

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调

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，它适合作为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

企业专属信息的程度。不过 由于前面讨论过的一些原因 在一般管理职能领域，管理人员市场对需求和供给的协调似乎更有效率。在任何一种情况下，认为兼并的目的是拓展使用一般管理能力的观点，反而不如那种认为兼并的目的是拓展使用两种管理能力的说法有力。

除了兼并在转移一般管理能力上可能产生的效率之外，我们再介绍另外一种关于不相关行业中的企业间兼并的假说。该理论认为 在这样的兼并中 推动收购企业采取兼并的动因并不是收购企业发现其内部存在利用不充分的专属资源，而是由于它们意识到现有的经营领域中的投资机会实在有限。这种假说至少与这样一个事实是相符的，即收购企业进入不相关的行业而不是相关的领域 在相关领域中可以比较容易地利用行业专属资产 进行多种经营。

该假说认为，当一个需求增长低于整个经济增长行业中的企业收购另一个在需求高速增长行业中经营的企业时，纯粹混合兼并就发生了。这种兼并的动机是通过兼并和使用收购企业的较低成本的内部现金以降低合并企业的生产成本，从而抓住被收购企业所在行业中可以获得的投资机会。如果被收购企业的现金流量较低 那么利用收购企业的现金流量的机会就会增加。因此 该理论暗示出一个经济 财务 资源重新分配的过程——资源从收购企业所在的需求增长缓慢的行业转移到被收购企业所在的需求高速增长的行业。假设的行业需求增长率的不同表明两个行业中投资机会的差异。

企业为什么需要收购另一家企业以将后者所在行业中的投资机会内部化的原因是：收购企业缺乏被收购企业的行业专属的组织资本或生产知识。如果收购企业不拥有任何新领域中的专属组织资本，那么它从头开始来进入该行业是不大可行的。能够把兼并 或收购 和简单的购买资产和雇用新工人的方式区分开来的特

征是兼并或收购)涉及组织资本的收购和保存。而简单的购买资产和雇用新工人则不涉及组织资本的收购和保存。下面的讨论提供了纯粹混合兼并在理论上的一个定义:当收购企业完全缺乏可以运用到被收购企业所在行业中的组织资本时,该兼并就是纯粹混合兼并。

兼并后在被收购企业所在行业进行投资所需的资金成本之所以较低,一个潜在的更为重要的原因是内部资金和外部资金之间的差别。内部资金不涉及证券发行过程中的交易成本,并且可能是优于外部资金的差别税收优势。另外,如果内部人士(管理人员)对企业资产的价值拥有的信息比外部投资者多,并且采取有利于目前股东的行动,那么内部融资就优于外部融资。当企业发行高风险证券时,这种信息上的不对称性会使投资者相信证券的价格高于实际价值,因此会做出消极的反应。

我们所假设的收购企业的特征表明了内部资金的潜在的重要性。因为收购企业所在行业的需求的增长速度低于整个经济平均的行业增长速度,这些企业的内部现金流量可能会超过其所在行业中目前存在的投资机会的需要。因此,收购企业可能会向合并企业提供成本较低的内部资金。另外,被收购企业一般自由现金流量都较少,这是因为它们所在行业的预期需求增长需要更多的投资。被收购企业的低自由现金流量为在融资中获得协同效应提供了机会,因此纯粹混合兼并代表了一种重新分配资本的过程。

证券发行与交易成本的规模经济是财务协同效应的另一个潜在源泉。一部分规模经济可以归功于信息生产和传播所具有的固定成本,兼并可以实现信息规模经济。

1.1.6 策略性结盟理论 该理论认为,公司的购并活动是为了适应消费者与环境的变化而进行的多元化经营以分散风险,而不是为了实现规模经济或是挖掘出公司尚未充分利用的管理潜能。公司通过战略重组,实行分散经营,可以获得扩充其现有管理

