

Professional
Degree
经管类专业学位

经管类专业学位研究生
主干课程系列教材

Mergers, Acquisitions
and Corporate Control

兼并、收购与公司控制

杨 青 编著

复旦大学出版社

非外借

Professional
Degree
经管类专业学位

经管类专业学位研究生
主干课程系列教材

Mergers, Acquisitions and Corporate Control

兼并、收购与公司控制

杨 青 编著



 复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

兼并、收购与公司控制/杨青编著. —上海: 复旦大学出版社, 2018. 9
经管类专业学位硕士核心课程系列教材
ISBN 978-7-309-13944-0

I. ①兼... II. ①杨... III. ①企业兼并-研究生-教材 IV. ①F271.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 215962 号

兼并、收购与公司控制

杨 青 编著

责任编辑/王雅楠

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编: 200433

网址: fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售: 86-21-65642857 团体订购: 86-21-65118853

外埠邮购: 86-21-65109143 出版部电话: 86-21-65642845

上海四维数字图文有限公司

开本 787 × 1092 1/16 印张 25.25 字数 554 千

2018 年 9 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-13944-0/F · 2501

定价: 50.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司出版部调换。

版权所有 侵权必究



经管类专业学位研究生
主干课程系列教材

丛书编写委员会

主 任 张金清

编 委 (按姓名笔画排序)

陈 钊 程大中 陈冬梅 陈学彬 杜 莉
封 进 黄亚钧 李心丹 刘红忠 刘莉亚
束金龙 沈国兵 杨 青 张晖明

内容提要

本书全面回顾企业兼并的历史，系统介绍公司理论与公司价值决定理论，深入研究兼并、分立、重组、控制的形式及其理论，严密阐述其法律环境、政策环境与管理环境，详细论述财务分析的框架和企业估值的各种方法。既有深刻的理论推论，又有生动的案例分析和实证研究。不仅牢牢把握国际学术前沿，而且密切联系中国实际，详细剖析国内外资本运作的法律和规律。在此基础上，结合国际前沿理论和国际惯例阐述中国资本运作的实践和规定。同时，本书对有关中国资本运作和相关法律、法规的内容进行了翔实的叙述，以体现资本市场的新变化和法律法规的新要求。此外，本书还广泛运用发生在中国市场的新案例、新事实，以反映中国资本运作的最新动向。

本书适合金融管理专业师生作为参考用书。

前言



自 2012 年开始,全球进入第六次兼并和收购(统称并购)浪潮之中,中国企业跨入大并购时代:一方面,大量企业需要不断创新,不断扩大业务规模,或是通过重组实现业务效率的提高;另一方面,市场投资活动如 PE/VC 开始活跃,各种公司控制方式如 VIE 公司、事业合伙制等也层出不穷。尤其是资本市场相当活跃,众多并购基金纷纷成立,开始运作,中国版“在门口的野蛮人”反响强烈,相关并购政策也不断在推动这些兼并重组活动,跨国活动也非常活跃。这波并购浪潮之中,基于中国经济发展的基础支撑,在并购活动相关的税务、资金、政策等大力推动下,中国并购市场进入一个持续活跃和大力发展的时期。

尽管中国并购市场相当活跃,但并购失败率也极高。调查表明:在成熟市场,并购成功率仅有 40% 左右,在一个各方面都还不成熟、人才欠缺、各方面经验不足的新兴市场,并购成功率甚至更低。新常态下,一方面,中国传统产业面临产能过剩和结构调整的问题;另一方面,技术创新尤其是平台经济在中国的广泛渗透,给古老的神州大地带来了经济发展的活力。新经济环境下,如何提升国民经济整体活力,并购和整合已成为必然趋势。然而,大部分中国企业依然缺乏经验,并购市场虽然活跃,但成功率低,时代发展迫切需提升并购活动的专业度,对并购活动相关的估值、法律和整合等专门人才的培养迫在眉睫,对并购业务专门人才的需求在一段时间内将持续旺盛。

