

邹亚生 / 著

并购与反并购的 经济学分析

Economic Analysis of Mergers,
Acquisitions and Anti-M&A's



经济科学出版社
Economic Science Press

并购与反并购的经济学分析

邹亚生/著



北航

C1687120

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

并购与反并购的经济学分析/邹亚生/著. —北京:
经济科学出版社, 2013. 8

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1061 - 6

I. ①并… II. ①邹… III. ①企业兼并 - 经济分析 -
研究 IV. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 208883 号

责任编辑: 杜 鹏 黎子民

责任校对: 杨 海

版式设计: 代小卫

责任印制: 邱 天

并购与反并购的经济学分析

邹亚生/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [dupeng@ esp. com. cn](mailto:dupeng@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 8.5 印张 230000 字

2013 年 8 月第 1 版 2013 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1061 - 6 定价: 29.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

目 录

第一章 绪论	1
一、引言	1
二、研究的理论渊源与方法	3
三、研究对象的确定	8
第二章 关于企业并购的理论概述	11
一、企业并购的分类	11
二、企业并购理论综述	15
第三章 企业并购的实践及特征	34
一、美国企业并购的五次浪潮	34
二、日本企业并购的回顾	48
三、中国企业并购简况	51
第四章 横向并购的分析	58
一、规模经济与企业并购	58
二、横向串通假设	65
三、横向并购的一般分析	70
第五章 纵向并购的分析	84
一、纵向并购的决定因素	84

二、交易费用经济学分析	85
三、技术的相互依赖性分析	90
四、市场的不完美性分析	91
五、纵向合并对竞争情况的影响	97
第六章 混合并购的分析	104
一、资本市场假设	105
二、资源利用假设	107
三、财务理论假设	111
四、成长最大化假设	115
五、我国企业混合并购分析	123
第七章 反并购分析（一）	128
一、反并购问题的产生	128
二、反并购类型的划分	131
三、被动的反并购措施	133
四、主动的事前反并购措施	135
五、主动的事后反并购措施	143
六、反并购措施对股东价值的影响	146
第八章 反并购分析（二）	151
一、对经理行为的约束力	151
二、并购的约束作用	153
三、被动的反并购措施分析	159
四、主动的事前反并购措施分析	162
五、主动的事后反并购措施分析	169
六、小结	175

第九章 并购的产业组织分析	178
一、产业组织的市场结构浅析	178
二、产业组织规模结构的国际比较	185
三、产业组织改革与创新目标	196
四、大企业并购——实现产业组织目标的必由之路	201
第十章 企业并购的制度保证	209
一、企业并购的产权制度保证	210
二、对企业并购的管制	218
第十一章 结论	240
一、结论	240
二、企业并购发展趋势	251
参考文献	255

第一章 绪 论

一、引 言

企业并购与反并购是一种企业的经济行为。自有工商活动以来，企业并购与反并购也随之产生。企业并购是产业发展、企业竞争的必然结果。反并购则是企业面对并购的经常反应。纵观现代经济发展史，一个突出的现象就是巨型企业的发展途径几乎无一例外地采取了并购的方法。诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒(1950)^①指出，没有一家美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。正是在这种历史背景下，现代企业并购的始发才从世纪之交的美国第一次并购浪潮算起，至今也有一百余年了。在这么长的时间里，美国已发展起了一套与其政治经济制度、经济发展水平相适应的并购机制与社会环境。

而在我国，具有现代意义的企业并购的产生、发展并显示出其重要意义，则是十多年的事情。中国企业并购活动的发展是与中国国有企业改革的发展密不可分的。从1979年开始，国有企业开始了其改革的征程。这一改革征程历经了扩权让利，利改税和承包制等几个阶段，但由于这些方法所固有的弊病，只能在一段时间内奏

^① G. J. 斯蒂格勒：《通向垄断和寡占之路——兼并》，见于《产业组织和政府管制》，上海三联书店1996年版。

效，随后的改革就陷入停顿。鉴于此，人们开始探索一条不同的改革出路。这就是还企业本来面目，建立现代企业制度。搞活国有企业的方法也顺乎逻辑地被并购与破产所替代。但由于破产可能带来的更多新问题而不能大面积铺开，并购就以一幅舍我其谁的姿态出现了。可以认为，改革中产生的企业并购，既源于人们以深化改革为主思路的思考，又是在传统的企业整顿中实行的关、停、并、转的基础上，通过发展经营方式产生出来的。

