

WAIZI ZAIHUA BINGGOU YANJIU

外资在华 并购研究

黄中文 刘向东 李建良 著



中国金融出版社

外资在华并购研究

黄中文 刘向东 李建良 著



中国金融出版社

责任编辑：孔德蕴

责任校对：张志文

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

外资在华并购研究 (Waizi Zaihua Binggou Yanjiu) / 黄中文, 刘向东, 李建良著. —北京: 中国金融出版社, 2010. 2

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5352 - 0

I. 外… II. ①黄…②刘…③李… III. ①外资公司—企业合并—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 008894 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 170 毫米 × 228 毫米

印张 18

字数 288 千

版次 2010 年 2 月第 1 版

印次 2010 年 2 月第 1 次印刷

定价 36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5352 - 0/F. 4912

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

本成果得到北京市属高等学校科技创新平台、人才强教计划、中青年骨干教师项目、北京市重点建设学科、北京知识管理研究基地项目资助。

前言

20 世纪 90 年代以来，全球猛然掀起一股企业全球跨国并购的浪潮。2000 年联合国贸易和发展会议表示，企业跨国并购已经成为外国直接投资的主要动力，并且日益成为跨国公司改善企业经营的战略，它对未来全球经济格局产生的巨大影响也许要等几十年后才能被完全理解。作为世界经济重组的产物，全球跨国并购以汹涌澎湃之势席卷美国、欧盟、东南亚等地，第一次在全球范围内形成一股浪潮，其影响异常深远，在改变着一些旧的经济规则的同时，它也深刻地影响着、构筑着 21 世纪全球的经济结构，甚至政治、社会、文化结构，书写着人类的历史。

同样，自从改革开放以来，中国大力吸引外资，成就举世瞩目。随着吸引外资的深化，外资并购中国企业从 2000 年开始，不断以一波又一波的汹涌之势，深刻影响着正在剧烈变革和快速发展中的中国经济。事实上，随着税制的逐步统一和对外资企业超国民待遇的取消，外资企业、民营企业、国有企业都已经在同一平台上展开激烈的竞争，并且相互纠葛，你中有我，我中有你。大量的混合所有制企业应运而生，外资并购现在以一种更加复杂的形态出现。外资并购正以风险投资、创业投资、私募、主权财富基金等多种方式或明或暗地出现，无论是正效应还是负效应，都成为一股不容忽视的力量，既不能过分渲染其负效应，又不能掉以轻心，需要从上到下、从政府到民间、从企业到学术等各层面仔细研究，认真应对。

自 2001 年中国加入世界贸易组织以来，外资对中国企业的投资方式开始有重大变化。外资对中国企业的并购已经成为中国新吸引的直接投资中一个最有影响力的因素，登上历史舞台。从 2000 年到 2006 年，外资并购中国企业的金额从 22 亿美元迅速增长到 67 亿美元。一些经典的外资并购案例曾经引起了无数的争论，如达能并购娃哈哈、SEB 国际并购苏泊尔、凯雷集团并购徐工，这对于我国今后完善相关法规都会有所裨益。

本书共有九章。第一章主要介绍外资并购的背景知识，包括外资并购的含义、并购的一般理论、外资并购的历史阶段、五次并购浪潮等，重点介绍了外资并购的历史阶段。第二章总结了外资并购中国企业的特点，分析了我国外资并购水平和西方发达国家相比偏低的原因，研讨了外资并购的重点行业以及外国主权财富基金参与并购的情况，并对外资并购未来的趋势进行了预测。第三章重点探讨了外资并购中国企业的方式。第四章主要介绍目前外资私募股权基金并购中国企业的情况，对私募股权基金并购中国企业的现状、参与并购的主要环节、正负效应、退出途径、发展趋势等进行了介绍，重点对私募股权基金并购中国企业的障碍进行了深入细致的剖析，并提出了一些有针对性的建议。第五章对外资风险投资基金并购中国企业的情况进行了深入研究，同时对国际跨国集团并购中国企业的情况作出了剖析。第六章重点对近年来中国企业的反外资并购进行了深入总结。第七章深入探讨了我国外资并购的审批，包括历程、程序，并对目前的审批制度进行了评析，并指出了今后的改革方向。第八章着重谈了我国对于外资并购反垄断的申报和审批，并以两个案例进行了说明。第九章则将我国一些最重要的关于外资并购的法律条文进行了条分缕析，从而让读者有一个清晰的把握。

