

# 《并购与整合》

## 图书基本信息

书名：《并购与整合》

13位ISBN编号：9787509530283

10位ISBN编号：7509530288

出版时间：2011-8

出版社：中国财政经济出版社

作者：张夕勇

页数：349

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介以及在线试读，请支持正版图书。

更多资源请访问：[www.tushu000.com](http://www.tushu000.com)

# 《并购与整合》

## 内容概要

《并购与整合》内容简介：企业并购中，有成功的例子，也有失败的例子。失败的例子分两类，一类是并购未能实现，另一类是并购虽然实现了，但并购之后或者管理混乱，效率下降，或者经营状况不佳，导致亏损。对于这些，应当进行客观的分析，尤其要研究企业并购实现后效率下降、亏损严重的原因何在。这就是并购后的整合问题。这一点对中外企业的并购是同等重要的，而对于正要通过企业并购促进企业业绩成长的中国企业来讲，显得格外重要。《并购与整合》一书，正是针对这一问题作了详尽的阐述，我相信这对中国企业之间的并购或外资企业与中国企业间的并购都有参考价值。

# 《并购与整合》

## 作者简介

张夕勇，1963年11月出生，管理学博士、高级会计师、高级工程师，北京交通大学客座教授，中国首批国际注册管理咨询师（CMC），全国首届MBA成就奖获得者。已出版《资产重组财务与会计案例》、《管理者的实践与再认识》、《并购与管理整合》、《发现投资价值》、《管理的觉悟》、《适应与变革》等专著。现任北汽福田汽车股份有限公司执行董事、常务副总经理、党委副书记，兼任中国国有资产管理学会常务理事、中国环境文化促进会常务理事、北京交通大学中国企业竞争力研究中心秘书长等职。

# 《并购与整合》

## 书籍目录

第一章 企业并购概览第一节 全球企业并购概述一、全球六次企业并购浪潮二、全球企业并购趋势【案例分析】1-1 吉利收购沃尔沃第二节 中国企业并购概述一、中国企业并购的四次浪潮二、中国企业并购的趋势第三节 中国企业并购的政策法律环境一、加大并购力度，优化国有经济布局二、出台并购政策，支持企业并购三、出台并购法规，规范并购重组第四节 中国企业规模及合理规模分析一、中国企业规模分析二、中国企业合理规模分析三、中国企业规模及合理规模分析的结论第二章 企业并购的成因第一节 企业并购成因的理论依据一、规模效益理论（Profit of Scale）二、技术决定论（Technology Determined）三、市场力假说（Market Power）四、垄断利润假说（Monopoly Profit Hypothesis）五、赋税考虑说（Tax Consideration）六、政府干预说（Government Intervene）七、股东财富最大化说（Maximize Shareholders' Wealth）八、代理理论（Agent Cost Theory）九、效率理论（Efficiency Theory）十、风险分散说（Risk Distribution Theory）第二节 从经营性扩张看企业并购的成因一、成因之一：形成规模经济，成为市场的领导者【案例分析】&mdash;1 上海宝钢联合重组二、成因之二：实现资源的优化配置，资源共享、强强联合【案例分析】&mdash;2 波音并购麦道公司三、成因之三：实现多元化经营和保持核心竞争力【案例分析】&mdash;3 美国在线与时代华纳公司的合并四、成因之四：降低交易成本，提高资源利用效率【案例分析】&mdash;4 晨鸣纸业并购汉阳造纸厂第三章 企业并购的类型第一节 按并购行业关联性分类一、横向并购二、纵向并购三、混合并购第二节 按出资方式分类一、现金收购二、股票收购三、综合证券并购第三节 按并购态度分类一、善意并购二、恶意并购&hellip;&hellip;第四章 企业并购的途径和程序第五章 企业并购的尽职调查第六章 企业并购评价第七章 并购后的管理整合参考文献

