

中企跨境并购袖珍指南

麦肯锡战略与公司金融咨询业务 | 麦肯锡中国企业全球化咨询业务
2017年4月



目录

简介	1
中企跨境并购五大迷思与真相	2
中企跨境并购十年回顾	8
中企跨境并购融资术	16
从积极的买家到真正的主人	22
流程与政治：跨境并购监管的通关之道	34
关于作者	42
关于麦肯锡中国企业全球化咨询业务	43



简介

中国企业正在掀起全球并购的热潮。过去五年，跨境并购数量的年增幅达到33%。2016年，跨境并购交易金额高达2270亿美元，是境外企业在华收购额的6倍。2016年全球前十大并购案中屡屡出现中国巨头的身影。

未来几年，中国企业在全球并购交易中将扮演怎样的角色？中国企业从这几年的交易学到了哪些经验和教训，接下来应采取什么不同的做法？境外企业应如何确保与中企的交易能达到回报预期？

这本袖珍指南来自麦肯锡战略与公司金融咨询业务部，我们尝试着对跨境并购的常见疑问做了解答。在《中企跨境并购五大迷思与真相》一文中，我们逐一分析了中企跨境并购的诸多迷思——如转移资产的捷径、政府的隐形之手、中国买家不重视并购后整合等等。

《中企跨境并购十年回顾》一文仔细梳理了过去十年中国企业跨境并购所取得的非凡进步，并且对成败原因展开了剖析。

目前对中企境外并购存在着一种想当然的看法，即大多数交易是由政府及国家指导的廉价资本所推动的。在《中企跨境并购融资本》一文中，我们证明了事实并非如此，同时分析了各种资金来源及其未来的发展趋势。

并购后整合是大多数交易案中最具挑战的部分。研究表明，整合工作能否正确开展是决定交易成败的关键因素。《从积极的买家到真正的主人》探讨了多个可资借鉴的整合方式以及行之有效的案例。

监管审批是跨境并购过程中令中企普遍担忧的问题。尽管的确存在监管压力，但是大部分交易在追加补救措施后便能获批。在《流程与政治：跨境并购监管的通关之道》一文中，我们探讨了中企在复杂的境外监管环境中所面临的问题。

我们希望这些文章为中企跨境并购提供真知灼见与分析依据，帮助企业了解 and 把握瞬息万变的市场。

岑明彦

全球董事合伙人，麦肯锡中国企业全球化咨询业务负责人

高旭

全球资深董事合伙人，麦肯锡汽车及组装咨询业务亚洲区负责人

中企跨境并购五大迷思 与真相

岑明彦
梁敦临
高旭

2016年中企跨境并购交易金额高达2270亿美元，是境外企业在华收购额的6倍。中企跨境并购数量在过去五年稳步增长，年增幅达到33%，但因受到外汇管制的影响，2017年第一季度增速明显放缓。2016年全球前十大并购案屡屡出现中国巨头（中国化工以470亿美元收购先正达当前仍处于监管审批中），且几宗最具争议的交易都有中企的身影，如安邦对喜达屋高调发起收购要约，最终万豪将价格提高了4亿美元才胜出。

媒体的喧嚣报道难以掩盖中企跨境并购的五大迷思。下面让我们逐一分析。

迷思之一：充足的廉价资本

理论上说，当下中国充足的廉价资本为中企跨境并购提供了雄厚的经济基础。中国有3万亿美元外汇储备，掌管着全球第二大的主权基金，还有全球最大的四家银行（按资产计算）。正是有了这些支持，中国企业在跨境收购时才有底气和实力拿下数宗超大型收购交易。

分析中企并购热潮的重要之处是认识充足资本的作用。中国近年跨境并购金额激增，从2010年的490亿美元飙升到了2016年的2270亿美元，但绝对值仍然处于低位。2015年，中企的跨境并购金额占到GDP的0.9%，而欧盟企业为2.0%，美国企业为1.3%。如此看来，中国尚处在长期增长通道的初期阶段。

然而，那些抢占头条的大型并购案并不具有代表意义。中企跨境并购大多由中型公司主导，过去三年的交易规模中值只有3000万美元，而且大多数交易并非高价收购。当然，与欧美企业相比，中国企业的估值体系可能不同。上海证交所上市的非国有企业2016年平均市盈率为60倍。考虑到中国买家有能力以比较高的估值筹集股权资本，斥巨资购买境外资产或许也不失为理性之举。

值得注意的是，中国买家的并购资金通常并非全来自本国。欧美银行也提供了许多高杠杆并购案的资金。近年来数笔大型交易其实是向外国银行财团举债融资完成的。中国买家自然也利用了高杠杆，比如先正达收购案，470亿美元交易金额

中举债约330亿美元。中国企业更多是向银行举债而非公开权益市场，所以比起西方企业，多数中国企业对高杠杆更能处之泰然。本来，在西方市场由金融机构促成的高杠杆超大型交易也是习以为常的。

迷思之二：政府的隐形之手

坊间一直传说有个政府背景的智囊团指导企业行动，而近期跨境收购交易的背后推手就是此智囊团。

虽然政府的确喜欢指导企业，但这种说法言过其实了。中央政府制定了政策框架，即使国企高管跟着政策走有利于晋升，但是他们非常清楚要对自己所做的决策负责。除了极少数交易案，中企高管做出的并购决策均是出于商业利益考虑。

当然，跟着政策走肯定是有助于并购交易。批文下得快，贷款早到位，有时政府还会暗示其他买家退出，以确保只有一家中国企业竞争。在一些行业，特别是半导体行业，企业想要发起收购是颇有压力的。即使某些收购案符合产业政策，也多半是因为这些政策符合相关企业的利益。而像五年规划这类政策的制定，背后或多或少会有对大型国企的考量。可是每宗并购，无论是前期找标的还是交割后执行，概由企业自己负责。

政府之手可从政府投资基金的运作中寻找答案。中央政府出资的有丝路基金、非洲基金和中投公司。若真有隐形之手在操纵并购，政府完全可以与企业联合投资。事实上这种情况很少发生。例如，虽然有诸多融资项目，丝路基金也只投过一家公司。

若论政府出资的基金，只有中投境外投资比较多。但这些皆为组合投资，纯粹出于商业利益考虑，并且很大一部分投资是以固定收益证券和基金的形式存在。

迷思之三：转移资产的捷径

从2005到2014年，人民币兑美元汇率一直在上升，之后汇率下跌，增长乏力，企业管理者开始想办法把资金转到境外，跨境收购则提供了一条捷径。如此说来，是否境外大型知名资产的收购——比如酒店、大城市房产等高额收购案——不过只是企业在转移资产呢？

资本外流的确在发生，渠道也是多种多样，跨境收购只是其中之一。中国政府也一直在努力堵漏洞，造成2017年第一季度交易量显著减少。关键在于，资本外流是否就是并购激增的主要推手？2015到2016年间，跨境并购数量增加了125%，而前五年的增长率只有7-41%。一些房地产交易类，很明显只是中国买家的分散投资之举。即便如此，跨境并购的增长多年前就开始了，绝不是从2014年才发生，所以资本外流在过去几年只是辅因，而绝非主因。

迷思之四：猜不透的中国买家

但凡有中国买家参与的并购，总是会让很多境外卖家头疼。因为中国买家的想法让人猜不透，看起来并不很理性，而且资金来源和重点不明确，意图也不清晰。

其实不理性的背后往往有着缜密的分析和决策，这些是卖家所不了解的。对中国买家而言，特别是国企，并购之前需要与公司内外所有利益相关方进行商讨，只是卖方的中间人不一定有能力或者意愿去解释中国买家方方面面的考量。

而中方买家总是会质疑并购标准流程，认为对己不利。这套标准流程限制买家与目标公司私下沟通，旨在为所有买家创造公平竞争的机会。然而，中国人最擅长与对方一对一商谈和建立关系。除此之外，许多中方管理者对这套流程并不熟悉，不知道如何应用。好在这种情况下正在迅速改变，越来越多的民营企业聘用了具备境外经验的业务发展人才，一些领先国企亦聘用了有经验的交易团队。但是总的说来道阻且长。

事实上，不少跨境并购是出于发展所需。对于国内市场增长放缓的中国企业来说，迫切需要通过并购获得国外的品牌、技术和市场渠道。因此，卖方所得到的中国买家信息往往含混不清，难以解读，常把这些当成“文化差异”，实则为中国买家的独特之处。

迷思之五：不重视并购后整合

看起来，并购后整合好像并不受中国买家重视，除了保留原高管层。留用的高层往往也喜出望外，因为自主权很大。这就容易给人造成一种印象：中国买家对后续整合不感兴趣。

相比欧美企业，中国企业对并购后管理更愿意采取放手策略。但这主要是因为过去中国企业的整合能力不足，往往缺乏具备国际经验的储备人才，对整合也没有信心，并不是不想管。也正是如此，在过去十年，中国企业的跨境并购成绩喜忧参半。

对于大多数西方企业，并购后整合管理再清晰不过，速度至上，精简人员和职能部门、求协同。而中国人的整合管理则以求稳为上，允许独立运营，聚焦一两个重要领域谋求协同增效，比如研发共享或者将产品放在中国制造以削减成本。

十年并购史表明，后续整合往往决定了交易的成败。有的后续整合以有组织、成系统的方式进行；有的收购方并不“插手”被收购方的运作，仅通过董事会“遥控”，把收购标的视作财务投资。结果一般是前者收获更多。

其实，无论是获取能力、进军境外市场、购买品牌还是技术，都是站得住脚的逻辑。如果没有好的计划去实现既定目标，协同增效永远只是纸上谈兵。现在越来越多的中国企业意识到了这点，在交易的前期就着手制定具体的整合计划。对于大多数中国收购方来说，瓶颈就是构建一支拥有跨境运营和整合后管理经验的团队。此事知易行难。这支团队需要具备丰富的职能经验，要有工程师和技术人才来支持技术转移或技术购买，要有市场营销人才支持交叉销售，IT人才支持平台合并。团队成员还得掌握标的企业所在国的语言和沟通能力。难度可想而知，比如会说意大利语的中国航空航天工程师绝对是凤毛麟角。



