

公司收购兼并 财务决策 技法

赵承业 著



中国物价出版社

公司收购兼并财务决策技法

赵承业 著

中国物价出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司收购兼并财务决策技法/赵承业著. -北京: 中国物价出版社, 1996. 4

ISBN 7-80070-566-8

I. 公… I. 赵… III. 企业合并-财务管理 IV. F275
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (96) 第 02665 号

公司收购兼并财务决策技法

赵承业 著

中国物价出版社出版发行

新华书店 经销

高碑店市印刷厂印刷

787×1092 毫米 32 开 4.125 印张 88 千字

1996 年 4 月第 1 版 1996 年 4 月第 1 次印刷

印数: 1-5000 册

ISBN7-80070-571-4/F·432

定价: 8.00 元

前 言

随着我国社会主义市场经济进程不断推进，市场竞争愈来愈激烈，作为市场竞争的高级形式——公司间收购兼并行动已逐渐兴起，并形成了一股收购兼并浪潮，这引起了经济界、理论界、新闻界、政府部门以及广大投资者广泛的关注。在同一市场上，由于优胜劣汰法则，有些企业受客观条件所限或者主观决策的失误，在竞争中处于不利的地位，于是，许多有魄力的企业家乘时而动，大胆采用外部成长战略——即将实力相对弱小的企业或经营中困难较大的企业收购兼并，以消除竞争对手，扩展业务范围，壮大企业的实力，加速企业发展。随着现代资本市场的发展，公司能从发达的资本市场融入大量的资金，将同行业的竞争对手或其他行业的企业收购兼并。与依靠公司自身力量循序渐进的内部发展方式相比，公司外部成长的发展方式更为迅速，因此，采用外部成长战略愈来愈受公司欢迎。

收购兼并是公司一项重大的战略投资行动，收购兼并中涉及大量的财务决策活动，与公司日常生产经营中财务活动和一般投资活动中财务活动相比，收购兼并中财务活动涉及面更广，影响因素更多，内容更为复杂，对公司发展前景产生的影响更大。因此，公司收购兼并中财务决策是否正确，所形成的财务方案是否恰当，决定了收购兼并行动的成败和公

司发展前景的好坏。

本书根据不同的收购兼并方式及其特点，即现金收购方式、换股收购方式、杠杆收购方式提出了一套系统的财务决策技术与方法，以解决收购兼并中各种具体财务问题，保证公司收购兼并行动的成功，实现加速公司发展的战略目的。在本书中，还详细介绍和探讨了大量公司收购兼并财务决策案例，使读者在阅读中能较好地掌握收购兼并中各种财务决策技术、方法，以指导公司收购兼并活动的顺利开展。

本书由于写作时间仓促，加上作者水平有限，书中难免出现疏漏和错误，恳请读者批评指正。

赵承业

1996年1月

目 录

第一章 收购兼并的含义与财务决策的作用.....	(1)
第二章 收购兼并是公司快速成长的捷径.....	(6)
第一节 公司的外部成长.....	(6)
第二节 收购兼并的战略动机	(10)
第三节 财务协同效应	(17)
第四节 收购兼并的战略目的	(19)
第五节 收购兼并的操作流程图	(21)
第六节 国外著名公司的收购兼并活动	(23)
第三章 现金收购方式中的财务决策技法	(27)
第一节 现金收购方式的好处	(27)
第二节 财务决策技术	(28)
第三节 财务决策技法的实际应用	(36)
第四节 收购兼并实战案例研析	(43)
第四章 换股收购方式中的财务决策技法	(59)
第一节 确定换股比例的原则	(59)
第二节 每股收益变动函数与定理	(60)
第三节 兼并动因分析——未来收益	(65)
第四节 兼并动因分析——联合效应	(69)
第五节 换股收购中市盈率因素分析与股价变动率	(70)
第六节 收购兼并实战案例研析	(73)

第五章 杠杆收购中的财务决策技法	(82)
第一节 财务杠杆在收购兼并中的作用	(82)
第二节 如何确定收购方式	(85)
第三节 杠杆收购——LBO 法	(87)
第四节 卡拉维杠杆收购三部曲	(90)
第五节 杠杆收购中的财务风险	(92)
第六节 杠杆收购财务风险控制体系：“标准静态 控制——动态模型优化体系”	(94)
第七节 收购兼并实战案例研析	(101)