能力所需的管理技能，以适应变化的环境。但该理论若要得以成功也面临着挑战 如在一个竞争性的收购市场中 公司从收购投资中获得净现值的可能性就会较小。

1.1.7 价值低估理论 该理论认为，公司兼并起因于目标公司的市场价值低于其真实价值或潜在价值。造成公司市场价值被低估的原因主要有：(1)公司的管理层未能充分发挥其经营潜能。(2)收购公司拥有市场上所没有的有关目标公司真实价值的内部消息。(3)由于通货膨胀等原因造成资产的市场价值与其重置成本间的差异，而导致公司价值被低估。这个差异可通过 q 比例（也称托宾的 q 值）进行估算。这个 q 值就是指公司股票的市场价值与其实物资产的重置成本之间的比值。如果 q 比例小于 1，则收购将会产生潜在收益。例如，目标公司的 q 值为 0.6 而兼并该公司的溢价为市场价的 50% 那么 收购价与重置价的比值为 $0.9(0.6 \times 1.5 = 0.9)$ ，这就意味着收购目标公司的价格还是比该公司的重置价格低 10%，收购该公司依然有利可图。

1.2 公司控制权及其价值理论

1.2.1 公司控制权 所谓公司控制权就是指对公司所有可供支配和利用的资源的管理和控制的能力。控制权与所有权和经营管理权既密切联系 又各不相同。一方面 就控制权与所有权的关系来说 所有权是最终索取权 控制权从属于所有权 理论上全部的所有权拥有‘合约权利’以外的全部剩余控制权 另一方面 就控制权与经营管理权之间的关系来说 控制权是根本性的 经营管理权是从属性的 经营管理权受制于控制权 但控制权必须借助于经营管理权才能得以实施、贯彻与执行。概言之 控制权是以所有权为基础的经营管理权。正是由于这种控制权的存在，为公司制定和实施各种措施与对策 并通过管理、支配和利用公司的各种资源取得一定的效率水平提供了保证。从一般意义上讲，在公司控

制权中 决定公司的董事人选 进而决定公司的高层经理人员的权能最重要。公司控制权的取得,就意味着新的权利主体取得了改组公司董事会的权力,并以此来贯彻这一权利主体的意志。

1.2.2 公司控制权价值 关于公司控制权价值,可以从多个角度来理解。对于公司所有者 股东 来说 公司控制权价值直接体现为公司所有资产的运营、管理及其所产生的业绩。对于公司管理层而言,公司控制权价值体现在他们能从所掌握的控制权中获得多少利益 包括管理层获得较高的名义回报即工资、奖金、参与公司赢利分红等 也包括管理层的在职高消费、通过关联交易转移公司资产而侵害公司利益等所有的私利行为;还包括如果他们被解雇(即失去公司的控制权)对该管理层来讲所有的损失。

对于公司潜在收购方来说 如果收购目标公司(即获得的对目标公司的控制权)将有多少利益的增加。潜在收购方决定是否收购目标公司的根本动因在于能否有足够的“控制权增效”即取得目标公司控制权后,是否能够通过使目标公司效率提高和价值增大而获益。

此外,公司控制权价值还可体现在公司控制权争夺的过程中,公司股票“投票权价值”的增长、公司经营方向的变化、因反收购计划而导致的公司内部福利计划的调整、银行或其他非银行金融机构对公司治理结构的参与兴趣度的提高等方面。

公司控制权价值随着公司规模、赢利能力与潜力、市场知名度、资产质量等方面的不同而存在明显的差异。一般而言 知名大公司的控制权价值要高于一般小公司的控制权价值。同时,大量的研究证据表明,公司控制权的价值可以通过市场来决定。

自 20 世纪 60 年代以来,随着西方微观经济学中企业理论研究的逐步深入,一些西方经济学家开始从企业组织角度出发 对公司之间的合并活动进行研究。他们认为,在所有权与经营管理权分离的现代公司体制下 由于对经理人员约束的软化 以及资本市

场的不完全性等方面的因素，导致企业内部资源配置低效率的存在。当企业内部的低效率达到一定程度时，“接管”就作为约束经理人员的一种激励机制而发挥作用。接管是通过公司控制权的运动来进行的。公司收购与合并的过程，实质上是公司控制权运动的过程。公司控制权运动的结果促进公司存量资源由低效配置者向高效配置者转移。

美国经济学家曼尼早在 1965 年就提出了“公司控制权市场”这一概念。他认为，公司控制权的运动是作为对公司经营者的一种制约机制和提高效率机制而存在的，这一理论也被称为“曼尼原理”。曼尼认为，资本市场是衡量公司经营者管理业绩的惟一客观标准。在有效的公司控制权市场运行的条件下，对大部分接管者来说，其争夺的动机在于寻求公司的市场价值和在有效的管理条件下应具有的市场价值之间的差额。接管者的威胁，在很大程度上制约着公司管理集团偏离股东收益最大化的行为，因为在这些接管者们看来，许多公司的经营者已尽其所能地浪费出资人的金钱，而这在现行公司制度下是合法的。股东们尤其是分散的小股东对此无能为力。接管者的行动，正是维护这些公司真正的拥有人——人数庞大而分散的小股东的利益。小股东能从公司控制权转移的过程中得到一定的溢价收益，也算是对他们所丧失的实际投票权的一种补偿。

