



湖北省教育厅 科学技术研究项目 (D20171401)  
湖北工业大学博士科研启动基金项目 (BSQD13075)  
资金资助

# 企业并购能力 与并购绩效问题研究

宋迎春 著



中国水利水电出版社  
www.waterpub.com.cn

湖北省教育厅科学技术研究项目(D20171401)  
湖北工业大学博士科研启动基金项目(BSQD13075)  
资金资助

# 企业并购能力与并购绩效问题研究

宋迎春 著

 中国水利水电出版社  
[www.waterpub.com.cn](http://www.waterpub.com.cn)

·北京·

## 内 容 提 要

本书从我国上市公司连续并购现象出发,整合组织学习理论、企业资源理论和并购效率理论,详细分析我国上市公司并购能力的学习机制。在此基础上,运用组织学习过程理论,探讨和检验高管(团队)知识、经验对并购能力的影响,并运用经验学习理论,系统地检验企业并购经验对并购绩效的调节效应。本书还运用Cox风险比例模型,检验了并购经验对并购成功率的影响。

本书有两个特点:第一,跟踪了并购能力研究最新趋势。对国内外并购能力与并购绩效问题的研究进行了全面的梳理,追踪了最新的研究现状,为研究相关问题的学者提供学习和阅读的参考依据。第二,解读了上市公司连续并购现象背后的经验效应。结合我国上市公司存在的连续并购这一现象,运用上市公司连续并购数据分析并购经验对并购能力和并购成功率的影响,为研究相关问题的学者提供数据参考。

本书适合从事并购理论与实务的研究人员及对并购问题感兴趣的读者等。

### 图书在版编目(CIP)数据

企业并购能力与并购绩效问题研究 / 宋迎春著. --  
北京:中国水利水电出版社, 2018.9  
ISBN 978-7-5170-6929-4

I. ①企… II. ①宋… III. ①企业兼并—研究—中国  
IV. ①F279.21

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第221631号

策划编辑:雷顺加 责任编辑:宋俊娥

书 名	企业并购能力与并购绩效问题研究 QIYE BINGGOU NENGLI YU BINGGOU JIXIAO WENTI YANJIU
作 者	宋迎春 著
出版发行	中国水利水电出版社 (北京市海淀区玉渊潭南路1号D座 100038) 网址:www.waterpub.com.cn E-mail:sales@waterpub.com.cn
经 售	电话:(010)68367658(营销中心) 北京科水图书销售中心(零售) 电话:(010)88383994、63202643、68545874 全国各地新华书店和相关出版物销售网点
排 版	北京智博尚书文化传媒有限公司
印 刷	三河市元兴印务有限公司
规 格	170mm×240mm 16开本 10印张 210千字
版 次	2019年1月第1版 2019年1月第1次印刷
印 数	0001—3000册
定 价	48.00元

凡购买我社图书,如有缺页、倒页、脱页的,本社营销中心负责调换

版权所有·侵权必究

# 前 言

近年来,全球在并购上的投资达到史无前例的水平,我国企业并购活动也日益频繁和活跃,而与此同时,并购活动失败率却居高不下,甚至在并购交易的初期阶段即以失败告终。纵观国内外对企业并购能力研究的演变过程,不论是直接讨论并购能力,还是间接从并购经验去考察并购能力,在一定程度上可以归结为并购能力建立和发展的问題。

——并购能力的建立和发展需要知识、经验的不断投入和时间的累积。而在我国,真正市场化的并购历史还很短,并购能力的不足成为困扰企业进行外部扩张、实现战略发展的重要障碍。我国学者曾经对并购能力问题进行过探讨和研究,但遗憾的是,并购能力在目前仅被作为一个概念提出,有关并购能力的研究停滞不前,对并购能力的界定有分歧,对并购能力的度量还处于初级阶段。市场化并购将并购能力问题提到议事日程,基于并购能力问题的重要性及相关研究的匮乏性,本书拟以并购能力作为研究对象,从经验学习角度系统地分析和研究。

