

企业并购 管理

庞守林 邱明 林光 编著



清华大学出版社

企业并购 管理

庞守林 邱明 林光 编著

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

本书沿着企业并购发展的历史脉络来思考企业并购的外部环境影响,灵活地处理理论和实践案例的结合问题,紧密跟踪国家政策法规变化,及时对内容进行了调整。对于企业并购中的基本理论、重要方法和并购过程中的关键环节,进行了较为系统的阐述,并精选了一些典型的企业并购案例,为教师的课堂教学和学生自学提供方便。

本书的读者对象是金融、经济和管理等专业的本科学生及研究生。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13501256678 13801310933

图书在版编目(CIP)数据

企业并购管理/庞守林,邱明,林光编著. —北京:清华大学出版社,2008.2

ISBN 978-7-302-16828-7

I.企… II.①庞…②邱…③林… III.企业合并 IV.F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 006137 号

责任编辑:王 青

责任校对:宋玉莲

责任印制:李红英

出版发行:清华大学出版社 地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

<http://www.tup.com.cn> 邮 编:100084

c-service@tup.tsinghua.edu.cn

社 总 机:010-62770175 邮购热线:010-62786544

投稿咨询:010-62772015 客户服务:010-62776969

印 刷 者:清华大学印刷厂

装 订 者:三河市新茂装订有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185×230 印 张:19 字 数:387 千字

版 次:2008 年 2 月第 1 版 印 次:2008 年 2 月第 1 次印刷

印 数:1~4000

定 价:35.00 元

本书如存在文字不清、漏印、缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话:(010)62770177 转 3103 产品编号:018801-01

企业的兼并、收购是指一家企业获得的另一家企业的股权达到了一定的份额,实现了对另一家企业的控制,从而两家企业合并为一家(称为兼并);或者目标企业处于收购方的控制之下(称为收购),双方在企业战略、组织结构、产品、品牌、销售、财务、文化等方面进行重新整合,以达到较高的并购效应。

企业并购管理作为一门新兴的应用学科,在现代经济管理体系中处于非常重要的位置。从产业发展的层面看,企业的并购和重组是与产业的演进同步的,在产业的初创阶段、规模化阶段、聚集阶段和平衡与联盟的多元化阶段,企业的快速成长只能靠企业间的并购重组来实现。如果通过自身的积累来完成,就会失去很多机会,甚至被产业发展湮没。因此,企业并购重组在产业发展的全过程,对企业的成长至关重要。从企业发展的层面看,企业的并购和重组活动是企业通过资本市场向外扩张,整合资源,提高自身在整个产业中的地位的有效途径。

中国加入 WTO 后,中国对外开放的范围逐渐扩大,程度逐渐提高,外国资本进入中国市场参与投资活动的强度逐渐增加。同时,伴随中国“走出去”战略的逐步实施,资本全球运营的深度和广度增加。2006 年,我国资本市场股权分置的全面解决和全流通的逐步实施,为企业资本运营创造了条件。未来我国将发生大量的企业特别是上市企业的并购重组行为,这必将推动并购管理的理论研究和实践探索。因此,结合并购管理的理论和实践,方便读者在并购管理的基础知识、基本技能和方法上更好地学习成为本书编写的主要目的。在本书的编写过程中,我们把目标读者定为大学本科生和研究生。针对这一读者群体,我们在编写本教材的过程中力求突出以下特点:

1. 沿着企业并购发展的历史脉络来思考企业并购的外部环境影响。我们认为站在历史的角度重温企业并购的发展,便于我们更深地理解并购理论和实践创新的基点,有利

于读者在企业并购管理的学习过程中,以及适应外部经济、法律环境的前提下,培养读者在进行并购思路、技术和手段的创新意识,更好地为资本市场的发展服务。因此,我们把五次并购浪潮和中国并购的发展动因、特征和启示进行了详细阐述。

