

刘洪久◇著

BINGGOUZHONG DE MUBIAO QIYE XUANZE

并购中的 目标企业选择

 黑龙江大学出版社
HEILONGJIANG UNIVERSITY PRESS

刘洪久◇著

BINGGOUZHONG DE MUBIAO QIYE XUANZE

并购中的 目标企业选择

 黑龙江大学出版社
HEILONGJIANG UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

并购中的目标企业选择 / 刘洪久著. -- 哈尔滨:
黑龙江大学出版社, 2012. 12
ISBN 978 - 7 - 81129 - 568 - 9

I. ①并… II. ①刘… III. ①企业兼并 - 研究 IV.
①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 264187 号

并购中的目标企业选择

BINGGOUZHONG DE MUBIAO QIYE XUANZE

刘洪久 著

责任编辑 安宏涛 王剑慧
出版发行 黑龙江大学出版社
地 址 哈尔滨市南岗区学府路 74 号
印 刷 哈尔滨市石桥印务有限公司
开 本 880 × 1230 1/32
印 张 9.125
字 数 204 千
版 次 2012 年 12 月第 1 版
印 次 2012 年 12 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 81129 - 568 - 9
定 价 23.00 元

本书如有印装错误请与本社联系更换。

版权所有 侵权必究

前 言

在企业成长方式中,并购相对于新建投资具有低风险、低投资、高度控制权及快速增长等优点而被许多企业视为首选方式。并购成为很多企业增强自身实力,更好地参与市场竞争,盘活不良资产的重要手段。国内外的并购实践表明,目标企业选择在并购中占据重要地位,目标企业选择正确与否是决定成败的关键。如果目标企业选择不当,将会影响并购效果,给企业造成损失。在我国现实中,由于政府干预和经营者责任的软约束等原因使得企业忽视了并购目标选择,这成为影响我国并购效果的主要因素之一。因此,本书选取并购目标企业选择作为论述对象,试图实现并购理论和实务的结合,为企业并购中目标企业选择作出有意义的探索。

目标企业选择的理论包括并购的决策、目标企业的识别、风险识别和评价以及价值评估四个部分。目标企业的选择过程为:并购决策形成并购标准,根据设立的标准搜寻潜在的目标企业,然后对目标企业进行风险评价和价值评估,最终决定选择终极目标。

企业的并购决策不同于一般的投资决策分析。策略的制定要根据并购决策的具体特点和并购决策的过程而定。笔者将环

境分析、战略评价相关模型、策略选择和博弈分析结合起来,重点提出了在企业并购决策中如何进行博弈分析,构建了博弈分析的系统模型,研究了并购决策中管理层和股东、主并企业和竞争对手、政府和主并企业、主并企业和目标企业的博弈关系并得出了相关结论。

目标企业选择要遵循战略所需、优势互补和双赢的原则。在目标企业选择时要考虑技术、营销的互补性,企业文化的相容性,目标企业的价格和经营状况,符合主并企业实力和目标企业规模等因素。目标企业的识别要考虑在横向并购、纵向并购、混合并购、买壳上市和投机性并购方式下的不同特点。潜在目标企业的信息搜集可通过政府或行业主管部门、中介机构、专业展览会、多媒体以及企业市场调研获取。

进行目标企业的识别要建立具体的指标体系,包括发展环境、产品市场需求、财务经济、技术研发、管理状况、营销状况和生产状况方面的要求。针对并购的特点,笔者提出了基于Hopfield神经网络和模糊贴近的目标企业识别模型,对两种模型的原理和算法进行了研究和比较,提出了各自的适用条件。

通过目标企业识别后,还要对符合并购标准的企业进行风险识别和评价。风险识别的目的在于辨别并购活动中可能受风险因素影响的资产与识别并购风险的成因和性质特征。目标企业选择过程中有主观风险、道德风险、信息风险、法律风险、体制风险、政策风险和市场风险等。主观风险取决于决策者的素质、偏好和能力;道德风险取决于股权集中度、产权所有制形式;体制风险受产权明晰度、特殊债务关系和政府态度影响很大;法律风险体现在法律的完善程度和法律变更的可能性;政策风险来

