

# 中国并购评论

(2005年 第四册)

东方高圣投资顾问公司  
中国收购兼并研究中心 编著

清华大学出版社  
北京

## 内 容 简 介

《中国并购评论》系列丛书应中国并购市场发展大势而生,以呼唤、倡导战略性并购在中国的大发展为主旋律。目前,并购监管日益完善,上市公司和几大行业内部战略并购的发展如火如荼,外资并购开始全面兴起——并购重组投资银行已成为中国资本市场发展的重要领域,其广阔的发展空间及其巨大的效益及风险都正成为市场的关注重点。《中国并购评论》以写照并购在中国的发展历程、把握并购在中国的发展脉络、推进并购在中国的高效发展为历史使命,是国内外并购领域有识之士共论中国并购大业、推进中国并购市场发展与完善的重要舞台。本书的内容主要是:国内外先进的并购理论、并购技术及其在实践中的具体应用;国内并购市场盘点、发展前景展望、并购效应排序等整体态势综述;并购政策法规、并购市场热点、并购案例、并购心得等并购实战指导。

版权所有,翻印必究。举报电话:010-62782989 13501256678 13801310933

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

本书防伪标签采用特殊防伪技术,用户可通过在图案表面涂抹清水,图案消失,水干后图案复现;或将表面膜揭下,放在白纸上用彩笔涂抹,图案在白纸上再现的方法识别真伪。

### 图书在版编目(CIP)数据

中国并购评论. 2005年第四册/东方高圣投资顾问公司,中国收购兼并研究中心编著. —北京:清华大学出版社,2006.6

ISBN 7-302-13126-0

I. 中… II. ①东… ②中… III. 企业合并—研究—中国 IV. F279.21

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第055606号

出 版 者: 清华大学出版社

<http://www.tup.com.cn>

社总机: 010-62770175

地 址: 北京清华大学学研大厦

邮 编: 100084

客户服务: 010-62776969

责任编辑: 徐学军

印 装 者: 清华大学印刷厂

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

开 本: 185×230 印张: 8 插页: 3 字数: 163千字

版 次: 2006年6月第1版 2006年6月第1次印刷

书 号: ISBN 7-302-13126-0/F·1547

印 数: 1~4000

定 价: 30.00元

《中国并购评论》丛书  
特约顾问与  
编委会成员

总顾问：茅于軾

顾 问(按姓氏笔画排序)：

巴曙松 宋逢明 陈小悦 陈学荣  
钟 伟

编委会：

主 任：陈明键

副主任：张红雨 朱宝宪

委 员(按姓氏笔画排序)：

田荣红 任宇光 朱宝宪

张红雨 陈 军 陈明键

林仁兴 高 磊 陶旭城

温 锋

主 编：朱宝宪

副主编：张红雨 冀书鹏

卷首语

整合者被整合 · 1

名家纵论

股改 VS 土改 · 2

东方已现鱼肚白 · 6

中海油折戟尤尼科：大交易背后的角力 · 10

市场盘点

本命年：中国并购市场大轮回 · 16

买壳时代终结于 2005——2005 年上市公司收购

市场综述 · 50

海外并购：中国企业 2005 年攻略 · 73

CFO 看 2005 年并购市场 · 87

专题研究

中国钢铁业的乱与治 · 94

钢铁并购的加法与减法 · 97

钢铁不单是巨人的游戏——WSD 的世界钢铁企业

竞争力评价标准解读 · 101

并购档案

2005 年并购市场大事记 · 109

卷尾

编者手记 · 120

2005 年上市公司控制权转让档案 · 插页

## 整合者被整合

东方高圣投资顾问公司 首席执行官 · 

“出来混，迟早是要还的。”电影《无间道》中的这句话，更像是中国资本市场的一道谶语，众多先前驰骋并购整合沙场的主角们，近两年中都被这道谶语一一击中。

春节之后，中国产业整合第一人德隆的总部大楼将在拍卖场中改换门庭。此前，屯河和天山水泥分别售予中央国企中粮和中国非金属，合金与湘火炬则落入地方国企辽宁机械与潍柴动力之手，德隆产业整合的平台都由“民”改姓“国”。与德隆命运相似的还有格林科尔，在掌门人顾雏军入狱之后，其多年产业整合的心血也被地方国企海信和长虹分食。

这一轮整合者被整合的大戏，唱主角的是国企，而其中尤以携政治资源和资金优势的央企最为抢眼。事实上近两年来，央企已成为继民营资本并购潮之后内地产业整合的新领袖，中铝、中粮、中药、中国五矿、中国建材等央企的整合大旗所指之处，甚至连云南药业、上海医药、北京医药、四川航空等知名“地方军”也未能幸免，一一被收编为“国家队”。

整合整合者，央企有优势，也有短板。其并购多具“跑马圈地”的性质，是为了在某些领域形成寡头乃至垄断性的市场地位，往往地圈完了，整合动力也随之消失。在整合与被整合的轮盘赌中，国企显然缺乏以“整合”企业为“乐”、为“业”的职业精神。三九和华源近期的境遇正是这个短板的注脚，这两大央企在海量并购后资金链断裂，从产业整合的黄粱美梦中一朝醒来，自身已成为“德隆式重组危机”的新主角。

