

工商管理精要

兼 并 与 收 购

P·S·萨德沙纳姆 著

胡海峰 舒志军 译

洪 玫 审



中信出版社



西蒙与舒斯特国际出版公司

图书在版编目(CIP)数据

兼并与收购/萨德沙纳姆(Sudarsanam, P.S.)著;胡海峰译.-北京:
中信出版社,1998.2

(工商管理精要)

书名原文:Mergers and Acquisitions

ISBN 7-80073-177-4

I. 兼… II. ①萨… ②胡… III. ①企业兼并 ②企业-收购

IV. F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 24593 号

P.S.Sudarsanam: The Essence of Mergers and Acquisitions Authorized
translation from the English language edition published by Prentice Hall Europe.

Copyright® 1995 by Prentice Hall Europe.

All rights reserved. For sale in China only.

本书中文简体字版由中信出版社和美国西蒙与舒斯特国际出版公司合作出版,未经出版者书面许可,本书的任何部分不得以任何方式复制或抄袭。

本书封面贴有 Prentice Hall 防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,翻印必究。

工商管理精要

兼 并 与 收 购

著 者	P·S·萨德沙纳姆	开本	850×1168mm 1/32
译 者	胡海峰 舒志军	印张	12
审 校	洪 玫	字数	258 千字
出 版 者	中信出版社	版次	1998 年 2 月第 1 版
	西蒙与舒斯特国际出版公司	印次	1998 年 2 月第 1 次印刷
承 印 者	北京印刷一厂	ISBN	7-80073-177-4
发 行 者	中信出版社 (北京朝阳区 新源南路 6 号京城大厦 邮编 100004)	书号	F·129
		批号	京权图字 01-97-0837
经 销 者	新华书店北京发行所	印数	00001-10000
		定价	27.00 元

版权所有·翻印必究

中文版前言

搞好企业，人才是关键。培养大批高素质经营管理人才，是把建设有中国特色社会主义事业推向 21 世纪的必要条件。为此，中共中央组织部和国家经贸委联合发出了《“九五”期间全国企业管理人员培训纲要》。《纲要》提出：“九五”期间对企业管理人员普遍进行一次工商管理培训，国有企业，特别是大中型企业领导人员及其后备人员，“九五”期间都应参加不少于三个月的工商管理培训。据此，中信出版社为满足社会的需要，和西蒙与舒斯特国际出版公司联合推出了《工商管理精要》系列丛书。

本丛书原版是九十年代以来在西方出版发行的新作，简明系统地介绍了工商管理的各个方面。他山之石，可以攻玉。出版本丛书是为了介绍市场经济条件下的现代企业管理知识，为创建新型企业和现代管理体制提供经验，为改进和提高现有企业的经营管理水平提供借鉴，为我国正在成长的新型企业家和专业管理人员提供新知识。

现代工商管理体系庞杂，涵盖广泛。无论关于企业经营管理活动的研究，诸如战略、计划、组织、领导、生产、营销，还是涉及人员、资金、财务、信息的管理，都属于管理学的范畴。本丛书选择了管理学的主要领域和我国读者感兴趣的课题，分两批出版，第一批十种是：《财务会计》、《财务管理》、

《管理会计》、《人员管理》、《战略管理》、《竞争战略》、《国际商务》、《经营管理》、《组织行为学》和《信息系统》；第二批十种是：《宏观经济》、《经营经济学》、《国际货币》、《市场营销》、《服务营销》、《营销调研》、《兼并与收购》、《小型企业》、《人力资源管理》和《有效沟通》。本丛书主要特点有三：一是针对性，为适合我国读者的实际需要，经专家遴选推出，益于培训辅导使用。二是实用性，丛书介绍了战略、商务、人事、财会、营销、并购诸方面的实用知识。三是简约性，丛书每册十余万字，深入浅出、言简意赅，并配有适当的图表与实例，易于读者学习掌握。

本丛书第一批推出后受到广大读者的首肯和好评，为回报社会各界的厚爱，我们又精心出版了第二批，以飨广大读者。本丛书的出版得到了中国国际信托投资公司领导和同仁的热情支持，得到了各位译者、审校者的鼎力帮助，借此一并谢忱。我们企盼本丛书对我国企业的管理者、专业人员、大专院校师生和对此关心的广大读者有所裨益。

