

中

崔永梅/著

并购市场指数

基于生态学的公司控制权市场演化

Index of M&A:

Evolution of the Market for Corporate Control Based on Ecology

对公司控制权市场演化的研究，一方面可以预测全球公司控制权市场的发展趋势，另一方面也有利于创造良好的外部环境，增强市场功能，提高市场效率，尤其是对于指导我国公司控制权市场的发展实践具有较强的现实意义。



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

企业并购研究丛书

崔永梅 / 著

并购市场指数

基于生态学的公司控制权市场演化

Evolution of the Market for Corporate Control Based on Ecology

【 对公司控制权市场演化的研究，一方面可以预测全球公司控制权市场的发展趋势，另一方面也有利于创造良好的外部环境，增强市场功能，提高市场效率，尤其是对于指导我国公司控制权市场的发展实践具有较强的现实意义。 】



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

并购市场指数：基于生态学的公司控制权市场演化/崔永梅著

北京：中国经济出版社，2010.4

ISBN 978 - 7 - 5017 - 8802 - 6

I. 并… II. 崔… III. 持股公司—企业管理 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 150101 号

责任编辑 崔姜薇

责任印制 张江虹

封面设计 任燕飞装帧设计工作室

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京市人民文学印刷厂

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 16

字 数 300 千字

版 次 2010 年 4 月第 1 版

印 次 2010 年 4 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5017 - 8802 - 6/F · 7770

定 价 38.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题,请与本社发行中心联系调换(联系电话:010-68319116)

版权所有 盗版必究(举报电话:010-68359418 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话:12390)

服务热线:010-68344225 88386794

序 并购研究的使命

并购至今仍然是个谜。

并购具有一种神奇的力量，一直吸引着企业家，但其可能结局虽说不是飞蛾扑火，至少也如同赌博，胜负各半，颇具风险。人们对于并购的研究是长期的、深入的、富有成果的。对于并购这种经济现象，学者们通过各个角度进行观察，从各自学科的角度进行探索，用经济的、管理的、政治的、社会的、法律的、文化的理论和方法对其研究，得出了形形色色富有的价值的解释或者结论。然而并购行为和活动的结果还是不尽人意，并购失败的案件频频发生。当今世界上最权威的并购研究专家弗雷德·威斯通教授也不得不承认，“事实上，还没有一种公认的理论能够同时解释兼并背后的动机、兼并企业和被兼并企业的特点，以及兼并活动集中程度的决定因素”。

并购是企业巨型的投资、一揽子的综合交易；并购没有预演，不可能有彩排的机会。因而并购是最大的风险投资。并购之前控制风险的常用手段或者是不直接收购，先采取少数股权投资、合资、战略联盟或者协议，或者是控制并购规模。一旦确定了收购目标，只有通过详尽的尽职调查、合理的估价、细致的整合等工作来降低并购风险。人们对于并购，还只能是小心翼翼、谨小慎微地行事，还没有可以大胆放心使用的规律可循。

并购是价值增进还是价值破坏？如果是价值增进，那又是价值发现还是价值创造？一个企业对另外一个企业的收购，从价值的角度分析，可以认为收购方发现了目标方的价值，目标方或者标购方也认识到收购方发现的价值，由于市场机制的作用，这个价值被分摊了，发现的价值大部分被目标方收获了。如果收购能够创造新的价值，且不被目标方或者标购方发现或者承认的话，创造的价值才能归收购方所有，至少大部分由收购方获得。因此，发现价值固然是件好事，但对于并购的真正挑战是创造价值。

正像企业的本质这样的难题，并购的本质是什么？越是基本的问题，越难得到明确清晰的答案。从朴素的逻辑分析角度看，并购难以成功原因只能

是人们对并购行为和并购活动的规律没有认识。并购的动机和并购的绩效，是一对互为因果关系，无疑是并购理论研究的重要组成部分，但在动机与绩效之间，形成了并购黑箱。在并购黑箱里，至少包含着并购能力、并购边界、并购方向、并购匹配、并购协同等基本理论问题。