2. 灵活地处理理论和实践案例的结合问题。对不同的内容,我们在案例的安排上采取了两种方式:一种方式是理论紧密结合实践,理论和案例相结合;另一种方式是教师讲授课程时随时应用自己熟悉的案例解释相关内容,而把讨论的案例放在每一章的后面,有利于学生学习后深刻地思考,进行实践分析,这样做会使教学组织工作更灵活。

3. 跟踪国家政策法规变化,及时调整内容。一是根据新会计准则和国家税务政策的变化,对并购的会计处理和税负安排一章的内容进行了调整;二是根据股权分置工作的完成和全流通的趋势,在并购内容的安排上,对普通企业的并购和上市企业的收购问题分别进行了处理。

本书共分十四章,由中央财经大学商学院庞守林教授任主编,丰台区经济技术开发区邱明主任(副教授)和中央财经大学林光任副主编。各章的主要编写人员有:庞守林编写第一章、第十章和第十一章;邱明编写第二章;林光编写第三章、第四章和第六章,与王璐合编第十三章;王璐编写第五章、第九章;邱子玉编写第七章、第十四章;马文编写第十二章;李扬编写第八章。全书由庞守林教授通读定稿。

由于水平有限,书中不足之处,恳请读者批评指正。

庞守林

2007年10月于中央财经大学

第一章 企业并购的理论基础	1
第一节 基本概念界定	1
第二节 企业并购的方式	4
第三节 企业并购动因理论	7
第四节 我国企业并购的动因	13
本章小结	14
复习思考题	15
案例分析	15
第二章 并购的历史发展	22
第一节 第一次并购浪潮	22
第二节 第二次并购浪潮	25
第三节 第三次并购浪潮	29
第四节 第四次并购浪潮	33
第五节 第五次并购浪潮	34
第六节 我国企业并购发展的历史和现状	40
本章小结	43
复习思考题	43
案例分析	44
第三章 企业并购战略管理	47
第一节 并购战略的意义	47

第二节 企业并购的战略分析工具	49
第三节 企业并购战略选择	64
本章小结	67
复习思考题	68
案例分析	68
第四章 并购程序与外部组织	74
第一节 企业并购程序	74
第二节 企业并购的外部中介机构	82
本章小结	94
复习思考题	94
案例分析	94
第五章 目标企业的选择	96
第一节 选择目标企业	97
第二节 目标企业的外部环境分析	99
第三节 目标企业的行业环境分析	105
第四节 与目标企业的匹配分析	106
本章小结	110
复习思考题	110
案例分析	111
第六章 目标企业的价值评估	113
第一节 市盈率法与市场法	114
第二节 资产法	118
第三节 收益评估法	120
第四节 价值评估中需要注意的问题	124
本章小结	130
复习思考题	130
案例分析	130
第七章 上市公司并购方式	135
第一节 协议收购	135
第二节 要约收购	138

第三节 委托书收购	144
本章小结	145
复习思考题	145
案例分析	145
第八章 企业并购融资与支付	150
第一节 并购价格确定	150
第二节 融资方式	152
第三节 支付方式	167
本章小结	168
复习思考题	169
案例分析	169
第九章 管理层收购与员工持股计划	175
第一节 管理层收购的基本概念	175
第二节 管理层收购在中国	180
第三节 员工持股计划	183
本章小结	186
复习思考题	186
案例分析	187
第十章 杠杆收购	192
第一节 杠杆收购的概念和特征	193
第二节 杠杆收购的适用条件	194
第三节 杠杆收购的一般程序	196
第四节 杠杆收购的动因与效应	199
本章小结	201
复习思考题	201
案例分析	201
第十一章 恶意收购与反收购策略	206
第一节 恶意收购	206
第二节 反收购的管理策略	208
第三节 反收购的股票交易策略	211

