



ZHONGGUO QIYE DE
FENGXIAN YANJIU JI ANLI FENXI

中国企业并购的 风险研究及案例分析

许象海 编著

 经济日报 出版社

ZHONGGUO QIYE DE
FENGXIAN YANJIU JI ANLI FENXI

中国企业并购的 风险研究及案例分析

许象海 编著

 经济日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业并购的风险研究及案例分析 / 许象海编著
— 北京: 经济日报出版社, 2018. 9
ISBN 978 - 7 - 5196 - 0395 - 3

I. ①中… II. ①许… III. ①企业合并 - 风险分析 - 中国②企业合并 - 案例 - 中国 IV. ①F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 151240 号

中国企业并购的风险研究及案例分析

编 著	许象海
责任编辑	范静泊
责任校对	李艳春
出版发行	经济日报出版社
社 址	北京市西城区白纸坊东街 2 号 A 座综合楼 710
邮政编码	100054
电 话	010 - 63567684 (总编室) 010 - 63538621 63567692 (发行部)
网 址	www.edpbook.com.cn
E - mail	edpbook@sina.com
经 销	全国新华书店
印 刷	北京建宏印刷有限公司
开 本	710 × 1000 毫米 1/16
印 张	12
字 数	171 千字
版 次	2018 年 9 月第一版
印 次	2018 年 9 月第一次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5196 - 0395 - 3
定 价	68.00 元

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

许象海 男，1976年6月1日出生，汉族，北京交通大学毕业，本科学士学位，北京控股集团有限公司、北控城市开发有限公司金财事业部总经理，主抓资本市场的市值管理。

多家专业学术期刊特邀学术文章撰稿专家；国有上市公司合伙人，北京国资委旗下国有集团企业市场创新及金融创新融创专家；阿里旗下保理业务合同体系及产品创新设计综合运营商；“双特”小镇理论、“精准孵化”产业植入理论、城市运营“资源、资产、资本、证券化”理论的创立者与实践者。

企业文化：有担当、有价值、有分享；充分授权、目标导向、阳光激励，监审到位；精兵、精益、精品、创新。

解析：《三有文化》：有担当，有价值，有分享；《十六字方针》：充分授权，目标导向，阳光激励，监审到位；《三精一创》：精兵（团队），精益（管理），精品（项目），创新（发展）；《核心价值观》：一切源于责任，开放包容，简单务实，尊重规则，改变激发活力，创造价值才有价值，在分享中共同成长。





目 录

CONTENTS

第一篇 企业并购的风险概述	1
第一章 导 论	2
1.1 中国企业并购的背景分析	2
1.2 中国企业并购风险的研究状况	3
1.3 企业并购研究的意义	6
第二章 企业并购及企业并购的风险	8
2.1 企业并购的概念及基本类型	8
2.2 企业并购的必要性	12
2.3 企业并购风险的内涵及类型	15
第三章 企业并购的理论、动因及原则	20
3.1 企业并购相关理论基础	20
3.2 企业并购动因	32
3.3 企业并购的原则	36
第四章 企业并购的风险状况及评估方法	38
4.1 企业并购的风险状况	38
4.2 企业并购风险的识别	43
4.3 企业并购风险的评估方法	49
第五章 企业并购风险的处置	53
5.1 企业并购风险处置策略	53
5.2 企业并购风险的规避	55
5.3 企业并购风险的转移	58
5.4 企业并购风险的控制	61



第二篇 企业并购的风险及控制策略分析	65
第一章 企业并购的历史与现状分析	66
1.1 中国企业并购的历史发展	66
1.2 中国企业并购的动因	68
1.3 中国企业并购的环境	70
1.4 中国企业并购的特点	78
1.5 发达国家企业并购活动的历史回顾	83
1.6 企业并购对宏观、微观经济的影响	89
1.7 中国企业并购的意义	93
1.8 中国企业并购的发展趋势	96
第二章 中国企业并购的基本风险及成因	99
2.1 中国企业并购的内部风险	99
2.2 中国企业并购的外部风险	107
2.3 中国企业跨国并购风险的成因分析	114
第三章 中国企业并购风险的控制策略	123
3.1 内部控制策略	123
3.2 外部规避策略	135
第三篇 中国企业并购的经典案例解析	151
TCL 并购汤姆逊公司案例	152
1. 并购背景	152
2. 并购动因	152
3. 投资风险	154
4. 并购教训	156
5. 并购经验	160
吉利汽车并购 VOLVO 案例	161
1. 并购背景	161
2. 并购动因	161
3. 并购风险	162

4. 整合措施	164
5. 成功因素	165
6. 带来的启示	165
中粮收购蒙牛案例	167
1. 并购背景	167
2. 并购动因	167
3. 并购内容	168
4. 综合分析	169
5. 并购经验	171
优酷并购土豆案例	173
1. 并购背景	173
2. 并购过程	174
3. 并购动因	175
4. 并购分析	176
5. 并购启示	179



