

投资战略与中国企业集团成长路径

■ 王 斌

一、有关公司战略与投资战略的概念

在公司董事会会议上,经常涉及公司战略、规划议题,并不时引起较大争议。尽管讨论、争议所涉议题多为实务性的,但由于缺乏对概念的统一认识或事先约定,因而经常发生概念不清、偷换概念等情形,从而使讨论越辩越不明。事实上,战略管理中所定义的“战略”大体分为两个层面:一是公司战略,旨在从整体上解决公司发展方向选择问题,尤其关注产业选择,如一元化还是多元化、横向一体化还是纵向一体化等。二是业务战略,也即竞争战略,主要关注市场与经营策略,以谋求市场竞争优势,如低成本战略、差异化战略等。

公司战略付诸实施需要依靠投资拉动及融资支持,由此产生了公司的投资战略、融资战略等概念。其中,投资战略以公司战略及业务战略为基础,旨在从宏观上对投资这一“增长引擎”进行系统规划与部署,包括:①集团增长速度与投资规模统筹。②投资或成长路径选择,如项目新建或外部并购。③投资决策程序与规则,如投资决策与授权规则、财务决策标准、项目排序等。④资本支出预算及其控制。⑤项目后评估与审计;等等。可见,投资战略是具体、可操作的。

二、企业集团增长及其驱动因素

公司投资战略的核心是确定公司增

长速度与投资规模总量,并继而确定投资或成长路径。

集团增长速度事关公司未来发展的可持续性。过快增长有可能以牺牲未来资源为代价,而低速增长则影响市场机会充分利用与价值挖掘。从管理学理论上讲,影响公司增长速度的因素有很多,既有外部市场机会,也涉及集团自身资源与能力(如财务资源与再融资能力、人力资源、技术与品牌资源、管理资源等)。如果不考虑其他因素,而单从财务角度量化管理,人们通常以可持续增长率(SCR)来建立其增长极限,借此判断集团增长速度的快慢并进行资源配置与管理控制。在这里,可持续增长率是指公司在维持某一目标或最佳债务/权益比率前提下,不对外进行股权融资下的最高增长率。可持续增长率 $=\frac{ROE \cdot (1-d)}{1-ROE \cdot (1-d)}$ 。式中,ROE即为净资产收益率(税后),d为现金股利率。根据这一理论模型所测得的理论值往往偏低,大多数公司的实际增长速度都高于此理论值。但是,从可持续增长及驱动因素分析角度,人们通过对上述公式的分解,可以完整发现这一模型所具有的强大解释力及其所昭示的管理涵义(Robert C.Higgins, 1976)。由于 $ROE = \text{销售净利率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数}$,故公司可持续增长率变化的驱动因素可进一步分解为:销售净利率、资产周转率、现金股利率(或留存比率)、权益乘数(或杠杆化率)。

从驱动因素角度看,集团增长的“可持续”性是内生的,它取决于:①总资产

周转能力。资产周转速度越快,等量投资所带来的营业收入增长越高。因此,如何充分提高现有资产的使用效率,是提升集团发展速度的关键。减少资产占用、降低无效资产的比重,及时清理、重组、剥离无效资产,不仅能直接减少损失(如资产减值),而且有助于“换入”新的有效资产,从而为公司增长提供机会和可能。②集团资产盈利能力与积累能力。盈利性越强,股利支付率越低,则用于再投资的内源资本越充足,公司发展的速度、质量也就越好;反之,现有资产收益率越低,股利发放率就会越高,公司积累能力越差,则集团发展速度也越慢。③债务风险与再融资能力。如果公司盈利能力、积累能力较低,而非要进行快速资本扩张,其结果将是高杠杆、高风险与不可持续。其财务机理是:快速扩张需要投资拉动,从而增加对投入资本的需求,在公司积累能力有限的情况下(即内源资本较少),因投入资本需求增加而形成的资本缺口,只能借助于外部融资(尤其是负债融资),最终将加速公司“杠杆化”进程并影响再融资能力。正是由于上述机理,美国学者Stephen Penman(2001)认为,“一个成长型公司是一个能增加剩余收益的公司”,并同时指出,“一个成长型企业增加其剩余收益的主要驱动力来自于企业持续的、增长的销售和增长的投资,来自于企业核心经营活动产生的较高的盈利能力,而决不是来自于企业偶然的异常项目收益和其他非经常项目收益,更

不是仅仅依靠抬高财务杠杆来提高企业增长率和剩余收益”。同样, Stephen A. Ross等(2008)也认为,“一个公司的成长,是盈利的增长,而盈利的增长是留存收益和留存收益回报率率的函数。”

