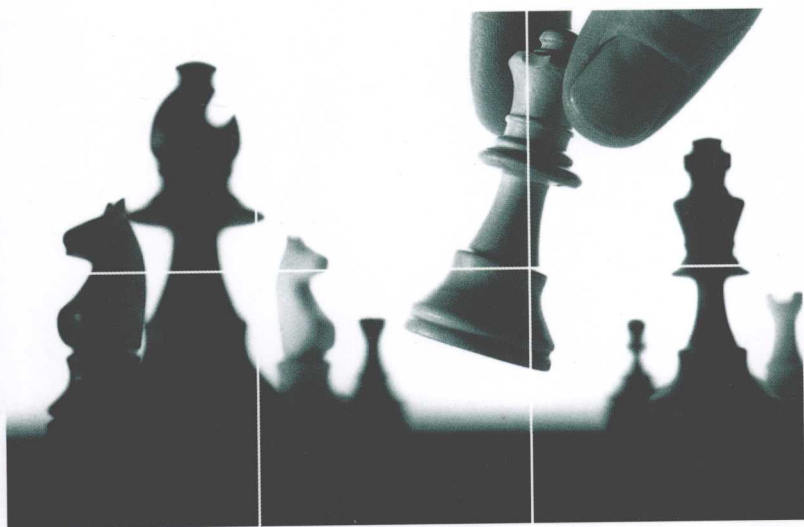


ESSENTIAL MERGER ENGINEERING

并购工程概论

胥朝阳◎著



科学出版社

www.sciencep.com

并购工程概论

Essential Merger Engineering

胥朝阳 著

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书运用工程学原理,以企业并购的业务流程为逻辑主线,运用逻辑演绎与案例剖析相结合的研究方法,系统阐述了企业并购产生与发展的内在规律,构建了一个较完整的理论分析框架。全书共10章,可归结为三个部分:第一部分包括第1~3章,从并购现象的解释导出并购工程学说的内涵及其应用;第二部分包括第4~8章,应用并购工程学说系统阐述并购作业链条上各作业环节的内在联系及操作要点,科学设计并购流程;第三部分包括第9、10章,结合具体案例设计评价企业并购工程绩效,运用规避、转移或控制等手段对并购作业链整合具体环节可能存在的风险进行防控。

本书将理论探索与实际案例相结合,可作为投资公司并购项目经理、并购企业相关人员等各类并购实务操作人员的培训参考书,相关政府部门、并购研究机构收藏的参考文献,产业经济学、财务管理、投资、战略管理等相关专业研究生的阅读文献,财务管理、金融学等专业本科生的选修课用书。

图书在版编目(CIP)数据

并购工程概论/胥朝阳著. —北京:科学出版社,2009

ISBN 978-7-03-025449-8

I. 并… II. 胥… III. 企业合并—研究 IV. F271

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第154480号

责任编辑:林 建 卜 新 / 责任校对:李奕莹

责任印制:张克忠 / 封面设计:耕者设计工作室

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京市农林印刷有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2009年9月第 一 版 开本:B5 (720×1000)

2009年9月第一次印刷 印张:11 3/4

印数:1—2 000 字数:226 000

定价:28.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)



美国芝加哥大学经济学教授、诺贝尔经济学奖获得者乔治·丁·施蒂格勒曾说，没有一个美国大企业不是通过某种程度、某种方式的兼并成长起来的。并购是企业外部成长的一条有效途径。在竞争性的市场经济条件下，企业只有不断发展，才能保持和增强它在市场中的相对地位，持续生存。西方企业通过市场机制，利用其先进的科技、丰富的资源、雄厚的资本、科学的管理，逐步实现资本运营的全球化，谋求和扩大经济利益。20 世纪 90 年代后期的跨国并购加速了企业的成长，美国的思科公司、微软公司等著名的跨国公司，中国香港的长江实业集团和内地的海尔集团、华润集团、青岛啤酒集团等著名大企业都是依靠并购迅速成长的典范，但也有 TCL 集团收购法国汤姆逊公司等并购失败的案例。

最近几年，国内的并购交易日益活跃，交易金额不断放大，跨国并购日渐增多，并购重组的政策也不断完善。与此同时，国内并购重组的研究成果也不断问世，相关的专著与教材达到数十种之多，表明越来越多的学者在这一领域辛勤耕耘，这是令人十分高兴的事情。

