

论企业并购中的“低成本”问题

南开大学经济学系博士研究生 王凤荣

摘要: 本文基于对企业并购“低成本”的背景条件和实现条件的分析,旨在揭示我国企业并购成本的形成机制和实现机制,试图论证两个命题:一是企业并购成本应包括买收成本和整合成本;二是企业并购成本的测算应遵循成本效益原则。沿着这一逻辑线索,着重讨论两个问题:首先,目标企业的“低价”是制度变迁和市场规律双重路径演进的结果。在当前买方市场背景下,企业并购相对于新建投资而言确实是企业外部扩张的低成本形式,同时在宏观层面也具有激活存量资产、消解改革沉淀成本的积极效应。其次,也必须认识到,企业并购低成本的实现还要取决于并购的行业进入、资产相融性、方式选择等外部约束条件,以及资产整合成本这一内部约束条件。资产整合是资产买收的后续阶段,其相应发生的整合成本是外部约束条件在企业内部的消解和反应,是企业并购成功与否的关键。

关键词: 企业并购; 并购成本; 买收成本; 整合成本

Key Words: Merger and Acquisition; Costs of M&A; Buyout Cost; Restructuring cost

我国经济体制从“增量式”推进深化为“存量式”改革,引发了新一轮企业并购(M&A)高潮。企业并购的积极效应正在宏观层面和微观层面逐渐展露,诸如大量国有存量资产的激活,企业规模经济、协同效应的形成等等。但是,企业并购作为企业外部成长的一种方式,常常被简单地视为“低成本”扩张,这一观念误区直接导致操作的失误和损失。许多企业面对“低成本”企业的诱惑,盲目并购,致使步入“——低效益”、甚至被拖垮的怪圈。自1998年5月以来,我们课题组选择不同行业企业进行抽样调查,认为企业并购中的“成本”问题不单是微观层次的操作问题,而且是涉及改革路径和企业战略发展、涉及宏观政策选择和理论定位的综合问题,有必要进行深入的分析探讨。本文首先对企业并购成本的生成机制从宏观和微观两个层面进行分析,在此基础上探讨分析并购成本的构成要素和衡量标准。

一、企业并购“买方市场”下的低成本扩张

企业并购作为一种市场交易,日前在我国表现为显著的买方市场特征,即并购方还没有发出收购要约或并

购信号时,被并购方往往主动上门要求被兼并或收购。这在西方国家的企业并购中是罕见的。买方市场出现的原因主要有两个方面:一是体制原因。经济体制改革的一项重大举措是把企业推向市场,使之成为自负盈亏、风险自担的独立法人。在这一“蜕变”的过程中,资源配置机制从行政“有形之手”转向市场“无形之手”,相当一部分企业不能适应这种转换,在维持一段时间后,不得不接受市场的淘汰。并购作为企业破产替代,成为面临被淘汰企业转换生机的最好的选择。而有能力接受亏损或濒临破产企业的企业相对有限,主动要求兼并成为这一特定时期的特有现象。二是市场原因。1996年经济的“软着陆”为国民经济在一个波幅不大的区间稳定运行奠定了基础,但紧缩首先会中断过热,使企业面临融资不利、成本上升和销售困难等问题,因而所谓“微观趋坏”是企业所要承担的“软着陆”的阶段成本(张曙光,1997)。而1997年开始的亚洲经济危机,又使得本来已困难重重的企业更是雪上加霜。同时,十几年经济改革所释放的体制性的增长效应已经递减,产业结构调整作为新的经济增长点还刚刚开始,而出现的结构性产品过

剩、设备过剩和市场饱和必然导致企业利润率下降和市场竞争加剧。在竞争中，一批企业脱颖而出，发展壮大；但同时相伴产生的是一大批效益不佳、亏损、甚至濒临破产的企业，由此也为庞大的企业并购市场提供了源源不断的并购资源。可见，我国被兼并企业的低价是制度变迁和市场供求规律共同发生作用的结果。