源于财政税收、金融和行业政策;信息风险可用信息不对称程度评价;市场风险来源于供应商、客户和竞争风险。并购风险的评估采用将专家经验和遗传神经网络模型相结合的方式进行,利用专家的经验训练网络模型,使其具有良好的风险评估能力。

在风险评估的基础上,要对目标企业的价值进行评估。并购的价值评估包括评估企业自身价值、目标企业价值、协同效应、合并后联合企业的价值以及分析并购的可行性等内容。影响企业并购价值的直接因素是企业的获利能力,外部环境因素是影响企业价值的外因,内部条件是影响企业价值的内因,外因通过影响企业内部各个盈利相关因素而最终影响企业的获利能力。

由于 DCF 法在销售收入预测、价值评估的静态性等方面存在缺陷,以及缺乏对整合成本的考虑,笔者利用遗传神经网络模型和博弈模型对该方法进行了理论修正。对于目标企业的价格预测,同样采用了遗传神经网络模型,并构建了博弈模型,在理论上分析了目标企业定价的过程。

本书通过实证案例分析对目标企业选择的决策理论的可行性与有效性进行检验和分析。实证结果表明,本书提出的相关理论和方法对企业并购实践有较好的指导意义,使企业的目标选择过程更加科学化。

目 录

1	国内外并购和目标并购理论发展	1
1.1	并购的内涵	1
1.2	国内外企业并购的发展	2
1.3	国内外并购理论的发展	17
2	企业并购的决策	42
2.1	企业并购决策的特点	42
2.2	并购决策过程分析	45
2.3	并购决策博弈模型	49
3	并购目标企业的识别	72
3.1	目标企业选择的原则和影响因素	72
3.2	目标企业选择的程序	75
3.3	企业战略对目标企业选择的影响	76
3.4	并购方式对目标企业选择的影响	94
3.5	目标企业的识别方法研究	105
4	目标企业选择中的风险识别和评价	125
4.1	并购风险的概念	125
4.2	并购的风险特征	127
4.3	并购风险识别	129

4.4	并购风险的表现形态	134
4.5	并购风险的评价	141
5	并购的价值评估	169
5.1	企业价值的理论解释	169
5.2	企业价值评估的概念和特点	174
5.3	企业价值评估的作用和原则	176
5.4	影响企业价值的因素分析	180
5.5	并购价值评估的内容和框架	187
5.6	现金流量法的常见模型和局限性	191
5.7	贴现现金流量理论的改进方法	201
5.8	目标企业价格预测的改进方法	207
6	案例研究	217
6.1	企业概况	217
6.2	并购决策	219
6.3	目标企业识别	230
6.4	并购风险评价	232
6.5	备选企业的价值评估	238
6.6	收购价格预测	248
6.7	并购可行性分析与比较	251
6.8	实证结果与实际收购的比较分析	252
附 录		255
参考文献		262

1 国内外并购和目标 并购理论发展

1.1 并购的内涵

并购(M&A)是企业的一种产权经营行为。这里的并指兼并,英文是“merger”,购指的是收购,英文是“acquisition”。下面先来区别一下这两个概念。

兼并通常是指一家企业以现金、证券或其他形式来购买取得其他企业产权,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。

收购是指企业用现金、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的行为。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区别在于:收购股权是购买一家企业的股份,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,并未收购其股份,所以收购方无须承担其债务。

兼并和收购的区别在于:

(1)在兼并中,被合并企业作为法人实体不复存在;而在收购中,被收购企业仍可以法人实体存在,其产权可以是部分转让的。

(2)兼并后,兼并企业成为被兼并企业新的所有者和债权、债务的承担者,是资产、债权、债务的一同转换。而在收购中,若收购的是资产,则不承担任何债务;若收购的是股权,收购方则成为被收购企业的新股东,以收购出资的股本为限承担被收购企业的风险。

(3)兼并多发生在被兼并企业财务状况不佳、生产经营停滞或半停滞之时,兼并后一般需要调整其生产经营,重新组合其资产;而收购一般发生在企业正常生产经营状态之时,产权流动比较平和。

尽管存在这样的差别,但两者基本动因相似,都以企业产权为交易对象。在现实生活中,兼并和收购常作同义词,尤其是兼并和收购两种方式同时使用时,笔者把兼并和收购统称为并购,泛指在市场机制下,为了获得其他企业的控制权而进行的产权交易活动。

