

现代企业兼并及兼并理论述评

刘星,皮星

(重庆大学经济与工商管理学院,重庆 400044)

摘要:随着经济全球化的来临,企业兼并的浪潮西风东渐,国内企业兼并的数量、规模都有显著增长的趋势。目前也有许多研究兼并的文章,多数从资本运作的角度出发。本文从产业组织学的角度,把兼并划分为纵向兼并、横向兼并、混合兼并三大类,通过评述现代几种主要的兼并理论,来阐明三类兼并的动机、功能和作用。

关键词:纵向兼并;横向兼并;混合兼并;交易费用;机会主义威胁;协同效应;自由现金流

中图分类号:F06 **文献标识码:**A **文章编号:**1008-5831(2003)01-0047-03

Comment on Merger and Acquisition Theory

LIU Xing, PI Xing

(College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: With the development of globalization, the trend of merger and acquisition is rising in China. There are lots of researches on China's enterprise merger and acquisition from capital operation perspective. From industry organization perspective, this article divides merger and acquisition into three categories: vertical merger, horizontal merger and conglomerate merger. The article evaluates several important merger and acquisition theories, comments on merger's motivations, function and actives.

Key words: vertical merger; horizontal merger; conglomerate merger; tradecost; threat of opportunism; synergy; free cash flow

现代企业兼并可以分为横向兼并、纵向兼并和混合兼并三类。对此有诸多不同的理论解释,本文仅从产业组织学的角度,谈谈几种主要的兼并理论。

一、纵向兼并:降低交易费用或减少机会主义的威胁

大多数产品或服务都是通过一系列的纵向业务活动进行生产的,诸如获取原材料供应,制造最终产品,销售和配送,售后服务等业务活动,这一组相关系列活动即是产品的价值链。纵向兼并(vertical merger)指兼并企业通过兼并一个特定的市场或行业价值链中处于不同阶段的企业。它既可以是前向兼并最终生产和销售企业,也可以是后向兼并投入要素或原材料生产企业。

对于纵向兼并的解释,存在两种主要的理论。其中一个重要理论就是交易费用理论。按照科斯(R. H. Coase)的观点,存在企业和市场两种可以相互替代的资源配置机制,市场机制以价格的波动来引导资源的流动,而企业则以企业家的计划、命令来配置资源。在一定的组织经济活动范围内,企业内部经济活动的协调能节约交易费用。交易费用是指企业用于寻找商务伙伴,订立合同,执行交易,讨价还价,监督违

约行为并对之制裁等方面的费用支出。如果市场交易费用相当的高,市场就不是协调经济活动和配置资源的一种有效方式,而应当通过企业家使交易内部化来节约组织经济活动和配置资源的成本。当企业兼并处于价值链上不同阶段的企业时,可以使原本依赖外部企业的部分生产经营活动在自身内部进行。组织企业内部经济活动也需要一定的费用,称之为组织费用。随着纵向兼并的进一步开展,企业的规模越来越大,组织企业内部经济活动的费用也会随之增加,当企业的规模扩大到一定程度,组织费用的边际增加额等于交易费用的边际减少额时,企业将不再通过纵向兼并来扩大规模。因为再进行纵向兼并,只会使组织费用更高,并抵消由于兼并而节约的交易费用。可见,纵向兼并的边界条件是企业边际交易费用的减少额等于边际组织费用的增加额。在竞争市场条件下,只有让纵向兼并的边际交易费用与边际组织费用相等,才能更有效地配置资源。

