

总经理 并购课堂

总经理 并购整合

一本通



王志力 · 编著

专为总经理量身定做

一看就懂，一学就会

广东人民出版社
广东经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

总经理并购整合一本通/王志力编著. —广州: 广东经济出版社, 2011. 11

ISBN 978-7-5454-0969-7

I. ①总… II. ①王… III. ①企业合并—基本知识 IV. ①F271

中国版本图书馆CIP数据核字 (2011) 第190904号

出版 发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路11号11~12楼)
经销	全国新华书店
印刷	北京同文印刷有限责任公司 (北京市密云县十里堡镇庄禾屯)
开本	787毫米×1092毫米 1/16
印张	16.25
字数	226 000
版次	2011年11月第1版
印次	2011年11月第1次
书号	ISBN 978-7-5454-0969-7
定价	45.00元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

广东经济出版社常年法律顾问: 何剑桥律师

• 版权所有 翻版必究 •

时代光华 · 中国企业培训大系 ■

· 做 | 中 | 国 | 最 | 优 | 质 | 的 | 经 | 管 | 培 | 训 | 资 | 源 | 服 | 务 | 商

目 录

第一章 你的企业要不要并购 / 1

- 一、并购是把双刃剑 / 1
- 二、并购与企业发展战略 / 7
- 三、企业并购的动因 / 14
- 四、企业的并购战略 / 18
- 五、哪些企业适合并购 / 25
- 六、找到最佳并购模式 / 30
- 七、多种并购方式的融合 / 34

第二章 企业并购的基础性工作 / 37

- 一、企业并购操作的一般流程 / 37
- 二、并购团队的建设管理 / 45
- 三、并购目标企业的确认 / 49
- 四、并购时机的选择 / 53
- 五、中介公司的选择与成本分析 / 55



第三章 企业成功并购的关键要素 / 59

- 一、明确并购战略目标的重点 / 59
- 二、正确评估目标企业的价值 / 63
- 三、提前制定跨职能整合计划 / 65
- 四、选择合适的投资支付方式 / 68
- 五、用发展战略说服政府和债权人 / 73
- 六、反并购，最好在章程上下工夫 / 76
- 七、适时控制收购风险 / 80
- 八、典型案例分析：中信泰富并购恒昌 / 82

第四章 并购前的企业价值评估 / 85

- 一、企业价值有哪些 / 85
- 二、企业价值评估的常用方法 / 89
- 三、影响企业价值的关键要素 / 93
- 四、影响企业价值评估的其他因素 / 96

第五章 企业并购的尽职调查 / 99

- 一、明明白白做尽职调查 / 99
- 二、财务报表审计 / 103
- 三、经营管理审计和合法审计 / 108
- 四、如何进行现场考察 / 112
- 五、发现尽职调查的玄机 / 116

第六章 企业并购的具体模式选择 / 121

- 一、协议收购、集中竞价收购与要约收购 / 121
- 二、管理层收购 / 128
- 三、公司改制、员工持股计划、股票期权计划 / 136
- 四、上市公司收购与反收购 / 143

- 五、杠杆收购与融资 / 145
- 六、私募股权基金与并购重组 / 151
- 七、典型案例分析：并购基金 KKR / 154

第七章 并购协议设计与并购谈判技巧 / 157

- 一、新《公司法》《上市公司收购管理办法》并购要点 / 157
- 二、股权并购、资产并购及增资扩股比较 / 161
- 三、并购协议架构的拟定技巧 / 166
- 四、并购协议的关键事项 / 169
- 五、法律、税收与金融结构设计 / 173
- 六、不同并购阶段的谈判技巧 / 177

第八章 并购过程中的风险控制 / 179

- 一、并购中的八大主要风险 / 179
- 二、并购过程中的税收和会计问题 / 185
- 三、企业“手术”过后的危险期控制 / 191

第九章 敌意收购与反收购 / 195

- 一、何谓敌意收购 / 195
- 二、敌意收购的基本方式 / 198
- 三、国内敌意收购的案例 / 200
- 四、反收购的预防性措施 / 204
- 五、反收购的主动措施 / 209
- 六、典型案例分析：联合碳化物公司的奇迹 / 217



