



海通证券投资银行丛书

王开国 / 主编

国外企业

收购与兼并

于建国 管宁 等编著

上海人民出版社

海通证券投资银行丛书

王开国 主编

国外企业收购与兼并

于建国 管 宁 等编著

上海 人民出版社

责任编辑 汤中仁
封面装帧 傅惟本

海通证券投资银行丛书

国外企业收购与兼并

于建国 管 宁 等编著

上海人民出版社出版、发行

(上海绍兴路 54 号 邮政编码 200020)

新华书店上海发行所经销 上海中华印刷厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 9 字数 220,000

1998 年 1 月第 1 版 1998 年 1 月第 1 次印刷

印数 1-5,000

ISBN7-208-02781-1/F·568

定价 14.00 元

— 创业经济
— 创业战略

— 创业管理

主 编：王开国

副 主 编：乔桂云

执行主编：于建国 余有红 吴福明

单树峰 郎唯群

撰 稿 人：俞 坚 房肇敏 于建国

管 宁 闵兆达 葛维霞

张赛美 宋 峰 余有红

龚敏捷 赵国忠 黄廷发

于文洪 金 铭 甘士杰

顾晓光 林 涌 雷 凯

韩汉君 王 炜

主编前言

党的十五大对我国经济体制改革和发展作出了全面部署。十五大把国有企业改革摆在了十分重要的位置上,充分肯定了股份制的重要作用。江泽民总书记在十五大报告中指出:“股份制是现代企业的一种资本组织形式,有利于所有权和经营权的分离,有利于提高企业和资本的运作效率,资本主义可以用,社会主义也可以用。”“国有企业是我国国民经济的支柱。搞好国有企业改革,对建立社会主义市场经济体制和巩固社会主义制度,具有极为重要的意义。”“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。”江泽民总书记的报告为国企改革指明了方向,对证券市场建设和发展具有重要的指导意义,同时也为中国的投资银行业务的发展提供了广阔的舞台。

在中国,投资银行的主体业务应包括:国有企业改制与资产重组、企业股票和债券的承销、企业购并业务的策划与运作、投资基金管理、项目融资等。目前,国内券商投资银行业务主要限于股票的承销,零星的做购并咨询和财务顾问业务,在很多方面还是空白。但随着中国证券市场的发展,经济体制改革的深化,投资银行业务必将得到全面的发展。

理论来源于实践同时又高于实践。海通公司作为中国最早成立的拥有 10 亿元注册资本,在全国有近 90 家分支机构的老牌全国性证券公司,曾为 150 多家企业发行过股票、做过财务顾问,同时还管理着通发基金、大庆基金,以及作为淄博基金发起人,有着

管理基金的经验。同时,我们在企业购并领域也曾做过一些尝试。为了推进中国投资银行业务的全面发展,我们结合在实践中积累的一些经验,搜集了西方国家的一些典型材料,组织海通公司内部一些有研究能力的员工和社会上一批专家,经过历时一年的努力,编写出“海通证券投资银行丛书”,为我国投资银行业务的发展贡献一份微薄之力。该丛书由《中国企业资产重组的理论与实务》、《国外企业收购与兼并》、《国债投资策略》、《房地产证券化探索》、《投资基金的发展与创新》和《国债市场论》等六本书组成。

《中国企业资产重组的理论与实务》一书立足于我国企业资产重组的宏观、微观背景,结合企业产业结构,联系证券市场,剖析投资银行在企业资产重组中的作用,列举国内最新的企业资产重组典型实例,全面介绍企业资产重组的理论与实务。

《国外企业收购与兼并》一书旨在为读者展示 90 年代国外企业购并动态和未来发展趋势,比较分析西方发达国家及亚洲发展中国家企业购并的特征和理论进展,以及政府对企业购并监管的最新改革措施。通过介绍国外典型购并案例,分析购并实际操作程序,这对国内企业购并具有一定的借鉴意义。

