



• 经济管理学术文库 •

叶建木 著

跨国并购:驱动、风险与规制

Cross-border Merger and Acquisition



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

F276.7/108

2008



• 经济管理学术文库 •

跨国并购:驱动、风险与规制

Cross-border Merger and Acquisition

叶建木 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

跨国并购：驱动、风险与规制/叶建木著. —北京：经济管理出版社，2008.6

ISBN 978 - 7 - 5096 - 0260 - 7

I. 跨… II. 叶… III. 跨国公司—企业合并—研究
IV. F276.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 067632 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：世界知识印刷厂

经销：新华书店

组稿编辑：谭 伟

责任编辑：杜 菲

技术编辑：晓 成

责任校对：超 凡

720mm × 1000mm/16

15.75 印张 257 千字

2008 年 6 月第 1 版

2008 年 6 月第 1 次印刷

定价：35.00 元

书号：ISBN 978 - 7 - 5096 - 0260 - 7/F · 252

· 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

序

并购，是企业兼并与收购的总称，前者是指在竞争中占优势的企业购买另一家企业的全部资产，合并组成一家企业的行为；后者则指一家企业通过公开收购另一家企业一定数量的股份而获取该企业控制权和经营权的行为。追溯企业并购的沿革，历史上有过五次大的并购浪潮。第一次并购浪潮发生在 19 世纪末期，以同行业企业间横向并购为特征，并购目的通常是形成垄断地位。第二次并购浪潮发生在 20 世纪 20 年代，以行业纵向并购为特征，并由此逐渐萌生了现代资本运营的理念。第三次并购浪潮发生在 20 世纪 50 年代，以不同行业企业间的混合并购为特征，目的在于实现多元化经营。第四次并购浪潮发生在 20 世纪 80 年代，以运用多种金融工具并购为特征，并呈现多元化战略的发展目标，并购数量和规模空前扩张。第五次并购浪潮发生在 20 世纪 90 年代以来，随着经济全球化发展，跨国并购成为国际投资的主要方式，目标往往是为了实现企业全球长期战略。目前仍处于以跨国并购为特点的第五次并购浪潮中，但实质已有了变化。20 世纪末，跨国并购的主角是欧美大企业，但 2001 年后，随着欧美国家经济增速的下降，其他新兴市场企业逐渐在并购中扮演了更重要的角色。

中国吸引外国直接投资起源于改革开放后的 80 年代，主要采用创建“三资企业”形式。运用并购形式起因于 20 世纪 90 年代初，特别是 1992 年邓小平南方谈话后，我国吸引外资政策的进一步宽松，从而掀起了跨国公司并购我国企业的热潮。随着经济全球化的深入发展和我国更多领域对外资的进一步开放，外资在我国的并购活动将更趋活跃，外资并购将日益成为我国利用外资的重要方式，并逐步取代传统的直接投资方式，演变成成为外商投资的主要方式。

目前，中国企业的海外并购近几年随着实力的增强也表现出强劲的发展势头。2004 年，联想集团收购“蓝色巨人”——IBM 的个人电脑业务，开启了 10 亿美元以上大规模海外并购交易的序幕；2005 年，中海油集团竞购美国优尼科公司一案，更以 185 亿美元的总标的，高居全年现金收购案

的第三位，从而在海外掀起了中国并购的浪潮；2006年，中国建设银行以全现金方式出资97.1亿港元，收购了美国银行在香港特区的全资子公司——美国银行（亚洲）股份有限公司100%股权。可以预见，随着中国经济的快速增长以及中国企业实力和管理水平的不断提高，中国企业的海外并购将日益增多，将越来越受到国际社会的普遍关注。

不可否认，如火如荼的跨国并购有助于推动企业加快资本重组，优化资源配置，形成规模效益，增强企业竞争力。但与此同时，跨国并购也是把“双刃剑”，可能带来一系列问题，如排挤民族产业、形成金融风险，甚至危害国家经济安全。因此，如何制定跨国并购的科学决策，规避风险，是一个迫切需要研究的重要课题。

