

企业兼并 风险研究

许子枋 著
湖南人民出版社



J I A N B I N G F E N G X I A

企业兼并风险研究

许子枋 著

湖南人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业兼并风险研究 / 许子枋著. —长沙: 湖南人民出版社,
2000.11

ISBN 7-5438-2441-8

I. 企... II. 许... III. 企业合并-研究
IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 58823 号

责任编辑: 曹有鹏

装帧设计: 琥 剑

企业兼并风险研究

许子枋

湖南人民出版社出版、发行

(长沙市银盆南路 78 号 邮编: 410006)

湖南省新华书店经销 湖南省印研所实验工厂印刷

2000 年 12 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 850×1168 1/32 印张: 6.75

字数: 132,000 印数: 1—3,000

ISBN7-5438-2441-8

F·387 定价: 13.50 元



内容提要

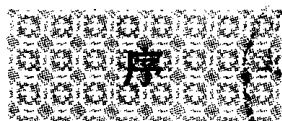
在中国进行企业兼并，与西方发达国家的具体运作有着显著的差异。中国的兼并市场十分复杂，常常要涉及到所有制、跨产业、跨地区问题，且政策性和动态性很强，再加上大部分国有企业效益低下、负担重、产业结构和企业内部技术结构不合理、社会保障制度不完善，给企业兼并带来了相当大的风险。针对这种现象，本书在对大量兼并失败案例的实证分析基础上，把企业兼并作为一种高级企业行为，放在不完全市场经济的背景中来加以考察，从企业战略管理的角度，以企业竞争力的变化作为主线来研究企业兼并的风险。

本书着重对兼并进行实证研究，试图将企业兼并纳入企业管理和企业组织结构的研究范畴，并将企业兼并和企业的战略分析结合起来研究。虽也涉及到有关兼并的数量经济分析领域，但宽松的、非数量化的分析在实务中通常比严格的数学分析更重要，更富有启迪性和更具有可操作性，尤其兼并所涉及到的一些不确定因素：企业在社会政治背景上的变数和人在文化领域里的变数。

ABSTRACT

There is obviously difference in detail operation of enterprise merger between China and western developed countries. The merger market is full of complexity in China. Proprietorship , cross-field and cross-region are usually involved with strong policy and mobility, especially when it brings much risk to merger that most state-enterprises have low efficiency and benefit, heavy burden, irrational system. With regard to these phenomena, based on pragmatic analysis of plenty of failure merger cases, merger is investigated in the background of incomplete market economy as advanced enterprise performance in this book, while the risk of merger is studied with primary clue of enterprise competitiveness change in the view of enterprise strategy management.

This book highlights the pragmatic study of merger with the attempt that merger is put into the category of enterprise management and organization, while merger and strategy analysis of enterprise are combined together for study. Although numerical economy analysis of merger is mentioned, extensive and nonnumerical analysis is more important, more inspiring and more operable in practical case than precise mathematical analysis, specially when involving with some indefinite aspects, such as enterprise variables in the background of social politics and human variables in the culture field.



熊维平

20世纪以来，世界经济生活中已风起云涌过多次企业兼并浪潮。由于企业兼并是一种企业快速扩张的市场经济手段，从而促使企业在市场经济规则下分化与重组，催育了大型企业、跨国公司的壮大和发展。即使在当今经济全球化、市场一体化、资本证券化的世界经济大潮中，企业兼并活动仍然是一道亮丽的风景线，在航空业、金融业、制造业、信息业、服务业等领域中涉及资产数额巨大的兼并事件时有发生，甚至愈演愈烈。

中国企业，尤其是占比重很大的国有企业，在中国经济处于转型阶段，结构调整任务异常艰巨，并在面临因中国加入WTO而来自境外跨国公司的严峻挑战的背景下，需要借助企业兼并的

方式来实现产业整合和做大、做好、做强。研究表明,未来十年内中国将出现大规模的企业兼并浪潮。

实践证明,企业兼并是企业快速积累资本、占有资源、扩张市场的一种重要途径。但同时,企业兼并也是充满各种风险的经济活动,有成功,更有失败,甚至失败率高出 50%。因此,企业决策者在决策一项企业兼并时,要有一种如履薄冰的心态,企业兼并能否实现预期目的,更重要的是要能在企业兼并过程中预测、控制、规避兼并风险,使之成为兼并达到预期效果的保障体系。

