

前 言

资产重组的实践与理论始于 19 世纪末 20 世纪初的西方国家,正是由于上市公司的资产重组使得资本更具有流动性和增值性。美国资产重组的实践证明:美国经济增长与资产重组呈现出极强的正相关关系。从 19 世纪末到 20 世纪末的 100 余年间,在美国发生了五次大的资产重组浪潮,并且在每次的浪潮中的重组均有其独特的运作特点。

我国自从 90 年代初证券市场建立伊始,就揭开了我国上市公司资产重组的序幕。我国企业资产重组是在产权制度改革基础上进行的国有企业改革的重大战略步骤,国家提出扭转国有企业亏损状况,并提出“抓大放小”的国企并购与资产重组的总体思路。1997、1998 年以来资产重组事件更是风起云涌,各种重组形式层出不穷。

本书主要通过对上市公司的资产重组实践进行理论和实证分析(某些领域涉及非上市公司的资产重组),对我国资产重组和资本增值的规律进行了有益的探索。本书阐述了以下几个方面的问题:

1. 归纳、总结、评价了资产重组的理论体系与历史渊源,借鉴了国际资产重组理论与实践的合理内核,构建出新制度经济学企业重组理论——产业组织结构与动态均衡理论——资本市场的有效市场理论、资本资产定价理论的理论基础结构体系。

2. 在规范分析的基础上,结合我国上市公司资产重组的实

践,就资产重组的绩效问题进行了广泛的实证分析,涉及到上市公司重组后的财务绩效、二级市场绩效,并对一些特殊形式的资产重组——国有资本减持、经营者持股、债转股进行了深入的探讨,总结出了我国上市公司资产重组的规律,对实际运作有较高的参考价值。

3. 对当前资本市场相关热点问题作了深入的规范和实证分析,并提出了相关的政策和实际操作建议。这些问题涉及到关于债转股与国有股减持的对比分析、资产重组中关联交易的绩效分析、资产重组会计处理与利润操纵行为的分析、资产重组对企业产业转型的影响分析、上市公司“触网”的绩效分析。

4. 在上述规范与实证分析的基础上,建立适合我国上市公司资产重组的运营模式,涉及资产重组战略的制定、资产重组风险的决策、资产重组运营的模式等。

本人由于时间和精力有限,本书难免有纰漏,望各位理论界的前辈和实务界的同仁批评指正。

作者于北方交大

2000年11月

第一章 资产重组概述

第一节 基本概念

一、资产重组的含义与具体形式

(一)资产重组的含义

我们把资产经营分为存量资产经营、增量资产经营和无形资产经营,把其中的存量资产经营看做是狭义的资产重组,也就是说,狭义资产重组的对象是企业已有的资产存量。广义的资产重组不仅包括存量资产的经营和重组,而且还包括增量资产和无形资产的经营与重组。增量资产经营是指再投资资产的经营,可以通过资本市场或者兼并合资使之提高,选择企业组织形式和产业领域,实现净资产的有效使用;无形资产经营则主要通过企业专利权、专有技术、商标权、商誉、土地使用权等无形资产的充分利用和运作使企业获得更多的收益。广义的资产重组可以实施或体现在不同层次上,通常包括逐步递进、深入的四个层次:

1. 要素构成层次的资产重组企业总是拥有各种具体的、为生产经营或服务经营所需的要素,例如机器、设备、厂房、工具、资金、原料、材料、动力等,此外信息资源、人力资源的组成成分也可列入要素范畴。企业按一定目的、规则、顺序,将这些要素组合在一起,并在经营环境、运行目标发生变化时,调整、改变原有组合,以满足实际需要,这是最为常见的资产重组方式。

2. 业务构成层次的资产重组企业面向市场、用户,产出营销特定产品或服务。实践中,企业调整、改变市场和用户的范围,或是产品种类、服务形态的情形也时有出现。这是在要素重组之上进行的更高层级的重组。

3. 资产—负债结构层次的资产重组。资产—负债结构的重组又向前进了一步。这一重组,主要针对企业真实资产中的重要部分甚至主要部分进行,或是针对以资产负债表中若干重大科目体现的资产组成部分进行,带有大规模资产转让、置换的特征,并伴以新资源、新要素大规模引入和陈旧资源要素撤除、剥离。

