

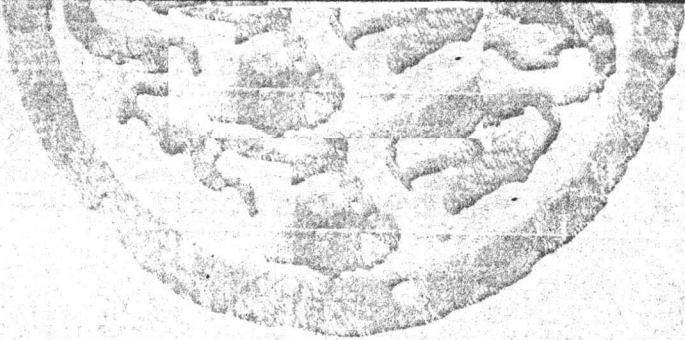
中国公司 财务案例

FINANCIAL CASES OF
CHINESE CORPORATIONS

李克穆◎主编 蒋东生◎副主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



中国公司 财务案例

FINANCIAL CASES OF
CHINESE CORPORATIONS

李克穆◎主编 蒋东牛◎副主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国公司财务案例/李克穆主编. —北京:北京大学出版社,2006.4

ISBN 7-301-09759-X

I. 中… II. 李… III. 公司-财务管理-案例-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 003456 号

书 名: 中国公司财务案例

著作责任者: 李克穆 主编 蒋东生 副主编

责任编辑: 梁鸿飞 刘云艳

标准书号: ISBN 7-301-09759-X/F·1241

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

电子信箱: em@pup.pku.edu.cn

排版者: 北京高新特打字服务社 82350640

印刷者: 三河市新世纪印务有限公司

经 销 者: 新华书店

730 毫米×980 毫米 16 开本 21.5 印张 400 千字

2006 年 4 月第 1 版 2006 年 4 月第 1 次印刷

定 价: 36.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究



主编简介

李克穆，男，1952年7月出生，现任中国保险监督管理委员会副主席、研究员、博士生导师。1969年参加工作，在湖北农场务农务工，1974年在北京市东城区计委工作，1982年毕业于中央财政金融学院并任教师，1984年任国务院经济研究中心研究人员，历任总干事秘书、处长、副局长、总编辑、局长、党组成员等职，其间曾被派往香港任职，1998年6月任中央财经领导小组办公室副主任，2002年6月任中国保险监督管理委员会副主席。享受国务院颁发的政府特殊津贴。

作为学者，李克穆长期从事经济理论研究，特别是金融领域的改革与发展问题研究，并长期担任《管理世界》杂志主编。

62 15/07

《管理世界》杂志简介

《管理世界》(月刊)杂志(邮发代号:82-203)是国务院发展研究中心主管、主办的中国经济管理类权威刊物。刊物着眼于对中国改革与发展的热点、难点问题进行理论与实践相结合的前瞻性分析和研究,内容涵盖宏观经济管理、企业工商管理、社会公共管理等领域,具有学术性、政策性、实证性、资料性的风格,以规范的科学研究方法多角度、多层次、多领域、多学科地综合反映研究中国经济社会管理问题的成果,并专设“中国工商管理评论”(2006年起更名为“中国工商管理案例研究”)栏目,集中刊登中国企业工商管理的案例研究。

《管理世界》杂志(<http://www.mwm.com.cn>)每期176页、近30万字容量、8个不同风格栏目、10余篇万字以上学术文章。

序 言

李克穆

改革开放的 20 多年以来,随着计划经济向市场经济的转轨,企业管理理论对于企业管理实践的指导作用日益突出,适应市场经济的企业管理理论也越来越受到我国学术界和实务界的重视。在此背景之下,近些年来我国企业管理理论的研究与教学方兴未艾,其中,案例研究与案例教学已成为一种不可或缺的重要方式。

在工商管理的研究中,案例研究无疑是一种非常重要的方法。它通常是以个别的企业作为研究的对象,通过对作为个案的企业的某一事件或某一方面的深入剖析,力图从理论上和逻辑上对企业所发生的事实做一解释。案例研究有其自身固有的弱点,这就是研究对象是个案性。但是,在通常情况下并没有必要对所有研究对象进行逐一调查,而深入的案例研究往往可以收到事半功倍之效。