第四节 反收购的法律策略.....	212
本章小结.....	213
复习思考题.....	214
案例分析.....	214
第十二章 并购的会计处理和税负安排.....	220
第一节 同一控制下并购的会计处理.....	221
第二节 非同一控制下并购的会计处理.....	226
第三节 并购的税负安排.....	230
本章小结.....	239
复习思考题.....	239
案例分析.....	240
第十三章 企业并购的整合工作.....	244
第一节 整合工作的重要性和任务.....	244
第二节 并购企业文化整合.....	246
第三节 企业并购周期系统中的人力资源管理.....	252
第四节 企业并购的战略整合.....	259
第五节 企业并购的组织结构整合.....	261
第六节 企业并购的财务整合.....	264
本章小结.....	266
复习思考题.....	266
案例分析.....	266
第十四章 企业跨国并购.....	274
第一节 跨国并购的概念及特点.....	275
第二节 跨国并购的动因.....	276
第三节 影响跨国并购的因素.....	280
第四节 跨国并购在中国.....	282
本章小结.....	285
复习思考题.....	285
案例分析.....	286

企业并购的理论基础

【学习目的与要求】

1. 理解企业并购的基本概念；
2. 了解并购的分类和方式；
3. 掌握并购的动因理论；
4. 了解我国企业并购的动因。

企业并购是产业成熟的助推剂,在企业把握机会开始创立、规模化发展、产业聚集竞争和平衡与联盟四个阶段中,并购活动贯穿始终。并购活动促进了产业的成熟和发展,最终增强了产业的国际竞争能力。并购也是个体企业进行规模扩张、聚集优势,实现快速战略发展的重要方式。作为一种复杂的企业资本运营行为,它涉及一些彼此相互联系又相互区别的概念和原理,了解并掌握并购管理的基本理论是进行企业并购实践的根本要求。

第一节 基本概念界定

兼并与收购:英文为“Mergers & Acquisitions”,简称为“M & A”,在国际上被广泛使用,称之为“并购”或“购并”。这一术语其实包含两个基本概念,一个是“Merger”,即兼并或合并;另一个是“Acquisition”,即收购或收买。

一、兼并(合并)

通常指两家或两家以上公司的合并,原公司的权利与义务由存续(或新设)公司承担,一般是在双方经营者同意并得到公司股东支持的情况下,按法律程序进行合并。兼并包括吸收兼并(吸收合并)和新设兼并(新设合并)两种形式。吸收合并是指一家公司和另一

家公司合并,其中一家公司从此消失,另一家公司则为存续公司,这种情况可以用公式“ $A+B=A(B)$ ”来表示。新设合并是指两家或两家以上公司的合并,另外成立一家新公司,成为新的法人实体,原有两家或两家以上的公司都不再继续保留其法人地位,这种情况可以用公式“ $A+B=C$ ”来表示。

兼并的主要特征表现为:

1. 兼并的是目标企业整体。被兼并的企业以一个整体作为交易的标的物,交易的对象是指其整体价值,包括有形价值和无形价值。兼并前要对被兼并企业的价值进行评估,然后以企业产权让渡的形式实现兼并。

2. 兼并通过市场有偿转让的形式来实现。在整个交易过程中,通过专业资产评估机构来实现对企业有形资产、无形资产的估价;通过订立合同的方式出售标的企业,由资本市场提供适当的支付渠道和支付保证形式。

3. 企业的基本状况会发生改变。兼并是市场对资本的再分配,以实现资源的有效配置。在成功的公司兼并中,存续企业通过兼并企业或者是扩大了生产规模,或者是抢占了市场份额,或者是取得了新的技术、人才,使自己的力量壮大,更具有发展前景和势头。相反,目标企业则被取而代之,本身不再具有独立经营能力。

4. 企业兼并最终要实现产权转移。一方面,被兼并企业法人地位丧失,其法人资格被取消,被整合或者改变为实体。这种法人地位的取消不是以被兼并企业的破产为代价的,产生的社会不良影响较少。另一方面,存续企业继续经营生产活动,但其法律地位有所更改,如注册资本的变更、法人代表的变更、经营范围的变更等。