并购动机。动机是行为的出发点。并购的动机可以有不同的描述，也可以由不同学科的各种各样的理论进行解释。但在实证研究时候，动机和效应能否得到一致的表达？动机和效应又如何定量表达、综合表达呢？并购动机和达到的真实效应关系如何？并购动机理论必须回答这些问题。

并购能力。具备并购动机的企业不一定具备并购的行为能力。什么样的企业才能称之为具备了并购能力？并购能力如何表达和评判？并购能力与企业规模、企业竞争能力的关系如何？并购能力理论应该回答这些问题。

并购边界。具备了并购能力的企业，不一定要以并购作为战略发展的方式或者手段，还可以通过诸如联盟、协议、合资、直接投资等手段达到发展的目的。那么，在什么样的环境条件下适用并购，以什么样的方式进行并购等，成为并购边界理论的研究对象。

并购方向。如果说企业的现实状况处在坐标的原点，在周围 360° 的圆圈中，并购应该朝什么方向进行，简单的说并购应该是横向还是纵向的，具体地说并购应该发生在哪个象限？目标企业的坐标在哪里？它所处的产业、地理位置、实施并购时间等等维度的坐标又在哪里？并购方向的理论应该给出这些问题的答案。

并购匹配。如果按并购方向之“图”按图索骥的话，目标企业与收购企业之间能否匹配，成为下一个逻辑上的问题。并购的目标是获得目标企业的各种能力，包括研发能力、制造能力、营销能力以及各种辅助能力，各种能力的综合表现为企业的可持续的获取自由现金流量的能力。但能力是不能直接通过收购得到的。收购直接获得的只能是企业的资产，获得目标企业的资产并不意味着拥有了企业的能力，更何况目标企业的人力资源、关系资产等无形资产在收购之后是否会保全都成为问题。因此，收购方和目标方的资源是否匹配，目标方的能力是否能够得到保全、转移和发展就是并购匹配理论研究的对象。

并购协同。即使并购双方是匹配的，这只能表明并购双方存在着潜在协同，匹配构成了并购预期协同的必要条件。在并购匹配的基础上，双方预期的协同是什么？有多少？协同的来源如何解释？并购协同预期会在什么项目体现出来？如果没有并购协同，必然没有价值增值，并购的交易对于全社会

就是一种资源浪费和损失。这些对并购协同理论提出了最直接的挑战。

并购绩效。并购预期协同通过并购后整合产生并购的绩效，并购绩效可以认为是并购的现实协同，或者预期协同的实现。并购是一种战略行为，其影响必定是长期的、深远的。财务绩效未必能够代表并购绩效的全部，财务绩效肯定也不全是并购产生的绩效。并购绩效与并购的出发点，即并购的动因的内涵或者外延也不完全能够配比。即使在相互配比的情况下，并购动因和绩效的关系又是如何呢？并购绩效理论必须回答这些问题。

并购市场。并购从动机出发，到绩效结束。并购绩效又会诱发并购发生，终点又回到了起点，形成了此起彼伏的并购活动。大量的并购活动构成了并购市场，不同时期的并购市场交易蕴含了并购市场运作的规律。并购市场理论研究的使命是揭示并购市场作为整体的规律。

并购进化。站在历史的长河上看，并购既是企业与企业之间的微观层次上的行为，造就了更加“聪明”、更加复杂的企业组织和企业行为；同时又由于企业间的并购，造成了产业结构、经济结构的变化，促成了国家竞争力差别或者人类生存能力和生存方式的变化。并购对于企业，如同婚姻对于人类一样，必然具有进化的作用。并购进化理论要揭示的是并购行为对企业、对产业、对国家乃至全社会产生的进化作用的规律。

