

提 要

第一部分介绍了自上世纪初至今的五次收购浪潮内容、特点和成因。1897至1904年的第一次收购浪潮中，横向特征表现突出。由于 Sherman 反托拉斯法明令禁止企业间合谋取得垄断地位，依靠收购实现内部交易的行为应运而生，产生了行业内的超级企业，垄断能力空前，是工业生产领域的一次大清理。1910至1930年的第二次收购浪潮中，无数的公用设施部门合并，行业“老二”崛起。Clayton 反托拉斯法规定不得借收购对方公司的股票而减少竞争，但对购买资产的行为留下缺口。专职司管收购监督的职能部门联邦贸易委员会成立，在其严格审查下收购向垂直方向转化，意在生产和市场的规模经济效益。20世纪60年代的第三次兼并浪潮主要表现为不同类型的公司合并组成集团公司，公司产品多样化，敌意收购出现，后期受到 Williams 法案的条件限制。1981至1989年第四次浪潮中，公司重组大规模展开，通过缩小企业规模、退出原行业进入新领域、开展资本权益互换、与别的公司合并等多种形式提高了运营效率。垃圾债券、杠杆收购的融资方式出现并在短时期内受到市场的热烈追捧。第五次收购浪潮从1992年至今方兴未艾，跨国并购无所不在，战略杠杆收购盛行，并购规模达世纪高峰。

第二部分量化分析上世纪90年代的收购现象。巨型收购数量空前，反映出当时的强劲经济势头，收购溢价比例较高，但预期回报率通常未能实现。使用现金作为支付方式在后期比例升高，股票交换的比例降低。

第三部分介绍了最新的收购理论，包括收购类型、企业扩张和收缩的动机、所有权变更策略、收购战略操作步骤及如何处理公司文化冲突等。

第四部分探讨了并购的发展前景。文章认为，金融产业和电信产业的收购活跃，有着广阔的发展前景和内容；新兴产业和传统产业联姻将形成一个前所未有的服务消费市场，成为新的经济增长点；在此背景下政府监管机构面临的问题是如何维持市场的竞争力又不挫伤企业顺应产业需要开展重组兼并的兴趣。

The first part of the article introduces five merger waves since the beginning of last century on their incentives, contents and backgrounds.

The first merger wave had (1897 to 1904) a horizontal character. The Sherman Antitrust Act prohibited plotting of companies to gain monopoly status in the market. Companies thus tried to realize the interior transactions by acquiring another company. Superpower enterprises came up with extraordinary monopoly power, which was a result of the industries cleanup. During the second merger wave (1910 to 1930) numerous public facilities companies consolidated. The “number two” companies rose in many industries. Clayton Antitrust Act prevented the company from lessening the competition to acquire another company’s stock, but left a loophole for acquiring its assets. The Federal Trade Commission was founded to monitor the merger and acquisition activities. Under its strict supervision, acquisitions turned to vertical means in order to produce a scale efficiency of production and marketing. The third merger wave of the 1960s saw many conglomerates joined by different companies with diversified products. Hostile takeovers appeared and were put under information disclosure conditions by the Williams Act in the latter 1960s. Company reformation took place in a large scale during the fourth merger wave (1981 to 1989). Management efficiency was enhanced through size reduction, leaving the old industry and entering the new, exchanges of assets and equities, combination with other companies. Junk bonds and leveraged-buy-outs appeared and were greatly cheered by the market. The fourth merger wave is still in place since 1992. Cross border acquisitions were everywhere. Strategic LBOs were popular and the mergers and acquisitions reached the century’s peak.

The second part of the article analyzes mergers of the 1990s, supplemented with

examples. Mega mergers were highly concentrated; acquisition premiums were overpaid while the expected return could not be realized. Cash showed a higher percentage in the means of merger payment than the stock in latter 1990s.

The third part of the article introduces some modern theories of mergers and acquisitions, enterprise ownership shift and strategic acquisition procedures. How to deal with cultural conflicts is also discussed.

The fourth part of the article talks about the future of the mergers. The author believes that the financial and telecommunication industries have a bright future and plenty of content. Newly arisen industries join hands with traditional industries to form brand new consumer markets, which contribute to a new economic growth. The government-monitoring agency confronts an issue that is how to protect the market competitiveness and not to suppress the incentives of the enterprise reform to cope with industry development as well.

引 言

2003 年秋，在震惊世界的“911”恐怖袭击过去两年和一系列公司丑闻被曝光后，美国经济的前景变得十分暗淡，而就在当年 10 月，国银行宣布以 490 亿美元收购 Fleet Boston Financial，紧接着 2004 年 1 月，摩根大通公司和美一银行又证实将以 580 亿价值美国的股票相交换实现合并。所有这些消息不禁令人耳目一新。在向国会递交的 2004 年度的经济报告中，布什总统称，“随着 04 年开始，美国经济已变得强劲而且将更为强劲。”

收购兼并作为企业发展、产业重组的重要工具，为美国的企业和银行提供了无尽的创造财富的机会。并购在美国的历史已长达一个世纪，其特点何在，有什么经验可以借鉴？带着这些问题作者剖析了并购的演变历史，介绍了当今的并购理论，并展望了其发展方向。

本文在写作过程中，得到刘园教授的悉心指导，在此谨表谢意。

今天当你随手翻开一份经济报刊，关于收购的消息总是那么引人注目。全球收购活动层出不穷，其规模和深度在 2000 年前后达到顶峰。人们不会忘记 2000 年 1 月初 AOL(美国在线公司)对 Time Warner(时代华纳公司)的收购以 1620 亿美元的总值为并购时代划上了一个惊叹号。思科公司总裁曾说过：能够发展成行业领军的公司将会是那些懂得如何与他人做伙伴并且懂得如何收购的公司。为什么收购对企业的发展具有如此重要的意义？收购的形成原因何在？收购的驱动力是什么？收购成败的标准是什么？收购是否会越来越大？这些正是本文要研究的问题。

第一部分 近一个世纪的并购浪潮特点和成因

在过去的一个世纪里，兼并和收购似乎形成了浪潮，一波过去又是一波。细数世界并购活动，美国为其最早发端，且是当今兼并与收购活动最活跃的地区。

本文现以美国为例就其历史上数次并购浪潮的时机、手段、特点概括如下：

并购浪潮	发生年代	主要特点
第一次浪潮	1897 至 1904	横向并购居多，发生在具有同样商业活动互相竞争的公司之间，处于工业革命阶段
第二次浪潮	1910 至 1930	纵向购并为主，发生在一个领域的上下游企业间，为加强竞争、争取市场能量、市场份额
第三次浪潮	20 世纪 60 年代	集团公司纷纷成立，企业产品多样化，产品范围大大延伸，市场范围拓展

第四次浪潮	1981 至 1989	发生在公司重组、结构调整的背景下，许多新兴行业诞生，大量行业解除管制，横向兼并行为明显，大多追求协同效应
第五次浪潮	1992 年至今	80 年代曾大量发生横向兼并的行业开展纵向兼并，内容、手段丰富，并购规模达世纪高峰

一、第一次浪潮（1897 至 1904）

上世纪初美国完成了其工业革命。George W. Stigler (1951) 称这段时期的企业行为特点是“兼并谋求垄断”，典型的如标准石油公司（Standard Oil Company）在 1900 年底以前收购了许多小石油公司，获得了石油市场 90% 的份额。1901 年 785 家公司合并成 US Steel Corporation(美国钢铁公司)，经营范围从采矿到钢加工，具备了 65% 的全国制钢能力，总收购金额 14 亿美元若按 1990 年美元价值计算称得上是美国五大历史并购之一。全国 15% 的制造公司因横向兼并消失，许多公司获得了比以前大得多的市场份额，集中发生兼并的行业有：铜业、铅业、火车车厢、炸药、锡罐、烟草、电器设备、橡胶产品、造纸、农场机械、制砖、化学产品、皮革、糖业、商务机器、照相设备及鞋业等。

并购的产生背景：上世纪初生产技术和组织管理观念有了很大革新，国会通过了 Sherman 反托拉斯法案对企业间合谋行为进行法律干预，现代意义的资本市场在此间崛起。新的生产技术和新的产品提高了工厂生产效率，促成大规模生产和大市场概念。“松散的组织形式”（Decentralization Form）强调公司的核心管理层只做主要决策（如发展计划和财务决定），日常事务则由部门经理处理，这样管理层得以控制更多地域，使兼并活动在更大范围内开展。

铁路是这段时期最重要的商业贡献。由于铁路的建设，一个个分散的地区市

场得以连接，工厂产品可以较以前更快、更廉价地运到顾客所在地，推动了某些行业的集中和横向合并行为。1990 年国会通过了 Sherman 反托拉斯法，明令禁止公司间通过合谋垄断市场获取超额利润，但公司若购买另一公司资产不算违法。正是由于这个法案，横向兼并登上历史舞台。该法案还通常禁止积聚垄断权力的行为，但在这次并购浪潮中未严格执行。

现代意义的资本市场在上世纪初发端，此时公司自行发行证券融资，并得到所谓的“兼并制造者”（银行）的帮助。这时期的银行尚可从事储蓄、贷款、承销证券等综合活动，银行“并购推销员”竭力促使公司参与合并以赚取佣金，加速收购活动的开展。

1904 年 Northern Securities 一案裁定 Sherman 反托拉斯法案同样适用于兼并活动，原先通过购买其他公司股票从而占据市场垄断地位的做法被禁止。许多兼并者在吞并原有的竞争对手后发现市场上又来了新的对手而未能达到预期垄断目的，公众和金融界对此大失所望而不再购买收购公司的股票。在这样的形势下这轮收购浪潮随着 1904 年股市崩盘、1907 年银行界恐慌和许多兼并失败而退去。

二、第二次浪潮（1910 至 1930）

距第一次浪潮结束后不久，第二次收购浪潮紧接着以新的内容登场并且持续长达 20 年。难以数计的电力、煤气、自来水设施控股公司通过横向兼并方式化零为整，在购并消失的 11852 家公司中，24%为公共设施部门，9%为银行。制造和采矿领域也发生了一些合并，但冲击较前一次小，突出特点表现为“第二大公司”的崛起，如 Bethlehem Steel 和 Republic Steel 合并后形成了仅次于 US

Steel 的第二大钢铁公司。与第一次相比，第二次浪潮中多家公司合并的情况不多见，但是在收购的绝对规模上胜过第一次。

兼并在这一时期的形成得益于交通和通信的发展。汽车、无线电的发明和普及拓宽了传统的商业市场范围，商业可以不必沿主要铁路线发展。家庭汽车帮助消费者主动寻找合适的商品，扩大了他们的活动空间。食品、金属、化学工业等横向收购活动频繁。国家商标和品牌在这段时期形成，主要得益于无线广播和电台的广告使其家喻户晓。

这一时期的合并中双方公司的价值都有增加（后期的收购中这点将有变化），发起公司的股值并无损失。由于横向兼并已受到法律的严格限制，企业便转向纵向收购。1914 年 Clayton 反托拉斯法案通过，明令禁止意在减少竞争的专门行为，规定不得借收购对方股票而减少事实竞争，但对购买对方公司资产的行为并未提及（公司仍可借购买对方的资产而实现与之合并的目的）。1914 年成立联邦贸易委员会(FTC)的法案通过，授权 FTC 监督大公司减少竞争的行为，政府监管收购的又一职能部门建立（此前有司法部反托拉斯局）。

纵向收购与横向收购相比优势在于生产和市场具有规模经济。第一次兼并浪潮中产生的许多新兴公司虽然具备生产职能但无充分生产条件（如生产所需机器设备）。随着公司不断发展，上家提供产品材料来源，下家生产终端产品，原来许多公司生产一种专门产品的情况变成了合并后的公司能连续制造产品或生产多种产品，一些公司借助收购上下游公司的控制权来发展。按数量或资产价值论，1926 至 1930 年 53%的收购具有横向性质，其余都属纵向性质下的产品延伸，多产品公司在这段时间大量崛起。

同第一次兼并浪潮相似的是，职业化的“促成者”（主要是投资银行家）刺激

了收购。收购活动越频繁意味着投行可以发行更多的证券，带来更多的利润。此期间已有不少的银行兼并活动，有数字表明：

1919 至 1920 年间，有 180 起合并。

1921 至 1925 年间，有 330 起合并。

1926 至 1930 年间，有 550 起合并。

1930 至 1931 年间，有 1567 起合并。

1933 年后，每年银行合并数在 200 起左右

1941 年至 1945 年，每年银行合并数量在 100 起左右

合并扩大了银行的规模，商业银行藉此可以为企业提供更好的服务，并且减少自身破产的可能。

此次兼并浪潮随着 1929 年股市崩溃、大量收购公司的失败而结束。在第二次浪潮中产生的许多设施控股公司宣布破产，制造公司萎缩。30 年代的立法重点在于防止 20 年代的经济崩溃重复，要求相关方准确披露信息。1933 年通过的 Glass Steagall (格拉斯·斯蒂格尔) 法案将商业银行和投资银行的职能相分离，这规定一直持续了 60 多年。

三、第三次浪潮（20 世纪 60 年代）

这段时期的重要特点是不同经营类型的公司合并，组成联合集团，公司的产品多样化，例如 LTV 公司先后收购了 Great America, Brandiff Airlines, National Car Rental Company，一家银行和一家房地产公司，可谓成份复杂。ITT 则收购了 Sheraton Corporation, Avis Rent a Car, Bobbs-Merrill Publishers 和 Hartford Fire Insurance 等多家不同类型的公司。1950 至 1955

年收购活动中有 70.1%是横向兼并、5.3%是集团式兼并；而 64 年至 72 年横向兼并的比例降至 38.2%，集团式兼并则升至 36.2%。根据联邦贸易委员会的统计显示，如果产品延伸和市场延伸类的收购也算在集团式收购下，则 1961 至 1970 年收购资产额在 1000 亿美元以上的并购案中 78.5%为集团式兼并；1950 至 1977 年公司从事的商业活动种类平均增长了 2.85 倍。