二、收购

收购通常指一家企业购买另一家企业的全部或部分资产或股票,其目的是重组被收购企业的经营。收购(收买)包括两种形式:资产收购和股份收购。资产收购是指买方企业购买卖方企业的部分或全部资产的行为。股份收购是指买方企业直接或间接购买卖方企业的部分或全部股票,并根据持股比例与其他股东共同承担卖方企业的所有权利和义务。如果收购方是被收购企业的管理人员或管理层,则称为管理层收购(management buyout, MBO)。收购方往往采用大量借债的方式获得收购所需要的资金,称之为杠杆收购(leveraged buyout, LBO)。如果并购过程中,一方通过吸纳、受让或者公开收购目标企业的股份达到一定的比例,完全取得了另一方的控制权和经营权,从而居于控制地位,则称之为接管(takeover)。收购侧重经营权,接管突出控制权。香港的《公司收购与合并守则》(中文版)一书把“takeover”翻译为“收购”,本书也认同这种接管与收购不加区分的观点。

中国证监会于2002年9月颁布的《上市公司收购管理办法》中对上市公司收购进行了明确界定:“上市公司收购是指收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有一个上市

公司的股份达到一定的比例,通过证券交易所股份转让活动以外的合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度,导致其获得或者可能获得该公司的实际控制权的。”

收购的主要特征表现为:

1. 收购以实现对目标公司的经营控制权为目的。收购的根本目的都是获得目标公司的控制权,获得超额收益。收购方可以通过收购目标公司足够多的股份,实现对公司经营管理权的控制,达到按自己的意愿经营企业的目的。

2. 收购需要达到一定的比例,才能获得目标公司的控制权。控股分为绝对控股和相对控股两种形式。绝对控股是指收购公司占有被收购公司 51% 以上的股份,而相对控股是指收购公司的持股比例不足 51%,但成为目标公司的最大股东或者成为实质上掌握公司的经营决策、财务决策等重要决策权的股东。

3. 收购往往有一定程度的溢价。收购方一般以溢价来获得控股权,以实现控股权收益。

三、兼并与收购的区别

企业并购包含兼并与收购两方面的内容,但兼并与收购之间还存在一些显著的区别。兼并是指一家企业与另一家企业合为一体,收购则并非合为一体,而仅仅是一方对另一方的经营居于控制地位。例如,A、B 两家企业的股东同意进行兼并,兼并的效果是 A 企业负责收购 B 企业的股票并将其转换成 A 企业的股票或者是现金。

相对兼并而言,收购更常用些,因为它没有随之而来的兼并过程发生。如在上例中,尽管 A 企业的最终目的是为了兼并 B 企业,但它决定让 B 企业永远保持和自己分立的状态,成为 A 企业的分公司。或者 A 企业用现金或本企业的股票收购了 B 企业所有或大部分资产,使 B 企业成为没有实际经营的空壳公司,其股东也没有发生变化,但它拥有一项主要资产,即 A 企业的股份。资本市场上常常发生的所谓借壳上市,表现的就是这种收购情况。

在实践过程中,兼并与收购往往交织在一起,很难绝对严格区分开。例如,如果是一家公司购买另一家公司的全部资产,这实质上也就是吸收合并。所以学术界和实业界都习惯于将二者合在一起使用,简称为并购。除了从会计审计角度处理财务数据以及在法律规章中有所区别以外,在一般的学习和研究中,即使不对二者做特别的区分,也不至于引起重大歧义。另外,理论界一般将实施兼并或收购的企业称为并购企业、主并企业或并购方,将被兼并或收购的企业称为目标企业、被并企业、被并方或被并购企业。

需要说明的是,“merger”,既可理解为兼并,也可理解为合并,二者在国外是同一概念,不做区分。在我国,有些学者认为,兼并是指一家企业吸收另一家或多家企业,前者保留自己的法人地位,后者不再存续,即专指前面所述的吸收合并(兼并)。合并是指两家企业或多家企业联合在一起,包括吸收合并和新设合并,即兼并是合并的一种形式,合并包

