

Success M&A

# 成功并购

秦喜杰 陈 洪 著

## 目标企业选择论



*The Study on  
How to Select the  
Target Firms*



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

# Success M&A

# 成功并购

秦喜杰 陈 洪 著

## 目标企业选择论



*The Study on  
How to Select the  
Target Firms*

经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

**图书在版编目(CIP)数据**

成功并购:目标企业选择论/秦喜杰,陈洪著. —北京:  
经济管理出版社,2004

ISBN 7-80207-166-6

I. 成... II. ①秦... ②陈... III. 企业合并—研究 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 139772 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

选题策划:张 艳

责任编辑:郭丽娟

技术编辑:蒋 方

责任校对:赤 平

787mm×1092mm/16

14.5 印张 265 千字

2004 年 12 月第 1 版

2004 年 12 月第 1 次印刷

印数:1—3000 册

定价:32.00 元

书号:ISBN 7-80207-166-6/F·155

·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



## 作者简介:

秦喜杰, 男, 1966年3月生人, 汉族, 河南许昌市人, 中国民盟盟员, 中国人民大学商学院产业经济学博士。现为中南林学院副教授、北京电影学院副教授、博士生副导师, 研究方向为企业并购与重组、影视投融资、文化产业发展等, 目前负责2项省部级课题。先后完成省部级以上课题4项, 近年在CSSCI上发表近20篇高质量的学术论文, 为中南林学院、中国人民大学、北京电影学院的MBA、研究生、本科生等讲授《企业并购与重组》、《产业经济学》、《影视投资学》、《影视计量经济学》等课程。1991年硕士研究生毕业后在北京市工业设计研究院从事工业工程设计工作, 后在科利华软件集团、亚讯集团、中关村投资公司等大型公司负责并购与重组、IPO、投融资咨询等工作, 拥有数十个成功并购经验, 编写过上百个项目和股权投资融资分析、项目可行性研究等方面的报告; 还为长城资产管理公司、天同集团、天一科技等多家公司讲授产业选择、产业转型、企业战略与资本运作等专题。



陈洪, 男, 1966年4月生人, 汉族, 江西乐安县人, 工学博士。现为中南林学院副院长、教授、中南林学院和中南大学博士生导师, 湖南省政协委员、湖南省普通高校学科带头人, 享受国务院政府特殊津贴。研究方向为: 高校科研管理、生物医药材料等。先后在国内发表高水平的学术论文近百篇, 完成省部级以上课题数十项, 已出版专著3部。



# 目 录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 导 论 .....                 | 1  |
| 一、研究目的 .....              | 1  |
| 二、主要内容 .....              | 3  |
| 三、研究方法 .....              | 5  |
| 第一章 并购中目标企业选择理论综述 .....   | 8  |
| 一、目标企业并购研究 .....          | 9  |
| (一) 目标企业并购理论 .....        | 9  |
| (二) 国内外有关目标企业并购研究现状 ..... | 15 |
| (三) 目标企业并购的几个问题 .....     | 19 |
| 二、目标企业选择方法研究 .....        | 22 |
| (一) 国外研究 .....            | 23 |
| (二) 国内研究 .....            | 24 |
| 三、目标企业选择依据研究 .....        | 25 |
| (一) 并购可能性研究 .....         | 25 |
| (二) 目标企业价值和资本结构研究 .....   | 27 |
| (三) 并购双方的策略行为研究 .....     | 28 |
| 四、目标企业选择研究的起点与定位 .....    | 30 |
| (一) 目标企业选择研究的起点 .....     | 30 |
| (二) 目标企业选择研究的定位 .....     | 31 |
| 第二章 并购中目标企业的选择战略 .....    | 33 |
| 一、目标企业选择战略的特点与要求 .....    | 34 |
| (一) 目标企业选择战略的特点 .....     | 34 |
| (二) 目标企业选择战略的要求 .....     | 39 |
| 二、可供选择的几种战略模型比较分析 .....   | 42 |
| (一) 几种企业战略分析模型 .....      | 42 |

