



第五节 杠杆收购



杠杆收购定义

- 杠杆收购（**Leveraged Buy-out, LBO**）是企业并购的一种特殊形式。其实质是举债收购。收购方以较少的股本投入（约占**10%**），以目标公司资产及未来收益作为借贷抵押，运用财务杠杆大规模借贷或融资（通常为总购价的**90%**），借贷本息将通过目标公司的资产和未来现金流来偿付。
 - 管理层收购（management buyout）
 - 机构收购（institutional buyout）



杠杆收购的通常做法

1、收购公司先成立一家控股子公司

- 将资金注入该控股子公司，再由控股子公司以自身资产及目标公司的资产或未来收益作为保证向银行贷款或发行债券来筹集资金，然后对目标公司进行收购。
- 杠杆收购的设计准备阶段，主要是由发起人制定收购方案，与被收购方进行谈判，进行并购的融资安排，必要时以自有资金参股目标企业，发起人通常就是企业的收购者。
- 集资阶段，并购方先通过企业管理层组成的集团筹集收购价10%的资金，然后以准备收购的公司的资产为抵押，向银行借入过渡性贷款，相当于整个收购价格的50-70%的资金，向投资者推销约为收购价20-40%的债券。



杠杆收购的通常做法

- 2、收购结束后，收购公司再将目标公司的部分资产卖出，套回现金用来偿还债务。
- 3、收购公司还要对目标公司进行整合，保留一些经营状况好、盈利能力强的资产，而将前景较差或不确定的资产卖出。
- 4、收购公司同时对公司规模、企业文化、资本结构、人员分配等一系列问题进行协调、整合、包装。
- 5、最后再将公司上市，从中获取资本收益。
 - 1970-2010年数据显示，13%的LBO案是以IPO为出场策略，39%是转售给策略收购者(strategic buyer)，24%是再次出售给私募股权基金，称为secondary buyout。（Harford & Kolasinski, 2012）



杠杆收购的通常做法

- 针对上市公司进行LBO交易等于public to private的程序，收购者必须购买所有股东的股票。
- 一般可先公告 reverse stock split, 减少流通在外普通股。
- For example, MagStar Technologies公告将2000股转换为1股，不足一股的将以\$0.425 per presplit share购买回。



组织杠杆收购的投资者

- 通常组织杠杆收购的投资者有以下几类：
 1. 专业并购公司以及专门从事并购业务的投资基金公司。
 2. 对并购业务有兴趣的机构投资者。
 3. 由私人控制的非上市公司或个人。
 4. 内部管理人员（管理层收购**MBO**）。



LBO与公司创新能力

- 较早期的研究认为LBO会减少公司创新能力，原因是LBO带来的巨大利息成本限制了公司的研发支出。
- 更多的实证研究发现是该现象只适用于规模小的公司，大公司产出更多创新（以number of patent citation衡量），理由是非上市公司拥有更多创新人才、面对较少的行政作业与信息披露要求。

