

///

前沿实用经济与管理丛书

会计系列

主编 / 赵纯均 王益 胡鞍钢 于永达

企业并购财务管理

郑磊 / 编著

清华大学出版社

前沿实用经济与管理丛书

会计系列

主编 / 赵纯均 王益 胡鞍钢 于永达

企业并购财务管理

郑 磊 / 编著

清华大学出版社
北 京

版权所有,翻印必究。举报电话:010-62782989 13901104297 13801310933

图书在版编目(CIP)数据

企业并购财务管理/郑磊编著. —北京:清华大学出版社,2004.9

(前沿实用经济与管理丛书·会计系列)

ISBN 7-302-09371-7

I. 企… II. 郑… III. 企业合并—财务管理 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 088885 号

出版者:清华大学出版社

<http://www.tup.com.cn>

社总机:010-62770175

地址:北京清华大学学研大厦

邮编:100084

客户服务:010-62776969

责任编辑:金娜

印刷者:北京四季青印刷厂

装订者:三河市李旗庄少明装订厂

发行者:新华书店总店北京发行所

开本:155×230 印张:14 插页:1 字数:289千字

版次:2004年9月第1版 2004年9月第1次印刷

书号:ISBN 7-302-09371-7/F·908

印数:1~3000

定价:28.00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

前言

在全球经济一体化的大背景下,兼并收购的浪潮正以其汹涌的态势席卷着国内资本市场的各个角落。企业并购已经成为企业投资的首选方式。并且当今世界企业并购规模之大有时甚至超过一个国家的国民生产总值,如美国在线并购时代华纳,人们越来越感觉到企业并购的巨大威力。当前并购业的特点是:第一,规模越来越大。如 2000 年年初,美国在线收购时代华纳,发生金额高达 1550 亿美元。第二,并购面广且深入人心。人们已经从观念上接受并肯定企业并购的效果了。从我国近年来出台的上市公司收购法规以及对外资并购的深入探讨和积极推进,不难说明,一些以往经济上较为保守的国家政府部门也对企业并购敞开了大门,并且向跨国公司发出了信号。

因此,遵循现代市场经济的规则,让中国国有企业参与到跨国并购的浪潮中,不仅对提升企业竞争力有好处,而且对治疗我国国有企业长期存在的制度痼疾、产权不清的现状有着长远的意义。中国的国有企业有着广阔的市场客户,对中国的市场情况比较熟悉,但却在资金、管理、技术等方面缺乏活力,制约着国有企业进一步做大做强。跨国公司在资金、管理及全球网络方面都有着自己明显的比较优势,如果双方联手,必可以达成互补,实现双赢。过去,中国企业的投资主体一直不很明确,地方保护主义也比较盛行,所以并购行为很难实现。现在,随着产权交易法规等相关制度

的建设和观念的转变,特别是中国加入了WTO,为增强竞争力,企业并购浪潮不可避免。借鉴国际先进的并购理念和应用流程,将之运用到我国现代企业制度的改革中,必能发挥立竿见影的效果。事实上,中国已经掀起了一场并购热潮,这其中,既有同行业之间的横向并购,也有企业向生产、经营的上下游扩张,以及企业为降低风险而开展的多元化经营。但是,遗憾的是,由于经验和现实条件所限,至今尚未形成完整的并购法规和操作规程,因而,大力借鉴西方国家合理、有效的实践经验,是振兴并购行业的基石。

回顾近百年的西方企业特别是美国企业并购历史,其大体上经历了五次浪潮,展示着不同时期美国企业乃至美国经济的成长途径与配置方式。在此漫长的发展过程中,逐渐筛选、提炼出种种行之有效的并购方式、策略和技巧,尤其在定量化的财务会计决策管理方面,有大量卓越成果问世,凝聚了各界专家的智慧结晶。只有懂得如何主动地拿来所用,才能使我们的并购体系建设目标事半功倍。本书也正是从这一目标出发,试图站在财务会计的角度上,深入分析并购理论的前沿问题,同时阐释并购实务的操作方法。

本书参考了大量国内外并购文献和案例,经过提炼、汇总,旨在形成并购财务会计方面较全面、前沿的成果,非常荣幸能将这一作品推荐给广大读者。书中内容如有错误疏漏,希望广大读者批评指正。

