An Analysis of the Present State of Sino-American Mergers and Acquisitions and Their Reasons for Success and Failure

中美企业间跨国并购现状、效应及策略分析

THESIS

Presented in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree Master of Arts in the Graduate School of The Ohio State University

By

Evan Davis Cummins, B.S.B.A, B.A.

Graduate Program in East Asian Languages and Literatures

The Ohio State University

2011

Master's Examination Committee:

Jianqi Wang, Advisor

Galal Walker

Copyright by

Evan Davis Cummins

2011

Abstract

Due to the ever-increasing trend towards economic globalization, cross-border mergers and acquisitions (M&As) have sharply increased over the last two decades. The early 1990's saw cross-border M&As entering into a new phase, becoming the primary method for foreign direct investment, and since then they have had a rapid and significant influence on the world economy. Representing the world's two largest economies, Sino-American M&As have become increasingly more prolific, with a new wave occurring in the household appliance, IT, and manufacturing industries. This growing wave shows no signs of slowing down, and will most likely only continue to increase during the foreseeable future.

Using cross-border M&A theory as a basis, this paper looks at the issue of Sino-American M&As from the respective viewpoints of Chinese and American companies, focusing on the acquiring or dominant firm. Through detailed analysis of a series of successful and unsuccessful cases, this paper identifies the current major motivations, mistakes, and challenges of companies engaging in or seeking to engage in these mergers and acquisitions. This paper also uses detailed case analysis to highlight successful tactics that have been used by firms to lessen or avoid the associated risks and to bring about a successful outcome. This paper also enters into a detailed analysis of the current legal, political, economic, and societal factors that can affect the outcome of Sino-American M&As.

Following the identification of the major risks, mistakes, and challenges associated with Sino-American M&As, a number of strategies are proposed for controlling risk and increasing the chances of success. This paper also proposes a number of recommendations for creating a legal and political environment more conducive to Sino-American M&As in both China and the United States. Lastly, this paper discusses the future focusing on the way in which current Chinese and American political, societal, and legal trends will create a more or less advantageous environment for companies engaging in or hoping to engage in Sino-American acquisitions in the future.

内容摘要

随着经济全球化的发展，自 20 世纪 90 年代以来，跨国并购进入一个新的发展阶段，成为国际直接投资的主要方式，并以极大的规模和极快的速度影响着世界经济格局。特别是在 2000 年以后，新一轮的跨国并购又有新的加速趋势。作为当今世界发展最快的经济体，中美企业之间在家电、IT、制造业等领域发生了一系列重大并购事件，并将在未来一段时间内呈现更加强劲的增长。

本文分别以中美企业作为立足点，在整体评述跨国并购的理论研究基础上，通过对中美企业间跨国并购的动因、交易过程及并购后的整合进行阐述，并就具体案例进行回顾与对比分析，研究跨国并购对中美双方企业带来的效应。同时，本文将对中美两国对于企业跨国并购的法律法规以及两国特定的政治及经济因素进行分

析，探讨其对双方企业间并购活动的影响。最后，本文将针对中美企业在对外并购过程中面临的障碍及存在的问题提出一系列建议，以提高两国企业间跨国经营的整体水平。

【关键词】中美企业 跨国并购 动因 现状 问题 战略 海外并购 外资并购

调查研究的目的及具体实施方案

1、 调查研究的目的

随着全球经济的快速发展，跨国并购掀起新的高潮。中美两国企业积极参与其中，一些企业已取得了跨国并购的成功，然而胜少败多。本文通过对中美和美中两类跨国并购的分析，为中美两国企业间的并购提出相应建议，以此提高两者企业间并购的效果。

2、 调查的地域、范围

调查范围主要集中在中国与美国。

3、 调查对象

调查对象将集中于“中美并购”（即中国企业并购美国企业）的中国收购方及美国目标企业，以及“美中并购”（即美国企业并购中国企业）的美国收购方及中国目标企业。

4、 收集的材料

本次研究将基于公司的报告，官方数据，并将适当参考以往的研究及分析。

5、 遇到的情况和问题及应变措施

在调查研究的过程中，获取公司的真实数据及了解其并购后绩效有时遇到阻力；笔者虽尽力获得最及时与真实的资料，但依然无法排除参考资料和数据本身不正确的可能性。笔者不得不承认可能会有无法得知的背后因素，尤其是在中美两国关系方面，影响本文分析案例不少，未来也会有新因素影响当前的结论，如新的政策与经济形势等。

6、 注意的问题

本次研究应注意理论与企业的实际情况相结合，具体情况具体分析，在保证宏观前提下，针对不同企业的不同体制与实力做出相应的分析与判断。

Dedication

Dedicated to Caitlin Cummins.

致谢

这篇论文是在导师王建琦教授的指导下完成的，感谢他，也感谢所有对我的论文提出过宝贵意见的人。

Vita

May 2004 .....Lakota East High School

2009.....B.S.B.A. Accounting, The Ohio State University

2009.....B.A. Chinese, The Ohio State University

Fields of Study

Major Field: East Asian Languages and Literatures

目录

Abstract ii

调查研究的目的及具体实施方案……..v

Dedication vii

致谢 viii

Vita ix

图表 xiii

第一章：跨国并购相关概念综述 1

1.1 跨国并购的基本概念 1

1.2 跨国并购的基本类型 1

1.3 跨国并购的基本动因 2

1.4 跨国并购的基本特点 3

1.5 本文评判并购成败的标准 4

第二章： 影响跨国并购成败的主要因素 7

2.1 目标企业的外部环境.....7

2.2 企业海外并购的国家大环境……...7

2.3 并购双方企业内部的影响因素—并购企业的内部因素.....7
2.4 并购双方企业内部的影响因素—被并购企业的内部因素.....8
2.5 企业海外并购的风险问题概述.....8
第三章：中国企业在美并购问题的多角度分析.....10
3.1 中国企业在美并购的动因.....10
3.2 当前中国企业在美并购的特征.....11
3.3 中国企业在美并购的法律环境.....11
3.4 中国企业并购美国企业面临的挑战.....13
3.5 中国企业并购美国企业常犯的失误.....16
3.6 案例分析.....18
3.6.1 中海油收购优尼科.....19
3.6.2 联想收购 IBM 个人电脑.....30
3.6.3 腾中收购悍马.....43
第四章：美国公司在华并购的分析与研究.....58
4.1 美国公司在华并购的动因.....58
4.2 当前美国公司在华并购的特征.....58
4.3 美国企业在中国并购的法律环境.....58
4.4 美国企业并购中国企业面临的挑战.....60
4.5 美国企业并购中国企业常犯的失误.....62
4.6 案例分析.....64

4.6.1 可口可乐收购汇源.....64
4.6.2 摩根士丹利和吉列与南孚电池.....83
4.6.3 艾默生收购安圣电气.....94
第五章： 对中美企业间跨国并购的建议.....107
5.1 健全相关法律法规.....107
5.2 如何应对媒体风险.....108
5.3 针对美国企业在华进行并购的建议.....108
5.4 针对中国企业在美进行并购的建议.....112
5.5 对于中美并购后企业文化整合上的问题及建议.....121
5.6 论文总结及中美并购前景展望.....128
参考文献.....135

图表

图 1：悍马 2000-2009 年美国销量统计……6

第一章：跨国并购相关概念综述

1.1 跨国并购的基本概念

跨国并购是跨国兼并和跨国收购的总称,是指一国企业(并购企业)为了达到某种目标，通过一定的渠道和支付方式，将另一国企业(目标企业)的所有资产或足以行使运营活动的股份收买下来，从而对另一国企业的经营管理实施实际的或完全的控制行为。

这里所说的渠道，包括并购企业直接向目标企业投资，或通过目标国所在地的子公司进行并购两种形式。这里所指的支付方式，包括支付现金、从金融机构贷款、以股换股和发行债券等方式。

1.2 跨国并购的基本类型

根据跨国并购的不同功能，或根据跨国并购涉及的产业组织特征，可以将其分为三种基本类型：横向跨国并购、纵向跨国并购和混合跨国并购。

(1) 横向跨国并购。横向跨国并购是跨国范围内发生在同一行业的竞争性企业之间的并购。横向跨国并购的基本特征就是企业在国际范围内的横向一体化。

(2) 纵向跨国并购。纵向跨国并购是跨国范围内发生在同一产业的上下游企业之间的并购。纵向跨国并购企业之间不是直接的竞争关系，而是供应商和需求商之间的关系。因此，纵向跨国并购的基本特征是企业在国际范围内的纵向一体化。

(3) 混合跨国并购。混合跨国并购是跨国范围内发生的不同行业企业之间的并购。从理论上看，混合跨国并购的基本目的在于分散风险以及寻求范围经济。

1.3 跨国并购的基本动因

要解释跨国并购的动因，首先必须解释跨国公司对外直接投资的动因，即跨国公司为什么进行对外直接投资？而后，我们才能去研究跨国并购的动因问题，即跨国公司对外直接投资时为什么不采取绿地投资采取跨国并购的方式？

（1）并购能使企业迅速获得新市场和增强市场力量

一方面，企业通过并购可以迅速获得新的市场机会，在不增加行业生产能力的情况下达到经济规模临界点。另一方面，并购能给企业带来市场权力效应。在某些具有寡占特征的市场，追求市场力量和市场支配地位也是进行并购的推动力量。通过横向并购活动，跨国公司可以提高市场占有率，凭藉竞争对手的减少来增加对国际市场的控制力；跨国公司的纵向并购可以通过对大量关键原材料和销售渠道的控制，有力地控制竞争对手的活动，提高企业所在领域的进入壁垒和企业的差异化优势。

（2）通过并购产生协同效应，提高效率

跨国并购可以给企业带来一系列协同效应：管理资源的整合；利用彼此的营销和分销网络来增加收入；加强讨价还价的实力；实现规模经济；避免重复进行生产、研发或其它活动；实现互补性资源和技能的配合，以提高跨国公司的创新能力，从而对销售额、市场份额和利润产生长期的积极影响。

（3）较短时间内发挥规模效应

这主要体现在两个方面：一是企业的生产规模经济效应。跨国公司可以通过并购对企业的资产进行补充和调整，达到最佳经济规模，降低企业的生产成本。二是企业的经营规模效应。此外，跨国公司规模的扩大使得其融资能力大大提高。

（4） 通过并购重组加快培育核心竞争力

与自我发展构建企业核心竞争力相比，跨国并购具有时效快、可得性强和成本低等特点。尽管要完成从搜寻对象到实现并购、进行资源重组、再到构建企业的核心竞争力的过程需要一定的时间和费用，但这比通过自我发展构建核心竞争力还是要快得多；当跨国公司需要的特定知识和资源专属于另一企业时，并购就成为其获得这种知识和资源的唯一途径。

1.4 跨国并购的基本特点

（1）发达国家，尤其是美、英、德、法等国是跨国并购的主角。全球 FDI 主要集中在发达国家，发达国家是外国直接投资的首选目的地，占全球资本流入的 75％以上。而在发达国家内部，无论是流入还是流出，都集中在美、欧、日“三巨头”之间。

（2）跨国并购主要集中在服务业以及技术密集型产业。

（3）横向并购是跨国并购的主流，行业市场集中度因此而大幅提高。在新一轮的跨国并购浪潮中，无论是从并购企业数量还是并购值来看，横向并购均占第一位，其次是混合并购，最后是纵向并购。

（4）股票置换是跨国并购的主要交易方式和手段。随着 20 世纪 90 年代以来国际金融环境的日趋宽松，特别是金融服务贸易自由化的发展，以换股进行并购交易的方式开始风行全球。

1.5 本文评判并购成败的标准

评判并购成败时，首先需要看并购交易是否完成，换言之，有没有完成交割阶段。 交割阶段，指的是并购方按并购双方所签署的交易文件的要求支付并得到被并购方的资产、控制权等。未完成交割的并购基本上都可以归类为失败案例。本文所提及的可口可乐收购汇源、腾中收购悍马、中海油收购优尼科等都没有完成并购交易。

至于完成交割的并购，制定一个评判并购成败的标准则非易事，因为涉及很多无法测量的因素，而且公司进行并购的动因及目的各不相同。比如，一家公司进行中美并购的主要目的是为获得被并购方的先进技术，而不是为了扩大市场份额或将被并购方的业务经营好，因此，虽然被并购方失去了市场份额甚或关闭了被并购的公司，但对并购方而言，只要取得了自己所需要的核心技术这项并购还算成功。

因此，评判并购成败得考虑并购方的动因及目的。但企业进行一项并购往往有多个主要及次要的目的及动因，而这些目的及动因常常非常广泛而模糊，比如走向

世界、扩大市场份额等。因此，以并购方的动因及其目的是否实现来评判并购成败仍有问题。例如联想收购 IBM 个人电脑部门的主要动因是扩大市场，走向国际（尤其是欧美市场），提升品牌的知名度。现任联想集团董事长的柳传志透露联想主要是看中了三点： 一是 Think 品牌的终身使用权；二是先进的技术；三是国际化管理经验[1]。 收购完成后，联想在全球个人电脑市场的份额由 2%扩大到 8.6%，联想一下子跻身全球个人电脑行业的第三位。2006 年，联想在美国个人电脑市场的份额为 7%，也占美国个人电脑行业的第三位。但 2007 年，由于多种原因联想旗下的 IBM PC 业务部门开始失去市场份额，致使 2009 年，联想在美国的市场份额降到 4%，跌出美国 PC 市场五大公司名单[2]。联想在市场上的损失也使 Think 品牌失去大量价值，并导致了一定的人才流失。最终迫使联想将企业重点由美国市场转回中国市场。联想并购的主要目的是提高市场份额及进入美国市场。2009 年联想的市场份额比并购前大，联想通过此项并购也进入了美国市场，所以联想在一定程度上达到了目的，然而这项并购还算不上成功，原因如下。

鉴于每家公司进行并购的动因及目的各不相同，以并购方进行收购的动因及其目的是否实现来评判一项并购是否成功不合适，笔者认为，应该以并购有没有达到并购方预想的结果来评判并购成败。 产生并购行为最基本的动机就是寻求企业的发展，但实现企业发展的方式还有很多。进行投资项目评价时，企业得为每个投资项目做评估，而企业家得按项目预想的结果来选择最佳的投资项目。并购预想的结

[1]吴江伟.由柳传志谈并购 IBMPC 三点原因再看联想. 2010 年 11 月 21 日.
[2]Einhorn, Bruce. Lenovo Soars in China, Struggles in U.S.. 2011 年 1 月 21 日 http://www.businessweek.com/globalbiz/content/feb2010/gb2010024_825876.htm

果比企业想通过并购达到的目的更为具体。本文所指预想结果的意思不是企业希望通过并购达到的总体目的，而是企业为了达到其总体目的必须实现的结果。再以联想收购 IBM 个人电脑部门为例，此项收购预想的结果是，联想将会使大量失血的 IBM 个人电脑部门扭亏并提高 IBM PC 业务的经营效率。由于并购没有达到联想最初预想的结果，此次并购可以评判为失败。

迄今为止，商界仍未有一个公认 的企业并购成败的判定标准，而并购是否达到预想结果的评判标准易懂而直接，本文采 用的就是这个标准。

第二章：影响跨国并购成败的主要因素

2.1 目标企业的外部环境

对于跨国并购活动而言，目标企业的外部环境在极大程度上会影响并购的成败。首先，在执行并购计划之前，并购企业应该深入了解目标企业所在国的政治法律环境，并熟识相关的法律法规。其次，目标企业所在国的整体经济环境也将决定并购能否达到预期效果。再次，目标国的社会文化环境和自然环境将影响并购后的整合过程，而整合正是海外并购的关键。此外，并购企业还应考虑目标公司所在地的技术环境，这将决定并购后业务整合及其他协同效应的实现与否。

2.2 企业海外并购的国家大环境

在执行跨国并购计划时，企业还应高度重视与并购融资及政府影响有关的外部环境。政府对本国企业海外并购的立法支持将决定海外并购计划能否真正得到实施。同时，在某种程度上，政府能否对海外并购进行有效的宏观指导将决定一项并购活动的成败。在融资方面，并购企业能否获得有力的信贷支持与相应的税收优惠将极大地影响并购活动的交易成本与利润。相应地，并购企业所在国资本市场的国际化水平将进一步决定跨国并购活动的执行程度与交易效率。

2.3 并购双方企业内部的影响因素—并购企业的内部因素

在明确企业并购的外部环境的前提下，我们需要进一步考虑并购企业的内部环境。决定企业跨国并购成败的因素具体体现在以下几个方面：首先，并购公司的产权明晰程度及治理结构水平将决定跨国并购的难度与可行性。这一问题在中美企业间的并购行为中体现得尤为突出。中国企业的国有制及一系列的股权改革使得其产权问题十分复杂，这也就加大了并购的难度。其次，并购企业自身的经济规模和经济实力决定了并购活动的交易成本以及可能带来的潜在价值，并将最终决定其跨国并购活动成功的机率。再次，并购公司应明确自身的核心竞争力，只有这样才能保证并购能达到一定的协同效应，从而进一步加强企业的核心竞争力。最后，并购企业应建立明确合理的并购目的，确保并购活动的必要性与有效性，避免盲目并购的发生。

2.4 并购双方企业内部的影响因素—被并购企业的内部因素

除了并购企业的内部环境将决定并购活动的成败，目标企业的内部因素也将影响并购活动的成败。在进行尽职调查时，并购企业应注意关注目标企业的整体运营情况，如经营能力、财务状况、资本结构、以及其人力资源情况。这些因素在很多程度上反映了目标企业的真实实力以及财务健康水平。同时，通过了解目标公司的内部环境，并购方可以更准确地评估目标企业的价值、预测并购可能带来的协同效应、并可以以此来制定并调整及企业并购后的整合战略方法。

2.5 企业海外并购的风险问题概述

众所周知，海外跨国并购可以给企业带来诸多好处，但不可否认的是，这些价值的实现同样是伴随着巨大的风险的。以下将具体阐述企业海外并购可能带来的各种风险及对应的解决办法。

首先，正如前文所述， 跨国并购活动面临来自并购国和目标国的一系列政治法律约束。这些法律法规涉及多个领域，如对并购行业的规定，税收制度的不同，以及反垄断法的设立等等。其次，跨国并购将企业暴露于更多的金融风险下，主要包括相应的融资风险、外币汇率风险及利率风险等。再次，在确定购买目标企业的收购价格时，并购企业面临巨大的资产评估和定价风险。这些因素都将极大增加并购的交易成本。除此以外，企业还有可能遭遇反并购及被动并购的风险。即使并购交易顺利进行，企业还将面临并购后的整合风险。由于不同国家法律法规与文化风俗的巨大差异，这一风险在跨国并购中尤为突出。很多企业并购最终以失败告终，其根本原因就是没有实现有效的并购整合。最后，企业在进行跨国并购时还会面临信息不对称及技术滞后的风险。

第三章：中国企业在美并购问题的多角度分析

3.1 中国企业在美并购的动因

对绝大多数的中国企业而言，经过 30 多年改革开放，无论从市场、资源的角度，还是从技术、管理的角度来看，实施美国并购都存在着巨大的潜在利益。并且，庞大的国家外汇储备以及国家开发银行等政策性银行的支持，为中国企业进行美国并购创造了有利的条件。另外，2008 年爆发的全球金融危机为中国企业提供了一次百年难得一见的“抄底”并购美国企业的机遇。中国企业并购美国企业的具体动因主要在于突破国外贸易壁垒、获取技术、获取品牌、打开海外市场和渠道，以及学习全球化管理经营等方面。

从市场的角度而言，国际市场，尤其是美国市场，对于中国企业具有越来越重要的意义；走出去是减少贸易磨擦的战略举措；中国企业的美国并购可以实现低成本快速扩张。最初，中国企业走出去战略几乎是清一色的绿地投资形式。这样虽然可以使中国企业逐渐积累海外扩展的经验，降低海外扩张的风险，但建设周期较长，扩张速度很慢。在这种情况下，海外并购自然就受到了中国企业的青睐。此外，自然资源的短缺是走出去的又一动因，另外还有技术方面的原因。

从宏观层面看，最主要的原因在于中国资源禀赋条件的逆转。改革开放以来，中国财富增长很快，储蓄存款大量增长，企业积累的资金也高速增长，可以说中国

已具备大规模投资国外资源的条件。另外，中国一直在大量地引进外资，始终是一个资本净输入国。贸易和资本的“双顺差”以及外汇储备越来越多造成了外汇供需不平衡，人民币升值的压力凸显。通过购买国外原材料、对外投资、跨国并购等方式将美元花出去实际上是一种理性选择。

可见，中国到美跨国并购是一个战略阶段行动，而非短期偶而为之。并且,中国企业海外并购进行的正是时候。

3.2 当前中国企业在美并购的特征

当前中国企业在美国并购中呈现出两个方面的特征[3]：一方面，中国企业特有积极的态度参与到海外并购尤其是美国并购的大潮之中；另一方面，由于金融危机的影响，受制于全球经济发展不断低迷、资本市场日益恶化，中国企业海外并购总体上呈现出从高到低、不断下降的发展态势。并且，绝大多数的中国企业在美国并购都是善意并购。

3.3 中国企业在美并购的法律环境

美国企业并购的法律环境奉行自由的市场交易原则。在美国，企业是否有并购需要以及并购对象的选择与并购行为的实施，完全是企业根据市场需要，为谋取竞争优势和利益最大化而采取的市场行为。企业并购是一种自由的市场交易活动，由买卖双方通过自由谈判的公正交易达成，原则上政府对企业并购不加干预。

[3]张广荣. 中国企业海外投资.《中国并购报告 2009 年》.中国金融出版社.2009 年 5 月.70 页.

同时，在并购活动中，企业应遵守三项基本法律：《公司法》、《合同法》以及《债权债务关系法》，这些法律为企业并购提供了基本规则。 同时必须遵守美国反垄断法，即《谢尔曼法》和《克莱顿法》。

此外，自由的市场交易原则并不意味着企业并购是完全自由放任的，政府也通过法律对某些并购作适当的限制。 在此方面，2007 年美国公布并实施了《2007 年外商投资与国家安全法》（*Foreign Investment and National Security Act,*简称 *FINSA*)，明确授予总统可以中止或禁止任何被认定为威胁美国国家安全的外国收购、并购或接管美国公司的行为。根据该法案，规定由原负责监控和评估外资影响的“外国投资委员会”对可能威胁美国国家安全的外国投资项目进行审查。FINSA 还赋予了“外国投资委员会”对已完成交易的外资并购的重新审查权。2008 年 4 月 23 日，美国财政部于同年《联邦纪事》上公布了更为严格的《关于外国法人收购、兼并和接管的条例》（*Regulations Pertaining to Mergers, Acquisitions and Takeovers by Foreign Persons*)，向社会公开征求意见。《关于外国法人收购、兼并和接管的条例》实质上是 FINSA 的实施细则，旨在落实 FINSA 有关规定[4]。根据《关于外国法人收购、兼并和接管的条例》的规定，如果外资收购交易被裁定危及美国国家安全，相关外国企业可能面临高额罚款。此外，对于外国企业并购的审查标准也更为严格。根据新的规定，不仅要针对计划项目国防需要的国内生产和能力、美国针对国家安全需要的能力、对特定国家销售／转售军事技术、美国在影响国家安全领域的技术领先地位等进行审查，而且增加了“安全相关问题对关键基础设施／技术的

[4]张广荣. 中国企业海外投资.《中国并购报告 2009 年》.中国金融出版社.2009 年 5 月.78 页.

影响，更加重视外国政府控制的投资与并购，由外国国有企业进行的并购是否具有风险，考虑并购方所在国不扩散、反恐、技术转移等方面的纪录，对长期能源／关键资源需求的影响[5]”等实质审查标准。

另外，美国政府既能及时实实施新法律法规，如 2005 年无约束力的决议 HR 344，也能及时修订已有的规定，如 2005 年的《 能源政策报告》修订。

3.4 中国企业并购美国企业面临的挑战

中国企业进行美国并购面临的约束条件主要有下列六种：

其一，美国法律限制及政治风险。跨国并购和一国国内的并购之间存在的一大不同是交易需要涉及不同国家的政府，因此政府的态度和扮演的角色就至关重要。中美之间的关系确实能够影响中国企业进行美国并购。由于历史、意识形态等多种原因，美国政府中还是存在一些右翼力量,他们对来自于中国的企业持有潜意识的敌视态度。并且美国不少官方人士抱有 “争先怕后”的观念，导致中国不断增强的实力在展现的同时，其企业在美国遭受的国家风险也在不断增加。华为公司联手贝恩资本公司向美国 3Com 公司进行收购时， 共和党众议员泰迪斯麦科特曾经说过，“外国投资委员会应当告诉哪些中国人，美国的安全是不能拿钱来买的！[6]”一般而言，美国政府会利用法律来限制甚至禁止中国在美国的并购。具体来讲，美国对外资的法律限制主要有：1、完全出于国家安全考虑而明确禁止外资介入，主要针对国内航空运输、核能生产和利用、国内水路运输。2、严格限制外国直接投

[5] 张广荣. 中国企业海外投资.《中国并购报告 2009 年》.中国金融出版社.2009 年 5 月.75 页.
[6] 王震、周明剑.《中国大收购》. 石油工业出版社. 2009 年 11 月. 237 页.

资介入，主要针对电信、广播等部门。3、对外国投资实行对等原则，主要是油气管道、铁路、矿产采掘等行业。4、对水力发电、某些地区的水产业和航运业实施特殊限制。但 2001 年前，美国政府利用法律直接干涉或禁止一宗并购较为罕见。

但自 2001 年美国“911”事件以后，美国政府开始利用法律干涉或禁止海外并购，中国企业并购美国企业的问题尤为严重。自 1988 年以来，美国外国投资委员会在因经济安全拒绝批准或者收购方在审查压力之下主动放弃的只有三起案例，但这三起案例都与中国有关[7]。除了本文分析的中海油失败案例之外，还有 2003 年香港和记黄埔集团欲联手新加坡科技电信媒体公司收购美国环球电讯公司，未被外国投资委员会接受，因而和记黄埔只得宣布放弃。再者，美国《2007 年外商投资与国家安全法》和 2008 年的《关于外国法人收购、兼并和接管的条例》中使中国企业进行美国并购面临的风险大大提高的款项举不胜举。如 FINSA 还赋予了“外国投资委员会”对已完成交易的外资并购的重新审查权，这就更加大了中国企业并购美国企业的难度，而就美国而言，则可以挽回已经造成的不利影响。至于上文所提的华为收购美国 3Com 公司，最终由于未能获得美国监管部门外国投资委员会的“国家安全”审批，而以失败为终告。

其二， 在走出国门的同时，中国企业自身在制度上存在着基本缺陷。在海外并购的企业中，国有企业是重要的部分，其本身的国有制及产权问题就加大了美国并购的难度。一方面，国有企业的本质使得美国政府对与其相关的并购活动更加敏感

[7] 王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.204 页.

甚至抵制。另一方面，国有企业的产权不清晰造成的产权错位与产权缺失问题，以及由此引起的监管不足等问题都增加了海外并购的复杂性。

其三， 中国的金融市场功能不完善，不能有力推动在美的企业并购。只有良好的金融和资本市场的服务，才能降低国内企业的国际并购的交易成本，而国内的金融和证券企业功能不健全，所以只能依靠跨国公司的服务，导致了并购的高成本和低效率。

其四，中国国内政府审批障碍。由于国内企业进行海外收购的相关政策不健全，中国政府及负责审批部门如果不看好一项并购，可用直接或间接的手段来禁止它。另外，中国国内政府审批环节冗杂，效率很低。例如，发改委 2004 年颁布的《境外投资项目核准暂行管理办法》规定境外投资项目必须“符合国家法律法规和产业政策，不危害国家主权、安全和公共利益，不违反国际法准则；符合经济和社会可持续发展要求，有利于开发国民经济发展所需战略性资源；符合国家关于产业结构调整的要求，促进国内具有比较优势的技术、产品、设备出口和劳务输出，吸收国外先进技术” 这些规定导致腾中多次提交补充材料，由于时间拖得太长，腾中不得不主动放弃对悍马的收购。

其五，中国国内中介机构服务如投资银行、资产评估事务所、会计事务所、律师事务所等功能不够健全。在并购的过程中，寻找和评价目标企业、进行可行性研究、财务安排与价格谈判、达成交易、进行清算资产以及资产重组，都需要这些中介机构的参与，但目前中国中介机构对此方面的业务接触十分有限，更无法提供有效的咨询服务。

其六，中国企业海外并购运作不够规范，缺乏相应的“保险制度”。这就要求中国企业在美国进行并购是要进行谨慎和精确的评估，尽量避免不必要的损失。

3.5 中国企业并购美国企业常犯的失误

中国企业进行美国并购经常出现的失误主要可以分为三个种类：并购目标上的失误，并购价格上的失误，以及并购后的整合失误。

第一，中国企业在海外并购目标上出现诸多失误。 第一，中国大多数参与海外并购的企业对自己究竟要通过并购获得什么并不清楚，其中尤为腾中收购悍马失败案例最为典型。第二，很多企业错误地把低成本收购作为迅速扩大国际化规模的目标。海外并购的目的应是为了迅速实现自身优势的国际化扩展，而不是单纯为了企业规模的增长和收购成本的节约。然而中国很多企业在美并购时都把规模和低成本作为基本的目标来追求，导致对大量美国问题企业的收购。此类问题随着“抄底”并购案例日益频繁更为突出。第三，很多企业把“一步到位”作为并购的目标，即通过收购世界上一流的企业，以最快的速度获取技术、品牌、市场、营销网络和规模，使自己迅速成为国际化一流大企业。像联想收购 IBM 的 PC 业务便是一步到位的例子。这种方法本身无可厚非，但是对并购企业的自身能力及并购的对象提出很高的要求，而这正是中国企业所缺乏的。这种情况下，一步到位的战略往往不是一个明智的选择。另外，中国企业在美并购失败的一个重要原因是并购战略目标的失误，腾中及海尔在美的并购战略便是两个典型的例子。

第二，并购价格上的失误。首先，国有企业和国家控股公司在并购美国企业时所支付的价格高于美国企业并购美国企业，而所得到的回报却远远低于后者。中国企业雄厚的资金实力本身没问题，会非常有助于说服美国目标企业，但有时，尤其是在国有企业进行美国收购时，企业雄厚的资金实力使其并不把收购价格放在眼里。虽然并购失败，从中海油为了收购优尼科而提出的 185 亿美元的全现金报价能看出此现象。再例如，民生银行收购美国联合联合银行控股公司 4.9%股权所支付的价格是每股 17.97 美元，该价格远远大于近期美国联合银行每股 11 美元左右的价格，几乎溢价 60%[8]。其次，由于过于看重较低的收购价格，很多中国企业忽略了收购后需要的投入。再次，对作为目标企业的美国公司的真实价值评估不准，造成高价收购问题企业。以腾中为例，虽然腾中收购悍马等于“抄底”收购，但悍马毫无价值，市场都已经全面萎缩了。

第三，并购完成后，中国企业在进行企业整合中犯失误亦屡见不鲜。很多企业对整合的困难估计不足，整合成本过于高昂而难以消化，文化整合的难度超越控制，中国式的整合思维不适应于在美并购，这些都是中国企业并购美国企业时经常陷入的困境。以联想收购 IBM 个人电脑部门为例，由于收购后的企业整合问题及文化摩擦，公司内部也出现了拉帮结派的现象，人员效率受损，并最后导致了中国区大批中高层管理人员的流失。

另外，一个常见的中国企业所犯的失误是不聘请中介机构。轻视国际权威中介机构，尤其不重视聘请国际知名并购咨询等中介机构会带来很严重的损失。曾经参

[8]王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.231 页.

