

2017 Number 1

本书编委会 组编

McKinsey Quarterly

跨境并购： 迷思与真相



跨境并购：迷思与真相

本书编委会 组 编

编 委 张海濛
徐浩洵
华强森 (Jonathan Woetzel)
梁敦临 (Nicolas Leung)
王磊智 (Glenn Leibowitz)

执行主编 林 琳



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

内容提要

中国跨境并购尚处于长期增长通道的初始阶段,将来,中国企业有望成为全球并购市场的主角,跨境交易必将大幅增加。本书以跨境并购为主题,剖析了中企跨境并购的五大迷思及其真相,并对中企跨境并购十年历程进行了回顾,对其中失败案例的原因进行了总结,并认为中资企业拥有无限的机会去尝试和冒险。中国跨境并购的资金运作和流向是各方感兴趣的话题,本书也对此进行了探讨。

此外,本书还涉及数字化战略、产业新动态、领导力提升以及麦肯锡每年都要推出的中国经济年度预测。

本书可供企业管理者参考、阅读。

图书在版编目(CIP)数据

跨境并购:迷思与真相 / 《跨境并购:迷思与真相》编委会组编. — 上海:

上海交通大学出版社, 2017

ISBN 978-7-313-16848-1

I. ①跨… II. ①跨… III. ①企业兼并-跨国兼并-研究-中国 IV. ①F279.247

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第058196号

跨境并购:迷思与真相

组 编:《跨境并购:迷思与真相》编委会

出版发行:上海交通大学出版社

地 址:上海市番禺路951号

邮政编码:200030

电 话:021-64071208

出 版 人:郑益慧

印 制:上海景条印刷有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:889mm×1194mm 1/16

印 张:5

字 数:79千字

版 次:2017年4月第1版

印 次:2017年4月第1次印刷

书 号:ISBN 978-7-313-16848-1/F

定 价:48.00元

版权所有 侵权必究

告读者:如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话:021-59815625

导读

中国企业的跨境并购大时代正在来临。中国已经取代美国成为全球跨境并购的最大收购国，这一股并购热潮在不景气的全球经济中，引起了广泛的关注。我们相信，中企的跨境并购尚处于长期增长通道的初始阶段。将来，中国企业有望成为这一市场的主角，跨境交易必将大幅增加，对中国和世界经济形成双赢。本辑《跨境并购：迷思与真相》重点探讨了五大认知误区、跨境并购史，以及资金运作和流向等热门话题。

中企跨境并购的风生水起，引来了媒体的喧嚣报道，在这背后存在着较为普遍的认知误区。David Cogman、Nick Leung和高旭在《中企跨境并购五大迷思与真相》一文中，逐一分析了普遍存在的五大迷思。作者认为，买家和卖家都要提前做出调整，互相适应和磨合。中国企业需要跨境并购带来的品牌、渠道、技术和人脉，被投资方也能享受中国市场的快速创新、广大市场和成本优势。长期来看，中国参与全球并购交易是多方共赢的好事。

《中企跨境并购十年回顾》仔细梳理了中国企业跨境并购史。两位作者指出，中企过去十年的跨境并购成绩并不如意。约60%的交易，近300宗约合3000亿美元，并没有为中国买家创造实际价值。大部分交易并没有切实达到原定目标，最主要的原因是时机选择错误。另一个原因是中企欠缺并购后整合能力。如今，随着精通国际运营的管理人才越来越多，该情况发生了变化。更多企业选择参与深度整合，它们既认识到积极管理被收购企业的重要性，同时也认可不同文化和运营模式之间的差异。而这样的改变将成为新常态。

