

图书在版编目 (CIP) 数据

并购谁：并购双方资源匹配战略分析 / 张金鑫著. 北京：中国经济出版社，2006. 1

ISBN 7 - 5017 - 2001 - 0

I. 并... II. 张... III. 企业合并 - 研究 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 131735 号

出版发行：中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址：www.economyph.com

责任编辑：崔姜薇 (010 - 68355210 cjw_bnu@126.com)

编辑主页：editorcui.blogcn.com

责任印制：石星岳

经 销：各地新华书店

承 印：

开 本：A5

印 张：6.25

字 数：168 千字

版 次：2006 年 1 月第 1 版

印 次：2006 年 1 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 7 - 5017 - 2001 - 0 / F · 1355

定 价：19.80 元

版权所有 盗版必究 举报电话：68359418 68319282

服务热线：68344225 68369586 68346406 68309176

目 录

序：并购研究的使命	张秋生
-----------------	-----

前 言

第一章 导言

目标企业选择的核心不是目标企业的素质，真正有价值的分析焦点应是并购双方的匹配程度。所以，如何判别并购双方的匹配是一个有待解决的重要问题。

1.1 问题定义	2
1.1.1 研究背景	2
1.1.2 基本问题	3
图 1-1 收购识别和筛选模式	4
1.1.3 具体问题	5
1.1.4 概念界定	7
图 1-2 三种协同的关系	8
1.2 研究目标与范围	12
表 1-1 思科系统公司的并购准则	13
表 1-2 并购法律评估涉及的主体及相关评估内容	15
1.3 文献评论	15

1.3.1 关于匹配的研究	15
1.3.2 关于目标企业选择的研究	20
1.3.3 文献评论小结	21
1.4 总体思路和结构安排	22
图 1-3 本书内容结构图	24
表 1-3 匹配测量的九方格分析矩阵	24

第二章 企业资源理论及概念

企业资源理论认为企业是资源的集合体。依据转移难度，资源可区分为资产、能力和文化，而资产又可区分为所有权型资产和使用权型资产，这是一种适应并购特色的资源分类。

2.1 企业资源理论	28
2.2 资源的概念体系	32
表 2-1 企业资源的分类	34
图 2-1 企业资源的层次结构	37
2.3 资产	37
2.3.1 资产	37
2.3.2 所有权型资产	39
2.3.3 使用权型资产	43
2.4 能力	48
2.5 文化	52
表 2-2 企业文化变革需求时间一览表	53
2.6 小结	54
图 2-2 资源细分图	55
图 2-3 资源形成绩效差异的过程	56

第三章 基于资源的并购战略

通过战略产业要素分析和资源缺口分析可以确定企业的战略资源，而通过相似性分析和共享性分析可以确定是否需要以并购策略来获取战略资源。在选择并购策略的前提下，并购双方匹配则是特定一宗并购取舍的基准。

3.1 战略资源	58
3.1.1 战略资源的识别	59
3.1.2 战略资源与竞争优势	62
图 3-1 战略资源的稀缺租金	63
3.2 基于资源的并购战略	63
图 3-2 并购战略分析流程图	65
3.2.1 识别战略产业要素	66
3.2.2 资源缺口分析	66
3.2.3 相似性分析：内部发展还是外部发展	67
图 3-3 对外部知识源的需求	68
3.2.4 共享性分析：并购还是联盟	68
3.2.5 匹配性分析：交易还是终止	69
表 3-1 并购匹配衡量标准	69

第四章 潜在协同

依据战略资源的相似性，潜在协同可分为规模协同和互补协同。分析潜在协同是否存在，需要考查并购是否能增强竞争优势，是否能够优化价值活动或价值链，是否有持续的后续投资保障，是否有足够的增值空间。

