

第一章 导论：基本概念与简要历史

第一节 问题的提出

一、引言

如果把发轫于 1978 年的中国经济体制改革，看作是以“增量改革”为重要特征的渐进式改革，那么，改革推进到今天，“存量改革”的问题就越来越突出了。这既是改革逻辑的自然延伸，也是改革实践的必然选择。所谓“存量改革”核心是国有企业的重组。重组的目的，是使国有企业转变为产权可以在不同主体之间交易和转移的市场行为主体。没有国有企业的重组，就不可能有中国经济体制的成功建立。然而，认识到问题的重要性，仅仅为解决问题确立了一个出发点，离解决问题本身相距尚远。迄今为止的改革历史反复向人们昭示：改革的深入离不开科学的理论指导，假说的完善又离不开改革实践的检验与修正。

当我们将国有企业重组问题放在一个更宽广的理论视野和更深入的学术背景中进行考察时，我们发现，马克思主义经济学关于资本集中的理论，对我们的学术研究有方法论上的指导意义，但是，马克思主义理论需要在实践中得到发展。现代经济学关于企业重组和企业兼并与收购的理论，对我们的理论探讨有重要的借鉴意义。但是，现代经济学并没有对国有企业重组与并购问题作深入的理论分析，所以，需要新的理论假说对现实所提出的问题作出新的解释。

广义的企业重组，与企业并购具有相同的研究范围，都是指企

业产权的交易、转让和重整。但狭义的企业重组，只是企业并购或企业产权交易的内容之一。当然，在我国，国有企业重组与并购有着特殊的理论逻辑和现实意义。这就是，在国有经济范围内，企业最终所有权主体只有一个，即国家或国家背后的整体意义上的全民。但是，组成全民的个体，并不能声称对国有资产拥有可以交易和转让的权力。事实上，国有企业产权交易和转让，都是由受全民委托的各级政府部门和企业主管单位实际操作的。在这里，我们不得不承认，由于国有企业这一客观现实情况，使得各地区各部门有了自己的利益。所以，国有企业之间的产权流动，难以以无偿调拨的形式出现。我们称我国目前情况下的企业产权交易为“准兼并”，其相应机制为“准兼并机制”。准兼并机制“有利有弊”只是一个过渡性体制。处于准兼并机制中的国有企业，经过企业产权重组，再过渡到兼并机制中。

所以，理论和实践都对企业重组和企业并购问题的深入探讨，提出了很高的要求。如何在评判和借鉴已有的相关理论的基础上，对新的实践活动和现实生活作出概括和总结，的确是一个具有重大意义的命题。

二、几则实例

当时代的脚步刚刚跨入二十世纪九十年代之际，我国相继在上海和深圳先后成立了证券交易所。从此，股票交易和股权转让就成了有组织的交易市场内的经常性的事情。1993年9—10月间，在深圳股市上市的“宝安集团”大量购入在上海股市挂牌的“延中实业”股票，由此形成了一场被称为“宝延风波”的事件。这一事件拉开了中国股市收购战的序幕。此后，又相继发生了“万科中华事件”、“无极小飞之争”以及法人股市场上的“光大标购玉柴”等收购事件。具有戏剧意味的是，到了1994年8—9月间，当深沪股市的股价涨到当年较高的水平上时，却发生了“无极”减持“小飞”股票、

“万科”减持“中华”股票等事件。这样收购股票或减持股票就成了一件值得深思的事情。1995年初，长春“一汽”集团通过二级市场而非二级市场，收购了公众股在上海股市挂牌上市的沈阳“金杯”汽车51%的股权，从而达到控股地位。这也是一则很有代表意义的实例。

1994年3—4月间，深圳股市上爆发了一场“君万之争”。这是由君安证券公司代表一部分万科持股单位发起的一场“改革运动”，企图通过争取股东的支持，达到改组现有董事会、改选现有管理层的目的，这是一场典型的“代理权争夺战”。

