

话说投资丛书

主 编：陈东琪 张平义 解书森



企业并购谋略

孙耀唯 著

中华工商联合出版社

企业并购谋略

孙耀

中华工商联合出版社

责任编辑：洪生、孟斌

封面设计：敖凌宇

图书在版编目(CIP)数据

企业并购谋略/孙耀唯著. —北京:中华工商联合出版社, 1997. 1

(话说投资丛书/陈东琪等主编)

ISBN 7-80100-223-7

I. 企… I. 孙… II. 企业合并-基本知识 IV. F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(96)第 25105 号

中华工商联合出版社 出版、发行

北京市东直门外新中街 11 号

邮编: 100027 电话: 64153909

北京市朝阳区科普印刷厂印刷

新华书店总经销

850×1168 毫米 1/32 印张 7.125 180 千字

1997 年 1 月第 1 版 1997 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 7-80100-223-7/F·64

定 价: 16.00 元

企业并购谋略

《话说投资》丛书顾问及 编委会成员

顾 问：刘国光 刘鸿儒 张镜源 桓玉珊 肖 寒
周 杰 高运甲 徐 杰 戴园晨

编委会主任：陈 耕 郭道夫

编委会副主任：赵 扬 马利生 翟志敏 杜景山

主 编：陈东琪 张平义 解书森

编 委：（按姓氏笔划为序）

马利生	王 丽	杜景山	李舒娅
李广菊	陈 耕	陈东琪	张平义
和颐昭	赵 扬	郑功伦	俞新根
郭道夫	翟志敏	解书森	

丛书总序

刘国光

东琪等同志要我为中国社会科学院投资研究中心组织编写的《话说投资》丛书写一个序，这是一件很有意义的事。最近几月，我在美国斯坦福大学研究讲学，有时也思考与投融资有关的问题，藉此机会，谈几点想法。

以往我们的投融资体制高度集中，投融资项目和方向的选择，全社会资金总量在不同地区、不同产业、不同行业的分布，都由自上而下的指令性计划决定，社会投融资活动宏观化，主体单元化，渠道也十分单一，微观经济主体在投资什么、投资多少等方面缺乏自主抉择的权力。这样一个投融资体制的缺陷，主要是权、责、利不明确，不对称，投融资的责任和风险都集中到政府身上，企业没有追求高投资回报的积极性。其结果，一方面是各地、各企业的预算约束软化，大家都到中央来争投融资项目，不断要求铺新的基建摊子，投资饥渴导致永不满足的投资冲动和投资要求，最终引起投资需求膨胀；另一方面，由于投融资过程中当事人不承担直接的责任和风险，不是自负盈亏，没有激励机制，所以，长期以来投融资效果很低。从1953年搞计划算起，到改革以前的1978年，我们

的增长速度不低，老百姓的消费水平提高并不快，“经济剩余”几乎全都用于投资，但是，有效供给形成的能力并未明显提高。现在回过头来看，前25年我国投融资中的主要问题，并不是数量不足，而是结构不当和效率太低，这里的关键又在投融资体制不合理。

近18年来，我们在投融资体制上作了一些改革。原来一些宏观层面决定的投融资活动变成微观层面的行为，投融资主体和渠道多元化，选择多样化，当事人基本上有了投融资决策的自主权，权、责、利之间的对称机制有了一定程度的发展。应该看到，改革后的投融资结构和效果有了明显的改善，投融资市场的供求平衡性能有了相应提高。但是，与发展社会主义市场经济的要求相比，我国目前的投融资体制还存在一些问题。其中的主要问题，一是“以间接融资为主，直接融资为辅”的体制，不适应市场经济对资金的高流动性，降低银行的经营风险，使投资者直接接受资金所有者的选择、监督和约束，在投融资者之间建立竞争机制的要求；二是直接投资者特别是国有企业的预算约束还是软的，在直接融资市场，资金所有者的钱放出去以后没有安全保障；三是可供资金所有者作为投资领域的市场，不仅规模很小，资金进出不自由，而且运作规则不健全，价格信号也不很真实，从而增加了资金所有者的投资选择难度，不利于全社会资金使用效率水平的整体提高。随着国民经济和城乡居民收入增长加快，全社会边际消费倾向下降、边际储蓄倾向提高，居民多元化投资意愿增强，以及市场经济的发展要求

