

Decision to Integration Performance: A Study Based on Integration Patterns of Cross-border M & A*

Jianguo XING

Dongwu Business School, Soochow University, Suzhou, Jiangsu, China

Abstract—In accordance with types of cross-border M&A, integration patterns can be classified as follows:“dot integration”, “chainintegration”, “unit integration”. Based on the differences of integration patterns, integration performance measure function is constructed. The results show that integration performance depends on the ability of heterogeneity asset match and the ability of homogenization asset absorption.

Keywords—M & A mode, integration pattern, integration performance

整合绩效的决定：基于跨国并购整合模式的研究

邢建国

苏州大学东吴商学院，苏州，江苏，中国

摘 要 按照跨国并购的方式，本文将整合模式区分为“点整合”、“链整合”和“单元整合”。依照整合模式的差异，构建了整合绩效的测度函数。分析表明整合绩效取决于厂商的同质性资产吸纳能力与异质性资产匹配能力。

关键词 并购方式，整合模式，整合绩效

1. 引言

BainCompany 的一项关于并购失败的调查表明，全球范围内 80%左右的并购失败发生在企业并购后（以下简称“后并购”）的整合阶段，而只有 20%左右的失败案例出现在并购的前期交易（以下简称“前并购”）阶段。并购专家马克·赛罗沃（Mark Sirower，2011）也认为，并购后的整合不完善，是许多并购和重组失败的主要原因。可见，企业跨国并购交易的结束，并不意味着并购的最后成功，而恰恰意味着企业开始步入决定并购成败和绩效高低“敏感地带”。

2. 整合模式：点整合、链整合与单元整合

有关并购的理论研究，大体上可分为两大基本领域：一是以并购交易为研究对象的“前并购”（即从并购意向到并购交易完成）研究。这类研究主要侧重于并购动机以及并购的交易风险和交易策略的分析，其目的在于通过有

效的交易行为促成并购交易。另一类则是侧重于“并购后整合”（Post Merger Integration）阶段的研究。“整合”一词源于英语“Reconstructmn and Integration”，含有“重建”与“一体化”的意思。但基于并购的“重建”与“一体化”对于并购绩效的影响，则是理论界争议的焦点。

2.1 研究进展

理论界在强化并购交易行为研究的同时，将研究的重心逐步“后移”，形成了以整合绩效为重点的“后并购”研究。但在总体上，对于跨国并购的整合管理问题研究尚不成熟。同时，尽管不少研究已经深入到生产要素的整合层面，但研究内容主要集中在专项资源的整合上，特别是人力资源、财务和企业文化的整合，较少研究“资源整合”转化为“整合绩效”的传导机制及其动态过程，这在一定程度上容易扭曲整合绩效的生成机理。因此，从跨国并购

*江苏省社会科学基金重点项目（资助号：13EYA002）

的特殊性出发，按照跨国并购的不同模式，刻画其整合绩效生成的内在机制的差异性，对于丰富“后并购”阶段整合研究，具有重要的理论和实际价值。

尽管整合度与并购绩效的关系尚无定论，但无论如何整合以及整合深度如何选择，并购整合的绩效则是决定并购成败的关键环节。而整合绩效本质上是以并购动机的实现程度为衡量指标的。因此，并购动机就成为观察整合绩效的基本视角。不同的并购动机，整合绩效的分析视角也存在明显的差异。整合绩效衡量基准的差异必然导致对并购绩效的不同判断。这种差异主要集中在对整合对公司价值所产生的影响，即并购整合对于整合后的公司总价值、目标企业价值以及并购方价值的不同影响。但由于研究方法、研究样本上的差异，在并购整合对公司价值的效应问题上，至今尚未取得一致的看法。Neely（1987）对1979-1985年美国26家银行的跨国并购进行了分析，发现在并宣布购前10周，并购双方都有正的超额收益，在宣布期两周范围内超额收益较大；Kang（1993）研究了1975-1988年102家日本企业并购美国企业的案例，发现日本收购企业的股东财富效应有了显著增加；Cugler（2003）运用会计数据比较法对1981-1998年美国、英国、欧洲大陆、日本、澳大利亚、新西兰、加拿大以及世界其他国家发生跨国并购的企业与未发生跨国并购的企业进行了对比研究，发现上述各国企业在跨国并购后的1-5年里，利润都有一定程度的上升，而销售收入却有所下降。

