

企业并购 及其效应研究

——以上市公司为例

张德亮 著

 中国农业出版社

企业并购及其效应研究

——以上市公司为例

张德亮 著

中国农业出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业并购及其效应研究：以上市公司为例/张德亮著.
北京：中国农业出版社，2004.8
ISBN 7-109-09153-8

I. 企... II. 张... III. 上市公司-企业合并-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 073967 号

中国农业出版社出版

(北京市朝阳区农展馆北路 2 号)

(邮政编码 100026)

出版人：傅玉祥

责任编辑 白洪信

中国农业出版社印刷厂印刷 新华书店北京发行所发行
2004 年 8 月第 1 版 2004 年 8 月北京第 1 次印刷

开本：850mm×1168mm 1/32 印张：8.375

字数：201 千字 印数：1~2 000 册

定价：20.00 元

(凡本版图书出现印刷、装订错误，请向出版社发行部调换)

中文摘要

企业并购作为现代经济史上一个十分突出的现象，其意义在于：从宏观上看，企业并购是进行产业结构调整，合理配置资源的手段；从微观上看，企业并购是市场经济条件下企业生存与发展的必然途径，也是国有企业产权制度变迁的有效途径。我国正在步入经济全面开放和全球化的时代，计划经济向市场经济的结构性转变，必然导致全国性的产业整合与企业重组，形成社会资源的重新配置。通过建立规范的企业并购市场，明确企业的并购主体地位，按照企业价值最大化或股东利益最大化的原则，推进企业并购的健康发展，对于促进企业改革的深化和运行机制的转化，实现全社会资源的优化配置，都具有十分重要的作用。

企业并购的理论研究包括宏观研究和微观分析两部分，而宏观研究仍需追溯到微观层次的企业行为分析上，所以本论文主要是从微观层面对企业并购进行研究。按照研究的一般逻辑，对企业并购的理论研究首先要回答企业为什么会发生并购的问题。在市场经济条件下，并购作为企业的一种自主经济行为，是由企业自身发展规律所决定的。论文从企业演进、企业扩张和资本集中等角度对并购行为加以考察，以此说明企业演进的历史，就是企业规模不断扩大的过程，企业扩张与资本集中是企业发展和追逐利润的内在要求，而企业并购则是实现企业扩张和资本集中的快速有效形式。

那么，是什么原因驱使着企业进行并购呢？为此，各种经济学流派都试图用自己的理论框架对并购的动因作出完整的分析。然而，由于不同学派所依托的经济理论基础不同，由此形成了各

种各样的动因假说，而这些假说都无法单独对并购作出全面的解释。譬如说，交易成本理论对纵向并购具有较强的解释力，但对横向并购和混合并购则缺乏说服力。论文认为，企业并购的动因是多种多样、复杂多变的，虽不必苛求用某一理论对各种并购类型作出完美分析，但可从并购发生的内在本质去寻求一套系统的研究框架。事实上，并购作为企业的一种经济行为，对于某一项具体的并购来说，其目的是明确的。如为了扩大经营规模，追求规模经济效应，就进行横向并购；为了降低交易费用，可进行纵向并购；为了分散经营风险、进入新的产业领域、实施多元化经营的目的则采取混合并购。换言之，企业之所以进行并购，就是为了寻求并购所带来的效应。于是，论文从并购效应的角度出发，构建了以并购效应为主线的研究思路，分别对横向并购、纵向并购、混合并购等不同并购类型的效应展开研究。

从横向并购来看，企业进行横向并购的主要动因在于追求规模经济效应，横向并购中的规模经济效应来源于成本下降、市场支配力的增强以及垄断等。我国上市公司的实证分析结果显示，规模经济效应的存在较为明显，尤其在并购当年，由此也证明了我国企业规模普遍偏小，行业集中度偏低，通过并购重组，可以提高规模经济水平。但实证结果也显示，并购一年后的规模经济效应有大有小，原因在于非实质性并购、政府干预过度等现象的存在以及并购规模（即并购交易金额占并购企业资产总额的比重）较小，致使并购效应的显著性受到影响。因此，进一步促进横向并购的开展，优化产业组织结构，在各行业形成一批具有较强竞争力的企业集团，是我国近期企业并购的主要目标。

