

资本市场实务丛书

中论文德律师事务所  
ZHONGLUN W&D LAW FIRM

# 公司并购

## 实务操作与法律风险防控

中论文德律师事务所◎编著

Merger and Acquisition

*Practical Operation and Legal Risk Prevention of*

- 公司并购基础理论
- 公司并购全流程操作指引
- 特殊类型的公司并购
  - 上市公司并购
  - 国有资产并购
  - 外资并购
  - 海外并购

中国法制出版社  
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

## 公司并购 实务操作与法律风险防控

Practical Operation and Legal Risk Prevention of Merger and Acquisition

本书分为上、中、下三篇，共十三章。上篇为公司并购基础理论，本篇讲解了公司并购的概念、分类、方式，公司并购理论及历史沿革，公司并购常见风险等基本原理。中篇为公司并购全流程操作指引，本篇按照公司并购的业务流程，讲解了公司并购前期准备、尽职调查、交易结构设计、并购文件撰写、反垄断申报与国家安全审查、交割等全流程的实务操作方法，并对各个环节潜在的法律风险进行提示，同时给出了风险防控的建议和措施。下篇为特殊类型的公司并购，本篇讲解了上市公司并购、外资并购、国有资产并购、海外并购等特殊类型并购的操作要点、交易结构设计及风险防范措施。

作者基于多年的并购业务经验，不仅详细分解了并购的各个流程和步骤，还在每个并购程序项下提炼了实用的操作要点、揭示了常见法律风险及防控措施、提供了详细的法律文书范本和案例分析。无论是从事并购多年的专业人士，或是初次接触并购实务的入门新手，希望都能从本书中汲取所需，对了解与掌握并购实务有所增益。

上架建议 法律实务·公司并购

ISBN 978-7-5093-6488-8



9 787509 364888 >

定价:86.00元

资本市场实务丛书

# 公司并购 实务操作与法律风险防控

Practical Operation and Legal Risk Prevention of Merger and Acquisition

中伦文德律师事务所◎编著

中国法制出版社  
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

## 图书在版编目 (CIP) 数据

公司并购实务操作与法律风险防控 / 中伦文德律师事务所编著. —北京: 中国法制出版社, 2015. 6  
ISBN 978 - 7 - 5093 - 6488 - 8

I. ①公… II. ①中… III. ①企业兼并 - 风险管理 - 法律 - 研究 - 中国 IV. ①D922. 291. 914

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 140718 号

责任编辑: 马金凤 (editormjf@163.com)

封面设计: 李 宁

---

### 公司并购实务操作与法律风险防控

GONGSI BINGGOU SHIWU CAOZUO YU FALÜ FENGXIAN FANGKONG

编著/中伦文德律师事务所

经销/新华书店

印刷/河北省三河市汇鑫印务有限公司

开本/710 × 1000 毫米 16

版次/2015 年 8 月第 1 版

印张 / 28.75 字数 / 336 千

2015 年 8 月第 1 次印刷

---

### 中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 6488 - 8

定价: 86.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码 100031

网址: <http://www.zgfzs.com>

市场营销部电话: 66033393

值班电话: 66026508

传真: 66031119

编辑部电话: 66070046

邮购部电话: 66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010 - 66032926)

## 前 言

2014年起，企业并购再次进入狂欢季。

据英国《金融时报》中文网报道，2014年企业并购活动飙升至2007年金融危机爆发以来的最高水平，全球并购交易总额激增47%，至3.34万亿美元。而中国已经在并购大军中跻身前三甲，其交易总额仅次于美国。

根据《2014中国经济可持续发展报告》（以下简称“《报告》”）显示，“2014年，中国并购市场共发生交易3546宗，与2013年相比增长44.28%；交易金额达到9874亿元人民币，与2013年相比增长48.44%。”

2014年的中国经济增速放缓，三大产业经济结构面临调整转型，在经济新变革的背景下，并购市场更加活跃。2014年中国并购市场交易数量和规模都有较大幅度增长，越来越多的中国企业通过并购方式实现企业自身的转型和发展，更多的中国企业已经跨出国门，成为世界并购舞台上的生力军。

截至2015年6月17日，汤森路透报告称，中国并购交易势头不减。迄今，涉及中国企业的上半年并购交易总额升至3053亿美元，较去年同期增长61.6%，创下上半年交易总额的最高纪录。2015年第二季度，已公布的涉及中国企业的并购交易总额已达1766亿美元，环比增长37.2%，同比增长44.9%。

中国境内并购交易总额达到2327亿美元，较去年同期增长67.8%，创下有史以来上半年并购交易的最高纪录。第二季度中国境内并购交易总额亦升至1538亿美元的历史最高水平，环比增长95%，同比增长62%。

因此，我们可以预期近年企业并购的热度不会很快退去，至少在中国，还有着天时地利人和的契机：

经济增速放缓凸显产能过剩的压力、技术变革迫使传统产业转型以谋发

展，因而并购新兴产业企业成为众多企业转型的方向，这是2014年上市公司并购发生的最重要原因之一。按此趋势今明两年可能会有更多企业进行跨界并购。在跨界并购的浪潮中，欧美和新三板提供了有吸引力的标的池，电子信息、医疗、文化传媒、环保等多种新兴行业提供了大量标的，而并购基金则提供了新的重要手段。

国企改革全面推行，改革中涉及集团公司向上市公司的资产注入、低效上市公司壳资源出售、上市公司通过与集团公司控制的非上市公司业务进行资产置换而转换上市公司业务（实质是集团公司实施的资产重组）、国企之间的合并等交易形式。国企改革的全面落地将促进并购重组在央企和地方国企间大面积开花。

而海外并购也是可以期待能够进一步增长的领域。鉴于欧美经济仍未完全走出危机阴影，而中国企业转型升级的内在驱动，都为海外并购提供了动力。同时，国家有利政策的纷纷出台实施也将对海外并购有重大促进。2014年中国对企海外收购审批流程上已经开始实行相对宽松的政策。例如，2014年10月6日，商务部新修订的《境外投资管理办法》正式施行，“备案为主、核准为辅”的管理模式大幅提升了出境并购效率。而随着“一带一路”上升为国家战略，配套基础设施建设和融资工具的跟进将为国企乃至民企出境并购提供新的机遇。

并购政策的改善将促进并购。《上市公司重大资产重组管理办法》（中国证券监督管理委员会令第109号）和《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》（中国证券监督管理委员会令第108号）于2014年11月23日起正式施行，强调营造良好的市场环境，通过释放资本市场的活力，进一步发挥其在市场经济中的资源配置作用。

搜搜百度热词，互联网十大热词排行榜，“并购”赫然位列榜首！如此高的热度也清晰的宣告了，与十年、二十年前相比，如今的公司并购已经不是相对少数人的游戏。尤其在经济转型期，并购已经成为企业成长过程中的有机组成部分。但另一方面，不得不承认并购在中国的起步较晚，而中国目前处于的经济转型期，都使得中国的并购活动显得复杂、多变而富有挑战性。一些具有敏感感觉的各行各业的研究人员和学者已经早早抓到了并购的命题，开始了理论研究，因此有关兼并和收购的著作也早已占领了市场一隅。

而我们事务所的并购团队多年来也一直关注着并购方面的法律问题，作为律师，保持对社会动向的敏感触觉几乎是一种职业本能。在对并购的研究过程中，我们一面欣喜于我国并购活动的迅速铺展，而另一面，在实践中接触大量并购案例的经验也让我们更清晰的认识到并购活动中可能会产生的问题。著此书最本源的目的无非是希望将我们对中国并购方面法律现状的认识从专业的角度加以分析，并更多的分享给受众。虽则笔力有限，也要勉力为之，希望集合众人之力将我们近几年来对并购法律事务的研究、思考和承办此类业务的经验整理成册，不敢奢望对我国的并购领域的发展和相关法律业务的完善添砖加瓦，也期盼凭借本书助益于并购理念的传播，更希望受众皆能从本书受益一二。

本书的落脚点主要在于公司并购的实践活动，内容不仅详细分解了并购的各个流程和步骤，还在每个并购程序项下提供了详细的必要的法律文书范本，本书集合我们事务所国际业务委员会多位并购领域从业多年的律师的经验和心血结晶，而使本书成为一本真正具有较强操作性和可实施性的参考文本，不仅为求知，更为实践。此外，本书的作者团队力求通过务实的手法全方位、高深度的介绍并购的各个环节需要注意的关键节点，精准专业的指出并购中各方需要进行的风险防范事项并给予诚恳的意见，此举更是揭开并购的神秘面纱，望受众不走错路，少走弯路。不可谓不用心良苦。

