

中国国有企业跨国并购 战略研究

张欣著

清华大学出版社
北京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

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

图书在版编目(CIP)数据

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

ISBN 978-7-302-48704-3

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 265972 号

责任编辑：吴 雷

封面设计：汉风唐韵

版式设计：方加青

责任校对：王荣静

责任印制：沈 露

出版发行：清华大学出版社

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

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社 总 机：010-62770175 邮 购：010-62786544

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

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

印 装 者：三河市吉祥印务有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：170mm×230mm 印 张：11.75 字 数：171 千字

版 次：2017 年 11 月第 1 版 印 次：2017 年 11 月第 1 次印刷

印 数：1～2000

定 价：50.00 元

产品编号：077604-01



前言

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

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

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

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

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

方向也必须“与时俱进”地进行调整。

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

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

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

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

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

从内容上讲，本书主要包括9个部分。

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

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

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

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

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

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

第9章主要是对前面的分析进行总结，并得出相关的结论。

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

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



目录

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


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

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

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

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

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



第1章

导论

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

1.1 国有企业跨国并购的背景与动因

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

1.1.1 国有企业跨国并购的背景

中国企业开展跨国并购的历史始于改革开放之初，国内学者对其进行了不同的研究和阶段划分，其中马建威（2011）的划分方法比较具有代表性，他根据我国改革开放进程中的关键年份，将我国企业跨国并购的历史划分为四个阶段。

1. 萌芽阶段（1984—1992年）

这一阶段我国刚刚开始对外开放，正处于从计划经济向市场经济的转变过程中。这一阶段的主要特点是海外并购规模小，次数较少，海外并购的目的地局限在美国、加拿大、印度以及中国香港等少数地区，涉及的行业主要是石油化工、航空等少数垄断性行业，参与主体主要是少数国有大型企业，例如中信、中化、首钢和华润等。

2. 准备阶段（1993—2001年）

邓小平发表的“南方谈话”消除了很多企业进行海外投资的疑虑，因此20世纪90年代，海外投资出现了迅速增长的势头。在这一阶段逐步出现了横向并购、纵向并购以及混合并购。企业在规模、专业化程度等方面都有了明显的进步，企业发生并购活动的数量也有了大幅度增长。虽然这一阶段的海外并购有了较大发展，但总体来讲这一阶段中国尚处于引进外资阶段，中国的并购市场仍以外资并购为主，中国企业的海外并购还处于初级阶段，与发达国家相比还有较大的差距。

3. 起步阶段（2002—2006年）

加入WTO以后，随着我国经济逐步实现与国际接轨，企业并购活动跨入了新的阶段。伴随着中国经济的整体迅猛增长，中国海外投资开始进入井喷时代，海外并购也开始逐渐崭露头角，出现了许多战略性并购的成功案例。

4. 增长阶段（2007年—至今）

2007—2008年的全球金融危机给中国企业带来了前所未有的机遇和挑战。大幅贬值的国际资产带来的诱惑难以抵挡，而且各国企业为了摆脱经济危机，暂时放宽了海外企业对国内企业的并购管制，很多中国企业借此开始了大规模的海外并购，因此中国海外并购进入了增长阶段。

与民营企业相比，国有企业对于跨国并购一直持审慎的态度。2007年之前，虽然也有国有企业实施跨国并购的案例，但大多是基于国家战略层面的统筹安排而非企业的自主行为。2007年国际金融危机爆发以后，国有企业“走出去”的步伐明显加快，这主要是由于国有企业面临着外部冲击和自身发展桎梏的双重压力。

1) 有效需求不足

国际金融危机之后，世界经济增长明显放缓。与此同时，各国为保证本国企业利益，贸易保护主义开始抬头，尤其是针对中国企业的贸易调查开始增多。在上述背景下，中国企业面临的外部需求明显受到冲击，国有企业也不例外。如表 1.1 所示，2009 年国有企业出口贸易额出现巨幅下滑，经过 2010 年和 2011 年两年的短暂恢复，从 2012 年又开始出现持续下滑，直至 2014 年和 2015 年也尚未达到 2008 年的出口水平。同时，国有企业出口贸易额占全国企业出口贸易额的比例从 2008 年的 18% 一路下滑到 2015 年的 10.7%。这意味着与民营和外资企业相比，外部需求下降对国有企业的负面冲击更为明显。

表 1.1 2008—2015 年国有企业出口贸易变动情况

年 份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
出口额 / 亿美元	2 574.8	1 910.0	2 343.0	2 672.2	2 562.9	2 489.9	2 564.9	2 423.9
同比变动 / %	14.4	-25.8	22.7	14.1	-4.1	-2.8	3.1	-5.5
占全国出口额比重 / %	18.0	15.9	14.9	14.1	12.5	11.3	10.9	10.7

数据来源：中华人民共和国海关总署。

外部需求下降的同时，作为国有企业主阵地的国内市场由于受“三期叠加”（增长速度的换挡期、结构调整的阵痛期、前期刺激政策的消化期）效应的影响，有效需求显著下降。国有企业由于没有及时适应市场变化调整产品供给结构，严重影响了产品在国内市场的销售。以表 1.2 为例，从 2009 年开始无论是批发还是零售行业，国有企业在国内市场的销售份额逐步下滑。尤其是 2012 年以后，不仅销售份额开始加速下滑，而且销售总额也出现了大幅下降。

表 1.2 2009—2014 年限额以上批发及零售行业国有企业商品国内销售情况

年 份	2009	2010	2011	2012	2013	2014
国有批发企业商品内销额 / 亿元	31 364.0	43 108.1	54 748.3	64 002.7	40 654.5	30 496.0
批发额占全国比重 / %	21.4	21.1	20.2	20.8	10.8	7.5
国有零售企业商品内销额 / 亿元	3 116.3	4 386.8	5 399.2	6 057.6	2 545.3	2 249.2
零售额占全国比重 / %	7.2	7.6	7.5	7.3	2.6	2.0
批发及零售总额占全国比 / %	18.1	18.1	17.5	17.9	9.1	6.3

数据来源：《中国统计年鉴》。其中商品内销额为商品销售总额与出口额之差，限额以上统计标准为批发业年主营业务收入 2 000 万元及以上，零售业年主营业务收入 500 万元及以上。

2) 自然资源约束

国有企业大多数属于能源、冶金、化工等重化工行业，对自然资源的消耗较大而且资源利用率较低。随着我国自然资源的产量和储量逐渐枯竭，企业对外部资源的依赖程度越来越高。如表 1.3 所示，2008 年以后我国的能源依存度逐年攀升，截至 2013 年已经有 17.61% 的能源需要依赖进口。作为企业的主要能源，天然气和原油进口量持续攀升，对外依存度在 2015 年已经分别达到 32.7% 和 60.6%。除此之外，矿产资源的形势也不容乐观，其中铁矿石 2015 年的对外依存度已经达到 78.5%，镍矿和铝土矿也超过了 70%，45 种主要矿产中，一半以上需要从国外进口。自然资源的约束不仅影响了企业的发展，而且已经威胁到国家的能源安全。

表 1.3 2008—2013 年能源消费及进口情况

年 份	2008	2009	2010	2011	2012	2013
能源消费总量 / 万吨标准煤	291 448	306 647	360 648	348 002	402 138	416 913
能源进口量 / 万吨标准煤	36 764	47 313	57 671	62 262	68 701	73 420
能源依存度 / %	12.61	15.43	15.99	17.89	17.08	17.61

数据来源：根据《中国统计年鉴2014》数据整理，能源依存度为能源进口量占消费总量的比重。

3) 成本费用高企

在承受原材料价格上涨和较重税费负担^①的同时，伴随着国内劳动力供给的下降，国有企业用工成本也出现快速上涨，导致国有企业成本费用高企。如表 1.4 所示，2008 年以来国有企业的成本费用总额逐年增加，每年两位数以上的增长率已属常态。直至 2014 年以后，由于国际能源价格的大幅下挫，企业成本费用的增长才开始放缓并呈现小幅下降。在成本费用大幅增长的同时，企业的利润水平并未得到相应提升，因此成本费用利润率从 2010 年开始呈现下降趋势^②。这意味着依靠人口红利支撑的劳动密集型行业的竞争优势逐渐弱化，原先依赖于低成本优势进行价格竞争的发展模式难以为继。

表 1.4 2008—2015 年国有及国有控股企业成本费用变动情况

年 份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
成本费用总额 / 千亿元	19.36	21.26	28.53	34.90	40.66	44.90	46.66	44.52
同比变动 / %	19.7	6.3	30.1	22.4	12.3	10.3	4.5	-4.8
成本费用利润率 / %	6.1	6.3	7.0	6.5	5.4	—	—	—

数据来源：中华人民共和国财政部。

4) 科技研发滞后

虽然早在 2010 年中国制造业产出占全世界比重就已达到 19.8%，成为世界第一制造业大国，但科技研发能力的不足一直是我国制造业存在的短板。

① 根据 2016 年第 1 期《国资报告》中《被低估的国企纳税贡献与保障作用》一文披露的相关数据，2014 年我国国有规模以上工业企业每 100 元营业收入需要纳税 8.53 元，为其他企业的 2.6 倍。

② 从 2013 年开始，财政部不再公布国有及国有控股企业的成本费用利润率，但是根据《中国统计年鉴 2015》中国有工业企业的工业成本费用利润率的变动趋势，2010—2014 年分别为 8.43%、7.66%、6.52%、6.50% 和 5.82%，可以得出这一结论。

根据联合国工发组织发布的《工业发展报告 2016》，虽然中国被列为全球工业化程度最高的五个国家之一，但是中高技术制造业增加值仅占制造业总增加值的 44%，分别比德国和日本低 16 个和 11 个百分点。对国有企业而言，其科技研发能力更是落后于全国平均水平。根据《中国统计年鉴 2015》的数据，2013—2014 年我国国有企业中有产品或工艺创新活动的企业占全部企业的比重为 31.8%，低于 34.1% 的全国平均水平。与此同时，国有企业科技研发投入和成果占全国的比重均呈逐年下滑趋势。如表 1.5 所示，2014 年国有企业 R&D 人员全时当量、经费和项目数占全国的比重已经微乎其微，分别为 3.4%、3.5% 和 2.9%，不及 2008 年的 1/3，与国有企业庞大的经济体量极不相称。

表 1.5 2008—2015 年国有企业科技研发情况

年 份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R&D 人员全时当量占比 /%	11.4	10.8	10.1	7.7	7.3	3.4	3.4
R&D 经费占比 /%	10.0	10.0	9.8	7.8	7.8	3.7	3.5
R&D 项目数占比 /%	14.5	12.3	11.8	7.9	7.0	3.3	2.9

数据来源：《中国统计年鉴2015》。

5) 盈利能力下滑

在上述内外因素共同作用之下，国有企业的利润空间不断受到挤压。如表 1.6 所示，国有企业的利润率从 2010 年就开始逐渐下滑^①，但营业收入仍能够维持增长。利润总额虽然波动较大，但基本也能够保持稳定增长。然而 2015 年国有企业的营业收入和利润总额多年来首次出现同比变动“双降”的现象，这说明国有企业的经济下行压力和风险很大，经营形势不容乐观，改革和转型已经迫在眉睫。

^① 从 2013 年开始，财政部不再公布国有及国有控股企业的销售净利率和净资产利润率，但是根据《中国统计年鉴 2015》中国有工业企业的总资产贡献率的变动趋势，2011—2014 年分别为 13.69%、12.77%、12.23%、和 11.32%，可以得出这一结论。

表 1.6 2008—2015 年国有及国有控股企业盈利变动情况

年 份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入 / 千亿元	21.05	22.51	30.33	36.79	42.38	46.47	48.07	45.47
同比变动 / %	17.8	5.9	31.1	21.5	11.0	10.1	4.0	-5.4
利润总额 / 千亿元	1.18	1.34	1.99	2.26	2.20	2.41	2.48	2.30
同比变动 / %	-25.2	9.8	37.9	12.8	-5.8	5.9	3.4	-6.7
销售净利率 / %	5.6	6.0	6.6	4.6	3.8	—	—	—
净资产利润率 / %	8.7	8.2	10.2	7.4	5.9	—	—	—

数据来源：中华人民共和国财政部。

1.1.2 国有企业跨国并购的动因

为了帮助企业走出困境,越来越多的国有企业开始通过跨国并购的方式“走出去”,以实现跨越式发展。但由于所处行业以及所面临的实际问题的差异,国有企业实施跨国并购的动因不尽相同。

1. 获取优势资产

同质化严重是国有企业缺乏市场竞争力的重要原因,因此如何获得本企业独有的、不可复制的核心竞争力就成为国企转型升级的首要问题。但是核心竞争力的培育并非一朝一夕所能实现,无论是自然资源、设备等有形资产,还是技术、品牌等无形资产,如果单纯依靠企业自身的力量,往往需要投入大量资源并经过较长时间的积累。跨国并购为国有企业在短时间内获取优势资产以弥补自身短板,培育企业的核心竞争力提供了一条经济和快捷的途径。根据对近年来国有企业并购实践的总结,由于受行业因素影响,国有企业并购的目标资产以自然资源居多,例如,对中东、中亚、南美等能源企业的并购,对澳大利亚矿产企业的并购等。除此之外,还有一些国有企业开始通过跨国并购的方式获取国外核心技术、专利或者与国外企业的技术研发部门合作攻关,以此提高企业的技术创新能力和产品附加值,例如,中国化工 2004 年成立以来开展的