《管理世界》杂志是经济管理类的综合性刊物,从 1999 年第 4 期起开设了“中国工商管理评论”栏目。该栏目的宗旨是以中国企业管理案例为对象,运用科学的理论和规范的方法,分析我国企业管理中所面临的各种问题,研究符合我国企业管理实践的管理理论,并力求在管理理论的创新上做出积极的探索。

六年来,“中国工商管理评论”栏目已刊登 80 多篇研究中国企业管理案例的论文。这些案例既有研究国有企业的,又有研究民营企业的,也有研究三资企业的,其中有许多案例研究的对象是上市公司。研究内容涉及了企业财务、战略管理、组织行为等工商管理理论的诸多方面。在作为案例研究对象的企业中,有许多是在我国改革开放中叱咤风云、引领潮流的工商业巨子,如海尔、长虹、TCL、康佳、格兰仕、科龙、美的、万家乐、方太、联想、北大方正、清华同方、联众网络、万向、杉杉、万科、宝钢、吉利、五粮液、同仁堂、华联商厦等。案例研究者们对这些企业的管理实践进行了科学的总结归纳,使人们能够更清晰地了解这些企业的成长历程,更理性地把握这些企业的成功经验和失败教训,从而有利于促进学识上的提高和实践中的进步。

我国的国有企业在改革开放进程中正逐步建立起现代企业制度,我国的民营企业也在不断壮大。随着我国资本市场的建立与完善,财务管理在企业发展

中占据了越来越重要的位置,财务管理问题也成了工商管理研究和实践的热点之一。由于企业财务管理方面的案例散见于历年《管理世界》杂志的各期之中,给关注企业财务管理理论与实践的读者带来了诸多的不方便之处。为了更好地服务读者,我们精选出 19 篇优秀案例结集成书,以期让这些案例起到更好的社会效果。在将这些案例结集成书时,我们尽可能地保留原文在《管理世界》发表时的原貌,既没有刻意追求各篇案例在形式上的统一,也没有对原作作出不必要的删改。我们认为这样做也许更能体现本书的学术研究价值。

北京大学出版社的梁鸿飞同志和林君秀同志,对这本书的出版付出了大量的心血,对此深表谢意。

目录 CONTENTS

共同控制下的企业合并:协同效应还是财富转移

——第一百货吸收合并华联商厦

的案例研究 / 朱红军 杨 静 张人骥 / 1

企业合并:政府主导下的多方利益博弈

——来自 10 起换股合并

案例的检验 / 谭劲松 刘炳奇 谭 燕 / 31

“股权制衡”可以改善公司治理吗?

——宏智科技股份有限公司控制权之争

的案例研究 / 朱红军 汪 辉 / 60

控制权、业绩与利益输送

——基于五粮液的案例研究 / 刘 峰 贺建刚 魏明海 / 79

股东价值取向差异与股东利益最大化实践问题

——佛山照明案例分析 / 朱武祥 杜丽虹 / 96

政府治理与公司治理:基于洞庭水殖捆绑上市与

MBO 的案例研究 / 曾庆生 / 115

上市公司内部资本市场研究

——以华联超市借壳上市为例分析 / 周业安 韩 梅 / 129

股票市场投机:公司资本配置行为与绩效

——万科与新黄浦比较 / 杜丽虹 朱武祥 / 144

公司治理与现金股利:基于佛山照明

的案例研究 / 陈信元 陈冬华 时 旭 / 162

股权结构会影响筹资决策吗?

