

摘 要

近年来,全球跨国并购舞台上刮起了一股强劲的中国旋风。一大批优秀的中国企业如联想、中海油等在跨国并购中崭露头角。“走出去”战略已成为国家新时期经济能够保持稳定发展的必然要求。实践证明,企业跨国并购是快速积累资本、占有资源、扩张市场的一种重要途径,但同时跨国并购也充满了各种各样的风险。美国《财富》杂志的调查发现,有四分之三的跨国并购活动产生的收益无法弥补其并购成本。跨国并购作为一种特殊的并购类型,由于地理、文化、制度的差异将存在巨大的风险。

我国企业跨国并购已具有一定规模,但仍处于初级阶段,严重缺乏跨国并购的相关经验。因而有必要对我国企业跨国并购程序中可能出现的各种风险进行分析,提出适合我国企业跨国并购风险防范的具体思路。

本文运用理论探索和案例分析相结合的研究方法,选取了近 80 件中国企业在 2002 至 2008 年的典型跨国并购案,以此为样本,运用数据分析方法反映中国企业跨国并购市场的整体状况和发展变化态势,进而发现中国企业跨国并购活动的深层次问题,为分析中国企业跨国并购活动中存在的风险提供一定的事实依据和数据支持。

根据中国国情,在详实的统计信息基础上,主要突出中国企业跨国并购所面临的风险,分别对并购前、并购中、并购后三个阶段的风险进行阶段性深入剖析,采用定量分析的方法对我国企业跨国并购面临的风险进行了总体评价,并从宏观、中观、微观三个层次有的放矢地提出了风险防范措施,具有一定的层次性、系统性及针对性,为我

国企业参与跨国并购实践和政府制定相关政策法规提供参考。

具体以联想集团并购 IBM PC 业务为案例，分析了联想集团并购 IBM PC 业务时存在的主要风险，以及采取的相应风险防范策略，并以联想集团并购前后财年各项指标比较、并购企业高级经理人员自我评价等为标准，证明了联想集团并购 IBMPC 业务时所采取的风险防范措施总体上是成功的。旨在通过论述联想集团并购案的风险防范措施，为中国企业在跨国并购时如何进行风险防范提供借鉴。

关键词： 中国企业，跨国并购，风险，风险防范

ABSTRACT

In recent years, the strong global cross-border M & A is blowing in China. A large number of excellent Chinese enterprises such as Lenovo, CNOOC, etc. appear in the cross-border M & A activities. "Going out" is the essential strategy to keep national economic stability in the new era. It has been proven that the cross-border M & A business is an important way to accumulate capital rapidly, share resources and expand market. At the other hand, however, cross-border M & A is also filled with all sorts of risks. "Fortune" magazine survey found that three-quarters of the cross-border M & A activities of the proceeds will not make up for the cost of M & A. As a special type of M & A, because of the differences in geography, culture and system, there will be great risks in cross-border M & A.

China's cross-border M & A business has a certain size, but is still in its infancy, and lack of serious cross-border M & A relevant experience. It is necessary to analyze the variety of risks in Chinese enterprises cross-border M & A process and put forward concrete measures to guard against the risks of cross-border M & A.

This article explores the use of theoretical and empirical analysis of the study, based on the theory of cross-border M & A and risk management theory. Selecting the nearly 80 Chinese enterprises' typical cases from 2002 to 2008 of cross-border M&A as a sample, this article uses statistical methods to reflect corporate cross-border M & A market, China's overall situation and development trend of change, in order to discover the deep-seated problems of Chinese enterprises' cross-border M&A activities and provide certain supports of factual basis and data.

According to China's national conditions, on the base of detailed statistical information, mainly aiming at the risks that Chinese enterprises are facing, this article uses sub-identification method to analyze the risks deeply before, during and after cross-border M&A, uses fuzzy evaluation method to assess cross-border M&A risks. From the macro, meso and micro levels, this article put forward measures to guard against the risks. It has a certain level, systematic and targeted for Chinese enterprises to participate in cross-border M&A practice and relevant government policies and regulations for reference.

In order to give enterprises of China's cross-border M & A cases to be taken by the general means of analysis and understanding, this article takes Lenovo M&A IBM PC as an example, on the basis of a large number of factual information, through collection and analysis of the data, by the combination of people of all walks of life to the Lenovo Group's acquisition of the views and conclusions of the evaluation, which made the analysis of its M&A multi-leveled and objective.

Key words: Chinese enterprises, cross-border M & A, risks, prevention of risks

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解学校有关保留、使用学位论文的规定，同意学校保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权江苏大学可以将本学位论文的全部内容或部分编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

保 密 ☐，在 年解密后适用本授权书。

本学位论文属于

不保密 ☒。

学位论文作者签名: 周琪

指导教师签名: 

2008 年 12 月 22 日

2008 年 12 月 22 日

独 创 性 申 明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容以外，本论文不包含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本人完全意识到本声明的法律结果由本人承担。

学位论文作者签名：周琪

日期：2008 年 12 月 22 日

第1章 绪论

1.1 研究背景及意义

随着经济全球化的发展和我国加入 WTO，我国企业面临跨国企业的激烈竞争，许多企业确立了国际化发展的目标，希望进行海外扩张。同时，我国政府也鼓励企业积极“走出去”，党的“十六”大报告提出实施“走出去”战略是对外开放新阶段的重大举措；党的“十七”大对“走出去”提出了更新、更高的要求，指出对外开放已迈入“引进来”和“走出去”并重的新阶段。

事实上，我国企业近年来的跨国并购活动非常活跃，一大批优秀的中国企业，如联想集团、中海油、中石油、TCL、上海汽车、京东方、盛大网络、格林柯尔、浙江华立等，在跨国并购中崭露头角。仅 2008 年第一季度，我国企业跨国并购的交易额就高达 245 亿美元，直逼 2007 年全年 298 亿美元的并购额。

实践证明，企业跨国并购是快速积累资本、占有资源、扩张市场的一种重要途径，但是我们也应当清楚地看到，并不是所有的跨国并购都是成功的，这其中仍然有不少失败的案例，潜藏着大量的风险。美国《财富》杂志的调查发现，有四分之三的跨国并购活动产生的收益无法弥补其并购成本。据毕马威、埃森哲和麦肯锡的研究数据，并购后六至八个月的时间里，50%的企业生产率下降；并购后一年内，47%的被并购企业的高管人员离开公司；并购后三年内，62%的企业出现零增长。而跨国并购作为一种特殊的并购类型，由于地理、文化、制度的差异将存在更为巨大的风险。

我国企业跨国并购已具有一定规模，但仍处于初级阶段，严重缺乏跨国并购的相关经验。因而对我国企业跨国并购程序中可能出现的各种风险进行分析，在借鉴国内外学者研究成果的基础上，研究出适合我国企业跨国并购的风险分析和防范的具体思路，为我国企业跨国并购提供有价值的参考，将有利于我国企业跨国并购行为的进一步成熟，更好地参与国际竞争，形成具有国际影响力的企业集团。

1.2 研究现状

1.2.1 国外研究现状

跨国并购起始于经济发达国家，这些国家的企业具备更为成熟的跨国并购经验，专家学者对并购、跨国并购等相关问题的研究也更为深入。如有的学者有不同角度论述了导致并购失败的原因、并购本身所存在的种种风险、如何进行并购后的整合、具体行业的跨国并购研究等等。

唐纳德·德帕姆菲利斯（美）的《兼并、收购和重组——过程、工具、案例和解决方案综合指南》把并购涉及到的所有必要内容有机地结合在一起，给予了系统论述。唐纳德认为导致兼并与收购失败的最主要的三个原因是对协同作用的高估、兼并后整合的进度缓慢及战略规划不当。

马克·L·赛罗沃（美）的《协同效应的陷阱——公司购并中如何避免功亏一篑》认为购并本身具有不少风险：（1）由于购并者为购并支付了溢价，他们实际上要解决两个经营问题：满足市场已经预期的业绩目标，满足购并溢价所要求的更高的业绩目标。（2）购并活动不允许试运行，不允许反复摸索，而且在进行过程中无法停止资金的投入。（3）一旦公司开始集中整合，退出一项失败的购并战略的成本会变得极其高昂。马克将协同效应定义为：竞争力增强，导致现金流量超过两家公司各自预期达到的水平。开展购并博弈的净现值可以简单归纳为：净现值=协同效应-溢价。马克用模拟法说明了当溢价超过一定水平时，实现必须实现的业绩改进的可能性就会大幅度下降，这就是协同效应陷阱。

斯蒂芬·L·戴维斯（英）的《银行并购：经验与教训》对“并购”作了概念规范，即主要指会转变并购实体的文化、业务混合、地域范围以及其他关键要素的交易。斯蒂芬认为跨国合并增加了合并的复杂因素和风险系数，但经过较长时间的实践检验，跨国合并的战略优势被证明是确凿无疑的。通过合并节省成本的潜力是巨大的，但是针对裁员的文化压力的抵消作用不可忽视。此外，对联合领导体制的偏好也会进一步削弱合并的潜在收益。

大卫·M·施维格（美）在《整合——企业并购成功之道》中认为，许多令人失望的并购活动可能归因于整合计划和执行的失败。他认为，整合是一个重要的

控制过程，不仅是并购完成后可处理的一些随机的活动，而且是在并购开始以及结束之后很长时间内的一系列精心策划的活动。

马克·L·菲尔德曼&迈克尔·F·斯普拉特(美)的《并购》分析了企业在重大重组中面对的七大困惑，介绍了面对挑战加速转变的途径，探讨了激发原动力、锁定胜机、创造股东价值等方面的问题。

1.2.2 国内研究现状

随着近几年来中国企业跨国并购的不断升温，我国学者也对此做了大量的研究，有的学者分析了企业跨国并购中存在的风险，并对跨国并购的风险管理进行了一定探讨；有的学者从分析中国企业跨国并购中存在的某一风险入手，进而提出相应的风险防范对策；还有的学者侧重于跨国并购后的整合风险研究；另外对我国特定行业的跨国并购风险也有一定的研究。

王中华的《企业跨国并购过程中的风险管理》从注意选择好目标企业、避免控制权的丧失和加强并购后的组织管理三个方面探讨了跨国并购的风险管理。^[1]

李翟的《公司并购与重组导论》分析了我国企业在海外并购活动中所表现出的产业特征、指向特征和战略特征，认为我国企业在实际操作中经常遇到以下四种风险：目标企业选择风险、资产评估风险、资金风险和文化冲突。

魏江等在《企业购并战略新思维——基于核心能力的企业购并与整合管理模式》中认为导致我国企业购并高失败率的原因是以下两方面：一是政府方面原因，二是企业方面原因。政府方面原因，主要表现为政府行为和企业行为边界模糊，政府有关政策和法规的不健全；企业方面原因，主要表现为企业决策者缺乏长远的战略眼光，购并后难以整合。

张子刚、程志勇的《跨国并购的风险防范》主要探讨了跨国并购风险防范的原则和在选择目标企业、资产评估、财务等方面的风险防范。^[2]

李祥艳的《我国企业跨国并购绩效及其影响因素研究》通过对于影响我国跨国并购绩效的因素进行分析，得出了国内并购经验、总资产规模、主营业务收入增长率是影响跨国并购绩效的主要因素。

王建新的《中国企业跨国并购的财务问题分析》主要从会计学的角度分析了

企业在并购中合并方法的选择处理，并购时支付方式的比较，最后对并购的汇率风险、财务风险进行了研究。

王伟的《中国企业跨国并购中的文化整合》首先从跨国并购文化整合能够减少文化差异造成的文化冲突、增加文化差异可能创造的文化价值角度阐述了中国企业跨国并购中文化整合的必要性，后又从三个方面论述了中国企业跨国并购中的文化整合的战略选择：在实施并购前进行文化审慎调查，充分了解与被并购企业的文化差异；大力培养跨文化管理人才，加强文化敏感性训练；认真分析和评估中外文化的异同，选择合适的整合模式，实现与东道国文化和目标企业文化的有机整合。

秦军的《对我国电信企业海外并购的思考》先阐述了我国电信企业海外并购的动因、制约我国电信企业并购的因素分析，后又提出我国电信企业防范并购风险的对策。

张广宝等的《中国石油企业跨国并购风险识别》通过中国石油企业跨国并购失败的案例，借助风险流程图这一风险识别方法对中国石油企业跨国并购中的风险进行识别，总结出中国石油企业跨国并购过程中的风险因素。

祖江红的《中国企业跨国并购后的整合研究》从并购整合理论出发，对中国企业跨国并购后整合要素进行了分析，简单的分析了战略整合、跨文化整合及人员整合。

从国内外的研究现状看，大多是针对企业的跨国并购研究，系统地专门针对中国企业跨国并购的风险分析及防范研究还不多，大多风险研究也多是集中于中国企业跨国并购的某种风险，如财务风险、文化风险等，还有些研究是针对某种行业的研究，如电信业、石化业等，还有部分研究侧重于中国企业跨国并购后的整合，对中国企业跨国并购的风险与防范措施的研究，多侧重于理论研究，没能从中国企业跨国并购的实际状况出发，不能通过对中国企业跨国并购的大量案例研究中得出存在的普遍风险现象，对我国企业跨国并购风险的评价研究太少，仅有的研究大多以定性评价为主，定量评价欠缺，对措施的提出缺乏一定的系统性及层次性，不能很好地为中国企业提供比较清晰的跨国并购风险防范措施。

1.3 研究内容及方法

本文运用理论探索和实证分析相结合的研究方法,依据企业跨国并购理论和风险管理理论,借助于图表、对比等分析方法,并通过大量案例,详细剖析了中国企业跨国并购的特点及存在的阶段性风险,采用定量分析的方法对我国企业跨国并购面临的风险进行了总体评价,并提出了风险防范措施。

根据上述研究思路,本论文共分六章,在结构上安排如下:

第1章是绪论。阐明文章研究的背景和意义,简述国内外对企业跨国并购的研究现状,最后将文章的研究内容和行文结构进行概述。

第2章阐述了跨国并购理论及跨国并购风险管理的相关内容,是本论文的理论铺垫。

第3章对中国企业跨国并购市场状况进行了分析,选取了近80件中国企业在2002至2008年的典型跨国并购案,以此为样本,反映中国企业跨国并购市场的整体状况和发展变化态势,进而发现中国企业跨国并购活动的深层次问题,为分析中国企业跨国并购活动中存在的风险提供一定的事实依据和数据支持。

第4章则承上启下,在第3章对中国企业跨国并购市场状况分析的基础上,运用了大量的案例,并结合中国企业跨国并购的最新资料,对中国企业跨国并购中存在的风险进行了阶段性剖析,使读者对中国企业在跨国并购中具体阶段存在的风险一目了然,采用定量分析的方法对我国企业跨国并购面临的风险进行了总体评价。

第5章根据评价结果,分别从宏观、中观、微观的角度分析风险防范措施,以便为我国企业参与跨国并购实践和政府制定相关法律法规提供参考。

第6章具体以联想集团并购IBM PC业务为案例,分析了联想集团并购IBM PC业务时存在的主要风险,以及采取的相应风险防范策略,最后以联想集团并购前后财年各项指标比较、并购企业高级经理人员自我评价等为标准,证明了联想集团并购IBMPC业务时所采取的风险防范措施总体上是成功的。旨在通过论述联想集团并购案的风险防范措施,为中国企业在跨国并购时如何进行风险防范提供借鉴。

1.4 创新点及不足之处

创新点：本文以调查数据为基础，选取了近 80 件中国企业在 2002 至 2008 年的典型跨国并购案，收集了大量的数据资料，并对这些数据资料进行了相应的分析，通过分析反映中国企业跨国并购市场的整体状况和发展变化态势，进而发现中国企业跨国并购活动的深层次问题，为中国企业跨国并购活动提供科学的有益的帮助。

根据中国国情，在详实的统计信息基础上，主要突出中国企业跨国并购所面临的风险，分别对并购前、并购中、并购后三个阶段的风险进行阶段性深入剖析，清晰明了，采用定量分析的方法对我国企业跨国并购面临的风险进行了总体评价，根据评价结果从宏观、中观、微观三个层次有的放矢地提出了风险防范措施，具有一定的层次性、系统性及针对性。同时，本文运用了大量的案例分析，做到理论与实践相结合，为我国企业日后进行跨国并购提供有益的借鉴。

具体以联想集团并购 IBM PC 业务为案例，分析了联想集团并购 IBM PC 业务时存在的主要风险，以及采取的相应风险防范策略，最后以联想集团并购前后财年各项指标比较、并购企业高级经理人员自我评价等为标准，分析了联想并购案风险防范的成效。旨在通过论述联想集团并购案的风险防范措施，为中国企业在跨国并购时如何进行风险防范提供借鉴。

不足之处：对数据的统计，因为无法找到关于我国企业跨国并购产业、行业和区位分布的准确数据，所以笔者对通过网站、报刊和杂志所搜集到的 2002 年以后的跨国并购案例进行了整理并做了统计分析。一些并购案例所涉及的金额无法获取，因此在进行金额统计时便将其排除在外。如中海油并购澳州油气田案例由于涉及并购金额不明确，而其较大的金额影响了统计结果的科学性。只对中国企业跨国并购风险进行了总体的定量评价，没有在实际案例中加以运用，对跨国并购风险的评价还可以通过另外一些方法（如模糊测评法）进行，以便对多种测评方法得出的结果进行比较来寻求更准确的风险评价，这是本文的不足之处，也是日后需继续探讨的问题。

由于笔者知识水平的局限性和数据搜集的困难，这篇论文中不足之处还有很多。此外，限于篇幅有限，本文只对中国企业跨国并购中的主要风险进行了研究，

而忽略了一些次要风险。

最后，希望本文能得到各位专家的批评和指正，笔者不胜感激！

第2章 跨国并购及跨国并购风险管理概述

2.1 跨国并购的理论渊源

企业并购理论和跨国公司对外直接投资理论是企业跨国并购理论的渊源。跨国并购现象是企业并购现象和跨国投资现象的结合。将企业并购和跨国投资作为研究对象的理论较为系统，但将跨国并购作为研究对象的理论则比较缺乏，到目前为止，经济学界尚无系统解释跨国并购现象的完整理论。

2.1.1 企业并购理论

企业并购的实践推动着并购理论的发展与完善，围绕着越来越频繁、越来越多样的并购实践，在交易费用理论、组织资本、委托代理理论等一些理论的基础上，针对不同的并购类型，学者们提出了一系列的理论和假说。

1、协同效率理论

该理论认为并购行为旨在通过实现协同效应提高效率，具体分为七个子理论：

(1) 差别效率理论。即管理协同效率。差别效率理论是与组织资本联系在一起的，在两个具有相似性的组织中，可以利用组织资本的差异，进行信息的相互交流，提高组织资本。这里的重要前提是信息的可复制性。

(2) 无效率管理理论。与差别效率理论稍有区别的是无效率管理是指公司的管理是纯粹无效率的，几乎其他外部的管理者都可以比现有管理者做得更好。因此，无效率管理理论可以作为混合并购的理论基础，相应的差别效率理论更适合于解释横向并购。

(3) 经营协同效应。规模经济产生于生产要素的不可分性，经营协同效应假定在行业中存在规模经济，并且在合并前公司经营活动水平达不到规模经济的要求，通过实施并购可以发挥出潜在的规模经济，这种并购既可以是横向并购，也可能是纵向并购和混合并购。

(4) 多元化理论。多元化的理论基础是马可维茨的证券组合理论,若组合中的品种间不是完全的正相关,则有助于降低风险。企业实施多元化经营,各业务在很大程度上是不相关的,因此,降低经营风险是多元化的主要目的。

