



WAIZI BINGGOU GUOYOU QIYE DE  
GUQUAN DINGJIA YANJIU

# 外资并购国有企业的 股权定价研究

姚海鑫 刘志杰 著

商務印書館  
The Commercial Press

国家社科基金资助项目（项目号：09BJY056）

# 外资并购国有企业的 股权定价研究

姚海鑫 刘志杰 著



商务印书馆  
The Commercial Press

2015年·北京

图书在版编目(CIP)数据

外资并购国有企业的股权定价研究 / 姚海鑫, 刘志杰著. —北京: 商务印书馆, 2015

ISBN 978-7-100-11564-3

I. ①外… II. ①姚…②刘… III. ①外资公司—企业兼并—国有企业—股权转让—研究—中国 IV. ①F279.244.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 208712 号

所有权利保留。

未经许可, 不得以任何方式使用。

外资并购国有企业的股权定价研究

姚海鑫 刘志杰 著

---

商务印书馆出版

(北京王府井大街 36 号 邮政编码 100710)

商务印书馆发行

北京市白帆印务有限公司印刷

ISBN 978-7-100-11564-3

---

2015 年 12 月第 1 版

开本 850 × 1168 1/32

2015 年 12 月北京第 1 次印刷 印张 11 1/4

定价: 32.00 元

# 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 前言.....                          | 1  |
| 第一章 绪论.....                      | 6  |
| (一)问题的提出.....                    | 6  |
| (二)研究目的及意义.....                  | 9  |
| (三)研究思路、研究方法及框架结构.....           | 12 |
| 第二章 文献综述 .....                   | 16 |
| (一)并购定价方法与模型的相关研究 .....          | 16 |
| (二)并购溢价问题的相关研究 .....             | 22 |
| (三)外资并购国有企业定价问题研究 .....          | 26 |
| (四)并购动机及博弈分析的相关研究 .....          | 28 |
| (五)现有文献的评价 .....                 | 30 |
| 第三章 外资并购我国国有企业及其定价问题的现状分析 ..     | 32 |
| (一)外资并购国有企业的历程与政策演变 .....        | 32 |
| (二)外资并购国有企业的方式、特点及其影响.....       | 45 |
| (三)关于外资并购国有企业股权定价的一项问卷调查分析 ..... |    |

## 2 外资并购国有企业的股权定价研究

|                                      |     |
|--------------------------------------|-----|
| .....                                | 63  |
| (四) 外资并购国有企业股权定价的新特征及新趋势 .....       | 68  |
| 第四章 外资并购国有企业的定价方法与定价模式分析 .....       | 75  |
| (一) 常用的目标企业定价方法及其比较 .....            | 75  |
| (二) 我国外资并购国有股权定价方法的实践发展及其问题<br>..... | 90  |
| (三) 外资并购中的状态依存所有权与国有企业定价模式<br>.....  | 105 |
| 第五章 外资并购国有企业股权定价过程的博弈分析 .....        | 118 |
| (一) 外资并购国有企业过程中各参与方的行为动机分析<br>.....  | 118 |
| (二) 国有企业与外资方的完全信息博弈分析 .....          | 131 |
| (三) 国有企业与外资方的不完全信息博弈分析 .....         | 141 |
| (四) 其他参与者行为对讨价还价博弈的影响 .....          | 151 |
| 第六章 外资并购国有股权定价的影响因素分析 .....          | 157 |
| (一) 影响外资并购国有股权定价的财务因素实证分析 .....      | 158 |
| (二) 影响外资并购国有股权定价的非财务因素分析 .....       | 188 |
| (三) 外资并购国有企业股权定价的综合评价模型 .....        | 207 |
| 第七章 外资并购国有股权的溢价问题分析 .....            | 218 |
| (一) 外资并购中的国有股溢价现象与现状分析 .....         | 218 |
| (二) 外资并购中的国有股溢价的影响因素实证检验 .....       | 233 |
| (三) 测算国有股溢价的方法与模型 .....              | 252 |
| 第八章 案例分析 .....                       | 263 |
| (一) 凯雷并购徐工案 .....                    | 263 |

