

陈云华 / 著

并购 VS 新建

企业并购与新建投资适用边界研究

Mergers and Acquisitions VS Greenfield Investment

企业家经常面临并购或者新建的两难选择。要弄清楚企业在不同的市场条件下究竟应该采用何种投资方式，就必须研究企业并购与新建投资的适用边界。



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

企业并购研究丛书

陈云华 / 著

并购 VS 新建

企业并购与新建投资适用边界研究

Mergers and Acquisitions VS Greenfield Investment

企业家经常面临并购或者新建的两难选择。要弄清楚企业在不同的市场条件下究竟应该采用何种投资方式，就必须研究企业并购与新建投资的适用边界。



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

并购 VS 新建: 企业并购与新建投资适用边界研究 / 陈云华著. — 北京: 中国经济出版社, 2007. 2

(企业并购研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 5017 - 7751 - 8

I. 并... II. 陈... III. ①发电厂—企业合并—研究—世界②发电厂—工业企业—投资—研究—世界 IV. F416. 61

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 003941 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)

责任印制: 石星岳

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京君升印刷有限公司

开 本: 1/32

印 张: 8.375

字 数: 180 千字

版 次: 2007 年 2 月第 1 版

印 次: 2007 年 2 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 7751 - 8/F · 6457

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



序一 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

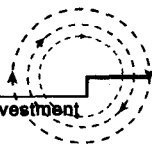
心翼翼、谨小慎微地行事，还没有可以大胆放心使用的规律可循。

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，这个价值被平摊了，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，简单地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

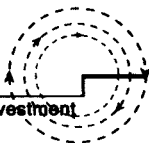
购匹配的基础上，双方预期的协同是什么？有多少？协同的来源如何解释？并购协同预期会在什么项目体现出来？如果没有并购协同，必然没有价值增值，并购的交易对于全社会就是一种资源浪费和损失。这些对并购协同理论提出了最直接的挑战。

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，到绩效结束。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。

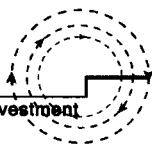
在现有的并购知识体系中，我们更多的是学习，还谈不上



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主任 张秋生

2004年8月12日于北京宽沟



序二

公司的成长可以通过内部成长和外部成长两种途径实现。内部成长是公司依靠自身的力量，通过整合内部资源，提高资源的利用效率达到公司成长的目标；而外部成长是公司通过吸收外部资源来达到公司成长的目标，外部成长包括兼并与收购、战略联盟（如合资、联营、营销和分销联盟、特许权经营、许可证经营等）。这两种公司成长战略各有优缺点，新建投资和并购是企业内部成长和外部成长途径中最具有代表性的两种方式，也是企业投资决策中最为普遍的两种投资方式。从资产的角度看，并购和新建投资的结果都可以增加企业资产规模，提高企业生产能力，但这两种投资方式对企业和企业外部环境的影响却不相同。由于企业的资源和外部环境的差异，企业在不同的成长阶段和生命周期的不同阶段，根据自身不同的成长目标、能力和外部环境选择相应的成长战略，采取不同的投资方式，是一个动态的调整过程。企业成长方式选择关系到未来企业绩效和企业发展，这就需要确定并购与新建投资活动的边界，研究在什么情况下，企业应当采用并购，而在什么情况下应当依靠企业自身的资源通过新建投资达到成长的目标。

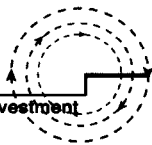
本书沿着概念界定—理论依据—影响因素—关系分析—模型

建立一实证研究这一规范研究和经验研究相结合的逻辑主线,运用资源基础理论和跨国投资理论中的垄断优势理论、生命周期理论、国际生产折衷理论等相关理论和方法,从并购与新建投资的行为机理出发,分析影响企业决策的外部因素和内部因素。

通过理论分析,本书将影响企业并购和新建投资选择的因素分为两个方面:企业外部因素和企业内部因素。外部因素主要包括市场增长率、市场竞争度、政府的政策倾向性、汇率、资源的可转移性,其中政府的政策倾向性、汇率又可归为东道国的区位优势;内部因素主要包括企业的资源、差异化能力、企业规模、企业的研究开发能力、项目建设速度、企业的管理水平和经营经验、技术水平、企业战略和文化差异。本书将这两类因素进一步归结为市场增长率、市场竞争度、区位优势、战略资源、差异化能力、企业规模、管理水平和企业经营经验、企业战略类型、文化差异等十个因素。

本书以欧洲和北美的发电企业作为经验研究的对象,对影响发电企业投资方式的因素进行经验研究。经验研究分四部分:企业投资行为的影响因素经验分析;并购的影响因素分析;新建投资的影响因素分析;并购和新建投资选择的影响因素分析。

通过对于样本数据的描述性统计分析,本书发现在相对成熟的电力市场,发电企业并购或是新建投资对市场的一些外部因素而言是敏感的,得到了一些有价值的结论,例如在欧洲与北美上世纪末放松发电管制后,不考虑其他因素,当市场增长率(市场增长率)较低,即在3%以下时,宜采用并购方式投资;当市场增长率(市场增长率)较高,在5%以上时,宜进行



