

21世纪经济管理精品教材·金融学系列

企业并购与资产重组

——理论、案例与操作实务

石建勋 郝凤霞 主 编
张 鑫 李海英 副主编

清华大学出版社



21世纪经济管理精品教材·金融学系列

企业并购与资产重组

——理论、案例与操作实务

石建勋 郝凤霞 主 编
张 鑫 李海英 副主编

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

本书结合并购重组的大环境、大趋势,详细介绍和分析了并购重组的动因、并购重组的程序、并购中的定价与融资、并购重组中的法律与监管框架、跨国并购等内容。全书共编写了几十个最新的、具有代表性的典型案例,对于读者结合案例学习掌握并购重组的理论与方法非常有帮助。

本书内容新颖、涉及面广、信息量大,案例丰富、生动实用,不仅适合金融类在校学生学习使用,也非常适合企业高级管理人员、投资者、创业者、投资银行专家、律师、从事并购业务的中介机构从业人员以及对并购重组有兴趣的读者阅读。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

企业并购与资产重组:理论、案例与操作实务/石建勋,郝凤霞主编.--北京:清华大学出版社,2012.8

(21世纪经济管理精品教材·金融学系列)

ISBN 978-7-302-29517-4

I. ①企… II. ①石… ②郝… III. ①企业兼并—高等学校—教材 ②企业重组—高等学校—教材 IV. ①F271

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第174144号

责任编辑:张 伟

封面设计:汉风唐韵

责任校对:宋玉莲

责任印制:何 芊

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦A座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

课 件 下 载: <http://www.tup.com.cn>, 010-62770177-4903

印 装 者:北京国马印刷厂

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm 印 张:18.25 字 数:400千字

版 次:2012年8月第1版 印 次:2012年8月第1次印刷

印 数:1~4000

定 价:33.00元

产品编号:046810-01

前言

21 世纪以来,以企业为核心的市场体系进入了一个大的结构性调整阶段。企业能否适应不断变化的市场体系,成为全球各大公司所关注的首要问题。通过并购重组促进企业实现资源整合,增强公司的赢利能力,实现产业升级和技术创新,提升企业的核心竞争力,实现企业的跨越式发展成为当今企业做大做强的必由之路。世界 500 强公司基本上都是靠并购重组发展壮大起来的,其发展史是一部企业并购重组的发展史。并购是企业最具戏剧性和最具吸引力的资本运作,同时又是一项严峻和艰辛的商业活动、金融活动,更是企业发展的必由之路。在风生水起的并购市场,几乎每天都在上演“大鱼吃小鱼,小鱼吃虾米”的并购交易。

中国加入 WTO(世界贸易组织),中国企业也将身不由己地置身于并购浪潮之中,在一些国内企业纷纷被外资并购的过程中,一大批勇敢的中国企业主动“走出去”并购重组世界各地的企业。例如,联想收购 IBM 电脑事业部、吉利收购沃尔沃等,这些振奋人心的消息不断地吸引着中国人的眼球。并购重组也是资本市场永恒的话题,随着中国资本市场的发展壮大,上市公司的并购浪潮风起云涌。因此,学习和掌握并购重组的基本理论,总结实践经验,把握并购重组大趋势,掌握基本并购重组技能已成为现代企业家、经营管理者、各类投资者和金融行业的工作者必备的知识 and 才能。

本书在编写过程中参考借鉴了许多前人的研究成果,在书后列出了有关的参考文献,对于书中所采用的文献的内容,本人在此特向这些文献的作者表示诚挚的敬意和衷心的感谢。

本书的编写分工是:石建勋负责第一章、第二章编写,并负责全书的章节设计,其他章节内容和案例的修改、选择和补充完善,第二次通稿审核、定稿;郝凤霞负责第三章、第六章、第九章的编写,并负责全书的第一次通稿审核和部分内容修改;张鑫负责第七章、第八章的编写;李海英负责第四章、第五章的编写。全淑琴、汤洁琳、冯斌、何天好、曾攀峰、季雨洁等参加了本书资料收集、文字整理及部分编写工作,在此一并表示感谢。

