

企业并购分析

胡玄能 著

经济管理出版社

企业并购分析

胡玄能 著

经济管理出版社

责任编辑 卢小生
版式设计 王超
责任校对 一慧

图书在版编目 (CIP) 数据

企业并购分析/胡玄能著. —北京: 经济管理出版社, 2002
ISBN 7-80162-316-9

I. 企... II. 胡... III. 企业合并—分析
IV. F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 089775 号

企业并购分析

胡玄能 著

出版: 经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编: 100035)

发行: 经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷: 北京宏文印刷厂

850×1168 毫米 1/32 9.75 印张 242 千字

2002 年 1 月第 1 版 2002 年 1 月北京第 1 次印刷

印数: 1—6000 册

ISBN 7-80162-316-9/F·302

定价: 20.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社发行部负责调换。

通讯地址: 北京阜外月坛北小街 2 号 邮编: 100836

联系电话: (010) 68022974

序 言

近年来,伴随着全球经济一体化进程的加快,企业并购浪潮在全球风起云涌,呈现出范围广、数量多、并购金额大、跨国化等一系列新特点。各国政府为在世界政治经济中赢得有利地位,都对企业并购给予了积极引导和大力推动。企业并购浪潮对各国乃至世界经济结构和全球市场发展都将产生不可低估的影响。我国也不例外。

企业并购是企业按照“自愿、有偿”的原则,进行产权交易的活动,是企业根据发展战略,追求企业价值最大化,加快发展的一种有效的资本运作形式。著名经济学家乔治·斯蒂伯格曾经说过:“在美国没有一家大企业不是通过某种方式的并购而发展起来的”。国外许多著名大型企业的发展历程无不是通过并购进行扩张的历史。我国的海尔、青岛啤酒等大型企业也是通过大规模的并购进行低成本扩张,在短短几年间迅速发展壮大起来的。

从宏观上看,企业并购是国家进行产业结构调整,合理配置资源的手段。长期以来,我国许多企业存在着产品结构、组织结构不合理的现象。一方面由于生产能力过剩,技术落后,产品积压,经济效益低下,以至亏损严重,浪费了资源;另一方面,由于国有企业产权不明晰,阻碍了存量资产的调整,生产结构不能顺应市场变化调整,企业资源得不到合理配置。在计划经济体制下,依靠行政手段对企业结构进行调整,曾起到过一定作用。随着市场经济的发展,企业改革的深化和经营机制的转换,企业逐步成为自主经营和自我约束的法人实体,成为面对市场的竞争主

体，单纯依靠政府行政手段对企业结构进行调整已越来越难以适应新形势发展的要求。在不损害国家利益和社会公众利益、不违反有关法律和法规（如反垄断、反不公平竞争法等）的前提下，应遵循企业价值最大化原则，以为企业股东谋求最大利益为着眼点，通过并购优化企业的资源配置。

自 20 世纪 80 年代以来，我国企业并购经过多年的发展和实践，无论在并购的规模、数量上，还是在层次上都有了很大提高，但是，也存在不少问题，如政府的干预，并购法律法规的不健全，等等，这些常使并购活动脱离经济规律或在无序中进行，造成并购失败。另外，缺乏从事并购的专业人才，经验不足也是造成企业并购失败的原因。

近年来，随着我国企业并购数量和规模的不断扩大，对企业并购的学术研究也成为热点，积累了相当丰富的研究成果。但是，从企业角度出发，指导其如何进行并购，才能既不违反有关的法律法规，又能给并购双方带来收益等指导企业具体实践的研究成果还比较少，难以满足日益增长、日趋复杂的企业并购需要。

企业并购从并购构思开始，到目标企业的选择与评估、并购方案的设计（包括并购的组织、支付方式、支付成本、法律事务等）、并购程序的实施以及并购整合与管理，并购方企业要多方面的工作，同时要付出相当大的成本代价。如果目标企业进行反并购的话，并购过程将更加复杂。因此，没有科学理论的指导、没有可以操作的实践借鉴，要想进行成功的并购是很困难的。《企业并购分析》一书正是以解决这一问题为出发点，以企业并购过程所涉及的内容为线索，从企业的微观层面切入，以财务分析作为主要手段，对企业并购的全过程进行了系统的分析与研究，介绍了许多具体操作的方法，对解决企业并购中的一些难题有重要的参考价值，适于从事企业并购实际操作与理论研究的

