

学校编码: 10384

学号: 17920121150831



廈門大學

分类号_____密级_____

UDC _____

硕士学位论文

强生医疗收购辛迪思的案例分析

Case study of J&J's Acquisition of Synthes

梅佳

指导教师姓名: 王志强教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2015年4月

论文答辩时间: 201年 月

学位授予日期: 201年 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

201年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈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其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

自 20 世纪 90 年代以来，全球医药行业就掀起了并购、重组浪潮。目前位列财富 500 强制药行业榜单前十位的医药公司如强生、诺华、辉瑞等无一例外都是经过了一系列的兼并重组，才发展成为今天的跨国医药巨头。

任何企业想要做大做强必然依靠内部增长和外部并购两条路。从行业背景分析，医药行业具有生产投入大、投资风险高、科技含量高、研发时间长的特点，相比内部的、有机的增长，兼并收购可以在短期内迅速扩大生产规模和销售网络，增加市场份额，提高竞争力，减少新药开发风险，提升公司的规模和实力，从而优化整个产业的效益。从国家政策面分析，国家一直以来都大力支持医药行业的并购重组工作。在医药工业“一二五”发展规划中，鼓励优势企业实施兼并重组，明确将企业并购作为今后几年的主要任务。因此兼并收购必将在未来几年内成为中国医药产业实现可持续发展的必由之路。

美国强生公司创立于 1886 年，2014 年位财富 500 强第 121 位，位列制药行业榜首。纵观强生的发展史，兼并重组与多元化经营一直是强生成为医药行业常青树的秘籍。收购辛迪思是强生自创立以来最大的收购案，居“2011 年全球五大医疗并购案”之首。

本文以强生医疗收购辛迪思的案例为研究对象，依据并购理论和医药产业的行业特点深入地进行分析和研究。综合运用文献归纳、案例分析、对比分析等多种研究方法，对并购双方公司的背景、并购过程和动因进行了详细的介绍和分析。通过事件研究法和财务指标研究法对并购绩效进行客观分析，研究发现无论是从短期财富效应还是长期财富效应来看，此次并购都取得了成功。最后，在案例的基础上分析总结并购成功的原因和经验，希望能给国内医药企业的并购行为提供参考和借鉴。在全球化并购浪潮来临之际，期望中国的医药企业能够积极有效地运用并购手段，在全球化的竞争中占据一席之地。

关键词： 兼并收购；强生；医药企业

Abstract

Since 1990's, a wave of mergers and acquisitions (M&A) was set off in the global medical industry. Such as Glaxo-SmithKline Beecham, Pfizer-Wyeth, Roche-Genentech, Johnson & Johnson-Synthes, Medtronic-Covidien, etc. All of these multinational medical companies have experienced different scale of M&A, so as to become today's giants.

There are two ways to promote expansion of enterprise, one is mergers and acquisitions and another one is self-expansion. From the analysis of industry background, the medical industry has the characteristics as below: heavy investment on production, high risk of return on investment, high technology and long research and development cycle. Compared with organic growth, M&A has its distinctive superiority over the later: to expand the scale of operation and sales network in the short term, increase market share, reduce the risk of research & development to make the company more competitive and overall improve the profitability of the industry. From the analysis of government policy, government grant strong support to the M&A in the medical industry. In the recent published strategy plan - "one two five", appointed that the merger and acquisition of enterprises are the main task, motivate & encourage enterprises with overwhelming superiority to implement M&A, continuously optimize of the organizational structure in the industry. Therefore, in the next few years, mergers and acquisitions will become the top priority to realize the sustainable development of the medical industry in china.

Johnson & Johnson was founded in 1886. It is the No. 1 company on the Fortune 500 pharmaceutical industry list in Y2014. Throughout the history of Johnson & Johnson, M&A and diversification is the key to make J&J grow and develop successfully in the medical industry. The acquisition of Synthes is the biggest acquisition ever since Johnson & Johnson was founded more than 100 years ago. This acquisition is also listed as No. 1 in the "2011 top five medical M & A case".

This paper takes Johnson & Johnson's acquisition of Synthes as research object. The in-depth analysis and research is based on the theory of M&A as well as the characteristics of medical industry. Combine the methods of literature review, theoretical research, case analysis and other research methods. Background analysis, process & motivation of mergers and acquisitions are introduced and analyzed in detail. Wholly evaluation of the case by the event study method and financial index method. Based on data and facts both from short-horizon and long-horizon event study as well as key financial indicator, we can conclude this

acquisition is a successful merger. Finally, the study of the success experience of J&J's M&A practices is helpful and meaningful for other Chinese medical enterprises who are in the process of M&A. The global wave of mergers and acquisitions is approaching, we expect that Chinese medical enterprises can effectively take advantage of M&A to become successful in the global competition.