(5) 财务协同效应。当某公司有充足的现金流,但又缺乏投资机会时,其资本的边际利润率是很低的,提高资本边际利润率的一个有效途径是收购那些现金匮乏但资本边际利润率高的企业。财务协同效应还表现在,公司合并后规模扩大将导致负债能力的提高、融资成本下降。

(6) 战略重组理论。该理论认为,公司的并购活动有时是为了适应环境的变化,实施多元化收购以分散风险,与为了实现规模经济或有效运用剩余资源的并购不同,这种并购的目的在于使得公司面对改变中的环境有更好的抵御风险的能力。

(7) 价值低估理论。当目标公司的市场价值低于其真实价值或潜在价值时,并购行为将会发生。公司的市场价值被低估的原因有以下几种:公司的经营管理者未能充分利用公司的资源;收购公司拥有外部市场所没有的、有关目标公司真实价值的内部信息;由于通货膨胀造成资产账面价值与重置成本的差异,如果市场价值的确定仍是以账面价值为基础,价值低估就会发生。

2、讯息信号理论

因并购行为发出的信息将推动资本市场对公司价值重新做出评估。其一是目标公司在得到并购的信息后,努力致力于管理效率和经营业绩的提高,从而增加公司的市场价值;其二是在目标公司被并行为将产生的情况下,市场本身从并购的信息中得到该公司市场价值被低估的信息,并重新进行评估,特别是股市股价将会因为并购信息而产生波动。

3、市场力量理论

市场占有率的扩大意味着企业竞争优势的增强,因此,企业有通过实施并购扩大市场占有率的强烈愿望。这种理论所指的并购行为与实现经营协同效应和规模经济的并购不同,其目的不在于获得规模经济,而是获得市场控制和竞争优势。

4、税收理论

因税收因素的考虑而实施的并购有很多种。通过并购亏损公司可以实现避税;另外,当一般所得税高于资本利得税时,企业可以通过并购以资本利得税代替一

般所得税，而且政府在税法规定上通常也会鼓励这种并购行为。

2.1.2 跨国公司的对外直接投资理论

1、海默的垄断优势理论

20 世纪 60 年代初，美国学者海默(Stephen H · Hymer)以美国企业的对外直接投资现象为研究对象，采用了不完全竞争的基本假定和产业组织理论，首先提出了垄断优势理论。

该理论认为，美国跨国公司拥有三类垄断优势：一是来自产品市场不完全的优势，如产品判别、商标、销售技术与价格控制等；二是来自生产要素市场不完全的优势，包括专利与融资、管理技能等；三是企业拥有的内部规模经济与外部规模经济。美国企业在国外进行直接投资的决定性因素是美国企业拥有技术与规模等垄断性优势。其垄断优势产生于美国企业控制了技术的使用以及实行水平一体化与垂直一体化规模经营。

2、维农的产品周期理论

20 世纪 60 年代中期，美国哈佛大学教授 R.维农(Raymond Vernon) 采用产品生命周期理论，以美国企业对外直接投资现象为研究对象，提出了跨国公司直接投资的产品周期理论。

该理论认为，美国企业对外投资活动与产品周期有关，企业的对外直接投资在企业产品周期运动中，由于生产条件和竞争条件变动企业会做出以下决策：一是在产品创新阶段，美国企业主要通过出口来满足国外市场的需求；二是在成熟阶段，美国企业考虑并进行对较发达国家直接投资；三是在标准化阶段，美国企业开始对发展中国家进行直接投资。

3、内部化理论

自 20 世纪 70 年代中期，以英国学者巴克莱(P · J · Buckley)为主要代表人物的西方学者以发达国家跨国公司为研究对象，沿用市场不完全的基本假定，建立了跨国公司的一般理论——内部化理论。

该理论解释了跨国公司对外直接投资的动机与决定因素，其中市场不完全性及企业的性质是内部化理论的核心。该理论有助于说明发达国家的对外投资行为，

也可以解释发展中国家的对外直接投资行为。该理论还解释了跨国公司在出口、直接投资与许可证安排这三种方式之间选择的根据。内部化理论研究各国(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与生产的组织形式,认为跨国公司正是企业国际分工的组织形式。

4、邓宁的国际生产折衷理论

20 世纪 70 年代中期,英国教授 J·H·邓宁(John H·Dunning)采用国际经济活动实证分析方法和逻辑综合方法,对跨国公司的兴起与发展、国际生产理论的发展进行逻辑分析,综合了国际贸易和国际直接投资理论,提出了他的国际生产折衷理论。

该理论认为,跨国公司的国际生产由企业优势、内部化优势和区位优势这三组变量决定。这三组变量的不同组合决定了跨国公司在出口贸易、直接投资与许可证安排之间的选择。同时这三组变量的结合决定了各国跨国公司国际生产的类型、行业及地理分布。该理论从各国经济活动的结构、经济环境与政府政策的特点说明了企业优势、内部化优势与区位优势的起源与特点,并把它们与各国跨国公司国际生产的特征与类型联系起来。还将对外直接投资的决定因素与各国经济发展的阶段与结构联系起来,研究了各国国际生产或对外直接投资的动态性质。

5、小岛清模型

20 世纪 70 年代后期,日本著名国际经济学家小岛清以日本企业对外直接投资为研究对象,利用国际分工的比较成本原理,详细分析与比较了日本型对外直接投资与美国型对外直接投资的不同,提出了解释日本对外直接投资的理论模型——小岛清模型。

该理论的核心是,对外直接投资应该从本国已经处于或即将处于比较劣势的产业——边际产业依次进行。他根据对外直接投资的动机分为以下两种类型:1、选择靠近最终消费者或能使企业绕过贸易壁垒的区位;2、获得较低的生产成本和技术技能方面的资源。

2.2 跨国并购风险管理概述

2.2.1 跨国并购风险的内涵

跨国并购风险是指出于并购未来收益的不确定性,造成的未来实际收益与预期收益之间的偏差或变动。企业并购的动机在于实现净现值最大化。从财务角度,并购净现值的计算主要与预期现金流入量、预期现金流出量、折现率三个因素有关。并购风险自始至终都是存在的,只要存在并购行为,就有并购风险产生的可能,并贯穿于企业并购的全过程。而且预测期越长,不确定性因素越多,风险越大。

2.2.2 风险管理概念

风险管理,目前并没有一个权威的定义,由于侧重点不同,各国学者的定义也是各有千秋。美国学者威廉斯和汉斯认为:风险管理是通过对风险的识别、衡量和控制,以最少的成本将风险导致的各种不利后果降到最低限度的科学方法。英国学者班尼斯和鲍卡特对风险管理的定义为:风险管理是对威胁企业生产和收益的风险所进行的识别、测定和经济的控制。总之,风险管理的目标和意义在于:明确风险的主体与因素,确定衡量和评价风险的方法,确定最佳的控制风险方法。风险管理是一种系统分析,通过对现实和未来风险、显在或潜在风险的认识和分析,供决策者参考,而且,风险管理的目标在于控制和减少损失,提高经济效益或社会效益。

2.2.3 企业跨国并购风险管理流程

企业跨国并购风险管理是一个动态的过程,在运作过程中,企业跨国并购风险管理各构成要素之间保持着一定规则的相互关系。企业跨国并购风险管理也有自身的运作流程。

企业跨国并购风险管理的运作流程,是指风险管理的各个环节之间的有序联系。按自身运作特点,分为风险识别、风险测评、风险防范。

第一步,获取并购信息。需要搜集的并购信息,来自企业跨国并购过程的各

个阶段和环节，如企业发展战略、企业并购目标、并购企业自身状况、来自目标企业的各种信息、拟并购方案以及并购市场的状况等，这是企业跨国并购风险管理的基础性工作。

第二步，识别并购风险。根据第一步所搜集到的并购信息，运用特定的并购风险识别技术，开展并购风险识别活动，搜寻并购风险因子，判断潜在并购风险的性质及其影响，实现风险识别目标。同时，根据所获取的并购信息制定并购风险管理目标。风险识别法一般有：分段识别法、风险树识别法、幕景分析法以及情景预测法等。

第三步，评价并购风险。对所识别出的企业并购风险，按照风险测评规范，综合运用并购风险评价技术，判断并购风险的危害程度。若测评出的风险危害程度大大高于预期跨国并购风险管理目标，又难以有明显的改变，则放弃风险管理进程，终止该项并购。

第四步，防范并购风险。若风险测评结果在可以接受的范围之内，即可运用风险防范措施，实施风险防范计划，并将风险防范结果与预期风险管理目标进行比较。

第3章 中国企业跨国并购市场状况分析

根据目前中国企业跨国并购市场的状况和交易活动的特点,以及统计数据的真实性、可靠性、及时性、代表性、获得难易程度等因素综合考虑,本章选取沪、深两市上市的在 2002 至 2008 年间参与跨国并购的近 80 家中国企业作为统计样本,中国企业对香港地区的企业的部分并购也作为样本进行分析(见附录 1),运用统计方法反映中国企业跨国并购市场的整体状况和发展变化态势,进而发现中国企业跨国并购活动的深层次问题,为分析中国企业跨国并购活动中存在的风险提供一定的事实依据和数据支持。

3.1 中国企业跨国并购状况分析

3.1.1 中国企业跨国并购的历史和现状

中国企业跨国并购活动开始于 20 世纪 80 年代,如果以并购活动的活跃程度为标准,中国企业跨国并购的历程可以被划分为两个阶段:早期阶段和活跃阶段。

1、早期阶段(20 世纪 80 年代至 1996 年)

这个阶段,中国企业跨国并购活动主要集中在少数有实力的国有企业,这些企业出于自身发展及国家战略决策的需要在早期的跨国并购活动中扮演着主角。1984 年,中国国际信托投资公司开始在美国购买森林以供应国内木材市场。首都钢铁公司于 1985 年投入 340 万美元在美国购买了麦斯塔工程设计公司 70% 的权益。1996 年 6 月,中国华能控股公司以 2.14 亿美元的价格并购了印度尼西亚的波兰德公司 5% 的股份。

这一时期我国企业跨国并购数量少、规模小,并购目标主要集中在美国、加拿大、印度,所涉及的行业主要为航空、矿产资源等带有垄断色彩的行业,而且进行跨国并购的企业主要是实力雄厚的国有大型企业。

2、跨国并购活跃期(1997 年至今)

20 世纪 90 年代中期以来,我国企业跨国并购迅速增长,其基本情况如图 3.1

所示:

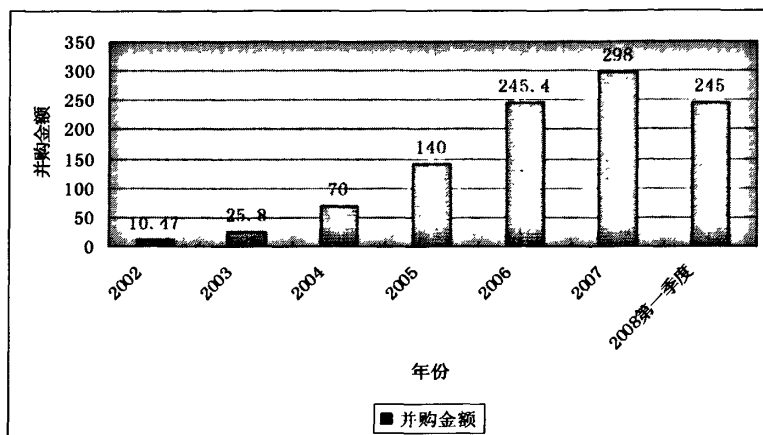


图 3.1 中国企业跨国并购额增长情况

这一时期,我国企业的跨国并购行业主要集中于石油、电信等国家资源与基础设施。出现了一系列有重大影响的跨国并购事件。如 2004 年 12 月,联想收购 IBM PC 业务,耗资 12.5 亿美元。2005 年 10 月,中石油的全资子公司中油国际,以 41.8 亿美元的价格收购了哈萨克斯坦石油公司 100%的股权。2008 年 1 月,中铝以 140.5 亿美元收购了力拓集团 9%的股份,完成了我国企业跨国并购历史上交易金额最大的并购案。

与前一阶段相比,这一阶段中国企业的跨国并购有了显著的变化:第一,跨国并购的规模逐步扩大,速度迅速加快。第二,并购的目标地区在扩大,从美国、加拿大、印度拓展到欧洲等地区。第三,并购主体呈现多元化发展趋势。参与跨国并购的中国企业已不再局限于少数国有大型企业,民营企业也成为跨国并购的新生力量。^[3] 2001 年,民营企业万向集团并购美国公司 UAI 公司,开创了民营企业跨国并购的先河,另外,还有华立公司、德隆公司、奥康集团等一系列民营企业参与跨国并购。

结合近年来中国企业跨国购并的典型案列,不难发现其动因主要表现在以下几个方面:寻求自然资源、获取先进技术和国际品牌、避免贸易摩擦和非关税为壁垒、产能过剩,开拓世界市场。

但是中国企业跨国购并处理不当也会产生相应的负效应,如无序购并竞争会使企业和国家利益遭受损失、盲目购并导致企业跨国购并后整合难度大,失败率

较高等等，因而我国企业不应追随潮流，急于求成，应踏踏实实做好“走出去”之前的必修课。企业通过国内市场购并的竞争，逐步完善公司治理机制，培育自身的核心竞争力、扩大规模、壮大实力、积累购并及整合的经验，这些都是进行跨国购并的必备条件。

3.1.2 并购产业与行业分布

中国企业跨国并购的产业和行业分布是指中国企业跨国并购时被并购的外国目标公司所在的产业和行业，也就是我国企业跨国并购资金的产业和行业流向分布。

1、中国企业跨国并购的产业分布情况

我国企业跨国并购的产业分布情况如图 3.2 所示。由图可以看出，我国企业跨国并购主要集中在第二和第三产业。20 世纪 90 年代以后，我国企业几乎没有出现第一产业的跨国并购案例，只在 20 世纪 80 年代，中国国际信托投资公司在美国购买森林，1990 年江苏农垦的新洋农场购买赞比亚的中赞友谊农场。

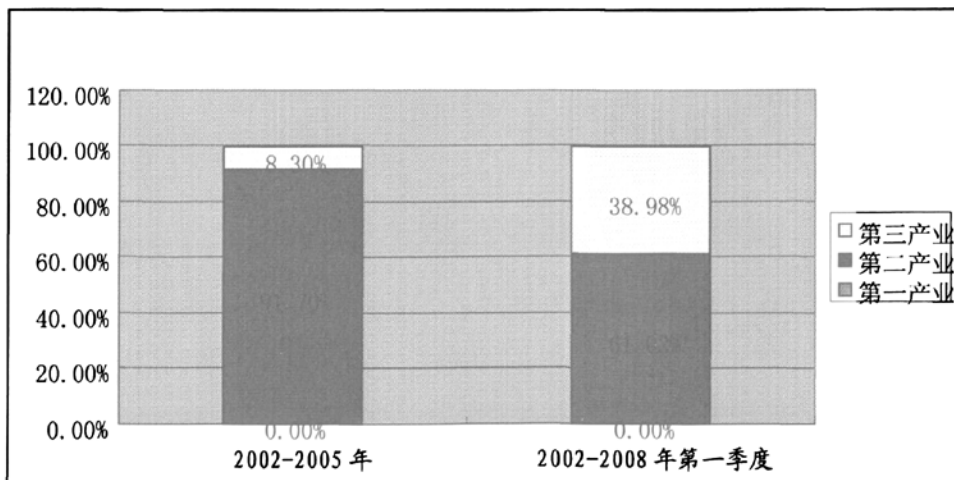


图 3.2 中国企业跨国并购产业结构比较图（按金额）

第二产业是我国企业跨国并购所涉及的最大行业。采掘业是跨国并购在第二产业所涉及的重要领域，最初，并购主要集中在石油、气田的开采上，并且并购涉及金额较大，如 2002 年 1 月，中国海洋石油有限公司以 5.85 亿美元并购西班牙瑞普索公司在印尼的五大油田的部分权益；2003 年 3 月，中国石化以 6.15 亿美元并

购哈萨克斯坦北里海项目 1/12 权益等。后来,对铁矿、铜业等金属的开采并购比重也逐步上升。如 2007 年 8 月,中铝以 8.6 亿美元并购加拿大秘鲁铜业公司;2008 年 2 月,首钢集团以 13.79 亿美元并购澳大利亚吉布森山矿公司等。此外,我国第二产业中的制造业内容十分丰富,包括食品制造、家用电器制造、专用设备制造、汽车制造、电子计算机制造等,发生在制造业的跨国并购事件相对较多,但每起并购事件所涉及的交易金额较小,一般都不超过一亿美元,占中国制造业近半壁江山的劳动密集型制造业,如服装业、纺织品和鞋帽玩具等行业跨国并购案例很少,在 2008 年 1 月,雅戈尔以 1.2 亿美元并购了美国 Kellwood Company 持有的 XinMa100%股权和 Kellwood Asia Limited 持有的 Smart100%股权,成为迄今最大的一笔中国服装企业跨国并购案。

2006 年以前,我国第三产业中发生的跨国并购事件相对较少,只占 8.3%,所涉及的行业有电信、软件开发与咨询、广告业等,而世界企业跨国并购比较集中的行业如金融、交通运输、房地产等却未出现明显的并购现象。2006 年后,我国金融业出现明显的强劲并购势头,件数多且相当部分并购金额较大。如 2007 年 7 月,国开行以 30 亿美元收购英国巴克莱银行 3%股权;2007 年 10 月,工商银行以 54.6 亿美元收购了南非标准银行 20%股权;2007 年 12 月,中投公司以 50 亿美元收购美国摩根士丹利 9.9%股权等。正是由于 2006 年以后金融行业的强劲并购,才使得我国企业跨国并购中的第三产业比例上升至 38.98%。虽然我国企业跨国并购中第三产业的份量有了明显的增长,但相对于全球跨国并购的产业分布结构,我国的第三产业跨国并购发展还相对滞后(如图 3.3 所示)。

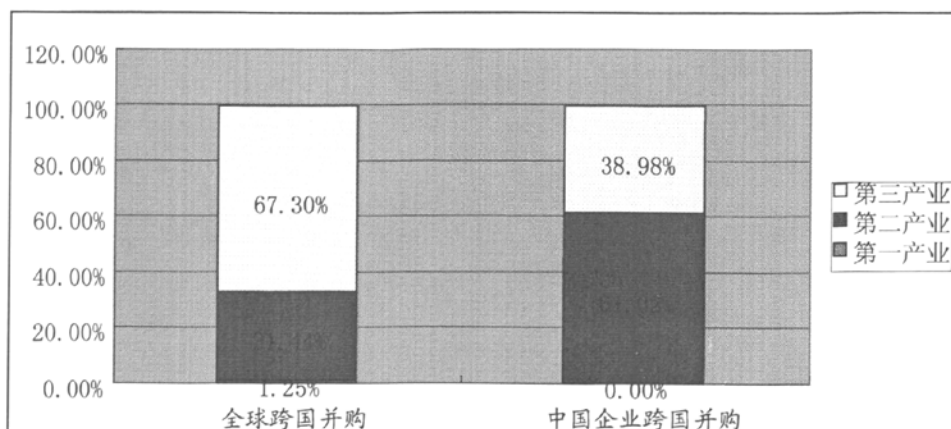


图 3.3 中国企业跨国并购与全球跨国并购产业结构对比图(按金额)

