

第一部分

企业并购的理论分析

第一章

西方主流企业理论

为了便于理解并购、重组以及公司控制权问题，需要对企业的产生、发展进行详细而深入的分析。因此在研究并购理论之前，对企业理论进行归纳是必不可少的。本章将对企业理论进行阐述。

西方的主流企业理论大体可以归为两类：成本理论和组织理论，这反映了西方经济学家对于企业的起源、产生和发展所持的两种观点。在本章中将对这两种观点分别加以解释说明。

第一节 成本理论

成本理论的主要论点是指，由于交易成本和生产成本的存在而导致企业的形成和发展，更为精确的论点是认为企业是约束要素所有人行为的某种契约集合。成本理论主要包括交易成本理论、生产成本理论和企业的契约集合理论。

1. 交易成本理论

(1) 科斯(Coase)^① 的理论：

科斯在其关于企业理论的著作中首先做出假设；与市场交易有关的成本导致了组织上的创新，由此形成了企业。在企业形成之后，交易成本就会随之降低。这种交易代表了商品和劳务超越技术的界限而进行转移。这种转移的顺利完成具有一定困难，有可能因为交易双方（商品和劳务的买卖双方）对于商品和劳务的质量与价格的判定不同而无法达成一致，这种分歧在很大程度上会造成市场交易无法顺利进行。这种分歧可以通过在交易双方之间进行协调而实现商品和劳务的顺利转移。

但在企业内部进行协调也会形成协调管理成本。交易成本与管理成本的差值决定了企业是否能够形成。在管理成本大于交易成本时，企业不会形成，交易双方将选择在中市场中交易；只有在管理成本小于交易成本的时候，企业才有可能顺利形成，这种交易就由市场转移到企业中进行，实现交易的外部化转向内部化。这就是交易成本理论。

(2) 威廉姆森（Williamson）的观点：

就交易成本理论而言，也存在着一些其他看法。在市场环境

① 科斯（1937）在其著作中所论述的中心议题是市场交易和企业内部交易，并通过这一论述解释了企业形成的原因。

下，如果供给不具备竞争性，就不可避免地会产生买方和卖方的摩擦。这种摩擦可以通过设立某种或有权益合约而避免。但是一些环境因素和人为因素会使这些合约在拟定、履行或强制实施时付出高昂的代价，也正是由于这些因素迫使交易从市场转移到企业内部以降低交易成本。

威廉姆森指出，导致市场失灵（Market Failure）的环境因素是市场的不确定性以及少数交易者之间的不确定关系。这些环境因素与人为因素（如机会主义和有限理性等）结合就将对市场交易起到阻碍作用。

机会主义指运用诡计来寻求个人利益的非最优行为。机会主义的作用程度与市场结构密切相关。通过历史数据分析，机会主义的作用程度与市场竞争度呈负相关关系。当市场参与者很多的时候，激烈的竞争会消除机会主义倾向。当交易者较少时，机会主义的倾向就会愈加明显。有限理性^①指的是人类在处理信息和解决复杂问题的局限性。这使得交易者无法拟定出一份完全的或有权益合约，或者是无法降低拟定合约的高昂成本。契约的不完全性使合约当事人冒有一定的风险。

2. 生产成本理论

交易成本以及管理和生产所达到的规模经济的程度决定了比较市场交易而言，企业是否以更高的有效性进行经营活动。即使交易成本为零而管理成本为正值，企业仍可能会在内部扩张。

(1) 组织资本：企业的效率与其所拥有的信息优越性关系密切。一个拥有良好团队的企业所有人可能会比其他企业的所有人获得更多的收益，这并不是因为其拥有的任何一种投入要素有其内在优越性，而是因为组织能力的高低在部分程度上决定了生产

所谓有限理性可在语言和计算能力方面得以体现。由于语言限制而导致的有限理性是指：交易者无法通过具有契约意义的语言或符号对交易特征成功地进行交流。

成本的高低。

这些信息可以分为三种类型：合理分配雇员的信息；合理搭配雇员的信息；每个雇员所获得的关于其他雇员或组织本身的信息。因为这些信息资产专属于企业，雇员不能无代价地自由离开企业，所以企业与雇员之间签订长期合约是非常必要的。这一约定将保证专用信息不会无谓流失，并对企业和雇员的专用投资起到促进作用。