本书关注并购实务活动,尤其是中国并购市场的实务与实践,我们以并购活动的全流程为主线,重点讲述并购活动的尽职调查、并购交易的结构与设计、并购估值与融资,以及并购风险识别和并购整合,目的是使本书的使用者能够迅速掌握并购的基本知识,获得中国并购市场经验常识,更

高效地识别并购风险,最终实现并购成功的目标。同时,本书也关注围绕并购活动的利益主体——专门的财务金融机构、员工、管理层与政府监管部门等,为并购活动提供一个全景图。

学习指南

兴趣是最好的导师,而兴趣需要不断地在理论学习和业务实践过程中进行培养。学习本书的最佳方法是把自己看作投资行业专门从事兼并收购业务的职业人士或大型企业的财务总监,并保持对兼并收购活动的兴趣。尝试从实务角度去考虑一家公司当前面临的问题和挑战以及制定长期发展战略,思考企业是否需要开展兼并收购活动、如何寻找合适的兼并收购对象、如何进行尽职调查和分析财务报表以及实现兼并收购活动后的协同效应。更重要的是在接下来的并购程序中完成对目标公司的估值和并购重整后的估值,借助各种渠道与途径获得并购所需资金,以及解决并购活动中可能碰到的各种问题,如目标公司管理层的接管防御、国家和资本市场的各种法律监管要求等。这一系列问题可以让你专注于对本书的学习,提升学习的效率,不断加深对企业进行兼并收购活动的理解。

站在一家公司战略发展的角度,很可能遇到以下形形色色的问题,诸如:若公司是创新产业的话,该如何策划自己的股权结构,从而能够在获得各种融资的同时而不失去对公司经营的控制,并在后期不断发展壮大,甚至对抗对手方的各种接管活动,实现公司战略长远发展的目标;若作为传统企业,其核心业务已经产能过剩,希望通过并购手段进入新兴产业领域,那么并购时需要思考哪些问题,怎样才能实现协同效应?若是一家资金充足的公司,市场上的并购机会很多,那些看起来有潜力的项目,是否真的能够带来理想的投资回报?并购对象选择关键看哪些要素,整合如何成功?尤其在尽职调查时,目标公司的问题为什么总是难以发现?目标公司不配合,财务报表掺假,怎样才能在做调查的时候一针见血地发现问题?

总之,即使是一名实务经验丰富的并购专家或者公司经营高手尚且对并购活动不敢轻易言胜,更何况是一名有志进入该行业的专业学习人员。由此,一方面我们需要系统学习并购活动的基础知识和相关知识,还要反复研习并购历史实务,学习前人经验;另一方面更要密切关注并购市场上每天上演的各种并购活动,不断补充更新知识体系并纳入自己的分析框架,时时演练,才有可能成为一名专业的兼并与收购业务的潜在专家。

本教材的目的在于,促使读者密切关注当前中国并购活动的同时进行独立思考。借鉴该教材中的基本概念、理论框架和分析技术,在持之以恒的学习过程和实践操作中,形成自己对企业兼并收购活动的独到见解和思维模式。有幸的话,你的独到见解和思维模式能运用到实际操作过程中,并促使企业从兼并收购活动中获取价值。

特点和创新

本书的特色或者说创新之处就在于,我们在近 15 年的本科和硕士研究生教学积累,以及实践活动反复思考和求证的基础上,不仅广泛借鉴学习国际上企业兼并收购领域的系列经典教材,如布鲁纳、威斯通等人的 EMBA、研究人士专业教材;也向国内同行学习取经,如周春生、周林、任淮秀、干春晖老师以及上海国家会计学院的各位老师等,在了解当前最新研究成果和经典案例分析的基础上,结合自己在上市公司参与董事会决策会议的实践常识,专门为金融专业硕士及相关专业研究生编写的一本兼具实用性和前沿性的教材。本书亦可作为投行人士的参考用书,其实用性和前沿性体现在以下六方面。