数载经验总结凝聚于寥寥二十万字，谨以此书献给广大的读者，盼望无论是多年从事并购的专业人士或是初次触电并购实务的入门新手，都能从本书中汲取所需，对了解与掌握并购实务有所增益。

北京市中伦文德律师事务所  
董事长、创始合伙人



## 目 录

## 上篇 公司并购基础理论

<b>第一章 公司并购的概念及分类</b> .....	3
<b>第一节 公司并购的内涵</b> .....	3
一、兼并、收购与合并 .....	3
二、收购与兼并的异同 .....	6
三、并购内涵之法条探析 .....	10
<b>第二节 公司并购的分类及方式</b> .....	12
一、公司并购的分类 .....	12
二、公司发展阶段与并购类型 .....	15
三、公司并购的方式及一般流程 .....	17
<b>第二章 公司并购的理论及历史沿革</b> .....	23
<b>第一节 公司并购理论</b> .....	23
一、差别效率理论 .....	23
二、协同效应理论 .....	24
三、委托代理理论 .....	27
四、市场势力理论 .....	28
五、投机动因理论 .....	30
六、价值低估理论 .....	30
<b>第二节 公司并购的历史沿革</b> .....	31
一、美国的公司并购 .....	32



二、中国公司并购发展历史 .....	37
<b>第三章 公司并购的常见风险 .....</b>	<b>43</b>
<b>第一节 公司并购的外部风险 .....</b>	<b>43</b>
一、市场体系风险 .....	44
二、法律风险 .....	46
三、社会环境风险 .....	47
<b>第二节 公司并购的内部风险 .....</b>	<b>49</b>
一、战略风险 .....	49
二、财务风险 .....	50
三、技术风险 .....	53
四、反并购风险 .....	53
五、经营风险 .....	54
六、制度与文化冲突风险 .....	54

## 中篇 公司并购全流程操作指引

<b>第四章 并购的前期准备 .....</b>	<b>59</b>
<b>第一节 并购标的的选择 .....</b>	<b>59</b>
一、行业地位 .....	59
二、政策支持 .....	60
三、战略发展需求 .....	60
四、预期收益 .....	60
<b>第二节 组建团队 .....</b>	<b>61</b>
一、中介机构的必要性 .....	61
二、中介机构的种类及作用 .....	61
三、中介机构的选择 .....	63
<b>第三节 估值 .....</b>	<b>64</b>
<b>第四节 相关文书的准备 .....</b>	<b>65</b>
一、并购意向书 .....	65

二、尽职调查报告 .....	65
三、并购交易草案 .....	65
<b>第五章 法律尽职调查 .....</b>	<b>66</b>
<b>第一节 法律尽职调查的内容与流程 .....</b>	<b>66</b>
一、法律尽职调查概述 .....	66
二、法律尽职调查的流程 .....	67
三、法律尽职调查的方法和信息来源 .....	69
<b>第二节 法律尽职调查的要点与风险防控 .....</b>	<b>73</b>
一、法律尽职调查中的程序性事项 .....	73
二、关于历史沿革和现状的尽职调查 .....	74
三、关于业务经营的尽职调查 .....	75
四、关于财务状况的尽职调查 .....	76
五、关于税务的尽职调查 .....	77
六、关于动产和不动产的尽职调查 .....	78
七、关于知识产权的尽职调查 .....	79
八、关于劳动人事的尽职调查 .....	80
九、关于环境保护的尽职调查 .....	81
<b>第三节 法律尽职调查报告的撰写和风险防范 .....</b>	<b>82</b>
一、法律尽职调查报告的主要内容 .....	82
二、法律尽职调查报告的撰写 .....	83
三、法律尽职调查报告的风险防范及关注点 .....	85
<b>第四节 法律尽职调查相关文件参考文本 .....</b>	<b>86</b>
一、法律尽职调查计划参考文本 .....	86
二、法律尽职调查文件清单参考文本 .....	89
三、法律尽职调查报告参考文本（节选） .....	101
<b>第六章 交易结构设计 .....</b>	<b>108</b>
<b>第一节 交易结构类型概述 .....</b>	<b>108</b>
一、资产交易与股权交易 .....	108
二、增资交易和股权转让交易 .....	109
三、境内交易与境外交易 .....	109

四、混合交易 .....	110
第二节 交易结构设计的要点与风险防控 .....	110
一、法律准入障碍方面 .....	110
二、合法存续方面 .....	111
三、债务承担方面 .....	111
四、税赋承担方面 .....	111
五、员工遣散补偿方面 .....	112
六、交易简化方面 .....	112
第七章 并购文件撰写 .....	113
第一节 并购协议通用条款的基本内容与要点 .....	113
一、主体条款 .....	114
二、背景条款 .....	114
三、定义条款 .....	115
四、先决条件条款 .....	115
五、交易条款 .....	116
六、对价条款 .....	117
七、交割前义务条款（即承诺条款） .....	117
八、交割条款 .....	118
九、陈述和保证条款 .....	119
十、违约赔偿条款 .....	120
十一、通知条款 .....	121
十二、费用和税赋条款 .....	121
十三、法律适用和管辖权条款 .....	122
第二节 并购协议特殊条款的基本内容与要点 .....	122
一、股权调整条款 .....	123
二、股权回购条款 .....	123
三、反稀释条款 .....	124
四、优先清算条款 .....	125
五、领售权条款 .....	125
第三节 其他并购文件的基本内容与要点 .....	126

第四节 并购协议参考范本 .....	127
一、股权转让交易的并购协议参考文本 .....	127
二、增资交易的并购协议参考文本 .....	136
三、资产交易的并购协议参考文本 .....	165
四、披露函的参考文本 .....	174
<b>第八章 反垄断申报与国家安全审查 .....</b>	<b>179</b>
第一节 经营者集中（反垄断）申报 .....	180
一、中国经营者集中制度概述 .....	180
二、中国经营者集中制度的适用范围及申报流程 .....	184
三、附加限制性条件的批准及代表性案例 .....	196
四、经营者集中案例评析及相关风险防控 .....	205
第二节 国家安全审查申报 .....	211
一、中国国家安全审查制度概述 .....	211
二、中国国家安全审查制度的适用范围及申报流程 .....	213
三、国家安全审查案例评析及相关风险防控 .....	220
四、国家安全审查相关申请表格样式 .....	224
<b>第九章 交 割 .....</b>	<b>259</b>
第一节 交割的要点与风险防控 .....	259
一、交割实务操作要点 .....	259
二、交割的风险防控 .....	266
第二节 交割相关法律文件参考文本 .....	268
一、证照印章的交接函范本 .....	268
二、尽职工作和不违反竞业禁止的义务 .....	276

## 下篇 特殊类型的公司并购

<b>第十章 上市公司并购 .....</b>	<b>283</b>
第一节 上市公司收购 .....	283
一、上市公司收购概述 .....	283

二、关于收购方的市场准入条件 .....	285
三、权益变动披露及要约收购 .....	287
四、监管部门对于上市公司收购监管的变化 .....	289
第二节 重大资产重组 .....	291
一、重大资产重组概述 .....	291
二、监管部门对于重大资产重组的监管变化 .....	292
三、重大资产重组具体流程 .....	294
第三节 借壳上市 .....	302
一、借壳上市概述 .....	302
二、借壳上市方案 .....	304
三、借壳上市流程 .....	305
四、借壳上市与 IPO 规定对比分析 .....	309
第四节 上市公司并购重组要点与风险防控 .....	311
一、中介机构谨慎履行职责 .....	311
二、做好信息披露工作 .....	312
三、禁止内幕交易 .....	313
<b>第十一章 外资并购</b> .....	<b>315</b>
第一节 外资并购背景 .....	316
一、外资并购的概念及范围 .....	316
二、外资并购的背景及目的 .....	317
三、外资并购的立法沿革 .....	319
第二节 外资并购的流程 .....	320
一、并购目标的选择 .....	321
二、交易结构的设计 .....	322
二、前期协商 .....	324
三、签订意向书、独家谈判协议、独家保密协议 .....	325
四、尽职调查 .....	326
五、制作交易文件 .....	330
六、审批 .....	332
七、交割 .....	332