集团式收购因联邦政府对横向和纵向并购更趋严格的审查而得到发展空间。美国司法部在此期间颁布了收购准则，规定反托拉斯当局可按照 Clayton 法案第 7 条款对任何收购提出质疑。对于收购另一规模相当公司的行为，司法部均可就潜在竞争、互惠、障碍设置等事项进行考察。“潜在竞争”事项指因收购而减少潜在的行业竞争，非指实际竞争行为；“互惠”事项指总体经济的集中程度因收购而增加(几乎任一大合并都会违犯此规)；“设置障碍”事项指收购会妨碍行业的新加入者。新的准则条款令人畏惧，有意思的是在几起诉讼案中政府常常败诉。1950 年美国通过了 Celler-Kafauver 修正案，对横向和纵向收购具有直接限制作用，该法规定：借收购对方资产而减少事实或潜在竞争的行为非法，弥补了原来 Clayton 法的漏洞。由于该法的实施，60 年代后期联合集团式的兼并大规模展开，企业选择与自身业务毫无关联的公司原因之一在于避免反托拉斯法的指控，当时这是通过兼并来实现增长的唯一办法。

商学院的传授对 60 年代并购潮做出了最好的哲学解释。当时学院认为：好经理可以管理任何事务，并称每个部门都可以利用核心管理的经验来创造额外效益，任何一家公司都值得经理们去收购。

此次收购潮同样得益于上升的股票市场。许多公司的执行官借此玩起了收益游戏：吸收市盈率低的公司、改造表外债券融资、表面提高收益率为其股价高

抬提供借口，内部毫无增长的公司从外部创造了增长的迹象。

在此期间理论界还盛行一种说法，认为多种经营有助于熨平商业周期的起伏。在这种理论指导下，公司们普遍认为可以通过发展多种经营进入无关生产领域从而降低系统风险。这种集团合并理论试图解释为什么合并会创造价值。股市起初对此积极回应，后来则走向反面。

机构投资者同样为追逐高成长股推波助澜。1949 年在纽约证交所上市的股票投资中有 95 亿美元为机构投资者掌管；1960 年达 700 亿。各种基金激烈竞争，吸引新的投资、选择高成长股的任务落在经理人身上。他们热衷于玩收益游戏甚至蓄意策划收购活动。

敌意收购在 60 年代开始露头。那时只有中等规模的公司才是敌意收购的对象，采取的方法往往是暗中吸纳对方股票，等到对方明白而要采取防御时一切已晚。针对这种恶意行径，1968 年美国会通过 Williams 法案，要求收购一方必须就收购意图向证券委员会、目标公司、证交所和相关股东发布通知，要约收购期限不少于 20 天，禁止靠恐吓手段胁迫对方股东接受收购要约；发布虚假不实消息诱使股东出售股票的行为非法。更为关键的是，法律要求个人或集体购买公司股票达 5%或更多时需向公众披露持股意图。Williams 法案基本上建立了要约收购的规则。

集团式收购的浪潮最终退却的原因有很多，其一是 69 年股市下挫。当公司完成收购并未如期实现市盈率的增长时，收益游戏所赖的高价股票就难以为继，投资者失去信心，股价下跌。分析家们也明白了公司所玩的把戏。其二，由于公司过度负债，经济一旦下滑难免身陷困境。其三，联营集团投资回报率低、销售和利润不稳定导致了自身失败。虽说分散经营能降低系统风险，但不及共同基金

投资许多公司股票的做法来得更稳当。

Williams 法案总体上对收购的恣意发展是一大震慑，但也产生了一种可能：一个原来可能是好的收购计划有可能因披露信息过多而导致结局迥然不同。对手知道得越多就越能采取有效防范措施。此外会计法的标准改变（1970 年明确界定了权益联合法在并购中的适用规则）和税法的调整（1969 年通过 Tax Reform 法案）均对此次并购浪潮大大降温。

四、第四次浪潮（1981 至 1989）

产生背景：涉及公司治理的重组行为大规模展开。提高公司运营效率的办法包括缩小企业规模、退出原行业、进入新领域、在杠杆资本化下债务权益互换、与别的企业合并等多种形式。60 年代成立的集团公司有的因经营不善纷纷瓦解，分立、剥离或出售后成了新的收购对象。

80 年代有理由让人认为是一个巨型并购的时代。成功的敌意收购和巨大的目标公司现象使公司的执行官们觉得若不去收购别人就被别人收购，收购防御的手段此时也多样化。股市在此期间繁荣，让一些人觉得就是溢价收购也值得一试。强经济伴随着较低的市场利率，收购融资成本变低，来自美国境外的竞争在 80 年代变得比以往更加激烈，竞争使美国企业认识到要成为“精悍、善于进攻的机器”就必须降低成本尤劳动力成本，提高企业效率，将成熟的工业转到其他增长的行业中。许多公司借助兼并达到目的。80 年代造就了诸如有线电视、无线通讯、家用电子产品、个人电脑、隔日快递等新技术和新的服务产品，企业以同样的成本投入，产出较以前更多，卖出越多，发展越快，这种趋势导致行业容易产生横向和纵向的收购行为。

垃圾债券市场是激发收购活动的一大金融创新。Drexel、Burham & Lambert(DBL)公司的 Michael Milken 在 80 年代发展了这一市场。早在 70 年代他就建立了一个垃圾债券市场营销“坠落天使”——发行时属投资级股票但坠入非投资级别的债券，他努力说服顾客相信公司会为这些债券营造交易市场。70 年代后期他转向专门发行垃圾证券——发行日即定在投资级别以下的债券，该市场获利极为丰厚，到 80 年代中期垃圾债券总额达到 500 亿美元，而 Drexel 公司是当中的主营销商。

1988 年 Kohlberg, Kravis, and Roberts(KKR)公司成功运用杠杆收购的方式买下了 RJR Nabisco 公司，一跃成为有史来最大的收购案。杠杆收购(LBO)的方式有两种：传统杠杆收购(Classical LBO)和分离杠杆收购(Breakup LBO)。传统杠杆收购的做法是以目标公司的资产和现金流作抵押贷款收购公司，再将公司私有化，公司债务的高级债权人通常是银行和其他的传统贷款人，处于高级债务和股东权益之间的“夹层融资”通常由垃圾债券作最终支撑，公司由少数几个股东所有，债务偿还依靠目标公司的强现金流或出售公司资产在短期内实现。通常公司所有者会将公司再度上市获取巨额利润。分离杠杆收购行为下贷款和公司私有化的过程与传统杠杆收购一样，不同处在于先是拆散公司、分别出售后再清偿债务。集团公司因具有不同的生产线而容易拆分成为杠杆收购的最佳对象。1987 年通过的税法严厉禁止了利用分离杠杆收购谋取利益的做法。

当年 KKR 公司在杠杆收购 Beatrice Foods 公司后的四年里赚了 22 亿美元，相当于每年利润率 50%。由于公众对参与杠杆收购的极大渴求，KKR 公司等专门建立了收购资产池，发现机会随时投资。杠杆收购盛行的原因或许是当年垃圾债券有利可图，股市不断增长，尚有好的目标公司并且早期的交易还能赢利，但是

随着 Milken 和其他基金经理人因种种欺诈行为被起诉，垃圾债券市场开始下滑。1989 年开始实施的 Financial Institutions Recovery and Enforcement 法案实质上迫使存贷机构卖出垃圾债券，Drexel 公司和垃圾债券市场最终在 1990 年崩溃，国家经济开始下滑，过多的美元追逐过少的潜在目标，杠杆收购交易的利润在后期大幅下降。出于以上原因杠杆收购退出时代舞台。

80 年代商业竞争表现出全球化特征。英国、加拿大、日本等国的公司开价收购美国公司，美公司也积极在国际市场上寻找兼并对象。敌意标购再次突出，虽然数量不多，但因规模大引人注目，如 Time Inc., RJR Nabisco 公司一度都是敌意收购的目标。目标公司如不接受可诉诸法律，寻求反托拉斯法裁决，有时这样做仅仅是为了争取更多的回应时间。收购防御的方法日渐增多，如绿色邮件、毒丸、帕克门战略、白衣骑士、反收购修正案和金降落伞等。有几种战略收购的模式颇为盛行，设计宗旨是确定公司未来的发展目标以及如何通过收购实现这些目标。按照这种理论，不仅仅是那些有着稳定现金流或高成长的公司，各种收购都是可行的。现就收购活动较为活跃的行业表现分述如下。

在能源领域，80 年代前石油工业已将活动范围扩展到煤、油页岩、核能等领域，70 年代的油价飙升导致石油收益高涨，1979 年的伊朗伊斯兰革命、两伊战争及随后的石油输出国组织对油价的控制使美国本土石油储备弥足珍贵，美国石油公司拥有了珍贵的资源和高额现金流。有些石油公司把现金投放到昂贵的石油开采和资源开发上，炼油能力虽得到提高，但同时也成了那些要减少开采投入的石油公司最好的收购对象，例如 1979 年 Shell Oil 收购 Beldridge 公司，1981 年 Du Pont 收购 Cononco，1984 年 Mobil 收购 Superior Oil，Chevron 收购 Gulf Oil 等。87 年底石油危机过去，油价回落，石油利润骤跌。在此背景下 80 年代

后半期和 90 年代早期许多石油公司进行了重组, 如 Exxon, Mobil 和 ARCO 公司等。

在天然气领域, 由于价格管制放松, 政府鼓励价格竞争, 设施和工业用户可自行选择天然气供应商。不仅管道输送公司, 第三方也可销售天然气。竞争中一些公司吞并了其他公司, 如 83 年 CSX 收购 Texas Gas Resources, 85 年 Coastal 收购 American Natural Gas 等。

在电信领域, AT&T(美国电话电报公司)的垄断势力太大法院裁定其必须分解(1982), 后分成长话业务和七个地区性的本地电话公司(俗称 Baby Bells)(1984), 长途电话市场的竞争大门从此打开。MCI、Sprint 和其他的小公司开始占有原属 AT&T 的市场份额, 但由于进入费用太高后期难以为继转向了收购和合并。MCI 在此期间异军突起, 展开了一系列收购, 与 AT&T, Sprint 形成三足鼎立的局面。小贝尔公司着手开发了传真机、在线服务、优惠长途电话、传呼、移动电话业务, 获利颇丰, 甚至进军黄页出版市场。1985 年 Pacific Telesis 收购 Communications Industries、移动电话和传呼公司, 贝尔南方收购 Mobil Communications 和移动电话运营商, 进军移动电话市场。

移动通信市场在 80 年代开始起步, FCC(美国联邦电信委员会)用了两年时间颁发许可证。Metromedia 公司原为一家广播电视公司, 对便携电话产生浓厚兴趣, 为减少申请营业许可证的时间直接收购了几家小型的起步公司。由于只有大型、资本充裕的公司才能做电信基础投资, Metromedia, McCaw Cellular, Baby Bells 在 80 年代全面开始了收购拥有电信经营许可证的小型公司, 移动通信的用户从 1989 年的 350 万户发展到 1993 年的 1000 万户。

美国商业银行自 80 年代后期开始合并, 此时商业银行面临的挑战和问题颇

多，如证券交易公司能够提供货币市场资金与储蓄银行竞争，拉美地区和一些杠杆收购的贷款利率上升、石油价格波动、房地产收益降低、地区银行数目过多、官僚习气严重、顾客太少、分支太多等等。技术方面，80 年代个人电脑和次日递送服务普及，银行能够轻松地处理更多的交易。法律方面，银行从事收购经历了一个逐步放开的过程。1927 年的 MacFadden 法案禁止银行跨州建立分支机构，但有些银行通过组建控股公司绕过该法（因立的是州章程只受当地州法管辖），1956 年 The Bank Holding Company 法案禁止非银行机构拥有银行，银行业被限制在一个实体范围之内。The Douglas Amendment 法案禁止银行跨州收购，除非州法特别明示许可。到 1972 年有几个州允许银行跨州收购，1982 年康涅狄格州和马萨诸塞州允许银行在新英格兰地区跨境兼并，此举最后得到了法院同意，其他州遂竞相效仿通过类似法律。1982 年联邦法令允许银行跨地区收购任何一家倒闭银行，银行业的合并就此展开。1980 至 1994 年间，有 6374 起银行并购发生。81 至 97 年每天消失 1.7 家银行，87 年达高峰，90 年代中后期达到第二高峰。1999 年 25 家大银行控制了全美银行资产的 70%，80 年代和 90 年代堪称是银行合并的年代。

电信领域同样经历了一个放开的过程。联邦电信委员会（FCC）在 70 年代开始批准小公司经营电缆，几个大公司和诸多小公司互相逐鹿，80 年代的电信兼并资产额达 260 亿美元。1984 年 Cable 法案解除了电缆业的管制，允许电缆公司提高收费，限制地方政府驳回公司经营业务的权力，另规定电话和电视公司不得经营拥有电缆公司，电缆公司间收购热情于是长期保持，至 1991 年底 TCI(Telecommunications Inc.)公司拥有 1000 万用户，Time Warner 公司 660 万，Continental Cabletelevision 公司 280 万，Comcast 公司 170 万，Cox 公司

160 万，五大电缆公司占领了全美 44% 的电缆市场。

传媒领域：1981 年前美国电台公司可拥有的广播电台数量为 7 个 AM 台、7 个 FM 台，FCC 现将其提高到各 12 个。收音机小型化增加了听众数量，收购广播电台的活动进入了一个小小的繁荣期。1984 年 782 家广播电台被收购，1985 年为 1558 家，此前 70 年代平均每年为 100 家。随着有线电视台的增加，传统电视网络因广告收益大幅下降、市场萎缩和财务状况恶化导致行业内收购活动频繁发生，如 Capital Cities 公司收购 ABC(美国广播公司)，Loews Corporation 获得 CBS(哥伦比亚广播公司)控制权，GE 收购 RCA 后 NBC(全国广播公司)成了其附属。1984 年美法院裁定观众可以在家录制电视节目自用，以前电影往往是在影院放映后转到电视台播放，而今为增加更多收入直接进入录相渠道，录相出租业在全国繁荣发展，形成连锁经营。电影制片厂因收入可观而为大公司收购，如 Coca-Cola 公司收购 Columbia Pictures，Ted Turner 公司收购 MGM/UA。80 年代后半期影视公司开始将节目内容和发售渠道结合，电缆公司也购买有线电视频道，如时代公司和华纳公司的合并将电缆传输、电影和影片制作、图书杂志出版、录音业等全部融合。外资收购美国媒体公司也是这一时期的一个特点。

