

上海市社会科学
博士文库

● 王 一 著

企业并购理论 及其 在中国的应用



复旦大学出版社

上海市社会科学博士文库

企业并购理论 及其 在中国的应用

王 一 著



复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

企业并购理论及其在中国的应用/王一著. —上海:
复旦大学出版社, 2000. 11
(上海市社会科学博士文库)
ISBN 7-309-02609-8

I. 企… II. 王… III. 企业合并-研究 IV. F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 36536 号

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 200433

86-21-65102941(发行部) 86-21-65642892(编辑部)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

经销 新华书店上海发行所

印刷 江苏丹阳市教育印刷厂

开本 850×1168 1/32

印张 9 插页 1

字数 234 千

版次 2000 年 11 月第一版 2000 年 11 月第一次印刷

定价 14.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

上海市社会科学博士文库编辑委员会

主任委员 金炳华

副主任委员 尹继佐

委员 (以姓氏笔画为序)

王邦佐 王荣华 王铁仙

方明伦 朱敏彦 杨德广

张仲礼 陈 昕 秦绍德

奚洁人 谈 敏 曹建明

序 言

经济学家对企业与市场的兴趣,在于对两者替代关系的研究可以揭示出交易费用这一基本的经济学内涵;经济学家对企业行为的兴趣,在于借此可以研究企业内部资源配置的活动及其对社会层面资源配置的影响。无论是作为一种企业与市场的替代过程,还是作为一项企业行为的企业并购,正是从这个侧面为经济学提供了分析的对象。

改革开放以来,企业并购作为市场经济的必然产物走上了我国的社会经济舞台,有关企业并购方面的论著甚多,但大多数是一些商学论著,未能对这一企业行为进行较为深入的经济学内涵的挖掘。作为一种表象描述的写作是容易的,而进行本质发端的研究是要花一些力气的。这篇论文的价值就在这里,作者没有以社会上业已泛滥的商学框架出发,对企业并购进行诸如并购战略、并购策划之类的“研究”,而是以一个经济学者的良知,舍易就难,对企业并购进行了经济学的分析。他以马克思主义的方法论为指导,通过对西方并购理论的历史的和辩证的分析,搭建了一个较为完整的经济学分析的框架,并以此为出发,对中国企业并购中的一些现象进行了剖析,进而提出了自己独到的政策建议。这种古为今用、洋为中用的扬弃的学术方法是科学的。

本书有一个核心的思想:对于一个企业,当它进行企业并购时,必须考虑到管理的有效性,只有在有效控制边界之内的企业并购才是合理的、有效率的;对于一个政府,当它介入企业并购时,必

须意识到企业并购的市场意义,只有自愿有偿基础上的企业并购才具有长远的福利意义。实质上,这是对我国一些地方政府曾广泛推行的资产重组、组建企业集团等行为进行了含蓄的批判。对于上述观点,作者用文字和数学的语言,进行了较为科学的描述和论证。我认为,这些观点是站得住脚的。

新制度经济学告诉我们,企业之所以存在,是因为在一定的边界条件下,这种制度安排与市场组织相比有比较优势。科斯指出,企业本质上是一系列合约的归结,在这一组织中,行政命令在一定程度上节省了交易费用。这是因为,对于市场组织来说,交易是由价格机制来协调的,叫价、谈判等行为必将产生大量交易费用,有时还会因对方的机会主义倾向而产生违约风险。而企业则通过将许多原来属于市场的交易“内化”进而减少了交易费用。但是,企业在“内化”市场交易的同时,也带来了另一些成本,那就是企业的管理成本,随着企业规模的扩大,由管理范围过大和管理层级过多造成的官僚主义、信息不对称等问题将增加企业内部的组织费用。这就意味着,在一个成本-效率分析的框架下,企业是有边界的,盲目的“组建”、“搞大”只会产生出“企业恐龙”,而非真正效率意义上的企业集团。

从经济学意义来讲,一种政府的行为是否有福利意义,主要看它能否提供一种将外部性较大地内在化的激励。在政府主导的企业并购中,企业对资源的使用和转让,以及最后成果的分配都不具有充分的权能,这就使它对该行为的经济绩效缺乏有效的激励,而政府要对并购绩效进行充分监督其成本又十分高昂。因此,政府主导的企业并购外部性极大。

不仅于此,对政府行为的批判还出于两个经济学的基本认

识——经济人的机会主义倾向和有限理性。长期以来,人们对政府介入经济领域的认同隐含着一个前提,即政府是出于公共利益的目的,但现实生活中往往并非如此。政府是由人组成的,我们不能排除政府部门存在着特殊利益的行为动机。事实上,许多政府官员出于自身“政绩”的考虑,对企业的经济活动横加干预。这种为了追求其个人政治利益而偏离企业利益的行为一旦“落实”到企业的并购活动当中,其结果是不言自明的。退一步讲,就算政府完全是出于公共利益的目标,也不能排除它有犯错误的时候,因为就像每一个正常的人一样,政府官员的理性也是有限的。除此以外,信息的不对称和政策的时滞也会使政府的良好愿望落空甚至反而成为企业的包袱。

