

■ 高等院校经济与管理类专业适用教材

M & A: THEORIES AND PRACTICE

公司并购理论与实务

■ 胡海峰 / 编著



/// 首都经济贸易大学出版社

■ 高等院校经济与管理类专业适用教材

M & A: THEORIES AND PRACTICE

公司并购理论与实务

■ 胡海峰 / 编著

首都经济贸易大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目(CIP)数据

公司并购理论与实务/胡海峰编著. —北京:首都经济贸易大学出版社,2007.9
ISBN 978-7-5638-1288-2

I.公… II.胡… III.公司-企业合并-高等学校-教材 IV.F276.6
中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第120815号

公司并购理论与实务
胡海峰 编著

出版发行 首都经济贸易大学出版社
地 址 北京市朝阳区红庙(邮编100026)
电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)
网 址 <http://www.sjmc.edu.cn>
E-mail publish@cueb.edu.cn
经 销 全国新华书店
照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部
印 刷 北京地泰德印刷有限责任公司
开 本 787毫米×980毫米 1/16
字 数 590千字
印 张 28.5
版 次 2007年9月第1版第1次印刷
印 数 1~4000
书 号 ISBN 978-7-5638-1288-2/F·742
定 价 36.00元

图书印装若有质量问题,本社负责调换
版权所有 侵权必究

前 言

公司兼并与收购是市场经济的产物,也是市场发展的必然要求。企业按照自愿、有偿的原则,兼并收购其他企业,是企业组织调整的重要方式,也是企业运用经营自主权作出的商业行为。并购不仅是实现企业改造、产权重组、产业结构和产品结构调整的重要方式,更是实现企业资源在全社会范围内重新有效配置的重要手段。

进入 20 世纪 90 年代以来,经济全球化的趋势明显加快,各国之间的经济贸易往来日益频繁,全球化的并购浪潮风起云涌,并购的全球性经济行为特征也日益明显。美国福特汽车公司收购瑞典的沃尔沃汽车公司,中国联想集团公司收购美国 IBM 全球 PC 业务部,英国石油公司收购美国阿莫科石油公司,美国强生公司收购医疗设备制造商 Guidant,美国 KMART 公司收购 SEARS,等等,都不同程度地体现出了这一特征。在这些并购活动中,跨国公司起着重要的推动作用。这些跨国公司的并购活动充分显现出其全面塑造和提升企业核心竞争力的迫切愿望,而且,从其本质和特点看,这些并购活动多为同业之间的强强联合,以着眼战略部署,占有更大市场份额和技术、客户资源以及提高运营效率为目的。

不难发现,全球化的并购浪潮对世界经济产生了深刻的影响:

一方面,跨国界、跨区域的并购不仅避开了贸易壁垒,而且使国家之间、区域集团间的经营投资活动更加密切,有力地推动了经济全球化的进程。跨国公司的并购浪潮,使其拥有的生产要素尤其是资本加速在全球范围内跨国流动,推动了资源的优化配置;世界各国及地区贸易、投资和金融服务往来日趋密切,相互依存度不断提高,这使得世界经济的全球化进程不断加快。

另一方面,国际竞争更加激烈,不断出现规模扩张和市场份额争夺的轮番升级。巨型企业的合并并不会导致竞争削弱,竞争会在规模迅速膨胀的基础上继续下去;超大规模企业间的竞争将更加惨烈,尤其是在许多行业生产过剩的情况下,竞争失败者势必难逃出局的命运。正缘于此,当埃克森、美孚以及阿莫科、英国石油分别合并后,其他石油公司亦随即纷纷仿效,展开合并战略。因此,全球化的不断深化,使得石油业、金融业等诸多行业的并购活动已经产生了显著的连锁效应。

在国内,20 世纪 80 年代以后,公司并购活动日益兴起,并在 90 年代中期尤其是进入 21 世纪后不断发展和深化。并购种类变得更多,动因更趋于多元化,程序也更为复杂,而市场也日益扩大。据测算,1999~2003 年 5 年的时间里,中国的并购额以每年 70% 的速度增长。中国已经成为亚洲乃至世界引人注目的并购市场,其影响力与日俱增。据经济合作与发展组织的统计资料,2003 年,中国市场共发生并购案 1 504

例,并购总金额 284 亿美元,而该年度全球并购总金额为 13 000 亿美元,中国并购金额占全球总金额的比例呈不断上升态势。这份资料在一定程度上折射出了国际投资者对于中国并购市场的日益关注。此外,中国企业也走出国门,积极参与跨国并购。联想集团对 IBM 全球 PC 业务部的收购就是其具体体现。跨国并购表明了中国企业走向国际舞台,利用国内、国外两种资源,占领国内、国外两个市场的坚定决心。

