



企业并购财务问题研究

王小英/著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

014030280

F275
682

Economic
Management

经管学术文库

企业并购财务问题研究

王小英/著



北航

C1717120

F275/682



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

企业并购财务问题研究/王小英著. —厦门:厦门大学出版社, 2013. 11
(经管学术文库)

ISBN 978-7-5615-4264-4

I. ①企… II. ①王… III. ①企业合并-财务管理-研究 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 094091 号

厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

<http://www.xmupress.com>

xmup@xmupress.com

沙县方圆印刷有限公司印刷

2013 年 11 月第 1 版 2013 年 11 月第 1 次印刷

开本:720×970 1/16 印张:21.75 插页:1

字数:378 千字

定价:40.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换



北航

C1717120

前言



并购是企业实施资本运营、获得核心竞争力、实现战略发展的一种方式。随着我国经济体制改革的不断深入和产业结构调整的不断推进,企业并购正越来越受到政府、企业和社会公众的广泛关注。企业并购作为现代企业资本经营的有效形式,是市场经济的产物,是现代经济中资本优化配置最重要的形式,也是实现企业发展战略的一种途径。但并购过程中存在各种风险,其中尤为重要是财务风险,如何规避财务风险和进行并购的财务风险预警就成为并购成功与否的关键。并购要考虑并购的协同效应和绩效、并购的财务行为以及并购之后的财务整合过程,这会直接影响企业资产重组效应和并购后企业整体的经营状况。如何及时、有效地进行财务整合,使并购双方实现一体化融合、提高整体企业的共同业绩、达到整体企业价值最大化的目标,是摆在并购企业面前的一个艰巨任务。正是基于此,本书对并购所涉及的财务问题做了较全面的分类、梳理和阐述,希望本书的研究对并购实践中的企业财务问题具有一定的参考价值和借鉴作用。

本书的主要特点是:将并购过程中发生的财务问题进行梳理,较全面地阐述了企业并购时所涉及的有关财务问题。全书共有七章,主要内容有:(1)企业并购财务问题的有关概述;(2)并购前、并购中、并购后企业应关注和防范的财务风险;(3)企业并购的财务协同效应;(4)并购企业的财务行为研究;(5)并购后企业的财务整合;(6)并购企业的财务绩效考评;(7)并购财务风险预警体系的建立。

本书是福建省社科课题“企业并购重组风险问题研究”、“企业并购重组绩效问题研究”和福州大学“企业并购重组财务整合问题研究”、“构建并购企业财务预警系统研究”的研究成果。本书的顺利完成要感谢我指导的研究生林颖翀、肖园、张虹、罗冬梅等同学,他们参与课题的研究,收集了大量数据、资料,并完成了相关的研究报告。本书在写作过程中参阅了大量书籍、著作和论

文、有关通知等文献资料,恕未一一列明。本书的出版,得到了厦门大学出版社的大力支持,在此,一并表示衷心的感谢!

限于时间和作者对并购财务有关问题的认识尚浅,以及缺乏更深层次的研究,本书难免会在体系、结构和内容上存在不足。对于本书的疏漏、错误之处,恳请读者批评指正。

作者

2013年11月于福州大学

目 录



第一章 企业并购概述	1
一、企业并购的概念及类型	1
二、企业并购的概况	7
三、企业并购的动因	10
四、企业并购的原则	18
五、企业并购过程中应注意的主要问题	19
第二章 企业并购的财务风险	30
一、并购前的风险探析	31
二、并购中的风险探析	46
三、并购后的风险探析	61
第三章 并购财务协同效应	81
一、国内外研究回顾	81
二、并购协同效应理论概述	83
三、协同效应计算模式及来源分析	88
四、财务协同效应的产生条件及来源	94
五、财务协同效应的反思	100
六、案例分析	113
七、我国企业并购财务协同效应提升和财务风险防控展望	121
第四章 股权分置改革与并购财务行为	131
一、股权分置改革与并购财务行为的研究回顾	132
二、股权分置改革概述	134
三、股权分置改革后并购财务行为的概念界定、环境与参与者分析	135
四、股权分置改革后并购交易整合的财务行为分析	143
五、股权分置改革后并购财务行为案例分析	174
六、完善股权分置改革后并购财务行为的建议	186

