

最新

外资并购 案例

章昌裕 廖运凤 编著



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

ZUIXIN WAIZI BINGGOU ANLI

**最新
外资并购
案例**

ZUIXIN WAIZI BINGGOU ANLI

上架建议：其他类

ISBN 978-7-80181-934-5



9 787801 819345 >

ISBN 978-7-80181-934-5/F·1163

定价：31.00 元

最新外资并购案例

章昌裕 廖运凤 编著

中国商务出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

最新外资并购案例/章昌裕, 廖运凤编著. —北京:
中国商务出版社, 2008. 8
ISBN 978-7-80181-934-5

I. 最… II. ①章…②廖… III. 外资公司-企业
合并-案例-中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 137262 号

最新外资并购案例

章昌裕 廖运凤 编著

中国商务出版社出版

(北京市东城区安定门外大街东后巷 28 号)

邮政编码: 100710

电话: 010—64269744 (编辑室)

010—64266119 (发行部)

010—64295501

010—64263201 (零售、邮购)

网址: www.cctpress.com

E-mail: cctp@cctpress.com

北京中商图出版物发行有限
责任公司发行

嘉年华文有限责任公司排版

北京密兴印刷厂印刷

787 毫米×980 毫米 16 开本

16.75 印张 305 千字

2008 年 9 月 第 1 版

2008 年 9 月 第 1 次印刷

印数: 4000 册

ISBN 978-7-80181-934-5

F·1163

定价: 31.00 元

版权专有 侵权必究

举报电话: (010) 64212247

前 言

作为研究和教授国际投资的学者，近年来我们十分关注外资对中国企业的并购以及由此产生的各种争论，并试图通过案例分析的形式回答国内在这个问题上的一系列争论。如：外资并购是否产生了市场垄断并影响到了我国的经济安全？我国企业应当如何应对外资并购的浪潮？我国企业在外资并购中遇到了哪些棘手的问题？应当如何解决这些问题以规范外资并购的发展？本书的内容就是近来的研究成果，分析论述了最近四年来中国发生的主要的外资并购案例。

本书的基本内容共分为 13 章。第一部分是对外资并购中国企业概况的描述。第二章到第十三章是对国民经济各行业中所发生的外资并购主要案例的分析。第二章和第三章分析的是我国金融行业的外资并购案例，主要是银行业的外资并购案例，并对金融业的外资并购作了点评。第四章和第五章分析的是我国电讯行业的外资并购案例，分析了最近四年来我国电讯行业外资并购的重要案例，并对电讯业的外资并购作了整体评价。第六章和第七章分析的对象是我国基础产业中发生的外资并购案例，并作了点评。第八章和第九章分析的是我国近年来发生在食品工业的外资并购和对这个行业的外资并购的点评。第十章分析的是我国家电零售业的外资并购案例。第十一章研究的是我国机械工业的外资并购。第十二章分析的内容是发生在医药行业的外资并购案例。第十三章探讨的是我国家电、化妆品等行业的外资并购案例。

由章昌裕编写的《国际投资实务》于 2006 年在中国商务出版社出版，该书出版后一直在对外经济贸易大学商学院 MBA 教学中使用并受到好评。由于 MBA 教学主要侧重案例，所以本书是作为

《国际投资实务》的主要配套教材，供院校使用。

此书完成之日，正逢我国外资并购步入规范化发展的新时期，外资并购的法律与政策规范逐步健全，我国经济融入国际化的浪潮正在兴起，“引进来”和“走出去”的全面开放战略方兴未艾。如果我们的研究成果能够为进行外资并购实践的中国企业有所帮助，我们将十分欣慰。

作 者

2008年6月10日

目 录

第一章 外资并购中国企业概述/1

- 第一节 外资并购的历史与现状/1
- 第二节 外资对中国上市公司的并购分析/6
- 第三节 外资并购中国企业的方式/15
- 第四节 我国外资并购的规模与国际比较/22
- 第五节 外资并购中国企业的作用/25

第二章 外资并购中国金融企业案例（上）/35

- 第一节 高盛投资入股中国工商银行/35
- 第二节 花旗投资收购广发银行/40
- 第三节 美国新桥集团收购深发展/45
- 第四节 德意志银行收购华夏银行/48

第三章 外资并购中国金融企业案例（下）/53

- 第一节 美国银行入股中国建设银行/53
- 第二节 新加坡淡马锡入股中国建设银行/56
- 第三节 大新联手凯雷收购重庆市商业银行/58
- 第四节 新加坡磐石基金竞拍华夏银行股份/62
- 第五节 对外资并购中国金融企业的点评/65

第四章 外资并购中国电信企业案例（上）/69

- 第一节 美国 Synnex 集团收购中国万网股权/70
- 第二节 英国游戏制造商 Monsternob 收购联梦/73
- 第三节 英国游戏制造商 Monsternob 收购北京万讯网/76
- 第四节 澳洲电讯收购搜房网/77
- 第五节 美国 Monster 收购中华英才网/81
- 第六节 Monsternob 收购联东伟业（Atop Century）/84

第五章 外资并购中国电信企业案例（下） /87

- 第一节 韩国 SK 电讯收购联通/87
- 第二节 西班牙 Telefonica, S. A. 收购中国网通股份/92
- 第三节 Tom 收购中国移动娱乐公司/95
- 第四节 美国亚马逊收购卓越网/98
- 第五节 西门子收购港湾核心资产/100
- 第六节 对外资并购中国电信企业的点评/104

第六章 外资并购中国基础产业企业案例（上） /110

- 第一节 米塔尔收购华菱管线/110
- 第二节 亚洲投资基金收购武汉凯迪电力环保公司/116
- 第三节 阿塞洛并购莱钢股份/119
- 第四节 拉法基收购四川双马/122

第七章 外资并购中国基础产业企业案例（下） /127

- 第一节 MS 亚洲与国际金融公司 IFC 收购海螺水泥/127
- 第二节 英国公司 BP 收购广顺燃气/132
- 第三节 威立雅收购深圳水务集团/135
- 第四节 对外资并购中国基础产业企业的点评/139

第八章 外资并购中国食品企业案例（上） /141

- 第一节 荷兰喜力参股粤海啤酒/141
- 第二节 高盛并购双汇发展/144
- 第三节 英博收购雪津啤酒/149
- 第四节 达能收购娃哈哈之争/154
- 第五节 日本朝日啤酒及伊藤忠商社收购康师傅/160

第九章 外资并购中国食品企业案例（下） /166

- 第一节 帝亚吉欧收购水井坊/166
- 第二节 意大利意利瓦啤酒收购张裕股份/171
- 第三节 方塔拉收购三鹿股权/175
- 第四节 对外资并购中国食品企业的点评/180

第十章 外资并购中国零售企业案例/183

- 第一节 家得宝收购家世界家居建材超市/183
- 第二节 华润收购家世界连锁超市/187
- 第三节 百思买收购五星电器/193
- 第四节 对外资并购零售企业的点评/197

第十一章 外资并购中国机械工业企业案例/202

- 第一节 阿尔斯通收购武汉锅炉股份有限公司/202
- 第二节 法国 SEB 公司收购苏泊尔/207
- 第三节 凯雷收购徐工集团工程机械有限公司/211
- 第四节 对外资并购中国机械工业企业的点评/216

第十二章 外资并购中国医药企业案例/220

- 第一节 日本住友商事株式会社收购天方药业/220
- 第二节 美国华平投资集团收购哈尔滨药业/224
- 第三节 拜耳收购东盛盖天力集团/230
- 第四节 对外资并购中国医药企业的点评/235

第十三章 外资并购其他产业企业案例/238

- 第一节 欧莱雅并购羽西/238
- 第二节 香港路劲基建并购顺驰中国/242
- 第三节 高盛收购美的电器/245
- 第四节 德意志银行收购海尔电器股份/248

参考文献/253**后 记/258**

第一章

外资并购中国企业概述

本章概要

外资并购目前是中国经济生活中备受关注，也是争议颇多的问题，产生争论的主要原因是对外资并购中国企业的整体情况缺乏必要的了解。因此，本章就外资并购中国企业的历史与现状进行介绍，试图就外资并购中的一些有争议的问题作出回答。

学习目标

1. 了解外资并购的历史与现状。
 2. 了解外资并购中国企业的方式。
 3. 掌握中国目前外资并购的规模与国际比较。
 4. 明确外资并购中国企业的作用。
-

第一节 外资并购的历史与现状

在我国改革开放的前 20 年，我国政府对外资并购国有企业一直保持非常谨慎的态度，并没有将外资并购作为吸引外商直接投资的一种主要方式，更没有考虑通过外资并购来重组效率低下的国有企业。在过去的几年，除个别年份以外，我国一直是引进外国直接投资最多的发展中国家，2002 年甚至超越美国，成为全球引进外国直接投资最多的国家。然而，我国却与第五次跨国并购

浪潮没有太大的联系，新建投资在引进的国际直接投资中一直占有绝对的份额。

一、我国外资并购的历史回顾

回顾外资并购中资企业已经走过的十几年历程，中资企业特别是国有企业能不能卖给外商，哪些企业能卖，哪些企业不能卖，该采取何种方式卖等问题，一直是国内有关各方争论的焦点。伴随着理论界和实务界的激烈争论，针对外资并购的有关政策发展变革经历了以下四个时期：

（一）1990—1995 年上半年：政策默许期

1990—1994 年，我国吸引外商直接投资的方式还是延续改革开放以来的一贯思路，即建立“三资”企业，和以往略有不同的是，外资并购活动已经开始零星显现。1990 年外资并购我国企业的交易额只有 800 万美元，尔后逐渐上升，并在 1994 年达到本期最高值，但当年并购交易额仅有 7.15 亿美元。这一时期，外资并购交易额与我国实际利用外资的比例一直没有超过 3%。由于外资并购活动规模较小，对经济生活影响较小，没有引起各界的广泛关注，因而，政府对外资并购基本上采取的是“睁一只眼，闭一只眼”的默许态度，并没有专门制定相应的法律法规对外资并购活动进行规范。

1992 年邓小平南方谈话以后，大中型国有企业改革步入现代企业制度建设阶段，构建市场竞争主体成为国有企业改革的主要目标。而与此同时，在吸引外商直接投资的过程中，各级政府逐渐发现利用外资改造国有企业同样可以成为国企改革的一个备选途径，外资对我国国有企业的并购从此得以大量展开。

在这一时期，外资主要是通过合资控股或购买产权的形式并购和改造国有非公司企业或国有非上市公司型企业。合资控股就是以绝对控股的形式并购国有企业，有时外资也以参股的形式收购国有企业部分产权，在参股的过程中或者将参股企业进入同行业所并购的企业集团中，或者通过增资扩股由参股逐渐变为绝对控股。外商这种稀释中方股权的实质就是对企业的隐形并购。由于合资控股这种并购方式成本低，能并购大中型国有企业，易被用于地区性和行业性与集团性的并购，因而成为这一阶段外资并购国有企业的主要形式，其中以“中策现象”最为典型。

1991 年 9 月新加坡籍商人黄鸿年收购红宝石发展有限公司，成立香港中策股份有限公司。次年，中策公司用 2 000 余万美元分别控股收购了太原双喜轮胎公司（占 55%）、杭州橡胶厂（占 51%），将该股权纳入在百慕大注册的

“中国轮胎控股公司”名下，而后以美国“存托凭证”（ADR）方式增发新股并在美国纽约证券交易所上市，共募资 1.037 亿美元，随后又用所募资金收购了重庆、大连、银川等地的三个轮胎橡胶厂 51%、52.5%、51% 的股权，所收购的 5 家工厂中有 3 家是我国轮胎行业的 9 大定点生产厂。尔后，中策公司又收购了北京啤酒厂、杭州啤酒厂以及烟台等地的多家啤酒厂，组建了在百慕大注册的“中国啤酒控股公司”，在加拿大多伦多成功上市。

1992 年 8 月，中策公司与福建省泉州市国有资产投资经营公司合资成立泉州中侨集团股份有限公司。中方以 37 家国有工业企业的全部厂房设备等固定资产作价投入，占股 40%，中策公司出资 2.4 亿元，占股 60%。另外，中策公司还与大连市轻工业局签订合同，准备分三年投入 5.1 亿元，收购 101 家企业。后因在收购过程中遇到了一系列困难，国家有关部门也进行了干预，只对其中两家实施了收购。

中策公司分地区、分行业地大肆对国有企业进行并购，然后再把这些公司进行整合后拿到国际资本市场上“出售”，以谋求短期金融利益的做法在国内引起了激烈的争论。外资并购国有企业所可能引起的巨大负面效应第一次受到社会各方，尤其是政府部门的重视。

（二）1995 年下半年—1998 年：严格限制期

1995 年 7 月，彼此之间为交叉持股关系的日本五十铃公司、伊藤忠商社以每股 2.03 元的价格受让北旅公司 4 002 万股法人股，使这两者在北旅公司的持股比例达到 25%，超过了原来的第一大股东北京司达旅行车有限公司（持股比例为 21.12%）。9 月，美国福特汽车公司以 4 000 万美元认购江铃汽车 13 864.28 万股新发 B 股，成为江铃汽车的第二大股东（占 20%）。当年，还相继发生了美国通用电气公司控股收购天津可耐，韩国三星公司收购北京雪花等并购事件。

在外资并购国有及国有控股企业活动趋于高涨之时，这种企业外嫁招来了激烈的争论，政府和民间很难容忍本国企业被外国人收编，外资并购国有企业的可行性受到了质疑。考虑到我国对外资并购活动的相关法规严重滞后，政府的监管经验明显不足，国务院为慎重起见，于 1995 年 9 月颁布国办发 1995（48）号文，规定“在国家有关上市公司国家股和法人股管理办法颁布之前，任何单位一律不准向外商转让上市公司的国家股和法人股”，暂停了外资对上市公司国有股的收购活动。

随着国务院对国有资产卖给外商的紧急叫停，政策面趋冷，1995 年，外资并购活动变得更为萧条，当年并购交易额仅为 4.03 亿美元，比 1994 年下降

了44%。在随后的两年，在市场的巨大推动力的驱使下，外资并购活动开始出现反弹，1996年、1997年的外资并购金额分别达到19.06亿美元和18.56亿美元，远远高于1994年的水平。但这一时期的并购活动更多的是采取增资控股或由外商在华子公司并购国有企业等更为隐蔽的方式进行，以绕开政策的管制。1997年年底，东南亚金融危机爆发，中国吸引外商直接投资受到影响，1998年起中国实际利用外资出现徘徊不前的局面，当年外资并购额仅为7.98亿美元，比1997年下降了57%。当年最著名的并购案例是柯达公司出资3.8亿美元，一举收购汕头公元、厦门福达和无锡阿尔梅三家中国感光企业，直接奠定了其在中国的垄断地位。

（三）1999—2001年：政策趋暖期

1999年以后，中国加入世界贸易组织已成定局，一些行业逐步开始对外开放，政府对银行、保险、证券、电信、零售等行业放宽了进入管制。1999年8月，国家经贸委制定颁布的《外商收购国有企业的暂行规定》明确了外商可以参与购并国有企业，这一政策的出台标志着政府对外资以并购方式重组国有企业做法的认可，加上国际直接投资中并购浪潮的推动，我国的外资并购活动进入预热期。1999年，外资并购额达到创纪录的23.95亿元，比1998年增加了两倍，与前期的最高值——1996年的19.06亿美元相比，也上升了26%。2000年和2001年，外资并购活动热情不减，并购金额继续稳定在23亿美元左右。

2001年下半年，中国顺利加入WTO，外资并购掀起了一个不小的高潮。10月，科龙（容声）集团与格林柯尔公司达成股权转让协议，格林柯尔以5.6亿元、4.2亿元的价格分两次收购科龙电器34.06%的股权，总金额达到9.8亿元人民币。同月，中国信息产业部和全球著名的通讯设备制造商阿尔卡特签署协议，将上海贝尔有限公司改制为外商投资股份有限公司，更名为上海贝尔阿尔卡特股份有限公司。阿尔卡特占50%+1股，中方股东占50%-1股，阿尔卡特在华的经营业务并入上海贝尔阿尔卡特。由于上海贝尔为上市公司上海贝岭的第二大股东（持股比例为25.64%），阿尔卡特因此成为上海贝岭的间接第二大股东。

（四）2002—2005年：迅速发展期

中国政府对外资并购活动的真正认可是从其正式加入WTO后开始的。2001年11月，《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》、《关于外商投资企业合并与分立的决定》的发布，可以看作是政府支持外资并购的序曲。

2002年2月,国家经贸委、国家计委和外经贸部等有关部门联合颁布《指导外商投资方向规定》及《外商投资产业指导目录》。将原来禁止进入的电信、燃气、供排水、城市管网首次列为外资投资领域,增加了96条鼓励类,减少、限制项目达到2/3,在原来禁止、限制进入的行业,外资通过并购的方式也可以进入。6月颁布《外资参股证券公司的设立规则》和《外资参股基金管理公司的设立规则》。10月颁布《上市公司收购管理办法》和《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》。11月9日,国家经贸委、财政部、国家工商总局、国家外汇管理局联合发布《利用外资改组国有企业暂行规定》。

在2002年一年中,国家外经贸部、国家经贸委、财政部、中国证监会等有关部门如此集中地出台这么多的规范外商投资的法规,充分表明了我国政府面对新的国际国内环境,对外资并购活动的肯定、支持态度。通过以上法规,放宽了外资以并购方式重组国有企业的限制,外资并购国企解冻,国有企业能不能卖给外商的问题在政策层面上已经解决。

2003年3月13日,外经贸部等四部门联合颁发了《外国投资者并购境内企业暂行规定》(以下简称暂行规定),并于2003年4月12日开始实施。3月26日,国家外汇管理局发布了《关于完善外商直接投资外汇管理工作有关问题的通知》,并于4月1日起正式实施。《暂行规定》放宽了外资并购主体限制,明确了外国投资者和外商投资的企业都可以成为并购境内企业的主体,对于外商投资性企业的限制也将取消。《暂行规定》的适时出台标志着外资并购正进入实质性操作阶段,中国的外资并购活动将与中国吸引外商直接投资的规模相适应,开始缩小与世界水平的差距,与世界并购市场接轨。

这一时期外资并购国有企业的最大特点是,在经济全球化和加入WTO的背景下,外资并购更加迅猛,并购的领域更为广阔,金融、电信等传统不对外资开放的领域逐渐出现并购个案,一些新的并购方式也被广泛地运用到并购中,比如要约收购、债转股、外资上市公司换股收购或者融资收购等。

(五) 2006年至今:规范发展期

2002—2005年外资并购的迅速发展,引发了国内对外资并购的再次争论。反对外资并购的呼声日益高涨,主要强调了对外资恶意并购的抵制。对外资在垄断市场、侵吞国有资产、危害民族产业发展和国家经济安全方面的指责逐渐增多,促使政策层面有所收紧,规范外资并购的法规法律也相继出台。比如2006年9月,商务部、国资委、国家税务总局、国家工商总局、证监会和国家外汇管理局联合出台了《外商投资者并购境内企业的规定》,在2003年公布的《外商投资者并购境内企业暂行规定》的基础上,对投资者的要求、国家经

济安全和民族产业的保护、股权并购等方面进行了修订和完善。2007年公布了《反垄断法》，明确禁止滥用市场支配地位、禁止经营者集中、禁止滥用行政权力排除和限制竞争等反垄断政策。2007年10月，又颁布了《外商投资产业指导目录（2007年修订）》，对外资并购的规范进一步加强。因此，在各种规范性文件出台并实施后，2006年和2007年的外资并购回落到比较正常的范围，而且并购的目标企业也开始转向非国有企业。

第二节 外资对中国上市公司的并购分析

由于外资对上市公司的并购代表了对我国企业并购的主流，因而了解外资对中国上市公司的并购对于把握外资对中国企业的并购尤其重要。

一、外资并购中国上市公司的总体情况

就外资并购我国上市公司的历史看，自1995年1月1日起至2006年12月31日已经发生或公告外资并购信息的沪、深两市上市公司共计55家（起），如表1—1所示。

表1—1 截至2006年12月31日已经发生或公告外资并购信息的上市公司及其基本信息

公司代码	目标公司	收购公司	收购方地区	签订协议时间	控股比例(%)	股东地位	交易方式	公告时间
600855	航天长峰	日本五十铃、伊藤	日本	1995.7.5	25	第一大股东	协议转让	1995.8.9
000550	江铃汽车	美国福特汽车	美国	1995.8.21	20	第二大股东	定向发行B股	1995.8.23
000550	江铃汽车	美国福特汽车	美国	1997.3.24	10	第二大股东	定向发行B股	1995.8.23
600221	海南航空	美国航空公司	美国	1995.11.2	14.80	第一大股东	定向发行B股	1995.11.2
600660	福耀玻璃	圣戈迭班集团	法国	1996.1.23	46.16	第一大股东	市场购买股票	1996.1.23
000068	S三星	韩国三星康宁	韩国	1998.6.26	21.37	第二大股东	市场购买股票	1998.8.14
000068	S三星	韩国三星康宁	韩国	2003.1.28	14.09	第一大股东	协议转让	1998.8.14

续表

公司代码	目标公司	收购公司	收购方地区	签订协议时间	控股比例 (%)	股东地位	交易方式	公告时间
600801	华新水泥	Holchin B.V	瑞士	1999.1.19	23.45	第二大股东	定向发行B股	1998.6.19
600819	耀皮玻璃	皮尔金顿公司	英国	1999.11.25	16.77	第一大股东	市场购买股票	1999.12.25
000002	万科A	中国华润总公司	中国香港	2000.6.20	15.08	第一大股东	协议转让	2000.6.22
000017	S*ST中华	香港卓润公司	中国香港	2001.1.19	12.94	第二大股东	拍卖	2001.1.19
600623	轮胎橡胶	米其林	法国	2001.3.18	70	第一大股东	成立合资公司	2001.3.21
600555	九龙山	日本松冈	日本	2001.8.2	41.66	第一大股东	市场购买股票	2001.11.10
000810	华润锦华	中国华润总公司	中国香港	2001.9.17	51	第一大股东	协议转让	2001.9.11
600171	上海贝岭	法国阿尔卡特	法国	2001.10.23	25.64	第二大股东	收购上市公司	2001.10.24
000921	S*ST科龙	格林科尔公司	中国香港	2001.10.29	20.64	第一大股东	协议转让	2001.10.31
600767	ST运盛	香港太平协和	中国香港	2001.11.29	50.45	第一大股东	市场购买股票	2001.12.3
600641	万业企业	印尼三林集团	印尼	2002.9.26	56.16	第一大股东	收购上市公司	2002.9.26
600600	青岛啤酒	美国AB公司	美国	2002.10.24	27	第一大股东	增发可转债	2002.10.24
000950	ST建峰	国泰颜料	维尔京	2002.11.29	不详	第一大股东	成立合资公司	2003.4.15
000810	华润锦华	华润轻纺(集团)	中国香港	2003.2.13	51	第一大股东	协议转让	2003.2.13
600418	江淮汽车	新加坡金狮亚太	新加坡	2003.4.26	15.98	第二大股东	市场购买股票	2003.4.30
600607	上实医药	ShanghaiYKB	中国香港	2003.5.21	56.63	第一大股东	协议转让	2003.5.22
600595	中孚实业	EVER WIDE公司	维尔京	2003.5.21	44.18	第一大股东	收购上市公司	2003.5.24
000521	S美菱	格林科尔	中国香港	2003.5.29	20.03	第一大股东	协议转让	2003.5.31
600182	S佳通	新加坡佳通轮胎	新加坡	2003.7.13	44.43	第一大股东	协议转让	2003.7.16
600337	美克股份	香港博伊西家具	中国香港	2003.9.4	14.14	第二大股东	市场购买股票	2003.9.8

