第一篇 公司购并理论基础

第一章 导 论

第一节 购并的概念

一、购并的概念

诺贝尔经济学奖获得者、美国经济学家乔治·史蒂格勒曾说过："没有一个美国的大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司是靠内部扩张成长起来的。"

从贝塔斯曼近40年的发展历程可以看出购并战略对贝塔斯曼公司发展所起的重要作用：1964年，贝塔斯曼购入柏林电视公司UFA，进入电视领域。1969年，贝塔斯曼以25%股权参股拥有《明星》、《布里奇特》和《资本》等杂志的汉堡格鲁纳雅尔出版社，开始进军杂志行业。1977年，贝塔斯曼收购哥德曼出版公司。1979年，贝塔斯曼收购世界最成功的音乐出版商美国阿里斯塔音乐公司。1980年，贝塔斯曼在纽约收购了当时世界上最大的平装书出版商——美国矮脚鸡出版公司（Bantam Books）。1984年，贝塔斯曼的子公司UFA又不失时机地参股40%于第一个私立德语电视台——RTL。1986年，贝塔斯曼收购美国的RCA公司和道布尔戴公司（Doubleday），在RCA的基础上组建了贝塔斯曼音乐集团（BMG），为贝塔斯曼成为美国媒体产业的主力军奠定了基础。1990年，贝塔斯曼向原东德和中欧发展。如古纳亚尔先后吞并了德累斯顿报纸和柏林人报等。1996年，贝塔斯曼参与成立了德国第二大网络供应商MediaWays公司，标志着贝塔斯曼完成进入互联网技术服务领域的目标。1997年贝塔斯曼将UFA电影公司与卢森堡电视制片公司合并，从而诞生了欧洲最大的电视集团CLT－UFA，向德国、法国、比利时、荷兰、卢森

需要全本请访问 www.ertongbook.com

堡、英国、瑞典和捷克等国播送广播和电视节目。 1998 年 7 月，贝塔斯曼收购世界著名的出版公司兰登书屋（Random House），并与矮脚鸡集团（Bantam Doubleday Dell）合并，成立新的兰登书屋。1999 年，贝塔斯曼收购著名出版公司——德国施普林格出版公司（Springer）。当年，贝塔斯曼集团排名《财富》全球最大 500 家企业第 341 位。贝塔斯曼最经典的资本运作无疑是由米德尔霍夫主导的对美国在线 AOL 的投资。在米德尔霍夫的坚决提议下，贝塔斯曼在 1994 年对美国在线投资 5000 万美元，随后又收购了美国在线（欧洲）公司 50%的股权，使贝塔斯曼进入网络多媒体领域。 2000 年，贝塔斯曼卖出所持有的 AOL 的股份，赚了 70 多亿美元。

购并，是收购与合并的合称，英文是“ Merger and Acquisition”，一般缩写为“ M&A”。“Merger”是指物体之间或权利之间的融合或相互吸收，通常融合或相互吸收的一方面在价值或重要性上要弱于另一方，融合或吸收之后较不重要的一方不再独立存在。权威的《大不列颠百科全书》对 Merger 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。 ”“Acquisition”是指获取特定财产所有权的行为，通过该项行为，一方取得或获得某项财产，尤指通过任何方式获取的实质上的所有权。

我国目前的法律法规对“ 购并 ”一词的具体解释分别为：

1. 《关于企业兼并的暂行办法》

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联合发布的《关于企业兼并的暂行办法》第 1 条规定，“ 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。’暂行办法第 4 条规定，“ 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产。（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。 ”

2. 《中华人民共和国公司法》

《中华人民共和国公司法》第 184 条规定，公司合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式。一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并各方解散。公司合并时，合并各方的债权、债务，应当由合并后存续的公司或者新设的公司承继。

3. 《中华人民共和国证券法》

1999年7月1日起生效的《中华人民共和国证券法》第4章第78条规定，“上市公司收购可以采取要约收购或者协议收购的方式”。

4. 上市公司收购管理办法

2002年12月1日起施行的《上市公司收购管理办法》第1章第2条规定，“上市公司收购，是指收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度，导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为”,第1章第3条规定,“收购人可以通过协议收购、要约收购或者证券交易所的集中竞价交易方式进行上市公司收购，获得对一个上市公司的实际控制权。”

二、购并的类型

公司或企业购并按照不同的划分标准，有以下类型：

1. 按购并的出资方式划分

按照购并的出资方式来划分，公司购并可以分为出资购买资产式购并、出资购买股票式购并和以股票换取资产式购并、以股票换取股票式购并。

出资购买资产式购并是指收购公司使用现金购买目标公司全部或绝大部分资产以实现购并。出资购买股票式购并是指收购公司使用现金、债券等方式购买目标公司一部分股票，以实现控制后者资产及经营权的目标。出资购买股票可以通过一级市场进行，也可以通过二级市场进行。以股票换取资产式购并是指收购公司向目标公司发行自己的股票以交换目标公司的大部分资产。以股票换取股票式购并是指收购公司直接向目标公司股东发行收购公司发行的股票，以交换目标公司的大部分股票。

