

企业并购市场的作用机制：一个新的分析框架

周隆斌 阮青松

摘要：基于金融经济学的理论构建了一个新的企业并购的分析框架，从市场的层面定义了企业并购的作用机理，并以企业并购市场作为考察单位剖析了并购市场的作用机制，具体包括企业边界的调控机制、社会资源的再配置机制以及管理约束机制。

关键词：企业并购市场 作用机制 企业边界 再配置 管理约束

关于企业并购的研究大都从企业的角度展开，这样的研究把企业并购理解为一个事件。本文尝试从市场的角度去研究企业并购，即从事件集合的角度把并购看作是市场的一个组成部分，进而把企业并购理解为一种市场机制，并在并购市场的层面上讨论其作用机制。在这一讨论框架下，本文认为，企业并购市场不仅包括兼并、收购、接管等扩张性行为，也包括了分拆、剥离等收缩性行为。

企业并购在概念上有两层含义，一是指企业活动，二是指市场力量。其中，并购活动的本质是针对企业产权的一种交易，并购市场的本质是对社会资源的再配置。以企业为研究主体，企业并购表现为一种市场交易；以市场为研究主体，企业并购表现为一种市场机制。事实上，作为市场机制的企业并购与作为产权交易的企业并购是相辅相成、密不可分的。后者首先由企业倡导和实施并以企业为对象，表现为以企业为主体的市场行为，即针对企业自身发展的需要而实施的资源配置机制。当这种行为在市场层面泛化后，企业并购的内涵开始超越单纯的企业行为而表现为一般性的市场力量，进而形成了一套较为完整的作用机制，具体表现为对企业边界的调控机制，资源的再配置机制以及管理约束机制。

一、企业边界的调控机制

企业并购的最直接表现是企业规模的改变，企业的边界问题因此而引出。经济学界对规模经济概念的揭示反映出，企业在成长过程中有一个最佳的规模，这就是规模经济与规模不经济的转折点。一定规模内企业的扩张能使长期成本降低，而超过最佳规模的扩张则会导致规模不经济。对混合并购而言，还存在着范围经济的考虑。在扩张性并购与战略性重组的过程中，并购通过市场对企业的规模加以调整，实现企业边界的重构。

(一) 企业边界的有效性

关于企业边界的有无问题一直存在着争论，而围绕企业边界的有效性的争论则更多，直至科斯对此做出经典回答。通过对企业组织的优势和局限性的对比分析，科斯得出了企业边界的一般性结论：企业将倾向于扩张直到在企业内部组织一笔额外交易的成本，等于通过在公开市场上完成同一笔交易的成本。企业的边界就是市场交易成本和企业内部交换成本的均衡点：以扩大企业来内化一笔市场交易所节省的费用正好等于管理费用的增加，此时企业规模扩大的动因就会消失，企业和市场的边界由此而确定。在此基础上，威廉

姆森(O. E. Williamson)回答了有关企业规模极限的问题。威廉姆森提出了交易的三个维度和三种缔约背景，从而揭示了企业边界的决定因素：交易频率、资产专用性以及企业所处的契约环境。这三大因素决定了不同经济组织的交易成本，通过成本效益的比较可以得出理论上企业的最优规模，即什么时候选择企业组织形式——继续扩张，什么时候选择市场组织形式——停止扩张。

(二) 企业边界的调控动力

更深入的问题是有效的企业边界在哪里？比较易于回答，且无害于本文所讨论的主题的问题是有效的企业边界在什么情况下才能实现。

随着企业生产能力的增加或减小，企业的规模也相应地扩张或收缩。所以，从企业规模的调控动力的角度，我们可以得到企业的有效边界的动态均衡。企业的有效边界问题实质上是一个成本效益的边际问题，企业并购的最终极限就是企业有效边界的尽头。用公式对此边际问题进行表述如下：

$$MC_m = MC_e$$

其中， MC_m 为市场交易的边际成本， MC_e 为企业内部交换的边际成本。在整个扩张过程中，企业并购作为一种市场机制，其有效性在于对企业有效边界的调控，是企业边界调控机制的动力来源。正是企业并购机制的存在才保证了 MC_m 和 MC_e 的动态均衡。