中企跨境并购的资金运作和流向是多年来各方感兴趣的话题。很多境外企业想当然地认为中国企业的资金用之不尽，并且

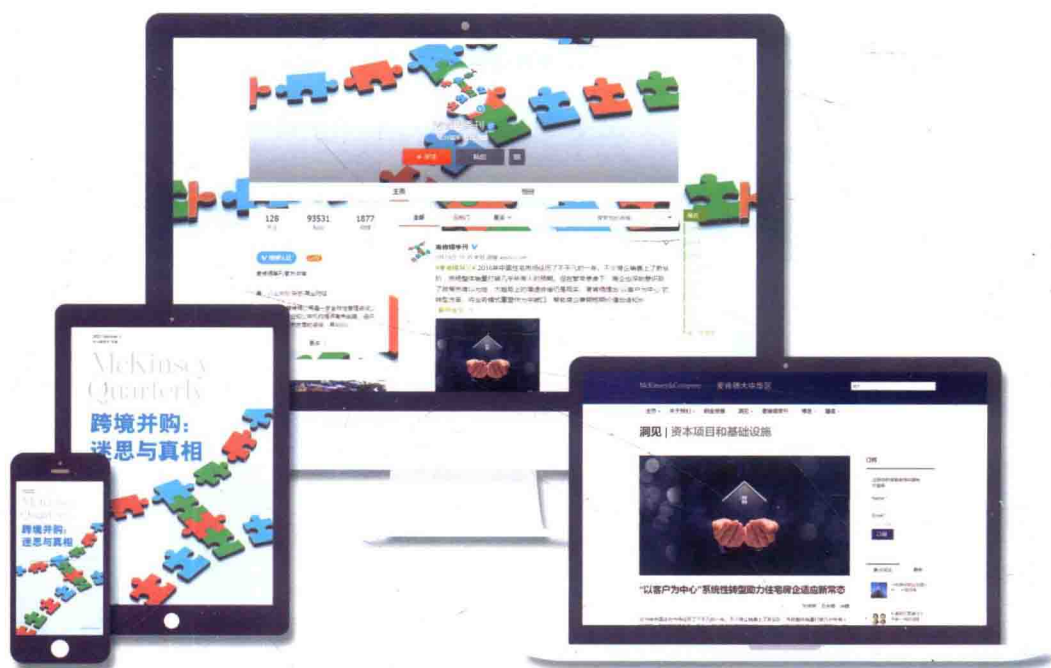
资本供给或多或少反映着国家政策方向。在《中企跨境并购融资术》一文中，作者对至少与一家基金紧密合作的战略投资者的境外收购进行了深入考察。分析结果表明，目前资金主要还是来自传统银行系统，企业/基金的联合投资日益增多，体现了双方互补的需求。实际上，基金与战略投资者的联合呈现出某种有趣的规律，那就是投资动力主要为商业利益而非政策。

在本辑您还将读到简约创新、基础教育公益组织、数字化采购、中国航空业和能力提升等多篇文章。

祝您开卷愉快！

本书编辑部

网络分享



关注《麦肯锡季刊》中文微博，我们在
<http://e.weibo.com/mckinseyquarterlycn>

ID:麦肯锡季刊

麦肯锡大中华区网站的《麦肯锡季刊》专栏

<http://www.mckinsey.com.cn/insights/麦肯锡季刊/>



跨境并购

04 中企跨境并购五大迷思与真相

David Cogman, Nick Leung, 高旭

中国企业跨境并购尚处于长期增长通道的初级阶段。将来，中企有望成为全球并购市场的主角，跨境交易必将大幅增加。从本文所述的五大迷思来看，中国参与全球并购交易，确实是多方共赢的好事。

10 中企跨境并购十年回顾

David Cogman, Gordon Orr

中国买家的表现参差不齐，大部分交易并没有切实达到原定目标，最主要的失败原因是时机不对和并购后整合能力欠缺。

16 中企跨境并购融资本

David Cogman, Arthur Shek

中企跨境并购的资金运作和流向是多年来各方感兴趣的话题。目前资金主要还是来自传统银行系统，企业/基金的联合投资日益增多，体现了双方互补的需求。

数字化机遇

24 中国新车电商：从皇帝的新衣到破茧成蝶

卜览，蒋岱玮

对于主机厂而言，电商平台是否已经成为传统经销商门店之外的重要渠道，并且在不久的将来有可能与线下渠道分庭抗礼？家电行业的线上化和渠道颠覆是否会在汽车行业得以复制？新车电商应当如何破茧成蝶？本文将给出答案。

