

# 研究報告

美国百年并购历史回顾及启示

陈希

资本市场研究所

# 目录

<b>一、美国百年并购历史回顾</b>	<b>1</b>
（一）第一次并购浪潮（19 世纪末~20 世纪初）	1
（二）第二次并购浪潮（20 世纪 20 年代）	3
（三）第三次并购浪潮（20 世纪 60 年代）	4
（四）第四次并购浪潮（20 世纪 80 年代）	5
（五）第五次并购浪潮（20 世纪 90 年代）	7
<b>二、美国并购浪潮的主要影响因素</b>	<b>9</b>
（一）经济稳定增长是并购浪潮形成的先决条件	9
（二）产业转型升级是驱动并购浪潮的内在动因	10
（三）良好的资本市场环境是并购浪潮的助推器	10
（四）法律环境直接影响并购浪潮兴衰与并购类型	11
<b>三、美国并购浪潮的经验与教训</b>	<b>12</b>
（一）整合型并购是产业升级的重要途径	13
（二）盲目多元化扩张降低企业效率	14
（三）高溢价加大收购方获益难度及商誉减值风险	15
（四）杠杆收购是一把双刃剑	17
<b>四、我国并购市场现状分析</b>	<b>18</b>
（一）我国本轮并购浪潮概况	18
（二）中美并购浪潮比较	21
<b>五、推动我国并购市场健康发展的建议</b>	<b>24</b>
（一）为整合型并购营造良好环境	24
（二）强化对投机性并购的监管	25
（三）控制杠杆收购风险	25

# 美国百年并购历史回顾及启示<sup>①</sup>

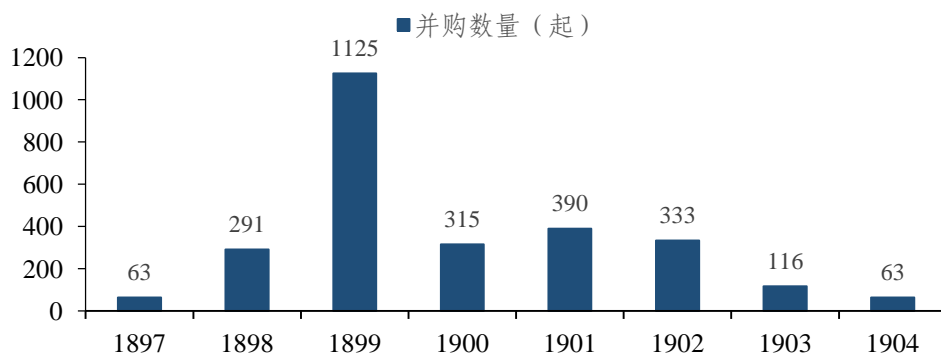
20 世纪，美国共掀起过五次并购浪潮。五次并购浪潮适时调整了美国的产业结构，奠定了美国在全球经济中的主导地位。通过回顾美国五次并购浪潮，总结经验与教训，能够为我国当下正在经历的并购热潮提供借鉴。

## 一、美国百年并购历史回顾

### （一）第一次并购浪潮（19 世纪末~20 世纪初）

美国第一次并购浪潮发生在 1883 年经济大萧条之后，一般认为从 1897 年开始，到 1904 年结束。据兼并、收购和联盟研究所(IMAA)统计，1897-1904 年间，共发生并购 2696 起，1899 年达到巅峰，并购数量达 1125 起。1903 年美国经济增长放缓，紧接着股票市场下滑，第一次并购浪潮也随即走到尽头。

图 1 第一次并购浪潮并购数量



资料来源：IMAA

第一次并购浪潮涉及几乎所有行业，对采矿行业、制造业的影响更大。根据美国国家经济研究局的研究，金属、食品、石油、化工、

<sup>①</sup> 本文仅代表研究人员个人观点，与所在机构无关。

交通设备、金属制品、机械和煤炭八个行业发生的并购活动最多，占比约 2/3。

这一时期的并购以横向并购为主。横向并购占比高达 78%，纵向并购仅占 12%。大规模横向并购的结果是行业集中度大幅提升，也对美国的经济结构产生了深远的影响。3000 家公司消失，与此同时很多行业产生了具有绝对影响力甚至垄断地位的行业巨头。当时有 72 家大公司分别控制了各自市场份额的 40%，42 家大公司控制的市场份额更是达到了 70% 以上。美国钢铁集团、杜邦公司、标准石油、通用电器等一批至今仍活跃在世界市场上的巨型跨国企业都是在第一次并购浪潮中获得了垄断地位。例如，J.P. 摩根创建的美国钢铁公司收购了卡内基钢铁公司以及其它数百家独立公司，最后形成钢铁巨头美国钢铁集团，其产量曾一度占美国钢铁行业生产总量的 75%。

表 1 并购类型分布（1895~1904 年）

并购类型	占比
横向并购	78.3%
纵向并购	12.0%
横向及纵向并购	9.7%

资料来源：Patrick A. Gaughan, 《兼并、收购与公司重组》

表 2 美国主要大公司的形成

行业	公司	并购发生年份	并购公司数目	被并购产量占总产量的比例%
汽车	通用汽车	1908~1910	25	
钢铁	美国钢铁	1901	8	60
电器	美国电器	1900~1903	8	90
烟草	美国烟草	1890~1904	150	90
橡胶	美国橡胶	1892	12	50
罐头	美国罐头	1901	123	65~70
农机	国际收割机	1902	6	70
石油冶炼	美孚石油	1880	400	84

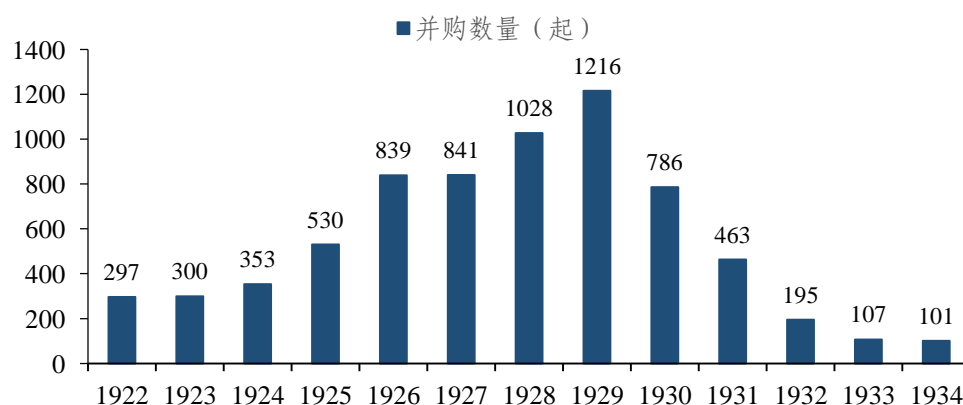
打字机	联合打字机	1892	5	75
糖业	美国炼糖	1893	55	70~90
缝纫机	胜家	1891		100