|                               |     |
|-------------------------------|-----|
| (二) 几种企业战略制定模型 .....          | 47  |
| 三、目标企业选择战略的分析模型 .....         | 51  |
| (一) 目标企业自身分析模型 .....          | 51  |
| (二) 目标企业选择战略模型 .....          | 54  |
| 四、目标企业选择战略的措施 .....           | 57  |
| (一) 估计目标企业被并购的可能性 .....       | 57  |
| (二) 并购计划制定 .....              | 61  |
| 第三章 有关目标企业的信息搜寻 .....         | 67  |
| 一、目标企业的信息判断 .....             | 67  |
| (一) 信息的作用 .....               | 67  |
| (二) 信息搜寻 .....                | 69  |
| 二、目标企业搜寻模型 .....              | 72  |
| (一) 搜寻的主要概念 .....             | 72  |
| (二) 目标企业搜寻模型 .....            | 74  |
| 三、目标企业信息搜集 .....              | 81  |
| (一) 信息搜集及其原则 .....            | 81  |
| (二) 信息搜集分类 .....              | 84  |
| (三) 信息搜集途径 .....              | 86  |
| 四、目标企业搜寻案例 .....              | 90  |
| (一) 搜寻过程 .....                | 90  |
| (二) 搜寻结果 .....                | 93  |
| (三) 保密协议和收购意向书 .....          | 94  |
| 第四章 目标企业筛选 .....              | 100 |
| 一、筛选方法与目标企业筛选模型 .....         | 100 |
| (一) 预筛选方法及权的确定 .....          | 100 |
| (二) 几种重要的筛选方法 .....           | 104 |
| (三) 目标企业筛选模型 .....            | 106 |
| 二、目标企业尽职调查 .....              | 109 |
| (一) 尽职调查主要内容 .....            | 110 |
| (二) 某有限公司海外 IPO 前尽职调查清单 ..... | 111 |
| (三) 某非上市公司尽职调查清单 .....        | 114 |
| 三、目标企业价值评估及并购价值 .....         | 117 |
| (一) 目标企业价值评估 .....            | 117 |

|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| (二) 目标企业的并购价值 .....            | 124 |
| 四、并购方案建议——筛选结束标志 .....         | 130 |
| (一) 并购方案建议的作用 .....            | 130 |
| (二) 并购方案建议的案例 .....            | 131 |
| 第五章 目标企业的策略行为 .....            | 138 |
| 一、目标企业的策略行为实质 .....            | 138 |
| (一) 主并企业与目标企业的博弈 .....         | 138 |
| (二) 若干经典例子在并购中的应用 .....        | 142 |
| (三) 从纳什均衡的多重性看目标企业策略行为 .....   | 145 |
| 二、目标企业的并购应对策略 .....            | 146 |
| (一) 买卖博弈的启示 .....              | 146 |
| (二) 目标企业的并购应对策略 .....          | 147 |
| 三、目标企业的反并购措施 .....             | 150 |
| (一) 有关法律对并购的约束 .....           | 150 |
| (二) 目标企业反并购措施 .....            | 151 |
| 四、目标企业的并购陷阱 .....              | 155 |
| (一) 科利华买壳上市 .....              | 155 |
| (二) 奥瑞金收购丰乐种业 .....            | 161 |
| 五、美国在线和时代华纳的兼并及兼并后的情况 .....    | 164 |
| (一) 时代与华纳与特纳传媒公司(TBS)的兼并 ..... | 164 |
| (二) 世纪之购——时代华纳与美国在线的兼并 .....   | 165 |
| (三) 时代华纳与美国在线兼并后 .....         | 166 |
| (四) 媒体报道:巨舰出海 谁与争锋 .....       | 167 |
| (五) 时代华纳:走出并购后遗症 .....         | 171 |
| 第六章 走向双赢的目标企业选择途径 .....        | 176 |
| 一、利益共享——合作博弈的基础 .....          | 176 |
| (一) 企业并购是一种合作博弈 .....          | 176 |
| (二) 并购增值 .....                 | 180 |
| (三) 目标企业的定价策略与并购溢价 .....       | 181 |
| 二、讨价还价——合作成功的前提 .....          | 184 |
| (一) 与目标企业讨价还价静态模型 .....        | 184 |
| (二) 与目标企业讨价还价动态模型 .....        | 188 |
| (三) 讨价还价迈尔森理论 .....            | 190 |