国内学者也从不同的角度对并购绩效做了研究。张学平（2008）从创新利用外资的方式，提高利用外资的质量的角度，从微观层次上对目标公司的绩效做了实证研究。段明明等（2011）探讨了文化差异对跨国并购绩效的影响机制，对影响机制中的变量做了详细解释，并提出了一个完整的整合理论框架。杜晓君等（2014）基于外来者劣势和组织学习理论，选取2004年至2010年中国企业国际并购事件为样本，利用SPSS软件进行大样本实证检验，得出“合法性缺失和信息不对称导致的外来者劣势对国际并购绩效产生显著的负向影响，种群密度、文化交流和企业年龄都能对显著弱化信息不对称对国际并购绩效的负向性，股权比例越大则越强化信息不对称对国际并购绩效的负向影响”的结论（见表1）。

2.2 并购方式

跨国并购的绩效是通过资源“二次配置”或再配置达成的；因此，获取优质或稀缺的资源是跨国并购的战略基础。然而，并购获得的只是资源，资源本身并不是决定产

出效率的唯一变量。资源的配置方式也即资源整合模式直接相关。而不同的并购方式构成不同的资源整合模式。因此，整合模式成为决定资源重组效率的中介变量。

表1 并购整合与公司价值

国外学者的研究				
总价值	目标企业价值	收购企业价值	成因	
增加	增加	增加	效率理论；信息理论；再分配假说	
不变	增加	减少	赢者诅咒与自大	
减少	增加	减少	管理主义；代理理论	
国内学者的研究				
类别	总价值	目标企业价值	收购企业价值	成因
市场价值	不确定	正	不确定	内幕交易与 市场操作
内在价值	不确定	先升	不确定	利润转移；非 战略性并购、 非外部治理手 段；收购放短 期化行为取向； 财务操纵
		后降		

资料来源：根据相关文献归纳整理

不同的并购模式暗含着跨国并购行为价值取向的差异。而厂商整合模式的选择收到多重因素的约束，其中，并购类型是最为关键的约束条件。习惯上，按照并购双方的行业特征，将跨国并购被区分为横向并购、纵向并购和混合并购。概括地说，横向并购是为了获取资源叠加产生的规模经济、在行业内形成垄断地位，以获取超额回报；纵向并购主要是为了降低生产成本和交易费用，以价值链串联起企业的各种资源进而加强对价值链的控制；混合并购主要是基于多元化经营，以分散经营风险。一方面，并购方式的不同，意味着厂商的并购动机的差异；另一方面，并购方式的差异，导致厂商通过并购所获得的资源在性质上存在显著的异质性。因此，这些差异将导致“后并购”阶段整合模式的不同。按照并购方式的特点，我们将整合模式区分为“点整合”、“链整合”和“单元整合”三种类型。

2.3 点整合

采取横向并购方式的厂商，其并购的动机在于通过并

购集聚同类优势资源。这类并购行为的假定前提是，行业资源的集中度决定厂商在同业竞争中所占据的市场地位。厂商集聚的同质生产要素规模越大，越能占据市场竞争的主导地位。因此，同质性资源的大规模集聚，就成为横向并购厂商的战略基础。我们将这种以同质性资源的规模化经营为特征的现象概括为“点整合”。

点整合战略要点在于突出企业专业化的重点业务或核心业务。优势资源的整合是并购方为了实现并购后的发展目标、增强主营业务在同业中的竞争力而对并购的资源进行的整合。点整合从性质上讲，涉及的是企业优势资源的流动和重新配置；从内容上讲，它包括对资源规模和资源结构两个层面的调整。优势资源整合是跨国公司为在业务核心领域做大做强而做出的经营策略的调整，适合于核心资源明确并且资源结构比较单一的跨国企业。资源结构的调整是并购方在整合后通过剥离负债、非核心资源外包化等方式，巩固其核心资源在企业内部的主导地位，形成以企业核心资源为主的生产运营体系。

2.4 链整合

随着经济全球化的深入发展，全球价值链 GVC(Global Value Chain) 的构建成为厂商利用世界经济资源和世界市场的重要方式之一。在这一过程中，跨国纵向并购扮演着重要角色。纵向并购最显著特征在于全球价值链的快速构建，形成从初始研发到终端服务的价值创造链条。我们将这种基于构建全球价值链的跨国并购活动概括为“链整合”。而从长期来看，“链整合”的价值取向本质上在于形成对 GVC 的控制力。GVC 的控制力实际上是厂商形成的一种市场势力。这种基于 GVC 的市场势力不仅制约着价值链上的资源配置格局，从而对国际分工态势产生直接的影响；而且这种控制力对价值链条不同环节的利益分配具有决定性的意义，制约着国际分工利益分配关系的形成。因此，通过跨国并购的方式争夺 GVC 的实际控制权，就成为当今世界各国厂商市场竞争的战略重点之一。