当前大量低效、无效社会存量资源的存在，是我国选择渐进式改革路径的沉淀成本，并且已成为进一步改革和发展的掣肘因素。由于市场的不完善，（包括资源的不可分性、信息成本和交易成本），企业中已存在的生产性投入以个别的分散的方式重新在企业间配置往往是缺乏效率的。因此，在一定条件下，企业并购作为资源再配置的一种方式是对破产清算方式的一种有效替代。企业并购的有效实施，使得大量无效、低效资产得以激活，不良债权、企业冗员得以有效解决，在一定程度上分散化解了经济体制改革中巨大的社会压力和风险，为体制改革拓展了更广阔的空间。而且，政府从国民经济发展战略出发，为提高国际竞争力，实现产业结构的存量调整和升级，积极倡导组建大企业集团。而企业并购则成为整个战略步骤的重要组成部分，由此出台了一系列有关企业并购的优惠政策，以引导和鼓励优势企业兼并劣势企业或实现优势企业的“强强联合”。此外，企业并购为国有资源由“存量”转向“流量”，宏观管理由实物管理转向价值管理，增加国有资源的吸附力，提供了有力的手段。因此，企业并购也是当前“存量调整”改革和经济发展的“低成本”推进方式。

作为企业外部扩张的两种方式——企业并购与新建投资，在形成同等生产能力、同等预期利润的前提下，前者所支付的时间成本、货币成本等一般要低于后者，所谓“低成本”的界定有一定的合理性。以投资新建方式为参照，企业的并购扩张有着一定的成本优势。其原因在于，企业并购是将目标企业的多种资源一次性内化到企业，其资源配置和交易具有通约性，与新建投资相比较，从人、财、物到产、供、销等各种资源的长期性购置和配置，其生成、运行成本要小的多。具体来说，横向并购有利于降低竞争成本，形成规模经济；纵向并购有利于降低交易成本，形成协同效益；而混合并购能有效降低进入新行业的障碍，并充分利用经验成本曲线递减效应，获得竞争优势。特别在我国经济转型期，投融资体系和价格体系都在进行改革，许多企业的资产价格和原来的投入有相当大的差异，尤其是地产资源，增值速度很快。通过并购，可一次性获取这些价值被低估

的资源。

可见，由制度变迁和市场规律双重作用而形成的企业并购买方市场，使企业并购与新建投资相比，在宏观层面和微观层面均有一定的“低成本”操作空间。

二、实现“低成本”并购必须考虑市场约束和资产约束

买方市场的出现，为企业并购的“低成本”提供了可能性。而企业并购作为企业投资方式的一种，其成本的衡量要相对于收益的大小及实现才有意义。因此，企业并购“低成本”的实现不仅取决于目标企业的价格形成，而且要取决于并购收益的大小及利润实现问题，后者又必然受到若干外部条件的约束。具体说来至少涉及以下两个方面：

首先是企业并购的行业选择。企业并购总是发生在一定的行业领域，而行业的资产运营效率和运营效益是微观企业运营的外生变量，决定着企业的运营绩效，包括并购绩效。我国现有的行业结构是经过几十年的建设、设计逐步形成的。先是改革开放前在计划经济导向之下配置形成了一定的结构，后是改革开放后，各地区在条块利益驱动下推动了大量长期的重复建设形成的。因此，当企业由计划经济向市场经济转轨过程中，经济结构的扭曲性和不合理性等问题都暴露出来了。如计划配置一直侧重于传统产业或重工业部门，而当企业面向市场时，却发现新型产业有着更多的需求和更好的销售条件。这种行业结构扭曲和矛盾的典型表现是纺织业和食品加工业。据1996、1997两年的《中国统计年鉴》，纺织业、食品加工业资产分别为6039.25亿元、3047.63亿元，在全国39个行业中排名第三位和第十位。而同期纺织业、食品加工业的资产利润率却位居所有行业之末：分别为-1.23和-0.44。这些行业中大量亏损甚至濒临破产的企业存在，会使并购成本——并购交易价格大大降低，甚至出现零交易价格。如果并购企业因贪图便宜而进入这些行业，以之作为自己的经营发展方向，无疑会卷入这些行业的过度竞争和低效竞争，结果只能获取较低的利润，甚至可能陷入亏损或“套牢”状态。而另有一些企业在对这些行业的企业进行并购时，依据外部条件不同，对其无效资产进行事前或事后的剥离，选择对自身发展有利的资产，另辟蹊径，或者研制开发升级换代产品，通过技术创新寻求新的利润增长点，或者转移到有发展前景的行业。这种技术创新或行业退出策略使并购企业在付出较低的买收成本之后，又进入有较高利

