

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2019.01.009

中国企业跨国并购 PE的作用

——基于中联重科并购CIFA的案例分析

李井林,戴宛霖,胡 伟

(湖北经济学院 会计学院/湖北会计发展研究中心,武汉 430205)

摘要:近些年来,在中国经济逐步发展以及企业综合实力逐渐增强的情况下,我国企业加快了海外并购的步伐,同时,有私募股权参与的跨国并购正成为主流趋势。本文以中联重科并购CIFA案为例,从尽职调查与交易谈判、并购融资、并购风险与并购整合等四个角度分析了PE在我国企业跨国并购中的助推作用。研究发现:我国企业跨国并购中PE的介入,可淡化国家色彩,拓宽融资渠道,构建“文化缓冲地带”,提供丰富的并购经验与人才储备,提高企业跨国并购能力。

关键词:中国企业;跨国并购;PE

中图分类号:F275

文献标志码:A

文章编号:1672-626X(2019)01-0071-12

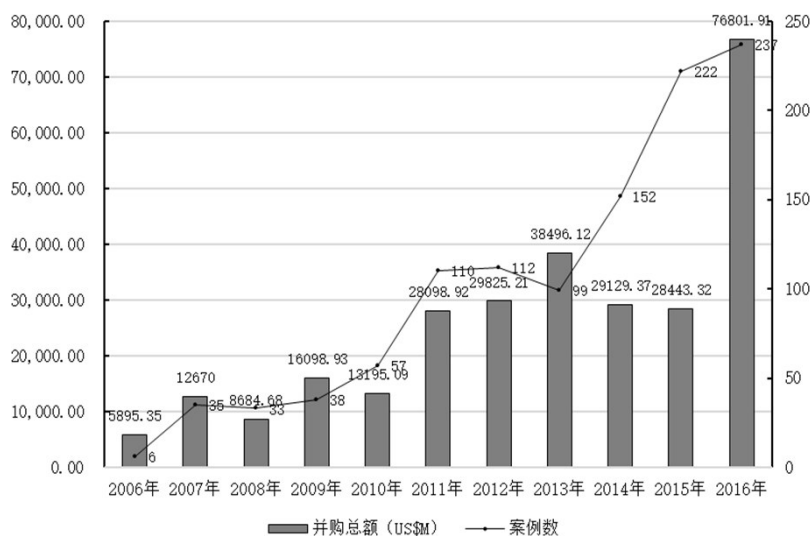
一、引言

自19世纪末起,一些西方国家的企业在进行资产重组时开始以并购为主要方式。截至目前,在全球范围内已经发生了六次并购浪潮。与前四次不同的是,后两次并购浪潮以跨国并购为主要特征,并且已经成为了国际直接投资模式的主流。通过全球并购扩大公司的规模效益和盈利能力,使得全球产业分工体系得以重组,利用比较优势实现业务和服务方面的扩张,最终在行业内居于垄断与领导地位。近年来,中国企业迎来了跨国并购的良好契机。一方面,欧元区由于经历了欧债危机,企业前景不佳,因此股东出售意愿空前强烈,这对中国公司来说是一个很好的机会;另一方面,由于国内经济的快速增长需要,能源和先进制造技术的需求急剧增加,国内企业希望通过出境方式利用外资企业在当地的资源将现有市场扩大至国际范围,此外还能够进一步完善国内产业链并增加企业的利润空间,因此中国企业海外并购的案例不断涌现(见图1)。整个并购活动从战略方面的选择到对目标企业的价值评估和实施收购行为,最后再到并购完成后的整合阶段,都需要精心的规划和谨慎的实施,然而付出如此巨大的心血,并购后的成功率却不甚理想。据麦肯锡统计显示,我国企业实行跨国并购的成功率仅达33%,有中海油的“优尼科之败”、明基与西门子分手、TCL和阿尔卡特解散等一系列失败案例。失败的背后总是伴随着政策壁垒、投资失策的阴影,由此可见,跨国并购

收稿日期:2018-10-20

基金项目:国家社会科学基金项目(17CGL013);湖北经济学院2018年大学生科研项目“并购行为及其经济后果的高管性别效应研究”

作者简介:李井林(1985-),男,湖南永州人,湖北经济学院会计学院/湖北会计发展研究中心副教授,管理学博士,研究方向为公司理财、并购重组与企业社会责任;戴宛霖(1995-),女,广东广州人,湖北经济学院会计学院硕士研究生,研究方向为公司理财与并购重组;胡伟(1967-),男,河南信阳人,湖北经济学院会计学院/湖北会计发展研究中心副教授,研究方向为公司治理、公司并购与公司绩效评价。



资料来源:私募通2017.01

图1 2006—2016年中国企业海外并购趋势

需要得到目标企业所在国政府的审批,并购交易双方所在国家政治、经济、法律等方面的差异也将作为风险因素影响并购的成功与否。从并购后的整合效果来看,即便在成功收购海外企业的案例中,也存在许多并购整合过程中无法产生协同效应之类的问题,并购双方或多或少都会存在分歧。基于上述原因,如何制定一套成功的中国企业“出海战略”是十分值得研究的现实问题。而近些年来开始刮起的“私募股权基金风”,即从事私人股权投资的基金成为了我国企业实现跨国并购以扩大其经营范围的助推剂。例如2004年联想联合德克萨斯太平洋集团、泛大西洋集团以及美国新桥投资集团成功收购美国IBM PC部,此次收购至今融合很好,没有不良反应的迹象;2008年中联重科联合弘毅投资、高盛及曼达林成功并购意大利CIFA公司;2010年吉利汽车联合高盛作为其共同投资方,如愿并购瑞典的沃尔沃汽车;2012年三一重工联合中信产业基金共同取得普茨迈斯特100%的股权。可见,以联合私募股权基金参与(Private Equity, PE)进行跨国并购的方式使中国企业向国际化迈了一个大步,这是偶然的胜利,还是代表着一种必然的发展趋势?实体企业与私募股权基金的产融结合(“上市公司+PE”模式)真的能够扭转中国企业在走出国门时屡屡失败的命运吗?