要回答以上并购的基本理论问题，必须充分依靠和吸收各个基础学科的已有知识成果，尤其是它们关于并购的研究成果。并购的理论基础学科包括经济学、管理学、法学、社会学、历史学等，它们是直接的基础学科。并购的间接基础学科，包括数学、物理学，甚至包括生物学等。要回答并购的基本理论问题，必须同时借助于理论推导和实践的验证，即同时借助于规范研究和实证研究的方法，从两个不同方向、不同途径开展研究和探索。只有回答了以上并购的基本理论问题，并购的规律才能得到比较清楚地揭示，对并购本质的认识才能够更加深入。

并购学是关于并购知识体系的总和，它包括并购基础理论、并购应用基础理论、并购操作方法（技巧）三个层面。并购基础理论处于并购知识体系的最上层，是纯粹抽象的并购知识，对并购应用基础理论有着驾驭、指导的作用。并购应用基础理论是并购基础理论的延伸和现实应用方法论，其内容按照并购主要业务环节，包括并购战略、并购价值评估、并购筹资、合并会计、并购税收、并购后整合、收购防御和并购监管等。与并购应用基础理论较大关联的学科领域包括产业组织、战略管理、财务管理、会计学、人力资源管理、税收、法律等。由于并购活动的复杂性和挑战性，并购成为这些学科领域的重要研究

对象，研究成果也构成了所在学科领域知识体系的组成部分。从这个意义上讲，并购学是交叉学科，是吸收融合其他学科知识丰富和发展起来的一个专门的学科领域。并购操作方法是面向并购实践的指南，也是长期并购实践活动的经验总结。并购实践活动似乎还没有可以考证的历史，但至少是百年的并购积累了丰富的并购技法。

在现有的并购知识体系中，我们更多的是学习，还谈不上有什么发言权。随着中国经济融入全球经济之中，与中国有关的并购必将是全球并购舞台的主要角色，中国应当对人类的并购知识有所贡献。北京交通大学中国企业兼并重组研究中心将以并购研究为己任，在并购学的形成和发展中有所作为。本丛书反映的是我们在并购学知识体系中增添的一砖一瓦，也当作是对前人并购研究成果的一点回报。

北京交通大学中国企业兼并重组研究中心主任 张秋生

2004年8月12日于北京宽沟

目 录

1 导论

1.1 问题的提出	1
1.2 国内外研究现状	5
1.2.1 国外研究现状	5
1.2.2 国内研究现状	7
1.2.3 小结	11
1.3 研究目标	12
1.4 研究内容与技术路线	12
1.4.1 研究内容	12
1.4.2 技术路线	14
1.5 研究方法	14
1.6 本书创新点	16

2 公司控制权市场的理论基础

2.1 概念的界定	19
2.1.1 兼并与要约收购——并购的概念界定	19
2.1.2 公司控制权市场与并购市场	21
2.2 Weston 的并购重组理论框架	24
2.3 新制度经济学下的公司控制权市场	25
2.4 公司控制权市场理论	28
2.4.1 公司控制权市场的主流理论	28
2.4.2 公司控制权市场的反主流理论	34
2.4.3 小结	36
2.5 本书假设的提出	38
2.5.1 公司控制权市场的功能	38
2.5.2 本书假设的提出	41

3 公司控制权市场生态系统研究

3.1 生态学研究成果及其在社会科学中的应用	43
3.1.1 生态学的研究成果	43
3.1.2 生态学在社会科学中的应用现状	46
3.2 公司控制权市场生态系统的构建	48
3.2.1 公司控制权市场生态系统的涵义	48
3.2.2 公司控制权市场生态系统自身的特异性	49
3.2.3 公司控制权市场生态系统的总体特征	50
3.3 公司控制权市场生态系统结构分析	53
3.3.1 公司控制权市场生态系统结构概述	53
3.3.2 公司控制权市场生态主体	54
3.3.3 公司控制权市场生态系统环境	55
3.3.4 公司控制权市场生态平衡	58
本章小结	59

