

工 · 商 · 管 · 理 · 精 · 要

兼并与收购

THE ESSENCE
OF MERGERS AND ACQUISITIONS

© P·S·萨德沙纳姆 / 著



中 信 出 版 社 西 蒙 与 舒 斯 特 国 际 出 版 公 司

工商管理精要

兼并与收购

P·S·萨德沙纳姆 著

胡海峰 舒

洪 玫



071148

研究生部藏书	
分类号	F427.9
总 号	071148



中信出版社



西蒙与舒斯特国际出版公司

图书在版编目(CIP)数据

兼并与收购/萨德沙纳姆(Sudarsanam, P.S.)著;胡海峰译.-北京:
中信出版社,1998.2

(工商管理精要)

书名原文:Mergers and Acquisitions

ISBN 7-80073-177-4

I.兼… II.①萨… ②胡… III.①企业兼并 ②企业-收购

IV.F273.7

中国版本图书馆CIP数据核字(97)第24593号

P. S. Sudarsanam: The Essence of Mergers and Acquisitions Authorized
translation from the English language edition published by Prentice Hall Europe.

Copyright© 1995 by Prentice Hall Europe.

All rights reserved. For sale in China only.

本书中文简体字版由中信出版社和美国西蒙与舒斯特国际出版公司合作出版,未经出版者书面许可,本书的任何部分不得以任何方式复制或抄袭。

本书封面贴有Prentice Hall防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,翻印必究。

工商管理精要

兼并与收购

著者	P·S·萨德沙纳姆	开本	850×1168mm 1/32
译者	胡海峰 舒志军	印张	12
审校	洪玫	字数	258千字
出版者	中信出版社 西蒙与舒斯特国际出版公司	版次	1998年2月第1版
承印者	北京印刷一厂	印次	1998年2月第1次印刷
发行者	中信出版社 (北京朝阳区 新源南路6号京城大厦 邮编100004)	书号	ISBN 7-80073-177-4 F·129
经销者	新华书店北京发行所	批号	京权图字01-97-0837
		印数	00001-10000
		定价	27.00元

版权所有·翻印必究

中文版前言

搞好企业，人才是关键。培养大批高素质经营管理人才，是把建设有中国特色社会主义事业推向 21 世纪的必要条件。为此，中共中央组织部和国家经贸委联合发出了《“九五”期间全国企业管理人员培训纲要》。《纲要》提出：“九五”期间对企业管理人员普遍进行一次工商管理培训，国有企业，特别是大中型企业领导人员及其后备人员，“九五”期间都应参加不少于三个月的工商管理培训。据此，中信出版社为满足社会的需要，和西蒙与舒斯特国际出版公司联合推出了《工商管理精要》系列丛书。

本丛书原版是九十年代以来在西方出版发行的新作，简明系统地介绍了工商管理的各个方面。他山之石，可以攻玉。出版本丛书是为了介绍市场经济条件下的现代企业管理知识，为创建新型企业和现代管理体制提供经验，为改进和提高现有企业的经营管理水平提供借鉴，为我国正在成长的新型企业家和专业管理人员提供新知识。

现代工商管理体系庞杂，涵盖广泛。无论关于企业经营管理的活动研究，诸如战略、计划、组织、领导、生产、营销，还是涉及人员、资金、财务、信息的管理，都属于管理学的范畴。本丛书选择了管理学的主要领域和我国读者感兴趣的课题，分两批出版，第一批十种是：《财务会计》、《财务管理》、

《管理会计》、《人员管理》、《战略管理》、《竞争战略》、《国际商务》、《经营管理》、《组织行为学》和《信息系统》；第二批十种是：《宏观经济》、《经营经济学》、《国际货币》、《市场营销》、《服务营销》、《营销调研》、《兼并与收购》、《小型企业》、《人力资源管理》和《有效沟通》。本丛书主要特点有三：一是针对性，为适合我国读者的实际需要，经专家遴选推出，益于培训辅导使用。二是实用性，丛书介绍了战略、商务、人事、财会、营销、并购诸方面的实用知识。三是简约性，丛书每册十余万字，深入浅出、言简意赅，并配有适当的图表与实例，易于读者学习掌握。