续表

公司代码	目标公司	收购公司	收购方地区	签订协议时间	控股比例 (%)	股东地位	交易方式	公告时间
600662	强生控股	香港国中控股	中国香港	2003.10.28	12.87	第二大股东	协议转让	2003.10.29
600135	S乐凯	柯达(中国)投资	美国	2003.10.29	20	第二大股东	协议转让	2003.10.23
600132	重庆啤酒	纽卡斯尔啤酒	苏格兰	2003.12.11	19.51	第二大股东	协议转让	2003.12.12
000809	中汇医药	新世界中国	中国香港	2003.12.18	21.82	第二大股东	协议转让	2003.12.18
600297	美罗药业	西域投资(香港)	中国香港	2004.1.7	40	第一大股东	收购上市公司	2004.1.9
000958	东方热电	汉博和汉博	加拿大	2004.3.23	58.19	第一大股东	协议转让	2003.11.4
600537	海通集团	德国DEG	德国	2004.3.30	10	第三大股东	协议转让	2004.4.2
000001	深发展A	美国新桥投资	美国	2004.5.29	17.89	第一大股东	协议转让	2004.5.31
600705	S*ST北亚	香港新恒基	中国香港	2004.7.25	14.06	第一大股东	收购上市公司	2004.7.27
000541	佛山照明	欧司朗佑昌	中国香港	2004.8.31	23.97	第一大股东	协议转让	2004.9.1
000423	S阿胶	华润股份	中国香港	2004.9.28	29.62	第一大股东	收购上市公司	2004.9.30
600695	ST大江	绿庭(香港)	中国香港	2004.11.13	42.39	第一大股东	协议转让	2004.11.13
600253	天方药业	日本住友	日本	2004.11.27	20.00	第二大股东	收购上市公司	2004.11.30
000708	大冶特钢	中信泰富	中国香港	2004.12.20	58.13	第一大股东	拍卖	2004.4.6
600664	S哈药	中信、美国华平	中国香港、美国	2004.12.14	22.50	第二大股东	协议转让	2004.12.14
000869	张裕A	意大利伊洛瓦	意大利	2004.12.22	不详	第二大股东	收购上市公司	2004.12.22
000425	徐工科技	凯雷徐工	美国		0.45	第一大股东	协议转让	2005.12.16
000932	华菱管线	米塔尔钢铁公司	荷兰	2005.10.	36.67	第二大股东	协议转让	2005.10.14
600585	海螺水泥	MSAsia、IFC	美国	2005.12	10.51和3.82	战略投资者	协议转让	2005.12.29
600015	华夏银行	新加坡磐石基金	新加坡	2005.10.	2.89亿	战略投资者	拍卖	2005.12.10

续表

公司代码	目标公司	收购公司	收购方地区	签订协议时间	控股比例 (%)	股东地位	交易方式	公告时间
600015	华夏银行	德意志银行等	德国	2005.10.	13.98	战略投资者	协议转让	2005.10.17
600801	华新水泥	Holchin B.V	瑞士	2005.5.	26.12	第一大股东	大宗购买	2005.5.4
600597	光明乳业	法国达能	法国	2005.10	11.55	第三大股东	收购上市公司	2005.10.31
000935	四川双马	拉法基中国	法国	2005.11.18	66.50	实际控制人	协议转让	2005.11.18
000895	S双汇	罗特克斯	中国香港	2006.4	60.72	实际控制人	协议转让	2006.4.28
002032	苏泊尔	法国 SEB	法国	2006.8	61	第一大股东	要约收购	2006.8.14
600102	莱钢股份	阿塞洛公司	美国	2006.2	38.41	第一大股东	协议转让	2006.2.24
600779	水井坊	帝亚吉欧	英国	2006.12	16.64	第二大股东	协议转让	2006.12.12

资料来源：笔者根据各方统计资料整理而成。

二、外资并购中国上市公司的特点

从外资并购上市公司的实践，可以概括出外资并购我国上市公司的几个特点：

(一) 外资并购数量近几年显著增加

我们整理了各年份外资并购数量及比例，见表 1—2。

表 1—2 历年外资并购上市公司数量及比例

年份	外资并购数量 (起)	占总数比例 (%)	累计百分比 (%)
1995	3	5.45	5.45
1996	1	1.82	7.27
1997	1	1.82	9.09
1998	1	1.82	10.91
1999	2	3.64	14.55
2000	1	1.82	16.36
2001	7	12.73	29.09
2002	3	5.45	34.55
2003	12	21.82	56.36
2004	12	21.82	78.18

续表

年份	外资并购数量 (起)	占总数比例 (%)	累计百分比 (%)
2005	8	14.55	92.73
2006	4	7.27	100.00
合计	55	100	100

从表 1—2 可以看出, 1995 年至 2006 年, 我国上市公司外资并购数量依次为 3 起、1 起、1 起、1 起、2 起、1 起、7 起、3 起、12 起、12 起、8 起和 4 起; 从并购数量上看 2003 年和 2004 年发生的外资并购数量最多, 均为 12 起, 均占总数的 21.82%。

从发展趋势上来讲, 经过 1996 年至 1998 年的发展低谷后, 我国外资并购数量显著上升, 特别是 2001 年, 外资并购开始大规模地开展起来, 2001 年至 2006 年累计发生的外资并购事件数量占到总体的 84% 左右。由此可见, 自 2001 年来我国外资并购数量较以往显著增加。

(二) 区域分布不均衡

我们对外资并购我国上市公司中目标公司所在地作了统计, 详见表 1—3。从表 1—3 可以看出: 上海、广东、四川、山东、北京等地是外资并购中目标公司较为集中的地区。上海市目标公司数量占到外资并购目标公司总数的 20%, 广东占 12.73%, 仅上海、广东、四川、山东、北京五地的目标公司就占了总数的 54.55%。也就是说, 有一半以上的外资并购事件发生在上述五地。

表 1—3 外资并购上市公司区域统计

目标公司所在省份	目标公司数量 (家)	占总数比例 (%)	累计百分比 (%)
上海	11	20.00	20.00
广东	7	12.73	32.73
四川	5	9.09	41.82
山东	4	7.27	49.09
北京	3	5.45	54.55
安徽	3	5.45	60.00
河南	3	5.45	65.45
湖北	3	5.45	70.91
河北	2	3.64	74.55
黑龙江	2	3.64	78.18
江西	2	3.64	81.82
浙江	2	3.64	85.45

续表

目标公司所在省份	目标公司数量(家)	占总数比例(%)	累计百分比(%)
重庆	2	3.64	89.09
福建	1	1.82	90.91
海南	1	1.82	92.73
新疆	1	1.82	94.55
湖南	1	1.82	96.36
江苏	1	1.82	98.18
辽宁	1	1.82	100.00
合计	55	100	100

进一步研究发现,7起发生在广东省的外资并购事件,其中有5家目标公司所在地为深圳,而上海、北京、重庆这三个直辖市内总共发生16起外资并购上市公司事件。四大城市共发生外资购上市公司21起,占总数的38.18%,表明外资并购在地域分布上具有明显的集中性和不均衡性。详见表1—4。

表1—4 外资并购上市公司主要城市统计

目标公司所在城市	目标公司数量(家)	占总数比例(%)	累计百分比(%)
上海	11	20.00	20.00
深圳	5	9.09	29.09
北京	3	5.45	34.55
重庆	2	3.64	38.18
合计	21	38.18	38.18

此外,我们又将各地区按照经济带来划分,分为:长三角经济带(包括上海、江苏、浙江等地)、珠三角经济带(包括广东、福建、海南等地)、环渤海经济圈(包括北京、山东、河北等地)、东北地区(包括辽宁、吉林、黑龙江)、中部地区(包括河南、湖南、湖北、安徽、江西等地)和西部地区(包括四川、新疆、重庆等地),见表1—5。

表1—5 外资并购上市公司所在经济带统计

目标公司所在省份	目标公司数量(家)	占总数比例(%)	累计百分比(%)
长三角经济带	14	25.45	25.45
珠三角经济带	9	16.36	41.82
环渤海经济带	9	16.36	58.18
中部地区	12	21.82	80.00
西部地区	8	14.55	94.55
东北地区	3	5.45	100.00
合计	55	100	100

从表 1—5 我们可以看出，长三角、珠三角、环渤海经济带以及中部地区共发生了 44 起外资并购上市公司事件，占总数的 80%，即在这几个区域内发生的外资并购事件占到全国总数的 4/5；而整个东北地区只有 3 起外资并购。

总的来讲，外资并购在区域分布上并不均衡。目前，外资选择并购的目标公司多集中于长三角和珠三角等经济发达地区，而东北和西部等经济相对落后地区的上市公司外资并购相对滞后。外资并购之所以分布如此集中的原因在于：上海、深圳、北京等地起步较早、发展较快，领先于其他地区，这些地区作为全国经济、金融中心，区位优势明显。这些地区的上市公司拥有较高的经营管理水平，处于全国领先地位。此外，经济发达地区比经济落后地区更能吸引外资与各地区相应的招商引资政策密不可分。例如，上海在国家有关外资并购细则出台前，就先行制定了一些符合上海实际的外资并购具体政策，并在鼓励外资并购方面做了很多工作。如上海产权交易所和上海市外国投资促进中心合作设立了外资并购的“快速通道”等。

同时，我们也注意到，西部地区外资并购数量相对于经济发达地区并不逊色多少。对照表 1—1 我们不难发现，西部地区的 8 起外资并购上市公司事件全部发生在 2001 年至 2006 年间。西部大开发号角的吹响，无疑使得西部地区在招商引资的软、硬环境方面有了长足的发展。从近几年看，即便是与经济发达地区相比，西部地区在外资并购方面的发展也不逞多让。假以时日，西部地区将成为我国外资并购的新亮点区域。

（三）外资并购主体相对集中

首先，从外资并购主体的资金来源上看，主要来自于中国香港、美国、法国等经济发达国家和地区。见表 1—6。

表 1—6 外资并购资金来源地统计

外资来源地	数量 (家)	占总数比例 (%)	累计百分比 (%)
香港	19	34.55	34.55
美国	9	16.36	50.91
法国	6	10.91	61.82
日本	3	5.45	67.27
新加坡	3	5.45	72.73
德国	2	3.64	76.36
韩国	2	3.64	80.00
瑞士	2	3.64	83.64
英国	2	3.64	87.27

续表

外资来源地	数量(家)	占总数比例(%)	累计百分比(%)
英属群岛	2	3.64	90.91
荷兰	1	1.82	92.73
加拿大	1	1.82	94.55
苏格兰	1	1.82	96.36
意大利	1	1.82	98.18
印尼	1	1.82	100.00
合计	55	100	100

从表 1—6 可以看出,大部分外资来源于中国香港、美国、法国等地。55 起外资并购上市公司事件中,外资并购资金来源排名前三位的便是中国香港(19 家)、美国(9 家)、法国(6 家),总共 34 家,占总数的 61.82%;香港地区参与并购内地上市公司数量遥遥领先,占到了总数的 34.55%。其主要原因一方面是由于香港比邻内地,具有明显的地域优势,另一方面香港作为中国的特别行政区,在政策倾向性方面具有其他国家和地区无法比拟的优势。

此外,外资主要是国际知名的跨国公司,在各自行业都处于主导或领先地位。越来越多的世界 500 强企业和欧美著名跨国企业来华投资,它们构成了外资并购的中坚力量。这些跨国公司通常都具有长期投资理念,使得即便目标公司当前效益不理想,但发展前景好或符合跨国公司的长期利益,也将会达成协议。

(四) 制造业并购高居首位

根据目标公司行业分布统计来看,1995 年至 2006 年,外资并购我国上市公司的特点是:制造业并购高居首位,占到总数的 70.91%;房地产类并购次之,占总数的 7.27%;紧随其后的是银行业并购,占总数的 5.45%。详见表 1—7 和图 1—1。从图 1—1 中,我们可以直观地看到,制造业在外资并购中所占的份额是十分巨大的,占总数的 2/3 以上。

表 1—7 外资并购行业分布统计

目标公司所处行业	数量(家)	占总数比例(%)	累计百分比(%)
制造业	39	70.91	70.91
房地产	4	7.27	78.18
银行业	3	5.45	83.64
纺织业	2	3.64	87.27
综合类	2	3.64	90.91

续表

目标公司所处行业	数量 (家)	占总数比例 (%)	累计百分比 (%)
航空运输	1	1.82	92.73
家禽饲养业	1	1.82	94.55
市内交通运输业	1	1.82	96.36
通信业	1	1.82	98.18
蒸汽、热水生产和供应业	1	1.82	100.00
合计	55	100	100

制造业并购高居首位，成为外资并购的热门行业，在很大程度上是由于中国具有劳动力优势，劳动力成本较低，因此，劳动力密集的制造行业便顺理成章地成为外资并购的首选行业；另一方面，制造业本身属于我国鼓励外商投资的行业，故发生外资并购数量较多。

此外，结合表 1—1，我们不难发现，银行业所发生的 3 起外资并购事件也全部集中在 2004 和 2005 两年，这主要与中国加入 WTO 后，中方承诺将在过渡期后全面放开某些特定行业有必然的联系。银行一直是一国经济命脉所在，其成败关系着一国经济的繁荣与衰退。在过渡期的最后阶段，银行业的外资并购终于拉开了帷幕，随着我国外资并购相关政策的进一步放宽，相信日后外资并购将在更多金融领域中开展起来。

(五) 外资绝对化控股倾向明显

我们统计了 1995 年至 2006 年外资并购我国上市公司后其股东地位，制成表 1—8。

表 1—8 并购后外资股东地位统计

股东地位	数量 (家)	占总数比例 (%)	累计百分比 (%)
第一大股东或实际控制人	33	60.00	60.00
第二大股东	17	30.91	90.91
第三大股东	2	3.64	94.55
战略投资者	3	5.45	100.00
合计	55	100	100

从表 1—8 中我们可以看出，55 起外资并购事件中，外资并购后成为第一大股东或实际控制人的有 33 家，占总数的 60%；成为第二大股东的有 17 家，占 30.91%；第三大股东和战略投资者地位较少。可见，多数外资想通过并购实现对企业的绝对控股。

外资在并购中普遍要求绝对控股企业，原因是要彻底占有目标企业资源，以及实现其全球战略，故绝对化控股倾向明显。除了中国政府对银行、钢铁等行业限制外资控股，外资只能选择先作为战略投资者进入其中再等待机会的投资策略外，其他情况只要条件允许绝对控股，外资通常都不会作其他选择。

第三节 外资并购中国企业的方式

外资并购国有企业的分类标准有很多，根据 2003 年 1 月 2 日对外贸易经济合作部、国家税务总局、国家工商行政管理总局、国家外汇管理总局联合颁布的《外国投资者并购境内企业暂行规定》第 2 条之规定，外资并购中国境内企业的主要方式有两种，即股权并购和资产并购。股权并购是指外国投资者协议购买境内非外商投资企业的股东的股权或认购境内公司增资，使该境内公司变更设立为外商投资企业；资产并购则是指外国投资者设立外商投资企业，并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产，或外国投资者协议购买境内企业资产，并以该资产投资设立外商投资企业运营该资产。

如果根据并购对象的组织形式，外资并购则可以分为对上市公司和非上市公司的并购。下面将按照这种分类标准探讨外资并购的具体方式。

一、外资并购上市公司的主要方式

上市公司是竞争性领域中国有企业的佼佼者，它们的产权清晰，法人治理结构较为健全，经营运作相对较为规范，并且经营效益较好，属于本行业中的骨干甚至龙头企业，因而很容易成为外商并购的对象。目前外资对上市公司的并购方式主要有：

（一）直接收购

按照《外国投资者并购境内企业暂行规定》的规定，外资直接并购上市公司的方式属于典型的股权并购。

1. 协议收购非流通国家股或法人股

在中国上市公司特有的股权结构条件下，协议收购非流通股的方式（场外交易）是最简便易行的方式，也是外商并购我国上市公司时经常使用的手段。

1995年7月5日,日本五十铃和伊藤忠联合以协议方式,一次性购买北旅公司(600855)4002万股非国有法人股,占公司总股本的25%,日方承诺所持股份八年不转让并参与北旅公司的经营管理,开外资并购国内上市公司的先河。

1998年8月,韩国三星康宁以协议方式受让了深业集团持有的赛格中康21.37%的股权,成为第二大股东,三星康宁副社长出任了赛格三星的总经理。2002年,按照协议,韩国三星康宁对赛格三星增资,使其持有股份达到35%。2001年10月31日,作为世界三大新型制冷剂供应商之一的格林柯尔集团通过其旗下的顺德市格林柯尔企业发展公司一次性拿出5.6亿元现金,协议收购科龙电器20.6%的法人股,从而成为科龙电器的新第一大股东。

2003年7月13日,新加坡佳通轮胎集团以每股0.648元、总价97893360元,竞得了桦林集团持有的ST桦林1.5107亿股国有法人股,而成为ST桦林的第一大股东。该案例之所以受到关注,主要有两点:首先,这是首家外资控股上市公司,为上市公司引入实力雄厚的战略投资者。佳通作为一家著名跨国公司,拥有先进的技术、管理体制与经验,雄厚的资金和广阔的国际、国内销售渠道,而ST桦林有熟练的工人和产业基础,两方面优势结合必将使该公司进入一个新的发展阶段。其次,这是首例外资通过司法拍卖获得上市公司国有股股权,市场意义重大。由于公开竞拍不同于以前上市公司国有股股权私下协议转让的方式,它具有更加透明和相对公平等特征,通过公开市场交易的方式,使得上市公司国有股股权协议转让价格的定价更加合理,推动上市公司国有股股权协议转让的市场化进程。

维科精华2003年9月5日发布公告,其第三大股东宁波纺织控股集团,于当年8月22日与日本国伊藤忠商事株式会社签署了股权转让协议,拟将其持有的维科精华1410万股国家股和390万股社会法人股(合计1800万股,占公司总股本的6.13%),以2002年年末每股净资产2.08元的价格转让给日本国伊藤忠商事株式会社。股权转让后,伊藤忠株式会社将成为维科精华的第三大股东。伊藤忠是著名的跨国公司,从纺织业起家,目前主营业务也是纺织业,而维科精华也是纺织业,因此伊藤忠入主维科精华,将对后者带来积极的互补关系,借助于伊藤忠的出口通道有望对维科精华形成直接的影响。其实这次股权合作也是维科精华与伊藤忠合作关系的升级,因为早在去年初,该公司与日本日清纺绩株式会社及伊藤忠株式会社合资成立宁波维科棉纺织有限公司。这表明,随着国内上市公司的产权制度改革日益深化,对外资战略买家的吸引力在增强。尤其那些具有制度优势和资源优势的上市公司会成为外方投资者战略投资的重要目标。

表 1—9 2003 年下半年外资协议收购我国上市公司非流通股案例

上市公司	原第一大股东	转让股本 (万股)	转让日期	股份性质	外资股东	转让后持有 比例 (%)
浦发银行	上海国资公司	19 575	2003. 11	国有股	美国花旗银行	5
ST 桦林	桦林集团	15 107	2003. 7	国有法人股	新加坡佳通 集团	44. 43
维科精华	宁波纺织 控股集团	1 800	2003. 8	国家股和 社会法人股	日本伊藤 忠株式会社	6. 13
乐凯股份	中国乐凯胶片 集团公司	4 446 2 394	2003. 10 2006. 4	国有法人股	美国伊士 曼柯达公司	20

* 尽管花旗银行只持有浦发银行 5% 的股份，但考虑到前者的背景和国内银行业的现状，在此仍将这种战略性参股列入并购案例中。

资料来源：根据相关资料整理。

2. 协议收购外资法人股

耀皮玻璃（600819）第一大股东皮尔金顿国际控股公司是英国皮尔金顿有限公司的控股子公司，通过逐步受让外资法人股，皮尔金顿成为耀皮玻璃的第一大股东。由于这种方式属于外资股在外方股东间的转让，受到的限制较少，操作起来相对简便。

3. 直接合并股东，成为最大股东

2001 年，茉织华（600555）公司第二大股东日本松冈株式会社与其全资子公司 TERUCOM CO. 合并后，松冈株式会社单独并通过现第三大股东合计持有茉织华总股本的 41.66%，成为第一大股东并实质控制了茉织华。

4. 增资式收购，国内上市公司向外资定向增发 B 股

由于目前 A 股还没有对外资开放，所以，外资只能收购 B 股。但由于发行 B 股、H 股的公司只占上市公司总数的很小一部分，且 B 股占总股本的比例较小，即使全部收购也难以达到控股的目的，所以外资往往是通过上市公司定向增发来完成直接收购的。这种方式的第一个案例就是前面提到的福特汽车公司入主赣江铃。1999 年 3 月，华新水泥以每股 2.16 元人民币的价格向 Holchin B. V. 定向增发 7 700 万 B 股，使后者的持股比例达 23.45%，成为其第二大股东。与股权协议转让相比，定向增发方式显得更为公开、公正、公平，没有太多的法律障碍，易于实施，也易于监管。2001 年，柳州五菱也打算向通用汽车中国公司定向增发 B 股，使后者持有其 34% 的股份，然而，由于 B 股市场暴涨，并购成本急剧增加，最终导致计划被暂停。

5. 以参与国有资产债转股的方式进入上市公司

在由四大国有资产管理公司所掌握的庞大资产当中，大量的对上市公司的

不良债权最终都将通过债转股的方式来处置。在国有资产债转股的过程中，对于允许外资进入的产业领域，外资可以通过购买、承接债权的方式进入上市公司，并由债权人牵头对上市公司进行重组。2001年11月印尼国际财团——韩氏集团与济南轻骑（600698）的母公司轻骑集团进行资产重组。轻骑集团从1997年起向其子公司济南轻骑欠款已高达25.8亿元，财务状况极其恶劣。若韩氏集团对轻骑集团进行重组成功并控股，则可以间接控制上市公司济南轻骑。

6. 认购上市公司发行的可转换债券，然后实施并购

用可转换债券作为并购支付方式是国际上较为常见的一种惯例。这种方式一方面可以使外商在持有债券时获得稳定收益，降低风险，也可以使中方控制权不被立即稀释。2002年10月21日，青岛啤酒（600600，0168）与美国AB公司签署《战略性投资协议》。根据协议，前者将向后者定向增发可转换债券，一旦全部债券转换为股票之后，AB集团将持有青岛啤酒27%的股权，成为仅次于青岛市国资局（转股完成后持有30.6%的股份）的第二大股东。但是，根据协议，转股完成后AB集团的27%股权中，只享有20%的表决权，其余的7%表决权由青岛市国资局享有。

7. 少数股权收购海外上市的国有企业

以上几种并购方式，主要是针对外资对在上海、深圳两家国内证券交易所上市交易的国有企业的并购，除此之外，还有另外一种重要的外资并购方式，即外资无需进入中国，而是以少数股权直接并购我国在海外（包括香港）上市的一些大型国有企业。目前，跨国公司已经拥有这些企业，如中国石油、中国石化、中国电信、中国联通等的一定份额。

（二）间接收购

由于外商独资企业和中外合资企业是中国法人，原则上可以参与A股市场，所以，外资可以通过建立独资或合资企业来收购A股，从而实现对上市公司的并购。

1. 新建型间接收购

跨国公司在中国新建独资或合资企业，通过它来间接收购上市公司。按照《外国投资者并购境内企业暂行规定》中的分类标准，这种外资并购方式应为资产并购。2001年3月，中国轮胎生产的龙头企业轮胎橡胶（600623）与世界上最大的轮胎生产企业米其林组建合资企业，由米其林控股的合资企业斥资3.2亿美元收购轮胎橡胶核心业务和资产，结果米其林通过合资企业实质性地控股轮胎橡胶，间接进入我国证券市场。

2. 购买型间接收购

外商整体或部分买断上市公司的母公司或控股企业，将该控股企业变成外商独资企业或外商投资企业，从而间接控股上市公司。这种并购方式属于外资并购上市公司和外资并购非上市公司的混合型并购。阿尔卡特并购上海贝尔有限公司案例就比较典型，由于上海贝尔有限公司是上海贝岭（600171）的第二大股东，因而，并购后阿尔卡特也就成为上海贝岭的间接第二大股东；2002年9月，印度尼西亚三林集团收购中远发展（600641）母公司45%的股权，成为母公司并列第一大股东，实现对中远发展的间接并购。2003年1月28日，华能国际以23.9亿元成功收购国有独资公司——深圳能源集团公司25%的股权，从而成为后者的第二大股东。而深圳能源集团是拥有深能源等多家知名上市公司的控股公司。

（三）其他方式：通过代理权争夺获得实际控制权

争夺代理权，是成熟市场经济国家公司控制权市场的常见现象，是股权相对分散的上市企业公司治理的一个重要机制。随着我国证券市场的逐步规范，外资企业可以先占有一部分股权，然后遵循有关法律的要求，以股东身份向其他中小股东发出征集委托权要约，当其获得足够的投票权后，再按照自己的意愿改组董事会，贯彻自己的经营战略，从而掌握实际的控制权。以征集代理权方式变相实现并购的方式，对于目前那些对外商股权进行限制的行业而言，是外商以小搏大，凭借小股东身份掌握公司控制权，从而达到并购目的的重要途径。对外商而言，这种方式控制成本小，也较为灵活，会成为其获得公司控制权的惯用手段。然而，这种方式对外商而言也有一些不方便的地方，例如，在外商每次试图影响公司的重大决策时，都必须重新征集代理权，不但较为繁琐，而且影响最终结果的不确定因素也较多。

按照外资是否直接参股、控股，外资并购方式可以分为直接并购和间接并购两种方式。具体的统计结果见表1—10。

从表1—10中我们看到：目前中国外资并购方式多种多样。其中，直接并购占据主要地位，采用直接并购方式的外资并购占总数的80%，而间接并购占了20%。在直接并购中，协议转让是最为主要的方式，占并购总数的49.09%，接近半数的外资并购都采用了这种方式；排名第二位的是收购上市公司母公司和控股股东的股权的方式，这种间接并购也被广泛采纳，占总数的16.36%；接下来是二级市场购买股票和定向发行B股的方式，分别占总数的12.73%和7.27%。