与同类图书相比，本书的特点是：

(1) 前沿性。本书紧紧把握了最近几年来外资并购的新动向。在编写写作大纲时，我们有意地把一些与外资并购关系不大的相关问题省略，一些无意义的争论我们也尽量从简评述，集中笔墨深入研究对未来会产生重大影响的一些前沿主题。

(2) 可读性。写作风格清晰、简明和扼要。在写作中，我们尽量做到，如果不用数学模型可以表达的思想，就不用数学模型。为了保持这一风格，我们将一些用数学模型表述的东西删去了，以保持可读性的特点。

(3) 实践性。外资并购更多的是从实践中来，只有在大量掌握实际操作材料的基础上才能理论化，简单的单一理论很难解释外资并购，所以我们的写作是在掌握大量实际材料的基础上进行理论加工的，我们要求在总结理论的时候，一定要有实践材料。因此，我们在写作过程中，尽量以举例的形式加以说明，以避免为理论而理论的弊端。

尽管外资并购早已不是新鲜事，但是目前的研究主要集中在一些案例研究上，系统的关于外资并购中国企业的研究仍然少见，因此本书写作的难度颇大，

一些章节都是反复修改和增删的。要特别感谢那些为本书的写作提供帮助的同志。在本书写作的过程中，孙海程为本书第一章、第二章、第三章整理了许多资料，董翼飞为第三章提供了若干资料，朱芳芳、苏启杰为第四章整理了若干资料，朱芳芳同时为第五章、第六章整理了若干资料，汪文卿、刘新为第七章整理了若干资料，汪文卿、赵亚喆为第八章整理了若干资料，汪文卿为第九章整理了若干资料。当然，本书的文责由著者自负。

感谢北京信息科技大学经济管理学院院长葛新权教授、副院长刘宇教授、周脉伏教授、张健副教授为本书写作提供的帮助，感谢中国金融出版社王杰华所提供的周到服务。

本成果得到北京市属高等学校科技创新平台、人才强教计划、中青年骨干教师项目、北京市重点建设学科、北京知识管理研究基地项目资助。

作者

2009年10月3日

目 录

第一章 外资并购的背景知识	1
第一节 外资并购的含义	1
第二节 企业并购一般理论	8
第三节 外资并购中国企业历史阶段	17
第四节 世界五次并购浪潮	24
第二章 外资并购中国企业的特点、现状和趋势	39
第一节 外资并购中国企业的特点	39
第二节 我国外资并购水平偏低原因分析	42
第三节 外资并购重点行业分析	47
第四节 主权财富基金与并购	59
第五节 外资并购中国企业的发展趋势	63
第三章 外资并购中国企业方式	67
第一节 外资并购上市公司的主要方式	67
第二节 外资并购中国企业的类型	80
第三节 产业并购和财务并购	85
第四节 外资并购支付方式	90
第四章 外资私募股权并购中国企业分析	97
第一节 外资私募股权投资基金并购中国企业的发展	97
第二节 外资私募股权基金在中国市场的并购研究	102
第三节 外资 PE 在国内并购所遇到的主要障碍	110
第四节 外资 PE 并购我国企业顺利发展的几点建议	119
第五节 外资私募股权在华并购的发展趋势	121

