

李 玮 / 著

多元化业务企业集团 并购方向决策

**Decision-making on M&A Directions of
Diversified Conglomerates**

并购是我国企业集团实现快速成长的重要途径。本书以企业集团这一特殊经济组织的并购重组作为专门分析和研究的对象，引入资源要素，并充分结合企业集团的性质和特征探讨了其成长过程中的并购方向选择问题。



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

企业并购研究丛书

本书受国家社科基金“并购中的经济网络协同研究”资助
(项目编号: No.08BJY082)

李 玮/著

多元化业务企业集团 并购方向决策



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

多元化业务企业集团并购方向决策/李玮著. - 北京: 中国经济出版社, 2009. 10

ISBN 978 - 7 - 5017 - 9150 - 7

I. 多… II. 李… III. 企业合并 - 研究 - 中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 037283 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

封面设计: 任燕飞装帧设计工作室

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京金华印刷有限公司

开 本: 1/32

印张: 8.625 字数: 200 千字

版 次: 2009 年 10 月第 1 版

印次: 2009 年 10 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 9150 - 7/F · 8099

定价: 28.00 元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 由我社发行部门负责调换, 电话: 68330607

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282

国家版权局反盗版举报中心电话: 12390

服务热线: 68344225 68341878

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，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主任 张秋生

2004年8月12日于北京宽沟

目 录

序 并购研究的使命

第1章 绪论

1.1 研究背景与意义	1
1.2 概念及研究范围界定	10
1.3 研究内容及目标	20
1.4 研究方法 & 框架	21

第2章 文献回顾

2.1 公司战略	25
2.2 企业并购方向相关研究	44
2.3 关于企业集团的研究	54
2.4 本章小结	61

第3章 理论回顾与研究基础

3.1 资源基础理论	63
3.2 网络关系理论	80
3.3 本章小结	86

第4章 企业集团并购方向决策的理论分析框架

4.1 并购背景下的企业资源要素研究	88
4.2 企业集团资源网络	114

4.3	企业集团资源网络与并购方向决策	124
4.4	本章小结	125
第5章 企业集团并购方向决策		
5.1	企业集团多元化业务的综合评判	127
5.2	基于资源网络系统的并购方向选择	140
5.3	企业集团并购方向决策流程	147
5.4	本章小结	148
第6章 基于资源网络的鲁银集团并购方向决策案例研究		
6.1	鲁银集团业务现状	149
6.2	鲁银集团多元化业务的行业及资源状况分析	153
6.3	鲁银集团多元化业务的综合评判	178
6.4	战略性业务的可行并购方向	198
6.5	基于鲁银集团资源网络的并购方向决策	203
6.6	本章小结	221
第7章 结论		
7.1	研究工作及结论	224
7.2	本书的创新之处	229
7.3	研究的不足及后续的研究方向	233
参考文献		235

图目录

图 1-1	2000 年~2005 年我国大企业集团生产经营规模、经济效益柱状图	8
图 1-2	并购基础理论框架	18
图 1-3	本书的章节结构图	24
图 2-1	战略发展方向	27
图 2-2	公司战略三角形	36
图 3-1	Peteraf 持续竞争优势模型	75
图 3-2	基于企业资源的战略分析框架	78
图 3-3	资源、动态能力、外部环境、战略与竞争优势整合研究框架	80
图 4-1	企业资源分类	90
图 4-2	基于资源的并购方向选择	95
图 4-3	企业集团网络结构演进示意图	115
图 4-4	企业集团内部组织间关系示意图	118
图 5-1	集团内企业的战略地位矩阵	134
图 5-2	鲁银集团资源连通关系变化示意图	145
图 5-3	企业集团并购方向决策流程图	147
图 6-1	鲁银集团 2001 年—2006 年主要利润指标统计 (单位:万元)	150
图 6-2	鲁银集团 2001 年—2006 年多元化业务收入构成	150
图 6-3	鲁银集团 2001 年—2006 年多元化业务营业	

毛利构成	151
图 6-4 各品牌汽车粉末冶金零件使用量柱状图	160
图 6-5 粉末冶金零件应用市场分布及国际对比	161
图 6-6 世界三大地区汽车业粉末冶金零件用量	162
图 6-7 房地产行业关键成功要素分析示意图	174
图 6-8 鲁银集团多元化业务市场战略重要性 - 资源水平分析矩阵	183
图 6-9 采购环节连通关系示意图 (1)	188
图 6-10 销售环节连通关系示意图 (1)	189
图 6-11 生产技术环节连通关系示意图 (1)	190
图 6-12 资金环节连通关系示意图 (1)	190
图 6-13 人力资源环节连通关系示意图 (1)	191
图 6-14 羊绒产业链条	197
图 6-15 粉末冶金公司近三年产量规模及产品 结构构成柱状图	199
图 6-16 采购环节连通关系示意图 (2)	205
图 6-17 销售环节连通关系示意图 (2)	206
图 6-18 生产技术环节连通关系示意图 (2)	207
图 6-19 资金环节连通关系示意图 (2)	207
图 6-20 人力资源环节连通关系示意图 (2)	208
图 6-21 采购环节连通关系示意图 (3)	214
图 6-22 销售环节连通关系示意图 (3)	215
图 6-23 生产技术环节连通关系示意图 (3)	215
图 6-24 资金环节连通关系示意图 (3)	216
图 6-25 人力资源环节连通关系示意图 (3)	216

