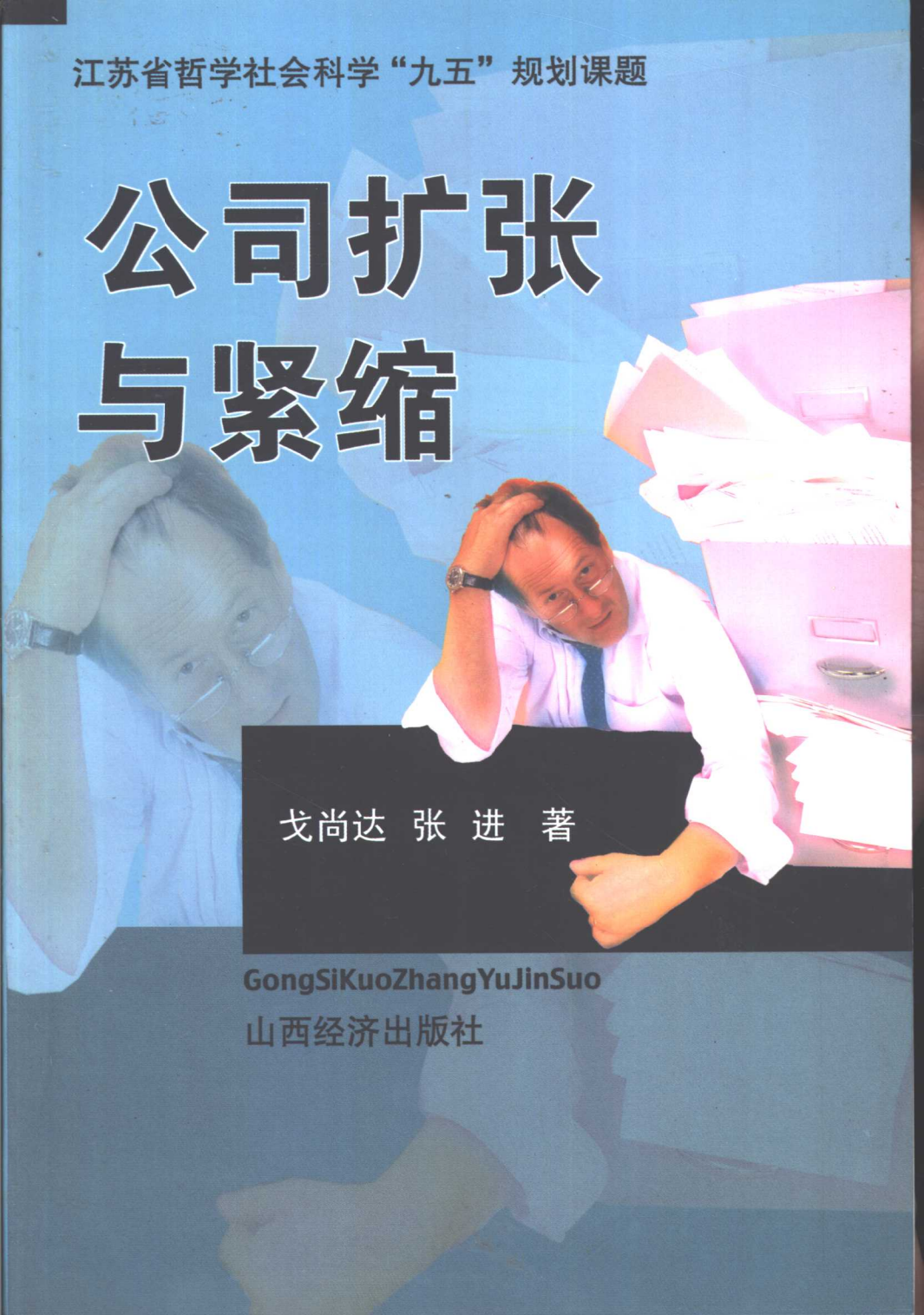


江苏省哲学社会科学“九五”规划课题

公司扩张 与紧缩



戈尚达 张进 著

GongSiKuoZhangYuJinSuo

山西经济出版社

江苏省哲学社会科学“九五”规划课题

GongSiKuoZhangYuJinSuo



公司扩张 与紧缩

戈尚达 张进 著

山西经济出版社

责 编:吉奇震
复 审:郭立群
终 审:李肖敏

图书在版编目(CIP)数据

公司扩张与紧缩/戈尚达,张进著. —太原:山西经济出版社,2002. 5

ISBN 7-80636-597-4

I. 公… II. ①戈…②张… III. 公司-企业管理
IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 022902 号

公司扩张与紧缩

戈尚达 张进 著

*

山西经济出版社出版发行

030012 太原市建设南路15号 0351-4922102

http://www.sxep.com.cn E-mail: sxep@sx.cei.gov.cn

新华书店经销 山西省综治印刷厂印刷

*

开本:850×1168 1/32 印张:5.25 字数:131千字

2002年5月第1版 2002年5月太原第1次印刷

印数:1—1000册

*

ISBN 7-80636-597-4

F·567 定价:18.00元

研究缘起

20 世纪 60 年代,西方企业界开始盛行多元化发展思路,认为多元化经营可以有效地分散投资风险,发掘新的市场机会,稳定企业现金流量,增强企业竞争能力,于是各大公司纷纷把混合购并作为主要扩张手段。由于一些国家制定了反垄断法,限制企业进行横向兼并或纵向兼并,所以从 20 世纪 60 年代到 90 年代初所发生的兼并案例大多是混合兼并,即跨行业兼并。实践表明,这些混合兼并的公司在日后的发展中遇到了很大的困难,特别是高层管理人员对非本专业的业务领域缺乏管理经验、指挥不当,使许多被并入公司出现亏损,降低了公司整体赢利水平。于是人们对这种混合兼并的简单规模扩张企业运营理念开始认真反思,并提出有计划地放弃一些与本行业联系不甚紧密的业务和资产,实施公司紧缩,提高公司核心竞争力等新的企业运营理念。