4.1 规模协同	74
4.1.1 规模经济	74
4.1.2 规模经济的成本来源	77
表 4-1 规模经济的成本来源	79
4.1.3 规模经济的资源来源	80
表 4-2 举例：战略资源在价值活动中的贡献	80
表 4-3 举例：规模经济驱动因素分析	81
4.2 互补协同	81
表 4-4 学习经济与规模经济的区别	84
4.3 潜在协同分析	85
4.3.1 协同实现的目标	86
图 4-2 竞争优势的基础	87
4.3.2 协同实现的途径	87
4.3.3 协同实现的保障	89
4.3.4 协同实现的空间	90
表 4-5 示例：利用李克特五点计分法评估增值空间	90

第五章 文化的转移效率

哈里森将企业文化区分为权力文化、任务文化、角色文化和个人文化，而 Cartwright 和 Cooper 的研究成果恰好解决了这四种文化之间的匹配问题。

5.1 文化匹配	92
5.2 文化适应	94
图 5-1 文化适应阶段	95
图 5-2 文化适应的模式与文化冲突程度	97
5.3 文化的转移效率	97

5.3.1 文化的测量	97
5.3.2 文化类型的判别	98
表 5-1 四种企业文化类型	99
5.3.3 文化的转移效率	102
图 5-3 各种资源的并购匹配分析的维度	102
表 5-2 并购双方企业文化的兼容性	103

第六章 能力的转移效率

能力是一个组织的协作性知识。能力本体、能力输出方、能力接受方和转移环境是影响能力转移效率的四种因素，也是分析能力转移效率的基础。

6.1 能力转移的过程	106
图 6-1 知识转移的过程	108
6.2 能力的转移效率	108
表 6-1 能力转移效率计分表	113

第七章 资产的转移效率

离职和激励是影响人力资本转移效率的两类因素，前者关系到双方的人力资本在并购后是否还能留存在新企业，后者关系到人力资本在并购后的新环境中是否能得到有效利用。而影响社会资本转移的三个重要因素分别是利益、信任和规范。

7.1 人力资本的转移效率	116
7.1.1 人力资本	116

7.1.2 人力资本的转移效率	118
图 7-1 Price-Mueller (2000) 模型图	119
表 7-1 自愿离职和非自愿离职的影响因素及影响方向	120
图 7-2 综合激励模型	121
表 7-2 并购中人力资本转移效率评估表	123
7.2 社会资本的转移效率	122
7.2.1 社会资本	123
7.2.2 社会资本的转移效率	128
表 7-3 并购整合不同时期知识转移的特点	131
表 7-4 社会资本匹配评估表	132

第八章 资源匹配的战略分析

资源匹配分析的核心在于这样一种思路：预期协同 = Σ (战略性权重 \times 潜在协同 \times 转移效率)。由此，并购双方匹配应满足两个基本条件：(1) 战略资源的转移效率达到预期水平；(2) 全部资源加总的潜在协同达到预期水平。

8.1 资源匹配分析的框架	134
表 8-1 示例：资源匹配分析总表	136
8.2 匹配分析的两个相关问题	140
8.2.1 非战略资源的处置	140
8.2.2 动态匹配	141

第九章 总结

资源匹配概念性框架的基本结论是战略资源的潜在协同和转移效率是并购双方匹配的关键，战略资源的潜在协同决定竞争优势的潜力，战略资源的转移效率决定竞争优势实现的难度。

9.1 总结	144
9.2 研究局限	145
9.3 未来研究建议	147
表 9-1 部分战略匹配研究文献中的样本选择	148
表 9-2 部分战略匹配研究文献选取的控制变量	150

参考文献

作者已发表的并购研究论文

致 谢

序 并购研究的使命

并购至今仍然是个谜。

并购具有一种神奇的力量，一直吸引着企业家，但其可能结局虽说不是飞蛾扑火，至少也如同赌博，胜负各半，颇具风险。人们对于并购的研究是长期的、深入的、富有成果的。对于并购这种经济现象，学者们通过各个角度进行观察，从各自学科的角度进行探索，用经济的、管理的、政治的、社会的、法律的、文化的理论和方法对其研究，得出了形形色色富有价值的解释或者结论。然而并购行为和活动的结果还是不尽人意，并购失败的案件频频发生。当今世界上最权威的并购研究专家弗雷德·威斯通教授也不得不承认，“事实上，还没有一种公认的理论能够同时解释兼并背后的动机、兼并企业和被兼并企业的特点，以及兼并活动集中程度的决定因素”。

