

投资学前沿论丛

上市公司 资产重组绩效研究

THE ASSET RECOMBINATION
PERFORMANCE OF LISTED CORPORATE

雷辉 著

湖南大学出版社

PERFORMANCE OF LISTED CORPORATE

THE ASSET RECOMBINATION

投资学前沿论丛

芙蓉学者计划基金资助

湖南省自然科学基金(06JJ20035)

湖南省社会科学基金(06ZC04)资助

湖南省哲学社会科学成果评审委员会2006~2007年度立项课题(0608025C)资助

上市公司 资产重组绩效研究

THE ASSET RECOMBINATION
PERFORMANCE OF LISTED CORPORATE

雷辉 著

THE ASSET RECOMBINATION
PERFORMANCE OF LISTED CORPORATE

湖南大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

上市公司资产重组绩效研究/雷辉著. —长沙:湖南大学出版社, 2007. 3

(投资学前沿论丛)

ISBN 978 - 7 - 81113 - 131 - 4

I. 上... II. 雷... III. 上市公司—资产重组—研究—中国
IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 030459 号

上市公司资产重组绩效研究

Shangshi Gongsì Zìchān Chóngzǔ Jìxiào Yánjiū

作 者: 雷 辉 著

责任编辑: 王和君

封面设计: 张 毅

出版发行: 湖南大学出版社

社 址: 湖南·长沙·岳麓山 邮 编: 410082

电 话: 0731-8821691(发行部), 8821593(编辑室), 8821006(出版部)

传 真: 0731-8649312(发行部), 8822264(总编室)

电子邮箱: presswanghj@hnu.cn

网 址: <http://press.hnu.cn>

印 装: 长沙湖大印务有限公司

开本: 730×960 16 开

印张: 13

字数: 248 千

版次: 2007 年 4 月第 1 版

印次: 2007 年 4 月第 1 次印刷

印数: 1~2 000 册

书号: ISBN 978 - 7 - 81113 - 131 - 4/F · 141

定价: 26.00 元

版权所有, 盗版必究

湖南大学版图书凡有印装差错, 请与发行部联系

作者简介

雷辉,男,1967年出生,湖南长沙人。管理学博士、副教授、硕士生导师。现任湖南大学工商管理学院投资理财系主任,兼任湖南省技术经济与管理现代化研究会理事。

主要研究领域为企业资本运营与投资决策。主持湖南省自然科学基金项目一项,湖南省社会科学基金项目一项,湖南省社会科学联合会基金项目一项。作为主要研究人员参与国家自然科学基金项目四项,部、省级纵向课题六项,其中获国家级二等奖一项,省级一等奖一项及省级其他奖项若干。发表研究论文 20 余篇。同时,积极为企业服务,主持企业横向课题四项,参与企业横向课题 10 项。

本书研究小组成员

杨 华 罗永恒 张 莎

“投资学前沿论丛”编委会

召集人：

陈 收 湖南大学副校长、教授、博士

委 员：（以姓氏笔画为序）

马超群 湖南大学工商管理学院教授、博士

陈 收 湖南大学工商管理学院教授、博士

张 玲 湖南大学工商管理学院教授、博士

晏艳阳 湖南大学金融学院教授、博士

谢 赤 湖南大学工商管理学院教授、博士

雷 辉 湖南大学工商管理学院副教授、博士

丛书总序

经过 15 年的快速发展,中国股票市场已具有相当规模,对资源的有效配置起着日益重要的作用。截至 2004 年 1 月,中国股票市场境内上市公司已经达到 1 290 家,股票市价总值达到 45 456.48 亿元,筹资金额达到 79.51 亿元,投资者开户数达到 7 039.87 万户。就一个新兴市场而言,这样的总量水平走过了西方发达国家百余年的历程。正因为股市对国民经济的发展日显重要,投资于股市的股民比例日益提高,对于股市运行规律的研究成为学者关注的焦点。

Markowitz (1952) 提出的均值-方差模型使投资管理向科学化方向迈进,推动了现代组合投资理论体系的建立与发展。Sharpe (1964) 等提出的资本资产定价模型 (CAPM) 理论构成了以市场均衡为核心的标准金融理论框架。这两个重要的理论体系的建立与发展,对证券估值以及评价投资组合的绩效提供了依据,现代投资理论在此基础上蓬勃发展而成为最热门的学科之一。

