

市场经济研究丛书

ShiChang Jing Ji Yan Jiu CongShu

收购与合并

——企业产权交易及其市场组织

郑厚斌 著

商务印书馆



图书在版编目(CIP)数据

收购与合并:企业产权交易及其市场组织/郑厚斌著. - 北京:商务印书馆, 1998

(市场经济研究丛书)

ISBN 7-100-02230-4

I. 收… II. 郑… III. ①企业-产权-交易②企业合并
IV. F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(96)第 13886 号

SHŌUGÒU Yǔ HÉBĪNG

收 购 与 合 并

——企业产权交易及其市场组织

郑厚斌 著

商 务 印 书 馆 出 版

(北京王府井大街 36 号 邮政编码 100710)

新华书店总店北京发行所发行

民 族 印 刷 厂 印 刷

ISBN 7-100-02230-4/F·259

1998 年 5 月第 1 版	开本 850×1168 1/32
1998 年 5 月北京第 1 次印刷	字数 171 千
印数 5 000 册	印张 7 1/4

定价: 11.60 元

《市场经济研究丛书》

出版说明

市场机制有利于资源的有效配置,对于促进经济发展具有不可替代的作用。但是市场对经济的运行,并不是万能的,它存在着自发性、盲目性和滞后性。目前国内外的经济理论界、政府部门和实业界等均积极开展“重新理解市场经济”的研讨。他们对于市场概念、市场作用、市场发展、市场体系、市场结构、市场机制作用下的宏观基础、市场失灵的原因,以及整治市场失灵的方案等等问题,有了更为系统和深入的理解。

根据社会实践与理论研究,国内外经济学家普遍认为,世上并不存在纯而又纯的市场经济,为了弥补市场机制的缺陷,政府应当采取干预这只“看得见的手”与市场那只“看不见的手”并用的政策。政府的经济职能主要有三个方面:促进效率,提倡公平和扶植宏观经济的增长与稳定。今天没有一个国家的市场经济不受到政府机构的带有或多或少强制性的指导。只有国家干预和市场相结合才能形成较为正常的市场经济。市场越发达,国家干预越重要。

为了加快我国改革开放和现代化建设步伐,我国也正在应用市场这一重要工具,力争在本世纪末初步建立起社会主义的市场经济体制。为配合建立和完善市场经济体制的需要,我们特编辑出版这套《市场经济研究丛书》,有选择地印行我国学者研究国内市场经济问题的论著,并以编写或翻译形式适当反映国外学者在市

场经济领域,特别是市场经济理论及其演变、各类市场经济运行以及市场实务操作等方面的研究成果,供读者参阅。如有不妥之处,欢迎大家批评指正。

商务印书馆编辑部

目 录

导言	(1)
第一章 总论	(3)
一、资源初始配置的两个层次:市场与企业	(4)
1. 市场:资源配置的宏观层次	(4)
2. 企业:资源配置的微观层次	(5)
3. 配置效率与 X 效率	(6)
二、资源再配置与组合生产要素流动	(9)
1. 企业家与 X 低效率	(9)
2. X 低效率与激励约束机制	(14)
3. X 低效率的界限	(15)
4. 企业重组与组合生产要素流动	(17)
三、资源的再配置与企业产权交易市场	(20)
第二章 企业控制权与企业产权	(22)
一、企业的本质	(22)
1. 对企业技术因素的考察	(22)
2. 对企业制度因素的考察	(23)
二、现代企业的特征与现代企业制度	(25)
1. 现代企业的特征	(25)
2. 现代企业的产生与发展:对美国现代企业的考察	(28)
3. 现代企业制度的内涵	(32)
三、现代企业中的代理问题及其解决方式	(34)

