

企业兼并

与收购实务

俞小江 戴德铸 编著



武汉出版社

企业兼并

与收购实务

俞小江 戴德铸 编著

武汉出版社

(鄂)新登字 08 号

图书在版编目(CIP)数据

企业兼并与收购实务/俞小江,戴德铸编著;张欣等编. —武汉:武汉出版社,2012.12

ISBN 978-7-5430-7363-0

I. ①企… II. ①俞…②戴…③张… III. ①企业合并—基本知识 IV. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 299675 号

编 著:俞小江 戴 铸

责任编辑:方 雷

封面设计:刘 镐

出 版:武汉出版社

社 址:武汉市江汉区新华下路 103 号 邮 编:430015

电 话:(027)85606403 85600625

<http://www.whcbs.com> E-mail:zbs@whcbs.com

印 刷:武汉市教育学会印刷厂 经 销:新华书店

开 本:787mm×1092mm 1/16

印 张:12.75 字 数:217 千字

版 次:2012 年 12 月第 1 版 2012 年 12 月第 1 次印刷

定 价:38.00 元

版权所有·翻印必究

如有质量问题,由承印厂负责调换。

目 录

第一章 企业兼并与收购概述	1
第一节 企业兼并与收购的含义	1
第二节 企业兼并与收购的历史回顾	3
第三节 企业兼并与收购的动因	12
第四节 企业兼并与收购的基本类型	19
第二章 企业并购的实施步骤	24
第一节 企业并购的一般操作程序	24
第二节 上市公司的并购程序	30
第三节 非上市公司的并购程序	37
第四节 企业并购中的中介组织	39
第三章 企业并购中目标企业的价值评估	53
第一节 企业并购中的传统定价方法	53
第二节 定价方法的创新	65
第三节 定时点估值模型的实际应用	72
第四章 企业兼并与收购中的融资问题	83
第一节 融资的几种主要方式及特点	83
第二节 企业并购中的融资方式分析	87
第三节 中国企业并购中融资的现状、特点及原因	97
第五章 企业并购的税收、会计与垄断问题	105
第一节 企业并购中的税收问题	105
第二节 企业并购中的会计问题	113
第三节 企业并购的垄断问题	117
第六章 敌意收购与反收购	124
第一节 敌意收购的产生、发展及其深层次原因	124
第二节 敌意收购的相关内涵及特征	126
第三节 敌意收购的基本方式	129

第四节	反收购的起源、发展和相关内涵.....	137
第五节	反收购策略的类型.....	139
第六节	中国上市公司反收购的总体情况分析.....	151
第七章	企业并购中的资产重组.....	154
第一节	企业资产重组的目的与内容.....	154
第二节	企业资产重组的主要形式.....	159
第三节	中国企业资产重组的类型.....	168
第四节	中国企业资产重组的基本操作流程.....	169
第八章	中国企业的海外并购.....	171
第一节	中国企业并购历程回顾.....	171
第二节	中国企业海外并购动因分析.....	173
第三节	中国企业海外并购的特点.....	175
第四节	中国企业海外并购风险.....	177
第五节	中国企业的海外并购模式.....	180
第六节	中国企业的海外并购案例分析.....	187
后 记		197

第一章 企业兼并与收购概述

企业之间的兼并与收购是市场经济的产物，也是现代企业运行中经常发生的现象，企业并购的动机是为了落实企业的发展战略，其实质是社会资源的重新配置。最早的企业并购发生在美国。新中国的企业并购是从 20 世纪 90 年代才开始。企业并购作为一项实现企业战略、促进资源优化配置的方法，在中国经济发展中发挥更大的作用是需要我们进行深入探讨的。

第一节 企业兼并与收购的含义

企业并购（Mergers and Acquisitions, M&A）包括兼并和收购两层含义、两种方式。国际上习惯将兼并和收购合在一起使用，统称 M&A，在我国称为并购。即企业之间的兼并与收购行为，是企业法人在平等自愿、等价有偿基础上，以一定的经济方式取得其他法人产权的行为，是企业进行资本运作和经营的一种主要方式。作为一种极其复杂的企业资本运营行为，它涉及一些既彼此关联，又相互区别的概念、原理，了解并掌握并购的基本理论是进行企业并购实践的根本要求。