标准金融理论强调的是资产价格变动的正态分布特征和市场均衡特征,而现实的资本市场更多的是表现为非正态、非线性与非均衡性,现实投资活动表现往往与标准金融理论的分析存在差异。人们开始走出标准金融理论框架,寻找更有效的理论与方法解释市场,如资产收益的非正态分布导致的不同风险计算以及金融资产价格的时序分析计算使理论解释更贴近实际,等等,现代金融分析计算方法成为投资理论中发展极快的一个分支。

基于有效市场假说和理性人假设建立起来的标准金融理论为金融决策提供了逻辑简明、高度精练的理论指导。然而当标准金融理论运用于实践时遇到了多方面的挑战。此时以市场非有效和投资者有限理性假设为前提的行为金融学应运而生,且以其逼近真实市场行为的理论分析展示出广阔发展前景。Kahneman 和 Tversky (1979) 在大量心理学研究基础上提出期望理论,奠定了行为金融学的理论基础。行为金融学出现的理论意义在于它突破了“理性”框架对主流金融模型和研究范式的局限,为解释金融市场中的异象提供了新的思路。行为金融学的实践意义是对传统投资决策范式提出了挑战。从国际金融领域的投资实践来看,行为金融投资策略已经占据了主导投资理念的一席之地并在迅速发展。对于中国股票市场上的广大投资者尤其是机构投资者而言,借鉴行为金融投资理念来研究行为金融投资策略是十分重要的。

在中国社会主义市场经济体制逐步完善和资本市场快速发展过程中,企业成为市场经济的主体,作为整合社会资源的一种经济组织形式,其可持续发展主要取决于能否获得和保持稳定的资金来源,并合理开展投资活动。从企业理财活动与企业价值最大化的角度来看,融资与投资是互动的,企业的融资决策需要根据投资项目或投资活动的基本特点和要求确定资本的来源和筹资方法;而投资绩效又影响企业的资本结构调整与企业发展。为了使企业价值最大化,企业的资本结构需要不断调整和优化。这不仅影响到公司的治理结构和经理的行为,更影响到企业经营管理与投资运作能力与水平。自从 Modigliani 和 Miller (1958) 提出 MM 理论以来,公司资本结构一直是企业界、管理界和财务理论界研究的一个重要问题。在中国,由于经济体制的特殊性,将资本结构、股权结构和公司治理问题相结合已成为现今一个讨论的热点。

在企业的绩效评价和信用风险评估方面,每股收益率或净资产收益率等指标被广泛用于企业收益的计量,但这种简单、易行的方法却忽略了企业所面临的风险因素及其影响。此外,企业盈利的稳定性也为投资方、债权人所关注,对这一点的相关研究仍很不够。从更大的背景下来看,对企业投资收益和信用风险的评估应该纳入一个动态、科学、完善的体系框架。

为加快中国在投资学领域的研究步伐,我们几位长期在金融、投资学领域从事教学、研究的教授聚在一起,将我们近几年在该领域的研究工作汇成这一套丛书奉献给大家。这套投资学丛书包括:《行为金融理论与实证》、《资产定价与风险管理》、《金融时间序列与计算》、《上市公司资本结构优化》、《信用风险管理》、《上市公司资产重组绩效》等。我们力图在标准金融理论的基础上跨出一步,探讨有限理性资本市场中的投资行为规律,特别是投资者和上市公司的行为特征。不论这些研究工作价值如何,希望与国内外同仁共享并得到大家的指正。

“投资学前沿论丛”编委会召集人 陈 收

2004年4月30日

目次

第1章 导论

- § 1.1 问题的提出 (1)
- § 1.2 中国上市公司资产重组现状分析 (3)
- § 1.3 公司重组理论评析 (6)
- § 1.4 公司重组绩效的动态研究与文献综述 (12)
- § 1.5 本书主要研究内容和创新工作 (14)

第2章 企业并购动因分析

- § 2.1 问题的提出 (16)
- § 2.2 西方企业并购动因分析 (17)
- § 2.3 中国企业并购动因分析 (20)

第3章 上市公司资产重组的长期超额收益实证研究

- § 3.1 研究假设与设计 (23)
- § 3.2 样本选择原则 (25)
- § 3.3 实证检验结果 (26)

