

ZHONGYANG CAIJING DAXUE  
ZHUANZHU JIN ZIZHU CHUBAN

中央财经大学专著基金资助出版

# 企业并购 理论与研究与 实证分析

徐兆铭 著



中国财政经济出版社

# 企业并购 理论与研究与 实证分析

张其成 著

中国社会科学出版社  
CHINA SOCIAL SCIENCE PRESS  
100026 Beijing, China  
Tel: 010-65245000 Fax: 010-65245001  
E-mail: csp@ssap.cn

中国社会科学出版社  
CHINA SOCIAL SCIENCE PRESS

ISBN 7-300-08000-0

中央财经大学专著基金资助出版

# 企业并购：理论研究 与实证分析

---

徐龙铭 著

---

中国财政经济出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

企业并购：理论与实证分析/徐兆铭著. —北京：中国财政经济出版社，2005.7

(中央财经大学专著基金资助出版)

ISBN 7-5005-8276-5

I. 企… II. 徐… III. 企业合并—研究 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 054648 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 8.25 印张 202 000 字

2005 年 6 月第 1 版 2005 年 6 月北京第 1 次印刷

定价：20.00 元

ISBN 7-5005-8276-5 / F·7237

(图书出现印装问题，本社负责调换)

---

# 目 录

---

|                        |        |
|------------------------|--------|
| 第1章 导论                 | ( 1 )  |
| 1.1 问题的提出              | ( 3 )  |
| 1.2 三个基本命题：研究企业并购的一种思路 | ( 5 )  |
| 1.3 本书的章节安排            | ( 12 ) |
| 第2章 企业并购：一个综合性的概览      | ( 14 ) |
| 2.1 企业并购               | ( 14 ) |
| 2.2 企业并购的动因与作用         | ( 20 ) |
| 2.3 对企业并购的审视：理论回顾与综述   | ( 26 ) |
| 2.4 企业并购：我国的研究现状       | ( 35 ) |
| 附录                     | ( 38 ) |
| 第3章 企业并购的历史与宏观背景：国外证据  | ( 39 ) |
| 3.1 美国的五次并购浪潮          | ( 40 ) |
| 3.2 英国的并购活动            | ( 52 ) |
| 3.3 日本的并购活动            | ( 58 ) |
| 3.4 小结                 | ( 66 ) |

|                              |       |
|------------------------------|-------|
| 第4章 企业并购的宏观背景与历史：我国证据·····   | (71)  |
| 4.1 国有企业改革与我国的企业并购活动·····    | (72)  |
| 4.2 证券市场发展与企业并购活动·····       | (79)  |
| 4.3 非国有经济的兴起与企业并购活动·····     | (91)  |
| 4.4 小结·····                  | (98)  |
| 附录·····                      | (102) |
| 第5章 企业与企业并购的性质·····          | (107) |
| 5.1 企业的合约性质与企业并购·····        | (108) |
| 5.2 关系性合约与企业产权·····          | (111) |
| 5.3 企业并购的性质·····             | (122) |
| 第6章 并购过程的合约分析·····           | (125) |
| 6.1 企业并购过程·····              | (125) |
| 6.2 代理人的并购·····              | (135) |
| 6.3 债权人与企业并购活动·····          | (145) |
| 附录·····                      | (150) |
| 第7章 并购选择、企业经营绩效与并购效率的测度····· | (154) |
| 7.1 中心签约人的变更与企业绩效的改善·····    | (155) |
| 7.2 管理能力无差异条件下的并购选择·····     | (167) |
| 7.3 并购效率的测度·····             | (178) |
| 第8章 并购效率的实证分析·····           | (186) |
| 8.1 相关理论研究成果综述·····          | (186) |
| 8.2 关于我国上市公司并购效率的实证研究·····   | (202) |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| 第9章 转型时期政府对并购活动的监管..... | (225) |
| 9.1 政府对企业职工的司法救助 .....  | (227) |
| 9.2 政府对并购过程的监管 .....    | (234) |
| 9.3 政府对市场竞争的保护 .....    | (238) |
| 参考文献.....               | (242) |
| 后记.....                 | (254) |

