



管理学前沿文库

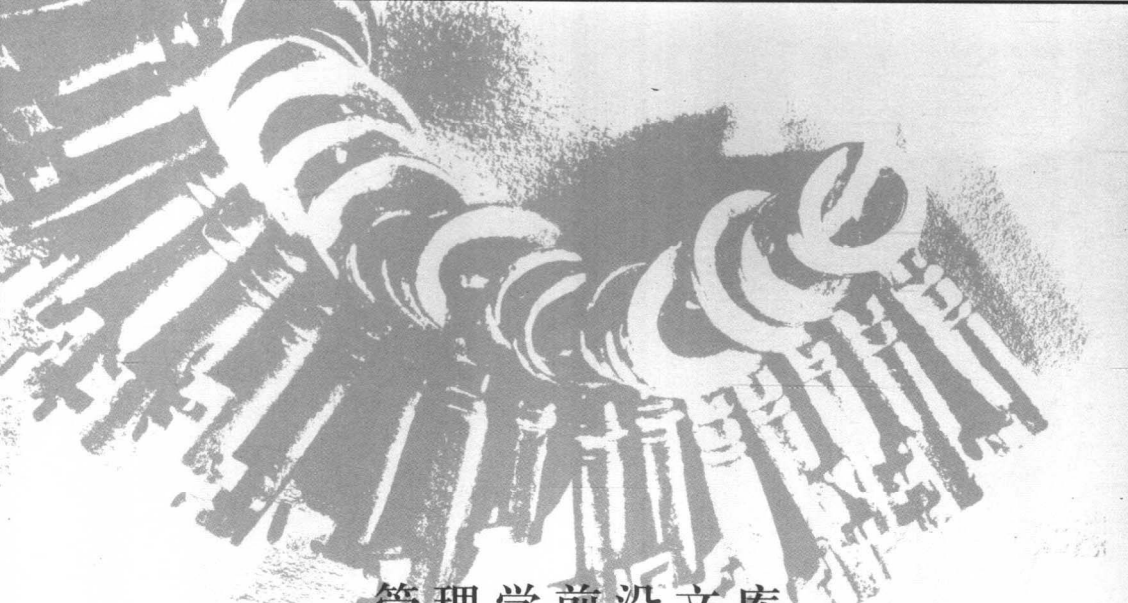
企业并购的 有效性研究

Study on the Efficiency of
Business Merger and
Acquisition Activities

邱明 著



中国人民大学出版社



管理学前沿文库

企业并购的 有效性研究

Study on the Efficiency of
Business Merger and
Acquisition Activities

邱明 著



中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业并购的有效性研究/邱明著.
北京:中国人民大学出版社, 2006
(管理学前沿文库)
ISBN 7-300-07115-5

I. 企…
II. 邱…
III. 企业合并-研究
IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 015746 号

管理学前沿文库
北京市社会科学理论著作出版基金资助
企业并购的有效性研究
邱 明 著

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511239 (出版部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京新丰印刷厂		
开 本	965×1300 毫米 1/16	版 次	2006 年 3 月第 1 版
印 张	13.5 插页 1	印 次	2006 年 3 月第 1 次印刷
字 数	179 000	定 价	29.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



内容简介

兼并与收购是企业行为中高级而复杂的活动。西方国家有着一百多年的企业并购历史，但其并购的成功率却一直不高。在国内并购面临大发展的背景下，如何针对其活动的复杂性提高其成功率，已成为国内理论界迫切需要研究并加以解决的问题。

本书借鉴西方经济学的分析方法，在大量分析国内外已有文献和企业并购案例的基础上，立足于国内特定经济环境，对提高企业并购成功率问题进行了有意义的系统性、创新性探索。对国内外并购理论和实证研究中有关企业并购有效性部分进行了较为全面的述评，对全球五次并购浪潮和我国三次并购浪潮进行了系统性的回顾，同时深入地分析了其中的有效性。书中提出了合理的并购战略动因和战略性并购的基本模式；分析了整合经理在并购中的产生、角色定位、选拔标准和职责；阐述了对协同效应在并购中实现的深层次认识，剖析了在并购中实现协同效应的路径；通过构建企业并购的有效性模型，揭示出企业层面的并购有效性机理。

