

总主编：黄汉江 郭康玺



新世纪经济管理博士丛书

企业兼并的产业效应问题研究

QIYE JIANBING DE CHANYE XIAOYING WENTI YANJIU

李瑞海 著

 上海财经大学出版社

新世纪经济管理博士丛书

企业兼并的产业效应问题研究

李瑞海 著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

企业兼并的产业效应问题研究/李瑞海著. —上海:
上海财经大学出版社, 2015. 12

(新世纪经济管理博士丛书/黄汉江总主编)

ISBN 978—7—5642—2399—1/F. 2399

I. ①企… II. ①李… III. ①企业兼并—研究—中国
IV. ①F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 052452 号

责任编辑: 陈 佶

封面设计: 周卫民

QIYE JIANBING DE CHANYE XIAOYING WENTI YANJIU
企业兼并的产业效应问题研究

李瑞海 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

常熟市兴达印刷有限公司印刷装订

2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

850×1168 1/32 8.5 印张(插页:1) 213 千字
印数:0 001—2 500 定价:26.00 元

新世纪经济管理博士丛书 编辑委员会

(均以姓氏笔画为序)

顾 问

- 乌家培 国家信息中心总经济师、研究员、教授
曲格平 全国人大常委会环资委主任、教授
许 毅 国家财政部财政科学研究所原所长、教授
许溶烈 原国家建设部总工程师、教授
苏 星 中共中央党校原副校长、《求是》杂志原总编辑
杨 慎 原国家建设部副部长
杨正彦 原国家新闻出版总署副署长
周道炯 国务院证券监督委员会原主席、中国投资学会会长
项怀诚 国家财政部原部长
储传亨 原国家建设部总规划师、教授级高工
廉 仲 原国家城乡建设部常务副部长

- 主任委员 王洪卫 石礼文 付文军 刘红薇 陈康民
陆 鸣 陆海平 林应清 唐海燕 黄汉江
盛松成 傅建华 臧新民 樊行健 戴复东(院士)

- 总 主 编 黄汉江 郭康玺

- 副总主编 朱亚兵 陈远腾 李 军 俞 冲

委 员

- 马 一 国家发展改革委员会投资研究所研究员
马志福 国家发展改革委员会投资研究所研究员、经济学博士后
王宏经 西安建筑科技大学教授、《基建优化》总编辑
王洪卫 上海金融学院校长、教授、博导
王剑琴 华南理工大学管理系教授
王新友 同济大学教授、博导，上海东江集团公司总裁
方荷生 苏州大学财经学院教授
甘培根 中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员
石礼文 上海建工集团原董事长、教授级高工
龙英锋 上海立信会计学院文法学院院长、教授博士
史立辉 上海京兆置业有限公司董事长、博士、客座教授
卢 谦 清华大学教授、深圳大学教授
卢祖安 国家统计局投资统计司副司长、高级统计师
白 瑛 国家建设部著名建筑管理学家
付文军 中国基本建设优化研究会副会长兼秘书长、博士
冯 彬 对外经济贸易大学国际经济研究所副所长、教授
吕长江 吉林大学商学院副院长、教授、博导
伍 平 湖南大学教授
庄俊鸿 江西财经大学教授
关振民 东北财经大学教授
刘红薇 国家财政部部长助理、高级会计师
刘启瑞 国家财政部预算司原副司长
刘学敏 天津商学院教授
刘隽亭 天津商学院教授
刘惠生 山西财经大学教授
朱亚兵 上海立信会计学院监察处处长、副教授、博士
孙兆康 西安交通大学教授

