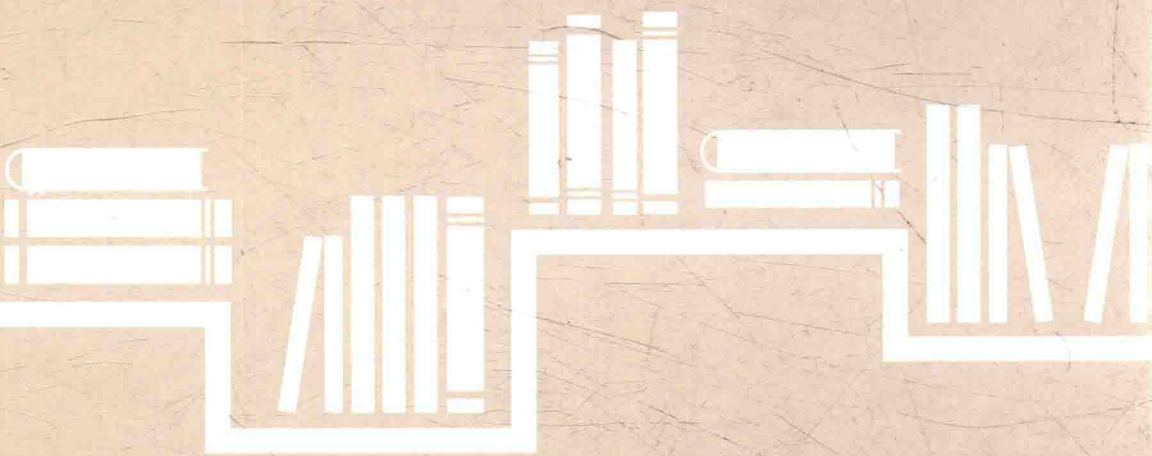


中国书籍·学术之星文库

资产管理与重组评价

基于健康管理视角下的药企并购研究

马金辉◎著



中国书籍出版社
China Book Press



中国书籍·学术之星文库

资产管理与重组评价

基于健康管理视角下的药企并购研究

马金辉◎著

图书在版编目 (CIP) 数据

资产管理与重组评价: 基于健康管理视角下的药企并购

研究/马金辉著. —北京: 中国书籍出版社, 2016. 4

ISBN 978-7-5068-5507-5

I. ①资… II. ①马… III. ①制药工业—工业企业—
企业合并—研究 IV. ①F407.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 073881 号

资产管理与重组评价: 基于健康管理视角下的药企并购研究

马金辉 著

责任编辑 李雯璐

责任印制 孙马飞 马 芝

封面设计 中联华文

出版发行 中国书籍出版社

地 址 北京市丰台区三路居路 97 号 (邮编: 100073)

电 话 (010) 52257143 (总编室) (010) 52257153 (发行部)

电子邮箱 chinabp@vip.sina.com

经 销 全国新华书店

印 刷 北京彩虹伟业印刷有限公司

开 本 710 毫米×1000 毫米 1/16

字 数 201 千字

印 张 14.5

版 次 2017 年 1 月第 1 版 2017 年 1 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-5068-5507-5

定 价 68.00 元

版权所有 翻印必究

作者简介

马金辉 男，管理学博士，海南医学院任教。拥有高级健康管理师、高级公共营养师、高级经济师、心理咨询师、律师、证券师资格。主要研究领域为卫生事业管理、健康服务与管理。出版专著四部，参编教材十部，发表论文五十篇，获省部级科研与教学奖项四项。

序 言

健康管理是“大健康”重要的一环。而医药产品的提供是核心，医药行业被称为“永远的朝阳行业”。据统计，过去十年我国药品市场总规模复合年增长率高达19%，中国已成为世界医药生产大国。而结构不合理、自主创新能力弱等问题也长期困扰着行业发展，运用并购重组手段推动医药行业做大做强，将成为我国医药行业未来持续健康发展的必由之路。

按照《医药工业“十三五”规划》，2020年前，全国要“形成5~10家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20家年销售额过百亿元的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额90%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额80%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到三分之二”。

