

海外并购风险的 识别、测度及防范机制研究

——基于我国资源型企业的分析

Study on the Recognition, Measurement and Prevention of the Risks
of Overseas Merger and Acquisition:

Evidence from Chinese Resource-based Enterprises



宋维佳 著



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



海外并购风险的 识别、测度及防范机制研究

——基于我国资源型企业的分析

Study on the Recognition, Measurement and Prevention of the Risks
of Overseas Merger and Acquisition:

Evidence from Chinese Resource-based Enterprises



宋维佳 著

FE

东北财经大学出版社

Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 宋维佳 2014

图书在版编目 (CIP) 数据

海外并购风险的识别、测度及防范机制研究：基于我国资源型企业的分析 / 宋维佳著. —大连：东北财经大学出版社，2014. 11

ISBN 978-7-5654-1729-0

I. 海… II. 宋… III. 跨国兼并-风险分析-研究-中国
IV. F279.247

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 264534 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 152 千字 印张: 11 1/4 插页: 1

2014 年 11 月第 1 版

2014 年 11 月第 1 次印刷

责任编辑: 李 彬 李 栋 李丽娟

责任校对: 孙 萍

王芃南 时 博

封面设计: 张智波

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-1729-0

定价: 30.00 元

本书受 2010 教育部人文社会科学研究一般项目“外海并购风险的识别、测度及防范研究”（项目批准号：10YJAH066）资助

前言

在市场经济发展的过程中,企业并购从出现至今已有百余年的历史。虽然早期的并购并不成熟,但是对企业规模经济的形成、组织结构的演进和产业结构的变迁等方面都起到了不可估量的推动作用。随着经济全球化的推进,各国企业经济往来日益频繁,海外并购应运而生。就中国而言,作为发展中国家的重要代表,随着我国经济实力的逐年增强,特别是2008年金融危机之后,我国国内资本想要全面参与全球资源分配的愿望日趋强烈,我国企业海外并购的数量呈现高速增长的态势。我国海外并购的异军突起,自然引起国内外学者的广泛关注,相关的研究和著作不断涌现。

在这些优秀的成果中,既有像《跨国大并购中国企业的应对与博弈》这样的全面研究,也有像《跨国公司全球技术竞争战略》这样的单一探讨,还有像《海外鏖兵:中国企业跨国经营的实践案例与行动指南》这样的实务手册,除此之外,国务院发展研究中心基于我国企业海外并购的现状,还编制了《2013年中国企业“走出去”发展报告》。显而易见,学者对海外并购的研究已经较为系统,如果研究领域不聚焦、研究方法不创新、研究数据不更新,那么,研究成果对于海外并购的指导意义就会极为有限。基于此,本书将研究领域聚焦到资源型企业,使用最新研究数据,选用HHM-RFRM的方法对海外并购的风险进行识别和过滤,进而提出风险防范的具体措施。

本书确定将研究领域聚焦到资源型企业,是考虑到我国的基本国情。作为一个经济快速发展的资源消耗大国,我国资源需求量非常庞大。我国正处在工业化和城镇化的关键阶段,未来资源需求量也会长期居高不下,这大大超出了我国自身资源的供给能力,资源供小于求的不利局面短期难以改善,资源的对外依赖将长期存在。中国作为末端消费者,常常遭到不公平待遇,“中国溢价”时有发生。而且,中国资源型企业想迈进世界一流行列,必然要参与全

球的资源竞争。由此可见，资源型企业“走出去”已经成为确保国家可持续发展和资源型企业提高自身竞争力的有效途径。然而，资源型企业海外并购并非一帆风顺，并购各种风险的控制和防范难言成功，亟待学者针对资源型企业填补研究空白。

就研究方法而言，我将 HHM-RFRM 的方法引入到本书的研究之中。海外并购涉及多个利益主体的博弈，风险不仅种类繁多，而且不同风险之间往往存在联系，采用常规的风险识别方法难以将这些风险准确识别，研究成果也因此存在一定的局限性。本书采用的 HHM 风险识别方法适用于大规模的、复杂的、等级结构清晰的系统，使得多视角、多方位的风险分析变得可行。传统的风险过滤往往以定性为主，本书选用的 RFRM 风险过滤方法将定性和定量相结合，剔除主观因素，通过层层过滤找到核心风险和极端风险。

