

Corporate Mergers and
Acquisitions

Restructuring in China
Capital Market

中国资本市场 企业并购重组

李书锋 ● 著

本书以现代企业性质为研究起点，以中国资本市场作为研究对象，对企业并购重组的形式、法律环境、资产定价进行了探讨，并对中国企业并购重组绩效进行了实证研究，最后就金融危机条件下，中国企业并购重组的未来发展趋势进行预测。



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

Corporate Mergers and
Acquisitions

Restructuring in China
Capital Market

中国资本市场 企业并购重组

李书锋●著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场企业并购重组/李书锋著. —北京: 经济管理出版社, 2012.7

ISBN 978-7-5096-1987-2

I. ①中… II. ①李… III. ①企业合并—研究—中国 IV. ①F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 124468 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010)51915602

邮编：100038

印刷：三河市延风印装厂

经销：新华书店

组稿编辑：邱永辉

责任编辑：邱永辉

责任印制：杨国强

责任校对：超凡

720mm×1000mm/16

13 印张

300 千字

2012 年 7 月第 1 版

2012 年 7 月第 1 次印刷

定价：39.00 元

书号：ISBN 978-7-5096-1987-2

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010)68022974

邮编：100836

序

企业通过并购重组是实现企业跨越式发展的基本途径。本书从企业性质论述开始，以我国资本市场作为研究对象，对企业并购重组的形式、法律环境、资产定价问题进行了探讨，并对我国企业并购重组绩效进行了实证研究，最后，对在金融危机条件下我国企业并购重组的未来发展趋势进行了预测。

本书始于笔者 2001 年 7 月在中南财经政法大学所写博士学位论文《现代企业资产重组研究》。在笔者博士论文获得通过之后，本想经修改之后出版，但总感觉实务操作部分过于简单且没有实务经验，心里不踏实，故未出版。2006 年 3 月笔者进入华北电力大学经济管理学院博士后流动站工作，在笔者的博士后联系人乞建勋教授的指导下继续对中国资本市场重大资产重组和企业并购问题进行研究。2008 年 8~12 月，笔者有幸参与由财务顾问公司中企港投资顾问公司董事长于晓镭博士主导的项目团队，全程参与了“ST 琼花 002002”（现为：ST 金材）重大资产重组操作过程，期间得到了时任光大证券保荐人盖建飞博士、樊朝先生和民生证券保荐人王汉魁先生的指导，虽然项目因国家政策原因重组暂停了，但上市公司的重大资产重组过程的经历为完善本著作的实务部分提供了经验。2009 年 4 月以《我国资本市场企业并购重组研究》博士后报告形式出站。

本书从 1998 年 12 月博士论文的开题到现在正式出版，已有十余

年时间，著作不仅有郭道扬教授的悉心指导，而且增加了笔者亲身实践的经验，同时笔者的研究生，包括湖南大学张艳同志、华北电力大学李博同志、中央民族大学汪建钦、秦玲玲、魏莹、李林祢、罗婷、吕俊杰和孙萍等同志共同对这一课题进行了可持续的研究，它构成了笔者的企业价值管理系列研究的第三部著作：《中国资本市场企业并购重组》。尽管笔者尽所能根据新的企业并购重组的案例不断进行总结，但限于本人的研究能力和条件，特别是随着中国资本市场的不断发展，将会不断地出现新的方法和案例，因此，本书只能是现代企业并购重组阶段性的总结成果。它构成我的企业价值管理系列研究的一部分，不足之处在所难免，希望同仁提出批评指正，并期望在以后的持续研究中不断补充与完善。

李书锋

2012年6月

前 言

何谓价值？不同的学者站在不同的角度对它有不同的解释。从经济学的角度，经济学家、管理学家、财务学家对其的理解也是不同的。

经济学家认为，只有经济资源实现有效配置时才能产生价值；管理学家认为，当收入大于成本时则创造了价值；财务学家认为，当项目的投资报酬高于资本成本时就能创造价值。

现代企业制度，即公司，是一个以实现股东价值最大化为目标的经济组织，其目的在于通过企业利益相关者的共同协作，实现企业价值的保值、增值，确保股东价值的最大化。何谓公司价值？如何为公司创造价值？这一直是笔者这几年苦苦追寻的课题。自从1998年9月师从博士生导师中南财经政法大学郭道扬教授之后，我便开始致力于企业价值管理与企业价值创新的理论研究与实践工作。