市场经济最基本的理论涵义是,微观层面上的资源配置是经济人之间以平等自愿有偿的交易方式来实现的,在交易的过程中,经济人将作出自身理性范围内的考虑。在市场化的企业并购中,一个企业要作出一项行为决策时,它必然会考虑未来的收益和成本,并选择它认为能使它的权利的现期价值最大化的方式来作出资源的安排。在市场化的制度安排中,企业为获取并购收益所产生的成本也只能由企业自身来承担,因此,市场化的企业并购能产生更有效地利用资源的激励。

作者对准并购中的无偿划拨问题作了很长时间的思考。作者认为,无偿划拨是一个特定的社会经济环境的产物。有偿交易行为的经济学意义在于通过价格机制可以使资源向需求最迫切者配置,这是市场经济中最为通常的资源优化的方式,其前提是市场可以或者基本可以得到有效出清。然而,在转轨经济环境中,这一条件往往不具备。这时,非价格配置下的无偿划拨就具有福利意义的

可能性。作者提出了一个合乎逻辑的假设——无偿划拨的福利损益取决于行政配给的标准和标准的选择方式与执行方式。在这一假设下,作者进行了经济学分析并得出结论——无偿划拨具有福利的双向效应,它的正面效应在于,当市场处于不完全状态,或者在政府配给成本相对较低的情况下,无偿划拨可以起到福利增进的作用;但是,当市场逐渐成熟,或者在政府的配给成本相对较高的时候,无偿划拨将呈现出福利的负面效应。

这一结论解释了中国国有企业并购中的一个现实问题——为什么现阶段大量存在着无偿划拨的政府行为。作者认为,当前中国的市场体系和市场功能是不完全的,尤其在产权交易市场,呈现出一种非瓦尔拉斯的状态,价格机制下的“拍卖”无法有效地进行,交易成本很大,因此,如果行政配给的标准及其执行过程是恰当的,那么从理论上来说,无偿划拨有合理的可能。

这一结论更回答了另一个值得人们深思的问题——由于现实生活中的配给标准往往并不恰当,标准在执行过程中更会因人的机会主义和有限理性而大打折扣,因此,无偿划拨往往仅具有理论上的合理性,在现实中则是靠不住的。因此,作者认为,无偿划拨只能是特定时期的产物,在一个普遍意义上,它具有潜在的福利损失。随着我国市场经济的发展和市场体系的不断完善,平等自愿前提下有偿交易是中国企业并购的必由之路。

本书在学术上的贡献至少有以下三点:1. 对国内外有关企业并购的观点进行了综合和评述,并进而整合形成了较为系统的经济学分析并购的理论;2. 对某些西方学者未及论述的问题,进行了创造性的补充,以求体系的完整;3. 运用这些理论框架,对中国企业并购中的一些现实问题进行了深入分析。作者的逻辑是合

理的,论证是严密的,观点是鲜明的。

然而,历史曾无数次证明,一种比较合理的理论或观点,未必一定会被采纳。由于将外在性内化的困难、市场失效以及政治压力等,都将使一些经济方法无法在现有的制度安排结构内实现。威克塞尔说,“经济学家们应该关注在其中进行政治经济决策的制度结构,而不是像被一位仁慈的君主所雇佣那样提供政策建议。”作者的研究并没有涉及制度结构,但我们不能因此而责备作者,因为,在现行的制度框架下,对一种政策的批判性研究,已经证明了作者理论探索的勇气。

企业并购是现代市场经济中一种重要的活动。理解企业并购对理解其他组织和制度活动有重要借鉴意义。作者提供的基本观点和研究方法不仅适用于研究企业并购,也可用于研究其他形式的组织和制度的活动。作者对制度经济学两大假设的运用以及对政府公共利益假说的质疑,不仅可以解释“准并购”的非效率性,也可以用来解释其他各种形式的政府行为。

本书是作者5年博士生涯的研究成果,在一定的意义上,作者为中国的企业并购提供了一个经济学的分析框架。作者娴熟地运用了X-效率理论、产业组织理论、新制度经济学、法和经济学派等前沿经济学理论,对企业并购与生产效率、并购与社会福利、并购的政府管制、企业的边界、并购与产权及制度变迁等问题进行了较为全面的分析。从字里行间,我们既可以看到作者在微观经济学训练方面的功底,也可以发现作者已形成的较为成熟的经济学思想。来自中国社科院、上海社科院、复旦大学、上海交通大学和上海财经大学等学术机构的评审和答辩委员会的委员们曾给予作为本书基础的博士论文以高度的评价。