——来自中国赛格系公司的案例 / 李志文 宋衍衡 / 178

分拆上市与母公司股权价值研究

——“同仁堂”分拆子公司上市

的实证分析 / 王化成 程小可 / 199

企业合并中的多方利益博弈

——一项以 10 起换股合并案例

为基础的研究 / 谭劲松 黎文靖 谭 燕 / 216

资本配置行为、资产置换与资源配置

绩效: 东方集团案例分析 / 朱武祥 潘玉平 / 237

国有法人股回购的信息内涵及市场识别

——“云天化”和“申能股份”公司回购国有法人

股的实证研究 / 王 伟 / 254

换股合并与资本市场效率

——新潮实业与新车股份换股合并

的案例 / 刘 峰 谢 莹 毕秀玲 王 健 / 270

我国第一起交互持股案例引发的思考 / 储一昀 王伟志 / 284

公司控制权市场问题: 君安与万科之争

的再探讨 / 刘 峰 魏明海 / 308

选择自由

——国企筹资行为的一个案例 / 叶鹏飞 / 315

股票市场对国有股配售过程中信息披露的反应及

国有股上市流通策略

——中国嘉陵和黔轮胎国有股配售

实例分析 / 朱武祥 郭志江 / 327

共同控制下的企业合并：协同效应还是财富转移*

——第一百货吸收合并华联商厦的案例研究

□上海财经大学 朱红军 杨 静

□上海国家会计学院 张人骥

摘 要:本文以第一百货吸收合并华联商厦为例,分析了共同控制下的企业合并与公司治理之间的关系。通过对合并方式、换股比例以及现金选择权等内容的分析,我们发现在大股东完全控制下的企业合并并没有实现合并的协同效应,而是将流通股股东的财富转移到了大股东手中。当地方政府充当了大股东角色时,这种财富转移不仅反映了大股东的控制权收益,更体现了政府对公司治理的影响。因此,规范政府治理是当前经济转型中的一个关键步骤,也是规范公司治理和完善证券市场的前提和基石。

关键词:企业合并 协同效应 财富转移 控制权收益

一、引 言

一个成熟的市场包括有效的资本市场、透明的经理人市场,以及一个活跃的并购市场。这些市场的相互协作将实现市场经济有效配置资源的功能。其中,并购市场的活跃程度,也是衡量资源配置效率的一个重要标志。通过企业之间的并购,可以更换经营不力的经理人,提升目标企业的经营绩效,实现并购的协

* 本研究成果得到上海财经大学会计与财务研究院资助,以及上海市重点学科经费和上海市哲学社会科学规划课题(2004BJB007)的支持。我们感谢上海财经大学会计与财务研究院陈信元教授、原红旗教授,会计学院汪辉博士,上海证券交易所上市部喻立勇先生等提出的富有建设性的建议。我们还要感谢上海财经大学会计与财务研究院学术讨论班的各位参与者提出的宝贵建议。文中的一切错误与疏漏,概由本文作者承担。

同效应。

我国自资本市场创立以来,市场上企业之间的并购从无到有,日渐活跃。然而,已有的文献发现我国企业之间的并购并未实现并购的协同效应,在短期内也不能给股东带来财富的增长。这似乎反映出并购市场不是一个有效的市场。目前,我国上市公司多数是大股东控制下的企业,而大股东一般是某级政府或资产管理公司形态的准政府机构。当这一类大股东主导企业并购时,上市公司之间的并购就演变成政府主导下的非企业行为。这样的企业合并不但不能实现并购的协同效应,反而可能带来一个更重要的问题,即大股东借企业合并的机会剥削小股东的利益。为了考证这一理论与实践上的重要观点,我们研究了上海市第一百货商店股份有限公司(以下简称第一百货)吸收合并上海华联商厦股份有限公司(以下简称华联商厦)的案例。

第一百货和华联商厦的合并案是我国首起在大股东共同控制下以吸收合并方式完成的上市公司之间的合并,给证券市场带来了巨大反响,对证券监管部门、会计准则制定机构等也提出了许多前所未有的问题。本文以第一百货吸收合并华联商厦为案例,分析了合并方式的选择、换股比例的设定、现金选择权的安排、合并的成本和收益等内容。研究结果发现,在我国目前的法律环境和特殊的制度背景下,并购活动可能转化为控股股东通过侵害中小股东利益为自己转移资源的途径和手段,而并未实现管理、财务等方面的协同效应。因此,只有不断健全和完善法律体制和公司治理机制,科学定位政府的职能和作用,让并购活动在更大程度上成为一种市场行为,切实维护中小投资者权益,才能使资源得到更有效的配置。

二、已有的研究结果及其解释

(一) 企业并购的一般理论

企业并购(Mergers & Acquisition, M&A)是市场经济下实现资源有效配置的一种重要手段,具体包括合并、兼并、收购、接管等内容。自19世纪末以来全球已历经了5次企业并购的浪潮,每一次的并购浪潮都给世界经济带来巨大且深远的影响。我国自1993年的“宝延事件”以来,上市公司之间股权转让、吸收合并等并购行为层出不穷,并已通过证券市场形成了一个活跃的并购市场。