润预期的领域,不失为一种积极的理性的选择。总之,对并购成本的讨论必须围绕成本——收益这个轴心,而高的成本收益率的获取,不仅取决于获得的资产规模,还取决于资产的获利能力和获利条件(市场),若离开并购的行业选择和市场选择,单纯地追求“低成本”是没有意义的。

其次是并购中目标企业的资产特性的考察。在企业并购交易中,目标企业作为交易的客体,是一个特殊的商品,是资金、劳务、技术、信息、房地产等多种要素的复合体,有着特殊的价值和使用价值。就其价值而言,不是取决于各个要素内在价值的简单相加,而是取决于企业这一新的复合体所形成的价值增值能力。而价值增值能力的决定性因素是企业组织。我认为,所谓企业组织是企业成长过程中逐渐积累起来的一种内生资源,是企业中的有形资源如各种生产要素的配置效率以及有形资源与市场、品牌、商誉、企业文化等无形资源相互配置的效率和效益,是企业价值增值能力的载体。一个高速成长的企业一定具有高价值的企业组织;反之,一个企业如果连续亏损甚至破产,一定是企业中的某些资源配置缺乏效率和效益,企业组织的价值较低。如前所述,企业并购较之新建投资,具有一定的成本优势。但成本只有进一步和收益比较才是有意义的。目标企业只有在最短的时间里生产出其自身的“价值”并实现价值增值,企业并购才是有绩效的。并购绩效的取得,从兼并双方的资产方面看,主要取决于两点:一是被兼并企业的企业组织价值。其企业组织价值越高,并购后双方资产整合配置的效率越高,实现价值增值的速度越快;如果企业组织价值很低,势必加大整合配置中的磨擦成本,甚至不及新建投资来得经济。二是兼并双方资产的相融性和互补性。有扩张能力的企业一般都具有核心能力,如管理能力、技术创新能力等,而被并购企业之所以出现不景气,正如“短边理论”所言是因为存在“短边”——瓶颈制约因素,表现为或者管理不善、或者产品陈旧缺乏市场等。基于此,首先要求二者之间的资产是可转移的,应具有相融性。换言之,并购企业与被并购企业的资产存在一定的相关性,并购企业的核心能力对被并购企业是适用的。在资产相融性基础上,进一步要求具有互补性。并购企业与被并购企业强势因素和弱势因素的结合性越强,“长边”与“短边”对接性越强,资产整合后生成的规模效益或协同效益就越大,其并购收益超过并购成本的程度——并购绩效就越显著。

三、企业并购方式对并购成本的制约

企业并购的行业选择和目标企业选择关系到企业并购的成本收益率,尤其是并购收益的实现。而在并购过程中,并购方式直接影响其并购成本。企业并购方式的选择,一方面取决于企业对并购成本与预期收益的比较,另一方面还要受制于外部市场环境,诸如信息机制、中介机制、监管(干预)机制等的发育程度及有效性。我国现实市场特别是资本市场发育的不完善,决定了市场规律作用边界的有限性,进而决定了当前我国企业并购的两种基本方式:即市场交易方式和非市场交易方式。

所谓市场交易方式是交易双方对交易的资产、资产价格的形成具有自愿性、自主性,是市场机制发挥主导作用的交易方式。具体到我国当前情况,市场交易方式下的企业并购也是在相对“分割”的两个市场——股票市场和产权市场(产权市场有广义和狭义之分,广义的产权市场包括股票市场,狭义的产权市场是指非证券化的资产交易市场,本文是在狭义上使用此概念)上进行的。前者是证券化的资产交易市场,后者是非证券化的资产交易市场。产权市场交易的对象、方式与股票市场不同,更适于整体、直接并购,而不适于产权单位的挂牌交易。相应地,当前企业并购的市场交易方式又有两种形式:一是在股票市场上进行的交易——股票收购。股票收购是对上市公司的股票在二级市场上进行买收,买收价格取决于目标公司的市场价格。由于股票市场的竞价机制、信息传递机制、交易机制的规范性,能够大大降低交易费用,而且所形成的并购价格具有竞争性,反映目标企业的内在价值。二是在产权市场上进行的交易,如股权置换、产权买断等。

