

中国企业跨境并购： 理论与实践

崔洪军 © 主编



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

中国企业跨境并购： 理论与实践

崔洪军 主编



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业跨境并购：理论与实践/崔洪军主编. —北京：中国财政经济出版社，2018. 7

ISBN 978 - 7 - 5095 - 8226 - 8

I. ①中… II. ①崔… III. ①跨国公司 - 企业兼并 - 研究 - 中国
IV. ①F279.247

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 087240 号

责任编辑：王 丽 罗伶一 罗 荀

责任校对：杨瑞琦

封面设计：陈宇琰

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：010 - 88191537

天猫网店：中国财政经济出版社旗舰店

网址：<https://zgczjjcbs.tmall.com>

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

710 × 1000 毫米 16 开 25.5 印张 532 000 字

2018 年 7 月第 1 版 2018 年 7 月北京第 1 次印刷

定价：130.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 8226 - 8

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报热线：010 - 88191661 QQ: 2242791300

编 委 会

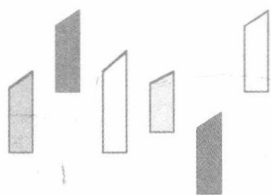
主 编 崔洪军

副 主 编 顾希雍 周绍妮 谢纪刚

编委会成员 尹璐 黄健 王洵 冼柏昌 张瀚

谢煜 王琰 冯玉苹 张红芳 赵丽霞

李超锋 杨青 王雪颖



前言

2008 年世界金融危机爆发后，中国企业跨境并购规模连升两级，从之前的年度并购交易总额不足 100 亿美元，直接跳涨至 300 亿美元，2012 年后再跃升至 500 亿美元以上，形成了跨境并购浪潮。尽管近年来关于中国企业跨境并购的文章写了不少，但是跨境并购失败的剧情仍在不断上演，亟须厘清中国企业跨境并购的成败之道。

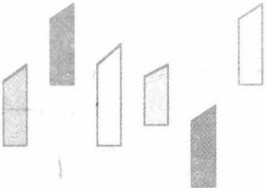
本书由东方花旗证券有限公司和北京交通大学中国企业兼并重组研究中心合作完成，宗旨是立足于中国企业跨境并购实践，从理论上揭示其中的经济和管理规律，帮助中国企业放心大胆地走出去。这契合东方花旗证券“策略先行”的公司精神和“成为连接客户与国内外资本市场的桥梁，协助客户走向成功的”的公司愿景。

本书分为两部分，第一部分是跨境并购理论，包括跨境并购的动因、能力、目标选择、估值、交易结构、整合、绩效评价以及风险管理。跨境并购动因从企业内外两方面分析，指出企业利益相关者并购动机的博弈形成了跨境并购动机。跨境并购能力基于资源基础理论和动态能力理论，构建了跨境并购能力分析矩阵，总结出提升中国企业跨境并购能力的两条路径。跨境并购目标选择强调并购方基于其战略筛选目标行业，从政治、法律、文化、经济等维度扫描目标区域，依据并购双方匹配程度确定最终的目标公司。跨境并购估值是评估一种投资价值，包括目标公司市场价值和并购双方的协同价值，其中协同价值评估是关键。跨境并购交易设计不仅要全面了解目标公司所在国家的政治和法律环境，还需要熟悉交易主体设立、融资和支付方式安排等各种因素，使得交易结构既合法合规，又满足各方利益诉求。跨境并购整合贯穿于并购的全过程，分为整合前评估阶段、规划阶段、执行阶段以及整合后评价阶段，每个阶段都有关键控制