(2) 团队生产：阿尔钦（Alchian）和德姆塞兹（Demstz）的观点是认为企业与市场相比的显著特征是与所有投入要素的契约性安排中的集权代理人并存的团队生产。这种团队生产具有协同效应。只有当团队生产的产出多于独立生产的总和时，团队生产才能得以存续。团队生产的额外产出归功于协作，对某一成员并不具备确定性，这就使得每个成员更容易产生躲避责任的动机。市场上的潜在团体成员之间的竞争是一种缓解躲避责任的力量。但实际上，企业的监督机制并不能完全消除躲避责任的现象，而最多只能达到监督行动的边际收益等于其边际成本的水平。不同的监督活动和方案最终导致企业选择了不同的所有权结构。

3. 企业的契约集合理论

企业理论的新发展集中于企业制度这一方面，将企业的实质看作是对合约制定人超制约作用的长期合约的集合，这种观点是交易成本理论的沿袭。因为团队生产必然产生对契约性限制的依赖，各种要素的持有者出于持续使用专属于团队的信息的动机而组成了团队。这个团队必须解决两个问题：监督团队中的资源和防止违背契约的现象。为了更为精确地确定形成契约性约束的因素，威廉姆森还区分了两种形式的机会主义——掠夺和道德风险。

(1) 掠夺和从属性：当某些资源从属于团体中的其他资源时，某些合约签定者就会设法掠夺这些从属性资源以获得其准租

金。团体中的任何资源都可能会受到掠夺。况且企业还必须解决价值的合理分配问题。为了降低这一分配成本，就必须签订恰当的合约条件。

(2) 道德风险 (Moral Hazard)：当一方对另一方的行为具有依赖性，并且获取后者的信息需要付出高昂代价的时候，就会产生道德风险。在企业中，无论是雇员和雇主之间，还是债务人和债权人之间都存在道德风险的问题。雇员躲避责任、债务人增加资产风险或不认真管理非自身资产，都反映了道德风险的存在。

这两点都是产生企业内部若干契约性关系的关键性原因。

第二节 组织理论

组织理论包括组织形式理论和组织行为理论两个方面。这是继成本理论之后企业理论的新发展。

1. 组织形式理论

组织形式理论分为两个主要方面：

(1) 横向结构理论：多种经营公司在 20 世纪逐渐发展，有代表性的是杜邦公司。威廉姆森用交易成本法解释了这一现象。单一结构的成长型企业 (U 型企业) 开始面对有限理性和机会主义的问题。而采用一体化的 M 型企业形式可以避免资源专属性造成的机会主义。

依据生产成本有效性的看法，此种 M 型公司可以获得对专门性知识的投资收益。这些知识可以被大量的分散经营业务所利用，分散经营的优点在于决策置于专业化管理职能活动之中，这将使决策具有科学性和准确性。在混合型企业中一般都会存在一般管理能力在多种经营中的应用，其优势包括内部经验学习过程、更迅速地转移资源的能力和内部反馈系统所带来的收益。

(2) 纵向结构理论：近年来的企业理论在发展横向理论的同时，纵向理论也得到了更为详细的论述。纵向一体化主要包括前向一体化和后向一体化。

前向一体化强调的重点之一是控制销售和服务的质量，避免损害生产商的利益。由于在生产商和销售商之间存在外部效应或“搭便车”现象，从而促使企业完成前向一体化，即同时对生产和销售拥有共同所有权。后向一体化的一个很重要的动机就是保证原料的质量和价格，另外还促进了专门化制造设备的协调和使用。

威廉姆森还列出了五个节约交易成本的源泉：纵向一体化避免了寡头垄断或双头垄断市场的交易成本；内在化降低了道德风险；纵向一体化改进了信息处理过程；增加了企业的避税能力；纵向一体化可以有效调节各方分歧和合理决策。

2. 组织行为理论

组织行为理论是由马奇（March）和塞厄特（Cyert）^① 在 1963 年建立的，包括很多方面，如代理问题、公司控制权问题和两极分离问题等。

(1) 代理问题：由于代理人与委托人利益有矛盾，存在利益冲突（interest conflict），因此代理人问题是不可避免的。企业理论认为，代理关系主要分为三个方面：管理者与所有者、股东和债权人以及企业和非投资利害关系人之间的关系。代理关系会引起订立合约成本、监督成本、保证成本及福利损失，这些成本合称代理成本。

在团队生产中，只要管理人员的所有权持有不足 100%，就会产生躲避责任的现象，如过分消费公司补贴或是不努力寻求有利的投资机会等等，也就会不可避免地产生代理成本，因为这种责任并不完全由躲避责任者承担。

