

真实重现交易场景，深入评点各方得失
汪建熙 杨元庆 钱颖一 等鼎力推荐

中国企业 跨境并购

CROSS-BORDER MERGERS AND ACQUISITIONS
BY CHINESE COMPANIES

李俊杰◎著



机械工业出版社
China Machine Press



中国企业 跨境并购

CROSS-BORDER MERGERS AND ACQUISITIONS
BY CHINESE COMPANIES

李俊杰◎著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业跨境并购/李俊杰著. —北京: 机械工业出版社, 2013. 3

ISBN 978-7-111-41801-6

I. 中… II. 李… III. 跨国公司—企业兼并—研究—中国 IV. F279.247

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 048854 号

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

跨国并购是国际投资的一种重要形式, 国际投资是外向型经济发展的必然趋势。本书作者拥有近二十年的在纽约、香港、上海等地从事国际金融和并购方面的法律工作经验, 亲身参与了许多大型公司并购、融资和上市的过程。本书围绕中国企业的并购实例讲述并购的知识, 同时详述并购案例发生时各方的战略、目的、所拥有的信息和受到的制约条件, 使读者身临其境体会并购各方做决策时的惊心动魄和从并购开始到结束及后续发展的波澜壮阔。本书逻辑体系严谨, 案例丰富生动, 语言简洁明晰, 是了解学习跨国并购知识的必备佳作。

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 王金强 版式设计: 刘永青

北京京师印务有限公司印刷

2013 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

170mm×242mm·20.5 印张 (含 0.25 印张彩插)

标准书号: ISBN 978-7-111-41801-6

定 价: 59.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com



致我的父亲和母亲

: 推 荐 序 :

跨国并购是门大学问。

跨国并购是国际投资的一种重要形式，而国际投资是外向型经济发展的必然趋势。外向经济的前期主要是对外贸易，当对外贸易发展到一定程度和阶段，对外投资就开始发挥越来越重要的作用。如果说对外贸易主要是利用本国的资源（自然资源、资本、人力、品牌、技术等资源）通过比较优势来置换外国的市场和本国稀缺的资源，从而实现本国的经济发展，那么对外投资，就是通过资本输出，对投资目的地的自然资源、人才/人力、技术、市场等进行分享，甚至控制，以此来支持本国经济和外贸的进一步发展与扩大。主要发达国家的经济发展过程莫不如此。不妨说，这是外向型经济发展的基本模式。

其次，国际投资对于一国当前和未来宏观经济的发展状况也有重要影响。对于那些资金缺乏、投资不足的国家来说，吸引外国投资，特别是直接投资（FDI），无疑对本国经济的发展至关重要。而对于那些需要规避贸易壁垒，拓展市场规模，确保原材料供应且减少价格波动的国家来说，有赖于对外投资的开展。

从另一个角度来看，国际投资（包括跨国并购）是在更大范围内进行资源配置，不仅是资本资源的配置，还包括其他生产要素资源的配置，从而推动全要素生产率的提高。

说跨国并购的学问大，并不限于理论和宏观层面。从企业层面来说，有许多企业就是通过多次兼并收购，实现了超常规的快速发展，然而也有不少企业因为并购失败而陷入困局。苏格兰皇家银行（RBS）就是一个典型的例子。该银行曾经是一家经营有方，盈利水平甚佳的英国地方性银行。借助一系列成功并购，特别是以小吃大，在成功收购了英国国民西敏寺银行之后，RBS 变身为国际性大银行，也曾以战略投资者身份入股中国银行。然而好景不长，金融危机时，RBS 错误地介入对荷兰银行（ABN AMRO）的收购，导致出现重大流动性困难，从此陷入严重的财务困境，英国政府不得不出资救助。真可谓成也萧何，败也萧何。

从技术层面来说，跨国并购应该说是各种国际投资中最复杂、最困难的一种形式，犹如一场不见炮火硝烟的战争。它不仅常常涉及并购双方国家的政府审批（有时需要更多国家的审批），还要承担政治、经济、法律、财务、运营等诸多风险。