第五章 国外风险投资和跨国集团并购中国企业	125
第一节 国外风险投资并购中国企业	125
第二节 跨国集团并购中国企业	131
第三节 跨国集团并购对中国的影响	144
第六章 中国企业的反并购策略分析	148
第一节 中国资本市场上的反收购概述	148
第二节 敌意收购的影响	150
第三节 中国反收购的各类战术	151
第四节 娃哈哈反并购的案例分析	157
第五节 提高我国上市公司反收购能力的建议	164
第七章 外资并购的审批	166
第一节 审批机构设置的发展历程	166
第二节 外资并购审批程序	167
第三节 现有外资并购审批制度以及程序评析	179
第四节 中国目前外资并购审批政策趋势	182
第八章 外资并购反垄断问题研究	184
第一节 外资并购反垄断的申报	184
第二节 外资并购反垄断的审查	196
第三节 中国反垄断工作案例	200
第九章 关于外资并购的主要相关法规	204
第一节 综合性法规	204
第二节 涉及国民经济安全的法规	218
第三节 反垄断法规	256
第四节 外资并购上市公司的法规	263
参考文献	270

第一章 外资并购的背景知识

第一节 外资并购的含义

外资并购是国际直接投资的高级形式，是经济全球化和东道国经济发展到一定阶段的必然结果。外资并购我国企业从 20 世纪 90 年代开始，其后随着我国经济市场化程度的加深、法律的逐渐完善和与国际经济的日益融合，外资对我国企业的并购逐渐增多。

一、跨国并购定义

跨国并购英文为 Cross-border Mergers & Acquisitions 或 Transnational M&A，又称为跨境并购或国际并购，它是由企业国内并购引申而来。由于跨国并购涉及两个或两个以上国家的企业及其在国际的经济活动，因而它的内涵及其对经济发展的影响也与一般的企业国内并购有所不同。从历史上看，跨国并购产生的条件并无特殊之处，都是科技进步和经济发展的必然结果。从现实经济生活来看，相对于国内并购，跨国并购牵涉面更广。跨国并购可以分为两大类：跨国兼并（Cross-border Mergers）和跨国收购（Cross-border Acquisitions），如图 1-1 所示。跨国兼并是指在当地或国外企业的资产或运营活动被融入一个新的实体或并入已经存在的企业。跨国收购是指在已经存在的当地和外国附属企业获得占有控制权的份额。从这里的定义中可看出，在跨国兼并中，被并公司的法律实体地位已不复存在。而在跨国收购中，被购公司的法律实体地位还存在。或者说，跨国兼并的最终结果是两个或两个以上的法人合并成为一个法人，而跨国收购的最终结果不是改变法人的数量，而是改变被收购企业的产权归属或经营管理权归属。在总的跨国并购交易次数中，只有不到 3% 的数量属于合并（Mergers），尽管许多交易在名义上仍冠名为合并。其余的都属于收购性质（Ac-

