

企业并购与财务 风险管理

徐永涛 著

西南交通大学出版社
• 成 都 •

图书在版编目(CIP)数据

企业并购与财务风险管理/徐永涛著. —成都:西南交通大学出版社, 2007.5

ISBN 978-7-81057-214-9

I.企… II.徐… III.企业合并—财务管理;风险管理—研究 IV.F275

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第066849号

Q iye Binggou yu Caiw u Fengxian G uan li

企业并购与财务风险管理

徐永涛 著

*

责任编辑 张华敏

特邀编辑 张青

封面设计 水木时代

西南交通大学出版社出版发行

(成都二环路北一段111号 邮政编码:610031)

发行部电话:028-87600564)

<http://press.swjtu.edu.cn>

安徽蚌埠市广达印务有限公司印刷

*

成品尺寸:140mm×203mm 印张:4.375

字数:114千字

2007年5月第1版 2007年5月第1次印刷

ISBN 978-7-81057-214-9

定价:12.80元

版权所有 盗版必究 举报电话:028-87600562

前 言

随着我国改革开放的深入和市场经济体制的逐步建立,并购已成为企业重组及重新分配资本的有效机制。并购,即兼并与收购的简称,是指在现代企业制度下,一家企业通过获取其他企业的部分或全部产权,从而取得对该企业控制的一种投资行为。它是市场经济高度发展的产物和企业经营的有效手段。在西方市场经济比较发达的国家,企业并购已有一百多年的历史,经历过四次并购高潮。如今,第五次并购浪潮正在全世界范围内兴起,这一并购浪潮正席卷我国的企业。并购能够为企业创造竞争优势,同时也存在巨大的风险。

如何防范和控制并购风险,提高并购成功的概率,是每个参与并购的企业所共同关注的问题。企业在并购过程中会面临着多种多样的风险,但无论是政策法规风险还是体制风险,无论是反收购风险还是经营风险,都无一例外地会通过并购成本影响到并购的财务风险,所以并购双方都会重点关注财务风险。本书的写作目的也正在于此。

本书对企业并购的基本类型作了简单介绍,对国内外已经出现过的几次并购浪潮进行了回顾,在此基础上分析了企业并购的特点、动机,归纳了并购产生的效应;在并购财务风险的分类方面,从并购的基本理论出发,按照并购过程,将并购的准备阶段、实施阶段、整合阶段的财务风险分解为目标企业价值评估风险、融资风险、支付风险和整合风险;从风险的不同表现形态分析了其成因,在此基础上建立了企业并购财务风险的评价指标体系,并运用经济数学的研究方法对企业并购中的财务风险进行了量化分析与评价;最后针对并购过程中的各种风险,提出了具体的防范措施和

建议。

在本书的写作过程中,作者参阅了许多专家、学者的论文和著作,同时也引用了相关的模型及案例,在此一并致以真诚地感谢。

由于作者自身的理论知识尚不够丰富,加之对于并购的实践经验知之不多,本书不足之处在所难免,敬请读者不吝指教。

徐永春

2007 年 5 月

目 录

第 1 章	绪 论	(1)
1.1	并购的概念界定	(1)
1.1.1	并购的含义	(1)
1.1.2	并购的类型	(4)
1.2	企业并购的历史回顾	(9)
1.2.1	西方企业并购的历史回顾	(9)
1.2.2	我国企业并购的历史回顾	(17)
第 2 章	企业并购的动因与效应分析	(21)
2.1	企业并购的动因	(21)
2.1.1	追求利润最大化	(21)
2.1.2	其他动因	(27)
2.2	企业并购的协同效应	(30)
2.2.1	经营协同效应	(31)
2.2.2	财务协同效应	(33)
2.2.3	协同效应与并购溢价的创造	(35)
2.2.4	负协同效应	(39)
第 3 章	企业并购财务风险的内容与成因	(41)
3.1	企业并购风险的界定	(41)
3.1.1	并购风险的含义	(41)
3.1.2	并购风险的类别与表现形式	(42)
3.2	企业并购财务风险的界定	(48)
3.2.1	并购财务风险的含义	(48)
3.2.2	并购财务风险的类别	(50)
3.3	企业并购财务风险产生的根本原因	(54)

