

理论 与 实践 丛 书

姜 宁 / 著

企业并购重组 通论

——以中国实践为基础的探讨

对企业并购行为的研究可以从经济学和管理学两个不同的角度展开，针对并购整合的研究所涉及经济学科的已有成果，主要包括：现代企业理论（包括产权理论、契约理论和交易费用理论）、产业组织理论、资本市场理论等。针对并购整合的研究所涉及管理学科的已有成果主要有：公司战略与竞争力理论、企业组织结构与组织行为理论等。

南
京
大
学
长
江
三
角
洲
经
济
社
会
发
展
研
究
中



经济科学出版社

理论与 实践 丛书

姜 宁 / 著

企业并购重组 通论

——以中国实践为基础的探讨

对企业并购行为的研究可以从经济学和管理学两个不同的角度展开，针对并购整合的研究所涉及经济学科的已有成果，主要包括：现代企业理论（包括产权理论、契约理论和交易费用理论）、产业组织理论、资本市场理论等。针对并购整合的研究所涉及管理学科的已有成果主要有：公司战略与竞争力理论、企业组织结构与组织行为理论等。



经济科学出版社
Economic Science Press

南京
大学
长江
三角
洲
经
济
社
会
发
展
研
究
中
心

图书在版编目 (CIP) 数据

企业并购重组通论：以中国实践为基础的探讨 / 姜宁著.
—北京：经济科学出版社，2009. 12
ISBN 978 - 7 - 5058 - 8827 - 2

I. 企… II. 姜… III. 企业合并 - 研究 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 212838 号

责任编辑：沙超英
责任校对：张长松 韩 宇
技术编辑：董永亭

企业并购重组通论

——以中国实践为基础的探讨

姜 宁 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 21 印张 400000 字

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8827 - 2 定价：42. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前言

众多学者的历史考证表明，企业“并购重组”失败的概率要远大于成功的概率，这已是不争之结论。那么，为什么企业还会“乐此不疲”、“前赴后继”呢？

一般的解释是，在市场化运行的经济社会里，企业的竞争压力是巨大的，除了日常经营活动的努力之外，企业总是希望通过“并购重组”去化解生存之“压力”，实现发展之“宏图”。但在现实中，还有其他的原因和动机吗？

对“并购重组”，不同的角度有不同的解读。从比较专业的角度，可以分为三个层次，即宏观、产业（行业）、企业。从宏观经济运行的层面我们看到的是，市场这只“看不见的手”和政府这只“看得见的手”在不断地重新配置着“资本”要素。从产业（行业）层面我们看到的是，行业内的“生死拼杀”和行业间的“涨落兴衰”。从企业的层面，虽然是“成少败多”，但众商家还是“义无反顾”、“勇往直前”、“你方唱罢我登场”……并购市场的“苛刻与残酷”，在付出大量“惨败的成本”之后，也只是成就有限的几个“英雄企业”。真是“市场”如“战场”，“一将成名万骨枯”啊！

对“并购重组”，媒体的解读则是另一番景象。遍布社会的财经类媒体出于对读者需求的考虑，对并购重组的描述多是以“渲染”、“猎奇”的目光，津津乐道于“财务杠杆之绝技”、“资金调度之秘法”、“法律法规之巧用”，等等；或者是重点突出企业家独到之眼光、惊人之魄力，资本“骑士”之无比力量、高超财技，等等。

媒体的解读对社会的引领作用是显见的。当中国经济突破了体制的束缚，取得了令世人羡慕的长足发展之时，浮躁之气渐次扑来，……初尝市场经济“鲜果”的官员和媒体，怀着一颗青春躁动之心，不断地激励、推动着我们的企业，面向全中国、冲进世界500强！……我们看到的是，原本“小有成功”、“略有积累”的企业变得“不能自我”，带着几分“醉意和仙梦”，勇猛无比地“收购兼并”、“攻城略地”。结果是，多数也就落得个“各领风骚三五年”。

二

中国的实践，改革开放30年，企业重组20年，自有其独特的历史路径，与发达之市场经济比较，显然形成了自己的特点。就中国企业“并购重组”的表现，有专家形容之是“30年代的基础，60年代的手段，90年代的眼光”。仔细琢磨，不无道理。

以历史进程的角度考察，中国近20年的企业实践，在公司制度建设、公司治理及并购重组的实践方面，我们大约走过了发达的市场经济国家70%~80%的“路程”。从立法、执法领域的实际情况看，无论如何我们都应清醒地认识到，中国的经济、民众及国家体系，都还深处快速转型的社会形态之中。

