

中国大连高级经理学院学术著作出版资助项目



中国国有企业 跨国并购战略研究

| 张欣◎著



清华大学出版社



中国国有企业 跨国并购战略研究

| 张欣◎著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

本书系统研究了中国国有企业跨国并购的典型案例和相关理论问题。全书共分9章,首先介绍了国有企业跨国并购的背景信息,然后分别介绍了市场渗透、市场开发、产品开发、多元化等不同类型的跨国并购案例,最后针对国有企业的频繁并购行为、跨国并购绩效评价以及“一带一路”背景下跨国并购的新趋势等理论问题进行了研究。

本书综合运用案例研究法与计量研究法,一方面通过选取典型案例,分析不同并购战略的运作要点;另一方面,运用计量分析方法,对国有企业的并购行为和并购绩效进行定量分析,为完善相关理论提供了经验证据。

本书适用于国际商务和战略管理相关领域的理论和实务工作者,以及对跨国并购感兴趣的读者。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

中国国有企业跨国并购战略研究 / 张欣著. — 北京:清华大学出版社, 2017
(清华汇智文库)

ISBN 978-7-302-48704-3

I. ①中… II. ①张… III. ①国有企业—跨国兼并—研究—中国 IV. ①F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 265972 号

责任编辑:吴 雷

封面设计:汉风唐韵

版式设计:方加青

责任校对:王荣静

责任印制:沈 露

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

社 总 机:010-62770175

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn



印 装 者:三河市吉祥印务有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:170mm×230mm

印 张:11.75

字 数:171千字

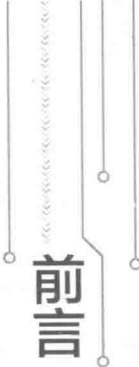
版 次:2017年11月第1版

印 次:2017年11月第1次印刷

印 数:1~2000

定 价:50.00元

产品编号:077604-01



前言

近年来，中国企业跨国并购风生水起，为不景气的全球经济平添了一道亮丽的风景。根据商务部发布的数据，2016 年全年中国企业共实施海外并购项目 742 个，这意味着平均每天有 2 起以上并购发生，实际交易金额达到 1.13 万亿元人民币，同比增长 44.1%，增速是 2015 年的 3 倍。这一数据不仅意味着我国跨国并购的总额再创新高，而且使我国在全球并购交易额中的占比提升到了 30%，首次超过美国成为全球跨国并购最大收购国。

中国企业开展海外并购的动因从根本上讲，是供给侧结构性改革的要求。要想实现供给端的升级有两条路径：一条路径是自我创新，这需要一套体制、机制的建设和改进，而且需要耗费较长的时间；另外一条路径，就是跨国并购，实行“拿来主义”。曾几何时，中国企业的跨国并购主要集中于能源类和资源类行业，但是到了 2015 年则发生了很大的变化，高科技、制造业和消费类领域的并购成为重点，这说明当前中国消费市场的发展对于中国企业和投资者的海外投资决策产生了重要影响。近年来，我国跨国并购热点领域的转移，折射了中国经济由出口导向向内需为主方向的重大转型。可以预计，随着“一带一路”倡议的推进，中国企业“走出去”的步伐也必将加快。

