

胥朝阳 / 著

企业并购

Management of
Enterprise
Merger Risk

的

风险管理



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

企业并购的风险管理

Management of Enterprise Merger Risk

胥朝阳 著

中国经济出版社

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

企业并购的风险管理 / 胥朝阳著. —北京:中国经济出版社, 2004.9
ISBN 7-5017-6595-2

I. 企... II. 胥... III. 企业合并—风险管理 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 088878 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037·北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 王振德 (电话: 010 68319284)

责任印制: 张江虹

封面设计: 华子图文公司

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京人民文学印刷厂

开 本: A5 1/32 印 张: 6.125 字 数: 167 千字

版 次: 2004 年 10 月第 1 版 印 次: 2004 年 10 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-5017-6595-2 / F·5316 定 价: 16.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68353507 68341876 68341879 68353624

序

企业并购重组是伴随经济全球化不断深入形成的一种必然趋势,也是企业管理所涉及的一个全新内容。在市场全球化、信息全球化的推动以及高新技术产业迅速发展的影响下,企业生产要素的配置正向动态开放式过程转变。企业并购以产权为交易对象,通过产权转让实现企业控制权的转移和资源重组,是企业外部成长的一条重要途径,也是产业结构调整和企业制度创新的动力,在资本市场中正发挥越来越大的作用。可以说,以收购兼并为主要方式的资本运营,是企业发展壮大无法绕开的必由之路。同时,从企业并购的特征和国内外企业并购的实践来看,并购又是一项高风险的资本经营活动。因此,加强企业并购的风险管理具有重要的现实意义,本书选题有较大的理论和实践价值。

该书是在胥朝阳同志的博士论文《企业并购的风险管理研究》基础上,根据多位专家的建议,经过半年多的修订完成的,凝结了作者多年的研究心血,尤其是攻读博士期间的心血和汗水。近年来,围绕企业并购的风险管理与资本经营,他撰写并发表了 30 多篇学术论文,成为写作本书的重要基础。此外,作者还将其在本科阶段数学专业受到的逻辑思维训练、硕士阶段积累的经济理论功底与作为注册会计师、企业财务顾问、财务经理的实际运作经验融合起来,使得本书具有较强的独特性和可读性。

该书以产权经济学理论、规模经济理论等经济理论为依

据,按照系统原理,以企业并购风险的产生、识别、测评和处置为逻辑主线,运用规范分析与案例分析相结合的方法,对并购风险管理中的风险辨别、风险防范和风险控制等三个基本运作机制进行了全面系统的阐述,并用定量分析法对并购绩效进行评价,从而构建了一个较完整的理论分析框架。

该书的独特性之处主要有三点:一是将企业并购视为一项高风险的战略投资,运用战略匹配、组织适应和过程控制有机统一的“三维原理”,对企业并购风险管理进行系统分析,以说明并购风险管理的系统性特征;二是把企业并购视作灰色系统运作的一种方式,尝试引用模糊数学理论,构建并购风险矩阵,进行灰关联分析,实现对企业并购风险的量化测评;三是总结出质疑式并购法、间接式并购法和两步式并购法等风险规避方法。

该书共 11 章,可分为三部分。

第一部分,阐述企业并购风险管理的基础理论和方法,包括第一、二、三、四章。第一章,阐明研究企业并购风险管理的背景和意义,评述国内外企业并购风险管理研究的成果和现状,提出本书研究的内容、思路和方法。第二章,对企业并购及其风险进行理论界定,从风险产生的原因和表现形式等多种角度,阐述风险收益对称性、风险的可认知性、风险的可防范性和风险的可控性等并购风险认识观。第三章,将企业并购划分为制定并购战略、选择目标企业、并购谈判和并购整合等四个阶段,深入探讨企业并购风险的产生机理。第四章,依据系统原理,论证企业并购风险管理是一个以获取

