

Q Y G B G

L

企业并购概论

华东师范大学出版社

谢佩苓 编著

QIYE GOUBING CAILUN

XIEPEILING BIANZHU

HUADONG SHIFAN

DAXUE CHUBANSHE

责任编辑 王世云
责任校对 李雯艳
封面设计 周艳梅

企业购并概论
谢佩苓 著

华东师范大学出版社出版发行
(上海中山北路 3663 号 邮政编码: 200062)

新华书店上海发行所经销
上海译文印刷厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 11.25 字数 282 千字
1998 年 10 月第 1 版 1998 年 10 月第 1 次印刷
印数 001—3,000 本

ISBN 7-5617-1838-1/F·074

定价 15.50 元

序

西方资本主义经济的发展和企业购并活动息息相关,作为追逐资本增值和经受市场竞争压力最高表现形式的企业购并活动贯穿于资本主义经济发展的始终。

从西方国家经历的三次产业结构调整来看,第一次产业结构调整是在19世纪80年代左右以农业和轻工业为特征的经济时代,第二次产业结构调整是在本世纪20年代以制造业为主的经济时代,第三次产业结构调整是在60—70年代以服务业为特征的高加工工业化时期。80年代又开始了新一轮的结构调整,即高新技术化时期。西方资本主义产业结构发生重大变动时期恰恰也是企业购并大规模掀起之时,这绝不是一种简单的历史偶然,而是两者之间存在一种潜在的必然的联系:

第一,企业购并行为本身直接构成了产业结构的量的变动——即产业部门间及产业内部结构的此消彼长,这有助于实现经济学意义上的供需均衡,同时遵从了福利经济学资源最优配置的原则。

第二,更深一层,当技术创新促使产业结构发生革命性变动,全新的产业初见端倪时,广大的企业群从这种动荡中捕捉到了利润最大化的最新希望。而企业购并形式为其提供了迅速而有效的

手段,能及时积聚生产能力,获取利润。可以说,企业购并从微观途径上为每一个新兴产业的繁荣和每一次革命性的产业结构升级起了推波助澜的作用。

不可否认,企业购并行为加速了资本的集中和有助于垄断的产生。但在经济中如果一点垄断都没有,同样没有达到资源配置的最佳状态,因此需要寻求一个市场竞争与垄断的均衡点。政府的产业政策一方面要反对垄断和鼓励竞争,另一方面又要始终对每个产业领域中购并行为的规模 and 方向进行调控,使企业购并活动能在宏观层次上提高资源在全社会所有生产领域中的有效配置和优化组合;在微观层次上提高资源在某一生产领域和企业配置组合的效率和效益。

从目前我国企业结构状况看,相当一部分国有企业长期严重亏损,产品积压,扭亏无望。与其对其长期无效投入,不如让其在流动中加以盘活,实现优化组合。而存量资产的优化组合,除了企业内部资产不同成分的替代配置途径以外,一个更有效的途径便是进行企业间的资产转移。企业间的资产转移可以是部分的,即通过生产资料市场的买卖来进行,也可以是整体的,通过企业资产重组来进行。另外,我国的企业还存在规模不经济的问题。企业的规模结构不合理,布局分散,生产规模过小,没有达到有效生产规模。在鼓励小企业的改造和改组,推行大公司、大企业和大集团的战略中,也必然伴随着一系列企业资产重组行为的发生。产业结构的调整和区域经济的平衡也必然涉及到跨产业跨地区乃至跨国的企业资产重组。

谢佩苓著的《企业购并概论》以西方市场经济和现代企业制度为背景,使用了西方国家在企业购并活动中的最新资料,介绍了企业购并的基本概念,分析了购并的动因、历史和现状,较为系统地阐述了企业购并的理论。在读者了解这些有关购并的现象和理论基础着重介绍了购并的运作过程和运作技巧,就购并战略中的

一些关键问题;如企业重组方式、交易方式、收购价格的制定、融资和其他有关的策略进行了重点介绍和分析;最后再把读者引导到企业的跨国购并和中国企业购并这两个专题上来。在当前世界经济日趋一体化的过程中,企业购并越来越具有国际性质,而中国在这种历史潮流的推动下又面临国内经济体制改革和企业结构重组的问题,因此更有必要借助购并这一有效的工具对国有企业实施战略性改组,使企业成为适应市场的法人实体和竞争主体。

对本书细细翻阅以后,我感到此书具有不少特点,愿意向读者介绍:

