

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 200311063

UDC _____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

企业并购融资与并购整合优化:

Research on optimizing the financing and integration of the
company merger and acquisition

杨彩虹

指导教师姓名: 傅元略教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2005年4月

论文答辩时间: 2005年6月

学位授予日期: 2005年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005年4月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

大型并购特别是跨国并购往往有两大难题，一是巨额的并购资金从何而来；二是企业并购后的整合与运营。迎战这两大难题是本文的行文出发点。本文是一篇应用性论文，它力求能为中国并购实务界提供系统性理论参考以及实务经验的借鉴。本文以产业演进作宏观统筹，并购原则和标准步骤作为引导，着重研究并购方法和融资结构以及整合优化。

本文第一章分析产业演进的规律和各演进阶段的并购经验，以及企业如何据以确定并购战略。第二章简要阐述并购原则和并购经验性的标准步骤，为本文后续章节提供系统思维。第三章研究并购方式的选择和并购融资方案的优化，提供了中外并购前沿的实践经验，结合案例进行实战研究。并购方法有六种，这六种方法可以单独或混合使用，而反三角并购因为其简单快速和灵活性的交易设计被经常用到；而大型并购，要求融资工具的巧妙综合性使用，以及一个具有优化的空间、时间结构的融资安排。第四章整合优化，其以过程观为理论指导，以价值链的整合为引导。既可通过 ERP 和信息化来进行流程再造而实现系统性的整合，也可以依据具体情况进行部分性的要素整合。要素整合的研究内容为战略整合，人力资源和文化整合，流程整合。流程整合又被分为三个内在子系统的整合，包括组织结构整合、业务整合和财务系统整合。而要素整合根据同业与非同业并购有不同的时间优序。

本文的新颖点在于，在内容上，提出了各种并购方式承接的关系，在剖析其优劣利害关系的基础上构造了并购方案的结构图；发展了并购融资的时间空间结构优化观；发展了整合优序的相关理论。在写法上，以产业演进规律为全篇的引导；以两个互相补充的案例贯穿全文，鲜活再现了并购融资结构构造艺术，并使整合从抽象理论上升到具体的现实应用中。

关键词： 并购； 融资； 整合

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

There are two tough issues in the big mergers and acquisitions, especially the M&A aboard. One problem is about the source of the money, the other is about the integration and the operation after the merger. To tackle the two difficult problems is the intention of the thesis. This thesis is an application article, which aims to provide some systematical theory and practical experiences as the references for the M&A practice. Taking the underlying laws of the industry evolution curve as the guidance, the M&A principles and the standard M&A steps as the instruction, this thesis focuses on studying the M&A manners and financing structure, deep due diligence and integration optimizing after the M&A.

The main content and the structure of this thesis are as follows: The first chapter analyses the law of the industry evolution, and the respective M&A experiences of the four evolution stages, according to which a company makes its own M&A policies. The second chapter briefly explains the merger principles and the standard M&A steps from experiences, which pave the road for the next several chapters. The third chapter studies the way to optimizing M&A trade structure and its financing scheme, shows the modern and popular M&A experiences from home and abroad with the real vivid cases. There are six M&A manners of which reverse triangular merger is often used, because of its simplicity and flexibility. The big M&A inquires smartly comprehensive application of several different financing tools and the proper construction of the quantity and time of financing. The fourth chapter studies the integration after the M&A from the angle of both the systematical integration and separate integration, in the instruction of “viewpoint of process” and the notion of value chain integration. On one hand, the systematical integration can be realized by the way of ERP (Enterprise Resource Planning) and EAI (Enterprise Application Integration); on the other hand, the separate integration can be realized by element integration, depending on the particular condition. The element integration means the integration of the four elements which are strategic integration, human recourse and culture integration, and process integration. The process integration is divided to three separate systems: organization structure integration, operation integration and

financial system integration. However, the timing of the element integration in the M&A of the same industry differs from that of the different industries.

A little contribution of this thesis: On the content, the paper puts forward the conversional relationship of each M&A manners, and then constructs the M&A scheme picture on the foundation of the relationship, advantage and disadvantage analysis; develops the theory of space and time conformation of financing; develops the timing theory of element integration. On the writing style, this paper takes the industry evolution law as the guidance of the whole thesis; make two main cases which complement each other impenetrate the whole thesis. The two cases perform vividly the M&A financing constructing art, and make the abstract integration theory live in the details of its practical application.