从本文所述的五大迷思来看，中企跨境并购尚处于长期增长通道的初级阶段。将来，中企有望成为全球并购市场的主角，跨境交易必将大幅增加。因此，买家



和卖家都要提前做出调整,互相适应和磨合。中企需要跨境并购带来的品牌、渠道、技术和人脉,被投资方也能享受中国市场的快速创新、广大市场和成本优势。长期来看,中国参与全球并购交易,确实是多方共赢的好事。

中企跨境并购十年回顾



岑明彦
欧高敦



十年前，联想收购了IBM个人电脑业务，那是中国企业第一宗大型跨境收购案。此后，中国已累计达成650多宗1亿美元以上的并购交易。如今，中国财务投资者与战略投资者已经成为国际交易市场的常客。

2008年后，关于中企跨境投资影响力的讨论有很多，关注点主要集中在卖方所受到的影响，例如中国资本是否抬高了标的价格、标的所在国是否应当警惕中国买家，或是讨论资本外流对中国宏观经济发展产生的影响等。这些问题固然值得讨论，但我们更应关注买方，例如跨境投资是否成功？是否为公司创造了价值？如果没有，原因是什么？

本文仔细梳理了中国企业跨境并购史。中国买家的表现参差不齐，大部分交易并没有切实实现原定目标，最主要的原因是时机选择错误，这一点是所有企业都很难把握的。另一个原因是中企欠缺并购后整合能力。

过去，多数中国买家在交易达成后的投后管理能力有限，因此并购难以带来协同效应或真正的运营整合。但如今，随着精通国际运营的管理人才越来越多，该情况将不复存在。更多企业选择参与深度整合，它们既认识到积极管理被收购企业的重要性，同时也认可不同文化和运营模式之间的差异。我们认为，这样的改变将成为新常态。

评估历史交易情况¹

评估一宗收购案是否“成功”肯定是主观的，因为我们永远不会知道如果没有此项收购，买卖双方现在会是什么情形。交易完成后，股价的短期变化只能反映市场是否看好这宗收购，却无法反映真实的执行情况。因此，要真正评估一宗交易是否成功，我们必须追根溯源，看看当初交易双方定下的目标是否得以实现。

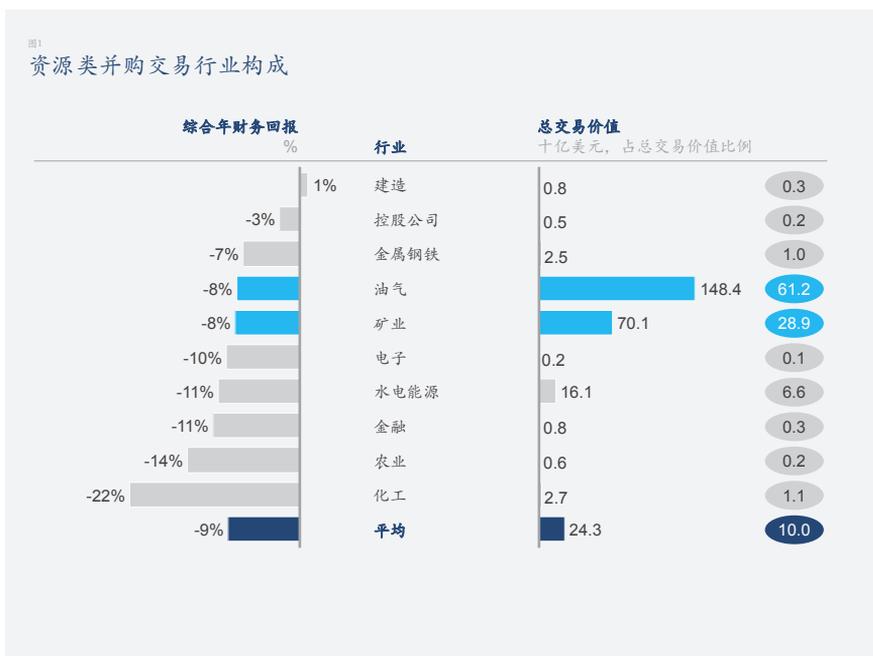
¹ 为了这项研究，我们剔除了买方与被收购方公开信息极少的部分交易，对余下500多宗交易进行分析。

根据这个标准, 中企过去十年的跨境并购成绩并不如意。约 60% 的交易, 近 300 宗, 约合 3000 亿美元, 并没有为中国买家创造实际价值。

资源类交易的诅咒

收益最差的当属 2000 年代后期的能源类收购项目。2008 年之前的十年间, 中国的能源进口价格的复合年均增长率达 18%。能源进口被视为企业国际竞争力的结构性问题, 也关乎国家安全。

因此, 过去十年间 43% 的交易 (即 217 宗, 占中国对外投资总额的 56%) 与自然资源相关。其中, 80% 的交易发生在大宗商品价格飙升期间, 直到金融危机时达到峰值。其余 20% 发生在之后三年价格回落之时, 因为价格下跌被视为买进良机。然而, 在大多数交易达成后, 大宗商品价格都维持在低于收购价的水平。在我们研究的交易中, 84% 的交易 (占总交易额的 89%) 并没有为收购者创造收益, 平均亏损为期初投资的 10% (见图 1)。

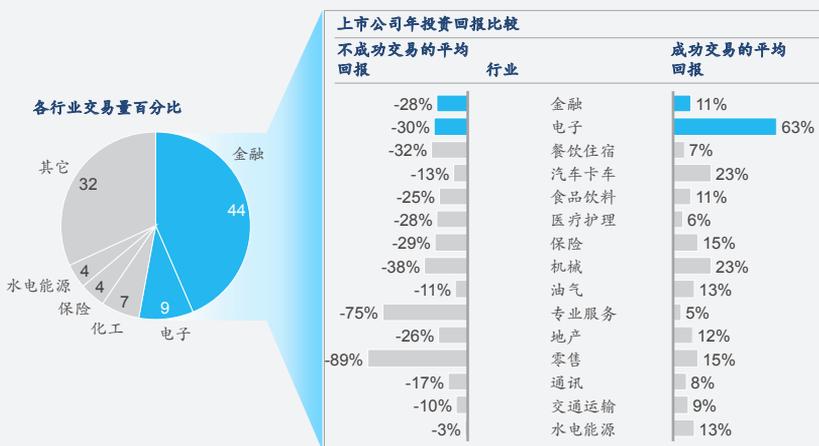


多元化财务投资与建立关系的交易

第二类收益较差的是收购上市公司类型的交易，交易达成后被收购方仍为上市公司。此类交易的主要动机是多元化投资，或是与目标公司拓展关系，24%的交易（即119宗，占18%）属于这一类，被收购企业仍保持较大的独立性。虽然中国国内这类收购十分成功，但在境外不然。平均而言，自购买日起到今天，买家年均亏损约7%。如果考虑机会成本，即向国内企业进行类似的少数股权投资，投资回报会更难看。因为自2008年起，国内股价年均涨幅达15%。这类投资失败的主要原因也是时机不对，大部分交易集中在金融服务和电脑电子行业，平均亏损为期初投资的30%左右。受创最重的当属零售业和专业服务业，平均亏损为期初投资的70%。

相比少数股权投资，对上市公司进行多数股权投资的话，收益会稍好一些。平均而言，这类交易的股价自投资日起年均亏损约2%，但区间差异很大，其中仍有过半数交易是盈利的。同时更多证据显示，多数股权投资者能从收购中获得核心业务的协同效应：将技术或产品带入中国市场，为买家带来实实在在的利润增长（见图2）。

图2
上市公司类交易行业构成



1 其它包括占比不超过4%的行业：汽车、餐饮住宿、食品饮料、林业、医疗护理、控股公司、休闲、机械、油气、专业服务、地产、交通运输
资料来源：团队分析

成功并购案分析

略微超过四分之一的并购不属于资源类与上市公司类交易。对于这类交易，我们通过分析并购案的既定目标（产品、技术或成本），以及比较其是否达成目标，发现约70%的此类交易成功完成了目标。控股交易与非控股交易的成功率分别为75%和60%。

回顾所有跨境并购，我们发现控股比例对投资的成功与否的确很重要。在505宗交易当中，34%为非控股类投资，其成功率仅为约30%。对于控股类投资而言，成功率高达45%（见图3和图4）。