企业界、投资银行界、学术界等有关人士阅读。

该书作者胡玄能博士是我指导的研究生，多年来，他对企业并购理论进行了比较系统的研究，发表过一些有关的论文；他作为注册会计师、注册资产评估师、房地产估价师以及注册税务师，曾多次积极参与企业并购的实际业务操作，具有比较丰富的企业并购操作经验。这部著作是他根据国内外企业并购理论与实践的新成果，博采众长，充分发挥其本人的财务分析特长所撰写的。该书的主要特色是：融理论性、实用性、可操作性于一体，研究角度新颖，理论与实际紧密结合，体现了创新性与求实性的统一，强调了科学原理与科学方法在具体工作中的运用。该书的出版无疑会对我国企业并购理论与分析方法的完善有所裨益。



2001年9月于北京

目 录

第一章 企业并购分析概述	(1)
第一节 企业并购的概念与分类	(1)
第二节 有关企业理论	(5)
第三节 有关企业并购理论	(21)
第四节 中西方企业并购历史回顾及比较分析	(30)
第二章 企业发展战略与并购分析	(46)
第一节 企业发展战略与并购类型	(46)
第二节 企业发展战略的评价方法	(51)
第三章 企业并购程序分析	(66)
第一节 目标企业的选择与评估	(66)
第二节 企业并购程序与方案设计	(72)
第四章 目标企业财务与风险评估分析	(87)
第一节 目标企业的财务评估	(87)
第二节 目标企业的风险评估	(111)
第五章 目标企业价值评估分析	(120)
第一节 以现金流量为基础的估价技术	(120)
第二节 以会计为基础的估价技术	(134)
第三节 折现率的确定	(147)
第六章 企业并购支付分析	(156)
第一节 企业并购组织与支付方式	(156)
第二节 企业并购的增值效益	(162)
第三节 企业并购的支付成本	(164)

第四节 支付成本的财务分析·····	(173)
第七章 企业并购融资分析·····	(181)
第一节 企业并购融资概述·····	(181)
第二节 企业并购融资方式·····	(184)
第三节 并购融资中的资本结构及其理论·····	(199)
第四节 企业资本结构的选择与分析·····	(213)
第八章 企业并购整合与分拆分析·····	(225)
第一节 企业并购整合·····	(225)
第二节 企业分拆·····	(239)
第九章 企业反并购分析·····	(252)
第一节 并购要约前的反并购分析·····	(252)
第二节 并购要约后的反并购策略分析·····	(258)
第十章 企业并购法律与监管政策分析·····	(266)
第一节 结构理论与动态竞争理论·····	(266)
第二节 西方企业并购的法律与监管政策·····	(270)
第三节 我国企业并购的法律与监管政策·····	(284)
第四节 企业并购应注意的法律问题·····	(290)
主要参考文献·····	(296)

第一章 企业并购分析概述

第一节 企业并购的概念与分类

一、企业并购的含义

企业并购是指企业的兼并和收购 (Merger & Acquisition, 简称为 M&A)。兼并与收购各有特点, 既有联系也有区别, 人们常连在一起用, 简称并购。

企业并购是企业兼并和收购的总称。企业是投入诸如机器设备、劳动力、技术、信息等生产要素产出商品或劳务的场所。企业获取生产要素的途径或方式有两种: 一是直接获得, 即企业直接向生产要素提供者购买; 二是间接向生产要素拥有者购买。间接购买又可细分为两种方式: 一是全部购买且并入本身企业。根据不同情况, 可分为吸收合并和新设合并。吸收合并, 是指一个占优势企业吸收一个或一个以上的企业, 合并方企业存续, 继续拥有法人资格, 而被合并方企业不再存续。新设合并, 是指两个或两个以上的企业合并为一个新的企业, 原企业都不再存续。二是部分 (甚至全部) 购买, 拥有其控制权或经营管理权, 从而达到生产要素配置的整体战略协同, 这可称为收购 (Acquisition)。收购也可细分为收购资产和收购股份 (或股权) 两种方式。收购资产指收购方收购目标企业 (即被收购企业) 部分资产 (生产要素) 且并入收购方企业 (如果全部收购其实就是吸收合并); 收