中信出版社

一九九八年二月

前 言

公司通过兼并（merger）和收购（acquisiton）达到一定的财务目标。收购和兼并通常使两个相互独立的具有不同公司特性、文化和价值体系的组织包容在一起。所以，成功的收购兼并取决于不同组织之间如何进行有效的整合。在公司兼并中有许多称之为赌金保管者的人对兼并的成功非常感兴趣。股东和管理者是两个最重要的赌金保管者，但其他人诸如雇员、消费者、地方团体和经济中介则逍遥自在。由于兼并能够造成反竞争的影响，因而在许多国家兼并会引起强烈的反托拉斯调查。

收购要约的实际行为在一些国家是受到司法当局或非司法当局高度监管的。这种监管在敌意收购要约案例中特别重要。在英国，敌意收购要约是一种几乎经常看到的收购现象。

随着全球经济一体化和贸易、投资壁垒的消除，兼并已经成为一种国际化行为。由于竞争已经在全球范围内展开，所以公司为了维持其竞争优势，不仅要面对国内市场的竞争，而且还要面对国际市场的竞争。这种趋势不仅导致高水平的跨国兼并活动，而且还引发诸如为达到同样战略目的的战略联盟等组织的创新。兼并收购活动已从国内兼并的舒适家园进入到充满冒险的国外兼并市场。

有一种颇为流行的观点，认为公司对其他公司实施兼并收购不能为其股东创造价值。在某些情况下，追逐一个敌意收购所形成的狂热气氛、无情势头和激动场面会促使管理者愚蠢地支付了超过他们所应支付的收购溢价。在另一些情况下，收购失败的原因来自管理者和收购博弈的其他参与者对兼并收购程序的相互分歧的认识。

本书是作者最近几年在伦敦城市大学商业学院为 MBA 选修课讲授兼并、收购和分拆的基础上形成的。本书旨在对兼并收购的组织、法律、监管和财务领域提供一个统一的观点。本书为兼并建议的战略之估价和财务领域的估价提供了框架。本书还描述了兼并发生的监管和股票市场环境。本书考察了收购失败的经验证据和失败的原因。

公司分拆形式的重组是一种失败的结果。我们描述了分拆的不同类型和效果。本书讨论了跨国兼并、跨国兼并的合理化及其最近的趋势和障碍。提供了一些对跨国兼并成功性调查的经验证据。本书结尾对战略联盟做了介绍，战略联盟作为收购兼并的一种选择特别是在国际商务中变得愈来愈重要。

就兼并收购的法律、监管和会计领域而言，本书主要针对的是英国的情况，但也对其它国家的司法框架做了比较。对兼并其它领域的处理也具有着比较广泛的相关性。对跨国兼并和战略联盟的讨论强调了这种相关性。

本书的风格在很大程度上是非技术性的，重点是兼并收购的实务领域。这种实务导向着重体现在最近几年已完成的兼并收购的大量说明性的实例中。有关兼并收购的数量领域诸如估值等，本书用已完成的例子来解释。

在保持了基本原则精神的前提下，本书对兼并收购的一些感兴趣的话题提供了一个简单和综合的介绍。本书适用于财务、商务策略、公司战略和产业经济学等课程。

目 录

中文版前言

前言

一、导论

1. 英国收购活动的历史态势	2
2. 兼并和收购的目的	5
3. 兼并收购和商务战略	7
4. 收购程序的效率	8
5. 收购的经济影响	9
6. 跨国收购	10
7. 公司分拆	11
8. 作为选择收购的战略联盟	11
9. 本书宗旨	12
10. 本书概要	12

二、收购动机

1. 股东财富最大化的观点	16
2. 管理者的观点	18
3. 有关收购动机的经验数据	25
4. 小结	28

三、收购和公司战略

1. 一般战略的分析框架	32
--------------------	----

兼并与收购

2. 市场进入的公司战略	38
3. 作为战略选择的收购	40
4. 不同收购类型的价值创造	41
5. 收购的价值链分析	44
6. 收购的标准和目标描述	45
7. 小结	47

四、收购的组织效率和人力资源

1. 收购程序模型	48
2. 制定收购决策的管理	54
3. 收购后的整合过程	56
4. 整合的政治文化透视	59
5. 整合中的问题	62
6. 小结	65

五、反托拉斯监管

1. 英国反托拉斯制度	68
2. 欧共体内的反托拉斯监管	76
3. 股票市场对垄断和兼并委员会的反应	86
4. 美国的反托拉斯制度	88
5. 欧洲大陆的反托拉斯条例	90
6. 小结	91

