

第一节 并购重组的内涵与外延

一、企业并购的内涵界定

企业并购是对企业开展兼并和收购活动的简称,是指企业基于经营战略考虑,对企业股权、资产、负债进行的收购、出售、分立、合并、置换活动,表现为资产与债务重组、收购与兼并、破产与清算、股权或产权转让、资产或债权出售、企业改制与股份制改造、管理层及员工持股或股权激励、债转股与股转债、资本结构与治理结构调整等经营活动。

企业并购活动包括兼并、收购和合并三个不同的内容和含义。

(1) 兼并。兼并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一家或更多的公司。兼并的方法有:①用现金或证券购买其他公司的资产;②购买其他公司的股份或股票;③向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。

(2) 收购。收购是指一家企业用现金、股票或者债券等购买另一家企业的股权或者资产,以获得该企业的控制权的行为。收购有两种形式:资产收购和股权收购。资产收购是指一家企业通过收购另一家企业的资产以达到控制该企业的行为。股权收购是指一家企业通过收购另一家企业的股权以达到控制该企业的行为。

股权收购又可划分为控股收购和全面收购。控股收购指收购方收购的股权足以控制被收购方的经营管理。控股收购又可分为绝对控股收购和相对控股收购。收购方持有被收购方股权 51% 以上的为绝对控股收购。收购方持有被收购方股权 51% 以下但又能控股的为相对控股收购。全面收购指收购方收购被收购方的全部股权,被收购方成为收购方的全资子公司。

兼并与收购的主要区别是,兼并使目标企业和并购企业融为一体,目标企业的法人主体资格取消,而收购常常保留目标企业的法人地位。

(3) 合并。合并是指两个或两个以上的企业合并成为一个新的企业。合并包括两种法定形式:吸收合并和新设合并。吸收合并是指两个或两个以上的企业合并后,其中一个企业存续,其余的企业归于消灭,用公式可表示为: $A + B + C + \dots = A$ (或 B 或 $C \dots$)。新设合并是指两个或两个以上的企业合并后,参与合并的所有企业全部消灭,而成立一个新的企业,用公式可表示为: $A + B + C + \dots = \text{新的企业}$ 。合并主要有如下特点:①合并后消灭的企业的产权人或股东自然成为存续或者新设企业的产权人或股东;②因为合并而消灭的企业的资产和债权债务由合并后存续或者新设的企业继承;③合并不需要经过清算程序。

二、资产重组的内涵界定

资产重组是指企业资产的拥有者、控制者,单独或与其他企业合作对企业资产的分布状态、支配、使用管理权限等进行重新组合、调整和配置的过程。狭义的资产重组仅仅指对企业的资产和负债的划分与重组,广义的资产重组还包括对企业机构和人员的调整与重组、业务机构和管理体制的调整。目前所指的资产重组一般都是广义的资产重组。

目前,在国内常使用的“资产重组”的概念,已被约定俗成为一个边界模糊、表述一切上市公司重大非经营性或非正常性变化的总称,其所包含的内容要比国外企业资产重组的概念广泛,是从股市习惯用语上升到专业术语的,因此,给资产重组下一个内涵和外延界定明确的定义是非常困难的。在对股票市场的分析中,资产重组是上市公司基本面分析的重要研究内容和领域之一。在上市公司资产重组实践中,“资产”一般泛指一切可以利用并为企业带来收益的资源,其中不仅包括企业的经济资源,也包括人力资源和组织资源。资产概念的泛化,也就导致了资产重组概念的泛化。

根据我国证券市场上的约定俗成,资产重组还是一个带有“量”的内涵概念,即企业资产的调整和配置必须达到一定程度才能被称为资产重组。如对一个上市公司而言,少量的股权或资产转让不属于资产重组范围。一般情况下,资产重组既包含存量资产的调整,也包含增量资产的注入,这是因为,对存量资产结构,往往需要有新的增量资产的进入才能进行更好的调整。因此,从一般意义上讲,资产重组应当是存量资产和增量资产的重新整合,这种整合是一个动态过程。

另外,我国现阶段经常出现的上市公司为保壳或达到类似目的而进行的资产重组,其实是包含债务重组(剥离)、股权重组、职工安置(国企职工身份置换)等一系列社会、经济、政治因素在内的系统工程。因而,我国上市公司资产重组,既有符合资产重组一般规律的特点,还有政府主导参与等鲜明的中国特色。例如,我国的国有股回购与成熟市场当中的“股份回购”是不同的。

三、资产重组的具体内容

根据我国证券市场上的约定俗成,可以把上市公司资产重组分为五大类:①收购兼并。②股权转让,包括非流通股的划拨、有偿转让和拍卖等以及通过股票二级市场的股权收购。③资产剥离(assets stripping)或所拥有股权的出售,是指上市公司将企业资产或所拥有股权从企业中分离、出售的行为。④资产置换,包括上市公司资产(含股权、债权等)与公司外部资产和股权互换的活动。⑤其他类。

(一) 收购兼并

在我国,收购兼并主要是指上市公司收购其他企业股权或资产,兼并其他企业,或采取定向控股合并其他企业。收购兼并是我国上市公司资产重组当中使用最广泛的一种方式。

(二) 股权转让

股权转让是上市公司资产重组的另一种重要方式。在我国,股权转让主要是指上市公司的大宗股权转让、划拨,包括股权有偿转让、二级市场收购、行政无偿划拨和收购控股

股东的股份等形式。

（三）资产剥离或所拥有股权的出售

资产剥离或所拥有股权的出售也是上市公司资产重组的一种重要方式。资产剥离或所拥有股权的出售作为减轻上市公司经营负担、改变上市公司经营方向的有力措施，经常被使用。本书第六章的第三、四节对资产剥离进行了专题讨论。

（四）资产置换

资产置换是上市公司资产重组的重要方式之一，主要是指上市公司控股股东以优质资产或现金置换上市公司的存量呆滞资产，或以主营业务资产置换非主营业务资产等行为。资产置换被认为是各类资产重组方式当中效果最快、最明显、最常使用的一种方式。上市公司资产置换行为非常普遍。本书第六章的第三、四节对资产置换进行了专题讨论。

（五）其他类

除了收购兼并、股权转让、资产剥离或所拥有股权的出售、资产置换等基本方式以外，根据资产重组的定义，我国还有国有股回购、债务重组、托管、公司分拆、租赁等资产重组方式。

需要说明的是，壳重组和 MBO(管理层收购)不是两种单独的资产重组方式，而都是“股权转让”重组的结果。配股(包括实物配股)不是资产重组的一种方式，因为配股过程中，产权没有出现变化，虽然在增发股份的过程中产权发生了变化，但根据约定俗成，把增发股份当作一种融资行为，而不认为是资产重组行为。

四、资产重组的原则

在社会主义市场经济条件下进行资产重组，应该遵循以下原则。

(1) 资产重组要以产权连接为基础，因为以产权连接为基础的资产重组是牢固的，它避免以契约形式来进行资产重组时过高的谈判成本和道德风险；同时，真正的产权转移可以为新企业的产权明晰创造条件，使新企业拥有完整的产权。

(2) 资产重组要以市场需求为出发点，按市场规律办事。企业并购与资产重组过程中切忌政府的过多干预，而必须是资本所有者和企业经营者根据市场提供的信号，以市场需求为出发点，按照资本追逐效益的原则来进行操作。

(3) 国有资产重组要符合国家产业政策和国家发展战略。我国是发展中国家，在产业政策中，通过资产存量的调整来改变国家的产业结构状况是一项重要的政策措施。因此，国家应制定相应的政策来保证资产重组的结果符合国家产业政策和国家发展战略的需要。

(4) 资产重组要保障企业员工的合法权益。我国是社会主义市场经济国家，企业并购与资产重组要按照市场规律开展活动，但不能唯利是图，要充分考虑并且保障目标企业员工的合法权益，不得随意、大批量解雇员工，要妥善安置目标企业员工，这不仅是并购后整合成功的需要，也是维护社会稳定、实现社会主义基本目的的需要。

