

MERGER AND ACQUISITION

公司并购

决策及有效性分析

孙 涛 / 著

本著作在分析公司并购理论的基础上，以实现公司并购的有效性为主线，以定量分析为手段，以提高并购效果为目的，通过对目标公司选择决策、定价决策、并购中的资产组合决策、财务决策、绩效评价以及风险及其度量等问题进行深入研究，建立了一系列的公司并购决策及有效性分析的数学模型，并进行了相关的实证分析。比较系统地建立起了公司并购决策及有效性分析的理论框架和方法体系，对指导公司并购决策以及不断提高决策绩效提供了一种行之有效的分析手段。



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

【南京航空航天大学工商管理学科建设基金资助
南京航空航天大学人才基金资助】

公司并购

决策及有效性分析

孙涛 / 著

MERGER
AND
ACQUISITION



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

公司并购决策及有效性分析 / 孙涛著. —北京: 经济管理出版社, 2006

ISBN 7-80207-723-0

I. 公 ... II. 孙 ... III. 公司—企业合并—研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 002897 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京晨旭印刷厂

经销: 新华书店

责任编辑: 杜 菲

技术编辑: 杨 玲

责任校对: 郭红生

787mm×1092mm/16

18 印张

274 千字

2006 年 12 月第 1 版

2006 年 12 月第 1 次印刷

印数: 1—3000 册

定价: 38.00 元

书号: ISBN 7-80207-723-0/F·598

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

公司并购 (Merger and Acquisition) 1897 年始于美国, 至今已经有 100 多年的历史。它是兼并与收购的统称, 是指采用现金支付或发行股票的方式取得目标公司部分或全部资本所有权以实现资本扩张、生产规模扩大的一种经济行为。我国的公司并购始于 20 世纪 80 年代初期, 1984 年保定市纺织机械厂采用承担债务的方式无偿合并针织器材厂, 开创了我国企业兼并的先河; 1993 年 9 月 30 日, 深圳宝安集团上海分公司宣布持有延中实业 19.8% 的上市流通股股份, 成为该公司第一大股东, 揭开了我国上市公司股权收购的序幕。从此, 我国公司并购活动开始得以不断发展并逐步升级, 目前已经成为公司资本扩张的主要形式之一。

在当前公司并购的交易额数以万亿计算的年代, 兼并和收购不再仅仅是董事会议中唇枪舌剑的主题和投资银行之间谈论的焦点。并购已成为现代公司运营不可缺少的一种手段, 也是资本扩张的一种重要方式。我国公司并购的历史较短, 并购方式以协议并购为主, 1996 年以前, 仅发生 4 起股权变更的上市公司战略并购案件, 每起并购的现金交易额不足亿元, 1996 年增加到 13 起, 现金交易额约 6 亿元; 到 2002 年上市公司发生股权变更的并购案例共有 322 起, 包括重组、无偿转让等各类并购的案件合计 1556 起; 2003 年 4 月我国发生首次要约收购案例, 最终因要约价格的不合理而流产; 截至 2005 年 12 月底, 我国上市公司总数为 1381 家, 总市值 34931.94 亿元, 共发生要约收购案件 20 多起, 收购溢价成为普遍现象; 但与发达国家相比, 我国的公司并购还很不规范, 并购的规模相对较小, 多数并购行为是在国有企业之间展开的, 并伴随着严重的政

府干预行为，存在着严重的低效现象。

美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒指出“没有一家美国的大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并和收购而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是依靠内部扩张成长起来的”。美国公司并购扩张的经验是值得我们借鉴的，我国的公司规模扩张也必然是主要依靠兼并和收购来完成，联想、海尔、TCL等公司的发展已经证明了这一点。公司并购是一种投资行为，经过100多年的发展，西方已基本建立起来比较完善的公司并购决策理论与方法；我国的公司并购起步较晚，长期以来以协议收购为主，要约收购还没有成为主要收购方式，市场的规范化程度还很低，亟需进行规范。在这种情况下，无论是理论上还是实践中都需要建立一套科学、有效的公司并购决策理论与方法，来指导我国的公司并购活动不断地向着注重投资决策、讲求并购效果和效率的方向发展。