|                                      |     |
|--------------------------------------|-----|
| (二)威立雅水务的“兰州模式”.....                 | 277 |
| (三)股权性质与外资并购:巢东股份与珠海中富的<br>比较分析..... | 295 |
| (四)案例启示 .....                        | 308 |
| 第九章 结论与政策建议.....                     | 315 |
| (一)主要研究结论.....                       | 315 |
| (二)政策建议.....                         | 320 |
| (三)进一步研究方向.....                      | 328 |
| 附录.....                              | 331 |
| 参考文献.....                            | 350 |
| 后记.....                              | 367 |

# 前 言

并购是全球经济发展和企业成长的永恒主题,从 20 世纪初到现在的一百多年来,全球经济先后经历了六次大的并购浪潮。通常认为,并购是企业扩大规模、获取新的资源、提高运营效率、扩大市场份额,进而增加企业绩效和股东财富、增强企业竞争力的有效途径之一。因此,并购作为一种重要战略手段正越来越多地被各国企业广泛使用,而跨国并购更成为跨国公司直接投资的首选方式。

改革开放 30 多年来,中国经济持续高速增长,形成了庞大的消费群和巨大的市场需求。相对低廉而又具有素质的人力资源,也成为吸引外资的重要因素。同时,我国逐渐放松了对外资开放领域的限制,相继出台了有关外资参与企业尤其是国有企业并购、重组的一系列规定。这些规定大大加快了外资并购我国企业的步伐,外资并购我国企业的规模明显增大,并购案例不断增多,并购领域不断扩大。特别是 2006 年我国上市公司股权分置改革后,国际上许多大型跨国公司或金融资本纷纷增加对华投资,有的直接通过并购中国国有企业的方式进入中国的产业链,如机械制造、农

业、城市基础设施、战略新兴产业等,把并购国有企业作为进军中国市场和布局中国的战略重点。

毋庸置疑,外资收购我国国有企业股权,对于促进国有企业股权多元化、改善公司治理结构、提高国有企业的经营绩效和核心竞争能力起到了积极的推动作用。然而,随着近年来发生在我国的外资并购案例不断增多,外资并购的范围不断扩大,社会影响也不断增大,围绕着外资并购国有企业的许多争论也一直喋喋不休。人们关注或争论的焦点大多集中在定价方面,即外资并购我国国有企业的定价方法是否科学、并购价格是高还是低、国有资产是增值还是被贱卖等,使得外资并购国有企业股权的定价问题成为一个十分引人关注和高度敏感的话题,也越来越引起理论界和实务界的高度关注。

资产定价和估值是资本市场最重要的功能之一,它是资本市场实现资源配置的基础,也是企业 IPO、并购与重组活动等有效进行的前提。外资并购我国国有企业,其核心问题也是并购定价问题。外资并购我国国有企业的定价过程,是一个十分复杂的过程。它既涉及到并购双方企业、中介机构、地方政府和国家有关部门、被并企业员工等的参与,是一个多方参与的动态博弈过程;又受到参与方行为动机、并购双方当事人谈判能力、宏观政策与市场环境、企业经营与财务状况、公众舆论与预期等诸多因素的影响。因此,外资并购定价是否科学合理,关系到并购能否成功和国有资产是否保值、增值甚或流失,对并购各方参与者来说都十分重要。

全球金融危机和欧债危机爆发以来,随着国内外经济形势的变化,外资并购我国国有企业的实际情况及政策也发生了变化。

近几年来,外资并购我国国有企业及其股权定价方面出现了一些新特征和新趋势:一是外资并购国有企业的范围和领域更宽更广,外资并购已经涉及我国的大部分行业;二是国家对外资并购总体上实行开放、支持和鼓励政策的同时,对外资并购国有企业的范围、过程、程序及监管等进一步规范和严格;三是随着经济全球化的加剧和我国企业走向世界,出现外资并购我国国有企业与越来越多我国企业进行大量海外并购并存的格局;四是在外资并购国有企业的股权估值与定价方面,尚没有明确或统一的估值和定价方法及程序,许多问题都有待于理论和实证上的深入研究。