本书理论与实践研究涉及面广,需要深入探讨的问题有很多,难免有不当之处,敬请广大读者批评指正(sjx1218@sohu.com)。

编者

2012年5月于同济大学



第一章 企业并购重组的理论与实践	1
第一节 企业并购的定义	1
第二节 企业并购理论	2
第三节 企业并购动因	7
第四节 中外企业并购历史回顾及发展趋势	11
本章小结	16
复习思考题	16
案例一 招商局集团的国际化重构	16
案例二 通用收购大宇汽车	22
第二章 企业并购重组的基本知识	26
第一节 并购重组与企业资本运作	26
第二节 企业并购的基本类型	29
第三节 企业并购的风险	33
第四节 企业并购中的纠纷	36
本章小结	38
复习思考题	38
案例一 青岛啤酒上市之后的并购快速发展之路	38
案例二 上汽并购韩国双龙汽车的风险与纠纷	40
第三章 企业并购重组的程序与步骤	46
第一节 非上市公司的一般并购程序	46
第二节 上市公司的并购程序	57
第三节 中介机构在企业并购中的作用	64
本章小结	70
复习思考题	71
案例一 上海国资打造商业航母的系列并购重组	71
案例二 高盛并购双汇——历时 8 年的曲线 MBO	75

第四章 企业上市前的并购与重组	80
第一节 企业上市前并购重组概述	80
第二节 企业上市前的股权并购	84
第三节 企业上市前的资产并购	90
第四节 企业上市前资产重组中的财务整合	92
本章小结	95
复习思考题	95
案例一 新华传媒借壳上市的并购重组	95
案例二 国美电器两次买壳上市	99
第五章 企业上市后的并购与重组	104
第一节 上市公司并购重组概述	104
第二节 上市公司并购重组的财务整合	113
第三节 上市公司并购重组方式创新与风险应对	117
本章小结	121
复习思考题	121
案例一 上汽集团股权加现金收购南汽集团	121
案例二 宏达高科收购佰金	123
第六章 跨国并购	128
第一节 跨国并购理论与发展	128
第二节 跨国并购动机与效应分析	138
第三节 中国企业跨国并购概况	141
本章小结	153
复习思考题	154
案例一 联想并购 IBM	154
案例二 吉利并购沃尔沃	157
第七章 企业并购中的定价与融资	161
第一节 企业并购中的资产评估和定价	161
第二节 如何避免资产并购中的定价错误	168
第三节 企业并购中的融资	172
本章小结	178
复习思考题	178
案例一 上港集团换股吸收合并上港集箱	178
案例二 中海油收购优尼科的报价有问题吗?	184

第八章 企业并购后的整合	191
第一节 企业并购后整合的基本问题	191
第二节 企业并购后整合的内容	197
第三节 中国企业如何提高跨国并购整合能力	206
本章小结	212
复习思考题	212
案例一 中联重科跨国并购：一场无震荡人力整合	212
案例二 IBM 并购普华永道后的整合分析	214
第九章 并购与重组中的法律与监管框架	221
第一节 世界各国公司并购重组的监管	221
第二节 中国企业并购的监管及相关法律	231
第三节 企业并购过程中的反垄断审查	239
第四节 改进并购监管以促进并购发展	241
本章小结	247
复习思考题	247
案例一 可口可乐收购汇源的反垄断调查	247
案例二 微软收购雅虎搜索业务的反垄断审查	252
附录 A 中国上市公司并购典型案例汇总	259
附录 B 企业并购重组相关法律法规索引	281
参考文献	283

第一节 企业并购的定义

企业并购是指企业的兼并和收购(merger & acquisition, M&A),是企业资本运作和资本经营的主要形式。企业并购是一种特殊的交易活动,其对象是产权。企业并购的实质是在企业控制权转移过程中,各权利主体依据企业产权所做出的制度安排而进行的一种权利让渡行为。企业并购是企业基于经营战略考虑对企业股权、资产、负债进行的收购、出售、分立、合并、置换活动,表现为资产与债务重组、收购与兼并、破产与清算、股权或产权转让、资产或债权出售、企业改制与股份制改造、管理层及员工持股或股权激励、债转股与股转债、资本结构与治理结构调整等。

企业并购活动是在一定的财产权利制度和企业制度条件下进行的。在企业并购过程中,某一部分权利主体通过出让所拥有的对企业的控制权而获得相应的收益,另一部分权利主体则通过付出一定的代价而获取这部分控制权。

