

论控制权与剩余索取权的分离对上市公司混合购并的影响

刘 焰 刘 颖 邹珊刚

摘要: 公司制度发展到 20 世纪 60 年代已趋于成熟, 它导致了控制权与剩余索取权相对分离, 这是西方国家 20 世纪 60 年代形成混合购并高潮的主要原因。但混合购并是以提高管理者的控制权为主要目的, 因而多数公司购并后业绩并未得到改善, 所以在 20 世纪 60 年代混合购并浪潮中形成的多元化经营公司, 现在纷纷剥离非核心业务, 呈现出突出主业的经营趋势。而我国公司购并兴起之初, 混合购并便成为上市公司购并的主导形式, 本文通过对部分购并后的公司业绩进行财务分析, 发现大多数上市公司购并后业绩普遍不佳, 因而采用博弈论模型, 论证了这种现象出现的原因在于我国证券市场上控制权与剩余索取权是绝对分离的。建立经济学模型, 进一步分析控制权与剩余索取权分离的不同程度对混合购并效率的不同影响。

关键词: 控制权 剩余索取权 混合购并

一、混合购并的理论基础

公司混合购并的动因是分散经营风险, 其理论基础是管理主义者理论。该理论认为, 购并公司的管理人员在进行公司收购时, 不是追求本公司股东的财富最大化, 而是追逐管理人员自身的利益, 即分散经营风险, 扩大控制权, 具体形式就是开展混合购并, 进行多元化经营。不同行业的企业, 其营业收入的相关性不大, 公司通过多元化经营, 可以稳定现金流量, 降低经营风险, 从而避免公司亏损破产, 导致自身失业, 所以管理人员试图进行多元化经营, 通过收购从事不同行业的目标公司, 降低公司长期从事单一行业经营所带来的投资风险。因此, 管理人员的利益与公司的经营风险成反比关系。但是, 多元化经营不一定符合股东的要求, 根据现代国际金融理论, 多元化经营对公司股东来说并非是必须的选择, 也未必有利。因为公司股东如果想降低其投资风险, 可以简单的将其本身的投资多元化, 即分散购买不同公司的股票, 建立其自身的投资组合。既然股东可以通过证券组合降低投资风险, 他就可以要求他所投资的个别公司增加其经营风险从而提高其投资收益。因此, 公司的多元化经营不一定合乎公司股东的要求。

然而, 无论在西方还是我国, 公司混合购并都曾经或正在风行一时, 其原因就是公司制企业的委托代理制度形成的管理者控制权和所有者剩余索取权的分离。在西方国家, 长期以来形成的完善的市场体系和健全的公司治理结构, 对委托代理制度的缺陷逐渐形成了一定的制约机制, 这就是, 在企业内部, 使管理者利益与股东利益相一致, 使控制权与剩余索取权在一定程度上相互渗透, 激励与约束并存; 在企业

外部, 形成经理市场, 购并市场, 完善破产机制, 强化外部约束, 在一定程度上控制了剩余索取权与控制权分离对混合购并的不良影响。但是, 混合购并毕竟是从管理者利益出发, 以分散经营风险为目的, 在管理者利益和股东利益未能一致的情况下, 仍然会对股东利益产生不良影响。在我国, 由于产权不清, 国家所有者缺位, 中小股东力量分散, 公司治理结构不健全, 市场体系不完善, 公司内部人控制现象十分严重, 对混合购并的不良影响更为严重。

二、国内外混合购并状况分析

1 国外有关混合购并及多元化经营的实证研究结果

西方国家许多在 20 世纪 50-60 年代通过混合购并发展起来的混合多元化经营公司, 近年来呈现出剥离非核心业务, 重组经营业务, 以扭转经营过于分散导致的非规模经济的倾向。

贝格(Berger)和奥菲克(Ofek)(1995)对 3600 家年销售额 2000 万美元以上的企业在 1986-1999 年间的经营状况和财务数据进行分析, 结果表明多元化经营导致企业盈利能力下降, 多元化经营企业的息税前利润/总资产及总资产收益率都比单一经营企业有所降低。康门特(Comment)和简瑞(Jarrell)(1995)利用 1978-1989 年数据对纽约证券交易所和美国证券交易所的上市公司在经营方向上的集中趋势作了实证研究, 结果表明, 企业单一化经营趋势不断加强, 如表 1 所示。

斯切瑞(Scherer)和芮文斯可夫(Ravenscraft)(1987)对混合购并占制造业企业合并比例的变动趋势进行了实证分析, 结果表明, 从 60-70 年代混合购并高潮期到 80 年代, 混合购并占制造业企业合并比例不断下降。如表 2 所示。

表 1

美国部分上市公司经营方向变动表

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1087	1988	1989
样本公司数量	1 703	2 008	2 000	1 991	1 959	1 963	1 934	1 917	1 938	2 038	1 085	557
单一经营方向企业所占比例(%)	36.2	38.1	38.8	40.2	40.9	41.8	43.4	46	50.3	53.6	55.7	63.9

资料来源: Comment Robert , and Gregg A. Jarrell ,1995," Corporate focus and stock returns ", Journal of financial Economic ,pp.67 ~ 87.