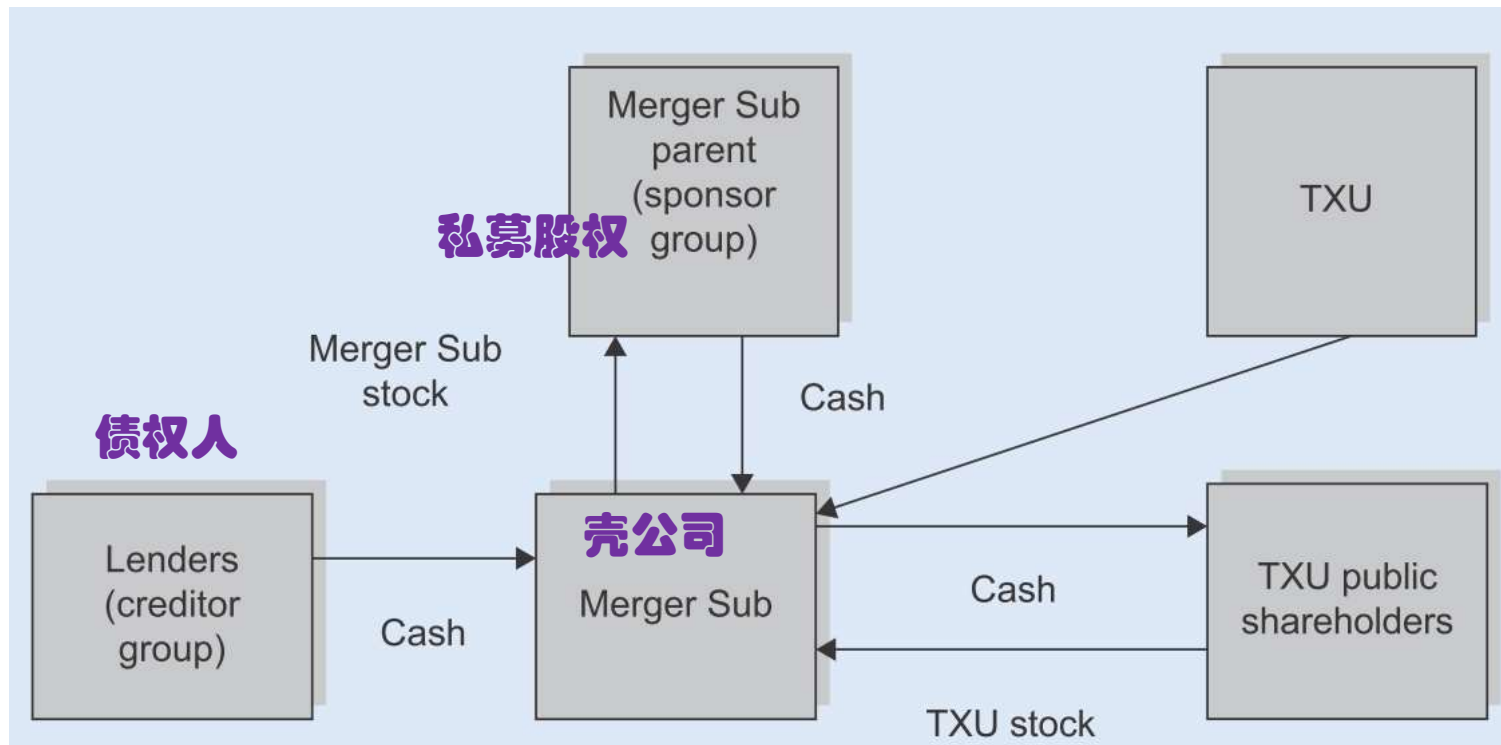


LBO的节税效果

- LBO后公司的利息费用较高，可达节税效果
- 按照会计购买法(purchase accounting),资产重估后也可提高折旧费用

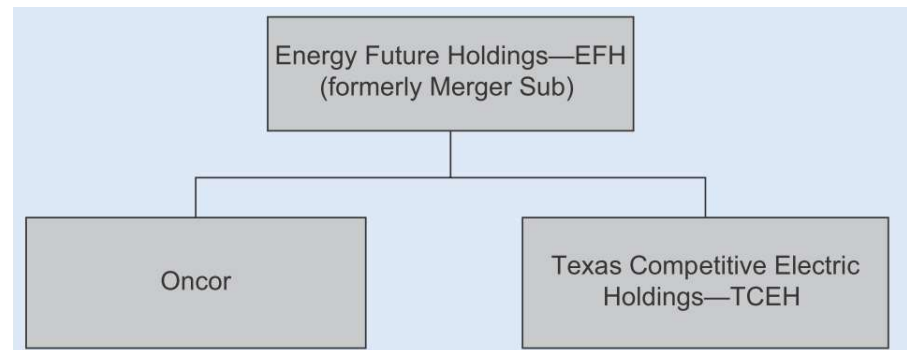
TXU Corp. 的杠杆收购

- 2007年10月7日，TXU成功通过LBO下市，总价值 **\$48 billion**，融资方式为**\$40 billion**为贷款，**\$8 billion** 是股权形式。向大众投资人以每股**\$69.25**现金支付购买流通在外股票。



TXU Corp. 的杠杆收购

- 合并后，壳公司取名为**EFH**，共持有两个部门



- TCEH**的商业模式是提供消费者与生产者电力，德州的电价主要锁定天然气价格，因为**TCEH**使用更低的成本（**coal & uranium**）生产电力，当时未来获利能力被看好。
- 从**2008**年经济萧条时期开始，天然气价格不断下跌，**TCEH**损失惨重，**2014**年宣告破产。



杠杆收购的特征

1. 杠杆收购融资结构像倒过来的金字塔

- 在西方，杠杆收购已有了一些成熟的资本结构模式，最常见的就是金字塔模式。位于金字塔顶层的是对公司资产有最高清偿权的一级银行贷款，约占收购资金的**60%**；塔的中间是被统称为垃圾债券的夹层债券，约占收购资金的**30%**；塔基则是收购方自己投入的股权资本，约占收购资金的**10%**。



杠杆收购的特征

2. 杠杆收购有高负债、高风险、高收益的特点

- 在杠杆收购中，收购者以**10%**的自有资金支配约**90%**的债务，改变了公司的资本结构，提高了企业的负债水平。而这些债务主要依赖目标公司未来的经营现金流来偿还，一旦**目标公司的未来收益无法达到预期结果时，公司将因无法偿还到期债务本息而陷入财务困境，甚至濒临破产**，因而风险很高。但是，如果公司的资产收益率大于平均债务利率的话，财务杠杆将得到充分发挥，公司也将获得巨额收益。



杠杆收购的特征

3. 杠杆收购具有很强的投机性

- 许多公司杠杆收购其它公司的目的是获取买卖差价，而非基于目标公司长远发展的需要。
- 在**经济繁荣时期**，买卖目标公司的价差大于举债利息，投机公司通过举债融资买卖公司来获取高额利润。同时，许多投资机构认为，高负债公司所发行的“垃圾债券”尽管风险较大，但是回报也相应较高，因而值得投资，于是推动杠杆收购的开展。
- 而在**经济衰退时期**，由于公司的现金收入不足以偿付巨额债务利息，垃圾债券的价格一泻千里。