目前,我国大多数企业是非上市公司,决定了我国很大比例的企业并购是在产权市场上进行的。而实物资源的专用性,产权界定不明、信息不对称、地方保护等因素的存在,使得在这个市场上进行的企业并购比在股票市场上进行的企业并购往往要具有更多的阻力和磨擦,加大了并购交易费用。尽管如此,并购双方经过反复讨价还价最终确定的买收价格,作为目标企业的市场价格仍具有一定的合理性。因为,企业作为一个特殊商品,就其价值而言,不是取决于各个要素内在价值的简单相加,而是取决于企业这一新的复合体所形成的价值

增值能力。“商品”的价值不再由生产这种“商品”的社会必要耗费所决定，而是由其“使用价值”决定。而且，如同一般商品的市场表现一样，企业这一“商品”的内在价值通常只能通过不断与其背离的市场价格表现出来。而由于产权市场发育的不完善，又会干扰企业的市场定价，使得企业的“市价”以更大的波幅围绕其内在价值波动。市场经济同时承认内在价值和市场价格的合理性：没有前者就不会有等价交换，没有后者就不会有竞争和淘汰，就没有资源配置的“帕累托改进”。因此，尽管当前企业并购的市场并不完善，但目标企业的“价格”在一定程度上还是反映了其内在价值。

所谓非市场交易方式是政府行为对不完全市场的部分进入或替代，表现为企业并购中的行政整体划转、捆绑并购等形式。并购企业与目标企业的主管部门进行合作博弈，往往享有一定的行政优惠，使最终确定的买收价格低于其内在价值。

据我们调查，当前我国的企业并购大多采用了非市场交易方式。这是由我国经济体制改革的大背景决定的。渐进式改革路径决定了市场发育的渐进性。在市场作为一种资源配置手段还不健全不完善时，行政手段的适度替代是一种必然的选择。而盘活社会存量资产，实现资源的优化配置，不仅是市场“有效性”的标准，也是当前政府部门的政绩目标所在，这就使得市场机制和行政机制在“存量重组”领域有了耦合的基础。企业依据经营发展的需要而并购目标企业，政府基于社会稳定和资产保值等方面的考虑也积极促成并购交易。但鉴于目标企业的债务负担、人员负担带来的巨大兼并成本，兼并企业往往与政府之间进行讨价还价，使最终确定的买收价格低于市场价格，甚至出现零交易价格。

由此可见，行政参与的企业并购方式比市场交易的企业并购方式具有更低的“成本”。这在“国有企业”之间发生的并购中，由于不涉及所有权交易，更是一种普遍现象。这种非市场交易方式是渐进式改革推进的一个必经阶段，是政府部门与企业双方在并购活动中共同获取制度创新收益和规模经济收益(或范围经济收益)的一种合作博弈行动，在微观和宏观层面具有一定的正面效应。

但是，行政手段“度”的把握有相当的难度，尤其操作者对于计划经济体制的“路径依赖”，会使问题变得更加复杂。如一些地方政府为鼓励兼并而出台的优惠政策中规定，企业可依靠银行的较低利率的贷款实现并购。此项政策实施的结果，对企业来说其成本可能是低的，

但实际的成本是由银行和整个社会来承担的，特别是企业并购的失败会殃及银行，进而造成信用危机。

四、并购成本的度量应立足于成本—效益原则

如上所述，我国体制变迁和市场供求规律共同决定了企业并购的“低成本”，而政府行为介入的企业并购，会使并购价格更低，甚至出现“零”交易价格。正是这种看似“便宜”的并购价格，诱惑很多企业频频出击，盲目并购。而另一方面，企业并购的种种约束条件又制约着并购绩效的实现，致使不少并购企业最终陷入“低成本—低效益”，甚至被拖垮的怪圈。到底应如何看待企业并购中的“成本”，如何量化企业并购中的成本和收益？

