

并购潮的动因:国内研究的新进展

汪伟

(浙江大学经济学院,杭州 310027)

摘要:本文大致以2000年为界将国内理论界关于企业并购潮动因的研究划分为两个阶段,首次以政府主导论、管制驱动论和价值转移论对第二阶段的研究进展进行总体概括,并指出进一步深入研究并购潮动因的可能方向。

关键词:并购潮;动因;政府主导论;管制驱动论;价值转移论

中图分类号:F276.6;F40 **文献标志码:**A

目前理论界关于并购潮形成动因的研究仍捉襟见肘,Brealey和Myers新近再版的教科书更是将如何解释并购潮列为尚未解决的十大公司金融问题之一。另一方面,自1993年“宝延事件”以来,我国企业的并购活动日渐频繁;以2004年联想集团收购IBM个人计算机业务为标志,一场更为深入持久的并购浪潮正在中国逐渐展现。受惠于企业实务界日新月异的并购业绩,国内经济学界对于并购潮动因的研究在2000年以来取得了一些新的进展。

一、第一阶段:对政府作用的描述性分析

国内经济学界对并购潮的分析大致可以2000年前后为界分为两个阶段。以20世纪90年代中后期为主的第一阶段,国内学界对并购及并购潮的分析基本上都处于描述性阶段,没有能够进行深入的理论研究。

在这一阶段中,李肃等(1998)对美国五次企业并购潮的描述与概括是当前国内针对并购潮的正面描述中为数不多的学术文献之一,但该文也只是介绍性地概括了美国近100年并购潮的历史,没有做更为深入的理论分析。国有资产管理总局科研所课题组(1997)的研究报告对企业并购的概念做了详细的介绍,并指出1987年10月党的十三大报告明确小型国有企业产权可以有偿转让给集体或个人,1988年3月七届人大一次会议明确把“鼓励企业承包企业,企业租赁企业”和“实行企业产权有条件地有偿

转让”作为深化改革的两项重要措施,以及随后国家体改委等联合颁布的《关于企业并购的暂行办法》,积极推动企业并购活动,直接导致了1988年-1989年我国出现第一次企业并购潮。而1992年中国经济确立市场经济的改革方向,政府更为重视产权交易和产权交易市场的培育和发展,则是促成我国企业的第二次并购潮的动因。难能可贵的是,该课题组报告明确指出了中国企业并购就是新的经济体制摩擦碰撞的特定背景下产生的,它一方面是经济体制改革的产物,另一方面也是中国经济发展到一定阶段优化资源配置的客观要求。于是,政府出于消灭亏损企业,调整经济结构,打破企业隶属关系中行政条块分割的目的,直接推动了两次企业并购潮。这可以算是经济转型时期国内学者对并购潮形成动因的首次解释。不同于西方学术界的分析,政府在中国转型时期的企业并购潮中始终扮演着至关重要的角色。

二、第二阶段:对经验数据的初步分析

2000年前后以来,国内学术界开始转而关注市场化主导下的企业并购活动,与之相关的正式文献日益增多;但分析对象很大程度上仍局限在与上市公司相关的企业并购。关于并购潮的理论研究仍缺乏系统性,且基本上通过针对企业并购活动的分析间接揭示。目前国内经济学界在该领域的新进展基本上可以整理为以下三个思路:

收稿日期:2006-04-18

作者简介:汪伟(1979-),男,浙江宁波人,浙江大学经济学院博士研究生,主要从事公司金融和产业组织研究。

(一) 政府主导论

李善民和曾昭灶(2003)指出政府主动战略退出是我国企业发生控制权转移的关键背景,经营无效率或者业绩较差企业在该背景下主动出让产权。这与国家资产管理局科研所课题组(1997)提出的政府出于消灭亏损企业,调整经济结构,打破企业隶属关系中的行政条块分割而导致企业并购潮的观点基本一致。可见,政府一直在中国企业并购潮的形成中发挥着显见的作用。李增泉等(2005)用1998年-2001年间我国资本市场上发生的416起上市公司并购非上市公司的事件样本,重点强调了控股股东或地方政府对我国上市公司并购行为的影响,认为建立在自由市场机制上的西方传统并购理论可能并不适合用来解释我国的企业并购现象。他们发现,我国上市公司对非上市公司的并购行为是地方政府和控股股东支持或掏空上市公司的一种手段,支持的目的是为了帮助公司满足监管部门对上市公司融资资格的管制要求,掏空则是赤裸裸的利益侵占行为。李善民,陈玉罡(2002)通过对1999年-2000年中国沪深两市共349起并购事件的实证研究,发现并购能给收购公司的股东带来显著的财富增加,而对目标公司股东财富的影响不显著,国家股比重最大和法人股比重最大的收购公司其股东能获得显著的财富增加。他们并没有将其结果解释为效率改进,而是认为在政府介入的情况下,收购公司在并购目标公司时的成本大大降低,目标公司在政府主导的主动转让中利益受损。上述文献均未明确地分析并购潮,但均指出政府在转型时期的企业并购过程中发挥着重大和广泛的作用。本文将之提炼为并购潮动因的政府主导论,对过去和今后相当长一段时期内可能形成的企业并购潮具有较强的解释力。

(二) 管制驱动论

朱宝宪和王怡凯(2002)以1998年沪深两市发生的67家公司的并购为样本,通过分析并购前2年和并购后3年的数据,指出多数并购是战略性的,获上市地位是主要的并购动力。陈信元等(2003)用刚性管制下的机会主义资产重组解释我国企业1997年-1999年企业重组兼并的井喷现象。他们指出,1997年我国宏观经济由过热转向软着陆,而监管部门却仍然采用经济过热时期制定的对上市公司的配股管制,由于管制标准偏离了实际经济情况和投资者的机会成本,导致大量上市公司采用机会主义资产重组来规避管制。简而言之,管制驱动论强调刚性管制政策与实际经济情况的不契合导致企业采取

