

企业并购 效益与激励

QIYE BINGGOU
XIAOYI YU JILI

中国企业的研究与案例分析

王为民 郝志军 著

知识产权出版社

企业并购效益与激励

——中国企业的研究与案例分析

王为民 郝志军 著

知识产权出版社

知识产权出版社 北京

内容提要

本书从企业并购的理论和实际入手,以目标企业的定价、企业并购效益和激励机制为主线,从不同角度进行研究,并以实例论证了企业并购后实施激励机制的有效性,对指导我国企业并购具有实践意义。

责任编辑:陆彩云

装帧设计:智兴工作室

责任出版:卢运霞

图书在版编目(CIP)数据

企业并购效益与激励,中国企业的研究与案例分析/王为民,郝志军著.
—北京:知识产权出版社,2009.4

ISBN 978-7-80247-438-3

I. 企… II. ①王…②郝… III. 企业合并—研究—中国
IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 029308 号

企业并购效益与激励

QIYE BINGGOU XIAOYI YU JILV

——中国企业的研究与案例分析

王为民 郝志军 著

出版发行: 知识产权出版社

社 址: 北京市海淀区马甸南村1号

网 址: <http://www.cnipr.cn>

发行电话: 010-82000893 82000860 转 8101

责任编辑: 010-82000860 转 8110

印 刷: 知识产权印制中心

开 本: 880mm×1230mm 1/32

版 次: 2009年5月第1版

字 数: 16.5千字

邮 编: 100088

邮 箱: bjb@cnipr.com

传 真: 010-82000893

责编邮箱: ley@cnipr.com

经 销: 新华书店

印 张: 5.875

印 次: 2009年5月第1次印刷

定 价: 20.00元

ISBN 978-7-80247-438-3 / F·232

版权所有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

前 言

企业并购是近年来经济学界和实业界共同的热门话题，如何把握时机，为企业和政府提供政策支持，使我国企业在良好的环境中提高国际竞争力，相关的理论研究是我国学术界所面临的迫切任务。

本书在回顾了企业并购理论研究成果的基础上，从企业并购的理论和实际入手，以目标企业的定价、企业并购效益和激励机制为主线，运用博弈论和数值分析技术，从不同角度对目标企业的定价、企业的并购和激励机制问题进行了研究，以指导我国企业并购的具体实践，内容主要包括如下几方面。

目标企业的价值评估是企业并购交易行为的核心，在讨论传统企业价值的确定方法的基础上，分析和评价了传统企业价值确定方法的优缺点，针对网络经济情况下的新特点，研究了虚拟企业的价值确定方法，分析了网络企业与传统企业并购之间的联系。

在现有理论的基础上，引入需求凹度，考虑非线性情况下企业并购的效益问题，在传统理论研究的基础上，引入动态 Cournot 寡头竞争模型，研究了动态竞争情况下企业并购的效益问题。

运用目标函数的激励机制方法，通过对比激励机制在企业并购中的作用，讨论了在竞争市场中激励机制对企业并购效益的影响。

将推测变差模型运用到企业并购上，对比推测变差模型理论和多寡头 Cournot 竞争模型理论之间的异同点，研究了推测变差理论在企业并购效益和激励机制中的应用。

本书最后介绍了一家企业成功并购的例子，论证了企业并购后实施激励机制的有效性，验证了企业并购效益及实施激励机制理论的可行性。

目 录

绪 论

1

- 第一节 研究背景与研究意义 3
- 第二节 本书的理论研究框架 17
- 第三节 本书的研究方法和创新点 19

企业并购理论

2

- 第一节 企业并购理论的起源和发展 23
- 第二节 企业并购理论 24
- 第三节 我国企业并购理论研究的现状 37
- 第四节 激励机制在企业并购中的应用 42
- 第五节 本章小结 45

企业并购中价值确定方法的评价

3

- 第一节 传统企业价值确定方法的介绍 50
- 第二节 信息时代企业的定价问题 59
- 第三节 并购目标企业的出价策略 67
- 第四节 本章小结 70

企业并购的效益问题研究

4

- 第一节 寡头垄断理论中的博弈分析 76
- 第二节 基于古诺特模型的企业兼并问题研究 81
- 第三节 差异产品的企业兼并 90
- 第四节 动态竞争情况下的企业兼并问题研究 95
- 第五节 本章小结 100

激励机制下的企业兼并问题研究

5	第一节	租金变换激励机制下的企业兼并	103
	第二节	激励机制下企业动态博弈的均衡分析	107
	第三节	在动态博弈激励机制下的企业兼并	116
	第四节	本章小结	125

