

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

◎ 马建威 著

Studies on China's
Enterprises' Overseas Mergers & Acquisitions

中国企业海外并购 绩效研究

Studies on China's
Enterprises' Overseas Mergers & Acquisitions



经济科学出版社
Economic Science Press

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

◎ 马建威 著

中国企业海外并购 绩效研究

**Studies on China's
Enterprises' Overseas Mergers & Acquisitions**



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业海外并购绩效研究 / 马建威著. —北京:
经济科学出版社, 2014. 4

(北京工商大学财务与会计学术前沿论丛)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4761 - 2

I. ①中… II. ①马… III. ①跨国兼并 - 研究 - 中国
IV. ①F279. 247

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 136594 号

责任编辑: 齐伟娜 易 莉

责任校对: 杨 海

技术编辑: 李 鹏

中国企业海外并购绩效研究

马建威 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京季蜂印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 7.5 印张 190000 字

2014 年 6 月第 1 版 2014 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4761 - 2 定价: 22.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

感谢如下项目对本书的资助：国家社科基金项目“内部资本市场对企业集团成长的作用机制研究”（11BGL022）、北京市高等学校人才强教深化计划“中青年骨干人才培养计划”项目（PHR201008246）、教育部新世纪优秀人才支持计划项目“内部资本市场的‘多币效应’研究”（NCET - 0890）、北京市教委人文社科面上项目“内部资本市场：边界、效率与构建”（SM201010011008）、教育部人文社科面上项目“跨组织控制：激励模式与合作绩效研究”（11YJA630080）、北京市社科基金项目“价值管理视角：北京市企业集团轻资产模式财务风险研究”（13JGB056）。同时感谢北京市“学科与研究生教育——工商管理学科建设与科研促进项目”和“科研基地——中国企业集团发展研究基地”的资助。

总 序

在人类管理实践的过程中，财务与会计学术前沿研究一直起着很重要的导向作用。财务与会计学术前沿问题是财务与会计研究的探索点和制高点，这些问题具有下列基本特征：（1）基础性。其作用在于填补某一领域的空白。（2）关键性。其作用在于对某些问题取得重大的突破。（3）深刻性。其作用在于能揭示财务与会计事件的内在规律。（4）复杂性。其作用在于能从纷繁复杂的财务与会计事件中理清思路，理出头绪，化繁为简。（5）前瞻性。其作用在于高瞻远瞩，预测未来。由于上述基本特征，我们可以说，攻克财务与会计学的难题就意味着财务与会计学的革命，意味着创新，意味着对专业发展的贡献。

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛是一系

列当代财务与会计领域里的前沿性论著。这套丛书是由北京工商大学会计学院一批中青年教授和博士在其研究课题、博士论文或博士后研究报告的基础上修订完成的，是一套充满着求实创新与改革发展气息的论丛。他们的研究内容和所形成的每一项研究成果，都体现了财务、会计改革对我国社会主义市场经济运行的回应，也充分显示出对财务与会计学术领域迫切需要研究与解决问题的理论创新。因此，本套丛书具有十分重要的理论意义和实践价值。

本套丛书的特点：（1）学术性强。本套丛书作为北京工商大学会计学院的研究力作，不仅传承传统，更是紧盯现实，十分注重严密的逻辑推理和论证，它从财务与会计的复杂现象中抓住本质，把握规律。每本书都对经典文献进行了回顾和评论，在前人研究的基础上对财务与会计的现状和发展趋势做出了进一步的探求，进而深化和丰富了主流理论的实务。（2）注重方法论的运用。在财务与会计前沿的研究中，方法论的规范化是十分重要的。当新的理论被提出时，必须严格检验那些依照这个理论的逻辑推演产生的结论是否与所要解释的经验事实相一致。如果一致，就是不被证伪的，这个理论暂时就可以被接受；如果不一致，这个理论就必须受到修正或摒弃。（3）理论研究和政策建议相结合。国外经济理论研究的平台是发达国家已经存在的市场经济状态，其重点也在于分析均衡市场中的可能性及现实性，但对于像中国这样的发展中国家，理论研究平台与国外有很大距离，我们的市场正在形成中，人们的经济行为不能简单地用代表性行为人来给定，所以，在经济没有完全市场化的环境中，中国经济问题的研究特别要突出中国特有的政治、制度、环境等背景和特征。同时，中国正处于大变革时期，政策层面的变革将对未来中国经济产生深远的影响。因此，理论从实践中来，也必须回