杠杆收购的特征

4. 杠杆收购依赖投资银行参与

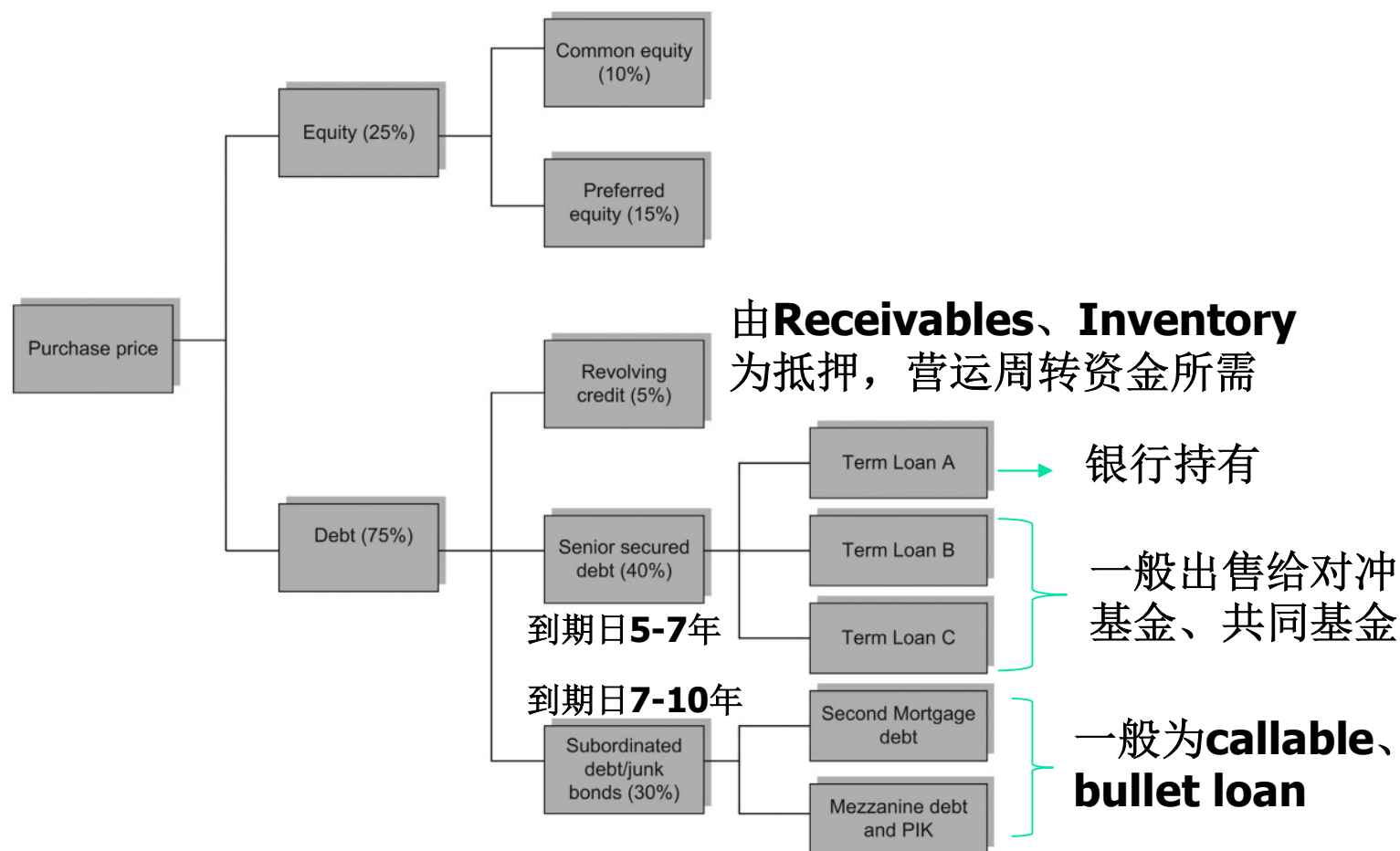
- 因而需要大量融资，这只有借助于投资银行才能完成。
- 投资银行可以大大地促进和推动杠杆收购的开展，因为投资银行可以充分利用其信息优势，广泛接触客户，了解并购信息，促成并购意向，帮助其拟订并购计划，实施并购，监督或参与企业并购后运营的开展，帮助其实现投资变现。



投资银行的道德风险问题

- **2000**年代，由于**LBO**的目标公司市值较高，一般完成交易需要依赖多家投资银行，常被称为**club deals**。因为竞争者减少了，**Club deals**可能降低目标公司的收购价
- **2014**年**8**月，由于在许多**LBO**案很多投资银行勾结并恶意降低目标公司的股价，美国法务部判三大私募股权基金(**KKR, Blackstone, TPG**) 必须赔偿**\$3.25**亿，另外三家(**Goldman Sachs, Bain Capital, Silver Lake**)赔偿**\$1.505**亿。

杠杆收购的融资体系





杠杆收购的运作程序

- **1.** 聘请投资银行作为财务顾问
- **2.** 先期收购
- **3.** 确定报价时间
- **4.** 资产评估
- **5.** 商定收购价格
- **6.** 确定自投资本
- **7.** 组织杠杆收购融资
- **8.** 收购后事宜



杠杆收购的特殊形式——管理层收购

- **MBO (Management Buy-out) 即管理层收购，是指公司的经理层利用借贷所融资本或股权交易收购本公司的一种行为。**
- **MBO的核心在于管理层通过股权收购获得所在公司控制权。**
- **“纯”MBO是少数案例**
 - **1970至2007年，80%MBO是与私募股权基金合作，MBO案中只有20%是“纯”管理层收购。**



KKR公司靠MBO起家

- 第一例MBO与美国的KKR公司息息相关。1976年Kohlberg、Kravis和Roberts创建的KKR公司决定收购罗克威尔公司一个制造齿轮部件的分厂。
- 为了达到顺利收购的目的，KKR采取了与以往不同的手段，它与被收购公司的管理人员联合而不是准备解雇他们，许诺将来给予管理层一定比例的股权，从而得到被购并公司董事会的批准和支持。
- KKR最终以每股1美元的价格实施了对该分厂的收购，其中管理人员控股20%，KKR控股80%。收购完成后，KKR对公司进行了改革，执行了一系列压缩成本的措施。
- 5年后，KKR将梳妆打扮好的所谓“简练有效率”的公司以每股22美元再次出售，获得丰厚收益，9名原高级管理人员也都暴富。



KKR公司靠MBO起家

- KKR利用这种方法屡屡成功,从1977年至2006年3月底,KKR已经完成了130多次收购,累计总交易额达到了1929.65亿美元。MBO在KKR发迹过程中的作用无疑是巨大的。
- 1988年10月,以RJR Nabisco 公司首席执行官(CEO)罗斯·约翰逊为代表的管理层向董事局提出管理层收购公司股权建议,并计划在MBO之后对公司进行资产剥离。但KKR此次扮演的是管理层的竞争者而非合作者。
- 不过,KKR此次收购的结果并不理想。2005年KKR出售了持有的RJR Nabisco的所有股权,收益率平平。