(5) 资产重组要保持企业竞争性和垄断性的统一。资产重组必然会导致大企业、大集团的形成，这样会产生规模效益，降低企业的生产成本，从而提高企业的市场竞争力。但是这样可能会造成垄断，而市场经济的活力是由竞争机制带来的。所以在资产重组的

过程中,要形成一些有规模的大企业,同时也要避免产生垄断性的企业集团。

(6) 资产重组不要寻求一劳永逸的方案。因为市场环境变化非常快,今天看起来合理的产业结构,不久就会变得不合理了。同时,资产重组的主体也不可能永久不变,现在是被收购的目标企业,过一段时间就可能成为收购方,去收购别的企业。

五、企业并购与资产重组之间的区别与联系

企业并购与资产重组是两个既紧密联系又有明显不同的概念。企业并购侧重于股权、公司控制权的转移。资产重组侧重于资产关系的变化,资产重组后,企业所占有的资产形态和数量通常会发生改变。

并购与重组是交叉的两个概念,它们既可以分别发生,没有必然联系,也可以互为因果,紧密相关。比如,有些公司可能实现了控股权的转移,但并没有出现资产重组;有些公司,控股权没有转移,但却进行了资产重组。而更多的公司则是先并购、后重组,或者先重组、再并购、再重组等。此外,还有一种情况比较特殊,比如甲公司取得了乙公司的控股地位之后,可能拿乙公司的股权进行抵押融资,或利用乙公司进行担保贷款,而乙公司本身并没有重大的资产收购或出售行为。对甲公司而言,拿乙公司资产进行了融资;对乙公司而言,则是仅仅换了大股东而已,没有进行资产重组。如果是上市公司,即使控股权有变化,只要不发生资产的注入和剥离,对上市公司本身来讲并不会必然导致资产的重组,而只是公司所有权结构的变化。由此可见,重组侧重于资产关系,并购侧重于股权关系。

第二节 并购重组与资本运作

在实践中,并购重组常常与资本运作、资本经营联系在一起进行讨论和考量,有必要对并购重组与资本运作的概念界定、相互关系进行阐述,以便从理论和实践两个方面认识与把握并购重组的内涵、外延以及现实意义。

一、并购重组是资本运作的主要方式

并购重组是整个资本运作大概念下的主要实现形式。在经济学意义上,资本指的是用于生产的基本生产要素,即资金、厂房、设备、材料、数据、土地、知识产权等资源或资产。在金融学和会计领域,资本通常用来代表金融财富,特别是用于经商、兴办企业的金融资本。广义上,资本也可作为人类创造物质财富和精神财富的各种社会经济资源的总称。

资本运作又称资本经营,是指以资本增值最大化为根本目的,以价值管理为特征,通过企业全部资本和生产要素的优化配置与产业结构的动态调整,对企业的全部资本进行综合有效运营的一种经营方式。从宏观上讲,通过资本运作实现资源流动来优化社会的资源配置结构;从微观上讲,资本运作是利用市场法则,通过对资本的技巧性经营和科学性运作来实现资本价值增值、企业效益增长的一种经营方式,包括对企业所拥有的一切有形与无形的存量资产,通过重组、流动、裂变、组合、优化配置、整合等各种方式进行有效经营,实现资本增值、效益增长。由此可见,资本运作具有如下三大特征。

第一,流动性。资本是能够带来价值增值的价值,资本的闲置就是资本的损失,资本的生命在于运作和运动,资本是有时间价值的,一定量的资本在不同时间具有不同的价值,今天的一定量资本,比未来的同量资本具有更高的价值。

第二,增值性。实现资本增值的最大化,是资本运作的本质要求,是资本的内在特征。企业的资本运作,不仅包括资本参与企业再生产过程并不断变换其形式,参与产品价值形成运动,在这种运动中使劳动者的活劳动与生产资料物化劳动相结合,而资本作为活劳动的吸收器,实现增值,也包括资本参与生产和再生产之外的金融投资活动、资本的证券化,进行筹资和融资活动,实现资本的增值。

第三,不确定性。资本运作风险的不确定性与利益并存。任何投资活动都是某种风险的资本投入,不存在无风险的投资和收益,收益越高的资本运作,风险就越大;反之亦然。这就要求经营者在进行资本运作决策时,必须同时考虑资本的增值和存在的风险,应该从企业的长远发展着想,尽量分散资本的经营风险,把资本分散出去,同时吸收其他资本参股,把握好收益与风险的平衡。

再进一步分析资本运作的内涵,其主要包括以下内容。

(1) 资本运作的主体可以是资本所有者,也可以是资本所有者委托或聘任的经营者,由他们承担资本运作的责任。

(2) 资本运作的对象或客体,主要包括实物资本、无形资本(如品牌、知识产权、人力资本、管理资本等)、组织资本、土地资源、企业产权、流动资本、数据资本等。资本运作可以是对其中一种形态的资本(如金融资本),或者是两种以上形态的资本(如生产资本、商品资本、房地产资本、无形资本等)进行运作。

(3) 各种形态的资本必须投入某一经营领域或多个板块之中经营,即投入某一产业或多个产业之中,才能发挥资本的功能,有效利用资本的使用价值。

(4) 资本作为生产要素之一,必须和其他生产要素相结合、优化配置,才能发挥资本的使用价值,从而创造价值。

(5) 资本运作的目的是获取高额利润,并使资本增值。从这层意义上来说,资本运作属于企业经营管理中最高层次的经营管理活动,需要具有深厚的财务管理知识、广博的金融学知识、强大的银行渠道、企业运营管理背景的顶级经营人才。

(6) 从政府层面来说,资本运作的内涵包括三个方面:一是作为政府推动产业结构调整、企业重组和社会资源优化配置的手段与方式。二是构建使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用的体制机制。由市场决定资本运作和资源配置,政府主要通过完善市场经济制度、有效监管、执法和反垄断的有限干预等发挥积极作用。三是政府对国有资本、政府资源等进行资本运作,实现国有资本和政府资源的保值增值。

(7) 从企业层面来说,资本运作就是对企业内部管理型战略和外部交易型战略的有效运用。建立和培育企业核心竞争能力是企业资本运作的核心。企业通过兼并、收购或者资产重组等资本运作,迅速巩固或增强自身的竞争实力,并建立起持续发展的企业核心能力。

(8) 从金融市场来说,企业的资本运作就是对企业金融资本进行合理配置,平衡好收益与风险,进行筹资和融资,实现资本的保值增值、创造新价值。

具体来说,资本运作的方法包括但不限于:以银行间接融资、资本市场发行股票直接融资、发行债券等方式支持企业发展,通过并购重组的方式实现资本要素的优化配置和保值增值等。由以上分析可见,资本运作的范围非常广阔,而企业通过兼并、收购或者资产重组等方式进行资本运作,是目前常见的资本运作方式,也是本书研究分析的重点内容。

二、实施并购重组与资本运作的必要条件

企业实施并购重组与资本运作,必须充分考虑是否具备进行并购重组的必要条件,主要包括宏观和微观两个方面,下面分别讨论。

(一) 宏观条件

(1) 市场化、法治化、国际化和现代化的法律规范等宏观法治环境的配套与完善。比如,公司的有限责任制法律体系,即投资者在其投资额的限度之内承担企业的风险;兼并破产机制和法律体系;股份公司制度日臻完善等。

(2) 基本建立了适合国情的资本配置机制、相应的市场体系和监管制度,诸如现代化的金融市场体系(包括货币市场和资本市场)、产权市场、劳动力市场、生产资料市场、中介机构市场、知识产权市场、房地产市场、商品市场、技术市场和信息市场等的配套和完善。实施并购重组与资本运作的基本条件是资本的证券化。完善的多层次资本市场体系是实施并购重组的必要条件。