在这种行业规划大背景下，并购重组是中国医药行业整合的重要手段之一，医药行业的并购整合已迎来又一个高峰期。2015年共披露涉及中国企业并购案例4500起，交易金额达8000亿美元。无论是并购数量还是交易金额，都达到历史最高水平。

虽然近年来医药行业中的并购重组此起彼伏，但是纵观整个医药产业结构，中小企业数量还是太多。现在中国有医药制造企业近6000家，大部分年销售额不到1个亿；有医药商业企业8000多家，大部分都是小公司；有医药零售连锁企业2000多家，它们的销售规模都不大，门店数量也不多。

与此同时，医药企业普遍存在产业结构不合理、经济质量不高、科技水平落后、市场开拓能力不强等问题。随着医药贸易全球一体化进程的加速，我们期待中国医药产业通过有效性的并购重组运作而更加健康发展，让这一“大健康”产业造福于民，普惠于民，为国人的健康管理提供服务与帮助。

目 录

CONTENTS

第1章 导 论	1
1.1 研究的背景及目的与意义	/ 1
1.2 国内外研究现状	/ 3
1.2.1 国外研究的现状	/ 3
1.2.2 国内研究的现状	/ 11
1.2.3 国内外研究的评价	/ 16
1.3 研究内容和研究方法	/ 16
1.3.1 研究内容	/ 16
1.3.2 研究方法	/ 18
本章小结	/ 20
第2章 医药企业资产重组的理论基础	21
2.1 资产重组的理论概述	/ 21
2.1.1 经济学的理论变迁推动资产重组理论的发展	/ 21
2.1.2 对资产重组理论的研究应提倡实证研究方法	/ 22
2.2 效率理论	/ 23
2.2.1 效率理论的渊源	/ 23
2.2.2 效率理论对医药企业资产重组的基础性支撑	/ 24
2.3 委托代理理论	/ 27
2.3.1 委托代理理论的渊源	/ 27
2.3.2 委托代理理论对医药企业资产重组的基础性支撑	/ 32
2.4 交易费用理论	/ 33
2.4.1 交易费用理论的渊源	/ 33

2.4.2 交易费用理论对医药企业资产重组的基础性支撑	/ 35
2.5 价值低估与市场势力理论	/ 36
2.5.1 价值低估理论的渊源	/ 36
2.5.2 价值低估理论对医药企业资产重组的基础性支撑	/ 37
2.5.3 市场势力理论的渊源	/ 37
2.5.4 市场势力理论对医药企业资产重组的基础性支撑	/ 38
本章小结	/ 38
第3章 企业资产重组的演变	40
3.1 资产重组概念及企业资产重组含义	/ 40
3.1.1 资产重组概念	/ 40
3.1.2 企业资产重组含义	/ 42
3.2 国外企业资产重组的演变	/ 43
3.3 国内企业资产重组的演变	/ 54
本章小结	/ 82
第4章 医药企业资产重组运作模式的风险管理	83
4.1 医药上市公司资产重组运作模式	/ 83
4.1.1 医药上市公司运作模式的种类	/ 83
4.1.2 后股权分置时代的医药上市公司资产重组运作模式	/ 88
4.1.3 医药上市公司资产重组真假相模式的特征	/ 91
4.1.4 近年医药上市公司资产重组运作的案例及趋势	/ 104
4.2 非医药上市公司运作模式	/ 109
4.2.1 非医药上市公司运作模式的种类	/ 109
4.2.2 非上市国有医药企业资产重组的模式	/ 116
4.2.3 非上市医药企业资产重组运作时应注意的问题	/ 120
4.3 医药企业资产重组的风险类型及防范	/ 123
4.3.1 资产合并型风险及防范	/ 125
4.3.2 债务剥离型风险及防范	/ 127

