

国家社科基金“九五”青年项目

企业 产权交易与重组

——提高中国企业并购绩效的路径分析

魏成龙 [著]

- 全球并购发展趋势
- 中国并购特殊功能
- 中国并购绩效评估
- 中国并购发展路径



中国经济出版社

www.economyph.com

CHANGQUAN JIAOTI YU CHONGZU

21

本书承蒙河南大学学位点建设基金资助

企业产权交易与重组

——提高中国企业并购绩效的路径分析

魏成龙 著

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业产权交易与重组/魏成龙著. - 北京: 中国经济出版社, 2003. 1

ISBN 7-5017-5721-6

I. 企业… II. 魏… III. 企业合并 - 研究 - 中国
IV. F279. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 072703 号

责任编辑: 刘一玲
封面设计: 高书精

*

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街 3 号)

邮编: 100037

北京市地矿印刷厂印刷

各地新华书店经销

开本: A5 1/32 11.625 印张 280 千字

2003 年 1 月第 1 版 2003 年 1 月第 1 次印刷

印数: 3000 册

ISBN 7-5017-5721-6/F·4587

定价: 24.00 元

前 言

并购作为企业产权交易与重组的行为，激起了许多争论：并购对国民经济的健康发展是有利还是有害？它是否将管理者的精力从真正的经营活动转向财务操纵？它是否耗尽了金融资源而这些资源原来应该用于“真正”的投资活动？怎样才能提高企业并购绩效、保持企业并购活动的健康发展？中国学者对起步于改革初期的企业并购的理论思考是全面而深刻的。当然，特殊的背景使其对并购实践中提出的亟待解决的重大问题更为关注。但是，企业并购对双重过渡下的中国有何特殊功能，如何评价中国企业并购的绩效，影响企业并购绩效的因素有哪些，怎样提高企业并购对中国经济发展的贡献等等，这样的问题仍需作进一步的探讨，如何使中国的企业并购走向完全的市场化阶段更要有一个缜密和系统的思考。本书主要研究了处在由传统计划体制转向市场体制、传统市场体制转向现代市场体制双重过渡条件下中国的企业并购活动。

对于双重过渡时期的中国，企业并购不仅具有“规模经济效应”和“控制权效应”，而且具有“制度创新效应”。在微观上，企业并购功能的综合效应主要体现在并购前后企业价值的变化上；在宏观上，企业并购功能的综合效应主要体现在企业并购活动对经济增长的贡献；影响中国企业并购绩效的因素主要有企业规模经济、企业制度、企业家、投资银行家和政府行为等。本书的结构安排及主要内容如下：

第一篇 企业并购的发展。包括 1~4 章, 主要从企业并购理论和历史发展的角度分析了企业并购发展的一般条件和全球企业并购发展的新动向及其影响。

第二篇 企业并购的功能。第 5 章主要从一般、特殊和个别角度分析了中国企业并购的功能及其制约因素。

第三篇 企业并购的绩效。包括 6~9 章, 主要以 95 家样本公司、1997 年和德隆国际投资有限公司的企业并购为例, 分析了中国上市公司的并购绩效; 运用灰色关联度分析法实证分析了中国上市公司并购的宏观绩效; 运用反常收益法分析了中国上市公司的横向并购、纵向并购和混合并购等类型的绩效。

第四篇 影响中国企业并购绩效的因素。包括 10~13 章, 主要分析了企业规模经济、企业家与投资银行家、企业制度和政府行为等因素对中国企业并购绩效的影响。

结论:第 14 章主要提出了中国企业提高并购绩效、保持企业并购健康发展的路径。

本书作为国家社科基金“九五”青年项目, 是在我的博士论文和博士后研究成果的基础上修改完成的, 其特点主要有以下四个方面:

1. 从并购理论和历史发展的角度, 总结了并购发展的一般条件及全球企业并购发展出现的新特点和动向。从企业并购理论发展的轨迹看, 在集中就是并购的意义上, 马克思对并购进行了独树一帜的研究; 西方经济学家提出了许多理论来解释为什么并购活动会发生; 中国学者对起步于改革初期

