



丛书主编 天亮

中国企业资本市场运作

系列教程

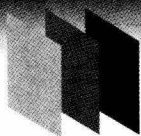
并购重组运作

Binggou Chongzu Yunzuo

主编 银国宏 副主编 胡宇



中国金融出版社



丛书主编 天亮

中国企业资本市场运作

系列教程

并购重组运作

Bingou · Chongzu Yunzuo

主编 银国宏 副主编 胡宇



责任编辑：张哲强 马 杰
责任校对：刘 明
责任印制：毛春明

图书在版编目 (CIP) 数据

并购重组运作 (Bingou Chongzu Yunzuo) / 银国宏主编. —北京: 中国金融出版社, 2011. 4

(中国企业资本市场运作系列教程)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5514 - 2

I. ①并… II. ①银… III. ①企业合并—中国—教材 ②企业管理—资产重组—中国—教材 IV. ①F279. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 093590 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京航天伟业印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 15.75

字数 276 千

版次 2011 年 4 月第 1 版

印次 2011 年 4 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5514 - 2/F. 5074

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

推进金融体制改革，发展各类金融市场，形成多种所有制和多种经营形式、结构合理、功能完善、高效安全的现代金融体系。提高银行业、证券业、保险业竞争力。优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重。加强和改进金融监管，防范和化解金融风险。

胡锦涛

丛书主编前言

罗素把陈述分为两类,一类是涉及思想本身的陈述,一类则不是。只有后一陈述才是完整的有确定真值的。在后者,思想与现实是分离的,即思想并不影响现实(如自然科学领域),只有这样表达思想的陈述才有可能正确地刻画现实,并可能通过现实得到验证。逻辑实证主义进一步发展罗素的观点,认为无法用事实或自身逻辑形式判断真伪的第一类陈述是没有意义的,科学的陈述应该具有可证伪性。

索罗斯把事件与(参与事件的人的)思想的相互影响及这种影响的相互助长称为反射性,反射性在社会领域是普遍存在的规律,这就是他的反射性理论,并认为反射性在金融市场上表现得特别充分,从而得出金融市场内在不可测性的观点。

索罗斯试图用他的反射性理论来推翻上述逻辑实证主义的结论,认为那些不能明确无误地判别真伪的陈述并非没有意义,而在社会领域更有意义。根据反射性理论,绝大多数政治观点和很多的社会理论,不在于对错,只取决于是否被人们相信。中世纪的术士念咒炼金是骗人的把戏,但在政治社会领域,特别在金融领域,由于反射性的存在,却完全能够“点石成金”。

索罗斯认为可错性概念是由反射性概念导致的又一个概念,也就是说,思维与事物或实际状态是不一致的,正如笛卡尔所言“我是我试图理解的世界的一部分,因此我的理解是内在不完备的”。我们永远也不知道现实究竟是个什么样子。因此任何人们根据自身理解而构造出来的经济社会机制都是有缺陷的,我们永远也达不到完美和永恒,只有死亡是永恒的。

但是,不完美的东西可以得到改善,承认缺陷将促使我们努力学习,提高理解力。承认我们的可错性,并建立一个纠错机制,就可以打开批判性思维的大门,就没有什么东西能够限制我们的理解力无限发展的空间。

同样,金融体制本身也是一个不可能完美的设计。而在我国推动资本市场的发展就更应该有一个开放性的心态与思维,这是一个不断试错的过程。近年来,我国资本市场在总体规模上得到了极大的发展,在品种结构上得到了较大的丰富,在制度建设上也取得了很大的成就。资本市场作为企业直接融

资的平台其重要意义日益显现,为企业的成长与发展发挥着日益重要的作用。但是,我国资本市场建立的时间毕竟较短,仍具有很大的发展空间。增加对资本市场的理解很有意义,并且在这里我们的理解力可以有无限发展的空间。

现阶段,我国的融资结构依然是以间接融资为主,各市场参与主体对资本市场直接融资机制的了解仍然十分有限。目前,图书市场上有很多介绍资本市场的书籍,但很多主要是介绍国外资本市场的,特别是大部分的教科书直接就是完全照搬国外的教材,而对对中国资本市场实际运作情况介绍的书籍并不多见。也有不少介绍中国市场的书籍,但大多是从投资者的角度来介绍投资品种及如何操盘投资的。而从企业的角度来介绍企业如何在资本市场进行运作的书籍则并不多见。有些供有关从业人员阅读的书籍则又显得相对空泛,不够深入具体,也就难以从中了解到实际上究竟是如何运作的。相对其他市场而言,资本市场是最复杂的市场,具有较高的专业性,如果只是泛泛而谈的话,恐怕是难以满足广大读者的需要的。