2、中国企业跨国并购的行业分布

根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》，我们将统计到的跨国并购案例进行了行业分类，并根据跨国并购事件发生的金额进行了简单的统计分析，具体结果如图 3.4 所示：

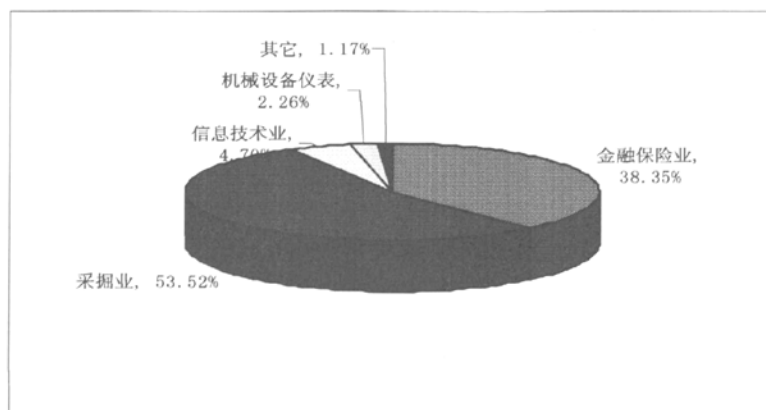


图 3.4 2002-2008 年第一季度中国企业跨国并购行业分布(按金额)

如图所示，采掘业是我国企业跨国并购最大的行业，达到 53.52%，而采掘业主要集中于石油、天然气以及金属非金属等矿产资源的开采，分别达到 21.57%、29.22%和 2.73%。2006 年前，金融保险业跨国并购所占比例微乎其微，2006 年以后，尽管与采掘业的并购数量相比相对较少，但几乎都是大金额的跨国并购案，因此所占比例也随之大幅上升，达到 38.35%，成为我国企业跨国并购所涉及的第二大行业。在联想并购 IBM PC 业务、京东方并购 HYDIS 的 TFT—LCD 业务等著名并购事件的影响下，信息技术业也成为我国企业跨国并购所涉及的重要行业，但相对于采掘业、金融保险业的并购金额来讲，并购数量虽较多，但总的并购金额和前两者相比还是有一定差距，只占到 4.7%。机械设备仪表等制造业和信息技术业并购类似，数量多但金额相对较少。此外，我国企业跨国并购还涉及纺织、服装、皮毛，医药、生物制品以及传播与文化产业等，它们不论从并购数量还是从并购金额上看所占比例都非常小，从图中可以看出其金额所占比重之和还不足 2%。

3.1.3 并购区位分析

区位分布主要是指企业参与跨国并购时并购的外国目标公司的地区分布，或

者称之为区域分布，也就是我国企业跨国并购资金的区位流向分布。

从对 2002 年以来我国企业重大跨国并购事件的统计数据来看，中国企业跨国并购的区位分布概况如图 3.5 所示：

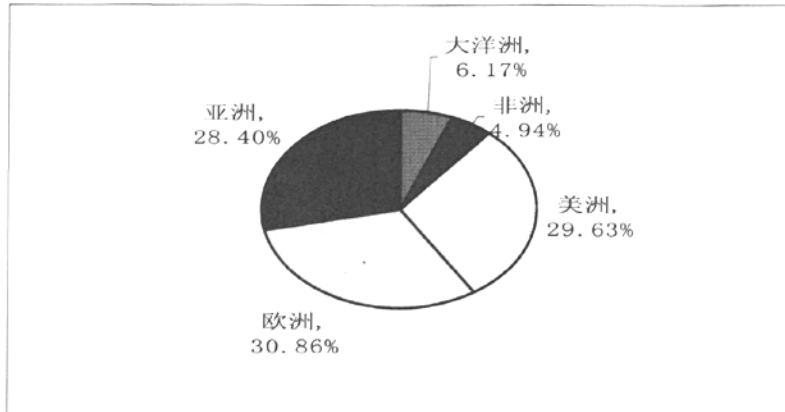


图 3.5 中国企业跨国并购区位分布图（按笔数）

从图 3.5 可以看出，我国企业跨国并购主要集中在欧洲、美洲及亚洲。在欧洲，中国企业所并购的欧洲企业多为在东道国或整个欧洲比较有影响的企业，大部分在欧洲的并购活动都引起了较大范围的关注。中国企业在欧洲的并购活动按笔数计算大约占总数 31% 的比例，可每次的并购金额却相对较小，每笔交易额几乎都在一亿美元以下，直到近几年才出现了几件金额较大的并购案，如 2007 年 6 月，国开行以 30 亿美元持股英国巴克莱银行 3% 的股份，中铝以 140 亿美元收购力拓 9% 的股份。在欧洲，中国企业并购的目标多是制造业，并购活动多集中在机械制造业，并购目的以获取先进技术为主。中国企业收购的欧洲企业有许多是非常著名的企业，而且往往掌握着比较先进的技术，比如 TCL 国际控股有限公司收购德国施耐德电器公司；新中基收购法国番茄巨头 SCATV 公司；德隆收购德国仙童多尼尔飞机公司等。

在美洲的并购主要发生在北美洲，并且以发生在美国和加拿大的并购事件居多。在自然资源丰富的加拿大，我国企业也是以资源型并购为主，关注的是石油资源，例如中海油并购加拿大 MEG 能源公司。在美国，比较受我国企业青睐的则是制造业和信息技术产业，比如万向集团收购美国 UAI，德隆并购美国缪勒公司，还有引起全世界关注的联想集团收购 IBM PC 业务等。2006 年后，我国企业纷纷把目光投向金融保险业，出现了几笔资金数额较大的并购，如 2006 年 12 月，中

投公司以 30 亿美元收购美国黑石集团近 10%的股权；2007 年 11 月，中投公司又以 50 亿美元收购美国摩根士丹利 9.9%的股权等等。

根据本文的统计，不论是从并购交易笔数还是从交易金额来看，亚洲同样是我国企业跨国并购事件发生较集中的地区。将跨国并购目标锁定在亚洲区的企业主要是出于两个目的，并且带有十分强烈的地区和产业特色：首先是以获取自然资源为目的的并购，主要发生在中亚和南亚，例如中海油、中石化收购里海项目油田股权，中石油收购赫斯印尼控股公司 50%权益等。其次是以获取先进技术为目的的并购，主要集中在新加坡、韩国、日本等技术发达国家，例如京东方收购韩国现代显示技术株式会社的 TFT—LCD 业务、上汽集团收购韩国双龙汽车等等。而且从收集到的有影响的案例中，没有看到跨国并购的产业梯度特点，我国企业在亚洲地区的并购活动没有把边际产业的转移作为目的，我们关注的主要是目标国家的先进技术和市场。

3.1.4 并购方式分析

中国企业跨国并购的具体方式有以下几种：

1、直接收购取得目标企业的控制权

如 2002 年 9 月，中国网通与亚洲环球电讯签署全面收购协议，通过此次收购，中国网通取得了亚洲环球电讯的绝对控股权；2008 年 1 月，雅戈尔以 1.2 亿美元全面收购 Kellwood Company 持有的 XinMa100%股权和 Kellwood Asia Limited 持有的 Smart100%股权。

2、并购国外企业在别国的分公司

如 2002 年 1 月，中国海洋石油有限公司出资 5.85 亿美元收购了西班牙瑞普索公司在印尼的五大油田的部分权益；2005 年 4 月，中石化以 41.8 亿美元收购了美国第一国际石油公司在哈萨克斯坦的 6 家公司的所属石油开发区。

3、与国外企业联合进行并购

如 2002 年 8 月，上海电气集团与英资公司晨星集团联手对日本秋山印刷机械公司进行收购，成立名为秋山国际的新公司；2008 年 1 月，中铝联合美铝以 140.5 亿美元收购了力拓集团 9%的股份。

4、在海外组建合资公司执行并购任务

比如，TCL 与香港长城数码公司携手，共同出资 1000 万港元，成立合资公司，开拓国际市场。这家注册在香港的公司统一承担了 TCL 集团的海外投资、拓展和管理功能。2002 年 9 月，TCL 通过该公司出资 820 万欧元收购了德国施耐德公司。

5、通过我国企业在海外的全资子公司进行并购

比如，万向美国公司是 1994 年经中国外贸部批准成立的万向集团在海外的全资子公司，是集团跨国经营业务的代表。如今，万向美国公司已成功地以“股权换市场、参股换市场、设备换市场、让利换市场”等多种形式收购了美国舍勒公司、QAI 公司、UAI 公司和英国 AS 公司等国外公司。

6、收购跨国公司在华资产

比如，2002 年 12 月，中国林凤集团与美国安然集团旗下的安然国际成都电力公司在成都举行了股权转让签约仪式，中国林凤集团收购了安然国际成都电力公司持有的四川嘉陵电力有限公司 51% 的股权；2004 年 12 月，广东德豪润达股份有限公司收购了北美电器有限公司在珠海公司的 70% 的股权。

7、中方在中外合资企业中增资扩股

其中的合资企业可能在我国国内，也可能在国外。如 2002 年，日立撤出中国的低价位电视市场，同意从生产和销售这类电视的福州合资企业撤资，将其拥有的 48% 的股份出售给中国当地的合资伙伴。

总之，我国企业跨国并购的具体方式很多。企业在进行跨国并购方式选择时，要充分考虑企业自身投资能力和风险承受能力，结合并购区位和并购项目的特点及各种并购方式本身的利弊加以确定。

3.2 中国企业跨国并购趋势分析与预测

3.2.1 全球跨国并购分析与预测

近些年来跨国并购的迅速发展对世界经济的发展及人类生活方式的改变产生了极大的促进作用。那么，今后跨国公司并购的发展趋势将是如何呢？笔者认为，在跨国公司所进行的战略调整的作用下，跨国公司并购将会出现以下一些特征：

1、 跨国并购规模将会平缓地不断增大

2000 年下半年以来,随着股票市场的动荡不安,新经济浪潮在美国的降温迅速蔓延到世界范围内,市场调整了对企业价值的评估,跨国公司重新审视投资和经营理念,其并购有明显趋缓的迹象。经历数年之久的跨国公司并购浪潮终于在 2000 年达到顶点之后,开始逐步进入相对平缓的调整增长期。

跨国并购规模的增大,不仅表现在跨国并购年并购额和数量的增长,而且也表现在巨额交易(金额高达 10 亿美元以上的交易)数量的增长。

跨国并购活动的增长支撑了目前全球外国直接投资的上升。2006 年,跨国并购交易不仅在金额上(提高 23%,达到 8800 亿美元)而且在数量上(提高 14%,达到 6974 笔)均显著增长,接近 2000 年达到的上一个并购高峰。2006 年创下多达 172 笔巨额交易的记录(见表 3.1),它们约占跨国并购交易总额的三分之二。不断提高的公司盈利和有利的融资条件将继续推动这一增长。

表 3.1 全球巨额跨国并购情况一览表(1987-2006 年)

年份	交易数量	百分比	金额(十亿美元)	总百分比
1987	14	1.6	30	40.3
1988	22	1.5	49.6	42.9
1989	26	1.2	59.5	42.4
1990	33	1.3	60.9	40.4
1991	7	0.2	20.4	25.2
1992	10	0.4	21.3	26.8
1993	14	0.5	23.5	28.3
1994	24	0.7	50.9	40.1
1995	36	0.8	80.4	43.1
1996	43	0.9	94	41.4
1997	64	1.3	129.2	42.4
1998	86	1.5	329.7	62
1999	114	1.6	522	68.1
2000	175	2.2	866.2	75.7
2001	113	1.9	378.1	63.7
2002	81	1.8	213.9	57.8
2003	56	1.2	141.1	47.5
2004	75	1.5	187.6	49.3
2005	141	2.3	454.2	63.4
2006	172	2.5	583.6	66.3

数据来源: UNCTAD, cross-border M&A database.

2、跨国并购高度集中在发达国家，但发展中国家增长迅速

2006 年发达国家的外国直接投资流入量增长 45%，达到 8,570 亿美元，增幅远高于前两年，而发展中国家和转型经济体的外资流入量达到了它们的历史最高水平——分别为 3,790 亿美元（较 2005 年同比增长 21%）和 690 亿美元（较 2005 年同比增幅为 68%）。美国重新成为最大的东道国，英国和法国紧随其后。在发展中经济体中，中国、中国香港和新加坡吸引了数量最多的外资，俄罗斯联邦则在转型经济体中居首位。

发达国家的跨国公司仍是外国直接投资最主要的来源，它们占了全球外资流出量的 84%。2006 年，北美洲跨国并购金额几乎增长了一倍，这主要是因为加拿大进行了包括自然资源在内的一些大额并购，在这一时期，加拿大的跨国并购交易增长了 2.5 倍。美国依然是跨国并购对外投资最大的东道国，欧洲也依然保持着强大的跨国并购的出售额和购买额，世界外资流出量的几乎一半来源于欧洲联盟（欧盟）国家，特别是英国、法国和西班牙。

2006 年，来自发展中经济体和转型经济体的跨国公司继续进行国外拓展，发展中经济体中中国香港居首位，而转型经济体中俄罗斯联邦领先。两类经济体的外国直接投资流出总量达到 1,930 亿美元，占世界外资总流出量的 16%。跨国并购对外投资在发展中国家占 FDI 流入量的比重已由 20 世纪 80 年代末的 10% 提高到 33%。

3、跨国并购行业发展趋势

(1) 传统产业的并购活动将日益活跃。随着纳斯达克指数的暴跌，传统产业重新受到重视，跨国公司在传统产业中的并购有日益活跃的趋势。在石油工业领域，英国石油公司兼并阿莫科石油公司、法国道达尔—菲纳石油公司合并埃尔夫—阿奎坦石油公司、日本石油公司合并三菱石油公司；在汽车工业领域，戴姆勒—克莱斯勒收购日本三菱、法国雷诺公司并购三星汽车、大众购买劳斯莱斯；在钢铁工业领域，法国尤西诺（Usinor）、卢森堡亚贝德（Arbed）及西班牙阿塞拉里亚（Aceralca）宣布合并，上海宝钢与韩国浦项制铁结盟。此外，在农业和森林产业领域里，跨国公司的并购活动也在增加。跨国公司在传统产业中并购活动的增长与高新技术的广泛应用密不可分。高新技术的应用有助于传统产业的技术改造及传统产业的结构调整，亦有助于传统产业的产业升级。总而言之，在新经济环

境下，高新技术的应用为传统产业注入了新的动力。

(2) 第三产业并购的比重将呈上升趋势。当今世界产业结构调整中，第三产业的规模迅速扩张，成为新的经济增长点，尤其以计算机、半导体、新材料信息产业为主，这些产业获利高，成长性强，在产业发展方面具有广泛的带动性，能带动相关产业的发展。目前发达国家的第三产业在国民生产总值中所占的比重一般都在 2/3，美国高达 70%，信息服务业已成为一些发达国家的主导产业。近些年跨国公司并购主要围绕第三产业展开，它以信息产业为先导，以金融业并购为核心，涉及领域包括：信息、金融、保险、电信、交通运输、商业零售、生物工程以及文化传媒等一些极具增长潜力的部门。值得一提的是，金融业在跨国公司并购中占据重要地位。一方面，全球性经济活动迫切需要高效、完善的金融体系来支撑；另一方面，大规模的跨国并购活动本身也需要强有力的金融支持。金融业在跨国公司并购中占据着越来越重要的地位的同时，它在未来的跨国公司并购活动中也将会扮演更重要的角色。

(3) 国家间跨国公司战略联盟迅速发展

技术进步和技术扩散速度的加快，使大公司不再在所有技术领域保持尖端优势，大型跨国公司为了共担研究开发新产品的成本和风险，以适应日新月异的新技术要求，采取战略联盟方式作为彼此之间竞争与合作的“双赢”方式，尤其在高新技术行业的信息技术和生物技术业。如美国的 IBM 公司与日本的东芝公司、德国的西门子公司共同开发电脑芯片，IBM 与微软联合开发软件。

3.2.2 中国企业跨国并购分析与展望

1、并购规模越来越大

近些年来，中国企业跨国并购规模逐年扩大，这一趋势还将继续持续。主要原因有：一是当前的世界经济、政治形势强劲推进中国企业进行跨国并购。2000 年，中国首次取代日本成为对美贸易第一大顺差国，从此美国由打压日本转向了打压中国，威胁要对中国进行贸易制裁并要求人民币升值。人民币持续升值对企业产品的出口会造成一定的影响。今后几年，随着中国经济的持续增长，人民币升值的压力将长期存在，而通过收购外国企业可以减轻汇率压力，中国的对外直

接投资也必将随之进入高速发展时期；二是中国能源短缺和技术落后，迫使中国企业进行跨国并购，这在后面将详细论述；三是中国政府的支持。随着中国企业的成长，许多大公司通过发行股票和自身产生的现金流积累了大量现金储备，他们急于为这些资金找到出路，同时，中国政府也希望通过进一步实施“走出去”战略，大力推动一批“国家领军型”企业的产生，让中国企业从低成本制造商转化为高附加值产品和服务的提供者，使之成为具有国际竞争力的跨国公司，而跨国并购无疑是实现这一目标的最有效手段之一。

2、并购仍以有实力的国有企业为主体，民营企业将会逐渐参与跨国并购

在政府的支持下，大型国企的实力雄厚，资金充足，他们仍旧会成为中国企业跨国并购的主力军。与国企相比，民营企业主更具有企业家精神，随着我国的民营企业逐渐发展壮大，它们将更多采取主动收购的方式。近年来，民营企业的跨国并购开始活跃，并产生了一些有较大影响的并购案(见表 3.2)，如万向集团收购 UAI 公司；华立集团收购飞利浦半导体公司的 CDMA 手机分部；2007 年 5 月，河南驻马店人庞玉良花 10 亿元人民币买下德国帕希姆国际机场；2007 年 11 月奥康集团收购意大利 VAL-LEVERDE；无锡药明康德收购美国的 AppTec Laboratory Services Inc 等。

表 3.2 2001-2008 年部分中国民企跨国并购一览表

时间	收购方	被收购方	并购金额
2001 年	京东方	韩国公司 Hyrix 旗下的 STN-LCD 与 OLED 业务	7372 万美元
2003 年	京东方	韩国大宇 Hyds 旗下的 TFT-LCD 业务	38000 万美元
2003 年	TCL	汤姆逊的彩电业务	67%股份
2004 年	格林柯尔	盖茨国际在法国莱维斯的汽车器件厂	100%股份
2004 年	盛大网络	韩国 Actoz 公司	9170 万美元
2004 年	联想	IBM 的 PC 业务	17.5 亿美元
2004 年	TOM	印度 Indagames	80.6%股份
2004 年	冠捷科技	飞利浦的全部显示器与低端平板的电视外包业务	3.58 亿美元
2004 年	飞雕电器	意大利 ELIOS 公司的 90%的股权	800 万美元

3、中国企业跨国并购行业趋势分析

(1) 石油化学、采掘业、金融保险业仍是我国企业跨国并购的主题

首先,近些年石油化学、采掘业、金融保险业跨国并购保持强劲势头。由图 3.6 可以看出,近些年,我国在石油化学、采掘业一直保持较高比例的跨国并购额,2005 年,对石油化学业的跨国并购达到高峰;对金属非金属行业以及金融保险业的并购在 2005 年几乎是空白,但之后逐渐增长,尤其对金融保险业的并购,并购数额巨大,在 2007 年达到高峰,占该年度中国企业跨国并购总额的 90%左右。