转型社会的本质内容告诉我们，随着旧体制的打破，不同“群体”的“利弊得失”感受会差距很大，整个社会彷徨、恐惧、愤怒的情绪蔓延，兴奋、信任、合作的气氛渐少；特别是新体制的建立不够迅速、不够完善时，社会普遍的认同感、信赖感在下降，民众的不适应性、抵触性在高涨，……这些社会情绪的变化，在国有企业改制、并购重组的实践中，反映的尤为突出和激烈。2009年，发生在吉林省的“通钢事件”就是典型的案例。

我们还看到，中国的国有企业改制、重组的实践，在不同的地区、不同的背景下，方法差别之大，结果差别更大。这些在发达的市场经济国家，都是不可想象的。

这里反映的深层问题是什么呢？至少我们看到，整个社会的基础意识中，对“人本”、“资本”、“劳动”、“知识与技术”等观念的“转型”，其认知、认可程度还很不到位，在不同地区、不同行业之间，还是那样的不一致，那样的“模糊”！

在中国，企业并购重组的“游戏”只能算是刚刚起步，我们经历的是一个“从无到有”的初始阶段，绝不像发达的市场经济国家，已经有了一整套“游戏规则”（尽管也不完善），他们主要面对的是一个“成熟修缮”的阶段。因此，在中国的并购重组实践中，以欧美理论做指导，追求与国际接轨，那将是荒唐可

笑的！

中国并购重组的实践还提醒我们，转型社会的经验是有限的，一代人有一代人的经验，政府官员如此、企业家如此、人皆如此！抱住那所谓的“高人”、“高见”之经验，到头来，可能是来得快、去得也快，……在高速转型的社会里，不断学习，与时俱进，才是最重要的！

三

企业并购重组的成功要素，是“技术”？是“艺术”？或者还有“其他”？

面对“并购重组”，有企业家常向我抱怨，“无论成败，你们专家学者总是有理！”

想想也是，对于已经发生的故事，学者们说起“案例脉络”，那是言之凿凿；分析因果关系，也是头头是道；点评“个中奥秘”，更是娓娓道来。一句话，那叫“由不得你不信！”

再想想，对于将要操作之事件，学者们更是，洞察之未来，展宏才大略、定方针政策，就连具体方案也能“信口拈来”，……照此做去，成功了，那是大智大勇者双赢；失败了，也是“假设前提”不符，智者无错，“智慧”总是立于不败之地的；……错的只能是相信“勇者胜”的企业家，可怜见，无数企业就此一蹶不振了！

面对如此复杂多变的现实社会，作为学者，常常自惭，吾等在“侃侃而谈”地给企业贡献“智慧”时，是否如同马谡般的盲目自负？或者更是与那“江湖郎中”别无二样？

实践一再提醒我们，企业的并购重组，智者之技虽不可少，但毕竟属“雕虫小技”；成功之基石乃是企业自身之“功力”，这才是企业之“大技”。企业并购的成功，大可不必迷信什么“思想火花”、“独门暗器”……审时度势之后，成功与否，全在企业的“内功”，企业的“内在之功力”是真正的“秘技”、“必胜之技”。

所以，企业家应该牢记，并购重组成功之要素，“技术”是有的，“艺术”也是有的，但更重要的是企业的“内功”，即企业内在的“组织能力”。

四

无论是理论界还是实务界都有这样一个共识，完整的并购重组应该具有三个阶段，就是前期准备、谈判并最终形成定案、并购之后的整合。因此，本书内容

的初始安排涵盖了上述三个阶段。但后期的写作思考，使我渐渐产生了新的想法，就是放弃“并购之后的整合”部分，集中精力描述法律生效之前的两个阶段。其原因有二：

第一，现今的市场经济活动，法律关系的变更与生效，是经济关系变化的基石。所以，第二阶段的结束，是整个事件完成的标志性时点。并购重组的专门工作机构，包括外部的专业服务机构，还有企业内部的工作小组，也都是以此时点作为工作的结束点。

第二，虽然从企业运营的角度，“并购之后的整合”是必不可少的，它将最后决定企业此项并购的真正成功。但从工作的实际内容来看，“并购之后的整合”主要涉及的是“企业管理”的内部关系，而并购的“前期准备”、“谈判并最终形成定案”两个阶段，主要涉及的是经济与法律等外部关系，工作性质有着很大的差别。

