

◇浙江大学民营经济研究中心国家“985工程”资助项目
◇教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目

民营经济发展模式转型 分析

■ MIN YING JING JI FA ZHAN
MO SHI ZHUAN XING FEN XI

■ 金祥荣等 著



经济科学出版社
Economic Science Press

浙江大学民营经济研究中心国家“985 工程”资助项目
教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目

民营经济发展模式转型 分析

■ MIN YING JING JI FA ZHAN
MO SHI ZHUAN XING FEN XI

■ 金祥荣等 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

民营经济发展模式转型分析 / 金祥荣等著. —北京:
经济科学出版社, 2006. 11

ISBN 7 - 5058 - 5867 - X

I. 民… II. 金… III. 私营经济 - 经济发展 -
经济模式 - 研究 - 中国 IV. F121. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 124893 号

责任编辑: 马 兰

责任校对: 王肖楠

版式设计: 代小卫

技术编辑: 潘泽新

民营经济发展模式转型分析

金祥荣等/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)

汉德鼎印刷厂印刷

海跃装订厂装订

787 × 1092 16 开 18.5 印张 320000 字

2006 年 11 月第一版 2006 年 11 月第一次印刷

ISBN 7 - 5058 - 5867 - X/F · 5127 定价: 29.80 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

民营经济发展与产权保护、契约的有效实施

进入 21 世纪以来, 民营经济的实践, 出现了普遍的报酬递减和投资区际化、贸易国际化的倾向。确实, 随着代表性民营企业资本原始积累、产业过程与产品升级的基本完成^①, 保证经济可持续增长的核心问题, 是如何消化生产要素 (劳动、资本、土地、能源) 等规模竞争使用引致的价格上涨, 也即如何克服报酬递减, 构筑回报递增的一种内生增长机制。本书要陈述的问题或理论假设是, 在现阶段政治领域的国家机会主义^②和经济市场上的机会主义盛行的条件下, 经济增长方式转变的不可能性^③; 而制度化的机会主义推动的投资区际化, 只是粗放经济增长方式的简单延伸; 用国际市场来替代国内市场的国际化, 相当大的程度是一条民营经济内生长期增长机制愈加伤害的不归之路。投资区际化和市场国际化是进入新世纪以来, 民营经济试图转换发展模式陷入困境而作出的两大“理性”选择, 而民营经济开展并购和买壳上市等资本经营活动, 主要还是为了突破体制性和政策性的种种壁垒, 进入一些产业管制的领域。