购股份（或股权）就是全部或部分收购目标企业股权，使目标企业成为能对其实施控制权的全资子公司或控股子公司。企业获取生产要素的方式如图 1.1 所示。

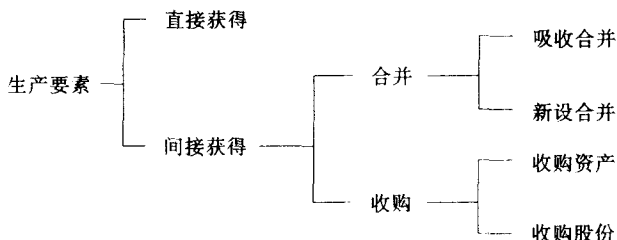


图 1.1 企业获取生产要素方式

企业并购是间接获得生产要素的一种方式，属于企业的投资活动^①。这种间接获得生产要素的投资活动，企业也要付出代价，代价就是企业付出的可能是股票（如果企业是股份公司）或股权（如果企业属于其他公司制企业），可能是现金，也可能是承担债务（如承担对方企业全部债务或部分债务；或支付企业债券等）。可见，企业并购是一种特殊的交易活动，其对象是产权。产权是指财产所有权及与财产所有权有关的其他权利。财产所有权是指所有人依法对自己的财产享有占有、使用、收益和处分的权利。

二、企业并购的分类

按不同的标准可以把企业并购分为不同的类型。

（一）按并购企业与目标企业从事业务关联程度分类

按此分类，并购可分为横向并购、纵向并购和混合并购三种类型。

1. 横向并购。是指生产同类产品的企业之间的并购。横向并购可以迅速扩大生产规模，便于在更大范围内更高水平上实现

专业化分工协作,采用技术先进的专用设备和工艺装备,从而提高产品质量,降低产品成本,增强市场竞争能力;另一方面,统筹安排产品销售和材料采购,节约共同费用^②,增强了企业的盈利能力。总之,横向并购在一定的范围内能实现规模经济。横向并购是资本主义在 19 世纪后期和 20 世纪初期最早出现的并购形式,为资本主义的社会化大生产和资本集中提供了物质基础。在 19 世纪后期和 20 世纪初期,这是西方企业第一次并购高潮中的主要形式。

2. 纵向并购。纵向并购,是指生产过程或经营环节相互衔接、密切联系的企业之间,或者具有纵向协作关系的专业化企业之间的并购。纵向并购又可分为前向并购和后向并购。前者是指向其产品的下游加工流程方向并购,如生产零件或原材料的企业并购机加工企业或装配企业;后者是指向其产品的上游加工流程方向并购,如装配或制造企业并购零件或原材料生产企业。

纵向并购可以缩短生产周期,节约运输和仓储费用;保证原材料及零部件及时供应,降低交易成本。在 20 世纪 20 年代,纵向并购是西方企业第二次并购高潮的主要形式。

3. 混合并购。混合并购是指生产经营的产品或服务彼此没有关联的企业之间的并购。混合并购分为如下三种形态:

(1) 产品扩张型混合并购。是指产品生产技术或工艺相似企业间的并购,其目的是利用本身技术优势,扩大产品门类。以本企业产品生产技术或工艺为圆心,同心向外扩张,如汽车制造企业并购农用拖拉机或收割机制造企业。如果企业间产品的生产技术或工艺十分相近,相当于横向并购。

