

上篇：

预备篇

兼并是一项颇具风险又较为复杂的工作，自然需要一定的知识准备。

对兼并的解释有很多，与兼并相关的概念也不少，总论部分在透彻地阐释了这些概念后，还从多个角度给兼并作出分类。

为什么要兼并？这是业内人士反复琢磨，业外人士疑惑不解的问题，动因分析，试图给出一个完整的答案。

兼并的步骤很重要，各种不同的公司其兼并程序也不一样，了解兼并过程，才能实际操作。

投资银行在兼并过程中扮演极为重要的角色，它从事多种业务，创新多种兼并工具，是不可或缺的兼并伴侣。

全球经济的融合给兼并提供了走出国门的机会，跨国兼并成为时尚，但其涉及的诸多问题，自然与国内大相径庭，必须特别地研究。

兼并呼唤法律规范。作为兼并从业者，不可漠视法律的作用，聪明的兼并人应该熟悉它，进而规避它。

预备一
：

总
论

一、什么是兼并？

“兼并”一词在英文中有两个词汇，一是 *annexation*，一是 *merger*。前者指的是一个国家正式宣告对原不属于其管辖范围内的某一领土享有主权的正式行为。*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另一家或更多的公司。兼并的方法：A：可用现金或证券购买其他公司的资产；B：购买其他公司的股份或股票；C：对其他公司股东发行新股票以换取其所持有的股权，从而取得其他公司的资产和负债。兼并的形式：a：横向兼并，双方公司为同一市场生产相同产品；b：扩大市场的兼并，被兼并公司为不同市场生产相同的产品；c：纵向兼并，被兼并的公司成为兼并公司的供应者或消费者。如果被兼并企业与兼并公司原有的业务无关，则新公司就称为跨行业公司。兼并的原因很多，兼并公司可能是为了减少竞争，或提高生产效率，或使其产品和市场多样化，或减少赋税支出。”

按照国际惯例，在市场经济中的企业兼并是企业变更和终止的方式之一，是企业竞争中优胜劣汰的正常现象，也是商品经济高度发展的产物。在西方公司法中，“企业兼并”属于合并的一种，西方公司法把合并分成吸收合并和新设合并两种形式。所谓吸收合并，就是我们所说的企业兼并。它是指在两个以上的公司合并中，其中一个公司因吸收（兼并）了其他公司而成为存续公司的合并形式。在这类合并中，存续公司仍然保持原有的公司名称，而且有权获得其他被吸收公司的资产和债权，同时承担其债务，被吸收公司从此不复存在。

所谓新设合并，又称联合，就是指两个以上的公司通过合并同时消失（同归于尽）而新的基础上形成一个新的公司。这个公司叫新设公司。新设公司接管原来几个公司的全部资产和业务、新组董事机构和管理机构等。

一般说来，兼并具有如下一些基本特征：

1. 企业兼并的存在基础是商品经济形态。这就是说企业兼并属于商品经济中的产权转让机制。在非商品经济形态中，例如在自然经济中或产品经济中，虽然也会发生企业资产的变动（如行政性的关停并转），但与本书分析的企业兼并不能相提并论。企业兼并是一个与商品经济相联系的范畴。

2. 企业兼并的活动主体是财产独立或相对独立的企业法人。在法律上，无论是兼并者还是被兼并者，双方具有平等的法律地位，即同属于独立的民事财产主体；在市场上，双方都是自主经营、自负盈亏的商品生产者和经营者，双方的地位具有平等性和独立性。

3. 企业兼并以产权有偿转让为基本标志的，通过产权转让使被兼并企业资产流向兼并企业。但是，不能说只要是企业产权有偿转让，就一定是企业兼并行为发生。例如租赁，也发生产权有偿转让，但它不是兼并。

4. 企业兼并是市场竞争中的优胜劣汰“优吃劣”的行为。这种行为的根本点在于兼并有利于优势企业迅速集中资产，实现资产一体化，达到最佳生产规模，从而有利于企业长远发展及在市场竞争中占据更有利的位置。

5. 企业兼并的基本点是否并或吸收其他企业法人资产，从而实现产权转移。在兼并过程中兼并一方因吸纳另一方企业而成为存续企业，并获得被兼并企业的产权；而被兼并企业

则伴随着兼并过程的完结而最终丧失法人资格。因此，可以说，企业兼并的根本标志是企业法人地位的丧失和转移。企业兼并将取消被兼并企业的法人资格，但这种取消方式不是以被兼并企业破产为代价，较这种行为相比较而言对社会产生的震荡较小。