基于以上考虑,我们组织有关人员,特别是一些直接从事市场运作的,有较丰富实际经验的专家来编写本丛书。本丛书并不覆盖整个资本市场的内容,而是从企业的角度,特别是中国企业的角度来看,企业应如何通过资本市场的运作而不断成长与发展壮大。为此,我们确定了八个选题形成本丛书的八部书,包括《公司治理概论》、《私募股权融资》、《股票发行上市》、《债券融资操作》、《境外上市实务》、《并购重组运作》、《股权激励机制》、《套期保值策略》。并将与上述内容相对应的有关主要的法律法规汇总成《企业资本市场运作法律法规新编》一书,以供读者参考。

本丛书读者主要是企业的各级高管人员,有关从业的律师与财会人员,投资银行业务人员,政府经济管理干部。本丛书也可供各种相关培训班采用及作为大专院校相关专业参考教程。对希望尽快了解中国资本市场的外国人士来说,阅读本丛书也是一个很好的选择。本丛书是一套普及资本市场知识的读物,是一套增加对我国资本市场理解力的教材。

目前我国资本市场发展变化较快,政策制度、法律法规也在不断地完善与变化,但我国资本市场的基本结构已经建立,因此,相关法律法规的调整与改进对本丛中涉及的主要内容在一定时期也不会有太多实质性的影响。一定时期内通过本丛书了解中国企业资本市场运作仍然是有很大帮助的。读者有了本丛书的基础知识后,也就更容易跟踪与理解有关法规政策的调整与变化,另外本丛书也将根据市场的发展变化而不断修订再版。由于本丛书作者都是在繁忙的工作之余抽出时间来进行写作的,错漏之处在所难免,诚望读者批评指正,以便再版时修订(huangm653@sina.com)。

受中国金融出版社委托,由天亮研究员对丛书进行总编,负责丛书的总体设计与策划,对各书主要内容进行统一协调,并组织国内专业人士分别担任每本书的主编。各书实行主编负责制与权责利对称的激励机制。

最后,对参与本丛书写作的所有人员与中国金融出版社的编辑人员所付出的辛勤劳动表示衷心的感谢!

天 亮

2011年2月1日

前 言

并购重组是证券市场永恒的话题,在我本人经历的13年A股市场职业经历中,见识了形形色色的并购重组,既有ST类公司经过资产重组后脱胎换骨,也有优质公司通过兼并扩张实现规模跨越式增长,特别是在股权分置改革之后,A股市场的并购重组呈现出了新的特征,资产注入成为新的主题,以上市公司为平台整合资产成为并购重组的基本指导思想。正是因为多年来对A股市场各种并购重组的持续关注,也因为股权分置改革带来的并购重组新特点,才会市场已经有了很多公司并购重组类书籍的基础上,仍然以此为内容编写一本包含作者对并购重组理解的书。

由于市场上同类书籍众多,以并购重组为内容的编写工作面临很多难题。为了做到差异化,我们编写组在内容设计和章节安排方面煞费苦心。历经半年时间,编写组利用繁忙工作的空闲时间终于完稿,编写过程中我们主要围绕以下几个特征进行了安排和设计:

第一,突出实践经验的总结,淡化理论探讨,并购重组的理论探讨在本书的内容安排上几乎没有太多笔墨,即使是关于并购动因的分析也是充分结合实践经验的总结来展开的;第二,对并购重组的基本模式进行了案例式总结,特别对股权分置改革后出现的央企重组进行了全面分析,对于当前以上市公司为平台的并购重组具有很强的实践指导意义;第三,对于并购实务中可能遇到的融资问题进行了专门介绍,特别是并购贷款在我国开始启动后的最新情况进行了专门分析和介绍,为解决我国并购融资难题进行了实践上的探讨;第四,对我国以上市公司为主体的并购重组法律体系和框架进行了全面总结和梳理;第五,全书的内容安排覆盖了从并购动因到并购整合的全部并购流程,实践中的经验总结贯穿了从并购策划到实施再到完成的全过程,希望能够为从事并购重组的实务工作者提供一个全程化的指导。