并购信息为始点、以市场为导向、以价值形态为主要管理对象、以实现风险价值最大化为目标,由风险识别、风险测评和风险处置等运作环节构成的开放系统。

第二部分,论述企业并购风险管理运行机制和操作技术,包括第五、六、七章;第五章,以对会计报表及相关资料的分析为基础,阐明改进后的德尔菲法、分段法和风险树法等企业并购风险识别方法的原理和过程,通过实际并购案例说明企业并购风险识别技术的应用。第六章,把企业视作一个灰色系统,尝试将模糊数学理论和灰关联分析理论用于企业并购风险的测评;结合实例,阐述模糊测评法和灰关联测评法的技术原理和操作过程,并进行比较。第七章,概述企业并购风险的处置策略,结合具体案例详细阐述质疑式并购法、间接式并购法和两步式并购法等企业并购风险规避方法;提出了并购风险转移和控制的有效途径和操作要点。

第三部分,从战略高度拓展和深化企业并购风险管理理论和方法,包括第八、九、十、十一章。第八章,阐述研究战略并购风险管理的重要性,归纳出以“市场+组织”为基础的八种可供选择的战略并购模式;运用战略匹配、组织适应和过程可控的“三维原理”,比较分析不同模式的并购风险,并据此重构企业战略并购流程。第九章,点明从风险管理角度研究企业并购绩效的意义,分析企业并购绩效的独特性,评价企业并购绩效,检验所选并购模式的可行性和并购风险管理的效果。第十章,从防控企业并购风险、评价企业并购绩效的角度出发,结合实际例子探讨企业并购价格的形成机理与

确定方法。第十一章,分析了民营企业并购国有企业风险的特殊性及其产生的原因,论证了防控风险的基础,结合典型案例提出了相应的防控措施。

最后是总结与展望,归纳本书的研究结论,展望企业并购风险管理的发展趋势和研究方向,指出有待进一步研究的问题,提出拟采取的研究对策和方法。

该书结构合理、层次清晰、逻辑性强、说理透彻、文字流畅,研究目标明确,研究内容贴近实际,研究路线合理,研究方法可行,研究结论可信,值得经济界、管理界的理论研究人员和实务工作者阅读。

华中农业大学经贸学院 蔡根女

2004年9月27日

目 录

序	(1)
第一章 全球企业并购浪潮的兴起	(1)
一、企业并购溯源	(1)
二、启示——加强并购风险管理	(10)
三、研究动态	(14)
四、研究思路和方法	(19)
第二章 企业并购及其风险概述	(22)
一、企业并购的含义	(22)
二、企业并购风险的含义	(26)
三、企业并购风险的类别	(30)
四、企业并购风险的认识观	(36)
第三章 企业并购风险产生的阶段分析	(41)
一、制定并购战略	(41)
二、选择目标企业	(46)
三、并购谈判过程	(47)
四、并购后的整合	(49)
第四章 企业并购风险管理系统	(54)
一、企业并购风险管理的含义	(54)
二、企业并购风险管理系统的结构	(56)
三、企业并购风险管理系统的特征	(63)
四、企业并购风险管理系统的运作	(67)

第五章 企业并购风险的识别	(70)
一、并购风险识别对象	(70)
二、并购风险识别技术	(73)
三、案例分析:康恩贝公司收购浙江凤凰失败案	(78)
第六章 企业并购风险的测评	(82)
一、企业并购风险的模糊测评	(82)
二、企业并购风险的灰关联测评	(87)
三、案例分析:两种风险测评方法的比较	(90)
第七章 企业并购风险的处置	(95)
一、企业并购风险处置策略	(95)
二、企业并购风险的规避	(97)
三、企业并购风险的转移	(101)
四、企业并购风险的控制	(104)
五、案例分析:三九医药收购雅安三九药业	(108)
第八章 基于风险的企业战略并购管理	(112)
一、企业战略并购概述	(112)
二、企业战略并购的类型	(115)
三、企业战略并购的选择	(118)
四、企业战略并购的流程重构	(126)
五、案例分析:开开实业控股三毛派神	(130)
第九章 企业并购绩效的评价	(134)
一、企业并购绩效的概念	(134)
二、企业并购绩效的评价	(137)
三、案例分析:某企业的并购绩效评价	(143)