以此为标杆来衡量中国企业集团的增长,可以隐约观察到其高速增长背后所潜伏的陷阱与危机,太多的企业集团追求的是数量上的增长,而不是质量上的自然增长。

三、企业集团两种不同的成长路径:比较分析

投资战略涉及的另一核心议题是,企业通过何种方式来落实其投资?这涉及公司的成长路径选择问题。企业集团成长路径大体有两种:①新建模式(内源增长)。即通过企业自我购建方式来落实投资。在这里,新建既可以是投资于现有企业(如新购生产线、追加某一投资项目),也可以是投资新设子公司或分部。②并购模式。即通过控制权市场上的并购活动来落实投资。并购是指在产权市场中一方(即主并方)对另一方(被并方)的资产、股权等的兼并、收购。并购交易以控制权市场的存在及有效运作(如控制权能被市场合理定价)等为前提。西方企业集团的成长路径表明,并购交易是公司成长最主要的“引擎”。

(一)新建与并购:概念解释与差异比较

新建与并购作为企业成长的两种基本路径,常被企业交互采用。从集团投资角度,严格意义上的“新建”是指集团建立新的下属经营单位,这些下属经营单位既可以是企业的全资子公司,也可以是企业控股子公司;在新建方式下,企业总部需要在当地购建厂房设备、招募并培训当地员工,并按总部(投资者)的管理模式、技术及经验进行运营、管理。与此相反,“并购”意味着购买已有企业的部分或全部股权,从而取得对被并方的控股权(Kogut and Singh,

1988)。并购交易中,被并方作为一个持续经营实体,拥有经营所需要的生产设备、营销队伍、市场份额等。在并购交易过程中,主并方所支付的并购价款通常包含两部分:一是被并方作为一个持续经营的经营主体所反映的预计价值;二是因各种因素而形成的并购溢价,且这一并购溢价平均高达20~40%(Eckbo & Langohr, 1989)。新建与并购在集团投资管理意义上的核心区别在于:新建是“主要利用企业总部资源(即投资者),并将其与在当地采购所形成的资产相结合”;而并购则是“主要利用当地企业的资产,并将这些资产与投资者所拥有的资源(尤其是总部的管理能力)相结合”(Klaus Meyer & Saul Estrin, 1998)。

这两种成长路径在所需资本投入、市场机会把握、管理控制与整合风险等方面都存在较大差异。①从所需资本投入看,新建方式可以根据项目投资进度分期、分批地投入资本(出资方式可以是现金,也可以是机器设备、原材料等实物资产),从而降低一次性现金投入需求;相反,并购方式则需要一次性投入大量现金,且难以用机器设备、原材料等资本品和技术折价投入,从而对企业的资产流动性要求很高(Caves R.E, 1996)。②从市场机会把握与发展速度看,新建方式需要进行长期筹建,建设周期长、投资风险大,产品难以快速进入市场;而并购方式则能使企业快速取得各种资源并形成生产经营能力、快速进入目标市场,且有利于资源优化配置、避免重复建设,并有可能因学习曲线效应而降低产品成本。③从管理控制与成长风险看,并购方式的潜在风险在于并购后管理控制与有效整合,包括战略适应性与产业整合、市场整合、管理资源整合及管理制度与文化整合等(Hennart & Reddy, 1997; 杨大楷, 2002),以及由于整合而导致的业绩下降(Ravenscraft & Scherer, 1991; Porter, 1987; Haspeslagh & Jemison,

1991)。相反,新建方式可以做到自主控制、整合管理,并能最大程度地按自身意愿筹划和安排新建企业的生产经营,控制新建项目运营风险。因此,新建投资通常能比并购投资带来更高的业绩(Li & Guisinger, 1991; Nitsch, Beamish & Makino, 1996; Simmonds, 1990)。

(二)企业集团新建或并购模式选择的解释性理论

企业集团成长模式选择的解释性理论有很多,但归纳起来大体包括:交易成本或内部化理论、组织学习理论、信息经济学理论、企业成长或资源基础理论、产业组织理论等(Arjen Slangen & Jean-Francois Hennart, 2008)。

1. 交易成本或内部化理论。其解释逻辑是:新建或并购的选择在很大程度上取决于其产生的市场交易成本与内部化交易成本之间的比较优势。其基本推理或结论有:第一,从中间投入品的特性看,由于买卖双方对投入品属性的相关信息并不对等,因此,买卖双方的内部一体化整合将有助于解决市场交易低效率问题。第二,在企业集团成长过程中,最重要的资产是企业特有的、内嵌式于组织之中的技术、知识。一般情况下,那些拥有技术与知识的企业并不乐意将其转让,而想获取这些知识的企业将面临很高的购入成本(且即使购入后也不易被有效移植),因此,具有特定技术知识的企业通常乐意采用新建方式来扩张,而那些缺乏特定知识的企业则更乐意采用并购方式扩张(Larimo, 2003)。这里所讲的技术、知识既包括产品生产技术,也包括企业运营与管理的知识、经验等。第三,对于多元化企业集团,由于管理总部一般均拥有良好的管理控制系统,因此,从交易成本角度来讲倾向于并购投资;相反,产业经营范围较窄且总部不具有良好管控能力的企业,更倾向于采用新建。第四,成长方式选择还受到文化因素的深刻影响(Hofstede, 2001)。文化差异越大(尤其是跨国经