国有企业在企业的跨国并购热潮中一直扮演着重要的角色。由于国有企业的规模一般较大，因此其发起的跨国并购案也多为大型并购。以 2016 年

发生的中国化工集团公司收购瑞士农化和种子公司先正达为例，该例跨国并购的金额达到 430 亿美元，成为中国史上规模最大的跨国并购案。要知道，在 2010 年和 2011 年的时候，中国大陆企业全年的跨国并购金额也不过如此。也许是树大招风，国有企业开展的跨国并购项目不可避免地受到东道国监管部门的密切关注，这里面有经济上的原因，但更多的是政治层面的因素。尤其是当发达国家贸易保护主义倾向抬头以后，中国企业海外收购案日益充满变数，而国有企业由于其自身特殊的“身份标签”自然是首当其冲。与此同时，中国企业跨国并购的低成功率问题同样不容忽视。一份来自波士顿咨询公司的报告显示，中国企业跨国并购的完成率到目前为止只有 67%。而据有关专业机构发布的《2016 年企业海外财务风险管理报告》显示，中国企业海外并购的有效率仅为 1/3，加之跨境、跨文化整合因素，只有不到 20% 的海外并购能够真正成功。除了低完成率，中国企业成功实现跨国并购后的盈利现状和可持续发展前景也同样令人关注。国资委研究中心、商务部研究院联合发布的《中国企业海外可持续发展报告 2015》显示，我国目前“走出去”的企业中，仅有 13% 的企业盈利可观，近半数企业处于持平状态或暂处于亏损状态。跨国并购对于纷纷走出国门的国有企业而言，可谓是“死生之地，存亡之道，不可不察也”。因此，总结国有企业跨国并购的典型案例，为正在“走出去”的企业提供经验借鉴，无疑具有重要的意义。

对于笔者而言，跨国并购其实并不是一个熟悉的领域。在博士学习期间，笔者的研究方向一直是国际金融，主要研究汇率对企业出口的影响，而且小有收获。但是因缘际会，博士毕业之后我进入中国大连高级经理学院（以下简称中大院）成为了一名干部培训工作者。中大院是“一校五院”国家级干部教育培训单位之一，专门面向国有企业和中管金融企业的高级管理人员。与一般研究型高校的学术型研究不同，中大院的科学研究服务于国资国企，聚焦国有大型企业管理实践问题，主要包括国有资产监督与管理研究、有中国特色国有企业发展道路研究以及国有企业高级经营管理人才成长道路研究等，致力于形成中国企业管理的本土化理论，强调研究成果的实践应用导向。因此，我的研究

方向也必须“与时俱进”地进行调整。

至于为何会选择“跨国并购”这个研究方向，其实说来话长。2013年年初的时候，当时笔者还在一所大学任教，应邀参加在宝岛台湾举办的一个国际学术研讨会。来自中央财经大学、对外经济贸易大学等大陆著名高校的学者与台湾高校的学者济济一堂，相互分享研究成果，进行学术交流，期间还有专家进行点评。对我的论文进行点评的是社科院的康荣平教授，康教授是跨国并购领域的专家，自然让我受益匪浅。康教授还特意提点我可以关注一下跨国并购这个方向，因为我所在的大连市企业跨国并购案例比较多，属于“地方特色”。自此，“跨国并购”这个研究方向第一次进入了我的视野。

这次学术研讨会的另一个收获是让我认识到了研究平台的重要性。如果没有一个好的研究平台，是难以产生高质量的研究成果的。因此，我怀揣着寻找更好的科研平台的梦想，在博士毕业之后，来到了现在的工作单位。在面试的时候，面对董大海院长“来到这里以后，你准备从事什么研究方向？”的提问，我不假思索地脱口而出——跨国并购，而且给出了具体的理由：首先，越来越多的国有企业开始进行跨国并购，如何有效地运作、整合，非常值得深入研究；其次，中大院的教师大多数具有管理学背景，而我的专业是金融学，跨国并购恰恰是一门金融学和管理学相结合的科学，既能够发挥我的所长，也便于日后组建团队。就这样，笔者开始从汇率转向跨国并购的研究。

对于本书而言，最大的特点之一就是既有案例研究，又有运用计量经济学方法的实证研究，这种体例在一般的科研专著中并不多见。其实笔者一直秉承的观点是，研究方法本身并无先进与落后之分，只有适用与否之别。我们不能因为基于计量经济学的实证研究更贴近于自然科学的套路，就说这种方法是科学的，也不能因为案例研究来源于个案，就说它是不科学的。究竟采用哪种研究方法，应该取决于我们准备研究什么问题，根据问题选择合适的方法，才是研究之道。然而在当前的学术界，仅凭研究方法而妄议研究成果的“葫芦案”实在是太多。一般而言，具有海归背景的经济学者更倾向于计量研究，而“本土派”或者“实战派”对于计量模型则大多不屑一顾，这一现象在笔者