由于经济衰退，两伊战争，反收购机制强化，垃圾债券市场断裂等原因，第四次兼并浪潮结束。

五、第五次浪潮（1992 年至今）

进入 90 年代后，并购活动大大超出了一国范围在全世界进行，美国以外地区的跨国并购明显增长。1998 年世界并购交易总额达 27000 亿美元，99 年达 34000 亿美元，增幅达 25.9%。美国的并购活动在 80 年代最高峰时达 3336 起，2000 年

时更达 11123 起。

“战略杠杆收购”方式兴起，与传统杠杆收购相比不同处在于，收购方先吞并一些小公司，将其重组后形成大公司，再寻求重新上市(IPO)。垃圾债券市场复苏规模还超过了 1988 年。以往的收购主要使用现金，这次用股票作为交易支付方式的比提高，纵向并购现象颇为普遍，股市在 90 年代初期再次上涨，即使收购溢价比近 50%也有人考虑(对此现象本文第二部分将作进一步分析)。克林顿时期经济复苏、长期稳步增长，市场利率降低，收购融资再次变得容易。

90 年代又有许多技术革新。信息系统、计算机软件、硬件、微波系统、光纤等高科技的运用催生了大量新兴产业，尤其值得一提的是互联网和电子商务的发明。互联网和电子商务发展到今天社会受益颇多，由于网上销售避开了中间商和零售商，企业可以从厂家直接订货即刻发运，大幅减少存货成本最终提高企业效益。同一时期交通、电信、金融、能源业的管制放松加快了这些行业的内部竞争，合作兼并再次成为一种发展工具。主要行业表现综述如下：

能源领域垂直收购方式常见，天然气厂家依靠收购进入商家的市场销售范围，如 1994 年 Panjandrum Eastern 公司购买 Associated Natural Gas 公司，服务设施公司需要天然气公司的市场经验，采取了直接购买对方的做法，广大顾客凭一张订单就可以买到一打服务，带来极大的便利。

90 年代金融机构服务的界限开始模糊。商业银行发放贷款开展信用消费；储蓄和贷款协会吸纳个人储蓄发放抵押贷款；投资银行承销配售证券；经纪人参与证券零售；保险公司经营风险。80 年代金融机构领域就曾掀起收购风，但相继失败，进入 90 年代后兼并收购重新复活，地区性的超级银行纷纷产生，如 1998 年 Nations Bank 和 Bank America 的合并金额达 616 亿美元。普遍认为超级银行可

以大规模提高效益，大范围地应用最好的技术革新，能够参与全球金融业的竞争。确实经历了 90 年代购并潮之后的美国银行由弱变强，得以与欧洲和日本的银行竞争。商业银行和证券公司（含投资银行）的合并 1997 年有好几起，对投行而言与商业银行合作可使投行收益更为均稳，确保拥有必要资本全球运作；商业银行则可以为原有客户提供更多的投资产品以提高赢利、壮大规模。在保险领域，意外财产损失保险公司与人寿保险公司的合并也不少见，有些财险公司因损失准备金不足，公司脆弱而易于收购。而社会上的许多公司开始实行自我保险的做法，加剧了保险公司对顾客的争夺；寿险公司因在房地产和垃圾债券方面的投资不当面临问题，公众的投资兴趣由传统的购买人寿保险转向投资共同基金。正是由于两类公司的收益下降、投资不当或背负过多债务等原因，保险业的收购条件成熟，横向收购的情况非常普遍。

电信领域的收购活动发展得益于当时技术革新的推动。数字和光纤技术的结合在 90 年代早期得以商业化运用。数字技术把声音、图像和数据变成计算机信号，更多的数据得以通过系统来传输，光纤电缆采用激光传导降低了系统噪音，声音、图像、数据可以通过同一线路高速传播。90 年代美国有两个法律决定对技术革新的普及至关重要：一、批准电话公司播送电视信号。二、同意电缆公司提供市话服务。一家公司提供多种服务的平台形成，通俗理解，家中只要有一根线（无论电话或电缆线）即可以享受电话、有线电视等服务，现在美国已十分普遍，如 US West 与 Time Warner 组建合营企业，西南贝尔与其主要的电缆伙伴商 Cox 公司合作，BellSouth 投资于 Prime Cable 等。1996 年以前长途电话和本地电话业务长期分割，因为有了 FCC 的解除令而终结，市话公司可以经营长话业务，给消费者带来方便。

传媒业：广播电台的合并依旧进行，Westinghouse 公司在 1996 年收购 Karmazin 广播公司、97 年收购 American Radio Systems 而成为全美最大的连锁广播公司。Viacom 收购 Paramount（影片制作公司），将有电视频道、电影制作、录像发售和发行合为一体，属典型的纵向收购行为，同属这种性质的还有 Disney 购买 Capital Cities/ABC 公司，Time Warner 收购 Turner Systems 公司将节目内容与销售系统结合。

90 年代互联网大行其道。将硬件整合有 AT&T 收购 TCI 公司、Comcast 收购 MediaOne，将内容与软件整合的有 1995 年 MS(微软公司)和 NBC 组成 MSNBC，创造了在线新闻服务。微软公司继续进军互联网市场，97 年买下 Web-TV，看中了这家公司软硬两个平台可以做互动电视。微软向 Comcast（一家有线电视公司）注资，将有线电视变成了微软发布数字产品的平台。Oracle 公司和 Sun 系统公司成为当时在电视－互联网交互领域与微软竞争的公司。2000 年 1 月美国在线（主营互联网业务公司）以 1620 亿美元收购时代华纳，创下了历史最大股票交易量。对此案本文第四部分将作进一步分析。

上世纪 90 年代美国医疗卫生保健行业的收购活动也大量涌动。医药公司与门诊医院、医药公司与生物技术公司、卫生维护组织(Health Maintenance Organization)及保险公司纷纷合并。医药领域广泛开展收购的背景在于：市场上明星药物的生产专利很快到期，长期保持市场份额不易，而新药的研制周期缩短，对手具有很强的复制能力，此外药品的价格成本一直面临着 HMO 和政府的压力。当时最大的 5 家制药公司每家所占市场的比例均在 5%内（美国），还存在相当的发展空间。药品生产公司亟需具有市场发展前景的技术，而生物技术公司因申请政府的批准费时费力缺乏研发所需的足够现金，两者互相补充，一拍即合。

突出表现的有：Columbia 公司收入 7000 所医院，成为当时最大的连锁医院集团；Beecham 公司有自己的药物研究经验和几个知名的药物品牌，选择与 SmithKline Beckman 公司合作看中的是后者既有的美国市场。制药公司和生物技术公司、制药公司和药物作用管理公司间的纵向合并成为第五次并购浪潮的一个组成部分。

纵观一个世纪以来的美国收购浪潮，不难看出每次浪潮都发生在股市上扬期间，市场利率较低、经济好转，每一次的相关立法都会导致横向的、纵向的或联合的收购行为发生；技术和理念的革新影响了许多行业，在第一次浪潮中铁路的建设发展最为重要，后来则是汽车、无线电、商业哲学、个人电脑、移动电话和互联网的发明普及等。前四次浪潮有共同的结束原因，明显地如经济衰退、股市下跌，立法因素，许多合并的失败。几次浪潮的不同处有中期购并出现了敌意收购和防御性收购机制，并购发生的领域在变化，后期全球化的特点更为突出。

第二部分 二十世纪九十年代收购量化分析

上世纪 90 年代世界并购活动规模达到世纪巅峰，有的迄今尚未完成。本部分专门就收购活动作量化分析，希找出一些特点。文中数据¹除特别指明外均用并购的净宣布值作为指定年度的收购指数分析基础。净宣布值为当年宣布的并购数量减去未能成交的交易量。样本分析范围为发生在美国及跨美的收购活动。为方便阅读，所有图表均放在正文最后便于查找。

¹ 本部分所用数据和图表均来自 MergerStat Review 2000 Edition, New York 及其近期更新数据

一、并购市场的特点分析

图 1 “1980 至 1999 年并购金额在 10 亿美元以上的交易”显示出 90 年代收购活动的确是突飞猛进：1991 年 14 起，以后逐年增加，98 和 99 年两年内共有 354 宗 10 亿美元以上的并购活动，比 80 年代的总和还多。

图 2 列出有史来最大的 25 起并购案。除表中居第 25 位的 KKR 收购 RJR Nabisco 是在 1988 年发生外，其余均在 1997 至 2000 年间发生：97 年 1 起，98 年 9 起，99 年和 2000 年各 7 起，密集程度可见。最大的 25 起并购所属行业表现为：通信业 11 起、金融服务业 5 起，能源业 4 起、制造业 3 起、其他 2 起，反映出一定的行业活跃趋势。

图 3 显示了 1962 至 2003 年的并购活动：自 1980 年的 1889 起至 1986 年的 3336 起，下降至 1991 年的 1877 起，后又升至 1999 年的 9628 起，2000 年的 11123 起，2003 年又稍降至 8232 起（引自 MergerStat2004 年 2 月份综合数据）。

图 4 显示了并购总值的变化：1991 年至 1999 年年均增长率为 45%，99 年总值为 1988 年的 5.6 倍，总体呈快速上升趋势。并购活动呈近似周期性的规律。1988 年和 1999 年达峰值，80 年和 91 年达谷底。

图 5 分析了收购总值占美国当年 GDP 的比例变化。可以看出从 1970 年至 1999 年，70 年代并购活动相对平稳，比例在 2% 内，80 年代曾达 4.8%，91 年为 1.2%，1999 年则为 15.3%。图 6 显示出过去 20 年间中等并购表现相对平坦，平均值与中值的差异表明存在了巨大的样本，即是 90 年代后期的巨型并购活动，收购值在 10 亿美元以上的并购在进入 90 年代后每年都在增长，这反映了 90 年代中晚期经济的强劲势头。

图 7 显示了 90 年至 99 年的收购溢价现象。收购溢价指收购宣布日前卖方股票的市值与收购方支付的收购价之百分比差。数据表明，尽管 90 年代收购越大越频繁，但平均溢价变化不大，平均值在 35%至 45%间浮动，中值则在 27%至 35%间浮动。

图 8 分析了 90 至 99 年间的市盈率现象。市盈率（股价比每股收益）在这段期间相对稳定：90 年为 20，晚期为 25。相比之下，标准普尔 500 指数股变动更为频繁：90 至 98 年变化区间在 15 至 25，而在 99 年则为 32.6，为十年间最高值。可以说，股票的市场价格主要还是受该股收益影响，较收购价言则较轻。

图 9 显示了股票交易所占比重的变化。通常认为，市场股价高扬可以使收购公司用自身股票去收购别的公司。从图中可以看出 96 至 99 年收购中使用股票的比例却呈下降态势。以 MergerStat 的样本看，90 年代的股市繁荣并未导致用股票作为基础的收购活动异常。

90 年代的收购不仅在规模和数量上有大幅增长，为收购支付的溢价也在增长：收购溢价在 39.5%，相比之下，86 至 89 年间为 30.4%。

有实证分析（Bradley, Desai, Kim）指出经风险调整后的购方收益在 70 年代为 1%，而在 80 年代为 -3%。近年的收购者们也经历了负收益阶段。以美国在线（AOL）收购时代华纳（Time Warner）前后股价和成交量变化为例，AOL 收购 Time Warner 时，AOL 的股价在宣布当日降 1.125 美元，以 11 亿的流通股存量计算，首日交易则带来 12 亿美元的损失。第二天下跌更达 100 亿。除埃克森公司（Exxon）的股价未受任何影响外，历史上最大的五家收购方都在合并宣布后损失不菲。南方贝尔（SBC）的股票因为市场资本结构重新确定损失 100 亿美元。Pfizer 公司宣布单方面收购 Warner-Lambert 后一周内损失达 50 亿美元，有趣的

是此前 Warner-Lambert 公司的执行官们还在忙着和 American Home Products 大谈收购协议, 而 Pfizer 公司已获得对 Warner-Lambert 的控股权并开价 820 亿美元进行敌意收购。

二、案例分析

投资者多认为大多数并购对收购方而言成本过高了。为了给溢价找到合适的理由收购方必须极大地提高目标公司的业绩, 发掘更多的协同机会, 而通常这种提高实现起来很难, 预期回报率难以实现。按照 Solomon Smith Barney 公司的调查, 以美国为例, 有数据表明 90 年代金额在 150 亿美元以上的交易中, 收购自其宣布之日起至 2000 年 10 月 30 日, 收购一方普通股的表现要逊于 S&P500 的成分股 14%, 比同行业低 4%。

财富杂志的 Stern Stewart 对 1998 年的 6 大收购案做了一个汇总调查(1999 年 1 月)。这些案子均表现出一个特点, 即只有当合并后的新公司比原目标公司的发展速度高出许多才可能说这个收购对买方有利。先看 Exxon 与 Mobil 合并案。1998 年 Exxon 公司以较时价高出 34% 的溢价(共 200 亿美元)购得 Mobil 公司, 尽管与 80 年代总体溢价程度相比这个溢价比还算低, 但对一个成熟的公司而言则不低。按照 Stern Stewart 关于公司价值的定价公式:

$$\text{Firm Value} = \frac{\text{EBIT} (1-T) (1-\text{Growth}/\text{ROI})}{\text{WACC}-\text{Growth}}$$

(公式中, EBIT 息税前收益, T 为税率, Growth 为增长率, ROI 为投资回报率, WACC 为加权平均资本成本), 如果要为 200 亿美元的溢价找到合理解释, Mobil

公司的潜在增长率须从 9.9%升到 12.9%，或者说只有当 Exxon-Mobil 的资本收益率（ROC）必须在 2003 年达到 17.6%，而 Mobil 在收购前五年内的最高年回报率仅为 12.2%。虽然这种发展速度难以实现，Exxon-Mobil 的合并还是较其他合并发展得好。2000 年夏季，公司首席行政官 Lee Raymond 宣告新公司成本压缩达 46.6 亿美元，比公司上年 12 月底提出的 38 亿的目标超出了 20%，更比其早先估计的 28 亿高 65%。或许效率引起了超期收益，Exxon 的股价在接下来的 18 个月中上涨了 17%。