1 第一篇

企业并购的风险概述

第一章 导 论

1.1 中国企业并购的背景分析

企业并购（Megrer & Aqstiino，简称为 M&A）是间接获得生产要素的一种方式，属于企业的投资活动，其对象是产权，产权是指财产所有权及其与财产所有权有关的其他权利，而财产所有权是指所有人依法对自己的财产享有占有、使用、收益和处分的权利。企业并购有利于产业结构的调整，资源的合理有效配置，股东财富的增加，是一种新型的产业力量；但另一方面企业并购可能是贪婪和投机的反映。进入 20 世纪 90 年代以来，西方国家企业并购规模不断增长，每年的并购价值已达数万亿美元，数千亿美元的大企业间的并购案层出不穷。我国企业并购尽管历史较短，20 世纪 80 年代后才有企业并购的发生，但随着社会经济的发展，全球经济一体化进程的加快，近年来企业并购逐渐频繁，且并购规模逐渐加大。但是从总体上说，我国企业并购规模仍相对较小，层次较低，许多企业并购后不但未能达到预想的目的，反而背上了沉重的包袱。究其原因，一方面，我国企业规模小，分散度高，为企业并购提供专业服务的中介机构如投资银行、会计师事务所、律师事务所等未能发挥其应有的作用；缺乏专门性、权威性的企业并购法律法规来激励、规范、限制各并购主体的行为；有些行政部门过度干预企业并购。另一方面，企业并购对我国大多数企业而言，是件新生事物，缺乏理论指导和实践操作；或者企业领导由于不熟悉并购规律，一时脑热，贪大求全。因此开展企业并购研究，对我国产业结构调整和优化，合理配置资源，促进生产力的发展，提高企业创造价值和国际竞争的能力，增加股东财富将有积极的现实意义。笔者对企业并购

一直很感兴趣，原因之一就是笔者的知识背景。笔者对目前我国企业并购的现状比较了解，同时也想通过对企业并购的研究进一步探索企业并购的内在规律，提高企业并购的运作能力。

1.2 中国企业并购风险的研究状况

我国对企业并购的研究相对较晚，但近年随着并购发展和资本市场的日趋成熟，对企业并购风险管理的研究持续不断，并取得了一些成果，其中自然不乏具有理论和实践指导意义的发现。在《企业兼并风险研究》一书中，许子杨从战略管理的角度，把并购成本作为主要研究对象，分析了大量的并购失败案例，对整个并购全过程中可能出现的风险做出了较为全面的分析，但在并购风险评估方面并没有进行定量分析。

1. 并购风险的成因

覃丽君（2007）从财务管理的角度分析了并购风险产生的原因。首先分析了企业并购的动因，主要包括最大化现有股东所持股权的市值和最大化的财富。而后指明了受动因影响所带来的风险因素，并将并购的风险总结为五个方面。王小英（2009）从内部和外部两个方面分析了财务整合风险的来源，同时阐述了财务风险所带来的影响并提出了几点防范措施。于桂琴（2008）将企业跨国并购中的主要风险成因归结为六点，包括战略目标、信息渠道、目标企业所在国的政治法律环境、跨国并购能力、整合能力、核心竞争力和国际化人才，并对其作简单的描述。张丽萍，杨艳艳（2008）着重从目标企业价值评估风险、流动性风险、融资风险和支付风险等四个方面分析财务风险的形成及其影响。尹红艳，张为民（2009）从财务分析的角度分析了财务风险的成因，认为主要来源于信息不对称、目标不明确、缺乏系统性价值评估和支付方式不当四个方面。国内学者通过对风险成因的研究，多为宏观的分析，其中包括我国特有的政府行为并购，政策法规漏洞等外部环境原因，也有企业为了迅速扩大规模而盲目进行并购，还有组织结构不匹配、企业文化冲突且没有制定合理的整合方案等。但分析这些风险成因时，没有建立合适的标准把风险分类，这样不便于针



对具体风险制定专门的防范措施。

2. 并购风险的识别

国内学者在研究风险识别问题时,进行了多角度多层次的分析,并将风险的识别理解为在并购项目运营过程中,找出导致风险的诱因和出现风险的环节。其实并购风险的识别具有较高的复杂度,除了考虑到并购风险的长期潜伏性、动态传导性和多层次多来源性等特点,还要估计到并购项目从业人员的经验素质和分析能力。胥朝阳、周婉怡(2004)把并购风险分解为准备、交易和整合三个阶段,分别分析各阶段风险因素和特性,并以此为依据构建了并购风险分段识别流程图。初叶萍、何炜(2008)将层次分析法引入跨国并购风险评价中,并结合实例进行了论证分析。周琪、陈丽珍(2008)将企业并购后的风险识别分为三个方面进行分析,包括文化整合、心理契约违背、人员流失。叶厚元、沈君玉(2003)在“企业战略性并购及其风险识别”一文中指出企业为实现自身的战略目标进行并购,一方面虽然可以使企业获得有价值的资源(业务、技术、管理和人才资源)和独特的战略优势,但另一方面伴随着巨大的风险,并通过实证举例对战略并购所特有的风险进行了简要的识别。