第十章 企业并购价格的确定	(147)
一、并购价格区间的初步估算	(147)
二、并购价格区间的再估算	(149)
三、均衡并购价格区间的确定	(152)
四、案例分析	(154)
第十一章 民营企业并购国有企业的风险	(156)
一、民营企业并购国有企业风险的特殊性	(156)
二、民营企业并购国有企业风险的防控	(163)
三、案例分析:风险防控助民营企业并购成功	(167)
总结与展望	(170)
一、本书的研究结论	(170)
二、本书的创新点	(171)
三、需要进一步讨论的问题	(172)
四、拟采取的研究措施	(173)
参考文献	(175)
后 记	(183)

第一章 全球企业并购浪潮的兴起

20 世纪 70 年代以来,企业并购重组活动在工业发达国家日益活跃,尤其在 90 年代中期以后,大公司之间的并购重组不断增加,国际上许多巨型公司都卷入了企业并购热潮。在我国,随着资本市场的发育和上市公司的不断增多,企业并购重组活动也日趋频繁。在过去 5 年里,中国的并购额每年都以 70% 的速度增长,中国已经成为亚洲第三大并购市场;有人预言,西方百年并购史将在中国未来 10 年内上演^①。

一、企业并购溯源

(一) 美国——五次企业并购浪潮

随着科技的发展和信息技术的应用,迄今为止,美国历史上已经发生过五次企业兼并浪潮。每一次企业兼并浪潮都对企业结构的调整、企业自身的发展和美国产业结构的变化产生了巨大影响。

1. 特点

第一次企业兼并浪潮,发生在 19 世纪末 20 世纪初,高峰期在 1898 ~ 1902 年。最初发生在石油业,以后逐步扩展到铁路、冶金、石油、机械、牛奶、烟草、橡胶等行业;以减少同行业间竞争程度为目的的兼并占大多数;并购遍及各行业,但以制造业和加工业为主,并波及金融业;成功的兼并企业,大多数发生在大量生产、大批生产或连续作业并需要特殊销售服务的工业中,其中食品工业和制造业特别成功;追

^① 沈强,程玉. 换股并购:引领中国新并购. <http://www.mergers-china.com>, 2004-03/23

求以商品为中心的行业垄断力、规模经济以及企业利润;金融业在并购中发挥了重要的中介作用,其中 1/4 的兼并活动由银行特别是投资银行完成^①。并购集中的主要行业纷纷涌现出各自的并购领袖人物,如 J·P·摩根、A·卡耐基、J·D·洛克菲勒等都成为各个行业整合的旗帜,是并购不可或缺的发动机。

——在总计 328 起大并购中,146 个成功,169 个不完全成功或失败。

第二次企业兼并浪潮,发生在 20 世纪 20 年代美国经济相对稳定增长的时期。这一时期美国经济由以轻工业为主转向以重工业为主的结构——需要补充大量资本——需要资本进一步集中——导致了第二次并购浪潮。兼并形式以把一个部门内各环节的企业兼并在一起、形成一个统一运行的联合体为主;投资银行在并购中起主要作用;并购管理技术和兼并形式的改进,形成了寡头垄断,增加了市场竞争程度,大大提高了并购的成功率。

第三次企业兼并浪潮,发生在二战后的 50~60 年代,即西方国家经济相对稳定发展的时期。由于这一时期微电子、新材料、新能源和激光技术的应用,推动了生产力发展。新技术的应用导致企业规模经济上升,部门集中垄断程度进一步扩大;跨行业、跨部门的并购成为并购的主流。

