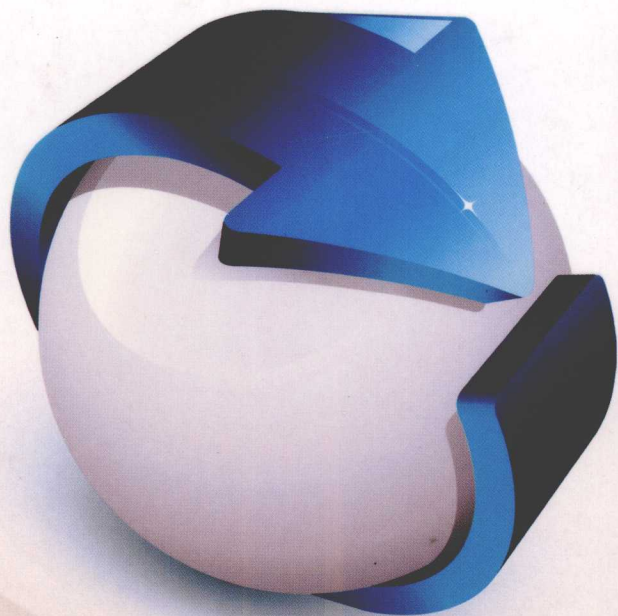


- ◇ 跨国并购的发展及中国的实践
- ◇ 跨国并购动因的理论透视
- ◇ 跨国并购的效应分析
- ◇ 跨国并购的风险研究
- ◇ 中国企业跨国并购的战略选择

谢 皓 / 著



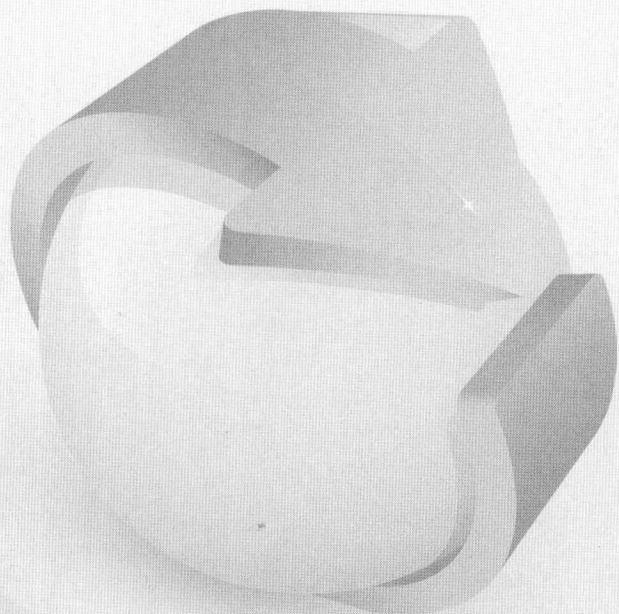
KUAGUO
BINGGOU
YU ZHONGGUO QIYE DE
ZHANLÜE XUANZE

跨国并购

与中国企业的战略选择

● 人 民 出 版 社

谢 皓 / 著



YU ZHONGGUO QIYE DE
ZHANLÜE XUA

跨国并购

与中国企业的战略选择

● 人 民 出 版 社

责任编辑:陈 登

图书在版编目(CIP)数据

跨国并购与中国企业的战略选择/谢皓 著.