笔者界定的企业有效边界的存在性定理是：在完全竞争的市场环境下，当企业的规模在持续的调整过程中实现了动态均衡，则企业的有效边界也将同时实现。

结合对企业边界问题的讨论，我们可以加深对企业并购的理解，并有两个结论：

结论1：对企业而言，并购是一把双刃剑。一方面，企业可以通过并购活动迅速实现企业规模的扩大，从而获得规模经济等产业优势；另一方面，当企业规模超出有效边界后，并购活动将导致企业核心竞争力的损失。

结论2：对市场而言，企业并购是一种自动调节器。一方面，达不到规模经营的企业在损害了社会福利的同时，将会受到被其他企业并购的威胁。而消除这种威胁的一个方法便是通过主动实施并购来扩张其规模；另一方面，超过临界规模的企业因其规模不经济等原因，将受到并购机制的制约，迫其缩小经营规模。

二、社会资源的再配置机制

(一) 资源的再配置

社会资源的配置包括两个层次,即初始配置与再配置。资源的再配置是指在对市场对社会资源初始配置的基础上,由于对初始配置效率的再认识而引致的资源的重新组合与分配,资源的再配置是通过企业产权交易实现的。再配置机制的内涵包括两个方面,一是通过并购获得新的生产能力,以及实现产业组织的进入;二是通过剥离与分拆重新整合企业的业务结构,实现产业组织的退出。本文关于再配置机制内涵的讨论主要集中在企业的退出方面。在具体论述中,以企业部门为主的讨论集中在有关通过资产剥离实现的生产能力的再配置方面;以企业为单位进行的分拆、售出等相关讨论集中在产业组织的进入与退出方面。

在讨论展开之前,有必要明确的是,这里所强调的“资源”在概念上有别于初始配置中的“资源”。初始配置中的“资源”指的是资本、劳动、土地等最基本的生产要素。再配置过程中的“资源”就其内涵的界定而言较前者更为广泛,在包括前者的基础上主要侧重于组合生产要素,即企业、企业内的某个部门或企业集团。由于包括了内生性的组织资本,组合生产要素可以表现为现实的生产能力和创造能力。

(二) 企业生产能力的再配置

企业生产能力的再配置包括获得新的生产能力和非核心业务的剥离,其作用机理则表现为对组合生产要素的保存和避免过度投资两方面。企业的收购与资产剥离是企业资产重组战略的重要组成部分,剥离资产增加了公司的资金实力,也相应地提高了企业并购的能力。

1. 保存组合生产要素

企业从市场上获取劳动、土地、资本等要素,然后由企业家通过行政协调机制进行组合,进行投入产出的转换活动。一定比率的生产要素组合结构代表了特定的技术构成。当生产要素按这种特定的技术构成而形成组合生产要素后,就会出现一种固化现象。这种组合生产要素在流动过程中会呈现出如下特点:

(1) 对组合生产要素的再配置一般在不改变其所在地域的条件下进行。

(2) 组合生产要素的整体运行价值要比把它重新还原成初始生产要素的价值总和。

(3) 不同的财产权利主体的变更是以组合生产要素的价值在他们之间的重新分配的方式进行的。

2. 避免过度投资

金融经济学家通过实证研究证明,射手企业向靶子企业的过度支付是客观存在的。假如企业并购市场不存在,无论是射手企业还是靶子企业,都将其现金投在拥有过剩生产能力的实际资产上而引发过度投资。到20世纪80年代,企业并购的资金主要是盈利企业使用其手头现金作为融资的主渠道。如果企业并购渠道受到禁止,企业就可能少投资而向股东多分配红利,结果导致社会资源的低效使用或浪费。企业并购的威胁减少了企业的资源浪费倾向,进而成为市场经济中有价值的市场力量,促进了资源有效配置。从这个角度对企业并购加以考察,可以超越以企业本身利弊来衡量并购市场的作用,而在宏观上对并购市场的作用机制的运行效率做出更加理智的判断。