资料来源：邵万钦，《美国企业并购浪潮》

## （二）第二次并购浪潮（20 世纪 20 年代）

第二次并购浪潮发生于 20 世纪 20 年代。其背景是美国在一战之后进入稳定发展时期，各公司借助经济复苏之机存在扩张愿望。此次浪潮具体起始时间有一定的争议，美国学者帕特里克·高根认为应为 1916-1929 年，IMAA 则认为是 1922-1934 年。根据 IMAA 的数据，在最狂热的 1926-1929 年间，共发生近 4000 起并购。直到 1929 年经济大萧条的到来，并购数量才急转直下。

图 2 第二次并购浪潮并购数量



资料来源：IMAA

由于反垄断法限制了企业的横向并购，此次并购浪潮的主要形式是纵向兼并，即产品生产过程中处于两个相邻生产阶段上的企业的兼并。最活跃的并购领域有钢铁、铝与铝制品、石油产品、食品、化工产品和运输设备行业等。根据 20 世纪 20 年代的并购统计资料，在美国 278 家大公司中有 236 家公司进行了原料、半制成品、制造加工等

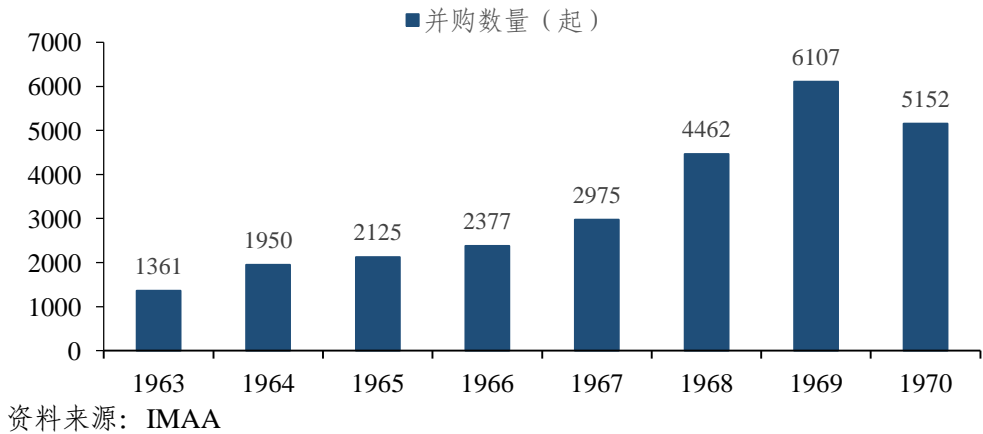
生产工序相互结合的并购活动，占比 85%。美国福特汽车公司就在第二次并购浪潮中收购了众多企业，形成了一个庞大的生产联合体。其业务涉及焦炭、生铁、钢材、铸件、锻造、汽车零部件以及汽车用冰箱、皮革、玻璃、塑料、橡胶、轴承、发电机、蓄电池等汽车制造相关的多个领域，并且还有完整的运输体系和全国的销售网。

第二次并购浪潮加强了第一次并购浪潮所形成的产业集中程度，促进了美国生产力的整合和发展。由于规模经济效益日益显著，美国工业生产效率得到了进一步提升。

**（三）第三次并购浪潮（20 世纪 60 年代）**

第三次并购浪潮发生在 20 世纪 60 年代。一般认为始于 1965 年，到 1970 年结束。当时正值二战结束后，全球经济进入了一个新的快速发展时期，为企业扩张提供了机遇，同时管理科学大发展，使得对大型集团企业进行有效管理成为可能。这次并购浪潮的数量远超前两次，仅 1967~1969 年三年间就发生了 13544 起并购。大规模的并购交易开始快速增加，1967~1969 年资产规模超过 1 亿美元的并购每年都达到 20 次以上，而此前平均每年只有 1~2 次。

**图 3 第三次并购浪潮并购数量**



第三次并购浪潮主要集中于工业企业。据统计，20 世纪 60 年代发生的兼并收购事件中，工业企业占到一半多。1953~1968 年，工业企业中的兼并资产总量占全部工业资产的 21%。

多元化并购是第三次并购浪潮的主要特征。1960 年代是美国反托拉斯、反垄断最严厉的时期，导致横向和纵向并购的数量受到了限制，多元化并购成为企业扩张的唯一出路。美国联邦贸易委员会的数据显示，1967-1978 年间，多元化并购数量占比接近 80%。

**表 3 制造业和采矿业大型并购的类型分布（1948~1979）**

并购类型	1948~1978 年	1967~1978 年	1978 年	1979 年
横向并购	16.9%	14.3%	19.8%	5.2%
纵向并购	10.2%	7.6%	11.7%	5.2%
多元化并购	72.9%	78.1%	68.5%	89.7%

资料来源：Federal Trade Commission, *Statistical Report on Mergers and Acquisitions*

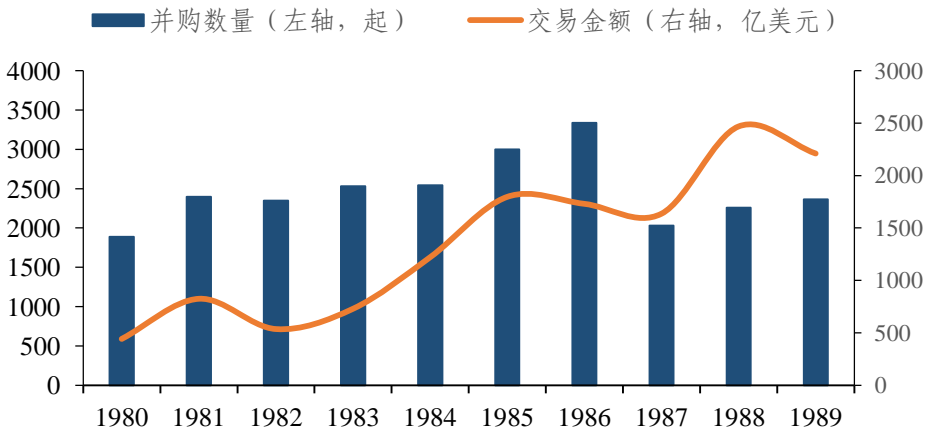
经过这一时期的并购，美国出现了一批业务范围极其广泛的集团企业（Conglomerate），包括林-泰姆科-沃伊特公司（LTV）、德事隆集团（Textron）、利顿工业（Litton Industries）、美国国际电话电报公司（ITT）等。1968 年末，200 家最大的工业公司控制了全国工业总资产的 60% 以上，而这个比例在 1941 年却是由 1000 家最大的公司实现的。但由于这些集团企业都采取分散经营的策略，市场的集中度并没有实质性提高，这与第一次并购浪潮的结果形成鲜明对比。