的企业并购的理论思考是全面而深刻的。从中外并购的发展看，在一定的条件下，生产的发展、技术的进步、产业结构的变动以及资源的合理配置在很大程度上是通过并购活动来实现的。企业并购产生和发展的基本条件包括四个方面：①经济基础设施和生产技术的重大变革导致竞争加剧；②企业产权结构和治理结构的创新；③资本市场和信用制度的发展；④投资银行功能的发挥。并购活动既深受产业结构状态的影响，同时又推动产业结构的演变和技术的进步。并购活动越来越多地超越国界范围的局限，成为跨国并购活动；政府作为公共政策的制定者，对并购活动的方向起着重要的影响作用。进入 21 世纪，欧洲出现了企业并购狂潮，发展中国家也加入企业并购浪潮，亚洲并购活动趋于活跃，出现了真正意义上的全球性企业并购；跨国并购频繁，国际上许多巨型公司和重要产业都卷入了全球企业并购浪潮；强强联合高潮迭起，巨额企业并购案例增多；服务行业并购案例居多，电信业成为企业并购发生最频繁、发展最快的行业；同行业横向企业并购多、跨行业并购少，合作并购型增多、恶意并购减少；越是发展迅速的行业，并购的规模和频繁度越高，近年来的并购大多集中在计算机、信息业、航空、金融及服务等行业；跨行业并购在高新技术领域兴起，并出现了一股引人注目的产业融合潮；虽然近年全球并购出现了并购交易增长率减退，电信业并购放缓、传统经济并购激增，并购融资困难、监管力度加大，欧洲并购减速、亚洲并购数量继续上升等的新趋势，但是，随着大公司大力拓展服务范围，尤其是

在资产管理领域扩展，并购还将继续。全球并购浪潮可能会对国际经济和其他有关方面产生重要的影响；在一定程度上打破区域集团化的分隔格局，进一步加速生产国际化和经济全球化进程；国际竞争将更加剧烈，可能会出现规模扩张和市场份额争夺轮番升级的大竞赛，对当今处于低迷的世界经济产生一定的刺激作用；将有利于发达国家竞争地位的进一步确立和提高，发展中国家将面临更大的压力；跨国并购可能导致对管理权的争夺和更为激烈的文化冲突，对国际间的反托拉斯法和企业管理制度提出了挑战。

2. 从一般、特殊和个别的角度分析了中国企业并购特殊价值及其制约因素。随着企业并购的发展，并购活动越来越受到人们的重视。规模经济是指随着企业规模扩大企业平均成本下降的区间，规模经济效应是企业并购和其他企业发展方式都能获得效应；控制权效应是由企业产权交易与重组的行为带来的发展优势和重组优势，它是任何条件下企业并购获得的独特效应；制度创新效应是指并购在产权制度和资源配置制度改革中的推动力，它是双重过渡条件下的国家或地区企业并购特有的效应。因此，中国企业并购不仅可以获得规模经济效应和控制权效应，而且可以获得制度创新效应。所以，中国应该高度重视企业并购的价值。但是，中国企业并购价值的发挥，既受规模不经济、经理主义的制约，也受企业家制度、投资银行家制度和企业制度等不健全的影响，更受政府自利行为的约束。所以，提高企业并购绩效，保持企业并购健康发展仍是我们面临的主要难题。因此，加速市

场化进程，规范企业并购行为，加强对并购活动的金融支持，必将是我国政策的主要取向。

3. 从微观、宏观和分类分析的角度，实证分析了中国上市公司并购的绩效。

(1) 中国并购的微观绩效显著。从我们选择的 95 家样本公司来看，中国并购重组能推动产业转移与升级，明显提升公司业绩，置换是产业转移的助推器，但作用力度尚不够突出；大股东实力最关键，并购重组规模越大业绩增长越快；1997 年 200 多家并购重组上市公司资产质量、财务状况大都有所改观，并购重组的上市公司的业绩增幅明显高于上市公司整体水平，股权转让与资产转换是业绩提升最快的重组方式，少数上市公司并购重组收效甚微，业绩出现不同程度的滑坡的占案例总数的 24%，其中 8 家上市公司净利润同比下降达 100% 以上。从典型个案来看，要进一步提高并购绩效，除了增加公司综合实力，更应该加强与投资银行等中介机构的合作，利用资本运营专家制定并购战略与战术，在并购对象、并购方案和并购后整合方案选择上，企业家与投资银行家要密切合作。