兼并是指两家或更多的独立的企业、公司合并组成一家企业,通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。兼并的方法:①用现金或证券购买其他公司的资产;②购买其他公司的股份或股票;③对其他公司股东发行新股票以换取其所持有的股权,从而取得其他公司的资产和负债。兼并有广义和狭义之分。狭义的兼并是指一个企业通过产权交易获得其他企业的产权,使这些企业的法人资格丧失,并获得企业经营管理控制权的经济行为。广义的兼并是指一个企业通过产权交易获得其他企业产权,并企图获得其控制权,但是这些企业的法人资格并不一定丧失。

收购是指一家企业用现金、股票或者债券等支付方式购买另一家企业的股票或者资产,以获得该企业的控制权的行为。收购有两种形式:资产收购和股权收购。资产收购是指一家企业通过收购另一家企业的资产以达到控制该企业的行为。股权收购是指一家企业通过收购另一家企业的股权以达到控制该企业的行为。按收购方在被收购方股权份额中所占的比例,股权收购可以划分为控股收购和全面收购。控股收购指收购方虽然没有收购被收购方所有的股权,但其收购的股权足以控制被收购方的经营管理。控股收购又可分为绝对控股收购和相对控股收购。并购方持有被并购方股权51%或51%以上的为绝对控股收购。并购方持有被并购方股权50%或51%以下但又能控股的为相对控股收购。全面收购指收购方收购被收购方全部股权,被收购方成为收购方的全资子公司。

收购与兼并的主要区别是,兼并使目标企业和并购企业融为一体,目标企业的法人主体资格取消,而收购常常保留目标企业的法人地位。

合并(consolidation)是指两个或两个以上的企业互相合并成为一个新的企业。合并

包括两种法定形式：吸收合并和新设合并。吸收合并是指两个或两个以上的企业合并后，其中一个企业存续，其余的企业归于消灭，用公式可表示为： $A+B+C+\dots=A$ （或 B 或 $C\dots$ ）。新设合并是指两个或两个以上的企业合并后，参与合并的所有企业全部消灭，而成立一个新的企业，用公式表示为： $A+B+C+\dots=\text{新的企业}$ 。合并主要有如下特点：第一，合并后消灭的企业的产权人或股东自然成为存续或者新设企业的产权人或股东；第二，因为合并而消灭的企业的资产和债权债务由合并后存续或者新设的企业继承；第三，合并不需要经过清算程序。

与并购意义相关联的三个概念是兼并、收购和合并，这三个词语既有联系，又有区别。为了使用方便，人们一般习惯把它们统称为并购(M&A)。

在西方文献中，表述为兼并、收购、合并、联合、接管的词有很多，如 acquisition, annexation, amalgamation, consolidation, takeover 等。尽管这些词义有交叉，还是可以从严格意义上进行区分。

(1) acquisition 一般是指一个经济实体控制另一个经济实体。

(2) annexation 原指一国正式宣布对原不属于其管辖范围内的某一领土享有主权的正式行为，它是单方面的行为，通过实际占领而生效，并通过普遍的承认而合法化。

(3) amalgamation 指两个或更多公司的联合或合并，这种联合或合并的实现途径有：一个公司控制其他公司；两个或更多公司之间的合并；原先的公司解散，成立新的公司来接管联合的经济实体。

(4) consolidation 指两个或两个以上的公司合并成一家新企业的行为，所有原来的各个企业都终止而成为一个新成立的企业的组成部分。

(5) takeover 指收购方在对方完全不知情的情况下或者双方达不成共同协商条件的情况下不顾被收购方的意思而强行夺取被收购公司控制权的行为。

以上名词解释词条来源于《大不列颠百科全书》、《牛津金融和银行词典》。

第二节 企业并购理论

企业并购理论的发展和实务的发生是紧密相连的。早在 19 世纪末期美国就发生了其历史上的第一次并购狂潮。面对以美国为代表的西方社会的并购热潮，经济学家们从多种角度对并购活动加以解释，进而形成多种理论。目前，较有影响的有竞争优势理论、效率理论、代理理论、内部化理论、价值低估理论、市场势力论、财富重分配理论等，这些理论从不同角度阐述了企业兼并和收购的动因问题及其实施并购的有效性问题。

