

最新中国企业

并购经典案例

天则文库 UNIRULE LITERATURE

盛洪 主编



THE LATEST M & A CASES IN CHINA

中国轻工业出版社



 天则文库



最新中国企业并购经典案例

盛 洪 主编

 中国轻工业出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

最新中国企业并购经典案例/盛洪主编. —北京: 中国轻工业出版社, 1999. 10

(天则文库)

ISBN 7-5019-2319-1

I. 最… I. 盛… III. 企业合并-案例-中国 N. F279.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 41379 号

责任编辑: 刘云辉

策划编辑: 刘云辉 责任终审: 滕炎福 封面设计: 张颖

版式设计: 智苏亚 责任校对: 燕杰 责任监印: 徐肇华

*

出版发行: 中国轻工业出版社 (北京东长安街 6 号, 邮编: 100740)

网 址: //www.chlip.com.cn

印 刷: 中国人民警官大学印刷厂

经 销: 各地新华书店

版 次: 1999 年 10 月第 1 版 1999 年 10 月第 1 次印刷

开 本: 850×1168 1/32 印张: 17.25

字 数: 445 千字 印数: 1—5000

书 号: ISBN 7-5019-2319-1/F·208 定价: 29.00 元

· 如发现图书残缺请直接与我社发行部联系调换 ·

目 录

序一 企业并购与制度变迁	1
序二 怎样在不利的条件下获胜	28
香港华润创业并购北京华远房地产案例	50
评论	61
珠海恒通并购上海棱光及其关联交易案例	71
评论	82
香港恒胜并购案例	87
评论	96
北旅法人股转让案例	99
评论	111
法国圣戈班参股福建耀华案例	117
评论	135
仪征化纤并购佛山化纤案例	139
评论	152
海尔集团并购案例	155
评论	168
中远集团并购众城实业案例	179
企业并购的经典之作——“中远—众城” 案例分析	192
评论	209
清华同方并购江西无线电厂案例	216
评论	231
上房集团整体置换嘉丰股份案例	245
柯达公司并购中国感光行业案例	261

评论	266
加快资本运营 黄河集团兼并案例	280
评论	295
黄河集团兼并与扩张案例分析	303
金义集团兼并三峡库区企业案例	318
评论	332
海信集团的资本运营之路	318
中体产业资产重组案例	360
评论	374
三九集团资本运营案例	380
三九集团并购四川雅安的经验与启示	410
创新是三九药业跨越式发展的推动力	426
春兰集团兼并南京东风案例	442
康佳集团并购案例	459
一汽集团联合兼并的企业发展之路	473
长安机器与江陵机器合并案例	495
长虹集团资本运营案例	510
中国东联石化集团组建案例	522
君安投资与广州三新争购中华实业案例	533
后记	541

CONTENTS

Preface I . Enterprises' Merger and Acquisition and Institutional Change	1
Preface II . how to obtain a victory under adversity	28
Acquisition of Huayuan Real Estate—the Startup of HK Huarun	50
Comment	61
Zhuhai Hengtong Acquiring Shanghai Lingguang and Related Transaction	71
Comment	82
HK Hengsheng Acquisition	87
Comment	96
Beilv Corporate Share Transfer	99
Comment	111
Equity Buyout of Fujian Yuehua	117
Comment	135
Yizheng Acquiring Fuoshan in Chemical Fiber Industry	139
Comment	152
M&A Case-Haier Group	155
Comment	168

Zhongyuan Group Taking over Zhongcheng Inc.	179
The Classical Case-Appraisal of Zhongyuan vs. Zhongcheng	192
Comment	209
Qinghua Tongfang Acquiring Jiangxi Non-Wire Co.	216
Comment	231
Shangfang Group Buying out Jiafeng	245
Kodak Acquiring China Photosensitive Industry	261
Comment	266
Speed up Capital Turnover——Huanghe Group Merger	280
Comment	295
Case Analysis of the Merger & Acquisition and Expansion of Hvang He Group.	303
Jinyi Group Acquiring a Group of Firms in Kuque of Three Gorge	318
Comment	332
The Way of Capital Operation in Haixin Group	348
Assets Reorganization in Zhongti Industrial Inc.	360
Comment	374
Capital Operation in Shanjiou Group	380
Experience and Lessons from the Merger of Shanjiou and Sichuan Yaan	410
Innovation, the drive in Shanjiou's Growth—— in the perspective of the merge between Shanjiou and Yaan	426