在所有企业之间营造一个机会均等的竞争环境，上述问题越来越显得突出，需要尽快研究解决。

90年代初特别是1996年以来，我们加快了投融资体制改革步伐。其办法，一是改革银行制度，使原来单一国家垄断的银行体系逐步走向多元化，改进调节和服务手段，不断进行金融创新，加快利率市场化进程；二是有计划、有步骤地发展期货、房地产和企业并购在内的产权市场，扩展投融资对象，在增加新投资的同时盘活资本存量，提高资金的流动性；三是大力发展资本市场，适度加快发展包括股票、基金、债券在内的证券市场等。

发展资本市场是发展社会主义市场经济的基本课题。目前，这个题目还刚刚破题，今后还要做更大、更多的文章。这是因为，从企业的资金来源来看，现在主要靠间接融资，靠银行，特别是靠国家银行。在目前近5万亿元国家银行贷款中的70%贷给预算约束软化的国有企业的情况下，这种间接融资为主的融资机制，将风险都压到了银行身上，压到了政府身上。如果扩展证券市场，可以使风险分散化。证券市场不仅是一个筹资场所，而且承担着资产重组、收购兼并和结构调整的任务，它的发展将推动国有企业的创新。此外，它还可以通过及时的价格评价，引导资源实现有效配置。

目前，我国证券市场规模还比较小，其市场总额占国民生产总值比重的10%左右，香港、马来西亚、新加坡都在200%以上，泰国超过了100%，印尼和韩国也在30—50%之间。到1995年底，我国国债余额和企业债券分别

为 5000 亿元和 2500 亿元，二者加起来只有同期 5.7 万亿 GNP 的 13.2%，而美国仅国债占 GNP 的份额就达到了 60% 左右。“八五”期间，我国储蓄存款每年以 4500 亿元的幅度增长，平均增长率 33%，而 1993—1996 年每年通过股票融资平均在 150 亿元左右，只占三分之一。到 1996 年底，全国城乡居民的个人金融资产可能达到 5 万亿元，约为同期国民生产总值的 80% 左右。为了推动我国融资机制向“直接融资为主、间接融资为辅”的方向转变，减轻银行的压力和风险，改善企业的投资使用效果，提高资金流动性，实现动态化资产重组，优化资本结构，国家采取适度加快证券市场发展的政策，无疑是很重要的。但是，这个加快发展不能脱离我国国民经济运行的实际需要，不应该使经济泡沫化。在市场规则还不健全、法律还不很完备的背景下，既要强调加快发展，又要强调建立规范、监管、自律的机制。不仅证券市场是这样，期货、房地产、企业产权交易以及外汇市场也是这样。改革和发展都要走稳中求进的路，不能急躁，不能搞大跃进。搞大跃进已有过教训，我们应该牢牢记取。

随着我国资本市场的建立和逐步完善，投资主体多元化和投资方式多样化已经成为社会经济生活的重要内容。与之相应，广大投资者、投资管理者及关心这一领域的各界人士对言之有物的相关书籍具有迫切的需求。为此，《话说投资》丛书编委会组织了一批在海内外专修投资理论与实务的博士编写了《话说投资》丛书。丛书共六册，包括《股市圣经》、《基金实战》、《期货胜算》、《汇市