推测变差理论在企业兼并与激励机制中的应用

6	第一节	寡头垄断市场中的推测变差理论	130
	第二节	推测变差理论在企业兼并中的应用	134
	第三节	推测变差在激励机制中的应用	142
	第四节	推测变差理论对企业兼并与激励机制影响的 特点	147
	第五节	本章小结	148

企业兼并的激励机制案例研究

7	第一节	企业概况	151
	第二节	企业兼并情况	154
	第三节	实施激励后的企业兼并效益分析	155
	第四节	建筑市场和企业发展策略	157
	第五节	集团的发展规划	163
	第六节	本章小结	164

总结与展望

8	第一节	全书总结	167
	第二节	本书研究内容的现实意义	169
	第三节	展望	170

致 谢	171
-----------	-----

参考文献	172
------------	-----



第 1 章

.....

绪 论



第一节 研究背景与研究意义

随着经济全球化和科学技术的迅速发展,越来越多的企业开始认识到,无论其规模多大,实力多雄厚,都不可能完全依靠自身的研发能力满足在激烈竞争中对新技术的需要,更不可能独自控制所有的技术和知识产品。即使是拥有世界最著名的实验室的IBM、拥有贝尔实验室的朗讯科技公司(Lucent)等世界级的跨国公司也如此。正是这种复杂激烈的竞争环境以及技术复杂性日益增加,促使越来越多的企业通过并购寻求生存,实现扩张,以求更好地发展。

中国加入WTO的愿望已经实现,随着经济全球化进程的加快,国内改革开放进程的不断深入,中国已不可能孤立地发展自己的经济。加入WTO后,中国的企业可以利用国内外的市场和资源,在更广阔的市场上寻找更多的发展机会,增强国际竞争力。同时加快中国经济与国际经济的融合,参与国际经济大循环,使我国在国际竞争中处于有利的地位,加入WTO既为中国经济持续稳定的发展带来了历史性的机遇,也使中国许多企业的发展面临一些严峻的挑战,没有了关税和非关税的保护,中国企业将直接面对来自国际企业的竞争压力^[1]。

企业并购是近年来经济学界和实业界共同的热门话题,在发达国家的市场经济中,企业并购已经成为企业重组以及重新配置资本的有效机制。随着我国改革开放的深入,我国的企业已经融入世界经济,企业之间的竞争日趋激烈,企业经营日趋国际化,产品更新换代的周期日益缩短,保持持久竞争优势是企业发展和竞争优势的源泉。企业并购作为产权资本经营的主要方式之一,已经成为目前和今后一段时间内我国企业改革的重要方向。在我国的经济建设发展突飞猛进的时代,如何把握时机,为企业提供政策支持,使我国的企业在良好的环境中提高整体经营业绩,从而提高国际竞争力是市场竞争初级阶段我国学术界所面临的迫切任务。随着企业改革的

深入，企业所有权和管理权的分离，激励问题在企业管理中有着非常重要的作用，如何发挥激励机制在企业并购中的作用，也是本书研究的主要问题。

社会经济以企业为细胞，企业并购和资产重组是当今企业进行资本运营的重要战略手段，是企业快速扩张的主要形式，已经成为当今经济生活中广受关注的重要经济行为。随着我国市场经济的进一步确定与发展，我国的企业并购在形式、范围、规模和手段上都有了新的发展，无论从理论还是实践上都呈现出具有中国特色的企业并购模式。结合当前国际经济形势和我国的具体国情，深入而系统地总结和 research 企业并购的历史和理论，对于企业并购的健康发展、我国经济体制改革的深化和实现国民经济的腾飞均有深远的现实意义，也将有益于正确指导延续至今的企业并购浪潮。

企业的并购不是随企业的产生而产生的现象，而是市场经济发展到一定历史阶段的产物。为了便于读者对本书内容的了解和掌握，在本书的主要内容开始之前，先对企业并购有关的基本概念作一些界定和说明。

一、企业并购的概念

在西方，企业并购 (Merger & Acquisition, 简写成 M&A; 或 Takeovers and Mergers, 简写为 T&M), 指的是企业兼并与收购。这两者既有联系又有区别, 从广义上讲, 并购包括兼并 (Merger)、收购 (Acquisition)、合并 (Consolidation)、混合 (Amalgamation) 和接管 (Takeover) 等。企业兼并在《新大不列颠百科全书》(The New Encyclopedia Britannica) 中解释为: “指两家或更多的独立企业或公司合并组成一家企业, 通常由一家占优势的公司吸收一家或多家公司。一项兼并行为可以通过以下方式完成: 用现金或证券购买其他公司的资产; 购买其他公司的股份或股票; 对其他公司的股东发行新股票, 以换取所持有的股权; 从而取得其他公司的资产和负债。”而收购 (Acquisition) 是指一家或多