(1) 全书采用四大部分基础模块的框架结构,整体逻辑简洁清晰。从并购基础和背景、并购业务流程、并购估值活动与公司控制,以及并购市场的法规监管四大方面描述了兼并、收购与公司控制的全流程,对中国兼并收购活动具有现实指导意义。

(2) 基于学理框架和基础,结合经典案例和最新案例阐释并购活动对企业控制权的影响,如可口可乐收购汇源果汁、吉利收购沃尔沃以及宝万之争等。这些有助于学习者很好地理解并掌握并购知识在中国的应用。

(3) 观点鲜明,重点突出。关注并购实务与公司控制权的最终社会效益和经济效益最大化,详细解剖企业并购活动中的会计处理和估值方法。其中,会计处理方法包括购买法和权益法;估值方法涉及市场法、现金流量贴现法、实物期权法、成本法,以及协同效应的评估方法等。

(4) 为深入的学术研究提供了基础。立足于中国,放眼全球深度解析历次兼并收购浪潮,探索并购浪潮史背后的动因,获取实务经验教训,系统归纳研究并购动因的实证方法,如事件研究法、问卷调查法以及非调查问卷法等,为并购领域开展进一步的研究提供了思路。

(5) 学习美国基于法律的并购市场视角,关注中国公司控制与公司治理实务的本土化。系统梳理美国资本市场和中国资本市场对兼并收购活动进行监管的法律基础,为中国资本市场的法治化建设及公司治理的全球化视野提供了参考。

(6) 关注并购实务前沿,具有新业务的开拓精神。涉及时下热点问题,如私募股权(PE)、可变利益实体(VIE)、共享经济等,丰富和拓展了兼并收购研究领域的研究对象和范畴。

结构安排

本书从并购活动对公司控制权的影响的角度,立足于现代公司治理框架,在介绍并购

活动基础内容后,构建了并购活动的流程主线,并突出介绍了典型的并购活动对公司控制权的影响,最后分析了并购活动的法律环境和监管。

总体而言,全书共分为并购基础、并购流程、并购活动与公司控制、并购监管四大部分。

第一部分 并购基础

本部分主要介绍并购、公司控制的背景、基础知识和发展阶段,重点关注公司并购的起源、基本概念以及并购历史。这部分内容共有三章:第一章涉及现代公司外部治理如并购对公司控制权的影响和关系,主要介绍并购活动作为公司外部治理的重要作用,公司治理的目标和公司控制、法律问题,以及 VIE、平台经济等一些新经济模式带来有关公司控制的挑战和思考;第二章主要介绍并购的基本概念与分类,包括协议收购与要约收购的法律界定、买壳上市与借壳上市的含义、区别和过程等;第三章主要介绍六次并购浪潮的全过程、特点和差异,尤其突出介绍了中国作为主体的第六次并购浪潮及其历史背景和特点。

第二部分 并购流程

本部分是非常重要的环节,主要用来帮助本书的使用者了解并购活动与业务的流程主体:公司发展战略为何要进行并购?如何制定并执行并购战略?如何协助完成目标公司估值并获得并购活动所需的资金?最后,如何完成目标公司财务报表的合并工作?这些都是并购工作获得成功的重点和核心内容。

这一部分是并购咨询业务的基础,共分为五章:首先,第四章概述了关于公司开展并购战略动因的十大基础理论,并提供了并购动因归类的实证支持和典型行业分析;其次,第五章将并购战略纳入公司发展战略整体框架,对并购战略、流程,并购目标的寻找方法(如波特竞争力分析、杜邦分析法等),以及并购尽职调查的清单与重要性进行了阐述;再次,第六章重点关注并购业务的各种价值评估方法,如市场法、可比公司法、现金流量贴现法(DCF),具体如 WACC、APV 等并购估值模型,以及金融工程方法的运用,并给出了这些方法在实际案例中的运用;再次,第七章系统分析了并购活动中的各种资金来源(如内源性、外源性融资)和过程;最后,第八章阐述了成功完成并购活动的不同利益主体下的合并财务报表的会计处理方法,如购买法和权益法。

