

企业购并策略 和案例分析

THE STRATEGY of M&A AND
CASES ANALYSTS

李道国 高永如 编著

中国农业出版社

企业购并策略和

案例分析

李道国 高永如 编著

中国农业出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业购并策略和案例分析/李道国, 高永如编著. 北京: 中国农业出版社, 2001.10

ISBN 7-109-07117-0

I. 企... II. ①李...②高... III. ①企业合并-理论研究②企业合并-案例分析 IV. F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 063126 号

中国农业出版社出版

(北京市朝阳区农展馆北路 2 号)

(邮政编码 100026)

出版人: 沈镇昭

责任编辑 姚红 唐洁

中国农业出版社印刷厂印刷 新华书店北京发行所发行

2001 年 10 月第 1 版 2001 年 10 月北京第 1 次印刷

开本: 850mm×1168mm 1/32 印张: 11.875

字数: 300 千字 印数: 1~2 000 册

定价: 26.00 元

(凡本版图书出现印刷、装订错误, 请向出版社发行部调换)

前 言

企业改革是整个中国经济改革进程中最难啃的一块骨头，当前企业改革的外部环境正发生重大转变，中国加入 WTO 在即，如何调整我们的思路就成了一个尤为关键的问题，其中，企业并购是一个很值得关注的市场和经济现象。市场经济环境下，企业的并购行为也是为了实现其财务目标——股东财富最大化，另一动力则来源于市场竞争的巨大压力。加入 WTO 不是免费的午餐，欲先取之，必先予之。我们享有了权利，但也必须承担义务：削减进口关税，逐步取消非关税壁垒，增加贸易政策的透明度，扩大引进外资等等。这样一来，我们的很多企业就一下子被推到了前台，从长期来看，这样的选择无疑是正确的，但短期内造成的巨大冲击的确不能忽视。尤其是在我国企业改革尚未成功，处境还相当困难的情况下，在这种巨大的竞争压力下，某些行业中的企业通过并购来扩大规模，增加实力恐怕是不得不走的道路。最典型者如汽车业，中国汽车业规模生产问题迟迟不能解决，开拓国内轿车市场优势尚未形成，又将面临着外国轿车即将大量涌入的巨大压力。因此对于汽车以及生产汽车配件的企业，如何在未来几年里尽快渡过保护期，至关重要，而通过并购扩大规模来降低成本增强实力已成为不能跳跃的步骤。再比如金融业，根据协议我国将分步骤开放金融业，在可以预见的将来，发达国家的金融“庞然大物”们将会纷纷抢滩中国，尤其值得关注的是它们往往是经营各种金融业务，具有很强的规模效益，而反观中国金融业不仅仅分业经营还在继续，市场分割和垄断现象也没有完全消除，更缺少一批重量级的金融巨头来应付国际竞争，因此，随着金融市场进一步发育和金融监管水平的不断提

高，通过各种市场化的手段来组建一批经营多种业务的金融机构，就成为一个现实的话题。事实上政府似乎也意识到了这一点，最近光大银行董事长入主申银万国证券，以及光大将与加拿大保险巨头永明公司合作的事件可能就是一次试点，而更大的步骤还会在以后启动。

另一方面，加入 WTO 之后，企业并购作为经济发展中产业重组从促进效率和竞争的需要，涉及资本结构的改变和大量融资，必然要求投资银行的参与，并购与反并购已成为现代投资银行业务中最激烈复杂和引人入胜的部分。加入 WTO 之后外国投资银行的进入，其高素质的业务水平必将大大促进中国企业并购的规范化运作程度，也会使并购过程的成本大大降低。同时，竞争的压力也会逼出中国自己的投资银行，事实上从几年的实践来看，已有一批证券公司积极拓展并购重组等投资银行业务，在中国资本市场的有效动作中担当起中坚角色。1993 年，深圳宝安收购延中实业开创了国内投资银行涉及企业并购的先河，而后企业并购业务蓬勃兴起，越来越多的企业希望寻找并购对象，并且需要有力的资金支持和技术指导。同样生产经营差的企业希望通过被效益好的企业并购以改变现状，也迫切需要专门化的机构提供专业化的服务，因此有一批大的证券公司纷纷涉足并购业务并从中积累了丰富的经验。在外国投资银行进入之后，我们的投资银行也并非全无优势，至少在与我们的国情的结合上，外国竞争者还有很长的路要走，而我们的投资银行也会利用这段时间抓紧提高自己的业务水平、管理水平和员工素质，这两种力量在不断的竞争中相互促进，而最大的受益者无疑将是中国的企业并购活动。在投资银行的业务拓展中，企业并购活动也将不断延伸下去。

