



新版“律师业务必备”丛书

最·权·威·的·中·国·律·师·业·务·指·南

并购重组操作指引

Operational Guidelines of M & A



肖金泉 黄启力

li



新版“律师业务必备”丛书
中华全国律师协会审定
最·权威·的·中·国·律·师·业·务·指·南

并购重组操作指引



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

并购重组操作指引 / 肖金泉, 黄启力主编. —北京:
法律出版社, 2010. 11

ISBN 978 - 7 - 5118 - 1459 - 3

I. ①并… II. ①肖…②黄… III. ①企业合并②企
业管理—资产重组 IV. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 216544 号

并购重组操作指引
主编 肖金泉 黄启力

编辑统筹 法律应用出版分社
责任编辑 何海刚
装帧设计 乔智炜

© 法律出版社·中国

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 固安华明印刷厂
责任印制 陶 松

开本 787×960 毫米 1/16
印张 17.25
字数 349千
版本 2011 年 1 月第 1 版
印次 2011 年 1 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号: ISBN 978 - 7 - 5118 - 1459 - 3

定价: 39.80 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

前言

公司是市场经济的核心主体,承担着支撑市场经济有序运行的功能。并购重组的作用实际上可以使各公司之间掌握的资源有序高效地运转,使资源配置得到最优化的利用。通过并购实现资源整合,可以增强公司的赢利能力;通过重组可以使公司恢复正常的经营能力。并购重组使市场经济的核心细胞——公司得到修复或增强,为市场经济的正常运行提供了保证。律师在从事并购重组业务过程中,涉及众多的法律、法规、规章,包括程序性的法规和规章以及实体性的法律和法规,使才开始从事并购重组的律师感到无所适从,无法将相关法律、法规串联成一个整体,形成一种系统性的法律思维,导致律师在最初从事并购重组业务时经常会出现不必要的错误。笔者从事并购重组业务已达十余年,在培养并购重组律师过程中经常发现对律师系统培训的重要性,为此笔者组织本所并购重组部的律师开始编撰并购重组方面的著作,从并购的基本理论、尽职调查到各类并购重组的法律指引,系统地梳理了并购重组的业务流程。经过近两年的工作,编撰的文稿达到一百余万字,经过精心修改删减后,形成九章三十余万字的文稿,包括公司并购基本理论、并购基本流程、尽职调查、国有企业并购、外资企业并购、房地产并购、上市公司并购、私募融资、破产重整九部分,其中将私募融资纳入本书内容主要是考虑到私募融资通常存在对赌条款,一旦触及对赌条款就会发生公司控制权转移事件,产生实质性的并购行为。在此基础上,为了提高读者对并购重组的理解,笔者又增加了第十章,重点探讨律师在并购重组中的经验,将笔者十余年的并购重组经验与律师分享。在本书附录中笔者增加了涉及并购重组的重要法律、法规、规章的目录,以便于读者在阅读本书时可以方便地查找相关法规名称。

本书可以供对并购重组感兴趣的人士阅读,包括公司的高管、股东,以及从事并购业务的中介机构从业人员。律师若希望从事并购重组业务,在阅读本书的同时,应该对本书附录中并购重组涉及的法律、法规、规章进行细心研究和理解,这样可以加深律师对并购重组法律的理解,

为律师从事并购重组业务提供便捷之路。对于有一定经验的并购重组律师,可以认真研究本书的第十章,可能会有更大的启发作用,对于提高并购重组业务水平会起到一定的启发作用。

除本书主编肖金泉和黄启力以外,参与本书编写人员还包括龚海燕、张智明、陈军、谢晓静、肖会君、刘婧、张婷、马亦凡、宋军、曲迪、刘红林等,正是在十余位并购重组方面专业律师的共同努力下,才使本书得以面世,在此对所有参与本书编写的律师表示衷心感谢。