见《企业行为理论》，马奇和赛厄特（1963）。

(2) 公司控制权问题：通过市场机制来控制代理人问题，即公司控制权市场的存在大大削弱了所有权和控制权的分离问题，这个市场将小股东按其权益所应有的权利和保护发还给它们。公司控制权市场促使公司管理效率与公司股票的市场价格为高度正相关关系。管理欠佳的公司股票价格必然会下跌，那些相信可以更好管理公司的外部人士由于预期资本利得的原因会争取接管该公司。这种接管市场的存在保证了公司管理者的竞争，也为小股东提供了强大保护。

第三节 企业理论的新发展—— 核心竞争力理论

从成本理论到组织理论，企业的产生和发展问题一直是经济学家探讨的主要问题。传统的企业理论，以至竞争战略理论都无法在宏观和微观两方面充分解释企业的活动。在 20 世纪 90 年代，一些经济学家提出了核心竞争力（Core Competence）理论，认为企业核心竞争能力是企业成败的关键。

1. 核心竞争力理论的解释

核心竞争力是企业多方面技能和企业运行机制的有机融合，是不同技术系统、管理系统及技能的有机结合，是企业在特定经营环境中的竞争能力和竞争优势的总和。核心竞争力不仅表现为企业的关键技术、关键设备或者企业的运行机制，还包括它们之间的有机融合。

对于核心竞争力理论，有一个较为形象的比喻就是树型理论。即多种经营的公司为树的整体，树干是核心产品，树枝是业

竞争战略理论是迈克尔·波特（Michael Porter）于 1982 年提出的以产业为主要研究对象的理论。

务部门，果实是最终产品，树根是核心竞争能力。这种理论很形象地说明了企业发展核心竞争力的重要性。

2. 企业核心竞争力的创建与发展

企业核心竞争力是企业运行、发展的动力源泉，也是企业战略的核心部分。企业核心竞争力的构造主要包括以下几个步骤：

(1) 确定企业总体发展战略意图

核心竞争力突出体现了企业或企业家的战略意图。所谓战略意图是指超越现有能力而在长期内必须达到的某种经营目标，通过特定的发展战略形式“专业化”或“多元化”拟定，推行一套适合本企业的运作规则，并通过长期的有计划运营达到预期目标。

(2) 创造独特的企业价值链

价值链是重要的企业理论之一。它将企业看作各种相互分离但又彼此相关的生产职能的集合。价值链的形成集中在这些活动如何创造价值，如何决定成本，并赋予企业相当大的自由度来决定这些活动的形成和结合。企业价值链不仅包括如何创造价值、降低成本等因素，还包括企业文化和价值观念。

(3) 合理设计企业供应系统

供应系统是指大型企业通过标准化的生产，将零部件生产外包给其他企业，从而形成大企业与外包商之间的关系网。但在外包的同时，必须保证零部件的生产不具备高技术含量和外包商进行深加工的可能，否则将促使外包商进行成品竞争，对企业的长期发展不利。如 IBM 公司在 20 世纪 80 年代初错误地将个人电脑生产业务外包给 COMPAQ 等公司，现在 IBM 公司在个人电脑市场的市场占有率已经下降到相当低的水平。这就是企业供应系统设计不完善的典型例证。

因此，公司在研制新产品时，必须制定具有战略性意义的供应系统。合理构造供应系统，对企业核心竞争力的创建具有非凡的作用。

(4) 设计有效的企业管理机制

有效的决策机制是构造企业核心竞争力的重要内容。而其中最为重要的是实行有效的管理机制。有效的管理机制包括：

制度管理，即建立一套解决问题的详细规范；

文化管理，即形成独特的企业文化；

创新管理，即建立激励创新（包括技术创新、工作创新等）机制；

质量管理，即建立严格有效的质量监督机制。

在这方面，通用电气公司（GE）公司就是典型的案例。其总经理韦尔奇能将拥有 120 年的悠久历史、营业额超过 1000 亿美元的大型多元化公司管理得有条不紊，在很大程度上应归于他建立了有效的管理机制。

第四节 并购扩张模式的利弊分析

企业可以由多种方式进行扩张和多样化经营，主要方式包括：内部发展（internal development），并购，战略联盟（alliance），建立合资企业（joint venture），或者与外部合作伙伴建立长期合同关系——诸如非核心业务外包（outsourcing）。没有一种方式可以很容易保证使企业能够顺利扩张，在选择采用何种模式时，往往需要有所取舍。