编者 谨识

2003年10月于中国人民大学品园

目 录

前言	I
第 1 章 企业并购的基本原理	1
1.1 并购的定义与基本概念	/2
1.2 并购的分类	/6
1.3 并购的意义	/13
1.4 美国并购史的五次浪潮及当今并购的特征	/16
第 2 章 并购理论与操作效应	29
2.1 并购理论概说	/30
2.2 企业并购原则	/39
2.3 并购行为的操作效应	/44
2.4 企业并购的经济效果评价	/55
第 3 章 并购流程与公司价值评估	61
3.1 西方国家企业并购的操作程序	/62
3.2 并购过程中的核心问题——公司价值评估	/77
第 4 章 并购中的财务操作	107
4.1 并购方式的财务利弊分析	/108
4.2 并购的融资方式	/114

4.3 并购中的成本与风险因素	/121
4.4 并购支付方式比较	/125
4.5 并购过程中的现金流预测法	/131
4.6 并购后整合中的财务问题	/143
4.7 并购财务指标的评价	/152
第5章 企业并购中的会计处理	157
5.1 并购的基本会计处理方法	/158
5.2 并购会计核算实务	/167
5.3 并购会计的特殊理论和政策问题	/175
5.4 上市公司并购的会计信息披露	/181
5.5 并购的纳税安排	/190
第6章 并购中的财务策略与技巧	199
6.1 现金收购方式中的财务决策技巧	/200
6.2 换股并购的财务决策技法	/210
6.3 杠杆收购中的财务决策技法	/215

第 1 章

企业并购 的基本原理

1.1 并购的定义与基本概念

1.1.1 并购相关概念的界定

企业并购是兼并与收购的简称。兼并是指两个或多个企业按某种条件组成一个新的企业的产权交易行为。而收购是指一个企业以某种条件取得另一个企业的大部分产权,从而居于控制地位的交易行为。在这里,所谓“以某种条件”通常表现为现金、证券或两者的结合。在实际工作中,人们习惯将兼并与收购一起使用,简称并购。有效的并购活动对于克服企业资产存量效率低下,实现资源优化配置,提高资产利用效率具有重要意义。

并购是一种极为复杂的企业资本运营行为,牵涉到一系列相互关联而又彼此迥异的名词和术语。为帮助理解并购的概念,我们先将这些名词和术语一一加以解释。

1. 兼并(Merger)

在公司法上,兼并指一个公司被另一个公司所吸收,后者保留其名称及独立性并获取前者的财产、责任、特权和其他权利。前者则不再是一个独立的商业团体。国外通行的定义是:兼并是指两家或更多的不同的独立的企业合并为一家。这种合并可以采取多种形式。最典型的一种是一家公司用现金、股份或负债方式来直接购买另一家公司的资产。我国通行的教材上将兼并定义为:通常是指一家企业以现金、证券或其他形式购买取得其他企业的产权,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。从上面的定义来看,兼并实质上是企业资产的重新组合,而通过兼并进行的资产重组一般是以市场机制为载体实现的,结果是使社会可支配资源向高效企业的集中。

2. 收购(Acquisition)

收购是指通过购买获取特定财产所有权的行为。《新帕尔格雷夫货币金融大词典》中,acquisitions 被解释为:一家公司购买另一家公司的资产或证券的大部分,目的通常是重组其经营业务,目标可能是目标公司的一个部门(部门收购,母公司出售或回收子公司股权与之脱离关系或让产易股),或者是目标公司全部或大部分有投票权的普通股(合并或部分收购)。我国通行的教材将收购定义为: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。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差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,收购方无需承担其债务)。兼并和收购的定义虽然有多种,但两者还是有明显差别的。最显著的表现:兼并行为发生后,被兼并企业作为法人实体不复存在,而收购行为发生后,被收购企业产权可以是部分转让,可仍以法人实体存在。再有,兼并行为是资产、债权、债务的一同转换,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,而收购行为是收购企业以收购出资的股本为限承担被收购企业的风险,收购企业以被收购企业的新股东的面目出现。还有,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,产权流动比较平和。

3. 合并(Consolidation)

根据公司法,合并行为或合并后的状态指两个或两个以上的公司合并为一个新设立的公司,即A公司与B公司合并成为C公司。从这个意义上讲,合并适用的范围要大于兼并适用的范围。但两者有很多重合的部分,企业兼并行为可以理解为企业的合并,但企业的合并反过来可能并不意味着企业的兼并。兼并和合并是有一定区别的,合并,尤其是新设合并,具有一

