

目 录

公司购并管理(上)

第一章 购并概述	1
一、概述	1
（一）购并的定义	1
（二）公司购并的类型	2
（三）公开收购要约	13
（四）五次购并浪潮简介	16
二、购并理论与动机	20
（一）购并理论	20

(二) 企业购并的动机与效应	30
三、投资机会	47
个案研究	51
收购后的协同应收益有多大	51

第二章 公司购并的评价	53
一、购并的调查和财务分析	53
(一) 购并前的调查	53
(二) 目标公司的商业调查	57
(三) 购并的财务分析	64
二、价值评估	96
(一) 决定价格的定量模型	96
(二) 价格的修正	113
(三) 购并公式	123
(四) 对购并出价的评估	125
三、上市公司评估	126
(一) 概述	126
(二) 账面价值调整法	127
(三) 收益分析	128
(四) 市场比较法	135

(五) CAPM 模型	138
四、非上市公司评估	140
(一) 估算模型	141
(二) 影响非上市公司评估的因素	144
(三) 非上市公司的评估方法	147
(四) 商誉及其评估方法	153
习 题	155
个案研究	156
花园制药公司如何选择收购的价格标准	156

一、概述

（一）购并的定义

购并涉及众多的名词、术语，为避免使用中的混乱，建立研究与讨论的基础，有必要辨析这些名词、术语，并对购并本身下一定义。

购并的涵义有最狭义、狭义与广义之分。

1. 最狭义的购并

即公司法上所定义的吸收合并或新设合并。如前所述，如有A、B两公司，A公司吸收B公司为吸收合并，B公司因之解散；A、B公司合并设立一个新的公司，A、B公司均解散，则为新设合并。

并、以股票换取资产式购并、以股票换取股票式购并。

(1) 出资购买资产式购并

指收购公司使用现金购买目标公司全部或绝大部分资产以实现购并。以现金购买资产形式的购并，被收购公司接购买法(Purchase) 或权益合并法(Pool of Interest) 计算资产价值并入收购公司，原有法人地位及纳税户头消灭。对于产权关系、债权债务清楚的企业，出资购买资产式购并能做到等价交换、交割清楚，没有后遗症或遗留纠纷。但由于国内企业财务报表可信度未臻完善，被收购公司的财务状况尤其是债权债务关系不易清楚知悉，这会在相当程度上影响收购公司纯以现金出资购买被收购公司的兴趣。

(2) 出资购买股票式购并

指收购公司使用现金、债券等方式购买目标公司一部分股票，以实现控制后者资产及经营权的目标。出资购买股票可以通过一级市场进行，也可以通过二级市场进行。通过二级市场出资购买目标公司股票是一种简便易行的购并方法，但因为受到有关证券法规信息披露原则的制约，如购进目标公司股份达一定比例，或达至该比例后持股情况再有相当变化都需履行相应的报告及公告义务，在持有目标公司股份达到相当比例时更要向目标公司股东发出公开收购要约。所有这些要求都容易被人利用，哄抬股价，而使购并成本激增。收购公司如果通过发行债券的方式筹集资产进行购并，则容易背上巨大的债务负担。

(3) 以股票换取资产式购并

指收购公司向目标公司发行自己的股票以交换目标公司的大部分资产。一般情况下，收购公司同意承担目标公司的债务责任，但双方亦可以作出特殊约定，如收购公司有选择地承担目标公司的部分责任。在此类购并中，目标公司应承担两项义务，即同意解散 B 公司，并把所持有的收购公司股票分配给目标公司股东。这样，A 公司就可以防止所发行的大量股份集中在极少数

股东手中。收购公司和目标公司之间还要就目标公司的董事及高级职员参加收购公司的管理事宜达成协议。

(4) 以股票换取股票式购并

在这类兼并中，收购公司直接向目标公司股东发行收购公司发行的股票，以交换目标公司的大部分股票。一般而言，交换的股票数量应至少达到收购公司能控制目标公司的足够表决权数。通过此项安排，目标公司就成为收购公司的子公司，亦可能会通过解散而并入收购公司中。但不论在哪种情况下，目标公司的资产都会在收购公司的直接控制下。