纵向兼并的另一种重要的理论认为通过纵向兼并能减少机会主义的威胁,消除企业外部环境的不确定因素,以保证稳定的经营环境。按照传统的观点,在不存在交易费用的

收稿日期:2002-10-28

作者简介:刘星(1956-),男,河南镇平人,重庆大学经济与工商管理学院副院长、博士生导师、教授,主要从事财务管理、证券投资、金融创新研究。

完全竞争市场体系中,企业没有进行纵向兼并的必要,因为所有交易的要价和出价都是按市场确定的价格来执行,但是这种观点没有考虑不完全竞争市场中的机会主义威胁(threat of opportunism)。而这种机会主义因素,正能用来解释纵向兼并。威廉姆森(Williamson, O.E)认为,正是由于机会主义的存在,才导致了市场机制失灵,并促使企业用内部组织机制代替市场机制发挥作用。所谓机会主义是指利用交易伙伴在交易过程中形成或暴露出的弱点,通过在后续交易中逆向选择、道德风险、敲竹杠等方式来获取更大利益,而使交易伙伴蒙受更大损失和承担更多风险的行为。逆向选择(adverse selection)是指潜在的合作伙伴不诚实地描述其带入合作项目的资源的价值。如企业许诺合作伙伴能得到不存在的某种专利技术。道德风险(moral hazard)是指拥有合作伙伴看中的重大价值资源的企业只向合作伙伴提供低于其承诺的价值的资源。如一个软件公司承诺提供有才华、有经验的优秀程序员参与合作项目,但后来实际只提供了天赋较低、经验缺乏的程序员。敲竹杠(holdup)指企业利用合作伙伴前期合作中的特定投资来迫使其最大限度的让利。如A和B企业合作,A企业必须投资新设备,而B企业则不必再投资就能合作,新设备对A的价值是:如果合作设备价值为10000元,不再合作,新设备只值500元(形同废物)。可见A作了特定投资,而B没有,B就可能在后续交易中敲A竹杠,敲竹杠范围在(0~9500)元。

可见,机会主义的三种形式,都能使欺骗企业从其合作伙伴处榨取财富并转移给自己。威廉姆森认为,内部组织的等级制度,能有效减少机会主义威胁。特别是在复杂的内部组织等级制度下,管理人员和工人都遵循一定的雇佣合同,能使以前的交易对立各方有更多的合作行为,个人成为企业内部组织的一小部分,个体的机会主义得到有效控制。组织内部的争论能通过命令以较低成本解决,从而减少企业之间出现的高成本的讨价还价的过程。较强的团队合作精神,加上内部控制机制与决策,使纵向兼并比市场机制配置资源更有效。

二、横向兼并:发挥协同效应或利用市场势力

横向兼并(horizontal merger)是指企业兼并处于同一行业或同一市场中的竞争者。涉及横向兼并的产业组织理论较多,但有两种重要的理论,即协同效应和市场势力理论。

韦斯顿(Weston, J.F)提出了协同效应理论,认为横向兼并对整个社会是有益的,主要体现在协同效应对效率的改进上。协同效应是指两个以上的企业进行兼并整合以后,新实体的产能超过兼并前的单个企业产能之和的效应。即 $1+1>2$ 的效应。这种协同效应可以解释如下:

$$NPV \sum_{i=1}^n B_i > NPV(B_1) + NPV(B_2) + \dots + NPV(B_n)$$

其中, $NPV(B_i)$ = 企业*i*的净现值。 $NPV \sum_{i=1}^n (B_i)$ = *i*个企业兼并后的净现值。如果说上面不等式存在,则协同效应存在。因为它说明*i*个企业兼并后的净现值超过兼并前单个企

业净现值的简单相加。协同效应主要体现在管理效率和运营效率的提高。存在两个管理效率不同的企业时,横向兼并有利于提高低效率企业的管理水平。特别是一个企业拥有高效率的管理团队,其管理能力又超过管理原企业的需要,那么兼并管理低效的企业,将能提高整个经济的运行效率。对于储备有高水平管理能力人才的企业,如能用最简单的方式发挥其能力,就不一定要兼并别的企业,而如果管理者只能以团队的形式发挥作用,那么兼并将是较好的策略。横向兼并亦能提高运营效率,由于横向兼并后的企业能充分利用规模经济或范围经济,会使新企业收益增加的同时成本节约。如微波炉企业的产量达到100万台,就会出现成本大幅下降而收益增加的规模经济效益。获得规模经济的前提条件是该行业中的确存在规模经济且兼并之前的运营规模在规模经济之下。

