

总主编：黄汉江



新世纪经济管理博士丛书

# 中国企业应对 跨国并购投资的战略与政策研究

ZHONGGUO QIYE YINGDUI KUAGUO BINGGOU TOUZI DE ZHANLUE YU ZHENGCE YANJIU

聂名华 等著



上海财经大学出版社

新世纪经济管理博士丛书

国家社会科学基金课题成果

# 中国企业应对跨国并购 投资的战略与政策研究

聂名华 等著



上海财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

中国企业应对跨国并购投资的战略与政策研究/聂名华等著. —上海:上海财经大学出版社, 2006. 11  
(新世纪经济管理博士丛书/黄汉江总主编)  
ISBN 7-81098-654-6/F·601

I. 中... II. 聂... III. 跨国公司—企业合并—研究—中国 IV. F279.247

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 045316 号

特约编审: 晓 翰

责任编辑: 杨 荷

封面设计: 周卫民

ZHONGGUO QIYE YINGDUI KUAGUO BINGGOU  
中 国 企 业 应 对 跨 国 并 购  
TOUZI DE ZHANLUE YU ZHENGCE YANJIU  
投 资 的 战 略 与 政 策 研 究  
聂名华 等著

---

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

常熟市兴达印刷有限公司印刷装订

2006 年 12 月第 1 版 2006 年 12 月第 1 次印刷

---

850×1168 1/32 15.25 印张 382 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 31.00 元

## 总 序

人类进入 21 世纪,就进入了科学技术突飞猛进的新时代、进入了知识经济迅速兴起的新时代。如何应对新世纪知识经济的挑战,人类必须坚持科学创新、技术创新、管理创新、理论创新和知识创新。因而我们诚邀经济学博士和管理学博士们撰写“新世纪经济管理博士丛书”,以传播创新的经济管理前沿知识。“新世纪经济管理博士丛书”由上海市基本建设优化研究会、上海基本建设优化研究所和《基建管理优化》编辑部等单位联合组织编纂。

上海市基本建设优化研究会成立于 1985 年,原名中国基本建设优化研究会上海分会,由上海市委宣传部批准,属上海市社会科学界联合会成员,系学术性社会团体。本会的宗旨是遵守宪法、法律、法规和国家政策,遵守社会道德风尚,应用国内外先进的优化理论、方法,积极开展基建优化研究,为我国尤其是上海的现代化建设贡献力量。该研究会会员遍布上海投资与建设领域,其理事会由浦东新区人民政府、上海市建设委员会、上海市计划委员会、上海市教育委员会、上海市财政局、上海市民政局、上海市市政工程管理局、上海市房地局、宝钢集团、上海市建工集团、上海市房地集团、上海市城建集团、上海市建材集团、中国建设银行上海市分行、上海各大建筑设计院、国家有关部委建筑设计单位和建筑局(公司)、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、华东理工大学、上海大学、华东师范大学、上海社会科学院、上海立信会计学院等领导、专家、学者、教授组成。

上海基本建设优化研究所于 1992 年由上海市市政工程项目管理局批准成立,主要从事基建领域四技服务和基建设计优化、基建施

工优化、基建投资优化、基建管理优化等方面的科学研究,同时也参与策划、编纂本专业方面的著作、教材、工具书等。

《基建管理优化》创刊于1989年,立足上海、联合华东、面向全国,拥有全国一流的基建管理研究阵营:国家有关部委领导任顾问;220多名副教授、高级工程师等以上职称的专家、学者组成的编辑委员会;110多名教授、研究员等全国著名专家、学者和厅局级以上干部组成的常务编委会。真是精英荟萃!《基建管理优化》得到了国家建设部、国家财政部、国家发改委、国家新闻出版总署、国家铁道部、国家统计局、中国建设银行、中国建筑总公司等有关部门领导或专家、学者的大力支持;得到了中央党校、清华大学、中国人民大学、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、上海大学、华东理工大学、华东师范大学、上海立信会计学院、浙江大学、南京大学、东南大学、南京工业大学、厦门大学、天津大学、重庆建筑大学、哈尔滨建筑大学、深圳大学、东北财经大学、中南财经大学、中央财经大学、中国金融学院、西南财经大学、江西财经大学、湖南财经大学、山西财经大学、陕西财经大学、天津财经学院、贵州财经学院、新疆财经学院、浙江财经学院、山东经济学院、天津商学院等40多所大专院校领导或学者、教授的大力支持;得到了中国社会科学院、国家发改委投资研究所、中国建设银行投资研究所、冶金部建筑研究总院以及《求是》杂志等30多个研究机构领导或学者、专家的大力支持。该刊主要研究投资经济管理、基建经济管理、建筑经济管理、房地产经济管理、市政工程经济管理等学科。

