·怀特

(Mike Wright)教授的《公司重组与治理》这门课程,对杠杆收购、管理层收购、私募股权等有了更深入的了解。

出版本书第二版,目的是反映国内外最新的并购重组理论与实践,使读者对学科的基本理论、实践做法有比较全面的掌握,对重要的理论问题和文献有所了解。本书所要达到的目标定位,是一本学习、研究并购重组的权威入门教材,但同时它又具备一定的理论衍生性和扩展性,站在本书的基础上,可以进一步深入该学科中更为狭小、具体的领域。

本书第二版有如下特色:(1)更新了并购重组的政策法规,涵盖了2006年以来我国以资本市场为主体的涉及并购重组的法规和监管政策的变化。(2)更新了案例和专栏,全书在要约收购、公司破产、中国企业走出去、整体上市、反收购策略等方面,补充或更换了大约20个案例,还有少量专栏的更新。(3)新添了蒙特卡罗模拟、对赌协议、破产法实施等内容。(4)各章习题做了增补更新。

第二版由我主编并总撰。我提出编写大纲,我指导的部分研究生参与了初稿编写。雷浩、孙景开、徐轲、秦楠、张子炜等负责初步修改。我对全文进行了全面修改补充并审定。

感谢中国加拿大两国政府互换访问学者项目、国家留学基金、上海财经大学“211”工程三期项目等给予的相关资助,这些直接或者间接的资助有利于我完成本书的写作。

西方并购重组历久弥新,跨越两个多世纪,已有比较丰富的理论和实证研究积累,而我国并购重组的市场方兴未艾,朝气蓬勃,如同早晨八九点钟的太阳。目前,我国对并购重组的系统理论研究还较为薄弱,不成体系,更多的是应用性的实证研究。我坚信,随着我国经济的不断成长,政策的不断演变,并购重组的内容会不断更新,理论研究也将不断创新。

本书在体系编排和内容更新上都是一种探索,难免有诸多需要进一步完善之处,敬请读者指正。欢迎读者馈赠宝贵意见至电子邮箱:liyao@shufe.edu.cn。

李 曜
2010年10月

目 录

总序	1
前言	1
第一章 公司兼并收购概述	1
第一节 公司、股份公司、上市公司	1
第二节 公司兼并与收购	9
第三节 公司并购的基本类型	17
第四节 买壳上市与借壳上市	22
第五节 中外并购历史	25
本章小结	35
基本概念	36
复习题	36
第二章 公司并购的动因理论和效应分析	37
第一节 并购的动因理论	37
第二节 并购的效应分析	46
本章小结	52
基本概念	53
复习题	53

第三章 公司收购的程序和中介机构	54
第一节 公司收购的一般程序	54
第二节 中介机构在公司并购中的作用	66
本章小结	75
基本概念	76
复习题	76
第四章 目标公司的选择与价值评估	77
第一节 目标企业的选择	77
第二节 净资产价值法或调整账面价值法	83
第三节 市场比较法与市盈率法	86
第四节 现金流量贴现评估法	90
第五节 企业价值的期权评估方法	103
第六节 企业价值的期权评估方法举例——赢取计划	107
第七节 估值调整	114
本章小结	117
基本概念	118
复习题	118
第五章 上市公司的收购方式	121
第一节 协议收购	121
第二节 要约收购	133
第三节 委托书收购	144
本章小结	145
基本概念	146
复习题	146
第六章 公司并购融资与支付方式的选择	147
第一节 融资渠道及其选择	147
第二节 公司收购的支付形式及其选择	163
本章小结	166
基本概念	166
复习题	166

第七章 管理层收购与职工持股计划	167
第一节 西方管理层收购产生的背景及现状.....	167
第二节 我国的管理层收购背景和现状.....	176
第三节 职工持股计划.....	183
本章小结.....	191
基本概念.....	191
复习题.....	191
第八章 并购的财务会计政策与税收安排	192
第一节 并购中的会计处理方法.....	192
第二节 并购中的税负问题.....	209
本章小结.....	215
基本概念.....	216
复习题.....	216
第九章 并购的信息披露与监管	217
第一节 并购的信息披露制度.....	217
第二节 并购的监管制度.....	226
本章小结.....	234
基本概念.....	234
复习题.....	234
第十章 反收购策略	235
第一节 概述.....	235
第二节 反收购的法律手段.....	237
第三节 反收购的经济策略.....	239
本章小结.....	249
基本概念.....	250
复习题.....	250
第十一章 并购后的整合	251
第一节 整合的风险与意义.....	251
第二节 整合的内容与方法.....	253
本章小结.....	268