与国内很多兼并收购项目的陈少瑜表示，“严重的问题却是中国企业在兼并收购中很少使用中介机构”，陈少瑜说：“在中国股市上，兼并收购其实每天都在进行，但很多都是关联交易，这些交易除非是法律规定要找中介机构，否则很多都不找。而对于那些非关联交易，就算做了也不一定舍得花钱。这是很不正常的现象，尤其是国有控股的企业[9]”。陈少瑜说明，“目前，中国企业的管理层大都对这个问题的认识还存在差距，认为聘请中介机构存在一定风险，如果交易不成功，会损失几十万，甚至上百万的中介费用。此外，在合资或涉及外商并购的项目中，涉及到对被并购的国有企业的资产或权益进行评估时，国有企业总认为国有资产评估是他们自己的事，外商及其聘请的中介机构无权调查和过问，有些国有企业更是怕外商及其咨询顾问去查帐。”以中国 TCL 集团为例，TCL 高层坦称，在并购汤姆逊彩电业务时，花费巨资聘请了国外中介机构，设计了合理的并购方案，因此并购得以顺利实现，并避免了不少风险。而在收购阿尔卡特手机业务时，为了节省咨询费，其未聘请咨询机构，自己设计了收购方案。事后发现，这个方案对此并购整合风险估计太低，没有抓住整合关键环节。并购刚刚完成，立即出现了 3000 万欧元的亏损。而合约实际上给了合作方阿尔卡特公司随时撤出的权利，由此在后期经营中的任何损失，都几乎有可能由 TCL 一家承担[10]。

3.6 案例分析

[9]霍虹. 艾默生收购安圣电气 跨国公司四两拨千斤. 2010 月 1 月 11 日. http://business.sohu.com/39/93/article200869339.shtml

[10]王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.112 页.

3.6.1 中海油收购优尼科

（一）中海油简介

中国海洋石油总公司（China National Offshore Oil Corporation,CNOOC，简称“中海油”）是中国最大的国家石油公司之一，也是中国最大的海上油气生产商。依据《中华人民共和国对外合作开采海洋石油资源条例》，它负责在中国海域对外合作开采海洋石油和天然气资源。成立于 1982 年， 注册资本 949 亿元人民币，总部在北京，目前是中国第三大国有石油公司。

中海油由一家仅仅从事油气开采的上游公司发展成一家主业突出、产业链完整的综合型能源集团，形成了上游（油气勘探开发生产及销售）、中下游（天然气及发电、化工、炼化、化肥）、专业技术服务（油田服务、海油工程、综合服务）、金融服务以及新能源等产业板块。通过改革重组、资本运营、海外并购、上下游一体化等举措的成功实施，中海油实现了跨越式发展，增强了综合竞争实力 。2008 年中海油实现销售收入 1983 亿元，较上年增长 22.4%。截至 2008 年底，集团总资产达到 4285 亿元，净资产达到 2916 亿元，分别较年初增长 23.7%、15.4%。2008 年，公司全年净产量约 1.94 至 1.96 亿桶油当量。

（二）优尼科简介

美国优尼科公司（Unocal Corporation）成立于 1890 年，是一家一百多年历史的老牌石油企业，总部位于美国加利福尼亚州。公司主要业务为上游原油和天然气勘探开发。 按储量计算，优尼科公司在美国石油天然气市场中有美国第九大石油公司之称，而按营业收入计算，是美国第七大石油公司。

直到 20 世纪 90 年代，优尼科一直都是美国加利福尼亚州首屈一指的石油和汽油生产商。但在 1997 年优尼科把其汽油业务撇开，以便专注于其他地区尤其是海外地区的石油勘探和生产， 它在亚洲的印度尼西亚、泰国、孟加拉国及北美洲的墨西哥湾等地都有石油和天然气开采资产和项目。截至 2003 年，优尼科的石油和天然气总储量共计 17.6 亿 桶油当量（石油占约 38％），其中 50％在远东。2003 年，产量方面，远东占到优尼科石油和天然气总量的 46％。

优尼科公司 2004 年报告显示，公司市值为 100 亿美元，净负债 26.8 亿美元。但在勘探方面的投资及功夫并没有得到回报、经营不善等原因导致优尼科连年亏损，最终向美国政府申请破产，并在 2005 年 1 月挂牌出售。

（三）雪佛龙简介

成立于 1879 年的雪佛龙股份有限公司（Chevron Corporation）与优尼科公司同是一家一百多年历史的美国老牌石油企业，总部设在美国加利福尼亚州。雪佛龙是世界最大的全球能源公司之一，其业务涵盖原油和天然气的勘探、开发、生产和销售，成品油及其他石油制品生产、销售、原油和天然气的管道、公路、铁路、轮船的运输业务，在全球超过 180 个国家有业务。 雪佛龙的上游经营主要在非洲、亚太地区、欧洲、美国、加拿大、拉丁美洲和加勒比海地区。到 2004 年年底，雪佛龙公司共有石油和天然气的探明储量 82 亿桶油当量，在全世界范围内，共有 21 个全资火控股、参股炼油子公司，并拥有大约 25700 个成品油零售站点。 雪佛龙在 2005 年度《财富》500 强中位于第 11 位。

（四）交易背景

兼任中海油董事长及总裁的傅成玉在2004年12月首次会见优尼科公司董事长兼总裁Charles Williamson以寻求并购机会。2005年1月，中海油考虑对其同业对手优尼科发出130多亿美元的收购要约[11]。与此同时，《金融时报》首次报道了中海油的并购意向。2005年3月，中海油正式开始与优尼科公司的高层接触。随后，中海油在 3月8日正式提出以每股59至62美元收购优尼科公司[12]，中海油对优尼科的估价约合162至171亿美元。优尼科接受了此提案，并要求中海油在3月30日之前进行公告和提出收购要约。但当中海油3月30日举行例会时，其独立海外董事居然以未收到足够信息为由不愿支持这次收购。中海油的管理层立即聘请了顾问及律师来协助独立海外董事进行更深层次的研究，但中海油还是错过了3月30日的最后期限。

五天过后，在2005年4月4日美国第二大石油公司雪佛龙趁火打劫，以25%的现金加75%股票方式提出收购优尼科，总交额约167亿美元。加上雪佛龙同意承担的优尼科债务。雪佛龙向优尼科提出收购要约的同日，双方立即签署协议[13]。随后，由于除中海油外没有其他竞争对手，而中海油高层管理员尚未说服独立海外

[11] 周震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009年11月.62页.

[12] 虽然中海油已经跟优尼科高层管理人好几次接触，中海油提交的每股59至62美元的报价还是被优尼科视为一个“无约束力报价”。无约束力报价指的是对方没有要价的一个出价，它并不一定要导致一个合同的产生。

[13] Chevron Corporation. Chevron Enhances Growth Strategies With Unocal Merger. 2011年1月01日. http://investor.chevron.com/phoenix.zhtml?c=130102&p=irol-newsArticle&ID=742045&highlight=

董事，雪佛龙很快与优尼科达成了约束性收购协议[14]。6 月 10 日，美国联邦贸易委员会批准了这个协议。

虽然雪佛龙与优尼科已经签署了约束性协议，中海油还依然有回旋余地。雪佛龙还需要经过反垄断法的审查及美国证券交易委员会的审查，才能完成此项收购交割。并根据国际资本市场的游戏规则，在完成正式交割前任何竞争方均可以再报价。只有在美国证交会批准之后，优尼科公司的董事会才能向股东正式发函，30 天后再由全体股东表决[15]。 在发函前如果收到新的条件更有利的收购方案，企业管理人得重新考虑[16]。

经过三个月的考虑后，中海油海外独立董事终于同意支持此项收购，而中海油在 6 月 23 日再次提出收购优尼科的提案。由于雪佛龙的竞争及日益上升的油价，中海油提出以每股 67 美元全部现金方式总计 185 亿美元进行收购，此次报价比中海油首次提出的报价高了 10%左右。 7 月 2 日，中海油主动向美国海外投资委员会（CFIUS）提交提前对中海油并购优尼科提议进行审查的申请。7 月 6 日，在《华尔街日报》评论版刊出的《美国为何担忧》，中海油总裁傅成玉针对美国社会对此收购的种种疑问作出了阐述。随后，7 月 16 日中海油宣布将原有报价的每股 67 美元升至 69 美元，以帮助优尼科说服国会，并额外支付给雪佛龙 5 亿美元的违约金。

[14] 周震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.62 页
[15] 周震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.63 页
[16] 按照美国法律法规公司管理人及董事对公司股东负有受托人责任（fiduciary duty），这包括股东财富最大化和企业价值最大化。

7 月 19 日，雪佛龙与优尼科修订了 4 月 4 日签署的协议，根据此新协议，雪佛龙支付的总报价由 167 亿美元提高为 173 亿美元（加上雪佛龙承担的优尼科债务，总报价为 180 亿美元）。第二天优尼科董事会决定接受雪佛龙加价的报价，并推荐给股东大会。中海油 185 亿美元的全现金报价仍然高于雪佛龙加价的报价，仍然具有竞争力。同日，中海油表示：为了维护股东利益，公司无意再提高报价。

8 月 2 日，中海油宣布退出收购优尼科公司的竞争。8 天过后，优尼科公司股东在特别股东大会上投票批准了优尼科和雪佛龙合并的协议。优尼科股东赞成与雪佛龙合并的有 77.21%。

雪佛龙公司最后收购优尼科公司的方案是：约 75 亿美元现金，1.69 亿股、价值约为 96 亿美元的雪佛龙的普通股以及约 500 万股的股票期权和合并相关费用，价值大约为 2 亿美元，总计约 173 亿美元。优尼科公司的市值为 176.12 亿美元，雪佛龙支付给优尼科的 173 亿美元，相对于市场价值的溢价为 -1.8%，相对于账面价值的溢价为 25.64％[17]。

（五）导致收购失败的因素

[1] 因素一：中海油泄密问题及媒体报道

媒体对收购成败有着巨大的影响，而媒体搜集信息的主要来源为收购各方内部（包括收购方及被收购方）。因此，为了避免媒体负面报道及过度关注，收被购双方，尤其是收购方，必须确保信息安全。中海油完全没有把握好这一点，在并购过程中泄密频频发生，每到中海油竞价的关键时刻，相关消息总会被一些西方媒体报

[17] 周震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.63 页.

道,甚至连机密的董事会会议内容也不断被公之于众。有不少中美专家指出，如果能够彻查泄密事件,对此后的运作还会有所保障，但蹊跷的是，中海油却没有对此泄密事件放在眼里。参照中海油相关高层对此经验教训的总结，发现泄密这样的大事却没有被提起[18]，难道中海油高层认为泄密很正常？既然在后续的运作中泄密成为常态而不见追查，那就意味着泄密未出于敌意的偷猎，而源自中海油就保密的内在态度。中海油频频泄密事件而导致的种种问题，主要如下：

2004 年 12 月 25 日，中海油董事长兼 CEO 傅成玉与美国加州联合石油公司董事长威廉姆斯进行秘密会晤，谈及中海油收购优尼科。中海油在 2005 年 3 月 8 日正式提出以每股 59 至 62 美元收购优尼科公司，但与此整整两个月之前，中海油泄密导致英国《金融时报》早在 2005 年 1 月 7 日曝光此事。报道说，中海油对收购优尼科显示了强烈的兴趣，已聘请投资银行研究收购细节，并与优尼科开始初步谈判。报道甚至提到，中海油计划出价 130 亿美元现金,购买优尼科后出售其在美国的资产。该初次泄密事故导致三个巨大的问题：

第一，历史证明，市场一得知收购信息后，则被收购方股价上涨及收购方股价下降。与此无异，市场对此消息的反应飞快，紧跟着优尼科股价就高幅上涨 50%，而中海油的股价则有所下跌。因此，中海油报价从内部确定的 130 亿美元上升到 162 至 171 亿美元[19]，大大增加了中海油收购成本。

[18] 王育琨.中海油事件的魔鬼细节.2011.02.01.http://www.chinabidding.com/zxzx-detail-364202.html

[19] 中海油提出以每股 59 至 62 美元收购优尼科公司

第二，此次泄密也使中海油错失了先机，给予雪佛龙整整两个月的谋划时间，用来进行媒体炒作、 煽动民族“反华”情绪及进行政府游说。若没有这个时间，雪佛龙也不可能在中海油独立海外董事声明不愿支持收购的仅仅五天后提出自己收购优尼科的计划。

第三，因泄密而引起中海油国际独立董事的反弹。中海油尚未通知其四位国际独立董事之前，此事早已远近闻名，关于这方面的情况媒体报道铺天盖地。由此，国际独立董事自然要更加矜持与冷静，以免损害自己的国际形象。于是，当要求他们短时间内表态时， 他们以未收到足够信息为由不愿支持这次收购。随后，有的独立董事后来还自己雇用第三方咨询公司就收购事件进行独立评估，这都是被逼无奈之举。海外独立董事拒绝支持此收购导致中海油还是错过了 3 月 30 日的最后期限，因而给雪佛龙一个对优尼科出手的机遇。并且，中海油需要花三个月的时间来说服海外独立董事，因而多给雪佛龙进行政府游说及煽动民族反华情绪的宝贵时间。

除初次泄密事件导致的问题之外，其后续的频频泄密事件也导致一系列重大问题。譬如，一个处于准备阶段的并购，所准备的出价水平、并购后整合战略等，在仅仅 10 天之内就被曝光，容易令人怀疑并购的严肃性[20]。加上初次泄密事件后续发生的频频泄密事件，使商界、投资者、政府官员等都怀疑中海油战略实施水平、职业精神及经营能力，对中海油的国际形象在一定程度上有所损害。

[20] 与此相比，联想收购 IBM PC,时间跨度一年多，参加人数几百人,可是直到 2004 年 12 月 8 号，才正式在媒体上曝光。

但中海油的内部讲话公之于众显然构成了最严重的泄密问题。中海油收购优尼科，始终关系到中美关系、美国经济安全等问题，但若中海油的内部讲话未被公众得知，而中海油进行了足够的美国公众及政府游说，此次收购可能取得成功的结果。但一旦“中海油以贯彻国家的能源战略为己任”、“中海油作为大型国企担负着确保国家能源安全的重任[21]”等如此之类出自于中海油的内部讲话曝光，美国政客和民族的敏感神经被触动了，而造成此次收购失败的必然性。

“中海油以贯彻国家的能源战略为己任”泄密事件之前，虽然其属于国企，但其“独立性”的声称对美国政府及民众而言，还是能令一些人相信。并且作为中海油主要竞争者的雪佛龙及抱有“反华”意见的美国政客，除了中海油国企身份外，没有什么非常具体的证据能够威胁到美国老百姓及政府。但“中海油以贯彻国家的能源战略为己任”等内部讲话及董事会会议内容的曝光，给予雪佛龙及美国政客极为有效的“把柄”，并使“中海油等同于中国政府”的理念渗入每一个美国人的脑袋里。强烈的民族抗拒因此产生，并且,其他同行的反对、政府干涉等问题都与此有密不可分的关系。

泄密使中海油进行此次收购面临的问题加重，但与此同时，其他的问题及不利因素都已经客观存在了。

[2] 因素二：生不逢时（中美关系）

“生不逢时”问题主要出于三个原因：一、此次收购紧接着海尔收购美国著名的美泰克公司的失败事件；二、进行收购同时，一系列敏感问题使中美关系更加紧

[21]中海油为什么海外并购失败 魔鬼存在于细节中. 2010 年 10 月 2 日. http://finance.sina.com.cn/leadership/jygl/20051229/15192237994.shtml

张，即注入人民币汇率问题、与中国的贸易矛盾、人才保护、中国增长的军费开发、人权及宗教自由等问题；三，在能源方面，国际油价及美国本土油价都飞速增长。所有目光都指向石油的地缘政策因素。

［3］因素三：同行企业

在这方面中海油面临的问题非常类似于可口可乐收购汇源面临的问题。由于同行企业一般具有丰富的资源（包括财务资源、关系资源等），为了图自己的利益，它们可以实行“收购破坏”措施，如游说政府、引起公众反对等。譬如，雪佛龙聘请政府说客和公共关系公司来影响政府及美国民众对此收购的意见。雪佛龙利用美国民众强烈的“爱国感”来煽动情绪，并与美国政府一样，重点在于“国家资源安全”。雪佛龙也有自己在政府的支持者（上文多讲）。

［4］因素四：民族情绪

由于种种原因不少美国人怀有“反华”情绪。加上雪佛龙及一群政客在媒体上的炒作，引起了美国民众对此收购的愤怒，因而给美国政府施加巨大压力。《华尔街日报》在 2005 年 7 月进行的调查显示，73％的美国人反对中海油收购优尼科[22]。以 2005 年 6 月 27 日在《纽约时报》发布的 2008 年诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼写的文章为例，克鲁格曼写道，“15 年前，当日本公司大规模买进美国公司的时候，我是那些站出来劝美国人不要惊慌的人。也许你期望我现在用同样的话语来说

[22]Fleming, Bon. United States Response to CNOOC Bid for Unocal. Marubeni Research Institute. 2005 年 7 月 27 日.2 页.
http://www.marubeni.com/dbps_data/_material_/maruco_en/data/research/pdf/0507_b.pdf

明中国和当年的日本差不多。可是，来自中国的挑战远比当年来自日本的要严重得多[23]”。美国民众在面临日益多的这类的信息，岂不反对此次收购？

[5] 因素五：美国政府内部的反对声

反对此次收购的政客主要有三个代表人物 Richard Pombo、Duncan Hunter 和 William Jefferson。中海油在第二次提出报价的前一周，资源委员会主席 Richard Pombo 和军事服务委员会主席 Duncan Hunter 给布什总统写信称：“这次收购引起了很多对于美国工作、能源生产及能源安全的关注[24]。”随后，在中海油在第二次提出报的两天后， 众议院议员 William J. Jefferson 写信（共有 41 位议员联名上书）要求布什总统进行调查中海油收购计划[25]。

[6] 因素六：中国政府干涉

不得不在此指出一点：面临来自美国政府的反对及拖延措施，中国外交部在 7 月 4 日作出陈述：“我们需要美国国会修正他们以错误的方式将经济贸易活动政策化，并停止干涉两个国家企业之间的正常商业活动[26]。”鉴于中海油收购优尼科最大的问题为在美国眼里中海油等同于中国政府，中国政府通过其外交部替中海油批评美国政府则巩固了美国人已有的观念。并且也让中美关系更加紧张，尤其是在此方面，1 周后参议院 Kent Conrad 和 Jim Bunning 给商业秘书和贸易员写信，询问他们考虑中国对于中海油事件的回馈是否违反了 WTO 规则。由此看来，中国外交部作出的陈述对中海油而言，有损无益。

---

[23] 王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.243 页.
[24] 王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.64 页.
[25] Hufbauer, Gary Clyde. US-China Trade Disputes: Rising Tide, Rising Stakes. Institute for International Economics. 2006 年 8 月 25 日. 47 页.
[26]王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.64－65 页.

［7］因素七：政府具体操作

美国政府并没有正式禁止此次收购，那政府是怎么使中海油放弃收购优尼科的呢？

2005年6月30日，美国众议院通过了无约束力的决议HR 344（众议院398人同意15人反对）要求如果优尼科与中海油达成协议，布什总统则立刻对此收购进行审议[27]。但布什称，白宫要等待优尼科正式接受中海油收购提案，才对此收购进行审议。

随后，7 月 30 日美国国会修订了《2005 年能源政策报告》(Energy Policy Act of 2005 (HR 6))，加上一个新条要求一个“一次性”调查关于“中国能源需求及国家安全回顾，在国防部和国土安全部的顾问下，讨论了有关中华人民共和国的能源需求增长以及涉及美国利益的政策、战略、经济或国家安全”，并责成调查部门用 120 天的时间来完成此调查报告。新条也规定，120 天之内政府将禁止包含“国家安全问题”的中国政府控制的企业投资于美国的资源，从报告之日起的 21 天之后施行。美国国会实际上是将中海油的并购拖延 141 天，并增加了中海油报价的更多政策和管理控制风险。尽管中海油的报价大大高于雪佛龙的报价，并购拖延 141 天大大提高了交易内在风险，优尼科董事会肯定不愿接受中海油的收购提案。因此，中海油很快宣布退出收购优尼科公司的竞争。

（六）因素及问题总结

[27] Hufbauer, Gary Clyde. US-China Trade Disputes: Rising Tide, Rising Stakes. Institute for International Economics. 2006 年 8 月 25 日. 47 页.

此次收购失败的原因大概是因为中海油不注重细节。它首先在规定的时间内错过了报价的最佳时机，反而使美国雪铁龙公司掺和进来，使得价格大大地抬高，以致中海油不得不以每股多出 12 美元总计数十亿的价格完成交易。然后其收购计划就被美国媒体给暴露了。最后，中海油又没有守住其机密，在收购的关键时刻，中海油内部的关于收购的材料、讲话又被美国媒体公诸于众，引起美国政客的愤怒。我们应该注意以下几点：（1）到海外并购对中国企业而言，通常都会被收购方所在区域的公众以挑剔的眼光来看待。（2）如果中国企业稍有失误，它就会被对方放大来看，甚至上升到政治高度，所以在并购过程中，要谨慎低调。（3）细节不只是在言行上，在法律体系健全的欧美国家，税收环保等敏感的因素都应该更加注意，因为只要稍有不慎同样有可能给企业带来无妄之灾。

3.6.2 联想收购 IBM 个人电脑部门

（一）联想简介

1984 年联想集团有限公司在北京由中国科学院计算所投资 20 万元人民币而成立。联想很快就成为中国信息产业多元化经营的大型企业集团，而从 1997 年开始联想电脑销售量居中国国内市场首位。联想集团主要生产台式电脑、服务器、笔记本电脑、打印机、掌上电脑、主机板、手机等产品。联想集团于 1994 年在香港上市。联想集团 2003-2004 财政年度营业额为 231.8 亿港元，净利润为 10.5 亿港元

。根据 Gartner 公布的数据，2004 年联想在全球 PC 市场占据了 2%的市场份额，排在第九位，位于 Gateway 和苹果电脑之间[28]。

（二）IBM 简介

在 1911 年创立于美国的国际商业机器公司（International Business Machines Corporation，简称 IBM） 是全球最大的信息技术和业务解决方案公司。 IBM 创立时的主要业务为商用打字机，后转为文字处理机，然后到计算机和有关服务。 目前，公司的主要经营范围包括国际科技服务、国际商业服务、软件、系统科技、国际融资。目前在全球有 30 多万员工，业务遍及 160 多个国家和地区。

根据 Gartner 公布的数据，2004 年 IBM 个人电脑部门的市场份额为 5.6%，位于戴尔和惠普之后名列全球第三[29]。 2004 年，IBM 全球营业收入达到 965 亿美元，其中个人电脑业务约占其总销售额的 10%，占全球个人电脑市场的 5.6%。IBM 的个人电脑部门表面上风光，其实实际上该部门虚有其表、名不副实。它从 2001 年至 2004 年一直在亏损，总计亏损 9.33 亿美元，而且个人电脑业务对 IBM 整个企业每股盈利贡献率达不到 1%。

（三）交易简介

[28]全球并购研究中心.联想集团收购 IBM 的 PC 业务.《中国十大并购》. 中国经济出版社. 2006 年 5 月.70 页.
[29]全球并购研究中心.联想集团收购 IBM 的 PC 业务.《中国十大并购》. 中国经济出版社. 2006 年 5 月.70 页.

2004 年 12 月 8 日，联想集团有限公司在北京宣布它和 IBM 签署了一项协议，根据此协议，联想集团以总价 12.5 亿美元的现金加股票收购 IBM 个人电脑事业部门（Personal Computer Department，简称 PCD）。

通过此次收购联想集团获得的资产包括 IBM 所有笔记本、台式电脑的全球业务及相关业务，包括客户、分销、经销和直销渠道，原 IBM PC 的制造工厂和服务中心，IBM 深圳合资公司（不包括其 X 系列生产线）以及位于东京和罗利的研发中心，并永久保留使用全球著名商标的“Think”品牌及相关专利。

根据此项协议，联想将向 IBM 支付 6.5 亿美元现金，其余 6 亿美元联想将其价值为 6 亿美元的普通股交给 IBM，锁定期为 3 年[30]。 协议还规定， 联想还要承担 IBM 500 亿美元的净负债。因此，如果加上 IBM 转给联想的 5 亿美元债务，收购总交易额为 17.5 亿美元。通过此次交易，IBM 成为联想第二大股东，持有联想集团 18.9%的股份， 这样 IBM 集团和联想将在全球 PC 销售、服务和客户融资领域结成长期战略联盟[31]。

借此收购，联想在全球个人电脑市场的份额由 2%扩大到 8.6%（来自 2004 年第三季度的数据）[32]，并其一跃成为全球第三大 PC 厂商。此外，这次收购使收购前销售额为 30 亿美元的联想[33]的 PC 业务获得了 120 亿美元的收入和 1190 万台的销售

[30] IBM 持有的联想股份为无投票权且 3 年内不得出售。
[31] 周震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.97 页
[32] Keefe, B. IBM Sale Could Be Start of Trend. *Atlanta Journal-Constitution*. 2004 年 12 月 9 日: E1.
[33] Wang, Margaret. 中国并购的发展趋势. 《企业并购：逻辑与趋势》. 北京大学出版社. 2009 年 7 月.273 页.

规模（根据 2003 年统计结果），在原来业务的基础上翻了两番[34]。除了收入及市场份额两方面的收益外，联想也有人才方面的收益，即员工总数仅增加了一倍就获得了世界顶级人才[35]。

（四）联想收购 IBM 个人电脑部门的动因

就一宗完成的并购作出评价，得看并购方进行收购的动因及其目的是否实现。大量商家都已指出，联想收购 IBM 个人电脑部门的主要动因是扩大市场，走向国际，提升品牌的知名度。联想面临销售瓶颈，在中国国内电脑市场上，由于连续恶性的价格战已将个人电脑行业的利润率压榨得越来越薄，如果想在个人电脑业务上获得更大的空间，获取新的利润增长点，必须“走出去”，打进欧美市场。

为何联想收购的是 IBM 个人电脑部门而不是他公司呢？现任联想集团董事长的柳传志就并购 IBM 个人电脑部门透露联想主要是看中了三点： 一是 Think 品牌的终身使用权；二是技术，先进的技术对电脑的重要性；三是国际化管理经验[36]。

（五）联想是否达到其目的

此次收购之前，联想大约有 3%的收入来自国外，主要是东南亚国家[37]。收购完成后，联想在全球个人电脑市场的份额由 2%扩大到 8.6%，联想因此一下子跻

[34] NE Asia Online. Lenovo Acquires IBM PC Business for US $1.75 Billion. 2004 年 12 月 13 日.

[35] Wang, Margaret. 中国并购的发展趋势. 《企业并购：逻辑与趋势》. 北京大学出版社. 2009 年 7 月.273 页.

[36]吴江伟.由柳传志谈并购 IBMPC 三点原因再看联想. 2010 年 11 月 21 日. http://www.cnadtop.com/brand/superBrands/2009/7/8/c342e20f-510f-41c3-a636-585796a06559.htm

[37]全球并购研究中心.联想集团收购 IBM 的 PC 业务.《中国十大并购》. 中国经济出版社. 2006 年 5 月.71 页.

身全球个人电脑行业的第三位。2006 年，联想在美国个人电脑市场的份额为 7%，占美国个人电脑行业的第三位。

根据市场调查公司 iSuppli 发布的资料显示，2007 年， 在全球个人电脑市场中，宏碁集团的产品销量已经超过了联想，占据了世界第三位，联想则降为第四位[38]。2008 年，联想的市场份额继续下滑。2008－2009 财年第三财季，联想在全球个人电脑市场发货量中所占的份额从上年同期的 7.5%下降到 7.2%，而它的竞争对手宏碁和惠普的市场占有率则继续上升。2009 年，联想在美国的市场份额降到 4%，使其跌出美国 PC 市场五大公司名单[39]。

（六）联想并购及整合失误

[1] 失误一：整合后错过了消费个人电脑潮流并没有及时抓住上网本的契机。

以商用 PC 为主的 IBM 早在 2001 年就彻底退出了消费个人电脑市场。联想通过此次并购获得的全球业务却只有商用 PC 的业务，缺乏欧美消费 PC 市场的产品和渠道，因此，并购后联想将业务重点放在了商用电脑领域。2005 年，开始逐渐兴起一次消费 PC 浪潮，消费市场日益扩大，最后欧美电脑市场绝大部分属于消费 PC 销售。但由于收购的 IBM PC 部门专注商用 PC，联想则错过了此次消费个人电脑潮流。有数据显示，2008 年 1 月，联想商用笔记本电脑还占其全部笔记本电脑销售比重的 85%[40]；2009 年，全球 PC 前三强来自消费市场的营收比例均超过了 50%，而

[38]王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.103 页.
[39]Einhorn, Bruce. Lenovo Soars in China, Struggles in U.S.. 2011 年 1 月 21 日 http://www.businessweek.com/globalbiz/content/feb2010/gb2010024_825876.htm
[40]许鹏飞. 联想亏损及对我国企业跨国并购的启示. 2011 年 2 月 23 日 http://www.studa.net/guojimaoyi/100301/15262285.html

联想还不到 30%[41]。 与此同时， 金融危机使欧美商用 PC 市场日益萎缩。遭遇金融危机的打击，部分欧美大客户突然取消了订单，致使联想在海外市场的业绩出现了大幅度的回落[42]。据杨元庆说明，“联想的海外业务主要在商用市场，且位于成熟市场，这两类市场都是金融风暴的重灾区[43]”。与其相比，惠普和宏碁将消费市场作为主攻方向，以商用为主的戴尔也已在全球建渠道转攻消费市场。联想的无奈及商用 PC 市场萎缩使其竞争对手占尽先机，抢去大量市场份额。

除错过消费 PC 浪潮外，联想也没有及时抓住上网本的契机。对上网本，联想觉得它的质量、性能还需要市场检验，并且联想将全球消费 PC 产品的定位于高端，与上网本走低端的思路不一致。尽管在华硕于 2007 年退出 EeePC 上网本之后有宏碁的快速跟进，联想还是等到 2008 年 8 月，才宣布开发 IdeaPad 上网本，进入超便携笔记本市场。但联想的迟缓反应使其基本上失去此次良机，2008 年 9 月，宏碁的上网本出货量已经达到一个季度 200 万台[44]，牢牢占据着上网本市场领先的地位。

[2] 失误二： 伤害了 ThinkPad 的品牌价值。

按照 IBM 原来的设计思路，ThinkPad 等品牌专门针对高端商务机市场，而并购后联想确实将业务重点放在商用电脑领域。但联想其实强调推广这一品牌的简化版产品，提高 ThinkPad 品牌在中低端商务用户中的魅力，而依靠此策略，联想在

[41]朱国栋.联想危机始末:祸起 IBM Think Pad 品牌收购之难.2011 年 2 月 23 日 http://www.dianliang.com/brand/anli/yanjiu/200907/152651.html
[42]朱国栋.联想危机始末:祸起 IBM Think Pad 品牌收购之难.2011 年 2 月 23 日 http://www.dianliang.com/brand/anli/yanjiu/200907/152651.html
[43]联想海外业务陷入金融风暴中的重灾区. 2011 年 2 月 22 日 http://tech.163.com/08/1113/05/4QJUJPED000915BD.html
[44]王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.103 页.