# 《并购与整合》

## 精彩短评

- 1、理论可做参考
- 2、可以被称作国内并购的知识全书，知识点比较全面，但相互之间的冗余也比较多。知识逻辑清晰，但是实际操的作逻辑离散。

## 章节试读

### 1、《并购与整合》的笔记-1~300

M&A

#### 1 第一章-企业并购概览

##### 1.1 并购政策

1.1.1 关于促进企业兼并重组的意见

1.1.2 商务部：境外投资管理办法

但是关于海外并购的产业政策和指导规范缺乏

##### 1.2 并购法规

1.2.1 公司法，证券法

1.2.2 上市公司收购管理办法

要约收购：<http://baike.baidu.com/view/10530.htm>

See document(s): 10530.htm

##### 1.3 全球并购趋势

1.3.1 强强联合，横向收购

1.3.2 举债收购：小吃大

1.3.3 跨国并购

1.3.4 并购得到各国政府的鼓励与支持

1.3.5 次贷危机后的并购趋势

行业重新洗牌

钱日益紧张

资源类和新兴市场的并购逐渐上涨

核心技术和管理团队优秀的管理能力是收购的两个重要因素

医疗行业的行业重组机会

我国医疗行业特点：集中度低，竞争无序，低端产品化，创新能力弱

医药行业：创新能力不足，缺乏自己的产权新药。同质化严重，产品利润和附加值低

医疗器械行业：知识密集，资金密集，高技术产业。我国的医疗器械在功能和质量上和国外市场存在差距。但是在小品种，低档次具有成本优势

医疗流通业：竞争加剧，盈利水平下降。医药采购，医药分家改革，医院垄断收益等不确定因素影响

吉利收购沃尔沃的例子

并购标的：

并购动因

吉利

问题：产品档次低，利润率低下。且低端车的销量急剧下降

解决方案：提高自身技术，品质，企业管理水平，售后服务，提高产品的附加值。并且走向国际扩张的道路。

收购经验：积累-提高-发展：收购了DSI（第二大变速器生产企业）等（一个很好的proof）。收购沃尔沃后，获得其高端品牌，研发团队和技术。

沃尔沃

连续亏损，福特对沃尔沃的管理有误

福特因经营不善，在金融危机企业受到重创后，断尾求生，出售沃尔沃

并购过程

关注点：知识产权的运用，管理层陈述，财务，税收，发动机，零部件供应，信息技术，汽车金融，养老金等。反垄断审查等

估值

成交价：18亿美元。利用现金流折现法，可比交易倍数，可比公司估值

交易架构

# 《并购与整合》

收购以国内和海外设立特殊目的项目公司形式进行  
SPV形成持有目标公司的法律实体，而非实际经营实体  
日后的利润可以不用汇至国内，而是直接存在瑞典SPV中，以方便进一步国际扩张，并降低汇回利润产生的高额税负  
并购后期整合分析  
技术整合与利用  
品牌提升与重塑  
整合两个公司的优势，打造新的沃尔沃品牌，开拓新的市场  
从政府处获取更好的产业政策，为吉利获得更好的学习机会和竞争发展环境  
成本控制问题  
将瑞典的生产制造转移到中国乃至东南亚，降低豪华车的成本  
瑞典侧重于研发和知识产权的积累  
释放沃尔沃品牌中国市场巨大的中产阶级消费潜力  
利用沃尔沃的技术，提高吉利低端车的附加值  
点评  
收购成功的经验  
前期收购成功案例的proof。以及吉利本身的快速发展的趋势以及基础  
弯道超车，在恰当的时机做了恰当的事情  
双赢的战略，充分利用好并购双方的优势，实现并购增值  
专业的运作团队：投行，律所，会计师事务所，财务咨询，公关顾问，媒体策略等  
对国家战略，地方战略和企业自身战略的深度整合

## 2 第二章：企业并购的成因分析

### 2.1 经典成因理论

#### 2.1.1 概述：追求市场控制力，增加利润，增加股东价值，增加销售额 取得规模效益，降低成本，提高竞争力，分散风险，应对市场失效

#### 2.1.2 规模效益理论

用来解释横向并购，促进行业集中，实现企业经营的协同。形成规模经济形成合谋甚至垄断

#### 2.1.3 技术决定论

技术的改进，机械工作效率的提高带来成本的降低等  
用于解释横向并购或纵向并购  
并购加速了新技术的转移与扩散，实证证明，在经营战略和组织结构上相近的两个公司有利于形成双方的技术协同效应。促进技术资源的重新配置