定的平等性,而兼并则具有一定的强制性。换句话说,前者是双方在平等自愿的基础上的结合,而后者是一方强制性地吞并另一方。兼并与合并的区别还表现在合并(尤其是新设合并)的无偿性和兼并的有偿性之间的差异,前者是把两个企业的资产合在一起,由一个企业来经营管理,合并双方都不需另外资金,而后者是一个企业用现金或其他有价证券购买另一个企业的资产或股权,是有偿的。

4. 控制(Takeover)

指取得控制权或经营权,并不限于绝对的财产权利的转移。

5. 标购(Tender offer)

标购也称公开要约收购,指一个公司径行向另一个公司的股东提出购买其所持有的公司股份的要约。这种要约有时会附有要约人所能接受的股份最高或者最低价格。该要约通常以报纸广告的形式或(在友好标购的情况下并首先获得后一公司的股东名册)以统一邮件的形式向后一公司的所有股东发出。这种标购的目的在于获取后一公司的控制权,在后一公司抵制收购的情况下,这种标购也常用于夺取后一公司的经营权。

6. 联盟(Amalgamation)

在联盟的不同种类间,或不同因素、团体、协会或公司间的联合,目的是形成一个同质的整体或体系。

1.1.2 我国对于企业并购概念的界定和规范

从我国的实践来看,并购的概念可援引自1989年2月19日国家体制改革委员会、原国家计划经济委员会、财政部、国家国有资产管理局联合发布的《关于企业兼并的暂行办法》第1条:“本办法所称企业兼并,是指一个企业购买其他企业的产权,使其他企业失去法人资格或改变法人实体的一种行为。不通过购买方式实行的企业之间的合并,不属本办法规范。”根据

我国1994年《公司法》规定,公司合并可分为吸收合并和新设合并两种形式。一个公司吸收其他公司为吸收合并,被吸收的公司解散,这种情形类似于英文中的 mergers。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并,合并后各方解散,这种情形则类似于英文中的 consolidation。无论是吸收合并还是新设合并,合并各方的债权、债务,都应当由合并后存续的公司或者新设的公司承担。

根据国务院1993年4月22日发布的《股票发行与交易管理条例》规定,任何法人通过获取上市公司发行在外的普通股而取得该上市公司的控制权的行为,视为上市公司收购。2002年,我国正式颁布《上市公司收购管理办法》,对要约收购作出了详细的规定,并提出“竞争要约”的概念,类似于英文中的 Tender Offer;2003年的《外国投资者并购境内企业暂行规定》则界定了外资并购概念,指的是外国投资者协议购买境内非外商投资企业的股东的股权或认购境内公司增资,使该境内公司变更设立为外商投资企业(也称“股权并购”);或者外国投资者设立外商投资企业,并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产,或外国投资者协议购买境内企业资产,并以该资产投资设立外商投资企业运营该资产(也称“资产并购”)。

从我国目前的法律条文来看,还没能在法律上给出一个准确的定义,因此从根本上讲,企业并购不属于一个法律术语。但和 M&A 对应的企业并购(有时被称为企业购并)在我国当前的资产经营和重组中成为一个时髦用语,尤其是随着我国投资银行业的快速发展,企业并购的说法更加普遍。如前所述,企业兼并和企业收购的界限本身已不太明显,企业并购作为企业兼并和企业收购这两个词的合称,纯粹是经济学意义上的,包含着若干经济力量的重新组合,将以前并无关系的力量凝聚到一起的含义。虽然严格地讲,收购就是收购,兼并就是兼并,合并就是合并,但由于在运作中它们的联系远远超过其区别,因而在我国不十分强调三者的区别(即便是想区分,在我国法律仍然不太健全的情况下,也是不太可能的)。因此,兼并、合并与收购

