



中国并购报告

CHINA MERGERS AND ACQUISITIONS YEARBOOK

王 巍 康荣平 主编

中国物资出版社

中国并购报告

王 巍 康荣平 主编

中国物资出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国并购报告/王巍主编.-北京:中国物资出版社,2001.2

ISBN7-5047-1697-9

I. 中… II. 王… III. 企业合并-研究-中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 07889 号

中国物资出版社出版发行

(北京市西城区月坛北街 25 号 邮编 100834)

新华书店经销

北京北方印刷厂印刷

开本:787×1092mm 1/16 印张:35.5 字数:909 千字

2001 年 2 月第 1 版 2001 年 2 月第 1 次印刷

书号:ISBN7-5047-1697-9/F·0604

印数:0001—5000 册

定价:58.00 元

出版说明

当并购已成为投资的首选方式，
当一笔并购的金额超出了一个国家的国民生产总值，
当中国离 WTO 的大门越来越近，
并购——正在席卷世界。
我们准备好了吗？

——《中国并购报告》：并购时代的全记录！

改革开放 20 多年来，我国逐步建立起有中国特色社会主义的市场经济体制，一个充满活力的日益繁荣的中国越来越为世界所瞩目。随着改革开放的不断深入，我国企业有了长足的发展，但由于是建立和长期存在于传统的计划经济体制下，与发达国家相比还有很大差距，经营观念滞后、管理水平不高、管理体制不合理等问题仍未得到根本解决。当企业发展到一定规模，如何向更高层次升华，发展战略应当如何制定与实施？面对经济全球化，我国的企业怎样走出去？加入 WTO 后，许多外国公司将会长驱直入，我国的企业又将如何与其“同台共舞”？这些问题一直困扰着各级、各方面的决策者、学者及有关人士。《中国并购报告》一书的出版，相信会对读者有所启发、有所裨益。

几年前，人们对并购并不关注。但随着我国加入 WTO 日期的临近，随着亲眼目睹国际上几次大得足以超过一个国家国民生产总值的并购（如美国在线并购时代华纳），越来越多的人感受到并购的威力。

《中国并购报告》以其开阔的视野、丰富翔实的资料、独到的点评通俗易懂地诠释了并购对一个企业，乃至一个国家的重要意义，既具有史料的翔实查阅性，也具有操作的指导意义，是我国第一本全面深入研究企业并购的实用工具书。该书的出版，不仅有助于广大民众认识并购，而且有助于并购与被并购企业双方借鉴以往案例的成功经验与失败教训，降低并购交易成本，实现企业生产力的迅速提升。

需要说明的是，由于目前缺少关于并购的客观评价尺度，该书的观点仅代表作者的一家之言。欢迎广大读者赐教。

让我们一起来纵览并购风云，体验重组精华。

作者简介

主 编

王 巍 万盟投资管理有限公司董事长,美国福特姆大学经济学博士。1982年以来曾在中国建设银行、中国银行、美国化学银行、世界银行、中国南方证券有限公司、万盟投资管理有限公司等机构任职。直接策划、组织了几十家大型企业的改制、重组、承销及并购业务。主持编著《第二板市场》(1999)、《MBO,管理者收购》(1999)、《世纪并购》(2000)及《网络价值评估及上市》(2000)等商界畅销书。

E-mail: wangwei@mergers-china.com

康荣平 中国社会科学院世界经济与政治研究所国际企业研究中心副主任。《世界华商经济年鉴》常务副主编,中国国际经济关系学会常务理事,中国亚洲太平洋学会常务理事。近期著作包括:《大型跨国公司战略新趋势》(2001)、《中国企业评论:战略与实践》(1999)、《企业多元化经营》(1999)、《华人跨国公司的勃兴》(日本,亚洲经济研究所 1997)、《中国企业的跨国经营》(1996)。