“新世纪经济管理博士丛书”编辑委员会委员主要来自相关财经大学和有关综合性大学的经济管理学界的知名学者和教授以及国家有关部委的知名专家、学者。其作者均是经济学或管理学博士和博士后。

我们真诚地预祝“新世纪经济管理博士丛书”的编纂工作圆满

成功！同时衷心感谢丛书顾问、领导、编委和作者们的大力支持和热情关心！

新世纪经济管理博士丛书

总 主 编：

黄汉江

2006 年 12 月

# 目 录

|                           |         |
|---------------------------|---------|
| 总序 .....                  | ( 1 )   |
| 绪论 .....                  | ( 1 )   |
| 0.1 问题的提出与研究意义 .....      | ( 1 )   |
| 0.2 研究思路与主要内容 .....       | ( 3 )   |
| 0.3 创新之处与研究方法 .....       | ( 8 )   |
| 0.4 研究价值与社会影响 .....       | ( 9 )   |
| 1 跨国并购投资发展特征与动因分析 .....   | ( 12 )  |
| 1.1 跨国并购投资的内涵与模式 .....    | ( 12 )  |
| 1.2 当代跨国并购投资变动的主要特征 ..... | ( 23 )  |
| 1.3 跨国并购投资发展的现实动因探析 ..... | ( 40 )  |
| 2 跨国并购投资研究的理论基础 .....     | ( 55 )  |
| 2.1 企业并购理论评析与借鉴 .....     | ( 55 )  |
| 2.2 跨国直接投资理论评析与借鉴 .....   | ( 67 )  |
| 2.3 跨国并购投资理论梳理与创新 .....   | ( 74 )  |
| 3 跨国并购投资效应分析 .....        | ( 90 )  |
| 3.1 跨国并购投资的宏观效应分析 .....   | ( 90 )  |
| 3.2 跨国并购投资的微观效应分析 .....   | ( 100 ) |
| 3.3 跨国并购投资的负面效应分析 .....   | ( 114 ) |

|                                     |              |
|-------------------------------------|--------------|
| <b>4 跨国并购投资监管法制的国际比较 .....</b>      | <b>(121)</b> |
| 4.1 美国对跨国并购投资的监管法制 .....            | (122)        |
| 4.2 日本对跨国并购投资的监管法制 .....            | (138)        |
| 4.3 德国对跨国并购投资的监管法制 .....            | (152)        |
| <b>5 跨国并购与中国企业利用外资 .....</b>        | <b>(170)</b> |
| 5.1 外资并购中国企业的发展概况 .....             | (170)        |
| 5.2 外资并购给中国企业带来的机遇与挑战 .....         | (175)        |
| 5.3 外资并购中国企业存在的问题与对策——微观分析<br>..... | (184)        |
| 5.4 外资并购中国企业存在的问题与对策——宏观分析<br>..... | (197)        |
| <b>6 中国外资并购中的垄断问题研究 .....</b>       | <b>(206)</b> |
| 6.1 中国外资并购中垄断倾向的主要特征 .....          | (207)        |
| 6.2 外资并购中反垄断规制的若干关系 .....           | (213)        |
| 6.3 中国外资并购中反垄断法制管理的完善 .....         | (222)        |
| <b>7 外资并购中国上市公司问题研究 .....</b>       | <b>(231)</b> |
| 7.1 外资并购中国上市公司的主要模式 .....           | (231)        |
| 7.2 外资并购上市公司法制管理存在的问题 .....         | (238)        |
| 7.3 外资并购中国上市公司法制管理的完善 .....         | (247)        |
| <b>8 外资并购与中国投资银行业务拓展 .....</b>      | <b>(261)</b> |
| 8.1 国际投资银行参与中国外资并购的现状与特点<br>.....   | (261)        |