胥朝阳同志承担的国家自然科学基金项目、教育部人文社会科学基金项目、湖北省教育厅重点项目和武汉市哲学和社会科学基金项目都是围绕并购这一领域开展的。十多年的不懈努力使他获得了丰硕的成果。他将关于并购方面的研究成果总结为一本书，定名为《并购工程概论》。

该书作为研究并购的一部专著，注重系统性、理论性与探索性，具有以下几个特点：

第一，视角独特。借助工程学的思路研究并购在该领域尚属少见。作者认为，可以借助工程学的方法对并购变量进行数学描述，对各种并购变量之间的关系进行分析，对并购风险进行识别、计算和控制，进而对并购系统进行优化

处理。

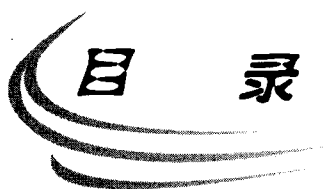
第二，主线清晰。作者以并购信息获取、可行性分析、方案选择、方案实施、过程控制和事后考评等环节为主线，阐述企业并购工程。在对影响企业预期并购目标实现程度进行分析的基础上，系统地描述了并购目标、并购活动、并购技术、并购组织和并购制度等并购工程系统各构成要素之间的关系。

第三，系统全面。根据并购工程的内在逻辑关系，从并购战略形成、候选对象调查与筛选、目标估价与谈判、协议签订与交接、并购支付与融资选择到系统整合与绩效评价等进行了全面介绍与分析；根据并购工程风险产生的特点，提出了战略匹配、组织适应和过程可控的“三维原理”，用于分析不同模式的并购风险，总结并购范式，重构并购流程。

该书包含了作者的智慧，无论在理论框架还是内容设计上都体现了作者的创新思路。对于并购的理论研究者和实施者来说，该书都是值得一读的优秀著作。正如作者本人所说，从战略关联性、组织适应性和过程可控性三个维度确定并购战略、选择企业并购模式仅是研究企业并购工程的一种探索，但我相信，这种探索是有意义的。

李善民

2009年2月28日于广州康乐园



序

第1章	
	导论 1
1.1	企业并购溯源 1
1.2	中国企业并购现状透视 6
1.3	并购研究理论基础 12
1.4	本书研究结构 19
第2章	
	并购学说评述 21
2.1	产权交易说 21
2.2	战略投资说 23
2.3	资本集中说 26
2.4	专属能力说 28
第3章	
	并购工程释义 31
3.1	并购工程的结构 31
3.2	并购工程的特征 34

3.3	并购作业流程	34
3.4	并购工程设计的原则	37
3.5	并购工程学架构	38

第4章

	并购战略的确立	42
4.1	经典并购战略评述	42
4.2	基于知识协同的并购战略	48
4.3	基于“三维原理”的并购战略	51
4.4	案例：开开实业控股三毛派神	56

第5章

	并购调查与筛选	60
5.1	目标企业的搜寻	60
5.2	并购前的调查	62
5.3	目标企业的筛选	67
5.4	附录	69

第6章

	并购估价与谈判	77
6.1	目标企业估价	77
6.2	并购中的品牌估价	80
6.3	并购价格谈判	86
6.4	并购协议的起草	89
6.5	案例：并购谈判	91

第7章

	并购支付方式与融资	93
7.1	并购支付方式概述	93
7.2	并购支付方式选择的影响因素	96
7.3	并购支付方式与融资决策	102

7.4 案例：并购支付方式与融资分析	106
--------------------------	-----

第8章

并购的系统整合	111
8.1 并购整合的准备	111
8.2 并购的组织整合	112
8.3 并购的财物整合	113
8.4 并购的人力资源整合	115
8.5 并购的知识整合	118
8.6 并购的文化整合	120
8.7 案例：联想的并购整合	123

第9章

并购绩效的评价	129
9.1 并购绩效的产生	129
9.2 并购绩效的财务评价法	131
9.3 并购绩效的社会福利评价法	136
9.4 案例：并购绩效的财务评价	146

