

Z GONGSI BINGGOU YU
ZHENGFU JIANGUAN ZHENGCE YANJIU

浙江省哲学社会科学重点研究基地——浙江
财经学院政府管制与公共政策研究中心
浙江省高校人文社会科学重点研究基地——产业经济学

研究成果

公司并购与 政府监管政策研究

李志学◎著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

Z GONGSI BINGGOU YU
ZHENGFU JIANGUAN ZHENGCE YANJIU

浙江省哲学社会科学重点研究基地——浙江
财经学院政府管制与公共政策研究中心
浙江省高校人文社会科学重点研究基地——产业经济学

研究成果

公司并购与 政府监管政策研究

李志学◎著

经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

公司并购与政府监管政策研究/李志学编著. —北京:
经济管理出版社, 2008. 10

ISBN 978 - 7 - 5096 - 0415 - 1

I. 公… II. 李… III. 公司—企业合并—监督管理—
研究—中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 161626 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：北京交通印务实业公司

经销：新华书店

组稿编辑：张 艳

责任编辑：张 艳

技术编辑：杨国强

责任校对：超 凡

720mm × 1000mm/16

18 印张 276 千字

2008 年 11 月第 1 版

2008 年 11 月第 1 次印刷

定价：43.00 元

书号：ISBN 978 - 7 - 5096 - 0415 - 1/F · 404

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974 邮编：100836

摘 要

并购作为调整产业结构、企业结构和产品结构的重要途径之一,越来越受到企业的重视,对社会经济产生着深远的影响。公司并购已经形成了一个独立的研究领域,理论学者们经过长期努力探索,从各个角度构建了公司并购的理论体系并逐渐完善,同时形成了一套独特的研究方法。本研究试图从目前国内外公司并购的现状和已有的并购动因理论出发,以分析上市公司并购绩效、并购绩效的影响因素和法律制度建设为研究目的,即研究并购前后公司绩效的变化情况、主要是哪些因素对上市公司的并购绩效产生影响和各国特别是我国对上市公司并购的法律制度建设的现状及政策引导。

本研究根据不同的标准对所选取的样本进行分类,试图从多方面、多角度来考察不同因素对公司并购价值创造的影响。主要包括以下内容:

在综合分析已有公司并购绩效评价方法的基础上,提出了公司并购绩效评价的差量分析模型,并对我国 2004 年发生的 77 笔以买方为上市公司且控制权发生转移的股权类交易为样本进行统计分析。分析结果表明:从整体上看,并购提高了绩优公司的业绩,但同时降低了绩差公司的绩效;从短期看,并购活动明显提高了公司的绩效,但从较长的时期来看,只有 55.8% 的公司因为并购活动绩效得到了改善;同时,不同行业的长期并购绩效值差异较大,其中批发及零售贸易业的行业绩效均值远高于其他行业。

通过对并购绩效影响因素已有理论的分析,结合样本公司各影响因素指标的可获得性,从中选出七个影响因素并将其量化,利用多元回归的方法,建立并购绩效影响因素模型,再针对各个因素特征分别选用统计方法进行分析,从而检验各因素对并购绩效的影响程度。结果表明:从总体上看,七个影响因素对并购绩效的拟合优度 R^2 等于 0.207,回归方程线性程度较差,各

影响因素总体上对并购绩效的解释能力不强。分别对各个影响因素进行检验,我们得出了如下结论:从长期看并购相关性对并购绩效有显著影响,而短期无显著影响;不同的主并方持股比例对其长短期绩效有较大差异,为了取得长期的并购绩效,公司应将并购交易的持股比例控制在 0.35 ~ 0.45 为最佳;以有偿转让方式支付并购价款的并购交易在短期内绩效得到提高,而长期绩效却稍有下降,而以无偿划转方式发生的并购交易其绩效表现为先降后升;不同的并购相对规模对并购绩效的影响不同,资产规模较大的并购其绩效短期内显著降低,而长期显著提高;对于关联交易,虽然短期绩效大幅下降,但从长期看绩效是上升的;与此相反,对于非关联交易,短期内并购绩效有所上升,长期却稍有下降;从长期看,并购绩效随国有股权比例的升高呈现先降后升的趋势,而短期内,随国有股权比例的升高并购绩效逐步降低,国有股权比例在 70% 以上时短期的绩效值最低。