---

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| (四) 争执点的确定 .....        | 191 |
| (五) 并购支付成本 .....        | 195 |
| 三、并购合同——成功起步的标志 .....   | 196 |
| (一) 并购合同——成功起步的标志 ..... | 196 |
| (二) 并购主合同实例 .....       | 197 |
| (三) 并购整合 .....          | 203 |
| 四、招标采购策略 .....          | 206 |
| (一) 四种拍卖形式 .....        | 206 |
| (二) 拍卖模型 .....          | 208 |
| 本书总结 .....              | 211 |
| 参考文献 .....              | 215 |
| 后 记 .....               | 223 |



# 导 论

该导论对企业并购中的目标企业选择研究从研究目的、主要内容、研究方法三个方面进行总体说明,统领全文。它能使读者对本书的内容和来龙去脉一清二楚。

## 一、研究目的

作为市场经济的伴生现象,企业并购(Merger & Acquisition,简称为 MA)有着悠久的历史。企业并购可以促进存量资产的优化组合,促进产业结构的调整和优化升级,扩大企业经营规模,增强实力,形成企业集团,我国“十五”规划里对产业结构调整方式有专门的论述。诺贝尔经济学奖获得者施蒂格勒曾说:“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是主要靠内部扩张成长起来的”。与世界 500 强相比,我国的企业规模总的来说显得太小,除了中国工商银行、中国银行、中国石化公司、中国化工进出口集团等少数几个国有的全国性公司外,真正从市场中成长起来的大公司如联想集团、海尔集团等离世界 500 强的目标还有几步之遥。因此,我国迫切需要通过并购扩大企业规模,那种认为并购对企业发展无益的说法是没有根据的,也是不符合国际和国内的企业发展实际的。尽管关于并购的研究文献浩如烟海,但由于时间、地域、视野、环境、经历等限制和研究的侧重点不同,必然存在一些缺陷和盲区,如就目标企业选择的研究方面来看,目前就是支离破碎的,存在一个很大的研究盲区,如果我们加以深入和系统的研究,必然具有重要的理论和现实意义。

企业是非标准化的商品,因为每个并购案例各有千秋,很难找出两个完全相同的并购案例。那些由政府牵线进行的事业单位合并不叫并购,如北京大学和北京医科大学的合并,合并后,北京医科大学成为北京大学医学部。受企业内外条件影响,企业并购活动具有一定的随机性,受天时、地利、人和等因素的影

响;但并购案例具有共性和规律性是不可否认的事实,因而是可以预见和控制的,各种看似偶然性的个案之间存在共有的必然性。正如人们对随机性和概率的认识一样,当一阶信息不清楚而二阶信息(即一阶信息的派生信息)清楚时也是可以解决很多实际问题的,如我们知道我国运动健儿 2004 年在雅典奥运会上一举夺得 32 枚金牌,在金牌榜上排名第二,这就是一个很重要的信息,虽然我们可能不知道第几天在什么项目上由谁夺得的;同时,一阶信息和二阶信息的区分也是相对的。作者从自己长达七年的并购、投融资和 IPO(Initial Public Offer,即首次公开发行)工作及与同行的交流中深深感到信息资源的重要、目标企业寻找的艰难以及如何进行博弈定价从而使并购双方走向双赢的不易,很多投资银行公司一年甚至三年都做不了一单上述投行业务,如 IPO,全国好几十家券商,2001~2002 年平均一家券商做不了一单 IPO 业务,因为当时只有为数不多的公司上市。一些企业因缺乏目标企业选择理论的指导而对如何搜寻目标企业显得非常茫然,坐失并购良机或功败垂成的案例可谓层出不穷,当然也不乏因选择失误而中箭落马的案例。从实际工作中发现和认识到目标企业选择问题的重要后,为将其上升到理论高度并对实践有所指导,作者秦喜杰于 2001 年攻读中国人民大学商学院产业经济学专业企业并购与重组方向的博士学位时,在入学前就把研究方向基本上定为目标企业选择的研究,并且非常注意收集有关资料和准备相关知识,其博士论文为企业并购这座理论和实践的大厦增了砖添了瓦。现在在其博士论文基础上进行修改、补充,得以形成这本既有理论、又有可操作性的专著。