表目录

表 2-1	公司战略的各种观点	26
表 2-2	战略发展方向及方法的适宜性分析	33
表 2-3	相关性研究的具体结论: 整体角度	46
表 2-4	相关性研究的具体结论: 目标方角度	46
表 2-5	相关性研究的具体结论: 收购方角度	47
表 2-6	三种不同理论解释汇总	55
表 3-1	关于企业资源分类问题的文献回顾	73
表 4-1	并购背景下基于价值链业务流程的企业资源分类	90
表 4-2	系统属性与企业集团特性对比	122
表 4-3	网络分析要素与企业集团资源网络对比	123
表 5-1	各生命周期阶段市场环境特征、企业策略及 并购时机选择	128
表 5-2	各业务市场战略重要性评判	130
表 5-3	各类资源对于企业构筑竞争优势的战略重要性	131
表 5-4	行业关键成功要素分析表	133
表 5-5	各业务资源水平评判	133
表 5-6	并购背景下企业资源特性及基于资源组合关系的 并购方向选择	136
表 5-7	企业集团各业务节点间资源关系调查表	140
表 5-8	业务 V_i 环节的关系判断表	141
表 5-9	鲁银集团资源连通距离变化示意	145

表 5-10	鲁银集团资源关系强度变化示意	146
表 5-11	鲁银集团资源网络小团体变化示意	146
表 6-1	近年全国铁基粉末生产状况统计	153
表 6-2	国内主要粉末冶金制粉企业生产情况统计	157
表 6-3	鲁银集团粉末冶金制品业务资源状况调查表	164
表 6-4	国内主要羊绒公司情况对比	166
表 6-5	中国羊绒出口量及平均出口价格 (单位: 吨、万美元/吨)	167
表 6-6	S 山羊绒平均收购价格一览表 单位: 元/千克	168
表 6-7	鲁银集团羊绒纺织业务资源状况调查表	170
表 6-8	鲁银集团房地产业务资源状况调查表	177
表 6-9	鲁银集团粉末冶金制粉业务市场战略重要性 - 资源状况评判表	179
表 6-10	鲁银集团粉末冶金制品业务市场战略重要性 - 资源状况评判表	180
表 6-11	鲁银集团羊绒纺织业务市场战略重要性 - 资源状况评判表	181
表 6-12	鲁银集团房地产业务市场战略重要性 - 资源状况评判表	182
表 6-13	鲁银集团多元化业务综合评判结果及定位	183
表 6-14	企业集团资源关系调查表	185
表 6-15	采购环节关系判断表 (1)	186
表 6-16	销售环节关系判断表 (1)	186
表 6-17	生产技术环节关系判断表 (1)	187
表 6-18	资金环节关系判断表 (1)	187
表 6-19	人力资源环节关系判断表 (1)	187

表 6-20	资金环节关系距离 (1)	191
表 6-21	人力资源环节关系距离 (1)	192
表 6-22	鲁银集团各业务节点关系强度表 (1)	193
表 6-23	采购环节组件特征判断 (1)	193
表 6-24	销售环节组件特征判断 (1)	194
表 6-25	生产技术环节组件特征判断 (1)	194
表 6-26	山东莱芜地区粉末冶金制粉企业概览	201
表 6-27	采购环节关系判断表 (2)	203
表 6-28	销售环节关系判断表 (2)	204
表 6-29	生产技术环节关系判断表 (2)	204
表 6-30	资金流环节关系判断表 (2)	204
表 6-31	人力资源环节关系判断表 (2)	205
表 6-32	资金环节关系距离 (2)	208
表 6-33	人力资源环节关系距离 (2)	209
表 6-34	基于产能的并购方案实施后各业务 关系强度表 (2)	209
表 6-35	采购环节的组件特征判断 (2)	210
表 6-36	销售环节的组件特征判断 (2)	210
表 6-37	生产技术环节的组件特征判断 (2)	211
表 6-38	采购环节关系判断表 (3)	212
表 6-39	销售环节关系判断表 (3)	212
表 6-40	生产技术环节关系判断表 (3)	213
表 6-41	资金环节关系判断表 (3)	213
表 6-42	人力资源环节关系判断表 (3)	213
表 6-43	资金环节关系距离 (3)	217
表 6-44	人力资源环节关系距离 (3)	217

表 6-45	基于技术的并购方案实施后各业务 关系强度表 (3)	218
表 6-46	采购环节组件特征判断 (3)	219
表 6-47	销售环节组件特征判断 (3)	219
表 6-48	生产技术环节组件特征判断 (3)	220

第 1 章

绪论

● 1.1 研究背景与意义

企业集团化是一国国民经济和社会化大生产不断发展的必然现象，也是国内经济分工协作和跨国经营日益发展的必然结果。19 世纪末到 20 世纪初，企业集团作为一种重要的现代经济组织形式在欧美一些发达的工业化国家中形成雏形。随着世界经济一体化的发展和科学技术的进步，企业的扩张越来越快，各国的大企业集团凭借自身巨额的资本实力、先进的技术力量、庞大的组织架构、一流的管理水平，在经济生活中扮演了重要的角色。进而，企业集团这一重要的现代经济组织形式越来越受到经济、管理学者的关注。

● 1.1.1 企业集团的成长历程比较

企业集团是在市场竞争过程中顺应社会化大生产的需要而产生的。然而由于各国市场发展的进程和所面临的历史环境各不相同，使得各国企业集团的成长呈现出各自的特点。本书下面对具有代表性的美国、日本和中国的企业集团的成长方式进行简要的