29 数字化采购开启价值增长新时代

宋志浩，梁乐华，杨博

随着互联网技术的飞速发展，数字化采购对于企业的意义越来越重大。在本文中，我们尝试为首席采购官梳理数字化采购的价值结构，并提供一个通过数字化采购和高级分析技术创造最优价值的简单框架。

34 以客户为中心，打造房企核心竞争力

张海濛，Ankit Gupta，夏鹏

全球房地产向买方市场的持续转变，要求开发商更多地关注客户体验。

产业动态

40 中国航空公司如何赢得消费者

Steve Saxon

置身于全世界最令人振奋的电子商务市场，中国航空公司应努力重新赢得客户，提高在线交易份额，并在快速增长的旅游市场中获得更多价值。

46 探索中国基础教育公益组织发展新路径

陈蕾，任拔，张夏沫

基础教育公益组织应首先明确自身的战略方向与影响力定义，并且在组织内部加以统一，优化资源分配方法与运营管理模式，才能快速提升影响力，早日实现自身的发展愿景。

52 简约创新：打造属于中国市场的创新法则

陈美融、Jean-Frederic Kuentz、Thierry Chesnais

“简约创新”强调针对客群需求，以最节约的成本，设计出精简而必需的功能，以及实用价值高和质量好的产品。

能力提升

58 正念整合、重心平衡——整合式能力提升的两个故事

余天雯

整合式能力提升中的三股力量——领导力工作坊、教练（团队、一对一）、业务突破性项目相互融合，共同赋能于个人、团队和组织，实现长久的发展和健康的成长。

63 2017年中国经济预测

Gordon Orr

在地缘政治没有较大变动的前提下，2017年中国经济增幅将放缓，跨国公司面临更多难题，人口结构持续恶化，而收购顶级足球俱乐部的中国买家也将会后悔不迭。



在Kindle上亦可阅读

您现在可以在iTunes收听和下载“麦肯锡谈中国”播客

iTunes链接：<https://itunes.apple.com/cn/podcast/mckinsey-on-china/id409735817>



麦肯锡的专家就中国时下最热的经济话题展开深入对话。

麦肯锡大中华区董事总经理梁敦临是这一系列访谈的主持人。

本书可在当当、亚马逊、京东、天猫等电商平台上订购。



跨境并购

04 中企跨境并购五大迷思与真相
David Cogman, Nick Leung, 高旭

10 中企跨境并购十年回顾
David Cogman, Gordon Orr

16 中企跨境并购融资术
David Cogman, Arthur Shek



中企跨境并购五大迷思与真相

David Cogman, Nick Leung, 高旭

中国企业跨境并购尚处于长期增长通道的初级阶段。将来，中企有望成为全球并购市场的主角，跨境交易必将大幅增加。从本文所述的五大迷思来看，中国参与全球并购交易，确实是多方共赢的好事。

2016年中企跨境并购交易金额高达2270亿美元，是境外企业在华收购额的6倍。中企跨境并购数量在过去五年稳步增长，年增幅达到33%。2016年全球前十大并购案屡屡出现中国巨头（中国化工以470亿美元收购先正达当前仍处于监管审批中），且几宗最具争议的交易都有中企的身影，如安邦对喜达屋高调发起收购要约，最终万豪将价格提高了4亿美元才胜出。

