

财政部重点会计科研课题系列丛书（2002）

企业改组、兼并与资产重组中的 财务与会计问题研究

——价值评估、融资、会计处理

课题管理单位：中国会计学会

课题主持人：张秋生



经济科学出版社

财政部重点会计科研课题系列丛书（2002）

企业改组、兼并与资产重组 中的财务与会计问题研究

——价值评估、融资、会计处理

课题管理单位 中国会计学会

课题主持人 张秋生

经济科学出版社

责任编辑：赵兰芳

责任校对：王肖楠

技术编辑：王世伟

企业改组、兼并与资产重组中的财务与会计问题研究

——价值评估、融资、会计处理

课题管理单位 中国会计学会

课题主持人 张秋生

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

中国科学院印刷厂印刷

河北三河新路装订厂装订

850×1168 32 开 7.5 印张 170000 字

2002 年 6 月第一版 2002 年 6 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-3062-7 / F·2429 定价：14.30 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

企业改组、兼并与资产重组中的财务与会计问题研究：
价值评估、融资、会计处理 / 张秋生主编. —北京：经
济科学出版社，2002.6

(财政部重点会计科研课题系列丛书)

ISBN 7-5058-3062-7

I. 企... II. 张... III. 企业管理-财务会计-研
究 IV. F275.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 037034 号

财政部重点会计科研课题 结项鉴定评审委员会

主任：冯淑萍

副主任：刘玉廷 周守华

委员：(按姓氏笔画排序)

王光远	邓飞其	付 磊	冯卫东
冯淑萍	伍中信	刘玉廷	刘永泽
刘光忠	刘仲文	刘明辉	汤谷良
祁怀锦	孙 铮	杨世忠	杨有红
杨雄胜	李玉环	李建发	李 爽
狄 恺	张 蕊	陆正飞	陈毓圭
欧阳电平	周守华	荆 新	郜进兴
姜灵敏	骆家骝	秦荣生	耿建新
夏博辉	高一斌	黄世忠	崔也光
阎达五	盖 地	谢志华	裘宗舜
樊行健	戴德明		

出版说明

为了落实中国会计学会“九五”科研规划，繁荣中国的会计理论研究，中国会计学会组织了财政部 1999 重点会计科研课题研究。本次重点会计科研课题是针对我国会计改革中出现的亟待解决的疑难问题予以立项的，共有 20 个课题项目、62 个课题组中标，课题涉及面广，具有重要的现实意义。

中国会计学会对所有立项的课题进行了严格的跟踪检查。经过历时两年多的认真研究，绝大部分课题组都较好地完成了课题预期的研究任务。自 2001 年 9 月起，中国会计学会组织有关专家分别在北京、南京、南昌、长沙等地召开了六次课题结项鉴定评审会议，与会专家对本次重点课题的研究成果给予了充分肯定，并对每一份研究报告提出了非常具体的修改意见。截止到目前，共有 44 份研究报告完成了修改工作，并通过了结项鉴定。

为及时推广本批课题的理论研究成果，更好地为会计改革与发展提供理论支持，中国会计学会特选出部分优良的课题研究报告，作为财政部 1999 重点会计科研课题系列丛书予以出版。

“经济越发展，会计越重要”。中国会计学会将以“入世”为契机，与全国广大的会计工作者一道，认真开展会计理论研究，迎接我国会计发展的又一个春天。

中国会计学会

2002 年 4 月 18 日

课题组成员名单

- 课题主持人：**张秋生（北方交通大学经济管理学院教授）
- 课题组成员：**张秋生（北方交通大学经济管理学院教授）
- 王 东（北方交通大学经济管理学院讲师）
- 潘立韞（中国建设银行总行，北方交通大学会计学硕士）
- 张 昊（中国移动通信集团，北方交通大学会计学硕士）
- 吴 颖（北京天华会计师事务所，北方交通大学会计学硕士）
- 周 琳（北方交通大学经济管理学院产业经济学博士生）
- 余燕妮（北方交通大学会计学硕士生）