表 1—10 外资并购方式统计

直接并购			间接并购		
具体方式	数目	百分比 (%)	具体方式	数目	百分比 (%)
协议转让	27	49.09	收购上市公司母公 司或控股股东股权	9	16.36
二级市场购买股票	7	12.73			
定向发行 B 股	4	7.27			
拍卖	3	5.45			
要约收购	1	1.82	成立合资公司	2	3.64
大宗购买	1	1.82			
定向增发可转债	1	1.82			
合计	44	80.00	合计	11	20.00

协议转让通常是指转让非流通股，其之所以会占主导地位，原因不难理解。中国上市公司流通股比例较小，国有股居控股地位，外资进入 A 股市场的限制尚未完全放开以及非流通股价格低于流通股的因素，决定了外资要成为上市公司的控股股东或大股东，协议转让低价格的国有股和法人股是主要途径。这也正是 2002 年《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》的颁布会成为中国开放外资并购标志的原因所在。中国第一起外资并购上市公司案便是以此方式进行的。1995 年 7 月，日本五十铃自动车株式会社和伊藤忠商事株式会社联合以协议购买方式，一次性购买北旅股份 4 002 万股的法人股，占其总股本的 25%（其中五十铃占 15%，伊藤忠占 10%）。

二、外资并购非上市国有企业的主要方式

非上市公司包括两类：一类是有限责任公司，一类是非上市的股份有限公司。对于这两类公司，并购交易主要是通过协议转让的方式在场外进行。由于公司制度的差别，有限责任公司的股份转让必须征得其他股东同意，且在同等条件下其他股东有优先购买权；非上市股份公司的股份原则上为自由转让，无需经过其他股东的许可。外资对非上市公司的并购方式主要有：

（一）先合资，然后通过增资扩股对国有企业实施并购

增资扩股方式是指中外合资企业在经营过程中，外方增资扩股，以降低中方所持股份，使外方由参股方转为控股方的现象。正如前文所言，改革开放之初，由于外商对我国开放及利用外资政策的长期性还持观望态度，因此通常不要求占大股，以减少投资风险，中方则由于意识形态上的担心也不愿让外方控股。增资扩股式并购之所以比较盛行，原因主要有两个：一个是当合资企业规

模扩大，需要增加注册资本时，中方股东无力认股。一份对欧盟在沪跨国公司投资动向的调查表明，与美国在沪的跨国公司一样，欧盟跨国公司在与中方的合资企业中，都在实施对中方的“逼股”、“挤股”策略，利用中方资金不足而逼抢中方的股份（金芳，1999）。另一个原因是，随着中国长期对外政策的确立和投资环境的不断改善，外商进一步投资的信心剧增，同时由于中外双方在企业的生产经营及管理方面存在一些矛盾和冲突，外商很难依据自己的意愿来规划企业的发展战略，因此，外商希望增资扩股，中外两股力量合在一起便促成了增资扩股现象的出现。如1985年6月成立的中国惠普公司是中美合资公司，当时注册资金中方占57.5%，美方占42.5%。但由于美国增资扩股，1995年变为中方占39%，美方占61%。

（二）并购控股

依据目前的中国政策，除涉及国家安全行业、自然垄断行业、提供重要公共产品及服务行业以及支柱产业和高新技术产业中的重要骨干企业外，允许外资通过并购获得中国企业50%以上的股份，外方成为该企业的控股方，中方则成为参股方。外商通过这种方式不但可以控制某一企业，而且可以控制某一地区的某一行业。这种并购方式开始于1992年，是目前外资并购中最主要的一种方式。如1994年印尼金光集团并购中国华丰食品工业集团，中方占股份的49%，外方占51%。

1994年年底，由香港华润创业有限公司控股的坚实发展有限公司认购北京华远房地产股份有限公司新发行股份40625万股，持股比例达52%，成为华远的第一大股东。1996年，北京华远再次增资扩股，坚实公司持有华远股份达62.5%。这样，香港华创间接并购了北京华远，持有后者45.94%的股份。

（三）整体并购

外商直接买下某一中国企业的全部资产，使该企业成为外商的独资企业。这种并购行为并不多见，其并购对象一般为中国政府依据“抓大放小”原则下放的国有小型企业或中小规模的非国有企业。中国企业被并购后将放弃企业的原有品牌和经营管理权。如1996年日本麒麟、台湾地区统一集团整体并购珠海市啤酒厂案例（并购后双方各占股份的60%和40%）。

（四）外资在华分支机构的重组

这种并购方式包括两种情况，一种情况是同一外商在华分支机构的合并，例如联合利华公司将联合利华（中国）有限公司分别与隶属于上海轻工集团的

4家拥有法人资格的中外合资企业合并。合并后联合利华(中国)有限公司控股77%。这种资产重组行为一般因跨国公司调整内部管理体系所致。

另一种情况是,分属于不同跨国公司的两家或两家以上的在华投资企业,由于母公司之间发生了并购而导致的资产重组行为。例如,德国某银行在德国本土与另外一家银行合并,引起这两家外资银行在华分支机构的合并。

(五) 通过拍卖方式竞买股权

政府有关部门在实施国有资产的战略退出时,将正常经营的国有企业通过竞卖方式整体或部分出售给外商,使这些企业被外商并购。2000年辽宁在深圳面向广东、港澳买家推出的1500家企业,以中小型企业占多,只会保留100多家关系该省经济命脉和对国有经济具控制力的企业。2002年8月,深圳市政府宣布,将首批5家涉及能源、水务、公交、燃气、食品的大型国有企业的股权进行国际招标,在世界范围内寻找战略投资伙伴和经营者。2003年元月,这5家国有企业中的深圳能源集团被华能国际成功竞买,并购后华能国际持有深能源25%的股权,成为其第二大股东。外商通过拍卖方式竞买股权还可能发生在以下情形:国有及国有控股企业的大股东如果由于债务到期不能清偿而被诉讼,其抵押的股权将通过人民法院的强制执行程序被拍卖。此时,外商也可以通过拍卖市场竞买国有股权,实现对国有企业的并购。

(六) 收购不良资产

与并购上市公司一样,外资也可以通过收购境内企业的不良资产来实施并购活动。例如,2003年11月12日,美国花旗集团通过花旗环球金融公司从中国银行购入了面值18亿美元的不良资产。这笔不良贷款中,共包括中国银行发放给内地、中国香港约450多家公司的贷款,其中大量贷款以中国香港房地产作为抵押。

第四节 我国外资并购的规模与国际比较

1992年以来,中国吸引国际直接投资(FDI)一直居世界第二,在发展中国家中则名列第一(尽管这一位置在2000年曾被中国香港占据),是全球经济最具活力的地区之一。根据联合国贸发会议的统计,2002年全球FDI流入量

为 6512 亿美元，比 2001 年下降 21%，但是，在低迷的世界经济中，中国却一枝独秀。中国吸引 FDI 在经过了两年徘徊后，2001 年和 2002 年已经恢复了强劲的增长势头，分别较去年增长 14.7% 和 12.6%。2002 年，中国吸引外国直接投资额达到 527 亿美元，首次超过美国，成为全球吸引外国直接投资最多的国家。

表 1—11 给出了 1985 年以来，中国在吸引外国直接投资金额上与美国、南亚、东亚及东南亚、发展中国家的对比。从表中不难得出，2001 年和 2002 年，与美国以及世界其他国家和地区相比，中国吸引的外国直接投资金额不但没有呈现下降趋势，反而出现比较强劲的增加势头。根据中国商务部新闻办公室在 2004 年 1 月 14 日发布的数据，2003 年，我国实际利用外资金额达 535 亿美元，再创历史新高。尽管 2003 年的增幅只有 1.44%，比前两年下降了不少，但是，在全球经济低迷和国内遭受 SARS 打击的背景下，已经是非常理想的结果了。

表 1—11 FDI 流入量与份额：中国与其他国家和地区的比较（单位：10 亿美元）*

	中国	美国	南亚、东亚及东南亚	发展中国家	世界
1985—1996	11.7 (6.4)	44.4 (25.4)	29.8 (16.4)	50.9 (28.1)	181.1
1997	44.2 (9.2)	103.4 (21.6)	96.3 (20.1)	191.0 (39.9)	478.1
1998	43.8 (6.3)	174.4 (25.1)	86.3 (12.4)	187.6 (27.0)	694.5
1999	40.3 (3.7)	283.4 (26.0)	100.0 (9.1)	225.1 (20.6)	1088.3
2000	40.8 (2.7)	300.9 (20.1)	131.1 (8.7)	237.9 (15.5)	1491.9
2001	46.8 (6.3)	124.4 (16.9)	94.4 (12.8)	204.8 (27.8)	735.1
2002	52.7 (9.8)	44.0 (8.2)	88.6 (16.6)	162.1 (30.3)	534.0
2003	53.5 (9.5)	53.1 (9.5)	97.8 (17.5)	175.1 (31.3)	557.9
2004	60.6 (8.1)	135.8 (18.3)	149.2 (20.0)	283.0 (38.1)	742.1
2005	72.4 (7.6)	101.0 (10.6)	167.2 (17.6)	314.3 (33.2)	945.8
2006	69.5 (5.3)	175.4 (13.4)	199.5 (15.2)	379.1 (29.0)	1305.8

* 括号内为各自在全球 FDI 流入量中的份额 (%)

资料来源：FDI in China, Hong Kong Trade Development Council, 2003。

以上分析表明中国的外资并购水平远远落后于世界平均水平，与中国在全球经济中的地位也是极不相称的。当然，这从另一个角度也说明中国在外资并购方面还有巨大的潜力。最近四年，中国外资并购活动的逐渐兴起已经拉开了跨国公司并购方式进入中国的序幕。在 WTO 的大背景下，随着中国对外开放政策的进一步扩大，一些主要的部门，包括金融、电信等，将在引入外资方面加快步伐，外资并购活动将有望成为中国吸引外资的助推器。

在此背景下，中国政府以及社会各方如何应对这种世界潮流，对外资并购尤其是外资并购国有企业问题进行系统、深入的探讨，已经成为一个崭新而又紧迫的课题。

20世纪最后10年，外资并购中国企业的现象才偶有发生，但并购交易规模很小，无论是与我国实际利用外资的水平相比，还是与世界并购水平相比，均处于非常低的水平上（见表1—12及表1—13）。

表 1—12 我国外资并购规模及其与吸引外商直接投资的比例：1990—2007

年份	外资并购额 (亿美元)	实际利用外资 (亿美元)	外资并购与实际利用外资的比例 (%)
1990	0.08	34.87	0.23
1991	1.25	43.66	2.86
1992	2.21	110.08	2.01
1993	5.61	275.15	2.04
1994	7.15	337.67	2.12
1995	4.03	375.21	1.07
1996	19.06	417.26	4.57
1997	18.56	452.57	4.10
1998	7.98	454.62	1.76
1999	23.95	403.18	5.94
2000	22.47	407.15	5.51
2001	23.25	468.46	4.96
2002	20.72	527.43	3.92
2003	38.20	535.05	7.14
2004	67.68	606.30	11.16
2005	82.53	724.06	11.40
2006	67.24	694.68	9.68

资料来源：并购金额数据来自 UNCTAD, World Investment Report 2003—2007, www.unctad.org/wir；实际利用外资金额来自中国商务部数据库。

表 1—13 并购投资占全球跨国投资的份额：1997—2006 (单位：亿美元)

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
跨国直接投资总流入量	4 819	6 860	10 791	13 930	8 238	6 512	6 531	7 421	9 457	13 058
跨国并购总额	3 048	5 316	7 660	11 438	5 940	3 698	2 700	3 805	7 163	8 804
并购与 FDI 的比率 (%)	63.2	77.5	70.5	82.1	72.1	56.5	41.4	51.3	75.7	67.4

资料来源：UNCTAD, World Investment Report 2003—2007。

第五节 外资并购中国企业的作用

外资并购国有企业在我国已经是客观存在的事实，但其对国民经济的影响孰优孰劣争论很大，这种争论在相当程度上左右管理层的决策。本节就是要对外资并购国有企业的正负效应进行分析。

一、外资并购国有企业的积极影响

外资并购给我国经济带来的一些积极影响如下：

（一）提高企业的竞争力

外资并购对市场结构的影响是复杂的，尽管人们有充足的理由认为并购投资比新建投资提高了市场集中度，更容易形成垄断，然而，我们必须看到，在以下情形下它确实有利于形成竞争性的市场结构，提升中国企业的市场竞争力。

第一种情况是，外资并购给现有的企业带来了生存的压力。为了避免成为外资的并购目标，防止被“吃掉”，国内企业作出的反应可能是提高产品质量、增加产品多样性、加强创新能力，以提高自己的竞争能力，或者是全部退出。对我国经济而言，前者是管理层预期的外资并购所能产生的正面效应，而后者则是任何一个东道国都要尽力避免的结果，因为它导致了本国经济的“殖民化”。

第二种情况是，如果某些企业经营已经陷于困境，国内已经没有可以将其救活的手段时，外资采取并购的方式对之进行重组，可以对竞争产生正面影响。因为，并购活动维持了市场中企业的原有数量，使这些濒临死亡的企业获得了新生，增加了它们的市场竞争力。另外，这种救助式的并购还可以强化国内市场的竞争格局，向已经确立垄断或寡头地位的国内企业提出挑战。

第三种情况是，外资并购对国内的自然垄断行业产生积极的正面影响。我国有些行业，市场结构具有较强的垄断性，这些行业中目前有一些主要凭借市场垄断地位赚钱的国有企业。中国经济的高速增长，给这些行业带来了巨大的发展机遇，市场扩大了，但竞争却并没有因此而增加。而这些企业的产权不清问题、管理低下问题被垄断的市场地位和市场的快速膨胀所掩盖，从而保持了较高的盈利水平。然而，我国加入 WTO 后，这些产业的开放是不可避免的，

原有的垄断格局很难维持。引入竞争机制和产权改革是提升这些行业的经营效率的关键，外资以并购方式重组这些行业的国有企业，既有助于产权改革，也有助于打破这些行业的自然垄断格局。

（二）提升中国企业的管理水平

中国大企业与跨国公司的差距，除了硬技术之外，在企业组织运作、经营管理、企业文化、企业战略等软技术方面的差距更为明显。因此，尽快提升中国大中型企业的软技术水平是一项事关国有资产能否保值增值的大事。即使是那些硬技术差距不大、主要障碍已经被突破的行业，提升软技术水平也是非常重要的，因为软技术即组织和管理技巧是企业竞争力的主要来源。但是，软技术资源并不像硬技术那样可以通过转让、模仿来获得。软技术的这种外部难获得性特征决定了以并购方式引入外资的重要性。在被外资并购的中国企业中，国有企业的经营者可以在与外资股东的合作中，以“局内人”身份熟悉、掌握外资合作伙伴的软技术，提升本土人才的经营管理水平。例如，从外方的经营管理中，中方管理者可以学习外方是如何寻求低成本和市场份额，并将分布在全球的生产、营销、技术开发网络整合成一个高效运转的系统的，还可以学习外方是如何建立有效的激励约束机制，如何寻求知识创新，如何充分利用各种市场服务中介资源的。另外，跨国并购还可以培训我国的管理人员、技术人员和熟练工人，开发我国高素质的人力资源，提高我国企业的管理水平，为我国生产力的发展带来动力。

（三）有助于中国企业资产重组的规范化

我国企业之间的资产重组仍处于较低层次：以优并劣式的并购多，强强联合或以小吞大的案例少；国有企业资产重组中政府“拉郎配”、“乱点鸳鸯谱”行政硬性摊派式的并购多，企业自发的市场型并购行为少；并购活动过度关注资产扩张，忽视并购后的整合。在并购中，还存在很多欺诈现象，例如，有的企业借并购之机，逃废银行债务；证券市场上有些资产重组存在内幕交易或在二级市场操纵股价牟利的嫌疑；被收购方利用账务作假，恶意布置债务陷阱，欺骗收购方等等。

外资以并购对中国企业的资产重组，不只是丰富了资产重组的主体，对我国并购市场更有意义的是，国外资本在长期的资本运作实践中形成了较为规范的并购模式，无论是并购的理念、方式、技巧，还是并购中的融资、中介机构的协作，以及并购后的整合技术等等，有许多是值得中国企业界认真学习的。最近几年国内企业并购的很多亮点都与外资并购活动有关。在中国经济逐渐融

入全球经济一体化的过程中，国有企业只有了解、掌握游戏规则，才可能做到“洋为中用”，实现自身的战略目标。

另外，外资并购能够有效地增强东道国国内市场的竞争效应。与国内并购相比，外资并购在并购当时并不会改变市场份额和竞争格局，但它会改变竞争者的身份，这种竞争者身份的改变能有效地增强东道国国内市场的竞争效应，好比“羊群”中混进一匹“狼”，其他的“羊”为了避免被“狼”吃掉，就必须增加奔跑和应变能力，防止被狼吃掉，或者是自己也尽快变成“狼”。

（四）有利于改善国有企业的公司治理

我国国有企业改革在经过扩大企业自主权、利改税、承包制、转换企业经营机制等几个阶段后，选择了公司化改造来解决公司治理中的两个关键问题，即经营者的选择机制和激励约束机制问题。然而，国有企业公司化改革的实践结果不能尽如人意。国有股一股独大、一股独占的股权结构和国有股的“所有者缺位”，导致国有企业出现严重的“内部人控制”问题，经营管理层和职工合谋侵害所有者利益屡见不鲜。改制后，公司的内部治理机构职能不到位，如董事会还不能很好地代表出资者利益；股东大会形同虚设，存在“一言堂”现象；监事会流于形式，不能很好地发挥监督作用等。

当企业的要素所有者发生变化时，企业的产权制度就会发生变化。外资并购国有企业实际上就是外资企业与国有企业间的产权交易，这种交易不仅能带来国有资产的重新组合，而且可以导致企业制度，尤其是国有产权制度的变革。外资企业收购国有股权或整体收购国有资产直接地导致国有企业产权安排的变化。一种结果是外资部分收购国有企业可能通过控股式收购或参股式收购，导致所有权与经营权部分转移。外资股东的介入打破了国内大中型国有企业一股独大的股权结构，有助于彻底根治国有企业政企不分、产权不明的顽疾。另一种结果是外商通过全部股权收购或兼并方式，实现国有企业所有权完全转移，即企业所有者由国家转变为外商。外商可以根据我国《外商投资产业指导目录》中鼓励和支持的投资方向，整体买断中小国有企业的全部资产，组成外商独资企业，从而使所有权由国家全部转移到外商手中。外资股东的介入可以有效解决国有企业长期存在的“所有者缺位”问题，降低管理者追求在职消费所带来的高昂代理成本。

外资并购还有利于解决内部人交易问题。在国有企业转让中，存在着暗箱操作、转让价格的非公正性等内部人交易问题。国有资产收购主体的多元化有利于确保国有企业产权交易的公平、公正，让国有企业的管理者与外商共同参与国企产权交易，在产权交易市场上公开竞价，并及时进行信息披露，以防止

国有企业转让价格的暗箱操作。

外资并购国有企业对国有企业公司治理的改进，既包括对股权结构的改善，也包括通过引入经验丰富的外资股东对公司治理水平的提升，还包括在强势外资股东介入公司治理时对原有格局的强迫性改变（更详细的论述参见第七章）。

（五）为中国国有企业改革提供充足的资本

作为发展中国家，我国存在着严重的资本短缺现象，在传统引资方式不再那么具有吸引力的情况下，鼓励外商通过并购方式进入国内市场，是今后相当长一段时间内保持稳定的直接投资的必要手段。外资并购方式可以从以下几个方面为中国企业改革提供充足的资本：

第一，有利于企业的债务剥离。我国现企业中有许多的国有企业，除去关系国计民生的大型企业外，大部分企业需要进行产权变革，在国有企业产权交易的背后是大量的债务需要剥离。我国先后成立的信达、华融、长城和东方四家资产管理公司，从四家国有商业银行接受总额为 1.3 万多亿元人民币的国有企业不良资产。这四家资产管理公司在运作中，将这些不良资产中的一部分打包出售给外国投资者，有利于资金回笼。

第二，在国有经济的战略性重组中，至少有两三万亿元的经营性国有资产从竞争性领域中退出，而国内民营资本尚不足以独自担当并购国有企业的重任。因而，积极、合理、有效地利用外商的雄厚资金，并购一批中小型国有企业，有助于经营性国有资产顺利退出竞争性领域。

第三，通过向外国投资者出售部分国有企业和变现国有企业不良资产，国家作为出售方可以获得大量的资金，并将之投入到关系国计民生的重点企业和行业中，推动这些企业和行业的技术改造和产业升级。

第四，对于外资可以控股、参股的行业，有雄厚资金实力的外资股东加盟后，可以缓解原国有企业资本不足问题，这一点对于长期依赖债务融资的国有企业而言是非常重要的。

总之，外资并购国有企业的积极影响，除了以上几个方面外，还可以加快国有企业的国际化进程，使这些企业分享全球经济一体化带来的好处。外资并购不但提高了国有企业的开放度，而且可以使被并购的国有企业在更大规模、更深的层次上利用跨国公司的企业内、产业内分工体系和全球网络，把我国的低劳动成本等比较优势迅速转化为在全球市场的竞争优势。跨国公司的直接投资还可以带动配套产业和关联产业的发展，加速我国产业集群的发展。随着国有企业资金、技术优势的逐步积累和关联产业的发展，我国经营性国有资产将

逐步实现产业结构的优化、升级，在国际分工链条中占据更高层次，获得更多的经济附加值。

二、外资并购国有企业的负面效应：微观层面

外资并购是一把双刃剑，它对国有企业的影 响除了正面、积极的方面外，必然还有一些负面效应。外资并购给我国有带来的消极作用是具体而又现实的，概括起来主要包括：

（一）外资并购会带来垄断问题

一般来说，水平并购最容易产生反垄断问题，因为外国公司通过并购提高了市场集中度或从事反竞争行为，会削弱我国经济中的有效竞争。然而，如果垂直并购导致竞争对手不能获得供应渠道或提高了进入壁垒，这种垂直并购也会导致垄断行为。

在以下几种情形中，外资并购都会带来垄断问题：在我国市场已经建立子公司的外国公司又并购了一家企业，从而获得了占统治地位或垄断地位的市场份额；进行投资的跨国公司收购了一家以前与之竞争的市场领先企业；外商进行并购的目的是抑制甚至是直接消灭被并购企业，而非发展该企业的竞争潜力；外资在我国进行水平并购以前，对我国市场已经有大规模的出口。

目前，外资企业并购国有企业时往往是以国内各行业的优势企业为目标。在享有减免税收等优惠政策的前提下，外资的子公司依靠先进的技术和规模经营的低成本来占领市场，建立垄断地位，再加上我国法律、法规建设的滞后，因此极易出现全地区、全行业大部分国有企业被外资并购控股的垄断局面。事实上，这种令人担忧的情况已经在某些行业出现了。据不完全统计，在我国轮胎行业最大的 59 家定点轮胎厂的销售 额中，外商控股企业比例达 28 %；电子行业的 100 家大企业中，外资企业占 28 家，其产值约占行业总产值的 1/3；电梯行业中，全国最大的 5 家电梯企业均为奥的斯、三菱、迅达等外国企业控股或合资经营，产品全部用的是外国商标；日本富士、美国柯达和德国爱克发彩卷共占有 82% 的国内市场份额；可口可乐和百事可乐几乎完全占领了中国饮料市场；洗涤化妆品行业中，宝洁、汉高、利华等外国品牌战无不胜，美方控股的宝洁公司将“洁花”等一批原来在中国市场有一定影响力的品牌收购后打入“冷宫”，而美方的“飘柔”、“海飞丝”、“潘婷”等品牌却风靡中国市场；啤酒行业中，全国 80 多家年产 5 万吨以上的啤酒生产企业 75 % 已与外方合资，且大多为外方控股，使用外国品牌。百威、嘉士伯、蓝带等外国品牌在中国啤酒消费市场中名列前茅，1997 年销售额居前 6 位的啤酒全部为外国品牌。

据不完全统计，外资生产的摄像机和传真机几乎垄断了中国市场，其市场占有率分别高达 99 % 和 98 %，移动电话为 80 %，大中小型计算机为 75 %，轿车和电子元件均为 70 %，机床为 63 %，微型计算机为 60 %。

跨国公司追求市场垄断地位，目的就是要获得高额垄断利润，这是由国际资本的逐利性特征所决定的。与国有企业相比，这些国际资本无论是在资本、技术，还是在企业管理水平、市场运作经验上，都处于绝对优势地位。一旦外商通过并购完成了行业控制，就会产生严重的负面影响，例如，通过统一定价等方式损害国内消费者的利益；降低市场效率，扭曲市场结构；冲击民族产业，造成本土经济的“边缘化”等等。柯达公司在 2003 年收购乐凯公司 20 % 股权以后，已经完成了对中国感光材料行业的控制，格林柯尔公司在近两年对中国冰箱行业的大肆并购活动，正重演着感光材料业的历史。