点。跨境并购绩效评价必须考虑丰富多样的跨境并购动因，提出了基于动因的跨境并购绩效评价方法。跨境并购风险存在于跨境并购全过程，风险防范就是按规律办事。

第二部分是中国企业跨境并购实践。首先将中国企业跨境并购划分为三个阶段，即起步阶段（2007 年以前）、发展阶段（2008 ~ 2012 年）和井喷阶段（2012 年以后），总结了不同阶段跨境并购的特征，接着介绍跨境并购实务操作流程，梳理中国企业跨境并购涉及的法律法规，阐述中介机构在跨境并购中的作用和地位，然后选取了一批典型案例进行理论剖析，通过“复盘”来分享中国企业跨境并购成功的经验，总结中国企业跨境并购失败的教训。

跨境并购是企业的巨额投资，不能彩排和预演，风险巨大。只有了解跨境并购的规律，才能懂得其中的收放之道，掌握其中的借力和左右逢源之术，从而最大程度地控制风险。我们将本书的读者定位于从事并购相关实务与并购管理的专家和从事并购学术研究的人员。本书首次尝试总结和提炼中国企业跨境并购的规律，将随着我们今后研究的深入以及读者的反馈不断修订，真诚欢迎您将意见和建议反馈给我们。



目 录

上篇 理论部分

第一章 跨境并购动因	(3)
第一节 跨境并购的一般理论	(3)
第二节 跨境并购动因系统	(5)
第三节 中国企业的典型跨境并购动因	(11)
第二章 跨境并购能力	(21)
第一节 跨境并购能力相关理论	(21)
第二节 企业跨境并购能力构成	(23)
第三节 企业跨境并购能力提升	(32)
第三章 跨境并购目标选择	(38)
第一节 跨境并购目标产业选择	(38)
第二节 跨境并购目标区域选择	(41)
第三节 跨境并购具体目标企业选择	(46)
第四节 中国企业跨境并购目标选择	(49)
第四章 跨境并购的价值评估	(56)
第一节 跨境并购价值识别	(56)
第二节 跨境并购价值评估	(60)
第三节 跨境并购交易定价	(64)
第五章 跨境并购交易设计	(73)
第一节 跨境并购交易结构概述	(73)

第二节 跨境并购交易实施主体设计	(76)
第三节 跨境并购收购方式设计	(82)
第四节 跨境并购支付方式设计	(85)
第五节 跨境并购融资方式设计	(89)
第六章 跨境并购整合	(101)
第一节 跨境并购整合概述	(101)
第二节 跨境并购整合模式研究	(104)
第三节 基于跨境并购全过程的并购整合流程设计	(112)
第四节 中国企业跨境并购常见整合问题	(116)
第七章 跨境并购绩效评价	(122)
第一节 跨境并购绩效评价的一般方法	(122)
第二节 基于动因的跨境并购绩效评价	(126)
第八章 中国企业跨境并购风险与防范	(135)
第一节 跨境并购风险概念及理论分析	(135)
第二节 跨境并购准备阶段风险及防范	(139)
第三节 跨境并购交易阶段风险及防范	(146)
第四节 跨境并购整合阶段风险及防范	(153)
下篇 实践部分	
第九章 中国企业跨境并购实践总体分析	(167)
第一节 中国企业跨境并购的发展与统计	(167)
第二节 中国企业跨境并购的一般流程	(177)
第三节 中国企业跨境并购涉及法规制度	(180)
第四节 中介机构在中国企业跨境并购中的地位和作用	(184)
第十章 中国企业跨境并购经典案例评析	(190)
案例一 以小博大：联想集团并购 IBM - PC 业务	(190)
案例二 知己知彼：中国五矿高效收购 OZ 矿业	(210)
案例三 草根的华丽转身：吉利控股并购沃尔沃汽车	(222)
案例四 买壳进行产业整合：均胜集团收购德国普瑞	(238)

