

美国企业 并购浪潮

邵万钦 著

MEIGUO
QIYE BINGGOU
LANGCHAO



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS



美国企业并购浪潮

邵万钦 著

中国商务出版社

图书在版编目(CIP)数据

美国企业并购浪潮 / 邵万钦著. —北京: 中国商务出版社, 2004. 11

ISBN 7-80181-299-9

I. 美... II. 邵... III. 企业合并—研究—美国
IV. F279.712.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 106816 号

美国企业并购浪潮

邵万钦 著

中国商务出版社出版

(原中国对外经济贸易出版社)

(北京市安定门外大街东后巷 28 号)

邮政编码: 100710

电话: 010—64245686(编辑室)

010—64220120(发行二部)

网址: www.cctpress.com

Email: cctpress@cctpress.com

新华书店北京发行所发行

北京兴达印刷有限公司印刷

850 × 1168 毫米 32 开本

10.875 印张 283 千字

2005 年 1 月 第 1 版

2005 年 1 月 第 1 次印刷

印数: 2000 册

ISBN 7-80181-299-9

F · 734

定价: 22.00 元

版权专有 侵权必究

举报电话: (010) 64212247

在激烈的市场竞争中，企业只有不断发展壮大，才能在竞争中求得生存。企业发展壮大的途径一般有两条：一是靠企业内部资本的积累，实现渐进式的成长；二是通过企业并购，迅速扩展资本规模，实现跳跃式发展。企业并购是一家企业以现金、证券或其他形式购买其他企业部分或全部资产或股权，以取得对该企业控制权的一种经济行为。美国著名经济学家施蒂格勒在考察美国企业成长路径时指出：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种形式的兼并收购而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。”

20 世纪，美国企业先后经历了五次并购浪潮，由此勾画出美国企业的发展轨迹。美国的五次并购浪潮是在不同的历史背景下产生的。美国第一次并购浪潮发生在 19 世纪末 20 世纪初，并购的高潮在 1898 ~ 1903 年间。19 世纪 80 年代，美国工业发展迅速，工业产值跃居世界首位，钢铁、机器制造等主要工业产品产量都达到世界第一位。但多数工业企业规模较小，经济实力有限，难以适应工业化大规模生产的要求。随着生产力的发展和生产社会化程度的提高，单个资本的聚集已经无法满足社会化大生产的需要，企业并购作为资本集中的重要方式应运而生。同时，随着科学技术的进步以及运输、电力、化学、汽车、石油等新兴工业的快速发展，也促使众多中小工业企业通过并购扩大企业生产规模，提高生产效率。

第二次并购浪潮发生于 20 世纪 20 年代，前期爆发的第一次世界大战不仅没有使美国经济遭到破坏，反而给美国经济的发展带来了机遇。由于欧洲各国在战争中受到严重创伤，战后经济的复苏需要大量生产设备、资金和原材料。这些生产资料与消费资料的需求，都依靠美国的供给，从而给美国提供了相当可观的销售市场。在美国国内，战时生产设备的更新以

及由于战争产生的消费需求都有力地刺激了美国经济的发展。在这种背景下,美国出现了一个20年代相对稳定的时期,经济有了较大的发展,大量剩余资金涌入股市,金融资本的活跃推动了第二次并购浪潮的发展。

第三次并购高潮的形成基础是主要发达国家都进行了规模庞大的固定资本投资,经济实力得到了很大的加强,特别是科学技术有了新的突破,一系列新兴工业部门相继兴起,如电子计算机、激光、宇航、核能和合成材料等部门。这些新兴部门的兴起,必然要求拥有巨额资金的强大垄断企业,只有大型企业才有可能集中大量原材料、劳动力和资金等生产要素,进行大规模集中生产,才能保证扩大再生产所需的生产资料和消费资料,才能以巨额资金从事科学研究,投入新的技术装备,进入新的生产领域,积累更多的资本。所以,第三次并购高潮是科学技术进步、生产力发展、经济繁荣相互作用而形成的。第二次世界大战结束后,美国成为世界经济霸主,大型公司的实力得到充分扩展,同时,全球性市场为跨国公司的海外扩张奠定了基础。在科技进步和频繁经济危机冲击的条件下,传统的制造业受到日益增长的国际竞争的影响,美国的经济结构也发生了重大的变动。在这些因素的综合作用下,第三次企业并购浪潮以空前的规模发生了。