对于纵向并购，主要是通过市场交易关系转变为内部交易关系，节约交易成本，寻求交易费用效应。我国上市公司纵向并购中的效应在并购的当年没有显现出来，但从并购后一年的情况看，效应还是显著的，表明通过对上下游企业的并购，内化市场交易，稳定供销渠道，减少了市场不确定性带来的风险和成本。

但更进一步的实证分析也得出,这种效应又表现出一种逐步下滑的趋势,尤其在并购后第三年,下降势头比较显著,说明并购后存在一个磨合的过程以及各环节的有效衔接,只有把并购后的上游或下游企业形成一个有机整体,才能保持企业经营业绩的持续增长。事实上,企业之间的并购,不是简单的1+1,不同企业合并在一起,不可避免会出现各种各样的冲突,进而影响企业整体效应的发挥,因此存在一个整合的过程。

从混合并购来看,其动因主要是寻求协同效应、产业效应和风险分散效应。从我国上市公司并购的实践看,很多公司通过混合并购重组,纷纷涉足信息技术、生物医药、新兴材料等高科技产业,因为这些行业的附加值高,获利丰厚。现实中确实有一些上市公司通过并购实现了产业转型,培育了新的增长点,业绩得以提升。但从实证结果来看,我国上市公司混合并购中的效应并非如所预期的那么高,而是呈现下降的趋势,这与现实情况出现了背离。但如果深入探究一下,或许这一实证结果恰巧暴露了上市公司混合并购中存在的问题,譬如在网络热潮中,许多公司不顾自身实际,一窝蜂进军网络产业,而随着网络“泡沫”的破灭,使公司处于尴尬境地,进退两难。有鉴于此,我们强调在调整产业结构,促进产业转型的过程中要从实际出发,根据企业的内外部条件作出相应的决策,不要盲目多元化,确保主营业务的做大做强。

论文除了对横向并购、纵向并购和混合并购这三种基本类型的并购效应进行分析外,还对管理层收购进行了研究。管理层收购在降低代理成本,重构经营者激励约束机制,促进管理效率提高等方面具有积极的作用,不失为深化国有企业产权改革的一条路径选择。同时,对于我国目前狂热的管理层收购,也要进行“冷思考”。从现实中反映出来的问题,如收购价格、收购资金来源、内部人控制、法律缺陷等,应该引起政府的高度重视,通过加强相应的法律法规建设,完善游戏规则以及融资工具的创新,

企业并购及其效应研究

确保交易的公开、公平、公正，避免操作不规范导致集体和国有资产流失。

从理论上讲，企业并购对于优化资源配置、实现规模经济效益、降低交易费用、分散经营风险、促进产业结构的转换和升级等诸多方面都有积极的作用。然而，实证结果也表明，实际的并购效应并非如我们所预期的那么大。究其缘由，是因为企业并购行为是一项非常复杂的经济活动，在其 1+1 的过程中，涉及两个企业的资产、业务、组织、人员、文化等的整合，如果整合得好，并购的积极效应就显著，如果整合得不好，并购效应不明显甚至反给企业带来损失。因此，注重企业并购后的整合，是企业并购效应得以体现的保证。

此外，企业并购效应的实现，除了注重企业内部并购后的整合外，一些影响企业并购活动的外部制度环境也起着不可低估的作用。规范和完善影响企业并购的外部因素，是企业并购得以健康发展并实现其效应的制度保障。

