

□ 魏 建

企业并购：本质及效率分析

企业并购目前在我国正风起云涌,但对它的理论认识有待进一步提高。本文拟对企业并购的本质和效率作一初步探讨。

一、企业并购的概念

目前对“企业并购”这一概念的理解比较混乱,虽然在核心问题上存在一些共识,但离达成一致尚有较大距离。因此首先要统一对这一概念的认识。

企业并购是企业兼并和收购的简称。“兼并”和“收购”这两个词本身的含义就十分丰富。

“兼并”有广义、狭义之分,狭义的兼并仅指两个或两个以上的企业通过法定方式重组后只有一个企业继续保留法人地位的情形。广义的兼并则包括狭义兼并、收购、合并以及接管等几种形式的企业产权变更方式,目标企业的法人地位可能消失,也可能不消失。这种广义和狭义的划分是从目标企业的存亡着眼的,其法律意义更多于经济意义,并不着重于这种行为的经济表现。

“收购”则正好相反,它着重于表现这种活动的经济内容。企业可以通过证券市场收购目标企业,也可以进行场外交易;可以用现金,也可以用股票、债券或其他资产进行购买;购买的结果可以是全部获得目标企业的控制权,也可以是一部分,或只是参股投资。以上这些行为均可称之为“收购”。

企业并购的英文缩写是“M&A”,即 Merger and Acquisition 的缩写。我们认为之

所以将二者联系在一起,并不是偶然的,而是因为单就一个词并不能将其内涵表达完整,必须将二者结合起来使用,也就是使并购的法律意义和经济意义结合起来,才能全面完整地表达“企业并购”的涵义。

因此,我们认为“企业并购”一词的涵义应作如下表述:企业并购,是企业为获得目标企业的控制权(部分或全部),而运用自身可控制的资产(现金、证券及实物资产)去购买目标企业的控制权(股权或实物资产),并因此使目标企业法人地位消失或引起法人实体改变的行为。这个定义既可以将狭义兼并中没有的,只引起法人实体改变(如收购方作为股东进入目标公司董事会)的行为,纳入进来,又可以将收购行为中仅购买对方资产的货物买卖行为和投资目标公司的参股投资行为剔除出去。由此使“企业并购”这一概念综合有法律特征和经济特征,从而更加严谨。

二、企业并购的本质

我们认为,从本质上看企业并购行为就是企业控制权的交易。之所以购并双方买卖企业控制权,是因为双方对由企业控制权所代表的收益有不同的评价和预期。如果企业控制权不相应代表收益,或预期收益不足以弥补并购成本,并购将不会发生。形成不同收益预期的基础即是不同企业具有不同的组织资本。

企业并购的这一特征,使其与购买企业资产的行为区别开来。土地、厂房、机器设备

等企业资产尽管代表一定的生产能力,但它们并不代表企业控制权。威斯通等认为企业控制权是和企业的组织资本联系在一起的,并购者看重的是企业作为一个整体形成的组织资本。当收购只是针对企业资产时,那只能是货物购买行为,而不能算是企业并购行为。因为单有企业资产并不能形成企业组织资本(1998)。

企业并购者因此与企业资产购买者享有的权利和承担的义务也各不相同。购并方承担和享有目标企业的权利和义务,如目标企业的债权债务、营销网络、人力资源等等,而资产购买者只享有目标资产的所有权,不承担有关企业的义务,也不享有权利。实际上,目前我国不少企业正是利用了企业并购和购买资产的这一区别,只购买自己看中的目标企业的厂房、土地、设备,而不承担目标企业的债务和职工安置义务。典型的做法就是“剥离债务、合资控股”行为,即目标企业将被优势企业看中的资产,拿出来与优势企业合资,共同组成一个新公司。优势企业以现金、技术及管理投资控股。新公司对目标企业的债务不负有任何义务。这种做法实际上应是资产购买行为,而不是企业并购行为。

企业控制权的典型代表是股权,其次是可组成一个完整的生产或经济系统的实物资产(包括有形资产、无形资产和人力资本)。在特定情况下,如破产清算或重整阶段,债权也可成为企业控制权的代表。收购方也只有在这些权利或资产代表企业控制权时,进行购买,才形成企业并购行为。否则只能算是投资或简单的商品买卖行为。

