



中国经济文库·应用经济学精品系列(二) ▶▶▶▶▶▶▶▶▶▶

陶 瑞◎著

经济转型期 中国企业并购问题研究 ——以钢铁业为例

Research on M&A Problems of
Chinese Enterprises During Transitional Period
—Taking The Steel Industry As an Example



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



中国经济文库·应用经济学精品系列（二）

陶 瑞◎著

经济转型期 中国企业并购问题研究 ——以钢铁业为例

Research on M&A Problems of
Chinese Enterprises During Transitional Period
—Taking The Steel Industry As an Example

 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

经济转型期中国企业并购问题研究——以钢铁业为例/陶瑞 著.

北京: 中国经济出版社, 2013. 1

ISBN 978 - 7 - 5136 - 1778 - 9

I. ①经… II. ①陶… III. ①钢铁企业—企业兼并—研究—中国 IV. ①F426. 31

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 189653 号

责任编辑 赵静宜

责任审读 贺 静

责任印制 张江虹

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 三河市佳星印装有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 16

字 数 216 千字

版 次 2013 年 1 月第 1 版

印 次 2013 年 1 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 1778 - 9/F · 9432

定 价 58.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

目 录

CONTENTS

第一章 引言

- 第一节 选题背景 / 3
- 第二节 研究意义 / 8
 - 一、理论意义 / 8
 - 二、实践意义 / 9
- 第三节 研究内容与技术路线 / 10
 - 一、研究内容 / 10
 - 二、技术路线 / 12
- 第四节 研究方法 / 13

第二章 文献综述

- 第一节 并购概念 / 17
- 第二节 并购动因理论 / 20
- 第三节 并购能力理论 / 26
- 第四节 目标企业选择理论 / 29
- 第五节 并购后整合理论 / 32
- 第六节 并购中政府干预理论 / 38
- 第七节 小结 / 41

第三章 经济转型与钢铁企业并购

- 第一节 我国经济转型期的内容与经济发展的特殊性 / 45
- 第二节 企业并购与经济转型的关系 / 50
- 第三节 国内外钢铁企业的并购历程及特点 / 54
- 第四节 国内钢铁企业的并购绩效 / 59
- 第五节 经济转型期我国钢铁企业并购存在的问题 / 65
- 第六节 小结 / 68

第四章 我国钢铁企业的并购动因分析

- 第一节 我国钢铁企业的并购动因 / 71
 - 一、环境维度 / 72
 - 二、政府维度 / 73
 - 三、企业维度 / 74
 - 四、决策者维度 / 78
 - 五、我国钢铁企业并购动因评析 / 79
- 第二节 案例分析——以宝钢并购新疆八钢为例 / 81
 - 一、案例背景 / 81
 - 二、宝钢并购新疆八钢的动因分析 / 82
- 第三节 小结 / 88

第五章 我国钢铁企业并购能力及评价研究

- 第一节 并购能力的概念模型 / 91
 - 一、并购的本质 / 91
 - 二、企业能力的内涵 / 92
 - 三、并购能力的概念模型 / 94
- 第二节 钢铁企业并购能力的构成 / 95
 - 一、支付能力 / 96
 - 二、信息能力 / 97

三、组织能力 / 98	
四、整合管理能力 / 99	
第三节 我国钢铁企业并购能力评价 / 100	
一、并购能力的评价指标体系 / 100	
二、模糊积分评价法 / 103	
三、实证分析 / 108	
第四节 小结 / 112	
第六章 基于并购匹配视角的目标企业选择研究	
第一节 并购匹配的内涵及分类 / 117	
第二节 战略运营匹配与目标企业初选 / 120	
一、战略运营匹配分析 / 120	
二、模糊聚类分析法 / 124	
三、实证分析 / 126	
第三节 组织管理匹配与目标企业精选 / 130	
一、组织管理匹配分析 / 130	
二、基于 Vague 集的 TOPSIS 与灰色关联相结合的决策方法 / 137	
三、实证分析 / 145	
第四节 小结 / 148	
第七章 我国钢铁企业并购后整合机理分析	
第一节 整合机理模型构建 / 153	
一、整合的基本结构 / 154	
二、整合的逻辑 / 158	
第二节 整合的内容与策略 / 162	
一、愿景与战略整合 / 163	
二、组织与人事整合 / 166	
三、技术知识整合 / 173	