|      |                      |       |
|------|----------------------|-------|
| 8.2  | 中国投资银行参与跨国并购的现状与制约因素 | (267) |
| 8.3  | 中国投资银行拓展跨国并购服务的对策    | (273) |
| 9    | 中国企业反并购策略研究          | (289) |
| 9.1  | 中国企业反并购的防御性策略        | (289) |
| 9.2  | 中国企业反并购的积极性策略        | (299) |
| 9.3  | 中国企业反并购策略的实施         | (310) |
| 10   | 跨国并购与中国企业对外投资        | (315) |
| 10.1 | 中国企业跨国并购的现实基础与理论依据   | (315) |
| 10.2 | 中国企业跨国并购的发展特征与制约因素   | (321) |
| 10.3 | 中国企业跨国并购的发展战略选择      | (334) |
| 10.4 | 发展中国企业跨国并购的政策建议      | (343) |
| 11   | 跨国并购中目标企业价值评估        | (353) |
| 11.1 | 跨国并购中目标企业价值评估概述      | (353) |
| 11.2 | 目标企业价值评估的主要方法及其比较研究  | (360) |
| 11.3 | 跨国并购目标企业价值评估方法的运用与调整 | (377) |
| 11.4 | 中国跨国并购中的企业价值评估问题与对策  | (387) |
| 12   | 中国企业跨国并购投资运作         | (398) |
| 12.1 | 中国企业跨国并购的出资方式选择      | (398) |
| 12.2 | 中国企业跨国并购的融资策略选择      | (405) |
| 12.3 | 中国企业跨国并购后的整合与重组      | (410) |

|                                |       |
|--------------------------------|-------|
| <b>13 中国企业跨国并购投资风险管理</b> ..... | (423) |
| 13.1 中国企业跨国并购各阶段面临的风险.....     | (423) |
| 13.2 中国企业跨国并购投资风险的评价模型.....    | (439) |
| 13.3 中国企业跨国并购投资风险的有效控制.....    | (446) |
| <b>英文参考文献</b> .....            | (455) |
| <b>中文参考文献</b> .....            | (459) |
| <b>后记</b> .....                | (468) |

# 绪 论

## 0.1 问题的提出与研究意义

跨国并购作为全球跨国公司直接投资的一种重要方式,是生产国际化和经济全球化发展到一定阶段的必然产物。19世纪70年代~20世纪80年代,西方国家已经历了四次企业并购浪潮,但直到20世纪七八十年代才出现较大规模的跨国并购浪潮。自20世纪90年代中期起,全球范围内的国际直接投资规模陡然增加,新一轮跨国并购的浪潮蓬勃兴起,其发展速度之快,涉及领域之广,投资规模之大,都是前所未有的。这次跨国并购浪潮持续时间长,虽然目前发展势头有所减缓,但并购浪潮尚未结束。特别是随着中国加入世贸组织和对外开放的进一步扩大,跨国并购投资已更多地成为国际资本进入中国所采用的形式,对中国经济和企业发展产生了日益深远的影响。与此同时,在跨国并购浪潮的推动下,越来越多的中国企业已经或正在走出国门,运用并购投资方式开拓国际市场,令世界为之瞩目。在这种背景下,我们必须准确把握跨国并购投资运动现实和潜在的变化脉络及其发展趋势,深刻认识跨国并购投资的正面和负面效应,科学借鉴国际上规范和发展跨国并购的成功经验,在此基础上制定和实施中国企业应对跨国并购投资的战略与政策,以便进一步提高中国利用外资并购和对外并购投资的效益。正是基于这种目的,我们按照国家社会科学基金管理的有关规定,认真开展了本课题研究。

跨国并购是在国内企业并购的基础上发展起来的,是企业并购现象与跨国投资现象在更高层次上的结合。就企业并购和跨国投资各自作为研究对象而言,已有较为系统的研究成果;但将企业并购与跨国投资作为一个研究对象——跨国并购投资——来加以研究,所能收集到的系统文献相当有限。特别是对近年来跨国并购变动趋势及其对中国企业涉外投资的影响,国内外更是缺乏深入、系统的研究。从国际上看,与跨国并购相关的研究主要表现在三个方面:一是对企业并购和跨国投资动机的研究;二是对反托拉斯和不正当竞争政策的研究;三是有关跨国并购投资规模和项目的统计分析。至于跨国并购对中国等发展中国家的影响及其应对战略与政策,有关研究成果尚不多见。从国内看,研究国内企业兼并和收购的文献较多,而研究跨国并购投资的文献较少;介绍国外企业并购动机和实际操作的文献较多,而探讨外资并购中国企业以及中国企业并购境外企业的文献较少。总体来看,在跨国并购投资浪潮对中国企业形成巨大冲击的同时,理论界缺乏对这一方面的高度关注,相关研究成果主要散见于报刊上有关文章,而且大部分侧重于描述性分析和短期对策分析,尚未见到专门阐述中国企业应对跨国并购投资的战略与政策的系统研究文献和著作。因此,写作本书具有重要的理论意义。

研究中国企业应对跨国并购投资的战略与政策问题,还具有特别重要的现实意义。随着中国对外开放程度的不断提高和利用外资规模的迅速扩大,跨国公司在华投资出现了一些新特征,外资并购形式逐渐取代传统的绿地投资(或称新建投资),并购目标从一般性企业逐步转向骨干企业、龙头企业或上市公司,并购策略也由零散性和随意性收购逐渐转向系统性、有步骤地成片收购以及行业控制。外资并购为中国企业发展提供了新的资金来源,在一定程度上推动了企业技术进步和产业升级,促进了企业经营机制