案例五	从“走出去”到“走上去”：海尔系列跨境并购	(251)
案例六	快速响应之战：三一重工收购德国普茨迈斯特	(265)
案例七	增强全球化布局：中海油收购尼克森	(284)
案例八	生死之战：天齐集团并购泰利森	(301)
案例九	医药业的 PE：复星医药的并购之道	(315)
案例十	强强联手：双汇国际收购史密斯菲尔德	(337)
案例十一	周期底部出手：洛阳钼业收购世界级资源	(352)
案例十二	洋媳妇爱上穷小子：艾派克收购 Lexmark	(369)

参考文献	(389)
------------	-------

上篇

理论部分

第一章 跨境并购动因

——知其所以然，才能知其然

本章在跨境并购一般理论的基础上，从企业内外两方面阐述了跨境并购的动因系统，指出企业利益相关者并购动机的博弈形成企业跨境并购动机。中国企业跨境并购动机具有阶段性特点，早期多为获取资源，之后以获取技术为主，近期则为获取技术和市场并重。海尔集团跨境并购是体现阶段性并购动因的一个典型案例。

第一节 跨境并购的一般理论

跨境并购的一般理论，是本书探究中国企业跨境并购规律的基础，主要包括产业经济学相关理论和国际贸易相关理论。

一、产业经济学相关理论

（一）产业组织理论

产业组织理论认为，企业的最小有效生产规模、核心技术和政府对产业进入的限制，都可能对企业的行业进入形成产业壁垒。企业通过并购行业内企业，从而获得其生产能力、技术等资源，就可以有效降低或消除行业壁垒，规避政策限制，最终有效进入某个行业。

对于国际市场而言，跨国公司由于市场熟悉度、政策限制及文化等因素导致他们面临着更高的产业壁垒。因此，并购成为公司在考虑进入某国某种产业的方式之一。

（二）产品生命周期理论

产品生命周期就是产品的市场寿命，即一种新产品从开始进入市场到被市场淘汰的整个过程。产品生命是指市场上的营销生命，如同人的生命一样，要经历形成、成长、成熟、衰退这样的周期。就产品而言，也要经历一个引进、成长、成熟、衰退的阶段。然而，这个周期在不同技术水平的国家里，发生的时间和过程是不一样的，期间存在一个较大的差距，从而表现出不同国家在技术上的差距，它反映了同一产品在不同国家市场上的竞争地位的差异，从而决定了国际贸易和国际投资的变化。

1. 引入期

引入期指产品从设计投产到投入市场进入测试阶段。新产品投入市场，便进入了介绍期。此时产品品种少，顾客对产品还不了解，除少数追求新奇的顾客外，几乎无人实际购买该产品。生产者为了扩大销路，不得不投入大量的促销费用，对产品进行宣传推广。该阶段由于生产技术方面的限制，产品生产批量小，制造成本高，广告费用大，产品销售价格偏高，销售量极为有限，企业通常不能获利，反而可能亏损。

2. 成长期

当产品在引入期的销售取得成功之后，便进入了成长期。成长期是指产品经过试销后效果良好，购买者逐渐接受该产品，产品在市场上站住脚并且打开了销路。这是需求增长阶段，需求量和销售额迅速上升。生产成本大幅度下降，利润迅速增长。与此同时，竞争者看到有利可图，将纷纷进入市场参与竞争，使同类产品供给量增加，价格随之下降，企业利润增长速度逐步减慢，最后达到生命周期利润的最高点。

3. 成熟期

成熟期指产品走入大批量生产阶段，并稳定地进入市场销售。经过成长期之后，随着购买产品的人数增多，市场需求趋于饱和，此时，产品普及并日趋标准化，成本低而产量大。销售增长速度缓慢甚至下降。由于竞争的加剧，导致同类产品生产企业之间不得不在产品质量、花色、规格、包装服务等方面加大投入，在一定程度上增加了成本。

4. 衰退期

衰退期是指产品进入了淘汰阶段。随着科技的发展以及消费习惯的改变等原因，产品的销售量和利润持续下降，产品在市场上已经老化，不能适应市场需求，市场上已经有其他性能更好、价格更低的新产品来满足消费者的需求。此时，成本较高的企业就会由于无利可图而陆续停止生产，该类产品的生命周期也就陆续结束，直至最后完全撤出。