一、竞争优势理论

并购动机理论的出发点是竞争优势理论的原因在于以下三个方面：第一，并购的动机来源于竞争的压力，并购方在竞争中通过消除或控制对方来提高自身的竞争实力。第二，企业竞争优势的存在是企业并购产生的基础，企业通过并购从外部获得竞争优势。第三，并购动机的实现过程是竞争优势的双向选择过程，并产生新的竞争优势。并购方在选择目标企业时正是针对自己所需目标企业的特定优势。

二、效率理论

效率理论认为并购活动能提高企业经营绩效,增加社会福利,因而支持企业并购活动。通过并购改善企业经营绩效的途径有规模经济和管理高效两条。

1. 规模经济

一般认为扩大经营规模可以降低平均成本,从而提高利润。因而该理论认为并购活动的主要动因在于谋求平均成本下降。这里的平均成本下降的规模经济效应可以在两个级别上取得:第一级在工厂,包括众所周知的生产专门化的技术经济、工程师规律等;第二级在公司,包括研究开发、行政管理、经营管理和财务方面的经济效益。此外,还可以加上合并的“协同效益”,即所谓的“ $2+2>4$ ”效益。这种合并使合并后企业所增强的效率超过了其各个组成部分增加效率的总和。协同效益可从互补性活动的联合中产生。如一家拥有强大的研究开发队伍的企业和一家拥有一批优秀管理人员的企业合并,就会产生协同效应。

2. 管理高效

有些经济学家强调管理对企业经营效率的决定性作用,认为企业间管理效率的高低成为企业并购的主要动力。当A公司管理效率优于B公司时,A、B两公司合并能提高B公司效率。这一假设所隐含的是并购公司确能改善目标公司的效率。在实践中这一假说显得过于乐观。有人在此基础上,进一步解释为并购公司有多余的资源 and 能力投入对目标公司的管理中。此理论有两个前提:①并购公司有剩余管理资源,如果其能很容易释出,则并购是不必要的。但是,如果管理队伍为不可分组合,或具有规模经济,则必须靠并购加以利用;②目标公司的非效率管理可以在外部管理人介入之下得以改善。

此理论在一定程度上解释了并购的效率的动因。它能解释具有相关知识和信息的相关产业并购活动,却无法解释多角化并购。

三、代理理论

代理问题是 Jensen 和 Meckling 于 1976 年提出的,他们认为在代理过程中,由于存在道德风险、逆向选择、不确定性等因素的作用而产生代理成本。他们把这种成本概括为以下几方面:所有人与代理人订立契约成本;对代理人监督与控制成本;限定代理人执行最佳或次佳决策所需的额外成本;剩余求偿损失。

并购活动在代理问题存在的情况下有以下几种解释。

1. 并购是为了降低代理成本

1983 年 Fama 和 Jensen 认为,公司代理问题可由适当的组织程序来解决。在公司所有权和经营权分离的情况下,决策的拟订和执行是经营者的职权,而决策的评估和控制由所有者管理,这种互相分离的内部机制设计可解决代理问题。而并购则提供了解决代理问题的一个外部机制。当目标公司代理人有代理问题产生时,通过收购股票获得控制权,可减少代理问题的产生。

2. 经理理论

这一理论认为在公司所有权和控制分离后,企业不再遵循利润最大化原则,而选择能

使公司长期稳定和发展的决策。Muller 在 1969 年提出假设,认为代理人的报酬由公司规模决定。因此代理人有动机使公司规模扩大而接受较低的投资利润率,并借并购来增加收入和提高职业保障程度。马克斯、威廉森等认为经理的主要目标是公司的发展,并认为已接受这种增长最大化思想且发展迅速的公司最易卷入并购活动中。Fuss 于 1980 年发现并购公司经理在合并后的两年里平均收入增加 33%,而在没有并购活动发生的公司里,经理的平均收入只增加 20%。1975 年马克斯和惠廷顿发现公司规模是影响经理收入的主要因素。这些证据证实了这一理论。1977 年辛格和米克斯对并购后的企业利润情况的研究表明,合并后的企业利润一般都下降。这一证据表明企业合并注重的是企业长期发展,而不太注重利润情况,甚至牺牲短期利润。但 Lewellen 和 Huntsman 在 1970 年的实证结果显示,代理人的报酬与公司的报酬率有关而与公司规模无关。这一结论是对经理理论的挑战。