短期内提升了销售业绩。再加，面临金融危机，为了留住 IBM 顾客群，联想对 ThinkPad 品牌电脑大幅降价。然而，事与愿违，联想的改变却伤害了 ThinkPad 的品牌价值，失去了中高端市场。IBM 这高端产品被联想这样以低价品牌为主的企业收购已经易使欧美客户质疑。加上 IBM 是个商务成功人士的标志，而就有意购买高端产品的消费者而言，降低成本及强调推广这一品牌的简化版产品就使 ThinkPad 品牌彻底失去了吸引力。

尽管联想改变的 ThinkPad 品牌失去了中高端市场，假如其能够控制中低商用 PC 市场则可以弥补其失去高端市场导致的损失，甚至获取更多利润。但联想仅仅考虑产品的价格竞争力，却忽略利用差异化提高产品的附加值方面[45]，导致 ThinkPad 在欧美中低端市场上也不吃香。

金融危机使中小商用客户削减开支的力度加大，ThinkPad 则失去不少中低端市场上的业务，加上已经失去了的中高端业务，这毫无疑问加剧了联想在欧美市场上面临的困难。

[3] 失误三： 核心竞争力不明确。

收购之前，联想认为渠道模式是其核心竞争力所在。作为联想在中国区起家之本的“T”（交易型）模式和“R”（关系型）模式相结合的双模式运作，在中国极有效的，取得了巨大的成功，并在新兴国家市场也取得了一些竞争优势。但在欧美成熟市场环境无法复制。问题在于联想的这种成功并不是来自自己的核心理念或技术，而在很大程度上来自其禀赋资源和市场势力。一旦用在其他市场环境这种禀赋优

[45]王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.103 页.

势就会消失，业务便停滞不前。从本质上说，联想的成功只是中间价值追求的成功，并不是核心价值。它推行的双模式运作也只是对其竞争对手的营销模式的简单模仿和组合，但不了解其本质。例如，戴尔成功不是因为其用什么模式，而是因为它能够不断抓住客户的各种需求，根据实际情况不断创新营销模式的核心理念，而这种核心理念就是它的核心竞争力。由此观之，联想可以不断地引进戴尔高管，但一直不会达到理想的结果[46]。

[4] 失误四： 其他失误

可能作为此次并购最明显的问题是 IBM 个人电脑部门大量失血状况及联想必有经验缺乏。上述已提，IBM 个人电脑部门从 2001 年至 2004 年一直在亏损，总计亏损 9.33 亿美元。解决 IBM 个人电脑部门的种种问题对于具有充分跨国并购的企业而言是不容易的，更不要说缺乏跨国并购经验的联想。

除此之外，联想在几个方面缺乏必有的经验： 一是 IBM 个人电脑部门规模庞大，比联想大三倍。联想在如何管理如此庞大规模上没有任何经验，尤其是对国际公司庞大而复杂的销售及物流系统的管理；二是缺乏国际管理经验，即缺乏在欧美西方国家的企业经营经验；三是缺乏销售高端产品的经验。

（七）此次收购及企业整合遇到的其他问题

联想始终非常重视联想与 IBM 文化整合，柳传志透露，“并购之前我们做了非常充分的考虑，主要有以下的问题。考虑 IBM 为什么不要 PC，为什么我们可以做 PC，IBM 要 PC 不行，风险有哪些，将这些问题进行了反复的考量，然后才动手的

[46]联想亏损及对我国企业跨国并购的启示. 2011 年 2 月 2 日 http://club.topsage.com/thread-1263330-1-1.html

，动手后，三个风险之中，最大的风险还是文化磨合的问题。高层的领导和下面的磨合，中国人和外国人磨合到底怎样配合的好，果然在这个问题上出现了问题[47]”。这说明再多的准备也不足使其避免文化整合问题及其带来的人才流失。

联想在两个范围发现文化整合及人才流失的问题，包括中低层员工及高层管理者。首先，就进行跨国并购者而言，联想遇到的普通员工问题较为常见而容易理解，一方员工心理不平衡感。据《中国统计年鉴 2005》，中国 2005 年全国平均人均可支配收入为 6,323 元。据美国 2005 年人口普查，美国 2005 年全国平均人均收入为 25,149 美元（折合人民币 203,706 元）。由此可见，联想与 IBM 的工资不平等问题是不可避免的。联想 2008 年第二季度财报显示，其美国雇员为 2000 人，员工总福利为 2461 万美元；中国区的雇员为 1.68 万人，员工福利仅为 2746 万美元。美国雇员的人均福利成本是中国雇员的 8 倍左右[48]。既然美国区的成本巨大，若其也为新联想带来相应的利润则可让中国联想员工能接受，但收购后，美国区一直亏损，而中国区一直是赢利的。加上，根据其并购后人才战略顾问麦肯锡的建议，联想压住了其中国中层和普通员工的薪水和福利，来保证费用水平不提高，保证盈利[49]。中国区员工贡献了大部分利润却无法得到公平的分享，致使他们心理不平衡感加剧，最后导致不少业务中坚人员纷纷辞职。

上述问题确实使联想收购损失，但联想文化整合及人才流失问题在管理高层更为突出。由于联想及 IBM 个人电脑部门均不善于管理全球供应链，自收购完成以来

---

[47] 柳传志. 柳传志：联想并购 IBM 文化磨合上出了问题.2011 年 2 月 23 日. http://news.xinhuanet.com/internet/2010-05/20/content_13520433_3.htm

[48]许鹏飞. 联想亏损及对我国企业跨国并购的启示. 2011 年 2 月 23 日 http://www.studa.net/guojimaoyi/100301/15262285.html

[49]中国企业走出去要注意什么？. 2011 年 2 月 23 日. http://blog.caing.com/article/2779/

，联想的全球供应网络一直是个重大问题，联想的发货时间有时长达数周，甚至数月[50]。与其相反，全球供应链管理为戴尔的长处之一，其可以在几天内发货。因此，2005 年底，联想聘用原戴尔亚太区副总裁威廉·阿梅里奥（William Amelio）顶替来自 IBM 的 CEO 蒂芬·沃德（Stephen Ward）担任联想集团总裁兼首席执行官。直到 2006 年 5 月，已有 5 名戴尔高管进入联想，帮助联想改善供应链系统。

从一个文化整合视角而言，阿梅里奥及其戴尔团队进入联想使文化整合问题更严重，新联想自此需要融合原联想、IBM 及戴尔三个不同的企业文化。联想原有的文化则是灵活、实用。戴尔的企业文化颇为严肃，非常注重效率，对供应链的追求达到了“偏执”的程度。由于阿梅里奥认为所采取的措施推进不够快，他撤掉了 2006 年担任联想供应链负责人的刘军，让一位前戴尔管理人顶替他。广受欢迎的中国高管的刘军一直以来，被视为一颗冉冉升起的明星，而他被裁掉的消息就来自原联想的人而言难以接受，公司气氛剑拔弩张。负责供应链的高级副总裁刘军离职不久之后，联想消费 PC 事业部总经理及其日本分公司总裁也离职。联想负责人力资源的副总裁 Ken DiPietro 表示，刘军被撤职引发的冲突对联想来说是个糟糕的时刻，自此以来，更多人开始离职，公司内部也出现了拉帮结派的现象[51]。

除此之外，由于杨元庆及新联想一直坚信联想集团要想迅速变得国际化，必须把充分的权利给 IBM 和戴尔这两家分别拥有最好技术与最佳渠道的电脑公司的人才。但在联想似乎偏爱 IBM 和戴尔员工的情况下，中国区不少的各层人员都觉得

[50]徐涛、骆轶航. 联想是谁:在 IBM 文化、戴尔文化和联想文化中挣扎.2010 年 12 月 1 日 http://money.163.com/09/0104/16/4UR0K3ER00252ITG.html

[51]徐涛、骆轶航. 联想是谁:在 IBM 文化、戴尔文化和联想文化中挣扎.2010 年 12 月 1 日 http://money.163.com/09/0104/16/4UR0K3ER00252ITG.html

自己被扔在一边，最后连杨元庆自己也承认，中国员工都在猜测公司是否还需要他们[52]。联想、IBM 和戴尔三派人员的融合创造了一个“四不像”的国际团队，而没有综合联想、IBM 和戴尔三家企业的长处，反而导致了中国区大批中高层管理人员的流失。最后，在 2009 年初，由于公司业绩不佳，联想公司创始人柳传志“出山”，重新担任公司董事局主席，并任命杨元庆接替阿梅里奥担任联想集团首席执行官。

（八）此次并购到底是成功还是失败？

刚刚收购 IBM 个人电脑部门时，联想似乎充满了对 IBM 的迷恋。杨元庆当时曾说，“我们将坚持 IBM 高价值高端品牌的原则。对此，我们毫不妥协[53]。”但实际上，联想迷恋的不是 IBM 个人电脑部门，而是“走出去”的概念及欧美市场庞大的 PC 市场。为了进入及适应此市场及其消费者，新联想似乎将其大大小小很多事情都愿意改变，任命原 IBM 的蒂芬·沃德担任 CEO，而后又任命原戴尔威廉· 阿梅里奥顶替他，甚至将总部搬迁到美国。但联想从美梦中被美国区业绩依然不佳及联想巨亏震醒。联想管理层终于意识到欧美市场及其经营方式并不是完美无瑕，而将其原来甘愿赋予美国区管理层的公司控制权收回来，并且将公司业务重点转回到中国和新兴发展地区。

仅仅看联想在四年内三次换 CEO 的事可知，此次收购的有很大一部分是失败的。如上述，联想认为为了“走出去”，得与国际市场接轨，而引进大批美国管理

[52]徐涛、骆轶航. 联想是谁:在 IBM 文化、戴尔文化和联想文化中挣扎.2010 年 12 月 1 日 http://money.163.com/09/0104/16/4UR0K3ER00252ITG.html
[53]徐涛、骆轶航. 联想是谁:在 IBM 文化、戴尔文化和联想文化中挣扎.2010 年 12 月 1 日 http://money.163.com/09/0104/16/4UR0K3ER00252ITG.html

者，进行大量改变，将业务重点转到欧美市场。但联想在欧美市场兴旺的梦想没有实现，况且一直忙于公司整合及跨国经营的联想，忽略了自己本土市场，致使在中国本土市场的份额被其竞争者侵蚀。在最巅峰时期，联想曾经拥有中国 40％的 PC 市场份额，但在 2008 年第一季度，联想在中国市场的占有率已经低于 30％[54]。2009 年初，在国外吃亏及在国内失去市场份额，面临如此严重的赔了夫人又折兵的结局，公司创始人柳传志复出担任董事局主席，撤掉时任的来自戴尔的 CEO，任命原联想的杨元庆接替他。2010 年，柳传志表示，“联想就是要调整一下自己的发展结构。在中国和新兴发展地区，应该是联想发展的重点”，而至于欧美市场，他说“当前在美国这个地方主要的还是以站稳为主，降低成本，提高毛利，止血。在当前的状况下，更好地去发展新兴市场和关系类的业务[55]”。由此可见，联想在很大程度上放弃了其“国际化”战略（与其称为“国际化”，不如称为“西方化”）。联想今年业绩显著转好，在很大成都上可归因于上述所提的发展战略的调整。

鉴于新联想美国区业绩依然不佳以及联想在仅仅 4 年之内决定了将重点转回中国和新兴市场，可以说此次收购有其失败之处。但不可忽略的是，借此收购，联想在全球个人电脑市场的份额由 2％扩大到 8.6％，新联想一跃成为全球第三大 PC 厂商。再加上联想在欧美市场的业绩也有转好的希望。联想截至 2010 年 12 月底止第三季度业绩显示，在成熟市场[56]，联想第三季度综合销售额达 20 亿美元，同比上升 22%，占集团全球总销售额 35%。 值得注意的是，Think 系列产品在成熟市场的销

[54]王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.104 页.
[55] 柳传志.柳传志：联想购 IBM PC 部门 仍然“赚”钱.2011 年 3 月 3 日. http://news.dayoo.com/china/200902/09/54502_5288016_2.htm
[56] 成熟市场包括：澳大利亚、新西兰、以色列、日本、北美洲、西欧和国际客户

量同比上升 31%。季内，除了澳大利亚及新西兰，联想在区内所有市场的份额均见提升[57]。由此观之，此次收购也有其成功之处。总体而言，此次收购与其说是成功或失败，不如说是费多利少。

如上述，联想收购 IBM 个人电脑部门的主要目标是扩大市场，走向国际，提升品牌的知名度，联想看中 IBM 个人电脑部门的三点：Think 品牌的终身使用权；技术，先进的技术对电脑的重要性；三是国际化管理经验。

联想通过此次收购的确实现这三个目标：通过此次收购，联想的市场的份额由 2%扩大到 8.6%，并且联想进入欧美等巨大 PC 市场。但一跃成为全球第三大 PC 厂商而享有这么大的市场份额付出很大的代价，因为不能仅仅沾 IBM 个人电脑部门的光，还得拯救这大量失血的没落贵族。至于知名度，即便联想在欧美市场的知名度虽远远不如戴尔、宏碁等，但还是比收购前有名。

联想也得到了其看中的那三点，但它们很快失去原有的吸引力。 就 Think 品牌来说，由于联想进行的一系列改变致使 Think 品牌失去市场，具有 Think 品牌的终身使用权的潜在价值快速消失了。就 IBM 个人电脑部门的技术来说，IBM 专注商用电脑，其具有的先进技术在消费 PC 市场几乎一文不值。因此，消费 PC 浪潮及商用 PC 市场萎缩，导致联想购得的技术价值萎缩。就国际化管理经验而言，阿梅里奥及他团队确实具有宝贵的国际管理经验，但此国际管理经验是一把双刃剑，为了利用它需要付出很高的代价，即改变原联想的企业文化。但随着大批中高层人才流

[57] 联想发布第三季财报 营收 58 亿美元同比增长 22%. 2011 年 1 月 2 日. http://www.donews.com/it/201102/364893.shtm

失，联想很快就发现，其根本经不住必要的改变，付不起必付的代价，于是只能撤掉阿梅里奥，收回赋予他及其团队的权利。

如上文显示，联想想得到的东西都得到了，想达到的目标都达到了，但问题在于为了得到这些东西以及达到该目的而付出的代价过高，远远超过联想的预想，因此此项收购很难明确地判断成功或失败，不能说是成功的，当然也不能说是失败的，只能说是费多利少，得不偿失。

3.6.3 腾中收购悍马

（一）腾中简介

四川腾中重工机械有限公司（以下简称腾中）原为四川腾中机械设备制造有限公司，注册成立于 2005 年 1 月，在 2008 年 1 月更名为四川腾中重工机械有限公司。 作为一家由四川省成都市发展起来的民营企业，四川腾中重工机械有限公司成立以来通过一系列成功的兼并收购迅速拓展业务领域，现已发展成为一个在全国各地拥有众多销售和服务中心，涉足特种车辆、道桥构件、建筑机械、新能源、石化设备产业的现代重工企业。

腾中主要生产大中型载重货车、自卸车、挂车、拖车、混凝土运输搅拌车、大型油罐车、油料运输槽车等特种车辆，拥有先进的生产制造、检测生产线。腾中重工拥有 40 多年生产建筑工程机械的历史，共有 8 大类 30 余种产品 。腾中重工同时还涉足石油化工产业的钻、采、探、压井、修井、固井等机械设备以及化工成套设备，能源装备。

（二）悍马简介

悍马在 1991 年世界瞩目的海湾战争中悍马大显身手，并因为 HMMWV 在战场上英勇的形象，广受美国民众的喜爱，并由此进军民用车领域。各界喜好者的询问电话不断向 AMG 涌入，让 AMG 开始考虑推出民用型 HMMWV。

1992 年， 第一辆民用型 HMMWV 面世，正式定名为 HUMMER（悍马越野车），立刻赢得了众多青睐。同年，民用型悍马开始销售，而美国动作片巨星阿诺德·施瓦辛格成为第一位拥有者。施瓦辛格本人一度拥有 8 辆悍马，组建成悍马车队。之后，不乏知名人士特地指名购买悍马，从而掀起美国第一波“悍马热”[58]。它由于具备优异的运行性能，被业内外人士誉为“越野车王”。

1999 年，通用汽车公司（General Motors, 简称 GM）从 AMG 取得了悍马的商标使用权和生产权。收购之后直到 2008 年，悍马被视为通用公司产品链上的一颗宝石。比起一般的越野车，悍马车越野性能高了整整一个档次，其定位就是高级豪华越野车。同 LV 皮包和 Iphone 一样，悍马成为炫耀和奢侈的消费主义的典型品牌。 开得起悍马的车主们自然更张扬。在 2006 年，悍马在美国市场的销量超过了 7 万辆。

但到 2008 年，由于以下原因悍马销量开始猛速下降。第一、开悍马车一直被社会认为是一种暴发户行为，但在 2008 年国际油价保障导致美国汽油价格翻番，以及美国经济已经开始下滑的情况下，被视为奢侈生活的代表的悍马车让美国很多普通老百姓越来越难以接受。第二、更主要的是，随着美国环保运动的高涨，美国

[58] 周震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.165 页

社会逐渐形成了“反悍马风潮”。悍马作为高耗油车的最典型代表，而在越来越多人的眼里开悍马车等同于浪费能源。

尽管在美国，买得起悍马、开得起悍马的豪富还大有人在，但他们也不得不考虑社会观感[59]。“反悍马风潮”最终结果，就是悍马销量暴跌，许多宁可买省油一点的宝马、奔驰，也不愿去买悍马。2008 年 1 到 5 月份，悍马销量为 1.4 万辆，但 2009 年 1 到 5 月份，销量下降到大约 5 千辆，降幅超过了 60％。曾经作为通用公司的掌上明珠一下子沦为“弃儿”。

（三）交易背景与进展

2009 年 6 月 1 日，通用汽车公司首席执行官弗里茨 • 亨德森向世界正式宣布，这个曾经雄霸世界 80 年的头号汽车巨头已经向美国政府申请破产保护。同时通用汽车将谋求资产重组，其中亏损严重的悍马等品牌将寻求出售。第二天，6 月 2 日，多家美国媒体报道，通用公司已经与中国腾中公司达成初步协议，将悍马品牌出售给这家名不见经传的中国公司。同日，美国政府发表声明对悍马的出售计划表示欢迎。6 月 3 日，通用公司对外正式公布了向中国腾中公司出售悍马品牌的消息。

此项收购让腾中及其大股东——四川华通投资控股有限公司（简称“华通控股”）及李炎[60]在媒体曝光。从腾中重工的股权结构看来[61]，李炎就是实际购买了悍

[59] 周震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 11 月.166 页

[60]李炎：（又名索郎多吉)46 岁，是一私人投资者，是四川民营富豪、中国芒硝大王、旭光资源董事局主席，他目前还拥有包括在中国香港上市的芒硝生产公司旭光资源(00067.HK)在内的其他业务。腾中将通过设立一家投资公司来完成对悍马的收购，并将拥有该投资公司 80%的股权，李炎持有其余 20%的股权。

[61] 四川华通投资控股有限公司下辖的四川省德阳科技股份公司是由四川省华拓实业发展股份有限公

马的人。6 月 4 日，李炎向记者证实，他是真正的“幕后推手”，并对这一战略收购能否成功完成表示把握十足：“并购成功的可能性是比较大的，因为我们都已经和那边谈判了八九个月了。”

美国军方于 2009 年 6 月 4 日说，美国通用汽车公司出售悍马品牌的计划将不会涉及军板悍马“赫姆维”

6 月 9 日，腾中总经理杨毅向记者透露：“这个合同［腾中与悍马签署的合同］是一个转让合同，我们将获得悍马品牌的使用权，以及长期的组装的合同，包括主要零部件的供应，主要管理团队，长期的供应合同持续到 2012 年。目前协商还在进行中，具体的交易的条款还不便透露。我认为是一个公平的交易，是一个相当合理的价位。”杨毅也表示：“我们这次收购不承担任何债务……之前的债权债务都没有关系。那是通用负责处理的问题。”杨毅介绍，现阶段不会改变悍马在美国生产的局面，但未来很可能会在中国建设悍马生产基地。

针对不少人持有的腾中重工并购悍马仅仅是一个炒作的观点，杨毅表示，他们有抄底美国大牌企业的实力。杨毅称：“经营这么大牌子，你们有什么实力？ 我们通过这几年的并购，具有整合不同资源，进入相关行业的经验，我要强调的是，我们并不打算具体管理悍马的运营业务，对现有团队充满信心。日常的业务经营由悍马现有团队经营[62]”。

司等几家公司设立的股份制企业。 李炎任四川华拓实业发展股份有限公司的董事长，业界称其为“华通系”掌门人。

[62] 腾中重工总经理杨毅：有实力抄底美国大牌企业.2011 年 1 月 1 日. http://news.hexun.com/2009-06-10/118504758.html

此外，针对被社会称为“臭名昭著的油老虎”的悍马的耗油量，杨毅表示：未来悍马将研发新型动力系统，来改变目前悍马高油耗的状况。 他说：“悍马毕竟不是一个玩具，它是一个高性能的越野车。我可以告诉你一个数据，H4 概念车目标百公里油耗 9.05 升。” 当时，悍马 H2 的油耗为百公里 23 升，如果真的能达到百公里油耗 9.05 升的目标就算是难以置信的进步。随后，6 月 10 日，杨毅经理在接受《第一财经日报》（CBN）记者专访时说，“如果我们能成功收购悍马，2010 年以后悍马将全部可以使用生物燃料，同时还退出小型悍马”。

此收购案要获成功至少需获得三个中国政府部门的审批，即监管海外投资的商务部、负责经济规划的国家发改委和严格控制外汇的国家外汇管理局。

6 月 15 日，在例行发布会上答问时商务部发言人姚坚表示，“在金融危机的情况下，中国企业有国际化视野，是正常的企业行为。根据《境外投资管理办法》规定，中国企业以新设、并购等方式开展境外投资，如中方投资额在 1 亿美元以上，商务部有一个备案和审批的过程，1 亿美元以下在当地商务主管部门进行备案和审批。目前商务部还没有收到有关［腾中收购悍马］的申报和申请。企业的经营活动是按照‘谁投资、谁收益、谁承担风险’的基本原则。我们希望中国企业进一步了解国际化规则，了解业界发展趋势，作出审慎的投资”。

7 月 15 日 ，中国国家发展和改革委员会（发改委）外资司主管该项目核准的一位官员表示，发改委已经收到腾中重工提交的收购悍马的申请文件，但项目能否获得核准还不确定。

这位官员也指出，腾中收购悍马的收购资金来源和环保风险均为发改委所考虑的因素。“收购资金来源关系到收购之后企业能否存活，“同时，悍马在美国是高污染、高耗能的项目，拿到国内来之后会怎样？腾中重工也需要解释。”至于申请能否获得核准的问题，他拒绝发表意见。与此同时，已有很多媒体报道称，国家发改委出于环保考虑可能会反对该收购案，但商务部可能会支持。

同日，在商务部召开的例行新闻发布会上，商务部新闻发言人姚坚表示，关于腾中收购悍马的审批环节的问题，商务部和国家发改委各有侧重，并且商务部还未收到腾中的申请。腾中证实，确实还未向商务部递交申请，因为按照流程，国家发改委是第一步，并公司会重视政府的审批，将按照规定完成所有程序，并尽力配合[63]。

10 月 10 日， 腾中与通用汽车同时宣布，双方已经对通用汽车旗下的悍马的出售签署最终协议，交易的总金额在 1.5 亿美元。

根据协议，腾中将获得悍马品牌、商标和商品名称的所有权，同时拥有生产悍马汽车所必须的具体专利的使用权。腾中还将承接悍马与现有经销商签订的经销协议。 除了收购悍马品牌专利使用权、销售权之外，腾中还将计划在未来以 8 亿至 20 亿美元的资金去发展悍马品牌，计划中还包括在中国建设一家悍马汽车的生产厂。协议还规定，悍马将继续保留现任领导团队，金泰乐将留任悍马首席执行官。

同日，腾中总经理杨毅在美国举办的收购悍马签字仪式表示，腾中此前的确是一直与商务部等部门进行沟通，但唯有与通用的正式协议签署后，才能以此协议为

[63]钱婵娟. “悍马案”刚递交国家发改委. 2011 年 1 月 05 日. http://finance.stockstar.com/SS2009071630211214.shtml

基础上报商务部等部门。杨毅继续阐述，交易的生效还在待常规交割条件的完成，以及中国和美国政府主管部门的审批或审查。至于称腾中将绕开商务部等部门完成收购的媒体报道杨毅表示，9 月初商务部副部长陈健在厦门态度明确的告诉新浪财经，本次收购必须要经过商务部批准，不可能绕过，并期待？腾中下一步将全力配合有关部门的审批工作。“这一最终协议的签署，使双方有条件前向推进相关监管审核程序，相信我们的投资将有助于加速下一代节能车型的问世，满足客户的需求和达到未来监管方面的要求。”

2010 年 2 月 24 日，通用汽车宣布腾中未能按期完成对悍马的收购，此项收购交易失败，通用汽车将逐步关闭对悍马的运营。通用汽车表示，因为四川腾中无法在拟议的交易时间里，获得中国监管部门许可，因此这项交易无法完成。同日，腾中重工也发表声明称，由于在双方商定的期限内未能获得中国相关监管机构对悍马交易的批准，腾中重工经与通用汽车磋商，决定停止推进交易的相关行动，并终止 2009 年 10 月签署的《最终协议》。

但在当天举行的中国商务部例行新闻发布会上，商务部新闻发言人姚坚回答媒体提问时称，“迄今为止，中国政府监管部门并未收到腾中重工收购悍马品牌的正式申请，收购案的终止是企业自己的选择，不存在未能获得审批的问题[64]。”

（四）收购失败的原因

[1] 原因一：此次收购的必然结果为失败

即便本次收购没有受到政府的干涉，由于以下两个原因，其结局仍为必败。

[64]张毅. 腾中无缘悍马内幕. 2011 年 1 月 1 日. http://magazine.caijing.com.cn/2010-02-28/110386561.html

第一、悍马为没落贵族，亦是食之无味弃之可惜的“鸡肋”。

上文已提及，曾经风光一时悍马由于耗油过高、价格昂贵等原因而在美国不再吃香。从悍马品牌 2008 年及 2009 年在美国本土和全球的销量看，下滑速度惊人。

年份	销量（单位：辆）	同比变化%
2009	9046	－77％
2008	27，485	－51％
2007	55，986	－22％
2006	71，524	26％
2005	56，727	93％
2004	29，345	－17％
2003	35，259	80％
2002	19，581	2450％
2001	768	－12％
2000	875	

图 1：悍马 2000-2009 年美国销量统计[65]

从以上悍马 2000-2009 年美国销量统计数据可见，悍马销量最后四年连续下降，并且 2008 2009 年的销量降幅超过 75％。就悍马在中国的情形而言，2008 年全

[65]悍马 2000-2009 年美国销量统计. 2010 年 11 月 18 日.
http://auto.ce.cn/zt/2009/sghm/qyfzs/200910/10/t20091010_19759151.shtml

年在中国的销量也仅有 69 辆[66]， 实际上自 2002 年至 2008 年，其在华的总销量也不过 334 辆[67]。

即便悍马在中国的销量短期内翻十倍，也不会超过千辆。 由此可见，悍马此没落贵族的市场一直在缩小，即便腾中对它的经营效率很高，若没有市场则此次收购又有何意义？

第二、腾中缺乏经验

即便作为中国大型的工业机械集团的腾中确实有生产车的经验，但其主要生产的是大中型载重货车、自卸车、挂车、拖车、混凝土运输搅拌车、大型油罐车等之类的“特种车”，特种车和“乘用车”是完全不同的概念。并且，悍马属于“豪华乘用车”，比“乘用车”高一个档次，因此，腾中面对豪华乘用车市场无疑是个门外汉。缺乏乘用车研发、制造和营销的经验，也没有正规的整车生产经营技术和队伍的腾中对悍马的经营效率必然会比通用低得多。

面对悍马市场萎缩及研发、经营经验的缺乏，加上为收购悍马必须承担的大量贷款，必然使腾中资金流紧张，别说拯救大量失血的悍马，腾中自己也如同“泥菩萨过河——自身难保”。

[2] 原因二：具体而言，可归咎于本次收购未获得政府支持

[66]腾中收购悍马失败原因何在？. 2011 年 1 月 1 日.
http://hi.baidu.com/bimuyu503money/blog/item/f63f74ef065153f7b2fb9596.html
[67]腾中重工首次披露收购悍马资金来源. 2011 年 2 月 01 日
http://finance.sina.com.cn/chanjing/b/20090610/19256331474.shtml

按照通用汽车和腾中对收购失败原因的解释，此次收购之所以失败，是由于在双方商定的期限内未能获得中国相关监管机构对悍马交易的批准。 但商务部新闻发言人姚坚对此事称，“我们［商务部］目前得到的信息还是和以前一样，我们曾经和四川方面进行过接触，包括四川商务厅，腾中公司所在的德阳市以及腾中公司的人，就他们提出的方案进行了评估和合理化建议，他们接下来应当向发改委和商务部进行申报。这件事最主要的还应当是企业自主的决策，他要对并购的方案、并购的企业组织模式提出一个合理的方案，到目前为止我们没有看到一个合理的方案出来，没有收到正式的申报[68]”，他也强调，“收购案的终止是企业自己的选择，不存在未能获得审批的问题[69]。”