本文试图以中联重科并购CIFA案为例,从并购尽职调查与交易谈判、并购融资、并购风险与并购整合等四个方面考察PE在中国企业跨国并购中所发挥的作用,探索中国企业是如何通过与PE联合的产融结合模式来取得跨国并购方式的成功。本文研究得出的结论能够为中国企业在跨国并购中如何赢得并购谈判、提高融资能力、规避和减少并购风险、成功实现并购整合,最终取得并购成功提供借鉴。

本文其他部分安排如下:第二部分中对PE与跨国并购的相关文献进行了梳理和总结;第三部分分析了PE参与跨国并购的现状;第四部分以中联重科并购CIFA案为例,从并购尽职调查与交易谈判、并购融资、并购风险与并购整合等四个方面分析了PE在跨国并购中的作用;第五部分提出了本文的研究启示与局限性。

二、文献回顾

(一) 私募股权基金参与跨国并购的动机

Wright M 等(2005)研究发现,私募股权基金参与跨国并购的方式已经成为全球范围内的普遍现象^[1]。在原始动机的角度,私募股权基金之所以选择股权投资的方式,目的是在股权退出时获得高收益达到自身价值的增值(Gorman 和 Sahlman, 1989)^[2]。私募股权基金参与跨国并购的动机并非出于一般企业追求规模效

益、协同效益、节省交易费用等并购动机,而主要是从财务角度考虑。私募股权基金参与跨国并购的目标就是在并购并通过完成对被投资企业价值增值后及时退出,以取得最大收益。Jensen(1989)认为,杠杆收购后的结构将成为一种较长期、稳定的企业组织形式^[3]。但对于私募股权投资基金而言,其投资无论持有期限多长,最后都将退出,因而杠杆收购结构只是一种中间过渡的阶段,并非一种长期的企业组织形式。其他一些学者的看法可能更符合私募股权投资基金并购的特点。Rappaport(1989)认为,杠杆收购后的企业结构只是一个短期结构,其目的是让那些低效率、经营较差的公司通过公司治理结构和财务重组后进入新发展阶段的过渡^[4]。根据Kaplan(1991)的研究,杠杆收购结构的时间既不是太长也不是太短,但仍然是一种临时性的结构安排,因而并非如Jensen(1989)所认为的那样,会成为一种企业长期组织形式^[5]。私募股权投资基金发起的杠杆收购其作用是增强那些股权过于分散、拥有较多自由现金流来投资的公众公司的治理结构,并通过发挥其专家管理优势来增加被并购企业的价值,在完成这一价值增值过程后,私募股权投资基金就会通过退出的方式来获取相应的价值增值和投资收益,而被收购企业可能会成为私人企业,也可能重新成为一家公众上市公司。正是因为私募股权投资基金并购动机不同于其他企业投资者进行的战略性收购,其并购的对象限于那些在公司治理结构上存在缺陷,且有足够自由现金流的企业,这种投资又被称之为财务套利性投资(Financial Arbitrage)。在财务套利中,私募股权投资基金管理人会发挥其专家管理优势,来实现对被收购企业的价值增值。如针对被并购企业在治理结构上存在的不足,并购后私募股权投资基金管理人通常会作为被并购方董事会成员。我国学者杨丹辉和渠慎宁(2009)认为,私募股权基金参与跨国并购是为了寻找增值目标以获得稳定且较高的投资回报,其核心动机在于提高资本收益率^[6]。

(二)私募股权基金在跨国并购中的作用

相比于国内并购交易,跨国并购交易信息不对称风险增加,因为并购公司需要了解不同的法律制度、语言、会计准则以及公司文化等,而所有这些均是地理距离所伴随的障碍,导致并购公司很难对目标公司作出正确的判断以及准确评估并购交易的价值与风险^[7-9]。鉴于跨国并购交易的重要性及其实施过程中存在的困难,寻找到某种渠道减少信息不对称问题以便于实施跨国并购交易显得尤为重要。Szewczyk和Varma(1991)、Demiroglu和James(2010)以及Ivashina和Kovner(2011)认为相对于一般外部投资者而言,PE机构对于被并购企业的内部信息掌握更为充分,由此能够在一定程度上降低跨国并购中存在的信息不对称风险,避免高估被并购公司的价值,并且基于PE机构在并购方面的丰富经验,能够帮助企业在并购后提高经营能力^[10-12]。PE机构能够助推跨国并购交易的原因通常在于其拥有广泛的关系网络,这些关系网络能减少并购交易中的信息不对称(Humphery-Jenner等,2012)^[13-15]。Humphery-Jenner等(2012)研究发现在跨国并购中,如果PE机构支持的并购公司收购一个处于较差的治理环境中的目标公司,则其可获得较高的并购收益,他们将高的并购收益归因于PE机构的国际网络^[15]。

企业跨国并购中PE的介入除了能降低信息不对称问题外,也有助于并购方完成并购融资。当中国企业因扩大规模进行跨国并购时,需要耗费大量资金,而企业自身的融资能力非常有限,借助PE进行杠杆收购则能够帮助企业的并购之路更加顺利。Cooper和Nyborg(2007)认为当PE参与到并购中时,企业并购能力会随企业融资能力的提升而得以提高,另一方面,由于股利无法像债务利息一样可抵扣,因此以高杠杆收购能产生“税盾效应”^[16]。

此外,在并购整合阶段,PE的介入能够帮助公司完成并购后的企业结构调整,并以其丰富的并购经验使公司的经营管理能力得以提升。Haarmeyer(2008)研究认为PE将投资者与管理者结合起来,对原有的组织形式产生了巨大的冲击,重组了各项要素,同时,杠杆收购能够增强公司的治理能力^[17]。有PE参与的并购活动,在并购完成后,PE将作为董事会一员参与到并购后的企业管理过程中,在一定程度上也能够完善公司治理层的结构,并增强公司治理能力。