改革开放以来, 以浙江为例经济高速增长贡献最大的支持因素或

① 过程升级是指生产过程由于引进设备和先进工艺流程变得更有效率, 而关键是功能升级, 即企业自身在价值链各环节中所处位置的升级。

② 参见 Jeffrey Sachs、胡永泰、杨小凯: “经济改革与宪政转轨”, 载《经济学季刊》2003 年第 4 期。

③ 经济增长方式的转变是指依靠报酬递增的来源来推动长期经济增长。

效率来源有两个：一是体制先发优势，这已形成全国性的共识；二是 20 世纪 90 年代以后专业化产业区基础上分工的深化，带来了大量的，且是浅层次的递增报酬。包括形成了各类生产协作体系上的弹性生产体系、企业内外部超细密的专业化分工，灵活的外企网络，知识的溢出和转移，丰富的外部规模经济和范围经济，等等。但这种递增报酬是浅层次的，本质上是短期不可持续的。首先是因为这种递增报酬依据的创新，是浅层次的、短期的创新；其次这种递增报酬以外部经济为主，是典型的马歇尔古典式的报酬递增^①。古典式企业之间的原子型竞争和浅层次、短平快创新支持的、间隔很小的产品差异，普遍的向下价格竞争倾向，使浅层次的递增报酬必定耗散殆尽。为什么浙江民营经济没能走向深层次、长期的创新和内部经济^②为主支持的报酬递增的发展路子？在市场经济条件下，经济增长方式是市场主体选择的结果。如果市场的力量不足以推动增长方式的转变，我们就会依理来探求背后的约束条件。民营经济要追求深层次、长期的、以内部经济为主的报酬递增，面临的最大约束是产权得不到有效保护和契约得不到有效的实施。民营企业开放产权，面临控制权市场失灵^③的约束，这也是民营上市公司激励结构中为什么几乎没有长期激励的安排；建立品牌为纽带的大规模营销网络，面临商标权侵犯、沉没成本损失的巨大风险约束；追求经营上的规模经济，面临多层次代理制中应收款等信用问题的约束；追求深层次、长期的创新，面临普遍仿冒、创新溢出的约束，等等。当然，在浙江也涌现出了一批追求这类深层次、内部经济为主的报酬递增的民营企业，他们或是与政治统治者合作，或是发明了一套自我保护、自我实施的制度方法。很高的交易费用和政治租金，这些企业是否能健康成长，有待进一步考察。因此，面对经济增长出现报酬递减的约束，民营经济主体选择新的增长方式，缺乏的是第三方政府提供产权保护和公正、降低交易费用的制度供给。2000 年，是改革开放以来浙江省经济发展史上具有非常重要经济意义的一年，该年浙江出口占 GDP 的比重首超全国平均水平，从此出口以 50% 左右

① 参见马歇尔：《经济学原理》，商务印书馆 1981 年版。

② 深层次、长期创新的、以内部经济为主的报酬递增是价值链中高价值环节的报酬递增。

③ 参见金祥荣、余立智：“控制权市场缺失与民营家族制企业成长的产权障碍”，载《中国农村经济》2002 年第 8 期。

的递增速度增长,至2005年,浙江出口占GDP的比重已达50%,5年内上升了20个百分点。按此增速到“十一五”末,浙江出口占GDP的比重将达到70%。当然,中国的劳动密集型产品,有很高的国际比较优势。但是,如果依照要素禀赋从事专业化生产,出口占GDP的比重终究是一个内生变量。进入21世纪以来,浙江这种大规模的国际化倾向,显然是由比较优势内生因素引致和高交易费用的制度环境推动的二重性质。由于第三方的产权、契约保护与公正不能有效提供,浙江民营企业以出口贸易为导向的国际化,很大成分上是一种侵犯知识产权、假冒伪劣、不诚信交易等次品市场驱逐效应。“在市场上提供次品的人就像汽车市场上的‘柠檬’一样,会使整个市场瓦解。这种可能性构成了欺骗性交易的成本,即欺骗性交易将诚实的交易者逐出了市场”^①。民营企业用国际贸易替代国内贸易,实际上是从肮脏的市场走到干净的市场。从世界上看,尤其是政府官员发展市场的一个思维定式是,“发展是硬道理”,国际化发展是更硬的道理。按照新古典经济增长理论,经济增长的主要原因是要素投入的增加和资源配置与使用效率的提高。而在新增长理论的逻辑下,将出口的影响、作用机制内生化到自己的模型之中^②,构建起了一个将技术进步内生化的两国增长模型,其中贸易导致技术和知识的扩散推动经济增长。这样的国际化内生增长路径包含了很强的假定条件,就是技术扩散和学习吸收是非常畅通,没有任何约束的。在两国模型中,不仅企业这个“黑箱”没有打开,企业这个主体根本不存在。而技术的扩散和学习离开了企业及其企业家是不可能的。从技术学习和吸收方面来说,民营企业的出口,包括所谓自营出口贸易都为间接出口,利用外生的贸易中介代理出口,品牌商标、技术设计,甚至是外包装都是由国外战略经纪人提供的。这样的出口贸易意味着民营企业的企业家选择了一个完全的贸易合约,在这个合约中,民营出口企业从此不需要承担任何市场风险、不确定性和创新,从熊彼特和奈特角度来说,这样的民营企业已经基本放弃了企业家的身份,这样的企业已经只是车间意义上的、没有企业家的企业。这种性质的企业怎会有学习能力?就连原有积累的创新能力也会逐

① 参见阿克洛夫等:《阿克洛夫、斯彭斯论文集》,商务印书馆2001年版。

② Grosman, G. and Elhanan Helpman, "Comparative Advantage and Long-run Growth," *American Economic Review*, 1990, 80, pp. 796—815.