外资并购国有股权的定价问题一直是备受理论界和实务界关注且争议不断的话题,对该问题进行研究具有重要的理论意义和现实意义。其理论意义在于:将有助于探讨适合我国实际的企业并购定价理论和定价方法,为我国并购问题的研究提供一个新的研究视角和研究框架,丰富和发展并购定价理论的研究内容与方法。其现实意义在于:探索适合我国外资并购实际的国有股权定价方式与方法,科学合理地确定国有股权的并购价格,可以防止和减少国有资产流失,为国有企业的并购决策提供指导和参考,为各级政府及监管部门制定和完善相关政策提供决策依据。

本书是我主持的2009年国家社会科学基金项目《新形势下企业并购问题研究——外资并购中的国有股权定价研究》(项目号:09BJY056)的最终研究成果(结项证书号:20131027)。本书采用规范分析与实证分析相结合、定性分析与定量分析相结合的研究方法,对外资并购国有企业的股权定价一系列问题进行全面、深入和系统地研究。在规范分析方面,本书运用制度经济学理论、委托

代理理论、博弈论分析、管理学理论等,分析和探讨外资并购国有股权的定价模式与方法;分析外资并购过程中并购双方的讨价还价过程;揭示外资并购中影响国有股权价格的非财务因素等问题。在实证分析方面,本研究采取问卷调查分析、案例分析等方法,分析外资并购国有股权定价的现状和存在的问题;通过案例分析和比较分析方法深入剖析外资并购国有股权定价中的各种现象;采用描述性统计、主成分分析、多元回归分析等方法,实证分析了外资并购中影响上市公司国有股权定价和溢价的各显著性因素;并尝试构建一个多指标综合评价模型。

本研究虽力求在研究视角、研究内容和研究方法上进行一些大胆尝试和创新,通过一系列理论分析与实证分析,取得了一系列相关研究成果和有意义的研究结论,并给出了具有针对性的政策建议。但外资并购中的国有股权定价问题毕竟是一个十分复杂、富有挑战性的研究课题,在该领域仍有许多复杂问题值得学者们进行研究和探讨。个人认为,该研究领域可进一步深入研究的问题和研究方向是:(1)尝试建立三方或多方参与的动态博弈模型,对外资并购国有股权的定价过程和机理做更深入的理论分析。(2)结合国有企业并购定价实际和制度变化进行更深入广泛的调查研究和案例分析,以获得更丰富的一手资料,丰富和完善已有研究结论。(3)扩大研究范围和研究对象,尝试探讨更多维度的影响国有股权并购定价的各种因素。(4)对发生外资并购的上市公司与非上市公司、国有企业与民营企业的并购定价情况进行系统的比较分析,以揭示更真实的结论,从而使政策建议更具针对性和可操作性。(5)从经济学、管理学、财务学等理论上进一步深入研究

外资并购定价的机理、定价机制、定价模型与方法等。

随着我国社会经济改革的不断深入,经济结构调整和社会转型会进一步加快,外资并购及其定价领域将会有许多新情况和新问题值得我们深入研究。我和我的研究团队会不断努力、继续关注、跟踪该领域的新动态,争取取得新的突破和更多更好的研究成果。

姚海鑫

2014年4月

# 第一章 绪论

## (一)问题的提出

伴随着 20 世纪 90 年代以来的第五次企业并购浪潮,全球范围内的企业跨国并购活动风起云涌,跨国并购逐渐取代“绿地投资<sup>①</sup>”,成为跨国直接投资的首选方式。而中国经济自改革开放以来的持续高速增长,中国庞大的消费群、巨大的市场需求,廉价而又相对高素质的人力资源,都成为吸引外资的重要因素。于是,国际上许多大型跨国公司和金融资本纷纷增加对华投资,“抢滩登陆”中国。与此同时,为适应全球化经济的发展和兑现加入 WTO 承诺的需要,以及进一步深化国有企业改革,自 2001 年起,中国政府放松了对外资开放领域的限制,相继出台了一系列有利于外资参与国有企业改组改造的法规和规章制度,对外国投资者参与国