# 第 1 章

---

## 导 论

2000 年 1 月 10 日，全球最大的互联网服务提供商——美国在线（AOL）<sup>①</sup> 与全球娱乐及传媒巨人——时代华纳公司（TW）<sup>②</sup> 正式宣布合并，整宗交易的金额高达 1840 亿美元，成为有史以来最

---

① AOL 公司是一家成立不到 15 年的公司，该公司董事长兼首席执行官、42 岁的史蒂夫·凯斯是美国互联网界的经营天才。在其领导下，AOL 发展成为全球最大的 ISP，对全美用户提供每月 21.95 美元不限时接入 Internet 的服务。目前在全球 15 个国家用户已超过 2000 万，其股价自上市以来涨幅已超过 800 倍。

② 时代华纳是一家具有 70 年历史的老牌媒体集团，由时代公司、华纳公司和 Turner 广播公司合并而成。它拥有美国有线电视网（CNN）、卡通电视网（Cartoon Network）、HBO 电影台、华纳兄弟电影公司（Warner Bros.）、华纳音乐集团（Warner Music Group）、《时代》杂志（Time）、《人物》杂志（People）、《财富》杂志（Fortune）、体育画报（Sports Illustrated）、《娱乐周刊》等著名报刊，目前，时代华纳市值 830 亿美元，是传统媒体中独一无二的老大。



大的并购案。两公司合并后，新公司将冠名为美国在线—时代华纳公司（AOL—Time Warner, Inc.），成为世界第七大公司，年营业额高达 300 亿美元，市值总额高达 2860 亿美元，加上未执行的期权和认股权证，交易总额可达 3500 亿美元。

据悉，时代华纳 1 月 7 日的收盘价为 64.75 美元，消息公布后，1 月 10 日的股价飚升到 95 美元，1 月 11 日一度达 102 美元历史高位。1 月 12 日时代华纳平均股价为 90 美元。1 月 13 日再涨 6.4%。欧洲股市率先做出反应，媒体股票纷纷一路上扬，仅路透社就涨了 10%。香港股市也紧随其后，媒体股票的涨幅普遍都在 10% 以上，有的甚至更高。

当美国在线（AOL）与时代华纳公司（TW）的并购事件被媒体炒的沸沸扬扬的时候，人们对此前发生的其他一些并购案例仍然津津乐道：

1998 年 5 月 11 日，美国科技公司 vs SBC 通信公司，交易金额高达 723.6 亿美元。

1998 年 5 月 7 日，戴姆勒—奔驰 vs 克莱斯勒，交易金额高达 395.1 亿美元。

1998 年 4 月 13 日，国民银行 vs 美洲银行，交易金额高达 616.3 亿美元。

1998 年 4 月 6 日，美国花旗银行 vs 旅行者集团，交易金额高达 725.6 亿美元。

1997 年 10 月 1 日，美国微波通讯公司 vs 世界通讯公司，交易金额高达 433.5 亿美元。

1995 年 3 月 27 日，日本东京银行 vs 三菱银行，交易金额高达 337.9 亿美元。

.....

据统计，2000 年全球企业并购的数量为 38292 起，交易金额

高达 35000 亿美元。这些并购案以及这些并购案例背后的故事不仅仅是人们茶余饭后的谈资，而且也在实实在在地影响着人们的生活。投资者的财富随着并购企业股价的涨跌而增值或是缩水；工人们神情紧张地注视着企业的开张与开门；主妇们则在家里盘算着每一天所需的开支。政府官员、法律工作者、经济学家、企业家从不同的角度、不同的立场，探究、争论这些并购事件对社会、部门、企业、居民的影响。企业并购已不仅仅是企业自己的事了。

## 1.1

### 问题的提出

#### 1.1.1 三个基本问题

企业的并购行为总是媒体关注的新闻热点，这一点本身已经算不得什么新闻了。巨型并购案所涉及的令人咂舌的天文数字吸引着形形色色的眼球，人们怀着不同的目的对这些财富神话圈圈点点。对于经济学家来说，职业的习惯常常会促使他们对企业并购这种现象提出几个问题：

第一，企业并购为什么会发生？

第二，企业家进行并购的动机是什么？

第三，企业并购对整个社会意味着什么？

第一个问题是探究企业并购发生的必然性。经济学家经常使用的一个词汇是“选择”，因而企业并购的必然性问题又可以被诠释为这样一个问题——企业为什么选择了并购而没有选择其他方式来解决它们所面对的问题？作为这个问题的延伸，经济学家会继续