步退化。因此,这种没有企业家的企业出口贸易国际化,会导致内源型的民营经济锁定于低技术含量的专业化生产,反而会伤害内源型民营经济的长期内生增长机制。技术扩散与学习、吸收是正反馈互动的。从技术扩散角度来考察,如果把企业这个主体引入模型之中,学习效应是很低的,且低层次的。这是因为随着西方商业革命和产业组织的演变,基本上所有产业都被国际跨国公司纳入市场势力范围。品牌制造商、品牌大零售商、品牌经销商(批发商)三足鼎立瓜分了世界市场,形成了生产商和采购商驱动的国际价值链分工格局。由于如服装、鞋类、玩具、箱包等非耐用消费品在生产上没有很高的规模经济,依托生产或产业资本难以构筑市场势力。因此,国际大零售商、经销商驱动的价值链动力来自商业资本,他们通过构筑巨大的经营上(批发经销上)的规模经济和范围经济,来形成核心能力和进入壁垒,世界各地的中小生产企业只是给他们提供标准化的源,获取价值链中不到10%的加工费用。而采购商驱动的价值链的利润,主要来自高价值的研发、设计、营销和金融服务等。许多国家的经验证明,发展中国家生产商参与国际化可以经历快速的产品和工艺流程的升级,但要改变自身在价值链各环节中所处的位置即功能升级是不可能的。因为一方面,全球价值链中高价值环节有着很高的进入壁垒;另一方面,当专业化出口供货企业触及采购商的核心能力如研发、设计、营销等时,就会被采购商甩掉扼杀。中国是一个大国经济,深化分工和获取规模经济并不会受市场范围的很大限制。在没有制度约束的条件下,民营企业完全可以依托国内市场追求高价值环节的报酬递增,并逐步把这种市场势力向国际化延伸,在与国际垄断势力的竞争学习中逐步得到提升。但是,在国内市场机会主义盛行和高交易费用的制度条件下,民营企业为了克服浅层次、低价值环节的报酬递增耗散的约束,试图通过国际化来找出路,可是这条路走不通只能获取浅层次、低价值环节的报酬递增;而且随着创新能力的逐步退化,这条路很可能是一条夕阳之路。

本书参与编著的作者有陈莹(第一章);冯艳(第二章);桂昭君(第三章);蔡一庆(第四章);赵婷(第五章的部分);王桤伦(第五章的五、六部分);赵圣丹(第六章);李婧做了大量助理工作。

金祥荣

于杭州,2006年8月18日

目 录

第一章 我国民营企业的并购行为	(1)
一、文献回顾	(2)
二、转型经济中民营企业并购行为的特有动机	(12)
三、基于特有并购动机下民营企业并购模式的选择	(27)
四、基于特有并购动机下民营企业并购行为的风险研究	(40)
五、特有动机下民营企业并购行为的客观积极效应	(45)
六、基于特有并购动机的民营企业并购行为的案例分析	(48)
七、政策建议与前景展望	(55)
第二章 民营上市公司经理人激励机制	(62)
一、文献回顾	(63)
二、我国民营上市公司经理人激励机制现状	(78)
三、模型分析及其修正	(87)
四、我国民营上市公司激励机制实证分析	(92)
五、结论	(103)
第三章 民营企业买壳上市绩效的理论与实证分析	(108)
一、文献回顾	(110)
二、民营企业买壳上市的经济绩效约束及比较	(117)
三、民营企业买壳上市的制度绩效及其评价	(133)