4 公司控制权市场生态环境研究

4.1 市场环境的界定	61
4.2 经济环境	62
4.2.1 文献回顾	62
4.2.2 经济环境与公司控制权市场	67
4.3 法律环境	69
4.3.1 两种法律制度的渊源及特征	69
4.3.2 法律环境与公司控制权市场	71
4.4 政治环境	74
4.4.1 政府主导型与市场主导型制度	74
4.4.2 政治环境因素与公司控制权市场	76
4.5 技术环境	77
4.5.1 技术环境：技术进步与技术创新	77
4.5.2 技术进步的产生与循环	79
4.5.3 技术进步与公司控制权市场	80
4.6 公司治理环境	83
4.6.1 股权结构与公司治理模式	83

4.6.2 公司治理与公司控制权市场的发展	84
4.7 公司控制权市场的生态环境的结构层级构建	86
本章小结	87
5 公司控制权市场生态主体及调节机制	
5.1 公司控制权市场生态主体形成及其空间组织结构	89
5.1.1 生物的交互作用	89
5.1.2 公司控制权市场生态主体的形成	90
5.1.3 空间组织结构	90
5.1.4 行为动机的演化分析	91
5.2 公司控制权市场的生态调节	93
5.2.1 生态平衡的特征	93
5.2.2 公司控制权市场的生态调节	93
5.3 内部自组织演化机制	95
5.3.1 自组织的概念及理论	95
5.3.2 生态系统的自组织演化分析	97
5.3.3 公司控制权市场的自组织演化机制	98
5.4 外部规制机制	101
5.4.1 政府规制理论的发展	101
5.4.2 公司控制权市场中政府规制动机分析	111
5.4.3 案例研究：美国公司控制权市场的政府规制	112
5.4.4 归纳与结论	115
本章小结	116
6 不同国家公司控制权市场演化特征分析	
6.1 演化、进化与退化	119
6.2 公司控制权市场的历史变迁	120
6.2.1 美国	120
6.2.2 英国	124
6.2.3 德国	125
6.2.4 日本	125
6.3 公司控制权市场演化特征比较	126
6.3.1 交易规模	126

6.3.2	支付方式	128
6.3.3	收购股权比例的差异性分析	129
6.3.4	要约收购、协议收购与大宗股权交易	131
6.3.5	敌意收购	134
6.3.6	跨国交易	135
6.3.7	产业比较	137
6.4	我国公司控制权市场的演化分析	138
6.4.1	我国公司控制权市场的演化阶段	138
6.4.2	与演化成熟市场的对比分析及相关建议	142
	本章小结	144

7 公司控制权市场的演化路径研究

7.1	演化路径研究的理论基础	145
7.1.1	生态演化机制：遗传、变异与自然选择	145
7.1.2	生态演化论基础上的演化经济学	146
7.1.3	对公司控制权市场演化路径研究的启示	148
7.2	公司控制权市场演化的路径依赖与路径创新	149
7.2.1	路径依赖理论及其在经济领域中的应用	149
7.2.2	公司治理模式导致公司控制权市场的路径依赖产生	152
7.2.3	公司控制权市场路径依赖的表现形式	153
7.2.4	公司控制权市场的路径创新	154
7.3	公司控制权市场的路径选择过程中的共同规律	155
7.3.1	市场演化成波动进化的特点，与宏观经济的发展基本同步	155
7.3.2	与产业结构调整，与行业生命周期密切相关	156
7.3.3	市场演化特征更为明显：跨国并购与股份支付	157
	本章小结	158

8 演化评价模型与实证分析

8.1	公司控制权市场演化的复杂性：变量互动结构	162
8.2	最大化信息熵理论在演化路径中的运用	163
8.2.1	熵与玻尔兹曼各态历经假说	163
8.2.2	吉布斯熵和申农熵：从统计物理到信息论	165
8.2.3	最大化信息熵理论与演化路径选择的研究	166