括兼并。还有学者认为,合并具有平等性,而兼并带有强制性。考虑我国的公司法中,都是使用“合并”一词,兼并和合并立法上是做同一规范的,以及目前广泛的认可情况,本书遵循国外对二者的理解,也不对二者做严格区分。

第二节 企业并购的方式

从世界范围内的企业并购的实际情况来看,企业并购多种多样,表现方式也不拘一格,而且随着经济发展,为解决纷繁复杂的并购问题,企业并购的个案创新也层出不穷。我们可以按照一定的划分方法将其归结起来,分成横向并购、纵向并购和混合并购;现金并购、股票并购和混合并购;善意并购和敌意并购等。

一、按照收购方与被收购方的行业关联性分类

(一) 横向并购

横向并购是指生产同类(或同种)商品或服务的企业之间的并购,它一般涉及在同种商业活动中经营和竞争的两家企业。比如,1987年美国汽车公司(American Motors)被克莱斯勒(Chrysler)汽车公司收购,便属于横向并购。

横向并购可以迅速扩大生产规模,在更大范围内和更高层次上实现专业分工协作,采用更先进的技术、设备,提高产品质量,统筹安排原料采购和产品销售,节约费用、降低成本、实现规模经济,提高企业的竞争力。与此同时,横向并购减少了一个行业内企业的数量,对竞争有着潜在的副作用,它更容易导致垄断的出现。因此,世界各国一般要对横向并购进行反垄断审查。

横向并购是在19世纪后期至20世纪初期最早出现的并购形式,它为资本主义的社会化大生产和资本集中提供了物质基础。它是全球企业第一次并购浪潮中的主要形式。

(二) 纵向并购

纵向并购是指在生产、经营环节相互衔接、紧密联系的企业间,或具有纵向协作关系的企业间的并购。比如,石油行业内的原油开采、石油精炼、化工与石油制品的销售企业之间的并购就属于纵向并购。

纵向并购分为前向并购和后向并购。前向并购是指对其产品的下游加工流程方向的并购,如石化企业对石油制品销售企业的并购;后向并购是指对其产品的上游加工流程方向的并购,如稀有金属冶炼企业对稀有金属开采企业的并购。

纵向并购以企业内部交易代替市场交易,这样可以节约成本,如运输成本、采购成本、企业产品销售成本、广告宣传费用等;纵向并购还可以减少企业间交流、协调的成本,改善

企业流程,使生产、销售及反馈的信息可以在企业内部流动,改进生产、促进销售、提高经济效益。纵向并购是 20 世纪 20 年代全球企业第二次并购浪潮的主要形式。

(三) 混合并购

混合并购是指从事不相关业务类型经营的企业间的并购。比如,美国著名零售商业公司蒙哥马利-沃德公司,1976 年被美孚石油公司吞并,便被人们认为是混合并购。混合并购主要可以分成三种类型。

1. 产品扩张型并购

这是指在产品生产技术或工艺相似的企业间的并购,目的是利用本身的技术优势,扩大产品门类,拓宽企业的生产线。这种并购属于战略上以核心技术进行多元化的一种实现方式,又称为“同心圆式并购”。比如,轿车生产企业并购运输卡车或者客车生产企业,由于其生产工艺技术的近似性,便可认为是产品扩张型并购。

2. 市场扩张型并购

它是指在具有相同产品销售市场或市场相互关联的企业之间的并购,其目的是利用自身或目标企业的市场优势,扩大销售额。比如,白酒生产企业并购啤酒生产企业,因为它们面对的是同一个酒类消费市场,并购后可以利用自身或对方的销售网络销售产品,扩大了市场范围,增加了销售额。

3. 纯粹混合并购

它是在产品、市场都没有关联的企业间的并购。比如,2002 年北大方正集团公司以 2.295 亿元的现金收购浙江证券 51% 的股权,成为其合法的绝对控股股东。由于北大方正集团与浙江证券在产品、市场等方面均无关联,故可称为纯粹混合并购。