新建投资；在所选的欧洲与北美发电企业中，排除其他因素的影响，当行业中的企业市场平均份额较高，达到 13% 以上时，宜采用并购方式投资；当行业中的市场平均份额低于 3% 时，宜采用新建投资。同样，在不考虑其他因素影响的情况下，较低的行业平均无形资产比率（低于 4%）适宜发电企业做出新建投资的选择，当行业具有较高的平均无形资产比率时（7% 及以上），电力企业做出并购的决策更加适宜。

本书认为，由于电力行业专业性较强，电力行业的管理水平与生产设施性能具有很大的关联，改进已有的生产能力成本很高，因此管理水平高的企业更愿意通过新建，获得优良的生产能力，而不是收购、改进有缺陷的生产能力，以保持经营的优势。

根据相关分析的结果，本书选取了与企业并购和新建投资具有显著相关关系的市场增长率（市场增长率）、战略资产（无形资产比率）、企业战略类型（企业国际化战略）、企业经营经验（并购次数）、文化差异（文化差异）、市场竞争度（市场集中度）、管理水平（净资产收益率）、企业规模（市场份额）等 8 个因素（指标）进行 Logistic 回归分析，建立了发电企业并购和新建投资边界的决策模型。根据检验的结果，该模型较好地解释了投资活动选择的预测问题，可以为企业并购和新建投资选择决策提供一定的依据。

本书以二滩水电开发有限责任公司为实例，对投资模型进行了验证。研究分析的结果为企业所接受，说明该决策模型具有一定的指导意义。

本书研究的重点集中于影响企业并购和新建投资活动边界

的因素，通过理论分析和经验研究，力图为企业投资决策提供理论依据和科学的方法。本书的创新点主要体现在以下方面：

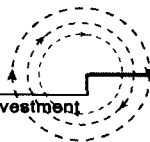
1. 在前人大量研究的基础上，将并购和新建投资这两种分别代表外部发展和内部发展的投资活动的适用边界作为一个一般的战略财务管理科学基本理论问题开展研究。

2. 根据资源基础理论、产业生命周期理论、垄断优势理论和国际生产折衷理论对并购与新建投资活动适用边界进行定性的分析研究（Analytical Research），分析了并购与新建投资活动的不同机理，为并购和新建投资选择建立理论框架。

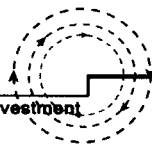
3. 虽然垄断优势理论、国际生产折衷理论是在跨国投资基础上产生的，其实质是一种多市场环境下的投资理论，本书将这些理论推广到企业一般投资行为。并将影响企业投资行为的因素分为外部因素和企业内部因素两个方面，归结为市场增长率、市场竞争度、区位优势、战略资产、差异化能力、企业规模、管理水平、企业战略类型、文化差异等十个因素。

4. 以欧美发电企业投资活动为样本，对企业投资与企业内外部影响因素、并购和新建活动与企业内外部影响因素进行了经验性研究（Empirical Research）。发现企业规模（市场份额）、战略资产（无形资产比率）、企业经营经验（并购次数）、文化差异（文化差异）、差异化能力（业务多元化）等因素（指标）与并购存在正相关性；而市场增长率（市场增长率）、市场竞争度（市场集中度）、企业战略类型（企业国际化战略）、管理水平（净资产收益率）等因素（指标）与并购投资方式选择存在负相关性等，得出一些有参考价值的经验结论。

5. 建立了企业并购和新建投资边界的 Logistic 决策模型，选



择出 5 个重要因素（指标）：市场竞争度（市场集中度）、战略资产（无形资产比率）、企业经营经验（并购次数）、管理水平（净资产收益率）、文化差异（文化差异），根据检验结果各指标按回归显著性大小排序依次为：**MAE**（并购次数）、**CD**（文化差异）、**ROE**（净资产收益率）、**IAR**（无形资产比率）、**MI**（市场集中度）。在分析中国水电产业外部环境的基础上，运用该模型验证了二滩水电开发有限责任公司的投资战略，研究结果也为该公司寻找投资所应当具备的资源 and 提升的能力提供参考。



目 录

序一 并购研究的使命

序二

第1章 绪论

1.1 研究背景和意义	1
1.2 概念辨析和相关范围界定	4
1.3 研究评述	9
1.4 研究内容与范围	19
1.5 研究方法和总体思路	21



第2章 并购和新建投资活动的机理

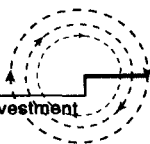
2.1 基于资源基础理论的分析	24
2.2 基于生命周期理论的分析	30
2.3 基于垄断优势理论的分析	33
2.4 基于国际生产折衷理论的分析	34
2.5 基于并购动机理论的分析	40
2.6 并购和新建投资活动的优势和劣势	43
2.7 企业的投资战略选择	47
2.8 小结	50

第3章 并购和新建投资活动的影响因素

3.1 影响并购和新建投资活动的外部因素	52
3.2 影响并购和新建投资活动的内部因素	57
3.3 小结	77

第4章 并购与新建投资活动的决策模型

4.1 数据来源和样本的选择	78
4.2 指标的确定	82
4.3 样本描述性统计	86
4.4 相关分析	100
4.5 并购与新建投资边界决策模型	122
4.6 小结	135



第5章 水电投资的并购与新建投资活动

5.1 水电行业概述	139
5.2 水电行业特性对并购和新建投资选择的影响	162
5.3 二滩水电开发有限责任公司的决策实例	171

第6章 结论与展望

6.1 本书主要结论	190
6.2 研究展望	195

参考文献

附录

致谢