---

① 即国际直接投资(FDI)中的新建投资。

有企业并购、重组做出了具体的规定,放宽了外资并购主体和外国投资者并购中国境内企业出资比例的限制等。这些规定大大加快了外资并购我国企业的步伐,外资并购我国企业的规模也明显增大。国际上许多著名大企业纷纷把目光瞄准了我国的龙头国有企业,把并购国有企业当作进军中国市场的“跳板”<sup>①</sup>。外资大举并购国有企业正成为我国并购市场上的一种新趋势。

自2005年我国资本市场推行股权分置制度改革以来,外资并购我国国有企业的活动更加踊跃,而且,外资的目光直接盯住那些具有行业龙头地位的优质大型国有企业。例如,世界最大水泥生产商法国拉法基集团(Lafarge SA)成功收购大型水泥企业四川双马66.5%国有股权,世界钢铁大王米塔尔(Mittal Steel Company N.V.)收购华菱管线创造了外资收购A股股权的最大交易案例,美国高盛集团(Goldman Sachs Group Inc.)收购中国食品行业巨头双汇集团,以及美国凯雷投资集团(Carlyle Group)收购中国最大的工程机械制造企业徐工机械等。

一般而言,外资并购国有企业,对双方来说都是“有利可图”的。然而,并购必然会涉及如何定价的问题。在引入外资的过程中,确定合理的并购价格是一件十分复杂的事情,对双方来说,也都是极为重要的。如果定价偏高,会加大外国投资者的交易成本和风险,阻碍外资并购的顺利进行;但如果定价偏低,又可能会导致国有资产流失,损害国家和企业职工的利益。

当前,由于我国的资本市场发育不完善,国有企业产权交易不

---

① 黄海霞.我国资本市场外资并购动因分析[J].商场现代化,2007(1)。

健全,涉及股权定价等问题的政策法规相对滞后和模糊,这使得外资并购国有股权的定价活动显得十分杂乱。另外,国有企业的特殊背景和严重的多层委托代理问题,往往导致定价过程掺杂着许多非市场因素,国有企业经理层、外商、地方政府和国家有关部门、中介机构等在并购中都扮演着重要角色。

随着发生在我国的外资并购事件不断增多,外资并购的范围不断扩大,社会影响力不断增大,关于国有股权在转让过程中是否存在流失的讨论也愈来愈引起人们的关注。

一些人提出“引资贱卖国有资产论”,认为以每股净资产加一定溢价的定价方法严重低估了国有股权的发展潜力和价值,外资在参股时可能出现资产评估不准确和股权转让价格偏低的现象。例如,双汇集团是中国食品行业龙头,仅其控股的上市公司双汇发展,2005 年度营业收入、净利润和每股收益就分别达到 134.6 亿元、3.71 亿元和 0.72 元,以其持有双汇发展 35.72% 的股权计算,股票市值高达 33 亿多元。同时,“双汇”商标的品牌评估价值已达 106.36 亿元。就是这样一家被称为“利润奶牛”的大型国有企业,出卖给外资企业的价格仅 20 亿元<sup>①</sup>。再如,徐工机械 2005 年销售收入达 130 亿元,其控股的上市公司徐工科技 2005 年也有 38 亿元的销售额,但外卖的价格如果去掉所谓的“对赌”金额也不过 20 亿元<sup>②</sup>。