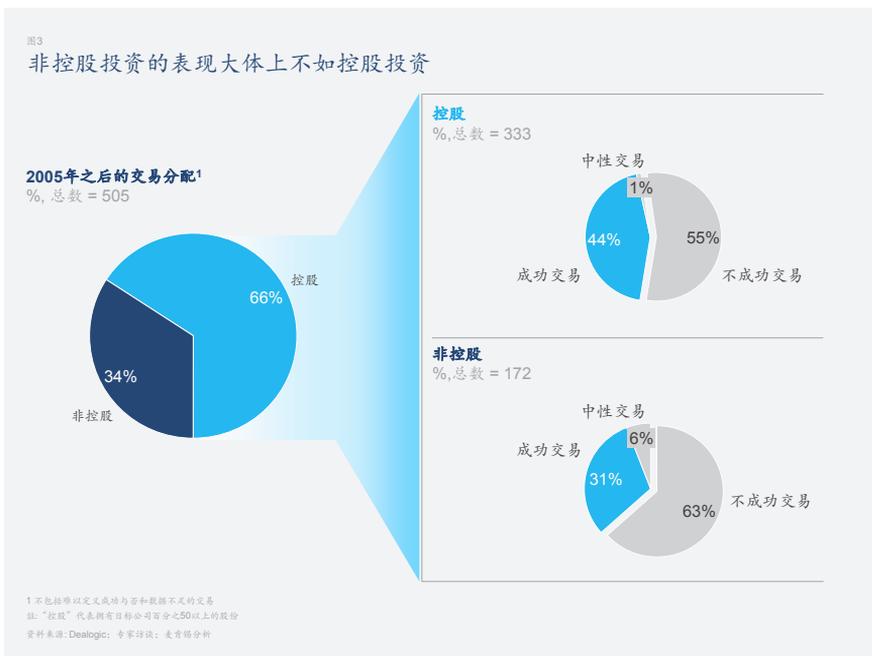
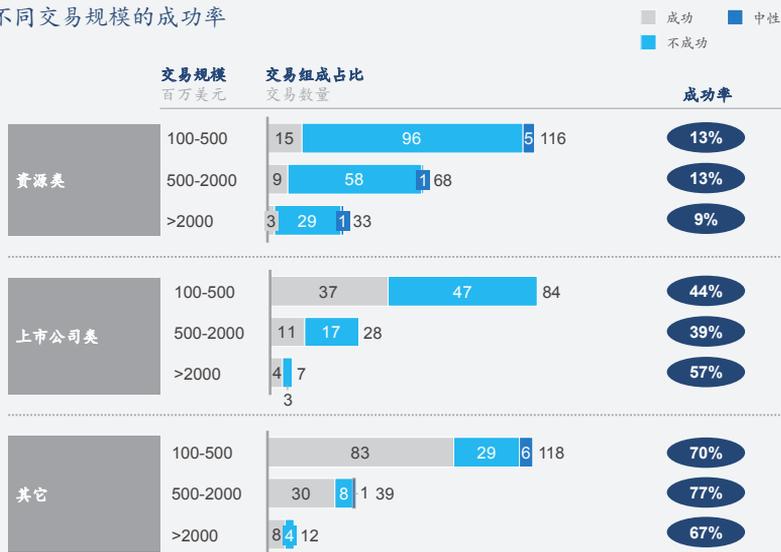


图4
不同交易规模的成功率



资料来源: Dealogic; 专家访谈; 麦肯锡分析

以上信息勾勒出了一张负面全局图。505宗中国企业跨境并购交易中(总值4320亿美元), 200宗约1460亿美元的交易完成了既定目标。然而, 这些交易恰恰是在大部分企业都能从并购中获利的时期。2008年后, 资金成本创下历史新低, 股票市场在几十年来首次有利于企业收购, 便宜的资金可转化为具有生产力的资产。特别是亚洲买家, 常常因收购而得到投资者的热烈追捧。比如说, 相比欧洲的并购交易, 市场普遍认为亚洲的并购交易能够创造更高价值, 因此股价涨幅更大。

整合难题

那么并购失败的原因究竟是什么呢? 首要可控败因是没有做好投后整合。很多并购案例中, 中国买家都迟迟不愿在交割后主持大局。

另外, 中国企业并没有比其他买家支付更高的溢价。去年, 中国买家支付的平均溢价是25%, 而全球跨境交易的平均溢价则是32%。虽然低于均值, 但溢价必须要求协同效应, 只有积极开展投后管理, 才可能实现协同效应。这一点是中国企业的挑战。

2010年至今，多数中国企业管理跨境资产的能力非常有限。一些具备跨境经验的中方高管能力又往往局限于销售和采购领域。拥有丰富跨境业务运营经验的人才极少，在薪资标准偏低的国企就更少。除了需要跨境运营经验，管理者还必须熟悉收购标的所在国的语言和商业文化。

下一步怎么走？

中国企业跨境投资仍处于初级阶段，未来十年的投资额将会翻几番。2015年，中国企业跨境收购额占GDP的0.9%，而美国为1.3%，欧盟国家为2.0%。另外，美国企业和欧盟企业的投资金额（按美元计）分别是中国企业的2.4倍和3.2倍。在2015年，中国企业在国内的收购额高达6120亿美元。如今，中国企业正处于长期增长的开端，过去十年的成功与失败都是宝贵经验。

过去十年的并购经验告诉我们，成功不仅需要决策正确，更需要好运气，尤其不能忽视后者。如果能源类并购早几年或者晚几年发生，很可能就会大获成功。然而，时机基本不可控，管理者能做的就是把握好交易后的每一步行动，这才是他们应该关注的重点。

中资企业往往花很大气力研究行情、预测价格和需求，也就是说把注押在了运气上。其实应该花更多时间研究并购后的整合问题，因为这才是企业可以自主掌控的。

我们对中国企业跨境并购继续持乐观态度。中企拥有无限的机会去尝试和冒险，再从错误中吸取教训。正因为如此，它们也能够取得外国收购方那样的成功。学习阶段即将结束，是时候将所学付诸行动了。



中企跨境并购融资术



岑明彦
石炜麟

中企跨境并购的资金运作和流向是多年来各方感兴趣的话题。2010年之前,中企很少对国际并购进行投标。近年来中国买家越来越多地出现在了重大收购交易之中,如中国化工集团收购美国农化巨头先正达、安邦保险竞购喜达屋等等。

很多境外企业想当然地认为中国企业的资金用之不尽,而资本供给或多或少反映着政策方向。近几年这种看法似乎得到了佐证:五年间中国投资成立了超过5500家基金,总资本规模逾3000亿美元,其中很多基金有意支持跨境并购。这样自然会引来一些疑问:标的资产是否会被抬高至不切实际的水平?财务投资者的支持是否会改变战略投资者的交易?

我们对至少与一家基金紧密合作的战略投资者的境外收购进行了深入考察。从2013至2016年,战略投资者联手基金(一方或双方来自中国)的交易为249宗。分析结果表明,交易估值并没有想象的那么高。实际上,基金与战略投资者的联合呈现出某种有趣的规律,那就是投资动力主要为商业利益而非政策。

两种类型的合作

近四年的交易大致可分为两类:中方主导型,即以中国战略投资者的利益所驱动的交易;外方主导型,大多数以发展初期的企业为并购标的。

中方主导型交易指至少涉及一家中国基金和一个中国战略投资者,此类交易数量不及交易总量的三分之一,但收购规模较大,每宗平均交易额达5.39亿美元,且投资对象多为成熟的境外老牌企业。平均每宗交易有三家中方企业联合出资,偶尔也有境外投资者参与,但几乎无一例外是由中资企业主导,各类基金提供融资和交割支持。境外投资者即使参与,通常也是基金:涉及境外投资者的交易中,22宗有境外财务投资者,只有13宗有境外战略投资者的身影。

其余的为外方主导型交易,大多数中方投资者只有1家,且多为战略投资者而非基金,而境外投资者平均有4个。早期与成长性风险投资占比超过总值的70%,平均交易规模仅为9000万美元。

拉动联合投资收购增长的引擎显然是中方主导型交易。三年来，这类交易在交易总量的占比由18%增至36%，在交易总额的占比由11%激增至87%。其中，中方为唯一投资者的交易规模更大，平均交易额达6.14亿美元，20宗交易中有18宗收购了超过90%的股权。

在大型交易中，卖家愈发重视中资企业带来的利益。2015-2016年规模最大的5宗交易中，4宗标的公司管理层（意大利倍耐力轮胎、以色列 Playtika游戏公司、美国 Lexmark 打印机及多功能机公司和德国克劳斯 - 玛菲机械集团）制定了具体明确的方案，希望凭借交易能提高中国或亚洲市场的营收。再如地中海俱乐部决定接受中国复星集团投资时，再三强调打入中国境外游市场是其增长战略的一部分。

小型交易的情况有很大不同。180宗外方主导型交易中，有172宗交易的投资对象为发展初期企业，中方投资者扮演的角色更像是乘客而非司机。境外投资者远超中国投资者，两者之比达4:1。除了这类风险投资，其他交易的境外投资者与中国投资者之比为1:2，8宗交易中有3宗的收购方获得了多数股权。这类交易大多选择能够提供本土市场专长的合作伙伴。例如，天津士力制药集团收购韩国 Genexinc时，选择与LIME资产管理公司等数家韩国基金合作；中联重科收购意大利Ladurner时，联合专注投资中型市场的中意曼达林基金。

对中外投资者而言，基金主要指风险投资公司或成长型资本投资者。在上述投资中，最活跃的 global 基金为纪源资本（参与了11宗交易）和红杉资本（参与了10宗交易）。两家基金的投资对象均为创业公司，且大多数是联合中国互联网企业对科技公司的投资（纪源资本有9宗，红杉资本有8宗）。最活跃的中国本土基金为弘毅投资和平安基金（均有6宗交易），前者参与了多宗大型交易（如Lexmark和Playtika），后者大多与医疗战略投资企业联合。

交易特点快速变化

联合投资交易变化非常快。目前的交易主要呈现以下特征：规模更大、多数股权收购更常见、国有企业的主角地位削弱、科技类居多。

平均交易规模从2013年的1.1亿美元升至2016年的2.33亿美元。除风险投资和成长型资本投资的规模较小外，其他交易的规模在4年间从4.59亿美元增至9.5亿美元，增长了一倍多，其中一些交易规模相当可观，如上海巨人集团、弘毅投资和云

峰投资共同出资 44 亿美元收购 Playtika；五鼎生物技术、太盟投资集团和弘毅投资以 36 亿美元收购 Lexmark。2016 年有 6 宗交易的总额超过 5 亿美元，而在 2013 年规模相当的交易仅有 1 宗，即腾讯参与收购美国电游公司动视暴雪 (Activision Blizzard)，总值 23 亿美元。

中国买家越来越倾向于寻求完全控股权。2016 年有 10 宗交易收购成熟企业的股权，其中 9 宗获得标的公司全部股权，剩下的 1 宗也收购了超过 90% 的股权。而在 2013 年，少数股权的收购占总交易数的 44%。由此看来，交易性质发生了改变：过去多为财务投资，战略投资者不甚活跃，如今战略投资者开始主导交易，由基金提供资金支持。

