

# 第一章

## 企业购并业务概要



# 兼

并( Merger )和收购( Acquisition )简称购并(M&A),是企业经营策略的重要手段之一,它是企业扩张和快速发展的一条途径。购并不仅是企业增长的手段,而且还是内含或者组织资本增长的选择对象,许多公司十分偏好通过收购的外延增长手段达到内含增长的目的。不言而喻,一项收购最直接的目的收购公司的资产、销售和市场份额的扩大,但更直接的目的可能在于通过瞄准能为收购公司增加或创造持续竞争优势来增加股东的财富。

购并业务也是投资银行财务顾问的重要内容之一。当然,一家投资银行既可为收购公司服务,也可为目标公司效力。

## 购并的含义及类型

西方企业的购并活动,即流行的“M&A”是 Merger 与 Acquisition 的简称,Merger 可译为“合并”,Acquisition 则可译为“买收”。两者简称“购并”其型态可如表所示:

购并(M&A)型态

买收	}	资产买收 Asset Acquisition)
(Acquisition)		股份买收 Stock Acquisition)
合并	}	吸收合并 Consolidation Merger)
( Merger)		设立合并 Statutory Merger)

资源来源：Charles A. Scharf 《Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts and Takeovers: A Handbook with Forms》

买收是指买方（企业及个人）向卖方的企业购入资产、营业部门或股票。这又有两种方式：一是资产买收（包括资产或营业部门），另一个是股份买收，但不一定要求买方持有卖方所持有的全部资产及股份，可以仅是其中的一部分。

资产买收和股份买收的区别为：资产买收是指收购卖方的一部份资产，其弹性空间还包括选择性承受卖方的债务。有些国家如美国的法令如环境保护法、制造商责任法（Product Liability），可能会规定买方在收购同时应该代为履行相关义务。

资产买收的付款方式有多种形式，根据买卖双方的经营目标与共识而定。例如收购资产的对价金可不限于现金，还可以包括实物、有价证券、债务免除、劳务提供等。对卖方来说，虽然以现金为价金是立即的收入，最有保障，但也立即发生上税的问题，因此，有的买收也采取分期付款的方式。

股份买收是指买方 *acquiring company* 直接或间接买卖方部份或全部的股票之后，目标公司便成为买主一部份或全部投资的事业单位。由于买方根据持股比率一起承担卖方的所有权与义务，包括现有与或有负债。因此，即使

买卖双方在购买后具有不同的法律人格，但是卖方的债务仍将影响买方的价值。股份收购的方式除了股票收购要约 (tender offer) 市场交易外，常见的尚有私人买卖、征求委托书 (Proxy solicitation) 等。一般来说，除非是向经营股东友善提出股权收购的要约。否则会被卖方经营者视为恶意收购而采取抗拒措施。

相对的，合并是指两家以上的公司结合成一家公司，原公司权利与义务由存续（或新设）公司来承受。其中的步骤，就要遵照法律的规定来实施。这里所说的法律规定，是指双方的经营者同意合并，且股东也支持这项决定。

合并也有两种情形，即“吸收合并”与“新设合并”。所谓“吸收合并”是合并的两个公司中的一个结束，另一个存续下来。而相对的“新设合并”是合并的两家企业都消失了，而诞生一家新的企业。一般来说，“吸收合并”的例子较多。这跟合并的目的有关，但更重要的原因是，新公司往往不能继承原公司的经营资源，例如营业权及专利权等，而且登记一家新设公司也耗资耗时。

企业购并的分类可根据不同的标准进行。

1 从购并双方的关系来看，购并可分为三种：

(1) 横向购并。即指生产同类产品，或生产工艺相近的企业之间的购并。其优点是可以迅速扩大生产规模，节约共同费用，便于提高通用设备的使用效率；便于在更大范围的合并企业内部实现专业分工协作，采用先进技术设备和工艺；便于统一技术标准，加强技术管理和进行技术改造；便于统一销售产品和采购原材料，技术管理和进行技术改造；等等，横向购并是西方资本主义市场经济中生产集中和