需要注意的是，发改委及商务部禁止此次收购的主要原因是，各部门认为收购完全不合理，必然以失败告终，。商务部及腾中对此次收购失败的原因的声称是否矛盾呢？ 发改委及商务部具体是怎么禁止此次收购呢？

商务部声称的“收购案的终止是企业自己的选择”与腾中及通用声称的“未能获得中国相关监管机构对悍马交易的批准”似乎有着很大的矛盾，并令许多人猜测腾中的所谓收购悍马仅仅是炒作而已。实际上，腾中与悍马的声明不矛盾。腾中声称的关键词为“商定的期限内”，其问题不是不能获得监管机构批准，而是不能按期获得批准。

[68]商务部:未收到腾中购悍马正式申报 无合理方案(2). 2011 年 2 月 1 日. http://news.163.com/10/0226/09/60EHF66J000120GU_2.html

[69]腾中无缘悍马内幕. 2011 年 1 月 1 日. http://magazine.caijing.com.cn/2010-02-28/110386561.html

为何不能按期获得批准？

直接否决一次收购太苛刻以至令人难以接受，因为此次收购涉及到美国著名品牌，直接禁止此次收购可能会影响到中美关系或在美经营的中国企业。但虽然发改委和商务部没有直接否决此次收购，它们其实间接否决此次收购。两者利用“多次要求腾中出具补充材料并解释并购中的各项细节”的手段，来防止此次收购申报正式进入受理和审批流程，拖延很长时间，大大地延长审批及申报全过程，以至由于审批几乎停滞不前，腾中收购悍马的交易期限无奈延长一个月（最后期限从 2010 年 1 月 31 日拖延到 2010 年 2 月 28 日），而最终由于再次超过收购协议最后期限，通用启动悍马品牌的关闭程序，放弃收购。这种用“多次要求补充材料并解释并购中的各项细节”来推延时间的间接否决手段是较为常用。 一位常与商务部打交道的律师就此问题点出了个中玄机，“问题在于，补充材料的要求最少五六次，甚至十几次也是常见的，而且有些材料你可能永远也通不过[70]”。拖延时间既能提高收购成本，也能提高收购内在风险。腾中为了收购悍马花了天价聘请了瑞士信贷银行作为独家财务顾问，请著名的谢尔曼思特灵律师事务所任其国际法律顾问等，别说多等一月，多等一天的额外成本就已经相当高。拖延时间也向市场发出一个明显的信号，即“此次收购获得批准的可能性非常低”，使收购交易的内在风险提高，因而使银行、金融机构等投资者要求的资本利润率提高，甚至不愿继续提供资金支持。失去资金支持及面临日益提高的成本，企业只得主动地放弃本次收购。显而易见，监管部门“时间拖延”手段很有效。

[70]商务部工商总局官员因外资审批窝案相继落马.2011 年 1 月 25 日.
http://news.sina.com.cn/c/2008-10-30/102816556175.shtml

从法律而言，监管部门怎么拖延时间？

此收购案要获成功至少需获得三个中国政府部门的审批，即监管海外投资的商务部、负责经济规划的国家发改委和严格控制外汇的国家外汇管理局。根据国家发改委 2004 年颁布的《境外投资项目核准暂行管理办法》（简称《管理办法》），国家对境外投资资源开发类和大额用汇项目实行核准管理。在开展对外谈判前要向国家发改委报备，得到确认函后才能进行谈判。超过 1000 万美元以上的非资源开发项目由国家发改委核准，超过 5000 万美元的项目国家发改委审核后报国务院核准。而腾中重工购悍马，计划收购资金超过 1 亿美元。更重要的是，《管理办法》第十八条还明确规定，为了获得发改委的核准，境外投资项目必须“符合国家法律法规和产业政策，不危害国家主权、安全和公共利益，不违反国际法准则；符合经济和社会可持续发展要求，有利于开发国民经济发展所需战略性资源；符合国家关于产业结构调整的要求，促进国内具有比较优势的技术、产品、设备出口和劳务输出，吸收国外先进技术。”

放弃并购后，由于发改委没有对此事发表正式声明，引起关注的是商务部声称的“到目前为止我们没有看到一个合理的方案出来……收购案的终止是企业自己的选择”。但腾中此前已经透露，因为按照流程，国家发改委是第一步，公司会重视政府的审批，将按照规定完成所有程序，并尽力配合[71]。发改委早在 2009 年 7 月 15 日表示，已经收到腾中重工提交的收购悍马的申请文件，但项目能否获得核准还不确定。但按照流程，国家发改委是第一步，若发改委未核准收购提案，那商务

[71]钱婵娟. “悍马案”刚递交国家发改委. 2011 年 1 月 05 日. http://finance.stockstar.com/SS2009071630211214.shtml

部则必然不会收到正式申报。那发改委凭什么来拖延时间呢？发改委没有正式发表声明，则无法知道具体的细节。但按照商务部说法，其“与四川商务厅、腾中公司所在的德阳市、腾中公司此前作过接触，就他们提出的方案进行了评估和合理化建议，他们接下来应当向发改委和商务部进行申报”，但是一直“没有看到一个合理的方案出来[72]”。可以推测，商务部和发改委在“没有看到一个合理的方案出来”的观点上是一致的，如此发改委虽然收到了腾中的收购方案，可以凭此方案“不合理”来多次要求腾中补充材料。由于中国政府机构多次要求腾中出具补充材料并解释并购中的各项细节，却从未正式将申报纳入受理和审批流程。 所谓“合理”的收购方案指的是，那些符合《管理办法》规定的收购方案，而腾中主要在三个方面没有符合该法律。

首先， 项目本身的盈利前景有问题。即使此次收购被核准， 悍马没有市场及腾中缺乏必有的经验 ，因而其最终必然的结果仍为失败。除了腾中管理层及李炎，商界没有一个人赞成此次收购，其基本上是不合理的。商界甚至有不少人难以相信腾中真的想收购悍马，而说这仅仅是炒作而已 。由此观之，此次收购根本不符合“经济和社会可持续发展”要求，并也没有“促进国内具有比较优势的技术、产品、设备出口和劳务输出，吸收国外先进技术”，而不可称为一个“合理”的方案。

其次，悍马汽车是有名的油老虎，既不节能又不环保。发改委外资司主管该项目核准的一位官员指出 ，腾中收购悍马的环保风险为发改委所考虑的主要因素之

[72]商务部:未收到腾中购悍马正式申报 无合理方案(2). 2011 年 2 月 1 日. http://news.163.com/10/0226/09/60EHF66J000120GU_2.html

一[73]。“悍马在美国是高污染、高耗能的项目，拿到国内来之后会怎样？腾中重工也需要解释。” 耗能的悍马会引发的环保问题与中国最近今年来的绿色发展趋势恰恰相反。一位行业观察人士分析道，国家发改委如果批准这个交易，会受到来自各方面的严厉指责[74]。 由此观之，收购悍马既不符合国家的汽车产业政策，也不符合建设资源节约型和环境友好型社会，根本称不上“合理方案”。

最后，上述提到的发改委外资司主管该项目核准的官员也指出，腾中收购悍马的收购资金来源也为发改委所考虑的因素之一[75]，“收购资金来源关系到收购之后企业能否存活”。腾中由于李炎称中国军方已经承诺将采购悍马[76]，原来有四川多家银行及金融机构的支持。并且，四川一个市承诺给腾中安排一家国有银行在当地的分支机构提供 10 亿元人民币的融资担保[77]。但后来人们开始怀疑军方订单的真实性，而国内银行的看法也纷纷改变。况且，知情人士透露，该四川市安排的担保，对银行而言，有极大的强迫成分，银行对此有所不满。为此，银行管理层向发改委透露， 他们根本不看好该交易，不希望银行的钱打了水漂，而希望发改委不要核准这项收购[78]。

---

[73]发改委官员称收到腾中重工收购悍马申请文件. 2011 年 1 月 15 日. http://news.sohu.com/20090716/n265249223.shtml

[74]腾中重工收购悍马交易失败内幕. 2010 年 10 月 3 日. http://www.longhoo.net/lhsy/2010-03/03/content_1723729.htm

[75]发改委官员称收到腾中重工收购悍马申请文件. 2011 年 1 月 15 日. http://news.sohu.com/20090716/n265249223.shtml

[76]腾中重工收购悍马交易失败内幕. 2010 年 10 月 3 日. http://www.longhoo.net/lhsy/2010-03/03/content_1723729.htm

[77]腾中重工收购悍马交易失败内幕. 2010 年 10 月 3 日. http://www.longhoo.net/lhsy/2010-03/03/content_1723729.htm

[78]腾中重工收购悍马交易失败内幕. 2010 年 10 月 3 日. http://www.longhoo.net/lhsy/2010-03/03/content_1723729.htm

除了银行和投资机构，此次收购的主要来源之一为李炎，但一位接触过李炎的人士表示，“李炎的企业非常多，但就我所知，基本每家都不怎么挣钱，甚至在亏损，更像是玩‘挪东墙补西墙’的资本游戏。我在私下也劝过他，说这是拿 7 个茶壶盖，盖 10 个茶碗，就怕有一天盖不过来，全线崩盘[79]”。譬如，2009 年 12 月末，旭光资源还宣布，其控股股东李炎全资拥有的 Nice Ace Technology Limited 公司将持有的 4 亿股股份(占旭光全部股本的 20.51%)抵押给中银国际有限公司，作为 Nice Ace 获授的贷款融资抵押。这导致当天旭光股价大跌接近 12%，标准普尔及穆迪投资者纷纷调低其评级。

失去国内银行的支持后，腾中支持者只有国外金融机构及李炎等私人投资者，资金面狭窄，可能也是导致申请未能批准的原因。

[79]失败的赢家 腾中重工无缘悍马品牌内幕. 2011 年 1 月 1 日. http://www.0755car.com/n/xw/ctdt/qyxf/10-03-02/139452_3.html

第四章：美国公司在华并购的分析与研究

4.1 美国公司在华并购的动因

随着中国市场容量的不断扩大，越来越多的美国公司开始通过并购的方式占领当地市场,实现规模经济与利润最大化。中国市场在迅速分化与变化中，市场进程不断加深，同时，中国国内产业面临大整合的局面为美国公司大举进入中国市场提供了机遇。尤其随着中国加入世界贸易组织，中国在当今世界经济市场中扮演着更加活跃的角色，进一步使得中国公司受到美国公司的青睐，为美国公司实现国际市场的迅速扩张提供了绝佳的机会。

4.2 当前美国公司在华并购的特征

随着美国企业在华并购交易的增加，其并购方式及相应战略也呈现出新的特点：大举并购中国各行业内的龙头企业和效益较好、具有核心资源或核心竞争力的大中型企业；并购的条件要求越来越高:在控股权、控制销售权及财务权、品牌使用权上，都提出明确的控制要求，其中在控股权方面，表现得更为迫切；对有的重要企业的并购不能一步到位的，美国公司往往采取分步走的策略，通过逐步渗透，迫使中国企业逐步就范；目前在华并购大多是善意并购，但战略性恶意并购已经开始出现。

4.3 美国企业在中国并购的法律环境

涉及外资并购中国国内企业的现行法律框架主要由《关于外商投资企业合并与分立的规定》、《外商投资企业投资者股权变更的若干规定》、《外国投资者并购境内企业的规定》、《合资企业法》、《合作企业法》、《外资企业法》、《公司法》、《证券法》等法律规章构成。其中，2006 年 9 月颁布的《外国投资者并购境内企业的规定》对美国在华并购最具有影响力。此法律明确了外国投资者以股权作为并购对价的“换股并购”。法律规定，外国投资者以其持有的境外公司股权，或者境外公司以其增发的股份，作为支付手段并购境内公司鼓动的股权或者境内公司增发的股份，应当报送商务部审批[80]。《外国投资者并购境内企业的规定》另外也进一步加强政府对于涉及重点行业、国家经济安全、驰名商标、中华老字号的外资并购的监管。法律规定，外国投资者并购境内企业并取得实际控制权，如果涉及重点行业、存在影响或者可能影响国家经济安全因素或者导致拥有驰名商标或者中华老字号的境内企业实际控制权转移的，当事人应当就此向商务部申报。否则，若并购行为对国家经济安全造成或者可能造成重大影响的，有关部门可以要求当事人中止交易，或者采取转让相关股权、资产或者其他有效措施，以消除并购行为对国家经济安全所产生的影响[81]。

除此之外，另外一个重要法律对美国企业而言，是中国颁布于 2008 年 8 月 1 日的《反垄断法》及其相关法律，诸如，2008 年 8 月 3 日颁布的《反垄断法》配套法规《国务院关于经营者集中申报标准的规定》；由于外资并购涉及经营者集中，对外资并购反垄断审查的规范有：《关于外国投资者并购境内企业的规定》，《外

[80]张广荣. 中国企业海外投资.《中国并购报告 2009 年》.中国金融出版社.2009 年 5 月.94 页.
[81]张广荣. 中国企业海外投资.《中国并购报告 2009 年》.中国金融出版社.2009 年 5 月.95 页.

国投资者并购净呢企业反垄断申报指南》。这些法律法规加上《反垄断法》形成了中国现行法律下的经营者集中申报制度。《反垄断法》及其相关法律在本文的可口可乐收购汇源的案例中有更加详细的分析。

4.4 美国企业并购中国企业面临的挑战

美国企业在华进行并购的也面临着很多挑战。首先，中国政府关于海外投资及关于外资的法律不健全，导致法律环境存在巨大风险，这主要是指这些法律条文专用语定义非常模糊以及多次未指出具体的指标或者量化的标准。例如，可口可乐收购汇源的失败案例中可以见出这一点。虽然不少商家指出，此次收购不会构成垄断，商务部还是能利用“相关市场”在法律上尚未获得明确的定义为由，判断在“相关市场”会构成一个垄断而禁止此次收购。另外，法律不健全导致政府在外资并购相关法律中获得很大的插手的空间。如由于法律漏洞及模糊性,前任商务部条法司正司级巡视员郭京毅利用权力索取贿赂，而企业只得服从，否则自己项目可能一直不能获得批准。再比如，中国《外国投资者并购境内企业的规定》规定非常广泛，任何涉及重点行业、存在影响或者可能影响国家经济安全因素或者导致拥有驰名商标或者中华老字号的境内企业实际控制权转移的外资并购都要申报。历史证明，中国监管部门通常利用申报的要求来多次要求补充资料，拖延时间，进而使并购双方主动放弃并购方案。

其次，美国企业就中国目标企业难以作出准确的评价。此挑战基本上来自于中国会计准则及企业制度不健全。从透明性来看，中国会计准则对透明性的要求较低。与美国相反，中国会计准则要求披露的事项较少。以中美两国收入准则为例，

中国收入准则要求在会计报告附注中披露收入确认所采用的会计政策，而美国还要求披露正常和重复发生的收入值以及不正常的或偶尔发生的收入值。另外，中国会计职业化水平较低，即会计职业的自我管制能力和会计人员的职业判断能力都偏低。由于诸如此类的问题，美国企业往往难以乃至无法得到必要的财务信息及资料，并且无法确定所得的材料及数据的真实性、完整性及可靠性。

再次，中国的企业制度也加大了美国公司在华并购及并购后整合的难度。虽然已经实行改革开放政策 30 年，但中国还存在大量国有企业，而当美国企业并购中国国有企业时会涉及中国关于外资投资的政策、公司法、证券法、国有资产管理法、反垄断法、资产评估法、税法、外汇管理法以及地方的并购政策。另外还有民营企业，以及随着“股改”实行，有正在由国有变成民营的“不伦不类”企业。如此错宗复杂的企业制度给进行中国并购的美国企业带来不少麻烦。

最后，无论是在法律上或者社会上，都能看到中国特殊的“民族品牌”及近几年出现的反美并购浪潮的反映。前 20 多年的美国企业在华大量并购，被不少中国官方及普通老百姓看成掠夺行为。加之，国务院发展研究中心的进行的研究显示，在中国 28 个主要产业中，外资已经占领了 21 席。在中国已开放的产业中，每个产业中排名前 5 位的企业几乎都已由外资控制[82]。近几年出现的“反美在华并购”浪潮在一定成都上可归咎于国务院宣布的这些数据。美国企业在华的大量并购行为也使中国大量民族品牌消灭，现在还存在着的中国著名的老民族品牌不多。由此“民族品牌”的并购变成一种非常敏感的神经。触及保护“民族品牌”敏感神经的外资

[82]余大伟. 并购中须谨慎保护品牌. 2010 年 04 月 23 日
http://www.legaldaily.com.cn/index/content/2010-04/23/content_2122901.htm?node=23208

, 尤其是美国收购容易引起大众强烈反对并引发“国家安全”或者“经济安全”的审查。可口可乐收购汇源、吉列收购南孚电池等案例都曾陷入踩到“民族品牌”敏感神经的巨大危险。

4.5 美国企业并购中国企业常犯的失误

美国企业进行中国并购常犯的失误主要在于轻视外部因素及企业文化整合两个方面。

首先，美国企业往往轻视及低估收购的外部因素对收购的影响。其一，最常见的低估因素为社会舆论及“民族品牌”的概念对收购活动的负面影响。如前面所提，中国社会具有的“民族品牌”特殊概念会给企业带来巨大的危险，任何进行中国企业并购但轻视“民族品牌”的美国企业都难以使并购成功。以可口可乐收购汇源的负面影响为例，汇源为中国著名的民族品牌，而此次收购失败的主要原因之一为人民强烈反对此次交易，给中国领导者施加巨大压力。哪怕可口可乐完成此次收购，人民“绝不再喝汇源”的抵制可口可乐运动仍然会使此次收购失败。其二，忽略一大部分既得利益者。一项收购活动不仅仅涉及到目标企业的股东或所有者，也关系到政府官员、同行企业、目标企业各层员工。每一项收购都有政治因素的存在，考虑到此因素会使收购成功（如吉列收购南孚电池），忽略或轻视导致收购失败（如可口可乐收购汇源）。在以关系为主的中国商业社会，同行企业已有的关系网是个非常巨大的有利条件，同行企业可以通过已有的广泛关系网来影响政府或媒体，使收购失败。至于目标企业各层员工，即便公司禁止员工对外谈及收购，只要企业员工对收购有所不满，媒体肯定会发现，而媒体负面报道容易煽动社会反收购

情绪。其三，“沾光”之风险。美国企业进行中国收购很容易引起媒体及社会的关注，因此总会有人想把自己和此种收购联系起来，快速提高自己的声望，如李肃及其和君创业咨询公司干涉可口可乐收购汇源。 这种现象的风险不仅限于美国企业进行中国收购，中国企业收购美国企业时,美方也需要考虑到这种风险，如腾中收购悍马。

其次，并购完成之后，美方进行企业整合往往也会出不少失误。 其一，消灭被收购方的品牌。一般而言，中国企业收购美国企业之所以保留所收购的品牌，是因为中国企业进行美国收购的主要原因之一是为了获得著名的国际品牌，利用美国方的知名度来提升自己在国际市场的知名度。但美国企业进行中国收购时，美方的知名度往往比中方高，因此美方会以自有品牌来取代中方品牌，从而使中方品牌消灭。但这么做很容易引起社会的反感及愤怒，尤其是被收购方为著名的民族品牌。美国百事可乐深知这种道理，在取消中国民族品牌天府可乐之后，引起了社会反感，并且不少人是凭借此案例而反对可口可乐收购汇源。其二，美国与中国文化之间存着巨大的差异，两者各自企业文化自然而然也会有一样大乃至更大的差异，但美国企业往往是轻视甚至忽视该差异。有些美国企业以为因为自己的国际经验更丰富或技术更先进，而企业的经营效率则会比中国收购方更高，为此在就被收购中国企业进行不少改变，任命自己的人接替已有的管理层。但有时美国经营手段不合适中国，效率很低，而且员工不能忍受管理层变动的冲击，导致企业业绩恶化。譬如，美国 AB 集团收购哈尔滨啤酒。AB 集团对哈啤高管实施大换血，并力图变更哈啤的原有营销模式，因而产生了不少负面影响，如引起了老员工的抵制。另外，

还有美国企业忘掉中国两个本土企业间总会有企业文化差异。虽然两个企业位于同一国家，甚至位于同一城市，但企业文化总会有所不同。艾默生收购安圣电气后，未注意到该差异，融合了安圣与其已有设在中国的另外几家企业。但安圣与其余企业间的企业文化有着天壤之别，导致严重文化摩擦以及大量人才流失。

另外，虽然面临大量挑战及巨大的风险，绝大多数的美国企业仍然向中国目标企业进行全资收购。必须承认的是,有时美国方不得不使用全资收购的方式，但全资收购与一些过程颇为漫长的手段相比，在各个方面的内在风险更大。全资收购更容易引起社会、媒体及政府的密切关注。可口可乐收购汇源与吉列收购南孚电池相比，可口可乐收购汇源引起了极大的社会及媒体关注的原因之一为该次交易是全资收购。吉列收购南孚没有受到社会及媒体密切关注的原因之一是摩根士丹利经过漫长的过程来积累南孚大部分的股份。

4.6 案例分析

4.6.1 可口可乐收购汇源

（一）可口可乐公司简介

可口可乐公司(Coca-Cola Company)成立于 1892 年，总部设在美国乔亚州亚特兰大，是全球最大的饮料公司，也是美国最有名的品牌之一。可口可乐拥有全球 48%市场占有率以及全球前三大饮料的二项(可口可乐排名第一，百事可乐第二，低热量可口可乐第三)，可口可乐在 200 个国家拥有 160 种饮料品牌，包括汽水、运动饮料、乳类饮品、果汁、茶和咖啡，亦是全球最大的果汁饮料经销商(包括 Minute Maid 品牌)，在美国排名第一的可口可乐为其取得超过 40%的市场占有率。

早在20世纪初“可口可乐”就已进入中国 。1927年“可口可乐”在上海及天津设厂生产，稍后更在青岛及广州生产。1933年，在上海的可口可乐生产厂是美国以外最大的“可口可乐”厂，在1948年，更是美国境外第一家年产量超过一百万箱的工厂。1979年可口可乐重返中国，至今已在中国投资达11亿美元。经过十几年的发展，可口可乐公司已经在中国建立了23家罐装饮料厂，形成了辐射全国的生产基地和销售网，年销售额近百亿元。在近日公布的“1999年全国城市消费者调查”中，可口可乐在同类产品中又一次高居榜首，一举夺得市场占有率、最佳品牌以及知名度三项桂冠。

如今，当可口可乐以及百事可乐在中国市场已具有相当影响力时，却又感受到近几年中国饮料企业强烈的竞争压力。主要原因是中国的饮料工业企业生产的具有民族特色的品牌已经经过自强不息的努力，成长壮大起来了。例如中国饮料十强中的健力宝、娃哈哈、椰树、乐百氏、露露等都是获得中国驰名商标称号的中国民族饮料工业的代表。在中国民族饮料工业的压力下，可口可乐公司营销策略开始改变并开始了它在中国市场走向本土化的进程。

可口可乐在2000年进入中国果汁市场。从2001至2002年，其专门针对亚洲市场研发出了一种富有特色的果汁饮料“酷儿”，但2007年从终端全面退出了。2004年，为了加强其市场地位，可口可乐在华推出了其在全球市场上驰名果汁饮

料品牌“美汁源果粒橙”(Minute Maid)。但欧睿国际信息咨询公司数据显示，美汁源果粒橙的销量始终未能赶超其竞争对手[83]。

（二）汇源公司简介

北京汇源饮料食品集团有限公司（以下简称汇源）成立于 1992 年，是主营果、蔬汁及果、蔬汁饮料的大型现代化企业集团。成立之后，汇源快速发展成中国果汁行业第一品牌。被评为“中国驰名商标”，汇源产品被授予“中国名牌产品”称号和“产品质量国家免检资格”。据权威调查机构 AC 尼尔森最新公布的数据，汇源 100％果汁占据了纯果汁 46％的市场份额，中高浓度果汁占据 39.8％的市场份额。汇源集团累计研发和生产了 500 多种饮料食品。汇源集团在全国各地创建了 30 多家现代化工厂，链结了 400 多万亩名特优水果、无公害水果、A 级绿色水果生产基地和标准化示范果园；建立了遍布全国的营销服务网络，构建了一个庞大的水果产业化经营体系。同时，浓缩汁、水果原浆和果汁产品已在美国、日本、澳大利亚等 30 多个国家和地区出售。2007 年 2 月 23 日，中国汇源果汁集团有限公司股票在香港联交所上市，公开认购部分共获得超额认购 937 倍，上市当日股价上涨 66％。2007 年 12 月 31 日，汇源净资产未 46.6 亿元（折合港元 52.67 亿港元）。汇源 2007 年的净利润为 6.4 亿元。

（三）交易背景

[83]张广荣. 中国企业海外投资.《中国并购报告 2009 年》.中国金融出版社.2009 年 5 月.64 页.

2008 年 9 月 3 日 汇源发布公告称，由荷银融资亚洲有限公司代表可口可乐公司全资附属公司 Atlantic Industries（以下简称可口可乐）以约 179.2 亿港元收购汇源股本中的全部已发行股份、全部未行使可换股债券及注销汇源全部未行使购股权，可口可乐提出的每股现金作价为 12.2 港元。根据规定，如果此次交易完成，汇源果汁将成为可口可乐的全资附属公司，并将撤销汇源股份的上市地位。公告也称，如果收购建议完成，可口可乐公司有意让汇源继续经营其现有业务，并作出重大承诺，依靠汇源的现有品牌及业务模式壮大业务、提高其固定资产的利用率，并为汇源雇员提供更多发展空间。汇源控股、达能及 Gourmet Grace 各自已向 Atlantic Industries 立即作出不可撤回承诺。根据承诺，汇源控股承诺于寄发综合文件后七天内就其持有的所有 610，000，000 股汇源股份(合共占汇源于最后交易日已发行股本约 41.53%)接纳股份收购建议。

但在 2009 年 3 月 18 日，中国商务部正式宣布根据中国新的《反垄断法》第三十条，禁止这次收购，使此收购成为本年代最有名的失败案例之一。

（四）导致收购失败的主要及次要因素

[1] 主要因素一：《反垄断法》及相关法律的限定

一、《反垄断法》简介

颁布于 2008 年 8 月 1 日的《反垄断法》的第二条规定“中华人民共和国境内经济活动中的垄断行为，适用本法；中华人民共和国境外的垄断行为，对境内市场竞争产生排除、限制影响的，适用本法”。垄断行为包括：“（一）经营者达成垄断协议；（二）经营者滥用市场支配地位；（三）具有或者可能具有排除、限制竞

争效果的经营者集中”。 经营者集中指：“（一）经营者合并；（二）经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；（三）经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响”。因此，外资并购则属于经营者集中行为。

根据《国务院关于经营者集中申报标准的规定》，凡是“参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 100 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币”，或是“参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 20 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币”的，就必需事先向商务部反垄断局进行申报， 未申报的不得实施集中。《反垄断法》第四条规定，经营者集中未达到以上规定的申报标准，但按照规定程序收集的事实和证据表明该经营者集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院商务主管部门应当依法进行调查。

《反垄断法》特意在第三十一条增加了进行国家安全审查的规定：“对外资并购境内企业或者以其他方式参与经营者集中，涉及国家安全的，除依照本法规定进行经营者集中审查外，还应当按照国家有关规定进行国家安全审查。”

根据商务部发布的《商务部主要职责内设机构和人员编制规定》，商务部负责统一受理并答复外国投资者并购境内企业申请。《反垄断法》第二十七条规定了商务部在审查经营者集中，应当考虑下列 6 个因素：“（一）参与集中的经营者在相关市场的市场份额及其对市场的控制力；（二）相关市场的市场集中度；（三）经

营者集中对市场进入、技术进步的影响；（四）经营者集中对消费者和其他有关经营者的影响；（五）经营者集中对国民经济发展的影响；（六）国务院反垄断执法机构认为应当考虑的影响市场竞争的其他因”。

反垄断审查的最长时间为 180 日，分为两个阶段进行：第一阶段为初步审查，期限为 30 日。作出不实施进一步审查的决定或者逾期未作出决定的，经营者可以集中。第二阶段为进一步审查阶段，最长期限为 150 日。应当自决定进一步审查之日起 90 日内审查完毕，情况特殊的，可以最多延长 60 日。第二阶段审查主要针对那些市场影响较大，并购交易额较高，但经过第一 阶段审查又不能完全确定是否影响市场竞争的并购案。商务部作出的审查结果主要有三种：一是批准并购，二是禁止并购，三是允许并购但附加相应（限制性）条件。至于豁免，条件是如果交易对竞争的有利影响明显大于不利影响，或者符合公共利益时，即使交易具有排除或者限制竞争作用，也可以作出对并购不予禁止的决定。

二、《反垄断法》及其相关法律不确定性

在 2009 年 3 月 18 日，中国商务部正式宣布根据中国当时新的《反垄断法》第三十条，禁止这次收购，使此收购成为迄今最有名的失败案例之一,并且是中国《反垄断法》自实施以来第一次没获通过的案例。商务部对此裁决解释道：“根据《反垄断法》第二十八条和第二十九条，商务部认为，此项经营者集中具有排除、限制竞争效果,将对中国果汁饮料市场有效竞争和果汁产业健康发展产生不利影响。鉴于参与集中的经营者没有提供充足的证据证明集中对竞争产生的有利影响明显大

于不利影响或者符合社会公共利益，在规定的时间内，可口可乐公司也没有提出可行的减少不利影响的解决方案，因此决定禁止此项经营者集中。”

但此次并购失败的真正原因并非如此简单，基本上可以归咎于《反垄断法》及其相关法律内在缺陷使得外部环境里多种本不会影响商务部的裁决因子能够影响商务部的裁决。《反垄断法》及其相关法律大体上有两个主要问题：《反垄断法》及《国务院关于经营者集中申报标准的规定》规定哪些并购案应该向商务部反垄断局进行申报，但并没有明确，商务部将在什么情况下通过此项并购；加之，《反垄断法》第二十七条规定了商务部在审查的时候必需考虑六个因素，但并没有具体的指标或者量化的标准。这使得审批面临的不确定性增加，因而公司几乎不可能根据《反垄断法》及其相关法律设定的标准预测一起并购案的最后结果。

导致跨国并购问题的法律漏洞并不仅限于《反垄断法》，商务部 2008 年腐败窝案之所以发生，是由于中国外资并购境内企业的相关法律不健全并有很多模糊的地方，需要官方来解释。人不是机器人，人无法保障脑子里的东西没有受到某种因素的直接或潜移默化的影响，因此人的解释、意见等都至少有一小部分是主观的。如此，任何依赖人来解释的东西均有主观的侧面，解释在一定程度上受到了外部环境的影响。由此观之，商务部做决定时，受到外部环境及外部因素（如媒体炒作、社会舆论等）的影响的可能性极大。这也已经得到了商界广泛的认可。不少商界人士都已承认，可口可乐收购汇源不会构成市场垄断，根据饮料市场调查公司英国加纳地亚公司 2008 年中国饮料市场年报显示，可口可乐与汇源合并后所占的市场份

额低于 20%[84]。但即便可口可乐收购汇源会构成垄断，我们仍然知道中国《反垄断法》及相关的商务部反垄断审查存在漏洞，即上文已提的否决可口可乐收购汇源之前，民族品牌保护方面的舆论压力及商务部腐败窝案导致商务部对此收购案内部意见存在分歧，并由于该因素的影响，商务部就对是否核准此次收购案有所“顾忌”[85]。

《反垄断法》中导致此项收购失败的漏洞诸多，本文根本无法指出每一个漏洞，在此，笔者仅举一个典型的例子，即审查并购时候，“相关市场”未确定。《反垄断法》第二十七条规定了商务部在审查经营者集中应当考虑 6 个因素：其中第一和第二个为“参与集中的经营者在相关市场的市场份额及其对市场的控制力；相关市场的市场集中度”。中国《反垄断法》第十二条将“相关市场”界定为“经营者在一定时期内就特定商品或者服务（以下统称商品）进行竞争的商品范围和地域范围”。

但即使使用《反垄断法》对“相关市场”提出界定，还不知 “相关市场”是碳酸软饮料还是果蔬汁市场？或者应该将软饮料和果汁视为同一相关市场？

上述已提，可口可乐公司在中国的主要商品范围是碳酸饮料，其在华的果蔬饮料份额极少。根据 AC 尼尔森的调查数据，2007 年,汇源在国内 100%果汁市场及中浓度果汁市场占有率分别达 42.6%[86]和 39.6%[87]。但欧睿国际信息咨询公司调查数据显示

[84]于兵兵. 汇源收购案被否凸现中国反垄断审查三个新动向. 2011 年 2 月 2 日. http://finance.stockstar.com/JL2009032500001703.shtml

[85]商务部因郭京毅案对审核汇源收购案有“顾忌”. 2011 年 12 月 1 日 http://forex.hexun.com/2009-03-05/115281234.html

[86] 张广荣. 中国企业海外投资.《中国并购报告 2009 年》.中国金融出版社.2009 年 5 月.65 页.