第四次企业兼并浪潮,发生在 20 世纪 70 年代中期至 80 年代末,以信息技术为中心的新技术革命首次在美国发生。并购主要集中在商业、投资银行业、金融业、保险业、批发业、零售业、广告业和医疗卫生等服务行业;并购资产规模空前,单项企业并购规模巨大,10 亿美元以上的企业并购层出不穷;以杠杆收购为手段,即由金融媒体机构支持通过举债实现“小鱼吃大鱼”——小企业兼并大企业。

第五次企业兼并浪潮,发生在 20 世纪最后 10 年。在经济全球化进程加快和信息技术迅速发展的背景下,并购主要集中在计算机、通

^① 盛洪. 最新中国企业并购经典案例[M]. 北京:中国轻工业出版社,1999, 13~195

讯信息、航空、金融和娱乐等新型服务行业;发展越迅速的行业,并购的规模和频繁度越高;并购以获取新市场、新技术和人才为目的,着眼于信息革命和开拓网上市场;并购大多是以双方合作的方式进行,跨国并购成为一种趋势。

2. 演绎

以时间为线索,对美国的企业并购行为进行梳理,可以在以下方面找到共性:

(1)动因的变迁。前三次并购,大多因企业自我扩张和国内激烈的市场竞争而发生。包括企业对规模经济效益的追求、企业成长的需要、企业间的优势互补及降低风险的需要。后二次并购,主要在于通过并购获得技术、市场、专利、产品和管理等方面的优势,甚至包括优秀的企业文化。

(2)目标的变迁。前四次并购的目标在于争夺国内市场,提高国内市场的占有率;采用的手段是你死我活、尔虞我诈,以达到强行“消灭”竞争对手的目的。90年代后立足全球经济,以国际市场为企业生存的基本背景,在国际市场上寻求并购目标;采用强强联合的方式,寻求实现优势互补效益;从打败竞争对手,抢占市场演变为双方走向联合、共享市场,以便降低并购成本、减少双方消耗。

(3)主客体的变迁。并购主体由化工、钢铁、汽车、石油等传统产业逐渐转向金融、计算机、通讯和网络等新兴产业;由大企业扩展到巨型企业。规模日益扩大的并购行为更多地依赖投资银行等金融机构。并购客体一般由主体根据自身发展的目的和要求科学地确定。在并购初期,因企业自身资本力量有限,并购对象往往是一些经营状况不佳、债务负担重,但有一定发展潜力的企业;在现阶段,并购主体主要选择经营状况好、有同等竞争能力的企业,以便降低企业竞争压力,提高市场占有率。

(4)方式的变迁。并购初期,一次性兼并或收购居多;60年代后,因投资银行等金融机构的加入导致小企业兼并大企业方式的兴起;90年代后,借助于证券市场协商定价方式完成收购。即大致存在着从非协商收购到负债收购,再到协商收购的变化。

(5)程序的变迁。早期,企业并购方式落后,并购过程秘而不宣,并购程序不公开;现代企业并购多采用协商条件下的善意收购方法,公开并购程序。国际通行的企业并购程序为:企业书面向法院提出申请→法院批准后组建债权人委员会→聘请中介机构代表对企业经营活动、财务和债务状况进行评估→制定并提交企业并购计划给法院→法院依法审核→批准计划。

(二)全球——1998 年以来的跨国并购热

1. 特点

(1)跨国并购成为国际直接投资的主要方式。联合国 2000 年的《世界投资报告》显示,跨国并购价值从 1990 年的不到 1600 亿美元增加到 1999 年的 7200 亿美元。1998 年跨国企业并购总额达 4110 亿美元,占全球国际直接投资的 64%;1999 年,跨国兼并与收购的比例为国际直接投资的 84%;2000 年,跨国并购占到国际直接投资的 90% 以上。