Keywords: M&A ; Johnson & Johnson; Medical company

目 录

| | |
|-------------------------|----|
| 第一章 绪论..... | 1 |
| 第一节 研究背景..... | 1 |
| 第二节 研究目的和意义..... | 2 |
| 第三节 研究思路和框架..... | 2 |
| 第二章 企业并购的理论..... | 4 |
| 第一节 企业并购的概念..... | 4 |
| 第二节 企业并购的类型..... | 4 |
| 第三节 西方企业并购浪潮回顾..... | 5 |
| 第四节 企业并购的动因理论..... | 7 |
| 第五节 企业并购的现实动机..... | 10 |
| 第六节 企业并购的绩效评价..... | 12 |
| 第三章 医药行业的特征和并购动因分析..... | 14 |
| 第一节 医药行业的特征分析..... | 14 |
| 第二节 国际医药行业并购动因分析..... | 15 |
| 第三节 我国医药产业并购概况..... | 16 |
| 第四节 我国医药产业并购动因分析..... | 18 |
| 第四章 强生医疗收购辛迪思案例分析..... | 20 |
| 第一节 并购双方公司简介..... | 20 |
| 第二节 并购动因分析..... | 23 |
| 第三节 并购的过程..... | 27 |
| 第四节 并购的整合过程..... | 29 |
| 第五节 并购的绩效评价..... | 31 |
| 第五章 结语..... | 42 |
| 附录..... | 49 |
| 参考文献..... | 50 |
| 致 谢..... | 51 |

Contents

| | |
|---|-----------|
| Chapter One Introduction | 1 |
| Session 1 Research Background | 1 |
| Session 2 Research Significance | 2 |
| Session 3 Research Framework | 2 |
| Chapter Two The theory analysis of enterprises M&A | 4 |
| Session 1 The Concept of enterprises M&A | 4 |
| Session 2 The types of enterprises M&A | 4 |
| Session 3 The M&A waves in the West | 5 |
| Session 4 The Motivations Theory of enterprises M&A | 7 |
| Session 5 The Real Motivations analysis of enterprises M&A | 10 |
| Session 6 The Performance Evaluation Research of enterprises M&A | 12 |
| Chapter Three Medical Industry M&A analysis | 14 |
| Session 1 The Characteristics of Medical Industry | 14 |
| Session 2 The Motivations analysis of M&A in Medical Industry | 15 |
| Session 3 The enterprises M&A in China Medical Industry | 16 |
| Session 4 The motivations analysis of enterprises M&A in China Medical industry | 18 |
| Chapter Four Case Study of J&J's acquisition of Synthes | 20 |
| Session 1 Introduction of J&J and Synthes | 20 |
| Session 2 The Motivation analysis of the Acquisition | 23 |
| Session 3 The Procedure of the Acquisition | 27 |
| Session 4 The Integration of the Acquisition | 29 |
| Session 5 The Wholly Evaluation of the Acquisition | 31 |
| Chapter Five Conclusion | 42 |
| Appendix | 49 |
| References | 50 |
| Acknowledgments | 51 |

第一章 绪论

第一节 研究背景

医药产业作为我国一个发展迅速、关系国计民生的行业，一直以来都是我国经济发展的支柱产业之一。“十一五”期间医药工业的平均增速是 23%，2011 年至 2013 年，医药工业的平均增速都在 20% 以上，远高于国内经济增长率^①。

伴随着中国加入 WTO 和改革开放的深化，大量的外资医药企业进入中国，国内的医药上市公司面临着外资和国内医药企业的双重竞争。医药行业具有生产投入大、投资风险高、科技含量高、研发时间长的特点。相比内部的有机增长，兼并收购可以在短期内扩大生产规模和销售网络，提高竞争力，增加市场份额，减少新药开发风险，提高医药产业的效益，提升公司的规模和实力。因此利用资本市场机制，运用并购重组手段，是医药企业实现跨越式发展的有效途径。

自 1993 年 6 月第一家医药上市公司哈医药于上交所挂牌以来，历经 20 多年的发展历程，医药行业目前已经成为资本市场的重要组成部分。政策方面，国家一直大力支持医药行业的并购重组工作，在医药工业“一二五”发展规划中，提出要进一步提高产业集中度，明确将企业并购作为主要任务，鼓励优势企业实施兼并重组，培育形成一批具有国际竞争力和对行业发展有较强带动作用的大型企业集团。

在市场监管层面，证监会已初步形成鼓励方案，如考虑推进定向可转债和并购重组分道审核制。对于上市公司信息披露和财务顾问职业能力评价结果为 A 的医药行业重组项目，交易类型属于横向或纵向并购、不构成借壳上市的，将在审核上予以豁免、加速。这无疑为上市公司并购重组铺平了道路。