二、兼并就是收购吗？

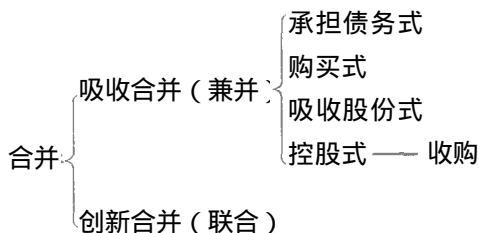
从事企业买卖活动，我们会经常接触到诸如兼并、收购、合并这样一些名词，弄清楚它们之间的关系，是基础之基础。

1. 兼并 企业兼并 是指一个企业采取各种形式有偿接收其他企业的产权，使被兼并方丧失法人资格或改变法人实体的经济行为。企业兼并的形式主要有：承担债务式兼并，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的兼并方式；购买式兼并，即兼并方出资购买被兼并方企业资产的兼并方式；吸收股份式兼并，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，从而成为兼并方企业的一个股东的兼并方式；控股式兼并，即一个企业通过购买其他企业的股权，达到控股，实现兼并的方式。

收购是指一个企业能通过购买上市公司股票而使该公司经营决策权易手的行为。

合并 企业合并 是指两家以上的公司依契约及法令归并为一个公司的行为。企业合并包括吸收合并和创新合并两种形式。所谓吸收合并是指两个以上的公司合并中，其中一个公司因吸收了其他公司而成为存续公司的合并形式。所谓创新合并是指两个或两个以上的公司通过合并创建一个新公司。

合并、兼并和收购是一种从属关系 兼并和收购包含在广义的合并概念中。



从上表可清晰地看出，兼并是合并中的一种形式，即吸收合并 而收购是兼并中的一种形式 即控股式兼并。

2. 收购、合并、兼并交易的对象是共同的。它们都是企业产权交易的形式，其交易都是以企业这一商品为对象的。因此，它们交易行为的产生必须以企业的商品化为前提。

3. 收购、合并、兼并行为都是企业产权的有偿转让。就其活动而言，都是企业的买卖，所不同的只是买卖的方式而已。

4. 收购、合并、兼并都是企业在谋求自身发展中所采取的外部扩张战略。通过这种外部扩张战略，能加强企业的竞争能力；扩充经济实力；有利于企业不断改善经营管理，提高经济效益；有利于企业形成规模经济，以实现资产一体化和经营一体化等。

收购与合并、兼并作为不同形式的企业买卖行为，各自又具有不同特点，这就构成了三者之间的差别：

1. 创新合并中参与合并的企业法人资格都随着合并而消失，它通过另外组建一个新企业取得法人资格，重新组建新企业董事会和管理机构 吸收合并 兼并 中的承担债务式、购买式、吸收股份式兼并，被兼并企业放弃法人资格并转让产权，

兼并方接受产权、义务和责任。可见，包含兼并的广义合并中参与合并的...企业或被兼并企业就将丧失原有的法人资格。而收购中，被收购企业作为经济实体仍然存在，被收购方仍具有法人资格，收购方只是通过控股掌握了该公司的部分所有权和经营决策权。

2. 创新合并中新组建的企业形成后，参与企业的原法人资格全部消失，于是，原有企业的债务一并归于合并后的企业。承担债务式兼并中兼并企业将被兼并企业的债务及整体产权一并吸收，表现为以承担被兼并企业的债务来实现兼并。兼并行为的交易也是以债务和整体产权价值之比而定的；购买式兼并中兼并方在完成兼并的同时，需对其债务进行清偿；吸收股份式兼并中被兼并企业所有者与兼并企业一起享有按股分红权利和承担负债义务。这前二者兼并形式中，原所有者将原资产、债权、债务一并转移，兼并方成为企业资产的新所有者及债务承担者。吸收股份式兼并中被兼并方所有人将企业的净资产作为股金，成为兼并方的一个股东，而与兼并方共担债务。而收购中，兼并企业作为被兼并企业的新股东，对被兼并企业的原债务不负连带责任，其风险责任仅以控股出资的股金为限。

3. 收购与合并对债权人新担负的义务不同。当公司决定合并时，应立即编制资产负债表及财产目录，以明确其财产状况，提供给债权人查阅。所以，合并有保护债权人的程序和义务。合并中，依据有关规定的程序，经股东会的决议和资产负债的结算，必须征询债权人的异议，如声明债权人在一定期限内没有提出异议时，即为承认此合并案。可见，如果采取合并的方式取得某家企业的经营权，必须先取得该公司经营者的