#### 2.1.4 市场力假说和垄断利润假说

通过市场垄断力量，获得超额利润

#### 2.1.5 赋税考虑说

营业亏损和税收抵免的延续。合法避税（）  
受税收制度影响，企业考虑减少纳税成本

#### 2.1.6 政府干预说

在纵向并购中尤甚-企业的内部销售避免价格控制

#### Subtopic

#### 2.1.7 股东财富最大化

并购劣势企业的意义：并购的增加值大于并购成本

#### 2.1.8 代理理论

门口的野蛮人。对管理层的外部威胁与激励

#### 2.1.9 效率理论

实现管理能力和资源的再整合

#### 2.1.10 风险分散说

# 《并购与整合》

鸡蛋不要放在同一个篮子里

Subtopic

2.2 经营性扩张角度的并购动机

2.2.1 规模效益：宝钢的案例

中国冶金行业现状：企业规模小，生产厂家多，粗钢产量大，精钢产量小，轧钢能力强于炼钢能力，装备水平低导致耗能过大

解决企业的规模经济问题需要从产品的产品结构，生产工艺条件，生产线的装备水平，企业经营管理水平和企业的经济实力出发。企业间并购和技术引进与产品升级是最有效的一条途径

2.2.2 资源的优化配置，资源共享，强强联合

起到扩张与收缩的作用，实现资源的重新配置

并购加速了新技术的扩散与转移。跨国公司选择目标企业的时候，往往他们自己需要有很好的比较优势

波音并购麦道case

并购动因

波音的优势在于在研发上投资巨大，具有先进的技术 但是大规模的R&D投资需要依靠扩大市场份额。波音 希望通过扩大生产规模来提高市场份额

麦道曾经是 美国最大的军用飞机厂商。但是在市场竞争中 却逐渐摔落下来:1.企业规模较小，产品系列过窄。没有与竞争对手相抗衡的拳头产品（如大飞机等）。且冷战结束后，军方项目的大量减少，推动防务公司的大规模合并

政府的意图与关键作用：波音某种程度上的游说导致麦道在五角大楼项目上的落标

并购过程

麦道落标联合攻击机项目成为波音并购麦道的导火索之一

并购后引起欧盟反垄断的调查和美欧的贸易大战

放弃3家美国公司20年只够买波音飞机的合同

接受麦道军用项目的技术许可证和专利出售给空客的原则

麦道民用项目的财报公开

2.2.3 多元化经营和保持核心竞争力

化解风险，或者从发展潜力已经不大的行业中跳出来，进行混合并购

财务协同效应：大量内部现金流和大量投资机会企业之间的匹配。资本的再配置

多元化经营合并的原因

受产业，市场规模的限制，企业必须向新产品领域扩张

主导产品的市场集中度不能再高了，需要开拓新的市场

对已有市场的未来具有很大的不确定性。为了分散经营风险 向其他产品领域扩展

美国在线（ISP巨头）和时代华纳公司（传媒巨头）合并的case

并购动因

新媒体文化和传统媒体资源的整合，实现新的 构建新的产业模式

旧媒体公司希望通过互联网扩大其影响力且其生存受到互联网产业的冲击，而互联网公司也亟待希望

改变消费者的阅读，娱乐习惯和途径

两家公司均在对方的领域里有所涉足，但发展均不理想。

AOL看重的是时代华纳的有线电视系统以及宽频技术提供上网服务

并购方式

换股方式的新设合并

时代华纳1：1.5置换新公司股票。AOL1：1置换新公司股票。时代华纳获得高溢价，AOL付出折

价25%的代价

并购评价

一起典型的弱吃强的案例。能够成功的原因就是AOL代表着媒体发展的未来 它在网络经济的经验与业绩所体现的市场价值以及合并之后所产生的巨大想象空间 远超一家传统媒体企业的实际经济实力