(2) 市场扩张型混合并购。是指具有相同产品销售市场的企业间的并购,其目的是利用本身(或目标企业)企业的市场优势,扩大市场销售额。以产品市场为圆心,同心向外扩张,如化肥制造企业并购农药生产企业就是利用化肥和农药面对的是同一

农资市场，一家企业可利用另一家企业的市场销售网络优势迅速扩大销售量。

(3) 纯粹混合并购。是指产品和市场都无关联的企业间的并购。如汽车制造企业并购旅游、餐饮企业。

混合并购可实现技术或市场共享，增加产品门类，扩大市场销售量；可实现多角化经营战略，分散企业经营风险。在 20 世纪 50 年代前后，混合并购是西方企业第三次并购高潮中的主要形式。

(二) 按并购的支付方式分类

按并购的支付方式分，并购可分为现金购买和股票购买两种类型。具体方式有：①现金购买资产 (Cash For Assets)。是指并购方企业使用现金购买目标企业部分或全部资产，将其并入并购方企业或对目标企业实施经营管理控制权。②现金购买股份 (Cash For Stock)。是指并购方企业用现金购买目标企业部分或全部股票或股权，对目标企业实施经营管理控制权。③股票购买资产 (Stock For Assets)。是指并购方企业用本企业股票或股权交换目标企业部分或全部资产，并将其并入本身企业或对其实施经营管理控制权。④股票交换股票 (Stock For Stock)。是指并购方企业用本企业股票或股权交换目标企业的股票或股权。

(三) 按并购方企业对目标企业进行并购的态度分类

按此标准分，并购分为善意并购和敌意并购。①善意并购 (Friendly M&A)。是指并购方企业能以较合理的价格等并购条件，与目标企业的管理层协商，取得目标企业股东和管理层的理解与配合后所进行的并购。②敌意并购 (Hostile M&A)。是指并购方企业事先未与目标企业管理层协商而秘密并购目标企业的股份，使目标企业不得不接受条件出售企业。在敌意并购下，并购方企业通常得不到目标企业管理层的配合，相反，后者还会设置障碍阻挠并购。

第二节 有关企业理论

企业并购作为一种特殊的企业行为,是企业的一种重大的经营活动,研究企业并购问题,首先要研究企业为什么能够存在,即企业存在的合理性。什么是企业?为什么有些交易活动放到企业内部,而有些交易却通过市场来进行?为什么由企业来组织、配置生产要素,诸如资本、劳动力、科学技术、信息等?谁拥有企业?这就是企业理论要解决的问题。目前,有关企业理论众说纷纭,归纳起来主要有三种企业理论。

一、新古典理论

新古典理论实际上是微观经济学中的厂商理论,经过一百多年的发展,就其理论体系来说已相当的完善。其主要从技术和投入产出的角度来研究企业,把企业看成一个黑箱,不考虑企业的组织结构。假设企业只生产一种产品,企业投入产出可由生产函数表示,即企业投入 $x_1, \dots, x_n$ 等 n 种生产要素,产出水平为 Q , n 种生产要素市场价格为 $w_1, \dots, w_n$, 因而投入要素总成本为 $\sum_{i=1}^n w_i x_i$, 生产函数为 $Q = f(x_1, \dots, x_n)$ 。于是,在一定的产出水平下,使生产成本最小化:

$$\begin{aligned} & \text{Min } \sum_{i=1}^n w_i x_i \\ & \text{s. t. } f(x_1, \dots, x_n) \geq Q \end{aligned}$$

对不同水平 Q 的求解,将得到一条总生产成本曲线 $C(Q)$, 其平均生产成本曲线为 $C(Q)/Q$, 边际生产成本曲线为 $C'(Q)$, 如图 1.2 所示。

如果投入要素 $x_1, \dots, x_n$ 都是可变动的,则图 1.1 所示的生产成本曲线为长期生产成本曲线(Long-Run Cost Line)。长期生