问：企业遇到了什么问题？在面对这些问题时，企业还有哪些可以选择的应对措施？在什么条件下，这些选择将会是最优的？

第二个问题比第一个问题更进一步。从研究的对象上说，经济学家已深入到企业的内部，对企业各种行为的组织者和执行者进行探究；从关注的问题来看，经济学家已深入到企业家的内心来研究行为人的动机。由第一个问题到第二个问题，经济学家不仅完成了研究角度的转换和深化，而且实现了理论条件的某些突破。由此而发，经济学家会问：企业是由谁来控制的？企业遇到的问题对于企业的控制者来说意味着什么？作为一个理性的个体，他的最优选择是什么？

第三个问题关注企业并购所产生的经济后果。经济学家总是“斤斤计较”的，这既是一种研究方法又是一种职业使命。从理性人的假设出发，经济学家认为，不论是个人还是组织，其行为都是基于得失计较之上的理性选择，因而在企业并购发生前，他们通过研究行为人的得失来推断行为人的行动；作为社会工作者，经济学家计较的是社会的得失，他们关心的是：企业并购究竟是促进了社会福利还是损害了社会福利？如何来测度这种得失？

经济学家关于企业并购的这三个问题构成了企业并购理论与实证的逻辑框架，对于由这三个问题衍生或与这三个问题相关的、其他的、诸多问题的回答和质询将使得企业并购理论得以进一步丰满和成熟。

### 1.1.2 本书所要回答的问题

我们所面对的是这样一个时代：从世界范围来看，国际经济一体化迅猛发展，各国政府为提高本国企业的国际竞争力纷纷放松对垄断的管制，跨国并购风起云涌。从我国的情况来看，由于正式加入 WTO，国门已向世界徐徐开放，国内企业将直接面对来自整个

世界的竞争；体制改革、产业升级、结构调整、国企改革峰回路转。在这样一个时代背景下，我国的企业并购尤其显得意义非常、耐人寻味。

我国的企业并购无疑是我国经济体制由计划向市场转变过程中的一个新生事物，与世界上成熟的经济体相比，我国企业并购无论在实践上还是在理论上都显得稚嫩和浮躁。政府干预、暗箱操作、虚假信息、市场操纵曾一度使企业并购声名狼藉。中国的企业需要冷静的思考，中国的理论界更需要冷静的思考。

在我国这样一个转型经济中，我们不仅要回答前文所提出的关于企业并购的三个基本问题，更要回答：并购究竟是一种什么样的经济活动？我国企业并购有什么特点？它对于我国的经济发展和制度变迁意味着什么？它将会把我国的经济生活引向何处？我们应当如何规范和引导这股新生的经济力量为我国的经济建设服务？

## 1.2

### 三个基本命题：

### 研究企业并购的一种思路

#### 1.2.1 第一个命题：企业并购——中心签约人的调整

##### (1) 企业是一种关系性合约的联结

研究企业并购的前提是搞清楚什么是企业。在科斯之后，企业理论的发展似乎已经对“企业是什么？”这个问题给出了清晰的答案，即“企业是一系列合约的联结”。从对企业性质的研究上看，这一论断无疑是深刻的；它使我们的认识从机器、工人、老板等一

系列实体转到维系这些实体运转的关系上来。但是这个论断有点过于抽象，它离我们在生活中所能感知的那个企业似乎过于遥远。我们在企业里同老板打交道的感觉与我们在商场里同售货员打交道的感觉是如此的不同，以至于我们对经济学家的论断多少有点儿信心不足。

问题实际上出在“合约”这个概念上。在企业里通行的合约是一种关系性合约，这种合约的特点是，合约一方以某种条件将要素的控制权交给另一方。而在市场交易中，通行的合约是一种完备的合约，交易双方之间不存在控制与被控制的关系。因而企业是一系列关系性合约的联结。合约的中心签约人是全部合约的公共签约方，通过中心签约人，合约之间实现了联结。中心签约人拥有每一合约中其他签约人让渡的控制权，这些权力构成的集合通常被称为企业的产权（见图 1-1）。