（二）国有品牌遭外方控制和压制

加强对我国企业品牌的控制和压制，是外国直接投资中外商的一个重要动机。无论是并购投资，还是新建投资，在这一点上是一致的。在新建投资中，外资一般都会通过合资方式租用或买断中方品牌，借助中方品牌的影响力迅速树立自己的企业形象，地位稳固后，再逐步用自己的品牌取代中方品牌。而通过并购将一个或几个同行业品牌收归旗下，则会使并购方更为轻松地站稳中国市场。对于外商而言，这种做法较新建投资具有非常明显的优势，不但可以直接消灭竞争对手，提高外商的市场势力，而且能充分利用中方品牌较成熟的营销渠道，推广自己的产品。在以融资解困为目的的并购活动中，中方无论是在主观上还是客观上都在合作中处于劣势，一些外商利用中国企业市场意识和品牌意识的弱点，低价收购中国企业的品牌和专有技术，吞噬排挤中国企业苦心经营多年的民族品牌。它们往往先以资本为诱饵寻求与中方的合作，在合作中买断或租赁中方原有品牌的使用权，然后将之冷冻起来，推出自己的品牌，使国有品牌最终完全退出市场。品牌的逐渐流失实际上是一种无形资产的流失，由此产生的直接后果必然是阻碍国内企业的健康成长。这对于国家的长远发展，对于中国在国际社会中的竞争来说都是损失。

外商对中方品牌的控制有不同的形式。第一种形式是弃用中方品牌。在合资企业中，有一部分中方商标并不进入合资企业，这部分商标无疑是被弃用了。而以有偿转让和许可使用的形式进入合资企业的中方商标，也有相当一部分被外资束之高阁，无法重见天日。外商对中方品牌的第二种控制方式是并购后，中方品牌仍然存在，但受到排挤。有些外资企业在并购后仍然沿用中方品牌，但采取的态度却是大力推广自己的品牌，而对中方品牌在产品开发和广告

宣传上并不扶持，致使许多中方品牌都处于一种自生自灭的尴尬境地。曾经占据我国卫生巾行业半壁江山的“舒尔美”，自从1994被全球最大的纸巾生产商金伯利收购后，销量一路下滑，到2001年销量跌至历史最低点，几乎淡出了人们的视线。类似的现象在三资企业中也较为常见，最为典型的是上海家化的美加净案例。上海家化是一家具有百年历史的化妆品民族企业。美加净作为其主打品牌曾风光无限。中国的第一瓶摩丝，第一瓶二合一洗发香波，第一款混合香水，第一种磨面膏和护手霜均出自该品牌。20世纪90年代初，上海家化将美加净作为无形资产作价出资与美国庄臣公司合资，每年获得1200万元的“品牌补偿费”。然而，合资后的三年中，合资公司不但不给美加净给予扶持，相反利用自己的品牌占领了美加净的原有市场份额。美加净的销售额由合资前的3亿元降到了6000万元。尽管后来中方付出很大代价取回了“美加净”商标，但经过几年的时间，美加净在市场上早已是风光不在了。外商对中方品牌的第三种控制方式是并购后控制销售环节和市场推广。中方品牌没有健全的销售网络的支持，消费者就不能便利消费，没有有力的市场推广，这些品牌就会逐渐被市场淡忘。中国有不少品牌就是被外方以这种方式消灭的。

另外，外商在对中方品牌的控制中还可以获得一些额外好处，如无偿使用中方品牌。品牌是企业的一项无形资产，在一个知名品牌的培育中，企业要投入大量的人力、物力、财力，品牌作价或收取许可使用费是理所应当的。但是，有些企业在与外资的合作中却允许外商无偿使用中方品牌，造成资产流失。

品牌危机的最直接、最严重的后果就是中方企业的品牌流失问题。中国的市场这么大，可较之日本、美国等发达国家，知名品牌却是少之又少。目前，我国虽然已经形成了一些国内著名品牌，如红塔山、海尔等，但无论是品牌的市场价值，还是科技含量，都与国际知名品牌相去甚远。1996年世界权威机构评出的364家国际著名品牌中，没有一个中国品牌。在这样的环境中，我们的品牌还在不断流失，被相关外资品牌所替代，这直接阻碍了国内企业的健康发展，对于国家的长远发展，对于中国在国际社会中的竞争更是一种巨大的损失。

在外资并购中，中方品牌被重组掉，这种资产流失是显性的。而被束之高阁或被刻意打压、故意冷落的中方品牌，还存在一个品牌的贬值问题。品牌身处高速成长的市场中，如逆水行舟，不进则退。如果品牌被闲置，停止发展一个时期，就会变成老产品，无法再跟上市场需求的升级，必将被淘汰，品牌的价值也今非昔比。品牌危机的另一个后果体现在对其他企业的挤出效应上。外资通过并购，利用中方品牌的销售网络，迅速发展自己的产品品牌已成了一种

低成本、高回报的有效策略，这样迅速站立起来的巨人无疑将给国内同行业企业致命的打击，甚至将这些企业挤垮。而且随着并购的大量进行，国内运行已久的供应链将被打破，外方控制的新企业将转向跨国公司母国或跨国公司在国内的配套生产企业，这必然会对原来中方企业的上下游企业造成影响。

（三）造成国有资产流失

尽管从理论上讲，外资并购与国有资产流失并无必然联系，然而，在外资并购的实际操作中，国有资产的流失问题确实非常严重。从并购交易的程序看，发生在外资并购交易时的国有资产流失，主要方式不外乎有两种，即外方要么刻意低估或漏评中方资产，要么故意高估外方资产价值。由于某些地方政府官员和国有企业领导者求资心切，在引进外商投资时企业资产不经评估，即按账面净值作价进行合资入股或出售，致使中方资产比例下降，国有产权益遭受损害。据统计，1992年全国8550家国有企业与外商合资合作，其中5000多家出资的675亿元账面资本没有经过评估，按有关部门计算得出的45.2%的增值率计算，国有资产就白白流失掉305亿元（潘爱玲，2001）。如果加上由于中方商标、经营权、生产许可证等无形资产低估所导致的国有资产流失，这一数字会更大。在并购交易时，如果外商不是以现金出资，而是以机器设备为股本实施并购，外商就会利用中国企业急于引进先进技术设备，享受某些优惠政策的心理，以及对国际市场行情和技术标准上的知识缺陷，在引进设备上大做文章，进口的设备以次充好、以劣充优、以旧充新，大部分外方资产没有经过商检部门检验，致使外方资产价值高估问题十分严重，国有企业蒙受巨大损失。

外资并购中国有资产流失的另一个渠道是中方对出售资产收入管理不善。目前，我国有相当部分的并购是在外商与现有的外商投资企业之间进行的，并购的方式多采用转让方式。中方在向外方转股后必须及时足额收汇，防止国内资产流失，维护中外双方权利。然而，在一些案例中，外商并购或中方向外方转股过程中外商却是以人民币资金收购的，而外方又不能提供外汇管理部门出具的人民币来源证明。中方在资产出售收入管理上的漏洞给外方投机提供了可乘之机。

外资并购中造成国有资产流失的原因有很多，其中一个主要的原因是政企不分背景下必然出现的地方政府的不规范行为。20世纪最后10年，国家财政对企业已无利可让，同时中央银行实行从紧的货币政策，使得地方政府和企业的筹资途径变得狭窄。在缓解财政压力和追求以吸引外资多少为政绩好坏的内在动机驱使下，一些地方政府寄希望于外资并购，既能将其实际控制的国有资

产存量变现，为地方政府筹措资金，又能搞活企业，发展地方经济。所以，不少地方政府在引进外资过程中急于求成，一味降低条件，不计成本，过于强调不求所有，但求所在，盲目增加优惠力度。一些地区或行业则干脆以行政命令或政策行文的方式，规定时间，规定范围，“以点带面”式地统一推开。这种行政式的并购很容易形成一个外资主导的国有资产买方市场，由此有可能引发一系列不良后果，造成中方权益受损，甚至导致国有资产流失。更为可怕的是，在外资并购交易中，由于地方政府和部门的一些主管官员掌握着一定的决定权，因此，“权力寻租”在某些企业中不可避免。例如某些官员故意降低转让价格，暗地收取回扣；优先转让给和自己有关系的亲属、朋友；接受转让企业赠送的“干股”等。

并购中造成国有资产流失的另一个原因是资产评估方法不科学，主要表现在评估不按市场规律进行，不少是按账面净值而不是按重置价值或其他市场通行方法评估的价值出售，经常对中方资产不按规定进行评估，低估甚至不估算中方资产；只评估有形资产或对有形资产估价过低；忽视对企业长期经营的品牌、信誉、商标、技术诀窍、老字号商号，以及专营权、生产许可证、优惠的融资条件等无形资产的评估。当中方以土地作价投资时，没有办理土地使用权的出让手续，也不交纳出让金，仅收取少量土地使用费，使大量无偿划拨的土地低价进入地产市场，造成国家土地资源和土地应有效益严重流失，冲击本国脆弱的地产市场，南昌化工原料厂与美国 PPG 公司的合资就是很好的例子。中方拥有的 2.6 万平方米土地使用权仅以全年 77 745 元的固定租金（连中方支付征地费的年利息都不够）无限期出租给合资公司使用，致使国有资产的权益受到严重损害。

另外，在并购后的外商投资企业中，由于中方对国际市场缺乏了解，许多外商控股企业的流通环节，即设备、原材料的进口和产成品的销售均操纵在外商手中，外商通过对进口设备、原材料价格的高估和出口半成品、产成品价格的低估，使企业应上缴国家的税收、中方应分得的利润转移到外商手中，致使中方权益受损。外商通过内部市场利用转移价格这种隐蔽性较强的方式提高成本，降低利润，造成国有资产的间接流失。

（四）增加就业压力

近年来，外资并购国有企业主要着眼点在于中国市场的开拓，而不再是从前所看重的劳动力成本低廉的优势，因而外商投资企业多为资本密集型或技术密集型企业。同时，外资并购国有企业时，通常是选择其精华，只收购企业的主体部分和核心部分，破旧设备和毫无用处的配套设备则扔给中方处理。外方

在对原国有企业员工的留用上也是如此，只留用优秀的技术人员、操作工人和经营管理人员，而对原企业的债务、离退休人员以及富余人员的安排一概不管，把包袱留给政府和原企业，而拒绝对这部分中方职工提供保障和作出承诺。由于我国没有相关法律规定，这部分富余人员和离退休职工的社会保障问题最终只能由政府解决，增加了政府负担。

外资并购中带来的失业，一方面是由产业结构升级带来的，具有一定的经济合理性；另一方面，鉴于并购投资与新建投资方式在增加就业方面的区别以及我国目前的就业形势，外资并购带来的失业问题不容忽视。如果在引进外资中，过多追求技术含量，则有可能增加失业人数，给社会稳定埋下隐患。因而，在一段时期内，各级政府必须在技术进步、产业结构优化与解决就业之间进行权衡。

本章总结

本章首先分析我国外资并购的历史；其次分析外资对我国上市公司的并购情况及其特点；接下来分析外资并购我国企业的主要方式；然后对外资并购的水平进行分析，并作国际比较；最后分析了外资并购对中国经济的作用。

思考题

1. 目前外资并购中国企业主要有哪些方式？
2. 中国目前的外资并购达到什么样的规模？与一般跨国并购相比有哪些特点？
3. 怎样认识外资并购中国企业的作用？

第二章

外资并购中国金融企业案例（上）

本章概要

金融业是国民经济中的重要行业，在发达市场经济国家也是竞争比较充分的行业，在经济全球化时代还是开放程度较高的行业。我国金融业的对外开放起始于 20 世纪 90 年代，在进入 21 世纪以后有了飞速的发展，外资并购我国金融机构的案例也不断涌现，致使国内出现了为国家的金融安全忧虑的呼声。究竟外资对我国金融业的并购发展到什么水平，我国的金融安全是否受到了外资的威胁等就成为必须探讨的问题。

学习目标

1. 了解高盛投资入股中国工商银行的过程。
 2. 了解花旗投资收购广发银行的过程。
 3. 了解美国新桥集团收购深发展的过程。
 4. 了解德意志银行收购华夏银行的过程。
-

第一节 高盛投资入股中国工商银行

2006 年 4 月，以高盛公司牵头的国际投资集团包括高盛投资、德国安联（Allianz AG）和美国运通（American Express Co）三家金融机构，分别认购工行 A 股发行和 H 股发行前已发行股份的 5.7506%、2.2452% 和 0.4454%，

并成为该行的境外战略合作伙伴。

一、并购双方简介

（一）中国工商银行

中国工商银行（Industrial and Commercial Bank of China，简称 ICBC）成立于 1984 年 1 月 1 日，总部设在北京，是中国内地规模最大的银行。该行是在中国人民银行专门行使中央银行职能的同时，从中国人民银行分离出的专业银行。2003 年英国《银行家》杂志按一级资本排序，中国工商银行名列全球 1 000 家大银行的第 16 位，连续五次入围美国《财富》全球 500 强，并被美国《远东经济评论》评为中国高质量产品（服务）十强。作为中国规模最大的商业银行。2005 年年末总资产 6 457 239 000 000 元人民币。

中国工商银行拥有 1.8 万个机构网点和 36 万名员工，自助银行 1 610 家，ATM 机 19 026 部。截至 2005 年年末，中国工商银行各项存款余额 5 736 866 000 000 元，各项贷款余额 3 289 553 000 000 元人民币，2005 年全年净利润达 37 405 000 000 元。截至 2006 年 6 月 30 日，工商银行拥有个人账户超过 1.5 亿，公司账户超过 250 万。2006 年 6 月 30 日不良贷款比率为 4.10%。工商银行的各项指标均符合巴塞尔协议的要求。

中国工商银行 2005 年年末个人消费贷款余额 64 309 000 000 元，个人住房贷款余额人民币 447 302 000 000 元，2005 年年底累计票据贴现余额 392 717 000 000 元。中国工商银行还是国内领先的资产托管银行，托管总资产 2 829 亿元。

2006 年 10 月 27 日，中国工商银行在上海证券交易所和香港交易所首次公开发行股票，融资额高达 219 亿美元，为全球最大的 IPO。工行上市后，成为上交所市值最大的股份公司，港交所第三大的股份公司，仅次于汇丰控股和中国移动。

（二）高盛投资团

高盛公司牵头的国际投资集团包括高盛投资、德国安联（Allianz AG）和美国运通（American Express Co）三家金融机构。

1. 高盛集团（Goldman Sachs）是全球领先的投资银行、证券和投资管理公司，向全球的大企业、金融机构、政府与私人客户提供高端金融服务，成立于 1869 年，总部设在纽约，在伦敦、法兰克福、东京、香港以及世界其他主要金融中心设有分支机构。

2. 德国安联 (Allianz AG) 是欧洲最大的保险集团, 于 1890 年始创于德国柏林, 总部设于慕尼黑, 是全球 300 多家分支机构的主要股东。通过广泛的国际客户服务网络, 为世界 500 家最大公司中的近百家公司提供保险服务, 其中包括 IBM 和可口可乐公司。目前在全世界 70 多个国家和地区拥有超过 162 000 名雇员, 向全球超过 6 000 万名顾客提供财产险、意外伤害险、寿险、健康险、资产管理及银行服务在内的综合服务。2004 年年底, 安联集团管理资产超过 1 万亿欧元。

3. 美国运通 (American Express Co) 公司创建于 1850 年, 是集旅行、金融和网络服务为一身的多元化公司, 在签账卡、信用卡、旅行支票、旅游服务及商业服务等领域保持世界领先地位。公司总部设于纽约, 主要通过其三大分支机构营运: 美国运通旅游有关服务, 美国运通财务顾问及美国运通银行。1996 年以来, 美国运通公司积极推行向全世界第三方发卡机构开放商户网络及银行卡产品组合的战略。2004 年 12 月, 美国运通和工商银行发行了牡丹运通卡。

二、并购背景与动机

从 1996 年亚洲开发银行首次入中国股光大银行开始, 外资入股中资银行已历经 10 多个年头, 尤其是在中国加入 WTO 后, 中国金融市场逐步向外资开放, 外资入股中资银行已屡见不鲜。国际金融巨头通过并购中国上市银行进入中国金融市场已成为常用的方式。

从长期看, 高盛投资看好中国市场的发展潜力和投资环境, 以及在 WTO 的保护过渡期外资通过入股中资银行可以规避法规对外资银行网点和业务领域的限制, 同时可以利用中资银行积累的客户资源, 通过入股, 从地域、业务范围和客户群三个维度更广泛地深入中国市场。因为中国工商银行具备了吸引国际金融巨头投资的多种优势。其最大优势在于其拥有最庞大的营业网点和客户群、中国最强大的金融服务平台。工行的总资产和存贷款在全国名列第一, IT 技术与电子银行系统业内领先。这些资源使得工行在风险管理、业务开发、财务管理、营运决策等方面具有更为强大的竞争优势。在个人金融业务领域工行也具有明显优势, 构筑了以个人结算、银行卡业务、个人理财类产品为主的个人中间业务体系, 并拥有最大的理财客户规模和银行卡客户群。2005 年年底, 工行加权风险资产/总资产比重仅为 48.82%, 在国内银行中最低。这有利于其降低资本消耗, 维持较高的资本充足率, 实现较高增速的可持续增长。

从短期看, 高盛投资集团入股工行就是借助工行在本土的优势占领庞大的中国金融市场。由于内地银行在香港上市产生十分诱人的上市承销费用, 如建

行的上市承销费用高达 1.75 亿美元，中行高达 1.4 亿美元。同时上市银行战略投资者位置往往与承销商资格是绑在一起的，因此，国外金融机构拿到了前者的门票就同时获得了参与分割丰厚承销利润的机会。

三、并购过程

2005 年年初高盛直接投资部成立了“高盛资本伙伴第五基金”，募集资金总额为 85 亿美元，其中高盛自身投资超过 25 亿美元，该基金专门用于产权投资，寻求长期资本增值。高盛直接投资部此前曾投资过中国的平安保险、中国网通、中芯国际、分众传媒等。

工商银行自 2005 年 4 月份获得国务院的批准以后，其股份制改造一直在紧锣密鼓地进行。7 月已经初步完成财务重组的中国工商银行吸引着多家境外战略投资者。高盛集团本考虑在中国工商银行海外上市前，收购工行价值逾 10 亿美元的股份。同时对工行抛出“绣球”的还有德国安联保险集团、美国运通集团等。工行本身也积极同多家潜在的战略投资者进行接触和谈判。

2005 年 8 月，中国工商银行将战略投资者初步锁定为高盛集团和德国安联保险集团，谈判进入关键阶段，双方高层就入股价格、持股比例等问题进行了深入谈判，入股价格是最大的分歧。当时高盛和安联认为将斥资约 35 亿美元买入工行 10% 的股份。“这基本是双方的中间价。”同年 8 月下旬双方签订了谅解备忘录，高盛投资集团出价 37.8 亿美元购买工行约 10% 的股权。其中高盛集团及其私人资本运营基金将投资 25.8 亿美元收购 7% 的股份，安联集团将出资 10 亿美元收购 2.5% 的股份，美国运通公司也将出资 2 亿美元收购 0.5% 的股份。

2005 年 10 月 28 日，中国工商银行正式整体改制为中国工商银行股份有限公司，注册资本为 2 480 亿元，IPO 之后中央汇金公司和财政部分别持有 35.32% 的股权。2006 年 1 月 27 日，工行与境外战略投资签署战略投资与合作协议，根据协议，高盛投资团将出资 37.8 亿美元入股工行，该笔交易将通过购买工行新发行的股份完成，高盛投资团也将由此获得派驻一名董事进入工行董事会的权利。同时，双方还签署了全面合作协议。

与原定的计划有所不同，上述三家金融机构收购工商银行的股份比例有所降低，从原来的 10%，下降为 8.89%。导致出现这一变化的原因是，经过重新估值后的工商银行账面资产有所增加，每股所代表的资产价值也随之增多。经过几轮协商，上述三家金融机构终于愿意接受以 1.22 倍的溢价购买这部分股票。2006 年 3 月中旬，该协议获得中国银行业监督管理委员会的批准。

四、并购分析

(一) 吸引外资重在完善公司治理和促进企业发展

根据双方协议签署的协议内容,此次不同于入股中国银行的苏格兰皇家银行银团模式。它不是单纯的财团投资,而是三家集团采取分别投资同时以投资团名义派驻一名董事进入工行董事会的模式。这为完善公司治理结构,开展深层次的战略合作奠定了基础。从工行方面看,国有商业银行改革的核心是公司治理机制的完善和增长模式的转换。境外战略投资者入股工商银行,不仅可以增强工商银行的资本实力,改善资本结构,优化公司治理结构,更重要的意义在于随着双方战略合作项目的顺利实施,有助于促进管理模式和经营理念与国际先进银行接轨,从而提升工商银行的核心竞争力和综合实力。因为根据合作协议,各战略投资者承诺都将与工行在相关业务和管理领域展开合作。其中,高盛集团将协助工行搭建规范的公司治理结构,完善风险管理与内部控制体系,提高工行在资产管理、不良资产处置等领域的金融创新和产品开发能力。安联集团将重点与工行在银行保险业务领域开展合作,运通公司将继续深化与工行在联合发行信用卡方面的业务合作。

(二) 外资入股工行对工行未来发展的影响

首先,合作伙伴不会和工行的主营业务产生竞争和利益冲突。中国对外资银行全面开放后,境外大型商业银行在中国都有自身独立的发展计划,会与工行产生同业竞争问题。即使设置一些技术性防范措施也很难完全避免冲突。工商银行没有把业务上类似的国际大型商业银行作为战略合作伙伴是明智的。而且从国际经验看,两家大型商业银行结盟并产生良好效应的例子尚不多见。

其次,工行引入的三家战略投资者对商业银行的经营管理非常熟悉。德国安联集团同时控股德国大型商业银行德累斯顿银行,美国运通公司不仅是旅行、金融和网络服务公司,属下还有运通银行。工行近年来一直在进行经营模式和增长方式的转型,通过借鉴国外先进金融机构的经验,可以使工行的转型成本更低,转型过程更顺利。

第三,工行在引资时注重了智力的引进。工行之所以选择高盛这样一家全球领先的投资银行作为合作伙伴,主要考虑了他们拥有强大的研究机构。高盛对全球商业银行的管理有着丰富的经验,可以把工行和全球的上市银行放在同一个标准上来比较,进而帮我们坦诚地提出问题,并提出如何改进的

建议。从这个角度说，像高盛这样的战略投资者对工行的帮助会更加直接。此外，工行还可以直接得到他们在风险管理、资产管理和公司治理等方面的经验。

第二节 花旗投资收购广发银行

2006年11月，历时将近两年的广东发展银行重组终于有了结果，美国花旗集团牵头组织的团队在竞购中胜出。花旗集团与IBM信贷、中国人寿、国家电网、中信信托等国内外企业组成的投资者团队出资242.67亿元人民币，认购重组后的广发行85.5888%的股份。这是外资参股中国商业银行的又一重要案例。

一、并购双方简介

(一) 花旗投资集团

1. 花旗集团。花旗集团(Citigroup)是当今世界资产规模最大、利润最多、全球连锁性最高、业务门类最齐全的金融服务集团。它由花旗公司与旅行者集团于1998年合并而成，合并后的花旗集团总资产达7000亿美元，净收入为500亿美元，在100个国家有1亿客户，拥有6000万张信用卡的消费客户，从而成为世界上规模最大的全能金融集团之一。它还是美国第一家集商业银行、投资银行、保险、共同基金、证券交易等诸多金融服务业务于一身的金融集团。花旗集团作为全球卓越的金融服务公司，在全球100多个国家约为2亿客户服务，包括个人、机构、企业和政府部门，提供广泛的金融产品服务，从消费银行服务及信贷、企业和投资银行服务，到经纪、保险和资产管理。现汇集在花旗集团下的主要有花旗银行、旅行者人寿和养老保险、美邦、Citi-financial、Banamex和Primerica。

2007年英国《银行家》杂志对世界前1000家银行2002年各项指标排名中，花旗集团以一级资本590亿、总资产10970亿、利润152.8亿美元三项排名第一，盈利水平占1000家大银行总盈利2524亿美元的6.1%。根据花旗集团最新年报显示，花旗集团2003年一级资本已达669亿美元、总资产12640亿美元、利润178.5亿美元，比上年又分别增长了13.4%、15.2%和16.8%。

2. IBM 信贷。IBM 信贷是 IBM 公司旗下专为计算机、软件销售及服务提供金融支持的全资子公司（即为 IBM 的客户提供贷款服务），受花旗力邀，在签署协议前一个月火线入队。

3. 中国人寿。中国人寿保险（集团）公司是国家大型金融保险企业，总部设在北京。公司的前身是成立于 1949 年的中国人民保险公司和 1996 年分设的中保人寿保险有限公司以及 1999 年成立的中国人寿保险公司。2003 年由原中国人寿保险公司进行重组改制，变更为中国人寿保险（集团）公司。集团公司下设中国人寿保险股份有限公司、中国人寿资产管理有限公司、中国人寿保险（海外）股份有限公司、国寿投资管理公司以及保险职业学院、成都保险学校等多家公司和机构，注册资本人民币 27 亿元。其业务除了通过所属公司经营发展寿险及相关的资产管理等主营业务，并直接管理一部分存续业务和资产外，重点是进行资本运作，不断拓展新的业务，成为一家拥有保险业、金融服务业和保险关联产业等三大产业集群，具有国际竞争力的综合性多元化大型现代保险与金融服务集团。