三九和华源成为整合的对象，预示着新一轮的整合者被整合将拉开帷幕，因为民企整合者固然可以“还”给国企，那么国企整合者又能“还”给谁？答案只能是大名鼎鼎的跨国公司和怀揣重金而来的跨国基金。2005年，美国凯雷基金收购了不大不小的徐工，一掷就是3.6亿美元，显然不是小股游击队在侦察火力，而是主力部队的进入。中国大陆，跨国直接投资中并购所占的比例仅为5%，是全球平均水平的1/10，这巨大的空间显然将由跨国公司、跨国基金这两支国际力量来圈点。

三九和华源的接盘者会是国际基金吗？这个问题的答案取决于多方博弈的结果。一旦成为现实，则意味着整合者被整合将掀开更为宏伟的一页。而这一页，将比中国资本史上的任何一页都要波澜壮阔。

中国的改革几乎都走过了这么一个轮回：因为直接照搬肯定走不通，所以先搬它的一半，等大家都觉得别扭了再搬另外一半，于是革命就成功了。这才是真正的股权分置改革理论，也是中国特色社会主义的必由之路。

## 股改 vs 土改

湘财证券首席经济学家 金岩石

言多语失，一不小心把“股改”说成了“土改”，后来转念又一想，也不无几分道理。

由股权分置改革简化而来的“股改”是国产的土概念，所以翻译成英文时找不到对应的英文名词。比如说，在国资委的官方文件中，股权分置改革被翻译成英文 Equity Division Reform（股权业务部分的改革）。如此照本宣科，老外听了必定是一头雾水。要是碰到懂专业的就更坏了，因为会有人追问：Fixed-Income Division Reform（固定收益部分的改革）是什么？后来有人创造了一个新名词 Shareholding Reform，再加上一个注：“中国股市有史以来就有流通股和非流通股之分，所以才有现在的 Shareholding Reform”。这在英文上就讲通了。很明显，“股改”的确是“土改”，是我们自己创造的概念。

### “股改”姓“土”

股市的“土改”来源于更土的改革，这就要说到当年证券市场的发端了。当初证券市场开盘的时候，中国的《宪法》还没有承认私有制。很明显，在公有制的基础上搞证券市场肯定是违法的。

非常之事必待非常之人，那时深交所和上交所的筹备组谁都不敢冒杀头之罪贸然开盘，正好邓小平南巡，深交所趁机汇报，还是邓小平拍了板：“开吧，不行再把它关了！”于是就有了13年惊心动魄的证券市场。这可能是再土不过的改革了，当时还不仅仅是《宪法》没有承认私有制，甚至连《公司法》都没有，当然也不可能有《证券法》和证监会。有道是：非法法也。

邓小平的“土改”改得英明，土得伟大，其实并非一时性起。伟人做事，其实都心里有数。证券市场的开办已经争论了很久，当时的“改革派”为了说服“反对派”而编了两个土故事。第一个故事是土洋结合，从恩格斯的一封信中找到依据来证明马克思、恩格斯当年就讲过：“股份制是公有制的一种形式”，甚至还发现当年恩格斯就很热衷于炒股票。显然，这个故事说服不了明白人，只说服了那些唯“马、恩、列、斯、毛”至上的教条主义者。于是“改革派”又编了另外一个土故事，说证券市场可以帮国有企业脱困。反对派当然会问：“国企上市脱困之后还是国企吗？”经历过“宁要社会主义草，也不要资本主义苗”的时代，这种逻辑思维是很正常的。所以，为了保证上市脱困的国企还是国企，改革者就创造了股权分置，不让决定公司控制权的大多数股票进入流通。

如今看来，这两个土故事打开了一扇门：让教条主义者接受了“公有制”的证券市场；让“顽固派”接受了“永远忠于国家的上市公司”。证券市场的大门从此打开了，从而造就了一代股民，成就了一个行业，谱写了一段既轰轰烈烈又凄凄惨惨的历史。如今又要改了，使人想起“芙蓉镇”的王秋赦也是很有远见的。中国改革的历史一开始就是土洋结合，把土的变洋了，洋的变土了，就在这些土洋变换的革命之中，中国创造了一个又一个“土”的奇迹。

“土改”的故事还在继续。当人们接受了“股改”的时候，自然就响应号召来说“对价”。几轮“股改”对价谈过之后，大多数股民发现，手中的股票多了，可是能变现的银子并没有多，特别是股市还会“自动除权”，完成了“股改”对价的股票复盘后就纷纷跳水。家家都想拿奥运会花样跳水的奖牌，于是乎水花四溅，只是泳池里的水还是那么多。

