

PDF-TN2015006

海航集团的资本运作之道¹

案例使用说明

一、案例的教学目的

本教学案例适用于 MF 金融硕士《公司金融》、《投资学》及《金融理论与政策》等核心课程中关于公司理财、企业并购重组、公司治理及资本结构等相关课程内容的讨论。案例描述了海航集团二十余年来的资本运作活动与对应的机制及效应，同时在案例中明确提出资本运作的几个决策性问题，包括公司财务管理的目标、融资方式能否创造价值、企业最优资本结构选择、并购重组能否为股东带来价值、何为财务困境等相关话题的讨论，这些问题的讨论旨在引导金融硕士的学生理解和掌握资本运作的有关内容，包括优序融资理论、馅饼理论、代理成本理论、企业并购与重组及财务困境等知识。本案例重点关注海航集团的股份制改革及上市、引入境外战略投资者、企业并购效率等。

二、案例的讨论思考题

- 1、公司财务管理的目标是什么？公司价值最大化 VS 股东价值最大化，海航集团资本运作又体现了何种目标？
- 2、海航集团为了缓解资金链紧张局面，先后采用了何种融资方式？这些融资方式能否创造价值吗？企业是否存在一种最优资本结构？

-
1. 本案例由重庆大学经济与工商管理学院的皮天雷副教授和硕士研究生马诗琦、袁军共同编写。作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 2. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 3. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

3、海航集团快速扩张的方式之一便是企业并购重组，请问企业间的并购重组能否为股东带来价值？它为国内企业进行扩张带来了哪些启示？

4、众所周知，企业并购后的整合尤为重要，为了避免并购失败，通常会采用何种措施？海航集团的并购整合效率又怎样？

5、何为财务困境？如何才能有效降低财务困境成本？海航这种高负债式的扩张，其又将如何面对高企的财务困境成本？

三、案例思考题的解答思路

本案例主要围绕海航集团二十多年的扩张路径展开论述，基本包含了海航这些年来资本运作的主要事件，同时将其资本运作的重大事件分为前期和近期两个部分分别进行回顾（由于近年来其并购动作频繁，因而在论述时采用了五个集团分别是航空、实业、资本、旅业及物流经行介绍，以期能更好的展现真实的商业情景）。在此，我们主要关注海航扩张前期所采用的一些手法并对其经行简要分析，同时格外关注其近期在资本市场上的行动，从而总结出一般性的规律及不足，以供国内企业作为参考。同学们在学习该案例时一方面能感受到案例的及时性、真实性，同时也能结合自身所学知识进行更深入的分析获得进一步提升，从而在实务中也能灵活运用所学理论。

四、理论依据及分析

1. 公司财务管理的目标是什么？公司价值最大化 VS 股东价值最大化，海航集团资本运作又体现了何种目标？

理论依据¹

一个经典的例子²：假设你决定创办一家生产网球的公司，为此你雇用经理购买原材料，招募一批生产和销售网球的工人。用理财学的语言来说，你投资于存货、机器、土地和劳动力。你对这些资产的投资额必须和你筹集到的现金相匹

¹ 本题主要可以运用罗斯等《公司理财》或金融硕士核心课程系列教材《公司金融》中“公司财务管理目标”进行阐述说明。

² 这里直接引用罗斯等（著，吴世农等译）第9版《公司理财》PP1中例子。

配。当你开始销售网球的时候，你的公司将获得现金。这就是创造价值的基础。公司的目标就是为你这个所有者创造价值。这一价值体现在公司简单的资产负债表中。

假定我们讨论对象仅限于营利性组织，那么财务的目标就是为其所有者赚取利润或者增加价值。当然这个目标有点模糊，我们查阅相关资料，尽量给出一个更为准确的定义。

(1) 如果考虑到财务管理可能的目标，我们可能会有如下想法：

- ◆ 生存
- ◆ 避免财务困境和破产
- ◆ 在竞争中获胜
- ◆ 销售额最大化或者市场份额最大化
- ◆ 成本最小化
- ◆ 利润最大化
- ◆ 维持盈利的稳定增长

这些罗列出来的目标，其实对于经理来说，或许都有一些问题：

比如，增加某个产品的市场份额和销售额很简单：只要降低价格或放松赊销条件即可。同样的，如果我们不做诸如研发一类的事情，我们总是可以减少成本支出。如果从不贷款或从不承担任何风险等，我们可以避免破产。因此，很难说这些行为都是符合股东利益的。

在此所列的目标虽然各不相同，但它可以归为两类。第一类和收益率相关，设计销售额、市场份额、成本控制的这类目标都直接或间接地与获得利润或增加利润的各种不同方式有关。涉及避免破产、稳定性和安全性的第二类目标在某些方面与风险控制有关。不幸的是这两类目标有些矛盾。追求利润通常会涉及某些风险，所以实际上不可能做到最大化安全性的同时又最大化利润的，因此我们需要的是一个围绕这两个因素的目标。

(2) 企业财务管理目标是企业财务管理活动所希望实现的结果。企业财务管理目标有以下几种具有代表性的模式：

①利润最大化目标

利润最大化目标，就是假定在投资预期收益确定的情况下，财务管理行为将朝着有利于企业利润最大化的方向发展。

利润最大化目标在实践中存在以下难以解决的问题：

- a 利润是指企业一定时期实现的税后净利润，它没有考虑资金的时间价值；
- b 没有反映创造的利润与投入的资本之间的关系；
- c 没有考虑风险因素，高额利润的获得往往要承担过大的风险，
- d 片面追求利润最大化，可能会导致企业短期行为，与企业发展的战略目标相背离。

②股东财富最大化

股东财富最大化目标是指企业的财务管理以股东财富最大化为目标。

在上市公司中，股东财富是由其所拥有的股票数量和股票市场价格两方面来决定。在股票数量一定时，股票价格达到最高，股东财富也就达到最大。

➤ 与利润最大化相比，股东财富最大化的主要优点是：

- a 考虑了风险因素，因为通常股价会对风险作出较敏感的反应。
- b 在一定程度上能避免企业追求短期行为，因为不仅目前的利润会影响股票价格，预期未来的利润同样会对股价产生重要影响。
- c 对上市公司而言，股东财富最大化目标比较容易量化，便于考核和奖惩。

➤ 以股东财富最大化作为财务管理目标存在的问题是：

- a 通常只适用于上市公司，非上市公司难于应用，因为无法像上市公司一样随时准确获得公司股价。
- b 股价受众多因素影响，特别是企业外部的因素，有些还可能是非正常因素。股价不能完全准确反映企业财务管理状况，如有的上市公司处于破产的边缘，但由于可能存在某些机会，其股票价格可能还在走高。

c 它强调更多的是股东利益，而对其他相关者的利益重视不够。

③企业价值最大化目标

企业价值就是企业的市场价值，是企业所能创造的预计未来现金流量的现值。企业价值最大化的财务管理目标，反映了企业潜在的或预期的获利能力和成长能力，其优点主要表现在：

a 该目标考虑了资金的时间价值和投资的风险；

b 该目标反映了对企业资产保值增值的要求；

c 该目标有利于克服管理上的片面性和短期行为；

d 该目标有利于社会资源合理配置。其主要缺点则是企业价值的确定比较困难，特别是对于非上市公司。

④相关者利益最大化

相关者利益最大化目标的基本思想就是在保证企业长期稳定发展的基础上，强调在企业价值增值中满足以股东为首的各利益群体的利益。

以相关者利益最大化作为财务管理目标，具有以下优点：

a 有利于企业长期稳定发展。

b 体现了合作共赢价值理念，有利于实现企业经济效益和社会效益的统一。

c 这一目标本身是一个多元化、多层次的目标体系，较好地兼顾了各利益主体的利益。

d 体现了前瞻性和可操作性的统一。

(3) 企业财务管理目标评价

①利润最大化。利润代表了企业新创造的财富，利润越多则说明企业新创造的财富越多，越接近于企业的目标。这种观点的缺陷越来越多的暴露在人们面前：一是没有考虑利润取得的时间，没有考虑资金的时间价值；二是没有考虑所获利

润与投入资本额的关系，未揭示资金效率；三是没有考虑获取利润和所承担风险的关系。

②每股盈余最大化。这种观点认为，应当把企业的利润和股东投入的资本联系起来考虑，用每股盈余来概括企业的财务目标，以避免利润最大化目标的缺点，但它仍然没有考虑每股盈余取得的时间和风险。

③企业价值最大化。这种观点认为，通过企业财务的合理经营，采用最优的财务政策，充分考虑资金的时间价值和风险与报酬的关系，在保证企业长期稳定发展的基础上使企业总价值最大。企业价值最大化充分考虑了资金的时间价值、风险价值和资金流量的质量差异对企业资产的影响，因而是企业财务管理的最优目标。

(4) 企业财务管理目标的演变

一般说来，企业在本质上就是一个以营利为目的的经营组织，该组织的生存和发展是和企业所取得的利润息息相关的。由于在市场经济条件下，投资者对所投资的企业是要追求经济效益的，而利润却恰恰在一定程度上能代表该企业带给投资者的经济利益。因此，在传统条件下大多数企业是以利润最大化作为该企业的财务管理目标，选择该目标作为企业的理财目标可使企业注重加强企业管理，提高劳动效率，改进技术工艺，降低生产成本，有利于资源的流动和配置，不断提高企业的经济效益，由此可知此目标实质上是企业传统经营理念的一种反映。但是由于以利润最大化作为企业的财务管理目标会产生较强的短视行为，使得企业只注重眼前利益而忽视对企业的持续发展有积极影响的长期利益，因此产生了一种新的企业财务管理目标——股东价值最大化。

股东财富最大化则是指通过企业的合理运营，采用最佳的财务决策为股东创造最大的财富。众所周知，在股份公司中股东的财富是由股东拥有的该企业的股票数量和股票的市场价格来决定的，那么以股东财富最大化作为企业财务管理的目标可以充分考虑资金的时间价值和风险报酬，还可在一定程度上克服企业只追求眼前利益的短期行为，使企业更加注重长远发展，所以以此目标作为企业的经营追求在理论上更具合理性。另外，由于该目标比较容易被量化，所以在可控性上更具优势。但是虽然该目标拥有以上所述的诸多优点，但是它也仍存在一定的

缺陷，其主要表现在：第一，由于受诸多包括企业无法控制的种种因素的影响，股票价格不能完全揭示企业经营获利水平；第二，对股东财富最大化的追求，有可能同经营者和债权人等相关利益集团的利益发生抵触，造成股东与经营者和债权人的利益冲突，不利于企业的稳定和发展。

由于上述两种财务管理目标的诸多缺陷，一种新的财务管理目标——企业价值最大化被逐渐运用到企业的理财之中。企业价值最大化则是指企业通过科学的经营，采用合理的财务政策，并在充分考虑资金的时间价值和风险报酬关系的基础上，不断增加企业的有形资产和无形资产的市场价值，使企业的总体价值最大化。该目标不仅充分考虑了时间和风险因素对资产价值的影响，还强调在企业的价值增长中满足各相关利益者的诸多要求，在为股东追求利润、追求长期发展的同时，协调企业不同利益主体间的相关利益冲突。所以，该目标在理论上比前面两种目标更为合理和科学。

当然，我国由于历史原因，市场化时间较短，多数企业管理制度均是由国外逐步引进。因此，海航集团资本运作的过程中，其财务管理目标也在不断演进，由最初成立时追求利润最大化到 21 世纪初的股东财富最大化，再到最近的公司价值最大化¹。明显公司价值最大化便包含了海航集团的各个利益相关者（如股东、债权人、政府、供应商、消费者及居民等），这也从侧面反应了海航集团在逐步扩张的同时，相应也建立起来了完善的现代管理制度，逐步与世界接轨。

2. 海航集团为了缓解资金链紧张局面，先后采用了何种融资方式？这些融资方式能否创造价值吗？企业是否存在一种最优资本结构？

海航集团在二十多年的快速发展过程中，先后采用了如下融资方式：内部股权融资（增加注册资本）、融资租赁²、公众股发行（IPO）、私募股权融资¹、银行长期借款、长期银团贷款、国际债券、企业债及信托贷款等方式。

¹ 详细资料可查阅案例PP33“海航已关停内部200家小企业”。

² 融资租赁（Financial Leasing）又称设备租赁（Equipment Leasing）或现代租赁（Modern Leasing），是指实质上转移与资产所有权有关的全部或绝大部分风险和报酬的租赁。资产的所有权最终可以转移，也可以不转移。融资租赁是指出租人根据承租人对租赁物件的特定要求和对供货人的选择，出资向供货人购买租赁物件，并租给承租人使用，承租人则分期向出租人支付租金，在租赁期内租赁物件的所有权属于出租人所有，承租人拥有租赁物件的使用权。租期届满，租金支付完毕并且承租人根据融资租赁合同的规定

（1）几种融资方式分析

上世纪 90 年代，由于房地产需要很多材料和技术人员，势必增强了航空运输的需求。同时，卖房者的人口流动，也增加了客运需求。海航有限的运输能力已经负荷不了，需要购进飞机及相关设备。航空业是资本密集型行业，购置飞机的资金需求巨大，摆在管理层面前的筹资选择：股权融资或是债务融资。

根据优序融资理论：公司应采用内部融资，同时应先行发行最稳健的证券²。若企业最初采取债务融资，以企业的现有规模只能借到少量资金，而购置飞机的现金流出巨大，所以海航采用股份制改造³（类似内部融资）。有了这笔钱后，银行愿意提供巨额贷款，因为其背后有海南省政府的支持。企业选择长期借款的原因是筹资速度快，能快速扩大企业规模，筹资成本低，可发挥财务杠杆作用。同时，融资租赁也是海航进行融资的重要方式，因为融资租赁有筹资速度快，减少企业财务压力的优点，符合海航的扩张战略又不致使企业面临巨大的偿债压力。海航成立初期便是依靠融资租赁快速成长的⁴。如下图，海航从 1995 年——1999 年，长期应付款总体金额较大，不减反增，说明海航这几年始终有融资租赁的行为。

履行完全义务后，对租赁物的归属没有约定的或者约定不明的，可以协议补充；不能达成补充协议的，按照合同有关条款或者交易习惯确定，仍然不能确定的，租赁物件所有权归出租人所有。

融资租赁是集融资与融物、贸易与技术更新于一体的新型金融产业。由于其融资与融物相结合的特点，出现问题时租赁公司可以回收、处理租赁物，因而在办理融资时对企业资信和担保的要求不高，所以非常适合中小企业融资。

¹ 私募股权融资（Private Equity，以下简称PE）是指通过私募形式对私有企业，即非上市企业进行的权益性投资，在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制，即通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利。

² 此处可以应用罗斯（著，吴世农等译）第9版《公司理财》中第17章优序融资理论进行分析，详见P358。

³ 详见案例PP6“海航进行股份制改造”