《国债投资策略》一书介绍了国债与政府宏观调控之间的关系,按券商投标承销、场内分销、交易所买卖、券商柜台交易和兑付等多层面探讨国债操作技巧。本书对券商和广大投资者投资国债有很强的实用意义。

《房地产证券化探索》一书从全新角度考察我国房地产证券化的可行性,分析投资银行的功能,权衡开发商、银行与居民在房地产证券化中的利益,并对我国房地产证券化的具体方案作了科学的设计。

《投资基金的发展与创新》一书向读者详细阐述了国内外投资基金的发展状况以及前景展望,对投资基金的运作与管理进行了实质性的探索和创新,并结合实际对我国投资基金作了全面的

研判。

《国债市场论》一书系统比较了中西方国债理论,辩证分析了国债的经济效应,重点探讨了国债市场的市场化改革与发展,并就如何构建国债市场监管体系进行了比较,并提出了既区别于西方国家又区别于传统的、因而是独特的、符合中国国债市场发展规律的监管模式。

当然,本丛书不仅对投资银行人员具有参考价值,而且对券商、银行、政府、大专院校、企业等单位人士也会有所帮助。另外,广大居民对本丛书中的国债买卖技巧、房地产交易和基金投资同样会产生浓厚的兴趣。

我国投资银行业务是一个新兴的、正在飞速成长的业务,各方面都处在不断变动之中。鉴于作者水平有限,本丛书中不妥之处一定不少,敬希广大专家、读者指正。

海通证券有限公司总裁 王开国

1997年10月20日

第一章 国外企业购并理论

一、企业购并的经济意义

1. 企业购并的形成

企业购并是资本主义市场经济发展的必然现象。资本积聚和集中是市场经济发展的根本动力,企业购并是资本集中的必然要求,也是其得以实现的主要形式。通过大量的企业购并活动,使资本得以迅速集中,生产规模得以迅速扩展,自由竞争资本主义逐步演变为垄断资本主义,一般垄断资本主义演变为现代发达的资本主义。

企业购并根源于商品经济。在商品经济条件下,所有商品生产者为了加速资本增值,无不以最小的成本投入,力图获取最大的收益。在降低生产成本方面,购并有助于企业实现规模经济,有利于提高企业内部的劳动生产率。企业要获得最大的收益,还在于其能最大限度地占有市场份额,甚至于垄断市场,以获取垄断利润。购并有利于优势企业迅速集中资本,使其在市场竞争中占据更有利的位置。

2. 企业购并对经济发展的作用

企业购并加速了资本的集中、增殖和资产规模的扩张,促进了一批巨型和跨国大公司的产生和发展,提高了企业的规模经济效益,推动了产业升级和资本结构的优化配置,对西方各国经济发展

起了巨大的推动作用。但是,企业购并的结果,对国民经济的发展,既有积极的作用,也有消极的作用,不过,其积极作用大于消极作用。

企业购并对经济发展有积极作用:

(1) 有利于企业的迅速发展。通过企业购并,购并者收购其他企业,直接利用被购并企业的资产和资源,可以缩短建设周期,迅速扩大企业生产能力;可以迅速扩展产品种类和扩大市场占有率;可以更快地打开国际市场,获得国外先进技术及管理经验;可以提高和保持同行业中的竞争优势地位。

(2) 有利于提高资源利用效率。企业购并过程是经济资源的重组过程,在购并中,各种经济资源(包括资金、技术、人才等)向更高效益的企业流动和转移,优势互补,从而实现资源的优化配置和利用效率的提高。

(3) 有利于调整企业结构。通过企业购并,效益差、管理差的企业被淘汰、被购并,优胜企业进一步发展。一些有产品、技术和市场前景,但管理落后而效益又差的企业,因被购并获得新生,从而就使企业结构得到合理的调整。

(4) 有利于优化产品和产业结构。企业购并活动同产业重组战略相关联,因而它能适应经济的变化,迅速解决旧的经济结构、产业结构出现的矛盾。通过购并,从事短线产品和新兴产业的企业迅速增加,反之,从事长线产品和夕阳产品的企业不断减少,从而使产品结构得到不断的调整和优化;同时,通过企业购并,不但调整了行业内部存在的不合理偏向,而且通过跨行业、跨地区,甚至跨国界的企业购并也可以调整行业之间的比例关系,使产业结构趋于合理。

