

企业并购及其效应研究

——以上市公司为例

张德亮 著

中 国 农 业 出 版 社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业并购及其效应研究：以上市公司为例/张德亮著.
北京：中国农业出版社，2004.8
ISBN 7-109-09153-8

I. 企 ... II. 张 ... III. 上市公司－企业合并－研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 073967 号

中国农业出版社出版
(北京市朝阳区农展馆北路 2 号)
(邮政编码 100026)
出版人：傅玉祥
责任编辑 白洪信

中国农业出版社印刷厂印刷 新华书店北京发行所发行
2004 年 8 月第 1 版 2004 年 8 月北京第 1 次印刷

开本：850mm×1168mm 1/32 印张：8.375
字数：201 千字 印数：1~2 000 册
定价：20.00 元

(凡本版图书出现印刷、装订错误，请向出版社发行部调换)

中 文 摘 要

企业并购作为现代经济史上一个十分突出的现象，其意义在于：从宏观上看，企业并购是进行产业结构调整，合理配置资源的手段；从微观上看，企业并购是市场经济条件下企业生存与发展的必然途径，也是国有企业产权制度变迁的有效途径。我国正在步入经济全面开放和全球化的时代，计划经济向市场经济的结构性转变，必然导致全国性的产业整合与企业重组，形成社会资源的重新配置。通过建立规范的企业并购市场，明确企业的并购主体地位，按照企业价值最大化或股东利益最大化的原则，推进企业并购的健康发展，对于促进企业改革的深化和运行机制的转化，实现全社会资源的优化配置，都具有十分重要的作用。

企业并购的理论研究包括宏观研究和微观分析两部分，而宏观研究仍需追溯到微观层次的企业行为分析上，所以本论文主要是从微观层面对企业并购进行研究。按照研究的一般逻辑，对企业并购的理论研究首先要回答企业为什么会发生并购的问题。在市场经济条件下，并购作为企业的一种自主经济行为，是由企业自身发展规律所决定的。论文从企业演进、企业扩张和资本集中等角度对并购行为加以考察，以此说明企业演进的历史，就是企业规模不断扩大的过程，企业扩张与资本集中是企业发展和追逐利润的内在要求，而企业并购则是实现企业扩张和资本集中的快速有效形式。

那么，是什么原因驱使着企业进行并购呢？为此，各种经济学流派都试图用自己的理论框架对并购的动因作出完整的分析。然而，由于不同学派所依托的经济理论基础不同，由此形成了各

种各样的动因假说，而这些假说都无法单独对并购作出全面的解释。譬如说，交易成本理论对纵向并购具有较强的解释力，但对横向并购和混合并购则缺乏说服力。论文认为，企业并购的动因是多种多样、复杂多变的，虽不必苛求用某一理论对各种并购类型作出完美分析，但可从并购发生的内在本质去寻求一套系统的研究框架。事实上，并购作为企业的一种经济行为，对于某一项具体的并购来说，其目的是明确的。如为了扩大经营规模，追求规模经济效应，就进行横向并购；为了降低交易费用，可进行纵向并购；为了分散经营风险、进入新的产业领域、实施多元化经营的目的则采取混合并购。换言之，企业之所以进行并购，就是为了寻求并购所带来的效应。于是，论文从并购效应的角度出发，构建了以并购效应为主线的研究思路，分别对横向并购、纵向并购、混合并购等不同并购类型的效应展开研究。

从横向并购来看，企业进行横向并购的主要动因在于追求规模经济效应，横向并购中的规模经济效应来源于成本下降、市场支配力的增强以及垄断等。我国上市公司的实证分析结果显示，规模经济效应的存在较为明显，尤其在并购当年，由此也证明了我国企业规模普遍偏小，行业集中度偏低，通过并购重组，可以提高规模经济水平。但实证结果也显示，并购一年后的规模经济效应有大有小，原因在于非实质性并购、政府干预过度等现象的存在以及并购规模（即并购交易金额占并购企业资产总额的比重）较小，致使并购效应的显著性受到影响。因此，进一步促进横向并购的开展，优化产业组织结构，在各行业形成一批具有较强竞争力的企业集团，是我国近期企业并购的主要目标。

对于纵向并购，主要是通过将市场交易关系转变为内部交易关系，节约交易成本，寻求交易费用效应。我国上市公司纵向并购中的效应在并购的当年没有显现出来，但从并购后一年的情况看，效应还是显著的，表明通过对上下游企业的并购，内化市场交易，稳定供销渠道，减少了市场不确定性带来的风险和成本。

但更进一步的实证分析也得出，这种效应又表现出一种逐步下滑的趋势，尤其在并购后第三年，下降势头比较显著，说明并购后存在一个磨合的过程以及各环节的有效衔接，只有把并购后的上游或下游企业形成一个有机整体，才能保持企业经营业绩的持续增长。事实上，企业之间的并购，不是简单的 $1+1$ ，不同企业合并在一起，不可避免会出现各种各样的冲突，进而影响企业整体效应的发挥，因此存在一个整合的过程。

从混合并购来看，其动因主要是寻求协同效应、产业效应和风险分散效应。从我国上市公司并购的实践看，很多公司通过混合并购重组，纷纷涉足信息技术、生物医药、新兴材料等高科技产业，因为这些行业的附加值高，获利丰厚。现实中确实有一些上市公司通过并购实现了产业转型，培育了新的增长点，业绩得以提升。但从实证结果来看，我国上市公司混合并购中的效应并非如所预期的那么高，而是呈现下降的趋势，这与现实情况出现了背离。但如果深入探究一下，或许这一实证结果恰巧暴露了上市公司混合并购中存在的问题，譬如在网络热潮中，许多公司不顾自身实际，一窝蜂进军网络产业，而随着网络“泡沫”的破灭，使公司处于尴尬境地，进退两难。有鉴于此，我们强调在调整产业结构，促进产业转型的过程中要从实际出发，根据企业的内外部条件作出相应的决策，不要盲目多元化，确保主营业务的做大做强。

论文除了对横向并购、纵向并购和混合并购这三种基本类型的并购效应进行分析外，还对管理层收购进行了研究。管理层收购在降低代理成本，重构经营者激励约束机制，促进管理效率提高等方面具有积极的作用，不失为深化国有企业产权改革的一条路径选择。同时，对于我国目前狂热的管理层收购，也要进行“冷思考”。从现实中反映出来的问题，如收购价格、收购资金来源、内部人控制、法律缺陷等，应该引起政府的高度重视，通过加强相应的法律法规建设，完善游戏规则以及融资工具的创新，

确保交易的公开、公平、公正，避免操作不规范导致集体和国有资产流失。

从理论上讲，企业并购对于优化资源配置、实现规模经济效益、降低交易费用、分散经营风险、促进产业结构的转换和升级等诸多方面都有积极的作用。然而，实证结果也表明，实际的并购效应并非如我们所预期的那么大。究其原因，是因为企业并购行为是一项非常复杂的经济活动，在其 1+1 的过程中，涉及两个企业的资产、业务、组织、人员、文化等的整合，如果整合得好，并购的积极效应就显著，如果整合得不好，并购效应不明显甚至反给企业带来损失。因此，注重企业并购后的整合，是企业并购效应得以体现的保证。

此外，企业并购效应的实现，除了注重企业内部并购后的整合外，一些影响企业并购活动的外部制度环境也起着不可低估的作用。规范和完善影响企业并购的外部因素，是企业并购得以健康发展并实现其效应的制度保障。

关键词 企业并购 并购动因 并购效应 横向并购
纵向并购 混并购 管理层收购 并购整合
制度保障

Abstract

From macroscopic view, enterprise merger and acquisition (M&A) is proceed reorganization of an industry, in reason of allocation resource. From microscopic view, enterprise merger and acquisition is the certainty path in condition of market economy, it is efficient path too to government facility property right system transitional. Our country is coming to market economy and is design ability transition, certainty result in nationwide integration of industry and enterprise recombine, form social resource' reposition of the whole countries. Through the medium of normative enterprise merger and acquisition market, definitude enterprise' main body status of merger and acquisition, according to the value of enterprise maximize or stockholder benefit maximize' principle, pushing enterprise merger and acquisition' health extend, in regard to promote enterprise reformation deepen and running mechanism translation, realization of complete social resource' optimize allocation, possess important function.

The theoretical investigation include macro examination and microscopic analysis, whereas macro examination still require trace microscopic view of business behavior analytically, so the theses primarily research on enterprise merger and acquisition from microscopic view. According to commonly investigative logic, first of all enterprise merger and acquisition had to answer the reason why meeting occurs. It was by enterprise self determinative under condi-

企业并购及其效应研究

tions of market economy. The theses research on angles of enterprise evolutionary progression, business expansion and concentration of capital, wherewith account for enterprise evolutionary progression is namely enterprise size ever-expanding course, business expansion and concentration of capital is enterprise development and immanence demand for persisting of profit. Enterprise merger and acquisition is effective form of realizing business expansion and concentration of capital.

Then what cause push enterprise proceeding merger and acquisition? Therefore all sorts of economics school attempt used their own theory frame to analyses the agent of merger and acquisition. However, owing to difference of the economic theory foundation, they have formed various hypotheses of agent, whereas these hypotheses most and least had no means of work out the comprehensive interpretation of merge and for example : theory of transaction cost do well in explaining vertical M&A, but lack of persuasion in horizontal M&A and conglomerate M&A. The theses believe, the agent of enterprise merger and acquisition is complicity and changeful, one theory could not work out perfect analyses to all sorts of types of merge and acquisition, but we could dug for a suite of research frame to look after immanence essence of merge and acquisition. As a matter of fact, as an economic behaviors of enterprise, the propose of one specific merge and acquisition is definite. In order to enlarge scale of operation, pursuing effect of economy of scale, In order to depress transaction cost, it can proceed vertical M&A ; In order to disperse operating risk, ingress new industry field, enforce legalization management then adopt conglomerate M&A. In other words, the goal of enterprise merge and acquisition is to seek effectness bringing by merge and acquisition. So the theses demerge and

acquisition's effect construct research clue to vertical M&A, horizontal M&A and conglomerate M&A.

In viewing from horizontal M&A, the main agent of merger and acquisition is pursuing scale economics effect. Scale economics coming from horizontal M&A lay in cost fell and market power enhance as well as monopoly. Empirical analysis listed company of our country's shows that, the effect of scale economics exist distinctness, especially in the prime of life of merger and acquisition, therefore proven size of business prevalence small, vocation degree of concentration on the low side, through M&A, it could improve scale economics level. But real evidence resulting that effect of scale economics coming from merger and acquisition is clear or not, cause non-essentiality merge and acquisition, government intervention. So further increasing horizontal M&A, optimizing industrial system structure and establishing group of enterprises, is primary target in our country.

In regard to vertical M&A, reducing of transaction cost is primarily translation market transaction to internal transaction. The effect of vertical M&A emerges after one year is notable, though not in the prime of life, it shows via merger and acquisition internalized market transaction, stabilized supply and marketing canal, reduced market uncertainty. But farther empirical analysis indicated that the effect gradually gliding especially after the third year of M&A, and the decline tendency comparatively evidence. This is a declaration that there is a wear in course as well as effective syntaxes. None but established an oregano-whole, can keep sustainable growth of operation of business' outstanding achievement. As a matter of fact, M&A in enterprise is not $1 + 1$, different business combination couple up may inevitability appear various conflict, in turn raises in-

企业并购及其效应研究

fluence enterprise whole effect, so there exists a concordant course.

In view of conglomerate M&A, the agent are primarily synergistic effect, industrial effect and danger dispersion effect. In view of practice of listed company, a great many enterprise set foot in information technology, biologic medicine, neo-material high-technology industry through conglomerate M&A. Some listed company positively realized industry transformation through M&A, incubation new growth pole, and outstanding achievement is able to step up. But view from real evidence, the effect of conglomerate M&A was not so high compared with expected, but rather presentment descendent trend. But if we explore thoroughly, perhaps we could find that the result happens to exposure open question in conglomerate M&A of listed company, especially in network hot wave. Whereas this, we emphasize that in the course of industry transformation, enterprise should work out homologous decision according to inside and outside condition, don't blindness globalization, ensure main business operation make large and strong.

Besides analyzed the effect of three basic types, the theses also deal with management buyouts (MBO). The active function of MBO lies in cutting agency cost, restructuring mechanism of operator stimulation and restrain, promoting management efficiency improvement. It is a routing for deepen state owned enterprise property right reformation. At the same time, in regard to fanatical MBO of our countries, we should thinking coolness. The problem being symptomatic from actuality such as purchasing price, buyout financial sources, inner human controls, law bug, ought to invoke government's highly respect, to avoid collective and national asset draining by consummating how to play as well as innovation of finance tools, ensuring publicity, equity, equity of transaction.

In the abstract view, enterprise merger and acquisition has active contribution in regard to optimized allocation of resources, realized effect of scale economics, depressed transaction cost, decentralized operation venture, and promoted industrial structure transition and upgrade. However, real evidence with the result shows that, actual effect of merger and acquisition not larger than we expected. The reason is that the behavior of enterprise merger and acquisition is a very complicated economic active, during such $1 + 1$ process, it is involved conformity in two enterprises such as assets, business, organize, staff and culture. If conformity is no good, the effect of M&A is indefiniteness so far as to present incur a loss for enterprise. So paying attention to conformity of enterprise merger and acquisition is guarantee for its good effect.

Furthermore, realizing effect of enterprise merger and acquisition not only need inner conformity but also exterior institution environment. Specification and perfection exogenous factors which influence enterprise merger and acquisition, is the institution safeguard which good effect of enterprise merger and acquisition can be realized.

Key words : Enterprise merger and acquisition

Merger and acquisition agent

Merger and acquisition effect

Vertical merger and acquisition

Horizontal merger and acquisition

Conglomerate merger and acquisition

Management buyouts

Merger and acquisition conformity

Institution safeguard

目 录

中文摘要

Abstract

第一章 导论	1
一、研究背景及现实意义	1
二、选题依据	4
(一) 研究现状评介	4
(二) 问题的提出	6
三、研究思路、逻辑框架及结构安排	8
(一) 研究思路和逻辑框架	8
(二) 结构安排及研究内容	9
四、研究方法的主要结论	11
(一) 研究方法	11
(二) 主要结论	12
五、本书的创新之处与值得进一步研究的问题	13
(一) 本书的创新之处	13
(二) 值得进一步研究的问题	14
第二章 企业并购的理论研究	16
一、企业并购的界定及其类型	16
(一) 企业并购的界定	16
(二) 企业并购的类型	18
二、企业并购理论的研究内容	18

企业并购及其效应研究

(一) 企业并购的宏观研究	18
(二) 企业并购的微观分析	19
三、企业并购的收益分析	19
(一) 文献回顾	19
(二) 企业并购的收益分析模型	21
四、企业并购的交易价格	24
(一) 假设条件	25
(二) 企业价值	25
(三) 股东得益	26
(四) 均衡解	27
(五) 最佳的交易价格	31
第三章 企业并购的动因	33
一、企业的演进	33
(一) 企业演进历程	33
(二) 不同企业制度下的企业并购行为比较	35
二、企业扩张	39
(一) 企业扩张的内涵	39
(二) 企业扩张是企业发展的普遍追求	40
(三) 企业扩张的本质	41
(四) 企业的内部扩张与外部扩张	45
三、资本集中	46
(一) 资本集中的原因	46
(二) 资本集中的机制	48
(三) 资本集中的趋势	50
四、企业并购的动因	51
(一) 新古典经济学的企业并购动因	51
(二) 委托代理理论的企业并购动因	55
(三) 新制度经济学的企业并购动因	56

(四) 评述	58
五、企业并购动因的一种组合性解释 ^①	59
(一) 组织资本概念的提出	59
(二) 组织资本的形成	60
(三) 企业并购：为实现组织资本的转移	63
六、小结	68
第四章 我国企业并购的演进	69
一、我国的企业改革与企业并购	69
(一) 我国企业并购的背景	69
(二) 企业并购对深化企业改革的意义	72
二、我国企业并购的发展历程	73
(一) 试点起步阶段	73
(二) 第一次并购高潮	76
(三) 第二次并购高潮	77
三、我国企业并购的动因	87
第五章 横向并购及其效应	91
一、横向并购中的规模经济效应	91
(一) 规模经济理论概述	92
(二) 横向并购中规模经济效益的形成机理	95
二、横向并购中规模经济效益的来源	98
(一) 规模经济效益的来源 I —— 成本下降	98
(二) 规模经济效益的来源 II —— 市场支配力	100
三、横向并购与垄断	104
(一) 并购前没有市场力量的情况	104
(二) 并购前有市场力量的情况	106
(三) 结论	108
四、我国企业横向并购中规模经济效益的实证分析	108

企业并购及其效应研究

(一) 样本选择及数据来源	108
(二) 研究方法及指标设置	109
(三) 实证结果与检验	110
(四) 实证结论及原因分析	118
第六章 纵向并购及其效应	122
一、纵向并购的动因	122
二、纵向并购效应的形成机理——交易角度的分析	123
(一) 交易和交易费用	123
(二) 纵向并购中交易费用效应产生的原因	124
(三) 小结	129
三、纵向并购效应的形成机理——生产角度的分析	129
四、纵向并购与企业边界	132
(一) 交易成本与组织成本的均衡分析	132
(二) 企业的组织边界	134
五、我国上市公司的实证研究	135
(一) 实证方法和指标设置	135
(二) 财务指标的描述性结果	136
(三) 并购前后的效应实证及比较	136
(四) 结论	140
第七章 混合并购及其效应	141
一、混合并购产生的背景	141
二、混合并购中的协同效应	143
(一) 协同效应的产生机理	143
(二) 协同效应的测定及西方国家的实证结果	146
三、混合并购中的产业效应	149
(一) 产业效应存在的原因	149
(二) 混合并购与进入壁垒	150

四、混合并购中的风险分散效应	153
五、协同效应的实证分析	156
(一) 实证方法及指标设置	156
(二) 实证结果	157
六、我国产业效应的实证分析	162
(一) 产业效应的测算方法及已有成果	163
(二) 我国的实证分析	164
(三) 结论	168
第八章 企业分拆及其效应	170
一、企业分拆的背景、含义及类型	170
(一) 企业分拆发生的背景	170
(二) 企业分拆的含义及类型	171
二、企业分拆发生的动因	172
三、企业分拆的效应	176
四、管理层收购及我国的实践	176
(一) 管理层收购 (MBO) 的产生及其背景	177
(二) 管理层收购 (MBO) 的成因	179
五、我国上市公司管理层收购的案例剖析 ^①	184
(一) 案例介绍	184
(二) 案情分析	186
(三) 我国管理层收购中的问题	189
第九章 企业并购后的整合	195
一、企业并购整合的含义及内容	195
二、发展战略整合	196
三、组织整合	202
(一) 组织机构的整合	202
(二) 管理制度的整合	206

四、资产整合	206
(一) 资产整合的原则	207
(二) 有形资产的整合	208
(三) 无形资产的整合	208
五、业务整合	210
(一) 经营业务整合	210
(二) 生产与技术整合	211
六、人力资源整合	213
七、企业文化整合	214
(一) 企业文化整合的特点	215
(二) 企业文化整合的内容	215
(三) 企业文化整合的策略	217
第十章 企业并购的制度保障	221
一、有效的政府定位	221
二、全面的市场建设	223
三、规范的中介机构	225
四、健全的社会保障	228
五、完善的法律制度	228
参考文献	230
后记	246

第一章 导 论

一、研究背景及现实意义

自 19 世纪末 20 世纪初美国发生第一次企业并购浪潮以来，企业并购方兴未艾，一浪高过一浪。尤其是从 20 世纪 90 年代始，随着全球经济一体化进程的加快和新经济的迅猛崛起，既存的经济格局将被打破，从而引发了新一轮的并购浪潮。据统计，1990—1999 年全球并购价值额增长了近 7 倍，1999 年高达 34 000 亿美元（《中国并购报告》2001 年），而且呈现出一系列新特点。首先，并购范围广，面对新的经济格局，所有行业都正面临着并购的洗礼。在汽车工业、飞机制造业、采油业、金融业等并购烽烟四起的同时，传媒业、时装业等的整合也如火如荼地进行着，并购已不再是特定领域的时尚，而成为各个行业通用的重组工具；其次，并购规模巨大，1988 年 KKR 以近 250 亿美元收购美国食品寡头 RJR Nabisco 曾轰动了整个世界，1998 年并购金额最高一案是埃克森以 860 亿美元并购美孚，而 2000 年伊始便发生了美国在线以 1 550 亿美元收购时代华纳和沃达丰用 1 850 亿美元收购曼内斯曼的并购巨案；再次，跨国并购已蔓延全球，美国与欧洲之间，欧洲内部各国之间，美欧联手并购拉美、亚洲，亚洲各国之间的跨国并购已成为世界性潮流。并购的跨越国

本研究得到史清华教授主持的国家自然科学基金项目《东西部农户经济发展机理及政府管理行为研究》（70173016）和《农村金融体制变革中的农户储蓄借贷行为研究》（70141022）的部分资助，在此深表谢意。

界，使经营规则与文化理念通过企业实体带入世界各个角落，并根植于交易双方的市场环境之中。因此，跨国并购已不再限于商业上的需求，而且具有文化、政治等多方面的深刻意义。

面对全球并购年度总额近 3 倍于我国国有资产存量（100 000 亿人民币）的现实，我们显然不能忽视这种巨大的外部冲击。中国已经加入 WTO，与世隔绝的高墙渐渐倒塌，国际企业进入中国的成本与风险逐渐降低，活跃于全球经济中的公司群体将会长驱直入中国市场，并购将会成为最便捷的抢滩登陆工具。在全球性并购浪潮的席卷下，外资并购已在我国悄然兴起。当我们醒悟“狼来了”的时候，我国的企业是坐以待毙，成为外资并购的目标呢？还是加快国内企业的并购重组，壮大国内企业实力，形成一批在国际上具有一定地位和竞争力的企业，也走出国门去并购国外企业呢？答案显然是后者。事实上，各国政府为在世界政治、经济中赢得有利地位，都对企业并购给予积极引导和大力推动，对我国来说更具有现实意义。

从宏观上看，企业并购是国家进行产业结构调整，合理配置资源的手段。中国正在步入经济全面开放和全球化的时代，计划经济向市场经济的结构性转变，必然导致全国性的产业整合与企业重组，形成社会资源的重新配置。长期以来，我国许多企业存在着产品结构、组织结构不合理的现象，一方面由于生产能力过剩，技术落后，产品积压，经济效益低下，导致亏损严重，浪费了资源；另一方面，由于国有企业产权不明晰，阻碍了存量资产的流动，生产结构不能顺应市场变化进行调整，企业资源得不到合理配置。随着市场经济的发展，企业改革的深化和运行机制的转化，企业逐步成为自主经营和自我约束的法人实体，成为面对市场的竞争主体。在不损害国家利益和社会公众利益、不违反有关法律法规的前提下，应遵循企业价值最大化原则，以股东利益最大化为着眼点，通过并购优化企业的资源配置。

从微观上看，企业并购是市场经济条件下企业生存与发展的

必然途径。在激烈的市场竞争中，优胜劣汰、不进则退是企业发展的基本规则，企业要想生存下去，就必须不断发展壮大。企业的发展壮大两条途径：一是内部增长方式，通过增加新的投入扩大生产规模；二是外部扩张方式，也就是通过兼并收购扩大生产规模。从国际经验看，要实现企业规模的扩大和整体实力的增强，兼并收购是一条快速有效的路径，也是现代企业发展的一个突出现象，正如美国著名经济学家乔治·斯蒂格勒（George J. Stigler）所说，“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的”。^① 国外许多著名大型企业的发展历程就是通过并购进行扩张的历史，我国的海尔集团也是通过大规模的并购进行低成本扩张，得以在短短几年内迅速发展壮大起来。

我国的企业并购活动始于 1984 年，但大规模的展开是在 1992 年以后，即我国确立了市场经济的改革方向，产权改革成为企业改革的重要组成部分，企业并购在规模和形式上都有了新的突破。中共十五大已明确提出了对国有企业实施战略性改组，以资本为纽带，通过优势企业并购劣势企业，形成跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的企业集团，增强企业的国际竞争能力。同时，国有企业要逐步从竞争性行业中退出，对存量资源进行再配置，实现产业结构的转换和升级，企业并购将发挥积极的作用。近年来，随着我国企业并购数量和规模的不断扩大，国内对企业并购的学术研究也成为热点，并取得了不少的研究成果，但与美、英等西方国家相比，这些国家经过 100 余年的并购历程，已经形成了一套与其经济制度、经济发展水平相适应的企业并购理论和模式，而我国无论在理论研究上还是实际操作中，都尚有许多问题有待探索。因此，加强企业并购的理论研究，提高

^① 乔治·斯蒂格勒．通向垄断与寡占之路——兼并．产业组织与政府管制，上海三联书店，1989 年中译本。

我们的并购水平，为我国的企业并购提供一个有效的操作平台，就显得日益迫切和重要。

二、选题依据

（一）研究现状评介

企业并购的研究一般包括宏观和微观两个部分。从宏观的角度主要研究各种宏观经济变量（如 GDP、股票价格指数等）与并购活动总体水平之间的相关关系，得出的基本结论是并购活动水平随经济总体水平波动^①，也就是说，企业并购活动大多发生在经济高速增长时期，宏观经济环境特别有利于实业界的发展，使企业并购成为经济资源的配置和再配置过程的重要部分。一般来说，一国经济高速增长是各种经济力量共同推动的结果，而企业则对影响产业发展的技术变化和经济因素作出相应的投资决策，以获得更高的收益和利润。科学技术的创新和市场竞争环境的变化迫使企业经常调整其发展战略，企业并购也就是加速了经济结构的调整和资源的更加有效利用。从这个意义上看，宏观经济分析仍需追溯到微观层次的企业行为分析上，所以对企业并购的研究更多是从微观层面展开。

企业并购的微观经济分析主要集中于三大领域：一是企业并购的动因问题；二是并购机制在资源配置方面的实际效果，即并购所带来的收益问题；三是并购活动中的技术性问题，包括并购定价、并购策略及方式等。本论文主要从微观的角度，对企业并购行为的发生及其所产生的效应进行研究。

关于企业并购的动因，西方学者进行了广泛而深入的研究，提出了许许多多的理论或假说，包括自由现金流量假说（Free Cash Flow Hypothesis. Jensen, M.C.）、过于自负假说（Hubris

① 殷醒民著，企业并购的金融经济学解释，上海财经大学出版社，1999年。

Hypothesis. Roll, R.)、效率理论 (Efficiency Theory. Weston, J.F.)、市场力假说 (Market Power. Meeks, G.)、赋税考虑 (Tax Consideration)、代理问题 (Agency Problem)、信息信号假说 (Information and signaling) 和市场缺陷论等等。然而, 由于不同学者所依托的经济理论背景不同, 对企业并购动因的研究视角各异, 加之企业并购动因的复杂性和多变性, 因此所提出的假说或得出的结论形形色色, 莫衷一是, 所以至今仍然没有形成一个能对企业并购动因作出系统全面解释的完整的理论分析框架。

在并购所带来的收益研究方面, 西方学者是用并购事件引起的股票价格波动所产生的非正常收益 (Abnormal Returns) 来测算。从美国的情况看, M.C. Jensen 和 R.S. Ruback 通过对 13 件并购案的研究, 认为并购中被并购企业即目标企业 (Target Firms) 股东的非正常收益为 30%, 而并购企业 (Acquiring Firms) 股东的非正常收益为 4%^①。G.A. Jarrell 和 A.B. Poulsen 对 1963—1986 年期间的 526 件并购事项进行研究后得出, 并购中目标企业股东的非正常收益为 29%, 并购企业股东的非正常收益则为 1%^②。从英国的情况看, M. Firth 对 1969—1975 年的 486 件并购事项研究的结论是: 并购中目标企业股东的非正常收益为 28%, 并购企业股东的非正常收益则为 -6.3%^③。P.S. Sudarsanam 等对 1980—1989 年的 171 件并购事项研究后认为, 并购中目标企业股东的非正常收益为 21%, 并购企业股东

① M.C. Jensen and R.S. Ruback, "The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11 (1983), pp 5-50.

② G.A. Jarrell and A.B. Poulsen, "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades", *Financial Management*, Autumn 1989, pp12-19.

③ M. Firth, "Takeovers, Shareholder Returns and the Theory of Firm", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 94 (1980), pp235-260.

的非正常收益则为 -2% ^①。R.Limmack 对 1977—1986 年的 462 件并购事项的研究结果则为：并购中目标企业股东的非正常收益为 31% ，并购企业股东的非正常收益则为 -0.2% ^②。由此可以看出，各个国家得出的实证结果都有不同，即便是针对同一国家的并购活动，由于不同学者所选择的样本和时间窗不同，结果也各异。

中国学者对企业并购的研究，主要围绕着并购的意义、动机、并购的类型和方式、并购策划与商业化运作以及政府政策等内容进行描述。由于政府干预较多，有学者认为中国的企业并购乃属于“准并购”（刘文通，1996）。国内的大多研究是对国外并购理论进行“本土化”，以寻求适合中国国情的并购模式。在对并购绩效的实证研究方面，虽然也有不少学者对上市公司的并购进行了研究（如冯根福，吴林江，2001；洪锡熙，沈艺峰，2001；余光，杨荣，2000），但由于所用数据资料和方法的不同，实证结果也存在很大差异。

（二）问题的提出

企业并购作为现代经济史上一个十分突出的现象，已成为与金融、贸易、投资相提并论的经济活动。^③ 那么，是什么原因驱使着企业进行并购呢？企业并购会产生一些什么效应？这是企业并购理论研究首先要回答的问题。

为此，各种经济学流派都试图用自己的理论框架对并购的

① P.S.Sudarsanam, P.Holl and A.Salami, “Shareholder Wealth Gains in Mergers: Empirical Test of the Synergy and Agency Effects”, Conference Paper in the Midwest Finance Association, USA, April 1993.

② R.Limmack, “Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects: 1977—1986”, Accounting and Business Research, Vol.21 (1991), pp239~251

③ [美] J·弗雷德·威斯通等著，兼并、重组与公司控制，经济科学出版社，1998年。

动因作出完整的分析。新古典经济学从利润最大化的传统假设出发，将并购看作是企业追求利润最大化或成本最小化的行为使然，而在现实的并购活动中，管理层的并购决策不一定服从股东利益最大化；委托-代理理论针对管理层与股东之间的利益冲突，认为当企业内部的约束和激励机制不能有效解决代理问题时，企业并购提供了一种外部的鞭策机制，使管理层不至于过分地损公肥私或玩忽职守，否则会有被接管的威胁；20世纪70年代以来，新制度经济学理论的异军突起，为人们分析经济社会问题提供了一个耳目一新的视角，企业并购理论以科斯（Coase, 1937）的交易费用理论以及威廉姆森（Williamson, 1979）的资产专用性理论为基础，提出了企业并购是对交易成本节约的动因假说，然而，交易成本只是企业总成本构成中的一部分，仅从交易成本和组织成本的比较来判别企业并购行为也有失偏颇。

正是由于不同学派所依托的经济理论基础不同，由此形成了各种各样的动因假说，而这些假说都无法单独对并购作出全面的解释。譬如说，交易成本理论对纵向并购具有较强的解释力，但对横向并购和混合并购则缺乏说服力。我们认为，企业并购的动因是多种多样、复杂多变的，虽不必苛求用某一理论对各种并购类型作出完美分析，但可从并购发生的内在本质去寻求一套系统的研究框架。事实上，并购作为企业的一种经济行为，对于某一项具体的并购来说，其目的是明确的。如为了扩大经营规模，追求规模经济效应，就进行横向并购；为了降低交易费用，可进行纵向并购；为了分散经营风险、进入新的产业领域、实施多元化经营的目的则采取混合并购。换言之，企业之所以进行并购，就是为了寻求并购所产生的效应。基于这种思考，本书就以并购效应为主线，分层次、分类型对并购活动展开系统研究。

三、研究思路、逻辑框架及结构安排

(一) 研究思路和逻辑框架

在市场经济条件下,企业并购作为一种自发的经济行为,是由企业自身发展规律所决定的。按照研究的一般逻辑,对企业并购理论的探讨,应从其发生的内在机理说起,所以本研究首先从企业演进、企业扩张和资本集中等角度对并购行为加以考察,以此说明企业演进的历史,就是企业规模不断扩大的过程,企业扩张与资本集中是企业发展和追逐利润的内在要求,而企业并购则是实现企业扩张和资本集中的快速有效形式。由此构成了企业并购的理论基础,在此基础上对企业并购动因的理论进行了回顾和梳理,并提出了一个组合性的并购动因解释。通过对文献的回顾,我们认为现有的各种各样假说仅从不同侧面对某类并购进行解释,没有形成一种系统的分析框架,本书从并购效应的角度出发,构建了以并购效应为主线的研究思路,分别对横向并购、纵向并购、混合并购等不同并购类型的效应展开研究。在对各种并购效应进行理论阐述和机理分析的基础上,以我国上市公司的并购事件为样本进行了实证分析和检验。从理论上说,各种并购效应都是存在的,但实践中的并购活动不一定是成功的,这就涉及企业并购后的整合问题。

循着以上的研究思路,将本书的逻辑框架以图 1-1 表示。

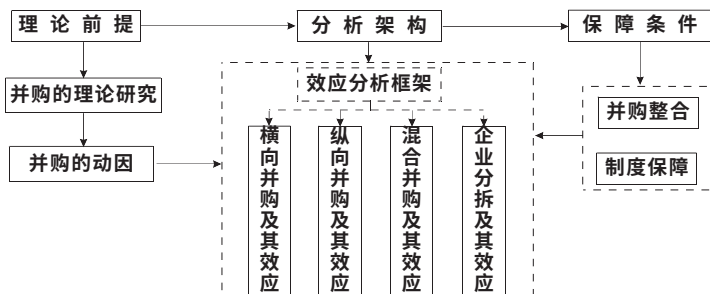


图 1-1 研究逻辑框架图

(二) 结构安排及研究内容

本书由四大部分内容构成，第一部分是导论，即第一章；第二部分是研究的理论前提，包括第二章和第三章；第三部分为并购效应分析架构，是本书的核心内容，包括第四章、第五章、第六章、第七章和第八章；第四部分是作为并购效应实现的保障条件而提出的，包括第九章和第十章。各章节研究的主要内容如下：

第一章导论。主要介绍本书的研究背景、现实意义、选题依据、研究思路、研究方法、主要结论以及创新与不足等内容。

第二章企业并购的理论研究。企业并购的理论研究包括宏观研究和微观分析两部分，而宏观研究仍需追溯到微观层次的企业行为分析上，所以对企业并购的研究更多是从微观层面展开。本章主要从微观层次对并购理论进行了阐述，提出了企业并购的收益分析思路；构建了企业并购价格的博弈模型。

第三章企业并购的动因。本章首先从企业演进、企业扩张和资本集中等层面对企业并购发生的内在原因进行阐述，以此说明企业演进的历史，就是企业规模不断扩大的过程，企业扩张与资本集中是企业发展和追逐利润的内在要求，而企业并购则是实现企业扩张和资本集中的快速有效形式。然后通过对企业并购动因的研究文献进行了回顾与梳理，旨在说明企业并购动因的复杂性和多变性，而就其内在的原因来讲，是寻求并购效应，于是提出了并购效应的分析架构。

第四章我国企业并购的演进。主要介绍了我国企业并购兴起的背景、发展历程、并购动因及存在问题等内容。

第五章横向并购及其效应。在对横向并购中规模经济效应形成机理剖析的基础上，以我国上市公司的并购案例为样本，对并购中的规模经济效应进行了实证分析和检验，得出的基本结论是我国上市公司的横向并购中存在规模经济效应，这种效应在并购

当年较为显著，但从并购一年后的动态考察，则是有大有小，实证结果很难判断其效应的显著性。论文接下来对这种结果的原因进行了分析，认为是非实质性并购、政府干预过度、并购规模较小等所致。

第六章纵向并购及其效应。企业之所以进行纵向并购，是因为它可以节约交易成本或交易费用，本章首先论述了纵向并购中的交易费用效应和垄断利润效应的形成机理，接着又进一步指出，企业替代市场在节约了交易费用的同时，也产生了相应的组织费用或组织成本，也就是说企业的扩张是有边界的，企业的边界就是市场交易成本和企业组织成本的均衡点。我国上市公司并购的实证分析表明，纵向并购的效应在并购后的第一、第二年有较为明显的反映，但并购后第三年综合业绩下降的趋势也反映出由于企业边界的扩大，造成组织成本的增加。

第七章混合并购及其效应。企业混合并购的经济动因较为复杂，归结起来表现在三个方面，即协同效应、产业效应和风险分散效应。本章在对这三种效应形成机理分析的基础上，对我国上市公司的并购进行了实证，结果显示，我国上市公司混合并购中的效应并非如所预期的那么高，而是呈现下降的趋势。

第八章企业分拆及其效应。企业是在扩张与收缩的对立运动中向前发展的，企业分拆作为企业并购的一种逆向行为，同样是一种使社会资源更有效配置的重要机制。本章在阐述企业分拆的背景、类型、动因及其效应的基础上，着重对我国的管理层收购进行了案例研究。

第九章企业并购后的整合。企业并购对于优化资源配置、实现规模经济效应、降低交易费用、分散经营风险、促进产业结构的转换和升级等诸多方面都有积极的作用。然而，实际的效果并非如我们所预期的那么大。究其缘由，是因为企业并购行为是一项非常复杂的经济活动，如果整合得好，并购的积极效应就显著，如果整合得不好，并购效应不明显甚至反给企业带来损失。

本章主要从发展战略、组织、资产、业务及人力资源等方面阐述了企业并购后的整合。

第十章企业并购的制度保障。企业并购效应能否实现，除了注重企业内部并购后的整合外，一些影响企业并购活动的外部制度环境也起着不可低估的作用。规范和完善影响企业并购的外部因素，是企业并购得以健康发展并实现其效应的制度保障。主要内容包括政府定位、市场建设、中介机构、社会保障以及法律制度等。

四、研究方法的主要结论

（一）研究方法

规范研究和实证分析是现代经济理论研究中广泛运用的两种方法。规范研究是对经济活动进行评价，注重对经济行为的价值判断，侧重于定性分析；实证分析是通过对经济运行的解释，给出存在的客观事实及其原因，注重对经济过程的客观描述，偏重于定量分析。理论的评述和观点的提出离不开规范研究，对规范研究所得出结果或结论的解释和验证，又必须采用一定的实证方法加以检验。所以本书循着规范—实证—规范的分析轨迹来系统地研究企业并购这一经济行为的理论内涵和实践意义。

任何科学的研究都是在前人成果的基础上展开的，从 19 世纪末美、英等西方国家发生第一次并购浪潮至今已有 100 余年的历史，这些国家已经形成了一套与其经济制度、经济发展水平相适应的企业并购理论模式。本书的规范研究就是站在这些先行者的肩上，通过对已有研究成果的演绎归纳，提出自己的观点和方法。在对企业并购发生的内在机理展开规范研究的基础上，通过构建综合得分模型，对并购前后的综合得分进行比较，从而对并购效应进行实证分析和检验。

书中还大量使用了数理推导模型，其目的是使论述更加严

谨、简明并具有解释力。此外，还采用案例分析法，通过对具体案例的研究，由个别到一般，归纳出一些普遍性的结论。

(二) 主要结论

本书主要是从并购效应的架构上对企业并购的发生机理进行研究，通过对我国上市公司并购的实证，有以下主要结论：

(1) 在横向并购中，规模经济效应的存在较为明显，由此也证明了我国企业规模普遍偏小，行业集中度偏低，通过并购重组，可以提高规模经济水平。但实证结果也显示，并购一年后的规模经济效应有大有小，原因在于非实质性并购（报表性并购）、政府干预过度（拉郎配）等现象的存在以及并购规模（即并购交易金额占并购企业资产总额的比重）较小，致使并购效应的显著性受到影响。因此，进一步促进横向并购的开展，优化产业组织结构，在各行业形成一批具有较强竞争力的企业集团，是我国近期企业并购的主要目标。

(2) 我国上市公司纵向并购中的效应在并购的当年没有显现出来，但从并购后一年的情况看，效应还是显著的，表明通过对上下游企业的并购，内化市场交易，稳定供销渠道，减少了市场不确定性带来的风险和成本。更进一步的分析得出，这种效应又表现出一种逐步下滑的趋势，尤其在并购后第三年，下降势头比较显著，说明并购后存在一个磨合的过程以及各环节的有效衔接，只有把并购后的上游或下游企业形成一个有机整体，才能保持企业经营业绩的持续增长。事实上，企业之间的并购，不是简单的 $1+1$ ，不同企业合并在一起，不可避免会出现各种各样的冲突，进而影响企业整体效应的发挥，因此存在一个整合的过程。

(3) 从上市公司并购的实践看，很多公司通过混合并购重组，纷纷涉足信息技术、生物医药、新兴材料等高科技产业，因为这些行业的附加值高，获利丰厚。现实中确实有一些上市公司

通过并购实现了产业转型，培育了新的增长点，业绩得以提升。但从实证结果来看，我国上市公司混合并购中的效应并非如所预期的那么高，而是呈现下降的趋势，这与现实情况出现了背离。但如果深入探究一下，或许这一实证结果恰巧暴露了上市公司混合并购中存在的问题，譬如在网络热潮中，许多公司不顾自身实际，一窝蜂进军网络产业，而随着网络“泡沫”的破灭，使公司处于尴尬境地，进退两难。有鉴于此，我们强调在调整产业结构，促进产业转型的过程中要从实际出发，根据企业的内外部条件作出相应的决策，不要盲目多元化，确保主营业务的做大做强。

(4) 管理层收购在降低代理成本，重构经营者激励约束机制，促进管理效率提高等方面具有积极的作用，不失为深化国有企业产权改革的一条路径选择。同时，对于我国目前狂热的管理层收购，也要进行“冷思考”。从现实中反映出来的问题，如收购价格、收购资金来源、内部人控制、法律缺陷等，应该引起政府的高度重视，通过加强相应的法律法规建设，完善游戏规则以及融资工具的创新，确保交易的公开、公平、公正，避免操作不规范导致集体和国有资产的流失。

五、本书的创新之处与值得进一步研究的问题

(一) 本书的创新之处

本书在国内外现有研究文献的基础上，在以下方面做了研究并有所创新：

(1) 在研究框架上，构建了以效应为主线的企业并购行为分析思路。本书对企业并购行为的解释，突破了仅为并购动因找理论依据的研究范式，而是从企业的内在本质入手，通过对企业演进历史、企业扩张冲动到资本集中趋势的考察，得出企业并购行

为是企业发展壮大和追求资本增值的普遍要求，进而提出并购行为的发生是为了获取并购效应。在此基础上，系统分析了不同并购类型的并购效应形成机理，并以我国上市公司并购事件为样本进行实证；

(2) 在实证方法上，本书不是采用目前普遍运用的股票价格波动测算方法（因为我国证券市场的有效性较弱，股票价格不能真实反映企业价值），而是设置相应的分析指标，构建综合得分模型，通过比较并购前后的综合得分大小，说明并购效应的显著与否；

(3) 把企业并购活动看作是企业的—种战略性投资行为，始终以收益最大化为目标。在进行企业并购的收益分析时，以收益率为衡量基准，提供了一种并购收益分析的思路；对交易价格的确定，以企业内在价值为依据，建立了企业并购的价格博弈模型；

(4) 拓宽了一般意义上的并购范畴，把企业分拆也作为研究内容，并对管理层收购这种典型的企业分拆形式从理论和实践运作上进行了探讨。通过对我国上市公司发生的管理层收购进行案例研究，由个别到一般，归纳总结出其运作上表现出的特点、存在的问题及规范的措施建议等。

(二) 值得进一步研究的问题

限于自己的知识和能力水平，本书还存在许多不足，表现在：

(1) 虽然国内外对企业并购的理论研究很多，但至今没有形成一个系统的理论框架，本书从并购效应的角度进行了一种换位思考，作为一种探索，难免存在缺陷与不足；

(2) 虽然本书专门从并购整合、制度保障等方面阐述了影响并购效应发挥的一般性外部因素，但对实证结果的深层次原因的具体探讨显得薄弱；

(3) 企业并购在我国实践，正如我国渐进式的改革一样，不但涉及经济方面的行为，还涉及社会意识形态，乃至政治行政架构等多方面因素的一项系统工程，本书主要从企业自身利益最大化的角度，而把制度性等因素作为外部条件，或许有失偏颇之处。

第二章 企业并购的理论研究

一、企业并购的界定及其类型

(一) 企业并购的界定

企业并购是兼并 (Merger) 和收购 (Acquisition) (简称为 M&A) 的合称。在英文里, M&A 是一个内涵十分广泛的概念, 除了 Merger 和 Acquisition 外, 常见的词还有 Consolidation (合并)、Amalgamation (兼并, 与 Merger 同义)、Conglomerate (混合公司)、Buyout (控股收购, 如杠杆收购 Leveraged Buyout, 管理层收购 Management Buyout 等)、Tender offer (溢价收购)、Takeover (接管) 等等。这些词都有两个或两个以上独立企业 (公司) 进行重组合并的含义, 统称为“并购”, 即一家企业以一定的代价和成本 (如现金、股权和负债等) 来取得另外一家或几家独立企业的经营控制权和全部或部分资产所有权的行为。在企业并购中, 通常把买方企业称为并购企业 (Acquiring Firms), 卖方企业称为被并购企业或目标企业 (Target Firms)。

从严格意义上讲, 兼并和收购是有一定区别的。按照《大美百科全书》(Encyclopedia Americana) 的解释, “兼并是指两个或两个以上的企业组织组合为一个企业组织, 一个厂商继续存在, 其他厂商丧失其独立身份。惟有剩下的厂商保留其原有名称和章程, 并取得其他厂商的资产”。由此可见, 兼并行为的结果通常是卖方企业法人地位散失, 而成为买方企业的一部分。例如 A 企业兼并 B 企业, A 企业的法人地位继续存在, B 企业的法人

地位则被取消,表示为 $A + B = A$ 。而收购是指一家公司在证券市场上用现金、股权或债券购买另一家公司的股票或资产,以获得对该公司的控制权,但该公司的法人地位并不一定消失,表示为 $A + B = A + B$ 。从产权经济学角度来看,兼并是企业产权的一次彻底转让,买方企业无论从实质上还是形式上都完全拥有了卖方企业的终极所有权和法人财产权;而在收购行为中,卖方企业仍保留着形式上的法人财产权,买方企业只是通过全部或部分终极所有权的购买而获得对卖方企业全部或部分法人财产权的实质上的控制。这就是说,企业并购不一定导致卖方企业独立法人地位的消失,但必然导致买方企业对卖方企业全面的控制。

在我国《公司法》中,企业兼并属于公司合并的一种。公司合并有吸收合并和新设合并两种形式,吸收合并是指一个公司吸收其他公司,被吸收公司解散,并依法办理注销手续,被吸收公司的债权、债务由承继公司承继,这事实上就是兼并,即 $A + B = A$ 。新设合并是指两个以上的公司合并设立一个新公司,合并各方解散,合并各方的债权、债务由合并后新设的公司承继,合并各方依法办理注销手续,并办理新公司设立登记,表示为 $A + B = C$ 。在我国的《关于企业兼并的暂行办法》中对企业兼并的形式作了如下规定:(1) 承担债务式,即在资产与债务等价的情况下,兼并方以承担被兼并方债务为条件接收其资本;(2) 购买式,即兼并方出资购买被兼并方的资产;(3) 吸收股份式,即被兼并企业的所有者将被兼并企业的净资产作为股份投入兼并方,成为兼并方企业的一个股东;(4) 控股式,即一个企业通过购买其他企业的股权,达到控股,实现兼并。

从以上国外、国内对企业兼并和收购的定义可以看出,二者的边界互为交叉,虽然兼并和收购是有区别,但二者的本质是同一的,即企业整体或部分资产和控制权的转移。本文除特别注明外,对兼并和收购不作区分,统一用“并购”一词称之,其对象既包括整体企业的买卖,也包括企业部分资产和控制权的转移。我国2002年

12月1日颁布并实施的《上市公司收购管理办法》中指出,收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度,导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行為即为上市公司收购。

(二) 企业并购的类型

企业并购行为最常见的分类方法是按照交易各方之间的市场关系,把并购分为横向并购、纵向并购和混合并购三种基本类型。横向并购 (Horizontal M&A) 是同一产业或同一生产部门的企业之间发生的并购,或者说是两个 (或两个以上) 生产和销售相同或相似产品的企业之间的并购;纵向并购 (Vertical M&A) 是指处于同种产品不同生产阶段上的企业之间的并购;混合并购 (Conglomerate M&A) 是指并购企业与被并购企业分别处于互不相关的产业部门,它们各自生产不同的产品,而且它们之间没有特别的生产技术联系。

随着企业并购实践的发展,在并购内涵不断丰富的时候,外延也不断扩展。在西方国家 20 世纪 70 年代中期发生的第四次并购浪潮中,出现了企业并购与企业分拆 (Divestment) 并立的新局面。西方学者把企业分拆作为并购的一种类型加以研究,形成了更宽泛意义上的企业并购概念^①。

二、企业并购理论的研究内容

(一) 企业并购的宏观研究

企业并购的宏观研究主要是对各种宏观经济变量 (如 GDP、股票价格指数等) 与并购活动总体水平之间的关系进行分析,得

^① [美]J·弗雷德·威斯通等. 兼并、重组与公司控制. 经济科学出版社, 1998年。

出的基本结论是并购活动水平随经济总体水平波动^①，也就是说，企业并购活动大多发生在经济高速增长时期，宏观经济环境特别有利于实业界的发展，使企业并购成为经济资源的配置和再配置过程的重要部分。一般来说，一国经济高速增长是各种经济力量共同推动的结果，而企业则对影响产业发展的技术变化和经济因素作出相应的投资决策，以获得更高的收益和利润。科学技术的创新和市场竞争环境的变化迫使企业经常调整其发展战略，企业并购也就是加速了经济结构的调整 and 资源的更加有效利用。从这个意义上看，宏观经济分析仍需追溯到微观层次的企业行为分析上，所以对企业并购的研究更多是从微观层面展开。本论文也主要从微观的视角对企业并购行为进行研究。

（二）企业并购的微观分析

企业并购的微观分析主要集中于三大领域：一是企业并购的动因问题；二是并购机制在资源配置方面的实际效果，即并购所带来的收益问题；三是并购活动中的技术性问题，包括并购定价、并购策略及方式等。并购策略和方式更大程度上属于商业性运作的研究范畴，论文不作展开。本章主要对并购的收益和并购定价进行分析，并购的动因将在下一章专门论述。

三、企业并购的收益分析

（一）文献回顾

关于企业并购所带来的收益分析，西方学者是用并购事件引起的股票价格波动所产生的非正常收益（Abnormal Returns）来测算。从美国的情况看，M.C. Jensen 和 R.S. Ruback 通过对 13 件并购案的研究，认为并购中被并购企业即目标企业（Target

^① 殷醒民著，企业并购的金融经济学解释，上海财经大学出版社，1999 年。

Firms) 股东的非正常收益为 30%, 而并购企业 (Acquiring Firms) 股东的非正常收益为 4%^①。G.A.Jarrell 和 A.B.Poulsen 对 1963—1986 年期间的 526 件并购事项进行研究后得出, 并购中目标企业股东的非正常收益为 29%, 并购企业股东的非正常收益则为 1%^②。从英国的情况看, M. Firth 对 1969—1975 年的 486 件并购事项研究的结论是: 并购中目标企业股东的非正常收益为 28%, 并购企业股东的非正常收益则为 -6.3%^③。P.S.Sudarsanam 等对 1980—1989 年的 171 件并购事项研究后认为, 并购中目标企业股东的非正常收益为 21%, 并购企业股东的非正常收益则为 -2%^④。R.Limmack 对 1977—1986 年的 462 件并购事项的研究结果则为: 目标企业股东的非正常收益为 31%, 并购企业股东的非正常收益则为 -0.2%^⑤。由此可以看出, 各个国家得出的实证结果都有不同, 即便是针对同一国家的并购活动, 由于不同学者所选择的样本和时间窗不同, 结果也各异。

我国也有不少学者对上市公司的并购进行了研究, 但由于所用数据资料和方法的不同, 实证结果也存在很大差异。^⑥

① M.C.Jensen and R.S.Ruback, "The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol.11 (1983), pp5~50.

② G.A.Jarrell and A.B.Poulsen, "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades", *Financial Management*, Autumn 1989, pp12~19.

③ M.Firth, "Takeovers, Shareholder Returns and the Theory of Firm", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.94 (1980), pp235~260.

④ P.S.Sudarsanam, P.Holl and A.Salami, "Shareholder Wealth Gains in Mergers: Empirical Test of the Synergy and Agency Effects", *Conference Paper in the Midwest Finance Association, USA*, April 1993.

