



公司金融系列教材

李 曜 编著

公司并购与重组导论

CONGSI BINGGOU YU CHONGZU DAOLUN




 上海财经大学出版社
Shanghai University of Finance & Economics Press

公司金融系列教材

公司并购与重组导论

李 曜 编著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司并购与重组导论/李曜编著. —上海:上海财经大学出版社,
2006.2

(公司金融系列教材)

ISBN 7-81098-550-7/F·501

I. 公… II. 李… III. ①公司-企业合并-教材②公司-资产重组-
教材 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 157134 号

- 组 稿 何苏湘
- 责任编辑 宋澄宇
- 封面设计 周卫民

GONGSI BINGGOU YU CHONGZU DAOLUN
公司 并 购 与 重 组 导 论

李 曜 编 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址: <http://www.sufep.com>
电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

同济大学印刷厂印刷

上海浦东东北联装订厂装订

2006 年 2 月第 1 版 2006 年 2 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 28.25 印张 536 千字
印数: 0 001—4 000 定价: 35.00 元

总序

公司是现代市场经济机体的细胞,公司的融资、投资、改制上市、并购重组、跨国经营等等,或者本身即是金融活动,或者与金融活动密切相关。就微观而言,一个公司的金融活动构成了该公司的血液循环,是保证公司机体有序运行的基础;就宏观而言,公司的金融活动牵系着银行等金融机构的稳健经营,一个国家的企业金融活动则是整个国家宏观经济正常运行的基石,其发达程度标志着该国市场经济的发展阶段。

随着企业在经济生活中的主体作用的日益体现,随着中国金融市场的迅速发展和对外开放进程的日益加快,随着金融业综合经营趋势的出现,我国政府、金融监管部门、金融机构、企业界、工商管理部门等对于公司金融管理人才的需求急剧增加。在加入WTO后,改善中国的金融环境,建立、健全公司的金融制度和国家对公司金融活动的管理体系,已成当务之急。在紧迫形势之下,首当其冲的就是进行现代公司金融知识的普及、学习和研究。为此,教育先行便是必然的事情了。

西方市场经济发达国家高度重视公司金融管理的教育,将公司金融作为西方金融学教育的主要领域之一。现代金融学以资本成本理论、企业估值理论、投资组合理论等为理论基础,以公司理财、证券投资学、兼并与收购、公司重组、金融风险管理、金融工程学、投资组合管理、固定收益证券等为主干课程。西方主要大学的管理学院、商学院开设的金融学课程,主要面向微观、面向现实。目前金融学的两门主干课程公司金融(corporate finance)和投资学(investment 或 securities analysis)构成了金融学发展的两条主线,两条主线的方向是向公司治理领域和金融工程(衍生金融工具)领域拓展空间,反映了金融学与法学、数学两大学科的交叉融

合。金融学和法学等学科结合产生了公司治理,而金融学和数学结合产生了金融工程学。相形之下,国内院校对金融工程学已经大力引进并设置了学科专业,培养了相应人才,而对发展公司金融的重视程度尚且不足,当前国内金融学目前最需要发展的学科之一就是公司金融。

具体而言,公司金融的内容包括公司投资管理、项目评估与项目管理、融资管理、股票发行与承销、公司债券发行、公司资产证券化、公司收购兼并、公司重组、公司价值评估、公司财务报表分析、公司营运资本管理、跨国公司融资与投资管理、公司的财务软件开发与数据库建立,等等。

本系列丛书就上述部分内容进行了写作规划,以上海财经大学金融学院部分教师的力量编著。他们年龄较轻,具有博士学位,或毕业于国际知名学府,或曾在国外著名大学从事访问研究,对该领域前沿有比较清楚的了解。丛书力求反映国内外的新动态,并能够基本揭示公司金融各个学科的主要内容和发展脉络。

上个世纪70年代末、80年代初,经济改革和对外开放使得我国金融学获得了一次大的发展,建立了以货币银行学和国际金融学为主体的金融学科体系。21世纪以来,我国市场经济体制已经确立,经济现实已经与20年前甚至10年前有了很大区别,相应的金融学科的教育需要进行改革,才能获得进一步发展。本套丛书只是一个初步的努力,金融学科的改革和建设需要更多人的关心和支持,我希望将来有更多样、更精彩金融学新领域、新知识的教材和专著不断问世,以共同描绘21世纪我国金融学学科体系的新蓝图。

