

投资银行系列丛书

QIYE BINGGOU FENXI

企业并购分析

李月平 著



经济科学出版社

投资银行系列丛书

企业并购分析

李月平 著

经济科学出版社

责任编辑：张虹
责任校对：王肖楠
版式设计：代小卫
技术编辑：潘泽新

企业并购分析

李月平 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036
总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京天宇星印刷厂印刷

永明装订厂装订

850×1168 32 开 6.75 印张 170000 字
2002 年 2 月第一版 2002 年 2 月第一次印刷
印数：0001—1000 册

ISBN 7-5058-2844-4/F·2216 定价：12.20 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

引 言

企业作为各个生产领域里从事经营活动的经济组织体，是各种社会资源和不同生产要素的配置者。一些生产领域或部门中的企业的兴起、发展或消亡，使社会总体生产力水平得以提高。但这并不是社会资源和生产要素的消失或重新获得。马克思通过对资本运动内在规律的研究，提出可以用两种方式来实现企业发展；其一，以资本积累的方式，单纯依靠剩余价值的积累集聚财富，实现社会经济的发展；其二，以资本集中的方式，将几个个别资本合并成一个更大的资本，通过资本集中，使个别资本迅速扩大生产规模，采用新技术，提高生产社会化程度。在现代社会化大生产条件下，企业在占有生产要素具有一定的独立性的同时，又是整个社会资源的组成部分，与其他企业相互联系进行分工和协作，企业存在的前提和自身的愿望是保持其所占有的生产要素的独立性并使其不断扩大，但能否保留企业的独立性并不完全取决于其自身愿望，有时需丧失部分独立性，即资本的融合或参控股，有时则要被迫转让其全部独立性，即被其他企业收购；有时也需要通过占有其他企业的生产要素来实现自身的发展，在更大范围内保护

自身的独立性，即企业间的联合、兼并等。因此，资本集中在某种意义上就是指企业的兼并重组。企业的经营实际上就是将其所拥有的生产要素视为可以经营的价值资本，通过流动、收购、兼并、重组、参控股、交易、转让、租赁等各种优化配置途径，进行合理配置促成其有效流动，优化资本结构，实现价值的最大增值的过程。

企业为了实现获得最高的投资报酬率的经营目标，往往是靠有效运用资本集中的发展战略，即企业兼并重组这一经济扩张和调节资源配置的手段来完成的。企业兼并自 19 世纪 70 年代在西方发达工业国家产生以来，已经历了 100 多年的历史。若按目前国内外国文献中主流的观点，以企业兼并的形式为尺度来划定 20 世纪初至 90 年代的企业兼并潮流，可分为：20 世纪初叶的横向兼并浪潮，20 年代的纵向兼并浪潮，60 年代的多元混合兼并浪潮，80 年代的杠杆融资兼并浪潮。正是通过一次次的兼并重组，使企业的存量资产向高效率领域转移，新的科技成果得以广泛应用，劳动效率得以更快提高，大企业得以迅速成长，经济结构得以有效调整，规模经济效益更加充分地体现出来。“一个企业通过兼并其竞争对手的途径成为巨型企业，是现代经济史上的一个突出现象，没有一个美国大企业不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起的，几乎没有一个大企业主要是靠内部扩张成长起来的”。美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖得主乔治·施蒂格勒的这番话正是对上述历次企业兼并浪潮结果的最好总结。