四、民营企业买壳上市绩效的实证检验	(144)
五、结论	(146)
 第四章 中国民营投资的区位选择及产业转移	(151)
一、文献回顾	(152)
二、中国民营资本区位选择及其实证分析	(160)
三、浙江省民营资本区域流动的案例分析	(172)
四、结论	(191)
 第五章 民营企业国际化的方式和困境	(196)
一、文献回顾	(197)
二、浙江省民营企业国际化的一般路径	(202)
三、浙江省民营企业国际化的切入方式	(208)
四、浙江省民营企业国际化不同切入方式之主要效应	(214)
五、民营企业国际化中的“市场隔层”困境	(218)
六、结论与政策建议	(225)
 第六章 制度、制度变迁与浙江经济增长	(234)
一、文献回顾	(235)
二、制度变迁与经济增长的一个理论模型	(245)
三、诺斯模型的浙江经验研究	(254)
四、制度对浙江经济增长影响的实证分析	(260)
五、结论与政策建议	(270)
 附 录	(277)

我国民营企业的并购行为

随着经济体制改革进一步深入，在国有经济退出部分竞争性领域的背景下，民营企业由于机制灵活，发展迅速，已逐步成为我国经济中一支重要的有生力量；部分实力较强的民营企业正积极参与跨地区、跨所有制的并购活动，参与国有企业的产权流动、资产重组和结构调整，这已成为转型期我国经济发展的一大趋势。据统计^①，1978~2004年，民营经济在中国国民生产总值中的比重已从0.2%上升到60%以上；另据2004年全国工商联的一项调查，国内目前有约10%的民营企业已通过并购获得壮大，有近20%的民营企业则在近期内准备进行兼并或收购行为。民营企业的并购活动在中国的产权交易市场上的地位日益显赫，但是由于这种资本运作的环境是处于一个经济转型的发展中国家，因此，相比于成熟市场经济条件下的企业并购活动具有其固有的特征。特别是我国民营企业面临所有制性质问题、国家的产业进入政策歧视以及面临国有企业改革和转型等挑战和机遇，从而使得民营企业并购活动的内容更为丰富。

本文致力于研究处于转型经济中的中国民营企业的特有并购活动。这里的特有并购活动的研究范畴包括三个方面：（1）转型经济中民营企业的特有并购动机；（2）基于特有并购动机下民营企业并

^① 以下数据来源于：黄孟复：“民营经济发展体制障碍有望消除”，载《中华工商时报》，2004年12月。

购模式的选择（包括并购方式和并购支付模式的选择）；（3）基于特有并购动机下民营企业并购活动的风险因素研究。我们试图运用转型经济理论和经典并购理论，研究转型经济中民营企业的并购行为，分析其特有的并购动因、并购模式、并购风险及客观效应，并提出相应的对策建议，对我国企业特别是民营企业的外部交易性成长起到一定借鉴作用，同时也希望能为有关决策部门完善制度和政策设计提供一些理论参考。

一、文献回顾

1. 有关经济转型与转型经济体特征的研究

经济转型主要是指经济体从原先高度的计划经济体制向以竞争为特征的市场经济转型的过程。由于市场与计划两种经济运行机制具有迥然不同的特征，因此在两种体制的过渡过程中具有丰富的政策和理论研究对象：如政治约束与改革策略、资源配置的变化以及治理结构的变化，等等。同时因为特殊的经济环境和制度法律基础，转型经济的研究中同样存在一些现实的情况尚没有可以借鉴的理论：如在不存在市场与市场网络的计划经济体制中，自由化的不同方法对部门资源的配置与总体生产运行的影响；现存企业如何硬化预算约束并实现有效的结构重组；政治约束对总体改革效率与特定改革政策的影响；如何对计划经济体制下的国有企业实行私有化，等等。应该说经济转型是一个新型的研究领域，本身具有丰富的内容，这里出于本文研究的需要，笔者着眼于与我国民营企业特有并购动机下的并购行为密切相关的转型经济的政策制度环境和市场化改革的研究，作一个简单的回顾，特别是有关我国经济转型过程中所体现出来的一些特殊的政策特征、特殊的发展模式以及民营经济的成长特点等。

经济体制转型的一个重要方面便是所有制的转换。

一般来说，所有制的改革包括公有制向私有制的转变以及公有制本身实现形式的转变^①。而中国区别于“苏东”模式，在所有制转化中包括了两项工作：一是盘活现有的国有资产，进行资产重组，实现内部人或外部人的民营