本书共分为7章。其中,第1章为绪论,阐述选题的背景及其意义、基本概念、主要内容、研究框架、研究思路、研究方法以及创新点。第2章为基本理论与研究现状,介绍并购能力发展依赖的理论基础,以及国内外关于并购经验与并购绩效的研究现状,并对其进行述评。第3章为并购经验、并购能力与并购绩效的内在机理和研究假说。第4章为高管(团队)知识、经验对并购能力影响的实证研究。第5章为连续并购、并购经验与并购绩效关系的实证研究。第6章为并购能力与并购成功率关系的实证研究。第7章为研究结论、启示与未来研究方向,首先归纳总结全书的研究成果和启示,从注重人力资本、刻意学习机制以及重视并购能力发展三个方面提出建议,最后说明了研究局限性,并展望未来研究方向。

本书研究表明:①管理(团队)知识、经验与并购能力存在正相关关系,但不显著。但是,管理团队中的CEO、CFO个人知识与经验对并购能力有显著

影响。②前后两次并购时间间隔短,管理者对并购中获取的并购经验学习不充分,会给当前并购带来较差的并购绩效。进一步的研究结果还发现,之前的并购经验,会使并购绩效发生反转。③运用生存分析的 Cox 风险比例模型发现,没有并购经验的企业并购成功率低于有并购经验的企业。

由于作者学识和水平有限,书中难免存在疏漏与不足之处,恳请各位读者不吝赐教。

宋迎春

2018年5月于诺丁汉大学

# 目 录

前言

第 1 章 绪论 .....	1
1.1 研究背景与研究意义 .....	1
1.1.1 研究背景 .....	1
1.1.2 研究意义 .....	3
1.2 相关概念的界定 .....	6
1.2.1 并购经验 .....	6
1.2.2 并购能力 .....	7
1.2.3 并购绩效 .....	8
1.3 研究内容与研究方法 .....	9
1.3.1 研究内容 .....	9
1.3.2 研究方法 .....	11
1.4 本书的创新点 .....	12
第 2 章 基本理论与研究现状 .....	14
2.1 基本理论 .....	14
2.1.1 组织学习理论 .....	14
2.1.2 企业资源基础理论 .....	17
2.1.3 并购效率理论 .....	19
2.2 国内外关于并购能力研究现状 .....	23
2.2.1 国外关于并购能力研究现状 .....	23

## 2 || 企业并购能力与并购绩效问题研究

2.2.2	国内关于并购能力研究现状	27
2.3	国内外关于并购经验研究现状	27
2.3.1	国外关于并购经验研究现状	29
2.3.2	国内关于并购经验研究现状	31
2.4	国内外关于并购绩效研究现状	41
2.4.1	国外关于并购经验和并购绩效研究现状	48
2.4.2	国内关于并购经验对并购绩效研究现状	50
2.5	小结	50
<b>第3章 并购经验、并购能力与并购绩效内在机理和研究假说</b>		<b>50</b>
3.1	并购决策观点	51
3.1.1	理性决策观	52
3.1.2	并购计划观	52
3.2	并购能力构建的理论分析	54
3.2.1	经验学习理论的基本观点	55
3.2.2	高管(团队)认知模式	57
3.2.3	并购经验学习机制	59
3.3	小结	63
<b>第4章 高管(团队)认知对并购能力影响的实证研究</b>		<b>64</b>
4.1	理论分析与研究假说	66
4.1.1	高管个人认知与企业并购能力	66
4.1.2	高管团队并购经验与并购能力	67
4.2	研究设计	69
4.2.1	样本选择	69
4.2.2	变量描述	70
4.2.3	模型构建	75
4.3	实证检验结果与分析	76

4.3.1	样本分布 .....	76
4.3.2	描述性统计分析 .....	78
4.3.3	相关性分析 .....	79
4.3.4	多元回归分析 .....	81
4.3.5	稳健性检验 .....	85
4.4	小结 .....	88
<b>第5章 连续并购、并购经验与并购绩效关系的实证研究 .....</b>		<b>90</b>
5.1	理论分析与研究假说 .....	91
5.1.1	连续并购和并购绩效 .....	91
5.1.2	企业以前的并购经验和并购绩效 .....	93
5.2	研究设计 .....	95
5.2.1	样本选择 .....	95
5.2.2	变量描述 .....	95
5.2.3	模型构建 .....	99
5.3	实证检验结果与分析 .....	100
5.3.1	样本分布 .....	100
5.3.2	描述性统计分析 .....	102
5.3.3	相关性分析 .....	105
5.3.4	多元回归分析 .....	107
5.3.5	稳健性检验 .....	109
5.4	小结 .....	112
<b>第6章 并购能力与并购成功率关系的实证研究 .....</b>		<b>114</b>
6.1	理论分析与研究假说 .....	116
6.1.1	并购经验和并购成功率 .....	116
6.1.2	财务资源和并购成功率 .....	117
6.2	研究设计 .....	118