美国一家调查公司的统计资料表明,仅 1995 年 1 月~9 月,美国就有 53 家企业宣布业务紧缩,涉及的金额达几百亿美元。美国是世界上收购兼并案最集中的国家,同时也是公司紧缩案例发生最频繁的国家。1996 年美国宣布的 M&A(公司购并)交易中有 1702 起交易(占购并案例总数的 29%),是因资产剥离而引起的。1996 年美国公布的资产剥离案例总额为 1176 亿美元,比 1995 年上升了 22%。

公司收购和兼并是公司扩张的主要手段,并且购并与紧缩存在直接的联系。以公司资产剥离为例,许多公司资产剥离案例的

发生都是在先前的购并效果不佳后发生的。据 Scott. C. Linn and Michael S. Rozeff 对美国 1963 年~1983 年间有关数据的统计,发现平均每三起购并案例中就有一起在后来会引发公司资产剥离。例如在 20 世纪 60 年代末发生的企业购并热潮中,1969 年共发生了 6000 起购并案例,相应地在 1971 年则发生资产剥离案例 2000 起。可见那些热衷于进行收购和兼并的公司也是资产剥离的积极参与者。在 1982 年的前 5 年中,发生过大规模购并交易的公司如 ITT、Genesco、Beatrice Foods 和 W. R. Grace 等,每一家都操作了至少 12 起资产剥离的交易。Scott. C. Linn and Michael S. Rozeff 认为证券市场的表现也和资产剥离案例的变动存在一定的相关性。当股市很红火的时候,资产剥离的交易量也会上升。如在股市低迷的年份如 1966 年、1969 年、1973 年~1974 年间,资产剥离的数量也明显下降,1967 年股市火爆时,资产剥离的数量也相应增加。这反映出受到整个经济环境影响很大的资本市场也会对资产剥离的表现产生直接的影响。

公司扩张与紧缩之间这种密切的相关性说明:先前的收购方确实想购买目标公司里的某些资产,但由于一些原因,在当时购买整个公司也许是最经济的一种资产获得方式。收购方的管理层在收购后可以采取一些措施对目标公司的资产进行梳理,清除与其发展战略无关的资产。