1. 现代企业中的代理问题	(34)
2. 解决代理问题所需考虑的因素	(36)
3. 奖励性激励方式——正激励	(38)
4. 惩罚性激励方式——负激励	(43)
四、现代公司组织与企业控制权	(44)
1. 对经理阶层约束的软化	(44)
2. 企业控制权的由来	(45)
3. 企业控制权运动及方式比较	(50)
五、企业控制权运动与企业产权交易	(54)
1. 产权的概念	(54)
2. 企业产权交易的实质	(60)
第三章 企业产权交易市场:制度基础	(63)
一、作为一种社会制度的市场组织	(63)
1. 市场及其功能:制度学派的市场观	(63)
2. 市场存在的原因	(66)
3. 市场制度与价格规范	(68)
二、企业产权交易的市场制度安排	(70)
1. 企业产权交易的特征	(70)
2. 企业产权交易的组织化与制度化	(73)
3. 企业产权交易的两种市场制度安排	(77)
4. 现代企业制度下企业产权交易市场的特征	(81)
第四章 企业产权交易市场:机理分析	(83)
一、企业产权交易市场的参与者	(83)
1. 企业产权交易的决策主体	(83)
2. 企业产权交易的中介机构	(84)
3. 政府介入企业产权交易的途径	(92)
二、企业产权交易主体的行为分析	(93)

1. 买方企业决策主体的行为取向	(93)
2. 卖方企业决策主体的行为取向	(104)
3. 卖方企业股东的行为取向	(105)
4. 买方企业股东的行为取向	(108)
三、企业产权交易的具体形式	(108)
1. 收购及其法律形式	(109)
2. 合并及其法律形式	(112)
3. 收购与合并的主要区别	(114)
4. 合并作为会计术语的含义	(115)
5. 收购概念一般	(120)
6. 合并概念一般	(121)
四、企业产权交易的决策程序	(122)
第五章 企业产权交易方式之一:股权收购	(124)
一、股权收购概述	(124)
1. 股权收购的特征	(124)
2. 股权收购的参与主体	(126)
3. 不同持股比例的法律含义	(128)
二、股权收购方式的分类	(130)
1. 私下协议转让与公开出价收购	(130)
2. 强制公开出价收购与自愿公开出价收购	(134)
3. 全部股权收购与部分股权收购	(135)
4. 友好收购和敌意收购	(136)
5. 现金收购和以券换股式收购	(139)
三、股权收购的行为规范	(141)
1. 股权收购所遵循的法律依据	(141)
2. 披露持股量及相关信息	(142)
3. 对收购要约的规定	(144)

四、公开出价收购的实施步骤	(148)
1. 公开出价收购的前期准备工作	(149)
2. 正式实施收购行动	(152)
3. 收购成功后控制权的转移	(156)
第六章 企业产权交易方式之二:企业合并	(157)
一、企业合并所遵循的法律依据及前提条件	(157)
1. 企业合并应遵循的法律依据	(157)
2. 企业合并应具备的前提条件	(158)
二、企业合并的法律程序	(159)
1. 企业合并方案的拟定与董事会的合并决议	(159)
2. 股东大会表决及合并决议	(160)
3. 合并各方签订合并协议	(161)
4. 告知债权人	(162)
5. 报经有关部门批准	(163)
6. 办理有关登记手续	(164)
三、合并协议中有关条款的确定	(166)
1. 换股比率的确定	(166)
2. 对“畸形股”的处理方式	(168)
3. 合并基准日及其相关事项的确定	(168)
4. 合并协议中其它事宜的约定	(169)
第七章 企业产权交易方式之三:资产收购	(170)
一、资产收购的特征	(170)
1. 资产收购中的交易主体	(170)
2. 资产收购中的决策主体	(172)
3. 资产收购中的债务承受	(172)
二、资产收购方式的利弊	(173)
1. 资产收购方式的优点	(173)

2. 资产收购方式的弊端	(174)
三、资产收购的实施途径	(177)
1. 私下协议交易与商业银行的中介功能	(177)
2. 公开挂牌交易与企业产权交易中心的功能	(180)
四、公开挂牌交易的实施程序	(183)
1. 登记挂牌	(183)
2. 交易双方相互接触	(184)
3. 竞价	(185)
4. 签订购买协议	(185)
5. 变更登记	(185)
第八章 企业产权交易市场:效率分析	(186)
一、企业产权交易市场的运行机制及效率目标	(186)
1. 企业产权交易市场的运行机制	(187)
2. 价格、信息与交易费用	(188)
3. 企业产权交易市场的效率目标	(190)
二、影响企业产权交易市场运行效率的因素	(190)
1. 企业制度因素	(191)
2. 企业的股权状况与股权的流动性	(193)
3. 中介服务机构与信息沟通	(195)
4. 资本市场状况	(195)
5. 市场形态与交易费用	(196)
第九章 中国企业产权交易市场:现实与抉择	(199)
一、历史回顾	(200)
1. 资产收购——初级形态的企业产权交易市场的产生 与发展	(200)
2. 股权收购——高级形态的企业产权交易市场的产生 与发展	(201)