Chunlan Group Acquiring Nanjing Dongfeng	442
Konka's Merger	459
Acquisition, the Way of Growth for Auto No. 1 ...	473
Changan Machinery's Merger with Jiangling Machinery	495
Capital Operation of Changhong Group	510
The Formation of Donglian Petro-Chemical	522
Junan Vying with Guangzhou Samsong in the Acquisition of Shenhua	533
Postscript	541

序一 企业并购与制度变迁

盛 洪

就在几年前,并购一词在我国的经济生活中还是相当陌生的。我们只是在一些来自市场经济发达国家的消息中听到这样的词汇。面对大洋彼岸数十亿、上百亿美元的成交额,惊心动魄的并购与反并购之战,我们如隔岸观火。短短几年间,并购竟成了我国经济生活中的一种时尚。自1993年“宝延事件”和“中策现象”发生以来,并购事件接连出现,以至到今日已成为一股不可遏制的浪潮。珠海恒通收购上海棱光国有股,深圳君安协议接管万科,福特汽车参股赣江铃,五十铃和伊藤忠参股北旅,华润创业并购北京华远,仪征化纤并购佛山化纤,以及法国圣戈班参股福建耀华等等并购事件,经媒体的宣传,已成为金融界和企业界街谈巷议、津津乐道的话题。还有数量大得多的、我们并不知晓的并购事件在默默地发生。并购是一种什么样的经济活动?它对于我国的经济发展和制度变迁意味着什么?为什么它引起了那么多人的关注?它将把我国的经济生活导向何处?如果并购对我国企业制度的变革和资产存量的重组有着积极的作用,怎样能够促进并购活动的开展?

为了寻求上述问题的答案,来自不同领域的人走到了一起。有趣的是,这些看来很不相同的人,却有着共同感兴趣的话题。从并购中,投资银行和证券公司看到了商业机会,生产企业看到了融资渠道,政府部门看到了国有企业改革的希望,股民们看到了股市的生机,经济学家看到了产权交易的实践,法学家兼律师既

看到了法律问题、又看到了新的业务领域，跨国公司则看到了进军中国市场的通道。这就是本书产生的背景，它最初是为“中国企业并购典型案例国际研讨会”准备的会议资料。这次研讨会的主要内容并不是对并购活动作一般的讨论，而是试图通过对包括上述并购案例在内的十余个具体案例进行分析和评述，发现上面问题的答案。具体形式是由并购事件的当事企业的主要负责人讲述并购背景、过程和效果，然后分别由一个经济学家、一个法学家和一个并购操作专家评论，再由参会的人员自由提问和评论，最后由公司的老总回应。尽管是对具体案例的讨论，却得出了很多一般性的心得。这虽不能完全回答上述的问题，却至少将我们对并购活动的理解向前大大推进了一步。

一、企业作为一种商品

所谓并购（M&A），就是兼并（Merger）和收购（Acquisition）的简称，用通俗一点的话来说，就是购买企业。这意味着，企业本身被视为一种商品。80年代改革的一个重要成果，就是建立了较为成熟的产品市场，近年来并购浪潮的兴起或许意味着在90年代会形成一个买卖企业的市场。如果这是事实，从购买产品到购买企业，究竟发生了什么样的重大转变呢？

毫无疑问，可以被买卖的显然是一种商品。但企业这种商品与一般的商品有什么样的区别呢？在探寻区别之前，我们首先要清楚一般商品交易的性质是什么，为什么会发生商品交易？经济学一般假定，人与人之间存在着禀赋和偏好上的差异。对于同一种商品，不同的人会有不同的价值判断；生产这同一商品，不同的人也会付出不同的成本。这就构成了交易的基础。同一种商品，对其价值判断低（如50元）的人可以卖给价值判断高（如100元）的人，价格取其其中的任何一点（如75元）；或者生产成本低（如30元）的人可以卖给生产成本低（如60元）的人，价格取其