⑤ R.Limmack, "Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects 1977—1986", *Accounting and Business Research*, Vol.21 (1991), pp239~251

⑥ 冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究. *经济研究*, 2001 年第 1 期, 第 54~68 页。洪锡熙, 沈艺峰. 公司上市并购绩效的实证分析. 2001 年第 3 期, 第 26~33 页。余光, 杨荣. 企业购并股价效应的理论分析和实证分析. *当代财经*, 2000 年第 7 期, 第 70~74 页。

(二) 企业并购的收益分析模型

并购是企业的一项战略投资活动，在进行并购决策时，收益是衡量的基准。下面从收益率入手，构建了一个简易的分析模型，试图为并购的收益分析提供一种思路。^①

模型的假设条件：

(1) 并购企业以追求效益为目标，即并购的动因是增加收益或提高收益率；

(2) 并购活动被看作是企业的—种投资组合，即并购企业以现有资产为基础，在并购企业与被并购企业间进行组合；

(3) 决策者是风险中性偏好。

模型的构建：

假设并购企业为 A，目标企业为 B。A 企业若不进行并购活动，其资产的收益率为 R_0 。现假定 A 企业拟并购 B 企业，并购支出为 A 企业总资产的 X 比例，则总资产的 $(1 - X)$ 比例仍经营于原企业（或原产业）。并购完成后，对原企业（或产业）来讲，其收益率可能会发生变化，假定有两种可能：一种情况是由于存量资产的盘活，原有资源得以充分利用，使原产业的收益率得以提高，其收益率为 R_{AH} ($R_{AH} > R_0$)，并设其发生的概率为 q ；另一种情况是由于部分资产用于并购目标企业，致使对原产业的资源投入不足，使收益率下降，记为 R_{AL} ($R_{AL} < R_0$, $R_{AL} < R_{AH}$)，这种情况发生的概率为 $1 - q$ 。对目标企业 B 来说，由于信息的不完全和未来的不确定性，对 B 企业的收益率估计也有两种可能：一种是能获得高于 R_0 的收益率，记为 R_{BH} ($R_{BH} > R_0$)，其发生的概率为 p ；另一种是获得低于 R_0 的收益率，记为 R_{BL} ($R_{BL} < R_0$, $R_{BL} < R_{BH}$)，其发生的概率为 $1 - p$ 。

^① 张德亮，企业并购的收益分析模型，统计与决策，2001 年第 5 期。

根据以上设定,有:

(1) 原 A 企业的期望收益率为

$$E(R_A) = qR_{AH} + (1 - q)R_{AL}$$

(2) B 企业的期望收益率为

$$E(R_B) = pR_{BH} + (1 - p)R_{BL}$$

(3) 并购企业的整体期望收益率为

$$\begin{aligned} E(R_M) &= XE(R_B) + (1 - X)E(R_A) \\ &= E(R_A) + X[E(R_B) - E(R_A)] \end{aligned}$$

首先, A 企业之所以并购 B 企业,是因为有 $E(R_B) \geq R_0$

即 $pR_{BH} + (1 - p)R_{BL} \geq R_0$

求解得 p 的临界值

$$p^* = \frac{R_0 - R_{BL}}{R_{BH} - R_{BL}} (R_{BH} > R_0 > R_{BL})$$

其次,进一步讲,即便 $E(R_B) \geq R_0$ 还不能肯定并购是成功的,因为并购的目标是要使并购后企业的整体收益率大于不进行并购的收益率,于是有:

$$E(R_M) \geq R_0$$

即 $E(R_A) + X[E(R_B) - E(R_A)] \geq R_0$

将 $E(R_A) = qR_{AH} + (1 - q)R_{AL}$ 和 $E(R_B) = pR_{BH} + (1 - p)R_{BL}$ 以及 p 的临界值 $p^* = \frac{R_0 - R_{BL}}{R_{BH} - R_{BL}}$ 代入求解得 q 的临界值为

$$q^* = \frac{R_0 - R_{AL}}{R_{AH} - R_{AL}} (R_{AH} > R_0 > R_{AL})$$

p^* 和 q^* 即为并购决策的收益判别式,只要 p 和 q 分别大于 p^* 和 q^* 这两个临界值,并购后的整体收益率水平将高于不进行并购的收益率,说明并购是可行的。

讨论与结论:

对模型 $E(R_M) = E(R_A) + X[E(R_B) - E(R_A)]$

$\geq R_0$ ，分三种情况加以讨论：

(1) 若 $E(R_A) = R_0$ ，欲满足 $E(R_M) \geq R_0$ ，因 $X \geq 0$ ，则需 $E(R_B) \geq E(R_A)$ ，于是有：

$$E(R_A) = R_0 \Rightarrow q = \frac{R_0 - R_{AL}}{R_{AH} - R_{AL}}$$

$$E(R_M) \geq R_0 \Rightarrow q \geq \frac{R_0 - R_{AL}}{R_{AH} - R_{AL}}$$

$$E(R_B) \geq E(R_A) \Rightarrow q \leq \frac{R_0 - R_{AL}}{R_{AH} - R_{AL}}$$

共同解即为临界值 $q^* = \frac{R_0 - R_{AL}}{R_{AH} - R_{AL}}$

(2) 若 $E(R_A) > R_0$ ，欲使 $E(R_M) \geq R_0$ ，有

$$E(R_A) > R_0 \Rightarrow q > \frac{R_0 - R_{AL}}{R_{AH} - R_{AL}}$$

$$E(R_M) \geq R_0 \Rightarrow q \geq \frac{R_0 - R_{AL}}{R_{AH} - R_{AL}}$$

共同解为 $q > \frac{R_0 - R_{AL}}{R_{AH} - R_{AL}}$

(3) 若 $E(R_A) < R_0$ ，欲使 $E(R_M) \geq R_0$ ，有

$$E(R_A) < R_0 \Rightarrow q < \frac{R_0 - R_{AL}}{R_{AH} - R_{AL}}$$

$$E(R_M) \geq R_0 \Rightarrow q \geq \frac{R_0 - R_{AL}}{R_{AH} - R_{AL}}$$

二者的交集为空集，共同解不存在。

据此得出以下结论：

结论 2.1 企业的并购，应以原企业（或原有产业）的收益率提高为基础，即 $E(R_A) > R_0$ ，通过盘活存量资产，充分有效利用资产，使资产收益率得以提升。

结论 2.2 对被并购企业的收益率不必抱有太大的期望， E

$(R_B) \geq E(R_A)$ 未必最优, 我们强调的是并购后的整体收益率 $E(R_M)$ 高于并购前的收益率 R_0 。

企业并购是一项风险投资, 可以看作是一种风险资产组合, 并用 β 系数来度量系统性风险。若企业进行并购, 就相当于持有了一个风险资产组合, 该组合的风险与市场风险相同, 即 $\beta = 1$; 若企业不进行并购, 其收益率没有发生变化, 企业获得的是无风险收益, 即 $\beta = 0$ 。根据前面假设, 企业用总资产的 X 比例并购, 也就是说 X 比例的资产是风险组合, $(1 - X)$ 的比例是无风险资产组合, 则资产组合的 β 值为:

$$\beta_M = (1 - X) \times 0 + X \times 1 = X$$

将 $\beta_M = X$ 代入 $E(R_M)$ 模型中得:

$$E(R_M) = E(R_A) + \beta_M \cdot [E(R_B) - E(R_A)]$$

这就是资本资产定价模型 (CAPM), 其中 $\beta_M = \frac{Cov(R_M, R_B)}{\sigma_M^2}$, $Cov(R_M, R_B)$ 表示并购企业与被并购企业收益率的协方差, σ_M^2 为并购风险。

结论 2.3 在进行企业并购决策时, 所采用的两个临界值 p^* 和 q^* 与 β_M 无关, 也就是说与 $Cov(R_M, R_B)$ 无关, 这说明企业是相关并购 (包括横向并购和纵向并购) 还是不相关并购 (混合并购) 不影响 p^* 和 q^* 的值。

四、企业并购的交易价格

在企业并购活动中, 交易价格是并购企业和目标企业双方的焦点。对于并购价格的确定, 目前普遍采用的有净资产法、净现值法和内部收益率法三种。我们认为, 并购作为企业的买卖, 理应以企业的内在价值为衡量基准, 而最终交易价格的确定, 则是双方博弈的结果。下面就以企业价值作为交易价格博弈的依据,

构建了并购的交易价格模型。^①

(一) 假设条件

先设定以下假设条件：

(1) 并购企业和目标企业的经理层都有比股东多的信息，特别是经理层知道企业的未来将以哪种状态出现，不同状态下企业的资产价值和投资的净现值 (NPV) 不同，经理层清楚企业的资产价值和各种投资机会所带来的净现值 (NPV)，但不能无成本的把这些信息传递给股东；

(2) 虽然股东不知道企业以哪种状态出现，但他们知道各种状态出现的概率分布以及相应的资产价值和投资的净现值 (NPV)；

(3) 企业的价值由资产价值和净现值 (NPV) 构成；

(4) 并购企业把对目标企业的并购看作是一种投资机会；

(5) 经理层的行动满足于现有股东的收益最大化；

(6) 信息不对称性的存在是经理层和股东的共同知识；

(7) 不考虑交易成本、税收和利率的影响。

(二) 企业价值

让自然随机选择企业的两种状态：好 (g) 和坏 (b)，好 (g) 状态出现的概率为 p ($p \geq 0$)，坏 (b) 状态出现的概率为 q ($q \geq 0$)，且 $p + q = 1$ 。并购企业的资产价值在两种状态下分别为 A^g 和 A^b ，且 $A^g > A^b$ ，目标企业的资产价值在两种状态下分别为 a^g 和 a^b ，且 $a^g > a^b$ 。并购企业投资新项目的投资成本为 I ，所产生的净现值 (NPV) 在两种状态下分别为 N^g 和 N^b ($N^g > N^b \geq 0$)，即经理层不会作出负净现值 (NPV) 的投资决策。并

^① 张德亮，和丕禅，信息不对称下企业兼并的交易价格模型，科学学与科学技术管理，2002 年第 7 期，第 8~11 页。

购企业对目标企业的并购成本即为交易价格 π 。

并购企业的企业价值：

(1) 如果经理层既不进行新项目的投资，也不并购目标企业，企业的期望价值为：

$$V_0 = pA^g + qA^b$$

(2) 如果经理层投资新项目或并购目标企业，企业的期望价值为：

$$V = p(A^g + N^g) + q(A^b + N^b)$$

目标企业如果不被并购，其期望价值为：

$$T = pa^g + qa^b$$

(三) 股东得益

股东得益的大小取决于企业价值，对并购企业来说，如果经理层既不进行新项目的投资，也不并购目标企业，股东得益很简单，仅为 A^i ($i = g, b$)。如果经理层进行新项目的投资，股东的得益为：

$$U^i = \frac{V}{V + I} (A^i + N^i + I) \quad (i = g, b)$$

如果并购目标企业，股东的得益为：

$$U^i = \frac{V}{V + \pi} (A^i + N^i + a^i) \quad (i = g, b)$$

下面分析信息不对称的结果：

(1) 如果 $U^i > A^i$ ($i = g, b$)，说明进行新项目的投资或并购目标企业是有好处的，经理层的理性决策就是投资新项目或并购目标企业；相反，如果 $U^i < A^i$ ($i = g, b$)，经理层的理性决策就是不进行投资和并购活动。由于没有信号传递，在这两种情况下股东都不能从经理层的决策中得知企业的状态是好 (g) 还是坏 (b)。

(2) 如果 $U^g < A^g$ ，而 $U^b < A^b$ ，经理层的理性决策应该是

在好 (g) 状态下进行新项目的投资或并购目标企业, 在坏 (b) 状态下不进行投资和并购。而一旦经理进行新项目的投资或并购目标企业, 股东就得知企业处于好 (g) 状态, 股东的得益从 U^g 变为 $A^g + N^g$; 如果经理层不进行投资和并购, 股东就得知企业处于坏 (b) 状态, 他们的得益为 A^b 。所以, 在信息不对称下股东的理性预期得益为 $p(A^g + N^g) + qA^b$ 。这就是说, 经理层的行动会向股东传递企业状态的信息。然而, 按照我们的假设, 股东不知道企业的状态, 所以, 在信息不对称下股东的理性预期得益应为 $p(A^g + N^g) + qA^b$ 。而且信息的传递是有成本的, 信息不对称的成本就是不存在信息不对称的期望得益与存在信息不对称的期望得益之差, 即:

$$V - [p(A^g + N^g) + qA^b] = qN^b$$

(3) 如果 $U^g < A^g$, 而 $U^b > A^b$, 经理层的理性决策应该是在坏 (b) 状态下进行新项目的投资或并购目标企业, 而在好 (g) 状态下不进行投资和并购。若经理进行新项目的投资或并购目标企业, 股东就得知企业处于坏 (b) 状态, 股东的得益从 U^b 变为 $A^b + N^b$; 如果经理层不进行投资和并购, 股东就得知企业处于好 (g) 状态, 他们的得益为 A^g 。而在信息不对称下股东的理性预期得益应为 $pA^g + q(A^b + N^b)$ 。在此情况下的信息不对称的成本为:

$$V - [pA^g + q(A^b + N^b)] = pN^g$$

(四) 均衡解

设 U_j (S_a , S_t) 为得益函数, S_j ($j = \alpha, \tau$) 分别是并购企业和目标企业的行动空间。 S_a 作为并购企业经理层的行动空间, 该行动空间由以下三个行动组成: (1) 投资新项目 (IN); (2) 并购目标企业 (AT); (3) 既不投资新项目也不并购目标企业 (DN)。 S_t 作为目标企业经理层的行动空间, 包括两个行动: (1) 接受并购 (AO); (2) 拒绝并购 (RO)。

并购企业的经理首先行动，从行动空间 S_α 中选择某一行动 S_α ，如果这个行动是对目标企业股东的要约，那么并购企业的经理必须有一个出价 π ，目标企业的股东对此出价的反应是从行动空间 S_τ 中选择一个行动 S_τ ，即接受或拒绝要约。并购的均衡就是 S_α 和 S_τ 的组合，即 S^* 必须满足 $U_j(S_j^*, S_{-j}) \geq U_j(S'_j, S_{-j})$ ，并对所有的 $S_j \in S_j$ ($j \in \{a, \tau\}$) 都成立。

假如并购企业向目标企业的出价是 π ，目标企业接受，则并购企业的得益函数为：

$$U_\alpha^i(AT, AO) = \frac{V}{V + \pi} (A^i + N^i + a^i) \quad (i = g, b)$$

目标企业的得益函数为：

$$U_\tau^i(AT, AO) = \frac{\pi}{V + \pi} (A^i + N^i + a^i) \quad (i = g, b)$$

因为目标企业的股东不知道哪种状态发生，他们的得益函数为期望得益函数：

$$\begin{aligned} U_\tau(AT, AO) &= p [U_\tau^g(AT, AO)] + q [U_\tau^b(AT, AO)] \\ &= \frac{\pi(V + T)}{V + \pi} \end{aligned}$$

如果目标企业拒绝并购，得益为 $U_\tau = pa^g + qa^b = T$

对并购企业和目标企业的股东来说， $U_j(S_\alpha, S_\tau)$ 都是出价 π 的函数。

为了显示企业并购均衡解的存在并求出均衡解，交易价格 π 的大小必须满足在行动空间 S_j ($j \in \{a, \tau\}$) 中，除了选择 {并购，接受} 这一行动组合外，再没有选择其他行动组合的冲动。下面就信息不对称的两种情况加以分析。

第一种情况： $U^g < A^g$ 和 $U^b > A^b$

对于并购企业，如果企业的真实状态是好 (g)，并购企业的经理按现有股东利益最大化的行动就是不投资新项目，即行动“DN”比“IN”占优；如果企业的真实状态是坏 (b)，行动

“IN”比“DN”占优。得益矩阵如表 2-1 所示。

表 2-1 并购企业的得益矩阵

状 态	IN	DN	AT
好 (a)	—	A^g	$U_a^g(AT, AO) = \frac{V}{V+\pi} (A^g + N^g + a^g)$
坏 (b)	$A^b + N^b$	—	$U_a^b(AT, AO) = \frac{V}{V+\pi} (A^b + N^b + a^b)$

为了避免由于并购行动泄露企业真实状态的信息，并购企业经理的出价必须足够低，同时，又要使股东得益不低于信息不对称的得益，即

$$U_a^g(AT, AO) \geq A^g \quad (1)$$

$$U_a^b(AT, AO) \geq A^b + N^b \quad (2)$$

必须成立。

将 $U_a^g(AT, AO) = \frac{V}{V+\pi} (A^g + N^g + a^g)$ 和 $U_a^b(AT, AO) = \frac{V}{V+\pi} (A^b + N^b + a^b)$ 代入 ① ② 式求解得 $\pi \leq \frac{V(N^g + a^g)}{A^g}$ 和 $\pi \leq \frac{Va^b}{A^b + N^b}$ 。

对于目标企业，其得益矩阵如表 2-2 所示。

表 2-2 目标企业的得益矩阵

状 态	拒 绝	接 受
好 (a)	a^g	$U_\tau^g(AT, AO) = \frac{\pi}{V+\pi} (A^g + N^g + a^g)$
坏 (b)	a^b	$U_\tau^b(AT, AO) = \frac{\pi}{V+\pi} (A^b + N^b + a^b)$

为了使目标企业接受并购，并购企业经理的出价必须足够高，以使目标企业从接受并购中获得的得益高于拒绝的得益，即

$$U_\tau(AT, AO) \geq T = pa^g + qa^b \quad (3)$$

将 $U_\tau(AT, AO) = p[U_\tau^g(AT, AO)] + q[U_\tau^b(AT, AO)]$

$(AT, AO)] = \frac{\pi(V+T)}{V+\pi}$ 代入③式得 $\pi \geq T$ 。

结论 2.4 如果 $U^g < A^g$ ，而 $U^b > A^b$ ，则企业并购的交易价格 π 为

$$T \leq \pi \leq L$$

式中

$$L = \min \left(\frac{V(N^g + a^g)}{A^g}, \frac{Va^b}{A^b + N^b} \right)$$

第二种情况： $U^g > A^g$ 和 $U^b < A^b$

如果企业的真实状态是好 (g)，并购企业的经理投资新项目的得益为 $A^g + N^g$ ，不进行投资的得益为 A^g ，所以行动“IN”比“DN”占优；反之，如果企业的真实状态是坏 (b)，行动“DN”比“IN”占优。相应的得益矩阵如表 2-3 所示。

表 2-3 并购企业的得益矩阵

状 态	IN	DN	AT
好 (g)	$A^g + N^g$	—	$U^g_\alpha(AT, AO) = \frac{V}{V+\pi} (A^g + N^g + a^g)$
坏 (b)	—	A^b	$U^b_\alpha(AT, AO) = \frac{V}{V+\pi} (A^b + N^b + a^b)$

为了避免企业真实状态的信息传递给股东，并购企业经理的出价 π 必须使以下两式成立：

$$U^g_\alpha(AT, AO) \geq A^g + N^g \tag{④}$$

$$U^b_\alpha(AT, AO) \geq A^b \tag{⑤}$$

将 $U^g_\alpha(AT, AO) = \frac{V}{V+\pi} (A^g + N^g + a^g)$ 和 $U^b_\alpha(AT, AO) = \frac{V}{V+\pi} (A^b + N^b + a^b)$ 代入④⑤得 $\pi \leq \frac{Va^g}{A^g + N^g}$ 和 $\pi \leq \frac{V(N^b + a^b)}{a^b}$ 。

同时又为了让目标企业接受出价 π ，还必须使 $U_{\tau}(AT, AO) \geq T = pa^g + qa^b$ 也成立，于是有了结论 2.5。

结论 2.5 如果 $U^g > A^g$ ，而 $U^b < A^b$ ，既不使企业真实状态的信息传递给股东，又能让目标企业接受的出价 π 为：

$$T \leq \pi \leq K$$

式中

$$K = \min \left(\frac{V(N^b + a^b)}{a^b}, \frac{Va^g}{A^g + N^g} \right)$$

从结论 2.4 和结论 2.5 可以看出，我们得出的 π 值范围，对并购企业和目标企业来说，都可以从并购中得益，使境况更佳。

(五) 最佳的交易价格

伴随着并购企业和目标企业讨价还价过程的进行，交易价格会出现较大范围的变化，在这里描述谈判过程并无实际意义，关键是确定交易价格可能的结果。因为经理的决策行为是理性的，且服从于股东利益最大化，企业并购的效用为发生并购的期望得益与不发生并购的期望得益之差。并购企业从并购中所获得的效用 μ_{α} 在信息不对称的两种情况下为：

$$p[U_{\alpha}^g(AT, AO)] + q[U_{\alpha}^b(AT, AO)] - [pA^g + q(A^b + N^b)]$$

和

$$p[U_{\alpha}^g(AT, AO)] + q[U_{\alpha}^b(AT, AO)] - [p(A^g + N^g) + qA^b]$$

经计算并简化为：

$$\mu_{\alpha} = C - V(\pi - T) / (V + \pi)$$

这里， C 是信息不对称成本，在 $U^g < A^g$ 和 $U^b > A^b$ 的情况下， $C = pN^g$ ；在 $U^g > A^g$ 和 $U^b < A^b$ 的情况下， $C = qN^b$ 。

同样地，目标企业从并购中所获得的效用 μ_{τ} 为：

$$p[U_{\tau}^g(AT, AO)] + q[U_{\tau}^b(AT, AO)] - T$$

即
$$\mu_{\tau} = V(\pi - T) / (V + \pi)$$

按照纳什 (Nash) 的讨价还价博弈模型, 当存在另一价格 π^* 能使某方境况改善时, 并购企业或目标企业就不会同意交易价格 π , 这意味着讨价还价的结果将是帕累托 (Pareto) 效率的改进。因此, 实现效用最大化的结果就是:

$$\arg \max \left[\frac{V(\pi - T)}{V + \pi} \right] \left[C - \frac{V(\pi - T)}{V + \pi} \right]$$

$$\pi_{\max} \geq \pi \geq T$$

在结论 2.4 和结论 2.5 的约束下, π 必须满足 $\pi_{\max} \geq \pi \geq T$, 这里的 $\pi_{\max}$ 就是 K 或 L 。求 $\left[\frac{V(\pi - T)}{V + \pi} \right] \left[C - \frac{V(\pi - T)}{V + \pi} \right]$ 的一阶导数并令其值为零, 有

$$\frac{V(V + T) [V(2T + C) - \pi(2V + C)]}{(V + \pi)^3} = 0$$

即
$$\pi^* = \frac{V(2T + C)}{2V + C}。$$

结论 2.6 (i) 如果 $\pi_{\max} \leq \frac{V(2T + C)}{2V + C}$, 最佳的交易价格 π^* 就是 $\pi_{\max}$;

(ii) 如果 $\pi_{\max} > \frac{V(2T + C)}{2V + C}$, 最佳的交易价格 $\pi^* = \frac{V(2T + C)}{2V + C}$;

(iii) 最佳的交易价格 π^* 必须大于 T 。

从 π^* 的表达式中可以观察到最佳的交易价格 π^* 是并购企业的企业价值 V 、信息不对称成本 C 和目标企业的企业价值 T 的函数。假定其他因素不变, 信息不对称成本越高, 交易价格 π^* 越大, 同时, 交易价格随着目标企业价值的增加而提高, 而另一方面, 并购企业的企业价值越大, 交易价格则越低。

第三章 企业并购的动因

企业并购作为企业的一种自主经济行为，它的产生与发展有其内在的要求。为了深入探究企业并购的动因，需从企业发展的内在本质入手。下面就先从企业演进、企业扩张和资本集中等角度对企业并购行为进行理论溯源，然后再对现有文献进行梳理和评述。

一、企业的演进

(一) 企业演进历程

企业发展的历史起点是业主制企业，由于单个企业主的资本量总是有限的，所以最初的企业起始规模也是有限的。企业进行生产必须采用特定的生产技术，这种生产技术将企业拥有的各种生产要素联结在一起共同生产。既定的生产技术决定了企业必然有一个相应的合理生产规模。企业的小规模生产可能意味着相对于这种生产技术而言，不能最大限度地提高劳动效率。由于企业的要素投入不足，从而使企业处在要素报酬递增阶段。要把生产技术的潜能充分利用起来，促进劳动效率的提高，企业必须增加要素投入，换言之，企业必须扩大规模。

企业规模的扩大总是表现为企业所拥有和使用的生产要素数量的增加，要获得更多的生产要素就必须到要素市场去购买。货币资本是一种一般的生产要素，它可以换取和支配其他一切生产要素。企业只有积累或募集更多的货币资本，才可能获得占有和使用更大数量的各类生产要素的权力。

在业主制企业中，虽然企业主有强烈的投资冲动，有使资本不断增值的内在激励，但由于信用制度等因素的制约，业主制企业一般缺少外部资本来源。企业主只能通过将部分利润转化为长期投资的方式来增加内部积累，扩大企业规模。因此，业主制企业的资本结构显现出自有资本占绝对优势的特点。这种比较单一的融资结构对企业规模的扩张形成了一种制约力量，企业主自身无法为企业提供大量资本，企业又不能充分有效地将社会上大量的游资吸引进来，转化为生产性投资。从规避风险的机制看，业主制企业的企业主对债务承担无限责任，如果把个人全部财产投入到企业中，一旦出现不测事件就可能倾家荡产，这进一步阻碍了企业规模的扩大。

如果企业的资本结构发生一些变动，单个人投资于企业的状况被两个人或多个人共同投资所替代，那么无疑为企业提供了新的资本来源，企业规模的扩大就有了新的保证。合伙制企业正是在这种背景下出现的。相对于业主制企业，合伙制更有利于企业在短期内聚集一定数量的货币资本。但它也存在很大局限性：(1) 合伙人共同出资、共同管理、共享利润，企业的每一项交易必须在合伙人之间协商，从而需要付出交易费用。由于合伙制企业中的协商要遵循“全体同意”的原则，因此这个协商过程是比较复杂的，合伙人越多，交易费用越高；(2) 合伙制企业的债务和亏损由合伙人共同负担，合伙人承担无限责任，偿债的风险使许多潜在合伙人望而却步；(3) 如果合伙人都能尽力来管理和监督，并且这种努力是易于观察的，那么合伙制企业不失为一种较好的团队生产的组织形式。但由于监督者相互观察彼此的努力程度也要付出成本，因此合伙人自身也存在偷懒动机。每个合伙人都希望在报酬一定的前提下，自己少付出努力，让合作伙伴承担更多的任务。为保证合伙人之间能有效地合作，合伙范围一般不能太大，并且合伙人一般都是有血缘关系的亲戚或有长期社会关系的朋友。这样，合伙人是非常有限的；(4) 合伙人的所有权缺

乏流动性，从而导致了它的不稳定性。合伙制的法律规定，未经其他合伙人同意，任何合伙人不能把自己的所有权份额出售给第三者。如果不能取得同意，那么合伙制企业必须解散。此外，当任何一个合伙人死亡或退出，也可能导致合伙制企业的解体。

个人或少数人资产的有限性、相互协商的交易费用、监督费用、承担无限责任、所有权难以转让等因素，决定了业主制与合伙制企业无法解决企业规模扩大的内在要求与企业制度之间的矛盾，这种矛盾必然会推动企业组织形式向更高的层次——公司制演进。

公司制是社会化大生产和市场经济发展的产物。随着技术进步和经济发展，业主制与合伙制企业的组织形式日益不能与之相适应。企业的生产越来越冲破狭小地区的限制，而同全社会密切联系起来。企业生产所需要的原材料、机器设备、中间产品等要来自全社会，它所生产的产品也要向全社会进行销售。联系的范围愈广，愈要求企业规模扩大，而且由于生产社会化而兴起的某些新的部门和企业，一开始就必须达到相当大的投资规模，如铁路、运河、采矿等，其所需资本数量是任何个人望尘莫及的。市场的扩大、全国统一市场的形成、国际贸易的发展，不仅使商业规模，而且使工业规模急剧扩展。这样，古典企业由于其资本积累渠道过窄而同企业规模扩大的要求相矛盾。只有古典企业发展为现代企业，即能够广泛吸收社会成员进行投资的公司制企业形式，才能解决这一矛盾。

（二）不同企业制度下的企业并购行为比较

1. 业主制企业的并购行为

业主制企业的存在是以传统的手工技术和自由竞争的商品经济形态为基础，因而从产权制度和运行机制两方面看，表现出如下特征：(1) 产权高度一体化；(2) 企业对价格信号反应灵敏；(3) 形成追求最大限度利润和强烈投资冲动的企业目标——行为

模式；(4) 具有以企业所有者自负盈亏和对企业债务负无限责任为特征的硬性企业预算约束。

业主制企业及其运行的上述特征，一方面展示了它的优越性，在当时极大地推动了资本主义社会生产力的发展；另一方面又暴露了它的局限性，因而又使其对社会生产力的推动只能保持在一个较低的水平。业主制企业制度功能的这种两面性反映在企业并购强度上，则表现为一个复杂、矛盾的诸多条件的相互整合过程。

首先，从并购动机来看，一方面，业主制企业产权的高度收敛及其由此所决定的利益协调和行为目标的高度一致性，使得企业具有较强的并购冲动；另一方面，承担无限责任的制度安排又使得企业主对并购企业的风险举动不得不慎之又慎。

其次，从并购能力看，业主制企业产权的高度收敛和内化，堵塞了它无偿、永久和大规模利用社会资金的渠道，使得旨在并购的资金筹措只有一靠内部积累，二靠外部借贷。但积累也好，借贷也罢，全都取决于企业的经营状况，只有在企业经营状况持续良好且前景稳定的条件下，资金积累才能达到足够程度，借贷才能保证具有较长的时间性和较大的数量。可是，业主制企业经营权和所有权的一体性决定了对经营者的选择缺乏弹性。如此，企业经营状况的持续良好就没有制度保障，因而呈现出偶然性。此外，业主制企业的脆弱性还在于它是自然人企业，经营者被淘汰（市场竞争的淘汰和自身生命法则的淘汰）的同时，也就自然宣告了企业的终结。

所以对于业主制企业来说，既存在并购的有利条件，又存在限制并购的不利条件，且不利条件是根本性、主导性的，因而其并购强度比较微弱。

2. 合伙制企业的并购行为

合伙制企业由于出资人数增加，与业主制企业相比，合伙制企业发生了一些变化，这些变化表明合伙企业对商品经济的相容

性更高，对社会生产力的容纳性更大。具体说来有：第一，产权由高度集中趋向分散；第二，企业经营由依赖于一人素质的高低变为合伙人知识互补的影响。由于以上两点，合伙制企业替代业主制企业无疑因提高了产权分散度和经营能力而增大了企业并购的强度。

但是，合伙制企业在提高产权分散度的同时非但没有改变，反倒增加了企业的不稳定性因素，这主要表现在：企业仍然依附于自然人；合伙人无论是退出还是追加投资，都必须征得所有合伙人的同意，否则就要变更或结束合伙关系。另外，合伙企业的产权分散化仅发生在企业内部，即产权没有采取证券化形式，没有外化，因而产权仍无法分散流动。由于合伙企业在保留“无限责任”的同时，又实行“相互代理”原则，所以，合伙人数越多，企业规模越大，每一个合伙人所承担的风险也就越大，因此合伙制企业的并购强度也不大。

3. 公司制企业的并购行为

公司制企业由若干所有者以认购股份形式共同出资，并以出资额为限对经营亏损承担有限责任的法人实体。由于产权结构和管理制度发生了重大变化，与业主制企业与合伙制企业相比，公司制企业的并购强度明显提高，这主要表现在：

(1) 提高了产权的流动性和分散性。产权的流动性是指产权进入市场交易的程度，亦即产权外化程度，通常以资本是否证券化以及证券交易额的大小和交易频率为具体表现形式。由于企业资本的证券化及其流动转让，不仅因方便投资者的进入和退出而有利于企业迅速快捷地筹集大量资金，而且因以证券形式支付并购价格而大大降低了并购成本，所以产权的流动性也就成了衡量并购行为的一个重要因素。产权的分散性是指产权在不同利益主体之间的分割程度和分割方式，通常以出资人的多少、出资数量的大小以及相应的财产责任的承担状况、权利分配和行使状况为具体表现。按照阿尔钦和德姆塞茨 (Alchian, H. Demsetz,

1972) 的“团队生产”理论, 资本要素的提供者是企业的参与者, 而且是“内部参与者”, 这样, 资本也就不是一般的经营要素, 而成了企业的“元要素”, 由此决定了企业组织是资本雇佣劳动而不是劳动雇佣资本的关系^①。所以, “资本元要素”的提供者, 或者说企业出资者的数量多少对企业并购行为的发生与否关系很大。一般情况下, 企业出资人数越多, 即产权越分散, 产权界定越清晰, 企业的筹资范围就越广, 相应地, 企业发生并购的可能性也就越大。

(2) 提高了企业的组织稳定程度。企业组织的稳定程度是指企业团队内部或企业要素的提供者之间契约关系维持或扩大的难易程度, 通常表现为企业在法人地位方面的差异。与业主制和合伙制企业的自然人企业制度不同, 公司制企业建立了法人制度, 这一制度使企业成为一个不依赖于出资人而独立存在的民事权利与义务主体, 这一主体依法独立地支配出资人的法人财产, 并以法人财产独立承担民事责任。由此可见, 如果说公司的法律存在使公司有了独立生命的话, 那么, 公司所发行股票的不可撤回性, 则因满足了公司生产经营对资本稳定的要求而使公司的生命存在有了物质基础。

(3) 降低了债务责任。现代公司制的一大特点是责任有限, 即出资者仅以其认购的股份额为限对公司所负债务承担责任。责任有限的意义在于, 它因降低了单个投资者的风险而使企业大规模投资所需的资金筹措有了可能, 或者说, 使企业通过发行股票筹集资金有了可能。

(4) 提高了经营能力。现代公司的经营者是由具有专门技术和管理知识的人才来担任, 而且要求通过科学的管理组织来进行管理, 极大地提高了公司的管理效率和经营能力。此外, 股份公司的股票转让机制也对保障公司管理效率的提高发挥了至关重要

^① 张维迎著, 《企业的企业家——契约理论》, 上海三联书店, 1999 年。

的作用，因为代理人（经营者）的决策会经过资本市场进行“贴现”，从而反映在股票价格上，而股票价格下跌会对经营者构成解聘的威胁。

从以上的比较看出，企业制度决定了业主制企业和合伙制企业的并购是间断性的、非持续的，而公司制企业的并购是可持续的^①。这正是企业并购高潮发生在公司制企业制度建立之后的制度性原因所在。

企业形态由业主制到合伙制再到公司制企业的演进，就是企业规模不断扩大的过程，这一过程要么通过企业的内部积累，要么通过企业之间的并购来完成。单纯依靠企业的内部积累存在着很大的局限性，相对而言，通过企业之间的并购则可以使企业规模迅速扩大。从这个意义上说，企业并购是企业演进的必然要求。

二、企业扩张

（一）企业扩张的内涵

企业是人类社会和物质世界的一种客观事物，其既是客观的又是运动的。企业的运动性既包含着企业的量变和质变过程，又包含着企业由低级向高级、由简单到复杂的不断更新的运动过程；既包含着新企业的诞生、发育和成长的过程，又包含着老企业的退化、衰亡的过程。企业扩张是企业运动的一种具体形式，是企业的发展壮大。企业扩张包含以下基本内涵：

第一，企业扩张包含了企业发展变化的不同层面，即企业群体的扩张、单个企业的扩张以及企业内部要素资源结构的发展变化；

^① 毕肖辉．企业兼并的制度演化及其并存结构特征．中国社会科学，1998 年第 5 期，第 118～127 页。

第二，企业扩张是一个过程，这个过程可以是企业在一个时间较短的区间内或较长的历史中的发展；

第三，企业扩张本身表现为不同的扩张形式，包括企业规模的扩大、生产能力的提高、竞争能力的增强、利润率的上升以及市场占有率的增加等；

第四，企业扩张是企业发展量与质的统一，企业扩张是在企业规模扩大和企业素质提高的相互依赖、相互作用并互为条件中实现的。

（二）企业扩张是企业发展的普遍追求

企业演进史表明，企业规模的扩大是企业发展的内在要求。从企业发展的更高层次上看，企业发展是量与质的统一，企业在不断扩大规模的同时，更要关注竞争能力的增强以及市场占有率的扩大等，即企业扩张。企业扩张是在企业规模扩大和企业素质提高的相互依赖、相互作用并互为条件中实现的，是企业发展的普遍追求。企业发展演化的历史就是一部波澜壮阔的企业扩张史，在这个长期的历史进程中，有许许多多的企业都曾经为这部历史写下过辉煌的篇章。当今世界 500 强企业蔚为壮观的庞大阵容，数万家跨国公司遍及全球的足迹和无所不在的影响，它们由小到大的扩张历程以及最大企业生产经营规模的记录不断被刷新的事实，不能不使人感到企业扩张的持续不衰。当前在每一个进入 500 强的世界级企业中，在其今日的生产经营规模已达到一个惊人程度而俨然一个个“经济恐龙”的背后，都无一不是走过了一段企业扩张的历程。如美国的通用汽车公司、福特汽车公司、波音公司、杜邦公司、IBM 公司，德国的戴姆勒-奔驰公司，法国的汤姆逊公司等具有几十年甚至上百年的沧桑历史的著名企业，虽然它们的发展历程充满了曲折和艰辛，但是，它们也都无一例外地是靠一步步的企业扩张才造就了今日的辉煌。当然，不可否认的是，在世界企业演化的进程中，也同样有大量的企业并未存

活多久就永远退出了历史的舞台，其中的一些企业尚未来得及走上扩张之路也许就已经倒闭了，还有一些企业则也许是经历了一定时期的扩张但终因经营不善而难以为继，最终被淘汰出局。世界企业演化史向人们昭示了企业扩张的广泛性，企业扩张是企业发展的普遍追求。对于任何企业而言，不论是大企业还是小企业，不论是企业刚刚建立还是已经扩张到相当大的规模，若要继续生存，就要追求企业扩张的目标。在企业演化的历史中，不通过企业扩张而能长期生存下来的企业是罕见的。企业的成功总是以企业扩张的结果为标志，历史也总是格外青睐那些扩张成功的企业，企业扩张也总是企业普遍追求的目标。对于那些衰亡的企业，其失败就在于它们未能实现扩张或扩张的势头未能持续下来而已。

20 世纪 90 年代以来的世界企业发展的现实和趋势表明，大企业的时代并未终结，企业扩张的势头并未减弱，而是进一步强化了。随着世界经济多极化和一体化进程的加快，在世界经济正经历一个重大转折和迈向新世纪的调整过程中，世界范围内的企业并购浪潮迭起，正在把企业扩张推向一个新的高度。世界级企业之间的并购案不断发生，意味着企业扩张正在一个更高的层次上展开，意味着企业对扩张的追求正在瞄准更大的目标，同时也意味着对于所有企业而言，不是扩张就是灭亡。企业的扩张既是企业普遍追求的目标，也是企业在愈演愈烈的市场竞争中得以自保的条件。

（三）企业扩张的本质

由于企业扩张是企业运动的形式，是企业发展变化的反映，因此，揭示企业扩张的本质是以企业的本质为基础和前提的。从企业的产生来看，企业和资本是天然联系在一起的，企业的本质是在与资本的联系中体现出来的，企业的本质反映了资本的本质。进一步讲，资本是企业存在的前提和基础，没有资本，就没

有企业；没有资本，企业便失去了存在的意义和实在的内容。企业是资本的存在形式和载体，没有企业便没有了资本赖以存在、运动和增值的依托；没有企业，资本也就成了无源之水、无本之木。从某种意义上讲，企业因资本得以建立和存在，而资本以企业作为其增值的手段和途径，企业是资本增值的机器，资本是企业运动的动力。企业和资本的这种紧密联系决定了企业和资本相互依赖，企业的运动总是体现着资本的运动，而资本的运动也总是以企业的运动为基本的表现形式，没有资本运动的企业运动是不可能存在的，同样，脱离企业运动的资本运动也是无法想象的。企业与资本共存，只要有企业存在，就意味着资本的存在，只要是企业的运动，也就必然是资本的运动。企业扩张是企业的一种运动形式，企业规模的扩大，表明了企业资本规模的扩大，企业素质的提高，表明了企业资本质量的提高，而企业利润率的提高也就是企业资本效率提高的反映。从这种意义上讲，企业扩张本质上就是资本的扩张。

1. 企业扩张所反映的就是资本扩张

企业扩张是在企业运动中实现的，资本扩张同样是在运动中实现的，企业和资本密不可分的联系使得企业的运动过程和资本的运动过程相互融合在一起。如果说企业扩张最直接的表现是企业规模扩大的话，那么，资本扩张最直接的表现则是资本规模的扩大即资本增值。

首先，企业的运动以企业的建立为起点，而企业的建立过程则是一个资本投入的过程。不管企业是由货币资本形式投入而建立还是由货币资本与其他资本形式的共同投入而建立，企业建立的首要前提就是货币资本的投入，因此，企业的建立反映了资本的投入，也就表明企业运动的始点和资本运动的始点是一致的。

其次，企业运动的过程与资本运动的过程是相互融合的。就企业运动基本流程而言，大致可以描述为这样一个重复进行的过程：由资本投入赖以建立的企业，通过将不同的要素资源聚合到

企业中进行加工转化，将加工对象变成商品，然后将商品在市场上销售出去，最终取得利润。这一过程实质上融合了资本运动的过程，企业对不同的要素资源聚合的过程，即是货币资本向生产资本转化并形成一定的资本结构的过程，企业生产从资源转化为商品的过程，即是资本由生产资本向商品资本转化的过程，企业出售商品的过程则是商品资本转化为货币资本的过程。由此可见，在企业的运动过程中，资本运动是与其紧密相伴的，企业运动与资本运动紧密不可分。

最后，企业运动的终点和归宿与资本运动的终点和归宿是一致的。企业运动的最终结果是商品的售出和利润的实现，资本运动的最终结果则是资本回到货币资本形态和资本的增值。如果说企业利润的再投入实现了企业扩张的话，那么，这也意味着企业资本实现了资本扩张。

2. 企业扩张的不同表现形式都归结为资本扩张

企业扩张作为标志企业发展壮大的过程和结果，具体可以表现为不同的形式，企业扩张并不是以惟一的形式表现出来的，而是具有多样化的表现形式，但是，企业扩张不管表现为哪种形式，最终都可以归结为资本扩张。

企业扩张可以表现为企业资产的增加。企业的资产额一直是作为评价企业大小的一个重要参数。就企业的资产而言，它本质上是作为资本被使用的，因此，企业资产额的扩大，总是意味着企业资本的扩大。

企业生产规模的扩大，是企业扩张的具体表现形式之一。企业生产能力的提高、销售额的增加、产值规模的扩大，甚至企业职工人数的增加等，都可以看成是企业生产经营规模扩大的象征。企业生产经营规模的扩大受制于多种因素的影响，比如技术进步、资本有机构成的变化、企业的组织结构、企业的员工素质、企业的竞争能力等等，并且企业生产经营规模扩大的方式也是多种多样的，比如以具有较高生产效率的生产设备替代生产效

率较低的设备、改革工艺流程、变革企业组织结构、加强员工培训、投入新的设备、增加员工人数等等。但不管企业以什么样的方式扩大生产经营规模，都需要以新的资本投入为基本条件。企业生产经营规模归根结蒂受制于资本投入的规模，企业生产经营规模的扩大最终要以资本规模的扩大反映出来，企业生产经营规模的扩大过程也就是资本在企业中积聚的过程。

企业利润的增加是企业扩张的另一表现形式。就企业利润而言，它是企业资本投入最终得到回报、得到收益的标志，是资本实现了增值的直接体现。虽然在企业生产经营活动中，利润的实现是一个复杂的过程，并受到多个环节、多个因素的影响，但是，在一个正常进行生产经营活动的企业里，在一定利润率水平上和其他条件不变的情况下，企业利润的大小总是受制于企业资本规模的大小，要想取得更多的利润必然要求更大的资本规模，更多利润实现的背后总是意味着更大规模的资本的实现，即资本扩张的实现。

企业利润率的提高也同样是企业扩张的表现形式之一。而企业利润率所直接体现的就是企业的资本效率。资本效率是企业效率的综合体现，是企业中生产效率、管理与组织效率等的集中反映。对于一个具有一定资本规模的企业而言，利润率水平的高低，决定了利润额的大小，决定了资本增值、资本收益的大小，决定了资本增值的效率。资本增值的效率，表明一定规模的资本在一定时期内资本增值的速度快，资本扩张的速度快。需要指出的是，企业生产经营规模的扩大，利润额的增加以及利润率的提高，并不必然地取决于企业资本规模的扩大，还取决于企业管理水平的提高、组织结构的改变、员工素质的提高、资本结构的优化等多方面企业素质的提高。企业素质的提高是企业扩张的重要表现形式和重要方面之一，虽然它并不必然地在短期内带来企业资本规模的扩大，但它却是企业生产经营能力提高的反映，是企业运用资本和增值资本能力提高的反映，这种能力的提高要最

终归结到企业资本规模的扩大，归结到资本增值上来，要最终带来资本扩张的结果。

3. 资本驱动企业扩张

企业扩张之所以成为企业演化中的一个基本现象，企业扩张之所以是企业发展普遍追求的目标，其根本的原因就在于资本要增值的本性所产生的内在驱动力量。企业不能带来资本增值则意味着企业经营的失败。资本要增值的本质决定了资本并不是只要一次实现增值就没有了进一步增值的需要，只要资本还是资本，就必然会不断追求增值，资本增值是无止境的。因此，企业扩张也是无止境的，持续的资本扩张总是以持续的企业扩张为条件。同时，在资本的驱动下，企业运动及企业扩张也总是受到资本运动规律的制约，企业发展变化的规律体现着资本增值的内在要求和运动规律，资本总是从根本上要求企业朝着最有利于实现资本更大增值的方向进行扩张。

(四) 企业的内部扩张与外部扩张

企业扩张可分为内部扩张和外部扩张。企业的内部扩张是指企业依赖自身赢利的再投入及在此基础上通过企业内部其他因素条件的改善而实现的企业扩张，其主要特点是企业扩张过程表现为单个企业的独立运动，是在不改变企业产权和股权结构前提下进行的。企业的内部扩张在企业资本增值的方式上表现为资本积聚，其主要形式是企业利润的再投入，企业利润积累到一定程度，企业扩张的需求、竞争的需要便使得企业将积累到一定规模的利润作为新的资本投入企业，进行企业扩张。资本积聚和企业的内部扩张互为条件和因果，企业的内部扩张以资本积聚到一定的规模为条件，资本积聚的规模只有增大到一定程度，企业才能改进技术、扩大生产规模、增强自身的竞争能力，而以资本积聚为基础的企业内部扩张的实现又最终带来资本进一步扩大的结果。

企业外部化扩张指的是企业通过并购等外部化行为而实现的企业扩张。其主要特点是企业独立性的丧失，包含了企业股权结构的变化。与内部化扩张相比，通过并购进行的外部化扩张具有以下优点：第一，并购一个企业较之新建一个企业所用的时间要短；第二，并购一个企业的过程比新建一个企业的过程简单；第三，现代资本市场为并购提供了便利的条件，在股票市场上收购一家上市公司仅需控股达到一定比例，而无需拥有其全部股权；第四，较之“白手起家”的新建而言，并购更有利于发挥企业的竞争优势。

三、资本集中

企业扩张最终表现为资本的集中，即个别资本合并成一个统一的大资本，或者分散的小资本不断被大资本所吞并的过程，由此引入资本集中理论。

（一）资本集中的原因

资本集中理论是由马克思创立的。虽然在马克思写作《资本论》的年代里，资本主义世界还没有出现过大规模的并购浪潮，但是通过对资本主义生产方式产生和发展规律的深入分析，马克思非常敏锐地抓住了资本集中这一重大问题，建立了资本集中理论。

资本集中是指个别资本通过现有资本的互相结合而引起的量的增大，是资本家剥削资本家，许多小资本变成少数大资本的过程。马克思指出，虽然单个资本的增大有资本积累和资本集中两种方式，但资本积累与资本集中相比是一个极缓慢的过程，“假若必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路”，而“集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了”。这说明集中更能适应生产迅速扩

张的需要，这里的集中事实上就是企业之间的并购。此外，“随着资本主义生产方式的发展，在正常经营条件下经营某种行业所需要的单个资本的最低限量提高了”^①，因而需要资本的集中。同时，在大工业占领的生产领域中，总是“较大的资本战胜较小的资本”，所以资本集中在本质上是适应社会化大生产要求而形成的一种生产与资本的扩张趋势。

促成资本集中的根本原因，就在于资本对剩余价值和利润的追逐。资本对剩余价值和利润的追逐，有绝对剩余价值生产和相对剩余价值生产两种方式。在机器大工业为基础的社会化大生产阶段，相对剩余价值的生产是资本生产的主要方式，而追逐相对剩余价值是“通过使商品便宜来进行的”。在其他条件不变时，商品的便宜取决于劳动生产率，而劳动生产率又取决于生产规模。这就是说，资本为了追逐更大利润，就要扩大生产规模，提高劳动生产率，降低劳动成本，其实就是规模经济。马克思指出“内部分工的工人大军愈庞大，运用机器的规模愈广大，生产费用相对地就愈迅速缩减，劳动就更有效率。”“生产资本的集中，可以节省各种建筑物，这不仅指真正的工场，而且也指仓库等等。燃料、照明等等的支出，也这样。其他生产条件，不管由多少人利用，会仍是不变。但是，这种由生产资料的集中及其大规模应用而生产的全部节约，是以工人的聚集和共同工作，即劳动的社会结合这一重要条件为前提的。”^②可见，现代经济学高度重视的规模经济问题，马克思在这里已有深刻的论述。

对剩余价值和利润的追逐，是资本集中最原始的原因。马克思还具体分析是提高劳动生产率、降低劳动成本对资本集中所产生的影响。他认为，资本集中的更进一步的原因，就在于分工、规模经济和规模报酬递增等。

① 马克思《资本论》第1卷，第685页，1975年版。

② 马克思《资本论》第3卷，第74页，1975年版。

（二）资本集中的机制

马克思认为，资本集中的机制，包括竞争机制、公司制度、信用制度和股票市场制度四个方面。在马克思的资本集中理论中，资本集中机制的论述是最具有直接指导意义的部分。

马克思明确指出：“集中或资本吸引资本的规律，不可能在这里加以阐述，简单地提一些事实就够了。竞争斗争是通过使商品便宜来进行的，在其他条件不变时，商品的便宜取决于劳动生产率，而劳动生产率又取决于生产规模。因此，较大的资本战胜较小的资本。其次，我们记得，随着资本主义生产方式的发展，在正常条件下经营某种行业所需要的单个资本的最低限量提高了，……竞争的结果总是许多较小的资本家垮台，他们的资本一部分转入胜利者手中，一部分归于消灭。除此而外，一种崭新的力量——信用事业，随同资本主义的生产而形成起来。……最后变成一个实现资本集中的庞大的社会机构。”^① 在这里，马克思强调了商品市场的竞争机制对劳动生产率，从而对生产规模和资本集中的决定作用，同时还强调了信用制度对实现资本集中的重要意义。

马克思对股份公司制度的出现，给予了极大的关注，认为股份资本是对私人资本的扬弃。这种“本身建立在社会生产方式的基础上并以生产资料和劳动力的社会集中为前提的资本，在这里直接取得了社会资本（即那些直接联合起来的个人的资本）的形式，而与私人资本相对应，并且它的企业也表现为社会企业，而与私人企业相对应。这是作为私人财产的资本在资本主义生产方式本身范围内的扬弃”。^② 所以，资本和劳动力的社会集中既是股份公司产生的前提，同时，股份公司的出现，又为资本集中提

① 马克思《资本论》第1卷，第686—687页，1975年版。

② 马克思《资本论》第3卷，第493页，1975年版。

供了重要机制。尤其是，股份公司和资本市场制度，使得资本的流动和重组成了一件成本低且很方便的事情，因为资本市场除了表现为借贷市场外，“还表现为一切有息证券市场：国债券和股票市场”，而且，“国内市场本身又分为本国股票、本国公债券等市场和外国公债券、外国股票等市场”，更为重要的是，“交易所正在把所有完全闲置或半闲置的资本动员起来，把它们吸引过去，迅速集中到少数人手中；通过这种办法提供给工业支配的这些资本，导致了工业的振兴（绝不应把这种振兴和商业繁荣混为一谈）”。马克思对股票在一国范围甚至国际范围内流通的论述是明确且清晰的。他指出，有价证券“这种固定资本的所有权却可以变换，可以买卖，就这一点说，可以观念地流通。这种所有权证书，甚至可以在国外市场上流通，例如以股票的形式”。^①

事实上，建立在发达国家的信用制度和资本市场之上的股份公司，拥有筹资成本低和筹资能力强的优势，这就使得其在资本集中的时候，不受本身现有财力的过多约束。一个股份公司，只要有好的经营状况和赢利前景，为了进行并购活动，可以通过发行股票和债券的办法来筹集所需要的资金，甚至通过直接发行股票的办法，来支付给被并购公司的股东，这一切，已为公司并购史所证实。

不仅如此，马克思还分析了所有权与经营权相分离，以及所有者与经理相分离的可能情况。他认为，股份公司这种制度“一般地说也有一种趋势，就是使这种管理劳动作为一种职能越来越同自有资本或借入资本的所有权相分离”，而使“实际执行职能的资本家转化为单纯的经理，即别人的资本的管理人，而资本所有者则转化为单纯的所有者，即单纯的货币资本家”。

由此可见，马克思对资本集中机制的理论论述是完整且强有力的，即使在今天，这个由商品市场和经理市场所形成的竞争制

^① 马克思《资本论》第2卷，第182页，1975年版。

度、股份公司制度、金融信用制度和股票市场制度等几个方面所形成的整体，也的确是资本得以流动、重组乃至集中的最重要的机制。

（三）资本集中的趋势

马克思在研究资本集中规律的同时，从总体和长期的角度论述了资本集中的趋势。他指出：“虽然集中运动的相对广度和强度在一定程度上由资本主义财富已经达到的数量和经济机构的优越性来决定，但是集中的进展决不取决于社会资本的实际增长量。这正是集中和积累特别不同的地方，因为积累不过是规模扩大的再生产的另一种表现而已。集中可以通过单纯改变既有资本的分配，通过单纯改变社会资本各组成部分的量的组合来实现。资本所以能在这里，在一个人手中大量增长，是因为它在那里，在许多单个人的手中被夺走了。在一个生产部门中，如果投入的全部资本融合为一个单个资本时，集中便达到了极限。在一个社会里，只有当社会总资本或者合并在惟一的资本家手中，或者合并到惟一的资本家公司手中的时候，集中才算达到极限”。^①

在 1890 年《资本论》出第四版时，恩格斯在为马克思的这段论述所加的注释中指出：“英美两国最新的托拉斯已经在为这一目标而奋斗，它们力图至少把一个生产部门的全部大企业联合成一个握有实际垄断权的大股份公司”，事实上，在 19 世纪 80 年代末 90 年代初，英美等国的第一次并购浪潮才刚刚拉开帷幕，甚至可以说仅仅处于萌芽状态，恩格斯在此时就引用这些事例为马克思的资本集中理论提供证据，说明他的确有很敏锐的洞察力。

但是，从资本运动的内部来看，资本集中是既有收益也有成本的，当由于集中而引起的成本，包括信息成本和协调成本等在

^① 马克思《资本论》第 1 卷，第 687—688 页，1975 年版。

内的交易成本超过了集中所带来的收益时，集中是很难持续下去的。19 世纪末以来，许多资本主义国家针对集中而引起的垄断，又由垄断而造成的竞争秩序被破坏和经济效率下降的情况，相继颁布和实施了《反托拉斯法》或《禁止垄断法》，由此在一定程度上扼制了资本的进一步集中的趋势，这是从资本运动的外部，以国家的力量而对资本集中的趋势所施加的阻止和干扰。所以，不管是从资本集中的内部还是外部来考察，都存在阻止集中无限制地演变下去的力量。也就是说，企业的扩张是有边界的。

四、企业并购的动因

是什么原因驱使着企业进行并购？这是企业并购理论研究首先要回答的问题。企业并购作为现代经济史上一个十分突出的现象，西方学者对其产生和发展作了广泛而深入的研究。为了便于比较各种学派对并购动因的解释，下面就对不同理论背景下的并购动因进行梳理和评述。

（一）新古典经济学的企业并购动因

新古典经济学从利润最大化的传统假设出发，将企业并购看作是追求利润最大化的行为，据此提出了以下一些理论或假说：

1. 效率理论 (Efficiency Theory)

效率理论认为企业并购活动有着潜在的社会效益，企业并购的动因在于通过并购可以获得某种协同效应，即 $1 + 1 > 2$ 效应。这种协同效应可来自管理、经营和财务等方面。^①

(i) 管理协同效应。该理论认为企业并购的动因在于并购企

^① J.F.Weston, K.S.Chung and S.E.Hoag, "Mergers, Restructuring and Corporate Control", Published by Prentice Hall Inc, 1996.

业和目标企业之间在管理效率上的差别。即如果 A 企业的管理层比 B 企业的管理层更有效率,那么 A 企业可以通过并购 B 企业的方式,使 B 企业的效率提升至同样的水平。这不仅会给单个企业带来效率,也会给整个社会带来福利的增进,这是一种帕累托 (Pareto) 改进。换句话说,如果某企业管理层的能力超过了企业内部管理的需求,那么就可以通过并购其他企业的方式来进行“管理的溢出”,使管理资源得到充分的发挥,由于这种“溢出”将目标企业的非效率资本与并购企业的有效率管理结合在一起,便实现了协同效应。显然,管理协同假说暗含的前提是企业之间在管理效率上要存在可比性,即并购双方处于同一行业,目标企业的管理效率低于行业平均水平或现有的经营潜力未充分发挥出来,并且并购企业有能力改善目标企业的经营业绩,因此,这一理论常常视为横向并购的理论依据之一。然而,如果把这一理论引向极端,即整个社会只有一家企业(管理层水平最佳的一家)时,其效率将达到最大化。显然,这是不现实的,因为组织规模的扩大会受企业内部协调和管理能力所限。加之现实中大量的并购是发生在不同行业的企业之间。因此,管理协同假说不能对并购动因作出完整解释。

(2) 经营协同效应。对于横向并购,通过扩大经营规模,可以降低平均成本,提高利润,实现规模经济效应。或者是通过并购,使企业间的优势互补,如 A 企业在研究与开发方面有很强的实力,但在市场营销方面较为薄弱,而 B 企业在市场营销方面有优势,但在研究与开发方面能力不足,两企业的并购可以使能力互补。这里隐含了对某些现存的要素未充分利用,而另一些生产要素却没有给予足够的投入。对于纵向并购,经营协同效应来自于交易费用的节约(威廉姆森,1975)。

(3) 财务协同效应。该理论认为,企业的资本成本可以通过企业并购的方式得到降低,比如并购产生的“债务的共同担保”效应、“现金的内部流转”效应等,可以使企业的资金筹措成本

大大降低^①。此外，当并购企业与目标企业的现金流量没有明显的高度相关时，风险分散化的目的就会达到，这就是“多角化战略”和“风险分散说”的观点^②。广义上的财务协同效应还包括“预期效应”，即由于并购使市场对企业股票评价发生改变而对股票价格的影响，是股票投机的一大因素。赋税考虑说^③（Tax Consideration）也认为，税收制度有时也会鼓励企业参与并购。假如所得税率与资本收益税率有差别，企业主可以出卖企业，相对减少其纳税的资本收益，即便这种合并会导致企业赢利能力下降，只要企业主能够在并购中获得相对收益，那么他依然会愿意出售企业。另一方面，在某种特定的税收政策下，如果企业并购能创造一种宽松环境，使资本结构变得能够获得更优惠的税收待遇，那么也会导致并购的发生。除了企业资本结构方面的所得税和资本收益税之外，营业税也在并购动因的考虑之列，如泰勒尔认为：由于交易内部化可以避免在中间阶段支付营业税，于是常常导致纵向关联的企业实行一体化^④。

（4）多元化经营理论。所谓多元化经营，是指企业同时从事或经营多种相关程度较低或不相关的产业。对一个企业来说，多元化经营可以分散风险，稳定收入来源。

2. 市场力假说（Market Power）

该假说将企业并购的动因归结于并购能够提高市场占有率^⑤。由于市场竞争对手的减少，并购企业可以增加对市场的控

① J.F.Weston, K.S.Chung and S.E.Hoag, “Mergers, Restructuring and Corporate Control”, Published by Prentice Hall Inc.1996.

② P.S. 萨德沙纳姆著：兼并与收购，中信出版社，1998年。

③ J.F.Weston, K.S.Chung and S.E.Hoag, “Mergers, Restructuring and Corporate Control”, Published by Prentice Hall Inc.1996.

④ 泰勒尔著：产业组织理论，中国人民大学出版社，1997年。

⑤ G.Meeks, “Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Merger”, Cambridge University Press, 1977.

制能力。但市场占有率的提高并不意味着规模效益的达成，只有在并购企业既增加了市场占有率，又实现了规模经济的条件下，这一假说才能成立。与此相关的“垄断利润假说”也认为，当企业并购造成的市场控制力达到一定程度时，并购企业便可以获得垄断利润。事实上，这一假说正是对企业并购加以限制的理论依据。

3. 价值低估说

该理论认为企业并购的动因在于目标企业价值的低估^①。比如由于目标企业管理层的无能或经济环境的变化，使得目标企业的价值在某一时期被低估了，即目标企业资产的市场价值与其重置成本之间存在着差异，二者的比例用 q 表示。假如并购企业的 q 比例等于 1，目标企业的 q 比例为 0.6，并购企业在目标企业市场价值的基础上再支付 50% 的溢价进行收购，对并购企业来讲也是值得的，与重置成本相比，还节约了 10%（收购价格为 0.6 乘以 1.5，等于 0.9）。

4. 信息与信号 (Information and signaling)

该假说可以区分为两种形式，一种认为企业并购会散布关于目标企业价值被低估的信息，并促使股票市场对此进行重新估价。这样的目标企业被称为“坐在金矿上”的企业。另一种形式是认为并购要约 (tender offer) 会激励目标企业管理层自身贯彻更有效的战略，即所谓的“鞭策效应”。信息与信号的发布可以有多种方式包含在并购活动中，并购活动可能会给市场这样的信息：目标企业拥有迄今为止尚未被认识到的价值，或者是企业未来的现金流量会增长；当并购企业用普通股来购买目标企业时，可能会传递并购企业普通股价值被高估的信息，而当并购企业重新回购企业的股票时，又向市场发出企业股票价值被低估的信

^① J.F.Weston, K.S.Chung and S.E.Hoag, “Mergers, Restructuring and Corporate Control”, Published by Prentice Hall Inc.1996.

号,或者是企业将有新的成长机会^①。

(二) 委托代理理论的企业并购动因

该理论大都是建立在詹森和迈克林 (Jensen and Meckling, 1976) 的代理成本理论上^②,主要有以下几种假说:

1. 降低代理成本假说 (Fama, Jensen, Ruback, 1983)

法玛和詹森 (Fama and Jensen) 等人认为,当代理问题不能通过组织和市场机制得到有效控制时,并购将是解决这一问题的外部控制手段。接管通过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层和董事会,从而取得对目标企业的决策控制权。如果目标企业的管理层因为无效率或代理问题导致经营管理不善,就会面临着被收购的威胁^③。

2. 自由现金流量假说 (Free Cash Flow Hypothesis, M.C.Jensen)

詹森 (Jensen, 1986) 对自由现金流量的定义为:自由现金流量是指超过了所有可以带来正收益的净现值,却以低于资本相关成本进行投资的现金流量。在企业产生巨大的自由现金流量时,股东和管理者对公司报酬政策发生严重的冲突,如果企业是有效运行的,并且实行股东利益最大化政策,那么这些自由现金流量必须支付给股东,这就减少了管理者控制的资源,也就减少了管理者的

① M.Bradley, Anand Desai and E.Han Kim, "The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?", Journal of Financial Economics, Vol.11 (1983), pp183~206.

② M.C.Jensen and W.Meckling, "Teory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol.3 (1976), pp305~360.

③ E.F.Fama and M.C.Jensen, "Separation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics, Vol.26 (1983), pp301~325.M.C.Jensen and R.S.Ruback, "The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence", Journal of Financial Economics, Vol.11 (1983), pp5~50.

权力。由于管理者的收入或晋升与企业规模的扩大有密切的联系,促使管理者积极地扩大企业的规模,这就有可能出现管理者用自由现金流量进行低于资金成本的投资或在企业内部浪费资本的行为。于是自由现金流量假说认为,并购活动有助于减少股东与管理者之间的代理成本,从而化解股东与管理者之间的冲突^①。

3. 过于自负假说 (Hubris Hypothesis, R. Roll)

罗尔 (Roll, 1986) 认为并购企业的决策者过高地估计管理者运用目标企业资源的能力,企业并购是为了满足管理层的野心和自负动机,以便展现他们的管理才能和技能^②。该假说意味着管理者的决策是违背了股东的利益,尽管管理者的意图是通过并购来增加企业的资产,但采取的行动并不总是正确,这正是自负的结果。

(三) 新制度经济学的企业并购动因

经济学在进入 20 世纪 70 年代中后期后获得了迅速的发展,新制度经济理论的异军突起。为人们分析经济社会问题提供了一个全新的视角^③。“市场缺陷论”以新制度经济学中的交易费用理论为基础对并购动因进行了阐述,该理论认为企业并购是减少企业交易成本的一种手段,企业以内部组织替代市场的根本原因在于内化了原本属于市场范畴的交易成本,所以交易费用理论又称为“内部化理论”。科斯 (Coase) 和威廉姆森 (Williamson) 从交易费用的角度论述了企业扩张的内在诱因:市场交易的特点是人人为己,而企业内部交换的特点是交换双方的利益根本一

^① M.C.Jensen, “Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, American Economic Review, Vol. 76 (May 1986), pp323~329.