本书作者紧跟时代前沿，抓住当前国际经济领域的一个热点问题——跨国并购进行研究，具有很强的时代敏锐性。本书根据作者的博士论文修改而成，综合运用经济学、管理学、期权理论以及博弈论等理论与方法，从跨国并购的基本内涵、现实意义和理论局限出发，构建了跨国并购驱动轮模型，并分别对跨国并购的主要管理活动即决策、运行、风险控制与法律规制进行了研究和探讨，最后从母国和东道国两个角度对跨国并购进行了实证分析，提出了一些新的理论模型和方法，具有较高的学术研究价值，并对我国企业进行跨国并购、规避风险、规范运作具有较强的指导意义，是一本不可多得的跨国并购研究著作。

武汉理工大学管理学院博士生导师、院长 邓明然

2008年4月8日于武汉

前言

跨国并购是国内并购在概念外延上的拓展，是国内并购在空间上的跨越国界。跨国并购的基本含义是：一国企业为了某种目的，通过一定的形式和支付手段，把另一国企业的整个资产或足以行使经营控制权的股份收买下来。跨国并购是企业面对国际环境的变化寻求资本扩张的必然趋势，在当前经济全球化和竞争日益激烈的环境下，正受到世界各国的普遍关注。当前我国经济结构正处于战略性调整阶段，加入 WTO 后，更使我国企业直面国际竞争，外资并购和海外并购势头十分强劲。如何运用好跨国并购这把“双刃剑”，无论是理论界还是企业界，都是一个值得深入思考和研究的重要课题。

本书沿着跨国并购概念—理论—决策—运行—风险—规制—实证这一逻辑主线，综合运用经济学、管理学、期权理论与博弈论等理论与方法，从跨国并购的基本内涵、现实意义和理论局限出发，构建了跨国并购驱动轮模型，并分别对跨国并购的主要管理活动即决策、运行、风险控制与法律规制进行了研究和探讨，最后从母国和东道国两个角度对跨国并购进行了实证分析，提出了一些新的理论模型和方法。

(1) 提出并建立了跨国并购的驱动轮模型，揭示了跨国并购是 FDI 轮和 M&A 轮两轮共同驱动的结果：FDI 轮主要回答企业为什么要跨越国界进行直接投资问题，即企业 FDI 的驱动力问题；M&A 轮主要回答投资方式的选择问题。

(2) 提出了跨国并购决策的思路与方法：提出跨国并购决策是 FDI 轮和 M&A 轮两轮驱动的集成，FDI 决策确定跨国并购投资的区位；M&A 决策主要进行目标对象的选择以及并购时机的选择。

(3) 提出并分析了跨国并购价值评估包括对目标企业并购前价值的评估和并购后增长价值评估两部分，建立了评估方法体系。

(4) 从价值链理论角度揭示了跨国并购整合的本质就是并购企业和目标企业价值链的组合优化或再造；提出了跨国并购整合的层次管理原理，

即认为跨国并购整合包括要素层、职能层和战略层三个层次。

(5) 提出了跨国并购“风险链”概念，剖析了风险链上各类风险的传导关系；系统总结了跨国并购风险的识别和计量的方法与模型；将实物期权方法运用于跨国并购决策风险的控制与预防。

目 录

第一章 导 论	1
一、选题的背景和意义	1
二、国内外相关研究评析	5
三、研究目标、内容和方法	10
第二章 企业并购及跨国并购	13
一、企业并购	13
二、跨国并购的概念、结构与分类	15
三、跨国并购的历史与现状	20
四、当前跨国并购的特点及影响因素	22
第三章 跨国并购的驱动因素	28
一、跨国并购的 FDI 理论	28
二、跨国并购的 M&A 理论	55
三、跨国并购的驱动轮模型	64
第四章 跨国并购的决策	72
一、核心能力与跨国并购决策	72
二、跨国并购的 FDI 决策	77
三、跨国并购的 M&A 决策	85
第五章 跨国并购的运行	98
一、跨国并购目标企业价值评估	98
二、跨国并购支付方式的分析与选择	107
三、跨国并购融资方式的选择	114