在远离股市的企业界，事实上早就发生并且还正在发生着兼并、收购、分立、公司控制权的争夺等事件。一个非常引人注目的案例是，在1992年至1994年的两年时间内，香港中策公司斥资33亿人民币，把中国大陆百余家国有企业成批改组成35家中外合资公司，每家公司都由中策控股51%以上，并由中策董事长黄鸿年本人担任这些公司的董事长。其中，由两家轮胎厂在美国注册成一家中策合资控股的中国轮胎公司，已于1993年7月在纽约上市⁽¹⁾。

1993年至1994年上半年间，全国各地一涌而起，成立了170多家“产权交易市场”。许多地方政府和行政主管部门期望通过“产权交易”的方式，将一大批国有企业售出。国有企业出售潮来势之猛，大大出乎人们的意料，使得中央政府赶紧以行政命令方式加以制止。

上述这些实例，并不是受偶然因素影响的产物，而是有深刻的内在根源的。在后续的章节中，这些实例都将会在我们的理论框架中得到分析和研究。当前，我国经济的根本性变革突出地表现为如下三个方面：一是经济体制正由计划经济向市场经济过渡；二是经济发展开始从低收入水平向中等收入水平转换；三是从封闭式经济走向开放式经济。在这种背景下，企业并购与企业重组，在动机

机制、特征和效应等几个方面，都与发达市场经济中的情形有着很大的差别。事实上，即使在西方经济学界，虽然企业兼并收购问题在最近二十年来成了金融理论和企业理论中最为活跃的领域之一，但是，至今为止理论界对企业并购问题尚没有形成一个较为普遍认可的理论框架。所以，将发生在资本市场内外、涉及到本国利益主体和国外利益主体间的产权交易，纳入理论研究的视野之内，的确是一项具有挑战性的工作。

本章是全书的导论部分，其任务是在展开讨论和论述之前，提供一个讨论的始点和论述的基础。也就是说，在切入正题之前，将本书所探讨的“企业兼并收购”的基本概念作一些界定和说明，然后，对企业兼并收购的历史作简要回顾。通过历史的比较来反观现实、将会对企业兼并收购问题有更直观的认识。

总之，从理论上搞清楚为什么会产生兼并收购活动，如何进行企业兼并收购活动，兼并收购活动会引起什么样的后果以及如何对待企业兼并收购等问题，既有理论意义又有实践意义。

第二节 基本概念

理论的探讨需要有相同的概念体系。由于概念的分歧而产生的争议，对于正常的学术交流极为不利。同样一个概念，如果放在不同的体制背景中使用，也可能会有不很相同的含义。本节在界定兼并收购的基本含义之后，对不同体制条件下兼并收购的表现形式作出区分。

一、兼并收购的含义

从狭义角度考察，兼并(merger)和收购(acquisition)这两个概念还是有区别的。所谓兼并，指的是两个或两个以上的企业，按某种条件组成一个企业的产权交易行为。而收购则是指一企业以

某种条件取得另一企业的大部分产权，从而居于控制地位的交易行为。在这里所谓“某种条件”通常表现为现金、证券以及二者的组合。可见，兼并和收购二者之间的主要区别就在于，前者指一企业与其他企业合为一体，而后者则并非合为一体，仅仅是一方对另一方居于控制地位而已。

但是，兼并和收购毕竟在定义上有很大一部分是重叠的，换一个角度考察，收购也可以被看成是广义兼并行为的一种，并且，学术界和实业界都习惯于将兼并与收购合在一起使用，英文缩写为 M&A，中文简译为“并购”。除了从会计审计角度处理财务数据以及从兼并收购过程研究各自特征时两者的区别有重要意义之外，在一般研究中，即使不对二者作特别的区分，也不至于引起重大歧义。