E-mail: kangrp@usa.net

助理主编

郑红岩 英国阿伯丁大学金融投资管理硕士,现任职于万盟投资管理有限公司,曾参与撰写《网络价值评估与上市》(2000),主持“中国企业在线并购网”。

E-mail: to1hz@mergers-china.com

作 者

李 斌 北京电力专科学校毕业。现任职于万盟投资管理有限公司。《重组并购周刊》主编。

E-mail: lb@mergers-china.com

阚 雯 西安交通大学国际金融学士。现任职于万盟投资管理有限公司。

E-mail: kanwen@mergers-china.com

温德纯 大连理工大学工学硕士。现任职于万盟投资管理有限公司。

E-mail: wen@mergers-china.com

何 滨 广州市暨南大学国际经济学士。现任职于万盟投资管理有限公司,曾参与撰写《网络价值评估与上市》(2000)。

E-mail: heb@mergers-china.com

王 阳 中国社会科学院研究生院投资管理专业毕业。现任职于万盟投资管理有限

- 公司。
- E-mail: wy@mergers-china.com
- 曹 腾** 中国人民银行研究生部硕士研究生。现任职于万盟投资管理有限公司。
- E-mail: caoteng@mergers-china.com
- 于昌源** 毕业于中国政法大学。现任职于万盟投资管理有限公司。
- E-mail: changyuan@263.net
- 赵广华** 东北财经大学财税学院硕士研究生。现任职于万盟投资管理有限公司。
- 顾洪文** 中国人民大学新闻学院传播学硕士。现任职于万盟投资管理有限公司。
- 田 琦** 首都经济贸易大学研究生。现任职于万盟投资管理有限公司。
- E-mail: tianqiman@sina.com
- 张 伟** 中国人民银行研究生部硕士研究生。现任职于万盟投资管理有限公司。
- E-mail: greateasy@sohu.com
- 罗卉玲** 毕业于中南大学。现任职于万盟投资管理有限公司。
- E-mail: luohn1223@sina.com
- 李 丽** 毕业于北京师范大学继续教育学院。现任职于北京万盟网络技术咨询有限公司。
- E-mail: lili8045@sina.com
- 黄一义** 原为社科院工业经济研究所研究人员,后在若干杂志及网站担任主编和编辑工作,现在北京天则所咨询公司从事产业及企业研究。
- E-mail: hyy99@netease.com
- 冀书鹏** 毕业于南京大学信息管理系。现任职于北京天则经济研究所。
- E-mail: gshupeng@263.net
- 郎 争** 毕业于北京财贸学院。信永会计师事务所合伙人。
- E-mail: lang-zheng@shinewing.com
- 吕发钦** 毕业于东北财经大学。信永会计师事务所合伙人。
- E-mail: lufaqin@sina.com
- 张晓森** 中国政法大学硕士研究生毕业。天达律师事务所合伙人。
- E-mail: tdlaw@online.sh.cn
- 宋长安** 毕业于北京大学。天达律师事务所律师。参与撰写《MBO,管理者收购》(1999)。
- E-mail: tdlaw@online.sh.cn
- 陈 晨** 毕业于中国政法大学法律系。天达律师事务所律师。
- E-mail: tdlaw@online.sh.cn
- 朱子慧** 黑龙江大学法学硕士。天达律师事务所律师。
- E-mail: tdlaw@online.sh.cn
- 康 健** 毕业于中国政法大学。天达律师事务所律师。
- E-mail: tdlaw@online.sh.cn
- 燕 青** 毕业于首都经贸大学。天达律师事务所律师。
- E-mail: tdlaw@online.sh.cn

序 言

茅于軾

一个国家的经济实力取决于它的生产能力,确切地讲,取决于它生产财富的能力。我国大约有 83% 的生产活动是在企业内部进行的(不算农业),所以企业的能力决定了我国的经济实力。

我国在解放后建立了许多国有企业,应该说其中大部分是不错的,这是我国几十年来赖以生存的经济基础。但是与国际比较来讲,我国企业的经济效益普遍是很低的。这是我国经济当前面临的重大问题。

如何才能提高企业的经济效率?办法是很多的。其中最便捷的办法也许就是企业并购。通过并购提升企业的盈利能力,在资本主义国家,近年来也空前活跃。我国有那么多低效率的企业,并购更应该成为改造老企业的措施。

为什么企业并购能有效地提升企业的盈利能力?

企业并购就是把企业当做商品来买卖。商品买卖的一般特点是商品在卖方和买方价值的判断不同。卖方判断的价值较低,而买方判断的价值较高。在这两个价值之间就是商品成交的价格范围,它肯定能被双方同时所接受。商品从卖方转移到了买方,它的价值就提高了。所以对同一商品的评价不同,根本的原因是各人的优势不同。生产斧的一方具有生产斧的优势,而拙于生产羊;生产羊的一方则相反,所以交换得以达成协议。交换促使了每个人、每个企业、每个地区、每个国家都找到充分发挥自己优势的机会,促进了社会分工的发展,最后形成了今天的百行百业和高度发达的商品经济。我们所享受的现代文明,归根到底是交换所造成的。企业的买卖,是将企业的所有权转移到更具有优势的人手中,这就是并购的目的。