并购是企业巨型的投资、一揽子的综合交易；并购没有预演，不可能有彩排的机会。因而并购是最大的风险投资。并购之前控制风险的常用手段或者是不直接收购，先采取少数股权投资、合资、战略联盟或者协议，或者是控制并购规模。一旦确定了收购目标，只有通过详尽的尽职调查、合理的估价、细致的整合等工作来降低并购风险。人们对于并购，还只能是小心翼翼、谨小慎微地行事，还没有可以大胆放心使用的规律可循。

并购是价值增进还是价值破坏？如果是价值增进，那又是价值

发现还是价值创造？一个企业对另外一个企业的收购，从价值的角度分析，可以认为收购方发现了目标方的价值，目标方或者标购方也认识到收购方发现的价值，由于市场机制的作用，这个价值被分摊了，发现的价值大部分被目标方收获了。如果收购能够创造新的价值，且不被目标方或者标购方发现或者承认的话，创造的价值才能归收购方所有，至少大部分由收购方获得。因此，发现价值固然是件好事，但对于并购的真正挑战是创造价值。

正像企业的本质这样的难题，并购的本质是什么？越是基本的问题，越难得到明确清晰的答案。从朴素的逻辑分析角度看，并购难以成功原因只能是人们对并购行为和并购活动的规律没有认识。并购的动机和并购的绩效，是一对互为因果关系，无疑是并购理论研究的重要组成部分，但在动机与绩效之间，形成了并购黑箱。在并购黑箱里，至少包含着并购能力、并购边界、并购方向、并购匹配、并购协同等基本理论问题。

并购动机。动机是行为的出发点。并购的动机可以有不同的描述，也可以由不同学科的各种各样的理论进行解释。但在实证研究时候，动机和效应能否得到一致的表达？动机和效应又如何定量表达、综合表达呢？并购动机和达到的真实效应关系如何？并购动机理论必须回答这些问题。

并购能力。具备并购动机的企业不一定具备并购的行为能力。什么样的企业才能称之为具备了并购能力？并购能力如何表达和评判？并购能力与企业规模、企业竞争能力的关系如何？并购能力理论应该回答这些问题。

并购边界。具备了并购能力的企业，不一定要以并购作为战略发展的方式或者手段，还可以通过诸如联盟、协议、合资、直接投资等手段达到发展的目的。那么，在什么样的环境条件下适用并购，

以什么样的方式进行并购等，成为并购边界理论的研究对象。

并购方向。如果说企业的现实状况处在坐标的原点，在周围360°的圆圈中，并购应该朝什么方向进行，简单的说并购应该是横向还是纵向的，具体地说并购应该发生在哪个象限？目标企业的坐标在哪里？它所处的产业、地理位置、实施并购时间等等维度的坐标又在哪里？并购方向的理论应该给出这些问题的答案。

并购匹配。如果按并购方向之“图”按图索骥的话，目标企业与收购企业之间能否匹配，成为下一个逻辑上的问题。并购的目标是获得目标企业的各种能力，包括研发能力、制造能力、营销能力以及各种辅助能力，各种能力的综合表现为企业的可持续的获取自由现金流量的能力。但能力是不能直接通过收购得到的。收购直接获得的只能是企业的资产，获得目标企业的资产并不意味着拥有了企业的能力，更何况目标企业的人力资源、关系资产等无形资产在收购之后是否会保全都成为问题。因此，收购方和目标方的资源是否匹配，目标方的能力是否能够得到保全、转移和发展就是并购匹配理论研究的对象。