作者是我的学生,在本书付梓出版之际邀我作序。我要感谢马克思主义学术基金会的评审委员们,他们“公共选择”的投票结果使本书得到了“公共提供”的赞助出版,并因此而使论文良好的“外部性”得到了充分的发挥。企业并购已成为我国经济生活中的一个热门话题,不少学者已在这片土地上耕耘。我认为,本书的出版好似一朵亮丽的鲜花必将受到耕耘者的注目。

杨君昌

2000年5月15日

本书摘要

本书共分九章。

第一章是导论。本书首先对企业并购的概念进行了解释。接着,概括地介绍了全书所要讨论的问题:企业为什么要进行并购?企业并购能否在生产层面带来效率的增进?企业并购是否符合福利的标准?企业并购有没有效率意义上的终极边界?对无偿划拨这一具有中国特色的企业并购行为应作如何评述?对于企业并购我国政府该做些什么?本书也介绍了主要的研究方法和存在着的缺陷。

第二章论述了企业并购的动因。本书对国外新古典综合派、X-效率理论、委托—代理理论以及新制度经济学背景下的企业并购动因进行了分析,认为并购的动因是十分复杂的,不能片面地认识企业并购的正面动因及其带来的正面效应。本书指出,企业并购并非万能灵药,旨在增进效率的并购动因常常会因种种主客观原因而失效。本书同时对我国学者从中国国情出发进行的有关并购动因的阐述进行了综合,认为企业并购在我国具有政府和企业两个层面的动因,但本书同时指出,鉴于特殊利益的存在可能以及其他客观上的原因,政府介入的并购也存在着效率和福利意义上的双重性。

第三章是关于企业并购的效率分析。本书先就企业并购的三种形式:横向并购、纵向并购和混合并购展开了分析,认为一定前

前提下进行的企业并购有利于效率的增进。本书认为,获得规模经济是进行横向并购的一个主要理由,在一定的条件下,横向并购可以达成规模效应。本书认为,在市场行为主体存在机会主义倾向和有限理性的环境下企业进行纵向并购可以降低交易费用;而生产函数的固定和可变性则决定了旨在谋求垄断利润的纵向并购的企业决策;本书认为,混合并购的效率意义有两条:组合效应和降低经营风险,并对此进行了分析。最后以行业周期理论对三种并购形式进行了归纳,并提出了一种组合性解释。

第四章是关于企业并购的福利分析。本书以资产选择理论和埃奇渥斯模型分析了并购行为中交易双方的资产状况,认为企业并购可以给交易双方带来帕累托改进。接着在两企业模型下就企业并购对外部性的影响进行了数学演绎,认为企业并购使两家企业的成本和利润函数统一起来,因此当两家企业的某一方对另一方具有不良外部效应的时候,可以借此而使一个社会问题内化为企业内部问题,并通过企业自身对产出的调整来消除外部性的负面效应。最后借助威廉姆森模型在社会层面上分析了企业并购对社会福利的影响,认为企业并购在配置效率上具有多重性,在不同的市场条件下,企业并购对社会福利的影响会有正、负以及中性三种不同的效应。

第五章分析了企业并购与垄断的关系。本书首先引用斯蒂格勒的分析,对企业并购与垄断的关系问题作了介绍,认为由垄断利润驱动的企业并购是客观存在着的,并将在一定的环境下构成对社会福利的潜在威胁。接着,本书以交易费用理论的观点论述了“小数目条件”与垄断的相互关系以及垄断引致的“X 非效率”,从而对垄断导致的交易成本升高和效率损失的情况作了论述。本书

进而以“哈伯格三角”模型从消费者剩余和生产者剩余的角度定性分析了垄断造成的社会福利损失,并定量估算了这种损失的大致数额。最后,本书回顾了美国反垄断立法的进程,并指出,美国反垄断立法处在不断的变迁之中,而决定这一变迁的内因则是关于并购影响的效率和福利认识的经济学思想的后浪推前浪式的发展。

第六章论述了企业并购的最终趋向。本书在对企业的性质、企业的存在界限等企业理论的根本性问题进行讨论的基础上,把企业并购作为一种组织的规制纳入了制度经济学的分析范畴,并从有效管理的角度揭示了企业并购的边界。本书认为,可以从某种意义上把企业并购的深层次原因归结为企业对有效规模边界的追求。因此,一方面,由于企业性质的不同所造成的企业规模的不同,使不同性质的企业可以有不同的并购规模;另一方面,从一个普遍意义而言,企业并购将受到最高企业规模的制约而存在着终极的边界。