最显著的变化大概就是国有企业 (SOE) 不再唱主角，这其实也在意料之中。国有企业在 2013 年参与了 15% 的交易，但 2016 年仅涉及 6%，一方面是由于国企缺乏相关经验和专业知识，很少投资初创公司，另一方面则是从 2013 年开始的反腐风暴使得国企管理层行事更为谨慎。

国有企业通常出现在中方主导型交易。在 180 宗外方主导型交易中，国有企业仅参与 10 宗。国企通常感兴趣的是技术收购，如上汽集团投资了美国汽车催化剂材料制造商 SDCmaterials、汽车销售门户网站 CarSavvy 和人机交互公司 Speaktit，为的是获得在汽车催化剂材料、线上汽车销售和虚拟助手领域的的能力。此外，此类交易规模明显更大：国企参与交易（共 25 宗）的平均规模为 8.01 亿美元，而 224 宗民营企业交易的均值仅为 1.43 亿美元。而且国企多次收购的可能性更大。中国化工集团和中国人寿保险是跨境收购最频繁的国企，分别参与主导了两宗交易（前者投资了倍耐力轮胎和克劳斯-玛菲机械，后者投资了优步和多地地产）。

与此同时，中国发展迅猛的民营互联网公司崭露头角。在 180 宗外方主导型交易中，涉及某一家中国互联网企业的有 63 宗。此类交易的收购目标多为美国公司，尤为常见的形式是参与科技公司上市之前的其中一轮融资，Snapchat（阿里巴巴入股）、Lyft（阿里巴巴入股）和 Social Finance（人人网投资）。

总体而言，收购标的多为科技公司，占交易总数的 55%、交易总价值的 58%。面向消费者的行业也是收购热门：医疗和消费品分别占总交易数的 19% 和 9%。然而科技类交易并不仅限于消费类技术。从中国企业收购新加坡半导体封测厂商星科金朋公司 (STATS ChipPAC)、美国芯成半导体公司等交易可以看出，中国企业

(包括国企和民企)正大力进军半导体行业。虽然国有企业的工业和能源类交易相对民企多一些,但加起来不到国企投资的30%。

基金一瞥

联合开展境外收购的基金类型繁多,但大多数为民资背景。共有551家基金在过去三年参与了财务/战略联合投资,其中境外基金442家,中国民营基金96家,政府直接掌控所有权的基金仅为12家。每家基金平均参与1.5~1.6宗交易,说明尽管有些基金参与的收购较多(如上文分析),总体而言境外投资并不是基金的重点。

近5年来,中国成立了约5500家投资基金,其中约600家是受“政府指导”的,主要是为本国初创公司提供支持和引资。然而,那些有政府背景的大型投资基金,迄今为止在境外投资中起到的作用却相当有限,仅有几家积极参与境外投资。中国投资有限公司(CIC)很明显更活跃,但该公司本来就负责跨境投资,且通常会与中国战略投资者合作。另有几家收购方(如中信投资控股公司CITIC)曾是国有企业,但现已成为商业实体。

解读“廉价融资”

财务投资者显然还未能真正向中国收购方提供廉价资本。2013至2016年9月,联合交易累计总值为470亿美元,而同期中国企业宣布的境外收购总值高达4120亿美元,跨境直接投资高达5340亿美元¹。我们估计基金融资仅占其中的100-150亿美元,远远不足以影响交易定价。

为了加快实现国家经济发展的目标,“政策基金”确实支持了几宗交易。中国化工集团2015年收购倍耐力轮胎、2016年投资克劳斯-玛菲机械集团,分别获得了丝路基金和国信国际发展有限公司的支持。这两笔投资巩固了中国化工的轮胎和化学机械业务,响应了《中国制造2025》行动纲领对制造业升级的要求。2014年,江苏长电集团收购星科金朋公司时得到了国家集成电路产业投资基金的支

¹ 中国企业宣布的境外收购交易量包含所有交易。上篇文章则分析大于100亿美元的完成交易。

持, 该基金的设立就是为了推动中国半导体行业的发展。

这些交易毕竟只是个例。“政策基金”的跨境项目大多数是基础设施或资源企业的自营投资和项目融资。以丝路基金为例, 该基金宣布进行的6个跨境投资项目中(共有10个项目), 仅有1个与中国战略企业联合投资。

中国目前境外交易的资金供给充足, 但一直来自银行系统而非基金。不仅是中国的国有银行, 境外银行也积极为中国企业提供高杠杆融资。我们研究的部分大型交易都获得了境外银行和国债市场的融资。中国化工以86亿美元收购倍耐力轮胎, 73亿美元由摩根大通融资; 中国化工以470亿美元收购先正达, 由国内外17家银行组成的财团提供融资, 其中约330亿美元为债务融资; 腾讯86亿美元收购游戏开发商Supercell, 有35亿美元是国内外多家银行提供的贷款。

基金将何去何从?

中国的境外并购仍处于起步阶段, 各方都在摸索自己的角色。企业/基金的联合投资日益增多, 体现了双方互补的需求。中国企业希望获得基金支持, 中国基金则积极寻求投资处于发展初期的境外公司。一些国内外基金正帮助有投资意向却缺乏资金的中国企业进行境外收购。

毋庸置疑, 政府指导的基金影响力有限, 尚不足以改变中资企业的收购融资能力, 也未必能帮助企业开出更高的收购价格。目前资金主要还是来自传统银行系统。随着发达国家利率的攀升和中国信贷的紧缩, 近来中国政府又提倡给跨境并购降温, 限制资本的外逃, 这些都会在一定程度上限制银行系统的融资能力。不过国内外银行只是呼应中国企业的需求, 而未来几年中企对跨境并购的兴趣只会增无减。

20世纪七八十年代西方企业开始跨境收购, 大多为自有资金, 多个投资者, 包括一些财务投资者, 参与的交易实属罕见。当然, 那个时候的私募行业规模比现今的规模小许多。中国收购方从一开始的道路就与西方买家截然不同。在可预见的未来, 基金的参与将是中国跨境并购的一大特点。

从积极的买家到真正的主人

岑明彦
欧高敦

对于大部分交易而言，最具挑战的部分发生在交易结束之后。研究一致表明，整合的得失成败，对交易成功的影响要远远大于其他任何因素，包括成交价格。

关于如何进行收购整合，在美欧有一套由来已久的“标准”模式——速战速决，尽早消除重复成本，尽快转向单一运营模式。速度和果断，是最典型的特征。来自亚洲的买家往往较为谨慎，在稳定和速度之间，他们有时更看重前者，在整合过程中显得从容不迫¹。

随着中国企业在境外收购中变得更加活跃，管理层的国际经验不足和后备实力不够迫使其做出艰难抉择。企业通常凭借收购来拓展能力和业务覆盖范围。然而，当自身在对方市场上业务活动极其有限时，应如何对被收购企业进行整合呢？

如今，中国的收购企业极为多元化，以一应万、唯一“正确”的整合模式并不存在。据我们观察，几乎每一种做法都有可能在一情形下大获成功，而在另一种情形下一败涂地。

不过，回顾过去十年的经验，大部分交易后管理可以大致归纳为五种方式。其中有两种算不上实质性的整合，只是对某项资产进行有距离的管理。其他三种均涉及实际整合，但程度高低不同：

- **放手式**整合。收购企业保持目标企业运营的独立性，主要通过董事会对其进行管理；
- **修正重振式**整合。收购企业利用任命管理层、薪酬、激励和财报向独立资产施压，推动其提升绩效；
- **全面式**整合。尽可能将目标企业纳入收购方管理体系，需要重组目标企业；
- **选择式**整合。目标企业在很大程度上保持独立，但是会在一两个可产生显著

¹ 参见《侵略还是外交》，McKinsey on Finance参考。

协同效应的特定领域进行更加密切的协作；

- **渐进式**整合。从一个职能领域开始整合，逐步拓展至其他领域。

这些方式本身各有利弊，整合成功的关键部分取决于是否采取了正确的方式。不过，无论这些方式的运用成功与否，都为我们提供了有益的经验借鉴。

极简的交易后管理

整合的标准思维是应当尽可能快而全面，在不影响业务稳定性的情况下尽可能地让双方组织参与其中。这种方法常见于论述收购案的西方商业文献。

中国企业早年的大部分海外收购，在很大程度上都是反其道行之。两边都缺少能真正磨合的经理人，而且很快意识到两家企业的管理模式完全格格不入。即便是预算、规划、人事这些最基本的企业流程都差异巨大，没有意义再去调和：在中国行得通的东西，在西方背景下却可能碰壁。

因此，中国企业把重点放在治理机制上，以此作为主要的交汇点，在被收购方的董事会进行有关战略、投资、预算的讨论。双方各有一名“桥梁式”人物——两位定期以非正式方式商讨各项事宜的高级经理。但这并不是兼并后整合中常见的财务和运营等职能领域的统一经理“配对”，也不是把一家企业的管理流程移植到另一家企业。

这样做是对挑战性问题的理性应对。类似例子不胜枚举，企业对结果似乎也感到满意。国家电网通过治理机制从董事会层面对ElectraNet进行管控，但鲜少介入ElectraNet的运营决策。调派到ElectraNet的中国经理倾向于扮演联系人的角色，而不是直接从事运营管理。三一重工收购Putzmeister后也采用了类似的做法。三一重工极少直接参与日常业务运营，并基本保留了Putzmeister原先的管理团队，同时加入Putzmeister的监事会，确保其年度规划和长期战略符合母公司的要求。

这种方法被许多收购企业作为入主目标企业的前提假设。在2016年发生的，包括携程收购天巡 (Skyscanner)、中国化工收购先正达 (Syngenta)、中粮收购Nidera和美的收购库卡 (KUKA) 在内的多项中国企业对外并购交易中，交易前都