一系列跨国并购。相较前两种动因，国有企业以单纯获取品牌为目的而展开的跨国并购相对较少。

2. 实现规模经济

追求规模经济是很多国有企业在面临成本上涨、利润率下降双重压力时的战略选择，通过跨国并购，可以在较短时间内实现企业规模的扩张。规模经济的价值创造来源于两个方面：一是通过增加产量降低单位产品的固定成本；二是可以增加对市场的控制能力，并通过运用这种垄断权保持竞争优势并获得垄断利润。其中后者对于企业的意义更为重要：从产品供给方面看，企业通过扩大产量和销售可以提高其市场支配能力，并增强企业对经营环境的垄断性控制；从需求方面看，随着生产规模的扩大，企业在原材料、劳动力等方面的需求也越来越大，可以提高企业对要素市场、供应商和销售渠道的控制力。从实践看，国有企业往往通过两种并购模式追求规模经济，一是通过横向并购，控制本行业内销售相同或相似产品的公司，例如，本书所涉及的中海油服对挪威AWO公司的收购；二是通过纵向并购，控制生产过程、经营环节等与本企业存在衔接和联系的企业，或者具有纵向协作关系的专业化企业，例如，中粮集团近年来在全产业链战略引领下开展的一系列跨国并购。

3. 开拓海外市场

有效需求的下降要求国有企业必须积极开拓新的市场，尤其是广阔的国际市场以获得更多市场份额。但是由于大多数国有企业在过去很长一段时间把主要精力放在国内市场，海外销售渠道有限，因此市场开拓计划在短时间内有效开展。而通过跨国并购，国有企业可以通过整合目标企业的市场和营销资源，为产品或服务争取更多销路。尤其是“一带一路”沿线的发展中国家与我国装备和产能契合度高、合作愿望强烈、合作条件和基础好，有利于钢铁、建材、装备制造等行业的国有企业通过产业资本输出化解过剩产能。与此同时，还有一些国有企业通过跨国并购实现了企业生产当地化，巧妙地绕开了欧美国

家的贸易壁垒。

4. 其他动因

上述并购动因从本质上而言在于追求经营协同效应，属于由企业内驱力而引发的动机。除上述动机以外，企业进行跨国并购可能还存在其他诱因而引发的动机。例如，2008年国际金融危机的发生使得人民币汇率相对于其他非美货币大幅升值，而很多欧美企业受危机影响经营陷入困境，公司价值大幅下降。在这种背景下，相较于绿地投资等新建企业的运营模式，直接并购其他公司不仅减少了投资成本，而且省去了烦琐的审批手续，缩短了投入、产出的时间。除此之外，企业的并购行为也可能基于一些非经济因素。例如，公司管理层由于自大心理可能高估了并购完成之后的协同效应，从而作出不理智的并购决策；或者为了追求个人利益最大化，获得更多的收入、权力而希望通过并购扩大企业规模，实现销售额增长。对国有企业的高管人员而言，由于其兼具经理人和政府官员的二重性身份，因此获得晋升也可能成为其发起并购的动因之一。本书第6章将对国有企业并购行为中的高管晋升锦标赛机制进行探讨。

1.2 跨国并购战略的制定、执行与评价

跨国并购是企业实现其战略目标的重要手段，也是一种重要的投资活动。按照战略制定、执行与评价的顺序，整个跨国并购的过程可分为确定战略目标、选择并购对象、设计并购方案、实施并购交易、并购后整合以及并购后的评价六个阶段。一项成功的并购交易往往各阶段彼此之间有机衔接，而且能够为以后其他并购交易的开展提供借鉴。

1.2.1 企业战略目标的制定与并购模式选择

制定并购战略的第一步需要确定企业的战略目标，并根据战略目标选择合适的并购模式。明确的战略目标对于并购项目的开展具有重要意义，很多跨国并购的失败就是源于企业在交易之前缺乏明确的目标或者并购的目的与企业的战略方向不符。企业战略目标的确定有多种模型和方法，其中策略管理之父安索夫博士于1975年提出的安索夫矩阵（Ansoff Matrix）由于简便明了，成为目前比较常用的工具。安索夫矩阵可根据市场和产品两个基本要素，运用2×2矩阵确定企业的四种战略目标（如图1.1所示），矩阵中不同的象限代表了不同战略方向，并购方所追求的价值增值的来源不同，因此采用的并购模式也不尽相同^①。

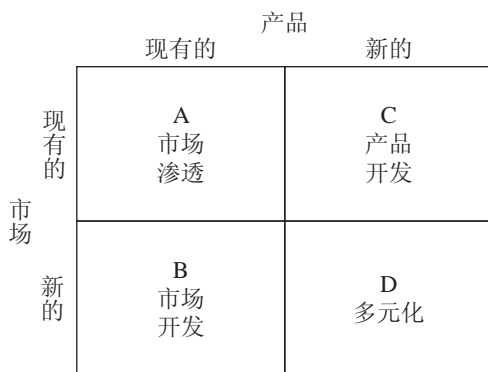


图 1.1 企业跨国并购战略选择：安索夫矩阵

1. 市场渗透战略

如果企业选择在现有市场和现有产品上有所作为（停留在A区域），就属于市场渗透（market penetration）战略，这意味着企业希望依靠现有的产品

^① 根据不同的标准，并购交易可划分为不同的类型。例如，按照并购企业与目标企业所处行业的关系分类，可分为横向并购、纵向并购和混合并购；按照目标资产类型不同，可分为技术获取型并购、资源获取型并购等。本书对于企业并购类型的分类是以公司战略为标准划分的。

面对现有的客户，力求提高产品的市场占有率。这一战略可以通过横向并购，即并购本行业内相关企业的方式实现，并购所产生的价值来源于规模经济。这种并购战略在某些需要投入大量固定资产和资金的行业（如能源行业、重工业等）比较常见。这些行业对企业的生产能力有很高的要求，往往需要扩大规模以降低产品的边际成本。本书第2章所介绍的中海油服收购挪威AWO公司的交易便是基于这种战略目的。

2. 市场开发战略

如果企业选择为现有产品开拓新的市场（下移至B区），就属于市场开发（market development）战略。实行市场开发型并购战略的企业需要在不改变核心技术的前提下，在新的市场上找到具有相同产品需求的顾客，并购的目的在于获取目标企业的品牌、客户、销售团队等，以开拓新的市场。本书第3章所介绍的中联重科对意大利CIFA公司的并购就是以市场开发为战略目的。

3. 产品开发战略

这一战略又被称为“产品延伸”战略，即在现有市场中开发新的产品（右移至C区）。企业希望扩大现有产品的广度和深度，并将新一代产品提供给现有客户。由于新产品的开发离不开技术和研发能力，因此这一战略目标需要通过并购获取某些新的技术、专利，或者提供企业的研发能力。本书第4章所介绍的中国化工在海外开展的一系列并购就是典型的代表。

4. 多元化战略

企业也可以同时沿产品和市场两个方向行动（移动至D区），向新的市场提供新的产品，实现多元化经营。这一战略目标可以通过混合（不相关）并购实现，但是除非能与目标企业在技术、销售等方面获得协同，否则多元化战略失败的概率很高。而且作为国有资产的监管部门，国资委一直把“做

强、做优、做大”“突出主业”作为国有企业尤其是中央企业重要的发展目标，在2012年年底修订出台的《央企业绩考核新办法》，明确了许多控制性指标和硬性指标，将如何做强、做优、做大主业摆在了非常重要的位置，例如，将大多数企业经济增加值的权重提高到50%、在计算利润总额和经济增加值时将企业变卖主业优质资产所取得的非经常性收益全部扣除等，因此国内选择多元化战略的国有企业并不多见。相比较而言，中粮集团以打造全产业链为目标而开展的一系列“有限相关多元化”战略独具特色，本书第5章将对中粮集团并购荷兰贸易集团Nidera和来宝农业的案例进行详细介绍。

1.2.2 并购战略的执行

并购战略的执行具体包括选择并购对象、设计并购方案、实施并购交易和并购后整合四个阶段，是将企业的战略目标落地并确保实现的过程。

1. 选择并购对象

明确战略目标之后，企业应着手寻找潜在的并购目标。对于跨国并购而言，不仅应考虑并购目标自身的情况，还必须考虑其所在地区的政治、经济、文化等多种因素。鉴于这一工作的专业性，并购方往往需要组建一支包括资本运营、法律、会计等专业人士在内的并购团队，对目标行业和目标公司进行充分的调研，拟定一个符合并购方要求的潜在目标名单，然后从名单列表中选出最佳目标。选择的标准主要基于两点：一是并购方与并购目标之间是否存在交易的可能性；二是如果并购完成，并购方能否从中获得实现企业战略目标所需要的核心竞争力。前者可以通过SWOT分析工具，分别列出双方的优势、劣势、机会和威胁，审视彼此是否存在互补之处以及谈判能否达成；后者可以运用敏感性分析，根据并购完成以后公司获得的资源和能力，分析公司在不同假设场景下的业绩表现。

2. 设计并购方案

选定目标之后，并购方就应着手设计并购方案，包括确定目标公司的估值、制定谈判策略、选择合适的并购方式和支付手段等。并购方案的设计有赖于深入的尽职调查。由于并购交易中的信息不对称问题，为了获取目标公司尽可能多的信息从而利用这种信息优势制定更为有利的并购方案，并购方必须依靠公司内外部的专业人士对并购目标的财务、运营、组织等情况进行深入的调查。

3. 实施并购交易

方案准备就绪之后，并购方就可以与目标企业展开谈判，达成满足公司战略目标的交易。这一过程通常不会非常顺利，双方往往会进行艰苦的博弈，如果出现竞争者或者并购交易无法获得目标公司董事会的认同，并购方还需要对并购策略进行调整。

4. 并购后整合

并购交易结束之后整合过程是决定企业战略能否实现价值创造的关键，也是整个并购过程中难度最大的一个环节。尤其对于跨国并购而言，由于双方在语言、文化、管理模式等方面往往存在较大的差异，整合的难度往往更大。根据“七七定律”，在跨国并购中70%的并购没有实现预期的商业价值，而70%的失败源于并购后的整合。因此并购方必须根据并购的战略原理、类型、价值来源以及目前企业的实际情况，制定合理规划对双方的人员、文化、体系、流程等进行整合。

1.2.3 并购绩效的评价

并购交易的结束并不意味着整个并购过程的结束，其后的绩效评价以及分析并购成功或失败的原因，对于下一次并购交易的开展具有重要意义。但是对

并购交易的绩效进行科学、准确、全面的绩效评价并非易事，既涉及对主并企业的影响又涉及对并购目标的影响，既涉及对公司价值的影响又涉及对经营业绩的影响，既需要考虑短期影响又需要衡量长期影响，具体的研究方法也各有不同，比较常用的有事件研究法、经营业绩对比研究法以及案例研究法等。其中事件研究法将并购交易看作单个事件，通过观察以并购宣告日为中心的“事件期”内公司股票的累计超常收益，来检验并购事件对公司价值的影响。由于这种方法完全基于股票市场的有效性，即要求股票市场能够充分理解并反映并购事件的价值创造，中国当前的股票市场可能并不满足这一条件。经营业绩对比研究法主要是考察并购完成之后公司的盈利能力、偿债能力等财务指标与并购之前或同行相比的优劣变化，这种方法虽然避免了资本市场有效性对研究结论的影响，但同时也受到财务数据的时滞效应、对比基准的选择以及会计处理方法的影响。相比于前两种方法，近年来案例研究法受到越来越多的关注。这种方法并非基于大样本数据的经验分析，而是通过分析了解个案，深入观察特定案例的并购绩效，更注重并购行为的动态演化过程，能够有效区分并购交易的应有作用与结果。本书将综合采用上述三种方法对国有企业跨国并购绩效进行分析，其中第2章至第5章主要对跨国并购的典型案例分析评价，第7章则运用实证研究的方法分别从公司价值和经营业绩的视角对此进行分析。

1.3 跨国并购中的政府审批

企业完成有关跨国并购的战略规划之后，在实际执行的过程中还必须通过政府审批这一关。无论是中国政府，还是并购目标所在的东道国政府，一般都会要求并购交易履行一定的审批手续。

1.3.1 中国政府的审批

根据相关法律、法规，中国企业在境外进行的投资或并购行为必须获得相关政府部门的核准、备案或登记。其中，发展改革部门（发改委）、商务部门（商务部）和外汇管理部门（外汇管理局、商业银行）通常是所有企业都必须面对的部门。除此之外，对于国有企业而言，还需要获得国有资产管理部门（国资委）的核准和备案；如果是A股上市公司，还需要得到证监会的批准；如果是境内商业银行，还需要得到银监会的批准。不同政府部门审批的侧重点有所区别，其中发展改革部门主要从宏观政策层面对项目进行审核，商务部门主要从中国与东道国之间的贸易关系和外交关系角度进行审核，外汇管理部门主要对外汇兑换及汇出情况进行审核，国有资产管理部门主要从国有资产投资监管的角度进行审核，证监会主要从信息披露和资产运作等角度进行审核，银监会主要从跨境投资风险管理的角度进行审核。

各部门根据境外投资项目的类型、国别、行业、投资金额等规定了不同的受理程序。在过去很长一段时间，企业进行跨国并购的审批流程冗长、烦琐。如果并购项目需要省级部门的批准，一般需要三四个月的时间；如果需要国家部委的批准，时间可能拖得更长。这不仅会令企业错失一些重要的投资机会，而且会给企业在跨国并购中的谈判带来不利影响。很多目标公司以中国政府审批制度缺少透明性为由，要求中国企业承担因交易无法获得中国政府审批而导致的违约责任^①。审批程序的不透明直接导致了交易结果缺乏可预见性，中国企业在与其他企业的竞争中会因此失去优势。政府部门手中的审批权过大还会增加企业寻租的可能性，从而滋生腐败^②。

为了给境内企业进行境外投资和并购提供便利，从2014年开始发改委、

^① 本书第2章介绍的中海油服收购挪威AWO公司的案例中，AWO公司就坚持要求，如果并购交易因未获中国政府批准而无法执行，中海油服需要支付2000万美元的赔偿。

^② 原发改委外资司助理巡视员何连中利用手中掌握的中国企业海外投资审批权，受贿总计人民币105.6万元，被判处有期徒刑12年，成为“海外投资审批寻租第一案”。转引自：赵剑飞，罗昌平. 海外投资审批寻租第一案[J]. 财经，2008（2）：116-118.