在传统计划经济体制下，企业只是一个个产品生产单位，毋庸考虑市场与市场竞争，更不用关心自身的成长与扩大，这些都是国家的事。但是经过三十多年的市场经济改革，我国已经明确确立了发展社会主义市场经济的方向，并且进一步明确^①则指出实行股份制是我国企业实现投资主体多元化的主体形式，也是未来中国经济发展的一大趋势。股份制可以使国家、集体和个人投资者进行投资选择，对效益好、有发展前途的企业进行投资，对效益差、无发展前途的企业实行兼并、破产，从而促使企业提高经济效益，提高国有资产的运营效率，促进生产要素的合理流动，实现资源优化配置。股份制为企业的合并、兼并和组建企业集团创造了有利条件。企业变成了独立经营、自负盈亏、在竞争中增强其自身活力的真正实体。

中国企业并购的出现至今不过 30 年，但随着国有企业改革的不断深化，企业并购在企业经济活动中日渐普遍和重要，而且在事实上，企业并购已开始对我国的政治、经济、社会等诸方面产生了深远的影响。中国企业也越来越深地参与跨国并购的浪潮之中，越来越多的初步具备国际竞争能力的企业，走出去积极参与国际竞争、国际分工与合作，走国际化发展的道路，不断拓展自身的生存与发展空间。

同时理论界对企业并购也给予了极大的兴趣和广泛的关注，关

^① 江泽民：《高举邓小平理论伟大旗帜，把建设有中国特色社会主义事业推向 21 世纪》，载于《人民日报》1997 年 9 月 22 日。

于企业并购的各个方面的研究成果纷纷见诸各种出版物。从已有的研究成果可以看出,我国学者对企业并购的研究集中在这么几个方面,即关于并购动机的研究、关于并购市场的研究^①、关于并购与产权制度的研究^②、关于公司形态的兼并与收购的研究^③等,大都集中在对政策的解释与已有实践的解释,在很大程度上是由实践引导着理论的发展,很少有系统规范的研究,更不用提对实践的超前指导了。虽然随着并购规模的扩大,关于并购的理论分析在国内也在不断进展和完善,但总的说来,鲜见全面的理论分析,特别是并购对社会福利影响的分析,对并购本身的经济学分析,这些都将直接影响公共政策的制定方向。因此,对企业并购进行综合的理论性分析很有必要。

由于并购与反并购是一件事物的两个方面,因此,对并购的研究必然伴随着对反并购的研究,而对反并购的研究在我国目前还基本是空白。同时,并购也不是在真空中进行的,有其特定的经济环境与公共政策,对其环境的分析可以了解并购与环境之间的作用关系,从而提出具有现实指导意义的政策性意见。这种研究思路也符合产业组织的传统研究框架。

二、研究的理论渊源与方法

到目前为止,企业并购并未成为基础经济学的研究内容(即微观经济学与宏观经济学的研究对象)。企业并购作为一种企业行为,本应作为微观经济学的研究对象,但由于微观经济学的过分理论化及模型化,只好把它放在了微观经济学的扩展与应用领域中。