在我国公有制经济安排中,还有一种代表企业控制权的权利,即国有企业的经营管理权。国有企业的经营管理权虽然不是所有权,但它却同样代表着对国有企业的控制权。这不仅是理论和实践已经证明了的,也是为法律所确认了的。所以,我们认为不应将国有企业之间的并购,排除在并购定义之外,认为

只有所有权的转让才是真正意义上的企业并购。国有企业之间的并购同样也是引起了企业控制权的转移,同样是使目标企业的法人地位或实体发生了改变。尽管国有企业的最终控制权仍在国家手中,但微观层次上发生了变化,在国有企业之间进行了让渡。并且,从引起的直接后果上看也是围绕企业控制权进行的,和一般意义上的企业并购没有什么本质区别。

企业并购引起的直接结果就是被并购企业的法人地位被消灭或法人实体被改变。之所以出现这种结果,是因为购并方只有通过上述方式才能体现和行使控制权。也只有通过对目标企业组织结构的重新安排,才能贯彻和体现购并方的购并意图、经营策略,以求顺利实现并购的预期效应。

购并方对目标企业治理结构的重新安排,具体表现为:一是将目标企业并入购并企业,使目标企业的法人地位不复存在。购并后只有购并方存在,这是购并方获得目标企业全部控制权的情况;二是在购并方取得大部分控制权即控股的情况下,将目标企业的董事会等经营决策机构进行改组,由购并方的代理人出任目标企业的法定代表人;三是在购并方仅获得部分控制权,尚不足左右目标企业时,由购并方的代表进入目标企业的决策层。购并方通过这一代理人表达自己的意图,影响目标企业的经营方向。这后两种情况都是不引起目标企业法人地位消失的情况。

企业并购的这一特征,使它和公司合并有了差别。公司合并分新设合并和吸收合并两种情况。吸收合并是使一方法人地位消灭的情形,可以归入企业并购。新设合并则是合并各方的法人地位均消失的情形,不能全部被认为是企业并购行为,要具体分析。尤其是合并各方出于优势互补、相互联合的意愿,但任何一方又不愿有被他人兼并的嫌疑时,新设合并就会成为它们的选择。如上海的两家证券公司申银、万国的合并,两家公司原有的

法人地位均消失,新成立了“申银万国证券公司”。合并过程中不存在一方购买另一方资产的行为,只是双方原有人员、组织、场地及客户、业务等的融合相加,没有产权交易行为。因此,就不能被认为是企业并购行为。

三、企业并购效应及其效率分析

企业并购的目的就是追求利润最大化,准确地讲就是使企业的净现值最大化。这一目的能否实现的关键在于企业并购效应的生成程度如何。企业并购的效应是购并者实现其目的的手段。通过这些效应,购并者获得了购并利润,也就实现了购并的最终目的。

企业并购的效应按其生成利润的来源,大致可以分为增值效应和转移效应两类。增值效应是通过企业并购引起社会财富的新创造,并购利润来源于新财富。而转移效应则只是由并购引起社会财富的转移,利润来自于被转移的财富。毫无疑问前者是符合效率原则的,是一种帕累托改进。后者则仅仅是社会中一部分人通过降低他人福利水平,来改善自身状况。

(一)增值效应及其效率分析

增值效应创造的新财富,来源于并购后企业产生的协同效应。协同效应的生成又可分为两个渠道,即管理协同效应和技术协同效应。

管理协同效应即并购企业利用自己丰富高效的管理资源,或者使目标企业管理尚未充分利用的资源发挥作用,产生收益,或者改进和提高目标企业原有的管理水平,通过新的排列组合产生收益。高效的管理作为一种资源一般具有规模经济的特性,通过并购使购并方的剩余管理资源得以充分利用,不仅是可行的,而且是有利的。产生管理协同效应的前提:一是收购方有剩余的管理资源。如果收购方自己的管理都已经十分困难,更难以驾驭规模更大的购并后的企业;二是目标企业与购并企业在管理效率上存在着差异,购