媒体的喧嚣报道难以掩盖中企跨境并购的五大迷思。下面让我们逐一分析。

迷思之一：充足的廉价资本

理论上说，当下中国充足的廉价资本为中企跨境并购提供了雄厚的经济基础。中国有3万亿美元外汇储备，掌管着全球第二大的主权基金，还有全球最大的四家银行（按资产计算）。正是有了这些支持，中国企业在跨境收购时才有底气和实力拿下数宗超大型收购交易。

分析中企并购热潮的重要之处是认识充足资本的作用。中国近年跨境并购金额激增，从2010年的490亿美元飙升到了2016年的2270亿美元，但绝对值仍然处于低位。2015年，中企的跨境并购金额占到GDP的0.78%，而欧盟企业这个数字是1.22%，美国企业为1.16%。如此看来，中国尚处在长期增长通道的初级阶段。

然而，那些抢占头条的大型并购案并不具有代表意义。中企跨境并购大多由中型公司主导，过去三年的交易规模中值只有3000万美元，而且大多数交易并非高溢价收购。当然，与欧美企业相比，中国企业的估值体系可能不同。上海证交所上市的非国有企业2016年平均市盈率为64倍。考虑到中国买家有能力以此较高的估值筹集股权资本，斥巨资购买境外资产或许也不失为理性之举。

值得注意的是，中国买家的并购资金通常并非来自本国。欧美银行提供了许多高杠杆并购案的资金。在过去三年全球排名前100的跨境并购案中，有两宗大型并购案是向外国银行财团举债融资完成的。中国买家自然也利用了高杠杆，比如先正达收购案，470亿美元交易金额中举债127亿美元。中国企业更多是向银行举债而非公开权益市场，所以比起西方企业，多数中国企业对高杠杆更能处之泰然。

迷思之二：政府的隐形之手

坊间一直传说有个政府背景的智囊团指导企业行动，而近期跨境收购交易的背后推手就是此智囊团。

虽然政府的确喜欢指导企业，但这种说法言过其实了。中央政府制定了政策框架，即使国企高管跟着政策走有利于晋升，但是他们非常清楚要对自己所做的决策负责。除了极少数交易案，中企高管做出的并购决策均是出于商业利益考虑。

当然，跟着政策走肯定是有好处的。批文下得快，贷款早到位，有时政府还会暗示其他买家退场，以确保只有一家中国企业竞争。近年在一些行业，特别是半导体行业，企业想要发起收购是颇有压力的。即使某些收购案符合产业政策，也多半是因为这些政策符合相关企业的利益。而像五年规划这类政策的制定，背后或多或少会有对大型国企的考量。可是每宗并购，无论是前期找标的还是交割后执行，概由企业自己负责。

政府之手可从政府投资基金的运作中寻找答案。中央政府出资的有丝路基金、非洲基金和中投公司。若真有隐形之手在操纵并购，政府完全可以与企业联合投资。事实上这种情况很少发生。例如，虽然有诸多融资项目，丝路基金

也只投过一家公司。

若论政府出资的基金，只有中投境外投资比较多。但这些皆为组合投资，纯粹出于商业利益考虑，并且很大一部分投资是以固定收益证券和基金的形式存在。

迷思之三：转移资产的捷径

从2005到2014年，人民币兑美元汇率一直在上升，之后汇率下跌，增长乏力，企业管理者开始想办法把资金转到境外，跨境收购则提供了一条捷径。如此说来，是否境外大型知名资产的收购——比如酒店、大城市房产等高额收购案——不过只是企业在转移资产呢？

资本外流的确在发生，渠道也是多种多样，跨境收购只是其中之一。中国政府也一直在努力堵漏洞。关键在于，资本外流是否就是并购激增的主要推手？2015到2016年间，跨境并购数量增加了125%，而前五年仅为7%~41%。其中一些房地产交易类，很明显只是中国买家的分散投资之举。即便如此，跨境并购的增长多年前就开始了，绝不是从2014年才发生，所以资本外流在过去几年只是辅因，而绝非主因。