中的任何一点（如 45 元）；交易双方都会由交易而受益。更一般地说，只要存在禀赋和偏好上的差异，交易就会给人们带来好处。对企业的买卖也是如此。只不过对企业的价值判断不同于对一般商品的价值判断。对一般商品的价值判断是根据个人对商品消费的效用，而企业的效用不是消费的效用，而是其盈利能力。对同一个企业，不同的人、不同的企业家有着不同的价值判断，就意味着他们对企业的盈利能力有着不同的估计。然而问题是，对同一个企业、同一本财务报表，为什么会有不同的价值判断呢？与对一般商品的效用的判断不同，当我们说一个企业的盈利能力时，我们指的是预期的盈利能力。这反映不同的企业家对企业未来的判断。一般来说，一个想出售企业的企业家（这是一个较抽象的词，含有股东和经营者）对企业价值的判断是根据现有的盈利能力，因为这已经体现了他们的企业家能力了；而一个想购买企业的企业家则对该企业的盈利能力有着更乐观的判断。这种差异来源于企业家能力和禀赋的差异。其中可能包括现有企业资源的更好用途，产品的更大的市场，资产的更好的组合，企业制度的改造潜力，等等。当然这些都只是在预期当中，并购的结果也有可能是失败的，如同其它投资的失败一样。但并购活动本身终究是提供了一个使企业向企业家能力较强的企业家手中转移、使企业的盈利能力提高的机会。

二、产权与资产

对企业的盈利能力的判断，关键在于是要把企业看成是活的机构，而不是死的资产。如同珠海恒通集团公司的总裁张少杰所说，购买企业是买猪，而不是买猪肉。这中间的区别在于，是把企业看作是由物质组成的财产，还是把它看成是由人组成的运转着的组织；是不同生产要素的简单堆积，还是一个有机的整体？一个运转着的组织、一个有机的整体意味着，存在着一种资源与资

源、尤其是人与人之间的合作关系，如企业内部的组织结构、企业的销售网络或企业在公众心目中的商誉，等等。由于这种合作关系的存在，使得企业的价值要大大高于组成企业的资源个别价值的总和。这就涉及到对企业价值判断上的分歧。在珠海恒通接管了上海棱光以后，通过棱光董事会又去收购恒通旗下的电表公司，就发生了类似的分歧。我们将在后面详细讨论。

猪和猪肉的比喻是非常贴切的，与之相对应的经济学或财务学术语就是资产和产权。所谓资产（Assets），就是组成企业的个别资源，如机器、厂房、土地、专利、特许权和商誉等；所谓产权（Property rights），就是企业作为一个整体的全部或部分的权利。购买资产还是购买产权，是购买一般商品还是购买企业的又一个重大区别。更为形象的比喻是中华企业股份制咨询公司副总裁管维立先生对“猪与猪肉”比喻的进一步发展，即人与人的器官的比喻。尽管这一比喻过于残酷了一些，但确实比猪和猪肉更能说明问题。因为人是享有权利的。企业作为一个有机的整体和运转着的组织，是一个法人，它有着与自然人同等的民事权利。当我们购买一个企业的部分资产时，我们是在购买这个企业中的个别资源，与企业的权利无关；更准确地说，我们是从这个企业购买东西，而不是购买企业。这与购买这个企业的产品没有太大区别。当我们购买一个企业的产权时，情况就大不一样了。这时我们是把企业作为一个整体来购买。一个重要的标志是，我们不仅购买到了拥有企业的权利，而且购买到了企业拥有的权利。即我们获得了该企业本来就具有的法人权利。收购企业不仅可以拥有这样的权利，还可以消灭这样的权利。即取消被并购企业的法人资格，把其并入母企业。在这时，法人与自然人也有着重大区别。在今天的法律制度下，一个人或机构不可以购买一个人，并拥有或消灭他的权利，却可以购买一个法人，并拥有或消灭它的权利。

从财务学角度看，也许有一个解释资产和产权区别的简单方法。这就是资产负债表。在这张财务报表的中间有一道线，在其

左边是资产，右边是负债。这里的资产与我们上面所说的资产是一回事。它是指具体的资源，如机器、厂房……。而负债包括两部分，一部分是股东权益，一部分是债务。这恰是股东和债权人的权利，即产权。当然这是产权较宽意义上的说法。当我们从这个企业中购买比如说一万元的资产时，在资产负债表上表现为资产方这一特定资产（比如说是一台机器）的减少。在财务处理上有两种方式。一种是将出售资产的现金列入资产方，这时资产总额和负债总额都没有减少；一种是将这一现金偿还相应的债务，这时资产减少了一万元，同时负债也减少了一万元。这两种方式都会使资产负债表继续保持平衡。当我们购买了这个企业的一万元的股权或债权时，企业的资产负债表根本不发生变化，变化的只是股东或债权人的名字。但通过对企业产权、尤其是股权的拥有，我们拥有了整体的或部分的企业的法人权利。所谓部分的权利是指，当我们拥有企业的一部分股权时，我们可以通过企业的治理结构（Governance Structure），即股东大会和董事会的决策程序来影响企业行使它的法人权利，这同时意味着我们对企业的全部资产有着部分的支配权。

