

Foreign Capital M&A Market in China:
International Background and Market Transition

中国外资并购市场 国际背景与市场转型

世界范围的外资并购不仅进入了一个崭新的时代，
更是真正进入了一个巨变的时代。

在这个时代里，
过去一切发展的规律可能都会被打破，
过去一切成功的经验可能都需要反思。

尧秋根 / 著

 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

Foreign Capital M&A Market in China:
International Background and Market Transition

中国外资并购市场 国际背景与市场转型

世界范围的外资并购不仅进入了一个崭新的时代，
更是真正进入了一个巨变的时代。
在这个时代里，
过去一切发展的规律可能都会被打破，
过去一切成功的经验可能都需要反思。

尧秋根 / 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北京 ·

Coordinated Universal Time (UTC)
formerly
Greenwich Mean Time (GMT)

French Southern and Antarctic Lands (FRA/SPE)

French Southern and Antarctic Lands (FRA/SPE)

French Southern and Antarctic Lands (FRA/SPE)

French Southern and Antarctic Lands (FRA/SPE)

French Southern and Antarctic Lands (FRA/SPE)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国外资并购市场：国际背景与市场转型/尧秋根著. - 北京：中国经济出版社，2007. 11

ISBN 978 - 7 - 5017 - 5674 - 2

I. 中… II. 尧… III. 外资公司—企业合并—研究—中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 140242 号

出版发行：中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址：www. economyph. com

策划编辑：徐子毅 (电话：010 - 88361078)

责任编辑：崔姜薇 (电话：010 - 68355210)

责任印制：石星岳

封面设计：任燕飞工作室

经 销：各地新华书店

承 印：三河市佳星印装有限公司

开 本：787mm × 1000mm 1/16

印张：16.75 字数：300 千字

版 次：2008 年 1 月第 1 版

印次：2008 年 1 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978 - 7 - 5017 - 5674 - 2/F · 4548

定价：36.00 元

版权所有 盗版必究

举报电话：68359418 68319282

国家版权局反盗版举报中心电话：12390

服务热线：68344225 68341878

绪 论

我们正进入一个并购的时代。

提起外资并购，就想起英国著名作家狄更斯的《双城记》开篇第一句：“那是最好的时代，也是最糟糕的时代；那是智慧的年代，也是愚蠢的年代；那是信仰的时期，也是怀疑的时期；那是光明的季节，也是黑暗的季节；那是希望之春，也是失望之冬；人民前面有着各种事物，人们前面一无所有……。”的确，世界范围的外资并购不仅进入了一个崭新的时代，更是真正进入了一个巨变的时代。在这个时代里，过去的一切发展规律可能都会被打破，过去一切的成功经验可能都需要反思，而过去一些成功的“案例”可能也将从此走下神坛。外资并购就像经济学家熊彼特所谓的“创造性破坏”。

中国的外资并购更是进入了一个崭新和巨变的时代。最近的 20 多年里，中国的外资并购一直在争议中前行，在前行中争议。特别是进入 21 世纪以后，中国的外资并购市场端倪已现，既是历史的大趋势，也是中国对外开放的新课题，关于发生在中国的外资并购，说好说坏的分析文章都言之凿凿。在争议和矛盾的过程中，观念丛生，混沌无序，身陷其中的并购企业、被并购企业、政府监管部门、中介机构、学者等普遍感到迷茫，一直在期待确切、准确、权威、清晰的制度和方向，也一直在不断地思考、实践。

进入 2006 年以后，中国的外资并购问题显得特别重要和尤其值得回顾。2006 年外资并购在中国开始全面急行军，发生了一系列引人注目的并购案例，伴随着并购案例的不断被刷新，监管层、实业界和学术界也出现了一场浩浩荡荡的关于外资并购的激烈讨论，总其大义，有“监管论”、“危害论”、“鼓励论”等论争。更为重要的是，2006 年国家有关部委颁布了《关于外国投资者并购境内企业的规定（2006 修订）》，使得外资并购本身在变得分外纷扰的同时也变得越来越敏感。对于一个经济观察者而言，在 2006 年讨论外资并购问题也几乎是一个最好的时期。于是，本人开始了对中国外资并购的观察、关注和思考。