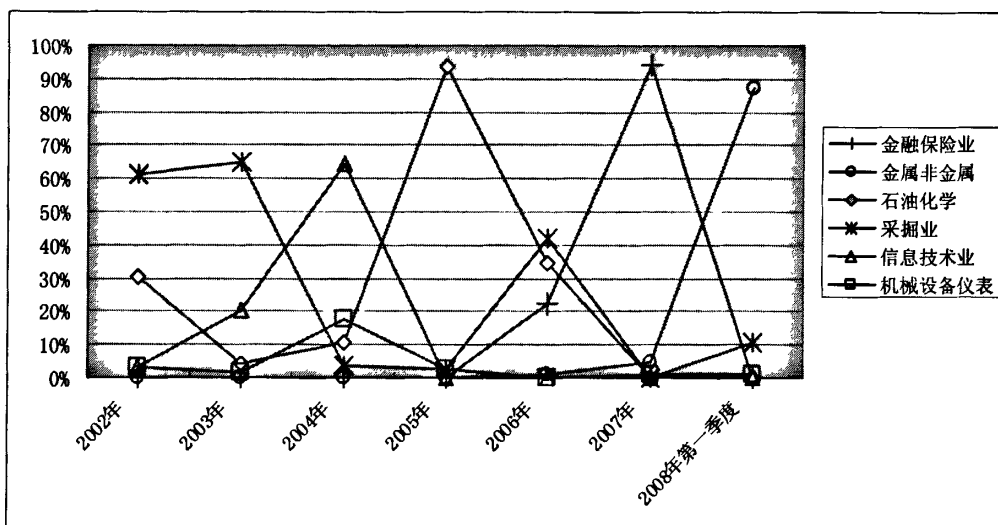


图 3.6 中国企业跨国并购行业分布趋势图

其次,我国能源短缺,有跨国并购的需求。由于我国经济飞速发展,工业化的进程加快,所需的石油、天然气、矿石、化工原料越来越大,中国经济发展带来的能源缺口(主要指石油)将长期存在并不断扩大(见表 3.3)。^[4]据预测:未来 20 年内,中国工业化进程所需的石油、天然气将至少出现上亿吨的供给缺口,对资源的渴求驱动着大型国有企业在全球范围内参与并购;而我国企业大规模的跨国并购活动本身需要强有力的金融支持,这将促进我国金融保险业的跨国并购。

表 3.3 国内机构对中国石油需求量预测 (单位: 亿吨)

机构	预测需求量	
	2010	2020
地矿部石油地质所	2. 53	3. 39
中石化总公司	2. 8-3. 0	
厦门大学系统科学系	2. 43-2. 46	3. 1
地矿部信息院	2. 4	3. 26
石油勘探开发研究院	2. 4	3. 26
石油信息所	2. 39-2. 47	
能源研究所	2. 95	3. 7-4. 2
中石油、新星	2. 823	3. 407

资料来源: 中国石油企业管理协会内部报告《关于在我国建立现代石油市场的研究》

(2) 制造业跨国并购将以技术导向为主

这主要是由于: 一是对于广大发展中国家市场来说, 我国有大量适用的成熟技术, 具有明显的比较优势, 非常适合那些市场容量较少、转让成本较低、技术要求层次低、就业压力较大的发展中国家和地区; 二是我国企业在技术水平上与发达国家的跨国公司存在较大差距, 通过跨国并购国外企业, 特别是发达国家拥有的先进技术的企业, 不失为获取核心技术的一条捷径。

(3) 金融业主导跨国并购

在 2007 年, 金融业成为支撑中国企业跨国并购的脊梁, 十大并购事件中有 5 宗为中国金融企业跨国并购。2006 年底, 工商银行香港内陆两地同时上市融资额高达 219 亿美元, 开创全球 IPO 记录。国内银行的突出表现一直吸引着全球的眼光, 2007 年的榜单上, 国内金融企业跨国并购创下的几“最”助其成为榜单上最大的赢家。中国工商银行以高达 409.5 亿元人民币收购南非标准银行 20% 的股权, 成为该行第一大股东, 摘取 2007 年榜上最高交易额之冠; 中国平安保险以 195.5 亿元人民币收购欧洲富通集团股权, 成就了我国境内保险业对外投资的最大单; 中信证券以 75 亿元人民币从贝尔斯登手中获得 40 年期可转换优先证券, 相当于贝尔斯登公司总股本的 6%, 成为中国内地第一家实现对国外企业进行并购的券商。

金融领域之所以并购表现突出, 是因为我国经济改革的发展需要一个高效的

金融体系来配置社会的资金资源。面对外国金融企业的冲击，我国金融业必须依靠并购重组，在短期内塑造出能与之抗衡的强大金融业组织机构体系。因此，以金融业为主导的并购在以后还将持续。

4、并购融资模式从单一支付向境外融资方向发展。^[5]前些年，我国企业由于并购规模小、资本市场尚不完善等原因，企业并购的交易主要以现金支付方式为主，而国外通行的并购支付大多采取现金加股权方式，以降低对企业的资金占用。近年来，我国企业通过国际证券市场进行了间接并购，部分并购案的融资技巧达到了较高水准。例如，联想在收购 IBM PC 业务中，引入了美国三家私人投资公司的战略投资。虽然实际交易额高达 17.5 亿美元，但现金支付的部分仅为三分之一，其余都是通过股票和债务收购。

第4章 中国企业跨国并购风险识别与评价

跨国并购风险识别是指在风险事故发生之前,企业运用各种方法系统、连续地认识在并购中面临的各种风险以及风险事故发生的潜在原因。常见的风险识别方法有:风险清单法、流程图法、风险因素分析法、事故树分析法、损失统计记录法和现场调查法。本章采用风险清单法来识别中国企业跨国并购风险。

中国企业跨国并购按照并购的实施过程将并购划分为并购准备与设计、并购交易及并购整合三个阶段。这三个阶段是按照并购的时序关系划分的,上一阶段是下一阶段的基础,反映了并购的整个工作流程。以下将基于并购时序关系对中国企业跨国并购进行分阶段风险识别。

4.1 我国企业跨国并购风险的识别

4.1.1 并购前主要风险分析

1、区位、产业及行业选择风险

发达国家和亚洲新兴工业化国家与地区都把跨国并购作为提升国内产业结构的重要途径。中国目前正处于产业结构的转型期,在发展跨国并购时,应借鉴这一做法。当前中国在国际分工阶梯中总体上处于中游地位,这个特定位置决定了两类不同性质的跨国并购将同时存在,一类是优势型的跨国并购,即以发挥相对优势、转移失去成本优势的产业和促进国内产业调整为目的,对更低阶梯国家进行的并购;另一类是学习型海外并购,即以汲取国外先进产业技术和管理经验,带动国内产业升级和创造新的比较优势为目的,向更高阶梯国家进行的投资。

(1) 我国企业跨国并购区位布局中存在的问题

论文第3章对我国企业跨国并购的区位分布做了仔细的分析(详见图3.5),从中可以看出,我国企业跨国并购的目标国主要集中在欧洲、美洲以及亚洲。这种区位格局的形成不符合国际直接投资理论的最优化原则的要求,不能满足我国进行对外并购的实际需要。根据跨国公司理论,一国公司进行跨国经营必须具备

所有权优势、内部化优势和区位优势。我国这些优势表现在劳动力低成本优势、适用技术和中等技术的优势、某些进入成熟期的产品具有低成本高质量的优势，而这些优势发挥在发展中国家和地区比较容易。从技术和国际资本流动的“梯度转移”理论来看，我国的产品、技术和资本应当更多地进入比我国经济技术水平更落后的发展中国家和地区。

(2) 我国企业跨国并购产业及行业分布存在的问题

通过第3章对我国企业跨国并购的产业及行业分布情况的分析（详见图3.2、3.3、3.4）表明：我国的跨国并购主要集中在第二产业，第三产业的比重从2005年起逐渐加大，但与全球跨国并购份额相比还有一定差距，而第一产业的并购基本为零，以致于我国农业技术和劳动力的优势没得到发挥，三大产业比例不协调，难以适应世界产业结构的调整。

在第二产业中，还存在着内部行业比例不合理现象。我国最具有国际竞争力的行业应当是服装和纺织业及具有技术优势的制造业，如电器及通信设备、医药、电气机械及器材、仪器仪表、交通运输设备和化学原料及制品等行业，这些行业都属于技术密集型产业。另外收音机、计算机、通讯设备、办公设备等也是具有比较优势的产业。但近些年的跨国并购中，这些产业的并购数量不大，纺织、服装业的跨国并购除雅戈尔在08年的并购外几乎没发生，这表明我国具有明显优势的产业并没有通过并购发挥出竞争优势。

总体看来，我国企业的跨国并购目前在产业和行业分布上存在自发性和盲目性，没有遵循产业比较优势的原则，导致的最直接后果就是我国企业跨国并购的效益不高。因此，

我国企业跨国并购的产业和行业分布需要优化。

2、政治法律风险

政治风险与东道国的政府政策变化等行为有关。如中海油集团对尤尼科公司的收购案、五矿集团对诺兰达公司的收购案，从经济上来讲，美国和加拿大的公司都不吃亏，但是东道国从政治上考虑还是要进行审查，结果导致了项目中止或无法顺利进行，还有海尔并购美泰公司等，也因美国政府干预而失败。

在法律方面，为防止垄断，保证国家经济安全，各国法律对外资并购均有管制性规定（见表4.1）。^[7]2008年3月，澳大利亚叫停首钢对澳大利亚吉布森山铁矿

公司的收购，主要原因是首钢对澳大利亚的法律研究不够。一方面首钢通过直属公司控制这个公司一部分股权，另一方面建立关联公司收购其股权，这样复杂的股权体系不符合澳洲《公司法》的约定。

国内的政策法律风险也不能忽视，主要存在以下问题：我国还没有实施具体的跨国并购条例或法规，企业跨国并购难免受到人为操纵的影响，甚至产生不公平竞争；对跨国并购的中国企业的外汇和财务管理、人力资源管理等一些政策规定不完善；我国对本国企业跨国并购的审批政策还有待完善，仍存在审批制度僵化，缺乏有效监管等问题；没有制定和实施对外投资保证制度，而别的国家为了保护本国海外投资者的利益，都纷纷加强立法，制定海外投资保证制度，成立专门的政治风险承保机构，以防范海外投资者可能遇到的政治风险。

表 4.1 部分国家法律对跨国并购的管制性规定

国家	管制性规定内容
美国	1、美国的并购法规体系主要由两部分法规组成：一是国会规制并购行为的法律；二是政府规制并购的行为准则。 2、美国上世纪 30 年代就制定了《反托拉斯法》，还设立了外国投资委员会，对重要行业的跨国并购进行评估和审查。
韩国	韩国已经出台帮助国内企业抵御外资恶意收购的新规则。这项在 2005 年 3 月份生效的新规则规定，持有公司股份超过 5% 的投资者，在公开控制公司经营权的意向后，5 日内不得行使投票权且不得继续购入股票。韩国公司成为收购目标后，可以增发股票或发行债券以对抗恶意收购。
德国	德国《公司法》：跨国收购中，当收购德国公司 25% 或 50% 以上股份或表决权时，必须通知联邦卡特尔局；当收购产生并加强市场控制地位时，这种收购将被禁止。
加拿大	目前，任何超过 2 亿美元的并购协议都必须经过加拿大政府批准方可生效。

3、并购目标决策风险

我国企业在实施跨国并购前缺乏科学的并购目标决策方案。因而，企业往往不能实现并购的协同效应或战略效应的初衷。

(1) 把低成本收购作为迅速扩大国际化规模的目标风险

从过去几年的并购案例来看，我国极少出现类似美国在线与时代华纳、英国

沃达丰与德国曼内斯曼、惠普与康柏的强强联合式的并购案例，而“人弃我取”的现象严重。

跨国并购的目的是为了实现自身优势的国际化扩展，而不是单纯为了企业规模和低成本作为基本的目标来追求。而中国企业的跨国并购为了迅速扩大规模和节约收购成本，不惜收购大量的国外问题企业。大多中国企业总是喜欢并购发达国家的知名品牌企业，尤其是一些大企业。但兼并后才慢慢发现，这些企业实际上已步入暮年，难振雄风，或者干脆已经濒临破产。这些企业，要么管理上出了问题，要么在技术创新上乏力，总之就是经营业绩不佳导致亏损或倒闭的企业，他们面临的难题是世界级的难题，这对中国企业来说是巨大的考验。中国企业有时太注重一家公司的过去，而对这家公司的未来考虑得太少。但并购企业如果将自身的发展战略与目标企业紧密地联系在一起，实现优势互补，并购的成功率就会增加，联想并购 IBM PC 业务 就是一个成功的例子，这在第六章有详尽的论述。

（2）在商不言商风险

在商不言商是企业跨国并购决策最大的风险，尤其是中国企业跨国并购最大的风险。我国许多大企业把跨国并购当成“政绩”工程来进行，或者把跨国并购当成理想来追求，比如宣称哪一年进入世界 500 强，或者是成为某个领域的世界第一等这样的目标，这些看似远大的、振奋人心的目标实际都或多或少包含着非商业的动机，都在某种程度上超出生意范围的目标，因而也都潜伏着重大决策失误的风险，其结果是用大量资金并购了一些价值不大的项目。这种好大喜功多是由于国有控股企业的产权约束欠缺的制度因素造成的。

4.1.2 并购交易期主要风险分析

1、评估并购目标公司风险

选定了目标企业之后，企业就应当开始对目标企业进行尽责调查，了解目标企业的财务状况、经营状况、市场表现及客户资源等，然后与并购企业就细节问题进行深入谈判，直到取得并购的成功。

由于目标公司远在国外，并购方对目标公司的企业情况很难准确了解，存在很大的信息不对称问题，同时对并购后该公司在当地销售的潜力和远期利润的估

计困难也较大。如企业价值的评估方法和准则是多种多样的,不同的国家有不同的会计准则;有些目标公司为了逃税漏税而伪造财务报表;有的目标公司不愿透露某些关键性的商业机密,对很多问题加以隐匿等。这些因素大大增加了准确评估并购目标对象的难度,加大了国内企业跨国并购的风险。

如TCL在并购阿尔卡特手机业务时,TCL通讯管理层认为阿尔卡特情况简单,该部门不到1000人,且只有研发和营销体系,没有工厂,便觉得交易结构相对简单,涉及人员和资源比较少,整合难度比较低,因此就没有聘请中介机构进行精密策划,而是自己设计了收购方案。看似省了几百万欧元的咨询费,但是结果却是因小失大。由于在制定计划的过程中准备不够充分,问题研究的不够透彻,对可能遇到的困难准备不足,低估了整合国外业务的难度,加之其他因素的影响,造成阿尔卡特在并购后一度整合艰难,给TCL集团的经营造成了极大的压力。^[8]与此相反,上汽集团在投资英国罗孚汽车的时候,聘请了国际知名咨询公司和会计师事务所,对罗孚的相关情况进行了进一步的调查,结果发现罗孚破产的可能性及由之带来的风险远远超过已经了解到情况,随后,罗孚宣布破产,上汽避免了由于收购可能造成的巨额损失和难以摆脱的人事负担。

对目标企业进行评估时,由于国内企业对国外市场不了解,因此,中介机构开始成为企业借助的有力手段。不过,在现实中,我国企业对中介组织在并购中的作用认识还不够深刻。同时,国内的中介机构严重缺失,使得中国企业的跨国并购项目,其顾问业务基本上被海外中介机构垄断,这可能会给国家的经济安全带来隐患。

2、溢价风险

溢价是并购者付出的超过目标公司内在价值以外的价格。如果出现溢价,那么并购溢价就是并购方送给目标公司的额外利益,也直接等同于其自身的并购亏损额。正是因为“溢价”的难以捉摸,往往造成花了大笔钱,买到的只是“注水肉”。并购方支付高溢价原因一方面是迫于竞争对手的压力不得不提高价格,另一方面是对前景过于乐观的估计。

我国企业在这方面是很欠缺的。例如民生银行收购美国联合银行控股公司所支付的价格是17.79美元,该价格远远大于当时美国联合银行每股11美元左右的价格,几乎高出60%。造成这一成本损失的关键原因是民生银行对国际金融波动

风险估计不足。在判断并购的动态价值上，一些中国的收购方还是过于乐观。

3、支付方式选择风险

当前企业并购所采纳的支付方式主要有现金收购、股票收购和综合证券收购。^[9]股票收购和综合证券收购可以合并为一类。综合证券收购是股票收购的一种现代发展形式，二者的原理相同，区别只是在所使用的金融工具。前者采用了股票这种工具，而后者则包括股票、债券、认股权证、可转换债券以及期权等工具。综合证券收购相对股票收购的进步主要体现在对风险更好的规避和对金融杠杆的利用上。

自 20 世纪 80 年代西方世界第四次跨国并购浪潮之后，现金收购就已经不再扮演重要角色了。单纯的现金支付本身的弱点太过明显，操作手段也过于单一，已经不能够适应当前国际并购市场的发展需要。然而，通过对中国企业近些年重大跨国并购案例的初步总结和分析，笔者发现当前中国企业在跨国并购支付方式的选择上，存在支付方式过于单一的现象，与当今世界跨国并购常用的支付方式差别较大。

表 4.2 中国企业代表性跨国并购支付方式选择（美元）

时间	并购方	被并购方	支付方式	交易金额
2002.9	TCL	施耐德电器（德）	现金	800 万
2003.2	京东方	HYNIX 属下 HYDIS（韩）	现金+贷款	4.8 亿
2004.9	五矿集团(未完成并购)	诺兰达公司(加)	现金	55 亿
2004.10	上汽集团	双龙汽车（韩）	现金	7.13 亿
2004.12	联想集团	IBM（美）	现金+股票+债务	17.5 亿
2005.6	中海油(未完成并购)	尤尼科石油公司(美)	现金	185 亿
2005.10	中石油	哈萨克斯坦 PK 石油公司（哈）	现金	41.8 亿
2006.1	中海油	尼日利亚海上石油开采许可证（尼）	现金	22.7 亿
2006.5	中石化	俄罗斯乌德穆尔特石油公司（俄）	现金	36 亿

从表 4.2 可以直观地看出, 9 件中国企业跨国并购的典型案例中有 7 件使用了纯现金的支付方式, 而另外两件案例中现金支付的比例也很大, 分别达到了 37.1% (联想)、31.3% (京东方), 其中京东方的并购案还是通过了杠杆收购这种金融手段才降低了现金的流出量。如果将其申请到的银行和其他金融机构贷款计算在内, 该笔收购也属于纯现金支付的范畴。因此, 中国企业在选择跨国并购的支付方式时, 表现出了“支付方式单一化”的现象。

造成并购方式过于单一的主要原因是管理者缺乏运用综合证券的经验以及现金融资的便利。政府机关的意志和干预是影响并购成败的重要因素, 中国政府想通过充分利用企业跨国并购加大重点产业结构调整, 推进核心产业升级。因此, 这种干预表现在支付方式上就是通过国有四大银行及其他金融机构 (如国家开发银行等) 对并购方企业 (绝大部分是国有大型企业) 提供低息甚至是无息的贷款。由于能够得到低成本的现金融资, 国内的企业在实施并购时就无需对本企业的财务状况和并购后的前景过多担忧, 那么选择以现金为主的支付方式就成了逻辑上自然得出的结论。

