

金融发展与开放研究丛书

李路 著

中国上市公司兼并与 收购研究

The Study of Chinese
Listed Companies
Mergers and Acquisitions

上海人民出版社

■ 金融发展与开放研究丛书

李路 著

中国上市公司兼并与 收购研究

The Study of Chinese
Listed Companies
Mergers and Acquisitions

■ 上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司兼并与收购研究/李路著. —上海:
上海人民出版社, 2016

(金融发展与开放研究丛书)

ISBN 978-7-208-13605-2

I. ①中… II. ①李… III. ①上市公司-企业兼并-
研究-中国②上市公司-企业重组-研究-中国 IV.
①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 025506 号

责任编辑 王舒娟

封面装帧 甘晓培

• 金融发展与开放研究丛书 •

中国上市公司兼并与收购研究

李 路 著

世 纪 出 版 集 团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 635×965 1/16 印张 17.25 插页 4 字数 211,000

2016 年 2 月第 1 版 2016 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-13605-2/F·2358

定价 55.00 元

丛书总序

享有太多机制化霸权红利的美国在全球货币与金融体系中的边际影响力正处于极为敏感的时间当口。

某种意义上说,发端于美国的经济与金融危机在部分削弱了主要发达国家的经济与金融实力的同时,也为新兴经济大国积极争取国际话语权提供了难得的时间窗口。

因此,在一向极为看重趋势变迁的西方战略家看来,一旦以中国和印度为代表的新兴经济体完成工业革命,并建立了相对完善的金融服务体系,则参与国际治理的精英意识不断上升的上述国家,在国际经济秩序改革中的诉求恐怕绝不满足于对既有经济与金融体系的小修小补,而是基于已有的经济力量,积极寻求参与国际经济话语体系建设甚至重建话语体系。说不定,至今仍在起主导作用的“华盛顿共识”会在某一天被源自东方的某个共识所取代。

不过,在国际政经舞台日渐扮演光鲜角色的金砖国家,要最终成为与老牌工业化国家分庭抗礼的一级力量,需要时间,更需要耐性。

美国承认在金融创新与监管方面的犯错以及欧洲应对债务危机时的捉襟见肘,并不表明他们会平和地接受经济力量东移的趋势。西方尤其是美国依然拥有太多可以打压金砖国家尤其是中国的工具。将中国的经济影响力限制在美欧所框定的范围之内是他们一贯以来的目

标。客观地说,尽管金砖国家已经成为推动全球经济增长的主导力量之一,并可在一定范围内参与国际经济秩序与治理机制改革,但整体而言,并非铁板一块的上述国家短期内尚不具备挑战既有国际经济与金融体系的实力。

经济规模跃居世界第二的中国,尽管改革开放以来遵循比较优势战略将制造业和贸易规模提升到数一数二的水平,但中国一直难以进入全球价值链的高端环节。而美国仅仅凭借国际货币本位币地位就牵住了世界经济和人民币的鼻子。中国数以千万计的产业工人用血汗换来的巨额外汇储备不仅在使用空间与范围上受到很大约束,更面临着随时可能缩水的风险。另一方面,尽管中国近年来一直在积极争取参与国际金融和货币体系的改革,并在一定程度上代表发展中国家提出了较为系统的改革主张,甚至在货币领域亮出了中国的机制设计底牌,但要破除美国 60 余年来精心打造的机制化霸权,可谓说易行难。

无论是全球经济失衡、竞争性货币贬值还是贸易保护主义和全球流动性的泛滥,其背后的主要推手均是美国。客观地说,美国自 1944 年以来在促进世界经济增长和全球金融稳定中的作用举世无匹;不乏创造力的美国也曾为国际经济和金融体系加注了不少创新元素。但正如当年的英国一样,要让国际经济和金融主导国主动褪去自私色彩几乎是不可能的。美国近年来其实一直在设法维持和延长“美元红利”期。美国可以部分满足中国扩大在世界银行和国际货币基金组织中话语权的愿望,但这种投票权的部分东移其实是美国顺应发展中国家要求力压欧洲主要经济大国削减投票权的结果。主要国际经济组织的真实治理结构并未发生根本性变化。至于稍稍有点动摇但依然坚固的美元霸权,仍将是横亘在人民币面前的一堵高墙。