20世纪70年代中期掀起的第四次并购浪潮,一直延续到1990年,其中以1985年为高潮。经过前三次的并购浪潮,西方工业国家的企业规模和竞争实力都得到了加强。进入70年代后,受1973年的石油危机的影响,美国与其他工业国家一样进入了严重的经济困难时期,并且受到周期性经济危机的冲击。但在金融、证券市场的作用下,依然产生了第四次并购浪潮。首先,70年代持续的高通货膨胀使美国企业资产的市场价值与重置价值发生变化,公司的市场价格普遍低于其资产重置成本,使得在股票市场上收购公司要比新建企业合算得多。因此很多公司利用这个契机,通过收购股票实现并购。其次,由于经济长期发展缓慢,造成企业投资规模下降,大量闲置资金逐步进入金融市场,风险信贷资金大量增加,甚至出现了专门从事并购活动的风险投资机构。金融市场充足的资金为此次并购浪潮提供了资金保证。第三,70年代后期逐步兴起的新型并购方法——“借债并购”被广泛使用,出现了很多“小鱼吃大鱼”的并购事件,新型并购方式

成为推动此次并购浪潮迅速发展的重要因素之一。

进入 20 世纪 90 年代后,在全球一体化、新技术革命以及国际金融资本的共同推动下,世界范围内兴起了第五次并购浪潮。在高新技术的快速发展和美国经济的持续快速增长的刺激下,并购浪潮在 1998~2000 年达到顶峰。此次并购浪潮的并购数量和规模都超过了前四次并购浪潮,成为影响当代全球经济的重要事件。

美国五次并购浪潮,不仅适时调整了美国的产业结构,而且奠定了美国在世界经济中近百年的主导地位。

邵万钦同志撰写的《美国企业并购浪潮》一书,就美国企业并购问题从经济史的角度进行了系统的研究。作者在比较全面地掌握和熟练应用美国企业五次并购浪潮文献资料的基础上,对 20 世纪美国企业五次并购浪潮进行了系统、深入的研究。该书从经济史的角度对企业并购问题进行了宏观考察,把美国企业五次并购浪潮放在百余年来经济周期、政策法规、产业经济结构、技术变迁、金融市场、企业组织形式等六个方面的历史变迁中来考察,系统分析了其来龙去脉和相互关系,对每次并购浪潮进行了历史定位,同时总结了每次并购浪潮的并购形式、技巧和效果的差异。这在经济史研究上都属创新之处,填补了研究空白。作者通过多个视点对美国企业五次并购浪潮进行了经济分析,提出了一系列新见解。最后将企业并购活动的根本目的,归结为对资本集中和垄断利润的追求。这从经济学和历史学上说,都可谓抓住了事物的本质特征。

该书采用历史分析和案例分析相结合的研究方法,重视对并购活动发展历程中一般规律的把握。对五次并购发展历程的史料组织和运用得当,由点及面,由具体历史片段抽象出并购活动发展的一般规律。

《美国企业并购浪潮》一书具有较为重要的理论意义和现实意义,不仅具有学术价值,而且对中国企业的并购活动具有指导作用和应用价值。

丁長清

2004 年 7 月 5 日 于南开大学

目 录

导 论	(1)
-----------	-----

上篇 20 世纪美国企业五次并购浪潮的历史考察

第一章 19 世纪末 20 世纪初的第一次并购浪潮	(41)
第一节 第一次并购浪潮的背景	(41)
第二节 第一次并购浪潮的内容	(51)
第三节 第一次并购浪潮的效果	(60)
第二章 20 世纪 20 年代的第二次并购浪潮	(68)
第一节 第二次并购浪潮的背景	(68)
第二节 第二次并购浪潮:纵向并购盛行的 20 世纪 20 ~ 30 年代	(79)
第三节 第二次并购浪潮的特点	(87)
第三章 20 世纪 60 年代的第三次并购浪潮	(90)
第一节 第三次并购浪潮的背景	(90)
第二节 第三次并购浪潮的主要内容	(92)
第三节 第三次并购浪潮的结果	(101)
第四章 20 世纪 80 年代的第四次并购浪潮	(108)
第一节 第四次并购浪潮的背景	(108)
第二节 第四次并购浪潮的过程	(111)
第三节 第四次并购浪潮的结果	(122)