(三) 私募股权基金与并购价值创造

国外学者对于私募股权基金能否对被收购企业创造价值以及其本身获利能力如何的研究较为丰富。多数研究结果表明,私募股权投资能够提升目标企业市值。Kaplan(1988)研究发现在有私募股权基金参与的并购活动完成三年后,企业价值明显提升^[18]。由于私募股权基金机构具有信息搜寻能力,因此能够更准确地对目标企业进行评估,且能够提高目标企业的财务运作水平(Szewezyk和Varma,1991)^[10]。Desbrierers和Schatt(2002)对法国的并购案例研究、Harris等(2005)对英国的并购案例研究以及Bergström等(2007)对瑞典的并购案例研究均一致认为有私募股权基金参与的并购能够极大地改善目标企业的经营绩效^[19-21]。Mario(2011)将并购企业样本分为“有私募股权基金参与组”和“无私募股权基金参与组”,研究发现有私募股权基金参与的并购活动能够显著提升企业的长期绩效,但对短期绩效影响不大^[22]。除此之外,还有一些研究认为私募基金通过改变收购后公司的结构能使企业达到增值的目的。Lopez(2008)研究得出私募股权基金能够进行杠杆收购,从而使企业的财务结构发生改变,最终获得企业市值提升^[23]。尤其对于目标企业为国有企业而言,由于有私募股权基金的参与,被收购后企业原本的治理结构将不再维持,新的治理结构会对管理层产生激励作用,从而达到提升公司业绩的目的(Chung,2007)^[24]。相反,有学者则认为私募股权基金参与的并购可能不会对并购公司的价值创造起到正向作用。Rappaport(1990)指出,在有私募股权基金参与的并购中,共同投资方通常会在5~7年内撤出其投资,金融投资上更可能为个人利益助推并购,因此造成短期收益不错的假象,但事实上并购公司的长期收益并不乐观^[4]。Kaplan(1988)的研究一方面显示有私募股权投资参与的并购活动能够提升公司价值,但另一方面,并购后公司资本支出消减趋势也十分明显,意味着尽管并购后公司效益得以提升,但同时也损害了公司未来利益^[18]。

相比国外学者丰富的研究成果,由于我国学者对私募股权基金的研究时间较短,已有研究多为对私募概念和内涵的理论探讨(巴曙松,2007;吴晓灵,2007;李建伟,2007;李昕昉和杨文海,2008)^[25-28],只有少数学者考察了私募股权基金与并购价值创造的关系。平新乔(2011)基于公司治理的角度,分析了私募股权基金对被投资企业价值的影响^[29]。姚铮和汤彦峰(2009)以及徐子尧(2011)以新桥投资收购深发展案考察了私募股权基金收购的价值创造效应是效率提升还是价值转移^[30-31],研究发现私募股权基金在短期内较快地提升了目标公司的利润效率,但由于私募股权基金存在某些短期行为,有损于目标公司的长期利益,支持了杨丹辉和渠慎宁(2009)的研究结论^[6]。

三、私募股权基金参与跨国并购的现状

私募股权投资基金发端于风险投资基金,起源于20世纪40年代中期的美国,自1946年起的之后30多年时间中,美国少部分小型私人资产投资和小型企业开始接触PE,才使PE得以起步。如今,经过了大半个世纪的发展,PE的投资领域越来越多样化,投资布局也越来越国际化,已经成为与银行贷款和IPO相提并论的重要融资手段。据世界投资报告(2013)统计,从并购净值来看,1996—2012年期间,由私募基金主导的跨国并购金额已从最低值180亿美元上升到最高值2880亿美元,占全球跨国并购总额的比重也从最低值5%上升到最高值33%;由私募基金主导的跨国并购数量已从最低值373起上升到1147起,占全球跨国并购总交易数量的比重也从8%上升到25%(见表1)。通过私募股权投资来进行的并购已经成为全球跨国投资的趋势和主流之一。

就我国而言,“上市公司+PE”并购模式也较为明显。回溯到2004年,联想联合德太集团、泛大西洋集团以及新桥资本对美国IBM PC业务进行了收购,成为早期最经典的PE参与跨国并购案。而从2008年起,经历了金融危机后,我国本土的PE机构也开始崭露头角,在中国企业的海外并购活动中发挥了积极作用。如

表1 1996—2012年私募基金参与跨国并购的项目及金额

年份	并购总值				并购净值			
	交易数量		交易金额		交易数量		交易金额	
	数量	比例(%)	金额(十亿美元)	比例(%)	数量	比例(%)	金额(十亿美元)	比例(%)
1996	932	16	42	16	464	13	19	14
1997	925	14	54	15	443	11	18	10
1998	1089	14	79	11	528	11	38	9
1999	1285	14	89	10	538	10	40	6
2000	1340	13	92	7	525	8	45	5
2001	1248	15	88	12	373	9	42	10
2002	1248	19	85	18	413	13	28	11
2003	1488	22	109	27	592	20	53	29
2004	1662	22	157	28	622	17	76	33
2005	1737	20	221	24	795	16	121	26
2006	1698	18	271	24	786	14	128	20
2007	1918	18	555	33	1066	15	288	28
2008	1785	18	322	25	1080	17	204	29
2009	1993	25	107	19	1065	25	58	23
2010	2103	22	131	18	1147	21	65	19
2011	2020	19	153	14	902	15	77	14
2012	2229	23	182	22	1104	20	51	16

注:交易金额考虑了私募股权投资基金的资产剥离,并购净值为私募股权投资基金在跨国并购中的购买额减去私募股权投资基金出售其旗下子公司的销售额。表中包括对冲基金和其他基金(主权财富基金除外)参与的并购活动。私募股权投资基金和对冲基金参与的并购活动是根据汤姆森金融数据库关于并购活动的分类标准而得到的。各年比例分别为私募基金参与跨国并购的交易数量(金额)与全球跨国并购的总交易数量(总金额)的比值