尽管如此，中国企业走出去的步伐仍然越来越快。从统计数字来看，中国内地对外的直接投资在上世纪 90 年代（1990 ~ 1999 年）年平均对外直接投资额为 23.2 亿美元，本世纪头十年的前期（2000 ~ 2006 年）的年平均值为 65.57 亿美元，而 2007 ~ 2011 年的年平均值已达到 530.2 亿美元。中国现今是世界第二大经济体，中国对外贸易总量与世界第一大贸易国美国也在伯仲之间。与此同时，中国在经济发展的过程中，受到越来越多的资源环境制约，贸易壁垒更加严重，技术、品牌瓶颈日益突显，劳动力红利迅速减少。在这种形势下，更好地运用国内外两个市场，优化资源配置，拓宽发展空间，是应对当前挑战的有效措施之一。

从统计数字来看，虽然近年来我国对外直接投资已有快速增长，但从对外直接投资与国内生产总值（GDP）等指标的对比来看，仍处在较低水平。从国际横向比较看，2011 年我国对外直接投资占 GDP 的比重是 0.9%，英国是 4.4%，法国是 3.2%，美国是 2.6%，日本是 2.0%，德国是 1.5%，全球平均水平是 2.4%。从纵向比较看，我国 2011 年 FDI 占 GDP 的比重，只相当于全球上世纪 80 年代后期的水平。

从中国在世界经济格局中的地位来看，我国 2011 年外汇储备占全球的 29.8%，人口占 19.3%，GDP 占 10%，出口占 9.3%，进口占 8.8%，对外直接投资只占全球的 3.8%。以上数字说明我国对外投资的潜力和空间还很大。

党和政府高瞻远瞩，洞察到经济发展的大趋势，多年来一直积极支持中国企业“走出去”的战略，鼓励中国企业跨出国门，探索国际化道路，实施对外投资和并购。《“十二五”规划》明确提出要加快实施“走出去”战略，按照市场导向和企业自主决策原则，引导各类所有制企业有序到境外投资合作，逐步发展我国大型跨国公司和跨国金融机构，提高国际化经营水平。

过去十多年里，尤其是国际金融危机以来，中国企业的海外投资和收购活动十分活跃，并购数量增加，规模也越来越大，为保障我国原材料和能源的供应、促进中国经济可持续发展，为中国企业的产业升级和核心竞争力的提升，做出了重要的贡献，取得了良好的经济效益和社会效益。

但是，毋庸讳言，走出去的道路绝不是一片坦途。有许多中国企业在海外投资和收购中受挫，其中有的是投资未成的挫败，也有有的在投资后遭受到严重的损失，付出了惨痛的代价。所以，深入研究过往中国企业海外投资和收购的先例，总结其经验教训，就具有非常重要的意义。

李俊杰博士从 1994 年起在美国纽约和我国香港、上海等地从事国际金融和并购方面的法律工作近二十年，参与和主持过许多跨境并购、

融资和上市项目，积累了丰富的第一手经验。令人欣喜的是，李博士耗时一年多，将深厚的经济学和法学功底与多年的实践经验相结合，加以总结提炼，著成了《中国企业跨境并购》一书。

该书采用案例分析与理论论述相结合的方法，选取了近十年来中国企业海外投资和收购领域较有代表性的案例，包括联想集团对 IBM 电脑业务的收购、中国铝业对力拓的投资、TCL 对汤姆逊彩电业务的收购、华为参与贝恩资本对 3Com 计划进行的收购等。另一方面，该书选取的也不只是大规模的投资和收购，其实较小金额的交易往往更容易完成，也更容易控制风险；书中介绍的万向集团在美国的一系列投资和收购就是这方面很好的例子。

该书的一个特点是，对每个案例都做深入描述，尽可能地重现交易各方在从事交易时所具有的信息及面临的选择和挑战，以给读者一个身临其境的感觉；作者认为，只有这样，才能更好地帮助读者从这些案例里汲取养分。

同时，该书结合各个案例的情况，从金融、管理、财务、法律、经济学、社会学等各方面，介绍在国际市场上进行投资、兼并和收购的相关理论和知识，力图为读者勾勒一幅较完整的关于国际投资和并购的版图。内容既包括公司估值、交易设计、尽职调查、政府审批、杠杆收购等与投资和并购直接相关的知识，也对中国企业的国际化战略、企业的社会责任，以及交易后的整合和其中的文化因素展开了讨论。