4.3.3 买壳上市型风险及防范	/ 129
4.3.4 其他存在的风险及防范	/ 132
4.3.5 几种化解风险的成功模式	/ 134
4.4 构建医药企业重组风险管理决策模型	/ 135
4.4.1 模型构建的理论依据	/ 135
4.4.2 模型的构建	/ 138
4.4.3 实施重组风险管理决策的方法	/ 139
本章小结	/ 140
 第5章 我国医药企业资产重组的绩效评价	 142
5.1 西方企业资产重组绩效的实证研究	/ 142
5.1.1 实证研究的综述	/ 142
5.1.2 简要的评述	/ 145
5.2 国内医药企业资产重组绩效的实证研究	/ 146
5.2.1 国内医药企业资产重组绩效的理论研究综述	/ 146
5.2.2 简要的评述	/ 151
5.2.3 国内医药企业资产重组绩效实证研究的样本	/ 152
5.2.4 国内医药企业资产重组绩效实证研究的方法	/ 155
5.3 我国医药企业资产重组绩效的评价	/ 158
5.3.1 构建医药企业资产重组绩效评价模型	/ 158
5.3.2 提高医药企业资产重组绩效的改善对策	/ 162
本章小结	/ 165
 第6章 医药企业资产重组绩效的实证分析	 167
6.1 太极集团重组案例实证分析	/ 167
6.1.1 太极集团简介与桐君阁公司简况	/ 167
6.1.2 重组的环境分析	/ 168
6.1.3 重组的实施过程	/ 170
6.1.4 重组前的预期协同	/ 171

6.1.5	重组后的战略规划(X)系数	/ 174
6.1.6	重组后的整合效应(Y)系数	/ 175
6.1.7	重组后的品牌效应(B)系数	/ 175
6.1.8	重组后的核心竞争力(C)系数	/ 176
6.1.9	重组的法律环境(L)系数	/ 177
6.1.10	重组后的价值(V_{AB})	/ 178
6.1.11	实证分析结论	/ 182
6.2	东盛集团重组案例实证分析	/ 184
6.2.1	东盛公司简介与重组的动因	/ 184
6.2.2	重组的实施	/ 185
6.2.3	重组后的战略规划(X)系数	/ 188
6.2.4	重组后的整合效应(Y)系数	/ 188
6.2.5	重组后的品牌效应(B)系数	/ 190
6.2.6	重组后的核心竞争力(C)系数	/ 191
6.2.7	重组的法律环境(L)系数	/ 192
6.2.8	重组后的价值(V_{AB})	/ 194
6.2.9	实证分析结论	/ 195
6.3	案例建议	/ 203
	本章小结	/ 207
第7章	全书总结与研究展望	209
7.1	全书总结	/ 209
7.2	本书创新点	/ 212
7.3	研究展望	/ 212
	参考文献	215
	后 记	222

第1章

导 论

1.1 研究的背景及目的与意义

医药产业是朝阳产业，是“大健康”产业的核心，是健康管理的保障。国民经济的快速发展又给我国医药企业提供了巨大的市场机会。然而，与国际医药行业发展现状相比，我国医药企业还普遍存在规模过小、产业结构不合理、科技水平落后、市场开拓能力不强等弱点。因此，以医药上市公司为核心，通过资产重组，对我国现有医药企业进行整合，是医药行业产业升级和发展的必然选择。从市场的角度来说，资产重组已经成为市场广泛认同的最佳手段之一，企业重组一旦得以进行，原有的法人主体就会被迅速激活，因而可以顺利实现资产增值。从政策的角度来看，政府在加大对资产重组的扶持力度，尤其在税收政策、土地价格、业务特许、债务本息减免甚至股权无偿划拨方面都营造了较大的选择空间，从而能够促成企业间实施资产重组运作的实现。另外，资产重组运作是与企业经营机制的转换相结合的，不但需要引入资金、市场，更需要引入先进企业的管理和文化，从而促进其公司治理结构的改善，达到脱胎换骨的效果，建立健全符合市场经济要求的法人治理结构。而引进的先进管理制度和管理模式，是建立健全科学的激励制度、培育企业核心竞争力、建立现代企业制度的关键。