2.2.4 降低交易成本，提高资源利用率

企业并购的边界条件是：降低的交易费用等于增加的组织费用

# 《并购与整合》

并购通过降低投入要素供给，产品市场等的不确定性，实现企业市场交易的内部化，降低交易费用  
整合研发资源，降低技术谈判成本。降低了研发费用

节约大量中间品的投入，转化为内部交易

降低营销过程的费用支出：生产企业与销售企业的联合

将大额交易费用变为小额管理费用

并购后的企业又面临着管理和组织费用的增加

晨鸣并购汉阳纸业的案例

汉阳纸业具备人才，设备，资源，区位以及外部环境等的多方面优势但在机制，管理，市场等方面陷入困境。需要合作者

晨鸣在资金，技术，管理和品牌方面具有优势，抓住国家对国有企业战略性重组的机会，进行过多次成功重组。具有丰富的重组经验

## 3 第三章：企业并购的类型

### 3.1 并购行业关联性

#### 3.1.1 横向并购

实质上就是竞争对手之间的合并

优点：专业效应，规模效应，学习效应。方便形成规模经济：扩大生产规模，节约共同费用 实现更大范围内的分工协作，便于技术的转移与标准的统一

缺点：管理复杂，激励弱化，市场垄断，缺乏动力，经营灵活性降低

#### 3.1.2 纵向并购

优点：形成战略协同，纵向生产一体化。降低交易费用

提高管理成本，内部激励，约束成本，信息成本，组织成本等上升，

#### 3.1.3 混合并购

分类

产品业务扩张型驱动

市场扩张型驱动

纯混合型驱动

优点：生产上的有效组合，原材料应用上的有效组合，销售，生产，研发，品牌等比较优势的整合及成本摊匀

缺点：战略选择的风险，进入不熟悉领域的风险，财务恶化的可能性

### 3.2 按出资方式分类

#### 3.2.1 现金收购

#### 3.2.2 股票收购

需要考虑并购后的股权结构，每股收益的变化，财务杠杆比例，当前股价等

股票购买资产：并购公司向目标公司发行股票，以交换目标公司的资产。目标公司需被解散，并将持有的新发股票分配给自己的股东

股票互换：并购公司直接向目标公司股东发行股票，以交换目标公司的股票。

#### 3.2.3 综合证券并购

并购公司提出收购要约后，可以以现金，股票，公司债券，认股权证等多种证券组合进行支付

公司债券：税盾并且可以与认沽权证以及可转债结合

认股权证：适合于看好该公司但现在无力购买股票的人

可转换债券：安全性和收益性都较好

### 3.3 按收购态度

#### 3.3.1 善意与恶意收购

### 3.4 按并购场所

#### 3.4.1 公开市场收购

提出要约前，暗中收购5%的公司股票，提出收购价格，由目标公司股东决定

#### 3.4.2 非公开市场收购（协议收购）

通过协商达成股权的转移。比较普遍，属于善意收购

有以下特殊形式：政府划转式，承担债务式，协议受让国家股 协议受让法人股，企业托管，委托书收

购等

### 3.4.3 曙光车桥并购辽宁黄海汽车集团

并购背景：并购方是机动车零配件厂，销售网络遍及全国，生产工艺水平高，经济效益好，综合实力最强 目标公司：是制造整车的大型国企，生产线一流，设备良好

并购原因：并购方希望进入整车市场找到新的利润增长点，大量资金支持，有丰富的重组经验，和目标公司同处一地，有过重组意向。 目标公司：已经资不抵债，但是仍然有着很多的技术，知识，人才以及品牌积累

重组过程：政府作为中介；目标方将优质资产注入新公司，收购方以现金出资并控股。

### 3.5 杠杆收购

3.5.1 实质就是举债收购。通过信贷融资，提高负债比例，以小股本融得数倍的资金，以并购，重组后的企业的利润和现金流进行偿债

3.5.2 收购过程：集资；购入，插卖；重组，上市；还债，降低风险

#### 3.5.3 杠杆收购特点

一般融资结构：优先债券（60%，由银行提供的以企业资产为抵押的贷款）；居次债券（30%次级债，可转债，优先股）普通股（10%）

实际操作：不以收购方的资产或收入为质押标的，而是成立一个纸公司，由投行等提供一笔过渡性贷款用于购买目标企业股权。取得成功后，再以这家纸公司的名义举债，再按照公司法使得纸公司和目标公司合并，将纸公司的负债和目标公司的资产结合在一起。