针对活跃的并购市场,国内外学者展开了大量的研究,研究的焦点集中在并购动机和并购效应两个方面。从并购动机看,经过多年的研究,学术界提出了差别效率理论、经营协同效应理论、分散经营理论、战略性重组理论、价值低估理论、信息与信号理论、代理理论、管理主义理论,以及自由现金流量假说等多种理

论。纵观林林总总的并购动机理论,归根结底可以分为两类观点:一种观点是股东财富最大化动机,即并购可以实现协同效应,提高公司经营效率,使资源得到最充分和最有效的利用,从而增加所有股东的财富(Jensen and Smith,1984)。这些结论的基础是新古典经济学说,包括并购在内的所有企业决策都是以股东财富最大化这一目标为出发点的。另外一种观点是经理人机会主义动机,即经理人通过并购活动扩大企业规模,最大化自身的控制权收益,但会降低企业价值。

从并购效应看,国外学者也做了大量的研究,即并购是否能够提高企业效率,增加股东财富?对这一问题的回答,实际上也是针对并购动机的答案。对此问题的经验研究文献可谓浩如烟海,下面择主要文献予以介绍。Healy, Palepu 和 Ruback(1992)发现,并购活动能显著提高公司的资产回报率,并且这种提高主要来源于公司管理效率的提高。Dodd 和 Ruback(1977)通过对 1973—1976 年期间发生的 172 次典型要约收购事件的分析,发现不管要约收购成功与否,在收购事件前的 12 个月里,收购方公司的股东能获得相当显著的超正常收益率,而目标公司在事件发生日也能从要约收购事件中获得相当大的超常收益。然而, Agrawal, Jaffe 和 Mandelker(1992),以及 Magenheimer 和 Mueller(1988)等人的研究结果均发现公司并购后的经营业绩有所下降。Langtieg(1978)则发现公司并购后的业绩没有显著提高。由此看出,国外学者对并购效应的研究并未得出一致的结论。

(二) 我国并购的经验结果及其代理理论分析

与国外互相矛盾的研究结果相似,国内学者的研究结果也不尽相同。陈信元和张田余(1999)以 1997 年上海证券交易所挂牌的有重组活动的公司为样本,研究结果发现市场对并购公司的重组没有明显的反应。洪锡熙和沈艺峰(2001)分析了 3 个公司多次收购同一个上市公司的案例,也发现并购并不能给目标公司带来显著的超额报酬。李善民和陈玉罡(2002)对 1999—2000 年间我国证券市场的 349 起并购事件进行了研究,但结果表明并购仅能给收购公司股东带来显著的财富增加,而对目标公司股东财富的影响不显著。更关键的是,他们发现国家股比重最大和法人股比重最大的收购公司的股东能获得显著的财富增加,而股权种类对目标公司股东财富的影响不显著。另外,冯根福和吴林江(2001)分析和检验了 1994—1998 年间我国上市公司并购后的绩效变化,分析结果表明上市公司在并购后,经营绩效从整体上有一个先升后降的过程,但是不同类型公司在并购后不同时期内经营业绩变化不一致,而且并购前上市公司第一大股东的持股比例与并购后绩效变化呈正相关关系。

上述国内的研究结果可以表明,从整体上看,并购的财富效应不明显,但是

不同的股权安排可以对并购的财富效应产生不同的影响。这也可以说明,并购的动机并非总是以所有股东利益最大化为目标,并购活动中更多地夹杂着大股东或者管理层的私利动机,在此动机下,大股东或者代理人最大化自身利益,但损害了一部分股东的财富或者利益,并降低企业价值。因此,针对国内的并购活动,我们需要借助代理理论进行分析和解释。