3. 自由现金流量说

这一理论源于代理问题。Michael Jensen(1986)认为自由现金流量的减少有利于减少公司所有者和经营者之间的冲突。所谓自由现金流量是指公司的现金在支付所有净现值为正的投资计划后所剩余的现金量。如果公司要使其价值最大,自由现金流量应完全交付给股东,但此举会削弱经理人的权力,而且在资本市场上筹集再度进行投资计划所需的资金时将受到监控,由此降低代理成本。

除了减少企业的自由现金流量外,Jensen 还认为适度的债权由于必须在未来支付现金,比经理人答应发放现金股利来得有效,而更易降低代理成本。他还强调对那些已面临低度成长而规模逐渐缩小,但仍有大量现金流量产生的公司,控制其财务上的资本结构是很重要的。此时并购的含义是公司借并购活动,适当提高负债比例,可减少代理成本,增加公司价值。

四、内部化理论

内部化理论是在 20 世纪 70 年代后期兴起的。这一理论不再以传统的消费者和厂家作为经济分析的基本单位,而是把交易作为经济分析的“细胞”,并在有界理性、机会主义动机、不确定性和市场不完全等几个假设的基础上展开,认为市场运作的复杂性会导致交易的完成需付出高昂的交易成本(包括搜寻、谈判、签约、监督等成本)。为节约这些交易成本,可用新的交易形式——企业来代替市场交易。这一理论在解释并购活动的同时,认为并购的目的在于节约交易成本。通过并购节约交易成本有以下 5 个方面。

1. 企业通过研究和开发的投入获得产品——知识

在市场存在信息不对称和外部性的情况下,知识的市场难以实现,即便得以实现,也需要付出高昂的谈判和监督成本。这时,可通过并购使专门的知识在同一企业内运用,达到节约交易成本的目的。

2. 企业的商誉作为无形资产,其运用也会遇到外部性问题

因为某一商标使用者降低其产品质量,可以获得成本下降的大部分好处,而商誉损失则由所有商标使用者共同承担。解决这一问题的办法有两条:一是增加监督,保证合同规定的产品最低质量,但会使监督成本大大增加;二是通过并购将商标使用者变为企

业内部成员。作为内部成员,降低质量只会承受损失而得不到利益,消除了机会主义动机。

3. 大量专用中间产品投入

有些企业的生产需要大量的专门中间产品投入,而这些中间产品市场常存在供给的不确定性、质量难以控制和机会主义行为等问题。这时,企业常通过合约固定交易条件,但这种合约会约束企业自身的适应能力。当这一矛盾难以解决时,通过并购将合作者变为内部机构,就可以消除上述问题。

4. 资产专用性

一些生产企业为开拓市场需要大量的促销投资,这种投资由于专用于某一企业的某一产品,具有很强的资产专用性。同时销售企业具有显著的规模经济,一定程度上形成进入壁垒,限制竞争者加入,形成市场中的少数问题。当市场中存在少数问题时,一旦投入较强专门性资本,就要承担对方违约造成的巨大损失。为减少这种风险,要付出高额的谈判成本和监督成本。在这种成本高到一定程度时,并购成为最佳选择。

5. 组织结构变化

企业通过并购形成规模庞大的组织,使组织内部的职能相分离,形成一个以管理为基础的内部市场体系。一般认为,企业内的行政指令来协调内部组织活动所需的管理成本较市场运作的交易成本要低。

内部化理论在对并购活动的解释上有较强的说服力。但由于其分析方法和所用概念的高度抽象,使其难以得到系统检验;又由于分析过程及所得结论过于一般化,使其很难在管理领域得到应用。

五、价值低估理论

这一理论认为并购活动的发生主要是因为目标公司的价值被低估。当一家公司对另一家公司的估价比后者对自己的估价更高时,前者有可能投标买下后者。目标公司的价值被低估一般有下列几种情况:①经营管理能力并未发挥应有的潜力。②并购公司拥有外部市场所没有的目标公司价值的内部信息。③由于通货膨胀等原因造成资产的市场价值与重置成本的差异,使公司价值有被低估的可能。