投行的角色：获得巨额佣金，提供贷款等。

#### 3.5.4 中国的杠杆收购案例中策现象

中策集团：利用国际金融资本；压低收购价格，分期付款，拖延付款等降低资本支出，大举收购国企，并以转手出售获利

### 3.6 MBO（与本案例无关）

3.6.1 另一种形式的杠杆收购。实现所有权和经营权的集中

3.6.2 标的具有巨大的资产潜力和管理效率提升空间。通过降低代理成本能够获得更大的经济效益

3.6.3 操作流程：管理层成立一家控股子公司，将资金注入子公司中，以自身资产和标的资产及未来收益作为抵押筹资，收购成功后，私有化。收购公司将目标公司部分资产售出偿债，最后对目标公司重新整合，卖出盈利差的部门等。经过合理治理，整合，包装后重新上市，获得资本收益

### 3.7 并购模式的选择

3.7.1 成本效益原则：收入与各种风险成本的博弈结果

横向并购：规模效应与规模不经济

纵向并购：降低交易成本与提高管理成本

混合并购：范围经济，却也增大企业的不确定性。需要满足两个条件

多元化经营的前提是每个经营方向都形成了规模经济。并购不是为了分散化经营，而是为了规模经济可以通过混合并购，调整企业产业结构，延长企业生产周期

#### 3.7.2 与企业，产业发展相适应的原则

并购模式的选择与企业成长以及产业发展与很强的内在逻辑关系

企业成立之初或产业刚刚兴起，市场逐渐增加，宜采用横向并购战略，以扩大企业规模，促进产业集中度提高，增强企业的核心竞争力

当企业达到一定规模后，市场和核心能力达到一定水平，横向整合不能带来更大的市场份额。宜采用纵向并购，促进产业一体化，降低交易成本

当企业销售额降低，但是核心竞争力仍然保持的话，宜采用混合并购，进行多样化经营，促进新生产业的发展。

### 3.8 北京汽车收购萨博案例

## 4 第四章：企业并购的途径和程序

### 4.1 主要途径及影响因素

#### 4.1.1 并购途径

购买股票或控制权：公开投标收购要约

收购资产：在中国，收购资产后还必须承担与资产同比例甚至更高比例的债务。而在美国则没有这种

## 惯例

公司兼并：一个公司存续整合整个公司的业务。

向前兼并：买方存续，目标公司消失，所有资产与负债并入买方公司

三角兼并：目标公司并入收购方子公司中，该子公司成为存续公司。并购方公司通过该全资子公司控制目标公司

倒三角并购：目标公司和买方子公司合并后，目标公司成为买方公司的子公司，原子公司不复存在

### 4.1.2 影响并购途径的因素

#### 财务因素

购买法：简单的一家公司买另外一家公司。就像购买资产一样，必须以收购公司的现金，负债或股票偿付。

股权联营法：两个完全平等的公司合并。只需两个公司的资产负债表各项相加即可

comments：如果收购中支付的价格正好等于目标公司的资产净值的话，两种方法一样。如果支付的价格超过目标资产价值，合并资产价值增加，计入正的商誉。反之，则计入负的商誉

税收因素：对于购买股票或资产途径，目标公司股东需要对股票收益缴纳资本利得税

财产转移限制：对于收购资产途径来说，如果目标公司的资产中有很多合同限制（如抵押贷款，租赁合同等），则该收购需要为获得第三方批准付出更多成本。另外一个例子是一些资产是不能转让的，尤其是无形资产（如政府许可证等，如果政府不同意，则并购方可能就无法经营目标公司的业务）

接受债务限制：对于有大量或有负债的目标公司收购，收购方倾向于收购资产（既在美国无需承担债务）。但是如果被收购方认为不能使用第二种，或要求保持目标公司独立法人身份，则并购就会比较困难