生产社会化过程中最早的一种企业购并形式。19 世纪后期和 20 世纪初期，是企业收购高潮中的主要购并形式。

(2)纵向购并。即指生产过程或经营一切相互衔接、密切联系的企业之间，或者具有纵向协作关系的专业化企业之间的购并。主要是加工制造企业与它有联系的原材料、运输、贸易公司实行的购并。它又可分为“前向购并”(又称“前向购并”)和“向后购并”(又称“后向购并”)前者指生产原材料的企业通过购并进而向经营第二次加工阶段的业务扩展，或者一般制造业通过购并进而向经营流通领域等业务扩展；后者指装配或制造企业通过购并向零件或者原材料生产等业务扩展，等等。纵向购并的优点除了扩大生产规模，节约共同费用的基本特性外，主要是可以使生产过程各环节密切配合，加速生产流程，缩短生产周期，减少损失、运输、仓储，节约资源和能源等等。纵向购并在 20 世纪上半期逐渐成为企业购并高潮中的主要形式。

(3)混合购并。指横向购并与纵向购并相结合的企业购并。有的学者还把围绕主要产品协作配套，或者围绕资源、能源的综合利用而实现的企业购并专称为“环形购并”。混合收购的购并规模一般都比较大，由于它不仅兼有横向购并和纵向购并的优点，而且有利于经营多样化和减轻经济危机对企业的影响，有利于扩大企业自身的产业结构，增强控制市场的难度。本世纪 50 年代前后开始逐渐成为企业购并的主要形式。例如在美国制造业和采矿企业购并宗数中，1984 - 1951 年混合购并只占 45.4%，1952 - 1955 年上升到 52.6%，1960 年上升到 72.4%，1970 年则高达 87.8%。与此相联系，经营多样化和混合联合公司得到广泛发

展。美国通用电气公司在收购许多企业后，产品约达 300 多种，其中有普通发电站和原子能发电设备、电子仪器、飞机发动机、照相器材、冰箱、人造钻石、化学产品等。国际电话电报公司原来主要经营电讯业务和制造电讯器材，60 年代后购并了 50 多家与电讯电子无关的公司，经营范围逐步扩展到面包食品、人造纤维、住房建筑、旅馆酒吧间、保险、投资基金、房地产、计算机、化学制品等。

2. 从购并的方式上看，可根据买方直接或委托第三者出面而分为直接购并和间接购并。直接购并与间接购并又再可细分。

3. 从购并的动机上看，可根据目标公司对购并的态度分为善意购并与恶意购并。

善意购并与恶意购并其实只有一线之隔，买方提出条件后，目标公司（被购并公司）如接受条件，即为善意购并，如抗拒此条件，拒不合作，买方只有强行购并，接收（Take over）目标公司。

善意购并的进行方式，除了公开投票、磋商方式外，还包括一些“标购”（tender offer）。在美国，由于威廉斯法案（Williams Act）的规定，买方如想收购上市公司的 5% 以上的股权须向证监会申报，然后才能公开地以特定价格向股东收购股票，此种方式称为公开出价收购要约，或简称为标购。买方开始标购后，仅能以收购要约作为购买该证券的工具，而不得在该要约的有效时间内，另在股票市场或以私下协商的方式购买任何其他的证券。

标购有三种方式，第一种是以现金来买股票，即现金收购股权（cash tender offer），另一种方式是以买方企业的股票

及其他证券来交换目标企业的股票，这就称为交换收购股权 (exchange tender offer)。最后一种方式是不论现金或证券一并用来交换，它的名字很长，叫做现金收购股权及可转换优先股收购。

如果目标公司股东众多，买方也可委托公关公司进行申报、登报、进行股票交易事务。除了收购股票外，收购委托书以取得目标公司的控制权也是常见的方法，尤其是针对股权分散的公司。买方常委托专业的委托书购并公司 (proxy soliciting firm) 代劳，这类公司对于追查未过户 (匿名) 股东以及与机构投资者打交道特别有一套。

标购是善意购并还是恶意购并，主要视目标公司经营管理者 (甚至高阶管理者) 欢迎与否。在美国，买方在进行购并前，往往会先以较便宜的市价买下一部分股权，其余的再以收购要约方式取得，这样比较容易成功地进行低价购并。

标购对目标公司董事会形成了巨大的压力，具有较强的威慑作用。自 60 年代中期发明以来，已成为股市狙击手乐于使用的常规武器。当广大股东对董事会、经理层的经营管理行为和业绩大为不满又无可奈何，只能用脚投票时，标购更易成功。70 年代以来发生在石油、航空等领域的大规模敌意控股和购并都是采用标购的方式。

4. 按购并实施的阶段，可分为“意愿购并”与“强制购并”。

“意愿购并”是一家公司根据市场情况认为完全有力获得另一家上市公司的股份 (不排除勒索、抬高售价的目的)，在任何持股比例下提出公司收购要约，因为这只是此公司的意愿，并不一定预示购并成功与否，故称之为“意愿购