四、跨国并购整合	123
第六章 跨国并购的风险	132
一、跨国并购风险概述	132
二、跨国并购战略风险传导及其效应	146
三、跨国并购风险控制的一般方法	152
四、跨国并购风险控制的期权方法	162
第七章 跨国并购的法律规制	166
一、东道国对跨国并购的管制	166
二、跨国并购的区域法律管制	176
三、跨国并购的国际法律管制	183
四、我国对外资并购的法律规制	187
第八章 中国企业跨国并购分析	194
一、外资并购	194
二、外资并购案例分析——德国博西华公司收购 安徽扬子电冰箱厂	208
三、中国企业的海外并购	216
第九章 全书总结与研究展望	227
一、全书总结	227
二、研究展望	229
参考文献	231
后记	241

第一章 导论

一、选题的背景和意义

(一) 选题的背景

当前,经济全球化和新一轮科技革命与产业革命浪潮汹涌澎湃,跨国并购活动规模和影响越来越大;同时,我国经济结构正在进行战略性调整,国有经济改革进入关键阶段,加入国际贸易组织(WTO)后,更使我国企业直面国际竞争,外资并购和海外并购势头十分强劲。

1. 跨国并购正在经济全球化中扮演着越来越举足轻重的角色

20世纪90年代以来,在经济全球化和新的科技革命与产业革命的推动下,世界经济呈现较快增长,全球贸易投资自由化步伐加快,全球跨国直接投资进入“黄金发展期”。2000年,全球跨国直接投资达13929.6亿美元,达到30年来的顶峰。但受世界经济低速增长影响,2001年以来全球跨国直接投资逐年下降,2003年跌至5600亿美元,创近年来的新低。随着世界经济形势的好转和跨国公司经营状况的改善,从2004年起全球跨国直接投资开始回暖,2004~2007年全球跨国直接投资保持了恢复性增长,重回上升轨道。但是,跨国直接投资的主要方式已转向跨国并购。20世纪80年代中期以来,全球跨国并购规模不断扩大,跨国并购成为跨国直接投资高速增长的主要支柱。2004~2006年全球跨国并购额分别为19000亿、28985亿、40000亿美元。全球跨国公司正再度考虑将并购作为增加企业利润、解决战略性问题的一个重要途径。

2. 中国企业海外并购势头强劲

我国企业主动的跨国并购活动始于20世纪80年代,比较有代表性的

企业如中信、中化、首钢、华润等，已发展为集多行业经营于一体、投资许多国家的大型跨国企业。1986年9月，中信加拿大公司利用国际银团项目贷款与加拿大鲍尔公司共同收购了加拿大塞尔加纸浆厂，中方出资4700万加元，占股50%。目前，中国企业的跨国经营已经初具规模，以跨国并购方式进入国外市场的比例正在逐年增加。

根据联合国贸发会（UNCTAD，2004）数据，1988~2003年，中国企业累计跨国并购总金额为81.39亿美元，其中绝大部分发生在1997年以后。1988~1996年，跨国并购年均仅有2.61亿美元，而从1997年开始，并购额逐渐增加，2003年更是高达16.47亿美元。2004年全年中国内地公司在海外进行了45起收购交易，数量比2003年上升了1/3，收购交易总额为24.2亿美元，比2003年上升约47%，2005年的并购金额更达到了前所未有的高度。根据大中华区知名创业投资研究与顾问机构——清科集团推出的《2006年上半年中国并购市场研究报告》，2006年上半年中国并购市场持续升温，其中TMT（IT、媒体和电信）、医疗保健和能源三个行业披露的并购总额达13.35亿美元，跨国并购披露的总金额达20.90亿美元。

另外，据清科集团最新推出的《2007年中国并购市场年度研究报告》显示：在研究范围内，2007年中国市场上TMT、生物技术/健康和能源三个产业并购事件总数为117起，有81起并购事件披露了金额，披露的并购总额达83.54亿美元。此外，2007年全年总共发生了84起跨国并购事件，其中披露金额的63起事件总额达186.69亿美元。