第五章 20 世纪 90 年代的第五次并购浪潮(一)

——跨国并购浪潮的背景条件和特征分析 (127)

第一节 第五次并购浪潮的背景 (127)

第二节 第五次并购浪潮的特征分析 (137)

第六章 20 世纪 90 年代的第五次并购浪潮(二)

——跨国并购浪潮的动因、方式和效果分析 (149)

第一节 第五次并购浪潮的动因分析 (149)

第二节 第五次并购浪潮采用的主要并购类型 (162)

第三节 第五次并购浪潮的产业分析 (170)

第四节 第五次并购浪潮的影响与后果 (179)

第七章 石油公司并购研究 (202)

第一节 石油公司并购的发展历程 (202)

第二节 石油公司典型并购案例分析 (214)

第三节 石油公司并购重组的发展趋势 (225)

下篇 美国企业并购活动的经济分析

第八章 并购活动的类型和分析框架 (231)

第一节 并购类型的经济学分析 (233)

第二节 并购活动的分析框架 (240)

第三节 行业生命周期与并购类型 (249)

第九章 兼并与收购的相关理论 (254)

第一节 效率理论 (256)

第二节 信息与信号 (267)

第三节 代理问题和管理主义理论 (269)

第四节 自由现金流量假说(FCFH) (273)

第五节 其他并购理论

——市场力量、税收因素、再分配 (277)

第六节 各种理论的经验检验 (279)

第十章 美国企业五次并购浪潮的总结

——从资本集中和垄断的角度看并购活动的

发展历程 (284)

第一节 美国五次并购浪潮的经济影响分析 (284)

第二节 并购活动的根本目的是追求资本集中和
垄断利润 (302)

第三节 结论 (316)

参考文献 (326)

后记 (337)

导 论

20 世纪是生产力飞速发展、生产关系剧烈变化的时期。这期间美国共发生的五次企业并购浪潮，成为世界资本主义发展进程中的重大事件，这些并购产生的动因、背景和影响，一直吸引着国内外学者的注意力。对于这个问题的研究，一直是资本主义经济发展问题研究的焦点，该领域的研究成果颇多，本书主要从理论研究和历史文献研究两个方面进行综述。

一、国内外研究现状

（一）理论综述

1. 企业并购动因研究

随着全球企业并购的演进，加之国际、国内市场经济环境的急剧变化，企业并购背后所蕴藏的动机也更加具有复杂性和多变性。这种动机的复杂性和多变性源于并购的属性、企业内外部条件组合的多样性。从国内外现有的文献看，诸学者对企业并购的动因分析具有不同的视角，假设不同的条件，选取不同的样本，因此也得出不同的结论。目前对企业并购动机研究还未形成完整而且统一的体系框架。本书对有关并购动因的文献和研究成果归纳整理如下：

（1）规模经济动机论

企业并购的规模经济通常表现在两个方面：一是技术方面的规模经济。即由生产技术所决定的最佳产量规模，如果企业的生

产规模大于或小于最佳生产规模，经济效益或利润水平都会低于最佳产量时的水平。二是管理经营上的规模经济。主要表现在企业并购可以降低交易成本和销售成本、精简管理机构、增强研究开发实力和提高企业信誉水平等。规模经济对第一次全球并购浪潮的解释很具有说服力，众多规模较小的企业通过并购实现了规模经济。但也有经济学家认为兼并将导致行业内的“过度集中”。这种观点认为如果只有少数几家企业在某一行业中占有绝大部分的份额，这些企业将会趋向“合谋”。结果企业的价格和利润将含有垄断因素，无法通过兼并实现规模经济，而只能导致垄断利润。