迷思之四：猜不透的中国买家

但凡有中国买家参与的并购，总是会让很多境外卖家头疼。因为中国买家的想法让人猜不透，看起来并不很理性，而且资金来源和重点不明确，意图也不清晰。

其实不理性的背后往往有着缜密的分析和决策，这些是卖家所不了解的。对中国买家而言，特别是国企，并购之前需要与公司内外所有利益相关方进行商讨，只是卖方的中间人不一定有能力或者意愿去解释中国买家方方面面的考量。

而中方买家总是会质疑并购标准流程，认为对己不利。这套标准流程限制买家与目标公司私下沟通，旨在为所有买家创造公平竞争的机会。然而，中国人最擅长与对方一对一商谈和建立关系。除此之外，许多中方管理者对这套流

程并不熟悉，不知道如何应用。好在这种情况下正在迅速改变，越来越多的民营企业聘用了具备境外经验的业务发展人才。但是总的说来道阻且长。

事实上，不少跨境并购是出于发展所需。对于国内市场增长放缓的中国企业来说，迫切需要通过并购获得国外的品牌、技术和市场渠道。因此，卖方所得到的中国买家信息往往含混不清，难以解读，常把这些当成“文化差异”，实则为中国买家的独特之处。

迷思之五：不重视并购后整合

看起来，并购后整合好像并不受中国买家重视，除了保留原高管层。留用的高层往往也喜出望外，因为自主权很大。这就容易给人造成一种印象：中国买家对后续整合不感兴趣。

相比欧美企业，中国企业对并购后管理更愿意采取放手策略。但这主要是因为过去中国企业的整合能力不足，缺乏有国际经验的储备人才，而不是不想管。也正是如此，在过去十年，中国企业的跨境并购成绩喜忧参半¹。

对于大多数西方企业，并购后整合管理再清晰不过，速度至上，精简人员和职能部门、求协同。而中国人的整合管理则以求稳为上，允许独立运营，聚焦一两个重要领域谋求协同增效，比如研发共享或者将产品在中国制造以削减成本。

十年并购史表明，后续整合往往决定了交易的成败。有的后续整合以有组织、成系统的方式进行；而有的收购方并不“插手”被收购方的运作，仅通过董事会“遥控”，把收购标的视作财务投资。结果一般是前者收获更多。

其实，无论是获取能力、进军境外市场、购买品牌还是技术，都是站得住脚的逻辑。如果没有好的计划去实现既定目标，协同增效永远只是纸上谈兵。现在越来越多的中国企业意识到了这点，在交易的前期就着手制定具体的整合计划。对于大多数中国收购方来说，瓶颈就是构建一支拥有跨境运营和整合后管理经验的团队。此事知易行难。这支团队需要具备丰富的职能经验，要有工程师和技术人才来支持技术转移或技术购买，要有市场营销人才支持交叉

¹ 参见本专题其他文章。

销售，IT人才支持平台合并。团队成员还得掌握标的企业所在国的语言和沟通能力。难度可想而知，比如会说意大利语的中国航空航天工程师绝对是凤毛麟角。



从本文所述的五大迷思来看，中企跨境并购尚处于长期增长通道的初始阶段。将来，中企有望成为全球并购市场的主角，跨境交易必将大幅增加。因此，买家和卖家都要提前做出调整，互相适应和磨合。中企需要跨境并购带来的品牌、渠道、技术和人脉，被投资方也能享受中国市场的快速创新、广大市场和成本优势。长期来看，中国参与全球并购交易，确实是多方共赢的好事。①

David Cogman为麦肯锡全球董事合伙人，常驻香港分公司；

Nick Leung为麦肯锡全球资深董事合伙人，常驻北京分公司；

高旭为麦肯锡全球资深董事合伙人，常驻香港分公司。

麦肯锡公司版权所有©2017年。未经许可，不得做任何形式的转载和出版。本文经麦肯锡中国公司授权出版。