2006年是我国经济发展过程中不平凡的一年，证券市场的新一轮股价高涨，又一次引发了资本市场的公司并购高潮。本书在这种环境下与广大读者见面具有特别重要的理论价值和现实意义。从理论上讲，本书的出版可以对理论工作者研究我国的公司并购问题提供一点有价值的借鉴，在一定程度上起到引起人们重视并购决策有效性的作用；从实践上讲，本书的出版可以为广大企业家以及从事公司并购活动的专业人员，提供一些并购决策的分析手段和方法，指导公司并购者有效地进行公司并购决策，降低公司并购风险，提高公司并购的效果和效率。

在以上指导思想下，作者结合自己20多年来理论研究的成果和十多年来参与公司管理咨询、投资筹划、审计设计等方面的经验。在博士论文的基础上，以近几年来主持完成的几个社科规划项目的研究成果为基础，并把自己发表的七十多篇学术论文中与公司并购有关的四十多篇的主要观点加入进来，形成了目前这本论著。本书全篇共分为八章：第一章是导论，主要介绍研究的背景、国内外研究现状、公司并购低效的成因及对策以及研究思路和主要内容等；第二章是公司并购决策的理论基础，在公司并购产生、类型及动因分析的基础上，主要介绍公司并购原理以及几种常规性的公司并购理论，提高公司并购决策的

规范化程度；第三章介绍目标公司选择的决策方法，在介绍目标公司搜寻方法的基础上，主要介绍公司并购的可行性、目标公司选择方法、目标公司价值评估方法等，并进一步分析了目标公司的反并购策略；第四章研究公司并购中的资产组合决策，在分析并购投资收益的基础上，重点介绍换股比率的确定方法、资产组合优化方法和并购最优规模确定方法等，探索公司并购中资产优化组合的有效途径；第五章研究公司并购中目标公司的定价决策，在“三段论”定价理论分析的基础上，重点介绍了目标公司价值度量方法、公司并购的出价方法、目标公司的博弈定价方法等，强调目标公司定价的重要性；第六章是公司并购的财务决策方法，在分析公司并购促进生产增长的基础上，重点介绍公司并购的成本分析方法、效益分析方法以及协同效应陷阱理论，强调财务决策是公司并购决策的核心方法；第七章是公司并购中的绩效分析与评价，在分析公司并购绩效基本方法的基础上，重点介绍公司并购绩效的实证分析方法，主要从国外并购绩效和国内并购绩效两个方面进行了深入研究；第八章是公司并购的风险及其度量，在分析公司并购风险的概念及其分类基础上，重点介绍了财务管理风险度量方法和目标公司定价风险度量方法，并研究了防范公司并购风险的具体策略。本书的主题是公司并购的决策理论与方法，主要从并购决策有效性的角度进行分析与研究，欢迎广大同行对书中的问题展开讨论，并发表自己的不同观点。

本书的独到之处在于：

1. 系统性。本书累积了作者十几年来对公司并购研究的系统成果，并围绕公司并购决策的有效性进行深入的理论研究，基本形成了比较完善的公司并购决策的理论与方法体系，具有很强的系统性，可以给理论工作者和公司并购实践中的专业人士提供可借鉴的方法或经验。

2. 理论与实践相结合。本书的撰写是在作者多年来从事公司并购及相关研究的基础上进行的，积累了作者大量的研究成果和实践经验，撰写中注重理论与实践相结合，具有一定的理论高度和较强的可操作性。

3. 科学性。本书在撰写中引入了许多国外公司并购决策理念与方法，并将其与我国的公司并购相结合进行比较分析，寻找国内外公司并购决策的异同，

并逐渐形成适合我国公司并购特点的决策理论与方法，采用科学的方法进行研究和处理，追求研究成果的科学性。

4. 超前性。研究中结合国内外公司并购的状况，在介绍公司并购决策方法的基础上，结合国内外公司并购的发展趋势进行研究，无论是在理论上还是对实际问题的分析都注重了解和掌握最新的研究成果，使研究方法和研究内容都具有超前性特征。

