

购并 经济学

前沿问题研究

包明华 / 著

GOUBING JINGJIXUE



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

购并经济学

前沿问题研究

包明华 著

中国经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

购并经济学 / 包明华著. —北京: 中国经济出版社,
2006. 1

ISBN 7-5017-1911-X

I. 购... II. 包... III. 企业购并—研究 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 132077 号

出版发行: 中国经济出版社 (北京市西城区百万庄北街 3 号, 邮编: 100037)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 陈 瑞 (电话: 010-68308641 Email: rachel8511@sina.com)

责任印制: 石星岳

封面设计: 白长江

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京市银祥福利印刷厂

开 本: 787×980mm 16 开 印 张: 32.25 字 数: 442 千字

版 次: 2005 年 12 月第 1 版 印 次: 2005 年 12 月第 1 次印刷

印 数: 1-3000 册

书 号: ISBN 7-5017-1911-X/F·1284

定 价: 39.00 元

版权所有	翻印必究	举报电话: 68359418	68319282
服务热线: 68344225	68369586	68346406	68309176

前 言

20世纪90年代以来,世界企业购并风起云涌、波澜壮阔。根据美国金融数据公司提供的统计资料,世界企业购并价值总额,1990年只有5000亿美元,1996年上升至10000亿美元,1997年扩大为15000亿美元,1998年高达25000亿美元,而1999年则达到了33000亿美元。2000年以后虽然受世界经济增长速度减缓的影响,但年均企业购并规模仍然保持在35000亿美元左右。

从根本上说,世界企业购并规模迅猛扩张是社会生产力发展的必然产物。人类社会经济发展规律表明:生产力的发展必然导致生产的社会化。生产的社会化必然导致生产资料占有和使用的社会化。生产资料占有和使用的社会化客观要求企业经营规模不断扩张。而企业购并则是企业规模扩张的有效捷径。生产力越发达,生产社会化程度越高,企业规模扩张与购并的速度就会越快。

企业购并既是社会生产力发展的必然产物,也是企业快速成长的必由之路。著名诺贝尔经济学奖获得者美国经济学家G·J·施蒂格勒曾经指出:“一个企业通过兼并其竞争对手的途径成为巨型企业是现代经济史上一个突出现象”“没有一家美国的大公司不是通过某种方式、某种程度的兼并或合并成长起来的,几乎没有一家大公司能主要依靠内部扩张成长起来。”(G·J·施蒂格勒:《产业组织和政府管制》,上海三联书店,1999年版,第3页)。

尽管世界企业购并浪潮迭起,但成功者却为数不多(成功率不足1/3)。导致企业购并失败的因素很多,但其主要原因在于决策失误。因此,运用现代经济理论与分析技术,揭示企业购并规律,解析企业购

并的难点和疑点,阐释企业购并的新矛盾和新问题,对于提高企业购并决策水平和运作效率无疑具有战略意义。

目前已经出版的企业购并著作虽然很多,但大多数限于法规介绍与案例分析。介绍政策法规,虽然有助于界定企业购并的禁区与可行范围,但无法告诉人们为什么、以及如何进行购并;案例分析,虽然能够提供经验教训,但不能告诉人们如何进行科学决策。

本书是一部研究企业购并前沿问题和决策技术的学术专著。本书旨在,填补现有企业购并理论研究空白,完善购并经济学体系,研究解决企业购并的热点与难点问题,并为企业购并理论研究和决策分析提供通俗易懂、便捷实用的模型或技术。

与其他企业购并著作相比,本书具有三大特色:一是原创性。本书的大多数内容都是现有企业购并著述中没有或很少涉及的前沿课题。从理论研究来说,本书中有关企业购并特性与动因的分析、有关企业潜在价值的研究、有关企业购并溢价的阐释、有关管理层收购性质与作用的论述、有关企业购并最优融资与最优支付的探讨、有关杠杆收购的成本收益分析等,均属于开拓性研究;就技术分析而言,本书中有关目标企业搜寻模型的使用、有关购并风险补偿程度与边界的确定、有关企业购并效应的测算、有关企业潜在价值的评估、有关企业市场评价的识别、有关购并转移效应的度量、有关购并溢价合理区间的测算、有关企业估价因子的测定、有关购并最优融资和最优支付的确定等,至少在目前企业购并研究中属于独一无二的内容;二是技术性。本书致力于企业购并的数值化研究与定量分析,构建使用了上百个现代财务、统计、数理、以及经济计量模型。这些模型技术遍布本书的每一章,几乎涉及所有购并理论研究与决策分析过程。先进模型与分析技术的广泛使用,不仅为本书提供了丰富多彩的技术支撑,而且为企业购并最优化研究奠定了科学基础;三是实用性。经济学从本质上说是致用之学。其基本功能有二,一是揭示经济(或资源优化配置)规律,二是提供利用经济规律(或优化资源配置)的技术与方法。前者是理论经济学的天职,后者为应用经济学的使命。本书既注重购并理论研究,也重视分析技术创