关键词：企业并购 并购动因 并购效应 横向并购
纵向并购 混合并购 管理层收购 并购整合
制度保障

Abstract

From macroscopic view, enterprise merger and acquisition (M&A) is proceed reorganization of an industry, in reason of allocation resource. From microscopic view, enterprise merger and acquisition is the certainty path in condition of market economy, it is efficient path too to government facility property right system transitional. Our country is coming to market economy and is design ability transition, certainty result in nationwide integration of industry and enterprise recombine, form social resource' reposition of the whole countries. Through the medium of normative enterprise merger and acquisition market, definitude enterprise' main body status of merger and acquisition, according to the value of enterprise maximize or stockholder benefit maximize' principle, pushing enterprise merger and acquisition' health extend, in regard to promote enterprise reformation deepen and running mechanism translation, realization of complete social resource' optimize allocation, possess important function.

The theoretical investigation include macro examination and microscopic analysis, whereas macro examination still require trace microscopic view of business behavior analytically, so the theses primarily research on enterprise merger and acquisition from microscopic view. According to commonly investigative logic, first of all enterprise merger and acquisition had to answer the reason why meeting occurs. It was by enterprise self determinative under condi-

tions of market economy. The theses research on angles of enterprise evolutionary progression, business expansion and concentration of capital, wherewith account for enterprise evolutionary progression is namely enterprise size ever-expanding course, business expansion and concentration of capital is enterprise development and immanence demand for persisting of profit. Enterprise merger and acquisition is effective form of realizing business expansion and concentration of capital.

Then what cause push enterprise proceeding merger and acquisition? Therefore all sorts of economics school attempt used their own theory frame to analyses the agent of merger and acquisition. However, owing to difference of the economic theory foundation, they have formed various hypotheses of agent, whereas these hypotheses most and least had no means of work out the comprehensive interpretation of merge and for example: theory of transaction cost do well in explaining vertical M&A, but lack of persuasion in horizontal M&A and conglomerate M&A. The theses believe, the agent of enterprise merger and acquisition is complicity and change-ful, one theory could not work out perfect analyses to all sorts of types of merge and acquisition, but we could dug for a suite of research frame to look after immanence essence of merge and acquisition. As a matter of fact, as an economic behaviors of enterprise, the propose of one specific merge and acquisition is definite. In order to enlarge scale of operation, pursuing effect of economy of scale, In order to depress transaction cost, it can proceed vertical M&A; In order to disperse operating risk, ingress new industry field, enforce legalization management then adopt conglomerate M&A. In other words, the goal of enterprise merge and acquisition is to seek effect-ness bringing by merge and acquisition. So the theses demerge and

acquisition's effect construct research clue to vertical M&A, horizontal M&A and conglomerate M&A.

In viewing from horizontal M&A, the main agent of merger and acquisition is pursuing scale economics effect. Scale economics coming from horizontal M&A lay in cost fell and market power enhance as well as monopoly. Empirical analysis listed company of our country's shows that, the effect of scale economics exist distinctness, especially in the prime of life of merger and acquisition, therefore proven size of business prevalence small, vocation degree of concentration on the low side, through M&A, it could improve scale economics level. But real evidence resulting that effect of scale economics coming from merger and acquisition is clear or not, cause non-essentiality merge and acquisition, government intervention. So further increasing horizontal M&A, optimizing industrial system structure and establishing group of enterprises, is primary target in our country.

In regard to vertical M&A, reducing of transaction cost is primarily translation market transaction to internal transaction. The effect of vertical M&A emerges after one year is notable, though not in the prime of life, it shows via merger and acquisition internalized market transaction, stabilized supply and marketing canal, reduced market uncertainty. But farther empirical analysis indicated that the effect gradually gliding especially after the third year of M&A, and the decline tendency comparatively evidence. This is a declaration that there is a wear in course as well as effective syntaxes. None but established an oregano-whole, can keep sustainable growth of operation of business' outstanding achievement. As a matter of fact, M&A in enterprise is not $1 + 1$, different business combination couple up may inevitability appear various conflict, in turn raises in-

fluence enterprise whole effect, so there exists a concordant course.