2. 按行业相互关系划分

依行业相互关系，公司购并可分为横向购并、纵向购并及混合购并。

(1) 横向购并(Horizontal Merger)

指商业上的竞争对手间的合并，例如生产同类商品的厂商间或是在同一市场领域出售相互竞争的商品的分销商之间的购并。横向购并的结果是资本在同一生产、销售领域或部门集中，优势企业吞并劣势企业组成横向托拉斯，扩大生产规模以达到新技术条件下的最佳经济规模。在实质上，横向购并是两个或两个以上生产或销售相同、相似产品的企业间的购并，其目的在于消除竞争、扩大市场份额、增加购并企业的垄断实力或形成规模效应。此种购并形式在早期购并中非常流行。以美国为例，19世纪末及本世纪初，美国生产力水平发展到了要求大规模生产的程度，加上政府颁布了有利兼并的法规，并且卓有成效的证券市场业已初步形成，致使同行业或紧密相关的行业中许多中小企业相互兼并，从而把以横向兼并为主要特色的购并运动推向了高潮。在此次购并风潮之后，美国出现了众多规模庞大的企业，它们中间的石油托拉斯、棉籽油托拉斯、亚麻籽油托拉斯、糖托拉斯、威士忌酒托拉斯和铅加工托拉斯等甚至支配了相关产业达数十年之久。

采用横向购并形式的基本条件是，收购企业需要并且有能力扩大自己产

品的生产和销售，兼并双方企业的产品及产品的生产和销售有相同或相似之处。横向购并是企业购并中的常见方式，但由于这种购并（尤其大型企业的购并）容易破坏竞争形成高度垄断的局面，许多国家都密切关注并严格限制此类兼并的发生。例如美国的克莱顿法（Clayton Act, 1914）第7条即特别针对结合行为加以规范，禁止任何不合理限制竞争或导致独占的结合，而司法部于1984年制定的结合指导原则（The 1984 Merger Guidelines of the Department of Justice）对横向购并的管制远较非横向购并为严，亦反映了司法部认为非横向结合对自由竞争威胁轻微，而专注于横向结合监管的态度。

(2) 纵向购并（Vertical Merger）

指与企业的供应厂商（Supplier）或客户（Customer）的合并，即优势企业将与本企业生产紧密相关的前后顺序生产、营销过程的企业收购过来，以形成纵向生产一体化。纵向购并实质上是处于生产同一产品、不同生产阶段的企业间的兼并，兼并双方往往是原材料供应者和产成品购买者，所以对彼此的生产状况比较熟悉，有利于兼并后的相互融合。从兼并方向来看，纵向购并又有向后购并和向前购并之分，前者是指生产原材料和零部件的企业购并加工、装配企业或生产企业购并销售商，后者则是向生产流程前一阶段企业的购并。纵向购并主要集中于加工制造业和与此相关的原材料、运输、贸易公司，它在外国公司发展史上也占有重要地位。例如美国“对1917年资产额为2000万美元或超过2000万美元的全部制造公司中将近90%的公司的经历所作的评述，……论证了下述事实，即这些公司乃是经由纵向结合而成长变大。”纵向购并的优点是能够扩大生产经营规模，节约通用的设备、费用等；可以加强生产过程各环节的配合，利于协作化生产；可以加速生产流程，缩短生产周期，节省运输、仓储、资源和能源等。纵向购并的另一好处是较少受到各国反垄断法律规范的限制，如美国的克莱顿法虽同样适用于

纵向和混合购并，但在 1984 年的结合指导原则公布后，司法部即鲜有起诉纵向购并的案例。

(3) 混合购并(Conglomerate Merger)