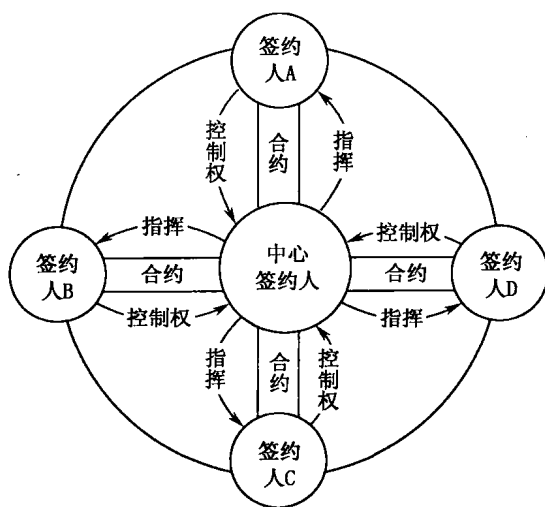


图 1-1 企业性质示意图

## (2) 企业并购与企业产权交易

严格来说,企业产权更准确的表述应该是剩余索取权和剩余控制权,因而企业产权与财产权是不同的概念。财产权是基于特定财物之上的一系列排它性权力的集合,它包括所有权、占有权、使用权等等。而企业是一系列合约的联结,是一种法律上的虚拟。企业产权赖以存在的不是实实在在的财物,而是一系列关系性合约,它是要素所有者依据关系性合约的约定条件让渡给中心签约人的要素控制权的集合。

要素所有者进入关系性合约的条件是要素所有者对要素的所有权,而且这种所有权不因要素控制权的让渡而丧失。如果要素所有者要求退出关系性合约时,他完全可以带着原本属于自己的东西离开。中心签约人除了对自己的要素拥有所有权外,其余的仅仅是对他人要素的控制权或指挥权。与这种控制权相对应的是中心签约人的剩余收益,剩余收益大小取决于中心签约人对合约控制权的有效运用。

从这个意义上说,将企业并购理解成购买企业本身就不是一个合乎逻辑的说法,因为企业是一种法律的虚拟,虚拟的东西如何买卖呢?

企业的剩余控制权和剩余收益是与中心签约人在关系性合约中的交易资格连在一起的,因而,控制权的转移意味着中心签约人的变更。合约之外的人如果想要获得企业的剩余控制权和剩余收益,惟一的办法就是获得中心签约人的交易资格。因而,将企业并购理解成为中心签约人的变更,或者等价地理解为企业产权在不同的中心签约人之间的转移,显然更符合逻辑。

理解企业并购的实质,其意义不仅在于区分企业并购与买卖资产之间的差别,还在于它让我们深刻地理解所谓企业并购的效率无非是一种由于合作伙伴变更而带来的合作收益的变化。

### 1.2.2 第二个命题：企业并购——企业对外部环境变化的一种主动适应

#### (1) 企业与企业的外部环境

企业是一系列合约的联结，合约联结的方式取决于中心签约人的选择。中心签约人是在外部环境变量的约束下，选择交易伙伴、构建合约关系的。构建合约的成本是合约收益一项扣减，作为合约剩余收益的所有者，中心签约人会努力寻求成本最低的合约方式来组织生产。

企业的外部环境包括：受政府影响的制度环境、受竞争者影响的竞争环境、受顾客影响的需求环境、以及其他外部环境（如技术环境，社区环境等等）。这些环境的特点决定了中心签约人合约选择的可行集（见图 1-2）。

