

企业并购的本土研究进展与研究模型构建

乐琦, 李媛

(华南师范大学 经济与管理学院, 广州 510006)

摘要:基于并购行为的发生过程作为逻辑基础,对近年来国内并购研究进行系统的梳理。研究发现:并购前的研究主要围绕并购动机、并购目标选择与并购时机三方面开展;并购过程中的研究则主要针对并购支付方式、并购谈判过程和决策以及并购过程中的交易风险;而对并购后的研究,则集中于并购后整合以及并购绩效的影响因素研究上。在中国企业并购绩效普遍低下尤其是海外并购成功率不高的情况下,未来研究应多加强事前并购环节对并购绩效的影响研究,探讨如何通过并购发生前的科学决策包括合适的目标选择、尽职调查以及谈判能力的提升等来提高并购成功率以及并购绩效的提升。

关键词:企业并购;并购绩效;资源基础观;制度理论

中图分类号:F271 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2016)07-0088-05

并购是企业成长战略中一种重要的战略选择^[1],因此也成为了理论界长期以来的关注焦点。随着国外理论和研究成果的引入,以及中国企业并购数量的迅速增加,国内学术界对并购也予以了较高的重视。与国外并购研究的发展类似^[2],早期的国内研究也主要关注并购事件是否对企业的绩效有影响。随后,在并购价值悖论无法获得一致性解释的情况下,本土学者也开始重点关注各种内外部因素对并购绩效的影响。然而可以看到,国内的并购研究尽管形成了相对数量的成果,例如李善民和周小春以及李心丹等均曾指出并购类型、企业的多元化程度和并购经验、企业并购前的规模和绩效、并购双方业务相关性等会对企业是否能够实现并购目标产生影响,但各种研究结果缺乏较强的一致性^[3-4];并且现有研究表现出对某些问题的聚焦,例如并购双方资源互补、并购后整合以及文化冲突等问题,但对某些问题如并购谈判过程、并购的时机等方面缺乏足够的探讨。若将并购视为一个动态的战略决策和实施过程,大致可以分为并购前的准备、并购过程中的协商以及并购后的整合三个阶段。本文试图基于并购行为的发生过程作为逻辑基础,对现有的国内研究进行系统的梳理。

1 并购前的研究

有关并购前的研究,国内学者多从效率理论、市

场势力理论、代理理论、企业发展理论与价值低估理论出发,主要围绕企业并购的动机、并购目标选择与并购时机的选择三方面开展。

1.1 并购动机

潘勇辉基于对应分析与因子旋转法的实证研究,发现中外企业并购样本中,外资主并企业的动机多为市场寻求型、规模寻求型、多元化经营型、自然资源寻求型、分担 R&D 费用、技术寻求型和构建全球化精英网络型;而中国的主并企业则多为获取先进管理经验和技术与发展所需资金、提升企业国际化成度与实现跨国公司的战略合作、政府为追求引进外资的政绩而推动、确保国有资产保值增值^[5]。李善民从公司高管与并购的关系出发,提出中国上市公司并购已经成为高管谋取私有收益的机会主义行为,通过发动并购行动高管获得更高的薪酬和在职消费,而高管发动并购事件谋求在职消费的私有收益动机最为明显^[6]。唐蓓认为并购投资行为受到管理者的过度自信的影响^[7],而姜付秀的研究却表明并购公司的管理者过度自信与企业并购之间的关系并不显著^[8]。陈搏从动态能力理论出发,认为企业并购的动因就是希望通过促进企业间的核心知识进化以提升动态能力^[9]。杨丹辉则专门针对私募基金等投资机构的并购动机进行研究,强调私募基金等参与跨国并购的动机主要是

收稿日期:2016-03-26

基金项目:国家社会科学基金项目(13BGL053);广东省自然科学基金项目(2014A030313442);广东省哲学社科规划项目(GD14CGL06);广东省高等学校优秀青年教师培养计划资助项目(yq2013049)。

作者简介:乐琦(1982—),男,湖北黄石人,华南师范大学经济与管理学院,副研究员,管理学博士,研究方向:企业战略管理;李媛(1992—),女,河北唐山,华南师范大学经济与管理学院,硕士研究生,研究方向:企业战略管理。