我国上市公司重组案例最早出现在 1993 年,1993 年 9 月深圳宝安集团通过上海证券交易所收购了“延中股份”16.8% 的流通股成为国内首先通过股票市场收购控股另一上市公司的案例,拉开了上市公司扩张与紧缩重组的帷幕。1993 年,共发生上市公司重组案例 25 起,其中股权重组案例 3 起,资产重组案例 17 起。由于上市公司及其广泛的社会影响,使公司重组的概念在我国得到迅速的推广与高度的重视,其案例也急剧增长。

公司收购重组在我国的兴起当然与国有企业改革发展的需要

密不可分。1984年以来国有企业放权让利式的改革——从经营承包责任制发展到建立现代企业制度。进入20世纪90年代后产权交易市场在我国得以迅速发展,到1994年,全国已建立有20多个产权交易市场,累计发生了数万起企业兼并案例。同时,证券市场的发展也直接促进了我国上市公司重组活动。20世纪90年代,我国证券市场得到了迅猛发展。上市公司数量和交易量急剧增加,从而为一家企业通过购买一定份额的一家上市公司股票而达到控股的目的提供了可能性。另一方面,1994年《中华人民共和国公司法》,以及关于资产重组中主体和客体、资产重组资金来源和产权归属、资产重组程序、资产重组中财税管理等一系列政策出台,为上市公司重组活动创造了必需的制度环境条件。进入20世纪90年代末期,我国上市公司重组活动无论在数量,还是在内涵和广度方面均得到了进一步发展,上市公司股权重组案例数量1996年和1997年分别为1993年的11.13倍和13倍。

正是基于这样的背景,我们提出了“关于对公司扩张与紧缩问题的研究”设想。我们认为公司资产重组主要包含资产与股权两个层面,其本质乃公司扩张与紧缩,而所谓的资产置换其实可以理解为是公司扩张与紧缩的对冲,通过对公司扩张与紧缩问题的研究,能够加深对公司重组理论与方式的深层次理解,对进一步指导我国公司重组的理论与实践具有重要的理论与现实意义。本课题的研究内容分5个方面:第一部分公司扩张理论篇,该部分给出了关于公司为什么寻求扩张的经济学解释,虽然可以看成是一个综述,但依据现有的文献与资料,可以认为本研究报告的分析是比较全面、系统的;第二部分是关于公司紧缩动因的理论系统分析,在一个“以讨论扩张为主流”、公司紧缩方面研究成果与资料极其缺乏的环境中,可以认为本课题的研究是一种有价值的尝试;第三、第四部分则分别就有关公司扩张与紧缩的模式和技术等方面的问题进行了深入的探讨,较为详细地研究了各类扩张与紧缩技

术的特点及其适用的环境;本研究报告的最后部分是案例与实证分析,主要就我国企业特别是上市公司开展扩张与紧缩的经验与教训、市场的完备性、技术与方法上的创新、认识与理解上的误区等展开了分析。

本课题的研究自始至终得到了南京大学管理科学与工程研究院院长盛昭瀚教授的大力关心与指导,福建兴业银行南京分行姚介元经济师,南京审计学院经济学系盛晓白教授、黄建康副教授、刘玉老师等参与了本课题的部分研究工作,童勋、任志成老师也提供了很多有益的帮助,在此一并致谢。

目 录

研究缘起.....	(1)
第一章 公司扩张理论.....	(1)
1.0 公司扩张动因的一般理论	(1)
1.1 公司扩张理论	(3)
1.2 公司控制权及其价值理论	(11)
1.3 规模报酬递增理论	(16)
1.4 税收优惠	(17)
1.5 市场势力理论	(18)
1.6 资源最优配置理论	(21)
1.7 产业生命周期理论	(23)
1.8 其他	(26)
1.9 管理协同效应与横向兼并及相关兼并	(29)
第二章 公司紧缩理论	(34)
2.1 公司紧缩的定义	(34)
2.2 公司紧缩的一般原因	(36)
2.3 交易费用理论与公司紧缩	(43)
2.4 多元经营公司的价值损耗与公司紧缩	(46)