第五章 企业并购财务整合	195
一、企业并购整合的理论概述	195
二、企业并购财务整合的运作	203
三、企业并购财务整合绩效评价	218
四、企业并购财务整合案例分析	226
第六章 企业并购绩效	239
一、并购的相关理论基础	239
二、并购绩效的相关理论基础	244
三、我国上市公司并购绩效实证研究	258
四、主要研究结论及建议	282
第七章 企业并购财务风险预警	288
一、并购财务预警概述	288
二、企业并购财务风险及成因分析	290
三、预警指标体系的构建	299
四、案例分析	319
五、并购财务风险防范建议	327
六、研究结论	330
附录	331

第一章

企业并购概述



企业并购已经成为现代经济生活中企业自我发展的重要内容,是市场经济条件下企业资本经营的重要方面。在全球范围内,并购已经成为企业扩大规模、增强实力、提高效率的重要手段。20 世纪 90 年代初,在经济全球化进程加快和信息技术迅速发展的背景下,全球兴起了企业并购浪潮。

2000 年以来,从美国在线(AOL)收购时代华纳(Times Warner),到英国沃达丰空中通信(Vodafone Air Touch)与德国曼内斯曼(Mannesmann)合并,全球并购再次进入高峰期,并且并购规模越来越大,一支又一支的“跨国舰队”浮出水面。与此同时,国内并购也风起云涌。自 1993 年的“宝延事件”和“中策现象”发生以来,并购事件接连出现,时至今日已成为一股不可遏制的浪潮。中国移动以 328.4 亿美元收购七省市移动电话网,中国石油、中国石化以百亿收购加油站,中国光大集团入主申银万国证券,南航兼并中原航空,三九集团收购长征制药,华润收购深万科,青岛啤酒集团以收购实现扩张,达能收购梅林正广和,山东三联借壳上市,中信泰富收购中倍国安,这些是 2000 年的中国企业十大并购案例。上述这些并购广泛涉及电信、石油、金融、航空、制药及服务等领域,可见并购已经成为我国经济生活中的一种潮流。

一、企业并购的概念及类型

(一) 企业并购的概念

企业并购是企业兼并和收购的简称,其英文缩写是 M&A,即 Merger and Acquisition。“兼并”和“收购”这两个词本身的含义就十分丰富。“兼并”有广义和狭义之分。狭义的兼并指两个或两个以上的企业通过法定方式重组后,只有一个企业继续保留法人地位的情形。广义的兼并则包括狭义的兼并和收

购、合并以及接管等企业产权变更方式,目标企业的法人地位可能消失,也可能不消失。广义和狭义的划分着眼于目标企业的存亡,而不是这种活动的经济内容,其法律意义多于经济意义。

“收购”则正好相反,它着重于表现这种活动的经济内容。企业可以通过证券市场收购目标企业,也可以进行场外交易;可以用现金,也可以用股票、债券或其他资产进行购买;可以获得目标企业的全部控制权,也可以是一部分,或只是参股投资。以上这些行为均可称之为“收购”。

之所以将二者联系在一起,并不是偶然的。单就一个词并不能将其内涵表达完整,必须将二者结合起来,也就是将并购的法律意义和经济意义结合起来,才能全面完整地表达“企业并购”的含义。

因此,本书将“企业并购”的含义作如下表述:企业并购是企业为获得目标企业的全部或部分控制权,运用自身可控制的资产(现金、证券及实物资产)去购买目标企业的资产(股权或实物资产),并因此使目标企业的法人地位消失或引起法人实体改变的行为。这个定义既将狭义兼并中没有包括的,而只有法人实体改变(如收购方作为股东进入目标公司董事会)的行为纳进来,又剔除了收购行为中仅购买对方资产的货物买卖行为,或投资目标公司的参股投资行为。由此使“企业并购”这一概念兼具法律特征和经济特征,显得更加严谨。