2. 按购并是否取得目标公司的同意与合作划分

按照购并是否取得目标公司的同意与合作来划分，公司购并可以分为善意购并和恶意购并。

善意购并是指目标公司同意收购方提出的条件并承诺给予协助，使购并双方可以通过协商方式来决定购并业务的具体安排，如收购方式、价格、人事安排、资产处理等的兼并方式。在这种方式下，若目标公司对收购条件不完全满意，双方还可以就此进行进一步的讨价还价，最终达成双方都可以接受的购并协议。一般而言，在善意购并下，目标企业的经营者通常会提供必要的资料给购并企业，双方在认可、满意的基础上制定出购并协议。如宝洁公司1989年善意收购了拥有封面女郎（Cover Girl）和克莱里奥（Clarion）品牌的化妆品公司诺克西尔（Noxell），双方认为这项购并有助于两个企业在销售方面取得

协同效应。

如果收购公司提出收购要求和条件后，目标公司不同意，收购公司就只能在证券市场上进行强行收购，这种方式称为恶意购并。在恶意收购的情况下，目标公司通常会采取各种反收购防御措施对收购活动进行抵制，而证券市场同时也往往会迅速做出反应，使得股价快速上升。因此恶意收购中，除非收购公司有雄厚的实力，否则较难取得成功。1984 年，T. Boone Pickens 就试图收购菲利普斯石油公司（Phillips Petroleum），但未获得成功。菲利普斯石油公司管理层坚决反对这项收购，并于 1985 年借款 45 亿美元回购了公司 47% 的普通股股票，从而挫败了被恶意收购的企图，因为目标公司已将资产抵押出去，收购公司也就不可能再次将之抵押融资了。

表 1—1 与表 1—2 分别为 1985 年至 2000 年恶意购并活动占总交易金额的百分比和恶意购并结果的百分比。从世界范围看，恶意购并活动的高峰年是在 1988 年，恶意购并活动占总交易金额的百分比高达 17.9%。在美国，恶意购并活动的高峰年是在1988年，恶意购并活动占总交易金额的百分比高达

表 1—1　　恶意购并活动占总交易金额的比重（%）

年份	美国国内	世界范围	世界上其余地区
1985	11.9	14.3	27.8
1986	4.4	6.2	12.7
1987	3.7	3.5	3.1
1988	22.2	17.9	7.5
1989	3.6	6.1	9.2
1990	4.7	3.0	1.9
1991	2.3	2.1	1.9
1992	0.8	0.3	0.0
1993	0.0	0.5	0.9
1994	5.2	4.6	3.7
1995	5.9	6.4	6.9
1996	1.1	1.2	1.4
1997	0.5	0.8	1.2
1998	0.2	0.5	1.1
1999	7.0	15.1	22.2
2000	2.3	1.6	0.8
平均数	4.7	5.3	6.4
中位数	3.7	3.3	2.5

数据来源：萨缪尔·韦弗（Samuel C. Weaver）、弗雷德·威斯通（J. Fred. Weston）：《兼并与收购》，中国财政经济出版社，2003 年

22.2%。在美国以外地区，恶意购并活动的高峰年是在 1985 年，恶意购并活动占总交易金额的百分比高达 27.8%.

表 1—2　　恶意购并的结果（%）

年份	售给袭击者	售给第三方	保持独立
1994	38	25	37
1995	41	29	29
1996	36	23	41
1997	12	44	44
1998	27	33	40
1999	39	44	17
2000	36	14	50
平均数	32.7	30.3	36.9
中位数	36.0	29.0	40.0

数据来源：萨缪尔·韦弗（Samuel C. Weaver）、弗雷德·威斯通（J. Fred. Weston）：《兼并与收购》，中国财政经济出版社，2003 年

3. 按收购公司与目标公司是否同属一国企业划分

按照收购公司与目标公司是否同属一国企业这个标准来划分，公司购并可以分为跨国购并和国内购并两种。

4. 按行业相互关系划分

按购并双方的行业相互关系划分，企业购并可以分为横向购并、纵向购并和混合购并。

横向购并是指处于相同行业生产同类产品或生产工艺相近的企业之间的购并。这种购并实质上是资本在同一产业和部门内集中，它是企业迅速扩大生产规模、提高市场份额、增强企业的竞争能力和盈利能力的捷径。

纵向购并是指生产或经营过程相互衔接、紧密联系的企业之间的购并。其实质是通过处于生产同一产品不同阶段的企业之间的购并，从而实现纵向一体化。纵向购并除可以扩大生产规模、节约共同费用外，还可以促进生产过程各个环节的密切配合、加速生产流程、缩短生产周期、节省运输、仓储能源。

混合购并是指处于不同产业部门，不同市场，且这些产业部门之间没有特别的生产技术联系的企业之间的购并。包括三种形态：产品扩张型购并，即生产相关产品的企业间的购并；市场扩张型购并，即一个企业为了扩大竞争地盘

需要全本请访问 www.ertongbook.com

而对其他地区生产同类产品的企业进行购并；非相关多样化购并，即生产和经营彼此间毫无联系的产品或服务的若干企业之间的购并。混合购并可以降低一个企业长期处于一种行业所带来的风险，另外通过这种方式可以使企业的技术、原材料等各种资源得到充分的利用。