2.5 企业核心能力理论与公司紧缩	(56)
2.6 企业竞争战略与公司紧缩	(62)
第三章 公司扩张模式与技术	(66)
3.1 股本扩张	(66)
3.2 杠杆收购	(73)
3.3 要约收购	(82)
3.4 上市公司合并	(84)
3.5 现阶段中国企业购并扩张中存在的认识误区	(87)
第四章 公司紧缩模式与技术	(92)
4.1 资产剥离	(92)
4.2 公司分立	(95)
4.3 股份回购	(99)
4.4 分拆上市	(116)
4.5 自愿清算	(119)
第五章 案例分析	(121)
5.1 “中远集团”购并“众城实业”	(121)
5.2 “强生集团”借壳“强生股份”上市案例分析	(133)
5.3 中国企业盲目扩张的教训与及时紧缩的经验	(136)
5.4 资产整体置换:“交运—钢运”重组案例	(149)
5.5 中国企业在紧缩过程中应注意的问题	(154)
主要参考文献	(159)

第一章 公司扩张理论

公司扩张理论产生于公司购并(M&A)实践,反过来它又推动着公司购并实践的发展。在西方悠久的历史公司购并史中,经济学家从各种不同的角度对企业购并、公司扩张活动进行了多层面的分析与探讨,并提出了众多理论或假说。尽管目前西方经济学家对公司扩张的理论研究尚未形成一个公认的系统分析框架,但其研究的基点却是一致的,即公司购并扩张发生的原因及其所能带来的管理上和效益上的利益价值的大小。概括地说,西方公司购并扩张理论直面两个基本问题:(1)什么力量在推动着公司的收购与兼并,进行着公司的扩张。(2)公司购并对整个经济以及交易双方的利益实现的影响如何。本章我们将分层次逐步深入地分析现代公司扩张的基本理论。

1.0 公司扩张动因的一般理论

一般认为企业购并的根本动因在于追求企业赢利或净现值的最大化,它是激发企业购并行为发生的内在根本原因。

在现实经济发展中,由于各个企业在市场经济竞争中所处的环境和地位不同,因此出于根本性的赢利动机而开展的企业购并扩张的理由也以各种形态表现出来,形成实际动机的多样化。简单而言可以归纳为以下几点:

(1)缩短投入产出时间。缩短投入产出的时间,尽快实现投资效益,是市场经济条件下企业购并最常见的动因。因为投资新建

一个工厂,从投入到产出有一个较长的时间,劳动力也需要一个培训过程。通过企业购并,就可以直接利用已形成的社会生产力,投入产出的时间就会相对缩短,可以尽快地实现投资效益。事实上目前我国相当部分的上市公司在与其集团母公司之间开展的资产重组过程中,大多是直接吸收了由母公司多年精心培育的优质资产,起到了迅速改善上市公司资产质量的作用。(2)实现规模经营。购并可以实现规模经济效益,降低成本。企业购并可以减少管理人员,减少产品的单位成本,节省研究费用,同时,还可以利用目标企业研究成果;在市场营销上,可以节省广告和推销费用,可以实现大量采购,从而节省采购费用。还可以实现大量重复研究、开发费用的节约及其他技术上的规模效益。(3)降低经营风险。购并特别是混合购并能增加企业生产的产品种类,实行经营多样化。纵向购并还能把产、供、销连成一体,可以减少企业的营销风险。(4)提高管理水平。一个企业由于管理不善,企业资产得不到充分利用,利润率很低,甚至亏损。这使得企业的股票价格偏低,很容易被别的企业购并。企业购并可以把购并方先进的管理方法和制度移植到被购并企业中去,使后者转亏为盈。(5)满足经营者的需求。在市场经济条件下,由于所有权与经营权分离,所有者与经营者所关心的问题并不完全相同。所有者只关心利润,经营者还要关心自己的权利、声誉、社会地位等。经营者为了使这些需要得到满足,一个重要的方法就是通过购并来扩大企业的规模。(6)实现优势互补,改善存量资源的配置。企业购并可以取长补短,实现优势互补。企业间优势互补性越强,购并的可能性就越大。(7)控制市场,扩大市场占有率。企业为了扩大市场占有率,达到对市场的垄断,而进行横向购并。横向购并在把竞争对手购并的同时,对方产品的市场占有率就自然归购并方。在 20 世纪初开始的购并浪潮中,许多企业采用购并手段,就是以减少竞争对手,扩大市场占有率作为主要动因。(8)抬高股票价格。一般来说,被购并的