二、不同背景下兼并收购活动的区分

虽然广义的兼并收购活动与产权流动具有同等含义，但是，在不同的体制下，这类活动却有不同的表现。我们将所有的体制背景概括为“正常情况”与“非常情况”两种类型。

在正常情况下，一般可以将经济体制区分为计划体制、市场体制和由计划体制向市场体制转换时期的过渡体制三种类型。在非常情况下，产权流动和重组常常有很不相同的表现形式，如无偿接管、赎买和特权兼并等。我们将正常情况和非常情况下兼并收购活动的表现用表 1.1 来表示。

在传统计划体制下，在国有制的框架范围内，由于国有企业的产权主体属于同一个“全民”以及受全民信任委托的政府，所以产权的流动只表现为行政性调整和重组。在过渡体制下，国有产权主体既有别于传统的计划体制下产权高度集中于中央政府的“大一统”的情形，也有别于典型的市场体制下产权主体定义明确的情形，而是表现为由所属主管部门或所属当地政府对该企业拥有某

种意义上的部分产权，所以产权的交易具有有偿性。这也就是所谓的“准兼并”。在我国目前情况下，产权的交易虽然在某种程度上可以以深沪股市作为参照系，但在实际上，在不同的产权主体之间，产权的流动性有巨大的差异。在交易所挂牌的公众股有很好的流动性，但同一公司中的“国家股”和“法人股”却是不能上市流通的。在 STAQ 和 NET 两个系统以及其他交易中心上市的法人股有一定的流动性，但相应公司中的发起人股也是不能上市流通的。没有上市的国有企业，无论其规模是大是小、效益是好是差，产权的流动性均很差。这就为研究中国准兼并现象提供了现实前提。

表 1.1 对不同体制背景下兼并收购的区分

-
- | |
|---------------|
| I 正常情况下 |
| 计划体制：行政性调整和重组 |
| 过渡体制：准兼并 |
| 市场体制：兼并 |
| II 非常情况下 |
| 没收（无偿接管） |
| 赎买 |
| 特权兼并 |
-

为了对我国当前的情形有一个较好的了解，我们不妨对我国的企业分为两类：一是上市公司，二是非上市企业。在上市公司中，公众股的收购可按有关规定执行，但发起人股的收购须取得持股单位或授权持股单位的同意，一般只能通过善意方式协议受让股权。在非上市企业中，产权的交易须取得企业主管部门和有关政府部门的同意，并按一定的程序和规则协议受让产权。这就使得本来具有相同含义的“股权交易”和“产权交易”在我国目前情况下有了重要的区别。在典型的市场经济中，定义明确的产权在不同利益主体之间的转移和流动，当然是有偿的，这种情形也就是被西方经

济学家反复说明的“兼并”。

在市场经济中，企业一般分为业主制、合伙制和公司制三种类型。前两者一般为无限责任，规模通常较小；后者则为有限责任，规模通常较大。在公司制中，又可以细分为公开公司和封闭公司两种，前者的股票上市交易，后者的股票不上市，而是为少数股东所掌握。在谈到兼并收购和产权流动问题时，一般是针对公开公司而言的。所以，兼并收购大都是以资本市场正常运行为背景发生的。清楚这一点，对于理解发生在不同经济中的兼并收购活动非常重要。正因为如此，在西方市场经济中，资本市场也通常被认为是公司控制权市场（the market for corporate control）或者是接管市场（takeover market）。在该市场上，不同的管理者为取得管理公司资源的权力而竞争。

在非常情况下，产权的流动和转移也可能是在超经济强制下发生的，或者是向流动的某一方倾斜的。例如，在中国革命取得胜利之后，对官僚资本采取了没收即无偿接管的政策，对民族资本则采取了赎买政策。又譬如，在国民党统治时期，国民党当局控制的官僚资本，利用金融危机兼并和接管了当时的“小四行”——中国通商银行、中国实业银行、四明商业储蓄银行和新华信托银行，改组和控制了“北四行”——金城、大陆、中南、盐业银行和“南四行”——上海商业储蓄银行、浙江兴业等银行。

