

并购与整合

M&A and Integration

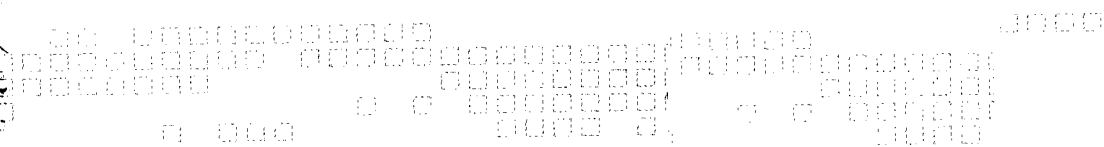
张夕勇 著

这是一个并购的时代
——从分散到集中，由混沌走向整合

并购与整合

M&A and Integration

张夕勇 著 *张*



图书在版编目 (CIP) 数据

并购与整合/张夕勇著. —北京: 中国财政经济出版社, 2011. 9
ISBN 978 - 7 - 5095 - 3028 - 3

I. ①并… II. ①张… III. ①企业兼并 - 研究 IV. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 161804 号

责任编辑: 蔺红英

责任校对: 李 丽

封面设计: 田 晗

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 88190406 北京财经书店电话: 64033436 84041336

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 22.75 印张 400 000 字

2011 年 8 月第 1 版 2011 年 8 月北京第 1 次印刷

定价: 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3028 - 3/F · 2567

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

序以宁

从西方国家经济发展的过程可以清楚地了解到，当今世界上著名的大企业、大公司，几乎没有一家不是通过资本运营发展起来的，也没有哪一家是单纯依靠自身的利润积累起来的。这样的例子举不胜举。比如说，通用汽车、通用电气、花旗银行、丰田汽车公司等跨国公司，都是如此。就拿 20 世纪 90 年代以来的中国著名大企业来说，像海尔公司、上海汽车、TCL、上海宝钢，也都是通过企业并购和资本经营而不断壮大的。因此，我们常说，汉字中的“赚”字可以有新解。“赚”，一边是“贝”，一边是“兼”。贝就是货币，是指企业要善于融资，善于资本经营。兼，就是兼并，是指企业要积极从事并购活动。只有善于融资而又积极从事兼并，企业才能做强做大。做强做大，“强”放在前面。先做强，再做大。大而不强，迟早要被别人兼并掉。这样的案例也不在少数。

企业并购不仅适应了企业业务扩张的要求，而且实现了企业的规模经济，实现了企业利用股权融资和资本市场融资。跨行业经营或业务多样化是在市场竞争和预期利润率不确定条件下企业生存和发展之道。然而，跨行业经营或业务多样化的实现离不开企业并购活动。一切都从零开始，远不如通过并购而从已有的基础上再发展。同时，通过企业并购，还可以得到企业扩张所急需的经营管理人才，甚至还能利用所兼并的企业的营销网络和无形资产。这些都反映了并购业务本身的增长与并购引起的业务增长

是成正比的。

西方国家的企业并购虽然已有几百年的历史，但大规模的企业并购则开始于 19 世纪末期，距今也超过一百年了。在企业并购的实践中，从企业并购的目标设计、程序操作、交易完成到效果评价，已形成了一套较完整的并购业务管理体系。其中有些案例已成为经典性的，在 MBA、EMBA 的教学中经常要提到它们。与此相应，西方国家企业并购的相关法律法规也在逐渐完善和完备。不少国家的政府在并购方向的把握、政策的引导以及法律的约束方面，建立了一整套法律法规体系，使并购活动有法可依，使违法违规的企业并购活动受到制裁，使公众的利益受到保护。法律法规体系的建立在企业并购的发展中发挥了重要作用，也是西方经济得以较快发展的一个重要因素。