-北京:人民出版社,2009.9

ISBN 978-7-01-008222-6

I. 跨… II. 谢… III. 跨国公司-企业合并-研究-中国
IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 162653 号

跨国并购与中国企业的战略选择

KUAGUO BINGGOU YU ZHONGGUO QIYE DE ZHANLÜE XUANZE

谢 皓 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京龙之冉印务有限公司印刷 新华书店经销

2009 年 9 月第 1 版 2009 年 9 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:15.25

字数:214 千字 印数:0,001-3,000 册

ISBN 978-7-01-008222-6 定价:30.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

前 言

在当今经济全球化趋势日益加剧的新形势下，外国直接投资（FDI）作为世界经济发展中最具活力的因素，其对投资国和东道国乃至整个世界都会产生全面、复杂、深刻的影响。跨国公司对外直接投资的实现途径有两条：一是新建投资（绿地投资），即跨国公司“一揽子”生产要素投入的方式在东道国建立全新的企业，形成新的生产能力；二是跨国并购，指跨国公司通过一定的程序和渠道，依照东道国的法律取得东道国现有企业的全部或者部分资产所有权的行为。

诺贝尔经济学奖获得者、美国芝加哥大学教授乔治·斯蒂格勒指出：在美国，没有一家大公司不是通过某种程度、某种方式的并购而主要靠内部扩张成长起来的，一家企业通过兼并竞争对手发展成为巨型跨国公司是现代经济史上的一个突出现象。同时，企业并购是一个复杂的经济、金融、法律、商业、管理和资源整合过程，也是一个复杂的专业化过程，甚至是一个复杂的政治过程，涉及众多的利益相关者和行为主体，涉及众多因素及其相互作用。各种形式的并购，既改变了企业的所有权与控制权结构，也改变了市场结构、产业组织、经济绩效和竞争格局，改变了单个企业乃至国家的经济实力。活跃、健全的并购市场，使市场竞争由产品与服务竞争，拓展到经理市场和公司控制权市场的竞争，使市场机制和社会资源配置机制更加完整和完善。

19 世纪末 20 世纪初资本主义世界企业并购活动异常频繁，促进了生产和资本的集中，资本主义社会由自由竞争阶段向垄断资本主义阶段过渡。跨国并购作为垄断资本主义资本输出的形式之一，从诞生起就深

刻影响着世界经济的发展。在过去的 100 多年里,全球共发生过五次并购浪潮。公司并购活动不断从行业内部向跨行业发展,从国内并购向国外并购发展,从发达国家向全球扩展,从最初的横向并购向纵向并购及混合并购发展,终于汇成了一股不可抗拒的潮流。尤其是到了 20 世纪 90 年代,第五次并购浪潮更是以排山倒海之势席卷了欧美主要发达国家,这次并购浪潮就是以跨国并购为主要特征。联合国贸发会议《世界投资报告》提供的数据表明,跨国并购年增长速度,1987—1990 年平均为 25.9%,1991—1995 年平均为 24%,1996—2000 年平均为 51.5%;1987 年全球跨国并购总额不到 1000 亿美元,1990 年为 1510 亿美元,而到了 2000 年一举超过 10000 亿美元。2007 年,此类交易的金额达到 16370 亿美元,比 2000 年的创纪录水平增长了 21%。并且,跨国并购已成为全球外国直接投资(FDI)的主要形式,早在 2002 年,前者占后者的比重已经高达 90%。

还值得一提的是,跨国并购涵盖的内容十分广泛^①:首先,从跨国并购的载体来看,跨国并购是跨国公司全球化发展的最高层次的活动。伴随着跨国公司的迅猛发展,跨国并购日益成为跨国公司向国外发展的重要形式。其次,从产权交易的行为来看,跨国并购是对国际资本重新分配的过程,是一种价值转移而非价值创造。跨国公司利用跨国并购,通过对资本的分割、剥离,形成新的资本组合,实现了对全球资本、人力、物力等要素的重新分配,从而达到利润最大化的目的。可以预计,在全球生产能力过剩、竞争加剧的情况下,世界产业将步入跨国并购发展的新时期。再次,从企业战略发展角度来看,企业并购的核心是通过企业所有权的扩大来进一步扩大其经营权,跨国并购是跨国公司实现企业经济内部化的一种基本形式,是企业国际化经营的一种有效手段。在当今世界经济处于大调整、大改组的发展阶段,跨国并购已经成为一种全球经济现象,是跨国公司为适应国际经济环境和国际生产力的发展而