同样一家企业,为什么卖主的估价较低而买主的估价较高。这就要了解企业是如何被估价的。企业的价格完全看它的盈利能力,而和它的初置成本无关。不论它最初投入了多少钱,有多少厂房设备,如果它不能赚钱,它是没有价值的。相反,如果这家企业的厂房设备都已变卖,只要它的牌子硬,有一群消费者喜欢它的牌子,这家企业就有价值,就能够卖出钱来。卖方和买方对企业的估价不同是因为各方对企业的盈利前景估计不同,或者说是因为各方依靠企业赚钱的能力不同。买方的赚钱能力一般比卖方的能力强。所以企业的买卖或并购,只要达成了协议,就会提升企业生产财富的能力。除非双方的估价发生错误。

企业并购和一般商品的买卖一样,给双方都能带来利益,否则不可能双方都同意。正是利益使双方走到一起来了,他们为了得到利益而有谈判的积极性,而且只要并购的确能提升企业的生产能力,这样的并购应该能够达成协议。但是企业并购又和一般商品的买卖有所不同,它需要高度的技巧,它涉及到经济的、法律的、财务的、人际关系等方面的极其复杂的事务,其交易成本往往是很高的。太高的交易成本有时使并购无利可图,终于使得并购失败,使潜在的经济利益不能实现。所以降低企业并购的交易成本是当前急需研究的一项任务。随着企业并购经验的积累,并购模式的规范化,交易成本会迅速地降低。《中国并购报告》一书的出版,将有助于并购交易成本的降低。

企业并购使社会财富增加,生产能力提高,其前提是并购双方都关心本企业的利益。可是这并不是必然的。有时候主持并购业务的人并不关心本企业的利益,而是关心他本人的利益。这二者并不见得永远是一致的。为了自己的利益而牺牲本企业的利益,不但本企业的利益受损,而且有害于全社会。因为它可能导致错误的并购,降低了社会的生产能力。特别在国有企业中这种情况曾经发生过,此时就会有国有资财的流失。这也是社会上对企业并购不放心的主要原因。为了防止这种情况的出现,要增加企业并购操作的透明度,要有中介机构的参与,要严格按照法规办事。

企业并购往往涉及到国有企业,这方面原东德在德国统一后有不少有益的经验。东德的大部分国有企业也是经营亏损,他们成立了托管局来处理这些亏损企业,基本的办法也是出售或并购。起初估算这些企业可以卖一大笔钱。到头来不但没有卖到钱,反而倒贴了许多。他们处理的原则不是要多卖钱,而是要使企业能有发展前景,保证职工就业,保持社会稳定。只要企业能够存在并得到发展,其他问题都迎刃而解。有的并购方虽然出价较高,但是要把企业解散重组,大量工人会下岗,因而不能保证社会稳定和企业发展,托管局就不批准。相反,有的并购方要求政府补贴,但是他的并购方案能保证企业稳定发展,托管局就给予批准。从企业和职工的利益出发,考虑整体发展的稳定性,这种经验值得我们考虑。

并购是否成功不能光看买卖企业是不是做成了,更重要的是看并购以后企业的生产是否有进步,财务情况是否更好,内外债务关系是否稳定,企业的职工对他们的前景是否更乐观。从事并购业务的人往往把做成一件复杂困难的并购看成是自己业绩的成功,而忽略了并购以后企业的生产情况。当然,并购技巧是重要的,但是更重要的是并购所产生的社会效果,它表现为并购以后企业的生产改进。

企业并购往往涉及数量巨大的资金流动,它关系到许多人的切身利益。并购的结果,如何改变了人们的利益和收入分配,是值得我们仔细研究的问题。它是让少数人富起来让多数人变得更穷一点?还是让多数人更富一点而使少数富人变得穷一点?当然最好是使一切人都得到利益,没有人受到损失。即使如此,是富人多得,还是穷人多得,也有不同的结果。在这方面这本报告中研究得还很不够。我认为这是值得我们从事并购业务的同志在自己的业务操作中认真思考的问题。