第4章 不同控股方式对资产重组绩效的影响

- § 4.1 不同控股方式的资产重组样本的统计分析 (32)
- § 4.2 实证研究结果 (35)
- § 4.3 控制权转移型资产重组效率不高的原因分析 (37)

第5章 不同重组模式的资产重组绩效评价

- § 5.1 中国上市公司资产重组的模式分析 (39)
- § 5.2 不同重组方式的资产重组统计性分析 (46)
- § 5.3 基于长期超额收益率的不同资产重组方式绩效研究 (48)

第6章 控制权转移的动机及内在机理

- § 6.1 已有的有关控制权转移方面研究的总结 (51)
- § 6.2 控制权转移的作用机理的理论分析 (53)
- § 6.3 中国控制权转移的作用机理分析 (56)
- § 6.4 控制权溢价的实证研究 (59)

第 7 章 上市公司并购绩效分析

- § 7.1 企业并购的研究现状..... (66)
- § 7.2 企业并购方式研究..... (69)
- § 7.3 企业并购的长期超额收益实证研究..... (71)

第 8 章 股权结构及并购方式对并购绩效的影响

- § 8.1 影响因素概述..... (78)
- § 8.2 股权结构..... (79)
- § 8.3 企业并购方式..... (86)

第 9 章 企业并购与企业价值分析

- § 9.1 企业价值..... (90)
- § 9.2 实证分析..... (91)
- § 9.3 实证结果..... (92)

第 10 章 特别处理公司重组绩效

- § 10.1 财务困境的相关文献综述及启示..... (103)
- § 10.2 特别处理相关制度概况及 ST 公司现状分析..... (105)
- § 10.3 ST 公司重组市场绩效的实证研究..... (114)
- § 10.4 ST 公司重组经营绩效的实证研究..... (116)
- § 10.5 重组后 ST 公司摘帽情况统计分析..... (118)

第 11 章 第一大股东变更对重组绩效的影响

- § 11.1 市场绩效的分类对比研究..... (121)
- § 11.2 经营绩效的分类对比研究..... (124)
- § 11.3 成因分析..... (126)
- § 11.4 分类研究结果的分析..... (127)

第 12 章 对中国上市公司资产重组的政策建议

- § 12.1 资产重组交易中违法违规行为的经济学分析..... (129)
- § 12.2 制定上市公司资产重组交易监管办法的原则..... (134)
- § 12.3 完善中国资产重组交易市场的政策建议..... (136)

第 13 章 结论

- § 13.1 实证结果..... (141)
- § 13.2 本研究的不足之处..... (143)

附录 A 上市公司收购管理办法..... (144)

附录 B	1999 年资产重组样本汇总表	(166)
附录 C	2000 年资产重组样本汇总表	(171)
附录 D	2002 年资产重组样本汇总表	(177)
附录 E	1999 年发生控制权转移资产重组上市公司数据库	(185)
附录 F	2000 年发生控制权转移资产重组上市公司数据库	(189)
参考文献		(192)
后 记		(198)

第1章

导 论

§ 1.1 问题的提出

经济全球化是一种新的国际关系体制，它的重要标志就是越来越多的跨国企业在全世界范围内组织生产和流通活动。经济全球化要求产业结构在全世界范围内进行调整，要求企业通过相互交叉投资、兼并，从而实现发达国家间的技术和资金密集型产业的升级，为公司更大规模的重组提供动力。2003年上半年，在发达国家和发展中国家，新的跨国界资产重组总值就达到4 640亿美元。正如诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒所说：“当今世界上很少有大型企业不是通过某种程度、某种方式的兼并和合并活动而发展起来的，几乎没有一家公司主要靠内部积累成长为巨型公司。”如：2005年5月1日，联想集团与IBM公司共同宣布，联想完成了对IBM全球个人电脑业务的相关股权、财务等收购手续，从而使联想成为全球第三大个人电脑企业。企业重组作为一种经济现象，是产业发展、企业竞争的必然结果，是经济发展过程中优化资源配置的客观要求。国家经济系统是由千万个企业子系统构成的，资产重组是企业这个系统的一个子系统，资产重组是多方利益的重新组合，它本身也是一个复杂的系统工程，涉及多方面的重整与融合。

