

国家自然科学基金青年基金研究成果 (项目批准号71103015)

企业并购实验教程

Experimental Textbook for M&A

黄 璐等 编著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

国家自然科学基金青年基金研究成果（项目批准号71103015）

企业并购实验教程

Experimental Textbook for M&A

黄 璐等 编著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

企业并购实验教程/黄璐等编著. —北京: 北京大学出版社, 2013. 4
(21 世纪经济与管理精编教材·金融学系列)
ISBN 978-7-301-22566-0

I. ①企… II. ①黄… III. ①企业合并—高等学校—教材 IV. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 106471 号

书 名: 企业并购实验教程

著作责任者: 黄 璐 等编著

策 划 编 辑: 刘誉阳

责 任 编 辑: 赵学秀 刘誉阳

标 准 书 号: ISBN 978-7-301-22566-0/F · 3632

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 子 信 箱: em@pup.cn QQ: 552063295

新 浪 微 博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 15.25 印张 371 千字

2013 年 4 月第 1 版 2013 年 4 月第 1 次印刷

印 数: 0001—4000 册

定 价: 32.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

编委会

编写顾问:

朱东华	北京理工大学管理与经济学院	副院长
陈工孟	国泰安信息技术有限公司	董事长
	上海交通大学安泰经济与管理学院	教授、博士生导师
袁光顺	北京博星投资顾问有限公司	董事长
杨光华	北京博星投资顾问有限公司	副总经理
高 宁	国泰安信息技术有限公司	副董事长
	西安交通大学	教授、博士生导师
王春雷	国泰安信息技术有限公司	执行总裁
林健武	国泰安信息技术有限公司	高级副总裁

执行主编:

黄 璐	北京理工大学管理与经济学院	讲师
杨天平	国泰安信息技术有限公司	金融教育事业部总经理

编委成员:

裴志文	吕蔓青	谢惠彬	曹阜兴	程 军
李春天				

序

诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格勒曾指出：“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。”可见，并购在企业发展过程中起着重要的作用。

21 世纪以来，随着我国正式成为 WTO 成员国，国内企业不可避免地置身于并购的浪潮之中，有些被国外公司收购或控股，有些则经过磨练和摔打，迅速成长壮大，并开始走出国门去收购或控股外国企业，抢滩登陆国际市场。尤其是在全球金融危机的大背景下，我国政府不断出台关于优化产业结构、促进产业整合的一系列政策和措施，无论是国内企业间的资产重组、行业整合，还是将触角延伸至国外，如 2012 年三一重工跨国并购普茨迈斯特、联想并购 IBM、吉利并购沃尔沃等，我国企业的并购活动都非常活跃和积极，掀起了一个新高潮。

但是，据有关统计资料显示，通过并购手段取得成功的企业的比例并不高，往往与企业的预期产生较大差距，有些企业甚至一蹶不振，走向衰落。并购的高失败率引起了理论和实践领域众多专家学者的思考，并围绕该问题进行了一系列追本溯源的探究，例如文化理念因素、管理制度体系问题、整合不到位问题等，其中讨论尤其多的是并购后的整合过程应注意的因素。上述观点的一个共同特点是就问题讨论问题，缺乏系统性考量。我们不禁要问，如何才能在并购前充分考虑要发生或可能发生的问题，做好调查研究以获取并购收益？

大学作为人才培养机构，在帮助和支持我国企业积极参与全球市场竞争方面扮演着重要角色，发挥着义不容辞的作用。在此背景下，北京理工大学管理与经济学院为了提高教学质量和培养学生的实际操作能力，成立了并购评价研究中心，开设了一系列创新性实验课程，并且与深圳市国泰安信息技术有限公司合作编写了实验课教材，这是一个很有开创性的尝试。该系列教程，作为金融学专业学生和企业并购实务操作人员的指导用书，一方面从理论角度入手，深入探析和阐释了企业并购的概念、并购行为、目标企业价值、并购企业绩效评价等方面的基本专业知识；另一方面通过科学、合理的实验设计，在基本知识和实务操作之间搭建了一个桥梁，让学生能够更易于理解并购的概念、并购行为分析、并购目标企业的价值评估和并购企业绩效分析。此外，该系列教程对于从事企业并购业务活动的专业人士也具有很强的指导意义。