4. 国家电网公司。国家电网公司成立于 2002 年 12 月 29 日，以建设运营电网为核心业务，承担着为经济社会发展提供坚强电力保障的基本使命。2006 年公司售电量 1.71 万亿千瓦时，主营业务收入 8 529 亿元，资产总额 12 141 亿元，资产负债率 60.43%。2005 年主营业务收入位居《财富》杂志 2006 年全球 500 强企业第 32 名。

5. 中信信托投资投资有限公司。中信信托投资有限责任公司（CITIC Trust & Investment Co., Ltd.）（简称“中信信托”）是经中国人民银行批准成立的全国性非银行金融机构。其前身是中信兴业信托投资公司，是中国中信集团公司（原中国国际信托投资公司，简称“中信公司”）的全资子公司，成立于 1988 年 3 月 5 日。中信公司是新中国创办的第一个信托投资公司，第一个在海外发行债券的公司，金融业务是其主体业务，注册资本金为人民币 50 773 万元，其中外汇 2 300 万美元，注册地为北京市。

（二）广东发展银行

广东发展银行是经国务院和中国人民银行批准组建、于 1988 年 9 月成立的股份制商业银行，总部设在中国广州，其分支机构遍布广东省内以及北京、上海、大连、郑州、南京、杭州、昆明、沈阳、广州、深圳、澳门、珠海、沈阳、大庆等全国主要城市和经济发达地区。全国拥有 600 多个营业网点，并与境外各大金融中心的 600 多家银行建立了代理行关系，成为全国性的商业银行。

广东发展银行有发起股东 55 家，多来自省内各商业银行、各级财政和大型企业集团。至 2003 年年底，广发行省外贷款余额以 50.12% 的比例超过省内贷款余额。截至 2004 年年底，广发行在全国各地设有 26 家分行、480 多家营业网点，总资产达 3 445 亿元，各项存款余额 3 005 亿元，各项贷款余额 2 157 亿元。

二、并购背景与动机

一方面是花旗急于在中国寻求合作伙伴。作为花旗而言，在全世界范围内威名显赫，无论在美国本土还是世界其他国家，商业银行业务和投资银行业务都开展得非常出色。但唯独在中国这个世界上最具潜力的金融市场，花旗迟迟没有进入。即使是和浦发合作推出的信用卡也没有获得金融产品市场普遍的认可。而且在当今的中国金融市场上，能够与外资银行参股合作的大中型商业已所剩无几。花旗需要全力争取在广东发展银行的入股与合作。而中国金融市场的容量以及它对于金融业发展的期望适合发展英美模式，这对花旗而言也是求之不得的。

另一方面广发银行也需要花旗等战略投资者的加盟以求发展。广发银行从成立之初的多级法人体制所衍生的治理结构缺失，导致向地方政府过多发放贷款并形成大量不良资产，面对居高不下的不良资产，虽然股份制以后引入多产权主体，却仍不能幸免地方行政力量的干预，常常成为股权投资者的抽血机。在依靠内力无法完成商业银行的市场化改制的条件下，尽快找到国际战略投资者促成其加大改革的力度成为必然。近年来，广发行核心资本充足率不到 3%，而不良资产率却接近 20%。中国国际金融公司的银行业分析员范艳瑾估算，要使广发行在重组后实现核心资本充足率达到 6%，不良贷款比例低于 5% 的目标，资金缺口在 500 亿元左右。这些困难的解决和竞争力的提高都需要借助外资的资金实力和运作模式去实现。

三、并购过程

从 2005 年 5 月开始，广发行聘请了多家国际知名的中介机构，正式启动了重组引资工作。先后有 40 多家国内外潜在投资者表达了强烈的兴趣和投资意向，广发行择优邀请 20 多家潜在投资者要约认购广发行股份。

2005 年 11 月 10 日，在招标的最后时限，花旗集团、新加坡星展银行、荷兰银行、法国兴业银行以及国内的平安保险和人民日报社事业发展局旗下的华闻集团递交了竞标书。经过多轮谈判和慎重筛选，由花旗集团牵头组织的投资者团队、法国兴业银行团队和平安保险团队进入最后竞争阶段。

2005年12月28日,三个投资者团队向广发行递交了最终报价。在三家竞标团的出价中,花旗团队出价241亿元,法国兴业银行团队出价235.45亿元,平安保险团队出价226.1亿元,分别相当于对应净资产的2.27倍、2.22倍和2.13倍。经过对3家投资团队的综合分析,按照报价高低,选出花旗团队为签约性谈判的主选团队,第一备选团队为法国兴业银行团队,第二备选团队为平安保险团队。

虽然三家投资团队的先后顺序已经确定,但新的问题接踵而来。按照银监会《境外金融机构投资入股中资机构管理办法》的规定,单一外资股东持有国内商业银行的股份不得超过20%,且所有外资股东持有的该内资商业银行股权比例合计不得超过25%。但如果批准花旗入股广发行,显然要突破这个法律规定,即使批准法国兴业银行,也要突破这个规定的限制。而中国政府方面表示,商业银行改革的过程中必须坚持两条原则:第一,国家绝对控股,保持对经济命脉的控制权,防范金融风险;第二,加强对改革全过程的管理,完善内控机制和监管体系,防止国有资产流失。这显示短期内有关外资入股中资银行的规定不会改变。

2006年8月31日,三家竞标团队递交了最终要约。广发行及其聘请的中介机构在对三个团队各方面的条件进行了比较、分析后,最终选择了花旗集团牵头组织的投资者团队进入最后的排他性谈判。2006年11月17日,广东发展银行正式与以花旗集团为首的投资者团队签署协议。根据协议,花旗、国寿、国家电网分别拟持股20%,将成为重组后广发行的并列第一大股东;中信信托获12.8488%、普华投资获8%、IBM信贷获4.74%。其中花旗获20%股权,这也是中国目前已有法规规定的上限。

2006年12月18日,花旗团队的认购款和政府的支持款项已全部进入广发行账户,双方正式完成资金交割。不过,在当天资金交割的最后一刻,花旗团队将其拟持有8%的股权转让给中信信托。至此,历经16个月的努力,美国花旗集团正式在广发股权竞逐中胜出,花旗得以借助广发银行全国性的服务网络迅速进入中国银行业务市场。

四、并购分析

(一) 双赢是并购成功的基础

银行并购成功的基础在于并购双方能够通过并购实现双赢。花旗从此次竞购广发银行股权中胜出,取得了中国全国性的商业银行相对控股权,取得了进入中国全国市场零售银行业务的直接通道。这对花旗方是“赢”。而对

广东发展银行而言，也获得了摆脱困境和争取持续发展的成果，实现了“赢”。由于市场原因和政策原因，广发行历年来积淀了上百亿不良资产包袱，导致广发行资本充足率及核心资本充足率严重不足等，严重制约了企业的发展。此次并购完成后，广发行不仅引入了资金，也引入了花旗集团、IBM 信贷等世界一流的国外企业，以及中国人寿保险有限公司、国家电网等实力强劲的内地企业，这将对广发行公司治理水平、经营管理能力的提高产生积极的推动作用。

（二）并购过程的市场化操作和并购方案灵活多样

广发行重组涉及广东省政府、中小股东、央行、银监会等多方利益，正是在这微妙的利益博弈与利益制衡之下，广发行重组从一开始就能够以尽量市场化的方式而推行。突出特点是在不剥离不良资产的情况下，将持股比例、控股权、管理权等向投资者敞开，公开竞价，战略投资者可以组合不同的附加条件提出方案。

（三）此次并购外资银行首获中国商业银行的管理权

在引进投资者以前，有关部门确定了重组广发行的原则：由政府和新老投资者共同弥补广发行累计亏损，通过引入新的投资者，使广发行净资产由负数达到 125 亿元，核心资本充足率不低于 6%，不良贷款率不高于 5%，不良资产率不高于 4%。在确定了重组广发行的目标后，有关部门决定，拿出广发行重组后 125 亿元净资产的 85% 进行招标，而且广发行明确提出外方可以拥有管理权，提名董事长和行长，当然任职资格尚需要银监会批准。在中国金融业发展史上，广发行是首家向外资银行买家出售多数股权的中国商业银行。收购成功后花旗成为第一家带领共同投资者团队，取得一家中国金融机构的主要控股权并且担当重要管理角色的国际金融服务机构。

（四）并购在资本运作方面有新尝试

首先在不良资产处置方面，由于老股东和政府不能足额负担历年累计的亏损，新投资者将史无前例地直接出资弥补历史亏损，即“老股东出小钱，政府和新股东出大钱”，另外，由于新股东可能拥有控股权和管理权，广发行此次还别出心裁地制定了小股东保护措施。该行提请股东表决通过，由现有的第 8 大股东香江集团作为股东代表，参与最后的重组和引资工作，并最终与新的战略投资者签署一份股东协议，该协议主要用于监督投资者认股出资、技术引进、商标使用等。

第三节 美国新桥集团收购深发展

2004年5月31日,美国新桥投资集团作为战略投资者正式进入深发展,并持有17.8%的股份,成为深发展最大的股东。此次并购是中国证券历史上第一起外资并购上市银行的事件,对中国银行业的发展具有深远的影响。

一、并购双方简介

(一) 美国新桥投资集团

新桥集团于1994年由德克萨斯太平洋集团和美国布兰投资公司(Blum Capital Partners)创建,注册地在美国德拉维尔(Delaware)。新桥集团是亚洲最大的私人股权投资机构之一,管理的资金达17亿美元,主要股东为GE投资财团、世界银行、大都会保险和新加坡投资基金等。新桥集团在香港、旧金山、上海、东京、首尔、孟买和墨尔本设有办事处,业务是向那些具有长期可持续发展优势的公司提供所需要的资本。新桥投资自创立以来已投资多个行业,包括餐饮业、半导体封装及测试、港口服务、酒店和物业管理、钢铁、银行、软件开发/集成、电信/通讯、医药和金融服务。从1997年亚洲金融危机至今,新桥先后控股或参股的企业包括:印尼半导体企业Advanced Interconnect Technologies、韩国第二大宽带因特网及固线运营商Hanaro Telecom、日本电信、印度制药企业Matrix Laboratories Limited、中太数据、亚洲环球电讯(AGC)、香港嘉里建设公司等。在中国新桥控股或参股的企业有:深发展、联想、G广汇和香港电盈以及台新银行。

(二) 深圳发展银行

深圳发展银行成立于1987年12月28日,是中国首个向社会公众公开发行的商业银行。如今已由最初的6家农村信用社,成长为在18个经济中心城市拥有230多家分支机构的全国性股份制商业银行,在深圳、北京、上海、天津、重庆、广州、珠海、佛山设立了分支机构。近年来深圳发展银行在公司业务和零售业务发展的基础上,配合网上银行体系、自助银行体系以及95501呼叫中心体系,逐步搭建起了跨越时空的金融产品服务网络。1988年,

深圳发展银行的人民币普通股票在深圳证券公司首家挂牌公开上市。2003年年末，深圳发展银行总股本已由开业初期的1 000万元增长到19.46亿元，总资产达1 928.51亿元，股东权益总计达39.65亿元。

二、并购动机

深发展之所以引进新桥投资主要出于以下考虑：首先，外资银行若入股中国银行，目标往往是要把国内的银行变成自己的分行，但对深发展来说，这是不能接受的。其次，外资银行存在着在亚洲区转移坏账的问题。在外资银行看来，中国市场容量大，容易将在其他市场容量小的国家的坏账转移过来，而且还可以避税。因而不倾向于引入国际大银行。第三，深发展作为上市银行尽管被中国投资者视为银行业的龙头，但外资银行却并不看好，认为其在管理水准、经营特色和内控机制等方面都存在诸多问题，并购的整体风险偏高。而新桥投资属风险投资公司，对投资风险有充分承受能力，且有收购银行的经验，他们收购过美国储蓄银行、韩国第一银行，而且比较成功。而且，新桥投资的合伙人及专业人士，大多具有金融背景。另外一点就是新桥投资的高层管理人员中，部分人对中国的情况相对比较了解。

三、并购过程

2002年年初，深圳市政府发出了深发展引进外资股东的信号，并开始和一些外资机构接触。新桥与深圳市政府关于收购深发展的谈判也就此拉开序幕。2002年9月27日，深发展公告经政府有关部门批准，同意美国新桥投资集团公司作为国外战略投资者进入深发展。其后，深发展成立了全部由新桥投资专家组成的收购过渡期管理委员会，进行全方位的尽职调查。

2004年5月29日，四家股东——深圳市投资管理公司、深圳国际信托投资有限公司、深圳市城市建设开发（集团）有限公司和深圳市劳动和社会保障局与美国新桥投资集团签署了《股份转让协议》，美国新桥投资集团向深圳市投资管理公司收购其持有的“深发展”125 390 017股国家股和6 315 668股法人股，合计131 705 685股，收购价款为人民币467 028 359元；向深圳国际信托投资有限责任公司收购其持有的“深发展”112 301 783股法人股，收购价款为人民币398 222 123元；向深圳市城市建设开发（集团）公司收购其持有的“深发展”25 757 220股法人股，收购价款为人民币91 335 102元；向深圳市劳动和社会保障局收购其持有的“深发展”78 338 617股法人股，收购价款为人民币278 885 477元；上述股权收购价款合计为人民币1 235 471 061元，该等价款将以可自由兑换的货币支付。收购完成后，美国新桥投资集团将持有

“深发展” 348 103 305 股普通股，约占本公司总股本的 17.89%，从而成为第一大股东。

2004 年 12 月 13 日，深发展选举产生了由新桥主导的新一届董事会，14 日，新董事会产生了深发展的新的董事长和行长，新桥投资的蓝德彰和韦杰夫分别担任以上职务，2004 年 11 月 25 日，深圳市投资控股有限公司、深圳国际信托投资有限责任公司、深圳市城市建设开发（集团）公司和深圳市劳动和社会保障局，已与新桥签署《股份转让协议第一修订本》，对于四家股东与新桥于 2004 年 5 月 29 日签署的《股份转让协议》项下的交割期限进行了延期，至此将近两年的并购纷争宣布结束。

四、并购分析

（一）新桥是首家外资控股中国银行的境外金融机构

在股权转让比例方面，刷新了中资银行转让单个境外金融机构股权的新高。根据 2003 年 12 月 31 日开始施行的《境外金融机构投资人股中资金融机构管理办法》，境外金融机构向中资金融机构的入股比例有明确限制：单个外资参股中资金融机构的入股比例上限为 20%。此次 17.89% 的被转让股权数量，刷新了迄今为止中资银行股权对单个境外金融机构转让的新高，此前新桥投资刚刚入股民生银行的比例为 4.82%，而花旗银行参股浦发银行的比例也仅为 4.62%。即使是上海银行、南京市商业银行和西安市商业银行等城市商业银行，单个外资持股比例也均未超过 15%。尤为突出的是，此次在四家国有股东转让之后，新桥投资已经成为深发展的第一大股东，这是中国首个外资控股中资银行的案例。

（二）政府的推动是并购成功的重要因素

近年来，地方政府开始积极推动国有资本战略性退出，业务领域逐渐从竞争性行业有条件地扩展到非竞争的垄断性行业，这需要有相应的合格投资者承接巨大的国有资本存量。政府在国有资本退出过程中偏爱国际性战略资本，一方面有引进外资的考虑，而更深层次意义上则表明政府也认识到国内民营资本尚且薄弱，仍无法承接国有资本战略性退出巨大的存量资产。而目前我国产业的基本格局是垄断性的领域是国有大型企业最集中的领域。对外开放进程中，在必要的产业限制和股权限制条件下通过跨国公司并购进入降低垄断程度，不仅会提高我国产品市场的竞争程度，而且会增强企业市场竞争力和提高国内行业的成熟度，并且政府在审批环节上的重重把关，也决定了外资并购的质量。

因此新桥投资能够顺利入主深发展，深圳政府起到了助推的作用。而2004年1月18日，中国证监会向深发展出具的《关于要求深圳发展银行股份有限公司限期整改的通知》则起了助燃剂的作用。本次并购中，深发展的国有大股东虽然付出了17.89%的股权，但也成功实现了国有股权的变现，总共获得了12.34亿元，超出深发展净资产近5亿元。因此本次国有股本的退出，一方面国有资本获利丰厚，另一方面也实现了深圳市政府引入外国资本推动深发展的目标。

（三）对中国金融业引入外资的借鉴意义

美国新桥收购深发展的案例为国内其他股份制银行、城市商业银行引入境外金融机构投资入股提供了成功的案例。此次收购深发展的主角新桥投资，是一家战略金融投资机构，公司主要股东是世界银行、通用电气、美国加州退休基金和新加坡政府投资公司等机构。在1999年9月，新桥投资曾收购当时濒临破产的韩国第八大银行韩一银行51%的股权，成为韩国向外国出售大型商业银行的首例。

第四节 德意志银行收购华夏银行

2005年10月31日晚，华夏银行和德意志银行在北京中国大饭店举行股权转让与技术合作仪式，德意志银行收购华夏银行共416 000 000股股份，占华夏银行已发行股本的9.9%。这成为外资并购中资商业银行的又一重要案例。

一、并购双方简介

（一）德意志银行

德意志银行是德国最大的商业银行，成立于1870年，总部设在德国的法兰克福，在世界各主要城市建立了业务中心从事商业银行的投资银行业务，对象是个人、公司、政府和公共机构。德意志银行提供系列的现代金融服务，包括吸收存款、借款、公司金融、银团贷款、证券交易、外汇买卖和衍生金融工具。德意志银行还开展结算业务，发行证券，处理信用证、保函、投标和履约保函并安排融资。国际贸易融资也是该行的一项重要业务，该行经常单独与其他银团及特殊金融机构联合提供中长期信贷。1995年著名的《银行家》杂

志对世界大银行进行排名,德意志银行为世界排名第六名的大银行。历年来,德意志银行一直被穆迪评级公司、标准普尔评级公司和 IBCA 评为为数极少的几家 AAA 级银行之一。

(二) 华夏银行

华夏银行成立于 1992 年 10 月,注册资本金为 10 亿元,总行设在北京。1995 年该行进行股份制改造,改制变更为华夏银行股份有限公司(简称华夏银行)。2003 年 9 月 12 日,华夏银行公开发行股票在上海证券交易所挂牌上市。2004 年华夏银行被评为中国上市公司金融地产行业 10 家最具竞争力企业之一,跻身于全球大银行 500 强之列,2005 年还荣获“中国最具有影响力财富企业”称号。

二、并购动机

(一) 德意志银行可以利用中国本土银行业务带动高端零售业务

中国的零售金融市场充满活力,拥有着迅速增长的富裕客户群和强烈的金融服务综合需求。德意志银行试图通过收购华夏银行的股权,利用华夏银行的银行业务带动高端零售业务,同时希望不仅提供银行产品,还可以提供其他服务,像前期的投资、公司上市等。德意志银行收购华夏银行将确保德意志银行能够直接参与中国零售金融服务领域的发展,以便在中国市场上占有一席之地。

(二) 华夏银行可以借助德意志银行的优势提高自己的竞争力

并购后德意志银行将向华夏银行提供广泛的专家技术支持,而华夏银行更注重的是通过合作提高市场竞争力。双方合作内容包括共同开发信用卡,在富裕客户业务上合作,投资产品销售及现金管理服务。此外,德意志银行还将向华夏银行提供全面技术支持和协助,以进一步加强其现有的风险管理、零售和企业银行业务。这些正是目前华夏银行在市场竞争中和进一步发展过程中的短板。

(三) 华夏银行借此次引进战略投资者之机填补信用卡业务的空白

信用卡市场竞争愈演愈烈,而华夏银行自 1992 年成立以来在这一领域一

直是一个空白，为了迎接市场挑战、赢得市场，华夏银行选择在商业银行领域具有丰富经验和悠久历史的德意志银行以便尽快进入信用卡市场。华夏银行发行信用卡可以充分整合两行境内外网点、客户、商户、管理、技术等各种资源，为广大消费者提供一款国际级品质的信用卡。同时，这也是华夏银行强化零售银行业务拓展的重要战略举措。

三、并购背景

根据世界贸易组织（WTO）所设定的条件，中国金融业的严格限制将从2009年起全面解除。到2009年，德意志银行将面对的是一个完全不同于现在的市场环境，那时的市场环境将极具竞争性，因为任何全球性机构都知道不应错过中国的投资机会。而德国是实行金融混业经营的国家，德意志银行作为“全能银行”的代表，在混业经营、零售银行和投资银行等方面均具备较强的竞争力。近几年，华夏银行的资产、利润和业务增长较快，已在中国27个中心城市设立分支行，拥有262家营业网点，重点在经济发达、金融资源丰富的长江三角洲、环渤海地区和中西部经济中心城市发展业务。2005年上半年华夏银行总资产规模已达到3239亿元人民币，资产质量良好，公司盈利能力进一步提升。同时公司还成功取得了全国社会保障基金托管业务资格，从事短期融资券承销业务资格，为并购后公司扩大业务领域发挥了积极作用，有望形成公司未来利润增长亮点。双方未来合作发展空间十分广阔，如果双方在信用卡、资金产品研发、风险管理等方面有深入合作，加之华夏银行相对完善的网络，对公司实现稳步转型，在综合经营逐步推进中抢占市场份额十分有利。

如果引进境外战略投资者成功，这将是华夏银行发展历程上继股份制改造和A股上市后又一个重要的里程碑。引资成功将在华夏银行经营机制的转变、经营管理水平的提升、银行竞争力的增强等诸多方面发挥巨大作用，为把华夏银行建设成为一家具有国际先进管理水平的精品银行打下坚实的基础。

四、并购过程

2005年10月31日，华夏银行、德意志银行在北京中国大饭店举行股权转让与技术合作仪式。此前，华夏银行部分股东与德意志银行、萨尔·奥彭海姆银行正式签署了转股协议。华夏银行18家非流通股股东向德意志银行股份有限公司、德意志银行卢森堡股份有限公司、萨尔·奥彭海姆股份有限公司转让合计58720万股股份，转让价格每股4.5元人民币。这3家境外金融机构合计持有华夏银行13.98%的股份，其中，德意志银行股份有限公司受让29500万股，占华夏银行总股本的7.02%；德意志银行卢森堡股份有限公司

受让 12 100 万股, 占华夏银行总股本的 2.88%; 萨尔·奥彭海姆股份有限公司受让 17 120 万股, 占华夏银行总股本的 4.08%。

2005 年 11 月: 华夏银行与德意志银行在德国首都柏林正式签署《全面长期战略合作协议》, 双方协议在技术支持、信用卡业务以及其他业务领域开展战略合作。

在投资人股的基础上, 德意志银行将与华夏银行建立全面长期战略合作关系。双方将在资产负债管理、风险管理、中小企业金融服务、资金管理、资金产品研发、零售银行业务、基金业务、流程再造和科技管理等领域进行深度合作。

五、并购分析

(一) 18 家种子股东集体转让华夏银行外资持股创纪录

此次涉及转让的中方股东共有 18 个, 来自全国各地, 包括首钢总公司、山东电力集团、玉溪红塔烟草集团、北京三吉利能源股份有限公司、上海健特生物、信远产业控股集团、中国进口汽车贸易中心、珠海振华集团、苏州市营财投资集团、中国石化集团江苏石油勘探局、上海赢州实业投资、邯郸钢铁集团、北京国际信托、河北省冀东水泥集团、杭州钢铁集团、杭州锦江集团、浙江省丝绸集团、北京万年永隆房地产公司。受让方德意志银行、德意志银行卢森堡股份有限公司和萨尔·奥彭海姆股份有限公司则通过此次转让共获得了 13.98% 的华夏银行股份。由于此次协议转让批准后, 原来的国有法人股和社会法人股将全部变更为外资法人股, 加之此前新加坡磐石基金已经通过拍卖方式获得了华夏银行 6.88% 的法人股股权, 因此加上作为战略投资者的德意志银行的 9.9%、财务投资者萨尔·奥彭海姆企业拟受让的 4.08%, 4 家外资参股华夏银行的股权比例将达到 20.86%, 成为外资持股比例最高的国内上市银行。

(二) 股本结构特殊易引发股权之争

德意志银行收购华夏银行完成后, 华夏银行的股权结构变得更加复杂。华夏银行具有外资并购题材的新加坡磐石基金出价 10.115 亿元竞得公司 2.89 亿股 (占总股本的 6.88%) 股权, 成为公司第四大股东。德意志银行、德意志银行卢森堡股份有限公司、萨尔·奥彭海姆股份有限公司分别受让公司 2.95 亿股、1.21 亿股、1.712 亿股, 分别占公司总股本的 7.02%、2.88%、4.08%。也就是说德意志银行及其一致行动人目前已经控制了 13.98% 的股