我国的MBO发展历程

- 1999年北京四通集团的产权改革标志着中国国内企业MBO行为的开始。
- 2002年10月，中国证监会公布的《上市公司收购管理办法》明确界定了管理层收购行为。
- 2003年初，在我国涉及国有资产的有900多家上市公司中，有200多家在积极探索管理层收购或持股这一新的模式，MBO上升到前所未有的高度，以致于2003年被定MBO年。
- 2003年3月，财政部“在相关法规制度未完善之前，对采取管理层收购(包括上市和非上市公司)的行为予以**暂停受理和审批**，待有关部门研究提出相关措施后再做决定”，叫停了MBO的应用。



我国的**MBO**发展历程

为何要叫停MBO?

- 当时许多上市公司的国有股不流通在公开市场上，MBO可能会被当作以低价收购国有资产的手段。
- 2003年3月，收购价格普遍有失公允，融资环节中存在较大风险，财务报表的非正常调整，信息披露不规范，形成了新的公司治理问题。



MBO收购价格普遍有失公允

由于我国证券市场存在非流通股和流通股并存的双轨制，目前（2003年）上市公司管理层收购的都是非流通股。在非流通股的收购价格的制定上目前国内尚无相关法规。

收购价格以每股净资产为依据是因为非流通股的转让基本上采取的都是协议转让方式。有关规定对协议收购中的价格确定问题要求较为宽松。而对要约收购中的价格确定较为严格，要求收购非流通股的价格不得低于每股净资产，这就导致收购方纷纷回避流通股收购的 30%的要约收购线，通过协议收购来获取更为理想的收购价格。



MBO收购价格普遍有失公允

事实上，从已有的MBO案例看,收购价格都在净资产左右，甚至一些已经实施MBO的公司，收购价格低于公司的每股净资产。

- **粤美的净资产4.07元，两次收购价分别为2.95元和3.00元；**
- **深方大净资产为3.45元，两次收购价分别为 3.28元和3.08元**
- **佛塑股份净资产3.18元, 收购价2.96元：**
- **洞庭水殖净资产5.84元，收购价5.75元；**
- **特变电工的收购价格更是大大低于净资产，公司2002年中期净资产3.38元，管理层向3家股东的收购价最高的是3.10元，最低的居然只有1.24元。**



MBO融资环节中存在较大风险

- 在我国**不得用贷款从事股本权益性投资**。禁止企业间资金拆借等，国有商业银行的“过桥”贷款业务很难操作，**发行垃圾债券等证券化方式尚不可行**，从而导致上市公司管理者收购资金来源受到诸多限制，巨大的资金压力。引致管理层的行为扭曲，利用上市公司的资信进行融资，把MBO融资信用风险转嫁给上市公司。
- 如果管理层通过控股公司融资来完成收购，**高负债率将给上市公司新的母公司造成巨大的财务压力**，为了缓解这种压力，不排除管理层可能利用关联交易或非法交易等办法将上市公司的利益转移至母公司，致使上市公司资产流失，收益下降。



财务报表的非正常调整

- 一个典型的操作：**管理层把公司的利润做亏，把净资产做小，然后以相当低廉的价格实现收购的目的；**或者通过调剂、隐藏利润的办法扩大上市公司的账面亏损,然后利用账面亏损逼迫地方政府低价将股权转让给高管人员持股的公司。如果地方政府不同意,则继续操纵利润扩大账面亏损直至上市公司被特别处理后再以更低的价格收购。



财务报表的非正常调整

- 一旦MBO完成，高管人员再通过调账使隐藏的利润合法地出现，从而实现利润转移以缓解管理层融资收购所带来的巨大财务压力。
- 2002年10月22日，宇通客车编制1999年年报时用编造虚假计帐凭证等手法，共计虚减资产、负债各1.35亿元，受到中国证监会的行政处罚。虽然宇通客车声明虚拟财务与公司MBO方案无关，但中国证监会的行政处罚使其酝酿已久的MBO几乎化为泡影却是事实。



MBO信息披露不规范

- **(1)收购主体。**对收购主体的信息披露多较为笼统，管理层新设公司的情况更是朦胧，参与人员范围、职责、个人背景、管理层的股权结构、主要影响人、公司资产规模、经营内容大多语焉不详。
- **(2)交易内容。**目前有很多MBO进行信息披露时，对与这一交易有直接关系的包括交易价格、定价依据、股东和政府承诺、交易条款和辅助交易在内的很多内容未进行披露。



MBO信息披露不规范

- **(3)收购资金。**包括资金来源和还款方式的披露。实施MBO的公司大都披露为自有资金，没有一家披露下一层的融资借贷关系。只有佛塑股份披露得较为详细，披露了资金来源一项：“其余收购资金通过股东出资或向金融机构融资解决。”但遗憾的是下一句“到目前为止,公司尚未签订有关的融资协议”，还款方式的披露则更为模糊，只是以“分红等方式”一笔带过。
- **管理层受强烈的利益诱惑甘冒风险融资收购；**提供融资的合伙人，不管是投资银行、信托公司、证券公司、还是其它基金、战略投资者，都逐利而来。暗箱操作，资金与知情权之间非法或不正当的钱权交易，局外人很难了解。