对“企业并购”这个概念,我们还可以从以下三个方面来理解:首先,从本质上讲,企业并购行为就是企业控制权的交易行为。并购双方之所以买卖企业控制权,是因为双方对由企业控制权所代表的收益有不同的评价和预期。如果企业控制权代表的预期收益不足以弥补并购成本,并购就不会发生。其次,企业并购应当是产权主体之间发生的平等、自愿、有偿的产权交易行为。凡是能够代表企业控制权的产权主体,均可以与交易对方本着平等、自愿、有偿的原则进行谈判和交易。再次,企业并购的直接结果是被并购企业的法人地位被取消或法人实体被改变。之所以出现这种结果,是因为并购方只有通过上述方式才能体现和行使控制权。

(二) 并购的类型

企业并购是一种极为复杂多变的经济行为,依据不同的划分标准可以分为很多种类。例如:按并购是否通过中介机构进行划分,可分为直接收购和间接收购;按并购是否取得目标公司的同意与合作划分,可分为善意收购和敌意收购;按并购是否公开向目标公司全体股东提出划分,可分为公开要约收购和非公开收购;按是否利用目标公司本身的资产来支付并购资金划分,可分为杠

杆收购和非杠杆收购。

另外,按行业相互关系划分,可分为横向并购、纵向并购和混合并购;按并购双方的关联关系划分,可分为关联并购和非关联并购。

1. 按照行业相互关系划分

并购按照行业相互关系可划分为横向、纵向和混合并购这三种类型,此类划分比较直观地反映了企业与所处不同行业的关系。

(1) 横向并购

横向并购,是指经营领域相似、生产产品相似、具有竞争关系的同行业企业之间的并购。这种并购的目的在于扩大生产规模,形成规模经济,产生技术和管理上的协同效应;减少竞争对手,增强产品在同行业中的竞争力,控制或影响同类产品市场;消除重复设施,提供系列产品,有效实现节约。横向并购的缺点是,易于出现行业垄断,限制市场竞争。在一定的技术条件下,根据利润最大化的原则,各产业部门都存在最优的生产规模,企业只有达到或接近这个最优生产规模才能实现利润最大化。

(2) 纵向并购

纵向并购,不再是竞争企业之间的并购,而是指在生产和销售的连续性阶段中互为购买者和销售者关系的企业间的并购,即在生产和经营上互为上下游关系的企业之间的并购。纵向并购又分为向前并购和向后并购两种形式。向前并购是对其最终用户进行并购,如一家纺织公司与使用其产品的印染公司的并购。向后并购是对其供应商进行并购,如一家钢铁公司与铁矿公司的并购。纵向并购的目的在于控制某行业、某部门的生产与销售的全过程,加速生产流程,缩短生产周期,减少交易费用,获得一体化的综合效益。同时,纵向并购还可以避开横向并购中经常遇到的反托拉斯法的限制。其缺点是企业的生存发展受到市场因素的影响较大。

通过纵向并购,企业实现了一体化,这能帮助其降低成本,赢得竞争。例如纺织公司和印染公司的合并,节省了运输成本和仓储成本。企业内部交易可以消除搜寻价格、签订合约、收取货款、做广告的成本,部分减少交流和协议的相关成本,这些都能为企业赢得更多利润,使其在竞争中更加主动。

(3) 混合并购

混合并购,是处于不同行业部门的企业之间的并购,即并购双方既非竞争关系,又非上下游关系。混合并购的基本目的在于分散风险,寻求范围经济。在面临激烈竞争的情况下,我国各行各业的企业都不同程度地想到了多元化。混合并购就是实现多元化的一个重要方法,它为企业进入其他行业提供了有

力、便捷、低风险的途径。混合并购一般进入的是增长潜力较大和利润率较高的领域,实现投资多元化和经营多元化,通过先进的财务管理和集中化的行政管理来取得规模经济。

上面三种并购活动在我国的发展情况各不相同。目前,我国企业较多的是横向并购和混合并购。数据显示,横向并购在我国并购活动中的比重始终在50%左右。横向并购毫无疑问是对行业发展影响最直接的。混合并购在一定程度上也有所发展,主要发生在实力较强的企业中,相当一部分混合并购情况较多的行业都有着比较好的效益,但发展前景不明朗。纵向并购在我国的发展比较不成熟,基本都在钢铁、石油等能源与基础制造业行业。这些行业的原料成本对行业效益有很大影响,因此,纵向并购成为这些企业强化业务的有效途径。