的转换和资源的优化配置。但不可否认,外资并购中国企业也产生了一些负面效应,如市场垄断、资产流失、技术控制等。如何适应经济全球化的发展趋势,正确利用跨国并购方式,吸引更多的外资,同时有效地遏制其负面效应,是我国经济发展和企业成长面临的一个紧迫问题。另一方面,在跨国并购浪潮的推动下,中国企业境外并购有了长足的进展。例如,2004年12月联想集团收购世界IT巨头IBM的PC业务,交易总额达17.5亿美元;2004年10月,上海汽车工业集团收购韩国双龙汽车48.9%的股份,投资总额超过40亿元人民币;2005年10月,中石油以每股55美元收购哈萨克斯坦PK石油公司所有上市股份,交易总额高达41.8亿美元,这是迄今为止中国企业最大的境外并购案。但是,境外并购并非“浪漫的事”,投资风险蕴藏于并购的各个阶段。由于中国企业境外并购尚属初级阶段,如何构建中国企业境外并购的理论基础,同时借鉴别国发展跨国并购的成功经验,有效规避境外并购投资中的各种风险,以便进一步提高中国企业境外并购的投资效益,也是我国目前亟待研究和解决的现实问题。

## 0.2 研究思路与主要内容

本书坚持以马克思主义关于国际经济和国际投资的基本理论为指导,按照国家社会科学基金课题立项的要求,运用发展经济学、国际投资学、制度经济学、战略管理学和国际法学等不同学科的理论知识,对中国企业应对跨国并购投资的战略与政策问题进行了较为全面和系统的研究。围绕本书确定的主题,我们重点分析了当今跨国并购投资浪潮的运行特征和变化规律,深入揭示了跨国并购投资发展的理论基础和经济全球化的背景,论述了跨国并购投资的正、负面效应以及有关国家所采取的管制措施。在此

基础上,我们着重研究了跨国并购浪潮对中国利用外资与境外投资所带来的机遇和挑战,探讨了中国企业面对跨国并购所出现的新情况和新问题,提出了中国企业应对外资并购和发展境外并购的战略与政策建议,构建了符合中国国情的跨国并购投资管理体系和风险控制体系。本书共十三章,分为三大部分。第一部分包括第1~第4章,主要是提供理论基础和现实依据;第二部分由第5~第9章组成,重点研究中国企业应对外资并购的战略与政策问题;第三部分由第10~第13章构成,主要研究中国企业发展跨国并购投资的战略与政策问题。从研究思路看,本书是沿着“理论铺垫和现实基础→外资并购中国企业→中国企业对外并购”的逻辑线索展开的。各章的主要内容如下:

第1章研究跨国并购投资的发展特征和现实动因。本章认为,跨国并购是经济全球化和生产国际化发展的必然结果,是跨国公司在世界范围内实现生产要素优化配置的重要方式。近年来跨国并购投资发展呈现出一些新特征,主要表现在跨国并购投资总量、投资区位、投资产业、项目规模、投资动机、投资方式等方面。本章在分析这些发展特征的基础上,揭示了跨国并购投资发展的现实动因。

第2章是跨国并购投资的理论基础研究。首先对具有代表性的企业并购理论进行了评析,主要是企业并购效率论、信息信号论、代理成本论、自由现金流量论、市场势力论等,分析了这些理论对于跨国并购投资的适用性和局限性。由于跨国并购属于跨国直接投资的主要形式之一,因此,本章还对跨国直接投资理论的适用性和局限性进行了探讨。在此基础上,本章从投资动机和效应两个方面,对跨国并购投资理论进行了系统的梳理,提出了一些有待拓展和创新的研究领域。

第3章是跨国并购投资效应分析。从宏观角度看,跨国并购

投资可以加速产业结构优化和促进国民经济增长,有利于加速技术转移和促进资源的合理配置,还会对东道国就业的数量和质量以及就业者技能产生正面效应。从微观角度看,跨国并购可以给企业带来规模经济效应,推动企业制度创新,为企业带来多种协同效应,还有利于强化企业的外部监督。但与此同时,我们不能忽视跨国并购投资可能产生的负面效应,以便做到兴利除弊、趋利避害。

