

2010

国务院发展研究中心研究丛书

DEVELOPMENT RESEARCH CENTER
OF THE STATE COUNCIL

中国企业并购重组

MERGER & ACQUISITION AND RESTRUCTURE
OF CHINESE ENTERPRISES

陈小洪 李兆熙 主编

国务院发展研究中心研究丛书

本套丛书是国务院发展研究中心的专家学者围绕国民经济和社会发展中的重大问题及热点、难点问题深入调研后完成的研究成果，供政府部门、研究机构和广大读者参阅。

9



中国发展出版社

前言

Foreword

本书的主题是研究中国企业在国内并购和“走出去”并购投资的情况及有关政策。文章的基础是企业所承担国务院发展研究中心的两个重点课题《中国企业并购重组及政策研究》（2008 年度）和《经济调整时期推动企业并购重组的政策研究》（2009 年度）。两个课题的负责人为陈小洪，协调人为张文魁。将两课题与本书主题有关的研究成果合并出版，是因为这些内容，合并出版后能更全面地反映我们的观点。两课题中还有部分论文报告，研究外商和跨国公司在华并购的问题，拟另外结集出版。

本书分为三个专题。专题一：中国企业本土并购，包括第一至第十三章。第一章张文魁撰写，第二章张政军撰写，第三章张政军、周燕撰写，第四章李国强、李初撰写。这四章分别讨论了资本市场并购、国有企业并购、民营企业并购的基本情况，指出了各方面积极推进并购的动向和存在的主要问题，提出有关改进建议。第五章张文魁、张永伟撰写，第六章项安波撰写，第七章项安波、周伟华撰写，第八章肖庆文撰写，第九章马骏、陈小洪撰写。这五章讨论了钢铁、制药、物流、彩电、液晶产业的并购情况，探讨了多种因素对不同行业的影响，亦有针对性的建议。第十章陈小洪撰写，第十一章陈小洪、王怀宇撰写，第十二章马骏撰写，第十三章项安波

撰写。这四章综合地讨论了影响中国企业有效并购的政策层面的问题，对有关的法律、政府融资机构作用和机制设计等问题进行了较深入的探讨，一些建议已被国家有关方面采纳。这组报告成稿于2008年度及2009年一季度。

专题二：中国企业海外投资和并购，包括第十四章至第二十一章。第十四章陈小洪撰写，第十五章张文魁撰写，第十六章陈小洪、王继承撰写。这三章讨论了中国企业海外并购及投资的基本情况和模式。第十七章亓长东撰写，第十八章王怀宇、陈小洪撰写，第十九章陈小洪、贾涛、周燕撰写，第二十章陈金亮撰写，第二十一章肖庆文、马淑萍、周燕撰写。这五章有两类主题，第一类主要讨论有关政府管理和政策体系及法律问题，主题多与政府有关，第二类主要讨论企业层面的问题，包括企业社会责任、通过并购获取及整合技术、利用战略联盟并购发展专题。

专题三：跨国投资和并购的国际经验，包括二十二章至二十四章。第二十二章陈小洪、马淑萍撰写，第二十三章陈小洪、项安波撰写，第二十四章李志能撰写。这三章分别讨论了日本企业在海外投资矿山和澳大利亚对外国公司在澳投资矿山的做法，以及米塔尔并购发展的情况。专题二、三的诸报告，均成稿于2009年和2010年第一季度。

国内和海外并购有很多不同之处。从企业层面看，企业缺乏经验、能力不足及存在机制问题，是中国企业海外并购中尤其值得重视的突出问题；从政策法律层面看，国内并购中存在的主要问题，包括资本市场、财税体制等问题及其影响，多数已有共识，缺的是更全面的分析和相应的配套改革；在海外投资和并购中，对一些基本问题，如对外投资审批体制、国有企业海外投资监管等，及其解决问题的方向模式等，甚至还没有形成基本共识。