由于本书首次出版发行,希望广大读者对本书提出宝贵意见,我们将根据读者的反馈意见以及我们以后的实践经验,定期对本书进行修订完善,进一步增加本书的广度和深度。希望经过不断修正和完善,使本书成为国内最好的并购重组领域的指引性书籍。

肖金泉 黄启力
2010年10月10日

第一章 公司并购基本理论

第一节 并购概述	1
第二节 并购的方式	6
第三节 并购的法律制约	10

第二章 并购基本流程

第一节 确立并购目标	16
第二节 谈判并签订意向书	17
第三节 尽职调查	19
第四节 资产评估	21
第五节 确定交易方式	22
第六节 签订收购合同	23
第七节 并购完成与公司控制权的交接	26
第八节 公司并购后的整合	27

第三章 尽职调查

第一节 尽职调查概述	30
第二节 关于目标公司结构的尽职调查	35
第三节 目标公司主要合同的尽职调查	37
第四节 目标公司行政许可或特许权的尽职调查	39
第五节 目标公司债务和对外担保的尽职调查	42
第六节 目标公司资产的尽职调查	43
第七节 目标公司劳动关系的尽职调查	44
第八节 目标公司环保事宜的尽职调查	46
第九节 目标公司知识产权的尽职调查	46
第十节 目标公司相关诉讼及法律纠纷的尽职调查	48

第十一节	目标公司保险的尽职调查	48
第十二节	目标公司垄断事宜的尽职调查	49
第十三节	税务及补贴的尽职调查	50
第四章	国有企业并购	
第一节	一般国有企业产权转让的程序	52
第二节	转让上市公司国有股权	62
第三节	重点注意问题	71
第五章	外资企业并购	
第一节	外资并购的审批	77
第二节	外资并购的方式	88
第三节	外资并购的基本制度	92
第四节	外资并购的特殊类型	94
第五节	不同产业的外资并购的特殊规定	98
第六章	房地产并购	
第一节	房地产并购概述	105
第二节	房地产项目收购	111
第三节	项目公司股权收购	122
第四节	合作开发房地产	125
第七章	上市公司并购	
第一节	上市公司收购概述	132
第二节	上市公司收购的准备阶段	137
第三节	上市公司尽职调查	141
第四节	各收购方式的基本流程	150
第五节	交易安排与重大资产重组	165
第六节	外国投资者并购上市公司	175
第八章	私募融资	
第一节	私募股权投资的特点	182
第二节	私募基金的类型	187
第三节	私募融资流程	192

第四节	私募股权投资的投资结构和治理结构	195
第五节	国际私募的退出方式	196
第六节	私募股权融资的重要文本	199
第九章 破产重整		
第一节	破产重整概述	207
第二节	重整的前期准备程序	211
第三节	重整期间的债权申报与营业事务	223
第四节	重整计划草案的制定和批准	229
第五节	重整计划的执行	233
第十章 并购重组的实务经验		
第一节	概述	236
第二节	国企改革重组的实务经验	237
第三节	外资并购的实务经验	239
第四节	房地产并购的实务经验	241
第五节	上市公司并购的实务经验	245
第六节	私募融资的实务经验	248
第七节	破产重整的实务经验	250
第八节	律师在并购重组中的作用	253
第九节	并购重组律师重点掌握的法律法规	256
并购法律法规附录		
一、基本法律		260
二、外资并购法律法规		260
三、企业国有产权转让法律法规		262
四、上市公司并购法律法规		263
五、房地产并购法律法规		264
六、私募股权投资法律法规		266
七、破产重整法律法规		267

第一章 公司并购基本理论

■第一节 并购概述

一、并购的定义

并购是兼并与收购的简称。虽然在现实中兼并和收购经常被混用,但是兼并和收购并不是同义语。公司兼并的本质是公司的吸收合并,具体是指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,接受上述公司全部资产与责任的另一公司仍然完全以该公司自己的名义继续运行收购。最后的法律结果是:目标公司不再存续,兼并方“吃”掉了目标公司的业务并继续运作。公司收购的本质是指一个公司收买另一个公司的股份或资产,其目的可能是控制另一个公司,也可能仅仅是股权投资,也可能是获得对方公司的优良资产,最后的法律结果是:收购方和被收购方都继续存续,但企业资产发生了转移。