通过对上市公司控制权转移机制的研究,得出结论:全流通仅仅解决了非流通股股票流通的问题,并不是解决我国目前上市公司问题的“良药”,不是可以独立发挥作用的“良药”,全流通自身同样面临着自身的问题,并针对问题提出了对应的政策建议。

通过分析跨国公司来华并购对促进我国经济增长的双重影响和我国公司海外并购的现状、趋势及存在问题,并结合目前我国对公司并购的法律制度建设,分别研究了反垄断法与公司并购的法律制度建设、规范竞争秩序与完善公司并购的证券监管、公司并购中的税收问题和税收政策引导以及中介机构在我国公司并购中的作用。

目 录

第一章 导论	1
1.1 国外公司并购的规模和增长态势	1
1.2 西方国家公司并购的最新动向	3
1.3 我国公司并购的现状及其特点	6
第二章 公司并购的行为动因及其风险分析	9
2.1 西方国家公司并购的行为动因考察	9
2.2 我国公司并购动因及其与国外的比较	11
2.3 公司并购的风险分析	14
第三章 我国公司并购绩效评价方法与影响因素分析	17
3.1 上市公司并购绩效的界定	17
3.2 公司并购绩效评价方法的已有研究综述	18
3.3 公司并购绩效的影响因素分析	21
第四章 我国公司并购绩效影响因素的实证研究	37
4.1 我国上市公司并购绩效差量分析模型	37
4.2 上市公司并购绩效差量分析模型的应用	40
4.3 并购绩效差量分析模型应用的结论及启示	43
4.4 我国上市公司并购绩效影响因素的实证分析	44

第五章 我国上市公司控制权转移的调查分析	57
5.1 公司控股权转让相关理论概述	57
5.2 上市公司控制权转移统计调查分析	60
5.3 案例：延中实业公司控制权转移调查与分析	71
5.4 对我国控制权转移监管政策的建议	81
第六章 跨国公司来华并购对促进我国经济增长的影响	91
6.1 跨国并购的含义和范围的界定	91
6.2 跨国公司来华并购对中国经济的积极影响	93
6.3 跨国公司在华并购对中国经济的消极影响	99
第七章 跨国公司来华并购行为的一般考察与法律规制	103
7.1 跨国公司来华并购的发展历程、主要方式及特点	103
7.2 我国规制跨国公司并购的法律制度透视	113
7.3 跨国公司来华并购的产业政策引导	121
7.4 案例：哈萨克斯坦积极调整石油法规，应对不断变化的 跨国并购	127
第八章 我国公司海外并购状况与问题分析	133
8.1 我国公司对跨国并购的现状调查	133
8.2 我国公司跨国并购的趋势分析	138
8.3 我国公司跨国并购活动存在的问题	140
8.4 鼓励我国公司跨国并购的对策建议	148
第九章 反对垄断与公司并购的法律制度建设	153
9.1 不同类型的公司并购及其垄断性	153
9.2 对外资并购进行反垄断规制的必要性	155
9.3 主要发达国家对外资并购进行反垄断规制的实践	157

9.4 我国《反垄断法》的出台及对外资并购的规制	165
第十章 公司并购的证券和税收监管政策分析	171
10.1 我国公司证券法规存在的问题与完善的途径分析	171
10.2 西方发达国家对公司并购的税收政策	176
10.3 我国公司并购涉及的主要税收政策	184
10.4 我国公司并购中的税收政策引导	186
第十一章 中介机构在我国公司并购中的作用	197
11.1 公司并购中的中介机构	197
11.2 充分发挥中介机构在并购中的作用	198
附录1 重点法律法规、行政规章以及其他规范性文件	211
附录2 原始样本数据	259
参考文献	277

第一章 导 论

大批的跨国公司涌入中国，主要集中在服务业、技术密集型产业以及高新技术产业。就目前的趋势来看，制造业已逐渐成为最受关注的行业，并购将为制造业带来不可预料的波动。发达国家对并购的行为已经有了很成熟的体系和完备的法律制度，而对于这样一场并购大潮，中国企业不得不正视很多问题，需要有一个更为理性的思考，才可以渡过生存危机。