从经济学出发,从全社会财富极大化出发,我提出以上这些看法。至于并购业务本身,我只是一个小学生,希望能从本书中学到更多的知识。

E-mail: maoysh@mail.ied.ac.cn 2000年12月25日

目 录

第一章 并购、全球化与中国企业的机遇(王巍)	(1)
第一节 并购的历史浪潮	(2)
一、“横向并购”浪潮(20 世纪初叶)	(2)
二、“纵向并购”浪潮(20 世纪 20 年代)	(3)
三、“多元并购”浪潮(20 世纪 60 年代)	(3)
四、“融资并购”浪潮(20 世纪 80 年代)	(4)
五、面向新经济的“战略并购”浪潮(20 世纪 90 年代末)	(5)
第二节 并购的观念调整	(7)
一、并购的市场方式	(8)
二、并购的道德评价	(8)
三、并购的操作(制度、领袖、中介、融资)	(9)
第三节 并购的时代机遇	(11)
一、并购与新经济	(11)
二、并购与 WTO 时代	(12)
三、全球并购与中国企业的机遇	(14)
第二章 国内企业并购报告(王巍、李斌等)	(16)
第一节 2000 年国内十大并购及点评	(16)
一、中国移动收购七省市移动电话网	(16)
二、中国石油、中国石化百亿收购加油站	(16)
三、中国光大集团入主申银万国证券	(16)
四、南方航空兼并中原航空	(17)
五、三九集团收购长征制药	(17)
六、香港华润收购深万科	(17)
七、青岛啤酒集团收购扩张	(18)
八、法国达能收购梅林正广和	(18)
九、山东三联集团收购郑百文	(18)
十、香港中信泰富收购中信国安	(18)
第二节 2000 年国内并购事件(按月检索)	(20)
第三章 全球并购报告(王巍、顾洪等)	(85)
第一节 2000 年全球十大并购及点评	(85)
一、沃达丰收购曼内斯曼	(85)
二、美国在线与时代华纳组成超级巨人	(85)
三、辉瑞收购沃纳-兰伯特公司	(85)

四、葛兰素威康联姻史克必成·····	(85)			
五、美国大通银行收购 J. P. 摩根·····	(86)			
六、瑞穗控股公司——世界最大的金融集团·····	(86)			
七、联合利华收购贝斯特食品公司·····	(86)			
八、百事可乐 134 亿美元兼并魁克·····	(87)			
九、通用电气收购霍尼韦尔·····	(87)			
十、谢夫隆购买德士古·····	(87)			
第二节 2000 年全球并购事件(按月检索)·····	(89)			
第四章 网络并购报告(郑红岩、田琦等)·····	(154)			
第一节 网络十大并购及点评·····	(154)			
一、雅虎收购 eGroups.com·····	(155)			
二、西班牙特拉网络公司收购美国 Lycos 公司·····	(156)			
三、CNET 收购 Ziff-Davis Inc.·····	(156)			
四、北电网络公司收购耀腾公司·····	(157)			
五、日本 NTT 收购美国 Verio 公司·····	(157)			
六、搜狐公司收购 ChinaRen·····	(158)			
七、联想收购赢时通·····	(158)			
八、Mail.com 公司收购 e 龙公司·····	(159)			
九、Tom.com 公司收购 163.net·····	(160)			
十、易趣网并购 5291·····	(160)			
第二节 2000 年网络并购事件(按月检索)·····	(161)			
第五章 并购人物(张伟、王巍等)·····	(197)			
第一节 并购人物与并购·····	(198)			
一、时势造英雄:并购浪潮为并购人物提供了战场·····	(198)			
二、并购人物的出身:幕前与幕后·····	(199)			
三、并购技能:并购人物必备的素质·····	(200)			
四、英雄造时势:并购人物的力量·····	(202)			
五、培育并购人物的土壤:环境造就英雄·····	(203)			
第二节 2000 年并购英雄排行榜·····	(205)			
一、全球十大并购英雄·····	(205)			
Chris Gent(克里斯·根特)	Steve Case(斯蒂夫·凯斯)			
John Chambers(约翰·钱伯斯)	John Roth(约翰·罗斯)			
Rupert Murdoch(鲁皮·默多克)	Bernard Ebbers(伯纳德·埃伯斯)			
Masayoshi Son(孙正义)	Richard McGinn(理查德·麦金)			
Ed Whitacre(埃德·惠特克)	Jurgen Schrempp(于尔根·施伦普)			
二、国内十大并购英雄·····	(211)			
李泽楷	李嘉诚	王石	叶克勇	刘明康
柳传志	张朝阳	彭作义	袁天凡	王甦

第三节 其他并购人物	(217)
第六章 并购机构与职能(李斌、郑红岩等)	(232)
第一节 并购机构的职能	(232)
一、中介机构在并购中的价值	(232)
二、并购活动的组织安排	(233)
三、我国并购机构的构成	(238)
四、附：香港券商状况	(240)
第二节 并购中介机构名录	(241)
一、证券公司	(241)
二、律师事务所	(243)
三、审计评估机构	(245)
四、投资咨询公司	(247)
第七章 重要行业并购与若干案例分析(黄一义、阚文等)	(250)
第一节 2000 年并购的行业综述	(250)
一、经济背景和并购主题	(250)
二、基本类型和主要特点	(251)
三、结论：向深度和广度发展的并购	(254)
第二节 重要行业的并购分析	(255)
一、网络业	(255)
二、医药行业	(264)
三、电力行业	(268)
四、房地产业	(272)
五、航空业	(277)
六、汽车行业	(279)
七、家电行业	(285)
八、啤酒行业	(287)
九、全球金融业重组	(291)
第三节 重要并购个案分析	(298)
一、美国在线并购时代华纳	(298)
二、盈动鲸吞香港电讯	(300)
三、青岛啤酒的系列并购	(304)
四、熊猫、福日退出彩电业	(304)
五、中信泰富重组并购中信国安	(306)
六、山东三联并购重组郑百文	(307)
七、胜利股份的股权之争	(308)
八、创智并购五一文后	(310)
九、加油站并购风起云涌	(311)
十、清华同方并购系列	(312)