目前全球每年的重组案例数以万计，大大影响了国际经济与产业结构的格局，受其影响，中国企业资产重组也方兴未艾。摩根士坦利公司甚至认为，在未来10年中，中国可能在国际资本市场上筹集2 000亿美元，以推动大型国有企业的改造重组。法国国际投资署的调查显示：在亚洲发展中国家中，27%的公司

把中国作为其投资的热土,其次为印度尼西亚(10%)、泰国(10%)、马来西亚(9%)^[1]。实践证明,资产重组对中国证券市场乃至对中国经济已产生了深远的影响。在众多上市公司为自己的生存而进行资产重组的时候,中国许多优势上市公司已开始了新一轮的战略并购重组。一方面,与以前只是改变上市公司主业的并购重组不同,战略重组均是立足主业,在同行业中实施兼并、重组;另一方面,这些战略并购重组主要发生在啤酒、航空、制药和商业等传统行业,目的是要通过战略并购重组迅速地扩大规模,创造规模经济优势,在同行业竞争中占据有利位置。

目前,国内企业和上市公司普遍存在一个如何做大做强的问题,这从客观上提出了加快行业内部资产重组步伐的要求。中国企业不仅需要在国际市场上应对挑战,在国内市场也面对国际企业特别是实力雄厚的跨国公司的竞争。与国际上的知名公司相比,从竞争的角度审视中国企业包括上市公司,其最明显的劣势是资本规模和产出规模偏小、技术水平和管理水平偏低。为了达到迅速做大做强的目的,行业内部甚至跨行业的改组、兼并、收购与重组就势在必行。要通过改组与联合,铸造中国的行业旗舰,要通过兼并、收购与重组,构建中国自己的企业航母。因此,加快并购重组步伐尽快做大做强是中国企业和上市公司的客观要求。

上市公司的资产重组形式多样,其重组的原因也很多,但资本结构不合理、资产质量差一直是资本市场中企业资产重组的一个重要动因。不少上市公司认识到不注入优质资产,要盘活存量资产几乎是不可能的;上市公司的母公司也认识到上市公司这个“壳资源”既稀缺又宝贵,只有盘活了上市公司,母公司才能有更好的发展。近年来上市公司的资产重组成为股票市场的热点问题,具有重组概念的股票则成为市场投资的热点。中外学者对资产重组相关问题进行了许多深入的研究。但中国上市公司所进行的资产重组方式及重组绩效达到了何种程度,是否达到资产重组的最初预期,不同的重组方式、控股方式对资产重组绩效有何影响,上市公司控制权转移的动机和内在机理,并购方式、上市公司股权结构对企业并购有何影响,ST公司的重组绩效如何等,都是有待进一步研究与探讨的问题。

§ 1.2 中国上市公司资产重组现状分析

1.2.1 资产重组的含义

资产重组 (asset recombination), 广义上是指公司扩张或公司收缩、公司所有权和控制权结构变更和公司内部业务重整等行为与活动。进行重组活动的公司, 不仅有那些在市场占有优势的大公司, 也有那些因多方面原因而陷入困境的知名与不知名的公司, 例如中国的 ST 公司重组。在狭义上, 资产重组是指拯救陷入困境的公司, 重组的目的是使这类公司恢复业务稳定性和持续经营能力, 并保护投资者与债权人的利益。

公司资产重组包括了企业的所有权、资产、负债、雇员、业务等要素的重新组合和配置, 以及这些要素之间互相组合和作用方式的调整。资产重组的最高形式是其产权关系的调整。资产重组表达的是“资源的优化配置”这一经济学概念。具体在实践中, 公司资产重组的运作表现为构成企业的各种契约关系的重组, 在市场经济条件下, 这些契约关系以法律的形式具体体现, 因而公司资产重组又表现为这些法律关系的调整。

从单一上市公司的视角出发, 资本市场上的公司重组包含了既不相同又互相关联的三大类行为: 公司扩张, 公司调整, 公司所有权、控制权转移。公司的扩张通常是指, 扩大公司经营规模和资产规模的一类重组行为。包括购买资产、收购公司、收购股份、合资或联营组建子公司等。公司的调整包括不改变控制权的股权置换、股权-资产置换、不改变公司资产规模的资产置换, 以及缩小公司规模资产出售或剥离、公司分立、资产负债剥离等。控制权变更型资产重组是公司重组的最高形式, 包括股权的无偿划拨、股权的协议转让、公司股权托管和公司托管、表决权信托与委托书收购、股份回购、交叉控股等。