营),则转移与输出总部无形资产(主要指管理能力与经验等)的成本相对越高,主并方对被并方输出管理能力的信心也越不足,因此越可能采用新建方式,反之则相反(Hennart et al., 1986; Cho & Padmanabhan, 1995)。

2. 组织学习理论。组织学习理论在解释企业成长模式选择时,主要得出以下相关结论:第一,对于产品多元化企业集团,由于在不同产品经营领域积累了很多不同的生产技术与管理知识,因此易于采用新建方式来扩张(Barkema & Vermeulen, 1998);但是当公司所经营的产品非常之多时,管理总部将会对公司组织结构进行改造调整(如由U型公司变为M型公司),生产技术与管理经验在松散式的不同事业部(而不是不同产品)之间的转移将变得非常困难(Szulanski, 1996),这种组织结构的改变将大大限制组织间的相互学习,最终有可能导致总部采用并购而不是新建方式来扩张。第二,组织成长惯性。学习理论认为,组织一旦在某一成长模式下积累了足够的经验,则将会在未来成长模式选择中沿袭这些过往经验。如一些公司以并购见长,而另一些公司则往往通过所积累的新建经验而在未来有可能继续采用这一方式。第三,企业集团通过并购活动所获得的组织管理经验可

能远远大于新建。实证研究表明,企业下属经营单位(不论这些下属单位是通过新建或是通过并购形成的)的存活率,与公司先前所从事的新建投资活动次数负相关,而与公司先前所从事的并购投资次数正相关(Vermeulen & Barkema, 2001)。第四,学习成本。当企业集团拥有技术、管理等优势时,一般采用新建方式转移这些组织优势,并在同一行业内成长;如果只是收购现有企业,组织惯性作用使得被并企业对于先进技术、管理、制度及企业文化发出抵制的信号,文化差异增加了学习成本(Harrigan, K.R, 1981)。

3. 信息经济学理论。信息经济学是关于在信息不对称下的信息是如何影响经济决策的科学(Akerlof, 1970)。在企业集团成长过程中,尤其是在并购交易过程中,没有经验的主并方往往对被并方的价值与文化等缺乏足够的了解,无法对被并方的价值及其并购后的整合难度进行深入分析,从而在成长过程中倾向于采用新建方式。相反,对于那些有并购经验的公司,由于对被并方了解相对较深,从而可能采用并购方式。

4. 企业成长理论或资源基础理论。该理论自Penrose(首次提出“资源”及其“独特能力”概念,1959)以来,经Wernerfelt(正式提出“资源基础观”,

1984)、Prahalad & Hamel(首次提出“核心能力”概念,1990)等的不断发展,已形成一套具有极强解释力的理论与应用体系(以Barney等人为代表)。在资源基础理论看来,公司核心能力及长期竞争优势的形成需要不断地积累、获取并有效利用各种资源。其核心观点是:第一,同一产业中,不同公司因所掌握的战略资源不同而导致其长期竞争优势差异,而这些差异又因这些战略资源的异质性、不可流动性、价值性、稀缺性和不可模仿性等特性而得以持续。第二,公司既可通过内部开发也可通过外部并购等途径获取战略资源,但保持资源的异质性最为关键。在这里,异质性的战略资源,是指在公司控制下、可以协助公司构建并执行其战略的一切资源,包括公司的全部资产、能力、组织流程、公司属性、信息及知识(尤其是隐性知识等)等。Grant(1991)将其分类归纳为财务资源、物质资源、人力资源、技术资源、商誉(品牌与声誉)及组织性资源(包括管理及其知识)等。

5. 产业组织理论。产业组织理论认为,企业集团的成长方式受其进入某一产业的条件或环境的影响。对于集中度很高的产业,新建方式将提高所进入的当地市场的产品供应量,并与所在市场的已有企业展开更激烈竞争,其结果是公司经营利润因价格战等而变得越来越薄。因此,对于产业集中高的市场,其最好的进入方式是并购而非新建,这一方面能避免因市场供应量的提高而打破已有市场的供需平衡,另一方面有利于维护与当地已有企业的商业交易关系。但是,当地政府一般并不乐意企业采用并购方式进入本地市场,一方面是基于对进入企业对当地市场垄断的担心,另一方面可能是出于对当地投资与GDP拉动的考虑。当然,并购进入当地市场的前提是当地存在着可被并购的企业,如果没有,新建将是进入当地市场的唯一选择。