对资产和产权的区分，有助于我们对目前被统称为“并购”案例的理解。由于目前法律环境的限制，一些外资公司喜欢采用“合资”的方式来实现所谓的并购。一个经常出现的形式，就是中方企业将自己企业的一部分（通常是最有价值的一部分）拿出来作价作为投资，与外方共同创立一个新的公司，外方的投资一般是资金（多用于流动资金）、技术或市场渠道。这种形式的例子如香港恒胜国际集团与 A、B 企业（由于合资未成功，所以隐去真名）的合资，广西玉柴与高胜等几家外资公司的合资。这类类似于资源的交换。即用资金、技术和市场渠道去购买生产车间。有些时候，这一形式更为直观，即由外资公司出资金买下中方企业的一部分生产系统，然后由中方用获得的资金作为股本投入到合资公司中来。在这样的合资中，外资公司实际上是在购买中方企业

159860

资产，而不是产权，尽管这些资产是以几个生产车间、甚至是整个生产系统的形式出现。既然购买的是资产，就不可以获得该企业的法人权利，同时也不承担该企业的义务。所以当恒胜国际集团公司提出他们不就 A、B 企业的债务进行谈判时，他们是对的，因为 A、B 企业的债务与它们出售其部分资产的行为无关。

相反，如果购买的是产权，就要继承被并购企业的权利和义务。但有时，这样的意识并不很清晰。例如，当上海大江集团并购了茸城饲料厂后，取消了其法人地位，将其并入公司。这本属正常。但由于在我国目前的法律环境下，有些企业法人不仅具有法人的一般权利，还拥有某些特殊权利。如特定地区的乡镇企业有着在本地区的土地使用权，其它地区的企业法人没有权利购买本地区的土地使用权。这时，这一乡镇企业的法人权利就包括这一特殊的权利。当大江集团取消了茸城饲料厂的法人地位后，问题就出现了。正如中国政法大学的王卫国教授指出的那样，取消了茸城饲料厂的法人地位，同时就失去了它对土地使用的特定权利。由于土地使用权证不能转让，大江集团不能简单地继承茸城饲料厂的土地使用权。最好的办法是保留茸城饲料厂的法人地位。一个相反的例子是仪征化纤收购佛山化纤时的问题。在收购前，仪征化纤与佛山化纤的所有者佛山市政府就佛山化纤的债务分担达成了协议，由佛山市政府承担 20 亿元债务中的 7 亿，仪征化纤以承担其它 13 亿元债务的形式收购了佛山化纤的全部产权。尽管在谈判中转移了一部分债务，仪征化纤还是继承了被收购方的偿债义务。有人指责说，在分配债务时，仪征化纤和佛山市政府没有征求债权人，尤其是那些其对应债务仍由佛山市政府承担的债权人的意见，但既然债务分配是企业并购的条件，这种债务分配可以被视为是在企业产权转移之前就发生的事情，即佛山化纤和佛山市政府之间的分配，仪征化纤仍是继承了佛山化纤的全部债务。

三、为什么需要中介机构

企业与一般商品的第三个重要区别是，一般商品多是标准化地批量生产出来的，却没有任何两个企业是相同的。我们知道，只有存在着相当数量的相同的商品，才会形成市场中的竞争。通过竞争才会形成市场均衡价格。所谓市场均衡价格，就是经过很多人就一种商品讨价还价的结果。比如有十万台某一种型号的松下电视机投入了市场，并且没有制定任何价格。第一个购买者和销售商讨价还价达成了某一价格，这一价格便成了第二个购买者的参照；参照这一价格，第二个购买者作出某些修正，与销售商达成了新的价格。与第一个购买者相比，第二个购买者省事多了。第三个、第四个购买者也会照此行事。当购买者足够多时，已经完成的交易也足够多，使价格越来越多地包含着前人的经验和判断，包含着有关产品质量和成本的信息，这种价格就是市场均衡价格。一个市场中的新来者，无需自己再去搜集有关信息、并进行艰苦的讨价还价，简单地接受市场均衡价格就足够了。因为市场均衡价格包含了浓缩的信息，使他节约了大量的信息成本。反观购买企业的交易，由于一个企业不同于另一个企业，购买佛山化纤的价格，不能作为购买上海棱光国有股的参照；收购北旅法人股的价格，也不能作为收购福建耀华股份的参照。每一个企业产权交易，都是一次独特的交易，都需要为之专门搜集信息。因而与一般商品交易相比，企业的并购要付出更高的信息费用。