^② Roll Richard, “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, Journal of Business, Vol. 59 (April 1986), pp197~216.

^③ 卢现祥著, 西方新制度经济学, 中国发展出版社, 1996 年。

致^①。企业的扩张可以内化许多本属于市场范畴的交易从而节约交易费用。企业的扩大可以是横向的，也可以是纵向的。交易费用理论更多地研究了纵向扩大的问题。该理论认为，纵向扩大的关键在于“资产的专用性”，即某一资产对市场的依赖程度。一般而言，资产专用性越高，市场交易的潜在费用越大，企业纵向并购的可能性就越大。当资产专用性达到一定程度，市场交易的潜在费用就会阻止企业继续依赖市场，这时纵向并购就会出现。

交易费用理论不再以传统的消费者和厂商作为经济分析基本单位，而是把交易作为经济分析的“细胞”，并在有限理性、机会主义动机、不确定性和市场不完全等几个假设的基础上展开，认为市场运作的复杂性会导致交易的完成要付出高昂的交易费用（包括搜寻、谈判、监督等费用）。为节约这些交易费用，可用新的交易形式——企业来代替市场交易。

这一理论在解释并购活动的同时，认为并购的动因在于节约交易费用。通过并购节约交易费用，表现为以下几方面：

(1) 企业通过研究和开发的投入获得产品——知识。在市场存在信息不对称和外部性的情况下，知识的市场价值难以实现，即便得以实现，也需要付出高昂的谈判成本和监督成本。这时，可通过并购使专门的知识在同一企业内运用，达到节约交易费用的目的。

(2) 企业的商誉为无形资产，其运用也会遇到外部性问题。因为某一商标使用者降低其产品质量，可以获得成本下降的大部分好处。而商誉损失则由所有商标使用者共同承担。解决这一问题的办法有两条：一是增加监督，保证合同规定的产品最低质量，但会使监督成本大大增加；二是通过并购将商标使用者变为企业内部成员。作为内部成员，降低质量只会承受损失而得不到

^① 科斯：《企业的性质》，《企业、市场与法律》，上海三联书店，1990年。

利益，从而消除机会主义动机。

(3) 有些企业的生产需要大量的专门中间产品投入，而这些中间产品市场常存在供给不确定性、质量难以控制和机会主义行为等问题。这时，企业可通过合约固定交易条件，但这种合约存在道德风险。当这一矛盾难以解决时，通过并购将合作者变为内部机构，就可以消除上述问题。

(4) 一些生产企业，为开拓市场，需要大量的促销投资，这种投资由于专用于某一企业的某一产品，会有很强的资产专用性。同时销售企业具有显著的规模经济，一定程度上形成进入壁垒，限制竞争者加入，形成市场中的“少数问题”。当市场中存在少数问题时，一旦投入较强的专用性资产，就要承担对方违约造成的巨大损失。为减少这种风险，要付出高额的谈判成本和监督成本。在这种成本高到一定程度时，并购成为最佳选择。

(5) 企业通过并购会形成规模庞大的组织，当企业内部组织活动所需的组织成本低于市场运作的交易成本时，并购才是有效的。

(四) 评述

从以上的文献回顾可以看出，各种经济学流派从不同的理论背景出发，形成了各种各样的动因假说。新古典经济学从利润最大化的传统假设出发，将并购看作是追求利润最大化或成本最小化的行为使然，而在现实的并购活动中，管理层的并购决策不一定服从股东利益最大化。委托代理理论针对管理层与股东之间的利益冲突，认为当企业内部的约束和激励机制不能有效解决代理问题时，企业并购提供了一种外部的鞭策机制，使管理层不至于过分的损公肥私或玩忽职守，否则会有被接管的威胁。20世纪70年代以来，新制度经济学理论的异军突起，为人们分析经济社会问题提供了一个耳目一新的视角，企业并购理论以科斯(Coase, 1937)的交易费用理论以及威廉姆森(Williamson,

1979) 的资产专用性理论为基础, 提出了企业并购是对交易成本节约的动因假说。然而, 交易成本只是企业总成本构成中的一部分, 仅从交易成本和组织成本的比较来判别企业并购也有失偏颇。

五、企业并购动因的一种组合性解释^①

(一) 组织资本概念的提出

当新制度经济学的交易费用理论大都把重点放在对企业和市场的选择上时, 阿尔钦和德姆塞茨 (Alchian, H. Demsetz, 1972) 则从企业内部结构的角度提出了“团队生产”理论, 他们认为一种产品是由若干个集体内成员协同生产出来的, 而且“团队生产”的产出比团队中的各个成员分别单独生产的产出总和大, “团队生产”增加的产出是协作的结果, 并不归功于团队中任何一个成员, 作为一个团队的企业组织之所以存在是由团队的协作效率所决定的^②。普雷斯科特 (E. C. Prescott) 和菲瑟尔 (M. Visscher) (1980) 对阿尔钦 (Alchian) 和德姆塞茨 (H. Demsetz) 的理论进行了扩展, 他们认为企业的效率与生存还可能与他们在“组织资本” (Organization Capital) 上的优越性有关^③。任何一家企业都可以把独立的投入要素组合起来, 以获得一定的产出。然而, 一个拥有已经发挥作用的团队的管理层可能会获得更好的效果, 这是因为管理层拥有团队内部投入要素的

① 张德亮, 和不禅. 企业并购动因的一种理论解析. 经济管理, 2002 年第 10 期, 第 20~24 页。

② 阿尔钦 (Alchian) 和德姆塞茨 (H. Demsetz) 著. 生产、信息成本和经济组织 (1972). 载于陈郁编. 财产权利与制度变迁—产权学派与新制度经济学译文集, 上海三联书店, 1994 年。

③ E. C. Prescott and M. Visscher, “Organization Capital”, Journal of Political Economy, Vol. 88 (1980), pp446~461.

相对生产能力及其相互作用的有关信息，包括各个员工的技能和经验的信息、每个员工的特点和特长的信息以及员工之间的协调组合或组织本身的信息。威斯通（J.F. Weston, 1998）等人进一步指出，组织资本专属于企业，转移到其他企业的成本太高，或者根本就不可能^①。

我们认为可以从组织资本的角度，对企业并购的动因作一组合性解释：把企业并购看作是出于转移组织资本的目的，即并购企业为了将自己“过剩”的组织资本转移到被并购企业（目标企业）中去，或者是为了获得目标企业的某项组织资本而采取的一种理性行为。

（二）组织资本的形成

组织资本是在企业组织中借助经验而逐渐积累起来的。为了深刻理解组织资本的内涵及其形成过程，就要从组织经验说起。

组织经验是在企业内部通过对经验知识的学习和积累而获得的员工技巧和能力的提高。罗森（S. Rosen, 1972）将组织经验分为三种类型：第一类的组织经验可以称为一般管理经验，主要指的是组织内部的计划、组织、指挥、协调、控制以及财务管理等一般管理职能；第二类为行业专属的管理经验，指的是与某特定行业的生产与营销特点相关的特殊管理能力；第三类称为非管理性质的经验，是指生产工人的技术水平通过对经验的学习会随着时间的推移而逐渐提高，这是在日常生产和经营过程中逐步形成的^②。

这三个领域中的组织经验存量即一般管理经验、行业专属经验和非管理性质经验本身在企业中并不重要。这是因为，组织经

① 威斯通等著：《兼并、重组与公司控制》，经济科学出版社，1998年。

② Sherwin Rosen, "Learning by Experience as Joint Production", Quarterly Journal of Economics, August (1972), pp366~382.

验是在企业中由经验带来的个人能力的提高，因此每个人都可以将自己的经验自由地流动到其他企业。然而，当组织经验与企业专属信息结合起来形成组织资本时，个人的流动并不从根本上损害企业的组织资本，即具体个人只有在组织内部时才能发挥其所积累的经验，一旦离开原来的“团队”，其个人拥有的经验的价值就会减少，或者就失去效率，因此，组织资本无法通过劳动力个人的流动自由地转移到其他企业中，这意味着组织资本是团队协作的结果，协作效率的实现必须依托于“团队”。

既然企业的组织资本是组织经验与企业专属信息的结合体，那么企业专属的信息有哪些呢？罗森（S. Rosen, 1972）以及普雷斯科特（E. C. Prescott）和菲瑟尔（M. Visscher）（1980）把企业专属信息分为三类：第一类是体现在员工身上的企业专属信息，被称为“由员工体现的信息”，当员工逐渐熟悉企业所特有的生产安排、管理和控制机制，并且熟悉企业内部其他员工的技能、知识程度和工作责任时，就会获得这种信息；第二类是关于员工特点和特长的信息，管理层通过这类信息的获取，可以在员工和工作间进行有效的组合，实现员工和工作的最佳匹配。为了准确获取员工特点和特长的信息，一般来说，让新加入企业的员工先从事一些简单的工作，然后逐步安排他们承担相对复杂和需要经验的工作，根据他们完成各项工作的能力，再将他们安排到最适合的工作中去；第三类则是合理调度员工的具体工作，即员工之间的组合。团队工作效率的高低在很大程度上取决于员工和工作以及员工之间的匹配程度，所以，第二种和第三种类型的组织资本可以称为协作效应，也就是说，在这种条件下，信息的作用是帮助企业在其内部组织有效的管理团队和生产团队。

当组织经验与企业的专属信息结合在一起时，就形成了企业的组织资本，即一般管理经验与相关的企业专属信息的结合形成一般管理能力的组织资本，行业专属管理经验与相关的企业专属信息的结合形成行业专属管理能力的组织资本，非管理性质的经

验与相关的企业专属信息的结合形成企业专属非管理人力资本。组织资本一旦形成，就成了企业的专属资产，其转移到其他企业中时，可能就会是一种错误的信息，或者是转移成本太高。从某种程度上说，组织资本是一种“合成品”（Joint Product），并不增加生产的额外成本。企业在一定时期内的投资和生产活动会形成下一阶段的更大组织资本，并在企业内部积累下来，对未来的生产和经营效率起到积极的作用，企业的显著特征就在于它拥有组织资本，其作用将随着时间的推移在企业内部逐步显现出来并不断加强。

虽然以上三类组织资本都是企业专属的，但它们专属的程度却不同。对于一般管理能力的组织资本来说，它可以转移到大多数企业中，甚至能在不相关行业中被拓展使用。这是因为对于从事一般管理职能的管理人员，他所行使的组织内部的计划、组织、指挥、协调和控制等职能在不同企业都基本类似。对这类组织资本的获得，既可以从其他企业引入，也可以从职业经理市场雇佣，即一般管理能力的组织资本的专属程度很低，其供给富有弹性。

对于行业专属管理能力的组织资本，其效率的发挥是以团队协作为条件，作为一个“管理团队”，其专属程度较高，仅可以转移到相关行业的其他企业中去，而且必须将管理层作为一个团体来转移才不会使团队的协作效应遭受破坏。所以，在转移行业专属管理能力的组织资本上，企业间的并购要比各自管理人员通过人才市场的流动更有效率。企业在相关行业进行的兼并收购活动（如横向的兼并收购），其目的很大程度上就是为了转移行业专属管理能力的组织资本。

就企业专属非管理人力资本而言，从事非管理工作的生产工人的工作由生产设施的具体细节和要求所确定。一旦组织起一个“生产团队”（在这个团队中，根据有关这些工人特点的特定信息，把每个工人分配到不同的工作中去，实现了员工之间、员工

和工作之间的最佳匹配)，那么这个团队就成为企业专属非管理人力资本，其专属程度最高，被称为企业的专属生产机构。

为了更直观和简明地理解企业组织资本形成的逻辑过程，我们将组织经验、企业专属信息和组织资本之间的关系用图 3-1 表示。

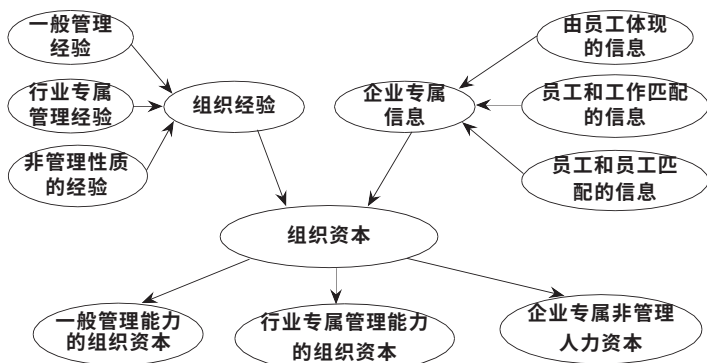


图 3-1 组织资本的形成

（三）企业并购：为实现组织资本的转移

如前所述，企业的显著特征是企业拥有组织资本，而且组织资本具有专属性，只有在其管理团队或生产团队内才能产生效率，发挥协同作用。企业之所以热衷于整体并购目标企业，而不是选择内部扩张和投资新建的路径，其目的就是为了转移企业的组织资本，即将自己“过剩”的组织资本转移到目标企业，或者是为了获得目标企业拥有而自己又需要的组织资本。通过两家企业的整合，进一步发挥各自组织资本的作用，寻求经营上的协同效应。下面就从组织资本转移的角度来透视并购行为存在的合理性。

为了分析的方便，我们把企业生产过程的投入要素分为两大类，一类是资本投资，包括一般意义上的土地、劳动、资本等；

另一类就是组织资本。我们的目的主要是分析组织资本在并购企业和目标企业间的转移，由于三种不同类型的组织资本的专属程度不同，转移的方式和要求存在差异，就必须分别对不同类型的组织资本进行分析，所以假定企业的生产过程需要四种投入要素，即一般管理能力、行业专属管理能力、企业专属非管理人力资本和资本投资。企业作为理性的“经济人”，其追求的目标是生产过程要实现利润最大化或生产成本最小化，这意味着四种投入要素必须保持一定的比例，或者说各种投入要素的边际替代率要达到均衡，才能满足生产成本最小化的条件。

对于各投入要素的供给状况，资本投资可从企业内部或相关市场上获得，其供给具有完全弹性；企业专属非管理人力资本只能由长期学习的努力或与相同行业现有企业的兼并来获得；行业专属管理能力既可以通过内部学习获得，也可以与相同或相关行业的企业兼并来获得，还可以通过劳动力市场获得，但是，正如我们在前面所讨论的，通过市场获得的行业专属管理能力是没有效率的，因为行业专属管理能力是团队协作的结果，并要求管理人员要拥有企业专属的信息，行业专属管理能力的价值只能通过当前企业来恰当地体现；一般管理能力则可以通过内部学习、兼并其他企业和劳动力市场三种方式中的任意一种来获得。从供给弹性来看，表现为一般管理能力 $>$ 行业专属管理能力 $>$ 企业专属非管理人力资本。

1. 一般管理能力的转移

传统的“管理协同效应”假说认为，企业并购的动因在于并购企业（记为A）和目标企业（记为B）之间在管理效率上的差别。即如果A企业的管理层比B企业的管理层更有效率，那么A企业可以通过并购B企业的方式，使B企业的效率提升至同样的水平，这不仅会给企业带来效率，也会给整个社会带来福利的增进，是一种帕累托（Pareto）改进。从一般管理能力的角度来说，就是A企业管理层的一般管理能力超过了企业内部管理

的需要，即出现一般管理能力的“过剩”；而 B 企业管理层的一般管理能力却满足不了企业内部管理的需要，即出现一般管理能力的“短缺”，通过并购的方式来进行一般管理能力的转移，可以使 A 企业“过剩”的一般管理能力资源得以更充分的利用。

然而，由于前面讨论过的原因，对于一般管理能力来说，管理人员市场对需求和供给的协调似乎更有效率。换言之，A 企业可以解雇“过剩”的管理人员，B 企业也可以通过职业经理市场获得所需的一般管理人员。既然如此，那么认为企业并购的动机是为了拓展使用一般管理能力的观点就缺乏说服力。

2. 行业专属管理能力的转移

行业专属管理能力的转移主要发生在相关行业的企业之间。我们假设 A 企业在行业专属管理能力上“过剩”，而另外一家相关行业中的 B 企业却正遭受“短缺”这些能力的窘境，或者在更一般的情况下，我们假设，A 企业的行业专属管理能力与企业专属非管理人力资本的比例要大于 B 企业的这一比例，也就是说并购企业这两种要素的比例要大于目标企业。

对于并购企业 A 来说，其行业专属管理能力与企业专属非管理人力资本的比例失调，可有两种方法进行协调，一是减少行业专属管理能力的投入，即解雇行业专属管理人员；二是增加企业专属非管理人力资本的投入。首先看 A 企业为什么不解雇剩余专属管理人员，这是因为专属管理人员作为企业的雇员，他们一般都拥有企业专属的信息，因此专属管理人员自身也是企业专属资产的一部分，他们在企业内部的价值大于他们的市场价值。专属管理人员的流出会造成由雇员体现的企业专属信息的损失。更为重要的是，过剩的行业专属管理能力可能是先进的协作组织所带来的结果，而不一定是管理人员过剩的结果。因此，分割协作团队可能会造成这些能力的损失。其次看企业专属非管理人力资本的积累需要一个漫长的过程，在这样一个过程中，如果过剩的行业专属管理能力不能

充分利用，而且这种过剩随着时间的推移还会进一步积累起来，使得要素比例更加处于不平衡的状态。这是因为：首先，管理人员组织生产和营销过程的能力会随着经验的增加而得到加强；其次，通过有关各位管理人员的信息积累并且对作业和技能进行有效的组合，管理团体的组织能力会随着时间的推移而得到改进；最后，一旦一个有效的生产团体通过对投入要素的优化组合进行确认而被组织起来，那么相对于企业产出而言的管理投入需求就会下降。总而言之，随着时间的推移，来自既定资源的可获得的管理服务会增加，而相关的对管理服务的内在需求却降低了，从而出现行业专属管理能力与企业专属非管理人力资本的比例失调。另外，由于必须要使企业专属非管理人力资本与企业规模之间保持一个适当的比例，也会要求企业自身规模不断扩大，因此通过并购实现企业的外部扩张，不失为一种快速有效的途径。

由此可见，通过兼并收购，把 A 企业过剩的行业专属管理能力转移到 B 企业的经营中去，从而使企业的行业专属管理能力和企业专属非管理人力资本间的比例更为均衡。并购通过平衡 A 和 B 之间的行业专属管理能力和非管理人力资本的边际要素替代率，实现了要素按比例配置的效率。

3. 企业专属非管理人力资本的转移

以上在分析一般管理能力和行业专属管理能力的转移时，暗含着一个假设条件，即并购企业所在行业处于成长阶段，换句话说，并购企业所在行业的需求的增长速度高于整个经济平均的行业增长速度，并购企业所在经营领域的投资机会比其他行业要多，所以并购企业在相关行业通过兼并收购，既达到了拓展使用行业专属管理能力的目的，又实现了企业的外部扩张战略，从而实现规模经济效应。

然而，按照行业生命周期理论，任何一个行业在经历成长和成熟阶段之后，都会走向衰退，并购企业所在行业的需求的增长速度会逐步低于其他行业的增长速度，并购企业的内部现金流量

可能会超过其所在行业中的投资机会的需要，企业作为追求投资回报最大化的理性“经济人”，必然想要进入具有更多投资机会和更高投资回报的其他行业。进入其他行业的路径有两条，一是投资新建，二是兼并收购。投资新建除了需要克服许多进入壁垒外，更为重要的是新行业所需组织资本的形成是长期积累的结果，在竞争激烈和瞬息万变的市场中，企业可能会因进入速度太慢而丧失机会，不能达到预期的效果。而相比之下，兼并收购的方式更受理论界的推崇和实业界的青睐。

下面就从组织资本的角度对企业通过并购进入非相关行业的原因加以解释。对于非相关并购来说，不涉及行业专属管理能力的拓展使用，只与一般管理能力和非管理人力资本的转移有关。我们在前面的分析中已经得出企业并购的动机并非为了拓展使用一般管理能力的结论，虽然企业在进行非相关并购时，不可避免要涉及一般管理能力的转移，但我们认为企业非相关并购的主要目的是为了获取目标企业的非管理人力资本。对于并购企业 A 来说，由于所处行业为衰退行业，具有大量的现金流量，即资本“过剩”。现假设 A 企业准备投资于目标企业 B 所在行业，但缺乏该行业所必须的企业专属非管理人力资本。对于 B 企业而言，由于所经营的领域正处于成长阶段，现金流量相对不足，也就是说，A 企业的资本与非管理人力资本的比例大于 B 企业的这一比例，如果 A 企业整体并购 B 企业，就可获得 B 企业已有的非管理人力资本，从而把 B 企业所在行业中的投资机会内部化。通过进一步的整合，使失调的比例逐步趋于平衡。

企业作为一个有机体，不是厂房、机器设备、工人等的简单相加及组合。无论是科斯 (R.H.Coase) 的交易成本理论，阿尔钦 (Alchian) 和德姆塞茨 (H.Demsetz) 的生产成本理论，还是威廉姆森 (O.Williamson) 的合约集合理论，都揭示了企业作为一个复合体有着大于它各个组成部分之和的效率，换言之，企业是有生命的。企业一旦建立，它就有了它的生命和独特的特征，构成

其生命和特征的既不仅取决于企业的物,也不仅取决于企业的人,而是通过人与物培育起来的组织资本。这种组织资本是无形的,不可模仿或复制,由此决定了其对于企业的意义不可低估。组织资本的三种表现形态,即一般管理能力、行业专属管理能力和企业专属非管理性质的人力资本,在每个企业都有不同的内容,并且有不同的配置比例,正是企业这三种能力的内容和比例存在差异,决定了企业间为释放或获得某种能力而发生并购行为。

六、小 结

按研究的一般逻辑,企业并购的理论研究首先应对并购动因作出理论解释,然后再对并购效应进行分析和实证。所以企业并购理论研究的内容主要集中在并购动因和并购效应两方面。从19世纪末的第一次并购浪潮开始,西方学者对企业并购的理论研究也力图回答这一问题,由此提出了各种各样的理论和假说。然而,由于不同学派所依托的经济理论基础不同,由此形成了各种各样的动因假说,而这些假说都无法单独对并购作出全面的解释。譬如说,交易成本理论对纵向并购具有较强的解释力,但对横向并购和混合并购则缺乏说服力。我们认为,企业并购的动因是多种多样、复杂多变的,虽不必苛求用某一理论对各种并购类型作出完美分析,但可从并购发生的内在本质去寻求一套系统的研究框架。事实上,并购作为企业的一种经济行为,对于某一项具体的并购来说,其目的是明确的。如为了扩大经营规模,追求规模经济效应,就进行横向并购;为了降低交易费用,可进行纵向并购;为了分散经营风险、进入新的产业领域、实施多元化经营的目的则采取混合并购。换言之,企业之所以进行并购,就是为了寻求并购所产生的效应。基于此,本论文从并购效应的角度出发,构建了以并购效应为主线的研究思路,对横向并购、纵向并购、混合并购等不同并购类型的效应展开研究。

第四章 我国企业并购的演进

一、我国的企业改革与企业并购

(一) 我国企业并购的背景

伴随着 1978 年我国经济体制改革大幕的揭开，我国的企业改革也随之逐步展开，这些改革包括企业经营自主权的扩大、经济责任制的实行、利改税的试行、企业所有权与经营权的分离、承包制的推行以及现代企业制度的建立等。尤其是在 1978 年后，有关的理论问题也有了长足的发展，对一些问题从理论上已达成共识。如认为应该缩小主管部门用行政管理手段来制约企业权限，逐步扩大企业经营自主权，使企业成为相对独立的商品生产者；后来，在国有企业的经营形式上，认为不论在何种生产方式下，企业的所有制性质并非由企业具体的经营方式决定，所有制性质反映的是某种经济关系，进而反映了某种社会关系，而经营方式所反映的只是劳动的具体形式，这为企业所有权与经营权分离的实践扫清了理论上的障碍；再后来，理论界认识到，仅仅两权分离是不够的，为深化改革，搞活大中型企业，必须从根本上解决深层次的问题，即明晰产权关系，通过企业产权转让来促进社会资源的合理配置；在最终确立了建立现代企业制度的理论之后，人们意识到产权明晰的股份制企业本身就是商品，可以进行买卖。企业买卖即企业并购对搞活企业经营机制、盘活存量资产、优化产业结构和产业组织都具有积极的现实意义。

我国企业并购活动的出现有着深刻的社会经济历史背景，是

在新旧经济体制并存交替和摩擦的背景下产生的，是经济体制改革特别是深化国有企业改革的必然产物。

1. 扩大企业经营自主权的改革

从 1978 年 10 月起，我国开始了扩大企业经营自主权的改革。改革试点最早起源于四川，后来扩大到北京、天津、上海，到 1979 年底，全国扩权试点企业增加到 4 200 个，到 1980 年底又发展到 6 600 多个，约占全国预算内工业企业总数的 16%，工业产值占 60%，利润占 70% 以上。基本上全国各地区，各部门的国有大中型骨干企业都进入了产权试点的行列。

为了进一步增强国有企业的活力，1984 年 5 月 10 日，国务院正式发布了《关于进一步扩大国营工业企业自主权的暂行规定》，对扩大企业自主权问题作了 10 条政策性规定。1984 年 10 月，中共十二届三中全会通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》，明确了社会主义经济是在公有制基础上的有计划的商品经济，经济体制改革的总目标是发展社会主义商品经济。《决定》提出了经济体制改革的中心环节是增强企业活力，明确要求“要使企业真正成为相对独立的经济实体，成为自主经营、自负盈亏的社会主义商品生产者和经营者，具有自我改造和自我发展的能力，成为具有一定权利和义务的法人”。

通过实行扩大企业经营自主权的各项改革措施，使企业拥有了一定的生产经营自主权，企业初步成为一个相对独立的利益主体，拥有了自己独立的利益。企业的发展有了增加利润的内在动力。与此同时，这些改革措施也把企业初步推向了市场。企业作为相对独立的商品生产者，追求利润的内在动力和市场竞争的外在压力，为我国企业并购的出现奠定了良好的基础。

2. 国有资产存量结构刚性化

在新旧体制并存时期，一方面经济体制改革的实行，特别是企业体制的改革，打破了旧的高度集中的计划经济体制，为企业并购的出现提供了可能性；另一方面，旧体制下长期形成的国有

资产存量结构固化，资源配置不合理的状况依然存在，必须通过企业并购和产权转让，使生产要素合理流动，资源配置得到优化，从而使我国企业并购的出现更具有必要性。

长期以来，我国实行的是高度集中的计划经济体制，企业生产计划的下达、物资的调拨都按国家计划进行。换句话说，国家计划在资源配置过程中起着重要作用。由于否定了市场对资源配置的作用，经济运行中缺乏一种使资源优化配置的内在机制，生产要素得不到合理流动，大量的增量投资逐渐凝固化，沉淀为存量资源，结果是存量资源愈积愈多。从整个社会来看，资源配置的不合理导致产业结构的不合理，产业结构呈现刚性，并进一步影响到整个社会生产的规模经济和经济效率的提高。

要彻底改变我国资产存量凝固化的状况，必须对存量进行调整。存量调整是指通过现有的存量资产在各个产业部门、地区之间的合理流动，来实现生产要素的合理配置和优化组合，以达到调整和优化产业结构的目的。其主要调整方式是通过企业并购和产权转让，使生产能力过剩的产业部门的闲置存量资产流向资金短缺而又需要这些资产的生产能力不足的产业部门。这一方面盘活了生产能力过剩的产业部门大量的存量资产，大大提高了资产的利用效率；另一方面又缓解了生产能力严重不足的产业所需资金不足的问题，最终使各个产业部门健康、协调发展，社会资源得到优化配置。

我国的企业并购就是在新旧经济体制摩擦碰撞的特定背景下产生的。它一方面是经济体制改革的产物，另一方面也是中国经济发展到一定阶段优化资源配置的客观要求。

3. 政策原因

从政府政策角度看，我国企业并购兴起的当时主要是为了减少亏损企业，减轻财政负担。随着国家各项搞活国有企业措施的出台以及市场调节作用的增强，一部分企业为了谋求自身发展有了扩张的冲动，同时，也有一部分企业负债累累，产品无销路，

转产无资金，改造无条件，已无法靠自身力量继续经营，完全靠政府财政补贴度日，给各级政府背上了沉重的财政包袱。因此，各级政府为了减少亏损企业，减轻财政负担，鼓励一些经营状况良好的优势企业并购亏损企业。

（二）企业并购对深化企业改革的意义

如果说 1978 年开始的中国经济体制改革是以“增量改革”为重要特征的渐进式改革，那么，改革推进到今天，“存量改革”的问题就越来越多地被突出出来了。这既是改革逻辑的自然延伸，也是改革实践的必然选择。而所谓“存量改革”，核心就是企业的重组并购，其目的是使企业转变成为产权可以在不同主体之间交易和转移的市场行为主体。

企业作为各种生产要素的集合体，其要素组合具有不可分性。正是由于要素组合的不可分性，各种生产要素一经进入企业，按照一定的技术方式和构成结合起来，作为一个整体加入到处于社会分工体系特定的直接生产过程中，执行着与生产某种使用价值相联系的工艺职能，它们在物质形式上或技术形式上就或多或少地改变了原有的存在形态。同质的资本变为不同质的厂房、设备、设施和原材料，同质劳动转变为具有不同技术或分工的工人，从而形成要素存量。

企业并购属于组织创新，其意义在于通过产权集中实现要素存量的优化重组。对于实际再生产过程来说，存量的调整更有意义，这是因为：（1）增量调整受到积累规模的限制，因为在特定的时间或时期，在现有资源中，其增量部分与其存量部分相比总是相当小的部分；（2）从投资到形成新的生产能力，存在较长的时滞，在这个过程中往往因投资不足而一再延长建设周期，而存量调整则不受这些限制；（3）再生产过程中经常游离出一部分闲置的资源存量，它们只能通过存量调整才能得到重新配置。如果存量调整受到限制，在社会再生产过程中，就会出现一方面投资

形成新的存量,同时另一方面又有一些旧的存量沉淀下来的结果,这时,社会生产可能性边界就不会随投资增长而相应扩大,因为一部分存量的闲置和沉淀会抵消投资的供给效应;④再生产过程中的结构转换能力归根到底决定于存量的转换效率,这种转换不仅包括存量本身的技术结构转换,而且包括存量在价值存在形式上的转换,后一种转换使存量本身也获得了较大的流动性。

一个能使我国现有的存量资源得到优化重组,改善它们的配置效率的可行选择就是企业并购。它通过在不同法人之间进行的金融资产与实际资产存量的产权转换,使实际资产存量获得了流动性,由此提供了一种实现产业良性循环的机制。这种机制所带动的资源存量的优化重组过程,同时就是企业组织的优胜劣汰和企业所有者通过市场来硬化财产约束的过程,也是国民经济突破积累约束而实现集约增长的过程。在这个过程中,现有资源存量配置的总量状态、质量状态、结构状态都能得到改善。由于企业并购要以明晰的产权为前提,因此,对于我国经济体制改革来说,这种选择的特殊意义还在于,它将推动我国国有企业内部产权关系的界定。

二、我国企业并购的发展历程

关于我国企业并购的发展历程,根据国家国有资产管理局科研所的研究^①,大致分为 1984—1987 年的试点起步、1987—1989 年的第一次并购高潮、1992 年至今的第二次并购高潮三个阶段。

(一) 试点起步阶段

这一阶段大致从 1984—1987 年。伴随着企业所有权与经营

^① 国有资产管理局科研所课题组. 中国企业购并市场的发展及政策建议. 管理世界, 1997 年第 4 期, 第 83~92 页; 管理世界, 1997 年第 5 期, 第 145~153 页。

权的分离，政府职能与企业职能“两权分离”改革的深入，我国的企业并购在探索中起步了，一些企业进行了并购的试点。1984年7月，保定纺织机械厂以承担被并购企业全部债权、债务的方式并购了保定市针织器材厂；保定市锅炉厂以同样方式并购了保定市风机厂，开创了我国国有企业之间并购的先河；同年9月，保定市钢窗厂又以出资110万元的形式，购买了保定市煤灰砖厂的产权，这是我国集体企业并购国有企业的最早记录。保定的并购实践被称为“保定模式”。同年12月，武汉市牛奶公司出资12万元购买了汉口体育餐馆的产权，这是国有企业有偿并购集体企业的最早案例。1984年仅见于保定、武汉等少数城市的上述现象，到1986年下半年后在其他城市，如北京、沈阳、重庆、郑州、南京、无锡、成都、深圳、洛阳等地也相继出现。

【专 栏】

保 定 模 式

改革开放以来，我国企业兼并出现较早的要算河北保定市。1982年，保定市预算内的亏损企业有35家，占预算内企业总数的48%，亏损金额1731万元。1984年保定市经济形势更为严峻，企业亏损面高达50%，大量的亏损企业不仅长期无效占用固定资产和大量资金，享受财政退库补贴，而且，亏损企业职工还纷纷找到市政府，要求解决基本生活问题；同时那些效益好、产品适销对路、有发展前途的企业又囿于资金的限制，无法扩大生产规模，厂长经理也纷纷找市政府要求增加投资，而市政府虽想给予扶持，又因财政困难而力不从心。面对企业亏损日益增加、政府财政补贴不堪重负的局面，保定市政府也在苦苦寻求振兴经济的良策。1984年7月，保定市锅炉厂经济效益较好、产品较为行销，欲扩大生产规模，但又苦于缺少场地；而相邻的市风机厂由于多种原因，连年亏损，亏损总额达46万元，工厂处

于半停产状态，使得48 000平方米的场地和 480 万元固定资产基本上处于闲置、浪费之中。在这种情况下，市锅炉厂就以承担风机厂全部债务的方式兼并了风机厂的资产和土地，市锅炉厂兼并后对风机厂进行了调整产品结构、强化管理等改革，使风机厂的资源得到充分利用，很快就扭亏为盈。随后保定市纺织机械厂以同样的方式兼并了负债累累的市针织器材厂，市变压器厂兼并了市重型电机厂等。所有的事实都证明，兼并后企业资产得到充分的利用，亏损变成了赢利。企业兼并能够消灭亏损企业，减少财政对企业的亏损补贴，这一功能的发现使保定市政府大受鼓舞，市政府以所有者和管理者的身份积极参与了企业兼并活动。到1988年，通过市政府的“牵线搭桥”，全市已有16家优势企业兼并17家亏损企业，安置职工3 000人，使闲置的60公顷场地和2 300多万元固定资产得到了利用，市属预算内工业企业当年经营性亏损几乎全部得到消灭。后来人们总结这种兼并方式，称之为“保定模式”。

这一阶段的并购有如下特点：(1) 企业并购数量少。企业并购行为仅限于全国少数城市的少数企业；(2) 企业并购的自发性和政府干预并存。一方面，这一阶段企业间的并购是单个企业的自发行为，一些有经营优势的企业扩张受到场地狭窄、资金和设备短缺的限制，难以形成规模生产。而另一些企业则长期亏损，负债累累，职工的工资和福利得不到保障。于是，双方都有了自愿结合的愿望。这种初始的并购，并购双方的并购意识并不明确，而是在实践中萌发了并购机制，并产生了实质上的并购行为。另一方面，政府以所有者的身份积极介入企业并购活动，从而使企业并购有明显强制性；(3) 企业并购多是在同一地区、同一行业或同一部门中进行的，只有这样才可以在企业并购的初期避开条块分割所设置的障碍，在一定程度上降低并购的难度；(4) 企业并购的动因是消灭亏损企业。各地情况表明，企业间实

行并购的最初动因和直接目的大都是为了消灭亏损企业，卸掉财政包袱，由此决定了被并购企业均为亏损企业；(5) 并购方式多为承担债务式和出资购买式。在保定市 1984—1987 年所发生的 11 例产权转让实例中，有 6 例为承担债务的方式，3 例为出资购买方式。而武汉市在这一阶段所发生的并购实例中，几乎全部是出资购买式的并购。

(二) 第一次并购高潮

这一阶段从 1987—1989 年。1987 年以后，我国政府出台了一系列鼓励企业并购的政策法规，使企业并购活动从少数城市向全国扩展，出现了第一次并购高潮。1987 年 10 月中共十三大报告明确了小型国有企业产权可以有偿转让给集体或个人。1988 年 3 月七届人大一次会议又明确把“鼓励企业承包企业，企业租赁企业”和“实行企业产权有条件的有偿转让”作为深化改革的两项措施。从此，企业并购开始进入高层决策。为了规范全国各地纷纷兴起的企业并购行为，1989 年 2 月 19 日，国家体改委、国家计委、财政部和国家国有资产管理局联合颁布了《关于企业兼并的暂行办法》，这是我国第一部有关企业并购的行政法规。《暂行办法》的出台，对企业并购活动起了积极的推动作用。据有关部门统计，到 1989 年底全国累计共有 6 226 家企业并购了 6 966 家企业，共转移存量资产 82.25 亿元，减少亏损企业 4 095 个，减少亏损金额 5.22 亿元。其中仅 1989 年共有 2 315 个企业并购了 2 559 个企业，共转移存量资产 20 亿元，减少亏损企业 1 204 个，减少亏损金额 1.3 亿元^①。

这一阶段的企业并购特点是：(i) 企业并购和产权转让活动由少数城市向全国扩展。据统计，1988 年，中国有 20 多个省、自治区和直辖市都相继出现了企业并购事例。不仅大中型城市的

^① 窦洪权主编，企业购并理论与实务，企业管理出版社，1994 年。

企业并购发展很快，一些县办企业、乡镇企业也出现了并购行为；(2) 企业并购形式由一对一的单个并购向一对多的复合并购方向发展。企业并购初期，一般都是一个优势企业并购一个劣势企业，经过一段实践后，优势企业通过并购得以发展，扩张欲望愈来愈大，出现了一个并购几个、甚至十几个企业的情况，使优势企业逐渐发展成为企业集团。如哈尔滨市轧钢厂在市政府撮合下，先后吸收本市 10 个亏损、微利企业，成立了哈尔滨钢铁公司；(3) 企业并购的范围由本地区、本行业内的企业，向跨地区、跨行业的方向发展。如首钢在大力发展钢铁主业的同时，开展跨地区、跨行业的多种经营，通过各种方式并购了 20 多家机械、船舶、电子企业，成为横跨冶金、机械、电子、建筑等行业的大型企业集团；(4) 企业并购的目标由单纯的消灭亏损企业向自觉优化经济结构方向发展，被并购企业已经不全是亏损企业；(5) 企业并购方式除承担债务式、出资购买式 and 无偿划转式以外，还出现了控股式和参股式；(6) 局部产权交易市场开始兴起，使产权转让活动逐步走向规范化。

(三) 第二次并购高潮

这一阶段从 1992 年至今。1989—1992 年，由于宏观经济紧缩，企业资金短缺，整个国民经济进入了全面治理整顿阶段，企业并购活动也步入了低谷。1992 年，我国确立了市场经济的改革方向，产权改革成为企业改革的重要组成部分，产权交易和产权市场的培育和发展愈来愈受到政府的重视，企业并购无论在规模上还是形式上都有了新的突破，企业并购的高潮又一次来临。1993 年，上海、武汉、成都等 16 个城市有 2 900 多家企业被并购和出售，转移存量资产 60 多亿元，重新安置职工 40 多万人。以上海为例，1992 年有 151 家企业被并购，到 1994 年底，被并购的企业达 508 家，涉及化工、机电、冶金、

仪表、汽车等行业，盘活资产 56.17 亿元，安置职工 25 万名^①。

伴随着产权交易市场和股票市场的发展，上市公司股权收购成为企业并购的重要形式之一。特别是从 1990 年 12 月上海证券交易所和 1991 年深圳证券交易所成立以来，中国股份制企业迅速增加，证券市场迅速发展，利用证券市场进行企业并购的事例逐渐增多。1993 年“宝延风波”拉开了中国证券市场并购的序幕，深圳宝安集团在上海证券交易所通过二级市场购买股票方式，收购了上海延中实业公司 16.8% 的上市流通股。继“宝延风波”之后，又陆续发生了深圳万科集团试图控股上海中华公司、深圳天极股份有限公司试图控股上海“小飞乐”公司、一汽集团出资 5 亿元收购沈阳金杯汽车股份有限公司等事件。中国远洋运输集团以现金收购众城实业股份有限公司的 68.3% 国家股和法人股，实现了中国远洋运输集团买壳上市的目的。这些上市公司股权收购案表明，在中国通过证券市场进行企业并购活动已经有了一定的市场基础，并且必将成为企业产权交易的重要形式之一。

【专 栏】

宝 延 风 波

1993 年国庆前后，深圳宝安集团股份有限公司在上海证券交易所大量收购上海延中实业股份有限公司的股票，以达到对延中实业股份公司的控股地位，犹如一石激起千层浪，在中国证券市场、理论界、法学界以及上市公司中引起了强烈的反响，这就是所谓的“宝延风波”。1993 年 9 月，中国证券市场一直处

^① 国有资产管理局科研所课题组：《中国企业购并市场的发展及政策建议》，《管理世界》，1997 年第 4 期，第 83～92 页。

于低迷、交投清淡、股价阴跌的状态。然而，在上海证券交易所，延中股票价格却逆势而上，9月6日延中股票价格为8.8元，9月29日价格上升为12.05元；9月30日，宝安公司正式公告，称已持有延中普通股票5%以上。由此以后，“宝安”收购“延中”之战正式拉开了序幕，顿时间，在各投机商的“追杀”下，延中股票直线狂升，最高达到每股42元。10月6日，宝安集团已持延中普通股票达19.8%，宝安集团向新闻界发布了《致延中股东及全体员工的公开信》，其称“此举证明宝安集团看好上海经济发展，看好上海金融证券市场……，我们相信，如果本公司参与延中公司的决策与经营，宝安集团将会动用股份制运作的经验，完善和加强公司的经营管理，并为延中公司注入新的活力”；还提出“本公司已根据有关法规正式向延中公司董事会提出了召开临时股东大会和查阅延中公司会计账目的要求”。同时，延中实业股份有限公司也召开新闻发布会，延中董事会指责宝安集团9月30日购买延中股票有“违规行为”，要求证券监管部门严肃查处；还指出宝安此次收购延中股票行为有联手操纵之疑，延中公司将不排除通过法律诉讼程序来维护自身利益。延中公司聘任在应付敌意收购等方面有丰富经验的施罗德集团香港宝源投资有限公司作为其顾问，一时间，“宝延收购”之战达到了“剑拔弩张”之势。为了不让“宝延事件”再度恶化，从而引发一系列问题，中国证券管理部门对此进行了大量的调查工作。1993年10月22日，中国证监会发言人就此事发表了“处理意见”。他一方面认为宝安公司在证券市场上收购延中普通股票是有效的，他说：“法人在股票市场上买卖上市公司的股票是一种市场行为。依法通过买卖上市公司的股票，从而成为某上市公司的大股东或者达到控股地位，是证券市场运作中的一种正常现象。上市公司的股权转换受市场机制的调节和控制，证券主管部门和证券交易所一般不予干预。”另一方面，他认为宝安集团在买卖延中股票的过程中存在违规行为，

未按规定履行有关文件和信息报告的及时公开义务。经研究，给予警告处分，并罚款人民币 100 万元。对于这一事件，宝安集团董事局主席曾汉雄直言不讳地说：“此事策划已有许多时日”，“我们要的是延中公司的发言权”。既然我国证券管理部门已认定宝安集团此次收购延中股权有效，1993 年 11 月 12 日，宝安集团与延中公司的高层领导协商，决定由宝安集团派二名延中公司董事，并派出一名延中公司副总经理，共创延中大业。

尽管“宝延风波”已经结束，然而人们的评论并未停止。当时中国证监会首席律师高西庆认为“宝延风波”是一件令人振奋和快慰的事情，它对中国证券法规的发展作出了历史性的贡献。北京大学教授厉以宁认为，公司股票上市以后，不是万事大吉了，如果不是始终把投资者的利益放在首位，如果企业经营不佳，那么随时都有被别人吃掉的可能，因此，股权收购行为有助于实现对股份企业经营管理的完善。中国人民大学魏杰教授认为，“宝延风波”标志着我国企业的竞争已进入了一个崭新的阶段，优胜劣汰从生产和经营领域扩展到了金融领域，实现了质的飞跃。“宝延风波”对上市公司的“老总”来说，更是反响强烈。中华企业股份有限公司总经理盛新建认为，“无论控股还是收购都是证券市场发展的必然趋势”。他还说，“这件事对我们敲响了警钟，上市公司不能股票发出、钱到手之后就不关心自己的股东。要有一种危机意识。”中纺机董事长兼总经理黄关从说：“一个企业一旦搞了股份制，就要考虑到这种可能，它是不以个人意志为转移的。”大众出租公司总经理杨国平认为，“这件事给每个上市公司吃了一副清醒剂。它提醒上市公司不能挂了股份制的牌子就高枕无忧了，看来公司的压力不仅来自经营方面，还有被兼并的压力。”应建中先生认为，“股份制改革虽然已经数年，相当一部分公司的行为方式仍然停在传统的经营管理方式上，将股份制改造作为筹资、抢优惠政策的

举动。对股份制改革，尽管国家制定了大量的政策法规，理论界作了大量有益的探索，但对社会的震动和对上市公司的促进，均不如产生了一个宝安集团意欲收购延中公司的行动来得深刻，来得使市场那样振奋。”总之，“宝延风波”的意义远远大于收购股权本身的意义。

1997年9月，中共十五大提出“以资本为纽带，通过市场形成具有较强竞争能力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团”的战略方针。在有关政府部门的积极参与下，通过并购组建了十几个大型企业集团。1997年10月，齐鲁石化公司并购淄博化纤总厂，盘活资产存量近20亿元；1997年11月，由南京地区几家特大型企业——金陵石化公司、扬子石化公司、仪化集团有限公司、南化集团公司及江苏省石油集团共同组建而成的特大型石油化工联合企业——中国东联石化集团公司，集团共有资产542亿元，净资产256亿元，职工约15万人；1997年11月，由武汉钢铁集团公司、大冶特钢集团公司、鄂城钢铁集团公司三家企业联合成立以武汉钢铁集团公司为母公司，其他两个公司为子公司的特大型企业，共有资产521亿元，职工18万人。通过并购组建大型企业，迅速扩大了生产规模，有利于企业降低成本，提高市场竞争力，也促进了产业结构的调整。

这一阶段的企业并购伴随着产权交易市场和股票市场的发展，企业并购形式更加丰富，出现了一些新的特点：

(1) 上市公司并购成为企业并购的重要形式。随着我国证券市场的建立和发展，证券市场成为公司并购重组的主战场，上市公司成为并购的主角，上市公司中发生并购重组的数量不断增加，比例不断上升。1997年，发生重组的上市公司有137家，占上市公司的18.39%；2000年，发生重组的上市公司有778家，占上市公司的71.51%。在公司重组方式中，并购是其

主要方式，占有较大比例（详见表 4-1 和图 4-1～图 4-6）。

表 4-1 1997—2000 年重组方式情况

重组方式	1997 年		1998 年		1999 年		2000 年	
	数量	比例 (%)	数量	比例 (%)	数量	比例 (%)	数量	比例 (%)
兼并收购	58	42.7	80	37.07	209	31.35	280	36.02
资产置换	5	3.78	10	4.55	51	7.63	60	7.75
资产剥离	16	11.35	37	17.21	166	24.91	195	25.05
股权转让	48	35.14	73	33.26	184	27.53	224	28.77
其 他	10	7.03	17	7.91	57	8.58	19	2.41
合 计	137	100.00	217	100.00	667	100.00	778	100.00

资料来源：《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》。

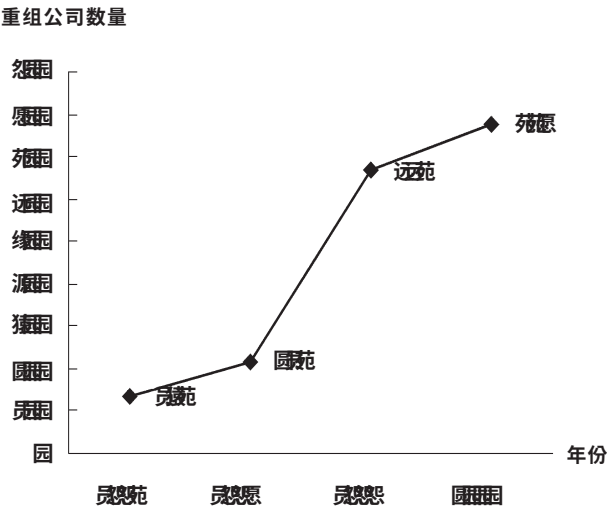


图 4-1 上市公司中重组公司的数量

(2) 外资并购成为我国企业并购的新趋势。在 20 世纪 80 年代，中国的企业并购主体基本上是国内企业，然而进入到 90 年代，一些外国资本以及港、澳、台资本开始进入中国内地的产权市场。最令人瞩目的就是所谓“中策现象”。加入 WTO 后，我

国的市场门槛变低，国际企业进入中国的成本与风险逐渐降低，活跃于全球经济中的公司群体将会长驱直入中国市场，外资并购将是外国企业进入中国市场最便捷的方式。

重组公司占上市公司
的比例 (%)

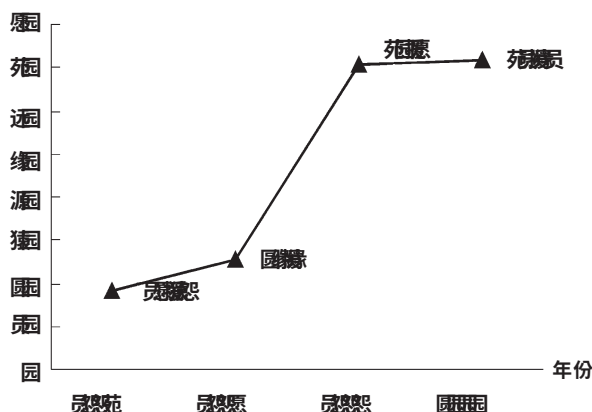


图 4-2 重组公司占上市公司的比例

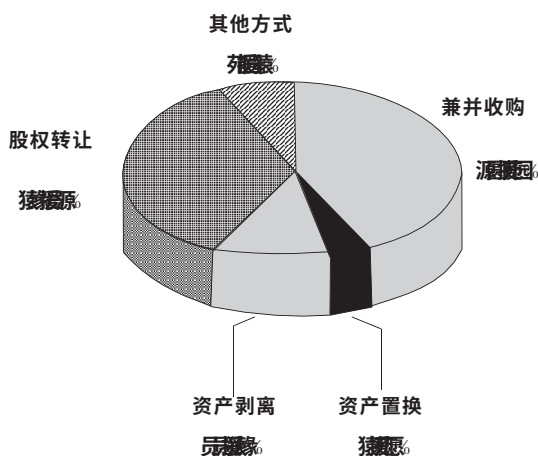


图 4-3 1997 年各类重组方式构成

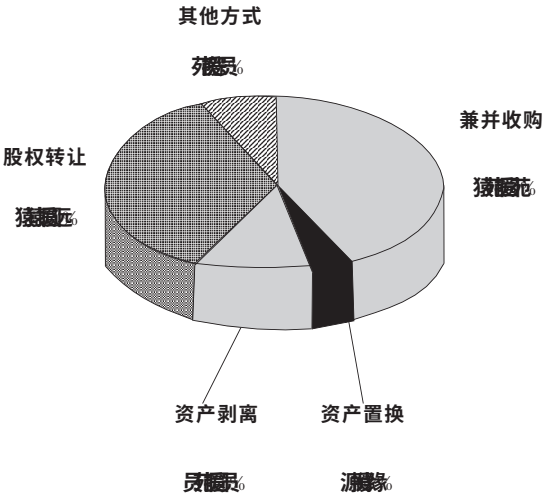


图 4-4 1998 年各类重组方式构成

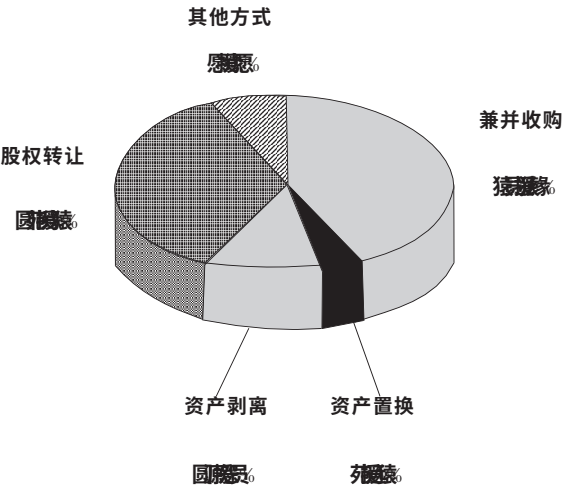


图 4-5 1999 年各类重组方式构成

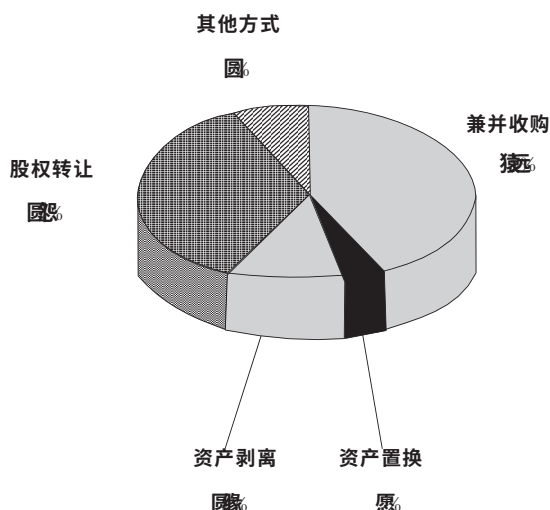


图 4-6 2000 年各类重组方式构成

【专 栏】

中 策 现 象

香港中策投资公司 (China Strategy Investment Co.) 自 1992 年起, 在不到两年的时间内筹资 30 多亿元, 以合资控股的形式收购了国内 300 多家国有企业, 这一事件在我国社会各界引起了强烈反响, 人们称之为“中策现象”。香港中策投资公司的前身是总部设在香港的红宝石公司, 它是以日资为主的在香港联交所上市的公司, 其经营业务主要是饮食业和房地产业, 经营状况不佳, 常有亏损。1991 年 6 月, 新加坡籍外商黄鸿年到香港收购了红宝石公司, 更名为香港中策投资公司, 他说是为“配合中国改革开放策略”之意。黄鸿年是印尼著名华人财团金光财团董事

长黄亦聪的次子，1962 年，年仅 12 岁的黄鸿年被其父亲送回中国就读于北京第 26 中学，1966 年毕业，随即经受了三年文化大革命和一年山西农村插队的生活洗礼，对中国社会有较深入的了解。中策公司不仅有印尼第二大财团金光财团的背景，香港李嘉诚的黄和集团、美国摩根·斯坦利投资银行、日本伊藤忠商事等财团均在中策公司拥有相当的股份，这为中策公司在国内外开展活动，提高在国际资本市场上的资信度有着相当重要的作用。

中策公司收购中国国有企业的做法通常是这样的：中策公司投入部分资金与现有国有企业整体合资，中策拥有 50% 以上的股份或以参股方式取得合资企业少数股权；在中策公司对国有企业的参股过程中，或将被参股企业并入同行业他所收购的企业集团中，或再增资上项目，由参股变为绝对控股；取得被收购企业决策权后，改组企业领导层，任命企业新的高级管理人员，转变企业经营机制，增加职工物质利益，充分调动企业职工积极性和创造性；对被收购企业的人财物等生产要素进行重新组合，优化资源配置；吸收资金、引进技术、开拓新项目、推出新产品；将被收购企业纳入海外控股公司名下，然后在海外证券交易所上市，由此筹集资金，再把资金拿到国内收购其他企业，如此循环，进行滚动收购，以扩大规模。中策公司从 1992 年 4 月—1993 年 8 月间，在短短一年多时间里斥资 4.52 亿美元，收购了 196 家国有企业，随后又收购了 100 多家国有企业，在中国建立了庞大的“企业帝国”。从中策公司投资收购国有企业的方式和动机来看，大概有以下两个特点：第一，选择某些行业效益较好的骨干企业，收购其 51% 以上的股权，使这些行业中的企业成为中策公司的控股公司，然后，中策公司再以这些控股权在海外成立一家空壳公司，并且在交易所上市。如在橡胶轮胎行业中，中策公司分别以合资方式控股收购了太原双喜轮胎公司（投入资金 499.8 万美元，拥有 55% 的股份）、杭州橡胶厂（投入 1 524.9 万美元，拥有 51% 的股份），然后，以此股份为基础，在百慕大

注册了一家“中国轮胎控股公司”，再以 ADR（存托凭证）方式增发新股在美国纽约证券交易所上市，共筹集资金 1.037 亿美元，随后又用所募资金收购了重庆、大连、银川等地的三个轮胎橡胶厂的 51% 以上的股权，其资产规模得到了迅速的扩大。在其收购的橡胶轮胎企业中，它们的经济效益都较好，其中有三家属于我国轮胎行业中 9 家定点生产企业之列。在啤酒生产行业中，中策公司收购了北京啤酒厂、杭州啤酒厂以及各地的多家啤酒厂，组建了在百慕大注册的“中国啤酒控股公司”，在加拿大多伦多证券交易所上市。第二，一揽子收购一个地区的全部国有企业，泉州为典型代表。在合资前，泉州市属国有企业 37 家，固定资产 3 亿元，占地 114 万平方米，职工 14 000 人。1992 年 8 月，中策公司与泉州市国有资产投资经营公司合资成立泉州中侨集团股份有限公司，泉州市以 37 家国有工业企业的全部厂房设备等固定资产作价投入，占总股本的 40%，中策公司出资 2.4 亿元，占有 60% 的股份。合资后的中侨公司进行了组织结构和产业结构的调整，按照行业特点和优势互补的原则重新组建企业，充分利用了闲置设备和场地，1993 年一年实现利税 5 000 万元，企业经营前景十分乐观。

(3) 我国的企业并购市场开始与国际市场接轨。我国的一批经营效益好、经济实力强的国有企业也开始到国外开展并购活动，并取得了较好的效益。如 1992 年首钢为实现企业长远发展目标收购了美国加州钢厂、秘鲁铁矿等海外企业；1993 年，华北制药股份有限公司购买了德国纽勃兰登堡一个年产 500 吨的青霉素厂。近年来，青岛啤酒、海尔集团等国内企业已走出国门，成功收购外国企业，表明我国的企业并购已开始与国际市场接轨。

三、我国企业并购的动因

我国企业并购的实践经过十多年的发展，无论是在并购规模

上还是并购形式上都有了新的突破。然而，与西方国家的企业并购相比，我国的企业并购动因有其自身的特殊性，针对实际，我国学者提出了以下一些观点。

“企业发展战略动因说”认为，根据生命周期理论，每一个企业的产品都有一个开发、试制、成熟、衰退的过程。对于生产某一主导产品的企业，它一方面可以不断开发新品种适应企业的产品生命周期，另一方面可以制定较为长远的发展战略，而企业并购就是进行产品转移的一个重要手段。与新建一个新企业相比，企业并购能克服市场“进入壁垒”，并能获得被并购企业的经验优势^①。