在对价谈判中更糊涂的是老外，因为外国人是讲程序的，谁都不能一个人说了算。但走程序写报告的时候出问题了，多数人都不知道“对价”该如何翻译成英文。如果翻译成交易，老板自然要问：“换什么回来了？有没有估值报告？要不要请 KPMG 做尽职调查……”于是报告就没法写了，因为什么都没换来。有些深谙中国国情的老外干脆直接把报告写成：“中国政府让我们把股票送给别人，非送不可，你只能选择送股票还是送现金等。”这才不愧是洋人里的高人，先说明白这是中国的土政策，于是就免去了尽职调查之类的麻烦。

但是一查字典，发现是有“对价”这个英文单词的，NASDAQ 的股票报价就是对价，英文叫做 QUOTE。但如果真这么翻译就麻烦了，因为对价必然有交易，就要换回东西来，于是聪明的外国人又发明了新的英文概念 Consideration。没有交易的对价也是中国特色，当年“打土豪、分田地”的“土改”就是没有对价的交易。

从这个意义上说，今天的“股改”和当年的“土改”也是一脉相承的。其共性不仅在于这是没有交易的对价，而且在于对价的目的之一是安抚对方，或者说是补偿对方由于某种制度安排造成的不公平。除此之外，两者的共性还在于“对价”交易是在第三方监控下完成的，因此交易的公平性并不在于交易双方，而在交易之外的第三方，因为交易双方是在第三方制定的目标和规则下进行协商的。这里我们又可以看出中国改革的特殊性，还可以感受到中国处理争端的传统方式，这就更加不能够用西方的市场理论来解释中国的“股改”了。

### “股改”与“土改”的轮回

“股改”源于“土改”，又终于“土改”，在这里我们看到了一个黑格尔的“否定之否定”，两个“土”加一块儿就成了真正的“洋”，中国股市由此完成了它的现代化。回头再想当年邓小平的英明决策，没有人会不对他佩服得五体投地。

其实，中国的改革几乎都走过了这么一个轮回，因为直接照搬肯定走不通，所以先搬它

的一半，等大家都觉得别扭了再搬另外一半，于是革命就成功了。这才是真正的股权分置改革理论，也是中国特色社会主义的必由之路。

一些学者自诩为“股改之父”，甚至还论证出所谓的“科学公式”，来责怪别人没有严格执行他的公式而导致股市萎靡不振，我相信这些理论和公式都会随着股改的推进被证明是无稽之谈。华尔街有200多年的历史，至今也没有人敢说他能算出股市的未来，也没有任何一位学者能够证明他的理论万无一失。而且学问越多，往往赔得越惨。近现代最大的长期资本管理公司破产案中有四位主角，其中就有两位就是诺贝尔经济学奖的获得者。中国的股权分置改革理论家们幸亏没有去申请诺贝尔奖，也没有用自己的钱去投资股市，这真乃不幸中的万幸。

#### “股改”与“土改”的辩证

“股改”就是“土改”。当初没有理论，现在更没有理论可言。如果说“股改”的目的是保护或补偿中小投资者，那么这个目的不可能达到。从行为金融学的角度来看，在信息不对称的情况下，任何政策变化都会偏向卖方，因为买方获得的信息通常滞后于卖方，因此政策的任何变化，其最终结果都将有利于卖方。

“股改”的真正目的是“救市”，不是救股民，是为了救中国的证券市场，救中国的证券业，救中国的市场经济。因为，没有一个全流通的证券市场，上市公司就不能在流动中优胜劣汰，从而也就不可能完成其为社会经营风险的使命。而当证券市场不能完成社会金融体系所赋予的功能之时，金融风险就会逐渐积累，周期性爆发，亚洲金融危机的悲剧就会在中国重演。

“股改”的真正目的是要创造一个新的市场规范，所以说这是证券市场上的一次革命。革命的目的是要解决四个基本问题：第一是证券公司能活。在原来的市场格局下，证券公司谁也活不了。第二是商业银行能活。银行的中间业务必须依赖于多层次市场。第三是上市公司能活。一方面是市场对上市公司的治理结构施加影响，另一方面市场开始对上市公司直接进行优胜劣汰。第四是投资机构能活。要让投资机构在市场上有更大的盈利空间，需要有更多的交易品种。

这是金融业的四大支柱，缺一不可，互相依存。以这四大支柱为基础搭建起一个新的平台，就能为中国的经济奠定持续增长的基础，并从根本上解决中国经济与世界经济接轨的过程中存在的四个“不对称”。

第一个不对称是直接融资和间接融资比例的不对称，所以要强化多层次的证券市场建设来提高直接融资的比例，从而化解间接融资比例过高给中国银行体系带来的风险；第二个不对称是证券化水平和经济增长率的不对称，因此要努力开发多样化的证券产品来提高国民财

富的证券化水平；第三个不对称是证券市场的走势和经济成长的趋势不对称，因此要通过全流通的市场来实现控制权的交易，从而优化上市公司的治理结构，强化股票市场对公司业绩的反向驱动；第四个不对称是股权融资和债权融资的不对称，所以要大力发展多样化的金融工具来提高金融市场整体的信用管理水平，开发出各种固定收益产品来丰富中国的债市，从根本上解决中国债市单一依赖国家信用和银行信用的基本缺陷。

