



# 中企跨境并购十年回顾



岑明彦 (David Cogman), 欧高敦 (Gordon Orr)

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

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

本文仔细梳理了中国企业十年跨境并购史。中国买家的表现参差不齐, 大部分交易并没有切实实现原定目标, 最主要的原因是时机选择错误, 这一点是所有企业都很难把握的。另一个原因是中企欠缺并购后整合能力。

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

评估历史交易情况

评估一宗收购案是否“成功”肯定是主观的, 因为我们永远不会知道

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

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

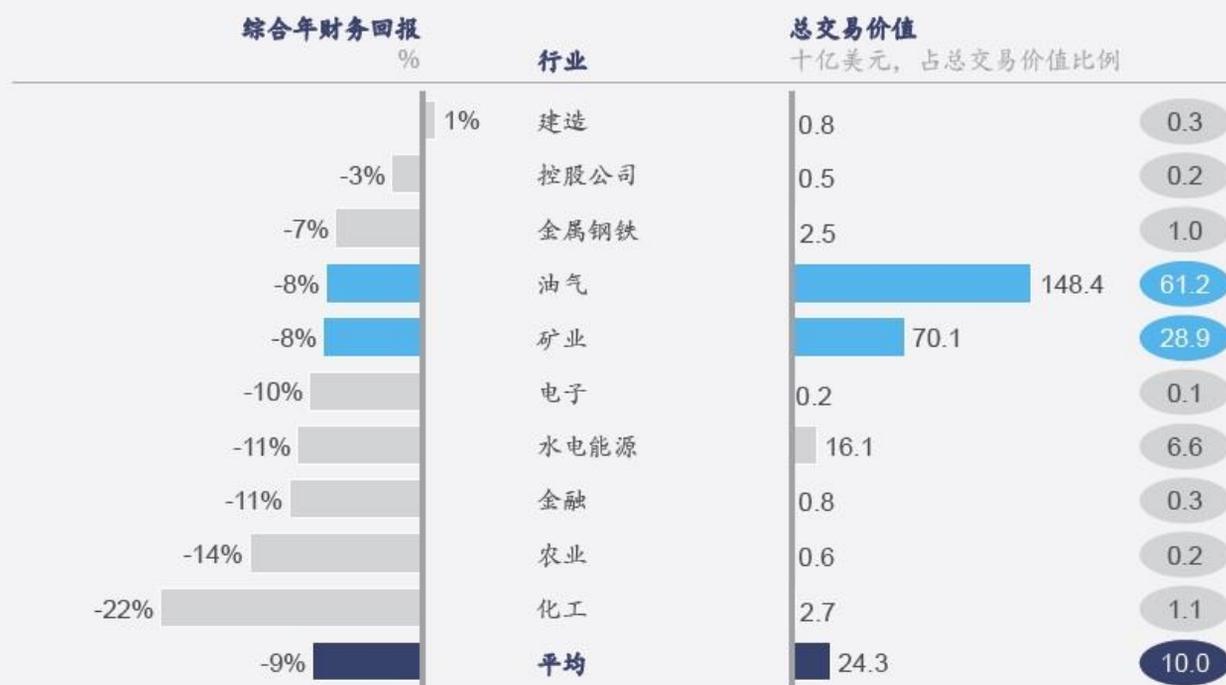
### 资源类交易的诅咒

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

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

图1