十一、华润万科强强联合	(315)
十二、川金路股权之争	(317)
十三、北京新燕莎重组	(321)
十四、搜狐并购 ChinaRen	(323)
十五、联想并购赢时通	(326)
十六、李嘉诚并购同仁堂	(328)
第八章 并购的财务操作(吕发钦、郎争等)	(331)
第一节 透视企业财务	(332)
一、解读企业的会计报表	(332)
二、会计报表中的重点内容	(333)
三、主要的财务指标	(334)
第二节 并购的可靠性成本	(335)
一、中介机构的角色与作用	(335)
二、审慎性调查	(336)
三、估计企业的价值	(337)
第三节 并购动因与交易处理	(338)
一、并购的动因	(338)
二、并购的税务安排	(339)
三、并购的交易方式	(340)
第四节 财务整合与并购效果评价	(341)
一、企业并购的财务整合	(341)
二、企业并购效果的评价体系	(344)
第五节 并购的会计处理	(346)
一、购买法	(346)
二、联营法	(352)
第六节 案例及分析	(355)
一、万森承债式并购昌盛案例分析	(355)
二、美国在线与时代华纳的合并	(356)
第九章 并购相关法律处理(张晓森、宋长安等)	(357)
第一节 并购与反并购的法律措施及责任	(357)
一、并购目标的法律调查	(357)
二、并购方案及法律分析	(358)
三、反并购的法律措施	(360)
四、并购的法律责任	(361)
第二节 并购立法综述	(362)
一、并购立法概况	(362)
二、并购的立法原则	(363)
第三节 实施并购的法律视野	(365)

一、关于股权投资问题	(365)
二、关于少数股东购买请求权问题	(366)
三、关于利润的计算问题	(367)
四、关于通知债权人问题	(368)
第四节 并购及相关立法中重要法条评点	(368)
一、《中华人民共和国公司法》	(368)
二、《中华人民共和国证券法》	(371)
三、行政法规及部委规章	(374)
四、关于并购立法的思考	(381)
第十章 并购相关资料介绍(张伟、田琦等)	(383)
第一节 有关并购的书籍	(384)
一、中文书籍	(384)
二、英文书籍	(387)
第二节 有关并购的期刊	(400)
一、中文期刊	(400)
二、英文期刊	(401)
第三节 有关并购的网站	(402)
一、中文网站与网址	(402)
二、英文网站与网址	(403)
附录 1 50 大跨国并购(1987—1999)	(405)
附录 2 美国 50 大并购(2000)	(407)
附录 3 并购词典	(412)
附录 4 并购法规目录及摘要	(438)
附录 5 并购有关财务税务规定	(529)
附录 6 “中国企业在线并购网”简介	(545)
附录 7 中国企业并购俱乐部及论坛简介	(547)
附录 8 参考文献	(549)

2001 年度中国企业并购案例分析征文函

主编说明及编撰《中国并购报告(2002)》的公开邀约

第一章 并购,全球化与中国企业的机遇

对普通读者而言,并购是指一种商业行为及该行为所导致的状态:企业合并和企业兼并(英文是 Mergers and Acquisitions, 或 M&A)。前者是指两个以上的企业在股权或资产发生交易后形成了新的企业,原来的企业都消失了;而后者是指两个以上的交易企业中有一家存留下来成为新企业的主体,其余企业不复存在。在计划经济环境中,企业的生死存亡只需一纸文件,并不涉及商业交易之劳,也不算经济事件。故而,普通民众知者甚寥,亦无关注之需求。