企业横向兼并实现协同效应的成本必须低于外部股东实现这一协同的成本。因为外部股东能自行多元化投资,而不必通过建立并经营企业取得许多范围经济,如投资多元化的股票组合。可见,只有兼并企业实现协同效应的成本低于外部股东实现协同效应的成本时,投资者才会支持企业横向兼并。

企业通过横向兼并扩大生产规模,降低成本,提高运营效率,形成规模经济乃至范围经济的同时,也会达成某种产业集中,形成市场势力。它将会通过市场势力来影响产品或服务价格,形成市场垄断,造成社会福利损失。威廉姆森应用新古典主义经济学的局部均衡福利理论,采用福利权衡模型来分析兼并对社会福利的影响。他认为,横向兼并一方面有助于取得规模经济,增加社会福利,另一方面形成了产业集中,导致一定程度的垄断,造成了社会福利的损失。判断横向兼并对社会是好是坏,关键是看兼并引起的社会净福利是增加还是减少。

三、混合兼并:利用自由现金流或降低风险

混合兼并(conglomerate merger)是指企业兼并处于不同市场、不同行业、不存在战略相关性、产品或服务不具有密切替代关系的其它企业。研究混合兼并的理论主要有两种,第一种理论以Jensen(1986)为代表,认为进行混合兼并是为解决企业自由现金流的问题,以便提高资产利用效率。第二种理论认为混合兼并能降低整个企业的风险,特别是财务风险。

自由现金流(free cash flow)是指对企业现有业务所有的正净现值投资进行资助后还必须用来投资的现金数量。当一个企业现有业务很盈利但是成长空间或再投资的机会很小时,这个企业就会拥有大量的自由现金流。面对产生的大量现金流,企业要决定用这些钱来做什么。一种显而易见的方式是将其以股利的形式给予股东。但某种情况下,如股东面对高边际印花税,或对企业现有业务发展前景不甚满意时,股东可能偏向于企业保留这一现金流,并为他们进行投资。由于在现有业务上没有正净现值投资机会,企业只有两种选择:将自由现金流投资于具有正常期望经济利润的新业

务或仍投资于低于正常期望经济利润的现有业务。显然投资于正常期望利润的新业务是更好的选择。在这种情况下,混合兼并是一种好的选择,因为企业能从兼并中获取新的正常利润。

企业除拥有专用资产外,还拥有诸多通用资产,如管理团队、营销网络等。这类资产如果在现情况下无法充分利用,那么把它用于其它方面就能得到更大收益。可以出售或出租这部分资产,也可以通过兼并来留用这部分资产,特别是在市场机制失灵、企业拥有大量自由现金流时,企业通常认为通过内部组织比通过市场利用这部分资产会更有效率,所以企业更倾向以混合兼并来充分利用这部分资产。

降低经营风险理论是另一个关于混合兼并的重要理论。企业通过混合兼并的方式,将其经营领域扩展到与原经营领域相关性较小的行业,即意味着企业在若干不同的领域内经营,当某个领域或行业经营失败时,可以通过其他领域或行业的盈利来补偿,从而使企业的收益率得到保证。如果兼并一个收益率完全负相关的企业,且双方经营规模相当,兼并后的企业几乎能得到一个完全平衡的收益率。即便不是这种极端情况,只要相关系数小于1,混合兼并后的收益率变动程度将大大低于兼并前的收益率变动程度。下面以经营两项业务的兼并风险为例。

如果业务 I 收益的风险为 Sd_I , 业务 II 收益的风险为 Sd_{II} , 而且这两项收益率为正态分布, 则同时经营这两项业务的风险为:

$$Sd_{I, II} = \sqrt{[W^2 Sd_I^2 + (1 - W)^2 Sd_{II}^2 + 2W(1 - W) COV_{I, II}]}$$