“利用优惠政策说”认为，我国政府为鼓励企业并购，制定了许多财税、信贷方面的优惠政策，一些企业出于利用这些优惠政策的目的，如寻求财政补贴、税收减免等而进行的企业并购^②。这一论点不仅在许多场合适用于企业，也适用于某些地方政府，这些地方政府推动地方性国有企业的并购，以利用中央政府提供的优惠政策。这些并购中有适应生产力发展需要的政府行为，也存在着借并购之名谋自身利益的行为。

“竞争优势双向转移理论”认为，企业并购的动因在于将优势企业的竞争优势“送出去”，或将被并购企业的竞争优势“拿进来”。企业并购一方面推动了竞争优势在两个（或两个以上）企业之间的相互转移，另一方面又通过两个企业之间的合并产生新的竞争优势^③。

“搞活企业机制说”认为，企业并购可以将各种有利于生产力发展的企业机制，如把民营企业机制等引入国有企业之中，使之适应市场经济环境中的竞争需要^④。该学说与“建立现代企业

① 王韬光等. 企业兼并. 上海人民出版社, 1995年。

② 邹亚生著. 企业兼并操作指导. 经济管理出版社, 1999年。

③ 郭元晔著. 资本扩张：聚变时代中权利的获得与利用. 西南财经大学出版社, 1998年。

④ 邹亚生著. 企业兼并操作指导. 经济管理出版社, 1999年。

制度说”^①有异曲同工之处,即企业并购有利于推动现代企业制度的建立,塑造与市场经济相适应的微观经济基础。“产权制度改革说”则在此基础上更进一步,认为企业并购为国有产权制度改革提供了十分有益的契机,将促进产权交易市场的形成,并对国有企业产权主体的确立产生巨大的推动作用^②。

“控制权增效说”认为,企业并购的动因在于获取公司控制权增效。即通过取得对公司的控制权,使公司的效率得到改进^③。

“企业融资说”认为,通过出让一部分国有产权的方式,获得资金,从而缓解国有企业资金短缺的现状,减轻负债率过高的压力^④。

鉴于我国国有企业的现实特点,许多学者还从政府角度出发,论述了政府推动企业并购的动因。“消灭亏损企业说”认为,政府主管部门是出于消灭亏损企业的目的而推动企业并购^⑤。

“政企分离说”认为,企业并购有利于促进政企分离,使国有企业的管理经营职能与社会职能分开,使企业真正走向市场^⑥。

“优化所有制结构说”认为,企业并购可以把不适应生产力发展要求的经济成分向能适应生产力发展要求的经济成分的资产转移,包括国有经济向非国有经济、非国有经济向国有经济以及两者内部相互之间的资产转移,以优化所有制的社会结构,创造出更高的生产效率^⑦。“收缩战略说”与“优化所有制结构说”在内容上颇为相似,“收缩战略说”主张把企业并购作为资本运作的方式之一对国有经济实行战略性重组,在经营性资产内,企

① 常修泽等. 产权交易——理论与运作. 经济日报出版社, 1995 年。

② 孙耀唯著. 企业并购谋略. 中华工商联出版社, 1997 年。

③ 刘文通著. 公司兼并收购论. 北京大学出版社, 1997 年。

④ 朱志刚著. 资产流动与产权重组. 经济科学出版社, 1995 年。

⑤ 孙福全著. 企业兼并与破产. 中国经济出版社, 1995 年。

⑥ 王文立等著. 企业重组导论. 中国经济出版社, 1996 年。

⑦ 邹亚生著. 企业兼并操作指导. 经济管理出版社, 1999 年。

业并购的方向主要是国有经济向非国有经济的资产转移^①。

“优化产业结构说”认为，长期的计划经济体制给我国经济带来的是产品结构和产业结构的不合理，而企业并购可以通过促进资源配置、盘活资产存量，使经济结构得到合理的调整^②。该学说与“优化资源配置说”^③、“盘活资产存量说”^④等在内容上大体一致。

“减轻财政负担说”认为，我国的财政补贴与国有企业赢利之间存在着一定的负相关关系，企业并购有利于甩掉国有亏损企业的包袱，减少财政补贴，进而减轻财政负担^⑤。

“参与国际经济大循环说”认为，企业并购作为推动国际经济合作、规避外国贸易壁垒的重要手段，在国际经济活动中起着十分重要的作用，也是促进国内资本市场与国际资本市场对接的重要手段^⑥。

从以上各种各样的观点看出，我国的企业并购既有来自于企业自身的内在驱动，也有政府的外在推动。但不能否认的是，十几年的实践证明，我国企业并购在推进产业结构的转换升级、优化资源配置、促进现代企业制度的建立以及加速企业的发展壮大，逐步形成一批具有较强竞争力的大型企业集团等方面发挥了很大的作用，并取得了可喜的成效。

① 吴敬琏等著：《国有经济的战略性改组》，中国发展出版社，1998年。

② 常修泽等著：《产权交易——理论与运作》，经济日报出版社，1995年。

③ 芮明杰著：《中国企业兼并的理论与操作》，上海人民出版社，1993年。

④ 邹亚生著：《企业兼并操作指导》，经济管理出版社，1999年。

⑤ 孙福全著：《企业兼并与破产》，中国经济出版社，1995年。

⑥ 朱志刚著：《资产流动与产权重组》，经济科学出版社，1995年。

第五章 横向并购 及其效应

企业并购行为分为横向并购、纵向并购和混合并购三种基本类型。对于某一企业来说，之所以在企业发展的不同时期或不同阶段进行某种类型的并购，其原因在于不同的并购类型会给企业带来不同的结果，我们把它称为并购效应。正是并购效应驱使着企业进行各种各样的并购活动。那么，各种并购类型会产生什么效应？其大小如何？从这一章开始，将分别就横向并购、纵向并购和混合并购的效应及其形成机理展开研究，并以我国上市公司的资料为例进行实证。

一、横向并购中的规模经济效应

横向并购 (Horizontal M&A) 是指两个 (或两个以上) 生产和销售相同或相似产品的企业之间的并购。纵观世界企业并购的历史,西方国家第一次并购浪潮就是以横向并购为主要形式,至今仍频繁发生,且并购规模日趋庞大。是什么原因驱使企业进行横向并购呢?从企业成长壮大的历史考察,横向并购加速了企业的发展,造就了一大批世界级的巨型企业,极大地提高了企业的规模经济水平。所以在 20 世纪 70 年代以前,西方学者大多认为追求规模经济效应是企业横向并购的重要原因,这也是我国目前较为流行的观点。^①

^① 魏冬,西方企业购并理论综述,经济学动态,1997 年第 3 期,第 67~70 页。

(一) 规模经济理论概述

1. 规模经济的定义

规模经济是企业通过扩大生产经营规模,从而实现成本下降和收益增加。日本产业组织经济学家植草益对企业规模经济作了以下定义^①:

设 q 为产量, $C(q)$ 为成本函数,如果对产量水平 q^* , 存在一个很小的正数 ϵ , 当 $1 < \delta < 1 + \epsilon$ 时有 $C(\delta q^*) < \delta C(q^*)$, 则称在产量水平 q^* 上存在规模经济, 即

$$\frac{C(\delta q^*)}{\delta q^*} < \frac{C(q^*)}{q^*}$$

这是一个关于点的规模经济定义,这个定义可以推广到区间:如果规模经济在一个产量的区间中存在,是指在这个区间的任意产量水平上都存在点的规模经济。

从规模经济的定义可以看出,规模经济的本质是关于成本的分析 and 比较。在完全竞争的市场中,企业是市场价格的接受者,由于企业利润是均衡价格 P 与长期平均成本 LAC 共同作用的结果,即 $\pi = Q(P - LAC)$ 。所以同一行业不同企业的利润差别都反映在 LAC 的高低上, LAC 曲线是一条与一组短期平均成本 SAC 曲线相切的包络曲线,随着企业规模的扩大,长期平均成本曲线如果出现下降的趋势,则存在规模经济,如图5-1中的 oq_0, q_0 是最优生产规模。

2. 工厂规模经济

对规模经济的考察通常从工厂规模经济和企业规模经济两个层次。工厂是企业的组成单位,所以对规模经济的分析首先从工厂规模经济入手。工厂规模经济主要是指在一定生产技术装备水平下,由于工厂产量规模的扩大而引起生产成本的降低。设企业的生产函数为 $q = f(X_1, X_2)$, λ 为任意值的常数, n 为自然

^① [日] 植草益著, 微观规制经济学, 中国发展出版社, 1992年, 第43页。

数,且存在着 $\lambda^n q = f(\lambda X_1, \lambda X_2)$ 的关系。

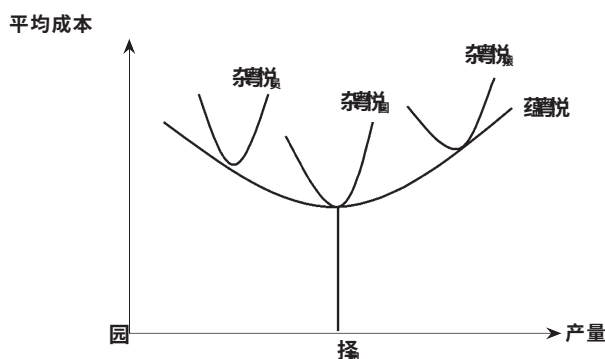


图 5-1 平均成本曲线

当 $\lambda > 1$ 时,规模收益递增,存在规模经济;

当 $\lambda = 1$ 时,规模收益不变;

当 $\lambda < 1$ 时,规模收益递减,存在规模不经济。

在图 5-2 中,纵坐标 q 表示产量,横坐标 x 表示各种投入量,从原点出发的三条曲线表示随投入量增加时产量的变化情况。由图 5-2 中曲线的倾斜方向可以判断出:曲线 0A 表示产量增加的速度大于投入量增加的速度,即规模收益递增,存在规模经济;曲线 0B 表示产量增加的速度与投入量增加的速度相等,即规模收益不变;曲线 0C 表示产量增加的速度小于投入量增加的速度,即规模收益递减,存在规模不经济。

工厂规模经济产生的根本原因是源于生产要素的特定的组合方式,即生产过程的不可分性,要素组合的不可分性主要是由于生产的技术经济条件决定的,它主要表现:作为固定资产的生产设备和设施的存在形式和技术利用的不可分性;作为执行不同分工职能并与固定资本按比例劳动分工的不可分性;生产同一产品所要求的连续工艺流程和生产方法的不可分性;最终产品物质形式及其使用性质不可分性。具体来说,工厂规模经济产生的原因有:

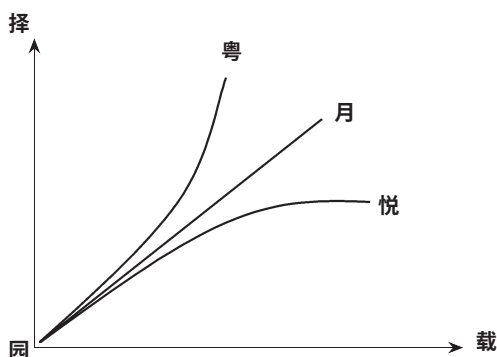


图 5-2 规模收益递增、不变与递减

(1) 技术、工艺上的原因。工厂规模的扩大必定是同不断采用更先进的工艺，使用更大型、高效率 and 专用设备相联系的，这样无疑会使单位产品的生产费用降低。这正是长期平均成本下降的原因。这种情况在钢铁、石化等产业中表现得尤为明显。

(2) 专业化分工与协作。工厂规模的扩大促进了专业化分工的产生和发展，同时也对生产的协作提出了更高的要求。关于专业化分工与协作的经济性，亚当·斯密在《国富论》中有经典的论述，“有了分工，同数劳动者就能完成比过去多得多的工作量，其原因有三：第一，劳动者的技巧因专业而日进；第二，由一种工作转到另一种工作，通常须损失不少时间，有了分工，就可以免除这种损失；第三，许多简化劳动和缩减劳动的机械发明，使一个人能够做许多人的工作。”^①

(3) 学习效果。工厂规模的扩大会导致生产劳动过程中“学习效果”的产生。学习效果是指通过反复性劳动形成的熟练性。

(4) 建设费用的经济性。工厂规模的扩大会引起工厂的机械

^① 亚当·斯密：《国民财富的性质和原因的研究（上卷）》，商务印书馆，1974年，第8页。

设备装置方面出现建设费用的经济性。

3. 企业规模经济

对于拥有多个工厂的企业而言,就应从整个企业的层次对规模经济进行分析。如果每个工厂都已达到最佳的规模 q_0 ,那么存在一个合理的工厂数量 n ,理论上企业应选择 n 数量的工厂数以使企业总平均成本最小。经济学家的研究表明,企业主要不是靠扩大工厂的规模,而是靠增加工厂的数量来进行企业扩张和发展壮大的。因为在大部分产业中,一个工厂在建设之初,其规模已经接近长期成本曲线的最低点,单一工厂的最大规模受技术制约或者说受成本因素影响,其规模经济是有界限的。正是由于单一工厂的产量不足以满足企业发展目标(如提高市场份额)的需要,所以并购的动因主要是追求企业规模经济。^①

同一企业内多工厂生产同一产品可以使企业享有企业规模经济的好处。企业规模经济的原因有:①大规模管理的利益;②大规模购入的利益;③大量销售的利益;④管理人员和技术人员的专业化使用;⑤资金供应方面的利益。^②

从规模经济的理论成因中可以看出,规模经济主要是针对同一产品或同一产业的生产经营而言。所以说,规模经济效应主要发生在横向并购中。横向并购中的规模经济效应主要来自于两个方面,一是通过并购,扩大生产经营规模,实现成本的下降和利润的增加;二是通过并购,提高企业的市场份额,增强市场支配力,从而获取更多利润。

(二) 横向并购中规模经济效益的形成机理

规模经济的本质是对成本的分析和比较,在规模经济的定义

① 林凌. 企业重组理论与实务. 国家经贸委经济干部培训中心, 1997 年, 第 189 页。

② 乔梁著. 规模经济论. 对外经济贸易大学出版社, 2000 年 6 月, 第 21 页。

中,我们把成本看作是产量的函数。假设并购企业与被并购企业生产同一种产品,企业并购前,并购企业的成本为 $C_1 = C(q_1)$,被并购企业的成本为 $C_2 = C(q_2)$ 。企业并购后的成本为 $C = C(q)$,从并购的有效性来讲,必须满足 $\frac{C(q)}{q} \leq \min \left[\frac{C(q_1)}{q_1}, \frac{C(q_2)}{q_2} \right]$,并购才是有效的,则并购能够产生 $\left\{ \frac{C(q)}{q} - \min \left[\frac{C(q_1)}{q_1}, \frac{C(q_2)}{q_2} \right] \right\} \times q$ 的规模经济效应。值得注意的是,两企业合并后的产量 q 不一定等于 $q_1 + q_2$ 。因为本行业除了有两家企业外,还有其他企业。所以下面就通过数理模型的推导和分析,对并购所产生的规模经济效应进行测度。

为了分析的方便,假定某行业有三家生产相同产品的企业:并购企业 A,其产量为 q_1 ;被并购企业 B,其产量为 q_2 ;其余的企业统称为企业 C,其产量为 q_3 。三家企业的边际成本都为 c ,固定成本为零。市场满足需求函数 $p = a - bQ$,其中 p 是产品的价格, Q 是市场的需求量, $Q = q_1 + q_2 + q_3$ 。由于市场力量相同,没有一家企业在市场上占主导地位,因而可以假定企业在选择其产量时,其他企业的产量不会因它的决策而变化,于是:

并购企业 A 的利润为: $\pi_1 = pq_1 - cq_1 = [a - b(q_1 + q_2 + q_3)]q_1 - cq_1$

被并购企业 B 的利润为: $\pi_2 = pq_2 - cq_2 = [a - b(q_1 + q_2 + q_3)]q_2 - cq_2$

企业 C 的利润为: $\pi_3 = pq_3 - cq_3 = [a - b(q_1 + q_2 + q_3)]q_3 - cq_3$

根据利润最大化原则,每个企业都要使自身的收益最大,即求解:

$$\begin{cases} \max [a - b(q_1 + q_2 + q_3) - c]q_1 \\ \max [a - b(q_1 + q_2 + q_3) - c]q_2 \\ \max [a - b(q_1 + q_2 + q_3) - c]q_3 \end{cases}$$

于是有 $q_1 = q_2 = q_3 = (a - c) / 4b$, 即当每家企业的产量都确定为 $q = (a - c) / 4b$ 时, 市场达到均衡, 各企业的利润都最大, 为 $\pi = (a - c)^2 / 16b$ 。

如果发生了并购事件, 即企业 A 并购了企业 B, 这样市场上只剩两家企业: 企业 A 和企业 C。并且这两企业的市场力量发生了变化, 企业 A 成为了市场上的主导企业。由于市场力量的均衡已被打破, 每个企业在决定产量时, 要把其他企业的反应考虑进去, 也就是说每个企业的产量会因其他企业的决策而变化。

假设市场的需求函数仍为 $p = a - bQ$, 记企业 A 的边际成本为 c_z , 产量为 q_z , 企业 C 的边际成本为 c_s , 产量为 q_s 。由于企业 C 依据企业 A 的产量来确定自己的产量, 当企业 A 的产量为 q_z 时, 企业 C 的收益函数为 $[a - b(q_z + q_s)]q_s$, 因而它的边际收益为 $(a - bq_z) - 2bq_s$ 。当边际收益等于边际成本时, 企业的利润最大。所以, 企业 C 的最优产量满足 $(a - bq_z) - 2bq_s = c_s$, 即

$$q_s = (a - c_s) / 2b - q_z / 2 \quad (1)$$

这就是企业 C 的反应函数。

企业 A 的利润为:

$$\pi_z = [a - b(q_z + q_s)]q_z - c_z q_z \quad (2)$$

将企业 C 的反应函数①代入②, 有

$$\pi_z = \{a - b[q_z + (a - c_s) / 2b - q_z / 2]\} q_z - c_z q_z \quad (3)$$

依据利润最大化标准, 对③式求 q_z 的偏导数, 有 $q_z = (a - 2c_z + c_s) / 2b$, 此时利润为

$$\pi_z = (a - 2c_z + c_s)^2 / 8b$$

现在对并购前后的利润进行比较, 在并购前, 企业 A 和企业 B 的利润为 $2 \times (a - c)^2 / 16b = (a - c)^2 / 8b$, 并购后的利润为 $(a - 2c_z + c_s)^2 / 8b$ 。从并购的有效性来讲, 有 $c_z \leq c$, 即便不考虑企业 C 的成本变化, 即 $c_s = c$, 那么 $(a - 2c_z + c_s)^2 / 8b \geq (a - c)^2 / 8b$ 也必然成立。这就是说, 并购后的利润大于并购前

的利润，这部分利润来自于企业成本的降低。

二、横向并购中规模经济效益的来源

(一) 规模经济效益的来源 I —— 成本下降

规模经济效益的来源主要表现为成本的下降，无论并购前是否达到最佳规模，这种效应都存在。

1. 并购前未达到最佳规模

假设企业 A 和企业 B 生产同一种产品，企业规模用生产能力（产量）来衡量，A、B 两个企业的技术构成相同，而且企业 A 并购企业 B 后不改变技术构成，企业 A 在并购企业 B 之前未达到最佳规模经济，企业 A 并购企业 B 之后形成的规模经济效益可以从图 5-3 中看出。

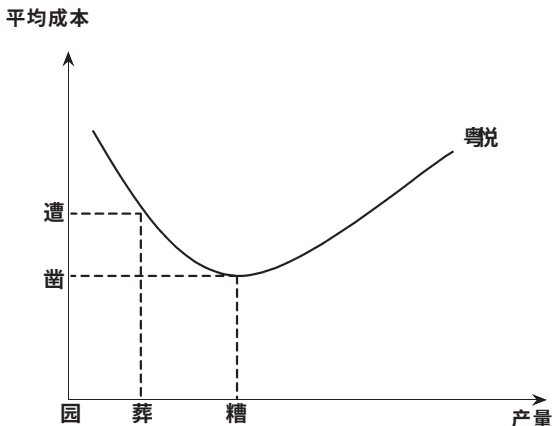


图 5-3 并购前未达到最佳规模

图 5-3 中，AC 是企业 A 的平均成本曲线， a 为企业 A 的产量， b 为平均成本。若企业 A 并购了企业 B，并购后企业 A 的产量会由 a 增加到 c ，平均成本由 b 降到 d ，这表明通过并购来扩大企业生产经营规模，既可增加产出，又可降低生产成本，这就

是企业并购的规模经济效应。

2. 并购前已达到最佳规模

如果企业 A 在并购企业 B 之前已经达到了最佳规模经济，那么企业 A 并购企业 B 能否产生规模经济效应呢？从理论上讲，企业 A 已经达到了最佳规模经济，如果技术构成和组织结构保持不变，那么，企业 A 并购企业 B 之后就会产生规模不经济，但事实上，在企业并购过程中，一般都伴随着技术结构和组织结构的调整。如果企业 A 在并购企业 B 之后，重新组合生产要素的比例结构，并通过这种重新组合来改进技术工艺和生产组织，提高企业技术构成比例，那么，企业 A 不仅可以扩大产出规模，而且可以在一定程度上改变平均成本曲线，进一步降低单位生产成本。如图 5-4 所示。

在图 5-4 中， AC_1 为企业 A 并购企业 B 之前的平均成本曲线， AC_2 为企业 A 并购企业 B 之后的平均成本曲线，从图 5-4 中可以看出，企业 A 并购企业 B 之后，产量由 a 增加到 c ，而单位成本则由 b 降到 d ，并购的规模经济效应仍然存在。

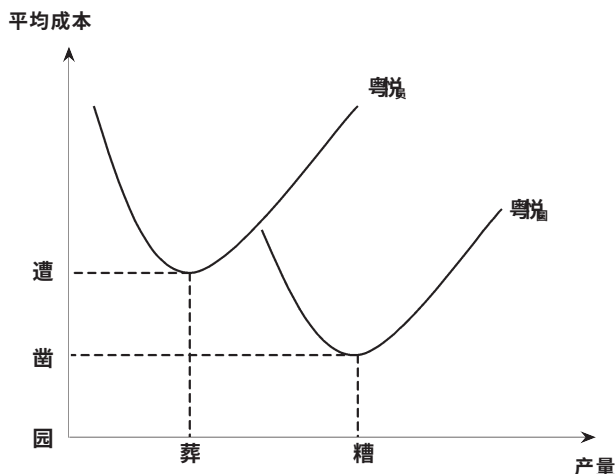


图 5-4 并购前已达到最佳规模

(二) 规模经济效应的来源 II —— 市场支配力

1. 市场支配力与利润的关系

市场支配力的大小通常用市场份额进行衡量，市场份额是企业市场上所处位置及其势力的基础，市场份额对企业的作用和意义主要是作为利润来源的基础。市场份额大就能使企业的利润额增加，利润率水平提高，在市场份额和赢利能力之间存在着一个被普遍认同的函数关系，即 $\pi = a + bM$ ，其中 π 为资本利润率， a 为市场（或行业）平均利润率， b 为利润曲线斜率， M 为市场份额。随着市场份额的提高，企业能够获得的超额利润将会增加。如果斜率越大，市场份额的提高对企业的回报就越高，企业之间对市场份额的竞争也就越激烈^①。如图 5-5 所示。

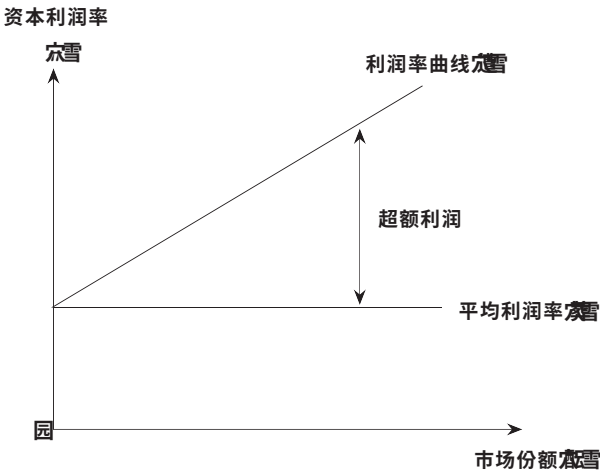


图 5-5 市场份额与利润率的关系图

^① 杨蕙馨著，企业的进入退出与产业组织政策，上海三联书店，上海人民出版社，2000 年 6 月，第 76 页。

2. 衡量市场支配力的指标

集中度是衡量某一市场 (或行业) 内企业之间市场份额分布的一个指标。市场集中度是指某一特定市场中少数几个最大企业 (通常是前 4 位或前 5 位、前 8 位) 所占有的市场份额。很明显,集中度最高的市场是只有一家企业的独家垄断。当任一市场中的企业数量大于 1 时,以下两个因素就会影响市场的集中度:一是该市场中的企业数量;二是该市场中企业市场份额的分布。所以,衡量集中度的指标必须灵敏地反映这两个因素,换句话说同时反映这两个因素的集中度指标才算是科学的。令 N 代表任一市场中的企业数量, Q 代表该市场中企业的销售量, q_i 代表第 i 个企业的销售量, $i=1,2,\cdots,N$,那么 $Q=\sum_{i=1}^N q_i$ 。再令 $S_i=\frac{q_i}{Q}\times 100\%$ 代表该市场中第 i 个企业销售量在总销售量中的百分比, S_i 被称作第 i 个企业的市场份额,可以得出 $0\leq S_i\leq 100$ 和 $\sum_{i=1}^N S_i=100$ 。

3. 衡量市场集中度的绝对法

衡量市场集中度有两种方法:一是绝对法,二是相对法。绝对法就是直接计算前几位企业的市场份额,常用的绝对法计算指标有两个:前 4 位企业的集中度系数和赫芬达尔—赫希曼指数 (Herfindahl - Hirschman index)。前 4 位企业的集中度系数 (Concentration ratio) 是将前 4 位最大企业的市场份额相加得出的,令 $S_1\geq S_2\geq S_3\geq S_4$,则 $CR_4=\sum_{i=1}^4 S_i$, $i=1,2,3,4$,取值范围是 $4/N\leq CR_4\leq 1$ 。前 4 位企业的集中度系数计算简单,能够形象地反映市场的集中状况,缺点是不能反映企业规模分布对市场集中度的影响。赫芬达尔—赫希曼指数是企业市场份额的凸函数,对企业之间市场份额的非均等分布非常敏感,该指数的定义为 $I_{HH}=\sum_{i=1}^N S_i^2$,取值范围是 $0\leq I_{HH}\leq 10000$ 。赫芬达尔—赫希曼指数的直观性较差,但却能够灵敏反映企业规模分布对集中度的影响。

尽管前 4 位企业的集中度系数存在某种程度的缺陷,但是,

由于其含义明确，计算简便，依然是比较好的衡量市场集中度和竞争程度的指标。

4. 衡量市场集中度的相对法

相对法主要采用洛伦茨曲线（Lorenz curve）和基尼系数（Gini coefficient）。

图 5-6 中，横轴是企业数量的百分比，纵轴是企业市场份额的百分比，45°线为企业规模分布的绝对平均线，亦即市场是一个均齐分布的结构（意味着 20% 的企业占有 20% 的市场份额，40% 的企业占有 40% 的市场份额），这时洛伦茨曲线将是一条 45°的对角线。右下角的 90°线为企业规模分布的绝对非平均线，亦即独家垄断。处于 45°线和 90°线之间的洛伦茨曲线代表了企业规模分布的差异，是一条向下弯曲的曲线，如图 5-6 中的阴影部分下部的曲线代表企业规模分布的差异就比 45°线的差异大，但比 90°线的差异要小。图 5-6 中的阴影部分的面积越大，企业规模分布的差异就越大。

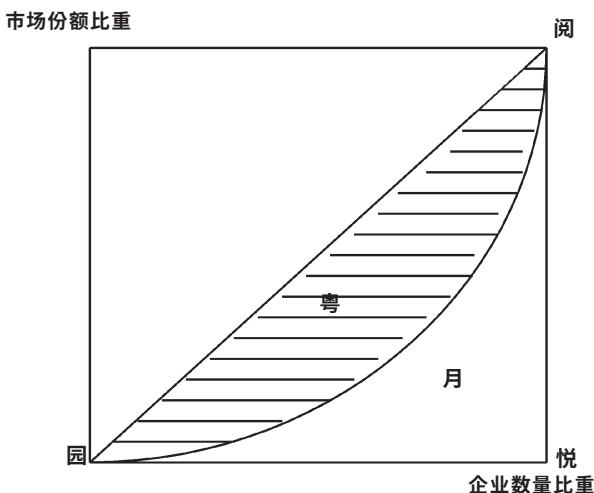


图 5-6 洛伦茨曲线

基尼系数就是洛伦茨曲线反映出来的特定市场中企业规模的差异值，这是一种常用的对不均等的度量指标。基尼系数计算的就是洛伦茨曲线与绝对平均线（45°线）所包围的面积之比，亦即 $GI = \frac{A}{A+B}$ 。基尼系数越大，企业规模的差异越大；反之，基尼系数越小，企业规模的差异则越小。理论上基尼系数的取值范围是 $0 \leq GI \leq 1$ 。洛伦茨曲线和基尼系数能够形象、直观、准确地反映企业的规模差异，其主要缺点是受企业数量的影响较大。

比较绝对法和相对法可得出如下的判断：绝对法主要反映了市场中前几家最大企业的集中度，而未能考虑到参与整个市场的企业数量和企业规模的差异程度；而相对法则主要考虑到了参与整个市场的企业规模的差异，却未能考虑到前几位最大企业对市场竞争、价格等的控制和影响。因此，两种方法各有利弊，单独一种方法都不能完全准确地反映市场中企业之间的竞争程度，将两种方法结合运用是比较全面的。

当研究具体产业的集中度时，究竟什么样的集中度才意味着一个产业既达到了规模经济又保持了有效竞争，至今仍是一个在经济理论和实践中均没有明确的答案。不仅不同产业的集中度由于产业的技术经济特点不同，而且同一产业在不同时期的集中度也会处于不断变化之中。另外，同一产业在不同的国家也会表现出不同的集中趋势，这主要是与一国的经济发展程度、经济发展阶段、市场容量等相关。

西方许多经济学家对市场集中度和利润率之间的关系作过大量实证研究。德姆塞茨（1973）研究的结论是：不同规模企业的利润率差异是由成本差异造成的，企业规模差异和进入壁垒差异归根到底反映到企业成本水平上，从而造成企业利润率的差异。德姆塞茨根据企业的资产规模将企业加以划分，并计算了集中度系数，得出的结论是当大企业的集中度系数在 60% 以上时，其

与利润率的相关性才非常显著。^①

三、横向并购与垄断

横向并购虽然扩大了企业的生产规模，降低了单位成本，提高了效率，形成规模经济。但在另一方面，并购又形成了卖方集中，增加了形成市场支配力的机会，造成了一定程度的垄断，导致社会福利的损失。于是横向并购和垄断似乎成为了不可调和的矛盾。尤其是在 1999 年 11 月美国司法部指控微软公司涉嫌垄断一案后，更引起了全世界对反垄断问题的关注。

如果并购在提高市场效率的同时，导致了集中度的提高，是否就要反垄断？如果不是，那么如何衡量两者造成的利弊？在什么情况下，并购更容易引起垄断？下面对威廉姆森的并购福利权衡模型进行理论上和数量上的分析。

威廉姆森的福利权衡模型^②就是通过比较并购带来的成本降低（效率的提高）和可能造成的市场支配力的上升（垄断力的增强）来分析并购对社会福利的影响，社会福利主要是指生产剩余与消费者剩余之和。威廉姆森的模型应用了新古典主义经济学的局部均衡福利理论，并继承了哈伯格（Harberger, 1954）的早期垄断福利损失分析的传统。

（一）并购前没有市场力量的情况

市场力量是指企业对市场的影响力。如果一个企业有能力影响市场价格，那么这个企业就具有市场力量或垄断力。价格与平均总成本之比称为市场力量指标。

^① Demsetz Harold, "Industry Structure, Market Rivalry and Public Policy", The Journal of Law and Economics, Vol.16 (1973), pp1~9.

^② 奥利弗·E·威廉姆森著，反托拉斯经济学，经济科学出版社，1999 年。

假设并购前，两个企业的平均成本为 AC_1 ，两个企业并购后的平均成本为 AC_2 ，并购前的价格为 P_1 ，由于并购前没有市场力量，所以 P_1 等于 AC_1 ，并购后的价格为 P_2 ，D 是需求曲线，如图 5-7 所示。

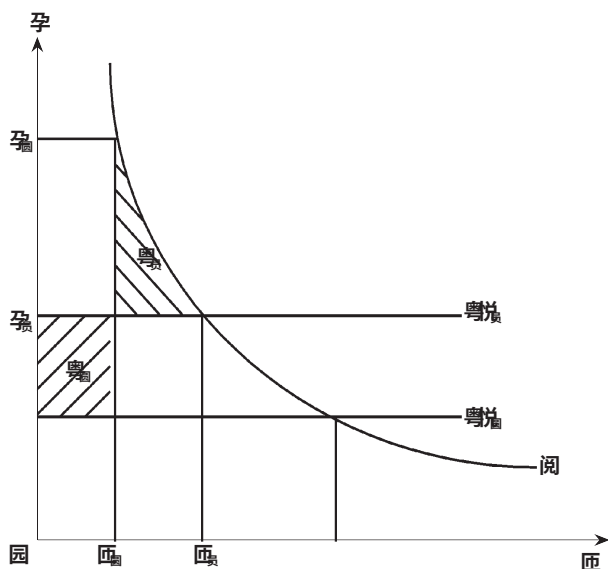


图 5-7 没有市场力量时的福利分析

企业并购后，企业节约成本，使生产者剩余增加为面积 A_2 ，由于价格提高，消费者损失面积为 A_1 ，并购的社会福利净效率为 $A_2 - A_1$ ，即

$$A_2 - A_1 = (AC_1 - AC_2) \times Q_2 - \frac{1}{2} \times (P_2 - P_1) \times (Q_1 - Q_2)$$

如果并购后没有社会福利的损失，则

$$- \Delta AC \times Q_2 + \frac{1}{2} \times \Delta P \times \Delta Q > 0$$

又因为需求弹性为： $\eta = \frac{\Delta Q/Q_1}{\Delta P/P_1}$

将这一不等式除以 $P_1 Q_1$ ，注意到 $P_1 = AC_1$ ，可以得到

$$\frac{|\frac{\Delta AC}{AC}|}{2} - \frac{1}{2} |\eta| \times \frac{Q_1}{Q_2} \times \left(\frac{\Delta P}{P_1}\right)^2 > 0$$

如果这一不等式成立，即平均成本下降的比率超过了价格上升比率的平方、需求弹性的一半和最初与最终产出比率三者的乘积，并购的净配置效应就是正的（在没有其他因素影响时）。若这一差值等于0，则并购是中性的，若不等式方向相反，则并购的效果为负。

表 5-1 显示了对应不同的需求弹性值，为了抵消价格上涨的影响所需降低的成本额。

表 5-1 对应 η 值，抵消价格上涨与成本下降百分比的关系

$(\Delta P/P) \times 100\%$ \ η	-2	-1	-1/2
5	0.26	0.12	0.06
10	1.05	0.50	0.24
20	4.40	2.00	0.95
30	10.35	4.50	2.10

例如，如果价格上升 20%，从表 5-1 中可以看到，如果 η 为 -2，则成本下降 4.4% 即可抵消价格上涨的影响，如果 η 为 -1，成本只需下降 2%，如果 η 为 -1/2，成本只需下降 0.95%。显然，相对适度的成本下降往往就能抵消相对较高的价格增长的影响，即使需求弹性的绝对值高达 2 也是如此，而 2 可能是需求弹性的上限。所以从这个意义来说，并购是有效的，而且对于需求弹性绝对值小的行业来说效果更好。

（二）并购前有市场力量的情况

假定并购前有市场力量。即 $P_1 > AC_1$ 。企业并购后的净消费者损失面积为 A_1 ，企业节约的成本即生产者剩余的增加为面积 A_2 ，生产者损失的面积为 A_3 ，并购的资源配置净效率为 $A_2 - A_1 - A_3$ ，如图 5-8 所示。

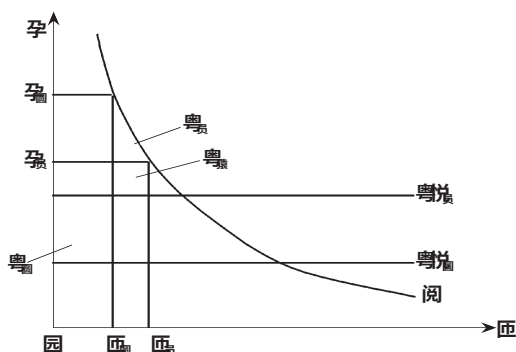


图 5-8 有市场力时社会福利的分析

$$A_2 - A_1 - A_3 = (AC_1 - AC_2) \times Q - \frac{1}{2} \times (P_2 - P_1) \times (Q_1 - Q_2) - (P_1 - AC_1) \times (Q_1 - Q_2)$$

令 $k = P_1/AC_1$ ，若没有市场效率损失，则

$$- \Delta AC \times Q_2 + \frac{1}{2} \times \Delta P \times \Delta Q + (k - 1) \times AC_1 \times \Delta Q > 0$$

化简可得：

$$\frac{|\Delta AC|}{AC_1} - \left[\frac{1}{2} k \left(\frac{\Delta P}{P_1} \right) + (k - 1) \right] |\eta| \frac{\Delta P Q_1}{P_1 Q_2} > 0$$

k 一般应在 1.00 到 1.10 之间，表 5-2 显示了在需求弹性和 k 为 1.05 和 1.10 时，为抵消价格上涨所需降低的成本百分比。

表 5-2 对应 η 值和 $k=1.05$ 与 $k=1.10$ ，抵消价格上涨与成本下降百分比的关系

$(\Delta P/P) \times 100\%$	$\eta = -2$		$\eta = -1$		$\eta = -0.5$	
	$k = 1.05$	$k = 1.10$	$k = 1.05$	$k = 1.10$	$k = 1.05$	$k = 1.10$
5	0.78	1.31	0.38	0.64	0.19	0.31
10	2.15	3.26	1.03	1.55	0.50	0.76
20	6.82	9.23	3.10	4.20	1.48	2.00
30	14.28	18.27	6.21	7.95	2.90	3.57

(三) 结论

从表5-1和表5-2可以看出,无论并购前存在市场力量与否,较小的成本下降即可抵消较大的价格上涨。虽然分析结果也显示市场力量越大,需要更大的成本下降来抵消价格上涨带来的福利损失,但以较小的成本下降即可抵消较大的价格上涨的总趋势依然没变。

四、我国企业横向并购中规模经济效应的实证分析

以上从理论的角度分析了横向并购中的规模经济效应,下面以我国上市公司的并购事件为例,对企业并购中规模经济效应进行实证研究。

(一) 样本选择及数据来源

目前我国尚无专门的企业并购统计资料,对并购事件也没有系统全面的统计。我们通过检索1997—2001年《中国证券报》公布的“上市公司重组事项总览”以及《上海证券报》公布的“上市公司重组数据库”等资料,从中选择发生并购事件的公司作为样本,并根据其发生年度及并购类型进行了归类,如表5-3所示。各样本公司的财务数据来自于《中国证券报》、《上海证券报》公布的年报以及中国金融证券期货报刊信息检索系统(<http://www.cnnewspaper.com>)、中国上市公司资讯网(<http://www.cnlist.com>)等。

表 5-3 样本数目及分布

年份	1997	1998	1999	2000	2001	合 计
并购类型						
横向并购 (件)	21	30	35	38	29	153
纵向并购 (件)	8	4	11	13	6	42
混合并购 (件)	8	10	16	24	12	70
合 计	37	44	62	75	47	265

(二) 研究方法及指标设置

西方学者对企业并购效应的实证,一般是用股票的价格波动所产生的累计非正常收益(Cumulative Abnormal Return)分析方法,该方法主要检验发生并购事件的企业普通股收益是否高于根据市场风险和收益关系所测算的预测值。基于这种方法所进行的经验研究,都力图检验并购事件是否给并购双方带来正的收益增量或非正常收益,实际上是衡量公司并购对股票价值的影响,即用股票非正常收益来检验并购活动对股票投资效率的影响。^①

我国目前的资本市场很不完善,投机性极强,内幕交易、庄家操纵、信息虚假等现象比较普遍,股票价格不能反映企业的真实价值,所以该方法不一定适用。虽然国内也有不少学者采用非正常收益分析方法对上市公司的并购绩效进行了研究^②,然而,我国证券市场的有效性(即股票价格能否真实反映公司价值的相关信息)检验尚未得到确认。^③因此,西方学者广为使用的实证方法,不一定适合我国的实际,不能用来检验我国公司并购的效应。我们认为,利用公司的财务指标,通过对财务指标变化的分析和比较,来对并购效应进行检验,是一种比较现实和可行的方法。

规模经济的本质是对成本的分析和比较,横向并购中的规模经济效应主要来自于生产成本的降低和市场支配力的增强,由于无法直接获取成本的数据资料,所以我们用主营业务收入、主营

① 殷醒民著,《企业购并的金融经济学解释》,上海财经大学出版社,1999年。

② 冯根福,吴林江,《我国上市公司并购绩效的实证研究》,《经济研究》,2001年第1期,第54~68页。

洪锡熙,沈艺峰,《公司收购与目标公司股东收益的实证分析》,《金融研究》,2001年第3期,第26~33页。

余光,杨荣,《企业购并股价效应的理论分析和实证分析》,《当代财经》,2000年第7期,第70~74页。

③ 吴世农,《中国证券市场的效率分析》,《经济研究》,1996年第4期。

业务利润及主营业务利润占主营业务收入的比重等财务指标来间接反映成本的变化，为此设置以下指标：

(1) 主营业务收入和主营业务利润的增长率。通过比较并购后主营业务收入和主营业务利润增长率的大小，从中可以反映出成本的升降变化，如果主营业务利润增长率大于主营业务收入增长率，说明成本有下降趋势，相反，如果主营利润增长率小于主营收入增长率，说明成本有上升趋势。

(2) 主营业务利润占主营业务收入的比重。从主营业务利润占主营业务收入比重的变化上也可以反映出成本升降的幅度，如果主营业务利润占主营业务收入比重的变化率明显大于零，说明成本的降低明显；如果主营业务利润占主营业务收入比重的变化率小于零，说明成本上升；如果主营业务利润占主营业务收入比重的变化率趋于零，则说明成本变动不显著。

(3) 每股收益和净资产收益率。用以综合反映并购后企业经营业绩和赢利能力的变化。

(三) 实证结果与检验

1. 描述性统计结果

为了能动态反映公司并购后各项指标的变化情况，我们把并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后二年、并购后三年作为一个时间系列进行考察。利用样本中 1997—2001 年的 153 件横向并购事项，对上述指标进行了统计，结果如表 5-4 所示。

表 5-4 财务指标统计表

时 期 指 标		并购前 1 年	并购当年	并购后 1 年	并购后 2 年	并购后 3 年
样本数 (件)		153	153	124	86	51
主营收入增 长率 (%)	均 值	20.26	30.32	25.69	12.26	14.03
	标准差	68.23	55.11	85.80	40.96	36.71

(续)

时 期		并购前 1 年	并购当年	并购后 1 年	并购后 2 年	并购后 3 年
指 标	均 值	20.51	32.85	25.34	20.43	21.87
	标准差	76.36	86.29	59.55	49.78	52.20
主营利润占 收入的比重 (%)	均 值	27.98	28.66	27.30	28.93	28.03
	标准差	16.56	16.27	15.19	15.06	14.37
每股收益 (元/股)	均 值	0.23	0.27	0.23	0.22	0.18
	标准差	0.19	0.21	0.29	0.21	0.15
净资产收益 率 (%)	均 值	9.87	10.11	9.01	7.95	6.61
	标准差	9.02	8.32	8.38	11.28	4.88

(1) 从主营收入和主营利润的增长率变化来看,通过比较主营收入增长率和主营利润增长率的变化幅度,主营利润增长率大于主营收入增长率(见图 5-9),反映了成本有下降的趋势,说明在一定程度上规模经济效应是存在的。

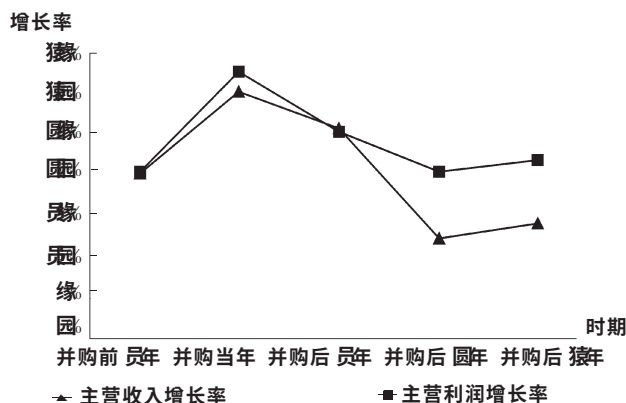


图 5-9 主营收入和主营利润增长率的变化趋势

(2) 从主营利润占主营收入比重的变化来看,并购后第 2 年

与第 1 年相比略有上升,但并购后第 3 年又下降。通过对并购前后的这种变化进行显著性检验,结果显示为零,说明成本下降不明显,横向并购中的规模经济效应并不显著。

(3) 从并购后的经营业绩和赢利能力的变化来看,每股收益和净资产收益率从并购后第 1 年开始都有不同程度的下降,说明并购没有带来企业经营业绩和综合赢利能力的提升,这说明横向并购虽然在一定程度上降低了生产成本,但可能又增加了其他成本(如组织成本),使企业整体的经营业绩和赢利能力下降。

各指标的统计描述结果都显示,样本均值的标准差很大,全距(最大值与最小值之差)更甚,表明各样本公司间存在巨大反差,有的公司并购后主营收入、主营利润、主营利润占主营收入的比重、每股收益和净资产收益率等各项财务指标大幅增长,而有的公司并购后则大幅下滑,说明样本公司中的个体差异大。

2. 模型的构建及实证检验

为了更进一步对并购前后公司的规模经济效应进行比较,必须构建一个效应得分模型将以上五个指标压缩出一个综合得分。目前较为理想的、客观的综合评价方法是因子分析法,这种方法的核心是对所设置指标进行因子分析并提取因子变量,通过计算每个因子的方差贡献率与得分,再以每个因子的方差贡献率为权数与该因子的得分乘积的和构造综合得分模型。模型构建过程为:

首先,计算各因子得分,其方法是:

通过对所观测的指标(变量)进行因子分析,得出可用公共因子和特殊因子表示的变量模型,即:

$$x_1 = a_{11}y_1 + a_{12}y_2 + a_{13}y_3 + \Lambda + a_{1m}y_m + \epsilon_1$$

$$x_2 = a_{21}y_1 + a_{22}y_2 + a_{23}y_3 + \Lambda + a_{2m}y_m + \epsilon_2$$

$$x_3 = a_{31}y_1 + a_{32}y_2 + a_{33}y_3 + \Lambda + a_{3m}y_m + \epsilon_3$$

$$\vdots$$

$$x_n = a_{n1}y_1 + a_{n2}y_2 + a_{n3}y_3 + \Lambda + a_{nm}y_m + \epsilon_n$$

式中 $x_1, x_2, x_3, \Lambda, x_n$ 为变量, a_{ij} ($i = 1, 2, 3, \Lambda, n, j = 1, 2, 3, \Lambda, m$) 为因子载荷系数矩阵, $y_1, y_2, y_3, \Lambda, y_m$ 为公共因子, $\varepsilon_1, \varepsilon_2, \varepsilon_3, \Lambda, \varepsilon_n$ 称为特殊因子, 是 x_i 所特有的因子, 只对 x_i 起作用。

同样地, 也可以把公共因子表示为变量的线性组合, 即:

$$y_1 = b_{11}x_1 + b_{12}x_2 + b_{13}x_3 + \Lambda + b_{1n}x_n$$

$$y_2 = b_{21}x_1 + b_{22}x_2 + b_{23}x_3 + \Lambda + b_{2n}x_n$$

$$y_3 = b_{31}x_1 + b_{32}x_2 + b_{33}x_3 + \Lambda + b_{3n}x_n$$

$$\vdots$$

$$y_m = b_{m1}x_1 + b_{m2}x_2 + b_{m3}x_3 + \Lambda + b_{mn}x_n$$

式中 $y_1, y_2, y_3, \Lambda, y_m$ 称为因子得分函数, b_{ji} ($j = 1, 2, 3, \Lambda, m, i = 1, 2, 3, \Lambda, n$) 为旋转后的因子载荷系数矩阵的转置。

然后, 计算权重 (方差贡献率)。从因子载荷矩阵的统计意义来说, 因子载荷矩阵第 j 列各元素的平方和就表示第 j 个公共因子 y_j 对于每一个变量 $x_1, x_2, x_3, \Lambda, x_n$ 所提供的方差的总和, 称为公共因子 y_j 对 $x_1, x_2, x_3, \Lambda, x_n$ 的方差贡献。记第 j 个公共因子的方差贡献为 σ_j^2 , 方差贡献率为:

$$w_j = \frac{\sigma_j^2}{\sum_{j=1}^m \sigma_j^2} \quad (j = 1, 2, 3, \Lambda, m)$$

最后, 根据因子得分与方差贡献率, 得出综合得分模型为:

$$F = \sum_{j=1}^m w_j Y_j$$

鉴于不同指标的单位不同, 量纲不同, 有的指标数值很大, 有的又很小, 这样在计算方差贡献率时往往突出了大数值指标的作用, 而相对压低了小数值指标的权重^①。为了消除由于指标单位不同而

① 王学仁编. 经济学中的统计方法. 科学出版社, 2000年。

可能带来的不合理影响,我们对原始指标数值进行了标准化处理,具体方法是进行标准差标准化,即:

$$x_i^* = \frac{x_i - E(x_i)}{\sqrt{Var(x_i)}} \quad (i = 1, 2, 3, \Delta, n)$$

利用 SPSS 统计分析软件,我们以主营收入增长率、主营利润增长率、主营利润占主营收入的比重、每股收益、净资产收益率五个指标分别对并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后二年和并购后三年进行因子分析,根据因子得分和方差贡献率,得出以下各期的综合得分模型:

并购前一年的综合得分模型为:

$$F_k^{-1} = 0.4227 Y_{k1} + 0.3163 Y_{k2} + 0.1238 Y_{k3} + 0.0819 Y_{k4} + 0.0553 Y_{k5} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 153)$$

式中 Y_{kj} 表示第 k 个样本公司第 j 个公共因子的得分 (下同)。

并购当年的综合得分模型为:

$$F_k^0 = 0.5001 Y_{k1} + 0.3028 Y_{k2} + 0.1604 Y_{k3} + 0.0327 Y_{k4} + 0.0040 Y_{k5} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 153)$$

并购后一年的综合得分模型为:

$$F_k^1 = 0.6179 Y_{k1} + 0.2261 Y_{k2} + 0.1003 Y_{k3} + 0.0458 Y_{k4} + 0.0099 Y_{k5} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 124)$$

并购后二年的综合得分模型为:

$$F_k^2 = 0.5416 Y_{k1} + 0.2009 Y_{k2} + 0.1183 Y_{k3} + 0.1013 Y_{k4} + 0.0379 Y_{k5} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 86)$$

并购后三年的综合得分模型为:

$$F_k^3 = 0.4828 Y_{k1} + 0.3752 Y_{k2} + 0.1254 Y_{k3} + 0.0134 Y_{k4} + 0.0032 Y_{k5} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 51)$$

根据以上五个综合得分模型,可以计算出各样本公司并购各期的综合得分,利用得分差值对并购前后的效应进行检验,

检验的方法采用配对样本 t 检验,通过对并购前后 F 差值之间的差异进行检验,来判断并购效应是否显著。检验结果如表 5-5 所示。

表 5-5 综合得分差值的均值检验和正值比率

F 差值	$F^0 - F^{-1}$	$F^1 - F^{-1}$	$F^1 - F^0$	$F^2 - F^{-1}$	$F^2 - F^0$
样本容量	153	124	124	86	86
均值	0.2107 (0.0835) ^b	0.0469 (0.6301)	-0.2483 (-2.1029) ^b	0.0852 (1.0721)	-0.1583 (-1.2211)
正值比率	0.6405	0.6048	0.5887	0.5814	0.4884
F 差值	$F^2 - F^1$	$F^3 - F^{-1}$	$F^3 - F^0$	$F^3 - F^1$	$F^3 - F^2$
样本容量	86	51	51	51	51
均值	-0.1649 (-1.9732) ^a	0.1366 (1.1843)	0.0621 (0.6218)	0.0805 (0.8729)	-0.0052 (-1.9836) ^a
正值比率	0.5349	0.6275	0.5490	0.6078	0.5098

注： F^{-1} 、 F^0 、 F^1 、 F^2 、 F^3 分别表示并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后二年、并购后三年样本公司的综合得分；均值一行括号里的数为 F 差值的配对样本 t 检验值， a 、 b 分别表示双侧检验在 10%、5% 的显著水平下显著；正值比率是指综合得分差值为正的样本公司数占全部样本的比率。

如果以并购前一年为对比期，并购当年、并购后一年、并购后二年、并购后三年与并购前一年的得分差值均为正数，说明并购后业绩都有所提高，但幅度有差异。从并购当年与并购前一年相比的情况看，其得分差值的均值为 0.2107，同时 t 检验也显示在 5% 的显著水平下显著，表明并购当年的效应较为明显。从并购后一年、并购后二年、并购后三年的情况看，虽然业绩各有不同幅度的上升（得分差值的均值分别为 0.0469、0.0852、0.1366），但 t 检验值都不大，难以判断业绩提升的显著性。为了更详尽地反映并购后各年的业绩变化，我们把 $F^0 - F^{-1}$ 、 $F^1 - F^{-1}$ 、 $F^2 - F^{-1}$ 、 $F^3 - F^{-1}$ 作为一个动态系列加以考察，图 5-10 显示出并购当年业绩大幅上升，并购后一年下降，之后又呈现上

升趋势，但升幅皆低于并购当年。

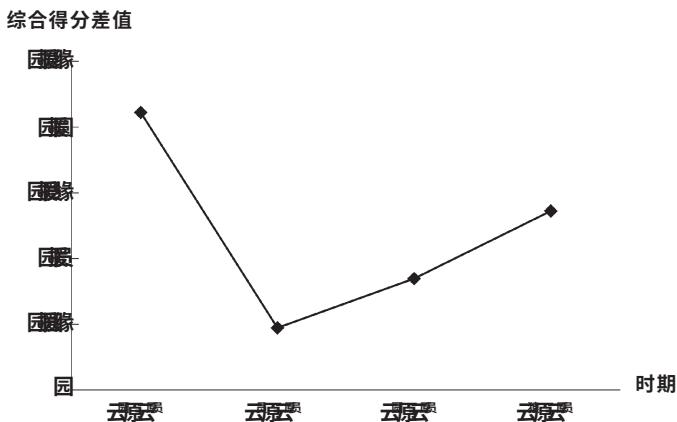


图 5-10 并购后各年与并购前一年的综合得分差值的变化趋势

图 5-10 虽然显示出并购后一年开始的综合得分差值呈现上升趋势，但如果具体分析并购后各期，所反映出的情况就比较复杂。并购后第一年与并购前一年相比，综合得分差值虽是正值，但无法通过显著性检验，而并购后一年与并购当年相比，综合得分差值的均值却为 -0.2483 ，并且在 5% 的显著水平下通过了 t 检验，表明并购后一年公司业绩显著下滑。并购后第二年若分别与并购前一年、并购当年和并购后一年相比，也表现出一种逐年下降的趋势，而且并购后第二年与上一年的综合得分差值为 -0.1649 ，在 10% 的显著水平下异于零。并购后第三年的情况与并购后第二年相类似（如图 5-11、图 5-12 所示）。

图 5-13 反映了各时期样本公司中综合得分差值为正值的比例，也就是通过并购经营业绩有所改善的公司比例。以并购前一年为对比期，并购当年有 63.87% 的公司业绩有所提升，并购后第一年该比例下降为 60.42%，并购后第二年再下降到 56.81%，并购后第三年则上升到 67.38%，超过了并购当年。

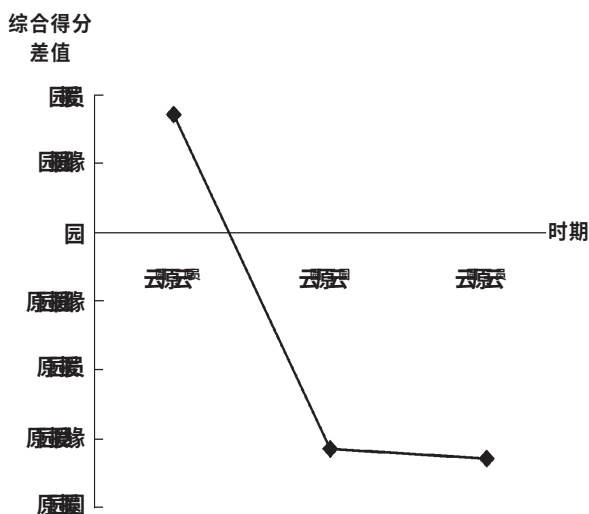


图 5-11 并购后第二年综合得分差值的变化趋势

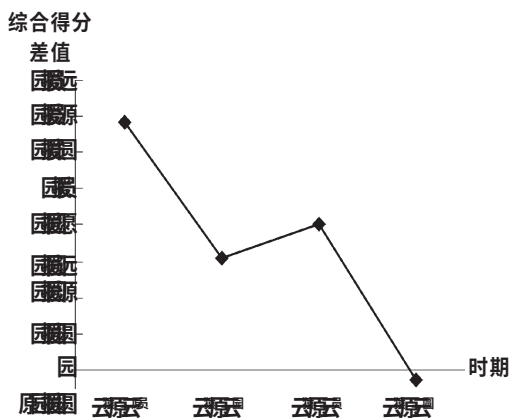


图 5-12 并购后第三年综合得分差值的变化趋势

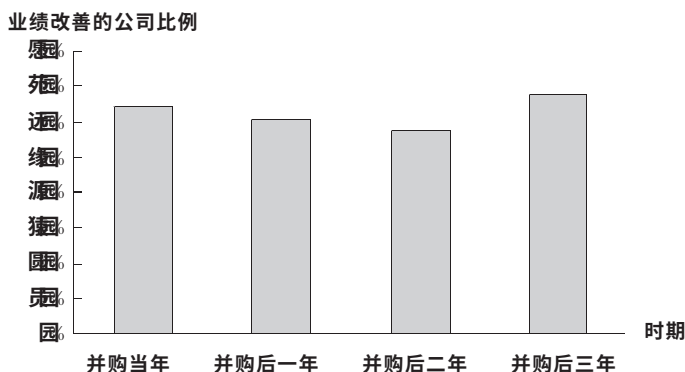


图 5-13 业绩改善的公司比例 (以并购前一年为对比期)

(四) 实证结论及原因分析

通过实证结果，得出的基本结论是：总的来说，我国上市公司的横向并购中存在规模经济效应，这种效应在并购当年较为显著，从并购一年后的动态考察，则是有大有小，但实证结果很难判断其效应的显著性。究其原因，主要是：

(1) 我国上市公司中报表性并购的现象较为普遍和严重，即借并购之名，通过对财务报表中相关项目的调整，改变公司的债务结构和资产结构，或通过调整资产负债表中的项目实现利润表上的赢利目标，其目的是为了达到配股资格并争取配股。另一方面也说明缺乏对并购后的经营整合与管理整合，或整合力度不够，没有实现优势资源和管理效率的共享与转移，在规模扩大同时，成本降低不明显，规模经济效应没有得到充分实现。

(2) 我国的企业并购受政府行政干预过多，政府行为取代了企业行为，致使企业并购行为和动机发生了扭曲。在市场经

济条件下,企业并购完全是企业的自主行为,是企业出于自身利益的考虑,为寻求企业发展和扩张的一种战略决策。但我国国有企业的终极所有者是国家,政府代表国家行使国有企业的所有权职能。在实际的经济行为中,政府众多部门都在行使国有企业的的所有权职能,但又没有一个政府部门具体承担国有企业财产的责任,这种产权管理的状况造成企业并购主体的混乱,正是由于这个原因,各级政府主管部门出于消灭亏损企业的目的,让一些优势企业并购同行业的亏损企业^①。对并购企业来说,并非意愿,也非企业的自主行为,甚至是给企业增添了包袱和负担,在这种情况下,所期望的并购效应是很难实现的。

(3) 企业并购规模偏小,也是规模效应不显著的一个原因。并购规模通常用并购交易金额占并购企业资产总额的比重来衡量。表 5-6 显示了样本公司并购额占资产总额比重的分布情况,并购额占资产总额比重的样本均值为 7.85%,最小值为 0.06%,最大值为 47.12%。有 52.5% 的公司并购额占资产总额比重在 5% 以下,而这一比值大于 20% 的公司仅为 10.8%。

表 5-6 样本公司并购额占资产总额比重的分组资料

组 别 \ 指 标	频 数	频 率 (%)	累计频率 (%)
5% 以下	80	52.5	52.5
5% ~ 10%	30	19.7	72.2
10% ~ 20%	26	17.0	89.2
20% 以上	17	10.8	100.0
合 计	153	100.0	—

注:均值 = 7.85%, 最小值 = 0.06%, 最大值 = 47.12%。

^① 孙福全著,《企业兼并与破产》,中国经济出版社,1995 年。

为了进一步分析横向并购与规模经济效应的相关性，我们以并购规模，即并购交易额占资产总额比重作为自变量，主营收入增长率的变化率、主营利润增长率的变化率、主营利润占主营收入比重的变化率分别作为因变量，进行了相关性检验，结果如表 5-7 所示。

表 5-7 模型建立与检验统计

Dependent	Mth	R	d. f.	F	b ₀	b ₁	b ₂
主营收入增长率的变化率	LIN	0.837	152	12.92	0.351	0.026	
	QUA	0.837	151	9.08	0.894	0.023	0.011
主营利润增长率的变化率	LIN	0.801	152	13.05	0.458	0.009	
	QUA	0.801	151	15.28	1.237	0.006	0.005
主营利润占主营收入比重的变化率	LIN	0.894	152	23.05	6.782	0.285	
	QUA	0.894	151	20.38	4.624	0.206	0.138

注：LIN 模型的一般式为： $Y = b_0 + b_1X$

QUA 模型的一般式为： $Y = b_0 + b_1X + b_2X^2$

X 为并购交易额占资产总额比重，Y 分别为主营收入增长率的变化率、主营利润增长率的变化率、主营利润占主营收入比重的变化率。

回归结果显示，无论是采用直线回归还是曲线回归，并购额占资产总额比重与主营收入增长率的变化率、主营利润增长率的变化率、主营利润占主营收入比重的变化率都呈正相关关系。由于并购交易金额相对于企业资产总额来说比重不大，即便有效应，但就整个企业来考察，其影响并不大，所以其并购效应也就不显著。

值得一提的是，虽然实证结果显示的规模经济效应不大，但从宏观的角度观察，我国目前行业的集中度相对于世界其他国家的水平来说非常低（见表 5-8 和表 5-9），行业规模经济效应的潜力应该还是比较大的。因此，进一步促进横向并购的开展，优化产业组织结构，在各行业形成一批具有较强竞争力的企业集团，是我国近期企业并购的主要目标。

表 5-8 宝钢与世界钢铁业大公司产业集中度的比较 (1999 年)

单位:万吨

企业名称	所在国	企业产量	所在国产量	集中度 (%)
宝 钢	中 国	986.4	11458.8	8.6
新日铁	日 本	2684	10165	26.4
浦 项	韩 国	2343	3677	63.7
蒂 森	德 国	1585	4205	37.6
英 钢	英 国	1574	1760	89.4
于一齐	法 国	1550	1810	85.6

资料来源:《中国钢铁工业年鉴》2000 年。

表 5-9 中国与美国集中度 (CR4) 的比较

单位: %

部 门	美 国	中 国
汽车工业	97	17
卷烟业	90	15
发电机制造	84	62
平板玻璃	78	17
啤酒和饮料	77	10
肥皂和洗涤剂	60	15
合成橡胶	49	10
棉织业	41	3
水泥	31	3

注:美国数据为 1982 年,中国数据为 1984 年。

资料来源:转引自乔梁著《规模经济论》,对外经济贸易大学出版社,2000 年 6 月,第 105 页。

第六章 纵向并购及其效应

一、纵向并购的动因

纵向并购 (Vertical M&A) 是指处于同种产品不同生产阶段上的企业之间的并购, 其结果就是纵向一体化或垂直一体化。当纵向并购沿着原有生产的投入或原材料供应链方向发生时称为后向并购; 当纵向并购沿着产出链方向发生时, 称为前向并购。如图 6-1 所示。

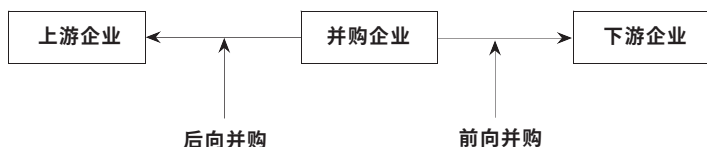


图 6-1 纵向并购示意图

纵向并购的实质在于以企业内部分工替代了社会分工, 从而上下游两个环节之间的关系不再是原先的市场交易关系, 而是转变为企业内部关系。如图 6-2 所示, 并购企业与被并购企业之间在发生并购之前是市场交易关系, 在并购之后则成为企业的内部交易关系。

纵向并购发生的动因, 就是通过将市场交易关系转变为内部交易关系, 节约交易成本, 寻求交易费用效应。

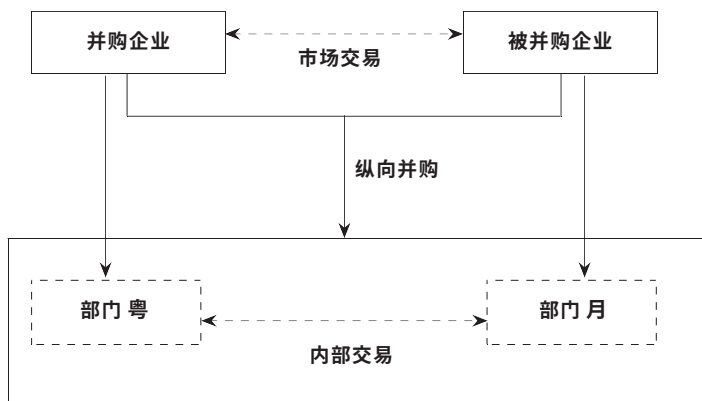


图 6-2 纵向并购过程

二、纵向并购效应的形成机理 ——交易角度的分析

(一) 交易和交易费用

最早系统和深入地对“交易”界定的是康芒斯 (Commons, 1934)，在其《制度经济学》中，康芒斯在对“交易”和“交换”进行比较的基础上认为，交易不是实际“交货”那种意义上的“物品的交换”，而是人与人之间对物质的东西未来所有权的让与和取得。康芒斯将交易作为经济分析的基本范畴，并将交易理解为人與人之间的权利关系。交易范畴一方面使人与人之间的经济关系具体化了，另一方面使人与人的经济关系，例如市场上的买卖、企业中的管理与服从、政府与居民之间的征税与纳税等关系更一般化了，从而为经济中研究人与人之间的经济关系提供了可以运用的概念。但是，康芒斯的交易是不需要付出成本的交易，这就与经济现实中的交易大相径庭了。

新制度经济学派的主要代表人物罗纳德·科斯 (Ronald H.