小企业市盈率低,购并方大企业由于信誉好,市盈率高,在购并之后,购并方的市盈率又不会因此降低,这样,两家企业合并后,即使购并本身没有带来效益,也会因购并后市盈率仍保持在较高水平上而使股票价格上升。这种上升当然对购并双方都是有利的。

(9)预期效益估计。主要表现为购并双方对购并企业价值的判断不同而产生购并行为。被购并方对自己企业前途的估计悲观,从而对企业的价值估计较低;而购并方对被购并方的前途估计乐观,对其企业的价值估计较高。在这种情况下,购并双方就很容易引起购并。这两种估计,都是主观估计,在科学技术发展较快、市场变化纷繁的情况下,这种现象很容易发生,由于估价的不同,购并也就容易产生。

(10)获得科学技术上的竞争优势。科学技术在经济发展中起着重要的作用,企业在成本、质量上的竞争往往转化为技术水平上的竞争。企业常常为了取得生产技术或产品技术上的优势而进行购并活动,购并成为企业获得特需技术优势的手段。

(11)确保原材料、半成品的供应。通过企业购并,可以将生产的不同阶段集中在一家大企业之内,既可以保证生产环节更好地衔接,保证原材料、半成品的供应,降低这方面的风险性,而且还可以降低运输费用,节省原材料,从而降低成本,获得更多的利润。

1.1 公司扩张理论

随着现代企业理论,特别是关于公司金融及治理结构问题研究的不断深入,关于公司扩张这一专题的研究已初步形成了自己的理论框架,经济学家分别从不同的角度提出了公司扩张的理论解释,这里简要综述如下。

1.1.0 效率理论 该理论认为公司购并扩张活动能给社会带来一个潜在的效益增量,并对交易双方来说还能提高各自的效率。该理论通常包含两个基本内容:(1)公司购并扩张活动的发生有利于提高管理层的经营业绩。(2)公司扩张将获得某种形式的协同

效应。

用效率解释购并动机,理论上已较为成熟。它的基本推演过程是:效率差异—购并行为—提高个体利益—提高整个社会的经济效率。

从理论上来说,若A公司的管理效率比B公司高,在A公司收购B公司以后,B公司的效率可以上升到A公司的程度,购并行为使管理效率得到了提高。B公司效率提高带来的经济利益不仅使该公司股东受益,对促进社会资源的利用也起到了积极作用。效率理论可分为效率差异理论和低效管理理论。

效率差异理论假定许多企业经营效率低于平均水平,或没有发挥潜力。而在同一个行业内,又存在另外一些企业,经营管理水平较高,管理资源丰富但没有得到有效利用,所以不断搜寻目标公司和未发挥全部潜力的公司,以输出管理。管理效率的差异使得兼并成为可能。显然,这是水平兼并的理论基础。

低效管理理论和效率差异理论稍有区别,它意味着微观经济中存在一些公司,管理低效,或说公司现行经营未能发挥资源的潜力,只要更换经营人员就可改变现状。因此,低效管理理论强调的是这些公司管理无能。由此可见它适合作混合兼并的理论基础。

理论上据此推测,在效率理论的极端处是经过各行业内的水平兼并和行业间的混合兼并,最终整个经济社会只剩下一家公司,它的管理效率无人匹敌。这个结果其实是不能让人置信的。实际上我们始终忽略了兼并成功后企业如何处理内部协调与合作问题。如果在成功实施购并之后公司能贯彻购并计划,高效管理整个集团公司,那么购并确有其价值所在,购并后集团公司的价值大于购并前双方价值之和。