4、谈判风险

我国企业缺乏专业性跨国并购谈判人员, 对东道国的法律及并购行业的相关规定不了解, 这些都会变相地增加谈判失利的风险。如中化国际曾经拟以 5.6 亿美元独资收购韩国仁川炼油公司, 在签署排他性的谅解备忘录时, 没有意识到应该增加附加条款, 以便使用法律手段限制对方再提价, 结果该公司的最大债权人美国花旗银行在债权人会上提出要抬价至 8.5 亿美元, 超出了中化国际的承受能力, 最终导致了并购失败。

同时, 谈判过程中的保密工作也是跨国并购成功的前提。如中铝并购力拓案中, 中铝从寻找合作伙伴美铝, 到与愿意出售力拓股票的投资者洽谈, 中铝的一举一动都密不透风、滴水不漏, 与信息提前泄密成司空见惯现象的国内资本市场相较, 反差鲜明; 联想并购 IBM PC 业务时, 在谈判的一年半中, 联想集团参与的人员达上百人, 地点在北京、纽约、香港等地随时变换。尽管如此, 双方对保密工作很慎重, 没有发生任何异常事件, 确保了期间并购双方稳定的股价走势和正常经营。

4.1.3 并购后整合风险分析

贝恩管理咨询公司的一项关于并购失败的研究表明：从对全球范围内企业并购的失败案例分析，80%左右的企业并购失败直接或间接地来源于企业并购之后的整合。可见，企业跨国并购交易的结束，并不意味着并购的成功，如果对被并购的目标企业没有进行有效的整合，企业难以产生各方面的协同效应，整个公司将被目标企业的不良业绩所拖累。而中国企业与国外企业在发展模式、行为方式、组织模式、管理风格、价值观念等方面存在巨大差异，如果并购后两个企业不能得到整合，企业就无法正常运营。

1、文化整合风险

(1) 中国与西方的沟通方式和企业文化准则存在差异

对于很多中国企业来说，这将是实现全球化整合的最大障碍之一，也是在全球背景下取得出色业绩的最大障碍之一。很多中国经理人的英语不够流利，而英语已日益成为全球通用的商业语言。当他们踏出国门时，这一问题会挫伤他们开口说话的自信心。加之在文化上不喜欢直来直去，这就妨碍了他们直接明了地向全球受众表达意见，而这正是西方商业沟通的常规通则。

从中国企业的文化特征来看，中国人对风险的接受程度高，又倾向于远离权力中心，这就导致了中国企业的成败往往取决于企业最高领导。^[10]他们在组织职能并不完善的情况下，通过对下级的直接干预来管理企业，而下级更多的是服从领导的安排。然而，如果用这种方式管理其他发达国家的企业是行不通的。中国的企业文化更多地强调论资排辈和个人关系，责任和义务则显得相对次要，这一点与西方社会重视个人义务、展示个人价值与能力完全不同。

(2) 国外被并购企业对中国企业文化的认同度低

中国企业进行跨国并购时，被并购企业所在国的员工、媒体、投资者，甚至是工会、政府部门某些有重要影响的官员，仍对中国企业持怀疑态度和偏见。他们认为，中国企业要比美国企业更加层级化，中国管理者更加专权；中国企业还存在更多的决策层，从而导致决策迟延；中国企业在国外是低价格产品和低效率企业的代名。在这样的背景下，被并购企业普通员工担心自己的就业，管理人员担心自己的职位，投资者担心自己的回报。这使双方在业务及组织上的整合都将

受到阻碍，整合的难度将大幅增加。

如 TCL 在收购汤姆逊后就遇到了类似文化障碍的情况，尽管汤姆逊还处于经营亏损的状态，但依然拒绝接受 TCL 关于产品结构调整，引入中国设计的成本更具竞争力的产品建议。

2、人力资源整合风险

留住人才是企业并购成功的关键所在。并购后，许多企业会发生人才流失问题，也会发生被并购方人员的消极工作现象，造成工作效率和生产效率的下降。以 TCL 收购阿尔卡特手机业务为例，并购后阿尔卡特手机业务中原有的职位被调整，一些主要职位多由 TCL 人员来担任，原阿尔卡特的一些员工的职位被下调，管理人员尤其如此；在销售人员的薪酬上，阿尔卡特被并购前实行相对稳定工资的待遇政策，而 TCL 采用相对较低的底薪加上较高的业绩提成的办法，这些都给人力资源部门提出了新的挑战。事实上，企业核心能力是通过核心人力资源体现的。核心人力资源的流失不仅会导致关键职位的空缺，而且会引起企业内部信息的走漏和关键客户群的丢失。因此并购企业在并购完成后会面临着人力资源的整合风险。

在跨国并购中，我国企业的人力资源管理还不成熟，对国外目标企业的人力资源管理系统也不完全熟悉。同时，文化的差异和语言的障碍又使得有效的沟通难以实现。因此在跨国并购后期的人力资源管理系统的衔接上会遇到很大的麻烦。

我国企业人事管理制度虽经历了多年的变革，但总体而言，企业的人事管理模式仍然在一定程度上保留着原有传统。如企业人事部门是较为典型的行政职能部门，主要负责职工的录用、调配、培训、考核、奖励、工资福利等各个环节的具体工作，将企业员工看成是一种管理对象，偏重于对员工的监督控制，存在着官僚式的架构。

3、经营整合风险

品牌认同和接受程度的不同给中国企业跨国并购后带来了经营风险。长期以来，中国在全球经济生活中地位有限，中国企业及其产品在国际市场上的知名度不高。许多国外消费者将中国产品视为低档廉价的代名词。这种认识直接阻碍了中国企业的跨国并购。

4.2 我国企业跨国并购风险总体评价

对于我国企业跨国并购中面临的风险评价可以采用定量的分析方法。首先根据各主要因素的影响程度对其评分 1、2、3、4，分别表示：1 为影响一般；2 为影响较大；3 为影响很大；4 为影响程度非常大。本文对于影响并购的风险因素评价采用了专家评分和问卷调查相结合的方法。总共发放问卷五十六份（问卷式样见附录 2），收回有效问卷四十三份，将四十三份问卷的评分结果算术平均（四舍五入法精确到个位）后得到最终评分如表 4.3、表 4.4、表 4.5 所示。其次根据 2002—2008 年中国企业主要跨国并购案中各风险因素的重要程度确定权重；然后根据各项因素的权重和评分计算加权分。最后根据并购各个阶段的各种风险的总分进行评价。

表 4.3 并购前主要风险评分表

影响并购的风险因素		权重	评分	加权分	总分
并购区位、行业选择风险	并购区位	0.15	3	0.45	0.65
	并购行业	0.10	2	0.20	
政策法律风险	东道国政治局势	0.20	2	0.40	1.08
	东道国相关政策限制	0.20	3	0.60	
	国内审批等政策法规不完善	0.08	1	0.08	
并购目标决策风险	目标公司信息不充分	0.15	4	0.60	0.84
	与目标公司的相融性	0.12	2	0.24	

由表 4.3 可以看出，并购前政策法律风险大于并购目标决策风险，政策法律风险主要受宏观环境的限制，企业难以控制，所以我国政府应在政策、金融环境的构建方面有所作为，同时做好与外国政府的沟通。在确定并购目标时，企业应在尽量获取目标信息的同时，考虑与并购目标公司的相融性程度。

表 4.4 并购交易期主要风险评分表

影响并购的风险因素		权重	评分	加权分	总分
并购谈判风险	谈判经验缺失	0.05	2	0.10	0.40
	谈判人才缺乏	0.10	3	0.30	
评估能力	组建跨国并购团队	0.30	2	0.60	1.00
	并购中介选择风险	0.20	2	0.40	
溢价风险		0.10	1	0.10	0.10
支付方式选择风险		0.25	3	0.75	0.75

由表 4.4 可以看出，提高评估能力在并购交易期尤其重要，为了提高评估能力，

一方面需要组建跨国并购团队，同时也要注重本国谈判人才的培养。另外，我国企业在进行跨国并购支付方式选择时，存在一定缺陷，不能适应国际形势。

表 4.5 并购后主要风险评分表

影响并购的风险因素		权重	评分	加权分	总分
文化整合风险	文化背景差异	0. 20	3	0. 60	0. 90
	被并购公司员工的抵触心理	0. 15	2	0. 30	
经营整合风险	品牌认同	0. 10	2	0. 20	0. 35
	经营协同	0. 15	1	0. 15	
人力资源整合风险	人力资源配置变革混乱	0. 10	1	0. 10	1. 14
	自身管理水平落后	0. 08	2	0. 16	
	核心人才流失	0. 22	4	0. 88	

由表 4.5 可以得出，中国企业跨国并购完成后的整合评分中，人力资源整合风险及文化整合风险对并购影响程度均高于经营整合风险，但不管如何，企业并购后的整合对于企业成功实现跨国并购有很重要的作用。因此，对于整合风险的防范是不容忽视的。

第 5 章 中国企业跨国并购风险防范措施研究

5.1 风险防范的宏观对策及建议

5.1.1 政策环境构建

尽管联想、中海油、网通等中国大型企业近年来在国外掀起了一系列的并购潮，但中国在海外的并购数量仍仅是同为发展中国家印度的 40%。著名咨询机构波士顿咨询公司在其题为《向世界舞台迈进：中国企业的对外并购》的报告中指出，在世界 13 个快速发展经济体(RDE)中，中国的 GDP 占了 29.4%，但跨国并购数量却只占 10.6%，属于“不够积极的收购方”。而印度则恰恰相反，其跨国并购占到了总数的 25.9%，居 RDE 首位，而其 GDP 却只占 RDE 总和的 12.5%，所以，中国在政策环境构建上必须有所作为：

1、制订中国跨国并购政策法。中国跨国并购交易政策支持明显不足，中国支持本土企业进行跨国并购交易的现有政策法律，一方面数量有限，另一方面实际可操作性不强。中国目前尚没有关于跨国并购的明确产业政策和指导规范，企业在进行跨国并购交易时普遍处于无序状态。

2、简化中国企业跨国并购交易审批程序。中国企业跨国并购交易的审批程序，从并购计划的报告上交，到相关部门审批，再到最后的审批结果下发，最快也需要 1 个半月时间，而且审批程序的拖延也是经常遇到的情况。而印度企业在这方面要便捷得多，印度政府简化了印度企业的跨国并购交易手续，并大幅放宽了跨国并购限额等审批因素。面对瞬息万变的大宗跨国并购交易，审批程序的拖延和其他限制，不仅会使中国企业错过稍纵即逝的并购良机，而且也将一定程度上挫伤中国企业跨国并购的积极性。

5.1.2 金融环境构建

1、开展金融创新，促进金融工具多样化。国外经验表明，健全、完善的资本市场是企业跨国并购赖以生存和发展的基础，国家必须十分重视和充分发挥资本市场在跨国并购中的积极作用，推进我国资本市场的改革和完善，促进我国债券和股票市场的协调、健康发展。多样化的融资渠道使得企业在并购支付方式上可以根据自身情况灵活选择，从而获得最好的资金来源和最低的资金成本。我们可以借鉴国外经验，在发展资本市场的同时审时度势地推出一系列行之有效的金融工具。

2、银企联姻，促进金融资本和产业资本结合。目前，国际上对跨国企业的国际融资在政策上已有较大松动，发达国家如日本、韩国、美国、德国等已经放松了对银行业的管制。我国银行也可以借鉴国际上一些著名银行的经验，实行银企联合或战略合作，为我国企业跨国并购提供咨询和融资服务。如通过资产置换、买壳上市、股权转让、以股换股、海外存托凭证等各种金融手段，为我国企业跨国并购融资开辟通道。

3、培育金融中介服务机构。跨国并购决非单凭企业的力量就可以实现的，它需要具有国际从业资格的投资银行、会计事务所、律师事务所和资产评估事务所等诸多中介机构的参与。^[11]但目前，我国缺乏熟悉跨国并购的投资银行、资产评估事务所等中介机构，所以应大力发展中介机构，尤其要培育大型投资银行，充分发挥投资银行等金融机构的中介作用，运用投资银行、证券公司的资本实力、信用优势和信息资源，为企业并购开创多种多样的融资渠道。

5.1.3 国外政治法律风险防范

由于政治制度的差异性，西方国家一直对中国持有警惕态度，对中国企业的跨国并购更是充满恐惧；另一方面，目前发起大宗跨国并购交易的中国企业大多带有浓厚的国企色彩，民营企业的身影相对较少，这无疑也加剧了西方国家的防范意识。针对这个问题，中国政府一方面要做好与外国政府的沟通，另一方面，也要做好国有企业的改革。

同时，在跨国并购中还要特别重视国外法律环境。尽管我国民商经济领域一批依照市场经济改革目标和 WTO 各项承诺制订的支架性法律体系已经基本完成，但当中国企业走出国门，进入法律比较健全、依法维护权益意识比较强的发达国家运作并购事宜时，对所在国法律环境了解程度不足往往成为国际并购的额外风险。

5.2 风险防范的中观对策及建议

5.2.1 区位选择

中国企业跨国并购区位选择应该是：以具有一定合作传统和基础的亚洲，尤其是东南亚国家为主，适度开拓新兴的投资市场，尤其是拉丁美洲和非洲市场，尝试进军美、日、欧等发达国家市场。为此，我国企业今后跨国并购的区位调整，应遵循多元化原则，以发展中国家为重点，有针对性地开展对发达国家的直接投资。对发展中国家和发达国家的投资在前一章已论述过，这里不再累述，以下将对亚洲、非洲、中东及东欧国家的区位选择做一定阐述。

1、在地缘政治关系上比较接近的东南亚诸国是重中之重。首先，这些国家和地区从语言、生活习惯等方面与我国有着历史的联系，在地域和文化上的认同感比较强烈，有利于减少中国企业并购投资的进入障碍。其次，亚太地区的经济发展比较快，区内自然资源丰富，市场容量巨大。这些国家的经济水平同我国比较接近，人口数量巨大，是世界上最具购买潜力的市场之一。

2、拉美和非洲是中国企业跨国并购的重要地区。拉美国家和地区经济发展较快，目前正在形成容量较大的国内市场和区位市场，投资环境也在不断改善，而且这些国家和地区自然资源丰富，土地肥沃，矿藏丰富，而我国人均资源较少，对这些国家的企业进行跨国并购，不仅能获取所需紧缺资源，而且还能带动出口，输出我国某些行业和企业过剩的生产能力和闲置设备。非洲国家尽管目前比较贫穷，投资环境也不尽人意，但一些国家的矿石、石油资源非常丰富，并且非洲很多国家与我国的关系一直非常友好。

3、中东、东欧地区是我国企业跨国并购区位的必然选择。中东和东欧地区拥

有相当丰富的石油资源。此外，东欧国家与我国有着长期的政治、经济、技术以及社会文化方面的交往和联系，它们有着仅次于西方发达国家的技术基础，劳动者素质较高，市场潜力较大。

5.2.2 行业选择

中国企业在进行跨国并购行业选择时，应该根据中国经济发展的实际需要，结合各行业自身的发展战略来进行，选择合适的行业进入，以取得国际化经营的成效。这些行业应集中在传统制造业、资源开发型行业以及高新技术行业。

我国的传统制造业对外直接投资应以劳动密集型为主，特别是以建筑业和加工制造业为主，我国在这些产业已形成了技术优势，而且在国内也趋于饱和，这些行业与发展中国家相比具有相对优势，跨国并购有利于实现“产业梯度转移”的目的，促进中国产业结构升级。对于资源开发型行业，我国相对于发展中国家而言，技术处于领先地位，到这些国家进行投资，可以缓解我国资源短缺的状况。而对发达国家的高新技术行业进行并购不仅可直接取得先进的技术和管理经验，还有利于为本国劳动密集型产业的发展让出一定的经济空间，促使国内产业结构合理化和本国经济协调发展。

5.3 风险防范的微观对策及建议

5.3.1 并购目标企业的选择

目标企业的选择体现了公司对经营战略的理解和把握，如果随意性太强，则不利员工和股东理解公司的战略定位和战略方向。对欲采用跨国并购加速推进国际化进程的中国企业来说，目标企业的选择至少应当遵循以下原则：

1、战略互补原则。战略互补在于被并购企业能够弥补并购企业在战略上的某种劣势，比如华立通过并购飞利浦在美国的 CDMA 分部，率先成为中国完整掌握 IT 产业中核心技术的企业，打破了美国高通公司对 CDMA 技术解决方案的垄断。中国企业在跨国并购过程中，应当首先明晰自己的总体经营战略，分析自己

在战略上的优劣势，在此基础上，通过跨国并购弥补企业的战略劣势，勾画企业的全球战略布局，推动企业实现跨越式发展。在这方面，经验丰富的跨国企业为中国企业做出了很好的表率。例如，在通用汽车并购韩国大宇时，从一开始通用汽车便清楚地表明了自己的战略意图，并为实现其战略目标进行了精心的策划，结果是通用汽车用最合理的价格获得了大宇最核心的资产。

2、业务相关原则。一些发达国家的跨国公司有时会采取跨国并购的方式进入一个新的产业领域，这是由于他们通常具有丰富的跨国经营经验和管理多种业务的能力。由于中国企业这两方面的能力都不强，因此，中国企业的跨国并购应当专注于自己的主营业务，在与核心业务相关的领域开展并购方能确保并购的成功率。轰动一时的德隆收购德国道尼尔飞机公司以破产而告终，主要原因就在于业务领域的不相干，不熟悉其中的运作。

3、规模适宜性原则。企业实施并购过程中必须要考虑目标企业的现有规模，如果目标企业的规模太大，一方面会给企业带来过大的财务压力；另一方面并购之后的整合管理也存在较大困难。相反，目标企业的规模过小则难以满足本企业迅速发展的需要。因此目标企业的选择在规模上应匹配本企业的现有能力和发展战略。联想并购 IBM PC 业务之所以不被业界看好，一个主要的原因就在于联想是以“蛇吞象”的方式来实现这次并购的。

4、可融性原则。并购将给目标企业带来诸多变动，如人事变更、文化冲突、业务重组等。如果目标企业可融性强，善于合作，将有利于促进并购过程的顺利完成和并购后的管理；反之，如果目标企业管理层与员工对并购持不合作态度，则并购成功的可能性就比较小或难以实现预期的并购效果。尤其是对于高科技企业的并购，很可能导致掌握核心技术的人才流失，最终导致企业的并购战略无法实现。

5.3.2 提高风险评估能力

雇佣有处理国际业务经验的咨询公司、律师和顾问。中国企业跨国并购目前面临的最严峻的问题是缺乏国际经验，这使得并购的推进存在很大的障碍。利用具有丰富的跨国并购和处理国际业务经验的咨询公司、律师和顾问，有利于弥补中

国企业国际化经验的不足，促使中国企业跨国并购顺利进行。

在中国企业跨国并购中，许多中国企业不惜血本雇用西方的咨询公司、律师和顾问。如联想集团并购 IBM PC 业务时聘用的是麦肯锡和美国威嘉律师事务所；中铝并购力拓聘请的财务顾问是国际知名的雷曼兄弟公司和中国国际金融有限公司，并辅以世界一流的会计师、税务师、国际审计机构、政治顾问和媒体顾问等，整个过程都按照国际通行的规则和惯例进行，有效控制了交易风险。

