

## 内 容 摘 要

加入 WTO 之后，在相对独立的世界运行了近百年的中国企业将逐步走进全球一体化的进程中，中国的并购与重组活动必定在其催生下产生新的内涵。因此，从发展趋势上看，结合国外先进理论，立足于我国现实国情，研究我国企业并购中的现实问题及其对策，将会促使我国企业并购事业健康发展，推进我国金融市场的发展和整个市场经济的不断完善。

本文在介绍并购等基本概念的基础上，回顾了我国企业并购的发展历程；接着就我国企业并购中对目标企业的尽职调查、目标企业的价值评估、并购融资（主要是杠杆融资收购）三个问题分别进行探讨。其基本内容都是在介绍西方有关的成熟理论和实践的基础上，透视我国企业并购所遭遇的现实问题以及症结所在，希望籍此反映中国特殊的制度环境，并试图提出有针对性的政策建议；最后，笔者对中国企业并购的制度障碍及基本对策进行了总结。

**关键词：**企业并购 制度 尽职调查 价值评估 杠杆收购

# 目 录

导 言.....	1
一、并购概念的界定.....	1
二、选题意图和角度.....	1
三、研究思路和主要内容.....	2
<b>第一章 中国企业并购的发展历程.....</b>	<b>4</b>
一、试点起步阶段（1984-1987）.....	4
二、第一次并购高潮（1987—1991）.....	4
三、第二次并购浪潮（1992—2001）.....	5
四、第三次并购高潮（2002 年开始）.....	6
五、我国企业并购的特点.....	7
本章小结.....	8
<b>第二章 并购中对目标企业的尽职调查.....</b>	<b>10</b>
一、尽职调查概述.....	10
（一）尽职调查的渊源及含义.....	10
（二）尽职调查的必要性.....	11
（三）尽职调查的操作程序.....	12
二、我国企业并购尽职调查情况的相关观察.....	14
（一）我国企业并购尽职调查之现状.....	14
（二）我国企业不重视尽职调查的深层次原因.....	18
三、我国企业在并购尽职调查过程中应重点关注的风险区域.....	20
本章小结.....	22
<b>第三章 并购中目标企业价值评估问题.....</b>	<b>23</b>
一、西方企业并购中普遍应用的并购评估方法.....	23
（一）现金流贴现估价法.....	23
（二）类比估值法.....	25
（三）衍生估值法.....	25
二、对中国企业并购估价的相关观察.....	28
（一）我国企业并购价值评估的现状.....	28
（二）我国评估采用基于资产价值方法的原因解析.....	30
（三）资产基础评估方法的缺陷和弊端.....	32
三、我国并购中价值评估的发展趋势.....	33
本章小结.....	35
<b>第四章 企业并购融资——杠杆（融资）收购.....</b>	<b>36</b>
一、杠杆收购概述.....	36
（一）杠杆收购的概念.....	36
（二）杠杆收购的产生与发展.....	37
（三）杠杆收购的基本特征.....	38

二、杠杆收购的操作程序.....	38
三、杠杆收购的理论解释.....	43
(一) 杠杆收购与企业经营绩效.....	44
(二) 财富创造说 VS 财富转移说.....	44
四、我国杠杆收购（管理层收购）的现状和发展前景.....	45
(一) 我国杠杆收购（管理层收购）的现状.....	45
(二) 杠杆收购在我国应用与发展瓶颈及症结.....	46
(三) 杠杆收购对于我国企业并购的现实意义.....	48
(四) 相应的政策建议.....	48
本章小结.....	50
<b>第五章 我国企业并购发展的障碍分析与对策.....</b>	<b>51</b>
一、我国企业并购发展中的障碍分析.....	51
二、我国企业并购健康发展的对策.....	52
结束语.....	55
参 考 文 献.....	56
致    谢.....	60

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 导 言

### 一、并购概念的界定

企业并购，是兼并和收购的合称。在西方，两者通常连用作为一个专业术语——Merger and Acquisition，可以缩写为“M&A”。

兼并(Merger)在《新大不列颠百科全书》(The New Encyclopedia Britannica)中解释为：“两家或以上的独立企业或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。一项兼并行为可以通过以下发生完成：用现金或证券购买其他公司的资产；购买其他公司的股份或股票；对其他公司的股东发行新股票，以换取其所持有的股权，从而取得其他公司的资产和负债。”<sup>1</sup>

收购(Acquisition)是指一企业通过购买和证券交换等方式获取其他企业的全部所有权或部分股权，从而掌握其经营控制权的商业行为。收购的对象有二种：一种是股权，一种是资产。

概而言之，兼并和收购在经济学上的含义通常可解释为一家企业以一定的代价和成本（如现金、股权等）来取得一家或几家独立企业的经营控制权和全部或部分资产所有权的行为。

应该指出，从法学和产权经济学的角度来看，兼并与收购有着一定的区别。从法学的角度来看，兼并行为的结果通常是卖方企业（或称目标公司）法人地位的丧失，成为买方企业的一部分；而在收购行动中，目标公司被收购仍保留其法人地位。在公司法中，企业兼并属于公司合并的一种。根据我国《公司法》第一百八十四条规定：公司合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式。