例如，收购一家公司以获得在某一行业竞争的必要资源将可能使企业将来的利润减少；也有人说在合资企业中要跨越不同

① Ingemar Dierickx and Karel Cool (Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage, *Management Science*, December 1989, pp.1504 - 11) 例如，他们主张战略性资源是无法交易的资产；也就是说，他们无法通过市场交易获得。

组织间的边界很难。另一方面，通过内部发展则速度很慢，而企业充满不确定性。总之，不同扩张模式都有利弊；因此，企业必须对它本身的需求进行仔细衡量。

我们来详细分析并购扩张模式的利弊。

并购一个现成的企业一般被视作最容易的扩张和多样化经营模式。通过这种方式很可能使企业在极短的时间获得进入一个行业竞争的所有资源。当然，和其他模式一样，它有利有弊，在某些情况下比在其他情况下更为合适。

优点：并购的主要优点之一是企业能够快速进入一个新行业。通过收购一个现成的目标，企业就不需要自己花大量的时间建立自己在一个行业的存在或获取尚不具备的竞争资源。如果关键性资源（critical resources）很难模仿或累积，这一点特别重要。例如，主要的制药公司花费几十亿美元，购买那些小的生物技术公司和他们的技术以及制造专有技术。如果自己去开发这些技术则可能要花费 5~10 年时间，而且无法保证他们能够达到这些生物技术公司已经具备的专利或技术。

收购一个现成的公司还有一个显著的优点：将潜在的竞争对手“挤出”市场。企业如果通过内部扩张以达到最低成本的效率规模（minimum efficient scale）可能使这个行业的供应量急剧增加，从而造成恶性的价格竞争；为避免这种竞争，企业可以通过收购一个现有的公司加入进去。因此，如果最低效率规模相对市场容量来讲很大的话，采取收购的方式是降低行业竞争的优选途径。

缺点：尽管如此，收购还是有很多弊端。首先，也是最为重要的，以收购的方式进入市场可能是非常昂贵的。因为通常在收购时需要付出目标企业股票市场价格 30% 或更高的溢价，这就使得无论这场并购以后会给企业带来多大的价值，其利润必然会

大受影响。经常出现标价过高（overbidding）的情形。

此外，收购带来了其他很多挑战。大部分的目标资产和能力种类繁多，而收购方往往只对其中的一部分感兴趣。处置不需要的资产或保留需要的部分往往要付出很高代价，或者是资金或者是管理层的时间。

而并购失败的一个主要原因还在于并购后的整合（PMI，后面章节要讲到）不成功。对于收购方的主要高层管理人员来讲，如何将目标企业整合到自己的公司是所面临的最大的挑战之一。例如，Michael Porter 发现，只有 45% 的被收购对象在 7 年之后还被保存下来。他将这个解释成整合不成功。

很多企业采用内部扩张的方式，逐渐利用自身的资源。当然该方式也是利弊各有。其缺点在于这种方式往往速度很慢，而且由于增加了供应量而使行业竞争加剧。而且内部扩张也存在项目与原来的预计不一致的风险。不幸的是，内部扩张一旦失败则所有投资很难回收，而并购扩张则可以通过将目标公司再出售。例如 P&G 一直没有收回它花在 Citrus Hill 橙汁上的数百万美元的广告投资。但内部扩张也有其优点，不像收购方式的一次性支付，风险很大，内部扩张性可以通过逐渐支付减少风险；而在一个产业发展的早期阶段，采用内部扩张模式可能是最合适的选择。

战略联盟，无论是合资企业，连锁加盟，权益参与，还是长期合同合作，都旨在获得内部发展和并购的好处，同时避免二者的弊端。尽管不同的联盟方式有所区别。采用这种联盟方式往往能够以较快的速度获得具有补充作用的资源；但这种方式的不利之处在于，缺乏控制；可能帮助了一个潜在的竞争对手；由于这种结合往往较为松散或由时间性限制，所以很难有长期的生存。

为防止这种非理性但普遍的行为，对于并购方来说设置限制价格（reservation price），超过则退出是很重要的。

案例分析——进入中国有线电视宽带运营网络的方式分析

2000 年以来，民营资金和外资大举进军我国媒体市场，特别是宽带多媒体领域。值得媒体注意的是有线电视网络，因为我国的有线电视网络是和固定电话网络规模相当，前途非常看好的。在我国民营资金进入我国的有线电视宽带网络过程中，就有两种方式可以选择：新建（自建）进入和收购进入。所有企业选择了收购进入。我们来比较一下。