自 20 世纪 90 年代（以后文中简称 90 年代）以来，随着电子计算机技术、信息技术和通讯技术的迅猛发展，为企业跨地域经营提供了方便；交通的日益发达，运输费用的逐步降低，使各国跨国经营的活动更加快捷广泛。迅速的经济全球化要求各国企业不得不根据组织外部环境和内部情况，及时改变其内在的机制、结构、功能规模，调整其发展战略和经营范围，通过实行兼并重组，使各国企业既可以在更大范围内实施合理化生产，降低生产成本，提高产品在国际市场上的竞争力和占有率，又会促使各国为适应经济全球化和经济形势的变化而对国民经济做出结构性的调整，制定有效的经济政策并辅以良好的社会政策以减少国家在经济结构调整中付出的成本，确保在世界经济一体化过程中抢占制高点。在始于 1994 年的新一轮全球兼并重组浪潮中——有的学者称之为“战略兼并重组浪潮”，企业兼并与贸易、金融投资等经济活动在推动世界经济发展方面所起的作用是相同的，发展到 1998 年全球企业兼并成交金额已超过 2.5 万亿美元，比 1997 年上升 54%，比 1996 年增长了 2 倍。1999 年以来，企业并购势头更是有增无减，超大型并购交易从根本上左右着全球经济格局的变化。因此，不单将 90 年代国际企业兼并行为视为基于利润的商业运作，还是在把握其背景与动机的前提下，对其产生的与以往不同的特点带来的影响进行有意义的分析，就成为本书写作的出发点。

世纪之交的今日，我国正处于国有企业改革的攻坚阶段。企业兼并重组是实现国有企业的战略性重组和国

有资产的保值增值的一种有效手段，尤其是与发达国家企业相比，国有企业规模普遍偏小，经营结构相对单一，在全球经济激烈竞争的市场大环境中显得势单力孤。随着我国加入 WTO，国内市场竞争日趋激烈。这就要求我们借鉴国际企业的先进经验，有效利用不断发展完善的我国资本市场，增强企业的抗风险能力和市场竞争能力。研究这一具有丰富实践特点的课题，使得本书的写作更具有现实意义。同时，分析 90 年代国际企业兼并重组特点，借鉴国际企业并购模式，思考为我国国有企业改革带来的新启示，汲取其适合我国国情和现状的成功经验，对促进国有企业改革顺利进行，使我国企业在 21 世纪更趋激烈的国际市场竞争取胜，同样具有参考意义。

在这里需要特别说明，由于行文的方便，本书中使用兼并重组一词，其内容涵盖了“企业兼并，收购，合并，资产剥离和分立”等内容，尽管这些交易行为从法律意义上、具体实施过程、财务处理方法上存在着差别，但这些交易行为的产生都是以企业的商品化为前提的，虽然交易活动方式不同，但同属企业产权的有偿转让，更重要的一点，都是企业在谋求自身发展中所采取的外部扩张战略。正是通过这种外部扩张战略，企业扩充了经济实力，减少了损失，增强了市场竞争力，凭借所形成的规模经济实力，实现了资产和经营一体化的战略目标。

目 录

第一部分 企业并购的理论分析

| | |
|---------------------------------|------|
| 第一章 西方主流企业理论..... | (1) |
| 第一节 成本理论..... | (2) |
| 第二节 组织理论..... | (5) |
| 第三节 企业理论的新发展 ——核心竞争能力理论..... | (7) |
| 第四节 并购扩张模式的利弊分析..... | (9) |
| 第二章 西方并购理论 | (13) |
| 第一节 效率理论 | (13) |
| 第二节 市场力量理论 | (16) |
| 第三节 避税理论 | (17) |
| 第四节 企业并购与股市周期的关系 | (18) |
| 第五节 企业并购与多角化经营 | (20) |
| 第三章 企业并购与企业的产权制度 | (25) |
| 第一节 生产的技术规模不等于 企业的制度边界 | (25) |
| 第二节 关于产权的理论 | (27) |

| | | |
|------------|--------------------------|-------------|
| 第三节 | 兼并的产权激励效应 | (29) |
| 第四节 | 一体化的产权分析 | (31) |
| 第五节 | 最优所有权结构 | (35) |
| 第四章 | 企业并购的市场结构分析 | (38) |
| 第一节 | 企业并购与市场集中度 | (39) |
| 第二节 | 并购与市场壁垒 | (47) |