2. 按照并购双方的关联关系划分

并购按照双方的关联关系可划分为关联并购和非关联并购两种类型,此类划分也比较直观地反映了双方企业之间是否具有关联关系。

(1) 关联并购

关联并购,是企业与其关联方之间发生的并购,通常在集团内部或者同一行政主管部门所管辖的范围内进行。关联并购往往不是通过市场规则来定价的,定价以及资产转让带有明显的倾向性,经常存在不公平交易的状况。

(2) 非关联并购

非关联并购,是企业与其非关联方之间发生的并购。关联并购多是市场行为,按照市场规律和法则进行,并购前期、中期和后期一般都经过严格的审核程序,相对关联并购来说更为规范。

在我国,上市公司利用关联交易实现并购是非常普遍的现象,关联并购的数量和规模往往占了整个证券市场并购规模和交易额的一半。上市公司往往利用关联交易来达到资源转移或者达到配股、增发新股的目的,不按照市场规则来进行并购前和并购中的审核。

3. 按照并购理念划分

并购按照并购理念可划分为战略性并购和财务性并购。战略性并购是指并购方以各自的核心竞争优势为基础,通过优化资源配置的方式在适度的范围内继续强化主营业务,产生一体化的协同效应,创造大于各自独立价值之和的新增价值并购。战略型并购又分为行业整合和产业链整合两种类型。行业整合是指并购方对同行业企业的并购,这种并购通常是基于扩大市场份额、抢占市场龙头地位的考虑,是以产业为核心的点状辐射。产业链的整合是基于

降低单个产业的经营成本、增强企业抵抗行业系统风险的能力而进行的,对产业链条的上下游环节的收购。财务型并购是指并购方收购目标企业后通过改组包装再加以出售或融资的并购。

4. 按照并购融资中的债务比例划分

并购按照并购融资中的债务比例可划分为杠杆收购和非杠杆收购。杠杆收购(leverage buy-out,简称 LBO)是指通过增加公司的财务杠杆来完成收购,其所引起的负债主要依靠被收购企业今后内部生产的经营效益、结合有选择地出售一些原有资产进行偿还,投资者的资金在其中只占很小的部分,通常为10%~30%左右。除此之外的即为非杠杆收购。

5. 按照并购支付方式划分

并购支付方式是指在并购活动中,并购公司采用什么方式来获得被并购公司的控制权。并购按照并购支付方式,可划分为无偿收购和有偿收购。

无偿收购方式是指上市公司的国有股权以零价格,无偿转移给其他的国有企业,从而实现上市公司控制权的转移。

有偿收购方式主要包括现金并购、换股并购和混合并购。现金并购是指并购方以现金作为支付方式来收购被并购方。这种方式简单易于操作,但加大了并购方的并购风险,并且受到并购资金规模的限制。换股并购是指并购方把被并购方的股票按一定比例换成本公司或集团内子公司的股票,其结果是被并购公司被终止或者成为并购公司的子公司。换股并购根据并购后是否会有有一方法人资格消失,分为换股收购和换股合并两种形式:换股收购是指在并购后,双方都保持法人地位;换股合并则有一方的法人资格消失。换股并购还可根据并购主客体分为上市公司之间的换股并购和上市公司与非上市公司之间的换股并购。混合并购即为多种支付方式相结合。

6. 按照并购实现方式划分

并购按照并购实现方式,可划分为协议收购和要约收购。协议收购是指收购人在证券交易所市场之外以协商的方式与目标公司股东签订收购其股份的协议,从而获得上市公司控制权或者成为上市公司大股东的收购方式。

要约收购(tender offer)是指收购人向目标公司的股东发出在要约期满后以一定价格购买其所持目标公司股份的书面要约,并按其依法公告的收购要约中所规定的收购条件收购目标公司股份的收购方式。要约收购按其标的可以分为全面要约收购和部分要约收购。要约收购中,以目标公司的全部股东持有的全部股份为标的的收购为全面要约收购,与之相对的以目标公司的全部股东持有的全部股份的一部分为标的的要约收购即为部分要约收购。要