自建进入：

此种方式显然不合适，因为有线网络类似电信的固定电话网络规模巨大，政府限制很严，需要投入惊人。无论是政策方面还是技术方面还是资金方面，都是不现实的。而企业和一般的行业一样，通过新建进入还存在着很多问题，周期长，扩张速度慢，不确定性因素多，风险很大，很难创出市场接受的品牌。

收购进入：

我们建议采用此种方式进入有线宽带运营服务。

周期短，如果目标方和我方认为能够在资金、技术、运营等各方面实现更好的互补作用，则可以在较快的时间内实现进入，不确定性和风险较小。由于有线电视网络已经是现成的网络，客户市场和盈利模式都是明确的，只要能够进入，其中的风险将较小。

事实上，对于国际上主要的大公司，诸如 Cisco 和 Computer Associate，他们扩张的主要途径就是通过收购发展起来的，速度快，成长快。而在有线电视这个行业，由于上面所说的原因，想通过自建和新建进入也是不现实的。

第二章

西方并购理论

经过一百多年的发展，西方国家，尤其是美国，企业并购活动已经发展得相当成熟和广泛，与此同时，企业并购的理论也日趋发展完善。在本章中，将对几种代表性的并购理论进行论述。

第一节 效率理论

效率理论认为并购和其他形式的资产重组活动有着潜在的社会效益。这些效益包括管理层业绩的提高和某种形态的协同效应（Synergy）的形成。它说明通过对商业经营活动进行重新组合，的确可以为获得正的投资净现值（Net Present Value）提供坚实的基础。

1. 差别效率理论

这是最普通的并购理论。即假设 M 公司的管理效率高于 N 公司，在 M 公司并购了 N 公司之后，N 公司的效率就被提高到 M 公司的效率水平。这种并购活动在提高私人收益的同时，也使社会整体效率得以提高。

但这种理论本身存在很大缺陷，因为它并未涉及到理论的适用条件。设想全世界仅有一家企业，按效率理论，这应该是效率最高的情况。但其实在达到这一状态之前，早已遇到了公司内部

协调或管理能力限制等难以逾越的问题。因此效率理论的假设存在问题，只有当未遇到公司自身限制瓶颈的时候，效率理论才是有效的。

但效率理论并非一无是处，因为现实中确实存在效率低于平均效率水平或者经营能力未得到充分挖掘的企业。同时因为相同或相似行业的企业间管理资源转移较为简单，所以该理论实际上暗示了从事相同或相似行业的外部企业最容易成为潜在的并购者。差别效率理论的严格阐述称为管理协同（Management Synergy）假说。管理协同假说指假设某公司具有高效率的管理层，但这一管理层由于公司的业务范围、经济环境等因素而超过了日常的管理需求，出现了过剩现象，该公司就可以通过并购其他公司而使多余的管理资源得以充分利用。这一假说有一个前提：即这种多余的管理资源是无法被无条件释放的，或者受整体性，或者受规模经济制约而无法解雇多余的管理资源。而且还必须确定另外一个假设：因为行业状况所限，在自身企业内部进行内部扩张比并购要耗费更多的成本，企业才会向外扩张以利用过剩的管理资源。在这种条件下，并购将被并购公司的缺乏管理的组织资本与并购公司的过剩管理资本结合起来，产生协同效应。

2. 经营协同效应

经营协同效应可以通过横向、纵向或混合并购而获得。这一理论假定行业中存在规模经济，而且在并购完成之前，并购公司的经营规模无法达到规模经济的最低要求。

规模经济本身是由于某些资源的不可分割性而产生，例如设备、管理费用及人员报酬等成本在被较大的产出量分摊的时候，就降低了单位产品的生产成本，也相应提高了企业的利润率。另一个可以获得规模经济的领域为纵向一体化。将同行业中处于不同发展阶段的公司联合在一起，将有可能在不同水平间获得更为有效的协同效应。

3. 财务协同效应 (Financial Synergy)

自 20 世纪 60 年代开始，管理协同假说开始受到经济学家的怀疑。因为公司的管理资源不可能增长得太快，所以不可能在短时期内进行多项收购以利用过剩的管理资源。这一时期混合企业的大量涌现也说明管理协同理论已经不适合解释混合企业的形成（因为管理协同主要与从事相同或相近行业的公司并购活动有关）。这说明在经营协同效应之外，应当存在其他因素促使混合企业的出现。