(2) 上市公司并购对 GDP 的贡献明显。虽然每年上市公司对 GDP 的贡献大于每年上市公司并购重组对 GDP 的贡献，但是上市公司并购重组对 GDP 的贡献明显，并有逐年增强的趋势。第Ⅲ类（包括整体兼并、收购和控股投资）上市公司并购重组模式对 GDP 的贡献略大于第Ⅱ类（包括合资、组建和控股以下的收购行为）、第Ⅳ类（资产置换）、第Ⅰ类（包

括股权的有偿转让和无偿划转)上市公司并购重组模式对GDP的贡献。

(3) **横向并购绩效稳定且呈上升趋势。**虽然混合并购为许多上市公司所青睐,并且从短期看也可获得一定的并购效益,但从较长时期来看其优势十分有限;横向并购从短期看绩效一般,但从较长时期来看其绩效较为稳定且呈上升趋势;纵向并购绩效明显不理想,尤其在并购第二年后呈快速下降趋势。第一大股东持股比例与并购当年的并购绩效呈正相关关系,而与并购后各年绩效的关系不大,这表明股权集度过高的公司的许多并购活动可能是“投机性资产重组”或“政府干预型资产重组”,而非实质性资产重组。另外,从短期看国家控股的上市公司短期的并购绩效要优于非国家控股的上市公司,但从较长时期来看二者之间没有显著差异。对于上市公司而言,并购决策应从企业长远利益出发,摒弃短视行为,做好可行性研究;并购活动中和并购后要加强自身和目标公司的整合,充分发挥双方的优势;另外,在实施混合并购时要审慎决策,不能盲目进行多元化扩张,一味进军所谓的新兴行业。

4. 运用因素分析法,得出了从提高企业规模经济、建立企业家与投资银行家制度、加速产权制度改革的进程、促进治理结构完善和规范政府行为等方面来提高企业并购绩效的结论。根据我们对企业并购绩效与诸多影响因素关系的研究,中国要保持企业并购的健康发展,不仅要高度重视企业并购的价值,一方面加速市场化进程,规范企业并购行为,加强

对并购活动的金融支持，积极创造条件，鼓励、引导企业并购发展，另一方面还必须制定公平竞争和反垄断的公共政策；而且更要从提高企业规模经济、建立企业家与投资银行家制度、加速产权制度改革的进程、促进治理结构完善和规范政府行为等方面来提高企业并购绩效。

(1) 提高企业规模经济是提高企业并购绩效的经济基础。企业规模经济是指随着企业规模扩大企业平均成本下降的区间，提高企业规模经济就是降低平均成本水平，扩大企业平均成本下降的区间。由于企业规模经济与企业并购绩效呈正相关变化，即企业规模经济越明显，企业并购绩效就越显著，因此，提高企业规模经济是增加企业并购绩效的有效途径。根据我们对中国企业规模经济的实证分析，目前中国企业规模虽然增长迅速，但是，企业规模的状况不容乐观，主要问题表现在企业绝对规模较小、企业平均成本高、企业集中度偏低和专业化协作水平低等四个方面。从企业规模经济的现状看，中国企业规模经济非常明显，产业集中度与经济绩效普遍存在正相关。所以，一方面中国必须运用企业并购机制高质量地快速增长企业规模；另一方面，还必须通过提高全民族素质，发展高科技产业，加速市场化进程和加强企业的制度、技术和管理等方面的创新来提高企业规模经济，为中国并购的发展创造更有利的经济基础。