并”。

“强制购并”在香港《公司购并与合并守则》中将该词译为“强制要约”。按照该《守则》的规定，发起人以外的股东持有某上市公司股票达到该公司股份的 35% 以上，或原持有该公司股份在 35% 以上、50% 以下（如该公司发起人）而以后持有股份达到 50% 以上，必须对该公司其他股东发出买入股票的要约，要约的结果也可能导致买收或合并。

各国证券法对强制购并均有规定。强制购并属保护性条款，即当大股东控制的股权达到一定比例足以操纵董事会进而可能影响广大中小股东利益时，法律强制大股东履行的一项义务，使中小投资者得以在合理的股价下转让所持有的股份。目前我国条例中规定的 30% 的标准就是强制购并的标准，也就是主管机关介入大股东的控股行为、进行干预、强制其进行全面购并的界线。这个界线一般由一个国家或地区的公司的组织结构、证券市场完善程度、政府的监管思想等因素综合作用而产生。一般来说，如果一个国家或地区的公司，其公众持股比例较高，市场成熟，购并活动由有经验的专业人士操作，则主管机关介入的界线就定得比较低。如在加拿大、香港，家族型公司十分普遍，大部分家族对其公司均有 50% 以上的绝对控股权，公司购并的难度较大，因而主管机关介入的时机就相对较迟。

## 购并原则与购并决策

一项公司的购并行为的完成意味着购并者实现了某种战略目标，为了实现这种战略目标，购并双方一般应遵循一些原则，投资银行帮助其完成购并决策。

### 购并原则

企业购并要以经济发展战略和产业政策为指导，使资产存量向需要发展的重点产业、新兴产业和生产短线产品的企业流动，实现生产要素的优化组合。

在商品经济条件下，促使企业购并的原始动力是利益的增殖，但作为微观经济单位的企业，其考虑的只是自身的微观利益，因而很可能会产生盲目性，与国民经济的发展方向相偏离，特别是在中国现阶段，市场发育还不成熟，市场机制不够健全，企业近期利益更容易导致企业发展的盲目性，从而使宏观上产业结构非优化。因此，企业购并必须围绕国家的产业政策和经济发展战略来进行，而国家则通过制定详尽的产业结构调整计划，对企业购并加以宏观指导，主要依靠运用信贷、财政、税收等经济杠杆来引导企业购并的行为方向。

1. 企业购并应遵循自愿、互利和有偿的原则，在竞争过程中进行，实现优胜劣汰。

企业购并是将企业作为一种商品进行买卖，买方企业和卖方企业都有选择权与被选择权，它们之间完全是一种商品买卖关系，必须按照商品交换的原则进行。一方面体现“有偿性”另一方面体现“等价性”。

目标企业被购并前，资产评估是一个重要的环节。必须邀请权威的资产评估公司、会计师事务所、审计事务所或财务咨询公司对企业资产进行公正、科学的估价，使企业购并双方在交易中找到公平的基础。

在企业购并中要体现出竞争性，企业购并市场可以为买卖双方提供各种信息，提供众多的选择机会，离开了市场环境，可供选择的范围必然狭小，其竞争性将受到抑制，重新配置社会资源的合理程度将十分有限。在现代西方社会，企业产权市场与证券市场基本上是同一的，企业产权高度证券化，用证券的价格衡量资产的价格。在证券市场上，企业之间的购并以争夺控股权的形式展开，这使得证券交易的购并方式比实物交易的购并方式更为灵活。在商品经济条件下，企业购并对每个企业来说都是一种强大的外在压力，迫使企业不断调整企业内外部的资源组合状况，不断地改进经营，从而推进企业效益乃至整个社会经济效益的提高。

## 2. 首先要明确产权关系。

企业购并的实质是企业间通过产权有偿转让，达到资产重组的目的，明确产权关系是企业购并的前提。在私有制社会中，产权的边界是清晰的，股份公司的创立使企业产权以多元化的形式落到实处，因而企业购并得以控股方式出现，即通过控制目标公司一定数量、比例的股份，达到购

并该公司的目的。现在控股权的转移已成为西方企业购并的主要形式。

如果经济所有权、实际占有权和日常经营权关系模糊，这会给购并的进行带来一些问题，它使得产权关系难以界定，从而带来决策主体的混乱，同时也妨碍了对购并行为的有效约束，这是因为，购并主体变得模糊，使企业间兼并和收购失去了基础，对购并后各方利益的调整，有偿转让费的归属等问题的处理缺乏标准。