同意，经股东会议决定后才能达到目的。而收购在程序上就简单了，如果收购方想通过收购某家公司的股权而取得经营权，只要收购到目标公司一定比例的股权就可以达到目的。在程序上只要取得股权上的优势，再进行董事会、监事会改组即可。

4. 另外 在收购股权及资产方面 签订合约的对象虽然分别是股东和公司，但都只计算被收购企业或资产的价值。但在合并过程中，合并参与者若为股份公司，则通过股权交换，使原公司股东改持存续公司或新设立公司股票。这里需要先计算出各自的价值，经双方认同再计算出交换比率，然后才能进行合并。

三、兼并分类

在国内外公司兼并理论上，公司或企业兼并依据不同的划分标准 有以下类型。

（一）按兼并的出资方式划分

依兼并的出资方式划分 有出资兼并、资产兼并、出资购买股票式兼并、以股票换取资产式兼并、以股票换取股票式兼并。

1. 出资购买资产式兼并。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兼并。以现金购买资产形式的兼并，被收购公司按购买法 Purchase 或权益合并法 Pool of Interest 计算资产价值并入收购公司，原有法人地位及纳税户头消灭。对于产权关系、债权债务清楚的企业，出资购买资产式兼并能做到等价交换、交割清楚，没有后遗症或遗留纠纷。但由于国内财务报表可信度未臻完善，被收购公司的财

务状况尤其是债权债务关系不易清楚知悉，这会在相当程度上影响收购公司以纯现金出资购买被收购公司的兴趣。

2. 购买股票式兼并。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。自 1993 年下半年以来，我国沪、深股票交易市场已出现多起出资购买股票式的兼并。通过二级市场出资购买目标公司股票是一种简便易行的兼并方法，但因为受到有关证券法规信息披露原则的制约，如购进目标公司股份达一定比例，或达至该比例后持股情况再有相当变化都需履行相应的报告及公告义务，在持有目标公司股份达到相当比例时更要向目标公司股东发出公开收购要约。所有这些要求都容易被利用，哄抬股价，而使兼并成本激增。收购公司如果通过发行债券的方式筹集资产进行兼并，则容易背上巨大的债务负担。

3. 以股票换取资产式兼并。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。一般情况下，收购公司同意承担目标公司的债务责任，但双方亦可以作出特殊约定，如收购公司有选择地承担目标公司的部分责任。在此类购并中，目标公司应承担两项义务，即同意解散 B 公司，并把所持有的收购公司股票分配给目标公司股东。这样，A 公司就可以防止所发行的大量股份集中在极少数股东手中。收购公司和目标公司之间还要就目标公司的董事及高级职员参加收购公司的管理事宜达成协议。

4. 以股票换取股票式兼并。在这类兼并中，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

司的大部份股票。一般而言，交换的股票数量应至少达到收购公司能控制目标公司的足够表决权数。通过此项安排，目标公司就成为收购公司的子公司，亦可能会通过解散而并入收购公司中。但不论在哪种情况下，目标公司的资产都会在收购公司的直接控制下。

（二 按行业相互关系划分

依行业相互关系 公司购并可分为横向兼并、纵向兼并及混合兼并。

1. 横向兼并 (Horizontal Merger)。指商业上的竞争对手间的合并，例如生产同类商品的厂商间或是在同一市场领域出售相互竞争的的商品的分销售之间的兼并。横向兼并的结果是资本在同一生产、销售领域或部门集中，优势企业吞并劣势企业组成横向托拉斯，扩大生产规模以达到新技术条件下的最佳经济规模。在实质上，横向兼并是两个以上生产或销售相同、相似产品的企业间的购并，其目的在于消除竞争、扩大市场份额、增加兼并企业的垄断实力或形成规模效应。此种兼并形式在早期兼并中非常流行。以美国为例，19 世纪末及本世纪初，美国生产力水平发展到要求大规模生产的程度，加上政府颁布了有利兼并的法规，并且卓有成效的证券市场已初步形成，致使同行业或紧密相关的行业中许多中小企业相互兼并，从而把以横向兼并为主要特色的兼并运动推向了高潮。在此次兼并风潮之后，美国出现了众多规模庞大的企业 它中间的石油托拉斯、棉籽油托拉斯、亚麻籽油托拉斯、糖托拉斯、威士忌酒托拉斯和铅加工托拉斯等甚至支配了相关产业达数 10 年之久。