我深知自身知识水平有限，我国资源型企业海外并购的研究也会随着并购新问题的不断呈现而继续推进，对此的研究不可能一劳永逸，我仍需努力。我衷心希望各位读者对此书提出宝贵的建议。

作者

2014 年 9 月

目 录

1 导 论/1

- 1.1 问题的提出/1
- 1.2 国内外文献综述及评析/4
- 1.3 研究框架、内容及目标/12

2 海外并购相关理论/18

- 2.1 海外并购定义及分类/18
- 2.2 海外并购理论基础/22
- 2.3 我国企业海外并购动因分析/33

3 海外并购风险管理/36

- 3.1 海外并购风险管理的定义及特征/37
- 3.2 海外并购风险管理流程/40
- 3.3 风险管理的风险识别方法/41

4 我国资源型企业海外并购风险的识别/48

- 4.1 我国资源型企业海外并购的动机、现状及特点/50
- 4.2 基于等级全息建模的资源型企业 IMA 风险的识别/61

5 基于 RFRM 方法对我国资源型企业海外并购风险过滤及测度/76

- 5.1 资源型企业海外并购风险的初次过滤/77
- 5.2 资源型企业海外并购风险的多视角过滤/79
- 5.3 资源型企业海外并购风险量化过滤/90
- 5.4 并购风险管理/97

6 我国资源型企业海外并购风险防范机制的建设/101

- 6.1 核心风险的针对性防范/102
- 6.2 极端风险的防范/111

7 我国资源型企业海外并购的经典案例/113

- 7.1 吉恩镍业并购皇家矿业案例/113
- 7.2 华菱集团入资澳大利亚 Fortescue Metals Group 案例/120
- 7.3 中石化并购瑞士 Addax 石油公司案例/128
- 7.4 中石化并购加拿大 Daylight 公司案例/135
- 7.5 中铝并购力拓案例/142
- 7.6 中海油并购优尼科案例/149

参考文献/154

附 录/161

关键词索引/170

[1]

导 论

1.1 问题的提出

当今世界正处在经济全球化的浪潮之中，各国对外投资数量逐年增加。国际分工的日益深化、先进技术的共同开发和市场容量的不断增长，都模糊了以往泾渭分明的国别界限，促进了世界各国经济的融合。随着我国经济的快速崛起，我国企业核心竞争力不断提升，对外投资规模呈现持续扩张的趋势，特别是加入 WTO 以后，我国对外投资数额的增长速度更是突飞猛进。从 1982 年，我国开始以对外投资为起点，截至 2002 年，我国对外投资总量为 299 亿美元。而从 2003 年到 2006 年仅仅 4 年的时间，我国对外投资总量就高达 417.74 亿美元，是过去 20 年累积量的 1.4 倍。2008 年美国金融危机爆发之后，西方发达国家很多行业的知名企业资产严重萎缩，难以正常运营，濒临破产，这就为我国对外投资进一步扩张提供了难得的契机，我国许多有实力的企业发动了一轮“抄底”海外市场的并购行动。海外并购作为对外投资的主要方式之一，现已成为推动我国经济全球化的中坚力量。2010 年，我国的对外直接投资额

高达 680 亿美元，首次超过日本，位列世界第 5 位，其中，海外并购就占据了其中的 50%。2011 年我国企业的海外并购无论是交易金额还是交易数量均创下历史新高，交易金额为 429 亿美元，交易数量有 207 宗。2012 年，我国企业海外并购又进一步扩大了并购行业的范围，仅在当年 1 月披露的大型并购活动中，就有三一重工以 3.24 亿欧元收购德国知名企业普茨迈斯特、波兰 HSW 公司的工程机械事业部被广西柳工斥资 3.35 亿元人民币并购、山东重工投资 3.74 亿欧元获得意大利法拉帝集团 75% 的控股权等案例。当全球海外并购还未恢复到鼎盛时期的水平时，我国企业海外并购却持续保持着跨越式的增长态势。由此可见，我国未来经济能否实现快速发展与日后海外并购质量的高低息息相关。如果我国海外并购的风险能够得到有效的控制和防范，使得海外并购能发挥出预期的效果，那么我国经济将会继续保持强劲的发展势头。反之，如果我国海外并购在谈判阶段大多中途搁置，或者实现并购后整合出现严重问题，不但达不到预期效果，反而让我国企业负债累累，那么我国经济将会陷入低谷之中。