4. 产权—股本结构层次的资产重组即虚拟资本层次上的资产重组。这一重组往往以主要股东以至控股股东发生变化为特征,堪称资产重组的最根本、最完全的表现形式。

在此,我们所说的资产重组专指在较大程度、较大范围内改变企业资产结构的、对企业业务方向、经营战略具有根本影响的并且通常伴随着重要股东更迭的资产重组活动。援引上述层次划分,资产重组特指产权—股本结构层次或资产—负债结构层次的重组,某些事例中还兼有业务构成重组的内容。至于一般的要素重组,不列为资产重组考察、分析的范围。

(二)资产重组的具体形式分析

资产重组有四类企业产权变动:

第一类为扩张型,其中有兼并与收购、发盘收购、联营。第二类为收缩型,其中有分立(子股换母股、完全析产分股)、资产剥离出售。第三类为公司控制型,其中有溢价回购、停滞协议、反接管条款修订、代表权争夺。第四类为所有权变更,其中有交换发盘、股票回购、下市(转为非上市公司)、杠杆收购。实际上第三类与第四类产权变动是属于同一大类,即都在企业本身不动的前提下股东内部发生变动。可以称之为内变型。因此可以说,扩张、收缩、内变是企业产权变动的三种最基本类型。

1. 扩张(expansion):兼并与收购(mergers and acquisition)、发盘收购(tender offers)、联营公司(joint ventures)

2. 售出(sell-offs):分立(spin-offs)、子股换母股(split-offs)、完全析产分股(split-ups)、资产剥离(divestiture)、股权剥离(equity carve-outs)

3. 公司控制(corporate control):溢价回购(premium buy-backs)、停滞协议(standstill agreements)、反接管条款修订(anti-takeover amendments)、代表权争夺(proxy contests)

4. 所有权结构变更(changes in ownership structure):发盘交换(exchanges offers)、股票回购(share repurchases)、转为非上市公司(going private)、杠杆收购(leveraged buy-outs)

目前社会上流行的“企业并购”主要是指第一种形式的资产重组。

第二节 资产重组的起源、发展及问题的提出

企业重组并购是伴随着商品经济而产生的,由于美国为比较发达的市场经济国家,因而为并购频繁的主要发生地,称得上为全球并购发生的“火山口”,并且在每次重组购并中,都或多或少地由某一特定类型的重组方式占主导地位。所有这些重组兼并活动都发生在经济处于持续高速增长时期,并且与商业环境的特定发展相吻合。

美国发生过几次主要的兼并运动[戈伯(Golbe)与怀特(White),1988年],并且在每次的兼并运动中,都或多或少地由某一特定类型的兼并占主导地位。所有这些兼并运动都发生在经济处于持续高速增长时期,并且与商业环境的特定的发展相吻合。在我们的假说中,兼并代表经济中资源分配与再分配的过程,在这个过程中,由于经济条件的变化和影响工业发展的技术创新,企业

将对由此产生的新的投资和盈利机会作出反应。有时,采用兼并而非内部积累的方式,可能会加快调整的进程。在某些情况下,兼并更有效地利用了资源。

兼并活动为什么集中在经营活动高潮期的一个原因可能是,当商业前景预期不是很有利的时候,企业就没有动力进行大规模的投资。而只有在经营努力产生的未来收益大于其成本时,投资才有保障。如果具有这样有利的商业前景预期,再加上竞争条件的变化,从而直接激励产生出一个新的经营战略时,就会刺激兼并与收购活动。

一、1895~1904 年的兼并运动

1. 过程

发生在世纪之交的合并运动主要是横向兼并,其结果是导致了许多行业的高度集中(包括重型制造业)。这一时期是一个经济迅速扩展的时期。这场兼并运动在 1899 年达到顶峰,差不多是在 1903 年严重的经济衰退开始时结束的。1904 年,联邦最高法院对北方证券案的判决可能有助于这次兼并浪潮的终结。在这项判决中,法院规定,兼并必须成功地经受住《谢尔曼法》(Sherman Act)第一节的检验(该法禁止任何限制贸易的以托拉斯或其他形式进行的合并)。然而,我们应当注意到,在 1901 年一些兼并并未能实现其预期效果时,兼并活动就已经走下坡路了。只是到 1903 年经济开始衰退时下降得更厉害了。