### 3. 防止垄断

建立健全企业购并活动在服务于经济发展的同时，也有部分购并会对经济产生负面影响。例如，一个企业为了购并另一个企业，就需要购买对方手中的资产股票，如果对方抵制的话，往往会使收购价格抬高，在购并与反购并中极易造成双方都面临严重债务负担的局面。美国在 1974 - 1982 年间，有 40% 的大的购并没能维持下去，其主要原因就是举债太大，无法偿还，近年西方“垃圾债券”大量发行，这也是对经济稳定的潜在威胁；一些投机商以购并为炒作题材，在股票市场上炒买炒卖股票，这种投机性购并没有把投资用于有形资产，创造就业机会，而是单纯追求金融资产的增殖，如果这种投机成分占到一定比例，对经济的危害将会明显表现出来；企业购并在形成规模经济方面能起很大作用，但也可能由此而导致垄断，同样也会对经济发展不利。为了避免企业购并的不利影响，有必要从法律上保证企业购并的健康、适度发展。制定严格的法律、法规、避免垄断的发生；保证用于企业购并的资金安全，以免债务无法偿还；引导资金流向生产领域，增强国家经济实力；保持金

融市场的繁荣。

### 购并决策

企业作出购并决策，从总体上讲，是基于生存与发展的目的，前者包括生存与防范作用，后者包括规模效益。

#### 1. 生存与防范

对购并方而言，生存与防范作用具体表现在以下几个方面：

(1) 资源互补。购并企业一般是优势企业，这些企业因为发展速度快、资源消耗大，往往面临资源的不足，为了维持其既定的生存规模和市场占有额，保持其产品的市场竞争能力，总是不断地寻求能补充其不足资源的目标企业，而资源充足的目标企业，由于其生产能力和销售能力的不足，资源使用不足，或者使用效率低，利用自身的力量难以发掘闲置资源的潜力，这样的企业被优势企业购并后，则双方都可获得很大的好处。

(2) 战略转移。任何市场的发展都不是孤立的，它一方面受该市场总需求和总供给的影响，若某种产品生产的边际利润率大于其社会平均利润率时，很多厂商就会纷纷投资于这个生产领域，从而增加该种产品的市场供给，改变供需平衡关系，导致生产该种产品的利润下降，于是，这种产品要么走向衰落期要么面临更新换代的选择。

以上的产品发展周期分析当然针对完全竞争市场条件下的一般产品，而不包括垄断市场的产品，以及因其资源的稀缺需要由政府配额供应的产品和需由政府独家经营的产品，后面所说的这几种产品的市场供求关系有其特殊性，实

际上，政府对发生在这些领域的企业购并行为要么加以限制，如以反垄断法的形式将企业的规模控制在一定范围之内，要么以国家法令的形式，禁止其他企业的介入。

市场发展的关联性还表现在它受到经济周期的影响。在一个经济健康发展的社会里，厂商总是表现出旺盛的投资欲望，社会经济以正常的速度发展，市场是充满活力的市场，扩大再生产的动机使企业购并的发生也很频繁。在经济衰落或紧缩时，企业购并活动也相应减少。

对经济发展形势的判断和对市场前景的预测促使企业在作出购并决策前进行更慎密的思考，以使自己的企业在未来的市场竞争中永远立于不败之地。例如，以生产“万宝路”而著名的菲利普·莫里斯公司从 60 年代起就意识到香烟市场将会逐步萎缩，因此，有意识地将从香烟上获得的利润进行转移，兼并了一系列食品行业的企业，其基本的战略目标是要在本世纪末将公司转变为一个拥有大量利润的香烟分部的食品公司。而不是一个附带生产食品的烟草公司。再如，1989 年底震惊美国的日本索尼公司购买美国最大制片公司——哥伦比亚影片公司一例，索尼公司的战略很清楚，它要借助哥伦比亚公司雄厚的制片能力和旧片库存来占领高清晰度彩色电视及录相机市场。索尼公司曾由于“软片”的不足 致使其首创的大 1/2 录相机在竞争中遭淘汰，被迫退出这一重要市场。因此，索尼公司最近一系列的兼并活动是为了占领 21 世纪的视听器材市场作准备。