(3) 投资银行、审计师事务所和会计师事务所、律师事务所等中介机构的发达、规范、高质量服务和有序竞争是实施并购重组与资本运作的必要条件之一。

(二) 微观条件

企业实施并购重组与资本运作,还要求企业自身具备一定的微观条件,主要包括:①资本运作的自主决策权;②追求自身资本增值和资本价值最大化的内在动力与必要的约束机制;③资本运作风险规避机制;④一批优秀而稳定的经营者;⑤资本运作中纳入和借助其他企业的筹资与融资能力等。

企业核心竞争能力是并购重组与资本运作的核心能力,要实现四方面的有机结合。

(1) 资本运作与核心能力。资本运作是在企业内部形成的,以资本效率和效益为核心的,实现资本有效增值的一种经营方式。资本运作必须以企业核心能力为基础,只有二者结合起来,才能实现企业规模扩大和效益提高的同步运行。

(2) 企业经济实力与品牌优势。品牌是一个企业成功进行生产经营的重要标志。品牌作为一种无形资产,在资本运作中,既可作为一种资本入股,从而减少企业有形资本的流出,又可通过冠名权支持一个企业的持续发展。

(3) 低成本扩张与资本收益。企业在资本运作过程中,应该计算、分析投入和产出的比例,最大限度地降低单位产品的劳动生产率,寻求效益的最大化。

(4) 企业内部完善管理与外部规模经济。企业要做好资本运作,必须按照《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)的要求,明确决策、执行、监督三者各自独立、权责明确、互相制约的关系。

三、并购重组与资本运作须慎重决策的问题

随着我国市场经济的发展和不断成熟,传统的企业增长方式已无法适应现今的发展要求。企业只有合理实施资本运作、优化资源配置、增强核心竞争力,才能最大限度地实现资本的增值。企业要成功实施并购重组与资本运作,保障其作用的有效发挥,应当慎重决策如下问题。

(1) 明确企业并购重组与资本运作的目标。企业要对宏观经济形势与政策变化、行业发展前景、市场变动格局、产品市场占有率、自身的生产经营能力以及投入产出效果等进行深入的分析,在此基础上确立本企业发展的战略目标和方向,制订企业资本运作的中长期战略规划,确定资本运作的手段和方式,确保企业的收购兼并、资产重组等资本运作方式都能围绕一个非常明确的公司战略目标开展。

(2) 采用合理的并购重组方式。企业在进行并购重组等资本运作决策时,首先应当对其资金实力、业务能力、人才结构以及发展战略目标等进行分析,选择以自身主业为核心和重点的相关纵向企业进行并购以实现纵向一体化,或者进行不同行业间的并购,实现主业的有序转移,通过分散经营风险的多元化发展,促进本企业综合竞争能力的提升,进而提升其在本行业中的地位。

(3) 优化企业资本结构。企业资本结构的优化,必须以市场变化和企业的实际状况为依据,并及时调整企业股权融资与债务融资的比重,采用财务杠杆来调整企业的融资成本,控制资本运作成本,才能实现其资本价值增值的最大化,进而获得巨大的利润,以满足企业长期发展所必需的资金要求。

(4) 健全企业预算管理体制。企业在进行资本运作的实务中,必须根据自身的具体情况,科学规范其预算管理的程序与方法,不断加强预算约束,确保企业资金的运营效率。

(5) 完善企业内部控制制度。作为企业内部财务管理的一种重要方式,企业内部控制制度的建立与完善不仅有利于健全企业的法人治理结构,实现其经营机制的转换,同时还有利于企业财务管理水平的提升。

(6) 重视并购重组与资本运作成本分析。企业要考虑并购重组带来的市场交易成本、内部组织费用、筹资费用、磨合成本等成本费用是否大于其带来的经济效益。

(7) 评估企业并购重组与资本运作风险的防范和化解能力。企业要审慎评估自身是否具备对经营风险、管理风险、财务风险、信息风险、反收购风险、经济体制风险、股市风险、国际经济形势风险等进行防范和化解的能力。

第三节 并购重组与资本运作的分类

本章第二节讨论了并购重组与资本运作的区别和联系,为进一步认识和把握二者的内涵、外延及相互关系,有必要从不同视角的分类来阐释二者的区别与紧密关系。

一、并购重组的分类

并购重组是企业资本运作发展到一定阶段的产物。近年来,随着科技革命和资本市

场金融创新的大发展,并购重组形式层出不穷,其分类与资本运作的分类有些相似、有些相同,也有些完全不同,下面重点介绍一些常见的并购重组分类。

(一) 按并购双方所属行业划分

按并购双方所属行业,并购可分为横向并购、纵向并购和混并购。

1. 横向并购

横向并购是指具有竞争关系、经营领域相同或所生产产品相同的企业之间的并购。其目的在于:扩大生产规模,实现规模经济;减少竞争对手,控制或影响同类产品市场;消除重复建设并提供系列产品。横向并购的结果是资本在同一生产领域、销售领域或部门内集中,优势企业吞并劣势企业,组成庞大企业集团,扩大生产规模,以达到在新技术条件下的最佳经济规模。但是,横向并购可能会破坏竞争,导致行业垄断,进而降低社会整体福利。

2. 纵向并购

纵向并购是指企业与供应商或客户间进行的并购,即优势企业并购与本企业生产工序上前后紧密相关的企业,形成纵向一体化,包括:一是向前并购,即向其产品的下游加工流程方向并购,如生产零件或原材料的企业并购加工企业或装配企业;二是向后并购,即向其产品的上游加工流程方向并购,如装配或制造企业并购零件或原材料生产企业。纵向并购把一个产品的各个产业链集中于一个企业之中进行统一管理、统一经营,能够有效利用资源,合理配置生产要素,使得原本发生在企业之间的市场交易行为转化为企业内部行为,从而节约了交易成本。

3. 混并购

混并购是指处于不同产业领域、产品属于不同市场且与其产业部门不存在特别的生产技术联系的企业之间的并购。并购各方既非商业上的竞争对手,也非生产经营上的上下游关系。混并购又分为产品扩张型并购、市场扩张型并购和纯粹混并购三种。

混并购通过收购兼并实现多元化的发展战略,以减小仅在一个行业经营所带来的特有风险,并且混并购能够使企业快速进入更具成长性的行业,提高企业整体盈利能力。混并购优于横向并购之处,在于其不会受到反垄断法的限制。

并购类型图示如图 1-1 所示。

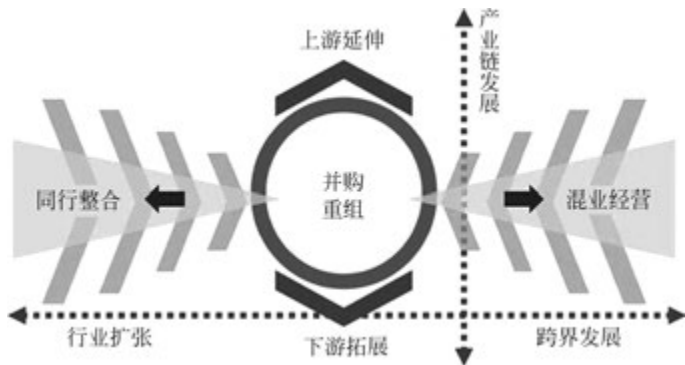


图 1-1 并购类型图示

（二）按并购交易是否通过证券交易所划分

按并购交易是否通过证券交易所，并购可分为要约收购和协议收购。

1. 要约收购

要约收购是指收购方通过向目标公司的管理层和股东发出购买其公司股份的书面意向书，并按照要约收购公告中所规定的收购价格、收购条件、收购期限及其他规定事项，收购目标公司股份的收购方式。要约收购直接在股票市场中进行，受到市场规则的严格限制，风险较大，但自主性强。我国资本市场要约收购比较少，但在发达国家资本市场要约收购是非常普遍的收购方式。这反映了我国资本市场要约收购的一些特性：收购不以下市为目的，一般属于强制要约收购行为。但是由于价格往往较低，流通股股东接受的可能性非常小。