在实践操作中,由于很多公司认为“兼并”意味着兼并方的强势和被兼并方的岌岌可危,这些公司倾向于对外宣称进行的是收购,而不是兼并。例如,1998年5月6日,德国戴姆勒—奔驰公司以383.3亿美元的价格收购克莱斯勒公司,被盛赞为跨国汽车巨头合作的杰出范例。实际上,这是一个典型的兼并。为了维持克莱斯勒的品牌形象,两家公司才对外宣称此次兼并是两家势均力敌的公司之间的收购与合作。

我国有若干法律、法规、规章以及通知等规范性文件涉及并购的概念或规定,如《公司法》、《证券法》、《外国收购者并购境内企业规定》、《上市公司收购管理办法》等。从公司实务操作上来说,并购是间接获得生产要素的一种方式,属于企业的投资行为。作为一种特殊的交易活动,并购事实上是一种法律行为,是公司产权依法转让的过程,在该转让过程中,并购各方基于财产所有权的变更,相应带来对该财产的占有、使用、收益和处分的权利变化。

二、并购的历史

在社会经济发展的历史长河中,以优势资本吞并劣势资本的经济行为并不是在资本主义社会中才出现的。从资本主义登上历史舞台至今,西方国家历经了五次企业并购的浪潮。每次并购高潮都促进了垄断资本的发展,同时也给市场经济注入了新的活力,带来了新的变化。

(一)第一次并购浪潮(19 世纪末至 20 世纪初)

第一次并购高潮发生在 19 世纪和 20 世纪的交替之际,恰逢资本主义自由竞争阶段向垄断阶段过渡的阶段。在这一阶段,第一次产业革命和第二次产业革命使得劳动生产率大为提高,成本降低,市场竞争力加剧。然而单靠个别企业内部的资本积累无法满足当时社会化大生产的迫切要求,集中化的大资本应运而生。这次兼并收购高潮涉及的范围广,包括金融、原料、食品生产、石油、化工制品、基础设施、运输设备、金属加工和烟草等众多工业部门。这次高潮诞生了一大批至今仍影响深远的巨头公司,如美孚石油公司、杜邦公司、美国烟草公司、美国钢铁公司、美国橡胶公司、国际收割公司、阿拉康达铜业公司等。

(二)第二次并购浪潮(20 世纪 20 年代)

第二次并购浪潮发生在两次世界大战之间的 20 世纪 20 年代,该时期是资本主义相对稳定的时期。20 世纪 20 年代,第一次世界大战结束不久,资本主义国家经济开始好转,经济发展相对稳定。经济的增长,很大程度上归因于科学技术的发展和产业结构合理化的结果。科学技术的发展,促使一批新兴工业部门的产生,如汽车工业、化学纤维工业等资金密集型行业。从工业发展的历史来看,当时正是工业从轻工业为主向重工业为主的结构转型时期,重工业发展需要大量资本。作为资本集中重要方式的企业并购由此自发掀起了第二次浪潮。此外,运输、通信事业和零售推销的重大发展是本阶段并购的重要激励因素。汽车运输工具的使用,扩大了销售区域,打破了狭小的地区市场,产生了诸如食品加工、化学等行业的兼并。家用收音机的出现,通过全国范围内的广告,促进了产品的差别化;利润率低的大规模分销方式的出现,促进了经营规模的扩大,从而鼓励了并购。

(三)第三次并购浪潮(20 世纪 60 年代)