MBO形成了新的公司治理问题

- 国有股“一股独大”是造成我国上市公司治理问题的重要原因之一
- 实施**MBO**后，管理层变成了公司股东，问题变得复杂起来。
 - **1**、管理层收购后如果成为第一大股东，就拥有了对公司的超强控制力，自然会使上市公司由原先国家股的“一股独大”转变为管理层的“一股独大”；
 - **2**、管理层收购后即使不是第一大股东，所有权与经营权的结合也强化了其内部控制的权力，成为实质上的“一股独大”。在所有者和经营者两权合一、尤其是缺乏足够强大的外部监控体系的情况下，上市公司管理层对公司的超强控制力将加剧内部人控制，使管理层有条件做出更不利于广大中小投资者的行为，而且侵吞中小股东利益将更为便捷



我国的MBO发展历程

- 2005年4月14日，国务院国资委和财政部联合出台的《企业国有产权向管理层转让暂行办法》(简称《办法》)规定：
 - 可以探索**中小型国有企业**国有产权向管理层转让，
 - **大型国有企业的国有产权或股权不向管理层转让。**
 - 这是两大部委首次以文件形式公布对企业MBO的态度，意味着国家给国有中小企业MBO亮了绿灯。又一次启动其应用的步伐。



我国的MBO发展历程

- 在**20世纪80年代**，**美国MBO**一般都发生在相对成熟的产业，例如零售业、食品加工业、服装业等。
- 因为这些行业所处的生命周期，正是拥有大量现金或现金等价物的时候。管理层收购这类公司可以凭借其稳定的现金流增强举债能力。
- 而那些新兴行业或者高科技企业由于风险较大、现金流少，一般绝不会成为管理层收购的目标。
- 中国**MBO**的经验依据并非来自美国的启示；反而是另外两个国家与中国的**MBO**有些相似：一是英国，二是俄罗斯。



英国MBO的发展

- 英国**MBO**的兴盛与美国有所不同,它是在撒切尔夫人时代的**国营企业私有化过程中**出现的。英国政府把国企的所有权转让给**包括经理人、员工以及其他愿意购买股权的普通居民**,而并非把企业完全卖给管理层。
- 英国政府对国营企业私有化提出了**3条定律**,从而成为保护股东的有力措施。
 - 第一步,在国有股股权不变的情况之下,聘请职业经理人来经营;
 - 第二步,职业经理人经营好的国有企业才能进行私有化,坏的则不能进行;
 - 第三步,英国政府对私有化后的公司,保留一股黄金股,也就是说,如果私有化后公司的重大决策影响到老百姓利益的话,英国政府将拥有否决权。
- 英国这些私有化的好措施,中国现阶段的**MBO**没有一项能做到,所以根本无法保证股东在**MBO**过程中不受侵害。



俄罗斯的MBO发展

- 俄罗斯在上世纪**90**年代的私有化过程中,有一半大型企业被管理层收购。但在当时一个混乱的法制背景下,俄罗斯**MBO**的结局是令人沮丧的。
- 中国国企推行**MBO**最强的理由是**MBO**可以振兴国企。
- 郎咸平认为为了达到激励管理层的目的,完全可以给他更高的薪酬,更好的待遇,而不一定非要把企业卖给他。按照“搞好企业必须要**MBO**”的逻辑,股份公司就几乎没有了存在的必要,都要变成经理个人的资产才能搞好。
- 但惠普的女老总、通用的**CEO**韦尔奇、纳斯达克的主席做出了那样大的贡献,却也没有把企业变成自己的,因为美国这些职业经理人心中的信托责任是我国职业经理人所没有的。



中西方MBO的比较

①中国MBO具有独特的形成背景

■ MBO在欧美形成的背景

- 20世纪60年代多元并购浪潮造成了无数业务多元化的企业集团，但到了20世纪70年代中后期，由于股票市场价值评估理念的变化，市场和投资者不再青睐业务多元化的企业集团。
- 在这样背景下，那些从事LBO的投资银行家与企业管理层联手，通过MBO方式对企业集团下属企业进行收购。

■ 中国MBO形成背景有两种

- 一是民营企业摘“红帽子”。许多民营企业带有集体企业的红帽子。通过MBO方式恢复民营企业产权。
- 二是“国退民进”。一些国企管理层在企业长期发展中作出了巨大贡献，地方政府通过MBO方式以一定的价格优惠把国有股转让给管理层。



中西方MBO的比较

②中国MBO是相对性收购

- 西方管理层和中介机构在发起MBO时，收购股份一般达到公共公司在外发行股份的90%（上市公司则完成下市）。
- 中国MBO中管理层完成收购后，**通常只是持有目标公司股份的较少部分。**

③中国MBO是管理层在内的主体多元化收购

- 国外MBO中，股东一般包括企业高层管理人员、一般合伙人（通常是操纵整个交易的中介机构）和有限合伙人（提供融资的大投资机构等）。
- 中国管理层在发起MBO时，**纳入收购主体的人员往往从管理层扩展到中层经理、大股东管理层、子公司管理层，甚至公司的一般员工。**



中西方MBO的比较

④中国MBO具有股权激励性

中国企业激励机制普遍缺失，企业内部管理层在策划MBO时往往把MBO演绎成企业员工激励的一种形式，股东和企业常常配合公司奖励基金、股权折价转让、分期付款、延期付款等措施，最终把企业的MBO和股权激励机制最终融合在一起。

⑤中国MBO使杠杆外部性收购

- 西方通行的MBO是在收购后对目标公司的财务结构进行调整，形成高财务杠杆的资本结构。**一般的目标公司在收购前债务和权益的比例通常为2：1，收购后目标公司的债务和股权比例上升到8：1甚至9：1。**
- **中国MBO的杠杆效应却体现在收购主体上或管理层个人，而不是目标公司，即通过收购主体或管理层负债融资来收购目标公司。**