^① 张培刚：《新发展经济学》，上海人民出版社1992年版。

化,加强资本运营,实现国有资产的保值和增值;二是鼓励非公有经济即民营经济的发展。所有制的转换工作的两个方面是相互促进的,国有资产的退出为民营经济的发展提供了更为宽广的空间,而同时民营经济的发展为国有企业的内部人和外部人民营化提供了可能。我国建立排他性产权制度,实现一定程度的私有化,其期望所要达到的目标主要集中在:建立有效的管理控制;通过经济重组实现效率的提高;节约社会调整和计划执行的成本;充分吸引国外资金解决资金不足问题;创造竞争性的市场结构,建立效能型的政府等。应该认为,转型经济国家的私有化的确立的目的是具有共性的,但是由于其实现方式的不同,产生的结果也是不同的。东欧以及前苏联采用的是快速的私有化过程,也就是“休克疗法”,巨大的冲击导致了经济体的不稳定;而中国由于对稳定的重视,以及中庸的思想传统,采用了一种比较温和的渐进型改革过程。渐进性的改革使得转型的过程更长,而且制度转变的中间形态也更加丰富。

经济转型的另一个重要内容便是计划体制向市场体制的转变。

如何在一个没有市场基础和市场网络结构的计划经济体制下发展和培育市场,是经济学理论的一个空白。市场化的改革一方面是推进以市场作为资源配置的主要方式;另一方面必须确保公平的市场竞争机制,公平的市场竞争机制是保证充分发挥市场的资源配置作用的基石。中国的市场化改革和公平的市场竞争机制培育,是一种自上而下的政府推动和自下而上的民间推动相结合的过程。由于政府采取的是渐进性的改革策略,因此市场化的改革同样是不完善到完善的渐进过程,一方面政府意识到需要推进市场,比如建立市场准入制度、允许民营经济与国有经济的公平竞争;而另一方面由于利益集团的自利行为,人为地创造了许多不公平的制度,典型的包括价格的双轨制、产业准入的管制等。由于自上而下的市场改革进程受到利益集团的阻碍,民间力量对于促进我国市场化进程的加速和公平竞争机制的建立起到了不可忽视的作用。典型的表现打政策的擦边球、曲线进入管制产业、戴“红帽子”和假集体性质等方式推动市场化改革和确立与公有制企业的公平竞争地位。

最早的转型经济学研究的主要着眼于转型过程中的制度建设和政策变迁。尽管现在的转型经济学的研究领域获得了纵横向拓展,但是制度变迁仍旧是转型经济体的重要内容。市场经济体制的框架和基础组织要通过制度变迁过程来实现。经济转型过程中的运行机制的转化、所有制的转换、企业组织和文化的转化以及政府管理体制和激励约束机制的改变都是一个制度变迁的过程。转型经济过程中的制度变迁研究着眼于新制度(或制度结构)的产生以及否定、

扬弃或者改变旧制度（或制度结构）的过程。与市场化改革的自上而下和自下而上的双向推进类似，我国经济转型期的制度变迁同样是两种力量推动的结果：即强制性制度变迁和诱致性制度变迁。强制性制度变迁更多的是政府行为，它具有高效快速的特点，我国选择的主要是一种政府主导性制度变迁方式^①，在我国渐进式的改革初始阶段，权利中心作为推动制度变迁的进行有利于克服各种阻碍，确保改革的进程。但与此同时，由于存在制度供给方和制度需求方的信息不对称问题，制度供给方即政府可能无法准确和及时的满足社会的制度需求和变革要求，加上政府作为利益主体，本身具有个人的利益追求，同样可能出于自利的考虑而阻碍或者误导制度变迁。我国的商品价格制度的改革过程以及我国产业政策的变革很多方面体现了强制性制度供给方面的缺陷和不足。作为补充，诱致性制度变迁为我国经济转型过程的制度建设发挥了重大作用。

