

并购实务

干春晖 编著



清华大学出版社

并 购 实 务

干春晖 编著

清华大学出版社

北 京

内 容 简 介

本书着重介绍国内外企业并购实践及并购操作中涉及的主要问题,包括:国内外企业并购活动的演进过程,并购的动因和类型,并购的战略分析方法,调查目标企业的内容和方法,评估目标企业价值的方法,并购的程序,并购中的税收、财务与会计处理、就业与养老金、谈判、支付方式等问题,管理层收购(MBO),员工持股计划(ESOP),杠杆收购(LBO),跨国并购,并购后的整合,剥离与分立,并购防御策略和并购的监管等。本书特别适用于对国内外企业并购实务操作感兴趣的读者和研究、学习并购经济学的广大师生。

版权所有,翻印必究。

本书封面贴有清华大学出版社激光防伪标签,无标签者不得销售。

图书在版编目(CIP)数据

并购实务/干春晖编著. —北京:清华大学出版社, 2004

ISBN 7-302-08528-5

I. 并… II. 干… III. 企业合并—研究—中国

IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 037466 号

出 版 者:清华大学出版社 地 址:北京清华大学学研大厦

<http://www.tup.com.cn> 邮 编:100084

社 总 机:010-62770175 客户服务:010-62776969

组稿编辑:邓 婷

文稿编辑:王丹丹

封面设计:秦 铭

版式设计:俞小红

印 刷 者:北京嘉实印刷有限公司

装 订 者:三河市金元装订厂

发 行 者:新华书店总店北京发行所

开 本:185×230 印张:35.75 字数:601 千字

版 次:2004 年 5 月第 1 版 2004 年 5 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 7-302-08528-5/F·787

印 数:1~4000

定 价:47.00 元

本书如存在文字不清、漏印以及缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话:(010)62770175-3103 或(010)62795704

序 言

干春晖教授撰著的“企业并购丛书”是经过深入系统研究写成的一部值得阅读的、难觅的力作。丛书立论甚佳，视野开阔，构思新颖，内容丰富，反映了鲜明的时代特征。

“企业并购丛书”，由《并购经济学》、《并购实务》、《并购案例》三部著作合成，融理论性、现实性与可操作性于一体。《并购经济学》全面系统地论述了企业并购的有关经济学理论。以产业组织学、博弈论、新制度经济学、福利经济学和反托拉斯经济学为主的理论框架论析企业并购问题，是我国目前惟一一部全面系统论述并购经济学理论的著作。《并购实务》是一部全面介绍并购实务的指导性书籍，除了吸收干春晖教授已出版的多本书中的并购实务部分内容外，又增添了管理层收购、员工持股计划、杠杆收购、跨国并购与外资收购等新内容。《并购案例》收录了五十多个国内外企业并购的典型案列和重大案列，按“案列发生的背景→并购双方的概况→并购动因→并购过程→并购结果→启示”的体例编写而成，清晰地叙述了一个并购案列的前因后果及交易过程。由这三部著作组成的“企业并购丛书”，既有理论论述，又有实践概括，还有案列佐证。定性分析与定量分析相结合，规范研究与实证分析相联系，体现了创新性与求实性的统一。本从书中凡可向国外借鉴和比较分析的内容，一般都进行了借鉴比较，以便在更广阔的背景中研究分析并购问题，使著作更为完整清晰，对理论与实践的认识更为深化，科学性更强。本丛书在广度与深度上，将企业并购问题引申到了全方位研究层次上，拓宽了企业并购研究的内容，凝聚着作者对企业并购问题多年潜心研究所做的有益探索、思考和总结。

企业兼并与收购，是市场经济的产物，也是市场发展的必然要求。企业按照自愿、有偿原则，兼并收购其他企业，是企业组织调整的重要方式，并购是企业运用经营权自主做出的行为。发达资本主义国家大规模的并购活动，发生在从自由竞争资本主义到垄断资本主义的过渡阶段。20世纪几次重大的并购浪潮，反映了资本主义社会的激烈竞争，推动了技术进步和经济发展，优化了企业的组织结构和资源配置。从世界范围来看，每隔十到十五年就会涌起一次并购浪潮，最近一次全球范围内大企业与大企业之间掀起的排浪式的并购活动，是为了寻求资源互补，实现更大的规模经济和范围经济效应，旨在