由此可见，跨国并购在当前经济全球化和竞争日益激烈的环境下，已经成为世界各国（包括中国）必须认真面对和深入研究的重要课题。

（二）选题的意义

企业投资是企业生存和发展的必然要求，跨国并购是企业面对国际环境的变化寻求资本扩张的必然趋势。跨国并购由于其本身所具有的特征，正受到世界各国的普遍关注。如何运用好跨国并购这把“双刃剑”，无论是理论界还是企业界，都是值得深入思考和研究的课题。

1. 实施跨国并购，适应经济全球化潮流，纳入全球生产体系，可以充分利用国内、国际两种资源，寻求更大的发展空间。

在经济全球化和新的科技革命背景下，全球市场竞争日益激烈，技术创新速度加快，各国的经济自由化步伐加大，国际生产的性质因此发生了巨大变化。不断降低的运输和通信成本使得跨国公司能够以空前的方式将

其在各国的生产和企业其他功能加以整合,全球因此正在形成紧密结合的生产体系。同时,我国加入 WTO 后,在全球生产体系和产业结构调整过程中,国际上一些大的跨国公司正加大产业转移力度,将部分生产能力向我国国内转移。通过外商并购国有企业,有利于充分盘活国有企业存量资源,使我国因长期重复建设形成的大量过剩生产能力直接面向国际市场,从而一方面避免外商新建企业形成新的生产能力,加大国内市场竞争强度;另一方面被并购企业能够迅速融入全球生产体系,充分利用国际跨国公司在全球的营销网络、技术等资源,实现规模经济与范围经济,拓展生存与发展空间。

2. 跨国并购是我国国有经济实行战略重组、提高竞争力的客观需要

跨国并购带来的大量外资流入有利于国有经济战略重组。目前我国国内有资金实力的非国有经济主体为数尚少。据估算我国国有企业资产重组大致需要 2 万亿~2.6 万亿元,跨国并购所带来的资金流入可以补充一部分资金来源;同时跨国并购投资注重技术进步,通常也带有营销网络和管理经验。国有资产通过资产重组引进先进技术和管理经验,将在很大程度上解决国有企业技术落后、缺乏市场和管理不善等问题,从而提高企业管理水平,提高企业竞争力。但是,跨国并购将构成对国有企业的体制性改组,会影响国有企业的地位,因此有一个平衡问题。这是跨国并购对我国国有企业提出的一个严峻的课题。

3. 跨国并购将对我国产业结构调整产生深远的影响

外国直接投资曾对我国工业结构的调整起到了带动作用。外国投资企业根据国际和国内市场需求进行生产,不仅较快地增大了市场有效供给,也对我国整个工业体系打破先前的重工业自我循环模式起到了重要的作用。然而,初级阶段的早期工业化在我国已基本完成,目前正走向以产业结构升级为特征的高级阶段的工业化时期。外国直接投资方式对产业发展的带动效应发生了变化,一方面,外国并购的直接投资,带来了比以往更多的高新技术,这种技术传播有利于我国的产业升级;另一方面,外国直接投资着眼于国内市场,无意提高产品的国际竞争力,与我国的经济战略目标是不相适应的。而且如果跨国公司直接投资对一国经济渗透的程度很高,就可能会影响产业结构的升级。当前,跨国公司的并购将使许多技术落后的过剩产业退出,从而增加对高新技术产业的投资。因此,尽管跨国并购在我国产业结构成长过程中有推动作用,但仍需加以引导。