Coase)于1937年发表的题为《企业的性质》一文中认为交易是有成本的。在科斯看来,经济资源的配置机制是二元的,既可以通过价格即市场机制来进行配置,也可以通过组织即企业自身来进行配置。“在企业之外,价格变动指挥生产,它是由一系列市场上的交易来协调的,而在企业之内,这种市场被取消,复杂的市场结构连同交换被企业家这种协调者所取代,企业家指挥生产”。企业组织的存在是因为“利用价格机制是有成本的”^①,这种成本就是交易成本或交易费用(Transaction Costs),它至少包括两项内容:(1)发现贴现价格的成本。市场价格是不确定的,对企业来说是未知的,要将不确定变为确定,将未知变为已知,企业是要付出成本的;(2)谈判和履约的成本。市场行为主体之间是有冲突的,为克服冲突就需要谈判、缔约并付诸法律形式,要建立企业间的这种有序的联系就需要支付费用。

继科斯之后,威廉姆森(1985)对交易费用作了进一步的界定,他将交易费用区分为“事前的”和“事后的”两类。所谓事前的交易费用,是指“起草、谈判、落实某种协议的成本”。所谓事后的交易费用,是指交易已经发生后所产生的成本,它可以有多种形式:(1)当事人想退出某种契约关系所付出的成本;(2)交易者发现事先确定的价格有误而需要做出调整所支付的费用;(3)当事人通过法律或政府解决他们之间的冲突所付出的成本;(4)交易者为确保交易关系长期化和连续性所支付的费用,等等。自20世纪70年代以来,随着新制度经济学的兴起,交易费用范畴被广泛地应用于外部性、产权结构和安排、委托代理、集体行动、寻租行为、经济体制比较等诸多研究领域。对于交易费用的客观存在,人们已不再否认。

(二) 纵向并购中交易费用效应产生的原因

在市场经济中,企业不仅仅是商品的生产单位,而且还需要在产前、产后进行大量的交易活动,这些交易活动除了包括投入

^① 罗纳德·H·科斯(Ronald H. Coase).《企业、市场和法律》.上海三联书店,1990年。

产出品的采购、销售、包装、调运、保管、储存等活动外，也包括与此相关的信息收集和传播、客户的搜寻和联系、业务洽谈、合同签订和履行等活动，而这些活动本身是必须支付一定费用的。按照科斯的观点，企业和市场是两种不同而又可相互替代的交易体制，交易费用的高低决定了人们究竟是选择市场还是选择企业，即企业是应该通过市场“买进”还是自己进行“制造”。企业之所以进行纵向并购，其重要原因就是节约交易费用。我们把企业通过纵向并购而引起的交易费用的节约称为并购的交易费用效应，纵向并购中交易费用效应产生的原因在于：

1. 稳定交易关系，减少机会主义行为

纵向并购可以在一定范围内减少供应和需求的不确定性，使企业能在供应短缺时获得所需的供应物，或在需求不足时使其产品有销路。通过前向或后向并购，把原本属于市场的交易关系内部化，这种企业内部交易与市场交易的特点是不同的。企业内部是一个利益主体内的分工与核算，其特点是交换双方的利益基本一致，而市场交易则是两个利益主体之间的产权让渡，其特点是人人为己。市场交易中人人为己的特点，威廉姆森称之为“机会主义”（Opportunism），它是指人或企业为了自身利益的考虑和追求，可能会采用非常微妙的手段或伎俩（如隐瞒真实情况）。这一行为假设指出，人们单靠契约并不一定能最终完成交易，契约是不完备的^①。纵向并购后，上下游企业之间成为内部交易，同处在一个管理机构控制下，各自产生机会主义的动机就小。

按照威廉姆森的观点，人只要一有机会就要损人利己。对于经济人的看法，新古典经济学派给定的内涵是经济人能在给定的环境和条件下充分作出有利于自己的合理决定。然而正如西蒙

^① 威廉姆森：交易费用经济学；契约关系的规制；生产的纵向一体化；市场失灵的考察，载于陈郁编：《企业制度与市场组织——交易费用经济学文选》，上海三联书店，1998年。

(Simon) 所言,人们的理性是有限的,在现实生活中,人的理性将受到信息不对称或本人接受信息能力的局限。人性的这些特点,直接影响了市场的效率。在市场上,人们不得不随时提防对方的机会主义行为。如某人要买一筐苹果,他不敢买下第一家水果摊的苹果,因为他担心价格买高了,或者筐底是不是有烂苹果,因此只好付出“搜寻成本”,在农贸市场逛上一圈。即便最后成交了,由于他的理性有限,不知道质量与价格的对比,结果买了一筐价格也许是最便宜的,但质量却是糟糕的苹果。现实生活还有一个现象叫不确定性。比如某人和其他公司签订一项供货合同。尽管该人小心谨慎地签下一份面面俱到的经过公证的合同,但不料风云突变发生了天灾,尽管可能供货公司损失不大,但只要有利于己,供货公司就会借口“不可抗力”而取消合同。综上所述,人的机会主义、理性有限和不确定性使得市场交易的成本升高。一笔交易越复杂,上述因素就越起作用,交易费用就越高,企业在这种情况下为了降低交易费用,就越试图内化市场。

2. 降低资产专用性风险

决定交易费用的另一个因素是资产的专用性。资产专用性越高,市场交易的潜在费用就越大,纵向并购的可能性也越大。威廉姆森认为,参与交易的当事人之间的交易,通过企业还是通过市场来组织和协调,是个决策变量。究竟选择哪种经济组织形式,取决于不同交易的特征及每种组织形式相应的交易费用。他用资产专用性、交易所涉及的不确定性和交易频率三个维度来描绘交易的特性及其对交易费用的影响,其中又以资产专用性的作用最重要。

资产专用性是指为某一特定的交易而作出的持久性投资,它一旦形成便难以改作它用。资产的专用性有三类:一是资产本身的专用性,如钻井机只能打井而不能造桥;二是资产选址的特定性,如一座厂房,一旦落成要搬迁就得费很大的成本;三是人力资产的专用性,如一个清洁剂公司的市场部经理,他对本公司的

产品性能、市场适销量十分清楚，而对于其他行业来说就是一个新手，这个人的专用性就很高。当资产的专用性达到一定高度，市场交易的潜在费用就会阻止企业继续依赖市场，这时纵向并购就会出现。专用性资产主要用于满足特殊的需求，一旦合约关系中止，资产的价值就很小，投资的一方将蒙受损失。显然，资产的专用性越强，交易双方维持交易持续性的愿望越强烈，客观上就要求建立能保障双方维持交易关系的管理机构（如企业）。例如一家炼钢厂只能使用一定品位的矿石，如果只有一家铁矿公司能够提供这种矿石，那么这家炼钢厂对那家铁矿公司的依赖性就**很强**，就有很强的资产专用性。正如前文所说，人的机会主义本性一有机会就会暴露出来，假设原有的供货合同已期满，这时铁矿公司就很有可能会提高矿石的销售价格。这时炼钢厂似乎只有三种选择，要么被迫接受高价，要么改换能使用其他品位矿石的冶炼设备，要么就索性停产。实际上，还有一种可能，即只要炼钢厂财力雄厚就可以通过收购铁矿公司而一劳永逸地解决以上问题。那么，既然知道铁矿公司有机会主义的本性，炼钢厂为什么不设计安装一种能接受多种品位矿石的设备呢？原因在于，一是设计能力的限制，二是设计成本的限制。现实生活中，我们往往会发现，越是资产专用性高的东西，设计越简单，成本越低廉。因此，对于下游企业而言，设计接受上游产品设备的通用性与上游企业的机会主义两者相权衡，仍是一个成本效益的对比。反之亦然。这样，我们就可以理解，为什么在市场分工越来越细的今天，纵向并购会越来越频繁地发生，其原因就在于此。

交易的不确定性是指外部环境或交易双方的投机行为对交易的干扰。不确定性的存在要求不同的交易选择相应的经济组织形式，以提高对不确定性的适应能力。如果资产的通用性很强，交易双方一旦中止合约，很容易在市场上重新找到交易伙伴，不确定性对这种交易并没有很大影响。反之，如果资产的专用性很强，则不确定性很高，交易双方就希望建立某种管理机构，以增

强对干扰作出有效反应的内在能力。交易频率是指交易的重复程度。建立管理机构并使之有效运行是有成本的。交易频率越高,这种管理机构给交易双方带来的收益就越能抵消管理成本。在资产专用性较强、不确定性较高的情况下,交易频率越高,建立专门的管理机构就越经济。

按照威廉姆森的思路,如果交易中包含专用性资产,那么事前的竞争将被事后的垄断(可能是买方垄断,也可能是卖方垄断)所替代,从而导致将专用性资产的准租金攫为已有的机会主义行为。假定交易双方事前处于完全竞争的市场结构中。如果卖方的供给(或者买方的需求)需要某种专用性资产,那么交易双方在事后就被“拴”在一起了。如果产权可以明确界定,契约是完全的,那么契约可以是最优的。但是,契约往往是不完全的。在契约不完全的情况下,交易双方的利益矛盾和冲突不可能在事前得到解决,而是被拖到事后,但交易双方在事后就不再处于完全竞争的市场结构之中了。例如,汽车厂向配件厂购买供该厂汽车专用的零件,为生产这种零件,配件厂进行了专用性资产的投资,这时交易双方具有很强的依赖性。当配件厂的专用性资产投入运营以后,汽车厂可能采取机会主义行为,要求配件厂降低零件的价格,否则它以专用性资产生产的专用零件将很难找到买主。另一方面,配件厂也可能采取机会主义行为,要求提高零件的价格,否则汽车厂很难找到专用零件的卖主。原因可能是配件厂握有专利技术,对专用性资产具有垄断性,或者是专用性资产的投资周期很长,汽车厂可能因为短期内找不到卖主而丧失市场机会。交易双方的机会主义行为会使双方的谈判和签订合同变得困难(因为在交易双方预期到将会发生上述机会主义行为的情况下,在制定契约时,配件厂就要提高供货价格,以减少由于对方机会主义行为而给自己带来的损失;同理,汽车厂则要压低采购价格),并且在一定程度上会使与双方相关的专用性资产投资不能达到最优。例如,卖方在事前预测到事后可能发生的情况,所以会减少事前的投资或者根本不投资,从而市场交易

费用就会上升。这时,用纵向一体化替代市场(把零件供应方式由市场采购变为企业内部生产)就成为一种必然的趋势。

(三) 小结

交易费用理论解释了在竞争性市场中,企业实施纵向并购的理由——降低交易费用,降低成本的最根本途径是“内化”竞争性市场产生的“机会主义”行为。事实上,交易费用经济学的理论基础是有限理性和机会主义行为这两大假定,这是十分符合现实经济生活逻辑的。当我们假定了行为主体的有限理性,那么,任何一种试图保证上下游原材料供应和产品销售契约都不可能是完全的,当我们假定了机会主义的行为倾向,那么,任何一种精密的契约都有可能是无效的。因此,并购企业以企业组织的内部交易取代市场交易的动机是符合逻辑的。从这个意义上说,交易费用理论不仅回答了纵向并购的效率问题,也对企业的存在、企业的规模以及企业的最终边界提供了解释的方向。

三、纵向并购效应的形成机理 ——生产角度的分析

美国经济学家丹尼斯·卡尔顿和杰弗里·佩罗夫从生产的角度对纵向并购的效应形成过程进行了详细的分析^①。卡尔顿和佩罗夫认为,如果企业 A 所在产业为竞争性行业,其生产过程所使用的某一关键投入品由垄断企业 B 提供,那么,企业 A 可以通过后向并购它惟一的供应商而获益,企业 B 也可以通过前向并购来垄断生产产业,以提高自身的利润。

假设企业 A 所在产业为竞争性行业,在该产业中,消费者按价格 P 来购买 Q 单位的 X 产品,该 X 产品的生产函数为:

^① 丹尼斯·卡尔顿和杰弗里·佩罗夫:《现代产业组织》,上海三联书店,1998年。

$$Q = F(K, L)$$

其中 K 为关键投入品, 其价格为 e ; L 为劳动投入, 其价格为 w 。

- 假设: (1) 生产函数 $Q = F(K, L)$ 的规模报酬不变, 即投入品的投入与产出都将同比例增加或减少;
- (2) 投入品按固定不变的边际成本生产, 即生产企业可以按照工资 w 购买所需的劳动力; 关键投入品 K 是按照固定不变的边际成本 m 生产出来;
- (3) 企业 B 所在产业为垄断性行业, 关键投入品 K 存在着垄断, 即仅有一家企业供应关键投入品 K ;
- (4) 企业 A 所在产业为竞争性行业;
- (5) 存在着纵向并购的成本, 其隐含的含义是, 按照企业利润极大化目标, 除非纵向并购能带来净收益, 否则企业不会进行并购。

根据以上假设条件, 下面对并购前后的利润变化情况进行比较。

第一, 并购前的情况

对于所在产业为竞争性行业的企业 A 来说, 其生产的产品价格应等于其边际成本, 即:

$$P = e + w = MC(Q)$$

亦即 $e = P - w$

对于垄断性的企业 B, 当 $MC = MR = m$ 时, 其利润最大化, 假设此时的产出为 K , 那么企业 B 所获得的利润为:

$$\pi = (e - m) K$$

将 $e = p - w$ 代入得:

$$\pi = [P - (m + w)] K \quad \text{①}$$

第二, 并购后的情况

现在假设企业 B 对企业 A 实施了纵向并购, 那么并购后的企业 B 生产 1 单位 X 产品的成本是 $m + w$, 当 $MC = MR = m +$

w 时, 其利润最大化。假设此时企业 B 的 X 产品产出为 Q' , 那么企业 B 所获得的利润为:

$$\pi^* = [P - (m + w)] Q' \quad (2)$$

第三, 结论

比较①和②式, 有以下结论:

结论 1: 如果 X 产品的生产函数是固定比例时, 企业 B 的前向并购无利可图, 故不具有合理的并购动机, 这是因为根据 X 产品的生产函数是固定比例这一前提, 每生产 1 单位的 X 产品, 无可替代地需要 1 单位的 K , 即 $Q' = K$, 则有① = ②。这一等式的含义是, 对于垄断企业 B 不管其是否进行纵向并购, 都将获得相同的利润。换言之, 如果存在并购成本, 它将选择不并购。

结论 2 如果 X 产品的生产函数是可变比例时, 企业 B 对企业 A 的前向并购将有利可图。由于 X 产品的生产函数是可变比例的, 只要企业 B 提高了关键投入品 K 的价格, 生产 X 产品的企业将有另一种选择——用更多的劳动力代替关键投入品 K 。在这种选择下, 如果企业 B 将关键投入品 K 的价格提高了 1 元, X 产品的价格就不会等比例地上升 1 元, 因为在 X 产品的成本组合中, 关键投入品 K 的数量可能会有所下降, 相对便宜的劳动力 L 会有所上升。

如果说交易费用理论解释了竞争性市场上的纵向并购, 那么卡尔顿和佩罗夫则是回答了垄断性市场上的企业行为。当一个市场存在着垄断的时候, 比如说上游产业是一家垄断企业, 那么该企业是否选择前向并购的一个前提就是下游产业的生产函数必须是可变比例的。只有这样, 上游企业才有足够的动机去并购下游产业。卡尔顿和佩罗夫没有论及下游产业存在垄断的情况, 但我们可以用相同的逻辑进行推演: 如果上游产业的产品供应缺乏弹性, 那么, 下游垄断企业不必进行后向并购就能保持既得利益; 如果上游产业的产品可供多家下游产业使用, 那么, 下游企业采取后向并购才有利可图。

四、纵向并购与企业边界

(一) 交易成本与组织成本的均衡分析

企业之所以进行纵向并购,是因为它可以节约交易成本或交易费用。从理论上讲,如果企业作为管理交易或资源分配的机制永远以节省费用而优于市场机制或价格机制,那么在最大限度获利的动机下,企业就会无限扩张,最终完全取代市场,使整个经济变成一个大企业。但历史证明,企业并不是无限制扩张的,企业与市场始终是一对伴随共生的概念。企业替代市场在节约了交易费用的同时,也产生了相应的组织费用或组织成本。科斯认为企业的边界就是市场交易成本和企业组织成本的均衡点,他在阐述企业存在的原因后得出了企业边界的理论性结论:“企业将倾向于扩张,直到在企业内部组织一笔交易的成本等于通过在公开市场上完成同一笔交易的成本或在另一个企业组织同样交易的成本为止^①。”

组织成本(企业内部交易成本)与市场交易成本有着不同的特性。从一家企业成长的过程来看,组织成本和交易成本的变化轨迹是不同的。在企业成长的初期,企业规模小,企业科层数量少,内部交易活动少,企业的经营活动对外部交易的依赖性强,所以企业内部交易的组织成本低于市场交易成本。随着企业规模的扩大,企业科层数量大量增加,企业内部的交易关系增加,边际交易成本随之而上升。管理学中的一个实证研究表明,一个管理人员可以直接管辖的人数是有限的^②。在有效管理的限度内,企业扩张后,为了维持管理效率,只有两种方法可以选择:要么增加管理层次,要么增加管理幅度。但这两种方式都使企业内部的科层设置得到了增加:纵向上的增加或是横向上的增加。交易关系与交易成本是成正比的,企

① 科斯著.企业、市场与法律.上海三联书店,1990年。

② 哈罗德·孔茨,西里尔·奥唐奈著.管理学.贵州人民出版社,1982年。

业的科层数量是使企业内部交易成本上升的重要原因。具体而言,企业科层数量的上升在两个方面增加了企业内部的交易成本。一是管理中的技术成本。企业科层增加使得企业内部的信息传递层次和传递量迅速上升,从而增加了企业内部的信息传递成本。此外,企业科层越多,最高管理层与最低管理层之间的信息传递被泄漏和扭曲的可能性也越大,管理效率降低的机会成本也越大;二是管理中的代理成本。企业科层的增加使得增加监督力量成为必要并同时导致监督的有效性降低。因此,组织成本曲线是一条向上倾斜的曲线。

而对于市场交易成本曲线来说,在企业成长的初期,许多经营活动都通过外部交易完成,企业的交易成本高于组织成本。随着企业规模的扩大,部分交易活动的内部化,交易成本减少。尤其是随着企业竞争能力的增强,企业对无论是上游的原材料供应商还是下游产品进货商,都开始在谈判中逐渐处于有利地位,并因此而降低了交易成本。因此,市场交易成本曲线应该是一条向下倾斜的曲线。如图 6-3 所示。

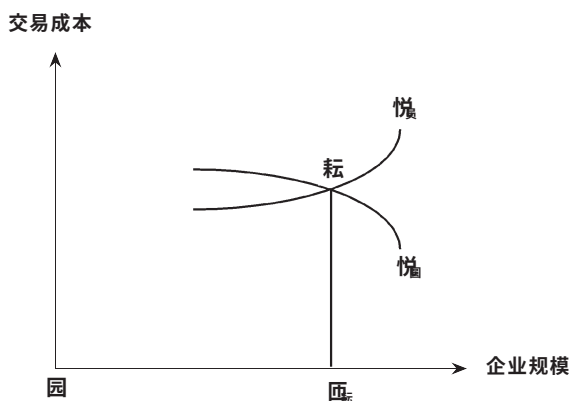


图 6-3 组织成本与交易成本曲线

图 6-3 中, C_1 为组织成本曲线, C_2 为市场交易成本曲线。E 是组织成本曲线和市场交易成本曲线的均衡点, 也是企业最佳规

模的理论边界。在 OQ_E 阶段,企业并购是有效率的;超出 OQ_E 阶段,由于企业规模已扩大至企业有效边界之外,再进行企业的扩张是无效率的。

(二) 企业的组织边界

威廉姆森在科斯的基础上,进一步研究了企业的组织边界。威廉姆森以一个包括三个独立生产阶段的生产过程为例,阐述了选择企业有效边界的问题。纵向并购是把处于经营过程的供应、生产和销售不同环节的企业合并在一家企业中,或者说企业把经营过程扩展到供应、生产和销售的不同环节。纵向并购的实质在于以企业内分工替代了社会分工,从而上下游两个环节之间的关系不再是原先的市场契约关系,而是转变为企业内部关系。这可以用生产矩阵表示为:

$$\begin{bmatrix} X_{a1} \\ X_{a2} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} X_{b3} \\ X_{b4} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} X_{c5} \\ X_{c6} \end{bmatrix} \rightarrow \begin{bmatrix} X_{A1} \\ X_{A2} \\ M \\ X_{A6} \end{bmatrix}$$

这一生产矩阵说明,产品 X 的生产由六种操作组成,其中第一和第二种操作在 a 企业完成,第三和第四种操作在 b 企业完成,第五和第六种操作在 c 企业完成,三家企业通过市场建立起联系。纵向并购意味着 a 、 b 、 c 三家企业合并为一家企业 A 。这时,六种操作统一在 A 企业中完成。一个企业究竟应该把哪些原先由市场交易的经营环节合并到本企业中呢?我们用图 6-4 给以说明。

在图 6-4 中, S_1 、 S_2 和 S_3 表示核心技术(表示生产过程中某些技术环节紧密相连,必须有机整合),这些生产阶段必须置于同一企业中; R 表示原材料; $C_1, C_2, \dots, C_6$ 表示生产过程所需的零部件; D_1 和 D_2 表示销售环节。图 6-4 中的粗线表示企业的边界。企业为什么将 C_2 、 C_4 和 D_1 合并到自身的经营过程中,或者说为什么没有将

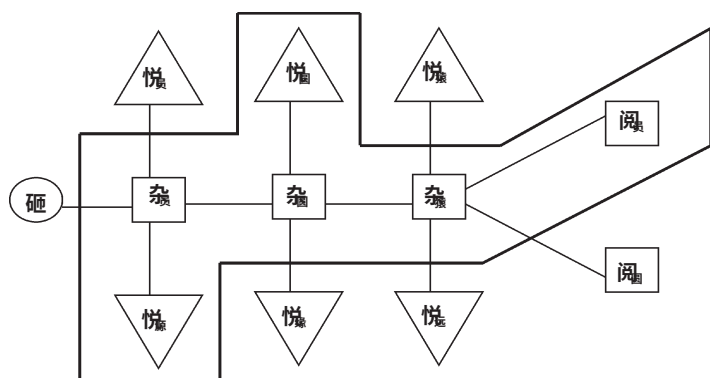


图 6-4 企业的边界

C_1 、 C_3 、 C_5 、 C_6 、 D_2 和 R 合并进来,而是通过市场进行交易呢?正如我们在前面所揭示的,这是因为只有当并购带来的收益(即交易费用的节约)超过了组织费用时,并购才可能发生。并购使企业内分工扩展,从而用于协调企业内分工的组织费用上升,但是只要增加的组织费用低于节约的交易费用,那么在企业内生产和由企业自行销售相对于在市场上购买和由他人代销就是经济的。

五、我国上市公司的实证研究

(一) 实证方法和指标设置

应该承认,科斯-威廉姆森的研究范式对纵向并购具有极强解释力,但是自科斯开创交易费用学说以来的几十年里,其理论被经济学界束之高阁或“引而不用”(科斯语),其中一个主要原因是对交易费用缺乏实证分析的支持。众所周知,现代经济学的过分数学化、模型化,而交易费用则是难以计量的。虽然经济学家们也意识到交易费用是经济现象中的一个重要因素,但一直苦于无法在经济理论和模型中进行处理,因而在经济数学化时代只能“引而不用”。正因为如此,对纵向并购行为及其效应的分析带有浓重的主

观价值判断的倾向,至今仍缺乏一套完整科学的实证方法。

对纵向并购效应的实证分析,我们同样采用财务指标分析法。由于交易费用难以用相应的指标计量,只能以综合性的绩效指标加以反映,为此设置每股收益、净资产收益率和主营业务利润增长率三个指标。

(二) 财务指标的描述性结果

利用第 5 章中 1997—2001 年的 42 件纵向并购事项作为样本,首先对上述指标进行了统计描述,结果如表 6-1 所示。

表 6-1 纵向并购财务指标统计表

时期 指标		并购前 1 年	并购当年	并购后 1 年	并购后 2 年	并购后 3 年
样本数 (件)		42	42	36	23	12
每股收益 (元/股)	均 值	0.21	0.24	0.27	0.25	0.20
	标准差	0.37	0.29	0.28	0.31	0.35
净资产收益率 (%)	均 植	7.87	9.83	9.68	8.42	7.93
	标准差	19.43	28.64	20.22	21.05	24.86
主营利润增长 率 (%)	均 植	17.58	23.96	20.72	20.84	19.57
	标准差	69.33	79.29	70.21	83.63	66.38

从每股收益、净资产收益率和主营业务利润增长率三个指标的统计结果看,并购后各年与并购前一年相比,都有不同程度的提高,说明并购后业绩有所提升。

(三) 并购前后的效应实证及比较

为了综合评价公司并购前后业绩的变化情况,下面对每股收益、净资产收益率和主营业务利润增长率三个指标的综合得分进行分析。

首先,利用因子分析法分别得出并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后二年和并购后三年的综合得分模型:

并购前一年的综合得分模型为:

$$F_k^{-1} = 0.6802 Y_{k1} + 0.2913 Y_{k2} + 0.0285 Y_{k3}$$

$$(k = 1, 2, 3, \Delta, 42)$$

并购当年的综合得分模型为：

$$F_k^0 = 0.6288 Y_{k1} + 0.2649 Y_{k2} + 0.1063 Y_{k3}$$

$$(k = 1, 2, 3, \Delta, 42)$$

并购后一年的综合得分模型为：

$$F_k^1 = 0.7108 Y_{k1} + 0.1895 Y_{k2} + 0.0997 Y_{k3}$$

$$(k = 1, 2, 3, \Delta, 36)$$

并购后二年的综合得分模型为：

$$F_k^2 = 0.5831 Y_{k1} + 0.2644 Y_{k2} + 0.1525 Y_{k3}$$

$$(k = 1, 2, 3, \Delta, 23)$$

并购后三年的综合得分模型为：

$$F_k^3 = 0.6027 Y_{k1} + 0.2971 Y_{k2} + 0.1002 Y_{k3}$$

$$(k = 1, 2, 3, \Delta, 12)$$

然后，根据以上五个综合得分模型，可以计算出各样本公司并购各期的综合得分，利用得分差值对并购前后的效应进行检验，检验结果如表 6-2 所示。

表 6-2 综合得分差值的均值检验和正值比率

F 差值	$F^0 - F^{-1}$	$F^1 - F^{-1}$	$F^1 - F^0$	$F^2 - F^{-1}$	$F^2 - F^0$
样本容量	42	36	36	23	23
均值	-0.0017 (-1.0075)	0.1729 (2.0569) ^b	0.1828 (1.8983) ^a	0.2124 (1.9904) ^a	0.1621 (1.3762)
正值比率	0.4762	0.6111	0.5833	0.6087	0.5652
F 差值	$F^2 - F^1$	$F^3 - F^{-1}$	$F^3 - F^0$	$F^3 - F^1$	$F^3 - F^2$
样本容量	23	12	12	12	12
均值	-0.0927 (-0.0685)	0.1065 (1.8826) ^a	0.1239 (0.0961)	-0.0933 (-0.4206)	-0.1084 (-2.2237) ^b
正值比率	0.4783	0.6667	0.5833	0.5833	0.5000

注：F⁻¹、F⁰、F¹、F²、F³分别表示并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后二年、并

企业并购及其效应研究

购后三年样本公司的综合得分；均值括号里的数为 F 差值的配对样本 t 检验值，a、b 分别表示双侧检验在 10%、5% 的显著水平下显著；正值比率是指综合得分差值为正的样本公司数占全部样本的比率。

以并购前一年为对比期，并购当年的得分差值为负，而并购后一年、并购后二年、并购后三年与并购前一年的得分差值均为正数，说明并购一年后业绩开始有所提升，并且并购后一年与并购后二年的业绩提升分别在 5% 和 10% 的显著水平下显著。若把 $F^0 - F^{-1}$ 、 $F^1 - F^{-1}$ 、 $F^2 - F^{-1}$ 、 $F^3 - F^{-1}$ 进行动态考察，图 6-5 反映了并购各期的变化轨迹。

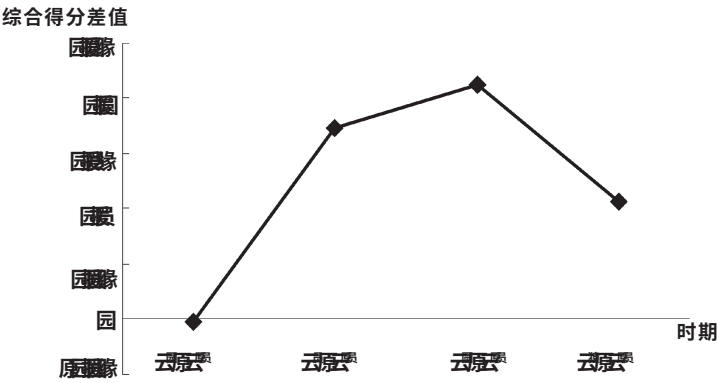


图 6-5 并购后各年与并购前一年的综合得分差值趋势图

从并购后各期所反映出的情况看，并购后第一年的业绩无论与并购前一年还是并购当年相比，都较为显著。并购后第二年分别与并购前一年、并购当年和并购后一年相比，呈现出一种逐年下降的趋势。并购后第三年的情况则是先扬后抑，并购后第三年与并购后第二年相比，业绩大幅下滑，t 检验值显示其业绩下降在 5% 的显著水平下显著。(如图 6-6、图 6-7 所示)。

从经营业绩改善的公司比例来看，以并购前一年为对比期，并购当年有 50.36% 的公司业绩有所提升，并购后第一年该比例上升为 62.18%，并购后第二年降为 61.72%，并购后第三年则上升到 65.05%。(如图 6-8 所示)。

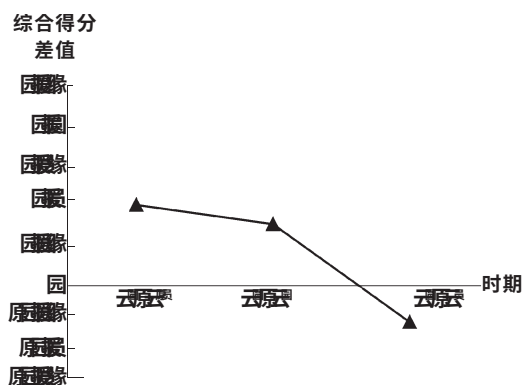


图 6-6 并购后第二年综合得分差值的变化趋势

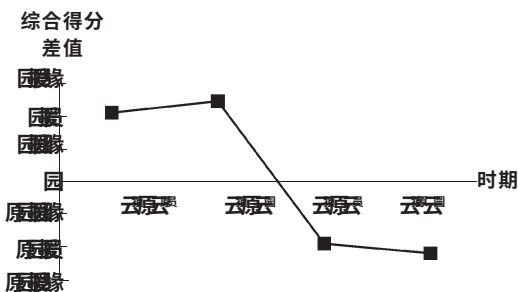


图 6-7 并购后第三年综合得分差值的变化趋势

业绩改善的公
司比例

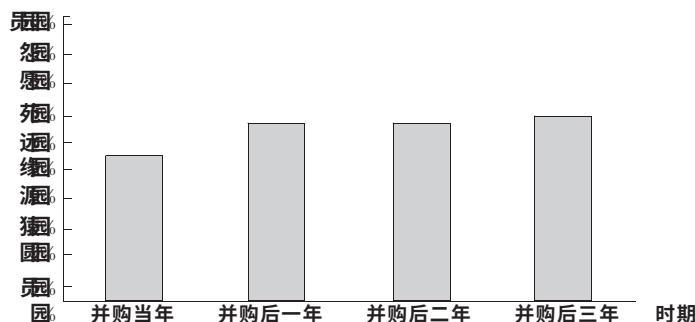


图 6-8 业绩改善的公司比例（以并购前一年为对比期）

(四) 结论

实证结果显示,我国上市公司纵向并购中的效应在并购的当年没有显现出来,但从并购后一年的情况看,效应还是显著的,表明通过对上下游企业的并购,内化市场交易,稳定供销渠道,减少了市场不确定性带来的风险和成本。更进一步的分析得出,这种效应又表现出一种逐步下滑的趋势,尤其在并购后第三年,下降势头比较显著,说明并购后存在一个磨合的过程以及各环节的有效衔接,只有把并购后的上游或下游企业形成一个有机整体,才能保持企业经营业绩的持续增长。事实上,企业之间的并购,不是简单的 $1+1$,不同企业合并在一起,不可避免会出现各种各样的冲突,进而影响企业整体效应的发挥,因此存在一个整合的过程。关于并购后的整合,将在第9章专门论述。

第七章 混合并购及其效应

一、混合并购产生的背景

混合并购 (Conglomerate M&A) 又称“多角化并购” (Diversification M&A), 是指并购企业与被并购企业分别处于互不相关的产业部门, 它们各自生产不同的产品, 而且它们之间没有特别的生产技术联系。在混合并购中又分为三类: 一是产品扩张型并购, 是指并购企业以原有产品和市场为基础, 通过并购其他企业进入相关产业的经营领域, 达到扩大经营范围, 增强企业实力的目的; 二是市场扩张型并购, 是指并购企业通过并购目标企业的销售网络从而扩张自己的市场领域, 提高市场占有率; 三是纯混合型并购, 是指并购企业通过并购在生产和需求方面互不相关甚至是负相关的目标企业, 从而达到多角化经营, 分散并降低风险的并购。^①

20 世纪 60 年代发生的第三次并购浪潮, 是在二战结束后全球经济进入新的发展时期的背景下发生的。从 60 年代开始, 在科学技术的推动下, 生产力有了巨大发展, 产业结构面临新一轮的调整。在经过前两次并购与集中后企业获得了长足的发展。同时, 计算机等现代管理技术手段在企业管理中的应用, 企业内部管理系统更加完善, 使管理人员对大型混合型公司的管理成为可

^① [美] J·弗雷德·威斯通等著, 兼并、重组与公司控制, 经济科学出版社, 1998 年。

能，因而，以混合并购为主导潮流再次掀起了企业并购的高潮。这次并购浪潮的规模是空前的，以美国为例，仅 1967—1969 年高峰期间共发生并购 10 858 起。据美国联邦贸易委员会的记录，在制造和采矿部门中，1945—1965 年间发生的并购有 11 668 起，1966—1968 年又增加了 4 933 起，1968 年就有约 150 亿美元的资产被制造业和采矿业企业所收购。^①

这次并购浪潮的显著特点是，横向并购和纵向并购数目减少，而混合并购的数目则大大增加。尤其是 50 年代以后，混合并购占到一半以上，60 年代中后期达 70% 以上。表 7-1 显示了美国各个时期各类并购形式所占比例的变化情况。

表 7-1 美国各类并购形式占并购资产额的比重 (%)

年 份 \ 并购形式	横向并购	纵向并购	混合并购
1923—1930	76.0	4.7	19.3
1940—1947	62.0	17.0	21.0
1948—1953	37.9	10.3	51.8
1954—1959	31.2	13.7	55.1
1960—1963	21.3	23.8	54.9
1964—1969	20.1	8.9	71.0
1970	19.4	4.5	76.1
1971	22.6	3.2	74.2
1972	31.0	6.6	62.4
1976	21.1	3.4	75.5
1979	5.2	5.1	89.7

资料来源：[美] 联邦贸易委员会：《合并和兼并的统计报告》1980 年。转引自王一著《企业并购》，上海财经大学出版社，2001 年，第 18 页。

从表 7-1 可以看出，混合并购自 20 世纪 50 年代开始已成为企业并购的主要形式，这不排除是由于美国 1950 年联邦政府《克莱顿法》(Clayton Act) 修正案的通过，加强了对横向和纵向

^① 王一著，企业并购，上海财经大学出版社，2001 年。

并购的反托拉斯控制的结果，但撇开政策和法律的因素，企业之所以采取混合并购的形式，是有其内在经济动因的。这是由于科学技术的突飞猛进，产业结构和产品结构面临着调整和升级，企业通过混合并购，实施多角化战略而进入新产业。借助并购途径往往可以赢得发展的“时间差”，能够迅速而经济地实现多角化经营的效益。之所以如此，关键是因为混合并购能有效地降低进入新产业的风险和成本，即以较低的成本突破“进入壁垒”（Barriers to entry）。而对于那些受市场波动影响较大的产业，如航天航空业、汽车配件业、铁路设备业、纺织业、烟草业等产业，为了避免销售额和利润额的不稳定，也可以通过混合并购来降低或分散风险。

具体来说，混合并购的效应可归结为三个方面，即协同效应、产业效应和风险分散效应。

二、混合并购中的协同效应

（一）协同效应的产生机理

所谓协同效应是指两个企业组成一个企业之后，其效应比原先两个企业效应之和要大，即“ $1+1>2$ ”效应。从一般意义上讲，协同效应可以表现在生产、管理及财务等各个层次上，即存在生产协同效应、管理协同效应和财务协同效应。

1. 生产协同效应

生产协同效应是指由于产品生产上的互补性或范围经济的存在，当两个或两个以上的企业合并为一家企业时，能使收益增大或成本下降。生产协同效应的产生，关键在于范围经济。范围经济（Economics of Scope）是指由于企业经营范围扩大而带来的经济性。设产品（或业务） $x_1, x_2, \dots, x_n$ ， $X = \{x_i\}$ ， $C(X)$ 是在同一企业中生产 n 种产品的成本， $\sum C(x_i)$ 为 n 个独立的企业生产这些产品的成本之和，如果有：

$$C(X) < \sum C(x_i)$$

成立, 则生产 $x_1, x_2, \dots, x_n$ 种产品的范围经济存在。

范围经济的存在, 本质上在于对企业多个业务可以共享的剩余资源的利用。由于特定投入都有一定的最小规模 (即不可分性), 而这种投入对生产一种产品时可能未得以充分利用, 在生产两种或两种以上的产品时, 就能够使这种投入的成本在不同的产品中分摊, 于是使单位成本降低, 产生范围经济。范围经济存在的原理与规模经济有相似之处, 但本质却不同, 规模经济来自于产品产量的增长, 而范围经济则来自于生产多种产品或经营多种业务, 即来自于生产经营范围的扩大。

2. 管理协同效应

管理协同效应是指如果并购企业的管理比被并购企业的管理更有效率, 且在并购企业并购了被并购企业之后, 被并购企业的管理效率能提高到并购企业的水平, 那么, 并购就产生了管理协同效应。按照这种观点, 如果某企业拥有一支很有效率的管理队伍, 其管理能力超过了管理本企业的需要, 那么, 该企业就会通过并购那些管理效率低下的企业, 来使整个经济的管理水平得到提高。

虽然生产协同效应和管理协同效应在混合并购中都有不同程度的存在, 但混合并购中的协同效应主要表现在财务协同效应方面。

3. 财务协同效应

财务协同效应理论认为, 并购企业之所以通过混合并购, 进入不相关的产业而不是相关的领域, 其目的是为了寻求财务协同效应。这种理论认为, 在具有很多内部现金流量但缺乏好的投资机会的企业, 与具有较少内部现金流量但有很多投资机会的企业合并, 可以促使资金在企业内部从低投资回报项目流向高投资回报项目。有许多混合并购的例子被这种理论引以为据, 这种理论事实上阐明了资本在并购企业的产业与被并购企业的产业之间进

行的再配置。

一般来说，当社会对某个产业的需求减少，或者说当某个产业的需求的增长速度低于整个经济平均的产业增长速度时，意味着该产业的投资机会少，现金流量剩余；反之，当某个产业的需求的增长速度高于整个经济平均的产业增长速度时，意味着该产业的投资机会多，现金流量不足。如果处于低需求增长速度产业的并购企业，通过并购处于高需求增长速度产业的被并购企业，可以以较低的资本成本，抓住被并购企业所在产业的投资机会，从而获得更高的回报。

混合并购可以降低资本成本，其原因表现在两个方面：(1) 由于混合并购的两家企业的现金流量不是完全正相关，破产的可能性就会降低，这将减低“贷款人风险”，而企业的举债能力（举债能力是指能以某个既定利率筹措到的最大数量的债务。）将会上升^①。破产风险的下降，降低了破产成本的预期价值，使并购前由债务利息支付带来的税收节约额的预期值增加，因此并购后企业的价值通过降低资本成本得到了提高。(2) 内部资本和外部资本的成本存在差异。内部资本不涉及证券发行过程中的交易成本，并且可能有优于外部资本的差别税收优势。另外，如果内部管理层对企业资产的价值拥有的信息比外部投资者要多，并且采取有利于现有股东的行动，那么内部融资就优于外部融资^②。威廉姆森（1975）也指出通过跨产业并购所形成的混合企业，在资金分配方面相当于一个小型的资本市场，把通常属于资本市场的资金供给职能内部化。

由此看来，混合并购之所以发生，是并购企业在降低企业资

① [美] J·弗雷德·威斯通等著，兼并、重组与公司控制，经济科学出版社，1998年。

② Myers S. and N. Mailuf, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors do not have”, Journal of Financial Economics, Vol.13 (1984), pp187~221.

本成本的同时,将被并购企业所在产业中的投资机会内部化,以实现财务上的协同效应。财务协同效应是对混合并购动因最具解释力的理论之一。

(二) 协同效应的测定及西方国家的实证结果

1. 测定方法

企业并购中的协同效应,具体反映在并购企业和被并购企业股东的财富变化上,即可以看成是并购企业和被并购企业持股票财富变动的总和。

$$\Delta\Pi = \Delta W_T + \Delta W_A$$

式中: $\Delta\Pi$ 为总的协同效应;

ΔW_T 为并购企业持股者的财富变动;

ΔW_A 为被并购企业持股者的财富变动。

根据现代金融理论,管理者的决策是以增加股东财富为目标的,那么,评价并购成功与否就要以提高股东所持股份的价值为标准。一般来说,首先应该确定一个价值基准,以评价并购效应是否提高;其次,评价并购效应需要一个时间序列的考察,要准确地测定企业并购效应就需要考察并购后的数年时间,因为企业并购作为并购企业的一项战略投资行为,其关心的是企业的长期收益。

对企业并购效应的测定通常采用非正常收益法 (Abnormal Return),即通过比较企业在正常运行期间的收益与并购宣布前后的收益的差异,来反映并购事件所产生的效应,其计算公式为:

$$AR = R - E(R)$$

AR 是企业并购带来的非正常收益, R 是期限区间的实际收益, $E(R)$ 是未发生并购时所预期的基准收益。 $AR > 0$ 表示企业并购为股东创造了额外价值,增加了股东的财富; $AR = 0$ 表示企业并购效应是中性的; $AR < 0$ 表示企业并购效应是负的,减少了股东的财富。测定 R 的收益比较简单,只要计算期限区间股价变动和所支付的红利即可。而 $E(R)$ 的计算则较为复

杂，在目前的金融经济学文献中，一般采用“市场模型”，即个股收益和市场收益的关系模型：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} 是公司在期限 (某一天或一月) 的股票收益, R_{mt} 是同一期限的股票市场收益, 股票市场收益一般用股票指数来代替, 如采用英国的《金融时报》指数, 美国的标准普尔指数等。 α_i 是截距, β_i 是系统风险, ε_{it} 是随机误差。于是得非正常收益的计算模型为：

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it})$$

2. 实证结果

采用上述方法, 经济学家选择不同的样本, 测算了不同时间窗的非正常收益。詹森和鲁巴克 (M. Jensen and R. Ruback) 的研究认为并购企业的股东获得了 4% 的非正常收益, 而被并购企业的股东获得了 30% 的非正常收益^①。吉拉尔和普尔森 (Jarrell and Poulsen) 对 1963—1986 年期间 526 次企业并购事件进行实证的结果为, 被并购企业股东的非正常收益为 29%, 而并购企业股东则为 1%^②。布兰德尔 (Micheal Bradley) 等经济学家对美国 1963—1984 年的并购案例进行了实证研究, 其结果如表 7-2 所示。

表 7-2 美国 1963—1984 年企业并购的平均收益

期间及样本数		1963.07~ 1968.06 51 次	1968.07~ 1980.12 133 次	1981.01~ 1984.12 52 次	平均
并购企业	CARA (%)	4.09	1.30	-2.93	0.97
	正收益率的 比重 (%)	59	48	35	47

① M. Jensen and R. Ruback, “The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence”, Journal of Financial Economics, Vol. 11 (1983), pp5~50.

② G. A. Jarrell and A. B. Poulsen, “The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades”, Financial Management, Autumn 1989, pp12~19.

(续)

期间及样本数 指标		1963.07～ 1968.06 51 次	1968.07～ 1980.12 133 次	1981.01～ 1984.12 52 次	平均
被并购 企业	CART (%)	18.92	35.29	35.34	31.77
	正收益率的 比重 (%)	94	98	90	95
总 计	CARC (%)	7.78	7.08	8.00	7.43
	正收益率的 比重 (%)	78	74	73	75

注：CARA 是第一次提出收购的前 5 天到最后一次提出收购的前 5 天之间的并购企业的累计非正常收益；CART 是第一次提出收购的前 5 天到最后一次提出收购的前 5 天之间的被并购企业的累计非正常收益；CARC 是并购企业和被并购企业在相同时期的累计非正常收益率的加权平均值。

资料来源：Micheal Bradley, Anand Desai and E.Han Kim, “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms”, Journal of Financial Economics, Vol.21 (1988), pp3~40.

总的来看，企业并购后非正常收益率平均上升了 7.43%，并有 75% 的企业能获得正的收益率，因此，企业并购的协同收益从统计意义上说是大于零的。但分别就并购企业和被并购企业的获益大小来看，被并购企业是企业并购的主要受益者，其平均累计非正常收益率高达 31.77%，且 95% 的被并购企业都能获得正的收益率；相比之下，并购企业的平均累计非正常收益率仅为 0.97%，有 53% 的并购企业出现负的收益率。再从分阶段的变化趋势来看，并购企业的累计非正常收益率由 1963—1968 年的 4.09% 下降到 1981—1984 年的 -2.93%；而被并购企业的累计

非正常收益率由 18.92% 上升到 35.34%。同时，上表数据也表明，企业并购所产生的协同收益是相当稳定的，基本维持在 7%~8% 之间。

西方学者得出的基本结论是：成功的企业并购可以带来积极的协同效应，导致公司资源的更有效配置，且被并购企业和并购企业大都能从并购中受益，但是被并购企业的持股者得到了大多数收益。以收益率来衡量，被并购企业持股者收益不断增加，而并购企业持股者收益则不断减少。

三、混合并购中的产业效应

（一）产业效应存在的原因

产业效应是指某产业内企业的平均收益高于其他产业的效应。如上一节所言，当某企业所从事产业的需求增长速度低于整个经济平均的产业增长速度时，企业会发现它们所处产业的投资机会的吸引力相对较小，或者投资的回报率较低。企业战略理论认为，一个企业的成功取决于企业所处产业的吸引力和企业在该产业中的地位，一个具有竞争优势地位的企业，可能会由于栖身于一个前景黯淡的产业而获利甚微^①。企业发展的过程就是不断由衰退产业向新兴产业转移的过程。如在新经济的冲击下，传统制造业的衰退已不可避免，制造业企业向服务业的延伸已成为全球性的趋势。其缘由不外乎服务业具有更大的市场容量，更高的产业利润率，也即服务业比制造业具有更高的产业效应。

产业效应的存在是由产业的生命周期决定的。产业周期理论认为，任何一个产品或一个产业，都有其产生、发展和衰亡的过程。这个过程大致可以分为四个阶段：开发阶段、成长阶段、成熟阶段和衰退阶段。

^① 迈克尔·波特著，竞争优势，中国财政经济出版社，1997 年。

开发阶段是一个新产品或新产业诞生的初期。在这一时期，消费者对新产品还较为陌生，需要一个适应的过程，生产新产品的企业也需要大量的投入进行产品的开发和推销，甚至需要付出一定的代价。

当新产品得到了消费者的认可后就进入了成长阶段，此时，企业的生产和销售会迅速地扩张。销售的上升往往与企业的高赢利相结合，因此企业往往追加生产能力。同时，高赢利也吸引着竞争者进入该产业。由于该阶段有充足的市场需求，对应于相对有限的生产能力，新企业的进入往往较为容易。因此，新企业以各种形式纷纷进入，对市场份额的争夺日趋激烈。

成长阶段之后是成熟阶段，销售的增长速度开始放慢，生产能力也达到了顶峰，产业中甚至开始出现了过剩的生产能力，价格和利润也开始走下坡路。此时企业开始出现分解，有些企业开始被淘汰，企业获取利润的关键因素是对大规模生产经营进行有效的成本控制，生存下来的是那些能够将价格降低到平均边际成本线上的企业。

当市场开始出现新的替代产品的时候，原来的产品就进入了衰退阶段，销售开始萎缩，企业不转移生产方向就面临着死亡的威胁，企业要生存就必须寻找新的出路，生产新的产品，或进入新的产业，以在另一个更有前途的行业获取赢利，此时，混合并购就随之出现。

（二）混合并购与进入壁垒

如同第2章中所述，企业扩张可分为企业的内部扩张和外部扩张。相应地，当企业欲进入新的产业时，既可以通过投资新建的内部扩张方式进入，也可以通过并购其他企业的外部扩张方式进入，那企业为什么偏好于并购呢？这一方面是由于并购企业缺乏被并购企业的行业专属组织资本或生产知识（参见第3章），如果并购企业不拥有新产业中的专属组织资本，那么直接进入该

行业是不大可行的^①。另一方面就是借助并购途径往往可以赢得发展的“时间差”，能够迅速而经济地进入新产业。之所以如此，关键是因为混合并购能有效地降低进入新行业的风险和成本，即以较低的成本突破“进入壁垒”（Barriers to entry）。

1. 进入壁垒的含义

所谓进入壁垒，是指当某一产业的在位企业赚取超额利润时，能够阻止新企业进入的那些因素。进入壁垒源自多种因素，如企业规模、产品差异、企业家素质、资金实力、专门技术以及销售渠道等。但德姆塞茨（Demsets, 1968）认为沉淀成本是构成进入壁垒的主要原因^②。沉淀成本是那些一旦投入并承诺了专门用途后就不能收回的成本。沉淀成本产生的原因在于某些经济活动需要专用性资产，这部分专用资产几乎不能再作别的用途。沉淀成本肯定是固定成本，但并不是所有的固定成本都是沉淀成本。“固定成本与沉淀成本的差别只是程度问题，而非本质问题。固定成本只是在短期内才是沉淀的。沉淀成本是在一个较长的时期内能够创造收益流，却永远不能收回的那些投资成本。如果一个企业租用一台机器一个月，或者企业在购入这台机器一个月后将它卖掉，而不发生资本损失，这台机器便归入固定成本；反之，在这台机器购入后，企业无法将其脱手，它便是一项沉淀成本”^③。通过并购途径进入新行业时，由于并购并没有给行业增添新的生产能力，短期内行业内部的竞争结构保持不变，引起价格战或报复的可能性较小，而且并购企业可以利用目标企业的资金、原料来源、人才技术和已占有的市场，从而可以大幅度减少发展过程中的不确定性，降低风险和成本。

① [美] J·弗雷德·威斯通等著，兼并、重组与公司控制，经济科学出版社，1998年。

② Demsets H, “Why Regulate Utilities”, Journal of Law and Economics, Vol.11 (1968), pp55~65.