第十章 企业跨国并购 / 219

一、外资并购在中国 / 219

二、中国企业的海外并购 / 227

三、典型案例分析：联想收购 IBM 个人电脑业务 / 232

第十一章 并购完成后的交接过渡管理 / 235

一、并购容易整合难 / 235

二、整合是一门艺术 / 238

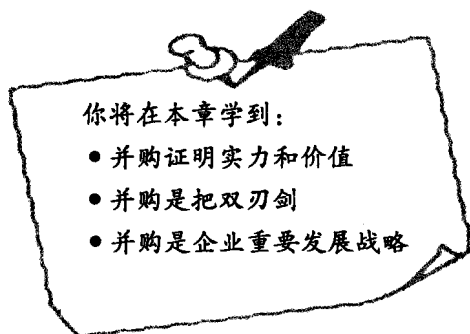
三、应高度关注的整合内容 / 241

四、企业成功整合的三大关键点 / 244

五、重组：资源整合 / 247

参考文献 / 251

第一章 你的企业要不要并购



关键词：规模效益 资本运作

2010年8月创下了全球并购交易额的单月新高，达到2850亿美元，其中引人瞩目的交易包括“香港超人”李嘉诚以700亿港币收购英国电网，英特尔公司以77亿美元收购杀毒软件企业McAfee，新西兰Rank Group以45亿美元收购美国包装公司PTV，这些巨型并购交易都证明了并购的强劲生命力。那么，他们为什么“牵手”？

一、并购是把双刃剑

曾经有人打趣说，企业并购的失败率比好莱坞明星的离婚率还要高。当然这是开玩笑，但也说明企业并购要想获得成功，确实不是一件容易的事情。

尽管成功的并购能够提高企业整体的竞争力，帮助企业获得超额利

润，但并购的风险也不能忽视。并购案例不胜枚举，但是统计显示，只有大约 20% 的并购是成功的，60% 的并购结果是不够理想的，还有 20% 可以说是完全失败的（如图 1-1）。

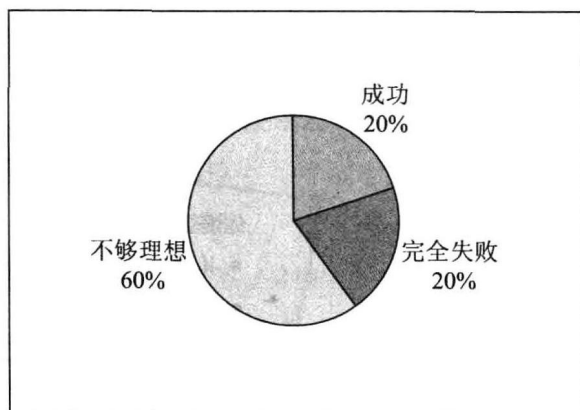


图 1-1 并购案的成功率

并购的结果之所以会这样，是因为并购过程中有许多陷阱，一旦对并购中的陷阱处理不当，开始的“两情相悦”很可能变成“两败俱伤”。

1. 并购过程中会遇到的问题

（1）并购的效益被高估

有时候企业领导者会基于自己在某个行业的经历，对自己的能力过于自信，高估了并购所能产生的经济效益，积极地推动并不适合的并购。

案例

20 世纪 70 年代，可口可乐推行多元化战略，其高管认为销售葡萄酒和销售可口可乐没什么区别，他们打算利用自己在市场营销上的强大竞争力主导美国的葡萄酒市场，连续收购了三家葡萄酒公司。但是结果却令可口可乐高管们头疼不已，在经历了 7 年微薄的利润回报后，可口可乐高管们终于承认当年的决策是不合适的。可乐软饮料和葡萄酒几乎是完全不同的产品，消费人群差异很大，定价和分销也不相同。最后，可口可乐以

2.1 亿美元出售了葡萄酒公司，这个价格和当初收购的价格相当，但考虑到通货膨胀以及资金使用的成本，可口可乐在葡萄酒并购上实际是亏损的。

（2）并购的价格过高

并购价格过高是导致并购失败的重要原因。一旦并购价格过高，并购方的投资可能无法获得合理的回报，甚至引起亏损。

很多时候，并购价格并不能真正反映被并购企业的价值，对目标企业的评估价值过高或者过度支付并购溢价，都会导致并购价格过高。由于评估方法不当，或者对被评估的目标公司了解不够充分，或者被评估企业存在隐匿情况，都会导致目标企业的价格被高估。此外，由于并购双方的议价能力不同，加上市场上同类型交易价格的影响及投机性投资者对目标企业价格的抬高，都会使并购产生过高溢价。

20 世纪 90 年代最后几年，电信产业蓬勃发展，业界纷纷预计电信设备的需求增长很快将会出现供不应求的局面。在这种乐观估计下，大型电信公司都开始了大规模的并购步伐，思科公司、北电公司、朗讯公司、康宁公司等争相收购那些新涉足电信新技术的小型公司。在他们的追逐下，那些公司的股价被投机者哄抬，导致大公司在收购时付出了较高的溢价。到了 2000 年前后，电信泡沫破裂，大公司才发现他们新收购的业务收效甚微，于是开始大幅冲销。年报显示，仅 2001 年，北电公司收购资产价值冲销后仍减少约 123 亿美元。