在我国海外并购的发展历程中，资源型企业的海外并购逐渐成为其中不可或缺的重要组成部分。一方面，虽然我国经济增长势头强劲，但是我国经济目前仍处于初级阶段，与西方发达国家相比，经济增长需要消耗更为庞大的资源，然而我国国内铁矿石、石油和天然气等重要战略资源极为有限，这就使得我国成为这些战略资源的进口大国。随着全球经济逐渐回暖，各国对资源性商品的需求增加，大宗商品价格急剧上升，各国资源性商品竞争日趋激烈，这严重威胁到我国经济的可持续发展。一旦失去稳定充足的战略资源作为有力保障，我国经济发展的脚步将被减缓。另一方面，虽然我国长期以来一直是这些重要战略资源的主要进口国，但是在国际资源性商品市场几乎没有话语权，缺乏足够的市场势力，只能被迫接受高额的资源性商品价格，在资源性商品交易中损失惨重，这被称为“中国溢价”。以铁矿石为例，我国铁矿石进口量高居世界首位，极大地带动了澳大利亚等铁矿石出口国的经济发展。然而，在铁矿石价格的制定上，我国几乎没有议价能力，经常受到不公平的待遇。由于我国

进口量大,铁矿石价格的小幅度上升就会给我国经济带来巨大的影响。由此可见,为获得稳定、充足的战略资源供应和扭转我国话语权缺失的不利局面,对国外资源性企业进行海外并购是我国必然的路径选择。

海外并购是众多相关主体利益博弈的过程,具有复杂性和动态性的特点,这就导致海外并购的风险不仅种类多种多样,而且难以识别和控制。特别是资源型企业海外并购的风险更值得我国并购企业关注。首先,资源型企业由于涉及各国的经济命脉,东道国政府对此类并购极为重视,相应的干预度也较强。由于我国并购企业大多带有国有背景,这就增加了东道国政府的抵触心理,海外并购的难度进一步加大。其次,资源型企业海外并购一般交易额比较大,一旦无法达到预期效果,并购企业往往要承担巨额损失,有些企业不堪重负甚至最后以破产告终。我国资源型企业海外并购,近年来经受了不小挫折。2005年,中海油收购美国第九大石油勘探和生产公司优尼科公司,由于我国企业海外并购经验严重不足,在美国政府的强烈干预下最终失利。2008年3月,首钢集团收购澳大利亚吉布森山铁矿公司时遇到阻力,澳大利亚收购委员会认为此交易违反该国《公司法》,最终叫停了收购吉布森山铁矿公司的交易。2009年2月,中国铝业公司投资约195亿美元准备对力拓部分资产进行收购,但最终谈判破裂。2009年9月,澳大利亚外国投资审查委员会出面否决了中国有色矿业集团有限公司收购澳大利亚Lynas公司多数股权的计划,致使此并购活动中途搁浅。

由此可见,我国资源型企业海外并购并没有走出失败率较高的发展困境,亟待并购企业采取行之有效的措施予以解决。目前,我国企业对并购风险的识别不够全面,对风险大小的测度不够准确,相应的风险防范机制不够完善,这极大制约了我国资源型企业海外并购的发展。因此,基于国际海外并购环境的现状,结合我国企业自身的特点,对我国资源型企业海外并购风险进行识别、测度和防范机制研究就具有非同寻常的现实意义。