利用各国资本收益率的差异,对被收购企业进行财务重组后在资本市场上套利^[10]。

1.2 并购目标选择

张金鑫利用来自中国证券市场的证据研究并购目标的识别,并建立并购目标的预测模型,发现并购目标公司具有高财务杠杆、低偿债能力、盈利能力差、增长乏力、股权分散且股份流动性强的特点,但模型的预测准确率不高,说明在中国市场上预测并购目标是难以实现的^[11]。吴剑峰则提出新兴跨国公司应尽量选择已经长期合作的、股权相对分散的企业作为并购目标^[12]。金雪军则认为在跨国并购中,企业应选择定位明确、与自身优势互补的并购目标^[13]。阎大颖从市场化程度视角出发,通过理论和实证分析,提出新兴市场国家的市场潜力越大,特别是经济自由度、市场强度、商业基础设施的发展水平越高,吸引跨国并购的能力越强^[14]。

1.3 并购时机

周焯华基于实物期权理论,利用博弈论构建模型,研究了成长期的目标企业发生技术升级型并购的均衡条件与最优时机,同时分析了影响技术并购最优时机的因素及相关关系,研究发现并购时机与目标企业和被并购企业的沉没成本、技术转移或者技术整合程度有关,而且,目标企业的专利权距离到期时间、兼并企业规模以及兼并价格都会影响兼并时机^[15]。吴剑峰结合实物期权与动态能力两种理论来研究跨国敌意并购,提出敌意并购的时机选择应考虑目标企业估值的不确定性程度与竞争对手加入竞购的时间两方面的因素^[12]。

2 并购中的研究

近年,国内学者对并购过程研究不多,主要针对并购支付方式尤其是融资问题以及并购谈判过程和决策,也有部分学者关注并购过程中的交易风险。

2.1 并购决策和谈判

秦全德综合考虑国企并购拍卖中的并购价格、留用人数、技术改造投入、市场推广投入、并购方商誉度和社会责任等六项因素,构建了基于 Vague 集的不完全偏好信息下的国有企业并购多属性拍卖的决策模型,为国有企业并购决策提供了一种新思路^[16]。苏秦和刘强基于供应链视角,探讨了买方与部分供应商并购的多种类型的多方谈判分析框架,完善了并购交易的评估内容,提出了供应链各方互动是造成仅考虑并购参与方的并购评估与现实结果间偏差的重要因素:供应链结构变化产生的负向协同效应将降低并购交易的利润预期,从而揭示现实并购过程中并购交

易的预期利润与实际所获利润之间的偏差^[17]。

2.2 交易风险

柳桂芳强调企业并购是高风险经营,应在关注其各种收益、成分分析的同时,更注重并购过程中的各种风险,包括信息不完全或不对称的风险、体制风险、融资风险和规模不经济风险等^[18]。杜晓君则运用扎根理论,通过分析中国企业海外并购的典型失败案例,识别出以“跨文化风险”为核心范畴的中国企业海外并购关键风险体系,其中,跨国家文化风险和跨组织文化风险是两种最为关键的风险。并且进一步分析发现社会制度距离是跨国家文化风险和跨组织文化风险的根源;而组织制度距离,包括中外组织领导风格的不同,以及组织对利益相关者价值判断的差异会带来并购的跨组织文化风险^[19]。因此,其建议中国政府应积极展开跨国并购公关战略,同时中国的跨国企业需要实施海外政治战略,从而提高中国企业跨国并购的合法性,降低并购风险。

2.3 支付方式

李双燕认为,可转换债券和股票对目标方的激励效果显著优于现金,可转换债券对并购方的激励效果显著优于其他契约,可转换债券契约的并购协同效应显著高于其他契约^[20]。万迪昉的研究表明内嵌转股期权的可转债支付合约可以有效抑制并购中的双边道德风险,但在国内并购的应用不多^[21]。李善民提出并购支付的价格区间机制可以减轻并购双方的信息不对称状况,减少交易成本,限制逃离卖空行为,同时控制并购交易风险,从而为双方创造价值^[22]。在针对并购融资的研究中,方明月提出,融资能力对并购过程中产权的配置有显著正的影响,即资产负债率低或现金比率高从而融资能力强的公司往往成为并购中的收购方,这在一定程度上支持了产权理论关于产权应该安排给投资更重要或双方关系中不可或缺的一方的观点^[23]。翟进步考察了并购过程中不同融资方式选择对并购绩效的影响,发现选择权益融资方式的收购公司其未来财务绩效上升,而选择负债融资方式的公司其财务绩效下降^[24]。