，汇源在中国更广泛的果汁市场占 10.3%的市场份额。如果“相当市场”作为更广泛的果汁市场或碳酸饮料和果汁属于同一相关市场，则不存在垄断问题。但如果“相当市场”为 100%果汁市场则结果不同。

如此可见，由于法律不健全，法律所用的像“相关市场”的不少关键词的定义相当模糊，而只得靠官方来解释。这样导致不该影响最后结果的外来因素具备了很大的影响力。

[2] 主要因素二： 国内同行反对

在商务部反垄断的审查中，相关行业的意见起到很大的作用，尤其在第二个阶段。以英博公司并购百威母公司 AB 公司一案为例。在审查英博公司收购 AB 公司案时，商务部曾多次召开座谈会、研讨会和听证会，征求政府有关部门、相关地方政府、啤酒行业协会、国内主要啤酒厂商、啤酒原料生产企业以及啤酒产品销售商的意见和建议[88]。

2008 年 9 月 8 日，李肃与牵手果汁的四位高层在北京商议了“共同反对可口可乐并购汇源”的工作原则，由其组织的国内多家果汁企业联名上书,要求商务部就此项收购召开听证会。12 月 26 日,行业听证会召开，受邀单位包括顺鑫农业、华邦、农夫山泉等，以及业内人士。据此次听证会的相关报道[89]，“品牌中国产业

[87] 于兵兵. 汇源收购案被否凸现中国反垄断审查三个新动向. 2011 年 2 月 2 日. http://finance.stockstar.com/JL2009032500001703.shtml

[88]可口可乐并购汇源案反垄断审查进入第二阶段. 2011 年 1 月 21 日. http://finance.sina.com.cn/chanjing/b/20090106/03075718770.shtml

[89]谢鹏、余力. 可口可乐收购汇源被否的幕后博弈. 2011 年 05 月 05 日. http://nf.nfdaily.cn/nanfangdaily/nfzm/200903260129.asp

联盟主席艾丰在研讨会上讲述的关于当年天府可乐和百事可乐合资被最终干掉的惨烈故事，让与会者群情激奋，反对意见空前统一”。

9 月中旬，李肃与牵手果汁提出“以牵手为首的国内饮料企业将向商务部递交三个替代方案”。这三个据说是为了“避免品牌流失”及“市场垄断出现”的替代方案是： 一是由国内企业竞标吞掉汇源；二是中国企业成立一个基金，大家拿钱来共同购买；三是由可口可乐购买，但只允许拿走销售网络和设备，把品牌还给中国。

在很这种情况下，中国国内同行反对是不可避免的，但这次反对为何能使此次收购失败呢？主要有两个原因：（1） 在商务部反垄断的审查， 相关行业的意见起到很大的作用，尤其在第二个阶段。从上文提出的英博并购 AB 公司案例可见，同行企业的意见很容易对商务部起有很大的影响，因此如果同行企业都主张禁止此次收购，收购成功几率大大降低。（2）由于同行企业一般具有丰富的资源（包括财务资源、关系资源等），为了图自己的利益，实行“收购破坏”措施，如游说政府、引起公众反对等。

[3] 主要因素三： 生不逢时

可口可乐宣布收购汇源一日前，9 月 2 日中国媒体开始广泛报道 2008 年 8 月 13 日商务部条法司巡视员郭京毅因[90]涉嫌受贿而被中纪委“双规”。9 月 26 日，前

[90] 1998 年至 2007 年间，郭京毅曾任原外经贸部条约法律司投资法律处处长、原外经贸部及商务部条约法律司副司长、以及商务部反垄断调查办公室副主任等职务

任商务部外资司副司长邓湛[91]被直接逮捕。随后，商务部条法司行政法律处处长、工商总局外商投资企业注册局副局长相继被拘。

郭京毅担任商务部条法司正司级巡视员，地位仅次于司长，而且郭京毅是商务部条法司司长和当时即将成立的反垄断局局长的有力竞争人选之一。更重要的是，他是外资并购法规的重要起草者和解释者。郭京毅曾参与出台和修订了一系列重要投资法律，如《关于外国投资者并购境内企业的规定》、《关于外商投资的公司审批登记管理法律适用若干问题的执行意见》等。2003 年之后，外商投资审批的法律意见基本由郭京毅给出或审批，由于郭长期把持这个领域，他的一句话往往能决定项目生死，并且他同伙，邓湛在任外资司司长期间， 同样在所辖行业拥有“生杀予夺”的话语权。被捕之前，郭京毅为了牟取暴利而替不少外国企业说话，因而使不少中国民族品牌流失。譬如，法国 SEB 集团入主苏泊尔，郭京毅说的“一口锅影响不了国家安全”一句话使这笔交易获得批准。

此腐败窝案曝光之后，激发了公众对商务部的激烈批评，人们将郭京毅等人的行为说成“卖国主义，”并据一个报道，“认为这些法律漏洞与目前国外热钱轻松进入，或者变相进入敏感部门，从而威胁到中国的国家经济安全存在因果关系[92]”。商务部国际贸易经济合作研究院副研究员梅新育表示， 大家都说商务部是“欧

[91] 邓湛已经退休一年商务部外资司副司长，时任商务部下属的中国外商投资企业协会副会长
[92]李肃：我为什么反对可口可乐收购汇源. 2010 年 12 月 12 日.
http://mnc.people.com.cn/GB/8096959.html

美驻北京办事处[93]”。社会舆论的反对声说明商务部已经失去了公众的信任，使商务部对汇源案的态度变得小心谨慎。

由于此腐败案曝光在可口可乐宣布收购汇源的前一日，很多人将商务部对此收购的裁决视为商务部是否腐败的标志。处于如此尴尬的窘境，别说不加很多限制性条件而核准此次收购，即便附加极多限制性条件的核准也很难成功。很多媒体机构都报道，否决可口可乐收购汇源之前，商务部对这一收购案内部意见也存在分歧，分歧归咎于两个因素，即巨大的民族品牌保护方面的舆论压力； 牵扯郭京毅、邓湛等人的商务部腐败窝案。受该因素的影响，商务部就是否核准此次收购案有所“顾忌”[94]。

[4] 主要因素四： 民族情绪及媒体炒作

由于此次收购涉及著名的民族品牌、著名的美国老牌企业、此次收购作为当时最大的外资入华并购交易、媒体对此案表现出空前的关注及上文已提到的“生不逢时”等原因，其引起了全球尤其是中国人民的特别关注，并马上被称为“卖国主义”而**引起了大量中国人的激烈反对。**《环球企业家》报道“并购之初有 8 成网民表示反对[95]”，并截至 2008 年 10 月 17 日，在新浪网进的网友调查中，共计

[93] 狙击可口可乐：多因素角力决定并购汇源被否. 2011 年 1 月 1 日. http://finance.sina.com.cn/chanjing/sdbd/20090407/19126072744.shtml
[94]商务部因郭京毅案对审核汇源收购案有“顾忌”. 2011 年 12 月 1 日 http://forex.hexun.com/2009-03-05/115281234.html
[95]狙击可口可乐：多因素角力决定并购汇源被否. 2011 年 1 月 1 日. http://finance.sina.com.cn/chanjing/sdbd/20090407/19126072744.shtml

518988 人参与了投票，其中高达 78.32%的网友认为，“这项收购涉嫌外资消灭民族支柱企业[96]”。

一个自称“大学生关注可口可乐小组”调查了可口可乐违反中国劳动合同法、实行“血汗工资制”和非法使用派遣工的大量事实，并联合和君创业一起写了一封公开信给商务部及中央领导，敦促商务部禁止此次收购。 这些有关可口可乐的负面新闻,在并购被否决前，一度占据了部分主流网站的重要位置。

商务部国际贸易经济合作研究院副研究员梅新育对此事表示，“这件事引起这么大争议，说明商务部在处理外资问题上已经失去了民众的信任。” 他也提到，有一段时间，大家都说商务部是“欧美驻北京办事处”，这在上层领导那里也很有意见[97]。

[5] 主要因素五： 李肃以干涉此项收购来提高名声

一、李肃干涉简介及其使用的手段说明

由于外资收购在媒体和社会受到的关注，有时有人以提高自己的名声而介入收购过程。和君创业总裁李肃正是这种人，作为在反对可口可乐并购汇源的阵营里的急先锋之一，李肃适用一个“四角叉镖”来攻击可口可乐：媒体、同行企业、大众、政府。

1）媒体炒作

[96]商战：请别以民族的名义.2011 年 1 月 21 日.
http://info.it.hc360.com/2008/10/221459251006.shtml
[97]狙击可口可乐：多因素角力决定并购汇源被否. 2011 年 1 月 1 日.
http://finance.sina.com.cn/chanjing/sdbd/20090407/19126072744.shtml

作为一家咨询公司的总裁的李肃深知，媒体尤其是媒体炒作影响社会舆论及人们的看法的重要性。 不少关于关可口可乐的负面新闻直接或间接来自于李肃，而媒体报道此事时，承认他作为“很多新闻事件相关的另一主角[98]”。比如，可口可乐宣布要收购汇源的五天后，“可口可乐打压舆论”的消息开始充斥坊间。和君创业的李肃雇佣可口可乐的一个法律顾问钱卫清并安排他在 9 月 5 日参加一家门户网站的访谈，访谈相关的媒体报道称为“专家称可口可乐收购汇源在华已构成垄断[99]”。根据媒体报道，在此访谈中钱卫清表示，无论是从民意还是从《反垄断法》角度都“不看好这次收购”，“民意有民族感情在里面，如果反对声音过大，会直接或间接影响到有关部门的决策”，所以要想“顺利通过商务部的审查难度很大”。此后，可口可乐要求钱卫清撤回上述言论及不再对此事发表评论。随后和君创业此时也进入了媒体的视野，李肃证明，钱卫清律师同是该公司的法律顾问，“封口门”事件后，和君创业收到钱卫清与其解除合作关系的要求，称今后不再参与任何涉及可口可乐公司垄断式并购与保护国家经济安全的相关公益活动。随后，李肃在媒体当中把这事闹得一团糟，称可口可乐在操纵舆论、打压舆论，而且给可口可乐发送三封律师函，要求可口可乐恢复钱卫清的访谈记录。 随后，媒体报道的“国内企业欲联名上书反对可口可乐收购汇源”、“大学生关注可口可乐小组”、“天府可乐就是汇源的前车之鉴”等消息都直接来自李肃。

[98]陈天晗. 民族品牌十字路口：可口可乐购汇源案乱局. 2011 年 2 月 2 日. http://news.sohu.com/20081108/n260510221.shtml
[99]专家称可口可乐收购汇源在华已构成垄断. 2010 年 11 月 01 日. http://finance.sina.com.cn/chanjing/b/20080905/16265277532.shtml

随之，李肃和和君的胆子变得更大，两者发出声明：“和君创业对抗可口可乐，拟集资 180 亿竞购汇源”。从媒体关注度的操作层面来讲，这种强烈的戏剧性提议果然起到了良好的效果。

2)有关牵手果汁

李肃知道同行企业的意见在商务部的反垄断的审查起很大的作用，加之李肃也能通过联手汇源的同行企业而图些具体利益。和君创业咨询公司听说汇源的竞争对手牵手果汁也想反对此次并购，李肃知道这将会是个重要筹码。于是，他邀请了牵手果汁及其母公司的顺鑫农业股份有限公司的几位高管商讨此事。 李肃说“我们商量好，牵手先发声明反对，然后我们支持；我们去买了他们 100 股股票，作为小股东反对。”随后，上文提到的“国内多家果汁企业联名上书”、 “品牌中国产业联盟主席艾丰在研讨会上讲述的关于当年天府可乐和百事可乐合资被最终干掉的惨烈故事，让与会者群情激奋，反对意见空前统一”、“以牵手为首的国内饮料企业将向商务部递交三个替代方案”等都是李肃指导的。

但过一段时间后，由于李肃在没有征得董事会同意、甚至在没有知会董事会的情况下就以顺鑫农业的名义发布消息，牵手折断与李肃的关系。牵手果汁一位高管则对《环球企业家》表示，“从行业的角度来说，我们毫无疑问是反对的。但是后来领导说了不要介入，这是市场行为，我们就没再介入。”据说曾与李联手反对并购的顺鑫农业股份有限公司董事长李维昌，如今甚至否认自己见过李肃这个人，“我们跟他没有任何关系”，他对《环球企业家》说。牵手果汁的那位高管给出的理

由是，“我跟他接触过，他就是唯恐天下不乱的人，乱了他才好搞咨询呢！[100]”对于此事，李肃称，原因在于牵手受到了对手的威胁，同时也被官员劝阻过。

李肃透露，他还去找过娃哈哈集团公司董事长兼总经理宗庆后，假若李肃买了汇源娃哈哈愿意帮他托管。据李肃所言，此计划获得宗庆后的同意，但宗庆后并没有承认此事，宗庆后虽证实他见过李肃及知道牵手和李肃的事情，但他也表示对此关注非常有限。对于李肃与牵手的事，宗庆后说，“牵手是因为小，被汇源搞的活不下去了了才跟李肃整事[101]。”

总体而言，李肃恳请顺鑫农业、娃哈哈等同行企业作他伙伴并且冒未得同意而以顺鑫农业的名义发布消息的险确实有很好的理由，即如此莫名其妙李肃及其和君创业咨询公司基本上毫无知名度，以自己抑或和君的名义发布消息，肯定没有人会理，只要借用具有一定的知名度并规模较大的顺鑫农业等企业名义才能唤起商务部及国人足够的关注。

3）有关大学生关注可口可乐小组

李肃知道，官方做决定时，公众舆论是最具有影响力的因素之一。因此除了媒体炒作，他还利用一些社会小组来呼吁政府禁止此项收购。比如，“大学生关注可口可乐小组”事件。 大学生关注可口可乐非法用工小组成员杨郑君说，该大学生小组给商务部写过敦促商务部禁止可口可乐并购汇源的公开信后，李肃找到他们，称可以通过相关渠道递交给中央领导，双方于是合作。因此，李肃联合此大学

[100]狙击可口可乐：多因素角力决定并购汇源被否. 2011 年 1 月 1 日. http://finance.sina.com.cn/chanjing/sdbd/20090407/19126072744.shtml
[101]狙击可口可乐：多因素角力决定并购汇源被否. 2011 年 1 月 1 日. http://finance.sina.com.cn/chanjing/sdbd/20090407/19126072744.shtml

生小组并他们一起拟定了一封诉求禁止可口可乐并购汇源的信给中央领导。杨郑君也透露，“他们（李肃及和君创业咨询公司）写信后，我们看了，并做了一些修改，信后附了我们的调查报告。这事以他们为主，一开始他们希望以我们为主，但我们没同意，他们的利益关系更大[102]。”

4)具有政府内部支持者：李德水

李肃破坏此次收购使用的“四角叉镖”的第四个“角叉”是找一个具有影响力的政府官员来支持他，做他的靠山。李肃去找前任国家统计局局长及现任第十一届全国政协经济委员会副主任李德水，并将与大学生关注可口可乐非法用工小组一起写的那封信交给了他。李肃透露，“他（李德水）同意我们的观点，并且在 2009 年两会上帮我们把这封信递给了高层。”

被称为国家经济安全之父[103]的李德水，2006 年在全国两会上，呼吁国家经济安全，称外资“斩首并购”“如果听凭发展，将十分危险[104]，”并认为中国应该借鉴美国的做法，尽快出台《反垄断法》，并成立类似美国的外商投资委员的专门机构，审查超过一定数额的并购项目。他赢得了代表们近十分钟的掌声，也引起了中央领导的重视。不到半年，《关于外国投资者并购境内企业的规定》就出台了。

二、李肃对此收购进行炒作的动因

[102]谢鹏、余力. 可口可乐收购汇源被否的幕后博弈. 2011 年 05 月 05 日.
http://nf.nfdaily.cn/nanfangdaily/nfzm/200903260129.asp
[103]谢鹏、余力. 可口可乐收购汇源被否的幕后博弈. 2011 年 05 月 05 日.
http://nf.nfdaily.cn/nanfangdaily/nfzm/200903260129.asp
[104]徐香梅. 国家统计局局长李德水预警：外资“斩首收购”威胁经济安全. 2011 年 1 月 16 日.
http://finance.stockstar.com/QJ2006031410161262.shtml

如上述所提，李肃热衷参与此次收购仅仅就是为了图自己的利益。李肃通过干涉此项并购主要能图财务和名誉两方面的利益 。对于财务利益而言，借用李肃自己的话，“实不相瞒，我当时还去找过宗庆后，我说宗总，我要去买了(汇源)你帮我托管怎么样？” 托管之后，他还准备与宗搞对赌协议。如果此次设想成功，李肃能获得非常大财务上的利益。除此之外，根据顺鑫农业股份有限公司董事长李维昌所说，“他（李肃）就是唯恐天下不乱的人，乱了他才好搞咨询呢”。挑起事端，大造声势，如果各方乱了阵脚，他就可以收取一定费用，并以咨询、发布会等方式让人“破财消灾”。至于名誉，即使反对此次收购没有实际利益，由此收购案他和他的咨询公司快速提高了自己的声望。

三、李肃炒作总结

2009 年 2 月 9 日 商务部外资管理司副司长林哲莹表示，可口可乐收购汇源面临三个困难，即媒体过度炒作对商务部行政形成干扰；仍需对收购对汇源民族品牌的后期影响做评估；需要从整个产业健康发展方面做评估。这三个困难都体现在李肃的“四角叉镖”。

其一，“媒体过度炒作对商务部行政形成干扰”。媒体过度炒作作为李肃攻击可口可乐最重要的武器之一，即大多数媒体报道的负面新闻都直接或间接来自于李肃。其二，“仍需就该收购对汇源民族品牌的后期影响做评估”。这句话里的关键词为“民族品牌”。尽管商务部进行的是“反垄断审查”好像与“汇源民族品牌的后期影响”毫无关系，但商务部并不能忽略社会舆论。李肃联合及鼓励社会小组并站在“爱国主义”的立场来煽动公众情绪，使公众反对此次收购。其三，“需要从

整个产业健康发展方面做评估”。就产业健康发展而言，最具有话语权显然是汇源的同行企业。李肃以牵手果汁等同行企业的名义向商务部要求禁止此次收购。其四，虽然林哲莹没有提到官方的看法，但对商务部而言，这可能是最具有影响力的因素之一。无论政府外的人是怎么想的，如果政府中央领导都已经被站在禁止此收购的立场上的其他官员说服了， 其他因素不用提，收购就完蛋了。

［6］次要因素一：金融危机及情况变化

一言以蔽之，金融危机的爆发及可口可乐进行此次收购面临的种种坎坷，使这笔交易之利大大下降，汇源吸引力下降，促使可口可乐改变主意。早在 2009 年 2 月 28 日，朱新礼证明了可口可乐高层对此收购已经发生分歧，说：“在现时环球金融危机的环境下，我问过可口可乐会不会动摇，可口可乐表示没有动摇，但是可口可乐董事会反对的声音越来越多[105]”。商务部否决此次收购时，可口可乐倒是没有反对商务部的裁决，并宣布中止对汇源的收购。很多人认为可口可乐的轻易放弃意味着，在内部反对力量的压力下，可口可乐或许是通过消极应对商务部的限制性条件来放弃收购。可口可乐放弃此次收购主要有下列三个原因：第一、交易价格溢价过高，随着经济衰落，交易条件越来越不利。 第二、商务部提出多项限制性条件，使得交易条件相比收购之初变化，此已被商务部发言人证实[106]。第三、中国国内针对交易的民族主义情绪，使得收购成功后汇源的品牌可能会遭遇抵制，比如不少中国消费者发誓如果此次收购成功他们“绝不再喝汇源”。对可口可乐而言，人

[105]谢鹏、余力. 可口可乐收购汇源被否的幕后博弈. 2011 年 05 月 05 日. http://nf.nfdaily.cn/nanfangdaily/nfzm/200903260129.asp

[106]谢鹏、余力. 可口可乐收购汇源被否的幕后博弈. 2011 年 05 月 05 日. http://nf.nfdaily.cn/nanfangdaily/nfzm/200903260129.asp

民情绪不仅仅关系到被收购后的汇源在华的生意，更重要的可口可乐在华的生意，如果因为此次收购而大量中国人就开始抵制可口可乐旗下所有的品牌的话,其受到的损失是不可想象的。

［7］次要因素二：中美关系

虽然无法明确中美两国之间的关系有没有影响此收购的最后结果。但笔者不得不承认此事的可能性。商界有专家说可能是商务部借此案对美国兴起的贸易保护主义的还击。在此之前奥巴马政府宣布 7，000 亿政府刺激计划的时候，美国国会通过了带有明显保护美国本国企业的计划条款，立即招来不少国家的反对。虽然商务部新闻发言人表示，商务部做出禁止收购的决定，既不受外部因素的干扰，也非保护主义，并本案的裁决与中国的外资政策无关。但是，我们还是无法排除此因素影响此收购结果的可能性。

（五）因素总结

全国工商联并购公会会长王巍则更鲜明地对《环球企业家》指出，“我认为是‘民粹主义绑架了这个事’，在现在的中国，这是一股非常危险的思潮，但这也是很正常的事。不能说不应该出现，而是出现之后你怎么抉择。” 一位接近商务部的人士对《环球企业家》表示，并购被否“还是多方因素角力的结果”，并不能公布禁止此项收购的详细理由，一是涉及商业机密，二是配套太少，公布有难度。

4.6.2 摩根士丹利和吉列与南孚电池

（一）摩根士丹利金融财团公司简介

摩根士丹利（以下简称“摩根”）前身为 JP 摩根中的投资部门，成立于 1935 年 9 月 5 日纽约， 是一家全球领先的国际性金融服务公司。 其业务范围涵盖投资银行、证券、投资管理以及财富管理。 公司在全球 37 个国家设有超过 1,200 家办事处，为企业、政府机关、事业机构和个人投资者提供服务。摩根是最早进入中国发展的国际投资银行之一。1995 年，摩根士丹利作为首家跨国银行入股中国国内合资投资银行，即中国国际金融有限公司[107]。根据摩根网站介绍[108]，其在亚太区主要从事投资银行业务，包括企业融资和协助客户通过发行股票和/或债券筹集资金、并购咨询及房地产金融服务；销售及买卖股票和债券；证券研究；直接投资部；私人财富管理；及资产管理。

（二）吉列公司简介

吉列公司（THE GILLETTE COMPANY，以下简称吉列）成立于 1901 年，是美国一百余年历史的老牌企业，总部位于波士顿，在剃须刀行业处于世界领先地位。提到“吉列”，人们就会想到世界上最好的剃具，但吉列公司不仅仅生产剃须产品，其主要营业范围可以分为五大种类：剃须产品、个人护理用品、金霸王电池（Duracell）、 口腔清洁卫生产品、 博朗电器 Braun（博朗产品分为六大类：电动剃须刀，女用剃毛器，美发产品，厨房小家电，蒸汽电熨斗，一秒体温计）。公司

[107]摩根士丹利. 摩根士丹利在中国. 2011 年 2 月 22 日.
http://www.morganstanleychina.com/about/china/index.html
[108] 摩根士丹利. 摩根士丹利业务简介. 2011 年 2 月 22 日.
http://www.morganstanleychina.com/about/business/index.html

有 34 个工厂在 15 个国家，及其业务遍及 200 多个国家和地区，并吉列有雇员 3.1 万人， 其中 72%在美国以外。吉列 2002 年净销售额达 84.53 亿美元，毛利为 49.42 亿美元。

吉列早在 1998 年就已经进入了中国市场，而其大多数产品的质量、信誉得到了广大中国消费者的认可。但吉列下属的金霸王电池虽是全球最大的电池生产商并在中国市场已有 5 年多的历史，却始终不得要领，市场份额不及南孚的十分之一。

（三）南孚公司简介

成立于 1988 年的福建南平南孚电池有限公司（以下简称南孚） 在全国电池生产行业可以说是首屈一指，其系国家 520 户重点企业，国家高新技术企业，福建省重点企业，是中国电池行业龙头企业，曾经作为中国最著名的民族品牌之一。

南孚的前身是 1954 年创建于福州的名不见经传的福州南平电池厂， 1958 年搬迁到南平市而改名为南平电池厂，专门生产农村日常急需的大号电池，当时靠借牌生产方式。 到上世纪 80 年代末期，时任厂长陈来茂又带领厂技术骨干考察了国内引进的日本富士、法国萨福特、日本东芝等公司的生产线。陈来茂到国内外考察时发现，融合着当时先进技术的碱性高能锌锰电池是未来市场的方向，但是需要引进的日本生产线高达 5000 万 人民币，但由于几年前多年来与南孚联营的两个厂家断绝与其的联营关系，只有 200 多万元固定资产、设备落后的南平电池厂几乎濒临倒闭，资金非常紧张。

为此，在于 1988 年，经过陈来茂的奔波争取，以及在当地政府的主导下， 南平电池厂与福建兴业银行（现兴业银行）、中国出口商品基地建设福建分公司（“

基地福建公司”）、香港华润集团百孚有限公司（ 百孚公司 ）合资组建了中国大陆电池行业内的第一家略带“外资色彩”的合资企业——福建南平南孚电池有限公司。合资后百孚公司拥有南孚电池 25%的股份，基地福建公司持股 20%，兴业银行持股 15%，而南平电池厂则以全部身家投入，占 40%股份。

1995 年 7 月，新的《商业银行法》规定商业银行不得向非银行金融机构和企业投资。因此，1998 年，南孚更换了第一个股东。持有的 15%南孚的股份的兴业银行将其所持有的股份以 2500 万的价格卖给了南孚全部职工出资组建的大丰电器有限公司。

此后几年间，南孚的硬件设备逐步完善，管理走上专业化，规模不断扩大，开始领跑国内电池行业，逐渐树立起了南孚的品牌地位，到 1998 年前后，南孚固定资 产已经高达 4 个亿。

到 2003 年，南孚电池已经占据了中国内地电池市场的半壁江山，总销量超过 7 亿只，产值 7 亿 6 千万元。南孚已成为中国第一、世界第五大碱性电池生产商。

（四）交易背景

90 年代末期，摩根与中国国际金融有限公司（以下简称中金）都看中南孚强大的品牌资源和发展潜力。两者正好很快赶上了一个好时机，即随着引进外资的新政策出台，90 年代末中国开始出现大规模引进外资热潮，并且 1999 年作为福建省南平市的重点国有企业，南孚被贯彻“国有资产从非竞争性领域退出”的市政府列入了国资退出的第一批企业名单中。同时，1999 年 9 月 8 日，在中国厦门举办的第三届投资贸易洽谈会上，南平市政府找来了中国国际金融有限公司，并经南平市

政府的极力撮合，中国国际金融有限公司联合美国摩根士丹利、荷兰国家投资银行、新加坡政府投资公司，加上南平电池厂、基地公司等几个中方股东，在香港组建中国电池有限公司，总股本 1 万股。 其中，新加坡政府投资公司投入 1000 万美元，摩根投入 400 万美元，荷兰国家投资银行与中金总共投入 100 多万，四家外国股东占中国电池合计 49%股份。中方股东以持有的南孚电池部分股权作为出资，占中国电池 51%股份，进而中国电池共获持有南孚电池 69%的股份。

可见，外方股东只要增加 2%的股份，就能以中国电池间接控股南孚。外放股东增加股权的机遇很快就来了，在 2000 年中国电池的中方股东之一的百孚公司因香港炒金失败而亏损几千万美元，为了偿还债务，将其持有的中国电池 2 0 %的股份转让给基地总公司的另外一个子公司，并将余下的股份卖给摩根，这 8 . 2 5 %的股份出让使中方股权失衡，如此中方已经失去中国电池的控股权。

2001 年，基地公司的子公司将其所持有的 20%中国电池股份以 7800 万元的价格转让给了富邦控股集团，而摩根以 1500 万美元（折合人民币 1.24 亿元）的价格再从富邦控股手中收购。2002 年，经摩根的辗转争取，南平地方政府亦将其持有的 20%中国电池股权以 1000 万美元的价格转让给外资股东。如此，经过数次的转让，中国电池的股份已经完全转移到了外资股东手中。