表 2 欧美公司混合购并占制造业合并比例变动趋势表

	1956-1963	1964-1972	1973-1977	80年代
混合购并占制造业企业合并比例	18.4%	36%	32%	继续下降

资料来源: Revenscraft , David J. and F. M. Scherer ,1987, Merges , sell - off & economics efficiency, The Bookings Institutions , Washington , D. C.

赛维斯(Servaes)对反映多元化经营企业和单一化经营企业的 Tobin Q 作了比较研究, Tobin Q = (企业权益资本市价+ 企业债务资本账面价值)/企业账面价值,具体如表 3 所示。

表 3 多元化经营与单一化经营企业的 Tobin Q 比较表

年代	项目	单一经营企业 Tobin Q	减多元经营企业 Tobin Q
1961-1970		0.34	0.73
1973-1976		0.05	
1976		>0	

资料来源: Henri Dervses ,1996," the value of diversification during the conglomerate merger wave ", Journal of finance ,51, pp.1201 ~ 1225 .

Tobin Q 值反映企业价值,从表 3 中可见,经营方向单一的企业,其 Tobin Q 值明显高于多元化经营企业。得出的结论为:企业价值下降是多元化经营结果,而不是原因。

2. 我国上市公司混合购并现状分析

(1)我国上市公司混合购并占上市公司购并总数的比例

我国上市公司购并中混合购并居主导地位,混合购并中又以非相关混合购并为主导形式,这是笔者根据 1997 年 2 月《中国证券报》发表的《1997 年深市上市公司实施资产重组及股权转让情况一览表》,对 1997 年深市上市公司发生的 121 起公司购并案例,按横向,纵向,混合购并三种模式进行分类统计得出的结果。具体见表 4。

表 4 1997 年深市上市公司购并分类

	横向	纵向	混合	总计
发生数(起)	51	10	60	121
占发生总数比例(%)	42	8	50	100

混合购并按产品关联程度分为相关混合购并,非相关混合购并,其发生数及所占比例如表 5 所示。

表 5 相关性混合购并和非相关性混合购并分类表

	发生数	占深市混合购并比例	占深市公司购并比例
相关混合购并	11	18%	10%
非相关混合购并	49	82%	40%

(2)我国上市公司混合购并及多元化经营绩效分析

我国上市公司混合购并及多元化经营绩效是不容乐观的。本文选取了 33 家发行 B 股的上市公司,对其 1996 年多

元化经营情况进行分析。33 家上市公司按多元化经营程度分为混合多元化经营型(12 家),关联多元化经营型(13 家),主业集中多元化经营型(16 家)。在评价方法上采用财务指标趋势分析法,着重分析混合购并后企业主营业务收入、成本状况、投资收益、资产质量的变动趋势,以判断混合购并后企业财务状况,具体如表 6 所示。

表 6 我国上市公司混合购并及多元化经营业绩实证分析表

指标	类型	混合多元化经营(n=13)	关联型多元化经营(n=13)	本企业集中型多元化经营(n=10)
主营业务收入增长率		-0.2602	0.1706	0.0173
主业利润增长率		-0.8432	-0.1292	-0.0788
总利润增长率		-0.3698	-0.1889	0.0290
净利润增长率		-0.7550	-0.1712	-0.0580
平均净资产利润率		0.0971	0.1058	0.2950
95 年净资产利润率		0.0447	0.0877	0.1429
94 年净资产利润率		0.1375	0.1239	0.1923
平均资产总额(万元)		4791.7	2584.7	4217.9

资料来源:程俊杰、高汝喜、郁义鸿:《混合多元经营战略的合理性与限制条件》,载《经济理论与经济管理》,1998(3)。

由表 6 可见:(1)多元化经营企业成本呈增长趋势(因为主营业务收入增长大于主业利润增长)。(2)多元化经营企业投资收益增长率小于成本增长率。(3)各类指标随着经营分散化程度的不同呈现规律性变化:投资收益、资产质量随着经营分散化程度的提高而降低;成本水平随着经营分散化程度的提高而上升。

综上所述,由于混合购并以分散经营风险而不是提高企业收益为目的,购并难以提高企业业绩,甚至有购并后财务状况恶化现象。我国上市公司购并以混合购并为主,因而我国上市公司购并总体而言,绩效是不容乐观的。

三、混合购并低效率原因的博弈模型分析

混合购并既包含购并公司和目标公司两个利益主体之间的博弈,又包含公司内部管理者控制权收益与股东剩余索取权收益之间的博弈,视公司治理结构中控制权和剩余索取权的不同安排各有侧重。

设:购并前双方控制权收益为 b (由于控制权收益难以货币计量,我们将控制权收益以效用衡量,即控制权收益给人带来的满足程度,因此,在此也可将控制权收益称为控制权收益的效用,本文以下相同),剩余索取权收益为 π (由于剩余索取权收益可以货币计量,在此,我们定义剩余索取权收益与效用等同),购并后总控制权收益为 B ,总剩余索取收益为 π 。