#### **（四）第四次并购浪潮（20 世纪 80 年代）**

第四次并购浪潮贯穿整个 20 世纪 80 年代。当时美国经济结构出现变化，一些步入成熟期的企业开始衰落，而新兴产业蓬勃发展，整个经济面临重组，极大地刺激了兼并收购活动的发展。1981-1989 年

间，并购方面的交易活动达到近 23000 起，交易总金额超过 1.3 万亿美元。与之前几次并购浪潮相比，此次并购浪潮的平均规模显著增加。例如，以 1982 年不变美元价值计算，1986 年发生的 3336 起并购交易额达 1520 亿美元，平均交易额为 4500 万美元；而 1969 年发生的 6107 起并购交易额仅 595 亿美元，平均交易额不到 1000 万美元。

图 4 第四次并购浪潮并购数量



资料来源：邵万钦，《美国企业并购浪潮》

第四次并购浪潮涉及行业范围广泛，包括化学、石油、钢铁、汽车、食品、医药、航空、通信等。政府管制放松是部分行业并购频繁的原因之一，例如航空业管制解除后，使得行业竞争加剧，从而发生大量收购兼并。

本次并购浪潮最突出的特点是杠杆收购快速增加。随着垃圾债券的广泛应用，小公司可以用杠杆融资方式筹措巨资进行收购活动，由此产生了很多“小鱼吃大鱼”的案例。1988 年，KKR 以 250 亿美元收购 RJR Nabisco，成为本次并购浪潮中规模最大的并购，由于公司发行了大量垃圾债券进行融资，KKR 本身提供的资金还不到 20 亿美

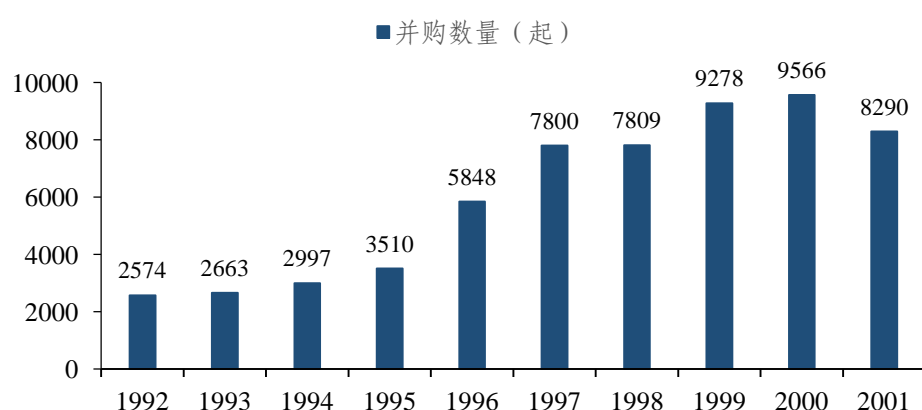


元。当时很多杠杆收购是由类似 KKR 这样的金融买家主导的。这些金融买家的并购对象主要是利润下降、公司治理不佳、股价被低估的生产性企业，完成收购后对企业进行整顿，然后再次卖出。另外，当时大量并购为敌意收购，20 世纪 80 年代约 1/3 的收购都属于敌意收购。

### （五）第五次并购浪潮（20 世纪 90 年代）

第五次并购浪潮发生于 20 世纪 90 年代，一般认为始于 1992 年，到 2000 年互联网泡沫破裂时结束。基本背景是经济强劲、股市繁荣、新科技革命兴起。并购数量和规模较之前几次并购浪潮又上了一个新的台阶，1992-2000 年并购达 52000 多起，其中，1998-2000 年三年就达到了 26000 余起。1993-2000 年间，并购金额占 GDP 的比重达到 9%，1999 年甚至高达 15%，而在 20 世纪 80 年代，该数值年均不足 4%。

图 5 第五次并购浪潮并购数量



资料来源：Mergerstat Review

第五次并购浪潮涉及行业相对集中。1997-2001 年间，并购金额最大的五个行业分别为传播、金融、广播、计算机软件及设备、石油，

涉及并购金额占到并购总值的 49%。

这一时期涌现了很多强强联合的案例。无论是并购企业还是目标企业的规模都很大。这种强强联合更多是一种“合作式”合并，并购双方通过战略性合作在全球获得垄断地位。例如，1996 年 12 月，波音公司宣布以 133 亿美元并购麦道公司，由此，波音成为占世界民用客机 75% 市场份额的最大飞机制造商；又如，1998 年 3 月，花旗银行与旅行者集团公司合并成为世界上最大的金融服务公司，交易金额高达 830 亿美元。

此次并购浪潮的另一特点是跨国并购活跃。1992-2000 年间，美国公司跨国并购数量达到 7600 余起，交易金额近 6300 亿美元，多数发生在美国与欧洲各国之间，比如美国的德克萨斯公用事业收购英国能源集团，美国的环球影视收购荷兰波利格莱姆公司等。与此同时，也有大量美国公司被海外公司收购。经过这一时期的并购，全球一体化程度显著加深。

表 4 五次并购浪潮小结

并购浪潮	并购数量	涉及行业	并购类型	主要影响
第一次并购浪潮	约 2700 起	涉及几乎所有行业，对采矿行业、制造业的影响更大	横向并购	产生行业巨头，行业集中度大幅提升
第二次并购浪潮	约 5400 起	钢铁、铝与铝制品、石油产品、食品、化工产品和运输设备行业	纵向并购	形成金字塔企业，提高行业集中度
第三次并购浪潮	约 23000 起	工业企业	多元化并购	形成大型集团企业，提高资产集中度
第四次并购浪潮	约 25000 起	化学、石油、钢铁、汽车、食品、医药、	杠杆收购，垃圾债券广泛使用	集团企业被拆散

		航空、通信		
第五次并购浪潮	约 50000 起	传播、金融、广播、计算机软件及设备、石油等	战略性横向并购、跨国并购	形成在全球具有垄断地位的跨国企业,全球化程度加深