(3)减少风险。一个企业尽管表面上看来增长速度很快，也有较好的利润完成，但由于其产品结构的单一而极易受到市场的冲击。一个企业优于其他企业的利润也许是它

早于其他企业进入某个行业所致，市场由于其所生产的产品稀缺而给予它充分的接受，但一旦机会被其他企业所把握，那么非饱和的市场将逐渐变得饱和起来，该企业的产品受到更先进的产品的冲击，导致利润率的下降。现在再来考虑一种情况。若企业所生产的单一产品需要的资源受到某种原因的影响而造成短缺，资源产地的自然灾害发生或受到战争的冲击，都会一时断绝资源的供给。海湾战争爆发后，西方一些依赖于石油的厂商蒙受到巨大的损失，由于人们担心石油因供应不足、价格上升、汽车进口商减少了汽车的进口，使日本等一些主要的汽车出口国的产品造成积压。即使有足够的资源供给，投机者也会利用供求的极端不平衡，从中操纵价格，企业因为在既定的生产规模上对资源的依赖，并不会因为该类资源价格的上升而停止使用，尤其是在没有其他资源可以替补的情况下表现得更为明显。这样，企业不得不接受高价格资源，造成成本的上升。企业在转产相对困难的情况下也会导致因使用高成本资源而带来的利润下降，使整个企业的营运变得困难，对企业发展规划的实现明显地造成不利。

作出正确的购并决策，选择正确的购并企业对生产单一产品的厂商来说无疑是减少风险的一种方式。

从生存与防范的角度来理解购并决策的重要性，对被购并企业来讲同样有多方面的作用。

(1)改善管理。往往一家企业之所以要出售，是因为它管理不善。由于管理不善，所以企业资产得不到充分利用，利润率很低，甚至亏损。这种企业股票价格低，很容易被别的企业购并。别的企业购并接管这种企业之后，就可以更

换管理班子，进行整顿，转亏为盈。这样做，无论对收购企业和被收购企业都是有利的。

(2)要素重组。长期以来，计划经济虽然在理论上勉强承认价值规律对国民经济有一定程度的调节作用，但在实际政策上，对国有企业生产资料的买卖作了极其严格的限制，使其无法进入产权交易市场。企业的存量资产不能流动，企业劳动力也基本上不能流动。生产的两大要素实际上无法根据经济发展的需要进行调节和重组。资产被沉淀，人才在浪费，企业的活力被窒息。通过企业购并的方式，可以促进企业存量资产在全社会范围内流动，并带动劳动力的流动。

有相当一部分被购并企业，资产的使用效率不高，企业资产大量闲置，管理的落后，技术的陈旧，机器设备性能不良状态使很多企业开工不足，劳动力也是虚设其岗，无所事事，造成大量的“隐形失业”增大了企业的负担。这类企业被优势企业购并后，大大有利于实现资源的优化配置。

(3)避免破产。一个发展不健康的企业如果拖延购并，情况继续恶化，就可能达到破产界限，导致更大的损失，带来破产事件所造成的损失和震动。企业在破产处理过程中，破产财产的变卖有两种情况：一是企业全部财产包括其中的成套设备，分散出售，损失和震动是不言而喻的；二是企业全部财产，特别是其中的成套设备，整体出售，造成的社会震动就相对地小一些。

## 2. 规模与效益

无论是对购并企业，还是申请被购并的企业来讲，无不希望通过购并来促进发展，具体表现在：

(1)有利于提高企业的规模效益。同一行业的两家公司合并后,就有可能实现规模经济性,使成本降低。企业购并可以减少管理人员(例如减少上层管理者、减少会计、人事部门的工作人员等),从而减少单位产品的固定成本;可以节省研究工作费用,因而可以防止重复研究,一个企业可以利用另一个企业的研究成果;在市场营销上可以节省广告和推销费用;由于大量采购,成本较低,因而可以节省采购费用;另外,还可以降低资金成本,降低发行股票的成本等等。

(2)有利于增强企业对市场的控制力。不论是对在商品生产和流通的整个过程中处于相同环节的两家互相竞争的企业的购并,还是对在商品生产和流通的整个过程中处于不同环节的两家互相竞争的企业的购并,都会增强企业对市场的控制能力。因为在前一情况下,必然导致竞争对手的减少,增加市场份额,提高对市场的控制能力。在后一情况下,有时也有可能成为限制竞争,谋求垄断的一种途径。当购并企业是一家大型工业企业,而被购并企业是该企业所在行业的大主顾时,这种购并即可能实质性地削弱竞争。因为,购并之后,由于购并企业对被购并企业的生产、经营等方面的控制,从而使购并企业的对手无法将其产品销售给被购并的企业,其实质效果等于购并企业买下了一部分市场,而使这部分市场向其对手关闭。

(3)有利于提高企业效益。通过企业购并,生产的不同阶段集中在一家公司里,可以保证各阶段之间更好衔接,保证半成品的及时供应,还可以降低运输费用和节省原材料、燃料,从而降低产品成本。