采用横向兼并形式的基本条件是，收购企业需要并且有

能力扩大自己产品的生产和销售，兼并双方企业的产品及产品的生产和销售有相同或相似之处。横向兼并是企业兼并中的常见方式，但由于这兼并（尤其大型企业的兼并）容易破坏竞争形成高度垄断的局面，许多国家都密切关注并严格限制此类兼并的发生。例如美国的克莱顿法（Clayton Act, 1914）第 7 条即特别针对结合行为加以规范，禁止任何不合理限制竞争或导致独占的结合，而司法部于 1984 年制定的结合指导原则（The 1984 Merger Guidelines of the Department of Justice）对横向兼并的管制远较非横向兼并为严，亦反映了司法部认为非横向结合对自由竞争威胁轻微，而专注于横向结合监管的态度。

2. 纵向兼并 (Vertical Merger)。指与企业的供应厂商 (Supplier) 或客户 (Customer) 的合并。即优势企业将与本企业生产紧密相关的前后顺序生产、营销过程的企业收购过来，以形成纵向生产一体化。纵向兼并实质上是处于生产同一产品、不同生产阶段的企业间的兼并，兼并双方往往是原材料供应者和产成品购买者，所以对彼此的生产状况比较熟悉，有利于兼并后的相互事融合。从兼并方向来看，纵向兼并又有向后兼并向向前兼并之分，前者是指生产原材料和零部件的企业兼并加工、装配企业或生产企业兼并销售商，后者则是向生产流程前一阶段企业的兼并。纵向兼并主要集中于加工制造业和与此相关的原材料、运输、贸易公司，它在国外公司发展史上也占有重要地位。例如在美国，“对 1917 年资产额为 2000 万美元或超过 2000 万美元的全部制造公司中将近 90% 的公司的经历所作的评述，……论证了下述事实，即这些公司乃是经由纵向结合而成长变大。”纵向兼并的优点是能够扩大

生产经营规模，节约通用的设备、费用等；可以加强生产过程和各环节的配合，利于协作化生产；可以加速生产流程，缩短生产周期，节省运输、仓储、资源和能源等。纵向兼并的另一好处是较少受到各国反垄断法律规范的限制，如美国的克莱顿法虽同样适用于纵向和混合兼并，但在 1984 年的结合指导原则公布后，司法部即很少有起诉纵向兼并的案例。

3 混合兼并 (Conglomerate Merger)。指既非竞争对手又非现实中或潜在的客户或供应商的企业间的兼并。混合兼并中又有三种形态：产品扩张型兼并 (A Product Extension Merger) 相关产品市场上企业间的兼并；市场扩张型兼并 (A Geographic Extension Merger) 是一个企业为扩大其竞争地盘而对它尚未渗透的地区生产同类产品的企业进行兼并；而纯粹的兼并是那些生产和经营彼此间毫无联系的产品或服务的若干企业的兼并。混合兼并的主要目的在于减少长期经营一个行业所带来的风险。在现代科技不断发展进步的情况下，一种原材料可以应用于几个不同业的生产，一个行业的副产品乃至废品可以是另一行业不可缺少的原材料，因此充分利用原材料亦成为混合兼并的一个原因。与混合兼并密切相关的是多角化经营战略，这种经营战略是当代一些跨国企业尤为青睐的一种全球发展战略。按照多角化经营战略，跨国公司或采取合资形式，或采取兼并方式，向本企业的非主导行业投资或开辟新的业务部门，以便减少经营局限性、分散投资风险以及扩大企业知名度。与横向兼并和纵向兼并相比，这种兼并形态因收购公司与目标公司没有直接业务关系，其兼并目的往往较为隐晦而不易被人察觉和利用，有可能降低兼并成本。与纵向兼并类似，混合兼并也被认为不易限制竞争或

构成垄断，故而不常成为各国反托拉斯法控制和打击的对象。在跨国企业盛行的今天，混合兼并已成为这些庞然大物兼其他企业的一种非常重要的形式。在未来的企业兼业浪潮中，这种兼并仍将占据相当的地位。