纵横》、《企业并购谋略》、《房地产经纬》，基本覆盖了股票、证券、基金、房地产、期货、企业并购、汇率等整个投资领域。这套丛书力求突出高品位，坚持权威性、知识性、可读性、可操作性。与国内已出版的同类书籍比较，信息量更大，更贴近国内外经济生活。我希望它能成为投资者、投资管理者不可多得的良师益友，并在今后的再版中不断修改，日臻完善。

是为序。

1996. 11. 20

于美国斯坦福大学

目 录

	丛书总序	刘国光
1	第一章 导论	
	第一节 什么是企业并购	
	第二节 企业并购的形形色色	
7	第二章 中国：企业并购的来龙去脉	
	第一节 兼并现象的产生	
	第二节 企业兼并的发展	
	第三节 上市公司收购	
18	第三章 美国：企业并购演进的一般规律	
	第一节 美国企业并购史上的五次浪潮	
	第二节 并购演进的一般规律	
	第三节 企业并购的生成环境	
34	第四章 企业并购的动因与效应	
	第一节 企业并购动因的一般分析	
	第二节 并购：企业成长的动因	
	第三节 并购中的交接效应	

51	第五章 企业并购的运作程序
	第一节 直接洽谈完成并购的程序
	第二节 产权交易市场完成的并购程序
	第三节 上市公司的并购程序
64	第六章 企业并购的经济效益分析
	第一节 公司价值的确认
	第二节 现金并购的经济效益分析
	第三节 股票收购的经济效益分析
95	第七章 杠杆收购：企业并购的杰作
	第一节 财务杠杆与杠杆收购
	第二节 垃圾债券：高收益高风险
	第三节 KKR：世界著名的LBO公司
	第四节 防患未然：对LBO的冷静思考
114	第八章 企业家的世界：MBO与控股公司
	第一节 企业并购异军突起
	第二节 MBO：一种制度创新
	第三节 MBO的财务分析
	第四节 控股公司：支撑“企业帝国”的大厦
126	第九章 敌意收购与反收购策略
	第一节 敌意收购：从公开收购要约谈起
	第二节 一次典型的反收购
	第三节 反敌意收购策略

第十章 跨越国界的企业并购

- 第一节 跨国公司与跨国并购
- 第二节 跨国并购的特点
- 第三节 外商控股收购国有企业
- 第四节 黄鸿年与中策现象
- 第五节 中国企业的跨国并购

第十一章 投资银行：一个新兴的产业

- 第一节 投资银行的产生
- 第二节 投资银行的主要业务
- 第三节 投资银行在企业并购中的作用

第十二章 中国：企业并购市场的现状与前景

- 第一节 产权交易市场管窥
- 第二节 股票市场对企业并购的制约
- 第三节 并购：推动改革的动力
- 第四节 企业并购市场的完善与发展

附 录：相关法律、法规

- 《关于企业兼并的暂行办法》
- 《关于出售国有小型企业产权的暂行办法》
- 《股份有限公司国有股权管理暂行办法》
- 《关于城市“优化资本结构”试点国有资产管理工作指导意见》
- 《企业兼并有关财务问题的暂行规定》

参考文献

第一章 导 论

美国著名经济学家施蒂格勒说：“几乎没有一家美国的大公司，不是通过某种方式、某种程度的兼并与合并成长起来的，几乎没有一家大公司能主要靠内部扩张成长起来。”在社会主义市场经济条件下，兼并与收购亦将成为中国企业的主要成长方式。

中国的企业并购始于 1984 年，发展于 1988、1989 年，火爆于 1993、1994 年，目前，正以迅猛之势在中国大地扩展……经济学家称之为继企业放权让利、实行承包经营之后企业改革的“第三次浪潮”；投资家们断言，一个新兴的产业正在中国崛起；企业家们感受到，在市场经济大潮中，不仅要重视企业内部经营管理战略调整，还要把握企业外部产权交易战略的运用。企业并购是现代经济生活中一个极其重要的现象，是发展市场经济的必然产物。它是企业从产品经营向资本经营转化的有效扩张手段，充分体现了市场经济条件下优胜劣汰的竞争法则。中国企业并购的实践证明：企业并购解决了中国现实经济中的许多棘手问题，很可能成为进一步深化改革的突破口，通过产权机制的开启，为企业的成长和改革的成功开辟广阔的发展前景。