- 杨 劲 重庆大学建筑学院管理学教授
- 杨兰茹 国家建设部审计局局长、高级经济师
- 杨季美 西南交通大学管理学教授
- 李 军 上海中锦建设集团股份有限公司总裁、高工、客座教授
- 李云峰 国家电网经济技术研究院战略所长、博士、研究员
- 李启明 东南大学土木工程学院副院长、教授
- 李慧中 复旦大学经济学教授
- 邱元拔 集美大学副校长、教授
- 何 征 重庆大学建筑学院管理学教授
- 何万钟 重庆大学建筑学院管理学教授
- 邱华炳 厦门大学经济学院教授、博导
- 沈荣芳 同济大学管理学院原院长、教授
- 应望江 上海财经大学教授、博士
- 邵以智 中国人民大学教授
- 陈康民 上海理工大学原校长、教授、博导
- 陆海平 原上海市建设委员会副主任、教授级高工
- 张 达 中央广播电视大学第一副校长、教授
- 张屹山 吉林大学商学院院长、教授、博导
- 张华镛 安徽大学经济学院副院长、教授
- 陈伟峰 上海瀛通(集团)有限公司董事长、客座教授
- 陈远腾 上海凯基置业有限公司董事长、客座教授
- 陈霜华 上海金融学院国际贸易系常务副主任、教授、博士
- 武克敏 上海对外贸易学院党委书记、教授
- 林 勇 中国人民大学教授、博士
- 林少培 上海交通大学建筑学院教授
- 林应清 原上海市房地局副局长、高级工程师
- 罗永泰 天津财经学院首席教授、博士
- 金润圭 华东师范大学商学院原院长、教授、博导

- 郎荣燊 中国人民大学教授
- 赵国杰 天津大学管理学院教授、博导
- 赵海宽 中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员
- 赵铁生 天津大学管理学院副院长、教授
- 郝文贤 内蒙古财经学院教授
- 胡 昊 上海交通大学建工学院教授、博士后
- 侯 昶 南京工业大学教授
- 俞 冲 上海冲佳电力工程安装有限公司董事长、客座教授
- 姚梅炎 中央财经大学教授
- 聂名华 中南财经政法大学教授、博导
- 顾士俊 浙江大学教授
- 顾孟迪 上海交通大学管理学院教授、博导
- 钱从龙 东北财经大学教授
- 钱昆润 东南大学教授
- 徐 衡 天津财经学院教授
- 徐文通 中国金融学院原院长、教授
- 徐君如 贵州财经学院教授
- 唐海燕 上海立信会计学院院长、教授、博导
- 郭康玺 沪港国际咨询集团有限公司董事长、兼职教授
- 黄汉江 《基建管理优化》总编辑、上海立信会计学院工商管理学院院长、原上海理工大学投资与建设学院院长、教授、荣誉博士、博导、政协委员
- 黄良文 厦门大学教授
- 盛松成 中国人民银行上海分行原副行长、博导、教授
- 屠梅曾 上海交通大学管理学院系主任、教授、博导
- 葛玉辉 上海理工大学管理学院教授、博士
- 董肇君 天津城市建设学院管理系主任、教授
- 景宗贺 原中国建设银行投资研究所所长、研究员

- 傅建华 上海浦东发展银行原行长、高级经济师
雷良海 上海理工大学管理学院总支书记、教授、博导
雷仲麓 中南财经政法大学教授
廖 承 湖南大学教授
臧新民 上海浦东新区人民政府副区长、高级工程师
樊行健 西南财经大学副校长、教授、博导
潘正汇 山东经济学院教授
潘其昌 上海华晖建设集团董事长、总裁、高工、客座教授
戴复东 同济大学高新建筑技术研究所所长、教授、院士

总 序

人类进入 21 世纪,就进入了科学技术突飞猛进的新时代、进入了知识经济迅速兴起的新时代。为应对新世纪知识经济的挑战,人类必须坚持科学创新、技术创新、管理创新、理论创新和知识创新。因而,我们诚邀经济学博士和管理学博士们撰写“新世纪经济管理博士丛书”,以传播创新的经济管理前沿知识。“新世纪经济管理博士丛书”由上海市基本建设优化研究会、上海基本建设优化研究所、《基建管理优化》编辑部和上海立信会计学院工商管理学院、投资建设研究中心等单位联合组织编纂。

上海市基本建设优化研究会成立于 1985 年,原名中国基本建设优化研究会上海分会,由上海市委宣传部批准,属上海市社会科学界联合会成员,系学术性社会团体。本会的宗旨是遵守宪法、法律、法规和国家政策,遵守社会道德风尚,应用国内外先进的优化理论、方法,积极开展基建优化研究,为我国尤其是上海的现代化建设贡献力量。该研究会会员遍布上海投资与建设领域,其理事会由浦东新区人民政府、上海市建设委员会、上海市计划委员会、上海市教育委员会、上海市财政局、上海市民政局、上海市市政工程项目管理局、原上海市房地局、宝钢集团、上海市建工集团、上海市房地集团、上海市城建集团、上海市建材集团、中国建设银行上海市分行、上海各大建筑设计院、国家有关部委建筑设计单位和建筑局(公司)、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、华东理工大学、上海大学、华东师范大学、上海社会科学院、上海立信会计学院等领导、专家、学者、教授组成。