8.3 基于最大化信息熵理论的公司控制权市场演化评价模型	169
8.3.1 演化模型的建立	169
8.3.2 各子系统中序参量的确定	170
8.3.3 公司控制权市场系统演化序变量的指标体系	173
8.4 美国的公司控制权市场演化的实证分析	174
8.4.1 样本选取及数据来源	174
8.4.2 序参量变量 e_j 的演化有序度的计算	175
8.4.3 实证研究结论	181
8.5 英国的公司控制权市场演化的实证分析	182
8.5.1 标准化后的矩阵	183
8.5.2 英国 1992 ~ 2005 年度的熵值	186
8.5.3 实证研究结论	186
本章小结	187
9 并购市场指数的研究	
9.1 市场指数的构建	190
9.1.1 基于熵值的市场指数的构建及其评价标准	190
9.1.2 市场指数的应用: 纵向历史比较	191
9.1.3 市场指数的应用: 横向跨国比较	192
9.2 简化市场指数的构建	194
9.2.1 并购环境指数	194
9.2.2 并购运用指数	195
9.2.3 简化市场指数	196
9.4 市场指数的跨国比较研究	197
9.4.1 数据来源	197
9.4.2 并购环境指数的跨国比较	198
9.4.3 并购运用指数的跨国比较	198
9.4.4 简化市场指数的跨国分析	198
9.4.5 两种方法下的市场指数的差异性分析	203
9.5 市场指数的应用	204
9.5.1 政府决策主体	204
9.5.2 行业决策主体	204
9.5.3 企业决策主体	205

本章小结..... 205

10 结论与展望

10.1 主要研究与结论 207

10.2 主要创新点 211

10.3 研究局限性 212

10.4 研究展望 212

参考文献 214

致 谢 237

表 目 录

表 2-1	并购理论框架	24
表 4-1	不同法律渊源国家投资者保护状况——股东的权利指数表	73
表 5-1	生物种群之间的相互关系	89
表 5-2	经济活动的拓展与政府机构增强和监管范围的扩大	104
表 5-3	反垄断法重要事件年表	113
表 5-4	关键集中度水平	114
表 6-1	美国企业并购重组交易额 (1970 ~ 1999)	121
表 6-2	目标公司为上市公司的交易类型 (1991 ~ 2005)	130
表 6-3	1991 ~ 2005 年要约收购基础上的公开竞价每年平均交易量	131
表 6-4	上市公司中公开竞价的比例	132
表 6-5	公开市场收购占交易金额的比例	133
表 6-6	协议收购占交易金额的比例	133
表 6-7	1991 ~ 2005 年按敌意收购的后果分类	134
表 6-8	初始自发收购与防御产生的后果的比较	134
表 6-9	上市公司并购活动按行业类型划分的比较	137
表 6-10	经营多元化与并购关系类型	138
表 6-11	上市公司控制权转移手段概览	141
表 7-1	企业并购与行业生命周期的关系	156
表 8-1	公司控制权市场各子系统演化序变量的指标体系	173
表 8-2	美国公司控制权市场标准化后的数据矩阵	175
表 8-3	英国公司控制权市场标准化后的矩阵	183
表 9-1	两种方法下的市场指数的差异	203