1 以效率改进为目的的公司购并博弈模型

横向购并的动因是扩大企业规模,实现规模经济,纵向

购并的动因是实现产业一体化, 节约交易成本, 这两种模式的购并可以说是以效率改进为前提的。我们以横向购并为例说明以总收益提高为目的的公司购并决策。

由于以总收益提高为目的的购并从一定意义上说管理者与股东利益达成了一致, 因而博弈主要是在购并公司和目标公司之间进行, 购并决策以公司总体利益提高为衡量标准。

假设: (1) 同一行业中存在 A、B 两企业; (2) 公司收益分为控制权收益(括号左)和剩余索取权收益(括号内)。(3) 进入指企业进入兼并, 不进入指企业不兼并, 退出指企业接受兼并, 不退出指企业不接受兼并, 继续存在。(4) A 公司: $b=10, \pi=40, B=10, \pi=110$ B 公司: $b=10, \pi=40, B=30, \pi=100$

其博弈模型为:

		B 公司	
		进入(不退出)	不进入(退出)
A 公司	进入(不退出)	10(40), 10(-40)	10(110), 0(0)
	不进入(退出)	0(0), 30(-100)	0(0), 0(0)

该模型的决策过程为:

(1) 对 A 公司而言:

如果 B 不退出: A 不退出, 其 $b + \pi = 50$

A 退出, 其 $b + \pi = 0$ A 不退出;

如果 B 退出: A 不退出, 其 $b + \pi = 120$

A 退出, 其 $b + \pi = 0$ A 不退出;

所以 A 的选择是不退出。

(2) 对 B 公司而言:

如果 A 不退出: B 不退出, 其 $b + \pi = 30$

B 退出, 其 $b + \pi = 0$ B 退出;

如果 A 退出: B 不退出, 其 $b + \pi = 70$

B 退出, 其 $b + \pi = 0$ B 退出;

所以 B 的选择是退出。

所以, 右上是博弈矩阵唯一的纳什均衡。

对该模型的解释为: 在以总收益提高为目的的公司购并中, 购并决策以公司总体利益最大为标准, 而不是以控制权收益的提高为标准, 因为, 我们从模型中可以发现, 如果购并以提高管理者控制权收益为目的, B 公司的选择将是不退出, 则此博弈矩阵没有均衡解, 结果是总体效益的损失。

2 对管理者控制权存在一定约束情况下的公司混合购并博弈分析

这种情况下, 由于公司控制权与剩余索取权不一致, 购并是以扩大控制权为目的, 但是, 股东和市场机制对经理控制权具有一定的约束力量, 此时的购并决策博弈主要存在于股东和经理之间。

假设: (1) A 企业跨行业购并 B 企业; B 企业同意被兼并。

(2) 购并决策存在于 A 企业内部管理者和所有者之间, 其 $b=10, \pi=40, B=50, \pi=20$

博弈模型为:

		股东	
		购并	不购并
经理	购并	50, 20	50, 40
	不购并	10, 20	10, 40

该模型的决策过程为:

(1) 对股东而言:

在经理决定购并情况下:

股东同意购并, 购并后 $\pi = 20 < \pi = 40$

股东不同意购并, 其 $\pi = 40$ 不变 股东不购并

在经理决定不购并情况下:

股东要求购并, 购并后 $\pi = 20 < \pi = 40$

股东也决定不购并, 其 $\pi = 40$ 不变 股东不购并
所以股东决策为不购并。

(2) 对经理而言:

在股东决定购并情况下:

经理也决定购并, 其 $B = 50 > b = 10$

经理决定不购并, 其 $b = 10$ 不变, 经理决定购并;

在股东决定不购并情况下:

经理决定购并, $B = 50 > b = 10$

经理决定不购并, 其 $b = 10$ 不变, 经理决定购并;

所以经理决策为购并。

因而该模型中没有纳什均衡, 双方不能达成共识。

如果经理认为控制权增加足够大, 足以让其牺牲部分控制权收益“赎买”股东, 用控制权收益的效用补偿股东剩余索取权收益的损失(但控制权收益的效用不能全部补偿剩余索取权收益的货币损失), 以实现该项购并, 此时, $b=10, \pi=100, B=20, \pi=50$ 。则博弈模型如下:

		股东	
		购并	不购并
经理	购并	20, 50	30, 40
	不购并	10, 20	10, 40

经理为了完成购并, 将自己新增的 30 个控制权收益用于补偿股东的剩余索取权损失。

此模型的决策过程是:

(1) 对于经理而言:

股东同意购并情况下:

经理购并, 其 $B = 20 > b = 10$

经理不购并, 其 $b = 10$ 不变 经理决定购并;

股东不同意购并情况下:

经理购并, 其 $B = 30 > b = 10$

经理不购并, 其 $b = 10$ 不变 经理也决定购并;

