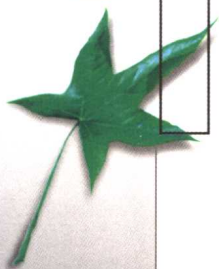


ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中青年

经济学家文库



企业并购利益主体 行为动机研究

袁天荣 / 著

QIYE BINGGOU LIYIZHUTI
XINGWEI DONGJI YANJIU



经济科学出版社

中青年经济学家文库

企业并购利益主体 行为动机研究

袁天荣 著

经济科学出版社

责任编辑：刘 昕
责任校对：王肖楠
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

企业并购利益主体行为动机研究

袁天荣 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京密兴印刷厂印装

850 × 1168 32 开 10 印张 230000 字

2007 年 1 月第一版 2007 年 1 月第一次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 5978 - 4/F · 5239 定价：22.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

企业并购利益主体行为动机研究 / 袁天荣著. —北京:
经济科学出版社, 2007. 1

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 5978 - 4

I. 企... II. 袁... III. 企业合并 - 研究
IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 146665 号



作者简介

袁天荣，女，1964年生，湖北省荆门市人，博士。中南财经政法大学会计学院教授，财务管理教研室主任。主要研究企业并购及其财务问题，发表《上市公司超能力派现的实证研究》、《论成本管理观念的转变》、《企业并购中的政府行为研究》、《并购中利益相关者的行为动机研究》、《并购中管理层行为偏好与动机分析》、《我国上市公司股权融资的思考》等论文70余篇，主编、合著《财务成本管理》、《高级财务管理》、《管理会计》等著作20余部。

中青年经济学家文库

(2005年后已出版书目)

- 《论中国现阶段私营企业的分配关系》
- 《企业核心竞争力：理论实证与案例以——IT制造企业为例》
- 《企业纵向关系论——纵向关系的产业组织分析》
- 《西方发达国家企业职工持股研究》
- 《管理制度的经济分析与设计》
- 《道德秩序的经济学分析——对利他行为的一个分析角度》
- 《财政性出口促进政策研究》
- 《自然资源价值代偿机制研究》
- 《公共环境物品供给的经济分析》
- 《分时度假研究》
- 《土地征用问题研究——基于效率与公平框架下的解释与制度设计》
- 《铸币税的理论研究和经验分析》
- 《中国农民专业合作社经济组织的制度分析》
- 《惯性管理——企业持续发展之道》
- 《中国经济增长与收入分配差异的空间计量经济分析》
- 《企业成长的机理分析》
- 《转型时期企业家成长的制度环境研究》
- 《排污权交易的可持续发展潜力分析——以中国电力工业SO₂排污权交易为例》
- 《非完全古典假设下的非国有企业与二元经济结构转化》
- 《东道国贸易环境对外国直接投资的影响》
- 《蛙跳型经济增长——后发国发展路径及中国的选择》
- 《西方规制经济学的变迁》
- 《银行体系稳定性——理论及基于中国的实证研究》
- 《跨国并购的新制度经济学分析》
- 《有限理性、心智成本与经济秩序》
- 《印度经济改革与发展的制度分析》
- 《产权安排与消费行为——激励消费的产权机制分析》
- 《产业集聚与区域经济增长》
- 《产业集群与区域创新系统》
- 《企业成长与企业家活动分析——兼论企业成长的路径依赖及其超越》
- 《动态能力理论的操作化研究：识别、架构与形成机制》
- 《信息化的政治经济学分析》
- 《高技术产业风险投资研究》
- 《企业信用文化》
- 《顾客资产运营研究》
- 《产品内贸易论》
- 《区域经济发展差异理论、方法与实证——以江苏省为例》
- 《中国旅游业发展及创新研究——以分时度假为突破口》
- 《中国企业跨国并购协同问题研究》
- 《中国对外金融关系演进分析》
- 《西部国有大中型企业产权制度改革研究》
- 《企业最优债务融资工具——基于证券设计理论》
- 《管理控制实证研究》
- 《企业知识资本投资绩效研究》
- 《比较优势、制度变迁与中国中部崛起》
- 《基于可持续发展的企业绩效评价研究》
- 《中国证券市场制度演化及其效率》
- 《经济增长中的金融效率》

目 录

导论	1
第一章 企业并购行为的理论基础	8
一、“并购”与并购中的“利益相关者”	8
(一) 并购的一般含义	8
(二) 并购中的利益相关者	17
二、并购行为研究的主要内容与逻辑基点	26
(一) 并购行为的含义	26
(二) 并购行为的内容	27
(三) 并购行为分析的逻辑基点	28
三、并购行为研究的意义	30
四、企业并购行为动机研究的理论基础	34
(一) 企业并购行为动机研究的一般理论基础	34
(二) 行为经济学的非理性行为解释	35
(三) 并购行为动机的行为经济学解释	40
五、企业并购行为的理论动机	43
(一) 控股股东并购行为的理论动机	44
(二) 管理层并购行为的理论动机	51