## 4 || 企业并购能力与并购绩效问题研究

6.2.1	样本选择	118
6.2.2	变量描述	119
6.2.3	模型构建	122
6.3	实证检验结果与分析	122
6.3.1	样本分布	122
6.3.2	描述性统计分析	124
6.3.3	相关性分析	125
6.3.4	单变量分析	125
6.3.5	多元回归分析	126
6.3.6	稳健性检验	128
6.4	小结	129
<b>第7章 研究结论、启示与未来研究方向</b>		<b>131</b>
7.1	研究结论和启示	131
7.1.1	研究结论	131
7.1.2	研究启示	132
7.2	政策建议、研究局限和未来研究方向	133
7.2.1	政策建议	133
7.2.2	研究局限	134
7.2.3	未来研究方向	135
<b>参考文献</b>		<b>137</b>
<b>后记</b>		<b>151</b>

# 第 1 章 绪论

## 1.1 研究背景与研究意义

### 1.1.1 研究背景

全球在并购上的投资达到史无前例的水平,我国企业并购活动也日益频繁和活跃,尤其近年来产业型并购增多,并购重组服务于实体经济功能特征明显,主要表现在提高行业集中度和企业竞争力的横向兼并、淘汰过剩产能重组、新兴产业重组上市、推动混合所有制和提高公司治理的重组以及跨境并购等(王啸,2018)。据证监会官方数据显示,2016年中国上市公司并购交易金额达到了23900亿美元,年均增长率41.4%,居全球第二。其中,产能过剩行业有118家上市公司实施并购重组,交易金额2336.78亿美元,占全市场并购重组交易金额的9.8%;战略性新兴产业有270单并购重组交易,交易金额3253.31亿美元,占全市场并购重组交易金额的13.6%;国有控股企业有678单并购重组交易,交易金额10200亿美元,占全市场并购重组交易金额的42.7%等<sup>①</sup>。根据清科研究中心资料显示<sup>②</sup>,2015年中国并购市场共完成2692起并购交易;2016年中国并购市场共完成3015起并购交易,同比增长15.3%。对1998—2010年上市公司527起并购事件的样本统计研究,有2次并购经验的企业接近四成(图1-1)。说明近年来我国企业连续并购次数逐步增长,很多企业在短期内进

---

① 上市公司并购重组服务实体经济转方式调结构取得明显成效[EB/OL]. [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/gjb/dyxc/201708/t20170815\\_322153.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/gjb/dyxc/201708/t20170815_322153.html),2018-04-17.

② 2016年中国并购市场年度研究报告[EB/OL]. <http://research.pedaily.cn/report/free/1476.shtml>,2018-04-17.