权，高于第一大股东。华夏银行实际控股股东是北京市政府，通过对第一大股东的首钢集团的控制，向华夏银行派出董事长。但是，华夏银行股权结构相对特殊，第一大股东持股比例不高，但前十大股东持股比例相对集中，如果其中有两到三个股东联手转让股份，则可能取代首钢而获得第一大股东地位，从长期看，北京市政府仅通过10%左右的股权全面控制华夏银行的发展难度会逐渐加大，不排除其他股东为了银行的发展，也为了自身股权的增值，而选择转让股权而引发收购动作。

（三）并购推动了华夏银行营运平台国际化

当初虽然华夏银行营运平台国际化并非信息化的驱动，而是起因于业务流程再造的拉动，但当国外系统被“运到”且“拆封”后，华夏银行才意识到，原来自己处在“冷兵器”时代，人家已经用蒸汽机了。双方的系统无法对接，德方的产品在销售时要求系统须具有参数化设置功能，即可以根据不同的客户需求自动配置产品、对产品定价、计算成本、匹配风险资源、识别交易渠道等。但是，国内商业银行的核心系统不过是个一维的会计驱动的交易系统，不支持国外银行的产品研发和销售。于是此次引进外资银行，虽然董事会只要求公司治理层面的国际化，但是华夏银行同时不失时机地逐步将国际化落地，注入了一个包括打造国际标准营运平台在内的华夏银行国际化战略。并购成功后华夏银行在运营平台的建设方面无疑将会有有一个不小的突破，华夏银行将引进的B@NCS—24（FNS公司）核心系统的支付结算系统与老系统并行，为实现其国际化的目标提供强大的技术支持。

本章总结

本章分析了高盛投资入股中国工商银行、花旗投资收购广发银行、美国新桥集团收购深发展、德意志银行收购华夏银行，每个案例的分析都包括四个部分：并购公司介绍；并购动因分析；并购过程简介和并购分析。

思考题

1. 高盛投资入股中国工商银行的动机是什么？
2. 花旗投资收购广发银行经历了怎样的过程？
3. 美国新桥集团收购深发展出于何种动机？
4. 如何看待德意志银行收购华夏银行？

第三章

外资并购中国金融企业案例（下）

本章概要

本章承接上一章的内容继续分析外资对中国金融企业的并购，并在最后一节就外资对中国金融企业的并购作出点评。

学习目标

1. 了解美国银行入股中国建设银行过程。
 2. 了解新加坡淡马锡入股中国建设银行过程。
 3. 了解大新联手凯雷收购重庆市商业银行的过程。
 4. 了解新加坡磐石基金竞拍华夏银行股份。
 5. 明确外资并购中国金融企业的动机、目的和后果。
-

第一节 美国银行入股中国建设银行

2005年6月，中国建设银行和美国银行在北京共同签署关于战略投资与合作的最终协议。根据协议，美国银行将分阶段对建设银行进行投资，最终持有股权可达到19.9%。使建设银行成为四大国有商业银行中首家与国外战略投资者达成协议的银行。

一、并购双方简介

(一) 美国银行

美国银行，原名“美洲国民信托储蓄银行”，简称“美洲银行”，是美国第二大银行，2002年8月，将其在中国内地注册的中文名“美国美洲银行”更改为“美国银行”。从此该行在全球统一使用这一中文名。它的业务遍及美国21个州、哥伦比亚特区及全球30个国家，为多达3300万个家庭及250万个商业客户提供最优质完善的银行服务。在美国，美国银行设有超过5800家分行及逾16000部自动柜员机，为客户提供全面的服务。该银行在2007年度《财富》全球最大500家公司排名中名列第21，在《巴伦周刊》公布的2006年度全球100家大公司受尊重度排行榜中名列第33。

(二) 中国建设银行股份有限公司

中国建设银行股份有限公司的前身是于1954年成立的中国人民建设银行，1996年易名为中国建设银行，是中国的四大商业银行之一。中国建设银行股份有限公司由原中国建设银行于2004年9月分立而成立，承继了原中国建设银行的商业银行业务及相关的资产和负债，总部设在北京，在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡设有分行，在伦敦、纽约、东京、首尔设有代表处，控股香港建新银行，参股香港嘉华银行，与80多个国家和地区的近600家银行建立了代理行关系。主要经营领域包括公司银行业务、个人银行业务和资金业务，多种产品和服务（如基本建设贷款、住房按揭贷款和银行卡业务等）在中国银行业居于市场领先地位。控股的中国国际金融有限公司（CICC），为客户提供以投资银行业务为主的多种金融服务。2006年7月英国《银行家》杂志公布的世界1000家大银行按一级资本排名中，中国建设银行列第11位。

二、并购动机分析

对于美国银行来说，与中国建设银行的合作可以借助中国建设银行在国内的网络优势、地缘优势和文化优势，弥补自身在中国营业网络、人民币资金、客户信息等方面的不足，进一步开拓中国的市场，分享中国的客户资源，创造新的盈利空间。

中国建设银行之所以选择美国银行作为战略伙伴，首先是因为美国银行确实是业绩优良的银行。2004年美国银行净利润高达141亿美元，不良资产率

仅为 0.47%，核心资本充足率则高达 8.1%，是全球第五大最赚钱的金融企业，公司市值高达 1 900 亿美元。其次，美国银行拥有美国最大的全国性零售网络，对小型企业在产品营销、风险管理等方面有着丰富的经验。与之合作可以让建设银行建立起现代风险管理系统，以期解决建设银行不良贷款问题。第三，美国银行在个人金融业务方面具有突出的优势。2004 年后美国银行的零售银行业务占其收入比重高达 55%，充分说明其在个人银行领域的实力，而建设银行一直以来的优势在于公司业务及住房贷款等领域。建设银行与美国银行联手，就是能充分利用其在个人银行业务方面的优势，提高企业的综合实力。第四，改善股权和公司治理以及经营管理方面的难题。引进外国战略投资者，不仅可以增加资金，更重要的是有助于加速建设银行的经营机制转变，有助于引进先进的经营方式和金融产品，提升核心竞争力，有助于加快实现与国际金融市场接轨。而且美国银行在建设银行的董事会中占有一个董事席位，可以缓解“国有股一股独大”产生的弊端，从而可以使公司治理有所改善。

三、并购过程

为了引进战略投资者，建设银行成立了专门的战略投资小组，从 2004 年下半年开始，在中央汇金公司的支持及中介机构的配合下，同时与多家战略投资者进行会谈。2005 年 6 月 17 日，中国建设银行和美国银行在京签署了关于战略投资与合作的最终协议，美洲银行将分阶段投资建设建设银行，最终持有股权可达 19.9%。美国银行首期将以 25 亿美元购买中央汇金投资有限责任公司持有的建设银行股份。中央汇金公司 2003 年年底注资 225 亿美元外汇储备，拥有建设银行 85.228% 的股份。第二阶段将在建设银行计划的海外首次公开发行时认购 5 亿美元的新发行股份。30 亿美元的投资约占建设银行 9% 的股份。根据双方协议，美国银行还有期权在未来数年内增持建设银行股份至 19.9%。美国银行将在建设银行董事会中拥有一个席位，同时还将派遣大约 50 名人员提供业务咨询，主要领域包括：公司治理、风险管理、信息技术、财务管理、人力资源管理、个人银行业务以及全球资金服务等。

四、并购分析

（一）有助于中国建设银行在国际金融市场上的融资

建设银行与美国银行的协议不仅实现了汇金持有建设银行股权的保值增值，而且对建设银行的未来发展具有重大意义。对建设银行而言，上市前夕美

国银行所注入的 25 亿美元，不仅使国际投资者相信建设银行股份的财务重组、公司治理、风险控制等各项工作已经取得实质进展，而且能够进一步改善建设银行资产质量，有利于提高发行价格、增加融资金额。同时，美国银行成为建设银行股份的境外战略投资者之后，有助于建设银行股份尽快在境外资本市场发行上市，包括在美国资本市场上市。

（二）分三个阶段实施并购的特点

美国银行分三个基本阶段对建设银行股份进行投资是这次并购最大的特点。首期投资 25 亿美元购买中央汇金投资有限公司持有的建设银行股份，占有建设银行股份的 9.1%；第二阶段将在建设银行股份计划的海外首次公开发行时认购 5 亿美元的股份，维持占建设银行股份的 9%左右；第三阶段是在未来数年内美洲银行还可增持建设银行股份，最终持有股权可达到 19.9%。这种模式有利于平衡双方的利益，给双方下一步的政策调整和改革创新留出足够的时间，值得大型国有企业引进国际战略投资者时学习。

（三）并购存在的问题

如果按区域划分，美国银行 2004 年 489 亿美元收入中，94.3%来自美国及加拿大地区，美国本土以外的收入仅占其总收入的 5.7%。在亚洲，美国银行只在香港及澳门设有分行。从这一点看，美国银行确实算不上是一个国际银行，其国际化程度甚至远远低于中国银行，没有证据表明其在中国这种新兴金融市场拥有管理个人客户的能力，也许这是此笔交易中存在的主要问题。

第二节 新加坡淡马锡入股中国建设银行

2005 年 7 月 4 日，中国建设银行股份有限公司和淡马锡控股（私人）有限公司就战略合作事宜签署最终协议。根据协议，淡马锡将通过旗下的全资子公司亚洲金融控股私人有限公司对建设银行进行股权投资。

一、并购双方简介

由于前一节已经介绍了中国建设银行，这里就仅介绍淡马锡控股公司。淡马锡控股是新加坡政府的投资公司，新加坡财政部对其拥有 100%的股权，创

立于1974年，总部位于新加坡。作为豁免私人企业，淡马锡控股不必像上市公司一样公开每年的财务报表，由于自成立以来到2004年9月为止从未公布过财务报表，因此被认为是新加坡最神秘的企业之一。该公司掌控了包括新加坡电信、新加坡航空、星展银行、新加坡地铁、新加坡港口、海皇航运、新加坡电力、吉宝集团和莱佛士饭店等几乎所有新加坡最重要、营业额最大的企业。同时淡马锡管理着总值约为1290亿新元的多元化全球投资组合，投资范围广泛，包括电信与传媒、银行与金融服务、房地产、交通与物流、能源与矿产、基础建设、工程与科技以及制药与生命科学。它的总资产达到900亿美元，是新加坡最大的企业，规模与美国通用电气、德国西门子公司相当。在2003年公司的回报率高达46%，国际两家评级机构标准普尔与穆迪投资都在财务报表发表后给予淡马锡控股AAA的最高信用评级。

二、并购背景和动机

(一) 入股建设银行是淡马锡优化亚洲金融市场布局和追求高额利润的要求

对淡马锡而言，入股建设银行一方面可以增加它在亚洲金融业的股权投资，使其在亚洲金融市场的投资布局趋于合理。在过去两年中，淡马锡建立起了遍及亚洲金融业的投资组合，而在中国金融业的投资却受中国金融管制的制约比较少，而入股建设银行会使其投资组合更为优化。另一方面，淡马锡在中国收购银行企业是因为中国的银行由于较高的存贷息差而利润丰厚，而且淡马锡十分看好2006年以后中国银行业的发展潜力，认为在中国银行业投资必定会给股东带来稳定的回报率。另外，淡马锡投资中国建设银行的意图是为将来的产业投资准备条件。金融和各大产业是不可分割的，没有产业基础，金融就没有了增值的空间，而产业的迅速发展离不开金融中介的支持。中国正逐渐发展为全球制造业基地，各产业资本具有巨大的增值空间。淡马锡对金融业的占领将为后续的大规模的产业资本进入提供条件。

(二) 建设银行引入外资的目的是提升企业的素质以应对日益激烈的竞争

中国建设银行引入外国战略投资者的动机首先是在增加资本金来源的同时，优化国有商业银行的股权结构和公司治理。其次是引进先进的技术和管理经验，提高企业风险管理水平和核心竞争力。淡马锡在亚洲有着丰富的投资银

行业的经验，进入中国之前就已经在 8 个亚洲国家拥有 9 家银行的投资项目。第三是淡马锡是亚洲证券市场上最有市场影响力的机构性投资者，这对建设银行未来在海外公开上市将有所帮助。第四是引入淡马锡将为建设银行带来更先进的国有资产管理模式，有利于建设银行在今后更加灵活有效地处置国有资产。新加坡淡马锡的全部资产为新加坡财政部所有，主打业务负责持有并管理政府在国内外各大企业的投资，在国有企业管理方面有丰富的经验和卓越的业绩。

三、并购过程

2005 年 7 月，新加坡淡马锡控股公司就战略合作事宜与建设银行签署最终协议。根据协议，淡马锡将通过旗下的全资子公司“亚洲金融控股私人有限公司”对建设银行进行股权投资。亚洲金融将在建设银行计划的海外首次公开发行时，以公开发行价格认购 10 亿美元的股份，并将根据政府批准的情况，购买中央汇金投资有限公司持有的部分建设银行股份。淡马锡先购入的中央汇金公司拥有建设银行股份为 4 亿美元。在建设银行 IPO 结束后，淡马锡将拥有建设银行 5.1% 股权，可在银行董事会获得一个董事席位。亚洲金融将致力于帮助建设银行完善公司治理结构，还将就对建设银行进行技术援助。

四、并购分析

首先，共同的文化背景是并购能够比较顺利达成的原因。淡马锡入股建设银行能够成功的最大原因在于中新两个国家文化的接近，合作双方更容易进行充分的沟通。其次，淡马锡入股建设银行对金融行业引进外资有借鉴意义。建设银行此次在引进战略投资者中与诸多国际金融机构谈判时的技巧为中国国有商业银行在海外资本市场融资提供了经验，也充分展示了中国国有商业银行在国际金融市场上的潜在价值，为后续的国有商业银行提供了更多的信心支持和策略选择。

第三节 大新联手凯雷收购重庆市商业银行

2007 年 3 月 29 日，香港大新集团收购重庆市商业银行 17% 的股权获得批准，并于同年 4 月 24 日完成了股权收购。而凯雷投资集团以 4 300 万美元收

购公司部分股权的提议因为其“不符合当前相关法律法规的要求”未获监管部门的批准。

一、并购双方简介

（一）香港大新集团

大新集团是香港的金融服务公司，主要经营银行及保险业务。大新集团包括两家上市公司：一是1987年在香港联合交易所上市的大新金融集团有限公司（大新金融）；二是于2004年在香港联合交易所上市的大新银行集团有限公司（大新银行集团）。大新金融集团主要从事人寿及综合保险业务，也是大新银行集团有限公司的主要股东。大新银行集团持有两家经营银行业务附属机构（大新银行及丰明银行），一家证券交易公司，还与SGHambros Bank合资经营离岸私人银行业务。截至2006年6月30日，集团的总资产值超过990亿港元。大新集团在个人银行业务、中小型企业融资及银行寿险经营等方面，在香港中型金融服务机构中处于领先地位。2006年惠誉国际及穆迪分别给予大新银行A-及A3级长期信贷评级。

（二）凯雷投资集团

凯雷投资集团成立于1987年，总部位于华盛顿，是世界上最大的私人股权投资基金公司之一，具有浓厚的政府和军工背景，被业内人士称为“前总统俱乐部”，“五角大楼公司”等，旗下管理的投资达310亿美元。凯雷投资集团从事企业管理并购、创业投资、房地产和债券等领域的投资，地区包括北美、欧洲和亚洲，集中于航天和国防、汽车配件及交通运输、消费品及零售、能源及电力、医药保健、工业、技术和商业服务，以及电信和媒体、仓储、物流等行业。从1987年起，该公司已在414个项目中投资了143亿美元，购买价值相当于495亿美元。凯雷投资集团的4支亚洲基金资金规模达19亿美元，在亚洲共有8个办事处，分别设在香港、北京、上海、东京、首尔、新加坡、孟买及悉尼，主要进行企业管理并购、创业投资、房地产等领域的投资。

（三）重庆市商业银行

重庆市商业银行成立于1996年9月18日，是长江上游和西南地区最早的地方性股份制商业银行，是由37家城市信用社及城市信用联社改组，连同重庆市财政、部分区县财政、有入股资格的企业共同发起成立的股份有限

公司。1998年5月更名为重庆市商业银行股份有限公司，2003年实现增资扩股，资本金由3亿元扩充至15.18亿元。该行是重庆地区唯一的全国同业拆借一级网络会员行，中国人民银行总行公开市场首批交易商，中国外汇交易中心会员行，国家开发银行金融债券承销商和国债一级承销商，中国证监会证券营业部存管银行，中国进出口银行国外项目代理行。其经营范围包括各类存贷款业务、结算业务、担保业务、代理业务、资产业务和财务顾问业务等。

二、并购背景和动机

重庆市商业银行引进外资战略投资者的主要原因是解决资金困难。由于历史包袱较重和经营管理不善等原因，重庆市商业银行在外资入股前的资本充足率比较低。按照2006年第二季度城市商业银行的资产规模估计，如果要保证资本充足率达到8%，还要补足坏账准备金，总计需要资金高达1500亿元。引进外资是解决资金不足的主要办法。

而大新银行看好重庆市商业银行的是其网络和客户基础。国内商业银行具有相当的网络能力和广泛的网络布局对于急于进入中国市场的大新颇具吸引力，而且重庆市商业银行在与国际战略投资者合作后可以展开跨区域经营，这对大新银行也充满了诱惑，在中国内地这块广阔的市场可以以较低的成本取得较大的利益。从短期看，这次的收购对大新银行好处有限，但从长远看，与重庆市商业银行结盟将为大新银行在重庆地区带来不少零售银行及中小企业业务。

三、并购过程

2006年年底，重庆市商业银行与凯雷及大新银行签订有关战略合作协议。重庆市商业银行第一大股东重庆渝富资产经营管理有限公司拟以2.02元/股的价格向凯雷集团和大新银行分别转让其持有的重庆市商业银行股份。其中大新以7亿元受让17%的股权，而凯雷则拟以3亿元受让7.99%的股权。但大新银行所持有的股份必须锁定三年。交易完成后，大新银行将暂时成为重庆市商业银行的第一大股东。但根据协议，重庆渝富将在此交易后从重庆市商业银行现有股东中收购部分股份，使最终所持股份达到20%，继续保持第一大股东的地位。目前，重庆市政府独资企业重庆地产集团、水务集团、重庆城市建设投资公司、重庆水利集团等均为重庆市商业银行的股东，分别持有6.35%到8%不等的股份。

大新银行于2007年4月25日正式依约入主。同时，重庆市商业银行启动

了上市程序，计划于 2007 年年内通过 IPO 方式实现 A 股上市。但凯雷投资集团以 4 300 万美元收购公司部分股权的提议未获监管部门的批准，因为其“不符合当前相关法律法规的要求”。

四、并购分析

（一）“一拖一”的并购方式

凯雷此次联手香港大新收购重庆市商业银行使用了之前很多外国投资者并购大陆商业银行时所采取的“一拖一”的做法，即联手香港大新银行共同入股，这主要是为了避开监管部门的监管。根据银监会规定，入股内地商业银行的外资机构必须具有丰富的商业银行经验。因此，在香港有着百年历史的大新银行可弥补凯雷在相关业务领域的缺陷。于 1947 年开始从事银行业务的香港大新银行，在过去 10 年中就已经在银行零售业务上独树一帜，范围涉及私人理财、信用卡、私人存贷等。它的加入，必将推动重庆市商业银行在相关领域的发展。

（二）凯雷收购受挫表明中国政府对外资进入银行的控制加强

中国银监会对凯雷收购重庆市商业银行亮出了红灯。原因是根据有关监管规定，入股中资商业银行的境外金融机构总资产不得低于 100 亿美元，而凯雷投资集团用以入股重庆市商业银行的基金规模未能达到这个标准。但实际上拒绝凯雷收购的真正原因是凯雷并不具有管理银行的经验和业绩。以前有些外国财务投资者购入中资银行一定股权后，并不能为其移入银行管理经验，而仅仅通过改造赚取快钱。而监管部门更愿意资本充足和拥有丰富金融业管理经验的银行和金融机构入股中资银行，成为中资银行长期的战略投资者，而非财务投资者。

（三）并购过程中政府的推动起着主导作用

作为重庆市国有企业改革的样本，重庆市商业银行自 2003 年开始的增资扩股、资产重组、引资上市乃至即将启动的 H 股上市，都由重庆市政府一手操办。2004 年 9 月和 2005 年 12 月，重庆市商业银行两次剥离不良资产进行资产重组。尤其在第二次资产重组中，重庆市国资委全资子公司——重庆渝富承贷国家开发银行 21 亿元贷款，用于收购重庆商业银行不良资产。此次引入外资投资者由重庆渝富全资售股，地方政府的推动是引资进入的关键因素。

第四节 新加坡磐石基金竞拍华夏银行股份

2005年9月6日,新加坡磐石基金投资公司通过竞拍,以每股3.5元的成交价格获得华夏银行6.88%的股权,成为其第四大股东。这是外资首次以竞拍的方式进入金融投资领域。

一、参与竞拍双方简介

(一) 新加坡磐石基金

磐石基金(Pangaea Capital Management),注册地为新加坡。2005年5月,该基金与管理超过60亿美元资产的美国对冲基金公司Pequot资本管理公司,联合筹建了规模为15亿美元的亚洲机会基金(Pequot/Pangaea Asia Opportunities Fund)。此外,这家合资企业已经向外部投资者为旗下的亚洲机会基金(Pequot/Pangaea Asia Opportunities Fund)募集了近3亿美元资金,主要投资房地产。但磐石基金更多的投资在不良贷款方面,并涉足私人资本运营形式的公司重组。投资范围涉及证券、金融、实业等多个领域,在处理债权、债务关系的领域更处于领先地位,曾经多次成功操作过近百亿元的债权、债务关系。

(二) 华夏银行

华夏银行于1992年10月10日成立,当时注册资本金为10亿元,是中国第一家由工业企业(首钢总公司)全资兴办的商业银行,总行设在北京。1995年经中国人民银行批准开始进行股份制改造,改制变更为华夏银行股份有限公司(简称华夏银行)。2003年9月12日,华夏银行公开发行股票在上海证券交易所挂牌上市。2004年华夏银行被评为中国上市公司金融地产行业10家最具竞争力企业之一,跻身于全球大银行500强之列,2005年还荣获“中国最具有影响力财富企业”称号。同年11月华夏银行引进战略投资者,与德意志银行签署了股份转让协议、全面长期战略合作协议、全面技术支持和协助协议、信用卡业务合作协议,提高了华夏银行经营管理能力和国际化水平。

二、竞拍动机

（一）磐石可以合法地进入中国金融业开展其优势业务

磐石基金参与竞拍的目的就是通过法律程序进入中国银行业，而避开复杂的谈判过程，这表明中国银行业已经进入了一个良好的法制运营轨道。同时磐石基金也将通过中国银行的便利开展其得心应手的银行债权、债务关系。在中国当时的金融环境下，国家宏观调控手段的加强，银根紧缩，导致企业与银行的关系非常尴尬，一方面是企业贷款难，另一方面上市公司与金融机构运作极不规范，这就给专门经营此类业务的集团公司一个很大的操作空间。而华夏银行国有法人股拍卖这件事本身就包含了多种债权、债务关系，正是磐石基金所要运作的业务重点。

（二）磐石能够以较低的成本跨过中国政府设定的金融业准入门槛

中国金融市场的机会和潜力吸引着大量的外资涌入。但由于中国的金融市场审批严格，外资进入的唯一快捷方式就是与中资银行合作。目前深发展等较好的银行基本被外资瓜分完毕，华夏银行是剩下的为数不多的合作伙伴之一。而磐石看重的不是华夏银行的资产和收益，而是华夏银行的银行资格和经营网点。花 10 多亿元拿到中国国内经营银行的“牌照”，对有实力的磐石基金来说是合算的。

三、竞拍背景和过程

虽然此次拍卖的标的物是华夏银行的股权，但此次拍卖的起因却是一桩委托贷款纠纷。2004 年 12 月 20 日，兖州煤业向山东信佳实业有限公司提供了 6.4 亿元的委托贷款，期限为一个月，山东联大集团对此贷款承担连带保证责任。一个月后山东信佳无力偿还，山东省高级人民法院经联大集团同意，冻结了联大集团持有的华夏银行的 2.89 亿股国有法人股。冻结股数占其所持华夏银行股数的 80.28%，占华夏银行股本总数的 6.88%。冻结时间为 2004 年 12 月 22 日至 2005 年 12 月 21 日。为此，山东省高级人民法院委托山东银星拍卖公司对上述标的进行公开拍卖。而此次拍卖所得主要用于偿还兖州煤业 6.4 亿元的委托贷款。