第三节	外资并购常见法律问题 .....	333
一、	股权并购 VS 资产并购 .....	333
二、	外商投资的准入性 .....	335
三、	估值与支付 .....	336
四、	税务筹划 .....	336
五、	小股东保护和退出机制 .....	337
六、	外资并购的反垄断审查 .....	337
第四节	外资并购的主要审批和监管部门 .....	338
第五节	几种特殊类型的外资并购 .....	338
一、	涉及国有资产的外资并购 .....	338
二、	涉及上市公司的外资并购 .....	339
三、	涉及返程投资的外资并购 .....	339
<b>第十二章</b>	<b>国有资产并购</b> .....	<b>341</b>
第一节	国有资产并购的基本流程 .....	341
一、	国有资产并购方案的制定与审批 .....	342
二、	国有资产并购的产权交易所转让 .....	351
三、	国有资产并购中的律师尽职调查报告和法律意见书 .....	357
第二节	国有资产并购的关注点及风险防控 .....	359
一、	清产核资和产权界定 .....	359
二、	国有资产评估和转让参考定价 .....	367
三、	国有资产的管理层收购 .....	373
<b>第十三章</b>	<b>海外并购</b> .....	<b>377</b>
第一节	海外并购的基本流程 .....	377
一、	前期审批 .....	377
二、	外汇事宜 .....	387
三、	反垄断审查 .....	388
第二节	海外并购的特殊交易结构设计 .....	390
一、	并购方式 .....	390
二、	离岸结构的作用和设立方式 .....	393
三、	结构设计涉及的法律文件 .....	395

第三节 海外并购实务操作要点及风险防控 .....	397
一、海外并购项目融资 .....	397
二、交易风险和法律风险 .....	398
三、法律风险的防控措施 .....	401
附录 1 并购相关重点法律法规汇总 .....	403
附录 2 初步尽职调查文件清单附表 .....	418
后记 .....	443

上 篇  
公司并购基础理论







## 第一章 公司并购的概念及分类

### 第一节 公司并购的内涵

公司并购是公司的一种特殊的交易活动，涵盖的内容非常广泛，为了正确理解并购，我们有必要先厘清“并购”的概念。“并购”一词在《辞海》中的含义为“购并”，是“兼并”和“收购”两个词语缩写后的合称，从汉字意义上而言，颠倒字符的顺序并不影响该词的含义；“并购”一词亦可能源于海外，是典型的舶来语，其英文表述为“Merger and Acquisition”，简写为“M&A”。

#### 一、兼并、收购与合并

人们对并购一词的使用日益广泛，它在很多时候已成为包括兼并、合并、收购等在内的扩展式资产重组的总称，表示若干经济力量组织凝聚到一起的意思<sup>①</sup>。因此，以下将对兼并、收购和合并逐一分析。

1. 兼并 (Merger)，在《新大不列颠百科全书》(The New Encyclopedia Britannica)<sup>②</sup> 中的解释为：“两家或者更多家的独立公司或者公司合并组成一家公司，通常为一家优势的公司吸收一家或者更多的公司，一项兼并行为可以通过以下的方式完成：用现金或者证券购买其他公司的资产；购买其他公司的股份或者股票；对其他公司的股东发行新的股票，以换取其所持有的股权，从而取得其他公司的资产和负债。”<sup>③</sup> 《布莱克法律词典》(Black's

<sup>①</sup> 贾丹林：“公司兼并、收购、合并、并购法律辨析”，载《财经问题研究》，2001年第2期。

<sup>②</sup> The New Encyclopedia Britannica, Oversea Publishing House, 1997, 32v.

<sup>③</sup> 王一：《公司并购理论及其在中国的应用》，复旦大学出版社2000年版，第2页。

Law Dictionary) 对兼并的解释为: “指一个公司被另一个公司吸收, 后者保留自身的名称和实体资格并取得前者的资产和责任, 而前者丧失独立的法人地位。”<sup>①</sup> 在《大美百科全书》(Encyclopedia Americana) 中兼并被界定为: “Merger 在法律上, 指两个或两个以上的公司组织组合为一个公司组织, 一个厂商继续存在, 其他厂商丧失其独立身份。唯有剩下的厂商保留其原有名称和章程, 并取得其他厂商的资产, 这种公司融合的方法和合并 (Consolidation) 不同, 后者是组成一个全新的组织, 此时所有参与合并的厂商皆丧失其原来的身份。”<sup>②</sup> 在实际操作中, 兼并常常会导致目标公司主体的消失, 在方式上有三种模式, 一是吸收合并, 二是新设合并, 三是购买受控股权益。吸收合并只是使被兼并方的资产负债并入兼并方, 同时被兼并方的法人地位消失; 新设合并是兼并双方成立一个新的法人主体, 兼并方和被兼并方的法人主体都消失; 而购买受控股权益的含义是指一家公司购买另外一家公司股权达到了控股的比例, 这时候, 被兼并公司成为兼并公司的子公司, 他们仍然具有法人地位。《注册会计师考试教材》(以下简称“CPA 教材”)<sup>③</sup> 上将兼并定义为: 通常是指一家企业以现金、证券或其他形式购买取得其他企业的产权, 使其他企业丧失法人资格或改变法人实体, 并取得对这些企业决策控制权的经济行为。从上面的定义来看, 兼并实质上是企业资产的重新组合, 而通过兼并进行的资产重组一般是以市场机制为载体实现的, 结果是使社会可支配资源向高效企业的集中。<sup>④</sup>

2. 收购 (Acquisition), 有个主动要求的含义在里面, 主要是指获取财产或股权的所有权的行为, 是一种公司的买卖行为。它具有经济意义, 又具有法律意义。从经济意义上讲, 是指一家公司经营控制权的易手, 落到收购者的手里, 从而丧失了对公司的经营控制权; 作为法律上的名词, 其含义是指购买被收购公司的股权和资产, 所以收购的对象有两个, 一是股权, 二是资产。《新帕尔格雷夫货币金融大词典》(The New Palgrave Dictionary of Mon-

① Blacks' law dictionary, Eighth Edition, West Pub. Co, 2004, 1009.

② 胡峰: “公司并购概念界说: 一个综述”, 载《重庆社会科学》, 2002 年第 3 期。

③ 中国注册会计师协会编: 《注册会计师考试教材》, 经济科学出版社 2001 年版。

④ 胡峰: “公司并购概念界说: 一个综述”, 载《重庆社会科学》, 2002 年第 3 期。

ey & Finance)<sup>①</sup> 中收购被解释为：一家公司购买另一家公司的资产或证券的大部分，目的通常是重组其经营，目标可能是目标公司的一个部门（部门收购，母公司出售或回收子公司股权与之脱离关系或让产易股），或者是目标公司全部或大部分有投票权的普通股（合并或部分收购）。CPA 教材上将收购定义为：指企业用现金、债券或股票购买另一家企业的部分或全部资产或股权，以获得该企业的控制权，收购的对象一般有两种：股权和资产（收购股权与收购资产的主要差别在于：收购股权是购买一家企业的股权，收购方将成为被收购方的股东，因此要承担该企业的债权和债务；而收购资产则仅仅是一般资产的买卖行为，由于在收购目标公司资产时并未收购其股权，收购方无需承担其债务）。<sup>②</sup>

资产收购与股权收购都是一个公司通过取得另一公司全部或相当部分的产权而获得后者的控制权的行为，均要接受反垄断法的管制，但二者之间存在着重大区别：（1）行为的主体不同。前者为企业之间的交易，对组织形式的要求并不限于公司（虽然随着我国现代公司制度的发展，具有法人资格的公司将最主要地表现为公司），而后者则是收购公司与目标公司股东之间的交易。（2）收购方的责任不同。资产收购者不承担目标公司的债务，可以不接收职工，不承担相关养老金计划义务；而股权收购公司则以购股出资的股金为限承担目标公司的风险责任及养老金计划义务等。（3）交接程序不同。资产收购合同比较简单，合同内容只订明资产名称、权利状况和交付方式及时间等即可，交接亦较简单，照单验收即可；股权收购则很复杂，在公开要约收购（tender offer）时，要制作发出一份内容复杂的收购要约，收购成功后，经常还要改组目标公司董事会经营班子。<sup>③</sup>（4）法律规制不同。资产收购主要受合同法和反垄断法的规制，股权收购则主要受公司法、证券法和反垄断法规制，比资产收购要履行更多的信息披露义务。