再看 AT&T 收购 TCI 公司的例子。1998 年 AT&T 为了收购 TCI（主营电缆业务）支付了 87 亿美元的溢价。按财富杂志的说法要提升 TCI 日益老化的电缆结构 AT&T 需花费 4 年的时间和 20 至 30 亿美元的追加投入。“华尔街报”有报道说“为 1000 万户家庭支付 480 亿美元，听起来真是个天大的数字，而这仅仅是电缆用户。另外还须增加 50 亿美元的投入来提升电缆网络以实现双向交流，转换过程中还会有一些客户流失。”按照 Stern Stewart 的数据，AT&T 控制下的 TCI 要是能创造价值，须从现已极度臆测的 18%的增长率提高到 20%，可惜没有任何证据表明 AT&T 能够做到。为了这次收购 AT&T 的债务不得不再翻一倍。由于收益增幅甚微，AT&T 受到债权人严格审查。自收购后公司股价下跌了 50%。2000 年底，AT&T 公司终在法院裁定下宣布将分解成 4 个独立的实体，独立经营。

1998 年 4 月 8 日 Consecro 公司同意以 71 亿美元的代价买下绿树财务公司。同一天，Consecro 的股价应声下跌了 8.625 美元，跌幅达 15%。这笔交易原本计划以 86%的溢价完成，据 Stern Stewart 的定价公式看，绿树公司未来恒定的增长率须由目前的 0 升至 10%Consecro 的这笔收购才算亏。两年内 Consecro 公司接连实现了市场的最坏预期：收购后三个月内，Consecro 公司股价直线下跌了

10%（公司市场价值曾居 200 亿美元）。收购后两年，公司更换了管理层，原公司首席执行官，也曾是公司的创立者在压力下辞职。华尔街认为绿树公司的收购是一场灾难，Conseco 公司为这笔交易支付了太多。

总的来说，历史上的巨型并购均发生于 1997 年后，这些收购活动集中发生在电信、金融及与能源业，反映了这些行业近年来经历的巨大结构变化。实证分析表明收购发生后受益的主要都是目标公司一方。并购溢价自 80 年代以来持续增长，但原指望借收购达到协同效用、提高运营能力的目的未能如期实现。

第三部分 兼并收购理论和经验

世界并购发展到今天，可以说对于收购的行为、方式、动机的理解相当完整。本部分在此做一归纳性介绍。²

一、收购的类型和动因

如前面叙述中提到上世纪收购活动有横向、纵向和混合并购(或称集团式收购)几种形式，现就各自特点综合如下。

1. 横向并购。又称水平收购，即生产同一产品的厂商或是在同一产品（或服务市场）领域竞争的销售商（或服务机构）之间的兼并与收购，主要目的是为了扩大市场份额和节约经营费用。研究表明企业间最大的成本差异体现在单位产品中分摊的采购费用与市场营销费用上。市场份额高的企业能够有效利用大宗订货获得更多的采购价格折扣，这样可以降低单位产品成本；能够充分利用媒体宣传

² 部分参考了《投资银行学》（何小锋、黄嵩编，2002）相关内容

作用进行营销，从而降低单位产品的营销成本。横向并购可以减少市场竞争者的数量，改善整个行业格局，有利于行业整体利润提高。

2.纵向并购。又称垂直并购，即与本企业生产活动紧密联系的上游供应商或与下游经销商（或产品用户）之间的并购。纵向并购可以将市场交易转变为企业内部交易，节约交易费用，降低市场交易成本。纵向并购可以有效地解决由于专业化分工引起的各生产流程的分离，将它们纳入同一企业中，减少生产过程中的环节，降低操作、运输成本，从而充分利用生产能力。纵向并购使企业能有效控制其产品的整个生产流程，增强其产品的市场地位。

3.混合并购。既非横向又非纵向联合而是追求业务多元化的兼并与收购。有效规避了单一行业、单一市场的经营风险。在混合并购中也存在由于企业经营规模扩大而带来的采购费用与营销费用占总费用比重下降的趋势。

二、企业扩张理论

收购一方面表现为企业扩张，另一方面则为企业收缩。企业的扩张理论主要有经营协同效应理论、财务协同效应理论、企业快速发展理论、代理问题理论和市场占有理论等。

（一）经营协同效应

经营协同效应是指企业通过扩张使生产经营活动效率提高而产生的效应，这点已为大多数人认可。经营协同效应的产生主要有以下几个原因：

1.企业经营达到规模经济。企业扩张使个别规模小的公司组成大型公司，从而有效地通过大规模生产降低单位产品的成本；市场控制能力得到提高，包括对价格、生产技术、资金筹集、顾客行为等各方面的控制能力的提高以及同政府部

门关系的改善。

2. 帮助企业实现经营优势互补。通过收购兼并能够把当事公司的优势融合在一起，既包括原来各公司在技术、市场、专利、产品管理等方面的特长，也包括他们中较为优秀的企业文化。

3. 纵向一体化。将同一行业中处于不同发展阶段的企业合并在一起，可以获得各种不同发展横向的更有效的协同。通过纵向联合可以避免联络费用、各种形式的讨价还价和机会主义行为。

(二) 财务协同效应

财务协同效应是指企业扩张后，由于税法、证券市场投资理念和证券分析人士偏好等原因而产生的一种好处。因会计法的改变单纯追求财务协同的收购现已不多。财务协同的好处主要表现在以下三个方面：

1. 实现合理避税。企业可以利用亏损递延条款来达到避税目的，减少纳税业务。

2. 提高证券价格。一家市盈率较高的公司收购一家市盈率较低的公司后，证券投资者通常会以高公司的市盈率来确定合并后新公司的市盈率。这样，合并以后企业的证券价格就会上涨。

3. 提高公司的知名度。公司扩张的行为能更好地吸引证券分析界和新闻界对它的关注和报道，从而提高公司的知名度和影响力。

(三) 企业快速发展理论

企业发展主要有两种基本方式，一是通过自身内部积累来进行投资，扩大经营规模和市场能力；二是通过兼并收购其他企业来迅速扩张规模。这一理论在实践中得到广泛运用。通过兼并收购来发展企业存在以下优点：

1.减少企业发展的投资风险和成本,缩短投入产出时间。在兼并收购情况下,通过利用原有企业的原料来源、生产能力、销售渠道和已占领的市场,大幅度降低生产过程中的不确定性,降低投资风险和成本,大大缩短了投入产出的时间差。

2.兼并收购有效降低了进入新行业的障碍。公司在进入新行业发展的时候往往面临许多障碍,如达到有效经营规模所需要的资金、技术、信息和专利,有效占领消费场所需的销售渠道等。这些障碍很难直接在短期内克服,但却能由兼并收购来有效地突破。再者,收购方式还能避免直接投资带来的行业内部供需关系失衡(因市场生产能力增加而引起),减少了价格战的可能性。

3.兼并收购可以充分利用经验曲线效应。经验曲线效应是指企业的生产单位成本随着生产经验的增多而有不断下降的趋势。经验是企业在长期生产过程中形成和积累下来的,而且这种经验是其他企业通过复制、聘请其他企业雇员、购置新技术和新设备等手段所无法取得的。若企业通过收购方式来进行扩张,就不仅可以获得原有企业的生产能力,还将获得原有企业的经验。因此,在企业需要发展壮大时,许多企业都是采取兼并收购其他企业的扩张形式。

(四)代理问题理论

由于拥有绝大多数股份的所有者承担企业成本,因此部分所有权可能导致管理者工作缺乏动力或进行额外的消费。在所有权广泛分散的大公司中,个别所有者没有足够的动力为了监控管理者的行为而花费大量的财力和物力。被收购的危险则较好地成为解决代理问题的一种市场机制。要约收购或代理权之争可以使外部管理者战胜现有的管理者和董事会,从而取得对目标企业的决策控制权。

自由现金流量理论(Free Cash Flow)是代理问题理论的一个变形。谓自由现金流量是指超过公司可进行的净现值为正的投资需求以外的资金,有些收购活动

的发生是由于管理者和股东间在自由现金流量的支出方面存在冲突，自由现金流量必须支付给股东，以削弱管理层的力量并且使管理者能够更经常地接受公共资本市场的监督。

(五)市场占有率理论。该理论认为，企业扩张的主要原因是提高企业产品的市场占有率，从而提高企业对市场的控制能力。因为企业对市场控制能力提高，可以提高产品对市场的垄断程度，获得更多的垄断利润。

三、企业收缩理论

随着企业规模扩大，经常会因为管理等方面的问题出现经营效率下降，即所谓“规模不经济”现象。正因为此，与传统的扩大企业规模的兼并与收购活动相反的减小企业规模与经营范围的企业资产剥离行为(企业分立)也包含在广义的“兼并与收购”活动中，这是硬币正反两面的关系。企业收缩大体有经济因素、心理因素、经营因素和战略因素等。

(一)经济因素

1.就任何投资标准而言都不是一个好的业务组成部分。在很多情况下，不管对公司某一特定业务部门投入多少资金与管理力量，管理层也不可能实现适当的回报，在这种情况下将其出售可能会是一个明智的选择。

2.无法实现经营目标。当一家公司的分支机构无法完成计划或其他各项经营目标时，大多数公司就会选择出售。

3.税收考虑。由于税收法规的复杂性，卖掉一个分支机构或生产线后可以通过合理避税而受益。

4.资本使用的优化选择。那些熟练利用资产出售工具的公司，在把获得的收

入投入到现有的其他业务领域或新的收购业务后取得了相当的成就。

5. 利润原因。缺乏利润是公司考虑出售的重要原因。除非是战略上的需要，否则就应出售那些持续没有利润并亏损的分支机构。

(二)心理因素。 出售亏损的部门可以消除企业所有者和管理者作为失败者的心理影响。

(三)经营因素。

1. 劳动力考虑。当因为缺乏足够熟练的劳动力以及劳动力短缺引起工资上升时，如果通过内部经营不能改变这种情况，资产出售就可以作为一种替代选择。

2. 竞争性理由。根据竞争能力的实际情况，有时选择退出市场竞争是必要的。那些经营效率不高、缺乏竞争优势的企业所有者和管理层可以从竞争激烈的市场中退出来，把自己的业务部门卖给一家更有实力的公司。

3. 管理层缺陷。有时因为某种原因，一家公司不能组织起一个有能力的管理队伍来管理一个分支机构，如果这种情况持续存在并得不到改正，就应当考虑实施资产出售。

(四)战略因素

1. 风险投资的退出。风险投资的一个重要退出方式就是资产出售，即被其他企业兼并收购。

2. 公司目标的变化。大公司经常会改变其战略目标，因而那些不再适应新目标的业务部门就会被出售，以支持符合目标的业务发展。

3. 改变公司形象。有些公司觉得有必要出售某些分支机构，以便树立新的公司形象，出售对象不一定是那些低效率或缺乏潜力的部门，而是管理层不喜欢的那些领域。

4.市场饱和。从战略角度来看，当前为企业创造利润的业务逐渐萎缩而且用于保持市场份额的投资超过它产生的利润时，一个分支机构或一条生产线就可以作为资产出售的候选对象。

四、企业所有权变更理论

本文第一部分谈到在 60 年代的并购活动中，敌意并购的情况已经出现。即使善意并购也会因双方在收购条件上的讨价还价不欢而散而转化成敌意收购。目标公司一旦遭受收购公司的敌意袭击，通常都会进行防御，采取各种反收购手段，可大致划分为：

(一)旨在提高收购者收购成本的措施：如资产重估、股票回购、白衣骑士、金保护伞和锡保护伞等³。

(二)旨在降低收购者的收购收益或增加收购者风险的措施：如皇冠上的明珠、毒丸防御计划、帕克门战略、反接管修正、清算等。

(三)反收购的法律手段。目的是逼迫收购方提高收购价以免被起诉；避免收购方先发制人，自己先提起诉讼可以延缓收购时间，以便另寻白衣骑士；在心理上重振目标公司管理层的士气。诉讼策略的第一步往往是目标公司请法院禁止收购继续进行，收购方必得给出充足的理由证明目标公司的理由不成立，否则不能继续增加目标公司的股票，这就使得目标公司有机会采取措施进一步抑制被收购。不论诉讼成功与否，都为目标公司赢得了时间，这是该策略被广泛采用的主要原因。目标公司提出诉讼的理由主要有反垄断；披露不充分；犯罪等。

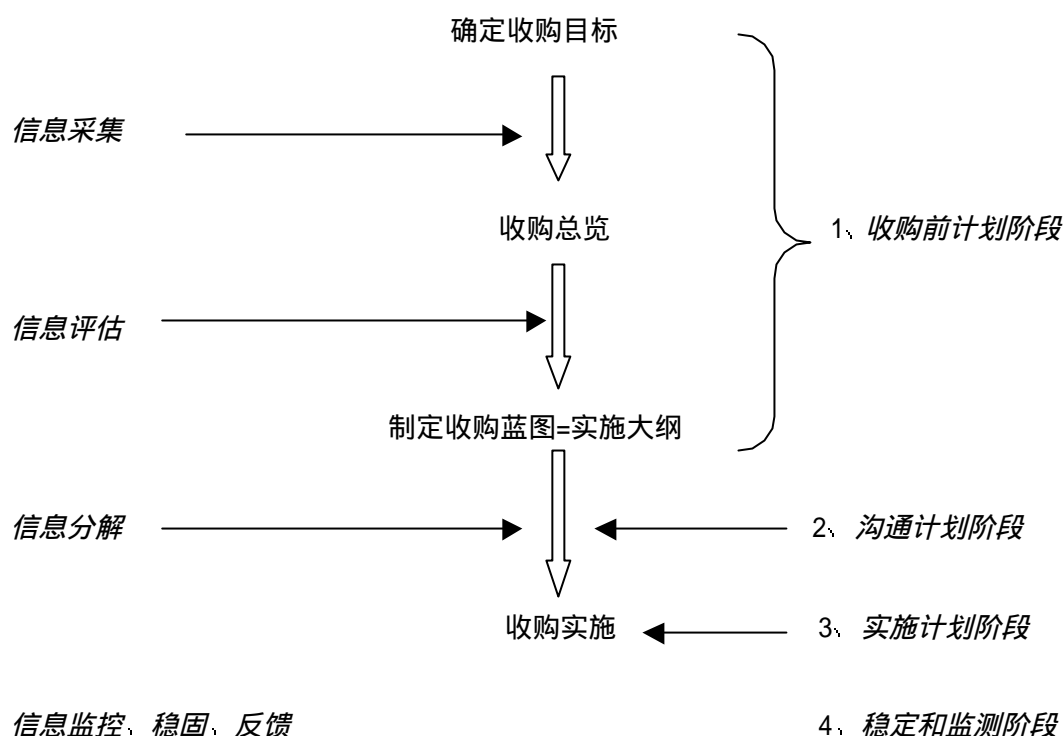
³关于反收购手段可参考 J·弗雷德·威斯通的《兼并、重组与公司控制》一书，本文不在此赘述。