本书的编写,正是基于以上的国际、国内背景。全书分 3 篇,共 16 章。

第一章到第三章为基础篇,主要是从并购的概念、类型、特征,西方国家并购的历程,全球公司并购的特点和发展趋势,以及中国公司并购的现状与问题开始,给读者一个概述性的介绍,继而阐述并购的基础理论和并购的动机、效应及风险。

第四章到第十二章为应用篇,先从并购的程序和中介机构开始,详细分析西方国家和我国公司并购发生的过程以及中介机构在公司并购中的作用,然后从并购战略、目标公司选择与尽职调查、价值评估、融资与支付、会计与税收、整合、防御策略以及监管等几个方面进行具体的阐述,使读者能够完全清楚地掌握整个并购发生的过程和应该注意的相关问题。

第十三章到第十六章为专题篇,分别对上市公司并购、管理层收购(MBO)、杠杆收购(LBO)和跨国并购进行专题分析,详细介绍这四个方面的并购情况,不仅力求使读者能够掌握深刻的理论知识和操作性强的实务知识,同时还从具体行业和领域的并购实例出发,详细介绍并购的全部过程,使读者能够更全面地理解公司并购的实质以及其发生的内在原因。

本书的提纲和结构确定后,罗惠良(第 6,12 章)、彭春燕(第 3,4 章)、张宗林(第 8,13 章)、李忠(第 9,10 章)、彭陶(第 16 章)、孙丹(第 5,11 章)、马勇(第 2 章)、宋李(第 1,7 章)、张训然(第 14,15 章)参加了初稿的编写,之后,我对全书进行了审阅和修改,终稿由我完成。

本书在编写过程中参考了大量国内外的文献资料,在此一并表示感谢!在编写过程中,编者致力于理论性与实用性的统一,追求学术观点的正确,强调对读者的启发,但限于编者的水平和能力,错误和不足之处在所难免。希望各位读者不吝赐教,使本书以后能进一步修改和完善。

目 录

CONTENTS

基础篇

第一章 公司并购概述	3
学习目标	3
第一节 公司并购的概念	3
第二节 公司并购的类型和特征	4
第三节 西方国家公司并购的历程	7
第四节 全球公司并购的特点和发展趋势	12
第五节 中国公司并购的现状	14
本章小结	16
复习思考题	16
案例	16
第二章 公司并购的理论基础	19
学习目标	19
第一节 马克思主义对企业并购问题的相关论述	19
第二节 交易费用理论	22
第三节 效率理论	24
第四节 信号理论	27
第五节 代理理论	29
第六节 其他理论	31
本章小结	34
复习思考题	34
案例	35
第三章 公司并购的动机和效应	38
学习目标	38
第一节 公司并购的动机	38
第二节 公司并购的效应	43

第三节 公司并购的风险	48
本章小结	53
复习思考题	53
案例	54

应用篇

第四章 公司并购的程序和中介机构	59
学习目标	59
第一节 公司并购的程序	59
第二节 中介机构在公司并购中的作用	64
本章小结	69
复习思考题	70
案例	70

第五章 公司并购战略	74
学习目标	74
第一节 企业发展战略	74
第二节 公司并购战略及其模型选择	78
本章小结	87
复习思考题	87
案例	87

第六章 目标公司的选择与尽职调查	91
学习目标	91
第一节 目标公司的选择	91
第二节 目标公司尽职调查的内容	94
第三节 目标公司尽职调查的方法	106
本章小结	110
复习思考题	111
案例	111
本章附录 商业检查调查表	113

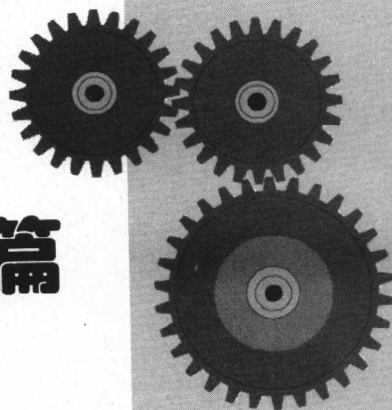
第七章 目标公司的价值评估	124
学习目标	124
第一节 成本法	124

第二节 市场法	126
第三节 折现现金流量法	130
第四节 期权评估法	133
本章小结	137
复习思考题	138
案例	138
第八章 公司并购的融资及支付方式	141
学习目标	141
第一节 公司并购融资工具及选择	141
第二节 公司并购的支付方式及选择	155
本章小结	164
复习思考题	164
案例	165
第九章 公司并购中的会计和税收问题	167
学习目标	167
第一节 公司并购中的会计处理方法	167
第二节 公司并购中商誉的处理	178
第三节 公司并购中的税收问题	183
本章小结	190
复习思考题	190
案例	191
第十章 公司并购后的整合管理	198
学习目标	198
第一节 概述	198
第二节 战略整合	199
第三节 管理整合	204
第四节 人力资源整合	208
第五节 文化整合	211
本章小结	218
复习思考题	218
案例	219