1.1 国外公司并购的规模和增长态势

公司并购在美国工业发展的早期就已经出现，并在 19 世纪 60 年代后，出现了系统的公司并购活动。迄今已经历了五次并购浪潮。它们分别是：1899 ~ 1903 年，以横向并购为主要形式的第一次并购浪潮；20 世纪 20 年代，以纵向并购为主要形式的第二次并购浪潮；20 世纪 50 ~ 60 年代，以混合并购为主要形式的第三次并购浪潮；1975 ~ 1992 年间的第四次并购浪潮，其间并购形式更加多样化，并出现了“小鱼吃大鱼、弱者打败强者”的杠杆并购形式；从 1994 年至今，以巨型化并购为主要特征的第五次并购浪潮更是风起云涌，将公司并购推向新的高峰。

Thomson Financial's 并购数据库提供的数据显示了 1992 ~ 2001 年这 10 年中，全球每年已完成并购案的交易数量以及交易额，如表 1 - 1、图 1 - 1 所示。

表 1-1 1992 ~ 2001 年全球并购交易情况一览表

年 份	交易数量	变化率 (%)	交易额 (\$ bil)	变化率 (%)
1992	3871	—	125.8	—
1993	4436	14.6	178.9	42.2
1994	5259	19.3	280.5	56.8
1995	6706	26.7	390.6	39.3
1996	7811	16.5	572.8	46.6
1997	9059	16.0	784.4	36.9
1998	10638	17.4	1373.4	75.1
1999	9546	-10.3	1437.7	4.7
2000	9183	-3.8	1785.6	24.2
2001	6224	-32.2	1142.8	-36.0

数据来源: Thomson Financial's 并购数据库, 该公司提供并购领域中的历史数据。

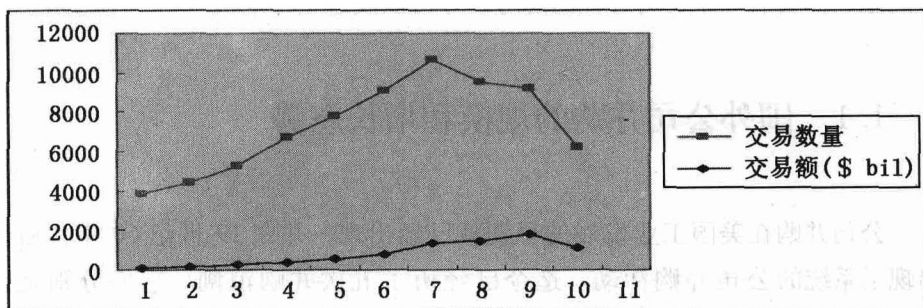


图 1-1 1992 ~ 2001 年已完成并购情况

由统计数据可以看出, 1992 ~ 2001 年这 10 年中, 全球每年已完成并购案的交易数量以及交易额 (\$ bil) 每年都在以 30% 左右的速度增长, 到 2001 年, 全球每年已完成并购案的交易额已达到 11428 亿美元。

1.2 西方国家公司并购的最新动向

根据 Thomson Financial's 并购数据库提供的具体数据以及对并购交易情况的具体阐述,我们可以发现从 20 世纪 90 年代初开始的第五次公司并购浪潮出现了一些新的动向,具体表现为以下的主要特点:

(1) 首次出现真正意义上的全球性公司并购。欧洲企业出现并购狂潮,发展中国家也加入公司并购浪潮,亚洲并购活动趋于活跃。1998 年以前的公司并购浪潮,严格地说只能称为美国公司并购浪潮。因为在以上几次的并购中,美国之外的欧洲和亚洲等区域基本上都未卷入。自 1998 年起,特别是 1999 年以来,公司并购浪潮几乎席卷了欧、亚各洲。1999 年仅欧洲公司并购额就高达近万亿美元,而 1997 年不足 4000 亿美元。另外,亚洲地区的日本、韩国、马来西亚和中国等的并购案也呈现大幅度上升趋势。