最后，对于书中每个案例，作者还对博弈各方、尤其是中国企业的进退取舍、成败得失做了深入评点。虽然值得商榷之处在所难免，但屡有鞭辟犀利之论，相信读者看完后会有所收获，对于培养实施“走出去”战略的企业高端人才，了解和熟悉海外投资和并购的理论和实践，更是一本难得的优秀教材。

我还想要指出的是，李俊杰博士把这些十分复杂的并购案讲述得非常流畅，层次分明、逻辑清晰、情节生动、深入浅出，有很强的可读

性。相信无论是企业并购的决策者和操作者，还是对并购知之甚少的普通读者都会被本书深深吸引。

谈到国际投资这个题目，还有许多可以研究探讨之处。

问题之一是企业进行跨国并购或对外投资的目的。在我看来，真正成功的企业跨境并购应当有明确的目的，要么是服务于企业的整体发展战略，要么是扩展自己的核心优势。但我们看到过的许多跨境收购案例却常常带有很大的盲目性，为走出去而走出去，或者是一种投机行为。

与之相关的一个问题是采取何种投资形式问题。中国多数企业在对外投资时，喜欢控股，甚至百分之百收购。这不仅大大增加了运营管理难度和政治、市场风险，而且在投资敏感行业，特别是资源、能源项目时，越来越容易引起投资目的地国和目标企业的警惕，甚至反感。而其他投资形式，例如绿地投资、战略参股、合资企业、财务投资等，似乎并未得到足够的重视。

另一个问题是政府和金融机构对企业跨国并购的扶持力度不够。企业对外投资需要政府审批，但多元（多层次、多部门）审批增加了企业负担，审批时间长，难以满足企业时效要求，审批中的随意性增加了企业实施投资的不确定性。在并购融资方面，我国的商业银行在贷款的提供和贷款的条款方面常常不够给力，更不用说为企业境外投资提供完整的解决方案等增值服务。

由此延伸出的一个问题是，对于投资目的地国的经济情况、国别风险等，我国一些政府机构（例如商务部）和政策性金融机构（如进出口银行和中信保）掌握相当多的情况和有较深入的研究，却没有一个合适的平台，向拟对外投资的企业提供。而对投资风险购买保险似乎还不普遍。世界银行就有一个“多边投资担保机构”（Multilateral Investment Guarantee Agency, MIGA），为跨境投资者提供投资目的地国政治风险的担保。

还有一个很值得关注的大问题，就是如何建立一个良好的国际投资

规则和秩序。目前跨境投资存在很多问题，一方面投资保护主义盛行，投资准入门槛越来越高；另一方面，大量投机性热钱到处泛滥，对许多国家的金融体系形成冲击。目前普遍采取的应对方式是签订双边的投资保护协议。一个国家要与众多其他国家一一谈判双边协议，不仅费时费力，效率低下，而且执行力度也存在疑问，因为缺乏独立第三方的监督、仲裁和处罚。据了解，经合组织（OECD）曾提出建立一个类似世贸组织（WTO）的多边国际机构，推动和保护自由跨境投资，同时又不危及投资接受国的国家安全和金融市场的稳定。然而，美国对这一提议并不积极。

要想做好一桩跨国并购已属十分不易，既需要技术，又需要艺术，既要懂经济，又要讲政治，还不能少了运气，更何况还有那么多需要研究的问题，所以说跨境并购、跨境投资是门大学问。本书就是研究这些问题的一本十分精彩的范本，希望读者能够喜欢。同时也期待李俊杰博士在跨境投资方面能够出版新的研究成果，以飨读者。

汪建熙

中国投资有限责任公司副总经理

2013年2月

：目 录：

推荐序（汪建熙）

❖ 第一章	引言	1
❖ 第二章	功亏一篑	
	中国铝业入资力拓集团	
	(2008 ~2009 年)	19
	第一节 背景	19
	第二节 交易过程	22
	一、第一回合	23
	二、第二回合	28
	三、第三回合	34
	第三节 后续发展	36
	一、胡士泰案	36
	二、力拓与中国关系的复苏	38
	三、与必和必拓的铁矿合资	39