许子枋同志有十几年的大中型企业经济管理和决策管理的工作经历,善于思考并一直矢志于用实证研究的方法来研究中国的经济热点问题,并力图寻求一条将经济理论运用于企业管理实践的实效通道。在攻读研究生学位期间,便基本完成了这篇论文的框架,又经过一年的丰富修订,乃成此书稿。作为他的指导老师,我在审阅该书稿时,认为它有以下特点:

第一,对兼并风险研究的系统性强。近年来国内涉及兼并的文章和书籍较多,但像该书这样对企业兼并风险进行专题研究,并按兼并前、兼并中和兼并后的逻辑线路,围绕企业可持续发展这个中心来展开研究的,实属少见。这也增强了对兼并风险把握与控制的系统性和层次性。

第二,理论探讨与实证分析的综合性强。该书突出对企业兼并风险的宏观、微观背景和兼并理论、风险理论的理论性探讨,使对兼并风险的研究有良好的理论内涵和深度;同时该书又精选了与理论探讨关联性强的十几个实证分析,其中大多是发生在中

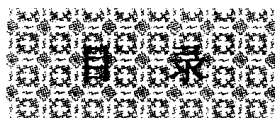
国企业界的典型兼并案例。这使得该书的可读性、可领悟性与可操作性得以大大增强。同时,也使得该书能成为如何控制兼并风险的经验指引。

第三,学术深度和通俗表达的融合性强。该书虽是一本专题研究企业兼并风险的学术性著作,但因作者所具有的深厚文学素养,使得该书具有用词生动、语言精炼的明显特点。同时,在写作方式和文字表述上并没有像一般的学术性著作那样显得专业词汇过于堆积,使一般读者难以读懂,而是表述通俗,深入浅出,即使不是专门从事企业改革和兼并重组的人也基本能读懂,并产生阅读的兴趣,略窥企业兼并的瑰丽与险恶。

我想,正是由于该书具有上述特点,它将成为那些渴望快速将企业做大做强又不想伤害企业永续经营能力的各级企业管理者的重要“手册”,也可以成为经济界、企业界和银行界人士的参考书,还可供初步掌握经济管理专业知识,又对资本运营和股票市场运作有兴趣的读者阅读。

2000年4月18日

于中南大学工商管理学院



第一章 引论	(1)
一、文化习惯·官场规矩·市场法则	(1)
二、关于本书对兼并风险的研究方法	(3)
三、兼并是风险最大的企业行为	(5)
四、兼并失败的判定	(7)
第二章 问题的导入：兼并风险决定	(10)
一、企业兼并的概念	(10)
□ 兼并的基本内涵	(10)
□ 广义上的企业兼并	(13)
□ 兼并的两种划分方式	(16)
二、兼并动因与不确定性阴影	(19)
□ 兼并动因的辨证	(19)
□ 兼并动因的抽象与变量设定	(26)
□ 兼并风险决定	(29)
三、兼并理论的悖反	(31)
□ 规模经济与企业绩效正相关吗	(31)
□ 兼并能降低代理成本吗	(32)
□ 交易费用一定大于管理费用吗	(33)
四、兼并风险的源起与性质	(35)

□兼并风险的缘起·····	(35)
□兼并风险的性质·····	(37)
□兼并预期收益与风险的关系·····	(38)
五、解剖与综合：风险形态·····	(41)
□兼并决策模型·····	(41)
□兼并风险形态结构·····	(43)
第三章 产权风险：兼并前的审察·····	(45)
一、我国产权制度的现状·····	(45)
□企业所有权与产权·····	(45)
□产权界定难题·····	(47)
二、现代产权理论与企业兼并·····	(49)
□产权的实体边界与制度边界·····	(49)
□市场效率与企业兼并·····	(50)
三、产权主体不明与兼并风险·····	(53)
□资产性质转化过程中的内生风险·····	(53)
□产权主体不明导致交易费用不可控·····	(55)
□实证分析 1：兼并“变脸”·····	(59)
第四章 战略风险：兼并中的审慎·····	(67)
一、兼并主体的自我审视·····	(67)
□市场结构理论和动态竞争理论·····	(67)
□竞争力甄别·····	(69)
□实证分析 2：赤峰双马集团盲目扩张陷入困境 ·····	(71)
竞争优势的可持续性分析·····	(72)