目前,欧洲大陆的企业正在向美国企业在 20 世纪 80 年代所经历过的方向发展。1999 年初以来,欧洲企业的经理们怀着对企业大帝国的向往,正重新树立起传统的团队精神,并把效率和股票价格作为自己追求的新目标。最近,在欧洲企业界爆出的最为轰动的消息是德国电信和意大利电信的合并。欧洲银行业的合并同样成为这一行业的热门话题。因此,欧洲的投资银行家们预言,在不久的将来,人们在欧洲将很难再看到只经营某一国业务的银行了。以 1999 年为例,欧洲国民生产总值中 20% 的价值是通过企业联盟实现的。欧洲出现公司并购狂潮的真正原因包括以下三个方面:①全球性的合并浪潮给欧洲企业带来了巨大的压力;②欧洲资本市场的膨胀给企业合并提供了足够的资金;③欧洲优秀企业的管理者们已经在价值创造方面学会了一种新的美利坚方式,即把美国的价值观念和欧洲的传统文化结合起来。

发展中国家企业受到本国产业结构调整的影响和为了迎接来自外国企业的挑战,也加快了公司并购和资产重组的步伐。1999 年以来,遭受金融危机打击的东南亚几个国家,尤其在银行业及非银行金融机构中,并购之风日盛。

(2) 跨国并购频繁。国际上许多巨型公司和重要产业都卷入了全球并购

浪潮。美国的许多大企业在欧洲和亚洲进行大量同业收购，如美国得克萨斯公用事业收购英国能源集团，美国环球影城公司收购荷兰的波利格莱姆公司等。而海外公司收购美国公司也同样出现了前所未有的大手笔和快节奏，如德国的戴姆勒收购了美国的克莱斯勒，英国石油对美国阿莫科石油的并购。发生在欧洲和亚洲内部的跨国并购之风也出现了空前的增长势头，如英国制药企业收购瑞典的制药企业，法国的石油公司收购比利时的炼油厂，菲律宾黎刹水泥公司与印尼锦石水泥厂的合并等。进入 2000 年之后，跨国并购更是异常迅猛，先后出现了沃达丰收购曼内斯曼、联合利华收购贝斯特食品公司等巨型并购案。

(3) 强强联手高潮迭起，巨额并购案例增多。近年来，全球企业的强强并购几乎涉及所有的重要行业，并购额也不断创出新高。1998 年 4 月 6 日起，在短短 7 天的时间内，美国连续 6 家大银行先后合并，其中，美国花旗银行和旅行者集团的合并涉及金额高达 725 亿美元，创下银行业并购价值的最高纪录。这两家公司并购后的总资产高达 7000 亿美元，并形成了国际性超级金融市场，业务覆盖 100 多个国家和地区的 1 亿多客户。另外，还出现了德国最大的商业银行收购美国排名第八的信孚银行、美国最大的两家石油公司合并等，前者合并后的银行总资产为 8200 亿美元。还有两例合并案同样引人注目：埃克森以近 790 亿美元的价格收购了美国的美孚公司，创下西方公司并购史上的最高纪录，从而缔造了全球最大的石油公司；1999 年 4 月，美、英、日三国的通信企业合作成立了全球最大的通信集团。经济学家们认为，这种强强合并对全球经济的影响十分巨大，它极大地冲击了原有的市场结构，刺激了更多的企业为了维持在市场中的竞争地位不得不卷入更加狂热的并购浪潮中。例如，继美国花旗银行和旅行者集团合并之后，1998 年 4 月 13 日美国国民银行和美洲银行、第一银行和第一芝加哥银行又双双宣布合并，分别成为美国国内最大的银行和美国中西部地区为中小企业贷款和发行信用卡的最大银行机构。尤为引人注目的是，2000 年 2 月 4 日，全球最大的移动电话公司英国沃达丰公司敌意收购德国老牌电信和工业集团曼内斯曼的攻防战终于落下帷幕。经过一番较量，沃达丰公司最终宣布以 1320 亿美元的总价收购曼内斯曼的股票。以当时收市价计，两集团市值共约 25668.5 亿美

元,由此组成全球最大的移动电话商。2000年4月,欧盟委员会批准了该并购案,使这项总值高达1850亿美元的全球最大的并购案迈出了实质性的一步。2000年1月10日,美国在线公司和时代华纳公司合并,组建美国在线—时代华纳公司,新公司的价值将达3500亿美元,相当于墨西哥、巴基斯坦两国一年国内生产总值之和。