亲身经历的博士论文答辩过程中体现得淋漓尽致。在院内举行的论文预答辩过程中，由于答辩组的专家学者多为“海归派”，所以将计量研究奉为主臬，凡是缺少计量研究内容的论文一律不予参加毕业答辩，理由竟然是“作为博士论文，怎么能没有模型”，很多同门因此铩羽而归。然而正式毕业答辩时剧情却一百八十度翻转，由于答辩组的专家多为“本土派”和“实战派”，对于“乱花渐欲迷人眼”的各种计量方法大加批判，甚至提问“你们说说哪个模型解决了中国的实际问题？”，实在让答辩者不知如何作答。笔者的论文虽然也免不了被严厉批判，所幸有惊无险，顺利通过答辩，不过每每想起当时的情形仍然心有余悸。来到中大院工作之后，通过与其他管理学出身的同事不断交流，进一步深化了笔者对于研究方法的理解。其实，无论是一般意义上通过计量方法从大样本中得出一般规律的实证研究，还是从个体上升到一般的案例研究，二者并无优劣之分。正如前文所说，具体采用哪种方法，还是取决于我们要研究的问题。

正是基于这样的理念，本书在研究不同跨国并购战略时，主要采用了案例研究的方法。通过选取市场渗透战略、市场开发战略、产品开发战略和多元化战略的典型案列，分析不同并购战略的运作要点，以便为其他企业提供借鉴。但是在第6章中对国企并购行为中存在的晋升锦标赛现象进行分析的时候，则运用了计量分析，因为我们不能因为一家企业存在这样的问题，就以偏概全地得出结论。面对这个问题，基于大样本的计量分析应该更为适用。同样，第7章的并购绩效评价也是基于大样本数据的结果，以便于从整体上对国有企业的跨国并购绩效进行评价。

从内容上讲，本书主要包括9个部分。

第1章为导论，主要介绍国有企业跨国并购的背景信息以及与跨国并购有关的基本知识。其中，第一节将重点论述国有企业实施跨国并购的背景与动因，以便读者更深入地了解为什么近年来越来越多的国有企业开始进行跨国并购以及跨国并购给企业带来的变化；第二节主要介绍与跨国并购相关的基本知识，包括并购战略的制定、执行与绩效评价等，从而有助于读者更好地理解后文的

相关案例；第三节详细介绍了中国国内相关监管部门的审核流程和规定，并以美国为例介绍了东道国政府对外资并购的审查制度；第四节主要介绍近年来国有企业跨国并购的特点。

第2章至第5章则运用案例研究方法，分别选取中海油服并购挪威AWO、中联重科并购意大利CIFA、中国化工的系列技术并购以及中粮集团并购荷兰Nidera和来宝农业等近年来国有企业跨国并购的典型案例，为读者呈现不同并购战略的运作。需要指出的是，本书选取的并购案例大多属于“经典”案例，因为很多并购案例只有经过较长时间的沉淀，我们才能够对其进行较为公允的评价。相对而言，中粮集团完成的两例并购案距离现在的时间并不算长，这主要是为了保证并购战略类型的完整，至于这两例并购案是否成功，仍需要等待时间的检验。

第6章主要从国有企业高管兼具职业经理人和“准官员”的二重性身份出发，运用晋升锦标赛理论对中国的并购市场中，管理层短期内连续、多次发起并购的现象进行解释。另外，进一步检验了国有企业市场化改革是否会弱化企业并购活动中的晋升锦标赛行为。经过研究发现，并购次数尤其是重大并购次数，对于国有企业高管晋升具有显著的正向影响；进一步的比较研究还发现，并购次数对高管晋升概率的影响程度随着企业市场化水平的上升而下降，这说明上述晋升锦标赛机制会随公司市场化水平的提高而弱化。