3. 合并（Consolidation）的使用有狭义和广义之分。狭义的合并是指两个或者两个以上的公司按照某种条件组成一个公司，有吸收合并和新设合并

<sup>①</sup> Newman P, Milgate. M, Eatwell J:《新帕尔格雷夫货币金融大词典》，胡坚译，经济科学出版社2000年版。

<sup>②</sup> 胡峰：“公司并购概念界说：一个综述”，载《重庆社会科学》，2002年第3期。

<sup>③</sup> 刘澄清：《公司并购法律实务》，法律出版社1998年版，第44页。

两种形式。吸收合并即狭义的兼并，新设合并指两个或两个以上的公司解散，同时成立一个新的公司接管解散公司的资产和承担责任。<sup>①</sup> 广义的合并是反垄断法意义上的合并，其具体涵义在各国是有差异的。依照《克莱顿反托拉斯法》(Clayton Antitrust Act)<sup>②</sup> 第七条，美国反垄断法中的公司合并是指一个公司取得另一个公司的财产或者股份。而德国《反对限制竞争法》(Gesetz gegen Wettbewerbsbeschaenkungen)<sup>③</sup> 第 23 条第 2 款则将其意义扩大到能使公司直接或者间接对另一公司发生支配性影响的所有联合方式。它包括：(1) 资产收购，即一个公司购买另一个公司的全部或相当一部分财产；(2) 参股，即一个公司掌握另一个公司的股份达到被参股公司的相当份额或者掌握了另一个公司一半以上的表决权；(3) 公司协议，即公司之间达成协议，组成康采恩式的联合体，或者联合核算，或盈亏共负，或者全部、部分租赁；(4) 领导交叉兼职，即有关公司的监督机构或管理机构半数以上的人员同时在对方公司的领导班子任职。

## 二、收购与兼并的异同

如前所述，收购和兼并共同构成并购，而两者的含义也十分近似。日常使用中，有时不会加以特别区分，但如细究，两词的内涵还是有所不同。以公司股权并购中收购和兼并的含义为例，两者不同点可归结如下：

### (一) 内容的异同

收购和兼并统称为公司并购，公司并购是指两家以上公司依合同和法规归并为一个公司的行为。收购包含在兼并之中，当一个公司开始收购行为时，持有目标公司股份的比例可显示具体购并的结果。收购股份比例不足以控制目标公司时，称为收购失败。只有达到控股时，才意味着收购成功。如果在完全持有目标公司股权的情况下，仍然保持该公司的经营独立，可称为完全收购。在收购方收购目标公司全部股权后取消其法人资格或使其丧失法

<sup>①</sup> Blacks' Law Dictionary, Eighth Edition, West Pub. Co, 2004, 328.

<sup>②</sup> 1914 年美国国会制定了《克莱顿反托拉斯法》(Clayton Antitrust Act)，作为对《谢尔曼反托拉斯法》的补充。该法明确规定了 17 种非法垄断行为，其中包括价格歧视、搭卖合同等。

<sup>③</sup> 联邦德国 1957 年颁布的《德国反对限制竞争法》又称《卡特尔法》，该法确立了德国市场经济的秩序和竞争秩序。

人地位的情况下，收购转为公司兼并。可见，收购和兼并在总体内容上有一致性。

不过收购和兼并在具体内容上也存在着一些差异。兼并是指一个公司通过某种形式接收其他公司的产权，使被兼并方失去法人资格或改变法人实体的行为。从兼并的结果上看，主要有三种形式：一是承债式兼并，即在资产和债务接近等价的情况下，兼并方以承担被兼并方的债务为条件接收其资产的兼并方式；二是购买式兼并，即兼并方出资购买被兼并方资产的兼并方式；三是控股式兼并，是指兼并方通过取得被兼并方股份的方式，实现对被兼并方的兼并。

收购涵盖的内容较广，其结果可能是拥有目标公司几乎全部的股份或资产，从而接近兼并；也可能是获得公司较大一部分股份或资产，从而控制该公司；还有可能是仅拥有较少一部分股份或资产，而作为该公司股东中比较重要的一员。因此收购的方式相对来说比较灵活。

## （二）形式的异同

收购和兼并都可以表现为目标公司的掌握，都是将控股权按一定条件归并为一个公司，差异之处在于收购后原目标公司的主体资格能够保留，被收购公司作为经济实体仍然存在，收购方只是通过控股掌握了该公司的部分所有权和经营控制权；而兼并完成后，目标公司从法律上将不再存在。

收购和兼并在责任承担形式方面也存在着差异。兼并中存续公司要完全承担被兼并方的债务，例如承债式兼并在完成后，由于原目标公司法人资格全部消失，所以其债务由兼并方公司承担；购买式兼并在完成兼并的同时，也需要对其债务进行清偿；而在公司收购中，收购方作为被收购方的新股东，其风险责任仅以控股出资的股金为限，对被收购方的原有债务不承担全部连带责任。

## （三）行为的异同

收购和兼并一般都发生在公司和公司之间，属于公司之间的行为而非个人行为。从收购方公司来看，多数公司的收购和兼并以公司战略发展要求为基础的。不过收购和兼并在其目标上也存在着一些差异，表现在：公司兼并一般发生在兼并双方都愿意的情况下，体现为双方共同意愿的表示；而收

购则可以是收购方单方意愿的表示。不论被收购方是否愿意，只要收购方认购行为对自己有利，就可以对目标方发起收购。

由于收购和兼并在意愿上存在差异，因此在行动上必然也就存在着友善行为和敌对行为。大多数的兼并活动表现为双方公司的合作，由于意思表示一致，可就兼并的条件、价格、方式等进行谈判，寻求双方都比较满意的结果，友好协商地完成兼并；而收购本身则可以由收购方单独提出，被收购方可能由于对方的进攻而处在被迫的地位，使双方之间的交易行为含有敌意；当然也不排除善意收购发生，这时被收购方出于自身利益的考虑，会协助收购方完成收购活动，而不属于不得已而为之。

兼并还涉及原公司的存亡，所以必须告知被兼并方所有股东；而收购可以仅仅面对社会公众股东或部分自然人股东，只要部分股东认可，认购即可完成，因此不必考虑面向所有股东的问题。

#### （四）目标的异同

无论是公司收购还是公司兼并，都是为了谋求获得目标公司的股权或资产，进而追求对目标公司的控制，以达到实现公司发展的战略。所以两者的根本目标是一致的。但是在具体目标方面，两者又存在着一些差异。兼并的目标主要是为了公司资产整体的组合和扩张，所以它的目标不一定是上市公司，可以是它所认定的符合其条件的任何一家公司；而收购的目标在于掌握和控制目标公司的部分股权达到控股目的，以争取得到该公司的经营控制权。

另外，兼并使得被兼并公司消亡，因此兼并的目的很明确，就是谋求被兼并公司全部的股权和资产。在兼并中，由于兼并方要达到控制被兼并方全部的股权，因此其进攻对象往往是被兼并公司的发起人股东，只有取得公司发起人的许可，兼并行为才会取得成功；而收购中，如在上市公司收购中，收购方则旨在谋求公司控制权，获得部分股权就可以达到目的。因此，收购方一般通过在二级市场上收购社会公众股东的股票就可以达到目的。

#### （五）程序的异同

在收购和兼并过程中，收购方和兼并方都必须接受反垄断部门的监管。由于购并会导致具有超经济实力的厂商产生，可能会对竞争产生直接的负面

影响。因此，世界上多数国家都限制垄断，鼓励自由竞争，制定反垄断方面的立法，并设立相应的反垄断机构，规定一定规模的公司收购和兼并必须经过批准才能生效。而且，购并合同在经过股东大会批准后，应在规定时间内到政府有关部门登记，只有在政府有关部门登记注册后，购并行为才能正式生效。可见，收购和兼并在程序要求方面是有相同之处的。

但是两者在具体执行过程中又存在差异，收购的开始至中间阶段都要向有关部门申报。在英国，如果并购可能达到垄断指控的标准，双方就应去公平交易署，与其进行接触；或把购并合同、协议或方案呈交公平交易署以取得同意。如果是极大宗的交易，还要考虑是否符合欧盟的标准，是否向欧盟委员会提出申请，从而根据欧盟的管制法规得到许可。另外，在公司收购中，收购方要向主管部门不断公布收购的比例、价格和目的。根据我国相关法规的规定，任何法人或自然人直接或间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达5%时，应该从该事实发生之日起3个工作日内，向该公司、证券交易所和证监会做出书面报告并公告。以后其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的5%时，也应在同样期限内以同种方式向两个部门报告并公告。在依前两项数据做出报告并公告之日起2个工作日内和做出报告前，不得再行直接或间接买入或卖出该种股票。通过证券交易所的证券交易，投资者持有有一个上市公司已发行的股份的30%时，继续进行收购的，应该依法向该上市公司所有股东发出收购要约（经证监会批准免除发出要约的除外）。在收购要约发出之前，收购方应该向证监会和证交所保送上市公司收购报告书。