(4) 服务行业并购案例居多,金融、电信业成为并购最频繁、发展最快的行业。1998年以来全球并购个案大多发生在金融、通信、零售、医疗保健等领域,其中仅银行、通信行业的公司并购额就占整个并购总额的60%。这充分说明各国企业正加紧调整本国产业结构,并试图在服务行业争夺更多的世界市场份额。2000年9月13日,两家美国历史最悠久兼最有声望的金融集团——美国大通银行集团(Chase Manhattan Corp)与J. P. 摩根(J. P. Morgan and Co)达成协议,由美国大通银行集团收购摩根组成新的联盟。新公司名为J. P. 摩根大通(J. P. Morgan Chase and Co),资产值约为6600亿美元。2000年日本银行业一系列的并购重组已如期完成,重新谱写了全球十大银行的排名。在资产规模上,日本银行分别占据了第一、第三和第五名。2000年9月29日,日本金融控股公司“瑞穗控股公司”(Mizuho)正式宣告成立。该金融集团拥有的总资产高达130多万亿日元,取代了原先的世界第一大银行德意志银行,成为新的世界最大金融集团。

21世纪是信息革命的世纪,谁能在信息领域占据优势,谁就能获得飞速发展和高额利润。电信企业通过并购与联合来扩大自己的规模,并把掌握新技术、开发新产品,作为企业提高自身经济实力,力求在行业中获得领先地位的手段。以1999年为例,全球最大的互联网服务提供商——美国在线(America Online)与全球娱乐及传媒巨人——时代华纳公司(Time Warner)正式公布换股合并计划。由此,美国在线公司将时代华纳这个具有77年历史的传媒老店收归门下。

(5) 同行业横向并购多,跨行业并购少;合作型并购增多,恶意兼并减少。近年来的全球同行业横向并购几乎涉及所有行业:石油、化工、汽车、金融、电信等重要支柱产业和服务业。企业再掀横向并购之风的动向表明,规模效应随着跨国竞争的日益激烈,越来越受到企业的重视。另外,1998年

以来的并购行为还出现了一股合作浪潮。据调查,近年来,几乎所有重要的并购协议,都是在当事双方经过谨慎选择、长时间接触、耐心协商和洽谈之后达成的,没有再次出现像 20 世纪 80 年代的恶意并购行为。

(6) 越是发展迅速的行业,并购的规模越大、频繁度越高,并出现了一股引人注目的产业融合潮。近年来的并购大多集中在计算机、信息业、航空、金融及服务等行业。1998 年底至今,高新技术领域的并购出现了十分明显的产业融合现象。通过并购实现产业融合是当今世界经济中一个值得关注的新动向。由于技术进步,特别是电脑技术和网络软件以及数字化的迅速发展,使得电脑网络业同传统媒体相互融合,并使数字化技术向通信业、娱乐业等许多行业迅速渗透,给产业性质带来了革命性的变化,还创造出一些新的产业。自 1999 年以来,全球出现了一股十分猛烈的媒体业同网络业相互融合的浪潮,美国在线与时代华纳公司的合并、雅虎与福克斯公司联手和美国在线与哥伦比亚广播公司联合等都是实例。并购使产业融合迅速进行,必将对产业结构的变迁和经济发展带来极其深刻的影响。

进入 2001 年,公司并购由热趋冷,无论是并购案数量,还是并购交易额都比 2000 年显著下降,降幅分别达到 30% 以上。但并不表明这次公司并购浪潮就此结束。事实上,全球企业的并购力量仍然十分强大,目前公司并购活动只是减缓,而不是消退。2001 年 9 月 4 日,美国惠普公司与康柏公司达成总价值为 250 亿美元的并购交易,并于 2002 年 3 月得到了双方股东的一致同意,成为电脑制造业至今最大的公司合并案,就是一个最好的证明。

1.3 我国公司并购的现状及其特点

公司并购活动在我国起步较晚,但发展十分迅速。第一起并购事例是 1984 年 7 月保定市纺织机械厂以承担被兼并企业全部债权债务的形式,兼并了保定市针织器材厂这家连年亏损,几乎处于停业状态的企业,开创了我国国有企业间公司并购的先河。到 2001 年,我国公司并购案例发生了 78 起(不包括并购个案的交易额在 500 万美元以下的案例在内),并购交易金额达