随着国家“医养结合”制度改革的确立和医药体制改革的纵深推进,越来越多的已经成长起来的大型医药流通企业、制造企业以及外行业企业纷纷进行市场购并和重组工作。购并和重组就意味着整个中国的医药商业所需资金得到充盈,这对当前整个医药企业摆脱从2008年开始由美国次贷危机引致的全球性金融风暴对实体经济的影响,从而走向集中化和使国有医药企业发展壮大成“医药航母”提供了机遇和挑战。

近年来世界医药巨头间的重组并购也愈演愈烈。有分析预测,到21世纪中期,全球前70家大医药企业将合并为15家,医药产业的集中度进一步提高。提高产业集中更加有利于跨国公司对包括中国市场在内的全球医药市场进行分割与控制。可以说,中国医药市场的发展趋势将与世界同步,国内前十强医药企业的市场集中度已达到40%以上。而这一目标的实现,资产重组的运作是功不可没的。

《全国医药流通行业“十三五”发展规划》已出台,规划提出,优化投资结构,吸引境外药品流通企业按照有关政策扩大在境内投资,参与药品流通企业兼并重组,拓展分销业务。同时,鼓励有条件的药品流通企业“走出去”,通过新建、收购、境外上市等多种方式,到境外开展业务。该规划还指出了“十三五”期间医药流通领域的工作重点:鼓励药品流通企业兼并重组,鼓励零售连锁业态的发展,培育国家级、地市级龙头航母企业医药流通业。“鼓励和支持药品流通企业做大做强,通过收购、兼并、托管、参股、控股和强强联合等方式,实现规模化、集约化和国际化经营,延伸和完善供应链和价值链管理,促进企业的核心业务发展”等已被明确写入规划纲要,医药流通行业的兼并整合将进一步提速。

由于医药企业资产重组的运作模式不一,加之资产重组的信息披露制度尚待规范,就使得各种各样、或真或假的资产重组大量存在。当然,随着制度的完善、市场条件的改善,重组运作将更加趋于理性,虚假重组等短期行为将丧失存活空间,具有效率性的医药企业资产重组运

作必将成主流。

综上,本课题研究的目的、意义在于对现有国内医药企业资产重组出现的模式进行特征研究,构建防范风险的决策模型,建立医药企业资产重组有效性的价值模型。通过这一研究,旨在找出导致医药企业资产重组运作失败的原因,为成功的医药企业资产重组的运作提供参考,降低医药企业资产重组操作的风险。我国建立现代医药企业制度和完善结构调整的要求已迫在眉睫,因而医药企业资产重组的有关理论与实践问题不仅有急迫的现实意义,也有着重要的理论研究价值。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究的现状

医药企业资产重组研究的理论水平与企业资产重组的实践发展往往是一致的。国外理论界对企业资产重组作了大量的研究。由于理论出发点和关心的重点不同,这些研究者都提出并探讨了各自特有的中心议题,而随着时代及市场的发展,新的研究学者也形成了不同的理论假设和研究方法。

(1) 企业资产重组能否创造价值的研究

从事资本市场研究的学者们一直是研究资产重组的主要学术力量。他们对资本市场的研究虽然没有直接研究资产重组问题本身,但它涉及了资产重组领域的最基本的课题:企业资产是否创造价值?如果创造价值,那么价值源自何处?当研究资本市场的学者们在对企业资产重组问题研究时,探讨的一个核心问题就是:重组是否创造价值?如果创造价值,那么将是为谁创造价值?根据 Ewing (1997) 和 Jim Hamill (1991) 对相关研究的综述,在美国,目标公司的股东一般能从并购重组中获得 20% ~ 30% 的股票溢价,而并购重组公司的股东却只能获得 0 ~ 4% 的

股票溢价。对其他国家的研究也得出了类似的结论，这些国家包括澳大利亚、比利时、法国和英国。从这些发现中，金融经济学家认为，企业能够通过资产重组创造财富、造福于社会。

他们在研究双方企业的股票价格在资产重组宣布前后的波动之后认为，一般情况下，目标企业的股东能从并购重组中获利，而并购重组企业的股东则不能。他们得出的结论是，并购重组创造价值，活跃的公司控制市场应该得到鼓励。