对国内和海外并购问题，诸位作者亦有以下共识及建议：

1. 中国企业在国内及海外都已日益重视通过并购发展，并且已有成果。

2. 影响企业并购行为和绩效有多种内外因素。法律和政策环境因素对国内外并购的进行及效果都有重要影响。

3. 如何解决阻碍有效并购的政策问题，可有不同办法。部分问题只涉及单项规定，个别调整就能解决。部分涉及基本的体制和政策体系问题，需要系统解决。对前类问题，如限制贷款用于收购、不允许股权出资等问题，我们及许多作者都提了改进建议，有关方面已采纳解决。对后类问题，如资本市场、公司法、对外投资管理体系等方面存在的一些基本问题，我们也进行了讨论，提出了建议，但要真正解决，还需要高层和各方面的共识，需要有系统配套的制度变革与调整。我们希望能加快有关规则的完善乃至调整变革进度。

企业并购及有关的政策、法律问题，是值得认真研究的重要课题。我们的研究只是起步，惟愿这些抛砖之见能引来更多的真知灼见。我们诚恳地希望各方面不吝赐教，希望在并购及有关的政策研究方面能和同行一起做出更多有价值的成果。

由于时间较紧，受陈小洪之邀，李兆熙和陈小洪共同主编本书。李兆熙曾任企业研究所副所长，退休后返聘，他的经验和认真负责使本书能在较短时间内完成编辑工作。企业研究所周燕也做了部分编辑工作，陈琦参与了文字加工。中心的学术委员会曾组织多位专家对本书的基本报告提出宝贵意见。在本书出版时，一些作者对文章进行了适当调整修改，文责仍由作者自负。

陈小洪 李兆熙

2010年7月6日

目 录

Contents

专题一 中国企业本土并购

第一章 我国资本市场上的并购重组：特点与政策 / 2

- 一、基本情况：量的增加和质的提高 / 2
- 二、我国资本市场并购重组的五大特点 / 7
- 三、对我国资本市场并购重组政策的评估 / 12
- 四、未来可改进的政策 / 14

第二章 国有企业并购：情况、原因和若干政策建议 / 17

- 一、国企并购的基本情况 / 17
- 二、国企并购的原因分析 / 23
- 三、国企并购中的若干问题及有关政策建议 / 28

第三章 国企并购后整合：问题、意义及改善途径 / 31

- 一、国企并购后整合的问题及原因 / 31
- 二、并购后整合是企业并购成败的关键环节 / 33
- 三、平煤、神马合并整合案例的经验启示 / 35

四、改善国企并购后整合效果的途径 / 42

第四章 我国民营企业并购进程、特征、类型、动因及政策 / 44

- 一、民企并购的简要历程 / 44
- 二、民企并购特征 / 46
- 三、我国民企并购的类型及特点 / 51
- 四、我国民企并购动因分析 / 53
- 五、民企并购存在的一些问题 / 55
- 六、建议 / 56

第五章 我国钢铁行业发展走势及重组整合的可能性分析 / 58

- 一、钢铁行业过去几年的发展情况及未来趋势判断 / 58
- 二、我国钢铁行业促进重组整合的有关政策及实施效果 / 63
- 三、未来钢铁行业的并购趋势和重组整合的可能性 / 70

第六章 我国制药业并购历程、问题及建议 / 73

- 一、并购成为我国制药业改善产业结构重要方式之一 / 73
- 二、政策环境对我国制药业并购影响较大 / 78
- 三、我国制药业并购有较强的局限性，成效尚不明显 / 79
- 四、我国制药业要利用并购带来的企业产权变革完善经营机制 / 81

第七章 中国物流企业并购概况、问题及建议 / 83

- 一、当前中国物流企业并购的若干特点 / 83
- 二、中国物流企业并购动因及并购中存在一些问题 / 85
- 三、需要加大对本土物流企业并购重组的政策支持力度 / 87