3 并购后的研究

对企业并购的效应研究,多以实证研究为主,主要集中在并购后重组与整合以及并购绩效的影响因素研究上。

3.1 并购后重组与整合

陈骏基于资产评估视角,提出了上市公司并购重组过程中,关联交易和同属并购交易中存在控股股东的掏空行为和地方政府的支持行为^[25]。程风朝针对

并购重组定价问题,指出上市公司股票定价及所购买资产价值可能存在的误差及可能的人为操纵偏差^[26]。并购对价是并购整合成功与否的保障,并购公司在选择对价方式时主要关注公司债务融资能力、目标公司的信息不对称等,较少考虑控制权稀释威胁的影响,刘淑莲提出股票市场的发展水平与并购对价方式选择不存在显著关系,“市场择时”理论在中国并购市场上并不适用^[27]。李爱庆运用超产权理论,提出引入私募股权基金推动国企并购重组改革,有效提升国企效率^[28]。此外,并购后整合是并购研究的重要领域,然而近五年国内文献对这方面的研究数量不多,但仍有一些研究成果。例如,乐琦的研究发现并购后的组织结构调整并不一定能够有利于企业的并购后整合与绩效。尤其是,并购后保留被并方的法人资格会对并购绩效有积极作用^[29]。崔永梅基于并购整合理论与项目管理的思想,提出企业并购是一个全过程、动态的整合,应分为整合前评估、整合规划、整合实施和整合后评价阶段^[30]。

3.2 并购绩效的影响因素

学者们从不同的角度出发,针对不同的影响因素对并购绩效进行实证研究,提出了各自的观点。例如,针对外资与民营两种并购方式,邱伟年提出外资并购短期绩效显著高于民营并购短期绩效,外资并购长期绩效显著低于民营并购长期绩效^[31];胥朝阳的实证研究提出技术进入型并购短期内导致公司经营绩效下滑,而技术升级型和技术互补型并购将提高公司经营绩效^[32];刘笑萍则提出企业并购绩效的优劣不仅取决于并购类型,而且还与并购双方的产业周期有关^[33]。至于影响因素对并购绩效的影响,吴超鹏提出政治关联高管被变更时的市场反应好于其他高管,而且其所实施的并购绩效越差,其公司所在地政府干预越严重,其被变更时市场反应越好^[34];谢玲红针对连续并购绩效,提出随着并购次序的上升,当并购公司的管理者过度自信且有学习行为时,并购绩效呈先降后升的 U 型趋势,但当管理者理性且有学习行为时,并购绩效逐渐下降^[35];乐琦通过 123 份并购样本实证分析了并购后高管变更、合法性以及并购绩效之间的关系。研究结果显示:并购后高管变更与并购的外部合法性和内部合法性之间均存在显著的负相关^[36];而外部合法性和内部合法性对于并购绩效具有显著的积极作用。针对并购绩效低下的原因,黄本多提出支付过高的并购溢价是导致高自由现金流低成长性上市公司并购绩效低下的直接客观原因^[37];宋希亮针对公司战略并购常用的支付方

式——换股并购,提出换股并购长期绩效低的原因主要有换股并购具有投机性和操控性特征,换股比例确定方法存在局限,并购成本不确定与换股并购立法不完善等^[38]。然而,尽管部分研究支持并购会为并购企业带来积极的绩效表现,但更多的证据表明并购并没有实现企业预期的绩效目标,反而导致并购企业在财务指标和市场指标上更差的绩效。本文将近期本土研究中的主要并购绩效影响因素按照主并方特征、被并方特征以及交易特征三个方面进行整理,形成表 1。

表 1 近期本土研究中并购绩效的主要影响因素

影响因素	说明
主并企业特征	
企业规模	并购发生之前主并企业的规模
企业所有制	外资、民营或国企
所在行业	主并企业所在的行业;行业生命周期
股权结构	主并企业的股份比例
主并经验	主并企业具有的并购经验的丰富程度
管理者过度自信	管理者在决策时因高估自身决策能力和信息的准确性而产生偏差
被并企业特征	
并购前绩效	并购前被并企业的绩效高低
业务相关程度	被并方与主并企业在业务上的相关程度
相对规模	与主并企业相比的相对规模大小
区域特征	并购双方是否在不同区域内
并购交易特征	
并购支付方式	现金或股权
并购合法性	并购行为获得公开认可或授权
时间推进	随着并购后的时间推进并购绩效的变化
并购后整合	并购后的整合速度、程度和内容