改革开放以来，中国的企业并购从 20 世纪 80 年代后期开始，而通过资本市场进行的企业并购则开始于 20 世纪 90 年代初。由于时间较短，加之中国正处于从计划经济体制向市场经济体制转轨的过程中，中国的企业状况与现代市场经济的要求有不小的差距。此外，还应看到东西方文化的差异，这同样影响着中国的企业并购活动。因此，相对西方企业而言，无论从并购规模和交易额上看，还是从并购对国民经济的贡献来看，中国同西方国家的差距都是巨大的。而法律法规的不完善，以及政府对企业并购行为的直接干预或插手，更成为妨碍中国企业并购的主要因素。从 20 世纪 90 年代到现在这十多年内，中国的企业并购之所以步履维艰，与此有很大的关系。尽管如此，中国的法律界、企业界、经济理论界、行业协会、中介机构等，已经认识到问题之所在，他们在这方面做了很多有益的探索，并取得了一定的效果。中共第十六次全国代表大会的报告中明确提出了要深化国有企业改革，进一步探索公有制特别是国有制的多种有效实现形式，大力推进企业的体制、技术和管理创新。除极少数必须由国家独资经营的企业外，在大多数企业中应积极推行股份制，发展混合所有制经济。这无疑为加快企业并购和发展具有国际竞争力的大企业集团提供了明确的政策导向和有力的支持。可以深信，在中共十六大精神的指引下，通过企业并购，必将使中国经济布局和经济结构的调整、经济体制的改革登上一个新的台阶。

企业并购中，有成功的例子，也有失败的例子。失败的例子分两

类，一类是并购未能实现，另一类是并购虽然实现了，但并购之后或者管理混乱，效率下降，或者经营状况不佳，导致亏损。对于这些，应当进行客观的分析，尤其要研究企业并购实现后效率下降、亏损严重的原因何在。这就是并购后的整合问题。这一点对中外企业的并购是同等重要的，而对于正要通过企业并购促进企业业绩成长的中国企业来讲，显得格外重要。张夕勇同志的《并购与整合》一书，正是针对这一问题作了详尽的阐述，我相信这对中国企业之间的并购或外资企业与中国企业间的并购都有参考价值。我希望有更多的既有实践经验，又有理论基础的同志，在这个领域内继续开展研究、探索，为深化中国的改革作出新的贡献。

2004 年 8 月 30 日
于北京大学光华管理学院

再版前言

并购与整合

并购与整合

并购与整合

并购与整合

近 10 年，特别是 2005 年以来，有两股力量在加速推动着企业并购的步伐，一是经济全球化的日益深化，国内外许多企业由单一的竞争关系，转化为竞争和协作的双重关系。二是中国经济的高速发展，催生了一批世界级企业，同时伴随着中国企业海外战略的实施，也激发了中国企业海外并购的热情和新的需求。而企业并购的变化则是主要体现在国内并购政策环境的规范和海外并购的政治环境的变幻。在国内并购中，不论是民营企业之间处于竞争和发展的“主动并购”，还是中央企业为减少企业家数而进行的相关产业企业间的“被要求并购”，所遵循的法律法规越来越规范有序，越来越公开透明。而海外并购，由于中央企业受所谓“国家队”、“主权基金”等因素的影响，大宗并购正在遭遇西方国家的贸易保护主义和经济政治化的制约和限制。但我们同时欣喜地看到，经济全球化是大势所趋，贸易保护主义的空间越来越少，中国企业的海外并购仍将是成功大于失败，而且一定会是中国企业实现全球化，成为跨国公司最重要的手段之一。