⁴ 可参考案例PP7“海航如何由一变二再到二变四的”

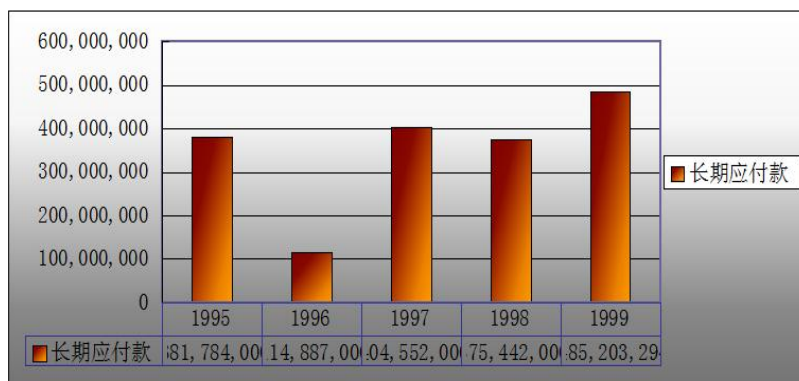


图 1：各年长期应付款变化（来源：作者手绘）

航空业是一个资本密集型产业，因此海航要想快速发展必须借助我国资本市场。同时，当时我国证券市场处于快速发展时期，企业上市准入条件较为宽松，海航立即抓住这一机遇，成为我国第一家上市航空公司¹。另一方面，我国在 90 年代，外汇依然处于紧缺状态，因此海航赴港上市也是情理之中。

至于当时海航为何进行私募股权融资²，主要有以下几点原因：首先，是国家政策：1988 年国务院印发的《关于海南岛进一步对外开放加快经济开发建设的座谈会纪要》指出境外客商参股在 25% 以上的企业，可以享受外商投资企业的优惠待遇，而索罗斯基金恰好只投资 25%，符合文件要求。其次，是当时我国外汇紧缺，而购买租赁飞机必须以美元支付。再次，正如陈峰所说，当时索罗斯就是一块招牌，只要说服了他注资，海航便拿到了进入华尔街资本市场的入场券。最后，引入战略投资者以后，可以吸取国外先进经验，提升海航整体实力。

表 1：几种常见融资方式的对比

项目	股市融资	银行贷款	私募股权融资
主要融资人	（待）上市公司	所有企业	中小企业
一次融资规模	较大	较小	较小
对企业的资格限制	较高	较低	最低
表面会计成本	最低	最高	较低
实际经济成本	较高	较低	最高
投资人承担风险	较高	较低	最高

¹ 可查阅案例中 PP9 “海航 H 股上市”

² 详见案例 PP9 “陈峰说服索罗斯入股海航”

投资人是否分担企业最终风险	平等分担	不分担	部分分担
投资人是否分享企业最终利益	分享	不分享	部分分享
融资对公司治理的影响	较强	较弱	最强

航空业是一个资本密集型产业，因此海航要想快速发展必须借助我国资本市场。同时，当时我国证券市场处于快速发展时期，企业上市准入条件较为宽松，海航立即抓住这一机遇，成为我国第一家上市航空公司。另一方面，我国在 90 年代，外汇依然处于紧缺状态，因此海航赴港上市也是情理之中。

至于后期尤其是 2008 年金融危机以来，海航集团更是扩大步伐出没于资本市场进行并购重组，这一阶段海航主要采用银行长期借款、公开发行企业债以及定向增发等方式来筹集资金；在资金较为紧张期间，更是不惜采用高成本的股票质押的信托贷款，而当时坊间传闻海航内部财务总监每年均有一定的融资指标，没完成便得下课，因此在其中担当 CFO 更多的看中外部融资能力。

（2）融资决策能创造价值吗

公司融资结构主要有：债券融资、股权融资以及公司的分红、派息等股利，如何选择公司融资结构一直是亟待解决的问题。1958 年和 1963 年弗兰克·莫

迪利亚尼和莫顿·米勒出版了两篇学术巨著（MM 理论¹），其中论证的核心是公司融资结构，即著名的“无关性理论”，揭示了经济学中一个最令人吃惊的理论：公司融资构成主要有股权融资和各种债券融资两方面，以及其他的公司分红、派息等股利政策，公司融资结构与公司总价值无关。“无关性理论”是把公司比作成一个比萨馅饼（如下图 2）如何被分享，公司融资结构不影响比萨馅饼本身的大小²。因此，经理人（管理者）和控股股东应该不要把时间浪费在过度忧虑有关公司的配置效率，公司的分红、派息的事情上，而是把他们自身投入到使他们的公司与此相关价值最大化中去。

¹ 由于篇幅限制，请参考罗斯（著，吴世农等译）第9版公司理财P327及P330。

² 该理论详见罗斯（著，吴世农等译）第9版公司理财P325。

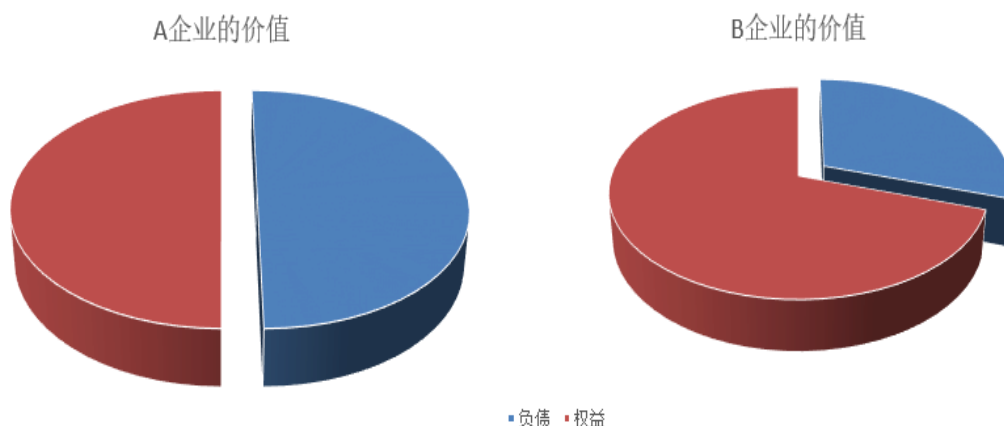


图 2：企业价值（馅饼理论）

让·梯若尔开始研究公司融资时，没有采纳莫迪利亚尼和米勒的 MM 理论，莫迪利亚尼和米勒，没有论述关于“代理成本”，没有考虑到公司的大小、经理人是否尽力去把它做大、公司价值是否最大化等等问题。梯若尔采用阿道夫·伯利（Adolph Berle）和加纳德·明斯（Gardiner Means）的理论，伯利和明斯在 1932 年出版了经典著作，论述了美国的公司所有权和控制权的分离，经理人掌握从所有权中分离出来的集中的经济权力，并滥用经济权力牺牲股东的利益。这是经济学家们最早探求“代理成本”，剖析代理问题的成因——由于被委托掌管公司的经理人滥用经济权力，导致股东财产上受到的损失，将股东们贬到单纯出资人地位的操纵公司运作的现象。让·梯若尔认为“现代企业融资的背后是企业内部人，他们不追求利于股东利益的自身利益最大化的管理行为。”大多数的金融公司的创新都是基于这一前提的，上市公司设计好的增发、配股或新股高溢价发行模式，从而促使投资者把钱委托给经理人，期待得到合理的投资回报。

另一方面，根据有效市场假说¹，当市场处于弱势有效或半强势有效时，

¹ 有效市场 (Externally Efficient Markets) 又称价格有效市场 (Pricing Efficient Markets)，它探讨证券的价格是否迅速地反应出所有与价格有关的信息，这些“信息”包括有关公司、行业、国内及世界经济的所有公开可用的信息，也包括个人，群体所能得到的所有的私人的，内部非公开的信息。有效资本市场假说的三种形式：1、弱式有效市场假说 (Weak-Form Market Efficiency) 该假说认为在弱式有效的情况下，市场价格已充分反映出所有过去历史的证券价格信息，包括股票的成交价、成交量，卖空金额、融资金额等。2、半强式有效市场假说 (Semi-Strong-Form Market Efficiency) 该假说认为价格已充分反映出所有已公开的有关公司营运前景的信息。这些信息有成交价、成交量、盈利资料、盈利预测值、公司管理状况及其它公开披露的财务信息等。假如投资者能迅速获得这些信息，股价应迅速作出反应。3、强式有效市场假说 (Strong-Form Market Efficiency) 认为价格已充分地反映了所有关于公司营运的信息，这些信息包括已

通过以下方式能创造有价值的融资机会：

①愚弄投资者假设公司可以通过发行股票或更加复杂的证券，比如股票与认股权证相结合来筹集资金。假设 100 股公司股票价值 50 个单位的复合证券价值。如果投资被误导，对复杂证券过分乐观，认为或许这 50 个单位的复合证券能卖出超过 100 股股票的价值，那么显然这种复合证券提供了一种有价值的融资机会，因为这种复合证券使公司所获得的价值超过其公允价值。当然，有效市场中，投资者是无法轻易被愚弄的。

②降低融资成本或提高融资补贴。某些类型（如从政府手中获得税收补贴）的融资决策比其他类型的融资决策具有更高的税收优惠。很明显为了最小化税收而包装证券的公司可以提高公司的价值。此外，任何融资技术都涉及其他费用。例如必须支付费用给投资银行、律师和会计师。公司为了减少这类费用而包装证券也可以提高公司的价值。为了最小化税收而包装证券的公司也能增加价值¹。

③创造一种新证券。虽然每一种金融工具的优点各不相同，但是一个共同的主题是这些新的证券不能轻易通过现有证券的组合来复制。因此，之前不满意的投资者可能会为专门迎合他的需要而设计的证券额外付钱。例如，可回售债券使得购买者有权按固定价格将债券回售给公司这个创新实际上建立了价格下限，减少投资者不利方面的风险，因此风险规避型投资者和不是很了解债券市场的投资者发现这一特征还挺诱人，从而愿意支付更高价格购买。

（3）企业是否存在一种最优资本结构

a 最优资本结构定义

最优资本结构是指能使企业资本成本最低且企业价值最大并能最大限度地调动利益相关者积极性的资本结构。虽然对最优资本结构的标准仍然存在着争议，但是股权融资与债权融资应当形成相互制衡的关系，过分偏重任何一种融资都会影响到公司经营的稳定和市场价值的提升。

b 理论支持

公开的内部未公开的信息。

¹ 具体计算例题见罗斯等著，吴世农译《公司理财》第9版P286。

关于最优资本结构决定的理论主要有三种观点：权衡理论¹、代理成本理论²、控制权理论。权衡理论认为，负债可以为企业带来税额庇护利益，但各种负债成本随负债比率增大而上升，当负债比率达到某一程度时，息税前盈余³（EBIT）会下降，同时企业负担代理成本与财务拮据成本的概率会增加，从而降低企业的市场价值。因此，企业融资应当是在负债价值最大和债务上升带来的财务拮据成本与代理成本之间选择最佳点；代理成本理论则认为，在确定企业最佳资本结构时，企业必须在综合考虑两种代理成本的基础上做出权衡取舍，在给定内部资金水平下，能够使总代理成本最小的权益和负债比例，就是最佳的资本结构。Jensen and Meckling（1976）认为最优资本结构选择在使得股权融资和债务融资的代理成本达到最小的点上。即当债权融资所导致的股权代理成本降低恰好与债权代理成本相等时，企业达到最优资本结构；控制权理论则认为，最优资本结构存在干控制权收益与控制权损失恰好相等的那一时点。如 Harris and Raviv（1991）认为在职经理通过权衡其持股收益与控股损失确定其最优资本结构；Israel（1991）认为企业最优资本结构是权衡接管中因负债增加而导致的目标企业收益增加效应与接管可能性减少效应的结果。

¹ 权衡理论的代表人物包括罗比切克（Robichek, 1967）、梅耶斯（Mayers, 1984）、考斯（Kraus, 1973）、鲁宾斯坦（Rubinstein, 1973）、斯科特（Scott, 1976）等人。权衡理论认为，企业可以利用税收屏蔽的作用，通过增加债务来增加企业价值。但随着债务的上升，企业陷入财务困境的可能性也增加，甚至可能导致破产，如果企业破产，不可避免的会发生破产成本。即使不破产，但只要存在破产的可能，或者说，只要企业陷入财务困境的概率上升，就会给企业带来额外的成本，这是制约企业增加借贷的一个重要因素，因此，企业在决定资本结构时，必须要权衡负债的避税效应和破产成本。权衡理论以后又发展为后权衡理论，后权衡理论的代表人物是迪安吉罗（Diamond, 1984）、梅耶斯（Mayers, 1984）等人，他们将负债的成本从破产成本进一步扩展到了代理成本、财务困境成本和非负债税收利益损失等方面，同时，又将税收利益从原来所讨论的负债收益引申到非负债税收收益方面，实际上是扩大了成本和利益所包括的内容，把企业融资看成是在税收收益和各类负债成本之间的权衡。

² 按照詹森和梅克林（Jensen and Meckling, 1996）的定义，代理成本可化分为三部分：①委托人的监督成本，即委托人激励和监控代理人，以图使后者为前者利益尽力的成本；②代理人的担保成本，即代理人用以保证不采取损害委托人行为的成本，以及如果采用了那种行为，将给予赔偿的成本；③剩余损失，它是委托人因代理人代行决策而产生的一种价值损失，等于代理人决策和委托人在假定具有与代理人相同信息和才能情况下自行效用最大化决策之间的差异①。显然，①和②是制定、实施和治理契约的实际成本，③是在契约最优但又不完全被遵守、执行时的机会成本。

³ 也称息税前利润（Earnings Before Interest and Tax, EBIT）通俗地说就是不扣除利息也不扣除所得税的利润，也就是在不考虑利息的情况下在交所得税前的利润，也可以称为息前税前利润。息税前利润，顾名思义，是指支付利息和所得税之前的利润。

c 存在

最优资本结构是存在的。最优资本结构的存在性可以表现为以下几个方面：

①现实中的企业，资本结构中都是既存在债权资本，也存在股权资本。资本结构为 0 和 100%的企业在现实中是不存在。这说明企业选择既包括债权融资又包括股权融资的混合融资，要优于仅选择债权融资或者是股权融资的单一融资。Berglof & Thadden (1994) 认为，有多个投资者各自拥有短期和长期权益的资本结构要优于只有一类权益的资本结构，最优资本结构应该是股权与债权、短期与长期债权并用。因为企业的资本结构影响到经营者与投资者未来潜在的谈判，这一预期会影响到的投资决策。一般地，企业会选择超过一类投资者，对不同的投资者在不同时间和自然状态间分配他们的权益。既然企业要同时选择债权融资与股权融资中，则必然会存在一个股权融资与债权融资的选择比例问题，也就是资本结构的选择问题。