学者们用来研究并购重组效应的方法，是通过衡量股票价格在并购重组宣布前后的一个短暂时间内的变化，来判断股票价格波动产生的净利或损失。当并购重组企业和目标企业的市场价值在并购重组宣布后发生变化，并且净变化（提出了综合性市场波动影响后的变化）为正时，研究者就认为该项并购重组创造了价值或财富。

把考察的期间限定在并购重组宣布前后是基于有效率市场的假设。依据这一假设，一旦并购重组被宣布，标志着并购重组计划的预期收益的限制就会立即被吸收到并购重组企业或目标企业的股票价格中去。因此有学者认为，考察一项并购重组是否创造了价值，并不一定要等到交易完成后形成绩效结果或发生整合。

既然资产重组创造财富（或价值），那么财富源自何处呢？这是金融经济学家关心的另一核心课题。如果一方的盈利仅仅来自另一方（或几方）的损失（即价值转移），就不能说资产重组是为改进效率和创造财富而使资源得到了重新配置，也就不能说资产重组创造了价值。

第一种观点认为，股东的盈利来自债权人的损失。在他们看来，当并购重组企业用现金收购风险较高的目标企业时，这种情况就会发生。但是戴丽斯和麦克奈尔（Dennis and McConnell, 1986）的一项较广泛的研究并没有支持这一观点。

第二种观点认为，盈利来自税收效应。有关并购重组的税收动机方面的证据是复杂的。Bagnoli（2002）在对 1988 ~ 1998 年间发生的 318 项并购重组案例的研究中发现，有近 20% 的并购重组主要是通过税收

原因引起的。Baker (1995) 则讨论了税收效应导致并购重组的条件。他们发现, 由于存在税收偏好、信息成本和交易费用的困难, 就很难断言税收利益的确就是并购重组的动因或者说并购重组就是企业用来获得一定税收优势的最好途径。另一项有关 1980 ~ 1984 年间杠杆收购的研究发现, 潜在的税收利益与支付的溢价间具有一定的正相关关系。而 Camerer 和 Vepsäläinen (2008) 在综合各方面的研究后认为, 在最近 20 年里, 相当多的资产重组都不是源自税收的原因。

第三种观点认为, 目标企业股东增加的价值来自雇员、供应商的财富转移。当新的管理层打破企业与利益相关者间现有的隐含契约时, 接管就会产生收益。这些收益源自改变聘用条件、薪金和采购价格所产生的财富从利益相关者(如雇员或供应商)的转出。

第四种观点认为, 并购中的价值创造财富源自代理成本的节约。Shleifer 和 Vishny (2003) 曾对有关并购重组与目标公司管理层业绩间关联性方面的研究成果进行了综述。根据他们的评论, 公司并没有成功地阻止经理人员采取非最大化股东财富的行为, 而且有关敌意并购重组的研究表明, 这类并购重组经常发生在迅速衰退或变化的产业中那些经理人员不能及时采取行动收缩业务或作出其他调整的企业。这些发现支持了新的投资者相信他们能够降低现有代理成本的假设。

重组企业股东不能从接管中获利的发现带来了这样一个问题: 既然并购重组企业不能从重组中获利, 那么为什么还会有资产重组活动不断地发生呢? Lawrence White (1987) 曾提出三种解释: ①并购重组也许实际并不产生真实的利益, 重组不断发生或者是因为经理人员错误地估计了被建议重组的价值, 或者是因为经理人员以牺牲股东财富的代价来实现自身财富的最大化。②并购重组也许确实能产生真实的利益, 但并购重组带来的管理上的困难可能抵销这些利益。③可能只有特定类型的重组战略才能使并购企业的股东获利。