其中, $Sd_{I, II}$ 为业务组合的风险; W 为业务 I 的投资占企业总投资额的比例; $1 - W$ 为业务 II 的投资占企业总投资额的比例; $COV_{I, II}$ 为业务 I 与业务 II 收益率的相关系数 \times 业务 I 和业务 II 收益率的标准差, 或 $COV_{I, II} = R_{I, II} Sd_I Sd_{II}$, 其中, $R_{I, II}$ 为业务 I 与业务 II 收益率的相关系数。

如果 $Sd_I = 0.8$, $Sd_{II} = 1.3$, $w = 0.4$, $R_{I, II} = -0.8$, 则 $Sd_{I, II} = 0.558$ 。

可见, 同时从事业务 I 与业务 II 的风险(0.588) 小于从事业务 I 的风险(0.8), 或是从事业务 II 的风险(1.3)。同时从事两项业务的风险至少比从事一项业务的风险低。只要业务 I 与业务 II 的收益率不完全正相关, 即 $R_{I, II}$ 小于 1。例如, 如果 $R_{I, II} = -0.2$, 则 $Sd_{I, II} = 0.782$ (其风险仍然比分别经营两项业务中的一项低); 如果 $R_{I, II} = 0.7$, 则 $Sd_{I, II} = 1.0296$ (其风险比业务 I 高, 但比业务 II 低)。Copeland and

Weston(1983)认为这一分析可以推广到两项以上的业务, 以及多项业务的收益率不是正态分布的情况。总之, 企业从事收益率不完全相关多项业务总能降低其风险。

参考文献:

- [1] Copeland T E, Weston J F. Financial Theory of Corporate Policy[M]. Reading, MA: Addison-wesley, 1983.
- [2] Farrell, Joseph, Shapiro, Carl. Horizontal mergers[J]. American Economic Review, 1991, (81): 1007 - 1011.
- [3] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, (76): 323 - 329.
- [4] Jensen M C. Takeovers: Their causes and consequences[J]. Journal of Economic Perspectives, 1988, (2): 21 - 48.
- [5] Jay B Barney. Gaining and sustaining competitive advantage[M]. Addison-Wesley Publishing Company Press, 1996.
- [6] Oliver Hart, John Moore. Property Rights and the Nature of the firm[J]. Journal of Political Economy, 1990, (6).
- [7] Weston J Fand, S K Mansinghka. Test of efficiency performance of conglomerate firms[J]. Journal of Finance, 1971, (26): 919 - 936.
- [8] Williamson O E. The vertical integration of production: market failure considerations[J]. American Economic Review, 1971, (61): 112 - 123.
- [9] Williamson O E. Vertical integration and related variations on a transaction-cost economics theme[A]. Joseph E Stiglitz, G Frank Mathewson. New Developments in Analysis of Market Structure[M]. Cambridge, MA, MIT Press, 1986. 149 - 174.
- [10] 莫洪权. 企业购并理论与实务[M]. 北京: 企业管理出版社, 1994.
- [11] 樊维敬. 企业兼并论[M]. 上海: 复旦大学出版社, 1996.
- [12] 杜飞进, 吴通敏. 企业兼并论[M]. 杭州: 浙江人民出版社, 1991.
- [13] 于成主. 企业兼并理论与实务[M]. 上海: 上海科学技术文献出版社, 1991.
- [14] 常修泽. 资产重组: 中国企业兼并研究[M]. 西安: 陕西人民出版社, 1992.
- [15] 田源. 中国企业产权转让[M]. 北京: 经济日报出版社, 1988.
- [16] 刘世庆. 企业产权交易[M]. 北京: 中国社会科学出版社, 1992.
- [17] 吴德庆, 邓荣霖. 企业兼并研究[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1992.
- [18] P S Sundersanam. 兼并与收购[M]. 北京: 中信出版社, 1998.
- [19] 孙犁. 公司收购战略[M]. 北京: 中国经济出版社, 1994.
- [20] 彭进军. 股份制企业兼并与收购[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1998.