### 资源类并购交易行业构成

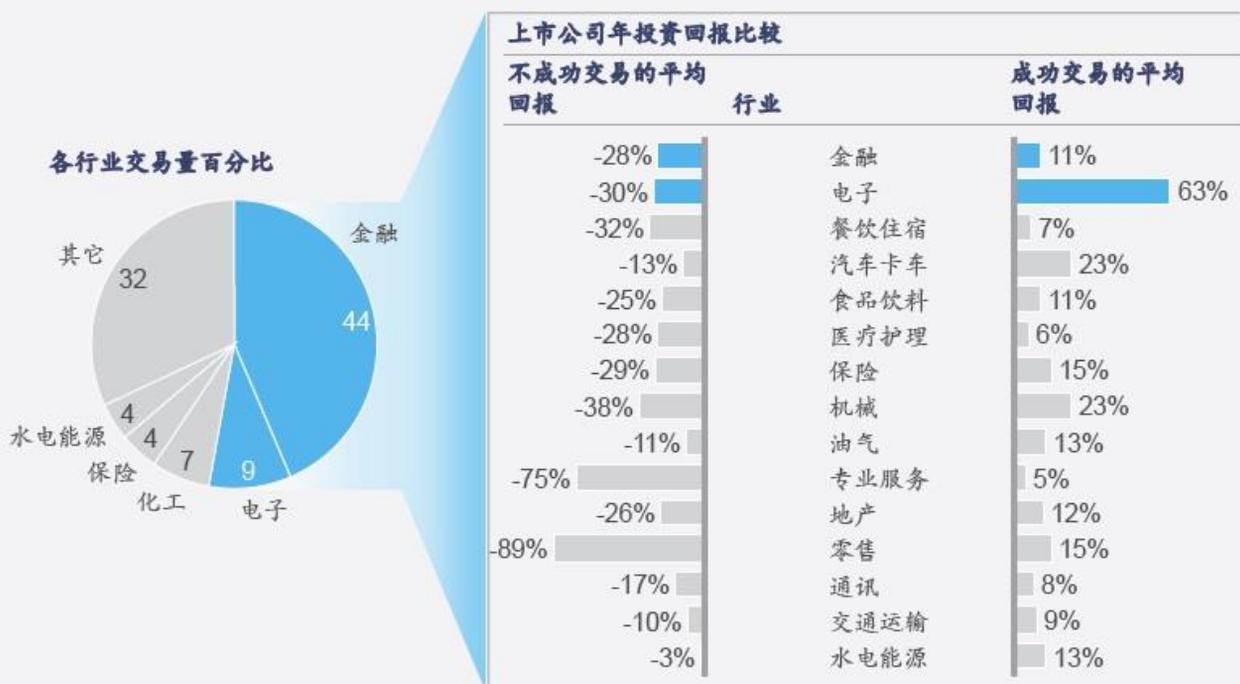


### 多元化财务投资与建立关系的交易

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

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

图2  
上市公司类交易行业构成



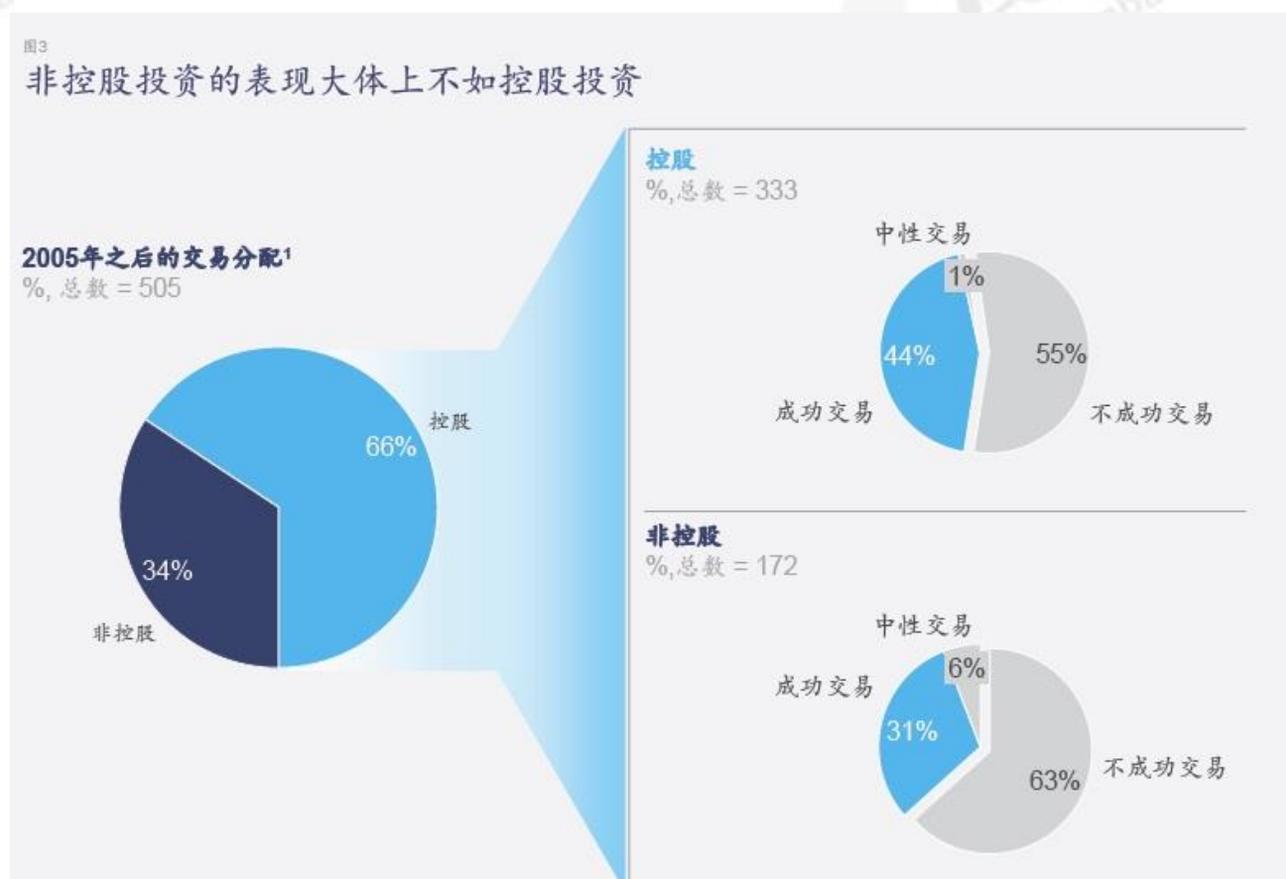
1.其它包括占比不超过4%的行业：汽车、餐饮住宿、食品饮料、林业、医疗护理、控股公司、休闲、机械、油气、专业服务、地产、交通运输  
资料来源：团队分析

### 成功并购案分析

略微超过四分之一的并购不属于资源类与上市公司类交易。对于这类交易，我们通过分析并购案的既定目标（产品、技术或成本），以及比较其

是否达成目标，发现约 70%的此类交易成功完成了目标。控股交易与非控股交易的成功率分别为 75%和 60%。

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



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_33926](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33926)