一、系统性。在理论上,作者从企业购并的理论渊源——产业组织理论,为企业购并提供外部动态经济气候的经济周期和产品周期理论,乃至与企业购并直接动因有关的综效理论作了较为系统的介绍和分析。在实践上,本书从企业重组方式着手,系统地介绍了交易方式、交易程序、定价技巧、收购和反收购策略以及收购后的重整等整个运作过程和策略行为。

二、实用性。谢佩苓女士在美国访问期间,专门进修了M&A,并进行了实地考察,掌握了大量的第一手资料。因为M&A是一门实务性很强的课程,因此掌握第一手资料无疑是很重要的。作者在购并实务方面很注重其实用性,突出地从组织结构、财务结构和所有权结构方面阐述了企业重组策略;对于收购运作中的关键问题——定价问题,不仅介绍了一般的定价模式,而且还提出了可用以直接操作的行之有效的15步定价方案和价格协调、价格补偿方法,具有较大的实用性和现实意义。

三、客观性。本书客观地介绍了西方的购并理论和购并实践,同时也回顾了我国企业购并的发展和历史,客观地分析了我国资源配置的现状,通过大量的实例分析来说明我国M&A的现状和特点,并在此基础上提出了加强我国企业购并运作环境建设的设想。

中国正面临着一个体制改革的新阶段,企业购并或资产重组问题是体制改革中的关键问题。江泽民同志在党的十五大报告中指出:要对国有企业实施战略性改组,以资本为纽带,通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团。采取改组、联合、兼并、租赁、承包经营、股份合作制和出售等形式,加快企业体制改革步伐。因此,无论是政策制定者、理论工作者、企业家还是商学院的学生,都需要学习和研究企业重组理论和策略,这对于深化国有企业改革、建立现代企业制度,实现十五大提出的企业改革的战略目标无疑具有很大现实意义和历史意义。由于本书具有以上几方面的特点,作者在阐述的时候注意系统性和条理性,深入浅出地介绍了 M&A 的理论、运作和实践,很适合大学国际商学院学生、企业家和各类专业人员学习和使用的需要,特把此书介绍给大家。

华东师范大学国际金融系 陈彪如

1998 年 3 月

前 言

随着国际贸易和国际金融业的发展,世界经济日趋一体化。由此而产生的区域性和全球性市场的发展使得东西方工业国家都面临着企业结构调整的挑战。一些经济学家把“企业结构调整”看成是“兼并和收购”的同义词。企业通过兼并和收购,实现企业间产权的转移,得到合理的资源配置和有效的经营管理。

70年代发生的石油危机以后,西方工业国纷纷放宽了金融管制。一些在20世纪早期为限制巨额资本家的法律也有所放宽,因为剧烈的竞争需要较大的国内公司立足国际市场。商业环境的改善和金融工具的创新对企业的兼并和收购提供了极大的便利。金融界发生结构性变化,借贷关系日益多元化和证券化,同时,大公司的股权关系日益分散。从石油开始的兼并活动一直蔓延到航空业、汽车工业、银行业以及电子通信业等各个行业。企业兼并成风,至今方兴未艾,其范围之广,持续时间之久是前几次兼并浪潮无法相比的。一些地位已确立的大公司重新进入了收购领域,形成了许多“特大”和“超级”工业巨头。企业的组织形式由纵向一体化和多角化转向了横向一体化。新组建公司的所有制形式、组织结构以及管理形式都发生了巨大的变化。

一些人认为企业结构的调整,尤其是兼并和收购方式是资本

主义西方工业国家所特有的。但事实上,在一些公有制国家里也存在着这种现象。例如,两个国营企业合并成一个单位,这种合并和私有企业的合并在本、产出和价格方面都会产生类似的影响。

我国自改革开放以来,企业股份制改革已取得了很大的进展,但目前我国大多数企业实行股份制仅仅是把它作为筹集资金的手段,而不是实现真正意义上的企业经营机制的转换和提高产权运作效率。

从产权经济学角度来看,我国国有资产运作效率低下的主要原因是:一、产权界定不明。目前我国的企业产权界定不明晰,企业的所有权和经营权无法分离,这种状况必然会导致企业的经营管理者采取追求短期利益的机会主义的行为,过度使用企业的财产而损害企业的长期利益;二、作为资源配置重要方式之一的市场结构存在扭曲现象。这主要表现在产业结构的失衡和行业集中度偏低。产业结构的失衡必然导致某些工业生产能力过剩,投入要素利用效率低下,而行业集中度偏低和企业规模过小使大多数企业不能产生规模经济,以至于在剧烈的竞争中处于不利地位;三、政府协调偏高。这主要表现在政府对企业的行政干预过多,使企业无法实现真正的自主经营。要解决这一现状,提高产权运作效率和实现现代企业管理制度,首先要提高产权明晰度和减少产权交易量,只有在产权界定清晰且可以自由转让的条件下,资源配置的有效性才可得保证。