新。不仅注重构建使用科学先进、通俗实用的模型与技术,而且注重阐释各种模型技术的经济含义、适用条件、功能与缺陷、以及应用步骤。

本书的写作大约花费了 6-7 年的时间。一本篇幅不大的著作耗时如此之长,主要有两个方面原因:一方面,是因为作者原有知识结构陈旧,无法满足现代经济学研究要求。为了与时俱进,作者花费了大量时间补习高等数学、经济统计分析、数理经济学、计量经济学、以及应用经济软件;另一方面,是由于作者不想用“剪刀加浆糊”的方法制造“文字垃圾”,不想简单综述他人学术成果。而是想写一本无论在理论研究还是在技术应用上都有所突破的书,一本能够对企业购并理论思维和操作实践产生重要影响的书,一本不会“昙花一现”、具有较长学术生命力的书。

尽管作者雄心勃勃和不懈努力,但因受诸多主客观条件限制,可能实际结果与预期目标相差较远。如果本书存在不当之处,恳请读者赐教斧正。

包明华

2005 年国庆于北京育新花园 19 楼



目 录

前 言	1
第一章 企业购并的特性与动因	1
1.1 定义之争	1
1.2 类型界定	5
1.3 性能分析	7
1.4 动因探究	10
第二章 目标企业的搜寻与选择	15
2.1 选择尺度	15
2.2 搜寻途径	24
2.3 操作取向	28
2.4 筛选模型	32
第三章 企业购并效应的测度	35
3.1 购并协同效应的测算	35
3.2 企业市场评价的辨识	43
3.3 购并垄断效应的度量	51
3.4 企业潜在价值的评估	58
3.5 购并转移效应的估计	77
第四章 企业购并的风险分析	87

4.1 购并风险特性	87
4.2 购并风险的测度方法	92
4.3 购并风险的度量	105
4.4 购并风险分析	115
4.5 购并风险的规避	134
 第五章 股权与企业的一般估价	141
5.1 股利折现法	142
5.2 现金流折现法	157
5.3 比率估价法	164
5.4 企业整体价值评估	183
 第六章 股权与企业的期权定价	195
6.1 期权特性与价值	195
6.2 期权定价原理	199
6.3 多期二项式模型	208
6.3 B-S 模型及其应用	219
6.4 股权的期权定价	222
6.5 企业的期权定价	230
 第七章 企业估价因子的测定	249
7.1 企业自由现金流的测算	249
7.2 折现率的确定	254
7.3 企业有效经营期的预测	264
7.4 企业增长率的估计	273
 第八章 股权收购	309
8.1 股权收购特性	309
8.2 股权的要约收购	316



8.3 股权的协议收购	330
8.4 购并溢价的确定	337
第九章 资产收购	355
9.1 性能与前提	355
9.2 内容与形式	361
9.3 竞价与协议收购	366
9.4 操作取向与方略	369
9.5 企业业务单元估价	372
9.6 企业无形资产估值	384
第十章 杠杆收购与管理层收购	389
10.1 杠杆收购的性质与动因	389
10.2 管理层收购的功能与缺陷	407
10.3 杠杆收购的成本收益分析	426
第十一章 购并融资与支付	449
11.1 购并融资准则	449
11.2 购并支付选择	464
11.3 购并融资与支付的择优方法	476
主要参考文献	501



第一章 企业购并的特性与动因

1.1 定义之争

目前,我国学者在企业购并定义上大致存在三种观点:一种观点认为,企业购并是企业收购与兼并的总称或简称(熊思浩,2000);另一种观点认为,企业购并是企业收购与企业合并的总称或简称(郑厚斌,1998);第三种观点认为,企业购并是指广义的企业合并“即公司法定义的吸收合并和新设合并”(陈佳贵:《企业经济学》,P379)。

上述分歧主要涉及到对企业收购、企业合并、以及企业兼并等范畴的理解。科学界定上述范畴是正确认识企业购并的前提或钥匙。

1.1.1 合并

在企业合并的认识与理解上,学术界同样存在分歧。郑厚斌认为,企业合并一词是由英文“merger”翻译过来的,由于也有人将“merger”翻译成兼并,所以兼并与合并实际上是同一英文单词的不同译法,两者的含义完全相同。同时他还认为,“人们之所以用合并不用兼并,这是由于长期以来受理论研究中某种感情因素的支配”^①。