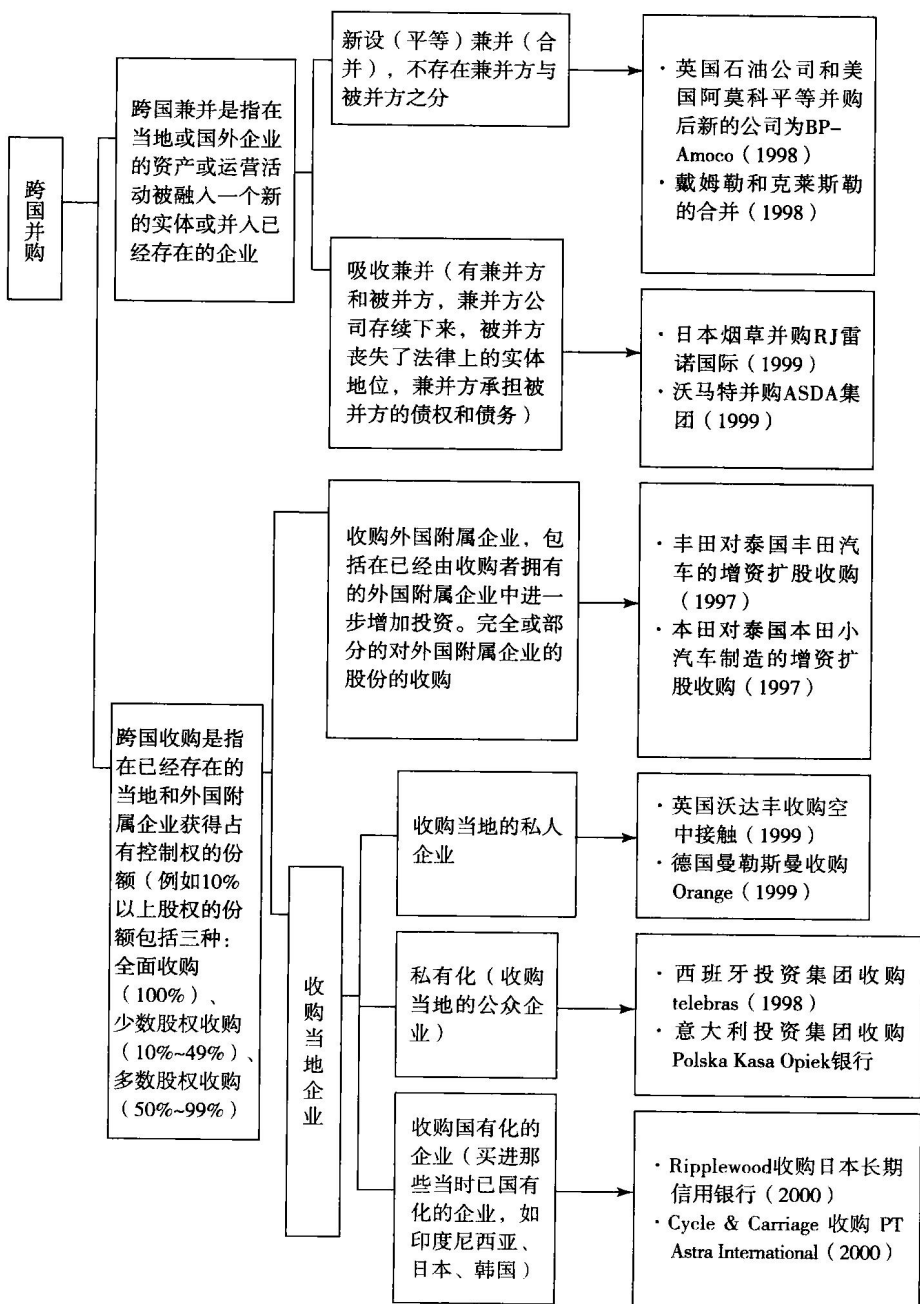


图 1-1 跨国并购的含义

quisitions)。根据联合国贸易和发展会议（UNCTAD）在《世界投资报告 2000》中的定义，跨国并购是跨国公司通过购买到东道国企业的生产经营设施，获得准入。其中跨国并购是指跨国公司获得东道国企业 10% 以上的股份，如果只获得 10% 以下的股份，则称为证券投资。含 10% 以上股权的跨国并购包括三种类型：全面收购（100%）、少数股权收购（10% ~ 49%）、多数股权收购（50% ~ 99%）。

全面收购与跨国吸收兼并是十分相似的，唯一的区别在于：全面收购还保存有被收购的公司的法律实体；而跨国吸收兼并则消灭了被收购的公司的法律实体。全面收购后的被并企业成为母公司的全资子公司。在跨国并购中，这种全面收购的模式有时可能是很有用的。特别是在那些风险比较大的东道国，它可以将风险控制在一定的限度内。另外，由于全面收购后的子公司是一个具有独立法人资格的经济实体，有时候，可以获得在东道国的融资权利。即使东道国出现什么政治风险，母公司也可能只有很小的损失。全面收购和跨国兼并是很相近的，在一些书中经常换用。

少数股权收购的例子包括美国福特汽车公司认购“江铃汽车”总股本的 20%，法国圣戈班公司持有福耀 42% 的股份，日本五十铃公司收购北旅 25% 的股份。日本的五十铃公司在中国汽车市场上能够占据一席之地，与它的少数持股战略是分不开的。而它的日本的大多数同行由于没有实施这一战略，结果发现，到 20 世纪 90 年代，自己已被排除到一个巨大的市场之外，这一市场已基本被欧洲企业所控制。