最后，我需要强调，“并购之后的整合”未列入本书的内容，绝不是它不重要。事实上，依有着大量实际经验的专家估计，一个成功的并购，其整合的工作量要占到全部工作量的40%。本书只是基于内容划分的考虑，才作出如此的安排。

目

录

Contents

第一部分 概况、历史及相关理论

第1章 企业并购概述与历史 / 3

第1节 概述及分类 / 3

第2节 企业并购简史 / 9

第2章 企业并购的现状 / 32

第1节 国际并购现状 / 32

第2节 国内并购现状 / 39

第3章 企业并购相关理论简述 / 49

第1节 并购研究中的相关经济学理论 / 49

第2节 并购研究中的相关管理理论 / 58

第二部分 动机、手段及其综合

第4章 企业并购的动机 / 97

第1节 企业扩张性战略动机 / 97

第2节 企业常规性、防御性动机 / 102

第3节 企业并购中的其他动机 / 105

第5章 企业并购的基本手段 / 108

第1节 收购 / 108

第2节 兼并与合并 / 117

第3节 重组与剥离 / 123

第6章 并购中的公司价值评估 / 130

第1节 并购价值概述 / 130

第2节 企业并购中主要评估方法 / 135

第3节 收益法中主要参数的确定 / 139

第4节 价值调整与确定 / 158

第7章 信托与公司并购 / 164

第1节 信托收购概述 / 164

第2节 信托收购的操作 / 165

第3节 信托与管理层收购 / 168

第4节 私募股权投资基金 / 171

第8章 公司并购中的反并购策略 / 188

第1节 公司反并购概述 / 188

第2节 反并购策略手段 / 189

第3节 中国公司的反并购实践 / 196

第三部分 设计、实施与再实践

第9章 并购方案准备与设计 / 203

第1节 前期准备 / 203

第2节	方案设计中的程序与方式	/ 215
第3节	方案设计中的其他重要方面	/ 227
第10章	并购执行方案与实施	/ 247
第1节	执行方案的操作内容	/ 247
第2节	并购的执行程序与文件	/ 251
第3节	兼并中需关注的其他问题	/ 261
第11章	国有企业改革与重组	/ 273
第1节	国有企业改革的历程回顾	/ 273
第2节	国有企业改制的模式	/ 278
第3节	国有企业改制与管理层收购	/ 288
第12章	破产重组	/ 302
第1节	企业破产的界定与适用	/ 303
第2节	破产企业的重整	/ 305
第3节	重整计划决策与法律程序	/ 315
	参考书目	/ 321
	后记	/ 324

第一部分

概况、历史及 相关理论

第 1 章

企业并购概述与历史

第1节 概述及分类

一、企业并购概述

(一) 并购的基本概念

一般认为，企业的并购包含两大类行为：一是股权与资产的收购；二是兼并与合并。现实中的具体并购活动，往往是同时包含上述两类行为的。

中国的公司法将我们习惯使用的“兼并”、“合并”概念统一定义为“合并”（见1993年12月通过，2005年10月修订的《中华人民共和国公司法》），并进一步将“公司合并”分解为“吸收合并”、“新设合并”两种形式（《公司法》第一百七十三条）。根据我国《公司法》的定义，“吸收合并”、“新设合并”就是我们习惯使用的“兼并”、“合并”概念。

(二) 狭义并购与广义并购

一般认为并购的含义有狭义、广义之分。

狭义并购。狭义的并购是指一企业通过股权的变动，将其他企业纳入自己的控制范围。企业通过并购其他企业，达到扩大市场占有率、扩大产品系列、进入其他行业等目的；甚至通过整合、分割再出售相关的股权、资产直至整个企业，以达到获取利益的目的。

广义并购。广义的企业并购除了包括狭义的企业并购外，还包括任何企业经

营权的转移活动（无论形式上或实质上）。例如某企业集团下属公司的重组，其特点在于企业集团本身并无扩张，企业实际控制权亦未改变，仅仅是企业组织结构上的重新安排，如将相互持股改为控股公司、将子公司转变为分公司等。目的可能是为了梳理管理体系，也可能是为了减轻赋税或其他法律关系方面的原因。此种并购中，企业集团对资产、业务等经济活动的控制范围没有发生任何变化，只是组织形式发生了“重组”。

本书所讨论的并购是狭义的并购，即以发生了控制权变化的股权及资产的购买、企业间的兼并与合并。

从案例统计方面看，广义并购包括狭义并购。但从活动内容来看，狭义并购又包括广义并购。在狭义并购的实际工作中，一方面，为获得更大范围的控制权，需要考虑收购股权、资产，或是对兼并、合并的方案进行选择与安排；另一方面，为了更有效地组织经营活动，需要对更大范围的资产、业务等进行“重组”安排。所以，完整的狭义并购内容的讨论包括广义并购的内容。