在 1887 年到 1904 年这段时期内完成的合并,据估计涉及到 1900 年的全部工厂总数和制造业雇员总数的 15% [马克汉姆(Markham), 1955 年], 80% 以上的合并发生在 1897 年到 1904 年这段更短暂的时期内。

世纪之交的这场兼并运动,是伴随着经济基础设施和生产技术的重大革新发生的。[马克汉姆(1955 年)、索尔特(Salter)和温霍尔德(Weid, 1980 年)]它是紧随着横亘大陆的铁路体系的建成、

电力的出现、煤炭用途的扩展而出现的。修建起来的铁路体系促进全国市场的发育,因此,兼并活动在一定程度上代表了地区性企业向全国性企业的转变。马克汉姆(1955年)对此进行了详细的论述:

“虽然没有现成的手段把运输设施的巨大发展以及运输成本的下降同特定市场规模的增长联系起来,然而,我们可以粗略地估计出,到1900年建立起了达到一般水平的制造业体系的地区的面积是1882年的3.24倍。市场扩展带来了专业化;专业化要求低效率让位于高效率。只要简单地应用比较成本分析原理,我们就可以知道,在1870~1900年这段时期里低成本的生产者会驱逐高成本的生产者。既然市场扩张减少了效率较低企业固定资产的价值(甚至可能减少到零),收购就很可能完成驱逐的过程,从而增加了所有权的集中。并且,市场的扩张必定对大众营销技巧及批量生产的完善起到巨大的推动作用——这些都刺激了企业规模的扩大。”

2. 相关分析

虽然马克汉姆的上述观点并没有暗示合并会自动地产生规模经济,但是有些经济学家还是怀疑大规模生产可能是合并的动机之一。林奇提出了规模经济中的三个问题。首先,他注意到,虽然小企业的合并比大企业的合并更容易形成规模经济,但兼并活动却集中在大型企业上。然而马克汉姆却指出,几乎所有早期兼并案例的列表,所列示的都是大型兼并,而并没有包括资本总额少于100万美元的兼并。“由于忽略了小规模兼并,所有表格都夸大了以垄断为目的的兼并的比例,而对由于其他目的而进行的合并的比例的陈述却大打折扣。”(马克汉姆,1955年)

林奇的第二个观点是,虽然合并导致了多厂经营,但只有当通过投资于更大的重置设备以实现生产一体化时,才能获得规模经济。很明显,地理区域上分离的企业之间的横向合并,由于缺乏有

形的一体化,因此不会产生任何生产上的规模经济。然而,我们应当认识到,规模经济不仅可以存在于生产领域,而且还可以存在于管理和市场营销中。而且,每个工厂在合并以前可能生产不只一种产品,在合并后可以转变为专门生产一个单一项目。如果这些工厂的活动是协调的,各个工厂的这种向专业化转变的策划与操作,可以以更小的代价来进行。

林奇最后注意到,早期的兼并活动在各行各业中都可以见到,并且刺激横向兼并的技术进步不可能短时间内在一些行业中出现。这似乎并不符合这样一个观点,即规模经济来自于单个行业的技术进步,而不是由于影响广泛的运输成本的降低才得以实现的。

除了以上的理由之外,第一次兼并运动还归因于另外两个激励因素。施蒂格尔(Stigler, 1950年)将这次兼并运动的特征描述为“为垄断而进行的兼并”。穆迪(Moody, 1904年)所研究的92个大型兼并案中,有78个控制了50%或50%以上的市场。然而,马克汉姆在考察了有关兼并的早期文献后得出:“在每五个表面上有垄断特征的兼并中,仅有一个导致了相当程度的垄断控制。”(马克汉姆, 1955年)以及“显而易见,早期兼并运动中的许多兼并并没有把获得垄断力量作为主要目标,因此必须用其他的理由来解释兼并。”(马克汉姆, 1955年)

许多作者,例如马克汉姆(1955年)、索尔特和温霍尔德(1979年),在考察了早期的文献后还得出这样的结论:兼并的专业推销人、承销商或“制造者”对兼并浪潮起到了推波助澜的作用。虽然人们还弄不清楚这些推销人究竟是如何能够在并未创造出真正价值或垄断利润的情况下,让广大投资者相信通过资产合并能增加资产价值的,但证实兼并推销人的作用的证据却是不胜枚举。或许,在“疯狂的投机浪潮”中,推销人对资产价值的热情为股票市场所接受。按照马克汉姆的说法,在328个兼并中有154个,或者