In view of conglomerate M&A, the agent are primarily synergistic effect, industrial effect and danger dispersion effect. In view of practice of listed company, a great many enterprise set foot in information technology, biologic medicine, neo-material high-technology industry through conglomerate M&A. Some listed company positively realized industry transformation through M&A, incubation new growth pole, and outstanding achievement is able to step up. But view from real evidence, the effect of conglomerate M&A was not so high compared with expected, but rather presentment descendent trend. But if we explore thoroughly, perhaps we could find that the result happens to exposure open question in conglomerate M&A of listed company, especially in network hot wave. Whereas this, we emphasize that in the course of industry transformation, enterprise should work out homologous decision according to inside and outside condition, don't blindness globalization, ensure main business operation make large and strong.

Besides analyzed the effect of three basic types, the theses also deal with management buyouts (MBO). The active function of MBO lies in cutting agency cost, restructuring mechanism of operator stimulation and restrain, promoting management efficiency improvement. It is a routing for deepen state owned enterprise property right reformation. At the same time, in regard to fanatical MBO of our countries, we should thinking coolness. The problem being symptomatic from actuality such as purchasing price, buyout financial sources, inner human controls, law bug, ought to invoke government's highly respect, to avoid collective and national asset draining by consummating how to play as well as innovation of finance tools, ensuring publicity, equity, equity of transaction.

In the abstract view, enterprise merger and acquisition has active contribution in regard to optimized allocation of resources, realized effect of scale economics, depressed transaction cost, decentralized operation venture, and promoted industrial structure transition and upgrade. However, real evidence with the result shows that, actual effect of merger and acquisition not larger than we expected. The reason is that the behavior of enterprise merger and acquisition is a very complicated economic active, during such 1 + 1 process, it is involved conformity in two enterprises such as assets, business, organize, staff and culture. If conformity is no good, the effect of M&A is indefiniteness so far as to present incur a loss for enterprise. So paying attention to conformity of enterprise merger and acquisition is guarantee for its good effect.

Furthermore, realizing effect of enterprise merger and acquisition not only need inner conformity but also exterior institution environment. Specification and perfection exogenous factors which influence enterprise merger and acquisition, is the institution safeguard which good effect of enterprise merger and acquisition can be realized.

Key words: Enterprise merger and acquisition

Merger and acquisition agent

Merger and acquisition effect

Vertical merger and acquisition

Horizontal merger and acquisition

Conglomerate merger and acquisition

Management buyouts

Merger and acquisition conformity

Institution safeguard

目 录

中文摘要

Abstract

第一章 导论	1
一、研究背景及现实意义	1
二、选题依据	4
(一) 研究现状评介	4
(二) 问题的提出	6
三、研究思路、逻辑框架及结构安排	8
(一) 研究思路和逻辑框架	8
(二) 结构安排及研究内容	9
四、研究方法 & 主要结论	11
(一) 研究方法	11
(二) 主要结论	12
五、本书的创新之处与值得进一步研究的问题	13
(一) 本书的创新之处	13
(二) 值得进一步研究的问题	14
第二章 企业并购的理论研究	16
一、企业并购的界定及其类型	16
(一) 企业并购的界定	16
(二) 企业并购的类型	18
二、企业并购理论的研究内容	18

企业并购及其效应研究

(一) 企业并购的宏观研究	18
(二) 企业并购的微观分析	19
三、企业并购的收益分析	19
(一) 文献回顾	19
(二) 企业并购的收益分析模型	21
四、企业并购的交易价格	24
(一) 假设条件	25
(二) 企业价值	25
(三) 股东得益	26
(四) 均衡解	27
(五) 最佳的交易价格	31
第三章 企业并购的动因	33
一、企业的演进	33
(一) 企业演进历程	33
(二) 不同企业制度下的企业并购行为比较	35
二、企业扩张	39
(一) 企业扩张的内涵	39
(二) 企业扩张是企业发展的普遍追求	40
(三) 企业扩张的本质	41
(四) 企业的内部扩张与外部扩张	45
三、资本集中	46
(一) 资本集中的原因	46
(二) 资本集中的机制	48
(三) 资本集中的趋势	50
四、企业并购的动因	51
(一) 新古典经济学的企业并购动因	51
(二) 委托代理理论的企业并购动因	55
(三) 新制度经济学的企业并购动因	56