(三) 产业组织的进入与退出

以产业组织为对象讨论企业的进入与退出,进而讨论企业并购在实现资源的再配置方面的作用机理,都是以企业为

基本单位进行的。围绕进入的相关讨论较多,本文则集中讨论产业组织的退出方面。

深入考察美国20世纪80年代的并购事件可以看出:并购对美国工业的发展实际上起到了积极的作用。许多企业并购活动对处于市场逐渐萎缩的企业提供了退出市场的途径。例如美国的轮胎制造业在80年代不是被并购,就是重新调整其结构,1977至1987年期间共有37家轮胎厂被关闭,轮胎制造业的就业率下降了40%多。这种调整模式在美国工业部门不断出现。实践表明,资本市场可以为企业在产品和市场危机前进行转变的一种敏感机制,通过减少过剩产业部门的现金流量使该部门人力资源的增长率下降,或者是直接促使生产能力的减少,以一种更加直接的方法使资源退出衰退的市场。

1. 退出机制之一:企业衰退期的战略管理

企业对成长方式的选择与企业所处的生命周期有关。并购活动一般出现在企业生命周期中的成熟阶段与衰退阶段。处于成熟期的企业拥有大量的现金流量可以支撑其并购战略,处于衰退期的企业则希望以并购来进行衰退期管理,或重组企业资产以提升自己的核心竞争力。在衰退阶段或在成熟阶段的晚期,会产生出对各种类型的并购的压力:对纵向一体化的压力,或对横向并购以求得生存的压力以及对多样化经营的压力。因此,较高成本的生产者寻求横向并购以便能与较大企业的低成本企业相抗争。当行业发展到成熟阶段的晚期或衰退阶段的早期,行业的特点会造成纵向并购的趋势。当利润率下降时,企业必须对原材料到最终产品的生产过程进行考察,以寻求纵向价值链中的节约。另外,改变企业产品组合的压力加剧,企业会试图将其最终产品多元化。而多元化的一个重要方式就是并购。

2. 退出机制之二:对前期多元化战略的调整

20世纪60年代的多元化兼并已被实践证明为弊大于利,绝大多数的混合式并购不仅没能带来预期的收益提高,而且降低了企业的运行效率。

对企业多元化战略的调整可以通过资本市场实现。第一,主要通过控制权交易(直接购买股票),或代理投票权竞争取得对公司的控制权,直接或间接地援助资源退出;第二,公司的股份回购减少了公司的资本规模,导致资源的退出;第三,代理投票权竞争是公司内部委托—代理问题激化的一个表现,也是解决委托—代理问题的一个途径。代理投票权竞争的展开使人们增加了对下阶段并购事件的预期,统一了公司的战略,重新整合了公司的资源,因而促进了股东财富的增加。事实上,企业并购提供了一个预警机制,推动了对过剩的早期调整,还避免了公司在产品和要素市场失败时被迫退出时的浪费。企业并购也是一个纠错机制,是对前期管理者过度投资或投资失当(包括企业并购本身)的纠正,帮助企业从不能获利的产业中退出。

(四) 剥离与分拆的经济学含义

公司采用剥离与分拆的原因很多,但最基本的动机仍是实现公司重组战略,提高企业的竞争力。自愿的资产变现和“破裂”接管反映了这样一种判断:一些企业单个部门的销售所能实现的价值要高于在一家公司将各部门结合所实现的销售价值。

企业剥离一般通过资本市场实现,其目的之一是将资产转移给可以对其有效利用的所有者。这有助于经济系统对资源进行转移,使其能够发挥最高的使用价值;目的之二是对20世纪60年代形成混合兼并浪潮的回转。它为实业界提供了三个主要功能:其一,为公司部门和市场之间提供了资

源重新配置的灵活机制;其二,为解决大公司低效率运行提供了新的途径,使管理者认识到一旦公司的总价值低于各部门之和,就可以从企业剥离中增加收益;其三,企业之间的资产需要不断重组,企业剥离成为公司在动态的经济环境中实现公司最有效结构的一种政策。

将剥离与分拆只是作为有关企业的重组方式之一,这种看法过于肤浅。以20世纪80年代美国企业为例,企业间的剥离与分拆较好地解决了经营不善的问题,这种做法实际上是美国企业界在面临新的内外竞争所进行的经济资源的重新组合,是公司面对变化着的经济形势所作出的战略调整。企业并购过程中的剥离与分拆说明美国公司有着强烈的发展动力,而剥离与分拆则起到了资源重组的经济功能,促使资源从低价值使用转向高价值使用。企业剥离是否属于纠正过去混合式并购的错误,这一判断依然需要检验,但剥离与分拆促进了资源的流动却是不争的事实。无论对某一公司的重组战略的考察,还是对剥离所起到的实际社会效果的考察,均表明通过市场配置资源是企业经济有效运行的机制。所以说,企业在20世纪80年代的合并与资产剥离不是一种简单的资产买卖和投机行为,而是通过企业结构的变动来减少亏损和提高未来的收益率,并再度成为实现经济结构升级和资源优化配置的有效途径。