① 干春晖:《并购经济学》,清华大学出版社 2004 年版,第 111 页。

进行自我调整的必然结果。

那么,是什么原因促使跨国公司在进行对外直接投资时越来越多地选择跨国并购呢?理论界从不同的角度,运用不同的方法,进行了多种解释和说明,但许多理论相互抵触,尚未形成较为系统的、综合的理论框架。同时,各种统计数据表明,企业并购的失败率高达50%—80%。美国《商业周刊》的研究结果表明,75%的企业收购和兼并是完全失败的。据毕马威、埃森哲和麦肯锡的研究数据,并购后6—8个月的时间里,50%的企业生产率下降,并购后1年内,47%的被并购企业的高管人员离开公司,并购后3年的时间内,62%的企业出现零增长^①。

当前,中国正在实施“走出去”的战略,国内企业跨国并购活动日趋活跃,仅2004年下半年以来,就发动了多起跨国并购。2004年9月,上海汽车工业总公司宣布,购买韩国卡车生产商Ssangyong公司48.9%的股份,交易额接近5亿美元。2004年12月7日,中国最大的计算机生产商联想集团成功收购了IBM全球PC业务的绝大部分股份,交易总金额达17.5亿美元。2005年6月23日,中国海洋石油有限公司(中海油)宣布向美国同业优尼科公司发出要约,欲以现金185亿美元并购优尼科。2005年10月26日,中石油获得最终裁决,同意中石油100%收购哈萨克斯坦石油公司,收购总价约为41.8亿美元。2007年11月28日,在香港和上海上市的中国平安保险与比利时—荷兰银行保险集团、国际金融服务提供商富通集团签署谅解备忘录,中国平安子公司平安人寿通过二级市场购入富通集团约9501万股股份,占富通股本约4.18%,总价约为195.5亿人民币(18.1亿欧元)。此次收购,是迄今为止国内保险业最大的一笔海外投资。2007年12月12日,中国最大国有电力公司——中国国家电网为首的财团以约为296亿人民币(39.5亿美元)的价格,赢得了菲律宾电网未来25年的经营权。此笔交易可能成为菲律宾国家历史上最大的私有化交易,这也是中国国家电网规模

^① 徐俊昌:《企业并购与企业发展的研究》,《长春工业大学学报(社会科学版)》2003年第4期。

最大的一笔海外交易。

因此，选择以“跨国并购与我国企业的战略选择”为研究主题，具有理论和实践上的双重意义。在理论上，由于跨国并购是多种因素综合推动、动态平衡的结果，分析企业跨国并购的动因及其决定因素，对于研究跨国并购问题起着基础性作用，同时该问题也是企业并购理论的重要组成部分。另一方面，对企业跨国并购具体行为的研究，包括对跨国并购效应的分析、跨国并购风险的识别、跨国并购具体战略的探讨和建议等，对我国企业正在进行的跨国并购实践具有十分重要的指导意义。

目 录

1 导 论	1
1.1 国内外研究综述	1
1.1.1 国外的研究	1
1.1.2 国内学者的研究	7
1.2 相关概念的界定和说明	9
1.3 本书研究的框架构思	11
1.4 本书的研究方法及创新点	12
2 跨国并购的发展及中国的实践	14
2.1 跨国并购概述	14
2.1.1 跨国并购的含义	14
2.1.2 跨国并购的不同类型	17
2.2 全球跨国并购的新发展	25
2.2.1 跨国并购的发展演变史	25
2.2.2 全球跨国并购的发展现状	36
2.3 中国企业的跨国并购实践	41
2.3.1 中国企业跨国并购的现状	41
2.3.2 中国企业当前跨国并购的特点	44
2.3.3 中国企业跨国并购浪潮初步形成的原因探析	47
2.4 本章小结	50