多数股权收购的案例有中策公司对中国几十家国有企业的收购，在这些收购中，中策公司占了 51% 的股份。多数股权收购中收购方已经完全能够对目标企业实施有效的控制。

二、我国外资定义

跨国公司并购东道国企业，在东道国看来就是外资或外商并购。但由于在外资并购中特殊目的实体（SPV）等形式的法人收购不断推陈出新，因此外资并购市场研究和监管中的首要问题就是如何判定一笔交易是否是外资收购，也就是收购人是否为外商。举两个例子可以说明这一点：一个例子是英国 BAT Industries PLC 公司在美国的子公司 BATUS Inc.，1988 年以 52 亿美元的价格买下美国

Farmers Group Inc. 公司。在这种情况下，它究竟是否算跨国并购呢？如果算的话，那究竟是英国的公司并购了美国的公司，还是说美国的公司并购了美国的公司呢？另外一个例子是 Wal-Mart Stores (UK) Ltd. 公司在 1999 年以 108 亿美元并购了英国的 ASDA Group 公司。Wal-Mart Stores (UK) Ltd. 是美国 Wal-Mart Stores 在英国的一家子公司。

在此问题上，通常有两种不同的学说，首先是“设立地标准”，即法人依据其法律成立并取得其许可的国家为法人的“国籍”。该学说为我国立法所采用，只要法人在中国内地以外的国家或地区设立即被认定为外商，如我国外商投资企业法规定，在中国境内登记设立的外商投资企业属于中国法人。该学说的不足之处是未能照顾到法人的实际控制问题，即虽然设立于国外，但属于中国自然人或法人控制的企业也被认定为外商。我国为了吸引外资，在税收和其他政策等方面曾经对外商给予了很多优惠，即所谓超国民待遇，因此很多中国自然人在国外尤其是香港注册成立公司再回到内地投资，以进行政策套利。另一种学说为“资本来源地标准”或者“控制人标准”，即以法人的资本来源于何处或者其实际控制人是谁而认定法人的国籍。该标准可以解决诸如 H 股公司这样受中资控制的公司但属于外商的问题。该学说也部分为我国的立法所采用，如对外经贸部制定的关于外商投资性公司再投资的相关规定中认为，外商投资企业及外商投资性公司再投资设立的企业仍然属于外商投资企业。^①

然而对于什么是外资，目前似乎还没有一个公认的定义。本书所说的外资特指“资本来源地标准”或“控制人标准”，即外商投资企业及外商投资性公司再投资设立的企业，包括外国公司、企业，也包括我国香港、澳门、台湾地区的企业。

三、跨国并购与新建投资比较

国际直接投资通常采用两种方式，一是新建企业，二是并购已有东道国的企业。跨国并购和我们以往主要采用的新建企业方式相比，各自具有特点，主要有以下几点。

① 张新：《中国并购重组全析——理论实践和操作》，上海，上海三联书店，2003。

（一）时间与成本

新建投资一般需要较长时间，涉及大量的报批、基建、安装调试设备、配置人员等不同阶段的工作，形成生产能力需要较大数额的投资。并购投资是对现有企业的投资，并购的时间主要花费在并购项目的选择和并购契约的谈判上。一旦并购完成后，并购方迅速地利用现有被并购企业的生产能力、销售能力进入市场，成本较低。研究表明，创建新企业从考察谈判到开业一般要用 1.5 ~ 2 年时间，要达到一定的规模至少要用 3 ~ 5 年。相比之下，并购企业只需要短短 3 ~ 5 个月即可迅速形成生产规模，即便加以改造最多也只需 1 ~ 2 年，比新建企业缩短 2 ~ 3 年。

在竞争激烈的市场中，商机会立即被国内竞争者和国外竞争者同时窥视，要在有限时间内迅速占领“空出”来的市场份额，必须采取最快速度进入，这就是“国际市场空隙”的易逝性。这样如果采用新建方式去抢夺市场会被商机远远抛弃，这时并购就成为竞争者们共同的“宠物”；而在竞争不激烈的市场，竞争力更趋于微弱。这时投资的时间要求就会大大降低，可以用新建方式进行试探性投资，成功后再追加投资可以大大减少跨国投资的风险。