链整合的基础在于构建完整的价值链体系。一条完整 GVC，大体上可以被分为初端、中端和终端三个环节。因此，链整合也将存在三大不同战略重点：（1）初端整合战略。初端整合是处于价值链上游的厂商以其自身所拥有的创新即研发（R&D）能力为依托，作为“链主”来整合中下游企业，从而达到对 GVC 的实际控制权。由于初端企业控制着生产者市场，因而，这种整合还具有“进入控制”的属性。（2）中端整合。中端整合是指处于 GVC 中游的厂商驱动价值链的形成。而中端企业的核心能力是加工制造。由于制

造商在 GVC 中发挥着连接研发与市场的中介作用，其加工制造能力的嵌入使得 GVC 链条得以完整，因此，可将中端控制力归类为“嵌入控制”。（3）终端整合。GVC 终端企业的核心能力在于销售与服务，作为市场的组织者，其竞争力的主要来源于市场资源和市场开拓能力，树立品牌或与品牌企业分享品牌溢价，同样能够在 GVC 中建立链主地位。由于终端企业控制供应商渠道进入成本和消费者市场，因此也属于“进入控制”。由此可见，GVC 的不同环节，其整合功能和条件是各不相同的。由此可见，GVC 的不同环节，其整合功能和条件是各不相同的（见表 2）

表 2 链整合类别比较

	初端整合	中端整合	终端整合
整合能力	R&D	加工制造	销售与服务
整合元素	品牌	高端制造技术	市场
整合模式	生产分配	制造支持	市场进入
控制类别	进入控制	嵌入控制	进入控制
链主地位	强	弱	强

2.5 单元整合

纵观全球并购浪潮，与第一、二次并购浪潮不同，第三次并购浪潮恰恰是以混合并购为主导方式的。在经营风险逐步增大的经营环境下，多元化经营成为企业抗拒市场风险的选项之一。在多元化经营格局中，企业经营战略被分解为不同的战略业务单元（Strategic Business Unit, SBU）。这种 SBU 成为厂商整合资源的战略基点。我们将这种现象概括为“单元整合”。SBU 是以特定的产品线、特定的顾客群以及特定的竞争范围为其特征的。不同的 SBU 面临着不同的市场机会与经营风险，因而，不同的 SBU 资源整合的方式也存在较显著的差异。

需要说明的是，就单个 SBU 来看，由于其专业化程度较高，从而其资源整合模式与前面分析“点整合”是相同的。因此，在下文的分析中，我们将“点整合”作为“单元整合”的一个特例，不再作专门分析。当然，这并不意味着“点整合”与“单元整合”是无差异的。因为就厂商作为一个整体来看，“单元整合”绩效的决定与纯粹的“点整合”显然存在显著不同。

3. 不同整合模式下的整合绩效

3.1 整合模式与整合绩效

按照我们前面的分析，不同的整合模式意味着整合绩

效面临着不同的约束条件。具体来说:

首先, 异质性资产匹配能力影响链整合的绩效。这是因为在链整合条件下, 整合的是异质性资产, 而且并购双方资产结构的复杂程度也是存在差异的, 这导致资产匹配范围的不同。同时, 资产匹配能力直接决定着所构建的 GVC 结构的合理性, 决定着上下游厂商经营活动的协同性。在给定的外部环境条件下, 上下游厂商经营活动的协同性是 GVC 高效运营的关键因素。只有在 GVC 的各环节相互协同的条件下, 资源配置效率才能趋向于帕累托最优。

其次, 同质性资产的吸纳能力决定着单元整合的绩效。单元整合的关键是集聚同质性资产。在极端的情形下, 即在“点整合”条件下, 厂商所吸纳的是单元的同质性资产, 以便架构专业化的经营结构。而对于单元整合来说, 厂商则是需要按照战略单元经营结构的特点, 吸纳多元同质性资产, 从而形成多元化经营结构。