本书历经近5年的撰写，终于在2006年即将结束2007年就要到来之际完成，这本书的问世也标志着作者在公司并购研究方面的基本理论体系的形成。在本书的撰写过程中参考了许多专家、学者的部分研究成果，在此一并表示感谢。

孙 涛

2006年12月于南航大

目 录

1 导 论	1
1.1 背景及其重要意义	1
1.2 公司并购决策的国内外研究现状	9
1.3 我国公司并购决策低效的成因及其对策	13
1.4 研究思路及主要内容	23
1.5 本章小结	27
2 公司并购决策的理论基础	29
2.1 公司并购的基础理论	29
2.2 公司并购理论评述	49
2.3 公司并购的基本原理	54
2.4 公司并购战略的选择与规划	60
2.5 本章小结	62
3 选择目标公司的决策	65
3.1 目标公司的搜寻	65
3.2 公司并购的可行性分析	71
3.3 目标公司选择方法的研究	75
3.4 目标公司的价值评估	86
3.5 目标公司的反并购策略分析	93

• 公司并购决策及有效性分析 •

3.6 本章小结	97
4 公司并购中的资产组合决策	99
4.1 公司并购的投资收益	99
4.2 公司并购的换股比率确定	105
4.3 并购过程中资产组合的优化分析	114
4.4 公司并购经济规模的确定	128
4.5 本章小结	140
5 公司并购中的目标公司定价决策	141
5.1 “三段论”定价的基本理论	141
5.2 目标公司价值增值的度量	150
5.3 公司并购的出价确定及选择	157
5.4 目标公司的博弈定价	179
5.5 本章小结	188
6 公司并购中的财务决策	189
6.1 公司并购的生产增长分析	189
6.2 并购成本分析	193
6.3 公司并购的经济效益分析	198
6.4 要约收购中目标公司定价的协同效应陷阱	206
6.5 本章小结	218
7 公司并购中的绩效分析和评价	219
7.1 公司并购绩效的基本分析方法	219
7.2 国外并购绩效的实证结果	227
7.3 我国并购绩效的实证研究	239

7.4 本章小结	250
8 公司并购的风险及其度量	251
8.1 公司并购风险及其分类	251
8.2 公司并购的财务管理风险及其度量	253
8.3 目标公司定价的风险及其度量研究	258
8.4 本章小结	264
参考文献	267
后记	277

导 论

1.1 背景及其重要意义

1.1.1 背景

随着我国社会主义市场经济的不断发展和证券市场的逐步规范，企业资本扩张的程度日益加深，并购作为资本扩张的主要手段，在加速企业资本扩张，促进企业资本有效运营方面发挥出了越来越重要的作用，因此，公司并购也就越来越受到人们的普遍重视。公司并购（Merger and Acquisition）这个词来源于国外，是兼并和收购的统称，用通俗的话说就是收购企业。十几年前，我国大部分人对这个词还是十分陌生的，1984年河北省保定市纺织机械厂采用承担被兼并企业全部债务的方式兼并了保定市针织器材厂，开创了我国资产兼并的先河；1993年9月30日上海市发生中国宝安集团股份有限公司上海分公司宣布持有延中实业股份有限公司19.8%的上市流通股股份，成为该公司的第一大股东，揭开了我国上市公司股权收购的序幕。由于公司并购在企业资本快速扩张方面具有神奇的魔力，它可以大大缩减企业大规模扩张的时间，并且可以实现低成

本扩张、提高规模效益、减少进入新行业的难度、优化资本结构、提高投资效益、扩大市场占有率、实现合理避税等。因此，公司并购逐步成为我国经济生活中的时尚名词，与企业发展和股民利益紧密相连、息息相关。

