

当代经济学前沿研究丛书

殷醒民 著

# 企业购并的金融经济学解释

QIYEGOUBING DE JINRONGJINGJIXUE JIESHI



上海财经大学出版社

上海市哲学社会科学“九五”规划重点课题研究成果

# 企业购并的金融经济学解释

殷醒民 著

谨以此书向中华人民共和国建国50周年献礼

上海财经大学出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

企业购并的金融经济学解释/殷醒民著. - 上海:上海  
财经大学出版社, 1999.9

(当代经济学前沿研究丛书)

ISBN 7-81049-355-8/F·301

I. 企… II. 殷… III. 企业购并-金融学 IV.  
F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 44288 号

责任编辑 张小忠

封面设计 周卫民

QIYEGOUBING DE JINRONG JINGJIXUE JIESHI

**企业购并的金融经济学解释**

殷醒民 著

---

上海财经大学出版社出版发行

(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

上海印刷七厂一分厂印刷装订

1999 年 9 月第 1 版 1999 年 9 月第 1 次印刷

---

850mm×1168mm 1/32 6.875 印张 148 千字

印数:0 001 - 3 000 定价:16.00 元

•当代经济学前沿研究丛书•

QIYEGOUBING DE JINRONG JINGJIXUE JIESHI

# 企业购并的金融经济学解释

殷醒民 著

上海财经大学出版社

# 总序

当今时代,我国经济改革的深入,世界经济风云的变幻,不断涌现出各种新问题、新矛盾,促使经济理论界的学者同仁们去思考、去探索。经济实践是经济理论发展的生命之源。由于实践是一个历史的过程,旧的问题解决了,新的问题又会出现,如此推衍,没有止境。依此而论,理论的发展也是一个不断积累和延续的过程,既积淀着解决旧问题的理论成果,更延展着处置新问题的理论研究。理论的发展反映了实践的发展,因此,掌握了理论的前沿,也就把握了时代的脉搏。鉴于此,上海财经大学出版社出版《当代经济学前沿研究丛书》(以下简称《丛书》),正是适应了广大经济理论工作者和实际工作者企盼了解和掌握经济学前沿知识的迫切要求。

所谓当代经济学前沿,包含着世界各国尤其是西方发达国家在经济理论方面所创造的一切最新成就。这些成就作为人类社会的共同财富,同样也为我国的社会主义现代化建设提供了值得借鉴的理论滋养。一百年前的世纪之交,梁启超在其《史记货殖列传今义》一文(1897年)中,曾率先尝试运用西方经济学观点,来诠释中国古代的经济文献。稍后,他通过撰写《生计学学说沿革小史》(1902年)即国人编撰的最早一部西方经济学说史著作,又曾设想撰写一部《中国生计学史》,“采集前哲所论以与泰西学说相比较”,以示中国古代经济思想之“壮观”(梁启超:《论中国学

术思想变迁之大势),1902年)。这些尝试连同严复在1897~1900年间译成、于1902年出版的亚当·斯密的《原富》一书,揭开了我国先驱学者从西方经济学说中去汲取理论滋养的序幕。不过,上个世纪之交,正值中国处于遭受外国列强肆意蹂躏的屈辱时代,国内学者向西方学习,是为了寻求救国救民的道理,从中找回自己的民族自尊与自信。而一百年后的今天,我国不仅摆脱了旧日的屈辱,独立自主地屹立在世界的东方,而且经历了改革开放后二十年的伟大实践,取得了举世瞩目的光辉业绩。现在,面临着新的世纪之交乃至千年更替,我们提出要努力学习人类社会创造的一切知识,注重学习各种反映当代世界新发展的新知识,特别是现代经济知识,为我所用,正显示出处在伟大复兴过程中的中华民族的博大胸怀和远见卓识。这也是历史反复证明了的通向科学进步和学术繁荣的成功之路。此时此刻,《丛书》的出版,真可谓应运而生。

《丛书》先行向读者展示的,是当代微观经济学部分的前沿研究成果。它试图在以下几个方面体现其特色。一是战后半个世纪以来,当代经济学尤其是现代金融理论有了很大的发展、深化和创新。新涌现的各种经济理论从不同侧面、不同层面日益深入地反映和总结社会化、国际化生产和现代市场经济运行中出现的新情况、新问题、新经验,揭示其规律性,成为各门现代经济知识,包括现代金融和现代管理知识最新发展的理论基础。对于这些新的研究成果,《丛书》理应有所体现。二是《丛书》体现了理论联系实际的要求,注重洋为中用,在阐发当代经济学前沿研究成果的同时,努力结合中国实际,并对其在中国的运用加以评介和引