作为西方市场经济环境下的普通主体——私有企业，在转型经济环境中却成为一类特殊的主体，在我国统称为民营企业。我国尽管经过社会主义改造，但是事实上个私经济一直存在着，只是规模和表现形式不同而已。随着改革的推进，个人行动的经济利益激励充分发掘了市场经济下利益主体追求个人利益最大化的动机。这种利益动机下民营企业在经济转型过程中表现出如下特有的行为特征：

（1）投资性与投机性并重。民营企业本身追求利润最大化，而经济转型过程中的制度不完善刺激了民营企业投机的本性，导致民营企业的适度投机行为是有利的，投机机会的存在为民营企业突破制度障碍求得快速和公平发展提供了可能。但是如果投机的利益刺激过大，远远超出正常投资的回报，从而使企业完全追求投机而放弃正常的投资行为以追求超额利润，此时，会扭曲社会资源的配给，降低社会资源的利用效率，最终导致整个经济体制的崩溃。一个转型经济体，基于转型的固有特性无法克服民营企业的机会主义倾向，关键在于度的控制。良性的投机性与投资行为的结合，有利于克服转型经济中的制度缺陷，并为制度的完善和变革提供了借鉴的方向。

（2）强烈的寻租动机和巨大的法律风险暴露程度。转型经济的制度不完善，很重要的一点在于政府管理上的腐败和设租。政府的构成人员，作为经济人本身具有个人的效用函数，巨大的权利和物质收益的不对称刺激了政府的设

^① 杨瑞龙：“我国制度变迁的方式转换的三阶段论”，载《经济研究》，1998年第1期。

租动机。而民营企业家在衡量寻租的成本收益后具有强烈的寻租冲动。这种寻租的结果，一方面为民营企业带来了巨额的利润；另一方面也造就了租金的耗散。同时，民营企业的寻租行为具有较大的法律风险。

(3) 主观上的逐利动机与客观上的积极效应转型经济中民营企业具有独立的个人经济利益诉求，因此，其行为具有追求个人经济利益最大化的目的，而社会责任及集体利益的行为动机大大弱化。但是主观上的自利性并不能否定民营企业在追求利润的同时为经济的转型和社会福利的增加所作出的积极作用。因此，如何引导民营企业经济利益动机与社会发展目标的协调问题成为一个重要的研究课题。

2. 西方学者有关企业并购理论的综述

通常所说的“并购”(M&A)，是“兼并”和“收购”的合称。所谓兼并(Merger)，是指两个或以上的企业，按某种条件组成一个企业的产权交易行为；所谓收购(Acquisition)，是指一企业以某种条件取得另一企业的大部分产权，从而居于控制地位的交易行为。在西方国家，经济学家和产业界对并购理论的争论久而不停，新的理论不断地向传统理论提出挑战。但遗憾的是，一种并购理论只能解释部分并购行为，这是并购行为的多样性所决定的。目前，有关并购的理论主要包括新古典经济理论、交易费用理论、代理理论、产权理论和效率理论。

新古典经济理论是在过去一百多年的时间里建立起来的，它主要从技术角度看待企业。该理论认为，在给定生产函数、投入和产出的竞争市场价格的情况下，企业经营者按利润最大化即成本最小化的原则对投入和产出水平作出选择。由于生产中有一些固定成本独立于产出水平，在变动成本总额随着产出增加而提高时，平均成本会出现下降的趋势。但是，在达到某一临界点时，企业规模的进一步扩张就变得十分困难。因为，有些投入(如经营能力)很难随企业规模的改变而改变，所以，在超过临界点后，企业的平均成本又会开始上升。基于该理论，可以认为并购是企业追求利润最大化动机的产物。通过并购的实施，对并购企业可以产生以下效应：规模经济效应，即由于并购使并购公司的规模和生产能力得以扩大，从而降低生产成本，创造财务、管理和经营协同效应，最终保证企业的生产成本最小；战略协同效应，即通过并购行为，把处在不同地区、但在生产阶段上具有技术紧密联系的企业，纳入同一企业的生