3.3.1	过程不确定性	(55)
3.3.2	信息不对称性	(56)
第4章	企业并购财务风险的形成	(58)
4.1	目标企业价值评估风险	(58)
4.1.1	目标企业价值评估方法	(59)
4.1.2	目标企业价值评估风险的形成	(65)
4.2	融资风险与支付风险	(70)
4.2.1	现金支付	(71)
4.2.2	股票融资	(72)
4.2.3	卖方融资	(72)
4.2.4	混合支付	(73)
4.2.5	债券融资	(74)
4.2.6	金融机构信贷	(74)
4.2.7	杠杆收购融资	(75)
4.3	整合期的财务风险	(78)
4.3.1	并购企业的财务组织机制风险	(78)
4.3.2	并购企业的理财风险	(79)
4.3.3	企业财务整合失败的案例	(80)
第5章	企业并购财务风险的识别与计量	(82)
5.1	企业并购财务风险的识别	(82)
5.1.1	并购财务风险识别的对象	(83)
5.1.2	并购财务风险识别的方法	(84)
5.2	企业并购财务风险的计量	(86)
5.2.1	统计分析方法	(87)
5.2.2	Z 记分法	(88)
5.2.3	灰色关联测评法	(91)
第6章	企业并购财务风险的控制	(98)
6.1	概 述	(98)
6.1.1	并购财务风险控制的含义	(98)

6.1.2	并购财务风险控制的原则	(100)
6.1.3	并购财务风险控制的特点	(102)
6.2	企业并购财务风险的控制方法	(104)
6.2.1	并购风险的控制策略	(104)
6.2.2	并购风险的规避	(106)
6.2.3	并购风险的转移	(109)
6.2.4	并购风险的应对	(112)
6.3	企业并购财务风险管理的对策	(115)
6.3.1	改善信息不对称状况	(115)
6.3.2	对目标企业价值评估风险的管理	(115)
6.3.3	对融资风险的管理	(121)
6.3.4	对整合期财务风险的管理	(126)
参考文献		(129)

第 1 章 绪 论

1.1 并购的概念界定

1.1.1 并购的含义

“并购”是个外来词,与并购相关或相近的英文词汇有:Purchase, Tender offer, Merger, Consolidation, Acquisition, Take over等。在企业兼并过程中,常常伴有收购行为的发生,因此许多西方学者习惯将兼并(Merger)与收购(Acquisition)连在一起,合并为一个专业术语——Merger and Acquisition(可缩写为“M & A”),来表达并购的含义。

兼并(Merger)在《新大不列颠百科全书》(The New Encyclopedia Britannica)中解释为:“两家或更多的独立企业或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。”^①《大美百科全书》(Encyclopaedia Americana)也对“兼并”一词进行了界定:“Merger在法律上,指两个或两个以上的企业组织组合为一个企业组织,一个厂商继续存在,其他厂商丧失其独立身份。只有剩下的厂商保留其原有名称和章程,并取得其他厂商的资产,这与企业合并(Consolidation)不同,后者是组成一个全新的

^① The New Encyclopedia Britannica. Vol 8, 15th ed. Encyclopaedia Britannica, Inc, 1993, 34~35p.