②现实中不同行业的企业，其资本结构是存在很大差异的。这说明，不同行业的企业由于受企业特性的影响，资本结构也是不同的。不同行业之间资本结构的差异，说明最优资本结构存在的。如果不存在最优资本结构的话，不同行业的资本结构应该是随机分布的，但是事实却表明不同行业的资本结构存在显著的差异，这说明不同行业的企业在资本结构的选择上是存在差异的，这暗示着不同的行业存在着各自的最优的资本结构。

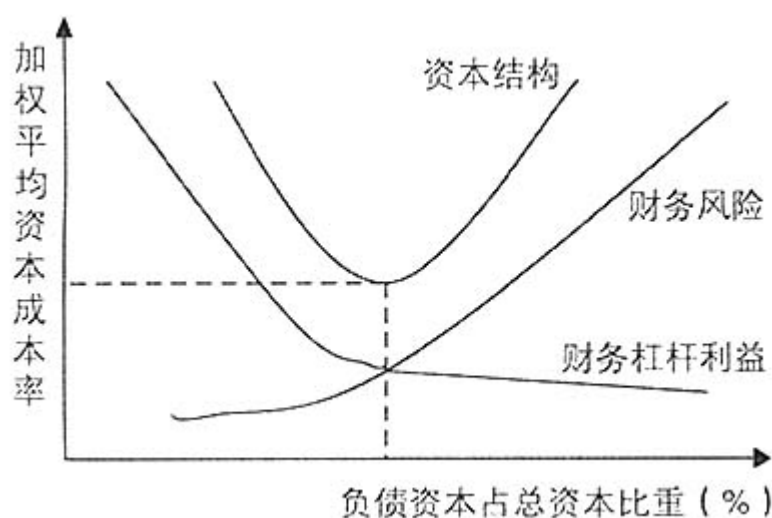


图 4：资本结构、财务风险与财务杠杆利益

③债权融资对企业价值的影响具有两面性，一方面债权融资有促进企业价值增加的一面，同时债权融资也有使企业价值减少的一面。债权融资的引入，一方面通过税盾作用，会减少企业所缴纳的所得税，降低股权代理成本，提高企业经营管理者对企业的控制权，向外界投资者传递企业的有关信息；另一方面，随着债权融资的增加，企业的风险不断加大，导致企业的财务困境成本与破产成本增加，企业的债权代理成本提高。由于债权融资对企业价值影响的两面性，表明过少的或者是过多的债权融资，都对企业价值产生不利的影响；只有适量的债权融资，才会对企业价值产生有利的影响。

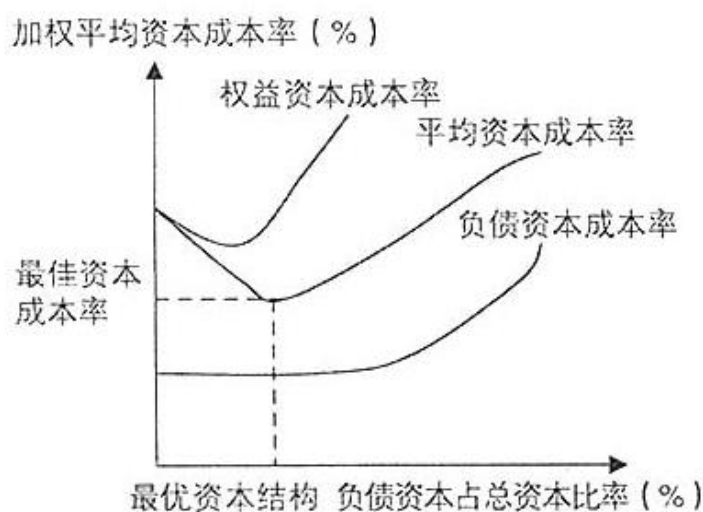


图 5：资本结构的平均资本成本率的构成

3. 海航集团快速扩张的方式之一便是企业并购重组，请问企业间的并购重组能否为股东带来价值？何为恶意收购，面对恶意收购公司怎样作为？海航并购重组为国内快速扩张带来了哪些启示？

分析思路：本题主要运用《公司金融》教材中企业并购与重组部分知识，并结合案例中精彩片段即可获得生动形象解答，同时可以继续向外延伸如：上世纪 80 年代中期最大的恶意收购案——RJN 纳贝斯克公司收购案，并可以类比思考近期安邦集团频频举牌民生银行、招商地产等上市公司的内在逻辑，从而可以对该节知识有更深刻的理解与把握。

（1）并购重组可以创造价值吗？

并购重组是两个以上公司合并、组建新公司或相互参股。它往往同广义的兼并和收购是同一意义，它泛指在市场机制作用下，企业为了获得其他企业的控制权而进行的产权交易活动。并购在国际上通常被称为“M&A”，即英文 Merger & Acquisition。国内市场对并购重组的定义比较模糊，包含了兼并、收购、托管、股权转让、资产置换、借壳、卖壳等行为在内的广泛的定义。因此它是泛指一切引起企业所有权改变，或资产转移的行为。

a 并购动因

①横向并购与规模经济

美国第一次并购浪潮产生于 19 世纪末 20 世纪初，这次大规模市场扩展的同时也带来了专业化，专业要求低效率让位与高效率的企业，这些都暗示着规模经济对企业发展的巨大推动作用，也因此刺激了企业规模的扩大。当然也有部分学者将此次兼并运动归因于企业“为垄断而进行的兼并”¹。

②纵向并购与协同效应

第二次并购浪潮开始于 20 世纪 20 年代整个经济上升期，一些学者（Stocking）认为这些兼并运动是运输、通讯事业和零售业大发展的结果，汽车作为新型运输工具增加了消费者的流动性，也扩大销售者的销售区域，利润低的大规模分销作为一种新的销售手段，这些都促进了企业经营规模的扩大，从而在一定程度上促进企业缩短流程、改善绩效、增大规模的纵向兼并。通过企业的纵向联合，可以是行业中处于不同发展阶段的企业联合在一起，从而获得经营上的协同，减少交易费用，提高管理水平。

③混合兼并与多样化经营

第三次并购浪潮发生与美国 20 世纪 60 年代（1967-1969），对于这一阶段兼并的理论解释可以分为管理者多样化及财务协同效应两个方面。“管理者多样化”认为，管理者为了保持组织资本和声誉资本在财务和税收方面的优势，经常

¹ 比如 Stigler（1950）将此次兼并的特征描述为：企业为了获取垄断利润。

寻求多样化的经营,而由于企业的内部资源有限,因此兼并成了极为有效的手段。

“财务协同效应”认为通过兼并可以使得企业的内部资金外部化,或者说是拥有大量现金流和少量投资机会的企业与有少量的现金流及大量外部投资机会的企业达到融合,这两种企业的合并会使资金短缺者得到较低的内部资金成本优势。

④金融创新与潜在价值低估

第四次并购浪潮出现在 20 世纪 80 年代,这一阶段的并购理论主要有 Tobin 的 q 值理论¹和 Jensen (1986) 提出的自由现金流假说²。Q 值理论主要阐明了在不考虑资本利得税的条件下,当企业市场价值低于其重置成本是,并购将有可能发生。而自由现金流假说认为公司股东为了降低管理者所控制的资源数量而寻求更多投资机会时会促使并购发生。同时,许多企业还利用并购进行合理避税³。

⑤全球化与外部冲击

全球化与信息技术革命使得在 20 世纪 90 年代迎来了第五次并购浪潮。跨国公司凭借其在管理、技术、品牌上面的优势成为了这一次并购浪潮中的领导力量。Caves (1982) 认为纵向的跨国企业将中间产品的市场内部化,而横向跨国企业将无形资产的市场内部化,Mitchell 和 Mulherin (1996) 提出了并购的外部冲击理论,阐述了并购的发生时由于外部因素,如技术革命、全球化、政府监管的放松等变动而引起的。

¹ 经济学家托宾于1969年提出了一个著名的系数,即“托宾Q”系数(也称托宾Q比率)。该系数为企业股票市值对股票所代表的资产重置成本的比值,在西方国家,Q比率多在0.5和0.6之间波动。因此,许多希望扩张生产能力的企业会发现,通过收购其他企业来获得额外生产能力的成本比自己从头做起的代价要低的多。

² 迈克尔·詹森(Michael C. Jensen)(1986)提出的自由现金流量假说,也称为自由现金流量的代理成本理论,即融资结构会通过约束自由现金流量,减少经理人员可用于危机处理的现金流量,降低经理人员的控制权,对企业代理问题产生积极影响,并影响企业的价值。詹森认为,自由现金流量应完全交付股东,这将降低代理人的权力,同时再度进行投资计划所需的资金在资本市场上更新筹集将受到控制,由此可以降低代理成本,避免代理问题的产生。

³ 主要有:1、企业可以并购一些没有或只有较小股利支出的成长型企业,并在其进入成长期后在将其出售,从而以资本利得税来替代一般所得税。2、一个盈利强的企业通过与一个有累积亏损的企业合并,可以达到少缴甚至不缴企业所得税的目的。

一般来讲，每一轮的并购兰超都伴随着技术革命、产业调整、经济增长等外部因素，但其对个体而言并购动机有着很大的不同。

b 企业绩效的评估指标及理论研究方法

①企业绩效的评估指标

主要包含以下五种¹：

I 以市场为基础的衡量指标，包括全部股东回报率（TSR）、股东价值增值（SVA）、市场价值增值（MVA）；

II 以现金流量为基础的评价指标，包含内部报酬率（IRR）、净现值（NPV 或 FCF）；

III 以会计指标为基础的评价指标，如资产收益率（ROA）和每股收益和净利润；

IV 以剩余收益为基础的评价指标，如经济利润（EVA）和现金附加值（CAV）；

V 以经营业绩为评价指标，如：盈利能力市场份额、销售额和现金流量水平。

②并购绩效理论

企业绩效的理论研究方法是指一般通过企业绩效的评估指标根据一定的理论模型计算出企业的价值，根据企业价值评估结果的相关比较，得出并购绩效的结论，但此方法一般仅限于个案的研究，在实证方面不具有太多价值。但根据模型得到的部分绩效结论却可以广泛用于并购的实证研究中（如事件研究）。

c 企业并购绩效的实证研究方法

并购绩效的实证研究方法主要围绕两种思路开展，即检验重组样本公司在存在并购事项下股票市场对此的反应和检验并购对样本公司经营业绩（真实经济收益）的影响。在实证研究方面，国内外学者有以下常用方法：事件研究法²、经

¹ 本问直接引用陈雨露等人编《金融学文献通论·微观金融卷》P512 结论。

² 事件研究法(event study)由Ball& Brown (1968) 以及Famaetal(1969) 开创，其原理是根据研究目的选择某一特定事件，研究事件发生前后样本股票收益率的变化，进而解释特定事件对样本股票价格变化与收

营业绩对比法¹及个案研究法等。

d 国内并购的实证研究结果

我国上市公司资产重组（并购）事件研究法的结论如下：陈信元和张田余认为国内证券市场通过弱势有效假设，所以采用了股价对并购信息的反应来进行研究，他们得出并购企业的超常收益率并不显著。万朝龄（2000）得出结论是市场公司并购有偿转让时间的确存在较为强烈的提前反应，在公告期后还存在明显的过度反应，其他方式的超常收益率不明显，这与陈、田的结论一致，反应了市场对出来并购能够使控制权转移的其他形式的并购重组不感兴趣。

在长期绩效研究中，方芳、闫晓彤（2002）实证分析表明，在并购当年，业绩有显著的上升，且幅度较高，说明企业在并购的第一年里，并购给企业带来了较好的收益，但在第二年业绩就明显下降。混合并购涉及产业转型，一般来讲产业转型的成功需要较长的时间和验证过程。

范从来和袁静（2002）从中国并购数据中先选出并购企业前后几年的若干数据做成指标体系，并减去行业均值得到新的指标体系，将这些指标按并购前一年、当年、后一年、后两年等分别做因子分析，从而得出业绩得分，再将并购前后的业绩得分进行比较从而得出结论。并且在行业属性上，分别得出了不同的结论，如下图²：

益率的影响，主要被用于检验事件发生前后价格变化或价格对披露信息的反应程度。

¹ 又称为会计事件研究法，该方法通常是通过财务数据来对并购行为进行中长期的检验，由于财务数据的多样性，一般要从众多的指标中挑选出一些进行分析，通常盈利能力、市场份额、销售额和现金流量水平等经营业绩指标会成为评判标准。