金德环
(上海财经大学教授、博士生导师、
金融学院副院长)
2006年2月

前 言

公司兼并、收购与重组,是现代公司通过资本市场向外扩张、对内收缩或者自身变革的活动,与这种活动密切相连的两个主体为:现代公司和现代资本市场。

现代公司生存、发展、活跃于金融市场特别是资本市场之中,公司与金融市场之间的关系可以说是当代企业经营的核心内容之一,也是企业理论研究和金融理论研究的交叉,成为经济学中最富有特色的一个领域,构成了现代公司金融(对应于英文的 corporate finance)的学科体系。现代公司金融学的全部内容都以企业与金融市场的关系这样一条主线相系,组成了体系庞大、内容浩繁的金融学科的分支。其中,公司的并购重组是公司金融学科体系内的精华部分之一。

公司兼并、收购是指一家公司获得了另一家公司的控制性股权,从而两家公司合并为一家(称为兼并);或者目标公司处于收购方的控制之下(称为收购),然后双方企业的战略、产品、销售、财务等活动都进行重新整合。公司重组是指公司对资产、负债或者股东权益等进行重新安排,具体的重组活动包括资产剥离、公司上市、公司分立、股份回购、债务重组等。在我国由于国有企业改革的特殊性,重组成为企业改革中运用最多的词汇,国有企业的现代公司改制、上市等也成为公司重组的重要内容。

公司并购重组作为一门新兴的应用学科,在现代经济学体系中处于何种位置呢?借此我想谈一点对学科体系的看法。在现代西方商学院或管理学院的金融系中,以研究微观企业主体的金融活动为多,开设的核心课程有两门:投资学和公司金融。从这两门核心课程,分叉出许多新的分支,由投资学衍生出股票投资与证券分析、固定收益证券、投资组合管理、期货期权与衍生产品等课程,而公司金融则衍

生出企业并购重组、投资银行学、公司营运资本管理、跨国公司资金管理等课程。这样公司并购重组的课程,就找到了它在现代金融学以及经济学体系中的位置。理解这一点,对于学习相当重要,唯此,才能在学习本课程中,和金融学其他学科以及经济学其他学科之间架起联系的桥梁,而非孤零零地学习一门课程,失去了其他相关学科的支持则难达融会贯通。

我在加拿大多伦多大学罗特曼管理学院做访问研究期间,亲自旁听和学习了公司并购这门课程,发现罗特曼管理学院的并购课程更多地是一种案例与课堂互动的内容,我体会到西方把企业并购主要是作为一种实践技能的课程来教学,从中我学到了并购中目标企业价值评估的赢取计划(earnout)、融资支付中的默择内基金(mezzanine fund)、要约收购中的预收购(tiptoe)、并购竞价、谈判等等内容,部分内容也包含在了本书之中。另外,在本书写作的时候,我国企业的并购重组方兴未艾,大量的创新做法层出不穷。2006年,随着我国资本市场股权分置问题的全面解决,加入WTO的承诺逐步到期、需要兑现,对外资开放的范围扩大、深度增加,我国企业实施“走出去”战略取得进展等,必将有大量的公司特别是上市公司的并购重组行为发生。并购重组的实践,必将不断推动理论以及教学的发展。

写作本书,我的目的是要反映国内外最新的并购理论与实践,使读者对企业并购重组的基本理论、基本实践做法有比较全面的了解,因此本书的理想定位,应该是一本学习、研究并购重组的权威的入门教材。

本书共分十六章。第一、二章为基本概念和基本理论,主要介绍了公司并购的定义、并购的动因理论和效应理论,第三章到第十二章主要都是介绍并购的流程,侧重于应用技术。第三章从总体上分析了并购的流程,以及重点介绍了中介机构的作用。第四章介绍了目标公司的价值评估,第五章分析了协议收购、要约收购等收购方式,第六章介绍了并购的融资方式和支付方式。由于杠杆融资收购的特殊性,特别是管理层收购在国内目前的重要性,第七章则专列了一章介绍管理层收购。第八章从会计处理和税收问题角度讨论了并购,第九章是并购的信息披露问题。第十章是反收购策略,第十一章是并购后的整合,第十二章则讨论并购跨越了一国国界形成了跨国并购。第十三章到第十五章主要内容是公司重组,第十三章是公司资产重组与权益重组,第十四章是公司债务重组,第十五章是公司破产与清算。最后一部分是公司并购重组与公司价值之间的关系研究,属于实证研究的内容,主要介绍了西方和国内一些代表性的研究成果。

本书由我主编并总撰。我提出编写大纲,我指导的上海财经大学部分硕士研究生参与了编写。各章具体分工如下:李曜(第一、七章)、崔志义(第二、三章)、唐远捷(第四、五、六章)、王磊(第八、九章)、查德波(第十、十一、十二章)、夏爱学(第