第三部分 并购活动与公司控制

本部分主要介绍与公司控制权的变动相关的各种典型并购活动,如 LBO(杠杆收购)、ESOP(员工持股计划)、接管防御、重组、并购套利甚至跨国并购等。并购活动作为公司治理的外部机制,其主要资金来自财团,特定情况下财务公司就有可能成为公司的战略投资者,接管公司控制权;管理层也会借助债务实现 MBO(管理层收购),或是通过 ESOP

激励员工的同时完成对敌意收购的防御;或是通过重组完成公司控制权的重新安排;并购市场中的套利行为也会带来风险,造成公司控制权的变化;跨国并购可以拓展公司全球发展战略,扩大业务控制范围或者完成对外国公司的控制权,但是同时也会对公司战略发展带来挑战。

这一部分有六章:第九章介绍杠杆收购的基本特征、发展历史及运作方式等;第十章介绍员工持股计划作用和具体应用;第十一章介绍接管防御作用,着重区分接管防御的预防性措施和反抗性措施;第十二章介绍公司重组中的资产重组、股权重组和财务重组等类型;第十三章介绍并购套利的方式和风险;第十四章分析跨国并购的基本特征和模式,并给出可口可乐、吉利和万达等多个跨国并购经典案例。

第四部分 并购监管

本部分主要关注并购活动发生的法律环境(第十五章),不仅介绍了并购浪潮的主体——以美国为代表的并购监管环境的发展历史和法律框架;同时还重点介绍了中国并购市场以及跨国并购活动的法律监管环境和原则等;最后从监管者角度,介绍并购法律监管和履约程序的流程。

致谢

本书的出版基于编者自2003年开始在复旦大学经济学院国际金融系开设的“兼并与收购”课程,该课程为公司金融领域的核心内容。2009—2018年为复旦大学金融专业硕士开始讲授“兼并、收购与公司控制”课程;2005—2016年为科学硕士研究生讲授“兼并、收购与公司治理”,其间2009级硕士研究生陈峰对本书的整体框架构思提出了富有建设性的意见。此后,在与复旦大学本科生、研究生的相互学习、相互沟通交流中,本书的整体架构不断得到完善和发展,直至最终成书。因此,非常感谢他们——陈峰、周韵、韩清瞿、胡祐嘉、毛小骅、张晓筱、陈旭、张雁婷、鄢煜、王雪华、王一鸣、高润鑫、蒋小旺、黄俊杰、杨丹璐、杨郑晶、张宇茜、唐庆国、王志强、杨旻、刘越、姚望、任云涛、周文龙。亦师亦友,在与他们的交往中体会到作为一名老师的快乐。张剑宇同学对本书最后的模块划分提供了非常好的修改建议,也感谢两位匿名评审专家高屋建瓴的建议,为本书增色不少。还要感谢复旦大学专业硕士学科建设项目给予的大力支持和帮助。同时,感谢复旦大学经济学院的同事们——沈红波、卢华和黄明等提出的宝贵意见,复旦大学出版社徐惠平老师为本书出版提供的支持和付出的辛劳至关重要。

特别的,我要感谢帮助我一起排版的杨丹璐同学,她和我一起磨过了数个周末的时光,尤其在2018年狗年的大年初八,她就开始在家里启动了24小时办公模式,校订书稿原始资料的出处,订正案例,不断地调整排版,再次感谢她的严谨和认真!

最后,要感谢复旦大学出版社的编辑严谨的工作态度,以及在2018年炎热的暑期全力地投入工作,在已完成书稿的清样之后,配合我们查重,并重新审校书稿,反复修订。在此期间,要感谢复旦大学经济学院硕士研究生杨郑晶、唐庆国的付出,以及上海财经大学的徐皓元同学帮助一起校正。感谢这次重校,让我收获了满满的师生情谊:在这个浮躁的社会,在这个炎炎的夏日,我依然感受到了他们的静思之美!