² 摘自范从来，袁静. 成长型、成熟型和衰退型上市公司并购效率的实证分析. 企业经营与管理，2002（8）。

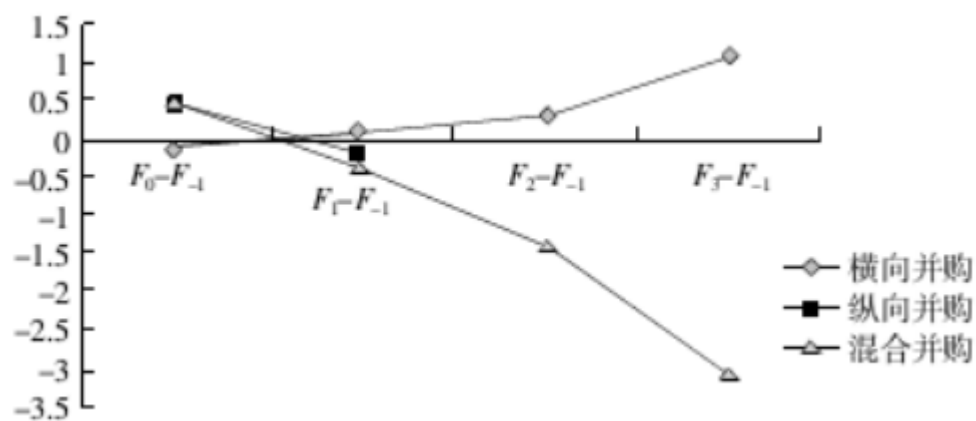


图 6：成长性行业中不同类型并购效率比较

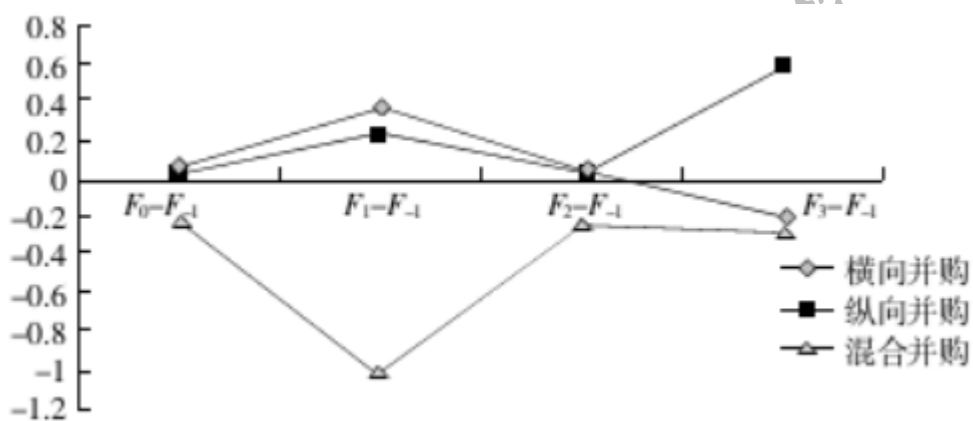


图 7：成熟性行业中不同类型并购效率比较

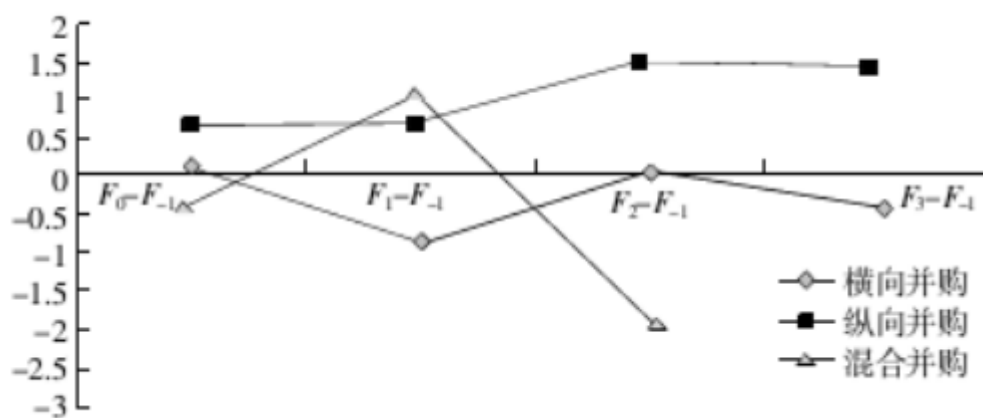


图 8：衰退性行业中不同类型并购效率比较

(2) 何为恶意收购，面对恶意收购公司怎样作为？

恶意收购(hostile takeover)，是指收购公司在未经目标公司董事会允许，不管对方是否同意的情况下，所进行的收购活动。当事双方采用各种攻防策略完成收购行为，并希望取得控制性股权，成为大股东。当中，双方强烈的对抗性是其基本特点。除非目标公司的股票流通量高可以容易在市场上吸纳，否则收购困难。敌意收购可能引致突袭收购。进行敌意收购的收购公司一般被称作“黑衣骑士”。

为防止公司被恶意接管，通常公司管理层及股东可以采用如下措施：

①预防措施：

a 驱鲨剂条款：为了防止公司被恶意收购而在公司章程中设立一些条款，通过这些条款来增加收购者获得公司控制权的难度，这类条款被称为“驱鲨剂”条款，主要有：董事会轮选制、董事资格限制及超多数条款。

b 提高收购成本，主要有：金降落伞法（Golden Parachute）、银降落伞法（Silver Parachute）及锡降落伞法（Tin Parachute）也就是遣散费一类。

c 毒丸计划（Poison Pill），又名股权摊薄反收购措施，公司面临敌意收购时给予股东或债务人的特权。

具体分为：

外翻式（Flip-over Pill）：合并时以低价购买收购方的股票。

内翻式（Flip-in Pill）：以低价购买目标公司自己的股票。

盛大购买新浪 19.5%股权之后，新浪启动毒丸计划：一旦盛大及其关联方再收购新浪 0.5%或以上股权，2005 年 3 月 7 日记录在册的股东每股将获得一份购股权（收购人除外），有权按照半价购买新浪股票，购股权的行使额度是 150\$。假设 3 月 7 日新浪股价是 32\$，新浪当时总股本 5048 万股，盛大持有 984 万股（19.5%）

如果盛大继续收购，毒丸计划实施，盛大持有的股权将被稀释为：

$984 / (984 + (5048 - 984) (1 + 150 / 16)) = 2.28\%$

如果盛大停止收购,新浪董事会将以每份购股权 0.001 美元或经调整的价格赎回,最终盛大 2006 年无奈抛售新浪 17%的股份,新浪反收购成功。

d 其他措施:交叉控股、自我控股、员工持股计划。

②主动性措施

a 焦土战略 (Scorched Policy)

焦土战略是一种目标公司“自残”的策略,主要包括加速还款、高价购买不必要的资产、或大量举债等。

对收购方而言,影响了目标公司的估价,使收购方的收购兴趣下降,尤其对杠杆收购不利,因为现金流价值下降,导致收购时的融资变得困难、收购后的整合难度也加大。对速度较快的恶意收购时,难以奏效。

b 出售皇冠明珠 (Sell Crown Jewels)

出售皇冠明珠,就是将公司最有价值的部分出售,从而使收购方失去收购的兴趣。

目标公司一般会考虑将有价值的资产出售给关系企业,待收购风潮过去后,再行回购;也有直接市场中公开出售的,但是,公开出售优良资产,容易使优质资产直接落入收购者手中,反而减少其收购成本,也有可能被其他竞争者购得,从而影响公司未来的发展。

c 回购股份 (Share Repurchase)

目标公司通过买回自己公司的股票对抗收购方,减少市场中可供收购的股份,使收购方收集股票的难度加大;提高股价,增加收购方进一步收购的成本;

通过回购股份,显示抵抗的决心;利用回购消耗公司的现金资源,甚至不惜负债,从而使公司的财务风险加大、被收购的价值下降。

d 绿色邮件 (Green Mail)

绿色邮件是目标公司以一定的溢价购买收购方先前所持有的本公司的股票。绿色邮件是对收购方的妥协和贿赂。绿色邮件通常还包括一个大宗股票持有人在

较长期限内不得持有目标公司股票的约定，一般为五年到十年，此举保证了目标公司在一段时间内不会受到该袭击者的并购威胁。

e 诉诸法律

诉诸法律是指利用并购方在收购过程中的法律漏洞而进行诉讼，通过法律手段来判定并购无效。

与并购相关的法律一般有两类：反垄断法和收购程序法。反垄断法是指并购完成后，收购方可能形成对市场的垄断，因此可以提起反垄断调查。更为常用的是寻找收购方在收购程序方面的法律漏洞。

f 寻找白衣骑士（White Knight）

寻找白衣骑士是指在遇到恶意收购时，向关系密切的企业求助，通过关系企业参与收购竞争，从而挫败恶意收购行为或者迫使恶意收购方提高收购价格。

(3) 海航并购重组为国内快速扩张带来了哪些启示？

①多元化与国际化齐头并进，逐步降低集团总体产业风险。了解海航发展史便可知海航在发展初期便提出了多元化与国际化的战略，这是由于海航高层始终心存危机意识，只有多元化、国际化方可降低海航集团风险。从早期重组西安民生¹、宝商集团²到如今借壳九龙山³，海航一直注重多元化发展。另一方面，海航并购 GE SEACO 公司⁴、NH 酒店集团等一系列海外公司便是布局国际化战略，同时海航集团提出外来海外资产将占集团总资产的 40%以上，这充分表明海航十分注重国际化布局，同时也进一步降低了海航集团的非系统风险。

②通过借壳或是自身打造，争取在每个板块都有上市公司平台，既提供了资产证券化的渠道，又为集团并购提供持续的现金流。如今海航集团旗下有 9 个上市公司，分别是：隶属于航空板块的海南航空，隶属于海航实业的海岛建设、美兰机场、西安民生及易食股份，隶属于海航资本的渤海租赁和亿城投资，隶属于

¹ 详见案例正文部分 PP17-18

² 详见案例正文部分 PP17-18

³ 详见案例正文部分 PP25

⁴ 详细情况请回顾正文部分 PP27

海航旅业的九龙山以及隶属于物流板块的天津海运。例如海南航空上市十多年来，共募集了近 200 亿的资金，为集团并购重组提供了大量资金。又如海航集团通过注入海航香港给上市公司渤海租赁¹，获得 16.5 亿资金，从而实现资产证券化。再有海航集团近三年通过质押旗下上市公司股权，发行信托募集近 140 亿资金，补充流动资金及助力海航集团持续并购。

③不断通过并购重组，迅速扩大自身规模。如果说海航不通过资本运作而仅通过不断提高自身经营来扩大规模，想要做到目前 4800 亿的“巨型航母”，可能性几乎为零。而海航正是通过不断融资，并购，在融资，再并购模式来自我扩张，不断用 20% 的资产去控制 100% 资产，将金融财务杠杆发挥得淋漓尽致。因此，从某种意义上来说，通过杠杆并购迅速扩大规模确实是一种行之有效的方案。

④收购出击迅速，及时抓住市场机遇，从而占领市场扩大资产规模。例如早期海航集团在收购长安航空时²，当时最早接触西安国资委的是其他两家央企航空公司，而海航集团在不具任何优势的情况下祭出绝招：并购组成员轮番请当地领导吃饭，一个月后海航成功购入长安航空，从而避免优质资产落入竞争对手之手。

⑤频繁利用上市平台进行关联交易，粉饰公司财务数据，进行利益输送。例如 2008 年海南航空以成本价 6 亿元将北京科航大厦转让给海航集团，同年底海航集团又将科航大厦 95% 股权作价 17.28 亿元转让给上市公司海南航空，于是海南航空当年巨亏 14.24 亿元，而海航集团当年却扭亏为盈。再如 2011 年为了粉饰渤海租赁，海航集团将海航香港 100% 股份作价 24.3 亿元转让给渤海租赁，使其当年会计利润大增，从而避免海航集团利益受损。

4. 众所周知，企业并购后的整合尤为重要，为了避免并购失败，通常会采用何种措施？海航集团的并购整合效率又怎样？

¹ 具体事件请回顾案例部分 PP21-22

² 此次并购事件可查阅案例部分 PP12

（1）企业并购失败率高

一个世纪以来，全球先后掀起了五次并购热潮，而且是一浪高于一浪。然而，与金额巨大和数量众多的并购案例相比，企业并购的成功率却难尽人意。国外多项研究表明，企业并购的失败率高达 50%—80%。美国《商业周刊》的研究结果表明，75%的企业并购是完全失败的。而我国开展并购活动的时间相对较短，在实践经验、理论、环境等方面都不成熟，从而导致我国企业并购成功率更低。有统计数据表明，成功的比例不超过 20%。

（2）并购失败原因分析

①政府原因。在西方国家，企业兼并是企业的自主行为，主要是围绕企业成长壮大而进行的一种资本集中活动。政府则是对企业兼并提供辅助服务。而我国政府则扮演了极为重要的角色，政府出于政绩考虑，非为企业效益考虑，盲目地、强制性地对企业兼并进行干预，把许多濒临破产的企业并入优势企业，其后果是行政垄断了兼并，削弱了优势企业的竞争力。

②并购目标不明确，并购定位失误。企业一开始对自己的并购目标不明确，并没有搞清楚并购的目的，并购后组建的新企业要朝什么方向发展。有些只是出于冲动，有些是为了虚张声势。在这种情况下，并购者不可能对并购对象进行详细分析，也不可能对并购后新企业的发展战略目标有详尽的了解。这种目标不明确的并购往往以失败告终。其次，企业并购定位失误也会导致并购的失败。企业对并购涉足的领域定位不明确，什么都干，以为经营越多元化越好。这样往往会造成主业不突出，竞争力削弱，企业经营陷入困境。例如，深圳宝安集团股份有限公司从 1991 年先后在上海北京等十几个省市收购兼并和参股当地企业，业务涉及制造、房地产和金融证券等许多领域，甚至向海外扩张。虽然扩张速度快，但缺乏核心竞争力的主营业务支撑，并加之管理不善，致使企业陷入困境。还比如 20 世纪 70 年代可口可乐公司曾在水净化、养虾、水果生产及影视制作等行业进行并购，但却只带来了 1% 的资本收益率。

③对目标企业调查了解不够深入。企业受主观和客观因素的影响，对目标企业的认识并不深入，很可能对目标企业的价值估计不准确，导致某些看似符合企

业并购战略而实际上对并购方来说并不适应的企业成为了并购目标。

④并购后整合不力。不同的企业有自身不同的特色。原来不同的业务领域、管理风格和文化背景等的企业一旦合二为一，不可避免地产生一定的冲突。这些冲突如果处理不好，非常容易导致并购的失败。20 世纪 80 年代末，日本索尼公司和松下电器公司分别收购了哥伦比亚三星公司和 MCA 公司，但由于日本企业文化是营造一致意见，这与美国推崇的强烈自我意识、商业化环境格格不入，最终因公司文化和经营理念的较大差异而告终。因此，企业并购后的整合成为了并购成功与否的关键。

(3)对策建议

①明确并购目标，制定并购战略。企业在并购之前一定要明确并购的目的，确保并购能实现自己的目的，能提高企业的竞争力和获得企业的长远发展。同时，要在明确目标的基础上，制定完善的并购后的企业发展战略。找准并购后企业的市场定位，所经营的业务范围和核心竞争力。切忌单纯为了扩大企业规模而进行的企业并购。

②并购前对目标企业要进行详细调查，正确选择目标企业。首先，是要从战略高度挑选目标企业。目标企业应符合收购方企业的战略布局，有利于企业长远发展。收购方对目标企业的竞争优势、弱点和增长潜力必须进行客观评估和判断。其次，应对目标企业进行详尽的财务分析，为合理确定目标企业兼并价格提供有效依据，还可以预测企业兼并后的收益与风险情况。2002 年联想集团成功收购中国最大的管理咨询公司汉普国际，正是由于联想集团在并购前对汉普国际进行了详细的调查分析。这个详尽调查的内容涉及业务、财务结构等非常深层次的问题，通过对汉普国际优劣势的分析，来预测联想的并购能否产生一加一大于二的效果。

③企业并购后要进行有效的整合。将两个不同的企业合二为一，必须要在并购后进行有效的整合。

I 管理制度整合。两个企业在合并前有不同的管理制度，合并后应调整和重构能够提高企业竞争力，获得长远发展的管理制度。并购方将本企业优秀的管理

制度移植到目标企业，并充分利用目标企业优良的制度来弥补自身的不足。三九集团对雅安制药厂的并购是成功进行管理制度整合的典范。并购后的短短两年就实现了 5417 万元利润，资产总额由并购前 1100 万元增长到 13000 万元，其中的重要原因是引进了“三九管理机制”。他们的具体做法是：实行董事会领导下的总经理负责制，合理确定管理层次和管理幅度，建立激励和约束想对称的经营机制，大力推进基础管理创新。由此可以看到，企业并购后的管理制度整合是十分重要的。