（三）按兼并是否通过中介机构进行划分

按是否有中介机构介入，公司兼并可以分为直接收购和间接收购。

1. 直接收购。指收购公司直接向目标公司提出兼并要求，双方通过一定程序进行磋商，共同商定完成收购的各项条件，进而在协议的条件下达达到兼并目的。如果此种收购仅针对目标公司的部分股权，该公司可能会允许收购公司取得增加发行的新股票；如果收购的目的在目标公司的全部股份，则可由双方共同协商，在确保共同利益的基础上确定股份转让的条件和形式。通常收购公司和目标公司会就以下购并合同条款达成一致意见：(1) 收购公司和目标公司的名称、住所；(2) 目标公司拟向本公司股东会提交的解散决议草案；(3) 目标公司的股份或财产全部或部分转换为现金、证券和其他财产形式的条件；(4) 收购公司如何及从何时起调整会计帐目，制作资产负债表；(5) 收购公司承受目标公司债务的声明草案；(6) 收购公司有关股东权利的安排；(7) 收购公司有关目标公司雇员退休金计划、雇佣机会的安排；(8) 兼并合同的生效时间。鉴于直接兼并需要目标公司自始至终大力配合，在后者对兼并持反对态度的情况下不可能成功，故直接兼并又称为友好兼并或协议收购。当然，在直接收购中，除收购公司采取主动攻势外，目标公司也可能出于某种原因而主动提出转让经营控制权的请求，如本身经营遇有困难、股东对经营缺乏

信心而对收购公司寄予厚望，甚至在遭遇敌意收购时意图寻找友好兼并者 WhiteKnight 筹。

2. 间接收购。指收购公司并不直接向目标公司提出兼并要求，而是在证券市场上以高于目标公司股票市价的价格大量收购其股票，从而达到控制该公司的目的。当然收购公司亦可趁目标公司股价下跌之机大量吸纳其股票而达到同样的目的。此种兼并一般都不是建立在自愿、协商（指对目标公司而言）的基础上的，因而极有可能引起双方间的激烈对抗。在这种情形下，间接收购往往构成敌意收购。

（四 按兼并是否取得目标公司的同意与合作划分

按照兼并是否取得目标公司的同意与合作，可以分为友好收购和敌意收购。

1. 友好收购。也称为善意收购，通常指目标公司同意收购公司提出的收购条件并承诺给予协助，故双方高层通过协商来决定兼并的具体安排 如收购方式 以现金、股票、债券或其混合来进行收购，收购价位、人事安排、资产处置等。若目标公司对收购条件不完全满意，双方还可以就此进一步讨价还价，最终在达成双方都可以接受的兼并协议，并经双方董事会批准、股东会以特别决议的形式通过。由于收购当事双方均有合并意愿，而且彼此之间情况较为熟悉，故此类收购成功率较高。

2. 敌意收购。也称强迫接管兼并（Take - Over）指收购公司在目标公司管理层对其收购意图尚不知晓或持反对态度的情况下，对目标公司强行进行收购的行为。在此种收购中，收购公司往往采取突然的收购手段，提出苛刻的兼并条件而使目标公司不能接受，后者在得知收购公司的收购意图后可

能采取一系列的反收购措施，例如诉诸反托拉斯法、发行新股以分散股权、回购本公司已发行在外的股份等。同样，收购公司在得知目标公司的激烈反应后也会采取一些手段，强迫目标公司最终就范。这些手段中常用的有：（1）发行垃圾债券筹资收购（Junk Bond Takeovers）；（2）发出公开收购股份要约（Tender Offer）；（3）征集目标公司股东的投票委托书（Proxy Contests）等。收购公司与目标公司间的这种激烈的互动使收购活动演变为一场你死我活的战争，而公司“收购战”究竟是促进社会经济资源合理配置、改善企业经营管理的良方，还是企业界弱肉强食的典型表征与金钱游戏？这样的问题正引起广泛的争论。

（五 按收购公司收购目标公司股份是否受到法律规范强制划分

按这种标准，可以分为强制兼并与自由兼并。

1. 强制兼并（Mandatory Offer）。指证券法规定当收购公司持有目标公司股份达到一定比例，可能操纵后者的董事会并进而对股东权益造成影响时，收购公司即负有对目标公司所有股东发出收购要约，以特定出价购买股东手中持有的目标公司股份的强制性义务。如香港《公司收购及合并守则》第 26 条“强制要约”中规定当下列情形出现时除非证券及期货事务监察委员会公司财务部执行理事及他的任何代表（执行人员）同意收购人必须作出强制要约：（1）任何人不论是否通过在一期间内的一系列交易而取得一个公司 35% 或以上的投票权时；（2）两个或两个以上一致行动人持有一个公司的投票权总共不足 35% 的人之中，任何一个或以上的人取得投票权，结果令他们共同持有该公司投票权的百分比增