因而购并是经理的上策。

(2) 股东没有上策, 其最优决策取决于经理的决策。

现经理决定购并, 以此为基础, 股东的最优决策也是购并。

由于购并是通过“赎买”实现, 股东的实际货币收益损失难以得到补偿, 会影响购并后公司的长远发展, 其购并绩效不及以提高总收益为目的的公司购并。这两个博弈模型在一定程度上反映了西方市场经济成熟国家公司混合购并的一

种状况。

3. 缺乏控制权约束机制情形下公司混合购并的博弈分析

这种情形下,控制权收益与剩余索取权收益尖锐对立,并且,由于对管理者缺乏约束激励机制,公司形成了严重的内部人控制状况,管理者控制权在公司治理结构中居主导地位,此时混合购并博弈主要存在于购并公司和目标公司之间。与以提高公司总体收益的购并不同的是,该类混合购并决策仅以管理者控制权收益的提高为衡量标准。

假设: (1)A 公司跨行业购并 B 公司

(2)公司收益分为控制权收益(括号左)和剩余索取权收益(括号内);

(3)B 公司退出,指接受购并,不退出,指不接受购并,继续存在。

(4)A 公司: $b=10, \pi=40, B=20, =0;$

B 公司: $b=-10, \pi=40, B=0, =0$

		B 公司	
		退出	不退出
A 公司	购并	20(0),0(0)	20(0),-10(40)
	不购并	10(40),0(0)	10(40),-10(40)

在控制权居主导地位的情况下,由于购并决策以控制权收益提高为标准,左上为唯一的纳什均衡,这是以不惜严重损害股东利益为代价的混合购并。虽然它只是一种极端的情形,但也可以在一定程度上说明我国上市公司购并市场上在产权不清,治理结构不规范,市场体系不健全的情况下,公司混合购并为什么盛行,以及购并后企业业绩不佳的原因。

我们从矩阵中同样可见,如果购并是以提高公司总体收益为目的,那么博弈矩阵的唯一纳什均衡是右下:A 不购并,B 不退出。

四、控制权与所有权的不同安排与混合购并的可行区域界定

由于经理控制权和股东剩余索取权在不同的治理结构中有不同的安排,因而不同的两权结构下混合购并发生的条件不同,从而混合购并可行区域也存在差异,我们在此分三种情况讨论:

(一)混合购并与购并的帕累托最优条件与区域

在此我们试图讨论控制权和所有权分离情况下,混合购并是否存在帕累托最优购并状态。在讨论混合购并的帕累托最优状态之前,我们必须首先确定什么是公司购并的帕累托最优状态,以此为参照,才能分析公司混合购并情况下的帕累托最优状态。

1. 公司购并的帕累托最优状态

公司购并的帕累托最优状态,指购并公司和目标公司以公司进行交换所实现的交换上的帕累托最优状态。交换上实现帕累托最优的条件是任何两种商品之间的边际替代率(RCS)对任何两个消费者都是相等的。因而公司购并在交换上实现帕累托最优的条件是两个公司价值的边际替代率对

两个公司的所有者(包括经理和股东)来说是相等的。同时,由于公司购并涉及控制权收益和剩余索取权收益的调整变动,要使购并后总收益实现最大化,则管理者的控制权收益和所有者的剩余索取权收益之间的边际替代率对管理者和所有者来说也应是相等的。因此,公司购并要现帕累托最优状态,必须实现两个层次上的交换上的帕累托最优:第一个层次:管理者控制权收益和所有者剩余索取权收益交换上的帕累托最优;第二个层次:购并公司和目标公司价值交换上的帕累托最优。具体分析如下:

假设: 市场上存在两个从事不同行业经营的公司,其拥有者分别为 A 和 B; X 为 A 公司综合价值, Y 为 B 公司综合价值, A 欲购并 B 公司。

两公司收益都分为控制权收益和剩余索取权收益两部分, b 为控制权收益的效用, π 为剩余索取权收益(或效用); Q_b, Q_π 分别为控制权 b 的数量, 剩余索取权收益 π 的数量。

购并前两公司的控制权收益和剩余索取权收益分别为 b_A, π_A, b_B, π_B ;

购并后新公司的控制权收益和剩余索取权收益分别为 B, π ;

P_Y 为 B 公司每股价值, (不同于每股市价, 而是综合价值), P_X 为 A 公司的每股价值(综合价值); P_b 为单位控制权收益的效用, P_π 为单位所有权收益;

α 为公司管理者, β 为公司所有者;

(1) 公司内部控制权收益和剩余索取权收益的交换上的帕累托最优条件及最优区域的确定。

公司内部管理者(α)和所有者(β)分别实现对管理权收益的效用(b)和剩余索取权收益(π)最大化的均衡的条件。

首先,就管理者 α 而言,他在 b 和 π 之间达到效用均衡,实现效用最大化和条件是 b 和 π 的边际替代率(RCS)等于 b 和 π 的价格比。即:

$$RCS_{b\pi} = \left| - \frac{dQ_b}{dQ_\pi} \right| = \frac{P_b}{P_\pi}$$

因为,当在 b 和 π 之间实现效用最大化均衡时,是他在即定的预算约束条件(总收益一定)下实现的控制权收益 b 和剩余索取权收益 π 的效用最大化组合,如图 1 所示:

EF: 总收益约束线

L: 控制权收益 b 和剩余索取权收益 π 的效用无差异曲线

当实现效用最大化均衡时,EF 与 L 相切,切点为 G,则在 G 点,L 线斜率 K_L 与 EF 线的斜率 K_{EF} 相等。

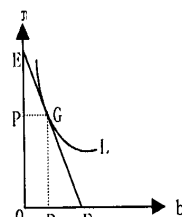


图 1 公司内部管理者实现控制权与剩余索取权效用最大化条件图示

EF 线作为 α 的预算约束线, 使他将在全部收益在获得控制权和剩余索取权之间分配, 则其预算线为: $C = P_b Q_b + P_\pi Q_\pi$

$$\text{即 } Q_\pi = \frac{1}{P_\pi} C - \frac{P_b}{P_\pi} Q_b$$

$$\text{则 } K_{KE} = - \frac{P_b}{P_\pi}$$

$$\text{又: L 线上, G 点的斜率 } K_G = \frac{\Delta Q_b}{\Delta Q_\pi} = RCS_{\pi b} \alpha$$

$$\text{所以, } |RCS_{\pi b} \alpha| = \left| - \frac{P_b}{P_\pi} \right|$$

$$\text{所以 } RCS_{\pi b} \alpha = \frac{P_b}{P_\pi}$$

这说明: 对 α 而言, 他在 b 和 π 之间实现效用最大化的

条件是 $RCS_{\pi b} \alpha = \frac{P_\pi}{P_b}$

其次, 同理可以证明: 对于 β 而言, 他在 b 和 π 之间实现效用最大化的条件是 $RCS_{\pi b} \beta = \frac{P_\pi}{P_b}$

公司内部所有者和管理者实现公司剩余索取权收益和控制权收益的效用的交换上的帕累托最优的条件。

当公司内部的 α 和 β 同时现了 b 和 π 之间的效用最大化均衡且均衡值相等时, 即: $RCS_{\pi b} \alpha = RCS_{\pi b} \beta = \frac{P_\pi}{P_b}$, 则资源在 α 和 β 之间的分配是最有效率的, π 和 b 的配置的任何变动都不可能使一个人的状况改善而又不使另一个人的状况不变差, 此时, 管理者 and 所有者实现了控制权收益的效用和剩余索取权收益的交换上的帕累托最优状态。因而, 控制权收益的效用和剩余索取权收益在交换上的帕累托最优条件就是: $RCS_{\pi b} \alpha =$

$$RCS_{\pi b} \beta = \frac{P_\pi}{P_b}$$

对于 A 公司而言, 实现 π 和 b 的配置效用最大化条件是: $RCS_{\pi b} \alpha(A) = RCS_{\pi b} \alpha(B)$

对于 B 公司而言, 实现 π 和 b 的配置效用最大化条件是: $RCS_{\pi b} \alpha(B) = RCS_{\pi b} \beta(B)$

公司内部所有者和管理者在剩余索取权收益和控制权收益的效用的交换上实现帕累托最优的图示——埃奇沃思盒状图

首先, 我们看图 2 中以 $O\alpha$ 为原点的坐标系。

下横轴 b_α 代表管理者 α 对控制权收益 b 的要求, 左纵轴 π_α 代表管理者 α 对剩余索取权 π 的要求, $l_{\alpha 1}$, $l_{\alpha 2}$, $l_{\alpha 3}$, $l_{\alpha 4}$ 分别代表 α 在不同预算约束条件下 (总收益一定) 剩余索取权收益和控制权收益的效用的无差异曲线。

其次, 我们看以 $O\beta$ 为原点的坐标系。

上横轴 b_β 代表所有者 β 对控制权收益 b 的要求, 右纵轴 π_β 代表所有者 β 对剩余索取权收益 π 的要求, $l_{\beta 1}$, $l_{\beta 2}$, $l_{\beta 3}$, $l_{\beta 4}$ 分别代表 β 在不同预算约束条件下 (总收益一定) 剩余索取权收益和控制权收益的效用的无差异曲线。

第三, α 和 β 分别有无数条 π 和 b 的效用的无差异曲线, 因而 l_α 和 l_β 线有无数个切点, 切点上, α 和 β 对于 b 和 π 的效用是相等的, 切点上的交换都是符合帕累托最优状态的交换。将这些切点联系起来, 构成 $O\alpha - O\beta$ 曲线, 该曲线叫作契约线, 曲线外的任一点, b 和 π 的边际替代率不同, 不能满足