商务部和外汇管理局相继出台了一系列新规范，例如《境外投资项目核准和备案管理办法》《境外投资管理办法》《国家外汇管理局关于进一步改进和调整资本项目外汇管理政策的通知》（以下简称《汇发 2 号文》）、《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》（以下简称《汇发 13 号文》）等，在便利审批、备案和登记程序的同时进一步下放了审批权限，这一举措无疑加速了中国企业实施跨国并购的步伐。

本书将对审批流程改革之后各政府部门的主要职能进行简要的介绍。

1. 国有资产管理部門

对于广大国有企业而言，如果要在境外进行投资与并购，必须事先通过国资委的备案或审核。根据国资委 2008 年发布的《关于加强中央企业境外投资管理有关事项的通知》第六条有关境外投资报告制度的规定，属于企业主业的境外投资项目要纳入企业年度投资计划并报国资委备案；非主业境外投资项目须报国资委审核。未列入企业年度投资计划中的追加境外投资项目应及时向国资委报告，其中境外收购项目应在签署具有法律效力的文件前不少于 12 个工作日正式向国资委行文报告。企业向国务院或国务院有关部门报送信息、报批（核准）或备案的境外投资项目时，应同时抄送国资委。

2. 发展改革部門

发展改革部門是国内企业进行跨国并购审批的关键一步，在此之前企业无权签署任何具有最终法律效力的文件，只有获得发改委的审批或备案后其他主管部门才能为企业办理后续相关手续。根据 2014 年 5 月 8 日起施行的《境外投资项目核准和备案管理办法》的规定，发改委需要根据境外投资项目的情况实施不同的审核程序，具体包括信息报告确认、备案、核准等，项目的具体审核流程也有所不同。

（1）信息报告确认。根据《境外投资项目管理辦法》第十条的规定，中方投资额 3 亿美元及以上（之前的规定为 1 亿美元及以上）的境外收购或竞标

项目，投资主体在对外开展实质性工作（一般指签署约束性协议或提交约束性报价）之前，应向国家发展改革委报送项目信息报告，包括项目名称、投资主体情况、项目必要性分析、背景及投资环境情况、项目实施内容、投融资方案、风险分析等内容。国家发展改革委收到项目信息报告后，对符合国家境外投资政策的项目，在7个工作日内出具确认函。国家发改委设置信息报告确认制度的目的，是为了获知国内企业拟参与境外收购或竞标的基本情况，避免多家国内企业因恶性竞争而人为抬高并购价格，让出售方从中渔利^①。信息报告确认是国内企业进行跨国并购过程中的一个重要环节，成功获得发改委出具的确认函，对于并购项目未来顺利获得发改委的正式核准有重要的影响。为了避免竞争，发改委对于同一并购项目通常只给一家国内企业出具确认函，因此业内又将确认函形象地称为“路条”。当然，现实中也存在部分企业成功地“先斩后奏”，在未通过信息确认报告的情况下就开展并购进而倒逼发改委的案例，其中影响比较大的是2012年三一重工对德国普茨迈斯特公司的收购。当时三一重工的竞争对手中联重科率先向发改委进行了信息申报，并顺利拿到了“路条”，而三一重工却抓紧与普茨迈斯特公司谈判并成为了最后的胜利者，因此产生的“路条”是否具有排他性的问题也引发了广泛探讨。

（2）核准。根据《境外投资项目管理办法》第七条的规定，中方投资额10亿美元及以上或者涉及敏感国家和地区、敏感行业的境外投资项目，由国家发展改革委核准。其中中方投资额20亿美元及以上，并涉及敏感国家和地区、敏感行业的境外投资项目，由国家发展改革委提出审核意见报国务院核准。所谓敏感国家和地区指未与我国建交和受国际制裁的国家，发生战争、内乱等国家和地区。敏感行业包括基础电信运营、跨境水资源开发利用、大规模土地开发、输电干线、电网、新闻传媒等行业。对于需要核准的项目，发改委可以委托有资质的咨询机构进行评估，并综合考虑国家法律法规、产业政策、境外投资政策、

^① 李俊杰（2013）认为，发改委之所以会干预中国企业在并购项目上的竞争，主要源于中国经济体制的某种资源扭曲导致国有企业对规模的追求和强大的扩张冲动，因此要避免企业通过支付并购溢价，将经济体制对国有企业的隐形补贴转移给国外的目标公司。

国家利益、投资主体实力等多种条件，在 20 个工作日内作出是否核准的决定，或提出审核意见报国务院核准，因特殊原因无法在规定时间内完成核准的可以延长 10 个工作日。

(3) 备案。除《境外投资项目管理办法》第七条规定之外的境外投资项目实行备案管理。其中，中央管理企业实施的境外投资项目、地方企业实施的中方投资额 3 亿美元及以上境外投资项目，由国家发改委备案；地方企业实施的中方投资额 3 亿美元以下境外投资项目，由各省、自治区、直辖市及计划单列市和新疆生产建设兵团等省级政府投资主管部门备案，由省级政府发展改革部门提出审核意见后报送国家发改委。企业需填报境外投资项目备案申请表并附相关文件，直接提交相应级别的发改委，发改委在受理备案申请表之日起 7 个工作日内作出裁决，对符合备案条件的境外投资项目出具备案通知书，对不予备案的项目需要书面通知申报单位并说明理由。

3. 商务部门

企业在取得发改委的核准以后，紧接着就是申请商务主管部门的核准。商务部 2014 年 10 月 6 日起施行的新版《境外投资管理办法》大大减少了行政审批，确立了“备案为主、核准为辅”的新型管理模式，进一步提升了跨国并购的便利化和国内企业进行跨国并购的自主权。根据《境外投资管理办法》的规定，企业境外投资除涉及敏感国家和地区、敏感行业需实行核准外，其他情形的境外投资均实行备案管理。

(1) 核准。实行核准管理的国家是指与我国未建交的国家、受联合国制裁的国家；实行核准管理的行业是指涉及出口我国限制出口的产品和技术的行业、影响一国（地区）以上利益的行业。对属于核准情形的境外投资，中央企业向商务部提出申请，地方企业通过所在地省级商务主管部门向商务部提出申请。企业申请境外投资核准需提交申请书、《境外投资申请表》、境外投资相关合同或协议、有关部门对境外投资所涉的属于我国限制出口的产品或技术准予出口的材料等。商务部和省级商务主管部门在对并购项目进行核准时，应当

征求我国驻外使（领）馆（经商处室）意见。商务部对中央企业核准申请的审核应当在 20 个工作日内完成，省级商务主管部门应当在受理地方企业核准申请后在 15 个工作日内给出初步审查意见，并将初步审查意见和全部申请材料报送商务部，商务部收到初步审查意见后，应当在 15 个工作日内作出是否予以核准的决定。对予以核准的境外投资，商务部出具书面核准决定并颁发《企业境外投资证书》。

（2）备案。对属于备案情形的境外投资，中央企业报商务部备案；地方企业报所在地省级商务主管部门备案。企业填写《境外投资备案表》后，连同企业营业执照复印件分别报商务主管部门备案。商务主管部门应当自收到《境外投资备案表》之日起 3 个工作日内予以备案并颁发《企业境外投资证书》。

4. 外汇管理部门

获得发展改革部门和商务部门的核准或备案文件之后，下一步就是到外汇管理部门办理境外投资外汇登记。2015 年 6 月 1 日起实施的《汇发 13 号文》是跨境投资业务外汇管理史上的一个重大突破。《汇发 13 号文》取消了境内外直接投资项下外汇登记核准行政审批，改由银行按照《直接投资外汇业务操作指引》直接审核办理境外直接投资项下外汇登记，国家外汇管理局及其分支机构通过银行对直接投资外汇登记实施间接监管，这意味着境外投资外汇管理的主管单位由外汇管理局转向银行。此外，《汇发 13 号文》还取消了境外再投资外汇备案，即境内投资主体设立或控制的境外企业在境外再投资设立或控制新的境外企业无须办理外汇备案手续。以往的直接投资外汇年检制度也改为实行存量权益登记，相关市场主体只要于每年 9 月 30 日（含）前，自行或委托会计师事务所、银行通过外汇局资本项目信息系统报送上年末境内直接投资和（或）境外直接投资存量权益数据即可。

5. 证监会

如果发起跨国并购的是 A 股上市公司，还需要经过证监会的审批。2014

年7月7日，证监会出台了《上市公司重大资产重组管理办法》，对一些规定进行了修订，主要是减少行政审批。此前，上市公司出售、购买、投资等，只要金额达到一定标准，必须报证监会重组委审批之后才可以收购。随着新规定出台，除了“借壳上市”或发行股份募集资金需要经证监会重组委核准外，其他并购重组行为均无须证监会进行核准，企业只需要在信息披露上符合要求即可。对于达不到重大资产重组标准的并购，企业要履行信息披露的义务；如果构成重大资产重组，需要经证监会审核之后才能复牌，避免人为操纵股价。这意味着如果企业运用自有资金或通过贷款方式募集并购资金，就不需要经证监会任何审批，只需要按照交易所和证监会的要求履行相关的信息披露程序就可以。证监会上述监管政策的变化为A股上市的国有企业进行跨国并购开启了方便之门，大大刺激了企业跨国并购的热情。

还有一点值得注意的是，证监会此前一直是并购项目最后的审查部门，也就是说上市公司必须完成其他所有行政机关的核准和备案程序之后，才能向证监会申请核准。新规颁布之后，证监会不再把其他部委审批作为自己审核的前置条件，但是要求上市公司在相关法律文件中披露约定，其他部委审核全部满足之后交易行为才生效，这大大缩短了并购项目的审批时间。

1.3.2 东道国政府的审批：美国例证

出于国家利益或国家安全方面的考量，大多数东道国对于外资在其国内进行的并购行为都要进行严格的审核。由于各东道国的审查机构、标准、流程千差万别，本书仅以美国为例对此进行简要介绍。

1. 美国对外资并购审查制度的发展历程

美国的外国投资审查制度始于20世纪70年代，当时中东国家由于手中积累了大量的石油美元，开始在美国大量投资，其在美资产飞快增长。美国开始担忧这些国家的投资意图，认为这些投资可能出于政治考虑而非普通的商业动

机，会对美国的国家安全造成威胁。在此背景下，时任美国总统福特发布《第 11858 号行政命令》，并于 1975 年建立了美国外资投资委员会（CFIUS），其职责是“在行政框架下监管外国在美直接投资或股票投资，调控美国对外国投资的政策执行”。1976 年，美国进一步通过了《国际投资调查法案》，为收集外国在美投资信息提供了法律基础。然而此后的十多年间，CFIUS 的主要职责仅在于调查与分析外国投资，审查和批准功能并不明显。1988 年，日本富士通公司试图收购美国仙童半导体公司（Fairchild Semiconductor）成为 CFIUS 开始掌握实权的直接事件。仙童半导体公司作为美国当时最尖端的电脑芯片制造商，拥有尖端技术，对国家安全有重要意义。一旦此项收购成功，美国就会失去对本国国防工业的控制，但是当时美国并没有明确的法律依据能够制止富士通的并购行为。因此，美国参议院议员 J.James Exon 与众议院议员 James J.Florio 提出提案，要求修改《1950 年国防产品法》，审查外国投资对美国国防安全的影响。在民众的迫切要求下，国会很快通过《综合贸易与竞争法》，其第 5021 条款对 1950 年《国防生产法》的第 721 条款做了修正，即《埃克森-弗洛里奥修正案》。时任美国总统里根也发布了《第 12661 号行政命令》，授权 CFIUS 作为该项法律的具体执行机构。从此，CFIUS 由一个只负责收集和
分析外国在美投资信息的研究和办事机构，转变为一个兼具审查和决策辅助的实权机构。

此后，以中国为代表的发展中国家对美国企业的并购开始增加，由于经济体制原因，其中很多主并企业属于国有企业，美国民众开始担忧这些具有国家背景的企业可能会威胁美国的国家安全。于是 1992 年美国国会通过了《1993 年财年度国防授权法第 837（a）条》，即《伯德修正案》。该法案在《埃克森-弗洛里奥修正案》的基础上进一步增加了两项实施调查的标准，一是“收购方由外国政府控制或者代表外国政府”；二是“收购可能导致在美国从事洲际贸易的人受到控制并可能影响美国国家安全”。从中可以清楚地看出，新增的规定主要是防止具有外国政府背景的企业并购美国基础或敏感行业的企业，从而影响美国的国家安全。这些规定无疑给中国的国有企业并购美国企业人为设置

