

企业并购与 竞争规制

● 林 新 著

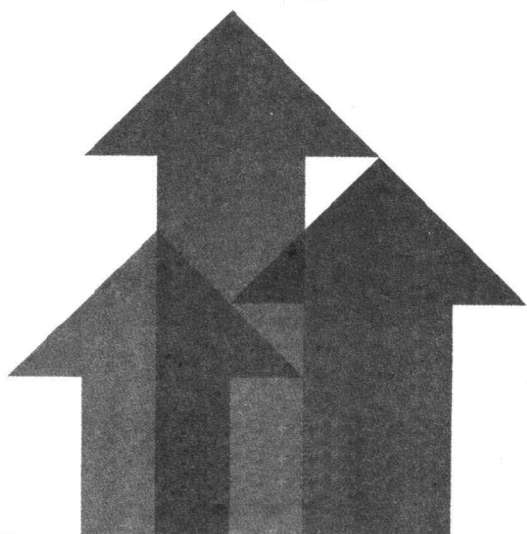
QIYE BINGGOU YU
JINGZHENG GUIZHI

企业并购与竞争规制

QIYE BINGGOU YU JINGZHENG GUIZHI

● 林 新 著

中国社会科学出版社



F29
9

图书在版编目 (CIP) 数据

企业并购与竞争规制/林新著. —北京: 中国社会科学出版社, 2001.12

ISBN 7-5004-3216-X

I. 企… II. 林… III. ①企业合并—研究 ②企业—市场竞争—研究 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 075229 号

责任编辑 易小放

责任校对 王应来

封面设计 谭国民

技术编辑 张汉林

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010-84029453 传 真 010-64030272

网 址 <http://www.csspw.com.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京新魏印刷厂 装 订 河北广增装订厂

版 次 2001 年 12 月第 1 版 印 次 2001 年 12 月第 1 次印刷

开 本 850 × 1168 1/32

印 张 7.5

字 数 188 千字 印 数 1—2000 册

定 价 16.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

目 录

导 言	(1)
第一章 企业并购的概念及类型	(8)
第一节 企业兼并、收购的概念	(8)
第二节 企业兼并收购的类型	(10)
第二章 并购史	(22)
第一节 全球五次并购浪潮的发展特点	(22)
第二节 美国的五次并购浪潮	(25)
第三章 兼并收购动因和理论分析	(61)
第一节 控制权增效假说	(61)
第二节 效率理论	(66)
第三节 信息理论	(71)
第四节 代理成本理论	(73)
第五节 经理阶层扩张动机论	(75)
第六节 自由现金流量假说	(78)
第七节 市场力量论	(80)
第八节 税收理论	(81)
第九节 再分配理论	(83)
第四章 兼并收购的基本功能及弊端	(84)
第一节 兼并收购的基本功能	(84)
第二节 垄断的弊端	(98)
第五章 欧洲企业控制法	(106)

2 企业并购与竞争规制

第一节 合并控制条例的由来	(106)
第二节 聚合行为的主体	(109)
第三节 聚合行为	(111)
第四节 对共同体具有影响的合并	(115)
第五节 与共同市场不相容	(118)
第六章 美国反托拉斯法与控制企业合并	(128)
第一节 反托拉斯法律体系的演变	(128)
第二节 美国企业合并指导原则	(133)
第三节 美国企业控制合并法的趋势	(154)
第七章 兼并收购的防御及规制	(159)
第一节 公司组织结构的问题	(159)
第二节 公司控制市场理论及其局限性	(163)
第三节 兼并收购的防御	(168)
第四节 美国对目标公司反收购的规制	(179)
第八章 世界跨国并购与我国面临的挑战	(193)
第一节 近两年世界跨国并购风潮	(193)
第二节 跨国公司并购我国企业的现状和趋势	(195)
第三节 跨国公司并购我国企业的利弊分析	(201)
第四节 构建跨国并购法律体系的基本框架	(208)
第五节 我国企业对跨国公司并购的对策	(222)
参考文献	(229)