第二部分 企业并购的应用分析

| | | |
|------------|------------------------------|-------------|
| 第五章 | 企业并购与反并购的战略选择 | (53) |
| 第一节 | 收购方的战略选择 | (54) |
| 第二节 | 被收购方的战略选择 | (64) |
| 第六章 | 并购的收益判定和案例分析 | (71) |
| 第一节 | 并购的估价原则 | (71) |
| 第二节 | 公司资产成本的估算方法 | (77) |
| 第三节 | 企业合并时双方资产价值的确定 | (79) |
| 第四节 | 奔驰公司与克莱斯勒公司 合并案例的分析 | (84) |
| 第七章 | 并购的融资策略 | (95) |
| 第一节 | 可行的融资方式及其分析 | (95) |
| 第二节 | 融资成本分析 | (101) |
| 第三节 | 融资方式的确定 | (106) |
| 第四节 | 并购交易中支付方式的选择 | (108) |

| | |
|----------------------------|-------|
| 第八章 并购之后的整合策略 | (116) |
| 第一节 整合过程..... | (116) |
| 第二节 整合过程的策略事项..... | (118) |

第三部分 最新的全球并购风潮分析

| | |
|---|-------|
| 第九章 20世纪90年代国际企业兼并重组的背景和动因 | (129) |
|---|-------|

| | |
|------------------------------|-------|
| 第一节 20世纪90年代国际企业兼并重组的背景..... | (130) |
|------------------------------|-------|

| | |
|------------------------------|-------|
| 第二节 20世纪90年代国际企业兼并重组的动因..... | (135) |
|------------------------------|-------|

| | |
|--|-------|
| 第十章 20世纪90年代国际企业兼并重组特点和影响分析 | (143) |
|--|-------|

| | |
|-----------------------------|-------|
| 第一节 20世纪90年代国际企业兼并重组特点..... | (143) |
|-----------------------------|-------|

| | |
|-------------------|-------|
| 第二节 新特征的综合解析..... | (152) |
|-------------------|-------|

| | |
|------------------------------------|-------|
| 第三节 20世纪90年代国际企业兼并重组活动产生的总体影响..... | (170) |
|------------------------------------|-------|

| | |
|------------------------|-------|
| 第四节 对市场结构与经济效率的影响..... | (174) |
|------------------------|-------|

| | |
|-----------------------------|-------|
| 第五节 对20世纪90年代并购浪潮的其他思考..... | (180) |
|-----------------------------|-------|

| | |
|----------------------------|-----------|
| 第十一章 20世纪90年代国际企业兼并 | |
| 重组对我国的启示 ····· | (185) |
| 第一节 我国企业兼并重组机制需要转换····· | (185) |
| 第二节 我国企业兼并重组模式的调整····· | (189) |
| 第三节 对我国企业兼并重组发展的政策建议····· | (192) |
| 参考文献····· | (198) |

第一部分

企业并购的理论分析

第一章

西方主流企业理论

为了便于理解并购、重组以及公司控制权问题，需要对企业的产生、发展进行详细而深入的分析。因此在研究并购理论之前，对企业理论进行归纳是必不可少的。本章将对企业理论进行阐述。

西方的主流企业理论大体可以归为两类：成本理论和组织理论，这反映了西方经济学家对于企业的起源、产生和发展所持的两种观点。在本章中将对这两种观点分别加以解释说明。

第一节 成本理论

成本理论的主要论点是指，由于交易成本和生产成本的存在而导致企业的形成和发展，更为精确的论点是认为企业是约束要素所有人行为的某种契约集合。成本理论主要包括交易成本理论、生产成本理论和企业的契约集合理论。

1. 交易成本理论

(1) 科斯 (Coase)^① 的理论：

科斯在其关于企业理论的著作中首先做出假设：与市场交易有关的成本导致了组织上的创新，由此形成了企业。在企业形成之后，交易成本就会随之降低。这种交易代表了商品和劳务超越技术的界限而进行转移。这种转移的顺利完成具有一定困难，有可能因为交易双方（商品和劳务的买卖双方）对于商品和劳务的质量与价格的判定不同而无法达成一致，这种分歧在很大程度上会造成市场交易无法顺利进行。这种分歧可以通过在交易双方之间进行协调而实现商品和劳务的顺利转移。