了障碍。《埃克森 - 弗洛里奥修正案》和《伯德修正案》在加大国家安全审查力度的同时也影响了外国企业对美国的投资，出于经济利益的考量，美国需要在国家安全与吸引外资之间寻求平衡。因此，2007 年美国总统布什签署了《外国投资与国家安全法》（FISIA），同年美国财政部修订了《外国投资者并购、收购与接管条例》，这两项规范成为美国当前规范外资并购的重要制度文件，其在加大安全审查力度的同时进一步明确了审查的相关规则，而且对 CFIUS 的成员结构进行了调整。

2. 美国外资投资委员会（CFIUS）

美国外资投资委员会（CFIUS）作为美国对外国投资进行审批的主要执行机构，由美国财政部部长担任委员会主席，成员包括美国国防部、国务院、国土安全部、商务部、司法部等政府部门要员。除此之外，考虑到并购交易可能涉及一些特殊领域，美国总统在必要时可以任命其他行政部门的最高长官加入 CFIUS 处理某些特定并购案件。

CFIUS 发起审查程序有以下两种途径，即外国投资者主动申报和美国外资委员会单方启动。尽管从法律上而言，美国法律并未规定外国企业发起的并购交易必须向 CFIUS 提交申请，但是鉴于 CFIUS 拥有撤销交易的权力，所以企业一般都会履行申请程序。在收到交易方提供的完整申请材料之后，CFIUS 会有 30 天的时间进行初审，如果确定该项交易不会对美国国家安全构成损害，就会批准交易；否则，就会开启正式调查。正式调查阶段一般会持续 45 天，被调查企业必须积极配合调查，对 CFIUS 所提出的问询进行详细陈述。如果 CFIUS 认为并购交易危害了美国的国家安全，就会建议总统否决该项交易或要求交易方采取补救措施，例如对交易涉及的敏感业务或资产进行剥离等。总统在接到正式调查结果 15 天之内，会作出是否禁止交易的决定。值得指出的是，并非所有并购交易 CFIUS 都会启动正式调查程序，但是如果发起并购的外国企业具有政府背景，就会触发《伯德修正案》中关于实施调查的条件，CFIUS 必须启动正式调查程序，因此中国的国有企业在并购美国企业之前必须重视这一点。

“国家安全”是CFIUS否决并购交易的常用借口，但是对于其具体条件和规则，CFIUS并未明确说明。即使像FINSIA这样的重要制度性文件也未给出明确规定，只是列举了CFIUS在审查时应该考虑的因素，例如被并购企业是否掌握美国重要基础设施，是否属于金融、技术、通信、能源等关键行业或提供与之相关的产品、服务，收购方是否被外国政府控制，收购方的信息披露是否透明，收购是否出于完全的商业目的等，所以CFIUS在很大程度上具有自由裁量权。从CFIUS发布的统计报告来看，2012—2014年共审查了358笔交易，其中中国连续三年（2012—2014）成为受到审核最多的国家，共有68笔收购申请受到审核，排在第二位至第五位的国家依次是英国（45笔）、加拿大（40笔）、日本（37笔）以及法国（21笔）。从这些数据不难看出，CFIUS所谓的“国家安全”在很大程度上具有政治色彩，受美国的国家政策和国际关系的影响。

1.3.3 政府监管对于中国企业跨国并购的影响

国内外政府部门对于跨国并购的监管不可避免地对中国企业海外并购产生影响，一个突出表现是在2016年中国海外投资快速增长的同时，中企海外并购被取消的交易金额也出现了剧增。据《金融时报》报道，2015年，中国企业被取消的交易金额约为100亿美元，2016年中国海外交易被取消的金额总数超过了750亿美元，共有30多个对欧洲和美国企业的收购案因监管和外汇限制而被迫“流产”。中企海外并购受挫既有国内监管增强的原因，也有境外投资目的国限制和担忧增加的因素。

国内方面，2016年下半年开始，国内对换汇出境的监管和限制明显增强。相关部门除了加强投资者在核心业务之外超过10亿美元收购项目的审查外，还对土地、酒店、影视制作和娱乐资产等跨境交易新增了限制。由于国内监管增强，尽管中国企业在并购运作方面越来越专业，但由于资本管制，卖方会优先考虑中国以外的潜在买家。

国外方面，随着中国取代美国成为全球最大的海外资产收购者，欧美市场对于中企的并购邀约态度也越来越谨慎。“国家安全”“政府利益”等频频成为东道国加强审查和拒绝的理由。据《金融时报》报道，2016年，总共有价值590亿美元（约合人民币4047亿元）的10笔美国并购交易被取消，相当于被取消总额（750亿美元）的近80%。一家中资财团试图以30亿美元（约合人民币205.8亿元）收购荷兰集团飞利浦（Philips）位于美国的照明设备分部，但遭到了美国财政部下属外国投资委员会（CFIUS）的阻挠。在CFIUS的审查中，近几年来中国一直是被审查数量最多的国家。2016年，共计价值163亿美元（约合人民币1118亿元）的20笔欧洲交易被取消。虽然海外贸易保护主义的确存在抬头趋势，但所谓的国家安全审查在德国乃至欧盟都还是很宽的，跟美国形成强烈反差。以中国福建宏芯投资基金收购德国芯片制造商Aixtron为例，该项目最终不是被德国政府否决，而是德国经济部根据美国CFIUS关于国家安全的“新信息”收回了之前的“路条”，决定重新审核，最后中国投资者选择了放弃。特朗普主政以后，市场普遍预期中美贸易摩擦将更加频繁。特朗普政府的贸易政策趋向保护主义，外资政策尚不明朗。美国政府一直担心中国企业通过并购获取关键技术，特别是信息技术领域、触及所谓美国国家安全的资产。因此，赴美投资的企业应该密切关注特朗普政府外资政策的新动向，对在某些敏感行业的投资能否通过CFIUS的审查保持足够的审慎。

1.4 中国国有企业跨国并购现状

国有企业进行跨国并购不仅在过去很长一段时间内要经过国内政府部门的层层审批，而且还要面临东道国政府歧视性审查，可谓困难重重。但是在外部环境压力和企业自身成长的双重驱动之下，众多国有企业还是纷纷走出国门，迈出了跨国并购的步伐。尤其是2008年国际金融危机之后，虽然全球经济受

到重创，但是却为中国企业“走出去”提供了良好的契机。一方面，很多国外企业受金融危机的冲击而陷入困境，市场价值大幅下滑，为中国企业“抄底”提供了机会；另一方面，人民币兑非美货币汇率的持续升值提升了中国企业的支付能力。因此，2008年之后中国企业跨国并购交易的数量和金额持续攀升。但是由于企业战略、并购动因、融资条件等方面的差异，国有企业的跨国并购与民营企业、财务投资者^①相比有很多自身的特点。

1.4.1 交易数量与金额

图 1.2 和图 1.3 分别展示了中国大陆企业 2008—2015 年跨国并购交易数量和交易金额情况。从交易数量的角度看，国有企业跨国并购的数量虽然增长较快（2015 年的并购数量约为 2008 年的 3 倍），但是绝对数量始终落后于民营企业。2008—2015 年，国有企业并购数量所占比例最高的是 2010 年，仅有 31.9%，比例最低的 2011 年则不到 20%，大多数时间在 25% 左右徘徊。从交易金额的角度看，由于在企业规模和资金实力等方面占有优势，国有企业跨国并购的金额一直高于民营企业和财务投资者，尤其是 2010 年国有企业的交易金额一度达到 80% 以上。但是此后随着民营企业和财务投资者交易金额的持续增长，国有企业所占的比重开始下降并于 2014 年达到 49%，首次降至 50% 以下，2015 年更是进一步降至 43.2%。通过上述分析不难看出，国有企业实施的跨国并购多为“大项目”，虽然数量不多但是并购金额较高。这一结论与中国国际贸易促进委员会发布的《2013 年度中国企业对外投资情况及意向调查报告》（以下简称《对外投资报告》）基本一致。根据该报告的调研结果，海外投资规模在 500 万元以上的国有企业超过了 70%，而非国有企业大多在 10 万—500 万元之间。国有企业与非国有企业投资规模的差异性还体现在并购模式的选择上，根据《对外投资报告》的调研结果，国有企业跨国并购的模式

^① 本章提到的“财务投资者”指以并购完成后出售资产获利为目的进行跨国并购的投资者，主要包括但不限于风险投资基金和私募股权基金。

主要是全资并购，而非国有企业则多选择部分并购。

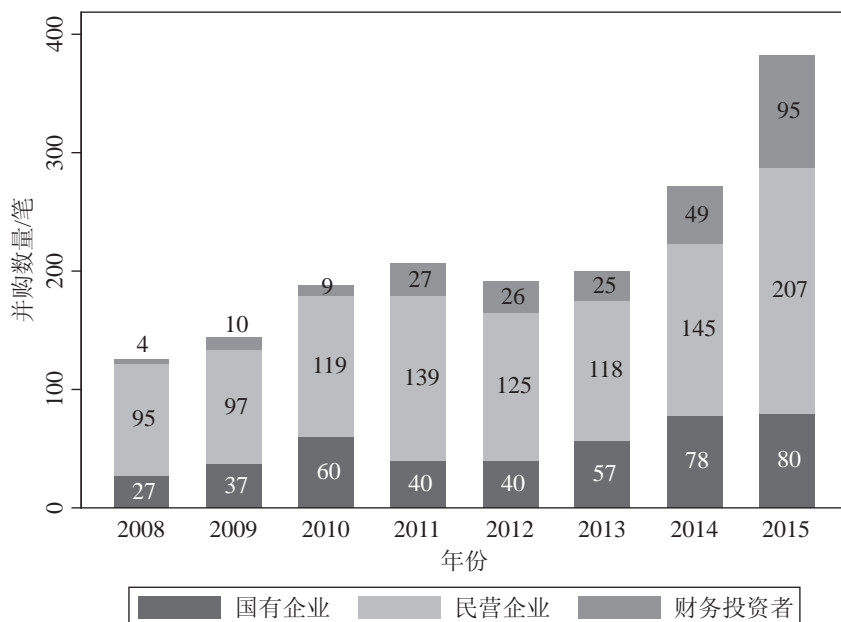


图 1.2 中国大陆企业 2008—2015 年跨国并购交易数量

数据来源：普华永道《2014年中国地区企业并购回顾与2015年前瞻》《2015年中国企业并购市场回顾与2016年展望》。

上述差异的产生主要是由于国有企业的体量较大，如果并购项目的规模较小，很难实现企业的战略目的。当然，国有企业本身较强的资金实力和融资能力也是支持大规模并购项目的重要因素。根据《对外投资报告》，国有企业和非国有企业对外投资的主要资金来源均为“企业累计利润”和“银行贷款”，虽然国有企业的营业利润率并不高，但是企业利润的绝对规模高于非国有企业，而且国有企业获取商业银行信贷支持的能力也明显较强。其次，国有企业在融资渠道和融资成本方面更具优势，可以通过吸引投资伙伴参股、发行债券等多种形式直接融资，而非国有企业的融资渠道相对而言较为有限。除此之外，国有企业还可能获得政府补贴，有些国有企业甚至将政府补贴作为实施跨国并购的主要资金来源，而非国有企业往往不具备这种条件。

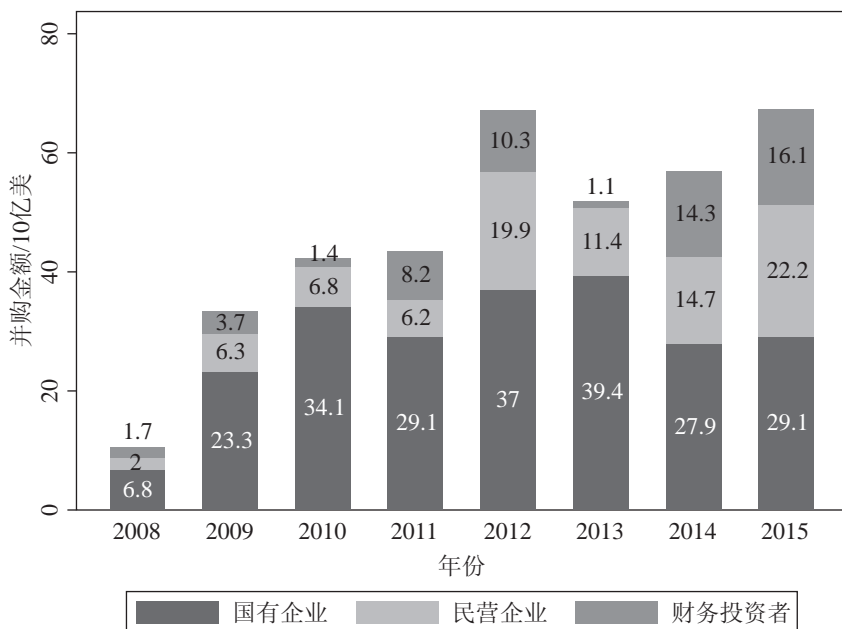


图 1.3 中国大陆企业 2008—2015 年跨国并购交易金额

数据来源：普华永道《2014年中国地区企业并购回顾与2015年前瞻》《2015年中国企业并购市场回顾与2016年展望》。

另外，与民营企业和财务投资者不同，国有企业在海外开展的并购重组交易少于国内市场，普华永道发布的分析报告认为，这主要是由于相当部分的国有企业仍以国内市场作为企业发展布局的重点^①。