中国上市公司协会副监事长



2013. 4. 17

前 言

企业并购作为社会资源整合的过程,是企业扩大生产规模、实现跨越式发展的重要途径。从世界范围来看,一次又一次的并购浪潮对西方发达国家的社会 and 经济发展起到了极大的推动作用,促进了全球市场经济的发展。

我国的企业并购从 1993 年深宝安(000009)并购延中实业至今仅有二十年的历史。随着我国资本市场的完善和发展,近年来我国企业参与并购的积极性日趋强烈,并购活动日益频繁。2007—2012 年我国企业并购交易规模呈现平稳上升趋势,交易规模由 2007 年的 1034.7 亿美元增至 2012 年的 3077.9 亿美元,年均增幅为 34.4%,累计增幅达 197%。

近年来,中国企业陆续开展跨国并购,然而从中国企业跨国并购的效果来看,却并不是很理想。这里除了政治等因素外,一个重要原因是企业缺乏并购方面的专业人才。因此,掌握并购相关知识和实务操作技能的人才是中国企业成功参与国际并购的重要因素之一。

基于这样的背景,北京理工大学企业并购评价研究中心与深圳市国泰安信息技术有限公司合作编写了企业并购系列教程,《企业并购实验教程》是该系列教程之一。

《企业并购实验教程》作为企业并购实务操作人员的专业指导用书,除了说明并购的概念、并购行为、目标企业价值、并购企业绩效等方面的基本知识之外,还通过相应的实验设计,在基本知识和实务操作之间建立一个桥梁,让读者更好地理解并购的概念、并购行为分析、并购目标企业的价值评估和并购企业绩效分析。

本书由九个实验组成,内容包括:

实验一,企业并购基本知识,目的是让读者了解企业并购相关概念,了解企业并购参与者、企业并购的一般流程;

实验二,企业并购市场环境分析,内容包括企业并购行为的宏观经济环境分析、并购企业及被并购企业的行业分析;

实验三,企业并购目标选择,讲述了如何初步分析目标企业的战略、财务和技术;

实验四,企业并购尽职调查,讲述了企业尽职调查的内容和流程,并给出了具体的实验分析;

实验五,目标企业绝对估值,主要讲述目标企业绝对估值的含义、绝对估值指标的含义和方法、绝对估值计算和运用;

实验六,目标企业相对估值,主要内容是企业相对估值概念、相对估值指标含义、相对估值估算和相对估值的运用;

实验七,企业并购整合分析,主要探讨了企业并购整合的内涵,并探讨了如何进行企业并购整合;

实验八，企业并购绩效分析，主要内容包括财务指标分析法、超常收益分析法、行业集中率分析方法；

实验九，阅读企业并购重组信息披露文件，说明了企业并购信息披露的方式和途径，有助于读者分析企业并购结果。

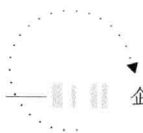
本书由北京理工大学并购研究中心常务副主任黄璐博士负责主编，各章的执笔人分别是：第一章黄璐（北京理工大学），第三章赵艳华（北京理工大学），第四章王月（北京理工大学），第二章、第五章、第七章程军（国泰安信息技术有限公司），第六章和第八章李春天（国泰安信息技术有限公司），第九章黄颖（北京理工大学），最后由黄璐博士进行总撰并定稿。此外，特别感谢北京博星投资顾问有限公司袁光顺董事长和杨光华副总经理，他们的帮助使本书得以顺利完成。

本书的出版得到了北京大学出版社赵学秀、刘誉阳等多位编辑的大力支持与帮助，在此表示衷心感谢。对本书在撰写过程中所参阅的有关资料、论著、教材和网络数据的作者，在这里也深表谢意！

由于作者水平有限，书中难免存在缺点甚至错误，敬请广大读者批评指正。

编者

2013年3月



教师反馈及教辅申请表

北京大学出版社以“教材优先、学术为本、创建一流”为目标，主要为广大高等院校师生服务。为更有针对性地为广大教师服务，提升教学质量，在您确认将本书作为指定教材后，请您填好以下表格并经系主任签字盖章后寄回，我们将免费向您提供相应教辅资料。