企业并购的有效性研究

作者
简介



邱明 副教授，博士，现任中央财经大学商学院副院长。1995年在辽宁大学获得学士学位；1999年在中央财经大学获得硕士学位；2004年在中央财经大学获得博士学位。

主要研究领域：企业管理学、企业发展战略、企业兼并与收购。

在《管理世界》、《统计研究》、《人民日报》、《经济日报》等国家级核心刊物发表学术论文三十余篇，其中多篇被国内外报刊全文转载。先后主编、参编八本财经类高校教学用书，参加了国家社会科学基金重点项目——“资产管理公司运营状况和未来发展研究方向问题研究”课题的研究。三次获得省部级科研奖励。

担任中国发展战略学研究会理事，被《中华工商时报》聘为专家评报组成员。

策划编辑 费小琳
责任编辑 剑 红 钱 伟
封面设计  墨堂工作室
版式设计 赵星华



序

兼并与收购是企业行为中的高级活动。之所以说是高级活动，是因为它不同于一般的将产品和服务进行交换的企业行为，而是把企业本身作为商品进行交易的复杂过程。并且，这种高级活动产生的后果是重大的，人们总是期望企业因此而兴旺发达，但企业却往往因此而一蹶不振，乃至归于失败。国内外大量案例说明，企业并购是有条件的。

就总体而言，并购活动的发生至少有三个前提。第一，并购企业要有足够的积累。这种积累，一方面表现为判断能力的积累，也即对宏观经济形势、行业前景、自身企业状况和目标企业优劣等问题的综合把握能力的准备。因为一般只有在宏观形势明朗、行业前景看好、企业自身条件具备、目标企业适合的情况下才会引发并购。另一



方面,这种积累表现为企业自身实力的积累。也就是说,并购的一个重要基础是并购企业要拥有足够的资金、人才和管理能力。第二,在一定时间和空间内,分布于企业间的发展性资源是稀缺或有限的。这里所说的发展性资源是指广义的有益于企业进一步发展的资源,既包括独具价值的土地、设备等有形资源,也包括独具优势的技术、管理等无形资源。发展性资源有时可以理解为可以构建核心竞争力的资源。正是因为发展性资源的这种稀缺性或有限性的存在,加之分布不均,才会导致企业间为获得增加发展优势的资源而进行兼并和收购。第三,时间成为企业决策中考虑的重要因素。在企业谋求进一步发展的过程中,往往面临着自建企业和并购其他企业两种选择。自建企业的优势是新建企业尽在掌控之中,劣势是在瞬息万变的环境下时间成本可能会很高;并购其他企业的优势是可以在时机稍纵即逝的情况下抢占先机,劣势是因为企业间信息不对称,存在许多未知的风险。现今众多的企业宁可承受诸多未知风险,也要去并购企业,这显然与企业间竞争激烈,时间成本大幅提高有关。

并购的前提是容易判定的,然而有了前提却不一定取得并购的成功,就像必要条件不能替代充分条件一样。西方国家有着 100 多年的并购历史,不胜计数的企业投身于并购实践之中,然而并购的成功率却一直不高,这不能不说是企业并购活动复杂性的一种外在反映。

目前国内正在经历着第三次并购浪潮,其规模和影响范围是空前的。但尽管如此,从世界范围的经验来看,中国的并购高潮还远没有到来,在不久的将来必将掀起更为波澜壮阔的并购浪潮。这主要源于三种动力。一是企业谋求发展的原动力。中国改革开放近 30 年来,企业作为社会经济基本单位,在得到难得机遇和较为充分发展的同时,也积累了相当的资本、人才以及现代化大规模的管理经验,越来越多的企业已经开始运用并购的方式来谋求快速发展和扩张。二是国企改革制的拉动力。1998 年我国开始的财政体制和金融体制改革对国有企业产生了极其深远的影响,改革后的中央财政和国

有商业银行都不再给国企“输血”，因此在“退出竞争领域”的精神引导下，引发了各地“国退民进”的并购热潮。国企改制的实施，既将众多国有企业拉进并购浪潮之中，也扩大了参与并购活动的主体范围。无论是自然人还是法人，无论是国有还是民营抑或外资都可以平等地参与到并购活动之中。三是跨国并购的推动力。根据联合国贸易发展会议的《世界投资报告》统计，全球跨国投资额中90%都是通过跨国并购完成的，而我国每年引进的外商直接投资中采用跨国并购方式完成的只占6%左右。由此可见，外资并购活动必将在不久的将来掀起高潮，而这也无疑会对国内的并购活动起到推波助澜的作用。