应该看到,在研究方法上,现代的搜寻理论、博弈论、信息经济学、决策理论和产业组织理论的分析方法在目前的并购研究中还很少使用。很多人认为并购是一项艺术而对其科学性认识不足,缺乏深入、系统和全面的研究。如果说对目标企业选择有研究那也只是支离破碎的和浅显的,因而造成并购的目标不确定、不准确、不及时,难以有的放矢,并购的成功率不高,尤其是当主并企业的收益不大,甚至为负时,就陷入了赢者的诅咒(The Winner's Curse)之中,这是非常值得理论和实际工作者进行反思的,故系统地研究目标企业的选择意义重大,找到合适的目标企业至少等于并购成功了一半。没有合适的目标企业,谈论并购只能是纸上谈兵、画饼充饥,难以抓住问题的实质,对实际工作的指导作用将大打折扣。正确了解目标企业的策略行为,对主并企业能否并购将起到关键作用,关系到能否顺利实现自己的发展战略目标。在对目标企业的研究中,研究企业价值评估者众多,而对并购双方如何博弈、如何谈判进而达到双赢甚至多赢的过程研究甚少,因而充斥市场的大量并购书籍存在着理论和实践相脱节的问题。忽视上述关键环节,把并购降低到了难以有指导的操作和完全凭经验的个案水准上,

并购成了不知结果的“黑箱”,主动式并购由于难以找到合适的目标企业而退化成了被动式并购,严重影响企业的发展机遇,或者主并企业盲目并购扩张,误入目标企业设下的陷阱,如后面提到的科利华收购阿城钢铁。所谓“预则立,不预则废”,通过对目标企业选择的系统研究,以做到“预”。期望主并企业决策者在知彼(目标企业)和知己(自身战略和实力)下,抓住并购良机,打赢有准备的并购之仗。

要弄清目标企业是如何被选择的,需要回答以下几个关键问题:并购中目标企业的选择战略(这是从战略高度上进行认识),有关目标企业的信息搜集问题(包括目标企业的外部环境和其自身分析),目标企业的搜寻和筛选问题(要结合搜寻理论和决策理论),目标企业本身如何决策问题(接受城下之盟或通过反并购策略予以坚决还击),目标企业的选择路径(目标企业锁定后,并购双方主要就目标企业定价问题进行讨价还价的博弈过程)。本书通过目标企业标准制定,建立目标企业搜寻、筛选、目标企业策略行为和讨价还价模型,并加以深入的案例分析,来深入系统地研究并购中的目标企业选择这个理论和实践中的棘手问题,使主并企业能够有效避免并购陷阱,增加并购的成功率,以期对我国并购实践提供较大的指导作用。期望经济理论研究者、投行人员和企业决策者能够通过本书,在理论和实践两个层面上对目标企业选择进行全面把握,掌握符合自己发展战略需要的目标企业是否存在,若存在能否找到,如何搜寻到,找到后经济上是否合算,搜寻到后如何筛选,目标企业如何决策,并购双方如何进行目标企业的谈判定价等,以选择正确的目标企业,促进主并企业自身的发展。

## 二、主要内容

### (一) 本书结构

对目标企业选择进行深入、系统的研究是本书的主题;主并企业并购战略的制定,对目标企业搜寻、筛选、讨价还价以及目标企业的策略行为等是目标企业选择研究的重点;运用现代决策科学、博弈论和信息经济学的研究方法,在不完全信息情况下获得和揭示信息进行决策,是本书的主线,贯穿于本书的始终。