1998年12月，笔者确定博士学位论文为“现代企业资产重组研究”。2001年9月，笔者进入中国人民大学博士后流动站，并到长沙卷烟厂博士后工作站工作，在中国人民大学博士后联系人王化成教授和企业博士后工作站博士后联系人谢建宏财务总监的指导下，笔者于2006年12月完成并出版了企业价值管理系列研究的第一本专著《企业发展战略价值管理研究》（2008年4月进行了修订）。2010年6月，在国家社会科学基金项目的资助下，又出版了企业价值管理系列研究的第二本编著《企业内部控制配套指引》。本书《中国资本市场企业并购

重组》构成企业价值管理系列研究的第三本专著。笔者现仍在进行企业价值管理中的资产定价管理和股权投资价值管理的研究工作，并期望在未来几年的学术研究生涯中不断有新的专著面世。

本书的出版得到中央民族大学工商管理著作专项基金和由笔者主持的国家社会科学基金项目“资产定价、会计计量与金融危机监管研究（批准号：09BJY014）”的支持。

第一章	企业性质与企业并购重组发展浪潮	1
	第一节 现代博弈论与资源的有效配置 / 3	
	第二节 企业性质分析 / 9	
	第三节 企业并购重组五次发展浪潮与启示 / 20	
第二章	中国资本市场企业并购重组类型及发展	39
	第一节 企业资产并购重组类型及财务特征 / 41	
	第二节 中国资本市场企业并购重组历史发展和特点 / 46	
	第三节 中国企业并购重组制度及相关操作程序 / 52	
	第四节 资本市场企业并购重组动因及效率解释 / 68	
第三章	企业并购重组过程中的定价理论	75
	第一节 商品定价的一般理论 / 77	
	第二节 现代资产定价理论 / 84	
	第三节 企业并购重组估价模式 / 97	
	第四节 企业重大资产重组中定价机制实例分析 / 108	
	第五节 企业并购重组过程中公允价值计量 / 113	
	第六节 企业并购重组模型及其经济含义 / 119	

第四章 我国资本市场企业并购重组实证研究 125

- 第一节 国内外企业控制权转移绩效研究述评 / 127
- 第二节 上市公司控制权转移绩效研究方法的选择 / 132
- 第三节 中国上市公司控制权转移绩效的实证分析 / 140
- 第四节 控制权转移绩效的影响因素研究 / 150
- 第五节 发行股份购买资产交易定价的实证研究 / 159
- 第六节 企业并购重组案例研究 / 171

第五章 我国资本市场企业并购重组展望 185

- 第一节 全球金融危机条件下企业并购重组趋势 / 187
- 第二节 中国企业并购重组环境分析 / 192
- 第三节 重构中国企业并购重组发展新秩序 / 195

第一章 企业性质与企业并购重组发展浪潮

政府、企业、市场构成现代市场经济的三大主体，社会资源的配置过程也是三大市场主体行为进行博弈的过程。政府在资源配置过程中起宏观调控作用，市场起基础配置作用，企业是资源配置的载体，企业并购重组是企业实现社会资源配置的重要手段。本章从现代博弈论与社会资源有效配置的关系出发，通过分析现代企业的性质，揭示出企业并购重组的经济学基础，并以美国为例，对其历史上所发生的五次并购重组演进进行分析，以揭示企业并购重组的历史发展规律。

第一节 现代博弈论与资源的有效配置

一、现代博弈论与纳什均衡^①

1. 现代博弈论的基础概念

博弈论 (Game Theory)，是研究决策主体的行为发生直接作用时的决策，以及这种决策的均衡问题的方法论。博弈论的基本概念包括：参与人、行动、信息、战略、支付、结果和均衡。

参与人，是指博弈论的决策主体。其目的是通过选择行动（或战略）以最大化自己的支付水平。参与人可以是自然人，也可以是团体或法人，这里每个参与人必须有可供选择的行动和具有一个很好的定义的偏好函数。