这时，财务协同理论开始受到人们的重视。财务协同效应认为资本成本 (Cost of Capital) 会由于若干原因而降低。由于内部和外部资金是分离的，与外部融资相关的交易费用及股利方面的差别税收待遇都推动公司从边际利润率低的生产活动向边际利润率高的生产活动转移，提高了资本的使用效率，也同时为混合企业的存在提供了理论基础。

另一种观点认为并购方存在多余的现金流量，通过自身内部扩张不具备较好的投资机会，而目标企业需要额外资金投资于有良好发展前景的机会。比较典型的例子是 Phillip-Morris 公司在 1988 年对 Kraft 公司的并购。Kraft 食品公司具有相当良好的发展前景，而 Phillip-Morris 公司属于烟草业，发展空间越来越受到限制，其丰富的现金流量在并购后可以为新型食品的研究提供支持。

4. 多样化经营理论 (Diversification)

由于多种原因，如分散风险、保护声誉资本和组织资本，及财务和税收等方面的优惠促使公司经营呈现分散化趋势。分散经营可以通过内部发展和外部并购来实现，在某些情况下，并购要优于内部发展。因为公司可能只是缺少必要资源或超过了行业容量或没有内部发展的机会。多样化经营的几大特点包括：

(1) 股东可以在资本市场上对不同公司进行分散投资，而雇员却没有什么机会分散其劳动收入来源。雇员希望获得稳定的工

作、高薪、提升和更多的专业知识，在原有公司中这种愿望难以充分实现，公司的分散经营为管理者和雇员提供了提升的机会。

(2) 在现代企业理论中，公司雇员的搭配在本公司内部是较难变动的。即使有些部门或业务经营不佳，人员的重新组合也很困难。在公司分散经营时，人员可以从没有利润的部门向更具成长性的部门转移。分散经营可以保证公司业务活动的平稳过渡和公司团队的连续性。

(3) 分散经营可以提高公司的负债能力和降低现金流量的波动。

(4) 分散经营可以有助于保护公司的声誉资本。

第二节 市场力量理论

一个常常用来解释并购活动的原因是并购会提高企业的市场份额，但市场份额的提高将如何实现其效应，到目前尚没有一个较为完善的答案。

提高市场份额的真正含义是相对于同行业内部的其他企业扩大本企业的规模。这一点不同于规模经济效应或是纵向一体化等论点，它可以使收购方迅速扩大业务额，如果某一行业内部厂商的数目不多，这种并购就带有某种垄断性的可能。

在美国，其公共政策认为当四家或更少的企业占有给定市场或商品销售额的 40% 或者更高时，就存在着不良的市场结构或过度集中。实际上就是如果四家或更少的公司在某一行业的销售额中占有较大比重，这些企业将认识到其活动和政策会互相产生影响。这种对相互依存性的认识将使得公司间在采取行动时的计划或对政策变动的反应趋向于“共谋”，所以公司的价格和利润就会含有垄断因素，市场的竞争性就会减弱。

1982年和 1984年，美国司法部公布了新的并购准则。它采

用了赫芬道赫指数（H 指数），考虑了行业内全部企业的市场份额。H 指数的原理在于一个企业拥有较高市场份额将比四家最大企业占有份额更引起重视。这实际上是对某些厂商数目较少的行业实施的垄断限制。

第三节 避税理论

企业并购是资本预算中的主要决策项目之一，税收考虑（tax considerations）是这种大型投资项目的必然影响因素。某些并购可能是出于税收最小化的考虑。不过是否存在可替代税收的方法是决定税收考虑可否引起并购的先决条件。

避税理论主要包括：

1. 逐渐增加资产税基

若公司间进行的现金和非股票有价证券交易超过了总购买价格的 50%，就不被认为存在利益的连续性，而将被视为应税交易。在将资产或股票出售给买入公司后，卖出公司应在 12 个月内将全部资产分配给股东以完成偿还责任。卖出股东的所有收益均属于应税范围。其中股东的收益等于公允市价与调整后的股票价值间的差额。

收购公司可以提高被收购企业的资产税基至公允市价，并在此基础上提取折旧费。因此这种资产税基的提高形成了更高的现金流量，同时也可能降低未到期资产处理时所能实现的收益。

2. 资本利得税代替一般收入所得税

一家内部机会较少的成熟企业可以收购一家成长型企业，从而用资本利得税替代一般所得税^①。成长型企业的股利支出比较低，但要求有持续性资本 / 非资本开支。收购企业为减少交纳一

在美国，通常情况下，资本利得税税率低于一般所得税税率