II 资产负债整合。企业并购后对资产的整合一般着重于对固定资产、长期投资和无形资产的整合。在各种资产的整合中，并购方应结合自身发展战略和核心能力构建的要求，对资产进行鉴别、吸纳或剥离。债务整合就是调整债务结构，使企业的负债率调整到一个比较合理的水平。

III 人力资源整合。人力资源作为生产力各要素中最活跃的要素，对企业并购后生产效率的发挥起着决定性作用。因此，留住人才、稳定人才从而整合人才，以减少因并购引起的人员震荡，就成为人力资源整合的首要问题。秦皇岛华联商城并购安徽新长江网络经济发展有限公司后很好地实现了人力资源的整合。主要是采取了整合经营领导班子和稳定人员的措施。并购前，华联商城的经营班子由 9 人组成，并购后，新长江选派 3 位高级管理人员进入经营领导班子。再从华联商城原中高层管理人员中，按竞争上岗，优胜劣汰的选择机制破格提示任用 4 人。而并购后为了稳定人员，在新的改革方案出台之前，现有干部岗位待遇不变，现有员工岗位不变。

IV 企业文化整合。由于并购双方企业的发展轨迹和演变过程不同，文化的冲突和碰撞是不可避免的，因此并购后应整合企业的文化，塑造企业共同的价值观，有意识地将企业文化塑造出一种理想的模式。

（4）海航并购效率

不可否认，资本运作在海航高速发展的历程中起到了“无可替代”的作用，但反观海航激进的并购作风，有些问题确实值得探讨。

①资本扩张太快，并购后资产整合不够

自 1993 年 1000 万起家，到如今 3600 亿资产规模，短短 20 年时间，海航资产规模扩张高达 36000 倍，而高速的资本扩张便是背后的推动力。据公开资料显示，海航集团 2010 年底净资产为 99 亿元，资产总额 1111.18 亿，但负债总额却高达 868.6 亿之巨，资产负债率高达 78%；然而两年之后至 2012 年年，海航集团资产总额高达 3600 亿，营收超过 1200 亿，有公开资料表明：海航集团在这其间 29 个月内，连开 17 “枪”。这样频繁并购的背后，资产整合却始终乏力。主要体现为：

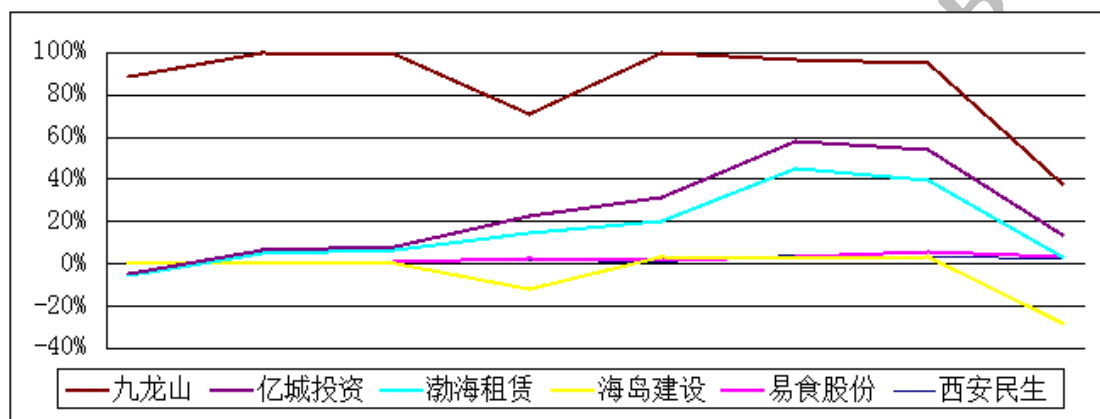


图 9：海航集团下属 6 家上市公司收购前后两年内净利率百分比堆积折线图

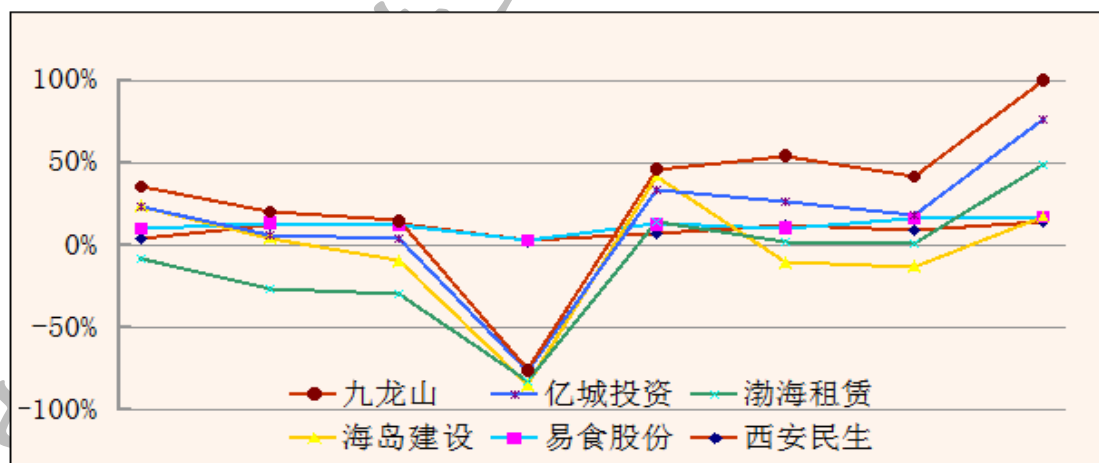


图 10 海航集团下属 6 家上市公司收购前后两年内 ROE 变化情况

I 难以整合被并购企业相关资源

例如海航集团在 2012 年收购法国蓝鹰¹，然后半年过后，蓝鹰的航线资源及航线网络仍未被整合；再有海航集团现有的 8 大上市公司，除海南航空、美兰机场及西安民生三家营收等财务数据较为满意外，其他公司基本盈亏持平甚至爆出亏损，这从侧面反应了海航集团的整合力度不够。由上图可知：“海航系”旗下 6 家上市公司收购前后两年内，公司核心财务指标净利率除西安民生及宝商集团这两周期性较弱的传统行业上市公司未发生较大变化外，其余 4 家公司均有不同程度的下降，其中海航旅业旗下的九龙山净利率下降最为明显，两年内几乎下降了 60%。另一方面，6 家公司收购前后两年内除西安民生及宝商集团 ROE 未出现较大波动外，其他 4 家 ROE 都发生不同程度的波动，尤其在收购发生后 3 到 6 个月内，公司 ROE 出现大幅下滑。由此可以佐证：海航集团在收购企业后，资源整合力度不足，这一现象或许普遍存在于多数被并购企业中，因此更应引起相关并购方的重视，尽量避免这一现象。

II 被并购企业在文化、管理方面的融合，存在较大问题

例如海航集团在 2011 年 3 月收购九龙山后²，内部文化及管理整合不够，导致海航占有绝对控股权，然后在公司治理方面却被原股东架空，而集团派驻的 CFO 更是在内斗中被董事会罢免；而海航在并购海外企业更将面临文化、制度、法律等一些棘手问题，这些问题一旦处理不当将造成极大风险。因此，也希望我国一些并购集团在收购企业尤其是海外企业时，一定要注意做好尽职调查，避免因文化、习俗等因素而造成控股企业内耗，损害股东利益。

②集团资金链较为脆弱，抗风险能力较低

海航集团在外人看来，一直是“出手阔绰”，而据海航集团内部员工透露，其实海航一直很缺钱，公司 CFO 或许不需要较高的财务能力，但只要能为集团融入资金，在公司发展将会很快，而且集团对旗下公司每年都下了融资任务，未达标者将受到处罚。同时，海航集团在扩张同时，将面临如下压力：

I 部分产业子公司的亏损将冲击集团资金链，从而使本就脆弱的资金链难抵

¹ 事件回顾请查阅案例正文 PP16

² 详情请查阅案例正文 PP25-26

御风险。由下表及相相应走势图可知，海航集团 6 家上市公司再被收购后西安民生及易食股份权益乘数未发生较大变化外，其余四家均发生较大变化，其中海岛建设尤为突出。由 MM 定理（含税）二可知，杠杆企业权益资本成本等于无杠杆企业权益资本成本加上风险报酬率，而风险报酬率有取决于企业资本结构和公司所得税税率，它表明随着负债增加，公司权益资本成本同样会增加，其公式为：

$$R_s = R_o + \frac{B}{S} \times (1 - T_c) \times (R_o - R_b)$$

由有效市场假说可知，企业权益资本成本增加，风险必然相应增加。另一方面，由权衡理论有：当公司负债较小时，此时由于财务困境成本现值较小，公司价值随着债务的增加而增长；当债务超过某一点时，破产成本现值增长快于债务利息税盾的增加，从而使公司价值不断下降，同时公司财务风险进一步加大。因而 PE 或集团公司在并购时应尽量控制好被并购企业负债率，避免因企业负债过高而导致破产风险加大。

表 2：海航集团下辖上市公司收购前后权益乘数变化

日期	西安民生	易食股份	海岛建设	渤海租赁	亿城投资	九龙山
前12月	1.68	2.13	6.13	3.89	2.69	1.51
前9月	1.62	2.13	6.19	4.22	2.55	1.52
前6月	1.77	2.18	6.35	4.62	2.60	1.50
前3月	1.64	2.04	12.86	1.70	2.91	1.59
后3月	1.62	2.11	12.20	4.76	2.89	1.60
后6月	1.65	1.87	13.31	2.13	2.72	1.59
后9月	1.72	1.86	13.99	2.39	2.67	1.54
后12月	1.77	2.07	-62.41	2.62	2.60	1.59

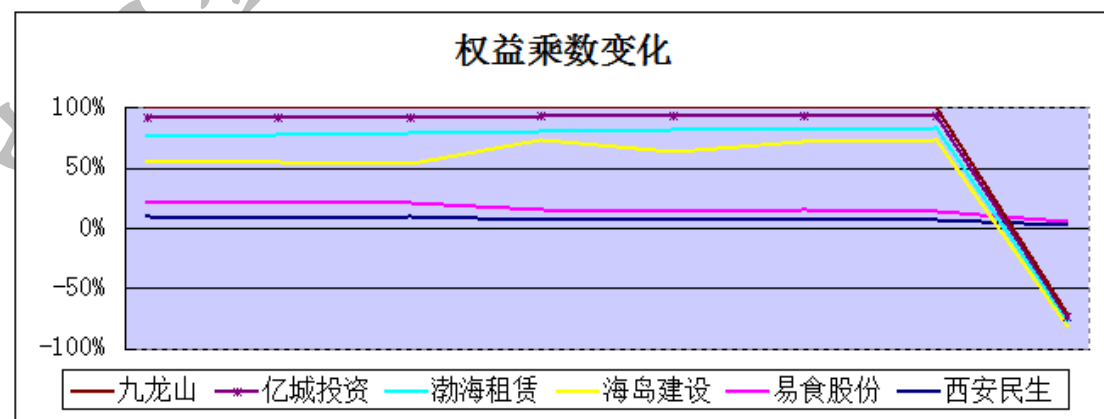


图 11：海航集团下辖上市公司收购前后权益乘数的百分比堆积图

II 海航集团近几年的扩张实际建立在“看涨”我国土地资产的基础上的，一旦我国房产经济不景气，土地资产贬值，将直接影响资产变现及抵押资产的缩水，从而使海航资金更加紧张。因而海航集团在今后的资产重组及并购中应更加稳健，尽量避免粗放式的并购整合。

III 宏观经济波动时集团扩张受限，资本运作的优势逐渐消失，内部整合问题更加凸显，企业现金流也将大打折扣。由下表及相应走势图可得：5 家上市公司经营及筹资现金流均有不同程度的波动，除渤海租赁（前文已介绍海航集团为做大该公司利润，故在半年内连续向其注入大量优质资产）现金流量在不断增加外，其余 4 家在并购后都呈现出下降趋势；而亿城投资最为明显，由最高约 12 亿元一直下降到约负 18 亿。一方面，并购公司若现金流不断下降，可能直接影响其近期偿债付息能力并可能带来较大的破产成本；另一方面，根据调整净现值法 ($APV=NPV+NPVF$ ，其中 NPV 为项目各期现金流净现值总和， $NPVF$ 为筹资连带效应) 及权益现金流量法 ($V = \frac{LCF}{R_s} - (\text{初始投资额} - \text{借入款项})$ ，其中 LCF 为各期现金流折现值之和)，当杠杆公司现金流量下降时，将直接导致公司价值下降，从而影响企业的借债能力，进而影响公司正常运行，损害股东利益。据一般经验，多数并购基金在购入企业后，将其现金流做大后迅速出售，故并购方在收购时也应选择正确时机进行并购重组，尽量降低非系统风险。

表 3：海航系 5 家上市公司收购前后两年内现金流量变化（单位：亿元）

项目 公司 时间	宝商集团		ST 筑信		渤海租赁		亿城投资		九龙山	
	经营现金流	筹资现金流	经营现金流	筹资现金流	经营现金流	筹资现金流	经营现金流	筹资现金流	经营现金流	筹资现金流
前12月	0.33	-0.33	0.3	-0.11	-0.12	-0.43	3.85	0.42	0.15	-0.21
前9月	0.11	-0.60	0.15	-0.14	2.14	2.3	9.49	-5.82	-1.46	-0.21
前6月	0.56	-0.58	0.18	-0.17	2.82	2.36	11.33	-4.45	-2.26	-0.11
前3月	0.83	-0.47	0.20	-0.02	3.05	6.57	12.15	-1.13	-1.96	0.30
后3月	0.38	0.13	0.30	-0.11	0.56	2.67	-3.30	5.11	-1.00	-0.14
后6月	0.04	0.47	0.15	-0.14	4.75	27.07	-2.47	3.01	0.55	-0.30
后9月	0.51	0.54	0.18	-0.17	5.52	60.37	-6.72	0.91	-2.26	-0.11
后12月	1.09	0.42	0.20	-0.02	16.71	63.66	-18.65	4.53	-1.66	1.60