上海基本建设优化研究所于 1992 年由上海市市政工程管理

局批准成立,主要从事基建领域四技服务和基建设计优化、建筑施工优化、基建投资优化、基建管理优化等方面的科学研究,同时也参与策划、编纂本专业方面的著作、教材、工具书等。

《基建管理优化》创刊于1989年,立足上海、联合华东、面向全国,拥有全国一流的基建管理研究阵营:国家有关部委领导任顾问;220多名副教授、高级工程师等以上职称的专家、学者组成的编辑委员会;110多名教授、研究员等全国著名专家、学者和厅局级以上干部组成的常务编委会。真是精英荟萃!《基建管理优化》得到了国家建设部、国家财政部、国家发改委、原国家新闻出版总署、原国家铁道部、国家统计局、中国建设银行、中国建筑总公司等有关部门领导或专家、学者的大力支持;得到了中央党校、清华大学、中国人民大学、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、上海大学、华东理工大学、华东师范大学、上海立信会计学院、浙江大学、南京大学、东南大学、南京工业大学、厦门大学、天津大学、重庆大学、哈尔滨建筑大学、深圳大学、东北财经大学、中南财经政法大学、中央财经大学、对外经济贸易大学、西南财经大学、江西财经大学、湖南大学、山西财经大学、西安交通大学、天津财经学院、贵州财经学院、新疆财经学院、浙江财经学院、山东经济学院、天津商学院等40多所大专院校领导或学者、教授的大力支持;得到了中国社会科学院、国家发改委投资研究所、中国建设银行投资研究所、冶金部建筑研究总院以及《求是》杂志等30多个研究机构领导或学者、专家的大力支持。该刊主要研究投资经济管理、基建经济管理、建筑经济管理、房地产经济管理、市政工程经济管理等学科。

上海立信会计学院是上海市人民政府举办的全日制普通高等院校,其前身为立信会计专科学校,由“中国现代会计之父”、教育家潘序伦先生始创于1928年,并在教育实践过程中,开辟了会计学校、会计师事务所、会计图书用品社三位一体的办学模式。1952

年,全国院系调整时,学校同其他财经院校合并。1980年复校,隶属于上海市人民政府。2003年设置上海立信会计学院。

学校有松江和徐汇两个校区,占地面积828亩,总建筑面积30余万平方米,校园风景秀美、设施一流,是求学求知的理想之地。拥有管理学、经济学、理学、法学、文学五个学科门类,设有会计与财务学院、工商管理学院、金融学院、财税学院、经贸学院、数学与信息学院、外语学院、文法学院、高等职业技术学院、继续教育学院、思政教研部和体育教学部12个教学院部,现有会计学、财务管理、工商管理、国际经济与贸易、金融学、英语等22个本科专业,教职工800余人,其中教授42人、副教授140余人。全日制在校学生1万人。

工商管理学院下设工商管理研究所、市场营销研究所和房地产开发管理研究所,开设的主要专业为市场营销、工商管理和房地产开发与管理。学院具有较强的师资队伍,副教授以上职称者占60%,教授占16%,具有博士学位的专业教师占80%。许多教师具有丰富的理论和实践经验,并积极从事教学和科研工作。近5年来,学院教师在各类期刊发表论文近200篇,出版各种专著与教材80多部,并取得了许多重大的成果,多项获得全国以及地区性和行业类奖励。工商管理学院将继承优良传统,使之发扬光大,并在实践中不断创新,不断赋予其新的内容。

投资与建设研究中心实行产、学、研联合办学的新体制,使产业、教学、科研紧密结合,使理论与实践紧密结合,切实提高教学质量和科研水平,培养出符合我国现代化建设需要的专业人才,迎接知识经济新时代的到来。该中心与有关投资单位、建设单位、设计单位、建筑安装企业、建筑装饰企业、市政建设企业、房地产公司等多种投资与建设公司以及有关科研单位紧密联合,建立师生科研基地、学生实习基地和就业基地。