三、管理约束机制

(一) 公司控制权市场

所谓的公司控制权市场是指不同利益主体通过各种手段收集具有控制权地位的股权或表决权,以获得对公司控制而相互竞争的市场(曼尼,1965)。

现代公司制中在股东与董事会之间,以及董事会与管理者之间存在着双重的委托—代理关系。为解决此冲突,股东必须通过一定的控制机制对管理者进行监督和约束。詹森按照公司经营中的四种控制力量把公司控制机制划分为:资本市场、法律/政治/法规制度、产品和生产要素市场,以及以董事会为主的内部控制机制。一般说来,公司控制机制包括内部控制机制与外部控制机制两个部分。内部控制机制主要指公司管理者内部竞争、董事会的构成和大股东的监督(威斯顿、郑光和侯格,1996)。外部控制机制主要指代理投票权竞争、要约收购或兼并以及直接购入股票(曼尼,1965)。无论是以董事会构成为代表的内部控制机制还是以代理投票权竞争、收购(包括要约收购或兼并)为代表的外部控制机制,都会造成管理者相互之间争夺对公司资源的管理权,从而形成曼尼所称的公司控制权市场。

总而言之,公司控制权市场可以被看作是一个由各个不同的管理团队在其中互相争夺公司资源管理权的市场,是公司治理结构内在作用机理的总体表现,其本质是委托—代理框架下的一种管理约束机制。

(二) 代理投票权竞争与管理者的市场约束

代理投票权竞争的结果有可能导致公司董事会中对立派别的出现,以及由这二者对公司政策存在的分歧而给股东造成的损失。然而,国外的经验研究结果表明,由对立双方的互相监督而产生的好处要超过为此所付出的代价。这种好处主要来自于对代理问题的改善,以及对管理效率的提高。

第一,竞争迫使现任管理者转而实现某些有利于股东的政策,特别是加强了对中小股东利益的考虑;

第二,实证研究发现,代理投票权竞争与经理人市场上的竞争之间有着很强的联系。代理投票权竞争事件成为经

理人市场对管理者市场价值判断的有效信息;

第三,研究表明,不论代理投票权竞争是否取得成功,它都有利于目标公司的股东。CAR检验显示,公告前60日到公告这一段时间内,累积非正常收益高达11.9%。

代理投票权竞争是上市公司股东惩罚未能实现公司利润最大化管理层的最后工具,竞争成功的基本前提是获得股东大会的支持。所以说,通过代理投票权竞争而实现的管理约束机制,本质上是对“资本雇佣劳动”理念的反映,并且是公司治理结构的基本机制的延伸,即股东通过投票权实现对管理者的甄选。

以公司控制权为目标的代理投票权竞争增加了将公司资产转向更有价值的用途的可能性,并在管理人才市场上发挥着重要而有效的约束作用。此外,代理投票权竞争还为并购活动的实现提供了另一种思路。总的说来,与企业并购有关的公司控制权接管,作为一种针对管理层效率的重组活动,是公司管理效率的一种市场约束机制。

(三) 对公司治理结构的促进

通过代理投票权竞争,股东可以对未能实现股东目标的管理者加以惩戒,进而有助于优化公司的治理结构。2000年4月,中国证券市场第一次发生了代理投票权竞争事件。广西通百惠公司与山东胜邦公司之间围绕上市公司胜利股份的股权之争引来了广泛关注。通百惠公司在二级市场公开收购胜利股份之后,又通过征集中小股东的代理投票权来向第一大股东胜邦公司挑战。这一做法具有开创性的意义。虽然胜邦公司最终击退了通百惠公司的挑战,但这场股权之争赢得了市场的普遍赞誉。