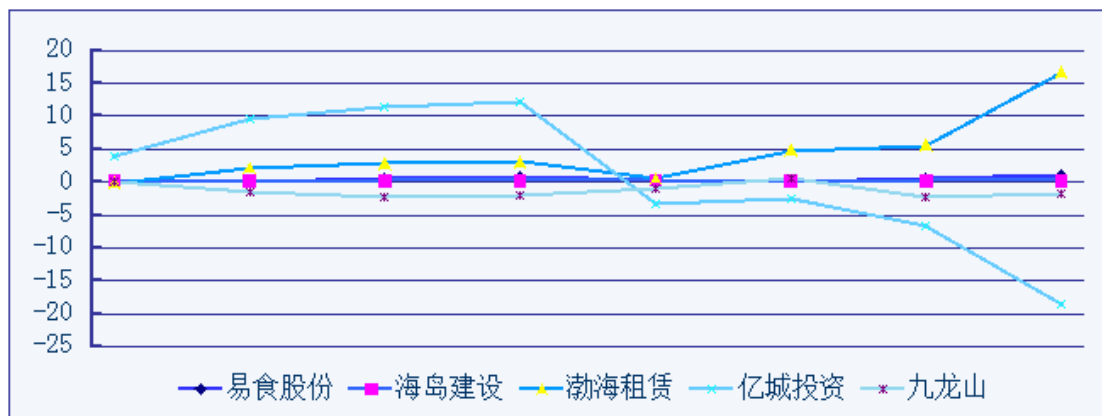


图 12：海航集团旗下 5 家上市公司收购前后经营现金流量变化（单位：亿元）

5. 何为财务困境？如何才能有效降低财务困境成本？海航这种高负债式的扩张，其又将如何面对高企的财务困境成本？

（1）何为财务困境？

①财务困境概述

企业界在使用财务困境这个词时，其含义也是多样的，它可以是，

含义（1）：当企业债务的相对价值“微不足道”时，发生财务困境。

含义（2）：企业现金流量不足以抵偿其现有债务的情况。这些债务包括应付未付款、诉讼费用、违约的利息和本金等。财务困境通常导致企业与其中至少一个债权人的重新谈判。

含义（3）：企业现有流动资产与流动负债的不匹配。

②财务困境分类

I 亏损型财务困境

亏损企业按其亏损时间，可分为偶然亏损企业、间断亏损企业和连续亏损企业三类。偶然亏损企业是指历史上没有亏损发生，只是目前一年亏损的企业；间断亏损企业是指历史上亏损时有发生，但并非连续亏损的企业，即时盈时亏的企业；连续亏损企业是指连续二年以上亏损的企业。弄清这一点很必要。因为我国

财务制度规定，企业亏损可由以后年度利润弥补，企业盈利可以先弥补以前年度亏损，然后计缴所得税，但弥补期限不能超过三年。若三年连续亏损，则第一年亏损就无法弥补。企业亏损的主要原因可能是：

- ①销售收入过小，成本费用过大；
- ②销售收入过小，现金短缺；
- ③成本费用过大，现金短缺；
- ④销售收入过小，成本费用过大，现金短缺。

对于前三种情况企业若能加强管理，问题不难解决。但是第四种情况则是进入财务困境。若不采取强力措施，恐怕企业只能破产，别无他途。

例如 1976 年，北美农机业三巨头 Massey Ferguson、国际 Harvester 和 Deere 的市场份额分别 34%、28%、38%。随后由于石油价格上涨，通货膨胀高居不下。1979 年联邦储备银行提高利率，希望抑制通货膨胀。但此举增加了用户融资购买农机的资金成本，农机需求显著下降。Massey Ferguson 和国际 Harvester 公司由于债务负担重而陷入严重的财务困境。而债务负担轻的 Deere 利用未使用的债务融资能力进行必要的投资，支援陷入困境的经销商。1980 年，Deere 公司在北美农机市场占有率上升到 49%，而 Massey Ferguson、国际 Harvester 分别下降到 28%、22%。1980 年底，农机业需求仍不景气。由于债务融资能力下降，Deere 公司面临削减投资专案和在发行新股(可能导致公司股票价格下降)的抉择。1981 年 1 月 5 日，Deere 公司宣布发行 1.72 亿美元新股，用于投资必要的专案，同时偿还部分债务，降低债务比例。Deere 公司因此重新储备了债务融资能力。而债务沉重的竞争对手 Massey Ferguson 公司和国际 Harvester 公司一直处于财务困境，最终均宣布破产。

II 盈利型财务困境

盈利企业按其发展状况，可分为稳健发展的盈利企业和超常发展的盈利企业。超常发展是只求利润，不顾风险的直线发展或急剧成长。尽管不乏有通过贷款、高负债进行高风险的投资扩张获得超常发展而成功的企业家和企业，但“技

改和扩建债务危机现象”非常普遍，财务危机深重、甚至破产的企业不胜枚举。盈利型财务困境往往始发于扩大销售。为了扩大销售，于是增加产成品存货，原材料存货，增加应收款项，增加设备投资。具体表现为一见订货踊跃，就唯恐生产能力不足。增加设备，进行固定资产投资，而自有资金又不充裕，于是借款。导致了固定资产过大，负债过大。

而固定资产购置后，必需要较多的相关原材料和在产品资金。这就造成存货过大并促使产成品资金上升。同时，由于借债或赊购的增加，负债进一步增大。这样产成品存货过大，造成赊销量过大，应收款项过大；应收款项过大又进一步导致借款的增加或应付款的无力支付，负债再次增加，这就出现了恶性循环。一旦市场变化，销货锐减，势必出现现金短缺，进入“有利可图，无钱可用”的财务困境。

③财务困境处理的一般模式

根据不同企业的实际情况，处理财务困境主要有三种形式：第一种是资产重组，企业通过出售部分资产，与其他企业合并，减少资本支出等方法来取得现金流，以偿还到期债务。第二种是破产清算，法人资格消失，通过清算来结束各种债权和股权关系。第三种是债务重组，企业与债权人就原债务合同进行谈判以确定新的债务合同，包括债务展期、债务减免和债转股等。在财务困境的处理方面，最主要的方法是债务重组。重组是为了使有复苏希望的企业在发生暂时支付困难时，避免进入破产清算程序。

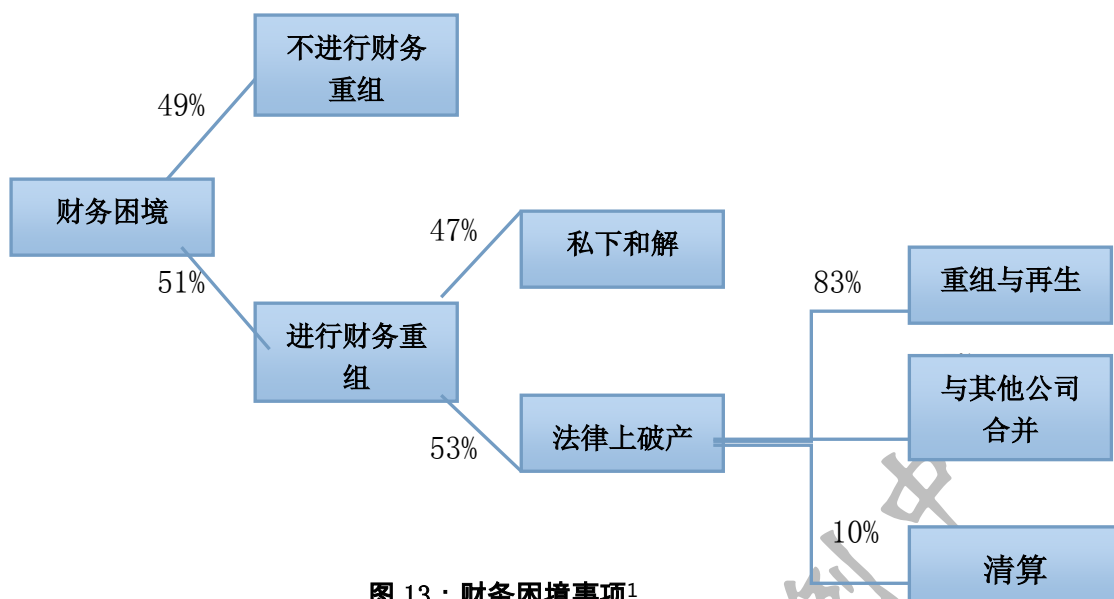
债务重组包括三种模式：

1) 正式重组，也就是在破产保护下重组，即在第三方-法院的领导下进行重组也称庭内重组；

2) 私下重组也称庭外重组，企业与债权人私下达成债务重组协议，

3) 预包装破产重组，即先与债权人达成协议，再通过法律程序重组。

3) 预包装破产重组，即先与债权人达成协议，再通过法律程序重组。

图 13：财务困境事项¹

I 资产重组

资产重组在国际上是相对简单的一种处理方式，最主要的形式就是通过出售部分非核心资产（一般在 10%~20%之间）或业务来变现资金以偿还到期债务，或者通过被并购等方式来获得还债的能力，政府几乎不干预。

在我国，由于国有企业的特殊性，资产重组更多的是政府行为而不是经济行为。一些经营状况良好但不具备兼并条件的企业在政府干预下，被迫兼并没有经济效益的困境企业，以避免破产引发的职工安置压力。但由于加大了企业负担，许多优秀企业被拖垮，随后也陷入困境，而有的上市公司为避免摘牌或配股的需要甚至仅仅为了股价炒作而进行资产重组，这些都严重影响了资产重组的资源优化配置功能。

II 债务重组

债务重组在我国被称作企业整顿，并包含了资产重组的内容，主要体现在《中华人民共和国企业破产法》中的整顿条款，以及 1992 年 7 月发布的《全民所有制工业企业转换经营机制条例》对破产程序外整顿的规定。债务重组在我国经济

¹ 摘自罗斯等著（吴世农等译）第9版《公司理财》P633。

生活中具有重要意义，对于改善我国企业不合理的债务结构，减轻企业特别是国有企业的债务负担有积极作用，同时又避免了破产程序容易引起社会震荡等消极因素。

但与债务重组根本目的是为了解决债权债务问题不同的是，我国的企业整顿是与国民经济的整顿结合在一起的，目的是为了治理经济环境、整顿经济秩序，手段以行政命令为主。因此在具体规定上，存在很大的差异，在适用范围上，只是针对全民所有制企业；在程序上，由企业上级主管部门提出并组织实施，并以企业与债权人达成和解协议为前提。

这些显然已经不适应当今经济环境，破产保护应该适合所有类型的企业，而如果能直接与债权人达成和解协议，也没有必要经过复杂的法律程序、承担昂贵的时间损失和费用。

债务重组涉及到市场、会计与法律制度，但由于目前我国资本市场的成熟、法律法规体系的不完善，条例规定破产程序外的整顿，涉及的主要是企业内部的一些整顿措施，对最为重要的企业与债权人之间的关系界定模糊。我国企业真正通过整顿获得成功的案例并不多，而且暴露出大量的问题：一方面通过重组和破产逃避债务成为债务重组的根本动力，严重侵害了债权人特别是银行的利益；另一方面，由于上市指标和配股资格作为一种稀缺资源，引发了地方政府主导的以“保壳保配”和“借壳上市”为直接目标的上市公司重组浪潮，侵害了中小投资者的利益和资本市场的健康发展。因此，从财务困境理论角度研究如何完善法律、法规以规范债务重组行为，不同财务困境处理模式在我国的应用和选择，内部控制人对财务困境处理的影响等方面应该成为我国财务理论界的研究方向。

3 破产清算

i 破产清算是解决财务困境最为极端的方式，也是我国研究财务困境最深入的领域。我国从1986年开始试行《中华人民共和国破产法》，经过十几年的实践，使政府官员和企业职工逐渐了解和接受了破产，积累了大量的经验，为建立更为完善的破产制度打下了基础。但在企业的破产过程中，无论从条文还是程序均暴露出不少的问题，主要表现在以下几个方面：

ii 从 1986 年开始试行的《中华人民共和国企业破产法（试行）》第二条、第三条规定：本法适用于全民所有制企业；企业因经营管理不善造成严重亏损，不能清偿到期债务的，依照本法规定宣告破产。由于现在公司的类型出现了有限责任、股份、合伙制、国有控股、国有参股等多种形式，而且非国有企业已经是我国经济增长和解决就业的重要动力，因此原来只适用于全民所有制企业的破产法已失去现实意义。

iii 对债权人利益的侵蚀。现有破产法将社会稳定置于债权人利益之上，首先考虑的全民所有制企业职工安置的问题。企业在破产以后，首先要用企业存留财产变现后的收入来安置职工，剩下的钱才能还债。实际上这已经不是纯粹经济意义上的破产，而是一种政策破产，所以债务清偿率极低，债权人合法利益受到了严重的侵蚀。特别是我国企业的债务绝大部分是银行贷款，在实践中，存在大量的违规出售产权、脱壳经营、母体裂变、假破产兼并等逃避银行债务的现象，银行被迫承担了大部分改革的社会成本。破产和重组对国有企业来说，不但不是是一种威胁和制约机制，反而成了一种诱惑，在很大程度上失去了促进公司治理结构和管理进步的作用。

政府行政干预及地方保护。国务院《在若干城市试行国有企业破产有关问题的通知》和《在若干城市试行国有企业兼并破产和职工再就业有关问题的补充通知》中规定，试点城市国有企业的破产实行预先报批的计划管理制度，使法院失去对破产案件受理的决定权，在破产清算中，清算组的组成也完全以政府行政官员为主体。而国际通行的做法是通过重组、破产管理人等制度，利用市场化的独立中介机构、专业人士（如会计师、律师、审计师等）来进行。这种制度上的欠缺为政府出于自身的利益行政干预提供了法律上的依据。

（2）如何才能有效降低财务困境成本？

财务困境成本（Financial distress cost）是破产成本、清偿成本等概念的延伸，从破产到财务困境、从破产成本到财务困境成本，反映了资本结构理论的发展和演变。对财务困境成本的定义有两个不同的角度，一是按事后成本来定义。例如“资产重组或债务重组成本即为财务困境成本”；一是按事前成本

来定义，John Kose 认为：财务困境成本是“使资产流动化的成本，包括营业收入和永续经营价值的减少，以及其他非直接成本如研发费用等”。

①财务困境成本的构成

财务困境成本的定义，特别是 Ross 的观点，实际上都是局限于财务困境给企业本身或者说股东价值造成的损失。根据财务困境定义，由于风险增大，首先会使债权人的债权价值（债券或贷款）贬值，从企业价值等于股权价值加债务价值的定义出发，这也是财务困境对企业价值带来损失，也就是财务困境成本的重要组成部分。除了公司和债权人必须承担财务困境的直接成本和间接成本外，当公司陷入财务困境时，由于缺乏支付能力，与公司利益相关的一些当事人也可能被迫承担部分成本，这些利益相关者包括商业合作伙伴、商业债权人、政府税务部门、退休人员、雇员等等。

因此，财务困境成本可以分为三个部分：一、困境企业承担的成本，二、债权人的损失，三、其他利益当事人的损失。这也是本文的财务困境成本定义，前两项对最优资本结构的决定有影响，同样也决定了风险折扣和清偿协议，第三项则与评估相关法律系统的效率有关。相对于企业陷入困境前的市场价值来衡量解决财务困境的成本，是现在普遍采用的方法，按照这个标准，本文将在对相关研究成果进行述评的基础上，对财务困境成本进行定量估计。