第4章是跨国并购投资监管法规的国际比较。本章选取了美、日、德这三个具有代表性的国家,对其沿用的跨国并购投资监管法规进行了比较研究。其中美国作为世界上最早对企业并购行为进行政府规制的国家,其立法体系和模式成为其他国家效仿的典范。日本作为一个后起的发达国家,政府对跨国并购投资的法制管理比欧美国家更为严格。与美、日相比,德国在并购投资立法体例和内容上独具特色,它代表了大陆法系国家企业并购立法模式的主流。

第5章是对外资并购中国企业的总体考察。首先从需求与供给两个层面,分析了外资并购中国企业的背景和发展态势;其次紧密结合中国企业的现实情况,揭示了外资并购所带来的机遇与挑战;最后从微观和宏观两个方面,探讨了外资并购中国企业存在的主要问题,提出了相应的政策建议。本章主要是为第二部分的研究奠定基础。

第6章专门研究中国外资并购中的垄断问题。外资并购是一把“双刃剑”,它对东道国经济发展可能带来的最大负面效应就是垄断。随着外资并购中国企业迅速升温,在某些行业和市场领域出现了不同程度的垄断倾向。我们应该借鉴国外反垄断立法和执法的有益经验,同时紧密结合我国现实国情和特点,尽快填补我国《反垄断法》的空白,完善外资并购中的反垄断法制管理体系,以维

护和造就公平竞争的市场环境。

第7章专门研究外资并购中国上市公司的问题。中国上市公司基本上处于所属行业的前列甚至龙头地位,因而成为近年来外资并购的重要目标,其并购模式也不断创新。在这种背景下,中国对外资并购上市公司管理的政策法规出现了一些漏洞和“真空”地带,在外资并购主体认定、信息披露、资产评估、要约收购、审查监管、职工安置等方面暴露出不少问题。本章在实证分析的基础上,提出了规范外资并购上市公司行为的有效措施。

第8章探讨在外资并购中如何发挥中国投资银行的功能。跨国并购过程往往要依托于资本市场,而投资银行作为资本市场上最重要的中介机构,其在跨国并购中的地位和作用是其他机构不可替代的。本章阐述了国际投资银行参与中国外资并购的现状和特点,从内部和外部两个方面分析了中国投资银行开展跨国并购服务的制约因素,并在此基础上提出了中国投资银行拓展跨国并购服务的对策和建议。

第9章研究中国企业的反并购策略。外资并购分为善意并购和敌意并购,后者具有突袭性、投机性和欺骗性,不仅会损害目标公司管理者和员工的利益,而且也无法实现资源的优化配置。为了抵制国际投机资本的敌意并购,中国企业应该借鉴国外企业的反并购策略,密切结合自身情况,积极构筑反并购的防御机制,避免被突如其来的并购打乱阵脚,在激烈的市场竞争中学会自我保护。

第10章是对中国企业发展跨国并购的总体考察。在跨国并购浪潮中,中国企业不能只是被动地接受跨国公司对自身的并购,还应主动利用自身的比较优势开展跨国并购,以便实现资本输入与输出的相对平衡。为此,本章探讨了中国企业跨国并购的现实基础和理论依据,分析了中国企业跨国并购的发展特征和制约因

素,提出了中国企业发展跨国并购的主体战略、行业战略、区位战略以及相关的政策建议。

第 11 章研究跨国并购中目标企业价值的评估。价值评估是跨国并购投资的关键环节,必须遵循客观性、科学性、公正性、独立性、系统性原则。本章阐述了目标企业价值评估中具有代表性的理论,如费雪的资本预算评估理论、MM 价值评估理论和期权定价理论,对现金流量折现法、市场比较法、重置成本法、期权法进行了比较研究。在分析跨国并购中目标企业价值评估特殊性的基础上,对主要评估方法进行了适应性调整,并探讨了中国在跨国并购中的企业价值评估问题及对策。

第 12 章研究中国企业跨国并购投资运作。在跨国并购实践中,投资者应该根据企业现金的充裕程度、资本结构状况、融资成本高低、股权和收益稀释程度等因素,选择适当的出资方式;采取合理的融资策略,争取以最低的融资成本筹集到并购所需资金;科学地进行并购后的产业和产品整合、生产经营整合、存量资产整合、组织制度整合、人力资源整合、企业文化整合,确保获得预期效益。

第 13 章研究中国企业跨国并购投资风险管理。本章首先分析了中国企业在跨国并购各个阶段面临的风险,包括并购准备与设计阶段的风险、并购谈判与实施阶段的风险、并购后期整合风险、外部环境风险等。接着,通过引入模糊数学理论,建立企业并购风险因子的模糊集合及其数量模型,评价跨国并购投资案例的风险程度,并在此基础上,提出了中国企业跨国并购投资风险控制对策和建议。