第10章

并购风险的防控	150
10.1 并购风险防控的策略	151
10.2 并购风险的测评	152
10.3 并购风险的规避	159
10.4 并购风险的转移	164
10.5 并购风险的控制	167
10.6 案例：三九医药收购雅安三九药业	169

参考文献	173
------------	-----

后记	178
----------	-----



第 1 章

导 论

20 世纪 70 年代以来,发达国家的企业并购日趋活跃,90 年代以后,国际上许多巨型公司都卷入了并购热潮。在我国,随着企业技术创新步伐的加快及资本市场的发育成熟,企业并购重组活动日趋频繁,成为优化资源配置、践行科学发展观的又一利器。十多年来,我国资本市场有 300 多家上市公司通过并购重组改善了基本面,提高了盈利能力、持续发展能力和竞争力(王巍,2008)。2007 年,通过并购重组注入上市公司的资产共计约 739 亿元,上市公司总市值增加 7 700 亿元,平均每股收益提高 75%。一批上市公司通过并购重组实现了行业整合、整体上市和增强控制权等做优做强的目标,同时也催生了一批具有较强国际竞争力的优质企业。

1.1 企业并购溯源

企业并购是市场经济的必然产物,市场经济越发达,并购的频率就越高。作为社会化大生产的伴生物,企业并购是市场竞争的结果,是提高社会资源利用效率的有效途径,更是推动社会进步的重要动力。因此,企业并购是一个具有持久生命力的话题。

1.1.1 美国的五次并购浪潮

随着大工业时代的来临、科技的发展、信息技术的应用及产业管制的放松,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. 五次并购浪潮简介

研究表明,美国的五次企业兼并浪潮均是在技术积累到一定程度出现重大突破,或经济体制、经济结构面临重大调整时发生的,而且它们又反过来对技术进步和经济发展产生重大影响。

(1) 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,其中以减少同行业间竞争程度为目的的兼并占大多数,简称为“合并同类项”。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,尤以食品工业和制造业为典型。并购目标是追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(盛洪,1999)。并购集中的主要行业纷纷涌现出各自的并购领军人物,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 起成功,169 起不完全成功或失败。

(2) 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,简称为“产业链内部化”。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,加剧了市场竞争程度,大大提高了并购的成功率。

(3) 第三次企业兼并浪潮。发生在第二次世界大战后的 50~60 年代,即西方国家经济相对稳定发展时期。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、跨部门的并购成为主流,简称为“多元化扩张”。

(4) 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,由金融机构支持通过举债实现“蛇吞象”——小企业兼并大企业。

(5) 第五次企业兼并浪潮。发生在经济全球化进程加快和信息技术迅速发展背景下的 20 世纪的最后 10 年。并购主要集中在计算机、通信、航空、金融和娱乐等新型服务行业。发展越迅速的产业,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,走出国门的并购逐渐成为一种趋势,简称为“战略协商式”。

2. 五次并购浪潮演绎

以时间为线索翻开美国百年并购史册,可以从动因、目标、主客体、方式、程序等几个方面纵向梳理企业并购的产生与发展历程。

(1) 动因的变迁。前三次并购浪潮,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应的追求、企业成长的需要、企业间的优势互补及降低风险的需要等。后两次并购浪潮,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。前四次并购浪潮的目标在于争夺国内市场,提高国内市场的占有率,采用你死我活、尔虞我诈的手段,以达到强行“消灭”竞争对手的目的。20世纪90年代后的第五次并购浪潮立足全球经济,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,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、通信和网络等新兴产业,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,因并购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。20世纪60年代后,投资银行等金融机构的加入导致小企业兼并大企业,即“蛇吞象”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杠杆式负债收购,再到双方协商式收购的演变。

(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→实施并购计划。

1.1.2 全球化并购时代的来临

伴随着气候、环境变化的加快,“地球村”的意识渐趋普及,资源、技术、

金融、贸易及市场日益全球化，全球化并购时代悄然来临。

1. 全球化并购的特征

20 世纪 90 年代后期以来，随着国际经济一体化进程的推进，全球化并购掀起新高潮，主要呈现出强强并购、同业并购、技术并购等重要特征。

(1) 跨国并购为主流。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 1 600 亿美元增加到 1999 年的 7 200 亿美元。1998 年跨国企业并购总额达 4 110 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，跨国并购占国际直接投资的 90% 以上。近几年，战略并购在全球舞台上重新配置生产要素，使全球资源、全球制造、全球市场、全球资本和全球管理等都得到整合，跨国并购额更是直线上升。1997~2006 年，收购兼并占跨国投资总额的三分之二以上。随着经济地球村的日益成型，到 2007 年，全球并购经济规模已经达 5 万亿美元之巨，其中跨国并购占多数。2008 年 1~8 月，仅日本一国企业的海外并购额便激增至 4.56 万亿日元，为 2007 年同期的 2.8 倍。