从这个意义上来说，如果我们能够坚持以“土改”的精神来完成“股改”，以“土改”的原则来衡量“股改”，证券市场大革命的结果将是中国证券业的凤凰涅槃、浴火重生！

全流通将使市场更加活跃，并购动因和并购规模也将因此发生重大改变。中国并购市场也许尚未翻过一页，但是肯定已经另起一行。

## 东方已现鱼肚白

中信证券股份有限公司执行总经理 宋文雷

经过十余年的探索和发展，证券市场已经成为中国企业重要的融资渠道，并在促进企业发展、转换经营机制、实现国家产业结构调整 and 推动经济发展等方面，起到了越来越显著的历史性作用。

但是，由于各个方面的原因，在通过上市公司兼并收购配置社会资源方面，证券市场远未发挥其应有的作用。目前，中国证券市场正在进行的股权分置改革，将使上市公司全流通成为可能，这种变革将通过几个途径对中国的并购市场产生深刻的影响。我们有理由相信，对于那些翘首以盼规模宏大、价值辉煌、富有成就的并购市场的设计者、参与者和“阳谋家”而言，东方已现鱼肚白。

### 一、影响中国并购市场发展的几个重大障碍

从近几年的并购市场运行状况看，就上市公司并购而言，市场化不足、金融创新不畅和并购融资困难已经成为阻碍并购市场发展的重大障碍。

#### 1. 并购行为市场化

首先，股份转让和股份定价非市场化。

由于中国特定的历史原因，大部分上市公司存在比例较高的不可流通的国有法人股。从并购的角度看，这些法人股的存在，客观上对并购行为产生了诸多重大的影响：

(1) 协议转让成为上市公司并购的主流行为，使得最有实力的对上市公司整合能力最强的有意收购者未必成为最终的收购人，而收购价格也往往缺乏合理的市场定价基础，其结果就是既不利于国有资产的保值增值，也无助于社会资源的有效配置。

(2) 由于国有法人股不能够流通，使得对提升企业价值做出重大贡献的收购方，所持股份并不能够得到升值，因此，收购方和持有流通股的庄家之间的相互勾结成为一种客观需要。

其次，政府在国有股方面具有的决定权，使政府在诸如向谁转让、如何转让、转让价格、事后行为等问题上持有最终的决定权。因此，客观上政府就成为企业并购的行为主体。这一现象的影响是显而易见的：

(1) 由于政府对上市公司出让行为有着与收购人、转让人不同的多目标选择，使得并购决策必然掺杂很多非经济因素，从而大大削弱了并购行为在有效配置社会资源方面的重大

作用。

(2) 收购方为取得上市公司控股权将不得不付出很多额外的收购成本。

(3) 很难保证收购完成后，上市公司在法律授予的资产、资金、人员、经营等方面享有的处置权完全到位，战略收购的目标能否实现具有很大的不确定性。

同时，主管部门由于没有可以基于市场基础的法律法规支持，并购行为能否进行，长期以来一直由主管部门决定，主管部门变相地成为并购活动的行为主体，从而使得正常的有利于证券市场发展和经济发展的并购行为并不能够成为事实。这一行为实际上阻碍了中国规模较大的并购市场的真正形成。

上述问题导致了并购活动在几个重要的环节缺乏深刻的市场化基础。

## 2. 决策过程非市场化

由于并购市场没有真正形成和政府并购过程中的主导作用，所以股权买卖双方并没有真正成为并购活动的行为主体，谈判地位的不同使得股权收购过程、定价和事后处理等方面的决策缺乏市场化的基础。

## 3. 价值决定非市场化

由于各种客观原因，在目前的并购市场，即使按照账面价值进行定价都已经变得不甚可靠了，并购价格确定缺乏深刻的市场基础。

就账面价值而言，由于会计信息的虚假，如虚增应收账款、不良存货、来自大股东或其共同受益人的资金占用、对外长期、短期投资的贬值、成本费用的列支不足、或有负债等财务问题及诸多法律问题，账面价值失真对并购定价产生了很大的负面影响。在我们所接触的案例中由于上述因素带来的资产缩水有时高达 50%，其对收购方收购成本的影响是十分显著的。

同时由于存在不低于净资产的价格规定，上述问题就变得更加突出。

总之，由于缺乏良好的市场基础，目前的收购价格有时难以反映企业的真正价值。

## 4. 负债重组非市场化

并购过程中的负债重组在境外是司空见惯的。合理的负债重组能够使并购交易成为可能。在那些资产质量已经相当恶化的上市公司，账面负债价值很高，但是因为不可回收，其真实价值已经大打折扣。一桩有价值的并购将有利于提高公司的偿债能力和提升负债的真实价值。但是，如果金融机构漠视债务的真实价值，拒绝进行债务重组，只能使收购方望而却步，最终受损失的可能是债权人。