中国外资并购的内在动力是什么、中国外资并购处于一个什么阶段等等问题的争论没有结果时又进入了 2007 年。2007 年是个特殊的年份，WTO 过渡期

结束后的中国已经俨然成为全球炙手可热的并购市场之一，一些国际投行又开始推波助澜，中国迎来新一轮的并购热潮似乎没有悬念。而目前客观存在的对外资并购现象仍然认识不深、对外资并购实质不了解、对外资并购的规律没掌握、对外资并购的趋势难把握的现状对实体经济部门、学术界和宏观管理部门确实是个挑战。所以，在外资并购的经济现象越来越强烈的背景下，厘清外资并购现象实质，分析外资并购的规律，梳理全球并购的趋势，探讨中国应对方略具有较强的理论意义和现实意义。在此背景下，本人在不成熟的思考基础上，开始逐渐记录自己的心得和感想，开始整理自己的观点，也就有了本书的脉络和雏形。

在本书中，不限于具体案例的立场，也不囿于某一个利益相关者的倾向，而是综合考察中国外资并购。本书趋向于整体地、系统地探讨外资并购现象、过程。一方面，趋向于详细地和深入地研究外资并购现象和过程的各个问题、方面和特点；另一方面趋向于总结性地、完整地阐述外资并购。在全书的线索中，试图从三个角度分别对外资并购这一现象进行深度分析。

第一，从外资并购的实质出发，提出中国外资并购的“市场观”。

从对中国外资并购的综合考察看，在外资并购中，被并购方企业是商品，是并购市场中的供给方，并购方是市场中的买家，是需求方，在买卖双方之外还有政府，中国外资并购的市场属性和市场特征明显。在中国外资并购的市场中，供给方、需求方和市场中的政府等三个角色的定位是不同的。

从中国外资并购市场的供给方看，中国的国有企业和非公经济体的市场格局与西方有较大差异，它们需要认真思考如何面对这种气势汹汹的并购浪潮，如何避免在不是很愿意的情况下被并购方买了，或者也需要思考如何主动出击寻找买方并确定供给的时机。供给方的不断成熟是引导中国外资并购市场高级化的重要方面。

从中国外资并购市场的需求方看，跨国产业集团和境外私人股权基金等需求方具有资本的优势，在并购市场中处于主动的地位，甚至会出现“强买”的行为；即使在供给方不愿意的情况下，并购方也可以按自己的规则进行，被并购企业只是服从规则。必须控股、对方必须是行业龙头企业、未来收益必须超过15%，这三点已经成为需求方主宰市场的原则，也成为跨国公司目前在中国收购活动的基本点。我们无法阻止需求方的并购，无法打败强大的并购方，但可以熟悉它们的规则，运用它们的规则保护自己 and 争取自己的利益。熟悉外资并购市场需求方的规则是我们在外资并购进入深水区后不至于出现危险的重要

保障。

从中国外资并购市场中的政府看，显然不能照搬西方的监管体制和监管措施，但根据国情制定的宏观管理政策与监管机制又得符合国际惯例。对于这一市场中的政府来说，制定合适的宏观管理政策，采取有效的监管手段，是营造有效的外资并购市场环境的最关键因素。在外资并购市场中，政府的作用是规划引导、监督管理等宏观控制，是市场的“守夜者”。

第二，从中国外资并购的国际背景出发，提出“面向中国的全球观”。

把中国外资并购市场放在国际背景下进行考察，中国是全球关注的市场。国际背景是中国外资并购市场的推动因素。经济全球化浪潮正使中国和世界其他国家进行资源的重新整合和产业布局的重新分工，而并购成为全球资源整合的重要形式。20世纪90年代中期以来，经济全球化和信息技术革命导致国际竞争白热化，而竞争的压力又迫使世界各国放松监管，企业内部压力的加剧与外部环境的宽松，为跨国公司全球并购创造了有利条件，跨国并购成为当代国际直接投资高速增长的最主要支柱。1999年，跨国并购总价值达到当年全球FDI流量的80%以上。跨国并购的重要指标——国际辛迪加贷款显示，跨国并购是发达国家之间直接投资的主要方式，而在发展中国家，FDI流入的比重也在不断提高，中国已成为世界上吸引FDI最多的发展中国家（经济体）。对于经济高速发展的中国，更是国际游资和产业资本青睐的目标。中国外资并购市场的形成和快速发展的诱因和动力就是来自于全球资本的跨国流动。