导 言

本课题是财政部 1999 年重点研究课题。北方交通大学中国企业兼并重组研究中心经过两年的研究，完成了本课题的研究，提交了本研究报告。企业改组、兼并与资产重组中的财务与会计涉及很多问题，覆盖面广。本课题在总结企业并购的经济学和管理学理论的基础上，着重就企业并购财务会计中的价值评估、并购融资、并购会计处理和并购风险四个相互关系的问题进行了研究。价值评估是交易的基础，融资是交易实现的前提，会计处理是交易实现的落脚点，而并购风险防范则是并购交易各环节必须注意的问题。价值评估、并购融资、并购会计处理和并购风险是并购财务会计的四个核心内容。

本研究报告第一章综述了美国、英国等发达市场经济国家近 20 年来有关企业并购的有关理论，尤其是经济学、管理学方面的理论研究成果，其中效率理论等构成了开展本课题研究的理论基石。

企业价值评估是并购财务的核心内容之一。本课题综合了国内外上市公司和非上市公司企业价值评估的各种方法，对其进行比较研究，确定了以折现现金流量这一评估框架作为企业价值评估的主导方法。目前国际上对这一评估方法中涉及的各种参数，如自由现金流量、销售增长率、折现率和企业连续价值等都还处于研究和探索之中。本课题对上述主要参数进行了研究，提出了专业人员在实务中确定参数的可操作方法。

企业并购的目标是取得协同效应。然而国际上目前对协同效应的研究主要采用实例分析法针对个案进行，可是这种事后的分析研究对于事前确定并购的可行性并无指导作用。本课题对并购动因进行分析与归纳，运用了“来源=运用”会计恒等式，设计了协同效应评估的分部加总评估法，说明并购后预期取得协同效应的主要方面及其定量结果，使之与协同效应评估的联合企业价值法的评估结果相互校验，避免了企业整体价值评估中因参数确定的偏差给评估结果带来的巨大影响。协同效应评估的分部加总评估法具有的另外一个效用是为企业并购后的整合提供了方向和考核目标。

在企业并购的筹资方面，本课题综合了国外企业并购融资的各种融资工具，尤其是债务融资的创新。总的来讲，西方企业并购在融资领域的创新集中体现在两个方面：一是以并购目标为保证，促成“小鱼吃大鱼”的杠杆收购兴起；二是将可以利用的资源分层，出现了优先债务、从属债务，从属债务又分为优先从属债务和次级从属债务等，将不同等级的债务风险与利率进行配比，既实现了融资目标，又满足了不同投资者的风险偏好和投资需求。西方企业并购融资的发达与其发达的资本市场、金融放松管制等环境密不可分。本报告对我国的并购融资与国际上的并购

融资进行了比较分析，进而提出了发展我国并购融资的若干建议。

在并购会计处理方面，本课题集中研究了国际上股权联合法和购买法的应用与发展。本课题认为，购买合并至少应当具备以下两个特征：(1) 在参与并购的企业中至少有一个企业发生了经济资源的流出，这种资源的流出可以表现为货币资金、实物资产的让渡，债务的增加等；(2) 企业并购中，获得经济资源的企业丧失了对原企业的控制权，或对原企业的控制权被削弱。在我国对于购买法和股权联合法应当持的态度是：同时承认购买法与股权联合法，但需要对股权联合法的使用限定条件，并且在股权联合合并下不允许使用购买法。本报告对采用股权联合法的标准、对购买法的改进、合并日的确认以及合并会计信息的披露等问题阐明了课题组的看法。

本报告在最后一部分对企业并购的风险和经验教训进行了总结，将我国企业并购的风险归纳为财务风险、政治风险、法律风险、信息风险、产业风险、营运风险以及当前体制下的特殊风险。本报告认为：并购不是企业外部发展的惟一方式；非投资型企业在并购中应当选择相关的企业作为合并目标；事先制定并购后的经营战略；避免支付过高的溢价；并购后的整合是实现并购目标的关键。

目 录

第一章 西方学者关于企业并购的理论	(1)
一、效率理论	(1)
二、信息理论	(7)
三、代理成本理论	(8)
四、闲置现金流量理论	(10)
五、经理主义	(11)
六、自负假说	(12)
七、市场势力理论	(13)
八、再分配理论	(14)
九、分拆的理论	(15)
十、企业并购理论的运用	(18)
第二章 并购中的企业价值评估	(22)
一、并购中企业价值评估的内容	(22)
二、主要评估技术	(30)
三、各评估技术中主要参数的确定	(47)
四、协同效应的确定	(61)