最后我来介绍一下本书编写组的工作人员,他们全部来自于专业从事并购重组实务工作或长期从事并购重组研究的机构。本书由东兴证券研究所所长银国宏牵头完成全书的总体设计和最后审阅定稿,并完成了本书第五章、第七章和附录的编写工作,中国农业银行投资银行部胡宇完成了本书最大比例的编写工作,分别是第二章、第六章和第八章,此外东兴证券投资银行部孙世

俊(第三章和第四章)、中国农业银行投资银行部毛科君(第一章)参加了本书相关章节的编写工作。在此一并对全体编著人员的辛勤工作表示感谢。

银国宏

二〇〇九年八月

目 录

第一章 公司并购重组概述	1
第一节 公司并购重组的基本概念	1
第二节 国外并购重组的历史与最新趋势	7
第三节 中国并购重组的新发展	14
第二章 公司并购重组的动因与效果评价	31
第一节 公司并购重组的动因	31
第二节 公司并购重组效果评价	48
第三章 中国并购重组的法律和监管框架	56
第一节 并购重组法律体系的演变	56
第二节 上市公司并购和重大资产重组的相关法律框架	58
第三节 国有控股公司并购的相关法律框架	66
第四节 外资并购的相关法律框架	70
第四章 公司并购重组的基本程序	73
第一节 并购战略的制定	73
第二节 并购中介的选聘	76
第三节 并购目标的选择	79
第四节 并购方式的选择	82
第五节 并购信息的披露	86
第六节 并购效应的跟踪与评价	90
第五章 公司并购重组的基本模式	92
第一节 并购重组的基本模式	92
第二节 并购重组的交易方式	106
第三节 并购交易模式选择中的其他问题	116

第六章 并购融资工具	120
第一节 并购融资概述	120
第二节 并购融资工具介绍	125
第三节 管理层收购中的融资	138
第七章 并购重组中的定价分析	145
第一节 并购重组定价的基本前提	145
第二节 并购重组的基本定价方法	158
第三节 并购特殊资产的定价方法	169
第八章 并购重组后的整合	175
第一节 并购整合的基本原则和模式	175
第二节 并购后的资产整合	179
第三节 并购后的组织体系整合	184
第四节 并购后的财务整合	189
第五节 并购后的文化整合	196
附录1 2000—2008年国内十大并购事件	203
附录2 2001—2004年全球十大并购事件	229
参考文献	237

第一章 公司并购重组概述

公司并购重组的历史可谓源远流长，从企业这种经济生活中的组织形式出现以后，并购重组就开始酝酿和产生。但纵观整个并购重组的演变和发展过程，可以肯定并购重组的盛行是与一些特定的经济发展阶段密切相关的，例如一个经济发展阶段主流产业的诞生与成长，一个国家经济实力增长过程中的企业发展与扩张。特别是资本市场的建立，为并购重组的发展提供了良好的交易场所、多样化的交易工具，进一步推动了并购重组的发展，也使得并购重组成为资本市场永恒的主题。因此我们将并购重组的基本概念和发展历程作为本书的起点。

第一节 公司并购重组的基本概念

随着并购重组的发展，并购重组的内涵也在不断丰富，并购重组的方式也在不断推陈出新，厘清相关定义、程序以及类型是理解并购重组的基础和前提。

一、并购的定义和类型

并购是合并（Merger）与收购（Acquisition）的合称，可简称为“M&A”。其中，合并是指两家以上的公司依据契约及法律规定的程序和条件，共同组成一个公司的行为。公司合并包括吸收合并和新设合并两种形式。新设合并是指两个或两个以上的公司以消灭各自的法人资格为前提而合并组成一个公司的行为，其合并结果是原有公司的法人资格均告消灭。吸收合并，又称为兼并，是指通过一个或一个以上的公司并入另一个公司的方式而进行公司合并的行为，并入的公司解散、法人资格消失，接受合并的公司继续存在。吸收合并通常由一家占优势的公司合并一家或更多的公司。