□实证分析 3: 扩张成败话青啤	(75)
□竞争战略的风险	(78)
二、内部增长与外部扩张的比较	(80)
□托宾比率	(80)
□企业成长的战略选择	(81)
□速度与风险	(84)
□扩张成本的影响	(86)
□实证分析 4: 兼并是否灵药: 扬斯顿钢板钢管 公司兼并案	(87)
三、产业结构与资源配置的失衡	(92)
□产业前景预测	(92)
□进入壁垒与退出障碍	(95)
□资源配置失衡与企业兼并困境	(98)
□实证分析 5: Acer 电脑海外兼并形成负担	(101)
四、政府行为与社会风险	(102)
□政府行为黑箱与兼并成本	(102)
□实证分析 6: 国企转让起纠纷	(104)
□职工的角色困惑与兼并困境	(107)
□实证分析 7: 武汉头号产权交易流产	(108)
□社会舆论的阻力	(110)
□实证分析 8: 固特异公司反收购获地方支持	(111)
五、对目标企业的估价	(113)
□对目标企业的战略评价	(113)

- ☐ 实证分析 9: 雅芳兼并 Tiffany 战略调整失误
..... (115)

- ☐ 估价理论的差异性..... (115)

- ☐ 兼并中介与审慎调查..... (120)

- ☐ 实证分析 10: 费伦提公司购买一个虚幻目标
..... (123)

六 反兼并因素的显化与悸动..... (123)

- ☐ 反托拉斯制度与收购要约监管..... (123)

- ☐ 反兼并策略的成本意义..... (126)

- ☐ 反兼并因素在跨国兼并中的集聚..... (129)

第五章 管理风险: 兼并后的审虑..... (131)

一、资产的变异..... (131)

- ☐ 兼并资产的失效..... (131)

- ☐ 实证分析 11: 浙江康恩贝兼并凤凰失败简析
..... (133)

- ☐ 人力资本的异化..... (134)

二、文化的鸿沟与代价..... (136)

- ☐ 文化的乘数效应与兼并的文化风险..... (136)

- ☐ 文化隔阂的阻尼成本..... (138)

- ☐ 实证分析 12: 金种子集团和雪地啤酒厂合并风波
..... (139)

三、多元化陷阱与兼并泡沫..... (142)

- ☐ 风险分散的幻觉..... (142)

- ☐ 成本膨胀与多元化失控..... (144)

四、企业家能力的极限与企业规模边界·····	(147)
□企业家能力分析·····	(147)
□实证分析 13: 企业经营者急需充电 ·····	(149)
□企业规模决定与兼并边界·····	(150)
第六章 市场与资源模型: 风险控制·····	(153)
一、兼并本质: 市场与资源割据·····	(153)
□股东财富最大化——有效市场份额·····	(153)
□管理者权势增长——企业规模·····	(154)
□企业行为矩阵中的兼并分析·····	(156)
□实证分析 14: 企业应为谁经营? ·····	(158)
二、市场-资源模型与风险防范·····	(160)
□市场-资源模型分析·····	(160)
□确立和发展市场竞争优势·····	(162)
□全过程的成本控制·····	(164)
三、企业兼并的低风险替代战略·····	(166)
□风险方块·····	(166)
□兼并的反正——战略联盟·····	(167)
附录一 企业兼并审慎调查清单·····	(170)
附录二 企业兼并有关财务问题的暂行规定·····	(183)
附录三 企业兼并有关会计处理问题暂行规定·····	(188)
主要参考文献·····	(194)
后记·····	(197)

第一章 引 论

一、文化习惯·官场规矩·市场法则

从沸沸扬扬的媒体言论来看，企业兼并真是一个撩动人心的话题。扩大企业规模，大搞“低成本扩张”，似乎已成了通向世界企业五百强的梦想与光荣之路。但是，当我们审视大多数企业兼并案后，我们会发现在热闹的背后是一道冰凉的风景。伴生于企业兼并中的巨大风险像幽灵一样徘徊不散。

当我们试图从国外的企业兼并理论中来寻找答案时，我们又发现中国的市场是那样地错综莫测。我们称之为非完全的市场经济是一种东方文化习惯、中国官场规矩和弹性市场法则的奇妙混合体，西方的理论家们在这种体制面前无不显得苍白乏力。

审视中国目前的企业兼并行为，获利的有，但通过管理改

进、组织重构、业务重整从而使目标企业真正实现增效和发展的却很少，很多人把企业兼并理解为一种套利行为。从宏观上看，企业兼并表现为一种分割市场与资源的无序的布朗运动。

因为不成熟，所以胆子大。在没有认清楚企业自身究竟是什么，企业需要什么，我们就充满“自信”地去收购。在没有对目标企业取得深刻理解，没有对目标企业所处社会和经济环境在兼并过程中会发生什么变数有深刻思考之前，我们就敢于拍板。企业的无战略现象在这里得到充分体现。