常作为同义词使用,泛指在市场机制作用下,企业为了获得其他企业的控制权而进行的产权交易活动。

1.1.3 并购实质

企业并购主要的内容就是通过购买企业的全部或部分产权(资产),来实现控制企业的资产或经营。或者说,企业并购是一种高级形态的产权交易形式。

企业并购实质是市场经济条件下企业间竞争的一种“游戏规则”,为企业“优胜劣汰”提供了途径。企业并购能够促进存量资产的流动、经济结构的调整和资源优化配置;加速大资本集中,实现企业经营的规模经济和协同效应;革除企业管理中的官僚主义和肥私行为,有利于解决代理问题 and 提高企业的管理水平。因此,可以认为,企业并购是一种在现代市场经济条件下打破交易刚性、促进结构调整、提高资源效用、保持现代企业制度活力和生命力的重要“游戏规则”。

在我国已经加入 WTO 的形势下,需要尽快推动企业转变经营机制,适应全球化的优胜劣汰规则。所以,以现代化的企业并购制度取代计划经济时代的行政命令式的整顿方式,对我国建立现代企业制度有着重要的意义。

1.2 并购的分类

在我国,习惯上将并购方称为“买方”或并购企业,被并购方称为“卖方”或目标企业。企业并购的形式按照不同的分类标准可划分为许多不同的类型。

1.2.1 按双方产品与产业的联系划分,并购可分为 横向并购、纵向并购、混合并购

1. 横向并购

当并购方与被并购方处于同一行业、生产或经营同一产品,并购使资本在同一市场领域或部门集中时,称之为横向并购。具体指商业上的竞争对手间的合并,例如生产同类商品的厂商间或是在同一市场领域出售相互竞争的产品的分销商之间的并购。横向并购的结果是原本在同一生产、销售领域或部门更为集中,优势企业吞并劣势企业组成横向托拉斯,扩大生产规模,以达到新技术条件下的最佳经济规模。实质上,横向并购是两个或两个以上生产或销售相同或者相似产品的企业间的并购,其目的在于消除竞争、扩大市场份额、增加并购企业的垄断实力或形成规模效应。采用横向并购形式的基本条件是:收购企业需要并且有能力扩大自己产品的生产和销售;兼并双方企业的产品及产品的生产与销售有相同或相似之处。横向并购是企业并购中的常见方式,但由于这种并购(尤其大型企业实施的并购)容易破坏竞争形成高度垄断的局面,许多国家都密切关注并严格限制此类兼并的发生。

2. 纵向并购

纵向并购是在生产工艺或经营方式上有前后关联的企业间进行的并购,或是在生产、销售的连续性过程中互为购买者和销售者(即生产经营上互为下游关系)的企业之间进行的并购。实质上是与企业的供应厂商或客户的合并,即优势企业将与本企业生产紧密相关的前后顺序生产、营销过程的企业收购过来,以形成纵向生产一体化。纵向并购一般指处于生产同一产品、不同生产阶段的企业间的兼并,兼并双方往往是原材料供应者和产成品购买者,对彼此的生产状况比较熟悉,有利于兼并后的相互融合。

从兼并方向来看,纵向并购又有向后并购和向前并购之分,前者是指生产原材料和零部件的企业并购加工、装配企业或生产企业并购销售商,后者则是向生产流程前一阶段企业的并购。纵向并购主要集中于加工制造业和与此相关的原材料、运输、贸易公司,在国外公司发展史上也占有重要地位。纵向并购的优点是能够扩大生产经营规模,节约通用的设备、费用等;可以加强生产过程各环节的配合,利于协作化生产;可以加速生产过程,缩短生产周期,节省运输、仓储、资源和能源等。纵向并购的另一好处是较少受到各国反垄断法律规范的限制。

3. 混合并购

混合并购意指对处于不同产业领域、产品属于不同市场,且与其产业部门之间不存在特别的生产技术联系的企业进行并购,并由此产生的多种经营企业。混合并购中又有三种形态:产品扩张型并购(A Product Extention Merger)是相关产品市场上企业间的并购;市场扩张型并购(A Geographic Extention Merger)是一个企业为扩大其竞争地盘,对其尚未渗透的地区生产同类产品的企业进行兼并;而纯粹型兼并是那些生产和经营彼此间毫无联系的产品或服务的若干企业的兼并。混合并购的主要目的在于减少长期经营一个行业所带来的风险。在现代科技不断发展进步的情况下,一种原材料可以应用于几个不同行业的生产,一个行业的副产品乃至废品可以是另一行业不可缺少的原材料,因此充分利用原材料亦成为混合并购的一个原因。