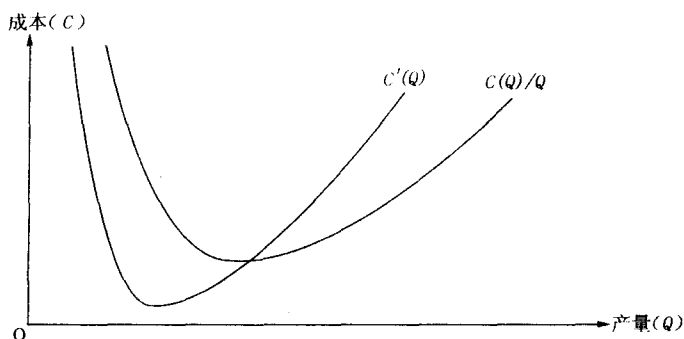


图 1.2 生产成本函数

产成本曲线是假设投入要素的价格、质量固定不变,采用的技术水平及工艺水平不变情况下建立起来的。下面重点分析长期平均生产成本曲线(Long-Run Average Cost Line,以 LAC 表示)的特性。

(一) 长期平均生产成本曲线(LAC)与规模经济(Economics of Scale)的关系

当产出增加时,长期平均生产成本曲线基本有下降、保持不变和上升三种趋势。当产品价格不变时,产品利润与长期平均生产成本呈反比,即长期平均生产成本越低,产品利润越高;反之,长期平均生产成本越高,产品利润越低。而长期平均生产成本 $C(Q)/Q$ 与生产规模即产出 Q 有一定的联系。这样,产品利润即规模报酬与长期平均生产成本的关系如图 1.3 所示。

1. 规模报酬三阶段。即:①规模报酬递增阶段(Increasing Return To Scale);②规模报酬不变阶段(Constant Return To Scale);③规模报酬递减阶段(Decreasing Return To Scale)。

2. 规模的经济性(规模经济)。规模的经济性可从企业生产与经营两个层次来定义。一是从生产过程中的特性来定义即狭义定义为:长期平均生产成本随产量规模的增加而下降使规模报酬^③增

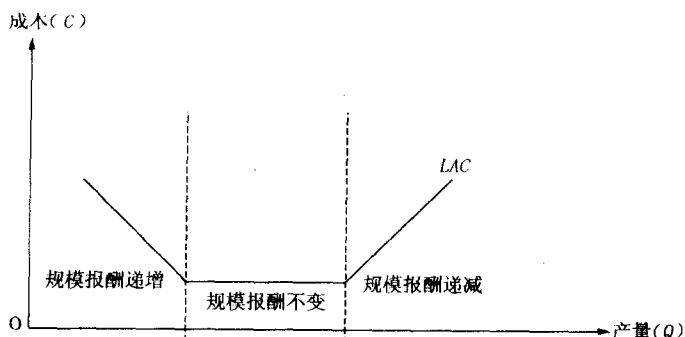


图 1.3 规模报酬三阶段

加；二是从企业经营角度，从企业管理层次上，即广义定义为：在长期生产中，产量规模增加时，所有要素的变动都能使长期平均生产成本降低，规模报酬^④增加。规模经济的原因主要是：

(1) 专业化。产量的增加使更为专业化的分工成为可能，可使用专业化的机器设备、工艺装备及更先进的技术工艺，提高生产效率，使平均生产成本降低；工人在专业化的生产中变得技术更加熟练，并且减少了从一个工种转到另一个工种适应过程的时间损失，使生产效率得以提高。

(2) 资源集中。产量的增加使投入要素也相应增加，大企业对于资源合理利用效率、管理效率更高。例如，某小企业只有一台设备，也需要一套基本的备品备件；另一大企业有许多台设备，只需要很少的几套备品备件就可以了。另一方面，投入要素的增加，表明可使用大型、重型机器设备，投入要素的功能价格比提高。因为任何容器的结构成本大体上随着容器的表面积增加而呈比例增加的，而容积是随着体积的增大而增加的。即制造成本随着容器直径 R^2 的增加而增加，而容积随直径 R^3 的增加而增加。这就是规模成本指数 X ，指机器设备生产能力的增加与其制造