第三次并购浪潮发生在第二次世界大战结束后的 20 世纪 60 年代,资本主义的发展进入到高速增长黄金时期。“二战”以后,西方市场经济国家的政治进入相对稳定的时期,各国都在积极地进行战后经济重建,极大地刺激了这些国家经济的高速增长。这一时期科学技术的突飞猛进,新兴的现代产业的出现,导致产业结构面临着新的一

轮调整。重工业化向高加工化的转型,客观上对资本集中、资产存量的相应调整有了新的要求。新一轮企业并购高潮随之掀起,来势汹汹。

(四)第四次并购浪潮(20世纪80年代)

第四次并购浪潮开始于20世纪70年代中期,80年代后进入极盛。与前几次并购浪潮相比,这一次相对稳定,并购的数量并不大。在美国,1975年并购数为2297起,1985年为3000多起,但并购资产的规模达到了空前程度。1978年以前,10亿美元以上的巨型并购还极为罕见;自1979年起,这类交易开始增长,到1984年,已有18起;1985年,达到32起。如1981年杜邦公司以87亿美元收购了大陆石油公司;1984年德士古石油公司以101亿美元收购了格蒂石油公司;美孚石油公司以185亿美元兼并了海湾石油公司;1985年年底通用电气公司以60多亿美元收购了美国无线公司。这次并购浪潮主要集中在商业、投资银行业、金融业、保险业、批发零售业、广播业、医疗卫生等服务行业以及自然资源业。

(五)第五次并购浪潮(20世纪90年代至今)

第五次并购浪潮产生于20世纪90年代“冷战”结束以后并延续至今。1993年随着美国经济走出低谷,企业并购浪潮卷土重来,至今仍方兴未艾。这次并购浪潮的数量多、金额大、方式新。前四次并购企业在高峰年平均为530起、916起、1650起、3000起,这一次创下了5000起以上的新高,1996年更是创下1万多起的纪录。前四次企业并购涉及的金额年均仅300亿美元,1995年的并购价值达5190亿美元,1996年更是上升到6588亿美元。不同于前几次并购浪潮,第五次并购浪潮中有很多企业都是双方自愿协商达成的,在支付方式上也不同于前几次大量发行债券的做法,而是以股票交换和自筹资金居多。同时,第三产业成为并购重点。第五次并购浪潮的行业特点非常明显,主要集中在金融、电信传媒、交通运输、电脑及软件、公共设施业等第三产业。

三、并购的动因

(一)实现规模经济

相对于通过增加固定资产投资来实现扩大再生产而言,收购兼并其他企业的方式要便捷得多。它可以缩短建设周期,迅速扩大企业规模,获取规模效益。在这种情况下,产品的单位成本随着企业规模和生产能力的提高而逐渐降低,原有的有形的或无形的资产可在更大的范围内共享,企业的研究费用、管理费用、营销费用等可分摊到增加的产出上,有助于降低单位成本,增大单位投入的收益。规模经济使企业生产和经营规模扩大,进而降低企业投资和经营成本,使企业达到获取最大利润的目标;通过并购提高了企业产品的市场占有率,减少竞争对手。市场占有率的提高意味着企业对市

场的垄断程度提高,从而可获得更多的垄断利润,而垄断利润的获得又增强了企业的实力,为新一轮的并购打下了基础。

2007年12月26日上海汽车集团与南京汽车集团正式签订《合作协议》,南汽集团经营性资产转至上汽集团名下,同时上汽集团以不超过8%的上海汽车股权作为交换。在合并前,从汽车产量上看,排名第一位的就是上汽集团;第二位是一汽集团,销量130万辆。从具体的销量来看,上汽和一汽的销量是很接近的。但是当上汽和南汽合并后,全年的销量规模可能超过165万辆,而一汽集团的销量规模可能在145万辆,这就可能会出现明显的差异。这次并购也成了中国汽车业内迄今为止最大的一宗并购案例。