1.2 国内外企业并购的发展

1.2.1 国外企业并购的发展

资本主义经济从原始资本积累阶段到自由竞争阶段,再到垄断阶段的过程中,企业并购始终扮演着重要的角色,促进了西

方国家生产力的快速发展。企业并购是一种产业力量。从企业并购诞生之日起,西方企业并购已经历了一个多世纪的历程,掀起了五次并购浪潮,每次都促进了垄断资本的发展和企业规模的扩大。发生在西方企业发展历史上的五次并购浪潮分别是:19世纪末20世纪初,资本主义自由竞争阶段向垄断阶段过渡时爆发第一次并购浪潮;两次世界大战之间的20世纪20年代,资本主义经济相对稳定时期爆发第二次并购浪潮;第二次世界大战后的50—60年代,资本主义发展的黄金时期掀起第三次并购浪潮;20世纪70年代中期至90年代初,资本主义经济进一步发展时期又出现了第四次并购浪潮;时至今日热潮依然不减,第五次并购浪潮又方兴未艾地在全世界范围内掀起。

(1) 第一次并购浪潮

以英国为首的西方国家从18世纪开始进入第一次产业革命时期,以蒸汽机的发明与使用为标志,西方国家大机器工业时代来临了。随着科学技术的进步,到了19世纪下半叶,电力的发明和广泛使用使西方国家进入了第二次产业革命时期,进一步促进了科学技术的发展。由于大资本采用先进的机器设备和技术,能大大提高劳动生产率,降低产品成本,提高产品质量,增强市场竞争能力;而单靠个别企业内部的资本积累,不能满足社会化大生产的要求。所以,资本间的相互吞并就成了形成大资本以适应资本集中、技术进步要求的必然产物。

以美国为例,在1898—1902年的并购高峰期间,并购发生总数达2 653家,并购总额超过63亿美元。这次并购高潮始于铁路公司间的相互并购,进一步推动了其他运输企业和电话、电报通信企业并购活动。并购结果是100家最大公司的规模增长

了4倍,控制了全国工业资本的40%,出现了像爱理斯-查莫斯公司、阿纳康达铜业公司、杜邦公司、美国烟草公司、美国钢铁公司和美国电话电报公司等巨型公司。这次并购高潮的特征主要属于横向并购,是优势企业并购劣势企业,扩大了生产规模,产业集中度普遍提高。并购方企业获得了规模经济效益,同时也获得了巨额垄断利润,例如:美国钢铁公司采用转炉炼钢技术,在1902—1906年期间,每吨钢坯生产成本为14.35美元,而行业平均成本为16.80美元;在1889—1896年间,美国钢铁公司的控股公司美国钢铁电线公司专门生产电线,每吨生产成本下降了31%,价格却上涨了9.1%,每吨利润增长了121%。可以说,企业追求垄断力和规模经济是第一次并购浪潮的动因。

(2) 第二次并购浪潮

西方国家经历了第一次并购浪潮之后,到了20世纪初稍后时期,企业并购活动处于低潮阶段。不久,爆发了第一次世界大战,战时美国经济没有遭受战争破坏,这给美国的经济的发展提供了诸多有利条件。战后,欧洲各国因在战争中遭受严重创伤,急需恢复和发展经济,所需的大量机器设备和原材料都由美国供给,这给美国经济的稳定发展提供了有力保证。与此同时,企业并购形成了第二次浪潮,企业并购浪潮与经济增长相互促进是20世纪20年代美国经济增长的一个重要因素。

第一次并购浪潮主要是企业为形成垄断力、扩大生产规模而并购,是把大量中小企业合并成少数大型具有垄断性的企业,并购之前,企业规模较小,实力有限,并购阻力小。第二次并购浪潮是在行业具有一定的垄断性基础上进行的,主要是大型企业为进一步增强资本实力、扩大市场势力范围而并购中小企业。

另外,第二次并购浪潮是以纵向并购形式为主,也就是把产品生产流程的各工序结合起来连续作业,形成统一运行的大型企业。

由于生产环节紧密衔接、统一调度、统一管理,合理配置和有效利用了资源,减少了中间流转环节中的运输费用和能量损耗。如果企业后向并购延伸至采掘业、原材料制造业,企业就能保证及时得到价廉物美的原材料;如果企业前向并购延伸至市场销售环节,企业就能迅速扩大市场份额,加速存货周转,提高企业资产的盈利能力。