### 4.1.3 惠普-康柏并购案例

## 4.2 企业并购程序

### 4.2.1

#### 4.2.2 国外非上市公司并购程序（不属于关注范畴，P162）

#### 4.2.3 国外上市公司并购程序

聘请财务顾问（处理可能的法律和并购协调事务涉及出价，估值，并购途径，参与并购谈判等。该阶段对所有参与人保密和安全问题需要特别提醒）

预先收购一定量股份以及在报价宣布之前的市场交易（可作为下一步整体报价的跳板，可通过第三方悄悄收购。但是不同国家对这种收购有不同的限制）

确定报价时间以及向目标公司董事会出价：获悉大股东的态度，争取大股东的支持。出价前最好得到董事会支持，解释对收购企业未来的规划以及对现有管理层和董事会成员的去留安排。

向政府机构咨询：有关垄断方面等的问题。如果报价不合理，目标公司就会向政府控诉该起收购

预备性通告和确定性通告以及出价期间的交易：在未停牌前，当事人仍可以进行公开交易，但是需要将交易情况公开

在出价意向公布后，目标公司需根据出价者的要求，尽可能提供有关认购权和股票资本的细节

出价文件准备与发送（出价文件应包括：兼并顾问的有关文件，出价者和目标公司的详细财务记录方便股东确定交易是否公平，对资产接受及转移的形式，交易程序完成的方法。）出价方公司的董事需要证实同意其中的声明和观点并承担责任

目标公司的反应：

防御策略及出价期间的防御策略：号召股东保护公司不被收购，反向收购，卖出大宗资产，PR顾问，某些城市商业银行帮助防卫

避免在出价寄出39天内宣布交易结果，资产估价，利润等信息。目标公司应该对自己的行为负责，不应该以牺牲股东的利益为代价而采取攻击性和不公平的防御策略。

报价反馈：出价文件里的要求反馈时间，出价的延长，对出价价格的修改，接收的撤回与终止或无条件接受

股东会议：若非敌意，有争议或其他更高的报价，一般仅限于董事或出价者的代理人。在会议前，出价方需要对重要股东进行游说。

所有条件的满足；一旦出价被无条件接受，收购前先决条件的实现就仅限于程式化的事情。需要在21

## 天内解决

安排计划，支付，强制性购买以及购买后的审计（英国公司法禁止阻挠收购的少数派股东（若90%以上的股东同意的话，剩下10%的股票可以被强制性购买））

### 4.2.4 P176中国上市公司并购程序要点（公司法）

聘请收购顾问，制定收购计划，筹资，收购目标公司5%以下的发行在外普通股（无需报告）

进一步收购：达到5%的上限后，在三个工作日内，向目标公司，证监会，交易所发布公告。在发布两日内不得再买卖该种股票

上一步完成后，持有目标公司的股票变化超过2%时，仍需要按照以上要求及时间期限发布公告

发出收购要约书，向证监会做出有关收购的书面报告。然后当收购股票达到30%后，45天内向目标公司股东发出收购要约（价格是收购要约发布前12个月要约收购人购买的最高价格和要约发出前30个工作日股票的平均价格的孰高者）。

收购要约的有效期不少于30日，有效期间不能撤回，且要约的全部条件适用于同种股票的所有持有人。主要要约条件改变时，需要立即通知要约人。收购要约期满30日内不得以要约规定以外的条件购买股票。

要约期满，若收购方仍未能持有50%以上的目标公司股票，收购失败。收购要约期满，持有75%以上流通股，应停止交易。持有90%目标股票，其余股东可以以相同条件将手中股票强制售出。