六、收购要约的监管

1. 监管收购要约程序的重要性	93
2. 英国对收购的监管	94
3. 美国的收购监管条例	113
4. 欧洲大陆对收购要约的监管	114

5. 收购条例和收购活动	116
6. 小结	118
七、收购的顾问	
1. 顾问在收购中的作用	121
2. 商人银行	122
3. 顾问的责任	136
4. 顾问影响的经验数据	139
5. 小结	141
八、收购战略和战术	
1. 收购战略	142
2. 少数股权、要约溢价和要约结果	151
3. 收购战术	152
4. 收购战略的经验数据	157
5. 来自美国的关于收购战略的经验数据	161
6. 小结	163
九、目标企业的估值	
1. 收益和资产估值模型	168
2. 折现现金流量模型	181
3. 私人公司的估值	188
4. 税收对目标企业估值的影响	189
5. 收购和职工养老基金	190
6. 小结	192
十、兼并与收购会计	
1. 企业合并会计制度	195
2. 兼并调帐	201

3. 商誉会计	202
4. 会计实务方法	208
5. 其它国家的企业合并会计	211
6. 小结	212

十一、收购支付

1. 收购支付方式	215
2. 支付方式的纳税问题	216
3. 收购公司财务战略的影响	220
4. 股票换购中的收益稀释	221
5. 对现金收购进行融资	229
6. 用债券融资	231
7. 递延支付融资	233
8. 支付方式影响的经验性证据	237
9. 小结	238

十二、反收购防御

1. 抵制收购的动机	240
2. 反收购防御战略	242
3. 防御战略的作用	248
4. 防御的成本	251
5. 英国以外的反收购防御	253
6. 小结	261

十三、评估收购的成功性

1. 成功的定义	264
2. 收购与股东	265
3. 收购与经理层	274

4. 收购与职工	276
5. 美国有关收购成功的证据	277
6. 小结	281

十四、鉴定收购成果

1. 收购业绩的调查证据	285
2. 导致收购失败的因素	288
3. 有关收购过程证据的调查	289
4. 有关收购整合的证据	291
5. 主要成功因素	293
6. 收购与人的因素	296
7. 成功收购过程的展示	297
8. 小结	300

十五、公司分拆

1. 分拆的合理性	303
2. 公司分拆的方式	305
3. 管理层收购	312
4. 美国的分拆	323
5. 欧洲的分拆	327
6. 小结	329

十六、跨国收购

1. 选择海外扩张战略	333
2. 跨国收购的最近趋势	333
3. 跨国收购的背后动机	337
4. 收购障碍	338
5. 收购后的整合	343

兼并与收购

6. 有关国际收购的调查证据	345
7. 小结	347

十七、战略联盟

1. 战略联盟的类型	350
2. 股权和非股权的合资企业	351
3. 国际合资企业	352
4. 合资企业的模式	356
5. 构建合资企业	359
6. 合资企业的监管问题	362
7. 合资企业的业绩评估	365
8. 联盟成功的关键因素	366
9. 小结	368

一、导 论

兼并 (merger) 和收购 (acquisition) 是公司扩张和发展的一条途径。兼并收购不仅是公司增长的手段, 而且还是内含或者组织资本增长的选择对象。有时, 许多公司十分偏好通过收购的外延增长手段来达到内涵增长的目的。的确, 兼并收购从收购活动的狂热期到稳定期呈现出下面的一种“波浪”态势。我们观察到 1968、1972、1989 年在英国出现了几次收购浪潮。同样的态势在其它国家也出现过, 在美国更为显著。为什么公司在一定时期热衷于收购, 而在其它时间偏爱内涵增长? 这是一个还没有完全解释通的现象。

单词 “merger”、“acquisition”、“takeover” 等都是兼并收购用语的一部分。通过兼并, 公司达到合并, 共享达到普通目标的资源。合并企业的股东通常是合并体的联合所有者。一项收购为避免更多的近亲交易, 通常是一家企业购买另一家企业的资产或股票, 同时被收购企业的股东不再是其企业的所有者。通过兼并一个新的企业实体将形成, 在这一过程中被兼并企业变成了兼并者的附属企业。

接管 (takeover) 也类似于收购, 它暗示着收购公司比被收购公司更强大。当被收购企业比收购公司还强大的时候, 这种收购被称之为“反向收购” (reverse takeover)。尽管“兼并”和“收购”两词经常被替换着使用, 但是在某些上下文中, 它

们有明确的含义，例如，当收购公司选择两个企业合并会计报表的会计准则时。虽然在特定的场合两者的区别是重要的，但在一般情况下，我们还是替换使用两词。

1. 英国收购活动的历史态势

表 1-1 提供了英国从 1964 年至 1992 年收购兼并的数量和金额。以金额和收购的平均规模来衡量，1968 年、1972 年、1989 年存在着明显的收购活动高潮。扣除通货膨胀因素，这三年的峰值是非常明显的。图 1-1 显示了 1968 年、1972 年和 1989 年三年峰值以 1990 年价格计算出的收购总值。