1.2 国内外文献综述及评析

1.2.1 国外文献综述

由于在国外并购出现的时间较早,相应国外学者对并购的研究比较悠久。最早的研究主要针对国内企业并购,相关学者试图探寻企业进行并购的理论依据。随着西方发达国家企业资本的积累、市场需求的增加以及并购经验的成熟,发达国家国内企业之间的并购已经无法满足其快速发展的要求,海外并购作为企业并购的延伸也就应运而生了。面对并购方式的变化,国外学者及时将研究重心进行调整,先后提出了多个具有代表性的海外并购理论。首先,Coase (1937) 提出著名的交易费用理论,为日后学者的研究打下坚实基础。他认为企业制度和市场制度是两种彼此可以替代的资源配置机制,市场交易费用和企业内部组织协调费用间的平衡关系决定了两者的边界。通过企业纵向的海外并购,可以将原来的国际市场买卖关系转变为跨国公司内部的行政调拨关系,从而降低交易费用。其次,Ansoff (1965) 转换研究视角,提出协同效应理论。他认为公司合并能使双方达到双赢的效果。合并双方在运营能力、资产结构和企业管理等方面实现互补或协同,从而提高公司的市场竞争力,合并后新主体的公司业绩将会远远大于之前合并双方公司业绩的简单加总。随后,Jensen 和 Meckling (1976) 又从企业所有权结构入手,提出了代理理论,即“委托—代理”模型。他们认为当股份公司的所有权和控制权出现了明显的分离时,公司股份持有者与管理层在决策和风险收益等方面会存在诸多分歧,为了避免企业管理者与股东发生冲突,并甘于为股东的利益而努力工作,公司不得不付出代价,这些代价就是代理成本。当其他制度安排不足以降低代理成本时,接管就被看做是最后的一种外部控制机制。随着股票市场的兴起,Holderness (1985) 从股票价值变动的角度对海外并购进行了解析,他认为并

购企业用相对低廉价格收购目标企业，然后整合并购双方业务，促使市场发现目标企业的潜在价值，再将目标企业的股价提升到其应有的价格，从而赚取前后的价格差。

国外学者对风险的认识最早要追溯到 18 世纪产业革命时期，法国学者 Henri Fayol 首次在企业经营领域引入风险概念，给日后学者的研究指出了明确的方向。随后，国外学者根据其所研究的学科领域特点，分别对风险进行了不同的定义。在经济学领域，芝加哥学派创始人 Knight（1921）在他的著作《风险、不确定性及利润》中对风险做出了定义，他认为风险是由不确定性因素的大小和收益函数的性质所导致的损失，并指出虽然项目未来结果是不确定的，但未来结果出现的可能性是可以估计的，即风险是一种可以测定概率的不确定性事件；在保险学领域，美国学者 Robert I. Mehr 所著的《Fundamentals of Insurance》一书将风险定义为风险即损失的不确定性。维雷特在他的论文《风险与保险的经济理论》中指出：风险是关于不愿发生的不确定性的客观体现；在金融学领域，作为金融学奠基人之一的 Robert C. Merton 认为风险是与不确定性紧密相连的，并且表现为可能产生的损失结果，定义风险为损失增加而非收益上涨的可能性；在统计学领域，著名学者 Wald 认为，风险就是当采用一个特别的决策函数时，由于错误的最终决策而产生的预期实验成本和预期损失之和。

随着国外学者对风险的认识逐渐清晰，相应对风险管理的研究逐步深入。美国学者 Gallagher（1952）在其调查报告《费用控制的新时期——风险管理》中首次提出并使用风险管理一词，学术界对此反响巨大。1962 年，美国管理协会出版了第一本关于风险管理的名为《风险管理之崛起》的专著，进一步推动了风险管理的发展。仅仅 1 年过后，Mehr 与 J. Edward Hedges（1963）合作出版了《企业的风险管理》，该书在欧美各国造成轰动，引起世人对风险管理的重视，标志着风险管理学科的出现，是该学科领域公认的影响最为深远的历史文献。1983 年，各国学者在 RIMS 的年会上提出的“101 条风险管理准则”，成为各国风险管理的一般准则，使风险管理更趋规范化和专业化，标志