兼并则可在达成协议后公开声明。由于兼并一般都是善意行为，因此参与双方的合同在经过各方的董事会和股东大会的批准后，双方才会向外界发表声明，而且在公司兼并中，兼并方仅需要在兼并完成后向外界公布而不必透露太多的细节。

#### （六）责任承担的异同

收购和兼并都必须承担出资或承债的相应责任，对于收购方或兼并方而言，无论是购买资产还是购买股权，它们都要承担出资或承债的责任。一般来说，收购中的收购方多负出资责任而兼并中的兼并方需负承债的责任。



另外，不管是收购还是兼并，都是目标公司产权的一次转移，一旦交易成功实现，则收购方或兼并方都得承担起由此带来的相关责任，例如法律诉讼、合同纠纷、员工去留等方面的问题。

收购和兼并在承担方面也存在着一定的差异。在公司兼并中，兼并后兼并公司即成为被兼并方公司资产的新所有者和债务承担者，兼并导致资产、债权、债务的一并转移。因此，兼并方要承担被兼并时的全部债务，而且被兼并公司的整体资产归入兼并公司，被兼并公司作为经济实体不再存在，因此责任承担主体就是存续公司。

在收购中，收购公司作为被收购公司的新股东，对被收购公司的原有债务不负连带责任，收购公司只以控股出资的股份为限承担债务和风险，和被收购公司原出资人股东共同承担被收购方的盈亏。而且由于收购公司作为被收购公司的新股东之一，对被收购方的原有债务不负有连带责任，其连带责任仅仅以控股出资的股金为限。因此被收购方的各方面责任仍要由被收购公司来承担。

### 三、并购内涵之法条探析

公司兼并行为和公司收购行为同是增强公司实力的外部扩张策略或途径，其目的都是为扩大公司市场占有率；或为扩大经营规模，实现规模经营；或为拓宽公司经营范围，实现分散经营或综合化经营。公司兼并行为和公司收购行为两者的交易对象也基本一致。因此，兼并和收购在经济学上的涵义通常可解释为一家公司以一定的代价和成本（如现金、股权等）来取得另外一家或几家独立公司的经营控制权和全部或部分资产所有权的行为。随着全球化经济大发展，实业界的创新活动层出不穷，公司兼并和公司收购的界限越来越模糊。在西方学者的经济学研究中，往往把兼并和收购捆绑在一起作为研究对象。这样做的理由，首先可以使学术研究的兼容性更强；其次西方学者面对的是建立在市场经济基础上的经济主体的市场行为，产权比较明晰，公司兼并和公司收购的边界本来就是交织在一起的，硬性地将二者加以区分，可能达不到研究的目的。<sup>①</sup>

<sup>①</sup> 胡峰：“公司并购概念界说：一个综述”，载《重庆社会科学》，2002年第3期。

但兼进行为和收购行为毕竟是不同的两种行为，从法学角度来看，兼并行为的结果通常是卖方公司（或称目标公司）法人地位的丧失，成为买方公司（或称优势公司）的一部分；而在收购行为中，目标公司被收购仍保留其法人地位。因此，为求实务操作中避免因术语理解偏差引起的不必要的纠纷，还是回归法条本身，厘清相关术语的定义较为妥当。

我国立法实践中使用并购一词相对较晚。上海市国有资产监督管理委员会于2002年4月4日发布的《关于外资并购本市国有企业的若干意见》是我国最早使用“并购”这一术语的立法文件之一，该意见的实施细则（2003年8月4日发布）第4条规定：“本实施细则所称外资并购本市国有企业，系指外资购买本市国有企业的股权，使该企业变更设立为外商投资企业；或者外资购买本市国有企业资产，并以该资产投资设立外商投资企业。”2003年3月由对外贸易经济合作部、国家税务总局、国家工商行政管理总局和国家外汇管理总局联合颁布的《外国投资者并购境内企业暂行规定》<sup>①</sup>第2条规定：“本规定所称外国投资者并购境内企业，系指外国投资者协议购买境内非外商投资企业（以下称‘境内公司’）的股东的股权或认购境内公司增资，使该境内公司变更设立为外商投资企业（以下称‘股权并购’）；或者，外国投资者设立外商投资企业，并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产，或，外国投资者协议购买境内企业资产，并以该资产投资设立外商投资企业运营该资产（以下称‘资产并购’）。”此后，并购这一概念便为多个部门规章和地方法规所沿用。

在我国的有关法律法规中，对于兼并、合并、企业兼并、上市公司收购也都有过明确的定义。根据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条指出，企业兼并是“一个企业购买其他企业的产权，使得其他企业失去法人资格或者是改变法人实体的一种行为，不通过购买方式实行的企业之间的合并，不属于本办法规范”。在同一个条例中，还对企业兼并的形式做了详细规定，指出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

---

<sup>①</sup> 此文件已被修订，新文件名称为《关于外国投资者并购境内企业的规定》（商务部令2009年第6号 2009年6月22日发布）。

务相等的情况下，兼并方以承担被兼并方的债务为条件，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）吸收股份方式，即被兼并方企业的所有者将被兼并企业的净资产作为股金投入到兼并方，成为兼并方企业的一个股东；（4）控股方式，即一个企业通过购买其他企业的股权，达到控股，实现兼并。1994年7月1日生效的《中华人民共和国公司法》第184条第1、2、4款的规定，公司合并分为吸收合并与新设合并，合并各方的债权债务由合并后存续的公司或者是有新设的公司承担。对于上市公司的收购，根据国务院1993年4月22日发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第四章规定，上市公司的收购是指任何人通过获取上市公司发行在外的普通股而取得上市公司控制权的行为。对于要约收购而言，收购要约期满，收购要约人持有的普通股达到该上市公司发行在外的普通股总数的50%或者以上的，方为收购成功。

## 第二节 公司并购的分类及方式

### 一、公司并购的分类

1. 按照并购双方的行业关系划分可以分为横向并购（Horizontal M&A）、纵向并购（Vertical M&A）和混合并购（Conglomerate M&A）。

横向并购，也称水平兼并，是指两个以上生产或销售相同或相似产品的公司之间的并购。这种并购的目的通常是扩大市场的份额或增加公司的竞争和垄断或寡占实力，并购风险较小，并购双方比较容易整合并形成规模经济，实行内部化交易，实现利润增长。横向并购是跨国并购中经常采用的形式。但是由于这种并购（尤其是大型跨国公司的并购）容易限制竞争形成垄断局面，许多国家都密切关注并限制这类并购的进行。

纵向并购，也称垂直兼并，是指两个以上处于生产同一或相似产品但又处于不同生产阶段的公司之间的并购。并购双方一般是原材料供应者或产成品购买者，所以对彼此的生产状况比较熟悉，并购后较易融会在一起。纵向并购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。

混合并购，指既非竞争对手又非现实中潜在的客户或供应商的公司间的并购。混合兼并又分为以下两种形态：大产品门类的兼并，是相关产品市场上公司间的兼并；扩大市场的兼并，一个公司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公司进行兼并。混合兼并主要目的在于减少长期经营一个行业所带来的风险；另外，一个行业的副产品以至废品可以是另一个行业不可缺少的原材，通过兼并可以达到充分利用原材料的目的。这种并购方式同公司的全球发展战略和多元化经营战略密切联系在一起，以减少在单一行业经营的风险，降低生产成本，增强公司在市场上的整体竞争实力。混合并购与前两种并购方式的不同之处是，前两种并购的目的往往表现得十分明显，因而容易受到限制，而混合式并购的目的往往是隐蔽的，所以不易为他人发现和利用。

2. 按照目标公司是否是上市公司，可分为私人公司并购（Private Company M&A）和上市公司并购（Listed Company M&A）。

私人公司并购，是指并购公司在非证券交易所对非上市公司的收购。对私人公司的并购一般是通过公司股东之间直接的、非公开的协商方式进行的，只要目标公司的大部分股东同意出售其持有的股份，私人公司的控制权便由并购公司所掌握，并购行为即告完成。私人公司并购由各公司的章程制约，并受民事法律规范，各国对之一般不以专门立法的形式进行规范。所以对私人公司的并购一般有较大的自由度，但这类并购的规模都较小，风险也较大。

上市公司并购，是指并购公司在证券交易所通过对上市公司股票的收购实现并购。由于现代经济中占据举足轻重地位的大公司几乎全是上市公司，因而具有重大影响的并购都是通过证券市场实施的。如果借用制度经济学的语言，可以认为公司并购行为的高涨主要依赖于现代公司制和证券市场两大制度安排的发展和健全。正如诺贝尔经济学奖获得者乔治 J. 斯蒂格勒（Stigler J. George）所言：“早在收购运动发生之前，许多产业都已经具备了能使之形成垄断的并购并有利可图的条件。为什么并购运动姗姗来迟？我所发现的唯一有说服力的理由是现代公司和现代资本市场的发展。”