在研究兼并史时，必须了解非常情况下无偿接管、有偿赎买和特权兼并等特殊表现，不过，我们的研究重点不在于此，而在于正常情况下的情形，尤其是如何促成“准兼并”转向“兼并”的情形。所以，本书不涉及没收、赎买和特权兼并问题。

三、市场体制下兼并收购的类型

在市场经济体制下，公众公司的所有权与控制权是分离的。但是，无论公司的所有与控制如何分离，它们之间都不可能彻底分

开。在两者的关系上，所有权是根本，控制权受制于所有权。

我们按照侧重点的不同，将公司兼并收购区分为所有权交易与对所有权交易的防御两个方面，需要特别注意的是，所有权交易及其防御是广义兼并收购的两个不同侧面，而不是互不相关的两个交易过程。对所有权交易的防御，强调的是公司现有管理层对公司所有权交易的防御和抵制，所以，可以将其看成是一种控制权交易。在上述两个侧面当中，所有权交易又可区分为扩张收缩与结构重组两类，而对所有权交易的防御，则包括溢价回购与停顿协议，反接管修正案和代理权争夺等。我们将市场体制下兼并收购的若干类型概括成表 1.2。

表 1.2 市场体制下兼并收购的类型

-
- I. 所有权交易
 1. 扩张收缩
 - (1) 扩张
兼并
收购股权
 - (2) 收缩(分立)
子公司独立
公司离析
 2. 结构重组
 - (1) 证券转换
债券转换成股票
股票转换成债券
 - (2) 股份再购回
 - (3) 公众公司非上市化
杠杆收购
管理收购
 - II. 对所有权交易的防御
 1. 溢价回购与停顿协议
 2. 反接管条款
 3. 代理权争夺
-

1. 所有权交易

所有权交易可以按照所涉及的所有权变动方向，区分为扩张收缩与结构重组两个方面。

(1) 扩张收缩。扩张和收缩，正好是沿着两个相反的方向所作的运动。其中扩张包括兼并和收购股权两项。这里的兼并，是狭义的兼并，指将两个以上的经济单位组成一个经济单位的产权交易。按照兼并各方在从事工商活动时所处的相对位置的不同，兼并又可分为水平兼并、垂直兼并和混合兼并三种类型。其中，水平兼并所涉及的，是一些经营同种工商活动的企业；垂直兼并所涉及的，是一些处于生产经营的不同阶段的企业；而混合兼并则涉及那些从事互不相关的工商活动的企业。不仅如此，混合兼并还可进一步分为产品拓展型、市场拓展型和纯粹型三种。产品拓展型兼并旨在拓展企业的生产线，市场拓展型兼并旨在拓展地理上处于不同位置的地区的工商活动范围，而纯粹型混合兼并则涉及那些既不属于产品拓展型也不属于市场拓展型的互不相关的工商活动。

收购股权亦称为惠购发盘 (tender offer)，是指在股票市场中，一公司向另一公司的股东提出按某个高于市价的价格收购他们的股票的建议，从而使得提出建议的公司能够达到迅速控制另一公司的目的。收购股权的活动，可在两公司之间友好协商进行，由此形成善意收购；或者也可在不受欢迎的情形下进行，由此形成敌意收购。敌意收购通常会导致目标公司的反击行为。

分立也就是收缩，可以认为是逆向兼并，主要包括子公司独立和公司离析两种类型。子公司独立指的是子公司脱离母公司而成为一个新的独立法人的情形，其股票按比例分配给母公司的股东，使原股东按原来比例持有新公司股份。独立后的子公司有独立的管理层，该管理层将会制定出不同于母公司的新的公司政策和发展战略。在子公司独立过程中，不必涉及到子公司向母公司支付现金问题。与此相对，公司离析则要涉及到现金交易。在公司离析时，