上市公司多元化的股权结构中,不同持股比例的股东对公司治理的参与程度不同,表决权是其参与的工具。代理投票权竞争之所以会发生,主要因为持有异议的股东没有足够比例的表决权以反对管理者,进而控制董事会,对拥护管理者的股东而言也是如此。因此,此时中小股东的表决权受到重视,管理者和挑战者之间的竞争的焦点转向对股东授权委托书的公开征集。在这一过程中,首先是挑战者会提出很充分的理由向中小股东阐述现任管理者的失败、当前战略的缺陷,并推销自己的公司战略,同时积极承诺实施对中小股东有利的信息披露与分配政策等条件;其次,管理者通过提出于有利的分配政策以吸引中小股东,加强与其他大股东之间的沟通并适当修改公司战略从而更多地考虑股东利益等等。这两点在一定程度上缓解了董事会与管理者之间的委托—代理冲突。

在公司治理的实践过程中,由于股东的分散性,股东与管理者之间、大股东与小股东之间的信息的不对称性,信息获取的高成本性等因素,使得中小股东往往倾向于放弃自己的表决权,公司治理的主动权掌握在大股东手中。代理投票权竞争实际上为中小股东参与公司治理提供了一条新的途径。其间,广大中小股东对公司事务的积极参与,尤其是在代理投票权的竞争过程中,将会起到十分重要的作用,有时甚至是决定性的作用。公司运作的主导权将由一元化主体(政府、国资局或大股东)转向包括中小股东在内的多元化利益主体来决定,表决权的监督制约机制能深入到上市公司内部,在一定程度上完善上市公司的法人治理结构。

实证研究表明,即使持异议股东通过代理投票权竞争未能得到董事会的多数投票权,但是他们所采取的行动对公司高层管理者的去留发挥了极大的作用。持异议股东一旦提出代理权的挑战问题,对管理者所构成的威胁要大于通过股东投票权取得董事会多数的争夺战。从总(下转第123页)

是实行结构缓慢转换政策,即按产业结构演进的典型过程,任期自然循环渐进,逐步转换。这种思路要求,当前把重点继续放在劳动密集型产业的发展上。这适合我国劳动力资源丰富的国情,也能够带来经济的暂时发展和社会的稳定,但是从长远看,产业结构只能沿着现行趋势缓慢演进,整个经济难以高质量的运行和保持强劲的增长势头。另一种选择是加速结构转换的政策,主动引入创新机制,加速结构转换,尽量获得与新技术相关的新的生产函数,积极采取措施促进生产要素向主导产业部门转移,使主导产业高速增长。根据这种思路要求,在当前我国应把产业发展重点放在重化工业和高加工度化工业基础上,优先发展高新技术产业和发展高附加值产业,因为它们具有强大的生命力、巨大的商业价值和潜力,是一国产业整体国际竞争力的重要表现。具体而言,就是通过产业政策,扶持电子工业、汽车工业、高技术机械制造业、新技术产业等产业群,使其成为主导产业。由于这些产业的产业关联度高,技术含量高,发展这些产业又可带动其他产业的发展,对传统产业的技术改造也起着重要作用。因此发展高加工度和高附加值产业,是我国实施赶超发展战略的正确选择。在结构转换过程中,应建立和完善产业技术创新体系,从提高产业技术水平入手,营造技术创新体系。强化企业技术创新主体地位,形成利益驱动机制,建立健全技术开发机构,形成引进、消化、吸收紧密结合的创新机制,加大对企业技术创新的投入,并在投入来源上实行多元化战略,吸收各方资金投入,建立技术创新的激励机制,造就技术创新人才。

4. 实现企业的科学运营

我国产业国际竞争力低的一个重要原因就在于企业的经营管理素质低,因此需要从提高企业经营管理能力入手,实施科学的经营管理策略。培育企业国际化战略管理能力,企业的高层和战略研究人员应放眼世界,潜心研究国际战略