与郑厚斌不同,陈佳贵认为,兼并与合并是两个不同的范畴。首先从翻译来说,两者分别来源于不同的英文单词。其中,兼并是从英文“merger”翻译过来的,而合并则是英文“consolidation”的汉译^②。其次



就实际含义而言,两者也存在明显差别。其中,兼并“是指一个企业被另一个企业所吸收,后者保留其名称及独立性……前者则不再是一个独立的商业团体”。而合并则“是指两个或两个以上企业合并为一个企业的行为……。合并不同于兼并,企业合并后,所有原来的企业都终止而成为一个新成立的企业的组成部分”^③。

国内外法律都曾对企业合并作出过明确界定。1994年1月1日颁布实施的《中华人民共和国公司法》第184条将企业合并区分为吸收合并与新设合并,并且明确指出,“一个公司吸收其他公司为吸收合并,被吸收公司解散”;“两个以上公司合并设立一个新公司为新设合并,合并各方解散”。显而易见,我国《公司法》实际上对企业合并作出了两个方面的本质规定:从其性质来说,企业合并是两个或两个以上企业组合为一个企业的行为;就其形式而言,根据法人资格变动程度不同,企业合并可以区分为吸收合并与新设合并。其中,造成购并一方法人资格消失的企业合并为吸收合并,导致购并双方法人资格同时消失的企业合并为新设合并。

我国《公司法》对企业合并的解释与国际通行定义基本一致。例如,国际会计准则委员会1992年颁布的《国际会计准则:1991/1992》就曾指出“企业合并,是指一个企业获得另一个或另几个企业控制权的结果,或指两个或若干个企业实行股权联合的结果”。很明显,上述企业合并,既指一个企业获取其他企业经营控制权和资产所有权的行为,也包括两个或两个以上企业通过股权联合组成新的统一经济实体的举动。其中,前者大致相当于吸收合并,后者则与新设合并的含义基本相同。此外,《大不列颠百科全书》以及《美国会计准则》第十六条等国际文件,也曾对企业合并下过类似的定义。

根据国内外有关法规文件的界定,我们认为,正确理解企业合并应当把握以下几点:第一,企业合并是指两个或两个以上独立企业组合为一个经营实体的行为。并且这种组合至少会导致一方法人资格消失;第二,企业合并有两种形式,即吸收合并与新设合并。前者表现为一个企

业吸收另一企业,被吸收企业法人资格消失;后者主要表现为两个或两个以上企业的股权联合,合并各方法人资格同时消失;第三,吸收合并是一种产权交易行为,而新设合并则是一种产权联合行为;第四,合并有广义与狭义之分。所谓广义合并,是指新设合并,也就是我们通常所说的合并;狭义合并,是指吸收合并,也就是我们通常所说的企业兼并。

1.1.2 兼并

我国最早对企业兼并作出明确界定的法规性文件,是1989年2月19日国家体改委、国家计委、财政部和国有资产管理局共同颁布的《关于企业兼并的暂行办法》。该文件明确指出,企业兼并“是指一个企业购买其他企业产权并使其他企业失去法人资格或改变法人实体的行为”“不通过购买方式实行的企业之间的合并,不属于本办法规范”。上述文件实际上对企业兼并作出了两方面的本质规定:一是企业兼并是一种企业吞并行为,即一个企业吞并另一企业的行为。由于兼并完成后,被吞并企业已经成为主并企业一部分,所以其法人资格将不复存在;二是企业兼并必须是一种产权交易。或者说,企业兼并是通过产权交易实现的企业之间的组合。不通过产权交易实现的企业组合,只能是企业合并。

应当指出,上述文件对于企业兼并的阐释是基本正确的。根据这一阐释,我们可以将企业兼并定义为,主并企业通过股权或资产收购吞并目标企业的行为。并且我们认为,上述定义是科学准确的。这是因为,它既阐明了企业兼并的主体和对象,也揭示了企业兼并的动机与实质。根据上述定义,企业兼并的主体是主并企业和目标企业,对象是目标企业的股权与资产,目的是吞并目标企业,实质是产权交易。

与合并相比,企业兼并具有三大基本特征:一是通过产权交易来完成。具体说,企业兼并的过程也就是主并企业通过股权或资产收购将目标企业内部化为本企业一部分的过程;二是兼并方法人资格存续,被兼