(2)强强并购金额巨大。1998 年以前“大鱼吃小鱼”式的并购司空见惯,“蛇吞象”式的并购也常常发生,但发生在两个势均敌力的巨头之间的并购则不很多,并购金额的最高纪录是 1988 年的 KKR 金融集团以 265 亿美元收购国民饼干企业案。而 1998 年以来的强强并购在石油、金融、汽车和制药等行业屡见不鲜,并购额也连创新高。艾克森石油公司以近 790 亿美元的价值收购美孚公司,旅行者集团以 726 亿美元收购花旗集团,德国戴姆勒-奔驰汽车公司以 400 亿美元收购了美国的克莱斯勒汽车公司,制药公司捷利康以 350 亿美元收购阿斯特拉等。

(3)同行业并购显著增加。主要表现为同行业并购增多,跨行业并购减少。1998 年以后,同行业并购在跨国并购中的比重由 1993 年的 50% 左右上升到 70% 以上,石油、金融、汽车和制药等行业的同业并购尤其引人注目。例如,在金融业,除了旅行者集团并购花旗集团案外,影响较大的还有国民银行以 616 亿美元收购美州银行案,德意志银行以 97 亿美元收购纽约信孚银行案等。

(4)新技术领域的并购明显上升。由于电脑、网络、软件及数字化新技术的迅速发展,孕育出一些新的产业。并购推动了新技术产业之间及新技术产业与传统产业之间的迅速融合,给产业结构变迁和经济发展带来了深刻的影响^①。1999年至2001年,全球跨国并购在电信业、制药业、金融业、公用事业的比例逐年上升,均超过了50%。如1999年初,雅虎与福克斯公司的联手,全国广播公司收购Snap网络公司的股票等等。尽管企业并购存在着一定的周期性,但从长期来看,并购作为一种经济现象将在全球范围内持续下去。

2. 影响

(1)企业间的国际竞争加剧。全球市场竞争推动了企业间的跨国并购,形成了一定程度的垄断,使竞争在规模膨胀的基础上继续加强,形成了规模扩张和市场份额争夺的大竞赛。例如,石油业的巨头企业艾克森同美孚合并之后,危机感立刻在其他国家的同行业巨头中弥漫开来;紧接着,阿莫科并购了英国石油,法国的TotalSA同比利时的Petrofina SA也走上了合并之路,其他企业也纷纷效仿,全球石油市场竞争新格局随之形成。汽车业、电信业及金融业等许多行业由并购个案引发的连锁并购案,也是竞争与并购相互关系的体现。在行业生产过剩的情况下,竞争失败者将被无情地淘汰出局,哪怕是曾经辉煌过的巨型企业。在这场大竞赛中,发达国家的跨国企业凭借其资本实力在并购中占居优势地位,给发展中国家的企业带来了巨大的压力^②。

(2)反不正当竞争管理制度面临挑战。世界上不少国家颁布了反不正当竞争法并建立了监管机构,旨在维护公平的交易秩序,为资源的自由合理流动创造条件,提高资源的利用率和使用效益。但各国反不正当竞争法管理的重点、标准和程序各不相同,致使并购成本居高不下,给跨国并购带来了麻烦甚至冲突。例如,在波音——麦道案中,美国关注的是并购是否会导致机票涨价并损害飞机乘客的利益。在

^① 袁智德等:世界高科技企业兼并、重组的特征与战略,外国经济与管理[J],2000(7):6~12

^② 孔永新:迎接全球银行购并浪潮,中国金融出版社[M],2000,6~121

认定“不会”之后,即予以通过;欧盟关注的是并购是否会导致制造商之间的不公平竞争,在认定为“会”之后,便加以阻挠。又如 1998 年 12 月 AT&T 宣布同 BT 合并后,美国采取放任的态度,但欧盟委员会却宣布要进行调查,因为欧盟担忧两企业合并后在全球市场上的份额过大,可能阻碍其他电讯企业的发展。特大型并购案由欧盟统一管理,不需要由涉案各国分别处理;但涉及欧盟企业的小额跨国并购案却需要得到各自国家的批准,并购程序反而变得更加复杂。