第二章 企业并购中的利益与动机研究	58
一、并购中控股股东的利益与动机	58
(一) 股东对并购活动的偏好	58
(二) 并购中控股股东的行为动机	61
二、并购中管理层与债权人的利益与动机	71
(一) 管理层的并购动机	71
(二) 并购对目标公司管理层的影响	75
(三) 债权人的利益及其对并购的影响	76
第三章 企业并购方式选择中的行为动机分析	79
一、不同并购方式的并购效应分析	79
(一) 横向并购效应分析	79
(二) 纵向并购效应分析	85
(三) 混合并购效应分析	89
二、基于成本动机的并购方式选择	92
(一) 并购成本动机的产生	93
(二) 并购的成本优势来源	96
(三) 成本动机驱动下的并购方式选择	99
三、基于投资动机的并购方式选择	101
(一) 并购投资动机的产生	102
(二) 并购投资优势的来源	103
(三) 投资动机驱动下的并购方式选择	107
四、基于竞争动机的并购方式选择	110
(一) 并购的竞争动机	110
(二) 并购的竞争目的	111
(三) 竞争动机驱动下的并购方式选择	115
五、管理层对并购方式的选择	117
(一) 移植行业专属管理经验	117

(二) 多元化经营分散风险	119
---------------------	-----

第四章 并购支付方式与融资方式选择中的行为动机

分析	122
一、并购支付方式与融资方式特征	122
(一) 并购支付方式的类型	123
(二) 公司并购的融资方式	128
二、公司控制权与并购支付方式的选择	135
(一) 公司控制权与现金支付方式选择	135
(二) 公司控制权与换股并购的选择	136
(三) 关于支付方式的实证研究结果分析	138
三、并购的成本、收益、风险与支付方式选择	143
(一) 并购支付方式的成本与相关分析	143
(二) 并购支付方式的风险、收益与支付方式选择	148
(三) 过度支付与支付方式选择	153
四、并购融资方式选择的行为动机分析	157
(一) 公司控制权与融资方式选择	157
(二) 并购动机与融资方式选择	159
(三) 财务杠杆收益与融资方式选择	160
(四) 抵御被并购与融资方式选择	161
(五) 并购融资方式选择的其他相关因素	162
五、管理层对并购融资方式和支付方式的选择	165
(一) 管理层对并购股权融资方式的选择	165
(二) 管理层对并购支付方式的选择	168

第五章 并购中目标公司行为动机分析

一、目标公司利益主体对并购的态度	171
(一) 目标公司控股股东对并购的态度	171

(二) 目标公司管理层对并购的态度	173
(三) 目标公司中小股东对并购的态度	175
(四) 目标公司债权人对并购的态度	177
二、并购中目标公司的行为选择	178
(一) 目标公司愿意出售的财务动机	178
(二) 目标公司可能被并购的财务特征	181
(三) 目标公司对并购支付方式的考虑	182
三、目标公司反并购的理论分析	185
(一) 反对采取反并购措施的理论	185
(二) 支持采取反并购措施的理论	188
四、反并购的博弈理论分析	190
五、目标公司反并购措施	193
(一) 目标公司反并购的行为动机	193
(二) 目标公司反并购措施	195
六、我国上市公司反并购问题研究	204
(一) 我国上市公司反并购情况分析	205
(二) 我国上市公司反并购存在的主要问题	207
(三) 完善上市公司反并购的建议	209
 第六章 企业并购中政府行为动机分析	 214
一、企业并购历程中的政府干预理论与行为回顾	214
(一) 政府干预企业并购的理论基础	215
(二) 五次企业并购浪潮与西方国家的政府干预	217
二、政府干预企业并购的动机分析	223
(一) 政府干预企业并购的理论动机	223
(二) 政府干预的初始动机	225
(三) 政府干预的普适性动机	226
三、政府干预企业并购行为分析	229