(四) 评述	58
五、企业并购动因的一种组合性解释 ^①	59
(一) 组织资本概念的提出	59
(二) 组织资本的形成	60
(三) 企业并购: 为实现组织资本的转移	63
六、小结	68
第四章 我国企业并购的演进	69
一、我国的企业改革与企业并购	69
(一) 我国企业并购的背景	69
(二) 企业并购对深化企业改革的意义	72
二、我国企业并购的发展历程	73
(一) 试点起步阶段	73
(二) 第一次并购高潮	76
(三) 第二次并购高潮	77
三、我国企业并购的动因	87
第五章 横向并购及其效应	91
一、横向并购中的规模经济效应	91
(一) 规模经济理论概述	92
(二) 横向并购中规模经济效益的形成机理	95
二、横向并购中规模经济效益的来源	98
(一) 规模经济效益的来源 I —— 成本下降	98
(二) 规模经济效益的来源 II —— 市场支配力	100
三、横向并购与垄断	104
(一) 并购前没有市场力量的情况	104
(二) 并购前有市场力量的情况	106
(三) 结论	108
四、我国企业横向并购中规模经济效益的实证分析	108

企业并购及其效应研究

(一) 样本选择及数据来源	108
(二) 研究方法 & 指标设置	109
(三) 实证结果 & 检验	110
(四) 实证结论 & 原因分析	118
第六章 纵向并购及其效应	122
一、纵向并购的动因	122
二、纵向并购效应的形成机理——交易角度的分析	123
(一) 交易和交易费用	123
(二) 纵向并购中交易费用效应产生的原因	124
(三) 小结	129
三、纵向并购效应的形成机理——生产角度的分析	129
四、纵向并购与企业边界	132
(一) 交易成本与组织成本的均衡分析	132
(二) 企业的组织边界	134
五、我国上市公司的实证研究	135
(一) 实证方法和指标设置	135
(二) 财务指标的描述性结果	136
(三) 并购前后的效应实证及比较	136
(四) 结论	140
第七章 混合并购及其效应	141
一、混合并购产生的背景	141
二、混合并购中的协同效应	143
(一) 协同效应的产生机理	143
(二) 协同效应的测定及西方国家的实证结果	146
三、混合并购中的产业效应	149
(一) 产业效应存在的原因	149
(二) 混合并购与进入壁垒	150

四、混合并购中的风险分散效应	153
五、协同效应的实证分析	156
(一) 实证方法及指标设置	156
(二) 实证结果	157
六、我国产业效应的实证分析	162
(一) 产业效应的测算方法及已有成果	163
(二) 我国的实证分析	164
(三) 结论	168
第八章 企业分拆及其效应	170
一、企业分拆的背景、含义及类型	170
(一) 企业分拆发生的背景	170
(二) 企业分拆的含义及类型	171
二、企业分拆发生的动因	172
三、企业分拆的效应	176
四、管理层收购及我国的实践	176
(一) 管理层收购 (MBO) 的产生及其背景	177
(二) 管理层收购 (MBO) 的成因	179
五、我国上市公司管理层收购的案例剖析 ^①	184
(一) 案例介绍	184
(二) 案情分析	186
(三) 我国管理层收购中的问题	189
第九章 企业并购后的整合	195
一、企业并购整合的含义及内容	195
二、发展战略整合	196
三、组织整合	202
(一) 组织机构的整合	202
(二) 管理制度的整合	206