(3) 全球经济一体化步伐加快。在一些重要的产业领域,跨国并购可能导致对管理权的争夺和文化冲突。即不仅关系到对市场的控制,还会牵涉到敏感的经济主权问题、棘手的社会问题和文化障碍^①。例如,1995 年,英国的吉百利公司收购了美国的七喜之后,由于同可口可乐的市场争夺,加上不同的管理方式和文化冲突,造成七喜每况愈下。因而吉百利公司感叹“软资产的整合是难上加难”,结果于 1998 年末,不得不将七喜卖给了可口可乐。跨越不同的政治、经济、文化圈所带来的问题更加复杂化,特别是我们国家与发达国家具有不同的企业文化和价值,经济发展又处于相对弱势,怎样在经济全球化进程中审时度势,趋其利,避其害,是一个值得思考的问题。

(三) 中国——全球企业并购的热点

中国的企业并购起步于 20 世纪 80 年代,以河北省保定市锅炉厂兼并保定市风机厂为标志,其过程大致可分为以下 4 个发展阶段:以改革开放和城市经济体制改革为诱因,从 20 世纪 80 年代起步,在 1988 年出现了第一次企业并购高潮;1989 年到 1992 年由于宏观经济紧缩,企业并购进入低谷期;1992 年社会主义市场经济体制改革目标的确立,引发了第二次购并高潮;以中国加入 WTO 为标志形成的第三次购并浪潮。

1. 现状

加入 WTO 以后,经济贸易日益全球化,国内经济的发展需要更多

^① 曹媛媛. 行业冲击理论框架下的企业并购浪潮动因分析. 科学学与科学技术管理[J], 2003(6):23~25

地利用全球资源,参与国际市场分工;产业结构和企业结构调整步伐逐步加快,为企业并购的生存和发展提供了土壤。加上并购法规政策的逐步规范和透明,企业并购的法律环境得以改善。所以,在全球跨国并购热开始降温时,中国便成为全球并购的热点。

(1)实质性资产重组成为主流。所谓实质性资产重组是指收购方对被收购企业的资源进行全面整合,以优化资本存量和整体结构,将被收购企业的发展纳入收购方的整体发展战略之中。以 2002 年为例,大额并购交易多以行业整合为主,且重组力度较大;收购的资产与其主营业务密切相关,行业整合与战略调整的意图较强。主要体现在两个方面:一是电力、民航、基础电信、汽车和水务领域相继出台的产业政策,直接推动了行业内上市公司的兼并;二是在 2002 年的上市公司并购中,同业并购超过 80%,成为并购的主流。由于监管法规体系的完善、竞争态势的转变以及经营环境的变化,提升企业综合竞争能力的实质性重组和战略性重组所占比重进一步上升。在 2003 年,要约收购、吸收合并、定向增发等并购重组方式从理论探讨演变成实际行动^①。

(2)外资并购与并购外资并举。外资并购是指外国资本对中资企业的兼并收购。国有企业起始于 1995 年日本五十铃对北旅的并购,之后因法规不健全,暂停向外商转让上市公司 A 股国有股和法人股。但在 B 股市场,外国资本就一直没有停止对中资企业的兼并收购。例如,2001 年艾默生收购华为集团的安全电气,法国阿尔卡特收购上海贝尔,格林柯尔收购科龙等^②。2003 年《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》重新开启向外商转让上市公司 A 股国有股和法人股的大门,成为推动外资并购的新动力。并购外资是指中资企业对外国企业的兼并收购。随着经济全球化进程的加速,中国经济在全球经济中的影响越来越大,一部分国内企业的实力迅速增强。在

① 高良谋. 并购后的整合管理至关重要. 光明日报[N]. 2003-12-30

② 张亦梅. 外资对中国品牌的消灭式并购及中方企业的对策. 经济管理[J], 2003, (5): 21~23