① 吴德庆、邓荣霖:《企业兼并问题研究》,中国人民大学出版社1992年版。

② 常修泽:《产权交易——理论与运作》,经济日报出版社1995年版。

③ 企业兼并与破产问题研究课题组:《对我国企业并购产生与发展的考察》,载于《中国工业经济》1997年第9期。

因此，对并购的研究就主要体现在产业组织（在英国称为产业经济学）的研究范畴内。

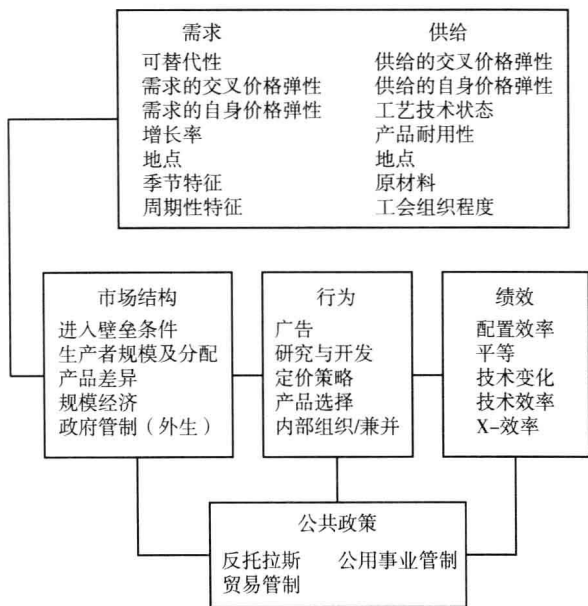


图 1-1 传统产业组织研究框架①

(1) 传统产业组织理论考察的是厂商规模的结构、形成这一结构的原因以及结构对市场的影响。与其他经济研究领域相比较，它更强调对影响厂商的结构及绩效的因素进行经验研究。同样重要的是，产业组织把很大一部分注意力集中于考察由反托拉斯及管制引发的公共政策问题。产业组织的研究内容就是“为何市场以现有的形式组织起来，以及这种组织又是如何影响这些市场的运行的”②。这里我们考察一下传统产业组织研究框架。

① 常修泽：《产权交易——理论与运作》，经济日报出版社 1995 年版。

② 肯尼思·W·克拉克森、罗杰·勒鲁瓦·米勒：《产业组织：理论、证据和公共政策》，上海三联书店 1989 年版。

图 1-1 给出了以贝恩为代表的传统产业组织研究框架。这种分析框架通常假定市场结构 (STRUCTURE) 决定市场行为 (CONDUCT), 市场行为再决定绩效 (PERFORMANCE)。其中大多数的分析是直接从结构到效果, 或从结构到行为、效果的组合。正因如此, 人们将传统产业组织研究框架简称为 SCP 框架。后期的 SCP 框架则将单向的 $S \rightarrow C \rightarrow P$ 拓展为 $S \leftrightarrow C \leftrightarrow P$ 双向分析框架。在 SCP 框架内, 我们可以看到企业并购研究的位置。

① 企业并购作为一种特定市场结构下的企业行为, 成为产业组织领域的研究对象;

② 企业并购的经济理论渊源来自微观经济学的价格理论。而且进一步, 其分析基础与微观经济学中竞争与垄断分析直接有关;

③ 关于企业并购的研究体现了结构 (S) — 行为 (C) — 绩效 (P) 及其公共政策的分析方法, 这也就是本书研究将采取的主要框架。

(2) 如果说传统的产业组织理论提供了一套可资借鉴的 SCP 研究框架, 那么 20 世纪 70 年代后才趋于成熟的交易费用经济理论, 则为我们研究分析企业间的并购问题提供了具有现实意义的理论工具。最早提出交易成本概念, 并运用交易成本对“为什么在市场中会产生企业”作出理论解释的是美国经济学家罗纳德·科斯^①, 他认为, 企业最显著的特征是企业是价格机制的替代物。他在其著名论文《企业的性质》中首次区分了市场交易与厂商内部交易的性质上的不同, 从而进一步指出, 由于企业规模扩大能节约市场交易费用, 结果推动了企业合并。威廉姆森教授则更深入地探讨了技术因素对交易费用的影响, 并对交易费用与纵向一体化的关系作了缜密的论述^②。此外, 科斯、威廉姆森等学者在研究企业制

① Coase, Ronald H. *The Nature of the Firm*, *ECONOMICA*, 1937, N. S. 386 - 405.

② Williamson, Oliver E. *The Economic Institution of Capitalism*, 1985, New York: Free Press.

度对产业组织影响时都认为，资产产权界区清晰是市场交易的先决条件，否则产生不了交易费用和生产费用更节约的企业组织结构^①。

交易费用理论使传统产业组织研究由垄断角度转移到效率角度。关于产业组织的演进（如企业并购的发生）则来自于对交易费用“节约”的考虑。这种观点，具有逻辑上的和现实中的说服力，也对法律（法规）和公共政策的制定或修改具有启迪与指导意义。

（3）博弈论工具在过去的20年中得到广泛应用的重要领域之一即产业组织研究领域^②。把博弈论引入产业组织研究，使得对企业行为的分析更贴近实际，也更丰富多彩。自冯·纽曼（Von Neumann）和摩根斯坦（Morgenstern）于1944年出版了《博弈论与经济行为》这一奠基之作后，博弈论这一理论数学便被引入到产业组织研究之中。只是到了20世纪60年代，应用才逐渐成熟，且主要侧重于合作博弈的解释。几乎与此同时，纳什于1951年发表了其关于非合作博弈的奠基之作《非合作博弈》，从此，非合作博弈论作为主流经济学的主要工具之一，对传统经济理论提出了挑战。靠市场实现的瓦尔拉斯均衡遇到了纳什均衡的冲击。企业行为（如企业并购的发生）不再是只取决于市场结构或市场绩效，而且还取决于企业对自己的行为可能引致的其他企业反应行为的预期。

“在20世纪80年代，博弈论迅速成为主流经济学的重要组成部分。它几乎吞没了整个微观经济学”^③。而目前最流行、也最受欢迎的有关产业组织的教科书当推泰勒尔于1988年出版的《产业

① Transaction Cost Economics.