然而，相对学术界的严谨而言，实务界往往具有更大的包容性。经济学术语的运用也常常因为实践的不断发展和边界的拓展而更加模糊、兼容也更为实用。正如美国著名学者威斯通所言：“传统的主题已经扩展到包括公司接管以及相关的公司重组、公司控制、企业所有权变更等问题上，为简便起见，我们把它们通称为并购(M&A)。”<sup>2</sup>

在下文中，除特别申明外，笔者将不再严格区分“兼并”、“收购”或是“合并”，一般通称为“并购”。

### 二、选题意图和角度

中国加入 WTO 导致国际国内竞争加剧，十六大之后国有企业民营化的进一步加快，私募基金有新的投资流向，行业集中化趋势明显，科技交互应用也更普遍，行业监管进一步放松<sup>3</sup>，这几大方面推动了中国企业第一次真正意义上并购浪潮。虽然中国学者很早就关心企业并购这个问题了，而且做了较多的研究，但无论在理论上还是实践上企业并购都还是一个新的问题。

中国的企业并购一方面要和国际接轨，同时还要在中国的土壤发展，国际的惯例到了中国来，也不能不发生这样或那样的变化。鉴于我国的一些特殊国情，企业并购实践中也确实暴露了一些

<sup>1</sup> The New Encyclopedia Britannica,Encyclopadia Britannica,Inc.volume 8,15th Edition ,1993，转引自王一，《企业并购理论及其在中国的应用》，第2页，复旦大学出版社，2000

<sup>2</sup>唐旭等译，《兼并、重组与公司控制》，第1页，经济科学出版社，1998

<sup>3</sup>王巍等，《并购手册》，19页，中国时代经济出版社，2002

问题,不利于企业并购的发展及其在市场经济中积极作用的发挥。所以在中国目前这样的环境下,一个发展中国家的企业并购事业如何促进整个市场经济向新的台阶发展,需要更多的来自各个方面的专家要联合起来研究,取长补短,共同解决。笔者认为,立足于我国现实,加强对企业并购理论与实务的研究成为当务之急。因此,决定选择企业并购领域作为论文的主题方向。

一般来说,企业并购问题既可以从管理学的角度进行研究,也可以从经济学的角度进行研究。由于二者研究的视角不同,研究的重点也就不一样。管理学对企业并购的研究侧重在企业并购可行性分析、目标企业的寻找、审查、并购筹资策划、并购中的会计处理、并购后的整合管理等。经济学对企业并购的研究的重点在于企业并购发生的背景、条件、动因,企业并购运行机制、企业并购对资源配置效率和社会福利的影响等。事实上,在现代经济学中,几乎没有任何一家学说和流派能够从头至尾解释企业并购这一经济范畴,这也许是因为企业并购在西方更多属于管理学的范畴。鉴于并购涉及的范围太广,加之笔者能力有限,对其进行面面俱到的研究不太现实,笔者只能选择一个层面进行研究。因此,笔者的论文侧重于从管理学角度研究企业并购的应用理论和方法。

但是,笔者想要申明的是,社会上有不少企业并购方面的论著,对企业并购进行诸如并购战略、并购策划之类的“研究”。与这些商业气息较重、集中于表象描述的写作不同,本文立足于中国自身的经济政治环境情况,试图进行本质发端的研究,进行较为深入的经济学乃至法学内涵的挖掘。从这个意义上讲,论文涉及的层次既有“管理学的”,又有“经济学的”。

### 三、研究思路和主要内容

论文主题在于紧密围绕我国的现实环境,借鉴西方成熟的理论和实践,主要分别就企业并购中对目标企业的尽职调查、企业价值评估、并购融资等并购过程中最薄弱、最需要改进的问题进行研究,认清我国并购在这些环节上同发达国家存在的差距和存在的问题,剖析问题背后深刻的制度背景,并提出相应的政策建议。

对于企业并购中的尽职调查、价值评估、融资收购等具体问题,西方国家经过 100 多年的企业并购实践发展,无论在理论还是实务上都已经比较成熟。由于我国的政治经济环境和市场经济发育程度与西方发达国家有较大差异,因此西方学界的研究成果和实践只能是规范我国企业并购运作的重要参考,而不能照搬照用。

反观国内学者对并购企业的尽职调查、并购企业价值评估、并购融资等问题的研究,也多是西方先进的东西介绍的多,真实结合中国国情讨论的较少。即便有,往往也是浮于表面,缺乏深入的剖析。因此,从发展趋势上看,结合国外先进理论,立足于我国现实国情,研究我国企业并购中的现实问题及其对策,促使我国企业并购事业健康发展,藉以提高社会资源配置效率、推进我国金融市场的发展和整个市场经济的完善,势必成为我国学术界与实务界关注的重大课题,具有重大的现实意义。