资料来源:UNCTAD, World Investment Report(2013)

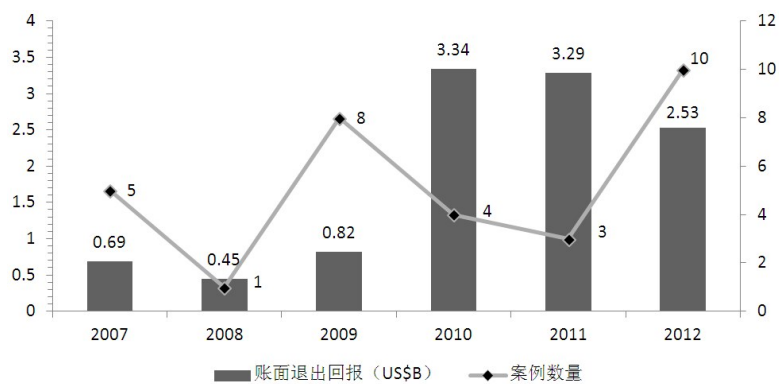
弘毅投资在中联重科并购CIFA的事件中不仅为中联重科提供了资金支持,还作为顾问的角色与CIFA进行了谈判;又如中信产业投资基金帮助三一重工顺利收购了普茨迈斯特,完成了一次弱者对强者的吞并。诸如此类的经典并购案例还有许多(见表2)。自2012年起,我国本土PE机构已经逐渐成长并强大起来,而中国企业也在越来越多地借助PE之力进行海外投资。

表2 PE参与的跨国并购经典案例

年份	并购方	被并购方	被并购方所在国	PE参与方	金额(亿元)	PE占股比例(%)	并购股权(%)
2004	联想集团	IBM PC部	美国	德太集团、泛大西洋集团、新桥资本	113.99	10.90	100
2008	中联重科	CIFA	意大利	弘毅投资	19.22	40	100
2009	中航工业西飞	FACC	奥地利	AIGL投资基金	7.09	10	91.25
2010	吉利汽车	沃尔沃汽车	瑞典	高盛	26.86	15	100
2012	三一重工	普茨迈斯特	德国	中信产业投资基金	26.54	10	100
2013	博盈投资	斯太尔动力	奥地利	武汉梧桐硅谷天堂投资有限公司	5.00	100	100
2014	山东高速集团	图卢兹机场	法国	香港富泰资产	21.85	N/A	49
2015	中航工业汽车	瀚德汽车	美国	渤海华美	37.26	49	100
2015	三七互娱	SNK Playmore	日本	东方星晖基金	4.24	65	81.25
2016	中国化工集团	克劳斯玛菲	德国	汉德资本、国新国际投资	65.61	33	100

资料来源:中国保险报,2017年1月16日,第007版

PE机构寻找并购方对其进行并购融资后取得被并购方部分或全部股权,最后以并购退出的方式取得高收益,实现自身价值的增值。从国内VC/PE机构境外并购退出方面来看,2007—2012年国内VC/PE机构共有31笔并购交易发生,其中2012年并购退出案例数量为10起,为6年中最多(如图2所示)。作为经典案例之一,2012年年底中联重科联合弘毅投资、高盛以及曼达林对CIFA进行收购,收购完成后取得CIFA的100%股权,而后,三家共同投资方实现并购退出。PE为实现资本增值,之所以选择并购退出的方式,原因大致有如下三方面:(1)耗时短,相较于IPO退出而言,并购退出没有长时间的上市准备过程;(2)交易成本低,并购退出十分简单,PE只需要和几家有意向的企业谈判,在一定程度上节约了交易成本;(3)高保密度,信息只需要披露到意向企业,涉及的人员更少,无需对外进行大量的信息披露。



资料来源:CVSource,2013.01

图2 2007—2012年国内VC/PE机构境外并购退出趋势图

四、中联重科并购CIFA中PE作用的案例分析

2008年的金融危机对西方国家企业产生了严重的冲击,也对中国企业的海外并购产生了一定程度的影响,导致并购数量下降,并购金额缩水(见表1)。中国企业在技术和市场上需要更进一步的发展,而在经历了金融危机后,西方企业对资金的需求十分迫切。双方企业的需求得以互补,中国企业为西方企业注入资金以使其正常经营运转,并从中吸取西方先进的技术和优质的资源。中国企业走出国门,向国际化大迈步,由此推动了中国企业跨国并购的浪潮。21世纪以来,在各大经典的跨国并购案例中,背后无不隐现着PE机构。中国企业通过联合PE对海外企业进行收购,PE作为共同投资方以其资金、经验帮助中国企业完成收购,并且在并购双方后续整合过程中发挥了积极作用。基于此,本文以中联重科并购CIFA案为例,从不同角度分析私募股权基金在中国企业跨国并购中的作用。

(一)尽职调查与交易谈判

在企业并购活动中,交易价格和交易条款的谈判都是十分重要的因素,直接影响到交易是否能够如愿达成。跨国并购的并购双方所处国家不同,存在语言不通、文化不同、法律差别等,如果本土企业不借助其他力量而独自实施并购,则很可能由于上述差异导致并购失败,并且由于被并购企业、当地管理机构及居民不了解并购企业,可能对中国企业的并购行为具有陌生感甚至产生敌意,诸多此类因素都将成为并购过程中的阻力。而私募股权基金能够成为本土企业和目标公司良好的桥梁,有助于并购双方在并购活动进行前进行良好沟通和商谈交易细节,由此为并购活动的顺利进行奠定坚实的基础。另一方面,部分中国企业在海外知名度不够,但通过PE组成联合投资人,能够增强企业的讨价还价能力。以中联重科与CIFA的收购案来说,中联重科可能并不广为人知,但说起高盛^①,可就无人不知无人不晓了。