杨 青

2018年8月28日于复旦校园

目 录



第一部分 并 购 基 础

第一章 并购起源与公司治理	3
1.1 并购起源	3
1.2 企业的组织形式	6
1.3 公司的治理	8
1.3.1 公司治理的控制权问题	10
1.3.2 公司治理的法制问题	13
1.4 中国公司治理的新模式——VIE	15
1.4.1 VIE 的概念	15
1.4.2 VIE 在中国的实践	16
1.5 平台经济的发展模式	19
1.5.1 平台经济理论基础	19
1.5.2 平台经济的发展模式	21
本章小结	24
重要概念	25
课后习题	25
第二章 并购的概念与范畴	26
2.1 并购的概念	26
2.1.1 兼并	26
2.1.2 收购	29
2.2 并购的分类体系	30
2.2.1 根据并购对象所在行业划分	30
2.2.2 根据并购程序划分	32

2.2.3 根据并购双方意愿划分	34
2.2.4 根据收购的标的物划分	37
2.2.5 根据并购支付方式划分	37
2.2.6 其他类型	42
本章小结	52
重要概念	52
课后习题	52
 第三章 并购浪潮发展史	 55
3.1 全球六次并购浪潮概述	55
3.2 以横向并购为特征的第一次并购浪潮(1895—1904 年)	56
3.3 以纵向并购为特征的第二次并购浪潮(1916—1929 年)	59
3.4 以混合并购为特征的第三次并购浪潮(1965—1969 年)	60
3.5 以杠杆并购为特征的第四次并购浪潮(1981—1989 年)	65
3.6 以全球性跨国并购为主的第五次并购浪潮(1995—2005 年)	67
3.7 以中国为主战场的第六次并购浪潮	70
3.7.1 中国并购史的探索与发展阶段(1984—2005 年)	70
3.7.2 中国并购史的市场化阶段(2005—2008 年)	72
3.7.3 中国并购活动掀起第六次浪潮(2012—)	73
3.8 并购浪潮总结分析	77
本章小结	79
重要概念	80
课后习题	80

第二部分 并购流程

第四章 并购的动因	83
4.1 并购理论的发展	83
4.1.1 协同理论	84
4.1.2 多样化经营理论	87
4.1.3 自大理论	87
4.1.4 市场势力理论	88
4.1.5 效率理论	89
4.1.6 价值低估理论	89
4.1.7 信息信号理论	90

4.1.8 代理成本理论	90
4.1.9 管理主义理论	91
4.1.10 自由现金流量理论	91
4.2 并购动因的实证分析	92
4.2.1 并购动因的基础理论	92
4.2.2 并购动因的实证方法	93
4.3 并购动因案例分析	95
4.3.1 国际医药行业的并购动因	95
4.3.2 中国医药行业的并购动因	96
4.3.3 中国电子行业的并购动因	98
4.3.4 中国银行业并购动因	99
4.3.5 中国饮料业的并购动因分析	100
本章小结	102
重要概念	103
课后习题	103
 第五章 并购的战略	 104
5.1 制定并购战略	105
5.1.1 并购战略的范畴	105
5.1.2 并购战略的意义	108
5.1.3 并购战略的选择	111
5.1.4 并购战略的类型	113
5.1.5 并购战略的制定	115
5.2 确定并购目标	120
5.2.1 寻找并购目标	120
5.2.2 分析目标企业	120
5.2.3 评估自身实力	121
5.3 尽职调查	122
5.3.1 尽职调查的原则	122
5.3.2 尽职调查的内容	123
5.3.3 尽职调查的风险	126
本章小结	128
重要概念	129
课后习题	129