Tobin 以比率 Q 来反映企业并购发生的可能性。 Q 为企业股票市场价值与企业重置成本之比。当 $Q > 1$ 时,形成并购的可能性较小。当 $Q < 1$ 时,形成并购的可能性较大。美国 20 世纪 80 年代的情形说明了这一点。在 80 年代美国并购高潮期间,美国企业的 Q 比率一般在 0.5~0.6,但当一家公司投一家目标公司时,目标公司的股票行市形成溢价,一般溢价幅度在 50%左右。如果一家企业比值为 0.6,股票溢价为 50%,那么并购总成本为资产重置成本的 90%,比新建一家企业便宜 10%,而且这种并购形成的投资在投资完成后可立即投入运行。还有人认为,当技术、销售市场和股票市场价格变动非常迅速时,过去的信息和经验对未来收益的估计没有什么用处。结果是价值低估的情况屡见不鲜,并且导致并购活动增加。因此,价值低估理论预言,在技术变化日新月异及市场销售条件与股价不稳定的情况下,并购活动一定很频繁。

六、市场势力论

这一理论认为,并购活动的主要动因是因为可以借并购活动达到减少竞争对手来增强对企业经营环境控制的目的,提高市场占有率并增加长期的获利机会。下列三种情况可能导致以增强市场势力为目标的并购活动。

(1) 在需求下降、生产能力过剩和削价竞争的情况下,几家企业联合起来,以取得实现本产业合理化的比较有利的地位。

(2) 在国际竞争使国内市场遭受外商势力的强烈渗透和冲击的情况下,企业间通过联合组成大规模联合企业,对抗外来竞争。

(3) 由于法律变得更为严格,使企业间包括合谋等在内的多种联系成为非法。在这种情况下,通过合并可以使一些非法的做法“内部化”,达到继续控制市场的目的。

1980年惠廷顿研究发现大公司在利润方面比小公司的变动要小。这说明大公司由于市场势力较强,不容易受市场环境变化的影响。规模、稳定性和市场势力三者是密切相关的。事实上,由于美国等发达国家信奉自由竞争市场的哲学立场,因而企业并购会受到垄断法的强硬约束。在并购产生过度集中时,常借由法庭控诉和管制手段来干预并购活动。

七、财富重分配理论

在并购理论中,另一探讨的主题是认为并购活动只是财富的重新分配。当并购消息宣布后,由于各投资人(股东)掌握的信息不完全或对信息的看法不一致,会导致股东对股票价值有不同的判断,引起并购公司和目标公司的股价波动。这种价格波动,不是源于公司经营状况的好坏,而是财富转移的结果。并购公司和目标公司间的财富转移使目标公司的市盈率变动,投资人往往以并购公司的市盈率重估目标公司的价值,引起目标公司的股价上涨。同理,并购公司的股票价格也因此上涨;反之则亦然。

并购活动的财富转移曾引起一些争论。有人认为财富的转移可能是并购公司和目标公司股东间的财富转移;有人认为可能是债权人财富转移给股东;甚至有人认为可能是劳工或消费者财富的转移。Mc Daniel(1986)对上述争论做过实证研究,结果显示,并购所创造的资本利得是不是源于债权持有人,即使以负债方式并购而增加负债比例,债权持有人也没有受到什么负面影响。但是,如果以杠杆并购(leverage buy-out, LBO)方式并购而使负债大量增加,则对债权持有人的负面影响就大。关于这一问题的争论尚无定论。

八、交易费用学说

Hennartt 和 Park(1993)最早运用交易费用理论来分析跨国公司的新建与并购选择。他们把交易费用作为工具,分析指出当跨国公司具有技术优势、管理优势时,并购投资会增加交易成本,从而不利于并购进入;如果跨国公司的扩张是在非相关性行业,并购则可以减少投资风险,降低交易费用。内部化理论的著名代表巴克利和卡森(1998)发表“国外市场进入战略分析——内部化理论的延伸”一文,进一步发展了 Hennart 等人的研究。