图 目 录

图 1-1	国内研究演进路径	10
图 1-2	技术路线	13
图 2-1	公司治理的内外部机制	27
图 2-2	Manne 提出的公司控制机制	29

图 2-3	Jensen (1993) 发展了的四种公司控制力量	30
图 3-1	生态系统结构图	45
图 3-2	公司控制权市场生态树	51
图 3-3	公司控制权市场生态作用关系图	54
图 3-4	公司控制权市场生态系统结构图	59
图 4-1	并购的主要参与者及适用法律	71
图 4-2	技术进步的形成与循环	79
图 4-3	技术进步与并购互动模型	82
图 4-4	公司控制权市场生态环境结构层级	86
图 5-1	公司控制权市场生态主体的系统结构	91
图 5-2	自组织理论体系图	97
图 5-3	企业、政府、市场的关系	103
图 6-1	英国、美国 1991~2005 并购交易量比较折线图	126
图 6-2	日本、德国、法国 1991~2005 并购交易量对比折线图	127
图 6-3	1991~1997 与 1998~2005 年各国平均并购交易数量的对比	127
图 6-4	主要发达国家 1991~2005 年并购交易金额趋势	128
图 6-5	支付方式对比	129
图 6-6	并购交易前平均持有标的公司股份	130
图 6-7	并购交易中平均持有标的公司股份	130
图 6-8	从第三方获得大宗股权占并购交易金额的比例	133
图 6-9	1991~1997 年与 1998~2005 各国国内并购活动与跨国并购活动交易量比较	135
图 6-10	并购交易占 GDP 的比重	136
图 6-11	跨国交易对并购增长的贡献程度对比折线图	137
图 7-1	路径依赖理论发展示意图	151
图 8-1	公司控制权市场演化的复杂性: 变量互动结构	162
图 8-2	随机数实例中各种概念之间的关系	164
图 8-3	从 A 到 B 的路径示意图	167
图 8-4	路径重复次数	168
图 8-5	路径选择示意图	168
图 8-6	美国公司控制权市场各年度序参量的变化	181
图 8-7	美国 1970~2000 年各年度熵的折线图	181
图 8-8	英国公司控制权市场各年度序参量的变化	186
图 8-9	英国各年度的熵值	186

图 9-1	美国公司控制权市场 1970 ~ 2000 年的市场指数	191
图 9-2	美国公司控制权市场 1970 ~ 2000 年的市场指数	192
图 9-3	公司控制权市场指数的横向跨国比较 (2000 ~ 2005)	193
图 9-4	兼并与收购交易金额占新增直接投资的比例变化走势	196
图 9-5	美国并购交易总额占 GDP 的比重变化图 (1970 ~ 2001)	197
图 9-6	并购环境指数的跨国比较 (2000 ~ 2005)	199
图 9-7	并购运用指数的跨国比较 (2000 ~ 2005)	200
图 9-8	简化的公司控制权市场指数跨国比较 (2000 ~ 2005)	201
图 9-9	两种方法计算的市场指数对比图	202

1 导论

1.1 问题的提出

对外部压力的最广泛认识是公司控制权市场。^① Henry Manne (1965) 通过对美国并购活动的分析，在其开创性论文中首次提出了公司控制权市场 (Market for Corporate Control) 的概念，他指出“公司控制权^②可能构成了一项有价值的资产；这一资产的存在与规模经济或垄断利润等因素无关；存在一个活跃的公司控制权市场；许多合并活动可能是这一特殊市场成功运作的结果”。Manne 最初提出这一概念是用来讨论兼并与反垄断问题的，他同时指出对公司控制权的这种分析对很多经济问题都有意义，其中对大公司中所谓的所有权和控制权的分离也许意义最大。但 Manne 当时并没有对公司控制权市场做出确切定义和更深入的分析。直到 Jensen 和 Ruback (1983) 在其总结性的论文中给出公司控制权的定义，得到学术界的普遍认可：“我们将公司控制权市场（通常也被称为接管市场）看成是一个由各个不同管理团队在其中互相争夺公司资源管理权的市场”，这个市场存在于公司内外。在现代企业的公司治理中，控制权在管理小组之间的转移可以通过以董事会为代表的内部机制来完成，也可以通过包括代表权争夺和敌意接管的外部控制机制来进行。具体采用哪一种控制机制要取决于公司所有权结构、

^① 米切尔和马尔赫林 (1996) 对此提供了一个很好的测量尺度。他们分析了 1981 年末在《价值线投资调查》上列示的 1064 家公司。截至 1989 年，这些公司中的 57% 要么成为了接管目标，要么进行了大幅度的接管防御性重组。超过半数的企业随后进行了范围相对广泛的投资，并且受到了并购市场的影响。

^② 拥有公司控制权可以直接或间接得到各种货币形态的收益，主要包括“控制权的共享收益”与“控制权的私人收益”，前者指大股东改善公司管理与监督所导致的公司价值提高，后者指由于大股东利用所掌握的控制权攫取公司的收益。世界银行 1999 年的一份报告指出，公司控制权的转移提高了股东股份的价值，通过公司控制权的转移实现了资产的合理配置和有效利用。