第六章	并购的价值评估	130
6.1	并购价值评估综述	130
6.2	市场法	133
6.2.1	可比公司分析法	133
6.2.2	可比交易分析法	136
6.2.3	对市场法的评价	141
6.3	现金流量贴现法(DCF)	141
6.3.1	DCF 法估值思路	141
6.3.2	DCF 法估值模型	142
6.3.3	DCF 法估值步骤	142
6.3.4	加权平均资本成本法(WACC)	149
6.3.5	调整现值法(APV)	153
6.3.6	现金流量贴现法(DCF)的评价	156
6.4	实物期权估值法	156
6.4.1	期权估值基础: B-S 模型	157
6.4.2	二项式期权定价模型	158
6.4.3	实物期权	159
6.5	其他价值评估方法	168
6.5.1	成本法	168
6.5.2	经济附加值法(EVA)	169
6.6	并购的协同效应评估	172
6.6.1	协同效应的产生途径	172
6.6.2	协同效应的评估方法	172
6.6.3	协同效应的悖论	175
	本章小结	184
	重要概念	185
	课后习题	185
第七章	并购融资	192
7.1	融资类型	192
7.2	内源性融资	193
7.3	外部融资	194
7.3.1	债务融资	194
7.3.2	权益融资	197
7.4	混合型融资	201

7.4.1 可转换证券·····	201
7.4.2 认股权证·····	202
7.5 融资过程·····	202
7.5.1 确定收购成本·····	203
7.5.2 确定融资工具比例·····	205
7.5.3 融资比例及综合成本·····	207
本章小结·····	212
重要概念·····	213
课后习题·····	213
 第八章 并购中的会计处理·····	 214
8.1 并购会计的核算方法·····	214
8.1.1 权益法·····	214
8.1.2 购买法·····	216
8.2 不形成控股合并的长期股权投资的并购会计处理·····	218
8.2.1 初始计量方法·····	218
8.2.2 后续计量方法·····	218
8.3 分次投资取得控制权的并购会计处理·····	220
8.3.1 同一控制下分次投资取得控制权·····	220
8.3.2 非同一控制下分次投资取得控股权·····	221
8.3.3 非同一控制下的控股合并·····	221
8.3.4 非同一控制下的吸收合并·····	223
8.4 同一控制下的企业合并·····	223
8.4.1 同一控制下的控股合并·····	224
8.4.2 同一控制下的吸收合并·····	224
8.4.3 合并方进行企业合并发生的有关费用的处理·····	225
8.5 资产注入·····	225
8.6 商誉·····	225
8.6.1 商誉减值测试·····	225
8.6.2 商誉减值会计处理·····	226
8.7 案例分析·····	227
本章小结·····	231
重要概念·····	231
课后习题·····	231

第三部分 并购活动与公司控制

第九章 杠杆收购	237
9.1 杠杆收购概述	238
9.1.1 杠杆收购的概念	238
9.1.2 杠杆收购的类型	239
9.1.3 杠杆收购的特征	240
9.2 杠杆收购的发展历史	243
9.2.1 杠杆收购的起源	243
9.2.2 杠杆收购的发展	243
9.3 杠杆收购的运作方式	245
9.4 资金来源	248
9.4.1 担保负债	248
9.4.2 无担保负债	249
9.4.3 垃圾债券	249
9.4.4 私募股权基金	249
9.5 杠杆收购的影响因素	249
9.5.1 杠杆收购的成功因素	249
9.5.2 杠杆收购的失败因素	250
本章小结	253
重要概念	254
课后习题	254
第十章 员工持股计划	255
10.1 员工持股计划概述	255
10.1.1 基本概念	255
10.1.2 主要类型	256
10.1.3 运作模式	257
10.1.4 历史发展	258
10.1.5 中国员工持股计划的发展历程	259
10.2 员工持股计划在公司财务领域的应用	261
10.2.1 收购	261
10.2.2 资产剥离	262
10.2.3 接管防御	263