行多起并购以实现其既定战略目标。

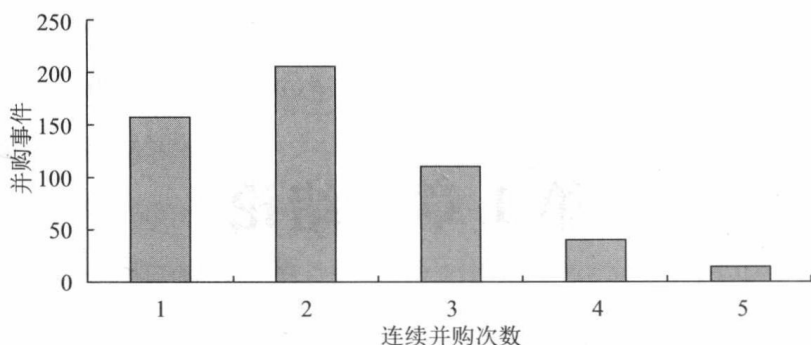


图 1-1 样本公司并购频次

与此同时,我国的并购活动失败率却居高不下,甚至在并购交易的初期阶段即以失败告终,是哪些因素影响并购成败,并购企业又应该如何提高并购成功率呢? Banal-Estanol 等(2011)认为并购失败源于达不到预期的协同效应,由于信息不对称,并购之前并购双方不够了解,并购之后合同和协调出现问题。基于并购前信息的最优选择是同意并购,但并购后放弃努力,寄希望于通过搭便车方式,依靠并购后对方的努力,获得并购收益弥补并购成本。如果并购双方都是基于这样的考虑,并购最后会走向失败。Cuypers 等(2017)同样基于信息不对称,发现如果并购双方均有并购经验,那么当目标企业拥有较多并购经验的时候,会获取更多的价值。即目标企业获得了经验优势,并运用这种经验优势,以及利用信息不对称进而捕获更多的并购价值,反之主并企业获得更少或者没有。Friedman 等(2016)则认为由于并购中对目标的识别、选择合适的目标企业、谈判有利的交易、优化并购决策和整合目标都与决策过程中人的偏见和结构问题有关,因此,只有克服高管在决策过程不自觉受到这些因素的干扰,改变并购交易和整合中的沟通环境,才是减少并购失败的根本方法。

人们在寻找并购失败原因的时候,发现并购企业可能本身存在并购能力的缺失(陶瑞,刘东,2012;李东飞,2011)。忽略了自我评价,专注于制定评价目标企业的标准和对选定的目标企业开展尽职调查,导致很多企业因为不清楚自身是否具备并购条件而盲目实施并购,以失败告终。并购能力过低是造成并购失败的重要原因之一。是否善于从并购成败中总结经验教训,并形成特有的并购

能力是企业并购中应该不断思考的问题。原国资委主任李荣融曾说过,我国多数企业不具备海外并购条件,并购是一个机遇,但是要把机遇变成现实,企业需要根据自己的能力。如果能力不够,并购不仅不是机遇,也许会成包袱,甚至使企业走向破产的不归之路。看中了并购的目标,还要看看自己是否具备能力,千万不能干自己能力做不到的事<sup>①</sup>。因此,本书拟研究:什么是并购能力,如何构建和发展并购能力? 并购能力与并购绩效的关系是什么? 并购能力的提高是否可以增加并购成功率?

### 1.1.2 研究意义

如何提高并购能力成为理论界和实务界关注的焦点问题。从国内外对并购能力问题的研究来看,对并购能力所进行的探索主要围绕两种思路展开:国内主要是直接讨论并购能力,包括并购能力的构成要素和并购能力形成的理论基础,但由于能力是一个很复杂的概念,影响企业并购能力形成的因素很多,因此直接研究并购能力难度很大;国外主要是间接研究并购能力,从组织并购经验视角去考察并购能力,认为并购经验是并购能力的替代变量,实证检验了并购能力的相关问题。

纵观国内外对企业并购能力研究的演变过程,不论是直接讨论并购能力,还是间接从并购经验去考察并购能力,在一定程度上,都是强调能力对并购成败影响的重要性,都是旨在提高企业的并购能力,实现企业的战略目标。从某种意义上来说,并购能力问题的演变过程,从本质上可以归结为并购能力的建立和发展的的问题。近年来,组织经验学习理论研究表明,经验学习可以改进并购能力,促进能力的发展。Haleblian & Finkelstein(1999)认为随着并购经验的不断积累,企业由新手变为专家。Hayward(2002)认为在企业重复完成相似并购的过程中形成了专用的能力,通过各种历练才能形成通用的能力。Schi-  
jven & Barkema(2007)认为通用的能力必须立足于专用的能力。Aktas 等

---

<sup>①</sup> 李荣融:多数企业尚不具备海外并购条件[EB/OL]. <http://finance.sina.com.cn/MA/20090630/09596418341.shtml>,2011-10-20.

#### 4 || 企业并购能力与并购绩效问题研究

(2013)认为在 CEO(Chief Executive Officer,首席执行官)连任以及前后并购交易相似度越高的情况下,通过连续并购可以获取评估专长和其他收益。Doan 等(2018)认为从之前的并购经验中提取的知识有助于完成后续并购。那么,在我国,伴随着市场化并购的进一步加快,连续并购成为一种常态,随着企业并购次数增多由此积累的并购经验能否有效地转化为企业的并购能力,是一个有待检验的实证问题。