并方法人资格消失；三是企业归并关系不平等。企业兼并实际上是优势企业吃掉或吞并弱势企业的行为。

1.1.3 企业收购

收购的英文单词为“Acquisition”，意即获得或收获。从中文语义上说，可以将收购理解为购买或买入。如果把收购的中英文含义结合起来，可以将企业收购理解为，一个企业购买其他企业股权或资产的行为。

在企业购并过程中，收购与兼并之间存在目的与手段关系。其中，收购为手段，兼并是目的。一方面，进行股权与资产收购的根本目的是为了兼并目标企业^④；另一方面，要兼并目标企业，就必须进行股权或资产收购。需要指出的是，股权与资产收购与我们通常所说的合并无关。这是因为，股权与资产收购的本质是产权交易，而企业合并则是企业之间产权联合的产物。

任何企业兼并都必须通过股权或资产收购来完成，但并不是任何股权或资产收购都会造成企业兼并。一般来说，股东个人之间的小额股票交易不会形成企业兼并，企业出售零星资产也不会导致企业兼并。即使是主并企业大规模收购目标企业股权，但只要未造成目标企业法人地位消失，就不会造成企业兼并。股权与资产收购会不会造成企业兼并，关键要看这种收购是否造成目标企业法人地位消失。换句话说只有那些造成目标企业法人地位消失的股权与资产收购，才会形成企业兼并。

根据上述，我们大致可以把股权与资产收购区分为三种类型，即一般性收购、控制性收购、以及兼并性收购。其中，一般性收购，是指个人或企业购买少量股权或资产的行为；控制性收购，是指能够形成企业控制权的股权或资产收购；兼并性收购，是指能够造成目标企业法人资格消失的股权或资产收购。

根据规模与范围不同,可以将企业收购区分为广义收购与狭义收购。广义企业收购,包括一般性收购和控制性收购;而狭义收购,则仅指兼并性收购。前者的目的是为了收购目标企业股权或资产,后者旨在吞并或吃掉目标企业;广义收购不会影响目标企业存续,狭义收购则会造成目标企业法人地位消失。

1.1.4 企业购并

综合上述,所谓企业购并,实际上包括两层含义:一是企业之间的股权与资产收购,二是指企业兼并。具体来说,企业购并中的“购”,是指股权或资产收购;而“并”,则是指企业兼并。

我们之所以没有把合并包括在企业购并定义之中,主要原因在于,合并的技术性虽然很强,但它既与兼并性质不同,也与股权或资产收购无关。把合并包括在企业购并定义之中,不仅不符合理论与实践逻辑,而且容易造成兼并与合并两个范畴的混淆。

我们之所以不提企业并购,这是因为,这种提法不尽科学与严谨。从理论逻辑来说,收购与兼并之间存在目的与手段关系。其中,收购是“手段”,兼并是“目的”。“收购”是“因”,兼并为“果”。而不是相反;就实际操作而言,收购与兼并之间存在时间次序与程度上的差别。先有股权或资产收购,然后才会有企业兼并。并且只有当股权或资产收达到一定程度后才会导致企业兼并。

1.2 类型界定

根据不同标准,可以将企业购并区分为不同类型。

根据购并双方所处行业不同,可以将企业购并区分为:横向购并、

纵向购并与混合购并。所谓横向购并,是指提供同类产品或服务企业之间的购并。横向购并实际上是同行竞争对手之间的购并。进行横向购并的主要目的,是谋求规模经济或垄断收益;所谓纵向购并,是指处于不同生产经营阶段企业之间的购并。这种购并通常表现为优势企业购并为自己提供原材料或服务的企业。其目的主要是为了节约交易费用^⑥或稳定企业发展;所谓混合购并,是指提供不同产品或服务企业之间的购并。这种购并的基本特点为:购并双方处于不同的生产领域或部门,各自提供不同的产品与服务,彼此之间没有生产经营或市场联系。进行混合购并的主要目的在于,谋求范围经济和规避经营风险。

根据中介程度不同,可以将企业购并区分为直接购并和间接购并。所谓直接购并,是指购并双方直接通过友好协商所进行的企业购并。这种购并通常以友好协商为前提,以相互配合为基础,以维护双方共同利益为保证,所以又称友好购并;所谓间接购并,是指借助于证券市场完成的企业购并。因为这种购并需要借助于证券市场(即在证券市场上大量收购目标企业股票)才能完成,所以叫做间接购并。同时由于这种购并,往往是主并企业强行收购目标企业股权的产物,所以又称敌意购并。

根据信息披露程度不同,企业购并可以区分为公开收购与非公开收购。所谓公开收购,又称要约收购,是指主并企业向目标企业发出收购要约、并承诺特定条件的企业购并;所谓非公开购并,是指不公布企业收购要约的购并行为。这种企业购并主要表现为,要约收购起点前的股权交易或要约豁免条件下的协议购并。