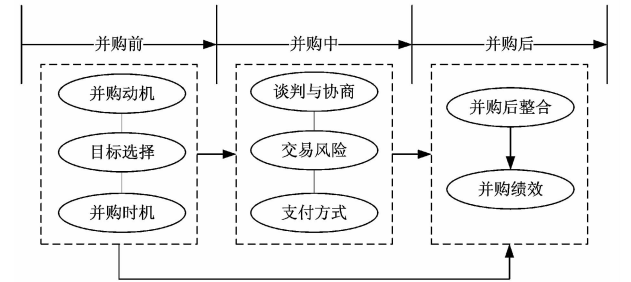


图 1 基于动态过程的并购研究模型

4 研究模型构建与建议

基于上述文献研究,本文构建基于动态过程的并购研究模型,如图 1 所示。文献研究表明,并购过程不同环节的各种因素会相互作用,进而最终会对并购后的整合和并购绩效产生影响。从研究内容看,现有企业并购的研究中对并购的动机、决策、绩效以及整合等均有一定探讨。尽管国内的近期研究对并购的

不同环节均有所探讨,但研究重心仍然聚焦于并购后的领域。而事实上,中国企业的并购尽管数量迅速增加,但真正实现企业并购预期目标的比例却相当低。究其原因,一方面是学者们已经普遍关注到的并购后整合问题,但另一方面,中国企业却忽视了并购行为发生前的众多因素,例如不合适的并购对象和并购时机、不合理的支付方式、并购融资导致的财务危机、谈判技巧不足、对目标企业的评估失误导致过高的溢价、甚至完全错误的并购决策等等,都会导致即使并购交易成功也难以实现最初的目标和收益。这些问题在中国企业的海外并购中暴露的更为突出。在并购绩效普遍低下尤其是海外并购成功率不高的情况下,未来研究应多加强事前并购环节对并购绩效的影响研究,探讨如何通过并购前的分析例如合理的目标选择以及尽职调查等来提升并购绩效以及并购的成功率。