大规模集聚型的并购重组来规避管制。

(三) 价值转移论

张新(2003)认为我国转轨经济和新兴市场的特征为并购重组提供了通过协同效应创造价值的潜力,自大假说和代理问题等传统并购理论有助于解释收购公司的价值损失,但他认为在我国企业并购活动中“体制因素下的价值转移与再分配”和“并购重组交易的决策机制”的理论假说更有说服力。由于体制因素,导致以转移其他利益相关方的利益为代价提高并购公司价值的并购事件层出不穷,现有的并购利益方通过将重组成本转嫁给未来中小投资者而获得价值或利益增加。同时,中国上市公司治理中存在的内部人控制和一股独大导致决策机制不科学,管理者的并购决策并不一定是为了提高股东利益(包括大股东和中小股东)。从而,并购活动实际上是由管理者从股东那里攫取利益的动力推动的。张宗新和季雷(2003)也认为公司并购实质上是一个并购利益相关者多重利益均衡的博弈过程,他们应用Rubinstein讨价还价模型,揭示了公司并购过程中利益相关者的利益均衡是推动有效公司并购的基本动力。因此,在体制因素和有限理性的并购利益相关者的参与下,范围广泛的并购潮就可能形成。

三、对国内研究进展的评论

总的看来,并购潮因其对整体经济的深刻影响正日益受到国内学界的重视。国内研究的进展主要在于,结合转轨经济和新兴市场的特点,我国学者逐步运用规范的分析工具,以中国企业并购事件的数据样本检验相关理论假说,出现了一批有价值的正式文献;上市公司样本由于其相对较为完善的数据成为实证检验的首选样本。在已有的研究文献中,国内学术界关于并购潮形成动因的探讨杂糅了西方传统的新古典方法和行为金融假说的若干理论,仍缺乏系统性的有力论述。但另一方面,不同于西方学者的诸多文献,国内的研究倾向于承认政府在中国企业并购潮的形成中体现了重要且一贯的影响力。

值得注意的是,中国转轨经济和新兴市场的现实背景可能为西方传统的并购潮动因理论提供进一步拓展的空间。如何使本土化的企业并购潮现象与国际通行的学术规范合理有效对接,可能是国内学术界需要在今后的研究中特别重视的问题。

(下转第18页)

程,从功能与成本的比较上,研究在哪些价值链环节上具有比较优势,从而保留这些高附加值的环节,而把不具优势的环节外包给擅长的企业来运作,以提高企业的价值创造能力。

此外,与国外先进发达国家建立技术联盟,引进国际先进技术并转化为自己的技术优势也是成熟期高新技术企业可选择的发展模式。随着我国经济的发展,越来越多的跨国公司会将一部分技术开发中心由企业总部所在地或其他发达国家和地区移到中国。对于那些在新技术研发方面不很突出的企业来

说,借助高新区引进国外技术开发中心的机遇来提升自身的技术创新能力也是一个现实的选择。

参考文献

- [1] [美] 马可·伊恩斯蒂. 高技术产业管理. 中国人民大学出版社, 2002(6).
- [2] [美] 迈克尔·波特 (Porter, M. E.). 竞争优势. 陈小悦译, 华夏出版社, 1997(1).
- [3] 王永贵. 战略柔性与企业高成长. 南开大学出版社, 2003.
- [4] 刘冀生. 企业经营战略. 清华大学出版社, 2003.
- [5] 曾颖. 成熟期企业并购战略初探. 会计研究, 1999(9).

The Study on the Models of Technological Innovation in the Mature of Hi-tech Enterprises

YUAN Chun-sheng

(Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China)

Abstract : Based on the features of technological innovation in the Hi-tech enterprises, considering of the case that the Hi-tech enterprise will confront the technical risks in her maturity, this paper brings up four models of technological innovation during the mature period: independent innovation; setting up the R&D unites by the way of investment; merger and acquisition; outside contract by decomposing the R&D value chain.

Key words : Hi-tech enterprise; technological innovation; model

(上接第 9 页)

参考文献

- [1] 陈信元,等. 机会主义资产重组与刚性管制. 经济研究, 2003(5).
- [2] 国有资产管理局科研所. 我国企业购并市场的发展及政策建议(上). 管理世界, 1997(4).
- [3] 李善民,陈玉罡. 上市公司兼并与收购的财富效应. 经济研究, 2002(11).
- [4] 李善民,曾昭灶. 控制权转移的背景与控制权转移公司的特

征研究. 经济研究, 2003(11).

- [5] 李肃,等. 美国五次企业兼并浪潮及启示. 管理世界, 1998(1).
- [6] 李增泉,等. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据. 经济研究, 2005(1).
- [7] 张新. 并购重组是否创造价值?. 经济研究, 2003(6).
- [8] 张宗新,李雷. 公司购并利益相关者的利益均衡吗?. 经济研究, 2003(6).
- [9] 朱宝宪,王怡凯. 1998 年中国上市公司并购实践的效应分析. 经济研究, 2002(11).

The Cause of Merger and Acquisition Waves : New Issues in China

WANG Wei

(School of Economics at Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract : This paper surveyed the research about the causes of merger and acquisition waves in China, and for the first time, government-leading hypothesis, regulation-driven hypothesis and value-transfer hypothesis were summarized as the momentous processes of this research field in China from 2000. Furthermore, this paper finally provided a direction indicator for continuative study.

Key words : Merger and acquisition waves; Government-leading hypothesis; Regulation-driven hypothesis; Value-transfer hypothesis