3. 按照并购双方之间的关系进行划分可以分为友好并购（Friendly M&A）

和敌意并购（Hostile M&A）。按照并购的目的进行划分可以划分为协同性并购（Synergistic M&A）和惩戒性并购（Disciplinary M&A）。

友好并购是指收购方与目标公司关于并购持一致的态度，配合良好。如果目标公司的管理者对收购者给出的收购条件比较满意，那么收购者的收购行为就是受欢迎的，整个收购过程就会在友好的气氛中进行。

敌意并购是指收购方和目标公司关于并购并非持一致态度、处于敌对状态的收购。如果目标公司的管理者对收购者提出的收购条件不满意，收购者的并购行为就是一种不受欢迎或者敌意的行为。收购者会绕过目标公司的管理者，直接向目标公司的股东发出收购要约，而目标公司的管理者也会采取针锋相对的手段抵制收购者的并购行为。

协同性并购中收购者的目的在于获得公司之间经营业务或财务结构上的协同性收益。所谓协同性收益是指通过业务或财务整合而获得规模经济和纵向一体化交易成本的节约、或者融资便利、税收优惠等好处。

而惩戒性并购中收购者采取并购行为的目的是驱逐目标公司无能的管理者或者不符合股东要求的管理者。

在协同性并购中，无论收购公司的股东还是目标公司股东都可以获得并购的好处，但是在惩戒性并购活动中目标公司股东无疑可能获得更多的好处。并购的目的决定并购的气氛，协同性并购多为友好收购，而惩戒性并购多为敌意收购。

4. 按照并购中的出资方式进行划分，可以划分为现金并购（Cash）、换股并购（Stock - for - Stock）、增发并购（Add - Issuance）和杠杆并购（LBO）。

现金并购是指收购方支付一定数量的现金或其他资产，以取得目标公司的所有权。目标公司的股东得到了现金，但同时丧失所售股票的所有权。

换股并购是指收购方以新发行的股票替换目标公司的股票。对并购公司来说，换股式并购无需支付现金；对目标公司的股东来说，其所持股份由目标公司转到了并购公司。

增发并购是指被收购方向收购方定向增发本公司股票，收购方以货币或其他非货币资产作为对价获得被收购方新发行的股票。该种方式由于操作简便，灵活性强，往往与收购公司与被收购公司之间资产重组可以同步进行，

因此在近年来上市公司并购重组中应用较为广泛。

杠杆并购是指由一家或几家公司在金融信贷支持下进行的并购。特点是并购公司只需少量的自有资本即可进行对外并购，并且常常以目标公司的资本和收益作为信贷抵押。这是一种比较特殊的现金购买式并购。

5. 按照并购公司和目标公司是否接触来看，可分为直接并购（Direct M&A）和间接并购（Indirect M&A）。

直接并购也称协议收购或友好接管。在直接并购中，并购公司可以直接向目标公司提出拥有所有权的要求，双方通过一定的程序进行磋商，共同商定条件，根据双方的协议完成所有权的转移。此外，目标公司如果由于经营不善或遇到债务危机，也可以主动提出所有权转让。直接并购又可分为前向（Forward）与反向（Reverse）两类，区别在于前者的存续公司是买方，后者中卖方仍然存续。

间接并购通常是通过投资银行或其他中介机构进行的并购交易。又可分作三角前向（Forward Triangular）和三角反向（Reverse Triangular），区别在于前者指并购公司投资目标公司的控股公司，存续的是控股公司；后者则存续目标公司。间接收购往往是通过在证券市场上收购目标公司已发行和流通的具有表决权的普通股票，从而掌握目标公司控制权的行为。此种收购如果是善意的，则比较容易取得成功。然而在大多数情况下，由于间接收购不是建立在共同意愿的基础上，极有可能引起公司之间的激烈对抗。在间接收购中，收购公司并非只满足于取得部分所有权，而是要取得目标公司董事会的多数表决权，强行完成对整个目标公司的收购。

## 二、公司发展阶段与并购类型

大量的实证研究表明，公司并购效果令人满意与否与公司的发展阶段采取的不同并购类型有着一定的联系，而其中买方公司和卖方公司间的市场行业关系发挥着更为重要的作用，因此笔者特别就公司发展的四个阶段（起步阶段、成长阶段、成熟阶段和衰退阶段）同三种并购类型（横向并购、纵向并购和混合并购）进行分析，明晰在不同的公司发展阶段采取何种并购方式一般能够达到更好的并购效果。

### （一）起步阶段

处于起步期的公司由于刚刚创立，规模较小，组织结构也很简单，员工数量少，年营业额低，公司资产数量和营业利润也很少，自身管理体系有待完善。而其他方面如品牌、商誉等根本无从谈起，公司在摸索中前进，未来充满不确定性，经营风险很高，本阶段的首要目标是生存，其次才是发展。另外，起步期公司需要建造厂房、购置设备、开发新产品、拓展市场，这些都需要公司投入大量资金。并且，公司的产品刚开始投放市场，并未大量生产，公司的产品单位成本较高。为了使消费者尽快接受公司的产品，需要进行大量的宣传促销活动，公司的销售费用比较高。因此，起步期的公司在财务上往往表现为亏损，资金周转不灵，也无向金融机构贷款资格。从财务角度讲，公司无法支付高额的并购对价。并且公司的管理机构不完善，管理能力有限，并购后能否进行很好的公司整合是个值得怀疑的问题。因此起步期公司相较而言并不适合实施并购，事实上也鲜见起步阶段就实施并购的案例。

### （二）成长阶段

能顺利在市场竞争中存活下来，并进入成长期的公司在产品质量、客户服务和产品销售方面都有了较大的进步。这个阶段的公司，产品在一定程度上被消费者所接受，市场占有率开始提升，并有了正的净现金流量，财务上也不再亏损。成长期公司的主要任务是扩大市场规模，并在行业内占据领先地位。成长期的公司销量很大，在提高产品质量的同时，要保证产品的及时供应。而且，客户的需求越来越多样化和个性化，公司要深入了解客户的不同需求，针对不同的客户群，来设计不同的产品或增加相应的产品功能，使产品能够满足客户的需求，进而扩大产品、服务的市场份额。这时，公司需要扩大生产规模和市场份额，就有了并购的需求。横向并购有利于公司增加市场份额，获得规模经济，增加行业集中度。纵向并购可以减少交易成本，这也是成长期公司常采用的并购方式，但是从扩大公司规模的角度讲，横向并购还是主要的并购方式。

### （三）成熟阶段

公司度过成长期后，就会进入成长速度变缓，但利润率急增的收获时

期，即成熟期。这个阶段的主要目标是巩固和维持已有的地位，尽量延长处于成熟期的时间，推迟衰退期的到来，而不是扩大市场，增加客户群。成熟期公司的成长速度明显没有成长期高，并且越来越慢，甚至会停止增长。通过前两个阶段的经营活动，公司的战略目标以及竞争优势已经显现出来，在行业中的地位比较稳定了。此时，公司的经营活动相对稳定，每年的净收益变化也不明显，除非公司发生诸如并购等重大事项。当公司步入成熟期时，公司的创业者的经营经验丰富，但是创业者大多数已步入中老年，比较缺乏冒险精神，他们会更加保守地做出决策。同时，处于成熟期的公司，已经形成了核心竞争力，在市场中都能占据主导地位，公司的经营压力比较小，横向并购已无多大的发展空间，纵向并购，可以加强公司对产业链的控制，混合并购，公司可以逐步过渡到其他行业，在其他行业发展，增加公司的利润。因此，成熟期公司比较适合进行纵向并购和混合并购。

#### （四）衰退阶段

由于公司在成熟期没有足够的冒险精神与创新能力，未积极的采取措施来面对市场环境的变化，由于没能适应新的环境，从而走向衰退和消亡。公司进入衰退期的标志是销售量急剧下降，产品供过于求，竞争力减弱，市场占有率下降，产品积压。为此，公司可能会采用折价促销等手段来解决库存积压的问题，产品的价格受此影响，营业利润率发生萎缩。因此，公司在衰退期的盈利能力很差，营业收入增长率达到很低的水平，一般为负值。衰退期的财务状况严重恶化，公司此时应该考虑是否退出市场，以免公司亏损的越来越多。从并购的实施条件来说，若是公司能够在衰退早期改善其经营策略，利用尚未完全恶化的财务状况进行外部融资，进行多元化的混合并购，公司可以支付混合并购的费用，并能大大改善公司的财务状况和经营状况，甚至开始新一轮的生命周期，扭亏为盈。但是，若是在衰退晚期，公司的经营现金流量已经枯竭，公司并购成功的可能性就会大大降低，通常将会面临被兼并和接管，或是破产倒闭的命运。