全面塑造和提升企业的核心竞争力。中国自 20 世纪 80 年代以来，企业并购有了突破，联合、兼并、收购、破产等，成为中国现实经济问题研究的一个重要方面。从宏观角度看，企业并购直接服务于国民经济的战略性调整；从微观角度看，企业并购是实现战略性发展的重要方式。这一情况表明，不管人们主观意志怎样，并购已步入社会经济生活。但是，在我国要真正建立起并购机制绝非一件易事，需要从理论和实践结合上对并购中的问题不断地进行探索研究，敢于实践，善于总结，构筑理论框架，概括实践体系，撰写有观点、有内容的佳作，这是我国建立社会主义市场经济体制，完善并购机制提出的客观要求。“企业并购丛书”正是为适应这个需要而撰写的。

于春晖教授较长时期以来一直对企业兼并收购的理论与实践进行持续地研究，出版过多部相关著作，有的著作已一版再版，发表过相当多的论文，这套“企业并购丛书”，是在他原来大量研究的基础上又做了深入的调查研究，根据国内外发展的新情况、出现的新事物撰写而成的。这套丛书与其他同类著作相比有自己的特色，研究角度新颖，在学术研究和应用研究方面对企业并购的理论认识有了新的突破，观点有所创新，内容有所发展，理论与实践紧密结合，强调了科学原理与科学方法在实践中的运用。对我国适时推进兼并与收购，提供了理论依据和实践指导。

人类已进入充满希望和挑战的新世纪，企业并购已成为我国社会经济活动中的一个主题。这套“企业并购丛书”的问世，在百花齐放的经济丛书中，又开出了一支鲜艳的花朵。相信这套丛书的理论观点、创新内容、翔实资料会对广大读者有所裨益，必将受到读者的欢迎。

上海财经大学博士生导师 杨公朴

2003 年 10 月

前 言

随着我国企业并购实践的不断发展和深化，企业并购的研究也在不断深化。国内的并购研究始于 20 世纪 90 年代初，是随着 80 年代以后国内企业并购实践的兴起而开展的，涌现出了一大批企业并购著作，对国内企业并购实践起到了很好的借鉴和指导作用，但当时国内大部分著作都是以介绍西方国家企业并购的常识为主，缺乏对企业并购各方面内容的专门化的研究和介绍。20 世纪 90 年代中叶特别是进入 21 世纪以后，国内企业并购实践不断发展和深化，并购种类更多，动因更加多元化，程序更加复杂，市场日益扩大，对并购的研究也不断深化。近年来，除了大量引进国外企业并购著作之外，国内的并购研究也出现了新的研究动向，譬如，学界和业界的一些人士开始做中国年度并购报告之类信息汇集性的基础工作，这对于做进一步并购研究的学者来说是有价值的；又如，开始出现以书代刊的中国并购评论之类的刊物，对并购实践中的一些热点问题和案例进行讨论。年度并购报告和并购评论刊物的出现反映了国内并购研究本身的专业化分工趋势，我们奉献给读者的这套“企业并购丛书”正是这种趋势的反映。《并购经济学》用经济学理论探讨企业并购的演进、动因、并购整合、跨国并购、并购防御策略、并购管制等问题，介绍各类并购的基本经济学原理，为企业并购中出现的各种问题提出了一个经济学维度的阐述，对那些希望从较深入的理论视角考虑并购问题的读者可能会有一些启发。《并购实务》则是一本纯粹的并购操作实务和实践知识介绍的读物，对当前国内企业并购中涉及或可能涉及到的各类操作和实务问题进行了较详细的介绍，尤其是对国外并购实践中的同类问题的介绍。而《并购案例》是给那些对具体操作案例感兴趣的读者介绍了五十多个近年来国内外重要的并购案例，每个案例都基本按产业背景、并购各方的概况、并购动因、并购交易过程和结果为叙述方式展开。