家公司在证券市场上用现金、债券或股票购买另一家公司的股票和资产，以获得对该公司的控制权，该公司的法人地位并不消失，即为收购。在我国一般把企业并购和企业兼并通称为企业兼并，通常是指一家企业以现金、证券或其他形式（如承担债务、利润返还等）购买其他企业的产权，使后者丧失法人资格或改变法人实体，并取得对这些企业决策控制权的经济行为。从这个意义上讲，并购等同于我国《公司法》中所规定的吸收合并。《公司法》中另一种合并的方式是新设合并。界定企业兼并与收购的区别与联系，有利于我们对企业并购的理解。

（一）企业的兼并

企业的兼并通常是指在市场机制的作用下，经过产权交易转移企业所有权的方式，一个或多个企业的全部或部分产权转让给另一个企业所有。企业兼并的结果是，被转移的企业法人资格不需要经过清算即不复存在，或者转移与被转移双方或多方的法人资格均不再存在。这样，企业通过兼并后，优势企业通过有偿支付取得劣势企业的资产占有、使用、受益和处理的权力，从而实现自身扩张经济实力的目的。企业法人资格的取消、企业产权的转让，是企业兼并的基本特征^[2]。

（二）企业的收购

企业收购^[3]是指一个企业通过收买股票或股份等方式，取得另一个（或多个）企业的控制权或管理权。企业收购的结果可以是收购企业拥有目标企业全部的股票或股份；也可以是只获得目标企业较大部分股票或股份，从而达到控制目标企业的目的；还可以是仅拥有目标企业少部分股票或股份，只成为目标企业的股东之一。企业的收购不必使另一家企业消失，从而避免了新设一家企业而导致费用的增加，以及考虑企业文化融化的问题，另外，也不会因为债权、债务而带来不必要的麻烦。

(三) 企业兼并与企业收购之异同

企业兼并与企业收购常常被连用，通常称企业并购。企业并购泛指在市场机制作用下，企业为了成功地进入新的产品市场或新的地区、新的领域，而获取其他企业控制权的产权交易活动。人们通常称主并购企业为并购企业，被并购企业为目标企业。企业兼并与企业收购的区别^[3]如下。

第一，兼并发生在两个或多个企业之间，是企业之间协商交易的结果，即兼进行为是完全出于企业间的真实意愿，不允许强迫或欺诈，是企业间平等协商、自愿合作的结果；收购则是一个企业或个人与另一家企业之间的外在交易。收购者和被收购者之间的关系可以是积极合作，也可以是一种强迫与抗争、收购和反收购的不合作关系。

第二，兼并是特定的当事人各方通过合同的方式进行交易，各方的权利义务通过协议的形式规定下来，主要受企业法（《公司法》）调整；收购则是通过特定的企业向不特定的股票持有者发出要约并接受承诺的方式，从各股东手中直接购得有表决权的股票，所有权主要受证券法和证券交易法的调整。

第三，企业兼并是全部资产或股权的转让，被兼并企业实体已不复存在，而收购则有部分收购和全部收购的区别。在部分收购的情况下，被收购企业仅仅是控制权的转移，其作为法律实体的地位不变，并可以持续经营业务。

企业兼并与企业收购又有许多相同之处。

第一，企业兼并与企业收购实质上都是企业一种自发的经济行为，是市场经济中具有独立法人资格的实体，在资源有限的情况下，为了更好地生存、扩大市场规模或市场领域，而对市场投资机会的一种本能反应。

第二，企业兼并与企业收购都是企业的外部交易活动，是企业交易战略的重要组成部分。这两种活动都是在市场机制作用下，通过企业产权流通来实现企业之间的重新组合。

第三,企业兼并与企业收购都是企业扩张的方式,通过有偿资产转移,实现企业市场份额的占有和扩大。

虽然在我国学术界,企业兼并与企业并购的含义间存在一些区别,但鉴于研究的侧重点不同,它们之间的区别是不明显的,一般含义相同。除特别说明外,本书的分析均视两者的意义相同,对两者的含义基本不做严格区分,统称为企业并购。