第7章主要采用事件研究法对2008年至今的国有企业跨国并购的短期价值效应进行测度，同时对并购后企业的经营业绩进行初步分析，从而对国有企业跨国并购的绩效进行评价。

第8章从当前的“一带一路”国家战略背景出发，介绍了“一带一路”战略背景下国有企业跨国并购的新趋势以及面临的挑战和相应的对策。

第9章主要是对前面的分析进行总结，并得出相关的结论。

对于笔者而言，完成这样一部专著确实也是一个不小的挑战。虽然从金融学的角度讲，跨国并购的很多问题也属于国际金融范畴，但是毕竟与之前较为

熟悉的汇率领域相去甚远，所以在撰写本书的过程中笔者经常需要翻阅大量的资料，即使是一个概念、一个细节也不敢遗漏，生怕贻笑大方。即便如此，笔者还是希望能够通过本书表达一些个人的学术见解，而不过于“中规中矩”。这些见解也许并不成熟，但却是笔者所思所想，希望本书能够为相关领域的科研工作者以及国有企业管理者提供借鉴。

目录

第1章 导论	1
1.1 国有企业跨国并购的背景与动因	2
1.1.1 国有企业跨国并购的背景	3
1.1.2 国有企业跨国并购的动因	8
1.2 跨国并购战略的制定、执行与评价	10
1.2.1 企业战略目标的制定与并购模式选择	11
1.2.2 并购战略的执行	13
1.2.3 并购绩效的评价	14
1.3 跨国并购中的政府审批	15
1.3.1 中国政府的审批	16
1.3.2 东道国政府的审批：美国例证	21
1.3.3 政府监管对于中国企业跨国并购的影响	24
1.4 中国国有企业跨国并购现状	25
1.4.1 交易数量与金额	26
1.4.2 投资行业	29
1.4.3 投资目的地	30

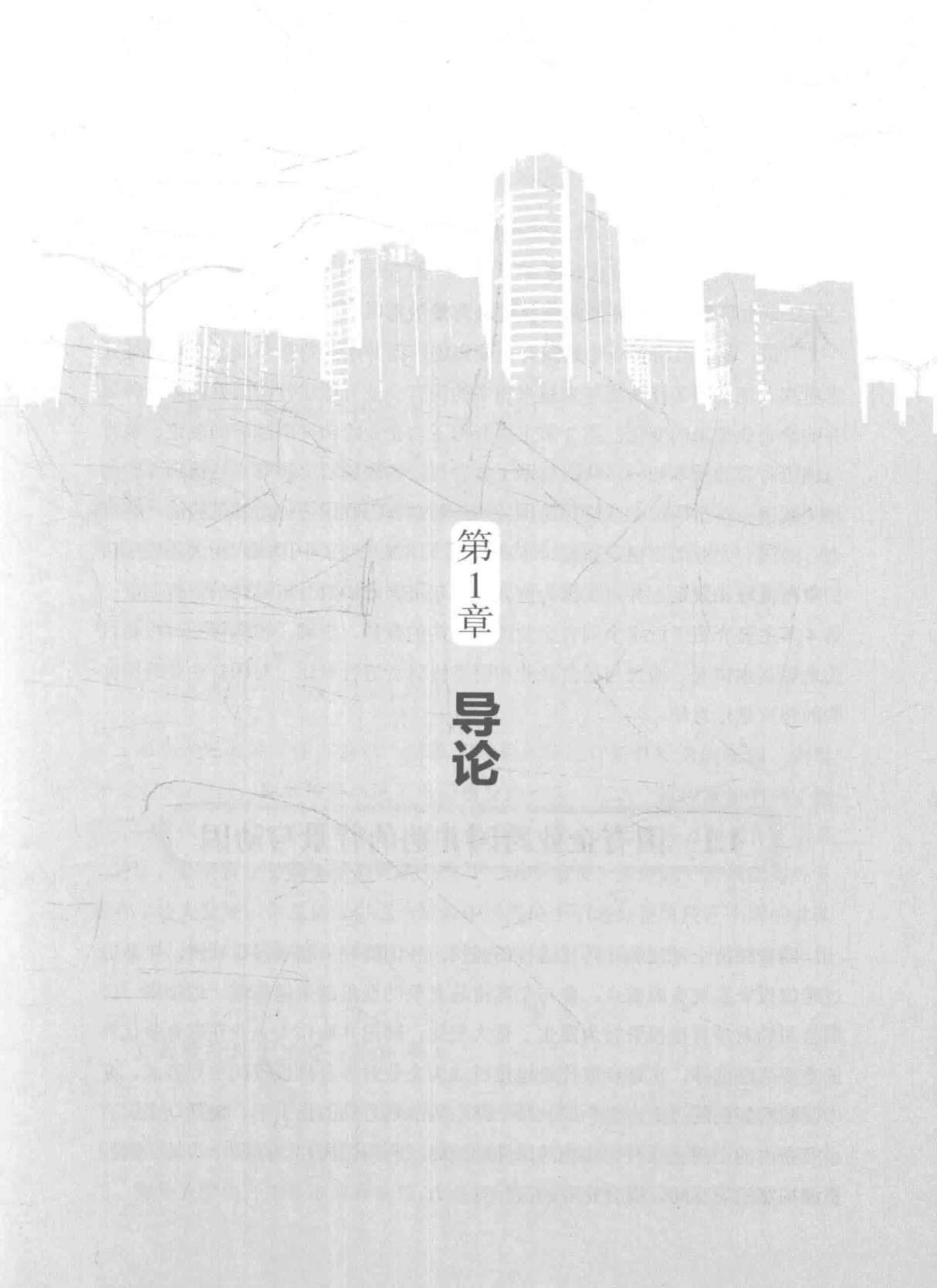
第2章 市场渗透战略：中海油服并购挪威 AWO	33
2.1 企业战略与并购背景	34
2.2 目标公司的选择	36
2.3 交易过程	38
2.3.1 初步接触	38
2.3.2 前期准备工作	39
2.3.3 尽职调查与价值评估	41
2.3.4 交易成交	43
2.3.5 融资与交割	44
2.4 整合及后续发展	46
2.4.1 公司财务状况分析	48
2.4.2 平台管理和使用情况	49
2.4.3 并购交易的遗留问题	50
2.5 总结与反思	52
第3章 市场开发战略：中联重科并购意大利 CIFA	57
3.1 企业战略与并购背景	58
3.1.1 中联重科公司简介与并购重组历程	58
3.1.2 中联重科的国际化战略	60
3.1.3 意大利 CIFA	62
3.1.4 战略目标	64
3.2 组建团队	65
3.2.1 弘毅投资	66
3.2.2 曼达林基金	67
3.2.3 高盛集团	68
3.3 交易过程	69