另一些人则认为,我国国有企业普遍存在产权的制度性缺陷

---

① 数据来源:中国并购评论。

② 数据来源:中国股权分置改革网 <http://www.cs.com.cn>。

和严重的委托代理问题,具有沉重的债务负担以及大量历史遗留问题,部分企业还存在较高比例的不良资产,这些问题导致外资对国有企业进行估值时给予诸多“制度性折扣”。

也有人认为,确定并购价格时,不应该仅仅以并购前目标公司股票的市场价值为依据,而应该全面、综合、长远的考虑。但这也为并购定价带来了实际的困难。

无论如何,外资并购国有企业时国有股权应该如何定价已经成为一个十分引人关注的问题。人们普遍关心的问题是:在已发生的外资并购中,国有资产是否被贱卖?国有股权应该如何科学定价?如何体现公允价值和保证国有资产不流失?等等。这些争论也反映出,我国目前的国有股权转让价格形成机制还不够成熟,国有股权的价值评估理论和方法亟待完善。本书将通过实证分析和理论分析,试图研究探讨外资并购国有股权的定价方法和定价模式,分析揭示外资并购中影响国有股权定价的主要因素,并尝试构建外资并购国有企业的博弈模型,具体解释外资方与国有企业之间的讨价还价过程。

## (二)研究目的及意义

### 1. 研究目的

近年来,伴随着中国经济持续高速增长和日益开放,外资并购我国国有企业的案例不断增多,并购范围不断扩大。外资收购我

国国有企业股权,可以促进国有企业实现股权多元化,有利于改善公司治理结构,对于提高国有企业的核心竞争能力起到了积极的推动作用。然而,近年来围绕外资并购我国国有企业的定价方法是否科学、并购价格是高还是低、国有资产是增值还是被贱卖等问题也一直争论不休,越来越引起理论界和实务界的高度关注。

本研究的目的是:深入分析外资并购的现象,揭示外资并购的特征及规律,发现当前外资并购定价中存在的问题,探讨外资并购国有股权的定价模式、定价方法、影响因素及定价过程和机理等问题,并给出外资并购国有股权时应该如何科学定价的具体对策建议。

## 2. 研究意义

外资并购国有企业的股权定价问题是理论界和实务界,包括学者、政府官员、企业管理者、媒体以及普通百姓都十分关注的一个热门话题,研究和探讨该问题具有重要的理论意义和现实意义。

### (1) 理论意义

本研究的理论意义在于:

第一,完善我国的企业定价理论和定价方法。企业定价问题一直是现代财务理论的重要课题之一。国外已有成熟完善的企业价值评估理论和方法。但是,与西方国家相比,我国在会计信息透明度、资本市场体系、税收及并购等相关法律法规的完善程度等方面还很不完善,西方价值评估理论所依据的理论前提在我国难以完全满足,国外的企业价值评估理论和评价方法未必完全适合我国企业。因此,对外资并购国有股权定价问题的研究,有助于探讨

具有中国特色、适合我国企业实际的企业定价理论和定价方法。

第二,丰富我国有关并购问题的理论研究。目前,我国关于企业并购问题的研究中,以研究并购的法律问题、动因和并购绩效的居多,研究并购定价问题,特别是外资并购国有股权定价问题的系统研究少之又少。本研究将研究视角定位在外资并购我国国有股权时的定价问题上,通过深入分析外资并购过程中国有股权的价格形成过程,揭示外资并购国有股权定价的影响因素,将为我国外资并购问题的研究提供一个新的研究视角和研究思路,丰富和发展并购定价理论的研究内容与方法。

## (2)现实意义

本研究的现实意义在于:

第一,外资并购是我国现代经济生活中一种极其重要和特殊的产权交易现象,涉及多方利益,特别是国家和国有股东的利益。研究如何科学合理地确定国有股权的并购价格,探索适合我国外资并购实际的国有股权定价方式和方法,可以防止外资通过并购方式侵蚀国有资产,以更好地维护国有企业的主要控股方——国家或各级政府的利益,减少国有资产的流失。

第二,探索适合我国外资并购实际的国有股权定价方法,分析和揭示外资并购过程中影响国有企业并购价格的核心要素和应该考虑的其他因素,可以为国有企业的并购决策提供指导和有益参考,为各级政府及国有资产管理部门在外资并购中制定和完善政策提供思路和决策依据。

第三,通过对外资并购国有股权定价问题进行调查和深入分析,可以发现或揭示外资并购以及国有资产监管等环节存在的问