二、国际贸易相关理论

（一）比较优势理论

比较优势理论认为，国际贸易的基础是生产技术的相对差别（而非绝对差别），以及由此产生的相对成本的差别。

根据比较优势原理，如果一国在两种商品生产上较之另一国均处于绝对劣势，但只要处于劣势的国家在两种商品生产上劣势的程度不同，处于优势的国家在两种商品生产上优势的程度不同，则处于劣势的国家在劣势较轻的商品生产方面具有比较优势，处于优势的国家则在优势较大的商品生产方面具有比较优势。两个国家分工专业化生产和出口其具有比较优势的商品，进口其处于比较劣势的商品，则两国都能从贸易中获利。也就是说，两国按比较优势参与国际贸易，都可以提升福利水平。

（二）垄断优势理论

垄断优势理论又称所有权优势理论或公司特有优势理论，是最早研究对外直接投

资的独立理论。该理论认为跨国公司进行直接投资的动机源自市场缺陷。首先,不同国家的企业常常彼此竞争,但市场缺陷意味着有些公司居于垄断或寡占地位,因此,这些公司有可能利用市场地位优势通过同时拥有并控制多家企业而牟利。其次,在同一产业中,不同企业的经营能力各不相同,当企业拥有生产某种产品的优势时,就自然会想方设法将其发挥到极致,从而产生进行扩张的想法。这两方面都说明了跨国公司和直接投资出现的可能性。海默进一步指出,跨国公司的优势有一种补偿的作用,即它们起码足以抵消东道国当地企业的优势。

垄断优势理论主要是通过列示企业进行对外直接投资应该具备的条件,进而回答企业要不要进行对外直接投资的问题。一个企业之所以要对外直接投资,是因为它有比东道国同类企业有利的垄断优势,这种垄断优势可以划分为两类:一类是包括一切无形资产在内的知识资产优势;另一类是由于企业规模较大而产生的规模经济优势。

(三) 内部化理论

内部化理论又称市场内部化理论。内部化理论主要回答了为什么和在怎样的情况下,到国外投资是一种比出口产品和转让许可证更为有利的经营方式。

内部化理论是西方学者跨国公司理论研究的一个重要进展。以前的理论主要研究发达国家(主要是美国)企业海外投资的动机与决定因素,而内部化理论则研究各国(主要是发达国家)企业之间的产品交换形式与企业国际分工和生产的组织形式,认为跨国公司正是企业国际分工的组织形式。

与其他理论相比,内部化理论属于一般理论,能解释大部分对外直接投资的动因,因而有助于对跨国公司的成因及其对外投资行为进行深入理解。

第二节 跨境并购动因系统

一、基于企业的动因

(一) 协同效应理论

1. 经营协同

企业并购最常见的动机便是追求经营协同效应。新古典经济学理论假定存在规模经济,在并购之前,企业的经营活动达不到实现规模经济的潜在要求。通过并购,可以扩充和调整企业规模,达到最佳规模经济或范围经济。

经营协同效应认为,由于机器设备、人力资源等因素的不可分割性,产业往往存在规模经济的可能性。跨境并购是实现经营协同效应的方式之一。通过跨境并购,并购企业和被并购企业既可以实现优势互补,又能提高资源配置效率和经营能力,从而最终实现经营上的协同效应。

2. 财务协同

财务协同效应是并购后给企业财务方面带来的种种货币经济效益。在跨境并购中，财务协同效应的范围进一步扩大，两国之间的税率差异、会计政策的差异等因素都有可能给企业并购带来财务上的协同效应。财务协同效应的来源主要有四个：

自由现金流量的充分利用。成熟企业（往往是收购企业）资金充足，但缺乏可行的投资机会，而快速发展的企业（往往是被收购企业）往往有好的投资机会但缺乏自由现金流量，外部融资成本较高，收购企业可能会向被兼并企业提供成本较低的内部资金。