在目标企业的选择研究中,回答上述研究目的所要解决的几个关键问题就构成了本书的研究框架:第一章并购及其目标企业选择理论综述,第二章企业并

购中的目标企业选择战略,第三章有关目标企业的信息搜寻,第四章目标企业的筛选,第五章目标企业的策略行为,第六章走向双赢的目标企业选择路径。可以看出,在目标企业的选择过程中既有决策问题,又有对策问题。本书首先从企业并购中的目标企业选择战略问题入手,阐述目标企业对于并购成功的极端重要性。然后以目标企业为主线,以一个完整的目标企业选择的主要问题为逻辑顺序,包括目标企业的搜寻问题、目标企业的信息搜集和筛选问题、目标企业的策略行为问题、与目标企业进行讨价还价等主要内容。目标企业的博弈定价中,协议收购定价是最基本和最常见的方式,因而重点加以论述,对拍卖和招标定价方式略加论述,敌意收购(在我国很难发生)则一带而过。本书论述到并购合同的签订——并购成功起步的标志为止,而对目标企业选择是否成功的检验——并购后的整合,由于该方面已有颇多研究文献,故略加论述,以使本书的体系保持逻辑上的完整。

## (二) 主要内容

主并企业从自己的发展战略出发,设定目标企业搜寻标准,进行目标企业信息搜寻。运用搜寻理论在一定的搜寻努力程度下对搜寻到合适的目标企业的可能性、搜寻次数、搜寻成本、预期收益等进行判断,搜寻是在信息不确定的情况下找到有用的目标企业信息。如搜寻不成功,则需要降低搜寻标准、扩大搜寻范围;也可能放弃此次并购活动,因为完全可能不存在符合条件的目标企业;但也可能等待一段时间后,符合条件的目标企业有可能出现,主并企业进行被动并购。目标企业的标准制定要服从主并企业的战略发展要求,目标企业的确定要分两步:搜寻和筛选,目标企业的搜寻可以应用搜寻理论进行;筛选是要看目标企业的被收购意愿,和目标企业是个互动过程,也是主并企业逐步的决策问题。搜寻到目标企业是进行筛选的基础;对筛选出的目标企业要搞清楚对方的被并购意图,若目标企业不同意被并购,则主并企业只能是一厢情愿。主并企业对愿意被并购的1~3家通过尽职调查和进行估值后的候选目标企业进行确定性决策,最终选择其中的1家企业进行并购。在给定主并企业开出的条件前后,目标企业如有自己认为也不错的其他选择,也同样存在决策问题。同时,目标企业也不是消极被动的,也有自己的策略行为,或欣然同意被并购或予以假抵抗真合作或予以真抵抗,都是为了在并购中获取更多的好处或使损失降到最小,以最大化自身的收益。此后在目标企业锁定后,并购双方进行谈判和博弈定价,只有定价合适,才可能达成并购协议,实现双赢;否则,即使达成了协议,由于不是纳什均衡,觉得吃亏的一方也随时会撕毁协议。并购双方达成并购协议并开始进行整合时,目标企业的选择才告结束。上述过程构成了一个完整的目标企业选择过

程。目标企业的选择问题既是一个决策问题,又是一个对策问题,可简单概括为“两个决策、一个对策”问题:目标企业选择标准的制定、目标企业的搜寻、信息的收集与分析、目标企业的估值等基本上是主并企业自己单向的决策问题,目标企业同样存在决策的问题,而筛选和讨价还价问题等要牵涉到和目标企业的沟通,其中讨价还价问题是一个对策问题。从信息利用角度看,目标企业选择过程是一个三阶段过程:搜寻、筛选和博弈。