同时,于笔者而言,相对于那些笼统谈我国社会政治经济环境特殊性(如产权模糊、政府行政干预等问题)对企业并购产生的不良影响的思路而言,笔者更愿意从企业并购过程各环节所遭遇到的种种现实问题来折射我国制度环境的缺陷,籍此可对我国企业并购问题的实质有更深刻的体会,也更加认识到完善我国制度环境的迫切性。正如法国哲学家富高勒所言:从事物的反面观

察事物可能更易发现事物的本质。同样，在制度缺失（问题）的领域可以更深刻体会到制度的重要性。

论文在内容上分为四个部分，第一章在对我国企业并购发展阶段进行了简要回顾，指出在加入 WTO 的大背景下我国企业并购事业面临的良好前景。接着第二章到第四章就企业并购中对目标企业的尽职调查、目标企业的价值评估、并购融资（主要是杠杆融资收购）三个问题分别进行探讨。此三章基本内容都是在介绍西方有关此问题的成熟理论和实践的基础上，透视在此方面上我国企业并购所遭遇的现实问题以及原因，并籍此反映中国特殊的经济环境，并试图提出有针对性的建议。第五章对中国企业并购的制度障碍及基本对策进行了总结。

## 第一章 中国企业并购的发展历程

大家知道，西方发达国家，尤其是美国，具有一百多年悠久的并购历史，历尽五次规模较大、影响深远的并购浪潮。相比之下，我国企业并购的历史较短。尽管我国企业的并购从新中国成立的初期就已经开始，但是当时的企业并购完全是政府基于经济计划调节目的，例如公有经济对私营工商业的兼并、20世纪50年代末对工业企业的关停并转等。一般意义上的企业并购应从改革开放以后，随着企业经营自主权的逐渐扩大，企业所有权和经营权逐渐分离，通过并购来促进国有企业经营机制转化，合理配制资源，盘活资产乃至调整和优化产业结构的作用得到了越来越广泛的重视。

鉴于中国企业并购的渐进性以及其隐藏在背后的复杂的社会经济体制因素，很难象西方学者对其并购发展阶段的划分那样来明确界定中国企业并购所经历的阶段及每一阶段的起止时间。目前，中国学者和实务界大致把中国并购分为四个阶段<sup>4</sup>：

### 一、试点起步阶段（1984-1987）

1984年7月，河北保定纺织机械厂和保定锅炉厂以承担全部债券债务的形式分别兼并了保定市针织器材厂和保定市鼓风机厂，开创了我国国有企业并购的先河。当时，保定市经委为了扭转保定市预算内企业长期亏损的被动局面，萌发了用大型企业带动小型企业，以优势企业吃掉劣势企业的思路。这一年，保定市共将4户亏损企业并入或卖给了优势企业。到1987年，保定市和武汉市各有20多家企业实行了不同形式的产权有偿转让，在北京、沈阳等其他9个城市业出现了国有企业并购现象。这一时期的企业并购有以下特点：

（1）企业并购数量少，企业并购行为仅限于全国少数城市的少数企业，而且并购基本都在同一地区、行业或部门中进行。

（2）政府以所有者的身份积极介入企业并购活动，使这一时期的并购行为大多数带有明显的强制性，政府参与的动因主要是为了消灭亏损企业，卸掉财政包袱。

（3）并购方式多为承担债务和出资购买方式。

### 二、第一次并购高潮（1987—1991）

1987年以后，政府出台了一系列鼓励企业并购的政策法规，如党的十三大报告明确小型国有企业产权可以有偿转让给集体和个人，1988年3月七界人大一次会议明确把“鼓励企业承包企业，企业租赁企业”和“实行企业产权有条件地有偿转让”作为深化改革的重要措施。尤其在1989年2月国家体改委、国家计委、财政部和国家国有资产管理局联合颁布《关于企业兼并的暂行办法》，这些促成了第一次兼并高潮的形成。据有关部门统计，80年代全国25个省、市、自治区和13个计划单列市共有6226个企业兼并了6996个企业，共转移资产82.25亿，减少亏损企业4095户，

<sup>4</sup> 这里只是一个大致的判断，仅供参考，读者可以从每一个阶段给出的特征来加以体会。四阶段的分类主要参考了王巍主编的《并购手册》（7-8页）和《中国并购报告（2002）》相关论述。



减少亏损金额 5.22 亿元。这一时期的企业并购活动有以下特点：

(1) 企业并购由少数城市向全国扩展。不仅大中型城市的企业并购发展很快，一些县办企业、乡镇企业也出现了并购行为。

(2) 企业并购的范围由本地区、本行业内的企业间并购开始向跨地区、跨行业方向发展。如当时的首钢就在大力发展主业的同时，开展跨地区、跨行业的多种经营，在 1988-1989 二年间，通过各种方式并购了 20 多家机械、船舶、电子企业，成为横跨冶金、机械、电子等行业的大型企业集团。