最后, 同质性资产吸纳能力与异质性资产匹配能力的关系。应当指出的是, 我们强调链整合与单元整合(包括点整合)决定因素的差异, 并不否认同质性资产吸纳能力与异质性资产匹配能力的互动关系。一方面, 在任意一种整合状态下, 一定规模的同质性资产是整合的基础, 而同质性资产同样存在匹配关系。差异仅仅在于, 对应于不同的整合模式, 上述两种能力即吸纳能力与匹配能力的重要程度将随着资产规模的变动而变化。

3.2 整合绩效的决定

对于跨国并购的厂商来说, 同质性资产吸纳能力与异质性资产匹配能是两种基本的的能力。这种能力结构直接决定着并购的绩效。我们用“homo”表示并购厂商的同质性资产吸纳能力, 用“hete”表示其异质性资产匹配能力, 则上述两种能力的互动关系可用下图描述(见图1)。

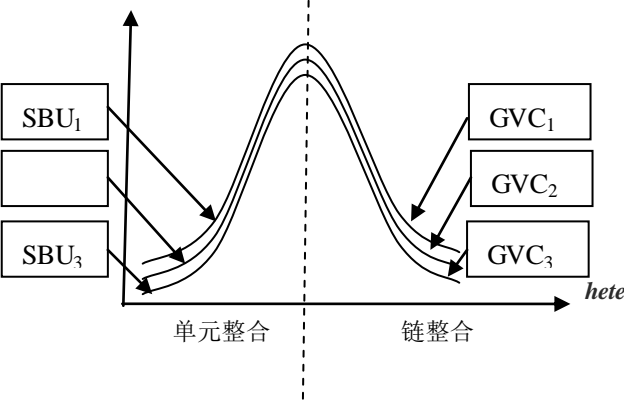


图1 吸纳能力与匹配能力关系

由图1可知, 同质性资产吸纳能力与异质性资产匹配能力对于任何一种整合模式都是不可或缺的, 二者共同决定整合绩效。但是, 上述两种能力在不同整合模式下的重要程度是不断发生变动的。而且, 这种变动符合概率密度函数的特征。因此, 我们假定: 战略资产识别能力 θ 是资产匹配能力概率密度函数(ϕ)和并购双方资产规模 Q 的函数, 它可以用 $\theta(\phi, Q)$ 定义和描述, 其中 θ 表示战略资产识别能力, Q 表示并购双方资产规模大小。

3.3 整合绩效测度函数的描述与结论

按照同质性资产吸纳能力与异质性资产匹配能力的互动关系, 同时我们引入厂商的资产信息搜索能力(S), 则可建立整合绩效的测度函数。从厂商的同质性资产吸纳能力与异质性资产匹配能力的变动关系出发, 该函数被描述为:

$$P(\phi, \theta) = \text{Max} \int \phi(S, Q) \theta(\phi, Q) d\theta \quad (1)$$

结合图1, 我们给出以下结论: (1) $P(\phi, \theta)$ 为并购整合的最大化绩效。在一定的资产规模范围内, 资产匹配能力概率密度函数与吸纳能力函数乘积的最大化, 表明资产匹配能力和吸纳能力共同决定整合绩效。(2) 在任一并购模式下, 一定的同质性资产吸纳能力是必要的基础。只有当厂商的某种资产达到一定规模时, 并购才成为可能。但并购绩效具有面临资产规模极值的约束, 即当资产规模突破一定阈值区间时, 整合绩效将出现“拐点”。(3) 在单元整合区间, 厂商的同质性资产吸纳能力是整合绩效的决定性因素, 而在链整合区间, 厂商的异质性资产匹配能力成为关键因素。(4) 按照整合绩效概率密度函数的特点, 整合绩效的提升有赖于厂商并购模式以及由此决定的整合模式的调整。即当单元整合(包括点整合)绩效趋向于极值时, 转换并购方式和整合模式是提升整合绩效的有效途径。换言之, 从点整合、单元整合向链整合转换, 建构具有控制权的 GVC 是跨国并购发展的必然趋势。

参考文献(References)

[1] W. P. Neely, Banking Acquisition: Acquirer and Target Shareholder Returns. Financial Management Winter, 1987 (16): 66-74

[2] J. K. Kang, International Market for Corporate Control. Journal of Financial Economics, 1993 (34): 345-371

[3] B. Robert, Deals from Hell-M & A Lessons That Rise Above the Ashes, NY: Wiley, 2005