（二）风险

新建企业的时间要比并购的时间长，但由于现在市场需求的多样性和技术发展的快速性，这也意味着新建企业的风险要大。如 1995 年，德国西门子公司在英国泰恩塞德镇筹建一个计算机芯片生产线，1997 年建成投产。在工厂刚开始建造时计划生产产品的价格大约为 60 美元，但到 1998 年价格已降至 1.5 美元，如果不削减公司过剩的生产能力，该公司的半导体业务将亏损 10 亿德国马克。在这种背景下，刚刚建成并经过测试的生产线不得不立即关闭停产。在半导体行业，一般每隔 3 年就有新一代芯片投产，企业的生产设施如果在新一代产品投产前的两年左右时间里不能满负荷运转，那么随即会因技术的发展而被淘汰。西门子的新建投资由于不具备并购的速度优势，错过了两年的宝贵时机，因而也错过了发展的机会，导致投资的失败。

（三）就业

并购通常都会导致被并购方企业的业务整合、人员调配和大量的裁员。据《日本经济新闻》1999 年 1 月 20 日报道，1998 年美国跨国和国内并购导致裁员达 73 000 人之多，为美国当年就业总量的 11%。因此，当跨国并购投资刚进入

东道国时，它不能产生就业效应。原因明摆着，它不能创造新的生产能力。相反，它还可能导致本地员工的失业。但存在这种情况，如果一个当地公司濒临破产时（意味着失业），跨国并购投资进来了，它实际上是增加了就业。然而，跨国新建在一开始肯定要创造新的就业机会。但如果被收购的实体仍然存在并得到加强，那么随着时间的推移，跨国并购就能产生正的就业效应。这样一来，两种模式对就业的影响的差别就缩小了。在这时候，考察外资进入对就业的影响的主要依据是外资进入的动机而不是进入的模式。如果在跨国并购投资中，就业的减少是由于追求更大效率的重组，那么这和跨国新建的公司淘汰了那些无效的公司从而减少了就业没什么两样。

（四）技术转移

至少在跨国并购投资刚进入时，与新建投资相比，跨国并购投资带来新的或更好的技术和技术诀窍的可能性并不大。然而，它有可能产生使当地的生产能力下降或公司关闭的后果，也可能产生使当地的职能性活动（如研究与开发）下降甚至于架空的后果，还可能迫使当地的生产和职能性活动按照国外收购者的意图重新布局。跨国公司收购当地公司对所涉及企业的创新能力在少数情况下具有不利的影响。巴西的一些经历说明了这一点。例如，在 1996 年和 1997 年，一些跨国公司收购了巴西几家大型汽车零部件生产商，结果当地公司的研究与发展活动减少了，而且其前沿性研究被调整到母公司设在母国的研发中心。然而新建投资不会直接减少东道国的生产能力和技术性资产。

甚至于高技术公司被跨国公司收购后，也有可能出现研发活动下降的局面。例如，1992 年巴西最重要的开关系统生产商之一 Elebra Multitel 公司被阿尔卡特收购后的情况就是这样。Zetax 和 Batic 是两家生产并不断对其技术先进的开关系统 Tropico 进行升级的国内公司，1999 年这两家公司成为美国朗讯科技公司的一部分，但朗讯对当地的研发活动并不感兴趣。在巴西的其他外国电信子公司也可以观察到类似的过程。由于国际竞争的日益激烈，因而作为一种降低成本的策略，它们减少当地的研发活动并将其集中于母公司。这意味着当地高素质的研发工程师被转向其他工业化程度较低的职能，如生产、质量保证、销售和营销。

总之，如果新开业的外国子公司并未与当地供应商网络建立联系，这对东道国的研究与开发活动可能会具有不良影响，因为来自网络和学习过程的溢出

效应减少了。但从长期来看,跨国并购经常伴随着更新和更先进技术的转移,包括组织和管理技术的转移,特别是当收购公司的重组是为了增加其运营效率的时候。例如,一些跨国公司收购了阿根廷的一些国有的公用事业服务公司并做了重大改革,解雇了冗员,修改了采购政策和分包政策以降低成本并缩短交货时间。公用事业公司改进了客户记录和收集方法,结果生产率及有些质量标准都提高了。跨国公司还通过技术人员扩散最新技术、实现计算机化、设计投资计划、实现自动化和提高效率。为了解决劳动力素质低下的问题,跨国公司对收购后的子公司进行了大量的员工培训,有时这类支出高达公司营业额的1%。在私有化的国有企业中,培训被看做是解决剩余人员、腐败、技术技能不平衡以及不良工作习惯的途径之一。