第二节　资本运营的模式

在研究我国企业购并的时候，有两个与之相关的名词不得不提及，即“资本运营”和“资产重组”。资本运营是指企业所拥有的各种可以支配的资源，不论是有形的、还是无形的，都可以以资本的身份加入到社会经济活动中，通过收购、兼并、重组、参股、转让、剥离、置换等各种途径优化配置，进行有效运营，以实现最大限度资本增值的目标。资本运营方式是多种多样的，只要是通过资产的流动和重组，达到改善资源配置效率，盘活存量资产，提高企业的经营能力，从而有利于实现资本增值目标的形式都是资本运营的方式，如购并、重组、托管、分拆、回购、剥离、置换等等。但是，资本运营运用最多的方式主要还是购并和重组，因此购并和重组是资本运营的核心。

企业重组是指对被重组企业的生产力诸要素进行分拆、整合以及内部优化组合的过程。企业重组的本质是对企业的生产力的重组，按照现代生产力理论，生产力诸要素是指企业的劳动者、劳动资料、劳动对象、生产管理和科学技术等，所以企业重组是对这些生产要素的重组。企业重组的内涵有广义和狭义之分，广义企业重组的主要内容包括业务重组、资产重组、债务重组、股权重组、职员重组和管理制度重组；狭义的企业重组一般是指企业的资产重组。

但需要指出的是，“资产重组”在我国还有着更为广义的内涵。“资产重组”一词最初的含意是对我国国有资产或国有企业的资产进行重组。后来，“资产重组”又发展成了一个与购并相关联的概念，是有关收购、合并、托管、资产置换、回购、分拆等一类行为的总称。因此，在大多数的实际情况下，“资产重组”的内涵早已超越了“资产”的范围。以被称作“资产重组”的上市公司控股权的变化为例，若不发生资产的注入或剥离，对上市公司本身来讲并不会导致资产的重组，而仅仅只是公司所有权结构的变化。可见，市场所常用的“资产重组”不是一个边界较为分明的经济概念，而是一个已被市场约定俗成为一个边界模糊的、表述一切有关上市公司重大非经营性或非正常性变化的总称。

扩张、收缩和内变是企业产权变动三种最基本的类型。相应地，我们将资本运营的模式也分为扩张、收缩以及置换重组三种基本的模式。

一、扩张模式

1. 收购

收购是指一家公司购买另一家公司的股票或资产以获得对该公司本身或资产实际控制权的行为。收购包括两种情况：一种是资产收购，另一种是股份收购。资产收购是指一家公司购买另一家公司的部分或全部资产。股份收购则是指一家公司直接或间接购买另一家公司的部分或全部股份，从而成为被收购公司的股东，承担该公司相应的债务。

在股份收购情况下，按照收购方所获得的股权比例，又可分为参股收购、控股收购和全面收购三种情况。参股收购是指收购方仅获得被收购公司的部分股权。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。控股收购是指收购方购得被收购公司达到控股比例的股权。所谓控股股份，在理论上指持有有投票权股票（普通股）的 51％。但在被收购公司有相当大的规模，而股权又比较分散情况下，往往控制了 30％左右的股权，有时甚至 25％就足以有效地控制整个公司，达到控股目的。全面收购是指收购方购得被收购公司的全部股份，被收购公司成为收购公司的全资子公司。

企业的收购既有对上市公司收购，也有对非上市公司的收购。上市公司收购是指投资者公开收购股份有限公司已经依法发行上市的股份，以达到对该股份有限公司控股或者兼并目的的行为。我国《上市公司收购管理办法》界定的上市公司收购，是指收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度，导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为。

从表 1—3 可见，从“ 1993 年宝延事件 ”到 2002 年底，我国证券市场共发生购并重组案件 1216 起[①]。其中的股权收购类案件共发生 724 起，占全部购并重组案件的 60％。

① 上海证券报、南开大学张新：“ 公司并购重组是否创造价值［上证联合研究计划］”，《上海证券报》. 2003 年 4 月 15 日

表 1—3　　我国购并重组的年度分布和种类构成

年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	合计
股权收购类（目标公司）	1	6	0	9	33	65	139	136	213	122	724
资产重组类（目标公司）	—	—	—	—	—	—	206	47	173	44	470
吸收合并类（收购公司）	—	—	—	—	—	5	7	4	3	3	22
合计	1	6	0	9	33	71	351	187	389	169	1216

数据来源：证监会与沪深证券交易所的统计以及巨灵数据公司的统计数据

我国《证券法》第七十八条规定，上市公司收购可以采取要约收购或者协议收购的方式。协议收购是指收购方通过与目标公司（上市公司）的管理层或者目标公司的股东反复磋商，达成协议，并按照协议所规定的收购条件、收购期限等收购目标公司股份以达到控制权的收购方式。由于我国上市公司股权结构的独特性，上市公司非流通的国有股和法人股约占上市公司总股本的 60% 以上，使得目前我国上市公司的收购主要是通过协议收购上市公司低成本的国有股和法人股得以实现。要约收购是指收购方通过向目标公司的管理层或股东，发出购买其所持该公司股份的书面文件，并按依法公告的收购要约中规定的收购条件、收购价格、收购期限等事项收购目标公司的股份以达到控制权的收购方式。根据《证券法》规定，通过证券交易所的证券交易，投资者持有一个上市公司已发行的股份的 30%时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购要约。要约收购最重要的特点是要约对象面向全体股东，从而为所有投资者提供了平等的售股机会，真正体现证券市场的公开、公平和公正原则。