说是 47% 后来被证明是失败的。早期兼并中如此高的失败率证明了这些兼并总体上投机的特征。“如果考虑到参与兼并的并非是全新的和未经考验的企业,而是相反的,兼并是已经经历过婴幼儿不确定时期后生存下来的企业的融合,那么,这么高的失败率就暗示着激励大量兼并形成的是推销上的目标,而非经营上的目标。”(马克汉姆,1955 年)不过,这个结论有些推测的性质,因为兼并运动发生在由于铁路建设的突飞猛进而导致竞争加剧的年代,并且据推测是发生在受到越来越激烈竞争的深远影响的行业中。即使没有兼并,这些行业中的企业也可能倒闭。

有些研究试图以盈利性来衡量长期兼并的成功与否,并试图确定出成功与失败的原因。利佛莫尔(Livermore,1935 年)把成功的兼并归结于“精明的商业领导才能”,特别是技术和管理水平的迅速提高、新产品的开发和行业中新领域的开拓、著名品牌的促销、科学研究在商业上的应用等。杜因(Dewing,1953 年)给出的失败原因包括:对传统企业和遗留下来的设备进行现代化改造以实现规模经济的努力不够;间接费用的上升;企业规模太大,缺乏灵活性;企业家管理业的天赋不足等。

二、1922 ~ 1929 年的兼并运动

1. 过程

与第一次兼并运动相似,第二次兼并浪潮也始于 1922 年商业活动的上升阶段,而终结于 1929 年严重的经济衰退的初期。这期间的许多合并发生在以前合并所集中的重型制造业以外的行业中,公用事业和银行业是其中最活跃的。大约 60% 的兼并发生在仍然分裂的食品加工、化学和采矿部门(索尔特和温霍尔德,1980 年),因此,用垄断来解释目前的兼并就不再适宜了。更常见的是通过“为寡头垄断而进行兼并”,从而由准垄断向寡头垄断转变(施蒂格尔,1950 年)。虽然寡头垄断是许多兼并的动机,但这仅限于兼并的一小部分(马克汉姆,1955 年)。

20 世纪 20 年代的大部分兼并既包括 IBM、通用食品、联合化学兼并案中的产品扩张型兼并,也包括食品零售业、百货业、影院业的市场扩张型兼并以及采矿和金属业的纵向兼并。

2. 相关分析

马克汉姆和斯托金(Stocking, 1955 年)都强调,这些兼并的激励因素是运输、通讯事业和零售推销的重大发展。使用汽车的新型运输体系使卖者得以扩大其销售区域,使消费者具有更大的流动性,从而打破了狭小的地区市场。随着汽车运输体系的出现,产生了诸如食品加工、化学等行业的兼并。而以前兼并运动中重型制造业的兼并是伴随着铁路运输系统的出现而产生的。家用收音机的出现,通过为全国性的商标品牌作广告,促进了产品的差别化;到 20 年代,利润率低的大规模分销成为商品零售推销的一种新方法。这两种事物的发展,促进了经营规模的扩大,从而鼓励了兼并。关于纵向兼并的增长,斯托金注意到,本世纪 20 年代,商业界开始欣赏一体化的优点。一体化的这些优点与技术经济有关,例如缩短流程,或从机械操作的角度来说减少无用的动作,或在市场有各种不完善的情况下保证投入的供应和产成品的销路。

三、1940~1947 年的兼并运动

1. 过程

第二次世界大战和战后的初期,经济迅速增长,兼并运动也高涨起来,然而由于缺少技术和商业环境的重大变化,兼并运动的规模比以前要小得多。观察家们除了“传统的”动机之外,没有发现这次兼并其他的普遍存在的动机。

2. 相关分析

一些经济学家指出政府和税收政策刺激了这段时期内的兼并。按照施蒂格尔(1951)的说法,许多企业通过纵向兼并以绕过战时和战后的价格控制和调拨分配。巴特斯(Butters)、林特纳(Lintner)和卡里(cary, 1951)表明了因为战时和战后的所得税和房