交换上的帕累托最优条件。

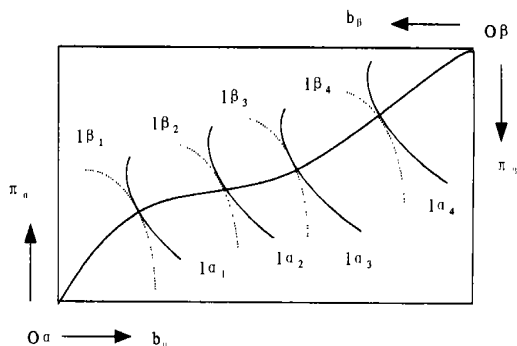


图 2 公司内部控制权与剩余索取权实现交换上的帕累托最优图示

因而, 管理者控制权收益和所有者剩余索取权收益的交换上实现效用最大化的区域是一条曲线, 由于其要求的条件之苛刻, 也叫锋刃。

该图形示出了 A 公司和 B 公司内部分别实现剩余索取权收益和控制权收益的效用最大化均衡时的情形。此时 A 公司的总收益 ($b_A + \pi_A$) 和 B 公司的总收益 ($b_B + \pi_B$) 实现了最大化。

(2) 公司购并中购并双方实现交换上的帕累托最优状态的条件及区域界定

购并公司 A 和目标公司 B 在公司价值 X 和 Y 的交换上实现帕累托最优状态的条件及最优区的确定。

我们在此所说的企业价值指企业的综合价值, 它不仅是企业收益的函数, 而且是企业股票价值, 债券价值, 企业内部结构 (包括资本结构, 公司治理结构, 产品结构, 企业组织制度等)、企业外部环境 (包括产业结构, 行业结构, 市场状况, 竞争状况等) 以及企业发展战略等诸多因素的函数。我们将受公司治理结构影响的企业总收益分为控制权收益 (效用) b 和剩余索取权收益 π , 将其他影响企业价值的因素以 r 表示, 以 V 表示企业价值, 则企业价值函数可表示为:

$$V = f(b, \pi, r)$$

设购并公司 A 的价值为 X, 目标公司 B 的价值为 Y, 则:

$$X = f(b_A, \pi_A, r_A)$$

$$Y = f(b_B, \pi_B, r_B)$$

如同管理者 and 所有者实现控制权收益和剩余索取权收益的交换上的帕累托最优条件的求证, 我们可以证明 A 公司和 B 公司对其价值 X 和 Y 的交换实现效用最大化的均衡条件

$$\text{条件是 } MCS_A = MCS_B = \frac{P_Y}{P_X}$$

A 和 B 实现交换上的效用最大化的帕累托图如图 3 所示。

第一, 在以 O_A 为原点的坐标系中:

下横轴 X_A 代表购并公司 A 所拥有的 A 公司的价值 X, 左纵轴 Y_A 代表购并公司 A 所拥有的 B 公司的价值 Y, 图中 l_{A1} , l_{A2} , l_{A3} , l_{A4} 分别代表 A 在不同预算约束条件 (公司价值总和) 下所拥有的 X 和 Y 的效用的无差异曲线。

第二, 在以 O_B 为原点的坐标系中:

上横轴 X_B 代表目标公司 B 所拥有的 A 公司的价值 X , 右纵轴代表目标公司 B 拥有的 B 公司的价值 Y 。图中 $1B_1, 1B_2, 1B_3, 1B_4$ 分别代表 B 在不同预算条件下(公司价值总和)所拥有的 X 和 Y 的效用的无差异曲线。

第三, A 和 B 分别有无数条 X 和 Y 效用的无差异曲线, 因而 $1A$ 和 $1B$ 线有无数个切点, 切点上, A 和 B 的 X 和 Y 的效用是相等的, 无差异的, 切点上的交换都是符合帕累托最优条件的交换。将这些切点联结起来, 形成了 $OA - OB$ 曲线, 曲线上任一点 X 和 Y 的边际替代率相等。因而曲线的轨迹是帕累托最优轨迹, 曲线外的任一点, X 和 Y 的边际替代率不等, 还有进行帕累托改进的余地。

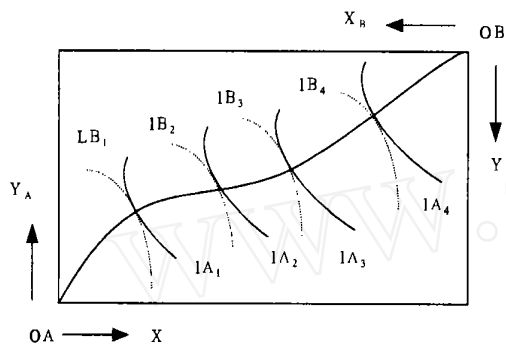


图3 购并公司双方实现公司价值交换上的帕累托最优图示

因而, 两公司进行购并, 其购并实现帕累托最优的条件是两公司价值的边际替代率相等, 购并的帕累托最优区也是一条曲线, 同样是一条条件极难满足的锋刃。

公司内部在实现了控制权收益和剩余索取权收益的交换上的帕累托最优均衡时, 购并双方实现公司价值交换上的帕累托最优的条件及区域。

综上, 由于两个公司之间的购并同时涉及有形的购并市场和无形的控制权和剩余索取权交换市场, 要使公司购并达到帕累托最优状态, 必须两个市场同时达到效用最大化的帕累托均衡, 即:

$$\text{在使: } MCS_{\alpha(A)} = MCS_{\beta(A)} = \frac{P_{\pi(A)}}{P_b(A)}$$

$$MCS_{\alpha(B)} = MCS_{\beta(B)} = \frac{P_{\pi(B)}}{P_b(B)} \text{ 的前提下,}$$

$$\text{使 } MCS_A = MCS_B = \frac{P_X}{P_Y}$$

这就是公司购并的帕累托最优条件。

$$\text{由于: } X = f(b_A, \pi_A, r_A)$$

$$Y = f(b_B, \pi_B, r_B)$$

当 A 公司实现控制权收益与剩余索取权收益配置上的帕累托最优状态时, $MCS_{\alpha(A)} = MCS_{\beta(A)}$, 此时, b_A 是处于帕累托最优的控制权收益, 我们记为 b_A ; π_A 是处于帕累托最优的剩余索取权收益记为 π_A 。当 B 公司实现控制权与剩余索取权配置的帕累托最优状态时, $MCS_{\alpha(B)} = MCS_{\beta(B)}$, 同样其 $b_B = b_B$, $\pi_B = \pi_B$ 。

当 $b_A = b_A$, $\pi_A = \pi_A$, $b_B = b_B$, $\pi_B = \pi_B$ 时, A、B 公司的价值函数分别为:

$$X = f(b_A, \pi_A, r_A)$$

$$Y = f(b_B, \pi_B, r_B)$$

在这种情况下, 我们同样可以得到一个 A 和 B 在存在 b, π 的严格的限制条件下的有关 X 和 Y 的配置最优化的埃奇沃思盒状图, 并得出一条 $MCS_X = MCS_Y$ 的契约曲线, 该曲线上的点都使得 $X + Y$ 实现价值最大化, 如图 4 所示。

虽然图 4 与图 3 非常相似, 但图 4 的约束条件更为严格, 它是在 $b_A = b_A$, $\pi_A = \pi_A$, $b_B = b_B$, $\pi_B = \pi_B$ 的条件下实现的 X 和 Y 的帕累托最优配置, 它是在达到 $MCS_{\alpha(A)} = MCS_{\beta(A)}$ 和 $MCS_{\alpha(B)} = MCS_{\beta(B)}$ 的两条锋刃条件的基础上形成的一条更窄的锋刃。

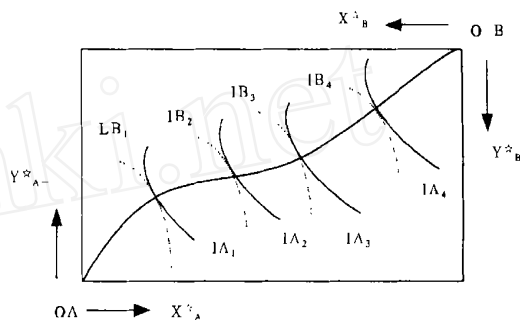


图4 购并双方公司内部管理者和所有者在实现控制权与剩余索取权交换上的帕累托最优条件下, 实现双方企业价值交换上的帕累托最优图示

我们可以此来说明控制权和剩余索取权分离的情况下公司购并中实现各利益主体总体效用最大化, 实现购并双方价值最大化的一种理想状态。但是, 边际分析本身涉及诸多心理因素, 如对控制权收益的效用如何理解, 如何对其进行统一计量等。因此, 界定公司购并的帕累托最优条件以及帕累托最优购并区, 其作用是给我们提供一个对公司购并进行分析的参照系。

2. 混合购并与帕累托最优购并区

由于控制权与剩余索取权分离情况下, 公司混合购并的出发点是扩大管理者控制权收益而不是使公司总体收益最大化, 从而实现公司价值最大化, 因而, 混合购并的动机与公司购并的帕累托最优状态不一致, 混合购并从理论上分析难以实现帕累托最优状态, 因而存在混合购并的帕累托最优区的可能性更小。

(二) 对控制权存在约束机制情况下的混合购并条件和区域界定

由于混合购并前提与公司购并的帕累托最优条件相矛盾, 混合购并难以实现帕累托最优状态。在成熟的市场经济国家中, 由于对控制权存在一定约束机制, 我们可以寻找在一定的控制权约束机制下, 使在混合购并中剩余索取权损失相对小, 对控制权收益的扩张有所限制的混合购并可行区域, 我们可以称之为混合购并的帕累托次优区, 如图 5 所示。

$$\text{设 } b_A + b_B = 2b, \pi_A + \pi_B = 2\pi$$

购并具体条件为:

$$(1) B > 2b,$$

$$(2) B + 2b > 2\pi$$

则 $-2\pi - 2b - B$

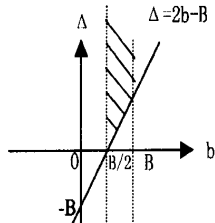


图5 对控制权存在一定约束情况下,公司混合购并的条件与区域

设 $= -2\pi - 2b - B$

又因为一般而言 $b < B < 2b$, (因为, 如果 $B > 2b$, 则可能 $< 2\pi$ 在存在对管理者控制权约束机制的情况下, 这种购并可能性小), 则购并可行区为阴影部分。该部分为存在对控制权约束机制情况下的公司混合购并可行区, 也叫公司混合购并的帕累托次优区, 此时购并带来的货币净剩余大于零, 这是帕累托次优混合购并的必要条件。