到实践中去，为国家的经济发展和改革提供政策支持正是本丛书之特征所在。

有抱负的青年学者们勇于探索、积极实践的精神是令人欣慰和赞赏的。他们以更宽泛的视野和更积极的态度投身于中国现实问题的研究中，其论题涉及会计、审计、财务管理、税收等多个领域，同时，他们的研究还打破学科界限，融合管理学、经济学和金融学等多学科知识，力图实现对问题的整合性研究，这正是当代科学探索的一种新范式。北京工商大学会计学院团队将以不懈的努力为财务、会计领域的改革与创新做出贡献。

北京工商大学副校长 谢志华博士

2006年10月26日

前 言

近年来，中国企业海外并购^①取得了骄人的成绩。从交易数量看，2009年下半年至2010年上半年，中国的海外并购交易出现爆发式增长，交易总额达342亿美元，完成海外并购交易共143宗，平均每季度36宗。相比之下，2003年至2009年上半年期间，季度平均交易量仅为16宗。2011年4月，美国亚洲协会（Asia Society）发布报告称，中国的海外直接投资正处在一轮指数级飙升的起点。预计到2020年，中国企业海外投资总额有望达2万亿美元。虽然中国已经在美国35个州拥有业务，但整体而言，中国仍是相对较小的对美投资者。在这方面，我国作为全球第二大经济体只与新

^① 本书所指的中国企业海外并购，是指中国大陆地区的企业海外并购。

西兰和奥地利的投资量相当。可见，与经济总量相比，我国企业的海外并购尚处于初级阶段，面对复杂多变的新形势，企业需要全方位做好准备。

基于这样的背景，第二章在文献研究的基础上，总结了中国企业海外并购历史演进、现状以及存在的主要问题；以中国企业海外并购绩效研究为核心和逻辑起点，以中国企业海外并购的战略、风险等角度深入探讨和总结造成并购绩效不显著的原因，并提出了相关政策建议和措施。

在第三章，我们首次将中国企业海外并购的历程划分为四个阶段，即萌芽阶段、准备阶段、起步阶段和增长阶段，将1992年、2001年和2007年作为划分四个阶段的分水线，划分依据是1992年的邓小平“南方谈话”、2001年中国加入WTO、2007年的全球金融危机，因为这些事件都极大地推动了中国企业海外并购的步伐。

第四章选用2007~2009年A股发生海外并购的21家企业作为样本，运用事件研究法进行了实证研究，认为市场对于并购公告的总体反应是消极的，海外并购并未真正提升企业价值，相反在短期内降低了投资者预期。导致这一结果的原因主要是战略和风险两个方面，继而以“绩效”为起点，分别从战略和风险两个维度对企业海外并购进行深入研究。

本书将中国企业海外并购战略划分为公司层面上的企业战略、业务层面上的发展战略和职能层面上的发展战略三个层次。据此，将中国企业海外并购战略体系划分为四部分：整体战略目标的制定、战略步骤的安排、局部战略重点的把握和战略措施的执行。第五章运用SWOT分析法，对中国企业海外并购的优势、劣势、机遇和威胁进行了深入分析，进而提出相应的战略模式：合作性战略模式、进攻性战略模式和防御性战略模式；并对中国

企业海外并购过程中，并购前、并购中和并购后的流程进行了再设计。

第六章将中国企业海外并购风险进行了重分类，主要分为战略风险、政治法律风险、文化风险、财务风险和其他风险等；并运用风险评估模糊测评法对兖州煤业的澳洲并购风险进行了简要分析。

第七章运用财务会计指标和事件研究法分别对上汽并购双龙的长期绩效和短期绩效进行了分析，得出如下启示：以战略为导向做好并购前的尽职调查、为防范风险制订详细的并购整合计划、重视文化冲突和长期文化整合、重视提高自身的跨国并购管理能力等。案例研究将全文的逻辑线“微化”到上汽并购双龙的实例，并试图以案例验证整体逻辑。

需要指出的是，绩效的内在价值，除了会计指标以外，还有诸如市场占有率、社会效益等指标，本书没有对这些指标进行深入的研究。除此，本书还有诸多未涉及之处，例如，并购绩效的影响因素、并购时机的选择、并购的经济后果尤其是税收影响等，对上述问题的研究无疑将充实本书的内涵和外延。