一、兼并（合并）

企业合并，是指两个或两个以上的单独的企业合并成一个报告主体的交易或事项。它包括三种形式：一种形式是现有企业继续保持存在，吸收其他企业的“吸收合并”；另一种形式是企业合并后成为一个新的企业，其业务内容不变的“新设合并”；最后一种是公司法规定外的合并形式。

在吸收合并情况下，被吸收的公司解散，合并方通过企业合并取得被合并方的全部净资产，合并后注销被合并方的法人资格，被合并方原持有的资产、负债，在合并后成为合并方的资产、负债。用公式表示为： $A+B=A$ 。在新设合并情况下，两个或两个以上的公司合并后，成立一个新的公司，参与合并的原有各公司均归于消灭的公司合并。用公示表示为： $A+B=C$ 。

新设合并也被称为创新合并。在公司法规定外的合并形式还有剥离存续合并，也就是两个或两个以上的公司各自分出一部分资产，合并在一起，成立一个新公司，而原来出资的各公司仍然存在。除此之外，当甲公司与乙公司双方按照一定的价格比值交换股

份，甲公司成为乙公司的股东，乙公司同时成为甲公司的股东，原来的两个公司依然存续，形成相互渗透、相互制约、相互持股的利益共同体，称为相互参股并购。

二、收购

企业通过一定的程序和手段取得某一个企业的部分或全部所有权的投资行为。其目的是重组被收购企业的经营，获得该企业全部或者部分所有权，取得对被收购企业的控制权，而收购后双方企业都仍然存在，用公式表示为： $A+B=A+B$ ，但收购后 A 和 B 都受同一控制人控制。

按照收购权比例的大小，企业收购分为完全收购、控股收购、参股收购三种形式。完全收购是指收购目标公司全部股权的行为。控股收购是指收购目标公司 51%以上的股权（而非全部股权）的行为，取得控股地位也就掌握了经营控制权和决策权；有时通过收购虽然没有达到 50%以上绝对控股地位，但实际上已成为公司的第一大股东，且与其他主要股东持股比例相差悬殊，这种收购通常被称为相对控股收购。参股收购是指收购目标公司部分股权，且不成为第一大股东的收购行为，有时也称为投资参股、投资入股。

收购的主要特征表现为：

- 1.收购以实现对目标公司的经营控制权为目的。收购的根本目的是获得目标公司的控制权，获得超额收益。收购方可以通过收购目标公司足够多的股份，实现对公司经营管理权的控制，达到按自己得的意愿经营企业的目的。
- 2.收购需要达到一定的比例，才能获得目标公司的控制权。控制分为绝对控股和相对控股两种形式，绝对控股是指收购公司占有被收购公司 51%以上的股份，而相对控股是指收购公司的持股比例不足 51%，但成为目标公司的最大股东或者成为实质上掌握公司的经营决策、财务决策等重要决策权的股东。
- 3.收购往往有一定程度的溢价。收购方一般以溢价来获得控制权，以实现控股权收益。

三、兼并与收购的异同

（一）共同点

- 1.它们的对象是共同的。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。

2.这三种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。

3.它们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。

(二) 特点和差别

1.主体不同。公司合并是公司间的行为,主体是参加合并的各公司。公司合并要由参加合并的各公司作出决议,要有合并各方公司签订协议。股权收购是收购公司与目标公司的股东之间的交易行为,主体是收购公司与目标公司股东。

2.效力不同。合并中,被合并企业放弃法人资格并转让产权,合并方接收产权、义务和责任,合并中参与合并的企业或被合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。

3.权利义务的承担也不同。合并中,原所有者将原资产、债权、债务一并转移,合并方成为企业资产的新所有者及债务承担者。而收购中,收购企业作为被收购企业的新股东,对被收购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。

4.控制程度不同。公司合并中,被并公司完全并入合并公司或新设公司,后者取得被并公司的全部财产、权利义务,被并公司作为合并公司、新设公司的一部分而完全受其控制。股权收购中,收购方既可以收购目标公司的全部股份,进而完全控制目标公司,也可以只收购的目标公司 50%以上的股份,而取得对目标公司的控制权,实现拥有控制权下的“合资经营”。