地产税高而资本利得税低,使得许多所有者卖掉了它们的企业。还有一些卖者则是出于一般的商业考虑,例如使他们的企业获得更大规模的管理组织或满足对企业的投资需求。而购买者则希望获得新产品或新的组织方式,或者是为了获得规模更大的纵向一体化。

四、20 世纪 60 年代的混合兼并运动

1. 过程

1950 年的《塞勒—凯佛维尔法》(CellerKefauver Act)对 1914 年的《克莱顿法》(Clayton Act)的第六条进行了修改,以堵塞该法在有关“资产购买”条款的漏洞,并追加了给联邦政府的权利,使联邦政府有权宣称那些倾向于更大程度集中的兼并为非法。《克莱顿法》规定,如果竞争受到严重削弱,则禁止某一家公司收购另一家公司的股票。该法仅仅指出了股票收购,而没有涉及到资产收购)。从那以后,横向兼并与纵向兼并的重要性相对于混合兼并来说都降低了。1967~1968 年当兼并活动达到顶峰时,横向兼并与纵向兼并下降了 17%。在几种类型的混合兼并中,产品扩张型兼并增长到 60%,而市场扩张型兼并在数量上则微不足道。其他类型的兼并或纯粹混合兼并稳定增长到占全部兼并的 23%(或者从收购的资产的角度来说占 35%)。

从 1967~1969 年的三年间,兼并活动达到了当时的历史最高水平。这段时期也是经济极度繁荣的一个时期。1969 年以后,当整个经济活动衰退时,兼并的数量大大减少了。

2. 相关分析

这段时期的大多数收购者是小规模或中等规模的企业,它们采用多样化战略进入它们传统行业以外的业务领域,因此它们被称为混合企业。被兼并的企业也是小规模或中等规模的,“要么在分散的行业中从事经营,要么就在主要行业部门的外围从事经营的企业。”(索尔特和温霍尔德,1980 年)基于对兼并企业的背景和

历史的分析,韦斯顿(Weston)和曼辛卡(Mansingka)提出,混合企业进行“防御性的多样化经营,以避免(1)销售和利润的不稳定性,(2)不利的发展,(3)不利的竞争性转移,(4)技术过时,(5)与所在行业相关的不稳定性的加剧。”(韦斯顿和曼辛卡,1971年)

最大的一类企业来自于航空业,该行业不仅要经受服务业务组合的急剧而重大的变革,而且还受到市场总需求巨幅波动的影响。航空业运输能力过剩,并且这种状况由于其他行业的企业进入而变得更加严重。工业用机械以及汽车零件公司也受到销售异常不稳定的影响。在某些行业的市场,低增长的前景与长期下降的基本趋势相联系——铁路设备行业、纺织、(早期的)电影发行以及烟草行业就具有这样的特点。

一个与此相关的问题是,在这些行业中由于持续的生产能力过剩,使得销售增长缓慢或者利润率下降。一些公司寻求多样化经营,试图获取二战后发展起来的新技术。电气行业中的企业希望扩大其电子产品的生产能力就是这种现象的例证。另外一种类型的混合企业是原来以自然资源为基础的行业中的企业。这类企业的特征是需求和供给条件不稳定,从而导致了产品价格和利润率的巨大波动。另外,不断上升的公司税税率也激励它们寻求多样化经营,从而要更充分地利用提供给自然资源经营业务的避税手段。

虽然防御性的多样化经营是混合性企业的一个强大的推动力,但是如果只是将这些多种多样的企业划分为很少的几种防御性多样化经营的类型,则难免过于笼统。除了考虑了诸如税收一类的因素,一些混合性企业还采取了其他一些积极的措施,例如技术落后的行业中的企业采用先进的技术,还有些混合企业试图有效地运用财务策划和控制方面的特殊能力[例如国际电报电话公司(ITT)和 Transamerican]。防御性的或积极的多样化经营推动了兼并的进行。在这个过程中,研究、制造、营销以及其他的管理能力得到了扩展或相互补充。