(3) 企业并购的目标由单纯的消灭亏损企业向自觉优化经济结构的方向发展。如最早实施并购的保定市提出“以兼并促进调整，在调整中发展兼并”的指导原则，把单一的以消灭亏损企业为目的转换到以调整经济结构为主、消灭亏损企业为辅的目标上来。

(4) 企业并购方式除承担债务、出资购买和无偿转让方式外，还出现了控股方式。上海两家股份制企业“飞乐股份”（上海飞乐股份有限公司，上海证券交易所上市）和“真空电子”（上海真空电子器件股份有限公司，上海证券交易所上市），通过购买股权实施企业并购。不过，这一时期的控股、参股式并购的数量还不多见。

(5) 局部产权交易市场的兴起，使并购活动逐步走向规范化。1988 年 5 月，武汉市率先成立了我国第一家企业产权转让市场，并制定出相应的企业产权转让规则。同时，保定、南京、福州、成都、深圳等地也相继建立了企业产权转让市场。

### 三、第二次并购浪潮（1992—2001）

1992 年中国经济确立市场经济的改革方向，企业并购成为国有企业改革的重要组成部分。这一阶段中国的企业并购伴随着产权市场和证券市场的发育，企业并购形式更加丰富，出现了上市公司、外商投资国有企业以及中国企业的跨国并购现象。这一阶段企业并购有以下特点：

(1) 产权市场普遍兴起，在企业并购中起着重要作用。

(2) 企业规模日益扩大，并购金额不断增加，大型、复合型并购不断增加。强强联合，组建大型的企业集团成为企业并购特别是国有企业并购的主题。

(3) 证券市场的迅速发展推动了利用证券市场进行企业并购的方式，而中国上市公司壳资源稀缺的特点也极大刺激了上市公司的收购。可以说，对上市公司的并购成为最大的特点和亮点。1993 年 9 月，以深圳宝安集团收购“上海延中”（上海延中实业股份有限公司，上海证券交易所上市，后更名为“方正科技”）为标志，上市公司收购拉开了序幕。

(4) 外资并购国有企业成为中国企业并购的又一新景观。1992 年，香港中策公司出资 33 亿元，获得了中国上百家企业的控股权。而随着证券市场发展，外资并购国内企业也过渡到借助证券市场的阶段。首开先河的是 1995 年日本五十铃汽车公司和伊藤忠商事株式会社一次性购买“北京北旅”（北京北旅股份有限公司，上海证券交易所上市，后更名为“航天长峰”）的股权。

(5) 中国企业并购市场开始与国际接轨，一些国有企业开始到国外并购企业，或者在香港、海外买壳上市。

#### 四、第三次并购高潮（2002 年开始）

2002 年以来，随着中国加入 WTO，企业并购活动更为迅速升级，中国企业面临着世界上最大型国有资产的战略型退出、世界上最大的产业结构调整 and 世界上增长最快的外商直接投资。同时，国家经济贸易委员会和中国证券监督管理委员会为规范入世后境内并购交易而制定的一系列重大积极政策，这些都预示着中国企业正在走向新的并购高潮，中国企业的并购走进了一个新时代。

在某种意义上，这是中国企业并购近 20 年时间内第一次由典型市场意义上的并购<sup>5</sup>占据主流。也正是在这个意义上，国内著名并购人士王巍博士才有发自内心的感叹：“2002，是为中国并购之元年”。<sup>6</sup>

加入 WTO 之后，在相对独立的世界运行了这么多年的中国企业将逐步走进全球一体化的进程中，中国的并购与重组必定在其催生下产生新的内涵。这些并购将呈现新的趋势：

##### 1、WTO 造就中国真正的并购主体

首先，国有企业终于在入世挑战中开始重组资产，在通信、航空等特权垄断领域安排一系列“并购工作”。管理者收购和员工持股也成为推动国企并购交易的内在动力。其次，改革开放以来，跨国公司一直向以合资手法作为权宜之计。入世之刻，这些企业纷纷大举行动，通过并购进行其全球战略安排（如阿尔卡特并购上海贝尔）。其三，在国退民进的大背景下，民企积极参与国有资产的重组，以机制、市场经验来换取国有企业的控制权或相关利益将成民企的主攻方向。相对以往的企业并购而言，如此种种并购主体或是前所未有的或是徒有虚名。

##### 2、法律框架逐步完善

2002 年 10 月 8 日发布的《上市公司收购管理办法》、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》和 11 月 4 日发布的《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》，与《证券法》、《公司法》中的相关规定将构建出中国上市公司并购法律的总体框架，我国上市公司收购法律框架基本形成。

2003 年 3 月 10 日国家经贸委等五部门联合发布了《外国投资者并购境内企业暂行规定》，规范外资并购不同组织形式及所有制形态的境内企业，可以说在相对完整的意义上建立了外资并购的法律规范。

可以预见，为适应和推动我国并购市场的迅速发展，并购立法的速度会继续加快，针对管理层收购（MBO）<sup>7</sup>的专门立法有待推出，反垄断立法也将逐渐提上议事日程。