## 5. 公司整合非市场化

公司整合是否到位是决定收购方并购战略能否实现和收购是否真正有利可图的重要方面。以欧美的惯例，收购完成后第一年整合的彻底性基本决定了收购的成败。但是在目前中国并购的案例中，各种法律上已经赋予收购方的经营权、处置权，收购方常常并不能顺利得

到，从而使收购方不得不付出来自资产、人员、债务等方面的沉重的整合成本。收购方俗称“并购碉堡”。

#### 6. 并购融资和并购手段单一

并购融资一直是国外并购的焦点问题，包括间接融资、LBO、定向增发、换股等方式在内的多种融资手段推动了国外并购市场的发展。但是，由于中国金融环境的限制和很多目标公司在融资方面的缺陷，收购方往往必须拥有超强的现金流实力才能使并购活动付诸实施，这在一定程度上影响了收购方的积极性。

#### 7. 金融创新

从根本上讲，并购离不开创新。但是在目前中国的并购市场，由于结构设计、制度落后以及缺乏市场化的定价基础，许多在境外发达资本市场司空见惯的金融手段，如吸收合并、定向增发、股份回购、杠杆收购等，在中国都难以获得较大范围的应用，某种程度上使创新变成“闯新”。这种状况无疑提高了收购的难度和收购成本。更为严重的是，丧失了重要的推动上市公司价值提升和资源优化配置的机会。并购市场缺乏严格的监管。

一个完整的并购行为能否实现，至少应当满足如下几个条件：

- (1) 被收购方应当是有价值的；
- (2) 被收购方的价值是公允的和为收购方所需要的；
- (3) 交易本身的成本—收益是对称的，换句话说，交易本身一定是有利可图的；
- (4) 交易过程和整合过程是为法律法规所认可的可行的和无障碍的，换句话说，合理的并购行为和相应的权利义务应当受到法律法规的保护。

如果我们的并购市场在价值决定的公允性、交易过程的市场化和收购主体的法律保障方面没有切实有效的对应措施，并购市场的发展和并购行为对于资源配置就很难达到预期的目标。

## 二、全流通对并购市场的影响

目前正在实施的股权分置改革，将促使中国证券市场和并购市场向市场化方向迈出重要的一步，并将通过如下几个方面对中国的并购市场产生深刻的影响：

- (1) 企业价值和并购业务市场化；
- (2) 战略性价值并购从根本上提升企业价值；
- (3) 金融创新成为可能；
- (4) 并购融资风险降低、容易退出并有利可图。

具体分析如下：

- (1) 股权分置解决后，证券市场价格回归，收购方以更加合理的价格取得流通的地位，

其对上市公司的任何贡献都将在其持有股份的价值提升方面得到充分体现，证券市场的价值发现功能将得到真正发挥，企业的经营业绩和发展前景将通过证券市场得到有效反应。因此，收购方具有强烈的动因通过各种提升企业价值的途径和手段推动上市公司的发展。从这个意义上讲，并购行为从价值提升的角度，使收购方更加有利可图。

(2) 股权分置解决后，市场价格成为唯一的交易基础和定价基础，从而在一定程度上弱化了某些非并购主体对并购行为的干涉和影响。这种市场化的基础将有利于并购合理的定价以及这种行为的迅速推动。

(3) 价值性并购成为主题，收购方将致力于发挥协同效应、提升上市公司的价值，通过市场的良好反应获得自身持股的增值；同时，对于某些必需的协同参与者，也会因参与的有利可图，而更加积极和踊跃。这也许会为中国并购基金的迅猛发展奠定基础。

(4) 低成本扩张、敌意收购、债务重组对上市公司价值的提升会得到市场的认可。

(5) 股权分置解决后，要约收购将成为广泛使用的收购工具，敌意收购将会出现。

(6) 市场将追捧有利于提升公司价值的金融工具，同时金融创新将由行政审批转为股东决策而更容易成行。股份回购、股权支付（换股收购）等创新手段会越来越多的出现在市场上。

由此可见，中国并购市场将由于全流通的事实，而使市场更加活跃，并购动因和并购规模将发生重大改变。当然，对于这个市场的变化，仍然还有一些需要等待的东西：

(1) 政府主导市场的局面在一定程度上难以得到迅速改变，因此从确定收购方、定价、整合和债务重组等方面都难以做到真正意义上的市场化；

(2) 证券市场作为价值发现的功能，实现企业整体价值和市场价格的真正匹配需要一个过渡的过程；

(3) 尽管收购方控股股份可以流通，但毕竟收购价格要比以往的 BOOKVALE 价格要高一些，对总体的市场规模有一定的影响；

(4) 大部分业务创新会得到市场的认可，并可以在市场上寻找到定价基础，但是一定程度上的审批和突破还是需要的。

但是，我们有理由认为，中国并购市场也许尚未翻过一页，然而肯定已经另起一行。

此次中海油收购尤尼科，可以被看成中国经济发展甚至中国现代化进程中的一个里程碑性质的事件；通过这一事件可以充分显示出，当中国经济已经发展到了要按照自己的利益和现行的全球秩序持续扩张，并会因为资源的稀缺而对西方经济中局部利益（在此次中海油的竞争对手是世界石油天然气巨头雪佛龙）形成直接竞争的威胁后，西方世界首先是美国将按照什么样的模式来应对这个中国崛起的现实。