第一章 收购兼并的含义与 财务决策的作用

一、收购兼并的含义

公司收购兼并特指公司间产权交易行为，其结果是一个公司获取对另一个公司的控制权。

收购在英文中称 Aquisition，指一个公司用现金或该公司股票去购买另一家公司（称为目标公司）的股票或权益，以获取目标公司控制权的行为。收购的基本类型有两种：（1）兼并式收购，即收购方公司购入目标公司全部股票或权益并将其兼并。收购完成后，目标公司解散并入收购方公司中。（2）非兼并式收购，指一个公司通过收购行动获取目标公司控制权后，并不解散目标公司，而只将其作为自己的子公司。如果收购方公司购入目标公司全部股票或权益，收购完成后，目标公司就成为收购方公司的全资子公司，如果收购方公司只购入目标公司一定比例的股票或权益，并取得了对目标公司的控制权，收购完成后目标公司就成为收购方公司的控股子公司。

公司兼并指一个公司接纳其他公司（称为目标公司）加入本公司，目标公司解散，其资产、负债、权益并入接纳方公司的资产、负债、权益之中，接纳方公司继续存在（称为存续公司）。兼并在英文中称 Merger，根据《大不列颠百科全书》，兼并指“两家或更多的独立企业、公司合并成为一家企

业，通常由占优势的公司吸收一家或更多的公司。”

收购与兼并的区别在于收购行动不一定导致被收购的目标公司的解散和法人地位的取消，而兼并中，目标公司则一定要解散从而丧失法人地位，其负债由兼并方公司来承担。

公司间的兼并以收购方式进行的，即兼并方公司用现金或本公司股票换取目标公司全部股票或权益，取得目标公司全部控制权并将其解散、并入兼并方公司之中。从这个角度，公司兼并与公司收购第一种基本类型“兼并式收购”同义。国外学者在研究收购兼并时，通常把收购和兼并合在一起，称为 Merger and Aquisition，简称 M&A，在本书中亦采用这种做法。

公司进行收购兼并的方式有三种：(1) 现金收购；(2) 换股收购；(3) 杠杆收购。杠杆收购是现金收购的一种变型，特指现金收购中，现金主要来自向外大量举债，因此杠杆收购亦可称之为举债收购。

二、收购兼并的意义与财务决策

1. 收购兼并有利于社会经济健康发展和企业发展

产业结构不合理，企业缺乏活力、效益低下是有损我国经济健康发展的两大顽症，而企业间的收购兼并对治疗这两大顽症有着重要的作用。

调整产业结构的方式有两种：一是增量调整，即增加对国民经济中瓶颈产业和新兴产业的资本投入；二是存量调整，即通过企业间的收购兼并与合并，使产业资本由衰退产业流向瓶颈产业与新兴产业。由于一定时间内创造的国民收入及其用于积累部分是有限度的，再加上多年来我国一直存在着严重的产业结构失衡，所以我国每年净增投资量远不能满足

产业结构调整的需要。存量调整方式正好可以弥补增量调整方式的缺陷,它不受社会可用于增加投资的积累量的限制。它主要通过资本市场中企业间产权交易,使产业资本由一个企业流向另一个企业,由一个生产饱和的产业或衰退的产业流向另一个亟待发展的产业,从而实现社会生产要素的优化配置和产业结构的均衡。

可以采用以下两种方式来增强企业的活力和提高企业的效益:一是改进企业的管理,提高企业内部资源的利用效率;二是建立企业间优胜劣汰的市场竞争机制,让活力强、效益好的企业在市场竞争中打败、收购兼并缺乏活力、效益低下的企业。改进企业管理需要具备以下两方面的条件:一是企业领导要有改进管理的主观能动性,二是企业领导要具有改进管理的能力及一定物质条件。两者缺一不可,因此这种方式存在局限性。相比之下,企业间收购兼并对于增强企业活力,提高企业效益更具强制性。谁干的不好就有可能被对手吃掉,让更有能力的人来拥有、管理该企业。

2. 我国已兴起企业间收购兼并浪潮

随着我国企业产权制度改革的深入,股份有限公司这一现代企业组织形式越来越被众多的企业所采用。与此相适应,以上海证券交易所和深圳证券交易所为主体的全国证券市场已初步建立:(1)到1994年底,我国已有291家股份有限公司的股票在上交所和深交所上市。以1994年9月30日股票指数计算,沪深两个证券交易所上市公司股票市价总值在4600亿元人民币左右,已占我国GDP份额15%左右。(2)我国证券市场上第一起公司间收购兼并发生在1993年9月至10月间,在深交所上市深圳宝安股份有限公司为了将经营业