(一) 构建和完善并购的法律制度环境	230
(二) 依法限制滥用并购手段, 保护与均衡不同利益主体的利益	232
(三) 借助企业并购完成产业结构调整和产业整合	234
(四) 干预跨国并购, 保护国家利益	235
四、政府干预企业并购的绩效分析	236
(一) 政府干预企业并购绩效的含义与政府干预的类型	236
(二) 有效干预的政府定位与干预成本分析	238
(三) 公共利益政府干预企业并购的绩效分析	241
(四) 寻租政府干预企业并购的“负”绩效分析	242
五、中国企业的并购历程与政府干预的行为特点	244
(一) 中国企业并购历程	245
(二) 中国政府在企业并购中的行为特点	248
第七章 并购利益主体的利益均衡机制研究	251
一、并购利益主体利益关系的均衡与博弈	251
(一) 并购利益主体间的利益均衡	251
(二) 并购利益主体的利益博弈均衡	255
二、并购利益主体利益均衡保障机制与措施	258
(一) 利益均衡保障机制	258
(二) 利益均衡保障措施	268
第八章 并购案例分析	
——TCL 集团与 TCL 通讯合并案例	272
一、合并双方基本情况	272
二、并购方式及过程	275
三、并购中利益主体的动机分析	278
(一) 政府的动机分析	278

企业并购利益主体行为动机研究

(二) 并购中 TCL 集团的动机	279
(三) TCL 集团管理层的并购动机	282
(四) 并购中 TCL 通讯公司的动机	285
(五) 并购中 TCL 通讯流通股股东的动机	285
四、并购过程中的困难及其解决	287
(一) 并购方案能否得到政府的批准	287
(二) 换股比率的确定	288
(三) 关联交易问题	293
(四) 流通股股东的利益保护问题	294
参考文献	296

导 论

百年并购史，五次浪潮声。并购是企业迅速崛起、提高效率、增强竞争力的成长发展战略。全球经济一体化进程的加快，使并购以更大的规模突破国界，并购企业能够迅速完成在全球范围内的抢滩布点。在此背景下，并购同时也成为国家调整产业结构、优化资源配置、加快产业升级换代、提升国家竞争力的重要手段。

随着我国市场经济体制的初步建立，通过并购实现资源的重新配置、实现产业升级和企业体制转换已经成为非常明显的趋势。然而，由于历史和现实的原因，我国企业并购尽管暗潮涌动，但真正市场化的并购还不多，还停留在较低层面。到目前为止，由于国有企业还不存在真正意义上的破产机制，缺少有关并购的具体行为规范，使得我国目前的企业并购行为极不规范。这些不规范的行为不能够为未来大规模的市场化并购提供示范。不规范的并购行为终将得到规范，这是建立良好市场秩序和产权交易制度的需要，也是并购利益主体利益均衡的需要。

西方学者对并购的研究主要集中在并购动机和并购效应等方面。这些学者将企业并购动机看作是多种因素的综合平衡过程，提出了多种解释并购行为动机的理论。国内学术界对企业并购问题的研究基本停留在对西方并购原理的探讨层面，对企业并购行为、并购行为动机等进行系统研究与探讨的较少。

揭示不同利益主体的并购行为和动机,有助于提高社会对并购行为动机的认识,有助于并购双方加深对并购行为的共同理解,有助于遏制和减少并购中利用诡计行为博弈的动机,为倡导和奉行良好的并购行为、为制定良好的并购法规制度奠定基础。

一、

企业并购行为的理论基础

并购是一个集合概念,泛指兼并、收购、合并、接管等。本书将并购界定为在市场机制作用下以公司控制权转移为标志的产权交易活动。企业并购可按不同标准进行分类。并购中的利益主体是指那些能够对并购活动产生重大影响并且其利益直接受到并购活动影响的个人或群体,包括股东、管理层、债权人和政府。

并购公司的控股股东对并购事务具有决定权,中小股东往往存在“搭便车”心理。并购对股东的影响主要表现在稀释股权、获得并购收益并承担并购风险、增加控制权收益等方面。目标公司股东在并购中处于相对弱势地位,并购使他们失去未来的所有权或控制权以及相应收益权。并购公司管理层会积极推动并购的完成,在与目标公司发生有可能导致并购流产的利益冲突时,可能更倾向于寻求折中和让步以完成并购。目标公司管理层与并购公司管理层之间似乎存在“零和博弈”关系。债权人的行为也可能成为并购实施的制约因素。政府往往通过建立一种普适性机制对所有的并购实施产生影响。

并购行为是并购利益主体在并购过程中所采取的有特定目的的行动。并购行为过程和并购行为动机受制于并购行为目的。本书将并购行为动机研究的逻辑基点建立在利益——动机的基础上,重点揭示并购利益和并购动机之间的关系。并购行为的最终推动因素是利益动机,利益动机建立在一系列理论基础之上。并

购理论、行为动机理论和行为经济学理论共同构成了企业并购行为动机的理论基础。控股股东和管理层实施并购行为是由不同的目的和动机驱使的，每一起并购案例的背后都有其特殊的背景和成因。