从公司并购活动中，投资银行和证券公司看到了商业机会；生产企业看到了融资渠道和资本扩张机会；政府部门看到了国有企业改革的希望；股民们看到了股市的生机；经济学家看到了产权交易的实践；律师既看到了法律问题，又看到了新的业务领域；跨国公司则看到了进军中国市场的通道。目前，我国企业的股份制改革已在全国范围内全面展开，资本运营成为企业的一种主要经营方式，公司并购不但成为资本运营的实质和核心，更成为资本扩张的主要手段。国家已多次治理和整顿证券市场，上市公司“退市”的制度也已经出台，PT股票开始退出股市，证券市场正在逐步走向规范，全国性的公司并购高潮即将到来。

由于我国公司并购的历史较短，仅有十几年的时间，西方国家的公司并购虽有 100 多年的历史，并已建立了较为完善和系统的公司并购理论和方法，但由于中、西方社会制度和市场经济条件的不同，我国无法也不能照搬西方发达国家的公司并购理论。因此，在我国公司并购的实践中，不讲求效益盲目并购的现象十分严重，许多企业为追求生产规模扩大而不加选择地过度并购低效益企业、包袱过度沉重企业、资不抵债企业等，从而造成了并购公司生产能力闲置、产品积压滞销、利润率下降等“规模不经济”的低效率现象。治理公司并购的低效率已成为我国企业资本运营中的一项重大课题，治理的关键是构建和完善我国公司并购决策的理论体系，用科学的理论指导我国公司的并购活动，减少公司并购的盲目运行，加强公司并购的决策分析和效果评价，从而使我国公司并购活动逐步走向健康发展。

近几年来，虽然我国的许多理论工作者已经对公司并购问题进行了较为深入地研究，已发表了许多研究成果，但分析这些理论研究成果，我们会发现多为照搬西方国家的公司并购理论与方法，且多为定性的理论分析，缺乏公司并购决策的定量分析理论和方法。因此，从我国经济发展和公司并购决策的实际情况出发，借鉴国外已有的公司并购理论与方法，采用定性定量相结合的方

法, 借鉴投资组合、资本选择、资产评估、财务决策、财务分析及有关数学方面的已有成果, 研究建立适合我国国情的公司并购理论和优化选择方法, 是促进我国企业发展的一件大事, 是理论界亟待解决的一项重要课题。

1.1.2 研究的必要性和迫切性

企业经营规模的不断扩大是市场经济发展的必然结果, 也是当今世界经济发展的一大趋势。美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒在他的论文《通向垄断的寡头之路——兼并》一文中开篇就指出: “没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的, 几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。” 美国的公司并购实践从 1897 年至今已有 100 多年的历史, 经历了五次大的并购浪潮, 考察其公司并购历史可以发现, 美国的公司并购从横向并购开始, 经过纵向并购发展到混合并购经历了 70 多年的时间。单个公司并购的规模, 从第一次并购浪潮的不足 1 亿美元, 到第四次并购浪潮的 10 亿美元, 经历了 90 多年。而在我国公司并购实践中, 从 1984 年的首例公司并购至今, 仅有 18 年的时间, 发展的历史比较短; 但是进入 21 世纪以来, 我国已有多起超过百亿元的公司并购案件。这说明我国的公司并购与美国的公司并购有完全不同的基础条件和发展模式, 公司并购使用的理论和方法也必然具有较大的差别。在我国目前这种高起点的公司并购浪潮中, 由于并购的规模巨大, 其蕴藏的风险也是相当大的。在高风险的公司并购中, 并购理论和方法的指导就显得尤为必要。

我国公司并购的起步较晚, 又处于经济体制的急剧转轨时期, 并且面临着经济的高速发展和加入 WTO 的挑战, 这些都使我国公司并购走向高效率 and 规范的历程特别艰难。企业普遍存在着不合理的资本结构, 负债比率和应收账款的比例逐步攀高, 投资不足和缺乏流动性资金等问题十分严重。特别是在国有企业两权分离和改制过程中许多问题逐步暴露出来, 许多国有企业不仅负债比率过高, 而且长期亏损, 面临破产。已经改制的国有企业也由于资本运营极不规范, 造成运营效率极差。这些问题的存在必然会造成公司并购效率的低下, 主