五、1976 年以来的兼并运动

1. 过程

在 1974 ~ 1975 年的经济衰退之后,美国经济进入了一个长期的扩张时期。在这段时期里,兼并与收购呈上升趋势。1985 年公布的兼并与收购发生的净次数只有 1969 年的一半,这是因为交易额在一亿或一亿美元以上以及十亿或十亿美元以上的交易数量在后来的年份中比前期要多得多。1985 年按不变美元价值计算的兼并交易额比以前交易量较大的年份(1968 年或 1969 年)要高。实际上,按不变美元价值计算的兼并交易额直到 1984 年才大致达到 1968 年的水平,然而到 1985 年,按不变美元价值计算的交易额比 1968 年要高 40%。

衡量兼并与收购活动量的另外一个指标是用兼并与收购占整体经济的比重来表示的。根据这个衡量指标,尽管 1984 ~ 1986 年的主要兼并的规模很大,但兼并与收购活动的价值占 GNP 的比重直到 1988 年才能与 1968 年的前高点相匹敌。有些人认为这个证据显示出近年来的兼并与收购活动不仅并未过度,相反还带来重组,为 80 年代的经济繁荣作出了贡献。

但是,既然兼并与收购活动通常只包括所有者权益的价值,那么总的所有权益或许也应该是一个相关的基本因素。1981 年,兼并与收购第一次超过了全部所有者权益的 5%,但在达到 1988 年的 6.9% 历史高点以前,在 1982 年和 1983 年,兼并与收购占全部所有者权益的比重却降低了。从 1982 年夏末开始到 1987 年 10 月 19 日基本结束的股票牛市,推动了兼并与收购的次数和所有者权益价值的上涨。兼并与收购活动还有将这个比例的分母缩小的作用,据所罗门兄弟(Salomon Bros)公司和金融研究组织估算,在 1984 ~ 1986 年这段时期内,由于兼并与收购活动而消失的全部所有者权益的价值每年合计为 1100 亿美元。

2. 相关分析

1976年以来的兼并与收购,主要集中于服务业(例如商业银行业与投资银行业、金融、保险、批发、零售、广播和医疗卫生行业等)以及自然资源领域。服务行业中的企业的兼并增多,反映了这些行业在美国经济中的重要性在不断增加。尤其是在金融服务行业中,1976年以来,该行业中的兼并占全部兼并的15%以上。由于政府放松了对该行业的管制,金融业也正在进行重组。金融业的重组既包括行业内部的合并(特别是在允许开展跨州银行业务之后),也包括产品扩张型收购、市场扩张型收购以及纯粹混合收购。银行兼并的参与者已经达成共识:一旦完全获准从事跨州银行业务,它们将需要以巨大的规模来进行有效的竞争。庞大的规模可以使金融机构利用其在数据处理、后台操作、信托管理以及贷款和融资上的规模经济。另一方面,主要的工业公司由于其产品市场成熟或萎缩,需要寻求新的投资机会,因此也会通过收购非银行金融机构以进入该领域。而美林证券(Merrill Lynch)、泛美捷运(American Express)和其他一些公司则在努力追求百货公司型服务的经营理念。

政府放松管制有助于广播业和医疗卫生行业的兼并活动。1984年由于联邦通讯委员会对电视台和广播站的管理规则进行了修改,放松了管制,使得广播业收购活动激增。另外,由于政府对老年人医疗看护方案/医疗补助方案的方针也进行了修改,以及私人对控制医疗成本所做的贡献,从而降低了医院的床位占用率。相应地,医疗机构管理公司也采取了一些短期措施和长期策略,短期措施有诸如裁员、减少供应和购买设备等,长期策略则是收购处于正在发展中的其他医疗护理领域的企业,例如家庭保健服务、家庭护士、急救中心、康复医院和精神病院等。

批发商和零售商进行兼并都是为了提高经营效率。由于顾客和供应商对分销人施加压力比如说要实行自动化,要求提供更多的服务,要求拥有更多的存货等等,使得分销人的经营变得更加困难,

这促使它们与大企业进行合并,以便获得专业化管理以及金融方面的帮助。零售公司在建设新的大型购物场所中实现面临着内部积累过程中的种种限制,因此它们选择了收购的方式以实现其增长。

当前兼并浪潮的另一个特征是资产剥离在收购活动中占到相当大的比例。本世纪 60 年代以来的混合兼并运动后,资产剥离交易越来越多。在 1981~1982 年的经济衰退之后,资产剥离交易增多了。在整个 80 年代,资产剥离占有所有并购交易的 35% 以上。