(2) 战略动机论

战略驱动并购的原动力是企业利润的最大化，或者是股东价值的最大化及企业盈利能力的持续稳定上升。新古典经济学从利润最大化的传统假设出发，将并购看作是企业追求利润最大化或成本最小化的行为，在现实并购中管理层的并购决策应该符合股东利益最大化。具体的战略动机表现在以下几个方面：一是能力转移动机。威斯通等认为，兼并是为了转移或获得行业专属管理能力（横向兼并或相关兼并），转移或获得一般管理能力及财务的协同（混合兼并）。二是战略重组动机。通过兼并实现分散经营，同时扩充管理技能。K. D. Brouthers 等（1998）认为在并购的战略动因中包括提高竞争力、追求市场力量和获取稳定的利润增长率等。

此外，从 TNCs（跨国公司）理论角度上看，从最初雏形到现在，当前的 TNCs 自身的一体化就体现在复合一体化战略上，这是一种全球化的战略，即将企业的采购、生产和销售活动按照最有利的区位分布于世界各地，形成一个一体化的网络，最终使企业总体获得利润最大化，在这个意义上，并购必然是 TNCs 全球战略中的一个环节。

战略动机论中有一个重要的分支是多样化（分散风险）动

机。作为任何一种环境下的企业，规避风险都应该是它们战略组合中不可缺少的一部分。通过产品或地域市场的多样化来实现降低风险（经营风险、外汇风险等）一直是跨国企业的一大愿望。企业进行跨国并购的根据是，与国内相比，各国之间产业收益的相关性较低。通过收购外国公司能绕过关税与非关税壁垒，从而减少不确定性。不过，随着全球竞争加剧和技术加速发展，企业更加集中于核心活动，因而，虽然地域动机仍然在起作用，但产品多样化的动机已不那么重要了。

（3）协同动机论

一些经济学家（Arrow, 1975; Alchian, Crawford and Klein, 1978; Williamson, 1975）通过对第二次并购浪潮的研究后认为，企业的纵向联合通过避免相关的联络费用和交易成本使得不同发展水平间的企业实现了经营的协同；同时，利用并购企业向被并购企业管理的溢出使双方企业的管理水平也得到提高，实现了管理上的协同。

此外对市场协同、财务协同、技术协同和采购协同（加强讨价还价能力）的寻求也是促使企业并购的重要动因。关于市场协同 Weber（2000）和 Dholakia（2000）认为通过与竞争对手合作，可以降低成本增加利润（通过提高规模经济和削减重复操作），同时增加产出（通过增加新产品和扩大市场）。财务协同理论认为，企业兼并收购以后，由于其规模的扩大和组织结构的改变，它会给兼并后的企业带来许多好处，比如税收方面（通过企业并购合理避税）、会计处理方面和证券交易方面（通过并购提高证券价格）等。此外，财务协同效应还来自成本的内部融资和外部融资，拥有大量内部现金流和少量投资机会。而少量投资机会的企业与拥有少量内部现金流和大量外部投资机会的企业进行合并，会得到较低的内部资金成本优势。技术协同是合并后的企业能够通过互补性资源和技能的配合，提高企业的创新能力。Hagedoorn and Duysters（2000）在对计算机行业的并购

研究中证明,在经营战略和组织结构上相似的两个公司合并有利于发挥双方技术协同效应,促进技术资源的重新配置。

(4) 金融创新推动与潜在价值低估论

金融创新对企业并购的推动是从第四次全球并购浪潮开始日益凸现的。原因是金融创新工具,特别是垃圾债券(junk bond)的使用,使得杠杆融资被广泛应用,企业很容易筹集大量现金进行并购,任何企业只要经营表现稍微不善,就有可能成为收购的目标。

金融创新对并购的推动是与潜在价值低估相联系的,Tobin(1977)的 q 值理论和Jensen(1986)的自由现金流假说为这种动因做出了很好的解释。Tobin(1977)认为,由于在股票市场上,许多投资者强调短期收益而对具有长期投资价值的企业缺乏投资兴趣,最终导致这些企业的价值被低估,在不考虑资本所得税的情况下,企业市值低于重置资本成本,并购就有可能发生了;同时在上世纪七八十年代高通胀的条件下,也使得许多公司的账面价值低于重置成本,这些公司最终成为被兼并的对象。Jensen(1986)的自由现金流假说是对杠杆收购的又一种理论解释。Jensen认为,股东和管理层对企业现金流的管理上存在着矛盾,他们都倾向于自己持有,但是这样又不会实现股东权益的最大化。为了削弱管理层的势力和对他们进行监督,股东就有动机寻求新的投资机会,杠杆收购就成为解决公司股东和管理层利益冲突的一种有效工具。