二、按照并购的支付方式分类

按照并购的支付方式,可以将并购分成现金并购、股票并购和混合并购三类。

(一) 现金并购

现金并购是指以现金作为支付方式进行的并购。具体来讲,可以分成现金购买资产(cash for assets)和现金购买股份(cash for stock)两种。

现金购买资产是指并购方以现金购买目标公司的全部或者部分资产将其并入并购方,或者对目标企业实施经营管理控制权。现金购买资产的并购交易清楚,等价交换,主要用于产权清晰,债务债权明确的目标公司。现金购买股份是指并购方以现金的形式购买目标公司的全部或部分股份,达到控制目标公司的目的。现金购买股份实施的并购简便易行,但要受到有关证券法规信息披露制度的制约,公开收购价格较高,增加了收购成本。

(二) 股票并购

股票并购是指以股票作为支付方式进行的并购。具体来讲,可以分成股票购买资产(stock for assets)和股票交换股票,即换股并购(stock for stock)。

股票购买资产是指并购方以自身的股票或股权来交换目标公司的全部或者部分资产的并购方式。股票交换股票,或称为换股并购,是指并购方用自身的股票或者股权来交换目标公司的股票或者股权。在这一过程中,如何确定一个合理的换股比率是关键所在。

(三) 混合并购

混合并购是指将现金、股票或者其他支付工具(如认股权证、可转换债券、优先股等)混合在一起作为支付手段进行的并购。在现代的并购中,一般都要支付一定数量的现金给目标公司的股东,然后再辅以其他各种支付手段。随着金融创新的发展,各种支付手段也层出不穷,不断创新。具体到某特定并购案例的支付方式,还是要具体问题具体分析。

三、按照并购的意愿分类

按照并购方进行并购的意愿不同,还可以将并购分成善意并购和敌意并购。善意并购(friendly M&A)是指并购方开出合理的并购价格与目标公司股东和经营者协商并购条件,在征得其理解与配合之后进行的并购。协议收购多为善意收购。敌意并购(hostile M&A)是指并购方在事先未取得目标公司股东或经营管理者的同意或配合的情况下,不顾被收购方的意愿而强行收购目标企业,夺取其控制权的并购行为。敌意并购往往会遭到目标公司反并购等措施的阻碍。对于各种反并购的措施,我们将在以后的章节里予以介绍。

在我国,由于受到经济体制的影响,并购往往带有政府主导的色彩,加之我国证券市场上非流通股占绝大部分,协议并购、无偿划拨等成为常见的并购形式,它们一般属于善意并购。但随着我国社会主义市场经济的建立,证券市场的不断完善与发展,各项制度的逐渐规范,敌意并购也逐渐多了起来,从最初的宝延风波到2000年的胜利股份股权争夺战,都从一个侧面反映了市场的力量在并购中的不断增强。

四、按照并购方式分类

按并购方式划分,并购可以分为协议收购和要约收购。

协议收购是指由收购方和目标公司董事会进行谈判,达成并签订书面转让股权协议,经过股东大会同意后生效,双方应向证券监管部门报告并公告。协议收购一般是善意收购,易于取得目标公司的理解与合作,可以降低收购风险和成本。

要约收购是指收购方通过向目标公司的管理层和股东发出购买其所持公司股份的书

面意思表示,并按照要约收购公告中所规定的收购价格、收购条件、收购期限及其他规定事项,收购目标公司股份的收购方式。长期以来,在我国资本市场上这种形式很少被采用,但要约收购在发达国家资本市场是非常普遍的收购形式。随着我国股权分置改革的进展和我国资本市场的不断完善,要约收购将会成为企业并购的重要形式。

五、按照并购资金来源分类

按并购资金的来源划分,并购可以分为杠杆并购和非杠杆并购。

杠杆并购是指收购方只支付少量的自有资金,主要利用目标公司资产的未来经营收入进行融资,来支付并购资金的一种收购方式。收购方自有资金相对较少,绝大多数资金来源于债务融资,融资对象为金融机构、信托基金等,债务主体是目标公司,未来偿还融资债务的资金来源于目标公司的未来现金流。