着风险管理的发展迈向了一个新的阶段。

20 世纪 80 年代后期,海外并购成为一些大型企业进行争夺市场、获取资源和布局全球经营网络的有效手段,并由此激发了以海外并购为特征的第五次全球并购浪潮。由于海外并购过程中存在复杂多样的风险,越来越多的国外学者致力于将风险识别和防范应用到海外并购之中,将海外并购与风险管理相结合。海外并购的风险属于国际风险范畴,Beamish (1987) 研究了东道国风险水平的问题,认为东道国的风险管理水平会影响企业进入国际市场方式的选择,东道国存在情境风险和交易风险两种类型的风险。情境风险是指那些包含在市场环境中的不确定性,而交易风险来自于公司内部的诸如不履行契约之类的机会主义行为等。W. chan Kim 和 Peter Hwang (1991) 在研究国际市场进入模式时,从全球战略的重要性出发,提出影响国际市场进入模式选择的两个变量分别是环境变量和交易变量,其中的环境变量就是后来学者们普遍研究的海外并购风险的雏形。

自 20 世纪 90 年代以来,许多国外学者对海外并购存在的风险进行了综合研究。目前对海外并购风险学术界比较认可的定义是 Heatly (1992) 给出的,他把企业并购风险定义为企业的并购失败、市场价值降低以及管理成本的上升等。企业并购风险一般包括:①运作成本付诸东流;②并购后企业的盈利无法弥补企业为并购支付的各种费用;③并购后企业的管理无法适应并购后企业营运的需要,导致企业管理失控,增加企业的成本。在此之后,国外学者对海外并购风险的研究主要分为风险的划分和识别与风险的测度和防范机制两个板块。

在风险种类划分和识别方面,国外学者对海外并购风险的识别逐渐全面和系统,条理逐渐清晰。首先,Michael Connor (2001) 认为应先将企业并购的整个过程按并购的时间顺序进行合理划分,分为并购前、并购中和并购后整合三个阶段,再根据每个阶段所具有的不同特点有针对性地识别其风险。其次,大卫·J. 本丹尼尔和阿瑟·H. 罗森布鲁恩 (2002) 又以全新的视角对海外并购风险的种类进行了划分,具体的风险包括了政治风险、融

资风险、谈判风险以及海外并购后的整合风险四大方面,并指出这四大风险并不是孤立存在的,相互之间具有直接传导性,前一个风险处理得是否得当,直接关系到下一个风险的防范,进而决定海外并购的成败。随后,Jeffrey S Perry (2004) 突出了尽职调查的重要作用,他认为通过尽职调查可以降低海外并购中的风险,并认为海外并购风险蕴含在以下几个方面:价格合同的绩效、成本和协同效应的评估、整体价值协议细节和并购前制订的整合计划;在前人研究的基础上,Haimes (2007) 提出了利用等级全息建模(HHM)的思想进行多层次风险识别的理念,使人们可以全方位地认识各种潜在的风险,并介绍了进行风险过滤的八重法则。最后,Jeffrey A, Chapman 和 Benjamin W. James (2008) 分层次系统地阐述了海外并购所存在的风险,他把影响海外并购的风险因素具体分为9个方面,将国外学者对海外并购风险识别的研究推向了新的高度。

在风险测度和防范机制方面,随着时间的推移,国外学者的研究也日益完善。首先, Kim 和 Hwang (1992) 使用了一些简易的计量方法对政治风险进行了量化评估,开创了海外并购风险定量评价的先河。其次, Miller (1992) 试着通过构建新的风险模型来解决长期困扰相关学者的多维度问题,并设计了相应模型的测评方法,该方法一共设计了35个涵盖各个领域风险的相关问题,对这些风险进行合理分析与评价,但遗憾的是, Miller 的研究仅仅提出了有关测评方法和验证的新思路,并没有选取更大样本进行实证检验,因而缺少足够的可信度。随后, Keith、Lance 和 Wermer 等 (1998) 学者在 Milier 研究的方向上寻求新的探索,对 Milier 模型进行了修正,将环境不确定性分为6个方面,并把每一方面当做一个整体而非部分进行评价,这就有效避免了以往方法可能对某些风险类型间偶然关系掩盖的可能性,大大提高了对海外并购风险测度的准确性。最后, Johnathan Mun (2009) 设计了风险模拟软件,将蒙特卡罗模拟运用到海外并购风险的测度中,通过这种方法将风险予以定量分析。