他们利用交易费用这一工具,从东道国宏观环境、产业环境和企业内部因素三个方面全面分析了东道国的文化差异、行业结构、行业进入限制、竞争对手的反应以及跨国公司的技术水平、规模、海外经营经验等对贸易、许可证、特许经营、合资、跨国并购等不同市场进入方式选择的影响。交易费用学说提供了一个解释跨国并购影响因素的一般理论范式和工具,但是其局限性也相当明显。

九、企业成长理论

1959年彭罗斯发表《企业成长理论》,提出了以资源为基础的企业成长理论。他认为企业成长不仅要依靠劳动分工,而且内部资源的整合和协调产生的新的“剩余”对企业成长至关重要。新的“剩余”集中体现在企业的人力资源中,这是因为依靠企业经理人员的能力、知识和管理经验,就可以更有效地利用企业内部资源,产生更高的组织效率(福斯,1998)。该理论将人力资源看做影响跨国公司并购扩张的最重要因素,并认为当企业扩张不具有人力资源优势时,就只能通过并购获得目标公司的人力资源来实现成长(Hennart和Park,1993)。但是,对于跨国并购这样复杂的投资行为,仅仅用人力资源或者企业能力来解释是不充分的,而且该理论对跨国并购选择的解释也有限。

十、产业组织理论的产业壁垒、产业进入政策壁垒

该理论认为,企业的最低有效生产规模、核心技术和政府对产业进入的限制,都可能对企业的行业进入形成产业壁垒,具体包括规模壁垒、技术壁垒和产业进入政策壁垒等。而企业通过对行业内原有企业的并购,获得其生产能力、技术,可以有效地降低或消除规模、技术壁垒,规避政策限制,实现有效进入。因此,东道国产业壁垒的高低会影响跨国并购决策。虽然产业组织理论不能全面、单独解释跨国并购投资行为(Yip,1982),但这种探索在理论上却是一大进步,因为以往的研究只关注企业的特征、东道国的环境特征等对跨国并购的影响,忽略了对产业层次的研究。产业组织理论从产业层次上提出了产业壁垒也对跨国并购产生影响。

第三节 企业并购动因

企业作为一个资本组织,必然谋求资本的最大增值,企业并购作为一种重要的投资活动,产生的动力主要来源于企业追求资本最大增值的动机,以及源于竞争压力等因素,但是就单个企业的并购行为而言,又会有不同的动机和在现实生活中不同的具体表现形式,不同的企业根据自己的发展战略确定并购的动因。

一、并购的效应动因理论

在并购动因的一般理论基础上有许多具体的并购效应动因,主要有以下4个方面。

1. 韦斯顿协同效应

该理论认为并购会带来企业生产经营效率的提高,最明显的作用表现为规模经济效益的取得,常称为 $1+1>2$ 的效应。

2. 市场份额效应

通过并购可以提高企业对市场的控制能力。通过横向并购达到该行业特定的最低限度的规模,改善了行业结构,提高了行业的集中程度,使行业内的企业保持较高的利润率水平;而纵向并购是通过对原料和销售渠道的控制,有利地控制竞争对手的活动;混合并购对市场势力的影响是以间接的方式实现的,并购后企业的绝对规模和充足的财力对其相关领域中的企业形成较大的竞争威胁。

3. 经验成本曲线效应

其中的经验包括企业在技术、市场、专利、产品、管理和企业文化等方面的特长。由于经验无法复制,通过并购可以分享目标企业的经验,减少企业为积累经验所付出的学习成本,节约企业发展费用。在一些对劳动力素质要求较高的企业,经验往往是一种有效的进入壁垒。

4. 财务协同效应

并购会给企业在财务方面带来效益,这种效益的取得是由于税法、会计处理惯例及证券交易内在规定的而产生的货币效益。主要有税收效应,即通过并购可以实现合理避税;股价预期效应,即并购使股票市场企业股票评价发生改变从而影响股票价格,并购方企业可以选择市盈率和价格收益比较低,但是有较高每股收益的企业作为并购目标。

二、企业并购的一般动因分析

企业并购的直接动因有两个:一是最大化现有股东持有股权的市场价值,二是最大化现有管理者的财富。而增加企业价值是实现这两个目的的根本,企业并购的一般动因体现在以下几方面。