## 中海油折戟尤尼科：大交易背后的角力

中国海洋大学教授 高岩

### 一、并购尤尼科不是一桩普通的市场交易

仿佛为了刻意印证近年来世界各地尤其是美国对中国在全球市场上的扩张所展示的关注，在刚刚过去的一年里，一家中国石油天然气企业做出了迄今为止中国企业在境外扩张最引人注目的一次收购行动：2005年6月23日，中国海洋石油公司经过几个月的内部反复磋商，终于正式向美国尤尼科石油公司发出了收购要约。消息公布后，整个中美经济界都为之震动，因为这是迄今为止中国企业在海外最大的收购兼并行动，其规模远远超过此前引起国际瞩目的中国企业跨境并购；重要的是，这一次中国企业收购的目标，直指现阶段国际经济和地缘政治的热点——国际石油天然气能源；更为重要的是，中海油发动这次价值200亿美元（收购金额，承诺接受的负债加上付给尤尼科的第三方违约金补偿）的并购之时，正值中美关系发展的一个特殊阶段。

因此，一桩本来就不平凡的国际能源大交易，瞬间又具有中美两国未来关系的战略风向标的重大意义，这是人类历史上少有的、一桩能够影响中美关系乃至世界局势的商业交易。中美经济关系已有几十年的历史，但这是迄今为止分量最重的一份合同。中海油和尤尼科无法完全把握这次交易，因为更多和更大的超越商业逻辑的中美关系以及其他因素将不可避免地介入这笔交易中。这其中，美国政府成为交易本身和交易背后最重要的角色。

事实上，中海油并购尤尼科在某种程度上已直接将美国政府置于两难的境地：如果美国政府以国家安全为理由，按照美国现行的《综合贸易法案》中的埃克森—弗罗里奥条款（Exon-Florio Provision），拒绝中海油对尤尼科石油公司的收购，那么美国政府的行为将被中国社会各界认为是美国已经选择了与中国对抗，因而势将不可避免地会引发中国对美国的相关报复。现阶段，没有任何美国大型跨国公司可以承受被拒绝在中国市场之外的风险。

如果美国政府在尤尼科交易中被认为破坏市场原则，同样会原则上破坏整个全球石油天然气市场。因为尽管石油天然气在现代社会中起着关键性能源基础的作用，但石油天然气始终是商品，是按商品市场规律进行全球交易的商品。正由于此，美国全球性的石油公司，包括尤尼科，才有可能在亚洲和中东进行石油天然气资源的开发和整合。事实上，尤尼科最有价值的资产，并非其在美国本土的石油天然气储备，而是在亚洲各国多年开发和积累的石油天然气的开采和储量。

尤尼科本身就是亚洲国家对美国公司开放石油天然气资源的受益者，因此从逻辑上来

说，尤尼科不可能将其从亚洲国家自由获得的石油天然气资源，转变为美国不可对其他国家转让的美国国家安全利益。这里有一个必须尊重现有的全球市场基本规则的问题，而这些基本规则，首先是对市场的最强大者美国有利，然后才对后发的中国有利。所以，中海油的高层以及为完成这次交易而提供战略咨询的美国核心金融资本各方，都相信美国政府不会阻挡这次交易，因为这次交易是完全符合现阶段国际能源市场以及美国资本市场规则的。他们的核心理念是：美国是全球化秩序的推动者，既然中海油愿意按相应的规则加入全球化后的石油天然气市场，那么美国就不应该反对。

然而，近年来美国已完全推翻这种美国秩序的可靠性。事实上，全球化如果会损害美国的国家利益，美国同样会终止相关的趋势，并另行树立规则，在伊拉克战争和联合国问题上，美国已经充分显示出其废立国际规则的决心和能力。所以如果美国政府阻止中海油与尤尼科的交易，个中原因仅有条：（1）美国已经选择了与中国为敌；（2）美国放弃了传统的开放性扩张即全球化的势态，而转向保守主义的贸易和安全保护趋势。无论美国政府出于什么理由拒绝中海油与尤尼科的交易，对美国来说后果都十分严重，这也是此次交易可以被认为是下一步中美关系分水岭的原因。

## 二、中海油在考验美国的底线

问题在于，现阶段中国经济的发展趋势，已超过美国在其世界秩序意识和体系中预留给中国人的位置。按照美国现行的国家安全和军事安全战略，美国应该是世界上唯一具有全球利益、唯一具有主导性地位的大国，美国现阶段全球军事战略的核心，就是预防在欧亚大陆上出现任何能够挑战美国的力量，所以在美国的现行世界理想秩序中，中国不应该是四分五裂、贫穷和问题成堆的国家，这样的中国将因为人口和贫穷问题而扰乱世界秩序，所以美国是支持中国现代化的。