导 言

—

随着世界经济市场化、一体化和全球化的发展，市场经济规则在世界范围内得到确立。国别经济与区域经济乃至世界经济逐渐融合起来，新技术革命把世界市场连为一体，对货物、服务、资本和企业等的壁垒逐步得到解除，生产要素流动越来越全球化，各国企业不得不面对一个以全球化为特征的新市场环境和经营环境，树立全球意识，加入到全球竞争行列中。2000年全球并购交易额达3.409万亿，比上一年增长3.5%，比1998年提高31%。企业并购已经成为企业提高竞争力的重要途径。西方国家企业的并购历史已有上百年，通过重点对美国五次并购浪潮的了解分析，对每次浪潮的产生背景、特点等的分析，将有助于我们全面把握西方并购史的脉络。西方学者对企业并购的动因已有较为深入的研究，本文全面系统地介绍、分析和研究已有的理论成果。企业通过并购可以产生规模经济，优化资源配置，降低交易成本，加速科技发展，增加市场份额……并通过几方面的效应来满足企业的经济实力和竞争力的需要。但是，任何事物都有正反两个方面，并购可能产生垄断。对其利弊的分析将对我国有关部门制定产业政策，规范竞争秩序，趋利避害有一定参考价值。

目前，我国仍处在从计划经济向市场经济转轨的过程，建立

社会主义的市场经济体制是我国经济改革的目标和方向。随着改革,市场竞争将同样会成为我国企业不断改革和创新的激励机制,只有这种机制才能在我国实现社会资源的合理配置,推动我国经济和技术不断发展,提高我国企业的经济效益和国际竞争力。因此,我国应当借鉴西方发达国家的经验,建立保护竞争的制度,建立和完善我国的反垄断法。在我国即将建立的反垄断法中,控制企业合并应当是一个重要内容。因为,根据美国和欧共体的经验,企业合并虽然是生气勃勃的市场竞争的结果,而且有利于提高美国和欧洲工业的竞争力,改善其经济发展的条件,提高当地的生活水平,但过度的合并也可能导致垄断,损害广大消费者的权益。因此,美国和欧共体根据各自不同的情况都制定了控制企业合并的一套完善的法律制度,对那些严重损害国家或地区市场有效竞争的企业合并进行干预。这种立法的根本目的是防止垄断,维护竞争性市场结构。因为从短期看,竞争将推动企业努力降低成本和价格,改进产品质量,改善服务;从长远和发展的眼光看,竞争可调节市场的供求,优化社会资源的配置,因而是发展国民经济的动力。通过对美国、欧共体控制企业合并法律制度的考察,有助于我们认识和了解西方国家市场反垄断法的背景,立法本意和思路,为我国的反垄断法提供借鉴。

跨国公司对中国企业的并购从长远看有助于国民经济的发展,对促进国内市场的有效竞争具有积极作用。但为保证我国的国家利益和社会经济福利的最大化,趋利避害,应当对跨国并购可能导致的垄断倾向进行干预,以引导跨国公司并购我国企业的正面效应,控制负面效应。从政府来讲,政府应该立法建规,建立和完善中国的反垄断法体系。本文结合国外控制企业并购的经验,提出了我国企业并购的法律框架和思路。针对《证券法》中有关公司收购条款不完善的地方提出了自己看法。从企业来说,中国企业应做好充分准备,迎接挑战。本文针对中国企业面对跨

国公司的并购所应该准备的对策进行了分析。

二

本文在具体的内容上，按研究专题设置，全文共分八章，其逻辑结构顺序是：并购的历史沿革、动因、效应和对策等。

首先，本文第一章对企业兼并、收购的概念作了必要的定义，并从不同角度对并购类型作了概念性的描述。第一，公司兼并收购，依据被并购对象所在行业部门来划分，可分为横向并购、纵向并购、混合并购。第二，根据目标公司经营与收购者的合作态度，公司收购可分为善意收购和敌意收购两大类。第三，如果按兼并收购的融资渠道来分，可分为杠杆收购、管理收购和联合收购。第四，以对目标公司的支付方式为标准，公司收购可分为现金支付形式，股票换股票/资产形式和承担债权债务形式。美国是世界最大的经济强国，其兼并的历史沿革在西方发达国家具有代表性。第二章详细地描述了美国五次兼并发生的社会政治、经济背景，每一次兼并浪潮的特点，不同的历史时期政府对兼并的态度，以及每一次兼并浪潮的典型案例分析。