公司的某一部分将会出售给与原公司无关的第三方。在通常情况下，该第三方应是一个原本就存在的企业，它出现金买下离析出来的部分，这也代表了该第三方的扩张。如果该第三方并非原本就有的企业，则称这种公司离析为股权割售。

(2) 结构重组。证券转换是指以债券或优先股等优先证券换取普通股的交易，或者正好相反，指以普通股换取债券或优先股等优先证券的交易。股票再购回则是指公司再购回一部分流通在外的普通股的行为。股票再购回比例有时较大有时则较小，较大时，有可能会引起公司管理层的结构变动。在公众公司非上市化的交易过程中，原先公开上市的公众公司的股票，由一小部分投资者全部购得。如果这个公众公司非上市化的交易是由公司现管理层发动的，则称之为“管理收购”(MBO)；如果这个交易过程是由第三方通过大量举债而完成的，则称之为“杠杆收购”(LBO)。

2. 对公司所有权交易的防御

对公司所有权交易的防御也可看作是控制权交易，主要包括溢价回购和停顿协议、反接管条款以及代理权争夺等内容。溢价回购是指按照高于市价的价格，从某个大量持有公司股票的股东手中将股票购买回来的行为，这种行为也称作“接管讹诈”⁽²⁾。经常与这种回购一起使用的是一种签署“停顿协议”的行为。停顿协议指的是旨在使大量收购该公司股票的袭击者（即讹诈者），在未来的时间里不再作进一步收购的契约。反接管条款是指对公司章程作出的规定，使得对该公司的收购变得更加困难，代价更大。这主要包括：(1) 绝大多数投票权规则，在该规则下，兼并该公司需征得绝大多数（比如百分之八十）股东的同意。(2) 董事会轮回制，在该制度下，在按投票程序控制公司董事会之前，还需要经历一个较长的时期；(3) “金降落伞”制，在该制度下，如果因为公司控制权的变更而导致管理层的更叠，那么，将需要支付给现管理人员大笔解职费。在代理权争夺中，局外股东希望能在公司董事会中安插代

表他们利益的代理人。由于公司管理层通常已经代表了董事会对公司的有效控制，所以，代理权争夺通常是针对公司现有管理层的。

第三节 简要回顾：中外对比

在“中外对比”的标题下只用一节的篇幅对兼并史作回顾或许不是一件很合适的事情。对中外企业兼并史的比较充分的研究，远非一节内容所能胜任。好在我们所作的只是“简要回顾”。我们希望，第一，通过这种简要的回顾，对企业兼并收购的历史线索及主要特征能有一个直观的把握。第二，更加重要的是，市场经济条件下的公司兼并收购活动，在我国以前从来都没有出现过。对中外兼并史进行简要回顾与比较，也就是把市场经济中的兼并收购活动纳入我们的研究范围。

在国外发达市场经济国家中，虽然各国的公司兼并收购史各不相同，但大体上可以将这些国家分成两种类型：一种是以美英为代表的类型，另一种是以日德为代表的类型。前者的公司体制表现为市场导向型体制，在这种体制下，兼并收购和敌意接管等活动比较普遍；后者的公司体制表现为银行导向型体制或网络导向型体制。在这种体制下，兼并收购活动较少发生，敌意接管更是罕见。所以，选择美国和日本作典型进行中外比较，还是较有代表性的。以下我们先简单勾画出中、美、日企业兼并收购史的主要线索，然后再作比较分析。

一、中国的情形

虽然到了明末清初，中国就产生了较为活跃的工商活动，但这些活动并没有得到持续的扩张。直到本世纪初，规模稍大的工商活动才得以展开，并且还出现了有组织的证券交易所。但从那时起至

1949年共产党掌握全国政权之前，由于政治动荡、战乱频繁，所以这一时期并没有出现过大的兼并浪潮，又因为经济受政治的影响过大，所以存在“特权兼并”以及其他形式的“畸形兼并”。这一时期，实际上存在三个方向上的兼并活动：一是民族资本企业之间的兼并；二是官僚资本企业对民族资本企业的兼并；三是外国（特别是日本）资本企业对民族资本企业的兼并。