指既非竞争对手又非现实中或潜在的客户或供应商的企业间的购并。混合购并中又有三种形态：产品扩张型购并(A Product Extention Merger) 是相关产品市场上企业间的购并；市场扩张型购并(A Geographic Extension Merger) 是一个企业为扩大其竞争地盘而对它尚未渗透的地区生产同类产品的企业进行兼并；而纯粹的兼并是那些生产和经营彼此间毫无联系的产品或服务的若干企业的兼并。混合购并的主要目的在于减少长期经营一个行业所带来的风险。在现代科技不断发展进步的情况下，一种原材料可以应用于几个不同行业的生产，一个行业的副产品乃至废品可以是另一行业不可缺少的原材料，因此充分利用原材料亦成为混合购并的一个原因。与混合购并密切相关的是多角化经营战略，这种经营战略是当代一些跨国企业尤为青睐的一种全球发展战略。按照多角化经营战略，跨国公司或采取合资形式，或采取兼并方式，向本企业的非主导行业投资或开辟新的业务部门，以便减少经营局限性、分散投资风险以及扩大企业知名度。与横向购并和纵向购并相比，这种购并形态因收购公司与目标公司没有直接业务关系，其兼并目的往往较为隐晦而不易为人察觉和利用，有可能降低购并成本。与纵向购并类似，混合购并也被认为不易限制竞争或构成垄断，故而不常成为各国反托拉斯法控制和打击的对象。在跨国企业盛行的今天，混合购并已成为这些庞然大物购并其他企业的一种非常重要的形式。在未来的企业兼并浪潮中，这种购并仍将占据相当的地位。

3. 按是否通过中介机构划分

按是否有中介机构介入，公司购并可分为直接收购和间接收购。

(1) 直接收购

指收购公司直接向目标公司提出购并要求，双方通过一定程序进行磋商，共同商定完成收购的各项条件，进而在协议的条件下达达到购并目的。如果此种收购仅针对目标公司的部分股权，该公司可能会允许收购公司取得增加发行的新股票；如果收购的目的在于目标公司的全部股份，则可由双方共同协商，在确保共同利益的基础上确定股份转让的条件和形式。通常收购公司和目标公司会就以下购并合同条款达成一致意见：收购公司和目标公司的名称、住所；目标公司拟向本公司股东会提交的解散决议草案；目标公司的股份或财产全部或部分转换为现金、证券和其他财产形式的条件；收购公司如何及从何时起调整会计账目，制作资产负债表；收购公司承受目标公司债务的声明草案；收购公司有关股东权利的安排；收购公司有关目标公司雇员退休金计划、雇佣机会的安排；购并合同的生效时间。鉴于直接购并需要目标公司自始至终大力配合，在后者对购并持反对态度的情况下不可能成功，故直接购并又称为友好购并或协议收购。当然，在直接收购中，除收购公司采取主动攻势外，目标公司也可能出于某种原因而主动提出转让经营控制权的请求，如本身经营遇有困难、股东经营缺乏信心而对收购公司寄予厚望，甚至在遭遇敌意收购时意图寻找友好兼并者(White Knight)等。

(2) 间接收购

指收购公司并不直接向目标公司提出兼并要求，而是在证券市场上以高于目标公司股票市价的价格大量收购其股票，从而达到控制该公司的目的。当然收购公司亦可趁目标公司股价下跌之机大量吸纳其股票而达到同样的目的。此种购并一般都不是建立在自愿、协商(指对目标公司而言)的基础上的，因而极有可能引起双方间的激烈对抗。在这种情形下，间接收购往往构成敌意收购。

4. 按购并是否取得目标公司的同意与合作划分

按照购并是否取得目标公司的同意与合作，可以分为友好收购和敌意收购。

(1) 友好收购

也称为善意收购，通常指目标公司同意收购公司提出的收购条件并承诺给予协助，故双方高层通过协商来决定购并的具体安排，如收购方式（以现金、股票、债券或其混合来进行收购）、收购价位、人事安排、资产处置等。若目标公司对收购条件不完全满意，双方还可以就此进一步讨价还价，最终达成双方都可以接受的购并协议，并经双方董事会批准、股东会以特别决议的形式通过。由于收购当事双方均有合并意愿，而且彼此之间情况较为熟悉，故此类收购成功率较高。