##### 1.1.2.1 理论意义

(1)从理论上探讨了我国企业培养和发展并购能力的必要性、存在的问题及对策。作为转型经济和发展中国家,和发达市场国家相比,我国制度还很欠缺,一些非正式的机制在并购中起到很重要的作用,因此在以往的研究中学者更多地注重关系研究,忽视了企业自身的并购能力问题的研究。在市场和制度相对落后的情况下,关系型契约的确可以起到有效配置资源的作用,但是随着经济发展到一定阶段,关系型契约必将让位于市场化契约,能力问题一定会提到议事日程。有并购能力的企业通过真实能力获得并购成功,没有并购能力的企业需要通过持续不断的学习,将学习转化为市场所需要的能力,进而获取并购成功。因此,并购能力发展存在一个时间积累和效应滞后的现象,对并购绩效存在一个门槛效应——需要投入足够量的以及持续一定时间才能产生的效益。

(2)从实证的角度,借鉴国外对并购能力问题研究现状,在充分整合企业资源理论、企业知识理论、组织学习理论之后,将并购经验引入到我国并购问题研究的分析框架中。连续并购是我国目前并购中突出的一个现象,并购经验的数据具有可得性,检验结果发现,有并购经验的企业比没有并购经验的企业并购成功率要高;高管的并购知识和经验,尤其是 CFO(Chief Financial Officer,首席财务官)的并购知识和经验对并购能力构建有重要作用;企业的并购经验对并购绩效有正效应;和不相关并购战略相比,相关并购战略给企业带来的绩效要高。这与以往的结论是一致的,为以往相关结论提供了进一步的支持证据。

### 1.1.2.2 现实意义

(1)刻意学习的机制至少为三类并购企业提供模板。第一为有并购经验但曾经失败的企业提供学习模板,如何在企业间实现并购知识清晰化—编码—分享—内化,这是一个将并购知识显性化过程,为更多人成功并购提供参考依据。第二为没有并购经验的企业提供学习模板,帮助正在进行并购的企业提供榜样进行模仿,模仿目标企业选取、价格的制定、融资银行的选择等。第三为潜在的并购企业提供学习模板,为其将来的并购行动提供指南。

(2)并购是一件非常复杂的交易,由尽职调查、谈判、融资和整合等多个既相互分离又相互依赖的环节组成,每一个环节离不开并购人员的参与,因此,并购人员的专长、经验和知识对于并购成功都会起到重要作用,研究并购人员尤其是高管层的 CEO、CFO 的知识和经验,包括人力资本、并购技巧和技能对并购成功率提高,进而对并购绩效提高具有重要的现实意义。

本书将在借鉴国内外相关文献的基础上,结合我国上市公司的实际,从企业资源理论、组织学习理论和并购效率理论研究视角入手,详细分析我国上市公司并购能力的学习机制,在此基础上,运用组织学习过程理论,探讨和检验高管(团队)知识、经验对并购能力的影响,并运用经验学习理论,系统地检验企业并购经验对并购绩效的调节效应。本书还将运用 Cox 风险比例模型,检验并购经验对并购成功率的影响。这些问题的研究,不仅为上市公司并购提供新的经验证据和理论支持,同时对于人们理解并购能力形成的机理以及评价并购能力发展,都具有重要的理论和现实意义。

## 1.2 相关概念的界定

### 1.2.1 并购经验

#### 1.2.1.1 并购

并购(Mergers & Acquisitions, M & A)是兼并和收购的简称,在并购过程中涉及收购企业和被收购企业。兼并(Merger)是并购企业购买被并购企业产权的一种投资行为,被并购企业法人地位丧失或者虽然被保留但变更其投资主体。兼并尤指两个企业的合并和归并。收购(Acquisition)是指并购企业用股票或者资产购买被并购企业产权,获得被并购企业的控制权。被并购企业法人地位丧失。因此,兼并和收购实际上都是一种企业产权的交易,它们产生的动因以及在经济运行中所产生的作用基本一致,而且在许多企业兼并收购的实际操作过程中,它们的区别很难划分,作决策所考虑的因素也基本相同,习惯将兼并和收购合起来简称为并购。

因此,并购是实现企业战略和业务战略目标的一种工具,是一个寻找具有互补资源和能力伙伴的过程。

#### 1.2.1.2 经验

辞海中的经验是指由实践得来的知识或技能,也指经历和体验。经验知识不同于编码化知识,编码化知识是显性的、已成体系并可以用正规系统的语言传播的知识,而经验知识是隐含的,是深植于企业文化或者大脑和身体中,很难系统编辑和交流,只能通过某一特定情境中的行动、承诺来表达,并购这种知识只能通过观察、模仿和实践经验才能获得。