就中联重科并购CIFA案而言,中联重科早先通过并购湖南机床厂、中标实业、陕西黄河工程机械集团等企业来扩大自身规模和市场范围,可以说在并购方面已经积累了一些经验,但是这些经验只是局限于本

国内的企业并购,对于跨国并购而言,中联重科的经验为零。一方面,CIFA作为国际知名的企业,中联重科需要支付巨额的并购对价;另一方面,由于两国之间财政政策和法律制度的不同,中联重科将承担巨大的并购风险。当宣布CIFA将被出售时,面对巨额对价和巨大风险,中联重科明白这是一种挑战,但也是自己的机遇。那么,应当如何把握住这个难得的机会?要使中联重科在自身现金流允许的情况下支付并购对价,同时还要把跨国并购的风险尽可能降低,因此引入了PE机构的参与。弘毅投资作为中联重科的股东,同时也作为此次并购事件中的并购顾问与CIFA进行了谈判,曼达林则作为一家中意基金,成为了此次跨国交流的纽带。最终,中联重科在弘毅投资、高盛和曼达林的三方帮助下成功取得CIFA的100%股权,成为世界规模最大的混凝土生产企业。

中联重科认为,无论从金融角度还是行业角度,私募股权投资的参与在此次跨国并购事件中发挥着至关重要的作用,他们作为专业的投资机构,对于海外投资的经验相当丰富,后期还能够为并购整合出谋划策。但其实此次弘毅投资的出现并非中国跨国并购成功史上的第一个PE机构,在此之前,联想收购IBM PC部时,也是由三家PE出资参与共同完成(见表2)。

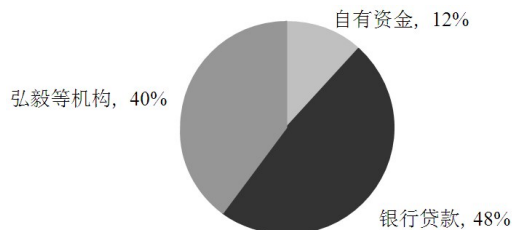
(二)并购融资

近年来,越来越多的企业向往“走出去”,但跨国并购涉及金额巨大,并购资金往往是并购是否进展顺利的关键因素之一,据了解,近八成的中国企业存在本金不足的现象^②。我国企业以往的并购资金来源主要依靠自身积累、债务融资和股权融资,但债务融资可能会对企业造成较大的资金压力,股权融资可能存在控制权被稀释的风险。随着融资机构的引入,作为专业投资机构的PE资金充裕,相对于其他传统融资方式而言,在解决资金问题的同时,流程也更加简单,也更易获得银行融资,甚至可以进行杠杆收购,提高企业并购能力,降低财务风险,也有更多的资金来完成收购后的整合,进而提高投资回报率。

中联重科在并购CIFA时,选择联合弘毅投资、高盛以及曼达林基金,使得并购资金的来源充足,保证了并购的顺利进行。因此,中联重科成为继联想通过德太集团、泛大西洋集团和新桥资本的协助并购IBM全球个人电脑业务之后,又一家借助PE展开海外并购的中国企业。

中联重科在2008年1月正式进入并购谈判程序之后,历时9个月,在同年9月底完成对CIFA的全面收购。CIFA全部股权作价3.755亿欧元,实际股权转让价款为2.515亿欧元,差额1.24亿欧元由CIFA自身长期负债承担。其中中联重科支付1.626亿欧元取得CIFA的60%股权,其共同投资方弘毅投资、高盛、曼达林基金共出资1.084亿欧元,持股比例分别为18.04%、12.92%和9.04%。协议还表明,在并购完成三年后,中联重科有权购买共同投资方所合计持有的CIFA40%股权。此外,对于CIFA自身的长期负债,主并公司中联重科及其三家共同投资方均无还款义务和担保责任。

根据中联重科并购报告披露,CIFA截至2008年6月30日的总资产为3.36亿欧元,净资产为0.76亿欧元,负债约2.60亿欧元;而中联重科2007年净利润约1.28亿欧元,2008年第一季度净利润约0.34亿欧元。以中联重科的收入水平与资金实力完成对CIFA的并购,难免会对其未来发展带来一定风险,作为中联重科的背后推手,弘毅、高盛以及曼达林等PE基金起到了不可忽视的作用。此次并购中中联重科仅出资12%,其余部分由银行贷款和PE机构提供,杠杆倍数高达8.33(见图3)。



资料来源:www.ChinaVenture.com.cn

图3 中联重科并购CIFA资金来源

(三) 并购风险

企业在跨国并购中,由于并购交易双方的国家不同,导致经济状况、社会文化、法律制度等各方面的差异,这些差异所形成的并购风险将影响跨国并购的成败。此外,在战略选择、评估实施和并购整合三个阶段,企业还将面临不同类型的经济风险。具体如表3所示。

表3 中国企业海外并购扩张三阶段可能面临的主要风险因素

项目	经济风险	非经济风险
战略选择	战略定位失误 行业选择失误 目标企业选择失误	政治 社会 军事
评估实施	低估目标成本 交易方案设计缺陷 融资失利 汇率与利率波动	政治 法律 舆论 ——
并购整合	文化冲突 资金链断裂 企业管理模式冲突 人才流失	政策 法律 社会 宗教