(2) 敌意收购

也称强迫接管兼并（Take Over），指收购公司在目标公司管理层对其收购意图尚不知晓或持反对态度的情况下，对目标公司强行进行收购的行为。在此种收购中，收购公司往往采取突然的收购手段。提出苛刻的兼并条件而使目标公司不能接受，后者在得知收购公司的收购意图后可能采取一系列的反收购措施，例如诉诸反托拉斯法、发行新股以分散股权、回购本公司已发行在外的股份等。同样，收购公司在得知目标公司的激烈反应后也会采取一些手段，强迫目标公司最终就范。这些手段中常用的有：发行垃圾债券筹资收购（Junk Bond Takeovers）；发出公开收购股份要约（Tender Offer）；征集目标公司股东的投票委托书（Proxy Contests）等。收购公司与目标公司间的这种激烈的互动使收购活动演变为一场你死我活的战争，而公司“收购战”究竟是促进社会经济资源合理配置、改善企业经营管理的良方，还是企业界弱肉强食的典型表征与金钱游戏？这样的问题正引起广泛的争论。

5. 按收购目标公司股份是否受到法律规范强制划分

按这种标准，可以分为强制购并与自由购并。

(1) 强制购并(Mandatory Offer)

指证券法规定，当收购公司持有目标公司股份达到一定比例，可能操纵后者的董事会并进而对股东权益造成影响时，收购公司即负有对目标公司所有股东发出收购要约，以特定出价购买股东手中持有的目标公司股份的强制性义务，如香港《公司收购及合并守则》第 26 条“强制要约”中规定，当下列情形出现时，除非证券及期货事务监察委员会公司财务部执行理事及他的任何代表(执行人员) 同意，收购人必须作出强制要约： 任何人不论是否通过在一段期间内的一系列交易而取得一个公司 35% 或以上的投票权时； 两个或两个以上一致行动人持有有一个公司的投票权总共不足 35% 的人之中，任何一个或以上的人取得投票权，结果令他们共同持有该公司投票权的百分比增至 35% 或以上时； 任何持有有一个公司不少于 35% 但不多于 50% 投票权的人取得额外的投票权，结果令该人所持该公司的投票权百分比，以截至及包括取得上述投票权当日对之前的 12 个月期间该人所持投票权的最低百分比计算，增加超过 5% 时； 两个或以上一致行动而共同持有有一个公司不少于 35% 但不多于 50% 投票权的人之中，任何一个或以上的人取得额外投票权，结果令他们在该公司共同持有的投票权百分比，以截至及包括取得上述投票权当日对之前的 12 个月期间该等人共同所持的投票权的最低百分比计算，增加超过 5% 时，该人或该组一致行动的人的主要成员(视情况而定)，须按本规则所列计算基础，向该每类权益股本(不论该类权益股本是否附有投票权) 的持有人，以及向该人或与其一致行动的人持有的任何一类有投票权非权益股本的股份持有人作出要约。就不同类别的权益股本的要约必须是按同等基础作出的，而在这种情况下，应预先咨询执行。

(2) 自由购并

指在证券法规定有强制购并的国家和地区，收购公司在法定的持股比例

之下收购目标公司的股份。当然，在法律未规定强制购并的国家和地区，收购公司可以自由决定收购目标公司任一比例的持股权（但需满足法律有关报告、公告、收购期、如实陈述等方面的要求）。

6. 按是否公开向目标公司全体股东提出划分

按这种标准，可以分为公开收购要约和非公开收购。

(1) 公开收购要约（Tender Offer）

指收购公司公开向目标公司股东发出要约，并承诺以某一特定价格购买一定比例或数量的目标公司股份。收购公司（自愿或非自愿地）采取此种购并方式，是企图取得或强化对目标公司的控制权，而在证券市场之外公开以特定价格收购目标公司股东握有的股票。由于公开收购要约是收购公司和目标公司股东间的直接交易，所以股东是否允诺出售股票完全取决于股东个人的判断。基于上述理由，公开收购要约的出价要高于目标公司股票的市场价格才具有吸引力，否则目标公司股东在公开市场上即可出售股票而不必卖给收购公司。尽管市场规律会在公开收购要约发出过程中发挥决定性作用，但目标公司高级管理层是否同意公开收购要约中所列条件，仍与公开收购的成败有很大关系。因为公开收购要约系针对目标公司全体股东，与后者的切身利益休戚相关，世界各国均对发出公开收购要约的条件及程序作出了详细规定，后文将介绍美国的公开收购要约的相关法律、法规。