3 跨国并购动因的理论透视	52
3.1 对外直接投资理论体系	52
3.1.1 垄断优势理论	53
3.1.2 内部化理论	56
3.1.3 产品生命周期理论	58
3.1.4 边际产业扩张理论	59
3.1.5 国际生产折衷理论	64
3.2 西方企业并购理论体系	69
3.2.1 效率理论	70
3.2.2 委托—代理理论	71
3.2.3 目标企业价值低估	72
3.2.4 交易费用理论	73
3.2.5 供给与信息的不确定性	74
3.2.6 生命周期理论	74
3.2.7 分散经营风险理论	75
3.2.8 资产利用理论	77
3.3 中国企业跨国并购动因的案例研究——基于扩展的折衷理论解释	77
3.3.1 并购双方的情况简介	80
3.3.2 联想集团收购 IBM 的 PC 业务的动因分析	80
3.4 本章小结	88
4 跨国并购的效应分析	90
4.1 横向跨国并购中的正向效应：规模经济效应	90
4.1.1 规模经济的定义	90
4.1.2 规模经济效应来源之一：成本下降	92
4.1.3 规模经济效应来源之二：市场支配力增强	94
4.2 跨国并购效应的综合分析：福利权衡模型	99

目 录

4.2.1 威廉姆森的基本模型	100
4.2.2 福利权衡模型的含义与拓展	104
4.3 中国企业跨国并购效应的案例分析——以 TCL 并购 施耐德为例	107
4.3.1 并购前双方公司概况	108
4.3.2 并购的战略考虑与进程	109
4.3.3 并购结果及存在问题	111
4.3.4 TCL 并购施耐德效应的实证分析	113
4.4 本章小结	117
5 跨国并购的风险研究	119
5.1 跨国并购风险的概念和分类	119
5.2 跨国并购风险的识别和管理	126
5.2.1 企业跨国并购风险的识别	126
5.2.2 企业并购风险的管理	130
5.3 中国企业跨国并购风险的测评	134
5.3.1 跨国并购风险的模糊测评法	134
5.3.2 模糊测评法的案例运用	139
5.4 本章小结	141
6 中国企业跨国并购的战略选择	143
6.1 人民币升值与中国企业跨国并购的时机选择	143
6.1.1 汇率变化影响 FDI 的“两国两公司”模型	145
6.1.2 汇率波动对 FDI 的传导效应	149
6.1.3 汇率波动影响 FDI 的实证研究	151
6.1.4 研究小结	154
6.2 中国企业跨国并购的区位选择	156
6.2.1 中国对外直接投资区位分布的现状	156

6.2.2	中国企业跨国并购目标市场的具体选择	161
6.3	中国企业跨国并购的行业选择	177
6.3.1	行业差异影响并购效应的一般分析	178
6.3.2	中国对外直接投资的行业分布现状	181
6.3.3	中国企业跨国并购行业选择的决定因素	185
6.3.4	中国具有比较优势行业的界定	187
6.3.5	中国企业跨国并购行业的具体选择	199
6.4	本章小结	208
7	研究总结与展望	210
7.1	研究总结	210
7.2	研究展望	213
	主要参考文献	214

图表索引

图 1-1	本书研究思路的 6 “W” 图	11
图 2-1	跨国并购的划分及案例说明	17
图 2-2	跨国并购的数量比例图	20
图 2-3	跨国并购的价值比例图	21
图 2-4	金融性跨国并购和战略性跨国并购的交易额	25
图 2-5	1995—2007 年全球跨国并购总额和增长率的变化图	40
图 2-6	2001—2007 年的中国国内生产总值与增长率	49
图 3-1	边际产业扩张过程示意图	61
图 4-1	平均成本曲线	91
图 4-2	市场份额与利润率的关系图	94
图 4-3	洛伦茨曲线	96
图 4-4	没有市场支配力时的福利分析	101
图 4-5	有市场支配力时的福利分析	103
图 4-6	TCL 并购施耐德的组织结构图	111
图 4-7	TCL 公司主营业务收入和主营业务利润增长率的变化趋势图	115
图 5-1	企业并购风险分类图	120
图 5-2	德尔菲并购风险识别流程图	127
图 5-3	并购风险分段识别流程图	129
图 5-4	企业海外并购风险详细指标体系（风险树识别图）	130