本书得到了多位学者、教授、博士的支持和帮助。他们包括：财政部财政科学研究所于中一研究员、杨照南研究员、文宗瑜研究员、杨小舟研究员、孟翠莲研究员、洪金明博士、刘锋博士；北京工商大学谢志华教授、杨有红教授；还有我的研究生梁超、余芹、林灵等。

我要特别感谢我的父母，他们无私的爱，是我顺利完成研究的精神支柱。感谢我的两位姐姐，血浓于水，她们分担了很多本应由我来承担的责任，无怨无悔，对我疼爱有加，使我没有后顾之忧。感谢我的孩子，因为研究工作失去许多陪伴他左右的时间，但他仍以那稚嫩的童心和天真的笑脸给予我难以言表的欢

乐，使我内心充满了力量。

最后，此书的付梓，离不开经济科学出版社的大力支持，尤其是齐伟娜主任的辛勤付出，在此表示衷心感谢！

千言万语汇成一句话：祝人生旅途，多一点坚持，多一点快乐！

马建威
2014 年春

目 录

第一章 绪论 / 1

第一节 研究背景与课题来源 / 1

第二节 研究目的与意义 / 3

第三节 研究思路与研究方法 / 5

第二章 中国企业海外并购概览及文献综述 / 9

第一节 中国企业海外并购概览 / 9

第二节 企业海外并购文献综述 / 14

第三章 中国企业海外并购历史演进及现状 / 25

第一节 中国企业海外并购历史演进 / 25

第二节 中国企业海外并购的现状及主要问题 / 34

第四章 中国企业海外并购绩效实证分析 / 44

第一节 研究方法介绍 / 44

第二节 海外并购绩效实证研究 / 48

第三节 研究结论及分析 / 64

第五章 基于绩效视角的海外并购战略研究 / 68

第一节 中国企业海外并购战略层次分析 / 68

第二节	中国企业海外并购战略体系	/	73
第三节	中国企业海外并购 SWOT 分析及战略模式选择	/	78
第四节	中国企业海外并购策略选择	/	99
第五节	中国企业海外并购战略措施	/	108
第六节	中国企业海外并购流程设计	/	117
第六章	基于绩效视角的海外并购风险研究	/	133
第一节	中国企业海外并购风险概述	/	133
第二节	中国企业海外并购风险管理	/	145
第三节	中国企业海外并购风险防范	/	157
第七章	案例研究：中国上汽并购韩国双龙	/	164
第一节	案例介绍	/	164
第二节	案例分析	/	176
第三节	启示	/	194
第八章	结论	/	200
第一节	研究结论	/	200
第二节	研究局限及后续研究方向	/	204
参考文献	/		206

第一章

绪 论

第一节 研究背景与课题来源

并购是企业外部成长战略中的重要方式，也是企业成长最快捷的方式。诺贝尔经济学奖得主、美国芝加哥大学经济学教授乔治·J·斯蒂格勒（George J. Stigler）曾指出：一个企业通过兼并其竞争对手的途径成为巨型企业是现代经济史上一个突出现象。美国所有的大企业都是通过某种程度、某种方式的并购成长起来的，几乎没有一家大企业是单纯依靠内部积累成长起来的。然而，并购交易活动常由于其巨大的投资规模、严苛的法律监管、深远的经济政治甚至国家安全后果、复杂的资产资源以及文化整合而面临巨大风险^①。

并购案例发生失败的比例很高，国内外研究咨询机构的研究都证明了这一点。2000年，麦肯锡（McKinsey & Company）通

^① 乔治·J·斯蒂格勒：《通向垄断和寡占之路——兼并》，上海三联书店1996年版。

过对 47 家在 1997 ~ 1999 年间发生并购交易的公司的研究发现, 从收入增长、市场份额等视角来看, 65% 的并购交易是失败的。2001 年, 毕马威 (KPMG) 通过对 118 家在 1997 ~ 1999 年间发生并购交易的公司的研究发现, 从股东价值增加的角度看, 70% 的并购交易是失败的。