本丛书第一批推出后受到广大读者的首肯和好评，为回报社会各界的厚爱，我们又精心出版了第二批，以饷广大读者。本丛书的出版得到了中国国际信托投资公司领导和同仁的热情支持，得到了各位译者、审校者的鼎力帮助，借此一并谢忱。我们企盼本丛书对我国企业的管理者、专业人员、大专院校师生和对此关心的广大读者有所裨益。

中信出版社
一九九八年二月

前 言

公司通过兼并（merger）和收购（acquisiton）达到一定的财务目标。收购和兼并通常使两个相互独立的具有不同公司特性、文化和价值体系的组织包容在一起。所以，成功的收购兼并取决于不同组织之间如何进行有效的整合。在公司兼并中有许多称之为赌金保管者的人对兼并的成功非常感兴趣。股东和管理者是两个最重要的赌金保管者，但其他人诸如雇员、消费者、地方团体和经济中介则逍遥自在。由于兼并能够造成反竞争的影响，因而在许多国家兼并会引起强烈的反托拉斯调查。

收购要约的实际行为在一些国家是受到司法当局或非司法当局高度监管的。这种监管在敌意收购要约案例中特别重要。在英国，敌意收购要约是一种几乎经常看到的收购现象。

随着全球经济一体化和贸易、投资壁垒的消除，兼并已经成为一种国际化行为。由于竞争已经在全球范围内展开，所以公司为了维持其竞争优势，不仅要面对国内市场的竞争，而且还要面对国际市场的竞争。这种趋势不仅导致高水平的跨国兼并活动，而且还引发诸如为达到同样战略目的的战略联盟等组织的创新。兼并收购活动已从国内兼并的舒适家园进入到充满冒险的国外兼并市场。

有一种颇为流行的观点，认为公司对其他公司实施兼并收购不能为其股东创造价值。在某些情况下，追逐一个故意收购所形成的狂热气氛、无情势头和激动场面会使管理者愚蠢地支付了超过他们所应支付的收购溢价。在另一些情况下，收购失败的原因来自管理者和收购博弈的其他参与者对兼并收购程序的相互分歧的认识。

本书是作者最近几年在伦敦城市大学商业学院为 MBA 选修课讲授兼并、收购和分拆的基础上形成的。本书旨在对兼并收购的组织、法律、监管和财务领域提供一个统一的观点。本书为兼并建议的战略之估价和财务领域的估价提供了框架。本书还描述了兼并发生的监管和股票市场环境。本书考察了收购失败的经验证据和失败的原因。

公司分拆形式的重组是一种失败的结果。我们描述了分拆的不同类型和效果。本书讨论了跨国兼并、跨国兼并的合理化及其最近的趋势和障碍。提供了一些对跨国兼并成功性调查的经验证据。本书结尾对战略联盟做了介绍，战略联盟作为收购兼并的一种选择特别是在国际商务中变得愈来愈重要。

就兼并收购的法律、监管和会计领域而言，本书主要针对的是英国的情况，但也对其它国家的司法框架做了比较。对兼并其它领域的处理也具有着比较广泛的相关性。对跨国兼并和战略联盟的讨论强调了这种相关性。

本书的风格在很大程度上是非技术性的，重点是兼并收购的实务领域。这种实务导向着重体现在最近几年已完成的兼并收购的大量说明性的实例中。有关兼并收购的数量领域诸如估值等，本书用已完成的例子来解释。

前 言

在保持了基本原则精神的前提下，本书对兼并收购的一些感兴趣的话题提供了一个简单和综合的介绍。本书适用于财务、商务策略、公司战略和产业经济学等课程。

一、导 论

兼并 (merger) 和收购 (acquisition) 是公司扩张和发展的一条途径。兼并收购不仅是公司增长的手段，而且还是内含或者组织资本增长的选择对象。有时，许多公司十分偏好通过收购的外延增长手段来达到内涵增长的目的。的确，兼并收购从收购活动的狂热期到稳定期呈现出下面的一种“波浪”态势。我们观察到 1968、1972、1989 年在英国出现了几次收购浪潮。同样的态势在其它国家也出现过，在美国更为显著。为什么公司在一定时期热衷于收购，而在其它时间偏爱内涵增长？这是一个还没有完全解释通的现象。