20 世纪 90 年代初，并购还不是一个特别热门的课题，但当我出版自己的第一部并购著作（公司兼并与收购，上海：立信会计出版社，1995）时，并购热潮已在国内兴起，也正是并购实践的发展和广大读者的鼓励影响了我当时博士论文的选题（资源配置与企业兼并，上海：上海财经大学出版社，1997）。之后，除了继续进行并购研

究之外，我还参与了许多企业并购的实践工作。在 90 年代中叶第五次全球性并购浪潮出现之后的 1998 年—1999 年间，我刚好有机会到美国雷鸟国际管理研究生院（Thunderbird, The American Graduate School of International Management）对企业并购做访问研究，这使我有机会更多地了解西方企业的并购理论与实践。回国后，根据在美国的研究成果和国内的并购实践，出版了新的并购著作（企业并购理论与实务，上海：立信会计出版社，1999），之后的几年里，我有更多的机会参与政府、企业的并购活动和并购研究项目，同时作了大量有关并购问题的演讲。仅 2001 年和 2002 年，就应邀在各地政府部门、行业协会、大型企业集团、高校作了 50 多场报告，还应邀参加了数十期相关电视节目的制作，这使我深切地体会到社会对并购知识的强烈需求，为此，我更新了原来的并购著作，主要结合现实增加了一些并购案例，出版了《企业并购：理论·实务·案例》（上海：立信会计出版社，2002）一书，当时我希望用一本书介绍并购理论、实务知识和一些具体案例，但是由于篇幅的限制，无法对大量的理论和实践问题进行比较详细的介绍和探讨。而这次清华版的“企业并购丛书”则在一定程度上弥补了这一缺憾，让我有机会更有针对性地、更为详细地向各类读者介绍国内外并购的相关知识。

《并购经济学》是以我负责完成的一项研究成果（“企业并购的产业组织研究”，上海财经大学“211 工程”建设资助项目）为基础加以修改补充而成的，姚瑜琳、戴榕和陈睿等同志参加了该课题的研究工作。《并购实务》一书的第 2、4、15、16 和 17 章由我撰写，第 1、3、5 与 6、7、8、9、10、18 章则分别由我和戴榕、郑积彩、孙建伟、王子贤、朱姝、朱幼琪、刘云等同志合作撰写，第 11、12、13、14 章则分别由刘敬斌、朱幼琪、罗磊、郑建伟等同志撰写。《并购案例》一书由我负责确定案例的选题、每个案例的结构、内容和具体的格式、体例，具体由 57 位研究生编写，最后由我进行统稿和修改。上海财经大学的博士生导师杨公朴教授不仅认真审阅了我的写作提纲和研究大纲，提出了许多重要的意见，而且还在百忙之中为丛书写了序。上海国家会计学院的夏大慰院长、上海财经大学的王玉教授、山东大学的杨蕙馨教授和辽宁大学的唐晓华教授还为丛书提供了简短的评论。在此表示衷心的感谢。

撰写和组织撰写这样一套丛书是一项很费时也很辛苦的工作，为此，我的同事、亲友和其他许多人都为我提供了无私的帮助，在此，我要向他们表达自己的感激之情。

当前企业并购的理论和实践还在不断发展之中，尤其是国内的并购实践，处于快速的变化和发展阶段。同时由于我们水平有限，丛书仍然会存在许多不足之处，希望广大

读者不吝赐教，批评指正。我的 E-mail 为 ganchh@hotmail.com，传真为（021）65651754。我的并购研究将会继续下去，我和我的并购研究团队现在的研究重点是从理论上探讨那些中国企业并购重组实践中的诸多重大问题，我们会在不久的将来，出版中国企业并购问题研究的著作。