(二)合理避税

一般企业通过并购来达到避税的目的,主要有以下五种途径。

1. 采取免税并购。免税并购的显著特点是当并购活动发生时,并购方以自己有投票权的股票支付目标企业的资产或有投票权的股票。这样,如果目标企业的股东不立即出售其获得的并购企业的股票而形成资本利得的话,在整个过程中,目标企业的股东既未收到现金,也未实现资本收益,所以这一过程是免税的。通过这种并购方式,在不纳税的情况下,企业就顺利地实现了资产的流动和转移。

2. 利用亏损递延条款。这种避税方式同企业并购的形式无多大关联,企业主要利用税法中的净经营亏损的弥补条款来达到合理避税的目的。各国税法中大多规定有净经营亏损递延条款:当某企业在一年中出现了亏损,该企业不仅可以免付当年的所得税,而且它的亏损可以向前回溯抵免或向后递延抵免。这样,如果一个企业长期经营亏损并且在短期内没有扭亏为盈的可能时,由于其拥有相当数量的累积亏损,往往会被考虑作为并购对象,或者该企业考虑并购其他赢利企业,以利用其在纳税方面的优势。企业间的亏损交易活动对现行税制尤其是其中关于亏损结转的规定产生了挑战。

3. 以资本收益代替常规收益。一些国家不同类型的资产所适用的税率是不同的,股息收入与利息收入、营业收益与资本收益的税率有很大的区别。通常,各国的资本利得税税率要低于一般所得税税率,这就给企业合理避税提供了途径。例如,一个内部投资机会较少的成熟企业可以收购一家成长型企业,从而利用资本利得税来代替一般所得税。一般说来,成熟企业由于投资机会少,有着大量的股利支出,需要缴纳一般所得税,税负较重;而成长型企业没有或只有少量的股利支出,但要求有持续的资本性或非资本性支出,税负较轻。这样,一家成熟企业通过并购成长型企业,首先可以利用一部分本应该缴纳一般所得税的股利为目标企业提供必要的资金;经历一段时间后,再将目标企业卖出以实现资本利得。有着许多投资机会的成长型企业为了避税通常采取不分红策略,并吸引了一批偏好这种不分红策略的股东。

4. 使可折旧资产的市场价值高于账面价值。目标企业资产价值的改变往往也是

促使并购发生的强有力的动机。根据会计惯例,企业的资产负债表反映其资产的历史成本,税法也要求固定资产折旧的计提以账面价值所反映的历史成本为依据,即使资产的市场价值高于账面价值,折旧的计提依据依然不变。但如果资产当前的市场价值大大超过其历史成本,这种情况常会发生,尤其在通货膨胀时期。那么,通过并购交易,在使用反映购买价格的购买法会计处理方法下,可使并购企业的资产基础增加,以市场价值为依据计提折旧,从而产生更大的折旧避税额。虽然只有并购后企业新的所有者可以享受到增加的折旧避税额,但是目标企业所有者也可以通过并购方支付的并购价格获得一部分相关收益。

5. 并购企业将目标企业的股票转换为可转换债券,一段时间后再将其转换为普通股票。这在税收上至少可以产生以下好处:一是并购方可以通过预先在收入中扣除可转换债券利息。少缴所得税,如果利息支付量大的话,可以产生可观的税收节约。二是并购方可以保留这些债券的资本收益直到这些债券转化为普通股票为止,使公司享受延期支付资本收益税的效益。