理解当今中国的兼并收购活动以及其他形式的产权交易活动，关键在于研究1949年共产党掌握了全国政权以来的历史。

1. 四十年代末期至五十年代末期：国有化运动

建国后至1956年，企业产权重组是在中国共产党制定的对私有工商业的利用、限制和改造的政策背景下，通过国家资本主义的形式而进行的。其间经历了国家资本主义的初级形式和高级形式两个阶段。在初级形式阶段，国家通过收购、加工、订货、统购和包销五种手段，掌握私有企业的购销渠道，逐渐从外部取得对私有企业的控制权。在高级形式阶段，实行公私合营以及全行业公私合营的政策。公私合营的要求包括：(1)公私合营企业受公方领导，由政府主管部门派代表同私方代表统一管理；(2)公私合营企业对原企业资产的评估应公平合理；(3)对原有企业管理人员应量才使用；(4)企业生产、经营、财务等按政府有关规定执行，工资和福利应向国营企业看齐；(5)企业纳税后盈余分配仍按“四马分肥”的办法，即按一定比例确定企业公积金、奖励金和股东股息、红利的数额。全行业的公私合营，是指不分企业的大小，全部按行业实行公私合营。合营之后，资本家将企业交给国家，国家则在一定时期内对资本家支付定息。

可见，这一时期的兼并收购活动，是一场以公有经济接管和控制私有经济为目的的大规模的兼并运动。在这一运动中，企业产权从资本家手中转到了政府手中，资本家在一定时期内拿股息和红利。政府接管的天津证券交易所和1950年初由政府成立的北京证

券交易所也相继在 1952 年 7、8 月间关闭。

2. 五十年代末至七十年代末：行政性调整

在五十年代中的全行业公私合营之后，公有经济在国家经济生活中占了绝对优势的地位。在公有制的全民所有制和集体所有制中，集体所有制有逐渐向全民所有制靠拢的趋势。所以，从产权关系角度看，这一时期的经济，并不具备企业兼并收购的前提条件，而是表现为行政性调整与改组。其间，主要经历了 1958—1960 年的关、停、并、转和 1963 年至 1966 年的试办托拉斯两个阶段。关、停是指关闭和停办那些成本高、消耗大、质量差、不具备正常生产条件的中小企业；并、转，是指将那些由集体所有突击升格为全民所有的企业，再转归集体所有，而对销路不足的企业，则缩小规模或转产。

试办托拉斯，在一定程度上类似于较大规模的水平兼并运动。其要点为：(1) 根据行业特点和专业化协作原则，对同一行业中的所属企业进行改组；(2) 将经过改组的企业组成托拉斯；(3) 托拉斯作为一个独立的经济组织同国家发生关系，国家把固定资金和流动资金拨给托拉斯，归托拉斯支配使用；(4) 在分配方面，国家与托拉斯之间采取利润分成的办法。该时期试办的托拉斯，全国性的有十多个，此外还有一部分省市也试办了一些地方性的托拉斯。

无论是关、停、并、转还是试办托拉斯都是在最终所有权保持不变的格局下，对企业的人力资源、资产资源和管理架构进行行政性调整和改组的行为。而在“文化大革命”中除了集体经济向国有经济靠拢和私有经济几乎被取缔之外，并没有出现真正意义的产权交易。

3. 七十年代末至今 准兼并

公司兼并的实质，在于通过所有权的有偿转让，取得对公司的全部或部分控制权。在我国，从理论上说国有企业的所有者是国家，国有企业的产权转让是在以同一个最终所有者为背景的条件