资料 1—1　买 壳 上 市

上市公司的上市资格是一种相对“稀有”的资源，所谓“壳”就是指上市公司的上市资格。买壳上市是指非上市公司通过收购以获得上市公司的控股权，然后再利用这家上市公司，通过“反向收购”的方法将非上市公司的资产通过配股、收购等方式注入进去，实现间接上市的目的。

我国企业买壳上市主要有以下几种情况：

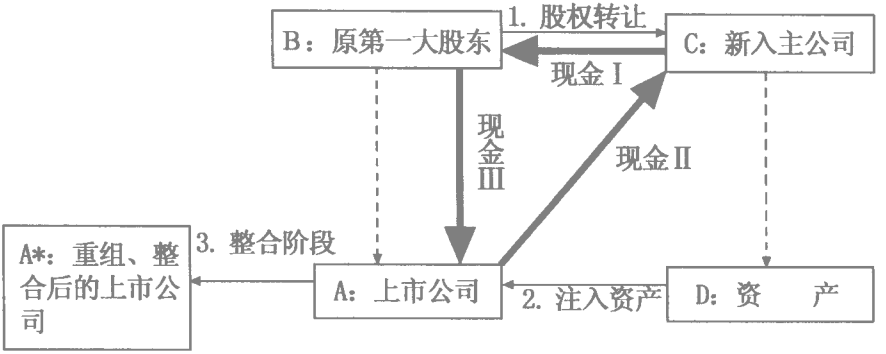
1. 新控股股东以现金支付获得对壳公司的控制权，这是买壳上市中最常见的类型。

2. 新控股股东以现金分期支付获得对壳公司的控制权。例如， 1997 年 10 月 15 日，广东飞龙集团与联益集团在广州签署了《股份转让协议书》，确定联益集团向广东飞龙转让 3421.6 万股成都联益法人股，转让价为每股人民币 1.99元，总价值人民币 6800 万元。协议书规定，这次股权交易采取分期付款的方式进行。1998 年 1 月，广东飞龙集团将其控股 75%的广东飞龙高速客轮有限公司的股权含权转让给成都联益，协议受让价为 7400 万元人民币，收购费用从 1999年起至 2002 年分三期支付。

3. 原控股股东与收购方共同组建新公司作为新控股股东。例如， 1998 年 4 月 15 日，湖南五一文实业股份有限公司第一大股东——长沙五一文化用品商场集体资产管理协会发布公告：协会以其拥有的 1315.15 万股五一文法人股（占五一文总股本的 14.72%）股权作为出资，折计出资金额 4165 万元，与湖南创智软件园有限公司（以账面部分净资产作为出资，折计出资金额 4335 万元），共同投资设立湖南创智科技有限公司。协会和湖南创智软件园有限公司分别占创智科技股份的 49%和 51%。在这之前，协会与湖南创智科技有限公司已于 1998 年 4月 3 日签订了 《股份出资协议》。根据协议,湖南创智科技有限公司受让协会持有的五一文 1315.15 万股法人股，成为五一文的第一大股东。湖南创智软件园有限公司通过控股湖南创智科技有限公司间接入主五一文。

4. 原控股股东成了收购方的股东（非控股股东）。上市公司津国商原第一大股东——天津立达（集团）有限公司将其持有的津国商 50.98% 的股权 8440.464 万股全部转让给天津戈德防伪识别有限公司，戈德公司成了上市公司津国商的第一大股东，而立达集团转持戈德防伪的 28.96%股份而成为天津戈德防伪识别有限公司的第二大股东。

买壳上市的过程一般包括三个具体的步骤：第一步：买壳，实现壳公司的控制权转移。该步骤是入主公司通过受让壳公司部分或全部股权以获得对壳公司的控制权。第二步：反向收购，注入资产。壳公司易主之后，将对新入主公司的下属资产进行“反向收购”，收购的资产既可以是实物资产，也可以是无形资产。第三步：整合阶段。



其中：A　为上市公司(即“壳公司”)；

A *为经重组并整合之后的上市公司；

B　为上市公司的原第一大股东；

C　为新入主公司，也是上市公司重组之后的第一大股东；

D　为 C公司的优质资产。

图 1—1　买壳上市的一般过程

在我国企业的买壳上市过程中，一般都存在着一个重要的“现金三角形”(如图 1—1 所示)。“现金三角形”对完成买壳上市具有重要的推动作用，其主要作用在于能够有效降低整个交易过程中所产生的净现金流。在我国的买壳企业中，由于大多数企业的规模和实力并不是很强，因而降低企业在买壳上市过程中的现金支出，对企业来说是一件至关重要的事情。