单词 “merger”、“acquisition”、“takeover” 等都是兼并收购用语的一部分。通过兼并，公司达到合并，共享达到普通目标的资源。合并企业的股东通常是合并体的联合所有者。一项收购为避免更多的近亲交易，通常是一家企业购买另一家企业的资产或股票，同时被收购企业的股东不再是其企业的所有者。通过兼并一个新的企业实体将形成，在这一过程中被兼并企业变成了兼并者的附属企业。

接管 (takeover) 也类似于收购，它暗示着收购公司比被收购公司更强大。当被收购企业比收购公司还强大的时候，这种收购被称之为“反向收购” (reverse takeover)。尽管“兼并”和“收购”两词经常被替换着使用，但是在某些上下文中，它

兼并与收购

们有明确的含义，例如，当收购公司选择两个企业合并会计报表的会计准则时。虽然在特定的场合两者的区别是重要的，但在一般情况下，我们还是替换使用两词。

1. 英国收购活动的历史态势

表 1-1 提供了英国从 1964 年至 1992 年收购兼并的数量和金额。以金额和收购的平均规模来衡量，1968 年、1972 年、1989 年存在着明显的收购活动高潮。扣除通货膨胀因素，这三年的峰值是非常明显的。图 1-1 显示了 1968 年、1972 年和 1989 年三年峰值以 1990 年价格计算出的收购总值。

最近的收购高潮发生在 1984 至 1989 年。在此期间，收购的平均规模从 964 万英镑增加到 2 038 万英镑。尽管收购平均增长额是实实在在的，但在早期它剔除了一些不考虑的中间价。80 年代后期同早期高收购活动在数量上呈现出明显的不同。

造成 80 年代收购数量巨大的原因是多方面的。英国的股票市场同其他国家是同步的，都经历了一个从大的牛市到 1987 年 10 月顶峰后的大震荡。对待兼并和收购有更宽松、更自由放任的政府态度体现在撒切尔主义的新视野中。许多兼并狂人在收购融资领域一展才华，创新出杠杆收购（leveraged buyout）等形式。

80 年代也经历了大规模的分拆活动。分拆是收购活动中突出的一个侧面，它是公司把分部或者附属企业卖给其他公司，或者以管理层收购（MBO）的形式卖给这些分拆企业的

管理者。正如表 1-2 所示, 1985 年以后公司附属企业之间的收购支付金额呈戏剧般地增长。1992 年, 分拆占有所有兼并和收购的 31%, 占 1986-1992 年的 25%。

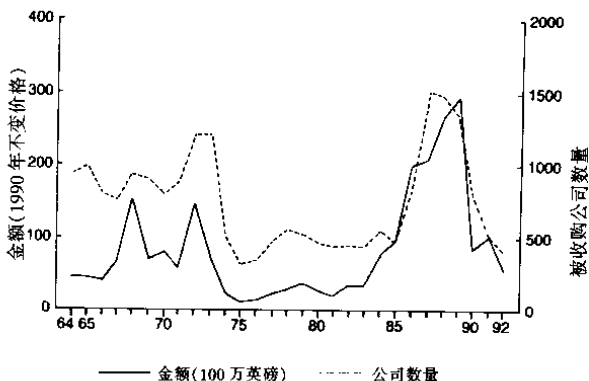


图 1-1 英国兼并收购的历史态势：1964~1992 年被收购企业的数量与金额

表 1-1 1964~1992 年英国的收购与兼并

年度	收购数量	收购名义价值 (100 万英镑)	平均收购金额 (100 万英镑)	金额 (1990 年不变价)
1964	940	505	0.54	45.01
1965	1 000	517	0.52	44.19
1966	807	500	0.62	41.12
1967	763	822	1.08	65.67
1968	946	1 946	2.06	150.97