③ 泰勒尔，产业组织理论，中国人民大学出版社，1997年。

2. 进入壁垒的分类

进入壁垒可分为两大类：结构性的和策略性的，或者叫经济性的和行为性的。

经济性的壁垒产生于欲进入的产业本身的基本特征，即进入某一特定产业时遇到的经济障碍以及克服这些障碍所导致的成本的提高，包括技术、成本、消费者偏好、规模经济和市场容量等方面的障碍。技术障碍是指在位企业对该产业生产经营关键技术的垄断，或者是潜在进入者在获取关键技术时遇到的各种困难。消费者偏好指由于产品本身品质或者由于广告宣传促销而造成的消费者对已有商品的偏好。新进入者要克服这一壁垒，要么一开始产品就具有较高的内在品质，要么花费更多的广告费用来宣传自己的产品，要么使自己的产品价格更为吸引人。前两种做法的结果都是成本的增加，后一种做法则是收入的减少。成本障碍是在位企业与新进入者相比在成本方面的优势，新进入者与在位企业的成本差额越大，进入的壁垒就越高。在存在规模经济的产业，企业的最低经济规模越大，新进入者的初始规模如果太小就不能进入，而要达到最低经济规模则存在资金筹集、设备、技术、人才引进等方面的较高障碍。同时，市场容量也影响进入壁垒的高低，市场容量大，在位企业的竞争程度相对较低，对新进入者的排斥程度就小，原因在于新进入者并不一定会夺走在位者的市场；如果市场容量小，在位企业之间的竞争程度高，就担心新进入者会夺走自己的市场份额，对进入比较敏感，有较强的抵制倾向。

策略性的或行为性的进入壁垒产生于在位企业的行为，特别是，在位企业可以采取行动提高经济性壁垒，或者扬言一旦进入就采取报复行动。这种威胁必须具有可置信性，即一旦进入发生，在位者有积极性采取报复行动，如过剩生产能力的投资就是一种可置信的威胁。

此外，政府对某些产品的生产经营只向少数特定企业授予特

许权而不允许其他企业进入，或者由于发明创造获得的专利权保护，以及其他政府管制措施等都构成进入壁垒。这种进入壁垒可以归结为法律的或政府规制壁垒。

3. 混合并购与进入壁垒的降低

混合并购之所以能够降低进入壁垒，一个更为重要的原因在于它充分利用了“学习曲线”效应 (Learning curve effect)。随着一个企业生产某种产品或从事某项业务的数量增加，经验不断地积累，其生产成本将不断地下降，并呈现出某种规律。学习曲线或经验曲线描绘的就是这种“学习过程”中成本递减的规律。现实经济中，越是技术和组织比较复杂的产业，学习过程越显重要。学习过程不是仅指技术知识的学习过程，而是整个生产经营的学习过程。这种必须付出成本（学习成本）的学习过程是一种风险，构成了行业的进入壁垒，成为很多企业参与生产和市场竞争的潜在限制。在科学技术日益复杂的现代企业中，资金需求等因素作为进入壁垒的重要作用已经降低，而学习成本正在成为日益重要的进入壁垒。通过投资新建途径进入某一行业时，新企业由于没有经过“学习过程”，不具备“累积经验”，其成本必然高于该行业原有企业（除非新企业在技术、效率方面有重大突破）。新企业为了获得经验并与原有企业保持均势，必须承担由于价格低于成本或接近成本而引起的巨额投产亏损。当企业通过混合并购向某一行业发展时，不但获得了原有企业的生产能力和各种资产，更重要的是获得了原有企业经过学习过程积累的经验。混合一体化企业充分利用这种学习曲线效应并在各分工部门间实行经验共享，从而为形成强大的竞争优势提供了可能。

四、混合并购中的风险分散效应

1. 风险的度量及其分类

风险指的是一种遭受损失的可能性，损失是相对于企业预期收益而言的，所以企业的风险主要是用预期收益的波动程度进行反映，波动程度用标准差来衡量，即：

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2 \times p_i}$$

式中： r_i 为第 i 种结果的预期收益率；

$\bar{r}$ 为预期收益率的平均值；

n 为所有可能结果的数目；

p_i 为第 i 种结果出现的概率。

对于一个企业来说，总风险等于系统风险与非系统风险之和，即

$$R_t = R_s + R_u$$

式中： R_t 为总风险；

R_s 为系统风险；

R_u 为非系统风险。

系统风险 (Systematic Risk) 又称市场风险，它反映的是整个市场的波动，不能用多元化来消除，为不可分散风险。非系统风险 (Unsystematic Risk) 又称非市场风险，这部分风险与整体市场没有系统的联系，可以用多元化来消除或减少，为可分散风险。

根据马科维茨 (Markowitz) 的投资组合理论，通过对投资进行有效搭配和组合，在不影响投资期望收益的前提下，可以降低投资的风险。混合并购是企业实施多元化经营战略的一种投资决策行为，其实质在于将企业资产分配于不同的产业，多元化经营并不一定能提高企业收益率，但可以减少企业收益率的波动^①。一般来说，假如各产业之间互不相关，随着多元化程度的提高，风险应呈下降的趋势，如图 7-1 所示。

^① 尹义省著：《适度多角化——企业成长与业务重组》，北京，生活·读书·新知三联书店，1999 年，54 页。

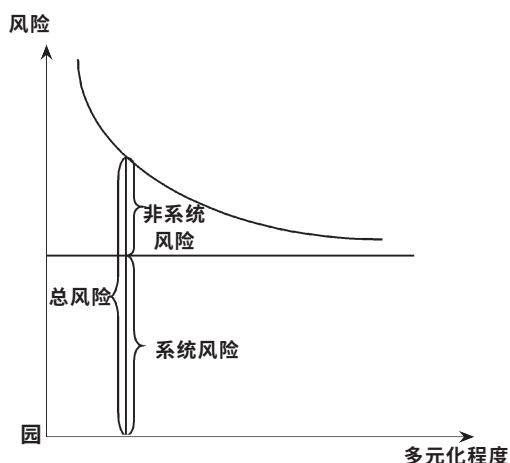


图 7-1 多元化的风险分散效应

2. 混合并购中的风险分散效应

企业的扩张往往伴随着经营业务的拓展，企业在进入一个新领域时往往面临着巨大的障碍，必须支付高额的转置成本，必须培养新的专业人才，必须建立新的销售渠道，必须积累新的产业经验，这一切构成了企业拓展新业务的经营风险，混合并购通过接收一家现有企业而从根本上避免了以上的缺陷。

进入新的产业，本身就是通过多角化经营降低风险的手段。企业多角化经营有助于减少企业对现有业务的依赖。若将生产活动与不相关（或负相关）的收益联系起来，就会减少企业利润率的波动。萨缪尔森（Samuels）和史密斯（Smyth）曾用实证分析证明了企业规模越大，经营愈多样化，其利率波动就愈小的情形。

企业在选择目标公司的时候，可考虑自身对风险收益的偏好程度，选择一些具有不同程度相关性的公司作为并购对象。我们可用数理模型加以推导。假设某优势企业，通过混合并购接收了

一定规模期望收益和收益变动程度相同的目标公司, 设 K 为企业经营资本, r_i 是第 i 家企业的收益率, R_i 是第 i 家企业的利润, 则有

$$r_i = \frac{R_i}{K}$$

r_i 是具有均值 μ 和方差 σ 的随机变量, 则兼并后企业的收益率为

$$r = \frac{R_1 + R_2}{2K} = \frac{1}{2} (r_1 + r_2)$$

如果 ρ 是 r_1 和 r_2 的相关性系数, 那么根据统计理论, 企业收益率的标准差为 $\sigma_r = \sigma \sqrt{(1 + \rho)/2}$ 。可见, 当 r_1 和 r_2 独立时 ($\rho = 0$), 即并购双方企业的收益率没有任何线性相关关系, $\sigma_r = \sigma/\sqrt{2}$; 完全正相关 ($\rho = 1$) 时, $\sigma_r = \sigma$; 完全负相关 ($\rho = -1$) 时, $\sigma_r = 0$ 。显然, 相关系数 ρ 的值对降低风险的程度是至关重要的, 例如, 当两个企业经营活动的收益率完全没有关系时, 并购企业收益率的标准差可降低至原来的 $1/\sqrt{2}$ 倍, 而当两企业收益率显负相关时, 并购后企业收益率的标准差能降得更低。也就是说, 如果一家企业通过混合并购接收了一家与原企业收益率完全负相关的企业且双方生产规模大体相当, 那么并购后的企业几乎可以得到一个完全平衡的收益率。当然, 在现实经济生活中, 企业间的收益率相关系数不可能如此极端, 有时往往很多企业是正相关, 其原因可能是不同的企业面对的是同一个政府和同一个宏观经济环境。但不管如何, 优势企业仍可以通过一定范围内对目标公司的选择从而大大降低经营风险。

五、协同效应的实证分析

(一) 实证方法及指标设置

对混合并购中协同效应的实证, 我们同样采用财务指标分析

法，通过对并购前后财务指标的分析，来说明协同效应的变化。混合并购中的协同效应来自于与并购企业主营业务不相关的产业，由于不同产业之间经营上、财务上的互补性以及管理效率上的渗透性，从而产生协同效应，具体反映在经营费用、管理费用、财务费用（简称“三费”）的变化上。为此设置以下指标：

(1) 三费利润率，用以反映三费的赢利能力，其计算公式为：

$$\text{三费利润率} = \frac{\text{营业利润}}{\text{三费合计}} \times 100\%$$

其中，营业利润 = 主营业务利润 + 其他业务利润 - 三费。

(2) 每股收益和净资产收益率。用以综合反映并购后企业经营业绩和赢利能力的变化。

(二) 实证结果

利用第三章中所选出的样本，对 1997—2001 年的 70 件混合并购事项的描述性统计结果如表 7-3 所示。

表 7-3 混合并购财务指标统计表

时期 指标		并购前 1 年	并购 当年	并购后 1 年	并购后 2 年	并购后 3 年
样 本 数		70	70	58	34	18
三费利润 率 (%)	均 值	47.38	60.42	61.01	57.23	55.82
	标准差	78.29	62.53	104.31	84.51	40.68
每股收益 (元/股)	均 值	0.09	0.14	0.16	0.11	0.07
	标准差	0.19	0.37	0.69	0.58	0.55
净资产收益 率 (%)	均 值	4.01	8.22	6.03	4.42	3.97
	标准差	13.67	16.81	20.16	17.57	19.82

从表 7-3 的财务指标统计结果看，在并购当年和并购后一年，三费利润率、每股收益和净资产收益率都有大幅上升，但自

并购后第二年始，却出现大幅下滑，甚至在并购后第三年的时候，每股收益低于并购前的水平（如图 7-2 所示）。

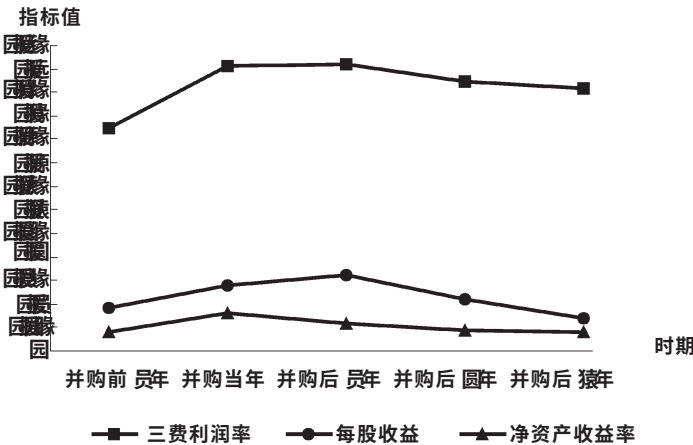


图 7-2 财务指标的动态变化

为了更进一步综合评价公司并购后业绩的变化情况，下面对三费利润率、每股收益和净资产收益率三个指标的综合得分进行分析，首先采用因子分析法得出并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后二年和并购后三年的综合得分模型：

并购前一年的综合得分模型为：

$$F_k^{-1} = 0.7208 Y_{k1} + 0.1847 Y_{k2} + 0.0945 Y_{k3} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 70)$$

式中 Y_{kj} 表示第 k 个样本公司第 j 个公共因子的得分（下同）。

并购当年的综合得分模型为：

$$F_k^0 = 0.7329 Y_{k1} + 0.2042 Y_{k2} + 0.0629 Y_{k3} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 70)$$

并购后一年的综合得分模型为：

$$F_k^1 = 0.7003 Y_{k1} + 0.1628 Y_{k2} + 0.1369 Y_{k3} \\ (k = 1, 2, 3, \Delta, 58)$$

并购后二年的综合得分模型为：

$$F_k^2 = 0.7516 Y_{k1} + 0.1318 Y_{k2} + 0.1166 Y_{k3} \\ (k = 1, 2, 3, \Delta, 34)$$

并购后三年的综合得分模型为：

$$F_k^3 = 0.6683 Y_{k1} + 0.2865 Y_{k2} + 0.0452 Y_{k3} \\ (k = 1, 2, 3, \Delta, 18)$$

根据以上五个综合得分模型，可以计算出各样本公司并购各期的综合得分，利用得分差值对并购前后的效应进行检验，检验结果如表 7-4 所示。

表 7-4 综合得分差值的均值检验和正值比率

F 差值	$F^0 - F^{-1}$	$F^1 - F^{-1}$	$F^1 - F^0$	$F^2 - F^{-1}$	$F^2 - F^0$
样本容量	70	58	58	34	34
均值	0.2084 (2.2075) ^b	0.2379 (2.0528) ^b	0.1436 (1.9631) ^a	0.1272 (1.2359)	0.1168 (1.2613)
正值比率	0.7429	0.7414	0.6897	0.6176	0.5588
F 差值	$F^2 - F^1$	$F^3 - F^{-1}$	$F^3 - F^0$	$F^3 - F^1$	$F^3 - F^2$
样本容量	34	18	18	18	18
均值	0.0725 (0.8329)	-0.1189 (-1.9629) ^a	-0.1037 (-1.6238)	-0.1402 (-2.1347) ^b	-0.1736 (-2.3061) ^b
正值比率	0.4706	0.6111	0.5000	0.3889	0.3889

注： F^{-1} 、 F^0 、 F^1 、 F^2 、 F^3 分别表示并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后二年、并购后三年样本公司的综合得分；均值括号里的数为 F 差值的配对样本 t 检验值，a、b 分别表示双侧检验在 10%、5% 的显著水平下显著；正值比率是指综合得分差值为正的样本公司数占全部样本的比率。

首先，把并购后各年与并购前一年进行对比，并购当年和并购后一年的综合得分差值在 95% 的置信水平下显著大于零，说明并购当年及并购后一年业绩提升较为明显；并购后第二年的综

合得分差值虽为正值，但从统计意义上说与零没有显著差异；并购后第三年的综合得分差值为负值，并在 90 % 的置信水平下显著，说明并购后第三年业绩开始出现下降。图 7-3 反映了并购各期综合得分差值的变化情况。

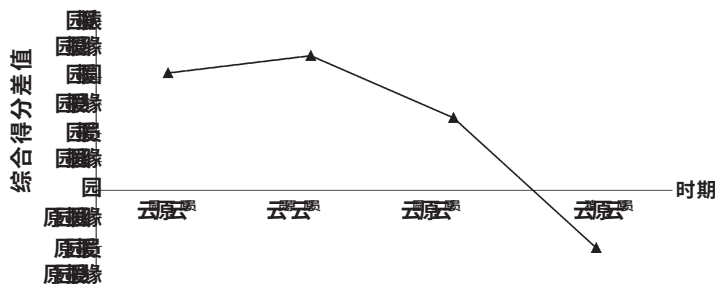


图 7-3 并购后各年与并购前一年的综合得分差值

其次，再具体看并购后各期所反映出的情况，采用环比法，分别计算并购后各年与各期的综合得分差值。从并购后各年的综合得分差值看，基本上都呈现出一种下降趋势，尤其是并购后第三年的下降更为显著（如图 7-4、图 7-5 所示）。

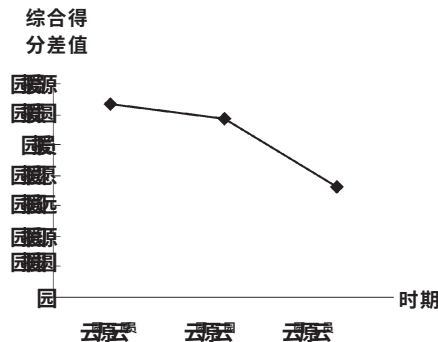


图 7-4 并购后第二年的综合得分差值

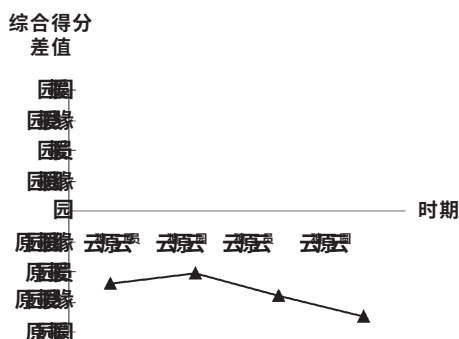


图 7-5 并购后第三年的综合得分差值

从经营业绩改善的公司比例来看，呈明显逐步下降的态势，至并购后第三年，经营业绩改善的公司比例已远远低于并购当年（如图 7-6 所示）。

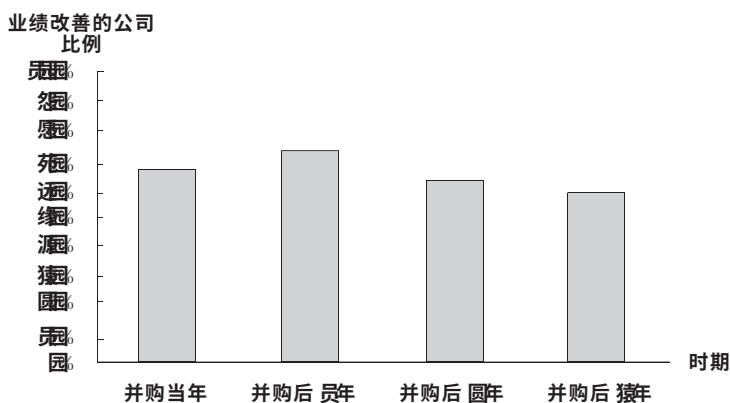


图 7-6 业绩改善的公司比例（以并购前一年为对比期）

由此得出的结论是：我国上市公司混合并购中的协同效应呈现下降的趋势，尤其在并购后第三年，基本上显示出一种负效应的迹象。

六、我国产业效应的实证分析

从经验上判断,我国上市公司对产业效应的追逐几乎到了无以复加的地步。据统计,至 1999 年底,沪深两市已有 300 多家公司实现了产业转移,500 多家公司进入了高新技术产业。企业并购是传统产业类上市公司进入高新技术产业、实现产业转移的基本途径(刘志彪、陆国庆,2000)。

证券市场除了具有投资和融资、优化资源配置的功能外,还具有调整产业结构、促进产业升级的功能。这种功能的实现一方面是通过新股发行的产业指导政策加以引导,另一方面就是通过公司重组来实现。许多传统产业的上市公司如商业、化纤、纺织等由于自身经营环境的恶化,收益率持续下降,已无法通过二级市场再融资。这些上市公司通过兼并收购方式进军信息技术、生物医药、新材料等行业,改变主营业务,实现产业升级。表 7-5 显示了上市公司进入新行业的分布情况。

表 7-5 1998—1999 年上市公司进入新行业的分布

行 业		数 量	比 重 (%)
金 融		92	21.1
基础设施和公用事业		55	12.6
新兴产业	信息技术	104	23.8
	生物工程	43	9.8
	新材料及其他	45	10.3
	合 计	192	43.9
其他行业		98	22.4
合 计		437	100

资料来源:任庆和,王化成《我国上市公司重组的问题及对策》,《经济理论与经济管理》2001 年第 8 期,第 40~44 页。

信息产业、生物工程、新材料等产业作为未来新经济主导产业，目前处于成长期。预计随着我国高新技术产业化的实施，在证券市场上将会有越来越多的上市公司通过公司重组，实现向高新技术和新兴产业的转变和升级。

(一) 产业效应的测算方法及已有成果

从国外的研究文献来看，大多是用 Tobin's q 值来测算产业效应^①。Tobin's q 值是指企业资产的市场价值与其总资产账面价值之比。现代产业组织理论认为，如果一个行业的 Tobin's q 值较高，则表明这一行业具有较高的超额收益率，行业内企业就能获得较大的市场力量和超额利润，也即该行业有较高的产业效应，所以企业一般偏好从 Tobin's q 值较低的行业转入 Tobin's q 值较高的行业^②。

国外的理论和实证研究表明，跨行业的收益率差异能够持续许多年，也就是说收益率在行业间的趋同是很缓慢的^③。我国也有学者对产业效应进行了研究，钟蓉萨等人（1999）的研究表明我国上市公司业绩存在显著的行业差异，这种差异就是产业效应最普遍的表现^④。另据赵宇龙等人（1999）研究证实，我国证券市场中各行业成长性差异悬殊，成长性较好的行业的市盈率（EPS）明显高于成长性较差的行业的市盈率。这是产业效应在

① McGahan, Anita M, "The performance of Us Corporations; 1981—1994", The Journal of Industrial Economics, Vol.4 (1999), pp373~389.

Lang, L.H.P, R.M.Stulz and R.A.Walking, "Managerial Performance, Tobin's q and the Gains from Successful Tender Offers", Journal of Financial Economics, 1989, September, pp137~154.

② 丹尼斯·卡尔顿和杰弗里·佩罗夫著. 现代产业组织. 上海三联书店, 1998年。

③ Fraumeni, Barbara M. and Dale W. Jorgenson, "Rates of Return by Industrial Sector in the United States: 1948—1976", American Economic Review. Vol. 70 (1980), pp 326~330.

④ 钟蓉萨, 顾岚著. 中国股票市场实证统计分析. 中国财政经济出版社, 1999年。

股价上的市场反映^①。陆国庆（2001）以沪市 A 股 1999 年发生的资产重组事件为样本，通过计算 Tobin's q 值，对产业效应和产业选择的关系进行了实证分析，其实证结果显示，企业选择退出该产业的数量与 Tobin's q 值呈负相关，Tobin's q 值越低，资产重组时企业退出数量就越多。重组退出率在 50% 以上的产业主要有：家用电器、纺织、钢铁、机械制造、建筑建材、商业、贸易、文化体育用品制造、有色金属冶炼、煤炭等产业。重组选择进入某产业的企业数量与该产业的 Tobin's q 值呈正相关，即 Tobin's q 值越高，企业进入数量越多，而且重组后进入这些行业的企业的 Tobin's q 值也较高。重组进入较多的产业是信息产业、电力、房地产、基础设施（开发区）、综合、金融证券、生物工程、医药等。传统制造业如家用电器制造、机械制造、电子设备制造、交通工具制造、文化体育用品制造等和冶炼业如钢铁、煤炭、有色金属等以及传统服务业如传统商业、储运业、酒店旅游业等基本上没有进入。上市公司重组时产业选择以新经济的产业部门如信息、医药和生物工程等为主。可以说，产业效应在上市公司产业选择上起了决定性作用。企业在资产重组进入何种产业时首先考虑的是产业的吸引力和成长性。从在国民经济中的地位来看，纺织、钢铁、煤炭、普通机械制造、传统商业、建筑建材等产业产值占 GDP 的比重已呈逐步下降趋势，它们中的大部分长期处于行业性亏损的困境。因而上市公司通过资产重组退出这些衰退产业部门向新兴产业部门转移是企业的生存选择^②。

（二）我国的实证分析

产业效应是指某产业内企业的平均收益高于其他产业的效

① 赵宇龙，易琮．对我国各行业未来成长能力的实证考察：一种市场视角．经济研究，1999 年第 6 期。

② 陆国庆．中国上市公司资产重组的产业效应分析．经济科学，2001 年第 1 期，第 27～34 页。

应。为此设置以下指标：(1) Tobin's q 值 = 资产的市场价值 / 资产的账面价值，资产的市场价值等于流通股市值加非流通股（国有股和法人股）的价值，非流通股的价值等于非流通股的数量乘以每股净资产；(2) 总资产利润率 = 净利润 / 总资产；(3) 每股收益；(4) 净资产收益率。

利用第三章中所选出的样本，对 1997—2001 年的 70 件混合并购事项的描述性统计结果如表 7-6 所示。

表 7-6 产业效应的财务指标统计表

时 期		并购前 1 年	并购 当年	并购后 1 年	并购后 2 年	并购后 3 年
指 标						
样 本 数		70	70	58	34	18
Tobin's q 值	均 值	1.26	1.73	1.42	1.61	1.49
	标准差	1.25	2.73	2.04	2.51	2.17
总资产利 润率 (%)	均 值	1.97	4.89	3.52	2.94	2.05
	标准差	5.58	5.72	6.36	8.43	12.26
每股收益 (元/股)	均 值	0.09	0.14	0.16	0.11	0.07
	标准差	0.19	0.37	0.69	0.58	0.55
净资产收 益率 (%)	均 值	4.01	8.22	6.03	4.42	3.97
	标准差	13.67	16.81	20.16	17.57	19.82

从 Tobin's q 值来看，并购当年的效应较为明显，升幅达 40%，虽然并购之后各年的 Tobin's q 值不如并购当年高，但都比并购前一年的要高。总资产利润率在并购当年达 4.89%，之后就呈逐步下降走势（如图 7-7 所示）。

为了进一步检验混合并购中的产业效应，利用上述四个指标进行因子分析，分别得出并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后二年和并购后三年的综合得分模型：

并购前一年的综合得分模型为：

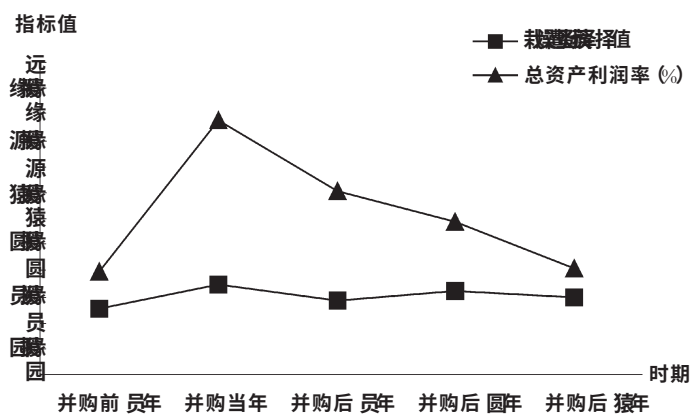


图 7-7 财务指标的动态变化

$$F_k^{-1} = 0.5173 Y_{k1} + 0.2305 Y_{k2} + 0.1418 Y_{k3} + 0.1104 Y_{k4} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 70)$$

式中 Y_{kj} 表示第 k 个样本公司第 j 个公共因子的得分 (下同)。

并购当年的综合得分模型为：

$$F_k^0 = 0.6024 Y_{k1} + 0.2708 Y_{k2} + 0.0937 Y_{k3} + 0.0331 Y_{k4} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 70)$$

并购后一年的综合得分模型为：

$$F_k^1 = 0.5427 Y_{k1} + 0.2086 Y_{k2} + 0.1418 Y_{k3} + 0.1069 Y_{k4} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 58)$$

并购后二年的综合得分模型为：

$$F_k^2 = 0.5921 Y_{k1} + 0.2185 Y_{k2} + 0.1077 Y_{k3} + 0.0817 Y_{k4} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 34)$$

并购后三年的综合得分模型为：

$$F_k^3 = 0.6616 Y_{k1} + 0.2174 Y_{k2} + 0.1003 Y_{k3} + 0.0207 Y_{k4} \quad (k = 1, 2, 3, \Delta, 18)$$

根据以上五个综合得分模型，可以计算出各样本公司并购各期的综合得分，利用得分差值对并购前后的效应进行检验，检验结果如表 7-7 所示。

表 7-7 综合得分差值的均值检验和正值比率

F 差值	$F^0 - F^{-1}$	$F^1 - F^{-1}$	$F^1 - F^0$	$F^2 - F^{-1}$	$F^2 - F^0$
样本容量	70	58	58	34	34
均值	0.5628 (2.6352) ^c	0.4147 (2.2611) ^b	-0.1752 (-1.6382)	0.2418 (1.2153)	0.1026 (1.3472)
正值比率	0.8286	0.7069	0.5690	0.6176	0.5588
F 差值	$F^2 - F^1$	$F^3 - F^{-1}$	$F^3 - F^0$	$F^3 - F^1$	$F^3 - F^2$
样本容量	34	18	18	18	18
均 值	-0.2537 (-1.9963) ^a	0.1062 (1.0864)	-0.2003 (-2.1375) ^b	-0.3275 (-2.3417) ^b	-0.4013 (-2.5326) ^b
正值比率	0.5294	0.5556	0.4444	0.4444	0.3333

注： F^{-1} 、 F^0 、 F^1 、 F^2 、 F^3 分别表示并购前一年、并购当年、并购后一年、并购后二年、并购后三年样本公司的综合得分；均值括号里的数为 F 差值的配对样本 t 检验值，a、b、c 分别表示双侧检验在 10%、5% 和 1% 的水平下显著；正值比率是指综合得分差值为正的样本公司数占全部样本的比率。

以并购前一年为对比期，并购当年和并购后第一年的综合得分差值分别在 1% 和 5% 的显著水平下显著，并购后第二年与并购后第三年的综合得分差值虽为正数，但差值已明显变小，t 检验也显示与零无差异，难以判断业绩提升的显著性。把 $F^0 - F^{-1}$ 、 $F^1 - F^{-1}$ 、 $F^2 - F^{-1}$ 、 $F^3 - F^{-1}$ 作为一个动态系列加以考察，图 7-8 反映出综合得分差值呈现一种直线下降的趋势。

若从环比的角度，具体分析并购后第二年和并购后第三年的情况，综合得分差值下降的趋势非常明显，而且并购后第二年与上一年相比的差值已为负数，并在 10% 的显著水平下异于零；并购后第三年分别与并购当年、并购后一年、并购后第二年相比的差值均为负数，并在 5% 的显著水平下异于零，表明并购后第

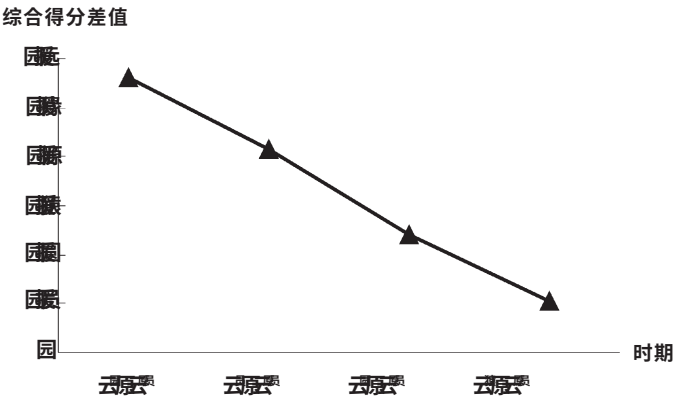


图 7-8 并购后各年与并购前一年的综合得分差值

二年和并购后第三年公司业绩显著下滑。图 7-9 和图 7-10 反映了并购后第二年和并购后第三年的环比差值的变化情况。

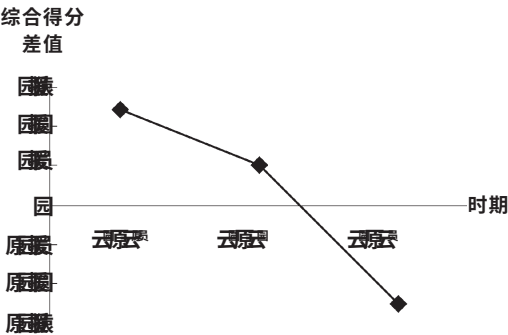


图 7-9 并购后第二年的综合得分差值

(三) 结论

从实证结果来看，我国上市公司混合并购中的效应并非如所预期的那么高，而是呈现下降的趋势，表面上与现实情况出现了

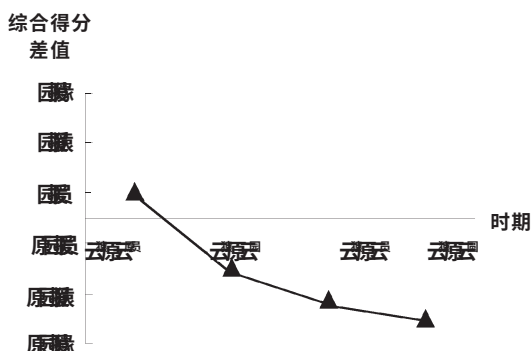


图 7-10 并购后第三年的综合得分差值

背离。从上市公司并购的实践看，很多公司通过并购重组，纷纷涉足信息技术、生物医药、新兴材料等高科技产业，因为这些行业的附加值高，获利丰厚。现实中确实有一些上市公司通过并购实现了产业转型，培育了新的增长点，业绩得以提升。但如果深入探究一下，或许这一实证结果恰恰暴露了上市公司混合并购中存在的问题，譬如在网络热潮中，许多公司不顾自身实际，一窝蜂进军网络产业，而随着网络“泡沫”的破灭，使公司处于尴尬境地，进退两难。我们在这方面的教训实在太多，一哄而起，一拥而上的不理性行为时有发生。有鉴于此，我们强调在调整产业结构，促进产业转型的过程中要从实际出发，根据企业的内外部条件作出相应的决策，不要盲目多元化，确保主营业务的做大做强。

第八章 企业分拆及其效应

事物都是一分为二，企业在扩张的同时，也伴随着收缩的发生，企业是在扩张与收缩的对立运动中向前发展的。现代意义上的并购概念，是并购与分拆的有机统一。企业并购与分拆同是企业资产结构重组战略的组成部分，企业分拆增加了公司的资金实力，也就提高了企业进一步并购的能力。企业分拆作为企业并购的一种逆向行为，同样是一种使社会资源更有效配置的重要机制。

一、企业分拆的背景、含义及类型

（一）企业分拆发生的背景

20 世纪 60 年代，西方国家发生了第三次并购高潮，在这次并购浪潮中，混合并购成为主流，其结果是形成了一大批巨大的混合型企业集团。进入 60 年代末，世界经济尤其是西方国家的经济开始衰退，企业经营的宏观环境日趋严峻，许多混合型企业由于在非主营业务方面缺乏相应的专业管理和技术知识，企业效益连年下滑。当 80 年代并购狂潮再次掀起时，出现了一个显著的特征，那就是企业并购与企业分拆并存。一些巨大的混合企业纷纷把不相关的业务分拆出去，回收资金，以渡难关。企业分拆往往是在以下两种情形下出现：一是企业为了生存，从战略发展角度主动进行企业分拆，以加强企业的核心竞争力；二是并购

企业在并购了目标企业之后，根据目标企业和并购企业的业务范围和经营特点，进行适当的优化组合，将不适合企业长期发展战略的部门或业务分拆出去，以便集中力量加强主营业务的发展和核心竞争能力的增强。

企业分拆的大规模出现，令理论界和实业界都始料未及。以英国为例，1980—1990年间，企业分拆的金额数占到企业并购金额数的20%以上，并呈明显的上升趋势（见表8-1）。这显示了企业分拆已成为企业并购中的重要组成部分，并购与分拆的有机统一构成了完整意义上的企业并购概念。

表 8-1 英国的企业并购和分拆

年 份	企业并购总数		企业分拆总数		分拆占并购金额的比重 (%)
	并购数	金额 (百万英镑)	分拆数	金额 (百万英镑)	
1980	469	1 475	101	210	14.24
1981	452	1 144	125	262	22.90
1982	463	2 206	164	804	36.45
1983	447	2 343	142	436	18.61
1984	568	5 474	170	1 121	20.47
1985	474	7 090	134	793	11.18
1986	842	1 5370	221	3 093	20.12
1987	1 528	16 486	340	4 667	28.31
1988	1 499	22 839	376	5 532	24.22
1989	1 337	27 250	441	5 677	20.83
1990	779	8 329	342	2 941	35.31

资料来源：转引自殷醒民著《企业购并的金融经济学解释》，上海财经大学出版社，1999年，第36页。

（二）企业分拆的含义及类型

企业分拆（Divestment）通俗地讲就是企业售出（Sell-off），是指企业将其所属的生产线、业务部门和子公司出售给其他企业，或者是将企业的业务部门由子公司、部门的管理者收购。

企业将其所属的生产线、业务部门和子公司出售给其他企业的形式称为资产剥离 (Asset - stripping)，它是将企业的一部分资产出售给外部的第三方，一般来说，购买者是一家已经存在的企业，因此不会产生新的法律实体。资产剥离的一种变形叫作股权剥离 (Equity Carve - outs)，它是将企业的一部分权益通过发行股票的方式出售给社会公众，企业从中获得现金收入。

如果企业的业务部门是由子公司或部门的管理者收购，则称为分立 (Spin - offs)，即母公司收回子公司中的全部股份，使子公司成为一个独立的新的法律主体。在现实运作中，分立有三种形式：一是“子股换母股” (Split - offs)，即用子公司的股票换取一部分母公司股东所持有的母公司的股票，通过换股，母公司不再对子公司拥有控制权，子公司成为独立的经济实体；二是“完全析产分股” (Split - ups)，这种方式是整个企业分离成一系列独立的子公司，母公司不复存在；三是其管理层收购 (Management Buyouts, 简称 MBO)，即子公司或部门的管理层利用借贷所融资本购买母公司下属的业务部门或子公司，从而改变业务部门或子公司的所有权结构和控制权结构，使母公司下属的业务部门或子公司成为独立的经济实体。管理层收购是企业分拆的一种典型形式，在企业分拆中发挥着重要的作用。

二、企业分拆发生的动因

企业分拆的起因是由于子公司不再适合母公司的发展，已经成为公司管理的累赘，或者由于产业的差异性太大，母公司无法提供日常管理方面的指导。通过分拆，可以筹措部分资金以确保母公司的核心业务。

从另一个角度，对 A 公司来说是累赘、亏损或低效率的子公司，对 B 公司可能会转变成赢利的企业。所以企业分拆为企业和市场之间提供了资源重新配置的灵活机制，并为解决大企业

低效率运行提供新的途径，使管理者认识到一旦公司的总价值低于各部门之和，就可以从企业分拆中增加收益。具体来讲，企业分拆具有以下功能：

第一，企业并购和分拆活动都是企业为了适应其经济和政治环境的变化所作的努力。任何企业都是在一个动态的环境中经营的，为了适应经营环境的变化，企业的经营方向和战略目标也要随之作出调整 and 改变，企业之间的资产需要随着环境的变化而不断的重组，企业分拆成为企业在动态的经济环境中实现公司最有效结构的一种政策。^①

第二，为了适应经济环境的变化，许多企业在内部发展的同时也利用并购来在其他产品市场上寻找机会。一些公司力图将其在现有产品市场领域内的实力与在新环境中新的能力结合在一起，以寻求一个在新产品市场领域内的立足点，并寄希望于最初的进入能够为进一步的成长和发展奠定基础。但当公司不具备对可能的投资机会进行有效利用的能力时，企业分拆通过把企业出售给可以更有效地开发利用投资机会的企业，避免新的投资机会的丧失。

第三，企业分拆是对以往错误投资决策的一种纠正。企业出于各种动机进行投资和并购活动，但不明智的投资和并购却会给企业造成灾难性的后果。如盲目扩张造成的规模不经济，或过多地进入了不熟悉的产品市场领域，使经营过于分散化。企业分拆，既是对过去错误投资决策的一种纠正，也是对企业进行“消肿”。

第四，企业分拆作为企业并购方案的组成部分，可以为公司获得发展其他投资机会所需的财务和管理资源。企业在制定并购方案时，往往已将目标企业中不适宜并购企业发展战略的资产或部门作为分拆的对象列入计划，并购完成后，通过对部分资产或

① 殷醒民著，企业购并的金融经济学解释，上海财经大学出版社，1999年。

业务部门的出售和分拆，又为进一步的并购或进行新的投资提供资金，成为企业融资的一个重要组成部分。

关于企业分拆的动因，西方学者提出了许多理论或假说，主要有信息假说、管理效率假说、管理激励假说、税收与管制假说、扩大市场容量假说以及便于并购假说等^①。

1. 信息假说

信息假说认为，子公司资产的真实价值通常会湮没在其所属母公司的复杂结构中，导致子公司资产价值的低估。这是因为母公司的资产结构是复杂多样的，而行业分析人员是专业化的，因此行业分析人员对公司各部分资产的评估会出现偏差。比如，一个石油工业的分析家可能会低估一家石油公司中的化学与不动产业务，因为他并不熟悉这些产业。

2. 管理效率假说

管理效率假说认为，随着公司控制的资产规模和差异性增大时，即使是最优秀的管理队伍也会到达一个报酬递减的临界点。因为高层管理者不可能对从事不同业务类型的子公司所遇到的独特问题与投资机会都能应付自如，所以许多公司的分拆都声称为了突出公司的主营业务，需要让那些与母公司业务关系不大或管理效率较低的子公司独立。

3. 管理激励假说

在一个大公司中，管理机构的官僚化膨胀以及合并财务报告的编制（合并财务报告不反映子公司各自的业绩状况）将有可能窒息企业精神，并使不同业绩的子公司得不到相应的奖惩，尤其是当子公司的形象和目标与母公司的很不一致时，这个问题就会更加突出。比如，在母公司处于成熟产业而子公司处于高速成长产业，以及母公司处于非管制产业而子公司处于受管制产业的情

^① [美] J·弗雷德·威斯通等著，兼并、重组与公司控制，经济科学出版社，1998年。

形中，问题就很突出。在这种情况下，以母公司的股票期权作为激励报酬计划就很可能毫无意义甚至会起相反作用，而如果让子公司独立出来，那么，市场对管理行为的反映就会直接反映在其独立的股票价格上，这就会使得起激励作用的报酬计划与公司业绩更紧密地联系在一起。

管理层收购就是将部分资产或子公司的所有权出让给管理者，将管理人员的切身利益与企业的利益联系起来，以此激励管理层努力高效地工作。

4. 税收与管制假说

从一定意义上说，税收反映了政府对某一产业是持鼓励还是抑制的态度，所以税收又可以看作是管制因素之一。在政府鼓励或有税收优惠的行业或地区的子公司，在其独立后，在享受优惠的同时，母公司股东可以获得因此而带来的额外收益（至少在刚独立后股权结构变动之前）。当子公司处于受管制的行业而母公司处于非管制的行业时，母公司常常会受子公司“连累”，如果让子公司独立，一方面，从事非管制行业的母公司可免于管制性检查，另一方面，独立的子公司也有可能获得某种优惠。在某些跨国公司中，母公司有时会让其国外子公司独立，这样，独立后的子公司就可以不受母公司所在国的法律法规的制约和管制了。

5. 扩大市场容量假说

依据该假说，企业分拆增大了既有股票市场中股票的数量，从而使得母公司和独立后的子公司为投资者提供了更多的选择不同投资对策和融资对策的机会，与此同时，母公司和独立后的子公司也可以为各种投资者提供了选择不同股利、保留盈余和资本收益的机会。

6. 便于并购假说

在企业并购活动中，并购企业有可能不希望并购整个目标企业，而只是希望并购其中某一子公司，如果正巧目标企业也希望

售出该子公司，那么，当该子公司独立时，并购企业就可以从其母公司那儿买下其股权，成为独立子公司新的母公司。

三、企业分拆的效应

企业分拆作为企业并购的一种逆向行为，其意义不在于出售资产或部门所带来的现金收益的增加，而是通过分拆活动，使企业轻装上阵，寻求经营上的经济效应。这种效应主要表现为两个方面：

一是规模经济效应。关于规模经济的形成机理，我们已在横向并购及其效应一章中进行了论述。如果企业的规模低于最小最佳规模，企业处于规模报酬递增阶段，通过横向并购，可以获得规模经济效应。相反，如果由于企业的盲目扩张，或者受技术限制，使企业规模超过最佳规模，导致企业规模报酬递减，那么，通过企业分拆，缩减生产规模，把企业调整到最佳规模状态，同样可以获得规模经济效应。

二是降低组织费用。企业并购可以节约交易费用，这是因为企业内部的传递信息效率要高于外部市场，并且可以使市场交易的机会主义最小化。但是，随着企业的扩张，规模的扩大，管理层次的增加，必然使企业的组织费用上升。如果企业组织费用的增加额超过了交易费用的节约额，从而导致企业利润下降，那么，通过企业分拆可以降低组织费用，使企业在有效的边界上运行。

四、管理层收购及我国的实践

管理层收购作为企业分拆的一种典型形式，对深化我国的企业改革具有现实的意义，是企业产权改革的一条路径选择。例如

在我国乡镇企业的股份制改造过程中，管理层收购为乡镇企业改制提供了一个新思路^①。近一年来，我国上市公司的 MBO 也被炒得如火如荼。本节对管理层收购进行理论分析，下一节以案例研究的方法，对我国的管理层收购实践展开讨论。

（一）管理层收购（MBO）的产生及其背景

早在 20 世纪 60 年代中期，Kohlberg 就设计出了杠杆收购（Leverage Buyouts，简称 LBO）模式。1976 年由 Kohlberg、Kravis 和 Roberts 三人创立的著名 KKR 公司，开创了杠杆收购之先河。在 20 世纪 80 年代中期美国第四次企业并购浪潮中杠杆收购狂热到了极点。杠杆收购的实质就是收购公司主要通过借债，即增加财务杠杆的方式筹集收购目标公司所需的资金，然后逐步从目标公司的现金流量中偿还负债的一种并购形式。由于在成功的收购交易中，企业管理层人员起着关键的作用，所以在杠杆收购兴起之后，越来越多的公司管理层人员有条件在收购交易中通过借债融资的方式直接参股或控股，使公司的经营机制发生了新的变化，从而产生了管理层收购（Management Buyouts，简称 MBO）：即目标公司的管理层利用借贷所融资本购买本公司的股份，从而改变公司的所有权结构或控制权结构，进而通过重组目标公司，实现预期收益的并购行为。

MBO 的产生是有其特定背景的。首先，在西方的第一次和第二次并购浪潮中，形成了一批横向一体化和纵向一体化的大公司，第三次并购浪潮通过混合并购又诞生了更加庞大的混合公司，在第四次并购浪潮中，一些多元化经营的企业集团采用逆向操作，出售其部分业绩不佳的子公司或分支机构，即出现了与收购相对的分拆和剥离（Spin-offs 或 Divestiture）现象，这主要

^① 张德亮，和不禅：管理层收购及其对我国乡镇企业改制的启示，中国人民大学复印报刊资料，乡镇企业、民营经济，2002 年第 6 期。

出于以下目的：一是为了便于集中力量发展核心业务，将一些不相关的或冗余的部门剥离出售；二是为了从现有产业完全退出，进入另一新兴产业，以寻求更多的投资机会和更高的投资回报。在这种情况下，MBO 是买卖双方都乐意接受的方式，这是因为：从买者来看，管理层知晓企业的经营现状，尤其是企业发展潜力的详细信息，并且相信有利可图，管理者愿意收购；从卖者来说，出于集团利益的考虑，为保证分拆和剥离出的公司还能与原母公司保持一定的经济联系，如作为原料供应商或客户，故卖者也往往趋向于选择 MBO 的方式；或者出于非财务目标的考虑，比如，若卖给第三方则会损害卖主的形象，卖者往往更容易接受 MBO 的方式。对于一些经营成功的家族企业，受年龄或能力的限制，愿意出售企业股权，但又希望能合理避税和保留家族控制权，出于感情，也希望现有管理层继续经营企业，MBO 就成为最佳的选择方式。

其次，一些上市公司的经营者认为证券监督机构对上市公司制订的法规制度束缚了他们的手脚。另外，股票价格受非公司因素的影响较大，而分析家和媒体对公司经营的评头论足难免会影响到管理人员的经营决策，所有这些都不利于管理者施展自己的才能，于是他们收购上市公司，收购完成后，目标公司就转为私人控股，股票停止上市交易，即通常所说的“下市”（going private）。上市公司成为管理层收购的目标，主要是基于以下目的：

①管理者的创业尝试。在 20 世纪 80 年代，创业精神的复苏极大地刺激了管理者的创业意识，促使他们试图改变自己工薪族的地位，脱离传统的职业庇护，创建自己的企业。MBO 为管理者实现企业家理想开辟了一条新途径，他们基于对自己所经营企业发展潜力的信心和对自身经营管理能力的自信，以高于股票市价一定水平的溢价从原股东手中收购股票，实现对公司的控制，并以所有者的身份充分发挥经营管理才能，以获取更高的利润回报；

②由于信息的非对称性，管理层掌握更多关于公司价值的信息，

或者公司价值被低估,或者公司存在潜在的管理效率空间,可以通过对目标公司的股权、控制权以及业务的重组,使公司将来的经营收益比预期的要大,所以管理层乐于收购;③管理层收购是对公司被敌意收购的一种防御。当上市公司面临敌意袭击者的进攻时,MBO是一种既有效又无破坏性的保护性防御措施^①。管理层以MBO形式整体回购企业,已发展成为一种越来越广泛的新颖的金融技术。

再次,由于公营部门运行效率低下,公营部门的私有化改革在西方国家较为普遍。公营部门的私有化主要有:将国有企业整体卖出或将国有企业整体分解为多个部门,再分别卖出,原国有企业成为多个独立的私有企业;地方政府或准政府部门出卖一些地方性服务机构。虽然公营部门私有化可有多种形式,但MBO是最有效、最灵活的一种,它一方面将资本市场的监督机制引入公营部门,另一方面又使管理者成为股东,刺激了其经营的积极性,是改变公营部门运行效率低下的一种制度创新。在20世纪80年代,英国公营部门的私有化,就广泛采用了MBO及其派生形式MEBO(Management and Employee Buyout)、EBO(Employee Buyout)以及ESOP(Employee Stock Ownership Plans)等。东欧国家私有化过程中,MBO及其派生形式也是操作性最强、效果最为明显的方式。

(二) 管理层收购(MBO)的成因

MBO作为并购形式的创新,可以从代理成本、激励机制和资源配置等角度对其成因作出理论解释。

(1) 从代理成本来看,MBO有利于降低代理成本。MBO作为企业制度的一种创新,是对现代企业制度的一种反叛,因为其追求的是一种所有权和经营权的集中。这种行为产生的体制基础是现代企业制度中所存在的代理成本问题以及由此而产生的管理

① 在公司的防御措施中驱鲨剂和毒丸计划对公司有很大的破坏性。

低效问题,通过管理层对公司的收购实现管理层对决策控制权、剩余控制权和剩余索取权的接管,从而降低代理成本,所以 MBO 实际上是对过度分权导致代理成本过大的一种矫正。按照委托代理理论,由于委托人和代理人目标利益的非一致性及他们之间的信息不对称,只要企业的所有者与经营者相分离,代理成本就不可避免地产生。代理成本不仅包括以薪金和红利形式支付给管理者的费用,而且还包括更大的隐性成本,即因管理者错过和忽视企业发展机会而造成的机会成本,或者是进行浪费性投资造成的成本。这种成本存在的原因一是由于企业家拥有对自身经营管理才能的绝对控制权,而人的本性是机会主义者,才能的发挥取决于契约关系中的权力和责任分配结构,管理者会充分利用决策管理权追求自身利益的极大化;二是由于企业契约难以完备,这种契约的不完备性导致委托人决策控制存在一定程度的失控,由此产生代理成本。实施 MBO 后,管理者拥有企业的股权,企业的经营绩效与管理者的报酬直接相关,促使他们致力于挖掘企业潜力,进行研究与开发等具有长期效应的改革,从而减少股东与管理者之间的代理成本,化解股东与管理者之间的利益冲突。^①

具体说来,MBO 可从以下方面降低代理成本:①管理者拥有企业的股权,企业的经营绩效与管理者的报酬直接相关,促使他们致力于挖掘企业潜力,进行研究与开发等具有长期效应的改革。MBO 使管理者同时又成为企业所有者,从而激发了他们的积极性;②通过 MBO 形成的企业股权结构比较集中稳定,特别是机构投资者介入,使监督更有效。金融中介机构——投资银行的参与是 MBO 的一大特点,投资银行不仅策划和安排整个收购操作程序、提供债务融资支持等,还常常购入企业的一部分股权,同管理者一起控制目标企业。金融中介机构行使监督职能比外部分散的股东

^① M.C.Jenson,“Discussion on LBO Conference”,Journal of Applied Corporate finance,1990 (summer),pp6~37.