另外，根据银监会规定，持有商业银行超过 5% 的股权者欲转让其股权，需要通过银监会的资格核准及认定。相关政策规定，任何持有国有股的股东，

其所持股数 50% 以上发生股权变化时，需上报国资委批准。由于华夏银行的公告显示，联大集团共持有华夏银行全部股权的 8.57%，此次拍卖占到 80.28%。因此，拍卖结束后，买受人需履行相关的审批程序，之后才能向证券交易市场和证券登记结算公司办理股权变更。

然而，由于这是国内上市银行股权的首次拍卖，其中涉及竞拍方投资资格审查等多方面问题，需要与银监会、银行业协会等沟通、研究，因此拍卖过程一波三折。此次拍卖采取先拍卖后进行资格审查的形式，要求竞拍方按照投资金融机构的相关规定，自我审查，自己负责。按照程序，拍卖完成后获胜竞拍方要在 15 个工作日内启动资格审查程序，在获资格认定后 15 个工作日内付清拍卖款，随后办理股权的过户手续。2005 年 10 月 13 日，华夏银行 2.89 亿股法人股被整体拍卖。来自北京的一家国内投资机构和新加坡磐石投资基金公司两家公司参与竞拍，最终新加坡磐石基金公司以每股 3.5 元人民币、总价 10.115 亿元人民币的价格获得了股权。其中 1995 年联大集团入主华夏银行时，是以 3 亿元的出资获得了华夏银行 12% 的股权，后来被稀释至 8.57%，位列第四大股东。此次拍卖其中的 6.88% 的股权，收回至少 10 亿元现金，而兖州煤业那 6.4 亿的委托贷款，甚至包括产生的滞纳金也可以如数收回，取得了皆大欢喜的结局：磐石基金的资格得到了监管部门的认可，股权顺利过户；因委托贷款承受压力的兖州煤业本息顺利收回；正在与境外机构谈判合作的华夏银行因此次高溢价拍卖获得更有利的筹码；而山东联大集团当初投资华夏银行的资金也大大升值。

四、并购分析

（一）对中国金融业的影响

本次拍卖不仅是国内上市银行国有法人股公开拍卖的开篇之作，更重要的是，磐石基金通过法律程序进入中国银行业，绕开了繁琐的审批程序，这有利于提升中国的对外投资形象，对于中国的金融体制改革也具有重要意义。通过成功竞拍表明国际战略投资者对中国投资环境的信任，以及对中国法制环境有很大信心，对于中国的银行业发展前景也是非常看好。

（二）成交价背后涉及多方利益

从投资的角度来讲，每股 3.5 元的价格是偏高的。一般情况下国内投资是折价收购，有时折价率为 50%，即使像银行这种优质“资源”，溢价也控制在净资产上浮 20% 以内。从华夏银行目前的情况看，净资产 2.4 元/股，市盈率

不到14%，流通股12亿，非流通股30亿，如果按照目前银行通行的做法，非流通股全流通按10送2.5算，再留出合理的投资利润，在2.68元/股左右的价位购进其国有法人股是安全的。然而磐石基金以3.5元/股的价格成交，对国内机构来说是“天价”了，但对外资金融机构从长远的角度看这个价格还是比较划算的。由此我们可以理解拍卖会上外资和国内投资者不同表现的原因。此外，本次股权拍卖不仅涉及两家上市公司——华夏银行和兖州煤业，直接影响到了二级市场的投资者，还包括联大集团以及为其提供担保的山东信佳。

（三）此次拍卖对中国现行的金融业是一次创新的尝试

此次拍卖最大的难点在于目前国内还没有针对上市银行股权拍卖的法律、法规，而通过拍卖形式转让银行的股权与银行的监管政策显然是有些矛盾的。因为根据2003年12月8日中国银监会公布的《境外金融机构投资入股中资金融机构管理办法》，国内金融机构要吸纳境外投资者，对境外金融机构的资格、投资比例有严格的规定，而且先决条件是：境外金融机构投资入股中资金融机构，需由吸收投资的中资金融机构作为申请人，向中国银监会提出申请。然而这次拍卖并非上市银行自愿引入境外投资者，华夏银行最初的态度也不积极。这是一次进入司法程序的强制拍卖，是先审查竞买方的资格后拍卖还是先拍卖再审定资格，并没有法律、法规可循。由于无法可依，此次拍卖的所有程序和规则都是“量身定做”。比如，在拍卖公告上提出竞买方要按照投资金融机构的相关规定，自我审查资格并提供资料；与竞买方签订《竞买协议》，规定拍卖结束后，竞买成功方必须在15个工作日内启动资格审查程序，在资格认定后15个工作日内付清拍卖款，随后办理股权过户手续；由于拍卖数额巨大，竞买方6000万元人民币保证金只要在拍卖前到达指定账户即可。可以说这次“创新”是为外资入主中国金融机构开辟了一条新途径。

第五节 对外资并购中国金融企业的点评

在外资并购是与非的争论中，外资并购中资银行对国家经济安全的影响是最为热烈的。因为银行业是有关国家经济命脉的关键性行业，如果大面积被外资所并购，尤其是控股并购，对中国金融安全的不利影响是显而易见的。那么，对外资并购中资银行究竟应如何看待和应对就成为中国经济必须正确面对

的问题。我们的看法有如下几点：

一、外资并购中国金融企业是经济国际化发展的必然趋势

说外资并购中国金融企业有其必然性，首先是因为在市场经济中，金融业（尤其是其中的银行业）是竞争性行业。作为竞争性行业的发展，企业之间的并购和重组就是普遍的企业行为。在经济全球化迅速发展的条件下，金融企业的跨国并购十分频繁，世界经济在近现代已经经历了五次并购的浪潮，正在经历第六次并购浪潮的冲击。而 20 世纪 90 年代开始兴起的第六次并购浪潮的中心就是跨国并购，金融业的并购是最为亮丽的风景线。中国经济在改革开放后经历了长时期的高速增长，企业的并购和重组具有必然性，金融企业也是如此。金融企业，尤其是银行业的并购和跨国并购都是经济发展的必然。在经济全球化迅速发展的当今社会，金融业的跨国并购当然就不可避免，是金融业适应经济全球化发展的重要途径。

其次，作为金融业的重要组成部分的银行业是对规模经济要求较高的行业，需要通过银行业的并购重组以实现规模经济的要求。我国以银行为主体的金融业在计划经济体制下，虽然有一定的规模，但却谈不上规模经济。在发展市场经济的进程中，中国银行业的重组轰轰烈烈，但离市场经济要求的规模经济要求还相差甚远。因此，以并购为主渠道的银行业重组方兴未艾。而且我国银行业在管理理念和经验、技术水平以及业务范围等各方面同世界的金融巨头相比都存在较大差距，通过跨国并购实现合作的现实需求强烈。所以，在我国外资并购金融企业存在客观的必然性。

另外，我国加入 WTO 以后，必须按照 WTO 的协议框架对金融业实施全面的开放，包括允许外国资本在中国金融业的并购投资。像过去那样关起国门办金融的时代已经一去不复返了。

二、政府机构强化对外资并购我国金融企业的监管十分重要

由于金融业，尤其是银行业在国民经济中的重要地位，政府对国家的金融安全负有责任，需要通过对外资并购中国金融企业的监管来维护国家的金融安全。也就是说，金融企业的并购和跨国并购都是市场经济中正常的企业行为，而要使这种企业行为不至于影响到国家的金融业的安全运行和正常发展，就需要政府进行有效的监管，包括运用经济的、法律的和必要的行政手段来使跨国并购服务于我国金融业的健康发展。在我国，政府对金融安全尤其重视，对外资并购中国银行企业有各种明确的规定和政策。比如对外资并购我国银行企业的股权就控制在单家不能超过 20% 的限额，也包括对银行企业外资并购的严

格审批制度等。在我们前面分析的外资并购中国金融企业的主要案例中，只有美国花旗银行并购深圳发展银行一例中外资持有了控股权，也是作为银行业改革的试点而特批的，其他外资在中资银行中的持股比例都小于20%，多数在10%以内。这表明中国政府在对待外资并购中资银行上的态度十分谨慎，政策非常明确，把确保国家的金融安全放到了极为重要的地位上。因此，对外资并购中国银行引发中国金融安全的担忧是没有理由的。

中国政府目前对外资并购中国银行企业的政策意图实际上是引入外国战略投资者以改善我国银行企业的治理结构和管理水平，而引进外资并不是主要的目的。另外，学习借鉴外国金融企业在业务拓展、技术水平、金融产品创新、金融企业的国际化经营等方面的优势也是重要目的。我们认为，对一些无关系计民生的中小银行或其他中小金融企业，适当放宽外资的持股比例和审批限制是必要的。根据规模和在国家金融安全中的重要地位来决定其投资的比例和审批的政策可能对中国金融业结构的调整和功能的发挥更为有利。

三、外资并购中资银行企业中确实存在一些有待研究解决的问题

外资并购中国金融企业的实践中，的确存在不少问题需要在未来加以研究和解决。在我们分析的案例中，至少有如下几方面的问题需要关注：

首先是引入什么样的战略投资者至关重要。在我们分析的案例中，引入的外国投资者，有花旗那样的世界知名银行巨头，也有新加坡淡马锡那样的国有资本运营公司，还有磐石基金、新桥投资等私人资本管理公司。它们的管理经验和行业背景对中国银行业未来的影响是不同的。花旗及其同类企业可能是中国银行业国际化重组中更为有利的伙伴，将优化未来金融企业的行为。而那些具有投机背景的私人资本管理公司在中国投资的目的更多的是短期套现，可能对合资后企业的发展产生更多的不确定因素。受让股权于它们，需要更加严格的条款和更多的附加条件，或者需要更为慎重的思考。

其次，并购的价格制定问题。从我们分析的案例看，大都存在转让价格偏低的问题。如重庆商业银行以每股2.02元的价格卖给香港大新银行。看起来，出让价格高于银行的净资产，实现了溢价出让。实际上，外资还是合适的。因为，银行业的准入门槛比较高，品牌等无形资产的价值也很大。通常地说，上市公司应按照股票市场流通股的价格进行转让，非上市公司应当盯住相应的上市公司的价格作适当调整后出卖。如果通过协议转让，进行低水平的溢价就会造成在外资并购中国有资产的流失，或外资的大幅度获利，损害中方利益。

第三，中资金融企业应当准备参与跨国并购相关的条件和学习与积累跨国

并购的相关经验。中国的银行前身大部分都是国有企业，在进行股份制改造后，国有企业的体制和传统对这些企业的经营管理存在较大的影响，在应对外资并购的时候往往缺乏准备和经验，有时会在并购交易中吃亏。这就要求谋求国际化发展的银行等金融企业，要在并购之前的相当长一段时期内积极地苦练内功，提高自己的核心竞争力，学习和积累跨国并购的知识和经验。

本章总结

本章分析了美国银行入股中国建设银行、新加坡淡马锡入股中国建设银行、大新联手凯雷收购重庆商业银行、新加坡磐石基金竞拍华夏银行股份。每个案例分析都在介绍参与并购的企业的基础上分析并购的背景和动因，然后描述并购过程，最后对并购作简评。本章在最后对外资对中国金融企业的并购作出了点评。

思考题

1. 美国银行入股中国建设银行的动机是什么？
2. 新加坡淡马锡入股中国建设银行经历了什么过程？
3. 大新联手凯雷收购重庆商业银行的动机是什么？
4. 新加坡磐石基金为什么要竞拍华夏银行股份？
5. 如何看待外资并购中国金融企业？

第四章

外资并购中国电信企业案例（上）

本章概要

电信是国民经济的命脉，而且是自然垄断的行业，通常由政府经营或处于政府管制之下。从20世纪80年代后期开始，各国相继开放电信产业，允许外国公司收购网络公司和经营电话业务，从美国到欧洲以至亚洲的日本、新加坡及中国香港。1998年美国电报电话公司AT&T并购美国有线电视公司成为全球电信开放的里程碑。中国电信业的对外开放在21世纪也已经全面展开，外资运营商对中国电信企业的并购频频出现，这种并购对我国经济的影响，尤其是对我国国民经济安全是否有所危害成为争议较多的问题。本章将通过一系列案例分析说明这些问题。

学习目标

1. 了解美国 Synnex 集团收购中国万网股权。
 2. 了解英国游戏制造商 Monsternob 收购联梦。
 3. 了解英国游戏制造商 Monsternob 收购北京万讯网。
 4. 了解澳洲电讯收购搜房网。
 5. 了解美国 Monster 收购中华英才网。
 6. 了解 Monsternob 收购中国联东伟业（Atop Century）。
-

第一节 美国 Synnex 集团收购中国万网股权

2007年4月6日，美国 Synnex 集团宣布，收购中国万网公司。

一、并购双方简介

(一) 美国 Synnex 公司

Synnex Corporation 于 1980 年创立于美国加州，是全球知名的跨国 IT 供应链服务提供商。2003 年，Synnex 在纽约成功上市，目前是全球第三大 IT 分销商，位列《财富》500 强、《福布斯》白金 400 强、美国硅谷 15 强企业之一。Synnex 目前在美国、中国、加拿大、墨西哥、菲律宾、英国等国家有多家子公司、分公司、办事处及仓库，全球员工数千人。Synnex 在电脑整机、配件、存储设备、外围设备、网络产品、通讯产品、系统软件的生产与销售上拥有巨大的市场份额，处于全球领先地位。并在业务流程外包（BPO）、IT 外包（ITO）、IT 支持服务领域拥有多年经验。Synnex 秉持“3V”的企业文化，即以 Velocity、Value、Visibility 为核心的价值观和经营哲学，通过速度的掌握、价值的提供以及洞悉力的发挥成为业界领先的服务提供商及企业级 IT 解决方案的提供商。

Synnex 于 2000 年登陆中国，经过多年的发展，Synnex（中国）已在北京、成都、上海、广州、香港设立多家分公司及办事处，拥有员工近千名。Synnex 中国地区总部——北京新聚思信息技术有限公司，于 2005 年通过 CMMI 3 认证，目前已是北京市高新技术企业和北京市 2005 年软件出口十强企业之一。2006 年 Synnex 斥资 700 万美元在成都高新区天府软件园设立其独资子公司——“成都聚思力信息技术有限公司”，作为 Synnex 在亚太地区面向全球业务的支持中心、软件研发中心、商务中心，以及 BPO/ITO 业务中心，从而为 Synnex 全球客户提供更完善的 IT 技术支持与服务 and 更规范的业务流程管理。

Synnex 主要业务领域包括四个方面：一是企业级软硬件分销（TSD）。Synnex（中国）着重于企业级软硬件解决方案，为系统集成商和独立软件开发商提供服务；二是业务流程外包（BPO）。Synnex 业务流程外包服务，为

客户提供包括 IT 软件外包服务在内的整体外包解决方案，为客户提供个性化的业务流程外包解决方案。运作的主要对象是对整体业务起支撑作用的辅助业务，能显著而迅速地改善业务效率和完成质量，推动核心业务的运转，增加整体盈利。三是 IT 软件外包（ITO）。Synnex 于 2005 年通过 CMMI3 认证，拥有一支强大的 IT 技术支持团队，为 Synnex 分布在全球各地的企业提供 7×24 小时的 IT 支持。四是市场直接通路销售服务（DMA）。市场直接通路销售服务，为初始投资进入市场的企业提供切实和有效的销售平台及分销支持，为客户提供经验丰富的管理团队、品牌销售、市场营销及相应的基础设施支持。

（二）中国万网

中国万网创立于 1996 年，是中国最大的域名和网站托管服务提供商。中国万网致力于中国 e 网络体系（e-infrastructure）的建设，用高性能价格比的主机技术帮助中小企业用最少的投资在互联网上建立起自己的网站，进行网络营销，实现企业 e 化。作为 ICANN（互联网域名体系最高管理机构）授权的全国顶级域名注册机构和 CNNIC（中国互联网络信息中心）首家授权的国家顶级域名注册商，中国万网已经建立起强大的网络运行管理体系和软件开发能力，先后帮助客户注册中英文域名 200 多万个，并为全国几十万家企业提供了快速、稳定、安全的网站和邮箱托管服务。2005 年，中国万网推出网络营销平台——买麦网，至此，万网成为中国第一家能同时提供 IT 应用和网络营销服务的一站式服务平台。

1999 年，美国风险投资 IDG 和新桥资本（Newbridge Capital）投资万网。2007 年，Synnex 公司也成功注资，大量资金的进入和先进的管理经验对万网业务的加速发展提供了极大帮助。中国万网坚持奉行质量第一、客户为本的企业精神，在业内率先通过 ISO9001:2000 国际质量体系认证。中国万网总部设于北京，在全国设有 12 家分公司，1 万多家代理商遍布全国 31 个省市和地区。中国万网拥有多位资深系统工程师、JAVA/C++ 等高级程序人员、CISCO 认证专家、网络安全专家、MCDBA 和 Oracle DBA；自主开发的 Biz-Center 系统代码量达到近 30 万行，是迄今业内功能最完备的电子商务、业务处理、客户服务和客户关系管理系统；高科技的网络及安全体系设计，从千兆路由器、交换机到千兆防火墙、抗拒绝服务攻击设备及 Norton 病毒控制中心等一应俱全；为了保护珍贵的系统数据和客户文件，特别设计了包括 Raid/磁盘阵列/磁带库/异地存储在内的多级冗余备份系统，确保数据万无一失。

中国万网在同行业中最早开通全国免费 800 电话，并且是同行业中唯一建

立了能够大规模处理全国几十万客户来电、功能齐备的专业级呼叫中心（Call Center）系统的专业服务商，客户服务中心和技术支持部门一直保障提供 7×24 小时的不间断专业电话支持服务。设有 7×24 小时的专业工程师人工值守的在线问题提交系统，保障客户在线提交的技术问题平均 3 小时内得到响应，并得到有效处理和监控；采用 3rd Eye、WhatsUp、IpMonitor、OpenView、MRTG 等从不同层面对服务器群及网络链路进行 7×24 小时全方位的实时智能监控，一旦出现故障预警或报警，值班工程师将立即收到并及时处理，同时万网的运行工程师和技术副总裁可以从手机获得短信通知，从而保障了最短的故障处理时间。

二、并购动机

通过收购进入中国市场是很多外资的惯常做法。2005 年，万网开始挺进电子商务，投资 1 亿元推出了 B2B 电子商务平台——买麦网，目标是建立采购商和供应商之间的互动信息交流平台。Synnex 对万网的股权收购，是为了获取有效的电子商务平台和广泛的客户资源，包括超过 30 万的最终用户。通过电子商务展开对中国市场的拓展，对 Synnex 来说，并不失为一种大胆尝试。1999 年 Synnex 就已经登陆中国，成立了北京新聚思信息技术有限公司，将其作为中国地区总部，而后逐渐成为其全球运营控制中心之一，但其在中国的业务却没能全面展开，而此次收购实现了它进入中国的 IT 市场的梦想。

三、并购过程

2007 年 4 月 6 日，中国万网通过出售股权获得来自美国 Synnex 集团的投资。作为万网股东之一的 IDGVC 于 1999 年向北京创联万网国际信息技术有限公司注资 50 万美元。随后，2005 年 3 月，IDG 再次联手新桥共同向万网投资 1 亿元。本次 Synnex 注资，万网的股权结构也会随之改变。此前万网的股份由新桥基金、万网创始人张向东以及 IDGVC 三部分组成，但都低于 50%，Synnex 入股后，将超过 50%，成为最大股东。而 IDG 和新桥通过此次 Synnex 并购，实现部分资金的退出。

四、并购特点分析

（一）一笔稳赚的买卖

并购使 SYNnex 收购了一家赚钱的公司，不但可以在中国市场有深入的

商业尝试，也会为公司带来丰厚的盈利。无论投资的运营如何，由于人民币升值因素，从商业角度讲，Synnex 都做了一笔稳赚的买卖。

（二）并购后保持万网的稳定与发展是其最大的特点

并购完成后，Synnex 和万网均意识到维持稳定运营的重要性，都表示不会改变原有的管理团队和经营方式。万网与 Synnex 订有君子协议，在并购发生之后，团队不变，业务不变，Synnex 不派人到万网。万网将与 Synnex 北京与成都公司成为兄弟公司。万网仍将进行独立运营，将来也可以独立上市。Synnex 允许万网进行独立的运营是明智的，因为万网稳定而健康的成长，最终会使 Synnex 获得收益。保持万网稳定的运营和盈利是此次收购的最大特色。

（三）并购意在 SMB 市场

对于跨国分销而言，最大的竞争在于与本土企业的竞争。外面的公司很难进入，即使你有很强的运营系统。Synnex 认为，中国市场的高速发展使商业氛围发生了巨变，分销模式日趋成熟、集成商逐步衰退，本土分销企业强势地位得到加强。在此形势下，只有通过并购才能进入分销领域。Synnex 此次股份收购并非要对电子商务平台有所倚重，而是将注意力放在了对客户资源的关注。Synnex 认为，中国充满商机，不进入不行，进入了不一定成功。此次收购使得 Synnex 拥有了一大批的潜在的客户资源，这对于公司拓展中小企业市场有着重要的战略意义。

第二节 英国游戏制造商 Monsternob 收购联梦

2006 年 1 月 23 日，欧洲最大的移动增值业务提供商 Monsternob Group 收购杭州联梦，交易额最高可达 8 000 万美元。该交易将是中国最大的手机游戏并购案，同时也是最大的 SP 并购案。

一、并购双方简介

（一）Monsternob 公司

Monsternob Group 是欧洲最大的移动增值业务提供商，也是全球最大的

手机游戏及手机铃声制造商集团，创建于2004年，在伦敦证券交易所AIM市场上市，主要提供视频点播、互动社区、音乐铃声、高清晰个性化图片以及Java游戏等服务，目前在25个国家和地区有运营业务，每月订户达1300万。Monsternob已在亚洲打下雄厚基础，包括在菲律宾收购UpperMobile公司，在马来西亚收购UnrealmindInteractive公司。Monsternob从2005年到2006年4月，共收购了联东伟业、杭州联梦以及北京万讯通科技三家国内知名的SP公司，收购这三家公司的总费用高达2.6亿美元，折算成人民币则在20亿元以上，这是迄今为止，外资进入国内SP市场的最大投资金额。

（二）杭州联梦娱乐软件有限公司

杭州联梦娱乐软件有限公司（以下简称联梦）是M Dream China (Holdings) Ltd.（联梦中国（控股）有限公司）旗下的核心企业。由中国、韩国、日本三方投资，是国内第一家与韩国著名游戏研发商进行资本紧密合作的企业。联梦依托各方股东的综合优势和中国内地未来几年高速增长电信增值服务市场，专业从事游戏和娱乐软件的研制、开发并提供游戏娱乐软件的应用服务和售后技术服务，利用与韩国、日本游戏一流企业的战略联盟，建设专业的游戏软件大型加工基地，是经浙江省信息产业厅认定的软件企业。

联梦公司总部设在杭州，另有北京、辽宁、上海、南宁、西安、西南等六个分公司，按大区制的形式开展增值电信业务，并已在20多个省、市、自治区的通信管理部门进行了业务备案。目前的主要产品是基于移动互联网的游戏和娱乐软件，包括WAP、K-JAVA/UNIIA和BREW游戏软件以及SMS、MMS、IVR、铃音和图片等各种娱乐应用软件产品。联梦现已上市发行的游戏有50多款，其中较为知名的有《拳皇》、《合金弹头》、《侍魂》、《英雄传说》等。2004年，联梦先后与韩国、日本等国家的著名游戏娱乐内容供应商结成战略合作伙伴，取得了百余款经典日韩游戏中近一半的精品游戏的授权并开发出了相应的手机游戏（如《拳皇》、《合金弹头》、《机甲争霸》），陆续在移动梦网上线。在中国移动的手机游戏排行榜上，联梦的手机游戏长期雄踞前三甲之列，联梦已成为中国移动的重要战略伙伴。

二、并购动机

首先在于行业潜力巨大。Monsternob Group收购联梦的基本动因是互联网的市场潜力巨大。2007年，英国市场研究公司Understanding & Solutions的研究表明，全球手机游戏市场可望较年初预计的36亿美元规模，

在 2011 年成长到 60 亿美元。中国拥有世界上最大的手机用户群，是国外 SP 瞄准的市场，大规模地收购是外资进入中国 3G 市场的 SP 业务的基本途径。

其次在于并购成本低廉。虽然移动增值服务产业 SP 的收入可望达到 50 亿元，但 SP 的竞争也在加剧，竞争中将被淘汰的几乎全是中小 SP。在被淘汰前卖个好价钱，成为不少 SP 公司唯一的选择。中国的 SP 大多是省网。几年前，收购一个省网 SP 可能需要数百万元，收购一个全网 SP 则需要五六千万元，而现在全网 SP 收购价格只有 1000 万元左右。即使是在海外上市的大型 SP 公司，也因其过低的市值引起了外商的注意。由于 SP 公司的售价都很低，所以许多外资纷纷进入中国 SP 行业，掀起了强大的收购热潮。因此，Monstermob 以几千万的成本收购杭州联梦，从长远来看成本还是很低的。