(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，但发生在两个势均力敌的巨头之间的并购并不多，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。例如，艾克森石油公司以近 790 亿美元的高价收购美孚公司，旅行者集团以 726 亿美元收购花旗集团，国民银行以 616 亿美元收购美洲银行，德国戴姆勒-奔驰汽车公司以 400 亿美元收购美国的克莱斯勒汽车公司，捷利康制药公司以 350 亿美元收购阿斯特拉，等等。

(3) 同业并购显著增加。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外，影响较大的还有国民银行以 616 亿美元收购美洲银行，欧洲三大钢铁公司 507 亿欧元的大合并，法国农业信贷银行以 201 亿欧元收购里昂信贷银行，德意志银行以 97 亿美元收购纽约信孚银行，波音并购麦道，惠普并购康柏，中国石油的系列并购，青岛啤酒的系列并购，燕京啤酒的系列并购，紫金矿业对青海威斯特铜业的全资收购，等等。

(4) 新技术领域的并购上升。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。1999~2001 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%。例如，1999 年初，雅虎与福克斯公司的联手，全国广播公司对 Snap

网络公司的股票收购；2002年，美国辉瑞制药 595 亿美元收购法玛西亚，美国 Comcast 集团以 292 亿美元收购 AT&T 宽带公司；2003年，美国通用电气以 420 亿美元收购维旺迪在美娱乐资产，意大利 Olivetti 以 278.4 亿美元收购意大利电信股权；2004年，Cingular Wireless 花费 410.1 亿美元收购移动通信业务服务商 AT&A 无线通信；2008年，新浪收购分众户外数字媒体，用友软件并购扩张；等等。尽管技术并购存在着一定的周期性，但从长期来看，技术进步的步伐不会停止，并购活动具有永恒的生命力。

2. 全球化并购的影响

全球化并购时代的来临，不仅会对资源市场、技术市场、产品市场造成直接的影响，也会对国家间的文化乃至政治、军事关系造成一定的冲击。

(1) 企业间国际竞争加剧。全球范围内的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，致使竞争在规模膨胀的基础上加剧，引发了规模扩张和市场份额争夺的大竞赛。例如，石油巨头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，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，也是竞争与并购互动关系的体现。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据优势地位（孔永新，2000），给发展中国家的企业带来了巨大的压力。

(2) 公平竞争原则面临挑战。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，为资源自由合理地流动创造条件，提高资源的利用率和使用效率。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，美国政府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，可能阻碍其他电信企业的发展。在欧盟市场，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) 文化冲突加剧。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。即跨国并购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（曹媛媛，2003）。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”,1998年末不得不将七喜卖给了可口可乐。TCL在欧洲的并购惨遭滑铁卢也是明显的例证。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社会价值,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,把握好跨国并购的节奏是一个值得思考的问题。

1.2 中国企业并购现状透视

新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;1989~1992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,引发了第二次并购高潮;2002年,以中国加入WTO为标志形成了第三次并购浪潮,中国开始了真正建立在市场基础上的并购时代。因此,2002年又被称为中国并购元年。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地利用全球资源。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,中国成为全球并购的热点。2007年,国内并购规模达到3万亿元。

1.2.1 中国企业并购的特点

中国的企业并购从20世纪80年代起步,在先后经历过的几个阶段中,分别呈现出“拉郎配”、“零支付”、“强吃弱”、“财务式”等不同特点,20世纪末以来则主要呈现以下特点:

(1) 实质性资产重组成主流。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。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(高良谋,2003)。近几年,中国企业的

并购范围不断扩大：从国有企业到民营企业，从实业资本到金融资本，从能源资源到高新技术资源，从传统行业到金融行业，从国内企业到国外公司等，均以实质性的并购整合为主流。