根据资金来源不同,企业购并可以区分为杠杆收购与非杠杆收购。所谓杠杆收购,是指主要利用借贷资金收购目标企业的行为。所谓非杠杆收购,是指主要利用自有资金收购目标企业的行为。一般认为,杠杆收购具有三大特征,一是购并资金中权益投资比重低于20%,二是用目标企业资产作为购并借贷资金抵押,三是用购并后用目标企业收益归还负债。

根据具体内容不同,企业购并可以区分为股权收购与资产收购。所

谓股权收购,是指收购目标企业股权的行为。所谓资产收购,是指收购目标企业资产的行为。

根据支付方式不同,企业购并可以区分为现金-资产型收购、现金-股票型收购、股票-资产型收购、以及股票互换型收购。所谓现金-资产型收购,是指主并企业用现金购买目标企业资产的行为。这种购并通常建立在双方友好协商基础上,并具有等价交换、没有后遗症、以及不会产生经济纠纷等特点;所谓现金-股票型购并,是指主并企业用现金购买目标企业股权的行为。这种购并容易造成资金压力与债务负担;所谓股票-资产互换型购并,是指主并企业用股票收购目标企业资产的行为。这种购并虽然有助于减轻企业购并资金压力,但容易造成股权稀释。所谓股票互换型购并,是指主并企业用本公司股票收购目标企业股权的行为。

1.3 性能分析

企业购并是一种投资,但与其他投资相比,这种投资具有特殊性质与功能。

概括地说,企业购并具有三大基本特性。首先,企业购并是一种产权交易。企业购并的对象是目标企业的股权或资产。而股权与资产收购的实质是产权交易。我们知道,产权交易通常包括四种具体形式,即股权交易、物权交易、债券交易和期权交易。企业购并主要涉及股权交易与物权交易。其中,股权收购也就是股权交易,而资产收购则是一种物权交易。当然,企业购并的具体内容不同,股权或物权交易性质也不完全一样。具体来说,股权收购是企业财产终极所有权交易,而资产收购则既可能是财产所有权交易,也有可能是企业财产的使用权交易(如购买目标企业的土地、商标使用权、垄断经营权、以及专利技术等)。其

次,企业购并是一种经济资源再配置活动。企业购并意味着经济资源的流入与流出,以及资源配置方式与状态的改变。主并企业收购目标企业股权或资产,意味着经济资源的流入;目标企业出售其股权或资产,则表明其经济资源的流出,由此可见,企业购并实际上是一种社会经济资源的转移与再配置活动。其三,企业购并是生产社会化的实现形式。人类社会经济发展规律表明,生产力的发展必然导致生产的社会化。生产的社会化必然会促使生产资料占有与使用的社会化。生产资料占有与使用的社会化客观要求企业经营规模扩张。而企业购并则是企业规模扩张的有效途径。我们知道,现代企业规模扩张可以采取两种途径,即投资扩建与购并其他企业。与投资扩建相比,企业购并扩张至少具有以下优势:一是可以节省时间。因为购并扩张不存在投资建设周期;二是可以避免价格下降。因为企业投资扩建会增加行业生产规模和社会产品供给。而购并扩张则不会导致行业供给规模扩大和市场价格下降;三是可以节约成本。因为两个公司合二为一后,由于机构合并、共用营销网络、统一研发和广告宣传、以及实行大规模采购,所以会导致管理成本、营销成本、研发成本与采购成本的节约。正因为如此,著名经济学家、诺贝尔奖经济学奖获得者 G·J·斯蒂格勒曾指出:“一个企业通过兼并其竞争对手途径成为巨型企业,是现代经济史上一个突出现象。……没有一家美国的大公司不是通过某种方式、某种程度的兼并或合并成长起来的,几乎没有一家大公司能主要依靠内部扩张成长起来。”^⑥

企业购并的经济功能主要表现在以下几个方面:首先,企业购并可以优化或改善资源配置。这是因为,企业购并不仅可以促使经济资源从低效企业流向高效企业、从配置过度行业流向配置不足企业,从而改善社会经济资源整体配置状态与利用效率。而且可以启动部分闲置资源的使用。这一点尤其是在优势企业兼并劣势企业中表现得十分明显。一个企业之所以会成为其他企业兼并的对象,重要原因在于,该企业经营状况不佳。而业绩不佳的企业通常会存在资源闲置或浪费现象。一旦这类企业被优势企业兼并,其闲置与浪费的资源就有可能获得充分与高