书号/书名/作者			
您的姓名			
校/院/系			
您所讲授的课程名称			
每学期学生人数	_____ 人	_____ 年级	学时
您准备何时用此书授课			
您的联系地址			
邮政编码		联系电话 (必填)	
E-mail (必填)			
您对本书的建议:		系主任签字	
		盖章	

我们的联系方式:

北京大学出版社经济与管理图书事业部

北京市海淀区成府路 205 号, 100871

联系人: 徐 冰

电 话: 010-62767312 / 62757146

传 真: 010-62556201

电子邮件: xubingjin@yahoo.com.cn em@pup.cn

网 址: <http://www.pup.cn>

目 录

实验一 企业并购基本知识	1
1.1 实验概述	1
1.2 实验目的	1
1.3 实验工具	1
1.4 理论要点	1
1.5 实验过程	8
1.6 实验报告	21
1.7 思考与练习	22
实验二 企业并购市场环境分析	23
2.1 实验概述	23
2.2 实验目的	23
2.3 实验工具	23
2.4 理论要点	23
2.5 实验过程	26
2.6 实验报告	56
2.7 思考与练习	57
实验三 企业并购目标选择	58
3.1 实验概述	58
3.2 实验目的	58
3.3 实验工具	58
3.4 理论要点	58
3.5 实验过程	66
3.6 实验报告	76
3.7 思考与练习	77
3.8 附录	77
实验四 企业并购尽职调查	79
4.1 实验概述	79
4.2 实验目的	79
4.3 实验工具	79
4.4 理论要点	79
4.5 实验内容	81

4.6	实验报告	95
4.7	思考与练习	95
4.8	附录	96
实验五	目标企业绝对估值	108
5.1	实验概述	108
5.2	实验目的	108
5.3	实验工具	108
5.4	理论要点	108
5.5	实验内容	113
5.6	实验报告	140
5.7	思考与练习	141
5.8	附录	141
实验六	目标企业相对估值	144
6.1	实验概述	144
6.2	实验目的	144
6.3	实验工具	144
6.4	理论要点	144
6.5	实验内容	146
6.6	实验报告	158
6.7	思考与练习	158
实验七	企业并购整合分析	159
7.1	实验概述	159
7.2	实验目的	159
7.3	实验工具	159
7.4	理论要点	159
7.5	实验过程	160
7.6	实验报告	182
7.7	思考与练习	182
实验八	企业并购绩效分析	184
8.1	实验概述	184
8.2	实验目的	184
8.3	实验工具	184
8.4	理论要点	184
8.5	实验过程	187
8.6	实验报告	201
8.7	思考与练习	202
8.8	附录	202
实验九	阅读企业并购重组信息披露文件	207
9.1	实验概述	207

9.2 实验目的 207

9.3 实验工具 207

9.4 理论要点 207

9.5 实验过程 214

9.6 实验报告 229

9.7 思考与练习 230

9.8 附录 231

实验一 企业并购基本知识

1.1 实验概述

本章主要通过阐释企业并购的概念、目的、类型、主要参与者及企业并购的一般流程等基本知识,让读者对企业并购有一个宏观的认识,为今后的课程学习打下坚实的基础。

1.2 实验目的

1. 掌握企业并购的相关概念和主要类型;
2. 了解企业并购的主要参与者;
3. 熟悉企业并购的一般流程,增加对企业并购的感性认识;
4. 了解常用的并购数据库。

1.3 实验工具

1. 互联网;
2. 国泰安 CSMAR 数据库。

1.4 理论要点

1.4.1 企业并购的概念

企业并购(Mergers and Acquisitions, M&A)包括兼并和收购两层含义、两种方式。国际上习惯将兼并和收购合在一起使用,统称为 M&A,在我国称为并购。企业并购即企业之间的兼并与收购行为,是企业法人在平等自愿、等价有偿基础上,以一定的经济方式取得其他法人产权的行为,是企业进行资本运作和经营的一种主要形式。企业并购主要包括公司合并、资产收购、股权收购三种形式。