“新世纪经济管理博士丛书”编辑委员会委员主要来自相关财

经大学和有关综合性大学的经济管理学界的知名学者和教授以及国家有关部委的知名专家、学者。其作者均是经济学或管理学博士或博士后。

我们真诚地预祝“新世纪经济管理博士丛书”的编纂工作圆满成功！同时衷心感谢丛书顾问、领导、编委和作者们的大力支持和热情关心！

新世纪经济管理博士丛书

总 主 编：

黄汉江

2015年12月

前 言

企业兼并(Mergers & Acquisitions, 简称 M&A)是公司重组的重要形式,对于国家产业与经济结构调整有着十分重要的意义。在经济全球化和产业效率化的今天,以资产和资源重新配置为特征的兼并活动越来越成为一种重要的经济现象,并成为反映一个国家和地区经济活力的标尺。

我国的企业兼并活动从 20 世纪 80 年代末期开始出现,并且随着国内市场经济的步伐和资本市场的发展呈现出逐渐加剧的趋势。对于我国这样的发展中国家,经济的增长一直依靠大量的投资来实现,而这种粗放式的增长方式导致企业要素市场的非均衡现象特别突出,这严重影响着经济的和谐发展。而企业兼并作为一种企业要素资源调整的重要方式,对于优化产业结构、提高资源配置效率、实现经济可持续发展具有重要的现实意义。但是也应当注意到,由于我国正处于经济转型时期,市场机制还不健全,兼并活动中存在很多投机性行为,企业兼并活动具有特殊性。

在经济转型时期,兼并活动呈现出以下几个较为显著的特征:(1)以资本市场为舞台、以上市公司为主体的企业兼并成为主流,国内的大多数兼并活动围绕着上市公司进行,包括上市公司作为主并方或者被并方的兼并活动;(2)产业整合是兼并活动的动机之一,尤其以国有经济内部整合为代表,国家有计划地对国有经济结构和布局进行战略性调整,力求实现国有企业规模化和效率化经营;(3)随着经济的国际化进程,跨国兼并成为外资进入中国市场的途径之一,兼并成为全球跨国直接投资的重要方式;(4)追求局部利益的兼并活动具有巨大的生存空间,如“管理层收购”

(MBO)、“壳资源”交易等兼并方式。

本书从企业兼并的产业效应视角,对我国经济转型时期企业兼并活动的若干问题进行了分析,主要研究内容包括:

(1) 第1章简要阐述了本研究的理论和现实意义,企业兼并的概念、模式和经验;并结合我国企业兼并的实际情况,确定了企业兼并产业效应的几个关键性问题。

(2) 第2章主要分析了企业兼并的时机问题,主要包括我国企业兼并现状以及阶段性、普遍性和特殊性等;另外,还实证分析了影响我国企业兼并的宏观因素和产业因素。

(3) 由于企业兼并的一个核心问题是经济效益,所以本书运用大量的篇幅来研究企业兼并的经济效益,第3、4、5章分别运用股价绩效法、财务绩效法和数据包络方法(DEA)三种手段,从不同的视角来分析企业兼并的经济效益;同时,这三个方面的研究还具有依次递进的层次关系,股价绩效研究法下的最终结论通过财务绩效法得到进一步阐述,而数据包络方法评价则是对财务绩效法所发现的报表性重组嫌疑结论的确认。

(4) 鉴于企业兼并的经济效益较差的事实,且没有明显证据表明上市公司的兼并活动是追求产业效应的,而又存在国内的企业兼并活动快速增加的事实,第6章针对兼并动机进行了实证分析,提出我国兼并的二元动机理论,即在正常体制条件下追求规模化和效率化经营,而在转型体制特定条件下追求局部和短期利益最大化,并就从产业链视角的兼并动机问题进行了分析,对兼并活动中政府的作用和产业政策提出了相关的建议。

(5) 第7章分析了通过兼并活动达到规模化和效率化经营的必要性,结合我国产业结构现状,分析了其存在的问题和成因,认为我国企业通过兼并活动追求规模效应具有紧迫性,并就经济转型时期规模效应和社会福利改进的一致性进行了理论分析,同时选取四个典型行业进行了案例研究。