关于对目标企业的整合问题主要是主并公司实现自己并购意图的实际操作,是对能否实现并购增值的最终检验,也是对目标企业选择的正确与否的最终检验。并购一方或双方也有在并购合同签订后与合同实施前这一期间退出的,主要原因是一方发现了另一方设置的并购陷阱。但本书主要是对目标企业选择进行分析,没有必要进行整合过程的深入研究,这方面的研究文献很多,因而主要从选择成功的检验角度论述。

并购双方如何搜寻、筛选到目标企业以及对目标企业进行讨价还价是目标企业选择研究的两个关键点,也是本书研究的重点,当然,本书还深入研究了目标企业的策略行为。本书通过建立从目标企业并购标准制定开始,到目标企业搜寻与信息搜集、筛选,目标企业策略、讨价还价等研究体系和分析模式,深入研究目标企业选择这个重要问题。目标企业的选择过程实际上就是并购的过程,狭义的是到并购双方签定并购合同为结束标志,广义的包括对目标企业的整合,可以说,并购就是选择目标企业。

### 三、研究方法

理论研究和实际应用相结合:通过建立一些模型说明变量之间的联系,但这些模型要能解释并能指导有关并购实践问题。

重点突出和整体兼顾相结合:目标企业的搜寻、筛选和博弈定价是重点,同时兼顾主并企业的战略制定、目标企业的策略行为和目标企业选择完成的完整过程,努力做到主次分明。

规范分析和实证分析相结合:规范分析试图对某一现象存在的合理性做出判断,实证分析更为关注事实,本书中每个章节都有实例进行佐证,以尽量做到二者的统一,实例可增强可信性与说服力。

定性分析和定量分析相结合:主并企业战略与目标企业选择的关系、搜寻目标企业的渠道、目标企业价值构成因素等不便量化的地方要进行定性分析,而对



目标企业的搜寻、筛选、估价和博弈定价、双方的决策依据等更需要从量的角度进行把握。本书尽量做到定性分析和定量分析相结合,以使对问题的研究更全面、更具体。

公开资料和内部资料相结合:目标企业的信息搜集对目标企业选择至关重要,信息与决策密切相关,对本书的研究内容也很重要。上市公司有诸如年报、公告等公开信息可查,而非上市公司公开信息较少,可利用主并企业原来积累的内部资料,必要时向信息中介机构购买部分资料。当然,上市公司也有一些非公开资料,非上市公司也有部分公开资料。

现代分析方法和传统分析方法相结合:运用搜寻理论、决策理论、博弈论、信息经济学等对目标企业选择进行分析,运用传统的概率统计分析、比较分析、财务分析和技术经济分析等对目标企业进行判断和估价。既重视逻辑推理的理性,又重视实际数据的验证。

内容和形式相结合:除了文字形式外,本书将尽可能采取模型、框图、图表、符号、公式等形式,以增强本书的逻辑性、生动性、活泼性、简捷性、可读性和可操作性。内容上有理论、论述、数据、案例、分析、建议等。特别注意内容和形式的有机结合。

以上方法,是本书研究的主要方法,是对本书整体而言的。对某一问题进行分析时会有所侧重,不可能全部套用上述的七个“相结合”。总之,本书运用搜寻理论、博弈论、决策理论、信息经济学、产业组织理论、企业战略理论等,制定目标企业选择标准,建立目标企业搜寻、筛选、目标企业策略行为、博弈定价的模型并加以检验,形成目标企业选择研究的一个整体框架和系统的研究体系。