图 5-5	企业跨国并购风险测评指标体系	135
图 6-1	2007 年中国对外直接投资地区构成情况	157
图 6-2	2007 年中国境外投资企业在世界各地覆盖比率	159
图 6-3	截至 2007 年中国对外直接投资存量按地区分布情况	159
图 6-4	2000—2007 年亚洲和大洋洲 FDI 流量变化	162
图 6-5	世界主要国家矿产储量（潜在总值）对比	166
图 6-6	2000—2007 年发达国家 FDI 流量变化	169
图 6-7	2000—2007 年非洲 FDI 流量变化	173
图 6-8	2000—2007 年拉丁美洲及加勒比地区 FDI 流量变化	174
图 6-9	2000—2007 年东南欧和独联体 FDI 流量变化	175
图 6-10	市场均衡点变化示意图	179
图 6-11	2007 年中国对外直接投资主要行业分布情况	182
图 6-12	2007 年中国对外直接投资存量主要分行业情况	183
表 1-1	跨国并购的交易类型	10
表 2-1	三种类型跨国并购的比例关系	19
表 2-2	金融性跨国并购和战略性跨国并购	24
表 2-3	美国矿业和制造业的并购情况（1897—1910 年）	26
表 2-4	美国制造业与矿业中大企业并购及其分布情况	30
表 2-5	英国工业、商业与金融业混合并购的情况	30
表 2-6	1975—1986 年主要发达国家的企业并购数	32
表 2-7	2002 年全球十大并购事件	36
表 2-8	2003 年全球十大并购事件	37
表 2-9	2004 年全球十大并购事件	37
表 2-10	1982—2007 年外国直接投资和国际生产的若干 指标（部分）	39
表 2-11	2005—2007 年按区域及若干国家列出的外国直接 投资流入量	40

表 2-12	2003 年中国十大并购事件	43
表 2-13	2004 年中国十大并购事件	43
表 2-14	2007 年中国十大并购事件	44
表 2-15	20 世纪全球企业并购浪潮与经济周期的对应关系	49
表 3-1	对外直接投资理论一览表	53
表 3-2	跨国公司进入国际市场的方式选择	66
表 3-3	企业并购理论一览表	69
表 3-4	OLI 模型与跨国并购	78
表 4-1	并购对集中度的影响 (Saronovitch 和 Sawyer)	98
表 4-2	并购对集中度的影响 (Hannah 和 Kay)	98
表 4-3	并购影响市场集中度的效果评估	98
表 4-4	对应所选的 η 值, 足以抵消价格上涨百分比的 成本下降百分比	102
表 4-5	对应所选的 η 值和 $k=1.05$ 与 1.10 , 足以抵消 价格上涨百分比的成本下降百分比	104
表 4-6	1996—2001 年 TCL 公司并购情况简表	109
表 4-7	TCL 公司 2001—2005 年度财务指标统计简表	114
表 4-8	按行业划分的 TCL 公司三年主营业务收入构成变化	116
表 4-9	TCL 公司彩电销售的地区分布情况	116
表 5-1	标度的具体含义	137
表 6-1	汇率变化影响不同决策的支付函数	148
表 6-2	日元对人民币汇率的变动与日本在中国的直接投资	153
表 6-3	德国和法国对华直接投资额	154
表 6-4	2007 年中国对外直接投资净额流向前十位 国家 (地区)	157
表 6-5	截至 2007 年中国累计对外直接投资净额前十位 国家 (地区)	160