即使企业的战略定位不存在问题，中国长期政企合一所遗留的体制惯性，以及人的观念和文化习惯所带来的制度成本会给我们强大的非市场因素的干扰，这些干扰会让企业兼并的成本变成一个完全失控的东西，这种成本和报表上的成本根本就是两回事，最后让你的兼并稀里糊涂夭折，你还莫名其妙。制度成本是任何人目前都很难评估准确的，在企业兼并中，即使我们完全按正规程序进行，仍然会受到非经济因素的影响。

虽然从理论上我们知道企业只是资本的一个载体，它的目标就是创造产品、利润和财富。通过企业兼并等经济活动，资本可借助于好的产品和优秀的管理来实现价值创造的目的。但实际上，企业与资本和职工与政府结成了不可分割的死环，在实务操作时，经济领域内的问题得经济领域外解决、公事得私办等由文化习惯和官场规矩所形成的游戏法则与市场法则对举成为影响兼并成败的两翼。

西方做企业兼并，碰到的大多是商业问题，而我们碰到的大多是文化问题和制度因素。因此，我们应当十分清醒地认识到企

业兼并决不总是一座金矿，大多时候往往是泥沼，面对高昂的制度成本和文化陷阱，当我们自身的核心能力和竞争优势并不强大时，当我们并不懂得企业所处地的文化习惯和官场规矩时，我们对中国市场的理解便是很不完全的理解，企业兼并便是一件十分危险的事。

二、关于本书对兼并风险的研究方法

我们知道，经济学家既对经济活动进行纯粹的科学描述，也对经济如何运行进行预测并试图进行引导，这便是实证经济学与规范经济学的区别。实证经济学研究有限的资源在某一经济活动中是如何配置和使用的，它试图如实地描述经济活动并揭示其客观规律。本书主要从实证研究的角度来探讨企业兼并活动中风险的成因和防范。

我们又知道，从技术上讲，经济学的研究方法也分为两类，一种是数量分析，另一种是非数量分析。非数量经济分析，更强调制度因素的分析。这两种分析方法在本书中都有所体现。

二十多年来的企业改革实践，推动着一系列重大经济理论的演进。随着经济体制改革的深入发展，以产权明晰作为主要特征的现代企业制度也逐步得以建立，企业兼并当仁不让地成为了现代企业制度的一个中心问题。

我国企业所有制改革是从 1979 年开始的，初期阶段主要是以放权让利为特征，这种放权让利还在财产关系的框架以外兜圈子，没有根本触及到企业需要改革的关节点。进入 80 年代以后，以收益关系为主线，企业所有制改革转向以契约方式固定国家与

企业之间的关系，实行所有权与经营权分离。实践证明，这些改革虽然取得了一些阶段性的成果，但并没有解决国有企业效益低下的矛盾。

1983年1月，浙江农民企业家陈义金收购了上海几家企业，引起了一些经济学家的注意，为此专门召开了研讨会，称之为“陈义金现象”。由此发端，80年代中期保定和武汉两地出现了一些优势企业对劣势企业的兼并，并取得了一些明显的效果。

随着1988年国务院在向七届人大一次会议提交的“政府工作报告”中明确提出企业产权转让作为深化企业改革的四项重要措施之一，企业的兼并实践及其推动的企业兼并理论均呈鼎沸之势。同时企业兼并理论的非本土化与企业兼并实践的经济环境和制度建设的滞后给企业兼并带来的阻力也越来越明显，企业兼并实践者机械地相信企业兼并在资源配置、规模效益、低成本扩张、多元化经营等方面的作用，认为企业兼并高于生产经营，忽视了企业的内部管理和价值创造，也漠视了企业兼并过程中所存在的巨大风险，导致兼并后企业效益低下、内耗极大、管理成本高昂，从而使企业陷于困境或破产。

在中国进行企业兼并，与西方发达国家的具体运作有着显著的差异。中国的兼并市场十分复杂，常常要涉及到所有制、跨产业、跨地区问题，且政策性和动态性很强，再加上大部分国有企业效益低下、负担重、产业结构和企业内部技术结构不合理、社会保障制度不完善，这给企业兼并带来了相当大的风险。针对这种现象，本书在对大量兼并失败案例的实证分析基础上，把企业兼并作为一种高级企业行为，放在不完全市场经济的背景中来加