(四)目标公司的早期措施。收购一旦摆到桌面上,随着时间的推移,目标公司就将处于更为不利的地位。侵入者将完全占有主动权来调查研究收购目标,安排物资,以及选择市场条件安排最有利于攻击的时机,而目标公司只有很短的时间做出反应(美国证交会对收购要约规定的时间期限为 20 天)。目标公司赢得更多时间的一个方法是利用代理咨询公司的一项新型服务“鲨鱼监视”(Shark Watching)。一些公司声称能较早发现并确认股票的积聚。绝大多数国家的证券监管机构并不要求收购者在购得一定比例的股份前(美国为 5%)表明其身份,所以早期的预警显然会给予目标公司更多的时间来寻找抵御收购的方法,而且如果大量购入股票的个人或集团并不是真正意义上的收购者,其主要兴趣只是在于他们的股票是否能以更高的价格卖出,早点发现也将会极大地降低为消除威胁所付出的费用。

五、收购的战略步骤

成功的并购依赖于每个阶段的专业化,尤其是收购整合的性质(如经济因素、人为因素、文化因素等)。不同国家的实证分析表明收购失败率达 50%以上,主要失败原因有:策略不当、高估协同作用、不现实的公司估价、公司整合管理不善、时机不好、公司间的文化冲突、组织过大、内部沟通不充分等。观察成功的并购案例,可以看到以下特点:收购方战略清晰,整合过程紧密有序、高素质的高级管理层等。从宏观的角度看完整的收购过程可分为四个阶段,见下图所示⁴。

⁴ 示意图引自《Acquisition Strategy and Implementation》



(一)收购前计划阶段是获得成功的基础。此阶段的作用在于为收购者提供一个机会坐下来思考为什么要买一个企业以及如何实现目标。

(二)沟通计划阶段是产生收购合力所在。现代公司多为扁平组织机构，公司必须认真考虑如何有效地传递必要信息。及时准确发布消息对产生什么结果、提高效率、职员的士气和忠诚度具有至关重要作用。沟通不仅含正式的、书面的、口头的，还包括非正式的、行为上的、示意和反馈等。沟通的作用在于以下方面：满足法律上的要求；在员工、经理和公司间建立互信互赖的基础；在组织内部为收购定调；调整员工的期望值；整理员工意见等。

(三)实施计划阶段：对员工来说，并购实施阶段是压力极大的时期，如果处理得当员工的担心会渐渐减少。职业化的收购意味着步骤清晰、诚实的沟通、按既定方针执行等。

(四)稳定和监测阶段：没有这一阶段收购不能说最终完成，通过一系列指标

来检查收购的各项目标是否得到实现，开展必要的监控反馈、加强收购后的学习、帮助新旧员工应对新的环境、认同公司文化等是公司整合必不可少的一环。

六、处理并购中的公司文化冲突经验⁵

有人将并购比喻成婚姻，并津津乐道于公司收购当中的文化冲突现象。公司文化的差别的确在相当程度上影响了收购的正常进行。如德国的公司文化建立的基础是对公司的忠诚和信任——相信我，照我的方式去做；要忠诚，不然就承担后果。每个公司都有其独特的文化。有时并购双方的文化之不同就象水和油不能混合在一起，其他时候却又能混合得很好。公司的 CEO 们在收购过程中表现出来的性格有时起至关重要的作用。1998 年德国的戴姆勒奔驰公司与美国克莱斯勒汽车公司达成宏伟的收购协议，虽然并购的出发点是通过合并产生世界上最大、最能赢利的汽车制造公司，但两个平等者之间的合并未实现最初预想，德国人和美国人的文化差别被证明是难以克服的。一个好的收购概念在实际操作中不一定行得通，西方学者对此进行研究并提出了一些值得借鉴的经验：

(一) 勿要忽视跨国谈判中的差别。国际并购的差别是明显存在的。不仅美国公司与加拿大公司间，美国东部与西部的公司在说话习惯、处事的方法上也会迥然不同。与在国内收购相比国际收购的成本和困难要大得多。

(二) 对卖方的行业和业务要有了解，学会用共同的商业语言来交流。俗语说知己知彼、百战不殆。

(三) 顾及文化的兼容性。文化兼容包括同样的习惯、管理方式、组织理念、

⁵ 本部分参考了《The Morning After》相关内容

文化象征等。公司间的文化冲突较国家间的不同更令人吃惊，人们会对另一方存在或多或少的偏见。高级经理尤其要注意克服臆想和偏见。

(四)培养文化沟通技巧。打破障碍的好办法就是让员工尽早在国际舞台上工作，把经理派往外国任职培养国际经验。在另一个文化背景下经理们首先要学的就是如何认识别国家的人并建立关系。

(五)尊重民族文化。在跨国并购中对对方的民族文化表示出尊重，不应使被收购公司认为在公司管理者心中其他的分支或部门比他们更重要。无论是跨国的或本土的并购，一切进展顺利、健康灵活并不是件容易的事，需要经理人付出持续不懈的努力。

第四部分 并购的发展前景

有人曾将企业比作一个蛋白质结构，核心是高效组织(High Performing Organization)，依靠战略机会主义(Strategic Opportunism)、不断的过程改进(Continuous Process Improvement)和企业内实时信息(Enterprise-Wide “Real-Time” Information)三个环节实现企业增值。运用在收购中，可以理解为企业抓住适当的战略机会改进自身的生产服务过程，依照企业内外获得的信息及时调整，不断地将资源优化配置，实现企业价值最大化。

进入 21 世纪后，收购兼并的活动的势头有所减缓，参见图 3、图 4 中 2000 年来的变化。翻开明天的报纸，不定又有哪家并购的消息占据头版。我们无法确

切知道下一个收购是谁，但我们有理由认为当前的兼并收购活动仍旧是 90 年代至今的延续。本文第四部分将从六个方面探讨当前国际并购活动的发展前景。

一、产品的生命周期和技术革新对收购带来规律性波动。

本文第一部分曾述及技术因素在电信、传媒、医药业的表现。技术革新浪潮的周期已较以前大大缩短。请看下表⁶：

创新浪潮	源动力	年代	大约期限
第一次	水力、纺织品、炼铁	1785 至 1845	60 年
第二次	蒸汽、铁路、钢铁	1845 至 1900	55 年
第三次	电力、化学品、内燃机	1900 至 1950	50 年
第四次	石化产品、电子产品、航空	1950 至 1990	40 年
第五次	数字网络、软件、新媒体	1990 至 2020 [?]	30 年

将这个生产革新浪潮和本文第一部分的世界五次并购浪潮联起来看，虽然不全相符，但不难发现其内在的联系。每一次的技术革命都悄悄地孕育着一次产业的大调整，并购只是其手段之一。以药品业为例，现在新药品的研制周期日益缩短，一种新药占领市场的时间不超过 3 至 5 年就会有复制，而企业要为此投入大量的研发费用。一家公司能花费的人力、财力毕竟有限，而且由于各国对医药行业的严格监管，成熟药品进入一国消费市场会遇到很多障碍。采取与对方医药生产厂家合作经营或在对方企业中拥有控股地位从而主导该企业的生产和销售，把

⁶ 来源：《Catch the Wave》，Economist, 1999

产品的下一轮发展周期带到对方国家去以实现母国企业的市场战略。这种做法在许多行业如电子、化工类都有类似表现。

新技术为工业革命带来动力和机会，为工业品进入寻常百姓家庭更新换代，形成新兴市场，推动收购暗流形成。以美国家庭占有技术产品的比例变化为例：与早期的汽车、电力和电视的普及程度相比，个人电脑和移动电话的普及速度自 80 年代中期起表现出二至三年起步后迅速提升，10 年后都达到了 50% 普及率的水平⁷。90 年代中后期的大收购、大合并的表现与此周期相吻，这股热情仍未熄灭。

二、行业的并购趋势

金融和电信业由于其技术和资本密集，影响范围广，十几年来一直是新闻媒体的追踪收购热点。现分别就其发展特点和趋势概述如下。

(一) 金融业。金融业的并购自 90 年代以来方兴未艾，内在逻辑在于随着金融市场开放，旧有体制的解除和技术的进步，金融机构的生存和发展面临更大的竞争压力。由于客户已不像以前一样被动地接受产品销售，而是不断地提出挑剔的、复合的要求，金融机构竞争性的服务使其要求水涨船高，客户的这种高期望值反过来进一步强化了金融机构之间的竞争。金融机构被迫对产品进行整合，整个业务流程和经营管理机制需要根本改变，根本解决办法只能是寻求更有效的组织，在重置成本较高的情况下，金融机构往往采取横向的联合方式。

在美国行业法律对银行的发展收购起着直接的限制或鼓励作用。1956 年银行控股公司法案通过，银行经营的地理限制渐渐取消。1994 年 Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency 法案通过，银行持股公司可以

⁷ 来源：Economic Report of the President, February 10, 2000

跨州经营。银行资产集中现象突出：1988 至 1997 年美国独家银行和顶级银行持股公司的数量降低了 30 个百分点，而顶尖的 8 家银行机构资产在全美银行所占比例由 22.3% 上升至 35.5%。1999 年金融现代化法案通过，银行、证券公司和保险公司纷纷在“大红标题下”联手组成金融控股公司，到 2000 年 11 月止共形成了 456 家，金融资产达全美的 13%。

扩张、合并和多样化带来了金融机构业绩的提高，产生了新的金融工具、新的风险管理技术、自动存取款机、电话中心、网络银行等新事物。有证据表明兼并收购后，银行在风险管理能力、防御财务灾难、降低破产成本上取得巨大提高。在美国银行地方市场集中化程度很高。依据对美国银行业收购的分析调查，发现城市银行业集中现象明显：66% 的城市资本集中在 17% 的银行。但并非如人们想象的大银行只重视大顾客，银行合并和收购并未对小企业贷款带来负面影响⁸。

银行对规模的重视空前高涨。2004 年 1 月，摩根大通公司宣布以 580 亿美元的换股交易收购美一银行，而去年 10 月美国银行刚宣布以 490 亿美元收购 Fleet Boston Financial (尚需股东大会和监管部门的批准)。究其原因，美国的银行家越来越相信规模大能够为银行发展带来众多优势。大客户希望能够把它的所有金融业务如贷款、承销、并购等在一家银行办理，以降低成本。具体而言，摩根银行看重了美一银行的消费者市场，美国个人消费开支占国内生产总值的三分之二，消费者贷款已成为当前美国银行业增长的发动机，是美国大银行大部分利润的来源。摩根大通收购美一银行后将与美国消费者建立起更为紧密的联系。据华尔街日报报道，近几个月来，许多传统的地区性银行纷纷表示愿意将业务出售给大金融机构以保持竞争力。据托马森金融公司统计，仅 2003 年美国商业银行和

⁸ 来源：Federal Reserve Board Staff Studies 174, August 2000

银行控股公司就出现并购 215 起，总金额 660 亿美元。

与如火如荼的国内兼并相比跨国的金融收购活动则没有那样旺盛。美国联邦储备委员会的一份研究报告指出⁹，银行业今日还远未实现全球合并，尤其是在工业化国家外国银行资产占总资产的比例保持在或低于 10 个百分点内。究其原因，本国银行在理解母国文化、商业运作和管理条件方面有着相当的比较优势，正是这些优势限制了银行业的全球合并趋势。据估计在迄今依旧处于分散状态的美国市场上，获得 1 个百分点的金融零售市场占有率要花费 100 亿至 150 亿美元。打入美国市场代价实在不小。虽然银行间合并的障碍已大大消除，但在工业化国家中那些立足于本地的银行仍保留着相当重要的市场份额。

(二)电信业。21 世纪初电信业的收购会在上世纪 90 年代末的基础上掀起一个更大的波澜。由于电信业资本投入巨大，动则上十亿百亿美元，占有广泛的客户群是其普及新技术、创造增值服务的基础，而各国的电信业发展参差不齐，跨国合作发展的空间相当大，这点在欧洲表现得尤为明显（Vodafone 公司对德国、南美电信同行的兼并就是最好的证明）。电信的发展离不开电缆网络的支撑，美国的有线电视电话业呈现互相依赖互相并购的趋势（如 1998 年美国 AT&T 公司收购 TCI，只因其步子迈得太早而没有达到预想中的效益）。

2004 年 2 月 17 日，辛格乐无线公司(Cingular Wireless)宣布与 AT&T Wireless 达成最终收购协议，收购总价约合 410 亿美元，并购完成后，Cingular 将成为拥有 4600 万客户的美国头号无线运营商。此前，Verizon 作为美国最大的无线运营商拥有约 3750 万客户。收购将使通讯价格下滑的势头将得到有效遏制。因此次并购是美国第二和第三大无线通讯厂商的合并，监察机构将严格审查此次

⁹ Federal Reserve Board, Allen N. Berger, David C. Smith

交易。有分析师认为，美电信产业仍缺乏足够的自救能力，没有哪个运营商有足够的财力物力做到独善其身。在这种情况下，各运营商对于自己今后的市场发展非常明白：要么并购别人，要么就投靠别人。

三、传统产业与新兴产业联姻

许多传统产业（电影、电视、传媒、娱乐）在上世纪已发展得相当成熟，而新兴产业强调为消费者提供即时的，互动的便利和空间。两者的优势和互补点为一些企业家们所发现和利用。今天美国的有线电视经营者正因转嫁节目日渐增高的成本受到政客的围攻，如何走出压力是有线电视商必须正视的现实问题，数年前 Liberty Media 和 Viacom 公司就开始将他们的投资转到传媒事业上，现在已经成为一个包括 MTV，CBS 频道的传媒巨头。2004 年 2 月 12 日康卡斯特公司 (Comcast) 开价 660 亿美元对迪斯尼公司进行单方面收购，一旦收购成功，将诞生一家全新的音乐和传媒公司，在全美最大的 25 个市场中拥有业务，类似 Comcast-Disney 这样的结合绝不可能是最后一个。如果交易成功，其他媒体公司如 MGM 也将会纷纷寻求战略合作伙伴。