务扩展到上海，斥资收购在上交所上市的上海延中实业股份有限公司股票 479 万股，占其总股本 16%，取得了对延中实业股份有限公司的控股权。1994 年 4 月 21 日，中国光大国际信托投资公司宣布收购了在 STAQ 系统上市的广西玉柴机器股份有限公司股票 8000 万股，占其总股本 17.84%，收购金额约 3 亿元。1994 年 6 月 4 日，浙江康恩贝股份有限公司宣布协议收购在上交所上市的浙江凤凰化工股份有限公司股票 2660 万股，占其总股本的 50.01%。据统计，1994 年我国证券市场上共发生公司间收购事件 22 起。1995 年，我国证券市场发生三起令人瞩目的收购行动。一起是 1995 年 2 月 24 日，我国汽车工业两强——中国第一汽车集团公司和沈阳金杯汽车股份有限公司达成收购协议，由一汽集团公司收购控股沈阳金杯公司，共收购金杯股票 49562 万股，占其总股本的 51%。收购完成后，沈阳金杯公司更名为一汽金杯公司。另一起是 1995 年 8 月 8 日，日本五十铃株式会社和伊藤忠商事株式会社收购北京旅行车公司法人股 4002 万股，从而持有该公司 25% 的股权。再一起是 1995 年 8 月 21 日，美国福特汽车公司收购江西江铃汽车公司 80% 的 B 股，从而持有该公司 20% 的股权。这三起收购行动，是针对我国高速成长的汽车行业而来，目的是为了占领我国这个世界上最大的汽车潜在市场，来势不同凡响，战略意义重大。

3. 公司收购兼并中财务决策的作用

这股涌起的公司间收购兼并的浪潮，是我国市场经济发展进程中重要的、必然的经济现象，这将给我国的经济发展、经济结构的调整带来重大的影响。目前愈来愈多的公司、企业把收购兼并行动作为加速企业发展的重要手段，纷纷加入

收购兼并行列中，推动了这股收购兼并的浪潮以更为广阔的势头向前扩展，这引起了我国新闻界、企业界、政府部门、学术界以及社会公众的广泛关注。收购兼并是公司一项重大的战略投资行动，收购兼并中涉及大量的财务决策活动。与公司日常生产经营中财务活动和一般投资活动中财务活动相比，公司收购兼并中财务活动涉及面更广，影响制约因素更多，内容与形式更为复杂，对公司发展产生的影响更大。因此，收购兼并中财务决策是否正确、所形成的财务方案是否恰当，决定了公司收购兼并行动的成败，决定了公司前途的好坏。所以我们必须根据公司收购兼并的特点，采用一系列专门的财务决策方法、技术，对公司收购兼并中的财务活动进行精心的计划与组织，以保证公司收购兼并行动的顺利进行，保证公司收购兼并行动的成功，实现加速企业发展的战略目的。

第二章 收购兼并是公司快速成长的捷径

第一节 公司的外部成长

一、公司的投资

股东购买公司股票后完成了对该公司的投资，但投放的现金存放在公司帐户上不会自动赚钱，公司需用这些钱去兴建厂房设施、购置设备与存货、招收员工，以开展生产经营活动。上述的各项活动构成了公司的投资活动。在此，我们将公司的投资定义为：公司为获取预期的未来的经济利益而花费在一定对象上的资本支出。公司的投资活动形成公司的资产。

现代企业生产经营活动是以大量使用资本为基础的，这种大量的资本投入，表现在工业企业高大的厂房与建筑物、先进的机器设备与自动化生产流水线、成品与半成品仓库与存货上面。按企业资本支出不同的对象，可把投资划分为企业固定资产投资、流动资产投资以及获取企业生产经营所需专利技术、专有技术、管理技术等无形资产的投资。根据企业在生产经营过程中不同阶段所发生的资本支出，可以把投资划分为初创时期的建设性投资、企业正常生产经营以后追加性投资。公司的投资，形成了公司资本的实际载体——公司

资产。

从广义的角度来看,投资的全过程可以划分为两个阶段:第一阶段,公司资本形成阶段。资本由外界向公司流入,形成公司的资本——即公司的股本与债务资本,其中公司股东投资主要目的是为了享有该公司未来年度创造的经济利益。第二阶段,公司的投资阶段,公司的投资活动形成公司的资产,其目的是形成能够创造出预期经济利益的生产经营能力。由此可见,公司的产生始于投资,而且,公司的发展壮大需要不断对其追加投资,不断增加的投资是驱动公司经营规模壮大与公司盈利增长的原动力。

二、公司的外部成长

公司的成长即公司的发展壮大。公司成长的方式有两种:第一种为公司的内部成长方式,第二种为公司的外部成长方式。

公司内部成长的特征是系统内部优化,即公司依靠自身的力量,对其生产经营薄弱环节追加投资,以改进公司生产经营条件,拓展经营业务,增强公司实力。如公司购买新机器以提高现有产品的生产能力,或购买新机器并培训销售队伍以生产和销售一种新的产品。在这两种情况下,公司都是采用内部成长的方式发展该公司。

公司的内部成长需要增加投资,这种投资可以由公司内部或公司外部来解决。公司内部来源包括公司的留存收益或折旧费等。如果公司想寻求外部资金投入,则可以通过发行公司债券或公司股票来筹集资金。