在企业并购面临大发展的背景下，如何针对其活动的复杂性提高其成功率，就成为国内理论界迫切需要研究并加以解决的问题了。在这方面，国外可资借鉴的研究成果是有限的，因为西方学者的相关研究主要体现在并购中价值创造理论方面，而其价值创造的理论研究是建立在资本市场发展充分、上市公司在全部企业总数中占有相当比重的基础上的。国内由于开展并购活动理论研究的时间相对较短，从已经公开发表的文献来看，关于提高企业并购成功率方面的研究还不太多，未能形成系统性研究。

此前，国内的不少研究和媒体关于企业并购的报道，都给人这样一种假象，即并购总是与成功相伴，是一种盛举，是并购企业的伟业。尤其是中国企业实施海外并购时，人们甚至为之雀跃。殊不知，前方荆棘丛生，甚至还有陷阱。在热情中保持几分冷静，这是一名研究者应有的秉性。冷静不等于缺乏热情，而是通过冷静的理性思考与求证，促进人们乐见的事物有个好的结局，促使决策及决策的实施更加科学，更加严谨。

邱明同志的这本《企业并购的有效性研究》，以马克思主义经济理论为指导，借鉴西方经济学的分析方法，在大量分析国内外已有文献和企业并购案例的基础上，立足于国内特定经济环境，对提高企业并购成功率问题进行了有意义的系统性、创新性探索，在很大

的程度上弥补了国内的一个空白。该论著对国内外并购理论和实证研究中有关企业并购有效性的部分进行了较为全面的综述和评价,对全球五次并购浪潮和我国三次并购浪潮进行了系统的回顾,同时深入地分析了其中的有效性。提出了合理的并购战略动因和并购战略规划的具体实施步骤,以及战略性并购的基本模式和整合工作的具体内容;对整合经理在并购中的产生、角色定位、选拔标准和职责进行了开拓性分析;阐述了对协同效应在并购中实现的深层次认识,剖析出在并购中协同效应的实现路径;通过构建企业并购的有效性模型,揭示出企业层面的并购有效性机理。

邱明同志的专著《企业并购的有效性研究》,是在他的博士论文基础上修改而成的。该博士论文受到国内著名经济学家刘方域、王庆成、何盛明、郑海航、管益忻、闻潜、侯荣华、王巾英、孙国辉、张铁刚等教授评审的好评。答辩委员会一致认为:

论文对如何提高企业并购的有效性进行了全方位、多视角的系统探索,这一创新性的研究,对提高我国企业并购的成功率,具有重要的理论与现实意义。论文有如下创新的见解:(1)视角选择创新,突破了传统理论框架。(2)认为判断并购的有效性不应以股价短期波动为标准,累计超常收益率法不适合我国国情,并根据有关因素提出了衡量企业并购有效性程度的模型。(3)将战略规划、转型组织等融入研究,提出了在一定条件下混合并购有效的观点。(4)在整合理论方面创新,对整合经理进行了开拓性研究,提出推行整合经理人制的措施建议。(5)将并购和管理结合起来剖析,梳理出整合管理的发展演变历程。(6)针对国内外并购失败的事实呼吁警惕并购负效应问题,等等。论文观点正确,论据充分,分析深刻,资料数据翔实,文字流畅,行文规范。是一篇紧密联系实际情况,且有相当理论深度的学位论文,表明作者具有扎实的理论功底和较高的科学研究能力、文字素养。

邱明同志的治学态度是严谨的,在将其博士论文冷处理八个月,又用了三个月的时间,结合新思考和新文献,对论文进行了进

一步的完善和充实。作为邱明同志的博士生导师，欣闻《企业并购的有效性研究》书稿获得了北京市社会科学理论著作出版基金的资助，并由中国人民大学出版社出版。我首先祝贺本书的出版，同时也为他所取得的成绩感到由衷的喜悦。邱明同志一直工作在高校教学科研第一线，兢兢业业，扎扎实实。攻读博士学位期间，他一方面阅读了大量国内外文献，一方面独立思考，笔耕不辍，先后在《管理世界》、《统计研究》等国家级核心学术刊物上发表论文19篇，其中多篇文章被一些重要文献资料类刊物全文转载。这本专著其实也是他多年来在企业并购方面研究成果的一个系统总汇。我相信，这本专著的出版会对国内并购理论研究有所增益，对国内企业并购的成功率提高有所贡献。同时，我也希望，邱明同志能够以此为新的起点，在学术研究的道路上更上一层楼，做出更大成绩。