资料链接

我国资本市场第一起要约收购

2003年3月12日，民营企业复星集团及其关联企业与上市公司南钢股份(600282.SH)的母公司南钢集团合资成立南京钢铁联合有限公司(以下简称“南钢联合公司”)。南钢集团将其持有的南钢股份70.95%的股份作为出资注入南钢联合公司，由此形成了南钢联合公司对上市公司南钢股份的收购，并触发了要约收购。4月9日，南钢联合公司发出了对南钢股份的要约收购提示性公告，确定要约价格法人股、流通股分别为3.81元每股和5.86元每股。6月12日，南钢联合公司发出正式要约收购书，进入要约收购阶段。7月12日，要约期结束。其结果是无任何股东接受南钢联合公司的要约收购，即零预受、零撤回。

2. 协议收购

协议收购是指并购公司不通过证券交易所，直接与目标公司取得联系，通过谈判、协商达成共同协议的收购方式。协议收购易取得目标公司的理解与合作，有利于降低收购行为的风险和成本，但谈判过程中的契约成本较高。协议收购一般都属于善意收购。

（三）按并购是否取得目标企业的同意和合作划分

按并购是否取得目标企业的同意和合作，并购可分为善意并购和敌意并购。

1. 善意并购

善意并购也称友好并购，是指并购发起企业事先与目标企业协商，征得目标企业同意并谈判达成并购条件的一致意见而实现的企业并购。善意并购能得到目标企业的合作，因而有利于降低并购企业的并购成本和风险，成功率较高，但协商、谈判时间过长，可能降低并购行为的价值。

2. 敌意并购

敌意并购也称强迫接管并购，是指目标企业对并购行动不知晓或持反对态度的情况下对目标企业强行并购的行为。敌意并购由于得不到目标企业的合作，甚至目标企业还会采取一系列反并购措施，因而风险大、成功率较低，但由于发起并购企业在敌意并购中

处于主动地位,不用被动权衡各方利益得失,因而并购行动节奏快、时间短,可有效控制成本和时间。

(四) 按并购资金来源划分

按并购资金来源,并购可分为杠杆收购和非杠杆收购。

1. 杠杆收购

杠杆收购是指收购方只支付少量的自有资金,主要利用目标公司资产的未来经营收入进行大规模的融资来支付并购资金的一种收购方式。杠杆收购有以下特征:收购方自付资金相对较少,一般占收购总价款的10%~15%;大部分资金来源于各种债务融资;偿还收购债务的资金来源于目标公司未来的现金流;收购融资的债权人只能向目标公司求偿,而无法向真正的借款方——收购方求偿,因为债券发行主体或者借款的债务人只是一个壳公司,在并购完成后就和目标公司合并了,债务主体就是目标公司。

2. 非杠杆收购

非杠杆收购是指收购方主要以自有资金来完成收购的一种收购形式。但非杠杆收购并不意味着收购公司不用举债即可承担收购价款,在实践中几乎所有的收购都会利用贷款,不同之处只是借贷数额的多少而已。

(五) 按并购完成后目标企业的法律状态划分

按并购完成后目标企业的法律状态,并购可分为新设型并购、吸收型并购和控股型并购。新设型并购指并购双方都解散,成立一个新的法人的并购。吸收型并购指目标企业解散而被并购企业所吸收的并购。控股型并购指并购双方都不解散,但目标企业被并购企业所控股的并购。

(六) 按并购企业是否负有目标企业股权的强制性义务划分

按并购企业是否负有目标企业股权的强制性义务,并购可分为强制并购和自由并购。

强制并购是指并购企业持有目标企业股份达到一定比例,可能操纵后者的董事会并对股东的权益造成影响时,根据《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)的规定,并购企业负有对目标企业所有股东发出收购要约,并以特定价格收购股东手中持有的目标企业股份的强制性义务而进行的并购。自由并购是指并购方可以自由决定收购被并购方任意比例股权的并购。

(七) 按出资方式划分

按出资方式,并购可分为现金购买资产式并购、现金购买股票式并购、以股票换资产式并购和以股票换股票式并购。

1. 现金购买资产式并购

现金购买资产式并购是指购买方使用现金购买目标公司的资产以实现并购。这种方式的优点是交易清楚、不会产生纠纷,主要适用于产权清晰、债权债务明确的目标公司。

2. 现金购买股票式并购

现金购买股票式并购是指收购方使用现金在股票市场上直接购买目标公司股票或通过协议转让收购目标公司的股票,以实现控制权的一种并购方式。这种并购方式简便易行,但要受到有关证券法规信息披露制度的制约,而且公开收购价格较高,会增加收购成本。

3. 以股票换资产式并购

以股票换资产式并购是指发起并购企业向目标公司发行自己的股票以换取目标公司的资产,从而达到收购目标公司目的的并购方式。在这种并购中,目标公司一般在并购完成后解散,收购方以目标公司资产组建新公司。目标公司的原管理人员和职工一般得到保留。

4. 以股票换股票式并购

以股票换股票式并购是指发起并购企业直接向目标公司股东定向发行自己的股票,以换取目标公司的股票,交换的数量应至少达到收购公司能获得控制目标公司的足够表决权。收购完成后,目标公司依然存在。采用以股票换股票式并购方式,收购方可以减少现金支出,还可以利用收购公司较高的股价低成本收购其他企业,以实现企业快速成长。

然而,现实中的并购形式远非以上几种,在后面章节中将会有更多的介绍。

二、资本运作的分类

(一) 按资本运作的规模和方向划分

按资本运作的规模和方向,资本运作可分为扩张型资本运作与收缩型资本运作。

1. 扩张型资本运作

扩张型资本运作,是指在现有的资本结构下,通过内部积累、追加投资、兼并收购等方式,企业实现资本规模的扩张。根据产权流动的不同轨道可以将资本扩张分为以下三种类型。

(1) 横向资本扩张。横向资本扩张是指交易双方属于同一产业或部门,产品相同或相似,为了实现规模经营而进行的资本扩张。

横向资本扩张可以减少竞争者的数量,增强企业的市场支配能力,也可以解决市场有限性与行业整体生产力不断扩大的矛盾,具有代表性的案例之一是青岛啤酒集团在啤酒行业的横向资本扩张,如图 1-2 所示。

青岛啤酒集团在 A 股和 H 股上市后,依靠自身的品牌资本优势,先后斥资 6.6 亿元,收购资产 12.3 亿元,兼并收购了省内外 14 家啤酒企业,不仅扩大了市场规模,提高了市场占有率,壮大了青岛啤酒集团的实力,而且带动了一批国企脱困。

(2) 纵向资本扩张。纵向资本扩张也称为产业链延伸型资本扩张。企业通过吸收合并处于供应链前端的原材料供应商(向上扩张)或后端的销售服务商(向下扩张),构建全链条生产要素配置体系,控制产业链和降低成本,主要包含两个方向:一是向上游延伸,通过股权收购或自建方式控制原材料生产环节,如钢铁企业并购铁矿开采企业,可稳定原料供应价格,降低市场波动导致的成本风险;风电设备制造商收购稀土永磁材料企业后,