明确宣布了目标公司将会在交易后数年内保持独立的管理运营，一方面让利益相关者安心，同时也显示了收购企业敏锐审慎的态度。

如果买方能够通过更多的卖方订单输出，或进一步研发卖方所有知识产权创造价值，那么这种收购模式是行之有效的。然而，这种价值创造可以通过一般的商业合作实现，是否一定需要进行全面收购？这样的交易是否仅仅是一项财务投资？

收购带来的风险显而易见。成功与否很大程度上取决于一些个人关系。如果采用该模式仅仅是出于监管或政治原因，买方对收购业务直接“掌控权”便遭到了剥夺。即使被收购企业在收购后业绩下滑，要大幅改善运营表现，实际上也不太可能。

要最大限度降低风险，就必须在交易早期营造一种“控制环境”——定义一套频繁至每周、每月、每季度的基本管理指标，尽早发现问题并及时解决。交易不同，指标也不尽相同，但是这些指标绝不单单涉及财务方面，通常还涵盖了运营、营销销售方面的关键数据，以及研发和产品开发。知易行难。设定指标需要透彻理解目标企业，洞悉潜在弱点。买家在交易后采取“放手式”的整合方式就是因为缺乏深刻理解。

全面式整合

大部分尝试全面整合的中国收购企业都功败垂成，有的甚至成为行业经典失败案例。这些交易本身是可以创造很大的成本协同效应，但只有通过真正的整合才能实现这一目标。

上汽收购韩国双龙汽车公司就是一个典型的例子。表面看这是一笔不错的交易。上汽斥资5亿美元将完整的知识产权和研发平台收入囊中，用以开发中国本土产品。然而问题出在了如何扭转公司的在韩业务。承担这项任务的中国管理人员没有能力从运营和文化方面有效经营业务。他们试图重组管理层、采用新的工作实践，但很快失去了高管、工会和员工的支持。工会借着工人的不满向上汽发难，韩国媒体也纷纷声援。2009年，该公司进入了破产程序，2010年，印度公司 Mahindra & Mahindra 入资取得了控股权。

韩国方面对上汽的怨怼源于不合法的技术出口,但这背后其实存在着更深层的根本性问题。从一开始,韩国方面就对上汽强制推行的运营模式感到愤懑不平,深感没有得到资管团队的尊重和理解。如果上汽一开始保持双龙运营的高度独立,或许能赢得员工足够的善意,扭转公司颓势。实际上,这一事件给中国收购企业的声誉投下了阴影,直至今今天仍未散去。

在早期对外投资中,联想是取得卓越成功的佼佼者,通过联想的多次收购案,我们得以一窥成功整合的方法和需要的时间。

联想志在成为全球第一,但在海外市场的内生增长极其缓慢:这项收购IBM的个人电脑业务可助其从国内领头羊一举晋身为全球领导者。然而,交易的经济效益很大程度上取决于产生的运营协同。整合后能够在采购环节产生与收购价格近乎相当的协同价值,但前提条件是两家公司必须实现全面整合。

为此,联想愿意解构和重组公司本身结构,没有这样的承诺,交易可能没法行得通。联想意识到,现任中方管理层中的大多数人至少暂时要学会退居幕后,重新学习如何在新环境下运营企业。公司还改组了董事会,引入更多拥有国际化经验的人才为管理层提供指导。同时,联想还设计了中外领导层都能参与适应的全新管理流程。这也带来了一些阵痛,曾经业绩优秀却无法适应新环境的高层员工不得不离开。

在收购IBM的PC部门后,联想物色了200名倡导“全球采购”、最有潜质成为未来全球领袖的人才,根据他们希望的工作城市选址建立职能中心,将决策权从北京下放。在当时,很少有中国的买家愿意这么做。哪怕时至今日,大部分公司可能也都做不到。

交易结束后,联想将这次整合方法进行制度化,在随后的五宗收购案中均采用了类似的做法。这需要投入大量的时间精力,但如果收购后能够实现更有力的企业成长,这种付出也是值得的。目前,联想20人的高管团队中有60%为非中国籍人士,均拥有广泛涉猎国际业务的经验。

无论是中国还是外国企业,有不少都认为“整合”就是把被收购公司揉进自身的管理模式。这往往不是最佳选择。事实上,用收购公司来促成企业自身的变革才

能将收购的效益最大化。在联想案例中，收购让一家中国企业华丽变身为一家拥有中国底蕴的国际企业。但是对于大部分中国收购企业而言，这不是一个诱人的选择：希望成为国际化企业，但不希望对本土运营做太多调整。许多外国收购企业在海外扩张的过程中也承认这并非易事。

修正重振式整合

对外并购中较少见的一种交易类型是收购经营不善的生产企业。2008年后，出现了大量财务困顿企业的收购案，比如现金流有问题的房地产资产，或是大宗商品价格下跌引发的资源收购。但是，中国收购者抱着“修正”问题企业而收购已经或濒临破产的制造型企业的案例相对不太常见。有能力这么做的中国企业可谓凤毛麟角。“修正”困顿企业是一种稀有而特殊的能力。在1990和2000年代追求增长的中国市场，中方管理人员并不需要培养这种特定技能。

确有几个这样的早期案例，如上海电气曾在2007年收购印刷设备生产企业高斯国际（Goss International），后于2015年将其出售给了私募公司美国工业合作伙伴（American Industrials Partners）。近年来，虽然只有少数中国企业会主动重振收购企业的海外业务，但数量越来越多。最有名的案例莫过于双汇和Smithfield的收购案。这项交易最初在政治和融资层面都扰攘颇多。投资美国农业在政治上十分敏感，而且这笔交易中买方又加了很高的杠杆，但是交易后发生的一切更精彩。

收购前，Smithfield的公司组织较为松散，分别在堪萨斯州、芝加哥市和弗吉尼亚州拥有三个不同的运营中心以及很多独立运营公司，造成了本土运营大量重叠和冗余。高层管理人员是在企业工作多年的元老，薪资优渥，但缺乏推行改革的动力。

双汇看中了入主美国知名肉类品牌所带来的协同效应。然而，双汇并不满足于此，它还希望提升企业在美国的运营绩效。首先，双汇将运营中心整合为两个，最终目标是仅保留一个。随后，双汇对所有运营实体的共享服务进行了精简，将公司重组为自负盈亏的业务单元，颠覆了收购前分散的运营公司占主导的局面。

它还引入了双汇的业务报告系统，将所有流程和模板移植到Smithfield。这些做法比Smithfield原有的绩效管理体系要详细严格得多，汇报频次也高得多。双汇还建立了比以往更加基于业绩的薪酬体系。在2-3年的时间内，双汇替换了旧的管理层，从内部提拔并组建了新的高管团队。这次“班子换血”对Smithfield的员工释放了积极信号。双汇没有选择从外部空降管理人员，而是在企业内部着力培养下一代领导者，提供了前景广阔的个人发展平台。

双汇只向Smithfield派遣了一名全职高级经理，具体工作全部由Smithfield员工落实完成。但是，Smithfield的董事会由三名双汇代表和Smithfield新任首席执行官组成，权责十分明确。

变更管理层、建立更加严格的绩效管理体系、精简组织以及提高财务激励，是私募投资人常用于管理被投资企业的模式。尽管私募投资人可能会用到更高的财务杠杆，并在业绩达标的情况下向管理层分配更多个人所得。但是，从理念上讲两者殊途同归。那么问题来了：如果双汇只需要一名管理人员就能做到这一切，为什么其他公司不可以？重振一家企业真的难于上青天？

简短的回答是，交易成功的前提是环境和条件允许，但近些年的上市公司估值却并没有创造这样的环境和条件。Smithfield的价格并不便宜，双汇为这项资产支付的价格约为息税折旧摊销前利润（EBITDA）的9倍。在这样的估值下，很少会有财务投资者对“先收购后修正”的交易感兴趣。相对于潜在回报，风险显然很高。由于很少会有潜在买家出来挺身而出，所以Smithfield也就一直得过且过。但是对于双汇，Smithfield的品牌与其国内运营之间的巨大协同效应可以保障财务绩效。即使业务重振不理想，这种协同效应创造的价值或许也有益于公司财务。更加幸运的是，Smithfield的第二梯队管理人员志存高远，公司改革获得了他们的支持。

这个案例清晰表明，扭转颓势是完全可能的。如果企业高估值能够逐步降温，那么未来十年这种重振的整合模式将成为中国买家全球化工具包里的一贴必备良方。

选择性整合

近年来，越来越多的收购企业尝试选择性整合一两项业务领域，而借由董事会来管理与目标企业的整体关系。这种做法在合适的环境下是有效的。以下几个案例介绍了这一模式的共同特点。

中石油 - Ion: 将科技与市场布局相结合

2010年，中石油旗下子公司收购地球物理调查科技公司Ion。当时，中石油已经是全球最大的烃类合同勘探企业之一，Ion据称拥有业内最先进的3D地震成像设备。两家公司的联姻完全符合行业逻辑。然而，Ion是休斯顿一家相对偏平管理、气氛轻松、充满创业精神的公司，而中石油则是一家庞大而复杂的国有企业。

不过，中石油有一小批管理人员在多年的工作中积累了丰富的海外勘探运营经验。这批人与Ion的管理层拥有共同的技术语言和参照体系，顺理成章变成了两家公司之间的“桥梁团队”。大部分对Ion的管理工作还是通过董事会完成，但双方在探索如何将Ion的技术和专长快速部署到中石油的勘探运营中，且如何整合其研发路线图方面展开了广泛密切的合作，其他业务领域基本毫发未动。

中国南车 - Dynex: 加速研发升级

2008年，中国国有企业中国南车（中国最大的铁路设备生产企业之一，当时正在积极发展高铁技术）收购了英国一家中型半导体公司Dynex75%的股权。后者的主营业务是向铁路公司出售模块产品。中国南车随后注资Dynex升级研发，并将销售队伍拓展至新的市场区域。同时，它将Dynex产品引入中国市场，通过自有产品和渠道进行推广。现在，Dynex的管理层有数名包括研发和销售负责人的中国南车高管，在公司的九人董事会中，南车占四席。