导。三是鉴于改革开放二十年来,有关当代经济学基础知识的学习、介绍与研究已经相当广泛和普及,《丛书》拟选择和围绕当代经济学前沿研究中的尖端问题,以专门著作的形式,力图进行全面系统而又深入细致的论述,以期推动我国学习和研究当代经济学的水平,在现有基础上再向一个新的高度攀登。这也体现了《丛书》的总体要求。

这套《丛书》由清华大学平新乔博士提出全套选题设计,参加《丛书》写作的,则大多是在经济学领域潜心做学问或者已经卓有成就的一批年轻学者。他们在外国或国内经过较长期的系统理论训练和深造,功底扎实,治学严谨,思维敏捷,又都有较好的写作经验,这是《丛书》得以较完满地实现其预期要求的根本保证。特别值得一提的是,他们都有一颗报效祖国的赤诚之心,共同的心愿使他们走到一起,为《丛书》甘坐冷板凳,从浩如烟海的第一手文献资料中披沙淘金。《丛书》的每一点成绩,都是他们辛勤劳动的凝结。可以相信,这套《丛书》的陆续面世,将会以它那浓重而纯正的前沿研究色彩、丰富而充实的经典文献资料、流畅而准确的语言表达、深刻而严密的逻辑内涵,以及清晰而敏锐的理论前瞻,引起同行的关注和读者的兴趣。

为了弘扬《丛书》所体现的壮志和作者们的敬业精神,特作此序以赞之。

侯 敏

1999年2月

☒  
总  
序  
☒

# 前言

本套丛书的目的是为了介绍现代经济学的前沿研究成果。这对于跟踪经济学理论研究的经济学家来说,可以将其平日关注的经济学研究中的任何一个领域进行精心的梳理、归纳和总结。我所选择的企业购并的金融经济学解释确实是一个饶有趣味的课题,这里既有个人的学术兴趣,又有引起社会关注的考虑。例如,1998年全世界企业购并的价值达到24 000亿美元,比1997年增加50%〔1〕。

企业购并是近年来我国经济学界和实业界的共同“热门”话题,尤其令人注目的是,证券公司都纷纷设立专门的“企业购并部”来从事这一经济热点的研究并进行企业之间购并的运作。学术研究和实际操作都受到广泛的重视,这一领域似乎成为人人羡慕的行业,以及人们重要的职业选择。

然而,对企业合并的原因和本质的研究并不多见。为什么会产生企业合并现象呢?企业合并对社会效率的影响又是什么呢?从事经济学研究的我,总是带着一种疑问去寻求一种解答,有时甚至是百思不得其解的迷惑促使我去思考,试图给予一种合理、客观、公正的解释。喜欢刨根问底是一种“倔脾气”,某些时候却是通向真理的起点。我曾经翻阅过国内关于企业购并理论的文章和著作,发现同规

〔1〕 英国《经济学家》,1999年1月9日,第21页。



范的经济学研究有一定的差异,这似乎说明仍然存在着研究的空间。此外,国内学术界对企业购并的研究重点是“资产经营”或“资产运作”,强调兼并企业从购并中可以获得巨大的收益,而被兼并企业仅作为一个“净输者”。这些判断与企业购并理论形成了明显的“冲突”,表明存在着不同程度的信息“污染”。这些学识上的迷惑给我指点出一条狭窄的路径去思索和研究正在发展中的企业购并理论,并力图给予一种经济学上的解释。

本书的完稿必须提到上海财经大学前辈经济学家——裘逸娟教授,她为了组织这套丛书曾多次与我联系,希望经济学家在繁忙的研究工作中能为社会广大读者介绍和分析经济学的前沿研究成果。她的建议使我的思考和跟踪研究变成了今天的这本小册子。