1.4.2 企业并购的目的

企业并购的目的是获得并购收益。并购收益是指并购后新公司的价值超过并购前各公司价值之和的差额,如通过经营、财务、技术、管理协同效应产生的收益,股价上涨,开拓市场,实现经验共享以及分散风险的收益等。例如,2007年4月Google宣布以31亿美元收购互联网广告公司DoubleClick。截至12月14日,Google股价大涨47%,成为当时因股价上涨获得并购收益最多的公司。而且Google之前主要是点击广告为主,DoubleClick则是以品牌广告为主,此次并购让全球最大的搜索引擎同时成为全球最大的网络广告公司。

1.4.3 企业并购分类

企业并购从不同的角度看有不同的分类,本节主要从法人地位、行业、购买动机、支付方式等角度划分,如图1.1所示。

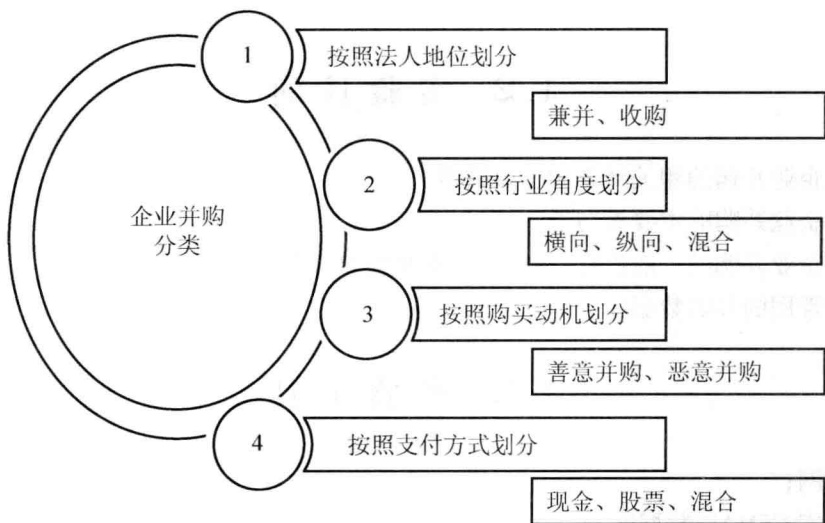


图 1.1 企业并购的分类

1. 按照法人地位划分:兼并、收购

兼并(Merger)是指两家或者更多的独立企业合并组成一家企业。吸收合并为 $A+B=A$ (B公司法人主体被注销,如2001年惠普公司兼并康柏);新设合并为 $A+B=C$ (两家公司合并为一家新企业,如1999年国泰证券与君安证券合并为国泰君安证券)。

收购(Acquisition)是指一家企业用现金、股票或者债券等支付方式购买另一家企业的股票或者资产,以获得该企业的控制权的行为,即 $A+B=A+B$ (B公司法人地位仍保留,A公司只是收购B公司若干股份,如2006年国美收购永乐)。

2. 按照行业角度划分:横向并购、纵向并购、混合并购

横向并购(即水平并购)指处于相同或横向相关行业,生产经营相同或相关的产品的企业之间的并购(如吉利汽车收购Volvo公司)。

纵向并购(即垂直并购)指生产和销售过程处于产业链的上下游、相互衔接、紧密联系的企业之间的并购(如通用汽车收购上游的汽车零配件公司德尔福)。

混合并购指非竞争对手又非现实的或潜在的客户或供应商的企业之间的并购(如可口可乐公司并购泰勒啤酒公司)。

3. 按照购买动机划分:善意并购、恶意并购

善意并购主要通过双方友好协商,互相配合,制定并购协议。

恶意并购是指并购企业秘密收购目标企业股票等,最后使目标企业不得不接受出售条件,从而实现控制权的转移。

一般情况下,大多数并购都是善意的,有时也会出现恶意并购,如澳大利亚反垄断监管机构阻止 Toll Holdings 以 46 亿澳元(约合 35 亿美元)的出价收购国内竞争对手 Patrick Corporation,使这场旨在缔造全球第四大运输及物流公司的敌意收购行动受挫。

4. 按照支付方式划分:现金支付、股票支付、混合支付

现金支付是指收购方通过支付一定数量的现金来购买目标企业的资产或股权,从而实现并购交易的支付方式(如吉利支付 18 亿美元的现金收购 Volvo)。

股票支付是指收购方直接用股票作为支付工具来换取目标公司股票支付方式(如潍柴动力向湘火炬定向增发 A 股,换股吸收合并湘火炬汽车集团股份有限公司,并实现 A 股上市)。