应该说明的是，前文所分析、肯定的“低成本”更多的是指买收成本，买收成本仅仅构成企业并购成本的一部分，而不是全部。企业并购成本的衡量，无论是从投资角度，还是从交易角度，其最终都必须依据效益性标准，即以形成同等生产能力、相同预期利润为前提进行成本比较。企业不仅仅是一个简单的生产函数，其作为市场替代的合约组织从投入到产出的各个环节都涉及到资源的优化配置，只有在实现了资源优化配置的基础上才能实现效益最大化。新建投资，作为企业内生性的发展往往在投入每个生产要素之初都要对要素的最佳配置给予充分论证；而并购扩张，是将一个多种生产要素的复合体整体一次性内化到企业，尔后必须根据企业战略发展的需要而对并购过来的资产重新配置，注入新的资金、技术、管理、企业文化等因素才能形成有效的生产能力。据此，我认为企业并购成本应包括买收成本和整合成本^①。用公式表示即为：

$$C = Cb + Cr$$

其中， C 为并购成本， Cb 代表买收成本， Cr 代表整合成本。

Cb 是在企业外部决定的，是企业外部资本市场的定价，而 Cr 发生在企业内部，依据利润最大化原则进行企业内部资源的配置，是企业并购绩效实现的内部约束条件，是前文所述的行业进入、资产特性和方式选择等外部约束条件在企业内部的消解和反应。在多数情况下，非市场交易所谓的“低成本”只是指其低买收成本 Cb 。为激活并购过来的大量的无效资产，安置被并购企业的职工，偿还因兼并带来的原目标企业的隐藏、关

① 参见王凤荣，企业并购中的“成本”探析。聊城师范学院学报，2000(1)。

联债务, 并购企业往往要支付大量的整合成本 Cr 。尤其一些企业因贪图“低成本”(实为低买收成本)而进行的盲目并购, 或者对行业进入等问题缺乏充分论证, 或者对自身管理资源等“核心能力”估计不足, 没有能力对并购过来的资产进行整合, 都会使成本实现的外部约束条件转化为巨大的整合成本, 致使最终并购不仅没有给并购企业带来效益, 反而背上了沉重的包袱。由此可见, 非市场交易下的并购成本不一定是低成本, 有时可能是高成本。

对并购成本的量化分析, 应遵循成本—效益分析原则。值得注意的是, 企业并购的成本—效益分析具有一些不同于其他一般投资的特点。这首先表现在企业并购本益的计量方法。对于并购企业来说, 其并购行为的收益和成本投入一般都是跨年度的, 即生成投资项目(并购行为)的现金流序列和投资成本($Cb+Cr$)的现金流序列, 为科学的体现资金的时间价值差异, 对企业并购的投资决策应采用收付实现制的净现值(NPV)方法。表1是课题组调查的样本企业——新兴铸管集团兼并邯郸石化机械厂的现金流量表, 我们以此为例说明企业并购投资的成本—收益度量的主要步骤: (1)预测目标企业被兼并后的自由现金流序列:

$$\hat{C}_1, \dots, \hat{C}_n, \hat{C}_{n+1}$$

其中, \hat{C}_1 为第1年目标企业生成的自由现金流^①的期望值, \hat{C}_n 为第n年目标生成的自由现金流的期望值; \hat{C}_{n+1} 为第n年目标企业的价值。值得注意的是, 对 \hat{C}_n 的估算不仅包括目标企业的现金流, 还应包括并购协同效应、规模效应等产生的现金流(并购企业因并购而产生的现金流增量)。在新兴铸管并购邯郸石化机械厂案例中, 其自由现金流(销售收入减去销货成本、销售管理费、积累基金)从1995年到1998年分别为-3097万元, -1297万元, 0万元和93万元, 预计从1999年开始实现稳定盈利, 年均3000万元。(2)估算各期的并购成本($Cb+Cr$), 即资本成本的现金流序列:

$$\bar{C}_0, \bar{C}_1, \dots, \bar{C}_k$$

其中, \bar{C}_0 为并购当年发生的并购成本现金流, \bar{C}_1 为并购后第1年发生的并购成本现金流, \bar{C}_k 为并购后第K年发生的并购成本现金流。