② Eric van Damme, *GAME THEORY: THE NEXT STAGE*, 1995, Center for Economic Research, Tilburg University.

③ Rasmusen, Eric, *Game and Information: An Introduction to Game Theory*, 1994, Cambridge: Blackwell Publishers.

组织理论》一书^①，该书的内容都是建立在非合作博弈论的基础上的。博弈论已基本成为产业组织理论研究的主要方法之一。基于博弈论基础之上的信息经济学已成为分析现代企业股东与经理关系的必备工具。

(4) 市场势力的福利影响分析也是产业组织分析中不可或缺的内容。20世纪60年代崛起的以芝加哥大学教授斯蒂格勒、布罗兹恩、德姆塞茨为首的芝加哥学派认为，产业组织及反托拉斯问题应通过价格理论的透镜来研究，他们运用局部均衡福利经济学方法来判断市场势力和效率来权衡取舍^②。他们认为，如果高集中度的市场有高利润率，企业必然大量进入，集中度就会下降，企业就会丧失市场控制力。布罗兹恩^③指出，允许兼并并不会引起永久集中，允许横向兼并甚至在绝大多数产业里都不会引起暂时的集中，这可以由美国1950年前的兼并与兼并政策历史来证明。美国经济学界公认芝加哥学派的研究无论是对产业组织理论的发展，还是对美国20世纪70年代末以来的放松管制的改革，都起了重大促进作用。

此外，还有一些颇有影响的产业组织理论或对产业组织理论有影响的理论，如鲍莫尔^④的可竞争市场理论认为，只要存在一个可竞争的市场结构就能有好的市场效果；公共选择理论^⑤认为，经济学关注的中心不应该是资源的稀缺性，人们也没有必要去为资源的配置效率过多操心，而应当把注意力集中于交换的起源、性质和制度上；伯利和米恩斯^⑥对公司所有权与经营权分离所作的分析在某

① 张维迎：《博弈论与信息经济学》，上海三联书店1996年版。

② Stigler, George J., *The Organization of Industry*, 1968, Homewood, Illinois: Irwin.

③ Brozen, Yale, *Concentration, Mergers, and Public Policy*, 1982, Macmillan Publishing Co., Inc.

④ W. J. Baumol, *Contestable Markets: an Uprising in the Theory of Industry Structure*, *American Economic Review* 72, 1982.

⑤ 李琦：《论企业并购中的政府规制》中国人民大学博士论文，1997年。

⑥ Berle and Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932, New York: The Commerce Clearing House.

种意义上是以企业行为为重心的产业组织理论的鼻祖，他们最大的特色在于从企业内部的产权结构和组织结构的变化来分析企业行为的变异以及对经济运行效果的影响。

总之，现代产业组织理论汲取了现代微观经济学的新进展，修正了传统经济学中的不合理部分，对现实经济生活中具有普遍规律性的经济行为的分析更有说服力。本书正是要借助于产业组织理论的经典框架，利用邓小平理论中关于科学社会主义理论和实践的基本成果以及以上所述各种理论对企业并购这一企业市场行为进行综合的、全面的分析，不仅追求理论推导的逻辑性和严密性，而且尽量用改革实际来验证，同时提出有关政策建议。

三、研究对象的确定

一般情况下，企业的成长有三种方式：一是内部式成长，即企业运用内部积累资金、股东投资或通过金融机构融资进行扩张，使企业成长；二是外部式成长，即通过并购，是多个企业集中为一体，从而达到急剧膨胀迅速成长的目的；三是介于以上两者之间的成长方式，即同时运用企业外部资源和内部资源以谋求企业的发展。理论上讲，当并购的投资成本低于内部成长的投资成本时，企业就必然选择并购之路。那么我们如何界定并购的内涵呢？