（3）并购企业融资不当

一般情况下，即使现金流充裕的企业在并购过程中也需要融资。融资不当的主要表现为融资规模和融资成本不合理。

融资规模过小时，并购企业的资金不足，影响并购价款的交付以及并购后的整合和经营，很可能导致并购交易半途而废。融资规模过大时，并购企业的融资超过其承受能力，特别是通过负债融资，造成其负债过高，容易造成企业严重的资不抵债，增加破产的危险，并影响公司的信用评级。

此外，高负债水平还会使公司首先专注于解决债务问题，造成其他方面的投资减少，影响公司的长远发展。并购交易一般要求果断出击，企业的融资要求是非常急迫的，企业在融资时迫于形势会愿意付出高成本，而融资成本过高很可能造成并购得不偿失。

(4) 忽视了法律风险

并购要符合交易发生地的法律法规。一些国家和地区出于各种利益的考量，对企业并购有许多特别的立法规定，比如限制并购的行业、并购的方式、并购的融资、反垄断问题、对中小股东的保护、国有资产的保护等问题。2009年3月，可口可乐并购汇源就因为经营者集中违反《中华人民共和国反垄断法》的规定而被商务部否决。

目前，我国明令禁止信托型的MBO（Management Buy-Out，管理层收购），我国企业国有股的转让也有很多具体规定，稍不注意就会触线。我国金融业的并购要得到相关监管部门的审批，不是任何企业或个人都可以成为金融企业的股东，例如保险业，只有境内企业法人和境外金融机构才能投资持股非上市的保险公司，而且单一股东的持股比例还有严格的上限。

2. 并购完成后会遇到的问题

(1) 并购整合陷阱

企业完成并购后，只有进行有效的整合，才能真正实现协同效应，产生一加一大于二的增加值。

管理大师德鲁克曾经指出，企业的并购不仅仅是一项财务活动，只有在资源整合上取得成功，才是成功的并购；否则，仅在财务上合并，将导致业务和财务的双重失败。

但是并购整合在全世界都是一个难题。据麦肯锡一份调查显示，全球的并购交易中只有约33%最终取得了整合成功。而另有统计显示，在全球范围内并购失败的案例中，80%左右都是由整合失败引起的。并购的成败与并购的具体操作有直接关系，但是并购后能否实现真正的资源整合才是并购成功的关键。

案例

1989 年，享有盛名的日本索尼公司斥资 50 亿美元，从可口可乐公司手中收购了哥伦比亚电影公司，正式进军好莱坞。索尼的算盘是，自己的硬件研发能力没问题，通过并购哥伦比亚，实现软件和硬件的协同发展。但问题是索尼本身没有能力管理一个电影公司，更不要说良好的资源整合了。索尼用 7 亿美元雇用了专业的管理团队，但是效果却很一般，而且日本商业文化和美国好莱坞的商业环境格格不入，整合更是难上加难。5 年后，1994 年 11 月，索尼公司痛苦地宣布哥伦比亚电影公司亏损了 27 亿美元，差一点全面退出。直到 1995 年，出井伸之接手后，才开始扭转局面，并逐年赢利。

1996 年 12 月，深圳房地产企业创世纪投资公司收购了纺织企业苏三山，买壳上市。随后，创世纪对苏三山进行整合，但是苏三山的主业持续下滑，连续三年亏损。1998 年 9 月，苏三山成为中国证券市场首家被特别处理的上市公司。

第一个并购整合陷阱：并购双方的战略整合。

并购完成后，并购方要重新考虑双方原来的发展战略，做出战略调整，要么把目标企业纳入自身的发展战略规划中，要么执行目标企业的发展战略或者对企业的整体经营战略进行调整，形成新的发展战略，实现并购后企业发展方向一致，逐步实现协同效应。战略整合要保住并购双方的核心竞争力，追求互补和协同发展，实现一加一大于二。

如果并购双方忽视企业发展战略整合，各说各的话，各走各的路，这样的并购就失去了积极意义。

第二个并购整合陷阱：人力资源的整合。

企业最宝贵的资源是人才，只要人才在，就不愁发展。并购之后，留住目标企业的人力资源至关重要，不但要留住目标企业的人，还要留住他们的心，特别是关键部门的中层管理人员、关键技术岗位的技术人