第二节 企业兼并与收购的历史回顾

企业并购行为往往被作为企业战略实施的重要组成部分,从前面的分析中我们知道,企业并购实质就是社会资源的重新配置。在全球近代经济发展历程中,企业并购一直是贯穿经济发展的管理活动,伴随着经济周期和产业成熟的进程,美国等西方国家先后掀起了五次大的并购浪潮。这五次大的并购浪潮一方面都发生在经济处于持续高速增长的时期,另一方面都促进了企业规模的扩大和实力的增强,并且每一次并购浪潮都有不同的特征。剖析这些并购浪潮的发生、发展和结束的特征,从中吸取经验和教训,有利于我国从事并购管理的后来者沿着历史的轨迹,规范企业并购行为,寻求更有效的企业并

购管理的创新途径。

一、 第一次并购浪潮的基本情况

从 19 世纪 70 年代起，美国企业在铁路、石油、钢铁、金属制造、机械、煤炭等行业内，率先开始了旨在扩大企业规模的同一行业内部的企业并购活动，并于 1897 年至 1904 年间出现了并购高潮。在这 8 年间，共发生了 2934 起并购，平均每年 368 起，在 1894 年至 1904 年，美国的并购浪潮经历了一个由低到高，又由高到低的过程，在 1898 年至 1902 年，并购的数量达到了高峰。我们先来看一下第一次并购浪潮的规模。

美国第一次并购浪潮的公司合并或者收购的数量、通过并购大公司形成的情况，以及一些主要行业中并购后大公司的产品在市场中的占用率情况是我们关注的重点。首先我们来观察在第一次并购浪潮中各个年度发生的公司并购数量，具体数据如表 1-1 所示。

表 1-1 美国 1897 年至 1904 年发生的并购数量

年份	并购数量	年份	并购数量	年份	并购数量	年份	并购数量
1897	69	1898	303	1899	1208	1900	340
1901	423	1902	379	1903	142	1904	79

资料来源：Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation， Mergerstat Review， 1989。

第一次并购浪潮几乎涉及了美国的所有行业，但是，经历了最多并购的是金属、食品、石化产品、化工、交通设备、金属制造产品、机械、煤炭等 8 个行业，这些行业的并购约占该时期所有并购的 2/3。制造业部门在此期间的并购数量的情况见表 1-2

表 1-2 美国 1897 年至 1904 年制造业部门发生的并购数量

年份	并购数量	年份	并购数量	年份	并购数量	年份	并购数量
1897	6	1898	16	1899	63	1900	21
1901	19	1902	17	1903	5	1904	3

资料来源：Naomi R. Lamoreaux， The Great Merger Movement in American Business， 1895-1904， P.2. Cambridge University Press， 1985.

第一次并购浪潮的最主要特征是同行业之间的并购，即横向并购。在此间的全部并购中，78.3%为横向并购，12%为纵向并购，其余 9.7%为混合并购。¹横向并购就导致了垄断。美国许多垄断巨头都是在这时期通过大规模的并购获得垄断地位的。比如，J·P·摩根创建的美国钢铁公司收购了安德鲁·卡内基创办的卡内基钢铁公司以及其他 784 家独立公司，最后形成钢铁巨人——美国钢铁集团，它的产量曾一度占美国钢铁行业

¹ 资料来源：Neil Fligstein, The Transformation of Corporate Control (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990), p.72.

生产总量的 75%。另外，今日的巨型跨国公司如杜邦公司、标准石油、通用电气、柯达公司、全美烟草公司以及国际收割机公司都是在第一次并购浪潮结束时就已在业界领先。美国烟草公司当时已经占有美国 90% 的市场份额，洛克菲勒的标准石油公司当时占有美国市场份额的 85%，它仅仅通过 3 家炼油厂就控制了世界石油产量的 40%。第一次并购浪潮对世界经济产生了深远影响。