(5) 有利于推动科学技术进步。现代科技迅猛发展,新技术、新装备、新材料、新产品层出不穷,企业的购并能够使科技成果迅速转化为生产力,从而推动科学技术的进一步发展。

(6) 活跃国际金融市场。企业购并活动中,商业银行、投资银行以过渡性贷款、“垃圾债券”支持购并企业“举债买企业”,使国际金融市场上的巨额游资有了新的角逐对象,活跃了国际金融市场。

企业购并对经济发展也有消极作用。所谓企业购并的消极作用,首先是指企业购并加速了资本的集中,最终形成了垄断。垄断一旦产生,对整个经济发展会产生不利的影响。垄断将阻碍技术的进步,因为垄断企业可以凭其垄断地位获取高额利润,而不必去提高现有的生产技术;同时,垄断也将遏制竞争,使经济缺乏活力,阻碍经济的增长;垄断还使资源缺乏横向的流动性,不能流向利用率更高的部门,使宏观资源配置效果下降。其次,企业购并需要动用巨额资金,需要发行巨额债券、股票来筹集,这就为投机商牟取暴利提供了方便。由于企业购并的中间环节较复杂,非法投机活动频繁和猖獗起来,出现了一批专营套买股票的投机商。例如美国的套利大王凡·博斯,1985年至1986年间在雷诺烟草公司购并纳比斯科食品公司的交易中赚了400多万美元,在切夫隆购并交易中也捞到了6500万美元。

西方各国在历史上发生的几次购并浪潮,既使其资本进一步集中和扩展,又推动这些国家走向了现代化发达的市场经济。但是,如前所说,购并引起的资本集中和扩展,往往自然而然导致企业垄断,垄断破坏了市场规律和公平竞争原则。其次,购并过程本质上是“弱肉强食”的过程,也容易出现欺诈、蒙骗、强制等非法行为。因此,各国对这些购并的消极作用都加以规范和一定的限制,制定了一套比较完整的法律制度。美国自第一次企业购并浪潮以来先后制定了几部反托拉斯法,其中著名的有1890年谢尔曼法、1914年《克莱顿法》、1936年《罗宾逊—帕特曼法》、1968年《威廉姆斯法案》等。此外,还在《公司法》、《证券法》、《证券交易法》上,对购并是否妨碍竞争、形成垄断作出明确规定和处理办法,以保护投资者的利益和交易的公平性。政府司法部和证券交易委员会从

行政上引导和规范企业购并活动,以防止不公平交易和证券欺诈行为;同时作为中介机构的会计师事务所、律师事务所以及投资银行、证券公司等在购并中也发挥了重要作用,从而使购并活动能不断促进一国经济的发展。

二、企业购并“十论”

1. 企业购并的含义

关于企业购并,美国和加拿大等国普遍使用“merger & acquisition”或 M&A 词组来表达。它有三层含义:一是指企业兼并。通常由一家占优势的公司通过有偿方式吸收一家或多家公司,吸收方继续保留法人地位,被吸收的公司不再独立存在,资产转移到优势公司。二是指企业收购。即由一家占优势的公司通过有偿方式吸收一家或多家公司,被吸收的公司仍独立存在,但公司的老板已属于优势公司。三是指企业合并。即几家企业联合创建一个新的法人企业,原有各家企业的法人地位不复存在。

以上购并含义是以如下几个要点作为分析基础的:(1)购并双方主体是资产独立的企业法人,在市场上是自主经营的商品生产者或经营者,双方的地位都是独立的和平等的。(2)购并是以资产所有权的有偿转化为基本标志的,通过产权有偿转让,使被购并企业资产转向购并企业。(3)购并是市场竞争中的优胜劣汰的现象,是优势公司吸收其他公司,迅速集中资产,达到最佳生产规模,从而在市场竞争中处于更有利的位置。(4)购并的结果是被购并企业法人地位的丧失和转移。购并是一方法人吞并吸收其他企业法人的资产,从而实现资产的转移。购并一方因购并另一方企业获得被购并方的企业产权而成为存续企业,而被购并企业则随购并过程的完结而丧失法人资格。