二、阻滞因素	(203)
1. 企业的产权制度改革严重滞后	(203)
2. 相关市场发育停滞不前	(205)
3. 优势企业扩张乏力	(207)
4. 中介机构功能不健全	(207)
5. 现行法规缺乏可操作性	(208)
三、面临的抉择	(208)
1. “财产信托, 资产经营”——完善国有财产所有权实 现形式	(209)
2. 促进公司股权结构分散化	(211)
3. 发展多层次证券市场	(212)
几点结论	(214)
主要参考文献	(216)

导 言

企业之间进行合并活动的实践早在 19 世纪下半叶就已开始，并在 19 世纪末形成了第一次高潮。在西方发达国家，这种经济现象的产生是以现代公司制度的确立和现代证券市场的形成为条件的。对企业之间的合并活动进行系统性的理论探讨，则是在本世纪 50 年代以后的事。早期对企业合并方面的理论研究工作主要是从产业组织的角度来进行的。施蒂格勒(George J. Stigler)1950 年在《To the Way of Monopoly and Oligopoly—Merger》一文中，对由合并而产生垄断和寡占的原因及其特点进行了深入系统的研究；威斯顿(J. F. Weston)1953 年在《The Role of Mergers in the Growth of Large Firms》一书中，运用统计方法分析了企业之间的合并活动对生产集中的作用；另外，纳尔逊(R. L. Nelson)和博克(B. Bock)分别在《Merger Movements in American Industry, 1895-1956》和《Mergers and Markets》两本著作中对美国 1895—1956 年间和 1950 年以后企业合并的动因及对产业组织的影响进行了系统的分析。这一时期，西方经济学者对企业合并方面的理论研究成果散见于产业组织理论中，研究的重点集中在解释合并对生产集中的影响、合并的动因等方面的问题上。

自 60 年代后，随着西方微观经济学中企业理论研究的逐步深入，一些经济学者开始从企业组织角度出发，对企业之间的合并活动进行研究。委托—代理理论、X 效率理论、激励理论的形成，为进行这方面的研究提供了理论基础。在所有权与管理权分离的现

代公司制度下,由于对经理人员约束的软化,以及证券市场的不完全性等方面的因素,导致企业内部资源配置 X 低效率的存在。当企业内部的 X 低效率达到一定程度,“接管”就作为约束经理人员的一种激励机制而发挥作用。“接管”是通过企业控制权的运动来进行的。企业收购与合并的过程,实质上是企业控制权运动的过程。企业控制权运动的结果,促进企业存量资源由低效配置者向高效配置者流动。

早在 1965 年,曼尼(Henry G. Manne)在《Mergers and the Market for Control》一文中,就提出了“企业控制权市场”这一概念,并对控制权运动的方式进行了比较分析。但作为一个完整的市场,还须从市场的活动、市场的制度基础、市场的组织、市场功能、市场的运行效率等更深层次作进一步考察。对这些方面的探讨,构成了本篇论文的主要内容。

在我国现阶段条件下,一方面,亏损企业、资不抵债企业大量存在,企业内部存在着严重的 X 低效率现象;另一方面,企业规模普遍较小,优势企业扩张乏力。这种格局长期存在,其主要原因就在于缺乏一种促进社会存量资源流动的机制。而这一机制的建立又涉及到国有财产所有权的实现形式、企业制度创新、资本市场的发展等影响经济运行中较为深层次的问题。因此,对影响社会资源配置、特别是企业微观层次资源配置方面的有关问题进行探讨,就成为理论工作者当前所面临的一项紧迫任务。

在西方经济发达国家,政府为了保持市场的竞争力,不得不采取措施限制企业之间的合并活动。而在我国的经济运行过程中,许多行业内部都缺少一批起领头作用的大企业。这种强烈的反差是促使我将《收购与合并——企业产权交易及其市场组织》作为博士论文选题的主要动因之一。