再看 2000 年美国在线 (AOL) 并购时代华纳 (Time Warner) 是如何印证新旧产业互补结合。美国在线公司是一家只有短短十四年历史的网络公司，而时代华纳则是享誉 76 年在世界上举足轻重的传媒巨头，其足迹涉及电影电视音乐出版等领域，旗下有时代周刊、CNN 电视台、华纳兄弟公司等。美国在线有 12100 名员工，为时代华纳效力的人达 70000 之多。美国在线的股票市值远高于时代华纳的原因在于华尔街以一种传统产业无法比拟的标准来评价和互联网相关的股票。美国在线需要时代华纳的有线电视网络作为国际互联网的传输路径，合并后，美国

在线国际互联网传输速度与过去相比提高了几十倍，从此无需再花费大量的时间和精力去寻求外部的帮助。此外 AOL 认为吸引网民光临其网站的一个重要因素是媒体，而时代华纳公正可以提供所需节目内容。而时代华纳公司此也试图尽可能地融入信息时代，期望借用现代的数码通讯技术来实现媒体的传播，尤其是通过国际互联网来传播它的电影电视、新闻杂志以及音乐等内容，将其节目做一个网上电子翻版。美国在线收购时代华纳后将拥有时代华纳旗下所有的娱乐业，这样美国在线通过网络能够提供更为完备的信息和娱乐服务，通过设置收费服务和免费资源，美国可以成为一个更有效，更集中的信息和资源中心满足各种各样的需求。

传统与新兴产业的结合近几年才刚刚兴起，性质上不同于以往的“三类”收购，因其不可限量的发展空间在本世纪一定会有更多意想不到的表现。

四、跨国并购的发展趋势

如同开放国际市场提高生产率一样，跨国合并能创造收益，这来源于跨国交易的隐性效率收益，对外国市场顾客的更好了解及国家间的工资差别，比如，公司可以把劳动密集型的业务放在劳动力不熟练但丰富的国家，而把研究和管理的业务放在具有熟练劳动力但不太丰富的国家。

为获得目标国的相关知识，熟悉东道国的商业文化和管理结构等无形价值，购买外国公司成为进入外国市场的快速通道。在发达国家 1991 至 1998 年的跨国并购占到了所有 OECD 国家 FDI 流入额的 62%，价值从 850 亿美元上升到 5580 亿美元，平均交易额从 2900 万美元升至 1999 年的 15700 万美元。99 年全球跨国并购的 90% 发生在发达国家，并购交易在 10 亿美元以上的特大并购几乎全部在发达

国家。欧盟在出售和购买方面均是跨国并购的主角。由于欧元启动以及欧盟一体化进程加快，欧洲的地区内并购增长迅速。跨国并购流出额达 4977 亿美元，占全球流出总额的 70%；流入额达 3445 亿美元，占全球输入额的 48%(99 年)¹⁰。

美国是世界最大的并购出售国，1999 年约有 25%的并购为向国外出售的并购。美国的跨国收购从 1995 到 1998 年的价值大约是 1991 至 1994 年间的 10 倍，反映出两点：第一，技术剧烈变化的行业(如移动电话、互联网)要求增加资本并应用最新技术。并购正是公司凝聚资本和技术能力的途径。第二，世界范围解除管制的行动。例如拍卖无线通信经营执照的政策、固定电话网络自由化以及 1998 年开始生效的电信服务协议(Agreement on Telecommunications Services)等对于开放国际电信市场竞争起进步作用。美国的并购活动中外国成份的比例由 1976 年的 13%发展到 1979 年的 17%，1991 年的 26%和 2001 年的 29%¹¹。有理由相信跨国并购将会在欧洲内部和欧美之间频繁开展。

五、公司因收购越来越大的问题。

公司为密切与其供应商和顾客的关系，在许多情况下会与以前的对手合并。公司界限的变化，按照诺贝尔奖获得者经济学家科斯(Ronald Coase)的说法¹²，应参照其生产技术和转换成本。在科斯的结构中，在公司内部还或是在市场组织交易的决定一即生产或购买的决定一取决于内部和外部交换的相对成本。市场结构包含着特定成本，如发现相对价格、谈判、执行合同等等。在公司内，企业主也许能够通过协作相关活动减少这些交易成本，但内部化也相应带来其他的交易成本，如信息流动、保持动机、监察行为、以及业绩评价等。公司的界限最终由

¹⁰ 来源：国家统计局国际统计信息中心 中国社会经济决策网

¹¹ 来源：2002 年美国总统经济报告

¹² 来源：2001 年美国总统经济报告

外部和内部相对交易成本的交易边际决定，此外还有组织结构的考虑，即各种订约选择的成本和好处。明白这一点，就不会担心公司是否会因收购越来越大了。

六、国家对收购活动的监管趋势

政府和立法部门对收购的监管不断面临新的情况和问题，监管方式必然要有适应性。如前文所述在上世纪并购浪潮中立法对收购活动起到直接鼓励或禁止作用，以美国为例综合如下：

1900 年 Sherman 反托拉斯法案：对合谋垄断市场的行为加以法律限制，促使公司间横向收购兴起。

1914 年 Clayton 反托拉斯法案：限制横向并购行为，促使收购方式纵向转化。

1950 年 Celler Kefauver 修正条款：对横向和纵向收购泛滥加以限制，促使收购向集团式(混合式)发展。

1968 年 Williams 法案对并购行为需符合的相关法律要求做出界定。

上世纪 80 年代，许多州纷纷通过法律对本地区银行间收购业务开放绿灯。

1999 年国会通过金融服务现代化法案，从法律地位上认可银行业间的混业经营，抛弃了 30 年代以来长期实行的分业经营准则，促进了银行证券业间的混合收购。

格林斯潘曾说过“现代自由市场的复杂和有活力的结构使得政府思考如何提高管理市场系统的条件，促进竞争和革新，使经济更加繁荣”¹³。并购的监管手段与并购市场、并购工具的发展互相推动，监管手段不断更新。对于兼并收购影

¹³ 引自 Testimony of Chairman Alan Greenspan, June 16, 1998, Before the Committee on the Judiciary, US Senate

响竞争力的问题，可以说，如果没有政府部门和法律的监管，今天我们能看到恐怕是一个行业内只有三两个公司。例如，对于移动通讯所需电磁频谱，联邦政府允许一些新公司进入该服务市场，而在频谱段的拍卖设计上，FCC 对于当前的移动电话运营商获得绝大部分频谱的现象非常谨慎，因为这会直接导致企业的垄断地位，这为无线通信网络的更多竞争打下了必要的基础。

联邦贸易委员会的反托拉斯机构和司法部反托拉斯局特别注意收购市场的定义-----合并后的公司能够在多大范围施展市场力量？市场上的竞争者是谁？以判定并购对具体环境的影响。但政府执行反托拉斯法并不能或者说不应该包含更广的领域，如收购带来的经济和社会影响：失业、所有者结构改变(包括业主的减少)，以及本地化服务受到干扰等。

政府对某些特殊收购行为的态度。以制定技术标准产生收购动机为例：许多软件产品和信息服务市场由一些大公司掌握着，拥有一个特别的技术标准通常是获得竞争优势的源泉，如果这种技术不能被复制，就会导致市场趋向集中。关系密切的市场经常表现出倾斜的特征（一种技术占据领先地位后，该市场会开始倾斜），消费者从而被迫接受这一技术。在这种“赢者通吃”的市场，一个公司面临着残酷的选择：是制造和以前及将来兼容的产品还是将产品建立在私有的技术之上。竞争者为提高技术标准会在一个行业开展合作，一个或几个公司很容易从一开始就占据市场的统治地位。经过认真考虑反托拉斯当局认可了这种具有互相关联效应而倾斜的市场现象。

联邦贸易委员会和司法部对影响竞争的合并监管在石油市场、炼油、粮食销售、电子设备、废物处理、银行服务、移动电话业等领域都有表现。反托拉斯当局还由于收购对消费者的潜在负面影响而采取了命令其剥离资产出售的措施。以

下三例可以证明¹⁴：

1. Staples 公司是美国办公用品的超级零售商，90 年代中期准备收购 Office Depot（另一巨型办公用品零售商）。合并势必大幅减少许多地区的竞争对手，Staples 将成为当地唯一的办公用品巨人。在对公司的定价方法研究之后 FTC 认为，若收购形成 Staples 将得以轻松提高零售价格 13%。FTC 暂时冻结了该交易，五年内为消费者节约了 11 亿美元。

2. 时代华纳公司(Time Warner)与特纳公司(Turner)的合并。时代华纳生产 HBO 等录像节目，特纳公司则是 CNN、TBS 和其他节目的制作人。FTC 担心合并后时代华纳将不会把畅销的影像节目卖给他们所属及附属的有线电视公司的竞争对手。即便卖，也将是一个歧视价格，时代华纳和特纳的下属电视公司将会胜过其对手（如 Direct Broadcast Satellite 和新的无线电缆技术公司）获得市场上的垄断地位。此外，两公司所属还会因为拒绝播放竞争对手制作的节目而损害影像业生产的竞争。FTC 最终同意了这一合并，但在上述两个层次明确禁止歧视性的准入条款，其目的即是为了防止反竞争效应。

3. Questar 为盐湖城的一个天然气管道输送公司，几年前有一家公司准备为该城提供同样的天然气输送服务，意识到潜在进入者将对产品价格产生影响，Questar 试图收购该公司大部分股份。FTC 冻结了这一合并，为盐湖城的消费者带来了价格利益。

收购活动作为一种潮流，迄今历经了一个多世纪的起伏，一方面受社会化生产、技术革新的影响，另一方面对世界经济的发展、产业振兴起到了推动作用。

¹⁴ 来源：美国 Federal Trade Commission/ Compguide/mergers

90年代的并购活动至今仍在进行，突出表现在金融、电信、能源等领域。并购理论从经济、行为学等多角度对收购行为做出解释并指导着收购实践。自2000年以来并购的整体数量和规模已略呈下降趋势，其原因在于美国经济带动世界经济增长的强势期已经过去，世界并购活动在连续十年不断攀峰后趋于一个相对稳定时期。社会行业调整仍在进行，新技术新产业的发展前景难以预料。谁能知道第五次浪潮止于何处？但有一点可以肯定，除了拥抱这身边发生的一切剧变外，我们无以选择。

参考文献:

1. 0-7382-0371-8, Stephen J. Wall, Shannon Rye Wall, The Morning After: Making Corporate Mergers Work After the Deal is Sealed, 2000
2. 1-85233-361-8, Richard Veryard, The Component-Based Business, 2001
3. 1-56720-464-3, Thomas Keil, Corporate Venturing: Strategic Renewal in Rapidly Changing Industries, 2002
4. 0 340 77036 8 , David Waller, Wheels on Fire-The amazing Inside Story of the Daimler Chrysler Merger, 2001
5. 0-07-137497-3, George T. Geis & George S. Geis, Digital Deals, Strategies for Selecting and Structuring Partnerships, 2001
6. 1-55753-179 X, Nancy Hubbard, Acquisition Strategy and Implementation, 1999
7. 0 7879 6442 5, Mitchell Lee Marks Charging Back Up the Hill: Workplace Recovery After Mergers, Acquisitions, and Downsizings, 2003
8. 0-471-57818-5, Ernst & Young, Mergers & Acquisitions: Back-to-Basics Techniques for the '90s, 1994
9. 0-471-39519-6, Patti Hanson, The M&A Transition Guide: A 10 Step Roadmap for Workforce Integration, 2001
10. 0-8144-0584-3, Brian Coyle, Mergers and Acquisitions, 2000
11. 0-8144-0585-1, Brian Coyle, Venture Capital & Buyouts, 2000
12. 1-56720-402-3, Benton E. Gup, Megamergers in a Global Economy:

Causes and Consequences, 2002

13. MergerStat Review, New York, 2000

14. Stephen A. Rhoades, The Federal Reserve Board Staff Studies¹⁷⁴,
Bank Mergers and Banking Structure in the United States, 1980—98

15. Testimony of Chairman Alan Greenspan, The Effects of Mergers
Before the Committee on the Judiciary, US Senate, June 16,1998

16. Allen N. Berger, of the Board's Division of Research and
Statistics, and David C. Smith, of the Board's Division of International
Finance, Global Integration in the Banking Industry, The Federal Reserve
Board

17. Economic Report of the President, 1999

18. Economic Report of the President, 2000

19. Economic Report of the President, 2001

20. Economic Report of the President, 2002

21. Economic Report of the President, 2003

22. Economic Report of the President, 2004

23. Website Cnet News.com

24. Review of Exxon/Mobil Merger to Focus on Competitive Effects and
Risks to Consumers: FTC, March 10, 1999

25. Mergers in the Telecommunications Industry-Senate Testimony:
Chairman Robert Pittsky, November 8, 1999

26. 周春松, 美国在线一时代华纳并购案分析 (投资银行大师网站)

27. 投资银行大师网站 (www.ibmasters.com)
28. 经济日报 2004 年 2 月 4 日,《美移动通讯业重组拉开序幕》
29. 国际金融报 2004 年 2 月 20 日,《巨资并购意欲何为? 》
30. 郭纪, 美银行业并购潮又掀巨浪摩根大通兼并第一银行, 新浪财经,
31. 国家统计局统计信息中心, 全球跨国并购发展趋势, 1999
32. 7-5049-2113-0, 田进 钱弘道等, 兼并与收购, 2000
33. 7-301-05786-5/F 0541, 何小锋 黄嵩, 投资银行学, 2002