## 二、美国并购浪潮的主要影响因素

美国五次并购浪潮尽管呈现出不同的特点,但从每次并购浪潮的产生与结束来看,主要受以下因素的影响,包括经济周期、产业环境、资本市场环境以及法律监管环境等。

### (一) 经济稳定增长是并购浪潮形成的先决条件

纵观历次并购浪潮,不难发现,基本都出现在经济复苏和稳定增长时期。第一次并购浪潮起源于美国南北战争之后的经济复苏;第二次并购浪潮在一战后的经济繁荣中兴起;第三次并购浪潮发生在二战后经济增长的黄金时期;第四次并购浪潮伴随着 70 年代末能源危机后的经济复苏;第五次并购浪潮则发生于经济迅猛发展的“新经济”时代。实际上,经济繁荣是企业并购行为的一个先决条件。一方面,在经济繁荣期,企业对未来有良好预期,更有动力通过并购活动做大做强;另一方面,经济景气度较高的情况下,企业账上资金相对充裕,资金获取也更加容易,有助于并购活动顺利进行。

表 5 五次并购浪潮经济背景

序号	并购浪潮	经济背景
1	19 世纪末 20 世纪初	美国南北战争(1861 年 4 月~1865 年 4 月)后经济复苏。
2	20 世纪 20 年代	美国经济在第一次世界大战之后迎来一个繁荣时期,国民总收入由 1919 年的 650.9 亿美元增至 1929 年的 828.1 亿美元。
3	20 世纪 60 年代	第二次世界大战后美国经济发展步入“黄金时期”。美国的国民生产总值从 1961 年的 5233 亿美元增长到 1971 年的 10634 亿美元。

4	20 世纪 80 年代	美国经济逐渐走出 20 世纪 70 年代石油危机带来的经济滞胀的困境，经济持续增长。
5	20 世纪 90 年代	美国进入“新经济”时代，出现了创记录的长期繁荣、高增长。

## （二）产业转型升级是驱动并购浪潮的内在动因

产业转型升级的需求是推动并购重组的主要内在动力。一方面，并购整合是提升产业效率、实现产业升级的重要途径。第一次并购浪潮之所以产生，很大程度是为了改变行业效率低下的局面。当时，美国许多大公司认为，行业内有很多小又无效率的公司是行业整体业绩不良的重要原因，因此希望通过并购扩大企业规模，减少同行业竞争和价格战，获得规模效应，从而改善公司业绩。JP 摩根整合铁路行业的初衷，就是为了终结行业在费率方面的无休止竞争，并构建一个更加有序的市场。另一方面，新技术、新产业的产生为并购活动提供动力和题材。传统产业通过并购获得新技术、进入新行业，谋求转型升级。第五次并购浪潮正是伴随着以互联网技术、IT 技术和生物技术为核心的新型产业的革命出现的。新兴技术的出现和成熟使得整个世界的产业结构面临重大的调整和升级，从而带动了相关领域内的并购活动。

## （三）良好的资本市场环境是并购浪潮的助推器

从美国的经验看，每一轮并购浪潮也与资本市场环境的变化息息相关。首先，资本市场繁荣为并购浪潮的形成提供有利条件。美国五次并购浪潮基本都发生在牛市背景下。比如第二次并购浪潮中，从 1922 年到并购高峰 1929 年，道琼斯工业指数一路上扬，涨幅达 3.7 倍；第五次并购浪潮期间（1991-2000 年）道琼斯工业指数上涨约 2.5

倍。而牛市的终结往往也伴随着并购浪潮的终结，1929 年股市崩溃、2000 年互联网泡沫破灭都直接导致并购活动的急剧收缩。并购浪潮与资本市场景气度高度相关，主要是由于大规模并购交易依赖于可行的、可接受的支付工具，牛市行情中，股票支付更容易被标的公司股东所接受。同时，并购方出于对未来的乐观预期，才愿意付出更高的溢价。其次，金融创新是并购浪潮的重要推手。80 年代杠杆收购兴起的一个关键原因是当时金融工具的创新为收购方进行巨额融资创造了条件。德崇证券的迈克尔·米尔肯开拓并发展了垃圾债券市场，使这些低等级证券成为并购的重要融资工具，极大地促进了杠杆收购的盛行。最后，中介机构在并购浪潮中常常起到推波助澜的作用。投资银行不仅为并购企业提供并购所需的巨额资金，而且积极充当并购企业的中介，提供并购咨询。据统计，第一次并购浪潮中，有 1/4 的并购活动是由投资银行完成。以 JP 摩根为代表的投资银行家更是作为产业整合的主导者，策划和推动了钢铁、铁路等行业的整合。第四次并购浪潮中，投资银行的表现更加积极，并购咨询费达到前所未有的水平，除了利用垃圾债券等工具为企业提供融资外，投资银行及律师事务所的并购专家还开发出各种主动并购或防御并购的技术和策略，导致杠杆并购数量迅速飙升。

#### （四）法律环境直接影响并购浪潮兴衰与并购类型

在美国的五次并购浪潮中，法律与监管环境对并购活动也有着深远的影响。一方面，行业管制的收紧和放松直接影响并购的活跃程度。例如，第一次并购浪潮中美国一些州的公司法逐渐放宽，使得公司在

获得资本、持有其他公司股票、扩大商业运作范围等方面变得更加简易便捷，大大刺激了并购行为。又如，在第五次并购浪潮中，美国许多服务行业取消了对行业内并购活动的管制，电信业 1996 年法案打破了原来电信业跨区域运营的壁垒，金融业 1999 年法案使得金融业内可以存在混业经营，这些法案使得行业内并购活动迅速增加。另一方面，法律与监管环境还影响到并购活动类型的走向。例如，反垄断法的实施使得企业横向并购受限，进而转向纵向并购，又进一步转向多元化并购；对垃圾债券的监管和州立反收购法的颁布导致杠杆收购的成本大幅提升。

**表 6 重要法规及对并购的影响**

重要法规	主要内容	影响
《谢尔曼反托拉斯法》 (1890)	禁止特定行业内的合谋	影响不大。法律模糊不清，故执行效果不佳。
《克莱顿法》(1914)	约束特定行业内的垄断行为	通过横向并购扩张变得困难，第二次并购浪潮开始转向纵向收购。
《塞勒-克福弗法》 (1950)	约束购买其他公司资产的行为	监管当局加强了对横向和纵向并购的监管，第三次并购浪潮开始转向混合并购。
《威廉姆斯法》(1968)	对股权收购进行有力监管	加强对证券市场管制。
《税制改革法案》(1969)	限制了一些财务处理手段的滥用	上市公司很难借财务处理的手段在混合并购中获益。
《特拉华州反收购法》 (1988)	保护州内公司免于被敌意收购	以该法为代表的州立公司收购法保护州内公司免于遭受敌意收购。
《金融机构改革、重整和强化法案》(1989)	加强对垃圾债券的监管	对垃圾债监管和州立反收购法的颁布导致第四次收购浪潮的结束。
《金融服务现代化法案》 (1999)	允许金融业混业经营	以该法为代表的监管放松法案导致相关行业内并购案例频发。