四、文化整合 / 177

五、运营机制整合 / 181

第三节 案例分析——以宝钢整合梅山、上钢为例 / 187

一、案例背景 / 188

二、整合策略 / 189

三、整合绩效 / 198

第四节 小结 / 199

第八章 企业并购中的政府干预研究

第一节 企业并购历程与政府干预特点 / 203

第二节 政府干预企业并购的动机 / 206

一、政府干预的普适性动机 / 206

二、我国政府干预的特有动机 / 208

第三节 政府干预企业并购的行为 / 210

一、中央政府的干预行为 / 211

二、地方政府的干预行为 / 214

第四节 政府干预企业并购的成因——基于委托代理视角 / 219

第五节 小结 / 223

第九章 结论

第一节 研究结论 / 225

第二节 主要创新点 / 227

第三节 研究不足与展望 / 228

参考文献

后记

第一章

引言

美国著名经济学家施蒂格勒 (George J. Stigler) 曾说过:“一个企业通过兼并其竞争对手的途径发展成巨型企业,是现代经济史上一个突出的现象。”早在上个世纪,并购就成为一种实现企业快速扩张的外部成长途径而受到资本运营者的青睐。进入本世纪以来,随着市场竞争愈加激烈,并购已成为企业实现低成本、高速度扩张的重要手段,诚如施蒂格勒所言,“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种形式的兼并收购而成长起来的,几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来。”在放松管制和全球经济一体化背景下,企业并购确实给运营效率高、实力雄厚企业的成长,以及其在全国甚至全球范围内优化配置资源、扩大市场范围和提高竞争地位提供了重要

的战略途径。但它毕竟是市场经济发展到一定阶段的产物,其发展程度受环境因素影响明显。

第一节 选题背景

纵观国内外企业并购历程,一个明显的事实是:不同国家的基本制度和金融环境、市场机制不同,造成了企业并购的理论和实践也有很大的区别。由于脱胎于传统计划经济体制,我国的经济环境具有其特有的一面,它既不同于西方发达市场经济环境,在制度建设和市场完善上还存有许多不足,同时它也区别于其他经济转型国家和发展中国家,因为我国的市场化改革是渐进的,存在一个较长时期的体制转型过程。在这个过程中,伴有学习、选择、试错,甚至模仿的实践,没有明确的蓝图和精确的设计,具有鲜明的过渡性,反映了社会主义宪法制度和落后国家现代化的特殊历史要求。因此,企业并购作为我国国有企业产权改革的突破口之一,也相应地表现出对渐进式改革的“因时制宜”和“因势制宜”,体现着独有的“中国经济转型特色”。

钢铁工业属于国民经济的支柱产业,也是典型的资源密集型和资本密集型产业,钢铁生产的技术特点决定了规模经济是钢铁产业效率和竞争力的关键要素;钢铁产业与上游铁矿石、下游制造业的对比特性(分散的钢铁制造商与集中的原材料供应商,强大的汽车、造船等用户),决定了它必须通过并购重组来组建大型企业集团,才能与上下游企业在力量上抗衡,实现以更大规模、更低成本、更高效的运营体制来增强竞争力。回顾国外钢铁企业上百年的并购历程,发现美、日、欧等

钢铁强国地位以及一批世界级的巨型钢铁企业集团的出现,无不与 19 世纪末 20 世纪初、20 世纪五六十年代、20 世纪 90 年代和本世纪初的四次大规模钢铁企业并购重组浪潮相关。相对而言,我国钢铁企业的并购重组活动开展较晚,始于 20 世纪末,是为应对国内钢铁业存在的各类问题和国际形势而发展起来的。特别是在 2005 年国务院出台《钢铁产业发展政策》以后,我国钢铁企业的并购重组步伐开始加快,一时间,以宝钢、鞍钢和武钢为首的中央企业开展区域内、外整合,以河北钢铁集团为代表的地方国有企业进行区域内整合,以唐山渤海钢铁集团为特点的民营企业进行联合重组等。然而,在这股愈演愈烈的并购重组浪潮背后,一个必须要面对的现实问题是:企业并购作为一种十分复杂的经济现象,它有着复杂的并购过程、广泛的参与者和专业性较强的操作技术,涉及到企业运行和环境背景等若干方面,任何一个环节发生失误,都可能导致并购的最终失败。