在经济转型大背景下，国家政策鼓励，证监会积极配合，结合医药产业的行业特点和行业整合加速的现状，经济贸易一体化之后更为严峻的竞争环境以及逐步加快的人口老龄化趋势和正在推进的医疗体制改革，兼并收购必将在未来几年内成为中国医药产业实现可持续发展的必由之路。

^① 2014 年 8 月 23 日，国家工信部消费品司副司长吴海东在主题为“转型挑战与产业重构”的 2014 中国医药企业家年会上的讲话。

第二节 研究目的和意义

以美国医药制造业为代表的国外医药行业开始大规模并购大约是在二十世纪90年代后，历经了起步、规模生产、技术领先、规模扩张四个阶段。从一些著名的跨国医药公司的发展历史来看，如美国的辉瑞、强生，瑞士的诺华、罗氏等，都是通过一系列的并购逐步发展起来的。

相对而言，国内医药行业并购起步较晚。除了并购交易涉及的相关工作所具有的复杂性之外，中国资本市场的成熟度、相关法律法规的不完善、并购过程操作的不规范、政府过度干预企业等原因使得国内医药行业并购活动的具有较大的不确定性。

美国强生公司在通过兼并收购来建立和提升企业的核心竞争力方面有其独到之处。自20世纪90年代以来，强生通过兼并40多家公司，提高了研发效率和市场占有率，取得了规模效应，增强了企业竞争力。纵观强生的发展史，兼并重组与多元化经营一直是强生成为医药行业常青树的秘籍。2011年4月，美国强生宣布了自公司创立以来最大的收购行动——对医疗器械制造商辛迪思的收购，这同时也是2011年全球最大的医疗并购案。

笔者选择强生收购辛迪思作为案例的研究对象，正是基于这样的背景。本文通过定量和定性分析相结合的方法，力图全面地阐述并购的背景、动因，整合过程以及对并购绩效进行客观的分析和评价。总结出强生并购案例中具有普遍性、通用性的成功经验为我国医药企业的并购行为提供参考与借鉴。

第三节 研究思路和框架

本文共分为五章，各章主要内容如下：

第一章 绪论。阐述了论文的研究背景、研究目的和意义、研究思路和框架。

第二章 企业并购的理论。本章主要阐述企业并购的相关概念、并购的类型、并购的动因和现实动机等并购相关理论，回顾了西方一百年多年以来的并购浪潮。并对目前主流的并购绩效评价方法事件研究法和会计研究法进行了探讨，为以下的案例分析打好理论基础。

第三章 医药行业并购的特点和动因分析。本章主要从医药行业的角度出发，论述、分析行业的特征及并购动因。并对中国医药产业的并购概况、动因进行了概括性的分析。

第四章 强生收购辛迪思案例分析。首先，对并购双方公司的背景、并购动因、并购和整合过程进行了详细的介绍和分析。其次，通过事件研究法辅之以财务指标法对并购的短期和长期绩效进行客观分析和评估。

第五章 结语。总结出强生并购案例成功的原因和经验，为我国医药企业的并购行为提供参考与借鉴。

第二章 企业并购的理论

第一节 企业并购的概念

企业并购是企业兼并（Merger）与收购（Acquisition）的统称，国际上习惯将两者联用—Merger & Acquisitions，其缩写形式为‘M&A’，中文简译为并购。

根据《新大不列颠百科全书》的解释，企业兼并是指“两家或更多的独立公司合并组成一家公司，通常由一家占优势的企业吸收一家或更多的企业”。企业收购（Acquisition）是指收购企业以现金或股票，债券等有价值证券的形式购买或者置换目标企业资产或者置换目标企业资产或股票，债券，进而获得经营管理权的经济行为。

从法律形式以及产权结构上的区别来看，兼并的最终结果是两个或两个以上的法人合并为一个法人，而收购的最终结果并没有改变法人的数量，而是改变了被收购企业的产权归属进而影响该公司的经营管理权。然而从经济意义上来说，收购也可以被看成广义兼并行为的一种，收购和兼并实质上都是企业产权的交易，在企业收购和兼并的实际操作过程中，很难对二者进行区分，因此，业界将兼并和收购统称为并购（M&A）。

第二节 企业并购的类型

一、按照并购双方行业的关系

按照并购双方行业的相关性，可以将并购划分为：横向并购、纵向并购和混合并购三种类型。

横向并购指的是同行业竞争者之间的并购，并购的目的在于迅速扩大企业的经营规模，实现规模经济，从而降低成本，减少竞争对手，提高企业在同行业的竞争能力。横向并购产生的直接原因是获取或者保持领先的市场份额。横向并购在降低成本和增加利润的同时，容易导致垄断的产生。在国内，横向并购应用最广泛的就是国美、物美等连锁企业。