是企业资产有偿转让的结果

2. 企业购并“十论”浅说

购并是市场经济中企业的变更和终止的方法之一,是企业竞争中优胜劣汰的结果。购并理论的产生和发展,也是和企业购并实践的历史相联系的。在购并实践中西方经济学家们从多种角度对购并活动的动因加以解释,进而形成多种购并理论。

(1) 金融推动说和协同效应论。金融推动说认为银行资金投入是企业购并的原动力。购并首先要有一定的资金,它能够通过银行借贷方式取得,这就使社会上的闲置资金通过投入购并行为而改变了资金的用途。这种投入是在追求最大利润的动机下进行的,是调动闲置资金获得企业效益最大化的动力。企业购并的协同效应是指两个企业的总体效益大于两个独立企业的效益之和。形成协同效应的主要原因是购并能扩大企业规模,节约企业管理费用,提高销售渠道利用率和技术利用率,减少营销费用,增强竞争能力,使企业获得最大利润。购并后的企业资产重组,不但能提高企业管理水平,改善产品结构,占据更广阔的市场,购并还能促成垄断,加强企业垄断能力,获取垄断利润。

(2) 规模经济论。所谓规模经济是指在一特定时期内,企业产品生产绝对量增加时,其单位成本下降,即扩大经营规模,可以降低平均成本,从而提高利润水平。购并则可以在两个层次上实现企业的规模效益。首先,企业可以通过购并对工厂的资产进行补充和调整;可实现产品的单一化生产,避免由于产品品种的转换带来生产时间的浪费;同时,纵向购并能将各生产流程纳入同一工厂中,减少生产过程的环节间隔,降低操作成本、运输成本,充分利用生产能力。企业购并后,由于生产布局、设备利用、技术开发和营销能力的改善,还能节省管理费用。企业购并使分散在各企业的技术人员能集中在一起,可进行优化组合,有利于新技术的研究、设计、开发和生产工艺的改进,迅速推出新产品,提高产品的技术含量。这些都是购并给企业带来的一种内在的规模经济。其

次,购并可以将许多工厂置于同一个企业集团领导下,使企业的整体实力增强,从而充实了企业市场营销的经济基础,为发挥大规模销售体制的优越性提供良好条件,可节省大量的市场营销费用,同时,可提供全面的专业化生产服务,更好地满足不同市场的需要。这是购并给企业带来的一种外在的规模经济。

(3) 市场势力论。该理论认为,购并可以增强企业经营环境的垄断控制,减少竞争对手,提高市场占有率,增加企业长期获利的机会。现有的研究表明,垄断程度愈高,能维持超额利润的时间愈长、强度愈大,由超额利润转化为垄断利润的数额就愈多。正是对市场进行垄断控制,获取高额利润的欲望,才使西方企业购并之风盛行。

导致以增强市场势力为目标的购并活动,主要表现为以下各方面:第一,购并能提高行业集中程度,改善行业结构。一方面购并减少了竞争者数量,使行业生产相对集中。当行业由一家或几家控制时,能有效地降低竞争的激烈程度,使行业内保持较高的利润率。另一方面,购并可降低行业的退出障碍。如钢铁、冶金等行业,由于其资产专用性高,固定资产比重大,使这些行业的企业很难退出这一经营领域,行业内过剩的生产能力无法减少,整个行业平均利润保持在较低水平。通过购并,就可以将低效和老化设备淘汰,调整内部结构,解决退出障碍过高的问题。第二,增强供应商与客户之间讨价还价能力,提高企业在销售市场上的地位。在采购市场方面,企业通过购并进入一些同它们原有产品相关的经营领域,这些相关产品往往使用相同的原料、技术和劳动力,企业投入规模扩大,增强了企业同原有供应商讨价还价的能力;在销售市场方面,企业购并提高了主要产品的市场占有率,可以加强对市场的分析和研究,掌握客户的购买力和消费需求,并利用企业所具有的营销实力和广告宣传,可影响消费者的消费观念,从而提高企业在销售市场上的地位。