第一章 总论

一定时期可用于社会再生产的资源投入是有限的,这正是西方经济学进行经济分析的出发点。有限的劳动和土地^①及有限的资本构成了一定时期社会资源的总和。其中,劳动和土地往往被称作“初级生产要素”,它们的存在主要是由物理上的因素,而不是由于经济上的因素所决定的。经济物品的生产是由于使用了劳动和土地这些投入而得到的成果。资本,或称资本品^②,是经过加工制造而得到的某种物品,这种物品既是社会经济活动的一种产出,又可作为经济活动中进行再生产的投入要素。

资源的稀缺性导致了它必须以一定的财产所有权形式存在。一定的社会制度通过法律形式将这类资源界定给特定的主体——国家、个人或某一团体。在这种界定较为完备的条件下,每一块土地、每一台机器设备都有一张所有权凭证,以此确定它归谁所有。这种明确界定的产权^③是保证资源使用效率的基础。它决定了任何使用别人拥有的资源的行为必须付费。

社会再生产即是指一定的经济主体以一定的方式从资源的所有者那里获取初级生产要素和资本品,并以一定的技术构成对这

① 这里,土地一般包括自然资源。

② 资本既可以以实物资本形态存在,如厂房、机器、设备、库存等,也可以以金融资本形态存在,如货币、股票、债券等。实物形态的资本即可用资本品一词表述。资本品也是一种生产要素。

③ 这里所说的“产权”是对财产所有权的简称。

些资源进行组合,从而得到一个新的产出的过程。这里有三个问题应特别加以注意:

- (1) 社会再生产活动是由一定的经济主体进行的,这类经济主体要集中一定数量的不同生产要素才能组织生产,在这种情况下,社会资源以何种方式流向各经济主体才能产生较高的配置效率^①;
- (2) 在各个经济主体内部,是什么因素决定了产出的最终状况,通过何种机制来促使资源的实际支配者有效地进行生产要素的组合,从而使产出的效率最佳;
- (3) 在社会资源固化到某一经济主体后,如果产生效率低下的生产要素组合状态,通过何种途径使这些凝固化的资源再流动,从而使之产生应有的组合效率。

上述这三方面的问题,归纳为一点,都是资源的配置(或称初始配置)和再配置及其效率问题。

一、资源初始配置的两个层次:市场与企业

1. 市场:资源配置的宏观层次

市场经济和命令经济(或称计划经济)被称为两种极端的经济组织形式,但是即使是在美国、英国等市场经济比较发达的国家,实行的也是一种由政府机构实施经济控制的“混合经济”。私有制度通过市场机制的无形指令发生作用,政府机构则通过调节性的命令和财政刺激来施加影响。然而,市场机制被公认为是一种有

^① 资源的配置效率可用“帕累托最优配置”来衡量。“当社会不能增加一种物品的产量而不减少另一种物品的产量的时候,其生产便是有效率的。”这种资源的配置即达到帕累托最优。

效的资源配置方式,它有效地解决了经济组织的三个基本问题,即在资源有限的条件下,生产什么,如何生产和为谁生产。^① 市场机制在价格这只“无形的手”的指挥下,促使企业使用成本最低的生产技术、生产那些利润最大的商品、并以消费者对于由劳动和财产所有权带来的工资和收入所作的消费决策为中心来组织生产。

在西方新古典经济学说中,经济学被看作是研究稀缺资源通过市场在各种可供选择的用途间进行有效配置的学问。它所研究的中心问题是市场机制(价格)对资源的配置效率——帕累托效率及其实现条件。此时,新古典理论假定,企业总是能够在既定的投入和技术水平下实现产量极大化和单位产品成本极小化,也就是说,在企业内部,各种生产要素的组合总是会形成最佳的产出。因此,市场机制作用的范围就以资源的所有者为出发点,以获取资源的企业为终结点,它通过工资率、地租、利息率和利润等不同的资源价格形式调节着资源向不同的方向流动。生产要素在不同的用途之间的配置是由价格机制决定的。有效的价格机制即可实现资源的配置效率。