十三、十四、十五、十六章)。最后,由我修改、校对并审定。本书在体系编排、内容上都是—种探索,肯定有许多需要进一步完善之处,敬请读者指正。

李 曜
2006年2月

□
前
言

目 录

总序	1
前言	1
第一章 公司兼并收购概述	1
第一节 公司、股份公司、上市公司	1
一、公司	1
二、股份有限公司	4
专栏 1-1 一定是一股一票制度吗	5
专栏 1-2 公司的发起设立和募集设立	6
三、上市公司	7
第二节 公司兼并与收购	9
专栏 1-3 西方文献中的“并购”词语	9
一、公司兼并	10
二、公司收购	13
专栏 1-4 托宾的 Q 理论	14
三、兼并、收购的联系与区别	16
第三节 公司并购的基本类型	17
一、横向并购、纵向并购和混合并购	18
二、协议收购和要约收购	19

三、善意并购和敌意并购·····	20
四、杠杆收购和非杠杆收购·····	21
五、现金购买资产式、现金购买股票式、以股票换资产式和 以股票换股票式·····	22
第四节 中外并购历史·····	24
一、西方企业的五次并购浪潮·····	24
二、我国企业并购发展的历程和现状·····	28
本章小结·····	33
基本概念·····	34
复习思考题·····	34
第二章 企业并购的动因理论和效应分析·····	35
第一节 企业并购的动因理论·····	35
一、西方企业并购的动因理论·····	35
二、我国企业并购的其他动因·····	45
第二节 企业并购的效应分析·····	46
一、经营协同效应·····	46
二、财务协同效应·····	49
三、企业扩张效应·····	51
四、市场份额效应·····	52
五、企业发展战略动机效应·····	54
本章小结·····	55
基本概念·····	55
复习思考题·····	55
第三章 公司收购的程序和中介机构·····	57
第一节 公司收购的一般程序·····	57
一、一般公司的收购程序·····	57
专栏 3-1 波士顿咨询公司的增长—占有率矩阵·····	58
专栏 3-2 尽职调查提纲·····	60
二、上市公司并购程序·····	68
专栏 3-3 并购流程说明:某股份有限公司并购整合流程·····	70
第二节 中介机构及其在公司并购中的作用·····	74

一、投资银行·····	74
二、会计师事务所·····	77
三、律师事务所·····	78
专栏 3—4 企业并购中的法律意见书示例·····	79
四、投资顾问咨询公司·····	81
五、我国中介机构在企业并购中的作用及其发展趋势·····	81
本章小结·····	83
基本概念·····	84
复习思考题·····	84
第四章 目标公司的选择与价值评估 ·····	85
第一节 目标公司的选择 ·····	85
一、行业分析·····	85
二、公司分析·····	88
第二节 净资产价值法与调整账面价值法 ·····	92
第三节 市场比较法与市盈率法 ·····	96
一、市场比较法·····	96
二、市盈率法·····	97
第四节 现金流量贴现评估法 ·····	100
一、Rappaport 模型·····	102
二、股东权益折现模型·····	107
三、现金流折现模型的新发展·····	109
专栏 4—1 蒙特卡罗模拟方法的 Excel 应用·····	111
第五节 企业价值的期权评估方法 ·····	112
一、赢取计划简介·····	112
二、计划的设计·····	114
三、价值评估举例·····	117
本章小结·····	119
基本概念·····	119
复习思考题·····	119
第五章 上市公司的收购方式 ·····	122
第一节 协议收购 ·····	122

一、概述	122
二、收购程序	123
三、信息披露	124
四、协议收购的现状和问题	133
第二节 要约收购	134
一、概述	134
二、要约收购的一般程序	137
三、要约收购义务的豁免	139
专栏 5-1 我国豁免要约收购的申请文件目录	141
四、信息披露	142
五、要约收购制度的中外比较	142
六、现状和问题	143
第三节 委托书收购	147
本章小结	149
基本概念	150
复习思考题	150
第六章 公司并购融资与支付方式的选择	151
第一节 融资渠道及其选择	151
一、债务融资方式	151
专栏 6-1 垃圾债券之父	153
二、权益融资	155
三、混合型融资方式	158
四、特殊融资方式	161
五、并购融资方式的选择	165
六、我国企业的并购融资	166
第二节 公司收购的支付形式及其选择	167
一、影响支付方式的因素	167
二、各种支付方式的优劣分析	168
本章小结	169
基本概念	170
复习思考题	170

