

●宋冬林 金成晓 / 著

企业并购

——契约权利重组与资本市场运作

QIYEBINGGOU



吉林大学出版社

企 业 并 购

——契约权利重组与资本市场运作

宋冬林 金成晓 著

吉林大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

企业并购:契约权利重组与资本市场运作/宋冬林、
金成晓著. —长春:吉林大学出版社, 2001. 1

ISBN 7-5601-2475-5

I. 企… II. ①宋…②金… III. 企业合并—研究
IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 02795 号

企 业 并 购

契约权利重组与资本市场运作

宋冬林 金成晓 著

责任编辑、责任校对:陈颂琴

封面设计:张沐沉

吉林大学出版社出版
(长春市解放大路 125 号)

吉林大学出版社发行
长春市第四印刷厂印刷

开本:850×1168 毫米 1/32

2001 年 3 月第 1 版

印张:7.875

2001 年 3 月第 1 次印刷

字数:182 千字

印数:1—800 册

ISBN 7-5601-2475-5/F·458

定价:16.00 元

前 言

献给读者的《企业并购——契约权利重组与资本市场运作》一书，是国家社会科学基金和教育部优秀青年教师基金资助项目的最终成果，项目的立项和最终成果的出版，是为了适应我国市场经济发展和改革开放的需要，也是为了推动经济学理论发展和创新的需要。

伴随着我国市场经济的迅速发展和国有企业改革的逐步深入，企业并购活动日益频繁。企业的并购活动是资本市场调节资源配置的必然结果，也是企业竞争日趋激烈的必然表现。而市场调节资源配置的过程实质上是经济当事人经济权利重组的过程。经济权利的重组既有企业内部权利关系的调整，也有企业之间权利关系的调整。无论是企业内部权利关系的调整还是企业外部权利关系的调整，都会涉及人力资本和非人力资本流出或流入，导致资源的重新组合。在市场经济条件下，企业之间的资源整合离不开资本市场的调节。一般说来，企业之间资源整合的一个重要途径是企业间的收购兼并活动。收购兼并活动是市场经济的普遍现象和微观主体的自觉行为。

透视我国企业并购理论和实践，既有可供总结的经验，也有可资借鉴的教训。与西方发达国家相比，我国的市场经济发展历史很短，市场不完善，规则不健全，手段不先进，行为不规范，因而需要学习和借鉴国外的成功经验，需要从中国实际出发，摸索符合中国国情的企业并购方式和资本市场发展模式。

这本《企业并购——契约权利重组与资本市场运作》一书的

写作意义在于：丰富社会主义市场经济理论及其概念范畴；认识市场经济条件下微观经济主体行为规律；探索企业的本质规定性和行为动机；刻画资源合理配置的内在机理；分析企业并购浪潮的生成原因；科学引导产权交易实践；盘活国有资产存量；提高资产利用效率；合理调整经济结构；完善市场体系；规范企业并购行为和资本市场运作；推动市场经济的健康发展。

全书约 17 万字，共分两篇 16 章。其中，理论探索篇为 10 章，即第 1 章——契约权利与企业；第 2 章——契约权利重组与企业并购；第 3 章——市场配置资源与资本市场形成；第 4 章——资本市场配置资源的效率与非人力资本重组费用；第 5 章——人力资本组合与企业并购成本；第 6 章——经济全球化与跨国并购；第 7 章——企业并购与制度变迁；第 8 章——西方企业并购理论概述与评析；第 9 章——我国企业并购历史考察；第 10 章——国有企业并购的理论探讨。该篇为全书的主体部分，是我们近几年研究成果的系统总结。实践探索篇为 6 章，即第 11 章——从两个企业并购案例谈起；第 12 章——企业成长途径与并购战略；第 13 章——目标公司的选择与评价；第 14 章——企业并购的审计方法与案例分析；第 15 章——企业并购中资产评估问题研究；第 16 章——企业并购中会计处理分析。在该篇中，我们选编了若干案例，以满足从事实际工作人员的需要。