今天,企业并购已渐渐成为各行业的热门话题,并购新闻也时常跃上媒体的头条,并购越来越多地进入国内企业领导人的战略视野,一大批专业从事企业并购的投资银行人士有了大显身手的机会。在介绍并购理论的书籍与日俱增的时候,我们却很少有翔实的资料为佐证。借助于“中国企业在线并购网”(www.mergers-china.com)的点滴积累,我们有可能初步地提供一个年度的统计和分析。虽浅陋些,毕竟是一个起点。之所以急就成章地推出并购报告,是因为经济全球化过程中的并购浪潮正在强劲地冲击着国门,我们希冀共识者的加盟,努力创造与全球公司顺利接轨的操作平台。

应当认识到我们面临着巨大的环境压力,加入 WTO 后可能使我们在相当幼稚的并购水准上与全球经济并购的巨擎面对面较量。据英国《经济学家》的统计,1990—1998 年间全球并购总值翻了 5 倍,接近 25 000 亿美元,其中 16 000 亿美元发生在美国国内(见图 1—1)。1999 年全球并购总值又创 34 000 万亿美元的新高。

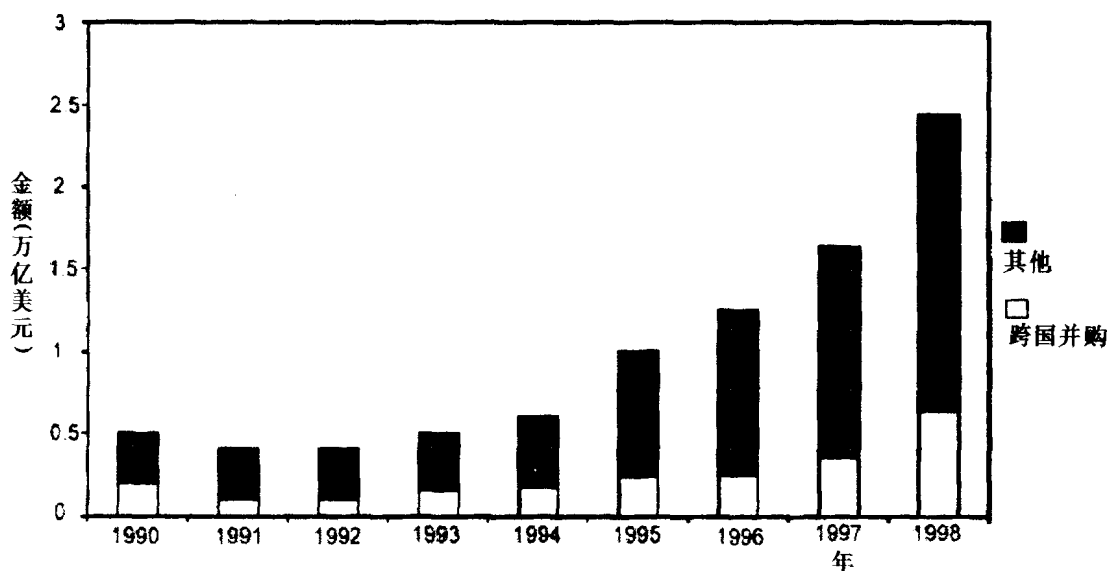


图 1—1 世界并购趋势

考虑到中国国有资产存量为100 000亿人民币^①左右,则3倍于此数的全球年度并购总量显然是我们不能忽视的外部压力。特别是2000年初接连发生的美国在线收购时代华纳(1 550亿美元)和英国达沃丰收购德国曼内斯曼(1 850亿美元)等巨型并购案后,我们很难迁腐地仅仅将这些巨型并购理解为单纯商业上的规模巨大。当一次并购动用的资本足以与一个主权国家的经济实力相抗衡时,我们不得不考虑并购的国际政治、经济甚至军事上的意义。在进入一个新的世纪之时,及时了解国内、国际相关信息是我们把握并购、经济全球化与中国机遇的起点。

第一节 并购的历史浪潮

西方学者对于企业并购现象的总结基本上以美国为例。这不仅是基于企业并购在美国表现得最为活跃,而且体现了易为经济学者总体把握的特征,更重要的是美国经济实力和企业实力使它的并购行为、方式及影响会在很短的时间传递到世界各个角落,从而基本上表达了市场经济做为一个体系对并购行为的酝酿和反应。对并购历史的把握是基于不同的前提和约束,而有不同的结果和认识的。在国内外有限的文献中,主流的看法是以企业并购的形式为尺度来划定潮流的,即将20世纪初至20世纪90年代的百年历史大致地分四次浪潮。前两次浪潮的表现比较清晰,故多数学者称之为“横向并购”浪潮和“纵向并购”浪潮。后两次则多有歧义,笔者姑且名之为“多元并购”浪潮和“融资并购”浪潮。按同一标准,对于目前正如火如荼地展开的新一轮并购浪潮,亦暂名为“战略并购”浪潮。