（三）收购方与被收购方

在现实的经济活动中，无论并购采取股权、资产购买或兼并、合并等任何形式，凡是意图参与其他企业的营运甚至取得其他企业控制权的一方，我们均习惯称之为收购方或收购公司，而另一方则称为被收购方、被收购公司或目标公司。

二、企业并购的分类

（一）按行业关系分类

从行业相互关系的角度，公司并购可分为横向并购、纵向并购及混合并购。

1. 横向并购

横向并购是指商业上竞争对手之间的并购。横向并购主要在两类企业间展开：一是生产同类商品的厂商之间；二是同一市场领域出售相互竞争商品的分销商之间。

横向并购的结果是资本在同一生产、销售领域或部门的集中，优势企业并购劣势企业，可以扩大生产规模以达到新技术条件下的最佳经济规模。但事实上，企业可以通过并购达到一系列目的，如减少竞争对手、扩大市场份额、增加垄断实力及形成规模效应等。

横向并购形式一般流行于行业发展的成长阶段。以美国为例，19世纪末及21世纪初的钢铁、煤炭、铁路、石油化工等行业，20世纪末的电子信息、传媒服务等行业，市场的发展要求企业提供更大规模产品和服务，但行业的进入者增

多,竞争日趋激烈,致使同行业企业逐步展开相互兼并,从而把以横向兼并为主要特色的并购运动推向了高潮。

横向并购的基本前提是收购方需要并且有能力扩大自己产品的生产和销售,并购双方的产品及产品的生产和销售有相同或相似之处。由于这种并购(尤其大型企业的并购)容易破坏竞争形成高度垄断的局面,许多国家都密切关注并严格限制此类兼并的发生。例如1914年的美国《克莱顿法案》(Clayton Act),1984年美国司法部的《并购指导原则》(The Merger Guidelines of the Department of Justice),其对横向并购的管制,都体现了市场化经济反垄断的立法精神。

2. 纵向并购

纵向并购是指企业与其供应商或客户之间的并购。一般的情况是,优势企业并购那些与自身有紧密的投入产出关系的企业,以此形成纵向生产、销售的一体化。本质上讲,纵向并购是处于同类产品产业链不同阶段的企业间的并购,并购双方往往是原材料供应者和产成品购买者,彼此比较熟悉,并购后的相互融合状况相对较好。

从兼并方向来看,纵向并购又分前向并购、后向并购。前向并购是指面向生产流程上一阶段企业的并购,如加工、装配的企业并购生产原材料和零部件的企业;后向并购是指面向生产流程下一阶段企业的并购,如生产企业并购销售商。

一般地说,纵向并购主要集中于加工制造业及与其相关的原材料、运输、贸易公司等,在发达的市场经济国家的公司发展史上,纵向并购占有重要的地位。虽然有关反垄断法律法规同样适用于纵向并购,但其司法实践却鲜有起诉纵向并购的案例。

3. 混合并购

混合并购是指既不是竞争对手,也不存在供应商和客户关系(现实的或潜在的)的企业间并购。混合并购一般有三种类型:一是,产品扩张型的并购,它是相关产品市场上企业间的并购;二是,市场扩张型的并购,它是企业为扩大其竞争区域,对其尚未渗透的地区生产、销售同类产品的企业进行的并购;三是,纯粹的混合并购,它是那些生产和经营毫无联系的产品或服务的若干企业间的并购。

混合并购的主要目的在于减少长期经营一个行业所带来的风险。同时,在现代科技进步的条件下,一种原材料可以应用于不同行业、不同产品,一个行业的副产品乃至废品可以是另一行业产品的原材料,充分利用原材料亦成为混合并购的一个原因。

从发展战略的角度,企业为回避单一行业的经营风险进行混合并购,由此形成了企业的多角化经营战略,这种经营战略是一些跨国企业特别重视的全球发展战略。按照多角化经营战略,跨国公司或采取合资形式,或采取兼并方式,向本

企业的非主导行业投资或开辟新的业务部门，以便减少经营局限性、分散投资风险以及扩大企业知名度。与横向并购和纵向并购相比，这种并购形式因与目标公司没有直接的业务关系，其并购目的往往较为隐蔽，有可能降低并购成本。与纵向并购类似，混合并购也被认为不容易产生限制竞争、构成垄断的局面，因此，混合并购也不是各国反垄断的打击对象。