(2) 建立健全企业家与投资银行家制度是提高企业并购绩效的关键。企业并购功能的发挥，尤其是企业并购的“控制权效应”是靠企业家的成功运作而取得的。企业家作为企

业出资人的代理人不仅负责通过技术创新、管理创新和营销创新等为企业并购创造必要条件，而且还必须负责选择好投资银行家作为并购活动的顾问为其提供咨询服务。投资银行家作为资本运营的专家，不仅能为企业建立畅通的投融资渠道，而且在企业并购对象选择、并购形式选择、并购对象估价、支付方式选择、并购后的重组及运作技巧等方面为企业家提供咨询服务。因此，企业家和投资银行家的素质及企业家和投资银行家的合作程度，与企业并购绩效密切相关。根据我们的实证分析，目前中国的主要问题是企业家的文化素质 and 市场化程度不高，企业家（尤其是国有企业的经营者）的名义收入水平普遍较低；投资银行家队伍弱小，企业家与投资银行家的合作更少。所以，一方面只有建立健全企业家制度，根据知识经济的一般规则，实现知识的资本化，把企业家推向市场，才能从根本上保证企业家的质量，实现企业家资源的最优配置；另一方面只有建立规范的投资银行家制度，才能实现信息咨询产业化、资产价格定位合理化、资金渠道多元化和法律保证全程化。只有这样，政府直接参与企业并购的职能才能逐步向投资银行等中介机构转移，真正实现政企分开。因此，建立健全企业家制度和投资银行家制度，实现企业家和投资银行家的密切合作，是提高企业并购绩效、保证企业并购健康发展的关键。

(3) 加速产权制度改革和治理结构完善进程是提高企业并购绩效的制度保障。企业并购产生于市场体制企业制度系列，在市场体制企业制度系列中，企业并购多发生在股份化

公司，在股份公司中，企业并购极易发生于治理结构完善的企业。根据我们的实证分析，虽然中国企业市场化的进程迅速，现代企业制度建设和治理结构的完善取得了很大的进展，但是，由于还存在政府职能转换、国有资产管理体制、社会保障制度、市场体系建立等宏观改革方面的问题，也存在企业改革与管理的结合、治理结构规范化等微观方面的问题，使企业并购的发展还存在重重障碍。因此，只有一方面加速市场化进程，尤其要着力培育资本、劳动力和土地等要素市场，建立健全较为完善的市场体系；另一方面加速产权制度改革进程，加快国有资产管理体制的改革，加快政府职能转换，实现政企分开，加快建立社会保险步伐，规范法人治理结构，才能为企业并购发展提供良好的制度环境。

(4) 规范地方政府行为是提高企业并购绩效的根本保证。政府（尤其是具有双重身份的中国地方政府）行为对企业并购绩效影响极大。中国企业并购中的地方政府行为，实际上是现有制度条件和经济环境约束下的自然选择。国有企业的产权制度基础、国有企业内部治理结构不完善与企业存在的“内部人控制”问题，以及现实中企业并购市场制度的功能缺位，都为地方政府介入企业并购提供了客观条件。这种制度背景，使地方政府利用其政治资源、信息优势和信用优势，对企业并购实现跨越行政边界的行政协调，对并购市场制度缺位的功能替代和企业并购中发挥政府的保障功能具有必然性和必要性。但是，企业并购中的地方政府行为似乎存在一个效率悖论：当地方政府行为目标与并购企业目标一致时，

如本地企业并购扩张，地方政府实现对市场功能的替代，降低了企业并购的交易成本，提高了资源配置效率。而当地方政府行为目标与并购企业目标错位时，地方政府从垄断租金最大化目标出发，会容忍低效率的产权结构存在，或者强制推行低效率产权结构变迁，或者阻碍高效率的产权结构变迁，地方政府追求地方利益最大化的目标与整个社会资源配置效率最大化目标依然存在冲突，地方政府行为依然没有摆脱“诺斯悖论”的阴影，这从一个侧面反映了转轨经济中的地方政府的尴尬处境。因此，中国企业并购的地方政府行为实际上是现有制度安排和经济环境约束下的次优选择。从动态角度看，地方政府在企业并购中的作用并非旨在直接引入一种解决市场失灵的机制，而应以增强中介机构能力的作用为目标。地方政府应在并购中“退出契约”，着眼于对并购相关法规的完善和监督执行、社会保障制度的建设等等。从根本上说，只有企业并购市场的发育和健全，才能使地方政府从尴尬处境中走出来。因此，地方政府必须着力构建一套完整的内动机制，尽量缩短双重过渡的时期。从企业并购的外部因素看，地方政府必须充分发挥其政策导向、利益整合、增量积聚、成本支付和组织保证等方面的功能；从内性因素看，地方政府必须推进国有资产的资本化管理、资本的社会化所有、资本的民营化经营和中介的职业化。只有这样，才能从根本上保证中国企业并购的健康发展。