美国学者 Mirvis 和 Marks^[1] 的研究结果表明,在所有的公司并购中,有 2/3 至 3/4 的并购是失败的。美国联邦贸易委员会对 20 世纪 60 年代美国企业并购的研究表明,3/4 的并购企业的收益少于并购前两个独立企业的收益之和。Meek^[2] 对 1964—1972 年英国发生的 233 笔并购事件的长期绩效情况进行研究,发现收购公司的净资产收益率低于同行业其他未发生并购的公司,并在五年后达到最低点。Ravenscraft^[3] 在 1987 年研究了发生于 1950—1977 年间的 471 起并购案例,得出:目标方资产收益率以年均 0.5% 的速度减少,并购方资产收益率也显著下降,其获利水平比未发生并购的公司低 3.1%。在管理咨询界,调查的结果也是不容乐观的,Mckinsey、Mercer 和 Kearney 等咨询公司和研究机构从上世纪 80 年代开始全球范围的调查,也得出大约一半的并购是失败的,具体见表 1-1 所示。

表 1-1 国外咨询公司对并购成败率的统计情况^[4]

研究者	样本描述			并购效果 度量标准	结论
	起讫时间	选取标准	样本量		
Mckinsey	1990—1995 年	5 亿美元	150	收回资本 成本	17% 大量回报, 33% 少量回报, 20% 损害股东利益
Mckinsey	1998 年以前	财富 500 强	116	收回资本 成本	61% 失败, 23% 成功
Mercer	80 年代, 130 个 90 年代, 140 个	5 亿美元	130 140	超出行业平均 收益水平	34% 成功, 57% 成功
Kearney	1998—1999 年	巨型购并	115	达到预期标准	42% 成功

资料来源:程兆谦,徐金发. 购并中价值创造的三个基本问题[J]. 经济管理,2001(18):4-11.

我国企业开展并购活动的时间较短,有关并购成败率的统计研究相对较少,如东方高圣公司对我国 1998 年以前发生过并购行为的 45 家上市公司的研究发现,有 65% 的企业出现财务困难或经营陷入困境,只有 15% 的企业由于优质资产的注入而焕然一新;上海证券交易所《上市公司》课题组运用会计资料,考察了我国沪市上市公司在 1997 年发生的 118 个并购重组案例,得出 2/3 以上的案例在并购重组完成当年,出现经营业绩指标明显下降的特点^[5]。邱明^[6]提到,我国企业并购的成功率仅为 30% 左右。李善民等^[7]以 1999—2001 年发生并购的 84 家中国 A 股上市公司为样本,也得出并购没有实质性提高并购公司的经营绩效的结论。总之,鉴于我国开展并购活动的实践经验、理论研究、配套条件和宏观环境都不很成熟,使得我国企业的并购成功率比西方国家更低。

对于并购的高失败率,虽有学者指出,采用财务指标或股票价值不能全面反映并购绩效情况,但本文认为:一方面,当前的并购成败的衡量指标虽有不合理之处,但也能从某一角度反映出一些实际问题;另一方面,即使有学者采用了更为合理、科学的方法来衡量并购绩效,但大量的并购后因绩效差再剥离或破产的事件确是客观存在的。因此,分析并购成败的关键因素,对研究钢铁企业的并购问题具有很重要的意义。

当前,对于并购失败的原因分析,一些学者(咨询公司)通过对大量的并购案例研究,得出了不少结论。如亨特等人曾于1987年对大公司的经理们作了一次调查,将并购成败相关的因素划分为两类:环境因素与买方行为因素,具体见表1-2所示。

表1-2 并购成功的环境因素与买方行为因素^[8]