第一次并购浪潮发生的原因是多方面的，主要有以下三个方面：一是由于当时的经济衰退，很多企业业绩不好。许多大公司认为，行业内很多小规模并且低效率的公司是行业整体业绩不良的重要原因。它们希望通过并购的方式扩大企业规模，减少同行业的竞争，获得规模效应，从而改善公司业绩。二是美国一些州的公司法逐渐放宽，公司在获得资本、持有公司股票、扩大商业运作范围等方面变得更加方便、简单。资本的易于获得使公司在进行并购时更容易筹集到必要的资金。公司控股行为的规定的放宽、允许企业为并购目的而收购其他公司的股票，这些都为公司实施并购创造了良好的条件。三是美国交通运输系统的发展。南北战争后，主要铁路系统的建成使公司能为全国市场而不是地区市场服务。横贯大陆的铁路将美国西部和其他地区连接了起来。全国交通运输系统的发展使企业可以方便地以较低的成本向远方市场提供产品和服务。许多公司认识到全国是一个完整的大市场，它们希望通过大幅扩张以充分利用现在更为广阔的市场。而面对来自远方竞争对手的挑战，当地公司选择与同地区的竞争对手合并以维持市场份额。

第一次并购浪潮结束的原因主要有两个：一是 20 世纪初的银行风险最终导致 1907 年的银行倒闭风潮；二是 1904 年的美国股市崩溃。下滑的股票市场和脆弱的银行体系造成并购的融资严重缺乏，最终导致了第一次并购浪潮的结束。

二、第二次并购浪潮的基本情况

第二次并购浪潮发生在 20 世纪 20 年代，真正的并购高峰发生在 1926 年至 1930 年，在此期间，共发生了 4600 起公司并购案。最活跃的并购领域是钢铁、铝业、石油、食品化工和运输设备业。第二次并购浪潮最终被美国历史上最严重的 1929 年经济大危机打断。由于美国反托拉斯法的不断完善，特别是 1914 年国会通过了《克莱顿法案》，对行业垄断的约束和监管更加严格，反垄断的措施更加具体，执行更加有效。

这次并购浪潮的最大特点就是并购方式由第一次并购浪潮的横向并购向纵向并购转

变。纵向并购是指并购的目标公司的产品处在并购公司的上游或下游，是前后生产工序或生产与销售之间的关系。也就是把一个部门的各个生产环节整合在一个企业里，各种工序相互结合，连续作业，形成一个统一运行的联合体。在 20 世纪的并购浪潮中，有 85% 的企业并购属于企业由生产到流通和分销等各个再生产环节的结合，在美国最大的 287 家公司中，有 236 家公司都是把原料、生产、运输和销售等生产工序组成统一的整体进行运转。

其次，第二次企业并购浪潮主要是一些已经形成的垄断公司并购大量企业，以达到加强自身经济实力、扩大势力范围的目的。所以，在这次并购浪潮中，参与并购的企业实力基础都比上一次浪潮要雄厚的多，其并购规模也比上一次大得多，一家实力雄厚的企业为了增值资本，有可能需要并购更多的企业，以壮大自己的实力。在第一次并购浪潮的高峰期，平均每年发生的并购数为 409 起；而在第二次浪潮的高峰期，平均每年并购数比上次多 1 倍以上，达到 846 起。

再次，在第二次并购浪潮中，出现了工业资本与银行资本的相互结合和渗透，产生了一种新的资本，即金融资本。例如，洛克菲勒公司控制了美国花旗银行，摩根银行创办了美国钢铁公司。产业资本与银行资本的相互配合，产生了一些所谓的金融寡头，其金融资本实力相当雄厚，更有力量并购或控制其他企业，这些金融寡头在以后的美国经济中扮演了重要的角色。

最后，在这个时期，产生了国家干预下的企业并购。某些国家为了一定的目的，由国家出面并购一些关系国计民生和国家经济命脉的企业或投资控制、参控一些企业，形成国家垄断资本，提高国家对经济的直接干预和调控能力。

第二次并购浪潮发生的原因：这次并购浪潮的推动因素主要在于汽车运输、通讯事业及零售推销的重大发展。使用汽车的新型运输体系使卖者得以扩大其销售领域，使消费者具有更大的流动性，从而打破了狭小的地区市场。正如第一次并购浪潮中重型制造业的并购是伴随铁路运输系统的出现而产生的，第二次并购浪潮中伴随着汽车运输体系的出现，产生了诸如食品加工、化学等行业的并购。家用收音机的出现，使企业可以通过广告推出全国性的商品品牌，从而促进了产品差异化。到 20 世纪 20 年代，低利润率的大规模分销成为商品零售推销的另一种新方法，这两方面的发展，促进了经营规模的扩大，从而鼓励了并购。