在新兴铸管兼并邯郸石化机械厂案例中, 其并购成本现金流主要发生在1995年(10364万元)和2000年(8000万元)。(3)确定并购投资的机会成本, 即折现率 r 。这是投资者在资本市场上对风险等价的投资所要求

的回报率, 在资本市场均衡的条件下, 就是该种投资回报率的期望值。目前由于我国资本市场发育不完善, 难以计算投资的期望回报率, 一般用一年期定期存款利率替代。由于新兴铸管兼并邯郸石化机械厂发生在1995年, 以其资本成本率10%作为折现率。计算自由现金流现值和并购成本现金流现值和的差额, 即并购投资的净现值(NPV):

$$NPV = -\sum_{i=0}^k \frac{\bar{C}_i}{(1+r)^i} + \sum_{i=0}^{n+1} \frac{\hat{C}_i}{(1+r)^i}$$

式中, NPV表示并购投资的净现值; \bar{C}_i 表示第*i*年的并购成本现金流; \hat{C}_i 表示第*i*年, 被兼并企业生成的自由现金流; r 表示折现率; k 表示并购成本投入期; n 表示被兼并企业寿命期。

表1 邯郸石化机械厂被兼并后现金流量报表

(单位: 万元)

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000
自由现金流	-3097	-1297	0	93	3000	3000
买收成本						
人员安置费	360	0	0	0	0	0
土地使用费	70	0	0	0	0	0
市场调研费	2	0	0	0	0	0
资产评估费	8	0	0	0	0	0
承担债务	0	0	0	0	0	8000
整合成本						
启动资金	8000	0	0	0	0	0
场地改造费	0	0	0	0	0	0
职工培训费	28	0	0	0	0	0
非生产支出	1896	0	0	0	0	0
新兴铸管可得现金	-13461	-1297	0	93	3000	-5000
最终价值						3000
现金净流量	-13461	-1297	0	93	3000	25000

*根据《关于新兴铸管(集团)有限责任公司企业并购的调查报告》提供的有关数据整理。

(4)进行比较、选择:

$$\text{Max NPV}$$

$$\text{s.t NPV} > 0$$

这里并购投资决策的标准首先在于 $NPV > 0$ 。在此基础上, 比较并购不同目标企业所产生的NPV, 或者估算相应条件下新建投资的NPV, 取其NPV最大者作为投资选择。在新兴铸管并购邯郸石化机械厂案例中, 虽然后者

① 自由现金流(Free Cash Flow, FCF), $FCF = \text{利息} + \text{运营现金流} - \text{投资} = \text{利息} + (\text{净利润} + \text{折旧} - \text{运营资本增量}) - (\text{折旧} + \text{净投资}) = \text{利息} + \text{净利润} - \text{运营资本增量} - \text{净投资}$ 。

在前几年都是负的自由现金流(亏损),但经过资产重组,从1998年起开始有正的现金流,并且预期从1999年开始有稳定的收益。假定2000年以后邯郸石化机械厂的价值用恒定型公司的价值模型来估算,则 $PV_{2000}=F_{2001}/r=3000/0.1=30000$ (万元)。这样根据上述净现值公式可大致估算邯郸石化机械厂在被兼并时1995年底的价值:

$$NPV_m = \frac{-1297}{1.1} + \frac{0}{1.1^2} + \frac{93}{1.1^3} + \frac{3000}{1.1^4} + \frac{25000}{1.1^5}$$