4. 跨国并购将对我国市场结构调整产生深远的影响

发展中国家的产业市场是建立在市场不完全基础上的竞争性市场。尽管我国市场同样存在较高的集中度，特别是在那些规模经济效益比较显著的行业，但它与开放经济成熟的资产结构格局并不相同。在直接投资进入前，发展中国家的较高集中是建立在政府政策行为基础之上的，开放之后，跨国公司通过跨国并购等形式跨越歧视性市场壁垒，排斥中小规模厂商，从而对市场结构起到不同程度的影响。同时来自市场集中度较高国家的欧美跨国投资项目，会把投资企业所在国的相应产业结构“扩展”到东道国的研究表明，在欧美跨国公司居主要地位的东道国产业市场，集中率和国外直接投资呈正相关关系。因此，欧美跨国公司大举进入我国市场，必然会引起市场集中程度的提高。发达国家跨国公司运用资本、技术、管理优势，大规模进入我国，特别是通过对重点行业、产业的企业进行兼并和收购，会使其对我国市场份额的占有范围明显扩大，从而达到垄断目的。

5. 研究跨国并购是进一步提高跨国并购成功率的需要

由于竞争的进一步加剧，跨国并购因为具有敏捷的时间响应性和市场渗透性等优势，正成为寻求扩张的企业一种十分重要的直接投资形式。美、欧、日是跨国并购的主导力量，中国跨国企业从20世纪80年代末开始进行跨国并购，迅速扩大了海外市场。但是综观世界各跨国公司的跨国并购行为，由于不确定性因素及管理等多方面原因，跨国并购的成功率还不到50%。因此，从实证角度分析跨国并购中存在的问题，提出针对性的解决措施，将有助于跨国并购决策者进行科学决策提供科学依据。

6. 进一步完善跨国并购理论和方法，有利于我国跨国公司成功实施跨国并购战略

研究跨国并购，清晰界定其概念、内涵和本质特征，在前人研究的基础上，针对世界经济环境的巨大变化，从历史、动态角度探索跨国并购的内在动因，将有助于跨国并购理论的进一步完善；面对外部环境的不确定性，建立科学的跨国并购决策模型，将有助于跨国公司科学决策；对跨国并购运行机制和风险机制的研究，将有助于提高跨国并购的效率，降低并购风险；从母国和东道国两个角度的实证分析，将有助于跨国公司吸取经验教训，提高其国际管理水平，进一步提高其国际竞争力。

二、国内外相关研究评析

从跨国并购的理论研究来看,世界经济环境的巨大变化对跨国并购的理论提出了挑战。基于跨国并购具有外国直接投资(FDI)和企业并购(M&A)双重特点,国外学者对其理论的研究主要是从这两个角度分别展开,并结合本国公司的实际情况,提出了不少关于外国直接投资和企业并购的理论。

(一) 外国直接投资(FDI)理论及评述

随着跨国公司的发展和对外直接投资的扩大,外国直接投资(FDI)有关理论也在实践中不断演进,出现了许多新理论。具有代表性的理论有垄断优势论(Hymer, 1960)、产品生命周期论(Vernon, 1979)、内部化理论(Buckley & Casson, 1976)、国际生产折衷理论(Dunning, 1977)、比较优势理论(小岛清)等。这五种具有代表性的外国直接投资理论从不同角度、不同侧面解释了跨国直接投资的动因和条件。Hymer强调发挥垄断优势是从事外国直接投资的决定因素,为美国垄断性大企业对外扩张提供了理论依据;Vernon依据产品周期不同阶段的特点来解释境外直接投资的形成,比较符合战后发达国家创新性行业境外直接投资的实践;Buckley和Casson从中间产品的性质与市场机制的矛盾中论证内部化的必要性,将市场交易内部化原则引入境外直接投资领域;Dunning将企业所有权优势、内部化优势、区位优势融为一体试图综合阐明境外直接投资、商品出口和非股权转让的正确选择;小岛清则努力建立国际贸易和境外直接投资相统一的理论,为日本通过境外直接投资方式获得最大的国际比较利益和调整国内产业结构提供理论依据。但是这些主流学派都是以发达国家境外直接投资为研究对象的,都存在局限性和片面性。

