

对并购协同效应的理性思考

暨南大学 陈英

一、协同效应的“原罪”观

我们对于协同效应的基本认识就是“2+2=5”，但取得“5”这一效应的机会及难度有多大却并不明确，这不能不算是并购研究的一大缺憾。由“并购净现值=协同效应-并购溢价”这一公式就知道，要在并购中创造价值，必须使取得的协同效应弥补支付的溢价，溢价支付得越多，需要取得的协同效应就越大。其实，股东完全可以自己购买目标企业的股票而不必支付溢价，但为什么要由企业支付大笔溢价实施并购呢？原因就是这种并购预期可以实现股东无法实现的协同效应，但这种协同效应是否存在？规模有多大？取得的可能性有多大？

马克·赛罗沃在《协同效应的陷阱——如何避免在并购中功亏一篑》一书中将协同效应定义为“并购后的业绩增长超过各自独立存在时预期的业绩增长”。只有实际业绩增长超过预期时，并购才创造价值。财务理论认为，股票现行市价已经包含了对未来业绩的预期，所以即使并购后取得了业绩改进，这种改进也未必就是协同

效应，只有当这种改进超过先前的预期时，协同效应才产生。

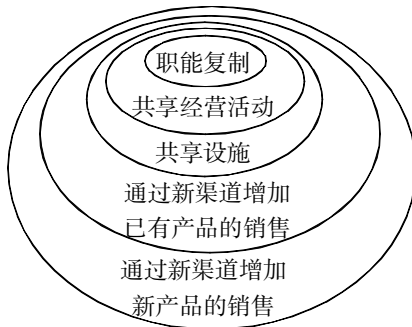
二、协同效应有限观及业绩悖论

许多并购失败的原因是管理层过高地估计了协同效应。鉴于在竞争性环境中获取经济回报的唯一途径是阻止（现有或潜在的）竞争对手独占价值链，赛罗沃指出，取得协同效应必须满足以下基本条件之一：①并购者必须能够进一步削弱竞争对手抢夺自己或者目标企业目前的投入品市场、生产过程或产出品市场的能力，即有能力维持优势或者克服弱点。②并购者必须能够开拓新的市场或者压倒性地抢占竞争对手的市场，即能以前所未有的方式在目前或新的市场上与竞争对手竞争。可见，保持并扩大竞争优势是获取协同效应的前提条件，协同效应必须放在动态的竞争环境下考虑。

为了实现对协同效应的定量认识，理论界用折现的现金流量模型对其加以定义，即：协同效应 $=\Delta CF/(1+r)^T$ 。其中： ΔCF 代表联合企业的现金流量与并购双方独立存在产生的现金流量之和的差额； r 是对现金流量的取得进行风险调整的折现率； T 代表现金流量取得的时间。模型包含了对于业绩改进的时效性要求，业绩改进必须尽快取得，才能实现支付的溢价中包含的协同效应。实现的时间越长，对业绩改进的要求就越高，实现协同效应所面临的难度就越大。而且如果时

间过长，竞争对手就会在协同效应实现之前予以反击，从而削弱企业的竞争实力。但由于企业业绩的改进大多要经过几年时间才能取得，因而这就产生了“业绩悖论”，由此，管理层需要对并购后哪些业务需要立即发展壮大、哪些需要经过改进后经营、哪些需要分拆出售进行分析，并反映在其最初的资源配置决策中。

对于协同效应有限论的观点，笔者从其取得途径（如下图所示）进行分析，通过比较其实现条件的预期与现实的差异，就可以看出取得的协同效应相应于支付的巨额溢价不过是杯水车薪。



从内向外价值驱动因素逐渐变动，协同效应的取得途径由成本节约依次转向收入增加，成功的可能性逐渐下降，取得协同效应所需的时间越来越长。因而在上述模型中，我们需要对不同取得方式下的现金流量赋予不同的概率进行折现。但是，无论通过哪种途径取得预期的改进都并非易事，前提是超预期增长。①成本下降的限制。利用职能上的规模经济效应（如在生产和制造方面）可以降低成本，改进产品和服务质量。但现实中存在“规模临界值”，超过这一临界值，边际收益率是递减的，也可能在下一回合的竞争中减慢自己对竞争的反应，而要取得协同效应就必须保持持续不断的竞争优势。而且成本的过度削减可能招致员工的抵触，这种破坏性的影响也可能阻碍预期的业绩改进。②收入增长的壁垒。首先，市场潜力不是无穷的，快速增长不会无限地持续下去。其次，并购活动可能使你失去主要的客户，而且竞争者也不会坐失良机，会趁机争取新客户，抢占市场份额，那么并购方收入的增加就很难实现了。再次，在并购中顾客更有理由进行讨价还价，那么即便市场扩大，盈利能力同时也下降了。

三、协同效应相对论

协同效应的取得源于组织经验和组织资本结合而产生的三种不同的能力：①一般管理能力，在普遍协同效应中运用；②行业专属管理能力，在局域协同效应中运用；③企业专属非管理人力资本，这是某一特定买方或卖方才能利用的独特协同效应。这三种效应在并购中都可能出现，其对于卖方或买方的价值，取决于协同效应的种类和拥有方。普遍协同效应如果为卖方所拥有，就与独特协同效应一样增加了卖方价值；买方若拥有独特协同效应，就可以压低并购价格，因为独特协同效应不会有买方竞争，尤其在买方有其他方法不依赖于目标公司也能把这项独特协同效应“兑现”时更是如此；局域协同效应介于上述两者之间，买卖双方都有可能分享，具体要看双方提出的条件和他们的谈判能力。□