自 1994 年汇率改革以来,中国以贸易和制造业实力为基础,稳步推进人民币国际化,既是中国经济和金融发展逻辑的自然延伸,也是中

国成为负责任经济大国的必要之举。

人民币资本项目下可兑换和利率与汇率的市场化是中国金融改革中极具指标意义的三项工作。其中人民币资本项目下可兑换又是人民币国际化进程中的关键步骤。从全球金融竞争趋势与中国金融业的发展逻辑来看,国家显然对人民币国际化的规格和标准有很高的期待,不仅仅是简单的可替换,而是全功能的,国际货币的所有功能都要具备,更要在国际储备货币体系中占有足够的分量。而人民币在上述领域的每一步进展,某种程度上都意味着削弱美元的地位。

从人民币国际化的进展来看,贸易项目下的人民币结算由于得到政策的大力扶植而发展迅速。作为人民币国际化最基础的工作之一,人民币在跨境贸易中的结算比例发展迅速,目前中国与周边以及其他国家签署了2万多亿元人民币的货币互换协议,人民币经由中国庞大的贸易体系与增长潜力日渐嵌入到全球贸易结算体系中。预计到2020年人民币在中国外贸结算中所占比例将达到28%,届时人民币有可能成为美元和欧元之后的全球第三大贸易货币。而资本项目下的管制正在稳步放松,离岸人民币市场基本上形成了香港—新加坡—伦敦的欧亚重量级据点。至于离岸人民币的回流渠道,主要看中国(上海)自由贸易试验区的相关试验能否取得成功。

从全球金融竞争与产业变迁的趋势来看,中国要实现由贸易与制造大国向资本与产业强国的转变,必须有一个深度嵌入到全球金融与贸易分工价值链的桥头堡来引领。作为全球金融排名前两位的美英来说,可谓极度倚重纽约和伦敦。纽约不仅是全美乃至全世界最为重要的金融中心,亦占据着全球贸易价值链的高端环节,它是全球金融要素最为集中的地带,亦是全球金融定价与商业创意中心;纽约在股权交易方面的地位更是傲视全球其他主要城市。同样,伦敦得天独厚的区位优势以及深厚的金融底蕴使得英国即便在实体经济已经大不如前的今

天依然力保英国的全球性经济与金融大国地位。

志向高远的上海要将自己打造成“东方华尔街”，进而锻造国际金融中心的“纽伦沪”格局，必须在国家的强力支持下，以十二分的紧迫感率先推动人民币国际化。

人民币完全国际化是个极其复杂的过程，不仅是中国“金融资本力”内生性发育的结果，某种意义上还涉及全球权力格局的变迁。换句话说，人民币国际化应是中国经济实力、金融市场发育以及国际货币体系需求“有机结合”的产物。人民币最终可能超越欧元，成为比肩美元的世界货币。但这个目标的实现是一个内生的过程，而非程序化的操作。

人民币资本项目下可兑换既是人民币国际化进程中的关键步骤，也是蕴藏着巨大风险的系统性改革举措。虽然人民币目前远远谈不上是美元的竞争对手，例如，在全球交易货币量中，人民币所占份额只有微不足道的 2.2%，而美元的交易量比例高达 87%；在极具战略意义的石油交易中，美元更是独家垄断，要将近万亿美元的“石油美元”替换成“石油人民币”，短期内根本不具现实可能性；至于处于货币功能第五层次的储备货币地位，人民币目前在全球储备中所占比重不足 3%，而美元所占比例在 60% 左右；美元在国际货币基金组织 (IMF) 特别提款权 (SDR) 一篮子货币中的比重一直稳定在 40% 左右，而人民币受制于资本项目下无法兑换一直未能进入该体系。但是在深谙全球金融竞争趋势的美国看来，人民币迟早要进入美元的敏感地带，切割美元独享的红利，这是美国政府以及美国金融资本决不会轻易接受的。