第三，从中国外资并购的发展出发，提出“中国外资并购市场的转型观”。

把中国外资并购市场放在历史发展的过程中考察，外资并购市场实现转型迫在眉睫，中国外资并购市场从2006年进入了一个转型期。转型主要表现在市场结构转型、监管制度转型。随着市场转型，市场目标也在转换。而中国外资并购市场问题的核心在于：中国外资并购市场的转型是多重转型的结合体，它从来就不是单一的，所有的问题几乎都纠缠在一起。

在以上的基本思想和逻辑关系下，全书章节结构安排如下。

在第一章“外资并购理论的界定”中，阐述了外资并购的概念与特征，介绍了外资并购的理论基础和外资并购的策略理论，探讨外资并购的本质和基本规律。这一章的目的在于，提供外资并购理论的一种全面解释。在梳理现有观点的基础上，本章将对外资并购提出新颖和创新的看法。

在第二章“外资并购的全球历史透视”中，系统地介绍了全球外资并购的历史，重点梳理全球典型外资并购案例和典型国家发生的外资并购历程等。这

一章的目的重点在于梳理全球并购的历程与趋势，为中国企业认清自己的位置及制定进攻方略提供辅助，全面认识中国外资并购市场形成和成熟的国际因素。

在第三章“中国外资并购的市场特征”中，重点分析中国外资并购是一种交易，它体现的是并购方对被并购方资源占有使用的让渡关系，市场属性明显，具有鲜明的市场特征；论证中国的外资并购进入了深水区，外资并购市场又处于不成熟性阶段；指出中国外资并购市场实现转型迫在眉睫，从2006年进入了一个转型期，其转型主要表现在：监管制度转型、市场结构转型等。这一章的目的重点在于通过分析中国外资并购市场的产生与发展的全过程，论证中国外资并购的市场属性和市场特征，指出中国外资并购市场转型的核心是多重转型的结合体。

在第四章“中国外资并购市场的供给方分析”中，主要介绍外资并购的重点行业、供给方特征，分析“中国外资并购现象”的本质。本章的目的在于，指出中国外资并购市场的供给方是不成熟的，供给方的不断成熟是引导中国外资并购市场高级化的重要方面。

在第五章“中国外资并购市场的需求方分析”中，主要介绍跨国产业集团和私人股权基金等两大领域的老牌并购方在市场中的经济行为取向。在外资并购市场里，跨国产业集团是持续的并购经济体，而私人股权基金是专业的短线并购方。这一章的目的在于，帮助市场中的供给方认清需求方的习惯，为它们制定防范和进攻方略提供辅助。

在第六章“中国外资并购的监管与政策取向”中，从分析西方国家监管经验出发，到探讨中国市场的监管现状和趋势。指出：应该从目的、程序、结果三个角度来分析外资并购，并予以不同的法规规范，规制外资并购最为核心的任务，就是制定并完善规范外资并购的法律法规。

此外还设计了附录和参考文献等内容。

以此架构来关注外资并购的中国现实，会给我们以新鲜的观察角度和解读路径——那些因外资并购而改变的经济部门的生活，是各个主体应对和调适外资并购冲击的结果，也折射出一个国家在全球化的基调下对富强的探求所付出的努力和取得的阶段性成果。中国经济部门的这种因被改变的自身生活而产生的更开放的心态，以及对未来更高的预期，会如何进一步推动日渐成熟的外资并购市场和越来越具备规则和责任意识的政府部门，实现外资并购生存下的嬗变，将是一个饶有兴味的观察点。

最后，本人虽然在书中对内容、结构和细节等作了周密的设计和精心的著述，但挂一漏万、顾此失彼、言语偏颇等问题始终可能存在，我希望读者仍然不会对本书讨论的对象失去兴趣。记得四百年前，弗兰西斯·培根在《伟大的复兴》一书序言中，曾经这样谈到书中描述的对象，他“希望人们不要把它看作一种意见，而要看作是一项事业，并相信我们在这里所做的不是为某一宗派或理论奠定基础，而是为人类的福祉和尊严……”。我怀着真挚的感情，把这段话献给本书的读者，也希望广大读者关心她、批评她、帮助她。

让她成为我们共同的事业。

Abstract

Objectively, the author makes a comprehensive study on China's foreign capital M&A market to the overall and systematic discussion on the special phenomenon and process of foreign capital M&A. In this book, the foreign capital M&A is analyzed in depth from three perspectives respectively.