(2) 非公开收购

指不构成公开收购要约的任何购并活动。例如，下述行为虽然也会使收购公司持有目标公司相当数量的股份，但仅能视为非公开收购：私人间股票交易，甚至包括收购公司和目标公司的部分股东私下接触以购买后者手中的目标公司股份；收购公司在正式提出公开收购要约之前，在公开市场中大量收购目标公司股份；在他人向目标公司股东提出公开收购要约的同时，自行在公开市场中收购目标公司股份。

7. 按是否利用目标公司本身资产来支付购并资金划分

按这个标准可以分为杠杆收购与非杠杆收购。

(1) 杠杆收购 (Leveraged Buy-out)

指收购公司利用目标公司资产的经营收入，来支付兼并价金或作为此种支付的担保。换言之，收购公司不必拥有巨额资金，只需准备少量现金（用以支付收购过程中必须的律师、会计师等费用），加上以目标公司的资产及营运所得作为融资担保、还款来源所贷得的金额，即可兼并任何规模的公司。由于此种收购方式在操作原理上类似杠杆，故而得名。具体来说，杠杆收购具有如下特征：收购公司用以收购的自有资金与收购总价金相比微不足道，前后者之间的比例通常在 10% 到 15% 之间；绝大部分收购资金系借贷而来，贷款方可能是金融机构、信托基金、富有的个人，甚至可能是目标公司的股东（购并交易中的卖方允许买方分期给付购并资金）；用来偿付贷款的款项来自目标公司营运所生的资金，即目标公司将支付它自己的售价；收购公司除投资非常有限的金额（自有资金）外，不承担进一步投资的义务，亦即贷出绝大部分购并资金的债权人，只能向目标公司（被收购公司）求偿，而无法向真正的借款方——收购公司求偿。实际上，贷款方往往在被收购公司资产上设有担保，以确保优先受偿地位。杠杆收购 20 世纪 60 年代出现于美国，之后迅速发展，80 年代已风行于欧美。在此种收购模式大量为收购公司采用后，企业界从前不可想象一些大公司会成为收购的目标公司，如资产及营业额均在全球名列前茅的巨型企业，也不再理所当然地被排除在兼并暴风带之外。

(2) 非杠杆收购

指不用目标公司自有资金及营运所得来支付或担保支付购并价金的收购方式，早期购并风潮中的收购形式多属此类。但非杠杆收购并不意味着收购公司不用举债即可负担购并价金，实践中，几乎所有的收购都是利用贷款完

成的，所不同的只是借贷数额的多少而已。

8. 按购并双方在购并完成后的法律地位划分

按照此标准，公司购并可以分为吸收合并与新设合并。

(1) 吸收合并

指两个或两个以上公司合并，其中一个公司存续，其他公司终止的情形。

(2) 新设合并

指两个或两个以上公司因合并而生成一个新的公司，购并各方随新公司产生而终止的情形。

9. 按收购公司与目标公司是否同属一国企业划分

按照这种方式划分可以有跨国购并和国内购并。

10. 其他特殊的公司购并形式

除以上划分方法外，还有无偿购并、承担债务式购并、长期租包式合并、产权交易等。

(1) 无偿购并

一般发生在同一财政渠道内的全民所有制企业之间，由效益好的优势企业兼并效益差、规模小的企业。因财产所有权和税利缴纳渠道都在同级财政关系范围内，企业资产只在同一层次的不同主体间转移。