5.3.3 合理选择支付方式

如何合理地选择并且变通支付方式，这是中国企业管理层当前亟需思考的问题。鉴于“现金收购”目前已不再成为国际上股份制公司进行收购的主流支付方式，我们就应该顺应潮流，更多地采取“综合证券”并购，或是更灵活一点采取“现金+综合证券”的方式，尽可能的降低支付风险。联想收购 IBM PC 业务所采取的“现金+股票+债务承担”的支付方式就为我们提供了一个鲜活的例子。中集集团收购卢森堡 TGE GAS 60% 权益，收购的代价为 2000 万欧元。双方约定，2009 年和 2010 年 TGE GAS 业绩达到约定目标后，中集集团还要每年再支付 500 万欧元。也就是说，收购的总代价是 3000 万欧元（约合 3.22 亿元人民币），但是其中 1000 万欧元，是在业绩达到约定目标后追加支付。签订追加付款的条款来控制收购风险，是国际收购中比较好的方法。我们进行并购的时候，无论是国内还是国外，被并购的企业一般都是要有盈利保证的，通常做法是先给，做不到后再退回给并购方，但是真的要退回来很不容易，所以追加是一个比较好的方式。

5.3.4 文化整合对策

1、建立共同的远景。企业在并购后，会对被并购企业员工造成很大的影响，他们对于自身的命运和前途都处于一种未知状态，这样就会有很多的不稳定因素存在，所以必须要让员工明确并购后的企业发展目标和战略规划。让他们知道自己在这样一个变革的过程中处于什么样的位置，有什么样的使命，并能获得什么样的利益，这样在一定程度上可以减轻变革过程所带来的动荡状态。只有明确了

目标,员工才会朝着同一个方向去努力,在实现企业目标和个人目标的过程中逐渐形成一种向心力和凝聚力,以此来推动企业新文化的形成和传播。

2、主动吸收国外企业的先进文化。由于被并购的企业大多是国外一些比较成熟的企业,他们的企业文化中有很多先进的东西,所以中国企业需要吸收被并购企业文化中先进的成分,通过提升和完善自身的企业文化来促成部分企业文化的“同化”。这对于中国企业提升自身的能力,适应企业的国际化发展将十分有利。

3、中外籍领导人在文化整合过程中应起到率先的示范作用。企业领导人是企业文化的变革者,并且这种变革必须依靠企业领导人自上而下地进行,否则企业文化的发展就势必陷入一种无序的、混乱的状态,新的良性的企业文化就不能形成。因此我国企业在跨国并购文化整合过程中,重组后的企业中外籍领导人要达成共识,彼此能认同对方先进的文化,并能加以吸收使两种文化交汇融合,形成一种新的企业文化。^[12]

新文化形成后作为企业的中外籍领导人自然也要成为这种新文化的积极倡导者。企业领导人的一言一行,都将被职工有意无意地效仿,他们的个人言行具有示范性和引导性,因此企业的中外籍领导人不但要向自己的员工灌输新的价值观体系,还要坚持不懈地把自己的见解身体力行,做到尽人皆知。

4、并购后引进第三方协同发展。并购后引进第三方协同发展不失为一个很好的办法,特别是对双方文化背景都比较熟悉的第三方,对关键的整合阶段能起到举足轻重的作用。如上工申贝并购德国企业杜可普·阿德勒公司后,为了避免两国不同的文化差异及管理风格的差异所带来的冲突,经过多方考察与协商,上工申贝、德国杜可普和香港远东友诚(DA亚洲总代理)三家公司共同出资组建了中德港合资企业杜可普爱华贸易(上海)有限公司。这样既可以避免中德双方由于利益之争而给并购后的企业带来不利的影响,又可以让对两国文化都比较熟悉的远东友诚对文化的差异进行有效磨合,很大程度上减少了由于文化冲突带来的并购后风险。

5.3.5 人力资源整合策略

1、建立专门的整合领导团队全面负责整合工作。交易完成后进入整合阶段,

在这个阶段，双方的管理层和员工之间很容易构筑敌意，即出现所谓的界面问题。如果这个问题的处理过于草率，缺乏权威和适当的方法，很容易造成两个企业的操作管理者“在桌面上争吵不休、在私下里互不合作”，其结果必然是部门之间矛盾重重，整合陷入困境，并购的价值降低，甚至失败。如果这种问题出现则需要并购方的高层管理者具备有韧性和启发式的领导艺术，但无论如何，并购方单独组建一个整合领导团是十分必要的。从成员构成上看，整合领导团队应由我国企业并购方选派的主持工作的管理人员、部分被并购企业员工以及从社会上聘请的人力资源管理方面的专家组成。该整合领导团队直接向并购方的最高管理层负责，负责人力资源整合管理的全部运作过程。当人力资源整合管理全部完成以后，这个团队即宣告解散。

2、加强沟通。当管理层在高瞻远瞩地规划并购后的蓝图时，员工往往考虑的是最实际和最基本的问题：并购将如何影响到他所在的部门、他的个人职业生涯和他的工作环境。如何让员工以平稳而积极的心态去面对变化，有效的方法是进行有效的沟通。中国企业的人力资源部在并购意向明确时就应该开始制定贯穿并购和整合全程的沟通计划：从宣布并购，到交易完成；从企业合并初期到最终整合完成；不同阶段的沟通重点是什么，和谁进行沟通，以何种方式进行沟通等等，持续透明的沟通可以降低员工的恐惧和不安全感以稳定业务。另外，需要注意的是，交流和沟通尤其应当在关键员工之间进行。贯彻儒家“以人为本”的理念，这个并购操作的团队有必要将对企业有影响的关键人才纳入重点沟通名单，恰当评估其贡献和流失带来的损失，了解其想法，为其做更好的定位，这样才能取得对方的认同，从而发挥自身最大效能，进而影响其他员工的认同感。

3、知人善任，挽留启用国外被购方的核心人才。留住人才、稳定人才从而整合人才以减少因并购而引起的人员震荡，成为中国企业跨国并购人力资源整合管理的重要问题。中国企业在并购前就要明确“人才”是否是本次并购的目的之一，或者核心人才队伍的去留将对并购的成败有何影响。并购企业对人才的态度将会影响目标企业员工的去留。如果国外目标企业人员感觉到继续发展机会的存在，自然愿意留任，反之亦然。以明基对西门子的收购为例，2005年6月7日，明基正式宣布收购德国西门子公司全球手机业务。明基在接手西门子手机后，没能认识到西门子关键人员的价值，对人员的整合工作做得并不顺利，中国地区 150

多人的西门子销售队伍被抛弃，导致 700 多名研发人员要集体离职，造成明基巨额亏损达 1.85 亿美元，大大超过了业界预期。

因此，人力资源部门应配合并购决策者确定挽留的人才群体，同时制定详细的人才留任激励措施。核心人才的挽留激励方案常常成为收购协商中双方关注的焦点。但是，仅有激励方案是不够的。在激励支付期结束后，很多核心人员仍然会另谋高就，对并购的长期整合带来极大的负面影响。所以，核心人才的挽留不仅仅只是通过金钱挽留，而需要更系统的管理，如发展计划、内部轮岗、晋升等等获得这些人员对新企业的信任。

第 6 章 联想集团并购 IBM PC 业务的风险案例分析

2004 年底联想集团耗资 17.5 亿美元实施跨国并购美国 IBM PC 业务战略，在当时可称得上是我国企业实施跨国并购中影响最大、规模最大、发展最快、争议最大的一次行动。

事过三年多，再来分析联想集团这次跨国并购的绩效与风险，可对我国企业实施跨国并购提供一些新鲜经验与启示。

6.1 并购双方概况及并购过程介绍

6.1.1 联想集团概况

联想集团成立于 1984 年，由中科院计算所投资 20 万元人民币、11 名科技人员创办，到今天已经发展成为一家在信息产业内多元化发展的大型企业集团。主要业务为在中国生产和销售台式电脑、笔记本、手机、服务器和外设产品。

联想集团跨国并购前拥有员工 10000 余人，于 1994 年在香港上市，年产量约 500 万台；在厦门设有手机生产基地，在北京、深圳和上海设有研发中心，在中国拥有庞大的 PC 分销网络，包括约 4400 家零售店。

6.1.2 IBM PC 业务介绍

IBM 个人电脑事业部(PCD)，主要从事笔记本和台式电脑生产和销售，设有北卡罗来纳州罗利和日本大和研发中心，约有员工 9500 名，在全球 166 个国家开展业务。1992 年推出 ThinkPad 笔记本产品，作为经典品牌被广为接受。IBM PC 业务主要服务于高端客户市场，近年由于 IBM 总部的巨额摊销费用，PC 业务一直处于亏损状态，2003 年亏损额达 2.5 亿美元，截至 2004 年末，IBM PC 的账面净值为负 6.8 亿美元。

表 6.1 并购前的联想集团及 IBM PCD 状况

公司背景	联想集团	IBM PCD
总 部	中国北京	美国北卡莱罗纳州罗利
创立于	1988	1981
员 工	约 10000 人	约 9500 人
03/04 财年销售收入	约 29.7 亿美元	约 96 亿美元
优 势	在中国拥有强大的 PC 分销网络, 良好 的经营业绩。	知名品牌, 强大的 研发能力和国际上 广泛的经销网络。

6.1.3 并购过程介绍

2004 年 12 月 8 日, 联想集团有限公司和 IBM 签署了一项重要协议, 根据此项协议, 联想集团将收购 IBM 个人电脑事业部(PCD), 成为一家拥有强大品牌、丰富产品组合和领先研发能力的国际化大型企业。

(1) 并购交易要点

此次收购将打造全年收入约 120 亿美元的世界第三大 PC 厂商(按 2003 年业绩计算)。所收购的资产包括 IBM 所有笔记本、台式电脑业务及相关业务, 包括客户、分销、经销和直销渠道; “Think” 品牌及相关专利、IBM 深圳合资公司; 以及包括日本大和及美国北卡罗来纳州罗利研发中心。

交易总额为 12.5 亿美元。联想集团将向 IBM 支付 6.5 亿美元现金, 以及价值 6 亿美元的联想集团普通股, 锁定期为三年。IBM 将持有联想集团约 19% 的股份, 联想集团和 IBM 将在全球 PC 销售、服务和客户融资领域结成长期战略联盟。

(2) 企业结构变化

联想集团实施并购战略后, 企业的资本结构将发生较大的变化。原先联想控股 57% 的绝对控股权将因为增发股份而变成 46% 的相对控股权。IBM 会成为第二大股东, 占有 19% 的股份 (如图 6.1 所示)。

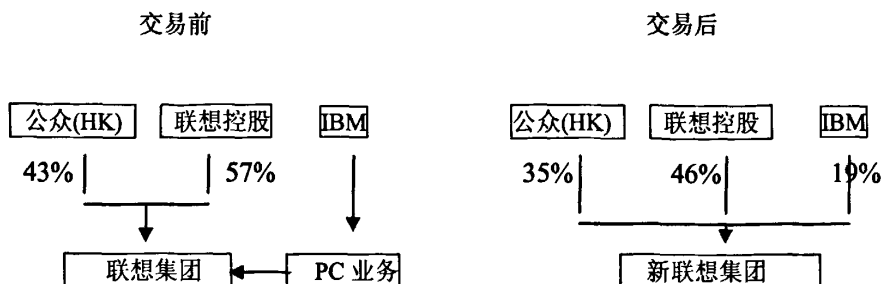


图 6.1 联想集团并购 IBM PC 业务前后企业结构变化

6.2 并购风险识别

6.2.1 客户流失风险

不可否认，原 IBM 庞大的个人电脑用户群体是联想十分看重的。IBM 个人电脑业务每年可以创造 100 亿美元左右的销售收入，联想集团希望收购后能够继续保持住这部分销售收入。可是，笔者认为，IBM 业务可能会流失。

例如，原来 IBM 每年可以从美国政府及其他官方组织得到近 10 亿美元的固定订单，这笔业务约占 IBM 个人电脑业务的 10%，但是，联想集团收购完成后这部分订单极有可能流失，甚至柳传志也承认原美国政府的订单很难留住。另外，原 IBM 个人电脑用户当中有很大一部分是企业客户，据一家市场调研厂商发表的一份报告称，几乎约半数——准确地说是 48% 的 IBM 的台式机、笔记本电脑潜在的美国企业客户称，在 IBM 出售其个人电脑业务后，他们准备考虑购买戴尔或惠普的产品。还有一些个人用户，IBM 一直以来以其高品质在个人用户群中保持了极佳的口碑，但联想电脑在国际市场上毫无知名度可言，在美国人眼里 Lenovo 是一个低端品牌。因此，在联想集团收购 IBM 个人电脑部门后，如何保持住 IBM 原有客户群，是联想集团所面临的最严峻的课题。

6.2.2 IBM 员工流失风险

众所周知，收购后的整合尤其是企业文化及人员的整合尤为重要。根据协议，联想集团此次购买的不仅是 IBM PC 业务的办公机构、场所等，IBM PC 部门的员

工也被算做无形价值，统一打包给了联想集团，从上到下，不管你在 IBM 工作多长时间，只要属于个人电脑业务这块的，将无条件地成为新联想集团的员工。IBM 个人电脑业务部门有近万名员工，分别来自 160 个国家和地区，如何管理这些海外员工，对联想集团来说是一个巨大的挑战。如部分原 IBM 个人电脑部门的员工希望调到其他部门以避免被联想集团收购，而联想集团对 IBM 个人电脑业务部门中有经验的人，尤其对约 800 名原 IBM 一线销售经理一直是求贤若渴。

6.2.3 财务风险

根据联想集团公布的消息，此次收购 IBM PC 业务，联想集团将付出 17.5 亿美元的成本代价。其中，联想集团将为此支付给 IBM 至少 6.5 亿美元的现金和价值 6 亿美元的联想普通股。同时，还将有 5 亿美元的净负债转到联想名下。此次收购，联想集团动用了银行借款使其资产负债率达到 27%，虽然依然处于安全线之内，但资金链过于紧张的情况是属实的。根据联想集团 2004~2005 年中期年报显示，联想集团共有约 31 亿元的港币现金，另外还有 30 亿元的港币银行授信额度。为了完成此次收购，除去股票外，以 6.5 亿美元现金和 5 亿美元的负债来看，联想集团面临 11.5 亿美元的现金支出，可以说，为了实现这次收购，联想集团已经倾其所有。

另外，联想集团在收购 IBM PC 业务的 17.5 亿美元外，再支出 7.05 亿美元作为服务费用，联想集团从 2005 年第二季度起开始分三年(2.85 亿美元、2.23 亿美元、1.97 亿美元)向 IBM 支付总计 7.05 亿美元的服务费用，加上先前披露的 6.5 亿美元现金、价值 6 亿美元的股票及承担 5 亿美元的负债，使得联想集团为此次收购的总付出达到 24.55 亿美元。又由于 IBM 现有 PC 部门已经处于亏损状态，业界普遍置疑这会造成原联想集团 PC 业务的短期利润下滑，因此联想集团将面临巨大的财务风险。

6.2.4 品牌风险

并购后的五年内，联想集团可以使用 IBM 商标，之后将只拥有 ThinkPad 和

Think Centre 商标。不可否认, IBM 的品牌是值得所有使用 PC 的用户所信赖, 而联想电脑则很难达到这样的赞誉。并购后五年内, 联想集团借助 IBM 品牌可以大幅提高其全球销售额, 跻身全球个人电脑销售前三名。但在五年后将失去 IBM 品牌, 留给联想集团的 Think 商标仍旧具有多少价值很难说, 如果失去了 IBM 品牌, 联想品牌能否被认可、联想集团管理的 IBM 品牌能否被认可、五年后 Think 商标能否保存原有的品牌地位等等都是联想集团将要面对的品牌风险。

6.2.5 受制于 IBM 服务器、客户融资、售后服务的风险

众所周知, 个人电脑业务当中服务器、客户融资、售后服务是三个产生最大利润的部分, 而此次联想集团收购 IBM PC 业务恰恰不包括这三个部分。而联想集团为了保持 IBM 品牌原有的高品质和优质的客户服务, 就必须使用 IBM 提供的服务器和 IBM 的售后服务系统(IBM Global Services), 当然这是有偿的。至少在五年内, 无论新联想集团的个人电脑业务是否盈利, 其都将付出高昂的费用购买 IBM 生产的服务器和 IBM 的售后服务。

另外, 在美国, 企业提供客户融资服务是促进产品销售的一个有力手段。事实上, 美国的个人电脑用户, 无论是团体还是个人, 他们购买电脑时几乎很少有一次性付全款的, 因为像 IBM 这样的电脑厂商会提供客户融资服务, 服务内容类似银行信用卡服务, 同样是提供给信用良好的客户, 并收取利息, 还提供例如半年内免息甚至不用付款的优惠融资服务。所以, 是否由 IBM 全球融资部门(IBM Global Financing)继续提供客户融资服务, 直接影响到联想集团收购后 IBM 品牌个人电脑能否保持原有的市场占有率。

6.3 并购风险防范

6.3.1 人力资源整合风险防范分析

首先, 中西合璧的管理团队。并购之初, 联想集团原有的管理团队缺乏国际市场的运作能力, 并且为保护组织能力, 联想集团不但在组织结构上保持不变, 而

且对于高管人员也没有变化,新联想集团随后公布的 13 位集团管理层中,来自 IBM 的人士占了 6 席,包括 CEO、全球首席运营官、首席市场官、产品开发负责人等重要职位,均由原 IBM 人士担任。任命前个人电脑系统集团总经理斯蒂夫·沃德为联想集团 CEO,以凭借其丰富的经验与人脉帮助联想集团进行第一阶段的整合。

高管团队的中方人员主要负责集团内部及原联想集团具有优势能力的领域,如财务、采购、供应链等,全球业务领域主要以外方为主,分别掌管全球销售、全球产品开发、全球人力资源等。联想集团还通过引进麦肯锡、敦豪、仁科等国际企业的高管以增强管理能力。

在完成第一阶段整合之后,由于以沃德为代表的高层希望继续保持“高投入、高产出”的经营模式,这与联想集团中期的“盈利性增长战略”不符,因此联想集团从戴尔引进阿梅里奥,以提高联想集团在压缩成本、提高效率方面的能力。随后联想集团开始大批引入戴尔的高管分别掌管亚太区业务、供应链整合、全球服务、大客户业务等。同时,原 IBM 的高管逐渐从联想集团退出。联想集团的高额薪酬以及充分授权的发挥空间吸引了高级管理人才的加盟,高管团队的国际化有利于联想集团全球运营的需要,同时带来了不同公司的经营理念与管理风格,这有利于联想集团的学习提高。

但重要的是在学习的基础上整合创新出适合联想集团新的管理模式。戴尔与联想在运营模式上有相似之处,都是重视发展销售能力,这与 IBM 重视技术研发、品牌塑造正好相反,大批戴尔高管的进入与 IBM 高管的退出是否意味着联想集团又回到了忽视发展技术与品牌能力的方向?联想集团不应过分强调销售能力的提升而忽视技术与品牌的能力,这样不利于国际化竞争需要。

其次,国际化的员工队伍。IBM PC 部门的员工研发创新能力强,是联想集团得到的宝贵资源。为了稳定队伍、留住人才,联想集团在并购开始阶段采取双运营中心制,在外在满意度方面,联想集团承诺不裁减人员和薪酬待遇三年保持不变,增加员工的外在满意度,降低组织中的不满意度。经过努力,联想集团国际员工离职率不到 2%,由于工作人员不变,还是原班人马做营销,对稳定客户起了很大的作用。

但联想集团在人力资源管理方面还面临问题。如合并后新联想集团中的原 IBM 员工薪酬 7 倍于联想员工,显然这样会造成中国员工在报酬、公平性等外在满意

度方面的降低，为了避免损害组织内气氛与绩效，联想集团必须制定一套完整的薪酬方案改变目前两极分化的工资体系。

6.3.2 品牌的整合风险防范分析

联想集团并购了 IBM PC 业务之后，确立了三步走的“双品牌”战略，实现从并购品牌到自有品牌的过渡。第一步保持 IBM 品牌的稳定；第二步用 Think 品牌加强 Lenovo 的品牌，承诺保持 Think 品牌的高品质、创新性；第三步全力打造 Lenovo 产品。目前联想宣布已进入第三个阶段，正有计划地进行着品牌切换。