MBO对我国企业改革的意义

- **国有企业的转制；**
- **实现企业家价值；**
- **减少代理成本；**
- **改善公司内部监督；**
- **形成对管理层的有效约束。**



第六节 跨国并购

- Cross-border Merger and Acquisitions,简称 cross-border M&As
- 是指一国企业为了某种目的，通过一定的**渠道和支付手段**，将另一国企业的整个资产或足以行使经营控制权的股份收买下来，从而对另一国企业的经营管理实施实际的或完全的控制行为。
 - 渠道，包括并购企业直接向目标企业投资，或通过目标国所在地的子公司进行并购两种形式。
 - 支付手段，包括支付现金、从金融机构贷款、以股换股和以股票换资产等方式。
- 跨国并购是国际直接投资的一种方式。



美国跨国并购的法律环境

- 《联邦证券法》（1933年）《联邦证券交易法》（1934年）基本上未对美国人和外国人加以区别对待。**但希望投资于美国企业的外国人，不论是购买现行公司的全部或部分股份，还是建立一个新的企业，都会感到美国的管理规定远比想像的要繁琐和麻烦。
- 取得一个上市公司已发行股份5%以上的个人或公司，规定必须报告和公布其重要情况（背景材料、营业情况）。这对习惯通过银行或其他中介进行投资、身份不愿公开的外国人来说，可能带来一些问题；**
 - 一些战略性工业部门、如航空、商业银行、交通、能源、政府订货等方面，通过其他法令禁止或限制外国人投资；**
 - 联邦和州的法令在某些情况下也对外国人拥有不动产加以限制。**



对外资收购上市公司控制权的限制

- 所有股权收购的收购人，必须遵守1934年法令14D、14E的规定
- 该规定对本国收购人和外国收购人未加区分，对外国收购者的股权收购行为也没有更为严格的法令或规则的限制
- 但外国公司根据股权收购的公布规则所需公布的情况，按其注册国家的法律通常是不需要这种公布的。这对进行股权收购可能是一种阻碍因素。
- 另外，对外国收购者来说，要求他们提供财务报表可能是更加难以负担的。这是因为他们的财务报表和证券交易委员会规定的财务报表的格式和内容，在会计原理或实际做法上的各种差别，都必须公布。这些差别的影响也必须加以说明。



欧盟兼并规则

- 欧盟的兼并规则于1989年颁布施行。
- 规则采取事前控制的原则，**规定凡是具有共同体规模的兼并都应提前通知欧共体委员会，由委员会裁决。**
- 欧盟的兼并规则规定其调整对象是具有共同体规模的集中行为。
- 这种集中行为既包括原先相互独立两个或两个以上企业的合并，**也包括已经控制了至少一个企业的自然人或企业，通过购买股份或资产，通过签订合同或通过其它直接或间接方法取得对一个或一个以上其它企业全部或部分的控制。**



欧盟的兼并规则规定集中行为能否获得批准的标准是：

- 该集中行为是否**创设或加强了市场优势地位**，其结果是使共同体市场或该市场上某一独立部分的竞争受到显著损害。
- 这里**市场优势地位**的关键是市场份额。规则规定：
 - **创设市场优势地位**是指A公司通过取得B公司的控制权将其兼并，或是AB两公司共同设立一个集中型的公司C，在第一种情况下的A公司和第二种情况下的C公司由此获得了市场优势地位。
 - **加强市场优势地位**是指一个公司通过兼并其它公司来加强已有的市场优势地位。

欧盟对英特尔处14.5亿美元反垄断罚金

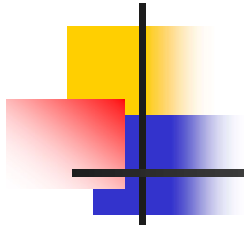
- ❖ 20090513，欧盟委员会公布裁定，英特尔通过提供折扣优惠的方式利诱计算机厂商不使用或少使用AMD处理器的行为非法，并处以创纪录的14.5亿美元反垄断罚金。
- ❖ 该数额超过了微软垄断案中对微软征收的8.99亿欧元的罚金。英特尔是全球最大的芯片厂商，其在个人电脑微处理器中的市场份额约为80%。
- ❖ 欧盟委员会表示，英特尔滥用其垄断地位，图谋将AMD阻挡于市场之外，违反了欧盟的竞争法律。该委员会指出，英特尔向宏碁、戴尔、惠普、联想以及NEC等电脑厂商提供折扣，要求这些厂商从英特尔购买全部或绝大部分x86 CPU，并向这些厂商付费以推迟或取消推出基于AMD芯片的产品型号。



美国的反托拉斯法

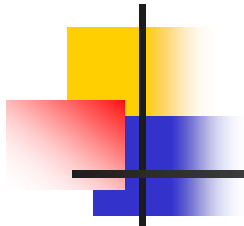
(1) 《谢尔曼法》

- 1890年通过;
- 是反托拉斯法的基础。
- 保护贸易和商业——不受非法限制和垄断侵害
- 该法规定：“凡是限制几个州之间的贸易或商业活动的合同，以托拉斯或其他形式进行的兼并或暗中策划都是非法的”，“任何人对商业的任何部分实行垄断，或企图实行垄断，或暗中策划垄断”都是违法的。
- 不足之处——没有给“限制贸易”和“垄断”下精确的定义，而把解释权交给了法院。
- 违反规定者将被罚款或监禁，并按3倍的价值赔偿受害人的损失



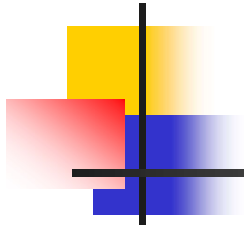
(2) 《联邦贸易委员会法》

- **1914年通过;**
- **目的**
 - **防止“商业中的不公正竞争和不公正或欺骗性的行为”。**
- **成立联邦贸易委员会**
 - 有权调查不公正的商业行为;**
 - 提供实施法令的程序;**
 - 具体决定哪些商业行为是合法的, 哪些是非法;**