更积极、更有效；③MBO 常伴有高负债杠杆的作用，这就进一步约束了管理者的经营行为。管理者通过中介融资提供的财务杠杆，可以用很少的自有资金和大部分贷款收购企业，且可获得债务利息免税的好处。同时，这种融资也改变了企业的资产负债结构，较高的债务杠杆比率形成对管理者的强大压力和动力，促使管理层在实施 MBO 后，积极致力于重组活动，开展利润及附加值高的业务，使正常的现金流量能满足还本付息的需要。

(2) 从激励的角度看，MBO 能激发企业家才能的发挥。现代企业理论认为企业乃一系列契约（合同）的集合，企业契约的特别之处就在于企业合约中包含了人力资本。人力资本的产权特性决定了企业合约的不完备性。因为人力资本是一种“主动资产”，其产权所有者完全控制人力资本的开发和利用，因此当人力资本产权束发生“残缺”时，产权的所有者会将相应的人力资本“关闭”，使这种资产的经济价值不能利用。而且这种人力资本根本无法被集中到其他主体手里而作同样的开发利用。正因如此，人力因素需要激励。在人力资本激励中，激励的对象是个人，因为个人才是人力资本的具有技术不可分性的所有者和控制者。激励的内容，就是把人力资本开发利用的信号（现时的或预期的），传导给有关的个人，由他决策在何种范围内，以多大的强度来利用其人力资本的存量，进而决定其人力资本投资的未来方向和强度，人力资本的运用只可“激励”而无法“挤榨”。如果激励不足，企业家才能就会供应不足，或供应质量不高。由于企业家拥有决策管理权，在激励不足的条件下，还会出现道德风险。

企业家的行为目标是在控制权和报酬制度下实现个人利益最大化。控制权和报酬是企业家的两大激励因素。控制权授予与否、权力的授予程度、授予后权力的制约程度作为企业家努力程度和贡献大小的回报，其激励有效性和激励约束强度取决于企业家的报酬和他所获得控制权之间的对称性。报酬补偿满足企业家物质需求和劳动认可及价值实现的心理需求。控制权回报满足企

企业家下面四方面的特殊需要：一是控制权在一定程度上满足了企业家施展其才能、体现其“企业家精神”自我实现的需要；二是控制权可以满足企业家控制他人的优越感或感觉自己处于负责地位的权力需要；三是使得企业具有职位特权，享受“在职消费”，给企业家带来正规报酬激励以外的物质利益的满足；四是使企业家得到社会尊重及交际层次方面的提高；五是为企业家提供积累知识、训练技能、拓展视野、提高能力的平台。正是这些现实的福利使控制权回报成为一种激励机制，而且控制权激励力量的大小取决于控制权带来的这种福利预期和变现能力。

目前国有企业经营管理不善的原因之一，就是缺乏对管理者强有力的激励和约束机制。从激励的角度看，MBO 能激发企业家才能的发挥。企业家作为对企业未来不确定因素的决策者，他们的才能高低及其能否充分发挥是企业发展的前提。企业家才能是一种自信、冒险、竞争意志力、敬业精神、创业精神及对潜在赢利机会的敏感和直觉等诸多素质的合成，而企业家的创新精神则是企业成败的关键。按照熊彼特的“创新理论”，企业家是那些有冒险意识、担当着创新责任的人，他们有眼力、创造力和胆识，能在经营管理中成功地引入新产品，能看到潜在市场和潜在利润之所在，并能创造性地作出科学决策。只有将企业家的创造性才能激活了，企业家就会去发现市场蕴藏的无数商机，用自己创造性的经营管理能力把握住这些机会，从而在激烈的市场竞争中胜他人一筹，使企业赢得竞争的胜利。然而，企业家才能作为一种人力资本，有着天然依附于人的特性，不像机器设备等非人力资本，企业一旦得到，就可以随意使用。如果企业家不愿释放其依附于自身的才能，企业所有者则无能为力。当企业家所得与经营成果不对称时，企业家释放才能的积极性会受到抑制。因此，激励问题成为发挥企业家能力的永恒主题。而 MBO 正是一种有效的激励机制，比薪酬激励、股权激励、期权激励的激励效果都强得多，它通过使企业家利益与其经营成果相一致，有力地

激活了企业家才能发挥的积极性。

从管理层自身的角度来说,由于管理人员在经营过程中进行专属于企业的人力投资(即努力工作),从而形成专属性人力资本,这种人力资本具有较高的退出障碍。因此,专属性人力资本的准租金容易遭受其他利害关系人机会主义行为的剥夺,为了防止专属性人力资本被剥夺,管理人员被迫通过增加股权以获取更多的控制权,来寻求相关租金的保护^①。通过 MBO,转为私人控制的公司是实现这类保护的一个有效手段。

(3) 从资源配置的角度,MBO 有利于优化企业内部结构,实现产业转换。面对国际市场竞争的加剧和知识经济的挑战,传统的企业结构和运行模式受到威胁。自20世纪80年代以来,出现了企业的收购与分拆剥离并存的局面,MBO 作为一种产权变革的新模式广为企业所用:①通过 MBO,企业甩掉了缺乏赢利能力或发展后劲不足的分支机构,得以集中资源,深入拓展核心业务。MBO 还提供了企业转移经营重点或产业转换的途径,促进产业结构的调整,使企业能从原有的夕阳产业退出,进入到有较高预期回报和发展潜力的朝阳行业。跨国公司在世界范围内从事经营活动,常借助 MBO 分离其多余的国外分支机构;②帮助企业实施“张缩型”发展战略。企业在自身的发展过程中,除了要不断地从事并购扩张之外,还要适时清理出一批经营业绩不佳,或是不能与企业整体实现经济一体化、与企业战略目标不相一致的子公司。这时,企业可利用 MBO 改组或出售不合适的分支机构。此外,企业各部门间的适应程度受环境、技术条件变化和产品市场生命周期的影响,随着时间的推移,最初相容的部门也可能变得不合需要。这样,MBO 在企业生命周期的各个阶段将不断被用来调整企业结构,使企业适应动态的世界市场,保持旺盛的竞争力和发展潜力;③可用出售子公司或分支机构的现金收入,用以并购具有更大赢利能力的企业或

① 威斯通等著:《兼并、重组与公司控制》,经济科学出版社,1998年。

资产,从而减少对外部融资的依赖。

五、我国上市公司管理层 收购的案例剖析^①

自 1999 年 7 月四通集团首例管理层收购案发生以后,紧接着粤美的、深圳方大和宇通客车等上市公司也相继发生了管理层收购事件,引发了市场人士的关注。尤其在近一年里,MBO 成了热门话题。下面采用案例研究的方法,通过对粤美的 A、深圳方大和宇通客车的 MBO 过程进行分析,以探究其发生的背景和暴露出的问题,促使我国的管理层收购能健康发展。

(一) 案例介绍

1. 粤美的 A (证券代码 000527) 的管理层收购过程

2000年4月,由上市公司粤美的工会、何享健等22名高层管理人员出资成立了顺德市美托投资有限公司,注册资本为1 036.87万元,法定代表人为何享健,其持有美托投资有限公司25%的股份,何享健同时是上市公司粤美的 A 的董事长、总经理和法人代表。2000年5月,美托投资有限公司与粤美的第一大股东顺德市美的控股有限公司签署法人股转让协议,受让其所持粤美的法人股3 518.4万股,占粤美的总股本的7.26%,受让价格为人民币2.95元/股,转让完成后,美托投资有限公司成为粤美的第三大法人股东。2000年12月,美托投资有限公司又从顺德市美的控股有限公司受让了粤美的法人股7 243.0331 万股,占粤美的总股本的14.94%,受让价格为人民币3.00元/股。经两次转让后,美托投资有限公司共持有粤美的法人股10 761.4331 万股,占其总股本的

^① 张德亮,和丕禅,朱磊. 管理层收购(MBO)及其我国的实践. 中国人民大学复印报刊资料,工业企业管理,2002年第12期。

22.2%，成为粤美的第一大法人股东。^①

2. 深圳方大 A（证券代码 000055）的管理层收购

深圳方大 2001 年 6 月 20 日发布公告，公司第一大股东深圳方大经济发展股份有限公司将其持有的方大集团法人股中的 4 890 万股，占方大集团总股本的 16.498%，转让给深圳市邦林科技发展有限公司，每股转让价格 3.28 元人民币，转让总金额为 16 039.2 万元。深圳市邦林科技发展有限公司成立于 2001 年 6 月 7 日，上市公司深圳方大的董事长熊建明持有邦林科技发展有限公司 85% 的股份，为邦林科技发展有限公司的法人代表。此次股份转让以后，邦林科技发展有限公司成为深圳方大的第二大法人股东。2001 年 9 月 17 日，深圳方大经济发展股份有限公司再次将其持有的方大集团法人股中的 1 110 万股转让给邦林公司，转让股份占本公司总股本的 3.745%，每股转让价格为 3.55 元，转让总金额为 3 940.5 万元人民币。同时，深圳方大经济发展股份有限公司还将其持有的方大集团法人股 4 711.2 万股转让给深圳市时利和公司，转让股份占深圳方大总股本的 15.89%，每股转让价格 3.08 元，转让总金额为 14 510.496 万元人民币。深圳市时利和公司成立于 2001 年 6 月 12 日，其股东主要为深圳方大的高管人员和技术管理骨干等 26 名自然人。经两次股权转让后，深圳方大经济发展股份有限公司不再持有深圳方大的股份，邦林公司共持有深圳方大的法人股 6 000 万股，占总股本的 20.24%，成为深圳方大的第一大法人股东，时利和公司为第二大法人股东。

3. 宇通客车（证券代码 600066）的管理层收购

2001 年 3 月，由 23 个自然人出资成立的上海宇通创业投资有限公司，其中 21 人系上市公司宇通客车的职工，法人代表汤玉祥同时也是上市公司宇通客车的董事长（原总经理）。2001 年 6 月，上海宇通与上市公司宇通客车的第一大股东郑州宇通集团有限责任公司

① 所引案例材料及数据均来自《中国证券报》和《上海证券报》上市公司的相关公告。

的所有者郑州市国有资产管理局签署了股权转让协议,郑州国资局协议将其所持有的宇通集团89.8%的股份转让给上海宇通。由于宇通集团持有上市公司宇通客车国家股2 350万股,占宇通客车总股本的17.19%,股权转让后,上海宇通间接持有宇通客车股份2 110.3万股,占宇通客车总股本的15.44%,成为第一大股东。

4. 三例管理层收购的特点

从收购模式看,都是通过先成立一家新公司,以新公司的名义逐步收购上市公司的法人股权,并且新公司的法人代表或控股股东都是上市公司的法人代表、高层管理人员,只是新公司包括的主体略有不同。粤美的的做法是由上市公司工会和高层管理人员共同出资组建新公司,这种形式属于 MBO 的派生形式 MEBO,即管理层和员工共同收购 (Management and Employee Buyouts);深圳方大由上市公司高层管理人员组建新公司进行收购,属于典型的 MBO;宇通客车主要由上市公司的部分职工发起成立新公司,这种形式类似于员工控股收购 EBO (Employee Buyouts)。

从收购方式看,都采用了协议收购的方式,即收购方和被收购方的第一大股东在证券交易所之外以协商的方式,通过签署股份转让协议来进行股权的转让。一般来说,上市公司收购可以有协议收购和要约收购两种方式,西方国家大都采用要约收购。由于我国上市公司股权结构的特殊性,非流通股占总股本的比例很大,通过二级市场进行要约收购成本很高,所以目前上市公司收购主要采用协议收购的方式进行。

(二) 案情分析

(i) 从股本规模和股权结构来看,这三家公司的总股本规模不是太大,而且股权结构较为分散。进行收购前粤美的和宇通客车第一大股东的持股比例不到 20%,并且实施管理层收购的这三家公司都是与第一大股东进行股权的协议转让,所以管理层收购所需控股的比例较低,只在 20%左右 (见表 8-2),远低于理

论上的控股比例 51% 以上，这大大降低了收购成本，使管理层收购成为可能，不至于因收购成本太高而让管理层望而却步。

表 8-2 三家公司的股本规模和股权结构

			粤美的	深圳方大	宇通客车
总股本 (万股) (2001.6.30)			48 488.97	29 640	13 672.37
收购前的 股权结构	第一大 股东	股东名称	顺德市美的 的公司	深圳方大经济发展 股份有限公司	郑州宇通集团
		持股数 (万股)	9 243.0331	10 711.2	2 350
		持股比例 (%)	19.06	36.14	17.19
	第二大 股东	股东名称	顺德市开 联公司	集康国际有限公司	郑州第一钢厂
		持股数 (万股)	4 118.4	2 536.8	1 430.052
		持股比例 (%)	8.49	8.56	10.46
收购后的 股权结构	第一大 股东	股东名称	顺德市美 托公司	深圳市邦林公司	上海宇通公司
		持股数 (万股)	10 761.4331	6 000	2 110.3
		持股比例 (%)	22.19	20.24	15.44
	第二大 股东	股东名称	顺德市开 联公司	深圳市时利和公司	郑州第一钢厂
		持股数 (万股)	4 118.64	4 711.2	1 430.052
		持股比例 (%)	8.49	15.89	10.46

资料来源：根据《中国证券报》、《上海证券报》上市公司公告和年报整理。

(2) 从所处行业来看，三家实施 MBO 的上市公司都属于传统产业，连续几年基本上是正的净现金流量（粤美的 1998 年出现负的 0.012 元/股）。除深圳方大的净现金流量较为稳定外，粤美的和宇通客车的净现金流量波动较大（见表 8-3），反映出受行业景气和竞争激烈的影响，公司面临着资产重组或产业转换升级的战略性问题。De Angelo 等人（1984）对美国发生的 MBO

进行了实证研究,发现实施 MBO 的企业大多是成熟行业。^①由此可见,我国国有资本要逐步从一般性竞部门退出的决策是英明的。上市公司管理层通过收购国有股、法人股,使国有股稳定退出,这完全符合国家对国有企业改革的政策导向。中共十五大指出国有企业改革要“抓大放小”,采取改组、联合、兼并、租赁、出售等形式,加快放开搞活国有小型企业的步伐。MBO 是国家将企业部分或全部股权出售给企业管理者或职工的方式之一,它通过向国有企业注入私有经济成分,增强企业活力,提高企业经济效益。同时,MBO 或许也是上市公司国有股减持的一条路径选择。

表 8-3 三家公司所处行业及净现金流量

公司名称	所处行业	每股净现金流量 (元)			
		1998	1999	2000	2001 中期
粤美的	家 电	-0.012	0.13	0.77	0.09
深圳方大	建 材	0.10	0.14	0.11	0.22
宇通客车	汽车及配件	0.15	0.20	1.6	0.41

资料来源：上市公司历年年报。

(3) 从经营业绩上看,这三家公司都有较好的业绩水平,粤美的和宇通客车 1997—2000 年平均的每股收益在 0.5 元以上,在上市公司同行业中属上等水平,尤其是在家电行业近两年出现全行业亏损的不利宏观背景下,粤美的还有如此骄绩,且 2001 年中期就报出 0.43 元/股的收益,这在一定程度上也反映出公司管理层的经营管理能力和对公司发展所做出的努力;从主营业务利润看,这两家公司 1998—2000 年的平均增长率也高达 50.77% 和 77.37%。深圳方大在 1998 年以前,每股收益也在 0.5 元以上和 37.55% 的主营业务利润增长率,受房地产降温的

^① De Angelo, Harry, Linda De Angelo and Edward M. Rice, “Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth”, Journal of Law and Economics, October 1984, pp367~402.

影响, 1999 年公司经营业绩大幅下滑, 每股收益降至 0.22 元, 主营业务利润下降了 40.45%, 从 2001 年中报看, 情况已有好转, 主营业务利润增长率近 30% (见表 8-4)。

表 8-4 三家公司的每股收益和主营业务利润增长率

公司名称	每股收益 (元)						主营业务利润增长率 (环比) (%)				
	1997	1998	1999	2000	2001 中期	平均值	1998	1999	2000	2001 中期	平均值
粤美的	0.39	0.46	0.61	0.63	0.43	0.52	30.39	56.31	68.16	47.99	50.77
深圳方大	0.54	0.52	0.22	0.27	0.13	0.39	37.55	-40.45	9.48	29.44	-3.57
宇通客车	0.58	0.46	0.62	0.64	0.22	0.57	157.09	34.05	61.91	72.62	77.37

注: 主营业务利润增长率 2001 年中期为与上年中期之比。每股收益的平均值采用算术平均, 利润增长采用几何平均, 皆不包括 2001 年中期。

资料来源: 根据公司历年年报整理。

值得一提的是, 在大多数人尤其是政府的潜意识里, 总认为兼并收购的目标应该是亏损企业, 经营状况良好的企业不该出售。我们在新疆进行企业联合重组的课题研究时, 对此感受颇深。一些地方政府为了区域或集团的利益, 如出于本地税收、财政收入等的考虑, 很不乐意让赢利的企业被兼并收购。不可否认, 经营不善的企业通过被优势企业兼并收购, 可以产生管理协同效率, 使目标企业摆脱困境, 扭亏为盈。同时也要认识到, 不能仅把企业的兼并收购当作是政府甩“包袱”或“脱困”的救星。综观世界上一些优秀企业同样发生被兼并收购的事实, 我们觉得兼并收购的资产重组决不仅是 PT、ST 的专利。

(三) 我国管理层收购中的问题

可以肯定的是, 管理层收购在降低代理成本, 重构经营者激励约束机制, 促进管理效率的提高等方面将发挥积极的作用, 有学者预言, 我国在不久的将来会掀起 MBO 的浪潮。但不容忽视的是, 从目前发生的案例看, 暴露出的问题应该引起政府的高度重视, 以保证 MBO 在我国得以健康发展。

1. 关于收购价格问题

目前我国上市公司的收购，主要是通过对法人股的股权协议转让来完成，这一方面是由于在公司总股本构成中，非流通法人股占比很大，另一方面是通过二级市场按股票市价进行要约收购的成本太高，所以一般采用股权协议转让的方式，其转让价格的确定通常以公司的净资产为参照，但却有较大弹性。从我们所考察的这三家公司的股权转让价格看，都低于公司的每股净资产。粤美的 A2000 年 5 月的第一次股权转让价格为 2.95 元/股，比该公司的每股净资产 3.81 元低 0.86 元；第二次股权转让价格为 3.00 元/股，低于净资产高达 1.07 元/股，两次转让价差涉及金额超亿元。深圳方大的两次转让时间间隔不过 3 个月，但转让价格波动很大，而且在第二次的转让过程中，同时进行的两起交易，出让方同为深圳方大经济发展股份有限公司，只是受让方不同，转让价格相差达 0.47 元/股（见表 8-5）。当然，由于转让的均为法人股，其转让价格低于每股净资产是考虑了管理层和内部职工对公司的历史贡献等因素而做出的协议价格，也不违反现有规定，但如何公平、公正、公开地确定 MBO 中股权的转让价格，是防止集体和国有资产流失的关键。

表 8-5 股权转让时的每股净资产和转让价格

公 司 名 称		每股净资产 (元/股)	转让价格 (元/股)	转让数量 (万股)	净资产与转 让价格之 差 (元/股)	价差金额 (万元)
粤美的	第一次	3.81 (1999.12.30)	2.95	3 518.4	0.86	3 025.824
	第二次	4.07 (2000.12.30)	3.00	7 243.0331	1.07	7 750.0454
深圳方大	第一次	3.58 (2001.6.30)	3.28	4 890	0.30	1 467
	第二次	3.58 (2001.6.30)	3.55 3.08	1 110 4 711.2	0.03 0.50	33.3 2 355.6
宇通客车		6.35 (2001.6.30)	—	2 110.3	—	—

资料来源：根据上市公司年报及相关公告计算。宇通客车的公告中没有披露转让价格，故缺。

那么如何才能保证交易价格的公正合理呢？学术界提出过多种方法，如现金流量折现法（DCF 模型）、经济附加值指标法（EVA）、资本资产定价模型（CAPM）期权定价模型（OPT）等，但无论采用哪种方法，均需要科学地确定模型的指标参数，在我国目前会计指标严重失真和二级市场价格严重扭曲的情况下，利用上述方法确定出的转让价格大都不符合实际，如若方法不当或资料不实，反而有可能成为低价格转让股权的辩护工具。现实交易中的转让价格基本上是少数领导拍脑袋得出的结果，或是公司内部高层管理人员与地方领导单边谈判的结果。我们认为，保证交易价格公正性最好的办法既不是用哪种模型计算得出的数据，也不是管理层收购过程中的单边交易，而应该通过增加买方数量，将管理层或内部员工发起的投资公司作为收购公司股权的买方之一参与竞价拍卖。从近期国有股拍卖的情况就可以看出来，东百集团的国有股平均拍卖价为每股 3.69 元，远高于其 2000 年的每股净资产 2.07 元，就连每股亏损 0.265 元的天宇电气的国有股拍卖价也达到了每股 3.12 元，高于其 2000 年每股净资产 2.83 元，这很值得深思。

2. 关于收购资金来源问题

一般来说，实施管理层收购需要大量资金，远远超过管理层的支付能力。以粤美的为例，其两次股权转让涉及人民币共计 32 108.3793 万元。如果按管理层的正常薪酬计算，即使在较早实行企业内部激励机制的粤美的管理层，也不是太轻松的事。粤美的于 1993 年 11 月上市，据公开披露的信息，该公司 2000 年度董事、监事及高级管理人员报酬 20 万～30 万元 3 人，30 万～50 万元 7 人，50 万～100 万元 1 人，即便 8 年来均以 2000 年的报酬水平计算，全部董事、监事及高管人员累计的正常薪酬总额也不过在 2 560 万～4 320 万元之间，仅相当于这两次股权转让所需资金的 7.97%～13.45%。因此管理层收购在西方国家属于一种杠杆收购。

在杠杆收购操作过程中,收购者只需付出收购金额的 10% 左右,而收购所需资金的 50% ~ 60% 通过以公司资产为抵押向商业银行贷款,也可以由保险公司、专门进行风险资本投资或杠杆收购的有限责任公司来提供;20% ~ 30% 的资金以各种级别的次等债券或公开发行高收益率债券,即垃圾债券 (Junk Bonds) 来筹措。由于在成功的收购交易中,企业管理层人员起着关键的作用,所以在杠杆收购兴起之后,越来越多的公司管理层人员有条件在收购交易中通过借债融资的方式直接参股或控股,使公司的经营机制发生了新的变化,从而产生了管理层收购:即目标公司的管理层利用借贷所融资本购买本公司的股份,从而改变公司的所有权结构或控制权结构,进而通过重组目标公司,实现预期收益的一种并购行为。

我国实施 MBO 的上市公司,在收购资金的来源披露上,都称自筹或自行解决,至于怎么筹集就无下文。从目前国内的融资环境看,商业银行对具有较大风险的管理层收购,往往要求有充足的资产作为抵押,而根据目前的规定,收购方不能以被收购公司的资产作抵押,而其他金融机构如信托公司、证券公司和保险公司也不允许介入这种融资业务,这就给 MBO 造成很大融资障碍,于是各种违规行为不可避免,加大了法律风险,也给 MBO 带来负面影响。为此,建议政府尽快制定相关的法律,拓宽收购资金来源渠道,即使 MBO 的融资有法可依,又使 MBO 有一个良好的法律环境来加以严格规范和约束。

3. 关于内部人控制问题

上市公司的管理层收购活动完成之后,企业的管理层集所有权与经营权于一身,在这种情况下,就有可能出现管理人员利用自身的特殊地位,损害国家、集体和中小股东利益的行为,即所谓内部人控制问题。这种内部人控制是因为国有股代表人长期虚化而造成的股东与代理人的角色错位,管理层收购通过委托人和代理人的合一,使实际上已经存在的内部人控制合法化了。如上市公司

深圳方大法人代表、董事长熊建明,同时是第一大股东邦林公司的法人代表,其个人控股85%,此外,他还同时持有集康国际有限公司98%的股份,该公司为方大集团第三大股东,持股数为2 536.8万股,占总股本的8.56%,熊建明已成为公司的实际控制人。

因此,在管理层收购完成后,如何对大股东的行为进行有效的约束和监管,就成为是一个不容忽视的问题。如果监管不力,大股东通过各种方式滥用股权侵吞中小股东的利益将更为便捷,而且所获利益更为直接。同时由于管理层收购时进行了大量的融资,负债率非常高,为了缓解财务压力,不排除高管人员利用关联交易等办法转移上市公司的利益。从另一个角度看,由于收购公司的法人代表一般为上市公司现有的高管人员,如何保持公司大股东与高管人员之间的独立性,以发挥相互制衡的作用也是一个问题。我们认为,MBO完成后,上市公司主管部门应加强监管,同时还应进一步规范上市公司的法人治理结构,促进上市公司规范运作。按照中国证监会近期发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》的通知要求,上市公司应建立起独立董事制度,真正发挥独立董事在上市公司中的作用,制约大股东利用其控股地位做出不利于公司和小股东的行为,独立监督公司管理层,减轻内部人控制可能带来的问题。

4. 法律障碍问题

首先是关于内部职工股问题。我国现行的《公司法》、《证券法》对内部职工持股不得超过社会公众股10%的限定,以及近期中国证监会关于停止发行内部职工股的规定,使得员工持股计划只能通过工会持股的方式进行。由于工会为事业法人单位,其持股为法人股,企业上市后这种间接由职工持股的股票无法在市场上流通,严重挫伤了员工持股的积极性。而且,这种间接持股方式需要复杂的法律界定,不具备普遍推广的操作性。建议修改有关规定,允许员工以自然人或合资企业法人的名义持有企业股权,比例不作限制。至于职工股的流通问题可通过管理部门的有关规定予以

限定,例如在现阶段只允许职工所持股份的一定比例上市流通。

其次是借贷融资问题。我国于 1989 年颁布并实施的《关于企业兼并的暂行办法》规定企业并购的资金来源包括留用利润、折旧基金、投资性银行贷款以及股票、债券筹资四项,但中国人民银行《贷款通则》中则规定企业贷款不得用于股本权益性投资,这就限定了企业不能运用任何形式的贷款进行并购活动;国家计委和中国人民银行制定的《企业债券管理办法》也规定,企业债券筹集的资金不能用于股权性投资,意味着企业并购不能以债券来筹资,也不能把债券用于并购支付。对此,建议国家对企业并购资金来源作出统一的明确规定,以规范企业借贷融资收购行为。同时,借鉴国外经验,引入股票收购方式。股票收购是当今西方国家最为常用的支付方式,巨额的并购案一般都采用股票收购方式,如美国 1996 年 12 月 15 日发生的波音收购麦道一案,波音便是以 1 股麦道股票换 0.65 股波音股票的方式,全盘收购了麦道股东价值 133 亿美元的股权。

5. 其他问题

在管理层收购过程中,为了保护国家、集体和中小股东利益,应加强信息披露的透明度,进行阳光作业,避免收购活动的暗箱操作。在宇通客车的股权转让中,居然没有在公告中披露交易价格,这极不正常。另外,管理层收购是公司的一项战略性投资行为,对其必要性和可行性要进行充分的调研和论证,明确公司进行管理层收购的目的,不能盲目地一哄而起。应重视管理层收购活动之后企业的发展问题,毕竟收购只是一种方式、一种手段,并不是最终目的。收购的目的是要对企业的后续发展有利,从国外 MBO 的案例来看,实施 MBO 之后,企业往往积极致力于企业内部的改革、产业结构的调整、业务的重新整合与重组,真正能够使公司经营绩效提高,从而促进公司的持续、良性发展。但在我们所考察的三家公司中,没有对收购后的资产重组和发展计划进行说明,至于其经营业绩的变化还有待进一步的跟踪考察。

第九章 企业并购后的整合

在前面的章节中，我们从理论和实证的角度对企业并购效应进行了研究。从理论上讲，企业并购对于优化资源配置、实现规模经济效应、降低交易费用、分散经营风险、促进产业结构的转换和升级等诸多方面都有积极的作用。然而，实际的效果并非如我们所预期的那么大。究其原因，是因为企业并购行为是一项非常复杂的经济活动，在其 1+1 的过程中，涉及两个企业的资产、业务、组织、人员、文化等的整合，如果整合得好，并购的积极效应就显著，如果整合得不好，并购效应不明显甚至反给企业带来损失。因此，注重企业并购后的整合，是企业并购效应得以体现的保证，或者说企业并购后的整合是企业并购效应发挥的支撑条件。

一、企业并购整合的含义及内容

从经济意义上理解，整合就是对已有经营资源进行的重新配置，以保证资源取得最佳的利用效果。美国著名管理学家彼得·德鲁克（Peter F. Drucker）在他《管理的前沿》一书中认为，企业并购不仅仅是一种财务活动，只有在整合上取得成功，才是一个成功的并购，否则只是在财务上的操纵，这将导致业务和财务上的双重失败。经营控制权的取得并不意味着并购的终点和成功，只能算是整个并购战役第一个回合的胜利，要取得最后的成

功还要付出更艰苦的努力。

成功的并购,必须把并购企业和目标企业纳入到并购后企业的发展战略中,并卓有成效地进行组织、资产、业务、人事等方面的整合。所以,并购整合的主要内容至少包括以下五个方面:发展战略整合、组织整合、资产整合、业务整合及人力资源整合。

二、发展战略整合

企业并购中的发展战略整合是对企业的方向性调整,是对企业未来发展方向的定位。并购后企业的发展战略要根据并购后企业的发展方向及未来面临的环境加以整合。企业的经营能力与外部环境都是不断发展变化的,企业并购后又有诸多的不确定因素,因而战略整合也应根据并购后企业的业务实力、经营环境变化加以调整。

企业的经营环境分内部和外部环境,发展战略整合首先要从并购后企业内部的环境变化入手。企业内部环境的分析可采取优劣势分析法,即 SW (Strength and Weakness) 分析。企业的优势指企业赖以获得成功的长处,而企业的劣势指企业需要加以改进的不足之处。进行 SW 分析,要针对企业并购的不同方式,分析企业规模经济、范围经济、交易费用的降低等因素给企业带来的优势,以及与竞争对手相比企业仍然存在的不足。企业通过并购可能取得了规模经济效应,降低了交易费用,通过分享共同的技术、分销渠道、稳定供货来源等,提高了产品的竞争力,降低了生产成本,但也可能由于业务部门增多、管理层次增加而使管理效率降低。

对并购后企业外部环境的分析可采用机会与威胁分析法,即 OT (Opportunity and Threaten) 分析,这种分析主要侧重于企业竞争地位的改变和市场势力的变化,由此决定企业发展战略的变化。

(i) 并购后的企业首先要分析它是否通过并购改变了它的市场地位,占有了更多的市场份额。它可能由追随者变为强有力的

挑战者,它也可能通过市场占有率的变化跻身于行业中的领导者,那么它就要在战略协同中根据市场地位的变化相应调整自身的发展战略。

企业在市场中的竞争地位分为四种:市场领导者、挑战者、追随者、补遗者,它们在行业中分别处于统治地位、有利地位、防守地位、虚弱地位。处于不同竞争地位的企业可选择的最佳发展战略是不同的。

市场领导者战略的重点有三方面:第一,必须致力于扩大产品需求;第二,通过好的防御和进攻行动来保护现有市场占有率;第三,即使在市场规模不变的情况下,企业应努力进一步扩大它的市场占有率。

市场挑战者战略有两种选择,它可以攻击市场领导者和其他竞争者,以夺取更多的市场份额,或者它可以参与竞争但不改变市场格局。

市场追随者常常效仿市场领导者,为购买者提供相似的产品,稳定自己的市场占有率。它的战略重点在于如何保持现有的市场份额和如何开拓新的市场。它必须以具有特色的产品和服务在市场中站稳脚跟,而且要确定一条不会引起竞争者报复的增长路线。为此它要选择如下的一种追随方式:紧紧追随、保持一定距离的追随、有选择追随。

市场的补遗者为市场的某些客户提供专门服务,它的战略着眼于通过专业化,为那些可能被大企业忽略或放弃的市场提供有效服务。

(2) 企业并购往往在改变并购后企业竞争地位的同时,增大了市场势力,增强了对市场的控制能力,不断扩大的市场份额可以使它获得某种形式的垄断。横向并购减少了竞争者的数量而又不影响行业内的供求平衡关系,并购后企业可以通过行业的相对集中减轻竞争压力,保持较高的利润率。这时企业的战略整合是围绕行业内市场占有率的扩大,结合并购双方的资源,取得协同互补的

效果。纵向并购通过对原料供应、销售渠道、客户等的有效联结,通过上、下游企业的一体化来降低交易费用,提高企业对市场的控制能力。它的战略整合既可以通过增强企业议价力量,从原有的主要市场中获取更大利益,也可以通过控制大量关键原料、主要销售渠道等方式的“连锁”效应更好地制约竞争对手。它的战略整合还应包含在降低交易费用的同时,整合企业的管理组织,尽可能减少由于规模的扩大而增加的管理费用。

【案 例】

仪征化纤对佛山化纤的收购

仪征化纤是我国特大化纤骨干企业,占全国聚酯产量的一半。该企业在市场需求有保障的条件下,希望进一步扩大生产能力,提高市场占有率。佛山化纤系同类化纤企业,债务负担重、规模小,亏损严重。仪征化纤并购佛山化纤以后,充分运用其品牌和形象,扩大了生产能力与市场占有率,取得了较好的规模效益。

1995年8月28日,仪征化纤股份有限公司(简称“仪征化纤”)以担保债务的方式,与广东省佛山市人民政府正式签订协议,购买佛山化纤联合总公司及其附属公司(简称“佛山化纤”)的全部产权。

仪征化纤是中国最大的化纤和化纤原料生产基地,1995年拥有近80万吨聚酯生产能力,居国内第一,全球第四。仪征化纤拥有广泛的国内市场,在国内聚酯市场占据主导地位,国内市场占有率达到50%以上,产品畅销29个省、市、自治区。仪征化纤在国际市场上的销售量也逐年增加,已销往美国、意大利、澳大利亚、韩国及东南亚各国等。1995年12月31日,仪征化纤主营业务收入930 243万元,利润总额124 954万元,上交所得税19 657万元,净利润105 297万元。总资产1 432 697万元,总负债596 214万元,股东所有者权益836 482万元。资产负债率41.6%。股东权益比率(股东权益/总资产)58.39%,净资产收益率(净利润/净资产总值)12.59%。

佛山化纤是 80 年代中期,广东省佛山市政府自筹资金兴建的国有大型企业,主要设备从国外进口。聚酯设计生产能力为年产 7.4 万吨,国内市场占有率约为 8%。佛山化纤集团是中国第五大聚酯生产商,在华南地区拥有稳固的客户基础。佛山化纤产品品种广泛,出口比例大。佛山化纤当初建厂时没有资本金,靠全额负债建立起来,债务负担重。后经双方共同委托的会计师事务所审计结果,截至 1994 年 10 月 31 日,佛山化纤账面总资产为 13.9 亿元,总负债为 20 多亿元,资不抵债近 7 亿元。

仪征化纤对佛山化纤的收购,是为适应国内外聚酯行业激烈竞争,扩大生产规模,增加市场份额的需要。随着国家“八五”计划的实施,“八五”初期,国家批准了 9 个 6 万吨聚酯项目。如果这 9 个 6 万吨聚酯项目全部如期开工,仪征化纤在国内聚酯市场已有的市场占有率和规模优势将大大下降。为了确保本公司在聚酯市场上的份额,巩固业已形成的行业主导地位,仪征化纤必须扩大生产规模,到“八五”末期,聚酯生产能力应达到 170 万吨。仪征化纤扩大生产规模有两种方法:一是内部发展;一是外部并购。从仪征化纤内部发展来看,80 万吨甚至 100 万吨聚酯生产能力尚可放在仪征一地。但如果生产能力达到 150 万吨以上,就不能集中在仪征一地,因为这里存在一个生产力合理布局的问题。因此,较为可取的一种选择是实行外部并购。从各方面看,佛山化纤是较为理想的收购对象。佛山化纤是国内第五聚酯生产商,具备一定的经济规模,现场管理基础好,技术、设备先进,经济效益潜力大,地理位置符合公司市场战略布局,是进一步扩大公司规模、实现公司发展战略目标理想的收购对象。

【案 例】

一汽的发展壮大之路

改革开放前,一汽的典型特征是产品结构单一:中型货车,

“老解放”三十年一贯制,产品开发、销售一概没有。1956 年一汽建成出车时,生产能力达到 3 万辆,产品水平和工厂装备水平在当时也是先进的。而那时的日本也不过刚刚由摩托车生产逐步转向汽车生产,日本全国的汽车产量仅有 5 万多辆,可以说,我国汽车工业起步的时间并不比日本晚多少。可是,20 年过去了,日本年汽车产量达到 1 300 多万辆,夺取了世界汽车大国的皇冠,而中国的汽车产量只有 40 多万辆,一汽的生产能力也仅由 3 万辆缓慢爬坡到 6 万辆,特别是在技术水平上与邻国、与世界拉开了很大的差距。

从 1986 年以来,一汽集团兼并收购了 26 家地方企业,盘活国有资产上百亿元,走上了健康发展之路。到目前,一汽已拥有 35 个专业厂,12 个全资子公司,11 个控股公司、14 个参股公司和 240 多家关联企业,分布在全国除港澳台和西藏以外的所有地区,形成了一个具有开发、生产、销售、融资、外经外贸等功能的大型汽车企业集团。通过走联合并购之路,使自身得到了巨大的发展:产品结构已从单一的中型卡车扩展为中、轻、轿、微四大系列上百个品种。

按照汽车工业的发展规律,像一汽这样的大型汽车生产企业,光生产单一的中型卡车是没有前途的。经济体制改革的不断深入,使汽车市场的需求越来越丰富多彩,国内汽车工业“缺重少轻,轿车近乎空白”的状况也明显地暴露出来了。这种生产和需求的突出矛盾,在客观上要求企业的产品结构调整应该向深层次发展。因此,一汽先后并购了四平专用汽车厂、四川专用车厂、东北齿轮厂、柳州特种车厂、山东汽车改装厂,这些厂进入一汽后,利用一汽新开发的各种底盘和总成,进行产品深加工,生产改装车、专用车,形成了一汽的专用车、改装车基地。又通过并购吉林市的微型车厂、长春市的轻型车厂、齿轮厂和轻型发动机厂、哈尔滨星光机械厂、沈阳金杯公司、蓝箭汽车厂等,从而形成了以长春轻型车厂、哈尔滨轻型车厂、吉林轻型车厂、沈阳金杯公司为核心的东北轻型车

生产大基地,使一汽的轻型车生产能力由年产 6 万辆提高到 15 万辆,东北的轻型车生产也从此得到了规范和统一。接着,又与北京海玉、安徽扬子、云南红塔组建了合资厂,四川地方政府也把成都汽车厂无偿交给了一汽,从而形成了一个从北到南的一汽轻型车生产体系。同时,实行上下游产品一体化。以中卡车发展为例,正是充分利用国内汽车工业已有条件,通过并购重组,使中卡车实现了柴油机、平头化、专用化。一汽在建厂时和“六五”换型改造期间,都没有把柴油机生产列入规划。但是,进入“八五”以后,随着国家对农业的投入和重点工程建设的加快,社会对柴油车的需求越来越大,面对市场需求,一汽努力使中型卡车加速柴油化,先后收购了大柴和锡柴两厂。对这两个厂集中投资改造,从生产到质量、从技术到管理全方位进行扶植,使这两个厂的生产能力由 35 000 台提高到 10 万台,产值和利税每年都有较大幅度增长,不仅成为一汽柴油机的主要生产基地,而且成为全国柴油机行业的佼佼者。为适应中型卡车平头化的趋势,一汽又并购了青岛汽车厂。青岛汽车厂从日本引进了平头驾驶室,具备了一定的生产能力,而一汽的中型车迫切需要由长头向平头转化,如果重新引进或自行开发之后再再进行生产准备,周期太长,很可能丧失市场机遇,因此,并购了青岛一汽车厂。利用这个厂平头驾驶室生产能力,使一汽有了平头车。1997 年一汽平头车产量占中卡车总产量的 70% 多,成为一汽具有竞争力的拳头产品之一。

(3) 通过并购实现企业的发展战略调整。由于新技术的出现,企业所在行业可能由“朝阳工业”变为“夕阳工业”,产品也从成熟期步入衰退期,行业竞争环境亦日益恶化。这时,企业往往会考虑逐渐退出这一行业,转向另一新兴行业,那么它进入一个新兴行业最直接、快速的方式就是通过企业并购。在这种情况下,并购后企业发展战略整合的重点在于把并购方企业的资源逐步转移至目标企业中。

【案 例】

菲利浦·莫里斯公司的产业转移

以生产“万宝路”而著名的菲利浦·莫里斯公司,从 20 世纪 60 年代起就意识到烟草市场将会逐步萎缩,因此,有意识地将烟草上获得的利润进行转移,并购了一系列食品企业,其基本的战略目标是要将公司转变为一个利润丰厚的食品公司,而不是一个附带生产食品的烟草公司。通过一系列的并购,它的食品销售额已占公司总销售额的 50%,赢利逐渐上升至 30%。1987 年,它并购了生产麦氏咖啡的通用食品公司,成为仅次于雀巢公司的世界第二大食品公司,实现了公司总体战略的转移。在向食品行业转移的发展战略指导下,1988 年,它又以 130 亿美元的巨资并购了克拉夫特食品公司,以弥补通用食品公司产品品种上的不足,同时利用通用食品公司良好的分销渠道,大幅度降低销售费用。这些被并购的企业,通过战略协同都纳入到莫里斯公司的发展战略中,为公司的效益增长做出了贡献。

三、组织整合

并购后的组织整合是与企业发展战略、并购组织及支付方式相联系的,同时与并购后的资产整合、业务整合、人力资源整合相联系。组织整合主要包括组织结构和管理制度的整合两个方面。组织结构和管理制度是企业的骨架和血脉,是企业得以安全顺畅运转的基础,因此,组织整合是关系到并购最终成败的关键。

(一) 组织机构的整合

由于并购后企业规模扩大,业务增多,组织管理更需科学化与合理化。组织机构整合要达到以下目标:一是形成一个开放性与

自律性有机统一的组织系统,使整合后企业内的生产要素、资源在企业中更加自如、高效地结合;二是组织系统的扩张与收缩具有灵活性,能适应外部环境的变化;三是能形成企业内部物流、资金流和信息流顺畅流动的网络结构;四是部门间责权利分明,既相互协作又相互制约;五是机构精简、高效,无冗余重复。

根据企业发展战略和双方力量的相对强弱等因素,组织整合首先决定采用何种组织结构形式(即母公司、子公司形式的控股组织结构,还是总公司、分公司形式的垂直组织结构)和管理模式(即集权管理模式,还是分权管理模式),然后是企业内部职能部门的整合及管理制度的重建与植入。

(1) 集权管理模式的整合。这里的集权管理模式主要指并购企业把目标企业的全部资源,统一进行经营管理的模式。这种整合模式大多适用于横向并购。由于并购方企业是在熟悉的行业和领域内进行并购,在这个行业中积累了丰富的经营管理经验,为实现人、财、物、产、供、销的统一管理,并购方企业与目标企业的组织整合往往采取集权管理模式,并购后企业的发展战略由并购方企业统一制定和调整,决策权和财务管理权也往往集中并购方企业,而只把目标企业作为一个分厂、分部或职能部。因此,企业的组织整合更多意义上是企业内部组织机构的整合,这种整合的目的是把目标企业的资源作为变量加入到并购企业总体组织设计中去,避免部门重叠,利用统一的原料来源和分销渠道,实行统一管理。

为了设计一个切实可行的组织结构,要考虑到管理幅度、平行部门等。在并购企业具有显著优势且已经建立起合理的组织结构的情况下,对目标企业的组织整合并不意味着太大的变动,只需把整合工作的重点放在改组目标企业组织结构,使之有利于并购企业进行统一、有效管理的组织模式上。

(2) 分权管理模式的整合。由于行业、地点的不同,很多企业并购后,赋予目标企业相对较强的独立性,使之实现很大程度上的自治,实行分权管理。这在纵向并购和混合并购中较为普遍。一

一般而言,分权管理模式的整合是把目标企业作为并购企业控股的子公司或全资子公司,以使目标企业至少在法律上保持相对的经营管理独立性,这种分权管理模式的组织整合在于并购企业(母公司)对目标企业(子公司)实施经营控制权的力度,并购企业对目标企业要采取多大程度的分权,应考虑以下几个因素:第一,双方掌握决策依据或事实的难易程度;第二,双方制定正确决策能力的高低;第三,是否大量存在及时作出适应本地市场条件的决策;第四,子公司的经理决策能力和母公司对其信任程度;第五,分权能否大大提高子公司的经营积极性和员工士气。

目标企业作为子公司的分权管理是与母公司的集权管理相对存在的,不存在完全的分权和自治,在较大程度的分权中,母公司还是会保留对一些问题的决策权力。这些权力通常有:第一,制定各子公司都必须遵循的发展战略。第二,确定各子公司的远期目标和年度目标。第三,子公司高级管理人员的任免与批准。第四,审核批准重要的业务发展规划。第五,复审任何一项可能对子公司盈亏产生巨大影响的交易。此外,母公司还可能对子公司的财务、人事及采购等方面采取一定形式的集中,以保证整个企业经营策略的一致性。

【案 例】

英国钢铁公司并购后的管理组织结构整合

英国钢铁公司(BSC)是20世纪60年代由英国政府行政干预而组建起来的大型国有企业。伴随着大规模的并购重组,英国钢铁公司的管理组织机构在内部条件和外部经营环境变化中作了及时调整,使企业在日趋激烈的国际市场竞争中保持和强化了自己的实力。1995年,英国钢铁公司的钢产量为1574万吨,销售收入达到110.3亿美元,实现利润12.16亿美元。成为名列世界500强企业排行榜的一家大集团公司,位居世界钢铁企业第三位。

在创立初期,公司实行地区群部结构形式。英国钢铁公司创立时组建了4个基于地理因素考虑的内含多元化产品生产经营活动的地区群部,作为临时性的管理机构,公司通过制定出相应的政策和机制来协调生产同种产品的不同地区群部间的关系。公司实行董事会制,董事长兼任总裁职务。

进入70年代后,配合集团公司资产的合理化重组,公司改用产品分部形式的组织结构,以形成规模经营。具体做法是:公司分别设立了经营普通钢、带钢、特殊钢及钢管等4个钢铁产品的事业部,另外还设立了化工分部和建筑工程分部两个事业部。公司将产品生产经营的主要权力授予事业部总经理,事业部作为利润中心来运作,享有相当大的经营自主权。公司总部的管理控制主要是负责人事、财务、价格和销售政策的制定,限额以上的投资评估与发展计划,规模较大的研究开发活动,以及经济预测和法律事务的处理等。各事业部总经理每月向总裁汇报一次工作,以保持整体的协调和必要的控制。公司董事长不再兼任总裁职务,改由一名副董事长来负责日常生产经营管理活动,董事长则致力于与政府、议会、传播媒体、公众等方面的外部事务以及全公司的整体经营绩效。

80年代以来,公司形成了以市场为导向的产品事业部组织结构形式。由于需求紧缩、高度竞争、顾客日益挑剔的钢铁市场,需要大幅度地降低经营成本、改善质量和服务,由此对实行分权管理、同时承担制造和商务双重责任的产品事业部体制提出了改革要求。通过实行产品事业部制,各事业部集产品开发、创造和销售职能于一体,便于密切与顾客的交往联系,也利于调动各事业部经理人员和其他员工的积极性和进取心。

组织结构总是随着企业规模的扩大或收缩、资源投入的增加或减少以及外部经济环境和社会环境的变化而不断变化。企业在大规模的并购重组后,组织结构需要进行相应的调整变革,才能适应内外环境条件的变化。那么,组织结构应如何调整,依据什么来调整,才能取得成功呢?英国钢铁公司根据内外经营环境的要求和公司发

展战略的需要,经过积极主动的试验探索,最终选定了体现分权管理思想的事业部制组织形式。这种事业部单位是以产品为基础设立的,这有利于以市场为导向、以产品为龙头来组织产、销、研一体化的生产经营活动,并通过权责的下放,促使各事业部成为相对独立运作的利润中心,以此确保和促进产品市场竞争力的提高。

(二) 管理制度的整合

为了有利于沟通,更有效地控制目标企业,并购企业一般都将自己良好的管理制度移植到目标企业中。对于那些组织完整,业绩优良,财务状况良好的目标企业,并购企业通常不改变其管理制度,尽力保持制度的稳定性和连续性。但在大多数情况下,尤其是在我国发生的企业并购中,管理不善、制度落后、机制陈旧的目标企业较多,因此,把并购企业良好的管理制度植入目标企业就显得十分必要。在目标企业中,推行新的管理制度会遇到很多困难,是一个渐进的过程。目标企业的员工起初往往对新管理制度缺乏认同感而消极应付。因此,在引入新管理制度时,应深入了解原有企业的管理制度,逐步将并购企业的管理制度引入并贯彻执行。管理制度整合的内容涉及到企业经营的方方面面,比较重要的有:工资、财务会计、营销、人事、设备、物资和生产管理等管理制度。需要强调的是并购后企业内的财务制度必须一致。

四、资产整合

一般来说,企业并购行为的发生,既可能是并购企业欲获取目标企业的可用资产,也可能是目标企业力图摆脱经营困境、调整资本结构、减轻负债而引起的。因此,整合双方企业的资产是并购整合的重要内容。资产整合是指在并购完成后,以并购企业为主体,对双方企业的资产进行整合、分拆等优化重组活动。它是企业并购整合的核心。企业的资产分为流动资产、长期投资、固定资产、无形

资产、递延资产和其他资产等。从我国企业并购整合的实践看,对资产的整合主要侧重于固定资产整合、长期投资整合和无形资产的整合上,而流动资产、递延资产及其他资产的整合则主要通过财务会计处理进行。固定资产的整合是并购整合的关键。并购企业要结合自身的发展战略和目标,对固定资产进行鉴别,进行吸收或剥离操作。吸收目标企业的固定资产至少要考虑以下因素:第一,生产经营体系的完整性。即尽量使整合后的企业具有以主营业务为核心,原料采购、生产销售及科研一系列相互配套完整的经营组织体系。第二,企业的发展战略因素。即整合后的企业资产要适应企业发展战略。第三,效益因素。即短期内能给企业带来不低于期望值的收益,不会给企业带来太大的财务压力。

目标企业长期未产生效益的资产、不适合并购企业发展战略要求的经营性固定资产、多余的生产行政管理资产(如办公设备等)和其他难以为并购企业有效利用的资产应剥离出售。对于目标企业普遍存在庞大的非经营性固定资产,也应分类与并购企业相应部门整合,不能整合的应进行分拆。

对无形资产的整合也十分重要,并购中涉及的无形资产主要包括目标企业拥有的专利权、专有技术、商标权、专营权及土地使用权等。在并购整合中,要检查与评估这些无形资产的现行价值,紧密联系并购企业的生产经营活动及其适用程度,决定其保留还是转让。对于那些形象好、产品质量佳、服务好、有价值的商标都应保留,以增加商标储备。一般来说,专营权不能转让,但由于其具有稀缺性,应积极接收。专营权与企业发展战略和经营目标有联系的,应将其纳入一体化经营。若专营权与发展战略和经营目标没有必然的关联性,一般也应充分利用,开展辅助经营,以创造利润。

(一) 资产整合的原则

可用性原则。考察并购后企业资产是否符合企业发展战略和

经营目标。可用的资产予以保留和整合，不可用的则予以剥离，以便把企业的资源配置到效益最佳的部门。

成本收益原则。考虑资产运营和使用所付出的成本与收益的大小。只有收益超过成本才是合理的。

协同一致原则。考虑资产在生产经营一体化、连续化过程中是否能与其他资产保持协同一致。

及时出售原则。是针对第一条原则中不可用的资产（包括有形资产和无形资产）而言，及时出售，以便回收部分资金，投资到生产经营中去，同时避免因这些资产的闲置损耗给企业带来损失。

（二）有形资产的整合

有形资产主要是固定资产和流动资产，其资产特点各异，所以有不同的处置方式。

（1）**固定资产。**固定资产包括建筑物、机器设备、运输设备、办公设备等。这些资产在企业的生产经营中可以长期使用，其价值逐渐转移到产品中去。这些资产的处置要区别它们的现行价值、使用寿命、技术特性、生产效率以及技术进步条件下被淘汰的可能性，在此基础上按照资产整合原则分别进行整合与分拆。

（2）**流动资产。**包括现金、有价证券、应收款项、存货等。现金的处置非常灵活。有价证券即企业短期投资如股票、债券等，这些资产流动性好，较易变为现金，是否转让主要看并购企业对资金的需求和股票、债券的市场价格。存货的处置要根据并购后企业的经营方向确定其是否有价值，有价值的要按并购企业的存货管理要求进行管理，部分暂时无用的可清点、盘存、入库，完全无用的应考虑转售，滞销品可折价出售以回笼资金，到期的应收款项应采用书面、电话、上门等方式催款，甚至付诸法律追索。

（三）无形资产的整合

无形资产主要包括专利权、特许经营权、商标权、专有技术、

土地使用权和商誉。无形资产是并购后较易被忽视的资产,虽然它们不具有实物形态,但它们作为企业资产的一部分对企业有很大的价值。所以,企业并购后应重视对无形资产的利用与整合。

(1) 专利权。是政府部门按法律规定批准给予发明者的专门特殊权利,专利持有人在一定时期内享有该项发明的独占权,任何需要该项发明的机构或个人必须征得持有人的同意并要支付专利转让费或使用费。对目标企业的专利权首先要确定它的价值、先进程度、剩余时间,然后根据企业的经营方向和发展战略决定保留还是转让。

(2) 特许经营权。又称专营权,企业可以凭此获得超额利润。由于企业控制权的变动,必须经过原授权人的同意才可继续拥有此项权利。在授权人同意的基础上,企业可视其是否与企业经营方向一致进行处理,与经营方向不一致的,应停止使用。特许经营收益大于经营成本的可以保留。

(3) 商标品牌权。目标企业的产品名称、字样、图形等商标,经登记后成为注册商标,为目标企业所独享。并购企业可根据商标在消费者心目中的形象、地位、该商标产品的市场占有率等因素考虑用与不用,不用的可放在一边或注销。

(4) 专有技术。是企业没有申请专利的先进或特有的工艺技术、设计方案、主要技术参数等。由于其具有特有的价值,大多数并购企业对该项无形资产予以保留,如与企业发展战略无关的,可到技术市场上转让。

(5) 土地使用权。在西方国家,企业所拥有的土地,一般划归固定资产。在我国,企业只拥有土地使用权,列为无形资产,它体现企业在一定期限内使用土地的法定权利。对目标企业的使用权,在考虑并购后企业的发展战略所需要的土地使用量、土地所处位置、土地的增值潜力等因素的前提下,可考虑保留还是转让。

(6) 商誉。商誉是企业整体价值和单项有形资产及可辨认无

形资产价值之间的差额，是企业赚取超额利润的能力。从其形成的来源看，商誉可分为固有商誉和外购商誉。固有商誉，亦称自创商誉，是指作为持续经营的企业，其价值高于其拥有的净资产公允价值部分。企业并购中形成的是外购商誉，即当并购一家企业时，并购企业所支付的并购成本大于目标企业可辨认有形资产的公允价值的差额就是商誉。并购后，商誉应予以摊销。

【案 例】

可口可乐的品牌整合

可口可乐公司在拥有了成功的品牌后，从 60 年代起，开始了大规模的品牌重组，利用可口可乐的品牌效应，展开了全方位品牌竞争。1960 年购进了密纽特梅德冷冻果汁公司，1961 年又购进了邓根食品公司（主要经营咖啡业）及其他一些企业，使可口可乐公司不仅单纯从事一些软饮料及其他食品的生产，而且还从事其他生产活动。例如，1970 年购进了化学溶液公司，从而开始水净化系统的业务；1977 年又购进了普莱斯托产品公司，增加了塑料薄膜等材料的生产业务；特别是 1977 年购进了泰勒酿酒公司后，公司业务突飞猛进，一跃而成为美国第五大酒商。在 70 年代，该公司陆续买进了各国许多家装瓶厂，为其产品行销全球奠定了稳定基础。

五、业务整合

（一）经营业务整合

不管并购企业以何种角色参与目标企业的经营管理，对目标企业的经营业务都有必要或多或少地进行调整。有的是一般的政策上的整合，有的则是对目标企业的战略业务的根本性转变。在并购实践中，并购后进行经营业务整合是十分普遍的，如

某产品生产线不符合并购后的整体发展需要，或并购双方企业的设备和生产线重复，需要归并等都是涉及经营业务的整合问题。在我国，由于亏损企业被并购的较多，企业往往亏损严重，所以一般要从产品入手进行整合，砍掉不赢利的产品线或品种，增加赢利产品线或品种的投入，调整企业产品结构，提高企业的赢利能力。为了充分发挥经营管理的协同作用，对目标企业的采购业务与销售业务也需进行整合，如集中采购或统一销售等。

（二）生产与技术整合

对于以密集型发展战略为主追求规模经济效益的企业来说，并购后的生产整合问题十分重要。生产整合指完全相同或相似产品在生产上的整合。如果并购双方在技术、生产设备、工艺流程及员工技术素质等方面具有相似性，则生产整合较容易进行。生产整合会使企业的生产组织得到优化，因而能产生直接的协同作用，给企业带来“并购增值”。

当前的世界经济竞争，说到底技术与人才的竞争。以往一家企业欲获得另一家企业的先进技术，主要通过购买专利或专有技术来实现。随着竞争的日趋激烈，新技术的获得并非轻而易举，所以越来越多的企业通过并购获得目标企业的控制权，从而掌握其先进技术。随着科学技术的不断进步，新技术、新工艺不断涌现，一个企业很难全面拥有这些先进技术，企业要想快速拥有和掌握这些新技术及人才，唯一的捷径就是通过并购，然后利用技术整合带动和提升企业的技术水平，提高经济效益。20世纪80年代以来，发达国家的许多并购就是围绕高新技术的获得而进行的，它也是跨国并购的主要动机。1987—1989年三年间，日本企业至少并购了美国高科技企业120多家。例如，日本生产磁带的TDK公司，集成电路生产技术一直难以提高，影响磁带质量的改进，在并购了美国硅系统公司后，把该公司制造特种集成电路的技术与本公司技术相整合，突破集成电路这一生产环

节，使产品质量和产量都得到迅速提高。

【案 例】

胶带股份的产品结构整合

上海胶带股份有限公司（下称胶带股份）在8年中连续成功并购了6家亏损企业，一跃成为一个跨行业、跨地区的稳步上升、颇具竞争实力的大型企业。他们摸索出来的经验就是从产品结构调整入手。

1995年7月对上海橡胶制品二厂实施兼并，分四步调整产品结构：第一步，将原制品二厂因质量与场地问题始终未得到大众公司认可的“桑带”并入特种胶带厂，投入资金，添置设备，按公司质保体系运转，新增产值500万元；第二步，随着国内建筑业的发展，制品二厂的防水卷材，前景较好，便将其迁到胶带公司下属的马陆输送带厂，生产能力扩充一倍；第三步，制品二厂的风扇带属市场热销产品，将其迁到公司下属的奉贤联营厂，并添置关键设备，加强管理，使其产量翻一番，产值达1000万元以上；第四步，将原制品二厂改建为上海胶带股份有限公司橡胶厂，主要生产军工产品、防毒面具和橡胶制品。

1999年在兼并华丰橡胶厂时又推出了产品结构调整的大动作。第一，将原华丰橡胶厂胶鞋产品转移到郊区联营企业，将上海胶带原全国质量第一的三角产品搬迁到华丰厂扩大生产，年产量增长一倍，重新夺回了产量全国第一的桂冠；第二，将用户需求的聚氨酯产品，迁进华丰厂扩大生产，实现产品升级换代；第三，将原生产地址改建成生产技术和附加值都很高的特种胶带厂。由于调整得当，兼并当年的利税比1998年增长了46%，上交利润冲抵原华丰厂亏损后，还比原两厂合计数提高了150万元。

市场总是机会和挑战并存，关键是要善于寻觅机会，珍惜机会，迎接挑战。胶带股份既从兼并华丰厂后获得了发展、壮大的

机会，也受到了来自行业内的挑战，而开展多元化经营则是企业生存、发展、分散经营风险的一项重大经营战略。1990 和 1991 两年，上海胶带股份赢得了两项跨行业发展的外资合作项目，碍于没有场地，于是毅然兼并由于中美有关协议的影响而被迫停产的上海分子筛厂和上海染化十四厂。利用原上海分子筛厂兴建了沪台合资福井胶带有限公司，生产 PVC 绝缘胶带，与国内建筑业、电器用具的发展配套。利用原染化十四厂兴建沪台合资福田塑料制品有限公司，生产塑料桶，改变国内液体原料铁桶装的局面，并利用该厂水资源生产矿泉水。兼并上海分子筛厂和上海染化十四厂的成功之举，不仅使上海胶带的固定资产增值近一倍，利税年平均增长 24.89%，更重要的是使上海胶带实施了跨行业的兼并，并向“一厂两制”迈出了可喜的一步。

六、人力资源整合

人是企业生产经营活动的主体，并购整合中的人员因素更是对并购的最终成败有着至关重要的影响。人力资源整合相对于其他生产要素的整合而言，涉及的问题既多又复杂，因此，必须以极为慎重的态度进行人力资源的整合。

(i) 高层管理人员的选择。选派具有专业管理才能、忠诚于并购企业的高层管理人员，是进行企业整合、提高经济效益的有效途径。高层管理人员选派不当会造成目标企业人才的流失、客户的减少、经营管理的混乱，影响并购整合的效果和最终并购目标的实现。如果是混合并购，并购企业对目标企业经营业务不熟悉，又找不到合适的高层管理人员，则应继续留用目标企业的高层管理人员。在麦肯锡公司的一项调查中发现，将近有 85% 的并购留用了并购前的经理人员。由于我国国有企业体制的特殊性，在高层管理人员的选派中企业受到政府部门的影响很大，加上企业家市场不完善等原因，一般来说，并购后留用高层管理人

员的情况比较多。留用原企业高层管理人员虽然有利于保持企业并购后经营管理的稳定性,但也存在着大量的问题,如并购企业的控制权不易完全实现,一些目标企业的高层管理人员在地方政府的支持下,不完全接受并购企业的领导,出现企业并购后两企业仍“貌合神离”的现象。因此,在并购整合中,一定要掌握目标企业的控制权,落实并购企业对目标企业享有的主要高层管理人员的任免权,选派合适的高层管理人员参与目标企业的经营管理。

(2) 对人才的安置。国外的研究表明,并购后很快离开的绝大部分是有技术、有管理能力和有经验的人才。一般来说,如果并购企业业绩佳、名声好,目标企业的人才能以成为其企业中的一员为荣,则自然愿意留下。此外,并购能为目标企业带来发展和繁荣的机遇也有助于留住人才。各国通常采取的挽留人才的措施有:提供更好的工作条件,增加工资,晋升,给高层管理人员“股票期权”和新增奖金、红利,等等。

(3) 对工人的安置。企业要利用并购整合的契机推行劳动人事等方面的改革。企业的各部门和生产体系应具有开放性,使各层次、各级员工都有竞争上岗的机会。我国企业的并购中,并购企业是在全部或大部分目标企业员工都留用的基础上进行人员调整的,这虽然给企业带来冗员压力,但同时又给企业提供了一个优化人力资源配置的机会。目标企业的员工在原有的生产经营中形成了必要的人力资本,有实际操作能力和经验,熟悉特定的工艺技术,尤其对于横向并购的企业来说,这些员工与已有的生产条件具有最大的兼容性,这将减少员工对整合的不适应性,节约新招员工所必需的教育培训费用,从而降低生产成本。

七、企业文化整合

企业文化是企业员工在生产经营活动和适应环境变化过程中形成的共同的价值观体系及其表现形式的总和,主要由企业最高

目标或宗旨、企业长期形成的共同价值观、作风和传统积习、行为规范及规章制度等构成，它既是企业管理的主要内容，又是高层次的管理模式。企业文化的形成都是长期性的，而且具有很强的独立性，不可复制。对于不同企业，由于企业制度、规模大小、所处行业、所在区域等的不同，决定了企业之间在经营思想、价值观念、工作风格、管理方式等方面存在差异。

（一）企业文化整合的特点

企业文化整合作为一项系统工程，区别于企业其他方面的整合，主要表现在时间上的长期性和操作上的层次性。

1. 企业文化整合的长期性

企业文化的整合，不是一蹴而就，而是长期交流、磨合的结果。如企业员工对企业的忠诚度是在企业员工多次“付出”与“回报”中建立的，企业的“团队精神”是在企业员工长期的协作中产生的。另外，由于文化具有绵延性特征，企业并购后，原有各企业的文化惯性依然会在企业中延续并存在，既有文化的滞留性决定了企业文化整合的长期性。

2. 企业文化整合的层次性

企业文化具有十分丰富的内涵，包括物质文化、制度文化和精神文化三个层次。物质文化是由企业员工创造的产品和各种物质设施等构成的文化，是一种以物质形态为主要研究对象的表层企业文化。企业的制度文化主要包括企业的领导体制、企业组织机构和企业管理制度等。企业的精神文化是相对于物质文化和制度文化而言，是一种更深层次的文化现象，在整个企业文化系统中，它处于核心的地位。正是由于企业文化内容上的层次性决定了整合的层次性。