本书是《并购与管理整合》的再版，是应广大读者的要求和听取中国财政经济出版社的建议后而重新修订的。这次再版主要有以下特点：

一是对国内外企业并购的新变化做了补充和完善，全球企业并购增补了本次世界金融危机前后的第六次并购。国内企业并购增加了近 5 年来进行的第四次企业并购。

二是对国内外并购新的法律及法律环境进行了更新和补充。

三是对各章节在进行理论和实践叙述的基础上，更新和增加了新的案例，更方便于读者的理解和实务操作。

四是进一步调整和理顺了各章节的内容，全书由第一版的九章调整为七章，同时删除了一些稍显赘述的内容。

当然，这次修订还对国内外企业并购的趋势和变化做了进一步的预测和论述。

借本书再版之际，对中国财政经济出版社藺红英主任的支持和帮助表示衷心的感谢。并恳请各位行业同仁和新老读者就本书中存在的不足继续予以指正。

张夕勇

2011 年 5 月于北京

目 录

并购与整合

并购与整合

并购与整合

并购与整合

第一章 企业并购概览 / 1

第一节 全球企业并购概述 / 1

一、全球六次企业并购浪潮 / 1

二、全球企业并购趋势 / 18

【案例分析】1—1 吉利收购沃尔沃 / 20

第二节 中国企业并购概述 / 31

一、中国企业并购的四次浪潮 / 31

二、中国企业并购的趋势 / 41

第三节 中国企业并购的政策法律环境 / 43

一、加大并购力度, 优化国有经济布局 / 43

二、出台并购政策, 支持企业并购 / 45

三、出台并购法规, 规范并购重组 / 46

第四节 中国企业规模及合理规模分析 / 48

一、中国企业规模分析 / 48

二、中国企业合理规模分析 / 54

三、中国企业规模及合理规模分析的结论 / 58

第二章 企业并购的成因 / 59

第一节 企业并购成因的理论依据 / 59

一、规模效益理论 (Profit of Scale) / 60

二、技术决定论 (Technology Determined) / 61

- 三、市场力假说 (Market Power) / 61
- 四、垄断利润假说 (Monopoly Profit Hypothesis) / 62
- 五、赋税考虑说 (Tax Consideration) / 62
- 六、政府干预说 (Government Intervene) / 63
- 七、股东财富最大化说 (Maximize Shareholders' Wealth) / 64
- 八、代理理论 (Agent Cost Theory) / 65
- 九、效率理论 (Efficiency Theory) / 66
- 十、风险分散说 (Risk Distribution Theory) / 67

第二节 从经营性扩张看企业并购的成因 / 68

- 一、成因之一：形成规模经济，成为市场的领导者 / 68

【案例分析】2—1 上海宝钢联合重组 / 70

- 二、成因之二：实现资源的优化配置，资源共享、强强联合 / 74

【案例分析】2—2 波音并购麦道公司 / 76

- 三、成因之三：实现多元化经营和保持核心竞争力 / 81

【案例分析】2—3 美国在线与时代华纳公司的合并 / 83

- 四、成因之四：降低交易成本，提高资源利用效率 / 85

【案例分析】2—4 晨鸣纸业并购汉阳造纸厂 / 88

第三章 企业并购的类型 / 95

第一节 按并购行业关联性分类 / 95

- 一、横向并购 / 95
- 二、纵向并购 / 97
- 三、混合并购 / 100

第二节 按出资方式分类 / 103

- 一、现金收购 / 103
- 二、股票收购 / 105
- 三、综合证券并购 / 106

第三节 按并购态度分类 / 107

- 一、善意并购 / 107
- 二、恶意并购 / 108

第四节 按并购场所分类 / 109

- 一、公开市场收购 / 109
- 二、非公开市场收购 / 110

【案例分析】3—1 从胜利股份股权之争看委托书收购 / 112

第五节 按并购股权份额分类 / 114

- 一、控股并购 / 114
- 二、全面收购 / 115

【案例分析】3—2 民企并购国企的苦笑姻缘——“曙光”
并购“黄海” / 115

第六节 杠杆收购 / 123

- 一、杠杆收购 (LBO) 的概念 / 123
- 二、杠杆收购的程序和特点 / 124
- 三、杠杆收购的广泛应用 / 126

第七节 管理层收购 (MBO) / 127

- 一、管理层收购的基本特点 / 128
- 二、国外管理层收购 / 128
- 三、中国管理层收购 / 130
- 四、管理层收购在我国资本市场的操作要点 / 132
- 五、管理层收购实施的注意事项 / 133