3.3.1	并购估值	70
3.3.2	交易结构设计	72
3.3.3	资金来源	74
3.4	整合及后续发展	76
3.4.1	整合协同的措施	76
3.4.2	公司财务状况分析	77
3.4.3	并购后续发展	78
3.5	总结与反思	80
第 4 章	产品开发战略：中国化工的系列跨国并购	85
4.1	中国化工集团简介	86
4.2	中国化工的国际化战略	88
4.3	中国化工跨国并购历程	89
4.4	中国化工的跨国并购经验	92
4.4.1	注重核心技术的收购	92
4.4.2	注重把握并购时机	94
4.4.3	注重并购后的文化融合	95
4.4.4	注重学习式并购	96
第 5 章	多元化战略：中粮集团并购荷兰 Nidera 和来宝农业	99
5.1	企业战略与并购背景	100
5.1.1	中粮集团简介	100
5.1.2	中粮集团的多元化战略	101
5.1.3	跨国并购的动因	102
5.1.4	目标公司简介	103
5.1.5	战略目标	104

5.2	交易过程	105
5.2.1	组建团队	105
5.2.2	达成协议	106
5.2.3	交易完成	106
5.3	整合及后续发展	107
5.3.1	并购后的整合规划	107
5.3.2	三分归一	108
5.3.3	理想与现实	109
5.4	总结与反思	110
第6章	国企并购中的高管晋升锦标赛	113
6.1	问题的提出	114
6.2	相关文献综述	115
6.3	理论分析与研究假设	118
6.4	样本与研究设计	120
6.4.1	研究设计与实证模型设定	120
6.4.2	变量选择与定义	121
6.4.3	数据来源与样本筛选	122
6.5	实证结果及分析	123
6.5.1	并购次数对国企高管职位变更的影响	123
6.5.2	市场化水平的影响	127
6.5.3	稳健性检验	129
6.6	本章小结	131
第7章	国有企业跨国并购绩效评价	133
7.1	并购绩效评价方法概述	134