First, based on the essence of foreign capital M&A, the author brings forward the "market concept" of foreign capital M&A in China.

Based on the comprehensive study on the foreign capital M&A in China, in the foreign capital M&A cases, the acquiree, the supplier in the M&A market, is taken as commodity, while the acquirer is the buyer and the demander in the market. Besides acquiree and acquirer, there is also government existing in the market, with significant market natures and market characteristics. Acquiree, acquirer, and government play different roles in the foreign capital M&A market in China.

From the perspective of suppliers in China's foreign capital M&A market, we can tell that China's state-owned enterprises and non-public economies have quite different market patterns from those in the western countries. Therefore, the suppliers in China's foreign capital M&A market have to think about how to face fierce acquisitions, how to avoid being bought under a *reluctant* circumstance, and how to find buyers on their own initiative. The matured suppliers play an *important* role of upgrading China's foreign capital M&A market.

From the perspective of demanders in China's foreign capital M&A market, such demanders as transnational industrial groups and overseas private funds have the advantages of capital. Therefore, the demanders are in such a proactive position that they might even buy a company under coercion. Even though the suppliers are not willing to sell their companies, the acquirers will still purchase in their own way and the acquirees can do nothing but follow the rules. The three principles followed by the demanders to dominate the market are respectively stock-holding, acquirees being top companies in

the industries, and more than 15% profits in the future, which are also the fundamental ideas for the transnational corporations to complete acquisitions now in China. Even though the acquirees might not be able to stop the acquisitions or beat the powerful acquirers, they should learn the rules played by the acquirers, and use the rules to protect and fight for their own interests. Learning the rules played by the acquirers is very important to protect Chinese corporations in the foreign capital M&A market.

From the perspective of government in China's foreign capital M&A market, undoubtedly, the government can't simply copy the supervision systems and measures in the western countries but set up macro supervision policies and mechanism which are not only in line with national conditions but also meet the international practices. It is most important for the government to set up appropriate macro-management policies and take efficient supervision measures to establish an efficient environment of foreign capital M&A market. In the foreign capital M&A market, the government is the VIGIL of the market, macro controlling the market like planning and supervising.

Second, based on the international background of China's foreign capital M&A market, the author brings forward China-oriented global concept.

Studying China's foreign capital M&A market under the international background, we can find out that China is the focus of the world. The international background drives development of China's foreign capital M&A market. Thanks to the economic globalization, China and other countries in the world start to re-integrate the resources and re-divide the industrial layout. Thus, M&A becomes an important form of global resource integration. The International Syndicate Loan, an important index of transnational M&A, indicates that, transnational M&A is a major pattern of direct investment among the developed countries. Even in the developing countries, the flow of FDI is improving, among which China has already become the largest developing country to attract FDI. China with rapid economic development is also a target for international hot money and industrial capital. The transnational flow of global capital brings out and pushes forward the formation and rapid development of China's foreign capital M&A market.

Third, based on the development of foreign capital M&A, the author brings forward transition concept of China's foreign capital M&A market.

To study China's foreign capital M&A market in the process of historical development, we can tell that it is of great urgency for the foreign capital M&A market to com-

plete market transition. The foreign capital M&A market in China has entered a transitional period since 2006. The transition is mainly reflected by the transition of market structure and the transition of supervision system. With the transition of market, the market target is also changing. The core problem of China's foreign capital M&A market is that its transition is never a *single* issue but a combination of multiple transitions, each problem *entangling* with another one.

Based on the above ideas and *logical* relationships, the structure of the book is as followings:

The first chapter of The definition of foreign capital M&A explains the concept and features of foreign capital M&A, introduces the theoretical basis and strategies theory of foreign capital M&A, and discusses the nature and basic rules of foreign capital M&A. This chapter aims at providing a comprehensive explanation of foreign capital M&A theory. The author brings forward novel and creative views on foreign capital M&A while elaborating the existing theories.