到 2003 年，中国电池的股份已经完全转移到了外资股东手中。中国电池公司大约拥有南孚 72%的股份。另外 28%的股份分别由南平国投、中国出口商品基地总公司、大丰电器公司持有。

成立中国电池的初衷应该是在2000年将南孚电池以红筹股形式在香港上市[109]。身为国际风险投资大鳄的摩根士丹利入股任何一家企业的理由就是为了利润，而像摩根的国外风险投资机构最常见的海外投资及并购动因是为了让未上市的中小企业上市，而股票升值时便抛售股份以赚取巨额利润。 但香港主板上市要求公司股东三年不发生大的变动，南孚上市计划因股权的频繁变动而无法取得在香港上市的资格。

因为中国电池还未上市，2003年8月11日，摩根、鼎晖投资、新加坡政府投资等外方公司以1亿美元的价格、净得利5800万美元将中国电池全部股权卖给了美国吉列公司。由于吉列旗下的“金霸王”电池在华并不吃香，远远不如南孚，因此吉列收购其在华最大的竞争对手，在华继续推广业绩不佳的金霸王既是不必要的也是不合理的，于是，吉列使金霸王退出中国。

随后，在２００５年，宝洁公司以５７０亿美元的价格并购吉列，如此南孚又成了宝洁公司的子公司。

（五）收购完成及成功的原因

[1]原因一：政府游说

第一、摩根如何说服本地政府？

摩根，一个被称为“血缘、智能和金钱”的公司，经过多年对国外资本的巧取豪夺，形成了一套经验，那就是通过与本地利益相结合，实现利益最大化。摩根常

[109]胡雄. 南孚电池蹊跷易主. 2011年2月21日.
http://www.wyzxsx.com/Article/Class4/200710/25392.html

用的一种利益结合方式为将自己的利益与本地政府官员的政绩相结合，让它们参与到利益分成中来，以利益为驱动，利用他们的本土影响力来推进事情的进展。

因此，摩根与中金一起找到当时南平市委某主要领导进行游说，1999 年承诺要为南孚拉到 5 亿的投资。这 5 亿的投资不仅仅是把自己的利益与当地社会、人员的利益相结合，更重要的是把自己的利益与当地政府领导利益相结合。这一巨额数字背后的另一个标签无疑是显赫的政绩。对官方而言，如此显赫的政绩可以使自己快速升级。当年南平市委那位力促南孚牵手摩根的领导已经因为显赫的政绩升为福建省主要领导。 因此着实让该领导动了心。狂轰乱炸的政府公关很快征服了该领导，他开始积极往返于南孚和福建省政府之间，极力敦促南孚进行合资。

除了摩根承诺拉到的 5 亿投资外，此次合资对本地政府还有另一个有利之处，通过此次合作南平市政府持有的南孚 20%股权的价值会大大上升。上述已提到，成立中国电池的初衷是 2000 年将南孚电池以红筹股形式在香港上市。

假如如愿以偿，中国电池能够上市，而南平市就将其持有的股份抛售则会赚取了巨额利润。既然中国电池没有上市，南平国有资产监督管理委员会主任黄书华透露，前几年南平市把自己持有的南孚 20%股权以 1000 万元卖给外方股东，相对于 20 年前的出资，他们的股权翻了好几番。黄主任也说，这个事情做得“很漂亮”，何况南孚被收购后，“为税收和就业做出的贡献一点都没少”。黄书华认为一个企业能做到这些就合格了。

第二、说服当地政府的好处

除了批准一项合资或并购之外，政府还能给外国企业提供其他帮助。90 年代末的南孚似乎并不需要资金注入。1999 年，南孚电池销售全线飘红，多家银行争相给南孚贷款，而公司该年 62%的资产负债率符合正常水平。但南孚电池是南平市和福建省的重点企业，多年来和地方政府接触密切，长期以来已经习惯了省市各级领导的发号司令。所以到 1 9 9 9 年，在中国厦门举办的第三届投资贸易洽谈会上，经南平市政府的极力撮合，南孚和它的领导人能做的只有服从，与摩根、中金等四家外国公司合资组建中国电池有限公司[110]。随后，经摩根的辗转争取，南平地方政府亦将其持有的 20%中国电池股权以 1000 万美元的价格转让给外资股东。经过数次的转让，中国电池的股份已经完全转移到了外资股东手中。由此可见，政府对此次收购的重要性。

[2] 原因二：避免引起社会关注

无论如何，如果此次收购引起公众强烈反对，说服政府会非常难。公众舆论和社会反感很容易使一项收购失败，比如中海油收购优尼科的失败案例。因此避免引起东道国国民的关注有时会非常重要，尤其是被收购方作为东道国的著名的民族品牌的收购案例。

[110] 调查过程中，《中国财富》发现，很多受访知情人的讲述都是以 1999 年为分界点的。他们无一例外地怀念那一年之前的南孚，而对之后的南孚抱以沉默。《中国财富》更是吃惊地发现，南孚当年是被迫合资的！

在这方面摩根及吉列非常成功。《中国财富》的一次调查发现[111]，当南孚被吉列收购已经过去 5 年的时间的时候，国内公众的知情率非常低，大部分中国消费者依然不知道南孚电池早已几易其主，还认为南孚是值得骄傲的民族品牌。

摩根和吉列怎么避免让中国社会知道此事呢？他们基本上采用过三种主要方式，即媒体控制、交易错综复杂、保持南孚原状。

一、媒体控制：

吉列不能完全不让中国每个媒体机构报道关于此次并购的新闻，但它还会对媒体报道有一个很大的影响。首先，2003 年，摩根与吉列公司的交易基本敲定之时，吉列曾专门召开会议，找到南平市政府及南孚各大股东，要求他们不得向记者透露任何消息。而相关国内人员也非常配合，一个市领导甚至为了躲避媒体，半个月没有回家。如此吉列使当地媒体收集关于此项并购的信息非常艰难，因而当地媒体即使想报道此事，连一篇短文都写不了。

其次，吉列凭南孚在本地的地位请求地方政府的说服媒体。 南平市经贸委的一位官员解释，“南孚电池一直是南平市的利税大户，它对南平市 GDP 的贡献举足轻重，比方说，南平市的每一元钱税收中南孚的份额就不少于 3 毛钱，甚至更多[112]。”由此可见，当地政府与南孚的利益紧密相结合，如果媒体报道使社会强烈反对，导致作为当地政府摇钱树的南孚受损，政府也会有不少的损失。 随后，经地方政府的说服，境内相关媒体放弃对此事的报道。《中国财富 福建》报道，《海峡

[111]胡雄. 南孚电池蹊跷易主. 2011 年 2 月 21 日. http://www.wyzxsx.com/Article/Class4/200710/25392.html

[112]张一. 南孚股变之惑. 2011 年 1 月 1 日. http://biz.cn.yahoo.com/050407/16/90dh.html

都市报》的一位记者称，福建省内各大媒体基本上没有报道过南孚并购的消息，因为一方面该事件实在太敏感，另一方面不排除政府下令禁止报道或者外国投资者进行媒体公关的可能。

二、交易错综复杂

上文已提到过，90 年代末期，摩根通过各种途径了解到南孚电池，看中南孚强大的品牌资源和发展潜力。但摩根深知，如果一家美国公司一下子给中国的著名民族品牌收购了，会立即遭到中国公众的强烈反对，因而放弃了以一己之力完成掌控南孚的想法。为了避免发生这么一个结局，其使用两种措施。首先，摩根利用中金公司充当自己的公关，便于避免引起中国人的关注。如此，由于中金中国企业的身份，摩根可以通过它进行谈判，甚至购买中国电池股份，而不会引起公众或媒体的关注。

其次，摩根通过一系列颇为复杂的股份转让逐渐地获得南孚的控制权。如上述所讲，此次收购全过程始终非常复杂。此项收购没有引起媒体及社会过度关注主要有下列原因：其一，在 1999 年组建中国电池公司时，中方持有中国电池 51％股份，加之中国电池持有南孚电池 69％的股份，所以当时从表面上来看，南孚并没有面临什么被外资收购危险。 其二，涉及著名的民族品牌很容易引起公众关注，但此项收购直接涉及到的是中国电池公司，而不是南孚电池，有利于隐藏着摩根真正的目标企业，即南孚电池。其三，美国企业收购中国民族企业确实很容易引起密切媒体及社会关注，但除了中国电池几个中国投资者外，还有四个外放股东，只有其中一个属于美国企业，其余都来自于其他国家。并且，组建中国电池时，摩根只

持有中国电池的13%股权。因此表面上来讲，这仅仅是一次多种国际企业在华的合资，因而能够避免以美国身份来进行收购带来的巨大媒体风险（如媒体或人们将并购来代表中美关系、“反美”派的媒体炒作等）。其四，涉及大笔资金的交易或全资收购由于相当罕见而容易引起媒体及社会关注，但由于小笔投资很普遍，很少会被人注意到。摩根花了从1999年到2003年四年的时间慢慢地将中国电池股份积累起来，使得摩根最后能够偷偷地获得南孚电池控股权，并且始终一直避免媒体及社会关注。其五，一般而言，会非常关注及反对美国企业收购中国品牌为普通老百姓。绝大多数普通老百姓根本没有商业学的背景，使得他们看懂这涉及高级金融概念的日渐混乱的股权变纠缠非常辛苦乃至根本无法懂得，因此会关注此并购的人数很少，引起的社会关注降低。其六，由于上述五个原因，主流媒体机构会关注该并购的观众只会占其所有观众的一小部分。若很少有人看，媒体报道该并购便失去很大的意义，因此摩根面临的媒体风险降得更低。

总体而言，由于交易过度复杂绝大多数民众都难以乃至无法看懂交易，而绝大多数能看懂此项错综复杂的交易还是难以甚至无法看清交易的真面目，预料其真实目的是美国收购中国著名民族品牌。

三、保持南孚原状

企业收购竞争对手后，通常会将对方完全融入自己，将对方品牌彻底消灭。但在跨国收购时，这会导致多种问题，其中一个是引起公众的强烈反对。并购前，吉列旗下的“金霸王”电池在华的市场份额不及南孚的十分之一。但并购后，吉列并没有消灭著名的南孚电池品牌，反而让金霸王退出中国。

吉列甚至对南孚国内经营没进行任何改变，甚至已经归于美国公司的南孚保持收购前的“民族力量”及“南孚电池，中国力量”著名的广告口号。因此，虽然南孚不再作为中国民族企业，中国客户却没有感知到。

[3] 原因三：吉列没有干涉南孚内部经营

在跨国并购全过程中，潜在风险最大的环节为企业整合，因此如果目标企业已经有良好的经营状况，何必对其进行整合？ 吉列深知这种道理，收购完成后，吉列并没有对南孚进行任何改变，保留其原有管理层及企业文化，并没有干涉南孚国内内部经营，吉列甚至使其旗下的著名金霸王电池品牌退出中国市场。因此，并购后南孚电池依旧保持着很高的销量和市场占有率，而且企业经营与收购前一样顺利。

另外，员工对自己新的主人似乎没有不满，反而由于工资待遇提高了员工的满意度也增加了。此项收购之所以能够达到如此理想的结果，是因为吉列已经掌握了中美跨国并购成功的两个基本原则：收购经营状况已经良好、内在问题很少、能够独立生存的海外目标企业；收购这种企业之后，就得尊重其独立性，不要干涉其内部经营，使得其能够保持顺利运营。

4.6.3 艾默生收购安圣电气

（一）安圣电气简介

深圳市安圣电气有限公司（简称安圣电气）前身为华为技术有限公司（以下简称华为）旗下最大的子公司。华为于 1988 年成立于中国深圳，是一家生产销售电信设备的员工持股的民营科技公司，总部位于广东省深圳市。华为作为一家电信网络解决方案供应商，其主要营业范围是交换，传输，无线和数据通信类电信产品，在电信领域为世界各地的客户提供网络设备、服务和解决方案，重点发展领域包括光网络、移动网络、固定网络和增值服务四大部分。2001 年销售额达 255 亿元。

1996 年，华为联合了国内数十个省市的电信管理局，共同出资成立了安圣电气公司， 注册资金 7 亿元，其大部分股权由各地电信局控制，华为仅由中高层管理员持有少量股份。公司于 1996 年开始以华为电气名义独立拓展中国电源市场。安圣为华为电源事业部，主要为华为技术提供配套电源。凭借华为强大的电信产品销售网络以及各地电信局的背景支持，安圣电气快速发展，即 1998 年，在整体通信电源市场和集中监控市场获占有率第一。2000 年成为中国通信电源业界的领头羊。通信电源产品进入全球 20 多个国家，模块电源在欧美市场获得规模突破，成为五大国际知名通信设备制造企业供应商。其 2001 年市场销售总额为 26.5 亿元，对华为利润贡献约 1.5 亿元，并其拥有 48 项国家专利。

（二）艾默生简介

艾默生电气公司 (Emerson Electric Company) 是一家多元化的全球制造和技术公司，成立于 1890 年，是美国一家有 100 多年的历史的老牌企业，总部位于美国密苏里州圣路易斯市。艾默生是全球最悠久的跨国电气公司之一，经营范围涉及网络能源、工业自动化、过程控制、器械和工具、气候调节技术的五大领域。艾默

生已超过 14.0 万雇员和大约 265 名世界各地的制造业。 艾默生以并购著称，在全世界拥有的 60 多个子公司中有 90%以上就是通过并购形式取得的。公司在 2001 年世界 500 强中排名第 323 位，它也是当时全球最大的网络能源产品供应商，2001 年财政年度网络能源销售额达 33 亿美元。

（三）交易背景

华为决定出售安圣电气绝非一时心血来潮，早在 2000 年 4 月，华为将华为电气更名为“深圳市安圣电气有限公司”之时，就已经为出售安圣电气做好了铺垫。随后，2000 年下半年，华为开始为安圣电气寻找新的“娘家”，先后接触诸如 POWERONE、艾默生之类的世界巨头，而艾默生与华为公司就收购安圣电气的谈判是从 2000 年下半年的时候开始的。2001 年 1 月，华为最终确定同美国老牌公司艾默生进行正式谈判。

双方的谈判可谓是一波未平一波又起，先是 2001 年 4 月，中美撞机事件使谈判一度搁置，随后的“9·11”事件、IT 和通讯行业滑坡、世界经济衰退也都影响着谈判的进展。为此，很多人认为这次收购可能会以失败告终。

2001 年 5 月 24 日，艾默生与华为正式签署并购协议，并将其更名为“深圳安圣电气有限公司”。同年 10 月 21 日艾默生正式宣布其从华为技术收购安圣电气的交接完毕。艾默生一次性出资约 7.5 亿美元现金收购华为持有的安圣电气 100％的股权，并承诺收购后将进一步加强安圣电气对中国客户的服务支持、技术支持和产品支持，承担深圳市安圣电气有限公司既有的债权债务。

2002 年 6 月 8 日，艾默生正式宣布，原深圳安圣电气有限公司更名为艾默生网络能源有限公司。更名后的的艾默生网络能源有限公司整合了安圣电气、艾默生原有从事网络能源的业务公司力博特（Liebert）、艾默生 ASCO、艾默生 Astec、艾默生工业自动化五大公司的资源和品牌，公司的整体品牌以艾默生网络能源（Emerson Network Power）的标志与公众见面。艾默生网络能源有限公司作为艾默生电气的子公司，成为其网络能源业务的全球研发、制造中心，在充分服务中国是擦痕国内的基础上，辐射全球。

随着收购安圣电气完成，自 2002 年，中国已成为艾默生仅次于美国的第二大市场。2008 年，艾默生网络能源有限公司仅在中国国内市场就实现销售收入超过 60 亿元。由此可见，新的艾默生网络能源及其前身的安圣电气成为中国国内的电源、电力电子技术的“黄埔军校”，引领着行业的技术进步和创新发展，国内相当大部分企业的核心研发人员都来自于该公司。

（四）并购成功的因素

[1] 成功因素一：安圣非常适合艾默生

选择一家适合己方的企业是一种理所当然的、最为简单的收购原则，其实越来越多的企业家由于想快速抓住“抄底”收购的机会或迫不及待进行收购等原因而彻底忘掉此原则。但具有丰富的网络能源企业收购经验的艾默生深知，选择一个满足你的条件、与自己“般配”的目标企业至关重要。对艾默生而言，安圣以下列原因而作为其目标企业最理想的选择。

其一，安圣作为一家发展势头良好的企业在中国网络能源市场具有较大的影响力。 安圣电气在国内通信及 IT 电源市场脱颖而出，在通信电源市场占有率接近 40%，在动力设备及环境临控系统的市场占有率则超过 50%，这恰与艾默生的核心业务相吻合。艾默生网络能源亚太区总裁 Ajeek K.Singh 证实这一点，“过去几年，艾默生一直非常重视通信电源（网络能源）这个市场，对中国市场的期望也很大，而安圣电气是中国市场中比较有影响力的一个［企业］[113]”。

其二，此次并购会产生协同效应。 艾默生公司在一份公开声明中称，收购安圣电气“将使得艾默生公司通过利用其在中国市场上的工程制造和销售资源大幅降低运营成本，并有助于公司的整个网络动力业务更好地服务于亚洲及其他市场[114]”。

其三，艾默生不仅仅是看好安圣在华网络能源市场占有的领先地位。艾默生公司首席执行官戴维在并购声明中曾明确表示，花 60 多亿元人民币买下安圣电气并不仅仅是看中其良好的赢利能力，更重要的是其在中国电信市场经过多年打拼积累下来的宝贵技术实力、生产能力、销售经验、在电力电子研究方面的人才资源及服务资源。以研究生、博士生为主，安圣电气研发队伍超过 600 人。

其四，虽然安圣作为华为的子公司，由于两者的核心发展方向不同，安圣于 1996 年开始以华为名义独立拓展中国电源市场，因此其独立性非常强，基本上可

[113]郭涛. 艾默生网络能源有限公司一“名”惊人. 2011 年 1 月 1 日. http://media.ccidnet.com/media/ciw/1126/a2501.htm

[114]唐亚明. 华为 7．5 亿美元转让安圣电气受让方为世界 500 强企业美国艾默生公司. 2011 年 1 月 21 日.http://pdf.sznews.com/gb/content/2001-10/23/content_284404.htm

以被看成一个独立公司。因此，安圣的核心利益（即巨大的市场份额、良好的发展势头等）都与华为无关，易主则对此核心利益的负面影响非常少。

[2] 成功因素二：收购各方都受益及都满意

收购案中一方得益，他方受损的情况为数不少，但艾默生对安圣的收购可谓各方受益。收购各方受益虽然难达到，但非常有助于顺利完成一项收购及收购之后的企业整合。上文已提及艾默生由此收购而得到的好处，下文指出华为及安圣得到的利益：

一、此次收购对华为有何好处：

华为出售安圣主要有两个原因：第一，集中核心业务。安圣电气常务副总裁付恒科表示，华为出售安圣电气的主要原因是出于华为整个发展战略考虑。华为必须转让和剥离所有与核心业务、主流设备不相干的产品线，把主要精力、资源从非核心业务抽出来放在自己核心领域，使华为在网络通信领域的竞争日益显现，特别是向数据通信、移动通信领域迈进。而安圣电气是以电力电子及其相关控制技术为基础的，与华为的核心发展方向不同，为了安圣电气的长远发展，应该把它卖出去。第二，筹资艰难。由于华为不是上市公司，无法通过证券市场获得融资，而其高发展速度在资金方面给企业带来很大的压力，出售非核心业务无疑是迅速缓解这一问题的一个不错的选择。

根据投资专家分析，安圣电气创建时注册资金为 7 亿元人民币，按照中国国内制造企业的惯例，其短期内股东权益应该在注册资金的 1.2 至 2 倍，即 8.5 至 14 亿元左右。将安圣电气 2000 年的主营收入与其相接近的大唐电信相比，可以推算

出安圣的股东权益应该在 10 至 15 亿元之间。按照这一估算，艾默生实际上是以 60 亿元人民币的现金买下了净资产（股东权益）在 10 到 15 亿元之间的安圣，其收购价格高于净资产 400％左右[115]。 由此可见，华为不仅仅是能出售安圣，集中其核心业务，更重要的是通过此次收购其能获得大量资金，因而满足筹资问题。

二、此次收购对安圣有何好处：

并购完成后，安圣电源业务会成为艾默生艾默生在华现有公司的核心业务，从而拥有了更充分的施展空间。 上文已提及，华为与安圣所从事的是两个不同的产品方向，即华为技术主要以电子信息领域的相关设备为主，而安圣电气以电源为主。虽然安圣在中国电源市场占有领先地位，由于其与华为核心发展方向不同，华为在一定程度上限制了安圣的进一步发展，但此次收购能保证安圣的顺利长远发展不受阻。

三、各方受益为何重要？

进行跨国收购时，收购各方都满意非常重要这一般有两个原因：首先，有利于避免媒体负面报道。可口可乐收购汇源失败案例及中海油收购优尼科失败案例都显示负面媒体报道对一次收购会有非常大的负面影响，甚至过多的负面媒体报道能使一项收购案彻底失败。最容易引起东道国媒体负面报道就是，目标企业因不满意而对媒体抱怨。假如收购各方都满意，一个负面媒体报道信息资源的来源则消失了。其次，一般在母公司出售子公司的情况下，没有人考虑到被收购方（子公司）有没有从此收购获得什么好处，仅仅想出售方及收购方的利益。被收购对目标公司总会

[115]全球并购研究中心.《中国十大并购》. 中国经济出版社. 2006 年 5 月. 154 页.

带来巨大的冲击，而如果收购没有给被收购方带来任何好处，这有损无益的交易肯定使被收购方的效率降低。但华为限制了安圣的进一步发展，因而此次收购能保证安圣的顺利长远发展不受阻。由此安圣管理层及员工会对艾默生持有良好的态度，而这好感有利于缓解因收购带来的冲击而产生的负面感情。

[3] 成功因素三：此次机会来得非常巧

俗语说，“来得早不如来得巧”，而此次收购机会来得非常巧。在 2000 年，艾默生的主要目的为进入中国网络能源市场，这由于两个原因：第一，艾默生的主要行业为全球电信行业，尤其是通信设备市场，而此市场从 2000 年开始萎缩。长途电话运营商、无线通讯公司等电信企业纷纷陷入困境，电信公司的资本开支在 2001 年下降了 25%，况且预计 2002 年还将进一步下降 20%。这种变化已经给朗讯和思科系统等设备公司带来沉重打击，而艾默生也无法保持其连续 43 年盈利的纪录，整体业务出现衰退迹象。在通信设备市场萎缩的情况下，向网络能源市场领域大举进展，是进行公司内部产业重组，克服衰退的重要一步。第二、2000 年，通过在北美、欧洲的一系列的收购计划，艾默生在全球网络能源领域占有领先地位。当时由于已经掌握了欧美市场，进入巨大的飞速发展的中国市场，自然成为艾默生网络能源扩张计划的下一步。 在 2000 年，进入中国网络能源市场不仅仅是其发展战略的自然的下一步，也非常有助于艾默生克服公司衰退。因此，艾默生就开始考虑及寻找进入中国的方式，并 2000 年正好也是华为开始为安圣电气寻找收购方的同一年。

[4] 成功因素四：艾默生尊重安圣的自主及判断能力

此次收购成功最主要原因之一是收购完成后， 艾默生有一套独特的企业文化融合计划，其重点在于尊重被并购企业的自主及判断能力，给予他们相当大程度的业务决策权。上文已提及，收购前，艾默生收购安圣主要动因和利益所在是安圣是一家经营好的、效率高的、发展势头良好的企业，并且安圣管理层一直具有很大的自主及判断能力，不需要母公司干涉其企业内部经营。面临这么一个情况， 很多企业家禁不住干涉被收购方的内部经营，实施一系列“改良”措施，但大多数时候，这只能产生不好的结局。所幸的是，由于艾默生在欧美市场进行的一系列并购，其深知，在这么一个情况下，不干涉为好。为了表示对安圣的自主及判断能力的尊重，艾默生也没有对安圣的员工和管理程序方面作重大改变，大致维持安圣组织结构原来模式，并在并购完成后，艾默生在安圣一共只任命了一名 CEO 与两名财务人员。

（五）对艾默生公司整合的评价

收购完成后，艾默生初步计划无错，即尊重安圣企业文化、自主及判断能力。但过一段时间，艾默生采取一个错误的举动：进行公司融合。2002 年 6 月 8 日，艾默生正式宣布，原深圳安圣电气有限公司更名为艾默生网络能源有限公司。更名后的的艾默生网络能源有限公司（Emerson Network Power）整合了安圣电气、艾默生原有从事网络能源的业务公司力博特（Liebert）、艾默生 ASCO、艾默生 Astec、艾默生工业自动化五大公司的资源和品牌。

此次公司融合只有一个可赞成的方面，对客户、市场等公司内部人而言，艾默生逐渐地进行公司融合。虽然，艾默生在 2001 年已经宣布了对安圣进行收购，可艾默生等到 2002 年宣布要更名，艾默生产品部总监丁麒钢解释：“这是公司的一个战略部署。考虑到安圣毕竟是一个民族品牌，如果突然变成艾默生这样的国外品牌，用户可能一时无法接受。从去年 10 月到现在，经过半年多的调整，从股权变更，到机制变更，再到产品的变更，让用户慢慢适应，当他们发现这种变化不仅不会损害他们的利益，还能提供给他们更优质的产品时，也就自然而然接受了艾默生。事实也证明了这一点，来参加我们发布会的电信、金融等领域的客户有增无减[116]”。

虽然对用户和客户而言，公司整合的对他们的冲击不大，但对公司内部员工而言，此次整合对他们的冲击大到受不了，最终导致大量人才流失。 很多美国企业家，面临美国两个企业的整合，马上就会想到企业文化是否会导致问题，但同样的人，面临中国两个企业的整合，完全想不到两者企业文化的差异，以为因为两者都是中国企业，企业文化毫无差别。 由于此次整合涉及的每个子公司都位于中国，艾默生完全没有考虑到这些公司可能有不同的企业文化。让问题更严重的是，除了安圣之外，此次整合涉及的其余四个公司都是西方国家在华组建的企业，所以企业文化类似于西方国家企业文化，与此相反，作为中国民族品牌的安圣则保持一种非常“中国”的企业文化。一位艾默生员工对此问题说：“艾默生公司的企业文化以前是完全西方化的，讲究民主、平等，而他们（安圣电气）的管理方式粗暴得就象

[116]郭涛. 艾默生网络能源有限公司一“名”惊人. 2011 年 1 月 1 日. http://media.ccidnet.com/media/ciw/1126/a2501.htm

生产队，典型的等级制度那一套；同事之间说话也很不客气，上下级之间完全是命令式的，谁吃这一套啊？！[117]"还有一位老员工将安圣电气的新来者形容为像"狼"一样[118]。

除此企业文化冲突之外，由于安圣作为整合之后艾默生网络的核心部门，以及安圣传统业务占据了整个艾默生网络绝大多数的收益，因此安圣的管理层和员工占全公司总数的绝大多数。例如，在2002年，艾默生网络中国员工总数3000多人，原属于深圳安圣电气的人员就有近3000名，而原艾默生员工仅100余人[119]。至于艾默生网络的管理层，除总裁任锦汉等少数高层外，原安圣人员都几乎垄断了新公司的主要管理职位，因而实际控制权把持在安圣旧部手上。并且由于整合之前，总裁任锦汉任艾默生旗下美国雅达（音译）工厂的老板，并不十分熟悉中国内地市场，安圣原总裁及现任艾默生网络的副总裁付恒科才是公司真正的实权者。一位前力博特的员工对媒体称："我们公司彻底没有了，就剩安圣自己了，现在的状况不过是名字换了一下而已[120]"。

由于以上原因，新建的艾默生网络偏袒安圣企业文化和来自于安圣的员工，加上安圣与其余四家企业的企业文化有天壤之别，最后结果为企业在2002年年底遭遇了始料未及的大量人才流失，导致公司元气大伤。以力博特为例，一位力博特员工

[117]艾默生 vs 华为--谁并购了谁？. 2011 年 1 月 25 日. http://www.chinaccm.com/98/9802/980201/news/20030114/094202.asp
[118]艾默生 vs 华为--谁并购了谁？. 2011 年 1 月 25 日. http://www.chinaccm.com/98/9802/980201/news/20030114/094202.asp
[119]艾默生 vs 华为--谁并购了谁？. 2011 年 1 月 25 日. http://www.chinaccm.com/98/9802/980201/news/20030114/094202.asp
[120]艾默生 vs 华为--谁并购了谁？. 2011 年 1 月 25 日. http://www.chinaccm.com/98/9802/980201/news/20030114/094202.asp

向媒体透露，原力博特员工"最保守估计有85%"选择了辞职。他也提供了一张力博特全国各地办事处离职人员的清单，此清单显示，来自于力博特的员工的82％在2003年已经离开了艾默生网络，原83个员工中留住的仅有15个人[121]。

突然遭遇此大量人才流失之后，艾默生承认此次公司整合有错误。2002年5月30日，一封由艾默生亚太区人力资源总监瞿伟贤签名的挽救信寄到公司中高层员工。信中称："转型对我们每一个人无疑都是一种考验，在此过程中我们相互学习，尤其是如何在艾默生网络这个大家庭中共同工作。象很多如此大规模项目的运作一样，整合过程中出现错误在所难免。我们意识到错误已经发生，但是不可否认我们也有正确的地方。整个过程需要诸位的努力付出，耐心和尊重。安圣、力博特和香港总部的管理团队必须团结合作，相互谅解并尊重来自不同组织的企业文化差异。肯定各位能够给我们以慎重考虑和找出你们问题的合适的和最佳的解决方案。我们非常诚挚地希望诸位能够转到艾默生网络继续服务[122]”。 随后，艾默生网络急忙开始实行一系列减震措施，但这些措施效率很低。

虽然此次整合未实现理想的结局，所幸的是，新建的艾默生网络偏袒的是安圣的企业文化和员工，因而辞职的员工绝大多数都来自力博特、艾默生ASCO、艾默生Astec、艾默生工业自动化，否则假如绝大多数辞职的员工都为原安圣员工，艾默生网络就完蛋了。任锦汉谈及收购安圣时，证实这一点说，“在并购目标公司之前我们曾经做了很深入的调查，了解他们的管理文化，找出目标公司哪些是主要的骨

[121]艾默生 vs 华为--谁并购了谁？. 2011 年 1 月 25 日.
http://www.chinaccm.com/98/9802/980201/news/20030114/094202.asp
[122]艾默生 vs 华为--谁并购了谁？. 2011 年 1 月 25 日.
http://www.chinaccm.com/98/9802/980201/news/20030114/094202.asp