所谓铁打的营盘流水的兵，产权一直处于一种流动的状态之中，今天是你的，明天就可能会是我的。在中国，并购也同样会是一个长期的现象，而且，随着企业的成长以及企业的所有者和

经营者观念的转变，他们会积极地通过并购这种形式来为股东创造价值，带来回报。2000 年全球的并购交易额为 34 000 亿美元，中国是 450 亿，只占全球并购总额的很小一部分，这和中国整体经济实力是不对称的，所以我们觉得并购会在中国今后的经济发展中扮演越来越重要的角色，我国企业的并购浪潮已经来了，也该来了，2000 年小天鹅和科龙的战略联盟难道不是战略型企业并购的前奏吗？

本书分上下两个部分：第一部分是理论部分。详述了世界范围内的企业并购类型、发展现状，以及企业并购的指导思想；介绍了西方企业的并购理论和并购动因；阐明了企业并购的基本步骤，进行并购和实施反并购的策略，并深入地研究了如何确定企业并购价格及并购后的企业整合等难点、热点问题，为我国企业进行并购提出了新的思路。书中还探讨了企业并购中的法律问题、股票回购、杠杆收购的具体办法以及其在我国的发展前景，这对加快企业改革，提高我国企业在国际市场上的竞争能力，建立现代企业制度是很有好处的。第二部分是案例部分。案例研究历来是世界各国理论界最为重视的内容之一，这不仅是因为每一个重大并购案例的发生，会对整个社会经济造成一定的影响，而且每一重大案例的背后，总是隐含着一些深层次的并购方面的理论问题：要么是并购理论滞后于并购实务，使得并购政策的制定者无法预见到可能发生的新情况，没有及时制定应有的法规和准则，导致并购实务的失误；要么并购实务界对现有的法规和制度缺乏应有的理解，使并购过程偏离应有的轨道……。因此，认真研究每一个案例，寻找其理论根源，总结其经验教训，似乎已成为世界各国理论界和实务界的惯例。本书提供的这些典型案例研究，无疑可以使我们从这些典型的并购案例中，汲取一些有益的经验教训，从而可以少走弯路，少犯许多重复的错误。因此，编写本书，期望对我国企业的并购多一些启示，多一些帮助。

本书的编写是处在企业大并购时代，时代的特点既可以使它

前 言

具有较大的开拓性，也无可避免地会使它具有较大的不成熟性，再加上编者的水平有限，因而书中不妥、疏漏，甚至错误之处，敬请广大专家、读者批评和指正。

作 者

2001年3月18日

目 录

前言

上篇 企业并购策略

第一章 企业并购概述	3
第一节 企业并购的基本概念	3
第二节 企业并购的原则	4
第三节 企业并购的类型	7
第二章 企业并购理论和动因分析	14
第一节 企业并购理论及其评价	14
第二节 企业并购效应分析	25
第三节 西方企业的并购浪潮	34
第三章 企业并购的操作程序	41
第一节 并购企业的目标确定	41
第二节 企业并购的审查评鉴	43
第三节 企业并购的结构设计	53
第四节 企业并购后的安排	62
第四章 企业并购战略策划	64
第一节 企业并购策略的制定	64
第二节 企业并购整合策略	68
第五章 反并购防御的策略	76
第一节 反并购的经济手段	76
第二节 反并购的法律手段	92
第三节 企业的股票回购	93
第六章 企业并购的价值评估	103
第一节 资产评估概述	103
第二节 企业并购的价值评估	108
第三节 企业并购交易价格的确定	123

第七章 企业并购的财务会计问题	141
第一节 企业并购的成本效益分析	141
第二节 企业并购的风险分析	144
第三节 并购对企业财务的影响分析	146
第四节 企业并购融资及付款方式	156
第五节 企业并购的会计方法	160
第八章 杠杆并购	169
第一节 MBO 产生的背景	170
第二节 MBO 来源渠道	171
第三节 MBO 的杠杆并购	172
第四节 影响 MBO 的若干重要因素	176
第五节 杠杆并购策略选择	179
第九章 企业并购中的法律问题	182
第一节 企业并购的法律程序	182
第二节 企业并购的税收问题	191
第三节 企业兼并与有关财务问题暂行规定	193
第四节 企业并购的法律体系	196
第十章 我国企业的并购	203
第一节 我国企业并购的特殊原因	203
第二节 我国企业并购的新特点	206
第三节 我国企业并购的战略	208
第四节 企业并购特殊形式——买壳上市	217
第五节 企业并购特殊形式——分拆上市	232
第六节 杠杆并购在我国的发展前景	236
第七节 我国上市公司反并购的现状	244
第八节 我国企业并购的资金筹措和支付	247
第九节 影响我国上市企业并购的因素	254