“现金三角形”的三个角分别对应着上市公司 A、上市公司的原第一大股东 B和新入主公司 C。现 金 I是新入主公司购买原第一大股东的股权所需支付的现金，现金 II 是壳公司反向收购新入主公司的资产所需支付的现金。

现金 III 是构造“现金三角形”的关键。产生现金 III 的方法有：

1. 原第一大股东在完成重组之后，根据事先约定的协议购买壳公司的部分资产，即将上市公司的部分资产剥离给原第一大股东；

2. 原第一大股东借钱给上市公司来创造现金 III，从而构造“现金三角形”，如托普发展收购川长征（案例 2—2)。

3. 原第一大股东在资产重组之前是壳公司的债务人。以科利华入主阿城钢铁为例（如图 1—2 所示），阿钢集团向北京科利华转让对阿城钢铁 28%的股权，涉及交易金额 1.34 亿元，即现金 I＝1.34 亿元。北京科利华在买壳成功后将其下属的晓军公司 80%的股权和 CSC 电脑家庭教师初中版 V3.0 软件

著作权转让给上市公司阿城钢铁，该步骤涉及余额 1 亿元，即现金 II＝1 亿元。在重组前，阿钢集团拖欠阿城钢铁共 2.26 亿元的债务，通过本次重组可以抵消债务 1 亿元，即现金 III＝1 亿元。通过“现金三角形”，壳公司只需实际支付（现金 II － 现金 III）的净现金，而新入主公司只需支付（现金 I － 现金 III）的净现金，在本案例中分别为 0 和 0.34 亿元。由此可见，构造“现金三角形”对降低科利华入主阿城钢铁的现金流方面具有重要的意义。

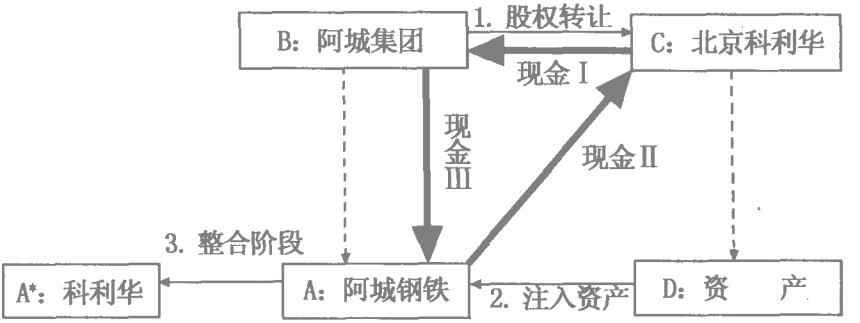


图 1－2　科利华入主阿城钢铁

为了降低买壳上市过程中的现金支出，在现金 III 无法构造的情况下，一般还可以采取以下的几种方法：（1）分期付款。如广东飞龙集团入主成都联益时，股权交易就采取分期付款的方式进行，而向成都联益注入广东飞龙的资产同样采取分期付款的方式（如图 1－3 所示）。（2）将壳公司的部分资产出售给其他公司等等①。

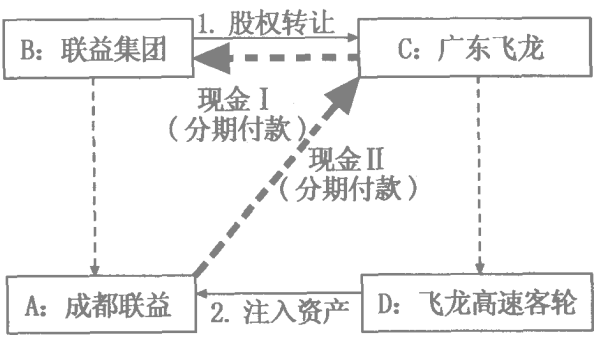


图 1－3　广东飞龙集团入主成都联益

① 谢小伟：“从科利华看现金流在买壳上市中作用”，《上海经济报》，2001 年 1 月 13 日

需要全本请访问 www.ertongbook.com

西方国家的上市公司购并主要采用流通股转让模式，具体的收购途径有三种：即协商收购、要约收购和委托书收购。

协商收购是指购并双方通过友好协商和谈判达成收购协议。协商收购虽与我国的协议收购较类似，但还是有区别的，即协商收购的股份本身在公开市场具有流通性，即也可以通过二级市场收购获得，而我国的协议收购所涉及的股份主要是上市公司的非流通股，这些股份在二级市场上并不能够流通，只能通过协议进行转让。为了推动流通股的协议收购（即协商收购），《上市公司收购管理办法》在《证券法》第七十八条规定“上市公司收购可以采取要约收购或者协议收购的方式”的基础上，在办法第三条中规定，“收购人可以通过协议收购、要约收购或者证券交易所的集中竞价交易方式进行上市公司收购，获得对一个上市公司的实际控制权。”