(三)应对法律要求

并购与重组有时是企业为了更好地应对法律规定和监管政策的需要。例如,非上市公司通过收购上市公司实现“买壳上市”,省略了直接上市的某些环节上的限制。借壳上市是指一家私人公司通过把资产注入一家市值较低的已上市公司,得到该公司一定程度的控股权,利用其上市公司地位,使母公司的资产得以上市。与一般企业相比,上市公司最大的优势是能在证券市场上大规模筹集资金,以此促进公司规模快速增长。因此,上市公司的上市资格已成为一种“稀有资源”,所谓“壳”就是指上市公司的上市资格。由于有些上市公司机制转换不彻底,不善于经营管理,其业绩表现不尽如人意,丧失了了在证券市场进一步筹集资金的能力。要充分利用上市公司的这个“壳”资源,就必须对其进行资产重组,“买壳上市”和“借壳上市”就是更充分地利用上市资源的两种资产重组形式。而“借壳上市”是指上市公司的母公司(集团公司)通过将主要资产注入到上市的子公司中,来实现母公司的上市。此外,在特许经营行业,由于政府审批和许可的程序非常复杂,可以通过收购现有的特许经营企业进入该特许经营行业。2009年,在美国场外柜台交易系统上市的月朗国际公开信息称,该公司已成功并购美国富佑集团,而富佑旗下的上海富迪健康科技公司是目前在中国内地拥有直销牌照的23家直销企业之一,月朗国际利用此举将曲线获得在中国的直销牌照。上述交易通过海外收购直接绕过了中国《直销管理条例》的法律监管和企业获取牌照的政府审批,完成了直销企业出售牌照的首单交易。

■第二节 并购的方式

根据并购的标的,并购可以分为股权并购和资产并购;按照并购双方所属行业的相关性,并购可分为横向并购和纵向并购;按照兼并收购是否取得目标公司的同意,并购可分为善意并购和恶意并购;按照是否利用目标公司本身的资产来支付并购资金,并购可分为杠杆收购和非杠杆收购;按照并购公司与目标公司是否同属一国,可分为跨国并购和国内并购。

一、股权并购和资产并购

股权并购是指收购方(或者收购方的关联方)购买目标公司股东的股权或认购目标公司增资,成为该目标公司的股东;而所谓资产并购是指收购方(或者收购方的关联方)购买目标公司资产且运营该资产。现从以下几个角度对股权并购与资产并购进行比较:

1. 并购对象不同。股权并购的对象为目标公司股东所持目标公司的股权或者为该目标公司的增资。资产并购的对象为目标公司所拥有的诸如土地使用权、在建工程、生产线、商标等各项有形、无形资产。

2 并购交易主体不同。股权并购的交易主体为收购方和目标公司的股东;资产并购的交易主体为收购方和目标公司。

3. 并购目的不同。股权并购的目的是收购方实现对目标公司的控股、参股。资产并购的目的是收购方运营收购的资产。

4. 并购产生的结果不同。股权并购导致该目标公司发生股东结构甚至是企业性质的变更;在收购方为外资的情况下,该目标公司被变更为外商投资企业。资产并购并不发生企业股东结构或者企业性质的变更。

5 目标公司债务承担不同。股权并购的结果是收购方取得目标公司股东身份。因此,对于目标公司已经存在的和将来发生的债务需要承担股东的有限责任。资产并购仅仅发生资产的流出,在对目标公司的债务未作特殊约定情形下,收购方无须对目标公司已经存在的和将来发生的债务承担责任。

6. 并购程序和周期不同。股权并购程序复杂,尤其是尽职调查部分,需要对目标公司从主体资格到企业各项资产、负债、用工、税务、保险、资质等各个环节进行详尽的调查,进而争取最大限度地防范并购风险。同时,一般来说,股权并购需要并购双方反复谈判协商,并购周期较长。资产并购程序相对简单,如尽职调查部分,一般仅涉及对该项交易资产的产权调查,无须对目标公司进行详尽调查,因此,周期较短,并购风险

较低。

二、横向并购和纵向并购

横向并购,简单来说是指商业上的竞争对手间的并购,如生产同类商品的厂商间或同一市场领域出售相互竞争的商品的分销商间的并购。并购的结果是资本在同一生产、销售领域或部门集中,目的在于消除或减少竞争,扩大市场份额,增加企业的垄断实力或形成规模效应。由于横向并购是以消除竞争为目的的,容易形成高度垄断的局面,各国都制定了相关的反垄断法进行限制。