【案例分析】3—3 粤美的管理层收购 (MBO) / 135

第八节 企业并购模式的选择 / 141

- 一、成本效益原则 / 141
- 二、与企业、产业的发展相适应原则 / 142

【案例分析】3—4 北汽通过收购萨博技术夯实中高端乘用车
战略 / 143

第四章 企业并购的途径和程序 / 150

第一节 企业并购的三种途径 / 150

- 一、购买控制权或购买股票 / 150
- 二、收购资产 / 151
- 三、公司兼并 / 151

四、影响选择并购途径的因素 / 153

【案例分析】4—1 惠普——康柏并购 / 154

第二节 企业并购程序 / 159

一、国外非上市公司并购程序 / 160

二、国外上市公司并购程序 / 163

【案例分析】4—2 快乐蜂收购宏状元 / 171

三、我国上市公司并购程序 / 176

【案例分析】4—3 华闻收购海南燃气股份 / 178

四、我国非上市公司并购程序 / 181

【案例分析】4—4 华联商城并购新长江 / 183

五、跨国并购程序 / 193

【案例分析】4—5 网通收购亚洲环球电讯 / 196

第五章 企业并购的尽职调查 / 202

第一节 尽职调查的重要性和意义 / 202

第二节 尽职调查的作用 / 204

第三节 尽职调查的一般原则 / 204

第四节 尽职调查的一般程序 / 205

第五节 尽职调查的主要内容 / 206

第六章 企业并购评价 / 225

第一节 并购前的评价 / 225

一、并购前对目标公司的分析 / 225

二、自身并购实力的评价 / 230

三、对并购风险的分析 / 233

四、并购前对并购协同效应的预测 / 235

第二节 目标公司的价值评估 / 238

一、账面价值法 / 239

二、收益法 / 240

三、市场法 / 243

四、影响估价的因素 / 245

第三节 目标企业定价 / 246

一、现金收购的财务分析 / 247

二、股票收购的财务分析 / 250

【案例分析】6—1 戴姆勒—奔驰与克莱斯勒合并 / 253

第四节 并购后评价 / 262

一、对并购后公司财务效益的评价 / 262

二、对并购后公司非财务效益的评价 / 265

【案例分析】6—2 太极集团并购桐君阁 / 267

第七章 并购后的管理整合 / 271

第一节 业务战略管理整合 / 271

一、同一行业的并购与被并购企业的竞争战略整合 / 272

【案例分析】7—1 柯达公司并购中国感光行业 / 273

二、非同一行业的并购与被并购企业的竞争战略整合 / 274

【案例分析】7—2 香港华润创业并购北京华远房地产 / 275

第二节 公司治理结构的管理整合 / 276

一、董事会的职责 / 277

二、经理层创建 / 279

三、利益机制与风险控制 / 283

第三节 人力资源的管理整合 / 287

一、人力资源的分析评价 / 287

二、有效的沟通 / 290

三、对人力资源的整合和调配 / 291

【案例分析】7—3 上汽集团与韩国双龙的悲情姻缘 / 294

第四节 企业文化的管理整合 / 304

一、企业文化的定义及特征 / 305

二、企业文化的差异 / 306

三、企业文化的管理整合 / 307

【案例分析】7—4 海尔兼并青岛红星电器公司 / 308

【案例分析】7—5 美国太平洋电信公司和西南贝尔

通信公司并购 / 309

第五节 产品与市场营销的管理整合 / 311

一、产品的管理整合 / 311

二、营销的管理整合 / 315

三、市场营销管理机构的管理整合 / 317

【案例分析】7—6 东风—日产—雷诺的“金三角”合作 / 318

第六节 供应商的管理整合 / 331

一、对供应商进行评估 / 331

二、对供应商的承诺和要求 / 334

第七节 财务与会计的管理整合 / 338

一、财务政策的管理整合 / 339

二、企业税收政策的管理整合 / 340

三、会计政策的管理整合 / 341

四、合并会计报表 / 343

参考文献 / 347

第一章

企业并购概览

第一节

全球企业并购概述

一、全球六次企业并购浪潮

(一) 第一次并购浪潮——19 世纪末 20 世纪初

1. 第一次并购浪潮概述

第一次企业并购浪潮发生于 19 世纪末到 20 世纪初，其高峰时期为 1898 年到 1903 年，它被专家认为是西方五次并购浪潮中最重要的一次。美国著名经济学家、经济史专家阿尔弗雷德·钱德勒认为：“从本世纪开始的大并购运动到美国参与第一次大战的这段时间，美国工业完成了自己的形成时期，到 1917 年，大部分的美国工业都已经具备了自己的现代结构。此后，大企业继续集中在那些它们于 1870 年时就已集

中于其内的相同的工业组中，而且相同的公司继续保持其在这些组中的各项集中的工业中的优势地位。”在这种宏观的社会背景下，西方主要资本主义国家掀起了第一次企业并购浪潮。