员等，如果他们流失了，会严重影响并购后公司的价值。并购企业要重视人的问题，谨慎处理好并购后人员的留任，避免管理人才和专家的流失。

第三个并购整合陷阱：企业文化的整合。

有调查显示，在企业并购成功的原因中，企业文化的整合排在第三位，但是在企业并购失败的原因中，文化差异导致的企业文化整合失败却位居榜首。有人认为，并购中的文化整合只存在于跨国并购中。这是一个错误看法，文化整合存在于一切成熟企业的并购活动中，在跨国并购中尤为突出。如果并购企业不能完成企业文化的整合，并购失败是迟早的事情。

(2) 并购后经营管理的陷阱

第一，并购后企业可能出现业绩下滑。并购后企业的经营业绩可能无法达到预想状态，业绩下滑，甚至亏损。造成这种情况的原因很多，如恰逢市场大环境处于谷底时期，整个市场对产品需求不足；并购后对目标企业的各种资源投入不够，目标企业的潜力没有被充分挖掘；并购后发现目标企业隐匿的一些问题，在并购前没有应对这些问题的方案，使目标企业的经营陷入暂时的困境，等等。

一旦目标企业的经营情况没有预计的情况好，并购企业就有可能向目标企业投入更多的资源。如果并购企业的资源有限，那么目标企业就很可能成为并购企业的包袱，拖累并购企业的经营，造成并购企业的经营状况恶化。

第二，并购后企业很容易陷入管理短视陷阱。管理短视，指并购企业的管理者积极追求投资回报率，仅仅依赖财务数据来考察新业务部门以及经营者表现，不顾及新业务部门的战略深度和长远目标，压低新业务部门的长期投资，追求财务报表上立竿见影的效果。这样做短期内会使财务报表变得好看，但是容易导致企业的长期发展缺乏后劲。

第三，并购后企业管理容易僵化。企业通过并购最明显的效果是扩大了规模。前文讲过，企业通过并购可以实现规模经济，提高市场竞争力，同时，企业规模扩大也是避免被并购的保护伞。

但是，当企业规模过大时，就会出现管理难题。为了解决管理难题，企业首先想到的是制度化建设，制定一系列行为准则，设置各种专门机构，购置先进的自动化办公系统，追求上下一致。当公司上下达成一致时，也就是公司管理迈向僵化的开始。有时候我们发现大公司办成一件事的效率很低，缺乏灵活性的管理模式对公司的负面影响是显而易见的，这是大企业的管理难题，能够解决这些难题的企业家都是非常成功的，比如稻盛和夫、张瑞敏等。

第四，并购在一定程度上抑制公司的创新。企业选择并购，有时看中的是目标企业的技术优势，这样的目标企业往往有大量技术专利。比如当初 TCL 并购法国电视企业汤姆逊，就是看中了汤姆逊公司拥有的许多专利技术。但是 TCL 看走眼的是电视技术的发展大趋势，汤姆逊公司的很多专利很快就过时了。企业通过并购获得了技术后，由于资金都用在了交易上，会减少其在技术创新上的投入，长此以往，公司容易形成依赖并购来实现技术进步的习惯，自我创新能力就会逐渐衰退，这对公司的长期发展是很不利的。

二、并购与企业发展战略

1. 战略与企业战略

“战略”一词，出自希腊语，最初指的是将军的艺术。《辞海》将其列为军事名词，指对战争全局的谋划和指挥。

随着社会生活的发展，“战略”一词已经超出军事领域，在政治和经济领域被广泛应用，具体到管理学上，就出现了企业战略管理。

我国管理学界对企业战略的看法是：企业战略是根据企业外部环境及企业内部资源和能力状况，为建立持续竞争优势、求得企业持续发展，对企业发展目标、达到目标的途径和手段的总体谋划。

企业战略的本质在于持续满足利益相关者的不同需求，使企业实现持续发展，这些利益相关者至少可以分为三大集团（见图 1-2）：

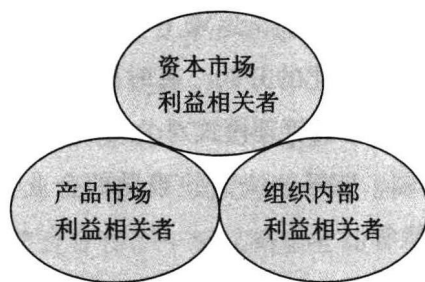


图 1-2 企业三大利益集团

资本市场利益相关者，包括股东和公司主要的资本提供者；

产品市场利益相关者，包括主要的客户、供应商、所在的社区、工会；

组织内部利益相关者，主要指的是公司的员工，包括非管理人员和管理人员。

企业战略的焦点是竞争优势，战略管理在一定意义上讲就是对竞争优势的管理。企业要通过一系列战略行动来巩固自身长期的竞争地位，改善财务绩效。埃里克西·米勒认为，企业的竞争优势主要体现在三个方面，即向顾客提供更好的产品和服务，或者更便宜的产品和服务，或者使顾客更快获得产品和服务。