纵向并购,指从事同一产品的不同阶段生产、销售的企业间的并购,即与企业的供应厂商或客户并购。纵向并购多集中在加工制造业和与此相联系的原材料、运输、销售等行业,并购双方往往是原材料供应商或产成品购买者。纵向并购的优点是:可加强生产过程中各环节的配合,加速生产流程,缩短生产周期,减少流转的成本,节省运输、仓储、能源及销售成本,有利于协作化生产。因此,纵向并购一般不会受到各国反垄断法的限制。

三、善意收购和敌意收购

善意收购通常指收购公司和目标公司通过友好协商达成收购协议的并购。善意收购中,收购企业通常在确定目标公司后,与目标公司的高层管理者直接接洽,商讨诸如收购价格、收购条件、资产评估等兼并事项。由于兼并双方彼此都较为了解,也都有并购意愿,善意收购成功率较高。

敌意收购又称强迫接管收购,指收购方不顾目标公司的反对采取强行的非协商性的购买手段进行收购。通常并购企业事先未与目标公司的高级管理者协商而秘密收购目标公司发行在外的股票,对其形成包围,使目标公司不得不接受条件,出售企业。敌意收购中,并购企业不如善意收购中能够得到目标公司的充分材料,而且目标公司也会制造各种障碍,采取各种反收购的策略阻挠收购的实现。

四、协议并购和公开并购

协议并购是指并购方为了达到控制目标公司的目的,在证券交易所之外,通过和目标公司股东协商一致达成协议而受让其持有的股份以控制目标公司;或是通过和目标公司的管理层协商收购其主要资产而进行的实质意义上的并购。协议并购是公司并购的基本方式。需要指出的是,《证券法》虽然未对要约并购与协议并购所并购的股份类型作出明确规定,但依据上市公司并购的实际情况并结合《证券法》的有关规定,协议并购的股份一般是非流通股,包括非上市公司和上市公司中的国有股和法人股。一般而言,当并购的对象是上市公司的股份时,由于协议并购往往是对目标公司的股东进行的,在公正、公平以及透明度方面存在一定隐忧,可能引发内幕交易,因此有些

国家和地区排除了协议并购上市公司的合法性,只有证券市场发达,法律、监管机制完备的国家和地区,才允许对上市公司股份进行协议并购。如英国规定,经证券管理部门批准,并购方可以进行协议并购。为了维护协议并购过程中中小股东的利益,允许协议并购的国家和地区对协议并购的程序、申报和信息披露一般都有严格规定,例如,要求并购方在并购双方达成协议后的一定期限内将并购协议予以公告,在未作出公告前不得履行并购协议。

公开并购是“公开出价收购要约”的简称,是指当收购者在市场上购买某公司股票达到一定百分比时,就要以特定价格对所有该公司股票持有人作出公开的收购。早在20世纪30年代,美国就制定了有关上市公司收购与监管的规定,任何人在购买上市公司发行在外的普通股5%以上时,必须在10天内向证监会、交易所及上市公司备案,以后持股比例每变化1%时,也须及时备案。同时规定收购公司不得在市场上继续购买股票,而必须公开地以特定价格向股东收购股票。公开收购的价格要高于该公司股票的当前市价,是对该公司的所有股东发出的买入全部或一定比例股票的要约。公开收购的规定是为了提高证券市场的透明度,保护中小股东的利益,防止大户操纵股价。

五、杠杆并购

杠杆并购,是指收购公司利用目标公司资产的经营收入来支付兼并价款或作为此种支付的金融贷款担保。实质上,杠杆并购就是一个公司主要通过借债来获取并购目标公司的资金。收购公司不必拥有巨额资金,绝大部分收购资金都是通过借贷而来的,贷款人可能是金融机构、信托基金、个人,甚至是目标公司的股东,用来偿还贷款的款项来自于目标公司的运营收入,因此,对于出售股权的目标公司原股东来说,是拿自己将来的收益支付自己当前的售价。贷款方往往会要求在目标公司的资产上设置担保,以确保优先受偿。一般情况下,那些拥有坚强的管理核心,长期负债不多,市场占有率高,现金流量稳定,而且实际价值远高于账面价值的公司,在遭遇经济萧条股价偏低时,往往是理想的杠杆收购对象。