二、企业并购的主要类型

企业并购,自其以最初的联合形式发展至今,随着社会经济进步和人们的创造性活动,已经发展成为多种类型,按不同的分类标准可以划分为不同的类型^{[3][4][5]}。

(1) 最常见的分类方法是按并购双方所处的行业来分,将企业并购划分为企业间的横向并购、纵向并购和混合并购三种。

横向并购(Horizontal Merger)是指同行业间的企业兼并,即两个生产或销售相似产品的企业之间的兼并。这种兼并风险较小,兼并双方容易融合形成产销的规模经济。但是,这种兼并容易破坏竞争,形成高度垄断,许多国家都密切关注并严格限制这类兼并的进行。以美国为例,从1890年的《谢尔曼法》到1984年的兼并准则,美国政府都注意“保护竞争”,其间对不断变换标准的兼并进行限制。目前以市场份额和市场集中度作为衡量是否能进行兼并的依据,大大限制了以扩大市场容量为目的的横向兼并。例如,美国波音公司与麦道公司合并;日本东京银行与三菱银行合并等均属此种类型。横向并购可以消除重复设施,提供系列产品或服务,实现优势互补,扩大市场份额。

纵向并购(Vertical Merger)是指在经营对象上有密切联系、但处于不同产销阶段的企业之间的并购。按照产品实体流动的方向,纵向并购又可分为顺向并购与逆向并购。顺向并购是指沿着产品实体流动方向所发生的并购,如产品原料生产企业并购加工企业或销售商或最终客户,或加工企业并购销售企业等;逆向并购是指沿着产品实体流动的相反方向所发生的并购,如加工企业并购原料

供应商，或销售企业并购原料供应企业或加工企业等。纵向并购可以加强企业经营的整体计划性，协调供产销结构，增强企业竞争能力。

混合并购 (Conglomerate Merger) 又称跨行业的兼并，是指处于不同行业，在经营上也无密切联系的企业之间的并购。这种并购方式因收购与目标企业无直接业务关系，兼并的目的不易被人察觉，收购成本较低，较少受到政府在反垄断方面的限制，故在1960年以后，由于法律环境的严格，混合兼并逐渐成为西方各主要工业国家企业兼并的主流。混合并购的目的在于实现投资多样化，减少行业不景气可能造成的经营风险，扩大企业经营规模。

(2) 按被并购企业 (目标企业) 对并购企业所持的态度分类，可分为友善并购和敌意并购。

友善并购通常是指并购企业与目标企业通过友好协商确定并购条件，在双方意见基本一致的情况下实现产权转让的并购。此种并购一般先由并购企业选择目标企业，并主动与对方或对方的管理当局接洽，商讨并购事宜，经过双方充分磋商后签订并购协议，履行必要的手续后完成并购。在特殊的情况下，也有目标企业主动请求并购企业接管本企业的情形。

敌意并购通常是指当友好协商被拒绝后，并购企业不顾目标企业的意愿而采取强制手段，强行收购目标企业的一类并购。敌意并购也可能采取不与目标企业进行任何接触，而在股票市场上并购目标企业的股票，从而实现对目标企业控股或兼并的形式。由于种种原因，这类并购往往不能通过友好协商达成协议，目标企业从自身的利益出发，拒不接受并购企业的并购条件，并可能采取一些抵制并购的措施加以反抗。在这种情形下，“敌意标购”就有可能发生。

(3) 按并购方的身份不同，可以分为产业资本并购和金融资本并购。

产业资本并购一般由非金融企业进行，即非金融企业作为并购方通过一定程序和渠道取得目标企业全部或部分资产所有权的并购行为。并购的具体过程是从证券市场上取得目标企业的股权证券，

或在目标企业增资扩股时以适当的价格取得其增发的股权证券，或者和目标企业直接谈判购买条件以取得目标企业的所有权。一般而言，产业资本并购力图通过控股实现长期投资，以便分享目标企业的产业利润。正因为如此，产业资本并购表现出针锋相对、寸利必争的态势，谈判时间长，条件苛刻。

金融资本并购一般由投资银行或非银行金融机构（如金融投资公司）进行。金融资本并购有两种形式：一种形式是金融资本直接与目标企业谈判，以一定的条件购买企业的所有权，或当目标企业增资扩股时，以一定的价格购买企业股权；二是由金融资本在证券市场上收购目标公司的股票从而达到控股的目的。金融资本与产业资本不同，它是一种寄生性资本，既无先进技术，也无管理经验。因此，金融资本并不谋求产业利润，而是靠“炒企业”而获取投资利润。因此，金融资本并购具有较大的风险性。