混合支付是指收购方以现金、非现金资产、股票,还有认股权证、可转换证券、公司债券等多种混合方式来支付对价,从而对目标公司实施并购(如上汽集团以 20.95 亿元现金和上海汽车 3.2 亿股股份的代价收购南汽集团)。

此外,由于起步较晚,总体发展周期较短,我国资本市场正在经历快速扩张和结构调整时期,而企业并购是资本市场配置资源的重要方式之一,在股权分置改革以后,上市公司的并购活动日趋活跃。因此需要对上市公司的并购事件类型具体分析,根据不同的交易目的可以分为借壳上市、整体上市(注资)、针对独立第三方的并购(市场化并购,也称为产业整合)三种类型,具体情况如表 1.1 所示。

表 1.1 上市公司并购重组的三种类型比较

项目	借壳上市	整体上市(注资)	产业整合
买方交易目的	改善公司基本面	解决同业竞争和关联交易	实现产业链优化
卖方交易目的	资产证券化	资产证券化	获得证券化价值,变现退出
控股权是否变化	是	否	否
主业是否变化	是	否	否
是否关联交易	不确定	是	否
典型案例	强生集团借壳浦东强生上市	TCL 集团吸收合并子公司实现整体上市	通用汽车收购上游的汽车零配件公司德尔福

1.4.4 企业并购的主要参与者

企业并购涉及至少两个参与主体,即并购企业和被并购企业。

并购企业(Acquirer)即收购其他企业的机构,也就是要选择并购目标的企业,称为并购方或收购方。被并购企业(Target)即被另一家企业收购的机构,称为目标方或目标企业。例如,吉利收购 Volvo,其中吉利是并购方,Volvo 是被并购方,即目标企业。

在企业并购中,除了企业并购目标方和收购方之外,还有一个重要的参与者——中介机构,它们在各个环节中发挥着重要作用。中介机构是企业并购过程中为并购双方提供融资、咨询、信息等服务并收取一定费用的第三方当事人。国内一个复杂些的并购案例可能需要 10 多家中介机构,可能会涉及独立财务顾问、收购方财务顾问、国有股权转让的财务顾问、上市公司聘请的律师、收购方聘请的律师、国有股权转让的律师、上市公司出售资产的审计机构和评估机构、上市公司购买资产的审计机构和评估机构,等等。如果评估的资产类型除一般资产外还包括土地使用权、采矿权,评估机构又不具备全面资质,就需要聘请多家评估机构分资产类型进行评估。表 1.2 列出了一些主要的中介机构及其参与的工作内容。

表 1.2 并购重组中介机构的职能

工作阶段	主要工作内容	主要参与方
并购准备	组建并购管理团队	投资银行、会计师事务所、律师事务所、投资顾问
	确立并购目标	投资银行、投资顾问
	制定整体方案	投资银行、律师事务所、投资顾问
并购实施	进行尽职调查	投资银行、会计师事务所、律师事务所、投资顾问
	目标公司评估和定价	投资银行、会计师事务所、律师事务所、投资顾问
	进行谈判签约	投资银行、会计师事务所、律师事务所、投资顾问
	股权和资产交割	投资银行、律师事务所
并购后整合	公司重组(财务、资产、人力、文化等)	投资银行、投资顾问

下面对投资银行、律师、会计师和投资顾问进行具体介绍。

1. 投资银行

投资银行主要指从事证券发行、承销、企业兼并收购、投资分析、风险投资、项目融资等业务的非银行金融服务机构。在不同的国家投资银行的称谓不尽相同,在美国称“投资银行”,在英国称“商人银行”,在日本称“证券公司”,在法国称“实业银行”。大型投资银行就像“金融超市”,能为客户提供所有的金融服务产品;小型投资银行则像“专卖店”,只提供某一特定的投资银行服务,比如专做政府债券交易、专做收购兼并业务等。投资银行在并购中的主要职能如表 1.3 所示。

表 1.3 投资银行在并购重组中的主要职能

功能	主要内容
选择目标并进行尽职调查	与发展战略的吻合度;经营与财务的协调性;技术和研发的互补性
进行价值评估	公司的价值判断以及初期的定价策略
考虑交易结构及影响	交付方式;融资安排;会计和税务处理;对信用的影响
制定宣传策略	协调处理股东、供应商、客户、员工和政府的反应
协调上市公司治理	协调董事会/管理层/员工/;公司文化的相容性评估等