本书的主要观点是：1. 经济主体是凭借各自的经济权利索取收益和从事经济活动的，因此考察经济主体的行为动机和方式，必须从研究经济主体经济权利入手。企业本身就是投资者、经营者和劳动者各种经济权利的集合，这种权利集合是通过当事人之间多边谈判达成的合约形成的。合约的稳定性取决于各种经济权利的比价关系是否合理。若比价关系失衡，原有契约就会被打破，企业需要从内部或外部进行资源整合，使权利价格趋

于均衡并在此基础上形成新的合约。进一步来看,影响企业并购动机和并购行为有多种因素,而起决定性作用的是掌握企业控制权的管理者的利益取向和决策动机。2. 企业并购涉及权利问题,也涉及权力问题,即控制权问题。区分权利和权力两种不同的概念范畴,不仅有助于理解企业的本质,也有助于了解和诠释企业并购的内在动因和行为机理。3. 企业权利交易和控制权转让需要通过资本市场来实现,资本市场所以能够履行这样的职能,是因为与其他要素市场招比,资本市场配置资源具有高效率 and 充分的流动性,可以大大减低非人力资本重组费用。4. 企业并购成功与否,不仅依赖于非人力资本的有效配置,更取决于人力资本的合理重组。人力资本的整合结果直接决定非人力资本的运作效率,从而影响企业并购的成败。5. 从制度经济学角度看,局部制度非均衡和由此累积形成的一般制度非均衡是引起并购浪潮的重要原因。6. 90年代并购浪潮的特点是:强强联合为主;规模越来越大;企业发展战略发生变化;资本分拆比重加大;跨国并购成为主角;政策环境宽松;竞争加剧等。7. “内部人”成为市场主体有利于降低资产重组成本,增加预期收益。8. 小资本的积聚和集中是资产重组,大资本的分拆和分离同样是资产重组,采取何种方式进行资产重组,要根据企业生产经营的实际状况和长远发展目标而定,不能超出企业经营资产的能力,片面追求资产的低成本扩张。9. 跨国并购一方面虽有利于世界经济发展,但另一方面也会对发展中国家经济发展产生负面影响,因而政府既要鼓励跨国并购,引进先进技术和管埋,促进本国经济发展,又要对影响本国民族工业发展的跨国并购进行必要的限制。10. 从制度经济学角度看,企业“善意收购”形式可以描述为诱致性制度变迁形式,“敌意收购”形式则可以定义为强制性制度变迁形式。11. 企业并购是企业的市场行为,政府不要过多干预,但

是，在市场发育不健全、市场规则不完善的情况下，政府应注意引导和规范企业并购行为，参与市场机制创新，指导产业结构调整，发挥行政协调的积极作用。12. 企业并购中的资产评估不能简单照搬西方发达国家的现成方法，应结合中国国情和根据资产的不同特点选择评估方法。

本书的学术价值主要体现在前沿性、探索性和实践性三个方面。就前沿性来说，企业并购问题是当代微观经济学特别是企业理论的热点和前沿问题，涉及微观经济学、金融学、会计学、行为科学多个学术领域。国内外学者虽然对企业并购问题进行了一些研究，取得了一些成果，但现有成果主要集中在操作层面和现象描述，很少从制度层面深入探究企业并购的本质，进而剖析并购动机和并购行为产生的内在机理。本成果的探索性和实践性在于：力图从经济学基础理论探讨入手，透过企业并购现象，追溯企业形成和企业并购行为产生的始基原因，考察国内外企业并购实践，结合中国实际探讨国有企业并购和资产重组的特殊规律。具体说来，第一，以契约权利范畴界定企业本质，用契约权利变化和相关的制度变迁诠释企业并购行为动机；第二，系统研究了企业并购中非人力资本重组费用与资本市场运作效率的关系，用以说明企业并购为什么大多发生在资本市场上；第三，深入研究了企业并购中人力资本重组与管理摩擦成本问题，明确提出人力资本重组后产生的管理摩擦成本是一种“隐性成本”，通常不被并购企业所重视。其实，企业并购成本应该包括两部分：一是并购方收购或兼并目标企业的事前支出；二是并购后产生的成本支出，其中，由于管理摩擦成本难于观察和量化，因此往往不被列入并购契约中。但是，我们通过研究发现，管理摩擦成本的大小不仅直接影响非人力资本重组效率，甚至决定并购的成败；第四，从制度经济学角度深入分析了全球性并购浪潮产生的制度基