联想集团正在全球实施以 Lenovo 为主品牌的品牌战略。原打算免费使用五年的品牌标识已开始从联想全球阵营淡出，时间至少提前了四年。联想集团在 2005 年 8 月新推出的 X41T 笔记本电脑身上，已经看不到 IBM 的身影了——ThinkPad 前面少了 IBM。虽然及早地开始推荐新品牌，可以让市场有一定的时间来接纳和适应联想的品牌，但是过早地抛弃 IBM 对 Think 系列电脑的影响可能会造成品牌减值的风险，因为用户认可 IBM 品牌，Think 系列只不过是旗下的子品牌，IBM PC 的品牌本质上是 IBM 的而不是 Think 品牌的，正是因为消费者忠诚 IBM，所以才会喜欢 Think 系列。并购后，联想集团推出银色 Think 笔记本、皮革 Think 笔记本，并决定提前放弃 IBM 品牌，这样做，对联想集团来说有些冒险。

6.3.3 文化整合风险防范

联想集团经过二十余年的发展，形成了具有自身特色的文化。在创业初期，联想集团处于求生存阶段，形成了以目标为导向的创业文化；企业在市场上站稳脚跟后，为了迅速发展，联想集团进入规范化管理阶段；随着企业规模的不断扩大，需要有力的规则与流程，于是联想集团进入严格文化阶段；由于过于要求认真严格，组织内缺乏整体的融合性，联想集团又提出了亲情文化；进入 21 世纪，联想集团面临发展战略的重新调整，重提创业文化与服务文化。联想集团的企业文化具有浓厚的中国特色，例如，柳传志提出的“搭班子、定战略、带队伍”、“斯巴达克方阵”、“入模子”等。

IBM 公司的企业文化历史悠久，老沃森用“Think”激励员工，提出公司的行

为准则：尊重个人、尽可能给予顾客最好的服务、追求优异工作表现，并形成了企业文化内核：IBM 意味着提供最佳服务；小沃森接管公司后，倡导的企业文化是敢于革新、拼搏和冒险，成就了 IBM 蓝色巨人形象；第六任 CEO 郭士纳临危受命，将企业文化由技术至上向顾客至上转变，提出“IBM 就是服务”，并以“随需应变”满足顾客需求。

在并购初期，联想集团成立了过渡时期领导团队，通过不断沟通与相互了解，学习对方的优势，理解不同国家文化特点，遵循“坦诚、尊重、妥协”的原则。2005 年 1 月，由两家公司不同部门的专家组成了文化融合团队，负责收集、整理和分析来自公司各部门员工的意见，对现有的企业文化、员工渴望的企业文化以及两者之间的差距进行评估分析，并在此基础上对联想集团新的文化进行诠释。对调查数据分析后，两个公司的员工选择有五项是相同的，说明两家公司有相似的文化内核，最后确定了联想集团新的核心价值观：成就客户、创业创新、精准求实、诚信正直。除此之外，联想集团还通过加强对员工英语培训来减少沟通中的障碍；启动人才交流计划，进行跨文化人才培养；改良“入模子”培训等措施来适应国际化要求。

然而，联想集团新的企业文化还处于形成时期，联想集团国际化的管理团队，必然会体现在企业文化中，“联想戴尔”的基因组合，既能培养出优良的“鸡尾酒”式的企业文化，也能造成组织价值体系的混乱，取舍不当或单纯模仿都会导致致命的问题，这是联想集团在培育企业文化方面需要注意的问题。

6.3.4 市场整合风险分析

首先，深入中国市场。联想集团并购 IBM PC 业务之后，采取了三项主要措施深耕中国市场：发展中小企业市场，渗透五、六级乡镇市场，挖掘大客户市场。联想集团发现了中小企业这一细分市场的潜力，有目的地培养服务该市场的能力，并成为中小企业 PC 市场领导者。进军乡镇市场，联想集团分三步实施计划。第一步提升电脑普及率，推出“圆梦计划”，以低价格电脑进军五、六级乡镇市场，提供买得起、用得好的电脑；第二步提升附加值，针对农村市场，推出整合优质教育资源，兼具超值、教育、安全三大特质的新家悦电脑；第三步开展“奥运联

想千县行”活动，传播奥运精神，宣传联想品牌。目前在乡镇市场，联想电脑的占有率超过 70%，在县级城市的占有率高达 90%。在大客户市场，联想集团在巩固政府和教育市场优势的同时，以专属服务开拓大企业市场。

2007/2008 财年第四季度，在大中华区，联想电脑销量表现持续强劲增长(见图 6.2)，进一步巩固了在中国市场的领导地位。此季度，联想在中国的个人电脑销量上升 31%，高于市场平均增长，综合营业额达到 84 亿元港币，占集团总营业额的 35%。2007/2008 整个财年，在大中华区，联想集团的个人电脑销量增长 25%，高于市场平均增长。

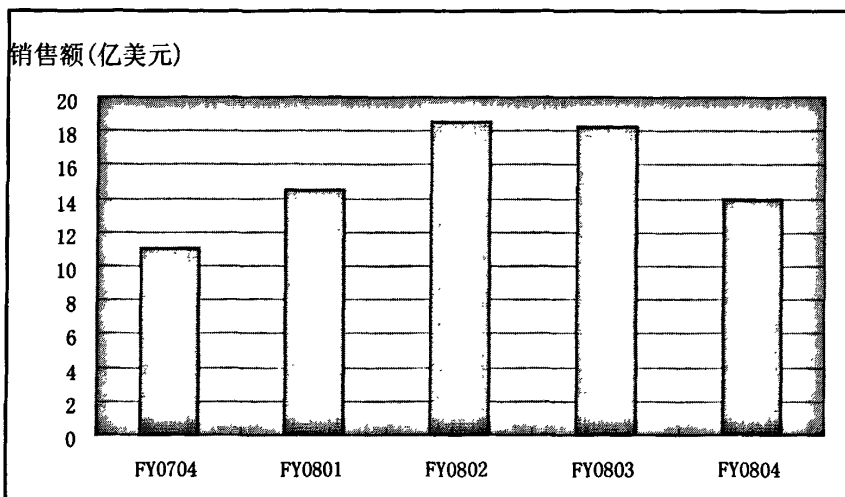


图 6.2 联想电脑在中国大陆的销售业绩

其次，调整美洲市场。并购后，美洲市场成为仅次于中国市场的第二大市场(见图 6.3)，因此，美洲市场的表现对联想集团至关重要，而美国市场在美洲市场上占有很大的比例。

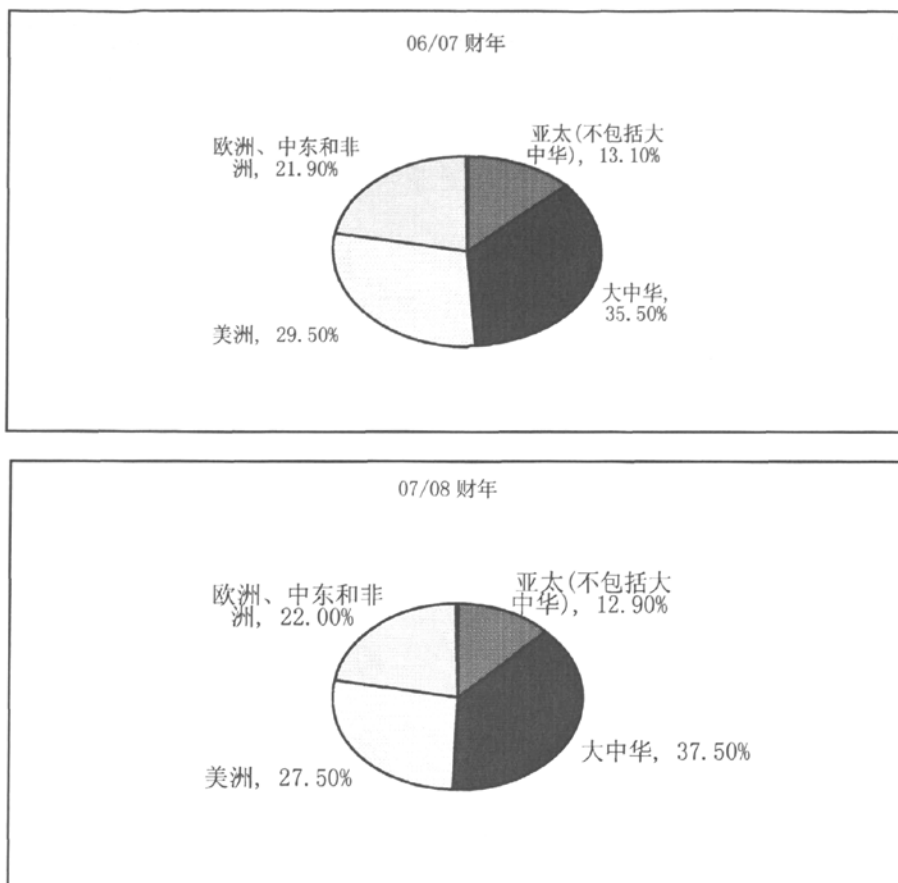


图 6.3 联想电脑全世界各地区 06/07、07/08 财年销售额分析

并购前 IBM 在美国早已退出交易型市场，专攻关系型大客户市场，所以联想集团在美国这样一个成熟的市场推广“双交易模式”难度较大。美国市场渠道与中国有很大不同，厂家没有自营店，渠道被连锁大卖场掌控，新品牌进入比较困难。而且卖场内没有厂商人员讲解，商品就摆在架子上供人挑选，消费者需要对产品非常了解才会购买，因此品牌号召力的影响很大，但是美国消费者只了解系列而不知道品牌。原团队推进联想集团的“双模式”并不得力，造成联想在美国市场的销售收入、盈利能力与市场份额全线下滑。为了扭转局面，联想集团开始调整美国市场，更换领导层、大幅裁员，抽调人才前往美国开拓市场，并将重点放在小企业市场以及与零售商合作销售电脑方面，希望改变原风格的运作模式。经过一系列调整，联想美国市场开始出现转机。2007/2008 财年第四季度，联想集团在美洲区的综合销售额大约为 10 亿美元，占集团总销售额的 27.5%。由于联想

台式电脑业务在加拿大市场的份额有所增加,加上当地整体市场对个人电脑需求增长,联想集团在美洲区连续五个季度取得盈利。此外,联想集团积极提升在美洲区内的生产力,减少可控制的开支。虽然笔记本电脑在美国的销量因受当地经济放缓而有所影响,然而联想个人电脑在美国市场的份额却保持稳定。季内,联想集团在美洲区的个人电脑销量上升 9%。

在美洲尤其是美国市场,联想集团如何进一步开拓交易型客户,维持品牌价值并建立联想品牌良好的形象,增强在成熟市场建立渠道的能力,提高供应链运作效率进而获得持续盈利能力应是联想集团需要思考的。

再次,开拓其它海外市场。据统计,联想电脑销售量在 2006/2007 财年、2007/2008 财年分别有 41%和 44%的份额来自于新兴市场,其中包括印度、俄罗斯、巴西等地区,因此新兴市场成为联想集团拓展的重点。在组织结构上联想集团增设印度区,并在印度已经建成千余家专卖店,建立专业、覆盖面广的渠道体系,包括帮助渠道代理伙伴进行产品培训、技术培训等,建设工厂达到产品本地化,推广联想在印度的知名度。

在欧洲市场,联想集团选择德国作为突破口。和印度市场不同,德国是成熟市场,联想集团不敢贸然全面进入其消费市场,而是首先选择了中小企业市场,制定了渠道发展计划和经销商拓展计划,将小客户当大客户做。联想集团利用其在渠道上积累的优势能力向德国市场扩散并取得了成效,但联想电脑在整个欧洲市场的品牌号召力还很微弱。联想在欧洲、中东及非洲区的个人电脑销量在 2007/2008 财年第四季度上升 30%,同期,综合销售额为 8.79 亿美元,占集团总销售额的 24%。

总体看来,中国市场始终扮演着联想集团大本营的角色,成为联想集团在全球突围的坚强后盾。2007/2008 财年,大中华区利润率增长了 7%,其次是欧洲、中东及非洲区,增长了 3.8%,美洲区增长了 2.3%,比较差一点的是亚太区,只增长了 0.6%。那么在实现扭亏、保持持续盈利性增长后,联想集团下一步就是提高利润率。

6.4 风险防范成效分析

一些专家学者、研究机构、咨询公司根据各自的定义给出了评价企业并购后风险防范绩效的标准。美国实业家约瑟夫·克拉林格(Joseph C. Kralinger)以并购企业的财务指标增长率是否高于行业平均水平的标准；麦肯锡咨询公司提出并购后三年内能否收回并购成本的标准；莫瑟(Mercer)咨询公司以并购后收益率是否高于行业平均水平的判定标准；米切尔以并购企业高级经理人员自我评价、并购是否达到预期目标为标准。

本文就以并购前后财年各项指标分析、并购企业高级经理人员自我评价等标准分析联想并购案的风险防范成效。

6.4.1 并购前后财年各项指标比较分析

从 2004 年底到现在，联想集团并购 IBM PC 业务进行了 3 年多，业务已逐步走上正轨，营业额由并购前的 29 亿美元(04/05 财年)，提高到今年的 164 亿美元(07/08 财年)。在经历并购后一年的亏损之后，目前企业已经全面盈利(见表 6.2)。

在 2006/2007 财年，联想集团综合营业额达 146 亿美元，比增 10%，其中个人电脑销量年增长 12%，超于市场平均增长 10%的水平。全年集团税前净利润（不包括重组费用）上升 29%至 2 亿美元，毛利率升幅也达到 14%。计入重组费用后，联想 2006/2007 财年全年每股基本盈利 1.87 美分(2005/2006 财年为 0.25 美分)。

2007 年 11 月，联想集团财报显示，其 2007 年第二季度营收高达 44 亿美元，营业额增长 20%，电脑销量同比增长 23%，高于行业 15.7%的平均增长水平。在重头的笔记本市场上，联想电脑发货量同比增长了 42%。至此，联想集团连续三个季度在全球各区域、各业务实现全面赢利。联想集团内部对此定性为：国际化战略初战告捷。

表 6.2 联想集团并购前后财报比较

	时间	营业额	同比变化	纯利润
2004/2005 财年	2004. 4. 1—2005. 3. 31	225. 5 亿港元	微降 2. 7%	11. 2 亿港元, 增 6. 4%
2005/06 财年第一季度 (购 IBM PC 业务后首个财报)	2005. 4. 1—2005. 6. 30	196 亿港元	增 2. 34 倍	3. 57 亿港元, 升 6%
2005/06 财年	2005. 4. 1—2006. 3. 31	1036 亿港元	增长 359%	1. 7324 亿港元, 同比下滑 85%
2006/07 财年	2006. 4. 1—2007. 3. 31	146 亿美元	增长 10%	1. 61 亿美元, 上升 625%
2007/08 财年	2007. 4. 1—2008. 3. 31	164 亿美元	上升 17%	4. 84 亿美元, 同比增 2. 01 倍

2008 年 5 月 22 日, 联想集团公布截至 2008 年 3 月 31 日止全年业绩: 全年销售额上升 17% 至 164 亿美元, 全年净利润(包括手机业务)为 4.84 亿美元, 上升 201%, 是联想集团并购以来业绩最好的一个年度。

表 6.3 联想集团业绩概要(2007/08 全年及第四季)

各项指标	FY07/08 第四季		FY07/08 全年	
个人电脑销量		+21%		+22%
全球电脑市场份额	6. 9%	+0. 3 点	7. 6%	+0. 4 点
销售额(美元)	37. 34 亿	+13%	163. 52 亿	+17%
除税前溢利(美元)	1. 03 亿	+69%	5. 12 亿	+231%
每股基本盈利(美仙)	1. 56	+123%	5. 51	+195%

6.4.2 并购企业高级经理人员自我评价

联想集团前董事会主席柳传志说: “从 2004 年年底到现在, 联想并购业务进行近 3 年了, 业务已逐步走上正轨, 营业额由并购前的 29 亿美元(04/05 财年), 提

高到去年(05/06财年)的146亿美元;销售数量由2004年的418万台提高到2006年的1662万台。在经历并购后一年的亏损之后,目前企业已经全面盈利。”

联想集团前董事会主席柳传志在2008财年会上表示:从三年后的业务发展看,联想集团并购IBM PC业务可以认为是初步成功的。柳传志同时表示,联想集团在此次并购中获得了几样成果,分别是品牌、技术(包括专利和团队)、国际性的公司治理架构和管理结构、一个很好的国际性董事会。

联想集团董事会主席杨元庆:“我们的业绩表现证明联想集团不但已稳定全球业务,而且我们重点发展的交易型业务及新兴市场的策略也取得了显著的成果。联想的笔记本电脑、台式电脑业务以及所有营运领域,无论是在市场份额、营业额和盈利方面都获得了稳健的增长,同时,美洲区的业务也扭亏为盈。”

联想集团董事会主席杨元庆进一步表示:“回顾并购后的3年,联想集团成功实现了并购前设定的财务目标,并实现了多个里程碑,包括承接销售和客户,完成品牌切换,开展交易型业务,发布消费业务和产品,推出创新性产品等等,有力提升了联想集团的全球竞争力,为可持续增长注入了更强的动力。未来,联想集团在稳固当前主要业务的同时,将把握住新兴市场、笔记本市场、交易型业务尤其是消费业务的增长机会,并积极培育新业务,以保持高于行业平均速度的增长。”

联想集团总裁兼首席执行官威廉·阿梅里奥:“我们已显著加强了集团的业务表现,目前我们必须凭借这强劲的势头,在市场上提供最优秀的个人电脑,以争取比同行业更快速的增长和更好的盈利能力。我们近期实施的战略举措——全球推行交易型业务模式、加强全球供应链、提升台式电脑竞争力及打造联想品牌,这将有助于更快速地拉近集团与竞争对手间的效率差距。我们会继续将成本优势及高效的交付能力与创新产品相结合,以提升市场份额。”

联想集团并购IBM PC业务三年多时间,在人力资源整合、文化整合、市场整合方面的风险防范是较有成效的,从财务指标、电脑销售量增长与同行业平均增长比较、企业并购高级经理人评价等多方面情况来看,联想集团并购IBM PC业务总体上是成功的。可以为中国企业在进行跨国并购时如何有效的进行风险防范提供一定的参考价值。

结 论

随着中国经济的不断发展,在中国政府的强力支持下,部分中国企业已有足够的经济实力进行国际化操作。在我国提出“走出去”战略后,越来越多的国内企业选择跨国并购的方式进入国际市场,以促进自身的发展。然而纵观近十几年我国企业的跨国并购状况,情况不容乐观。我国企业跨国并购虽具有一定规模,但仍处于初级阶段,严重缺乏跨国并购的相关经验。跨国并购风险无时不在,在任何一个环节中稍有不慎,将会导致整个并购功亏一篑。如何清晰认识跨国并购各阶段的风险并采取适当的防范措施应成为国内企业需要认真思考的问题。因此,本文对此进行了探讨,希望能够为中国企业进行跨国并购提供一定的参考和借鉴。