与混合并购密切相关的是多元化的经营战略。这种经营战略是当代一些跨国企业尤为青睐的一种全球发展战略。按照多角化经营战略,跨国公司或采取合资形式,或采取兼并方式,向本企业的非主导行业投资或开辟新的业务部门,以便减少经营局限性,分散投资风险以及扩大企业知名度。与横向并购和纵向并购相比,这种并购形态因收购公司与目标公司没有直接业务关系,其兼并目的往往较为隐晦而不易为人察觉和利用,有可能降低并

购成本。与纵向并购类似,混合并购通常也不被认为是限制竞争或构成垄断,故而不常成为各反托拉斯控制和打击的对象。在跨国企业盛行的今天,混合并购已成为这些庞然大物并购其他企业的一种非常重要的形式。

按并购的出资方式划分,可分为现金收购、股票收购与杠杆收购。

1. 现金收购

现金收购是指由收购公司支付一定数量的现金,以取得目标公司的所有权。其主要特点为:目标公司的股东得到了对所拥有的股份的现金支付,就失去了任何选举权和所有权。现金收购分为现金购买资产式收购和现金购买股票式收购。现金购买资产式收购是指收购公司使用现金购买目标公司全部或绝大部分资产以实现并购。以现金购买资产形式的收购,被收购公司按购买法或权益合并法计算资产价值并入收购公司。原有法人地位及纳税户头消灭。对于产权关系、债权债务清楚的企业,现金购买资产式收购能做到等价交换,交割清楚,没有后遗症或遗留纠纷。但由于国内财务报表可信度未臻完善,被收购公司的财务状况,尤其是债权债务关系不易清楚知悉,这会在相当程度上影响收购公司纯以现金出资购买被收购公司的兴趣。

2. 股票收购

股票收购是指收购公司采取增加发行本公司的股票,以新发行的股票替换目标公司的股票。其主要特点是:不需支付大量现金,因而不会影响收购公司的现金状况。股票收购分为股票换取资产式收购和股票换取股票式收购。股票换取资产式收购是指收购公司向目标公司发行自己的股票以交换目标公司的大部分资产。一般情况下,收购公司同意承担目标公司的债务责任,但双方亦可以做出特殊约定,如收购公司有选择地承担目标公司的部分责任。在此类并购中,目标公司应承担两项义务,即同意解散目标公司,并把所持有的收购公司股票分配给目标公司股东。这样,收购公司就可以防止所发行的大量股份集中在极少数股东手中。

此外,收购公司和目标公司之间还要就目标公司的董事及高级职员参加收购公司的管理事宜达成协议。

3. 杠杆收购

杠杆收购指收购公司利用目标公司资产的经营收入,支付兼并收购价格或作为此种支付的担保。换言之,收购公司不必拥有巨额资金,只需准备少量现金(用于支付收购过程中必需的律师、会计师等费用),加上以目标公司的资产及营运所得作为融资担保。利用所贷得的金额,即可兼并任何规模的公司,由于此种收购方式在操作原理上类似杠杆,故而得名。具体来说,杠杆收购具有如下特征:第一,收购公司用以收购的自有资金与收购总价金相比微不足道,前后者之间的比例通常在 10%~15% 之间;第二,绝大部分收购资金系借贷而来,贷款方可能是金融机构、信托基金、富有的个人,甚至可能是目标公司的股东(并购交易中的卖方允许买方分期给付并购资金);第三,用于偿付贷款的款项来自目标公司营运所生的资金,即目标公司将支付自己的售价;第四,收购公司除投资非常有限的金额(自有资金)外,不负担进一步投资的义务。亦即贷出绝大部分并购资金的债权人,只能向目标公司(被收购公司)求偿,而无法向真正的借款方——收购公司求偿。实际上,贷款方往往在被收购公司资产上设有担保,以确保优先受偿地位。杠杆收购于 20 世纪 60 年代出现于美国,之后迅速发展,80 年代已风行于欧美。在此种收购模式大量为收购公司采用后,企业界从前不可想象的一些大公司会成为收购的目标公司,如像时代华纳这样的资产及营业额均在全球名列前茅的巨型企业等。

1.2.2 按并购双方是否友好协商划分,并购分为善意并购和恶意并购

1. 善意并购

善意并购指并购公司事先与目标公司协商,征得其同意并通过谈判达