其次，本文第三章对西方较为流行的解释企业并购动因的理论进行了较为系统的归纳和总结。企业并购的复杂性和多变性难以用一种经济理论解释清楚，不同地区、不同历史时期的企业并购的产生和发展都有深刻的社会、经济、政治原因。不同的企业，进行的并购动因不同，同一企业在不同的时期并购的动因也可能不同。在现实生活中，企业不仅由一种原因进行并购，实际上并购过程是一个多因素的综合平衡过程，虽然其中某个因素占主要地位，但必须考虑其他因素的影响。在这个领域中，理论假说很多，本章主要从控制权增效假说、效率理论、信息理论、代理成本理论、经理阶层扩张动机论、自由现金流量假说、市场力

量论、税收理论、再分配理论等九个方面论述了企业并购的动因。

再次，本文的第四章讨论了企业并购的效应问题。全球企业并购风起云涌，一浪高过一浪，并购金额年年攀升。为何如此多的企业要选择并购？其实最简单的答案就是企业是以追求利润最大化为目标的，企业并购能给企业带来最大利润。实现这一目标也许是战略性目标，通过并购使企业在未来的几年占领当地市场，时间可能是5年或10年。通过并购也可能给企业在短期内带来最大利润。如：收购目标企业后，通过整合并在一年内转手卖出去而获得收益。那么从经济理论角度分析，本文将并购的功能分为规模经济效应、组合协同效应、资源配置效应、交易费用效应和科技进步效应等，并对其作了详细分析。深入了解和认识并购的功能将对我国企业并购活动中存在的盲目性及行为目标的扭曲起到警示作用。并购的最大弊端——垄断一直为人们所关注，西方学者把其归为市场的不完全性。在这不完全性市场中，垄断会带来资源分配无效率和资源运用无效率。（资源配置无效率是指如何在不同生产单位、不同区域与不同行业之间分配有限的经济资源。这一点将从剩余损失、资源误置、生产无效率三个方面考察。而资源运用无效率是指如何组织并运用这些供给有限的资源，使之发挥出最大作用，从而避免其浪费现象，用既定的生产要素生产出最大价值的产品。）X非效率理论解释了这一原理。认识垄断的弊端有助于政府认识垄断企业或可能形成垄断企业的危害性，从而进行政府干预。

最后，本章探讨了并购的对策问题，即政府如何规制竞争以使企业并购不会产生垄断，目标企业如何实施反并购的措施。

第五章介绍了欧共体企业合并控制法。欧共体企业合并控制法的宗旨是要保护中小企业的权益，反对垄断。所谓中小企业权益，主要指中小企业的生存权和发展权。在一个市场上，中小企

业往往是弱者，由于他们在资金、设备、技术、管理、信息等方面无法与大企业抗衡，因此他们很容易成为市场上占优势地位的大企业滥用优势地位的牺牲品。欧盟竞争法对改变市场结构的合并行为实施严格的监控，正是为了创造一个宽松的经济环境和合理的市场结构，使中小企业能够生存和发展，并因此让中小企业与大企业共同竞争，生产出更多更好的产品，使消费者受益。在欧盟竞争法中，合并与获得控制行为被称为聚合，企业合并控制法就是要控制反竞争的聚合。构成反竞争的聚合有四个要件：（1）各自独立的企业或者已经控制了至少一个企业的个人；（2）实施了聚合行为，即合并与获得控制行为；（3）对共同体具有影响，即对多大规模企业之间的聚合才由欧共体审查；（4）与共同市场不相容。如果一个合并可能会产生或者加强市场优势地位，从而使共同体或其相当一部分地域的有效竞争严重受到阻碍，该合并即被视为与共同体市场不相容。要认定与共同市场不相容必须恰当界定合并企业产品的相关市场和分析合并后企业是否由于合并在该市场上能够产生或加强市场优势地位。

第六章介绍了美国反托拉斯法与美国司法部的合并指南。美国是西方市场经济的典型代表，也是反垄断法的发源国。谢尔曼法是世界上最早的反垄断法，克莱顿法是对谢尔曼法的补充和发展。克莱顿法的意图是消除某些处于早期阶段的垄断势力，即在他们产生垄断的后果从而可依据谢尔曼法被提起诉讼之前就以法律的手段加以控制。克莱顿法第7条规定了禁止严重减少竞争或产生垄断趋势的企业合并，至今该条款仍是美国控制企业合并最重要的条款。为了提高适用法律的稳定性，美国司法部依据最高法院关于企业合并判决中的基本原则，于1968年颁布了合并指南。合并指南规定了可以追诉合并企业的市场份额。随着经济形势的不断变化，1982年司法部又颁布了新的合并指南。1982年指南的最大特点是极大地限度地允许合并，这标志着美国政府对企