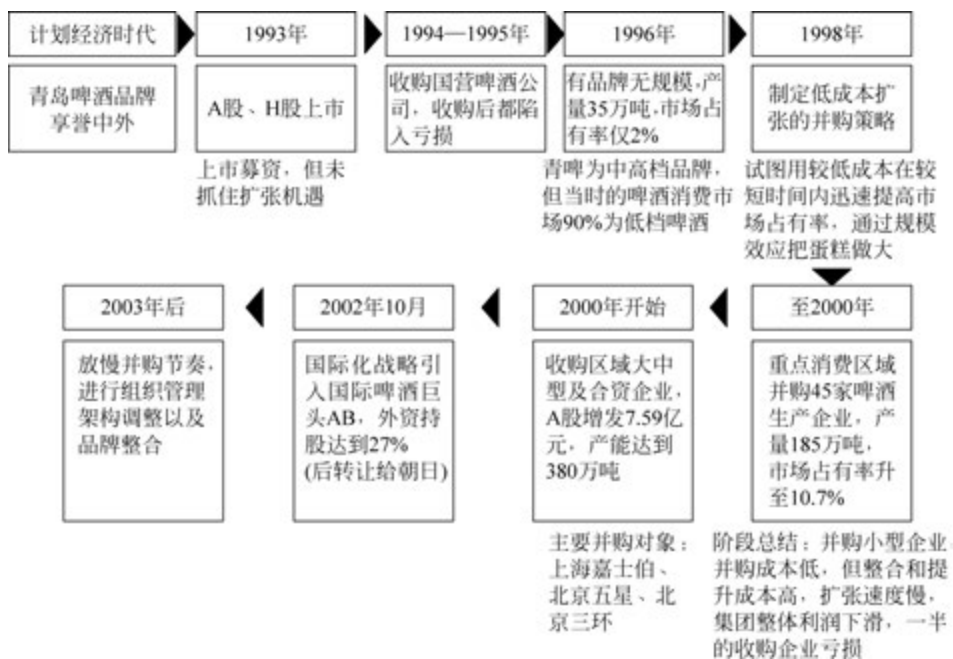


图 1-2 青岛啤酒集团在啤酒行业的横向资本扩张

关键零部件自给率提升 37%。二是向下游拓展, 设立或并购终端销售、服务企业, 如风力发电机制造企业向下设立安装、销售公司, 能降低交易成本, 提高不同生产环节之间的沟通效率, 进而实现降本增效目标; 光伏组件生产商向下整合电站运营业务, 使度电成本下降 21%。

华为技术有限公司(以下简称“华为”)在产业链延伸型资本扩张中收购和兼并了很多企业, 如鼎桥通信技术有限公司(以下简称“鼎桥通信”)、意大利电子设备制造商 Sistemi S. p. A、英国芯片公司 Neul 等。2024 年初, 华为联合成都高新投资集团有限公司收购了鼎桥通信 100% 的股权, 对华为来说具有重要的战略价值。华为可以利用鼎桥通信的技术和市场, 继续推出高端的智能手机, 与苹果、三星等竞争对手抗衡, 恢复其在全球手机市场的地位和影响力; 通过鼎桥通信的渠道和服务, 提升其手机的品牌、用户体验和忠诚度, 增加其手机的销量和利润, 为其他业务提供更多的资金和更大的支持; 通过鼎桥通信的行业客户通信解决方案, 拓展其在铁路、电力、石油、金融、公安等多个行业的业务, 增强其在 5G(第五代移动通信技术)、云计算、大数据等领域的竞争力和创新力。

(3) 混合资本扩张。混合资本扩张是指两个或两个以上相互没有直接投入产出关系和技术经济联系的企业间所进行的资本扩张。混合资本扩张通过多元化领域的投资来分散风险, 寻求主业以外的产业利润, 具有代表性的案例之一是华润集团的多元化产业混合资本扩张, 如图 1-3 所示。

2. 收缩型资本运作

收缩型资本运作是指企业为了追求企业价值最大化以及提高企业运行效率, 把自己拥有的部分资产、子公司、某部门或分支机构转移到公司之外, 缩小公司的规模。收缩型

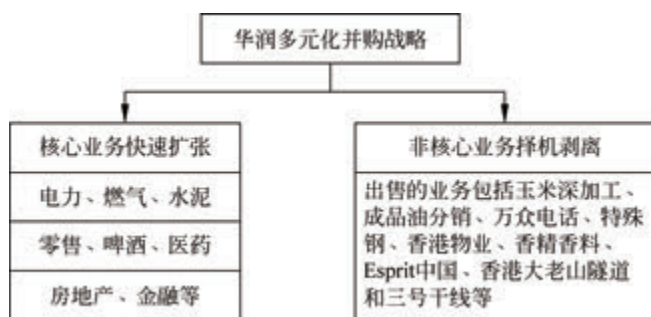


图 1-3 华润集团的多元化产业混合资本扩张

资本运作是扩张型资本运作的逆向操作,主要实现形式有以下几种。

(1) 资产剥离。资产剥离是指企业把所属部分不适应企业发展战略的资产出售给第三方的交易行为。有下列情况之一的,企业应该实施资产剥离。

- ① 企业存在不良资产,且加速恶化企业的财务状况。
- ② 某资产明显干扰了其他业务的运行和发展。
- ③ 行业间竞争激烈,企业需要通过收缩产业战线来确保企业的正常运营。

案例:中国人寿在上市之前,就进行了大量的资产剥离。2003年8月,原中国人寿保险公司一分为三:中国人寿保险(集团)公司、中国人寿保险股份有限公司和中国人寿资产管理公司。超过6000万张的1999年以前签订的旧保单全部被拨归给母公司——中国人寿保险(集团)公司,而2000万张左右1999年以后签订的保单,则以注资的形式被纳入新成立的股份公司。通过资产剥离,母公司——中国人寿保险(集团)公司承担了1700多亿元的利差损失,但这为中国人寿保险股份有限公司于2003年12月在美国纽约和我国香港两地同时上市铺平了道路。

(2) 公司分立。公司分立是指公司将其拥有的子公司的全部股份,按比例分配给母公司的股东,使子公司的经营从母公司的经营中分离出去,从而形成一个与母公司有着相同股东和股权结构的新公司。公司分立通常可分为以下几种。

① 标准式分立,是指母公司将其拥有的子公司股份,按母公司股东在母公司中的持股比例分配给现有的母公司股东,从而将子公司分离出来的行为。

② 解散式分立,是指母公司将其全部控制权移交给子公司股东,原母公司不复存在的分离行为。

③ 换股式分立,是指母公司将其在子公司所占有的股份分配给母公司的部分股东(不是全部母公司股东),交换其在母公司所占股份的分离行为。

(3) 分拆上市。分拆上市是指母公司通过将其在子公司所拥有的股份,按比例分配给现有母公司的股东,从法律意义上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去的行为。分拆上市后,母公司可享受以下权益。

- ① 原母公司的股东可以按照持股比例享有被投资企业的净利润分成。
- ② 子公司分拆上市成功后,母公司可以获得超额的投资收益。

案例:2000年,联想集团实施了有史以来最大规模的战略调整,对其核心业务进行

拆分,分别成立新的“联想集团”和“神州数码”。2001年6月1日,神州数码股票在香港上市。神州数码从联想集团中分拆出来具有一箭双雕的作用。分拆不但解决了事业部层次上的激励机制问题,而且由于神州数码独立上市,联想集团、神州数码的股权结构大大改变,公司层次上的激励机制问题也得到了进一步的解决。

(4) 股份回购。股份回购是指股份有限公司为了达到股本收缩或改变资本结构的目的,购买本公司发行在外的股份。在实际操作中,股份有限公司进行股份回购的原因一般有以下几种。

- ① 保持公司的控制权。
- ② 提高股票的市场价值,改善公司形象。
- ③ 提高股票的内在价值。
- ④ 保证公司高级管理人员认股制度的实施。
- ⑤ 改善公司的资本结构。

案例:1999年,申能股份有限公司以协议回购方式向国有法人股股东申能(集团)有限公司回购并注销10亿股国有法人股,占总股本的37.98%,共计动用资金25.1亿元。国有法人股股东控股比例由原来的80.25%下降到68.16%,公司的法人治理结构和决策机制得到进一步完善。回购完成后,公司的业绩由1998年每股收益0.306元提高到1999年每股收益0.508元,而到2000年,每股收益达到了0.933元。这为申能股份有限公司的长远发展奠定了良好的基础,并进一步提升了其在上市公司中的绩优股地位。