在跨国企业盛行的今天，混合并购已成为这些庞然大物并购其他企业的一种非常重要的形式。在未来的企业兼并浪潮中，这种并购仍将占据相当重要的地位。

（二）按市场交易行为分类

1. 直接并购与间接并购

直接并购也称直接收购，它是指收购方直接向目标公司及其股东提出并购要求，双方通过一定程序进行磋商，共同商定完成收购的各项条件，进而在协议条件下达到并购目的的并购行为。

通常直接并购中的收购方和被收购方会就以下内容达成一致意见：一是，收购后目标公司的名称、住所；二是，目标公司拟向本公司股东会提交的重组或解散的方案；三是，目标公司的股份或财产转换为现金、证券和其他财产形式的条件；四是，目标公司新的财务控制体系方案；五是，目标公司债务安排方案；六是，收购方有关股东权利的安排；七是，有关目标公司的员工安排计划；八是，并购合同的生效时间。鉴于直接并购需要目标公司的配合，在目标公司对并购持反对态度的情况下，并购是不可能成功的，故直接并购又称为协议收购。

间接并购也称间接收购，它是指收购方并不直接向目标公司提出并购要求，而是通过收购目标公司控制股东或若干股东的方式，达到控制该目标公司目的的并购行为。

此种并购一般不需要征得目标公司管理层的意见，但也因此极有可能引起目标公司管理团队的对抗。

2. 善意并购与敌意并购

善意并购也称善意收购，它是指目标公司及其股东同意收购方提出的收购条件并承诺给予协助，进而完成的并购行为。

一般地说，善意并购的双方高层通过协商来决定并购的具体安排，如收购方式（以现金、股票、债券等）、收购价位、人事安排、资产处置等。由于当事双方均有实现并购的意愿，经过较长的谈判协商过程，双方已有比较充分的磨合，故此类收购成功率较高。

敌意并购也称敌意收购，它是指收购方在目标公司股东或管理层对其收购意

图尚不知晓或持反对态度的情况下，对目标公司强行进行收购的行为。

在此种并购中，收购公司往往采取突然的收购手段，提出苛刻的并购条件而使目标公司不能接受，目标公司在得知收购公司的收购意图后可能采取一系列反收购措施，如诉诸反垄断法、发行新股以分散股权、回购本公司已发行在外的股份等。同样，收购公司也会采取一系列手段强行完成并购，常用的手段：一是，迅速融资（如发行垃圾债券）；二是，公开收购要约；三是，征集目标公司股东的投票委托书等。

3. 强制并购与自由并购

强制并购是指由于法律规范的要求，收购方必须履行一定义务的收购行为。具体地说，当收购方持有被收购方股份达到一定比例时，收购方负有对目标公司所有股东发出收购要约，以特定出价购买股东持有的目标公司股份的强制性义务。如对内地的上市公司，《中华人民共和国证券法》、中国证监会《上市公司收购管理办法》等对公司强制并购有明确的规定；对香港地区的公司也有《公司收购及合并守则》关于“强制要约”的明确规定。

自由并购是指在法律法规有强制并购规定的国家和地区，收购方在法定的持股比例之下收购目标公司的行为。当然，在法律未规定强制并购的国家和地区，收购公司可以自由决定收购目标公司任一比例的持股权（但需满足法律有关报告、公告、收购期、如实陈述等方面的要求）。

4. 要约收购与非要约收购

要约收购是指收购方公开向目标公司股东发出要约，并承诺以某一确定的价格购买一定比例或数量目标公司股份的收购行为。

一般地说，收购方公司采取此种并购方式，是企图取得或强化对目标公司的控制权，而在证券市场之外公开以特定价格收购目标公司股东握有的股票。由于公开收购要约是收购方公司和目标公司股东间的直接交易，所以股东是否允诺出售股票完全取决于股东自身的判断。

在现实的要约收购中，收购要约的出价高于目标公司股票的市场价格才具有吸引力，否则目标公司股东可以在公开市场上出售股票而不必卖给收购方公司。尽管市场的价值规律会在公开的要约收购中发挥决定性作用，但目标公司管理层是否同意，仍可能影响要约收购的成败。

非要约收购是指不构成公开收购要约的并购活动。例如，收购方与目标公司的部分股东场外协商，购买目标公司股份；收购方在正式提出公开收购要约之前，在公开市场中收购目标公司的股份；在他人向目标公司股东提出公开收购要约时，收购方在公开市场中收购目标公司的股份。