业合并的态度已从严格控制走向自由主义。1982年指南最重要的改革是市场集中度的测度方法和市场范围。1984年司法部对1982年指南进行了修订，在干预标准上更为宽松，在计算市场份额和集中度时考虑外国企业进入市场的能力，在企业效率和可能发生垄断之间更多考虑效率。1992年司法部和联邦贸易委员会联合颁布了企业横向合并指南，与1982年、1984年相比，1992年的横向合并指南最有意义的修订体现在两个方面：第一是更清楚地分析和解释了哪些合并具有反竞争的效果；第二是对市场的进入做出了更明确的解释，指出如果市场进入很容易，潜在的市场进入能及时地、可能地和充分地阻止或者抵消合并的反竞争效果，那么合并不会产生垄断问题。美国控制合并法的发展趋势在西方国家具有代表性，由于经济全球化和国际市场一体化，美国为了增强国际竞争力，其控制合并法的趋势是由严厉趋向宽松。

第七章研究了敌意收购对作为外部监督的公司治理模式的积极作用及其局限性，全面介绍了西方反并购的措施，最后针对美国对目标公司反收购的规制作了讨论。

公司治理的模式分为外部监督的治理模式和内部监督的治理模式。外部监督的公司治理模式的提倡者对股东对公司经营者积极监督的可能性持怀疑态度，但他们对股东的消极作用——从不满的公司中退出给予极高的评价。敌意收购的积极作用在于，经营效率高的经营者驱逐经营效率低的经营者的，提高目标公司的经营效率，使社会财富最大化。对于股东来说，目标公司为股东提供了一个从经营低效率的公司退出的机会，并通过从收购中获得的高溢价为自己的投资取得补偿。当然，法律也赋予公司董事经营公司的权利，这种权利是法院和股东都不能干涉的，反收购行为是董事经营行为的一部分，董事有权为股东的利益和公司的利益实施反收购措施，代表股东和公司收购者讨价还价。但是，

如果目标公司的反收购措施成为低效率经营者巩固自己地位的一种工具,并剥夺了股东以获得高溢价的形式从低效率经营的公司中退出的机会,那么,敌意收购的积极作用将化为乌有。美国在对目标公司反收购的规制方面有比较成熟的经验。美国判例法对反收购行为的规制采用了董事注意义务和经营判断准则原理,并通过具体的判例对经营判断准则的标准进行了解释和发展。确定了在反收购中,目标公司的董事负举证责任,证明其反收购行为符合经营判断准则的标准。本章还对目标公司反收购的具体方法作了详细介绍。

第八章提出了我国面对跨国并购浪潮所应采取的对策措施。这是本文在对策研究方面的主要探索。了解现状,分析趋势,研究对策,才能把握机遇,迎接挑战。我国企业正面临着跨国并购浪潮的冲击,机遇与挑战并存。借鉴发达国家的经验,通过跨国并购方式可以吸收更多的外资,解决企业改革过程中的资金短缺问题,促进产业调整、升级,开发我国高素质人力资源,促进科技进步,跨国并购在上述方面都有积极作用。同样,跨国公司并购我国企业也存在一些问题,如形成行业垄断,造成国有资产流失等。如何在接受跨国公司并购的过程中充分利用跨国并购的正面效应并遏制负面效应,这是对我们的挑战,政府和企业都应做好准备面对挑战。根据西方发达国家并购控制法构建的经验,企业并购法律体系的建立有赖于反垄断法、证券法、公司法、社会保障法等法律法规的完善,政府应该加强上述法律法规的制定。本章结合我国目前有关跨国并购的立法现状,就如何填补反垄断法的空白,我国并购控制法的立法思路,如何完善证券法等等立法建议,提出了自己的看法。作为企业也应该增强自身实力,通过并购组建企业集团,发展外向型企业集团,树立国际观念,开展跨国并购等措施来与跨国公司竞争,只有提高了自身实力,被跨国公司并购所产生的负面效应才能减少。