(二) 按资本运作过程中是否进行资本交易划分

按资本运作过程中是否进行资本交易,资本运作可分为交易形式的资本运作和非交易形式的资本运作。其具体分类如图1-4所示。

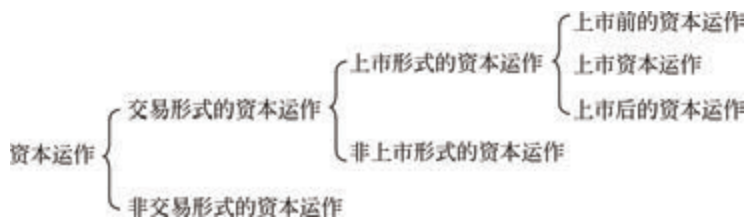


图 1-4 资本运作方式的分类

1. 交易形式的资本运作

交易形式的资本运作包括上市和非上市两种形式的资本运作。其中非上市形式的资本运作包括以下几种。

(1) 资产重组。资产重组是指企业资产的拥有者、控制者与企业外部的经济主体对企业资产的分布状态进行重新组合、调整、配置的过程,或对设在企业资产上的权利进行重新配置的过程。

(2) 债务重组。其主要包括:①冲销无法归还的债务;②改善资产负债结构,改变债权债务关系,或更换债权人、债权转股权。

(3) 破产重组,对严重资不抵债、扭亏无望的企业依据《中华人民共和国企业破产法》

实施破产处理。

(4) 企业并购,包括股权并购、资产并购、承债并购。

(5) 跨国投资经营。企业经营的国际化已成为一种发展趋势,过去多数企业的国际化经营主要停留在直接出口、间接出口和补偿贸易等初级形式上,难以在国际市场取得竞争优势。

(6) 参股联合,即企业法人通过共同出资参股,组建有限责任公司,或者在企业内部实行劳资两合,成立股份合作制企业。

(7) 利用外资嫁接改造,吸引外商共办合资企业,是资本运作的重要形式。通过此种形式既可利用国外资本,又可引入先进的技术和管理方法,走企业发展的捷径。

2. 非交易形式的资本运作

非交易形式的资本运作包括租赁和托管。租赁是租赁人出租企业部分或全部资产,承租人充分利用企业的经营优势、灵活多变的经营机制,盘活不良资产,为出租企业注入新鲜的血液与活力。托管是在不改变产权归属的前提下,以企业资产保值、增值为目的,通过订立委托营运合同,将企业资产委托给提供一定财产抵押或担保的企业法人或自然人经营的一种资产管理形式。托管有整体托管、部分托管和单项业务托管三种形式。

(三) 按资本运作与企业功能相结合的角度划分

按资本运作与企业功能相结合的角度,资本运作可分为资本增量投入型资本运作、管理增量投入型资本运作和技术增量投入型资本运作。

(四) 按资本运作所使用的资本市场划分

按资本运作所使用的资本市场,资本运作可分为金融证券交易型资本运作、产权交易型资本运作、基金交易型资本运作和国际资本交易型资本运作。

(五) 按资本运作的资本来源划分

按资本运作的资本来源,资本运作可分为增量资本运作和存量资本运作。

(六) 按资本运作的内容和形式划分

按资本运作的内容和形式,资本运作可分为实业资本运作、金融资本运作和产权资本运作。

归纳以上资本运作的众多类型,特点主要是:①资本集中,即凭借自己的优势,聚集资本,把现有的可通过各种方式获取的资本最有效地利用起来,扩大资本运作的规模,提高资本运作的效益;②资本分散,即采取精干主体、分离辅助、内部分立、分块搞活以及改组改造,实行资本的空间转换等,以激活呆滞资本。

本章小结

本章主要介绍了企业并购重组的基础知识、基本概念。首先,对企业并购重组的内涵和外延进行了全面的解释;其次,对企业并购重组与资本运作的关系进行了全面阐述;

最后,从不同视角对并购重组与资本运作进行了分类。本章是本书的基础知识和铺垫,只有对企业并购重组的基本知识有系统、全面的掌握,才能为学习掌握企业并购重组实务操作打好基础。

复习思考题

1. 并购与重组的内涵是什么?
2. 如何理解并购与重组的关系?
3. 什么是资本运作?
4. 为什么说并购重组是资本运作的重要实现方式?
5. 并购重组有哪些主要分类?

案例



招商局集团的两次战略性资产重组

从1872年李鸿章创办轮船招商局开始,招商局集团创办了中国历史上第一家航运企业(轮船招商局)、第一家银行(中国通商银行)、第一家保险公司(保险招商局)、第一家煤矿(开平矿务局)、第一家纺织厂(上海机器织布局),建造了第一条铁路。新中国成立后,招商局集团开改革开放之先河,于1979年开始开发蛇口工业区。2016年,招商局集团营业收入近5000亿元,利润总额逾1100亿元,在央企中排名第二;2017年年末总资产6.81万亿元,位列央企第一。

和大多数央企不同,招商局集团并不具备先天的垄断优势——从航运起家,长期身处竞争性领域;集团总部不在北京,而在香港。招商局集团是对外开放的产物,一出生就在高度的市场竞争中摸爬滚打,各个产业都处于高度竞争领域。在100多年的市场竞争中,招商局集团经历了粗放式扩张、重组改造、转型升级,终成今日的“巨无霸”。

一、始于2000年的战略性资产重组：“瘦身”与聚焦主业

改革开放以来,招商局集团经历了20世纪80年代的非理智扩张、20世纪90年代的盲目投资、1997年亚洲金融危机以后的生死考验。20世纪90年代初,和当时的大多数企业一样,招商局集团开始了粗放式扩张,涉及港口、公路、金融、物流、地产、工业、贸易等17个行业的业务,旗下公司250余家,并参控股中国近20家上市公司。到1997年,招商局集团下属各个参控股企业已经超过了200家,资产超过500亿港元,投资分散在数十个产业领域,管理架构形成了复杂的多级主体。尽管如此庞大,但企业效益并不好,某些子公司负债亏损严重。

2000年7月,招商局集团聘请麦肯锡为咨询顾问,招商局集团的重组正式启动。“大动干戈”的重组,旨在彻底清理招商局集团过去积累的大量不良资产,打破臃肿的管理构架,建立新的财务抗风险体系,以及确定公司未来的核心产业。半年的“诊断”后,麦肯锡开出“主药方”:根据现有资源,招商局集团应通过资产重组确定四大核心产业,即交通基建、金融、地产和物流。

根据麦肯锡的建议,集团管理层作出了清晰的3~5年规划的重组方案。以集团在香港和內地的两家上市公司招商局国际(0144. HK)和招商局蛇口控股(000024. SZ)为主,进行核心产业的重组方案为:一是在内部推行资产置换、资产调拨等;二是依靠外部市场,包括利用招商局集团所拥有的其他上市公司及联合其他战略伙伴等进行资本运作。非核心产业的重组方案为:一是对非管控类的投资性资产,不再做更多新投资,效益稳定者予以保持;二是管控类的非核心资产,将伺机在资本市场转让、出售或寻找新战略伙伴共同经营。