约收购按收购人发出收购要约的自愿程度,还可以分为强制要约收购和自愿性要约收购。

7. 按照并购双方的合作程度划分

并购按照并购双方的合作程度,可划分为善意收购与敌意收购。善意收购是经过被并购方同意产生的,因此这种方式一般不会导致反并购行为的发生。敌意收购是指收购人的收购行动虽遭到目标公司实际控制人的抵抗,但仍强行进行或者未先与实际控制人商议,而出价公开要约收购。

8. 其他并购方式及相关概念

分拆上市:为达到上市的资格,一个股份公司必须达到一些硬性的会计指标,所以股东会把一个大型企业分拆成股份公司和母公司,把优质资产发到股份公司,其他较为劣质资产放在母公司,使得股份公司具有上市资格,从而实现上市。

整体上市:与分拆上市相对,在股份公司成功上市后,再用上市筹集到的资金收购自己的母公司,称为整体上市。

收购股份:收购目标公司的股份,以达到拥有目标公司股权或控制权的目的。

(三)企业并购的经济学原理

并购的经济学原理起源于美国经济学家托宾博士的 q 理论。该理论认为:收购与兼并只是现有资产的交换,由买方为工场、设备、人员和企业的信誉支付款项,而投资流量要求创造新的工场和设备。因此,在考虑企业并购行为时,主要是分析企业之间交换资产的动力:如果买方认为以现价购买资产有利可图,就会导致资产交换行为的发生。衡量是否有利可图的一个简单方法是将其买价同该企业资产的重置成本相比较。该比率越低,交易对买方就越有利,买方也就宁愿收购而不是重建。这种买价与重置成本的比率即 $q = v/k = p/c$, v 表示企业现有资本市场价值, k 表示该企业的重置成本, p 表示并购中的购买价, c 表示目标企业的重置成本。

如果 $q > 1$, 并购行为就不会发生;

如果 $q < 1$, 则并购其他企业比重建一个规模相当的企业有利得多。

这一原理揭示了并购的本质:并购是资本经营的手段,通过资产重组来优化资源配置,使资源配置由不合理变为合理。

二、企业并购的概况

(一) 西方国家企业并购概况

以美国为代表的西方国家在其工业发展的初期,就已经出现企业并购现象,但由于当时市场发育程度所限,并购并不活跃。直到 19 世纪 60 年代,随着工业化的开始,企业并购在证券市场上逐渐活跃起来,前后经历了五次并购浪潮。

1. 第一次并购浪潮

第一次并购浪潮发生在 19 世纪与 20 世纪之交。专家认为这次并购浪潮是诸次并购浪潮中最重要的一次,因为它造就了企业垄断。在并购的高峰年份 1898 年至 1903 年,被并购企业总数达 2 653 家,其中仅 1898 年一年因并购而消失的企业就达 1 028 家。在这 5 年中,并购的资本总额达到了 63 亿多美元。美国的工业结构出现了永久性变化,100 家最大公司的规模增长了 4 倍,并控制了全国工业资本的 40%。在这次并购浪潮中,美国钢铁公司、杜邦公司、美国烟草公司、美国橡胶公司等巨头公司相继涌现。当时并购的主要形式是横向并购,即对生产同种产品的企业进行并购,有许多是通过在股票市场上进行收购完成的。对证券的过度需求与疯狂的投机,是这次并购浪潮的动力之源。

2. 第二次并购浪潮

第二次并购浪潮发生在 20 世纪 20 年代。这次并购浪潮的规模比第一次更大,仅在工业中就有 5 282 次并购。据统计,在美国,至少有 2 750 家公用事业、1 060 家银行和 10 520 家零售商进行了并购。由于美国颁布了《克莱顿法》,各行业的支配企业急于消除公众认为他们是“托拉斯”的负面印象,就没有再发展新的并购来保持其垄断地位,反倒是一些较小的企业进行了新的并购。因而,支配企业的市场份额相对下降,行业的工业结构从近似垄断转向寡头垄断。在这次并购中,尽管横向并购仍较普遍,但纵向并购、产品扩展型并购、市场扩展型并购也很时兴,并购形式呈多样化。对寡头及规模经济的追逐无疑是其中一部分并购的动机,并购的其他动力则主要是经纪人或投资银行对利益的追逐。当然,还有相当一部分并购只是企业家之间的经营性交易。这种并购是企业家退出某一行业,变卖资产的一种方法。