兼并与收购

续表

年度	收购数量	收购名义价值 (100万英镑)	平均收购金额 (100万英镑)	金额 (1990年不变价)
1969	906	935	1.03	70.04
1970	793	1122	1.41	77.97
1971	884	911	1.03	56.97
1972	1 210	2 532	2.09	143.78
1973	1 205	1 304	1.08	68.63
1974	504	508	1.01	22.91
1975	315	291	0.92	10.29
1976	353	448	1.27	13.82
1977	481	824	1.71	22.66
1978	567	1 140	2.01	27.90
1979	534	1 656	3.10	35.96
1980	469	1 475	3.14	27.01
1981	452	1 144	2.53	19.03
1982	463	2 206	4.76	34.29
1983	447	2 343	5.24	34.48
1984	568	5 474	9.64	76.47
1985	474	7 090	14.96	93.92
1986	842	15 370	18.25	198.63
1987	1 528	16 539	10.28	203.56
1988	1 499	22 839	15.24	265.65
1989	1 337	27 250	20.38	293.77
1990	779	8 329	10.69	83.28
1991	506	10 434	20.62	98.66
1992	433	5 939	13.72	53.70

注：1969年以前的数据仅包括被引用的公司。1969年以后的数据包括所有的工业和商业公司。GDP平减价格适用于以1990年计算的收购金额。

资料来源：“英国的收购和兼并”。《中央统计局简报》，伦敦，1993年5月及GDP平减价格数据库。

最近几年，在英国经济中收购和分拆的同时增长还含有一定数量的公司重建成分。通过新的组织创新诸如管理层收购、管理层购入和金融创新，诸如高杠杆收购、中间层融资等，公司的重建才得以可能。

分拆存在几种动因。80年代的主线是分拆和坚持核心企业。在此观点下，分拆者摆脱非中心业务，以便集中资源进行高价值的活动。有些分拆的产生是由于需要避免公司财务的亏损或者流动性。我们下面将要讨论这些可能动机以及各种各样的分拆形式对分拆者和分拆资产的收购公司行为的影响。

2. 兼并和收购的目的

不言而喻，一项收购最直接的目的是收购公司的资产、销售和市场份额的扩大。然而，这仅代表一种最直接的目的。更根本的目的也许在于通过瞄准能为收购公司增加或创造持续竞争优势的收购增加股东的财富。现代金融理论认为，管理者投资和融资决策的理性标准通常被假定为股东财富的最大化。

然而，管理者在决策时追求自身利益的动机也许会取代股东财富最大化。根据边际效用理论，收购往往是不同企业规模的管理者追求自我价值实现，追逐权力、建立帝国、特权的欲望所驱使。

兼并与收购

表 1-2 1972~1992 年英国的收购、兼并与分拆

年度	收购总量		分拆总量		分拆占总量 (%)
	数量	金额	数量	金额	
	(100 万英镑)		(100 万英镑)		
1972	1 210	2 532	272	185	7.31
1973	1 205	1 304	254	247	18.94
1974	504	508	137	49	9.64
1975	315	291	115	70	24.05
1976	353	448	111	100	22.32
1977	481	824	109	94	11.41
1978	567	1 140	126	163	14.30
1979	534	1 656	117	186	11.23
1980	469	1 475	101	210	14.24
1981	452	1 144	125	262	22.90
1982	463	2 206	164	804	36.45
1983	447	2 343	142	436	18.61
1984	568	5 474	170	1121	20.47
1985	474	7 090	134	793	11.81
1986	842	15 370	221	3093	20.12
1987	1 528	16 486	340	4 667	28.31
1988	1 499	22 839	376	5 532	24.22
1989	1 337	27 250	441	5 677	20.83
1990	779	8 329	342	2 941	35.31
1991	506	10 434	214	2 945	28.23
1992	433	5 803	199	1 832	31.57

注：最后一栏数据是以收购和分拆金额为基础的。

资料来源：“英国的收购和兼并”。《中央统计局简报》，伦敦，1993年5月。

3. 兼并收购和商务战略

无论管理者收购其它公司的根本目的如何，收购都必须成为收购公司商务和公司战略的一部分。商务战略着重于为企业创造一种持续的竞争优势。这种竞争优势可能源于经济规模和范围，或者市场力，或者增加一种被收购公司所具备的独一无二的长处。