②财务困境成本的分类

财务困境成本可以划分成直接成本和间接成本，应该说大多数研究者对于这种分类方法并无异议。Warner（1977）则明确指出相关文献中提到的财务困境成本有直接成本和间接成本之分。直接成本包括律师和会计师费用、其他职业性费用，以及管理者消耗在破产行政管理事务上的时间价值。间接成本包括销售和盈利损失，以及除非接受特别苛刻的条款否则无法获取信贷或发行证券的可能性。直接财务困境成本源于不同权益求偿人之间协商、谈判而导致的交易成本，因此必定会发生。

虽然 Warner 提及间接财务困境成本是否产生取决于市场状况，但考虑到两方面的原因，间接财务困境成本的发生也是不可避免的。其一，当产品的潜在购

买者意识到企业违约在即时，该企业的销售、盈利和市场价值将下降。这可能因为产品的潜在购买者拥有不完全信息而以自己对企业财务状况的把握来评价其经营状况，财务困境向外界传递了企业生存寿命以及提供已销产品的配件和支持性服务的能力信息。其二，破产过程本身也会产生间接财务困境成本。破产重组委员会(受托人)作为法庭的代理人有权掌控企业的经营活动。这种委托——代理关系能否激励受托人有效经营财务困境企业，并以企业价值最大化为决策准则尚不清楚。但可以肯定的是，与管理者不同，受托人只需对法庭而不是企业的权益求偿人负责，因此受托人可以不按照权益求偿人的利益要求行动而导致非最优决策结果。这种机会损失归结为间接财务困境成本是恰当的。

与直接财务困境成本的范围十分明确相反，间接财务困境成本所包含的内容十分庞杂。例如 Alexander A. Robichek 和 Stewart Myers 指出财务困境所造成的投资机会损失相当可观。Myers (1977) 的分析表明，当投资收益只能归属于债券持有人时，企业很可能放弃这种盈利性项目，从而导致投资不足问题。所有这些都使间接财务困境成本进一步上升。根据财务学的利益相关者理论，企业与供应商、客户、雇员和债权人等存在财务利益关系。当企业陷入财务困境时，这些维系企业生存的财务利益关系体系无疑会受到损害，从而产生间接财务困境成本。

I 事前财务困境成本和事后财务困境成本

Robert W. White (1983), Kalaba et al (1984) 将财务困境成本区分为事前(破产)成本和事后(破产)成本。事前(Ex ante)成本指提交破产申请之前的成本，具体包括债权人在破产之前力图减少破产时的损失而导致的企业经营决策扭曲，以及企业风险的增加等。事后(Ex post)成本指提交破产申请之后的成本，例如破产过程的交易成本等。

虽然第一种和第二种财务困境成本的分类方法在提法上迥异，但实际上两者之间关联甚大，即事后财务困境成本相当于直接财务困境成本，而事前财务困境成本则相当于间接财务困境成本。

II Branch 四分类法

前两种分类方法将财务困境成本定位在财务困境企业本身所发生的成本和损失，实际上，财务困境除了对企业本身的业绩存在负面影响之外，对利益相关者以及其他社会主体都可能存在不利的一面，这些都应纳入财务困境成本的范畴。Branch（2002）从一个更广阔的视角来对财务困境成本进行分类，他将财务困境成本分成四个部分：（1）财务困境企业承担的实际成本；（2）财务困境企业的权益求偿人（而非企业自身）承担的实际成本；（3）财务困境企业的损失（与竞争对手的获益相抵销）；（4）其他社会主体承担的实际成本。其中，第 1、2、3 项对于权益求偿人来说都是相关成本。由于第 3 项仅对财务困境企业来说是一种损失，必有另外的企业获益，故不构成一项社会成本。社会成本仅包括第 1、2、4 项。

③降低债务成本的方法探讨

由于每类财务困境成本都是相当庞大的，它们的总和完全能够极大的影响债务筹资。因此管理者具有降低这些成本的动机，我们现在开始讨论一些使用的方法：

I 保护性条款

由于股东必须支付较高的利率，以作为防止他们自身的利己策略的保证，因此他们常与债权人定理协议以要求降低利率。这些协议被称为保护性条款，并被作为股东和债权人之间的贷款文件的一部分。保护性条款可分为两类：消极条款和积极条款：

a 限制公司的股利支付额

b 公司不能将其任一部分资产抵押给其他债权人

c 公司不能兼并其他企业

d 未经债权人同意，公司不能出售或出租主要资产

e 公司不可发行其他长期负债

积极条款规定公司所同意采取的行动或必须遵守的条件。例如：

a 公司同意将其运营资本维持在某一最低水平

b 公司必须定期提供财务报表给债权人。

此处所列条款并不详尽，仅提供给大家一个思考的思路。

保护性条款会降低破产成本，最终提高公司价值。因此即使债券条款减少了灵活性，仍能增加公司的价值，它们会是解决股东与债权人冲突的成本最低的方法。表 4 列示了典型的债券条款及其应用。

表 4：贷款条款

股东行为或公司形式	条款种类	条款的理由
当公司接近财务危机时，股东可能要求公司进行风险投资	财务报表信号	股东在破产前丧失价值；破产时债权人的瞬时较股东（有限责任）大得多；
	1 运营资本需求	投资的扭曲导致风险增大
	2 利息额	
	3 最小值	
股东试图转移公司资产给自己	资产处置的限制	这限制股东转移资产给自己并私下投资
	1 限制股利	
	2 限制出售资产	
	3 担保和抵押	
股东试图增大公司的风险	转换资产的限制	公司风险的增加有助于股东，因投资扭曲导致风险增加，而使债权人受损
股东可能试图发行同等条件或更优先权的新债务	稀释	这限制了现有债权人权利的稀释
	1 限制租赁	
	2 限制进一步的借款	

II 债务合并

破产成本高的一个原因在于不同的债权人（和他们的律师）相互竞争。这个问题可以通过债权人和股东间的适当安排得到缓和。例如，想一个或多个债权人借债。万一财务困境发生，这种安排下谈判成本最小。此外，债权人也可以购买股票。这种方式下，股东和债权人就不会利益冲突，因为他们不再是独立的利益主体。这在日本似乎是一种解决办法，通常日本的大银行在其贷款的公司中持有相当大的股票头寸。在日本，负债权益远高于美国。

（3）海航这种高负债式的扩张，其又将如何面对高企的财务困境成本？

①关停 200 家企业调整转型

2011 年 12 月 31 日，海航集团董事长陈峰表示，在全球宏观经济萎靡情况下，海航已做好“过冬”准备，早在今年 7 月就关停了集团内部 200 家小企业。海航集团早在 2011 年 7 月，就召开专题会议，并在下半年采取了一系列调整转型措施，关停了近 200 家缺乏盈利而且不具有战略意义的小企业。此外，对项目的清理和对闲置资产的处置，海航实现增收节支逾 40 亿。关于海航集团最近的调整转型，海航内部叫做“关、停、诊”这基于三个基本考虑：

其一，2012 年全球经济“寒风凛凛”，现在欧洲的主权债务危机，与 2008 年的经济危机是同一个问题，“大变局大动荡”的将持续开始。危机来了，海航集团要做好准备。

其二，海航传统的“跑马圈地”式粗放型的管理模式，向世界级的企业管理架构转型。2008 年金融危机以后，海航集团并购的速度很快，这些收购的资产，我们需要精耕细作。头 3 年是跑马圈地式的并购，以后海航就不是这样的。今年收购世界级的企业 GE SeaCo，10.5 亿美元，过去管的是小企业，现在管理的是世界级的企业。

其三，海航正在积蓄能量，准备新的发展。“我们”在今年 6 月以后，200 家缺乏盈利而且不具有战略意义的小企业。2011 年，“我们”的调整转型，取得了良好的成绩。海航作为大公司，小的项目不做了，我们以后做产业整合的事情，做大公司该做的事情，以后海航只吃大项目，不吃小项目，开始成功的转型。

②拉拢地方政府，获得政府补贴、税收优惠及廉价土地

在我国这种特殊政体下，地方政府为了追求业绩，增加当地 GDP、税收及就业机会，往往会采用税收优惠、财政补贴以及廉价土地来吸引大型集团投资，海航集团也就成为追捧对象。不可否认，海航集团在资本扩张的每一步都与地方政府紧密联系，据不完全统计，到目前为止至少有海南、云南、天津等 16 个省（直辖市）与海航集团达成合作协议，并且这些地方确实也给予了海航集团税收、补贴及土地的好处。

例如，海航在 2000 年重组美兰机场时，从海南政府以 70 元每亩的成本获得大英山机场 3000 亩廉价土地，10 年后该地块价格高达 500-600 万元每亩，仅这

一项海航集团获益将达百亿。2008 年金融危机后，三大国有航空公司获得国资委注资百亿，而海航却分文未收，此时与海航集团紧密合作的地方政府起到了关键作用，据不完全统计，近年来各地方政府共向海航注资近 35 亿元，及时缓解了海航资金短缺压力。

五、关键点

1. 海航集团起步于南方边陲——海南省，成立初期就决定了他的出生，犹如石头蹦出的“野孩子”。在 2000 年初期国内航空业呈现爆发式增长，各个地方性航空公司犹如雨后春笋，同时国内高层也加快了航空业的布局。此时，以三大央企航空公司为首的航空业并购重组逐渐拉开序幕，而海航集团为了避免在此浪潮中被整合，逐步走向了外延式扩张道路，如此同时上演了一幕幕高超的资本运作技巧。这确实为我们国内企业上了一堂生动的课程，那么在海航前期的资本运作事件中，我们又能学习并总结那些可取的经验及教训，这个值得我们深入思考。

2. 当海航度过了发展历程当中最危险的时刻，整体走上正轨之时，一场突如其来的“非典”将其航空业拉入了万丈深渊，此时海航开始调整战略部署，逐步以航空为核心，向外拓展旅游、实业、物流及资本等板块，经过一系列的野蛮式增长，逐步形成了以航空、物流、旅游、实业及金融为核心的五大产业集团。尤其是 2008 年国际金融危机以来，海航的步伐迈得更大，并在此期间经行了几次大规模的海外并购。在此我们暂且不考虑其整体部署规划，仅仅思考这种野蛮式的增长背后，海航是否有能力进行有效整合？尤其在扩过并购中，不仅要注意财务及法律风险，更应重视政治及文化风险，海航现阶段是否有能力进行整合并进行世界级公司的治理，任然具有不确定性。因此我们国内企业进行混合并购过程时，不仅要考虑公司战略规划，更应反思并购后的整合效率。

3. 海航在这 20 多年的扩张背后，其许多资本运作技巧是值得我们思考并学习的，但是某些“不当”方法（如拉拢地方政府，低价拿地做政绩、关联公司大量交易等）确实为外界所诟病，因此我们也应客观看待一些特定事件，并不能一

概而论，更不可全盘照搬。在国内资本市场逐渐完善同时，我们更应注重效率而非采用行政化方式强行整合，否则将带来较大整合失败风险。

建议的课堂计划

由于案例信息量较大，涵盖的理论内容重要且繁多，并且航海集团资本运作事件在不断推进，案例课堂计划可以根据学生的差异，尤其是对案例的阅读和课前对相应知识的掌握程度来设计有针对性的设计。本课程中案例主要按照 2 学时设计，同时建议学生结合案例内容，自己搜集最新资讯，进行自主性思考。然后再组织学生进行分组讨论。

具体安排为：

A 计划（全日制金融硕士）	B 计划（在职金融硕士）
<p>课前阅读相关资料和文献 3 小时</p> <p>小组讨论 1 小时</p> <p>可考虑到某些学生的基础知识薄弱和对应用的理解，要适当增加讨论后进行知识总结与梳理的时间。</p> <p>课堂安排：（90 分钟）</p> <p>案例回顾：10 分钟</p> <p>集体讨论：50 分钟</p> <p>知识梳理总结：20 分钟</p> <p>问答与机动：10 分钟</p>	<p>课前阅读至少 0.5 小时</p> <p>考虑到 MBA 学生课前阅读和讨论的可行性，建议将小组讨论置于课堂中进行。</p> <p>课堂安排：（90 分钟）</p> <p>案例回顾：10 分钟</p> <p>小组讨论：20 分钟</p> <p>集体讨论：50 分钟</p> <p>知识梳理：5 分钟</p> <p>问答与机动：5 分钟</p>

在课堂上讨论本案例前，应该要求学生至少读一遍案例全文，对案例启发思考进行回答。具备条件的还可以以小组为单位围绕所给的案例启示题目进行讨论。

七、案例后续开展

杠杆上的海航：8家A股上市公司5家资产负债率超70%，扩张融资模式待解¹

让“外界看不懂”的海航又有新的扩张动作。

2014年10月30日，海航旗下的又一航空公司—福州航空实现首飞，此时距离福州航空获批筹建仅8个月。早在今年7月，海航旗下公司曾三次宣布共160架飞机的购买计划，所耗资金近千亿元。

从最初的1000万元启动资金到现在4000亿规模的资本帝国，陈峰和他掌控下的海航只用了21年，汹涌扩张的基因已经融入了海航发展的血脉之中。

纵观海航的发展历史，不难发现杠杆化融资途径成为其赖以生存之道—不断通过抵押资产抑或股权质押，从而在市场募得资金，再而扩大自身规模。海航将这一模式从航空业延伸至旅游、金融、物流、地产等诸多领域，终成多元化、巨无霸企业。

扩张的同时，资金链紧绷的问题随之而来，海航的发展过程中经历了多次资金短缺的风险。其中以2003年、2008年和2013年最为严重，而海航总能通过撬动资本杠杆“死里逃生”。

2015年，海航再次祭出扩张大旗。其杠杆化生存模式是否能以为继？资金风险的边界何在？面对旗下9家上市公司5家资产负债率超过70%的现实，海航何以安然度过？这是陈峰眼下不容回避的难题。

杠杆融资之路

海航的发展史，某种程度上就是不断融资的历史。

海航获得的首笔融资便体量不小，1993年，其通过法人股募资获得8.5亿元，其中有1亿国资和6亿元的银行贷款，并以此购买了第一架飞机。从此，陈峰的融资之路开始越发宽广，甚至将触角伸向海外，成功说服“金融大鳄”索罗

¹ 摘自：时代周报，记者项义妹，网址：http://www.time-weekly.com/html/20141104/27017_1.html

斯，获得其下美国航空 2500 万美元投资，自此海航成为第一家中外合资的航空企业。

在多名接受时代周报记者的业内人士看来，海航购买飞机可谓“一机两得”——在海航发展初期，其高管就通透了飞机融资租赁中的“关隘”：购买的飞机，不仅壮大了机队规模，同时也成为抵押贷款时的固定资产；另外，航线的未来收益权也可作再度抵押贷款之用。直至今日，这一方法论仍然畅通无阻。这或许也是海航近期大规模购机的最好注脚。