但是这一时期的法律环境却发生了改变，因而并购类型也随之发生了变化。由于第一次浪潮所形成的垄断的负效应日益显现，在一定程度上阻碍了竞争效率的发挥，损害了中小企业和非垄断企业的利益。所以美国在 1890 年《谢尔曼法》的基础上，又于 1914 年颁布了反垄断法的重要法令——《克莱顿法》。德国也于 1906 年制定了包含政府具体控制企业并购的《反不正当竞争法》，由于上述法令的实施，企业以规模垄断为目的的横向并购受到了制约，企业为避免反垄断法的控制，转而更多地采取纵向并购战略。

三、第三次并购浪潮的基本情况

美国的第三次并购浪潮发生在上世纪 60 年代的后半期，具体地说是 1965 年至 1969 年。这是美国战后经济发展的“黄金时期”，由于战后科技的发展，特别是电子计算机、激光、宇航、核能和合成材料等部门的新成就对生产力的发展起到了极大的推动作用。美国经济在 60 年代经历了到那时为止的战后最长的一次经济景气，如果说科技发展是一个重要的推动因素的话，战后布雷顿森林体系带来的以美元为核心的双挂钩的固定汇率制度(各成员国货币与美元挂钩，美元与黄金挂钩)，关税与贸易总协定下的各成员国减让关税的安排及长期只有 1 美元/桶的低石油价格大概可以说是另外几个十分重要的推动因素。科技的推动和经济的发展促进了公司的并购，在美国 60 年代经济大增长的同期，兴起了第三次并购浪潮。1960 年至 1970 年，美国共发生 25598 起并购，其中仅仅 1967 年至 1969 年的三年间就发生了 10858 起并购。表 1-3 是 1963 年至 1970 年美国公司并购数量的情况：

表 1-3 1963 年至 1970 年美国公司并购数量表

年份	并购数量	年份	并购数量	年份	并购数量
1963	1361	1966	2377	1969	6107
1964	1950	1967	2975	1970	5152
1965	2125	1968	4462		

资料来源：帕特里克·高根著《兼并、收购与公司重组》，机械工业出版社 2004 年版第 20 页。

从表中可见，1969 年的并购数量最多，达到了 6107 起。此可见，第三次并购浪潮来势汹涌，数量远多于前两次并购浪潮。第三次并购浪潮不仅数量多，每一起并购案的规模更大，在前两次并购浪潮中，大多数情况下是大公司收购的目标公司比自身要小得多，而在 60 年代许多并购案的目标公司规模巨大。有统计指出，对资产超过 10 亿美元的企业收购，1948 年至 1960 年每年平均只有 1.3 次，1961 年至 1966 年是 5 次，1967 年升

至 24 次, 1968 年 31 次, 1969 年 20 次, 1970 年 12 次。

与前两次并购浪潮不同, 这次并购浪潮中许多并购案是跨行业的并购, 即所谓多元化并购。采取这一战略的出发点是多元化经营有助于公司的业绩平稳, 有助于公司抵御各种商海风浪的冲击, 就像股票投资一样, 分散化的投资, 不把鸡蛋都放在一个篮子里可以分散风险。譬如, 汽车公司经营旅行社, 如果两个行业不相关, 汽车市场不好的时候, 旅游业并不受影响, 汽车业的利润下降或亏损可以由旅游业的收益弥补。这一战略的广泛被接受还由于 60 年代管理学科得到了巨大的发展, 各个大学的商学院迅速扩张, 人们普遍认为得到最好训练的“最杰出、最优秀”的管理人才无所不能, 可以当国防部长, 也可以管理跨国公司, 各种跨行业的业务管理可以做到游刃有余。当然, 60 年代是美国反托拉斯、反垄断最严厉的时期, 无论是在此之前还是之后, 美国的反托拉斯、反垄断都没有那么严厉过, 这也使横向与纵向并购的数量受到了限制。另外, 60 年代美国股市的大涨, 道琼斯 30 种工业股票指数从 1960 年的 618 点, 到 1968 年时已涨到 906 点, 上升了大约 1/3。股价的飞涨, 使并购的成本下降, 自然也会促进并购的增加。