本文对中国企业跨国并购市场状况进行了深刻分析,并在此基础上识别了跨国并购各阶段的风险,通过专家打分法及调查问卷法对我国企业跨国并购风险进行了总体评价,根据评价结果分别从宏观、中观、微观的角度提出了风险防范措施,所得出的主要结论可以简单归纳为以下几点:

第一,通过对中国企业 2002 年至 2008 年跨国并购案例的收集,并对其做了详细统计后,可以得出,中国企业近十年来跨国并购势头强劲,然而在实施跨国并购时经验不足,存在着多方面的缺陷,如对并购区域、产业、行业等方面的选择存在着很大风险,因而有必要对中国企业跨国并购风险进行研究。

第二,为便于操作,分阶段对跨国并购主要风险进行了分析,得出在并购前,主要存在对区位、产业及行业的选择风险;政治法律风险;并购目标决策风险以及并购实力的评价风险。并购中主要存在着评估风险;溢价风险;支付方式选择风险以及谈判风险。并购后主要存在着文化整合风险;人力资源整合风险以及经营整合风险等。

第三,通过专家打分法及调查问卷法对我国企业跨国并购风险进行了总体评价,得出我国企业跨国并购时应加强对政治法律风险、评估能力风险、支付方式选择风险、人力资源整合风险、文化整合风险等风险的防范,根据评价结果分别从宏观、中观、微观的角度提出了风险防范措施,以期为中国企业进行跨国并购提供一定价值的参考。

第四，以联想并购 IBMPC 业务为案例，分析了联想并购 IBMPC 业务时的风险因素，鉴于此项并购案已事过三年多，故未对其并购风险因素进行评价，而是直接介绍了联想针对并购案风险所采取的风险防范措施，并通过一定指标验证了其风险防范措施是有效的，目的是希望以联想并购 IBMPC 业务的风险防范为案例，为中国企业在跨国并购中如何有效的进行风险防范提供借鉴。

第五，为了突出中国企业跨国并购的特点，本篇论文收集了大量的数据资料，并对这些数据资料进行了相应的分析，并在前人研究的基础上，得出了一定的结论，希望这些数据资料和结论能够给研究我国企业跨国并购的学者们提供一定帮助。

对跨国并购风险的评价可以通过定性分析与定量分析相结合的方法，而本文只对我国企业跨国并购风险作了总体上的定量评价，对跨国并购风险的评价还可以通过另外一些方法（如模糊测评法）进行，以便对多种测评方法得出的结果进行比较来寻求更准确的风险评价，这是本文的不足之处，也是日后需继续探讨的问题。

致 谢

本文是在我的导师陈丽珍教授的悉心指导下完成的，大到论文的选题、基本结构的构建、论文的创新等关键性问题，小到字体大小、标点符号，字里行间都凝聚了导师的心血和汗水。

在两年半的研究生学习生涯中，陈老师在学习、生活上都给予了我谆谆教诲和无微不至的关怀。导师渊博的知识、严谨的治学态度、精益求精的科研精神、和蔼可亲的教学态度，使我真正感受到了一位优秀学者所具有的品质：谦和、严谨、勤奋、广博、高瞻远瞩。两年多来，我从陈老师身上学到的不仅仅是知识，还有治学的态度与做人的道理，这一切将是我受用一生的财富！在此，借论文完成之际，向敬爱的导师致以最衷心的感谢和最诚挚的敬意！

在本论文的写作过程中，查阅了大量的文献资料，在此，向这些文献的作者表示最诚挚的谢意！

还要感谢在我攻读硕士学位期间，给予我很大支持与帮助的家人们！

衷心感谢曾经指导过我学业的财经学院的各位老师，他们的指导和帮助为本文的完成奠定了良好的基础！

最后，对百忙之中评审本论文的各位老师表示衷心的感谢！

参考文献

- [1] 王中华. 企业跨国并购过程中的风险管理. 国际贸易问题. 2001(4):46-49
- [2] 张子刚, 程志勇. 跨国并购的风险防范. 企业改革与管理. 2004(6):38-39
- [3] 翟彩琴. 海外并购: 中国民企须谨慎. 甘肃农业. 2005(9):73-74
- [4] 胡国松, 张娟. 石油企业跨国并购中的风险与防范. 天府新论. 2007(5):57-60
- [5] 季成, 任荣民. 中国企业跨国并购的融资支付方式研究. 经济纵横. 2007(5):6-8
- [6] 姜秀珍, 张献华. 中国企业“走出去”并购战略: 风险与对策. 国际商务研究. 2007(4):36-39
- [7] 李卫宁, 彭运力, 尚航标. 跨国并购政治风险防范管理研究. 商场现代化. 2006(4):232-233
- [8] 单宝. TCL 跨国并购之痛. 上海企业. 2006(1):68-70
- [9] 周建雄. 中国企业海外并购支付方式选择. 对外经贸实务. 2007(2):67-70
- [10] 于桂琴. 规避跨国并购文化整合风险的对策. 企业改革与管理. 2007(8):46-47
- [11] 姜义平. 浅议政府在企业“走出去”并购中的职能定位. 集团经济研究. 2007(3):30-32
- [12] 李怀. 企业并购中的文化整合思路. 理工高教研究. 2007(4):126-127
- [13] 单宝. 中国企业跨国并购的风险预警管理. 财经论坛. 2007(5):117-118
- [14] 颜晓晖. 基于灰关联分析法的跨国并购投资风险评价. 广东商学院学报. 2007(4):68-71
- [15] 林忠礼, 傅仰艺. 中国企业跨国并购的现状、动因与发展趋势. 天津师范大学学报. 2005(2):14-19
- [16] 庄乾志. 银行跨国并购的风险分析. 财经问题研究. 1999(07):3-6
- [17] 余博. 聚焦中国企业跨国并购. 企业管理. 2005(10):62-66
- [18] 周清杰, 廖运凤. 跨国并购与外商直接投资进入方式探析. 国家行政学院学报. 2004(4):85-87
- [19] 卢珍兰. 国外企业跨国并购风险防范对我国的启示. 商业会计. 2007(6):30-31
- [20] 陈福明. 中国企业海外并购风险评估模型及防范策略. 中国市场. 2007(31):108-109
- [21] 海青. 海外并购难圆“中国企业梦”. 中国电子商务. 2005(3):12-17
- [22] 葛洪波. 中国企业跨国并购的主要问题及对策分析. 中山大学学报论丛. 2007(4):133-135
- [23] 戴勇, 傅太平. 中国企业跨国并购目标的战略选择. 国际技术经济研究. 2005(2):10-14
- [24] 陈海广, 董勤. 中国跨国并购企业的 S W O T 分析. 商场现代化. 2005(9):11

- [25] 许艳萍. 我国企业跨国并购风险与策略研究. 特区经济. 2006(2):263-264
- [26] 于桂琴. 企业跨国并购中的经营整合风险. 企业改革与管理. 2007(3):50-51
- [27] 张海涛. 知识型企业并购的风险管理. 上海: 上海社会科学院出版社, 2007
- [28] 陈金波. 企业并购的风险及其防范措施研究. 湖北: 武汉理工大学出版社, 2006
- [29] 黄友军. 我国企业跨国并购风险研究. 江苏: 河海大学出版社, 2006
- [30] 乔良. 中国企业跨国并购所面临的挑战及对策研究. 北京: 对外经济贸易大学出版社, 2006
- [31] 张涛. 中国海外并购国家风险防范法律对策研究. 湖北: 华中师范大学出版社, 2006
- [32] 左东红. 我国企业实施跨国并购的理论分析与对策探讨. 江苏: 苏州大学出版社, 2006
- [33] 绍伟. 京东方跨国并购分析. 北京: 清华大学出版社, 2005
- [34] 李翟. 公司并购与重组导论. 上海: 上海财经大学出版社, 2006
- [35] 魏江等. 企业购并战略新思维——基于核心能力的企业购并与整合管理模式. 北京: 科学出版社, 2002
- [36] 唐纳德·德帕姆菲利斯(美). 兼并、收购和重组——过程、工具、案例和解决方案综合指南. 北京: 机械工业出版社, 2004
- [37] 马克·L·赛罗沃(美). 协同效应的陷阱——公司购并中如何避免功亏一篑. 上海: 上海远东出版社, 2001
- [38] 斯蒂芬·L·戴维斯(英). 银行并购: 经验与教训. 北京: 中国金融出版社, 2003
- [39] 大卫·M·施维格(美). 整合——企业并购成功之道. 北京: 中国财政经济出版社, 2004
- [40] 马克·L·菲尔德曼, 迈克尔·F·斯普拉特(美). 并购. 海南: 海南出版社, 2003
- [41] 马金城. 跨国并购的效率改进研究. 辽宁: 东北财经大学出版社, 2006
- [42] 吴晓云. 中国跨国公司全球营销战略——理论模型、检验指标及实证研究. 北京: 高等教育出版社, 2006
- [43] 张秋生, 崔永梅. Mergers & Acquisition Forum 2007. 北京: 中国经济出版社, 2007
- [44] 张金鑫. 并购双方资源匹配战略分析. 北京: 中国经济出版社 2006
- [45] 中国收购兼并研究中心, 东方高圣投资顾问公司. 中国并购评论第一册. 北京: 清华大学出版社, 2004
- [46] 中国收购兼并研究中心, 东方高圣投资顾问公司. 中国并购评论第二册. 北京: 清华大学出版社, 2003
- [47] 中国收购兼并研究中心, 东方高圣投资顾问公司. 中国并购评论第三册. 北京: 清华大学出版社, 2003
- [48] 中国收购兼并研究中心, 东方高圣投资顾问公司. 中国并购评论第四册. 北京: 清华

大学出版社, 2003

- [49] 全球并购研究中心. 中国十大并购. 北京: 中国经济出版社, 2006
- [50] 包明华. 购并经济学前沿问题研究. 北京: 中国经济出版社. 2005
- [51] 清科研究中心. 2007 年第一季度中国并购市场研究报告
- [52] <http://www.unctad.org> 联合国贸发会议
- [53] <http://www.stats.gov.cn> 中华人民共和国统计局
- [54] Hitt, M. A., Harrison, J. S., Ireland, R. D., 2001. Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders. Oxford Univ. Press, New York
- [55] UNCTAD. (2002). World Investment Report, 2002. New York: United Nations
- [56] UNCTAD. (2003). World Investment Report, 2003. New York: United Nations
- [57] UNCTAD. (2004). World Investment Report, 2004. New York: United Nations
- [58] UNCTAD. (2005). World Investment Report, 2005. New York: United Nations
- [59] UNCTAD. (2006). World Investment Report, 2006. New York: United Nations
- [60] UNCTAD. (2007). World Investment Report, 2007. New York: United Nations
- [61] Anand, J., Delios, A., 2002. Absolute and relative resources as determinants of international acquisitions. Strateg. Manage. J. 23

附录 1

中国企业主要跨国并购一览表

时 间	并购方	被并购方	交易金 额 (亿美元)
2002 年 1 月	中国海洋石油公司	西班牙瑞普索公司在印尼的五大油田的部分权益	5.85
2002 年 2 月	上海电气集团与英资晨	日本秋山印刷机械公司	0.05
2002 年 4 月	华谊集团	美国 Pllystor 公司两条生产线以及 14 项相关专	0.05
2002 年 4 月	中国石化	美国戴文能源集团在印尼的油气资产	2.16
2002 年 4 月	中石油	阿曼——石油开采公司	0.25
2002 年 5 月	海欣股份	德国 JQG	0.16
2002 年 6 月	海欣股份	美国 Glenoit 公司纺织分部	0.25
2002 年 7 月	东方通信股份有限公	美国 INTERWAVE 电信公司 600 万股普通股	0.04
2002 年 7 月	中国海洋石油公司	英国石油(BP)持有印尼 Tangguh 气田的股权	10
2002 年 8 月	中国海洋石油公司	澳大利亚西北天然气项目上游生产权益	3.2
2002 年 9 月	中国网通	美国亚洲环球电讯公司	0.8
2002 年 9 月	TCL 国际控股有限公司	德国施耐德电器公司	0.13
2002 年 10 月	上汽集团	通用大宇 10%的股份	0.59
2002 年 10 月	上工股份	FAG 公司 FA 下属子公司	0.24
2002 年 12 月	中海油	BP 公司	2.75
2003 年 1 月	山东宏智广告集团	美国 Asina Premium Television 公司	0.36
2003 年 1 月	京东方	韩国现代显示公司的 TFT-LCD 业务	3.8
2003 年 3 月	中国海洋石油公司	英国石油所集团里海卡拉干油田 8.33%股权	6.15
2003 年 3 月	中国石化	哈萨克斯坦北里海项目 1/12 权益	6.15
2003 年 4 月	中石油	赫斯印尼控股公司	0.82
2003 年 6 月	德隆	德国仙童多尼尔项目(728 型新款客机制造)	不详
2003 年 7 月	三九集团	日本东亚制药	不详
2003 年 7 月	合金投资	美国 Murray 集团	0.80
2003 年 11 月	德隆	美国缪勒公司	0.80
2003 年 11 月	秦川机械发展有限公	美国 UnitedAmericanIndus2tries, INC60%股权	0.03
2003 年 11 月	新大陆	德国 JQG 公司 12%股权(石英晶电子元件)	0.1
2003 年 11 月	中国海洋石油	澳洲油气田	不详
2004 年 3 月	四大钢厂	澳大利亚必和必拓公司 40%的股份	1.13
2004 年 4 月	TCL	法国汤姆逊阿尔卡特手机业务	0.85

时 间	并购方	被并购方	交易金 额 (亿美元)
2004 年 5 月	新中基	法国番茄巨头	0.11
2004 年 7 月	上汽集团	韩国双龙汽车	5
2004 年 8 月	温州哈杉鞋业有限公司	意大利威尔逊制鞋公司	不详
2004 年 8 月	中国航油	新加坡国家石油公司 20.6%的股份	2.98
2004 年 11 月	格林柯尔	欧洲著名汽车设计公司雷莱德产品发展公司	不详
2004 年 11 月	格林柯尔	盖兹国际在法国莱维斯的汽车管件工厂	不详
2004 年 12 月	联想集团	IBM PC 业务	17.5
2004 年 12 月	盛大网络	韩国 Actoz Soft 公司	0.97
2004 年 12 月	飞雕电器集团有限公司	意大利 ELIOS 公司 90%的股权	0.08
2005 年 1 月	广东豪润达股份有限公	北美电器(珠海)有限公司 70%股权	0.21
2005 年 4 月	中海油	加拿大 MEG 公司股权	1.23
2005 年 4 月	中石化	美国第一国际石油公司在哈萨克斯坦的 6 家公司所属石油开发区	1.53
2005 年 5 月	TCL	以换股方式买回 T & A 公司	0.58
2005 年 7 月	南汽	英国罗孚汽车公司及其发动机生产分部	0.87
2005 年 7 月	上工申贝	全球工缝机技术领跑者德国杜普克·阿德勒公	0.69
2005 年 7 月	TCL	美国 DVD 播放机制造商 GoVedio 公司	0.10
2005 年 9 月	中石油中石化	加拿大 ENCAN 公司持有的厄瓜多尔油气资产	14.2
2005 年 10 月	中石油	加拿大哈萨克斯坦石油公司	41.8
2005 年 12 月	中石油(中印联合)	加拿大 PETROBRAS 公司在余利亚 APCC 区块的 38%	不详
2006 年 1 月	中国海洋石油	尼日利亚 OML130 区块 45%工作权益	22.68
2006 年 1 月	中国海洋石油	尼日利亚 OPL229 区块 35%的工作权益	0.6
2006 年 8 月	中国建设银行	美洲银行在香港的 14 家及在澳门的 3 家营业机	12.48
2006 年 12 月	中国工商银行	印尼的 Halim 银行 90%股权	不详
2006 年 12 月	重庆博赛矿业	南美洲圭亚那欧迈矿业公司	0.6
2006 年 12 月	中信集团	加拿大石油公司在哈萨克斯坦的全部石油资产	19.1
2007 年 1 月	中国建材	欧洲大型风电叶片公司 NOI Rotortechnik GmbH	不详
2007 年 5 月	中投公司	美国黑石集团低于 10%股权	30
2007 年 6 月	北方重工	法国 NFM 公司 70%股权	不详
2007 年 7 月	国开行	持股英国巴克莱银行的 3%	30

时 间	并购方	被并购方	交易金 额 (亿美元)
2007 年 8 月	中国工商银行	澳门诚兴银行 79.93%股权	5.72
2007 年 8 月	中铝	加拿大秘鲁铜业公司	8.6
2007 年 9 月	工银亚洲	香港 IEC 投资公司	0.18
2007 年 9 月	鞍钢集团	澳大利亚矿山企业金达必金属公司	2.51
2007 年 10 月	中国工商银行	南非标准银行 20%股权	54.6
2007 年 10 月	民生银行	美国联合银行 控股 9.9%	3.17
2007 年 11 月	平安保险	富通集团 4.18%股权	27
2007 年 11 月	中信证券	美国贝尔斯登 6.6%股权	10
2007 年 12 月	中投公司	美国摩根士丹利 9.9%股权	50
2008 年 1 月	奥康集团	意大利 VAL-LEVERDE	不详
2008 年 1 月	无锡药明康德	美国的 AppTec Laboratory Services Inc	1.51
2008 年 1 月	中铝	力拓	140.5
2008 年 1 月	雅戈尔	Kellwood Company 持有的 XinMa100%股权和 Kellwood Asia Limited 持有的 Smart100%股权	1.2
2008 年 1 月	瑞贝卡发制品公司	刚果(金)一家拥有 5 个铜钴矿区勘探权的矿业	不详
2008 年 2 月	北京软通动力 信息技术公司	美国 AkonaConsulting 公司	不详
2008 年 2 月	天海雪城汽车电子 集团公司	美国汽车零部件企业 Kensa 公司 80%的股份	不详
2008 年 2 月	首钢集团	澳大利亚吉布森山铁矿公司	13.79
2008 年 2 月	鞍钢集团	澳大利亚金达必金属公司股权及卡拉拉铁矿	3.08
2008 年 3 月	深圳迈瑞医疗 国际有限公司	美国 Datascope 公司 (NASDAQ:DSCP) 生命信息监护业务	2.02
2008 年 6 月	招商银行	香港永隆	不详
2008 年 6 月	中集集团	卢森堡 TGE GAS60%权益(石油化工气体的存贮、	0.40
2008 年 6 月	中联重科	意大利 CIFA100%股权	3.62
2008 年 6 月	中鼎股份	美国 Allied-Baltic Rubber Inc. 100%股权	0.04

附录 2

中国企业跨国并购风险因素评价调查问卷

感谢您参与《中国企业跨国并购风险因素评价调查问卷》的问卷调查。

请对中国企业跨国并购过程中的风险因素影响程度进行评分：1 为影响一般；2 为影响较大；3 为影响很大；4 为影响程度非常大。

影响中国企业跨国并购的风险因素		评分
并购前主要风险因素	并购区位选择	
	并购行业选择	
	东道国政治局势	
	东道国相关政策限制	
	目标公司信息不充分	
	与目标公司的相融性	
并购交易期主要风险因素	组建跨国并购团队	
	并购中介的选择	
	并购谈判经验缺乏	
	并购谈判人才缺乏	
	溢价风险	
	支付方式选择风险	
并购后整合风险因素	文化背景差异	
	被并购公司员工的抵触心理	
	品牌认同	
	经营整合	
	人力资源配置混乱	
	自身管理水平落后	
	核心人才流失	

感谢您的参与！

攻读硕士研究生期间发表的论文

- [1] 周琪, 陈丽珍. 企业并购后的风险管理探讨. 中国市场. 2008(06)