减少经营资本需求量。并购后对现金、应收账款和存货等进行集中管理可以降低营运资本的占有水平。另外，可以出售一些多余或重复的资产，将所获得的资金用于偿还债务，以提高资本的利用效率，达到资本需求量的减少。

合理避税。税收是企业经营决策的一个重大影响因素，各个国家不同类型的企业在资产、股息收入与利息收入等资本收益的税率及税收范围方面有很大差异。正是这种差异的存在，使得企业可以通过并购实现合理避税。

降低企业融资成本，提高企业举债能力。并购扩大了企业规模，一般情况下，规模大的企业更容易进入资本市场。由于发行数量多，相对而言股票或债券的发行成本就降低了。

3. 管理协同

管理协同的概念源于效率差异化理论，该理论认为企业并购的动因在于优势和劣势企业在管理效率上的差别，通过并购其他企业的方式来进行“管理的溢出”，使其管理资源得到充分的发挥，不仅使目标企业的效率提升至同样水平，而且会比原先两个企业产出之和还大，即所谓的“ $1+1>2$ ”。

对于单个企业而言，管理协同效应的意义体现在以下三个方面：

为解决管理能力过剩提供可行的方法。一般而言，企业试图通过解雇员工来解决管理能力过剩的问题是不可行的。管理人员的能力培养是以企业花费大量成本形成的。管理人员的流动可能会将企业秘密带出企业，对企业构成潜在威胁，使企业得不偿失。企业管理能力过剩并不一定是由于管理人员过剩造成，所以解雇并不是最为合理的方法。企业并购过程中管理能力自由的转移就为解决这一问题提供了可行的方案。

解决管理能力较低的企业增加专属能力的问题。发展时间短，有形增长较快的企业，可能会需要补充管理能力，但是管理能力的培养需要漫长的时间和先进理论的指导，先进的企业可以并购落后的企业，从而把先进的管理架构、制度、文化、理论“移植”到被并购企业中。然而，通过发挥企业并购中的管理协同效应，却可以令这一问题迎刃而解。

解决企业间管理资源的转移问题。通常企业之间不可能通过签订合约的方式来转移管理资源。一是为了防止企业专属信息的外漏；二是个别管理人员未必可以真正起到提高管理水平的作用。只有在并购发生之后，在合并企业的内部，管理资源才可能自由流动。

（二）市场势力理论

市场势力是指公司影响和控制所售产品价格的能力。该理论认为公司间的并购可以增加对市场的控制力。通过并购同行业企业，在减少竞争者的同时扩大了优势企业的规模，优势企业可以增加对市场的控制能力，从而导致市场垄断。

该理论认为企业通过并购扩大规模后，可以提高企业的市场支配能力。当一个行业由一家或少数几家企业控制时，能有效地降低竞争的激烈程度，使行业内企业保持较高的利润率。同时，与企业相关的要素市场供求格局也会发生变化。企业通过并购还可以拓展品牌领域，影响消费者观念，提高企业知名度。

（三）多元化理论

多元化经营战略是指企业在多个相关和不相关领域中谋求扩大规模获取市场，创造效益的长期经营方针。多元化分为相关多元化和非相关多元化。前者可能产生若干经济效益的改善，这种因增加相关产品种类而导致的节约是一种“范围经济”。后者的具体原因有以下三点：

企业进行多元化扩张是为了充分利用和开发公司现有资源。多数公司都存在剩余资源，并且这些资源都难以出售或出租，即使存在可分割的资源，由于其较高的交易成本或资源的独特性，公司也只能将它们保留在公司内部，因此可通过多元化扩张使其被运用到新的业务领域而提高回报水平。