一、“横向并购”浪潮(20世纪初叶)

工业革命的迅猛发展,导致有组织的管理体系有更强的能力来支配生产要素资源。随着劳动者涌入城市,先进科学技术的应用,规模经济成为社会生产力发展的一个重要“瓶颈”。集中资源、做大企业是这个时代的鲜明特征。作坊并入企业,企业聚成集团,约有40%的美国公司加入并购活动。3 000个公司消失了,而随之产生的则是几十个控制各个行业的企业巨头。铁路、电力、煤炭、钢铁、石油等工业革命的主导要素,被千百万个相关的中小企业迅速横向积聚而造就了集中的“行业”,而行业的形成又激发了巨大的向心力,进一步融合了具有相近生产工艺、相同商品及市场的企业。横向并购导致以商品为中心的行业垄断成为首次浪潮的典型表征。例如:20世纪初,由5家烟厂合并而成的美国烟草公司,控制了80%的全国产量;国际收割机公司和普曼客车公司分别控制美国机车行业和客车行业85%的市场;而美国炼糖公司更是拥有全国全部的市场份额。马克思主义的创始人以高度的敏感与热情,关注着这个“资本积聚与集中”的过程,在把它归结为创造人类生产力魔法的同时,表达了对于加倍压榨剩余价值的关切。而列宁则明确地将并购称之为资本主义走向帝国主义的必经之路。显然,企业并购浪潮的出世之鸣便在国际经济舞台上不同凡响。值得注意的是一批并购领袖人物的产生,如J. P. 摩根于铁路业,A. 卡内基于钢铁业,J. D. 洛克菲勒于石油业等等。这批并购领袖们尽管出身复杂、个性奇异、手段迥然,但均是顺应时势,在企业并购浪潮中杀出血路而成为一时之选,客观

^① 本书中数字后未注明货币名称的均为人民币。

上成为行业整合的旗帜。以后的历史也一再表明,企业并购的领袖人物是不可或缺的发动机,是值得加以深入研究的课题。

二、“纵向并购”浪潮(20世纪20年代)

市场的发达与经济的丰富,不仅使企业间的经济联系变得日趋复杂,而且使国民经济各个行业间的相互依存与制约日益突出。姑且不论企业领袖人物的成就感与占有狂热,即便是出于保持市场份额和“可持续”的生存能力,行业巨头们就要寻求跨行业的联合与并购。据统计,在1926—1930年间,大约4600家公司展开了新一轮的并购活动,纷纷在其产品的上下游工序,在其市场的左邻右居上做并购文章。特别是在1929年大萧条之前,企业实力强弱转化激烈,并购更为火热。整个美国大约有200家公司控制了整个国民经济的50%左右,也就是我们习惯称之为的“寡头垄断”经济。这个时期的“寡头们”所垄断的行业也不再是几十年前的煤、电、油、化工之类的以简单工业产品为中心的行业,而是更为综合的诸如运输、通讯、商业及金融等包括系列商品与服务的综合性行业。而且,金融界特别是投资银行业对于这次并购浪潮贡献尤殊。60%的企业并购是通过纽约证券交易所进行,或者是上市收购,或者是收购上市,或者是股票交易收购。臭名昭著的“内幕交易”(Insider Trading)大体发源于这个时期。并购使投资银行家们获得暴利,而银行信用也推波助澜大举进入并购。金融界的强力介入在推动了寡头垄断形成之后,也对这个市场的金融结构与组织制度带来了硬伤。1933年通过的旨在隔离证券业与银行业的格拉斯—斯蒂格尔法案,即是针对银行业过度融资支持企业上市和并购的结果。跨行业的纵向并购促成寡头垄断成为第二次浪潮的表征。这次浪潮中,企业的资本结构形成了新的模式,即从简单的股份公司制,变为金字塔式的复合股份公司制。我们现在所称的控股公司即源于此时。这种控股公司制,可以充分利用杠杆的原理,通过逐级控股,衍生出一系列子孙,从而保证发起股东以很少的资本控制巨大的资源。正是企业并购交易创造并推广了这种新型公司体制,而后者对于进一步的并购行为、公司组织管理体制乃至全社会的经济结构都产生了深远的影响。

三、“多元并购”浪潮(20世纪60年代)