杠杆并购的前提是外部的资金支持,其主要目的是获取中长期(3~5年)财务回报。杠杆并购通常包括下列四个阶段:

第一阶段,杠杆并购的并购方会先成立一个并购主体企业——壳企业,用于融资以便进行并购。并购者通常需要提供约10%的资金,作为新企业的权益基础,并以股票期权或认购权的形式向管理人员提供基于股票价格的激励报酬。其余资金由外部投资者提供:一部分是对企业资产有最高求偿权的银行并购贷款,这些款项一般以被并购企业的资产作为抵押,占并购资金总量的50%~60%;另一部分通过发行(私募或公募)各种级别的高收益债券(垃圾债券)来筹措,这些债券常被称为夹层资金,占30%~40%。

第二阶段,由并购者并购目标企业的股权或资产,将目标企业转为其能控股私有

的企业。如果能在并购完成后迅速大力降低库存并出售部分资产以偿还部分债务,降低负债规模,则有助于降低并购者的运营与财务风险。

第三阶段,企业管理层对企业的经营战略进行重新安排,如重组生产流程、增强应收账款管理、改善产品质量与销售以及进行人事调整等,以尽量降低成本,增加企业的利润和现金流量。对于一个负债率极高的企业来说,能否迅速产生足够的现金流量以偿还债务,直接关系到企业的生死存亡。

第四阶段,杠杆企业又被其他企业并购或在时机成熟时寻求重新上市,实现所谓的“逆向杠杆并购”。这样做的目的是为现有股东提供流动性增加财富,同时也为企业的进一步发展创造更好的融资条件。

六、管理层并购

管理层并购是指目标公司的管理层利用借贷所融资本购买本公司的股份,从而改变本公司所有者结构、控制权结构和资产结构,进而达到重组本公司的目的并获得预期收益的一种并购行为。管理层并购是在杠杆并购基础上发展起来的一种特殊的产权交易方式。当杠杆并购的实施主体是目标公司内部的管理层时,一般意义上的杠杆并购就成了管理层融资并购。现实中的管理层并购往往是管理层与员工捆绑在一起共同进行并购的。管理层和/或核心员工可通过商业银行、投资银行、债券市场、保险企业甚至基金企业获得融资支持,借助杠杆并购的手段取得目标公司的所有权和经营管理的控制权,从而完成从单纯的企业管理(工作)人员到股东的身份转变,以所有者和经营者的双重身份挖掘和提升企业价值,使企业变为管理层和核心员工控股的企业。管理层收购的目标公司通常是上市公司、大集团分离出来的子公司或分支机构、公营部门或公司。针对不同的目标公司,并购方式会有所不同。常用的并购方式包括并购资产、并购股票和综合证券并购等。

七、反并购

反并购是指目标公司管理层为了防止公司控制权转移而采取的预防或挫败公司被恶意并购的措施。在实施反并购策略之前,公司管理层应首先了解公司为什么会成为被收购的目标。目标公司被并购通常是因为公司股票价格被低估、资产负债流动性强可以支持并购融资的需求、公司管理层的控股比例较小等因素。

通常目标公司管理层会采取下列反并购措施:提高负债率从而降低并购方融资能力;通过回购公司的股票提高管理层股权比例;提高红利降低公司的现金流;修改贷款合同,将并购行为发生作为提前还债的条件;将公司多余现金用于并购其他企业,并购目标选择政府监管较严、恶意并购方希望避开的行业;剥离赢利差的业务板块,通过出售或资产重组方式还原目标公司的真实价值。