美国第一次企业并购高潮发生于铁路公司之间的相互吞并。由于众多中小铁路公司的存在，管理创新和组织改革仅是局部的，尚未施行于整个铁路系统，并且铁路系统的分割状况，也极大地影响了铁路部门生产效率的进一步提高。为了建立全国性的高效铁路运输网，众多铁路公司之间进行了联系和合作。为了争夺主要铁路的控制权，一些金融家们操纵起了股票市场，一些投资银行利用破产的铁路和出现的危机，建立起了对新出现的铁路集团的牢固控制。如宾夕法尼亚铁路公司通过购买或租用等方式，在不到5年的时间里，从一家只有491英里轨道的小公司发展成为具有6000多英里轨道的大公司，占美国铁路总里程的8%，其资本总额（4亿美元）占美国铁路资产总额的13%。

德国是一个后起的资本主义国家，19世纪70年代以后，伴随着经济的快速发展，企业间的收购兼并也迅速展开，中小企业纷纷倒闭，导致了垄断组织卡特尔的大量产生，到1911年达到了600个。19世纪末，卡特尔是德国最普遍的垄断组织形式，但进入20世纪以后，随着卡特尔的迅速发展，德国大多数卡特尔逐渐具备了辛迪加的性质。在工业部门迅速集中的同时，银行业之间也开始了大规模的收购和兼并。如德意志银行在1873~1906年间，先后吞并32家银行，到第一次世界大战前，它参与和控制的银行达87家，控制资本20亿~30亿马克，成为当时欧洲资本最雄厚的银行集团之一。

英国是老牌的资本主义国家，资本的积累和生产的集中早在号称“世界工厂”和“日不落帝国”时期就已经开始了。1874年开始的大革命及其随后发生的经济危机加剧了企业间的竞争，推动了企业间的并购活动。进入19世纪90年代以后，许多企业在股份公司的形式下进行企业间的收购和兼并，大大加速了生产的集中，形成了企业间的并购浪潮，出现了一些大的垄断组织。英国较大的垄断组织主要出现在同军事直接相关的一些部门和新兴的化学工业中，特别是英国的银行业，其垄断程度更高。从19世纪中叶起，随着世界贸易和金融中心地位的确立，出现了大批股份银行。经过19世纪70年代后的激烈兼并活动，英国银

行的数目从1865年的250家减少到1900年的98家,19世纪末至20世纪初,形成了英国金融界的“五巨头”:密德银行、威斯敏斯特银行、劳埃德银行、巴克莱银行和国民地方银行,他们控制着全国存款额达到39.7%。

2. 第一次并购浪潮的特点及评价

第一次并购浪潮的发生正是自由资本主义向垄断资本主义转变的时期,世界领土被帝国主义瓜分完毕。它们除了对殖民地国家进行直接掠夺之外,还需要大批廉价产品,以长期占领那里的市场。然而,在当时,除英国以外,其他资本主义国家第一产业(农业)的GDP贡献率均在50%以上,呈现出典型的农业与轻工业为主的经济特征,且工业规模有限。在这种情况下,各资本主义国家要想获得比较有利的态势,就必须抢先完成向工业国的过渡,扩大企业规模,获取规模效益。总体来说,这次并购浪潮的特点可以归纳为以下几个方面:

第一,并购的主要形式是横向并购。第一次并购浪潮中,超过3/4的并购案例是同行业公司之间的横向并购,即具有优势的企业对同行业的劣势企业的吞并。通过兼并,组成了横向托拉斯,集中了同行业的资本,使得并购企业一方面由于生产规模的扩大,降低了单位生产成本,取得了巨大的规模经济效益;另一方面由于兼并产生的垄断组织降低了市场竞争程度,获得了巨大的垄断利润。这一时期的许多并购是通过股票市场完成的。

第二,追求规模经济和垄断利润是这次并购浪潮的动因。这次并购浪潮使得各行业都形成了一批大型骨干企业。这些骨干企业其规模经济效益是与其现代化工业发展水平相适应的。由于新技术的采用,需要更大规模的企业才能有合理的规模经济效益。美国工业委员会研究了22起并购案,每起并购完成后的企业所控制的国内市场份额平均达71%。在很多行业里,并购运动明显地把原来的竞争市场变为一个由部分垄断者控制了50%以上产量的市场,追求规模经济和垄断利润是成为推动这次并购浪潮形成的主要动因。

第三,并购形成了许多规模庞大的企业。由众多中小企业并购形成的大型企业,进而成为某一部门现代化大工业的经济支柱,推动了生产