收购是指一家公司通过购买某目标公司的部分或全部股份，以控制该目

标公司的行为。从收购的结果看，收购包括：(1) 控股式，指收购公司通过购买目标公司一定的股份而成为目标公司最大的股东，从而控制该目标公司的方式。(2) 购买式，指收购公司通过购买目标公司的全部股份而使之成为其所附属的全资子公司，从而使收购后对目标公司享有支配权的方式。(3) 吸收式，指收购公司通过将目标公司的净资产或股份作为股金投入收购公司而使目标公司成为收购公司的一个股东的方式。

有关并购类型请参见图 1-1。

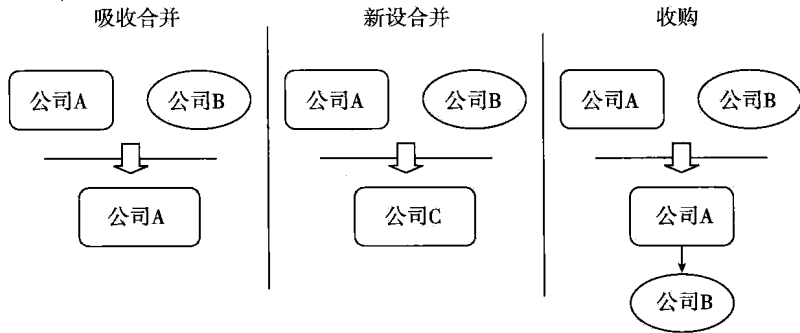


图 1-1 并购类型的图示

从法律上讲，合并是指通过转移公司所有权，将一个或多个公司的全部资产与责任都转移为另一公司所有，作为结果，资产与责任都予以转让的公司不需经过清算即不复存在，而接受该公司全部资产与责任的另一公司仍然完全以公司自身名义继续运行。收购则是指一个公司通过购买另一公司的股票或股份等方式，取得该公司的控制权或管理权，被收购公司仍然存续而不必消灭。合并与收购作为不同形式的资本运营方式，各自又有不同的特点，具体而言，它们之间的区别表现在：

1. 参与各方法人资格的存续情况不同

合并中，参与新设合并的公司或被兼并公司将丧失原有的法人资格；而收购中，被收购公司作为经济实体仍然存在，被收购方仍具有法人资格，收购方只是通过控股掌握了该公司的部分所有权和经营决策权。

2. 对债务的处置要求不同

新设合并中新组建的企业形成后，参与企业的原法人资格全部消失，所以原有企业的债务一并归于合并后的企业。在吸收合并（兼并）的各种形式中，承担债务式兼并（以资产与债务等价为前提）中的兼并企业将被兼并企业的债务及整体资产一并吸收，以承担被兼并企业的债务来实现兼并；购买式兼并中兼并方在完成兼并的同时，需对其债务进行清偿；吸收股份式兼并中被兼并方所有人将企业的净资产作为股本，成为兼并方的一个股东，而与

兼并方共担债务。而收购中，兼并企业作为被兼并企业的新股东，对被兼并企业的原债务不负连带责任，其风险责任仅以控股出资的股本为限。

3. 收购与合并对债权人担负的义务不同

合并有保护债权人的程序和义务。当公司决定合并时，应立即编制资产负债表及财产目录，以明确其财产状况，提供给债权人查阅；同时，合并决议必须征询债权人的意见，如债权人在一定期限内未提出异议，则合并可获得通过。收购行为则不涉及上述事项。

4. 在收购股权及资产方面，签订合约的对象虽然分别是股东和公司，但都只计算被收购企业或资产的价值。但在合并中，合并参与者若为股份公司，一般将通过股权交易，使原公司股东改持存续公司或新设立公司的股票。这里需要先计算出合并各方的价值，经双方认同再计算出交换比率，然后才能进行合并。

收购与合并的共同点在于，它们都是企业在谋求自身发展中所采取的外部扩张战略。通过这种外部扩张战略，企业可增强竞争能力，不断改善经营管理和提高经济效益。

在实际运作中，合并与收购的联系远超过其区别，所以合并与收购常作为同义词一起使用，统称为“购并”或“并购”，泛指在市场机制作用下企业为了获得其他企业的控制权而进行的财产所有权或公司股权的交易活动。本书所提及的“并购”正是采取了这样一种统称的概念和内涵。