下篇 企业并购案例

案例一：光大国际公司收购香港熊谷组	261
案例二：英国两大生物技术公司合并案	266

案例三：香港中策的赚钱策略——买卖大陆国企	271
案例四：李泽楷笑傲江湖——香港电讯争购战	276
案例五：柯达收购国内感光材料厂	281
案例六：大港油田入主上海爱使股份	287
案例七：红桃 K 先做老二再做老大	295
案例八：专业外贸公司收购上市公司案	300
案例九：康佳并购案	308
案例十：一次成功的手术	315
案例十一：清华同方兼并江西无线电厂	321
案例十二：中远众诚并购案	325
案例十三：四通的经理层融资收购	333
案例十四：中关村，让你欢喜让你忧	338
案例十五：开创我国股票回购新篇章——云天化回购案	345
案例十六：戈德史密斯肢解企业的恶意收购	351
案例十七：煤航对百隆股份的敌意收购	355
案例十八：流血并购——唐龙吞吐湘民始末	360
参考文献	368
后记	369

上 篇

企业并购策略

第一章 企业并购概述

第一节 企业并购的基本概念

企业并购是经济学特别是微观经济理论中一个很值得研究的一个概念，在不同的语言和法律环境下，并购具有不同的内涵。我们认为所谓并购（M&A），就是兼并（Merger）和收购（Acquisition）的简称，用通俗一点的话来说，就是购买企业。兼并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。从这个意义来讲，兼并等同于我国《公司法》中的吸收合并。《公司法》规定的另外一种并购形式是新设合并，所以并购是个大概念，兼并是并购的形式之一，无论是吸收合并还是新设合并，并购各方的债权债务都应由并购后存续的企业或者新设的企业承担。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。收购作为企业资本运营的一种形式，既具有经济意义，又具有法律意义。收购的经济意义是指一家企业的经营控制权易手，原来的投资者丧失了该企业的经营控制权。所以，收购的实质是取得控制权。诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格勒曾说：“综观美国著名大企业，几乎没有哪一家不是以某种方式、在某种程度上应用了兼并、收购而发展起来的。”正说明了这个道理。“收购”按照我国《证券法》的规定是：持有一家上市企业发行在外股份的30%时发出要约收购该企业股票的行为。收购在法律意义上是指购买被收购企业的股权和资产。所以收购的对象一般有两种：股权和资产。收购股权和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，收购方无需承担其债务。

兼并、收购和合并有许多相似之处，主要表现在：①基本动因相似，要么为扩大企业市场占有率；要么为扩大企业经营规模，实现规模经营；要么为拓宽企业经营范围，实现分散经营或综合化经营。总之，都是增强企业实力的外部扩张策略或途径；②都以企业产权为交易对象，都是企业资本经营的基本方式。

它们的区别在于：①在兼并中，被并购企业作为法人实体不复存在；而在并购中，被并购企业可仍以法人实体存在，其产权可以是部分转让。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；而在并购中，并购企业是被并购企业的新股东，以并购出资的股本为限承担被并购企业的风险。③兼并多发生在被并购企业财务状况不佳、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；而并购一般发生在企业正常生产经营状态，产权流动比较平和。

由于在运作中它们的联系远远超过其区别，所以兼并、收购与合并常作为同义词一起使用，统称为“购并”或“并购”，泛指在市场机制作用下企业为了获取其他企业的控制权而进行的产权交易活动。我们在以后的几章中就不再强调三者的区别，而把并购一方称为“买方”或并购企业，被并购一方成为“卖方”或目标企业。

第二节 企业并购的原则

企业并购是市场竞争的产物，是现代经济中资本优化配置的最重要方式，是企业实现发展战略经常选择的一种途径。企业并购是一项复杂的工程，它在很大程度上受制于企业的基本情况和客户的要求，因而是一项“量体裁料裁衣”的工作。尽管企业并

购工作就不同个案而言,其内容千差万别,但仍有一些通用原则需要遵守。

一、综效最大化原则

企业开展并购活动,虽然直接动因各不相同,但基本目的却是一致的,即通过资本结合,实现业务整合,以达到综效最大化,包括规模经济、财务税务好处、获得技术、品牌、开发能力、管理经验、营销网络等等。所以,并购的成功与否不止在于交易的实现,更在于企业的整体实力、盈利能力是否提高了。因此,在为企业设计并购结构时,不单要考虑资本的接收,更要顾及资本结合后业务的整合目标能否实现。

二、系统化原则

企业并购是一项复杂的系统工程,它所涉及的领域有法律、财务、税务、资产评估、管理、技术、人才、信息、网络乃至空间、时间等数十个方面,任何一个环节的疏漏或失误都可能导致并购活动的失败,甚至造成巨大损失。