值得注意的是财务投资者实施跨国并购的数量和金额持续增长，尤其是近两年由财务投资者发起的跨国并购数量和金额已经接近中国大陆企业跨国并购总量的四分之一。随着国家逐渐放松对私募基金、保险公司、产业基金等机构投资者境外投资的管制，以及考虑到当前国内资本市场的持续动荡，可以预计财务投资者赴海外投资的活动会更加活跃，财务投资者的跨国并购还有较大的发展潜力。

① 普华永道《2015年中国企业并购市场回顾与2016年展望》。

1.4.2 投资行业

从国有企业跨国并购的行业分布来看，国有企业进行跨国并购的行业分布很不均衡。如表 1.7 所示，2012—2015 年能源电力、工业和原材料三个领域发生的并购交易数量位列前三位，总共占到了该段时间国有企业跨国并购交易总量的六成以上。从产业分布格局来看，2013 年是重要的分界点。在此之前，国有企业在金融服务、消费相关和高科技行业发生的并购交易几乎为零，而 2013 年以后上述领域的跨国并购开始逐渐增多。尽管如此，这些行业的并购交易数量尚不及总量的 1/4，并非国有企业开展跨国并购的重点领域。

表 1.7 中国大陆国有企业 2012—2015 年跨国并购交易数量按投资行业分类

行业 \ 年份	2012	2013	2014	2015	总计	占比 /%
能源电力	22	18	14	12	66	25.00
工业	6	15	19	14	54	20.45
原材料	13	11	10	15	49	18.56
其他	3	3	14	11	31	11.74
金融服务	2	6	10	9	27	10.23
消费相关	1	5	6	11	23	8.71
高科技	0	1	5	8	14	5.30

数据来源：汤森路透、投资中国及普华永道分析。

与国有企业相比，民营企业的并购范围更加广泛，尤其在高科技、消费类和服务类行业频频出击（如表 1.8 所示）。从中不难看出，目前积极实施跨国并购的国有企业多属于工业行业，更注重规模经济和对自然资源的获取，企业的战略目标往往是通过跨国并购实现外延式发展；而民营企业多与日常生活息息相关，企业往往寻求差异化经营战略，更注重通过并购实现技术、品牌、服务质量等软实力的提升。

表 1.8 中国大陆民营企业 2012—2015 年跨国并购交易数量按投资行业分类

行业 \ 年份	2012	2013	2014	2015	总计	占比 /%
工业	33	30	21	38	122	19.74
高科技	28	15	30	43	116	18.77
其他	12	31	32	39	114	18.45
消费相关	17	26	24	24	91	14.72
原材料	33	18	13	24	88	14.24
能源电力	10	17	13	9	49	7.93
金融服务	10	4	12	12	38	6.15

数据来源：汤森路透、投资中国及普华永道分析。

1.4.3 投资目的地


从中国企业跨国并购的投资目的地看，在各地区的分布并不平均。如表 1.9 所示，欧洲和北美等发达经济体成为中国企业投资的首选，对于非洲和南美洲的关注则相对较少。这说明尽管发达经济体对中国企业的跨国并购进行了较为严格甚至是带有歧视性的调查审批，却没有从根本上影响中国企业对这些地区的投资热情。另外，欧美国家比较完善的法制和投资环境也是影响企业并购决策的重要因素。值得注意的是，中国企业在亚洲范围内开展的跨国并购逐渐增多。尤其是 2013 年国家提出“一带一路”战略后，这种增长有加速的趋势，2015 年在亚洲实施的跨国并购数量已经达到 2012 年的 4 倍。可以预见，随着“一带一路”战略的实施和推进，中国企业在亚洲区域内尤其是发展中国家的投资在未来仍会保持较快的增长势头，中亚、东南亚、北非、东欧等地区的发展中国家将代替北美、西欧发达国家成为跨国并购的新热点。

表 1.9 中国大陆企业 2012—2015 年跨国并购交易数量按投资地区分类^①

投资地区 \ 年份	2012	2013	2014	2015	总计	占比 /%
欧洲（含俄罗斯）	65	68	83	116	332	31.80
北美洲	57	51	95	113	316	30.27
亚洲	25	33	64	107	229	21.93
大洋洲	27	29	17	29	102	9.77
非洲	9	8	7	9	33	3.16
南美洲	8	11	6	7	32	3.07

数据来源：汤森路透、投资中国及普华永道分析。

^① 由于相关资料的缺乏，有关跨国并购投资目的地的统计覆盖了所有中国大陆企业。



第2章

市场渗透战略：
中海
油服并购挪威AWO

第1章介绍了企业开展并购的四种战略模式：市场渗透战略、市场开发战略、产品开发战略以及多元化战略。从第2章至第5章，笔者将分别选取四种并购战略的典型案例为大家一一剖析。本章将通过中海油服并购挪威海上钻井公司 AWO 的案例，分析市场渗透型并购战略。

2.1 企业战略与并购背景

中海油田服务股份有限公司（简称“中海油服”）隶属中国海洋石油总公司（以下简称“中海油”）。2001年12月25日，中海油对旗下五家从事钻井、油井服务和石油物探的公司进行了整合，成立了中海油田服务有限公司，并于2002年9月26日正式注册成为股份有限公司。2002年11月、2004年3月和2007年9月，中海油服相继在香港联合交易所、美国纽约证券交易所和上海证券交易所上市。经过短短十几年的时间，中海油服已然成为亚洲最具规模的综合型油田服务供应商，拥有亚太地区最强大的海上石油服务装备群。中海油服之所以能够在短时间内迅速地发展壮大，海外并购起到了至关重要的作用。

本章所介绍的中海油服并购挪威 AWO 公司的案例发生在 2008 年。在此之前，受全球石油产量增长减缓、中国等新兴市场经济体石油需求上升以及美元贬值等多重因素影响，国际原油价格从 2003 年开始持续飙升。到 2007 年年底的时候，美国西德克萨斯轻质原油（WTI）和布伦特原油（Brent）价格均突破了每桶 90 美元大关，如图 2.1 所示。国际油价的上涨促进了油气资源的勘探、开发和生产活动，带动了相关领域的投资。

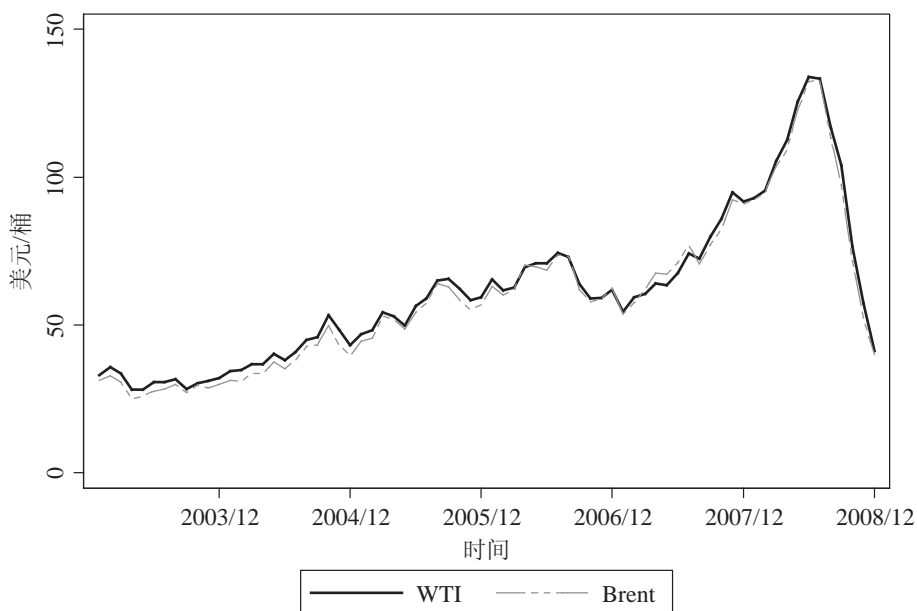


图 2.1 2003—2008 年国际原油价格变动趋势

2007 年的中海油服刚刚回归 A 股市场，是中国海上最大的油田服务上市公司，涉及物探勘察服务、钻井服务、油田技术服务以及船舶服务。公司拥有当时中国最大、功能最齐备的近海工作团队，包括 75 艘各类工作船、4 艘油轮和 5 艘化学品船。公司的业务除中国海域外，还覆盖了南美、北美、中东、非洲沿海和欧洲沿海等地区，但是主要营业收入仍来自于国内。根据公司 2007 年年报披露的数据，当年海外地区的营业收入为 16.45 亿元，仅占全部营业收入的 17.8%。国际原油价格的持续攀升以及中国近海油气勘探活动的升温为中海油服带来了丰厚的收入，2007 年公司的平均日费率达到 91 351 美元 / 天，同比增长 35%，业务量已经趋近饱和，现有的平台无论是数量还是性能均已无法满足需求。油田服务行业的高景气度激发了公司管理层的扩张热情，为了实现“2020 年成为国际一流油田服务提供商”的战略目标，中海油服不断扩大规模，仅 2007 年用于投资建设和购置设备的费用就超过 40 亿元人民币。但是与这种内生性发展模式相比，跨国并购才是企业在短时间内扩大产能，提高市场占有率的捷径。

2007 年全球最大的两家海洋钻井公司 Global Stanta 和 Transocean 宣布合并，一举占领全球约 20% 的钻井市场份额；印度的 Aban 公司和挪威的 Seadrill 公司也都进行了跨国并购以增强自身实力。同行企业在并购市场频频出手挑动着中海油服管理层的神经，同时也坚定了其通过并购实现跨越式发展的决心。

在收购 AWO 之前，中海油服及其母公司中国海洋石油总公司的海外投资之路并不平坦。虽然早在 20 世纪 90 年代，中海油就曾购买了位于印度尼西亚、澳大利亚等国的油气项目权益，但是几次跨国并购均以失败告终。其中最著名的案例就是中海油旗下的中国海洋石油有限公司在 2005 年试图以 185 亿美元现金收购美国尤尼科公司，虽然这一要约价格高出竞争对手美国雪弗龙公司 10 多亿美元，但是迫于美国政府的政治压力不得不撤回并购报价，最终功败垂成。与之类似，中海油服在海外的并购之路也并不平坦。2006 年，中海油服曾试图收购印度尼西亚 Apexindo 公司的股权，但是双方未能达成一致意见。在此之后，中海油服还曾试图以不超过 5 亿元人民币的价格收购英国 - 俄罗斯合资企业 TNK-BP 旗下的石油服务子公司 STU 的多数股权，双方不仅签署了初步协议，而且该项交易通过了中国政府部门的审批。但是幸运女神最终还是没有眷顾中海油服，由于俄罗斯政府将原油和天然气产业视作国家战略产业，对境外投资的进入非常敏感。虽然 STU 只是一家油田服务企业，手中并未掌握大量战略性资源，俄罗斯政府还是认定中海油服的行为属于恶意并购，最终否决了这项交易。尽管海外并购连续受挫，中海油服并没有放弃在海外出击的机会，一直在寻找合适的项目。

2.2 目标公司的选择

功夫不负有心人，2007 年通过挪威金融和中介公司 Pareto 的介绍，一家名为 Awilco Offshore ASA（简称 AWO）的挪威公司进入了中海油服的视野。

根据公开资料显示，AWO 背后的实际控制人是挪威的 Arne Wilhelmsen 和 Gjert Wilhelmsen 兄弟及其家族，拥有 AWO 公司 42% 的股份，而 AWO 的董事长 Sigurd E.Thorvildsen 不过是 Wilhelmsen 家族聘请的职业经理人。在 2008 年福布斯富豪榜上，Arne Wilhelmsen 家族以 16 亿美元的净资产名列 743 位。从事件的后续发展来看，Arne Wilhelmsen 家族设立 AWO 的目的就是为了待价而沽。所以 AWO 从 2005 年 1 月建立，就开始大举投资钻井平台。经过短短两年的时间，到了 2007 年已经拥有 5 座新建高规格自升式钻井平台和两个生活平台，并有 3 座正在建造的自升式钻井平台和 3 座半潜式钻井平台。此外，AWO 还拥有在船厂建造另外 2 座半潜式钻井平台的选择权。值得注意的是，AWO 所有运营和在建的钻井平台均与国际著名的石油公司（如 BP、Statoil、Repsol 等）签订了作业合同。这些作业合同一方面提升了 AWO 公司的估值，另一方面也为并购后的运营和整合埋下了隐患。

对于中海油服而言，如果能够成功收购 AWO，可以迅速扩充装备规模，钻井平台数量在 2011 年预计将达到 34 个，从世界第 10 位跃居第 6 位，如图 2.2 所示，距离成为国际一流油田服务提供商的战略目标将更进一步。除此之外，中海油服还可以优化船龄结构，提高深海作业能力。当时中海油服自升式钻井平台和半潜式钻井平台的平均船龄分别为 18.2 年和 23.5 年，个别钻井平台甚至接近 30 年，而且大部分平台的作业水深不超过 300 英尺。收购完成之后，中海油服钻井平台的平均船龄将降至 14 年左右，作业水深将拓展到 2500 英尺，进一步提升其一体化服务能力，尤其是深水钻探能力。从目标公司的实际情况看，AWO 设立之初的目的就是为了出售获利，因此只要价格合适，收购要约很容易获得董事会和控股股东的支持。值得一提的是相比于美国、澳大利亚等国家，AWO 公司的所在国挪威对于外资的并购行为持比较开放的态度，从而减少了收购中可能面临的政治风险。根据中海油服事后披露的相关信息，整个收购过程中，除了 AWO 向其股东发出的要约和派发的要约文件需经挪威奥斯陆交易所审阅和批准外，其他环节均无须挪威其他政府部门的批准或同意，也无须向挪威其他政府部门申报或备案。这也是中海油服选择 AWO 的重要原因。