下发生的产权转移，这种情形不能视为严格意义上的兼并。但是，由于企业的主管部门、当地政府、企业管理层并不同于一般意义上的利益相关者，他们在不同程度上通过这样或那样的方式，对公司实际上拥有某种意义上的产权。所以，在这种利益格局下，中央政府若想再对企业作无偿的调拨和分配，也是一件极其困难的事情。正是在这一意义上，为区别于典型的市场经济环境下的产权有偿买卖和交易，以及计划体制下的产权无偿调拨和转移，我们将上述产权转移称做“准兼并”。

国有企业的改革从 1978 年起在四川试点而拉开帷幕。但国有企业产权交易活动，则是在 1984 年前后才开始的⁽³⁾。这一时期的准兼并，既有水平式准兼并、垂直式准兼并，也有混合式准兼并。兼并方通常是实力雄厚、资金宽裕、融资能力强的企业，而被兼并方则常常是那些资不抵债而又没有宣布破产的亏损企业。准兼并发生的原因、特点及其走向兼并的途径，将是我们关注的主要问题之一。

同一时期的兼并收购，主要发生在非国有制企业之间，以及外国企业与中国非国有企业之间。突出的问题是，中国的资本市场尚处于发育的初始阶段，投资银行、律师事务所、会计师事务所和资产评估公司等中介机构的作用，还没有得到较好的发挥，兼并收购的相关法律法规还不完善，社会劳动保障体系有待于建立和完善。

此外，由于香港股市已经成为相对来说比较成熟的资本市场，且香港集结了一批既熟悉国际资本市场的运作规则又熟悉中国大陆情况的企业家，所以，中国企业通过香港股市兼并收购香港企业，或香港企业通过不同途径兼并收购中国企业（目前中国大陆以外的投资者尚不能通过中国股市兼并收购中国公司），是正常的经济活动。表 1.3 列出了 1993 年十大香港和中国兼并收购的交易情况。

表 1.3 1993 年十大香港和中国兼并收购交易

金额单位百万美元

收 购 者	目 标	日期	金额
中信泰富, 中国	香港电讯, 香港	93.1	841.1
华润创业, 香港	沈阳啤酒, 中国	93.12	352.2
中国粮油, 中国	世贸中心集团, 香港	93.11	155.8
Chellion Investment 及 Haka Internatinal, 中国	Laws Property Holdings, 香港	93.4	88.3
太古及铁行, 香港	蛇口集装箱码头, 中国	93.11	79.6
华润集团, 中国	华人银行, 香港	93.1	65.7
中国光大集团, 中国	明辉发展, 香港	93.1	52.5
Citic Australia 及 China Venturetec Investment, 中国	八百伴国际, 香港	93.3	50.0
中国粮油, 中国	海晖国际, 香港	93.7	49.7
Mimet Fotic Investment, 中国	第一太平银行, 香港	93.5	46.7

资料来源: 香港联交所《证券月刊》, 1994 年 10 月号, P36

二、美国的情形

美国公司的兼并收购浪潮开始于上世纪末本世纪初。自那时起至今, 已掀起过五次大规模的兼并浪潮。兼并收购对美国经济和美国公司均有重大影响。诺贝尔经济学奖得主斯蒂格勒甚至认为⁽⁴⁾, 没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并成长起来的, 几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。

1. 1897 年至 1904 年的兼并运动: 以水平兼并为主要特征

从 1887 年至 1904 年, 美国有 15% 的工厂卷入了兼并浪潮, 其中超过 80% 的兼并发生在 1897 年至 1904 年间。这个时期正好处于美国经济快速扩张期, 以水平兼并为特征的兼并, 引起了包括重工业在内的众多产业的高度集中。在高峰期的 1888—1902 年间, 被兼并企业总数为 2653 家, 兼并资产总额为 63 亿美元, 100

家最大公司的规模扩大了 4 倍，并控制了全美 40% 的工业资本。这次兼并浪潮是紧随着横跨大陆的铁路系统的建成、电的发明和应用以及煤炭的大量使用而到来的。这些因素有力地促成了全国市场的形成以及区域性企业向全国性企业的转换。