组织,此时所有参与合并的厂商皆丧失其原来的身份。”^①《国际社会科学百科全书》则对兼并作了较为简单的定义:“兼并是指两家或更多的不同的企业合并为一家。这种合并可以采取多种形式。最典型的一种是一家公司用现金、股份或负债方式来直接购买另一家公司的资产。”^②

收购(Acquisition)是指一家公司通过购买某目标公司(被收购公司)的部分或全部股份,来控制该目标公司的法律行为。收购的对象有两种:一种是股权,一种是资产。收购的途径有三条:一是控股式,是指收购公司通过购买目标公司一定的股份而成为目标公司最大的股东,从而控制该目标公司的方式;二是购买式,是指收购公司通过购买目标公司的全部股份而成为其附属的全资子公司,从而使收购后收购公司对目标公司享有支配权的方式;三是吸收式,是指收购公司通过将目标公司的净资产或股份作为股金投入收购公司而使目标公司成为收购公司的一个股东的方式。

由以上这些较权威的关于兼并和收购的定义可以看出,兼并与收购二者之间是有区别的。所谓兼并,指的是两个或两个以上的企业,通过现金、证券以及二者的组合中的一种或几种方式组成一个企业的产权交易行为,兼并后企业合为一体。而收购则是指一企业按照上述方法中的一种或几种取得另一企业的大部分产权,从而居于控制地位的交易行为。收购后,企业并不一定要合为一体,仅达到控制对方的目的而已。然而,由于兼并与收购有着共同的动机和逻辑,二者在定义上也有很大一部分是重叠的,其含义边界越来越模糊,包容却越来越多。正如威斯顿所言:“传统的主题已经扩展到包括接管以及相关的公司重组、公司控制、企业所有

① 《大美百科全书》(Encyclopedia Americana)第18卷,外文出版社(北京)、光复书局(台北)1994年版,第426页。

② International Encyclopedia of the Social Sciences. Vol 9. Macmillan Co. & Free Press, 1972, 249p.

权结构变更等问题上,为简便起见,我们把它们统称为并购(M & A)。”^①

关于并购,它有三层含义:一是指企业兼并,通常由一家占优势的公司通过有偿方式吸收一家或多家公司,吸收方继续保留法人地位,被吸收的公司不再独立存在,资产转移到优势公司,如同“ $A+B=A(B)$ ”;二是指企业收购,即由一家占优势的公司通过有偿方式吸收一家或多家公司,被吸收的公司仍独立存在,但公司的老板已属于优势公司,如同“ $A+B=A'+B'$ ”;三是指企业合并,即几家企业联合创建一个新的法人企业,原有各家企业的法人地位不复存在,如同“ $A+B=C$ ”。

我国目前的法律法规对“并购”一词的具体解释分别介绍如下。

1989年2月19日,国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局联合发布的《关于企业兼并的暂行办法》第1条规定:“企业兼并,是指一个企业购买其他企业的产权,使其他企业失去法人资格或改变法人实体的一种行为。”

《中华人民共和国公司法》第173条规定:“公司合并可以采取吸收合并或者新设合并。一个公司吸收其他公司为吸收合并,被吸收的公司解散。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并,合并各方解散。”

《中华人民共和国证券法》第4章第85条规定:“投资者可以采取要约收购、协议收购及其他合法方式收购上市公司。”

结合国际通用的概念和我国实际情况与未来发展,并购的本质就是优势企业通过兼并或购买目标企业而使自己从外获得发展途径的经营方式。本书作者借鉴他们的观点将并购的概念界定如下:并购,即兼并与收购的简称,是指一家企业通过获取其他企业的部分或全部产权,从而取得对该企业控制的一种投资行为。

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

1.1.2 并购的类型

我国目前的企业登记主要分为两大类：一是按《企业法人登记管理条例》登记注册的企业，主要为国营全民企业、集体企业、联营企业、私营企业、中外合资企业、中外合作经营企业和外资企业等；二是按《公司登记管理条例》登记注册的现代公司制企业，主要为股份有限公司、有限责任公司。所以，关于企业收购、兼并的方式也按被收购企业性质的差异而有所不同。对按《企业法人登记管理条例》登记注册的企业来说，企业收购实际上是资产的收购，企业的兼并是指一个企业购买其他企业的产权，使其他企业失去该法人资格或改变法人实体的一种行为。而对于按《公司登记管理条例》登记注册的企业，则企业的收购是股权的收购，而企业的兼并则就是我国《公司法》规定的吸收合并方式。《公司法》第173条规定：“一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散。”因此，在被收购企业为公司制企业的情况下，收购一方的目的在于取得被收购企业的控制权，所以，收购成功后，该被收购企业是否解散注销，均取决于收购方的经营战略，也可以不注销，保留其法人地位，让该公司作为收购一方的子公司存在。但兼并成功后，则被兼并的企业必须解散注销。