可是,因为购并的作用不可直接观察,更重要的是成功的购并过程仍有可能出现失败的购并结果,也就是管理效率是否可以嫁接存在不确定性,所以许多支持效率论的研究也以购并前后公司

价值不变作为检验假说。

衡量一个企业的经营效率,可以观察其是否发挥了规模经济效应。规模经济表示一个经济实体的资源得到最大限度的利用,从而使长期平均成本降到最低。同等的人力、物力、财力不可能在同等条件下有更多的产出。如在生物化学领域,研究开发费用是一项重要的支出,经费充裕可以聘请到最优秀的科学家,这些人可以在一定领域内集中开发新产品。从现实意义上看,人力资源是否得到有效的利用必须要视企业的生产能力,生产能力是否得到有效利用则须视销售渠道。而许多公司至多只是在某一环节上达到规模效应,为了使其他环节的资源也能得到有效利用,必须在资本市场上寻找互补的机会。

有些购并公告称,A公司有一定的产品市场和闲置生产能力,但是不善于开发新品种;B公司有强大的研发力量却待抢占市场,这是典型的互补型购并、联合或扩张。在我国,类似的则情况更加明显。一般来说,有些老牌国有企业由于长期缺乏对技术的投入和人才引进,在资本市场上扮演了A的角色;而有些年轻的有高科技含量的企业往往扮演B角,这样的企业如果能够碰撞,一定会擦出购并的火花。而如果其中一家是上市公司,则更会给购并事件本身锦上添花。在我国,上市公司有得天独厚的条件,经营业绩好并达到证监会规定的硬指标,就可能以配股的形式筹集资金;业绩不好也可以比较容易地从银行得到贷款,因为银行通常认为上市公司的信誉就是一种担保。

追求效率是企业购并行为的原始动力,但是是否所有的购并行为都能达到预期目标却是一个复杂的问题。Roll的研究发现,收购方可能事先高估了自己的影响力,支付了高额的收购成本而结果却改造失败。目前我国低效企业比较多,而大多数企业,包括许多上市公司在内还不具备输出管理的潜力,背包袱形式的企业兼并可能会使兼并后的企业集团整体降低效率,违反了购并的本

来意义。基于以上分析,效率理论又可细分为7个子理论:

1.1.1 差别效率理论 该理论认为,现实世界中总存在着管理效率低于平均水平或者没有充分发挥其经营潜力的公司;而最有可能成为潜在的收购者的是从事相似经营活动的公司。也就是说公司购并扩张的原因在于交易双方的管理效率的不一致。通俗地讲,如果A公司的管理效率高于B公司,那么在A公司兼并B公司后,B公司的管理效率将被提高到A公司的水平,从而公司管理效率乃至整个经济效率由于公司购并扩张活动而得到了促进。

该理论也称为“管理协同”理论。亦即具有高效率的公司通过购并低效率的目标公司后,将使目标公司的效率得到提高,从而使公司(收购方)的剩余的管理资源得到充分利用而获得收益。该理论包含两个基本假设:(1)如果收购方有剩余的管理资源且可以无条件地释放,则购并活动将是不必要的;但如果收购方管理层是一个团队且其管理是有效率和不可分割的,或具有规模经济,则通过购并活动将使其剩余的管理资源得到充分利用。(2)对于被购并的目标公司来说,其管理的低效率可以通过直接雇用外部管理人员来增加管理资源的投入而得到改善。这一理论为公司横向购并提供了一定的理论解释。

1.1.2 无效率管理理论 这一理论很难与前面提及的差别效率理论区分开来。一方面,无效率管理可能仅是指既有管理层未能充分发挥其经营潜能,而另一管理团体的介入可能会使目标公司的管理更有效率;另一方面,无效率管理也可能仅仅是指不称职的管理者,几乎任何一个外部经理层都能比既有管理层做得更好。这一理论为公司混合兼并提供了一个理论基础,即为从事不相关业务的公司间的购并活动提供了基础。该理论有3个假设:(1)被收购方(目标公司)的所有者(股东)无法更换他们自己的低效率的管理者,而必须通过代价高的购并来更换。(2)如果购并活动的惟