总体而言，中国庞大的银行体系代表的依然是相对封闭和低效的运营体系，资本市场的发展面临的约束条件依然很多。中国在金融创意、产品创新、高端战略性金融人才培养与输出等方面都需要大量补课。

中国在贸易领域受到的战略挤压一点也不轻松。目前，美国正在加速边缘化 WTO，并按照锻造国家竞争力的战略目标构筑多边贸易体

系:跨太平洋伙伴关系协议(TPP)、跨大西洋贸易与投资伙伴关系(TTIP)和多边服务业协议(PSA),力图打造由美国主导、欧洲和日本共享红利的新一代全球贸易与服务规则,一旦上述三大协议成型,极有可能成为美式贸易与投资新规则的重要载体,甚至重新敲定国际经济与金融规则,从战略上围堵中国庞大的制造业体系,并以先通过边缘化“金砖国家”的路径逼迫新兴经济体二次“入世”。尤其是 TPP 的相关设计可谓直接针对中国软肋,使得中国进退失据。

作为美元的“高价值目标”和可能的替代者,人民币国际化或许是 21 世纪上半叶全球货币体系变革的最大红利,但避免重蹈日元覆辙才是未来最为值得警惕的风险。

第二次世界大战以来,全球最懂得战略设计与执行的国家只有一个,那就是美国。无论是昔日的超级大国苏联还是整体经济实力不输美国的欧洲以及曾经不可一世的日本,或者在与美国的战略博弈中败下阵来,或者上了战略高手美国的当,最终不得不在美国设计和主导的国际政经秩序框架下寻找自己的国家定位。而美国之所以屡试不爽,甚至在整体经济实力由于受到金融危机冲击而走下坡路的情况下依然能够维护国家核心利益,与其超前的战略设计能力以及由其主导的机制化经济与金融霸权密不可分。美国不仅拥有以布鲁金斯学会为代表的超一流智库,更不乏布热津斯基、基辛格、迈克尔·波特、塞缪尔·亨廷顿、弗朗西斯·福山以及丹尼尔·格雷厄姆等战略理论或实践的高手,使得美国的对外政策的预见性和战略谋划能力往往高出别国一大截;美国自布雷顿森林体系建立以来精心打造的金融高边疆,其超强的防范能力和金融霸权本身的惯性也决非一场金融危机所能摧毁。

从全球金融竞争与格局变迁史的视角观察,业已成为世界第二经济大国的中国迟早会在全球金融体系中占有重要地位。但国际主导性储备货币的新旧更替周期可能需要 20 年才能最终定格。国际货币格

局变迁、主导货币的惯性尤其是历史机遇能否到来是制约一国货币国际化的重要因素。美联储在 1913 年成立后旋即成为全球最强中央银行。两次世界大战摧毁了金本位制,美国之外的资本主义经济全面崩溃,美国借此登上全球首席经济强国宝座。全球 75% 的黄金储备流入美国;1944 年召开的布雷顿森林体系宣告美元加冕全球货币王位。美元成为全球最重要或几乎唯一的储备货币、国际清算货币、价值储藏手段、金融交易货币和财富计价单位。不过,从 1913 年到 1944 年,美国还是花了 30 年左右的时间才从英国人手里接过了金融权杖。美国早就知道,要从满身密布金融神经的英国取得金融主导权殊为不易。某种意义上说,若不是两次世界大战耗尽了英国的国力,美国恐怕不会如此顺利实现梦寐以求的目标。而今,国际金融格局变迁面临的环境与 60 余年前相比已经大为不同。在相对和平时期实现国际金融格局的平稳过渡不仅需要经济实力的成长,更需要后起国家提高博弈水准。

美国不仅有最具打击力的国家竞争战略,更不乏拖垮乃至摧毁现实与潜在竞争对手的经济工具。对于迄今为止仍是世界超强经济体的美国来说,金融与武力一样都是美国的最后优势,绝对不可失去!