环境和战略资源,在国际市场上,根据国际市场的情况做出战略部署。提高企业管理水平和运行效率,引进先进的管理理念、方法和手段,克服经验管理、“人治”管理,建立科学管理体系,创新管理方式,按国际惯例管理企业,加强成本管理、质量管理及企业的基础工作。对制造企业来说,应加强生产管理水平和现代物流和供应链管理,包括应用先进的制造与管理系统,如计算机集成制造系统(CIMS)、柔性制造系统(FMS)、企业资源计划(ERP)、基于电子商务平台的供应链管理系统等,提高生产系统的计划、组织与控制能力以及满足国际市场变化和品种、小批量生产需求的制造系统适应能力。培养国际化品牌和形象策划能力。同时,企业要努力培养一批带动辐射作用强、市场需求量大、发展前景好的优势产品;要发展名牌产品,重要的是使现有名牌产品进一步上档次、上规模、上效益。此外应培育国际资本经营能力。提高产业国际竞争力要求企业不仅进行产品经营,而且应当大力发展资本经营,培养国际融资、投资管理、国际资本合作等方面的能力,搞跨国资本经营。因此应鼓励有条件的国内公司进行跨国并购、国际战略联盟、海外投资,采用国际渗透战略,从国外中小企业并购入手,逐渐占领国际市场,因为中小企业可能在过度竞争中困难重重,但它们有技术、渠道、信息等方面的优势,这样可以以较小的代价进入国际市场。

注释:

国家统计局:《中国统计年鉴》(2001),北京,中国统计出版社,2002。

国家统计局:《中国工业经济统计年鉴(2000)》,北京,中国统计出版社,2001。

(作者单位:南开大学经济学系 天津 300071)
(责任编辑: N)

(上接第 118 页)体上说,公司控制权市场是惩罚那些并不采取公司利润最大化的管理者的一种机制。

注释:

如奈特在《风险、不确定性和利润》中预言,科学地分析企业的规模是不可能的。从本质上讲,就一个工厂的效率与规模而言,其在相当程度上与其说取决于智力的一般原理,不如说是取决于个人人格和历史机遇。

结论一和结论二中所指的“规模”将因企业自身的内在特征和所处的外部环境共同决定,不可同一而语。

组织资本(organizational capital)是指企业所专属的信息性资产,包括单个管理者和工人经过学习所获得的经验中的一部分,以及由专属信息性资产所产生的团队效应。包含在组织资本中的信息为企业专属,这种信息转移到其他企业中时可能只是一种错误的信息。转移过程本身会产生交易成本,瓦解亦已形成的组织能力,以及损害在业雇员对企业专属信息投资的信念。

参考文献:

1. J. F. 威斯通, S. 郑光, S. E. 侯格:《兼并、重组与公司控制》,中文版,北京,经济科学出版社,1998。
2. D. W. 卡尔顿, J. M. 佩罗夫:《现代产业组织理论》,中文版,上海,上海三联书店、上海人民出版社,1998。
3. R. 科斯等:《财产权利与制度变迁》,中文版,上海,上海三联书店、上海人民出版社,1996。
4. 殷醒民:《企业购并的金融经济学解释》,上海,上海财经大学出版社,1999。
5. 王一:《企业并购》,上海,上海财经大学出版社,2001。
6. 郑厚斌:《收购与合并——企业产权交易及其市场组织》,北

京,商务印书馆,1998。

7. 乔梁:《规模经济论》,北京,对外经济贸易出版社,2000。

8. 董瑞华、傅尔基:《经济学说方法论》,北京,中国经济出版社,2001。

9. 樊纲:《市场机制与经济效益》,上海,上海三联书店、上海人民出版社,1996。

10. 徐刚:《对企业规模理论的批判性回顾》,载《经济研究》,1997(7)。

11. 魏峰:《过剩、退出和公司控制权市场》,载《经济科学》,1999(5)。

12. 杨瑞龙、胡琴:《企业存在原因的重新思考》,载《江苏社会科学》,2000(1)。

13. 沈艺峰:《公司控制权市场理论的现代演变——美国 35 个州反收购立法的理论意义》,载《中国经济问题》,2000(2)、2000(3)。

14. 黄泰岩、王检贵:《企业规模是如何决定的》,载《中国经济问题》,2000(4)。

15. 周隆斌:《企业并购的财富效应分析》,载《财经科学》,2001(5)。

16. Asquith, P., 1983. Merge Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns. *Journal of Financial Economics*.

17. Jensen, M. C., and R. S. Ruback, 1983. The Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*.

18. Manne, H. G., 1965. Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*.

19. Steven Kaplan, 1989. The Effect of Management Buyout on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*.

(作者单位:上海交通大学安泰管理学院 上海 200030)
(责任编辑: N)