资料来源：Patrick A. Gaughan, 《兼并、收购与公司重组》

### 三、美国并购浪潮的经验与教训

美国历次并购浪潮展示着美国企业乃至美国经济的成长路径，总

结其中的经验和教训，能够对我国并购市场的发展给予有益的启发。

### （一）整合型并购是产业升级的重要途径

美国第一、第二次并购浪潮直接导致了美国国内工业部门的垄断格局，其经验表明，在企业规模不经济、行业处于低水平竞争的情况下，客观上需要横向及纵向的整合型并购来促进资产和资本的集中，发挥规模效应，抑制不良竞争，引导产业升级。对于制造业企业，尤其是资本密集型企业，由于经营所需生产设备的固定成本需要分配到各产品上，随着产量增加，单位成本也随之下降。以石油行业为例，在 19 世纪末，洛克菲勒的标准石油托拉斯把 53 家炼油厂合并组成 22 家之后，形成了比较合理的企业规模，炼油成本明显下降，由兼并前的每桶成本 1.5 美元下降至兼并后每桶成本 0.5 美元。此外，通过并购形成的大型企业由于资本雄厚、人才密集，更有能力开展研发活动、更新生产设备、改进生产工艺，从而获得技术上的竞争优势。美国国际造纸公司在第一次并购浪潮中兼并了大量中小企业，规模与实力跃居行业第一，凭借强大的实力，公司采用了最新的技术设备，提高机器更新的速度，加强流通领域的设施投入，并且享有更低的资金成本。1907 年，公司每吨产品成本为 27.59 美元，而一些实力较弱的公司每吨成本高达 37.10 美元。

但值得注意的是，大型企业带来的规模经济效益在不同行业间有所差异。资本密集型产业的企业一般更适合大批量生产以及连续作业，并且需要大量资本投入，其规模经济效益更加明显；而劳动密集型产业所需资本有限，规模经济效益相对有限。这也导致第一次并购浪潮

中钢铁、石油等重工业行业并购效益突出，而纺织、皮革等劳动密集型产业并购成功率较低。当时纺织工业通过并购形成了 12 家公司，但经营状况都不太理想。

## （二）盲目多元化扩张降低企业效率

美国第三次并购浪潮中涌现了许多多元化并购案例，并产生了大量集团企业。从结果来看，大部分多元化并购都很失败。美国联邦贸易委员会对 20 世纪 60 年代美国企业并购的研究表明，有 3/4 的并购企业的收益少于并购前两个独立企业的收益之和。从 20 世纪 70 年代末开始，许多集团企业已经解散，有的通过卖掉一些子公司筹集资金来拯救另外一些子公司，有的干脆卖掉一些不盈利的公司。事实上，第四次并购浪潮很大程度上是对第三次并购浪潮的否定，那些经营不良的大型集团企业成为第四次浪潮中主要的并购对象，由于许多集团企业的市场价值远低于每一部分分拆后卖出的价值之和，并购方在完成并购之后，往往进行资产剥离或分拆，并从中获益。

集团企业建立的目的之一是通过业务的多元化来分散企业经营风险，但美国的历史显示，企业的生产效率随着经营业务范围增加反而可能显著下降。具体体现在：一是并购可能削弱主业，企业进入一个与主业无关的新领域，需要投入大量资源，可能削弱企业原主营业务的发展；二是整合难度大，部分集团企业在高峰期拥有几百家公司，且涉及多个行业，要对这些企业加以整合有较大的难度；三是可能导致财务状况恶化，企业通过并购实施多元化战略时，需要大量资金保障，如果企业没有足够的剩余资金，可能使企业发展时时处于资金不



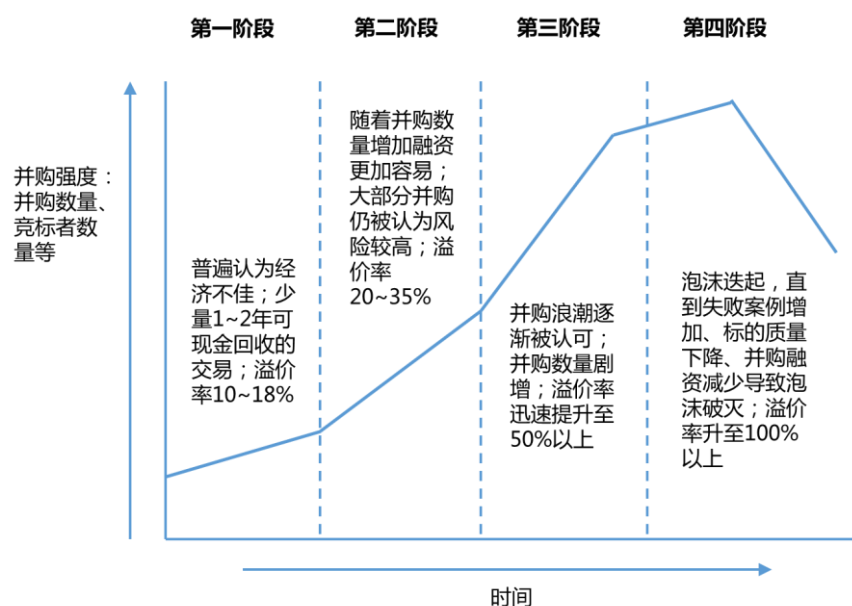
足的约束之下。

集团企业失败的另一个原因是股票市场的下跌使得市盈率的的游戏难以为继。当时很多企业通过多元化并购创造每股收益增长，从而驱动市值增长。然而，这种增长需要以持续收购以及高市盈率为前提。一旦公司停止收购，或是有任何因素导致公司市盈率下跌，就会进一步使得收购变得困难和昂贵，集团企业也就失去了维持高增长的基础。例如，林-泰姆科-沃伊特公司（LTV）通过一系列收购曾跃居《财富》500 强第 14 位，但对琼斯-劳林钢铁公司的收购使得集团企业陷入低谷，股价的下跌又进一步影响了公司后续的收购，最终股价一落千丈，股东损失惨重，创始人吉米·林也被解除了职务。

### （三）高溢价加大收购方获益难度及商誉减值风险

并购交易中并购方通常会支付一定的溢价以获取标的资产，但如果溢价过高，并购方从交易中获益的难度就大大增加，最终可能得不偿失。有学者对 1980 年代后的并购浪潮进行了研究，认为并购浪潮分为四个阶段，基本反映了不断变化的商业信心，在不同阶段，交易数量及成本也有所不同。第一阶段的收购溢价平均只有 10%-18%，第二阶段上升到 20%-35%。到第三阶段，收购溢价激增超过 50%，而第四阶段溢价率会升高至 100% 以上。该研究发现，多达 2/3 的兼并和收购会最终失败，而这样的失败很多都发生在第三和第四阶段，此时，交易者的表现最不理性的。从溢价率看，一旦买方支付的溢价超过约 40%，出现有利可图的并购的可能性就会显著下降。