通常，收购公司对收购目标旨在转移其“超级”管理技巧，以便提高目标资产的盈利能力。甚至当目标企业仍保持独立的实体，不依靠在收购公司和被收购公司之间存在的可能混合体的时候，会创造出更多的价值。收购公司通过目标企业改进效率追求一种价值创造的公司战略。

一项收购可能完成收购公司旨在建立不相关资产组合的公司战略。假如在资产组合中，不同企业的收益流是高度不相关的话，企业的风险就可能降低。在一个效率化的资本市场体系中，这种战略为股东创造价值的的能力十分令人怀疑。

的确，收购能否为收购公司的股东创造价值这一问题已被众多的研究者所强调。较早的论据表明，从收购公司的股东观点出发，收购最好是中性的，最坏是把价值毁坏降到一个很小的程度。然而，这些经验是受到方法认修改的影响的。最近更多的论据使得收购能增加收购公司股东价值的观点获得一定的支持。几乎普遍赞同的是目标企业股东能够获得较稳定的收购溢价收入，这种溢价通常是一定天数内收购额的 30% 左右。

目标公司股东要增加自身的利益和收购公司股东要维持自

兼并与收购

身利益的矛盾带来了一系列问题。这些问题涉及到收购公司的动机以及它在建议的收购中将可预期的收益转化为股东财富的能力。的确，可争辩的论据和管理者作出收购决策的动机是一致的。清楚表明在收购以后收购和价值创造之间存在许多众所周知的疏忽。除了管理者的私利外，至少还有一些收购，在收购失败的实际资源之前有些需要探讨的收购过程有理由进一步追踪。

在大公司中，诸如收购之类的投资决策是隶属于一种多样的内部组织斗争。这一收购过程，也许伴随解释不清的目标和肮脏的政治允诺，导致极差的收购决策。我们将探讨收购决策程序的组织效率对收购成功的影响。

4. 收购程序的效率

决定收购成功的收购程序的另一方面是企业外部的市场效率。收购兼并已经作为一个市场。在这个市场上为争夺目标公司资产的管理权同对手的管理层竞争。在这个市场中，作为其它存在的中介机构，他们的利润主要依赖于他们接手的收购数量。

有些中介机构诸如商人银行的动力存在于并购交易能在收购公司和他们的顾问之间创造利益冲突。如此刺激也许会导致压力者“结束交易”。在这一过程中，收购公司不能承受如此压力，就会为目标多付金额，收购后的增加值不管增值多少都会与之不相匹配。所以，理解收购程序的效率是十分必要的。我们将描述中介机构在收购过程中的作用，以及收购一方和目

标一方之间及他们各自中介机构之间利益冲突的潜在范围。

5. 收购的经济影响

截止目前我们的焦点集中在股东和管理者从收购中获得或者失去什么。但是兼并和收购还有比这两个集团更广泛的客户。确实，集团的任何一方都可能在这些顾客的开销中获利。后者包括雇员、消费者以及被收购和收购企业在其中运营的社会。

收购像就业谈判一样通常导致企业运营的理性化，例如，收购公司试图降低被收购企业雇员已经享受到的养老金数额，这种案例最近就发生过。理性化也可能导致工厂倒闭和随之而来的失业，经常对地方社会有毁灭性的打击。

如果收购是企图达到市场控制或增加市场竞争力，则股东和管理者集团可能从兼并中获益，但也会受到消费者抵制。这种竞争的减弱从全局来讲会对市场竞争和经济增长形成长期的影响。基于此，收购在英国和许多国家必须接受反托拉斯调查。反托拉斯主管当局有法定权力阻止兼并或允许其服从一些可接受的条件。

英国的收购公司服从于由公平贸易局（OFT）管辖的反托拉斯制度。他们也必须遵守欧共体的兼并监管条例。自从1984年以来英国被调查的兼并案例都强调竞争作为基本基础，但英国反托拉斯条例准许公平贸易局考虑比公平竞争更宽泛的标准。

欧共体公司所必须遵守的双重反托拉斯条例有时导致欧共