中国从制造和出口大国向产业和资本强国迈进是整体经济结构升级的内在要求。未来 10 年,中国有望在全球资本流动与金融博弈中扮演更为积极与主动的角色。不过,沉疴积淀的中国金融业如何改革,以及改革成效将直接决定中国经济战略转型的成败。

由于金融改革与经济转型相互影响、相互制约,因此,如果我国的金融改革无法迈入深水区,不能培育出匹配于经济转型的金融服务与竞争生态环境,那么,转型只是一句空话。尽管普遍的看法是:中国金融体系自 1997 年以来取得最明显的进步是初步解决了两大问题:一是系统性风险过高问题;二是金融机构出资人制度改革问题。但现在看来,上述两大问题仍未得到根本解决。金融改革涉及的要素如市场发

育、制度环境、市场监管以及人才战略都还需要深层次突破。尤其是发展金融业所需要的金融生态环境培育,更非一朝一夕之功。如今,中国极为欠缺的,不仅是行政管理部门高效有序的金融服务意识,更需要所有市场参与主体对发展金融产业的高度认同感、浓郁的金融财富氛围以及无时不在的风险防范意识。一个缺乏金融市场发育和充分竞争的中国,即便政府干预与管理水平再强,恐怕也不能实现金融强国的梦想。

作为超级新兴经济体,中国要在全球顶尖层面的货币分工中拥有一席之地并切实维护本国核心利益,就必须尽快筑起“经济高边疆”,以摆脱在全球经济发展与战略博弈中受制于人的被动局面。

强大的资本市场、世界级的银行与保险体系,比肩美元的国际货币本位币,能与纽约、伦敦抗衡的国际金融中心以及具有国际竞争力的新兴产业群,应是中国构筑“经济高边疆”的战略目标。尽管谁都知道,这是一条荆棘丛生的险道。但中国必须拿出战略决心与可行的方案。

在全球金融面临大洗牌的新的历史时期,中国必须构筑能够全方位参与金融分工的种子选手,迫切需要总结以往金融发展的经验,镜鉴美欧金融业教训,前瞻性地分析全球金融竞争的未来生态,以制度创新和人才培育为牵引,锻造中国金融资本力。换句话说,中国在做大金融业体量的同时,亟须画出契合中国金融业发展的清晰路线图,如何以现有市场主体为基础,培育出一批能在国际市场上比肩跨国金融资本的种子选手,也就是说必须锻造出类似高盛、摩根大通等举世无匹的金融势力。并在巩固传统影响力的基础上,力求在金融创意、机制设计乃至话语权掌控等领域取得突破。目的是在全球经济和金融一体化的框架下,通过金融业国际化和全球市场联动将行为触角伸到美欧发达经济体,一方面是要成为维护中国金融主权的力量工具,另一方面也是经由市场化操作或者隐形操作形成组合影响力,即中国版的“金融资本力”。

在全球化背景下,如何推进中国经济可持续发展战略的改革,是值

得中国经济学者们去思考的重大现实问题。尽管前面提到的中国(上海)自由贸易试验区的挂牌和十八届三中全会都将深刻地影响到中国经济的可持续发展战略改革,但单凭这两个重大事件是不足以让中国经济直接走上可持续发展道路的,还需要中国的经济学家们和政策制定者们上下而求索,这一道路注定是艰难而曲折的。同时,这也是时代给予当代中国经济学者们的历史机遇和广阔的探索空间。

这也是我们出版“金融发展与开放研究丛书”的旨意所在。这套丛书遵循着这样的研究思路展开。第一,研究金融市场的基本规律,探讨中国金融市场改革政策的得失,从微观层面说明中国金融市场运行机制存在的问题,并从宏观层面探讨效率导向金融市场改革发展方向;第二,研究金融市场运行的政策法规问题;第三,以全球化为背景,研究开放条件下金融市场发展的规律。因此,这套丛书并不局限于封闭的研究中国金融发展问题,而是基于全球化背景下的研究,立意在于“中国金融市场如何以效率导向运行”;丛书也不拘于金融理论的探讨,对于重要实践领域也进行了深入的研究。