但在企业内部进行协调也会形成协调管理成本。交易成本与管理成本的差值决定了企业是否能够形成。在管理成本大于交易成本时，企业不会形成，交易双方将选择在中市场中交易；只有在管理成本小于交易成本的时候，企业才有可能顺利形成，这种交易就由市场转移到企业中进行，实现交易的外部化转向内部化。这就是交易成本理论。

(2) 威廉姆森 (Williamson) 的观点：

就交易成本理论而言，也存在着一些其他看法。在市场环境

^① 科斯 (1937) 在其著作中所论述的中心议题是市场交易和企业内部交易，并通过这一论述解释了企业形成的原因。

下，如果供给不具备竞争性，就不可避免地会产生买方和卖方的摩擦。这种摩擦可以通过设立某种或有权益合约而避免。但是一些环境因素和人为因素会使这些合约在拟定、履行或强制实施时付出高昂的代价，也正是由于这些因素迫使交易从市场转移到企业内部以降低交易成本。

威廉姆森指出，导致市场失灵（Market Failure）的环境因素是市场的不确定性以及少数交易者之间的不确定关系。这些环境因素与人为因素（如机会主义和有限理性等）结合就将对市场交易起到阻碍作用。

机会主义指运用诡计来寻求个人利益的非最优行为。机会主义的作用程度与市场结构密切相关。通过历史数据分析，机会主义的作用程度与市场竞争度呈负相关关系。当市场参与者很多的时候，激烈的竞争会消除机会主义倾向。当交易者较少时，机会主义的倾向就会愈加明显。有限理性^①指的是人类在处理信息和解决复杂问题的局限性。这使得交易者无法拟定出一份完全的或有权益合约，或者是无法降低拟定合约的高昂成本。契约的不完全性使合约当事人冒有一定的风险。

2. 生产成本理论

交易成本以及管理和生产所达到的规模经济的程度决定了比较市场交易而言，企业是否以更高的有效性进行经营活动。即使交易成本为零而管理成本为正值，企业仍可能会在内部扩张。

(1) 组织资本：企业的效率与其所拥有的信息优越性关系密切。一个拥有良好团队的企业所有人可能会比其他企业的所有人获得更多的收益，这并不是因为其拥有的任何一种投入要素有其内在优越性，而是因为组织能力的高低在部分程度上决定了生产

^① 所谓有限理性可在语言和计算能力方面得以体现。由于语言限制而导致的有限理性是指：交易者无法通过具有契约意义的语言或符号对交易特征成功地进行交流。

成本的高低。

这些信息可以分为三种类型：合理分配雇员的信息；合理搭配雇员的信息；每个雇员所获得的关于其他雇员或组织本身的信息。因为这些信息资产专属于企业，雇员不能无代价地自由离开企业，所以企业与雇员之间签订长期合约是非常必要的。这一约定将保证专用信息不会无谓流失，并对企业和雇员的专用投资起到促进作用。

(2) 团队生产：阿尔钦（Alchian）和德姆塞兹（Demstz）的观点是认为企业与市场相比的显著特征是与所有投入要素的契约性安排中的集权代理人并存的团队生产。这种团队生产具有协同效应。只有当团队生产的产出多于独立生产的总和时，团队生产才能得以存续。团队生产的额外产出归功于协作，对某一成员并不具备确定性，这就使得每个成员更容易产生躲避责任的动机。市场上的潜在团体成员之间的竞争是一种缓解躲避责任的力量。但实际上，企业的监督机制并不能完全消除躲避责任的现象，而最多只能达到监督行动的边际收益等于其边际成本的水平。不同的监督活动和方案最终导致企业选择了不同的所有权结构。