##### 3、以产业整合为目的的战略性并购将走向前台

为适应全球产业竞争的需要，企业的并购必将把作大作强自己的产业作为合作的首要的条件。正如王明夫（1999）所言，我国企业的资本分散和资本重叠问题已经非常严重，需要通过并购活动来解决<sup>8</sup>。2002 年伊始，深圳太太药业股份有限公司与东盛集团争夺丽珠医药集团使 2002 年的并购市场波澜再现，丽珠医药集团独特的战略价值而不是壳资源的价值，是驱动这场并购大战的

<sup>5</sup> 许多学者认为我国国有企业并购与典型市场意义上的企业并购不同，并将国有企业之间的产权交易行为称为“准并购”，参见秦海：“企业并购中的产权问题”，经济研究，1995；3

<sup>6</sup> 王巍，中国并购元年，中国企业家，2002；1

<sup>7</sup> 管理层收购（Management Buy-Out，缩写为 MBO），详见第四章相关论述

<sup>8</sup> 参见王明夫著《投资银行并购业务》序言，第 5 页，企业管理出版社，1999

内在动力。

#### 4、外资并购格局展开

从 1995 年美国福特汽车公司入主江铃汽车以来，外资并购案例就一直吸引着国内投资者的目光。2002 年的几起与上市公司相关的外资并购案例，从韩国三星康宁控股“赛格三星”（深圳市赛格三星股份有限公司，深圳证券交易所上市）、到美国新桥投资集团入主“深发展”（深圳发展银行股份有限公司，深圳证券交易所上市），都在中国股市激起巨大的浪花。随着《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》等法规的发布和相关行业监管政策为适应 WTO 规则所做出的调整，可以预见将有大规模和更多实质性的外资并购发生。

#### 5、价值评估理念开始流行，交易方式不断创新

与以往不同，西方流行的价值评估理念逐渐得到了国内并购专业人士的认同。同时，金融安排在并购中的作用越来越大，交易方式的创新、金融工具的混合运用也多有出现。比如在不少的管理层收购（MBO）的融资安排中，已经看到信托投资公司、金融租赁公司及其使用的金融工具的身影。就在本文即将完稿之际，2003 年 4 月 10 日中国出现了历史第一例要约收购<sup>9</sup>，由复星集团等四家企业合资设立的南钢联合公司宣布，对南钢股份法人股及流通股 公开进行要约收购。<sup>10</sup>

#### 6、管理层收购（MBO）等调整企业内部机制的并购已经浮出水面。

近一时期，管理层收购（MBO）渐渐成为各方关注的焦点，这从某种程度上反应了市场的需求。不同于西方国家的管理层收购，理清产权，转变企业经营机制的使命，让中国的管理层收购带有了更多的本土化的色彩。管理层收购作为成功率最高的一种并购方式，必然会越来越多地出现在中国市场上。

## 五、我国企业并购的特点

回顾我国企业并购发展的历程，不难发现，由于我国在体制环境等方面与西方国家具有显著的不同，因此，我国企业并购有其自身的特点，体现在以下几个方面：

### 1、企业并购目标

我国企业并购一方面要考虑经济上的合理性，如规模经济、交易费用等；另一方面，从政府角度，也要考虑社会目标，如防止破产以安排职工就业和保持社会稳定等。前者体现了市场机制的作用和要求，后者则更多体现了政府的意愿，具有社会公共目标的成分。目前，我国许多企业并购都是这两种目标权衡的结果。

### 2、企业并购行为主体

在并购决策主体上，并购双方企业、地方政府、行业主管部门、中央政府均有不同程度的决策权和影响力，企业并购是经过一系列讨价还价，达成一致的结果。在典型的市场经济上，企业并购的决策权在企业本身，即由企业的所有者做出并购决策，并购只是企业的一种市场行为。

### 3、企业并购的周期

企业并购作为一种经济现象，也具有如同经济本身一样的周期性规律。在市场经济条件下，

<sup>9</sup> 根据《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，应以要约收购方式向该公司的所有股东发出收购其持有的全部股份的要约。

<sup>10</sup>周松林，沪深股市爆出首例要约收购，中国证券报，2003-4-9

企业并购周期往往与经济周期是一致的，经济过热时期并购现象增多，萧条时期并购减少。我国企业并购与政府的有关政策密切相关，具有政策性周期的特点。政府出台支持并购重组的政策后，企业并购明显升温。如果政府出台限制性政策，则企业并购重组就会停滞不前。如政府在制定“抓大放小”的政策后，国有企业特别是中小企业并购明显增多；政府在强调防止国有资产流失后，大部分国有企业并购又陷于停顿；政府的支持企业治理结构改革后，并购又重新增多。