许多因素对资产剥离都有影响。在有些资产剥离案例中,被收购企业的构成中既有被报价者觊觎的部门,也有因不适合本企业或为了给保留下来的部门的支出提供帮助而打算卖掉的部门。有时被剥离的资产是与公司核心业务没有什么关系的业务部门,或者提出了与该部门的业绩不成比例的不合理的管理和财务要求。有些公司制定与它们的收购方案同样积极的资产剥离方案,它们将经营业务转移到有前途的投资机会的市场上去,或者重新调整资产结构以支持其核心业务。

从以上企业资产重组与并购的起源和发展里程可以看出,从重组并购伊始,经济学家就十分关注重组并购的绩效问题,并引起了很多争论,争论的议题是:这些重组兼并活动对企业和整个社会经济价值的增加是有利还是有害? 如果有利,能带来多大程度的绩效影响。这些绩效收益如何在收购企业与目标企业间进行分配? 以及并购活动对同行业其他企业的影响等等。

第三节 研究的方法与内容结构

1. 研究程序与方法

(1) 研究思路(程序)

相关理论及评价⇒确立研究目标(理论创新)⇒实证分析⇒总结

(2)研究方法

采用定性与定量结合,实证分析与规范分析相结合的方法,此外还涉及到相关分析及回归分析方法等。

2. 基本内容结构

通过对我国上市公司资产重组的绩效进行规范和实证的分析,剖析其实践状况,探讨其发展的规律,以咨上市公司进行实际资产重组运作,证券投资咨询公司进行投资银行业务,股民进行二级市场运作。

第一章资产重组概述。阐述了资产重组的基本概念、发展历程及资产重组绩效问题的提出;第二章资产重组经济理论综述。归纳、总结、评价了资产重组的理论体系与历史渊源,借鉴了国际资产重组理论与实践的合理内核,构建出新制度经济学企业重组理论——产业组织结构与动态均衡理论——资本市场的有效市场理论、资本资产定价理论的理论基础结构体系。第三章资产重组绩效的实证分析。在规范分析的基础上,结合我国上市公司资产重组的实践,就资产重组的绩效问题进行了广泛的实证分析,涉及到上市公司重组后的财务绩效、二级市场绩效,并对一些特殊形式的资产重组——国有资本减持、经营者持股、债转股进行了深入的探讨,总结出了我国上市公司资产重组的规律,对实际运作有较高的参考价值。第四章资产重组相关热点问题。对当前资本市场相关热点问题作了深入的规范和实证分析,并提出了相关的政策和实际操作建议。这些问题涉及到关于债转股与国有股减持的对比分析、资产重组中关联交易的绩效分析、资产重组会计处理与利润操纵的分析、资产重组对企业产业转型的影响分析、上市公司“触网”的绩效分析。第五章上市公司资产重组运作模式。在上述规范与实证分析的基础上,建立适合我国上市公司资产重组的运营模式,涉及资产重组战略的制定、资产重组风险的决策、资产重组运营的模式等。

第二章 资产重组经济理论综述

第一节 经济学理论基础及评价

一、资产重组绩效的相关假说

1. 效率理论:

差别管理效率:并购的最一般理论是差别效率理论,更严格地加以阐述,称为管理协同假说。即A公司比B公司更有效率,通过并购,B的效率便被提高了。为横向购并的理论基础。

无效率的管理者:指未能充分发挥其经营潜力,而另一团体可能更有效地对该领域的资产进行管理,为混合购并的理论基础。

经营协同效应:可以通过横向、纵向或混合购并来获得,建立在经营协同基础上的理论假定在行业中存在着规模经济,并且在合并之前,公司的经营水平达不到实现规模经济的潜在要求。

纯粹的分散经营(多角化理论):分散经营可以通过内部发展和兼并活动来完成,然而在特定的情况下,兼并方法要优于内部发展的途径。

策略性结盟理论:该理论认为,公司的购并活动有时是为了适应变化的环境而进行多角化收购以分散风险的,而不是为了实现规模经济或是有效运用资源。多角化互保的形成,可使公司有更强的应变能力以面对改变着的经营环境。

价值低估:当目标公司的市场价值由于某种原因而未能反映