础；第五，探讨了国有企业并购的特殊规律，阐述了国有企业并购在资产重组、结构调整和深化改革中的特殊地位，分析了政府在国有企业并购中的特殊作用，剖析了国有企业并购行为动机。第六，针对企业并购实践中存在的问题，提出相应的解决办法和对策建议。

在研究方法上力求体现理论探讨与实践探索、历史考察与现实研究、定性分析与定量分析、规范研究与实证分析相结合，逻辑推导与历史演进相统一的要求；在理论结构上体现了从抽象到具体，本质分析与现象描述相结合，学术探讨与案例解析相结合的特点。

在本书完成之前，已有多篇阶段性成果发表于《经济学动态》、《光明日报》、《管理世界》、《经济学家》等国家级报刊杂志上，其中，部分论文被转摘或全文转载，在学术界引起一定反响。具体说来，其特色和建树主要是：第一，提出并界定了契约权利范畴，运用该范畴诠释了企业本质，剖析了企业并购动机；第二，运用数学模型刻画了资本市场的运行效率；第三，较为全面系统地分析和评述了西方企业并购理论；第四，运用公共选择理论和博弈论分析国有企业兼并动机；第五，分析了人力资本重组与管理摩擦成本的关系；第六，找出了企业并购浪潮产生的制度原因。

本书作为企业并购理论与实践研究的尝试和探讨，肯定会有种种不完善的地方，我们真诚希望学术界同仁予以批评指正。

作 者

1999年8月

目 录

理论探索篇

前 言	1
1 契约权利与企业	1
1.1 导 言	1
1.2 权利的性质与形式	2
1.3 权利与责任的对称关系及其制度安排	6
2 契约权利重组与企业并购	15
2.1 并购的一般解释	15
2.2 我国学者对并购的理解	18
3 市场配置资源与资本市场形成	21
3.1 市场调节社会资源配置和生产要素体系商品化	21
3.2 市场调节个量资源配置和生产要素有效组合	24
3.3 市场配置要素商品的存在形式和资本市场	28
3.4 股份公司和资本市场发展	30
3.5 资本市场和信用制度	32
4 资本市场配置资源的效率与非人力资本重组费用	35
4.1 非人力资本重组与交易费用	35
4.2 资本市场配置资源效率与企业并购	36
4.3 资本市场配置资源效率与政府规制	43
4.4 非人力资本重组费用与资本市场有效运作	45
5 人力资本组合与企业并购成本	48

5.1 企业并购与人力资本重组	48
5.2 人力资本的专用性与市场估价	50
5.3 人力资本重组与管理摩擦成本	54
5.4 人力资本优化组合与降低管理摩擦成本	57
6 经济全球化与跨国并购	60
6.1 经济全球化背景下的企业并购浪潮	60
6.2 经济全球化背景下企业并购浪潮的特征 与发展趋势	66
6.3 跨国并购与发展中国家的经济安全	71
6.4 跨国并购及其监管	72
6.5 跨国并购的动因分析	73
6.6 外资并购我国国有企业状况分析	74
7 企业并购与制度变迁	81
7.1 从制度经济学角度看企业并购	81
7.2 企业并购方式的变迁	88
7.3 企业“善意收购”与“敌意收购”的制度 经济学阐释	90
8 西方企业并购理论概述与评析	92
8.1 从提高非人力资本利用效率的角度研究企业并购	92
8.2 从发挥人力资本利用效率的角度研究企业并购	95
8.3 从市场竞争的角度研究企业并购动机	98
8.4 从财富再分配的角度研究企业并购动机	99
8.5 企业行为的形式与企业并购	100
9 我国企业并购历史考察	104
9.1 以我国企业并购市场发展的阶段划分	104
9.2 我国企业并购若干成功典范	106
10 国有企业并购的理论探讨	111

10.1 国有企业存在问题的症结·····	111
10.2 国有企业的产权结构及其并购行为·····	115
10.3 现阶段政府在国有企业并购中的作用·····	117
10.4 我国国有企业资产重组中的公共选择问题·····	119
10.5 我国国有企业资产重组程序的经济学分析·····	129