企业并购通常要涉及六个大的方面:①法律,包括并购企业所在国家的法律环境(商法、公司法、会计法、税法、反垄断法等)、不同并购方式的法律条件、企业内部法律(如公司章程等)。②财务,包括企业财务(资产、负债、税项、现金流量等)和并购活动本身的财务(价格、支付方式、融资方式、规模、成本等)。③人员,包括企业的高级管理人员、高级技术人员、熟练员工等。④市场网络(营销网、信息网、客户群等)。⑤特殊资源,包括专有技术、独特的自然资源、政府支持等。⑥企业环境,即企业所处的“关系网”(股东、债权人、关联企业、银行、行业工会等)。这六大方面中,法律和财务通常是企业并购的核心,因此,一般为专业人员都很重视,但某些特殊资源问题往往被忽视。事实上,在有些并购活动中,人员、市场或专有技术亦可能成为企业并购的最关键内容。若企业并购某一方面考虑不周便会埋下隐患,甚至导致并购活动的失败。

三、创新原则

企业并购如同定做异型服装，千差万别，由此决定如何进行企业并购的规划是具有挑战性的工作，企业参与并购的目的各不相同，目标企业的状况各异，不同国家、地区、行业的企业所处的法律环境亦存在很大差异，加之许多企业对并购具有高度防备，因此，企业并购中创新就显得尤为重要。所谓创新就是在复杂的条件约束下，找出买卖双方的契合点，或在现有的法律结构的缝隙中寻找出实现并购的最佳（最经济、最易实现）途径或构建反并购的屏障。事实上，目前存在的多数并购模式或反并购模式都是既往投资银行专业人员在企业并购中创新的结果，如间接并购、杠杆并购、表决权信托以及反并购中的“毒丸计划”、死亡换股、财产锁定等等。

四、稳健原则

并购活动通常是企业经营发展中的战略性行为，其成败得失对交易双方均有重大影响，甚至决定企业的存亡。因此，投资银行作为企业的经纪人或财务顾问，在帮助企业设计并购设计并购方案时，一定要把握稳健原则，把风险控制到最低水平。一般而言，战略性并购活动属于处心积虑之行为，往往处置慎重，考虑周详，务求圆满成功。而机会性并购活动，常常会因为某一方面的利益诱因（财务、技术等某一方面有利可图）而忽略了潜在风险，例如，台湾宏基电脑以 2 亿台币并购美国康点（Counterpoint）以取得该企业的群用电脑技术和国际行销网络。但因事前对康点产品本身的竞争力及市场行销能力了解不够，加之业务整合中因缺少共识，导致技术开发人员流失，康点企业在并购后经营状况一路下滑，终至关闭，宏基电脑因此而遭受重大损失。与此例相反，日本富士通企业欲并购美国安代尔（Amdahl）企业，但对企业的技术开发能力把握不准，鉴于此，接受财务顾问建议，先购买该企业 30% 股份，但不参与经营只学习技术，待摸清情况后才买下了全部股权，后一实例即是坚持了稳健的原则。

五、市场化原则

市场化的原则在于企业对于市场整体的介入，整体的参与程度，应该走并购之路，而有些企业由于自身的经营不善，已经推动了竞争力，必须退出这场竞争，从而成为被并购的对象。这个原则是不能被破坏的，因为市场经济，市场是决定一切的，把市场的前提放在前面，并购不会变得成熟起来。在并购中要讲究公平，并购方与被并购方，企业与企业之间，应该是平等的民事法律主体，不能因为一方是并购，一方是被并购就对他们的资金产生错位的评估，这是不公正的，而且会带来一系列的严重问题。即使企业并购工作表面上是完成了，但是遗留下来的问题无从解决，所以公平的原则是要体现的。我们国家正处在由计划经济向市场经济转轨的过程中，国家对于法律体系的完善是一个必要的前提。目前我国法律的建设可以说正在快速进行，但在并购与并购的相关法律问题上体现得还不充分。我们现在并购、并购的法律只是见于公司法和行政法无偏见里面，还没有完善的法律规范来约束这个问题，这是一个缺陷。但即使这样，企业在进行这些活动的时候，还是应该以法律为前提，减少一些行政干预，减少一些头脑发胀，以避免风险的出现。

第三节 企业并购的类型

企业并购的形式多种多样，从不同的角度来看可分为不同的类型。

一、按照被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、混合并购三种

（一）横向并购

所谓横向并购，是指同一部门生产或经营同一产品的企业间的并购。如咖啡罐头厂并购奶粉罐头厂，两厂的生产工艺相近，并购后可按并购企业的要求进行生产或加工。并购的目的是确立