2. 企业:资源配置的微观层次

经济主体在以一定的价格形式从市场上获取一定的产生要素后,便按一定的技术构成进行投入、产出的转换活动。企业内部的资源分配是通过行政命令进行的,这与市场上运用价格机制进行资源分配形成鲜明的对比。在企业外部,价格变动决定生产,生产活动通过一系列市场交易来协调;在企业内部,市场交易被取消,与交易相伴的复杂的市场结构被企业家所替代,企业家用行政命令指挥着生产。对企业取代市场、企业家的协调功能取代价格机

^① 参见萨缪尔森:《经济学》,中国发展出版社 1992 年中文版,第 38 页。

制的协调功能的分析源于罗纳德·H. 科斯(Ronald H. Coase),这种替代的产生是由于市场交易会产生产交易成本。企业家将交易内化于企业之中,以行政命令加以替代,可以以低于他所替代的市场交易的价格得到生产要素。这种替代使企业规模不断扩大,直到企业家在企业内部采用行政协调方式组织一笔额外交易所支出的管理费用与企业在公开市场上完成同一笔交易的成本相等时为止。

3. 配置效率与 X 效率

由上述分析可知,不同的生产要素通过价格机制汇集于不同的企业,企业又通过企业家的行政协调功能,来进行生产要素的组合,最终得到一定的产出品。这两个层次构成了资源初始配置的一个完整的过程。

从单个的资源配置的过程来看,宏观层次的资源配置与微观层次的资源配置有着一种时间的继起性。当企业在某一时点从市场上获取一定的资源后,这些资源即在企业内部产生一定的固化状态。此时,这些资源能否有效地实现转换,在很大程度上取决于企业内部担负资源分配协调职能的企业家。企业家的组织才能、对市场需求变化及对新技术成果的产生作出反应的能力、决策水平的高低等因素直接影响到投入产出状况。在企业这一行政协调机制内部,企业家作为行政命令的制定者及最高决策者,就像轮船航行中的“舵手”、列车运行的“火车头”,指挥着企业如何根据市场状况、科技进步状况,以最小的代价从市场上获取所需的生产要素,用最佳方式进行生产要素的组合,以实现产出价值极大化的目标。

由此可见,资源的初始配置是否总是能发挥最佳效率,一方面取决于有效的市场运行机制对企业形成的竞争压力,从而使最有

效率的经济主体能取得有限的资源；另一方面，取决于企业这一行政协调机制是否总是能采用最优的组合方式组织内部生产。事实上，在经济运行过程中资源配置存在着两种低效率，即市场配置低效率和 X 低效率。

现代经济学的创始人亚当·斯密“看不见的手”的原理^①，是建立在完全竞争的基础之上的。即使他本人也意识到，只有当“完全竞争”的平衡和抑制作用存在时，市场机制的优点才能完全实现。然而，由于不完全竞争（垄断）及“外部效应”等“市场失灵”现象的存在，导致了“市场配置低效率”。因此，市场经济并非完美无缺。西方新古典学派及制度学派正是在承认市场在资源配置进行中存在失灵现象的前提下，来研究市场的配置效率——帕累托最优及其实现条件。然而，在他们的研究过程中，首先假设企业是按照生产函数进行生产的，即假定企业总是能在既定的投入和技术水平下实现产量极大化和单位成本极小化。企业内部的投入产出关系，是一种与人的决策行为无关的纯技术关系。这样，就把企业内部以企业家为“舵手”的行政协调机制的效率的考察排除在外。

实际上，企业的投入未被充分利用是一种普遍存在的现象。相同的企业运用同样的投入，其产出会存在差异，即不同的企业对资源的利用会造成效率上的差异。

早在 1966 年，莱宾斯坦(Leibenstein)就对这种由企业进行资源配置的低效率现象就进行了研究，并提出了“X 效率”这一概念。莱宾斯坦指出：免受竞争压力的保护，不仅会产生市场配置低效率，而且还会产生 X 低效率，即免受竞争压力的企业明显存在超额的单位生产成本。由于产生这种低效率的性质当时尚不明了，

① 该原理宣称：当每个人在追求他自私自利的目标时，他好像被一只看不见的手引导着去实现公共的最好福利。