(三) 缺乏控制权制约机制情况下, 公司混合购并条件及区域的界定

当公司控制权与剩余索取权尖锐对立, 具有控制权的管理者缺乏相应的剩余索取权与之匹配, 并且由于产权不清, 公司治理结构不规范, 市场体系不健全等因素, 股东或缺位或力量太小, 在公司治理结构中完全丧失地位, 此时购并的发生完全取决于购并双方管理者的控制权收益是否提高, 此时购并发生的条件是 $B > 2b$, 其购并区如图6中阴影部分所示。

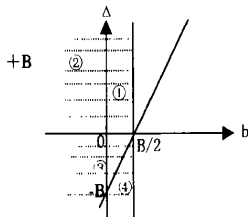


图6 控制权与剩余索取权尖锐对立情况下,公司混合购并的条件与区域

它说明了几种情况:

区: $+B > 2\pi + 2b, > 2\pi, B > 2b$

属于混合购并的帕累托次优区, 是有效率的购并;

区: $+B > 2\pi + 2b, > 2\pi, B > 2b$

但购并前 $b < 0$, 说明购并使控制权收益提高幅度大于剩余索取权收益。

区: $+B > 2\pi + 2b$, 但 $< 2\pi, B > 2b$

这说明购并虽然使总收益提高, 但使控制权收益大幅度提高的同时, 剩余索取权收益反而下降。

区: $+B < 2\pi + 2b, B > 2b, < 2\pi$

该区域是混合购并极端无效率区, 说明管理者为提高控制权收益, 不惜以总收益和剩余索取权收益同时下降为代价。

可见, 在对控制权缺乏约束的情况下, 公司混合购并将仅以控制权收益的提高为标准, 在其购并可行区域中, 绝大部分是以损害股东剩余索取权收益为代价, 甚至在控制权收益的效用无法补偿剩余索取权收益的损失时, 以公司总体收

益的下降为代价强行实施混合购并。

五、结论

1. 混合购并是现代公司制度发展中控制权与剩余索取权分离的直接结果。由于混合购并的动机在于分散经营风险, 扩大管理者控制权收益, 无形中必将以损害所有者潜在或显在的剩余索取权收益为代价, 因而, 混合购并的动机与帕累托最优条件相矛盾, 并且购并绩效与以提高公司总体收益为目的的公司购并相比要低, 因而存在混合购并的帕累托最优区的可能性很小。

2. 控制权与剩余索取权分离的程度不同, 混合购并条件与区域不同, 说明不同的两权安排对混合购并的绩效的影响是不同的。

(1) 在具有相对完善的市场体系和健全的公司治理结构的情况下, 由于形成了一定的对管理者的激励约束机制, 使管理者的控制权和所有者的剩余索取权在一定程度上相互渗透, 因而两权分离对公司混合购并的不良影响相对要少。此时购并的约束条件是 $+B > 2\pi + 2b$, 购并的可行区为帕累托次优区。但是, 其购并绩效与以提高总体收益为目的的公司购并相比要低。西方市场经济成熟国家的公司混合购并一般符合这种情况。

(2) 在市场体系不完善, 产权结构不清晰, 公司治理结构不健全的情况下, 由于控制权与剩余索取权尖锐对立, 并且控制权在公司治理结构中居主导地位, 此时购并发生条件仅为 $B > 2b$, 购并的大部分情形是以损害股东利益甚至公司总体利益为代价。我国证券市场上混合购并居主导地位, 购并后财务状况不佳甚至恶化者居多, 在一定程度上是这种无效率混合购并的反映。

3. 许多巨型国际企业, 跨国公司是通过混合购并形成的, 世界500强中的90%是通过混合购并进行多元化经营的, 这是我国目前众多公司积极进行混合购并及多元化经营的论据之一。但是, 世界500强中, 其混合购并及多元化经营成功的原因有两条: 第一, 因其规模之大, 其混合购并形成的多元化经营, 在每一经营方向上都能实现规模经济, 其混合购并的目的不是分散经营风险而是实现规模经济; 第二, 企业进行关联型混合购并, 可以调整企业产品结构, 延长企业生命周期, 这与非关联型混合购并有本质区别。

注释:

Awihud & lev, 1981, Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerates Mergers, 12 Bell Journal of Economics, pp.605.

伯顿·马尔基尔:《漫游华尔街》, 198~204页, 成都, 四川人民出版社, 1998。

Berger Philip and Eli Ofek, 1995, "Diversification's Effect on Firm Value", Journal of Financial Economics, 37, pp.39~65.

(作者单位: 华中科技大学管理学院 武汉 430074
暨南大学法学院 广州 510632)
(责任编辑: N)