以美国为例,在第二次并购浪潮中,278 家大公司中就有 236 家公司进行了原材料、半成品、制造加工等生产环节的并购,使产品生产的各环节前后延伸并集中在同一企业中进行,极大地增强了企业的竞争实力。如美国的汽车制造企业——美国福特汽车公司,在第二次并购浪潮中,并购了大量的各类中小企业,形成了一个生产焦炭、生铁、钢材、铸件、锻造、汽车零部件、冰箱、皮革、玻璃、塑料、橡胶、滚珠轴承、发电机和蓄电池等有关汽车制造无所不包的生产统一体,还有自己的汽车销售网络及分销运输体系。此时,福特公司在肯塔基州和西弗吉尼亚州拥有煤炭矿藏 6 亿吨,在密歇根州拥有 50 万英亩的木材和矿石。福特公司拥有各类工厂 35 家,其中,数底特律的汽车制造厂最大,占地 278 英亩,汽车年生产能力为 250 万辆,为当时世界最大的汽车生产基地;在鲁奇河拥有占地 1 100 英亩,数座大型高炉的钢铁厂,为汽车制造提供原材料;冰箱制造厂一年生产的车用冰箱比全国冰箱生产总量还大,皮革厂每天可生产 8 万码皮革,玻璃厂每天可制造 1 万多平方英尺的玻璃,其拥有的港口、码头及数条铁路线每天货运量也十分巨大。这样福特公司很快

成为世界最大的汽车制造企业,使汽车制造业成为美国经济发展中的支柱产业。

第二次并购浪潮形成了庞大的联合企业,生产规模进一步扩大,规模经济日益显著,提高了劳动生产率;同时,由于资本的进一步集中,市场垄断力大大增强,为企业带来巨大的经济利益。

(3) 第三次并购浪潮

第三次并购浪潮发生于第二次世界大战后的 20 世纪 50—60 年代,并于 60 年代后期形成高潮。这次并购就其规模来说,大大超过了前两次,主要是大型企业间的并购。例如,在 1951—1968 年间,美国最大的 1 000 家公司有近三分之一被并购,其中,一半以上是被最大的 200 家公司所并购。这次并购浪潮的并购形式主要是混合并购,各类大型无关联企业通过并购组成一个统一管理的实体。

第三次并购浪潮起因主要是一系列新兴工业部门相继兴起,如电子计算机、激光、宇航、核能、合成材料和生物制药等。在市场竞争日益加剧、企业经营风险日益加大的形势下,为了分散经营风险,进一步增强市场垄断力,企业实行多元化经营战略,一些有实力的大企业进行强强联合。并购的结果是企业规模进一步扩大,产业集中度提高,公司的市场垄断力增强。大型混合企业雄厚的资本,使得企业在新技术研究和开发方面处于领先地位;市场的垄断使得企业成为市场价格的“领导者”,并获取巨额垄断利润。有资料表明,企业集中度为 60% 以上的公司利润率比集中度在 20%—30% 的公司的利润率高出近 4%。

(4)第四次并购浪潮

第四次并购浪潮发生于 20 世纪 70 年代中期至 90 年代初期,特别是在 20 世纪 80 年代进入高潮。这次并购开始进入了一个产业结构大调整时期。科学技术日新月异,新兴行业不断出现,技术进步对国民经济的贡献日益显著,需要进行产业结构调整。在此阶段大力发展新兴高科技部门,调整和改造传统工业部门的产业结构有相当一部分是通过并购来进行的。这次并购的形式趋向多样化,即对前三次企业并购形式综合利用、扬长避短,使横向、纵向和混合两种并购形式相互补充。在第三次并购浪潮中,由于混合并购而出现了由众多无关联部门组成的混合体,有的是由于短期利益的利诱而形成的,在并购初期虽可以获得一定的利润,却给企业带来管理效率低下等一系列弊端,到了 20 世纪 80 年代这些弊端逐渐显露出来,这些庞杂的混合企业的内部结构需要进行大幅度的调整,把一些与企业核心业务无关或经营不善的部门剥离出去,以提高企业的经营效率。因此,属于资产剥离的并购在第四次并购浪潮中占有相当大的比重,在整个 20 世纪 80 年代,资产剥离占整个并购交易数量的 35% 以上。