方案出台后的2001年年底,招商局集团四大产业集团战略性重组路径确定:一是以招商局国际(0144. HK)和华建中心为基础,整合招商局集团所有30公里海岸线的港口和2300多公里的公路资产,发展交通基建产业(预期资产200亿港元);二是以招商局蛇口控股(000024. SZ)为基础,整合招商局集团4家公司所有的地产和物业资产,组建招商局地产控股集团(预期资产100亿港元);三是以招商银行、国通证券(现更名为“招商证券”)为核心,整合招商保险、招商中国基金、海达保险经纪等10多家公司的所有金融资产,发展金融产业,并组建招商局金融管理集团(预期管理资产4000亿港元);四是以招商物流有限公司为基础,整合招商局集团在全国的运输、仓储、分销资产,包括招商石化、招商燃气、安达货运、安达集装箱、招商局建瑞运输、深圳外轮代理、香港船务企业等20多家公司,组建招商局物流集团(预期资产30亿港元)。

招商局集团在资产重组中的重要手段就是围绕上市公司进行资本运作,突出主业,完成公司“瘦身运动”,同时改善公司财务状况。比如:招商局蛇口控股(000024. SZ)以资本运作手段,加快剥离石化等非房地产业务,把招商局集团下属另外50%左右的房地产及相关资产以合适价格陆续注入上市公司,在增加上市公司资产的同时清理集团不良资产,增强其资本市场的融资能力。招商局国际(0144. HK)则采取“三步走”战略,将公司主业单一优化为港口和公路的交通基建业:其一,加快收购集团内外优质港口资产。两年内,招商局国际(0144. HK)共支付近20亿港元,收购10余个项目,包括蛇口招商港务20.8%权益、深圳凯丰码头20%股份、香港西区隧道与香港隧道及公路管理各13%股份、浙江余姚公路60%股份、深圳妈湾港8号泊位49%权益、漳州码头49%股份,增持现代货箱码头1.8%股份、光大亚太23.9%权益等,并加快与上海、宁波、青岛、天津等港口的收购谈判。其二,加快打通公路资产资本市场通道。公司为此考虑了不同的方案,包括招商局国际的公路资产分拆上市、华建中心公路资产注入招商局国际、华建中心独立上市等。这些方案都不同程度需要政策的支持。其三,清理公司非主业资产。2002年上半年,公司出售了其持有的南玻集团部分权益,显示了剥离非主业资产的决心。同时公司已申请将持有的中国国际集装箱(中集)B股法人股转为可流通股份,便于退出。招商局集团重组资产剥离情况和重组资产财务改善情况分别见表1-1、表1-2。

表 1-1 招商局集团重组资产剥离情况

项 目	金融类	工业类	地产类	交通基建类	科技类
重要资产剥离 名目	中国平安保险、友 联银行(0349. HK)	广东浮法玻璃、南玻 B股(200012. SZ)等	香港西港中心 大厦、长沙湾 土地等	福建 324 国道、 上海逸仙高架 桥等	中国联通“深 惠珠项目”等

续表

项 目	金融类	工业类	地产类	交通基建类	科技类
套取现金数额	预计 25 亿~30 亿港元	4.5 亿港元	13.8 亿港元	10 亿港元	3.2 亿港元

表 1-2 招商局集团重组资产财务改善情况

减少负债总额	降低负债比	上半年营收	上半年利润	出售资产变现	持有可投资现金
30 多亿港元	20%多	49 亿港元	12.19 亿港元	50 亿港元	90 亿港元

资料来源：招商局集团行政办。

围绕上市改善的资本运作,招商局集团以实业投资及经营为主体的“投资控股股份有限公司”和以金融服务业为主体的“金融控股股份有限公司”的架构逐渐清晰,如图 1-5 所示。

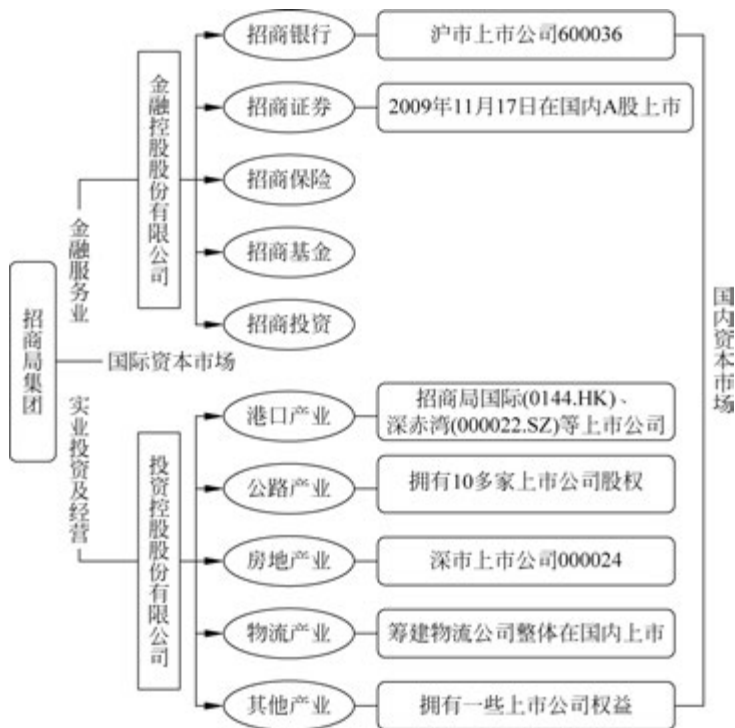


图 1-5 招商局集团重组后的战略架构

二、2014 年的战略性资产重组：“三大平台”构建及转型

进入新时代的 2014 年,招商局集团领导班子进行了大量的调研,对集团未来发展战略做了深入的研究和思考。当时的分析认为,招商局集团再次处在一个“大转型时代”。在新常态下,不少行业产能过剩,企业经营出现较大困难,大洗牌、大重组、大兼并势在必行。

（一）对内整合,对外兼并

2014年11月,招商地产与招商银行达成全面战略合作,探索地产金融深度互动。双方将在授信及融资服务、国际结算和其他金融服务、品牌共建及客户共同开发、产业园区及社区金融服务、资本市场专业化服务、金融不动产开发、咨询与培训服务等方面展开深入合作。

2015年12月,招商局集团启动千亿级别的无先例重组:招商蛇口工业区吸收合并招商地产,涉及资产规模2109亿元,重组后市值达到1700亿元,实现综合开发运营板块的整体上市。

对内重组整合的过程,招商局集团往往辅以外部的兼并收购。

2015年,中国外运长航集团整体并入招商局集团,成为招商局集团的二级子公司。据介绍,招商局集团专门成立了物流事业部,将中国外运长航物流业务与原招商物流进行整合。

2011—2016年的5年间,招商局集团累计对外投资665亿元用于兼并收购,通过兼并收购较快地推动了集团核心业务的发展,同时也把资源有效地集中到更有能力的经营者手中,提升了资本效率。

资产重组的背后,折射出招商局集团的战略思维转变——推动业务结构由2000年重组后的三大主业(交通、金融和地产)全面向三大平台(实业经营平台、金融服务平台、投资与资本运营平台)转型(图1-6),且在发展驱动力上从传统的增长方式向“四轮驱动”(创新、并购重组、数字化和国际化)增长方式转变。