Jensen 和 Meckling(1976)最早提出了代理理论,他们研究了西方分散股权结构下股东与经理人之间的代理冲突,但随着经理人持股比例的增加,经理人与股东之间的代理成本减少,公司业绩趋好。但是,La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer 在 1999 年发表的一篇经典论文中提出,除了在少数对股东权益的法律保护得非常好的国家中股权结构是分散的,其他大多数法律保护机制薄弱的国家里股权结构都是集中的,而且它们的股权主要集中在家族和政府手中。控股股东通过金字塔式的组织结构,以及直接参与管理使得他们的控制权远远超过他们的股权,进而带来大股东剥削小股东权益的重大问题。大量的研究结果表明,世界范围内大型公司的主要代理问题是控股股东剥削外部小股东权益的问题,而包括中国在内的东亚及东南亚国家中这一问题尤其突出。

目前,我国正处于经济转轨过程中,无法回避的现实是,不仅没有一个良好的法律环境,各项法律制度尚不健全且缺乏执行力度,而且形成了上市公司被大股东完全控制的“一股独大”的股权结构。这种特殊的股权结构使得控股股东有可能,也有条件利用手中的控制权侵害外部中小投资者的利益,为自己谋取控制权收益。控股股东转移资源的方式有很多种,其中很重要的一种方式是通过合并集团内两个或多个子公司的方式为其自身获得私利。从第一百货吸收合并华联商厦的案例中,我们可以发现在一个大股东共同控制下的两个上市公司之间的合并,不但没有带来并购的协同效应,反而带来更加严重的大股东侵害小股东利益的代理问题。

三、案例概况:共同控制下两个上市公司之间的吸收合并

第一百货(证券代码:600631)与华联商厦(证券代码:600632)是两家同时于 1992 年 6 月 13 日向社会公开发行人股份,并同时于 1993 年 2 月 19 日在上海证券交易所挂牌交易的上市公司。第一百货的前身是创立于 1949 年 10 月 20 日的上海市第一百货商店,是解放后开设的第一家大型国营百货商店。第一百货在经营业务上以百货零售经营为主,现拥有全资企业 3 家,合资企业 14 家,参股企业 25 家之多。公司素有“中国第一店”之美称,是目前国内最大

的零售百货商店,近几年来,公司的各项主要经济指标名列同行业前茅。华联商厦的公司规模略小于第一百货,但在经营业务上也以百货零售业务为主。与第一百货相似的是,华联商厦在社会公众中亦拥有很高的知名度,而且其经营效益在国内同行也处于领先水平。另外,华联商厦还控制了1家上市公司即华联超市股份有限公司,主要经营连锁超市,并且它也已成为全国商品流通行业的知名品牌。

2004年4月8日,第一百货与华联商厦同时公告两公司进行吸收合并,并将合并基准日定为2003年12月31日。合并方案一出台,市场反响非常强烈^①。通过分析两公司之间的合并方案,我们注意到以下条款是该次吸收合并的关键内容:

(1) 第一百货以吸收合并方式合并华联商厦,合并完成后华联商厦的法人资格注销,其全部资产、负债、权益并入第一百货。合并后存续公司为第一百货,但是合并完成后存续公司更名为上海百联集团股份有限公司(以下简称百联股份)。

(2) 本次合并区别非流通股和流通股设定两个折股比例,其中华联商厦与第一百货非流通股折股比例为1:1.273,华联商厦与第一百货流通股折股比例为1:1.114。

(3) 本次合并设定现金选择权。第一百货与华联商厦的股东可提出现金选择权申请,将股权转换成现金。第一百货与华联商厦非流通股现金选择权价格为合并基准日的每股净资产,分别为2.957元和3.572元;流通股现金选择权价格为董事会召开前12个月每日加权平均价格的算术平均值上浮5%,分别为7.61元和7.73元。

(4) 本次合并采用权益结合法的会计处理方法,合并基准日为本次合并的审计基准日,即2003年12月31日。

表1列示了本次吸收合并的进程以及相关法定程序。

对企业合并的一种常用分类方法是将企业合并分为新设合并、吸收合并和控股合并等3种形式。其中,新设合并指参与合并的各家公司均解散,并成立一家新的公司;吸收合并指参与合并的公司中只有一家存续,其余均解散;控股合并指一家公司取得了另一家公司的大部分股权,但是两家公司均未解散。本案例中,第一百货合并华联商厦,合并后华联商厦的法人资格注销,第一百货为存续公司,因此属于吸收合并。