(3) 《克莱顿法》

- **1914年通过。**
- **目的**
 - **防止垄断力量的形成和积累。**
- **漏洞——允许大公司购买竞争者的资产；**
 - **第7条：禁止大公司大量购买竞争者的股票。**



(4) 《罗宾逊—帕特曼法》

- **1936年通过。**
- **对《克莱顿法》的第2条进行了修正：**
——**反对价格歧视**
(反对同样的产品对不同的顾客收取不同的价格)

(5) 《塞勒—凯弗维尔反兼并法》

- **1950年通过。**
- **对《克莱顿法》的第7条作了修正：**
——**禁止任何公司购买其他公司的股票或资产。**

1982年兼并准则

❖ 有两个主要改进

①提出一套新的划分市场范围的方法和规则，即哪些产品、哪些企业应该划归同一市场。

❖ 提出了一个“5%规则”

❧ 即如果价格提高5%，在一年内，顾客将转向哪些供应商，这些供应商就应当包括在这一市场之内；

❧ 如果价格提高5%，在一年内，哪些生产者将开始生产这种产品，这些生产者也应当属于这一市场。

②引进了新的方法来测定市场集中度，即赫芬达尔—赫尔希曼指数，简称为HHI指数。

❖ HHI指数等于某一行业 / 市场中每个企业市场份额的平方之和。

❧ 由于HHI 指数考虑到了企业规模分布和集中度两个方面，因而是对CR指标的一种改进。

❖ 例：如果一个市场中有10家企业，每个企业市场份额为10%，那么HHI指数为： $10 \times (10 \times 10) = 1000$

- ❖ 低集中度的市场—— $HHI < 1000$
- ❖ 中等集中度的市场—— $1000 \leq HHI \leq 1800$
- ❖ 高集中度的市场—— $HHI > 1800$
- ❖ HHI +预计兼并方案会引起 HHI 的上升值
例：企业A把企业B兼并，那么兼并引起的
 HHI 的上升值= $2 \times A$ 的市场份额 $\times B$ 的市场份额
- ❖ 低集中度市场——任何兼并“很可能”得到批准。
- ❖ 中等集中度市场
 - 如果会使 HHI 上升 > 100 ，“不可能”得到批准；
 - 如果 HHI 上升 ≤ 100 ，“很可能”得到批准。
- ❖ 高集中度的市场
 - 如果 HHI 上升 > 100 ，“不可能”得到批准；
 - 如果 HHI 上升在 $50 \sim 100$ 之间，“可能”得到批准；
 - 如果 HHI 的上升 < 50 ，“很可能”得到批准。

- ❖ 另规定：如果依靠企业的市场份额超过35%，同时它比市场内次大的企业规模大两倍或两倍以上，而被兼并企业的市场份额大于1%，那么这种兼并就“很可能”得不到批准



中国的跨国M&A



- ❖ **1990年代后期**，我国开始实施“走出去”战略，积极发展对外投资已经成为我国利用国际资源的重要途径。经过改革开放**30年**的发展，无论从企业能力还是国家实力来看，我国已经具备了一定的对外投资能力，并且还会随着我国国际竞争力的加强而进一步提高。但是，从根本上说来，我国仍然是一个发展中国家，正处于工业化的初中级阶段，在国际上尚不具备全面竞争优势，难以在短时间内成为净资本输出国。
- ❖ **2008年**我国对外投资**521.5**亿美元，但吸收外商直接投资**1083.1**亿美元；截至**2008年底**，我国对外投资存量不过**1700**亿美元，而吸收外商投资存量则超过**4000**亿美元。实际上，在正常情况下，今后若干年，我国吸收外资仍将大大高于对外投资。

- ❖ 根据邓宁先生的跨国投资理论，一个企业若进行跨国投资，应该具备所有权优势。这些所有权优势，包括产品、资金、技术、管理、品牌、网络、服务等等各个方面，即构成企业竞争力的所有要素。
- ❖ 因为到国外去投资，面对的是不熟悉的投资环境、不一样的市场、不一样的消费者、不一样的文化、不一样的法律政策体系，以及不一样的社区氛围和政府关系等等，这些都会对外来投资形成阻碍，加大投资成本和可能的风险，所以必须要有比其他企业更强的竞争优势才能立住脚，才能更好地利用当地的各種生产要素，才能与当地企业进行竞争。而同时，企业还必须有能力把在本土的所有权优势延伸到投资东道国，与当地投资环境和生产要素更好地融合。

- ❖ 在我国刚开始对外投资的时候，国内一家著名钢铁企业就到秘鲁投资进行铁矿石开采，但因为对当地劳工法不了解，不知如何处理劳资关系，国内企业管理员工的做法完全用不上，导致劳资关系紧张，员工频频罢工，造成严重亏损。
- ❖ 还有一家企业，收购了一家欧洲电子企业，本意是要利用其技术力量，但后来却发现劳动力成本太高，而且研发的成果也与企业原来产品、技术难以衔接、融合，最后只好付出几亿元的代价剥离研发人员，收购意图基本没有实现。
- ❖ 实际上，我国近年来的海外并购，成功的并不多，尤其是那些规模较大，并且炒作得很厉害的那些标志性并购，最后多以失败告终，如上汽收购双龙、**TCL**收购汤姆逊、平安收购富通等等。据媒体报道，**2008**年我国企业的海外并购损失就达**2000**亿元！