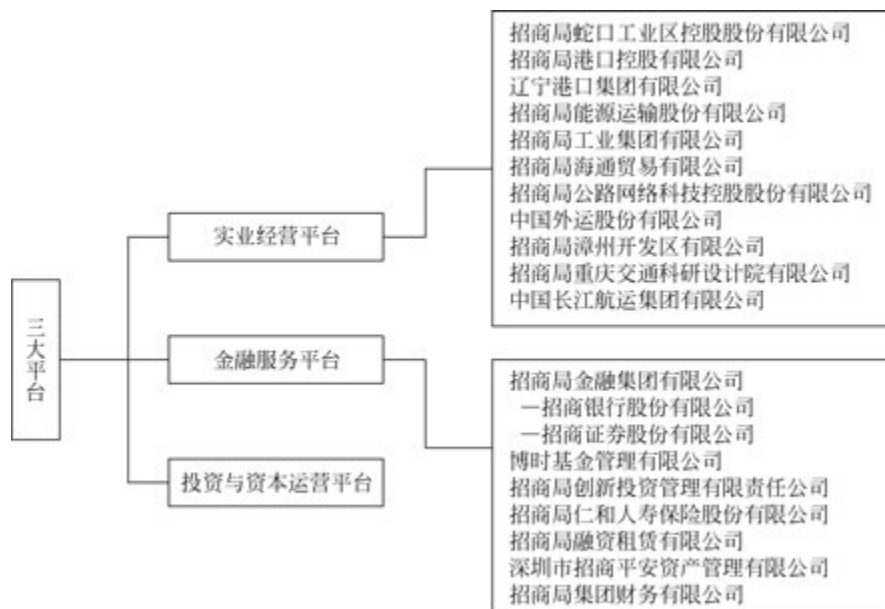


图 1-6 招商局集团重组后的三大平台

（二）三大平台运营,产业规模效应凸显

招商蛇口是招商局集团地产业务与城市运营的平台,“蛇口模式”的最初范本是“前

港-中区-后城”(PPC)生态。2015年,招商局集团实现蛇口工业区和招商地产的重大重组后,招商蛇口由房地产公司向城市与园区运营商转型;2016年利润增长50%,达165亿元;2017年突破200亿元。在整合航运、公路、园区地产开发的基础上,招商局集团进行了商业模式的重塑,总结出了“蛇口模式”。招商蛇口在“一带一路”沿线输出“蛇口模式”,对“前港-中区-后城”进行复制,通过强化某些欠发达地区或国家的软件、硬件设施,提升投资环境和吸引力,将发生在深圳蛇口的奇迹带到海外。

招商公路整合了招商局集团投资经营的分布于全国公路主干线上的公路、桥梁、隧道等收费公路项目,现已整合成从勘察、设计、施工到投资、运营、养护、服务等公路全产业链的平台。招商公路通过发行A股换股吸收合并华北高速(华北高速退市),实现路权的集中管理,降低高速公路运营成本,提升交通运输的有效供给。

2016年6月3日,招商局国际正式更名为招商局港口控股有限公司(以下简称“招商局港口”),招商局集团通过招商局港口(00144)对深赤湾(000022.SZ)重大资产重组(深赤湾退市),解决了同业竞争问题,整合了集团旗下的港口资源,成为中国最大、世界领先的港口开发、投资和营运商。

招商局物流集团则被整合进中国外运长航,以上市公司中国外运为平台,继续积极开拓全球服务网络,正打造成中国领先的全供应链物流服务商。2017年8月22日晚间,中国外运(00598.HK)发布公告称,将通过发行股份的方式收购招商局物流的全部股份,总对价人民币54.5亿元。至此,招商局集团旗下物流板块的整合尘埃落定。这一重组案例的成功,就在于“突出主业”模式,即将小型央企并入大型、综合类央企中,补强大型央企集团的某一主业,达到做强、做优、做大的效果。

招商轮船(601872.SH)将中国外运长航的航运资产整合在旗下,打造统一的航运业务平台。2017年9月1日,招商轮船公告称拟向中国经贸船务以发行35.86亿股份购买资产的方式购买其持有的恒祥控股集团有限公司(恒祥控股)100%股权、深圳长航滚装物流股份有限公司(深圳滚装)100%股权、上海长航国际海运有限公司(长航国际)100%股权及中国经贸船务(香港)有限公司(经贸船务香港)100%股权。招商轮船在完成资产收购后,除了已有的油运、散运以及气运业务之外,新业务将包括滚装船运输以及活畜运输。招商轮船表示,上市公司将形成油、散、气、特相结合的专业化管理平台,以“大客户”“低成本”为战略措施,保持VLCC(超大型油轮)和VLOC(超大型矿砂船)的世界领先地位,维持滚装运输业务国内领先的市场地位,发展国际市场有特色的干散货业务,以及杂货及特种船运输业务,力争成为全球领先的综合航运服务商。

招商局金融服务平台并不简单追求金融全牌照,而是按“4+N”(银行、证券、保险、基金加其他板块)的布局思路,形成集团全产业链金融服务能力,为客户提供全方位综合金融解决方案。一是对招商银行、招商证券等传统优势领域加强管理,实现国有资本保值增值,稳定公司股权结构和治理结构,确保未来长期稳健发展;二是复牌、重组或设立新兴的代表未来发展方向的金融业态,包括保险、直投、金融科技等。近年来,招商局集团在金融战略上落子频频,加强了在保险、直投和资产管理领域的布局。招商局集团与中国移动、中航信等8家股东发起成立的仁和人寿在2016年获批筹建,半年后通过监管验收,随即成功开业,招商局集团董事长李建红亲自担任仁和人寿董事长。2017年8月,招商局

集团、平安集团和深投控发起成立深圳市首家地方 AMC(资产管理公司)——深圳招商平安资产管理有限责任公司,聚焦不良资产处置。2016年11月,招商租赁揭牌成立,实现当年注册、当年开业、当年盈利。2015年12月,招商创投揭牌,体现了招商局集团这个百年央企全力开展“互联网+”和 VC(风险投资)的坚定决心。

从上述资本运作不难看出,招商局集团将核心产业向上市公司归拢,“平台化”是其战略性资产重组的关键词,其目标在于形成产业规模效应。如今的招商局集团,不仅在基础设施与装备制造、物流航运、综合金融、城市与园区综合开发等领域保持着领先的优势,还成为中国企业国际化、“一带一路”建设的先锋。

2021年1月27日,招商局集团在2021年度工作会议上公布,集团2020年实现营业收入8148亿元、同比增长14.1%,利润总额1754亿元、同比增长7.6%,净利润1373亿元、同比增长8.5%,截至2020年年底,总资产达到10.4万亿元,均创历史新高,其中资产总额和净利润蝉联央企第一。5年来,集团营业收入、利润总额、净利润、总资产复合增长率分别达到34.0%、17.4%、14.5%、10.8%,集团综合实力大幅提升,经营业绩屡创新高,形成“一个招商,两个500强”格局。

【案例评析】

(1) 招商局集团的两次战略性资产重组是做大、做强的前提,为了做大、做强而重组,为了重组而进行了一系列并购,使我们加深对并购与资产重组关系的理解。

(2) 招商局集团作为央企“国家队”之一,近年来通过利用资本市场落实国企改革,对其他上市国企而言,极具借鉴意义。招商局集团的成功说明,国有企业是能够做好的。国际化、市场化一直是招商局集团做大、做强坚守的理念和战略。

(3) 招商局集团严肃看待企业战略,保持了很强的战略定力。两次战略性资产重组相比,尽管资本市场发生了不少变化,但招商局集团通过资本市场促进主业发展、实现专业化整合、规范企业管理的思路并没有改变。

(4) “招商系”各板块推进对外发展、对内整合的工作,上市平台成为招商局集团归拢核心产业的主要阵地,“平台化”是2015—2017年“招商系”上市公司频频动作的关键词,其目标在于形成产业规模效应。

(5) 截至2020年底,招商局集团总资产已超过10万亿元,较20多年前翻了20多倍,且大量资产遍布全球多地,管控难度急剧增加,如何管好这艘招商巨轮,靠的是转型,由“管业务”变成了“管资本”,由交通、金融和地产这三大主业全面向实业经营、金融服务、投资与资本运营这三大平台转变,打造各大业务线条的平台,利用平台来管理业务,这个平台管理业务的模式值得我们深入研究思考。

【案例讨论题】

1. 比较分析一下招商局集团两次战略性资产重组的背景、条件、目标等,以及两次战略性资产重组有什么差异。

2. 为什么说招商局集团两次资产重组是国际化、市场化的战略性资产重组?
3. 结合今天招商局集团的发展成就,讨论一下作为一个有百年历史的国有企业,招商局集团各个产业都处于高度竞争领域,为什么能够生存并快速发展,总资产 20 多年翻了 20 多倍。

即测即练