中国经济保持着持续、快速的发展态势。改革开放三十多年来, 中国经济取得了举世瞩目的成就, 这为中国企业进行海外并购提供了坚实的基础。随着中国企业海外并购的数量和规模迅速增长, 中国企业的超强实力使其实现了一个又一个“破纪录”的海外并购。2008 年以来, 国际金融危机对全球经济产生了持续而深远的影响, 多个经济体的经济发展出现不同程度波动和下滑, 因此各经济体当局出台了一系列的刺激政策和救济措施。对于中国企业海外并购, 这无疑既是机遇又是挑战。由于实体经济遭受严重冲击, 大量企业经营困难, 甚至处于破产的边缘, 为保证企业的可持续发展, 各国政府和企业都希望通过引入境外投资者, 为企业提供资金支持; 由于全球经济整体下滑, 资产价格普遍大幅下降, 为并购交易节省了大量成本; 同时, 各经济体当局为遏制衰退、促进发展, 采取放宽外部投资限制的措施, 这对中国企业海外并购无疑是绝佳的机遇。

进入 21 世纪, 经济全球化与新一轮科技革命和产业革命浪潮汹涌澎湃, 经济体之间并购活动的规模和影响越来越大。同时, 我国经济结构正在进行战略性调整, 国有经济改革进入关键阶段, 加入 WTO 更使我国企业直面激烈的国际竞争。在此背景下, 我国企业海外并购势头强劲。中国并购浪潮席卷世界有其深层次的背景, 具体表现在: 资源禀赋条件的逆转, 外资持续大量的引进, 企业规模的不断壮大, 政策环境不断放宽, 等等。随着我国经济的持续快速增长, 一批大型的本土跨国公司在良好的市

场竞争环境下应运而生。不仅要“请进来”还要“走出去”，这是新时期国家经济能够保持稳定健康发展的必然要求。但是就目前中国的整体环境来看，中国企业的跨国并购还存在很多局限，例如，国内的跨国并购立法体系尚不完善，国有制和国有股权控股以及治理结构的缺陷等，往往成为我国企业跨国并购的羁绊。

企业海外并购是快速积累资本、占有资源、扩张市场的重要途径之一。然而企业海外并购是以市场为导向的商业行为，可观的预期效益下潜伏着巨大的风险。而且，并购交易的对象是集技术、人才、设备及市场为一体的动态资产，其可变要素给并购交易带来各种难以预测的风险。耶鲁大学管理学院院长、美国前商务部副部长杰弗瑞·格登曾在一个演讲中提醒中国企业：在缺乏海外收购经验的情况下，如果勉强为之，尤其在成熟市场中是非常危险的行动。

第二节 研究目的与意义

一、研究目的

中国企业海外并购取得了一些实质的成果和可喜的进步，但依然处于初期探索阶段。面对复杂多变的国际政治经济形势，中国企业缺乏必要的全面准备。最直接的体现就是中国企业海外并购对其绩效的提升不明显。这既有战略方面的原因，也有风险方面的原因。因此，深入研究中国企业海外并购的绩效、战略和风险，对企业制定正确的战略与对策，借助海外并购做大做强企业，提升企业并购后的绩效水平，有着重要的现实意义和指导价值。

本书首先重新梳理和分析中国企业海外并购的历史演进和现状，以中国企业海外并购的绩效研究为核心，从战略、风险两个方面阐释造成中国企业海外并购绩效不佳的原因；随后，根据“绩效—战略—风险”的逻辑思路，对上汽集团并购韩国双龙的案件进行全方位的剖析；最后，从政府和企业两个层面，对中国企业海外并购提出政策建议。

本书希望为我国有实力的企业进行海外并购提供有益的借鉴和参考；为即将走出去的企业在战略制定和风险防范等方面提供指导；帮助参与海外并购的企业提升海外并购的成功几率，强化并购后的经营管理，提高并购后的绩效水平；帮助企业着眼于战略目标 and 长期利益，更好地实施“走出去”战略。

二、研究意义

1. 本书着重研究中国企业海外并购的绩效问题，并从战略和风险角度分析这一问题。这是一个较新的视角，将中国企业海外并购的宏观、中观与微观问题组合到一起通盘考量，在一定程度上可以丰富和发展中国企业海外并购的理论，以期引发理论界和实务界对中国海外并购新的讨论。

2. 本书对中国企业海外并购相关问题的研究，可以改变我国企业盲目进行海外并购的做法；提醒有海外并购意向的企业，要从战略的高度出发，充分识别各种可能的风险，理性审视企业海外并购，做出正确的决策，提升并购绩效。

3. 本书深入剖析了上汽集团并购韩国双龙汽车的案例，力图展现中国企业海外并购的“荆棘”与“玫瑰刺”，希望对中国企业海外并购提供有益的借鉴与指导，这将有利于我国企业海外并购行为的进一步成熟。