基本概念	269
复习题	269
第十二章 跨国并购	270
第一节 简介	270
第二节 跨国并购的相关问题	276
第三节 外资并购我国企业	282
第四节 中国企业的海外并购	288
本章小结	294
基本概念	295
复习题	295
第十三章 公司资产与权益重组	296
第一节 公司重组概述	296
第二节 资产剥离	301
第三节 股票回购和公司缩股	307
第四节 公司分立	321
第五节 双层资本结构化	328
本章小结	334
基本概念	334
复习题	334
第十四章 公司财务重组	336
第一节 公司财务失败与预警	336
第二节 重整与财务决策	339
第三节 债务展期与和解	345
第五节 债转股与以股抵债	348
本章小结	354
基本概念	355
复习题	355
第十五章 公司破产与清算	357
第一节 公司破产	357
第二节 公司清算	368

本章小结·····	377
基本概念·····	377
复习题·····	377
第十六章 并购重组与公司价值关系·····	379
第一节 并购重组创造公司价值的研究方法·····	379
第二节 国外研究成果·····	385
第三节 我国的实证研究成果·····	394
本章小结·····	400
基本概念·····	401
复习题·····	401
参考文献·····	402

第一章 公司兼并收购概述

第一节 公司、股份公司、上市公司

一、公司

(一)公司的概念及分类

1. 公司的概念及特征

公司是依照公司法组建并登记的以营利为目的的企业法人。因各国公司法对设立公司的要求不同,公司的法律概念也不尽相同。一般观点认为公司是由多个出资人出资组成的,以营利为目的并具有法人资格的经济实体。从组织形式而言,一般各国的公司法规定了有限责任公司、股份有限公司、无限公司、两合公司等组织形式。

公司的特征如下:

(1)公司是以营利为目的的企业法人。按照市场经济要求,公司要谋求利润最大化,以获取经济利润为重要目标,社会公益事业一般不属于公司经营范围。

(2)公司实现了股东所有权与公司法人财产权的分离。即不再由所有者亲自经营自己的财产,而将其委托给专门的公司法人去经营,这是一个重大的历史进步。公司经营权和所有权的分离会提高经营水平、增加效益,并且在公司内部形成两个不同层次的利益主体即股东和公司法人。

(3)公司法人财产具有整体性、稳定性和连续性。整体性是指公司的财产不可分割,股东一旦投资就不能随意抽回,只能转让。这样公司财产不会因股东变动而

出现波动,保持了一定的稳定性。同时股东个人生命已经不会影响公司的存续。公司法人财产具有连续性,只要公司存在,公司法人就不会丧失财产权,股东变动不会影响法人财产权的行使。因此公司的声誉大为提高。

(4)公司是由两人以上集资组成的经济组织,是一种偏重于“资合”特征的企业。这一方面使公司与一人出资的独资企业区别开来;另一方面公司的财产是由股东出资转化而来的,股东及其权利是公司权利的来源,股东严格按照出资享有相应的股份权利,这种资合特征^①与业主制、合伙制等“人合”企业的特征相区别。

(5)公司是按照法律进行登记注册的经济组织。设立公司要依法进行登记注册,最常见的公司设立原则有两种:一种是准则设立原则,即公司设立的必要条件由法律作出统一规定,凡是具备法定条件的就可以登记注册;另一种是行政许可原则,即公司的设立需依照法律规定,由国家行政机关审批。

(6)公司法人是一个永续性企业。公司的永续性是由公司财产的整体性决定的。根据公司的运作机理,公司股东的股票转让或股东人身死亡,都不会影响公司的继续存在,也不会影响公司的正常经营和存续。所以说,公司是永续性的法人企业。而个体、独资企业一旦出现所有权人死亡或企业财产转让时,企业是不能长期延续下去的。合伙企业中当合伙人之一死亡时以及因继承人的态度变化而引起合伙企业发生较大波动,可能导致合伙企业的解散。

此外,公司还面临双重征税的问题,即公司的收入要交公司所得税,股东的收入还要交个人所得税。

2. 公司的分类

公司种类繁多,按照不同的标准可进行不同的分类。如:

(1)按股东责任的不同,可将公司分为无限公司、有限公司。

(2)按公司的信用标准不同,可将公司分为人合公司、资合公司及人合兼资合公司(两合公司)。凡是公司经营活着重于股东个人条件的,称为人合公司。它的信用基础在股东个人,而不在公司资本的多少,无限公司是典型的人合公司。凡是公司的经营活动侧重于公司资产数额的,称为资合公司,如股份有限公司。公司的经营活动兼具人的信用和资本的信用两方面的,称为两合公司。

(3)按公司股东特征以及股票流通转让方式分为非上市公司和上市公司。非上市公司是指公司股票由发起设立该公司的股东或者向非公开的特定募集对象进行募集,股票不能在证券市场上自由流通。上市公司是指公司股票进行公开募集(即向不特定对象进行募集),股票可以在证券市场上公开交易。

(4)按公司的从属性质可分为母公司和子公司。母公司是一种控制性公司,根

^① 有限责任公司也具有一定的人合特征。