干员工，这些都是目标，在没有完成谈判协议之前，我们就要有整套的计划，如何保留这些人才。因为投入这么多资金去收购一家公司，如果主要骨干在收购之后都离开了，这家公司的价值可能就会大打折扣[123]”。以安圣企业文化为主的新建企业并没有让原安圣员工完全满意，安圣电气北京代表处首席代表汪彦文透露：以前养成的很多工作习惯，包括工作经验、对事情的认识、企业管理制度等方面都需要改变，因此安圣员工会有所不适。对于员工来说，逐步适应、接受和融合艾默生的管理体制和企业价值观念也是需要时间和积极的心态来对待的[124]。

不进行企业整合为最好的选择，但虽然此次整合导致大量人才流失，由于离职的员工绝大多数并非来自于安圣，新建的艾默生网络的核心部分和业务受到的损害不大，而公司在随后几年也慢慢地度过了这个难关。

[123]以技术创新引领利润增长——艾默生. 2011 年 2 月 21 日. http://www.investment.gov.cn/2009-02-05/1232343775795.html
[124]霍虹. 艾默生收购安圣电气 跨国公司四两拨千斤. 2010 月 1 月 11 日. http://business.sohu.com/39/93/article200869339.shtml

第五章：对中美企业间跨国并购的建议

中美两国企业常常将进入对方市场看成灵丹妙药。很多中国大企业已经发展到没有再发展空间的程度，而想通过收购美国企业走向世界。很多美国企业，在金融危机的压力之下，想通过收购中国企业进入中国巨大的市场，进而扩散风险、恢复发展。但持有这种“这山望着那山高”的态度显然是错误的，中美两国市场都有利有弊，但大都弊大于利，通过跨国并购进入市场更为如此。鉴于绝大多数非跨国并购以失败为终，那潜在风险更大的中美跨国并购的成功率又怎么会高呢？由此观之，跨国并购很多时并不是“灵丹妙药”，反而是一颗毒丸。因此进行跨国并购之前，需要了解此类收购的内在风险，并将风险与收益进行衡量，并且需要进行一系列有利于降低并购风险的措施。笔者先指出中美两国法律方面的建议，其次提出对于中美两国企业在媒体方面的建议，然后是针对于美国企业进行中国并购的建议，最后提出针对中国企业进行美国并购的建议。

5.1　健全相关法律法规

根据上述所提及的，中美两国各自与海外企业并购境内企业的相关法律法规均不健全。两者相比，美国关于海外并购的法律相对更为全面，但 2005 年无约束力的决议 HR 344 并 2005 年《 能源政策报告》修订等法律会突然出现，说明美国跨国并购法律制度并不健全，而中国企业进行美国收购更是面临着巨大的风险。

近 10 年，中国有关于跨国并购的法律法规有着极大的进步，但仍然存有不少漏洞。法律法规需要明确具体的指标或者量化的标准，才可以解决以前存在的法律法规当中的很多关键词定义非常模糊的问题。另外，减少大部分官方能插手的空间，一方面能降低外来因素对裁决的影响，另一方面，也能降低官方敲诈的可能性。并且，跨国并购的相关法律法规健全后，企业更容易预测收购交易是否会遭遇法律方面的问题，有助于企业避免进行注定无果的并购活动，从而避免浪费中国目标企业及中国政府的资源及时间。

5.2　如何应对媒体风险

从可口可乐收购汇源及中海油收购优尼科两个失败案例可见，无论是中国企业进行美国并购或美国企业进行中国并购，媒体都会有巨大的负面影响，因此两国企业应该加强自己在媒体方面的工作。中国企业，尤其是国企，需要建立更为完善的信息披露以及新闻发言人制度，并且需要加强与美国媒体的联系。另外，以中海油为经典案例，中国企业还需要做好并购过程中的保密工作，避免信息的提前泄露。中美两国企业在进行跨国并购，都要更好地把握舆论导向。至于美国企业进行中国并购在媒体方面的问题，美国企业需要采取低调的宣传原则，针对目前国际社会对美国并购的敏感，以尽量低调的方式开展对目标企业、中国政府等利益集团的游说活动，避免过度的媒体关注。

5.3 针对美国企业在华进行并购的建议

5.3.1　对美国建议一：如何降低政治及法律方面的风险

如上所述，中国关于外资并购境内企业的法律体系不健全使中国并购进程充满风险，但美企可以通过“利益结合”、政府游说等手段转祸为福，使法律漏洞及模糊之处为其所用。相关部门决定是否核准企业并购时，外资并购境内企业的法律虽然起指导的作用，但裁决结果大体上取决于相关部门官员的个人意见。 从可口可乐收购汇源的失败案例可见，相关裁决有时会受到外部因素的影响。影响着可口可乐案例的外部因素均为负面，但美企也能创造正面因素，既有利于抵消其他外部因素的负面影响，也有利于收购避免法律和政治方面的问题。首先，美企应该聘请中国本地的公关公司，包括熟悉中国目标企业所在地政府（即地方政府）的公关以及熟悉中央政府及相关部门的公关。公关主要利用自己的关系网络并进行政府游说，使并购获得批准更为顺利。譬如，吉列收购安圣之所以成功，大体上归功于摩根士丹利聘请中国公关为其进行政府游说，敦促南孚进行合资。

其次，美企可以通过中国国内银行和金融机构筹资。虽然通过美国银行或金融机构融资更为容易和便宜，但通过中国银行融资有时更有利于并购活动。假如国内银行当作并购交易的既得利益者，银行为了保护自己利益而尽量使收购完成。从腾中收购悍马案例可见，中国国内银行具有影响力，至少与管理并购活动的政府部门有一定的关系，由此观之，获得国内银行的支持会有利于获得政府部门核准。

再次，影响政府的的手段中,效果最好的是“利益结合”，即将自己的利益与本地政府官员的个人利益相结合，让他们参与到利益分成中来，以利益为驱动，利用他们的本土影响力来推进事情的进展。由于最直接的利益捆绑方式略接近于贿赂，本文不提。至于间接的利益捆绑方式，主要方式为将并购完成与当地利益相捆绑。

对官员而言，是否升级取决于自己政绩，而评定政绩如何，官员管辖的地区的经济业绩及发展程度作为一个重要标志。因此，有利于当地经济，能够拉动及加快经济发展的项目，也有利于官员。因此，美企可以通过种种当地投入方式，如建设工厂，来获得政府支持，进而扫除政治及法律方面的障碍。摩根士丹利善于该技巧，其看好南孚电池后，去找当时南平市委某主要领导进行游说，承诺要为南孚拉到 5 亿的投资，如此快速征服了当地领导。再如，美国英特矽尔公司收中国磐大，此次收购赢得中国有关部门和武汉等地方政府的重视和支持很可能是因为根据收购协议，今后每年英特矽尔将向中国公司投入 1000 万美金的研发费用。

5.3.2 对美国建议二：全面收购有时不如逐渐收购

从理论上而言，一次性全面收购（也称全资收购，即通过一次交易购得目标企业控制权）应该是过程最短的收购方式，如此全面收购非常适合突然出现而很快要消失的、要求及时动手的收购机会，如在大部分抄底收购案例使用全面收购最为妥当及合理。但绝大多数美国在华的并购都来自于长期发展战略的考虑，尤其是美国企业收购中国著名品牌。 在收购中国民族品牌，逐渐并购方式主要有两个好处：其一，通过部分收购，向市场、政府及社会发出想要全部收购目标企业的信号。宣布收购计划之前，美企常常难以预测本次收购是否引起过度关注。如果美企进行全部收购，而宣布收购计划后才发现本次交易引起了社会和媒体密切关注，而收购将会引起人民反对的可能性增大，虽然企业已经发现收购将会遇到种种困难，但很多时候由于已签约收购要约等原因企业难以放弃收购计划。与此相比，若美方最初当纯粹的投资者投入或购买目标企业一部分股份，就能够试探出市场、媒体、社会、竞

争者等利益群体对此交易的反应。虽然美企并没有正式宣布全部收购的欲望或意图，但美企对中企的部分投资还是明确显示美企的意图[125]。若社会、媒体、政府等利益群体对部分投资有不好的反应，则美企可以很顺利地放弃收购计划，避免浪费大量时间和资源。

其二，有利于避免引起社会和媒体的过度关注。假如逐渐收购方式足够复杂，美企大体上可以完全避免让民众和媒体得知，因而避免社会舆论和大量媒体关注可能会带来的负面影响。摩根士丹利看好南孚电池之后，并没有立即向它进行全部收购，也没有公开其全部收购的预想。从本文对此案例的分析可见摩根利用的极为错综复杂的收购方式，由于表面上并不像收购而更像一次纯粹的投资活动，摩根便能够逐渐地积累具有南孚电池控制权的企业的大量股份，进而获得南孚电池的控制权。

另外，无论中国目标企业是否是著名的民族品牌，逐渐收购还是有另外一种好处，它能够为所有的进行中国收购的美企大幅降低所面临的风险。美企可以进行小规模的企业整合及管理，若发现由于在此方面出现多种问题而收购前景暗淡，企业能够及时放弃收购，以防受到更大损失，并且由于没有进行全面收购，受到的损失不会过大。以沃尔玛收购好又多的典型案例：美国沃尔玛百货有限公司在于2007 年购买了中国好又多超市东家---BCL 公司 35% 的股权。沃尔玛为了防范风险使用“可进可退”的收购策略。即双方签的合同规定，沃尔玛第一阶段只是收购了

[125]投资者与收购人。《证券法》同时使用了“投资者”和“收购人”。所谓投资者，是指购买不超过上市公司总股本 30%股份的人；收购人则指购买上市公 司发行在外 30%以上股份的人。投资者和收购人在公司收购制度中所处地位不同。根据《证券法》规定，股票购买者在持有公司总股本 5%以上股份后，因其持股 比例不同，其称谓以及承担的义务有所不同。持有公司总股本 5%似上、30%以下的股票购买者，即为投资者，其购买股票应按照“一般收购”规则进行。购买公司总股本 30~，6 以上者，为收购人，其收购行为称为“继续收购”； 此等收购人若继续收购股份的，应发出收购要约。若收购人已持有公司发行在外股票的 75%以上时，应当终止股票交易；

好又多 35%的股权，后续收购期有三年之久，如果出现意外，沃尔玛即使退出也不至于遭受太大的损失。先购买少量股份，然后逐渐增加持股量，并最后取得控制权，这是沃尔玛在其他海外市场的一贯收购模式。通过这种逐渐收购的手段沃尔玛能够大幅降低中国并购内在风险并同时吸收中美企业整合及在华企业经营和管理的宝贵经验。

5.3.3 对美国建议三：与本地民众的利益结合

上述已经多次证明，社会舆论对一项收购会有的巨大影响。上述亦提及，美企进行中国并购时，“利益结合” 会起至关重要的作用。美企通过进行目标企业所在地投资（如建设工厂）等方式来将收购完成与当地民众的利益相结合，由此获得民众支持。民众支持主要有两种好处：其一，有助于给政府施加压力，鼓励对收购进行审查的相关部门尽快给予核准；其二，从可口可乐收购汇源的案例可见，不少媒体的负面报道跟民众有关。获得大众支持就基本上可以堵住负面媒体报道信息的一个很大的来源。

5.4 针对中国企业在美进行并购的建议

5.4.1 对中国建议一：实施准确的价值评估

上文已提及，中国企业常犯并购价格的失误。国有企业和国家控股公司在并购美国企业时所支付的价格高于在美中国企业，而所得到的回报却远远低于前者。因此陷入“赢者的诅咒[126]”的陷阱。并购方付出溢价主要由于两个原因[127]：其一，竞

[126]赢者的诅咒为“赢得并购的企业往往是开价最高的。但大量的并购研究清楚也指出，在大多数的并购中，买方付出的价格都远远高出卖方的实际价值，而在事后的整合中又往往无法获得足够的回报来收回原来的溢价，最终导致并购的失败。最初得意洋洋的并购赢家变成了最后的投资大输家。

争对手的压力；其二，对未来前景的过于乐观的估计。为了避免陷入所谓的“赢者的诅咒”的陷阱，中国企业需要在前期做好足够的准备工作。 中国企业需要在并购过程中组织专门人员进行前期研究、分析工作，可以从美国几家权威的咨询公司，中国位于美国使馆和银行、国际商会等分支机构，目标公司的客户，目标公司内部支持并购的管理层以及其他的专业中介机构获得目标公司的有关财务、法律、人员、声誉等方面的有用信息，由此可以合理预期美国企业的资产价值和未来利盈利能力，正确评估企业价值，从而更有效地降低美国目标企业价值评估带来的风险。

5.4.2 对中国建议二：选择适合自己的目标企业

选择适合自己的目标企业是并购可以成功的最基本前提之一。但以腾中收购悍马的典型案例可见，有时中企选择目标企业，被美国目标企业的品牌和知名度迷惑，而根本看不到企业本身的财务状况，也不清楚目标企业是否适合中方及其发展战略。但选择合适的美国目标企业中方应该考虑哪些方面？主要因素如下：

（1）经营战略上的互补性

著名的管理学家德鲁克认为，只有并购方彻底考虑了它能够为所要购买的目标企业做出什么贡献，而不是目标企业能为并购方做出什么贡献时，收购才会成功[128]。但中国企业在实践中遵循此基本原则的却在少数。例如，腾中的业务领域涉足特种车辆、道桥构件、建筑机械、石化设备产业等现代重工企业，与悍马之间存在的差异极大，加上腾中毫无国际企业经营经验及业务规模小，因此无法为悍马做出什

这也就是为什么大部分的时候，并购一宣布，往往买方股价下跌，而卖方股价上升的原因。”摘自王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 1 月.102 页.

[127]王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 1 月.230 页.

[128]王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 1 月.234 页.

么贡献，拯救不了这一已陷入致命困境的畸形品牌。如对悍马等面临亏损的企业进行收购，中国企业更得考虑此原则。以吉利收购沃尔沃为成功案例，虽然沃尔沃有些亏损，但吉利可以在中国生产沃尔沃汽车，因而大大降低沃尔沃的成本，并且吉利能帮助沃尔沃进入中国一直在发展的中高端汽车市场，为沃尔沃提供巨大的发展空间。同时，沃尔沃又能为吉利提供其非常需要的先进技术。

（2）自己给目标企业加上的负重

有人会指出，腾中收购悍马确实不合理，但如何评价看像联想收购 IBM 个人电脑部门之类的并购？联想收购 IBM PC 业务确实遵循为目标企业做出贡献的原则， 联想发现采购时会产生两家企业之间的巨大的效益优势互补，如联想采购显示器的本钱和 IBM 采购 PC 的本钱，二者合到一起，就可以有一个优势互补[129]。但联想犯了颇为常见的失误，忽视自己给目标企业加载的负担。 为了达到采购时产生两家企业之间的效益优势互补的目的，联想与 IBM 就需要协调两者所有的采购活动，对 IBM 而言，这并不是一种小事。加上联想并不善于全球供应链管理，致使实现采购等效益优势互补需要付出的成本超出得到的利益。由此可见，中国企业不仅仅需要考虑到自己为美方提供什么贡献，并需要考虑美方要承担的。

（3）经营业务的相关性

腾中无法帮助悍马主要因为两者经营业务相去太远。 实践证明，成功的并购主要发生在经营业务相关的企业之间[130]。企业之间生产经营范围相同或接近，意味着在完成并购之后，并购企业不需要对目标企业进行大的调整和改造就能很快地对

[129]王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 1 月.100 页.
[130]王震、周明剑.《中国大收购》. 石油工业出版社. 2009 年 1 月.235 页.

其进行有效的管理和控制。但连在经营业务范围较为接近的案例中（如联想收购IBM），并购双方经营业务些微的差异都能导致巨大的问题。例如,由于联想的主要经营业务为中低端电脑，而 IBM 为高端商务电脑，致使联想对 IBM 品牌带来进行不少错误的改变，结果 IBM 个人电脑失去了美国中高端电脑市场。如果中方的收购目标为多元化，则美国目标企业的经营领域与中方的经营领域相关程度越低越好。但实践证明，多元化的国际经营风险非常大，并且并购后的整合很困难，因此如此之类的并购往往以失败而告终。

（4）并购整合中的可融性

并购后的整合是最终成功与否的关键。如果美方目标企业的可融性强，善于合作，将有利于并购过程的顺利完成和并购后的管理。与此相反，如果目标企业管理层与员工对并购存在不合作态度，则并购成功的可能性低。由于近十年中国企业进行美国并购的美国目标企业多是成熟的著名的企业，美方对自身文化认同度很高而难以放弃其本身特色。所以为了降低文化的冲突程度，中方最好需要考虑双方文化的吸收能力，建立一种共同的文化，而不是以中方的文化去代替美方的企业文化。

另外，由于并购后，很多美国企业在当地市场失去一定的市场份额，最理想的是，美国目标企业的主要产品在中国市场有发展前景。虽然不属于中美并购的案例，但在此方面的著名案例为中国化工集团公司在 2006 年完成了的三起成功跨国并购。三项并购均成功的主要原因之一是三家目标企业的主要产品都在中国市场有良好的发展前景[131]。再例如，吉利收购沃尔沃的成功案例。此次案例非常成功的一

[131]王震、周明剑.《中国大收购》. 石油工业出版社. 2009 年 1 月.232 页.

个主要原因是，中国高中端汽车市场越来越大，因此沃尔沃在中国有很大的发展空间。

5.4.3 对中国建议三：“知己”

孙子曰“知己知彼，百战不殆”，除了解自己之外，也得了解他人，否则必然的结果仍然为败。即便中方能够对美国目标企业做出合理的评价，有时会高估自己的能力。以联想为例，收购之前，除了采购时会产生的巨大的效益优势互补外，联想也发现 IBM 从研发、生产、信息管理等多种方面都有大幅降低成本的可能[132]。但问题在于联想将中国国内的经营管理经验等同于美国及国际经营管理经验，并且没有考虑到在现实中是否能够管理好一个全球供应链。虽然联想是一家大型的中国企业，但其实没有足够丰富的国际管理经验，又如何将连具有丰富国际经验的著名 IBM 公司都经营不好的 PC 业务部门经营好。历史证明，中国企业经营美国企业比美国企业经营美国企业好的案例要少得多，原因很明显，即中美企业文化及市场环境完全不同，所以中国企业经营方式在美国的使用效率肯定低于其在中国的效率。因此，若中国企业收购美国企业的原因是为了改善经营状况，收购达到预想的结果的可能性非常低。如上文所提，由于联想毫无全球供应链管理，在此方面遭遇多种问题，完全没有达到预想目标，反而付出巨大的代价。“知己”的道理与“自己能为目标企业做出什么贡献”的关系很密切。若中方高估自己的能力，那预想的为目标企业做出的贡献就很可能实现不了，尤其是面临亏损的“瘦狗”目标企业，诸如悍马、IBM 个人电脑部门，中方需要谨慎考虑自己能否使企业扭亏并重获新生。

[132]王震、周明剑.《中国大收购》. 石油工业出版社. 2009 年 1 月. 100 页.

5.4.4 对中国建议四：如何应对政治风险

上文已提及，中国公司收购时面临不少政治及法律方面的风险。华为公司收购美国 3Com 公司时，曾经有 2007 年美国共和党众议员肯享特在 CNN 宣布“这是对美国网络安全心脏的挑战[133]！”由此可见，美国民众和官方常常将中国企业当成中国政府，尤其是中国国企。因此，中美两国之间的关系一旦紧张起来或者政治方面发生冲突，那么中国企业在美国进行并购面临的风险将大大上升。为了应对美国政治风险，中企首先需要做好美国国家风险评估，只有熟悉在并购可能宣布时的美国政治状况，才能从容应对。这也涉及到聘请美国权威的中介机构及咨询机构。美国当地的咨询机构能够为中方选出最好的进行并购的时机，以免遭遇“生不逢时”问题。

其次，可能最重要的是，中国企业应当突出企业角色，淡化国家主体。在中国企业的收购被看做是国际利益和政府意志的体现的背景下，突出企业作为市场独立决策主体的角色至关重要。中国企业在整个收购过程中，必须体现出足够的市场化意识，使用完全市场化的运作方式，淡化国家主体，尤其是在收购过程中尽量撇清和国家政府之间的关系，尽量打消外国政府对自己的疑虑，对于中国国有企业这更为重要并更为困难。有时中方完全遵循这原则，但由于融资来源而碰到问题。中国企业因通过中国国内银行融资，而很多次引起了美国官方、民众及目标企业的同行企业的反对声，即有些美国人认为中国国内银行的钱来自于中国政府，因而中国企

[133]王震、周明剑.《中国大收购》. 石油工业出版社. 2009 年 1 月. 237 页.

业通过国内银行融资等同于中国政府为中国并购方间接支付并购的成本。因此，中国企业融资时，最后是以国际银行或金融机构为主，以国内银行为辅。

最后，若并购遇到政治上的问题，中方必须尽量劝说中国政府不要插手。以中海油收购优尼科为反例，由于此次并购遇到不少政治上的问题，中国外交部作出陈述：“我们需要美国国会修正他们以错误的方式将经济贸易活动政策化，并停止干涉两个国家企业之间的正常商业活动[134]。”这实际上是“火上加油”， 在美国人的眼里外交部的声明证明此次并购中的并购方不是中海油而是中国，致使并购成功的可能性降得更低。

5.4.5 对中国建议五：聘请中介机构及咨询机构

上文提出的建议都已经提出聘请中介机构的重要性。无论是在实施准确的价值评估、选择适合自己的目标企业、帮助企业应对政治风险等任何方面，权威的美国咨询机构及中介机构均会为中方做出不可想象的贡献。

5.4.6 对中国建议六：避免进入“抄底收购”陷阱，收购经营好的目标企业

在金融环境恶化、高油价、民众购买力降低、经济衰退的种种不利因素影响下，美国各行各业均面临前所未有的困难，以至于越来越多美国企业在金融危机下倒闭。反之，中国经济一直快速发展、民众购买力日益提高、中国拥有 2 万亿美元的外汇储备[135]的有利环境中，许许多多中国企业具有丰富的资金流及光明的发展前途

[134]王震、周明剑.《中国大收购》. 石油工业出版社. 2009 年 1 月. 64-65 页.
[135]张广荣. 中国企业海外投资.《中国并购报告 2009 年》. 中国金融出版社. 2009 年 5 月.24 页.

。金融危机为中国企业提供了前所未有的机遇，据一名并购学家所言，金融危机为中国海外投资带来“钻进牛魔王的肚子里”的机遇[136]。

在全球股市普遍下跌、企业资产价格严重缩水和大量有潜质企业面临暂时性经营困境时，中国企业具有百年难见的“抄底收购”机遇。但对中国企业而言，“抄底收购”是机会或陷阱？“以低价买，以高价卖”为商业学最基本的原则，但同时，中国企业千万不可忘记“一份价钱，一份货”的道理。从表面上来讲，美国企业陷入经济困境的原因为全球金融危机，但真正的问题没有那么简单。若美企陷入经济困境甚至倒下的原因实在可归咎于金融危机，则为何不是美国所有的企业都倒下？金融危机确实使美企面临的严重问题加剧，但这些问题都是已经存在的，美企倒下反映的不仅仅是金融危机的影响，而是更重要的企业已存在的内部问题。对于具有国际经营经验及善于提高企业经营效率的企业而言，金融危机提供的机会确实是一个好的机遇，而且“抄底收购”就是可行性的收购方式，但本文已经证明，中国企业恰恰缺乏这两个方面的经验。这也不是说美国企业在这两个方面具有足够的经验，但多年的跨国并购经验使美国企业深知此宝贵原则，鉴于中美跨国并购本身存在种种困难，并购达到预想的结局乃至不彻底失败的结局的几率已经很低，加之被收购方财务、经营等方面的内在困难，则使收购成功的可能性基本为零。可口可乐收购汇源、艾默生收购安圣、吉列收购南孚等绝大多数美国企业在华的并购案均享有一个共同点，中方（目标企业）的经营状况及发展前景良好，中企有独立生存的能力，并不需要美方的干涉。反之，中海油收购优尼科、联想收购 IBM 个人电

[136]张广荣. 中国企业海外投资.《中国并购报告 2009 年》. 中国金融出版社. 2009 年 5 月.24 页.

脑部门、腾中收购悍马等许多中国企业进行的美国并购案也享有一个共同点，即目标企业（美方）在经营或财务方面存有巨大问题甚至倒下[137]。别说规模小的腾中，连规模巨大的、资金流丰富的中国电脑市场领先者联想都没有能够使几乎倒下的美企扭亏并重获新生。越来越多的中国企业家吸收美国等西方国家经验教训并意识到此道理，选择目标企业时，以“精耕细作”找出美国目标企业毛病，选择内在问题极少乃至已有独立生存能力的美企。例如，最近引起世界关注的吉利收购沃尔沃的成功案例，沃尔沃虽在汽车生产成本方面几乎没有进步的空间，但总体上而言，具有独立生存的能力，光明的市场发展前景，并不像如悍马、IBM PC 部之类的业已倒下、大量失血、被主人抛弃的企业。 吉利也已经吸收了部分美国企业深知的原则，即目标企业具有独立生存能力表明其已有良好的经营及管理方式，因此无需干涉企业内部经营及管理。 加之自己经营方式在外部环境的效率降低乃至完全不管用，还不如“入乡随俗”，保留美方已有的经营方式。另外，多年并购历史证明，企业整合内在风险巨大，若目标企业不亟需整合，则自然当免则免。并购完成之后，吉利并没有干涉沃尔沃内部管理或经营，沃尔沃的总部、董事会及全部管理层都没有任何改变，沃尔沃汽车也仍然在欧洲设计[138]。并且吉利明确表示其不想改变沃尔沃的品牌或企业文化，吉利拟让沃尔沃保留其独立性，吉利集团董事长李书福说道，“沃尔沃要想做大，必须回归自然。沃尔沃就像老虎，而瑞典和比利时是心脏

[137] 虽然中海油收购优尼科失败不是由于优尼科财务困难所致，但优尼科确实已经倒下，其余两个案例的目标企业（即 IBM 个人电脑部门及悍马）也因倒下而被主人出售.

[138]Welch, David. Geely buys Volvo. Believe It or Not, It Could Work.2011 年 2 月 22 日. http://www.businessweek.com/autos/autobeat/archives/2010/03/geely_buys_volvo_believe_it_or_not_it_could_work.html

，其他国家就是躯干，应在保住欧美市场的条件下开辟新的市场领域[139]。”不少并购及汽车行业学家指出，只要吉利保持沃尔沃的独立性，此次并购应该能很顺利达到预想的结果[140]。

5.5 对于中美并购后企业文化整合上的问题及建议

本文前面已提及，并购实施后，并购方可以通过保持被并购方的独立性来避免企业整合所带来的许多问题。但有时并购方不得不进行企业整合，并且即便能保持被并购方的独立性，也不能完全避免所有可能出现的困难。因此并购前，企业需要考虑到企业整合会带来的种种问题。

并购后的企业整合本身的内在风险巨大，整合常常被当作是战略交易成败的决定性因素。根据第三方机构对并购失败案例的调查，有 50％以上是因为缺乏或不重视对并购的有效整合[141]。至于跨国并购，企业整合的风险更为巨大，据统计，国际上的并购案件，成功的约占 1 / 3，失败的约为 2 / 3，而失败的很重要一个原因就是并购完成后的公司整合问题难以解决[142]。

并购后的企业整合的最主要部分之一为企业文化整合。这里存在一个“七七”定律,即：70％的并购没有实现期望的商业价值，其中 70％的并购失败于并购后的文化整合[143]。由于不同企业成长经历和外部环境各不相同，它们在信仰、价值观、行

---

[139]吉利买下沃尔沃 100%股权 李书福豪言两年扭亏. 2011 年 1 月 05 日. http://news.xinhuanet.com/auto/2010-03/29/content_13265797.htm

[140] Welch, David. Geely buys Volvo. Believe it or not, it could work. 2011 年 2 月 22 日. http://www.businessweek.com/autos/autobeat/archives/2010/03/geely_buys_volvo_believe_it_or_not_it_could_work.html

[141]崔凯著.《风云并购》.机械工业出版社. 2009 年 11 月. 128 页.

[142]廖运凤. 《中国企业海外并购》. 中国经济出版社. 2006 年 3 月. 136 页.

[143]王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社. 2009 年 1 月. 241 页.

为规范、经营风格上都存在较大的差异[144]。而在跨国并购中，企业所在国家的国别因素进一步放大了这种企业文化之间的差异。跨国并购中,不仅存在并购双方自身的文化差异，还存在并购双方所在国之间的文化差异，即实际有着双重文化冲突。因此跨国并购面临的文化整合更重要、障碍也更大。对于中美并购而言，由于中美两国间的文化有天壤之别，中美并购的企业文化整合问题更加棘手。

《中国企业海外并购》以“跨国并购的文化整合”界定“跨国并购中的两国企业原有文化的继承与修正的过程，为最大限度地减少文化差异带来的冲突和碰撞，在跨国公司中形成多元性与整体性的统一，增加文化差异带来的文化价值，增强跨国公司的全球竞争优势[145]。”但多年中美并购历史证明，形成多元性与整体性的统一及增加文化差异带来的文化价值仅仅是一个理想，达成目标的难度极大。在实际操作中，中美并购文化整合的重点在于定义的前部分，即最大限度地减少文化差异带来的冲突和碰撞。

企业文化整合如此重要是因为企业文化整合与员工保留率有着极为密切的关系。上文已提及，调查显示，并购失败案例有 50％以上的是因为缺乏或不重视对并购的有效整合，而其中 85％以上又与并购过程中的人力资源有关[146]。中美企业并购潜在价值常常或大部分在于人力资源的价值。尽管获得被并购方的优秀人才并不是进行并购的主要目的，但几乎对于所有的目标公司来说，人才代表着价值和知识的

[144]廖运凤. 《中国企业海外并购》. 中国经济出版社. 2006 年 3 月. 138 页.
[145]廖运凤. 《中国企业海外并购》. 中国经济出版社. 2006 年 3 月. 138 页.
[146]崔凯著. 《风云并购》. 机械工业出版社. 2009 年 11 月. 128 页.