#### 4、企业并购方式

在我国早期的企业并购中，占主导和支配地位的并购方式是承担债务式，约占企业并购总数的70%，而购买、控股合并等其他方式只占总数的30%。<sup>11</sup>这使与我国并购初期的发展阶段特点相适应的。初期企业并购主要是政府为了甩包袱，避免破产、失业等社会震荡，将长期亏损的国有企业嫁出去，因此，只要并购方愿意承担企业债务，政府就乐意了。不过，随着改革的不断深入，特别是证券市场的发展，购买式和控股式企业并购呈不断增长趋势，这也标志着我国企业并购正向市场化方向迈进。

#### 5、企业并购程序

我国涉及国有企业的并购，往往在程序上是由管理层制定方案，经行政主管部门审批后执行。由于并购的最终决策主体是政府部门，最终的决策可能会带来浓厚的行政色彩。而且，复杂而缓慢的行政审批程序使得企业并购的过程比较漫长，容易贻误市场机会。

此外，就上市公司并购而言，我国的上市公司并购还有以下特点：一是协议收购占多数。与发达国家的上市公司并购直接在市场上收购流通股不同，中国是以协议收购非流通股为主。中国的证券市场建立时为了体现公有制主体地位，在设置上市公司股权结构时提出国家股和法人股的独特概念，这些股份不能够上市流通。绝大多数上市公司的股权结构中国有股和法人股占大部分，社会流通股只占少数，直接收购流通股根本达不到控股的目的。二是壳资源效应。长期的审批制使上市的指标稀缺，市场资金量也不允许短期内大量公司上市，上市公司成为资本市场中的稀缺资源。许多无法直接上市的公司通过收购上市公司并置换资产以实现上市，上市公司的这种属性被形象称为“壳”。三是政府的积极参与。各地政府出于发展地方经济的需要，对本地上市公司非常重视一开始就积极扶持本地区的企业申请上市，帮助企业包装并完成上市过程；上市公司经营过程中，为实现优良业绩，提升股价，保住再融资的资格或避免经营不善而退市，主管部门经常为向上市公司注入优质资产或寻找外来投资者进行重组。中国上市公司并购重组的背后，政府起了非常大的作用。四是并购存在许多动机不纯的投机行为。最典型的是利用并购作为题材来配合庄家进行市场炒作，操纵股价获利。

### 本章小结

可以预计，未来几年中中国企业在并购市场上会有更多的、更为复杂的并购交易。因此，在中国目前的环境下，如何推动中国的并购事业稳步发展，需要来自各个方面的专家要联合起来研究，共同解决。

笔者认为，研究应集中在两个方面，一是在并购操作层面。对于并购重组业务，国人更多地关注宏观层面的变化和结果，对于技术操作知之甚少。因而，推介并购技术、研究并购细节应是业

<sup>11</sup> 参见张道根，纵观企业兼并十年历程，上海经济评论，1996：4

界的责任。例如，2002 年列为全球十大并购案例中的英国 NTL 电缆通信集团重组<sup>12</sup>对于剥离资产和"重组债券"等工具的运用对于中国企业的重组安排将是大有裨益的。也即是，我们需要学习西方先进的并购思想和方法，熟练运用并购工具和手段。对于处于经济后发者而言，学习或模仿便是最好的创新。

二是研究并购真正发展、真正实现资源配置功能所依赖的制度环境。事实上，许多先进的并购理念和技术背后有其系统的一套规则和制度。在盲目的照搬之后，我们发现，在西方应用非常成熟思想和工具在中国不具备或不具备生存的土壤。有鉴于此，我们需要重新审视中国的制度环境，借鉴吸收先进思想时要注意系统性，同时考察现有的制度安排那些是构成了并购发展的阻碍，那些还有缺失，那些又是与中国环境相适应并已为实践证明是应该保留的。

下文第二到四章论文将分别就企业并购中对目标企业的尽职调查、企业价值评估、并购融资三个问题进行研究，认清我国并购在这些环节上同发达国家存在的差距和存在的问题，剖析问题背后的一些制度背景，并提出相应的政策建议。

---

<sup>12</sup> 2002 年 4 月 16 日，英国最大的有线电视公司 NTL，在最后关头和其债券持有人达成协议，同意将这家在美国上市的公司的巨额将到期债务转为公司股票，涉及金额 106 亿美元。一旦这一计划实施，NTL 公司将依据美国《破产法》第 11 章免于破产保护，以便公司得以重组，继续运转。

## 第二章 并购中对目标企业的尽职调查

《孙子兵法》中有一句放之四海而皆准的箴言，“知己知彼，百战不殆”。尽管并购在企业发展中起到非常重要的作用，但并购毕竟是一项固有风险较高的决策。事实上，很多企业在并购后并没有增加利润，一些企业的利润还有所下降。根据美国默瑟管理咨询公司和商业周刊的一项联合研究<sup>13</sup>，他们考察了从1990年到1995年150项并购交易额达到5亿美元的并购后公司的收益情况，发现只有17%的收购公司创造了可观的收益，33%取得微利，20%发生少量亏损，30%严重亏损。研究报告指出，并购后失败的首要原因就是缺乏合理的尽职调查。而且，许多并购失败是并购后整合阶段出现的种种问题所致，而这些问题许多时候也是由于事先未能在尽职调查中对相关风险作充分的考虑。在同券商从事并购的专业人士的交流以及自己的亲身体会中，笔者深深感到，由于各种原因无论是企业还是券商等中介机构对尽职调查的重视非常不足。鉴于这个原因，本章通过对西方并购尽职调查含义及必要性的阐述，对比现实中国企业并购中尽职调查的现状，试图找出问题的症结并提出相应的建议。