(2) 双向并购次第展开。外资并购中国企业与中资并购外资企业均在升温。外资对中资企业的并购起始于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圣电气，法国阿尔卡特收购上海贝尔，格林柯尔收购科龙等。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。2006年，约1300个外资并购项目被批准，实际使用外资金额14亿美元。这一时期的外资并购呈现出三个特点：一是并购方式以股权并购为主，并购对象以非国有企业为主；二是制造业外资并购在全国外资并购中所占比重大幅度下降，并购投资主要投向基础设施建设和流通、服务行业；三是外资并购投资来源地主要是自由港和中国香港。

中资企业对外国企业的兼并收购也不甘示弱。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。在新浪网等媒体评选出的2002年中国十大并购事件中，由国内资本或国内外资本联合收购外资企业的情况占了70%，在中国并购史上书写出浓墨重彩的一笔。2003年新年伊始，中国上市公司京东方即以3.8亿美元收购了全球显示技术最先进的企业之一韩国HYNIX，随后2005年联想以17.5亿美元的价格成功地收购了IBM的PC业务部。2006年，中国蓝星集团总公司以4亿欧元的价格实现对全球最大的动物营养添加剂企业——法国安迪苏集团的全资收购，并以4亿欧元并购克罗地亚有机硅及硫化物业务项目；沈阳机床厂并购了德国的希思。2007年，中国商人庞玉良在德国耗资10亿元收购什未林的帕希姆机场；中国航空工业第一集团对外宣称将并购空中客车集团旗下的六家欧洲工厂；中国国际集装箱集团以超过10亿元人民币的代价完成了对荷兰博格公司的收购；等等。2008年，中国中钢集团控制澳大利亚中西部公司（Midwest）50.97%的股份；中联重科联合其战略投资者，斥资2.71亿欧元，全额收购了世界第三的混凝土机械制造商——意大利CIFA公司；中海油服以25亿美元收购挪威油服；中化国际收购橡胶生产MGM公司；中国电信收购巴基斯坦电信。这一系列并购事件使中国引起了世界的关注。中资企业并购外资企业主要是资源并购（矿山、油田、林场等）、品牌并购（汤普森、IBM等）或渠道（销售）并购等。中资企业海外并购步伐加快，将对未来中国企业产生很大的影响。

(3) 并购方式呈现多样化。2002年证监会颁布的《上市公司收购管理办

法》，使要约收购取代协议收购占据市场主导地位，定向发行、股份回购、吸收合并等国际通行的并购手段在企业并购中得以运用。根据 2005 年修订的《公司法》、《证券法》的立法思想，按照国务院《政府信息公开条例》和中国证监会《证券期货监督管理信息公开办法（试行）》的相关要求，以及 2006 年 9 月施行的《上市公司收购管理办法》和 2008 年 5 月施行的《上市公司重大资产重组管理办法》等法律法规，公布《上市公司重大资产重组申报工作指引》，外资企业中出现了国内投资机构代替性收购、外资上市公司换股收购等并购形式。目前，中国并购的基本格局是：以国有企业为主导的并购是目前中国经济最主要的力量，特别是国务院国有资产监督管理委员会监管的 100 多家大型中央国有企业和各地的国有企业约占并购总体的 60%。另外，20%~30% 是民营企业，10% 是外资企业。从支付方式看，有现金购买式、股权置换式、交叉持股式或混合式等多种方式。

1.2.2 中国企业并购中存在的问题

西方国家的企业并购经过长期的实践，形成了一套指导并购操作、管理并购风险的理论体系，因而具有较强的市场意识。中国的企业并购实践源于 20 世纪 80 年代，无论是理论体系，还是实践操作，均存在着需要探索和完善之处。