### 三、公司并购的方式及一般流程

#### （一）公司并购的方式

按照并购双方谈判的策略，一般常见的并购方式包括无偿划拨、协议收



购、拍卖方式、要约收购等。

1. 无偿划拨是指国有控股的上市公司的国有股股权在不同的国有公司之间无偿转移的过程。无偿划拨方式并购，是指上市公司的国有股权以零价格，无偿转移给其他的国有公司，从而实现上市公司控制权的转移。在我国为什么会出现国有股权的无偿划拨，其中最主要的是因为“兼并的主体与客体同属于一个所有者，如果一个国有公司用国有资金购买、兼并另外一个国有公司，这在权利的转移上，如同把左口袋的钱放到右口袋。”<sup>①</sup>

进行无偿划拨的目的主要有三个：第一，上市公司业绩不好，丧失了从资本市场上再融资的能力，甚至面临退市的危险。地方政府为了保住上市公司“壳”资源的价值，将上市公司的国有控股权通过划拨的方式，转让给具有较强经济实力的其他国有公司，然后再通过对上市公司组织结构、资产结构进行调整，使上市公司重新焕发新的活力。例如湘中意，以前是生产电冰箱的公司，上市后，公司的业绩年年下滑，1998年亏损1.2亿元，在湖南省政府的支持下，将原来由国有资产管理局持有的国家股划拨给长沙市环路建设开发投资公司，公司的主营业务也由冰箱生产转为基础设施建设和传媒业，1999年实现了盈利1个亿。第二，对上市公司的国有股权进行无偿划拨，还是为了公司下一步的资产重组工作做准备。如四川一纺，于2002年5月将7507万元国有股由成都市国资局无偿划拨给成都市国有资产经营管理有限公司，后者则于2003年5月将其中的5007万元国有股通过协议方式转让给成都迈特医药产业投资公司，使其成为四川一纺的第一大股东，通过一系列的资产置换，使原来的四川一纺成功地完成了产业转型，由传统纺织业转变为具有较高科技含量和附加值的医药制造公司。第三，希望通过行政划拨手段，来促进地方经济结构的调整。1997年上海市将广电信息和广电电子两家上市公司的国家股股权无偿划拨给上海市广电集团，广电集团利用集团内部的优质资产和行业的优惠政策，对两家上市公司进行了资产重组，在以后的5年时间里，上海市广电集团不仅成为当地电子信息和电子元器件的支柱公司，而且在全国也占有一席之地，成为利用无偿划拨国有股股权，实现上市公司跨越式发展并带动地方经济快速发展的典范。

<sup>①</sup> 田福庭：《中国企业兼并的理论与实践》，经济管理出版社1989年版，第145页。

2. 协议收购是指以协议方式在场外受让上市公司部分股东股权的一种行为。由于我国以前上市公司的股本结构中有高达60%的法人股和国家股不能上市流通，在这种情况下上市公司的收购兼并的活动主要是通过法人股和国家股的场外协议转让来完成的。从收购的成本来看，由于流通股的市价较高，而且信息披露的要求也很严格，因此协议收购的成本要远远低于对流通股的要约收购。

另外，在我国上市的国有公司进行协议转让的时候，地方政府主管部门具有强烈的参与意识，股权转让也就具有强烈的行政色彩；同时股权的转让又是在不同法人之间进行的，而各个法人又具有各自的经济利益，他们的行为策略又都具有市场行为的特征，因此，我们认为协议并购是属于介于行政主导与市场主导之间的并购方式。

3. 拍卖方式是指通过竞价的方式获得上市公司控制权的行为，在我国更多地体现为大股东在无力偿还银行贷款的情况下，由银行对其质押的上市公司股权所采取的被动行为。

目前，我国上市公司国有股权进行拍卖的情况有三种类型：第一种是绩差公司尤其是ST类上市公司，由于面临退市的压力，必须进行资产重组。在无法通过协议转让方式找到买主的情况下，希望通过拍卖方式来寻求新的投资者。第二种情况是大股东利用上市公司的股权进行质押贷款，在无力还贷的情况下，由于我国银行又不能介入实业领域，不得不将质押的股权拿到拍卖市场上进行拍卖。现在银行通过股权进行质押贷款而形成的不良资产的比例逐步增加，将上市公司的股权拿到拍卖市场进行拍卖已成为银行无奈的选择；第三种情况是由于国有股进行转让的时候，必须经过财政部批准，这个过程相当繁琐，短则半年，长则数年，严重影响了公司的正常经营，而通过拍卖市场，可以绕过财政部这一关口，并且司法拍卖属于最终判决，即使财政部不同意也没办法。

4. 要约收购是指收购者通过向目标公司的全体股东发出收购要约，收购一定数量目标公司的股份，从而达到控制该公司的目的。要约收购是各国证券市场最主要的收购形式。其最大的特点是在所有股东平等获取信息的基础上由股东自主做出选择，因此被视为完全市场化的规范的收购模式，有利于防止各种内幕交易，保障全体股东尤其是中小股东的利益。要约收购在美

国近二十年的收购战中被广泛应用。收购要约是收购方向目标公司的股东表明购买其手中某种股票意图的说明书，我国《证券法》第89条规定一个完整的收购要约应该包括以下几个方面的内容：收购方的名称、住所；收购方关于收购的决定；被收购上市公司的名称；收购目的；收购股份的详细名称和预定收购的股份数额；收购的期限、收购的价格；收购所需要的资金金额及其保证；报送上市公司收购报告书时所持有的被收购公司股份数占该公司已发行的股份总数的比例。我国要约收购的雏形早在1994年4月就已经出现，即光大国投在STAQ市场收购玉柴股份。但我国上市公司进行要约收购的例子较少，因为《证券法》和中国证监会发布的《上市公司收购管理办法》规定，收购人持有、控制一个上市公司已发行的股份的30%时，继续进行收购的，应当依法向该公司的股东发出全面要约或者部分要约。直到2003年，南钢联合有限公司要约收购南钢股份成为了中国上市公司首例要约收购案例。

要约收购包含部分自愿要约与全面强制要约两种要约类型。部分自愿要约，是指收购者依据目标公司总股本确定预计收购的股份比例，在该比例范围内向目标公司所有股东发出收购要约，预受要约的数量超过收购方要约收购的数量时，收购方应当按照同等比例收购预受要约的股份。全面强制要约，是指收购者持有目标公司已发行股份达到一定比例时，收购者向目标公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约。从实质上看，任何收购都是自愿的，收购方每次收购的股票的数量和比例应该是收购方收购计划的一部分，即使当收购方的持股比例达到强制要约收购的触发点的时候，收购方也是很清楚的对即将发生的强制行为有完全的预期和充分的准备，也可以认为是收购方自愿的行为。

5. 整体并购是上市公司以资产为基础确定并购价格，受让目标公司的全部产权，并购后目标公司通常改组为上市公司的分公司。优点是目标公司变为分公司或全资子公司，上市公司可以在不受股东干预的情况下对公司进行改造，缺点在于并购后的运营资金投入量大，不能发挥低成本并购的资金效率。

6. 投资控股并购是向目标公司投资，将目标公司变为上市公司的控股子公司，获得目标公司的控制权。优点是收购成本低，且与原股东和目标公

司所在地政府之间的关系比较好处理；缺点是并购后的整合运行中会有一些制约因素。

7. 股权有偿转让是根据股权协议价格受让目标公司的全部或部分股权，获得目标公司的控制权，一般是善意并购。由于国内目前股权结构的特点，这种形式的股权转让很大程度上是一种政府的行为。股权有偿转让应当分为两种，并购性质的和投资性质的，后者属于资本运营范畴，本文仅指并购性的股权有偿转让。股权有偿转让的关键是股权转让价格。

8. 资产置换并购是上市公司用一定的资产并购等值优质资产的产权交易，是上市公司并购其他资产的一种特殊形式。这种方式如果运作成功，则可以实现两方面的目的，一方面可以植入优质资产，另一方面可以将公司原有的不良资产低盈利资产置换出去，实现公司资产的双向优化。