要表现为：公司并购的失败率较高、并购后经济效益下降、并购规模提高缓慢。因此，研究公司并购的理论和方法，特别是研究公司并购过程中的资本有效组合与优化选择方法，以指导公司并购实践，提高公司并购效率，不仅是必要的，而且是十分迫切的。这种必要性和迫切性主要表现在以下几方面：

(1) 促进企业发展的战略时机

我国的经济体制改革和市场经济的建立和逐步完善给企业发展带来了很好的机遇，对国有经济进行战略性调整，国家鼓励优势企业兼并和收购劣势企业，在政策上予以支持和倾斜；此外资本市场和投资银行的兴起和日趋成熟，为企业实施公司并购创造了良好的外部条件，这就为企业启动资本运营提供了战略性契机。

(2) 是企业获取竞争优势的需要

随着我国市场化进程的加快和国际资本的进入，国内市场竞争日趋激烈，企业要想在激烈的市场竞争中取得优势，必须不断地发展壮大自身实力。企业扩大规模和实力有两种方式：通过自我积累，实现滚动式发展；通过收购、兼并实现低成本扩张。然而单纯依靠企业的内部管理，通过自我积累的渐进式发展，已不足以使企业保持长期的市场竞争优势，企业必须通过兼并、收购等方式进行低成本扩张，从而实现迅速、高效发展，以巩固自身在市场竞争中的优势地位。从国内外的成功经验来看，当企业发展到一定阶段，适时适当地采用公司并购等低成本扩张的方式是企业发展和扩张的最佳模式。

(3) 降低成本，提高效益的要求

公司并购是资本扩张的有效方式，首先，并购本身就节约了资本取得的交易成本；其次，资本扩张的结果表现为生产能力和市场占有率的提高，这必然会产生规模经济条件下的单位生产成本和销售成本的降低；最后，公司并购产生的协同效应、管理效率提高、技术水平的改进、亏损企业的减少、合理避税等方面的综合作用必然会促使企业整体投资利润率的不断提高，从而提高企业经

济效益。

(4) 优化产业结构和企业资本结构的需要

公司并购实际上是企业资本的重新组合和优化选择,通过公司并购一方面消灭了长期亏损企业;另一方面也在很大程度上按竞争原则对社会产业进行了重新调整,使产业结构得以优化。从企业内部来看,公司并购也使企业内部的资本构成发生了变化,调整了负债和所有者权益的比例,使之向着合理资产负债率、权益乘数、资产周转率、流动比率、速动比率、现金比率的方向发展,提高获利能力指标,从而达到优化资本结构的目的。

(5) 发展国内大企业集团的需要

在激烈的国际市场竞争中,取得胜利的是经济技术实力强大的国家和企业,积极培育大企业和企业集团,是当前我国经济体制改革的重要内容。企业间的兼并、收购等资本运营方式加速了资本的集中、积聚、增值和资产规模的扩张,促进了一批巨型企业的产生和发展,提高了企业的规模经济效益;同时通过兼并破产机制使一些不善经营、资不抵债的企业资本得以有效盘活,推动了产业升级、产业结构调整,同时使得资本在全社会范围内优化配置。

(6) 适应加入 WTO 后参加国际经济大循环的需要

我国加入 WTO 后面临的严峻挑战就是与国外企业争夺市场,从目前中外企业的现状上看,我国企业与西方发达国家的企业相比,除生产技术水平、管理水平相对较差,企业利润率较低以外,最大的差别是企业规模的悬殊。西方发达国家的企业已经历了 100 多年的并购历史,资本扩张已到了相当高的程度,其生产能力和资金实力都很强。国内大多数企业缺乏实力与外国企业竞争,这就需要国内企业利用我国刚刚加入 WTO 的过渡期保护政策,加快国内企业的并购步伐,迅速实现国内企业资本的快速扩张。同时还应加强与国外企业的合作、合资和并购,充分利用和借鉴国外企业的先进技术和管理经验,尽快提高我国企业参与国际经济大循环的适应性。