$$-13461=2946.873 \text{ (万元)}$$

而据新兴铸管公司初步匡算,如果建设一个同等规模的新厂,仅购地、买设备两项的投资就高达1.8亿元,生活配套设施和职工培训等方面的后续投入也将在0.5亿元以上,1999年才能形成生产能力,进入盈利期。如果从1999年开始每年产生自由现金流3000万元,假定0.5亿元的后续投入分5年(1995-1999)平均投入,这样可粗略估算新建投资在1995年的净现值:

$$NPV_n = \frac{30000}{1.1^3} - \frac{1000}{1.1} - \frac{1000}{1.1^2} - \frac{1000}{1.1^3} - \frac{1000}{1.1^4}$$

$$-(18000+1000)=361 \text{ (万元)}$$

并购投资的净现值 NPV_m 大于新建投资的净现值 NPV_n 。可见,新兴铸管对邯郸石化机械厂的并购是低成本的。从一般意义上说,并购投资的NPV和新建投资的NPV都大于零,说明项目投资是可行的;如果前者严格大于后者,所谓“低成本”扩张的论断才是成立的。

企业并购虽然是微观的企业行为,但由于涉及资源的配置和重组,又是一个宏观社会问题。一项并购行为的发生,可能不形成企业成本,而构成社会成本。如依靠银行优惠贷款鼓励兼并,企业并购成本是低的,若一旦并购失败,则会导致银行信用问题,甚至引发一些社会问题。更为重要的是,经济资源具有稀缺性,一旦被并购进入低效率的行业或企业消耗甚至沉淀下来,用于技术创新、产业升级的资源就呈现短缺,这种结构性的错误配置是以整个社会缓慢发展甚至是停滞作为代价的。可见,成本效益原则不单是企业并购的行为准则,也是政府部门出台有关并购政策条例时,从宏观社会层面遵循的重要原则。唯其如此,社会资源才会在体制变迁的路径下趋向优化配置。

五、结语

本文基于对企业并购“低成本”的背景条件和实现条

件的分析,旨在揭示我国企业并购成本的形成机制和实现机制,试图论证两个命题:一是企业并购成本应包括买收成本和整合成本;二是企业并购成本的测算应遵循成本效益原则。沿着这一逻辑线索,着重讨论两个问题:首先,目标企业的“低价”是制度变迁和市场规律双重路径演进的结果。在当前买方市场背景下,企业并购相对于新建投资而言确实是企业外部扩张的低成本形式,同时在宏观层面也具有激活存量资产、消解改革沉淀成本的积极效应。其次,也必须认识到,企业并购低成本的实现还要取决于并购的行业进入、资产相融性、方式选择等外部约束条件,以及资产整合成本这一内部约束条件。资产整合是资产买收的后续阶段,其相应发生的整合成本是外部约束条件在企业内部的消解和反应,是企业并购成功与否的关键。而衡量并购成功和并购绩效的标准则是并购成本收益率。企业和政府利益耦合下的非市场交易方式具有的“低成本”实际上是低买收成本;市场交易方式则会将整个并购成本(买收成本和整合成本)降到较低水平,为获取高的并购成本收益率打下基础。由此,我认为,面对买方市场和政策优惠所导致的“低价”企业,具有扩张冲动或扩张要求的企业不能进行盲目并购,不能被低买收成本所迷惑,而应依据企业战略发展需要,依据自身所具有的核心能力和资产特性,慎重地选择并购进入的行业和企业,全面衡量成本和收益的关系,进行理性并购。此外,企业并购中的政府定位应从“市场替代”转向“市场培育”,进而使整体社会资源配置趋向“帕累托效率”。

参考文献

- [1] 张曙光,仲继银.改革的累积效应和一致性稳定政策选择.经济研究,1997,(9).
- [2] 唐宗焜.不完全资本市场中的企业扩张.经济研究,1997,(11).
- [3] O. E. 威廉姆森.交易费用经济学讲座.经济工作者学习资料,1987,(5).
- [4] R. 科斯.企业的性质.上海:三联书店,1994.
- [5] 郭元晔.论企业购并.成都:天府新论,1998,(2).
- [6] Williamson, O. E., *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, 1985.
- [7] Weston, Chung and Hoag, *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice-Hall International Inc. 1990.

(责任编辑:张世晴 白丽健 校对:王芬吉)