并购协同。即使并购双方是匹配的，这只能表明并购双方存在着潜在协同，匹配构成了并购预期协同的必要条件。在并购匹配的基础上，双方预期的协同是什么？有多少？协同的来源如何解释？并购协同预期会在什么项目体现出来？如果没有并购协同，必然没有价值增值，并购的交易对于全社会就是一种资源浪费和损失。这些对并购协同理论提出了最直接的挑战。

并购绩效。并购预期协同通过并购后整合产生并购的绩效，并购绩效可以认为是并购的现实协同，或者预期协同的实现。并购是一种战略行为，其影响必定是长期的、深远的。财务绩效未必能够代表并购绩效的全部，财务绩效肯定也不全是并购产生的绩效。并

购绩效与并购的出发点，即并购的动因的内涵或者外延也不完全能够配比。即使在相互配比的情况下，并购动因和绩效的关系又是如何呢？并购绩效理论必须回答这些问题。

并购市场。并购从动机出发，从绩效结束。并购绩效又会诱发并购发生，终点又回到了起点，形成了此起彼伏的并购活动。大量的并购活动构成了并购市场，不同时期的并购市场交易蕴含了并购市场运作的规律。并购市场理论研究的使命是揭示并购市场作为整体的规律。

并购进化。站在历史的长河上看，并购既是企业与企业之间的微观层次上的行为，造就了更加“聪明”、更加复杂的企业组织和企业行为；同时又由于企业间的并购，造成了产业结构、经济结构的变化，促成了国家竞争力差别或者人类生存能力和生存方式的变化。并购对于企业，如同婚姻对于人类一样，必然具有进化的作用。并购进化理论要揭示的是并购行为对企业、对产业、对国家乃至全社会产生的进化作用的规律。

要回答以上并购的基本理论问题，必须充分依靠和吸收各个基础学科的已有知识成果，尤其是它们关于并购的研究成果。并购的理论基础学科包括经济学、管理学、法学、社会学、历史学等，它们是直接的基础学科。并购的间接基础学科，包括数学、物理学，甚至包括生物学等。要回答并购的基本理论问题，必须同时借助于理论推导和实践的验证，即同时借助于规范研究和实证研究的方法，从两个不同方向、不同途径开展研究和探索。只有回答了以上并购的基本理论问题，并购的规律才能得到比较清楚地揭示，对并购本质的认识才能够更加深入。

并购学是关于并购知识体系的总和，它包括并购基础理论、并购应用基础理论、并购操作方法（技巧）三个层面。并购基础理论

处于并购知识体系的最上层，是纯粹抽象的并购知识，对并购应用基础理论有着驾驭、指导的作用。并购应用基础理论是并购基础理论的延伸和现实应用方法论，其内容按照并购主要业务环节，包括并购战略、并购价值评估、并购筹资、合并会计、并购税收、并购后整合、收购防御和并购监管等。与并购应用基础理论较大关联的学科领域包括产业组织、战略管理、财务管理、会计学、人力资源管理、税收、法律等。由于并购活动的复杂性和挑战性，并购成为这些学科领域的重要研究对象，研究成果也构成了所在学科领域知识体系的组成部分。从这个意义上讲，并购学是交叉学科，是吸收融合其他学科知识丰富和发展起来的一个专门的学科领域。并购操作方法是面向并购实践的指南，也是长期并购实践活动的经验总结。并购实践活动似乎还没有可以考证的历史，但至少是百年的并购积累了丰富的并购技法。

在现有的并购知识体系中，我们更多的是学习，还谈不上有什么发言权。随着中国经济融入全球经济之中，与中国有关的并购必将是全球并购舞台的主要角色，中国应当对人类的并购知识有所贡献。北京交通大学中国企业兼并重组研究中心将以并购研究为己任，在并购学的形成和发展中有所作为。本丛书反映的是我们在并购学知识体系中增添的一砖一瓦，也当作是对前人并购研究成果的一点回报。