### 一、尽职调查概述

#### (一) 尽职调查的渊源及含义

“尽职调查”(due diligence)一词起源于普通法，即众所周知的案例法——从解决实际纠纷的司法判决中发展起来的法律。尽职调查准确的起源已经随着时间的推移而模糊了，《布莱克法律词典》将尽职调查定义为“通常一个人在其调查过程中寻找适合的法律要求或解除义务时应保持合理的谨慎”<sup>14</sup>。其中的“尽职”(due)的概念最早可溯及罗马法概念中的“勤勉”。罗马法律将尽职分为二个主要类型：一般人在管理其事务活动时应持有的谨慎；家族首领管理事务时的绝对谨慎。“尽职”实际包含着双重的语义——适度 and 必须。“适度”，是因为任何调查都不可能彻底地揭露出所有的潜在风险；“必须”，乃是一个硬性的约束项，因为“尽职”尚不可揭露所有的风险，不“尽职”的后果可想而知！<sup>15</sup>

在美国，尽职调查一词脱胎于证券发行和承销实践，并融入了1933年的《联邦证券法》。其最初的含义是指为了避免在证券发售说明书存在虚假陈述和重大遗漏所产生的责任，公司董事、证券承销商以及律师等专业人员所进行的合理的调查。此后，尽职调查从证券发行扩展到其他领域，包括注册会计师进行的独立审计和企业并购领域等等。

并购中的尽职调查主要是指买方企业对候选卖方进行的调查，以确定其所购买的企业对收购方股东不存在任何隐蔽的不必要的风险。它也指并购双方互相展开的调查。最后，该词也可以应用于候选卖方对收购方的审查，以确认放弃控股权不会给公司所有者和雇员带来不合理的风险<sup>16</sup>。

近几年，并购尽职调查还扩展到卖方对自己的调查。由于经济的萧条，许多公司都进行资产

<sup>13</sup> 参见 MMC/BW, The case against Mergers, Business Week, 1995-10-31

<sup>14</sup> 参见 Blacks Law Dictionary(The West Group, 1999) “diligence” 词条

<sup>15</sup> 参见叶蜀君等译，《并购的艺术：兼并/收购/买断指南》，53页，中国财政经济出版社，2001

<sup>16</sup> 参见郭雪萌等译，《并购的艺术：尽职调查》，第5页，中国财政经济出版社，2001

出售，也注定了不是一个卖方的市场。在这种情况下，一个增加交易成功可能性的方法就是对你自己进行尽职调查。这样，在潜在的购买者到来时，你可以将一切都表现为最佳状态。你可以预计购买者可能未曾想到的负面因素并将其降到最低限度，同时把有价值的因素尽可能加以展现，缩短交易的时间<sup>17</sup>。

## （二）尽职调查的必要性

本质上，交易前交易双方都缺乏对另一方企业各方面情况的了解。从收购方来说，由于缺乏卖方企业的信息，并购存在诸多风险，使并购不但可能达不到收购方的目的，还有可能给收购方带来巨大的灾难。首先，买方就可能面临卖方的道德风险，即卖方企业提供虚假的信息入夸大的经营业绩等，或者故意隐瞒可能导致收购失败的重大事实如潜在的诉讼等。其次，收购的最终成功依赖于交易中合理的结构设计以及并购后有效的整合。缺乏对卖方企业财务状况、管理人员、企业文化、法律诉讼等问题的了解，收购方很难构建出最优的并购方案来规避风险，同时也很难预见在并购整合中可能出现的问题（如企业文化的严重冲突），增加了失败的风险。最后，并购并非在真空中进行的，并购交易本身许多环节或行为要接受现行法律框架的监管。并购中往往会或多或少触及诸如劳动法、知识产权法等问题。并购之前如果不能对可能产生的此类问题了如指掌，将会给并购交易带来更多的风险和更高的成本。由以上可以看出，正是由于信息不完全导致了并购风险，增大了失败的可能性，因此，尽职调查——事先对企业全方位的审查——的重要性就显现出来。

事实上，尽职调查就是一个收集、分析卖方企业各种信息来确认、量化、释放并购风险的过程。尽管尽职调查往往集中于负面信息（风险、负债、问题区域），但其目的不是为阻碍交易，而是通过揭示问题和风险、设计解决方案来有效管理或减少相关的风险。