一动因是更换无效率的管理者,那么收购公司不必与目标公司合而为一,只要将其成为子公司即可。(3)购并活动结束后,目标公司的管理者将被替换。

1.1.3 经营协同效应理论 经营协同效应也称经营经济,该理论认为,由于经济上的互补性、规模经济而使得公司购并扩张后,能造成收益增大或成本减少的状况。该理论的一个假定前提是,产业中存在规模经济,且在购并前没有达到实现规模经济的潜在要求。因此,横向、纵向甚至混合兼并都能实现经营协同效应。

该理论认为,如何合并和协调公司购并后公司的有利部分,又如何处理那些不需要的部分,将是公司购并后的一个重要问题。理想的例子是:如果 A 公司擅长营销但不精于研究开发,而 B 公司正好相反,那么, A 公司兼并 B 公司后,将通过两公司的优势互补而产生经营协同效应。但是,该理论面临两个挑战:(1)在混合兼并中,公司管理层的管理能力很难在短时间内迅速提高到足以管理好分属于不同行业的数家公司的程度。(2)公司管理层的管理才能在相同或相近产业中很容易扩散和转移,而混合兼并则要涉及到那些不相关的行业,因此,管理才能很难扩散和转移。

1.1.4 纯粹的多元化经营理论 该理论适用于公司持有并经营那些和公司收益相关程度较低的资产的情形。通常情况下,公司雇员、消费者和供应商等利益相关者比股东更愿意公司采用多元化经营战略。这是因为:(1)股东可以通过在资本市场上分散持股的办法来分散风险,而公司雇员的劳动收入来源却很难多样化。他们的大部分知识是在为公司工作的过程中获得的公司专属知识,这些知识对别的公司不一定有用。而由于公司雇员具有专属知识,一般在其现有的工作中都要比在其他公司中有更高的劳动生产率并有获得高薪的可能。因此,多元化经营可以给公司管理者与一般雇员以工作的安全感和提升的机会,并在其他条件不变的前提下,还存在降低劳动成本的可能性。(2)可以保证公司业务

活动的平稳有效过渡以及公司团队化和公司发展的连续性。(3)公司通过广告、研究与开发、固定资本、人员培训以及机构发展等方面的投资而提高公司声誉,并与消费者、供应商和雇员之间形成稳定的关系。(4)可以提高公司的负债能力,降低由于购并活动而引起的现金流量的波动。

多元化经营效应可以通过内部发展与兼并这两种途径来实现。但在多数情形下,兼并的方法要优于内部发展的途径。这是因为兼并可以使公司在时间较短的条件下进入被兼并公司的产业,并在很大程度上保持被兼并公司的各种现有资源以及市场份额。

1.1.5 财务协同效应理论 该理论认为为达到公司财务方面的一定目的是公司购并的起因。一般说来,公司内部现金流量较大但属于非成长型行业,与公司内部现金流量较小但属于成长型行业兼并时显得特别有利。这是因为,在公司外部募集资金需要很大一笔交易费用,而通过兼并就可以低成本地促使资金在公司内从低回报项目流向高回报项目。这一理论为公司开展混合兼并提供了较强的理论基础。

该理论还认为,一个合并公司的负债能力要大于两个公司合并前的负债能力之和,并且还能节省投资收入税。此外,这种兼并还会取得节省筹资成本和交易成本两方面的好处。因为大量的经验性资料证明,兼并后公司的负债能力有了显著提高。

关于财务协同效应和纯粹混合兼并可作进一步的分析:根据定义,不相关行业中的企业间的兼并并不涉及到行业专属管理能力的多样化拓展使用问题。因此,任何与管理能力有关的收益都一定存在于一般管理职能的领域。一次兼并是否满足把一般管理资源由有过剩能力的企业转移到另一家有迫切需求的企业也取决于多方面的因素,即一般管理能力在多大程度上是协作的结果,在多大程度上受制于规模经济,以及在这些职能领域管理人员拥有