由于丛书的立意是“新颖性”和“前沿性”,也就自然提高了写作的难度,特别是全面理解金融经济学家自80年代初以来关于企业购并的争论焦点和理论解释。坦率地说,1998年的春夏之季,对于能否透彻地把握这一理论的“焦虑”和“烦恼”几乎像梦魇一样时时萦绕在我脑海之中。我曾游学英伦,略知西方经济学界对企业购并问题作了广泛而深入的实证研究,依靠国内的文献搜集要完成这一重任是非常艰难的。当我几乎对能否如期交稿的“使命”一筹莫展之时,幸运之神伸出了援助之手,我于1998年10月底再次赴英国从事专题研究。于是我在申请的研究项目之外夹带“私货”,将企业购并理论列入我的研究日程内。因而,本书的主要文献是我在伦敦经济学院搜集的,并通过大学的图书馆网络服务系统向英国国家图书馆借阅了大量的论文

和专著,比较系统地分析了已经出版的实证研究成果,从而使本书的“前沿性”成为可能。

伦敦米德尔塞克斯大学(Middlesex University)管理发展中心是一个富有学术气息、充满科学探索氛围的中心,学者们从切磋交流、思想碰撞中汲取了丰富的养料去充实永无止境的知识创造。我必须提及保尔·邓尼教授(Paul Dunne)、刘芍佳博士、柳代立博士的大力支持,为我提供了良好的办公设备和周到的秘书服务,可以让我专致于课题的研究。我的同事奥勒根·尼克勒斯博士(O·Regen Nicholas)就企业购并理论中的疑难术语热忱地解释英语的本来含义和引伸义,使我受益匪浅。借本书出版之际,谨向英国的经济学家表示深切的谢意。

学术研究是艰辛的,任何科学研究进展都要付出很大的代价。我撰写本著作时正值我妻子因病休养期间,由于完稿的时间限制,我几乎每晚在办公室工作到深夜才回家,对她的照顾和关心实在太少了,而她则不断地激励我,要求我的研究方向具有“前沿性”和“开创性”。本书的问世或许能稀释一点自己的“内疚之感”,增加一点妻子的“宽恕之情”。

上海财经大学出版社不仅提供了写作资助,而且对本书的及时出版倾注了巨大的力量,无论是编辑的认真审读书稿,还是书稿的打印、校对,都体现出一丝不苟的精神。更使我感动的是张小忠等同志一再宽容我交稿的日期。可以说,没有上海财经大学出版社的支持,书稿或许蒙上了厚厚的灰尘。为此,我向他们谨致诚挚的感谢!

我还必须感谢我的好友盛松宁和谢天培博士在我写作

期间给我的巨大支持和帮助。

企业购并理论仍然处在发展状态,对经济学内容和体系的影响尚未“落定”。因此,我的论述和见解仅是初步的,其微薄的贡献是为愿意更深入研究企业购并理论的人们打开了一扇小门。随着越来越多实证研究成果的公布,理论框架的轮廓将日益凸现,内涵也更加丰富。囿于对现代经济学的肤浅学识和成书的仓促,对理论观点未能再三斟酌,书中的讹脱之处,敬请学界同仁和读者指正。

**殷醒民**

1999年7月25日于复旦大学

# 目 录

总序/谈敏

前言

## 1 导论

---

- 1.1 引 言/1
- 1.2 经济效率与资本市场信号/2
- 1.3 产业组织的市场退出/7
- 1.4 公司控制权市场的争论/9
- 1.5 本书的章节安排/12

## 2 企业购并与资源利用率

---

- 2.1 企业购并理论的再讨论/14
- 2.2 美国企业购并的实证分析/17
- 2.3 英国企业购并的效果/32
- 2.4 企业的跨国兼并趋势/45
- 2.5 企业合并成功的技术评价/48

### 3 企业效率与购并价值

---

- 3.1 组织资本与经营效率/54
- 3.2 资金协同作用/59
- 3.3 企业资源战略重组的经济学含义/73

### 4 杠杆收购作用的理论解释

---

- 4.1 杠杆收购的基本作用/87
- 4.2 财富创造与财富分配之争/94
- 4.3 杠杆收购中的债券收益率/108
- 4.4 垃圾债券资信度变化与违约风险率/119