合并收购后的整合

- 改组董事会和管理层;
- 企业文化的融合;
 - 实施三阶段
 - 1、改变企业文化环境;
 - 2、全面推进新文化;
 - 3、持续强化新文化。
- 人员的整合;
 - 2008年5月, 摩根大通收购贝尔斯登, 要裁减55%的人员。
- 经营战略的调整;
 - 将目标公司的运行纳入收购企业整体发展战略和公司政策范畴中。
- 对外公关。



合并收购后的整合

- 有研究证明，**50%-70%的并购是失败的**，这主要体现在并购整合时没能使收购兼并的协同价值最大化。
- 并购整合——是在收购完成之后，对收购方和被收购方公司的业务、人员、文化等方面进行整合，从而有效地发挥 $1+1=3$ 的协同效应，实现通过并购提升企业核心能力的目的。
- **文化整合,就是指组织要适应外部环境、社会文化氛围、组织制度的变化,将构成组织文化的各异质文化要素统合为一个有机整体。**



文化整合策略

- **注入型**,如海尔自1995年兼并青岛红星电器,到1998年底总共成功兼并了18家亏损企业;海尔经常采取注入式的文化整合模式,在并购活动中第一步是**“克隆” 海尔文化及其管理模式**,使被兼并企业了解、适应,直至自觉按照海尔的组织文化和管理模式进行思考和行动,从而激活**“休克鱼”**,使其与海尔集团融为一体。
- **融合型**,并购双方认识到构成组织的两个或多个文化群体的异同点,但并不是忽视或压制这些文化差异,而是通过**文化间的相互补充和协调**,形成全新的统一的组织文化。



文化整合策略

- **促进型**,当强文化与弱文化相遇时,在尊重文化差异的前提下,强文化吸收弱文化中合理的部分,并做出适应性调整,使原有的文化功能更加完善。
- **隔离型**,在跨国并购中,若双方文化背景和组织文化风格迥然不同,甚至相互排斥或对立,在文化整合的难度和代价较大的情况下,正确识别文化差异,彼此尊重对方的文化,保持双方文化的独立性。



人力资源整合工作

策略一：选择科学的整合模式和程序

- 在尽职调查阶段，主要着力于战略评估，人力资源负债和协同效应评估以及协助谈判，在准备整合阶段，则**主要致力于建立项目办公室，制定100天计划和制定改进计划。**



人力资源整合工作

策略二：尽早开始，制定周密的整合计划，引入专业中介机构

- **2003**年底，**联想**开始进行详尽的尽职调查，并聘请**麦肯锡**为顾问。全面了解**IBM**的**PC**业务和整合的可能性。**2004**年春节后，聘请**高盛**作为财务顾问。此次交易的中介机构阵容空前。经过一个漫长的谈判过程，**联想与IBM**在谈判正式展开的阶段就建立了“联合领导小组”，由双方的最高层领导牵头，还包括投资银行及公关顾问。**2004**年**12**月**8**日，联想宣布收购**IBM**全球**pc**业务。**2005**年**5**月**1**日，完成全球业务交接。**2006**年**3**月，提前实现全球组织整合。



人力资源整合工作

策略三：建立整合领导小组，委派合适的主管人员和保留关键人才

- 在阿里巴巴和雅虎（中国）的并购中一再强调“稳定压倒一切”、“一个人都不能裁”。阿里巴巴成立了一个规模不是很大，但是由很专业或级别比较高的人组成的整合小组进入雅虎，在整合过程中发掘雅虎的优秀人才，并把他们放在合适的位置上。为了规避执行中的风险，阿里巴巴在人事和财务条线上调派了高层人员，同时马云亲自兼任雅虎（中国）总经理，但业务条线上以原来雅虎的人为主。而他们的留人四宝（远景吸引高管；事业和待遇留住中层；不变薪酬福利安定员工；注资员工“感情银行”）及并购中透明、充分的沟通也启发我们：沟通是留人的生命线，要想留住人才还需在付出真诚的同时，针对不同层级员工的确切需求采取相应的措施。



人力资源整合工作

策略四：加强员工沟通

思科（**Cisco**）公司是并购活动中的积极分子，先后数次横向并购取得成功，进行过颇多反思后的最终心得是一个返朴归真的结论：沟通决定成败。在并购后思科会马上向被并购企业的员工发放一份贴心的文件夹，内有新企业的拥有者的基本信息，思科高层经理的电话号码、电子邮件地址，还有一份**8**页的图表，用来比较两个企业的假期、退休、保险等福利待遇有什么不同。



人力资源整合工作

策略五：文化整合修正精神层次的共同追求

联想第一阶段的整合，随着沃德的离去告一段落。文化兼容像一剂灵丹妙药，使联想并没有像许多企业那样，患上“消化不良、人才外流”症，而是从谨慎的形式合并逐步走到了机构和深层次的文化整合。如果说第一阶段的整合联想是在咀嚼，那么从第二阶段开始就到了消化吸收的阶段了。

戴尔前副总裁阿梅里奥的空降接任意味着戴尔狼性文化和**IBM**老爷文化将在国企色彩很强的联想发生冲撞。这三种文化撞击的结果萌生了新联想的核心价值：坦诚，尊重和妥协。



人力资源整合工作

策略六：薪酬激励因“事”制宜，把握要害

- 薪酬激励体系是企业文化和价值观的体现。联想首先必须进行文化整合，但是文化整合的载体是员工，同种工作性质所存在的薪酬体系差异，必将影响新联想企业文化的融合。当融合期的温情开始消退，盈利重新成为重要的经营目标，而业绩成为最重要的考核指标。新联想的绩效考核基本上继承了原联想的考核制度，称为**3P, Priority, Performance**和**Pay**。而薪酬激励则借鉴了一些**IBM**的薪酬激励机制，形成了新的薪酬激励模型。