（二）企业文化整合的内容

1. 物质文化整合

物质文化作为企业文化的物质基础，是企业制度文化和精神文化在物质上的反映。首先，企业并购必然涉及资产的重组、产权的变更，继之在物质上必然表现为企业结构的变更与调整、员工的增减、所生产产品甚至所处行业的变化，厂房、技术、设备的更新等企业基本有形资源的整合；其次，企业并购将导致企业用户群在一定范围或一定程度上的变更，为此并购企业在进行一系列产品与市场整合的同时，还将面临与用户交往过程中具体营销方式、服务方式、技巧和手段方面的整合；再次，并购带来企业主体——员工结构在数量上与质量上的变化，相应地对企业在工作条件、福利待遇、文化娱乐等方面提出新的要求，企业在以上这些方面所做的相关改进体现了企业物质文化的整合。与此同时，并购企业为了从综合实力上赢得竞争优势，往往要对企业的技术形象、企业形象、经营者形象等进行整合设计，以便给社会公众形成深刻的印象。

2. 制度文化整合

企业并购后，组织系统的变化自然引起企业规章制度的相应调整。首先，从企业内部管理群体与被管理群体之间的变化来看，随着企业结构的调整、员工职位的变化，企业管理体制及领导体制的调整与重新确立是客观必然；其次，从企业正式群体与非正式群体的变化来看，企业内组织结构的调整和员工岗位的变化，客观上造成了企业员工之间交往方式、生活方式、消费与娱乐方式、时尚习惯等的调整与变化，由此而形成企业员工行为规范的演变，这一过程就是企业制度文化整合的过程。

3. 精神文化整合

企业精神文化作为企业文化的核心内容，是企业文化的最高境界。企业并购后，其精神文化的整合构成了文化整合的重要组成部分。首先，由于文化差异性的存在，企业的并购运行过程，实质上就是并购各方价值准则、思维方式、企业理念再造整合的过程；其次，从经济环境的角度分析，如果不同企业所处的行业、

地域存在差异，则这些企业的管理行为、管理特征和管理模式将存在差异，因此，并购企业还将面临着融资观念、营销观念、盈亏观念等方面的整合；再次，从企业管理者的角度讲，并购企业最显著的变化之一就是企业领导者的相对变更，由于各人的领导风格各异，因此，并购企业的经营理念和管理哲学是在人员变动中获得调整，实现整合的；最后，从企业员工的角度讲，企业并购后，员工可能由于工作环境、管理方式的变化，而引起对企业忠诚度、奉献意识等观念的调整、再造，因此，对企业员工归属意识和主人意识上的思想整合是企业精神文化整合的又一重要内容。

（三）企业文化整合的策略

由于企业文化的复杂性、特殊性和多维性，而且由于每个企业都有着与其他企业不同的属于自身的企业文化，由此决定了文化的整合很难用一种统一和规范的方式进行，在操作中要讲究艺术，根据具体情况进行整合。

1. 吸纳式并购的企业文化整合

在吸纳式并购中，由于是并购企业将被并购企业纳入自己的体系，因此，在文化的整合方面表现出以并购企业的企业文化改造被并购企业的企业文化。海尔集团的并购案大多是如此。在海尔集团并购其他企业后，首先将本公司企业文化部门的人员派往被并购企业，向被并购企业灌输、植入海尔的企业文化和管理模式，使被并购企业了解、适应、直至自觉按照海尔的企业文化和管理模式思考和行动，与海尔集团真正融为一体。实践证明，正是由于采取了文化融合先行，在被并购企业中植入海尔的企业文化和管理模式，迅速改变被并购企业的文化状态，振奋精神，转变机制，在不增加或少增加物质投入的情况下，改变了被并购企业的落后面貌，实现了低成本扩张的目标，增加了海尔集团的市场竞争力。

但是，当一个企业并购另一个企业时，并不是简单地用自己的企业文化去替代另一个企业的企业文化，这是因为，不仅被并购企业的企业文化中也有合理的成分，而且文化之间的整合需要找到相互兼容的切入点，并需要时日。对一些并购案例的观察发现，在并购过程中，都有一个“赢得人心”的过程。在吸纳式的并购中，容易出现的问题是：①对被并购企业的企业文化全盘否定。并购企业往往会认为被并购企业的一切都会阻碍企业的发展，都应该由并购企业的企业文化来代替；②并购企业往往以“战胜者”的姿态进行文化整合。企业文化整合失败的一个重要原因，常常不是来自于文化冲突，而是并购企业姿态不当引起被并购企业的抵触心理，致使文化整合无法进行。如果并购企业认为自己是“救世主”，漠视被并购企业职工的利益和某些合理要求，很容易伤害他们的感情和自尊心，引起他们的反感和抵制，文化整合也就不能成功；③忽视被并购企业职工的感情接受程度。企业被并购后，职工往往会产生一种抗拒心理，特别是领导干部和老职工，眼看着自己辛辛苦苦付出劳动的企业一下子成了别人的，自己由“主人”成为“别人的打工仔”，对自己的未来感到迷茫，感情上更是无法接受，自然而然对企业的各项措施会采取不合作态度。

三九集团兼并雅安制药厂，以三九企业文化为基础，保留了雅安制药厂企业文化的优秀内容，很好地克服了以上的问题，成功地塑造了健康向上的雅安三九企业文化。三九集团并购雅安制药厂时，仅派两名人员进驻企业。在组建企业领导班子时，中层基本上保持不变，并且对原企业的技术人才高度重视，这些做法使得原企业的领导和职工消除顾虑，最终一致支持兼并。之后，根据企业的具体情况，逐步输入三九企业文化的核心内容。雅安三九企业文化的成功整合，使企业凝聚力得到加强，经济效益提高，避免了企业并购后可能出现的“两张皮”现象。

2. 联合式并购的企业文化整合

在联合式并购中，由于企业间实力相当，因而较难出现一种企业文化替代另一种企业文化的现象，也较难出现几种不同企业文化并存的局面，较多的是通过相互渗透式的融合，最终形成你中有我，我中有你的企业文化主体。在联合式并购的企业文化整合中，应注意以下方面的问题：①不争主次。在联合式并购的企业文化整合中，由于思想和行为的惯性，一般都不愿意改变自己熟悉、习惯了的行为模式和价值观念，都希望本企业的文化成为联合并购后的主体文化，这极易在交流一开始就形成双方在心理上、意识上的对立。主次之争的结果往往是“两败俱伤”，是企业文化整合中的大忌；②相互尊重。在任何文化中，尊重别人均被视为一种美德，它使交流双方愿意以积极、开放、信任的心态对待对方，减少防范和紧张，有利于双方的交流；③换位思考。在不同的文化背景下，不同的工作生活环境中，人们会产生特定的思想、感受、行为，而别人则很难体验。如果能够进行换位思考，设身处地地考虑别人的境遇，从而能够理解对方的思想和情感，那么双方的沟通就会变得相对顺畅；④求同存异。并购各方在长期不同的文化背景下工作和生活，不同文化对每个人都有深刻的影响，不能希望在短时间内就能相互了解、相互适应或达成共识。因此，双方的沟通应该是一个长期的过程，急于求成往往会激化矛盾，反而事倍功半。双方应有一个了解适应与磨合的过程，以减缓文化差异和冲突对企业经营管理带来的震荡。

【案 例】

文化先行：海尔集团对青岛红星电器公司的整合

青岛红星电器公司曾是我国三大洗衣机生产企业之一，作为一个老牌的洗衣机生产厂，其设备、技术及工人的熟练程度在当时都应是相当好的，但由于缺乏科学的管理和市场导向的生产经营模式，从1995年上半年开始，其经营状况每况愈下，资产负

债率高达 143.65%，资不抵债 1.33 亿元，前景堪忧。为了盘活国有资产和 3 500 多名职工的生计，1995 年 7 月 4 日，青岛市政府决定将青岛红星电器公司整体划归海尔集团。划归之初，海尔集团总裁张瑞敏便确定了一个思路，海尔的最大优势是无形资产，注入海尔的企业文化，以此来统一企业思想，重铸企业灵魂，以无形资产去盘活有形资产。在这一思想指导下，由海尔集团副总裁杨绵绵首先率海尔企业文化、资产管理、规划发展、资金调度和咨询认证五大中心的人员到红星电器公司，开始贯彻和实施“企业文化先行”的战略。“敬业报国，追求卓越”的海尔精神，开始植入并同化着红星电器公司的员工们。随后，张瑞敏又亲自到红星电器公司，向中层干部们讲述自己的经营心得，要求大家从我做起，从现在做起，从我出成果，从今天出成果，全方位地对每天、每人、每事进行清理、控制，做到日事日毕，日清日高，人人都管事，事事有人管。全新的海尔管理，使原红星电器公司的员工们受到震撼的同时开始振奋精神，敬业负责。在接管后的第三个月里，公司实现扭亏为盈，当年即实现利润约 170 万元。

当一个企业接管另一个企业时，面临着两种不同技术传统、管理传统、文化传统的冲突，从而面临着技术整合、管理整合与文化整合的任务。比较而言，技术整合与管理整合是直观的，对企业效率的影响是能够观察甚至计算的，而文化整合则不那么直观。既然文化作为一种无形资产会对企业效率产生影响，用并购企业的文化去替代或改造被并购企业的文化，就会带来企业效率的变化。虽然一个企业的账面资产是一定的，但不同的企业文化由于对企业内员工的激励和配置效果的不同，会导致对既定资产的利用效率的不同，从而同一账面资产会产生出不同的赢利水平，使企业的市场价值不同。在这里，企业文化对账面资产是一个乘数，由于不同企业的乘数不同，会导致对同一企业的价值判断的不同，这也就是为什么会发生企业并购的原因。

第十章 企业并购的制度保障

企业并购效应能否实现，除了注重企业内部并购后的整合外，一些影响企业并购活动的外部制度环境也起着不可低估的作用。规范和完善影响企业并购的外部因素，是企业并购得以健康发展并实现其效应的制度保障。

一、有效的政府定位

企业并购从本质上是企业的自主行为。在成熟的市场经济条件下，企业并购是企业在激烈的市场竞争中主动选择的一种企业发展战略，是企业追求价值最大化的一种正常的市场交易行为。若不涉及反托拉斯问题或反不正当竞争等法律问题，政府一般没有参与具体并购活动的必要，政府主要依照法律来规范并购行为，这是发达市场经济国家政府在企业并购中一般的、基本的定位。

现阶段我国企业并购的一大特点是政府扮演着重要角色，这是由我国政府集社会经济管理者与国有资产所有者于一身的特殊性所决定的，主要表现在：

第一，由于国有资产的所有者代表不明确，各级政府及其部门似乎都有充分的理由，以国有资产所有者的身份去推动和插手国有企业的并购活动，甚至由政府直接策划、干预乃至包办的企业并购，产生了诸如“拉郎配”、“杀富济贫”之类的问题。同时，对那些影响当地财政收入的跨地区、跨不同财政级次的企业

并购又采取反对或抵触的态度。由于这种由政府推动的企业并购活动不是企业在市场竞争中自觉、自主选择的结果，而必然渗透了许多政府作为国有资产所有者与管理者双重身份的复杂政策意图，使企业并购的效益目标大打折扣。

第二，现行的行业管理体制，政府行政管理职能、行业管理职能、资本所有者职能合一，对企业并购产生了两种截然不同的影响：一种情况是，企业出于自身发展的需要，愿意被并购，但主管部门出于自身利益的考虑，不愿意放弃对企业的控制权，不同意其他行业的企业并购本行业的企业；另一种情况是，政府主管部门出于政绩等方面的考虑，让一些优势企业并购那些扭亏无望、濒临破产的企业，而不管优势企业的发展战略、结构调整是否需要。这两种情况显然都不利于企业并购目标的实现。

第三，现行金融体制对企业并购缺乏有效的融资渠道。在发达市场经济国家，企业并购有许多融资渠道，包括金融贷款、发行企业债券、杠杆收购等。其中，金融机构贷款是企业并购的一个重要资金来源。目前，我国企业还无法通过直接借贷去并购其他企业，更谈不上杠杆收购。

在社会主义市场经济条件下，规范企业并购行为，制定有利于企业并购及优化资源配置的各种政策，也应当是政府的基本职责。从宏观上，政府应该从国有经济战略性改组及从根本上搞好国有经济的高度，来认识企业并购对于提高企业规模效益水平的特殊意义，而不应当作解决经济生活中暂时困难的权宜之计。在对企业并购进行规范的同时，政府应当创造条件，提供各种政策，积极推动企业并购，从战略高度对企业并购进行规范与引导；从微观上把握政府在企业并购中的功能，主要应该是：第一，培育市场主体，因为企业并购的市场化归根结蒂是靠市场主体的市场行为来达到的，对于一种具有市场特征的企业并购而言，最主要的无非是两点：一是并购主体要有发自内心的并购动因，二是并购主体有了并购动因后还要有并购的实力。所以，政

府应该培育一批具有管理优势、技术优势和品牌优势的大型企业集团，让它们成为市场主体自发进行并购活动。第二，从财税政策与行业管理政策调整入手，打破“条块分割”体制，为企业跨地区、跨行业并购创造体制条件。同时，进一步深化金融体制改革，完善企业并购的金融政策，积极鼓励那些有利于产业结构调整和产品结构调整的企业并购行为。

所以，从企业并购市场化发展的角度，政府的定位是引导、协调、监督、信息服务等。引导就是政府通过制定一系列经济政策，使企业并购朝着预定的资产存量、产业结构、产业组织调整的健康方向发展，发挥其在资源有效配置中的作用；协调就是政府有关部门应以协调仲裁机构的身份，对部门和地区之间的利益关系进行协调，调整企业并购过程中出现的种种矛盾和争议，促进企业并购的顺利进行；监督就是对于欺诈性并购、强制性并购以及违背企业发展总体规划的并购、损害国家和人民财产及权益的并购等行为，及时发现和制止，特别要加强对国有资产的监督，防止国有资产流失；信息服务就是政府应依靠并发挥信息资源的优势，定期或不定期向企业发布各种有关并购的信息，为企业之间牵线搭桥。

二、全面的市场建设

一个成熟的市场环境是企业并购市场化的另一个重要条件。企业并购作为一种市场行为，应该有一个竞争的、开放的企业交易的场所。企业并购离不开交易市场，无论是欲进行并购的企业，还是欲出让的企业，自行搜寻目标公司的难度很大，成本也高，而依靠产权交易市场的中介可以迅速地找到合适的目标。所以企业并购市场的建设也必不可少。

企业并购市场的建设涉及两个方面，一是产权交易市场，二是资本市场。

从产权交易市场看，目前我国的产权交易市场以产权交易中心的形式归属于各地政府，全国统一的产权交易市场体系尚未形成，企业并购无法形成跨地区的优势，资源优化配置无法在全国范围内进行，各地的企业并购都具有浓厚的地方主义色彩，并带有明显的地方保护主义，从而妨碍企业并购的进一步发展。因此，完善产权交易市场是一个紧迫的任务，但这又是一个渐进的过程。由于各地区各部门之间的具体情况差别很大，很难统一步调。因此，应该分步骤，有秩序地进行建设。首先可以从建立统一的信息网络着手，相互交流企业并购的各种信息和管理经验。然后根据形势发展的需要，在自愿平等基础上初步建立跨地区、跨行业的联合交易中心，最后当时机成熟时组建全国性的产权交易市场。

资本市场是指筹措中长期资本的市场，是中长期资本供给与需求的总和。在资本市场中，备受瞩目的是进行股权直接融资活动的证券市场，特别是股票市场，因为它为投资者提供了一个最具效率的资本进入和退出的渠道，也为上市公司之间的并购以及上市公司与非上市公司的并购提供了更为规范的舞台。发达市场经济国家的证券市场十分发达、规范，对于优化资源配置，推动企业并购发挥着十分重要的功能或作用。主要表现在以下几个方面：

第一，股份公司通过发行股票，企业资产证券化，使得证券市场成为资源配置的主要手段。企业利用证券市场获取资本稀缺资源，壮大资本规模，同时增强了资本的流动性，为企业并购提供了最简捷的手段，即股份并购，大大简化了企业并购活动。

第二，证券市场在很大程度上提高了企业配置资源或获得资本这种稀缺资源的公平性，也使资本能够流向那些产出效率高，能给股东带来更多回报的企业，从而有利于社会总产出最大化。

第三，股票作为虚拟资本商品在可流转意义上是均质的，各类股票无差别地在证券市场公开交易，为企业间利用证券市场进

行并购重组，在更大范围配置资本创造了条件。同时也使并购企业可以只收购目标企业产权的一部分，通过控股、参股形式实现对目标企业的控制，而无需购买目标企业的所有资产，可以减少融资压力，进而降低并购费用。

我们在回顾企业的演进史时指出，企业并购浪潮的大量兴起是在公司制企业制度建立之后，其主要原因在于股份公司提高了产权的流动性和分散性。然而我国现行上市公司的股份被人为地分割成国家股、法人股和社会公众股等多种性质的股份。国家股和法人股不能在二级市场上流通，从而使并购企业通过证券二级市场的并购缺乏现实保障，为证券市场的企业并购设置了重重障碍。这一问题不解决，证券市场和上市公司的规范化进程不可能彻底达到目标，上市公司并购和市场资源的优化配置就不可能真正得到实现。对这一问题的解决是一个长期而复杂的系统工程，至少与以下的改革密切相关：政府机构改革和职能的转换、国有资产管理体制的改革、现代企业制度改革、有关法规体系的建设和其他相关市场体系的完善。

三、规范的中介机构

企业并购要涉及许多资产、财务、政策、法律等方面的问题，是一项涉及面广、具有高度专业性的工作，需要有关专业化中介机构的密切配合。参与企业并购的中介机构通常有投资银行、并购经纪人与顾问公司、会计师事务所、资产评估事务所、律师事务所等。

会计师事务所及资产评估事务所在企业并购中提供审计、资产评估、财务、税务等方面的专业化服务。目前，我国的会计师事务所提供的服务还很单一，从将来发展的方向看，会计师事务所逐步要为企业并购提供全方位的咨询服务。

律师为有关并购的法律问题提供意见、草拟和审查各种法律

事务文书、参与并购协议或并购合同谈判、代理参加诉讼或仲裁等。律师参与企业并购活动，有利于保证企业并购程序、内容和结果的合法性与公正性。事实上，在西方国家，律师同投资银行家、注册会计师一样，是企业并购中不可缺少的角色。

投资银行在西方国家主要从事证券发行、承销、经纪、企业并购、资产管理及企业管理咨询等业务。投资银行作为资本市场上的一种高级形态的中介机构，在企业并购活动中起着十分重要的作用，他们在并购企业与目标企业之间牵线撮合，并从制定并购战略，选定、评估目标企业，并购融资策划，谈判交涉，并购支付，直至并购完成后的整合与分拆方案的制定等方面提供咨询服务。

中介机构在企业并购中具有特殊的作用，首先，借助于中介机构有利于降低企业并购的信息成本。在对目标企业进行选择以制定并购战略的过程中，各种专门为企业并购服务的中介机构，由于拥有专门的人才，采用规范的程序，使用特定的处理技术，运用长期经验，可以低成本为并购企业提供专业化的中介服务。其次，中介机构的中立、公正、客观，有利于促成并购双方协议的达成。最后，中介机构还可参与并购后的整合、管理等基础工作，有利于并购效应的实现。

在发达国家，中介机构数量众多、力量强大、诚信服务，有力地促进了企业并购的发展。我国的中介机构，无论在数量上还是在质量上，与发达国家相比都存在着一定的距离，尤其是中介机构的不规范运作，造成了很大的负面影响。我国资本市场上现存的会计、评估、法律等中介服务机构，从总体上说处于较低的水平。近年来“包装”上市、信息披露中出现的许多造假行为，在一定程度上与这类中介机构有关。在推荐企业上市时能够造假，在充当企业并购中介时当然也可能为一己私利而造假。近来，我国有关方面加强了对这类中介机构的监管工作，这是十分必要的。

在企业并购中，投资银行这一中介具有独特作用，主要扮演并购经纪人和财务顾问的角色，具体策划企业并购、确定公允价格、提供融资服务等。随着我国企业并购活动日趋频繁，对投资银行提供的并购中介服务需求不断增加，一批大的券商也纷纷设立投资银行部。但近年来，我国的投资银行机构都不同程度地卷入了过度投机，相当多的机构把精力主要放在二级市场的“炒作”与一级市场的“关系”运作上，对企业并购及相关的企业内部财务管理分析不多。如此一来，投资银行业势必走上邪路。正确引导和规范我国投资银行业务的发展方向，应做好以下工作：

首先，投资银行应有自己的业务特色。目前我国投资银行市场比较混乱，市场中介太多太杂，操作很不规范，许多证券和非证券机构都想从中牟取暴利，从而导致并购行为的异化。在业务方面，操作手法简单，模式单一，既不能体现并购主体的特色，也不能体现财务顾问的实力和特长，这不利于投资银行的长远发展，也不利于并购层次和效率的提高。投资银行要想在并购市场上发挥主导作用，就必须提高自身的业务素质，树立并购业务的特色。业务特色是市场定位的核心，投资银行除了精心设计好并购方案外，还应在融资安排、评估定价与并购整合等方面进行创新，将自己定位在一个比较高的水准之上。

其次，应加强并购业务专业人才的培养。企业并购专业性强，需要高智力投入和多种资源的支持，并购业务本身不仅需要系统地掌握和分析信息的能力，还需要高度发挥性的构思和创意，更需要设计出有效配置资源的方案，并调动和组合资源实施方案的能力。因此，专业人才的培养对投资银行并购业务的开展显得特别紧迫。

在今后相当长一段时期内，产业结构调整与整体搞活国有经济战略的客观需要和必然趋势，给投资银行的并购业务发展带来了广阔的空间。投资银行应从战略经营的高度去开拓并购业务，使我国的并购水平在更高层次和更具效率的平台上展开。

四、健全的社会保障

随着企业并购的市场化发展，以往传统体制下由低效率所形成的大量隐蔽性失业显性化，以往包容在企业中的大量冗员成为了企业并购中无法回避的外部约束。在市场经济条件下，企业作为独立的市场竞争主体与法人实体，按照利润最大化的原则来运营。企业进行资本积累，谋求技术进步，参与市场竞争，富余出来的劳动力必须从企业中剥离出去，这是企业并购必须跨越的一道障碍。如果冗员不能得到有效剥离，并购的规模与效益就不可能实现。显然，在企业并购的过程中，政府应该积极帮助企业卸下这些包袱，不能把本属于政府或社会的义务转嫁到企业。那么，如何安置下岗职工，除了大力发展劳动力市场外，关键就是要加快社会保障制度的建立健全，失业保险、养老保险基金等要强化社会统筹，实行国家、企业、个人共同负担。在国有经济从一般性行业和竞争性行业逐步退出的战略性调整中，可以用国有股变现、国有资产转让收入的一部分帮助原国有企业职工逐步建立社会保障基金。

五、完善的法律制度

企业并购涉及方方面面的利益相关者，能否处理好企业并购中国家、股东、债权人及职工等各方的利益，规范各方行为是衡量一国法律体系是否完善、健全的标志。企业并购的市场化要求有完善、有序的法律制度为保障。在西方国家中，对于企业并购已经有一套十分详尽、完整的法律体系予以规范。随着我国改革开放和市场经济的发展，人们对企业并购有了正确的认识，对其行为的立法也不断丰富和深化。形成了由《公司法》、《证券法》、《关于企业兼并的暂行办法》、《上市公司收购管理办法》等法律

法规组成的法律体系，为企业并购的公平、公开、公正进行提供了有力的法律保障。但也要看到，我国的法律体系还有待于进一步健全和完善。比如国有企业并购的产权主体问题、国有资本跨部门跨地区转移的问题、投资银行等中介机构在并购中的法律地位和行为规范问题、并购信息的披露问题、损害国有资本利益的法律责任问题、并购过程中资产和债务处理、税收安排、员工的社会保障问题，等等，仍需进一步得到法律法规支持和完善。

在立法指导思想上，既要规范企业并购行为，又要有利于企业并购的发展，规范行为的同时要给予必要的鼓励措施，以推动我国企业尤其是国有企业的战略性结构调整。政府立法主要加强以下内容：保护好债权人、出资者及职工利益；打破地域、行业、所有制及行政隶属关系的限制；对可能形成垄断、影响公平竞争的并购或关系到国计民生的行业的并购进行干预等。

参 考 文 献

- [1] 毕肖辉. 企业兼并的制度演化及其并存结构特征. 中国社会科学, 1998 年第 5 期, 第 118~127 页。
- [2] 蔡宁, 何先进. 中美企业兼并动机的比较及启示. 经济理论与经济管理, 2002 年第 4 期, 第 55~59 页。
- [3] 常修泽等著. 产权交易——理论与运作. 经济日报出版社, 1995 年。
- [4] 曹凤岐主编. 如何进行企业重组与并购. 北京大学出版社, 1999 年。
- [5] 曹凤岐. 上市公司资产重组与并购——六论社会主义条件下的股份制度. 北京大学学报 (哲学社会科学版), 1999 年第 1 期, 第 5~14 页。
- [6] 陈璐. 我国公司购并行为的成本—收益分析: 一个模型. 当代经济科学, 2000 年第 4 期, 第 22~27 页。
- [7] 陈维政等. 资产重组. 西南财经大学出版社, 1998 年。
- [8] 陈信元, 张田余. 资产重组的市场反应——1997 年沪市资产重组实证分析. 经济研究, 1999 年第 9 期, 47~55 页。
- [9] 陈郁编. 企业制度与市场组织——交易费用经济学文选. 上海三联书店, 上海人民出版社, 1998 年。
- [10] 陈元荧. 企业并购模式与成功的内部条件研究. 经济理论与经济管理, 1999 年第 4 期, 第 41~45 页。
- [11] 陈重著. 公司重组与管理整合. 企业管理出版社, 2001 年。
- [12] 程兆谦, 徐金发. 企业文化与购并研究. 外国经济与管理, 2001 年第 9 期, 第 13~18 页。
- [13] 窦洪权主编. 企业购并理论与实务. 企业管理出版社, 1994 年。
- [14] 范从来, 袁静. 成长性、成熟性和衰退性产业上市公司并购绩效的实证分析. 中国工业经济, 2002 年第 8 期, 第 65~72 页。
- [15] 方芳, 闫晓彤. 中国上市公司并购绩效与思考. 经济理论与经济管理, 2002 年第 8 期, 第 43~48 页。
- [16] 冯根福, 孙辰健. 我国上市公司“壳”资源利用绩效的实证研究. 财贸经济, 2001 年第 6 期, 第 53~60 页。

- [17] 冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究. 经济研究, 2001 年第 1 期, 第 54~68 页。
- [18] 冯子标. 企业间的经济技术关系与并购模式. 经济学家, 2001 年第 5 期, 第 17~21 页。
- [19] 傅贤治. 多元化经营与企业扩张方式的选择. 中国工业经济, 2001 年第 8 期, 第 71~75 页。
- [20] 干春晖著. 资源配置与企业兼并. 上海财经大学出版社, 1997 年。
- [21] 干春晖, 刘祥生著. 企业并购理论与实务. 立信会计出版社, 1999 年。
- [22] 干春晖. 企业兼并的产业组织理论评述. 经济学动态, 1999 年第 8 期。
- [23] 高波, 杨冰. 企业购并中地方政府行为分析. 经济理论与经济管理, 1999 年第 2 期, 第 1~5 页。
- [24] 高华宾. 我国上市公司的多角化经营研究. 财经科学, 2002 年第 2 期, 第 67~71 页。
- [25] 高见, 陈歆玮. 中国证券市场资产重组效应分析. 经济科学, 2000 年第 1 期, 第 66~77 页。
- [26] 龚维敬著. 企业兼并论. 复旦大学出版社, 1997 年。
- [27] 关敬如著. 产权置换、企业购并的理论与运行. 经济科学出版社, 1999 年。
- [28] 郭元晞著. 资本扩张: 聚变时代中权利的获得与利用. 西南财经大学出版社, 1998 年。
- [29] 国有资产管理局科研所课题组. 中国企业购并市场的发展及政策建议. 管理世界, 1997 年第 4 期, 第 83~92 页; 管理世界, 1997 年第 5 期, 第 145~153 页。
- [30] 何小锋, 王国强. 买壳上市的成本收益分析. 经济科学, 2000 年第 4 期, 第 45~50 页。
- [31] 洪银兴. 企业重组: 目标和路径. 经济学家, 1999 年第 1 期, 第 73~77 页。
- [32] 洪锡熙, 沈艺峰. 公司收购与目标公司股东收益的实证分析. 金融研究, 2001 年第 3 期, 第 26~33 页。
- [33] 黄泰岩, 王检贵. 企业规模是如何决定的. 中国经济问题, 2000 年第 4 期, 第 12~19 页。
- [34] 贾红睿, 陈宏民. 差异化产品厂商系列横向兼并. 预测, 2001 年第 3

- 期,第60~63页。
- [35] 贾中裕主编. 经济-管理-数学的结合与发展. 经济管理出版社, 2000年。
- [36] 金成晓,王锦功,张林华. 企业并购的类型与相应模型. 数量经济技术经济研究, 2001年第2期,第69~71页。
- [37] 靳天鹏著. 上市公司并购评析——中国股市收购兼并典型案例展望. 海天出版社, 1998年。
- [38] 鞠颂东,王东,李富强,张秋生著. 国有企业兼并重组:期望与偏差. 社会科学文献出版社, 2000年。
- [39] 剧锦文著. 国有企业:产业分布与产业重组. 社会科学文献出版社, 1999年。
- [40] 剧锦文. 国有企业产业重组的障碍与对策. 管理世界, 1998年第6期,第138~145页。
- [41] 雷霆,刘倩著. 现代企业经营决策——博弈论方法应用. 清华大学出版社, 1999年。
- [42] 李敬. 企业多角化经营的理论探索. 数量经济技术经济研究, 2001年第4期,第61~64页。
- [43] 李明著. 转型经济期的企业兼并. 中国财政经济出版社, 1998年。
- [44] 李明. 规模经济与非规模经济动机下的企业横向兼并分析. 中南财经大学学报, 1997年第2期,第69~72页。
- [45] 李振明. 中国股市财富效应的实证分析. 经济科学, 2001年第3期,第58~61页。
- [46] 梁国勇. 企业购并动机和购并行为研究. 经济研究, 1997年第8期,第40~46页。
- [47] 刘世锦,杨建龙,李建军. 企业重组中的多元化战略问题. 管理世界, 1999年第2期,第115~123页。
- [48] 刘文通著. 公司兼并收购论. 北京大学出版社, 1997年。
- [49] 刘焰,刘颖,邹珊刚. 论控制权与剩余索取权的分离对上市公司混合购并的影响. 经济评论, 2002年第2期,第16~22页。
- [50] 林凌. 企业重组理论与实务. 国家经贸委经济干部培训中心, 1997年,第189页。
- [51] 吕久琴. 购并创造价值的估测模式. 中国软科学, 2000年第9期,第56~58页。
- [52] 吕筱萍. 企业兼并有效性评价方法研究. 数量经济技术经济研究,

- 2001年第2期,第72~75页。
- [53] 姜静,黄渝祥,吕薇.威廉姆森的兼并福利权衡模型与启示.华东经济管理,2000年第5期,第7~8页。
- [54] 陆国庆.中国上市公司资产重组的产业效应分析.经济科学,2001年第1期,第27~34页。
- [55] 卢现祥著.西方新制度经济学.中国发展出版社,1996年。
- [56] 马建堂主笔.结构与行为——中国产业组织研究.中国人民大学出版社,1995年。
- [57] 孟宪昌著.企业扩张论.西南财经大学出版社,2001年。
- [58] 乔梁著.规模经济论.对外经济贸易大学出版社,2000年6月,第21页。
- [59] 任庆和,王化成.我国上市公司重组的问题及对策.经济理论与经济管理,2001年第8期,第40~44页。
- [60] 芮明杰著.中国企业兼并的理论与操作.上海人民出版社,1993年。
- [61] 上海证券交易所联合研究计划课题报告.沪深股票市场公司重组绩效实证研究.中国证券报,2001年1月9日第15版。
- [62] 邵东亚.上市公司收购:动因、效率与机制优化.中国工业经济,2000年第11期,第47~53页。
- [63] 盛洪主编.最新中国企业并购经典案例.中国轻工业出版社,1999年。
- [64] 宋宁著.存量资源的再配置——中国经济面临的新课题.云南人民出版社,1992年。
- [65] 孙辰健.上市公司“壳”资源交易价格的理论分析.当代经济科学,2001年第5期,第44~48页。
- [66] 孙福全著.企业兼并与破产.中国经济出版社,1995年。
- [67] 孙耀唯著.企业并购谋略.中华工商联合出版社,1997年。
- [68] 孙艺林,何学杰著.上市公司资产重组绩效分析.中华工商联合出版社,2001年。
- [69] 谭秋成.乡镇企业中经营者持大股:特征及解释.经济研究,1999年第4期。
- [70] 王凤荣.论企业并购中的“低成本”问题.南开经济研究,2000年第2期,第7~12页。
- [71] 王国生.经济全球化下企业并购问题讨论综述.经济理论与经济管理,2002年第5期,第76~80页。

- [72] 王检贵. 从规模优势到竞争优势: 我国企业重组战略. 上海经济研究, 1999 年第 5 期, 第 16~21 页。
- [73] 王韬光等. 企业兼并. 上海人民出版社, 1995 年。
- [74] 王巍主编. 中国并购报告 (2002). 华夏出版社, 2002 年。
- [75] 王巍, 康荣平主编. 中国并购报告 (2001). 中国物资出版社, 2001 年。
- [76] 王巍, 李曙光等著. MBO 管理者收购——从经理到股东. 中国人民大学出版社, 1999 年。
- [77] 王文立等著. 企业重组导论. 中国经济出版社, 1996 年。
- [78] 王新驰. 管理者收购的经济学解析及其对中国企业改革的意义. 管理世界, 2001 年第 6 期, 第 148~154 页。
- [79] 王学仁编著. 经济学中的统计方法. 科学出版社, 2000 年。
- [80] 王一著. 企业并购. 上海财经大学出版社, 2001 年。
- [81] 王一著. 企业并购理论及其在中国的应用. 复旦大学出版社, 2000 年。
- [82] 魏成龙著. 企业产权交易与重组——提高中国企业并购绩效的路径分析. 中国经济出版社, 2003 年。
- [83] 魏冬. 西方企业购并理论综述. 经济学动态, 1997 年第 3 期, 第 67~70 页。
- [84] 温元凯主编. 资产重组案例——来自中国千家上市公司的报告. 经济日报出版社, 2000 年。
- [85] 吴敬琏等著. 国有经济的战略性改组. 中国发展出版社, 1998 年。
- [86] 吴世农. 中国证券市场的效率分析. 经济研究, 1996 年第 4 期。
- [87] 武一. 企业兼并与市场结构问题浅析. 中国社会科学院研究生院学报, 2000 年第 3 期, 第 21~23 页。
- [88] 谢敏, 魏许莲, 周锋. 股份制公司兼并中补偿机制的非完全性问题的研究. 当代经济科学, 2001 年第 7 期, 第 49~52 页。
- [89] 谢识予编著. 经济博弈论. 复旦大学出版社, 1997 年。
- [90] 谢识予著. 纳什均衡论. 上海财经大学出版社, 1999 年。
- [91] 谢峻峰. 企业均衡: 生产成本与交易成本共同作用的结果. 财经科学, 2002 年第 3 期, 第 88~91 页。
- [92] 徐国祥主编. 统计预测和决策. 上海财经大学出版社, 1998 年。
- [93] 徐金发. “康凤购并” 风波及启示. 浙江经济, 1997 年第 7 期, 第 23~25 页。

- [94] 徐金发,程兆谦.企业购并的情景主义分析.南开管理评论,2002年第2期,第27~29页。
- [95] 徐学民,汪涛,徐金发.企业兼并整合管理的实证研究及启示——评GE Capital成功的兼并整合管理.中国软科学,2000年第3期,第73~75页。
- [96] 许子枋著.企业兼并风险研究.湖南人民出版社,2000年。
- [97] 殷醒民著.企业购并的金融经济学解释.上海财经大学出版社,1999年。
- [98] 尹义省著.适度多角化—企业成长与业务重组.北京,生活·读书·新知三联书店,1999年,54页。
- [99] 余光.企业购并的动因模型和防御动因假说.数量经济技术经济研究,2000年第9期,第35~38页。
- [100] 余光,杨荣.企业购并股价效应的理论分析和实证分析.当代财经,2000年第7期,第70~74页。
- [101] 杨蕙馨著.企业的进入退出与产业组织政策.上海三联书店,上海人民出版社,2000年6月,第76页。
- [102] 张德亮.企业并购的收益分析模型.统计与决策,2001年第5期。
- [103] 张德亮,和丕禅.信息不对称下企业兼并的交易价格模型.科学与科学技术管理,2002年第7期,第8~11页。
- [104] 张德亮,和丕禅.企业并购动因的一种理论解析.经济管理,2002年第10期,第20~24页。
- [105] 张德亮,和丕禅.管理层收购及其对我国乡镇企业改制的启示.中国人民大学复印报刊资料,乡镇企业、民营经济,2002年第6期。原载:新疆农垦经济,2002年第2期。
- [106] 张德亮,和丕禅,朱磊.管理层收购(MBO)及其我国的实践.中国人民大学复印报刊资料,工业企业管理,2002年第12期。原载:上海经济研究,2002年第8期。
- [107] 张德平.中国上市公司并购的经营业绩实证研究.中国软科学,2002年第7期,第34~38页。
- [108] 张军著.现代产权经济学.上海三联书店,上海人民出版社,1995年。
- [109] 张军,陈宏民,黄小瑞.企业兼并与产品定价策略.系统工程理论与实践,2000年第4期,第42~47页。
- [110] 张寿,于清文编著.计量经济学.上海交通大学出版社,1984年。

- [111] 张学毅. 关于资产重组上市公司业绩成长性的统计分析. 中国人民大学复印报刊资料, 投资与证券, 2001 年第 9 期, 第 37~41 页。
- [112] 张训苏著. 企业重组中资产价值化管理研究. 上海财经大学出版社, 1998 年。
- [113] 张维迎著. 博弈论与信息经济学. 上海三联书店, 上海人民出版社, 1999 年。
- [114] 张维迎著. 企业的企业家——契约理论. 上海三联书店, 1999 年。
- [115] 张维迎. 控制权损失的不可补偿性与国有企业兼并中的产权障碍. 经济研究, 1998 年第 7 期, 第 3~14 页。
- [116] 赵勇, 朱武祥. 上市公司兼并收购可预测性. 经济研究, 2000 年第 4 期, 第 19~25 页。
- [117] 赵宇龙, 易琮. 对我国各行业未来成长能力的实证考察: 一种市场视角. 经济研究, 1999 年第 6 期。
- [118] 钟蓉萨, 顾岚著. 中国股票市场实证统计分析. 中国财政经济出版社, 1999 年。
- [119] 中国人民大学经济研究报告课题组. 推进企业兼并加快国有企业改革步伐. 经济理论与经济管理, 1997 年第 6 期, 第 12~17 页。
- [120] 周枫. 公司收购与反收购战略的博弈理论分析. 外国经济与管理, 1997 年第 1 期, 第 30~34 页。
- [121] 周琳, 张秋生. 股票并购中目标企业估价的研究及换股比率的确 定. 数量经济技术经济研究, 2001 年第 2 期, 第 66~68 页。
- [122] 周隆斌. 企业并购中的财富效应分析. 财经科学, 2001 年第 5 期, 第 21~25 页。
- [123] 周文豪. 企业: 生产成本与交易成本的统一. 财经科学, 2001 年第 5 期, 第 6~9 页。
- [124] 周小知著. 兼并收购与企业扩张. 中国劳动出版社, 1999 年。
- [125] 朱江鸿. 我国企业并购的成功经验. 企业经济, 1999 年第 11 期, 第 55~57 页。
- [126] 朱筠笙. 买壳上市、接管威胁与上市公司亏损. 中国社会科学院研究生院学报, 2001 年第 1 期, 第 54~58 页。
- [127] 朱志刚著. 资产流动与产权重组. 经济科学出版社, 1995 年。
- [128] 邹亚生著. 企业兼并操作指导. 经济管理出版社, 1999 年。
- [129] 阿尔钦 (Alchian) 和德姆塞茨 (H. Demsetz) 著. 生产、信息成本和经济组织 (1972). 载于陈郁编, 财产权利与制度变迁——产权学派

- 与新制度经济学译文集, 上海三联书店, 1994 年。
- [130] 奥利弗·E·威廉姆森著. 反托拉斯经济学——兼并、协约和策略行为. 经济科学出版社, 1999 年。
- [131] 丹尼斯·卡尔顿和杰弗里·佩罗夫著. 现代产业组织. 上海三联书店, 1998 年。
- [132] J·弗雷德·威斯通等著. 兼并、重组与公司控制. 经济科学出版社, 1998 年。
- [133] 哈罗德·孔茨, 西里尔·奥唐奈. 管理学. 贵州人民出版社, 1982 年。
- [134] 迈克尔·波特著. 竞争优势. 中国财政经济出版社, 1997 年。
- [135] 罗纳德·H·科斯 (Ronald H. Coase) 著. 企业、市场和法律. 上海三联书店, 1990 年。
- [136] 罗伯特·S·平狄克 丹尼尔·L·鲁宾费尔德. 计量经济模型与经济预测 (第四版). 机械工业出版社, 1999 年。
- [137] 乔治·J·斯蒂格勒著. 产业组织与政府管制. 上海三联出版社, 1989 年。
- [138] P.S. 萨德沙纳姆著. 兼并与收购. 中信出版社, 1998 年。
- [139] 斯蒂芬·P·罗宾斯著. 组织行为学. 中国人民大学出版社, 1999 年。
- [140] 泰勒尔著. 产业组织理论. 中国人民大学出版社, 1997 年。
- [141] 威廉姆森. 交易费用经济学: 契约关系的规制. 载于陈郁编, 企业制度与市场组织——交易费用经济学文选, 上海三联书店, 1998 年。
- [142] 威廉姆森. 生产的纵向一体化: 市场失灵的考察. 载于陈郁编, 企业制度与市场组织——交易费用经济学文选, 上海三联书店, 1998 年。
- [143] 亚当·斯密. 国民财富的性质和原因的研究 (上卷). 商务印书馆, 1974 年, 第 8 页。
- [144] [日] 植草益著. 微观规制经济学. 中国发展出版社, 1992 年, 第 43 页。
- [145] Agrawal A., J.F. Jaffe and G.N. Mandelker, “The Post – Merger Performance of Acquiring Firms : A Re – Examination of an Anomaly”, Journal of Finance, Vol.47 (1992), pp1650~1621.
- [146] Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, “Value Maximization and the Acquisition Process”, The Journal of Economic Perspectives, Vol.2

- (1988), pp7~20.
- [147] Anup Agrawal, Jeffrey F. Jeffer, and Gershon N. Mandelker, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms : A Reexamination of an Anomaly", *Journal of Finance*, Vol.47 (1992) .
- [148] Asquith P. , "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns", *Journal of Financial Economics* Vol.11 (1983) , pp51~83.
- [149] Asquith P. and D. Mullins, "Equity Issues and Offering Dilution", *Journal of Financial Economics*, Vol.15 (1986) , pp61~89.
- [150] Asquith P. and E. H. Kim, "The Impact of Merger Bids on the Participating Firms, Security Holders", *Journal of Finance*, Vol.37 (1982) , pp1209~1228.
- [151] Asquith P. , R. F. Bruner and D. W. Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Merger", *Journal of Financial Economics*, Vol.11 (1983) , pp121~139.
- [152] Barber B. M. and J. D. Lyon, "Detecting Long - Run Abnormal Stock Returns : The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, Vol.43 (1997) , pp341~372.
- [153] Berkovitch E. and M. P. Narayanan, "Motives for Takeovers : An Empirical Investigation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.28 (1993) , pp347~362.
- [154] Bhagat S. , James Brickley and Uri Lowenstein, "The Pricing Effects of Inter - Firm Cash Tender Offers", *Journal of Finance*, Vol.42 (1987) , pp965~986.
- [155] Bhidé A. , "The Causes and Consequences of Hostile Takeovers", *Journal of Applied Corporate Finance* (Summer 1989) .
- [156] Black Bernard S. , "Bidder Overpayment in Takeovers", *Stanford Law Review*, Vol.41 (1981) , pp597~660.
- [157] Borg J. R. , M. O. Borg and J. D. Leeth, "The Success of Merger in the 1920s : A Stock Market Appraisal of the Second Merger Wave", *International Journal of Industrial Organization*, Vol.7 (1989) , pp117~131.
- [158] Bradley M. , "Interfirm Tender offers and the Markets for Corporate Control", *Journal of Business*, Vol.53 (1980) , pp345~376.
- [159] Bradley M, Anand Desai and E. Han Kim, "The Rationale behind Inter-firm Tender Offers : Information or Synergy ?", *Journal of Financial E-*

- economics, Vol.11 (1983), pp183~206.
- [160] Bradley M, Anand Desai and E.Han Kim, “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Decision between the Stockholders of Target and Acquiring Firms”, Journal of Financial Economics, Vol.21 (1988), pp3~40.
- [161] Brown D., “The Construction of Tender offers :Capital Gains Taxes and the Free Rider Problem”, Journal of Business, Vol.61 (1988), pp183~196.
- [162] Brown D.and Michael D.Ryngaert, “The Mode of Acquisition in Takeovers : Taxes and Asymmetric Information”, The Journal of Finance, Vol.46 (1991), pp653~669.
- [163] Bruner R., “The Use Excess Cash and Debt Capacity as a Motive for Merger”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.23 (1988), pp199~217.
- [164] Carleton W., D.Guilkey, R.Harris and J.Stewart, “An Empirical Analysis of the Role of the Medium of Exchange in Mergers”, Journal of Finance, Vol.38 (1983), pp813~827.
- [165] Davies S.W.and Morris C., “A new index of vertical integration :Some estimates for UK manufacturing”, International Journal of Industrial Organization, Vol.13 (1995) Issue 2.
- [166] De Angelo, Harry, Linda De Angelo and Edward M.Rice, “Going Private :Minority Freeze-outs and Stockholder Wealth”, Journal of Law and Economics, October 1984, pp367~402.
- [167] Demsetz Harold, “Why Regulate Utilities”, Journal of Law and Economics, Vol.11 (1968), pp55~65.
- [168] Demsetz Harold, “Industry Structure, Market Rivalry and Public Policy”, Journal of Law and Economics, Vol.16 (1973), pp1~9.
- [169] Dennis, Debra K.and John J.McConnell, “Corporate Merges and Security Returns”, Journal of Financial Economics, Vol.16 (1986), pp143~187.
- [170] Dodd P., “Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth”, Journal of Financial Economics, Vol.8 (1980), pp105~137.
- [171] Dodd P.and R.Ruback, “Tender offers and Stockholders Returns :An Empirical Analysis”, Journal of Financial Economics, Vol.5 (1977),

- pp351~373.
- [172] Easterbrook F.H. and Gregg A. Jarrell, “Do Target Gains from Defeating Tender Offers?”, *New York University Law Review*, Vol.59 (1984), pp277~299.
- [173] Eger C.E., “An Empirical Test of the Redistribution Effect in Pure Exchange Mergers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.18 (December1983), pp547~572.
- [174] Elgers P.T. and J.J.Clark, “Merger Types and Shareholder Returns : Additional Evidence”, *Financial Management*, Vol.9 (1980), pp66~72.
- [175] Fan and Joseph P.H., “Price uncertainty and vertical integration : an examination of petrochemical firms”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.6 (2000), pp345~376.
- [176] Fama E.F. and M.C.Jensen, “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, Vol.26 (1983), pp301~325.
- [177] Fama E.F., “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, Vol.88 (1980), pp288~307.
- [178] Firth M., “Takeovers, Shareholder Returns and the Theory of Firm”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.94 (1980), pp235~260.
- [179] Fishman M., “Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol.44 (1989), pp41~58.
- [180] Franks J. and R.Harris and Sheridan Titman, “The Post – Merger Shave Price Performance of Acquiring Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol.29 (1991), pp81~96.
- [181] Franks J. and R.Harris, “Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers : the UK Experience 1955—1985”, *Journal of Financial Economics*, Vol.23 (1989), pp225~249.
- [182] Fraumeni Barbara M. and Dale W.Jorgenson, “Rates of Return by Industrial Sector in the United States : 1948—1976”, *American Economic Review*, Vol.70 (1980), pp326~330.
- [183] Giammarino, Ronald M. and Heinkel R.L., “A Model of Dynamic Takeover Behavior”, *Journal of Finance*, Vol.41 (1986), pp465~480.
- [184] Gregg A. Jarrell, James A. Brickley and Jeffry M. Netter, “The Market for Corporate Control : The Empirical Evidence Since 1980”, *The Journal*

- of Economic Perspectives, Vol.2 (1988), pp49~68.
- [185] Gregor Andrade, Mark Mitchell and Erik Stafford, "New Evidence and Perspectives on Mergers", The Journal of Economic Perspectives, Vol.15 (2001), pp103~120.
- [186] Hansen R., "A Theory of the Medium of Exchange in Merger and Acquisitions", Journal of Business, Vol.60 (1987), pp75~96.
- [187] Harris.R.and Ravenscraft D., "The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment : Evidence from the US Stock Market", Journal of Finance, Vol.46 (1991), pp825~844.
- [188] Helen M.Bowers, Norman H.Moore and K.S.Maurice TSE, "Signaling, Financial Slack and Corporate Acquisitions", Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol.15 (2000), pp195~216.
- [189] Hite G.and James E.Owers, "Security Price Reactions around Corporate Spin-off Announcements", Journal of Financial Economics, Vol.12 (1983), pp409~436.
- [190] Huang Y.and R.A.Walkling, "Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements : Payment, Acquisition Form and Managerial Resistance", Journal of Financial Economics, Vol.19 (1987), pp329~349.
- [191] Hubbard R.G.and D.Palia, "A Re-Examination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s : A Internal Capital Markets View", Journal of Finance, Vol.54 (1999), pp1131~1152.
- [192] James D.Parrino and Rorberts S.Harris, "Takeovers, Management Replacement and Post-Acquisition Operating Performance : Some Evidence from the 1980s", Journal of Applied Corporate Finance, (1999) .
- [193] Jarrell G.A.and M.Bradley, "The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers", Journal of Law and Economics, (1980), pp371~407.
- [194] Jarrell G.A.and A.B.Poulsen, "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers : Evidence from Three Decades", Financial Management, (Autumn 1989), pp12~19.
- [195] Jarrell G.A., J.A.Brickley and J.M.Netter, "The Market for Corporate Control : The Empirical Evidence since 1980", Journal of Economic Perspectives, Vol.2 (1988), pp49~68.

企业并购及其效应研究

- [196] Jensen M.C, “Takeovers : Their Causes and Consequences”, The Journal of Economic Perspectives, Vol.2 (1988) , pp21~48.
- [197] Jensen M.C, “Discussion on LBO Conference”, Journal of Applied Corporate finance, 1990 (summer) , pp6~37.
- [198] Jensen M.C, “Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers ”, American Economic Review, Vol.76 (May 1986) , pp323~329.
- [199] Jensen M.C, “The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control System”, Journal of Finance, Vol.48 (July1993) , pp831~880.
- [200] Jensen M.C and W.Meckling, “Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics, Vol.3 (1976) , pp305~360.
- [201] Jensen M.C and R.S.Ruback, “The Market for Corporate Control : the Scientific Evidence”, Journal of Financial Economics, Vol.11 (1983) , pp5~50.
- [202] John D.Leeth and J.Rody Borg, “The Impact of Takeover on Shareholder Wealth during the 1920s Merger Wave”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.35 (June 2000) , pp217~238.
- [203] Kaplan S. , “The Effects of Management Buyouts on Performance and Value”, Journal of Financial Economics, Vol.24 (1989) , pp217~254.
- [204] Kenneth J.Martin and John J.Mcconnell, “Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover”, Journal of Finance, Vol.46 (1991) , pp671~687.
- [205] Klein, “Vertical integration as organizational ownership : the fisher body-general motors relationship revisited”, Journal of Law Economics and Organization, Vol.4 (1988) , pp199~213.
- [206] Klein, “The Timing and Substance of Divestiture Announcements : Individual, Simultaneous and Cumulative Effects”, Journal of Finance, Vol.41 (1986) , pp685~697.
- [207] Lang, L.H.P, R.M.Stulz and R.A.Walking, “Managerial Performance, Tobin’s q, and the Gains from Successful Tender Offers”, Journal of Financial Economics, Vol.24 (1989) , pp137~154.
- [208] Limmack R, “Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects :

- 1977—1986”, *Accounting and Business Research*, Vol.21 (1991), pp239~251.
- [209] Loughran T. and Anand M. Vijh, “Do Long-term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol.52 (December 1997), pp1765~1790.
- [210] Lyon J.D.Barber B.M. and Tsai C., “Improved Methods for Tests of Long – Run Abnormal Stock Returns”, *Journal of Finance*, Vol.54 (December 1999), pp165~190.
- [211] Maddigan, R.J, “The measurement of vertical integration”, *Review of Economics and Statistics*, Vol.63 (1981), 328~335.
- [212] Malatesta P.H., “The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol.11 (1983), pp155~181.
- [213] Martin K., “The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities and Management Ownership”, *Journal of Finance*, Vol.52 (1996), pp1227~1246.
- [214] Martin K. and John McConnell, “Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover”, *Journal of Finance*, Vol.46 (1991), pp671~681.
- [215] McGahan, Anita M, “The Performance of US Corporations : 1981—1994”, *The Journal of Industrial Economics*, Vol.4 (1999), pp373~389.
- [216] Meeks G, “Disappointing Marriage : A Study of the Gains from Merger”, Cambridge University Press, 1977.
- [217] Melicher R.W.J, Ledolter and L.D.Antonio, “A Time Series Analysis of Aggregate Merger Activity”, *Review of Economics and Statistics*, Vol.65 (August 1983), pp423~430.
- [218] Micheal Bradley, Anand Desai and E.Han Kim, “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol.21 (1988), pp3~40.
- [219] Mike Burkart, “Overbidding in Takeover Contests”, *Journal of Finance*, Vol.50 (1995), pp1491~1515.
- [220] Mike Burkart, Denis Gromb and Fausto Panunzi, “Why Higher

- Takeover Premium Protect Minority Shareholders”, Journal of Political Economy, Vol.106 (1998), pp205~228.
- [221] Mikkelsen Wayne H.and Partch M.Megan, “The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover”, Journal of Financial Economics, Vol.44 (1997), pp3~40.
- [222] Moon H.Song and Ralph A.Walkling, “Abnormal Returns to Rivals of Acquisition Targets : A Test of the ‘Acquisition Probability Hypothesis’”, Journal of Financial Economics, Vol.55 (2001), pp143~171.
- [223] Myers S.and N.Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors do not have”, Journal of Financial Economics, Vol.13 (1984), pp187~221.
- [224] Ninon Kohers and James Ang, “Earnouts in Mergers : Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay”, Journal of Business, Vol.73 (2000), pp 445~476.
- [225] Prescott E.C.and M.Visscher, “Organization Capital”, Journal of Political Economy, Vol.88 (1980), pp446~461.
- [226] Roll Richard, “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, Journal of Business, Vol.59 (April 1986), pp197~216.
- [227] Sanford J.Grossman and Oliver D.Hart, “The costs and Benefits of Ownership : A Theory of Vertical and Lateral Integration”, Journal of Political Economy, Vol.94 (1986), pp691~719.
- [228] Sanford J.Grossman and Oliver D.Hart, “The Allocational Role of Takeover Bids in Situations of Asymmetric Information”, Journal of Finance, Vol.36 (1981), pp253~270.
- [229] Sanjai Bhagat, James A.Brickley and Uri Loewenstein, “The Pricing Effects of Interfirm Cash Tender Offers”, Journal of Finance, Vol.42 (1987), pp965~986.
- [230] Scherer F.M, “Corporate Takeovers : The Efficiency Arguments”, The Journal of Economic Perspectives, Vol.2 (1988), pp69~82.
- [231] Schwert G.W. “Markup Pricing in Mergers and Acquisitions”, Journal of Financial Economics, Vol.41 (1996), pp153~192.
- [232] Sherwin Rosen, “Learning by Experience as Joint Production”, Quarterly Journal of Economics, August (1972), pp366~382.
- [233] Smith A., “Corporate Ownership Structure and Performance : The Case

- of Management Buyouts”, Journal of Financial Economics, Vol.27 (September1990), pp143~164.
- [234] Smith R. and J. Kim, “The Combined Effect of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Stock Returns”, Journal of Business, Vol.67 (1994), pp281~310.
- [235] Stuckey J., “Vertical Integration and Joint Ventures in the Aluminum Industry”, Harvard University Press, Cambridge, 1983.
- [236] Sudarsanam P.S, P.Holl and A.Salami, “Shareholder Wealth Gains in Mergers : Empirical Test of the Synergy and Agency Effects”, Conference Paper in the Midwest Finance Association, USA, April 1993.
- [237] Travlos N., “Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms’ Stock Returns”, Journal of Finance, Vol.42 (1987), pp 943~963.
- [238] Wansley J.W., W.R.Lane and H.C.Yang, “Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisitions and Method of Payment”, Financial Management, Vol.12 (1983), pp16~22.
- [239] Weston J.F, K.S.Chung and S.E.Hoag, “Mergers, Restructuring and Corporate Control”, Published by Prentice Hall Inc.1996.
- [240] William G.Schwert, “Markup Pricing in Mergers and Acquisitions”, Journal of Financial Economics, Vol.41 (1996), pp153~192.
- [241] Williamson, O.E., “Transaction Cost Economies : The Governance of Contractual Relations”, Journal of Law and Economics, Vol.22 (1979), 233~261.

后 记

本专著是在博士学位论文的基础上修改而成。在此，首先感谢我的恩师和不禅教授。和先生严谨的治学态度、科学踏实的工作作风、孜孜不倦的求知精神，使我获益匪浅。另外还要感谢浙江大学管理学院的黄祖辉教授、林坚教授、袁飞教授、蒋振声教授、卫龙宝教授、陆文聪教授、宝贡敏教授、杨万江教授、柴彭颐教授、张忠根教授等的帮助和指导，在此深表谢意。

我要特别感谢史清华教授的关心和帮助，他科学踏实、忘我工作的精神感染了我，同时，在本书的调研和写作中，还得到了史清华博士主持的国家自然科学基金的资助。

好友杨锐博士、田存志博士在文献资料查阅和数据资料收集过程中，给予了鼎力相助。原浙江国际信托投资公司证券营业部叶新江副总经理、史正华先生也对该书的结构设计提出了许多有益的建议，使我从中颇受启发。

在该书的写作中，还得到了师兄张哲博士、刘缉川博士、朱磊博士、史玉伟博士、彭伏期博士、战明华博士的帮助。另外，在与程言清博士生、刘德弟博士生、周霞博士生、周英章博士、张昱博士生、朱心来博士生、孙捷博士生、王满四博士生、许莹博士生、张金艳博士生、王春晓博士生、彭熠博士生、李勇博士生、姚耀军博士生等的学术交流中，也使自己思路开阔，多受启发。

最后，感谢我的妻子唐世芳，是她的鼓励，我才有信心攻读博士学位，是她的支持，我才能专心自己的研究，顺利获得博士学位。另外还要特别表示感激的是我的岳母，她对我的女儿所给

予的关爱和照顾，使我得以安心研究。父母及家人的爱，是我能一步一步走到今天的精神支柱。

张德亮

2004 年 6 月