五、我国企业并购的评估现状及发展·····	(108)
第三章 企业并购的融资·····	(117)
一、西方企业并购的融资方式·····	(117)
二、企业并购融资决策·····	(139)
三、我国企业并购融资的现状和发展建议·····	(156)
第四章 企业并购的会计处理·····	(166)
一、购买法·····	(167)
二、商誉的会计处理·····	(174)
三、股权联合法·····	(179)
四、购买法和股权联合法的比较·····	(186)
五、我国企业并购中的会计问题及解决建议·····	(196)
第五章 企业并购中的风险分析和经验教训·····	(207)
一、企业并购中的风险分析·····	(207)
二、国内外企业并购的经验教训·····	(213)
主要参考资料·····	(223)

第一章

西方学者关于 企业并购的理论

兼并收购理论是经济学、管理学研究的重要领域。20多年来，西方学者对并购的经济学和管理学的理论解释、理论假说林林总总，此外，西方学者对于与并购紧密相关的公司分立活动也有理论解说。下面，我们将对这些理论分别给予综述和评价。

一、效率理论

效率理论 (Efficiency Theory) 认为，企业并购活动对整个社会来说是有潜在收益的，这主要体现在大公司现有管理层改进效率或形成协同效应上。所谓协同效应，是指并购后企业的总体效益大于并购前企业独自经营的效益之和的部分。效率理论在解释并购的动机方面是强有力的，在效率理论下，我们将分别介绍管理协同效应理论、营运协同效应理论、财务协同效应理论、多

样化经营理论以及市场低估理论。^①

(一) 管理协同效应理论

如果甲公司的管理比乙公司更有效率，在甲公司并购乙公司之后，乙公司的管理效率提高到甲公司的水平，那么，并购就提高了效率，这种情形就是管理协同效应。按照管理协同效应理论的观点，如果某家公司有一支很有效率的管理队伍，其管理能力超过了管理该公司的需要，那么，该公司就会通过并购那些由于缺乏管理人才而造成效率低下的公司，使该公司额外的管理资源得以充分利用。通过这种并购，整个经济的效率水平将会得到提高。该理论有两个基本假设：

(1) 如果并购方有剩余的管理资源且能轻易释放出来，并购活动将是没有必要的；但如果作为一个团队其管理是有效和不可分割的，或者具有规模经济，那么通过并购交易使其剩余的管理资源得到充分利用将是可行的。

(2) 对于目标方而言，其管理的非效率可经由外部经理人的介入和增加管理资源的投入而得到改善。

这种理论所难以解释的一个问题是，若把问题引向极端，将会得出这样的结论：当整个经济中，实际上是整个世界上只有一家企业时，其管理效率将达到最大化，即在经过一系列兼并之后，整个世界的经济最终将会被具有最高管理效率的公司所并购。但是，由于任何能干的管理队伍的管理能力都是有限的，所以，在这一情形出现之前，公司内部的协调问题或管理能力的

^① 刘文通：《公司兼并收购论》，北京大学出版社 1996 年版，第 33 页。

限制问题就会变得非常突出，从而阻止兼并的进一步扩大。

对于具有过量管理人才的并购方来说，如果能采取简单的形式释放出这批人才的能量，那么就不必去并购别的公司。但是，如果这批人才只有作为一个整体才能体现出其效率，那么，采取解聘形式释放能量将是不可行的。此时，并购方很可能会瞄准同行业中管理水平低的公司作横向并购，如果由于该行业需求条件不佳，或由于受政府的反垄断政策影响，那么，并购方将不作横向并购，而是进入别的产业。如果并购方不具备进入别的行业的技术力量，那么，并购别的行业的公司就不一定能使并购方获利。