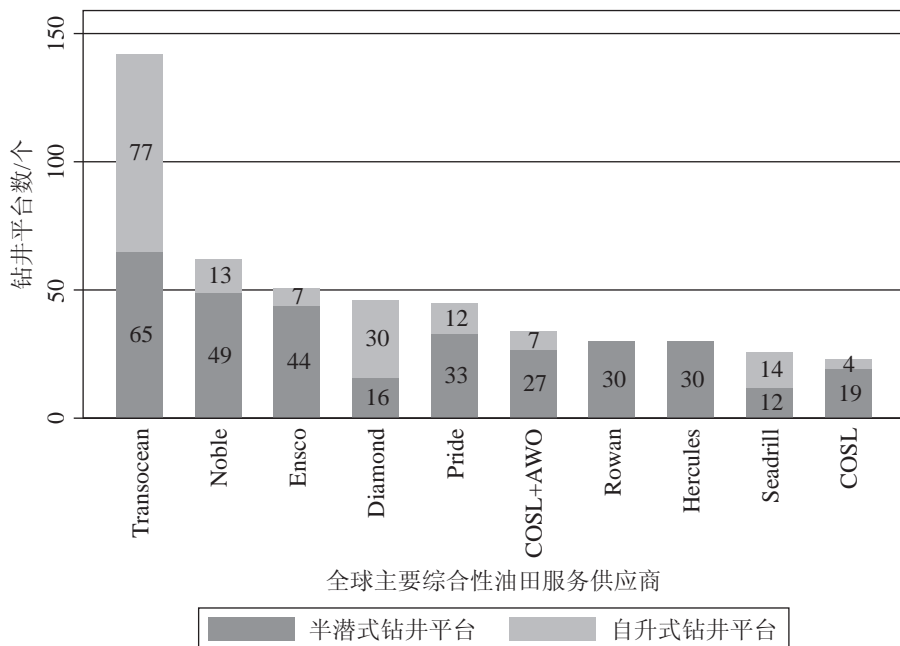


图 2.2 2011 年全球主要综合性油田服务供应商钻井平台数量

2.3 交易过程

从双方的战略目标层面分析，中海油服属于战略投资者，收购 AWO 主要是基于公司的长期战略目标，而 AWO 的实际控制人属于典型的财务投资者，并未打算在油田服务行业长期耕耘，在行业景气度高的时候择机出售是当务之急。因此，双方都具有促成交易的内在动力。尽管如此，为了实现自身利益的最大化，双方在交易过程中还是进行了几次针锋相对的较量。

2.3.1 初步接触

2007 年 6 月，中海油服人员与 AWO 方面在挪威进行了首次接触，双方

对收购交易都表现出一定的兴趣。随后，双方的主要负责人在 2007 年 11 月进行了首次会面。AWO 方面负责此次交易的是董事长 Sigurd E.Thorvildsen，这名老练的职业经理人一见面就表现出了咄咄逼人的架势，试图对中海油服施加心理压力，大谈此前某著名公司出了怎样的价钱都没有成交，最后才轻描淡写地让中海油服方面提出报价，看看“够不够资格”。中海油服方面负责此次收购行动的袁光宇 1982 年就加入中海油总公司，从一名普通的钻井平台领班一路成长为中海油服的副董事长、执行董事、首席执行官兼总裁，多年来在商界的摸爬滚打使他深谙谈判之道，并没有被对方的气势所吓倒，而是一语道破对方急于出售的心理，并表示：“我们是最有诚意的买家，如果错过了我们，不要说两年，你可能再也卖不出去了，因为行情是在变化的。最近这两三年石油装备一直供不应求，但是大量的建造都还没有投放到市场，因此这个供求关系肯定是要逐渐地释放。”第一回合的接触，双方都绵里藏针地向对方施加压力，希望达成有利于自己的成交价格，而事后的发展也印证了在价格上的博弈成为了本次并购交易双方谈判的焦点。

2.3.2 前期准备工作

在初步接触之后，中海油服开始着手进行收购的前期准备工作。首先需要选择合适的交易主体。作为一家集团公司下属的上市公司，中海油服可以选择在集团公司层面进行收购，也可以选择以上市公司的身份进行收购，两种方式各有利弊。如果选择在集团公司层面进行收购，就可以规避信息披露、独立董事、股东大会批准等一系列要求。在本次并购交易之前，中国企业进行的大宗跨国并购交易大多以集团公司作为交易主体，如表 2.1 中所示。但是采用这种方式要求目标公司与上市公司之间不存在同业竞争，而本例中中海油服与 AWO 同属油田服务行业，二者业务范围很大程度上存在重叠。如果存在同业竞争问题，可以选择在上市公司层面进行收购，而且由于上市公司的决策比较透明，以上市公司作为交易主体可以向目标公司传递“收购是基于商业目的”的信息，从

而在一定程度上消除目标公司及东道国政府的疑虑。但是上市公司的投资决策往往面临严格监管，按照我国《证券法》规定，如果海外并购达到重大资产重组的标准，就必须公开披露并获得出席会议的股东所持表决权 2/3 以上的通过。表 2.1 中所示由上市公司作为交易主体完成的收购，都是交易金额较小，达不到证监会所规定的重大资产重组的标准。除此之外，在上市公司层面进行收购还需要听取独立董事的意见，而且并购交易必须上报证监会，由证监会核准以后方可实施。综合各方面因素考虑，中海油服最终决定在上市公司层面进行收购，并选择由其在挪威设立、间接控股的全资子公司 COSL Norwegian AS 作为直接实施收购的主体。

表 2.1 中国企业 2006—2007 年跨国并购交易主体

公告日期	收购方	目标方	收购方性质
2006/1/28	中海油集团	尼日利亚 OML130 石油区块	集团公司
2006/6/20	中国石化集团	Udmurtneft 石油公司	集团公司
2006/8/24	中国建设银行	美银亚洲	上市公司
2006/10/25	中信集团	哈萨克斯坦原油资产	集团公司
2006/12/15	中国银行	新加坡飞机租赁公司	上市公司
2007/1/21	中国移动	巴科泰尔	上市公司
2007/5/20	中国投资公司	黑石集团	集团公司
2007/6/11	中国铝业公司	秘鲁铜矿	集团公司
2007/7/23	国家开发银行	巴克莱银行	集团公司
2007/10/23	中信集团	贝尔斯登	集团公司
2007/10/25	中国工商银行	南非标准银行	上市公司
2007/11/28	平安保险集团	富通集团	集团公司
2007/12/7	中钢集团	Midwest 集团公司	集团公司
2007/12/19	中国投资公司	摩根斯坦利	集团公司

数据来源：作者根据公开披露信息整理。

为了获得融资便利，中海油服于 2008 年 3 月经商务部批准，在香港设立特殊目的公司：中海油服香港国际有限公司（COSL HongKong International Limited）。该公司作为中海油服的全资子公司，可以在境外发行长期债券融资，

以便偿还用于收购的银团贷款。2008年5月，中海油服收到国家发改委《关于确认中海油田服务股份有限公司拟收购挪威 Awilco Offshore ASA 公司股权项目信息的函》。国家发改委原则支持该项收购计划，并要求中海油服做好准备工作，待条件成熟后向其报送项目申请报告。

2.3.3 尽职调查与价值评估

2008年年初，中海油服在与 AWO 及其控股股东密切磋商的同时，就对 AWO 展开了尽职调查。所谓尽职调查，主要是通过会计师、律师等第三方对目标企业的历史数据和文档、管理人员的背景、市场风险、管理风险、技术风险和资金风险做全面深入的审核，从而获取关于目标企业的更多信息，以克服或缓解信息不对称的影响，是对目标企业进行科学估值的必要步骤。由于此时双方的谈判还未深入，因此尽职调查主要通过一些间接渠道展开。

根据初步调查的结果，中海油服对收购价值进行了充分测算，最后给出了每股 80 ~ 85 克朗的报价。那么中海油服的报价是如何确定的呢？根据中海油服执行副总裁兼首席财务官钟华以及并购财务顾问中金公司公开披露的信息，最终报价依据的是现金流贴现法（DCF）计算的结果，同时参考了可比交易法、重置成本法等其他方法。所谓现金流贴现法就是把 AWO 未来的预期现金流进行贴现之后加总，是企业投资决策中应用非常广泛的一种方法。这种方法以目标企业未来的盈利能力作为决策依据，具有比较坚实的投资学理论基础。但是这种方法的准确性在很大程度上取决于预期现金流、贴现率等假设条件的设定，实际操作难度较大，一般用于对处于成熟行业且未来现金流比较稳定的公司进行估值。因此从这个角度讲，选择此种方法对 AWO 公司进行估值不一定合适。中金公司根据当时 AWO 钻井平台的日费率、使用率、订单情况等条件判断，如果不考虑并购后可能产生的协同效应，合理价值为每股 72 ~ 92 克朗；如果考虑并购之后可能产生的协同效应，合理价值为每股 84 ~ 106 克朗。但是值得注意的是，钻井平台的日费率和使用率取决于油田服务行业的景气程度，在很大程

度上受石油价格的影响，而且 AWO 公司当时在建的平台能否如期交付也存在不确定性，事后证明这些因素确实对并购之后的整合和公司业绩产生了严重影响。

由于现金流贴现法的固有缺陷，因此需要其他估值方法作为辅助。例如，可比交易法主要是根据类似并购交易的溢价水平来推算目标公司的估值，中海油服经过调查发现，当时挪威市场上并购交易的溢价平均为 20% ~ 25%，最高的达到 50%。中海油服对外正式发布收购要约是在 2008 年 7 月 7 日，前一个交易日（7 月 4 日）AWO 的收盘价是 71.6 克朗，按照市场平均溢价水平估算，报价的合理范围在 85.92 ~ 89.5 克朗。从这个角度讲，中海油服提出的 80 ~ 85 克朗的报价还是比较便宜的。但是此次并购交易的相关信息实际上在正式公告之前已经泄露：5 月 2 日《经济观察报》刊登报道，称中海油服将收购 AWO；5 月 29 日 AWO 正式承认有第三方对其有收购兴趣。这两次信息的提前泄露均引发了 AWO 股价上涨。如果以 5 月 29 日 AWO 的收盘价 59.7 克朗作为基准价，那么报价的合理范围应为 71.64 ~ 74.63 克朗，中海油服提供的报价溢价幅度达到了 34.0% ~ 42.4%，已经接近最高溢价水平。除此之外，由于中海油服并购 AWO 的主要目的在于获得钻井平台，因此可使用重置成本法对其价值进行测算，即评估一下如果中海油服自行建造这些平台所需要耗费的成本。根据钟华的估计，对于当时的中海油服而言，建造同样的平台大概需要 3 ~ 5 年的时间，耗费 40 亿美元。而如果按照每股 85 克朗的价格成交，最终需要花费 25 亿美元，即使加上 AWO 的 12.95 亿美元债务，实际花费也不会超过 38 亿美元，而且还能节约时间成本。按此计算，如果不考虑中海油服进行扩张的时机是否合理，进行此次并购还是比较划算的。但是根据中金公司按照重置成本法计算的收购价格应在每股 60 ~ 76 克朗之间，与中海油服的计算结果相差较大。另外，中金公司还运用可比公司法进行了估值，即根据与 AWO 在盈利水平、风险等方面相似的公司价值推算 AWO 的价值，得出的合理收购价格应在每股 69 ~ 79 克朗之间。

根据以上计算结果同时综合考虑其他因素，中海油服最终给出了每股 85 克朗的报价。

面对中海油服的报价，AWO 方面给出的报价却是每股 90 ~ 100 克朗。尽管双方在 2008 年 6 月已经就并购交易的核心条款基本达成一致，但是由于在收购价格上的心理预期存在一定距离，因此在谈判桌上僵持了很长一段时间。为了打破僵局，袁光宇主动提出了对 AWO 直接展开尽职调查的要求，并表示根据目前所掌握的信息，最高只能给出每股 85 克朗的报价，如果 AWO 希望获得更好的价格，就必须同意中海油服对其进行尽职调查的要求，否则“这个买卖就成不了”。在获得 AWO 同意后，中海油服派出团队对 AWO 的会计资料和钻井平台进行了考察，并对核心员工进行了访谈。但是经过调查，中海油服发现了一些问题，于是袁光宇以此为由要求进一步压低收购价格，这令 Sigurd E.Thorvildsen 很生气，双方的谈判面临破裂。虽然此时双方剑拔弩张，但这不过是给对方施压的一种手段，因为双方都为这次交易花费了大量心血，谈判破裂对彼此都没有好处：对于中海油服而言，谈判如果失败会损失一大笔咨询费用；对于 AWO 而言，国际油价瞬息万变，如果错过这次交易，以后可能很难再找到合适的出售机会。相对而言，谈判破裂对 AWO 的影响要更大一些。因此，后来尽管 AWO 主动将报价降至每股 87 克朗，中海油服依然坚持 85 克朗的底线。最终，AWO 不得不同意了中海油服的报价。据说，AWO 的董事长 Sigurd E.Thorvildsen 对此很不甘心，晚宴的时候每次向袁光宇敬酒都说：“袁，你欠我 2 克朗。”