前不久刚刚结束的中国共产党第十五次代表大会,对我国的经济体制改革,尤其是对国有企业的改革指出了明确的方向,即要建立现代企业制度,要按照“产权清晰、权责明确、政企分开和管理科学”的要求,对国有大、中型企业实行规范的公司制改革,使企业成为适应市场的法人实体和竞争主体;以资本为纽带,通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团。

毋庸置疑,企业的兼并和收购是实现企业资产重组的一个有效途径。在推行股份制和实现现代企业制度的过程中必然会伴随大规模的企业结构调整和购并行为,我们有必要学习和借鉴西方国家已经经历了整整一个世纪的企业结构调整的经验。但我们也必须注意到,在实施购并过程中也会带来一些副作用。例如,大批人员解雇,企业债务高筑以及由巨额佣金而造成社会财富分配不均等问题。尤其在我国市场机制还不完善,各项法律都还不健全,社会保障体系也未健全起来的情况下,不能完全照搬西方的做法。我们一定要从我国的实际情况出发,采取积极的措施,制定相应的法律规章制度,完善市场机制,建立使企业购并得以运行的机制,推动我国企业结构调整,改善资产不良状况,实现合理的资源配置和真正的社会主义市场经济,参与世界经济大循环。

正是由于深深感觉到这样一种国际国内竞争压力,挑战和机遇并存的形势使我萌发了撰写这本书的念头,目的只是把自己了解到的和体会到的一些东西奉献给广大读者,抛砖引玉,和大家一起探讨我国经济体制改革中的一些重大问题。

在撰写此书的过程中,我始终得到了我国著名经济学家陈彪如先生的悉心指教和帮助;得到了澳大利亚著名经济学家、La Trobe 大学国际商学院院长 Rodney Maddock 教授的鼓励和帮助;同时还得到了我校企业管理学专家金润贵教授和国际金融学专家连平教授的积极支持,在此一并表示深切的感谢。

由于企业购并问题在我国是个新生事物,而本人只是作为对这个新生事物的新涉足者,在此书的写作中必然会存在这样和那样的问题,如有不妥之处,请广大读者批评指正。

谢佩苓

1998 年 3 月

目 录

序	陈彪如
前言	谢佩苓

第一编 基础篇

第一章 导论	3
第一节 企业购并基本概念和型态	3
第二节 企业购并类型	8
第三节 购并市场组织	15
第二章 企业购并理论	25
第一节 传统的和现代的产业组织理论	25
第二节 经济周期理论和购并浪潮	34
第三节 产品生命周期理论和企业的跨国购并交易	37
第四节 综效理论	44
第三章 企业购并动因、历史和现状	49
第一节 购并动因	50
第二节 美国企业购并史	55
第三节 购并现状和特点	65

第二编 实务篇

第四章 购并重组方式和策略	73
第一节 组织结构重组	73
第二节 财务结构重组	88
第三节 所有权重组	109
第五章 购并交易类型和一般交易程序	128
第一节 购并交易类型	128
第二节 购并交易程序	139
第六章 购并前的审查和评估	147
第一节 收购公司的自我评估	148
第二节 对目标公司盈利能力的评估	151
第三节 对目标公司商业和财务的审查	155
第七章 对目标公司收购价格的制定	164
第一节 常用的三种定价模式	165
第二节 现金流贴现法	176
第三节 收购价格的调节和补偿	188
第八章 收购融资方式和规划	194
第一节 收购融资方式及其利弊分析	195
第二节 收购融资成本分析	210
第三节 收购融资规划	212
第九章 购并会计处理方法	219
第一节 购买法	220
第二节 权益联营法	224
第三节 会计方法和税收关系	226
第四节 购买法和权益联营法实例分析和比较	229
第十章 购并运作策略和技巧	238

第一节	收购公司的收购策略	239
第二节	目标公司销售策略	246
第三节	目标公司反收购策略	249
第四节	收购后重组策略	260

第三编 专题篇

第十一章	跨国购并交易	269
第一节	跨国购并的性质和作用	270
第二节	跨国购并模式	275
第三节	跨国收购融资方式和汇率风险管理	279
第四节	跨国收购的法律环境	288
第十二章	中国企业的购并与重组	297
第一节	中国企业购并历史和现状	298
第二节	中国企业购并动因和重组类型	303
第三节	中国企业购并运作环境的建设	311
第四节	中国企业重组案例分析	321
附录:主要参考书目		340