The second chapter of Global Historical Perspective on Foreign Capital M&A introduces the history of global foreign capital M&A, focusing on the typical foreign capital M&A cases in the world as well as the history of foreign capital M&A in the typical countries. This chapter aims at elaborating the history and tendency of global M&A so as to help the Chinese enterprises to gain a clear *understanding* of their positions to set up their offensive strategies, and gain a comprehensive *understanding* of the international factors of forming and developing China's foreign capital M&A as well.

The third chapter of Characteristics of foreign capital M&A market in China analyses that China's foreign capital M&A is transaction which reflects the alienation relationship of acquirer holding and *using* the resources of acquiree. With clear market nature, it has distinctive market characteristics. This chapter demonstrates that the foreign capital M&A in China is getting more serious, but the market is not mature yet. It also points out that it is urgent to complete the transition of China's foreign capital M&A market, which started in 2006. The transition of *supervising* system and the transition of market structure are two major patterns of the market transition. This chapter, by analyzing the formation and the development of China's foreign capital M&A market, aims at testifying its market nature and features as well as pointing out that the core of the market transition is the combination of multiple transition.

The fourth chapter of Analysis on suppliers in China's foreign capital M&A market focuses on introducing the key industries in foreign capital M&A and the characteristics of the suppliers, and analyzing the nature of China's foreign capital M&A as well. This chapter aims at pointing out that the suppliers in China's foreign capital M&A market are still immature and the matured suppliers play an important role of upgrading China's foreign capital M&A market.

The fifth chapter of Analysis on demanders in China's foreign capital M&A market focuses on introducing the economic behavior orientations of key acquirers in Transnational Industrial Groups and Overseas Private Funds. In the foreign capital M&A market, Transnational Industrial Groups are sustained acquisition economies while Overseas Private Funds are professional short-term acquirers. This chapter aims at helping the suppliers to get a clear understanding of the demanders habits so as to draw up defensive and offensive strategies.

The sixth chapter of Supervision and Policy Orientation for Foreign Capital M&A Market in China introduces the supervision experiences of western countries and discusses the supervision status and trends of Chinese market. The chapter points out that the foreign capital M&A should be analyzed from three aspects which are PURPOSE, PROCEDURES, and RESULTS, and be regulated with different rules. To develop and improve the laws and rules is the core task of regulating the foreign capital M&A.

Moreover, the appendix and the bibliography are also included in this book.

The above structure offers a fresh observational perspective and an analyzing method to pay close attention to the realities in China. To respond to and adjust the impact of the foreign capital M&A results in the changes happening in the economic departments, which reflects that China has made great efforts and gained interim progress in the process of exploring the richness and power in the context of globalization.

序

从中国社科院研究生院博士毕业后，我一直致力于国际经济贸易、WTO 理论的研究，偶尔也不知量力地做些咨询业务，有机会接触了全国各地的许多跨国公司、大型国有企业和非公经济体，从他们那里感受到了并购的气息，获得了很多很好的启发，本来想写一本《中国并购》，但它太大太重，我恐怕承受不起，也就选了一个小角度，写成了目前的《中国外资并购市场：国际背景与市场转型》。在有了写作的想法之前，我沉默了一段时间，自己对外资并购的态度进行了中庸的定位，确定了一些粗浅的原则。研究与写作，其实是作者态度的真实表露，写书也是写“态度”。在此基础上，我开始逐渐记录自己的心得和感想，开始整理自己的观点，历时一年多的时间，才付梓出版。

在徐工并购案、娃哈哈并购案纷繁复杂的争论和进程中，我进一步坚信了选题的意义。在我国改革开放不断深入和建设社会主义市场经济体制的大潮下，“外资并购”一词已经令很多人耳熟能详，外资并购的影响力、生命力在不断发展，外资并购在一些具体的行业、部门和企业个案中引发的问题越来越受到公众的关注。同时，我隐约感到，要想理清中国外资并购的发展轨迹，探索中国外资并购的历程，分析中国外资并购中境内企业和外资企业在此过程中的种种遭遇，从一个完整的体系着手进行研究是会有所助益的。