杠杆并购 20 世纪 60 年代首先出现在美国,其后风行于西方国家。由于杠杆并购形式被广为采用,从而使一些规模较大的企业可能成为并购的目标。

非杠杆并购是指收购方不以目标公司的资产及其未来收益为担保融资来完成并购,而主要以自有资金来完成并购的一种并购形式。早期的并购形式多属于此类,但非杠杆并购并不意味着并购公司不用举债即可承担并购价款。在实践中,几乎所有的并购都会利用贷款,区别只是借贷数额的多少而已。

7

第三节 企业并购动因理论

企业并购理论的发展与实务的发生紧密联系。以大规模的兼并收购为背景,经济学家从多个角度对企业的并购活动进行了诠释,进而形成了多种理论,这些理论从多个角度和方面分析说明了企业并购的动力、方法、过程、形式和效应。

一、效率理论

效率理论认为企业并购能给社会收益和企业收益带来一个潜在的增量,对于交易双方来说都能带来各自效率的提高。效率理论包括两个最主要的思想,即企业并购有利于改进管理者的经营业绩,有利于某种形式的协同效应的形成。效率理论主要包括差异效率理论和无效率的管理者理论。

(一) 差异效率理论

差异效率理论认为,并购的原因在于交易双方的管理效率存在差异。通俗地说,如果 A 公司的管理层比 B 公司的管理层更有效率,在 A 公司收购了 B 公司之后,B 公司的管理效率将会被提高到 A 公司的水平,那么 A 公司过剩的管理资源便得以充分利用,B 公

司的非管理性组织成本与 A 公司过剩的管理成本有机地组合在一起, A 公司和 B 公司的效率就通过并购活动都得到了提高。这种收益不仅是一种企业的收益或者私人的收益, 同时也是一种社会的收益。因此, 该理论可以形象地称之为“管理协同”。这一理论能较好地解释在相关行业内的企业并购行为。

差异效率理论有三个基本假设:

1. 收购方企业有剩余的管理资源, 并且这些资源存在规模经济, 那么通过并购行为可以使剩余的管理资源得到充分的利用。
2. 目标公司管理的无效率可以经过外部经理人的介入和增加管理资源的投入而得到改善。
3. 收购方企业因为行业需求状况的限制, 在其自身行业内进行增量生产能力的扩张不能及时适应市场需求, 并且成本较高。

在差异效率理论中, 收购公司的管理层力图补足被收购公司的管理人员, 并且在被收购企业的特定业务活动方面具有经验。因此, 差异效率理论更可能成为横向并购的理论基础。

(二) 无效率的管理者理论

8 现有的管理者未能充分利用既有资源以达到潜在绩效, 相对而言, 其他外部企业管理者的介入能使该企业的管理更有效率。该理论为混合并购提供了理论依据, 即不相关的行业间的并购活动的合理性, 由于并购方的管理层具有在某一领域或行业所要求的特殊的经验而成为占优势的管理者, 并致力于改进目标企业的管理, 因此它更适用于解释横向并购。

无效率的管理者理论具有三个理论假设:

1. 被并购企业无法替换无效率的管理, 而只能诉诸需要成本支出的并购。
2. 如果仅仅是因为管理者的无效率管理, 被并购企业将成为并购企业的子公司而不是合二为一。
3. 并购完成后, 被并购企业的管理者需要被替换。

二、协同效应理论

协同效应是指两个企业结合在一起的运营比两者独立运营的效果之和更为显著的综合效果, 通俗地说就是 $2+2=5$ 的现象。对这种协同效应的预期使企业能够承担并购所产生的费用, 而且还能够再为目标企业提供一定的溢价。协同效应可以使合并后的企业显示正的净收购价值 (net acquisition value, NAV)。

$$NAV = V_{AB} - (V_A + V_B) - P - E$$

其中: V_{AB} 表示两个企业合并之后的价值, V_A 、 V_B 分别表示 A、B 两个企业的价值, P 为 A