企业并购从国内发展到国外,也是这次并购浪潮的重要特征。20 世纪 80 年代以来,跨国企业除了在海外直接投资外,还直接并购海外企业,大大缩短了开拓海外市场的时间。跨国并购的目标企业主要是高新技术企业、矿产资源类企业和经营业绩良好的企业。

在这次并购浪潮中,出现了小企业并购大企业的现象,即“小鱼吃大鱼”,也称“杠杆并购”,指并购方企业以目标企业的

资产和将来的收益作为抵押,通过大量的债务融资作为并购资金的来源。债务融资的手段之一是大量发行债券,这种债券以目标企业的资产作为抵押,甚至无资产抵押,因而债券资信低、风险大,但利率高。这种债券也称被为“垃圾债券”,由美国投资家马克尔·米尔肯首创。据估计,20 世纪 80 年代以杠杆并购方式并购的企业总价值达 2 350 亿美元,涉及企业多达 2 800 家。例如,美国的著名财务并购公司科尔伯格·克莱维斯·罗伯兹公司(简称 KKR 公司),在 1988 年用杠杆并购方式以 246 亿美元并购了雷诺·纳比斯科公司。KKR 公司共融资 200 亿美元,其中,150 亿美元为银行辛迪加贷款、50 亿美元为垃圾债券。

并购与反并购斗争日益激烈,越来越不择手段。为了获得目标企业的先进技术或专门人才,有的企业竟将目标企业整个买下;有的目标企业为了抵御并购者的进攻,忍痛将优良资产卖出,以降低吸引力,避免被并购;有的目标企业不得不高价回购并购者手中的股票,以免被并购。诸如此类的反并购手段还有“白衣骑士”、“金保护伞”等。

(5)第五次并购浪潮

第五次并购浪潮发生在 20 世纪 90 年代至今。20 世纪 90 年代中期以来,科学技术的迅猛发展,如电子通信技术、互联网技术使社会经济生活发生前所未有的变革,也使经济全球一体化进程加快,世界市场竞争加剧,各国政府相应放松了对企业并购的管制,因此,并购浪潮汹涌澎湃,在并购数量、并购价值和垄断程度上都大大超过以往。以美国为例,在 1993 年初至 1997 年底的五年间,有 20 000 亿美元的资产易手。2007 年,全球宣

布并购的交易额达到新的高峰,达到 43 800 亿美元,图1-1反映了 2003—2010 年全球企业并购发展趋势。

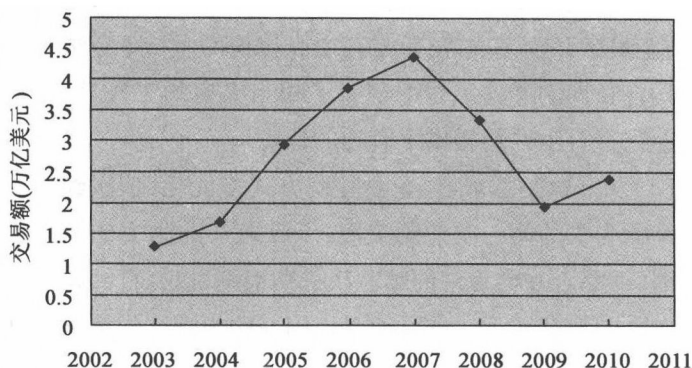


图 1-1 全球并购交易近年的发展趋势

国外历史上五次大的并购浪潮具有以下特点。

(1)每次并购浪潮中企业的并购都是以市场为导向,以效益为根本,以利润为目标,为组建规模更大的企业,并使产品在市场上获得垄断地位,以应付来自各方面的竞争与各种不利环境带来的影响和冲击,寻找在全球竞争中的更大优势。其并购是为了在激烈的市场竞争中寻求生存与发展,并购是企业着眼于未来战略的市场行为,选择的目标企业是能帮助其达到战略目标和创造价值的企业。

(2)在历次并购过程中,中介机构起到了推波助澜的重要作用。参与并购的中介机构通常有投资银行、并购经纪人与顾问公司、会计师事务所、律师事务所等。它们已经成为并购业务的主要操作者。当前,它们的经营范围正朝着多层次的方向发