并购成功的环境因素	(重要性)	并购失败的买方行为因素	(%)
并购前审查	关键	言而无信	(39)
目标公司是否健康	关键	无明确的前景	(67)
并购经验	有益	买方管理层缺乏影响力	(55)
目标相对较小	有益	对买方无实在的商业利益	(44)
友善、非恶意的并购	有益	两个公司业务联系松懈涣散	(77)
明确的实施计划	中性	变革受到限制	(59)
小目标+并购经验	中性	目标公司员工的激励与福利被缩减	(68)

资料来源:陈昶. 并购失败:对一个案例的分析[D]. 重庆大学硕士论文,2002.^[5]

永道会计与咨询公司(Cooper&Lybrand)也曾于1993年就并购的成功贡献因素和失败决定因素对全球100家知名公司的CEO进行调查,结果如表1-3所示。

表1-3 并购失败与成功的原因^[9]

失败的原因	(%)	成功的原因	(%)
目标公司管理层态度和文化差异	(85)	详细的并购整合计划及快速实施	(76)
无并购后整合计划	(80)	并购目的明确	(76)
对行业或目标公司缺乏了解	(45)	文化整合好	(59)
目标公司管理效益差	(45)	目标公司管理层的高度合作	(47)
缺乏以往的并购经验	(30)	对目标公司及其行业的了解	(41)

资料来源:P. S. 萨德沙纳姆. 兼并与收购[M]. 中信出版社,1998:286-287.^[6]

Robert J. Borghese 和 Paul F. Borghese^[10]曾提到,并购失败是由以下几个原因造成的:第一,从战略目标来看,对并购方来说正在购买的一项业务与自身战略匹配性不好;紧随糟糕的战略匹配性之后的第二个原因就是收购对象支付过多;第三是糟糕的整合设计和执行。吴志军^[11]则针对我国企业的并购情况,将并购失败的原因归纳为:并购目的不明确,未

能很好地研究并购是否与企业发展战略相一致;企业并购脱离主业,盲目追求多元化经营,无法形成核心竞争力;对并购对象缺乏深入了解;忽视并购中的文化整合及管理整合;并购行为不规范,尤其是上市公司的并购重组充满“陷阱”等。项海荣^[12]也认为在并购战略决策阶段,企业不能很好地识别自身的并购能力、过高估计并购协同效应、制定了不合理的多元化战略;在并购操作阶段,存在信息不对称风险、财务风险、制度风险和反并购风险等;在管理整合阶段,企业核心能力的培养跟不上企业规模扩张的需要、企业文化冲突、并购后管理整合启动缓慢等,导致最终的并购失败。此外,鉴于我国当前的制度背景和经济发展特征,学者们通过实证研究还发现,那些违背市场经济规律的不合理的政府干预行为,是造成并购绩效差甚至失败的重要原因^{[13][14]}。

综合上面有关西方实践经验的总结和国内现实情况的分析,本文将影响企业并购成败的关键因素进行了归纳和整理,见表1-4所示。

表 1-4 企业并购成败的关键因素

并购成败的关键问题	具体因素
并购前准备工作不充分	并购动机不明确,即对企业为什么要并购没有形成清晰的概念;即使有明确动机,也多为情绪和非理智性等。
	并购前没有全面分析自身的并购能力,即没有仔细分析自己是否有实力或有过剩的人、财、物去并购目标企业等,导致并购的盲目性。
对目标企业分析不到位,尤其是并购双方的匹配性问题	对目标企业所处的行业及目标企业本身的了解不够充分,使得并购双方的信息不对称,导致很多风险问题无法识别。
	缺乏合理的评价手段,难以全面分析主并企业与目标企业间的匹配性,导致对目标企业的并购及整合难以有效展开。
并购后缺乏有效的整合设计和执行	缺乏详细的整合计划和快速实施方案,导致整合过程效率低下。
	管理整合不力,如“人的因素”、“文化的因素”处理不好,缺乏有效沟通,难以获得员工对组织的承诺,导致整合工作进展不畅。
政府的不合理干预	政府行为和企业行为边界模糊,“拉郎配”、“扶贫”现象不同程度地存在,不利于资源的优化配置。