第八章 企业并购与产业组织结构调整 / 90

- 一、我国彩电业的并购历程 / 91

二、我国彩电企业并购的主要特点和成效 / 95

三、主要经验和启示 / 97

第九章 需要政策支持的重组：液晶企业重组的启示 / 99

一、液晶是战略性产业，但进入门槛高、风险大 / 99

二、液晶重组的背景：产业已经起步，但企业面临巨大困难 / 101

三、通过重组提高竞争力是有关各方的共识 / 103

四、反思与启示 / 105

第十章 我国企业并购法律体系现状和初步评估 / 110

一、我国并购法律体系已基本形成 / 110

二、2005 年公司法的有关修改及对并购的影响 / 112

三、证券法的有关修改及对并购的影响 / 115

四、影响企业并购的法规规章问题突出 / 118

五、执法部门行政权力的行使不完善，加大了市场主体在
执行环节的成本 / 120

六、主要评估 / 121

第十一章 我国国内企业并购需要进一步完善体制政策环境 / 123

一、中国企业并购：日益受到重视及若干判断 / 123

二、推进本土企业并购需要解决的问题 / 126

三、改善并购法律环境的十二条建议 / 131

第十二章 利用政策性融资支持企业并购重组 / 142

一、需要政策性融资支持的并购重组 / 142

二、我国的政策性融资体系 / 145

二、利用政策性融资工具支持企业并购重组 / 147

第十三章 推进企业并购重组要重视机制设计 / 151

- 一、机制设计有助于解决企业并购重组中的激励兼容和信息效率问题 / 151
- 二、科学的机制设计可引导企业自主行为达致预定并购重组目标 / 152
- 三、改善政府规制能力，为企业并购重组创造更好外部环境 / 155

专题二 中国企业海外投资和并购

第十四章 中国企业对外投资并购：现状、趋势和建议 / 160

- 一、中国企业对外投资和并购：基本特点和主要问题 / 161
- 二、未来中国企业将持续扩大对外投资并购和需要解决的问题 / 167

第十五章 中国企业海外并购的基本情况、总体评估和政策讨论 / 172

- 一、基本情况 / 172
- 二、总体评估 / 174
- 三、政策讨论和主要结论 / 183

第十六章 中国企业海外投资并购的商业模式 / 188

- 一、用邓宁和波特理论描述和分析中国企业海外投资的影响因素和模式 / 188
- 二、中国企业跨国经营及投资并购的若干特点：对部分企业的观察 / 191
- 三、中国企业投资并购模式及其影响因素：对案例的初步讨论 / 193
- 四、总结 / 198

第十七章 理顺海外投资管理体系，支持中国企业海外投资并购 / 200

- 一、中国对外直接投资政策体系为企业海外并购创造了条件 / 200
- 二、中国对外直接投资政策体系存在的主要问题 / 203
- 三、理顺中国企业海外并购政策体系的指导思想和若干建议 / 204

第十八章 应重视利用投资协定防范海外并购风险 / 214

- 一、海外并购会遭遇多种风险，要利用多种手段进行防范和救济 / 214
- 二、投资协定是防范救济企业跨国并购风险的重要工具 / 216
- 三、中国投资协定的签订和应用状况 / 221
- 四、我国投资协定应用存在的问题 / 222
- 五、建议 / 224

第十九章 中国企业“走出去”投资并购应注重企业社会责任 / 226

- 一、研究背景和调研企业的概况 / 226
- 二、调研企业在非洲的社会责任认识与实践 / 227
- 三、看法与建议 / 235

第二十章 对我国海外并购获取技术的看法和建议 / 238

- 一、海外收购是我国企业获取技术的重要方式 / 238
- 二、影响我国企业真正掌握目标技术的主要问题 / 241
- 三、几点建议 / 243

第二十一章 利用战略联盟克服跨国并购障碍 / 248

- 一、战略联盟是影响企业跨国并购的重要因素 / 249
- 二、利用战略联盟克服我国企业跨国并购的三大障碍 / 252
- 三、有关建议 / 253

专题三 跨国投资和并购的国际经验

第二十二章 日本铁矿石资源保障战略的经验值得借鉴 / 256

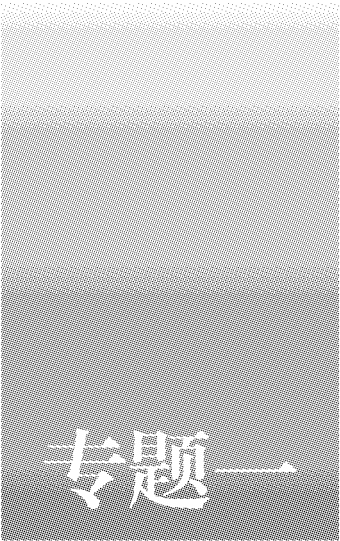
- 一、日本铁矿石资源保障战略 / 256
- 二、“开发进口”模式形成的历史和变化 / 262
- 三、“开发进口”模式的运行机制和条件 / 267
- 四、对我国的启示 / 269