在这次兼并浪潮中，促成兼并成功的客观条件主要在于技术的快速进步、经营管理的改善、新产品的开发、名牌产品的产生与推广对科研成果的及时应用等。这一时期也有失败的兼并原因主要在于对实现规模经济缺乏足够的努力、成本过高、由规模变大而造成缺乏灵活性、缺乏合格的人才经营管理规模过大的工厂等。

2. 1922 年至 1929 年的兼并运动：以垂直兼并为特征

与第一次兼并浪潮相类似，1922 年至 1929 年也正好处于美国经济的高涨期。上一次兼并浪潮中甚为活跃的重工业企业，在这次兼并浪潮中已不活跃，公用事业和银行业等成了最为活跃的产业。大约有近 60% 的兼并发生在食品加工、化工、采矿等行业。运输、通讯和广告等的发展对这次浪潮起了很大的作用。这次以垂直兼并为特征的兼并的兴起，与工商界追求垂直一体化的优势有关。这些优势主要表现在，由于加工过程的缩短以及机械上无效运动的消除而产生的经济效率的提高，以及在市场不完善条件下投入品的供给与产出品的需求的可靠程度的加大等等。

3. 六十年代的兼并运动：以混合兼并为主要特征

在美国，1914 年克莱顿法规定，如果因为一公司购买另一公司的股票而使竞争关系受到很大的损害，则禁止购买该股票。该法规并没有涉及购买资产问题，所以在法律上留下了一个“漏洞”。1950 年塞雷勒-克法沃尔法，堵塞了这漏洞。这样，相对于混合兼并而言，水平兼并和垂直兼并所占的比例就在六十年代的兼并浪潮中迅速降低，混合兼并大量涌现。

这次兼并浪潮的高峰期出现在 1967 年至 1969 年间，这一时期也正好是美国经济高涨的时期。1969 年后美国经济开始衰退，

兼并活动随即迅速减少。

这次浪潮中的兼并企业大都是一些中小企业，他们通过采取多样化战略进入以前所未涉足的活动领域。被兼并企业也都是一些中小企业，他们主要活动于与其他产业联系较少的行业，或者是主要工业部门的周围。通过多样化战略，他们希望达到避免销售额和利润额的不稳定、技术落后以及与行业相关的其他风险等目的。航天航空业、汽车配件业、铁路设备业、纺织业、烟草业等产业，由于容易受市场波动的影响，因而纷纷采取多样化战略，通过混合兼并来降低或分散风险。此外，也有一些企业，通过混合兼并进入新技术产业（如电子技术产业等），或者进入那些能取得税收优惠的产业。

4. 七十年代中至八十年代末：兼并与分立共存

1974—1975 年 美国经济经历了一次衰退过程 但是 自 1976 年起，美国经济进入了相对较长时期的扩张阶段。正是从那时开始，兼并和分立活动风起云涌，波澜壮阔，一直持续到八十年代末。

这次兼并浪潮主要集中在商业、投资银行业、金融业、保险业、批发业、零售业、广播业和医疗卫生等服务行业以及自然资源业。服务行业兼并浪潮的掀起，充分反映了这些产业在美国经济中越来越重要这一事实。尤其值得注意的是，由于美国政府放松对金融服务业的管制 所以 自 1976 年以来，该行业发生的兼并已超过了所有兼并的 15%。在广播业和医疗业，政府监管条件的改变也有力地刺激了这些行业的兼并活动。1984 年，美国联邦通讯委员会放松对电视和电台的管制，导致了广播行业收购事件的激增。由于能源和矿产资源价格上涨，致使自然资源业的收购活动也大大增加 从 1975 年至 1985 年的十年间，石油、天然气和矿产资源方面的兼并收购额占到了同一时期所有兼并收购额的 20% 以上。

这次兼并浪潮中很有特色的一点是，分立活动占了所有兼并活动的很大一部分。在 1981—1982 年经济衰退期间，分立活动所