(4) 按收购资金来源渠道的不同，可分为杠杆收购和非杠杆收购。

无论以何种形式实现企业收购，收购方总要为取得目标企业的部分或全部所有权而支出大笔的资金。收购企业的资金来源无非有两个方面：一是企业营业盈余中用于扩大经营规模的自有资金；二是以抵押或非抵押贷款方式借入的资金。收购方在实施企业收购时，其主体资金来源是对外负债，即是在银行贷款或金融市场借款的支持下完成的，就将其称为杠杆收购。相反，如收购企业在实施收购时，其主体资金来源是自有资金，则称为非杠杆收购。

杠杆收购的一般做法是由收购企业委托专门从事企业收购的经纪企业，派有经验的专家负责分析市场，研究和发现那些经营业绩不佳却很有发展前途的企业。确定收购目标后，再以收购企业的名义向外大举借债，通过股市或以向股东发出要约的方式，收购目标企业的股权，取得目标企业的经营控制权。杠杆收购不需要投入全部资本即可完成收购，但它是一种风险很高的企业并购方式。

(5) 按企业法人地位的变化情况分类，可以分为吸收并购和新设并购。

吸收并购是指一个企业通过吸收其他企业的形式进行并购。并购后，被吸收的目标企业解散并失去法人资格，存续企业要进行变更登记。

新设并购是指两个或两个以上的企业通过并购成为一个新的企业形式。采取这种形式的并购各方必须解散而失去法人资格，新设的企业要重新进行登记。

此外，企业并购还可以按其他的标准进行分类研究。如按照并购方与被并购方是否同属同一国度（或地区），企业并购可分为国内并购和跨国并购；按照产权的购买方式来划分，一个企业收购另一个企业可以通过购买资产和购买证券两种形式来实现；按产权交换的支付方式划分，一个企业购买另一个企业，可以用现金支付，也可以用证券支付等。

三、企业并购的主要特点

企业并购在现代企业制度下是指一家企业通过获取其他企业的部分或全部产权，从而取得对该企业控制权的一种投资行为，企业并购具有以下特点。

1. 现代企业制度是企业并购的前提

并购企业和目标企业必须产权明晰、权责分明、政企分开、管理科学，即符合现代企业制度的基本要求，也就是说，现代企业制度是兼并与收购得以顺利进行的重要前提。

2. 获取对目标企业的控制进而实现效用最大化是企业并购的目的

并购企业购买目标企业的部分或全部产权，目的在于实现对目标企业的控制，并对其进行资产重组，进而实现效用最大化。

3. 获取目标企业的部分或全部产权是企业并购的基本手段

企业并购是通过股权收购或资产收购实现对目标企业的部分或全部控制，其实质是为了获取目标企业的部分或全部产权。

4. 产权交易是企业并购的本质

兼并与收购作为一种特殊的交易，其交易的对象是目标企业的

部分或全部产权。从表面上看,企业并购是两个或两个以上企业之间的资产重组,但就实质而言,它作为一种特殊的交易,交易的对象是目标企业的部分或全部产权。通过产权交易实现并购企业的战略目标。

5. 企业并购是一种投资行为

企业投资主要有两种形式:一种是通常意义上的投资,如股票投资、债券投资、固定资产投资等;另一种是企业通过市场购买另一家具有独立法人资格的现存企业,将该企业整体组合纳入本企业的运营轨道,企业并购显然是后一种投资行为。

四、西方国家企业并购的产生与发展

企业并购的最初形式是企业合并,表现为19世纪初出现的卡特尔(Cartel)和辛迪加(Syndicate),随后才发展成为企业并购,进而出现了一大批大型托拉斯(Trust)组织。由于各国的市场发展情况不一样,企业并购发展也不尽相同,从历史上看,以美国为代表的西方企业至少出现过五次并购浪潮,且规模一次比一次大。下面以美国为例,介绍这五次并购浪潮^{[6][7][8]}。

第一次并购浪潮发生在1897~1903年。由于工业革命的进行,资本主义自由竞争向垄断阶段迈进,生产社会化程度大幅度提高,对生产集中和资本积累提出了更高的要求,企业并购有了产生的条件。作为资本集中表现形式的企业兼并随之出现,形成了第一次企业并购浪潮。

本次企业并购的特点是以同行业间的横向并购为主,在这次并购中至少有2864家企业被兼并,涉及并购资产总额67亿美元,美国100家最大的公司控制了全国40%的工业资本,在钢铁、石油、烟草等行业,兼并后的企业控制了50%以上的市场。到1904年,美国还剩下318家工业大型托拉斯,而这318家大型工业垄断组织是通过连锁并购了约5300家工业企业、占有全部加工工业总额的2/5后形成的,由此国民经济的集中化程度大大提高,完成了美国大部分工业的现代化。此次并购的结果是产生了一些日后对美国经