(6) 在以上研究的基础上,第8章对全书的内容进行了回顾,并对未来的研究方向和内容提出了展望。

在上述研究内容中,本书采取实证研究范式,借助产业经济学、统计学、财务会计和数据包络方法等相关工具,基于过去十年企业兼并的数据和资料,通过大量的数据运算,针对我国企业兼并产业效应的时机、动机、经济和社会效益方面进行较为全面的分析,主要创新包括:

(1) 企业兼并时机的研究。在宏观层面,我国企业兼并活动与宏观经济和经济自由度具有正相关性,而与股票指数的相关性较弱;在产业层面,资本密集型和 Tobin's Q 较高的产业发生企业兼并的频率较高。

(2) 企业兼并动机的研究。我国当前的企业兼并具有“二元”动机:第一种是在正常体制条件下追求规模化和效率化经营,这可以视为一种产业效应动机;第二种是在转型体制下追求局部和短期利益最大化,这是一种非产业效应动机。由于我国国有经济在国民经济中占有很大比重,所以政府应当结合市场经济规律对企业兼并活动进行必要的干预,以引导兼并活动达到追求产业效应的目的。

(3) 企业兼并经济效益的研究。在股价绩效法下,兼并企业的股价绩效受到很多因素的影响,这些因素包括不同参照系、不同兼并主体、不同兼并方式、不同产业周期阶段和不同观测区间等;在财务绩效研究法下,兼并企业的财务绩效在兼并当年迅速改善,而在兼并后一年却显著下降,这种财务指标在兼并后短期内的迅速变化,说明其存在报表性重组的嫌疑;借助 DEA 方法对兼并企业效率评价的结果,证实了被并方企业具有特别明显的报表性重组特征。

(4) 企业兼并社会效益的研究。针对我国企业规模较小而效率差别较大的现状,通过非对称市场结构模型和产业链视角的兼

并理论分析了兼并活动的社会效益情况,并就产业链视角下的企业兼并问题进行了研究;同时选取了汽车、家电、钢铁和啤酒等行业进行了案例分析。

实证研究既可以检验兼并理论,又可以指导兼并实践,对于实践性很强的企业兼并问题,实证研究显得尤为重要,本书的实证研究成果主要包括以下创新点:

(1) 从总体上看,研究认为我国的企业兼并活动处于西方发达国家的第一次兼并浪潮阶段,以实现规模化和效率化经营为主要动机;但我国企业兼并活动同时兼顾其他四次兼并浪潮的特点,并具有浓厚的经济转型特色,其中以上市公司追求“壳资源”的投机性兼并最为典型,这是一种追求经济转型时期短期经济效益的行为。

(2) 国内很多学者研究认为,我国上市公司兼并活动的经济效益较好,然而本研究表明,虽然兼并的短期经济效益较好,但长期经济效益却很差,这不仅表现在股价绩效上,也表现在财务绩效方面;对于造成这种现象的原因,本书从过高的控制权转移收益和财务报表的虚假性重组两个方面进行了深入分析。

(3) 基于我国企业兼并活动投机性严重的特点,本书认为政府管理应当加强而不是削弱,并从政府干预的必要性和有效性两个方面进行了阐述,力求通过政府干预实现合理引导企业追求产业效应,从而达到提高兼并活动长期社会效益的目的。

(4) 本书首次提出了兼并动机的二元结构理论,即产业效应动机和非产业效应动机,并就这些动机的表现、原因及结果等进行了分析,从全新的视角阐述了转型经济条件下的企业兼并问题。

(5) 本书从产业经济组织理论的视角,通过古诺模型和非对称市场结构模型分别研究了产业链视角下和企业规模分散条件下的企业兼并问题,从而完善了企业兼并理论。

总之,本书从我国企业兼并的实际情况出发,针对经济转型时

期企业兼并活动进行了较为系统的研究,并在此基础上提出了若干意见和建议,这既有利于我们科学地认识和把握当前的企业兼并活动,同时也有利于合理制定相关的政策和措施,具有一定的学术和现实意义。

本书受到国家自然科学基金项目《产业链视角下中国企业兼并的绩效与政策研究》(批准号:71573177)资助。

李瑞海

2015年6月