成本增加的指数关系，即：

$$\frac{A_2}{A_1} = \left(\frac{AC_2}{AC_1} \right)^x$$

其中： A_1 表示设备生产能力为 1 水平； AC_1 表示生产能力为 1 水平时的设备制造成本； A_2 表示设备生产能力为 2 水平； AC_2 表示生产能力为 2 水平时的设备制造成本。

规模成本指数一般为 0.6 左右。早在 1947 年，美国的经济学家威廉姆斯研究了 6 种设备的规模成本指数，得出规模成本指数在 0.48~0.87 之间，平均为 0.6。即在国外称为 0.6 分割法。

(3) 不可分性。机器设备是按标准生产能力设计的，机器设备的使用企业购入时付出的成本一般都归于固定成本的范畴，生产过程中，机器设备的生产能力得到有效发挥时，报酬就增加了。

(二) 长期平均生产成本实际形状

1. U 型长期平均成本曲线。通常认为，企业在发展的过程中，其规模先是经济的，随着企业规模变大，超过 Q^* 时，长期平均成本曲线又会上升，企业将会出现规模不经济性（见图 1.4）。

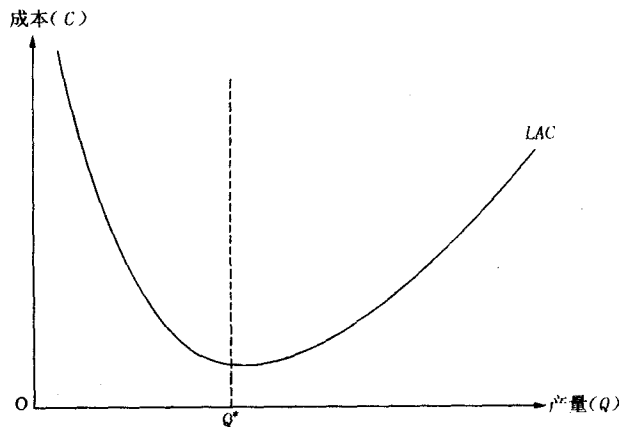


图 1.4 U 型长期平均成本曲线

2. 倒J型长期平均生产成本曲线。近年来,有人认为,由于科学技术的不断进步,企业管理水平不断提高,企业生产效率越来越高,长期平均成本曲线呈倒J形,如图1.5所示。

3. L型长期平均生产成本曲线。实际调查表明,许多企业的长期平均成本曲线有很长的一段不变的水平部分,像L形,说明企业随着规模的增加,超过一定的规模 Q^* 时,企业不能获得任何更多的规模经济性,但也不会发生规模不经济的现象。原因可能是企业用尽了一切降低成本的可能性,因此得到了不变的规模报酬。如图1.6所示。

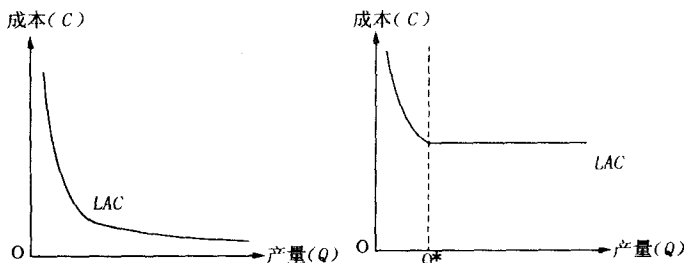


图 1.5 倒J型长期平均生产成本曲线 图 1.6 L型长期平均生产成本曲线

(三) 对新古典企业理论的评价

新古典企业理论强调技术的作用,在特定意义上强调企业规模报酬作为企业规模大小的重要决定因素。在完全竞争市场的情况下,该理论在分析企业最优生产选择如何随着投入和产出价格变化而变化,企业之间策略相互作用影响等方面十分有说服力。另外,该理论研究企业并购动机、并购成本—效益分析方面,尤其是研究企业横向并购方面一直十分有用。

与此同时,这个理论也有不足的地方。第一,该理论完全忽略了企业内部的激励机制问题。把企业看成是一个投入产出的“黑匣子”,在它的内部一切都在有效地运行,人们都在努力工