王柯敬

于中央财经大学



摘 要

从 19 世纪末 20 世纪初到现在的 100 多年中，世界经济领域先后发生了五次企业并购浪潮。实践证明，企业并购既是企业发展的重要途径，也是市场化重新配置社会资源的有力手段。在全球经济一体化势不可挡的大背景下，并购活动正日趋频繁，对世界经济的巨大影响日益显现。

正如美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒在《通向垄断和寡占之路——兼并》中所说，“一个企业通过兼并其竞争对手的途径成为巨型企业是现代经济史上的一个突出现象”，“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司是主要靠内部扩张成长起来的”。在科技飞速发展、经济一日千里的今天，并购已经成为企业扩张发展的主要途径和常规手段。在经济



繁荣期,并购被作为高速发展的加速器;在经济衰退期,并购又被作为抵御衰退、低成本扩张的利器。就国内来看,据美国波士顿咨询公司 2002 年调查统计,近 5 年来我国的并购正在以每年 70% 的高速度增长。在全球第五次并购浪潮大幅回落的背景下,中国却一枝独秀。摩根大通发表的一份分析报告认为,2003 年前三个季度中国的并购市场的交易量已经达到 240 亿美元,中国将成为世界收购合并最具吸引力的市场。汤姆森金融证券数据公司(Thomson Financial)发表的亚太地区并购活动报告指出,中国大陆在亚太地区不断增长的并购交易数量以及交易额方面居于领先地位,2003 年共发生并购 1 504 宗,同比上升 56.83%,涉及金额 284.6 亿美元,同比上升 7.93%。

尽管如此,从世界范围的经验来看,中国的并购高潮还远没有到来,特别是跨国并购。根据联合国贸易发展会议的《世界投资报告》统计,全球跨国投资额中 90% 都是通过跨国并购完成的,而我国每年引进的外商直接投资中采用跨国并购方式完成的只占 6% 左右。由此可见,我国的企业并购活动必将在中国加入世贸组织后掀起新的高潮。

然而,审视企业并购的发展历程,我们也会发现一个始终困扰着企业界和理论界的难题:并购的成功率很低,许多看似取得成功的并购企业并没有通过并购获得足够多的超常收益(abnormal return),甚至适得其反地获得负超常收益。

在研究并购成功率时,通过实证分析,国际一些知名的研究机构和咨询公司不约而同地得出了令人不安的结论:企业并购中有六成以上是失败的。国内有关研究显示,我国企业并购的成功率仅为 30% 左右。

与此同时,浏览国外众多文献,尽管不同学者每次实证检验抽取的样本以及测算的具体方法存在一定差异,但也都得出了近乎一致的结论,即:在成功的企业并购中,被并购方总是并购活动的绝对获益者,不同的仅是收益的多少而已;而并购方却收益甚微,甚



至收益为负。

那么并购中为何有些企业脱颖而出取得成功,而多数企业却沦为失败者?如何评价众多并购活动的收效?如何在中国现有国情下使我国企业并购取得更好的效果,更趋向成功?

就上述一系列问题,本研究力图在借鉴国内外研究成果的基础上,从一个全新的角度——企业并购的有效性,进行研究和解答。

本研究正文部分共分四章,各章主要内容包括:

第一章:企业并购有效性理论和研究的述评。

第一次企业并购浪潮兴起于 19 世纪 90 年代末的美国,从那时起,学者就从不同角度、运用不同方法开始了对并购活动的研究。从众多的论述中,本研究选取了蕴涵并购有效性的经典理论研究成果:马克思对企业并购有效性的阐述;西方并购理论和实证研究中有关企业并购有效性部分的述评;国内并购理论和实证研究中有关企业并购有效性部分的述评。力图深度挖掘现有理论的丰富内涵,将其中的论述按照全新的角度进行整合,从而取得新的认识,为目前的并购实践活动提供有益的参考。

企业本身是一个复杂的经济系统,企业并购则是将企业本身作为商品进行交易的一项高级经济活动,企业并购有效性研究更是一项涉及广泛的系统工程。为了能够对这一问题进行更充分的探讨,本研究选择了较为开放的形式,引入管理学、经济学中已有的企业战略管理理论(包括 SWOT 分析法、产品生命周期、经验曲线、波士顿矩阵、五种竞争作用力分析模型、企业核心竞争力等理论)、组织经验与组织资本理论和协同效应理论等相关内容。