投资者决定投资兴建一个工业性生产公司,一般要经历以下几个阶段:(1)购入土地和兴建厂房、工业建筑及其他

设施；(2) 购入并安装机器设备；(3) 招收公司员工并进行业务技能培训；(4) 购入生产用的原材料。一旦完成以上生产经营条件的建设，公司的生产经营能力就形成了，公司便可开始产品的生产和销售，向市场提供产品或劳务，以其销售收入补偿其生产经营的成本、费用，取得营业利润，投资者则从公司盈利中获取投资报酬。在一个开放的、竞争的市场条件下，新创立的公司的产品一旦投放市场，其面临的局面有两种：(1) 该公司生产的产品符合消费者需要，并在产品质量、成本上比同类企业具有优势，那么其他企业在竞争中就处于不利地位，处于劣势。处于劣势的企业面临的选择有两种，一是被新介入的公司挤垮，退出市场，二是奋起直追，采用新技术、新的管理方法以提高产品质量、降低成本、改进服务，与新介入的公司进行新一轮角逐并取胜。(2) 新创立的公司面临的第二种局面是：该公司产品或劳务投放市场后，不符合消费者需求，或产品质量、价格与其他厂家相比处于劣势。

投资者向公司投资是为了取得公司经营的成功和获取投资收益，为了保持公司有利的市场地位或改变其不利的市场地位，在公司经营过程中，必需不断增加资本的投入，以改善生产经营薄弱环节，增强经营实力，从而保持竞争的优势，这构成了公司内部成长的过程。

公司外部成长的特征是接收外界现成的体系，即将适合自己发展需求的其他企业收购兼并，从而占有其他企业的生产经营条件、经营业务、营销渠道等，以迅速地扩大公司的经营规模，扩展经营业务，增强公司实力。

在同一市场上，每个企业从主观上都想在竞争中取胜，但

是，由于优胜劣汰的法则，总有一些企业由于客观条件所限或者主观决策的失误，在竞争中处于不利地位，结果造成产品滞销、开工不足、人员设备闲置，有的甚至关闭破产。于是，许多有魄力的企业家大胆采用外部成长战略，将实力相对弱小的企业或经营困难较大的企业收购兼并，以消除竞争对手，迅速扩展实力，加速企业成长。随着现代资本市场的发展，投资银行和其他金融机构介入公司间收购兼并活动，公司能从发达的资本市场融入大量的资金，将同行业的竞争对手或欲进军的其他行业的企业收购兼并。这与循序渐进式的内部成长方式相比，外部成长更为迅速。由于市场竞争力量的推动，各产品的供求状况都要经历由卖方市场向买方市场转变的过程。市场的饱和，使公司内部成长越来越困难，在这种背景下，外部成长战略愈来愈受欢迎。

按外部成长的不同战略取向，收购兼并的类型可以分为三种：横向购并、纵向购并与混合购并。

横向购并：即经营领域相同的企业间购并。1995年2月24日，我国汽车工业两强——中国第一汽车集团公司和沈阳金杯汽车股份有限公司签署收购协议，由一汽集团公司收购控股金杯公司，共收购金杯股票49,562万股，占其总股本的51%。

纵向购并：指生产同一种产品或提供同一种服务但处于不同生产经营阶段的企业间的购并。我国首都钢铁公司对美国麦斯塔工程公司收购即属纵向购并。麦斯塔工程公司在轧钢机、整铸机及其辅助设备制造方面处于世界领先地位，现世界一半以上的轧钢机是该公司制造，首钢收购了该公司大部分股权并派人出任该公司董事长。

混合购并：指在购并过程中，购并双方在经营业务上既不是横向关系也不是纵向关系，购并的目的主要是进行多角化经营和分散经营风险。混合购并又称为跨行业购并，如1982年美国钢铁公司以65亿美元将美国第17大石油公司——马拉松石油公司购并。

第二节 收购兼并的战略动机

一、公司采用内部成长战略的风险

人们一般倾向认为内部成长方式属一种循序渐进的稳妥发展方式，但是在竞争激烈的市场条件下，公司采用内部成长的发展战略受到一些不定因素的影响和制约，存在一定的风险。

1. 投资决策风险

公司采用内部成长战略，自行投资新建一个工厂、商场，或开发一项新产品与组织新产品的生产，都有一个较长的建设周期或开发周期，而投资决策是以未来市场需求的预测为依据，投资建设周期越长，决策的可靠程度就越难以保证：首先，人们对未来情况的判断存在主观认识上的误差；第二，对未来情况的判断是以一定的假设条件为依据的，随时间的推移，很难保证这些假设条件不变，如人们需求结构的变动，宏观经济周期性波动，未曾预料到的竞争对手率先推出更好的替代产品等等。由于主观误差的存在和客观条件变化，所决策事项时间跨度愈长，决策失效的可能性就愈大。

2. 财务风险

在建设周期内，由于投资项目生产能力尚未形成，因此