3. 企业的契约集合理论

企业理论的新发展集中于企业制度这一方面，将企业的实质看作是对合约制定人超制约作用的长期合约的集合，这种观点是交易成本理论的沿袭。因为团队生产必然产生对契约性限制的依赖，各种要素的持有者出于持续使用专属于团队的信息的动机而组成了团队。这个团队必须解决两个问题：监督团队中的资源和防止违背契约的现象。为了更为精确地确定形成契约性约束的因素，威廉姆森还区分了两种形式的机会主义——掠夺和道德风险。

(1) 掠夺和从属性：当某些资源从属于团体中的其他资源时，某些合约签定者就会设法掠夺这些从属性资源以获得其准租

金。团体中的任何资源都可能会受到掠夺。况且企业还必须解决价值的合理分配问题。为了降低这一分配成本，就必须签订恰当的合约条件。

(2) 道德风险 (Moral Hazard): 当一方对另一方的行为具有依赖性, 并且获取后者的信息需要付出高昂代价的时候, 就会产生道德风险。在企业中, 无论是雇员和雇主之间, 还是债务人和债权人之间都存在道德风险的问题。雇员躲避责任、债务人增加资产风险或不认真管理非自身资产, 都反映了道德风险的存在。

这两点都是产生企业内部若干契约性关系的关键性原因。

第二节 组织理论

组织理论包括组织形式理论和组织行为理论两个方面。这是继成本理论之后企业理论的新发展。

1. 组织形式理论

组织形式理论分为两个主要方面:

(1) 横向结构理论: 多种经营公司在 20 世纪逐渐发展, 有代表性的是杜邦公司。威廉姆森用交易成本法解释了这一现象。单一结构的成长型企业 (U 型企业) 开始面对有限理性和机会主义的问题。而采用一体化的 M 型企业形式可以避免资源专属性造成的机会主义。

依据生产成本有效性的看法, 此种 M 型公司可以获得对专门性知识的投资收益。这些知识可以被大量的分散经营业务所利用, 分散经营的优点在于决策置于专业化管理职能活动之中, 这将使决策具有科学性和准确性。在混合型企业中一般都会存在一般管理能力在多种经营中的应用, 其优势包括内部经验学习过程、更迅速地转移资源的能力和内部反馈系统所带来的收益。

(2) 纵向结构理论：近年来的企业理论在发展横向理论的同时，纵向理论也得到了更为详细的论述。纵向一体化主要包括前向一体化和后向一体化。

前向一体化强调的重点之一是控制销售和服务的质量，避免损害生产商的利益。由于在生产商和销售商之间存在外部效应或“搭便车”现象，从而促使企业完成前向一体化，即同时对生产和销售拥有共同所有权。后向一体化的一个很重要的动机就是保证原料的质量和价格，另外还促进了专门化制造设备的协调和使用。

威廉姆森还列出了五个节约交易成本的源泉：纵向一体化避免了寡头垄断或双头垄断市场的交易成本；内在化降低了道德风险；纵向一体化改进了信息处理过程；增加了企业的避税能力；纵向一体化可以有效调节各方分歧和合理决策。

2. 组织行为理论

组织行为理论是由马奇（March）和塞厄特（Cyert）^①在1963年建立的，包括很多方面，如代理问题、公司控制权问题和两极分离问题等。

(1) 代理问题：由于代理人与委托人利益有矛盾，存在利益冲突（interest conflict），因此代理人问题是不可避免的。企业理论认为，代理关系主要分为三个方面：管理者与所有者、股东和债权人以及企业和非投资利害关系人之间的关系。代理关系会引起订立合约成本、监督成本、保证成本及福利损失，这些成本合称代理成本。

在团队生产中，只要管理人员的所有权持有不足100%，就会产生躲避责任的现象，如过分消费公司补贴或是不努力寻求有利的投资机会等等，也就会不可避免地产生代理成本，因为这种责任并不完全由躲避责任者承担。

^① 见《企业行为理论》，马奇和赛厄特（1963）。