企业购并对市场占有率的不断扩大,可以使企业获得某种形式的垄断。这种垄断既能带来垄断利润,又能保持一定的竞争优势。它对企业购并活动具有很强的吸引力。

(4) 税赋效应论。这种理论认为,购并往往是由于企业难以承受高额税赋的负担而采取的行为。有些被购并的企业,常常由于税赋重无法继续经营而作出出售决定;而购并企业,又为取得税赋减免的利益而采取购并行为。

根据西方国家的税法规定,当一个企业遭受无法避免的经营损失时,可以依据亏损递延的“移后挪前法”,将亏损在若干年中平均分摊到税前列支,也就是说,可以在规定年限内享受税款减免优惠。按照这项规定,当企业有过多帐面盈余而抵补额已用完时,赢利企业可以通过购并亏损企业,运用财务手段增加税前亏损额的年度分摊,从而减少企业每年的税收支出。购并也可以为公司的剩余资金提供出路。有些公司有大量盈余资金存在,而又需要负担高额税赋。企业通常采用支付额外股息,投资有价证券,重新购置本公司股票和收购其他公司来减少资金盈余。但是支付额外股息,股东以现金形式收到红利,必须缴纳一定比例的个人所得税;投资有价证券,当投资获得收益时,同样需要缴纳税金,而出现亏损时,有价证券投资的回报将低于股东的期望值,对企业的形象造成不良影响;重新购置本公司股票可使剩下的股东有获取资本利得的机会,但这样会使公司股票价格暂时高于均衡价格,从而使公司不得不支付更多的现金购回公司股票,这不利于仍然持有公司股票的股东。同时,重新购置公司股票,在有些国家受到严格限制,一般不允许回购自己发行的股票。因此,把盈余资金用来购并其他企业,就不会增加购并公司及其股东的税赋负担。从税务角度来考虑,购并是唯一理想的途径,特别是在购并采用非现金或部分现金方式时,即实行发行新股、债券、购股证、可转换债券时,更有利于暂时避开高额的税赋。

股票交换股票的购并方式,是指购并公司把被购并公司股票按一定比率转化为本公司股票,而被购并公司则被终止。由于在整个股票转换过程中,公司股东既未收到现金,也未实现资本收益,无税可交,而公司却实现了资产流动和转移,资产所有者实现了追加投资及投资多样化的目的。购并企业如果将被购并企业的股票转换为可转换债券,一段时间后再转化为普通股,在税收上也有两点好处:一是企业付给这些债券的利息是预先从收入中扣除的,税额由扣除利息后的盈余率决定,可以减少所得税;二是企业可以保留这些债券的资本收益,直到这些债券转化为普通股。由于资本收益的延期偿付,企业也就可以少付资本收益税。

(5) 股票投机论。资本主义市场经济发展和资本证券化,使得资产的实体和价值得到了有效的分离,有利于资产流动。因此,西方国家的大多数企业购并便采取证券交易方法。每一起购并的发生,往往会引起股票市场巨大的波动,给股票投资者带来了投机的机会。

股票价格受诸多因素的影响,主要取决于投资者对企业未来现金流量的判断。这一流量是依据企业过去的表现,如销售额、税后利润、股息发放、红利给送等作大致的估计。因此,证券市场往往把市盈率(每股市价/每股税后利润)作为对一个企业股票投资价值的主观评价指标。一般是声誉大的企业,证券流动性高,其股票价格高,市盈率也较高;而经营较差的企业,股票价格低,但在购并时,它的市盈率通常被用作购并后企业的市盈率,当把小企业的股票转换成大企业的股票时,这部分股票价格就会上升,从而为证券市场的投机者带来了股票炒作的机会。