#### 1.2.1.3 并购经验

并购经验(Acquisition Experience)就是在并购过程中获得的并购知识或者并购技能。并购经验的第一个特征是并购经验属于隐性知识,难以记录、难

以形式化(Nonaka,1991)。获得隐性知识的关键就是体验,没有一定程度的共同体验,一个人很难将自己的想法投影到另一个人的思维过程中去。第二个特征是并购经验属于个人知识。Ravetz(1971)认为,隐性知识根植于个人,已经达到了看起来完全自然的程度。这就是为什么它不能被表达以及为什么依附于知情者的一个原因。第三个特征是实用性(Sternberg,1994),并购经验属于一种并购技巧。第四个特征是并购经验只适用于特定的环境,因为它通常只有在用到工作和情况下才会被需要(Sternberg,1994)。

因此,并购经验是企业高管拥有的独特的并购知识以及在并购活动中获取的并购技能。

## 1.2.2 并购能力

### 1.2.2.1 能力

能力是指将众多资源结合运用以完成一项任务或活动的才能。资源本身不产生竞争优势,竞争优势是由数项资源的独特组合创造并得以维持。Selinick(1957)认为能力或特殊能力就是能够使一个组织比其他组织做得更好的特殊物质。这种能力或特殊能力即为核心竞争力。竞争优势的关键不在于开始时拥有的资源禀赋,而在于企业对其资源和能力的应用技巧。一个企业的资源禀赋只与该企业的能力有间接的联系,企业能力的关键在于对其资源和能力进行杠杆利用。

### 1.2.2.2 并购能力

并购能力(Acquisition Capability)的概念借用了组织能力概念,组织能力是企业将资源配置到最终产品的能力,包括个人技巧和专长,也包括企业在其活动中提取的常规、规则和程序。因此,并购能力就是企业有效执行并购不同子过程的能力,是收购人在并购过程中运用的知识和技能,既是过去并购活动中习得的经验,也是企业当下拥有资源和能力的综合体现。并购不同阶段,需要的并购能力不尽相同,因此,根据并购阶段划分,并购能力有识别目标企业能力(Haspeslagh & Jemison,1991)、谈判能力(Zolla & Reuer,2010)和并购整合



能力(Zollo,1998;Aktas 等,2013)。根据并购模式划分,有管理单次并购的能力和  
管理并购项目的能力(Keil 等,2012)。

因此,并购能力是从连续并购视角,主要研究并购宣告日之前,由高管过去  
并购经验转化为并购的能力,是并购企业在多次并购中,通过不断学习,不断积  
累,不断培育和完善的—种行为能力,不包含并购后整合能力。

### 1.2.2.3 并购能力发展

并购活动是企业增长、获取租金、资源外部创新和维持竞争优势的重要方  
式,在实现企业战略目标的过程中,经历多起并购,在这个过程中不断改善并购  
能力,使得并购能力获得发展。

本书研究的并购能力强调并购能力有两个层面。

第一是量的增长,是并购能力发展的初级阶段,通过多起相关并购培养并  
购能力。相关并购中并购企业和被并购企业可能在经营的各种业务之间的性  
质不同,但是在生产、经营、技术和渠道等方面可以实现战略上的适应性和相关  
性。在进行连续的相关并购后,企业能够探索出并购活动的规律,总结成功和  
失败的并购经验和教训,便于培育专用性的并购技能。

第二是质的改善,是并购能力发展的高级阶段,企业通过检验和修正在初  
级阶段积累的并购经验,把前一阶段培养起来的并购能力拓展为更广的并购能  
力,更通用的技能,表现为企业可以进行不相关并购活动。不相关并购是并购  
企业和被并购企业各种业务之间没有战略意义上的共同因素,脱离现在行业,  
进入其他行业和市场。

### 1.2.3 并购绩效

#### 1.2.3.1 绩效

绩效概念中的“绩”表示业绩,“效”表示效率,绩效的基本意思是出色的表  
现或者成就。绩效有三层含义,首先是对工作结果的整体评价,即完成工作的  
效率和效能。其次是对过程的评价,即对工作行为、方式以及其后果进行评价,