(2) 承担债务式购并

根据承担债务的程度不同，又可分为：在资产和债务等值的情况下，收购方以承担被收购方全部债务为条件，接收其全部资产和经营权，被收购方法人资格消失；收购方以承担被收购方部分债务，同时提供技术、管理服务为条件，取得被收购方的部分资产所有权和全部经营权，被收购方虽然更换了领导班子，但仍独立核算、自负盈亏，企业的原所有制性质不变。

(3) 长期租包式购并

指将企业兼并与企业承包租赁经营责任制结合起来的一种形式，具体表现为有些企业兼并条件尚不成熟，便采取企业间长期承包租赁经营的形式达到生产要素的优化组合，待时机成熟后再行兼并。

(4) 产权交易

指产权所有人或产权受托人将其整体或部分财产在市场进行交易的行为，但股份有限公司上市股交易除外。

(三) 公开收购要约

公开收购要约是购并活动中收购公司将收购价格、数量及有效期等予以公开，对不特定多数人大量取得目标公司股票的行为。

在美国，公开收购要约称为 Tender Offer，历来是收购公司购并目标公司的常用策略，也是美国联邦证券交易法(Securities Exchange Act of 1934) 规范的重点之一。

本节以美国为例，对证券交易法关于公开收购要约的规定作一简介。

1. 公开收购要约的定义

公开收购要约，通常是指收购公司公开地向目标公司全体股东发出要约，承诺以某一特定价格购买一定比例或数量的目标公司股份。

但美国联邦证券交易法及联邦证券管理委员会(SEC) 制定的行政规则中并未对公开收购要约加以定义，致使在有关争议中判定何为公开收购要约的重任落到各级法院肩上。

不过在 1979 年末，联邦证管会在“对公开收购要约不加定义”的态度有所改变，开始考虑是否有必要对公开收购要约的涵义进行界定，以避免若干实质上属于公开收购要约的行为，得以利用联邦证券交易法及证管会规则中的空白点，回避有关法案的适用，造成目标公司普通股东在未获得充分信息的情况下即被迫作出不明智的投资决定。因此，联邦证管会在 1979 年 11 月 29 日对外发表声明，表示有意在有关行政规则中对公开收购要约加以定义。

但由于政治环境的改变，直到目前为止，联邦证管会尚未能实践其诺言，对公开收购要约给出一个官方定义。

但由美国法律协会(American Law Institute)和美国律师协会(American Bar Association)合作，由哈佛大学法学院教授路易斯·罗斯(Louis Loss)总负责起草的一份《联邦证券法》(Federal Securities Act)中，将公开收购要约定义为：任何一个向超过35名的目标公司股东作出收购股份的要约，或向超过35名的股东发出出售股份的要约邀请的行为。但下列行为不属于公开收购要约：该等行业是证券经纪商或自营商，在其证券业务范围内的一种正常的股票买卖行为；或没有实际发出要约，仅表明有意发出此类要约，或希望对方发出出售股份的要约。符合联邦证管会在其制定的规则或规章中作出的其他各项规定。

2. 联邦证券交易法对于公开收购要约的一般性规定

美国国会在1968年通过《威廉斯法案》(The Williams Act)，将1934年联邦证券交易法加以修改，使公开收购要约行为能够由联邦证券法规加以规范。依该法案规定，在1934年证券交易法第13条中加入(D)、(E)两项，在第14条中加入(D)、(E)、(F)3项。

依1934年证券交易法第13条(D)项以及联邦证管会依该项规定所制定的行政规章13D-G(Regulation 13D-G of the 1934 Act)的规定，任何人或任何“一群人”(Group)。如果取得任何已依1934年证券交易法第12条规定，向联邦证管会登记的有价证券“发行人”(Issuer)所发行“股权证券”(Equity Security)5%以上的“所有权”(Beneficial Ownership)时，必须在持股比例达到5%后日内，向联邦证管会填报Schedule 13D，并且必须分送发行人，以及该种股权证券挂牌交易的交易所。

依据1934年证券交易法第14条(D)项以及联邦证管会依据本项规定所制定的规章14D(Regulation 14D of the 1934 Act)的规定，任何人或任