北京交通大学中国企业兼并重组研究中心副主任 张秋生
2004年8月12日于北京宽沟

前 言

本书探讨了并购双方资源匹配的战略分析框架。

关于并购双方匹配的传统研究认为，并购双方的战略匹配决定着并购价值创造的潜力，组织匹配则决定着潜在价值实现的难度。但是，无论战略匹配还是组织匹配都没有充分考虑并购整合过程对于获取竞争优势和创造价值的作用。具有协同潜力只是预示并购创造价值的可能性，这种可能性能否实现关键在于并购所旨在转移的战略资源能否通过整合而有效地转移。因此本书认为，并购双方的匹配受两个因素的影响：资源的潜在协同和转移效率。

在重新梳理企业资源理论相关概念的基础上，本书首先将企业的资源区分为资产、能力和文化，其中资产包括所有权型资产和使用权型资产。然后，本书深入讨论了潜在协同的分析方法及不同战略资源转移效率的影响因素，并提出了一个并购双方资源匹配的战略分析框架。

这个资源匹配分析框架的核心在于战略资源的匹配程度判断。战略资源的潜在协同应能增强竞争优势，能够优化价值活动或价值链，有持续的后续投资保障，有足够的增值空间。转移效率是潜在协同在多大程度上转化为预期协同的关键因素。文化的转移效率可以借助文化兼容模型来判断，能力的转移效率可以借助知识转移模型来判断，人力资本的转移效率可以借助离职和激励模型来判断，

社会资本的转移效率可以从利益、信任、规范三个维度来判断。

以转移效率做为各项资源潜在协同的折扣系数，并加总计算折扣后的潜在协同净值，即可估算战略资源在并购中所能创造的价值空间，进而可根据汇总的评分判断战略资源在并购中的匹配程度。

本书所给出的资源匹配分析框架是以并购尽职调查之后和并购签约之前的时点为判断基准点的，这正是董事会需要对并购决策最后决断的时点。资源匹配分析吸收了战略匹配、组织匹配和整合管理等研究领域的前沿研究成果，为董事会并购决策提供了一种有价值的战略分析工具。同时，这个分析框架得出的结论也可为并购财务分析和整合计划提供有价值的指导意见，使并购中的价值评估和整合管理更加持之有据。

此外，本书还阐述了资源匹配在并购管理中的实践意义，并对并购匹配的未来研究提出了建议。

第一章 导言

我并不十分自信我对自己的偏好具有高度清晰或客观的了解，
但确信我的背景、兴趣和信仰能够对那些偏好有所洞察。

——唐·埃思里奇，《应用经济学研究方法论》，第 10 页



1.1 问题定义

1.1.1 研究背景

大量的研究结果显示，并购是可以创造价值的（Jensen & Ruback, 1983），但什么样的并购可以创造价值却是一个莫衷一是的问题。这也许是因为影响并购成败的因素太复杂了，战略因素、组织因素、整合因素都曾是学者们关注的焦点，但任何一种单个解释似乎都不足以使人信服。

并购的复杂性使并购过程充满风险，其中三种风险是典型的：目标企业选择错误、支付过多和整合不利（Marks & Mirvis, 2001；欧高顿, 1998）。任何一种风险都可能毁坏价值，而目标企业选择错误通常是并购首先面临的风险。思科系统公司的 CEO 钱伯斯也曾说：“我认为我们收购中最重要的决策是我们的筛选过程。如果你根据我们设定的标准选择正确，成功概率就非常高（Rifkin, 1997）”。这些理论与实践的认知都显示了目标企业选择的重要性。

然而，目标企业选择虽然重要，但是有效的分析工具还很欠缺，正如 Cording, Petra & Bourgeois (2002: 12) 所言，“识别一个合适的收购对象和谈判价格的过程漏洞百出”。这进一步凸显了目标企业选择问题研究的意义。

除了目标企业选择在方法上还存在不足之外，目标企业选择错误的可能影响也使对这个问题的研究具有了更多的意义。目标企业选择错误可能导致支付过多或者放弃了合算的交易，也可能导致并购后的整合更加困难，也就是说，这种风险的发生会引发后续的一系列风险。因此，更深入地认识目标企业选择是非常有必要的。