表 1 合并进程以及相关法定程序

日期	事 项
2004 年 4 月 7 日	合并双方分别召开董事会, 审议合并方案, 签署合并协议, 通过合并预案说明书。
2004 年 5 月 10 日	合并双方分别召开 2003 年度股东大会, 审议通过了合并议案。
2004 年 5 月 28 日	上海市人民政府签署沪府[2004]26 号文, 同意第一百货吸收合并华联商厦。
2004 年 8 月 8 日	国务院国有资产监督管理委员会签署国资产权[2004]743 号文, 批准了本次合并中华联商厦国家股换股处置事宜。
2004 年 11 月 15 日	中国证券监督管理委员会签署证监公司字[2004]84 号文, 核准了本次合并。
2004 年 11 月 26 日	完成所有手续, 存续公司更名为百联股份, 流通股股票恢复交易。

资料来源:《上海市第一百货商店股份有限公司吸收合并上海华联商厦股份有限公司合并报告书》。

需要注意的是, 根据两个公司的股权结构, 第一百货的控股股东是上海一百集团有限公司(以下简称一百集团), 而华联商厦的控股股东是华联集团有限公司(以下简称华联集团)。在本次合并之前的 2003 年 4 月 24 日, 由一百集团、华联集团、友谊集团有限公司、物贸集团总公司 4 家企业归并整合而成的上海百联集团有限公司(以下简称百联集团)挂牌成立。因此, 一百集团与华联集团均是百联集团的子公司, 而第一百货与华联商厦也是同一控股股东共同控制下的兄弟公司。因此, 第一百货与华联商厦的吸收合并属于由同一家控股股东共同控制下的企业合并(见图 1)。由于在合并前两家公司存在千丝万缕的关联关系,

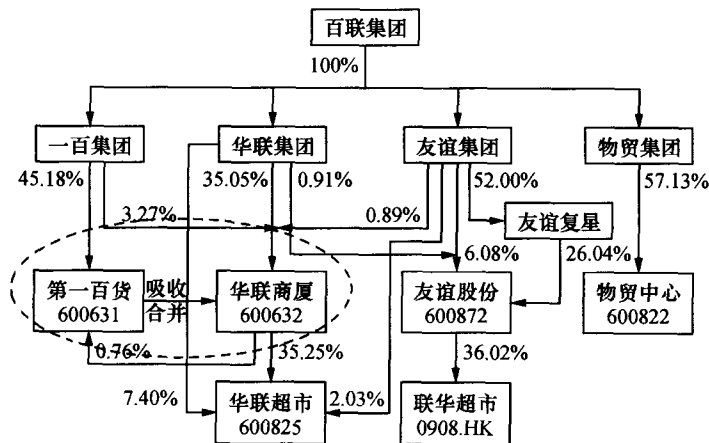


图 1 股权结构图

注: 联华超市为在香港联合交易所挂牌交易的 H 股公司。

具有共同的利益倾向,因此,这种企业合并行为不同于一般的非关联企业之间的企业合并,需要我们深入分析合并过程中的动机与经济后果。

表2给出了本次合并前后的主要财务数据。从中可以看到,两家公司吸收合并后,公司规模急剧增长,远远高于行业平均数。对于此次合并,百联集团寄予了很大的希望,将它作为集团整合的关键步骤。百联集团将在此次合并后,将存续公司更名为百联股份,并将集团内的其他各项资产陆续注入,构建起一个中国的“商业航母”。之所以如此兴师动众,百联集团董事长张新生认为:“现在中国商业的竞争确实已经相当激烈了,我们对外资进入已经高度警惕。现在我们所做的一切,包括集团在做的,上市公司在做的,都是为了迎接商业领域的竞争的到来。”(《上海证券报》,2004年4月19日,第10版)

表2 第一百货和华联商厦合并前后的主要财务数据一览表

项 目	第一百货 (合并前)	华联商厦 (合并前)	百联股份 (合并后)	零售业行业 (平均数)
总资产(元)	3 673 113 720	2 297 985 365	5 970 832 480	1 491 578 877
资产负债率	49.70%	30.26%	42.27%	55.92%
总股本(股)	582 847 939	422 599 861	1 101 027 295	229 042 379
流通股(股)	188 313 380	124 467 083	326 969 710	101 740 900
主营业务收入(元)	2 664 298 158	1 501 040 265	4 165 338 423	1 436 595 205
主营业务利润(元)	557 567 166	290 575 502	848 142 668	229 752 084
利润总额(元)	124 953 038	95 673 130	220 084 665	40 284 585
净利润(元)	70 002 507	83 666 009	149 661 465	21 957 949
经营活动现金流量净额(元)	288 078 022	71 364 278	359 442 300	74 759 352