2.3.4 交易成交

2008 年 7 月 7 日，中海油服分别在中国内地、中国香港以及挪威三地发布公告，宣布通过其在挪威设立的子公司向 AWO 的 100% 股份发布收购要约，收购价格为每股 85 挪威克朗，按当时的汇率水平，收购资金总额约为 25 亿美元（大约折合人民币 171.3 亿元），全部以现金方式支付。中海油服承诺将保证 AWO 在收购完成后继续其现有经营活动，同时不会对其业务活动做出重大改变，不会改变 AWO 的住所，不会影响 AWO 现有成员公司现有的经营活动，不会解雇 AWO 公司的现有员工，除非是在正常经营过程中的解雇。一旦

获得 AWO 公司 90% 以上的股份，中海油服将行使“强力挤出”，即强制收购 AWO 剩余的股份，并向挪威奥斯陆交易所提交退市申请。同日，AWO 的第一大股东（持股 40.1%）承诺接受收购要约，AWO 的董事会也承诺在中海油服正式发布要约时将会支持本次收购。

2008 年 7 月 18 日，中海油服向 AWO 的股东正式发布有条件的自愿要约，要约生效的条件包括：本次收购获得 AWO 公司 90% 以上的股份和表决权接受，即满足最低接受率条件；AWO 遵守某些与股本、股息分配、重大资产重组或处置相关的契约约定；本次收购通过中海油服股东大会的批准；本次收购获得所有中国政府监管部门的批准；AWO 公司的资产和业务没有发生“重大不利变化”等。关于项目的时间要求和违约责任条款，双方约定：如果交割晚于要约期满后的 7 周内，中海油服将向接受要约的 AWO 股东支付年利率为 8% 的股息；如果最低接受率的条件被满足，但是因中海油服股东大会或中国政府未批准等原因导致董事会公告 15 周内无法完成交割，则中海油服将向接受要约的 AWO 股东支付 2 000 万美元的赔偿金；如果 AWO 董事会撤销对收购要约的推荐且最低接受率条件未被满足，则 AWO 需要向中海油服支付 1 000 万美元的终止费。从成交条件看，最终达成的收购条件明显对 AWO 有利。因为从 AWO 的角度看，是否同意成交的主动权完全掌握在其董事会和控股股东手中。如果在交易进行中能够收到来自其他竞价者更好的报价，AWO 可以随时终止与中海油服的交易，其代价仅仅是 1 000 万美元的终止费，远远无法弥补中海油服在此项收购交易中花费的成本；而中海油服尽管对于中国政府的审批结果没有完全的控制力，但却需要独自承担交易无法通过审核的风险，而且其需要支付的赔偿金数额是 AWO 的两倍。

2.3.5 融资与交割

根据上文所述，中海油服此项并购交易仅支付给 AWO 股东的金额就达到了 171.3 亿元，而根据中海油服 2008 年第二季度的财务报表，二季度末公司

的现金总额仅为 39.4 亿元，因此要完成此项收购，中海油服需要巨额融资以满足收购的资金需求。

中海油服首选的融资方案是与国际知名投行进行联合收购，这种方式也是中国企业在跨国并购中的常用策略。选择与 PE 投资基金联合收购具有很多优点：首先，PE 投资基金在跨国并购交易更具专业性，尤其在尽职调查、价值评估、方案设计、交易保护方面能够提供专业意见；其次，PE 投资基金往往更加专注于某一特定行业，具有深厚的行业背景和资源；再次，PE 投资基金对于东道国市场、法律、政治更为熟悉，与当地政府和交易各方的沟通渠道更为通畅；最后，并购交易中有 PE 投资基金参与将更加突显商业性，降低交易的政治敏感性，缓解来自东道国政府和社会的压力。本书第四章将介绍的中联重科并购意大利 CIFA 的案例就是联合了高盛和弘毅投资两家 PE 投资基金的力量。

2007 年 11 月至 12 月，中海油服开始选择 PE 投资伙伴，最终选择与世界知名投行高盛和能源行业知名投资公司 First Reserve (FR) 深入探讨联合收购的可能性。但是接下来的谈判并不顺利，因为 PE 投资基金作为财务投资者，其参与并购的主要目的在于财务回报。PE 投资基金的投资周期往往较短（1~3 年左右），预期回报率也要高于战略投资者。而且为了保证回报率，PE 投资基金往往会要求中国企业与其约定溢价出售选择权。因此，中海油服始终无法与高盛和 FR 就投资回报和风险保护达成一致，谈判一直持续到中海油服发出收购要约前夕的 2008 年 6 月末。此时中海油服的并购团队针对联合收购的收益和成本进行了认真的分析：首先，由于公司前期充分的沟通，挪威国内对于此次收购的阻力并不大，选择与 PE 联合收购的收益并不明显；其次，由于 PE 要求的回报率水平过高，不如通过贷款融资以节约成本。最终经过内部决策，中海油服决定放弃与 PE 联合收购，转而寻求其他融资方式。

最终中海油服通过银行渠道获得了 23 亿美元的贷款。其中，2008 年 8 月 25 日，中海油服与中国进出口银行签订了总额为 8 亿美元的《境外投资贷款借款合同》。根据合同约定，贷款期限为 12 年，提款后 3 年开始还款，每半年偿还 4 210 万美元，最后一期偿还 4 220 万美元。贷款利率以浮动利率计息，

每三个月付息一次。利率水平为伦敦同业拆借利率（LIBOR）加 1.7%，按照当时的市场利率水平计算，综合年利率不超过 5%。2008 年 8 月 27 日，中海油服的挪威子公司以要约人的身份与海外银团签订了总额为 15 亿美元的贷款协议（因汇率因素，以美元计算的收购金额下降，因此最终提款 14 亿美元），银团成员包括中国银行海外分行（中银香港、中国银行大开曼岛分行）、渣打银行、工商银行海外分行（东京分行、澳门分行、卢森堡分行、悉尼分行、法兰克福分行）、标准银行、法国汇理银行和三井住友银行。根据协议约定，贷款期限为 1 年，到期前 120 天提出展期申请，可展期 4 年。贷款利率的计算方式与中国进出口银行的贷款条件相同，但是付息方式为每半年付息一次。除了上述贷款外，本次收购所需的其他资金来源于公司的自有资金。

在中海油服四处筹资的过程中，收购计划已经相继收到发改委、国资委、商务部的批文以及外汇管理局对外汇资金来源的审查批准。国内政府审批顺利通过，为并购交易的如期推进奠定了基础。2008 年 8 月 15 日，在收购要约最后到期之前，已经有超过 98.6% 的 AWO 股份接受了要约，满足了最低接受率条件。2008 年 8 月 26 日，收购要约获得了中海油服股东大会的批准。2008 年 9 月 18 日，中国证监会也批准了此项收购。至此，有关要约生效的条件已经全部得到满足。2008 年 9 月底，所有接受要约的 AWO 股份完成交割。中海油服按照之前要约中的承诺，对 AWO 剩余的股份进行强制收购，并于 2008 年 10 月 30 日申请从奥斯陆证券交易所退市；第二天，公司股票停止交易，并于 2008 年 11 月 15 日成为在挪威注册的非上市公司。

2.4 整合及后续发展

并购完成之后，AWO 改名为 COSL Drilling Europe AS（简称 CDE），成为中海油服的全资子公司。为了实现预定的战略目标，中海油服进行了一系列

的整合工作，主要内容如下。

1. 稳定公司核心团队

为了实现并购后公司平稳过渡，中海油服尽量保留了原 AWO 的核心团队。针对两家企业不同的管理方式、工作方式和文化习惯，中海油服采用了“兼容并包”的态度，对于双方的分歧采取理解、包容、沟通的态度。这些做法避免了公司人事在短时间内剧烈动荡，实现了平稳交接。在度过最初的磨合期之后，中海油服开始通过员工培训、工作交流和团队协作等方式加深外籍员工对中海油服工作理念和企业文化的理解，强化团队合作意识，推动文化融合，逐渐形成了一支具备国际化视野和经验的人才队伍。

2. 改革公司的组织架构和考核机制

在保持核心团队人员稳定的同时，中海油服开始按步骤对公司进行有效整合。改革首先从公司的组织架构和考核机制方面开始。AWO 原有业务被分割为两个部分：半潜式平台和生活平台由中海油服通过 CDE 董事会间接管控；自升式平台由于工作范围主要在中国近海，所以由中海油服直接管理。同时，中海油服在遵循挪威国内法律原则的前提下，根据公司实际情况，制定了新的薪酬激励和考核办法，并与员工签订了新的劳动合同。这种做法既保证了人员稳定，减少了并购的阻力，又有效地提高了员工工作的积极性，避免新公司背上沉重的包袱。

3. 加强并购后的财务审计工作

并购完成后，中海油服对原 AWO 的资产债务情况进行了详细的审计，完成了并购交易的后续工作。对原有的财务和资金管理制度进行了优化，完成了 CDE 与中海油服总部财务体系的对接。这些做法得到了资本市场的认可。

尽管中海油服为并购后的整合进行了科学、细致的规划，但是在本次收购

完成之后，国际形势风云突变。由美国次贷危机而引发的国际金融危机全面爆发，国际油价也因此出现了“断崖式下跌”，至2008年年底已经跌破40美元/桶，这对于身处油田服务行业的中海油服而言无疑是灾难性的，作为本次收购案买方投行之一的雷曼兄弟公司也在金融海啸中破产。

2.4.1 公司财务状况分析

在收购AWO之前，中海油服的现金流是比较充裕的，但是本次收购使中海油服背负了23亿美元的巨额债务，而且由于承担了AWO原来的高额负债，中海油服的债务水平和财务成本大幅攀升，如表2.2所示。2008年年底，公司的负债总额较2007年增长了4倍以上，其中应付债券数额相当于2007年的2.7倍，长期借款数额几乎达到了2007年的22倍；2008年的财务费用超过了2007年的4倍。公司的营业利润虽然有所增长，但是远远落后于成本费用的增长速度，因此代表公司经营效益水平的成本费用利润率持续下滑，这种不利局面直到2010年国际油价走出阶段性低谷才有所缓解。

高额负债对公司的偿债能力造成了巨大考验。2008年中海油服的资产负债率超过了2007年的2倍，而利息保障倍数却不到2007年的1/3。为了改善公司财务状况，中海油服在2009年先是以LIBOR+1.38%的利率向中国银行借款15.8亿美元，而后又以LIBOR+0.9%的利率向中国银行和工商银行借款14亿美元，用于偿还AWO之前的贷款和用于完成收购的海外银团贷款。在利率降低的基础上，把短期借款转化为长期借款。这些做法在一定程度上降低了公司的财务成本，同时缓解了短期偿债压力。但是这种借新债还旧债的做法只是改善了债务期限结构，推迟了还款的时间，并未从根本上减轻公司的财务负担，而且导致2009年公司的长期借款数额在2008年的基础上又增长了72.1%！

表 2.2 2007—2011 年中海油服财务状况

年 份	2007	2008	2009	2010	2011
负债情况					
长期借款 / 百万元	744.00	16 355.40	28 151.00	27 090.50	24 983.80
应付债券 / 百万元	1 500.00	4 028.34	2 670.02	1 500.00	1 500.00
负债合计 / 百万元	5 864.07	36 861.30	38 627.70	38 003.40	36 542.50
成本及利润情况					
营业利润	2 858.82	3 339.26	4 166.37	4 610.11	4 751.91
财务费用	89.74	366.11	868.06	509.67	345.32
成本费用利润率 /%	44.09	36.88	27.93	36.69	33.85
偿债及资本结构					
资产负债率 /%	25.40	65.06	63.39	59.76	56.22
利息保障倍数	3 294.47	1 003.37	533.10	1 048.51	1 493.37

数据来源：国泰安数据库。

2.4.2 平台管理和使用情况

虽然 2008 年年底受国际金融危机影响原油价格大幅下滑，但是由于行业的滞后效应，油价下跌对于中海油服所处的油田服务行业的影响在当年并未马上显现。但是从 2009 年开始，由于自升式钻井平台无法获得新的国际合同，中海油服只能将其运回中国近海服务，虽然保证了平台的作业天数和使用率，但是平均日费率持续下滑。屋漏偏逢连夜雨，与此同时，作为原 AWO 公司核心资产的半潜式平台建设出现了问题，这些半潜式平台本来是促成中海油服选择 AWO 的重要原因，但是由于工期延误，反而成为了本次收购最大的败笔。前文提到，AWO 为所有运营和在建的钻井平台签订了合同，工期延误不仅令中海油服的营业收入与预期相比大幅下降，而且需要向对方支付大量的违约赔偿。直到 2010 年 10 月 CDE 第一艘半潜式平台交付并于 2011 年开始在挪威作业，半潜式平台的收益情况才有所好转。与前两类平台相比，生活平台的境况相对较好，日费率在 2008 年以后逐年攀升，直到 2011 年才略有下降，如表 2.3 所示。