在并购中，对有意向的购买者来说，尽职调查能够为他们解答下列三个关键问题：

### （1）是否最终购买目标（被调查）企业

在任何并购中，交易方都有其自身的动机。从买方来说，收购方收购另一企业无非是希望从中获取利益以提升股东价值，这种的利益可能来自于规模效应、实现战略转变、市场份额的扩大等。即使是金融买家（或财务收购人）也是如此。出于这种动机，他们会相应地挑选出几个候选企业。比如说，某甲企业希望扩大在本行业的市场占有率进而提升企业价值，出于这种动机，其准备收购一家同业企业。为此，它可以在同行业中挑选出乙、丙、丁等若干候选公司。那是不是这些候选企业都可以成为被收购者呢？显然不是。这是因为，尽管表面上兼并乙、丙、丁等任何一家同业企业都满足甲扩大市场份额的要求，但这些企业甚至收购行为本身却很可能存在其他可能导致收购者的期望无法达成的情况，比如某企业存在大量的诉讼事项可能将收购者拖入旋涡、双方企业文化差异很大可能使并购后的整合难以成功等等，还有诸如此类的很多情况。显然，这些情况的发生都可能使收购归于失败。而尽职调查则可以结合收购的具体情况，通过对候选企业财务、经营管理以及法律等各个方面的调查，揭示交易过程及其并购整合可能存在的风险，确定是否购买此候选企业。

### （2）需要为目标企业出价多少

<sup>17</sup> Mark Ceci, Financial Services Players Rework Due Diligence, Mergers & Acquisitions Report, Feb 4, 2002

即使买方对尽职调查获取信息所揭示的风险进行权衡后仍然决定进行收购，但这些风险的暴露无疑会帮助收购方确定更加合理的收购价格。一般来说，对候选企业以往经营业绩、市场前景、潜在的负债等情况的调查，对于收购方确定合理之收购价格是非常重要的。例如，对候选卖方企业产品系列的调查发现，由于新技术的出现，这些产品的盈利前景可能达不到预期，存在较大的市场风险。显然，此时收购方就会考虑是否调低最初考虑的价格。

### (3) 如何设计交易的结构

最后，尽职调查有利于构建并购交易的结构以及协商交易的其他条件。在尽职调查过程中，买方可能会了解到一些重要信息，这些信息可以用来构建交易以及与卖方磋商收购协议的具体内容。一般来说，潜在的负债、合同的限制性条款、税收以及受到政府监管的事务等问题的深入调查和了解，对于买方及其顾问设计满足收购目的交易方案是非常重要的。比如说，对卖方负债问题的调查就大大影响了交易的设计和并购协议的条款，包括收购是设计成股权转让还是资产转让的形式，收购协议中是否含对或有负债的价格调整条款等等。以笔者曾接触过的一起案例为例，香港某上市公司委托国内某著名律师事务所作为其在国内一系列收购的法律顾问。按照最初的设计，香港该公司计划通过股权转让的方式取得目标公司的股份。但是，通过尽职调查，律师发现目标公司或多或少都存在一些法律风险，尤其是报表外的债务风险更是无法查证的。鉴于这种情况，该所最后为客户提供的方案是：由目标公司的实际控制人成立一家新公司，由新公司收购原公司的核心资产和业务，然后，该香港公司通过收购新公司的股权实现了客户最初的目的。

一句话，在并购交易过程中，尽职调查是一张股东利益的安全网。它可以减少因交易最终损失了股东利益而带来的突然打击，可以有充分依据确认交易是否能带来效益。所以，每一个并购交易都需要尽职调查。

### (三) 尽职调查的操作程序

现实中，尽职调查适用于各类规模的并购交易。尽职调查是一项团队工作，一般包括买方的高层管理人员、法律顾问、财务顾问以及其他专业方面的专家。最小的尽职调查小组也应该包括审查财务报表的会计专业人员和审查披露责任的法律专业人员。在调查中，尽管不同领域的专家需要互相沟通，但他们各自独立各负其责。

典型的尽职调查过程的第一步是达成保密协议<sup>18</sup>和准备必要的原始文件和信息清单。通常由收购方的法律顾问起草和协商保密协议的内容，并准备必要的尽职调查清单。买方（包括其专家顾问）一般通过必要的尽职调查清单实现调查，获取相关信息。其实每一个并购律师和顾问都发展了其自己的标准文件和信息调查清单，最好的办法就是将它们作为起点，根据被调查公司的特征、所在行业问题、公开可获得报告及其他情况增加或减少某些调查项目。

至于尽职调查清单中所体现的调查范围，尽管确切的调查范围取决于目标公司的行业性质等，但一般来说都包括：

#### (1) 对企业财务报告的审查，包括资产负债表、利润表和现金流量表

<sup>18</sup> 由于潜在的购买者往往是竞争对手，而交易不可能同每一位潜在的购买者都达成，出售者可能不情愿披露待售企业的非公开信息。同时，如果得不到非公开的信息买方可能不愿意作出最大限度的出价。保密协议起到了平衡作用。协议限制尽职调查中获取信息的传播和使用，这些信息只能用于评价可能的收购而不能用于其他目的。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库