《关于企业兼并的暂行办法》第4条规定：“企业兼并主要有以下几种形式：（一）承担债务式，即在资产与债务等价的情况下，兼并方以承担被兼并方债务为条件接收其资产。（二）购买式，即兼并方出资购买被兼并方企业的资产。（三）吸收股份式，即被兼并企业的所有者将被兼并企业的净资产作为股金投入兼并方，成为兼并方企业的一个股东。（四）控股式，即一个企业通过购买其他企业的股权，达到控股，实现兼并。”在企业收购兼并的实践中，近几年来，又出现了以换股方式、以资产置换方式、以债权作为支付方式等收购兼并的新形式。

公司或企业并购按照不同的划分标准，有以下几种类型。

1.按并购的出资方式划分

按并购的出资方式划分,公司并购可以分为出资购买资产式并购、出资购买股票式并购和以股票换取资产式并购、以股票换取股票式并购。

出资购买资产式并购是指收购公司使用现金购买目标公司全部或绝大部分资产以实现并购。出资购买股票式并购是指收购公司使用现金、债券等方式购买目标公司一部分股票,以实现控制后者资产及经营权的目标。出资购买股票可以通过一级市场进行,也可以通过二级市场进行。以股票换取资产式并购是指收购公司向目标公司发行自己的股票以交换目标公司的大部分资产。以股票换取股票式并购是指收购公司直接向目标公司股东发行收购公司发行的股票,以交换目标公司的大部分股票。

2.按并购是否取得目标公司的同意与合作划分

按并购是否取得目标公司的同意与合作来划分,公司并购可以分为善意并购和恶意并购。

善意并购是指目标公司同意收购方提出的条件并承诺给予协助,使并购双方可以通过协商方式来决定并购业务的具体安排,如收购方式、价格、人事安排、资产处理等的兼并方式。在这种方式下,若目标公司对收购条件不完全满意,双方还可以就此进行进一步协商,最终达成双方都可以接受的并购协议。一般而言,在善意并购下,目标企业的经营者通常会提供必要的资料给并购企业,双方在认可、满意的基础上制定出并购协议。

如果收购公司提出收购要求和条件后,目标公司不同意,收购公司就只能在证券市场上进行强行收购,这种方式称为恶意并购,又称敌意收购。在恶意收购的情况下,目标公司通常会采取各种反收购防御措施对收购活动进行抵制,而证券市场同时也往往会迅速作出反应,使得股价快速上升。因此,在恶意收购中,除非收购公司有雄厚的实力,否则较难取得成功。

表 1-1 为 1985—2000 年恶意并购活动占总交易金额的百分比。从世界范围看,恶意并购活动的高峰年是在 1988 年,恶意并购活动占总交易金额的百分比高达 17.9%。在美国,恶意并购活动的高峰年是在 1988 年,恶意并购活动占总交易金额的百分比高达 22.2%。在美国以外地区,恶意并购活动的高峰年是在 1985 年,恶意并购活动占总交易金额的百分比高达 27.8%。

表 1-1 恶意并购活动占总交易金额的比重(%)