(1) 市场化程度低。主要表现为并购行为不规范，并购信息不对称，并购定价机制不成熟，市场运作手段不丰富等情况。形成这种现象的主要原因是：①国有企业产权模糊。理论上讲，并购属于企业发展过程中的战略决策，股东拥有最终决策权。但在实践中，国有企业的所有权实际上分属于各级政府和主管部门。作为全体人民的代理人，各级政府和主管部门将国有资产的使用权、支配权以及部分处置权赋予国有企业管理者。不同类型产权之间的界限如何界定，如何由不同的人行使……这些问题仍存在模糊之处。国资委的定位会使国有企业的产权逐步清晰，但仍有一段路要走。②政府介入较深。我国企业并购自开始以来，便有政府的积极参与和组织，并购活动带有浓厚的政府行为色彩，留下了不少后遗症，不符合并购本身的市场规律。有些地方强调自己是国有资产的所有权代表，直接干预企业的生产经营；有些地方从当地发展经济、稳定社会的目标出发，将并购视为解决企业亏损的最佳途径，诱导优势企业并购那些严重亏损、濒临破产的企业，使优势企业备受经营及财务拖累，优势消磨殆尽。政府的行政干预，往往导致企业的并购活动偏离企业发展战略，康恩贝收购浙江凤凰失败案就是其中的典型。③产权市场中介组织作用微弱。并购中的产权交易反映了企业降低交易费用的愿望，并购中介的存在，有利于降低并购活动中的信息成本。与西方发达国家相比，我国中介市场发展缓慢，中介组织普遍存在规模小、服务水平低的问题，致使并购双方信息严重不对称，直接导致企业并购的高成本和高风

险,制约了企业并购的发展。三九集团并购重组中经历的失败很大程度上就是由于被收购方隐瞒债务和官司所致。

(2) 短期行为严重。曾几何时,为达到配售股份或增发新股的要求,我国的资本市场上普遍存在着通过并购重组来粉饰公司业绩的包装行为,包括通过并购业绩差的上市公司实现间接上市的行为。我国上市公司购并中的“一年盈,二年平,三年亏”就是对并购方业绩的生动描述,也是对上市公司短期并购行为的脚注。由于并购能够扩大企业管理者的控制权,使其获得包括在职消费、职务升迁在内的相应利益,因此提高了其开展并购活动的积极性,至于这种并购是否合乎效率原则考虑较少。“超过40%的控制权溢价和较高的相对水平,也解释了控制权收益对我国相对活跃的购并市场和频繁购并行为的内在激励”(姚先国,2003)。

(3) 风险意识淡薄。并购与公司规模经济和协同价值的创造息息相关,同时也是风险的代名词。对并购风险的低估及对并购风险管理重要性的忽视,是并购效果不尽如人意的重要原因。例如,开中国股票二级市场并购之先河的深保安,从1993年起开始大肆并购,属下有多少子公司、孙公司都难以理清,一度导致公司财务绩效大幅下滑。还有部分企业集团在原有的主导产品或支柱产业受到严重威胁时,盲目进入新行业的市场博弈中,资源的分散导致其顾此失彼,处于被动挨打的境地。典型的案例是原上市公司粤金曼,因为盲目多元化扩张经营,导致业绩下滑、债务缠身、资不抵债,直至从证券市场上消失。此外,新疆德隆集团等一批民营企业陷入并购泥潭难以自拔,也是风险意识薄弱的表现。

(4) 并购环境欠佳。目前,除《公司法》、《证券法》及其实施细则、《中华人民共和国反垄断法》以及《国务院关于经营者集中申报标准的规定》等相关并购法律法规外,国家尚未制定专门的企业并购法典。中国资本市场的发育尚不成熟,养老保险、失业保险和医疗保险的覆盖面尚不充分,导致了资产变现和人员安置“双难”问题的产生。社会信用意识的淡漠,更加剧了这一问题的严重性。部分国有企业职工在本企业破产的情况下,在流动到非国有单位就业或停薪留职自谋职业时,也不愿放弃其原有的国有职工身份。例如,原云南国有玉溪制药厂的职工,在本厂被一家民营企业并购、他们也进入民营企业工作数年后,重提自己的国有职工身份问题,并要求给予补偿,竟然受到当地政府的公开支持,就是其中的典型。河北、四川等地区也曾经出现过类似的复杂案例,这无疑会给并购后的企业发展埋下隐患。此外,辽宁大商集团并购北京商贸企业超市发过程中的剧烈冲突,凯雷并购徐工案一度久拖不决以及地方政府开并购支票不兑现等,均表明并购法律法规尚不完善,政府的并购监管机构及监管程序尚不到位,透明度有待进一步提高。