注:表2中的数据均是指合并报表数据。其中,资产负债表类项目的时点为2003年12月31日,利润表类项目的时间段为2003年度。“零售业行业(平均数)”指在2003年度根据中国证监会公布的新行业分类标准定义码中“零售业H11”的60个A股上市公司计算的各项主要财务数据的平均值。

数据来源:《上海市第一百货商店股份有限公司吸收合并上海华联商厦股份有限公司合并报告书》和CSMAR数据库。

合并公告中在提到本次合并的动因时称:“整合上海市的商业流通企业,实现资源有效配置,提高商业零售业的产业集中度,做强做大优势企业,打造中国‘商业航母’。”“目前,世界50家最大的零售企业,已经有70%在中国抢滩登陆,如沃尔玛、家乐福、欧尚、麦德龙、伊藤洋华堂、百安居等,并且已经形成一定的规模,正加速在中国全面扩张业务。随着外资进入我国零售业的限制被陆续取消,外资零售巨头将利用其优秀的管理团队、雄厚的资金实力、强大的品牌优势与国际国内市场资源配置的能力等,给国内零售商带来更大的竞争压力……随着中国零售市场竞争的不断国际化和日益加剧的激烈程度,零售行业的平均利润率不断降低,已经不允许上海本土商业企业仅仅依靠自身积累走常规发展道路。

本次第一百货与华联商厦的合并可以迅速扩大百货连锁的规模,以便在尽可能短的时间内实现国内商业的龙头地位,拉开与其他竞争者在销售规模、资产质量、收益率等方面差距,增强中国流通企业的整体竞争力。”

从上述个人观点以及公司公告中,我们可以看出第一百货与华联商厦的合并,以及后续的集团整合,真正目的是通过构建一个大型企业,提高企业的绩效,以便与外资商业企业竞争。在理论界,通常将这种绩效提高效果称之为协同效应。

四、协同效应还是财富转移

通过仔细分析合并方案后,我们却疑窦顿生。本次合并所付出的代价非同寻常,其中主要包括华联商厦“壳”资源的丧失、税收负效应以及整合成本等。然而,百联集团不惜耗费如此大的成本,真的是为了实现公告中所说的“协同效应”吗?下面我们对第一百货和华联商厦合并的成本以及合并方案的主要内容作一分析。

(一) 成本几何

首先我们可以看到百联集团已经通过一个“金字塔”式的股权结构控制了多家上市公司(见图1),而且这种控制权均是无可撼动的。在这种控制权结构下,百联集团完全可以整合下辖各项资产以及其他资源,提高企业经营绩效,同样也可以与外资巨型商业企业竞争。那么它为何要通过放弃一个上市公司的“壳”资源的代价来整合企业资源呢?

在我国证券市场上,无论是以前的“额度制”还是现在的“核准制”,企业要发行股票和上市都要征得政府的同意,换句话说,政府对企业上市实行严格的“审批制”。在这种制度下,上市资格可谓是一种稀缺而珍贵的资源,大量的地方政府与企业都在想尽办法,争取上市资格,以获取股票发行资金,缓解企业发展过程中的资金困境。但是,出乎我们意料之外的是,本次第一百货吸收合并华联商厦过程中,华联商厦将在合并完成后注销法人资格,也就是主动放弃一个“壳”资源,600632 这个股票代码将不复存在。我们认为,由于资源的稀缺性以及企业在以前上市过程中所付出的大量成本,这个“壳”的价值将是本次合并的一项成本。根据市场人士的估算,一个“壳”的价值为3 000万—5 000万元(张春蔚、胡惠民,2004)。

除此之外,本次合并中还有不小金额税费现金的流出,其中数目较大的是契税。根据税法规定,凡是在境内转移土地、房屋权属均要缴纳契税,并按照3%—5%的税率征收。由于在合并过程中华联商厦的资产要过户到第一百货账下,因此