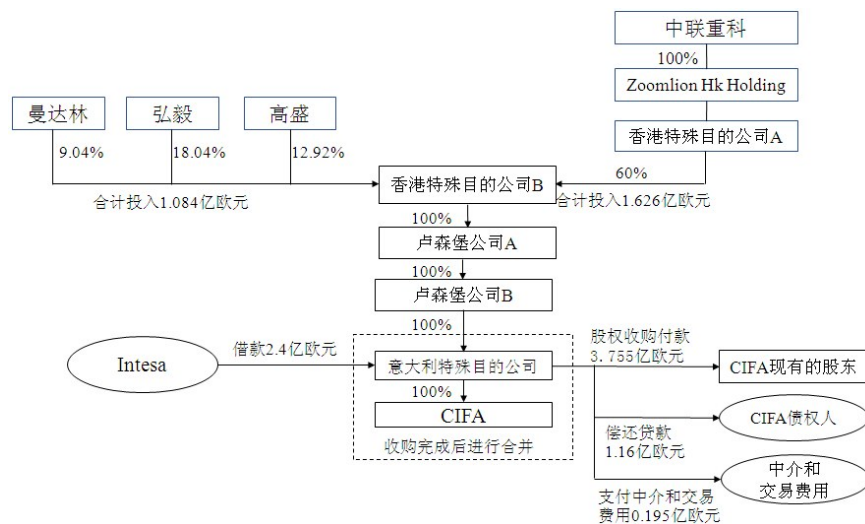
资料来源:何瑛主编,《中国企业财务管理案例》,北京:经济管理出版社,2013年版,第83-84页

近年来,中国经济形势蒸蒸日上,越来越多的企业试图通过跨国并购的方式“走出去”,企业战略性发展的脚步日渐增快。但与此同时,全球范围内许多国家开始以“保护国家利益与安全”的理由拒绝中国企业的跨国并购活动。如2005年的中海油收购优尼科事件中,中海油给出的高价输给了雪佛龙,这背后与政治因素脱不了关系;又如2005年在联想收购IBM全球个人电脑业务案中,美国外国投资委员会(CFIUS)曾经对联想集团与IBM的交易以“考虑到制度与国家安全”为由进行干涉,幸运的是,最后联想收购方案还是获得了CFIUS的批准,因此并购交易才得以顺利进行。除了美国之外,其他国家也曾基于国家利益和安全原因否决过来自中国的投资,冰岛在2011年叫停中国投资者黄怒波在该国购买300平方公里的农场;2012年5月,蒙古也在中国铝业宣布收购在香港上市的位于该国的煤矿公司南戈壁资源(South Gobi Resources)控股权以后,制定了相关外国投资法律,要求这类投资必须通过内阁审批,致使中铝知难而退,放弃了这项收购;2015年,以上海鹏欣集团为首对Kidman 畜牧公司的收购案被澳洲政府否决;2016年,德国政府拒绝中国财团收购德国照明公司欧司朗旗下的灯具业务。

此类事件背后,值得深思的是:是什么导致了上述政治风险?其原因之一可能就是信息不对称。跨国并购的交易双方存在信息不对称,中国企业缺乏对目标企业国家和地区制度规定的了解,当受到政府审查时触及有关条款而又无法辩解,因此才造成众多国家对我国企业并购活动频亮红牌的现象。而在跨国并购中有PE参与则将会大大降低这种政治风险,淡化中国企业(尤其是国有企业)的并购主体角色^③,企业与PE机构可以联合建立一个或多个特殊目的公司,以将背后真正的主并企业隐藏起来,并购成功后企业与PE机构则将间接持有被并购公司股份。尽管如此,仍然需要注意的是,即使是与PE进行合作,也不能保证并购交易一定取得成功,这在华为收购3Com公司案件上可见一斑^④。但是由于有PE的加入,并购方由一个主体变成多个,且由于PE作为专门投资机构具备极强的信息调查能力,能够在并购活动开始前尽可能减少主并公司与目标公司间的信息不对称风险,提高目标公司所在国家的审核通过率,帮助企业并购活动顺利进行。

在中联重科并购CIFA案中,中联重科与PE通过设立多个“特殊目的公司”的交易结构(详见图4),以达到淡化中国企业并购主体的角色,从而降低政治风险的目的。在并购前,中联重科首先成立了一家名为

Zoomlion H.K. Holding Co. Ltd(简称“中联香港控股公司”)的全资子公司,再由中联香港控股公司成立一家“香港特殊目的公司A”,后经弘毅投资、高盛和曼达林出资 40%(合计 1.084 亿欧元)以及香港特殊目的公司 A 出资 60%(1.626 亿欧元)共同成立“香港特殊目的公司 B”,再由香港特殊目的公司 B 在卢森堡成立全资子公司“卢森堡公司 B”,后卢森堡公司 B 又成立一家名为“意大利特殊目的的全资子公司”,最后由意大利特殊目的公司吸收合并 CIFA。在层层“掩护”之下,中联重科与三家共同投资人间接持有 CIFA 的 100% 股权,其中中联重科占 60%,共同投资方合计 40%。另外,由于存在协议约定,并购交易完成三年后,中联重科可购买共同投资方所持有 40% 的股份,但是只能以现金或股票方式支付。



资料来源:长沙中联重工科技发展股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书(修订稿)

图4 中联重科收购CIFA的交易结构

(四)并购整合

相对于其他阶段而言,并购后的整合阶段显得更为重要,绝大多数跨国并购失败都出现在并购整合阶段。在并购活动正式开始实施之前,对于被并购企业的管理方式、管理人员等方面均要进行详尽的规划。每个企业都有自己独特的企业文化,尤其对于海外并购而言,还存在国家之间比较宏观的文化差异,因此中国企业需要取长补短,吸收被并购企业原企业文化中先进的部分。关于并购,国际上著名的“七七定律”指出:70%的并购交易最终并未实现并购方最初预期的商业价值,70%的并购失败背后的“罪魁祸首”都是整合过程的失败。可见,整合能力对于并购活动至关重要,甚至于在一定程度上能够决定并购交易的成败^[32],因此缺乏整合能力是中国企业海外并购过程中亟待解决的问题。PE机构作为专业的投资机构,具备丰富的跨国并购经验,并且具备强大的信息搜索能力,比中国本土企业更能充分了解目标公司国家的行业特点、经营管理方式等,再加上PE本身就有大量的人才储备,能够为并购后的整合提供有利帮助。