第十一章 公司并购的防御策略	223
学习目标	223
第一节 公司并购中的博弈分析	223
第二节 要约收购	227
第三节 收购要约前的反收购对策	228
第四节 收购要约后的反收购对策	235
本章小结	237
复习思考题	238
案例	238
第十二章 公司并购的监管	242
学习目标	242
第一节 美国公司并购的监管	242
第二节 英国公司并购的监管	252
第三节 其他国家和地区公司并购的监管	262
第四节 中国公司并购的监管	271
本章小结	278
复习思考题	278
案例	278
专题篇	
第十三章 上市公司并购	283
学习目标	283
第一节 上市公司并购概述	283
第二节 协议收购	290
第三节 要约收购	298
第四节 委托书收购	308
本章小结	318
复习思考题	318
案例	319
本章附录 要约收购的报告与公告	323
第十四章 管理层收购	325
学习目标	325
第一节 管理层收购概述	325

第二节 管理层收购的基本条件	329
第三节 管理层收购的程序	330
第四节 管理层收购的关键问题	333
第五节 中国企业的管理层收购	338
本章小结	343
复习思考题	343
案例	343
第十五章 杠杆收购	347
学习目标	347
第一节 杠杆收购的起源与发展	347
第二节 杠杆收购的操作程序	352
第三节 垃圾债券与杠杆	356
第四节 杠杆收购效应的经济分析	359
本章小结	361
复习思考题	361
案例	361
第十六章 跨国并购	366
学习目标	366
第一节 跨国并购概述	366
第二节 跨国并购的法律环境	373
第三节 跨国并购的风险及其控制	378
第四节 国外企业之间的跨国并购	382
第五节 外资企业在中国的并购	385
第六节 中国企业的海外并购	389
本章小结	393
复习思考题	394
案例	394
附录 1 2001 ~ 2006 年历年中国十大并购事件	398
附录 2 国内有关公司并购的法规	410
参考文献	444

基 础 篇



第一章 公司并购概述

学习目标

- 熟悉公司并购的定义和内涵
- 掌握公司并购的分类标准,并理解各类并购的特点
- 了解西方国家五次公司并购浪潮的时间、成因和特点
- 了解我国公司并购的历程

第一节 公司并购的概念

并购(Mergers & Acquisitions)是兼并(Merger)与收购(Acquisition)的合称,简称为M&A。

一、兼并

兼并(Merger)又称吸收合并或存续合并。《大不列颠百科全书》对兼并的解释是:“两家或更多的独立企业、公司合并组成一家企业,通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。”

兼并含有吞并、吸收、合并之意,是指两家或更多的独立企业通过产权合并组成一家企业,一般是处于劣势地位的企业被处于优势地位的企业所吸收。在这种合并中,被吸收企业解散并丧失法人地位,存续企业保留法人地位,而且,被吸收企业的债权、债务由存续企业承担。狭义的兼并等同于我国《公司法》中的吸收合并,指的是在市场机制的作用下,企业通过产权交易获得其他企业产权,使这些企业法人资格丧失,并获得它们的控制权的经济行为;广义的兼并是指在市场机制的作用下,企业通过产权交易获得其他企业产权,并企图获得其控制权的经济行为。

二、收购

收购(Acquisition)是指一家企业在资本市场上用现金、债券或者股票购买另一家企业的股票或者资产,以获得对该企业的全部资产或某项资产的所有权,或者获得对该企业的控制权。

收购包括股份收购和资产收购。股份收购是指一家企业通过收购另一家企业的

部分股份,从而取得另一家企业控制权的行为。股份收购主要包括要约收购(Tender Offer)和接管(Take Over)。要约收购又称公开收购,一般是指一家企业为了获得另一家企业的控制权,向另一家企业的股东提出购买他们股份的要约;接管是指某企业原来居于控制地位的股东因出售或转让股权,或者因股权持有数量被其他人超过而被取代,导致控股权的转移。资产收购是指一家企业通过收买另一家企业的部分资产,从而取得另一家企业部分业务或某一方面业务的收购行为。