除非发出新的要约，以后每年购买该股票不得超过流通股的5%。

### 4.2.5 P193 跨国并购要点（必读，是我们分析的框架之一）

可行性分析与论证

项目，行业在外贸准入中的障碍

并购市场的规律与当前趋势和状况

并购项目的产业前景

企业当前发展战略是否适合通过并购来实现

企业的自身价值，优势，缺点等分析

企业拟需求怎样的并购合作伙伴，以及希望从并购合作伙伴那里得到什么

并购的前提是双赢，并购双方能否实现优势互补，发掘协力优势

并购前自身企业的资产重组，剥离以及包装

并购方案的策划：

明确企业通过并购要达到的目的

制定选择目标企业的标准。

确定并购的形式

确定支付方式

确定并购的最佳时机

制定企业并购前的整合，资产重组和剥离计划

推介文件编制与目标企业甄选

交易架构谈判与初步协议，谅解备忘录签订

尽职调查

制定并购协议：财务，法律，税务，担保条款等；交易支付方式，时间，双方的责，权，利等

## 5 第五章：尽职调查

5.1 本部分主要为各种调研提纲。我们应该侧重于P208的财务会计尽职调查提纲和P215页的市场状况和竞争态势提纲，请直接查阅书的内容

## 6 第六章：企业并购评价（侧重于并购前评价）

### 6.1 并购前对目标公司的分析评价

#### 6.1.1 产业分析

总体情况：产业生命周期阶段和在国民经济中的地位。进入好的产业能够得到政策的扶持，随着产业的兴起而受益

产业结构状况及产业内战略集团分析：可使用波特五力分析（潜在进入者，替代品生产者，供应者，购买者和行业现有竞争力量）。来分析进入产业的结构

## 6.1.2 法律分析

合同，章程：分析章程中对M&A的规定

企业债务：债务年限，利率，以及债权人对企业的相关限制

财产清册：公司对所有权的投保，租赁资产等的条款

书面合约：对商标，专利权以及其他技术，代理，借贷，租赁授权等的契约的审查，判断是否在并购后能够获得这些权利

## 6.1.3 经营分析

营运状况：以财务分析为切入点。对其利润，销售额，市场占有率等指标进行分析与预测，找出问题所在

管理状况：对目标公司的管理能力，风格，制度，营销能力等进行全面评价，并对合并后与本公司的管理融合进行分析

重要经营资源：人才，技术，设备，无形资产等的评价和估计

## 6.1.4 财务分析（详见P228）

comments：评价的重点是资产，负债和盈利能力。

相关指标因素（指标详细解释详见P228及之后页）

各种财务比率来测算资产管理，负债管理以及盈利能力水平

资产结构决定企业资本成本，盈利能力，经营与财务风险程度，分析采用哪种并购方式以及并购后如何调整资本结构

投资回收期（RIO）：年净收入增加额/兼并总投资：衡量兼并投资的增量效率

经济增加值（EVA）：调整后的报告期营业利润-资本费用

剩余收益：目标公司的营业利润超过预期最低收益部分

市场增加值（MVA）：以资产的市场价值来计算加权平均资本成本

## 6.2 目标公司的价值评估

### 6.2.1 账面价值法

要点详见P239.本方法的重点是对资产负债的必要调整事项

中国的惯例是实际资产价值（厂房设备等资产的市价）加上商誉（无形资产，市场知名度，客户关系等）。前者容易量化，后者才是谈判的关键（买方的需要性，卖方的急切性）。

### 6.2.2 收益法（现金流量法）

现金流量，WACC，预测期等要素的预测

一般用买方企业的WACC来估计目标企业的价值，作为协商价格的基础

FCFF（自由现金流量估计）

=息前税后利润+折旧摊销-资本支出-营运资本变动

现金流量模型的不同假设形式

### 6.2.3 市场法

寻找5~10家产品，市场，目前获利能力，未来业绩成长趋势相似的公司，以其股价与每股净利之比的加权平均和股价与每股息税前利润之比的加权平均。再分别乘上目标公司的每股净利及每股息税前利润，获得两个股价。作为目标公司价值的上下限范围