参考文献

- [1] INKPEN A, SUNDARAM A, ROCKWOOD K. Cross-border acquisitions of U. S. technology assets[J]. California Management Review, 2000, 42(Spring): 50—70.
- [2] KIM J, FINKELSTEIN S. The effects of strategic and market complementarity on acquisition performance: evidence from the U. S. commercial banking industry[J]. Strategic Management Journal, 2009, 30: 617—646.
- [3] 李善民, 周小春. 公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究[J]. 中国高等学校学术文摘: 工商管理研究, 2007(3): 130—137.
- [4] 李心丹, 朱洪亮, 张兵, 罗浩. 基于 DEA 的上市公司并购效率研究[J]. 经济研究, 2003(10): 15—24.
- [5] 颜士梅. 创业型并购不同阶段的知识员工整合风险及其成因——基于 ASA 模型的多案例分析[J]. 管理世界, 2012(7): 108—123.
- [6] 李善民, 毛雅娟, 赵晶晶. 高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为[J]. 管理科学, 2009, 22(6): 2—12.
- [7] 唐蓓. 管理者过度自信对上市公司并购投资的影响[J]. 审计与经济研究, 2010, 25(5): 77—83.
- [8] 姜付秀, 张敏, 刘志彪. 并购还是自行投资——中国上市公司扩张方式选择研究[J]. 世界经济, 2008(8): 77—84.
- [9] 陈搏, 王苏生. 知识并购目标选择分析[J]. 科研管理, 2010, 31(3): 113—119.
- [10] 杨丹辉, 渠慎宁. 私募基金参与跨国并购: 核心动机、特定优势及其影响[J]. 中国工业经, 2009(3): 120—129.
- [11] 张金鑫, 张艳青, 谢纪刚. 并购目标识别: 来自中国证券市场的证据[J]. 会计研究, 2012(3): 78—84.
- [12] 吴剑峰, 宗芳宇. 实物期权、动态能力与海外敌意并购: 基于中钢并购澳大利亚中西部矿业的分析[J]. 管理学报, 2010, 7(11): 1652—1659.
- [13] 金雪军, 李楠. 国际银行业并购对中国银行业并购策略选择的启示——以汇丰银行为例[J]. 国际金融研究, 2008(2): 17—24.
- [14] 阎大颖. 新兴市场国家吸引跨国并购的决定因素——从市场化程度视角的解析[J]. 国际贸易问题, 2008(2): 94—99.
- [15] 周焯华, 王婷婷. 基于实物期权理论的技术升级型企业技术并购研究[J]. 科技进步与对策, 2010, 27(24): 92—96.
- [16] 秦全德, 王晓晖, 李荣钧. 不完全偏好信息下国有企业并购多属性拍卖的模糊决策[J]. 管理工程学报, 2012(4): 169—175.
- [17] 苏秦, 刘强. 基于供应链视角的并购谈判框架[J]. 管理科学学报, 2012, 15(1): 77—86.
- [18] 柳桂芳. 市场经济条件下企业并购问题的探讨[J]. 商情: 财经研究, 2008(2): 13—13.
- [19] 杜晓君, 刘赫. 基于扎根理论的中国企业海外并购关键风险的识别研究[J]. 管理评论, 2012, 24(4): 18—27.
- [20] 李双燕, 万迪昉. 可转换债券对并购双边道德风险防范的实验研究[J]. 管理科学, 2010, 23(3): 32—40.
- [21] 万迪昉, 高艳慧, 徐茜. 应对并购风险的可转债与阶段性支付模型与案例研究[J]. 中国管理科学, 2012, 20(5): 38—46.
- [22] 李善民, 陈涛, 刘英. 并购支付的价格区间保护机制[J]. 经济理论与经济管理, 2009(12): 31—36.
- [23] 方明月. 资产专用性、融资能力与企业并购——来自中国 A 股工业上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2011(5): 156—170.
- [24] 翟进步, 王玉涛, 李丹. 上市公司并购融资方式选择与并购绩效: “功能锁定”视角[J]. 中国工业经济, 2011(12): 100—110.
- [25] 陈骏, 徐玉德. 并购重组是掏空还是支持——基于资产评估视角的经验研究[J]. 财贸经济, 2012(9): 76—84.
- [26] 程风朝, 刘家鹏. 上市公司并购重组定价问题研究[J]. 会计研究, 2011(11): 40—46.
- [27] 刘淑莲, 张广宝, 耿琳. 并购对价方式选择: 公司特征与宏观经济冲击[J]. 审计与经济研究, 2012, 27(4): 55—65.
- [28] 李爱庆, 陈荣秋, 吴九红. 超产权视角下 PE 推动国企并购重组改革的策略研究[J]. 管理评论, 2009, 21(12): 9—17.
- [29] 乐琦. 并购后组织结构设置与并购绩效——基于多重因素的调节效应[J]. 经济与管理, 2012, 26(8): 47—52.
- [30] 崔永梅, 张怡菲. 基于并购全过程的 PMI 管理模型及其应用研究[J]. 管理世界, 2011(6): 170—171.
- [31] 邱伟年, 欧阳静波. 外资并购与民营并购绩效的比较研究——基于 1995—2009 年经验数据[J]. 国际贸易问题, 2011(8): 144—153.
- [32] 胥朝阳, 黄晶. 基于技术能力驱动的企业并购绩效实证研究[J]. 科研管理, 2010, 31(6): 19—27.
- [33] 刘笑萍, 黄晓薇, 郭红玉. 产业周期、并购类型与并购绩效的实证研究[J]. 金融研究, 2009(3): 135—153.
- [34] 吴超鹏, 叶小杰, 吴世农. 政治关联、并购绩效与高管变更——基于我国上市公司的实证研究[J]. 经济学家, 2012(2): 90—99.
- [35] 谢玲红, 刘善存, 邱苑华. 学习型管理者的过度自信行为对连续并购绩效的影响[J]. 管理评论, 2011, 23(7): 149—

154.

并购绩效的实证研究[J]. 华东经济管理, 2009, 23(4): 139-143.