(6) 代理人理论。现代公司的兴起,出现了所有权与经营权的分离。企业股权高度分散化,股东不参与高层管理决策,甚至也不具有影响力。相反,企业经理人员不仅管理短期的经营活动,也决定企业发展的长期目标和政策。他们形成了一个全新的经理阶

层。这样一来,企业的控制权便旁落到管理者手中,企业管理者与股东之间变成了委托代理关系。

杰森和梅金在 1976 年提出,所有权与控制权分离后,企业不再具有新古典经济学上所谓的利润最大化目标。相反,经理阶层的目标取代了利润最大化目标。他们作出决策时,宁愿选择能使公司长期稳定和持续增长的政策。他们的目标是确保设备的连续使用、销售稳步增长和开发新产品。公司发展会使经理获得更高的工资与地位,从而提高经理的效用。

代理人理论认为购并可降低代理成本。当公司的经营权与所有权分离时,决策的拟定和执行与决策的评估和控制应加以分离,前者是代理人的职权,后者归所有者管理。购并事实上提供了一种控制代理问题的外部机制,当目标公司代理人有代理问题发生时,通过股票购并或代理权之争,可以减少代理问题的产生或降低代理成本。

该理论进一步认为,购并实际上是由代理人发动的。这是因为代理人的报酬决定于公司的规模,所以代理人有动机地通过购并使公司规模扩大。

(7) 财富重新分配论。随着产权证券化趋势的日益深化,购并也趋向更高形式的收购。在现代企业制度下,收购是以产权证券化为前提的企业购并行为。财务重新分配论者认为,股东对于企业管理者不必承担义务,他们可以在资本市场选择更高价值的投资机会,而随时放弃低价值或无价值的投资。财富分配论把证券市场上的股票投资看成是财富分配。当购并的消息宣布后,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,引起购并公司和目标公司的股票波动。这种股票的上涨或下降的波动,不是源于公司的经营的好坏,而是财富转移的结果。购并公司与目标公司财富的转移,使目标公司股票的市盈率发生变动,投资人往往以购并公司的市

盈率重估目标公司的股票价值,引起目标公司的股票大幅上涨。因此是财富的重新分配引起股票市盈率的变动,从而推动了企业间的购并。

(8) 交易费用论。企业不仅生产商品,而且需要在产前、产后进行大量的交易活动。这个交易活动包括企业投入产出品的采购、推销、包装、调运、保管、储存等活动,也包括与此相关的信息收集和传播,广告宣传,客户的搜寻和联系,洽谈业务,签订和履行合同等活动。企业必须为这些交易活动支付一定的费用,这种费用就叫交易费用。商品经济的交易方式可分为两种:一种是交易市场的交易,一种是企业内部交易。市场交易发生在企业之间,由市场来调节、控制。这种交易存在很大的不确定性,交易风险大,交易费用也高。如果将一部分市场交易置于企业内部,这种不确定性和交易风险就会减少,交易费用也会降低。通过企业的购并活动,可以把两个或若干个企业之间的市场交易转化为一个扩大了的企业内部交易,就能大大降低企业的市场交易费用。

企业通过购并形成了一个规模庞大的组织,在这个大型组织内部有许多分支机构——各部门组织,运用现代化的信息通讯工具可以使多部门之间的决策职能与执行职能相分离,形成一个以管理为基础的内部市场体系。交易费用论者认为,可以把企业的经营活动看成是一种合约行为。它反映的是管理机制的协调(企业内部的组织、管理、协调),其所需的管理成本(即交易费用),比在市场体制上运作的交易费用要低。企业这个多部门组织作为一个内部的资本市场,通过统一战略决策使不同来源的资本能够集中起来,有利于避免市场失灵造成的资源浪费。企业通过购并形成的多部门组织和内部资本市场可以减少交易费。这就成为企业购并的一种因素。

(9) 价值低估论。持这一理论的学者认为,购并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