第三次并购发生浪潮发生的原因: 一是法律环境的变化。在这次全球范围的并购浪潮中, 美国、德国等国家仍然是以横向并购为主要形式, 原因是法律环境的变化。美国 1950 年的《塞勒——凯佛维尔法》对 1914 年的《克莱顿法》进行了修改, 对并购活动进行了严格规范和管制。但 1950 年的《塞勒——凯佛维尔法》对混合并购没有形成任何限制。因为混合并购不涉及该法案的理论基础的基石——行业集中度, 所以难以对其应用传统的反垄断法规和案例。从那以后, 横向并购和纵向并购就让位于混合并购, 当 1967 年至 1968 年并购活动达到顶峰的时候, 横向并购和纵向并购占全部并购的比例降到了 17%。

二是技术经济的发展。企业技术开发能力的明显提高, 以及第二次世界大战中发展的大批军用技术转向民用, 使企业跨行业并购的技术资源供给得到保障。同时, 大企业分散经营风险的意识也增强了。在通过垄断获得超额利润, 实力增强之后, 由于害怕自身规模和由此产生对各个供应商、市场和顾客的依赖性, 许多大企业开始为分散经营风险而购买不同行业的企业, 构建联合大企业。20 世纪 70 年代初期的能源危机所带来的结果也雄辩地证明, 如果不搞多元化混合经营, 仅仅依靠规模大还不足以抵御企业外部环境的变化。

三是管理理论的创新。美国著名企业战略理论家安索夫于 1957 年在《哈佛商业评论》上发表了企业管理理论界第一篇以“多元化”为主题的论文——《多元化战略》，并在 1965 年出版的《企业战略》中首次提出“协同性”概念，指两事件若有机结合则可能超过简单相加的力量，即“2+2=5”的效果。安索夫努力的目标是协助经理们在发展和多元化等方面的问题上进行更好的决策。20 世纪 60 年代末，波士顿咨询公司推出了专为分析多元化产品发展的管理工具——波士顿矩阵。同一时期，美国绝大多数的大企业都采用了事业部体制。这些都大大地提高了企业同时经营管理多种行业的能力，也形成了一种推动的力量。

四、第四次并购浪潮的基本情况

20 世纪 70 年代后期，美国经济因贸易赤字扩大而走向萧条，产业和企业也面临着巨大的国际市场压力和外国产品的渗透，国内汽车市场的占有率由 1960 年的 95.9% 下降到 1980 年的 53.1%。同时，生物科技的快速发展和电子时代的到来加快了产品更新换代的节奏，缩短了产品寿命，凸显了高技术含量、高附加值产品的市场价值和盈利能力。此外，第三次并购浪潮负面效应渐露，混合并购形成的企业体系过度庞大，在此背景下，美国企业进入了新的战略调整：提高投资报酬率，削减不利获利部门或盈利能力软弱的部门，把精力和经济资源集中投放在能够发挥企业优势并能获取持续盈利的部门。因此，美国的并购浪潮在 80 年代再度盛行，并于 1985 年达到了高峰，于 1990 年进入了尾声。

这次并购浪潮的特点之一是交易规模空前。例如：10 亿美元以上的并购案例在 1979 年以前较为少见，而在 1983 年、1984 年和 1985 年分别就有 6 起、17 起和 37 起。1975 年并购综述 2297 起，金额不到 120 亿美元，而 1984 年并购综述虽略升到 2543 起，总金额却高达 1220 亿美元，平均每笔并购的交易额明显扩大。特点之二是并购企业的范围十分广泛，涉及化学、银行、医院、太空、电子、石油、烟草等众多领域。特点之三是杠杆收购异常流行。企业并购多是大企业并购小企业、优势企业并购劣势企业，但这次并购浪潮中“小鱼吃大鱼”式的杠杆收购却十分常见。这种方式借助金融界的支持实现“以债换权益”（Debt for Equity）。例如，1985 年销售额仅为 3 亿美元的普莱得公司以举债方式用 17.6 亿美元的价格收购了年销售额达 24 亿美元的雷夫隆公司。特点之四是金融界为并购提供了金融支持，并主要体现为“垃圾债券”的发行。