Key words: merger and acquisition; financing; integration after the M&A

目 录

引 言.....	1
第一章 产业演进曲线：企业找准自身属于曲线哪一阶段.....	3
一、产业演进阶段.....	3
二、产业演进趋势背后蕴含的真理.....	5
三、主案例的产业演进分析.....	6
第二章 并购过程和并购原则的优化.....	8
一、并购过程经验性九步.....	8
二、并购整合必须遵从的原则.....	11
三、小结.....	11
第三章 并购方式的选择和融资方案的优化.....	12
一、并购方式.....	12
（一）资产收购交易.....	12
（二）股票收购交易.....	13
（三）兼并.....	14
（四）总结和补充.....	19
（五）主案例的并购方式分析.....	20
二、并购融资方案优化.....	21
（一）概述.....	21
（二）融资需求算计.....	22
（三）融资工具和融资方案.....	22
（四）主案例融资方案分析.....	33
第四章 并购整合.....	36
一、并购整合的理论学派.....	36
二、并购整合的阶段.....	37
三、整合的基础：尽职调查.....	37

四、整合	44
(一) 价值链整合观.....	44
(二) 战略整合.....	48
(三) 人力资源和文化整合.....	49
(四) 流程整合.....	52
(五) 流程再造.....	58
(六) 并购后要素整合的时间优序.....	61
(七) 整合的执行经验.....	63
第五章 总结	64
参考文献	68
后 记	72

厦门大学博士论文摘要库

CONTENTS

Introduction.....	1
Chapter 1 Endgame^① curve: company should find its own place in the curve.....	3
1.1 Stages of endgame	3
1.2 The underlying law behind the endgame trend.....	5
1.3 Endgame analysis of the main case	6
Chapter 2 M&A process and principle	8
2.1 The standard 9 steps of M&A process.....	8
2.2 The principle of the M&A and the integration after it	11
2.3 Brief summary.....	11
Chapter 3 M&A structure and financing scheme optimizing	12
3.1 M&A manners.....	12
3.1.1 Combination by asset acquisition	12
3.1.2 Combination by company stock acquisition	13
3.1.3 Merger	14
3.1.4 Summarizing and complementarities.....	19
3.1.5 M&A manners analysis of the main cases	20
3.2 Financing scheme optimizing.....	21
3.2.1 Introduction.....	21
3.2.2 The financing need calculating	22
3.2.3 Financing tools and financing scheme	22
3.2.4 Financing scheme analysis of the main cases	33
Chapter 4 Integration after the merger	36
4.1 The theory school of integration after the M&A.....	36
4.2 The stages of integration.....	37
4.3 Due diligence: the base of integration	37
4.4 Systemic integration.....	44
4.4.1 Value Chain integration.....	44
4.4.2 Strategy integration	48

^① 注：endgame 是引用的原文中“产业演进”的用语，参见丁焕明等，科尔尼并购策略，2004

4.4.3 Human resource and company culture integration	49
4.4.4 Process integration	52
4.4.5 Business process reengineering	58
4.4.6 The proper time sequence of the element integration	61
4.4.7 The execution experiences of the integration after the M&A	63
Chapter 5 Summarizing of the main production of this paper	64
References	68
Postscript	72

厦门大学博硕士学位论文摘要

引言

中国 WTO 话题的热潮退去已久,但是我国对 WTO 的各项承诺的兑现期限却越来越接近。中国市场的各方面正在逐渐消除壁垒,中国企业面对一浪高过一浪的外资抢摊热潮,该如何应对呢?在越来越激烈的竞争面前,中国企业不进则退。除了要苦练内功,提高运营和财务管理水平以及销售技术外,对外的并购及其整合是抵御外资入侵和发展壮大企业的一种快速和有效的方式。值得一提的是,中国企业正在发展“走出去”策略,不作困兽之斗,中国政府也正在为海外并购开辟道路,如汇率和利率的逐步市场化趋势。在资本市场的逐鹿之中,将谁主沉浮呢?毫无疑问,并购整合将是企业的一把利器。但是这件利器的拥有者自身必须有足够的功力去控制这件利器,否则必将为利器所伤。所以企业需量体裁衣,根据自身能量和实际情况选择合适的并购及整合方式。