成功实现选择性整合

这种方法说说容易，做起来着实要费一番功夫。要成功实现选择性整合，需要具备几样关键技能，但并非所有企业都有。

首先，收购方必须有能力通过董事会管理资产。这不是听着那么简单。董事会的角色因文化而异，其权限和角色在各个国家不一而同。在中国，董事会的法律角色与美国、德国或英国有很大差异。某些企业和个人在这方面尤其长袖善舞。比如对太古和怡和这些香港企业集团而言，这属于标准的运营模式。但是，有很多企业和个人并非如此，设立董事会仅是完成一套法律程序。

其次，收购方必须在特定整合领域具备后备实力。收购方需要配备一批十几人的精干人才，在工作层面与目标企业交流互动，拥有公信力。

再次，收购方需要有一支交易团队在交易结束之前对相关安排进行谈判。这一阶段的谈判并不是要把协商结果写进法律协议，而是要与另一方建立务实的相互理解，消除疑惑或模糊地带。这没有听上去这么简单。在某些情况下，尤其是规则较严的拍卖会限制买方与卖方的接触，也就无从再议谈判了。这也部分解释了中国收购企业并不乐见带有竞争性的公开竞拍。

渐进式整合

吉利汽车在2010年收购沃尔沃，堪称全球汽车业的里程碑。诸多跨国汽车公司如梦初醒，意识到中国汽车品牌走向国际市场的雄心并不只是说说而已。相对于中外合资品牌，国产品牌尚未得到显著的成功。没有哪个国产品牌在中国以外的市场进行实质性布局，或者成功把海外业务整合到麾下。实际上，在已有的合资企业中，基本都是将国内运营并入了外资品牌的全球产品平台。

车企整合有其独特的挑战，主要通过整合产品平台和采购实现规模效应来产生价值。除非对两家公司进行全面整合，不然基本无望。所以大部分车企对并购整合都十分亲力亲为，重组的范围之广，需要一方或双方共同实施。

吉利的管理层十分清楚其中的风险。2010年沃尔沃处于财政困顿，售价较低，吉利也因此获得了比大多数收购者更充裕的时间。他们迈出了正确的一步，决定要在跑之前先学会走。整合最容易、也是价值最大的部分，是双方共享沃尔沃的研发和制造技术知识，这也是首要关注的领域。接下来发力的领域向前迈进了一大步：从采购和产品路线图角度发现生产平台的运营协同效应，这基本得花上好几年的时间。再下一步是分析双方的市场销售布局，找到可以整合的领域。

整合节奏比一开始预想的更加缓慢。然而，对于那些预测文化冲突和财务绩效滑坡的质疑者，公司给予了有力的回击。吉利以这种方法牺牲了收益，但也降低了风险，并在短期避免了上汽双龙闹剧重演的危险，吉利有充足的时间去实现企业的战略目标。

携手合作伙伴：共同投资者是否能助一臂之力？

我们已经探讨了管理体系之间的不匹配和国外运营经验的缺乏。这些问题是否可以通过引入财务合作伙伴来解决呢？在这些情形下，以并购基金为主的大量共同投资者都积极寻求机会与中国收购企业合作。然而，它们的价值更多体现在交易前阶段。虽然并购基金在交易后可能也会起到作用，但也带来了撤投这一隐患。

基金能对交易执行和管理利益相关者贡献深厚经验。中国企业缺乏能产生专有交易流量的网络，基金的参与能够带来更多新的交易信息，更高效地走完交易流程。在应对政府和其他利益相关者方面，合作伙伴就不那么给力了。比如，华为对3com的收购要约就以失败告终。即使有贝恩资本的助力，最终这笔交易也没能通过美国外资投资委员会（CFIUS）的审批。

中联重科2008年对Cifa的投资可算是交易前后动态变化的一个经典案例。由弘毅、高盛以及与意大利渊源深厚的中欧基金曼达林三方组成的共同投资方协助寻找标的并完成了交易。三方在尽职调查、谈判融资、交割后企业治理设置方面提供了强大支持，没有这些支持，中联重科执行交易的难度会大大增加，甚至可能告吹。

共同投资方还帮助物色了一位新的首席执行官。然而交易后，这家公司在运营和研发方面举步维艰。在这两个领域，私募投资者都束手无策，企业收入出现下滑。不久以后，由私募方委派的首席执行官下课，中联重科提名的人选取而代之。虽然公司的财务业绩欠佳 - 距离最初投资三年后的2011年，公司收入已不到交易前预测的40% - 但财务投资者依然设法退出并赚取了不菲的回报。私募投资者设计了保护自己利益的交易结构，风险实际上都由战略投资者承担。因为战略投资者占多数股权，与作为少数股东的财务投资者相比，在交易后有更强的资产管理能力，但是如果战略投资者的运营投入多却得到较少的回报，便很难向股东做出解释。

收购IBM个人电脑业务是联想的首笔对外交易，两家海外基金德太投资 (TPG) 和大西洋大众 (General Atlantic) 跟投，在交易执行和风控方面做出大量贡献，并为当时在海外名不见经传的联想提供了国际公信力。然而，基金的主要兴趣着眼于通过交易获得回报，建立退出平台，而联想的核心动机是为今后几十年的发展搭建国际平台。最初的这笔交易，可能需要基金的参与才能成功。之后的几笔收购案中，联想均是单一投资人。

近年来涌现出一种新的合作伙伴形式：中国本土基金开始为中国企业执行收购交易，这些中国本土基金部分为私营背景，许多享有某种形式的政府拨款。这些基金的员工，尤其是初级员工，通常是在海外有过投资行业求学和工作经验的中国人，拥有国际经验，能为合作企业弥补其欠缺的国际视野。有限合伙人主要都是中方机构，不同海外基金，较没有融资周期方面的压力，因此在投资退出时机方面也更加宽松。

要判断这些基金的表现是否会有别于外国基金，尚为时过早。不过，它们提供了一个中间地带，而且近年来，获得它们共同参投的交易数量呈现快速增长。中国零售运营商三胞集团对美国零售网络Brookstone控股公司的收购案就是这样一个例子。在这项交易中，三胞集团得到了赛领资本 (Sailing Capital) 的支持。赛领资本是一家总部位于上海的基金，主营业务为协助中国企业进行海外收购，募集资金以人民币为主，但投资团队拥有太盟 (PAG) 等外国投资公司工作背景。收购后成果初显：Brookstone已在中国开设了包括上海旗舰店在内的三家门店，加快了业态创新步伐，加大了向年轻消费者的营销力度。

基金在支持海外收购方面的作用不言而喻。但收购后在整合方面的作用就不这么明朗了。在我们考察的所有案例中，很少看到基金在运营改善或重组方面扮演实质性角色。

构建工具包

我们在上文提出的根本性挑战大多体现在三个方面：企业历来缺乏能在海外收购中发挥作用的管理骨干、管理体系不兼容以及企业文化的差异。随着时间推移，解决上述问题会愈加简单。具备国际经验和各类企业文化经验的中国人才队伍正日趋壮大，中国企业的管理体系也日臻成熟。

尽管如此，仍有一些交易成功的必要元素是中国企业必须去努力追求的。首先，要针对并购交易制定自己的“实战手册”。如同其他企业职能一样，将收购的套路和流程落实成文、加以标准化，找出一套对本公司行之有效的办法，才能精通收购之道。联想在收购IBM个人电脑业务之后就是这么做的，这种做法使其在后续收购交易中受益良多。

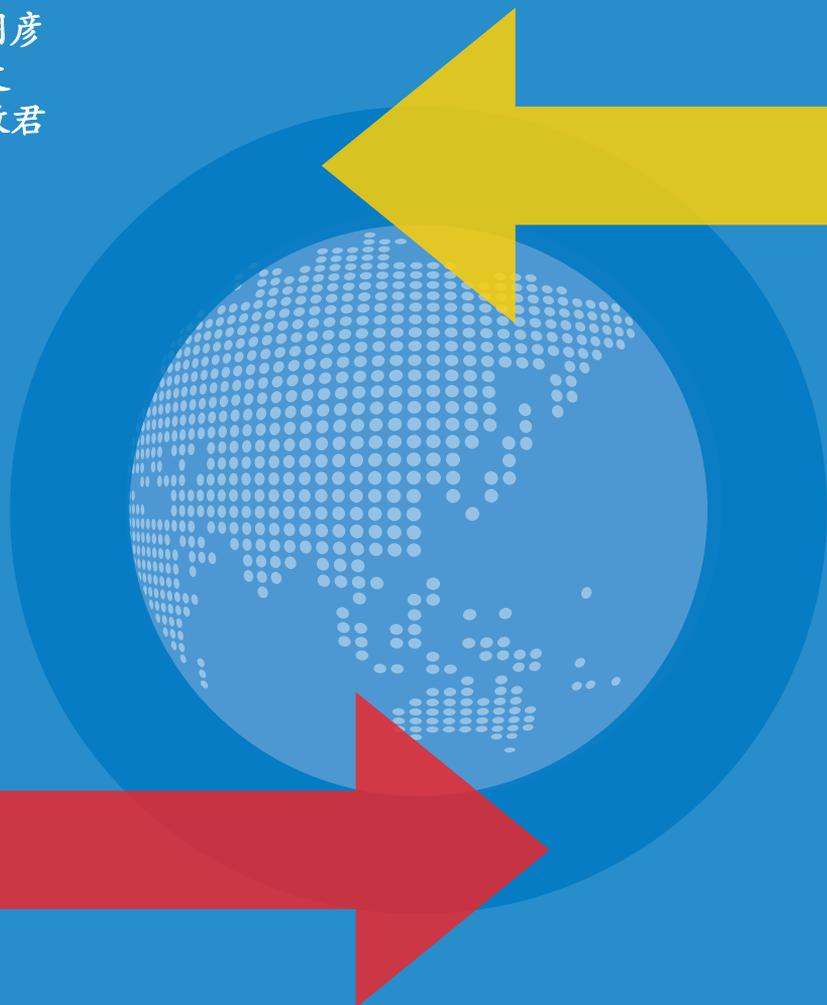
其次，要培养通过董事会宽松运营企业的能力。公司或管理人员不可能天生就会，而且海内外的做法可能大相径庭。关键是要厘清需要审核的管理信息、审核的频率、需要保障透明度的运营内容以及实现的方法。多数成功的私募投资人在职业生涯中担任过多家被投资公司的董事，并因此习得这一技能。但是，要指望一名企业经理在这方面轻车熟路就不大现实了。