不仅如此，与一般商品相比，企业的物理边界要模糊得多，影响“质量”的因素也复杂得多。一台电视机的物理边界是很清楚的，但一个企业的物理边界就未必如此。公司总部大楼或工厂用地的围墙显然不是一个企业的物理边界。在全国乃至全世界的销售网络、在消费者心目中的商誉，也可以看作是企业的领地。至于企业的“质量”，应是指企业的盈利能力。不仅和企业的产品结

构有关，也企业的市场营销有关；不仅和企业的技术力量有关，也企业的组织制度有关；不仅和企业家的素质有关，也企业中通行的习惯有关。不对这些相关的信息进行把握，就不可能正确地判断企业的质量，也就不可以作出并购企业的正确决策。

最后，当我们购买一种一般商品时，我们除了是在购买拥有这个商品的权利外，我们还在购买这个商品的附带权利，最常见的，是耐用消费品的免费保修权。附带还是不附带这种权利，影响到商品的价格。同样，当购买一个企业的产权时，就意味着我们继承了该企业的现有的权利和义务，这些权利和义务对企业产权的定价有着重要的影响。一个权利会使企业产权升值，一个义务会使之贬值。但一个经营中的企业所附带的权利和义务，是一般的商品不可比拟的，以至不是一下子能够弄清楚的。从股东到债权人，从政府到消费者，从社区到供应商，甚至离开企业多年的退休职工、一次未了结的交通事故，都有可能存在着明示的或隐含的权利义务关系。尤其是各级政府的法规与政策，都可能对企业的权利义务有所增减。这些法规政策、这些权利义务关系也许是收购企业并不熟悉的。掌握这类信息，又大大增加了并购活动的信息成本。

任何一个想并购的企业，只要不是专门从事这一活动，就缺少对另一个企业的经营、管理、财务、法律和组织制度的信息收集和评估判断的经验，以至专门的人员与组织。这时，专门为并购服务的中介机构的存在，就起到了降低信息成本的作用。投资顾问公司、管理咨询公司、会计师事务所、律师事务所在对企业的经营管理绩效的估价，组织制度的判断，财务状况的审查，和法律上权利义务关系的清理等方面，有着专门的人才，规范的程序，特定的处理技术，以及长期的经验，因而能够以较低成本为并购企业提供服务，有效地促进了并购活动的展开。在仪征化纤并购佛山化纤时，双方共同委托华振毕马威会计师行对佛山化纤进行财务审计，委聘中华会计师事务所和香港西门估值有限公司

对之进行资产评估；对于了解被并购企业的财务状况、确定交易价格提供了准确的信息和有益的参考，不仅促成了交易的实现，而且对仪征化纤的接管提供了很好的基础工作。

除了能够降低信息成本以外，中介机构还有一个作用，就是提供中立的、公正的判断。交易双方都会有较强的主观倾向，这有可能阻碍交易的达成。这时，第三者的判断就有可能成为“客观的”、“权威的”的判断而为双方接受，最后导致交易的达成。另一类中介机构，如遍布全国各大城市的产权交易中心，其服务性质似乎就并不很强，但有更多的中立性和公正性。在很多市场经济发达的国家，企业间的产权交易是在无形市场中进行的，而我国存在的这种产权交易中心是有形市场。有人会问，这种产权交易中心对于企业并购有积极意义吗？实际上，上海产权交易中心的实践已部分回答了这一问题。自1993年开办以来，在该中心成交的产权交易已达720家，交易总额为200多亿元，且呈上升势头。一个原因，是它搜集有关产权交易意向和有关企业的信息，并向其会员和有关各方发布，显然起到了降低搜寻并购对象、了解其基本情况的费用。但这还不是它存在的主要原因。在我国目前这种自计划经济向市场经济过渡的体制下，产权交易有着与市场经济发达国家不同的地方。一是还没有一个规范产权交易的法律体系和商业规则；一是有大量的国有企业要进入产权交易。没有由政府保证和企业自律的交易秩序，交易就可能出现各种各样的问题，导致交易效率的下降以至交易的失败，更何况是企业产权交易这样复杂的交易。在这时，一个有形的市场会为产权交易创造一个小的法律和商业环境，使得过程复杂、易于发生纠纷的产权交易得以较顺利的进行。因此可以说，产权交易中心的一个重要职能，就是提供交易规则。同时，国有企业的产权交易有一个重要的问题，就是有可能出现代理人出卖所有者的情况。如果允许就国有企业的产权进行私下交易，国有企业的代理人就有可能暗中收受贿赂，从而压低其产权的价格。而私人企业就不存在这