第二章:全球五次并购浪潮的回顾及有效性分析。

在全球企业并购一个多世纪的发展过程中,以美国为首的西方国家先后掀起了五次大的并购浪潮:19 世纪末 20 世纪初,爆发了第一次并购浪潮;两次世界大战之间的 20 世纪 20 年代,爆发了第二次并购浪潮;第二次世界大战后的 50—60 年代,爆发了第三次并购浪潮;70—80 年代,爆发了第四次并购浪潮;90 年代至今,爆发了



第五次并购浪潮。

企业到底应该走专业化道路还是多元化道路，是企业管理界长期以来争论不休、莫衷一是的一个话题。本研究认为，不能武断地否定混合并购和多元化发展道路的有效性，在特定历史背景和经济环境下，混合并购和多元化发展道路是一种积极的战略选择。混合并购在战略规划和学习型组织的基础上是有效的。如果条件具备，多元化战略会加速企业的成长，增强企业的抗风险实力。用历史发展的眼光来看，以混合并购为主导形式的第三次并购浪潮为今天的众多巨型企业奠定了基本框架和坚实基础。

第一次并购浪潮期间，指导管理实践的是以泰罗为代表的“古典管理思想”，而该理论的一个显著特点，就是把企业中的人当成“机器”来看待，忽视“人”的因素，所以有人称此种管理思想下的组织实际上是“无人的组织”。由此可以推断，在这次并购浪潮中还处于萌芽阶段的整合工作是不完全的，更倾向于产能的合并，而不会考虑“人”的因素。

第二次并购浪潮期间，尽管随着“霍桑实验”的深入，“人”的因素开始被梅奥等人关注，但显然还没有形成系统认识，处于萌芽阶段的“组织行为学”（当时被称为“人际关系学说”）无法在整合中得到体现。但在组织结构方面的整合，此时已有所突破了。通用汽车的斯隆创新地设计出“事业部制组织结构”以代替原先被众多企业所广泛采用的“直线职能制组织结构”，实现了公司管理体系的“分散经营，协调控制”。其影响是极其深远的，可以说解决了当时纵向并购带来的管理难题，并为混合并购提供了极其有效的组织结构保障。

最初的“人际关系学说”在 20 世纪 60 年代发展成为“组织行为学”。结合第三次并购浪潮中整合工作的开展，我们可以发现：被并购企业中“人”的因素同样引起了关注。

20 世纪 80 年代初，企业文化被从理论上提出，并开始加以探究。在第四次并购浪潮的并购整合中，觉察到了存在企业文化差异

的问题,却没有充分重视,更别说很好地解决这个问题了。但作为理论研究的一个突破,1985年,P.普里切特、D.鲁滨逊和R.克拉克森联手撰写了第一本关于被收购企业整合战略方面的书籍——《并购之后——如何整合被收购公司》。

在第五次并购浪潮中,探索出了许多宝贵的整合经验和创新的认识。主要表现为三个方面的重大突破:关注“文化”的因素,提出文化评估和解决策略;设立全职整合经理;探索出并购的基本步骤。

本研究指出:要警惕并购中的三大负效应:并购带来大规模裁员,对企业、社会、宏观经济产生不利影响;并购带来股价、股市的波动,财富缩水;六成以上的并购失败率,常常会把原本盈利的并购公司卷入巨亏的漩涡。

第三章:国内三次并购浪潮的回顾及有效性分析。

我国的企业并购已经历了三次浪潮:第一次企业并购浪潮始于1984—1987年,1987—1989年达到高潮;第二次企业并购浪潮兴盛于1992—1996年;第三次企业并购浪潮从1997年起,直到现在。

在计划经济的特定历史背景下,第一次并购浪潮有着深刻的政府行为烙印。本研究认为,这是非常正常的,而且也是非常必要的。设身处地地换位思考,没有政府的倡导,在当时特定的政治经济大环境下,发生以企业本身为产品的并购活动是不可想象的。恰恰是政府的积极探索使企业的扩张意识变为现实行动,引发了第一次并购浪潮的出现,为后面的几次浪潮的兴起做出了示范和表率。这次并购浪潮得到的收益可能有两个方面。一方面是打破条块分割和体制障碍,对场地、厂房和机器设备等有形资源进行优化配置,形成协同效应,实现充分利用。不过,我们也应该看到,这种协同尚属低层次的协同。另一方面是管理机制转变带来的管理效率的提高。