现代股份公司的特征之一是它具有众多的财产所有者且经常发生变更。在这种情况下，潜在的投资人若想获取公司的控制权，只要通过资本市场进行股票交易，使所有权、股权的买卖达到一定的规模即可实现其愿望。这种因公司股份或依附于股份上的潜在的控制权的运动而导致整个公司控制权的转手，即构成了公司控制权市场，亦称“接管市场”。

公司控制权的运动是通过一定的交易进行的，即意欲获取公司控制权、现实的控制权的权利主体通过交易方式获取其他权利

主体所拥有的控制权（潜在的或现实的控制权）。就股份公司而言，潜在的接管者要想取得公司的控制权有许多不同的方式，其中最基本的有 3 种：代理战、直接购买股份和进行购并。这些交易方式或行为的实质是在公司控制权运动过程中，各权利主体之间依据公司产权所做出的制度安排而进行的一种权利结构的重组行为。这种权利结构的重组是通过“双重替代”进行的。一方面是在公司的财产所有者中进行的，即通过股东和股权结构的改变，导致企业控制权主体的替代；另一方面表现为公司新的控制权主体对公司高层经理人员的任免。这种“双重替代”的结果使社会存量资源在不同的财产所有者之间运动，促使公司财产的经营管理权由低效无能管理者向高效精明管理者流动，实现“控制权增效”。

关于公司控制权增效假说有必要作一点补充：公司控制权增效假说可以用来解释和预测参与兼并收购活动的兼并方和目标方，及在不同的环境条件下的行业选择问题。公司兼并收购的基本动因，在于获取公司控制权增效。所谓“控制权增效”是指由于取得对公司的控制权而使公司效率改进和价值增大。

企业市场也就是兼并市场，兼并收购的目的，就在于获得对公司的控制权，通过运用控制权而产生控制权增效。控制权是以所有权为根据的经营管理权。正是这种控制权，可以为公司制定和实施各种措施和对策，并通过管理、支配和利用公司的各种资源，取得某一高度上的效率水平。控制权在不同的“管理团队”手中，就会达到不同的效率水平。这是控制权增效存在的前提和基础。如果所有权、股权的买卖并没有导致控制权的转移，那么，这便是一般的证券投资行为。如果所有权、股权的买卖达到的规模，将会导致控制权的转移，那么，这便是兼并收购行为。兼并收购之所以会发生，对目标方来说，在于高于现价的标购溢价；对兼并方来说，就在于比溢价还要高的控制权增效。这样当某个管理团队（也有可能是单个的管理者）把某个公司列为兼并收购的目标时，

该团队就会花费一定的时间和精力，去评估目标公司的现状与前景，并由此得到他们对于获取控制权之后可能达到的效率水平，也即得到他们对“控制权增效”的评估。这个增效是事前做出的、主观性的，我们称之为“事前增效”。当兼并收购完成之后，这个管理团队将获得对公司的控制权。他们将运用这种权利，去构建新的激励约束关系、信息传递关系和公司内部的管理层次关系，改变投资战略和投资政策，调整财务杠杆或重组资产结构，建立公司与其他利益相关者的新关系，等等。他们将在其力所能及的范围内和水平上，使置于他们控制之下的公司达到某一效率水平。这个客观的效率水平，便在事实上确定了一个“事后增效”。

“事前增效”和“事后增效”可能会不尽一致，甚至有较大差别。“事前增效”与“事后增效”的差异，直接影响到兼并收购的成败。如果“事后增效”大于“事前增效”，兼并就会很成功；如果“事后增效”小于“事前增效”，但大于支付溢价所需成本，则兼并还是成功的。但如果“事后增效”不仅小于“事前增效”，而且还小于支付溢价所需成本，则会导致兼并的失败。