产过程，从而取得协同效应，降低平均成本，实现利润最大化；市场力量效应，即通过并购活动可以有效降低进入其他市场的壁垒，通过利用目标企业的经营要素，实现企业低成本、低风险的扩张，直至获得垄断利润。经济学家哈特（Hart）等认为，从积极方面来讲，该理论在一般意义上强调技术的作用，在特定意义上强调规模收益是企业规模的重要决定因素，这无疑是正确的。但这一理论并未令人满意地确定企业的边界。哈特指出，企业并购的实质不是技术规模，而是制度边界的确定。解决制度边界的确定这个基本问题，单靠传统的规模经济理论是不够的。因为，“新古典经济理论既可适用于世界上只有一家巨大企业，每一家现有企业都是它的一个部门的情形，也适用于现有企业的每一个工厂和部门都成为独立企业的情况。为区分这两种可能性，就有必要引入新古典经济理论中所没有的其他因素”^①。总之，在某种程度上，新古典经济理论与行为学派的观点在本质上相似，都强调了并购产生的企业规模的意义：对于委托人，意味着规模经济下的利润最大化；对于代理人，意味着效用最大化，但两者都忽略了并购行为中如何确定有效率的企业边界问题。

交易费用经济学起始于科斯（Coase），而后由威廉姆森（Williamson）等人做了进一步发展。其基本假设有四个：有限理性的人、机会主义的人、未来不确定及小数目条件。该理论由这四个基本假设推断出因市场费用高昂，所以，为了节省这种交易费用，代替市场的新交易形式应运而生，这就是企业，而企业的不同组织结构也是为了交易费用节省的必然结果。交易费用理论的基本结论主要包括五个方面的内容：一是市场和企业虽为相互替代，却是不相同的交易机制，因而企业可以取代市场实现交易；二是企业取代市场实现交易有可能减少交易的费用；三是市场交易费用的存在决定了企业的存在；四是企业“内在”市场交易的同时产生额外的管理费用。当管理费用的增加与市场交易费用节省的数量相当时，企业的边界趋于平衡（不再增长扩大）；五是交易费用的存在及企业节省交易费用的努力，是资本主义企业结构演变的惟一动力。该理论认为，并购是由于效率方面的原因。具体地说，并购是企业内的组织协调对市场协调的替代，其目的是为了降低交易费用。交易费用理论借助于“资产专用性”、“交易的不确定性”和“交易频率”三个概念，对纵向一体化并购给出了自己的解释：交易所涉及的资产专用性越高，不确定性越强，交易频率越大，市场交易的潜在费用就越高，纵向并购的可能性就越大；当市场

^① [美] 哈特著，费方域译：《企业、合同与财务结构》，上海人民出版社1998年版。

交易费用大于企业内部的协调费用时,纵向并购就会发生。交易费用理论对混合并购的解释是“内部市场”说,它认为,混合并购之所以发生,是因为多产品企业内的“市场”能节约交易费用,或者说比外部市场更有效率。即是说,多部门组织可以运用决策职能与执行职能分离等组织原则,使其管理费用可以低于这些不相关经济活动通过市场进行交易所发生的费用。由此,可以把多部门组织看作一个内部化的资本市场,通过统一的战略决策,使得不同来源的资本能够集中起来投向高盈利部门。它反映资本市场经由管理协调取代市场协调而得以内在化,从而大大提高了资源利用效率。正如威廉姆森所说的“混合企业组织的基本功能在于,它能够有效地把资源分配到高盈利部门。”^①交易费用理论不但在方法论上是崭新的,而且,它所提出的交易费用概念抓住了一个常被忽略、却又对企业绩效影响很大的因素。其分析视角使我们对并购行为有了更全面的认识。但是,交易费用理论“没有能够同时分析一体化的收益和费用,也没有能够分析不同的所有权结构对于一体化总收益的影响。因此,也就没有确切地指出企业治理的边界”^②。