3. 并购风险的评估

企业并购风险研究中最重要就是风险评估,虽然我国学者在这方面已经取得了一定的进展,但仍有待完善。藏秀清、张远德(2001)在对并购风险进行定量研究过程中,运用多层次权重分析法对系统的总风险值进行计算,之后根据结果选定最佳并购方案。但简单地将单项风险因子加权后再进行平均汇总计算,其结果得到的总风险值是否具有科学性,尚有待进一步讨论。张振辉、达庆利(2003)采用了层次分析法与灰关联分析法相结合的方法,并构建 AHP-GRAM 评价模型对并购风险进行评估,其评估结果可以比较多个并购方案的优劣,虽然此方法具有较强的启示意义,但操作难度过大。胥朝阳(2004)利用了灰色系统理论中的灰关联度分析技术,对多个并购方案进行风险度评估,风险度较低的方案并购成功率更高,由案例分析不难看出灰关联度分析法比模糊度量法实用性更强。闫翠苹(2008)在目标企业价值评估风险管理中提出设置并购交易价格上下

限,最终并购成交价格确定是以目标企业独立市场价值为下限,以目标企业并购价值为上限。目标企业的并购价值=目标企业的独立市场价值+企业并购协同价值(包括现实资产协同效应增加的价值和实物期权带来的战略性价值)。胡艳、任建华(2003)分析了并购交易阶段的风险,利用精确值测量法和模糊评价法构建了并购风险识别的定量综合评价模型,其计算出的结果即为风险终止系数,只有根据结果对风险作定量评估。曹细玉(2003)系统归纳了企业合并的风险因素,建立了企业合并风险评价指标,再使用模糊综合评价法对该指标做出评价,将评价结果和战略优势影响结合起来,对整个并购决策进行综合评价。王海宽、李文生、赵美(2009)在分析企业并购风险因素的基础上,建立了企业并购风险多层次评价指标体系,并利用未确知理论建立了未确知测度风险评价模型。田波平、冯英俊(2004)采用实证研究的方法对70家并购公司并购前后的风险变化进行分析,把投资组合应用到系统风险理论中,对这些企业并购前后五个月的月收益率变化进行比较,结论是:并购前后的系统风险水平总体上没有变化,以此说明我国并购投资者的运营能力逐渐提高,并体现了并购市场与证券市场具有微弱的关联性。

4. 并购风险的防范

姜晓君(2009)主要分析讨论了中小企业在并购过程中的一些隐性特征及区别于大企业的并购特征,并提出了相关的应对策略。王云生、石琳(2008)针对IT企业并购的特殊情况,提出了风险防范的四大对策:做好经营战略的整合,做好技术人才的整合,做好技术能力的整合,借用外部力量降低财务风险和法律风险,并结合实例进行了分析。杨庆华(2008)对并购的法律风险进行了研究,提出了利用多渠道调查来避免法律问题,通过设定赔偿条款降低法律风险等方法。余秀珍(2009)把财务风险分为并购前、中、后三个阶段进行分析,在并购的不同阶段,可能出现财务风险也有所不同,针对这个特点在不同阶段采取不同防范措施可以把财务风险控制在最低程度。傅晓菁(2006)对目标企业价值评估风险对企业并购的营销进行了研究,提出了采用恰当的收购估价模型合理确定目标企业的价值,对不同情况的公司,采用相应的评估方法,从而降低并购风险。徐



伟、马志忠（2008）列举了一些被并购企业在反收购时常常采用的法律手段，并从并购公司的角度分析了此种情况可能给并购带来的法律风险和危机。姜毅（2008）在中国企业海外并购风险防范中，提出了海外并购风险控制的相应措施。鲍莉华（2008）主要就企业并购中的财务风险，进行单一方面的防范措施研究。

5. 企业并购模式的选择

冯英（2007）在研究中将并购模式定义为目标的选择、交易方式、支付方式三者的结合，并从三个方面对中外的并购模式进行比较；周昌仕（2008）分析了政府控制与企业并购模式选择的相关性，并证明在政府的控制下，相对于非政府控制企业，政府控制企业的并购模式主要是同业并购、关联并购和同区域并购。张烨（2007）从竞争优势理论、资源基础理论和企业核心理论三方面为并购模式的选择指明了新思路，基于核心能力构建企业战略并购的模式，但没提出可行的操作方法。