委托书收购指通过征求代理委托书从而达到在股东大会上获得足够多的表决权以控制董事会甚至改组董事会的目的。委托书最原始的功能是股份公司的股东由于某种原因不能亲临股东大会而委托他人代其出席，并发给受托人以确认代理权限的书面证明。从购并的角度讲，委托书也是争夺公司经营权、管理层控制公司的一种形式。典型的委托书争夺通常有两种形式：一种是对董事会席位的争夺，即收购方通过占据董事会一定数量的席位可以进一步更替企业的管理层。另一种直接对公司的经营决策强行实施影响。如果目标企业的管理层反对收购，收购方可以通过征求委托书的方式强迫管理层接受购并建议。

在西方国家中，要征集委托书一般采取下列方式：（1）与股东直接接触；(2）向证券经纪商、银行征求；(3）通过媒体广告的方式征求；(4）取得专业委托书征求公司的协助。

委托书收购在我国台湾地区曾非常流行，台湾地区的《公司法》、《证券交易法》均对此作了规定，并专门制定了《公开发行公司出席股东会使用委托书管理规则》。根据该规则，征求人的资格须为持股 30 万股以上，并依股东名册记载持续 6 个月以上的股东；征求人代理的股数不得超出其本身持有的股数。

2. 合并

合并是指两个或两个以上的公司通过订立合并协议，而组成一个新公司的法律行为。根据《公司法》第 184 条规定，公司合并可分为吸收合并和新设合并两种。

吸收合并是指一个公司吸收其他一个或一个以上的公司，被吸收的公司解散而不复存在；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。《全民所有制工业企业转化经营机制条例》第 16 条规定：“兼并是合并的一种，属于吸收合并”。吸收合并按支付方式分

类，可分为购买式吸收合并和换股式吸收合并。购买式吸收合并是指 A 公司要吸收合并 B 公司，A 公司可以用现金直接购买 B 公司的股东权益（或者是净资产），B 公司获得现金后可直接付给各股东，从此 B 公司不复存在。换股式吸收合并是 A 公司要吸收合并 B 公司，通过定向募集的方式直接向 B 公司的股东发行股票，以换取其在 B 公司的权益，从而 B 公司的股东成为 A 公司的股东，B 公司不复存在。在换股式吸收合并中，合并双方通过制定合适的换股比例，以合并保证双方股东均能从合并后整合中获得合理收益。与现金方式相比，通过换股可以避免合并过程中所需的大规模现金的支出，为企业低成本扩张提供了一条新途径，换股式吸收合并的关键在于折股比例的确定。

新设合并是指两个或两个以上的公司合并设立一个新的公司，原合并各方同时解散。美国公司法将之称为“联合”。

吸收合并与新设合并相比，其优点在于：(1) 节省合并费用。由于在吸收合并时，无需将所有公司都解散，只需解散被吸收的公司，这样大大节省在合并过程中在清理财产、编制财务表册、转换股票以及更换招牌、销售发票、公司标志、工作服等方面的费用。 (2) 手续简便。由于吸收合并在法律上视为原公司业务的拓展，而非新公司的设立，因而它的法律手续要比新设合并简单得多。(3) 保持经营的连续性。在吸收合并过程中，存续公司始终处于运营状态，它的业务活动不会因公司合并而发生中断。被吸收的公司也可以在运营不中断的状态下并入存续公司，避免由于公司在名称上的变更而给公司业务活动造成混乱和中断。实行新设合并的好处在于：由于所有公司是在全部解散后才实行融合的，因此公司的合并过程就是新公司的设立过程，因而比较易于公平地协调各公司间职工和高级职员的关系。

3. 非上市公司购并

从目标公司的类型来说，购并的目标企业既可以是上市公司，也可以是非上市公司。表 1—4 说明了在第五次企业购并浪潮中，在美国企业的购并活动中，在卖方公司中，非上市公司的购并比重逐渐增强，从 1993 年占全部交易的 42% 上升至 2000 年 58 %，出售非上市公司的原因主要是：(1) 缺乏企业管理的继承者。这往往是最常见的原因， (2) 公司的产品或服务的市场需求大幅增加，要求公司获取足够的资源进行企业的扩张，而出售资产是其中的一种有效路径。

表 1—4　　美国企业购并的组成（1993—2000）

时间	重组剥离	上市公司出售	非上市公司出售	外国公司出售	总量
1993	1134(43%)	221(8%)	1127(42%)	181(7%)	2663
1994	1134(38%)	344(11%)	1324(44%)	195(7%)	2997
1995	1199(34%)	447(13%)	1610(46%)	254(7%)	3510
1996	1702(29%)	478(8%)	3137(54%)	531(9%)	5848
1997	2108(27%)	603(8%)	4387(56%)	702(9%)	7800
1998	1987(25%)	627(8%)	4445(57%)	750(10%)	7809
1999	2353(25%)	746(8%)	5297(57%)	882(10%)	9278
2000	2501(26%)	676(7%)	5511(58%)	878(9%)	9566

数据来源：（美）弗兰克 C·埃文斯（Evans，F.C.），大 卫 M·华晓普（Bishop，D.M.）著：《并购价值评估——非上市并购企业价值创造和计算》，P48，机械工业出版社，2003 年 8月