并企业的效率高于目标企业。

技术协同效应则是利用生产技术的不可分性或经营的互补性而产生新增收益。生产技术是一种“正外部性”物品。它一经开发创新出来以后,可以反复利用,并不新增开发成本。因此扩大技术的使用范围,可以摊薄开发成本。企业规模的扩大,也能降低技术开发的成本。企业规模的扩大,也能降低技术开发的成本。同时,通过并购其他企业获得其他企业的已经开发出来的成型技术,也是一条获得技术的捷径。企业经营的互补性是指由于在机器设备、人力或经营支出等方面具有不可分割性,因此存在规模经济的潜能。典型例子是擅长营销的企业和精于研究开发的企业合并,会充分发挥双方的优势。

最能体现增值效应的莫过于横向并购、纵向并购和混合并购这三种并购形式。这三种并购的共同特点在于综合利用管理和技术协同两种效应,使并购利润来源于并购后形成的新增社会财富。

横向并购扩大了购并企业的市场份额,提高了行业集中度。由于并购对象是生产同类产品的企业,因此易生成规模经济,产生技术及管理上的协同效应,从而可以将并购后企业的运行效率大幅度提高。并购的成本弥补及收益获取均来源于企业经营者的努力。

然而横向并购易致行业垄断,导致福利损失。威廉姆森通过福利权衡模型说明了消费者剩余向生产者剩余的转移过程,并大致说明了效率提高程度与福利损失间的关系。施蒂格勒也指出是对垄断利润的追求,而不是对规模经济的追求决定了企业并购行为的生成(施蒂格勒,1996)。

但是存在垄断势力并不一定就能生成垄断利润,还需要考察寡头间合谋的成本大小以及行业进入壁垒的情况。并且反垄断法也在抑制着形成垄断的横向并购。即使是形成了垄断利润,如果放弃“消费者本位”的经济学主义,而将其看作是一种将储蓄转化为投

资的渠道,那对它的评价将会改变,关键在于如此形成的垄断利润是否被用于更富有效率的投资。况且适当的行业集中,可以防止恶性竞争,有利于新兴行业迅速渡过产品的引入期和成长期,进入收益期。并且实际上为了使本国企业具有国际竞争力,即使横向并购导致了国内市场的垄断,也会为政府所支持,从而免受反垄断法的限制。如1996年12月美国波音公司对麦道公司的兼并,其民用客机的市场份额已经上升为75%,显然已经形成了垄断。但这次并购获得了美国政府的大力支持。同样的道理,1996年9月,法国政府宣布,法国最大的两家军用和民用飞机制造公司于1997年1月合并。因此,垄断并不构成反对横向并购的充分理由。

对纵向并购较为有力和全面的解释是以交易费用理论为基础作出的解释,这些解释说明了纵向并购对资源配置的作用。交易费用理论认为,企业通过企业家的权威来配置在企业内部使用的资源,可以节约由市场配置的交易费用(科斯,1990)。因此,当企业发现对其上游的要素供给和下游的产品销售进行控制可以节省交易费用时,就会发动纵向并购,直到并购的边际成本与收益相一致时,才会停止并购。威廉姆森(1996)进一步发展了科斯的理论,深入研究了“纵向一体化”问题。他认为纵向一体化有效地削弱了人的机会主义和有限理性,克服了环境的不确定性。企业内部的长期雇佣合同促进了合作,权威制的组织安排避免讨价还价成本,一体化的组织结构稳定了要素供给和产品销售分配。因此吸引着企业进行纵向并购,以获取纵向一体化的好处。

施蒂格勒(1996)从生命周期理论出发说明了纵向一体化的长期发展趋势。他指出随产业经历成长—成熟—衰退周期,企业也相应呈现出一体化—分立—一体化的现象,因为这样可以节约交易成本或代理成本。

纵向并购的效率是明显的,尤其是当技

术协同效应十分强大时,但也有不少人认为纵向并购从另一个方面加强了企业的市场垄断势力,从而肯定纵向并购也有获取垄断利润的动机,认为纵向并购提高了进入市场的障碍,并会导致价格歧视。