图 6 1980 年代后并购浪潮的四个阶段

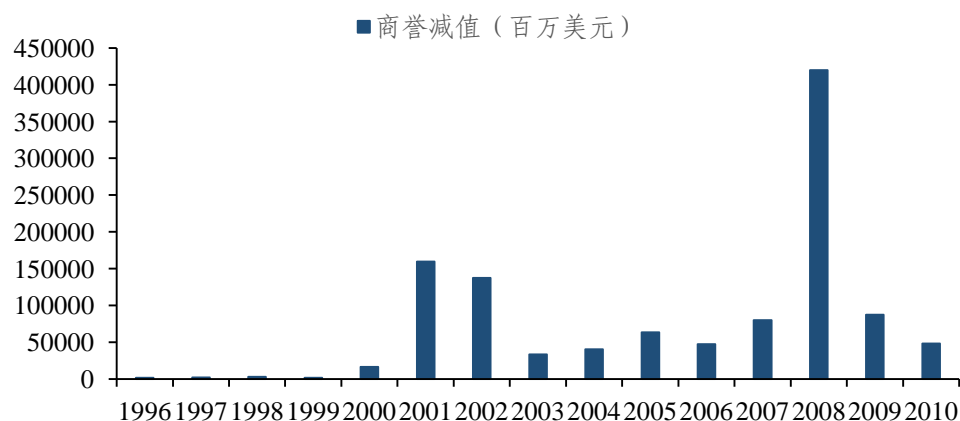


资料来源：彼得·克拉克、罗杰·米尔斯，《策划交易》(Masterminding the Deal)

注：溢价指收购价格高于标的公司市场价值的部分。

从财务的角度看，过高的并购溢价将形成较大的商誉负担，如并购效果不达预期，将带来商誉减值的风险，容易造成股价大幅波动，对中小投资者不利。2000 年互联网泡沫破灭后，大量美国上市公司巨额计提商誉减值准备，2001 年及 2002 年共计提减值准备 1594 亿美元和 1374 亿美元，较 2000 年之前显著增加。美国在线时代华纳就在当时计提了巨额商誉减值，导致公司 2002 年亏损总额达到创纪录的 987 亿美元，公司市值快速蒸发，众多投资者损失惨重。

图 7 1996~2010 年美国上市公司商誉减值



资料来源: Compustat

#### (四) 杠杆收购是一把双刃剑

20 世纪 80 年代,在利率市场化、管制放松、垃圾债券市场活跃的背景下,杠杆收购逐渐盛行。1979~1989 年间,共计发生了 2,000 多起杠杆收购,总价值超过 2,500 亿美元。不可否认的是,杠杆收购对当时美国一些企业的发展起到了积极的作用。早期的杠杆收购通过提高企业运营效率创造了价值,为股东带来了收益。但是到了 80 年代末期情况发生了变化。一是市场逐渐饱和,杠杆收购价格提高,质量却明显下降,一些收购本身没什么价值,而是带有很大的投机成分;二是杠杆收购中债务融资规模比例增加,加重了杠杆收购后短期改善经营和出售资产的压力;三是垃圾债券丑闻频发,“垃圾债券大王”米尔肯及其所在的德崇证券陷入困境;四是经济在 20 世纪 80 年代末进入了短暂的萧条时期,影响了标的公司现金流,进而影响垃圾债券的利息偿付。从 1988 年开始,发行公司无法偿付高额利息的情况屡有发生,垃圾债券陷入了“高风险-高利率-高负担-高拖欠-更高风险”的恶性循环,债券的信用日益下降。垃圾债券违约率从 1978~1988

年间的 2.2% 激增到了 1989 年的 4.3%，而到了 1991 年更是达到了 11%。随着垃圾债券市场的崩溃，第四次并购浪潮也宣告结束。

研究证实，在杠杆收购中，更高的负债比例和债务偿还要求会增加公司破产的可能性，并且那些经营周期性显著、缺乏稳定和可预期现金流的公司更容易受到经济衰退的负面影响。另外，过高的杠杆还可能导致公司短视，迫使公司削减研发开支。美国国家科学基金会的一项研究发现，1986 年和 1987 年，在 200 家研发活动处于行业前列的公司中，有 8 家经历了杠杆收购、回购或其他形式的公司重组，这些公司的研发活动下降了 12.8%。176 家没有经过兼并、杠杆收购或其他重组活动的公司，研发活动平均增加了 5.4%。

也正是鉴于杠杆收购发展后期暴露出的风险，80 年代中后期，针对杠杆并购的监管不断强化。1986 年，税收改革法案对杠杆并购中债务利息支出抵扣做出限制，美国保险监督官协会(NAIC)对公司债券引入更为严格的评级分类标准，对垃圾债券执行远高于其他投资的风险权重；1989 年，《金融机构改革、复兴和实施法案》对储蓄银行可持有的垃圾债券比例做出限制；财政部颁布了一系列对银行的限制性法规，用于限制高杠杆交易贷款。这些监管规则有的提高了并购融资的成本，有的直接限制了杠杆资金来源。

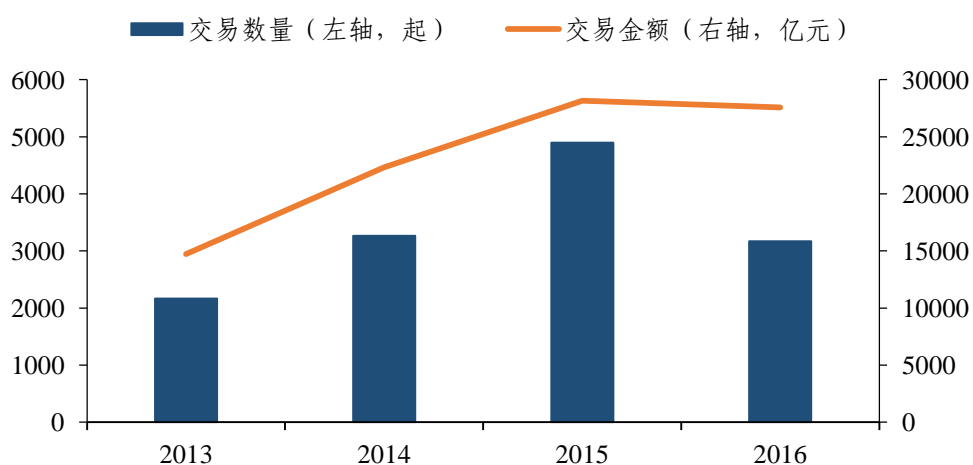
## **四、我国并购市场现状分析**

### **（一）我国本轮并购浪潮概况**

市场普遍认为，2013 年是我国本轮市场化并购浪潮的元年。在经济转型、监管放松等多因素驱动下，2013 年以来我国企业并购数

量及规模均快速增长。据 Wind 中国并购库统计，2013~2016 年，我国企业并购数量超过 1.3 万起，并购金额超过 9.2 万亿元。2014 年与 2015 年，企业并购数量基本以每年 50% 的速度增长，并购金额也急剧放大。2016 年，由于市场环境的变化，并购数量呈现明显的下降，回落至 3100 余起，但并购金额仍维持高位，达到 2.8 万亿元。