二、收缩模式

混合购并曾在第三次企业购并浪潮中非常盛行。当时，管理科学得到迅速发展，计算机在美国大型企业中逐渐开始得到应用，现代大公司“看得见的手”更加完善，使得经理人员对大型混合企业的有效管理成为可能。同时，当时企业界普遍盛行的多元化发展思路也认为多元化经营可以有效地分散企业的投资风险，拓宽企业成长的新的空间，提高企业的竞争能力，于是各大企业纷纷把购并和多元化经营作为主要扩张手段，进行跨行业的购并。

但实践却表明，这些跨行业经营的企业在日后的发展过程中并不一帆风顺，特别是高层管理人员，由于对新的业务领域缺乏经验，盲目扩张，使得许多新涉足项目出现亏损，拖累了集团企业整体盈利水平。人们发现，有许多多元化经营企业的效率要低于专业化经营的效率，其企业的生产率会随着经营业务范围的增加而显著下降。人们还发现，许多多元化企业的市场价值远远小于每一部分拆开卖出的价值之和。因此，到了 80 年代，许多公司开始进行深刻的反思，其结果就是：许多公司开始有计划地放弃了一些与本行业联系不甚紧密、不符合公司长远发展战略、缺乏一定成长潜力的业务和资产，收缩业务战线，而将主攻方向转为培植主导产业和关联度强的产品群，加强公司的核心能力和市场竞争力。

因此，第四和第五次企业购并浪潮中的企业购并与五六十年代的购并不同，企业不再通过混合购并单纯追求多元化经营和经营规模的扩大，而是相反，通过剥离、分拆、重组等资本运营手段，将不相关的业务卖出，或变成独立的公司，甚至缩小企业的规模，使之经营专业化。美国学者 Frank Lichtenberg 的研究表明，80 年代后半期大部分消失的企业原来经营的业务范围多于平均数，而同期新出现的企业的经营业务更为集中。总体上看，从他的研究样本中可看出，一个企业平均经营的行业数量下降了 14%，而高度多元化企业的比例下降了 37%，专营于一业的企业比例同期则上升了 54%。

20 世纪以来，美国通用电气公司通过长期的购并扩张，经营范围一度横跨多达几十个行业。80 年代新的总裁韦尔奇上任后就认识到：尽管通用电气下属的各个事业部都有或多或少的盈利，但其中为数不少的部门都无法进入各个行业的前三名；仅有盈利并不能保证企业生存，公司必须进入所在行业的前列才能保证企业的生存和长远发展。为此，通用电气先后大规模地进行分离、重组，以提高自己的核心竞争力。结果证明这是成功的。

世界第五大制药公司百时美施贵宝公司（Bristol－Myers Squibb Company）是由百时美和施贵宝两家公司在 1989 年合并而成。世纪之交，公司的股价表现并不理想。2000 年股价增长了 14%，低于美国股票交易制药行业指数 27%的增长。百时美施贵宝作为一个药物及保健品生产企业，在全球有 44000 名员工，收入大部分来自制药业务，产品包括心血管疾病药、抗癌药和降低胆固醇药等。2000 年 9 月，百时美施贵宝公司发布了新的成长战略：宣布剥离 Clairol（伊卡璐）护发染发业务和 Zimmer 关节替代产品业务。尽管在过去的 7 年中，伊卡璐曾经为市场带来了 70 项革新和 850 项新配方，但对百时美施贵宝公司来说，剥离这些业务，则是为了能够更好地集中力量专攻自己的核心业务，专注于制药业的发展。2001 年 5 月，百时美施贵宝公司以 49.5 亿美元的价格将拥有草本精华等知名品牌的 Clairol 子公司卖给了宝洁公司。6 月 7 日，百时美施贵宝公司与杜邦公司达成协议，以 78 亿美元的成交价购买杜邦的制药业务子公司，此举将大大提高百时美施贵宝的艾滋病药物生产能力。

美国高通公司的手机销售量也曾经位列全球第八，但其市场占有率只有 8%，而芬兰的诺基亚却有 31%。在基站方面，高通公司的利润一直不高。后来，拥有 CDMA 移动通信标准的高通公司，认为自己的核心能力在于技术创新，而不在于制造和销售。所以，高通将手机部门卖给了日本的京瓷公司，基站卖给了爱立信公司，高通只留下知识产权授权和 CDMA 芯片业务。高通一门心思专注于技术的研发，使其在全球的 CDMA 技术市场上，获得了无可比拟的垄断优势。

具体而言，收缩模式包括资产剥离、公司分拆和股份回购等方式：

1. 资产剥离

出售企业的分部、分公司或任何一部分被称为资产剥离。剥离作为收缩模式中的一种，其目的在于使企业摆脱那些不盈利、需要太多资金或与企业其他活动不相适宜的业务，如微软公司由于其网上旅游分部 Expedia 在 1999 财政年度亏损了 2000 万美元而对其进行了剥离。