巨型跨国公司之间的并购往往有两大难题,一是巨额的并购资金从何而来;二是企业并购后的整合与运营。这就是本文的研究出发点。

本文研究的是从并购方向和目标选择到向外融资到内部融合整合这一整串的财务内勤工作,以案例分析为线索贯穿始终,而重点集中在并购方式及其后的融资优化和并购后整合优化方面。

本文的写作目的是提供给企业的财务总监以并购最优化的思路,本文是一篇应用性的论文,它力求能为并购实务界提供指导思想和原则,以及一些具有可操作性的最前沿的理论和实践经验。本文能提供的思考就是,企业找准自身在大环境中所处的位置,并根据自己的发展战略选择并购目标,依自身能力和资本市场情况选择最优化的并购方式和融资方案,并有一个完整和贯穿始终的整合计划,在并购整合模型和并购整合诀窍帮助下,执行有效的并购整合。

本文的主要内容和谋篇布局如下:本文分四章,第一章分析产业演进的规律,企业据以确定并购战略和并购目标。提示企业财务总监掌握产业演进曲线和其后的规律,遵循其规律来指导并购策略。第二章简要阐述并购原则和并购经验性的标准步骤,为本文后续章节提供必要基础。第三章研究并购方式的选择和并购融资方案的优化,提供了中外并购前沿的实践经验,结合案例进行实战研究。第四章研究并购整合,从理论基础出发,分析了各个要素的整合,包括战略整合,人

力资源和文化整合，流程整合。流程整合又被分为三个系统的整合，包括组织结构整合、业务整合和财务系统整合。后文结合流程再造谈系统性整合。主案例贯穿其中作为对理论论述的现实阐释。

本文的写作特点是以两个主案例为线索，贯穿全文，案例中的问题牵引着文章在并购的陷阱和漩涡中出入，案例中具体操作手法使文中的理论分析更加可视化和明晰化。本文选取的两个案例都是中国近几年大型海外并购案例，都进行了精巧的资本市场运作，成功造就了被称之为“蛇吞象”的经典案例。两个案例操作手法平分秋色，一个更为国际化，一个更为本土化。它们对并购战略的正确理解和巧妙操作正是对本文所研究内容的现实阐释，而它们在并购中所必须面对的问题为本文提供了启示。

两个案例的基本情况如下：

2003年2月12日，京东方科技集团股份有限公司宣称，其两度洽谈收购的韩国 HYNIX 半导体株式会社子公司 HYDIS 的 TFT-LCD（彩色薄膜晶体管液晶显示器）业务，在几经波折之后已以 3.8 亿美元的代价归其所有。HYDIS 是韩国 HYNIX 半导体株式会社的下属子公司，是一家专业从事 TFT-LCD 显示器件产品开发、生产制造和销售的企业，年生产能力达到 300 万片以上，当时全球排名第 9 位。京东方的这一大手笔使自己一跃进入了全球 TFT-LCD 领域的前 10 名。堪称是当日为止“中国 IT 高科技业界海外收购的最大项目”。

2005年5月1日，联想集团在北京正式宣布完成收购 IBM 的全球 PC 业务，其中包括台式机业务和笔记本业务，总价 17.5 亿美元，其中含 6.5 亿美元现金、6 亿股票以及 5 亿的债务。联想以每股 2.675 港元，向 IBM 发行包括 8.21 亿股新股，及 9.216 亿股无投票权的股份。收购完成后中方股东、联想控股将拥有联想集团 45%左右的股份，IBM 公司将拥有 18.5%左右的股份。收购方式为收购资产：IBM 在全球范围的笔记本及台式机业务，获得 Think 系列品牌。本次收购完成后，联想将成为全球第三大 PC 厂商，年收入规模约 120 亿进入世界 500 强企业。而联想在收购 IBM 的 PC 业务前以 5.6%的占有率位居全球排名第八。

本文以下部分将结合这两个案例进行分析。

第一章 产业演进曲线：企业找准自身属于曲线哪一阶段

大企业就像体态笨重的大象，跳不动；精简的组织营运还更加灵敏。而并购的思维与此刚好相反，为什么会大行其道呢？现在仍然有建立在小规模经营基础上的繁荣的小天地，也还会有一些小企业主开创小企业，并使之在大企业的巨大压力下健康地经营。但是这些企业也同样遵循产业演进规律，他们终将面对一个无法避免的命运：收购或者被收购。