代理理论起始于1976年,詹森(Jensen)和麦克林(Meckling)从企业所有权结构入手,提出了“代理成本”问题。在他们看来,代理成本源于经理人员而不是企业的完全所有者这样一个事实^③。在部分所有的情况下,股东的目标与管理者的目标可能会发生冲突。股东的目标是企业财富最大化,而管理者的目标通常是报酬、增加闲暇时间、豪华享受和避免风险。为了保证管理者能为股东的利益而努力工作,公司必须付出代价,这些代价被称为代理成本。代理成本主要包括:监督管理者行为的耗费;调整公司组织结构,以限制管理者行为偏离组织目标的耗费;因为管理者不是完全所有者,可能会因未及时采取行动而失去获利机会而造成机会成本。可以推断,在所有权极为分散的公众公司中,代理问题会更为严重。解决代理问题,降低代理成本,一般可以考虑两个方面的途径:一是组织机制方面的安排;二是市场机制方面的制度安排。通常的做法是将市场与组织两种途径相结合,或者使其共同起作用。法玛和詹森(Fama and Jensen, 1983)指出,在企业的所有权与控制权分离的情况

① Williamson. O., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications* [M], New York: Free Press, 1975, 124.

② 费方域:《企业的产权分析》,上海人民出版社1998年版。

③ Michael Jensen and William Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure* [J], *The Journal of Financial Economics*, 1976, 3.

下，将企业的决策管理（如提议与执行）与决策控制（如批准与监督）分开，能限制决策代理人侵蚀股东利益的可能性。股东在保留决策董事会成员、并购与新股发行等权利的同时，将其余控制职能变由董事会去执行。法玛（1983）还指出，通过报酬安排以及经理市场可以减缓代理问题。比如，可以通过设立奖金与股票期权的办法，将报酬与绩效联系起来，由此调动经理人员为企业绩效努力工作的积极性。经理市场，会在经理们的绩效声誉的基础上确定他们的收入水平。股票市场则为企业股东提供了一个外部监督机制，因为股价集中体现了经理决策带来的影响，股价水平低会给经理带来改变其行为并更多地为股东利益着想的压力，从而降低代理成本（法玛和詹森，1983）。代理理论从公司权力和利益结构入手探索并购问题是非常有价值的，它具有良好的发展前景。虽然并购机制可以降低代理成本的观点是正确的，但可以肯定地说，并购的目的不仅仅是为了控制代理人的行为。同时，代理理论也不能确定企业的边界。

产权理论是运用“不完全契约”的方法，通过分析产权分配的效应研究企业并购问题。它是交易成本理论的一个重要突破。主要代表有经济学家格罗斯曼（Grossman）、哈特和莫尔等。该理论认为，企业并购的实质是企业产权的部分或全部的让渡。一般来说，在市场经济中企业并购作为一种竞争性资源配置的现象，通常是企业产权或股份转让的结果，企业产权的转让会引起企业的并购，企业的股份转让超过一定的限度，也必然引起企业的并购。具体来说，企业并购是在市场经济中，企业法人通过市场购买或其他有偿转让的形式，吞并或吸收其他法人的资产从而实现产权转移的经济行为。总之，根据该理论，企业并购就是指在市场机制的作用下，并购企业为获取被并购企业的经营控制权，购买被并购企业的部分或全部产权，以实现资产经营一体化。根据现代产权理论，企业是否应该一体化，取决于企业之间的资产是互为独立，还是严格互补^①。设 M1 是买方，M2 是卖方，设 M1 必需的实物资产投资为 a_1 ，M2 必需的实物资产投资为 a_2 。如果 M1 的投资的边际收益在它已经获得 a_1 的条件下，并不能因它再获得 a_2 而增加，而且，如果 M2 的投资的边际收益在它已经获得 a_2 的条件下，也不能因再获 a_1 而增加，那么， a_1 和 a_2 就是互为独立的资产；如果 M1 也需要 a_2 ，或者，如果 M2 也需要 a_1 ，则 a_1 和 a_2 就是严格互补的资产。根据哈特的证明，如果 a_1 和 a_2 互为独立，则非合并状态是

① 以下参见 [美] 哈特著，费方域译：《企业、合同与财务结构》，上海人民出版社 1998 年版。