实践探索篇

11 从两个企业并购案例谈起·····	138
12 企业成长途径与并购战略·····	143
12.1 企业成长途径与并购成功条件·····	143
12.2 企业并购战略·····	145
13 目标公司的选择与评价·····	153
13.1 目标公司的选择·····	153
13.2 对目标企业的评价·····	155
13.3 案例解析·····	169
14 企业并购的审计方法与案例分析·····	172
14.1 概念界定·····	172
14.2 目标选择·····	174
14.3 实施过程及目标·····	176
14.4 案例解析·····	180
15 企业并购中资产评估问题研究·····	189
15.1 对评估方法的分析与认识·····	189
15.2 并购中对评估方法的选择·····	194
15.3 对并购中资产评估问题的几点思考·····	203
15.4 案例解析·····	211
16 企业并购中会计处理分析·····	219
16.1 企业并购中会计处理方法及其分析·····	219

16.2 我国企业并购财务行为中存在的问题与对策·····	225
参考文献·····	234

理论探索篇

1 契约权利与企业

1.1 导 言

我们对契约权利及其与企业内在关系的研究源于回答下列问题：

(1) 在市场经济条件下，经济主体从事生产经营活动的目的是实现各自的经济利益。那么，他取得和维护自身经济利益的依据和手段是什么？

(2) 在商品交换活动中，经济主体必须遵循等价交换的原则，实现等价交换原则的基本条件是什么？

(3) 企业为什么会形成多样化的组织结构和管理形式，队生产和职工持股的客观依据是什么？

(4) 什么是企业的产权关系？如何界定企业的产权关系？

(5) 如何从成本与收益角度建构不同经济主体之间权利与责任相对称的制度安排？

(6) 明晰国有企业的产权究竟包括哪些内容？是否只是明晰所有权（出资权）？

十分明显，若要回答上述一系列问题，必须从经济主体对经

济利益的内在要求和实现经济利益的具体方式之间的中间环节入手,寻找规范他们行为应遵循的内在规则及实现这些规则的途径。

1.2 权利的性质与形式

经济主体是凭借各自的经济权利索取收益和从事经济活动的。因此,考察经济主体的行为方式,必须从研究经济权利入手。

1.2.1 权利与权力概念的区分

什么是权利?根据英国著名法学家 A.J.M. 米尔恩的阐释,权利可以理解为是一种资格。它可以分为两大类:行为权和接受权。享有行为权是指有资格去做某事或用某种方式做某事;享有接受权则是指有资格接受某物或以某种方式受到对待。^①

权利来源于社会约定的规则和原则。存在一项对某事的权利,就必定存在确定某种条件并宣布对其所有的,并且只有符合这些条件的人才资格享有它的规则和原则。^②

若仅从经济学意义上理解,权利(Right)是经济主体取得和维护自身经济利益的资格,它来源于经济活动中应遵循的“游戏规则”。

在商品交换活动中,经济活动的“游戏规则”是等价交换,因而商品是“天生的平等派”。正是由于规则赋予了商品生产经营者的平等权利,商品生产经营者等价交换商品的行为才能够顺

① (英) A.J.M. 米尔恩, 1995, 《人的权利与人的多样性》, 关于权利的概念, 111 - 179 页, 中国大百科全书出版社。

② (英) A.J.M. 米尔恩, 1995, 《人的权利与人的多样性》, 关于权利的概念, 111 - 179 页, 中国大百科全书出版社。

利地进行下去。商品所有者要想得到货币,就必须出售商品,让渡商品的所有权。同样,商品使用者要想得到商品使用(消费)权,则必须向对方支付货币。因此,商品的交易实质上是经济主体权利的交易,而成交必须以双方利益同时得到实现为前提。索取的前提是给予,否则,交换就不能实现。也就是说,交换是一种互惠的过程,是在交换双方利益对称和权利平等条件下的自愿行为。

权力(Power)则不同,美国著名法学家麦克尼尔认为,权力是不管他人的愿望或通过操纵他人的愿望,将一个人的意志强加于他人的能力。^①

作为社会中的一员,每个人都要在具体的组织内和社会中生活。在一个有序的组织和社会中,人们扮演着不同的角色,发挥着不同的作用,因而拥有各自不同的权力和职责。在等级体制下,权力不可能是平等的。只有这样才会有职权的划分,才会有管理的层次,才会在企业中有管理者和被管理者之分,在社会中有统治者和被统治者之分。