温斯顿等(1997)^①在对并购的综述中,把兼并与收购的关系解释为:兼并与收购的共同点是最终它们都形成一个经济单位,但兼并由两个或两个以上的单位形成一个新的实体,而收购则是被收购方纳入到收购公司体系之中。但由于原有公司在收购方进入后很少不发生重大结构变化,人们往往把收购看成是一种兼并,或者简称为并购(M&A)。

第二节 公司并购的类型和特征

并购的种类很多,按不同的标准,可以把并购划分为不同的类型。

一、按并购的行业关联性分类

(一)横向并购

横向并购,也称水平并购,是指生产同类产品或生产工艺相近的企业之间的并购,它实质上是竞争对手之间的合并。当并购双方企业所经营的业务、所属行业完全相同时,它们之间发生的并购行为称为纯横向并购;当并购双方的主营业务属于同一行业,但其他经营活动涉及一个或者多个不同行业时,它们之间发生的并购行为称为非纯横向并购。横向并购实质上是资本在同一产业和部门内集中,迅速扩大生产规模,提高市场份额,增强企业的竞争能力和赢利能力。横向并购有两个明显的效果:实现规模经济,提高行业集中程度。

(二)纵向并购

纵向并购也称垂直并购,是指生产工艺或经营方式有前后关联的企业,即生产经营上互为上下游关系的企业间的并购,如加工制造企业并购提供原材料、运输、贸易等服务的企业。纵向并购的主要目的是加强供应链的管理,实现产销一体化,提高经济协作效益,促进生产经营过程各个环节的密切配合,节约共同费用和资源。

(三)混合并购

所谓混合并购,是指处于不同产业领域,产品隶属于不同市场,且产业领域之间不存在特别的生产技术联系的企业之间的并购,如房地产企业收购零售企业。并购的目

^① 温斯顿等:《兼并、重组与公司控制》,中国人民大学出版社,1997年版。

的是通过分散投资、多元化经营,降低企业整体经营风险,实现技术和资源互补、优化组合,扩大市场活动范围,增强企业应变能力等目标。混合并购中又分为以下三种形态:

第一,产品扩张性并购,即生产经营相关产品的企业间的并购;

第二,市场扩张性并购,即一个企业为了扩大活动地盘而对原来没涉及的地区的企业进行的并购;

第三,纯粹的并购,即生产和经营互不相关产品或服务的企业之间的并购。

二、按支付方式分类

(一) 现金收购

现金收购是指收购公司以现金付款的方式实现收购活动。现金包括现钞、银行存款等实际可以变现的票据,这是最容易被人接受的一种方式。国外一般将所有不涉及发行新股的收购都称为现金收购。

现金收购包括三种形式:一是收购企业以现金收购目标企业全部或者部分资产;二是收购企业以现金收购目标企业全部或部分股份,或者收购目标企业的全部或部分股票;三是收购企业通过发行某种形式的票据完成收购,目标企业取得的某种形式的票据不含有任何股东权益,只表明是对某种固定的现金支付所作的特殊安排,是某种形式的推迟的现金支付,也可看做目标企业向收购企业提供的一种融资方式。

现金收购的特点在于:

1. 支付方式简洁、快速。对被收购方来说,现金支付手续简单。同时,潜在的竞争收购对手由于没有时间筹措巨额资金,也难以与收购方形成抗衡局面。因此,现金收购的成功率高。

2. 支付时间可以推迟。从收购方看,一次性支付大笔现金可能造成今后资金短缺,对企业持续经营产生不良影响。因此,通常采用分期支付方式进行。

(二) 换股收购

换股收购是指收购方通过增发新股,以发行的股票交换目标公司的股票,或者发行新股取代收购方和被收购方股票,从而取得目标公司控股权的收购方式。收购完成后,被收购公司股东的所有权并没有丧失,只是发生了转换,即由被收购公司转移到收购公司,被收购公司的股东也同时成为规模扩大了了的收购公司的新股东。

换股收购的特点在于:

1. 不需要为收购支付大量现金,不必考虑资金筹措和资金成本问题,不影响企业现金流量,不会造成不必要的资金短缺。

2. 目标公司股东不失去股权,仍然可以保留他们的所有者权益,这容易使他们从心理上接受收购。

3. 收购公司股权结构改变,大股东股权被稀释。无论是单纯换股,还是增发新股,

被收购方的股东被吸纳成为新股东,收购方的股权比例也会发生变化,股权会更加分散,即大股东股权被稀释,股东权益淡化。

(三)综合证券收购

综合证券收购是指收购者以现金、股票、认股权证、可转换公司债券等多种支付方式组合购买目标公司股票,完成收购的方式。综合证券收购形式多样,集中体现了现金、股票、债券等各形式的优点,其特点在于:

1. 可以避免支出更多现金。
2. 可以防止控股权转移。
3. 可以通过认股权证、可转换债券等支付方式吸引更多资金,有利于收购的顺利完成。

三、按并购的态度分类

(一)善意并购

善意并购又称友好并购,是指并购公司与被并购公司双方通过友好协商确定并购诸项事宜的并购。其特点如下:

1. 主动性。由于善意收购常常既是收购方的意图,也为目标公司所认同,所以主动性来自于收购的双方。双方有主动追求利益一致的共识,并通过彼此提供资料的行动表现出来,而且,收购双方尤其是目标公司管理层会以促进收购的进行为共同目标,说服目标公司股东,从而促使收购顺利完成。

2. 协商性。收购虽然是在收购双方共同意愿的基础上产生的,但双方都会有自己的利益所在,因此,就收购的价格、条件等问题进行的磋商不仅在收购前期会产生,而且会贯穿于整个收购过程的始终。只有坚持“求大同,存小异”的原则,收购才会最终实现。

3. 互利性。一旦收购完成,收购公司将最大限度得到预期利益,从而实现收购前所定的目标。目标公司也能得到一定的利益和效益,如新技术,使其产品能够更快地更新换代,从而在市场上具有竞争力,还能得到更广阔的市场空间和更充足的资金。

(二)敌意并购

敌意并购是指当目标企业的管理者对收购企业提出的收购条件不满意,收购者的并购行为成为一种敌意的行为的情况。这时收购者会绕过目标企业的管理者,直接向目标企业的股东发出收购要约,而目标企业的管理者也会采取针锋相对的手段,抵制收购者的并购行为。

敌意收购的特点是:

1. 收购活动具有隐蔽性。敌意收购在公开收购前,要制定严密的收购实施计划,并要保密,以防股价上涨,增加收购成本。尤其是在预料目标公司可能会采取敌对态度并设置障碍时,更需要事先秘密准备。

2. 行为具有突然性。收购方隐蔽地进行收购前的各种准备工作,同时,收购方通常事先不和被收购者协商,而是自行选择收购目标,制定收购计划,并利用适当的时机宣布收购,使目标公司措手不及。

3. 对原有资源组合与经营活动的破坏性。敌意收购是在违背收购企业意愿的情况下发生的,结果往往会使被收购企业资产被拆散重组,打乱原有的经营计划与目标,而且可能会打破目标企业所在行业的均衡。

四、按并购区域分类

并购公司和目标公司都属于同一国家,称为国内并购,反之,则为跨国并购。跨国并购(Cross-border M&A)是跨国收购和跨国兼并的总称,指的是一国企业(并购方)为了某种目的,通过一定的渠道和支付手段,购入另一国的企业(目标公司)的所有资产或足以行使经营控制权的股份。跨国收购是指在已经存在的当地和外国附属企业获得占有控制权的份额;跨国兼并是指在当地或国外企业的资产或运营活动被融入一个新的实体,或并入已经存在的企业。跨国兼并的结果是两个或两个以上的法人合并为一个法人;而跨国收购的结果不是改变法人数量,而是改变被收购企业的产权归属或经营管理权归属。

第三节 西方国家公司并购的历程

公司并购发源于西方资本主义国家,在从资本主义的原始积累阶段到自由竞争阶段以及进而形成的垄断阶段这一过程中,企业间并购随着资本主义的发展不断向前推进。自19世纪末至今,西方国家共经历了五次比较大的并购浪潮。

一、第一次并购浪潮

第一次并购浪潮发生在19世纪末和20世纪的头20年,也就是1893年美国第一次经济危机之后,高峰时期为1898~1903年。这一次并购浪潮使得西方国家逐渐形成了自己的现代化工业结构,同时产生了极少数公司规模急速扩张并对其所在行业进行控制的“垄断”现象,对世界经济的发展进程起了极大的推动作用。

从美国南北战争结束到20世纪初,美国自由资本主义在各地得到了充分的发展,并开始向垄断资本主义过渡。也就在这个时期,美国历史上第一次并购浪潮出现。并购浪潮最早发生在石油工业中。早在1970年,石油工业就很好地掌握了进行资本密集型大规模生产的新技术,并陆续开始了并购活动。当时石油工业并购的主要特征是横向并购,目的是扩大企业规模,提高市场占有率,实现规模效益,抵御经济危机的风险。这期间,通过并购导致的企业形式首先是托拉斯,其最直接的结果是企业数量的急剧减少和单个企业规模的迅速膨胀,同时产生了一大批垄断性的企业集团。1882