三种比较标准

其他公开交易公司的股价

相似公司过去的收购价格（如有以往案例，则为最佳选择）

新上市公司发行价（适用于比赛的案例）

目标企业价值=相关股票价格\*目标企业股票总数

缺陷：刚刚IPO的公司利润低，发行量，价格变动大，易被操纵，导致股价脱离了实际价值

### 6.2.4 影响股价的非量化因素

经营性因素：并购方对于扩大市场份额，追求规模效应的需求等

财务性因素

收购融资能力：收购企业的信誉以及金融机构对该交易获得成功的信心

财务结构：收购的风险越大，支付期月仓，流动性越差，并购价格就会越高

税收因素（详见P246）

## 目标资产流动性（变现偿债的能力）

并购中竞争状况，目标企业的处境情况，买方和卖方的需要性与迫切性，并购时机及并购的各种风险

### 6.3 目标公司的定价

6.3.1 现金收购（具体例子和计算公式详见P248）：确定买卖双方可接受的现金并购价上下限：分别为目标公司包含收购溢价的市场价值和因并购产生协同效应后的市场价值

6.3.2 股票收购（具体例子和计算公式详见P250）

衡量的标准是并购对EPS的影响。以股东利益最大化的原则，并购的底线是让每股收益得以增加，而不是被稀释

第一部分公式推导的重点是对临界并购价格和临界股票交换率的计算。从而判定不同条件下，并购方的EPS是否增加，来确定并购是否可行

对于EPS被稀释是否就一定不能并购的观点也存在一定质疑。因为在计算时，由于并购整合而产生的规模效应，协同效应并未被考虑

### 6.3.3 两种收购方式的比较

一般现金收购的每股收益预期值高于股票收购

股票收购的债务负担明显低于现金收购

所以究竟使用哪种收购方式，需要看两种融资成本的高低来决定

## 6.4 并购方自身的评价

### 6.4.1 经营能力

管理能力：是否有盈余的管理能力来投入到目标公司的整合中

市场营销能力：并购方的市场占有率，销售增长率，分销商的数量，服务能力。并购后能否带动目标公司的销售上涨

技术研发能力：研发费用，新产品的比重；能否带动目标公司的产品研发

### 6.4.2 财务评价

净利润增长率（能否有足够的现金流撑过并购整合期的亏损等）

其他一般比率的分析

### 6.4.3 筹资能力评价

内部还是外部融资（综合考虑成本，资金量，风险，筹资速度和收购的保密性等问题）

#### 融资方式

自有资金融资：财务风险低但是也会带来较高的机会成本。

借款：负债增加，财务风险增大，手续简单，保密性较好。

发债：筹集资金的余地更大

普通股融资：财务风险小，但是会导致股东控制权分散

优先股：发行效果不如债券，控制权不会散，财务风险不大。

可转债：成本较低，债转股后，获得长期资本。但是会导致控制权分散以及如果股价过高，带来财务损失

购股权证：一般与长期债券共同发行。降低融资成本。认股后可增加公司的长期资本

### 6.4.4 并购风险评价

#### 融资安排风险

融资安排的衔接性和择时性非常重要。融资超前，带来利息损失，融资滞后影响并购的顺利实施

#### 融资结构风险

股权和债权的结构，长期与短期债务的结构。资本成本最小化的原则

杠杆收购（高负债收购）：利息风险与按期还本风险；股权资本收购：股东蒙受损失的风险，甚至招致敌意收购者。自由资产

#### 资金使用结构风险

三个要素：并购费用（首先支付），并购价格，增量投入资本（为启动目标公司的存量资源而投入的资本）

并购价格可以采用分期付款（暂缓融资压力，增强面对不确定性的回旋余地（如毁约结束持续亏损等））

# 《并购与整合》

其他降低财务风险的方式：先租赁后并购，先托管后并购，先参股后控股等

6.4.5 并购前对并购协同效应（并购的重要目标）的预测

经营协同：擅长领域和资源不同，实现优势互补，效率提高

财务协同（由会计处理管理和证券交易规律决定）

并购导致企业资本扩大，降低破产可能性，增强了举债能力

大企业的融资优势

并购的预期效应带来股东财富的增加

管理协同：如果并购双方任意一方具有先进的管理经验，协同效应就有可能发生；组织经验，组织成本

负协同效应：并购所导致的客户数量的降低等

7 第七章：并购后的管理整合

7.1 与比赛案例无关，暂不做整理

# 《并购与整合》

## 版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问：[www.tushu000.com](http://www.tushu000.com)