从写作的主旨来说，我还是想说明一个道理：要在新的外资并购局面中取胜，必须具有两个特性——主动洞悉潜在的并购带来的变革和对并购反应的能力。了解中国外资并购市场发展的局面是关键的第一步，能够策略性地建立应对能力和谈判能力，抗拒来自各方面的阻力和制约，掌握并购带来的机会，同时面对相应的挑战。中国外资并购是在创新与制约的共生中进行市场化尝试的。

除了让读者深入了解中国外资并购市场的全面情景外，这本书的可读之处还在于，它还提供了非常生动鲜活的外资并购案例，我们可以从中看到未来中国外资并购的发展趋势。凭借多年来对外资并购的关注与思考，我试图从三个角度分别对外资并购这一现象进行了深度分析：第一，提出中国外资并购的“市场观”。第二，从中国外资并购的国际背景出发，提出“面向中国的全球观”。第三，提出“中国外资并购市场的转型观”。

当然，书中还有许多问题需要我们想清楚，我也将继续“大胆求证，小心假设”。

是为序。

尧秋根

2007年10月于北京

目 录

绪 论

第一章 外资并购理论的界定

第一节 外资并购的概念与特征	2
一、并购的定义	2
二、并购的动因	4
三、并购的类型	5
四、外资并购及其类型	9
第二节 外资并购与绿地投资	14
一、外资并购与绿地投资的异同	14
二、跨国公司的投资偏好：并购	16
三、趋势：由绿地投资向外资并购转变	18
第三节 外资并购的理论依据	19
一、外资并购的经济学理论	19
二、国际直接投资理论	24
三、跨国公司理论	28
四、新制度经济学理论	33
五、效率理论	37
六、产业组织理论	38
第四节 外资并购策略理论	41
一、杠杆收购	41
二、并购运作策略	46
三、并购避税策略	49

四、并购方的企业策略	53
第五节 小结	54

第二章 外资并购的全球历史透视

第一节 全球的外资并购	58
一、外资并购的兴起	58
二、外资并购的快速发展	60
三、全球外资并购的规律	75
第二节 外资并购的国际背景	80
一、全球并购处于一个上升趋势	80
二、外资并购的国际监管	81
三、中国是全球关注的重点市场	89
第三节 2006 年全球著名并购案	91
一、美国电话电报公司收购南方贝尔公司	91
二、E. ON 竞购西班牙 Endsea	93
三、黑石集团收购 Equity Office Properties Trust	94
四、意大利联合银行收购圣保罗意美银行	96
五、HCA 被收购	97
六、米塔尔并购阿塞洛	98
七、国家石油公司收购海德鲁公司	100
八、麦克莫兰自由港铜金公司收购菲尔普斯道奇公司	101
九、Xstrata 收购鹰桥	102
十、阿尔卡特收购朗讯科技	104

第三章 中国外资并购的市场特征

第一节 中国外资并购市场的诞生	108
一、中国外资并购市场的形成过程	108

二、中国外资并购的争论·····	111
第二节 中国外资并购市场属性 ·····	113
一、市场规律·····	114
二、市场属性·····	117
第三节 中国外资并购的市场特征 ·····	123
一、效益性市场·····	123
二、不确定性市场·····	125
三、非成熟性·····	130
第四节 中国外资并购的市场转型 ·····	132
一、市场结构转型·····	132
二、监管转型：从受限监管到有限监管·····	135

第四章 中国外资并购市场的供给方分析

第一节 中国外资并购市场的供给方分析 ·····	140
一、供给方产生的条件·····	140
二、供给方基本面分析·····	142
三、供给方特征·····	144
四、供给方所处的行业分析·····	146
第二节 供给方市场的不断成熟 ·····	148
一、供给方的成熟条件·····	148
二、供给方的成熟标志·····	149
第三节 2006 年中国外资并购的供给方评述 ·····	155
一、福建雪津啤酒被比利时英博啤酒收购·····	155
二、徐工机械被凯雷收购·····	158
三、苏泊尔被 SEB 集团并购·····	160
四、中国联通被 SK 电讯并购·····	162
五、大田被联邦快递收购·····	163