许多中国企业开始逐步意识到，整合没有灵丹妙药。自身技能培养和能力建设可以带来更大的选择余地，但还是要做对的抉择，进行有效执行。随着企业交易团队不断积累经验、不断成熟，我们观察到的交易后整合方法也更加周全、定调更高。这是好事，因为不在整合上练就高强武艺，最后只会在现有交易的价值创造上栽跟头。

流程与政治：跨境并购监管 的通关之道

岑明彦
刘文
蒋敏君



在华投资的境外企业和跨境并购的中国企业处境迥异，却担心着同一个问题：监管审批流程。两类企业担心的都是，相较于本国市场，它们与东道国的政策制定者缺乏充分沟通，需要面对陌生、漫长且可能带有政治色彩的审批流程。

这一疑虑的具体影响并不容易察觉。虽然确切数字难以统计，但每年确实有相当数量的交易，因为一方或双方感到通过反垄断审查或外资审查的希望渺茫而夭折，有些甚至根本未经探索性讨论便放弃了。其实，在中国和境外被审查的交易中，绝大多数都无需补救措施便直接获得批准——在欧洲和美国一般只有不到5%接受审查的交易未能通过。然而，最耐人寻味的莫过于那些被要求追加条件的交易，因为这些最能体现批准与否的界限。

收购方担心正式的反垄断审查，这也十分正常，毕竟该流程又耗时又敏感。但回顾过往的监管决策可知，企业应更注重如何赢得对交易的政治性支持。通常而言，交易在监管审查中面临问题，往往是因为缺乏能扭转局势的关键利益相关方的支持。

中国企业的跨境并购

监管审批是中国企业跨境并购时普遍关注的问题，这也非常容易理解。这些企业在中国市场上对政治利益相关方的利益极其敏感，认为在境外市场这点同样重要。但在与境外政治利益相关方处理关系时，它们既没有一个可供参考的模式，也不了解如何解读指南，或缺乏恰当的沟通渠道。此外，每个司法辖区都有其不同的利益相关方和审批流程，让企业更难以应对。

以上原因部分解释了为什么中国企业并购交易主要集中在寥寥几个国家：以涉及价值计算，美国占28%，澳大利亚8%，欧盟32%（其中德国占比高达14%）。诚然，中国对新兴经济体（包括俄罗斯、独联体国家、中南美洲国家、东南亚和印度）的直接投资也十分可观，近三年来约占对外投资总额的17%，但这些几乎都是基础设施建设投资，而非收购当地现有企业。

尽管中国企业在并购交易中顾虑重重，但实际上仅有小部分交易真正受阻，而且这种现象主要出现在近几年。这也是由于采取了审慎性避免策略：一方面许多中国收购方一旦察觉监管者可能追加要求补救措施，便退出谈判；另一方面，竞价时，卖方在是否让中国竞标方通过第一轮筛选方面仍保持谨慎，中方企业只有提供令人信服的依据，保证可通过当地的反垄断和外资审查，才能进入下一环节——但在实际审查前，任何企业都难以妄下承诺。

受阻交易

完全受阻的交易引人深思。迄今在监管审查中受阻的交易共有10宗（如果算上20世纪90年代碰壁的航天领域的交易，就是11宗）。其中，8宗是收购美国企业受阻，1宗虽然收购对象是欧洲企业，但仍受美国审查。以反垄断为由搁浅的交易仅有1例：2105年，欧洲委员会（EC）阻止香港和记黄埔公司收购英国电信运营商O2。2009年中铝公司（Chalco）收购澳大利亚力拓时受到严格的安全监管审查，但最终是因为利益相关方认为交易条款过于偏向中铝而终止交易；2005年中海油（CNOOC）欲并购美国优尼科公司（Unocal），确实引起反垄断方面的担心，但最终交易受阻主要是出于安全考虑。因此目前仅有一宗交易因反垄断审查而终止，其余交易都是在外资审查中碰壁。

在受阻的10宗交易中，有7宗交易涉及美国的科技行业，且几乎都止步于美国外国投资委员会（CFIUS）的审查：仙童（Fairchild）半导体拒绝某中国财团的竞购，因为认为中国企业无法通过CFIUS的审查。近期只有2宗受阻交易与科技无关：三一重工集团通过其美国关联公司Ralls Corporation投资的风电项目因为刚好位于美国军事设施附近，美国总统签署总统令终止该项目；中海油并购优尼科（Unocal）涉及能源安全。除这两宗交易外，其他交易受阻主要是为了防止军事或战略性关键技术落入中国的掌控。

需要附加条件的交易

更多的交易是在追加补救措施后才顺利达成，不过补救也主要是出于国家利益，而非市场竞争的考虑。这也许不足为奇，毕竟反垄断旨在防止破坏市场竞争，而相较于当地市场企业之间进行联姻，中国企业通过并购进入新市场对市场竞争的威胁显然较小。

2006年至今，进入欧盟的并购交易中约有5%需要根据欧盟委员会的要求采取补救措施，对中国买家而言，这一比例低得多：2012年以来，中国企业对欧盟企业的并购共80宗，其中20宗受到审查，而仅有3宗需要补救措施。这3宗均为电信行业交易，出于反垄断考虑需采取补救措施——香港和记黄埔公司收购奥地利、爱尔兰和意大利的电信运营商。例如，在收购Orange奥地利时，为保护竞争采取的补救措施包括：将无线频谱和运营权转让给一家新晋奥地利企业，以确保市场上仍有4家运营商并存。Orange也必须为移动虚拟运营商提供网络批发服务。这些都是移动通信兼并交易中的典型补救方法。

中石化对先正达 (Syngenta) 的收购现处于审查阶段，很可能成为第4宗需要补救措施才通过的交易。双方已在2017年1月递交计划书探讨如何回应欧盟对资产重组重叠性过高的忧虑。

自2006年以来，出于反垄断考虑需要补救措施的入美并购交易占比低于3%。美国司法部 (DOJ) 和联邦贸易委员会 (FTC) 虽未公开相关数据，但回顾2006年以来的HSR (反垄断法) 年报可发现，报告中并未具体探讨任何中方收购交易，也未表示对中方收购存在普遍疑虑。

CFIUS在审批交易时也会要求采取补救措施；2104年间，该组织附加条件批准的交易占审批总数的8%，高于反垄断审查流程相应的数字。中方发起的收购交易是CFIUS审批的主要工作，约占2012-2014年所有申报项目的20%，远超出其他国家提交的申请。CFIUS调查主要考虑的因素包括是否掌握关键技术、是否控制战略供给以及与美国政府的关系。常用的补救措施包括剥离特定资产或运营业务，例如：中海油收购尼克森公司，但必须放弃后者在墨西哥湾油气产区的经营控制权，因为该地区靠近美国海军基地；安邦收购美国酒店资产Strategic Hotels & Resorts，被迫转让靠近美国军事基地的地产；万向收购美国破产电池生产商A123，却必须放弃后者为美国军方提供电池的子公司。

国家安全和国家利益

美国当然不是唯一实施国家安全审查的国家。但CFIUS的审查却比其他国家的同类审查更为频繁，结果也更难以预料。澳大利亚等国对交易批准与否的标准更为明确，这点从对中铝收购力拓的政治讨论中便可看出；德国、英国等其他国家较

少对收购案产生安全性担忧，近期比较著名的案例是中方企业在试图收购德国半导体制造商Aixtron时，止步于卖方所在国对敏感技术的安全性担忧。

美国的审查与众不同是因为带有一定的政治色彩。委员会对所提交材料和分析的正式审查程序本身十分粗略，但以较不透明的方式广泛听取受选和任命官员的意见。而且，与委员会关联的各种咨询和游说团体盛行，协助企业施展更大的影响力。交易是否批准不仅取决于交易本身，也取决于政治环境，而考虑到新一届美国政府的主张，中国企业难免忧虑重重。

中国企业最初尝试影响CFIUS审查时，显然对美国的游说和公关机制不甚了解：华为竞购3Com碰壁后发表公开信，并在信中援引杰弗逊提出的自由市场优势，反对美方将自己视为国有企业。实际上不论华为如何抗议，它始终会被视为亲中国政府的企业，且3com开发电信基础设施，无疑是个敏感的目标。渐渐地，中国企业懂得更好地把握审查流程并保持低调。但在CFIUS审查过程中，中方并购交易仍然会在美国国内利益相关方的游说面前受挫，这对收购方而言尤为棘手。

境外企业在中国投资

在所有主要国家中，中国的并购审批流程是最晚制定的。尽管如此，审批结果相当稳健且可预测，虽然决策背后的逻辑与其他市场不同。

2007年制定的《反垄断法》正式奠定审批流程的基础，明确了七大部委政府部门在审批流程中的职能。此外，2015年公布的《外国投资法（草案）》一旦实施，将统一整合原有的外商投资相关法律。至少从形式上来看，《反垄断法》规定的流程与欧美流程十分类似：所用的分析方法和补救措施相似，也考察同样的市场集中度指标。中国商务部（MOFCOM）反垄断局主导审查流程，但并不是唯一的决策制定者：它需要综合至少七个部委级政府机构的考量，并广泛征求多方商业利益相关者的意见。