行动，是指参与人在博弈某个时点时的决策变量。在 n 个参与人的博弈中，他们行动的有序集称为“行动组合”；与行动相关的一个重要问题是行动顺序，同样的参与人、同样的行动集合，行动的顺序不同，其博弈的结果就不同。在博弈论中，一般假定参与人的行动空间和行动顺序是所有参与人的共同知识。

信息，是参与人有关博弈的知识，特别是有关“自然”的选择、其他参与人的特征和行动的知识。在博弈论中，完美信息是指一个参与人对其他参与人的行动选择有准确了解的情况，即每一个信息集中只包括一个值；完全信息是指自然不首先

^① 本节有关博弈论的知识主要参见张维迎：《博弈论与信息经济学》，上海三联书店、上海人民出版社 1996 年版。

行动或自然的初始行动被所有参与人准确观察到的情况，即没有事前的不确定性。共同知识是指“所有参与人知道，所有参与人知道所有参与人知道，所有参与人知道所有参与人知道所有参与人知道……”的知识。

战略，是参与人在给定信息的情况下的行动规则，它规定参与人在什么时候选择什么行动；因为信息集包括了一个参与人有关其他参与人之前的行动知识，战略告诉参与人如何对其他参与人的行动作出反应，因而战略是参与人的“相机行动方案”。

支付，或是指在一个特定的战略组合下参与人得到的确定效用水平，或者是指参与人得到的期望效用水平。博弈的一个基本特征是一个参与人的支付不仅取决于自己的战略选择，而且取决于所有其他参与人的战略选择。

结果，是指博弈后的各种后果，如均衡战略组合、均衡行动组合、均衡支付组合等。

均衡是所有参与人的最优战略的组合。

上述概念中，参与人、行动、结果统称为博弈规则，博弈分析的目的是使用博弈规则决定均衡。

2. 博弈模型的基本分类

博弈论与其他研究决策方法的不同之处在于它不仅重视信息在决策中的作用，而且还强调个人决策的时间顺序在决策中的作用。通常博弈可以划分为合作博弈和非合作博弈两种类型。二者的区别在于人们的行为相互作用时，博弈方能否达成一个协议，若有则就是合作博弈；反之就是非合作博弈。合作博弈强调的是团体理性、效率、公正、公平；而非合作博弈强调的则是个人理性、个人最优决策，其结果可能是有效率的，也可能是无效率的。非合作博弈的划分若从参与人行动的先后次序看，博弈可以划分为静态博弈与动态博弈。所谓静态博弈，是指在博弈中，参与人同时选择行动或虽非同时但后行动者并不知道前行动者采取了什么具体行动；动态博弈指的是参与人的行动有先后顺序，且后行动者能够观察先行动者所选择的行动。若从参与人对有关其他参与人（对手）的特征、战略空间及支付函数的知识角度，博弈可以划分为完全信息博弈和不完全信息博弈。完全信息指的是每一个参与人对

所有其他参与人的特征、战略空间及支付函数有准确的知识；否则，就是不完全信息。如果将上述两个角度的划分结合起来，我们就得到四种不同类型的博弈，即完全信息静态博弈、完全信息动态博弈、不完全信息静态博弈、不完全信息动态博弈。博弈论的产生和发展就是通过对各种不同博弈模型求证其均衡解并将其方法运用于经济、政治、军事、国际关系、公共选择、犯罪学等各方面而不断得到发展。纳什（Nash）、泽尔腾（Selten）、海萨尼（Harsanyi）均因其博弈论在经济学上的贡献而获得了1994年度的诺贝尔经济学奖。博弈论是一种方法论，将它运用于现代经济分析中，对于我们理解经济资源的有效配置会有全新的概念。