由于中国金融问题的复杂性,丛书不可能全面地讨论中国金融发展的所有问题,但我们坚持与中国改革实践为基本导向,期望能为中国经济改革献计献策,从而为中国经济可持续发展贡献绵薄之力。

最后要感谢上海高校一流学科应用经济学学科建设项目基金的资助,也要特别感谢上海人民出版社对本丛书计划的大力支持。上海人民出版社在经济学研究领域享有高品质出版社的良好声誉,我们希望在出版社各位同仁的努力下,本丛书的学术质量可以得到全面保证。

杨 力

上海外国语大学副校长、金融学教授

2014年1月于上海

目 录

丛书总序	1
第一章 导论	1
第二章 自由市场中的兼并与收购	9
第一节 自由市场中兼并与收购发展历程	9
第二节 兼并与收购中的股东价值与溢价	15
第三节 利益相关者和兼并与收购	23
第三章 中国特定制度背景中的兼并与收购	31
第一节 中国兼并与收购的发展历程	31
第二节 政府干预与企业的政策性负担	38
第三节 高级管理人员更换	40
第四节 中国兼并与收购中的股东价值	42
第五节 中国兼并与收购中的利益相关者	43
第六节 中国兼并与收购的公司与产业特征	48
第四章 理论分析与研究假说	51

第一节	公有产权下的收购方管理层行为模式	51
第二节	公司治理和兼并与收购	54
第五章	实证分析与经验证据	58
第一节	样本选择与数据来源	58
第二节	检验方法与模型	61
第三节	变量设定	63
第四节	描述性统计分析	68
第五节	回归分析	82
第六节	进一步分析	108
第六章	中央国有企业的内部整合与效率提升	
	——石油行业并购案例分析	138
第一节	行业改革的原因	138
第二节	石油行业历史并购案例	139
第三节	石油行业的现状及背景	143
第四节	合并是否有利于企业发展	148
第五节	可行的解决方案	160
第六节	结论与启示	166
第七章	中央国有企业的内部整合与外部竞争	
	——电信行业并购案例分析	167
第一节	中国移动、中国联通、中国电信的竞争格局分析	167
第二节	互联网行业发展对三大运营商的冲击	173
第三节	中国移动、中国联通、中国电信兼并与收购分析	184

第八章 中央国有企业的跨国并购	
——电力行业并购案例分析	188
第一节 跨国并购概述	188
第二节 中国企业跨国并购动因分析	197
第三节 上海电气海外并购案例分析	201
第九章 民营企业的多元化并购	211
第一节 多元化并购	211
第二节 湘鄂情多元化并购案例	215
第十章 全书总结	225
第一节 研究结论与启示	225
第二节 本书的理论贡献	227
第三节 研究局限与未来研究方向	229
附录	231
参考文献	238

第一章 导 论

公司是一个诸多利益相关者的契约组合,包括股东、债权人、管理层、雇员、供应商、顾客和政府(履行监管者职能)等。由于契约不完美,公司治理的目的在于选择一组最佳治理机制以减轻(不必完全消除)公司组织中由于利益冲突导致的代理问题。股东是公司的剩余价值所有者,公司的基本目标理应为股东创造价值。由于公司是利益相关者之间的多边契约,每个向企业贡献了资源的人都有权获得自身利益,公司的管理层也不再局限于对个别成员的信托责任,而是一个组织的受托人。但是,当利益相关者之间产生利益冲突时,股东价值最大化与利益相关者价值最大化能否一致或如何协调在公司财务与公司治理研究领域尚有争议。

公司财务活动分为三个部分:筹资活动(债务融资、股权融资)、投资活动(兼并与收购、资本投资)和分配活动(股利政策、回购政策)。其中,兼并与收购往往最引人注目,但也最富有争议;这既源于这项公司最大的投资活动蕴含着丰富的不确定性,也源于参与兼并与收购中的利益相关者众多、博弈最为激烈。无论是兼并与收购中的收购方还是目标方,其股东、债权人、管理层、董事会、雇员、供应商、顾客和政府(监