9. 二级市场并购是通过并购流通股实现上市公司控制权转移的目的，这种方式需要进行充分的信息披露，同时在持股比例达到目标公司发行在外的30%股份时，就存在要约收购或申请要约豁免，要约期满后，持股比例达到目标公司的50%，则收购成功，否则失败。这种方式的收购资金、时间成本高。根据我国目前的股权结构，进行要约收购的条件还不成熟，不是目前的主流并购方式，而且要约收购通常用于敌意并购，并购方会采取反并购措施，导致成功率较低。

## （二）公司并购的一般流程

### 1. 并购决策阶段

公司通过与财务顾问合作，根据公司行业状况、自身资产、经营状况和发展战略确定自身的定位，形成并购战略，即进行公司并购需求分析、并购目标的特征模式，以及并购方向的选择与安排。

### 2. 并购目标选择

并购目标选择可以借助两种理论模型：定性选择模型，是结合目标公司的资产质量、规模和产品品牌、经济区位以及与本公司在市场、地域和生产水平等方面进行比较，同时从可获得的信息渠道对目标公司进行可靠性分析，避免陷入并购陷阱；定量选择模型，是通过对公司信息数据的充分收集整理，利用静态分析、ROI分析，最终确定目标公司。

### 3. 并购时机选择

通过对目标公司进行持续的关注和信息积累，预测目标公司进行并购的时机，并利用定性、定量的模型进行初步可行性分析，最终确定合适的公司与合适的时机。

### 4. 并购初期工作

根据中国公司资本结构和政治体制的特点，与公司所在地政府进行沟通，获得支持，这一点对于成功的和低成本收购非常重要，当然如果是民营企业，政府的影响会小得多。应当对公司进行深入的尽职调查，包括商业尽调、财税尽调与法律尽调等。

### 5. 并购实施阶段

与目标公司进行谈判，确定并购方式、定价模型、并购的支付方式（现金、负债、资产、股权等）、法律文件的制作，确定并购后公司管理层人事安排、原有职工的解决方案等等相关问题，直至股权过户、交付款项等并购交割，完成交易。

### 6. 并购后的整合

对于公司而言，仅仅实现对公司的并购是远远不够的，最后对目标公司的资源进行成功的整合和充分的调动，产生预期的效益。

公司并购是一项复杂而细致的工程，要使并购达到预期的目标，并购每一流程中的各个环节都需要高度注意，任何一个环节的瑕疵都可能对后期的效果产生巨大的影响。在本节中仅仅是对并购流程的简单介绍，后文中将会就每一流程详细的展开，在此就不多赘述了。

## 第二章 公司并购的理论及历史沿革

### 第一节 公司并购理论

J. 弗莱德韦斯顿 (J. Fred Weston) 曾对并购理论做出过较为完整的归纳, 他认为, 效率、代理问题和管理主义、自由现金流量假说、市场力量、税收因素等均可构成并购行为发生的动因。<sup>①</sup> 本节就将对几种学界较为经典或流行的并购理论进行梳理和概括。

#### 一、差别效率理论

有学者将差别效率理论称为管理协同假说。其主要内容为, 若一家公司拥有高效率的管理队伍, 其能力超过了公司日常管理的需求, 该公司便倾向于通过收购一家管理效率较低的公司来使其额外的管理资源得以充分利用。

公司的管理能力即人力资本资源, 是由组织经验和组织资本结合的产物。罗森将组织经验区分为三种: 一般管理经验、行业专属经验、非管理性质的组织经验。他将组织资本也区分为三种: 一是体现在个别雇员中的公司专属信息, 即由雇员体现的信息; 二是雇员与相关工作间的匹配; 三是雇员之间的组合和匹配。韦斯顿认为, 人力资源也可分为三种: 一般管理能力, 即一般管理职能中组织经验与相关组织资本的结合; 行业专属管理能力; 非管理的人力资本。其中一般管理能力可以转移到大多数其他行业中, 行业专属管理能力只能转移到相关行业中, 而非管理的人力资本则很难转移到其他

<sup>①</sup> J. Fred Weston: 《接管、重组与公司治理》(第2版), 东北财经大学出版社2000年版。

公司中。J. 弗莱德韦斯顿 (J. Fred Weston) 举例说, 那些面向研究开发而缺乏营销组织的公司, 往往会被相关业务领域中有强大营销管理能力的公司所收购。<sup>①</sup>

该理论可以解释横向并购、纵向并购及混合并购。与该理论十分相似的一种理论是亨利·梅恩 (Henry G. Manne) 提出的“无效率的管理者理论”。亨利·梅恩 (Henry G. Manne) 认为, 对管理的控制主要依赖于代价高昂的外部接管机制。无效率的管理者指不称职、未能充分发挥公司的经营潜力, 而另一团体则可能会更有效地进行管理。差别效率理论更可能成为横向并购的理论基础; 而无效率的管理者可能为从事不相关业务的公司间的并购活动提供基础。

## 二、协同效应理论

协同效应理论认为, 公司并购会产生协同效应, 即所谓的“ $1 + 1 > 2$ ”效应。这一理论包含两个基本的要点: 第一, 公司并购与重组活动的发生有利于改进管理层的经营业绩; 第二, 公司并购与重组将导致某种形式的协同效应。并购的协同效应可归纳为: 管理协同效应、经营协同效应、财务协同效应、市场力量等。

实现协同效应的方式之一, 是提高目标公司的管理效率。当一家经营有方的公司收购管理上低效率的目标公司, 通过适当的并购整合, 将增加目标公司的价值。这不仅会给单个公司带来效率, 也会社会带来福利的增进, 这是一种帕累托改进。

通过并购获得规模经济也是实现协同效应的方式之一。同一行业内的公司如果均未达到最优生产水平时, 可以通过兼并与收购实现规模经济。这种规模经济可以源于生产制造或者研发方面的资源共享, 也可以通过垂直兼并降低生产经营环节间的沟通与谈判等成本。

通过并购降低公司内部融资成本实现财务协同效应, 也是并购协同效应的方式。财务协同效应理论认为, 有大量内部现金流和少量投资机会的公司与有投资机会但缺乏内部资金的公司进行合并, 可以获得较低的资金成本优

<sup>①</sup> J. Fred Weston: 《接管、重组与公司治理》(第2版), 东北财经大学出版社2000年版。

势。目标公司的现金持有量可以用来判断收购公司的并购动因是否为实现财务协同效应。此外，一些项目的现金流量是正的，但是由于公司的原因得不到足够的资金，这时候公司就可能进行混合并购，即并购一个处于新兴行业的公司以吸引投资者的目光。从这个角度来讲，混合并购纯粹变成一种技术性的手段，使并购公司的一些项目能够获得融资以度过财务困境。一旦这些项目的赢利性提高了，融资的协同作用也就结束了，这些公司就被再度抛出。干春晖教授认为，这一理论能够解释中国证券市场上的一些混合并购，如“借壳上市”目的可能仅仅是为了获得上市公司的直接融资平台。<sup>①</sup>

### （一）横向并购的协同效应

横向并购的经营协同效应主要通过规模经济来实现。规模经济是西方经济学家解释公司并购动因的最早理论之一。干春晖教授在解释横向并购的规模经济时指出，只有公司达到一定的规模后，才有可能达到最低的市场成本，因此追求规模经济效应，降低产品和服务的平均成本就成为公司并购，特别是横向并购的重要动力。<sup>②</sup>

并购的规模经济效应主要表现在五个方面：平均管理费用因分摊范围的扩大而降低；销售渠道的同一化以及销售范围的扩大导致销售费用的降低；新技术、新产品的开发能力增强；公司扩张后其借贷和筹资变得相对容易，强大的公司财力可以使公司更容易适应外部环境的变化，从而提高公司竞争力和垄断力。

### （二）纵向并购的协同效应

纵向并购的经营协同效应的理论基础源于科斯的现代公司理论。根据罗纳德·哈里·科斯（Ronald Harry Coase）的理论，公司的产生源于交易费用的节约，公司是市场机制的替代物，市场和公司是资源配置的两种可以互相替代的手段。<sup>③</sup> 公司通过并购形成规模庞大的组织，使组织内部的职能相分离，形成一个以管理为主的内部市场体系。

乔治·J·斯蒂格勒（Stigler J. George）根据亚当·斯密关于分工受市场

① 干春晖：《并购经济学》，清华大学出版社2004年版。

② 干春晖：《并购经济学》，清华大学出版社2004年版。

③ Coase R H, The nature of the Firm, Economics New Series, 1937, 4 (16): 390-397.