但美国人从来就没有支持过中国努力在所有领域全面发挥潜在的优势，从而使中国最终成为由于市场规模、人口规模和科学技术水平不断积累的强大现代化国家。全球最强大国家的位置，美国人坚信应该永远属于美国，任何其他国家尤其是欧亚大陆上的大国，不管是俄罗斯、德国、欧盟还是中国，只要是开始向这个目标发展，就会因为有可能超越美国而成为美国的敌人。

而现阶段中国的发展趋势，尤其是中国经济持续高速增长的潜力，已经使美国人看到了中国有可能在一代人的时间里，通过经济的持续增长和国内外市场的不断扩大，使得无论是国民生产总值的规模，还是对关键性产品和技术的控制，都有可能超越美国。这样一种前景显然完全违反美国的国家利益，尤其是美国核心统治阶级，包括国防军事工业复合体以及美国核心金融资本集团的利益。因为对于这些集团来说，它们利润最大化的源泉首先是保持美

国对全球的统治，然后是保持对特定资源、技术和渠道的垄断，而保证这一切的最佳方式，就是保持美国的全球霸权。

所以迄今为止中国的现代化，如果能被用于创造全球市场和对美国现有的资本主义市场体系提供各种补充，比如为美国提供各种高级工业制成品和弥补美国公共开支赤字，当然会得到美国的鼓励，这就是为什么美国始终支持中国融入国际社会。但如果中国能够成功地加入现有资本主义全球体系，并逐渐因后发优势和制度创新的双重优势而成为未来的全球中心，美国就随时有可能逆转已为其服务多年的全球化体系，而转向创立各种为保护美国的优势而重新量身打造的制度，包括新的贸易和投资保护体系。

这一趋势目前已经在美国国内政治中显示出来：美国一方面在全球范围内推动全球化，为其资本和体系维持全球的优势；另一方面则在其他国家逐渐取得竞争优势的领域开始转向保护主义，试图保护自己因缺乏竞争力而日趋衰落的国民经济部分。那边要求别国开放市场，这边开始保护自己的国内市场，美国国家经济活动实践充满这样不可调和的巨大矛盾，因而重新审查对中国的各项政策并有可能转向主动对抗，更是现阶段中美关系的新趋势。

任何事情都会有临界点。中美关系的正式恶化不一定非要军事冲突，类似于中海油收购尤尼科之类的商业事件同样可以构成中美关系交恶的临界点；如果在中海油—尤尼科事件中美国局部商业利益如与中海油冲突的美国雪佛龙石油集团，能够顺利地操纵美国民意和政界（这在美国的政治中是非常正常的事情）；如果美国政府作为交易的监管者，因为纯粹的国家安全理由而反对这桩中美石油天然气交易，或其他更大规模的涉及中美经济正常的商业活动，那么此类事件完全可以成为中美正式转向战略敌对的转折点。

### 三、中海油败在何处？

但此次中海油收购尤尼科的失败，并不是由于美国政治和法律的直接干涉，而是一系列事件综合后的结果。从具体商业环境和商业策略上来看，中海油的失败有商业和政治两个层次上的原因。

(1) 现阶段跨国并购的中国企业很难战胜当地和第三国的恶意竞争对手。

中海油和其他中国企业在跨国收购兼并时，都会遇到当地或第三国商业竞争对手的竞争，而国外对手在与中国企业竞争时最擅长使用的就是将商业竞争事件政治化，将中国企业和外国企业不同的国家背景恶意扭曲，以此增加中国企业并购时的中国因素溢价。而当政治因素溢价高出商业利益时，并非从事国家战略投资而是从事企业商业战略投资的中国企业往往会知难而退。此次中海油退出尤尼科收购的直接原因，就在于竞争对手雪佛龙恶意政治化的商业竞争。

其实中国对付此类恶意竞争对手非常简单：中国只需要在自己的国内市场上报复这类跨

国企业，就足以威慑它们对中国企业的恶意行动。现阶段对于所有的世界级跨国公司来说，丢失中国市场都是无法承担的商业风险，所以对禁止中国企业进入特定市场的国家和跨国企业，中国对抗的首选是同样禁止它们进入中国正在不断开放的国内世界级规模的市场。

(2) 中海油收购价格中没有预留足够的“中国溢价”。

尽管我们可以从更深刻的战略背景上去寻找中海油收购失败的原因，但直接的原因还是中海油在收购价格上的犹豫。中海油的收购报价无论在具体金额还是支付方式上，一度全面优于雪佛龙的报价（185 亿美元，全部现金收购对 165 亿美元，25% 的现金，75% 的股票交换），中海油最终拿出来的报价高于雪佛龙 20 亿美元，这 20 亿美元可以被认为是纯粹的“中国溢价”，这其中包括政治不确定性风险折现，而且这个溢价也使尤尼科董事会和股东动心。但在对手雪佛龙一方面提高收购对价、另一方面展开政治阻击后，中海油并未始终坚持自己的价格优势战略，中海油不再坚持与竞争对手保持价格优势，拒绝支付更高的“中国溢价”来消除尤尼科公司董事会和股东对收购的怀疑。