管者)等利益相关者都会参与其中,这使得兼并与收购前后公司契约组合会发生巨大改变。于是,通过对兼并与收购事件的分析,我们可以清楚地观察股东与其他利益相关者是如何冲突与合作的。

公司治理机制可以分为内部制衡与外部制衡两种。公司治理的内部制衡机制主要涉及减轻控股股东与公司管理层、中小股东与公司管理层、控股股东与中小股东之间的委托—代理问题,其目的在于选择合适的代理人和激励代理人更好地为委托人服务。具体可以分为三个方面,即聘任、激励与监督。兼并与收购市场可以看作是公司治理外部制衡机制中的一种,其发挥作用主要通过管理惩戒与股东治理:前者是指兼并与收购市场能够筛选出业绩较差的企业,并通过替换公司管理层来实现企业业绩的改善,同时,外部控制权市场的存在可以监督目标企业的管理层改善经营;后者主要体现为,兼并与收购市场可以为内部股东和外部人提供通过股份交易、行使投票权来掌握企业控制权的机制(上海证券交易所,2009)。从微观而言,通过兼并与收购市场的良好运行可以形成对管理层的外部监督,保护股东利益,提升公司价值;从宏观而言,兼并与收购市场功能的发挥可以实现国家经济产业结构调整,最终提高资源配置效率。

在自由市场中,目标方股东在兼并与收购活动中财富会增加,收购方股东价值变化没有定论(Bruner, 2004)。但是,当上市公司兼并与收购非上市公司时,短期窗口内收购方会由于流动性增加而获得正的超额收益,即收购方股东价值增加(Masulis、Wang and Xie, 2007),这在兼并与收购研究领域已有共识。作为自由市场中收购方的管理层,其在考虑股东利益最大化基础之上,出于经济利益动机进行兼并与收购,且一系列公司治理机制会约束其行为,目的在于降低股东与管理层之间的代理成本,最大化股东价值。这些具体机制包括:外部兼并与收购市场机制约束(Mitchell and Lehn, 1990; Masulis、Wang and Xie,

2007)、产品市场竞争机制约束(Shleifer and Vishny, 1997; Masulis, Wang and Xie, 2007)、董事会机制约束(Lehn and Zhao, 2006)和机构投资者机制约束(Chen、Harford and Li, 2007)等。

中国证券市场与自由市场不同,其设立之初的目的在于帮助国有企业融资脱困,进行 IPO 的公司中只有 20% 选择了整体上市,这意味着上市后的兼并与收购将成为实现证券市场资源有效配置的重要途径。中国的公司治理改革与进程有其独特性。在英美体制中,市场对管理层的监管起到基础作用,这主要依赖于证券市场实施的有效公司治理体制;而在欧陆体制与日本体制中,是以控制为基础对管理层实施监督作用,银行或创业家往往参与其中。中国的国家所有制具有以控制为基础体制的诸多特点,但也有很大不同。例如,银行虽然是中国企业最主要的融资来源,但在公司治理体制中却不存在银行监管的功能;虽说中国在某种程度上是以控制为基础的体制,但控制权却分散在持股公司、各级国资委和政府手中,这些机构并不完全按照企业业绩或管理激励方式分享利益(Kato and Long, 2006a、2006b; Firth et al., 2006)。与此同时,证券市场也没有起到以市场为基础在监管中的作用,而董事会等公司治理的诸多功能未必有效。由于以控制为基础和以市场为基础的管理监管机制都很薄弱,所以中国的国有企业管理层具有很大程度的独立性,但这种自主权也并不是绝对意义上的自主权,管理层必须与他们的控股人(即控股股东)进行谈判,控股股东往往会左右管理层的决策。而另一个监管人则是政府,其拥有撤销、调动或是提拔管理人员的权力。中国国有企业管理层的动机与行为也相应随之改变,尽管这使得监管的成本与收益都会增加,但也形成了一种独特的中国公司治理机制(Kato 和 Long, 2006a、2006b; Firth et al., 2006)。

由于各级政府(中央政府与地方政府)在改革中仍然保持了巨大的行政力量,而真正支持市场经济正常运行的法治规则与社会监督相对