第一章 企业并购的概念及类型

第一节 企业兼并、收购的概念

一、企业兼并

根据《不列颠百科全书》的解释，企业兼并（Merger）是指两家或两家以上独立的企业合并组成一家企业，通常由一家占优势的企业吸收一家或更多的企业。按照国际惯例，在市场经济中的企业兼并是企业变更和终止的方式之一，是企业竞争优胜劣汰的正常现象，也是商品经济高度发展的产物。在西方公司法中，“公司兼并”又可分为两类，即吸收兼并和创立兼并。

所谓吸收兼并（Consolidation Merger），是指在两家或两家以上的公司合并中，其中一家公司因吸收（兼并）了其他公司而成为存续公司的合并形式。在这类合并中，存续公司仍然保持原有的公司名称，而且有权获得其他被吸收公司的资产和债权，同时承担其债务，被吸收公司从此不复存在。

所谓创立兼并（Statutory Merger），又称新设兼并或者联合。它是指两个或两个以上的公司通过合并同时消失，而在新基础上形成一个新的公司，这个公司叫新设公司。新设公司接管原来两个或两个以上公司的全部资产和业务，新组董事机构和管理机构等。

二、企业收购

企业收购 (Acquisition 或 Takeover) 指的是一个企业经由收买股票或股份等方式, 取得另一公司的控制权或管理权, 另一公司仍然存续而不必消失。这里取得另一企业控股权或管理权的企业就叫做收购方或收购企业 (acquiring company), 另一企业则叫做目标企业 (target company) 或被收购企业 (acquired company)。

三、兼并与收购之异同

兼并与收购有某些相同之处, 例如: 第一, 兼并与收购都是通过企业产权流通来实现企业之间的重新组合。第二, 兼并与收购都是通过企业控制权的转移和集中而实现企业对外扩张和对市场的占有。从这些方面上讲, 兼并与收购是一致的。

但是兼并与收购, 又有很大区别:

第一, 法律行为的主体不同。兼并的行为主体是两个——兼并和被兼并企业; 收购的行为主体为收购者和被收购企业股东, 被收购企业的股东可能是法人也可能不是法人, 但有一点是肯定的, 即被收购企业不是该行为的行为主体。因此, 兼并需通过兼并企业和被兼并企业的代表人 (或代理人) ——企业经营者的行为来完成; 而收购则只需收购者与被收购企业的股东达成协议即可, 被收购企业的经营者被排除于交易关系之外。

第二, 适用的法律范围不同。企业合并、企业财产购买的行为都属于企业的重大经营行为, 因此企业法对此有特殊的规定, 这两种经营行为的实施必须经过股东大会的批准。而收购行为只是一种收购企业与被收购企业的股东间的股份买卖行为, 无须经股东大会批准, 但受证券法的有关规定的限制。

第三, 兼并后的法律效果不同。西方国家通常将 Mergers 和 Acquisition 统称 M&A。在我国经济中通常将企业兼并和收购统称

为企业并购。之所以统称为并购，就是因为这两种行为在经济学上可以达到相同或相似的结果。两种行为的最终结果都是使企业紧密地结合在一起，处于一个经营总部的指挥之下，达到增强企业竞争能力、扩大规模经营效益、提高企业经营效率等目的；但两种行为的法律后果是不同的。企业兼并的法律后果是被兼并的企业法人主体消亡，其财产和债权债务等其他的权利义务全部移转于兼并后的企业。而通过收购股份行为的法律后果是收购企业获得了被收购企业的控制权，被收购企业的法人地位并未改变，而是成为收购企业的子企业。至于以后因之而发生的两个企业合并或被收购企业解散，则是收购企业利用获得的被收购企业控制权的结果，它不是收购行为的直接法律后果。

第二节 企业兼并收购的类型

一、企业兼并收购，依被并购对象所在行业部门来划分，被分为横向并购、纵向并购、混合并购

横向并购指的是同一类生产部门或同一类产品经营部门之间的企业发生的并购行为。并购的目的是为了迅速扩大规模，提高规模效益和市场占有率。其结果是，迅速实现规模经济和提高行业集中程度。横向并购对市场权力的影响主要是通过行业的集中来进行，通过行业集中，企业市场权力得到扩大。横向并购减少了一个行业内企业的数量并使得行业中的成员更容易共谋来牟取垄断利润。许多人相信横向并购后企业潜在的创造垄断力量，使这些企业能够从事反竞争的活动。由于横向并购对竞争有潜在的负作用，因而一直是反垄断法的管制重点。