(二) 马克思并购理论研究评述

马克思在《资本论》中认为资本是推动企业运营的第一生产要素,它主要取决于两个前提:一是资本的积累;二是资本的动机和目的,资本推动取决于“资本尽可能多的自行增殖,也就是尽可能多的生产剩余价值”。

利润是资本经营的唯一目的。竞争作为强制性规律，是由资本内在本性所决定的。企业为争夺各自在市场上的有利地位，获取更多的利润与超额利润，必须竞争。竞争导致的必然结果就是资本的积聚与集中，它是资本存量的合并与扩充的运动过程。马克思对资本积聚与集中的论述是其并购思想的集中体现。资本集中使得资本在规模上实现了扩充和空间的放大。在资本集中与扩充过程中，竞争是一个强有力的杠杆，它一方面使分散的中小资本被大资本吞并、收购；另一方面，为了对付大资本的吞并、收购，中小资本形成联合，特别是股份公司的出现，多种形式的信用凭证的发展，使得资源配置冲破了时间与空间及地域的限制，使其配置享有一个更大的范围区间。信用使得一定范围、规模的企业的兼并与收购成为一种宜于操作的资本行为。信用若跳出规模和范围及额度的制约，将其作为主体，就会形成银行业对产业的渗透与控制，形成金融资本。随着社会化生产的不断扩大，产融结合，就会形成垄断，出现“寡头”。由此可见，马克思对企业并购的分析是以劳动价值论为基础，以资本与劳动的关系为核心，从政治经济学角度，深刻地阐述了企业并购思想。

（三）西方并购理论及其评价

对并购理论的研究，其成果主要来源于具有悠久并购历史的西方，西方学者从各种角度对并购活动进行了不同层面的分析和探讨，但对并购理论研究的基点主要集中在并购动机和并购效应两个方面。根据美国学者 Fred Weston 等人的研究，比较有代表性的理论有以下几种：

1. 效率理论（Efficiency Theory）

效率理论认为公司并购活动能够给社会收益带来一个潜在的增量，而且交易的参与者能提高各自的效率。这一理论包含两个基本要点：①公司并购活动的发生有利于改进管理层的经营业绩；②公司并购将导致某种形式的协同（Synergy）效应。效率理论可细分为以下几个子理论。

（1）效率差异化理论（Differential Efficiency）。效率差异化理论认为并购活动产生的原因在于交易双方的管理效率是不一致的。通俗讲就是，A 公司的管理效率优于 B 公司，那么 A 公司兼并 B 公司后，B 公司的管理效率将被提高，因此效率由于两公司的合二为一得到了促进。该理论也称为“管理协同”理论。即具有较高效率的公司将兼并较低效率的目标公司，通过提高目标公司的效率而获得收益（Gains），这暗含着收购方具有剩余的管理资源。

(2) 非效率管理理论 (Inefficient Management)。这一理论一般很难与效率差异化理论和代理理论区分开来。一方面, 非效率管理可能仅是指由于既有管理层未能充分利用既有资源以达到潜在绩效, 相对而言, 另一控制集团 (Control Group) 的介入能使目标公司的管理更有效率; 另一方面, 非效率管理亦可能意味着目标公司的管理是绝对无效率的, 几乎任一外部经理层都能比既有管理层做得更好。该理论为混合兼并提供了一个理论基础。而在效率差异化理论中, 收购方具有目标公司所处行业所需的特殊经验并致力于改进目标公司的管理。因此, 效率差异理论更适用于解释水平式兼并 (横向兼并), 与此相对, 非效率管理理论更适用于分析混合兼并, 即处于不相关的行业的公司间的购并活动。

(3) 经营协同效益理论 (Operating Synergy)。该理论认为, 由于在机器设备、人力或经费支出等方面具有不可分割性, 因此产业存在规模经济的潜能。水平式、垂直式甚至混合式的兼并都能实现经营协同效应。例如, A 公司擅长营销但不精于研究开发, 而 B 公司正好相反, 如果 A 公司兼并了 B 公司, 那么通过两者的优势互补将产生经营上的协同效应。