3. 纳什均衡是各博弈方在完全信息静态模型情况下所达到的一种理想均衡状态

所谓完全静态博弈是指每个参与人对所有其他参与人的特征（包括战略空间、支付函数等）有完全的了解，所有参与人在以自己利益最大化动机支配下，同时选择行动且只选择一次以实现均衡目标的过程。在这里，由于每个人是在不知其他人行动的情况下选择自己的行动，战略和行动实际上是一回事。完全信息静态博弈是一种最简单、最基本的博弈。完全静态博弈的分析目的在于预测博弈的均衡结果即给定每个参与人都是理性的，每个参与人都知道每个参与人都是理性的情况下预测：什么是每个参与人的最优战略？什么是所有参与人最优战略组合？由于博弈过程中各种条件不同，完全静态博弈均衡结果又分为占优均衡、重复剔除占优均衡、纯战略纳什均衡和混合战略纳什均衡，一般将以上四种均衡概念统称为纳什均衡。纳什均衡是完全静态博弈解的一般概念，其定义可以表述为：

有 n 个参与人的战略式表述博弈 $G = \{S_1, \dots, S_n; u_1, \dots, u_n\}$ ，战略组合 $s^* = (s_1^*, \dots, s_i^*, \dots, s_n^*)$ 是一个纳什均衡，如果对于每一个参与人 i ， s_i^* 是给定其他参与人选择 $s_{-i}^* = (s_1^*, \dots, s_{i-1}^*, s_{i+1}^*, \dots, s_n^*)$ 的情况下第 i 个参与人的最优战略，即：

$$u_i(s_i^*, s_{-i}^*) \geq u_i(s_i, s_{-i}^*), \quad \forall s_i \in S_i, \forall i$$

根据其定义，纳什均衡的一般意义在于：各参与博弈方的策略是相互给定其他博弈方策略前提下的最佳策略，或者各个参与人无法单独通过改变自己的策略而获得任何额外利益的局面。

4. 纳什均衡内涵与纳什均衡的基本性质

纳什均衡是完全信息静态博弈过程中的一个均衡解，要达到这一均衡解，完全信息静态博弈内含了一系列假设，其中主要假设如下：①参与人是理性人假设。本假设的含义是指参与人均以实现自己利益或者效用最大化作为决策目标，它与古典经济学的理性人假设是一致的。②完全信息假设。本假设是指参与人对其他参与人的特征有完全的了解。信息完备性假设意味着不存在获取信息的激励，信息成本为零，风险、不确定性及其相关的经济人的预期也就不存在了，进而交易成本也为零。它还意味着各博弈方都具有“理性的共同知识”，即每个博弈方都知道所有博弈方都是理性的，都知道其他博弈方知道所有博弈方都是理性的，都知道其他博弈方知道其他博弈方知道所有博弈方都是理性的。③同时行动假设。本假设是指参与人同时选择行动且选择一次。同时行动是指每个参与人在选择行动时不知道其他参与人的选择，因此，它是一种静态博弈。

现代博弈理论家不仅给出了纳什均衡准确的定义，而且还在完全静态博弈模型条件下，论证了纳什均衡的基本性质，其具体表现为：

(1) 纳什均衡是博弈结果的一致性预测性质。它是指参与博弈的各方在进行博弈过程中，均会预测一个特定的纳什均衡的出现，且不会选择与该预测结果不一致的策略，即没有哪一方有偏离这个纳什均衡的愿望，因此，纳什均衡最终是博弈结果的“一致预测”。

(2) 纳什均衡的普遍存在性。它是指在满足纳什假设条件下，纳什均衡具有普遍的存在性。纳什于 1950 年和 1953 年在其经典论文运用 Kakutani（角谷）不动点定理证明了纳什均衡的普遍存在性：每一个有限的策略形博弈，都（至少）有一个混合策略均衡点。纳什均衡存在性是纳什均衡的最重要的性质，正因为它的存在性，纳什均衡才成为均衡分析，纳什均衡属于博弈结果的“一致预测”的性质才有意义，纳什均衡才会成为分析博弈的和预测博弈结果的中心概念。这里值得注意的是，纳什均衡普遍存在性并不是意味它存在的唯一性，而在许多博弈中，特别是在多阶段博弈和重复博弈中，存在多个纳什均衡的情况。