第二十三章 澳大利亚对外商资源产业投资的管理及 中国的应对建议 / 271

- 一、澳大利亚对外国公司投资资源产业的管理 / 271
- 二、澳大利亚资源产业对中国投资既欢迎又有疑虑 / 272
- 三、启示和建议 / 274

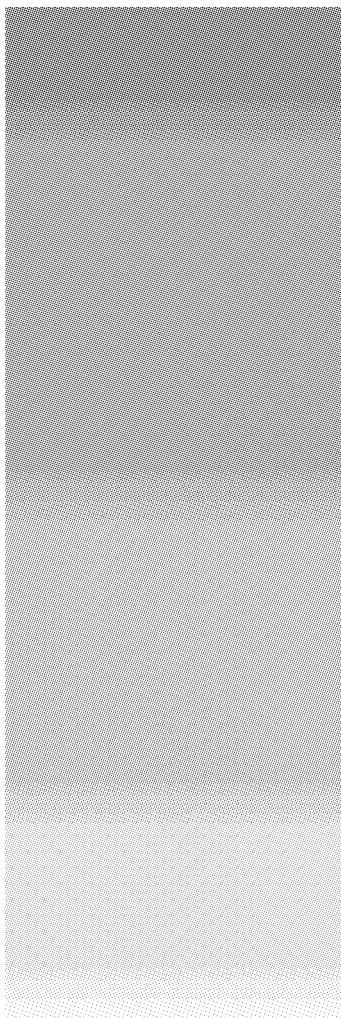
第二十四章 米塔尔全球钢铁产业并购分析及启示 / 276

- 一、2004 年，全球并购整合的基础：
米塔尔的整体竞争优势 / 277
- 三、米塔尔灵活稳健的并购策略 / 282
- 三、卓有成效的并购整合措施 / 284
- 四、结论和启示 / 286



专题一

中国企业本土并购



我国资本市场上的并购重组： 特点与政策



近年来，我国并购重组活动日趋活跃。随着我国资本化趋势的不断强化，越来越多的并购重组与资本市场发生了联系。本章将在全面审视我国资本市场并购重组情况的基础上，总结规律，剖析问题，并发现其中的政策含义。

鉴于我国资本市场上并购重组活动的多样性和复杂性，本章所定义的资本市场上的并购重组包括如下三个方面：一是上市公司为买方，对外收购股权或资产的交易；二是上市公司为卖方，对外出售所持股权或资产的交易；三是直接或间接以上市公司股份为标的，致使上市公司股份发生直接或间接转移的交易，包括上市公司股份的转移和上市公司母公司股份的转移。

一、基本情况：量的增加和质的提高

21 世纪以来，随着我国企业优胜劣汰进程的加快和资本市场容量的扩大，资本市场并购重组总体上呈现迅速上升趋势。根据《中国企

业并购年鉴（2007）》的统计^①，2002～2006年，我国资本市场并购重组交易数量从951笔上升到1784笔，交易金额从778亿元上升到3051亿元。各年的交易数量和交易金额见表1.1。

表 1.1 2002～2006 年我国资本市场并购重组交易数量与金额

年 份	交易数量（笔）	交易金额（亿元）
2002	951	778
2003	934	923
2004	1541	2117
2005	1219	1323
2006	1784	3051

资料来源：《中国企业并购年鉴（2007）》，中国经济出版社2007年版。

根据中国证监会的资料^②，2007年我国上市公司并购重组的交易数量达到1759笔，与2006年的1173笔相比增长近50%（此处数据与表1.1不符，可能是统计口径不一样），涉及金额达到4500亿元，与2006年的2400亿元相比增长近一倍。十多年来，我国资本市场上有300多家上市公司通过并购重组改善了基本面，提高了盈利能力、持续发展能力和竞争力，一批上市公司通过并购重组实现了行业整合、整体上市等目的。另据有关资料^③，2007年我国上市公司股权收购（含划转和定向增发及吸收合并）达到了149笔，具体见表1.2。还有资料显示^④，2007年我国资本市场上大宗并购重组十分活跃，有270家上市公司的382项并购重组实现了交易金额超过1亿元，合计交易金额达到3980亿元；其中通过定向增发方式收购母公司资产的情况占很大比重，共有99家上市公司采取这种交易方式进行资产