(4) 多角化理论 (Pure Diversification)。作为一种并购理论, 多角化区别于股份持有者证券组合的多样化理论。由于股东可以在资本市场上将其投资分散于各类产业, 从而分散其风险, 因此, 公司进行多角化经营和扩张并不是出于为股东利益着想。在所有权与经营权相分离的情况下, 公司管理层甚至其他员工将面临较大风险。由于他们不能像公司股东一样可在资本市场上分散其风险, 只有靠多角化经营才能分散其投资回报的来源和降低来自单一经营的风险。而且, 公司内部的长期员工由于具有特殊的专业知识 (Specific Knowledge), 其潜在生产力优于新进的员工, 为了将这种人力资本保留在组织内部, 公司可以通过多角化经营来增加职员的升迁机会和工作的安全感。此外, 如果公司原本具有商誉、客户群体或是供应商等无形资产时, 多角化经营可以使资源得到充分的利用。虽然多角化经营未必一定通过收购来实现, 而可通过内部的成长而达成, 但由于考虑时间因素, 通过收购其他公司可迅速达到多角化扩展的目的。

(5) 价值低估理论 (Undervaluation)。这一理论认为, 当目标公司的市场价值 (Market Value) 由于某种原因而未能反映出其真实价值 (True Value) 或潜在价值 (Potential Value) 时, 并购活动将会发生。公司价值是否被低估可通过 Q 比例 ($Q = \text{市场价值} / \text{重置成本}$) 进行估算, 如果 Q 比例小于 1, 则收购将会产生潜在收益。例如, Q 比例为 0.6, 即使收购成本为

市值的 1.5 倍，但总成本亦只有资产重组成本的 90%，收购该公司依然有利可图。

2. 信息信号理论 (Information and Signaling)

该理论认为当目标公司被收购时，资本市场将重新对该公司的价值作出评估：①股票收购传递了目标公司被低估的信息，就目标公司而言并不需要采取任何行动就会有市值重估的产生，称为“待价而估”；②收购要约的公布或关于收购的谈判将传达某种信息，告知目标公司的管理层应从事更有效率的管理活动。

3. 代理问题 (Agency Problem)

代理问题的产生是由于公司管理层与公司股东两者的利益是不一致的。由于管理层只有公司的小部分所有权，使得管理层会偏向于非现金的额外支出，如豪华办公室、专用汽车等在职消费。而这些支出则由公司其他所有者共同负担。这种情形在大公司更为严重，由于所有权更为分散，对于个人股东更缺乏动力花费成本以监控管理者，即使监控管理者，所费资源仍属于代理成本。所以代理成本可扩大为以下范围：①所有人与代理人的签约成本；②监督与控制代理人的成本；③限定代理人执行最佳决策成本或执行次佳决策所需的额外成本；④剩余利润的损失。这一理论对公司并购的解释为：收购可以降低代理成本。公司的代理问题可经由适当的组织设计解决，当公司的经营权和所有权分离时，决策的拟定和执行与决策的评估和控制应加以分离，前者是代理人的职权，后者归所有者管理，这是通过内部机制设计来控制代理问题。而收购事实上可以提供一种控制代理问题的外部机制，当目标公司代理人问题产生时，收购或代理权的竞争可以降低代理成本。

4. 自由现金流量假说 (Free Cash Flow Hypothesis)

自由现金流量假说源于代理成本问题。在公司并购活动中，自由现金流量的减少有助于化解经理人与股东之间的冲突。所谓自由现金流量指的是公司的现金在支付了所有 NPV（净现值）为正的 investment 计划后所剩余的现金量。Jensen (1986) 认为，自由现金流量应完全交付股东，此举降低经理人的权利，避免代理问题的产生，同时再度进行投资所需的资金由于将在资本市场上重新筹集而再度受到监控。

除了减少自由现金流量外，Jensen 认为适度的债权由于在未来必须支付现金，比管理者采用现金股利发放有效，更容易降低代理成本。他强调，尤其是在已面临低增长而规模逐渐缩小，但仍有大量现金流量产生的组织