2. 律师

律师是指熟悉法律,能为社会提供法律服务、具备国家认可的相应资格的专业人员,他们在并购中所起的作用如表 1.4 所示。

表 1.4 律师在并购重组中的主要职能

功能	主要内容
并购活动法律策划	提供并购法律评估报告;并购法律上的可行性验证;提供规避风险的可行性建议
并购谈判	拟定谈判策略;制作审查谈判记录;拟定兼并意向书
目标公司尽职调查	调查并购主体资格/产权组织结构;重要法律文件/合同/资产状况
交割变更登记手续	不动产变更登记;股东名册变更登记;企业形式的登记变更与注销
相关审批申请	出具法律意见书;拟报履约的公告;各级政府的审批申请;行业监管机构的审批申请
起草/审核/修改法律文件	起草、审核、修改交易协议、合同及股东会、董事会等其他法律文件
并购后目标企业遗留法律事务	目标企业的重大合同;目标公司法律纠纷;依法安置目标公司员工;非诉讼法律事务

3. 会计师

企业并购中,会计师主要提供评估与审计服务,其职责具体包括参与尽职调查、并购会计处理、并购财务运作、并购财务整合等内容,如表 1.5 所示。

表 1.5 会计师在并购中的主要职能

功能	主要内容
参与尽职调查	财务与税务尽职调查;确定并购财务目标;确定并购财务战略
并购会计处理	确定并购会计处理办法;确定并购商誉;编制合并会计报表
并购财务运作	并购企业机制评估;融资量与支付成本;并购税务安排
并购财务整合	财务制度与内控体系;资源资产管理;税务管理整合

4. 投资顾问

投资顾问是为市场投资者提供咨询服务、接受投资委托、代理投资者管理资产的中介机构,投资顾问的业务主要有:提供宏观经济和证券市场的研究报告及对策咨询建议;接受投资者委托,提供投资分析、市场法规等方面的业务咨询服务;接受公司委托,策划公司的证券发行和上市方案;接受有关企业委托、策划有关重组事务方案,担任财务顾问。其在并购中的主要作用如表 1.6 所示。

表 1.6 投资顾问在并购中的主要职能

功能	主要内容
为收购方服务	帮助收购方搜寻目标;进行尽职调查;设计和评价收购方案并协助实施并购方案;控制目标公司
为被并购方服务	寻找、选择受让方并设计交易方案;与受让方沟通;协助实施交易方案;协助出让方获得出让利益

在企业并购的实际操作中,除了上述这些参与主体之外,券商、银行、资产评估师、政府等也是一些主要的参与者,发挥着重要作用,他们从不同的角度给并购交易提供支持。例如,银行可以提供借贷款服务,资产评估师可以在企业估值时进行土地、设备等进行评估,政府可以提供一些政策的支持。

1.4.5 企业并购的一般流程

企业并购是一个极其复杂的运作过程,涉及很多经济、法律、政策等方面的问题,并且不同性质企业的并购操作流程也不尽相同。为此,我国有关法律法规对企业并购流程做出了相关规定,以规范并购行为、降低并购风险、提高并购效率。为防止国有资产流失,国有及国有控股企业的并购需要执行更为规范严格的程序。

如图 1.2 所示,企业并购的流程一般包括以下几个步骤。

1. 制定并购战略规划

企业开展并购活动首先要明确并购动机与目的,并结合企业发展战略和自身实际情况,制定并购战略规划。企业有关部门应当根据并购战略规划,同时分析企业的并购行为和市场环境,为决策层提供并购方案。

2. 企业并购目标选择

制定了并购战略,下一步就要开始实施战略,这时首先遇到的问题就是要并购谁。企业应当对可并购对象进行全面、详细的调查分析,根据并购动机与目的,筛选合适的并购对象。

有的时候企业会因为出现了一个目标才产生并购的愿望(如碰到一家企业因亏损而低价出售),但很多时候并没有具体目标,为了能以较高的效率找到合适的并购目标,就需要制定一个标准再进行筛选。