第四次并购浪潮发生的原因：资本市场的发展对企业并购起到了重大的推动作用，

使企业利用垃圾债券进行的杠杆收购。杠杆收购与一般的战略收购不同，其主要目的不是整合上下游产品链，也不是为了更大的生产份额或更经济的生产规模，甚至不是为了规避风险而从事多元化的经营，其收购目的就是为将来（一般是 5~7 年）以更高的价格出售，赚取买卖的差价及并购交易的咨询服务费用。杠杆收购的资金不是自有资金，而是以目标企业的资产为抵押向商业银行的借款、以目标企业资产做担保发行次级债券（偿还次序在银行借款之后的债券）和没有担保的低等级债券。由于市场融资占收购资金的主要部分，一般可以到达 80%~90%，甚至更高，即收购方在收购时采用了很高的财务杠杆，所以这类收购被称做杠杆收购。

杠杆收购产生于 20 世纪 60 年代的美国，80 年代形成高潮，并推广到其他西方国家。垃圾债券的运用对杠杆收购的影响是巨大的。1987 年和 1988 年两年，垃圾债券融资所占杠杆收购总金额的比重分别高达 41.3% 和 44.1%。在 1985 年，销售额仅为 3 亿美元的经营超级市场的普莱得公司，令人们为之震惊，同时也令人们神往。从中我们既能够看到该企业追求广义规模经济的目的，也能发现多元化发展的轨迹。

五、第五次并购浪潮

美国第五次并购浪潮发生在上世纪的 90 年代，具体地说可以认为是 1992 年至 2000 年，但真正并购交易迅猛增长的年份是 1996 年至 2000 年，在此期间美国一共发生了 52045 起并购案。如论是总量还是年平均量都大大超过了第三和第四次并购浪潮的情况，特别是 1996 年至 2000 年这五年共发生了 40301 起并购案，平均每年达到了 8060 起。

首先，企业并购规模巨大。在 1980 年以前的世界企业兼并史上，超过 10 亿美元的并购案件非常罕见。在 20 世纪 80 年代的并购浪潮中，虽然有些大型并购案，但极少有超过百亿美元的。进入 20 世纪 90 年代后，大型上市公司成为并购案的主角，并购金额在百亿美元以上的并购案经常发生。从企业并购总规模看增长更是惊人，据统计，1997 年全球企业并购交易额达 1.4 万亿美元，比创纪录的 1996 年增加了 22.8%；1998 年全球并购交易额达到了 2.5 万亿美元，比 1997 年上升了 78%；1999 年全球企业并购交易总额达 3.4 万亿美元，比 1998 年上升了 36%，也超过了 1990 年至 1995 年全球兼并总额。

其次，在以往的并购案中，通常都是优势企业兼并劣势企业，而发生在两个势均力敌的大巨头之间的强强联合并不多见。在这次的并购浪潮中，强手之间合并的浪潮几乎进入了所有行业，刺激了更多的企业，为了维持其在市场竞争中的地位，不得不卷入更

加狂热的并购浪潮中。

再次，在当今世界市场上，各大公司经过多年经营，已形成了自己所特有的优势，但不可避免地存在着自己的劣势。为了弥补自己的不足，在新的并购浪潮中，越来越多的企业有意识地和自己有优势互补的企业实现合并，以增强在市场中的竞争力。

另外，跨国并购币种日益提高。近年来，在经济全球化的背景下，跨国并购作为一种新的投资形式，被广泛地运用于国际投资领域，成为发达国家进入外国市场的主要方式，其比重在逐年提高。1996年，全球跨国并购金额达2700亿美元，1997年上升到3326亿美元。1988年以来，国际上许多巨型公司和重要产业都卷入了跨国并购。美国的许多大企业在欧洲和亚洲进行了大量收购，同时，在欧洲和亚洲内部也出现了大量的跨国并购。进入1999年后，跨国并购更是发展迅猛，先后出现了福特收购沃尔玛等巨型并购案件。在这一年中，全球跨国并购额高达11000亿美元。