到 53 亿美元。但由于公司并购在我国起步较晚，加之我国目前经济体制改革正处于转轨时期，资本运营的体系不完善，许多制约公司并购的根本问题尚未解决。因此，我国的公司并购具有许多不同于西方国家的特点：

(1) 我国公司并购的动力主要来自于政府的推动，但随着我国建立现代企业制度的进程不断推进，企业出于自身发展战略的角度而主动进行公司并购的案例也在不断增加。

(2) 我国公司并购的市场环境不完善、不完全。西方国家的历次并购浪潮都是通过资本市场，尤其是证券市场完成的，并购所依赖的资本市场较为完善。资本市场对并购的发动、进行和并购效应的生成，提供了巨大的支持。而我国的资本市场还不完善、不完全，尚达不到为公司并购提供强大支持的水平，这就限制了我国公司并购的广度和深度。

(3) 我国的公司并购，多是由并购双方通过直接接触完成的，投资银行等市场中介机构的作用未得到应有的发挥。在完善的并购交易市场上，中介机构的作用是不可或缺的。它不仅有助于减少并购的交易成本，而且能较好地协调各方面的关系。因此，在西方发达国家，从并购发动、融资安排到价格确定等各个环节，投资银行等中介机构都发挥了重要作用。但是在我国，由于市场中介的缺位，使我国公司并购尚处于初级阶段，很难市场化、大规模化，制约了企业的进一步发展。

(4) 我国公司并购市场明显地呈现出买方垄断的特点。在这个市场上买方（并购方企业）是价格的决定者，卖方（目标企业）是价格的接受者。这是由于国有企业内部的无效资产及大量冗员，它们不仅大大降低了企业的价值，而且形成了巨大的资产重组的要求，使一些国有企业处于被重组、被并购的等待状态，由此产生了大量的并购需求。因此，作为国有资产代表的各级政府如何在公司并购活动中发挥适当的作用，以防止大量国有资产流失，应是一个值得关注的问题。

(5) 我国公司并购交易的相关条件多，如目标企业职工的安置问题等。这些外部因素大大提高了公司并购的成本，严重影响了我国公司并购的绩效。应该予以特别关注。

随着我国于 2001 年 12 月 11 日正式加入世界贸易组织（WTO），外商在

中国的投资领域和投资方式将发生重大变化。外资将能够进入金融、保险、中介服务、媒体等新开放的领域进行投资。而且，投资方式也将从“绿地投资”（Greenfield Investment）进一步开放为以并购为主要形式的投资。因此，在可以预见的未来，公司并购将会得到迅猛的发展，它将成为外资进入中国的主要形式。这必将极大地推进我国各级政府职能的转变、现代企业制度的形成、资本市场的完善与完全等各个方面，极大地促进了我国经济的健康、稳定发展。

第二章 公司并购的行为动因 及其风险分析

本书从动因和风险的角度分析并购重组行为，认为并购既能产生协同效应，达到规模经济，也会因各种原因给企业运营带来风险。企业应避免并购的盲目性，从企业自身的发展出发，充分发挥公司并购的规模效应，达到资源的合理配置。

2.1 西方国家公司并购的行为动因考察

分析并购绩效，我们必须首先分析公司并购的动机，将并购动机和实际结果相比较，才能看出并购绩效的优劣。而且作为并购行为的出发点，并购动机是影响并购绩效的一个关键因素，发现并购动机中存在的问题和制约因素，就可以为我们探索提高公司并购绩效的途径提供思路。

西方国家第五次并购浪潮中，企业的并购动机主要可以概括为以下五点：

第一，获取更大的市场份额与利润空间。经济扩张步伐的加快以及国际上一些新兴市场的崛起，为发达国家的企业提供了再次获取高额利润的机会。这些大企业为进一步稳定国内市场，同时在新兴的国际市场获取市场份额，采用了与过去的竞争伙伴主动联合或者直接通过跨国并购的战略，来继续维持其资本的高额利润率。因此，大规模的横向并购成为第五轮并购浪潮的一大特点。

第二，获取协同效应。协同是指并购双方优势的单向或双向转移，而使并购后双方的价值总和大于单方价值的简单相加，从而实现价值创造。企业