[36] 乐琦. 并购后高管变更、合法性与并购绩效——基于制度理论的视角[J]. 管理工程学报, 2012, 26(3): 15-21.

[38] 宋希亮, 张秋生, 初宜红. 我国上市公司换股并购绩效的实证研究[J]. 中国工业经济, 2008(7): 111-120.

[37] 黄本多, 干胜道. 自由现金流量、并购溢价与我国上市公司

Review of Domestic Studies of Corporate Acquisition and
Proposition of a Research Model

YUE Qi, LI Jian-yuan

(School of Economics and Management, South China Normal University, Guangzhou 510006, China)

Abstract: Based on the behavior occurred during the merger as a logical basis for the recent national study systematically comb. The study found: studies mainly focus on the pre-merger acquisition of motivation, the timing of merger and acquisition target selection carried out in three areas; acquisition process research is focused on the acquisition payment, merger negotiation process and transaction risk decision-making and acquisition process; while acquisitions after the study, the research focused on influencing factors of integration and acquisition performance after the merger. Mergers and acquisitions in China generally poor performance, especially overseas mergers and acquisitions success rate is not high, future research should strengthen the influence of multiple aspects of M & A performance prior acquisitions, and to explore how scientific decision occurred before the merger, including the right target selection, due diligence surveys and enhance bargaining power, such as to improve the success rate of mergers and acquisitions as well as mergers and acquisitions to enhance performance.

Key words: corporate acquisition; acquisition performance; resource-based view; institutional theory

(上接第 78 页)

[24] LANDIER A. Entrepreneurship and the stigma of failure [D]. Working Paper presented at New York University, New York, 2005.

[25] BAUMOL W J. Entrepreneurship; productive, unproductive and destructive[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(5): 893-921.

[26] LEE S, PENG M W, BARNEY J B. Bankruptcy law and entrepreneurship development: a real options perspective[J]. Academy of Management Review, 2007, 32(1): 257-272.

[27] CARDON M S, STEVENS C E, POTTER D R. Misfortunes or mistakes; cultural sense making of entrepreneurial failure [J]. Journal of Business Venturing, 2009, In Press, Corrected Proof.

[28] ALDRICH H, FIOLE C. Fools rush in the institutional context of industry creation[J]. Academy of Management Review, 1994, 19(4): 645-670.

[29] STINCHCOMBE A L. Social structure and organizations [M]//MARCH JG (Ed.). Handbook of Organizations, Chicago: Rand McNally, 1965: 153-193.

[30] SCOTT W R. The adolescence of institutional theory[J]. Administrative Science Quarterly, 1987, 32(4): 493-511.

[31] ARMOUR J, CUMMING D J. Bankruptcy law and entrepreneurship[J]. American Law and Economics Review, 2008, 10(2): 303-350.

[32] GIANNETTI M, SIMONOV A. On the determinants of entrepreneurial activity; social norms, economic environment and individual characteristics[J]. Swedish Economic Policy Review, 2004, 11(2): 269-313.

[33] SIMMONS S A, WIKLUND J, LEVIE J. Stigma and business failure; implications for entrepreneurs' career choices [J]. Small Business Economics, 2014, 3(3): 485-505.

[34] STEVENSON H H, JARILLO J C. A paradigm of entrepreneurship; entrepreneurial management[J]. Strategic Management Journal, 1990, 11(5): 17-27.

[35] EDMONDSON A. Psychological safety and learning behavior in work teams[J]. Administrative Science quarterly, 1999, 44(2): 350-383.

A Review and Outlook on Stigma of Entrepreneurial Failure

HOU Liang, SUN Ke, DING Gui-feng

(Institute of Psychology and Behavior, Henan University, Kaifeng Henan 475004, China)

Abstract: Stigma of failure reduces entrepreneurial activity, which is a great loss to the society. However, few scholars have researched the stigma associated with entrepreneurial failure. This paper sorts out the literature from the concept and formation mechanism of the stigma on entrepreneurial failure, the stigma of research types, the results of stigma, discusses the research progress of stigma associated with entrepreneurial failure, and put forward the deficiency of the research and the prospect for future research. Lay a foundation for deepening the research on stigma associated with entrepreneurial failure.

Key words: entrepreneurial failure; stigma of failure; entrepreneurs' career choices; entrepreneurial risk-taking