表 6-6	按 2004 年境外企业资产总额排序的中国跨国公司 前十强	184
表 6-7	2001—2005 年中国 10 大类商品的贸易竞争 指数 (TCI)	192
表 6-8	2001—2005 年中国货物行业比较优势一览表	193
表 6-9	2001—2005 年中国服务行业的贸易竞争指数 (TCI)	194
表 6-10	2001—2005 年中国服务行业比较优势一览表	195
表 6-11	1995—2004 年中国部分货物贸易的显性比较优势 指数 (RCA)	196
表 6-12	1995—2004 年中国部分服务贸易的显性比较优势 指数 (RCA)	198
表 6-13	中国国内主要矿产品供需状况	201
表 6-14	OECD 界定的 4 类高技术产业的技术密集度单位	206
表 6-15	1999—2004 年中国 R&D 经费支出情况	207
表 6-16	2004 年中国高技术产业 R&D 经费支出及其占产业 增加值的比重	207

1 导 论

本章主要对国内外研究综述、本书的研究思路、相关概念的界定、采用的研究方法和主要创新点做出说明。

1.1 国内外研究综述

鉴于跨国并购在全球范围的快速发展，迫切需要对跨国并购领域出现的新现象和新问题作出理论上的解释和实践中的指导。一直以来，国外关于跨国并购的研究长盛不衰，而国内学者近十几年来也开始关注这个研究领域，取得了一定的研究成果。

1.1.1 国外的研究

近年来，西方发达国家对于跨国并购的相关研究进展非常迅速，成为目前西方经济学最活跃的领域之一。若从理论演变的源流与发展的主要脉络来看，基本上可以概括为四大体系：以国际直接投资理论为体系的研究、以新古典及行为学派企业理论为体系的研究、以新制度经济学为体系的研究和以战略管理理论为体系的研究^①。

^① 此分类方法主要参考了张小蒂和王焕祥：《国际投资与跨国公司》，浙江大学出版社2004年版。

一、以国际直接投资理论为体系的跨国并购研究

因为跨国并购从理论上而言是一种对外直接投资方式，并且跨国并购已经成为跨国公司对外直接投资的主要形式，因此对外直接投资理论一般也可以用来解释跨国并购的动机和行为。

(1) 垄断优势理论

20 世纪 60 年代，该理论由美国经济学家斯蒂芬·海默（Stephen Hymer）在其论文《一国企业的国际经营活动：对外直接投资研究》中首次提出。海默在通过对美国近四十年对外直接投资发展的大量实证分析的基础上，充分利用产业组织理论，提出了垄断优势理论。他指出，现实市场是不完全竞争市场，跨国公司实际上就是垄断者或寡占者，具有垄断优势。市场的不完全竞争性是跨国公司进行 FDI 的根本原因，而其拥有的垄断或寡占优势是其实现 FDI 利益的条件。

(2) 产品生命周期理论

1966 年，哈佛大学的弗农教授在垄断优势理论的基础上，提出了产品生命周期理论。1979 年，弗农在对其原有对外直接投资理论重大修改的基础上提出了新的产品生命周期理论。根据上述理论，弗农认为国际直接投资的产生是产品四个生命周期更迭的必然结果。弗农假设世界上有三种类型的国家，分别为新产品的创新国、较发达国家和发展中国家，新产品依次进入导入期、增长期、成熟期和衰退期四个阶段，其生产将依次在上述的三类国家之间转移。

(3) 内部化理论

由英国学者巴克利（P. J. Buckley）和卡森（M. Carson）于 1976 年在其合著的《跨国公司的未来》一书中提出。其主要观点是，由于中间产品市场具有不完全的特点，为追求最大利润，跨国公司必须建立内部市场，使外部市场内部化，利用先进企业管理手段协调企业内部资源流动与配置，以避免市场不完全影响公司的经营效率。内部化超越国界就是跨国公司的对外直接投资过程。