第一节 什么是企业并购

并购，是兼并（Merger）与收购（Acquisitim）的合称，一般缩写为“M&A”。权威的《大不列颠百科全书》对 Meger 一词的

解释是：“指两家或更多的独立的企业、公司合并组成一家企业，通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。”

在公司法中，企业兼并属于合并的一种。我国《公司法》第一百八十四条规定：“公司合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式。”吸收合并就是兼并，是指一个公司吸收其他公司，被吸收公司解散，并依法办理注销登记，被吸收公司的债权、债务由存续公司承继。存续公司的登记事项发生了变更，也应当向登记机关办理变更登记。新设合并，又称混合，是指两个以上的公司合并设立一个新的公司，合并各方解散，合并各方的债权、债务由合并后新设的公司承继，合并各方依法办理公司注销登记，并依法办理新企业设立登记。

收购 (Acquisition)，是指一家公司在证券市场上用现款、债券或股票购买另一家公司（称目标公司）的股票或资产，以获得对该公司的控股权。目标公司的法人实体地位并不因此而消失。根据收购对象的不同，一种为股权收购，一种为资产收购。股权收购乃是购买另一家公司股份的一种投资行为，一般情况下，通过收购目标公司已发行在外的股份，或认购目标公司所发行的新股两种方式进行。前者资金流入股东，后者资金流入公司。当购买到对方一定比例的股权而取得经营管理控制权时，即可接收 (Take over) 该公司。这种情况亦称控股收购。例如，A 公司收购 B 公司股份的 51% 以上，于是 A 公司成为控股公司或母公司，B 公司成了 A 公司的子公司。在出现 B 公司有相当规模，而股份又比较分散的情况下，A 公司只要控制 B 公司股权中的相对多数（如 30%），即能达到控股的目的，这就为收购方提供了便利条件。对于并未取得被收购公司经营控制权的收购，则直接称之为“投资”，或称参股、部分收购。在这种情况下，收购方通常仅以进入被收购公司的董事会为目的，或可能基于投资报酬率的考虑，但也有的是为加强双方合作关系而进行的。资产收购是指收购方收

购目标公司的部分或全部资本，不须承受目标公司的债务。如果目标公司出售其全部资产，则公司即告解散。

收购与合并是两种不同的产权交易行为。当公司决定合并时，应编制资产负债表及财产清单，以明确其财产状况，供债权人查阅。合并参与者在公开声明后，债权人若提出异议，则合并参与者应对其债务予以清偿或提供相应的担保。而在收购情况下，收购方通过收购股权而取得对该公司的控制权，在程序上只要取得股权上的优势，并经董事会、监事会改造即可。

企业兼并收购，既是一种经济现象，又是一种法律制度。在我国，“企业兼并”也有一种宽泛的理解。1989年2月19日国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局颁布的《关于企业兼并的暂行办法》中指出：“企业兼并，是指一个企业购买其他企业的产权，使其他企业失去法人资格或改变法人实体的一种行为，不通过购买办法实行的企业之间的合并，不属于本办法规范。”“企业兼并主要有以下几种形式：

1. 承担债务式，即在资产与债务等价的情况下，兼并方以承担被兼并方债务为条件接收其资本。
2. 购买式，即兼并方出资购买被兼并方企业的资产。
3. 吸收股份式，即被兼并企业的所有者将被兼并企业的净资产作为股金投入兼并方，成为兼并方企业的一个股东。
4. 控股式，即一个企业通过购买其他企业的股权，达到控股，实现兼并。”