第四节	相关知识	40
一、	交易的参与方及其角色和目的	40
二、	东道国政府批准	41
三、	反垄断法审批	42
四、	目标公司董事会的责任	43
第五节	总结和反思	44
一、	必和必拓	44
二、	力拓	45
三、	中铝	47
❖ 第三章	借力起飞	
	联想集团收购 IBM 个人电脑业务	
	(2005 年)	55
第一节	背景	55
第二节	交易过程	57
一、	接触	57
二、	成交	57
三、	融资	61
四、	波折、准备和交割	65
第三节	整合和其他后续发展	66
一、	第一阶段 (2005 年 5 ~ 12 月)	67
二、	第二阶段 (2005 年 12 月 ~ 2009 年 2 月)	69
三、	第三阶段 (2009 年 2 月之后)	71

第四节 相关知识	73
一、估值方法——概论；现金流折现法和可比公司法	73
二、交易设计——估值之外的重要因素	77
三、整合中的文化因素	79
四、对交易后行为的常见约定——不竞争承诺；董事会席位	83
第五节 总结和反思（“复盘”）	85
一、IBM	85
二、联想	86
 ❖ 第四章 与狼共舞	
华菱集团入资澳大利亚 Fortescue Metals Group 公司	
(2009 年)	92
第一节 背景	92
第二节 交易过程	94
一、起步	94
二、转折、高峰和回落	96
三、华菱登场	98
第三节 后续发展	103
一、FMG	103
二、华菱集团	104
第四节 相关知识	105
一、交易交割条件的概念	105

二、对资产型目标公司资产的认定	
——矿业公司的特例	107
三、中国政府审批	110
四、东道国政府对外国投资的审批——	
澳大利亚	114
第五节 总结和反思	118
一、弗雷斯特和 FMG	118
二、华菱集团	119
三、其他中方	121
❖ 第五章 崎岖前行	
华为参与收购 3Com	
(2007 ~2008 年)	124
第一节 背景	124
第二节 交易过程	129
一、序曲	129
二、间奏与转折	130
三、高潮——签署并购协议	133
四、收购受阻	136
第三节 后续发展	138
一、3Com 和华三通信	138
二、华为在美国屡败屡战	138
三、华为在海外市场的成绩	140
第四节 相关知识	141
一、中国企业的国际化道路	141
二、杠杆收购和债务融资	143

三、所在国政府对外国投资的审批——	
美国	147
四、投资团及 PE 投资基金	152
第五节 总结和反思	154
❖ 第六章 莽原争矿	
中钢集团收购澳大利亚 Midwest 公司	
(2008 年)	157
第一节 背景	157
第二节 交易过程	160
一、序幕	160
二、中钢入场	161
三、争夺、反击与结局	163
第三节 后续发展	166
一、Murchison 和 Oakajee 建设项目	166
二、中钢上市项目	167
第四节 相关知识	168
一、现金和换股收购	168
二、交易形式——合并；要约收购	172
三、入资和收购上市公司的特殊问题	174
四、上市公司并购中的策略和博弈	177
第五节 总结和反思	180
一、Midwest 董事会和管理层	180
二、Murchison	181
三、中钢	182

❖ 第七章 深海潜流

中海油服收购挪威海上钻井公司 Awilco

Offshore ASA

(2008 年) 190

第一节 背景 190

第二节 交易过程 195

一、接触 195

二、插曲——与 PE 投资者关于联合收购
的谈判 197

三、成交 198

四、融资和交割 201

第三节 后续发展 204

一、钻井平台的建设和运营 206

二、日费率和使用率 208

三、银行贷款和负债水平 209

第四节 相关知识 210

一、常见交易过程 210

二、估值方法——可比交易法、资产价值法 213

三、再论交易交割条件；“重大不利变化”
的概念 216

四、尽职调查 218

第五节 总结和反思 221

一、AWO 221

二、中海油服 222

❖ 第八章 积石成塔

万向集团在美国的系列收购

(2000 年以来) 225

第一节 背景 225

第二节 交易综述 226

第三节 具体交易介绍 232

第四节 交易后整合和后续发展 235

第五节 相关知识 237

一、交易形式——股权收购和资产收购；
股权投资 237

二、对交易后行为的常见约定——投资方的
否决权；转让限制 241

三、整合的各种模式 243

四、企业社会责任的理念 244

第六节 总结和反思 246

❖ 第九章 惊险腾跃

TCL 收购法国汤姆逊公司彩电业务

(2004 年) 252

第一节 背景 252

第二节 交易过程 254

一、接触 254

二、签订谅解备忘录 256

三、签订最终协议 257