图 8 2013 年至今我国企业并购数量及金额

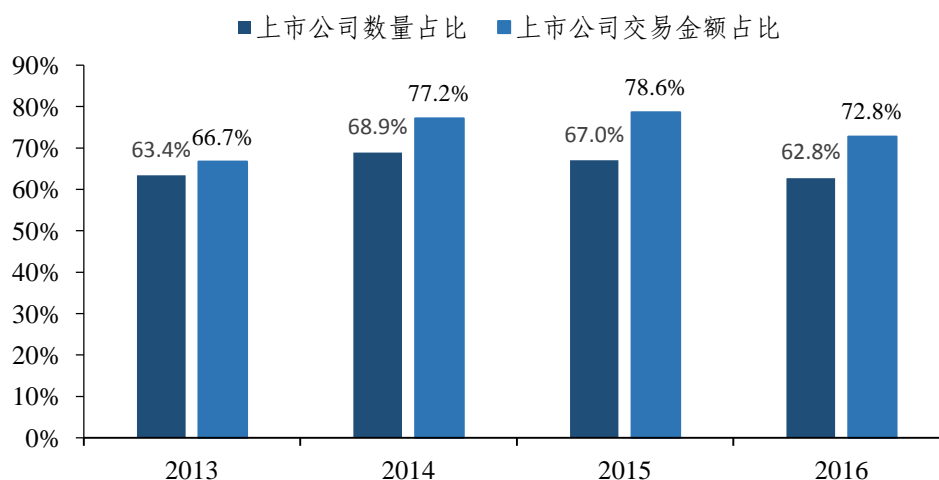


数据来源：Wind 中国并购库。

注：按首次公告时间统计。标的类型为“股权”及“股权+资产”。

上市公司是我国企业并购的主力军。2013 年以来，上市公司并购数量占比始终保持在 60% 以上，2014 及 2015 年接近 70%。从金额看，上市公司并购金额占比达到 70% 以上，2014 及 2015 年接近 80%，反映出上市公司并购金额通常更大，资本市场对大体量的并购交易起到了重要的支持作用。

图 9 2013 年至今我国企业并购上市公司数量及金额占比



数据来源：Wind 中国并购库。

本轮并购浪潮中，消费新兴企业成为并购的主要对象。信息技术、可选消费并购数量位居前列，且占比持续提升，医疗保健行业占比也稳中有升。2016 年，标的公司属于信息技术、可选消费、医疗保健三大行业的并购数量占比已经超过 50%。

表 7 2013 年至今我国企业并购标的行业分布（数量占比）

行业	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
信息技术	17.4%	22.0%	26.0%	27.7%
工业	19.5%	17.5%	17.3%	16.1%
可选消费	12.6%	13.7%	12.2%	15.2%
金融	15.9%	14.8%	17.0%	14.7%
医疗保健	8.0%	7.3%	7.9%	9.0%
材料	13.6%	12.2%	9.8%	8.2%
日常消费	4.9%	4.4%	3.4%	3.1%
公用事业	3.4%	3.4%	2.6%	2.7%
能源	3.7%	3.6%	2.9%	2.6%
电信	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%

数据来源：Wind 中国并购库。

从并购类型看，呈现出多元化的特征，以横向及纵向并购为代表的行业整合型并购占比相对较高。2016 年行业整合型并购数量占比达到 60%；跨界转型并购近两年有所下降，维持在 14%；资产调整

型并购波动较大，平均在 15%左右；借壳上市随着监管的收紧数量占比逐渐下降，2016 年占比仅 0.6%。

表 8 2013 年至今我国企业并购类型分布（数量占比）

类型	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
行业整合型（横向/纵向）	50.9%	63.8%	53.2%	60.1%
跨界/转型	21.3%	19.6%	14.1%	13.7%
资产调整（含整体上市）	15.0%	6.2%	20.0%	17.5%
买壳	1.6%	1.2%	1.0%	0.6%
财务投资	8.1%	7.6%	3.3%	0.9%
其他	3.1%	1.6%	8.5%	7.1%

数据来源：Wind 中国并购库。

## （二）中美并购浪潮比较

由于我国的经济发展阶段、资本市场环境等与美国都不尽相同，我国本轮并购重组浪潮很难与美国五次并购浪潮中的某一次对应起来，反而更像几次的综合。我们从兴起的原因、涉及行业、并购方式等几个角度对中美并购浪潮进行比较。

### 1. 兴起的原因与美国历次浪潮存在共性

美国的经验表明，并购浪潮主要的影响因素包括经济形势、资本市场环境、法律监管环境等。我国此次并购浪潮也主要在这几方面因素的共同作用下产生。第一，宏观经济整体平稳，流动性相对宽裕。近几年，我国经济步入新常态，整体增速虽有所下降，但结构出现分化，传统行业衰落，新兴行业快速崛起。同时，宽松的流动性也使得企业并购所需的资本较易获得。第二，产业及企业具有转型升级的内在需要。许多产业集中度低，竞争力弱，产业内在整合动力强劲。同时，随着互联网、移动互联网等新技术、新行业的兴起，传统企业急

需吸收新技术、培养新的增长点以实现转型升级。第三，资本市场活跃。从 2013 年创业板开启的结构性牛市，到 2015 年上半年的全面牛市，万得全 A 指数一路高涨，由 2013 年初的 2223 点上涨至 2015 年 6 月 15 日的 7068 点。并购方愿意付出更高的溢价，交易更容易达成。第四，制度红利持续释放。国家层面和各部委近年频频出台政策鼓励产业并购。2014 年 3 月，国务院印发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》。证监会等部委就此出台多项举措推进并购重组市场化改革，包括实施分道制审核提高审核效率，扩大配套募集资金比例，完善并购重组税收政策等，企业并购重组环境明显改善。