魏成龙

2002年5月9日

目 录

前 言	(1)
-----------	-----

第一篇 企业并购的发展

1. 企业并购的内涵	
1.1 并购	(1)
1.2 并购的类型	(2)
2. 企业并购理论发展的轨迹	
2.1 马克思的资本集中理论	(6)
2.2 西方学者的企业并购理论	(14)
2.3 中国学者的企业并购理论	(42)
3. 企业并购历史演进的轨迹	
3.1 市场经济条件下企业并购的演进	(49)
3.2 中国企业并购的演进	(69)
4. 全球企业并购发展的新动向	
4.1 全球企业并购发展的新动向	(82)
4.2 2000 年全球并购的新发展	(86)
4.3 全球企业并购发展的影响	(88)
小 结	(90)

第二篇 企业并购的功能

- 5. “双重过渡”条件下的企业并购功能
 - 5.1 企业并购功能一般：一体化效应 (97)
 - 5.2 企业并购功能特殊：控制权效应 (110)
 - 5.3 企业并购功能个别：制度创新效应 (117)
 - 5.4 企业并购功能的制约因素 (123)
- 小结 (126)

第三篇 企业并购的绩效

- 6. 企业并购微观绩效估价
 - 6.1 企业估价模型 (127)
 - 6.2 企业并购绩效的估价 (133)
- 附录：企业价值估价模型 (138)
- 7. 中国企业并购微观绩效
 - 7.1 中国上市公司并购的绩效 (I):
 - 以 95 家上市公司为例 (143)
 - 7.2 中国上市公司并购绩效 (II):
 - 以 1997 年为例 (153)
 - 7.3 中国上市公司并购微观绩效 (III):
 - 德隆公司的并购绩效 (159)
- 8. 中国企业并购宏观绩效
 - 8.1 灰色关联度分析法:
 - 并购宏观绩效的估价 (174)

8.2 中国上市公司并购的宏观绩效	(176)
9. 中国企业并购绩效分类分析	
9.1 反常收益法：并购绩效的分类估价	(185)
9.2 中国上市公司不同类型并购的绩效	(189)
小结	(196)

第四篇 影响企业并购绩效的因素

10. 规模经济与企业并购绩效	
10.1 中国企业规模	(200)
10.2 企业规模的国际比较	(207)
10.3 中国企业规模经济	(210)
11. 企业家与企业并购绩效	
11.1 成功企业并购运作的基本要求	(222)
11.2 企业家与投资银行家的分工与合作	(227)
11.3 中国的企业家	(230)
12. 企业制度与企业并购绩效	
12.1 企业并购易发生于市场 体制企业制度系列	(247)
12.2 企业并购极易发生于股份公司	(249)
12.3 企业并购极化于治理结构中补偿 机制健全的企业	(255)
12.4 双重过渡下的企业并购	(258)
12.5 中国的企业制度	(261)

13. 政府行为与企业并购绩效

13.1 市场经济国家并购中的政府行为 (272)

13.2 中国企业并购中的政府行为 (283)

小结 (305)

结 论

14. 中国企业并购发展的路径

14.1 随着企业并购的发展,
并购活动越来越受到人们的重视 (312)

14.2 中国应该高度重视企业并购的价值 (318)

14.3 中国并购重组能明显提升公司业绩 (318)

14.4 上市公司并购重组对 GDP 的贡献明显,
并有逐年增强的趋势 (319)

14.5 横向并购绩效稳定且呈上升趋势 (319)

14.6 提高企业并购绩效的途径 (320)

附 录

1. 《上市公司收购管理办法》 (325)

2. 《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》 (341)

主要参考文献 (349)

后 记 (355)