第七章在一般理论分析的基础上转入对中国国有企业并购的现实问题研究。本书首先论述了国有企业并购中的“准并购”现象。本书认为,由于我国政府在社会经济生活中扮演的双重角色和国有企业产权制度的特殊性,我国国有企业并购存在着不同程度上的“准并购”行为,而无偿划拨则是最具典型意义的“准并购”行为。在此基础上,本书对无偿划拨进行了生产效率和社会福利的分析,揭示了无偿划拨的局限性及其潜在的效率和福利层面上的损失。本书认为,无偿划拨是一个特定的经济社会环境的产物,随着改革的深入和市场经济体系的逐步完善,无偿划拨应该逐渐退出历史舞台,让位于市场形式的企业并购。

第八章提出了中国企业并购中的产权和制度变迁理论。本书

针对中国企业并购的现实状况,以产权经济学的观点揭示了中国企业并购理论和实践中存在的矛盾。本书根据市场经济的基本原则对产权、产权主体和产权制度的特征进行了论述,并认为现有的国有产权制度存在与现代市场经济不相适应的弊端。进而认为,在当前国有产权制度中的一些问题未能得到彻底解决的情况下,中国许多的企业并购只是一种“交易幻觉”。本书认为通过重塑产权主体、改革产权制度能在根本上解决国有企业并购的一系列问题,从而提高效率,增进社会福利。本书还认为,企业并购作为一种市场行为,将和其他市场活动一起,推进中国产权制度的变迁。

第九章对中国企业并购中的理想与现实问题进行了研究。本书研究了市场经济条件下资源配置的基础理论,揭示了政府介入企业并购的局限性。本书指出,当前中国政府介入企业并购既有现实的一面,但也会发生并购主体行为变异、付出监督成本、卖者短缺等诸多问题。进而认为,企业并购的市场化是必由之路,并提供了一种阶段性改进的假说。本书最后认为,政府应该为企业并购的市场化进程提供制度性建设,应该在培育市场主体、市场环境建设、有效使用“企业家资源”等方面有所作为。

ABSTRACT

In economics conception, M&A is take-over of property resulting in the transfer of the assets ownership from the target companies to the acquiring one. It speeds up the centralization of assets for the competitive company and thus increase its power. The common criteria divide M&A into horizontal (involved firms are among the same commodity or service producer in the same market), vertical (if a firm acquires either a supplier or a customer) and mixed (among the nonrelevant business) ways. In a micro level, the rationality of M&A and its products lies in scale economics, which is objectively limited by techniques, technology and management financial affairs, and also lies in reducing relevant costs, diversifying operation risk, etc. On the other hand, M&A have its limitation. Besides the boundary of a company we afore-mentioned, the analysis of a company scale's limitation can also be assisted by the concepts of stimulation slack, information asymmetry and "organizational failure"; In a macro level, M&A also have its dual character, that is, M&A may enhance social welfare gains by efficiency improving or cause welfare losses by monopoly.

From a transition of central-planning economy to a market one, China takes its transitional stage. M&A in China is under

the situation of gradually decreasing administrative intervention along with the gradually aggrandizing market forces. Besides the enterprises, M&A agents in China also include government, which is a political body being capable of interfering the economic process according to its objective functions: providing public goods, maintaining social stability, making up market imperfection, protecting and accumulating the public properties, while the individuals have the solo interests——earnings and welfares. Problems also exist in state-owned enterprises, that is, the state-owned property structure which results in enterprises' impulsiveness of business prosecution and the impetus of M&A. In this situation, administrative-oriented and administration-market-mixed M&A are taking place universally in China nowadays, among them, the gratuitously transfer of assets among state-owned enterprises is the typical one.

Our viewpoint is, the gratuitously transfer of assets may results in a lot of undesirable effects. In productive level, it may decrease efficiency in most of situations; in social level, it will bring about the losses of social welfare in a long term. We take the position that, the market-oriented or so-called market-impetus merger is the ideal stage, for it is the best way of distribution in resources. We hold on our standpoint that, the process of marketization of M&A should be taken in China.

What can Chinese government do in the way of marketization of M&A? First, the marketization of M&A requires a

well-developed market, and thus it is the responsibility for government to take. And it ranges over following aspects at least: establishing the labor market and welfare system of labors, establishing entrepreneur market, formulating the regulations and system of nominative property rights transaction, etc. Second, government should split administration and company management, relinquish the business potency of enterprises, so as to promote the self-determination of them. Government should also help perfect the market economy and ensure the equality of market competition; that is to say, private enterprises should have the equal rights and treatments in M&A.

M&A is only too necessary to enhance Chinese economy, especially in the background which state-owned sector are facing significant adjustment, since M&A is a kind of “cost-minimized reformation” to the social and economic system. Although there are a lot of difficulties may come across to China, we can look into the prospect of M&A in China: market-oriented mergers will come into reality.