(3) 纳什均衡的抗干扰性。它指有些纳什均衡在效用、信息和博弈方的选择等

受到轻微的干扰或扰动时，仍然能够保持稳定或向纳什均衡的稳定状态收敛的“抗干扰性”。因此，纳什均衡是参与博弈各方所追求的共同的目标。^①

(4) 纳什均衡是各博弈方所达成的一项具有自我强制遵守的完全合约。纳什均衡是参与博弈的各方所达成的一项合约（或协议），这项合约对于各博弈方而言，均为在给定其他参与人策略前提下的最大化自己利益的合约，它将促使各方自动遵守该协议，因此，纳什均衡合约又是一个具有自我强制遵守的合约。这是因为除了纳什均衡之外的合约总会使参与博弈的某方不能实现其利益最大化而被某方所接受。作为完全合约，它具备以下几个特征：其一，合约能充分预见合约期内所有可能发生的对于各博弈方（缔约方）来说比较重要的相关事件，并且能用明晰的语言准确地加以描述这些事件；其二，它能针对每一个偶发事件规定签约各方应采取的支付的行动，并使各方达成一致意见；其三，具有合约一经签订（或形成），合约便成为各博弈方（缔约方）均能自愿遵守的机制；其四，合约的执行情况是可以证实的，即不需花费成本就可以确定谁违反了合约，法院可以强制违约执行全部合约条款。

纳什均衡完全合约的性质是与完全信息静态博弈的理性人假设、完全信息假设相一致的，它是我们进行经济分析的重要工具。因博弈方理性人假设，所以纳什均衡是一个有效率的合约，它运用于社会经济分析时，它将有利于实现社会资源的最优配置，并应满足帕累托最优。

二、 纳什均衡与帕累托最优

1. 帕累托最优描绘的是一种资源配置最优效率的理想状态

效率通常是指不浪费或者指现有的资源用得最好。在新古典经济学中，意大利经济学家和社会学家帕累托在 20 世纪初给“效率”下了一个定义：对于某种经济的资源配置，如果不存在其他生产上的可行的配置，使得经济中的所有个人至少和他

^① 谢识予：《纳什均衡论》，上海财经大学出版社 1999 年版，第 38-44 页。

们在初始时情况一样良好，而且至少有一个人的情况比初始时严格地更好，那么这个资源配置就是有效率的，即此时的资源配置状况叫帕累托最优。^① 帕累托最优也是资源处于均衡状态中的一种。那么，纳什均衡是否是一种帕累托最优呢？若它是帕累托最优，那么，处于纳什均衡的合约将是有效率的。

2. 在完全信息静态博弈条件下，纳什均衡状态处于帕累托最优

张维迎在其《博弈论与信息经济学》中，通过对公共物品和私人自愿供给的博弈事例来说明纳什均衡与帕累托最优之间的关系。

设想一个由 n 个居民组成的社团正在建设一公共物品，如修路、防洪大堤等，每个居民自愿提供原材料，原材料的总供给等于所有居民个人供给之和。设第 i 个居民的贡献为 g_i ，总供给为 $G = \sum_{i=1}^n g_i$ 。令 p_x 为私人物品的价格， p_c 为原材料的价格， M_i 为个人总预算收入。那么，每个居民面临的问题是给定其他居民的选择的情况下，选择自己的最优战略 (x_i, g_i) 以最大化自己的目标函数。假定个人的效用函数取柯布—道格拉斯形式，即：

$u_i = x_i^\alpha G^\beta$ ，这里 $0 < \alpha < 1$ ， $0 < \beta < 1$ ， $\alpha + \beta \leq 1$ 。在这个假设条件下，个人最优的均衡条件为：

$$\frac{\beta x_i^\alpha G^{\beta-1}}{\alpha x_i^{\alpha-1} G^\beta} = \frac{p_c}{p_x}$$

一般地，如果所有居民有相同的收入水平，均衡情况下所有居民提供相同的公共物品，纳什均衡为：

$$g_i^* = \frac{\beta}{\alpha n + \beta} \frac{M}{p_c}, \quad i = 1, 2, \dots, n$$

纳什均衡的总供给为：

$$G^* = n g_i^* = \frac{n\beta}{\alpha n + \beta} \frac{M}{p_c}$$

^① B.洛克伍德 (B.Lockwood): “帕累托效率” // 《新帕尔格雷货币与金融学大词典》，1992年版中译本，第868页。