以下将从行业演进的角度分析并购，这里将为并购决策人打开一个高瞻远瞩的视野。

一、产业演进阶段

企业的高层经理们必须站在认清自己企业处境的位置，在看清大形势的前提下，理性的作出并购决策。杰克·韦尔奇在担任通用电气总裁的时候曾展示过其众多的独特管理天赋，其中最令人佩服的莫过于他对产业演进动态的准确理解，他把通用电气（GE）的产业演进战略概括成如下四个方面：预测产业合并和分立的趋势；塑造兼并后的整合能力；进行大量收购时，注意让新加入的业务与公司的原有业务保持整体一致性；使董事会成员成为公司行之有效的产业演进战略的共鸣器。

韦尔奇比竞争者更早的预料到了医疗器械、塑料和航空发动机等产业的整合趋势，并带领 GE 抓住机会成为上述各行业的领导者。他还准确的预测到采矿业已经处于平衡和联盟阶段，因此在旗下属于该产业的子公司利润下降、市场萎缩之前就先行一步果断地进行了剥离。最后韦尔奇还通过在公司内贯彻如下产业演进战略：如果子公司在其产业内位居前两名之外就被卖掉，使该公司所涉及的大部分产业都进入了入韦尔奇所料的产业演进的第四阶段。

所以值得在这里对产业演进阶段及其规律进行分析，为并购战略提供指导。

1、初创阶段：市场完全分散或市场集中度极低，第一批兼并者开始出现。这个阶段是产业整合的开始，充满了无限的创新、机遇和风险。这个阶段的产业包括：新生行业、剥离的行业和新近解除管制的老行业。新生行业一般是高度区

域化和未规范的。此阶段公司并购的目的主要有两个：从技术上和财务上向全球扩张和达到临界规模，因此并购交易规模和范围都在不断扩大。

2、规模化阶段：企业规模开始越来越重要，产业领导者开始出现并领导着产业整合，一些产业的集中度将达到 45%。第二阶段规模化阶段是产业领导者站起来的阶段。这一阶段，时间是十分关键的。每个公司都在考虑并购其他公司或者在被当作并购目标公司考虑。具有战略眼光的公司都会预测其所处的产业在何时会达到饱和点，以便及时向新的方向扩展或者发展新的业务模式。

这一阶段的战略经验就是，首先是进一步加强核心能力。规模化阶段的收购使公司冒着失去核心文化的风险。其次是取势，通过最大的增长速度来整合产业。最后就是成为并购领袖，这样的公司必须有行之有效的并购整合模型和并购整合的诀窍，能够在短时间内接管被收购公司的运营部门的管理权。最后还要说明的一点是这个阶段的并购者必须与投资者建立良好的关系以获得最优的融资，实现在全球扩张和战略性的区域覆盖。

3、集聚阶段：成功的企业扩张它们的核心产业，出售或关闭附属部门，并持续地积极加强竞争。公司并购的重点从速度转到了质量，交易越来越少，但交易金额大大提高，决策失误的容忍余地越来越少且持续缩小。处于这个阶段的企业集中优势资源对付主要的竞争对手，尽早识别新兴的竞争对手并决定消灭它们还是收购它们，或者超越它们。并购和收购不再是决定性的战略选择，而以“阻断和抢夺”为基础的成长战略是必须采用的。向后整合常常是竞争力优势的来源，但是纵向整合的双刃剑效果应该被充分意识到：如果行业工业技术变化小，企业会更有竞争力，反之则可能致命。

这个阶段的战略性经验就是重组竞争战略，放弃弱势产业；注意财务，关注盈利和成本；强化市场信息，统一品牌和市场，整合销售渠道，实施交叉营销和交叉品牌战略。

4、平衡和联盟阶段：少数几个企业在产业中处于统治地位，产业集中度达到 90%，如烟草、汽车和发动机产业的巨人。大公司会与其他巨头建立联盟，因为在这一阶段增长已十分困难。到了平衡和联盟阶段，一些企业进入自然的成熟和衰退期，而另一些企业却迎来了他们新的春天。

这一阶段的产业已经充分整合了，大型兼并不再是重要的行业特征了。它们或者分拆若干子公司，使每块采用新的成长和产业演进战略，或者进入新的产业

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库