(5) 全球化与外部冲击论

经济全球化和信息技术革命导致全球竞争的加剧,竞争的加剧又迫使世界各国普遍放松监管政策,这就给并购创造了较有利的企业内部压力和外部环境。Caves(1982)对跨国并购进行了总结,他认为纵向的跨国企业将中间产品的市场内部化,而横向跨国企业将无形资产的市场内部化。Mitchell and Mulheirn(1996)提出了并购的外部冲击理论,阐述了并购的发生是由于外部因

素,如技术革命、全球化、政府监管的放松等变动而引起的。还有专家(Weston, 2002)提出了当今跨国并购产生的七大推动因素,它们分别是:技术进步,全球化和自由贸易,监管松弛,规模经济、范围经济、经济互补推动的技术赶超,产业组织的变迁,企业家个人才能及股价的上升,利率的降低和经济的持续增长。

(6) 其他动机

除以上所述基本动机外,各文献中仍然存在其他动机,如个人动机、财务动机、文化动机、社会环境、政府管制等,许多因素是考虑了企业特定的、东道国特定的或行业特定的因素。我们可以看出企业并购动机林林总总,纷繁复杂,但从长期看来,隐藏在每个动机下的最原始、最基本的动因无非只有一个,那就是对经济利益的追求。在解释企业为何进行并购时,综合考虑所有因素是重要的。只有某一种因素单独起作用的情况是很少见的。事实上,在一项国别的比较研究中,对前面提到的部分并购动机进行了检验,没有一种动机得到始终一贯的证实,这说明同时有多种因素在发挥作用。

2. 并购的成本与收益

(1) 成本分析

并购成本从一个方面决定了并购是否能够获利以及获利多少。并购成本在很大程度上决定了并购的成败,决定了并购投资决策的正确与否。企业并购是一个长期复杂的经济活动,一切围绕并购发生的支出都应该是并购成本的构成要素。并购成本是以目标企业资产评估结果、目标企业被评估价值为基础,以并购价格为核心,综合考虑多方面因素而形成的成本之和。

以并购的过程为主线,并购的成本主要有以下几个方面:

第一,企业并购的进入成本(entry cost),也被称作并购完成成本,是指并购行为本身所发生的直接成本和间接成本。其中最主要的就是企业并购价格对并购企业来说,目标企业的价值不

是目标企业资产评估的结果，而是从更长远的、动态的、持续经营的角度评价目标企业的价值，这个价值就构成并购价格的上限。进入成本还应该包括并购企业的融资成本，主要是现金支付、举债利息、证券筹集资金费用等；中介机构成本，包括对投资银行、律师事务所、并购经纪人及评估公司所支付的费用；更名成本。

第二，整合成本，也被称作并购协调成本，包括并购企业为使被并购企业按计划启动、发展生产所需的各项投资。主要有以下内容：①整合改制成本。这里涉及到五个整合从而产生五个成本，即业务整合（成本）、管理整合（成本）、组织机构整合（成本）、人事整合（成本）和文化整合（成本）；②后续资金投入成本；③内部协调成本，随着企业规模的扩张，协调成本势必增加。

第三，退出成本。当企业在通过并购实施扩张而出现扩张不成功或者当企业所处的竞争环境出现了不利的变化，并购企业需要部分或全部解除整合所发生的成本。一般来说，企业并购的力度越大，可能发生的退出成本就越高。

第四，机会成本。不言而喻，并购的机会成本就是企业为完成并购活动所发生的各项支出（尤其是资本性支出）相对于其他投资和收益而言的利益放弃。

（2）收益分析

企业并购的收益基本上是和本书前一部分的并购动因相对应的，因为正是有获取收益的动力才会使并购行为产生。企业并购收益大体包括实现规模经济、节约成本、获取竞争优势、协同效应、分散风险等等。限于篇幅，这里不再赘述。