2. 企业战略的简单分类

企业战略可以分层级，对于一个多元化公司来讲，企业战略可以分为公司层的战略、业务层的战略、职能层的战略和运营战略。对于一个单一业务的公司来讲，战略层级主要有业务层的战略、职能层的战略和运营战略。我们主要关注的是公司层和业务层的战略。

（1）公司层战略

公司层战略主要关注公司经营什么业务，公司总部如何管理多个业务单位来创造企业价值。公司层战略通常表现为增长型战略、稳定型战略和收缩型战略。公司层战略的实施就是要使公司作为一个整体的实力

超过各单位实力相加的总和。

公司层战略的类型主要有单一业务战略和多元化战略。

单一业务战略，指企业将其资源集中在某一项或某主导业务上，进行专业化经营，基本是将所有鸡蛋都放在一个篮子里。比较典型的企业如箭牌口香糖，他们只生产口香糖，不管是绿箭、黄箭、白箭，还是木糖醇，都是口香糖。

多元化战略，顾名思义，就是公司同时经营多项业务，而且各个业务的分量相当，没有特别突出占据主导的业务。根据多个业务之间的关系，多元化战略可以分为相关多元化战略和不相关多元化战略两种。

相关多元化战略指企业进入与现有市场（或业务）相关的新产品市场或者新业务活动，主要追求的是运营协同，在资源和行动上实现共享。

这一点可以用“范围经济”概念来理解，进入两个相关产品市场或者经营活动，要比只进入其中一个产品市场或经营活动更能增强企业竞争力。公司通过范围经济来创造价值，主要通过两种基本经营性经济形式来实现，即在经营层面通过行为共享，在公司层面通过核心竞争力的传递，或者两种相关的行为同时进行。

知识链接

范围经济（economies of scope），指由生产经营的范围而非规模带来的经济，即当同时生产两种产品的费用低于分别生产每种产品时，所存在的状况就被称为范围经济。只要把两种或更多产品合并在一起生产比分开生产的成本低，就会存在范围经济。

案例

迪士尼公司的电影《狮子王》大获成功后，并没有停止开发《狮子王》的潜力，而是通过开发与《狮子王》相关的产品，在迪士尼的电影、主题公园、音乐和零售品部门之间实现活动共享，取得了极大的成功，获利丰厚。

不相关多元化战略，指企业进入与现有业务范围没有明显产品相关性的产业。不相关多元化关注的是财务协同，也称为“财务经济”，指借助于企业内部或外部的投资，通过财务资源优化配置实现成本节约。要实现这一点，就要实现有效的内部资本市场配置，企业内部要有一个有效的资本市场，将资本投入到更能带来效益的部门。当不相关多元化企业集团的子公司打败独立的竞争对手时，产生多元化溢价，实现企业价值的增加，反之，则会出现多元化贬值。

一般情况下，由于实施单一业务战略，一旦主营业务赢利能力不好，公司业绩就会受到很大影响，而通过实施多元化战略，通过不同业务单元所产生的收入可以抵减企业获利的不稳定性，使企业保持持续稳定的赢利能力。所以实施多元化战略能够分散企业的经营风险，也可以增强市场力量，产生管理的协同、营销的协同、生产的协同和技术的协同，实现资本和人力资源的最大效益。当然，如果处理不当，多元化战略也会造成公司管理的冲突和资源的分散。

（2）公司的业务层战略

公司的业务层战略是指一系列相互协调的使命和行动，旨在为客户提供价值，关注如何在某一特定产品市场上展开竞争。

企业在和竞争对手竞争的时候可以显示各种优势，但是一个企业拥有的最基本优势只有两个：差异化和低成本。据此，公司业务层的基本竞争战略有：成本领先战略、差异化战略和集中战略。

第一，成本领先战略，指通过最低的成本为顾客提供产品或服务，即要在价值链的各个环节上，使企业的成本保持低于同行业水平。因为成本会随着生产规模的扩大而下降，也会随着企业累积产量增加而下降，所以扩大生产规模增加产量可以达到成本领先的目标。

第二，差异化战略，指企业使自己的产品与竞争对手的产品存在较大差异，以其与众不同取悦顾客，例如产品差异化、营销差异化、服务差异化、人力差异化、形象差异化，等等。差异化战略的重点不是产品的成本，而是差异化是否能够取悦消费者，取得预期的高回报。