干春晖

2004 年 2 月

目 录

第 1 章 导 论	1
1.1 企业并购的概念	1
1.2 西方国家的前四次企业并购浪潮	1
1.2.1 第一次并购浪潮	2
1.2.2 第二次并购浪潮	4
1.2.3 第三次并购浪潮	6
1.2.4 第四次并购浪潮	8
1.3 第五次并购浪潮	11
1.3.1 第五次并购浪潮的成因	11
1.3.2 第五次并购浪潮基本情况概述	12
1.3.3 第五次并购浪潮的特点	16
1.4 中国的企业并购实践	18
1.4.1 我国并购的基本情况	18
1.4.2 我国企业并购的特点	20
1.4.3 我国企业并购的趋势	21
第 2 章 企业并购的动因和类型	25
2.1 企业并购的动因	25
2.1.1 协同作用	25
2.1.2 降低生产能力	26
2.1.3 管理层利益驱动	26
2.1.4 谋求增长	27
2.1.5 获得专门资产	27
2.1.6 提高市场占有率	27
2.1.7 多角化经营	28
2.1.8 收购低价资产	28
2.1.9 避税	28

2.1.10	投机	28
2.1.11	政府意图	29
2.2	企业并购的类型	29
2.2.1	横向并购、纵向并购和混合并购	31
2.2.2	吸收合并和新设合并	31
2.2.3	直接资产收购	31
2.2.4	法定兼并	32
2.2.5	子公司并购	32
2.2.6	338 交易	33
2.2.7	直接股票收购	34
2.2.8	法定反向并购	34
2.2.9	子公司反向并购	35
2.2.10	A 类法定并购	35
2.2.11	A 类法定合并	36
2.2.12	A 类子公司并购	37
2.2.13	A 类子公司反向并购	37
2.2.14	B 类母公司股票收购	39
2.2.15	B 类子公司股票收购	39
2.2.16	C 类母公司资产收购	40
2.2.17	C 类子公司资产收购	40
第 3 章	企业并购的战略分析	42
3.1	企业并购战略理论及其演进	42
3.2	企业并购的战略思想	44
3.2.1	多元化战略	44
3.2.2	产品生命周期理论	45
3.2.3	经验曲线	47
3.3	企业并购战略的模型选择	48
3.3.1	波士顿咨询公司的增长——占有率矩阵	48
3.3.2	价值链分析法	52
3.3.3	核心能力分析法	53
3.3.4	PIMS 方法——市场战略的利润预测	55
3.3.5	指导性政策矩阵	56

3.3.6 安索夫 (Ansoff) 战略模型	58
第 4 章 目标企业的调查	60
4.1 调查的意义	60
4.2 调查的范围	61
4.2.1 对目标企业营运状况的调查	61
4.2.2 对目标企业规章制度、有关契约及法律方面的调查	62
4.2.3 对目标企业财务和会计问题的调查	62
4.3 调查的方法——商业检查	63
4.3.1 商业检查的作用	63
4.3.2 商业检查的内容	64
附 商业检查调查表	69
第 5 章 目标企业的评估：上市公司的评估	81
5.1 价值评估的基础——资金的时间价值	81
5.1.1 时间价值的概念	81
5.1.2 时间价值的计算	82
5.2 预测方法	89
5.2.1 增长率历史延伸法	90
5.2.2 加权平均法	90
5.2.3 线性趋势分析	92
5.2.4 回归分析	94
5.3 股票评价方法	95
5.3.1 基本模型	96
5.3.2 扩展模型	97
5.3.3 控制报酬对股价的影响	99
5.4 收益分析	101
5.4.1 收益和每股收益	101
5.4.2 传统的短期分析	101
5.4.3 传统短期分析中所固有的问题	103
5.4.4 以未来收益为基础的评估	105
5.4.5 收益分析中应考虑的其他问题	107
5.5 资本资产定价模型	109