四、中国企业集团成长中的新建偏好及可能的解释

根据联合国贸易和发展会议的说法,在全球范围内,虽然新建投资与跨国并购在概念上很容易区分,但是这种区别在现有的统计水平下还难以真正实现。作为一种替代方法,可以从投资规模角度,即通过比较某一家公司的新建与并购的投资规模来确定企业的主要成长路径。如果企业并购规模大于新建规模,则认为该企业以并购成长方式为主;反之,该企业以新建方式为主。

根据这一替代方法,根据对2006年A股635家样本公司(剔除很多数据缺失样本等)的数据统计,结果表明:①从整体看,中国企业成长大多采用新建模式(在635家样本公司中有553家,比例大体为87%)。②从控股权性质看,国有控股公司更倾向于采用新建模式(其比例大体为89%),而非国有控股公司则相对少一点(其新建比例大体为82%)。③集团多元化程度与新建之间呈倒U型关系。公司市场多元化水平越低,越倾

向于采用新建模式;相反,当市场多元化水平较高时,公司更倾向于并购成长战略;当企业完全多元化时,公司倾向于新建模式。④管理能力(以公司管理人员/全体员工的比例为替代)将对新建或并购模式选择产生重大影响。研究表明:管理人员比率越低,公司越有可能采用新建模式;而管理人员比例越高,越倾向于并购模式。⑤知名度与品牌资源(以上市年限为替代)与成长模式之间存在关联。研究表明,上市时间越长,知名度越高,企业越倾向于采用并购模式扩张。⑥行业差异。研究表明,采掘业、电力煤气及水生产供应业、交通运输仓储业等行业大量采用新建成长模式,而房地产业、综合类企业则普遍采用并购成长模式。

总体来看,中国上市公司的成长更倾向于新建模式。这一结果与Caves和Mehra(1986)、Anderson(1997)以及姜付秀等(2009)的研究结论基本一致。究其原因可能与中国企业集团的成长空间有关(产业集中度很低,从而存在太多的自我发展空间),也可能与中国控制权市

场的不活跃程度、高昂的交易成本、交易陷阱(如信息不对称、不诚信等所导致的并购风险)有关,还可能与中国企业“自力更生、艰苦奋斗”的发展文化有关。

[本研究获北京市属高等学校人才强教深化计划(PHR201006128)资助]

(作者单位:北京工商大学财务系)

责任编辑 周愈博

参考文献:

- 1.姜付秀,张敏,刘志彪.2008.并购还是自行投资:中国上市公司扩张方式选择研究.世界经济,8
- 2.王斌,刘文娟.2009.行动、组织学习与公司成长——以北京双鹤药业股份有限公司股权投资为例.管理世界,6
- 3.Barkema, H.G.& Vermeulen, F. International expansion through start-up or acquisition: a learning perspective[J].The Academy of Management Journal,1998,41(1):7-26.

·谐趣·

一个小男孩的取胜之道

在美国伊利诺伊州的哈佛镇,有群孩子经常利用课余时间到火车上卖爆米花。

一个10岁的小男孩也加入到这一行列。他除了在火车上叫卖外,还往爆米花里掺入奶油和盐,使其味道更加可口。结果,他的爆米花比其他任何小孩都卖得好。——因为他懂得如何比别人做得更好,创优使他成功。

当一场大雪封住了几列满载乘客的火车时,这个小男孩便赶制了许多三明治拿到火车上去卖。结果,虽然他的三明治做得不怎么样,但还是被饥饿的乘客抢购一空。——因为他懂得如何比别人做得更早,抢占先机使他成功。

当夏季来临,小男孩又设计出一个能挎在肩上的半月形的箱子,在边上刻出一些小洞,刚好能堆放蛋卷,并在中部的小空间里放上冰淇淋。结果,他这种新鲜的蛋卷冰淇淋备受乘客的欢迎,使他的生意火爆一时。——因为他懂得如何比别人做得更好,创新使他成功。

当车站的生意红火一阵后,参与的孩子越来越多,这个小男孩意识到好景不长了,便在赚了一笔钱后果断地退出了竞争。结果,孩子们的生意越来越难做了。不久,车站又对这些小生意进行了清理整顿,而他却因及早退出而没有受到任何损失。——因为他比别人更清醒,当一件事大家都看好时,他却能及时抽身出来。及时抽身使他成功。

这个小男孩就是摩托罗拉公司的创始人保罗·高尔文。