最后，由于技术进步，特别是电脑技术和网络软件以及数字化技术的迅速发展，使得网络与传统媒体相互配合，并使数字化技术向通讯、娱乐等许多行业迅速渗透，给产业性质带来了革命性的变化。²

第五次并购浪潮发生的原因：首先，为提高本国企业在全世界竞争中的优势地位，各国政府放松管制，甚至采取种种办法暗中支持或默认带有垄断性质的并购。美国政府取消了禁止商业银行跨州并购的规定，还在1996年初推出新的电信法，取消了实行60多年的各种限制，这些举措引起了大量的相关并购。其他行业也是如此，1996年美国波音飞机公司与麦道公司的合并，如果按照过去美国有关的并购法律和准则，是很难得到批准的，但美国联邦贸易委员会却比较轻易地批准了两家公司的合并。

其次，冷战结束后，世界经济一体化和地区经济一体化成为并购的重要推动力量。有限的市场竞争，使企业间的并购活动日趋加剧。每当经济一体化的进程加快，成员国之间的企业并购也会随之繁荣起来，因为跨国公司易于开拓市场，并适应世界市场在全球范围内配置资源，获取垄断利润。因此，跨国并购在经济一体化中得到了迅速发展。

再次，信息化革命的到来和高新技术的飞速发展也为跨国并购创造了条件，同时也加快了并购的步伐。信息化革命为远程管理和控制提高了精度，降低了成本，从而突破了地域的限制，对跨国并购形成了有力的技术支持。高新技术的出现不仅缩短了产品的生命

² 李艳芳，刘斌.第五次并购浪潮的“走向”.经济大观.2003,1

周期,加快了产品推陈出新的速度,而且也迫使企业放弃原有的通过独自研发、新建工厂等传统内部慢慢积累的扩张方式,更多地采用快速的外部交易型扩张方式——并购。

最后,现代金融工具和政策的变迁推动了资本的流动。我们知道,任何并购都是资本的重新组合。经历了国际金本位制、布雷顿森林体系和牙买加体系后,资本和外汇的流动壁垒在大多数市场经济国家都已经破除,资本已经成为全球经济的核心和“血液”。对于大多数资本稀缺的企业来说,为了更进一步的发展,也愿意被大公司并购。³

第三节 企业兼并与收购的动因

我们知道,企业并购是通过转移企业所有权或控制权的方式实现企业扩张和发展的经营手段。通过并购,企业间的资源得到有效整合,可以快速建立新的组织,收购瓶颈资源,占有核心技术,降低资金成本,克服行业壁垒。⁴从每次并购的浪潮的成因中我们可以看出:几乎每次都是企业外部环境的发展变化强烈刺激了企业并购行为的产生。在这种外因和内因的共同作用下,使企业并购的浪潮一浪高过一浪。分析企业并购的动因及其决定因素,对于研究并购问题起着基础性作用,同时该问题也是企业并购理论的重要组成部分。关于动因问题,西方学者也做了广泛而深入的调查与研究,由于企业并购的动因本身在现实经济生活中是复杂和多元化的,所以很难用某一种理论单独解释清楚。本文将重点介绍几种关于并购的动因,试图从整体上对这一问题有较好的把握。

一、效率理论

微观经济学的思想在于探讨有限资源如何达到最佳配置的问题,而效率理论正是基于这一思想对企业并购进行解释的。效率理论认为企业并购能够给社会收益和企业收益带来一个潜在的增量,而且对于交易双方来说都能带来各自效率的提高。效率理论主要包括两个最主要的思想,即企业并购有利于改进管理者的经营业绩,有利于某种形式的协同效应的形成。

效率理论主要包括以下几个子理论。

(一) 差异效率理论

差异效率理论认为并购活动产生的原因在于交易双方的管理效率是不一致的。通俗讲就是,如果A公司的管理效率优于B公司,那么在A公司兼并B公司后,B公司的管

³ 庞守林,邱明,林光.企业并购管理.2008,2

⁴ 万兰英,王为夏.论企业并购的动因.江西社会科学.2003