2014 年 7 月，海航通过三次购机计划，共达成 160 架购机意向，合计斥资高达 927 亿元。

与海航购机进行合作的巴西航空工业公司中国区副总裁郭青告诉时代周报记者，海航旗下的天津航空向巴西航空工业公司购买的 40 架飞机将会在 2015 年开始交付，2021 年交付完毕。对于价格，郭青不愿详谈，只是简单回应称：“这是商业上谈判的结果，肯定是给了优惠的条件。”

“陈峰是极善于资本运作的，以航空业为例，其先是融资大批量购买飞机，而后再通过抵押飞机融资，再购买飞机，然后再进行抵押。从飞机延伸开来，海航旗下的酒店、土地、股权均成为了集团的融资杠杆。海航大规模扩张并购，然后用并购的资产再融资，再扩张，这一模式，海航屡试不爽。”一位长期关注海航集团发展的资本人士向时代周报记者表示。

不过，陈峰一直否认自己是一个资本运作高手。他在接受媒体采访时表示：“我不是资本市场运作的高手，我是实业发展充分利用资本市场机会的高手。”但多位长期关注海南航空的业内人士均对时代周报记者表达了如此疯狂的扩张模式下隐藏的风险：“在通过股权质押融资、扩张、再融资、再扩张的不断循环中，海航不可避免地走上了高负债率的扩张之路。”

倚重信托融资渠道

在海航看似欣欣向荣的发展景象背后，却是外界几乎从不间断的质疑声。

高资产负债率是海航旗下多家上市公司的共同特点。从 2014 年半年报数据来看，8 家 A 股上市公司中，有 5 家资产负债率在 70%以上，海南航空、西安民生、海岛建设、天津海运和渤海租赁，资产负债率分别为 75.74%、77.21%、74.90%、94.59%和 81.54%。

此外，海航旗下有多家上市公司都有不同比例的股权质押。

时代周报记者查阅多方资料发现，大新华航空所持有海南航空 34 亿股的股权已质押；美兰国际机场持有的 3.12 亿的股权已质押；海航所持有的 5.95 亿股的股权已悉数质押。

此外，大集控股所持有易食股份 4284 万股份已经悉数抵押，所占总股份比例为 17.38%；西安民生被海航商业质押 1.64 亿股；国际旅游岛开发建设（集团）所持有海岛建设 30.09%的股权也已悉数抵押；渤海租赁 7.86 亿股权也为海航资本控股所质押。

诚然，高财务杠杆和高负债率并不天然与危险共存，只要能保持更高的资产周转率和现金回流能力，即企业的经营能力，包括去存货、去财务杠杆能力出色，企业的运营同样安全。而实际上，海航规模庞大，板块庞杂，公司众多。从企业经营风险角度而言，一旦资金在板块之间流传不畅，加之高财务杠杆搭配带来的乘数效应，海航这艘巨舰无异于遭遇一场巨大风暴。

2013 年，“海娜”号被扣事件，让海航集团担保的大新华轮船，拖欠沙钢船务 5800 多万美元债务一事公之于众，海航集团的资金链安全问题便引起外界的高度质疑。

当事的大新华轮船，本是由海航旗下大新华物流在香港设立的下属机构。由于国际航运的局势萎靡，国内航运巨头皆受损严重，海航重金打造的物流平台，也难逃一劫。

大新华物流 2012 年的财务报表显示，其总资产从年初近百亿元降至 53 亿元的同时，流动负债依然高达 366 亿元，总负债额为 437 亿元。与此同时，公司的利润总额仅为 4.4 亿元。

同时，时代周报记者发现，信托融资也成为了海航融资杠杆上的重要一环。2009 年开始，海航旗下大新华物流以金海重工股权为质押，发行信托产品。从 2009 年 8 月到 2010 年初，天津信托一共针对大新华物流发行了 7 只信托产品。

2009 年 12 月 25 日，海航向员工内部发行广州中央海航酒店集合资金信托计划，共募集人民币 6.966 亿元，信托的受托人渤海信托，也是海航集团旗下的子公司。

之后，从 2010-2012 年，西部信托、中融信托、四川信托、吉信信托、吉林信托等多家信托公司均发行了针对海航集团及其旗下公司的信托产品，涉及资金过百亿元。

信托融资的好处在于放大了财务杠杆，充分“撬动”外部财务资源并直接提升“属于母公司股东的净利润”，而缺点是相比单一法律主体的财务杠杆融资，杠杆效应下，母公司的风险亦同步放大。

事实上，在频繁的资本运作之下，业内对海航集团资金链一直保持警惕，海航融资困难的传闻早已流传市场。受此影响，多家银行、信托等各大融资机构均已收紧与海航的合作。

而在资金压力下，海航不得不寻找海南本土的多家农村信用社融资。以大新华物流为例，股权在近年间质押多达 25 次，其中多次将股权质押给海南当地的农村信用社。“农村信用社的审批往往更加宽松。”一位资本市场业内人士对时代周报记者如是解释。

实际上，以海航今日规模足已获得相关方足够授信，并让其资金滚动起来。一个显著的例子是，2014 年 2 月 28 日，海南航空股份有限公司接到股东海航集团通知，其将持有的公司流通股 595238094 股（占公司总股本的比例为 4.89%）质押给海口农村商业银行股份有限公司、农村信用社等 15 家单位。

今年 6 月，海航声称要回购股权，不过海航在增持计划抛出之后，并没有实际行动，从今年 9 月的年报来看，前十大股东的股权数并没有变化。而增持计划的抛出，海南航空股价随之上涨，也就是说，质押的股权没花一分钱就升值了。

阴影下的扩张

海航急剧扩张背后，是其航空主业仍与三大航存在差距的现实。

新世纪伊始，国航、东航和南航三大巨头大规模兼并地方航空，海航为求生存，亦开始跑马圈地。

2000年起的两年间，海航先后收购重组了长安航空、新华航空及山西航空等；2002年，海航开始酝酿组建大新华航空，同时将集团旗下的全部航空公司合并运行，统一“HU”代码，一举成为国内第四大航空集团。

“这主要是陈主席的想法。当时他认为海南航空的地域色彩太浓厚，不利于全国性的扩张，因而发起设立大新华航空。”海南航空内部人士在接受时代周报记者采访时表示。

相较于三大航背后的强劲政府资源背景，优质的航线资源、机场都为三大航所垄断，海航要发展不得不自己做大。

事实上，从资产规模来看，国航以2054亿元位列第一，南航为1651亿元，东航为1378亿元、而海航这一数字为1033亿元。

目前海航集团旗下飞机数量已经突破500架，如此番顺利购得160架飞机，飞机数量将超越南航561架的规模，跃居国内第一。

中国民航大学航空运输经济研究所所长李晓津向时代周报记者分析认为，从飞机数量上看，海南确实有可能做到最大，但是从飞机座位数量来考虑，海航却远不如南航，因为海航系很多飞机都是小机型。从市场份额来看，目前海南航空所占的比例仅为10%，而三大航收揽了85%的市场份额，从短期来看，海航很难撼动目前三大航垄断的局面。

八、相关附件

参加案例正文后的图表及其他附件。

九、其他教学支持材料

本案例教学支持材料主要有两方面：

一是投影设备，主要用于案例背景、课堂要求、教学目的等内容的展示，以及小组发言结果的展示；

二是网络资源。可供老师和学生到网站下载相关资料以补充自己的观点，如视频、新闻及评论等。

十、参考文献

- [1] 高晓峰. 海南航空的资本运作之道 [D]. 对外经济贸易大学, 2007, (3).
- [2] 王少峰. 人民日报. 海外版 [R]. 2000-01-04.
- [3] 何晓杰. 海航资本运作的“百科全书” [J]. 中文企业家, 2003, (8).
- [4] 宝商集团收购报告书 [Z]. 证券之星, 2006-07-14.
- [5] 陈华. 海航 9 亿入主家得利超市 [R]. 东方早报, 2010-10-21.
- [6] 王昕晨. 湖南省政府与海航集团签订战略合作框架 [Z]. 中国经济网, 2011-04-29.
- [7] 董映颀. 海航地产土地腾挪的发家史 [R]. 华夏时报, 2011-09-26.
- [8] 邢佰英. 海航置业借壳 ST 筑信尘埃落定 [R]. 中国证券报, 2009-05-06.
- [9] 李跃群. 海航酒店借壳绿景地产受阻碍 [R]. 东方早报, 2011-06-15.
- [10] 徐岚. 天津海运股改复牌大涨 45% [R]. 信息时报, 2013-06-05.
- [11] 李晓红. 海航 10.5 亿美元海外并购进军全球航运业 [R]. 中国经济时报, 2011-12-21.
- [12] 徐永. 渤海租赁成“买单王” 海航租赁系资本术 [R]. 21 世纪经济报道, 2011-12-16.
- [13] 胡潇滢. 并购民安保险尘埃落定 海航曲线布局金融版图 [R]. 证券日报, 2010-11-5.
- [14] 罗文丽. 海航进军快递第一步 [J]. 中国物流与采购, 2010, (06).
- [15] 蒋文革, 汪珺. 走进传言漩涡中心的海航 [R]. 中国证券报, 2012-1-19.
- [16] 白银锋. 宝商超市存货成本控制研究 [D]. 西北大学, 2007.
- [17] 刘智勇. 提高我国民航业竞争力的策略研究 [D]. 北京交通大学, 2009.
- [18] 董磊. 海南航空资本经营策略分析 [D]. 西北大学, 2004.

- [19] 叶寻. 海航“民退国进” [J]. 三联竞争力, 2006, (8).
- [20] 陆建. 海航换骨——“大新华”组建内幕独家调查 [J]. 新财经, 2005, (11).
- [21] 董清清. 海航“危局” [J]. 管理与财富, 2004, (7).
- [22] 齐克武. 呼和浩特白塔国际机场市场发展战略研究 [D]. 内蒙古大学, 2011.
- [23] 余莹. 中国航空运输企业多元化战略风险 [J]. 现代商业, 2013, (12).
- [24] 左宸斯. 海航置业圈地后遗症 [J]. 新经济, 2012, (13).
- [25] 门洪华. 迈进跨国时代——海航国际化战略的展开 [J]. 攀登, 2012, (4).
- [26] 黄河. 解密海航: “石头里蹦出来的黑孩子” [J]. 中国民营科技与经济, 2011, (12).
- [28] 海航集团官网 <http://www.hnagroup.com/corporation/group-profile/about-us/index.html>
- [29] 海南航空官网 <http://www.hnair.com/gvyh/hhgs/gsjj/index.html>
- [30] 郭月凤. 关于通过融资政策创造公司价值的思考 [J]. 管理研究, 2009, (2)
- [31] 罗斯等. 公司理财 (第9版) [M]. 北京: 机械工业出版社, 2012: 6
- [32] 博迪等. 投资学 (第9版) [M]. 北京: 机械工业出版社, 2013: 223
- [33] 陈雨露, 汪昌云. 金融学文献通论 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2006: 465
- [34] Agrawal, A, J. F. Jaffe and G. N. Mandelker (1992), “The Post Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly,” *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1605-1621.
- [35] Akhavein, J. D., Berger, A. N. and Humphrey, D. B., “The Effects of Bank Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from the Profit Function Tetennsum,” *Center for Financial Institutions Working Papers* 96-103, 1997.
- [36] Adrade G., Mitchell M., Stafford E. (2001, Spring), “New Evidence and Perspectives on Acquisitions,” *Journal of Economic Perspectives*, 103-120.
- [37] Anderson, C. And Mandelker, G. 1993, “Long Run Return Anomalies and the Book-to-Market Effect: Evidence on Mergers and IPOs,” *J.M. Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh*.
- [38] Asquith, P., R. Bruner, and D. Mullins, Jr, “The Gains to Bidding Firms from Merger,” *Journal of Financial Economics*, 11 (April 1983), 121-139.
- [39] Bradley, M., Jarrell, G. A. & Kim, E. H., “On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence,” *Journal of Finance*, 1988, 43 (2).
- [40] Bruner, 2002, “Does M&A pay? A Survey of Evidence of the Decision Maker,” *Journal of*

Applied Finance, 48-68.

[41] Caves, R., "Mergers, Takeovers, and Economic Efficiency," International Journal of Industrial Organization, 7 (March 1989), 151-174.

[42] C.W. Calomiris, J. Kareceski (1998), Is the Bank Merger Wave of the 1990s Efficient?: Lessons from Nine Case Studies, Washington, DC: AEI Press.

[43] Desai, H. & Jain, P. (1999), "Firm performance and focus: Longrun Stock Market Performance Following Spin-offs," Journal of Financial Economics, Vol. 54, pp. 75-101.

[44] Dood and Ruback (1977), "Do Mergers Improve Corporate Performance?" Work Paper, Harvard Business School.

[45] E. Magenheimer, D. C. Mueller (1988), On Measuring The Effect of Mergers on Acquiring Firm Shareholders, Oxford University Press.

[46] Ecobo, B. Espen, 1983, "Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth," Journal of Finance 46, pp. 241-273

[47] Fama, Eugene f., and Kenneth r. French, 1992, "The Cross Section of Expected Stock Returns," Journal of Finance, 46, pp. 427-465.

[48] Franks, Harris and Timan (1991), "The Postmerger Share-price Performance of Acquiring Firms," Journal of Financial Economics, 1991 March, Vol 29, 1, pp. 81-96.

[49] Ghosh, A. (2001), "Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?" Journal of Corporate Finance 7, 151-178.

[50] Gregory, A (September 1997), "An Examination of the Long run Performance of U.K. Acquiring Firms," Journal of Business Finance & Accounting, 24, 971-1002.

[51] Grinblatt, .M., and S. Titman (1998), Financial Markets and Corporate Strategy, Boston, McGraw-Hill.

[52] Hay, 2001, "Global Entrepreneurship Monitor: 2001 Executive Report".

[53] Healy, Palepu and Ruback (1988), "Time Series of Target and Acquiring Firms," Journal Economics, 21.

[54] Jarrad Harford, (may 2004), "What Drives Merger Waves?", Journal of Financial Economics, 2004.

[55] Harford, Jarrad, 1999, "Corporate Cash Reserves and Acquisitions," Journal of Finance

54, 1969-1997.

[56] Hypothesis of, K., 1986, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," Journal of Business , 59, pp. 197-216.

[57] Gordon, M. and Yagil , J., 1981, "Financial Gain Form Conglomerate Mergers," Reseach in Finance 3, 103-142.

[58] Mandelker (1974), "Risk and Return: The Case of Merging Firms ,," Journal of Financial Economics , 1303-1335.

[59] Meeks.G. (1977), Disappointing Mmarriage : A Study of Gains From Meger , Cambridge University Press.

[60] Muller, d. (1980) "The Deteminants and Effect of Mergers: An International Comparison ,," Cambridge, Oelgescholager, Gunn & Hain .

（案例使用说明文字： 30383）