年份	美国国内	世界范围	世界上其余地区
1985	11.9	14.3	27.8
1986	4.4	6.2	12.7
1987	3.7	3.5	3.1
1988	22.2	17.9	7.5
1989	3.6	6.1	9.2
1990	4.7	3.0	1.9
1991	2.3	2.1	1.9
1992	0.8	0.3	0.0
1993	0.0	0.5	0.9
1994	5.2	4.6	3.7
1995	5.9	6.4	6.9
1996	1.1	1.2	1.4
1997	0.5	0.8	1.2
1998	0.2	0.5	1.1
1999	7.0	15.1	22.2
2000	2.3	1.6	0.8
平均数	4.7	5.3	6.4
中位数	3.7	3.3	2.5

数据来源 萨缪尔·韦弗(Samuel Weaver)、弗雷德·威斯通(J. Fred Weston):《兼并与收购》,中国财政经济出版社 2003 年版。

3. 按收购公司与目标公司是否同属一国企业划分

按收购公司与目标公司是否同属一国企业这个标准来划分,公司并购可以分为跨国并购和国内并购两种。

4.按并购双方产品与产业的联系划分

按并购双方产品与产业的联系来划分,企业并购可以分为横向并购、纵向并购和混合并购。

横向并购是指处于相同行业生产同类产品或生产工艺相近的企业之间的并购。这种并购实质上是资本在同一产业和部门内集中,它是企业迅速扩大生产规模、提高市场份额、增强企业的竞争能力和盈利能力的捷径。

纵向并购是指生产或经营过程相互衔接、紧密联系的企业之间的并购。其实质是通过处于生产同一产品不同阶段的企业之间的并购,从而实现纵向一体化。纵向并购除可以扩大生产规模、节约共同费用外,还可以促进生产过程各个环节的密切配合,加速生产流程,缩短生产周期,节省运输、仓储及能源。

混合并购是指处于不同产业部门、不同市场,且这些产业部门之间没有特别的生产技术联系的企业之间的并购。它包括三种形态:产品扩张型并购,即生产相关产品的企业间的并购;市场扩张型并购,即一个企业为了扩大竞争地盘而对其他地区生产同类产品的企业进行并购;非相关多样化并购,即生产和经营彼此间毫无联系的产品或服务的若干企业之间的并购。混合并购可以降低一个企业长期处于一种行业所带来的风险,另外,通过这种方式可以使企业的技术、原材料等各种资源得到充分的利用。

5.按企业资产的产权转移方式划分

按企业资产的产权转移方式来划分,企业并购大致可以分为以下六种形式:

- ①以现金购买被兼并方的资产;
- ②以现金购买目标企业的股票,达到企业产权全部转移或控股;
- ③优势企业以股票置换目标企业的资产;

④按照商定的比例,以股票交换股票,使目标企业的股东成为优势企业的股东;

⑤通过协议,有条件地无偿划拨资产;

⑥优势企业以借债或负债来换股,以拥有对目标企业的产权为目的,也称为杠杆收购。

6.按并购的实现方式划分

按并购的实现方式来划分,企业并购可分为承担债务式并购、现金购买式并购和股份交易式并购。

承担债务式并购是指在被并购企业资不抵债或资产负债相等的情况下,并购方以承担被并购方全部或部分债务为条件,取得被并购方的资产所有权和经营权。

现金购买式并购有两种形式:一是并购方筹集足额的现金购买被并购方全部资产,使被并购方除现金外没有持续经营的物质基础,成为有资本结构而无生产资源的空壳,不得不从法律意义上消失;二是并购方以现金通过市场、柜台和协商购买目标公司的股票或股权,一旦拥有其大部分或全部股本,目标公司就被并购了。

股份交易式并购也有两种形式:一是以股权换股权,这是指并购公司向目标公司的股东发行自己公司的股票,以换取目标公司的大部分或全部股票,达到控制目标公司的目的,通过并购,目标公司或者成为并购公司的分公司或子公司,或者解散并入并购公司;二是以股权换资产,并购公司向目标公司发行并购公司自己的股票,以换取目标公司的资产,并购公司在有选择的情况下承担目标公司的全部或部分责任,目标公司也要把拥有的并购公司的股票分配给自己的股东。