5.6	并购价值的决策——资本预算技术.....	111
5.6.1	非贴现的分析评价方法	112
5.6.2	贴现的分析评价方法	114
第 6 章	目标企业的评估：非上市公司的评估.....	120
6.1	影响非上市公司评估的问题.....	120
6.1.1	非上市股票的交易市场	120
6.1.2	非上市股票的市场能力	121
6.1.3	公司和产业分析	122
6.1.4	收益的调整	123
6.2	收益的资本化.....	126
6.2.1	收益流的定义	127
6.2.2	资本化率的选择	127
6.2.3	资本化率的求和法	128
6.3	资产价值基础法.....	131
6.3.1	账面价值	131
6.3.2	市场价值	131
6.3.3	清算价值	132
6.3.4	续营价值	133
6.3.5	公允价值	133
6.4	商誉和商誉的评估方法.....	133
6.4.1	商誉	133
6.4.2	商誉的评估方法	134
6.4.3	美国国内税务署对商誉估价的规定	135
第 7 章	企业并购的程序.....	137
7.1	我国企业并购的程序.....	137
7.1.1	企业并购的一般程序	137
7.1.2	一般企业的并购程序	138
7.1.3	公司的并购程序	140
7.1.4	上市公司收购的程序	141
7.2	西方国家公司并购的程序.....	146
7.2.1	公司并购的一般程序	146

7.2.2	非上市公司的并购程序	147
7.2.3	上市公司的收购程序	150
第 8 章	企业并购中的税收问题	156
8.1	企业并购中的微观税收问题	156
8.1.1	公司集团	156
8.1.2	目标公司的税收问题	157
8.1.3	目标公司股东的税收问题	159
8.1.4	兼并公司的税收问题	159
8.2	企业并购的多环节税收筹划	160
8.2.1	并购筹资方式的税收筹划	160
8.2.2	并购出资方式的税收筹划	161
8.2.3	并购目标企业选择的税收筹划	164
8.2.4	并购会计处理方法选择的税收筹划	167
第 9 章	企业并购中的财务问题与会计处理	168
9.1	衡量兼并收益的财务指标	168
9.1.1	当前收益	169
9.1.2	未来收益	170
9.1.3	账面价值	171
9.1.4	市场价值	171
9.2	商誉的计价与会计处理	172
9.2.1	商誉的概念和计价	172
9.2.2	商誉的会计处理	174
9.2.3	负商誉的会计处理	176
9.3	企业合并的会计处理——购买法与权益法	177
9.3.1	企业合并与合并会计问题	177
9.3.2	控股合并的会计处理	178
9.4	合并日的合并会计报表	201
9.4.1	合并会计报表有关的原则和理论	201
9.4.2	合并日的合并会计报表	206
9.5	合并日后首期合并会计报表的编制	214
9.5.1	长期股权投资的会计处理方法	214

9.5.2	合并会计报表、合并利润表和合并利润分配表的编制.....	217
9.5.3	合并现金流量表的编制	237
9.6	合并日后连续各期合并会计报表的编制	240
9.6.1	对子公司拥有全部股权的合并日后连续各期 合并会计报表的编制	241
9.6.2	对子公司拥有部分股权的合并日后连续各期 合并会计报表的编制	247
9.7	合并会计报表——比例合并法	248
9.7.1	企业合营的形式	248
9.7.2	企业合营的会计处理	249
9.7.3	比例合并法	250
9.7.4	比例合并法的应用举例	251
第 10 章	企业并购中的其他问题.....	255
10.1	就业与养老金问题	255
10.1.1	就业问题	255
10.1.2	养老金问题	260
10.2	顾问与谈判问题	264
10.2.1	顾问问题	264
10.2.2	谈判问题	269
10.3	支付方式	270
10.3.1	现金支付	271
10.3.2	股票支付	272
10.3.3	综合证券支付	274
10.3.4	其他支付方式	275
第 11 章	管理层收购	277
11.1	管理层收购概述	277
11.1.1	管理层收购的含义	277
11.1.2	管理层收购的起源与发展	278
11.1.3	管理层收购的目标公司	280
11.1.4	管理层收购的主要方式	281
11.1.5	管理层收购的参加者	282