混合并购的效率被认为来源于两个方面:一是企业资源的充分应用,二是经营风险的分散。在混合并购中主要利用了经营管理以及由经营管理形成的无形资产的规模经济性。当一个企业跨入新的行业时,对它来讲其自身的优势就是先进的经营管理经验,也只有通过充分利用本企业的剩余管理资源,才能使购并后企业所支配的资源得到更充分地利用,提高效率,优化资源配置。

降低经营风险是混合购并的动机之一。以降低经营风险为目的的混合购并,如果没有相应地提高目标企业的生产能力,并没有起到提高效率的作用,但也没有降低效率。因为混合并购中风险的降低不同于纵向并购中的风险降低,在纵向并购中,风险是通过消除要素供应和产品销售的不确定性来完成的,节约了交易费用。而在混合并购中风险的降低来源于不同产业的经营收入。那些被纳入企业并购范围的新企业,其经营可能仍然是独立的,并没有得到改善,只不过其利润上交对象发生了改变。因此,并没有提高整个经济的运行效率,也没有优化资源结构,但它也没有降低效率。

从总体上讲,在增值效应的作用下,并购具有了改善资源配置结构、提高经济效率的大趋势。这也是将企业并购视为资源配置的重要手段的原因。但是这并不是说并购必然导致资源优化配置,因为增值效应只是表明了某种可能性,还需要将其变为现实。并且由于并购同时是形成市场势力的重要手段,垄断的威胁也提醒人们并购中也存在产生效率损失的因素。

(二)转移效应及其效率分析

企业并购中的单纯获利动机就是通过转

移效应完成的。转移效应就是由于税法、会计惯例和证券交易法规以及政策规定等的作用而产生的纯金钱上的收益。

但要明确的并不是所有社会资源的转移都是非效率的。如果这样,并购就没有什么存在的经济意义了。关键在于社会资源被转移后,在新的使用者手中能否创造出更多的社会财富,边际生产率是否更高。如果边际生产率没有提高,转移就是一种对社会生产能力的浪费,有进行再转移的必要,直至全社会的边际生产率趋于一致。而如果资源转移后,被重新投入到生产经营中,转移只是提高资源使用效率的一个环节,尽管单就转移这个过程来讲,是非效率的,但它起到了将储蓄转化为投资的作用,就此而言,转移又是有意义的。因此并购的财富转移效应,如果没有进一步将由此获得的社会财富再投入到生产经营中去,那么这种并购就纯粹是一种投机行为,没有任何效率。而如果财富转移效应只是一个过渡环节,一个将储蓄转化为投资的环节,那么它又将是有效率的。

所以也不能单独地讲财富转移就是非效率的,关键在于看获得转移财富的主体进一步的经济行为,观察其绩效如何。要不然也就不会存在股份制这一制度安排了,资本市场也就没有存在的必要了。并购转移效应主要有:

1. 并购税收效应,即由并购活动而引起的税负减轻效果。各国税法中大都有关于亏损递延的规定。亏损递延是指企业以前的亏损可以充抵以后的盈余,企业按抵消后的盈余缴纳所得税。如我国《企业所得税暂行条例》第十二条规定:“纳税人发生年度亏损的,可以用下一纳税年度的所得弥补;下一纳税年度的所得不足弥补的,可以逐年弥补,但延续弥补期最长不得超过五年。”如果一个盈利企业兼并一个亏损企业,则可以将亏损企业的亏损进行递延,减少应纳税额,合法避税。

另外各国税法对股息收入与利息收入、

营业收入和资本收益规定的不同税收政策,也会影响并购行为。如换股收购,由于并购企业双方的股东之间既没有现金往来,也没有资本收益生成,因此购并是免税的。资本市场发达国家的并购大都采取换股收购方式。

2. 并购预期效应,即由于并购活动引起股票市场对企业进行重新评价而产生的收益。一个企业被其他企业购并,被认为向人们传达了①该企业的价值被市场低估和②该企业的管理层将采取更有效率的管理活动的信息。因此,当并购消息传出,必然引起购并双方股票价格的巨大波动。而价格波动就有了从中获利的空间。并且通过购并那些市盈率较低、但每股收益又较高的被市场低估的企业,可以使购并方的每股收益不断上升,股价保持持续上升的趋势,从而从中获取利益。