7.按涉及被并购企业的范围划分

按涉及被并购企业的范围来划分,企业并购分为整体并购和部分并购。

整体并购是指资产和产权的整体转让,是产权的权益体系或资产不可分割的并购方式。其目的是通过资产的迅速集中,增强企业实力,扩大生产规模,提高市场竞争能力。整体并购有利于加

快资金、资源集中的程度,迅速提高规模水平与规模效益。实施整体并购也在一定程度上限制了资金紧缺者的潜在购买行为。

部分并购是指将企业的资产和产权分割为若干部分进行交易而实现企业并购的行为。具体包括三种形式:第一种形式是对企业部分实物资产进行并购;第二种形式是将产权划分为若干份等额价值进行产权交易;第三种形式是将经营权分为几个部分(如营销权、商标权、专利权等)进行产权转让。部分并购的优点在于:可扩大企业并购的范围;弥补大规模整体并购的巨额资金“缺口”;有利于企业设备更新换代,使企业将不需要的厂房、设备转让给其他并购者,更容易调整存量结构。

8.按并购交易是否通过证券交易所划分

按并购交易是否通过证券交易所来划分,企业并购可分为要约收购和协议收购。

要约收购是指并购公司通过证券交易所的证券交易,持有一个上市公司(目标公司)已发行的股份的30%时,依法向该公司所有股东发出公开收购要约,按符合法律的价格以货币付款方式购买股票,获得目标公司股权的收购方式。要约收购直接在股票市场中进行,受到市场规则的严格限制,风险较大,但自主性强,速战速决。敌意收购多采取要约收购的方式。

协议收购是指并购公司不通过证券交易所,直接与目标公司取得联系,通过谈判、协商达成共同协议收购方式。协议收购易取得目标公司的理解和合作,有利于降低收购行为的风险与成本,但谈判过程中的契约成本较高。协议收购一般都属于善意收购。

1.2 企业并购的历史回顾

1.2.1 西方企业并购的历史回顾

美国的并购历史是西方并购历史的集中反映和代表。从

1898年起至今,美国企业已经掀起了五次并购浪潮。

1.第一次并购浪潮

第一次企业并购浪潮发生在19世纪末20世纪初,其高峰时期为1898—1903年之间。这一阶段的并购浪潮被认为是历次浪潮中最重要的一次,不仅是它以横向并购为特征,使资本主义迅速从自由竞争向垄断过渡,形成了一大批垄断企业,而且使得美国工业逐渐形成了自己的现代工业结构。在这五年期间,美国最大的100家公司的规模增长了400%,并控制了全国工业资本的40%。这次浪潮终止的原因有二:第一,美国在1903年出现经济衰退,股市低迷,股价大跌,并购资金来源不足;第二,以《谢尔曼法》的制定为标志,美国国内掀起了反垄断运动的高潮,政府开始抑制导致垄断的并购行为。

(1)第一次企业并购浪潮的成因

首先,由于电力的发明和广泛使用而产生了第二次产业革命。先进的机器设备和社会化大生产的发展,要求集中化的大资本。

其次,美国证券市场的形成和发展又为第一次并购浪潮的形成起到了很强的促进作用。据有关统计资料显示,在并购的高峰期,将近60%的并购活动都是在证券市场上进行的。

再次,银行在促使这次并购浪潮的形成中所起的作用也功不可没。银行不仅为并购活动提供所需的资金,而且往往也作为并购的中介机构和顾问,在企业间的并购中起到了穿针引线的作用。这一时期,美国大约有25%的并购得到了银行特别是投资银行的帮助。

(2)第一次企业并购浪潮的特点

第一,因为并购前企业的规模小、数量多、资本实力有限,所以并购时阻力小、竞争性不强。“小并小”是这一阶段并购活动比较显著的特点。

第二,以形成各个产业垄断公司为并购的主要目的,并购形式