第二次并购浪潮是以计划经济体制向市场经济体制转型为背景的。国有企业深化改革是其契机,企业自身扩张愿望是其动力,有关法律法规的出台是其保证,而证券交易所的成立和有关政策的实



施又为其推波助澜。一批市场化自主并购涌到台前。在这一时期国内出现的并购案例大多是不太成功的。毕竟当时国内企业对于并购内涵的理解和操作技术的掌握还远远不够,主要是靠政府主管部门的倡导和敢为天下先的企业领导人主观经验的判断。由于还没有把握资本运作的内在规律,这个阶段众多的自主并购活动更像是“摸着石头过急流”,大方向是对的,变数却是未知的,成功与否就如同雾中行走。同时,以海尔为代表的国内企业也表现出很强的并购管理能力。本研究认为,海尔并购卓尔不群的有效性一方面源于其精心的规划和有力的整合,另一方面更源于海尔本身具备了其他企业不可模仿的三种优势,即:企业领导的杰出才能、优秀的企业文化,以及美誉度和忠诚度都很高的品牌。

第三次并购浪潮是五种力量交汇的结果。一是证券市场的吸引力;二是中央政府的决断力;三是国内企业自身的扩张力;四是全球第五次并购高潮的影响力;五是外资涌入的推动力。

有效性分析之一:报表重组。研究认为,在20世纪90年代末到21世纪初的一段时间里,国内许多上市公司把并购当作障眼法术,大搞假重组。获得“融资权”或者二级市场股票升值等财务性收益,是国内上市并购的终极目的。本研究认为,这些并购不进行实质性重组,不努力提高企业盈利能力,而是大玩“资本换手”游戏,其并购的有效性根本无从谈起,只是某些利益团体牟利的工具而已。随着上市公司并购活动的发展和报表重组问题的暴露,监管部门对并购行为的规范开始日益加强。这些法律法规的规范作用是有效的。非产业并购的数量在2003年所占比例只有40.1%,比以前大幅下降,而产业并购的比重逐年上升。

有效性分析之二:战略性并购。研究认为,2002年可以说是国内上市公司并购重组立法年。这些政策法规的出台无疑对日趋活跃的并购重组活动起到规范和积极引导的作用,并购重组新时代已拉开序幕。“报表重组”逐步被提升企业实力的“实质性重组”、“战略性并购”所取代,企业间以整合产业为目的的强强联合开始日益

增多。

有效性分析之三：并购溢价。本研究特别关注的是并购溢价问题，这样做的原因有三。第一，目前国内上市公司并购定价以溢价为主流；第二，过度的溢价常常抵消协同效应的收益，成为降低并购有效性的主要原因；第三，折价并购也可以用负溢价的形式来反映。并购溢价主要通过“转让（收购）溢价率”指标来反映。从1997年到2002年间，国内并购溢价是逐年减少的，本研究认为，这是源于并购定价的理性回归。从2003年起，并购溢价率快速回升，这种回升，除政府有关部门考虑多种因素普遍提高国有股转让价格外，还来自外资并购的拉动。这一方面让我们对企业价值发现有了新的认识，另一方面，更显示了外资企业的强大整合力量，由此我们也可以看出国内企业整合力量的比较劣势。

有效性分析之四：规模与效益。在第三次并购浪潮中，关于规模与效益之间的关系认识方面，出现了一些不应有的误区和问题：把规模经济混同于经济规模，导致规模不经济；以资本运营代替生产经营，热衷于并购亏损企业；政府政绩的考虑大于企业效益的考虑；重并购、轻整合，实际收益难如人愿；等等。

第四章：企业层面的并购有效性机理研究。

企业通过并购的方式实现扩张，有许多不同的驱动原因。从追求战略协同的角度来看，可以总括性地分为增长性协同动因和降低成本性协同动因，这也就是我们在企业管理中常常提及的企业增效的两种途径：开源和节流。增长性协同动因一般可以归纳为以下七个方面：（1）构建企业核心竞争力；（2）增加市场占有率，追求规模经济；（3）减少竞争，提高市场控制能力；（4）获得新产品、新技术或新的分销渠道；（5）巩固声誉或获得信赖，增加无形资产；（6）对外部环境的变化做出反应，与变化保持同步；（7）进入新市场，开展多元化经营。

战略性并购是指企业按照发展战略规划，有选择地收购、重组本产业或者相关产业的企业，旨在扩大自身市场份额、把握资源要