二、

企业并购行为中的利益与动机研究

公司控制权是公司所有者凭借财产所有权取得的对公司事务的决定权。在现代企业制度下，公司控制权分为股东的公司控制权与管理层的公司控制权。控制权收益是凭借公司控制权而获取的利益。控股股东和管理层都有凭借控制权获取控制权收益的动机，正是在这一动机推动下，两者都倾向于通过并购扩大公司规模。

并购中的利益主体由于利益动机不同，其在并购中表现出来的行为存在差异。中小股东由于股少言轻，表现出来的行为特征就是“搭便车”或退出。并购公司控股股东由于持股比例较大，且拥有公司控制权，并购对他们的股权投资收益和控制权收益会产生重大影响，股权投资收益和控制权收益是他们权衡的重点。控股股东的并购动机多种多样，一般有提高公司效率的动机、扩大公司市场势力的动机、获取控制权收益的动机。目标公司的控股股东一般会对其股权在未来公司的收益保障程度和控制权溢价两者之间进行权衡。并购公司管理层为追求控制权收益总是热衷于对外并购，其并购动机包括营造“公司帝国”动机、施展管理才能动机、规避经营风险动机、避免被并购动机。并购会影响债权人的利益，债权人向并购公司而不是向目标公司提供资金，其行动本身就说明了并购可能是有利于债权人的。

三、

企业并购方式选择中的行为动机分析

并购方式不同,其产生的效应和对公司的影响不同。并购方式的选择,既反映了公司的发展战略,也折射出公司控股股东和管理层对公司利益的判断。横向并购能实现规模经济、提高专业化程度、使业务资源得到共享、增强市场势力,但可能引起规模不经济。纵向并购可以节约交易成本、提高生产经营的稳定性、拓展新的利润来源,但可能导致公司管理成本上升。混合并购能实现范围经济,为企业寻找新的行业增长点,分散企业经营风险。

低成本是增加利润的重要来源。从成本角度看,横向并购的成本优势主要包括管理效率提高降低成本、并购后共享资源节约成本、剥离辅助业务降低成本、利用协同效应降低成本。纵向并购的成本优势来源于交易成本的节约和生产经营的稳定性。在产业的市场前景看好时,横向并购成本优势明显。当生产经营的稳定性受到外部因素影响时,纵向并购显示出成本优势。公司发展阶段和产品生命周期也会对并购方式的选择产生影响。并购的投资动机以获得满意的投资回报为主要目标。并购投资优势的来源可从最优项目选择权的回报、与现有业务相关和不相关时的收益来源、与现有业务纵向关联时的收益来源等方面进行判断。投资动机驱动下的并购,以并购项目的营利性为首选标准。基于竞争动机的并购方式选择应在并购的竞争目的和公司发展战略框架下完成。通过横向并购做大企业,借助纵向并购做强企业,通过混合并购做稳企业。

管理层对并购方式的选择主要是基于移植行业专属管理经验、多元化经营以分散风险等考虑,目的是确保其职业安全和获

得稳定收益。

四、

并购支付方式与融资方式选择中的行为动机分析

不同的并购支付方式和融资方式对并购双方在并购后存续公司中的控制权、股权结构、预期收益等产生不同影响。

公司控制权是控股股东在选择并购支付方式时需考虑的重要因素。如果并购不足以影响其控制权，控股股东对采取何种并购方式会从公司的发展和利益需要进行判断。当目标公司规模较大或并购公司控股股东只是相对控股时，控股股东会审慎抉择是否并购以及以何种方式完成并购。并购支付方式的选择必须考虑其支付成本的大小。当并购无法避免而股票支付方式又有可能动摇控股股东的控股地位时，控股股东将不得不在并购支付成本与控制权收益之间权衡，为了控制权收益而有可能接受超过合理溢价限度的现金报价。

融资方式的选择涉及的利益关系更复杂。在不影响控制权的前提下，并购公司控股股东和管理层有选择股权融资的倾向。当融资方式涉及控制权时，控股股东会对融资方式审慎抉择。从获得财务杠杆利益、加强对管理层的监督和约束、抵御外来并购等角度考虑，应首选债务融资方式。此外，选择融资方式时，还需考虑融资环境、融资成本、资本结构、信号作用等。

并购公司管理层从基于扩大对权益资本的支配权、减轻经营压力、降低资本使用风险等角度，倾向于选择股权融资方式；当公司未来投资机会较多、并购支付过高、目标公司经营风险较大时，倾向于选择股票支付方式，以减少职业风险，保障其职业的安全性和稳定性。