### 5 企业购并中的福利效应

---

- 5.1 引言/123
- 5.2 过度支付假设/124
- 5.3 过度自信(Hubris)假设/134
- 5.4 自由现金流量假设/142

### 6 公司控制权市场的发展

---

- 6.1 公司控制权市场/154
- 6.2 代理权争夺/159
- 6.3 管理者主义/173
- 6.4 靶子与射手角色的转换/181

## 7 简短的结语

---

参考文献/193

中英文人名对照/201

☒

目

录

☒

# 1

# 导 论

## 1.1 引 言

1973 年以来的政治、经济和技术力量的变化正在改变着世界经济,其基本特征是生产成本的不断下降,平均劳动生产率的持续提高,工业部门生产能力的过剩,从而使经营低效的企业必须退出市场,以减少资源的浪费。这些变化也是 21 世纪初对世界经济的重大挑战,将迫使各国的经济制度和企业组织作出重大的调整以适应变化着的世界竞争。<sup>〔1〕</sup>

现实经济问题是客观存在的,并且不断地以新的形式、新的特点表现出来。然而,如何解决这些经济问题的方法却有着很大的差异。金融经济学家认为,传统的委托——代理理论不能解决企业资源利用最大化的社会效率问题,

---

〔1〕 Michael C. Jensen, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, Vol. X I V III, No. 3 July 1993, pp. 831 - 880.

而是赞成以企业合并和收购的方式减少过剩生产能力,迫使企业管理者提高经营绩效和资源的利用效率。要注意的是,无论是经济学家,还是工业化国家的政策制定者,解决生产能力过剩的看法并不是通过限制生产和投资的方法来控制经济规模,而是主张将新的投资和原有投资能力转移到具有市场前景的产业和企业。“限产”和行业卡特尔并不能有效地实现资源的最大价值利用,只能是资源利用的进一步恶化,20 世纪的世界经济史清楚地显示了这一规律,而实现资源有效转移的途径就是企业购并。

## 1.2 经济效率与资本市场信号

工业生产能力的形成和提高是世界工业革命的结果,也是科技创新的结果。第一次工业革命是新能源用于生产过程,而第二次工业革命则是交通运输和通讯设备的应用,大大缩短了商品和服务的距离。技术创新又产生了制造业的大规模生产和分配体制,机器取代了人力,工业生产的资本有机构成发生的根本性变化使劳动生产率迅速提高。<sup>〔1〕</sup>1869~1899 年期间,美国制造业的人均资本占有数从 700 美元提高到 2 000 美元,从而使 1889~1909 年期间全要素劳动生产率的每年增长几乎是 19 世纪的六倍以上。

随着劳动生产率的持续提高,生产成本和价格急剧下跌。1882 年组成的标准石油公司将全球 25% 的煤油生产

---

〔1〕 Alfred D.Chandler Jr., *Scale and Scope, The Dynamics of Industrial Capitalism*, Harvard University Press, 1990.



能力集中在三家炼油厂,使煤油的生产成本从 1882 年到 1885 年减少了 70%。其他制造业部门也经历了相似的变化。市场需求的上升又使工业进一步扩大生产能力。然而,1893 年的经济衰退使社会需求大幅度下降,过剩生产能力成为市场供需关系中的突出矛盾。企业界试图通过行业协会和卡特尔等组织来维持其生产能力和利润,同时减少过剩的生产能力,却没有取得预期的效果。只是到美国实业家发现和投身到企业购并(M&A)狂潮时,这一问题才从根本上解决。通过企业的联合、重组,使被兼并企业的生产能力降低,或通过企业关闭的办法来实现社会资源的重新配置。因此,企业购并的资本市场使企业成功地退出了衰退产业,1895~1904 年期间,有 1 800 多家企业被兼并或合并为 157 家企业。<sup>〔1〕</sup>因此,企业购并成为提高资源配置效率的有效途径。

自 1973 年始,美国实业界又经历了一次新的资源重组浪潮。这次经济结构调整不同于过去的三次,表现为周期很长,目前仍然是“进行时态”。其起因是 1973 年的石油涨价。1973~1979 年的世界能源价格上升了 10 倍,迫使工业界投入大量资金从事新能源的开发和相关技术的创新,因此推动了新的技术革命,提高了劳动生产率。与此同时,亚洲新兴工业化国家出口产品的技术含量也在逐步提高,而原中央计划经济的国家转向市场经济体制,积极融入国际贸易。这些经济因素的变动幅度之大、影响之深均是世

☒  
导  
论  
☒

---

〔1〕 Naomi R. Lamoreaux, *The Great Merger Movement in American Business, 1895~1904*. Cambridge University Press, 1985.