图1：10亿美元金额以上的并购，1980--1999

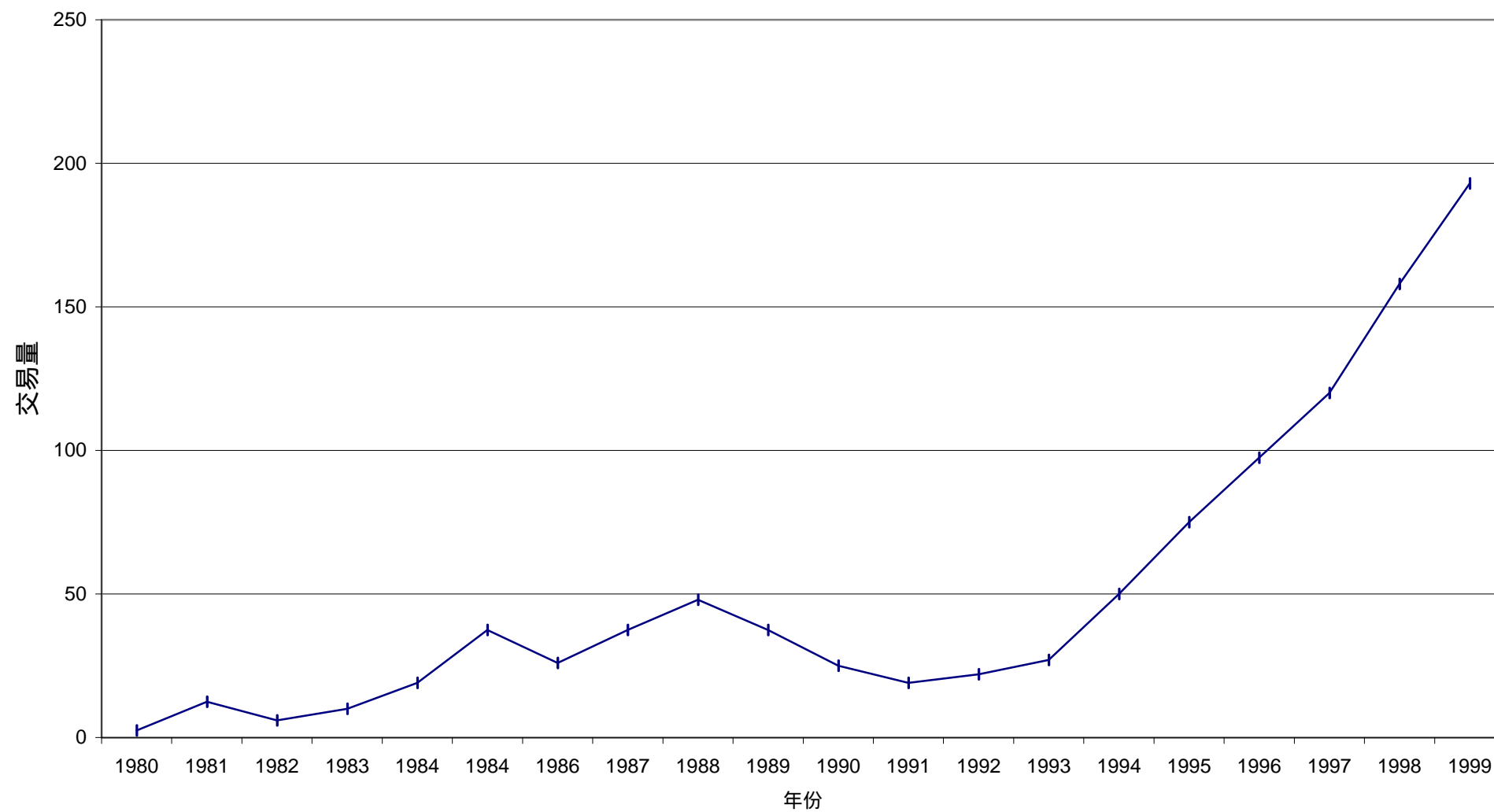


图 2：有史以来最大的 25 宗收购(截至 2000 年底)

排名	买方	卖方	出价(百万美元)	宣布年份
1	America Online	Time Warner	165937.50	2000
2	Pfizer	Warner-Lambert Co.	82399.60	1999
3	Exxon Corp.	Mobil Corp.	81429.80	1998
4	SBC Communications	Ameritech	75233.50	1998
5	Vodafone Group	AirTouch Communications	62768.00	1999
6	British Petroleum	Amoco Corp.	56482.00	1998
7	AT&T Corp.	MediaOne Group	55795.40	1999
8	Bell Atlantic Corp.	GTE Corp.	52845.80	1998
9	AT&T Corp.	Tele-Communications Inc.	52525.60	1998
10	NationsBank Corp	Bank America Corp.	43158.30	1998
11	WorldCom Inc.	MCI Communications Corp.	42459.20	1997
12	Deutsche Telekom AG	VoiceStream Wireless Corp.	41577.27	2000
13	General Electric	Honeywell	40000.00	2000
14	JDS Uniphase Corp.	SDL Inc.	38127.56	2000
15	Chase Manhattan Corp.	J.P. Morgan & Co.	36540.97	2000
16	Travelers Group Inc.	Citicorp	36031.60	1998
17	Chevron	Texaco	35100.00	2000
18	Qwest Communications Inc	US West Inc.	34748.00	1999
19	Viacom Inc.	CBS Corp.	34454.00	1999
20	Norwest Corp.	Wells Fargo Co.	31660.20	1998
21	Daimler Benz AG	Chrysler Corp.	31156.00	1998
22	CitiGroup Inc.	Associates First Capital Corp.	30750.68	2000
23	BP Amoco PLC	Atlantic Richfield Co.	26611.30	1999
24	Monsanto Co.	Pharmacia & Upjohn Inc.	25760.30	1999
25	Kohlberg Kravis Roberts & Co.	RJR Nabisco Inc.	24561.60	1988