中海油在收购价格上的停步，显示出作为一家上市公司，中海油无法超越自己的商业本质，即以项目的商业赢利和价格为核心，而不是以本项目所涉及的中美之间的战略博弈为核心。事实上，此次中海油收购尤尼科的矛盾核心，就在于此项目的商业价值和战略价值并不一致。中海油的报价仅包含对尤尼科的商业评估和一定的风险溢价，但外在的政治风险要求中海油为此付出更多的“中国溢价”，而中海油无法接受这种非商业溢价。作为一家上市公司，中海油无法有效整合这些不同的内外部压力，因此最后在尤尼科项目上犹豫了。但从商业和战略不同的背景分别进行分析，这种犹豫虽然导致了中海油的失败，却不一定是真正的失败。

最终影响此次收购的是中美两国现阶段国家间的战略关系，中美两国间目前缺乏能够使大规模商业收购兼并顺利完成的政治气氛。如何创造这种有利于中国企业发展的外部和国际商业环境，本身就是中国现代化努力的一部分，市场可以和平创造也可以武力创造，今日中国宁愿选择和平的道路，但当对手拒绝和平时，中国也必须有和平以外的选择。正在按现行全球化规则发展的中国，必须警惕对手撕毁按商业规则包括 WTO 规则的战略风险，尽管现行的国际规则包括商业规则，是西方国家尤其是美国最重要的制度资源。

#### 四、中海油之后的中美牌局

无论从什么角度来衡量，尤尼科所掌握的石油天然气资源都远远未达到比自由市场和自由能源制度更重要的程度，而且尤尼科有限的资产也不可能比中美战略关系更重要。因此在逻辑上，美国政府不可能因尤尼科而彻底改变其对全球秩序，包括市场和能源秩序的现有安排。所以美国政府即使内心完全不愿意尤尼科公司被中海油收购，至少在程序上和公开场合

也不会公开反对这一交易。

所以，此次中海油收购尤尼科同样可以被看成中国经济发展甚至中国现代化进程中的一个里程碑性质的事件。这一事件充分显示出，当中国经济已经发展到要按照自己的利益和现行的全球秩序持续扩张，并因资源的稀缺而对西方经济的局部利益——在此次交易中是世界石油天然气巨头雪佛龙——形成直接竞争的威胁后，西方世界首先是美国，将按照什么样的模式来应对中国崛起的这个现实。如果美国和西方国家整体上始终遵守人类自从资本主义生产方式出现后几百年间，包括通过第一、第二次世界大战而形成的市场和资源分配的规则，也就是纯粹的全球开放市场，则中国的和平崛起并与全世界包括美国、欧洲和日本共同繁荣，将是一种真实的可能，中国人将为此振奋，中国经济将更加开放和进一步融入全球市场。

而如果此次中海油收购尤尼科石油公司行动被美国政府和美国社会基于商业以外的原因否决，那么中国的现代化就已经遭遇了其外部的最终界线，即掌握着现行全球秩序，并最终是以常规军事力量和核武器力量在内的国家力量，而在事实上主导全球市场的美国，无法容忍中国通过和平的商业竞争全面进入全球市场，尤其是获得对中国人民生存具有关键性意义的全球资源。这也意味着至今为止由中国单方面提出的和平崛起战略思维，无法得到国际秩序主导者的认同。

如果中国真的撞到美国和西方的这一底线，这当然不是中国现代化的末日，中国会被迫选择通过全球自由市场和全球合作以外的资源和市场进入模式，而美国同样将在与中国下一阶段的对抗活动中损失巨大，这其中包括失掉中国市场并创造一个它无法战胜的敌人，很可能会加速其衰落和从全球后退回北美。

中美一旦确定双方互为战略敌人后，中国经济就应该有另外的全新的战略目标了，那就是全面动员进入一种重商主义的对抗经济，中海油要做的也就不是继续在国际市场上收购兼并，而应该是另有商业战略考虑。值得庆幸的是，无论在继续和平崛起，还是被迫接受军事挑战这两种历史性的战略选择中，中国都已经立于不败之地。而从现在起中国最需要的既不是美国的善意，也不是重新韬光养晦，而是尽可能地延长冲突来临前的和平时间，最终实现真正的不战或少战而胜。

正因为如此，我们曾衷心祝愿中海石油收购尤尼科石油成功，因为这一项目已经超越了石油天然气资源和几百亿美元，我们也可以谅解这一项目因为商业原因流产，或因为竞争对手的强大而失败，却不允许有人因为政治原因而破坏这次交易。我们宁愿相信：中美两国最高领导人同样明白这一桩普通石油天然气资源背后伟大的历史意义，因此中海油应该能够顺利完成这笔对所有的人尤其是对世界和平有利的交易。

本次收购已以中海油的退出而宣告结束，因此中美战略关系以及未来中美大型商业交易的深度与可能性，并未因本次收购而真正陷入危机，至少中美关系，包括涉及未来更多和更