① 北方交通大学中国企业兼并重组研究中心：《中国企业并购年鉴（2007）》，中国经济出版社2007年版。

② 尚福林：《支持上市公司参与行业整合》（在上市公司并购重组审核委员会成立大会上的讲话），《上海证券报》2008年2月21日。

③ 杜琳：《简评2007年上市公司并购重组》，《知识风暴》第44期。

④ 梁艳红：《2007年上市公司重组规模达4500亿元》，《中国证券报》2008年1月4日。

重组；另外还有一些公司通过资产置换方式剥离不良资产、置入优质资产，采取这种方式并实现交易金额超过 1 亿元的公司有 29 家，合计金额达到 40 亿元。

表 1.2 2007 年我国上市公司的股权收购（含划转和定向增发及吸收合并）

收购方式	交易数量
协议转让	63
行政划转	32
司法拍卖	15
要约收购	7
定向增发和吸收合并	23
竞价收购	1
其他方式	8
合 计	149

资料来源：杜琳：《简评 2007 年上市公司并购重组》，《知识风暴》第 44 期。

我国资本市场并购重组这些年不但呈现量的增长，还出现质的提升。这表现在以下几个方面。

首先，注入上市公司的资产总量明显增加、质量明显提高，有利于上市公司改善盈利能力、增进股东利益，有利于中国企业更多的资产实现证券化。2003 年以来，我国经济进入新一轮高速增长期，大多数上市公司及其母公司的经营状况显著改善，特别是母公司的资产质量明显提高、资产总量急剧增长，为向上市公司注入优质资产提供了强大的基础。不但宝钢集团公司、中国三峡总公司、中国远洋总公司等大型国有集团向其旗下上市公司注入了优质资产，三一重工等民营上市公司也从母公司获得资产注入。根据有关资料^①，2007 年我国资本市场并购重组注入到上市公司的资产共计 739 亿元，增加上市公司总市值 7700 亿元，平均每股收益提高了 75%。

^① 尚福林：《支持上市公司参与行业整合》（在上市公司并购重组审核委员会成立大会上的讲话），《上海证券报》2008 年 2 月 21 日。

其次，通过并购重组实现整体上市逐渐成为一种趋势。宝钢集团、鞍钢集团等大型国有企业近两年进行了重大资产重组，将大部分主业资产注入到上市公司当中，基本上实现了主业整体上市；TCL集团和上港集团等企业通过定向增发和吸收合并等方式，实现了法人整体上市，原来非上市的母公司消失。法人整体上市对于中国资本市场具有重大意义，彻底消除了母公司和上市子公司之间难以斩断的关联交易和利益转移，有效改善了公司治理。即使是主业整体上市，对于减少关联交易和利益转移、减少同业竞争、增强上市公司业务清晰度也具有积极意义，有利于投资者形成对企业经营状态和发展前景的准确判断。

再次，以企业业务结构的战略性调整和行业整合为导向的并购重组正在兴起。近年来，一些企业在资本市场上通过并购重组实现了业务结构的战略性调整，如华立集团并购了武汉健民等一些医药企业，一举从电表生产领域进入制药领域，不但扩大了企业规模，也优化了企业的业务结构，对于企业发展具有战略性意义。行业龙头企业并购重组行业内其他企业以推动行业整合，是我国资本市场并购重组出现的一个新动向。我们在本文假定这样的整合有益于行业的健康发展。2006年以来，中国铝业斥资约20亿元，先后对河南中迈、抚顺铝业、焦作万方、遵义铝业、华宇铝业、华西铝业、华鹭铝业、连城铝业等国内铝业企业进行重组整合，这有利于提高我国铝业的集中度、改善产业组织结构、提高产业整体素质。中国铝业另外还并购了上海有色、云南铜业等铜业企业，实现了向铜业延伸，初步推动了铜业企业的整合。一些大型钢铁企业也对钢铁行业的其他企业进行了并购重组，宝钢集团并购重组了八一钢铁、广州钢铁和韶关钢铁，武钢集团并购重组了昆明钢铁和柳州钢铁，成为我国钢铁行业的重要事件。一些民营企业近年来也频频在资本市场出手并购，带有行业整合的色彩，如家电行业的龙头企业之一美的集团并购重组了小天鹅，银泰集团并购重组了鄂武商等一些商业企业等。