Price (1998) 则提出了另一种解释, 即所谓的“自负假设”: 如果并购重组实际上没有集中的利益, 并购重组就产生于并购者自负地假设

他们的评价是正确的。换言之，管理者一贯高估目标公司的价值。

这些以资本市场为载体的学者意识到了通过资源重新配置创造价值的意义，并且提醒管理者在进行资产重组决策时应充分考虑潜在的价值创造潜力，但它对并购整合问题研究不是明显的：第一，这些研究资本市场的学者们没有进一步的说明并购重组产生的价值是如何创造的。在上面提到的四种财富来源的解释中，前三种解释涉及的实际上都是价值的转移，而且并非价值的创造。只有 Price (1998) 的解释与并购重组的价值创造有关，但它所涉及的只是公司控制市场对经理行为的一种约束和惩罚作用，并没有直接触及价值的创造过程。第二，所设定的市场效率方面的假设，没有反映管理世界的现实。例如，在市场效率方面，该理论假设股东能够了解和预见企业战略的演进，因此能够根据他们对战略风险的偏好评价企业的价值，而这种评价将实时地反映到企业的股票价格上。这个假设与我们现有的有关战略本身、战略如何制定以及如何演进的认识是不一致的。有关的战略研究指出，战略不是一个可预见的、宿命论的过程，而是关于企业如何与它的环境相适应的一系列演进的决策。即使它是完全可预见的，许多关于企业如何与它的环境相适应的管理决策也是部分人所“专有的”(Proprietary)。若将这些决策向投资者公开，就会削弱企业的竞争地位。第三，上述学者们所采用的衡量并购绩效的方法，其有效性是以有效率市场假设为条件的。如果有效率市场不成立（譬如中国的股票市场），那么以股票价格在并购重组宣布前后一个很短时间内的波动作为衡量企业并购对股东财富或企业价值影响的方法，就是值得怀疑的。第四，部分学者仅仅用经理人员的“自负”、机会主义或错误决策等来解释现实中企业并购重组的不断发生，至少是不全面的。第五，相当一部分学者研究的重点是并购对社会经济效率的影响而非企业个体的影响，因此也就很难对现实中企业的并购重组及其管理决策提供更有针对性的指导。

(2) 企业资产重组的关联性对绩效影响的研究

西方有相当一部分学者感兴趣的不仅是并购重组对经济效率的影响

研究,而着重研究的更是并购重组对单个企业的影响。

Ramanujam 和 Varadarajan (1989) 以及 Kim 等曾就多元化与企业绩效间的关系进行过综合性的评论。总体而言,这些研究者都认为,企业活动的关联性与绩效间存在着明显的相关关系,即使不一定是因果关系。

Rumelt (1974) 在其早期研究中认为,紧密关联型 (Related-constrained) 的企业在资本生产率上要相对优于无关联型 (Related-linked) 的企业,Rumelt (1982) 还在对自己早期研究的一次整理中提出了“产业影响”的概念(关联多角化企业一般存在于具有高进入、高退出障碍盈利水平较高的产业中)。

Christensen 和 Montgomery (1981) 的研究进一步发现,市场结构降低了多角化与企业绩效间的相关关系。Bettis 和 Hall (1982) 也使用 Rumelt 的样本分析了产业对企业并购绩效的影响。他们指出,药业公司是一种典型的紧密关联型企业,这个产业一向以它的高盈利水平而著称。大多数后来的研究也都支持了 Rumelt 的分类方法和他的基本结论。

Singh 和 Montgomery (1997) 在对 1980 年至 1990 年间 203 家目标企业的案例研究中指出,关联性目标企业比无关联性目标企业具有更高的超额回报。Shelton (2001) 在对 1992 年至 2000 年间的 218 项并购的研究中也得到了相似的结论,即横向并购重组和关联互补性并购重组(将相同的产品销售给新顾客)能获得巨额的回报,无关联并购重组则显示出对绩效虽说不重要却是负面的影响。然而,Lubatkin (1987) 对 1948 ~ 1985 年间的 340 家目标企业的研究结论却是关联性并购重组并不比无关联并购重组能够创造更多的价值。

Elgers 和 Clark (1990) 在一项样本涉及 439 家资产重组企业和 430 家目标企业的案例研究中发现,混合并购重组比非混合并购重组可以为并购重组双方的股东带来更多的财富。Chatterjee (1996) 也报告了类似的发现。在他的结论中,无关联并购重组中的目标企业要比关联并购重组中的目标企业具有更好的绩效。