二、企业重组的定义和类型

企业重组是指企业内部或企业之间在资产、负债或所有者权益诸项目之间的调整，从而达到资源有效配置的交易行为。重组一般会引起资产、资本以及管理策略的改变。

根据重组的范围，企业重组可以分为内部重组和外部重组。内部重组是指企业（或资产所有者）将其内部资产、负债或所有者权益优化组合，并进行重新调整和配置，仅是企业内部管理机制和资产配置发生变化，资产的所有权不发生转移，属于企业内部经营和管理行为，不与他人产生任何法律关系上的权利义务关系。外部重组是企业或企业之间通过资产、负债或所有者权益的买卖（收购、兼并）、互换等形式，剥离不良资产、配置优良资产，使现有资产的效益得以充分发挥。

根据重组战略的目的差异，企业重组可以分为扩张型重组和调整型重组。扩张型重组通常指扩大公司经营规模和资产规模的重组行为，调整型公司重组仅仅是公司存量资产、负债或所有者权益的优化，包括不改变控制权

的股权置换、股权—资产置换，不改变公司资产规模的资产置换以及缩小公司规模资产出售、公司分立、资产配负债剥离等。

根据重组对象的不同，企业重组又可分为对企业资产的重组、对企业负债的重组和企业股权的重组，如图 1-2 所示。资产和债务的重组又往往与企业股权的重组相关联。

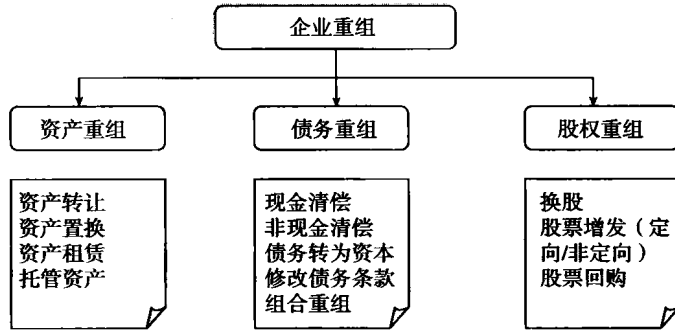


图 1-2 企业重组的类型

对企业资产的重组包括资产转让、资产置换、资产租赁或托管资产等形式。其中，资产转让是指企业转让本企业的或者受让另一企业的部分或全部资产（包括商誉、经营业务及清算资产）。企业转让、受让资产不影响转让、受让双方企业的存续性。

资产置换是指公司在重组中为使资产处于最佳配置状态或出于其他目的对其资产进行交换。资产置换在我国上市公司中运用比较普遍，在上市公司出售或收购资产的各种重组中，不涉及现金流动的资产置换重组已经成为上市公司重组的主流形式。其中，又以非货币性资产换取股权最为常见，即企业以经营活动中使用的部分固定资产、无形资产、存货等非货币性资产对外投资，换取被投资单位的股权（股票或股份）。资产置换既可以是部分置换，也可以是整体置换，后者是指一家企业以其经营活动的全部或其独立核算的分支机构与另一家企业经营活动的全部或其独立核算的分支机构进行整体交换，资产置换的双方企业都不解散。

资产租赁，是指在约定的期间内，出租人将资产使用权让与承租人以获取租金的行为。资产租赁一般存在于以下两种情形：一是重组公司没有找到一种合适的方式将被重组公司的资产剥离出来，只好暂时采用租赁的方式，因而能增加被重组公司的现金流；二是被重组公司暂时没有能力获得重组方的优质资产，只好先租赁使用。资产租赁的主要特征是在租赁期内转移资产的使用权、而非资产的所有权，而且这种转移是有偿的，以支付租金为代价。

债务重组主要指对企业负债的重组。根据债务重组的参与方不同，又可分为企业与银行之间和企业与非银行债权人之间进行的债务重组，具体的重组方式包括：

(1) 以低于债务账面价值的现金清偿债务。现金主要是指货币资金，即库存现金、银行存款和其他货币资金。例如债务人累计欠债权人 100 万元债务，在债务重组时，债权人同意债务人偿还 80 万元，余款不再偿还，表明债权人同意债务人以低于债务账面 100 万元的现金清偿债务。

(2) 以非现金资产清偿债务。债务人用于偿债的资产主要包括存货、短期投资、固定资产、长期投资、无形资产等。例如，以固定资产清偿债务，则债权人收到的不是现金，而是固定资产。