从我国上市公司资产重组及其环境的现实看，控制权增效理论在一定程度上可以解释股市中的“收购概念股”、“买卖上市”及出现的大面积股权转让的现象，特别是获取控制权的股权交易行为，如“中远置业”入主“众城实业”、“粤海发展”入主“新亚快餐”等。但是，控制权增效理论是建立在产权主体明确和资本市场完善的前提下，而这些前提恰恰在我国现实中处于比较弱的状况。在我国股市上，上市公司很少采用在二级市场上标购的方式来获取目标公司的控制权。仅出现的几例中，除“宝安”取得了“延中”的控制权外，其余几例中，如“万科”收购“中华”、“天极”收购“小飞”等，均未能获得控制权，可见，控制权增效理论与现实尚有较大差距。况且，标价收购难免导致股价上升，从而使控制权难以增效。

1.3 规模报酬递增理论

所谓规模报酬递增是指当所有投入按等比例增长时,产出却能够以超过这个比例的速度增长的情形。这与新古典微观经济学对生产函数的假定前提是相矛盾的。在 20 世纪 30 年代由马歇尔 (Marshall) 定型的新古典微观经济学理论强调的是需求与供给认为消费者需求完全独立于生产之外对生产者而言企业组织结构是给定的市场只是求解资源配置问题且假定生产函数没有规模报酬递增效应。由于这些假定使它根本无法解释,为什么生产组织从自给自足发展到越来越高的分工水平的情形。因此,传统的微观经济学理论正面临着挑战,也预示着对全新的微观经济学理论的召唤。美国经济学家杨格 (A. Young) 在其 1928 年的经典文献《递增报酬与经济进步》中提出经济学的核心问题是生产率与劳动分工的关系技术进步是这个关系演进的结果规模经济是这个关系的一个最基本特点。也就是说,劳动分工与规模报酬递增构成了经济增长的源泉。大规模的现代公司并不是小规模公司的加总,一个明显的利益来源就是分工效应和规模效应。随着公司规模的扩张,得自分工和规模经济的利益就随之增加。

众所周知公司兼并行为的发生必然导致公司规模的扩张因而兼并意味着公司的发展。公司发展可以采用两种基本方式:(1)通过购买生产要素以建设新厂来扩大现有生产能力。(2)通过兼并获得对行业内现有生产能力的控制。应该说两者相衡公司若采用兼并方式不仅可以节约或降低交易费用,还可取得规模报酬递增效应。

公司兼并后,目标公司的商标、信誉所产生的消费者偏好,目标公司与其原材料、能源、零部件供应商建立的良好关系,目标公司已实现的规模经济等等,这些因素非但对收购公司不构成障碍,反而会被其及时有效地加以利用,使其进入目标公司的进入成本与运行成本下降,节省了交易费用。同时,公司兼并后,公司的绝

对规模在扩张的同时 其相对规模也得到了扩张 而相对规模的扩张意味着公司竞争对手的减少，公司对市场控制力的增强以及不确定性因素的减少，于是公司要处理的经营管理问题随之也将减少 至少是更容易处理。所以 在公司经营能力不变的前提下 又会出现规模报酬递增效应。

1.4 税收优惠

有些公司进行购并活动可能起因于税收最小化方面的目的。利用一国的现行税法与会计制度，可以使不同的公司之间通过购并的形式取得税收优惠 增加公司的税后利润 使公司每股资产的净值上升 市场股价上扬 从而达到提高公司竞争能力的目标。当收购方对目标公司进行购并时，通过采取适当的交易方式如不是用现金支付而是采取换股的方式，即将购并公司的股票以适当的比率折算成目标公司的股票来进行购并支付。由于在整个过程中 目标公司的股东既未收到现金 也没实现资本收益 从而这个过程是免税的。通过这种购并 不但避免了纳税环节的产生 实现了购并行为的完成和资产的流动，而且增加了购并公司的税后利润 提高了其竞争能力。在美国 1963 年~1968 年的兼并浪潮中，约有 85% 的大型购并活动是采用这种方式的。

当购并公司对亏损的目标公司进行购并时，公司可以利用税法中亏损递延条款来达到合理避税的目的。具体地说，当目标公司出现亏损时，该公司自身不但可以免缴当年的公司所得税和将自身的亏损向以后年度作递延处理 以抵消以后几年的盈余 而且更为重要的是当编制购并公司的合并财务报表时，购并公司也可以享受上述的优惠措施。这种合理避税方法对横向购并活动具有较大的刺激作用。

税收优势理论认为，公司通过混合购并，不仅可以减少税收，增加公司的各个投资者的税后收益流量 而且能够转移亏损 而不