3. 企业并购影响研究

企业并购的效应主要体现在两个方面，即宏观经济效应和微观经济效应。宏观经济效应分析侧重于并购对就业、产业结构、市场结构以及长期经济发展等方面的影响；而微观经济效应分析

则强调企业微观效益的改变、核心竞争力的延伸、协同效益的产生等方面。

(1) 并购与社会就业

实现充分就业是政府宏观经济调控的重要目标。并购的目标之一是降低成本,从而往往伴随着企业的减员和失业人数的增加。这方面的实证研究较多,从现有文献上看,很难预测企业并购对劳动力的影响。有数据显示,在美国,尽管企业的兼并重组会导致有些行业中的雇员失业,但随着企业调整的完成,自1980年以来,整个美国经济中每年新增加近200万个工作机会。根据C. Brown and J. L. Medoff (1987)就并购对工人工资和就业状况的影响的研究发现:企业间的并购导致了工人工资水平下降了4%,而就业水平却上升了2%。McGuckin and Nguyen (2001)发现,典型的所有权变更不但增加了工作机会,而且工资也有所上升,因此,所有权变更对就业的影响是积极的。Conyon (2001)在研究了1983~1996年英国敌意接管对劳动力的影响后发现,善意接管和敌意接管对劳动力的需求都具有直接的副作用,但是,敌意接管后劳动力的雇用有明显下降。Conyon (2002)认为,并购经常带来或者说并购的动机是寻找减少劳动力雇用的机会,与公司帝国的构建者或经理们急于浪费自由现金流发起的合并相比,出于利润最大化动机而发起合并的经理人更可能在合并后节约费用和减少雇用。Conyon (2002)的实证研究发现,合并引起真实的、显著的失业,相关合并和敌意合并引起的失业更多。国内有学者认为,由并购而导致的失业只是一种短期的现象,在长期中,并购对就业的正面影响要大于其负面影响,但这也取决于一国经济增长、劳动力市场弹性、技能熟练程度及企业的竞争力。

关于并购后减员的原因,Krishnan and Park (2002)认为,有两种理论可用作解释:一是基于资源理论。减员可以带来操作上的一体化,如规模经济和范围经济。二是代理理论。经理层并

购是出于扩大规模，也许不会引起减员，而董事会出于利润考虑，会要求经理层在并购后进行公司重组；作为重组的一部分，经理层不得不实行减员（Gibbs, 1993），减员可被视为公司有效治理的一种实践。

（2）并购与产业集中

企业并购行为必然会影响行业的组织结构，并购对产业集中度的影响引起许多经济学家的关注。美国经济学家 Mitchell and Mulherin (1996) 通过对 20 世纪 80 年代被并购公司的研究发现，这些目标公司都集中于某些产业，表现出被并购产业集聚的特征。Andrade and Stafford (2001) 按并购金额对近几年并购浪潮中并购企业所在行业进行排列，然后对这些行业进行相关性分析，结果发现这些行业不具有显著的相关性。这表明企业并购并没有集中在某一个行业，不会对行业的自由竞争产生严重威胁。但是据统计数据显示，并购企业长期的销售额较低，但利润却比较高，人们认为一个合理的解释就是并购企业通过市场垄断力量获取了超额利润。

但是，反面的结果也是存在的。Pautler (2001) 通过大量数据说明了在 1974 ~ 1998 年间并购并没有出现明显的产业集中趋势。Weston 的研究表明，为适应全球市场的调整，衡量行业集中度的指标平均集中比率下降到约 25%。还有学者 (Gowrisankaran and Thomas, 2002) 以动态垄断公司模型为基础对兼并在长期中是否会引起垄断做了一次实证研究。结果发现，并购只有在这一行业的供给相对无弹性，而需求相对有弹性的情况下才有可能发生，这表明垄断公司借助垄断力量提高垄断价格的能力受到限制。并购对行业集中度的影响至今还无定论，根据不同的模型和假设条件得出的结论往往是不同的。

（3）并购与资源配置

Jovanovic (2002) 和 Rousseau (2002) 认为并购在经济中主要发挥两种作用：扩张和收缩。从行业角度看，行业内并购的即