以中联重科与CIFA的并购案为例,CIFA是意大利的公司,主要资源业务都分布在欧洲地区,而中联重科作为中国本土企业与CIFA存在着很大的企业文化差距,此外,两国之间法律法规、税收制度、经营环境等方面也都十分不同。中联重科应当如何恰当规避由于诸多差距造成的风险而实现有效整合?针对这一问题,中联重科做出了正确的选择——联合弘毅投资、高盛、曼达林共同收购CIFA。首先,三家PE机构能够对中联重科提供财务支持,并且由于弘毅投资和中联重科本身就存在关联关系,对中联重科各方面十分了解,能够在后期整合阶段发挥有利作用;其次,高盛作为有名的全球投资管理机构,有着非常丰富的跨国并购经验,能够为后期整合提供实际建议和方案;最后,曼达林了解意大利本土行业特征及管理情况,为此次中意合作搭起桥梁,保证了整合阶段的顺利实施。

那么,与三家共同投资方定下股权买卖的期权约定,中联重科何故如此呢?无疑,中联重科是十分机智的,交易完成后的3年相当于整合时间,在这段时间中,中意两个企业的文化、两国的法律税收等方面差异都能够最大程度的磨合,同时,也将整合失败的风险部分转移给了共同投资方。中联重科牺牲了小部分短期利益,但与此同时,由于共同投资方与其共担风险,就会有更大的动力协助中联重科顺利完成并购后的整合。有了三家专业PE的保驾护航,中联重科不仅让这次跨国并购行动在接下来始料未及的全球金融风暴当中安全过关,也对中联重科后期与CIFA的顺利融合发挥了积极作用。

这次轰动业界的联合并购,用四年的时间验证了中联重科战略性捆绑PE这一新模式的有效性,它充分克服了中国企业在海外因“水土不服”所带来的诸多问题,中联重科与CIFA在管理、技术、文化等多方面已实现完美融合,收购CIFA的正面效应日渐显著。中联重科在国际工程机械制造企业排名一跃上升至第六位,并无可争议地坐上了全球混凝土机械制造企业头把交椅的位置。与此同时,相比2008年被并购前,CIFA在成功摆脱经济危机影响的同时还实现了业绩的大幅提升。作为跨国并购案,并购方中联重科在并购时,有选择地引入了弘毅、高盛和曼达林基金这三家财务共同投资者,然后由这三大财务共同投资者组成了一个“文化缓冲地带”,通过与共同投资者设定买卖期权,中联重科既锁定了并购风险,又利用40%的股权换来了3年的并购后整合期,并且获得了这三家投资并购专家的专业支持,可以说中联重科是最大的赢家。

五、研究启示与局限性

PE基金为中国企业海外并购提供了新的战略路径,通过联合PE共同参与跨国并购,企业与PE双方可以达成共赢的目标。对企业而言,(1)并购尽职调查与交易谈判方面:并购企业可以利用PE的广泛关系和信息网络,获取目标公司更全面的信息,降低主公司与目标公司的信息不对称,同时,PE可以帮助企业有效地进行并购交易谈判;(2)并购融资方面:PE能够为中国企业的跨国并购提供资金支持,企业无需大量消耗自身累积资金,也无需依靠债务融资或股权融资获得资金,减轻了企业资金压力,降低了企业财务风险;(3)并购风险方面:PE机构的参与能够减少跨国并购双方的信息不对称,从而有效降低政治风险,提高政府审核通过率,有助于并购活动的顺利进行;(4)并购整合方面:中国企业大多缺乏管理全球性公司的经验和人才,并且在跨国并购方面的经验不足,借助PE丰富的并购经验和人才储备,能够在整合阶段发挥协调作用以推进并购整合的成功。对于PE机构而言,参与跨国并购能够使其在后期通过并购退出的方式获得稳定且较高的收益回报。

私募股权基金作为近年来才在国内兴起的投资方式,究其根本还是在于寻求高回报,实现自身价值的增值。私募股权基金参与到跨国并购中能够发挥其减轻企业资金压力、提供跨国并购经验、规避政治风险、协助并购整合等多方面积极作用,并开始成为继债务融资和股权融资之后的一个新的融资渠道。相对于国际上知名的PE机构而言,本土PE机构也正在逐渐成熟,带动中国企业的发展,使中国真正地“走出去”,真正地国际化。

本文研究的局限性在于,由于采用个案分析PE在企业跨国并购中所发挥的作用,缺乏普适性,因此其研究结论有待于通过大样本实验数据作进一步的检验,以获得统计学上的推广意义。此外,在本文研究中,由于受并购企业对PE在跨国并购交易各阶段中的表现所披露内容的限制,仅从并购尽职调查与交易谈判、并购融资、并购风险与并购整合的角度研究PE在企业跨国并购交易中的作用,对PE在企业跨国并购交易的其他阶段和方面,如跨国并购中目标企业的选择与评估、目标企业定价等所发挥作用等并没有进行充分的研究。尽管对个案进行分析得出的结论具有一定的局限性,但本文的研究视角可以为今后的大样本经验研究提供有益的研究思路,探索PE的参与对并购交易的影响是未来PE和并购投资活动的一个研究方向。

注 释:

- ① 高盛为世界领先的投资银行、证券和投资管理公司,在世界各地向重要、多元化的客户提供全系列的服务,客户包括公司、金融机构、政府和高净值个人。公司成立于1869年,为世界上历史最悠久、规模最大的投资银行之一。公司总部设在纽约,在伦敦、法兰克福、东京、香港和其他主要世界金融中心均设有分支机构。
- ② 清科研究中心:《赵令欢 VS 鲁宾斯坦: PE助推中国企业海外收购》,2009年12月17日, <http://www.zero2ipo.com.cn/n/2009-12-17/2009121794835.shtml>, 2010年4月20日。
- ③ 2005年,中海油并购美国优尼科过程中,美国政府及舆论中的反对者认为中海油是中国国有控股企业,其企业行为背后隐藏着国家战略目的;另外,中海油部分收购资金来自中国政府的低息或无息贷款,相当于政府补贴,属于不公平竞争。参见何力《中国海外投资战略与法律对策》,(北京)对外经济贸易大学出版社2009年版,第106-107页。
- ④ 2007年9月,3Com宣布接受贝恩资本的收购报价,交易设计中,华为也将收购3Com的少数股份,与3Com建立商业和战略合作伙伴关系。然而,美国部分议员和政府官员担心此交易将导致华为获得美国敏感军事技术,并要求美国政府阻止此收购。由于无法消除监管部门的顾虑,3Com、贝恩资本与华为于2008年2月被迫撤回了向美国外国投资委员会提交的交易审查申请。具体参见孟帆《贝恩资本将终止3Com收购协议华为海外并购遇挫》,2008年3月21日, <http://news.zero2ipo.com.cn/n/2008-3-21/2008421135355.shtml?highlight=3com>, 2010年4月24日。

参考文献:

- [1] Wright M, Pruthi S, Lockett A. International Venture Capital Research: From Cross-Country Comparisons to Crossing Borders[J]. *International Journal of Management Reviews*, 2005, 7(3):135-165.
- [2] Gorman M, Sahlman W A. What Do Venture Capitalists Do? [J]. *Journal of business venturing*, 1989,4(4): 231-248.
- [3] Jensen, M.C. Eclipse of the Public Corporation[J]. *Harvard Business Review*, 1989, 67(5):61-74.
- [4] Rappaport A. The Staying Power of the Public Corporation[J]. *Harvard Business Review*, 1989, 68(1): 96-104.
- [5] Kaplan S N. The Staying Power of Leveraged Buyouts[J]. *Journal of Financial Economics*, 1991,29(2): 287-313.
- [6] 杨丹辉,渠慎宁.私募基金参与跨国并购:核心动机,特定优势及其影响[J]. *中国工业经济*, 2009(3):120-129.
- [7] Erel I, Liao R C, Weisbach M S. Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(3), 1045-1082.
- [8] Ellis K M, Weber Y, Raveh A, et al. Integration in Large, Related M&As: Linkages between Contextual Factors, Integration Approaches and Process Dimensions[J]. *European Journal of International Management*, 2012,6(4): 368-394.
- [9] Ahern K R, Daminelli D, Fracassi C. Lost in Translation? The Effect of Cultural Values on Mergers around the World [J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(1):165-189.
- [10] Szweczyk S H, Varma R. Raising Capital with Private Placements of Debt[J]. *Journal of Financial Research*, 1991,14(1):1-13.
- [11] Demiroglu, C., James, C. The Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, (96): 306-330.
- [12] Ivashina, V., Kovner A. The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking[J]. *Review of Financial Studies*, 2011,(24): 2462-2498.
- [13] Hochberg Y V, Ljungqvist A, Lu Y. Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance[J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(1): 251-301.
- [14] Hochberg Y V, Ljungqvist A, Lu Y. Networking as a Barrier to Entry and the Competitive Supply of Venture Capital[J]. *The Journal of Finance*, 2010,65(3): 829-859.
- [15] Humphery-Jenner M, Sautner Z, Suchard J A. Cross-border Mergers and Acquisitions: The Role of Private Equity Firms[R]. SS-RN Working Paper, 2012.
- [16] Cooper, I.A. & Nyborg, K.G. Valuing the Debt Tax Shield[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2007,19(2):50-59.
- [17] Haarmeyer D. Private Equity: Capitalism's Misunderstood Entrepreneurs and Catalysts for Value Creation[J]. *Independent Review*, 2008, 79(5):423-426.
- [18] Kaplan S. Management Buyouts: Efficiency Gains or Value Transfers[R]. Center for Research in Security Prices, Working Papers, 1988.
- [19] Desbrierers, P, Schatt, A. The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms: the French Case[J]. *Journal of Business Fi-*

- nance and Accounting, 2002, 29,695-729.
- [20] Harris, R., Siegel, D.S., Wright, M. Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-level Evidence from the United Kingdom[J].The Review of Economics and Statistics, 2005, (87): 148-153.
- [21] Bergström C, Grubb M, Jonsson S. The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation[J].The Journal of Private Equity, 2007, 11(1): 22-39.
- [22] Levis M . The Performance of Private Equity-Backed IPOs[J].Financial Management, 2011, 40(1):253-277.
- [23] Lopez J A. The Economics of Private Equity Investments: Symposium Summary[R].FRBSF Economic Letter,2008.
- [24] Chung,Peter Y.Sources of Value in Private Equity Acquisitions[EB/OL]. <http://www.frbsf.org/csip/research/symposium200710.pdf>, 2007-10-19.
- [25] 巴曙松.海外私募基金观察之[欧美篇][J].如鱼得水的欧美私募基金,2007,(8):86-87.
- [26] 吴晓灵.发展私募股权基金需要研究的几个问题[J].中国金融,2007,(11):10-12.
- [27] 李建伟.私募股权投资基金的发展路径与有限合伙制度[J].证券市场导报,2007,(8):57-63.
- [28] 李昕旸,杨文海.私募股权投资基金理论与操作[M].北京:中国发展出版社,2008.
- [29] 平新乔.私募股权与治理权价值[J].经济学动态,2011,(1):36-40.
- [30] 姚铮,汤彦峰.商业银行引进境外战略投资者是否提升了公司价值——基于新桥投资收购深发展的案例分析[J].管理世界,2009,(b2):94-102.
- [31] 徐子尧.私募股权基金收购:效率提升还是价值转移——新桥投资收购深发展的案例分析[J].财贸经济,2011,(12):62-68.
- [32] 鲁渝华,樊力,唐亮.远征——中国企业海外并购战例[J].商界,2009,(11):86-95.

(责任编辑:卢 君)