(五) 竞争

从表面上看,新建投资建立新的生产设施和能力将促进竞争,而并购仅仅接收了原有的受资国公司,不会增强竞争。但其实新建投资和并购投资都有可能东道国市场形成一个具有垄断能力的企业,如果这样,会减少东道国市场的竞争。如果没有形成垄断力量,新建投资就会作为新的竞争实体存在,并购投资能够形成一个更有竞争力的企业,两者就会增加东道国市场的竞争。事实上,并购带来新的技术和管理技能,会增强被并购公司的竞争能力,从而促进市场竞争。跨国公司进入仅是竞争的一个方面,而受资国政府创造一个公平的竞争环境则更为重要,政府必须致力于建立公正、透明的法律法规体系,创建符合国际惯例的法人治理结构。并购在起始阶段对受资国建立法人治理结构具有促进作用,因为持股人需要完全的财务公开和有效的法人治理。

(六) 资本存量与流动性

无论是新建投资还是并购投资,一定有新的资本注入,特别是外汇资本的注入。但对东道国现有企业来说,只有并购投资才可以使企业原先的存量资本变现,使存量资本具有可流动性。新建投资只是增加了资本存量,不具备增加东道国存量资本流动性的能力。这就像股票市场中一级市场和二级市场一样。一级市场发行新股,增加了市场的存量,但二级市场是流通市场,使一级市场的存量有了流动性,二级市场和一级市场相辅相成。

从世界外商直接投资(FDI)发展历程来看,新建投资是初始阶段,当市场经济发展到一定阶段时,并购投资就会占据主要位置。因此,新建投资一般发

生在发展中国家，而并购主要发生在发达国家，或有较先进的工业部门和较发达的资本市场的发展中国家。

四、并购对企业、国家的影响

并购是一个复杂的系统工程，涉及经济、金融、法律、管理和整合等各方面的内容，当并购别国战略产业时，还会遇到各种复杂的政治问题，如中国铝业并购力拓就引起了很多政治问题。然而活跃的并购也改变了企业的所有权和控制权结构，甚至改变了一个国家的经济实力。美国著名经济学家斯蒂格勒说过：“纵观美国著名大企业，几乎没有哪一家不是以某种方式、在某种程度上应用了兼并、收购而发展起来的。”这揭示了并购的重要性。并购对企业、国家的发展具有重要的意义：一是并购可以优化企业间的协同关系和协同作用，促进企业的外生增长，增强企业的市场竞争力，能够使企业获取对稀缺资源的控制权，优化企业的财务结构，分散企业的经营风险，释放企业的隐含价值。二是并购对全球市场一体化的发展也将起到积极的作用，并购活动有利于修正市场的缺陷，使市场机制和社会资源配置更加完善，实现技术跨区域转移，克服关税等非市场因素的壁垒。^①三是并购将成为一种支撑企业增长的主流方式，并购和整合的能力将成为大企业发展所必备的核心竞争力。但并购也是一把“双刃剑”，会有很多负面效应，因此，很多国家都设有对跨国并购审批的权力部门，尤其是西方发达国家的跨国公司经常利用并购进入小的发展中国家后，甚至能够控制该国的经济命脉和政治决策。

第二节 企业并购一般理论

早在19世纪末期，西方经济学界就开始了对企业并购理论的研究，并随着国际性企业并购浪潮的此起彼伏而日臻成熟。目前，较有影响的有效率理论、竞争优势理论、交易成本理论等，这些理论从不同角度回答了企业兼并和收购的动因问题及其实施并购的有效性问题。

^① 吉林：《运用信贷杠杆，促进产业并购》，载《中国金融》，2009（14）。