纵向并购指生产过程或经营环节相互衔接、密切联系的企业之间，或者具有纵向协作关系的专业化企业之间的并购，主要是加工制造企业同与它有联系的原材料、运输、贸易企业之间的并

购。纵向并购又可分为“向前并购”（又称“前向并购”）和“向后并购”（又称“后向并购”）。前者是指生产原材料的企业通过并购进而向经营第二次加工阶段的业务扩展，或者一般制造企业通过并购进而向经营流通领域等业务扩展；后者指装配或制造企业通过并购向零件或者原材料生产等业务扩展，等等。纵向并购的优点除扩大生产规模，消除搜寻价格、签订合约、收取货款和做广告的成本，节约共同费用的基本特性外，主要是可以使生产过程各环节密切配合，减少交易和协调生产的成本，加速生产过程，缩短生产周期，减少损失、运输、仓储，节约资源和能源。

混合并购是指横向并购与纵向并购相结合的企业并购。有的学者还把围绕主要产品协作配套，或者围绕资源、能源的综合利用而实现的企业并购专称为“环形并购”。混合并购的并购规模一般都比较大大，由于它不仅兼有横向并购的优点，而且有利于经营多样化和减轻危机对企业的影响。在资金和生产集中达到相当水平后，在 20 世纪 50 年代前后混合并购开始逐渐成为企业并购的主要形式。例如在美国制造业和采矿企业并购宗数中，1951 年混合并购只占 45.4%，1952—1955 年上升到 52.6%，1960 年上升到 72.4%，1970 年则高达 87.8%。与此相联系，经营多样化和混合联合企业得到广泛发展。通用电气企业并购许多企业后，产品达到 300 多种，其中有普通发电站和原子能发电设备、电子仪器、飞机发动机、照相器材、冰箱、人造钻石、化学产品等。国际电话电报公司原来主要经营电讯业务和制造电讯器材，60 年代后收购了 50 多家与电讯电子无关的公司，经营范围逐步扩展到食品、人造纤维、住房建筑、旅馆酒吧、投资基金、房地产、计算机、化学制品等。^①

^① 孙黎等：《公司收购战略——产权交易最高形式的操作》，中国经济出版社 1994 年版，第 11—12 页。

二、根据目标企业经营者与收购者的合作态度，企业收购可分为善意收购和敌意收购两大类

善意收购指收购者首先征得了目标企业经营者的同意，使其与收购者密切合作，积极配合，劝导本企业的股东向收购者出售股份的企业收购。

善意收购一般为收购方所宠爱，有的收购人就只做善意收购。究其原因，主要为^①：

1. 结果未卜先知，确定性强。被收购人董事会的推荐在促使其股东们同意接受收购方面有着举足轻重的作用；私人股东们就更是特别听信董事会，许多人甚至只有得到董事会推荐时才同意接受收购。而机构股东大多理论上不喜欢敌意收购，那么在一些情势所迫的情况下，还是倾向于接受收购。这样，如果目标企业内的个人股东和正统的机构股东所占比例高的话，董事会的推荐就基本上已预示了收购的成功。

2. 收购方能获得有关被收购方更多的资料。为了权衡是否值得收购，收购人一般事先都要尽可能多地了解目标企业的情况，要求有目标企业贸易、财务状况的最新的详细材料。这样的材料在善意收购情况下，有时可以获得目标企业的配合而轻易得到，用不着再艰难地从其他渠道来获得。

3. 收购费用会更节俭。被董事会推荐的收购成案的资料显示，在收购要约公布以前，该类股票市场价的溢价与敌意收购的溢价比一般要低得多，这意味着，收购人花的代价就会小些。而在个案中，费用是否会更少就要看谈判技巧、被收购人的脆弱性、收购人的洞察力以及股票市场的总体情况等一系列因素

^① Gee, S.J., "Mergers and Acquisition, the complete Guide to Principle and Practice", *Internation. Financing Review* 1989, p.382.