可见,经济权利产生于商品经济关系中,是商品所有权规律的表现,具有平等性。权力产生于政治和行政关系中,带有超经济强制的性质,具有隶属性。权利主要在横向关系中双向发挥作用,权力则主要在纵向关系中单向发挥作用。

1.2.2 权利的性质

权利的性质主要体现在以下几个方面:①个体性与社会性的统一;②激励性与约束性的统一;③差异性与平等性的统一;④分割性与集合性的统一;⑤固定性与变动性的统一;⑥可交易

^① (美) 麦克尼尔, 1994, 《新社会契约论》, 关于现代契约关系的探讨, 第 29 页, 中国政法大学出版社。

性。

任何一种经济权利都是与经济主体的利益密切相关的。权利是利益的外化，利益是权利的内核。一方面，追求经济利益的利己动机决定了经济权利的个体性。每个经济主体都想凭借特定的权利实现各自的经济利益，这是商品经济活动得以产生和发展的基础。另一方面，实现经济利益的交换活动又决定了经济权利的社会性。经济利益是在社会关系中实现的，交换活动本身就是一项社会活动，是社会分工的产物。买卖双方利益的实现是双向的，没有买方，卖方的利益无从实现；同样，没有卖方，买方的利益也得不到实现。所以，权利的个体性与社会性是统一的。

权利既是一种激励又是一种约束。对经济主体来说，履行自己的经济权利，实现自己的经济利益，是一种激励；但要履行自己的权利必须尊重他人的权利，实现自己的利益不能损害他人的利益，这又是一种约束。没有激励，经济主体就没有从事经济活动的动力；没有约束，经济主体就没有从事经济活动的规范，激励和约束是相辅相成的。

资本所有者凭借资本获取利息，资本经营者凭借经营获取利润，劳动者凭借劳动获取工资。由于人们占有资源的形式不同和获取收入的方式不同，因此，就个体而言权利是不同的。从某种意义上说，个体权利的差异性交换活动得以产生的前提，因为有差异才有交换的需要，才有交换的可能。如果说交换起因于权利的差异性，那么交换的实现则必须遵循等价交换的原则。换句话说，我要交换，是因为我需要别人的产品，但交换应当是平等的，否则我的利益就可能受到损害。

权利既可以分割又可以集合。分割是集合的前提，集合是分割的条件。以企业的产权关系为例，企业的产权关系实际上是多种权利的集合。它包括：出资者的权利，经营者的权利，劳动者

的权利，等等。在现实经济生活中，个体性权利无法离开社会关系单独发挥作用。生产过程是人运用劳动工具作用于劳动对象的过程。没有资本购买劳动工具和劳动对象，生产无法进行；没有劳动者的劳动，生产同样无法进行；此外，生产过程还需要经营者的组织管理。总之，企业是一个经济整体，其产权关系只能以整体的形式（即产权集合）发挥作用。进一步看，企业的产权关系之所以是一个集合，是因为个体权利是明确的。出资者的产权是明晰的，才会有人从所有者的角度关心资本保值增值。然而，如果没有经营者运营资本，没有劳动者来从事实际生产——把物化劳动和活劳动结合起来，资本不可能自行增值。因此，资本权利的实现要以其他权利的实现为条件，这是企业产权集合的基础，也是企业产权关系实现的现实基础。

权利是固定的，又是变动的。当个体权利通过某种契约安排形成权利集合的时候，个体权利是固定的。个体权利与个体权利的交易让位于权利集合与权利集合的交易。而当契约安排终止，原有的权利集合被打破的时候，个体权利就会重新进入市场，寻找新的契约安排。

权利是可以交换来转让的。权利的转让大体上可分为两种类型：一是同类权利的转让；二是不同类权利的转让。前者涉及量的增减，后者涉及质的改变。例如，资本所有者在资本市场上交换权利（股票实际上就是一种凭借资本所有权索取股息收入的契约权利），就是同类权利的交易。而商品生产者与消费者之间的交易则是所有权与使用权不同类权利的交易。在企业的产权构成中，产权关系的集合体现的是不同类权利转让后所形成的整体安排。

1.2.3 权利的形式

在现实经济生活中，权利表现为多种形式。可以表现为法律