目标企业选择研究的逻辑框架(加阴影的方框表示本书中的章目)如图0-1所示。

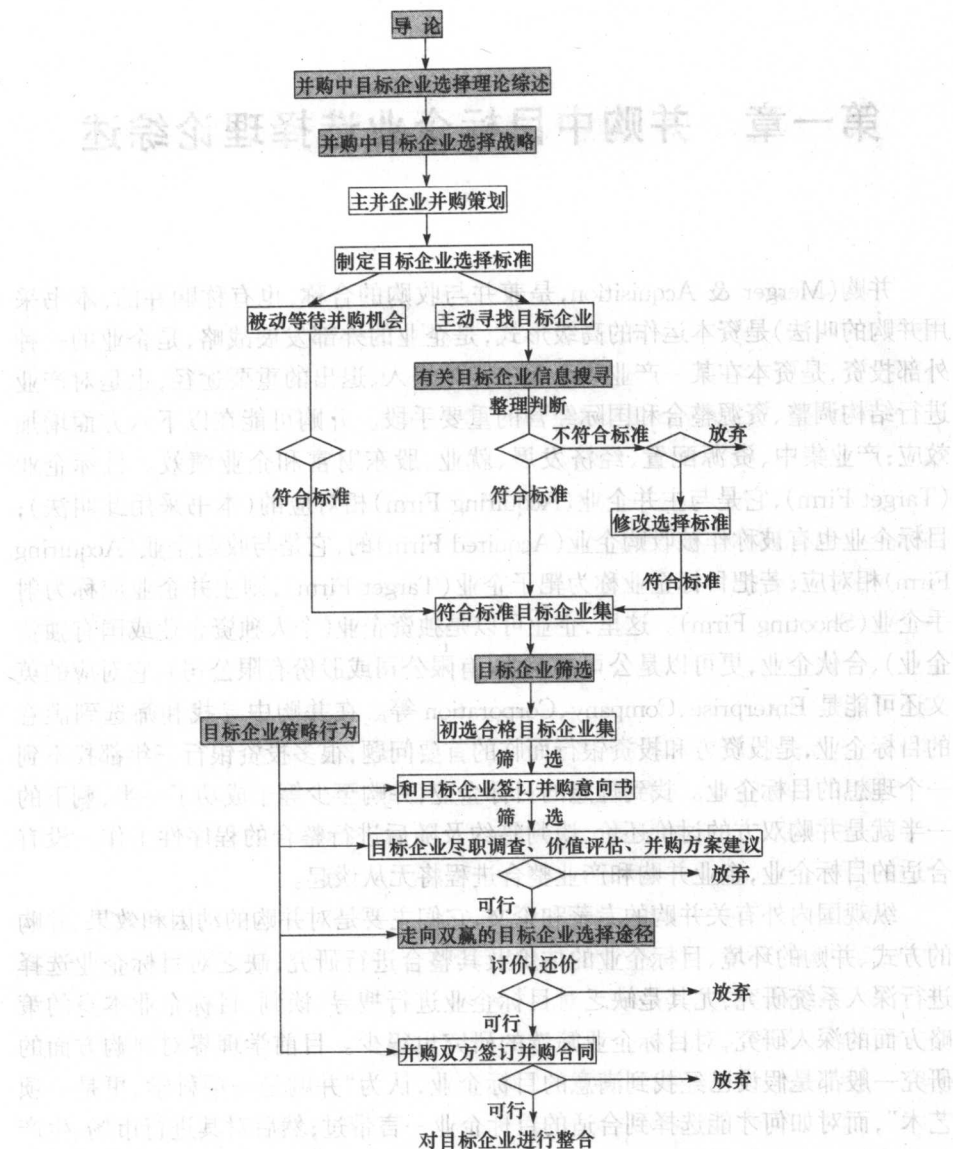


图 0-1 目标企业选择研究的逻辑框架

## 第一章 并购中目标企业选择理论综述

并购(Merger & Acquisition,是兼并与收购的合称,也有称购并的,本书采用并购的叫法)是资本运作的高级形式,是企业的外部发展战略,是企业的一种外部投资,是资本在某一产业或企业中实施进入、退出的重要途径,也是对产业进行结构调整、资源整合和国际经营的重要手段。并购可能在以下六方面增加效应:产业集中、资源配置、经济发展、就业、股东财富和企业绩效。目标企业(Target Firm),它是与主并企业(Acquiring Firm)相对应的(本书采用此叫法);目标企业也有被称作被收购企业(Acquired Firm)的,它是与收购企业(Acquiring Firm)相对应;若把目标企业称为靶子企业(Target Firm),则主并企业应称为射手企业(Shooting Firm)。这里,企业可以是独资企业(个人独资企业或国有独资企业)、合伙企业,更可以是公司制企业(有限公司或股份有限公司),它对应的英文还可能是 Enterprise、Company、Corporation 等。在并购中寻找和筛选到满意的目标企业,是投资方和投资银行面临的首要问题,很多投资银行三年都找不到一个理想的目标企业。找到理想的目标企业,并购至少等于成功了一半,剩下的一半就是并购双方的讨价还价、谈判签约及随后进行整合的程序性工作。没有合适的目标企业,企业并购和产业整合进程将无从谈起。