对于管理效率低的一方来说，可以通过直接聘用经理或与其他公司签订合同请其提供服务的形式来改进管理效率。问题在于，直接雇用管理者可能是不充分的，因为其无法保证在一个相关阶段内组织起一个有效的管理队伍。而订立契约的解决办法一般不宜采用，因为其他公司不一定熟悉本公司运作情况，所以也不一定合适。

（二）经营协同效应理论

经营协同效应也叫做营运经济（Operating Economy），是指由于经营上的互补性，使得两个或两个以上的公司合并成一家公司之后，能够造成收益增大或成本减少，即实现规模经济。该理论假定在行业中存在着规模经济，并且在合并之前，公司的经营活动水平达不到实现规模经济的潜在要求。

规模经济由于不可分性而产生，例如人员、设备、企业的一般管理费用等，当其平摊到较大单位的产出中去时，可以相应地提高企业的利润率。因此，在制造业中，对厂房及设备的大量投

资产生了典型的规模利用。化学和医药公司的研究与开发部门通常必须具有大量的有能力的科研人员，他们在一定的机会下，能够发现和扩展许多新的产品领域。

将现有几个企业合并成一个企业的一个重要问题是，如何合并和协调这些企业的有利部分，又如何处理那些不需要的部分。理想的例子是，如果公司甲在研究开发方面很强但在市场营销方面很弱，而公司乙在市场营销方面很强但在研究开发方面很弱，那么，两公司具有互补性，二者合并在一起将会产生协同效应。

此外，按照交易成本理论通常的分析，通过纵向一体化，也可形成营运协同效应，譬如，将那些同一产业中处于不同生产阶段的企业合并在一起，可以降低或避免讨价还价、通讯联络等方面的交易成本，克服机会主义倾向，从而提高企业营运效率。

但是，经营协同效应理论面临如下两个主要挑战：其一，在混合并购中，企业管理层的管理能力很难在短时间内迅速提高到足以管理好分属于不同行业的数家公司的程度；其二，企业管理层的管理才能在相同或相近产业中是很容易扩散和转移的，而混合并购则涉及到那些互不相关的产业，此时管理才能却很难扩散和转移。

（三）财务协同效应理论

财务协同效应理论认为并购起因于财务方面的目的。这种理论认为，在具有很多内部现金但缺乏好的投资机会的企业，与具有较少内部现金但有很多投资机会的企业之间并购显得特别有利。因为在企业外部募集资金需要很大交易费用，而通过并购，就可以低成本地促使资金在企业内由低回报项目流向高回报项目。通常，有许多混合并购的例子被这种理论引以为据，这种理

论事实上阐明了资本在并购企业的产业与被并购企业的产业之间进行再配置的动因。

这种理论还认定，在一个税法完善的市场经济中，一个合并企业的负债能力比两个企业合并前各单个企业的负债能力之和要大，而且还能节省投资收入税。此外，起因于财务目的的并购，会取得节省筹资成本和交易成本两个方面的好处。因为，企业合并虽然规模显著增大，但其筹资成本和交易成本却不会同步地增大，甚至可能与并购前其中某个企业在这方面的成本差不多。

(四) 多样化经营理论

所谓多样化经营，是指公司持有并经营那些收益相关程度较低的资产的情形。对一个公司来说，多样化经营可以分散风险，稳定收入来源。通常情况下，公司员工、消费者和供应商等利益相关者比股东更愿意公司采取多样化经营战略。这是因为：第一，股东可以通过在资本市场上分散持股的办法来分散风险，而公司员工的劳动收入来源却很难多样化，他们的知识和技能大都对本公司有用但对别的公司就不一定有用，所以公司经理和一般员工更希望公司稳定，不希望公司冒太大的风险。第二，公司通过广告、研究开发、固定资产投资和员工培训等途径，一般都与消费者和供应商形成稳定的关系，由此而形成公司的信誉。多样化经营可以降低公司破产的风险，并有助于保持公司信誉，从而保持与消费者和供应商的稳定关系。但对于公司股东来说，则分两种情形：一种是将大部分投资集中于该公司的，另一种是将投资分散于不同公司的。如果公司破产，那么前者所受影响可能会大于后者所受的影响，但风险有可能带来收益也有可能引致亏损，所以股东们总的说来对分散化经营会有各不相同的态度。