1. 获取战略机会

并购者的动因之一是要购买未来的发展机会,当一个企业决定扩大其在某一特定行业的经营时,一个重要战略是并购那个行业中的现有企业,而不是依靠自身内部发展。原因在于:第一,直接获得正在经营的发展研究部门,获得时间优势,避免了工厂建设延误的时间;第二,减少一个竞争者,并直接获得其在行业中的位置。企业并购的另一战略动因是市场力的运用,两个企业采用统一价格政策,可以使它们得到的收益高于竞争时的收益,大量信息资源可能用于披露战略机会,财会信息可能起到关键作用,如会计收益数据可能用于评价行业内各个企业的赢利能力,可被用于评价行业赢利能力的变化等,这对企业并购有巨大意义。

2. 发挥协同效应

主要来自以下几个领域:在生产领域,可产生规模经济性,可接受新技术,可减少供给短缺的可能性,可充分利用未使用的生产能力;在市场及分配领域,同样可产生规模经济性,是进入新市场的途径,扩展现存分布网,增加产品市场控制力;在财务领域,充分利用未使用的税收利益,开发未使用的债务能力;在人事领域,吸收关键的管理技能,使多种研究与开发部门融合。

3. 提高管理效率

其一是企业现在的管理者以非标准方式经营,当其被更有效率的企业收购后,更替管

理者而提高管理效率；其二是当管理者自身利益与现有股东的利益更好地协调时，则可提高管理效率，如采用杠杆购买；其三是现有的管理者的财富构成取决于企业的财务是否成功，这时管理者集中精力致力于企业市场价值最大化。此外，如果一个企业兼并另一个企业，然后出售部分资产收回全部购买价值，结果以零成本取得剩余资产，使企业从资本市场获益。

4. 获得规模效益

企业的规模经济是由生产规模经济和管理规模经济两个层次组成的。生产规模经济主要包括企业通过并购对生产资本进行补充和调整，达到规模经济的要求，在保持整体产品结构不变的情况下，在各子公司实行专业化生产。管理规模经济主要表现在由于管理费用可以在更大范围内分摊，使单位产品的管理费用大大减少，可以集中人力、物力和财力致力于新技术、新产品的开发。

5. 买壳上市

目前，我国对上市公司的审批较严格。上市资格也是一种资源，某些并购不是为获得目标企业本身而是为获得目标企业的上市资格。通过到国外买壳上市，企业可以在国外筹集资金进入外国市场。中国远洋运输集团在海外已多次成功买壳上市控股了香港中远太平洋和中远国际。中远集团(上海)置业发展有限公司耗资 1.45 亿元，以协议方式一次性购买上海众城实业股份有限公司占股 28.7% 的发起人法人股，达到控股目的，成功进入国内资本运作市场。

6. 并购降低进入新行业、新市场的障碍

并购是企业进入新行业、新市场的快捷方式。出于市场竞争压力，企业需要不断强化自身竞争力，开拓新业务，降低经营风险。企业可以通过并购利用被并购方的资源，包括设备、人员和目标企业享有的优惠政策快速地进入新的市场领域。例如，为在上海拓展业务，占领市场，恒通公司通过协议以较低价格购买上海棱光实业国有股份，达到控股目的而使自己的业务成功地上海开展。

三、企业并购的财务动因分析

在西方，对企业并购存在种种理论上的解释。有的理论认为并购中通过有效的财务活动使效率得到提高，并有可能产生超常利益。有的从证券市场信号上分析，认为股票收购传递目标公司被低估的信息，会引起并购方和目标公司股票上涨。综合各种理论，企业产权在买卖中流动，遵循价值规律、供求规律和竞争规律，使生产要素流向最需要、最能产生效益的地区和行业的同时，还要考虑由于税务、会计处理惯例以及证券交易等内在规律作用而产生的一种纯货币的效益，因此，企业产权并购财务动因包括以下几方面。

1. 避税因素

由于股息收入、利息收入、营业收益与资本收益间的税率差别较大，在并购中采取恰当的财务处理方法可以达到合理避税的效果。在税法中规定了亏损递延的条款，拥有较大赢利的企业往往考虑把那些拥有相当数量累积亏损的企业作为并购对象，纳税收益作为企业现金流量的增加可以增加企业的价值。企业现金流量的盈余使用方式有增发股利、证券投资、回购股票、收购其他企业。如发放红利，股东将为此支付较企业证券市场并