纵观国内外有关并购的专著和论文,它们主要是对并购的动因和效果、并购的方式、并购的环境、目标企业的估价及其整合进行研究,缺乏对目标企业选择进行深入系统研究,尤其是缺乏对目标企业进行搜寻、谈判、目标企业本身的策略方面的深入研究,对目标企业筛选的研究也很少。目前学理界对并购方面的研究一般都是假设已经找到满意的目标企业,认为“并购是一项科学、更是一项艺术”,而对如何才能选择到合适的目标企业一言带过;然后对其进行市场、生产和财务等相关分析后给予估价及并购后的整合,实际上进行的是并购的动因、程序、环节和效果的研究,其逻辑本质是假设存在正确的输入,通过并购程序,产生正确的并购效果输出;但因为假设不一定存在,即搜寻到可以进行谈判的符合自己要求的目标企业,要输出正确结果很难,故对实际工作的指导作用大打折扣。不能指导实践的理论是空洞的理论,并购方面的实际工作者往往为如何寻找到合适的目标企业而大伤脑筋,正确的输入对保证正确的输出结果至关重要,没有

合适的目标企业,并购将是纸上谈兵。

## 一、目标企业并购研究

### (一) 目标企业并购理论

#### 1. 目标企业性质与目标企业并购

首先有必要弄清楚关于企业性质的各种理论假设:①新古典主义企业理论认为,企业是一个“原子”式的“经济人”,企业掌握充分信息,应用边际原理(边际收益等于边际成本时企业的总利润最大)实现利润最大化,利用市场机制是无代价的。但是这与现实世界相背离,因为实际上企业只能掌握有限的信息,利用市场机制是有代价的。②西蒙(1955)的“有限理性”及满意原则,比较符合企业的实际,企业追求的是满意的利润。③鲍莫尔(1959)的“最大销售收入”模型,企业追求的是销售收入最大,这与现代企业主要是股东的所有权和企业经理掌握的经营权是分离的,经理往往出于自身利益而追求企业的规模。④马里斯(1963)的“最大增长率”模型,企业追求比自己的过去和比别的企业发展要快,以保持竞争优势。⑤威廉姆森(1963)的“经理效用最大化”理论。⑥科斯等的节约交易费用理论,认为这是企业存在的原因,市场和企业是配置资源的两种方式,至于采用哪种方式取决于谁的交易成本更低。⑦近年来形成的与单边的股东至上主义不同的股东、经理、员工、政府、银行等利益相关者和共治理论等。企业的经营目的假设不同,其对应的动机理论也不同,从而可能会产生不同的并购动机。

目标企业并购的实质是夺取目标企业的控制权,为取得投资收益而进行参股则不属于并购。虽然股权转让后受让方不是企业的第一大股东,但具有重大事项的决策权,则就是并购,如方正科技(600001),方正集团曾一度不是第一大股东,但却掌握公司的命运。不过,一般来说,股份(股权)最多的股东掌握企业的控制权,并购绝大多数是为了获取第一大股东的地位,叫做控股权,控股有绝对控股( $>50\%$ )或相对控股( $<50\%$ ),而以相对控股居多。相对于绝对控股来说,相对控股可减少并购方的并购资金支出而又能达到并购的目的,缺点是对企业的控制能力不如绝对控股那么强,企业的其他股东如联手则自己将处于少数股权的不利地位,可能会丧失对企业的控制权。

企业不是一个标准化产品,其并购过程必将是一种复杂的交易过程,通常包