11.1.6 管理层收购的特点	283
11.2 管理层收购的基本条件	284
11.2.1 优秀且团结协作的管理层团队	286
11.2.2 公司作为独立的实体在经营上的可行性	286
11.2.3 有出售意愿的卖方	287
11.2.4 能为 MBO 构建适当的融资结构	287
11.3 管理层收购的基本程序	291
11.3.1 MBO 流程图	291
11.3.2 管理层收购流程的研究	292
11.3.3 管理层收购的实施进度	298
11.4 实施管理层收购时的注意事项	299
11.4.1 税收	299
11.4.2 管理层团队的个人税	300
11.4.3 顾客、供应商和员工	300
11.4.4 养老金和其他的员工报酬	300
11.4.5 员工持股	301
11.4.6 利益冲突	301
11.4.7 保证	302
11.4.8 目标公司的担保与财务资助	305
11.5 商业计划	306
11.5.1 介绍	306
11.5.2 财务预测	308
11.5.3 陈述	310
11.5.4 实践指导	317
11.5.5 附录	319
11.6 退出机制	321
11.6.1 在股票市场上发行股票	321
11.6.2 出售公司	321
11.6.3 第二收购	321
11.7 我国的管理层收购	322
11.7.1 在我国实施 MBO 的法律政策背景	322
11.7.2 我国现阶段 MBO 目标企业的主要来源	323

11.7.3	我国现阶段 MBO 的主要作用	324
11.7.4	我国现阶段 MBO 操作中存在的问题	325
11.7.5	我国与西方的 MBO 的比较	327
11.7.6	我国现阶段 MBO 操作中的关键环节	329
11.7.7	我国现阶段 MBO 的主要模式	331
11.7.8	前景	332
第 12 章	员工持股计划	334
12.1	ESOP 的起源与简介	334
12.1.1	ESOP 的起源	334
12.1.2	ESOP 的本质	336
12.1.3	ESOP 的分类	337
12.1.4	施行 ESOP 的动机	339
12.2	与 ESOP 相关的法律结构及税收优惠政策	341
12.2.1	与 ESOP 相关的法律结构	341
12.2.2	ESOP 的税收优惠政策	345
12.3	ESOP 在并购中的融资作用	347
12.3.1	改善公司资本的流动能力	347
12.3.2	负债融资	348
12.3.3	股本融资	350
12.4	ESOP 在并购中的作用	352
12.4.1	公司的回购义务	352
12.4.2	并购交易的技巧	352
12.5	ESOP 在反并购中的运用	356
12.5.1	利用相关法律发挥 ESOP 在反并购中的作用	356
12.5.2	ESOP 在股票回购中的作用	358
12.6	ESOP 在其他国家的运用	359
12.6.1	英国的 ESOP	360
12.6.2	日本的 ESOP	361
12.6.3	中国的 ESOP	363
第 13 章	杠杆收购	365
13.1	杠杆收购的兴起与发展及其原因	365

13.1.1	杠杆收购 (LBO) 的发展过程	365
13.1.2	LBO 兴起的原因	367
13.2	财务杠杆与如何选择杠杆收购的目标	369
13.2.1	公司财务中的杠杆	369
13.2.2	财务杠杆与杠杆收购	370
13.2.3	如何选择杠杆收购的目标	371
13.3	确定发起人	373
13.3.1	发起人的重要性	373
13.3.2	发起人的种类	374
13.3.3	管理层对发起人的选择	374
13.3.4	发起人对交易进行评估和选择	375
13.4	制订计划	375
13.5	筹集资金	377
13.5.1	杠杆收购中的投资者	377
13.5.2	投资者的目标	385
13.6	垃圾债券	385
13.6.1	垃圾债券的历史	386
13.6.2	20 世纪 80 年代垃圾债券市场兴盛的原因	388
13.6.3	垃圾债券中的限制性条款	389
13.6.4	垃圾债券市场的沉寂	390
13.6.5	垃圾债券的功过是非	391
13.7	执行交易	391
13.7.1	协议收购和要约收购	392
13.7.2	杠杆收购的资本结构和价值变现的方法	393
13.8	杠杆收购的经济分析	394
13.8.1	纳税收益	394
13.8.2	管理者激励和代理成本效应	395
13.8.3	财富转移效应	397
13.8.4	非对称信息和价格低估效应	398
第 14 章	跨国并购	400
14.1	跨国并购的基本原理	400
14.1.1	跨国并购的概念和类型	400