6. 并购绩效评价

杨晓嘉（2007）构建了通过基本绩效评价指标和经营绩效评价指标相结合的上市公司并购绩效评估模型，分析了上市公司并购动机与并购结果的匹配程度以及上市公司并购后经营业绩的改善程度，并通过实例分析验证该评价方法的适用性及效果。刘志强（2007）通过实证研究对影响公司并购绩效的因素进行了分析，并从收购公司和目标公司两个角度分析了并购在不同情况下对其的影响。程小伟（2007）选取了1998年—2002年97个并购案例，并利用数据包络分析法和因子分析法分别对纵向并购、横向并购以及混合并购进行研究。得出的结论表明：无论是纵向并购还是横向并购或混合并购都没有为并购公司带来正的财务效应。杨安华（2006）利用改进BP模型分别建立了公司并购短期投机价值效应、并购中长期投资价值效应的判断模型，并通过实例分析验证了该模型具有较好的预期效果。

1.3 企业并购研究的意义

在现代经济发展中，企业作为各个生产领域里从事经营活动的经济

组织,是各种社会资源和不同生产要素的配置者。同时,企业又是整个社会资源的组成部分,与其他企业相互联系,进行分工和协作。企业存在的前提和自身的愿望是保持其所占有生产要素的独立性并使其不断扩大,因此,企业不断壮大,从而增强竞争力、获得更高的利润,这是具有规律性企业的发展趋势。但正如乔治·斯蒂格勒所指出,没有一家美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的,几乎没有一家大公司主要靠内部扩张成长起来的,企业为实现获得最高的投资回报率的经营目标,往往是靠有效运用资本集中的发展战略,即企业并购这一经济扩张和调节资源配置手段来完成。企业并购自 19 世纪 70 年代在西方发达工业国家产生以来,经历了一百多年的历史。以企业并购的类型来划定企业并购浪潮,可分为:20 世纪初期的横向并购浪潮,20 世纪 20 年代的纵向并购浪潮,20 世纪 60 年代的混合并购浪潮。通过一次次的并购,企业的存量资产向高效率领域转移,大企业迅速成长,规模经济效益充分体现出来。长期以来,我国企业通过自身的积累扩大生产规模,企业发展缓慢、规模偏小,竞争能力弱;在体制转轨、经济结构调整的过程中,企业面临着结构优化、技术创新和提高竞争力等方面的挑战。随着中国证券市场的启动,越来越多的企业走向资本市场,开始以市场为依托的产权改革和制度创新,产生了具有现代意义的企业并购。目前我国国有企业正处于改革攻坚阶段,需要有效手段实现其战略性重组和国有资产的保值增值。经济全球化以及我国加入 WTO 的大背景也要求我国企业及时调整发展战略,加强内部机制,在更大范围内实施合理化生产,降低生产成本,提高产品在国际市场的竞争力和占有率。企业并购能够促使企业有效利用不断发展完善的资本市场,增强企业市场竞争能力,顺利实现经济转型和结构调整,因此,研究我国企业并购这一具有丰富实践特点的课题更具有现实意义。

第二章 企业并购及企业并购的风险

2.1 企业并购的概念及基本类型

企业间的兼并收购现象已成为经济活动中一道亮丽的风景线，合理、清晰地解释日益增多的企业并购现象、并购失败案例及其影响，需要准确理解企业并购概念，合理界定企业并购风险的内涵。

2.1.1 企业并购的概念界定

在企业兼并过程中，常伴有收购行为的发生，许多西方学者因此把企业兼并和收购连在一起，称为并购或购并（Mergers and Acquisitions），简称为M&A。我国学者在研究中常常借鉴《企业法》的规定：并购包含兼并与收购。有的学者把合并也纳入企业并购范畴，认为与并购意义相关的三个概念是合并、兼并、收购，并购系指上述三个概念的全部或部分含义。

1. 兼并的内涵

企业兼并实质上是企业资产的重新组合，这种资产重组既可能是市场机制作用的结果，也可能为政府所推动。兼并通常有狭义兼并和广义兼并两层含义。

狭义兼并是某企业获得其他企业的产权，使这些企业法人资格丧失，并获得对它们的控制权的经济行为。在兼并中，可能会形成一家新的经济实体，而在收购中，被收购的企业则成为收购方的附属企业。《大美百科全书》对兼并的界定为：在法律上指两个或两个以上的企业组织组合为一个企业组织；一个厂商继续存在，其他厂商丧失其独立身份，唯有剩下的厂商保留其原有名称和章程并取得其他厂商的资产。我国《企业法》规定：