1.2.2 2004 年第四季度中国上市公司资产重组情况

由《上海证券报》、全球并购研究中心和中国并购交易网联合推出的重组趋势指数很好地反映了当前中国上市公司重组情况。重组趋势指数选取上市公司重组交易规模指标和活跃程度指标, 统计整理一定时期内的信息数据, 经过技术处理后, 计算综合指数, 以月为单位制作发布, 反映上市公司重组交易的趋势^[2]。

2004 年第四季度重组指数振幅较大, 呈正 V 字分布, 但和前三季度相比,

整体上升的趋势明显；季初和季末指数的屡创新高除了重组市场整体活跃外，主要是受 10 月和 12 月的几笔巨额交易的影响；整体表现明显好于 2003 年同期。第四季度实际重组交易活动总体表现非常活跃，重组交易总金额受中石化等大案例的影响创造年内新高，而重组交易数量从 9 月份开始稳步上升，在 12 月份大幅攀升，许多重组在年前完成交易。

2004 年第四季度重组市场非常活跃，除 11 月份略微低沉外，整个季度无论重组案数量还是交易金额，均大幅攀升。根据全球并购研究中心的统计资料，整个第四季度的上市公司重组交易事件一共有 237 起，较上季度增加 83 笔，增幅超过了 50%；重组金额总计达 656.4 亿元人民币，接近上季度交易金额 175.5 亿元的 4 倍，即使扣除中石化和鞍钢新轧总金额为 418.4 亿元的三笔巨额交易后，第四季度成交金额依然比上季度放大 62.5 亿元，增幅依然超过 35%；第四季度重组指数为 5 762，创下 2004 年的最高值。

通过进一步研究，可以发现第四季度重组指数的攀升也是多个行业重组交易活跃共同作用的结果。其中，在重组市场中长期保持活跃的石化业、机械制造业、电子业、生物医药业，兼并收购依然踊跃。而往日较为沉寂的农业、公共事业和房地产业，在第四季度也发生多笔交易。尤其是石化行业中的巨无霸中国石化，接连在 10 月进行涉及 200 亿元的股权重组，紧接着在岁末以 41 亿元“私有化”燕山石化，可谓势头强劲。该季度中石化行业的企业重组占了 21 起，金额累计约 254 亿元人民币，在数量上和金额上分别占总额的 9% 和 38.7%。

1.2.3 近几年资产重组的特点

重组是证券市场永恒的主题。通过企业重组以优化资源配置，是不断提升上市公司基本质量的主要手段之一。通过对近几年上市公司重大重组数据分析，可以看出以下几个特点。

(1) 四成公司主营变更。从 2000 年下半年到 2002 年，有 41.3% 的重组案例发生主营业务彻底变更，38.6% 主营不变或是得到强化，20.1% 主营在原有主营业务基础上进行了业务的增减。2000 年下半年到 2001 年期间主营彻底变更比较大，而 2002 年重大重组出现近 50% 的公司是在主营不变或强化主营的基础上进行的，2002 年重大资产重组公司主营业务变化情况同时反映出在原有主营基础上增减业务的比例很低，大部分重大资产重组公司趋向于要么强化主营，要么彻底转变业务。2003 年以来 26 家重大重组公司案例中，有 10 家公司发生主营变更，另外 16 家公司都加强了主营业务，没有转业。

(2) 半数以上公司选择资产置换。自 2000 年下半年以来，重大资产重组的模式已经表现得多样化，其中举动最大的重大资产重组莫过于卖壳重组，本书在

此界定的卖壳重组是指进行重大资产置换并且第一大股东发生或将要发生相应变更。根据统计,历年重大重组公司重组模式中,选择取向为卖壳重组和置换优质资产的比例之和都在50%以上,说明这两种重组模式为大部分重组公司采纳,重组公司在置入优质资产的同时处理了劣质资产,因此选择两种模式且将自己改得“面目全非”的公司即“进行资产置换或卖壳重组且股票名称也发生变化”的公司情况为:2000年下半年,占当期重组公司总数的33%;2001年,占当期重组公司总数的29%;2002年,占当期重组公司总数的6%,两年半来共有约50家上市公司已经完全不是“原来的自己”了;在2003年26家公司重大资产重组事件中,亦有11家公司选择了资产置换。