## **2. 产业整合型并购在很多行业还未真正兴起**

尽管产业整合型并购在本轮并购浪潮中占比超过一半，但类似于美国第一、第二次并购浪潮的大规模产业整合在很多行业还未真正发生。以上市公司重大资产重组为例，产业整合型重组主要发生于新兴行业中，数量最多的为计算机、通信和电子设备制造业，其次是软件和信息技术服务业，而在美国第一次并购浪潮中高度整合的钢铁、橡胶、食品等行业的横向并购活动则相对较少，占比均不足 1%。从金额来看，钢铁、煤炭、有色、造纸等行业占比也均处于较低水平。究其原因，一方面，估值扭曲制约了很多行业的整合型并购。由于 A 股市场受管制，一二级市场估值不合理，并购溢价率也水涨船高，导致并购投机性更强，更多集中于热点行业。另一方面，一些非市场化因素对并购造成了阻碍。比如钢铁、煤炭等以国有企业为主体的行业，企业对地方 GDP、税收、就业等贡献巨大，地方政府为维护自身利



益，对跨地区的并购重组往往持消极甚至反对的态度；国有企业公司治理目标多元，管理层激励不足且风险偏好较低，除了行政命令下的兼并收购之外，其自身对于大规模的产业整合往往缺乏动力。

### 3. 杠杆收购雏形初现

2015 年下半年以来，新兴保险公司大举举牌上市公司，以“宝万之争”为代表的杠杆收购引起市场广泛关注。与美国 80 年代的杠杆收购类似，我国杠杆收购也是在利率市场化、资产荒的背景下兴起；并且收购对象多为价值低估的蓝筹股。但在杠杆的资金来源、资金期限、风险承担者方面，与美国均有明显的差异。从杠杆的资金来源看，美国的杠杆资金主要是银行贷款和垃圾债券，资本结构分三层，首先是有担保的优先债作为顶层资本（50%~70%），主要由银行提供，其次是没有担保的低评级债务作为夹层资本（20%~40%），主要由垃圾债券提供，最后是最核心的底层资本，即由收购方提供的资本金，占 10% 左右。而我国险资的杠杆资金主要来源于万能险、股权质押、资管计划配资等。一些资管计划资金层层嵌套，导致风险容易跨市场传播，且真实杠杆率难以掌握。从资金期限看，垃圾债券通常期限较长，一半以上的债券发行期限在 6-10 年。而我国一些杠杆资金期限较短，部分万能险产品期限不到三年，由于杠杆收购属于中长期投资，期限错配可能带来流动性问题。从风险承担者看。美国杠杆收购通过垃圾债券等金融工具融资，收购方需承担债务和信用风险。而我国险资杠杆收购，风险由购买万能险、资管计划的客户承担，穿透后大多为社会公众，其收益却十分有限，风险收益不对等。

## 五、推动我国并购市场健康发展的建议

并购重组是企业提高竞争力的有效措施，是调整优化产业结构的重要途径，但另一方面，并购重组并非“万能药”，盲目的、投机型的并购重组反而会加大上市公司经营风险，侵害中小投资者利益。以史为鉴，现阶段我国并购市场需有保有压，促进上市公司并购重组更加规范、有序。

### （一）为整合型并购营造良好环境

美国第一、第二次并购浪潮极大地改变了美国的经济结构，提高了生产效率，产生了一批具有国际影响力的大型企业。目前我国除了白色家电、部分高科技领域以及电信、能源等行政性垄断领域之外，很多产业的发展仍受制于集中度不高引起的无序竞争、产能过剩等问题，例如钢铁、煤炭、建材、化工等，亟需进一步推动这些行业的产业整合型并购。建议资本市场从三个方面为产业整合型并购营造良好环境：一是提高资本市场定价有效性。真正的产业并购需要一二级市场估值的合理性。这就要求继续推进新股发行体制改革，健全多层次资本市场建设，提高证券市场的有效性，建立有效的估值体系。二是丰富投融资工具。并购活动需要灵活多样的投融资工具，以满足各方的利益诉求。未来需进一步完善优先股制度、推出定向可转债、支持并购基金发展等。三是充分发挥中介机构作用。促进中介机构由监管合规思维向交易思维转变，从服务于监管转向服务于市场，以撮合交易为核心，并且利用其资源协调和配置能力，为客户提供全方位的金融服务，更好地发挥资源调配的作用。

## （二）强化对投机性并购的监管

美国的并购史显示，并购中过高的溢价率、盲目的多元化往往给公司带来巨大的经营风险。在我国目前二级市场估值整体偏高的情况下，并购高溢价、追热点等问题屡有发生，部分上市公司借助重组炒作股价的意图较为明显，需要监管层持续关注。一是对重组预案中的疑点问题刨根问底。包括，对于评估增值率明显高于同行业的标的资产，要求公司充分披露其合理性；对于跨行业并购，重点关注上市公司是否具备转型基本条件，要求公司披露在资本、人员、技术等方面所做的准备等。二是要求上市公司充分揭示风险。重组推进中，标的资产的持续盈利能力能否保持、购入资产的协同效应能否发挥、跨界转型的后续整合能否完成，都存在重大不确定性，这些风险，需要在重组预案中，向投资者充分揭示。

## （三）控制杠杆收购风险

我国杠杆收购尚处于发展初期，也暴露出一些特有的问题，亟需弥补监管漏洞，使杠杆收购更加良性发展。建议一是适当控制杠杆水平。美国第四次并购浪潮期间杠杆率大约达到 9:1，鉴于我国金融市场发展尚不成熟，为防范风险，建议加强对杠杆收购的审慎管理，对杠杆率做适当限制。二是强化杠杆资金信息披露。要求收购方对杠杆资金进行穿透披露，详细披露资金来源、资金成本、资金期限等。三是对杠杆收购资金的投资者执行适当性管理。对于最终投资者为社会公众的理财资金、万能险资金等，只能作为杠杆收购的优先级资金；合格投资者才能投资于杠杆资金的夹层部分，使风险收益相匹配。

## 参考文献

- [1]布鲁斯.瓦瑟斯坦, 大交易: 兼并与反兼并[M], 海南出版社, 2000
- [2]贾广华、徐涛等, 从美国市场的并购经验展望中国即将到来的并购浪潮[C], 创新与发展: 中国证券业 2013 年论文集
- [3]刘晓丹、陈志杰、阮超, 美国百年并购历史的启示[J], 金融博览, 2009 ( 8 )
- [4]帕特里克.A.高根, 兼并、收购和公司重组 ( 第四版 ) [M], 中国人民大学出版社, 2010
- [5]邵万钦, 美国企业并购浪潮[M], 中国商务出版社, 2005
- [6]Federal Trade Commission, *Statistical Report on Mergers and Acquisitions 1979*[R], 1981
- [7]Peter J Clark and Roger W Mills, *Masterminding the Deal*[M], Kogan Page, 2013

## 免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

---

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse\_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120

---