纵向并购是指同一产业链上下游企业之间的并购。其目的在于通过控制供应链

的关键要素而为企业提供成本效率和增长空间。纵向收购用企业的内部交易代替了企业间的交易，节约了交易费用，降低了成本，促进了企业生产、经营流程的完善，提高了企业的经济效益。比如通用汽车收购德尔福—其上游的一家汽车零部件公司。

混合并购就是将提供不同产品或服务的企业纳入到一家企业集团的羽翼之下。实现公司的多元化经营，分散企业的经营风险。混合并购策略还为企业随时把握机会投资于高收益领域提供了巨大的灵活性。全球最有名，同时也是规模最大的两个综合经营体就是通用电器和伯克希尔·哈撒韦公司。

二、按照支付方式划分

按照并购的支付方式，并购可以分为现金并购、股票并购和混合收购。

现金并购是指收购企业以现金购买目标公司的全部或部分资产和股份的并购。

股票并购是指收购企业以自己的股票兑换目标公司股票股票的并购方式。

混合并购是指将现金、股票或者其他支付方式（如债券、认沽权证等）结合在一起进行支付的并购行为。混合支付可以避免企业支付过多的现金，也可以防止并购方原股东股权稀释带来的公司控制权转移的风险。

本文中的强生并购辛迪思的案例按支付方式划分属于混合并购，涉及了现金和股票两种支付方式。

三、按并购双方的意愿

按照并购双方的意愿，可以将并购划分为善意并购和恶意并购。二者的区别主要是并购方的并购行为是否得到了目标公司的同意或配合。本文中强生收购辛迪思的行动得到了强生和辛迪思董事会的一致支持，属于善意并购。

第三节 西方企业并购浪潮回顾

近几十年来，在几个重要的发达国家中，并购在企业及企业集团结构的形成过程中发挥了重要的作用。如果研究相当长一段时间内并购案的频率及其价值，就会发现：并购市场遵循周期化的发展历程。并购在美国有着悠久的历史，可以将 19 世纪末开始的并购历史，划分为六个重要的并购浪潮^①。

一、第一次并购浪潮（1897 年—1904 年）

^①主编陶启智. 兼并与收购[M]. 北京大学出版社, 2014.

第一次并购浪潮是由工业革命引起的，其主要形式是横向并购。一方面并购企业由于生产规模的扩大、降低了单位成本，取得了巨大的规模经济效益；另一方面，由于横向并购产生的行业垄断降低了市场竞争程度，使企业获得了巨大的垄断利润。本次并购浪潮因其催生了大量垄断企业而闻名，如杜邦和通用电气公司。此次并购浪潮结束于 1904 年的股市大跌。

二、第二次并购浪潮（1916—1929 年）

第二次并购浪潮的主要特征是纵向并购，主要原因是美国颁布的反垄断法使得横向并购很难完成，而企业又要通过外部增长扩大规模，所以只能转向纵向并购。已故的芝加哥大学教授，1982 年诺贝尔经济学奖得主 George Stigler 将第一次和第二次并购浪潮进行了对比，把第一次并购浪潮称为“垄断合并”，把第二次并购浪潮称为“寡头合并”。纵向并购使市场交易内部化，它不仅保证了企业生产原材料和零部件的及时供应，同时还减少了纳税环节，降低了生产成本，使企业成为一个严密、高效的有机体。在第二次企业并购浪潮中，生产企业与金融界联系加强，相互渗透，产生出一种新的资本，这种巨大规模资本的形成，又反过来促进了资本主义经济的“产业合理化”和标准化大生产过程，促进了资本主义市场经济由以轻工业为主的经济结构向以重工业为主的经济结构的转变过程，使资本主义经济更加规模化和重型化。与第一次并购浪潮一样，第二次并购浪潮同样结束于股市大跌，而且经济危机在那以后又持续了很长一段时间。

三、第三次并购浪潮（1965—1969 年）

第三次并购浪潮的特征是多元化经营。由于联邦政府反托拉斯的立场日趋强硬，对于横向收购和纵向收购都采取了严厉的限制措施，一心想扩张的公司发现，它们唯一的选择只剩下混合收购，管理科学的快速发展也加速了混合收购的步伐。企业通过实施多元化经营战略，降低了经营风险。使用证券来融资进行并购，是推动混合并购的另一个原因，这一时期的很多交易是通过股权交易完成的，此次并购浪潮同样结束于股市的大跌。

四、第四次并购浪潮（1984—1989 年）

20 世纪 80 年代，西方国家再次掀起了一场大规模的并购浪潮，并且此次的规模超过了以往任何一次。第四次并购浪潮的一个显著特点是出现了“小鱼吃大鱼”的“杠杆收购”兼并形式，即举债兼并这种新的并购方式，杠杆收购开始在美国资本市场上出现。同时，跨国并购也占据了并购的相当比例。第四次并购浪潮中的一

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.

廈門大學博碩士論文摘要庫