1.2.2 国内文献综述

随着我国企业核心竞争力的不断提升,越来越多的中国企业选择通过海外并购拓宽国际市场,海外并购成为我国企业快速壮大实力的最为有效的方式之一。然而,由于我国海外并购起步较晚,缺乏必要的理论支持,致使我国并购企业不得不过多地依赖国外的理论研究,这对我国海外并购的长远发展极为不利。我国学者为扭转这一不利局面,逐渐加大对海外并购风险的研究力度,相关研究成果不断涌现。

在风险种类划分和识别方面,我国学者相继提出了自己的观点。王宛秋和刘美艳率先提出,海外并购风险主要有前期、中期和后期风险。前期风险具体可分为决策风险和价值评估风险;中期风险主要包括金融风险和融资风险;后期风险则以整合风险为主。其次,温巧夫和李敏强又将企业海外并购风险按经济风险因素和非经济风险因素进行划分。战略选择阶段的战略定位失误,行业选择失误和目标企业选择失误属于经济因素风险,同阶段的政治、社会和军事等因素属于非经济因素范畴;评估实施阶段的交易方案设计缺陷、低估并购成本和融资失利和汇率与利率波动属于经济因素风险,同阶段与之相对的政治、法律和舆论属于非经济因素风险。并购整合阶段中的文化冲突、经营管理模式冲突、资金链断裂和人才流失属于经济因素风险,同处整合阶段的社会和宗教属于非经济因素风险。随后,李曜(2006)在《公司并购与重组导论》中分析了我国企业在海外并购活动中所体现出的战略特征、产业特征和指向特征,认为我国企业在实际操作中经常会遇到目标企业选择风险、资产评估风险、资金融资风险和文化冲突四种风险的制约。刘重(2008)认为我国企业海外并购过程面临的主要风险有财务风险、经营风险、政治法律风险和整合风险。其中,财务风险主要有偿债风险、融资风险及流动性风险;整合风险主要有人力资源整合风险和文化整合风险等。

张广宝(2008)等学者进一步缩小研究范围,通过对中国石油企业海外

并购失败的案例分析,借助风险流程图这一风险识别方法对中国石油企业海外并购中的风险进行识别,总结出中国石油企业海外并购过程中的诸多风险因素;王萌(2009)详细分析了中国企业海外并购在东道国面临的法律风险,认为该类法律风险主要包括三个方面:一是政治风险中的法律障碍;二是目标企业反并购过程中遇到的法律障碍;三是商业经营中的法律风险。关于政治风险中的法律障碍又具体区分为发展中国家政治风险中的法律障碍和发达国家政治风险中的法律障碍,商业经营中的法律风险包括产业结构问题、文化差异问题、品牌薄弱问题、劳工问题和社会责任标准问题等;曹松威、何艳(2010)基于国际金融危机的并购环境,总结资源型海外并购面临的风险:政治及法律风险、价格风险、融资风险、反并购风险和整合风险;葛莉(2010)分析了我国企业海外并购的风险并针对我国企业面临的风险提出了相应的对策,认为我国企业海外并购面临的风险主要有并购技术风险、并购政治风险和并购整合风险。

李杰(2010)在分析了企业海外并购的动因的基础上,认为中国企业海外并购面临的主要风险有政治法律风险、财务风险、金融风险和并购整合风险,针对各种主要风险提出了规避措施,指出尤其是要妥善化解政治风险,企业在进行海外并购时,不仅要做好市场评估还要注重做好政治风险评估;吴泗宗、杨柳、恪爱琴(2010)认为由于对国外投资环境和市场的不了解、法律法规的不熟悉,企业在进行国际化经营的过程当中,除了要承担商业风险,还要面临和承担政治风险。分析了海外投资中政治风险的影响因素之后,杨柳等指出在海外经营中,国家主权、经济民族主义及政府政策的稳定性通常被看做是生成东道国政治风险的基础,理性的海外经营者都必须对其保持敏感性。跨国投资中的政治风险主要有战争风险、征收风险、违约风险、汇兑限制风险和恐怖袭击风险;仅仅1年过后,岳福琴(2011)进一步深入探讨了我国资源型企业海外并购问题时提出观点,认为目前困扰我国资源型企业海外并购主要有三种风险:并购前期的目标企业选择风险、并购中的融资风险以及并购后的文化整合风险。