我国不少企业在 80 年代末、90 年代初为了规避“鸡蛋放在一个篮子里”的风险，在选择企业经营战略时，往往对多元化经营战略情有独钟，然而，由于国家从 1993 年起实行宏观调控政策，一些战线过长、摊子过大的企业在管理、资金、人才等方面显得捉襟见肘，企业效益下降，竞争力减弱。随着市场竞争日益激烈以及中国经济日趋加入国际大循环，多、散、小的产业结构布局即将淘汰，在这大背景之下，企业收缩战略模式的作用开始日益被我国企业所认识。深圳万科在发展的早期曾涉足房地产、工业、股权投资、文化等众多行业，但从 1993 年起，该公司开始意识到多元化经营所造成的弊端，开始逐渐调整投资结构，将投资重点南移深圳，并转让了当时前景十分看好的怡宝蒸馏水等 5 家企业的股权。经过几年的努力，公司以房地产为主导的业务构架已基本形成。

在我国深沪两地的证券市场上，资产剥离在资产重组中占据着一定的比重，以 1998 年为例，在发生的 606 起上市公司资产重组事件中，资产剥离占了 93 起，占全部重组数的 15%。

我国上市公司在资产剥离时，往往采取三种具体的方式。第一种方式是单纯的资产剥离，即上市公司把公司所属的一部分资产出售给其他企业，这些资产可以是固定资产、流动资产，也可以是整个子公司。不少上市公司由于上市前改制不彻底，历史包袱沉重，不良资产就像是混在整筐好苹果里的烂苹果一样，必须将其彻底剥离才行。如中远发展剥离娱乐与超市等非主营业务，等等。第二种方式是资产配负债剥离，即上市公司在资产负债表中将资产配上等额的负债，一并剥离出公司母体。这一方式能够迅速减轻公司总资产的规模，降低资产负债率，而公司的净资产不会改变。该方式目前在政府主导型的资产重组案例中具有较广的运作空间，通常是上市公司将不良应收账款配以等额银行贷款类负债，一并划转母公司，从而减轻上市公司的负担，改善其业绩状况。如东北药的控股公司东北制药集团在 1997 年对东北药 VC 等资产连同对应负债进行剥离，采取股份公司出让转债，集团公司受让承债形式，调整资产负债关系。这一收缩战略，对东北药调整投资结构、产品结构、减轻债务负担，降低财务费用，增强盈利能力，重塑公司形象起到重要的作用。

第三种方式是在剥离劣质资产之后，再购回其中的有效资产。如广电股份在资产重组的过程中，就采取了劣质资产剥离和优质资产注入相结合的方法。1997 年 3 月 7 日，上海市政府决定重组上海广电（集团）有限公司，将原由上海仪电控股（集团）公司持有的上海广电股份有限公司的国家股，划转给上海广电（集团）有限公司持有。划转后上海广电（集团）有限公司为广电股份的国家股股东，持有广电股份 77.45％的股权。同年 4 月 6 日,上海无线电四厂、上海无线电十八厂被上海广电（集团）有限公司以零价位收购； 4 月 15 日，法院作出裁定，宣告上无四厂和上无十八厂破产，并进入破产清算程序；6 月 16 日，上无四厂、上无十八厂的产权转让合同经上海产权交易所鉴证生效，广电股份出资 2.4 亿元将上无四厂、上无十八厂破产财产购回，抵扣职工安置费后，实际支付现金 8394 万元。通过上述资产运作，广电股份共核销债务 110515.7 万元，资产负债率从 80％下降至 73％。1997 年底，广电股份将所属上海录音器材厂有偿出让给上海广电（集团）有限公司。广电股份与上海广电（集团）有限公司签署协议：公司以 9413.54 万元的价值，将所属上海录音器材厂产权（含资产和负债）有偿出让给上海广电（集团）有限公司。 1998 年 3 月下旬，广电股份决定，出资 4000 万元左右收购上海录音器材厂有效资产（包括较具开发潜力的房产和地产），通过该资产运作，公司不仅减轻了许多债务负担，同时收购回来的有效资产会对广电股份的今后利润再次产生影响。通过一系列的资产重组措施，广电股份剥离了不良资产 15 亿元，但同时也注入优质资产 3 亿元，这使得公司资产负债率有了较大幅度的下降，大大减轻了沉重的历史包袱，极大地提高了公司的资产质量。

2. 公司分拆

公司分拆，指的是公司将部分业务或者某个子公司从母公司独立出来单独上市，或者原公司分裂成几个相对独立的单位。分拆出来的子公司上市与一般公司上市在具体操作上其实并无差异，只要原有股东决议同意，并符合上市地的标准，即可以按程序申请上市。广义的分拆上市包括已上市公司或者尚未上市的集团公司将部分业务从母公司独立出来单独上市；狭义的分拆上市指的是已上市公司将其部分业务或者是某个子公司独立出来，另行公开招股上市。

2000 年 10 月 31 日，由在上海证券交易所上市的北京同仁堂股份有限公司与其他发起人共同发起设立的北京同仁堂科技发展股份有限公司在香港联交所创业板正式挂牌交易，成为我国 1000 多家上市公司中成功完成分拆子公司上市的第一家公司。同仁堂科技注册资本 11000 万元，是由北京同仁堂股份有限公司分拆出来的以生产片剂、冲剂、胶囊为主体的制药二厂、中药提炼厂、进出口公司和科技中心等资产组成。

需要全本请访问 www.ertongbook.com