并购是英语 Merger & Aquisition（即合并与收购）的汉译简称，对应的英语简称是 M&A。合并是指两个或两个以上的公司，订立契约，依公司法之规定，归并而成一公司，原有公司消失，原有公司的权利义务一概转移于归并后而存在之公司。合并包括下列方式：（1）股权集合，即合并账户。合并公司的资产负债表简单地“合并同类项”。（2）统一合并，即由参与合并的各家公司的净资产组成一家新公司的方式来实现。（3）法定合并，即甲公司的股票可以发行给乙公司的股东，而不是乙公司本身，从而甲公司取得乙公司的资产和负债，乙公司丧失其实体。在公司合并过程中，一

般不发生现金支付行为，其交易主要通过以股换股即交换股份或出资额的方式来进行。对于股东来说，由消亡公司的股东改持存续公司或新设公司的股份，从而使公司的控制权发生转移。关于 MERGER 的中文译法现有“兼并”、“合并”、“联合合并”等形式。其中，“兼并”最为普遍，“合并”最为规范，我国《公司法》中也用此语，“联合合并”则较少见。

收购是指一家公司用现金、债券或股票购买另一家公司的股票或资产以获得对该公司本身或资产实际控制权的行为。其经济含义在于公司经营控制权易手，收购实际是取得控制权的代称，故也被理解为“接收”（TAKEOVER）。企业收购既是一种市场行为，又是一种经营管理策略。收购的对象一般有两种：一种是股权；另一种是资产。

收购股权即购买目标公司股东的股份，或认购被收购企业所发行的新股两种形式。前者的收购资金流入目标公司股东手中，后者的收购资金流入目标公司。当购买到对方的一定比例而取得经营控制权时，即可接收该公司。当然在取得被收购公司经营控制权的同时，也自然承担该公司的债务。对于资产收购来说，由于并非购买目标公司的股份，而仅仅是一般的资产买卖行为，也就无须承受被收购公司的债务。若目标公司将其全部资产出售，则极可能无法继续经营原来公司的业务，这样的公司也该解散了。

由于合并与收购从形式上看有很多共同点，特别是合并与收购在经济运行中所产生的作用是一致的，所以在对其进行经济分析时就不作区分了^①。同时也是为了方便与简洁，本书中的并购泛指各种类型的企业合并与收购。其一般形式包括：

（1）两个或两个以上的企业合并后，仅有一方保留其实体地位；

^① 本书对合并、收购和并购三词在应用时不作区分，根据具体分析环境选用不同词。

(2) 多个企业合并后，合并方、被合并方的实体地位均消失，形成一个新的实体；

(3) 多个企业合并后，合并方、被合并方的实体地位均得到保留；

(4) 合并也包括母公司与子公司的合并。

同时还有几个与并购密切相关的概念，分列于下：

(1) 公司的合并 (Corporation Merged)，指两个或更多的公司的合并；

(2) 购买控股 (Buyout)，指为接管某公司资产与经营，按至少能控制该公司股份的百分比购买股票；

(3) 混合公司 (Conglomerate)，指由各类行业的公司共同组成的联合公司；

(4) 合并 (Consolidation)，指公司间的合并，系英国习惯用语；

(5) 合并 (Amalgamation)，指公司间的合并，系法国习惯用语；

(6) 接管 (Takeover)，指公司控股权的改变。接管又分为善意接管与敌意接管。

第二章 关于企业并购的理论概述

一、企业并购的分类

企业并购的分类方法有很多种，我们这里主要介绍国际上通行分类及国内的主要分类两种。

（一）国际上对企业并购的通行分类

国际上对企业并购的划分是根据并购企业与被并购企业所处行业、产业与市场之间的关系进行的，主要分为三类^①。

（1）横向并购，指在同一地区的同一市场上，处于同一行业、同一生产阶段、生产同质产品（即产品的替代性很强）的具有竞争关系的企业间的并购。因此，1997年北京西单商业集团与北京友谊商业集团的合并无疑是横向合并的典型案列。横向并购形成大企业可能会取得规模经济收益。但是，由此断言横向并购就是为了实现规模经济则不足以成为横向并购的唯一理论解释。虽然这类并购一般会从大规模营运中获得收益，但所有的小企业并没有横向合并起来以获得规模经济。所以对横向并购的解释应该有更深层的认识。

由于横向并购对市场竞争具有潜在负面影响，在西方国家横向

^① J. Fred Weston, Kwang S. Chung, Susan E. Hoag, *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*, 1990, Prentice Hall, Englewood Cliffs.