这里所述的“企业兼并”，既有吸收合并之意，又包括收购内容。因此，为了避免概念上的混淆和遵循国际上的通常惯例，我们还是将这种产权交易行为称为兼并与收购，简称并购。

第二节 企业并购的形形色色

随着市场经济的发展,企业并购是一个色彩斑斓的世界,按照不同的标准可以划分多种方式。

一、按照企业成长方式分:横向并购、纵向并购、混合并购

横向并购,是指具有竞争关系的、经营领域相同或生产产品相同的同行业之间的并购。这种并购的目的在于扩大生产规模,实现规模经济;减少竞争对手,提高行业的集中程度,增强产品在同行业中的竞争能力,控制或影响同类产品市场;消除重复设施,提供系列产品,有效地实现节约。横向并购的缺点是,易于出现行业垄断,限制市场竞争。

纵向并购,是指生产和销售的连续性阶段中互为购买者和销售者关系的企业间的并购,即生产和经营上互为上下游关系的企业之间的并购。纵向并购又分前向并购和后向并购两种形式。前向并购是向其最终用户的并购,如一家纺织公司与使用其产品的印染公司的结合。后向并购是向其供应商的并购,如一家钢铁公司与铁矿公司的结合。纵向并购的目的在于控制某行业、某部门生产与销售的全过程,加速生产流程,缩短生产周期,减少交易费用,获得一体化的综合效益。同时,纵向并购还可以避开横向并购中经常遇到的反托拉斯法的限制。其缺点是企业发展受到市场因素的影响较大。

混合并购,是指横向并购与纵向并购相结合的企业并购。一般分为产品扩张型、市场扩张型和纯混合型三种。产品扩张型并购是指一家企业以原有产品 and 市场为基础,通过并购其他企业进入相关产业的经营领域,达到扩大经营范围、增强企业实力的目的。市场扩张型并购是指生产同种产品,但产品在不同地区的市场上销售的企业之间的并购,以此扩大市场,提高市场占有率。纯

混合型并购是指生产和职能上没有任何联系的两家或多家企业的并购。这种并购又称为集团扩张，目的是进入更具增长潜力和利润率较高的领域，实现投资多元化和经营多样化，通过先进的财务管理和集中化的行政管理来取得规模经济。

二、按照是否有委托第三者出面分：直接并购与间接并购

直接收购，就是由收购方直接向目标公司提出所有权要求，双方通过一定的程序进行磋商，共同商定完成收购的各项条件，在协议的条件下达达到并购的目标。直接并购分为向前和反向两种。向前并购是指目标公司被买方并购后，买方为存续公司，目标公司的独立法人地位不复存在，目标公司的资产和负债均由买方公司承担；反向并购是指目标公司为存续公司，买方的法人地位消失，买方公司的所有资产和负债都由目标公司承担。并购双方究竟谁存续，谁消失，主要从会计处理、公司商誉、税负水平等方面来决定。

间接合并，是指收购公司首先设立一个子公司或控股公司，然后再以子公司名义并购目标公司。其分为三角并购和反三角并购两种方式。三角并购是指收购公司首先设立一个子公司或控股公司，然后，再用子公司来兼并目标公司。此时，目标公司的股东不是收购公司，因此收购公司对目标公司的债务不承担责任，而由其子公司负责。收购公司对子公司的投资是象征性的，资本可以很小，因此又叫做空壳公司 (Sell Subsidiary)，其设立的目的完全是为了收购公司而不是经营。收购公司一般是股份有限公司，其股票和债券是适销的。采取三角并购，可以避免股东表决的繁杂手续，而母公司的董事会则有权决定子公司的并购事宜，简便易行、决策迅速。反三角并购比较复杂，收购公司首先设立一个全资子公司或控股公司，然后，该子公司被目标公司并购，收购公司用其拥有其子公司的股票交换目标公司新发行的股票，同时，目标公司的股东获得现金或收购公司的股票，以交换目标公司的股