3. 第三次并购浪潮

第三次并购浪潮发生于第二次世界大战后的整个 50 年代至 60 年代,其

中以 60 年代后期为高潮。这次并购浪潮的规模很大,仅在 1967—1969 年三年高峰期中,美国就完成并购 10 858 起,而且比较大的并购事件扮演了主要角色。从并购企业数目的绝对数来讲,大规模的并购并不多,但从资产量来讲,则大规模并购所占的比重很大。例如,在 1968 年,大规模(1 000 万美元以上的)并购数只占 3.3%,但资产量则占了 42.6%。这次并购的主要形式是混合并购。企业并购形式的这种变化不仅仅是执行反托拉斯法的结果,还由于在这个时期管理科学得到迅速发展,计算机在企业里逐渐得到广泛应用,现代大公司“看得见的手”更加完善。这就使得经理人员对大型混合企业的有效管理成为可能。经理人员促成并购是为了追求企业经营上的保障,通过多样化经营分散风险。

4. 第四次并购浪潮

第四次并购浪潮自 20 世纪 70 年代中期起延续到整个 80 年代,其中以 1985 年为并购高峰。这次并购浪潮规模空前。在美国,1978 年以前,10 亿美元以上的特大型并购甚是罕见,自从 1979 年起,此类交易开始增多。1984 年达到 18 起,1985 年达 32 起。在以往的几次并购浪潮中,主要是大企业并购小企业,而这次则出现了大量的小企业并购大企业的现象,杠杆收购异常流行。例如,1985 年销售额仅为 3 亿美元,经营超级市场和杂货店的帕特雷·普莱得公司以 17.6 亿美元的价格收购了年销售额达 24 亿美元,经营药品和化妆品的雷夫隆公司。这次并购浪潮的动因来自美国企业对日渐低落的竞争力寻求变革。70 年代后期,美国经济的贸易赤字扩大而逐渐走下坡路,不仅产业萧条,制造业也凋零下来。美国企业为了打开僵局而采取行动,结果刮起了第四次并购旋风。此外,这次并购浪潮与里根政府实行解除管制政策也有很大关系。里根于 1981 年就任美国总统后,便以带动民间企业,繁荣市场为口号,改善服务品质,促进技术革新。在这一背景下,通讯、广播、金融、航空等行业的并购得到很大的发展。里根还实施温和的反托拉斯政策,更使各种并购通行无阻。

5. 第五次并购浪潮

第四次并购浪潮到 1990 年已渐近尾声。但随着美国经济景气回升,1992 年美国企业并购风云再起,1993 年企业并购出现了历史上第三个最高纪录,而 1994 年企业并购又较 1993 年同期增长 46%,掀起企业并购第五次浪潮。最典型的例子是 1997 年两大飞机制造公司“波音”和“麦道”的合并,以及 1998 年“奔驰”和“克莱斯勒”两大汽车制造公司的合并。这次并购浪潮的显著特点是着眼于国内外的竞争,以并购的方式彻底改变企业组织结构,削减成

本,提高企业竞争力,是一种巨额投资行为,涉及金额多达几亿美元甚至上百亿美元。目前,这次并购浪潮风头正盛,走势如何尚待进一步的考察。

(二)国内企业并购概况

我国的企业并购历史及发展现状,明显地表现出与西方国家并购历史不同的特点和机制。我国的企业并购经历了一个由行政命令式的政府行为向企业自主选择的市场行为逐渐过渡的过程。我国企业的并购历史,有的学者将其划分为两个阶段,但本人认为将其分为三个阶段更合理。第一阶段是1978年以前的“关停并转”阶段;第二阶段是1978年以后直至80年代的并购初起阶段;第三阶段是20世纪90年代以后的并购潮起阶段。