我国资本市场上行业整合型的并购在机械设备仪表、金属非金属制品等行业特别明显。根据有关资料^①，2006年，我国上市公司股权交易共发生1511笔，其中制造业为578笔，占全部股权交易的比重超过三分之一。在制造业的578笔股权交易中，机械设备仪表行业为157笔，其中发生控制权转移的68笔；石油化学和塑料塑胶行业76笔，其中发生控制权转移的32笔；金属非金属制品行业74笔，其中发生控制权转移的28笔；医药与生物制品行业61笔，其中发生控制权转移的26笔；食品饮料行业57笔，其中发生控制权转移的22笔；电子行业51笔，其中发生控制权转移的18笔；纺织服装与皮毛行业49笔，其中发生控制权转移的28笔；其他制造行业29笔，其中发生控制权转移的9笔；造纸印刷行业16笔，其中发生控制权转移的10笔；木材家具行业8笔，其中发生控制权转移的2笔。在1495起同时披露买方企业行业和标的企业行业的股权交易中，属于同行业并购的542起，跨行业并购的808起；但在制造业中同时披露买方企业行业和标的企业行业的532起，同行业的为265起，跨行业的267起，同行业并购的比重明显高于全部样本的比重。其中，机械设备仪表行业的同行业并购为78起，跨行业并购为74起；石油化学与塑料塑胶行业的同行业并购为32起，跨行业并购36起；金属非金属制品行业的同行业并购41起，跨行业并购29起；医药与生物制品行业的同行业并购28起，跨行业并购27起；食品饮料行业的同行业并购16起，跨行业并购36起；电子行业的同行业并购25起，跨行业并购20起；纺织服装皮毛行业的同行业并购21起，跨行业并购21起；其他制造行业的同行业并购17起，跨行业并购7起；造纸印刷行业的同行业并购4起，跨行业并购12起；木材家具行业的同行业并购3起，跨行业并购5起。显然，金属非金属制品行业和电子行业的同行业并购所占比重接近60%，机械设备仪表行业和医药

^① 北方交通大学中国企业兼并重组研究中心：《中国企业并购年鉴（2007）》，中国经济出版社2007年版。

与生物制品行业以及纺织服装行业的同行业并购的比重都达到了 50% 以上，说明这些行业的产业整合现象比较突出。

二、我国资本市场并购重组的五大特点

由于我国资本市场的特殊结构和其他一些特殊原因，与其他国家相比，我国资本市场上的并购重组具有一些与众不同的特点。认清这些特点，对于推动我国资本市场并购重组的进一步发展、改善有关政策、规范并购重组行为、保护各方面的合法权益，具有重要意义。

第一个特点是，虽然大宗股权转让不断增加，但大宗资产重组仍占主流。我国资本市场上的并购重组长期以来呈现资产重组多、股权并购少的特征，不少企业热衷于将非上市资产不断注入上市公司，或者将上市公司的不良和不适资产不断剥离。根据上述资料综合分析，2007 年我国上市公司并购重组交易数量为 1759 笔，但股权收购仅 149 笔，占全部并购重组交易的比重还不到 10%。即使这两组数据可能存在统计口径差异，也不难看出大宗股权交易仍然偏少这个事实。当然，近年来大宗股权转让，特别是控股权转移的并购不断增多，反映了我国资本市场上通过并购重组来进行业务拓展和实现行业整合的功能在增强。但那些发生大宗股权转让的并购，也往往与资产剥离和资产注入联系在一起，这在一定程度上说明了我国资本市场“借壳”这一现象普遍存在。广受资本市场议论的国金证券借壳成都建设这一并购重组案，就是一个典型的股权收购和资产注入相结合的案例。

第二个特点是，虽然开放型并购重组在增加，但封闭型并购重组仍占主流。本文所谓的封闭型并购重组，是指关联公司之间、或者政府主导的同一管辖范围内企业之间的并购重组，而开放型并购重组则相反。我国资本市场上的并购重组，有很大部分是母公司主导的并购重组或者政府主导的并购重组，母公司通过并购重组将其非上市的资