第二节 研究意义

一、理论意义

(1) 拓展并购的理论研究和实践发展

企业并购自 20 世纪 80 年代在我国出现以来,便出了强劲的发展势头,推动了我国经济结构和产业结构的调整,促进了国有企业改革的深化发展。然而,国内企业并购理论的研究大多是在国外理论研究基础上进行的,还不能全面合理地解释和解决我国企业并购所遇到的问题和矛盾,对于具体行业或某一类型企业的研究更是不足。钢铁工业作为国民经济建设的重要组成部分,其并购活动的开展对于我国经济体制改革的深入起着重要的作用,由于涉及的企业数目众多、出现的时间比较集中、所呈现的并购问题具有代表性,因此,研究经济转型期钢铁企业的并购问题是企业并购实践的客观需要,有助于拓展并购的理论研究和实践发展。

(2) 完善并购理论的研究体系

国内外并购理论研究的重点是并购动机、目标企业的选择、并购绩效和并购后整合等方面,但很少有学者去分析企业是否有能力并购。一方面,人们认为一般并购程序已隐含一个基本假设前提,即并购企业本身已

经具有了并购能力,而事实则不然;另一方面,由于政府的不合理干预、以及企业过于注重短期财务效应,造成忽视自身并购能力评估。事实上,企业只有确定了自己的并购能力,才能明确并购方向、选择与自己匹配的目标企业,也才能做好并购后的整合工作。因此,将并购能力放在并购体系中,能很好得衔接并购动机与并购行为,有助于完善并购理论的研究体系。

二、实践意义

兼并活动中的喧嚣和虚伪也反映了我们这个世界的动荡,它处于变革和时尚的前沿,孕育着新生力量,受人误解是在所难免的。然而,无论人们对它拥护、反对,还是漠不关心,兼并已成为商业变革中不可或缺的传导器,而且它的步伐还在加快。

——布鲁斯·瓦色斯坦

我国自 1996 年粗钢产量历史性的突破 1 亿吨以来,就一直雄踞世界钢产量第一的宝座。然而,我国始终是钢铁大国而不是强国,众多的产业发展问题一直困扰着政府和企业界,开展并购重组、提高集中度、增强优势企业的国际竞争力,成为政府和企业的共同选择。但相对国外或国内其他行业来说,我国钢铁业的并购历程较短,而且大多并购事件都发生在 2005 年以后。因此,对于钢铁企业并购问题的研究,主要停留在媒体对现象的介绍和挖掘,还缺乏理论上的探讨,更没有建立起一整套针对钢铁企业并购活动的理论体系和操作标准。而对于并购这种前后联系密切、实践操作很复杂的活动来说,任何一个环节的不足都可能导致并购的最终失败。因此,本文将并购活动看做一个整体,重点对我国钢铁企业的并购动因、并购能力、并购目标企业的选择、并购后整合以及政府干预行为特点等几方面进行分析,总结出国内钢铁企业的并购特征和操作框架,从而为我国政府和企业界并购决策的制定与实施提供借鉴和依据。

第三节 研究内容与技术路线

一、研究内容

本文的研究目标是:针对我国经济转型期钢铁企业并购现状,提出从并购动机、并购能力、并购目标企业选择、并购后整合以及并购中政府干预几方面解释我国钢铁企业并购问题的理论框架和操作体系。

为实现上述研究目标,本文主要从以下几方面进行展开:

(1) 经济转型期与钢铁企业并购

我国钢铁企业的并购活动是伴随着经济体制改革的不断深入而逐步发展起来的,体现着独有的“中国经济转型特色”。本文将从我国经济转型期的内容和经济发展的特点,企业并购与经济转型的关系,国内外钢铁业的并购发展史、并购特点和国内钢铁企业的并购绩效等方面展开,总结我国钢铁企业并购中存在的问题,为下文研究提供现实依据和理论基础。

(2) 我国钢铁企业的并购动因分析

企业并购动因较为复杂,不仅受时代背景和行业特性的影响,而且呈现出多元化的特点。结合我国经济转型期的特征和钢铁业的发展现状,本文从环境、政府、企业和决策者四个维度,总结了我国钢铁企业的并购