第七章 管理层收购与职工持股计划	171
第一节 西方管理层收购产生的背景及现状	171
一、定义	171
二、起源与发展	172
三、管理层收购的动因	173
四、管理层收购的特征	175
五、融资方式	175
专栏 7—1 管理层收购中的默择内基金	176
七、管理层收购的理论解释	179
第二节 我国的管理层收购背景和现状	181
一、背景	181
二、特点	182
三、主要模式	182
四、现存问题	185
五、完善我国上市公司的管理层收购	188
第三节 职工持股计划	189
一、ESOP 的背景及其发展	189
专栏 7—2 职工持股计划与职工持股信托	190
二、职工持股计划在我国的意义	192
三、实施职工持股计划在我国的制约因素	193
专栏 7—3 职工持股的信贷政策及建议	194
本章小结.....	197
基本概念.....	197
复习思考题.....	197
第八章 并购的财务会计政策与税收安排	198
第一节 并购中的会计处理方法	198
一、企业并购与会计主体变更	198
二、会计处理方法	201
三、并购中的商誉	214
第二节 并购中的税负问题	218
一、并购交易中涉及的税收利益	218
二、并购交易方式的税收特点和选择	219

三、并购的会计处理与税收效应	221
四、我国有关并购的税收规定	221
本章小结	224
基本概念	224
复习思考题	225
第九章 并购的信息披露与监管	226
第一节 并购的信息披露制度	226
一、信息披露制度的主要内容	226
二、外国及我国香港地区的法律规定	227
三、我国法律的规定	230
第二节 并购的监管制度	233
一、美国对公司并购的监管	234
二、英国对公司并购的监管	237
三、欧盟对公司并购的监管	241
四、我国法律对上市公司并购的监管	241
本章小结	244
基本概念	244
复习思考题	245
第十章 反收购策略	246
第一节 概述	246
第二节 反收购的法律手段	248
一、西方国家反收购法律体系	248
二、我国反收购的立法	249
第三节 反收购的经济策略	251
一、要约收购发出之前的反收购对策	251
二、要约收购发出之后的反收购对策	256
本章小结	260
基本概念	261
复习思考题	261

第十一章 并购后的整合.....	262
第一节 整合的风险与意义.....	262
一、整合的风险	262
二、整合的意义	263
第二节 整合的内容与方法.....	265
一、整合的内容	265
二、整合策略类型	272
三、整合过程	274
四、整合中存在的常见问题	277
本章小结.....	281
基本概念.....	281
复习思考题.....	282
第十二章 跨国并购.....	283
第一节 简介.....	283
一、当前跨国并购浪潮的特点	284
二、跨国并购的优点和缺点	286
三、跨国并购产生的动因	289
第二节 跨国并购的相关问题.....	291
一、法律问题	291
二、跨国并购中的融资与支付	295
三、跨国并购后的整合	297
第三节 外资并购我国企业.....	298
一、特点及动因	298
二、相关政策分析	300
三、外资并购的主要途径	302
第四节 中国企业的海外并购.....	305
一、中国企业海外并购的历程	305
二、中国企业海外并购特征	306
三、海外并购的风险防范	307
本章小结.....	310
基本概念.....	311
复习思考题.....	311

第十三章 公司资产与权益重组	312
第一节 公司重组概述	312
一、公司重组	312
二、重组的一般框架	313
三、公司重组的动因	313
第二节 资产剥离	317
一、资产剥离的概念	317
二、资产剥离的动因	318
三、资产剥离的方式和特征	320
四、资产剥离的效应	321
第三节 股票回购和公司缩股	323
一、股票回购的理论依据	324
二、股票回购方式	326
三、我国关于股票回购的最新规定	335
四、公司缩股	337
第四节 公司分立	339
一、公司分立概述	339
二、公司分立的动机	340
三、公司分立中的权责关系	342
四、我国企业应用公司分立的现状	343
第五节 双层资本结构化	344
一、双层资本结构	345
二、双层资本结构化的市场效应	345
三、双层资本结构化的动因	346
四、双层资本结构化存在的问题	347
五、双层资本结构对中国上市公司的启示	349
本章小结	351
基本概念	352
复习思考题	352
第十四章 公司财务重组	353
第一节 公司财务失败与预警	353
一、公司失败与财务困境	353

二、公司财务失败预警	354
第二节 重整与财务决策	357
一、财务重整	357
二、重整的财务决策	360
三、重整的实施	363
第三节 债务展期与和解	364
一、债务展期与和解	364
二、正式和解的程序	365
三、私下和解的程序	367
第四节 债转股与以股抵债	368
一、债转股的概念	368
二、债转股的模式	369
三、债转股在我国的发展	371
四、以股抵债	375
本章小结	377
基本概念	378
复习思考题	378
第十五章 公司破产与清算	379
第一节 公司破产	379
一、公司破产概述	379
二、公司破产程序	381
三、我国公司破产存在的问题	388
四、完善我国公司破产制度	389
第二节 公司清算	391
一、公司清算概述	391
二、公司清算程序	393
三、完善我国公司清算制度	397
本章小结	399
基本概念	400
复习思考题	400