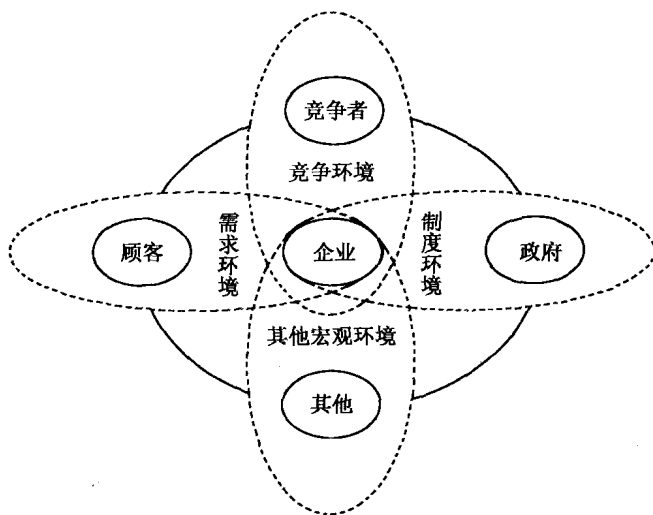


图 1-2 企业的生存环境

企业外部的各种环境因素随时都在变化，但是在不同的时期内和地域范围内，它们变化的方式却有所不同，而且这些变化对不同企业的影响也有差异。例如某种机器的发明会提高那些最先采用这种机器的企业的生产效率，同时降低那些仍在使用旧机器的企业的相对生产效率。企业间相对生产效率的改变会进一步改变这些企业的竞争环境。那些对社会发展具有深远影响的重大的技术发现（如蒸汽机、电力、计算机等）对企业外部环境的影响无疑会更为显著。此外，政府的制度创新、法律修改、宏观经济周期的波动也会造成企业外部环境的急剧变化。

## （2）环境变化对合约的影响

作为合约构建的约束变量，外部环境的变化会迫使签约人对原有的合约关系做出相应的调整。合约关系的调整包括：合约条款的变更以及合约对象的变更（见图 1-3）。

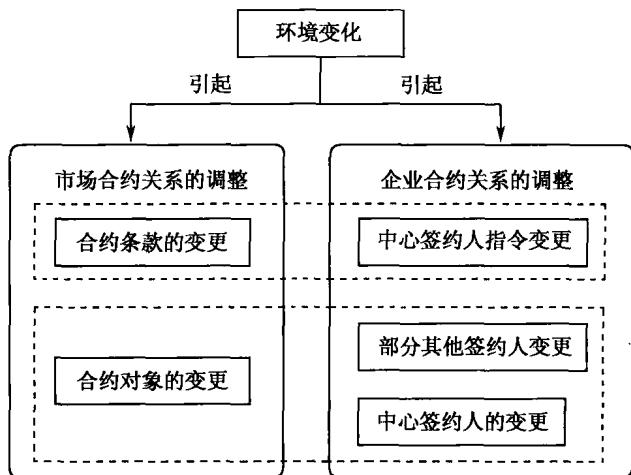


图 1-3 环境变化引发的合约调整



合约关系的调整通常有两个特点：第一，交易者产生变更合约关系要求的可能性（包括对合约条款的变更以及合约对象的变更）与合约的期限有关。合约的期限越长，交易者越有可能产生变更合约的要求。第二，交易者变更要求的特定内容与合约的弹性有关。与市场上通行的合约相比，关系性合约的条款是非常宽泛的，要素所有者的行动细节是由指挥者根据现实环境做出并随时修改的。

从企业角度看，合约关系的调整主要表现为：中心签约人指令变更和签约人变更（包括中心签约人的变更和部分其他签约人的变更）。而且（几乎）所有这些变更都可以归结为中心签约人基于自身利益权衡之上的自主选择<sup>①</sup>。不过，与市场合约的条款变更不同的是，中心签约人指令的某些变更在企业外部通常是难以看到的。

作为适应外部环境变化的一种合约调整方式，企业并购是以中心签约人的变更为特征。这种变更可以是原中心签约人的退出，也可以是两个独立合约系列的中心签约人合并成为一个新的中心签约人。

随之而来的一个值得思考的问题是：在外部环境发生变化之后，既然中心签约人可以有多种选择，那么是什么原因最终促使他放弃了其他的选择，而要对自己的合约地位进行变更呢？这也正是我们在第三个命题中将要解答的问题。

### 1.2.3 第三个命题：企业并购——管理变革成本的节约

理论界常常用各种动机理论来解释中心签约人对企业并购的选择，这些理论的一个共同的逻辑是：通过企业并购活动，中心签约人可以获得一些新的（或者说通过其他选择无法获得的）改善自身福利的途径，因而促使中心签约人选择了企业并购。

---

<sup>①</sup> 部分其他签约人的变更又可能是出于这些签约人的个人选择。例如，员工跳槽。