第 一 编

基 础 篇



第一章 导 论

第一节 企业购并基本概念和型态

企业购并渊源于商品经济的土壤之中。在商品经济条件下,所有商品生产者都试图以最小的投入得到最大的收益。要使投入成本最小化,企业不仅仅要在内部合理配置生产要素以提高生产效率,而且要使其处于最佳经济规模之上;而寻求最大的收益也不仅仅在于能够迅速销售其产品,还在于扩大市场份额以取得垄断利润。这样企业间就必然会发生剧烈的竞争,竞争的结果是优胜劣汰。劣势企业的资产发生贬值,贬值后的资产可以有偿转让,经过重新组合后发挥其应有的价值功效。其次,在商品经济条件下,市场要素都是商品,生产要素的组合和重组都要通过市场交易完成,于是作为生产要素的组合体的企业也就成了一种商品,具有价值和使用价值。其价值可以用该企业平均每小时创造的商品的价值来测量,其使用价值则表现为其创造财富和剩余价值的能力。因此,企业也可以像商品一样可以被买卖,这种买卖就是企业资产和产权的有偿转让,也就是指在市场机制作用下,企业通过产权交易获得其他企业产权或控制权的一种交易,是企业在每一个特定的经济环境下承受外部竞争压力和寻求内部发展的一种特殊手

段,是一种极为复杂的经济行为。

一、购并的一般型态

我们通常所说的企业购并即是西方国家常用的“Mergers & Acquisitions”,简称“M&A”。这个术语包含了两个概念,一个是 merger,即兼并和合并的意思;另一个是 acquisition,即收购和买收的意思。这两个词经常放在一起使用,因为这两者之间存在不可分割的联系。

表 1.1 购并一般型态

	类 型	交易方式
兼并(merger)	吸收合并 新设合并	股权集合 购买 统一合并
收购(Acquisition)	资产收购 股份收购	现金交易 股票交易 混合交易

(一) 兼并,合并

兼并或合并(Merger)泛指两家或两家以上公司的合并,原公司的权力和义务由存续(或新设)公司承担,一般是在双方的经营者同意并得到股东支持的情况下,按法律程序进行的合并。兼并具有两种形式:吸收合并和新设合并。吸收合并是指一家公司和另一家公司合并,其中一家公司从此消失,另一家公司则为存续公司,这种方式可以用 $A + B = A$, 或 $A + B = B$ 的公式来表示。新设合并是指两家或两家以上公司合并,另外成立一家新公司,成为新的法人实体,这种方式可以用 $A + B = C$ 的公式来表示。

兼并可以通过股权集合(pool of interest),即合并帐户的方式;

收购方式(purchase),即收购公司将收购支出费用以商誉形式反映在该公司的帐户上的方式;或统一合并的方式(consolidation),即由参与合并的各公司的净资产组成一家新公司的方式来完成。所有的兼并都必须合法的,必须符合公司注册地的法律,成交后必须正式存档。

(二) 收购,买收

收购或买收(Acquisition)是指买方向卖方购入资产、营业部门或股票。收购又可进一步分为资产收购和股份收购。资产收购是指买方收购卖方的部分或全部资产并承担卖方部分或全部债务的收购方式。股份收购是指买方直接或间接收购卖方的部分或全部的股票之后,目标公司便成为买主一部分或全部投资的事业单位。由于买方根据持股比率一起承担卖方的所有权力与义务,包括现有与或有债务。因此,即使买卖双方收购后仍具有不同的法人资格,但是卖方的债务仍将影响买方的价值。

收购的交易方式有三种:现金交易、股票交易或混合交易。现金交易是由收购公司支付给目标公司股东一定数额的现金,以此取得目标公司的所有权。股票交易是指收购公司通过增发本公司股票,以新发行的股票替换目标公司的股票达到收购目的的一种交易方式。混合交易是指收购公司以现金、股票或其他证券等一揽子支付方式来收购目标公司的资产和股份。

兼并一般是指采用某交易程序的方法和状态,它可以是收购行为中的一个部分,而收购这个词则用来表示产权的转移。收购行为可以在兼并前发生,例如A公司收购了B公司的股票,B公司被并到A公司。收购可以通过兼并方式发生,例如A公司收购了B公司,收回了B公司的股票,并用A公司的股票或现金来取代它。收购也可以在不发生兼并的情况下产生,例如A公司收购了B公司的股票,B公司成为A公司的附属公司,或A公司购买了B公司的全部资产,B公司原有的股票不变,但只成为一个空壳公司。Merger和