*最终收购价格或许与最初估计有异。

图3：并购活动，1962--2003

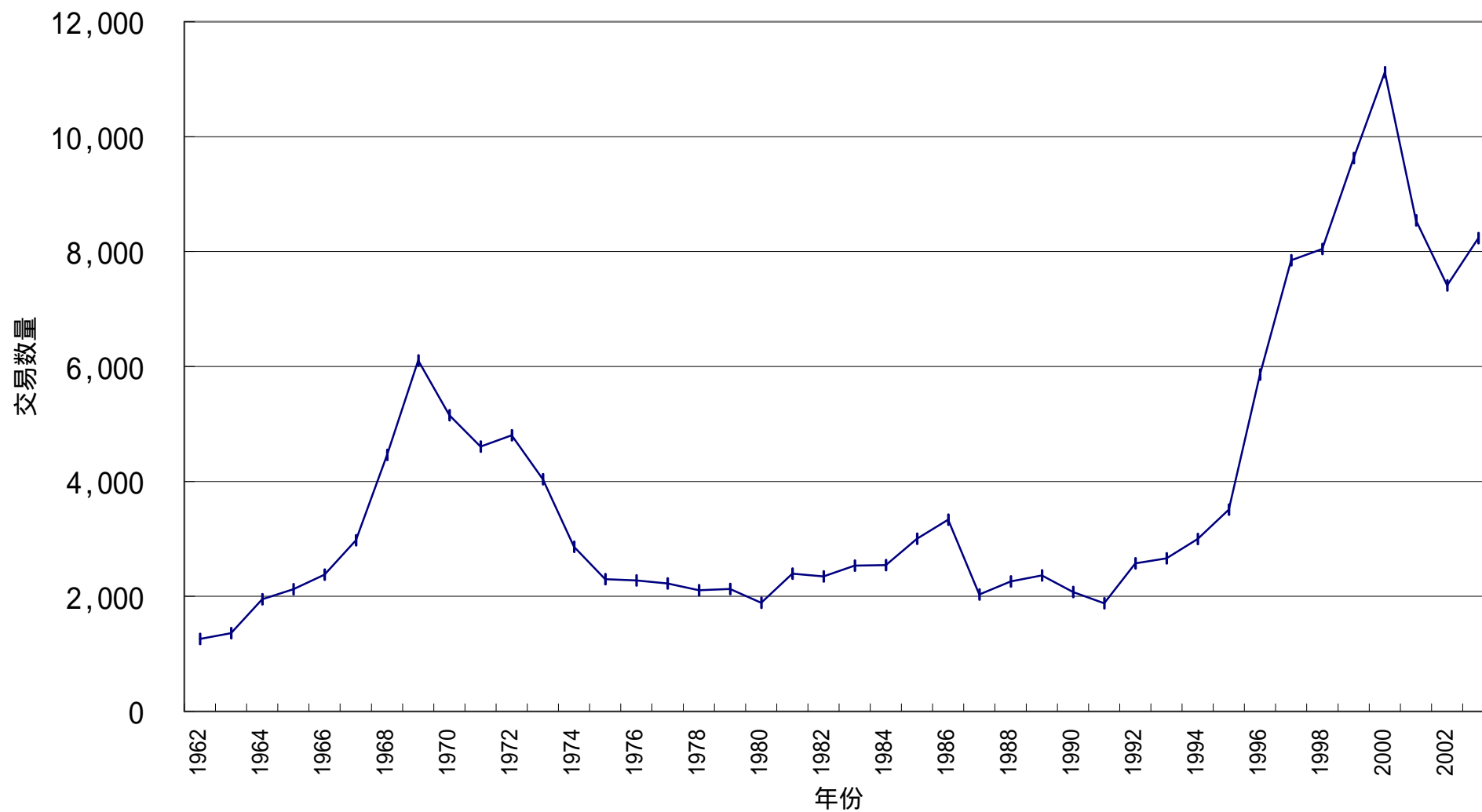


图4: 收购金额, 1968-2003

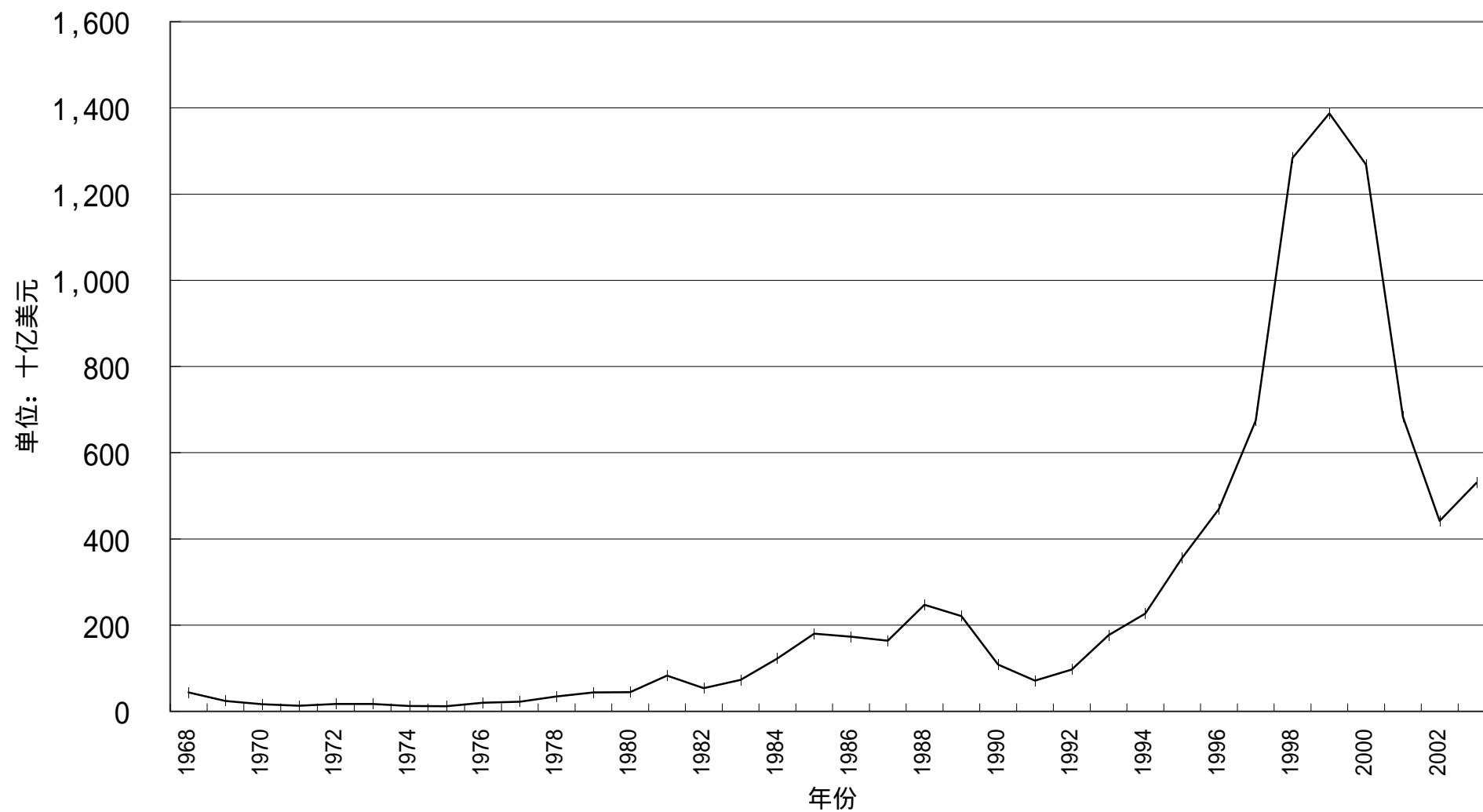


图5: 收购金额占GDP的比例, 1970--1999

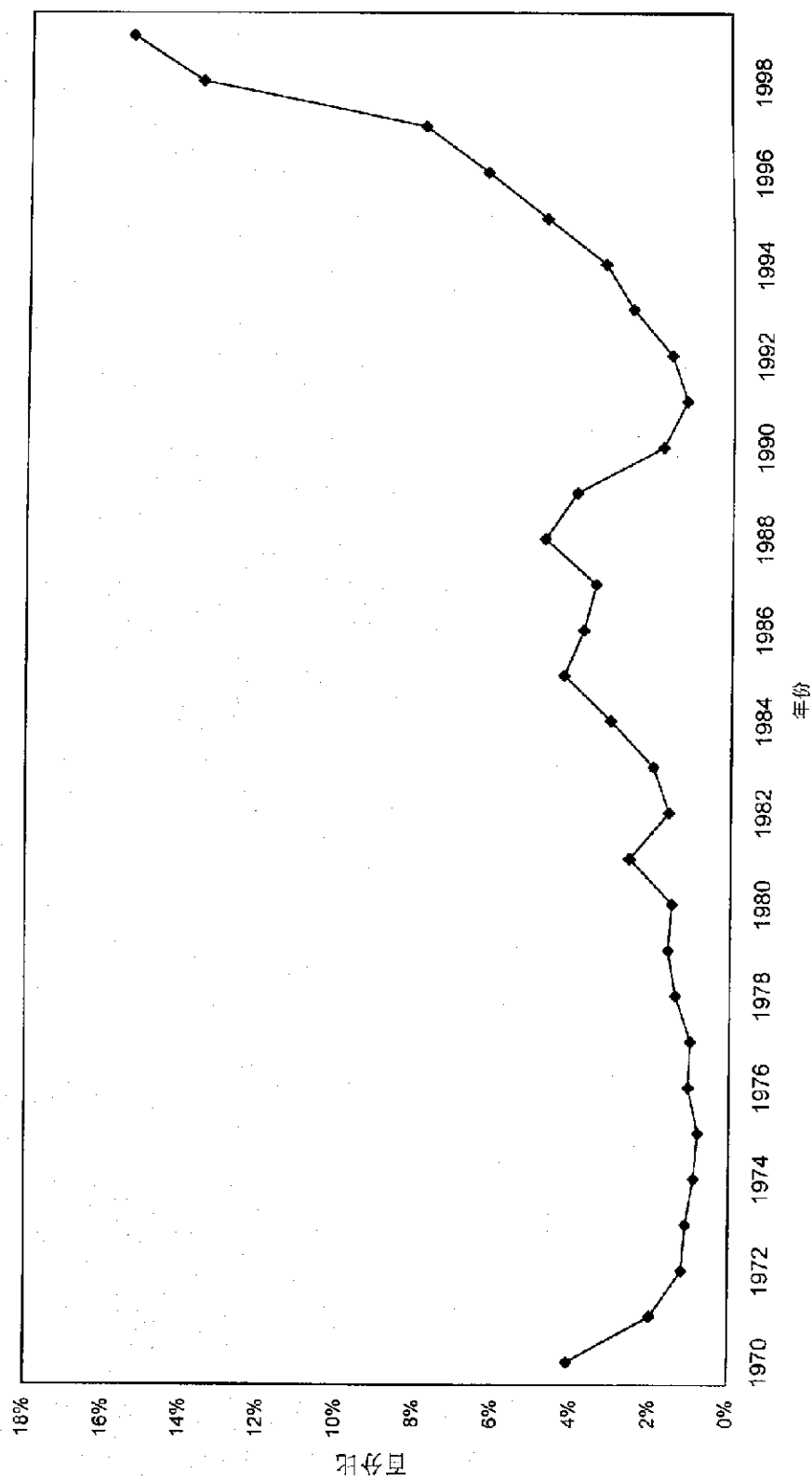


图6：平均收购金额，1980--1999

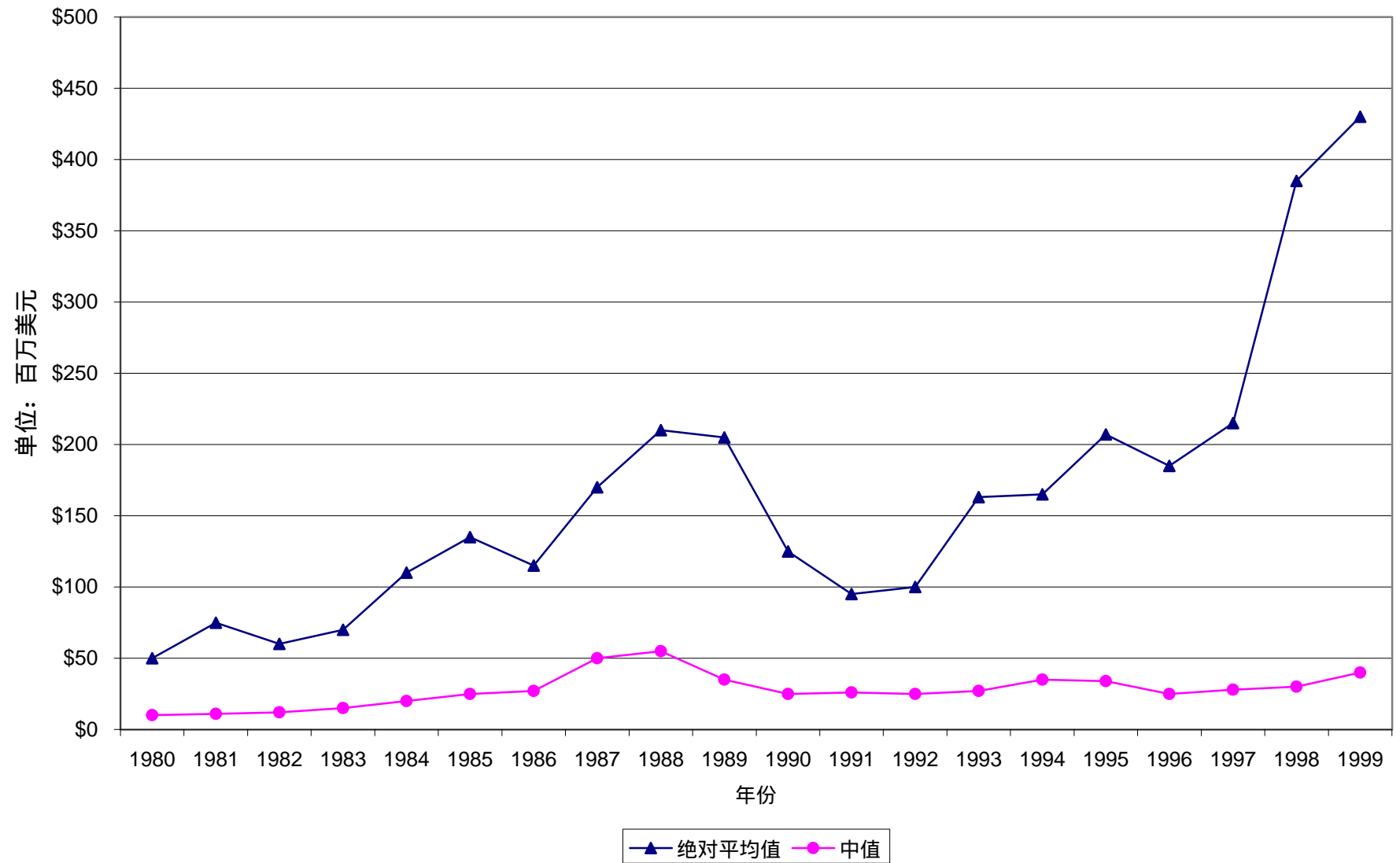


图7：收购溢价，1990-1999

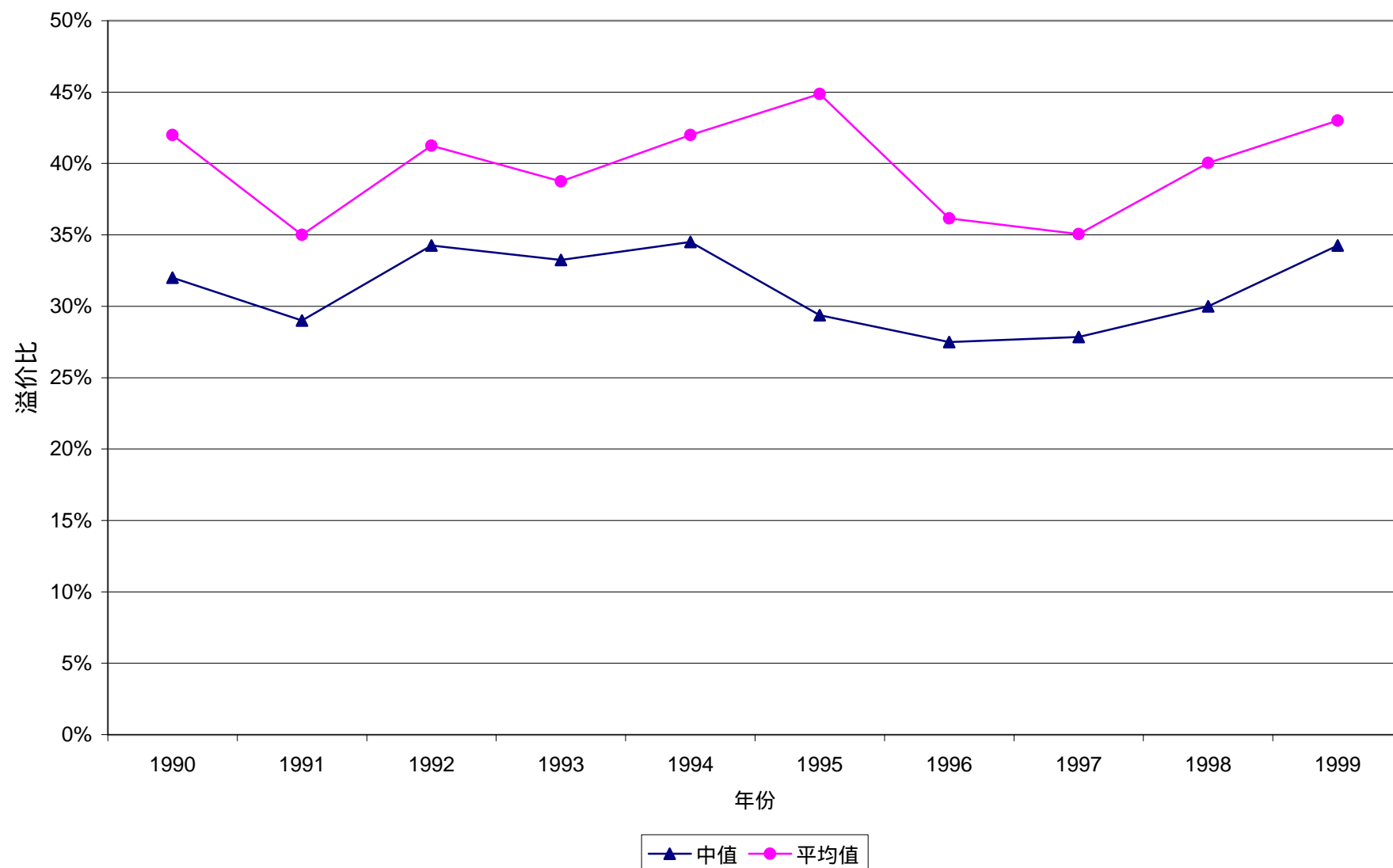


图8: 市盈率----S&P与收购价格之比较, 1990--1999

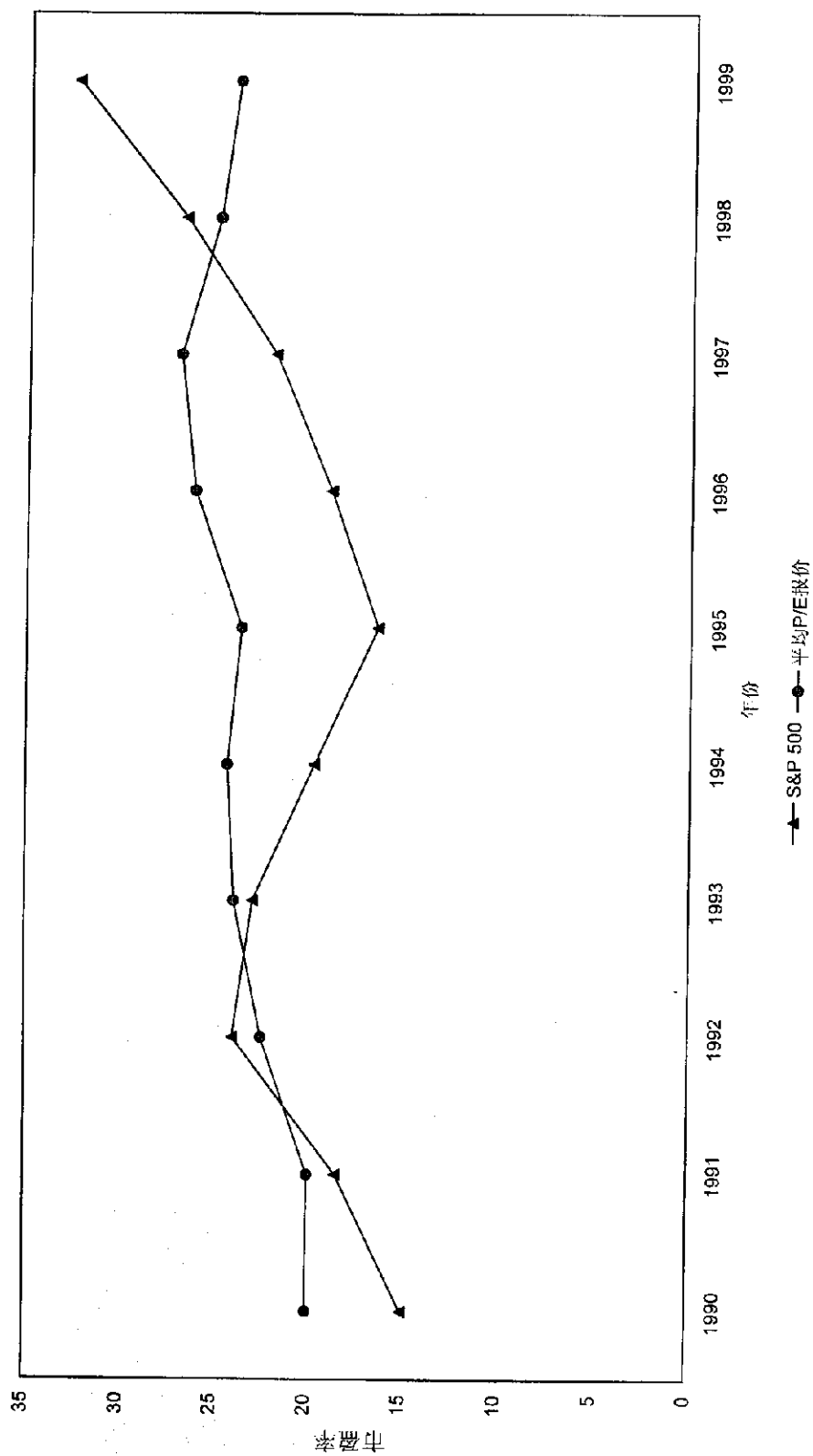


图9：支付构成，1980-1999