降低风险，实现多元投资组合的综合效益。周期变动较大的企业通过兼并一个周期稳定的企业，不但可以分散企业自身特有风险，还可以在在一定程度上通过风险抵消，降低投资组合的投资风险。

寻求企业成长的新空间。企业在一种产业之内发展是有极限的，极限来自于市场和法律两个方面。市场集中度高时，企业想继续扩张十分困难，并且政府反垄断法也不允许单个企业在某一市场内独占鳌头。一个企业想要持续成长，多元化经营是其寻找新的发展空间的必然趋势，并购是实现多样化经营的最常见方法。

（四）获取优质标的资产

成功企业的自身优势主要有较高的技术和管理水平、广阔的销售市场、良好的品牌、独有的资源等，然而企业在上述方面的优势仅依靠自身的创造和积累在短时间内很难形成，所以当企业通过并购方式获得优势资产比通过内部培育更加经济和快速时，并购就是一个更加具有优势的策略。

企业的优势资产往往具有整体性和排他性。如果企业关注独占性资源和排他性资源的获取，那么通过并购就可以达到获取优质标的资产的目的。当国内市场无法满足企业需求时，企业自然会将目标放在资源更为丰富的国际市场。

二、基于外部环境的动因

（一）价值低估理论

企业价值低估理论认为企业的真实价值或潜在价值未能得以反映，目标企业价值

低估也是跨境并购的主要原因之一。实证研究表明，在信息不对称的条件下，当买方发现卖方企业价值被低估时，就会实施并购，特别是在外币升值、实际购买力超过名义价值的情况下，外资就通过并购获得价值被低估的资产，从而实现进入东道国市场，进行低成本扩张的目的。

（二）卖方出售标的

在当今企业跨境并购市场上，比较普遍的现象是卖方在寻找符合其要求的买家，通过确定出售规则和出售条件、选择出售标的、调整标的的出售价格，对标的的出售交易起到了推动作用。从出售动因来看，当卖方资金链紧张，急需资金或其投资到期需要退出时，其推动并购成功的愿望和力量就相对强大；当卖方待价而沽，不急于出售时，其推动并购成功的愿望和力量就相对弱小。

从出售标的看，如果因卖方经营不善或估值倍数差异，标的企业运营价值小于转让价值，卖方出售控股权给更具经营经验或享受更高估值倍数的买家的愿望和力量就相对强大；如卖方继续经营的价值大于转让价值，除非是反收购过程中恶意出售买家看重的优质资产，卖方出售的愿望和力量通常比较小。

（三）管制放松

并购活动涉及众多利益方的博弈，可以对国家经济发展、市场结构等产生重要影响，需要在政府法律、法规 and 政策的框架下进行，大公司之间的并购活动还会涉及垄断方面的问题。

威斯通认为，法律和制度的放松刺激了收购进程。制度放松通常反映了新技术及竞争的加剧，促使公司通过并购来寻找新的发展机会。同时，法律和制度的放松也使企业进入新领域更加容易，并购可以使企业占领先机，减少潜在竞争对手，达到迅速获取竞争优势的目的。

（四）股票市场驱动

股票市场对公司价值的错误估计是并购的影响因素之一。并购交易的主要驱动力是收购方股票的市场价值，股票市场会错误估计收购方、目标企业和整合后的企业价值，但企业的管理者是完全理性的，他们会通过并购决策来利用这一点。

三、企业跨境并购动因系统

（一）内部视角

在现代企业制度下，所有权和控制权的分离产生了委托代理问题，公司的并购决策需要在公司治理的框架下进行。因此，从企业内部视角研究并购动机，公司治理就成为所需要考虑的最重要的问题。

并购是企业的重要决策，会广泛影响各利益相关者的利益，而各利益相关者之间的利益也会进行相互博弈。所以，从各利益相关者的角度出发，探寻各利益相关者动机对于企业并购动机的作用机制，可以帮助我们更深刻地认识企业的并购动机。

1. 股东并购动机