最近的收购高潮发生在 1984 至 1989 年。在此期间，收购的平均规模从 964 万英镑增加到 2 038 万英镑。尽管收购平均增长额是实实在在的，但在早期它剔除了一些不考虑的中间价。80 年代后期同早期高收购活动在数量上呈现出明显的不同。

造成 80 年代收购数量巨大的原因是多方面的。英国的股票市场同其他国家是同步的，都经历了一个从大的牛市到 1987 年 10 月顶峰后的大震荡。对待兼并和收购有更宽松、更自由放任的政府态度体现在撒切尔主义的新视野中。许多兼并狂人在收购融资领域一展才华，创新出杠杆收购（leveraged buyout）等形式。

80 年代也经历了大规模的分拆活动。分拆是收购活动中突出的一个侧面，它是公司把分部或者附属企业卖给其他公司，或者以管理层收购（MBO）的形式卖给这些分拆企业的

管理者。正如表 1-2 所示, 1985 年以后公司附属企业之间的收购支付金额呈戏剧般地增长。1992 年, 分拆占有所有兼并和收购的 31%, 占 1986-1992 年的 25%。

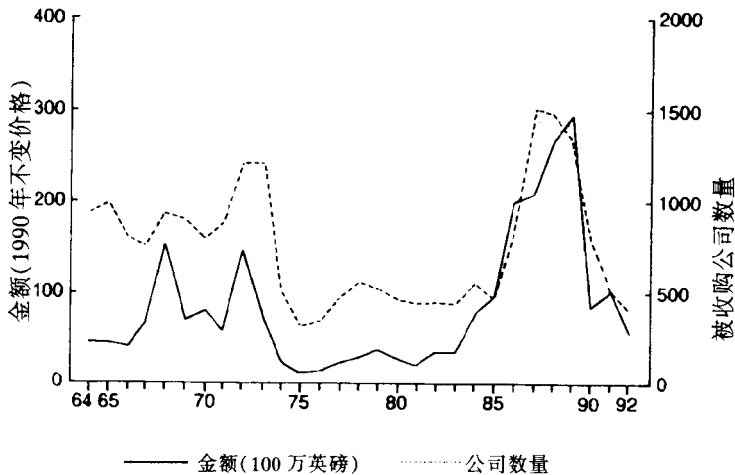


图 1-1 英国兼并收购的历史态势：1964~1992 年
被收购企业的数量与金额

表 1-1 1964~1992 年英国的收购与兼并

年度	收购数量	收购名义价值 (100 万英镑)	平均收购金额 (100 万英镑)	金额 (1990 年不变价)
1964	940	505	0.54	45.01
1965	1 000	517	0.52	44.19
1966	807	500	0.62	41.12
1967	763	822	1.08	65.67
1968	946	1 946	2.06	150.97

续表

年度	收购数量	收购名义价值 (100 万英镑)	平均收购金额 (100 万英镑)	金额 (1990 年不变价)
1969	906	935	1.03	70.04
1970	793	1122	1.41	77.97
1971	884	911	1.03	56.97
1972	1 210	2 532	2.09	143.78
1973	1 205	1 304	1.08	68.63
1974	504	508	1.01	22.91
1975	315	291	0.92	10.29
1976	353	448	1.27	13.82
1977	481	824	1.71	22.66
1978	567	1 140	2.01	27.90
1979	534	1 656	3.10	35.96
1980	469	1 475	3.14	27.01
1981	452	1 144	2.53	19.03
1982	463	2 206	4.76	34.29
1983	447	2 343	5.24	34.48
1984	568	5 474	9.64	76.47
1985	474	7 090	14.96	93.92
1986	842	15 370	18.25	198.63
1987	1 528	16 539	10.28	203.56
1988	1 499	22 839	15.24	265.65
1989	1 337	27 250	20.38	293.77
1990	779	8 329	10.69	83.28
1991	506	10 434	20.62	98.66
1992	433	5 939	13.72	53.70

注：1969 年以前的数据仅包括被引用的公司。1969 年以后的数据包括所有的工业和商业公司。GDP 平减价格适用于以 1990 年计算的收购金额。

资料来源：“英国的收购和兼并”。《中央统计局简报》，伦敦，1993 年 5 月及 GDP 平减价格数据库。