7.2 事件研究法简介	135
7.2.1 定义事件	135
7.2.2 设定时间窗口	135
7.2.3 计算股票和指数的实际收益率	136
7.2.4 估计股票 i 的 β 系数	136
7.2.5 估计股票 i 的正常收益率	137
7.2.6 计算股票 i 的超额收益率	137
7.2.7 计算股票 i 的累计超额收益率	137
7.2.8 显著性检验	137
7.3 研究样本及实证分析	138
7.3.1 研究样本	138
7.3.2 短期价值效应及变动趋势分析	138
7.3.3 显著性检验	139
7.3.4 经营业绩分析	140
7.4 结论与启示	141
 第 8 章 “一带一路” 倡议与国有企业跨国并购	143
8.1 “一带一路” 背景下国有企业跨国并购的新趋势	144
8.1.1 投资重心区域开始转移	145
8.1.2 投资行业分布发生变化	146
8.1.3 国企角色定位逐渐转变	147
8.2 “一带一路” 背景下国企跨国并购面临的挑战	149
8.2.1 部分国家对 “一带一路” 倡议存有疑虑, 提升了并购难度	149
8.2.2 投资环境复杂, 加剧了并购风险	150
8.2.3 战略目标不明确, 缺乏科学规划	151
8.2.4 并购资金来源单一, 融资能力有限	152

8.3 未来展望.....	153
8.3.1 深化互利互信, 寻求可持续发展.....	154
8.3.2 加强风险识别与评估, 构建多维风险管控体系.....	155
8.3.3 制定科学的战略规划, 完善评价和追责机制.....	156
8.3.4 进一步丰富和创新融资安排, 实现融资渠道多元化.....	157
第9章 总结与启示.....	159
9.1 跨国并购应以企业发展战略为导向.....	160
9.2 并购经验对于跨国并购成败至关重要.....	161
9.3 跨国并购要坚持市场化原则.....	162
9.4 重视并购后的企业整合, 尤其是企业文化整合.....	163
9.5 跨国并购并不是国际化经营的唯一选项.....	165
参考文献.....	167
后记.....	171



第1章

导论

本章主要介绍国有企业跨国并购的背景信息以及与跨国并购有关的基本知识。第1节将重点论述国有企业实施跨国并购的背景与动因，从而使读者更深入地了解为什么近年来越来越多的国有企业开始进行跨国并购以及跨国并购给企业带来的变化；第2节主要介绍了与企业跨国并购战略的制定、执行与评价有关的基本知识，从而有助于读者更好地理解后文国有企业跨国并购的相关案例；鉴于中国企业进行跨国并购一般都要面临国内外监管机构的严格审查，对国有企业而言更是如此，本章第3节详细介绍了中国国内相关监管部门的审核流程和规定，并以美国为例介绍了东道国政府对外资并购的审查制度；第4节主要介绍了近年来国有企业跨国并购的数量、金额、投资行业、投资目的地等基本情况，通过与民营企业和财务投资者进行对比，对国有企业跨国并购的特点进行总结。

1.1 国有企业跨国并购的背景与动因

随着经济全球化和一体化进程的加快，各国间经济联系日益紧密，企业通过跨国投资实现资源整合，参与全球市场竞争的现象越来越普遍。近年来，跨国公司的对外直接投资行为发生了重大变化，跨国并购作为企业获取竞争优势的重要战略选择，正逐步取代绿地投资成为企业对外直接投资的主导方式。在中国政府提出的“走出去”“一带一路”等战略方针的指引下，包括众多国有企业在内的中国企业开始实施跨国并购战略，利用国内和国际两个市场、两种资源拓宽发展空间，提升企业的国际竞争力。