(3) 债务转为资本。它是指债务人将债务转为资本，同时债权人将债权转为股权。值得注意的是，以债务转为资本用于清偿债务，在法律上有一定限制。例如，按照我国《公司法》的规定，公司发行新股必须具备一定的条件。因此，股份制企业只有在满足国家规定条件的情况下，才能采用该方式进行债务重组。

(4) 修改其他债务条件，是指以现金、非现金资产、债务转为资本之外的其他方式进行的债务重组，如延长债务偿还期限、同意延长债务偿还期限但要加收利息、同意延长债务偿还期限并减少债务本金或债务利息等。

(5) 混合重组，是指采用以上两种或两种以上的方法组合清偿债务的重组形式。例如，以转让非现金资产清偿某项债务的一部分，对另一部分债务则通过修改其他债务条件进行债务重组。再如，以转让非现金资产、债务转为资本等方式的组合清偿某项债务。

股权重组主要涉及公司股本数量、资本结构、股权分布的变化，根据股权的变动情况又可分为股权存量变更（主要是换股）、股权增加（主要是增发）和股权减少（主要是回购）三类。换股也称为换股并购，即并购公司将目标公司的股权按一定比例置换为本公司的股权，目标公司被终止或成为并购公司的子公司；换股并购视具体情况可分为增资换股、库存股换股、母子交叉换股等；换股并购对于目标公司股东而言，可以推迟收益时间，达到合理避税或延迟交税的目的，也可分享并购公司价值增值的好处，对并购方而言不会挤占营运资金，比现金支付的成本要小许多。

增发是指上市公司为了再融资而再次发行股票的行为。按照增发是否针对特定的投资者，可以将增发分为定向增发和非定向增发。定向增发指向的是特定机构，多是为了引入该机构资金、渠道、管理等资源，定向增发完成之后，公司的股权结构会发生较大变化，甚至发生控股权的变更。定向增发

不但有利于引进战略投资者、为公司的长期发展打下坚实的基础，也有利于引进新的产业型的实力派股东，从而引进新的管理理念、新的技术优势，从长期来看有利于上市公司的未来发展。

作为一种再融资手段，定向增发的优势表现为：（1）财务要求低；（2）发程序简单、成本低；（3）发行成功率高；（4）容易通过审批。因此，增发作为一种再融资手段近年日益受到上市公司的青睐。当然，定向增发不仅可以作为融资手段，还可以为上市公司的资产配置、债务重组服务，如表 1-1 所示。

表 1-1 定向增发在公司并购重组中的运用

功能	操作
借壳上市	上市公司通过定向增发股票的方式向非上市公司并购资产，非上市公司注入优质资产并取得上市公司绝对控股权。
整体上市	上市公司通过向母公司定向增发，以股权换资产进而实现母公司的整体上市。
资产注入	上市公司通过向母公司定向增发，以股权换取母公司未上市资产，从而把母公司资产整合到上市公司，优化上市公司资源配置。
战略投资	通过定向增发引进战略投资者，为公司带来先进的生产技术、管理理念，改善法人治理结构。
财务融资	单纯为了融资而进行定向增发，其对象主要是基金、保险等机构投资者。另外，大股东或者其他股东也可能以现金参与定向增发，为上市公司提供资金。按参与者类别可以细分为有大股东参与的财务融资、其他股东和机构共同参与的财务融资和只有机构参与的财务融资。

资料来源：作者整理。

股票回购是指上市公司利用现金等方式，从股票市场上购回本公司发行在外的一定数量股票的行为。公司在股票回购完成后可以将所回购的股票注销，但在绝大多数情况下，公司将回购的股票作为“库藏股”保留，仍属于发行在外的股票，但不参与每股收益的计算和分配。库藏股日后可移做他用，如发行可转换债券、雇员福利计划等，或在需要资金时将其出售。公司回购的目的可能是反收购、改善资本结构或者稳定公司股价。

三、并购与重组的联系

并购和重组是互相交叉的两个概念，它们既可以互不相关、分别发生，例如有些公司实现了控股权转移而未发生资产重组，但又往往紧密联系，如并购可以视为外部重组的一种特殊形式。在实际操作中，资产重组与并购常