表 2.3 2007—2011 年自升式及半潜式钻井平台作业情况

年 份	2007	2008	2009	2010	2011
作业日数 / 天	5 308	5 654	8 155	8 936	9 870
自升式	4 228	4 556	7 089	7 933	8 692
半潜式	1 080	1 098	1 066	1 003	1 178
可用天使用率 / %	100	100	98.9	99.5	96.5
自升式	100	100	98.7	99.5	96
半潜式	100	100	100	100	100
日历天使用率 / %	97.0	92.7	95.0	94.6	93.7
自升式	96.5	91.1	94.7	94.9	93.4
半潜式	98.6	100	97.4	91.6	95.5
平均日费 / (万美元 / 日)	9.1	12.9	13.4	12.9	13.2
自升式	7.8	11.6	12.0	11.3	10.7
半潜式	14.2	17.9	18.8	19.4	26.1
生活平台	—	16.7	19.6	22.1	21.5

注：相关数据来源于中海油服2007—2011年年报；自升式平台2008年平均日费率数据包含CDE。

2.4.3 并购交易的遗留问题

虽然整个并购交易随着 AWO 更名为 CDE 并从交易所退市而尘埃落定，但是 AWO 在本次并购之前进行的部分交易由于法律和程序上的瑕疵而出现了一些纠纷。这些遗留问题当时并没有被充分重视，因此并购完成之后给中海油服的整合工作造成了很大障碍，同时在资本市场中形成了一些负面评价。

中海油服首先面对的是因强制收购而导致的小股东诉讼问题。在被中海油服收购之前，AWO 曾收购了一家名为 OffRig Drilling ASA (Offrig) 的公司。经过几次增持，持股比例从 69.2% 增加到 91.2%。在这种情况下，AWO 于 2007 年发布收购要约，以每股 27.5 克朗的价格对剩余的 8.8% 的股份进行强制收购。这种模式与中海油服并购 AWO 的步骤类似。但是 Offrig 的一些少数股东对每股收购价格持有异议，于 2007 年 6 月向法院提起诉讼。2009 年，挪威一审法院判定 Offrig 的股票估值为 56 挪威克朗，超过原收购价格的两倍。

但是此时的 AWO 已经成为中海油服的全资子公司，一旦接受这项判决，中海油服就必须为当年 AWO 的交易埋单。因此，中海油服提出抗辩，挪威上诉法院于 2010 年 8 月重新判决股票估值为 34.56 克朗，Offrig 的少数股东不满上诉法院的二审结果，向挪威最高法院提起上诉，最终挪威最高法院驳回了少数股东的上诉请求。虽然最后终审判决的估价与一审判决相比已经下降了 38.3%，但是照此计算中海油服须向原告方支付 2 946 万克朗作为补偿。

在处理 Offrig 小股东诉讼的同时，CDE 又因为之前某些内部交易的税务处理问题遭到了挪威的税务主管机关的调查。原 AWO 的子公司之间曾于 2006 年和 2007 年转让某些自升式钻井平台建造合同及选择权、半潜式钻井平台建造合同，挪威税务主管部门对其税务处理提出质疑，分别于 2009 年和 2010 年向 CDE 若干附属公司发出通知，要求其提供当初交易所依据的估价基础及公允价值的相关数据，并表明税务主管机关考虑对其进行额外税务评估。中海油服和 CDE 与税务主管机关之间针对这一问题进行了反复沟通和协商。2012 年 12 月，CDE 收到了挪威税务主管机关对该项税务争议的草拟决议函件，要求其缴纳 788 290 000 挪威克朗（约合人民币 872 160 000 元）的额外税项及罚款，并须缴纳额外税额的利息。中海油服和 CDE 明确表示不同意这一评估结论，在申请行政复核的同时继续与挪威税务主管机关保持沟通。一系列的负面消息严重影响了资本市场的信心，包括摩根大通在内的多家投资机构，因中海油服设备利用率不及预期、交货延迟以及挪威的税务争议升级等事件产生负面影响，将中海油服母公司中海石油的评级降至“中性”。直到 2013 年 8 月 15 日，中海油服及 CDE 终于与挪威税务机关就税务争议达成和解协议。根据和解方案，挪威税务机关将当初自升式钻井平台建造合同及选择权转移的历史交易价格调增约 8.74 亿挪威克朗，但是同意 CDE 使用其截至 2007 年年底可抵扣税务亏损；半潜式钻井平台建造合同转移的历史交易价格调增 1 亿挪威克朗，预期应补缴所得税 0.28 亿挪威克朗。自升式和半潜式平台共需补缴所得税约 1.73 亿挪威克朗（折合人民币约 1.81 亿元）。所幸的是，税务机关同意免除与补税相关的罚款和利息。

2.5 总结与反思

中海油服并购 AWO 是迄今为止中国最大的一宗油服公司并购案，也是我国资源类国有企业跨国并购的经典案例，但是对于本次并购的评价一直充满争议。支持者认为中海油服通过此次并购实现了既定的战略目标，在扩大规模的同时提升了服务能力，为今后国有企业收购资源类资产积累了经验；但是另有一些评论者对于此次并购的时机选择、并购溢价以及尽职调查中存在的问题等提出了质疑。2009 年 3 月，中海油服宣布作为本次并购主要推动者的袁光宇不再担任公司首席执行官职务，转任中国海洋石油有限公司执行副总裁一职。尽管管理层并未说明此次调动与收购 AWO 公司有关，但多少在一定程度上表明了高层对于本次收购案的态度。

纵观整个案例，笔者认为中海油服作为一家资源型企业，能够勇于迈出国际化步伐，在中国国有企业“走出去”阻力重重的背景下，通过科学运作成功获得了心仪的战略性资产，不仅精神值得肯定，而且整个并购案的实施也确实有一些值得借鉴之处。

1. 并购战略目标明确

中海油服在并购之前就制定了明确的战略目标，最终选择 AWO 在很大程度上也是看中了其优质的钻井平台资产。并购完成之后，虽然由于国际原油价格下跌等客观原因在短期内对企业经营形成了较大压力，但是企业规模迅速扩大，船龄结构得到优化，深海作业能力和企业国际化水平显著提升。所以从这个角度讲，本次收购实现了既定的战略目标，与企业的远景规划相符，中海油服距离成为国际一流油田服务提供商的目标更近了一步。

2. 项目推进公开透明

中国企业尤其是国有企业跨国并购最大的障碍来自于东道国政府和市场。信息披露不充分、过于依赖国有金融机构以及目标资产的敏感性都可能令人怀疑并购出于政治而非纯粹的商业目的。本次中海油服收购的目标资产只是钻井平台而非油气资源，在一定程度上提高了收购的成功率。在整个收购计划推进的过程中，中海油服坚持市场化、透明化的操作原则，主动与挪威政府部门进行沟通，使其充分理解收购的目的；严格按照证券交易所对于上市公司的要求进行信息披露；用于收购的资金也主要来源于海外银团贷款。这些做法有助于打消市场对于其国企身份和收购目的的疑虑，减轻收购可能面临的阻力。中海油服还积极与中国政府部门沟通，及时汇报项目进展情况，对于推动项目如期获得中国政府部门审批起到了重要作用。

3. 资本运作可圈可点

作为一宗巨额跨国并购，中海油服在资本运作方面的能力还是令人称道。在融资方式的选择上，中海油服最初试图与国际投行合作，但是并没有把鸡蛋放在这一个篮子里。在对方要价过高的情况下，中海油服一方面与之展开拉锯战，寻求更有利的交易条件；另一方面与其他金融机构频频接触，积极寻求替代方案。在与 AWO 的并购谈判已经接近尾声，交易一触即发的关键时刻，果断终止与国际投行的谈判，转而通过银行贷款获得资金支持，整个过程中节奏的把控非常到位。在贷款银行的选择上，大多数贷款来源于海外银团，体现出市场化运作的特点。而且在贷款期限的选择上，中海油服也是经过了精心设计，海外银团贷款的期限结构为 1+4，可以展期到 2012 年，届时所有钻井平台预计都会交付使用，从而提高公司的偿债能力。并购完成之后，面对国际油价下跌、平台建设延期等一系列不利因素，中海油服又运用债务置换的方式，在延长贷款期限的前提下降低了财务成本，这一系列措施在最大限度上避免公司陷入财务困境，保证了并购完成初期的平稳过渡。

当然，客观地讲中海油服在推进本次并购的过程中确实存在一些不足，尤其是并购之后出现的很多遗留问题，都是由于并购谈判过程中某些环节的失误造成的。

1) 收购时机选择欠妥

对于此次并购最大的诟病可能就在于中海油服的收购时机。扩大规模和产能的战略目标本身无可厚非，但是在国际油价持续高涨的背景下发起如此大规模的并购交易还是值得商榷。从事后分析的角度看，本次收购完成的时点几乎正处于国际油价的阶段高点，可谓“恰到好处”。由于油价高涨带动了油气服务行业的投资热情，在这种背景下实施收购无疑需要支付更高的溢价从而提升收购成本。收购完成之后，由于国际油价的急剧下跌，对于钻井平台的需求明显下降，虽然中海油服通过将平台运回中国沿海作业等手段在一定程度上缓解了不利局面，但是日费率的下降是不争的事实。时任中海油服 CEO 的袁光宇后来在回忆此次油价下跌时也不无感慨地说道：“大概没有一种商品像石油这样受到如此广泛关注，但没有人敢说自己真的准确知道石油价格。”所以，站在今天的角度质疑当时的投资决策可能有些求全责备，但是如果在并购之初就做好国际油价可能出现不利变化的准备，投资决策可能会更加理性。

2) 尽职调查流于形式

在本书第 1 章已经谈到，尽职调查是企业开展跨国并购的重要步骤。纵观整个交易过程，尽职调查仅仅持续了两个星期，在如此仓促的情况下完成的调查结论难免令人质疑。而且尽职调查是在双方就核心条款基本达成一致的前提下开展的，结合前文所述中海油服在调查结束之后的表现，很大概率是希望通过此次调查收集压低价格的筹码。并购后发生的一系列事件表明，中海油服的尽职调查工作是存在严重瑕疵的，而且这些失误给并购完成之后的公司运营造成了严重影响。例如，AWO 与 Offrig 小股东之间的诉讼发生在 2007 年 6 月，正好与尽职调查的时间相同，但是中海油服的管理层并没有认识到这一事件的潜在风险。因 AWO 子公司之间的内部交易而导致的税务争端同样也是如此，中海油服的调查团队也许是将大部分精力放在了对于 AWO 资产和负债的评估

上面，而对于这些发生在 2006—2007 年的历史交易没有引起足够的重视。如果说上述问题并非中海油服当时关注的重点，属于“细枝末节”，那么 AWO 当时在建的 3 座半潜式钻井平台作为本次并购交易的主要目标资产，其建设进度、成本支出、承建商情况等信息理应成为尽职调查的重点。但是从事后的发展来看，正是这些半潜式平台的延期交付导致公司在现金流收入减少的同时还需要支付违约赔款，从而严重影响了并购之后的公司业绩。

3) 并购估值过于乐观

在本案例中，并购价格是中海油服和 AWO 双方博弈的焦点。诚然，如果为了获取重要的战略性资产，支付一定的并购溢价在所难免，但是在对目标公司进行估值时还是应该遵循审慎的原则。另外，任何一种估值方法所得出的结论都是建立在一定的理论假设基础之上，假设条件是否与实际相符关系到计算结果的准确性。例如，现金流贴现法需要预计并购之后公司未来的现金流情况，而在应用可比交易法时对于“相似公司”的选择则难免掺杂主观因素。以本案为例，作为财务顾问的中金公司运用现金流贴现法估计，即使不考虑并购产生的协同效应，AWO 的合理价值为每股 72 ~ 92 克朗。从事件的后续发展来看，中金公司在设定估值假设条件时明显过于乐观，对于可能出现的困难和不利局面估计不足。以自升式钻井平台为例，中金公司在模型中对其日费率的假设值为 17 万美元/日，但由于行业景气度的下降，2008 年 4 季度以后就再未达到过这一水平。所以从这个角度看，中海油服并购 AWO 无疑支付了过高的价格。

无论对于并购的结果如何评价，AWO 无疑是本次并购的最大赢家。在对中海油服的并购决策进行评价之余，我们不得不佩服 AWO 在整个交易过程中的周密运作。AWO 的控股股东和董事会对于行业景气度的把握非常精准，公司在 2005 年建立之初国际油价不过 40 ~ 50 美元/桶，而 2008 年并购初步完成时油价已经上涨了 1 倍有余，对照之后油价的急剧下跌，AWO 几乎是在国际油价上涨的最高点顺利出售。也许会有读者认为 AWO 完全是凭借运气，但是我们必须看到这种成功并非完全出于偶然。从表面上看，中海油服在整个过程中一直死守自己的价格底线，并最终迫使 AWO 做出“让步”，但事实上

AWO 一直牢牢把控着交易的主动权。中海油服几乎将谈判精力和关注焦点全部放在并购价格上，但也正因此导致“一叶障目不见泰山”；而 AWO 则通过巧妙运作，以价格上的小幅让步换取更有利的并购条款，最大程度维护自己利益的同时转嫁了风险。例如，AWO 在 3 座半潜式平台尚未交付的情况下为其签订长期合同，在提升资产估值的同时将平台建设和运营的风险全部转移给了中海油服；针对中国政府审批可能存在的不确定性，在合同中规定由中海油服承担其风险；在最后交割过程中，AWO 实际上获得了可随时终止交易的权利，所需付出的代价仅仅是 1 000 万美元。总之，AWO 在整个交易过程中的成熟老到与中海油服形成鲜明对比。中国国有企业“走出去”的道路注定不会一路坦途，为自身的国际化经营经验不足付出“学费”也在所难免。