但该法律并未明确政策重点，仅为补救提供了宽泛的范围。执行时间最长、最为全面详尽的政策文件是《外商投资产业指导目录》。该目录由国家发改委（NDRC）和商务部联合制定，多年来规定了允许外商投资的领域和所有权限制。现行目录为第七版，总体趋势是对投资的限制逐步收紧。该目录不同于许多国家的外商投资指南，而是将外商投资产业明确分为鼓励类、允许类、限制类和

禁止类。多年来，中国政府探讨修改为“负面清单(negative list)”模式，在目录中列出禁止投资的领域，未列入行业则属于允许类，但这一改变仍处于探索阶段。

然而，仅根据该目录无法完全确定交易能否获得批准。目录执行总是受制于其他专项指南和大量不成文的规定：例如老牌消费品牌不得被外商收购、需要何种技术转让才能让中外合资项目通过。这些规定虽没有明确的公开声明，但也不是秘密。

交易大多无需补救便可获得批准或在此之前已被终止。截至2016年第三季度，商务部审批了1563宗投资，其中27宗追加补救要求，仅有2宗直接否决。多数需补救的交易为境外交易，即境外企业在收购另一家境外企业时，由于产品在中国市场上销售，收购需要获得中方批准。

27宗补救交易中，仅有3宗是对中国企业的直接收购，其中2宗受阻。研究这些决定可发现，决策制定者的关注点不仅为保护消费者，也为促进商业利益，这在以下四个方面表现尤为明显：

- **保护当地知名企业。**可能影响本国新兴企业的交易将受到尤为谨慎的审查，这点常见于影响知识产权或部件供给的科技业交易。谷歌收购摩托罗拉时，商务部首先担心的是交易将对许多中国智能手机制造商产生影响。为此，商务部提出严苛的要求：在交易后的五年间，谷歌必须在免费和开源的基础上允许所有终端制造商使用安卓平台。考虑到科技业发展日新月异，5年期限相当长。诺基亚在收购阿尔卡特朗讯时，必须根据FRAND原则允许中国通讯设备制造商使用必要专利；此外，商务部还提出了超出FRAND原则范畴的要求：诺基亚将技术转让给第三方时，必须通知中国的被许可方。
- **保护民族品牌。**中国本土的知名消费品牌较少，因此反垄断决策始终要确保这些品牌掌握在国人手中。可口可乐收购汇源果汁便是最早的例证。对该交易的决定备受关注，许多评论认为，以保护消费者为由的解释过于简单，实际上是为了保护汇源这一民族品牌……保护消费者仅为说辞，否决收购的理由故作玄虚、毫无说服力。啤酒制造商英博收购百威时，需采取的补救措施包括不得增持中国本土啤酒制造商股份，尤其是两者分别持有的珠江啤酒和青岛

啤酒股份；在未征得商务部批准之前不得收购雪花啤酒和燕京啤酒的股份。之后百威英博收购南非米勒酿酒公司面临的补救措施更为复杂，但目标一致：并购前，南非米勒持有本土品牌雪花啤酒49%的股份，并购后两者在中国的啤酒市场份额将达40%；对此，商务部要求百威英博向国有企业华润（原雪花啤酒多数股东）出售雪花啤酒的股份，确保该民族品牌仍掌握在国人手中。

- **促进技术转让。**商务部批准许多并购交易（包括几乎所有的合资项目）是为了促进重点行业的技术转让。例如，商务部在审查通用电气与神华的水煤浆气化合资项目时，判定该项目不利于市场竞争，但附加了限制性条件后予以批准，规范该合资企业对客户的义务并要求其为中国能源行业贡献亟需的技术。起初，西部数据收购日立的硬盘业务面临苛刻的补救措施，要求两者必须独立开展在华业务。然而西部数据宣布中国技术公司清华紫光入股并与其开展技术合作后，商务部撤销了补救要求。
- **保护信息安全利益。**对互联网、媒体或电信领域相关交易的审查尤为严格。外商控制“线上”资产受到明确限制，需要申领许可。这方面涵盖范围甚广。举例而言，2012年沃尔玛收购电商1号店的少数股权，但不得掌握1号店的B2C平台业务或从事增值电信业务。收购仅限于直接面向消费者的商品销售业务。最终，沃尔玛于2016年将股权转让给另一中国电商平台——京东商城。

在华收购的境外企业投入大量时间和精力准备反垄断审查的提交材料、陈述交易的益处，却很少花时间争取主要利益相关公司（受交易影响的企业）的支持。然而，正是这些利益相关方最能左右商务部对交易如何影响中国行业利益的看法。在中国，它们提供的信息永远比境外企业的游说更具说服力。

企业忽视利益相关公司的支持，其背后也有实际原因。公开宣布之前绝对保密，是为了避免全行业的热议；宣布之后，双方集中精力促成交易，无暇顾及其他利益相关方。此外，多数公司将反垄断审查相关事宜交给法律顾问负责，尽管这些顾问可能建议收购方与其他利益相关公司沟通，但他们并不会代替公司将建议付诸实践。除了对商务部、发改委或偶尔与行业利益相关方进行必要接触外，公司的高管人员很少在问题出现之前积极参与对利益相关方的管理。而等高管想到要与国内利益相关企业沟通时，这些企业恐怕已告知商务部它们的看法，双方甚至已达成了非正式的共识。

若这是对交易的负面共识，通常收购方会感到挫败和困惑。商务部未必会告知意见的具体来源或性质，更不一定在决定前为收购方提供指导。商务部没有义务披露与业内企业的非公开会晤。而且，一旦提出补救要求，根据以往案例可知，撤销要求的希望渺茫。多年来仅有1宗交易撤销补救要求，还是在收购方允许一家在业内拥有重要地位的中国企业投资的情况下实现的。

掌控监管关系管理

跨境并购中的一大趋势是日益关注监管审批的形式而非实质：市场份额分析、市场界定和竞争性的技术性讨论、针对安全考虑提出保护措施，尤其是时间安排和与监管机构的商讨。考虑到审批流程复杂耗时，这一关注重点情有可原，且某种意义上确实也有必要。

十年前，中国企业仅进行最基本的监管管理：提供所需信息，但在审批流程中完全处于被动状态。如今多数中国收购方已有所进步，对审批流程采取战略性管理：积极提议补救措施、与监管机构共同明确市场界定问题、就交易对行业经济的影响提出自己的看法。然而，很少有企业能够达到另一种所需的境界——与掌握交易成败关键的利益相关方（通常是其他企业）建立合作关系，从而赢得政治支持。能做到这点的在华境外收购方少之又少。但是在商业环境高度政治化的今天，这恰恰是这两类企业收购的必由之路。

若在协商时或公开宣布后才与利益相关方沟通，恐怕难以获得所需支持；理想状况下应在交易讨论之前就开始交流。不论是在华的跨国企业还是对外投资的中国企业，都常常认为利益相关方管理主要限于与政府建立关系。然而，企业若真正希望实现华或境外的跨国收购，改变这一固有看法势在必行。

关于作者



岑明彦

岑明彦是麦肯锡全球董事合伙人，也是战略与公司金融咨询业务亚洲区的核心领导人之一。他在中国工作超过十年，在跨境并购、兼并管理和合资企业/企业联盟等领域拥有丰富的咨询经验。



高旭

高旭是麦肯锡全球资深董事合伙人，他是汽车与组装咨询业务的领导人。在过去几年，高先生促成和主导了多宗中国汽车业并购案的商谈。



梁敦临

梁敦临是麦肯锡全球资深董事合伙人，大中华区董事长。他曾任公司金融咨询业务的亚洲区领导人。梁先生对并购和公司金融拥有深刻的专业知识。



欧高敦

欧高敦是麦肯锡名誉全球资深董事，也是亚洲区的前董事长。他现任联想和太古集团的非执行董事。



石炜麟

石炜麟是麦肯锡战略与公司金融咨询业务的项目经理。他在并购、私募股权、尽职调查和风险投资上有着丰富的经验。



刘文

刘文是麦肯锡战略与公司金融咨询业务的项目经理，她在并购、兼并管理、私募股权和尽职调查有着多年的专业经验。



蒋敏君

蒋敏君是麦肯锡战略与公司金融咨询业务亚洲区资深经理，曾担任项目经理。她在并购和兼并管理上拥有丰富的经验。

作者在此感谢以下同事对本文所做的贡献：黄家仪、孙熹宸、吴凡、刘星豪、李若雁、蔡秋实、邵艺、Ellora-Julie Parekh、Viktoria Bogнар、Przemek Czerkiewicz 和 Olivier D' Hossche。

关于麦肯锡中国企业全球化咨询业务

麦肯锡中国企业全球化咨询业务由战略与公司金融咨询业务和大中华分公司所共同发起。麦肯锡战略与公司金融咨询业务覆盖多个领域，包括投资组合战略、业务战略、增长、创新、财务、并购和兼并管理等。作为该业务的重要内容之一，交易服务业务为客户提供端到端并购交易服务，从并购战略出发，到目标筛选和识别、尽职调查、交易执行，最后落实到并购后的整合管理。在全球范围内，我们在过去4年间促成了近2500宗交易。我们的公司金融顾问拥有丰富的并购交易经验以及深厚的行业知识，确保为客户提供客观建议和最大限度地创造价值。

在我们的中国团队，专职顾问和兼职顾问均拥有丰富的跨境并购经验，包括境内、外并购。我们专注于为客户提供并购全流程服务，致力于有效应对跨境交易中的不确定性和挑战，尤其是协助并购后的管理设计与落地工作。

欲了解更多详情，请联系 **岑明彦 (David Cogman)** (david_cogman@mckinsey.com)，**洪晟** (sheng_hong@mckinsey.com) 和 **吴昕** (ting_wu@mckinsey.com)。

麦肯锡战略与公司金融咨询业务 | 麦肯锡中国企业全球化咨询业务

2017年4月

Copyright © McKinsey & Company

Design contact: GCO NewMedia

www.mckinseychina.com