(3) 关联交易占80%以上。中国证监会75号文(《关于规范上市公司重大购买或出售资产行为的通知》)与105号文(《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》)在界定关联交易时,一致认为:“上市公司进行重大购买或出售资产交易时,如交易对方已与上市公司控股股东就直接或间接受让上市公司股权事宜或向上市公司推荐董事事宜达成默契,则上市公司所实施的该项购买或出售资产的交易属于关联交易。”根据此项认定以及上市公司重大资产重组的客观情况,本书将交易对象与上市公司的关系作以下统计:可以看出,80%~90%的重大资产重组存在关联关系,大部分重大资产重组与上市公司的大股东、潜在大股东或者实际控制人有着关联关系,在公司治理结构依旧不完善的环境下,重大资产重组中关联交易的大量存在,使得重大重组对交易中产权清晰以及保障各股东方利益的要求难以充分保证,有关借重组之名新入主大股东将上市公司资产等进行恶性抵押贷款的事件接连不断就是股东利益受到侵犯的重要表现。一是股权变更中新入主或即将入主的大股东对上市公司作出资产重组行为。历次重大资产重组中40%左右的公司进行了与资产重组有关联的股权变更,其中,第一大股东变更占据优势比例。新介入的大股东多数会考虑对公司主业进行变更,其出发点无非是强化原有主营以改善业绩提升股东权益或者追求再融资便利以及实现完整的买壳过程——通过“壳”公司发展自身业务以及扩大自身品牌等。二是原有大股东对上市公司作出重大资产重组行为。原有大股东不愿放弃大股东地位,又希望保留上市公司的发展能力或壳资源,只有采取牺牲自己、保全上市公司的做法,与上市公司进行优质资产的输入等重大重组。可以想像,这些上市公司目前“白得”的利益是违背市场环境下的公司经营原则的,终究还是要通过其他的非市场原则的交易进行弥补。

与此同时,也可以看到无关联关系的重大重组比例有增多倾向,市场行为选择的重大资产重组被交易双方逐渐接受。

§ 1.3 公司重组理论评析

重组兼并理论是企业组织理论、经济学以及公司财务理论中最重要的课题之一。交易成本理论、非对称信息论和博弈论等在最近一二十年的长足发展,使得重组兼并理论的进展非常迅速,成为目前西方经济学最活跃的领域之一。

1.3.1 公司扩张的理论解释

在西方发达市场经济国家,公司重组大多表现为兼并收购。并购理论的发展和实务的发生是紧密相连的。早在 19 世纪末,美国就发生了其第一次兼并狂潮。面对以美国为代表的西方社会的兼并热潮,经济学家们从多种角度对兼并活动加以解释,形成多种理论,包括效率理论、代理理论、信息假说和信号理论、市场势力理论、税收效应理论等。

1.3.1.1 效率理论

效率理论认为,公司兼并重组和资产再分配的其他形式,对整个社会来说是有潜在收益的,这主要体现在公司管理层改进效率和形成协同效应。所谓协同效应,是指两个企业组成一个企业之后,其产出比原先两个企业产出之和还要大的情形。协同效应可从互补性活动的联合中产生。如一家拥有强大的研究开发队伍的企业和一家拥有优秀管理人员的企业合并,就会产生协同效应。

该理论主要包括 Rumelt 等人提出的多元化经营理论^[3]以及 Steiner 等人提出的协同效应理论^[4]等。

(1) 管理协同效应理论。如果甲公司的管理比乙公司的更为有效,在甲公司管理乙公司之后,乙公司的管理效益提高到甲公司水平,那么,兼并重组就提高了效率,这种情形就是所谓的管理协同效应。

(2) 营运协同效应理论。营运系统效应也叫做营运经济,是指由于经济上的互补性、规模经济和范围经济,而使得两个或两个以上公司合并成一家公司,从而造成收益增大和成本减少的情形。营运效应理论的一个重要前提是,产业中的确存在规模经济,且公司在兼并重组之前没有运行在规模经济的水平上。规模经济论认为重组活动的主要动因在于谋求平均成本下降。

此外,按照交易成本理论通常的分析,通过纵向一体化,也可形成营运协同效应。Coase^[5]和 Williamson^[6]从交易费用的角度论述了企业扩张的内在诱因。交易费用理论把交易作为经济分析的“细胞”,并在有限理性、机会主义动机、