3. 并购政策效应。政府为推动产业结构调整、促进产权流动重组,往往给予并购企业以政策上的优惠,以促进政府目标的实现。这些优惠是多方面的,主要有税收、贷款、人员安置等方面的优惠。

4. 垄断转移效应。在并购中,购并企业可能形成一定程度的垄断,进而享有垄断收益。这一收益的来源是消费者剩余的减少,是消费者福利水平的降低。这也是人们对并购进行抨击的主要理由。

在增值效应中我们已经涉及到了垄断转移效应的效率问题,这里不再重复。税收转移效应和政策转移效应表面上是将政府的收入转移给了购并企业,实际上是将本应归于全体社会成员的财富实现了转移。预期转移效应则是从广大投资者(包括目标企业的股东,甚至职工)手中转移走了大量财富。如果并购的动机仅是这些转移效应,即单纯地将并购作为获利手段,根据我们前面的分析,这种转移是非效率的。

但这些转移效应又为什么存在呢?我们认为,它们只是经济运行的副产品。税收和政策转移效应的本意并不是鼓励那些没有效率

的购并,其目的是鼓励那些能形成增值效应的购并。预期转移效应的出现则是由于资本市场的投机所致。资本市场能够起到经济运行润滑剂的作用,但同时也使投机行为有了用武之地。所以如果社会过多地追求这些经济运行的“副产品”,将偏离经济运行的正常轨道,阻碍经济的健康发展。然而从理性人的分析前提出发,只要有获利机会,那么就有人将其作为正业或职业,所以需要进行适当的管制。由于税收和政策转移效应的影响相对较小,并且是可控的,所以关键是抑止预期转移效应。因此,提高资本市场的运行效率就显得十分重要。

通过上面的分析我们可以看出,并购作为利润最大化的微观经济行为,总体上是符合效率原则的。并购利润大部分来自增值效应。因此应当鼓励购并活动。但同时也要防止过度追求转移效应。如何兴利去弊是使并购行为健康发展的关键所在。

四、结语

从法律和经济两个方面定义“企业并购”,可以使这一概念更加严谨。企业并购的本质即是交易企业控制权,这使得这一经济

行为区别于一般的商品买卖行为。交易企业控制权的目的是获取它所代表的收益,并购利润来源于增值效应和转移效应两个渠道。我们认为只有将企业并购行为同资源使用、配置效率的提高联系在一起,才能说明其经济意义。当前,在我国着重推动的应是以增值效应为追求目标的企业并购行为,而不是单纯逐利、获取转移效应的并购行为。

参考文献:

1. 科斯:《企业、市场与法律》,中译本,上海三联书店 1990 版。
2. 施蒂格勒:《产业组织与政府管制》,中译本,上海人民出版社,上海三联书店 1996 版。
3. 威廉姆逊:《生产的纵向一体化:市场失灵的考查》,载《企业制度与市场组织》,中译本,上海人民出版社,上海三联书店 1996 版。
4. 威斯通等:《兼并、重组与公司控制》,中译本,经济科学出版社 1998 版。
5. 魏建:《购并、重组和资本运营技巧》,山东人民出版社 1998 版。

(作者系西北大学经济管理学院博士生,
单位邮编为 710069)

· 简讯 ·

本校举行第十届研究生经济理论研讨会

由本校研究生会主办、科研处、《财经研究》编辑部、《财经研究生》编辑部、研究生部协办的第十届研究生经济理论研讨会,于 1999 年 5 月 11 日隆重举行。研讨会的主题为:经济增长与结构调整。

研讨会共收到论文 191 篇,内容涵盖经济学类、管理类、金融类、资本运营与证券市场类、财政类、会计类共六大类,涉及金融体制改革、国有企业重组、政府职能转换、社会保障体系建设等十几个研究方向。大部分论文思路清晰,论证严谨,视野开阔,具有较强的前瞻性。

副校长夏大慰到会,代表学校向研讨会的举行表示祝贺。

(金)