罗斯福新政的成功以及冷战时期美国强力推行的管制政策,使企业界自发的扩张需求受到一定抑制。以反托拉斯法为代表的一系列管制措施,对于企业集团在一个行业的垄断地位予以封顶。然而,技术进步及长期经济增长的内在动力仍强劲地推动美国企业界追求规模经济的效益。即便是在市场份额的严格限制之下,随着整个国民经济的扩张,企业集团的资产总量、销售总量和市场占有总量仍持续增长。特别是控股公司形式的多样化和日趋复杂,以控股集团为形式的资本集中仍是受到鼓励,并在经济层面上达到规模经济。凯恩斯经济学的理念使错综复杂的市场体系成为可测量、可控制的实验田,各种管理理论纷纷成型,如以肯定行业领先地位获得本行业发展最大利益而著称的麦肯锡模式(McKinsey Model)和以强调产品周期与资产配置理论而崭露头角的波士顿顾问集团(Boston Consulting Group)等。这些理论充分肯定企业集团的规模与增长曲线成正比,鼓励新一代职业管理者运用金融技巧调节企业规模。在这个时期,管理技艺被视为不局限于任何行业可以放之四海而皆准的真理,管理专家亦是无所不能的“天才少年”(The Whiz Kids)。专家们不仅可以打赢军事战争,可以统治汽车工业集团,可以

驾驶金融界,也可以管理政府^①。这种信念支配了一大批非产业资本家出身的管理者发动一系列的企业并购战争。他们更为关注跨行业的收购,甚至全然不考虑行业之间的商业相关程度。在1968年经济衰退之前,200个大公司事实上控制了60%的国民经济,比上一次收购提高10个百分点。旨在发挥资本规模经济的多元并购成为第三次浪潮的特点。值得提及的是,“市盈率”(P/E Ratio)成为这次浪潮的热门话题。单纯从资本增值看,拥有较高市盈率的上市公司仅仅是收购低市盈率公司这一行为本身,便可以带来账面利益的大幅增长。无论收购对象为何种行业、何种产品,只要是低市盈率,就可照单全收^②。这种数字游戏客观上大大刺激了多元化收购浪潮的强度与广泛性。只要收购行为不断进行下去,收购主体所获得的利润便会持续增加。但从经济总体上看,这一游戏如同击鼓传花一样,不可能无限地进行。泡沫式并购,在很大程度上导致了1968年的经济衰退。

四、“融资并购”浪潮(20世纪80年代)

在20世纪,整个70年代的美国经济“滞胀”(Stagflation),使企业家们承受了狂热集团化的恶果。这种集团的金融运作与企业实业经营严重脱节,形成大企业综合症。企业效益低下,经营成本上升,内部官僚林立,缺乏创新动力,甚至集团内部经济利益多元化,互相掣肘。在技术进步、产业结构调整的环境下,美国大企业多数进入了一个无所作为的冬眠状态。一批活跃在华尔街的金融专家,洞察时势,针对企业集团的弱点,展开了新一轮攻击。这批号称“金融买家”(Financial Buyer)的人物,每每在分析目标公司的现金流量之后,确定公司的市场价值与内在价值之差额,迅速组织银团负债融资,收购公司并取得控股权;再雇佣该行业管理专家,以最佳的市场取向和利润平衡点肢解公司,重组公司结构,给予管理者以股权,然后监督经营,在获得利润后,将公司售出。著名的代表有KKR公司、黑石公司(Blackstone)、Perelman、Carl Icahn等。需要提及的是,这里的融资并购,指的不是金融集团在股权或管理权上的控制(尽管常常有这样的阶段),而是指收购者的最终目的不是管理企业而是在企业买卖中获利。1981年至1989年间,完成了超过2.2万起企业并购,几乎所有的美国大公司都经历了融资并购的洗礼或冲击。百年老店、跨国集团在毫不知情或无所作为的情况下,遭受一小撮金融奇才的袭击和蹂躏。而这批人居然对目标公司的实业经营一窍不通,甚至根本不打算打理一下。“敌意收购”、“垃圾债券”、“杠杆融资”、“白衣骑士”、“熊式拥抱”等成为这一阶段的流行语。传统的公司价值观念与金融买家的“资本经营”观念形成了巨大的商业文化冲突,一批老字号轰然倒闭,一大批新企业脱颖而出。昨日的金融奇才、企业英雄转目之间铛银入狱;而在法律上受到严谴的

① 见《The Whiz Kids》Byrne, J. A 著,1993年Currency Doubleday版,国内译名为《蓝血十杰》。

② 市盈率是股票价格与当年收益的比率,价格愈高,股票愈贵。不计其它环境变量的话,高价股票收购低价股票是会带来账面收益的,如简表所示(单位:美元):

	收购方	收购标的	合并后企业
市盈率	20 倍	8—10 倍	20 倍
收 益	100 万	100 万	200 万
股票余额	100 万	100 万	150 万
每股盈利	1	1	1.33
每股市值	20	10	26.67