重要源泉。而人才流失很容易成为并购达到预想结果的一大障碍甚至能导致并购失败。

无论如何，并购后，并购双方的员工都会有一种不确定的感觉，担心整合的潜在结果，担心自己岗位变为冗余，但是并购对于被并购方的员工的负面影响最大，因为他们明白并购方会对保留自己的员工有一种本能的偏爱。于是,被并购方员工往往会有失落感，他们会开始考虑为自己铺后路，致使公司气氛更加紧张。联想宣布收购 IBM PC 业务时，引起了 IBM PC 业务部门员工的焦虑，员工失去工作的焦虑使部门气氛紧张起来[147]。处于如此不安氛围的员工更有可能离开公司寻求其他工作，而那些留下来的员工很可能产生注意力分散且影响绩效的后果。在并购方公司气氛紧张的情况下，企业文化整合很容易令员工无法忍受，导致大量被收购方的人才流失。即便财务、产品、客户等方面的整合都已经安排得井井有条，同时没有解雇的可能性，公司氛围安定并且确定，文化整合上面的失误仍然容易导致人才流失，至少会使员工绩效下降。

中美并购文化整合问题大致有两个层面，中美两国之间的文化差异及并购双方自身的文化差异。第一层，中美两国之间的文化差异所造成的文化融合问题。在著名的文化学家吉尔特·霍夫斯塔德（Geert Hofstede）提出的文化差异的五种维度中，中美两国在力距上差别巨大（美国 40：中国 80）独特性（美国 91：中国 20）在阳性上有适度差别（美国 62：中国 66）不确定性规避（美国 46：中国 30）长期

[147] Wang, Margaret. 中国并购的发展趋势. 《企业并购：逻辑与趋势》. 北京大学出版社. 2009 年 7 月. 273 页.

取向 （美国 29：中国 118）[148]。这些差别显示，中美两国之间的文化有极大的差别，乃至堪称天壤之别。因此，中美企业进行文化整合时，会遇到许多中美两国文化之间的差异所引起的问题，尤其是中国企业进行美国并购，中美两国在以上的五种维度的差别也暗示着今天在美国做生意的中国人可能比美国人 20 年前进入中国时遭遇的文化冲击要大[149]。

中美两国文化差异如此极大，进行文化整合时以及之后，并购方对被并购方进行任何改变、措施等，无论大小，都必须先请被并购方所在国的专家来考察，以免发生文化冲突。选择当地团队评审自己的措施、计划时，并购方最好是聘请咨询公司，也可以启用被收购方管理层，但最重要的是并购方评审人员的绝大多数必须是被并购方所在国本土人士，而不能是长期住在当地的老外，更不能是位于收购方所在国的咨询公司。虽然这么做的成本不少，但收购方管理层不能凭自己的判断来决定某种改变、措施、规则，臆想这些决定在境外会不会导致文化冲突。一国文化最基本的原则、被当地人民视为理所当然的事，在另一国家都可能会引起巨大的冲突。并购方管理层对要进行的改变、措施等的每一部分都应该先获得被收购方所在国的人士的首肯，才能实行。并购方管理层想当然地直接实行某种措施，就很可能会造成文化冲突，因此小的“想当然”会带来大的灾难。

以联想为例，在 2002 年，联想去硅谷招聘中层管理者，雇用了一批优秀的 IT 行业人才。然而，大约一年后，他们几乎全都离开了，主要的原因就是难以接受联

[148] Hofstede，Geert.2011 年 4 月 01 日. http://www.geert-hofstede.com/hofstede_dimensions.php?culture1=18&culture2=95#compare
[149]中国向国外直接投资. 2011 年 1 月 1 日. http://221.203.116.67/kx/infor.asp?id=304

想的某些企业文化。根据一些前员工的说法,不能接受的一部分做法为，每天早晨做广播体操；每天早上 8 点在公司全体会议召开之前工人们都要先唱企业之歌；在公司内部会议上迟到的员工，为了保证他们以后能准时，有时需要其在椅子后站一分钟[150]。另外，海尔在其位于南卡罗来纳州工厂的经验也提供了良好的忽略中美文化差异而造成的问题的范例。 多年来，在中国的工厂，海尔采用了“6S”的质量控制体系。每个工厂地板上都有一双超大的黄色脚印，6S 操作规程旗帜在脚印上方形成拱形。每天早晨，工长要求在前一天犯最严重错误的员工踩在脚印上，在整个雇员小组面前说明和反映自己的错误，然后再听工长的批评和其他同事的评论。这种方法在海尔的中国工厂非常有效，在过去的半个世纪，批评与自我批评的做法在中国机构中非常普遍。然而，美国文化从未出现与中国“批评与自我批评”类似的概念，这么做，尤其是在工作场合这么做，违背了美国文化的一些基本原则。果然，海尔在南卡罗来纳州的美国员工认为这种做法是非常羞辱人的，拒绝参加公司的这种仪式，也有员工提出辞职。面临如此严重的情况，海尔的中国经理人不得不及时重新制定了美国式的做法，即只邀请表现最好的人踩在脚印上，与其他雇员一起分享他们成功的经验，并且为了彻底根除引发美国员工强烈反感的中国式做法的所有痕迹，海尔在南卡罗来纳州工厂重新喷上了脚印颜色，黄色变为绿色[151]。

正如成语所说的“亡羊补牢，犹未为晚”，联想及海尔发现错误之后，及时想办法纠正，并从失误中吸收了教训。联想意识到了中美两国之间文化差异会导致的问

[150] Wang, Margaret. 中国并购的发展趋势. 《企业并购：逻辑与趋势》. 北京大学出版社. 2009 年 7 月. 274-275 页.

[151] 中国向国外直接投资. 2011 年 1 月 1 日. http://221.203.116.67/kx/infor.asp?id=304

题，聘请美国咨询公司来帮助它避免文化冲突的必要性，因而，联想收购 IBM 个人电脑部门的后两年，因中美文化差异而发生的失误较少。同样的，海尔发现失误之后，及时进行纠正措施，放弃了中国式做法，换成了美国式的做法。但“亡羊补牢”仍然不如“防患于未然”。虽然因中美文化差异很容易造成并购后的文化整合问题，但这类的问题是文化整合最容易避免的问题。并购方只需要通过聘请被并购方所在国的咨询公司,或者与被并购方高层管理者商量等等,确认其文化整合计划及具体措施至少都与被并购方所在国文化没有大的冲突或矛盾。

虽然这么做需要付出一定的成本和额外代价，但多年的跨国并购历史证明，“防患于未然”总比“亡羊补牢”划算。加之，有时一项失败的并购会使并购方整个企业走向失败，而并购成败在一定程度上取决于文化整合，因而可以说，并购企业的生存与文化整合有着密切的关系。由此可见，并购方忽略这方面的问题、不用被收购方所在国的人士来判断文化整合措施是否合适可能危及企业本身的生命。

中美并购文化整合问题的第二个层面为并购双方自身的企业文化差异。在国内并购（即并购双方来自同一个国家），并购双方自身的文化差异尚是受并购方关注的因素之一。但在中美并购中，出现一个奇怪的现象，并购方仅仅关注中美两国之间的文化差异，而并购双方自身的文化差异似乎完全被忽略了。例如，联想收购 IBM 个人电脑部门。收购后，联想为了改善 IBM 个人电脑部门全球供应链管理体系，聘用原美国戴尔亚太区副总裁威廉• 阿梅里奥顶替来自 IBM 的 CEO 蒂芬•沃德担任联想集团总裁兼首席执行官。除此之外，联想也聘用一群原戴尔高管进入联想帮助阿梅里奥改善其全球供应链系统。但联想原有的文化是灵活、实用，而戴尔的企

业文化则颇为严肃，非常注重效率。果然两者自身企业文化的差异造成一系列整合问题及原联想的人才的流失。此外，并购方通常意识不到或不考虑被并购方所在国的各个企业自身的文化差异。例如，艾默生收购安圣电气之后，艾默生使安圣与艾默生位于中国的其他几家子公司融合成一家企业。艾默生管理层似乎以为这些企业都位于同一个国家，企业文化整合会很顺利。但艾默生与这些其他子公司之间企业文化差异较大，而各企业自身之间的文化差异也造成一定的整合问题，最终导致大量人才流失。

进行中美并购之后的企业整合时，因中美两国的文化差异非常突出,问题通常吸引并购方大部分关注，所以并购方有意识地考虑这方面的问题。然而并购方管理层不能主观认为位于同一个国家的企业的自身企业文化一致，否则容易发生安圣电气企业整合之类的问题。最重要的是，并购方必须了解被并购企业自身文化。由于中美并购双方的文化基础（即中美两国文化）有天壤之别，并购方通常无法区分被并购方所在国文化及其自身企业文化，并且并购方往往察觉不到构成被并购企业自身文化的微妙因素，致使并购方对被并购企业自身文化毫无了解或了解有误。因此，并购方应该聘用被并购方所在国本地的咨询公司为其分析被并购方的企业文化并确定并购方整合计划是否适合对方企业文化。除此之外，并购方应该建立具有一定的权利的专门管理企业整合团队。管理整合团队通过不断地与被并购方各层员工的沟通来了解他们情绪、观点、需求等。实行整合之前，管理团队也应该与被并购方商量整合计划，旨在确定整合计划及相关的具体措施与被并购企业自身文化没有

严重的冲突。整合管理团队也应该有一定的权利，能够及时纠正文化整合方面的问题，避免可能继续出现的损失。

总而言之，进行中美并购后的企业文化整合时，并购方需要时时记得“小的想当然会带来大的灾难”及“入乡随俗”两个基本原则，聘用被并购方所在国本地的咨询公司，以免发生文化冲突。并购方必须遵守被并购方文化，尤其是国家文化。并购方措施和整合需要完全符合被并购方所在国文化，否则会出现像海尔在美国工厂类似的严重文化冲突至于被并购方自身企业文化，并购方可以进行稍微的改变，而它整合计划不需完全符合被并购方自身企业文化。如果并购方对被并购方自身文化进行过多的改变，往往会导致很大的冲突。这种问题在中国企业并购美国成熟企业时表现得更为严重及普遍，因为成熟企业对自身的文化有着更高的认同度并希望保持自身的文化。最后，并购方应当聘用“文化顾问”（如被并购方所在国本地的咨询公司）帮助避免发生上述所提的种种文化整合问题。并购方也得与被并购方管理层保持日常的交流沟通，征求他们对企业文化整合计划的意见，拟定一个被并购方更容易接受的整合方案，使文化整合能够顺理完成。

5.6 论文总结及中美并购前景展望

麦肯锡的一份研究报告显示，60%到70%的全球并购案例没有创造价值，仅有36%的被收购方能保持原有收入的增长速度[152]。另外一份有研究报告显示，70％的跨境并购未取得预期效果[153]。可见，无论是中国海外并购抑或美国海外并购，跨境

[152]海外并购10年60%失败率如何降低？. 2011年2月12日.
http://www.ceida.cn/index.php?read-4241.html
[153] Capron, L. (1999) ‘The Long Term Performance of Horizontal Acquisitions’,

并购风险巨大，其中中国企业跨境并购风险尤甚。中国商务部统计资料显示，2008年中国企业海外并购的损失达2000亿元人民币[154]。 Dealogic公布的数据显示，2009年中国企业跨境收购的失败率(指已宣布的跨境交易被撤回、拒绝或听任其过期失效的比率)为全球最高，达到12%[155]；2010年，这一比率降至11%，但仍为全球最高。相比之下，美国公司2010 年从事海外收购的失败率仅为2%[156]。本文所分析的美国案例中，两项成功，一项失败；而中国案例两项为败，一项为不成不败。

中国企业之美国并购所发生的错误及面临的挑战大致可分为三大类：第一，“腾中的空中楼阁问题”，即缺乏跨国并购，尤其是美国并购的经验，并购没有基础，代表案例为腾中收购悍马。中国企业海外并购只有15年多的历史，与美国的100多年并购历史相比，还在初期阶段，因而中国海外并购率自然而然会低于并购经验丰富的美国。美国众达律师事务所上海代表处主管合伙人赵久苏律师对此表示，“如果把中国企业海外并购的经验比喻成人的年龄，我们大概只有10岁，而且很多企业可能连10岁都不到[157]。” 中国企业海外并购经验缺陷在中国企业最常犯的跨国并购失误，即决策失误及选错目标企业上反映尤甚。中国企业面临的大多数挑战及发生的失误都跟并购经验有着密切的关系，诸如不准确的价值评估、不适合的目标企业、不聘请中介机构及咨询机构、并购重要信息泄密等。 以腾中收购悍

Strategic Management Journal, 20: 987–1018.

[154] 08年内地企业海外并购损失2000亿 专家称抄底机遇百年难逢.2011年1月21日. http://www.ntmp.gov.cn/M_112/H_7815.html

[155]中国企业出海收购失败率全球最高 壁垒可能增多. 2011年1月23日. http://www.chinanews.com/cj/2011/02-25/2867177.shtml

[156]中国企业出海收购失败率全球最高 壁垒可能增多. 2011年1月23日. http://www.chinanews.com/cj/2011/02-25/2867177.shtml

[157]海外并购10年60%失败率如何降低？.2011年2月12日. http://www.ceida.cn/index.php?read-4241.html

马为例。腾中收购悍马违背商业最基本原则，而在像美国具有很多跨国并购经验的国家，企业基本上不会犯这种最基本的跨国并购错误。这类错误基本上可归咎于并购方不了解跨国并购的基本概念，并购方在其所在国没有所谓的“前车之鉴”可借。虽然越来越多的成功例子，如吉利收购沃尔沃的并购案，标志着中国企业已经开始进入一个新的海外并购阶段，犯此类基本错误的企业会越来越少，但中国真正扭转企业中美并购败多成少的尴尬局面尚待时日。企图海外并购的中国企业深入研究这些成败案例，可以为今后中国企业进行美国并购提供样本和前车之鉴。相信随着中国企业跨国并购的日益增多，跌倒又爬起来的例子也越来越多，不断的并购实践会为中国企业进行中美并购积累宝贵和急需的经验，最终会提高中国企业的海外并购成功率。

第二，“联想的急功近利问题”。并购目标定得过高，盲目性大。以联想收购IBM个人电脑部门为代表案例。一般而言，跨国并购的目的是为了迅速实现自身优势的国际化扩展，而不是单纯为了企业规模的增长和收购成本的节约[158]。但中国的海外并购大都把扩大规模和降低并购成本作为基本的目标来追求，尤其是在金融危机导致的许多美国企业陷入了财务困境的情况下。大量中国企业都遵循一种低成本抄底以迅速扩大规模的思路。因此，目前许多中国企业为了达到“迅速扩大规模和节约收购成本”的目标，而不惜收购大量的美国问题企业。但这些目标企业都是那些已经在行业内没有任何竞争优势的企业，比如管理出了问题、技术创新乏力、成本不具优势等，结果是经营业绩不佳而导致亏损或濒临倒闭。但许多进行美国并购

[158]廖运凤. 《中国企业海外并购》. 中国经济出版社. 2006年3月. 149页.

的中国企业的管理者有“浮躁心态[159]”。这种浮躁心态使企业家不能准确地自我定位,盲目行动，甚至陷入狂想。一般而言，除非是恶意并购，确定一个愿意出售的又适合并购方的且没有大问题的企业需要等待很长时间，5 年多也不罕见。但从事海外并购的中国企业巴不得走出去，往往“用短跑的心态跑长跑[160]”，看不到跨国并购是个长期的过程，并不是在交易完成之后就结束了。但中国企业收购美国企业时，着眼于短期效益，如快速扩大市场份额等，基本上没有考虑目标企业长期的发展。以联想收购 IBM 个人电脑部门为例。收购后，联想一跃成为全球第三大 PC 厂商，联想的销售规模在原有基础上翻了两番。但联想没有考虑到 IBM 个人电脑部门的长期发展，导致 IBM 个人电脑部门的业绩不但没有得到改善，反而继续下滑。90 年代的日本企业的美国并购也存在同样问题，在并购浪潮初期，大量企业不断地重蹈覆辙，以失败而终。诚如一句中国成语所言“失败是成功之母”，相信大量的失败案例会为中国商界提供警示，而吸收教训之后越来越多中国公司会慢慢地放弃这种短视的并购目标和浮躁心态，并购成功率会随之提高。

第三，“中海油”的顾影自怜问题。只顾本国的政治经济及宣传，忽视他国的政治经济及民族情绪等风险因素，以中海油收购优尼科为代表案例。中海油收购优尼科失败的主要两个原因是政府干涉和社会舆论。当时（以及目前）不少美国人怀有“反华”情绪，因而强烈反对这项并购，而美国政府内的一群人也怀有“反华”情绪。加之，该并购案涉及到美国“敏感”行业，最终导致美国修订《2005 年能源政策报告》来阻止并购。虽然美国社会反对收购的风险很难控制，但中海油自己

[159]崔凯著. 《风云并购》.机械工业出版社. 2009 年 11 月. 143 页.
[160]崔凯著. 《风云并购》.机械工业出版社. 2009 年 11 月. 143 页.

只顾中国国内的舆论宣传而不顾美国政府及民众的情绪的国企行为，显然给反对这项并购的诸多势力提供了武器，所谓授人以柄，难以不挨打。或许随着越来越多的中国企业进行美国并购，美国的政客和民众会慢慢习惯，因而降低风险。其实美国关于海外企业并购境内企业的法律体系颇为健全，中国企业只要借鉴中海油收购优尼科的经验，避免收购能源、军事之类的涉及国家安全的企业就不会遭遇很大的问题。

总之，中国企业美国并购的前途光明，成功率应该越来越高。其中大部分存在的问题会随着时间的推移而逐渐地消失。相反，美国企业进行中国并购的前途略为暗淡些。虽然本文分析的美国企业中国并购案例中两项为成功，只有一项为失败，美国 2010 年企业跨境收购的失败率只为中国同年跨境收购的失败率的 1 / 6，但这基本上都可以归功于美国企业百年的跨国并购经验。而且 20 多年前美国企业大量收购中国企业的行为为现在的进行中国并购的美企提供了非常丰富的经验，以摩根士丹利和吉列收购南孚电池为代表案例。收购前摩根士丹利已有丰富的跨国并购经验和相当的的中国并购经验，所以它已经知道怎么获得政府支持及避免引起社会过度关注。吉列虽然没有摩根那么丰富的中国并购经验， 但也能够借鉴以前美国企业中国并购的经验，所以吉列在媒体控制及收购后的企业整合两方面没有发生错误。

但美国在中国的大量收购行为是“前人砍树，后人遭殃”，以可口可乐收购汇源失败案例为代表。前 20 多年的美国企业在华大量并购，被不少中国官方及普通老百姓看成掠夺行为，这在一定程度上导致近几年“反美在华并购”浪潮越来越大

，越来越多政府官员开始反外资（尤其是反美）并购中国企业，如强烈反对可口可乐收购汇源的以及大部分的外资并购中国企业的全国政协经济委员会副主任李德水。从社会舆论和政治两个因素的内在风险来看，美国面临的中国国内风险远远大于前 20 年，像可口可乐面临的“绝不再喝汇源”的抵制可口可乐的社会运动会越来越普遍。此外，近几年中国政府实施的许许多多新海外企业境内并购相关法律法规在很大成都上可归咎于美企前 20 年的大量中国并购。中国政府制定并颁布的新海外企业境内并购相关法律法规也将会越来越多。商务部利用 2008 年 8 月 1 日颁布的《反垄断法》来阻止可口可乐收购汇源。 中国政府近几年颁布的关于外资并购境内企业的新法律法规以及其用像《反垄断法》阻止美国企业在中国并购意味着像柯达公司收购汕头公元、厦门福达克和无锡阿尔梅之类的使美国企业一下子能够控制中国市场的收购案将不会再发生。但中国在此方面的法律体系并不完善，存在的法律漏洞还很多。但随着中国企业在美国等西方国家的并购越多，中国政府面对的美国及他国的健全自己的跨国并购法律体系的压力会越大。经过长时间比如 10 年之后，中国跨国并购法律的内在风险可能下降，但至少今后几年美国企业仍然会面临巨大的法律风险。

比外，美国企业在并购中国企业后的文化整合上存在巨大的风险，以艾默生收购安圣电气为代表案例，收购完成前，艾默生的表现非常完美，但收购之后在企业文化整合上发生一系列问题。艾默生以为两家位于同一个国家的企业会有同样的企业文化，没有考虑到企业自身的文化，导致整合后的子公司发生大量人才流失。

在中国并购的政治及社会舆论的风险日益增大的同时，全球金融危机给美国经济及企业带来了巨大困难，美国国内消费量下降、资金紧张、融资艰难。综观全局，无论从中国的外资并购环境、融资能力甚至美国企业本身的能力等任何方面来看，美国企业中国并购面临的情况在转好之前近几年会不断地恶化。

参考文献

1. 吴江伟.由柳传志谈并购 IBMPC 三点原因再看联想. 2010 年 11 月 21 日. http://www.cnadtop.com/brand/superBrands/2009/7/8/c342e20f-510f-41c3-a636-585796a06559.htm
2. Einhorn, Bruce. Lenovo Soars in China, Struggles in U.S.. 2011 年 1 月 21 日 http://www.businessweek.com/globalbiz/content/feb2010/gb2010024_825876.htm
3. 张广荣. 中国企业海外投资.《中国并购报告 2009 年》.中国金融出版社.2009 年 5 月.
4. 王震、周明剑.《中国大收购》.石油工业出版社.2009 年 1 月.
5. 霍虹. 艾默生收购安圣电气 跨国公司四两拨千斤. 2010 月 1 月 11 日. http://business.sohu.com/39/93/article200869339.shtml
6. Chevron Corporation. Chevron Enhances Growth Strategies With Unocal Merger. 2011 年 1 月 01 日. http://investor.chevron.com/phoenix.zhtml?c=130102&p=irol-newsArticle&ID=742045&highlight=
7. 王育琨.中海油事件的魔鬼细节.2011.02.01. http://www.chinabidding.com/zxzx-detail-364202.html
8. 中海油为什么海外并购失败 魔鬼存在于细节中. 2010 年 10 月 2 日. http://finance.sina.com.cn/leadership/jygl/20051229/15192237994.shtml

9. Fleming, Bon. United States Response to CNOOC Bid for Unocal. Marubeni Research Institute. 2005 年 7 月 27 日. http://www.marubeni.com/dbps_data/_material_/maruco_en/data/research/pdf/0507_b.pdf
10. Hufbauer, Gary Clyde; Wong, Yee; Sheth, Ketki. US-China Trade Disputes: Rising Tide, Rising Stakes. Institute for International Economics. 2006 年 8 月 25 日.
11. 全球并购研究中心.联想集团收购 IBM 的 PC 业务.《中国十大并购》. 中国经济出版社. 2006 年 5 月.
12. Keefe, B. (2004) “IBM Sale Could Be Start of Trend”. *Atlanta Journal-Constitution*. 12 月 9 日: E1.
13. Wang, Margaret. 中国并购的发展趋势.《企业并购：逻辑与趋势》. 北京大学出版社. 2009 年 7 月.
14. NE Asia Online. Lenovo Acquires IBM PC Business for US $1.75 Billion. 2004 年 12 月 13 日.
15. 许鹏飞. 联想亏损及对我国企业跨国并购的启示. 2011 年 2 月 23 日 http://www.studa.net/guojimaoyi/100301/15262285.html
16. 朱国栋.联想危机始末:祸起 IBM Think Pad 品牌收购之难.2011 年 2 月 23 日 http://www.dianliang.com/brand/anli/yanjiu/200907/152651.html
17. 联想海外业务陷入金融风暴中的重灾区. 2011 年 2 月 22 日 http://tech.163.com/08/1113/05/4QJUJPED000915BD.html
18. 联想亏损及对我国企业跨国并购的启示. 2011 年 2 月 2 日 http://club.topsage.com/thread-1263330-1-1.html
19. 柳传志. 柳传志：联想并购 IBM 文化磨合上出了问题.2011 年 2 月 23 日.http://news.xinhuanet.com/internet/2010-05/20/content_13520433_3.htm

20. 中国企业走出去要注意什么？. 2011 年 2 月 23 日. http://blog.caing.com/article/2779/

21. 徐涛、骆轶航. 联想是谁:在 IBM 文化、戴尔文化和联想文化中挣扎.2010 年 12 月 1 日 http://money.163.com/09/0104/16/4UR0K3ER00252ITG.html

22. 柳传志.柳传志：联想购 IBM PC 部门 仍然“赚”钱.2011 年 3 月 3 日. http://news.dayoo.com/china/200902/09/54502_5288016_2.htm

23. 联想发布第三季财报 营收 58 亿美元同比增长 22%. 2011 年 1 月 2 日. http://www.donews.com/it/201102/364893.shtm

24. 腾中重工总经理杨毅：有实力抄底美国大牌企业.2011 年 1 月 1 日. http://news.hexun.com/2009-06-10/118504758.html

25. 钱婵娟. “悍马案”刚递交国家发改委. 2011 年 1 月 05 日. http://finance.stockstar.com/SS2009071630211214.shtml

26. 张毅. 腾中无缘悍马内幕. 2011 年 1 月 1 日. http://magazine.caijing.com.cn/2010-02-28/110386561.html

27. 悍马 2000-2009 年美国销量统计.2010 年 11 月 18 日. http://auto.ce.cn/zt/2009/sghm/qyfzs/200910/10/t20091010_19759151.shtml

28. 腾中收购悍马失败原因何在？. 2011 年 1 月 1 日. http://hi.baidu.com/bimuyu503money/blog/item/f63f74ef065153f7b2fb9596.html

29. 腾中重工首次披露收购悍马资金来源. 2011 年 2 月 01 日 http://finance.sina.com.cn/chanjing/b/20090610/19256331474.shtml

30. 商务部:未收到腾中购悍马正式申报 无合理方案(2). 2011 年 2 月 1 日. http://news.163.com/10/0226/09/60EHF66J000120GU_2.html

31. 腾中无缘悍马内幕. 2011 年 1 月 1 日. http://magazine.caijing.com.cn/2010-02-28/110386561.html

32. 商务部工商总局官员因外资审批窝案相继落马.2011 年 1 月 25 日. http://news.sina.com.cn/c/2008-10-30/102816556175.shtml

33. 发改委官员称收到腾中重工收购悍马申请文件. 2011 年 1 月 15 日. http://news.sohu.com/20090716/n265249223.shtml

34. 腾中重工收购悍马交易失败内幕. 2010 年 10 月 3 日. http://www.longhoo.net/lhsy/2010-03/03/content_1723729.htm

35. 失败的赢家 腾中重工无缘悍马品牌内幕. 2011 年 1 月 1 日. http://www.0755car.com/n/xw/ctdt/qyxf/10-03-02/139452_3.html

36. 余大伟. 并购中须谨慎保护品牌. 2010 年 04 月 23 日 http://www.legaldaily.com.cn/index/content/2010-04/23/content_2122901.htm?node=23208

37. 于兵兵. 汇源收购案被否凸现中国反垄断审查三个新动向. 2011 年 2 月 2 日. http://finance.stockstar.com/JL2009032500001703.shtml

38. 商务部因郭京毅案对审核汇源收购案有“顾忌”. 2011 年 12 月 1 日 http://forex.hexun.com/2009-03-05/115281234.html

39. 可口可乐并购汇源案反垄断审查进入第二阶段. 2011 年 1 月 21 日. http://finance.sina.com.cn/chanjing/b/20090106/03075718770.shtml

40. 谢鹏、余力. 可口可乐收购汇源被否的幕后博弈. 2011 年 05 月 05 日. http://nf.nfdaily.cn/nanfangdaily/nfzm/200903260129.asp

41. 李肃：我为什么反对可口可乐收购汇源. 2010 年 12 月 12 日. http://mnc.people.com.cn/GB/8096959.html

42. 狙击可口可乐：多因素角力决定并购汇源被否. 2011 年 1 月 1 日. http://finance.sina.com.cn/chanjing/sdbd/20090407/19126072744.shtml

43. 商战：请别以民族的名义.2011 年 1 月 21 日. http://info.it.hc360.com/2008/10/221459251006.shtml

44. 陈天晗. 民族品牌十字路口：可口可乐购汇源案乱局. 2011 年 2 月 2 日. http://news.sohu.com/20081108/n260510221.shtml

45. 专家称可口可乐收购汇源在华已构成垄断. 2010 年 11 月 01 日. http://finance.sina.com.cn/chanjing/b/20080905/16265277532.shtml

46. 徐香梅. 国家统计局局长李德水预警：外资“斩首收购”威胁经济安全. 2011 年 1 月 16 日. http://finance.stockstar.com/QJ2006031410161262.shtml

47. 摩根士丹利. 2011 年 2 月 22 日. http://www.morganstanleychina.com

48. 胡雄. 南孚电池蹊跷易主. 2011 年 2 月 21 日. http://www.wyzxsx.com/Article/Class4/200710/25392.html

49. 张一. 南孚股变之惑. 2011 年 1 月 1 日. http://biz.cn.yahoo.com/050407/16/90dh.html

50. 郭涛. 艾默生网络能源有限公司一“名”惊人. 2011 年 1 月 1 日. http://media.ccidnet.com/media/ciw/1126/a2501.htm

51. 唐亚明. 华为 7．5 亿美元转让安圣电气受让方为世界 500 强企业美国艾默生公司. 2011 年 1 月 21 日. http://pdf.sznews.com/gb/content/2001-10/23/content_284404.htm

52. 艾默生 vs 华为--谁并购了谁？. 2011 年 1 月 25 日. http://www.chinaccm.com/98/9802/980201/news/20030114/094202.asp

53. 以技术创新引领利润增长——艾默生. 2011 年 2 月 21 日. http://www.investment.gov.cn/2009-02-05/1232343775795.html

54. Welch, David. Geely Buys Volvo. Believe It or Not, It Could Work. 2011 年 2 月 22 日. http://www.businessweek.com/autos/autobeat/archives/2010/03/geely_buys_volvo_believe_it_or_not_it_could_work.html

55. 吉利买下沃尔沃 100%股权 李书福豪言两年扭亏. 2011 年 1 月 05 日. http://news.xinhuanet.com/auto/2010-03/29/content_13265797.htm

56. 崔凯著.《风云并购》.机械工业出版社. 2009 年 11 月.

57. 廖运凤. 《中国企业海外并购》. 中国经济出版社. 2006 年 3 月.

58. Hofstede，Geert.2011 年 4 月 01 日.http://www.geert-hofstede.com/hofstede_dimensions.php?culture1=18&culture2=95#compare

59. 中国向国外直接投资. 2011 年 1 月 1 日. http://221.203.116.67/kx/infor.asp?id=304

60. 海外并购 10 年 60%失败率如何降低？.2011 年 2 月 12 日. http://www.ceida.cn/index.php?read-4241.html

61. Capron, L. (1999) 'The Long Term Performance of Horizontal Acquisitions', Strategic Management Journal, 20.

62. 08 年内地企业海外并购损失 2000 亿 专家称抄底机遇百年难逢.2011 年 1 月 21 日. http://www.ntmp.gov.cn/M_112/H_7815.html

63. 中国企业出海收购失败率全球最高壁垒可能增多. 2011 年 1 月 23 日. http://www.chinanews.com/cj/2011/02-25/2867177.shtml