1. 第一阶段

第一阶段发生在20世纪60年代到1978年经济改革以前。这一阶段的显著特点是企业并购完全由政府控制,并购形式是行政命令性的“关停并转”。比较典型的就是60年代初的“关停并转”和试办“托拉斯”。1961年国家实行了“调整、巩固、充实、提高”的八字方针,对大跃进带来的产业结构比例失调进行调整,对部分企业实行“关停并转”。这种关停并转的鲜明特点就是强制性地无偿划拨企业资产,一个个企业如同棋盘上的棋子一样,听凭政府这只“有形的大手”任意拨弄和组合。在随后的1963—1964年,在中央政府的统一领导下,还实行了试办托拉斯的行政性企业重组。从1963年3月起,为了统管全国的卷烟生产和销售,首先成立了中国烟草公司;从1964年8月起,又先后在纺织、汽车、医药、有色金属等行业成立了纺织机械公司、汽车工业公司、医药工业公司、白银工业公司、制铝工业公司等。

2. 第二阶段

1984年,保定市经委为扭转企业长期亏损的被动局面,对过去“关停并转”的做法进行了回顾和分析,萌发了用大型企业带动小型企业,以优势企业“吃掉”劣势企业的思路,逐渐走上了“扶持先进,淘汰落后”的路子,并将4户亏损企业并入或卖给了优势企业,揭开了改革以后企业并购的序幕。这种做法当年即收到了比预期要好的效果,不仅消灭了一批亏损企业,而且满足了部分优势企业扩张的愿望。继保定市之后,武汉市也开始探索企业并购之路,形成了企业并购初期的“保定模式”和“武汉模式”。“保定模式”是在政府的直接参与下进行的,采取的是自上而下的程序,由政府依据产业政策,以所有者代表身份进行干预、引导、牵线搭桥,促进企业兼并。而“武汉模式”则是采取自下而上的程序,由企业在双方自愿自主的基础上充分协调并达成协议,报双方主管部门批准。前者着重产业政策,后者强调自愿互利。

3. 第三阶段

应该说,无论是关停并转还是初起阶段,政府始终在我国的企业并购中充当着十分重要的角色。进入20世纪90年代以后,随着公司制企业的发展和证券市场的规范化,我国出现了通过股权交易进行企业并购的现象。最引人注目的是1993年10月前后发生的“宝延风波”,即深圳宝安集团在上海证券交易所通过购买股票的方式,收购了上海延中实业公司16.8%的上市流通股股票,并于1994年4月,由宝安上海公司总经理取代了延中实业原董事长的地位,完成了对延中实业公司的控股,开辟了我国企业通过证券市场进行并购的先河。与以往的企业并购不同,上市公司的并购反映了市场经济条件下产权交易的一般规律,并购方式出现了多样化、证券化和国际化的发展趋势。此后,企业并购已经逐渐成为我国经济生活中的常事。相信随着我国证券市场及有关并购法律的不断完善,在不久的将来并购将成为外资入主我国市场的一个重要方式。

三、企业并购的动因

是什么原因驱使着企业进行并购?这是企业并购研究首先要回答的问题。

企业并购的动因较为复杂,往往难以区分,仅为某一单一的原因而进行的兼并与收购并不常见,大多数兼并与收购有着多种动因,而且不同时期可能有不同的特点。

(一)企业并购动因的经济学分析

古典经济学中的企业,是将生产要素投入组织起来,并对产品生产的分工加以协调的生产单位,其实是一个生产函数。现代企业理论将企业看作连续生产之间为避免机会主义行为而形成的纵向一体化的实体,是对市场的替代。要对混合并购的动机作出解释,需要我们对企业性质有一个深入的认识,这种认识适用于业务范围包罗万象的混合联合企业,其各部分(分公司或子公司)之间,既不存在产品生产工艺、过程之间的联系,也不存在市场交易关系。混合联合企业各部分的联系是:第一,有共同的利益,这种共同的利益,由一种金字塔式分层控制结构所形成的统一控制来决定;第二,服从一个企业家统一指挥;第三,它们在要素市场上,以一个统一主体的身份出现。可见,混合并购所形成的混合联合企业,由于各组成部分拥有共同的利益而服从同一企业家的领导;各组成部分在要素市场上,由多个主体变为一个主体,从而在要素市场