1.1.3 研究的重要意义

公司并购是现代经济生活中一种极其重要的产权交易现象，是市场经济发展到一定阶段的产物。它是企业从资产经营向资本经营转化的有效方式，是企业实现资本快速扩张的有效手段，充分体现了市场经济条件下优胜劣汰的竞争法则。我国经过十几年来的公司并购发展，企业资本的规模得到了迅速扩张，经营的效率得到了明显提高，各产业之间的布局也日趋合理和优化。目前，我国公司并购的浪潮方兴未艾，这一经济现象日益受到政府部门、企业界、理论界及社会公众的广泛重视，因此，研究公司并购的理论和方法，不断提高公司并购决策的有效性和并购效率，减少因公司并购失误或失败给国家、企业、股东和职工带来的经济损失，具有重要的现实意义。

(1) 有利于促进企业资本的迅速扩张，提高规模效益

企业资本扩张的过程就是企业生产规模不断扩大的过程，企业生产规模的扩大有三种不同的实现形式。一是同种产品或相似产品生产规模的扩大，这会使生产设备得以合理有效的利用，生产消耗得到进一步降低，从而在扩大产品生产量的基础上，使单位产品生产成本得到有效降低，从而使企业生产进一步趋向规模经济。二是供应、生产、销售一条龙的生产规模扩大，这会有利于减少产品生产中的交易、管理费用，保证生产供应和商品销售的畅通无阻，发挥综合协作优势，提高生产效率，节约有关的中间费用等，从而体现生产规模扩大的经济效益。三是生产和销售跨行业的多种产品而实现的生产规模扩大，通常发展不同行业的相关产品或统一市场的产品可起到分散经营风险、实现多种经营、共用生产资源、垄断市场价格等优点，同样具有规模效益。

(2) 可以实现低成本扩张

目前我国的公司并购一般是大规模公司并购小规模企业，效益好的公司并购效益差的企业。因此，在公司并购的目标公司评估中，常发生目标公司价值

低估的现象，并购公司凭借其优势，通过并购价值低估的公司而实现低成本扩张。在这种状况下，小规模企业或劣势企业为了企业的发展前途或摆脱困境，也只能默认这种价值低估。考察国内外的公司并购史，资本低估是一种普遍现象，低成本扩张是公司并购的有效手段。

(3) 可以减少企业创立的费用和时间，提高竞争能力

新建一个企业从设计到建成一般需要几年的时间，耗费大量的资金，由于建设期较长，有时由于市场状况发生较大的变化而使新建企业不能有效运营。因此，新建企业具有很大的风险性。而并购一个企业需要的时间很短，不仅可以节省建设投资，迅速获得原有企业的现成人力及设备，并可马上建立销售据点，更容易达到预定的市场份额，同时可以大大节省进入市场的时间，从而提高企业的市场竞争能力。

(4) 可以迅速扩大产品生产线，降低进入新行业的障碍

一个新企业的产生有一个开拓市场的过程，在这个过程中，产品需要宣传、生产缺乏经验、销售渠道需要建立、成本需要降低，还要面对来自原有企业的竞争压力。因此，没有新技术和经济实力的支持是很难获得成功的。这些不利条件的综合就是新行业进入障碍。由于公司并购可以借助目标公司在市场中的原有地位，充分利用并购公司的经济实力和技术水平，使目标公司的原有生产能力迅速扩大，从而达到了低成本进入新行业的目的。

(5) 可以扩大企业生产能力，提高企业市场占有率

特别是在横向并购的条件下，生产同种产品的企业合并，不仅仅是两个企业生产规模的简单叠加。由于横向并购具有经营的协同效应，其合并企业的生产能力应大于两企业生产能力之和。同时由于合并企业之间的资源共享，目标公司的生产效率、技术水平、管理水平等都应有所提高，从而使其营利能力提高。因此，公司并购可以迅速扩大并购公司的生产能力，从而扩大市场占有率。