三、并购过程

2006 年 1 月 23 日 10 时左右，国金顾问（“IFIC”）成功将客户杭州联梦（M Dream）全部售予欧洲最大的移动增值业务提供商 Monstermob Group，交易额最高可达 8 000 万美元。该交易将是中国有史以来最大的手机游戏并购案，同时也是最大的 SP 并购案。Monstermob 的此次并购行动是该公司大举进入中国市场的第二次行动（Monstermob 先以 5 600 万英镑收购国内第三大手机铃声和彩图供应商联东伟业）。2006 年 1 月 24 日联梦证实公司高层在和 Monstermob 洽谈并购具体事宜。而 Monstermob 公司也表示，整个收购在 2007 年 1 月 31 日前完成，收购所需的 2 000 万英镑将主要通过发行新股解决。在收购完联梦娱乐后，它们将利用联梦娱乐在国内手机游戏业成熟的运营模式，针对中国市场开发几款新的手机游戏。

四、并购特点分析

2005 年以来，联梦公司发展势头强劲，规模迅速扩大，进一步加快市场扩展的速度和进程。2006 年 1 月，联梦公司加入英国 Monstermob Group，全面开启全球化进程。并购，在并不炎热的初夏正掀起层层热浪。随着国内股改的推进、并购相关法规的逐步完善、并购方退出渠道的出现，企业并购浪潮形成的时机日渐成熟。在“世界是平的”的“叫嚣”下，外资并购、中资海外并购风起云涌，并购已成为时下一个重要的投资主题，通信与软件正成为热门的并购领域。

第三节 英国游戏制造商 Monsternob 收购北京万讯网

2006年4月13日，英国最大手机铃声及游戏制造商 Monsternob 公司以 8 150 万美元的价格，收购了北京万讯通科技发展有限公司。万讯通是国内排名前列的 SP 之一，在国内 27 个省市拥有移动的 SP 业务。

一、并购的目标公司简介

北京万讯通科技发展有限公司成立于 2002 年 7 月，专注于无线增值领域，主营无线增值业务。拥有全网短信、彩信运营资格，服务覆盖中国内地全部范围。公司本部现有员工 106 人，公司现有分公司 6 个，区域经理 33 名，并已建立大区管理制度。万讯通科技是无线应用服务的领先供应商，依靠在无线领域的技术领先优势，开展了与北欧、日本、韩国等国外无线应用提供商的合作，为全国移动用户提供时尚前卫、五彩斑斓的无线应用产品。

二、并购背景与动机

依照同样的战略规划，联梦和万讯通逐一进入 Monsternob 的视线。在中国移动的百宝箱游戏排名中，联梦当时排名第一，第二名和第三名分别是空中和新浪，而万讯通在短信、彩铃、IVR 都占前 10 名。经过以上三轮收购，在不到 1 年的时间内，Monsternob 在 WAP、彩信、手机游戏、彩铃、IVR 等关键业务中都成功进入第一梯队，在中国 SP 行业的战略布局基本完成。

三、并购过程

2月16日灵通网宣布，其将向英国无线增值服务提供商 Monsternob 公司提交收购报价，前提是后者股东拒绝第三方的收购请求。Monsternob 于 2 月 23 日召开股东大会，以确定是否接受西班牙手机内容提供商 LaNetro 的收购报价。LaNetro 原定收购 Monsternob 的全部股份，但 2006 年 12 月改变了计划，拟以 3 400 万英镑的价格收购 Monsternob 52.6% 的股份。如果 Monsternob 股东最终拒绝了 LaNetro 的报价，灵通网将在完成对该公司的财务核查之后提交收购报价。灵通网计划增发美国存托凭证以换购 Monsternob 全部普通股，换购比例为 0.3028 : 1。

在伦敦证券交易所 AIM 市场上市的 Monsternob 主要提供视频点播、互动社区、音乐铃声、高清晰个性化图片以及 Java 游戏等服务。2006 年,该公司通过大举收购进军中国,分别收购了北京联东伟业、杭州联梦以及北京万讯通三家 SP,目前该公司营业收入中,来自中国的收入约占 50%。据了解,2006 年 7 月,Monsternob 曾发布盈利预警,称由于中国移动修改短信订购规定,可能对集团 2006 年下半年业务造成负面影响。

2006 年 4 月 13 日,英国最大手机铃声及游戏制造商 Monsternob 公司以 8150 万美元的价格,收购了北京万讯通科技发展有限公司。万讯通是国内排名前列的 SP 之一,在国内 27 个省市拥有移动的 SP 业务。

四、并购分析

首先是拓展公司业务和服务。先前已通过收购中国的联东伟业(1 亿美元)和联梦娱乐软件公司(M Dream)在中国发展了业务。此项收购使 Monsternob 公司大大扩展了在中国市场的手机服务。上述收购也使 Monsternob 公司在中国的雇用员工达 400 人。另外外资收购国内 SP 具有两个显著的特征。一是收购的是国内为数不多的大中型 SP 公司,每笔收购金额都至少在亿元以上。二是收购时间选在中小 SP 公司经营处于困难的时期。因为这时 SP 行业的泡沫都被挤掉了,SP 开出的售价都很低。

第四节 澳洲电讯收购搜房网

2006 年 9 月 4 日,搜房网和其最新的控股股东世界 500 强企业澳洲电讯(Telstra)共同在京亮相,双方共同宣布了澳洲电讯以 2.54 亿美元(约 20.3 亿元人民币)注资搜房网,并以 51%的股份成为后者最大的股东。搜房网将与澳洲电讯属下的 Sensis 公司的业务单元链接。

一、并购双方简介

(一) 澳洲电讯(Telstra)

澳洲电讯是澳大利亚最大的电讯公司,也是澳大利亚联邦拥有的唯一的国有企业。1997 年 10 月澳大利亚政府开始通过向机构投资者和个人投资者出售

49.9%的股权，对该公司实行部分私有化，政府仍持有 50.1%的股份。

作为世界上盈利情况最好的电信公司之一，澳洲电讯是澳大利亚领先的全业务电讯运营商，业务横跨有线通信、ADSL、HFC、卫星、CDMA 和 GSM 数字移动网络等，并且是澳大利亚领先的 ISP。它的市场资本在世界电信业排名第 11，在世界最大公司排名榜上，名列第 49 位，是澳大利亚、新西兰和纽约股市的上市公司。

澳洲电讯在北京设有办事处。2001 年 11 月，它与中国联通签订了业务合作和伙伴关系谅解备忘录。许多来自欧洲和美国的跨国公司都向澳洲电讯寻求通信解决方案，用于它们的国际运营。凭借澳洲电讯与不同的企业和政府建立的战略伙伴关系，以及与 250 多个全球通讯服务提供商之间的同盟和协议，澳洲电讯拥有提供无缝通信服务所需要的关系和世界范围的支持。

（二）搜房网

搜房网是中国最大的房地产门户网站，早期由莫天全、李山及国际著名投资机构 IDG 投资创立，目前覆盖了全国 45 个大中型核心城市，是唯一两度入选“中国互联网百强企业”的房地产类网站，还是全球访问量最高的房地产类网站（评价来源于 Alexa）。搜房控股成立于 1999 年 6 月，早期由 IDG 风险基金和高盛（Goldman Sachs）支持，同年 12 月，搜房全面收购香港地产资讯网、台湾家天下网、深圳房地产交易网等，奠定大中华房地产门户地位。目前，搜房总部设在北京。截至 2007 年 10 月，搜房在全国 75 个大中型城市开设分公司，是全球唯一拥有分站最多的垂直房地产家居门户网站。公司业务以中国内地为核心，覆盖亚太地区，多年来以稳健、务实的风格扎根于全球华人具有广阔发展前景的房产家居产业，成为大中华区最具权威和规模的房地产网络媒体和信息服务企业搜房控股依托其全球最具规模和权威的房地产网络媒体——搜房网（www.Soufun.com）和中国房地产业的“思想库”——中国指数研究院，定位于全心全意为房地产和家居业服务。

搜房网拥有中国最大的房产业主社区和论坛，拥有 4 万多个活跃的楼盘论坛，日均发帖量 15 万以上；月平均独立访问人数（unique IP）达 4 200 万；搜房社区成为全国最聚人气的房地产网上社区，在业主与准业主中颇具影响力。搜房网拥有中国最大、最全、最新的房地产项目数据库，提供全国超过 4.5 万个物业项目的详细资料，强大的房源搜索引擎为用户提供了快速、准确的楼盘搜索通道。搜房网拥有中国最大、最全、最新的房地产新闻数据库，日均更新新闻 1 200 条，记载地产界的每一个精彩时刻，聚焦地产界所有风云人物，第一时间把握地产脉搏。搜房网拥有中国房地产业技术水平、设计水平最

高的 IT 专业队伍，累计为全国策划并设计、制作房地产类网站 1 500 个以上。搜房网二手房租房网向用户提供日均近 100 万条租赁及二手房买卖信息。搜房网为中国房地产业创造了崭新的信息渠道和营销通路。

二、收购动因

（一）进入中国市场

澳大利亚为了规避政治风险，一直将欧美国家视为投资首选，而随着中国经济的增长，以及欧美国家经济的停滞不前，澳大利亚也逐渐把中国市场放置到了一个前所未有的高度。澳洲电讯认为收购搜房网 51% 的股份，是进军中国市场的好时机，可以为该公司带来发展机遇。而且澳洲电讯买人的搜房网处于盈利状态，现金流状况良好，将在未来一年为澳洲电讯带来 5 200 万澳元的收入，并在第三年提升该公司的每股收益。

（二）新的业务增长点

澳洲电讯在其国内市场正面临着日益激烈的竞争，其固话业务的销售额在不断下滑，为此，该公司一直在亚洲地区寻求新的增长点，此次入主搜房网成为该公司在中国内地徘徊 10 年的首次投资。澳洲电讯收购中国在线房地产门户网站搜房网 51% 的股份是一起规模不大但颇有前途的交易范例，这类交易是澳洲电讯为使其股票值得长期持有而必须做的，即用新的不断增长的收入源取代数额巨大但不断下降的铜电缆网络收入。到 2006 年 6 月份结束的一年中，澳洲电讯的收入增长了 2.7%；2005 年搜房网的收入翻了一番，2006 年上半年的增长速度是 107%。

三、并购过程

2006 年 8 月 31 日，搜房网与世界 500 强企业第 13 大的电讯企业澳洲电讯（TELSTRA）签署战略合作协议，澳洲电讯以 20 亿元人民币的价格收购搜房网 51% 的股份，成为搜房网第一大股东。此次并购经境外媒体报道后，国内各媒体纷纷致电搜房网询问相关情况。2006 年 9 月 4 日，搜房网与澳洲电讯在北京国际饭店召开新闻发布会，双方共同宣布了澳洲电讯以 2.54 亿美元（约 20.3 亿元人民币）注资搜房网，并以 51% 的股份成为后者最大的股东。

并购后，澳洲电讯作为搜房网的战略投资者，将推进搜房网的国内国际发展和扩张，且不干预搜房网的管理和运作，搜房网的所有扩张计划将全面进行，管理层

人员没有变动。搜房网将澳洲电讯视为搜房网“上市前引入的战略投资者”。澳洲电讯位居澳洲上市公司的前3名，此次是通过旗下全资子公司 Sensis 进行收购。这打破了近期国内互联网站的收购纪录。此次交易中，收购方澳洲电讯需要将20亿元资金一次性全部付清，然后才持有搜房网51%的股份，成为控股方，澳洲电讯接手的股份来自 Trader 以近1亿美元作价出手的15%股份、莫天全本人。另一投资商 IDG 和搜房网其他管理层则分别持有其余49%的股份。

四、并购分析

（一）战略投资者

搜房网一直在寻求上市机会，通过被澳洲电讯控股，搜房网将间接实现在澳大利亚上市。澳洲电讯表示会考虑将来让搜房网上市，可以考虑采用 IPO 等多种方式。澳洲电讯收购搜房网后，搜房网成为澳洲电讯的子公司，通过旗下 Sensis 广告部门负责搜房网的后续运营，搜房网的管理层没有变化。

（二）对华投资的转变

高达2.54亿美元的收购金额，打破了当时中国互联网的收购纪录。同时，一个由此折射的奇特现象也引起了国内互联网人士的注意。澳大利亚对华投资策略正在发生根本性的变化。澳大利亚一直以来在亚洲只做生意，不搞收购，对外投资也大多是选择具有相同政治背景的欧美国家。而现在澳大利亚大把资本砸向中国，这说明它们的投资路线正在转向中国。澳洲电讯收购搜房网，更主要的目的是进入中国市场。

（三）行业网站将成投资热点

作为中国房地产最大的门户，搜房网的收购消息也给国内方兴未艾的行业网站带来了利好消息。目前，中国行业性网站的发展并不突出。这一收购消息将刺激资本的进一步涌入。经过此次收购，搜房网的价值已经超过5亿美元，逼近了上市公司的规模。相比之下，新浪、盛大的市值均在10亿美元左右，同为行业网站的携程网市值则为15亿美元。行业网站的大批崛起，将是互联网下一轮的发展趋势。

（四）对接分类广告

澳洲电讯经过权衡，认为中国房地产行业的光明前景值得预期，特别是

澳洲方面看到国内房地产领域的分类广告业务还很不成熟,因此将其旗下在分类广告领域有着丰富运营经验的 Sensis 与搜房网对接,有非常高的商业可行性。搜房网是 1999 年成立的房地产家居专业网站,拥有中国庞大的房地产家居数据库及活跃的业主论坛、装修论坛,提供较完备的房地产家居资讯。

第五节 美国 Monster 收购中华英才网

2005 年 4 月 19 日,中华英才网与美国最大的网络招聘网站巨兽网(Monster)正式签署协议,巨兽网出资 5 000 万美元收购中华英才网 40% 的股份,并将在 3 年内帮助其上市。上市后,巨兽网将购买其 51% 甚至更多的股份。

一、并购双方公司简介

(一) 美国 Monster

Monster 是全球领先的网上招聘供应商,也是全球最大的招聘服务供应商,提供由招聘代理、线上招聘、猎头服务和招聘黄页广告四项构成的全方位的全球招聘解决方案,依靠不断创新的技术和服务,在全球范围内为快速发展的企业快速地找到优秀、胜任与最合适的人才,Monster 在以下国家和地区设有使用本地语言的网站:美国、加拿大、英国、新西兰、比利时、荷兰、澳大利亚、法国、德国、新加坡、爱尔兰、西班牙和中国香港。

作为服务大众的招聘网站,Monster 持续不断地优化着招聘企业与优秀求职者之间的对接方式。如今,Monster 已成为全球领先的网上招聘企业,其网络访问量高居全球第 14 位,如在 2005 年 2 月,Monster 为超过 2 800 万的求职者提供各类服务。Monster 除了提供各行业的工作机会,还邀请不同领域专家畅谈职场、细论求职技巧和建议,不失为求职者经营职业的最佳选择。Monster 拥有超过 4 550 万份简历的庞大人才库,为企业用户提供领先的产品和服务,满足它们的所有招聘需求。Monster 全球网络覆盖 26 个国家和地区,有 22 个不同语种的本地化站点。Monster 充分利用庞大的全球网络,为企业提供网上招聘解决方案,彻底改变招聘企业与优秀求职者对接的方式。Monster 为企业用户提供了职位发布、简历查询、职业管理信息及建议等工具和内

容，帮助它们更好地管理和优化招聘流程。

Monster 不断引领网上职业管理空间的潮流，数百万求职者与企业都在使用 Monster 的信息和工具。Monster 现已成为全球领先的网上职业管理网站，访问量长期位居前 30 位。

（二）中华英才网

中华英才网是中国三大招聘网站之一，网站每日页面浏览量超过 600 万；每天提供超过 20 万个有效职位需求；拥有超过 300 万的个人会员；拥有超过 220 万份的个人简历，并以每周一万多份的速度增加；累计超过 22 万家企业会员；90% 进入中国的《财富》500 强企业使用中华英才网的服务。

中华英才网第一家推出在线招聘系统——智聘系统，真正实现了企业招聘工作的电子化管理；第一家提供全面校园招聘解决方案，为企业招聘一流学子；第一家推出手机短信求职服务，让工作机会及时送达求职者；第一家推出以互联网为数据收集平台的跨地区、多行业企业员工薪资报告及全国网民薪资晴雨表——英才薪资指数；第一家推出反映国内就业市场供求状况的指数——英才就业指数。

中华英才网 1997 年开始从事网络招聘业务，是中国最早、最专业的人才招聘网站。2000 年通过大量投入海外资本，公司业务得到了迅速发展，并成为中国最著名的全国性人才招聘网站，其品牌和服务已被广大个人求职者和企业人力资源部普遍认可。中华英才网总部设于北京，全国的核心城市设有 10 个分公司，服务覆盖全国 40 多个城市、35 个主要行业，为企业以最快的速度在不同城市组织专项招聘。中华英才网与 26 个主要国家建立人才交互网络，能为企业在不同国家招聘人才。

二、并购动机

Monster 公司认为，Monster 对中华英才网的投入不是简单逐利的风险投资，而是着眼于长远的产业资本，以打造中国第一的网上招聘品牌。根据上海艾瑞市场咨询有限公司的《2004 年中国网上招聘研究报告》，中国的招聘市场规模 2004 年达到 41.6 亿元人民币，2006 年达到 51.2 亿元人民币，平均年增长率达到 10%。而网上招聘在 2003 年为 3.1 个亿，2006 年增长到 16.9 亿元人民币，平均增长率为 73.9%，2006 年网上招聘收入占整体招聘市场收入的 33%。调查显示，国内网上求职用户的数量已经由 2002 年的 119 万上升到了 2004 年的 410 万，并且这种上升势头还将继续下去。而 2004 年在网上发布招聘广告的企业数也已经达到了 80 万家。来自企业和个人用户数量的增长促使

招聘网站数量和网上招聘收入迅速增长。Monster 公司正是看中了中国网上招聘市场的巨大潜力才参与对中华英才网的收购。

三、并购过程

早在 2001 年, Monster 就将目标锁定在了中国网络招聘市场。从 2003 年年底开始, Monster 多次派人并亲自到中国考察。通过对几家国内排名靠前的招聘网站的走访, 最终将合作伙伴的目标锁定在中华英才网身上。Monster 认为, 网上招聘虽然受到传统招聘手段(主要是报纸招聘)的强烈竞争, 但借助互联网技术的高速发展, 网上招聘业务仍将拥有巨大的发展空间和潜力。

2005 年 2 月, Monster 在海外公告, 宣称以 5 000 万美元的价格收购中华英才网 40% 的股权。中华英才网的管理层结束在 Monster 美国总部进行的实地访问和学习。2005 年 4 月 19 日, 中华英才网与全球最大的网络招聘服务商 Monster 在人民大会堂签署战略伙伴合作关系。该公司以 5 000 万美元收购了中华英才网 40% 的股份。Monster 同时宣布, 如果中华英才网 3 年内公开上市, 公司有权利和义务在其上市后收购其 51% 或更多的股份, 如果 3 年内没有上市, 则 Monster 有权利和义务在 3 年期满后收购其 51% 或更多的股份。

四、并购分析

对于中华英才网而言, 该交易意味着以 40% 的股份换取了 5 000 万美元, 并在未来 3 年成为被 Monster 控股的公司, 这其中存在着利弊两面。“利”的一面是中华英才网得到了巨额资金, 现金流将大为改善; “弊”的一面则是公司的发展战略要服从于 Monster 的全球规划, 经营要受到控制。并购后的公司将面临如下问题:

第一, Monster 可能面临水土不服。Monster 如果要发展, 就不可能放弃中国这个快速发展和潜力巨大的市场。但是, 由于这只是一次资本上的并购, 中华英才网并不会因此短时间内获得大量资金用于市场和技术投入, 使其运营态势获得根本改观。因为中国就业市场和美国市场相比, 差异相当大, Monster 的经验并不一定适用于中国。从经营层面上看, 这次并购很难给中华英才网带来很大的提升。

第二, 上市纳入议程。中华英才网之所以接受并购, 根本的原因是借 Monster 的实力和背景, 实现中华英才网在海外上市的目标。Monster 对中华英才网的巨额投入, 一方面是其看好中国网络招聘市场的潜力, 符合其全球产

业布局的需要；另一方面，也要帮助中华英才网成功上市后在国际资本市场上套利。

第三，Monster 带来全球化服务。Monster 对中华英才网的投入绝对不是简单逐利的风险投资，而是着眼于长远的产业资本。Monster 将逐步把多年来形成的先进理念和成功经验带给中华英才网，携手中华英才网，打造中国第一的招聘网站。Monster 以精心为求职者服务著称，具有先进的搜索引擎，用户可以根据自身的具体状况，输入关键信息，快速搜索到适合自己的招聘企业和工作岗位，节省了大量的时间和精力。在 Monster 的网站上，不仅仅简单提供专业的简历模板，更会指导求职者如何根据自身的特点和优势设计和撰写具有竞争力的简历。因此，对于广大的求职者而言，Monster.com 不仅是找工作的好场所，更是人生职业规划的好伙伴。

第四，并购能促使中华英才网在三个方面迅速提升自身的竞争优势。首先是网络的信息优势。Monster 公司占有美国网络招聘市场 50% 的业务，拥有上亿条简历数据，是全球最大的网络招聘服务商。其次是 Monster 将提供由招聘代理、线上招聘、猎头服务和招聘黄页广告四项构成的全方位全球招聘解决方案。再次是在产品与服务层面，中华英才网将借鉴 Monster 在全球积累的成熟的服务模式，结合中国企业招聘需求特征，实现产品和服务方式的改进。最后在技术与管理层面，中华英才网将学习 Monster 先进的管理方法，广泛采用全球范围内新兴的互联网技术，强化自身的创新能力。在理念与文化层面，中华英才网将改造企业的经营理念和文化，以无微不至的态度服务全球企业和人才。

第六节 Monsternob 收购联东伟业 (Atop Century)

2005 年 8 月 22 日，英国移动游戏和铃声提供商 Monsternob 公司收购联东伟业 (ATOP Century) 公司，并在中国电信市场获得立足之地。

一、并购的目标公司简介

北京联东伟业科技发展有限公司是 2000 年由联想集团和新东方教育集团共同组建的以远程教育服务为核心的新兴高科技公司，为中国移动集团公司的战略合作伙伴，对中国移动客户提供基于 Wap、Mms、Sms、Ivr、Kjava、CRbt 等项全网服务。主要收入来源于 Wap、Mms 等 2.5G 业务，目前以收入

排名,分别为第二、第三(2005年12月数据)。同时也通过中国联通、中国电信和中国网通向其全网(包括G网、C网)用户提供Sms、Wap和Ivr等服务。2003年开始依托新东方强大的资源优势及对无线增值领域的探索,推出无线教育品牌,主打英语学习等教育类服务,拓展无线业务在教育领域的专业化应用,为用户提供丰富多彩的教育类产品,同时还提供多种寓教于乐的大众娱乐产品。

二、并购动机

中国是世界上最大的电信市场,Monsternob认为获取足够的市场份额需要并购中国的网络公司。2005年8月22日,Monsternob公司收购联东伟业公司,从此将在中国电信市场获得立足之地。为了实施其占领亚洲市场的战略,它最近还在菲律宾收购了Upper Mobile公司,在马来西亚收购了Unreal-mind Interactive公司。为了完成对ATOP的收购,Monsternob支付1亿美元的股票和现金。

三、并购过程

2005年8月,Monsternob以1亿美元并购联东伟业(Atop Century)。收购将会以现金和股票的综合形式,其中包括3000万美元现金以及1200万美元的股票。Monsternob表示,对于联东伟业的收购使公司打开了中国市场的大门。

四、并购分析

2005年8月以来,Monsternob在中国的对网络公司的一系列并购表明了其占领中国网络市场的决心。如2005年以1亿美元并购联东伟业(Atop Century),2006年1月以8000万美元并购杭州联梦(M Dream),同年4月13日又以8150万美元并购北京万讯通。Monsternob在中国进行系列并购意图应是在很短的时间内进入中国SP前列。联东伟业长项在于WAP和彩信。在2005年下半年,中国移动WAP业务的前10强中,除了空中、腾讯、讯天等公司外,联东伟业一直稳居前5名,而在彩信业务上,联东伟业的排名也能挤进前5。经过以上三次收购,在不到1年的时间内,Monsternob在WAP、彩信、手机游戏、彩铃、IVR等关键业务中都成功进入,在中国SP行业的战略布局基本完成。而从业务量来看,Monsternob所收购的三家SP公司的业务量总和已经超过华友世纪和掌上灵通。这意味着,Monsternob在中国的SP中已经能进入前5名。

本章总结

本章通过案例分析主要揭示外资并购我国电信企业的必要性与存在的问题，找出问题的根源和解决问题的思路，以有利于推动我国电信行业外资并购的良性发展。本章主要分析的案例是：美国 Synnex 集团收购中国万网股权；英国游戏制造商 Monsternob 收购联梦、北京万讯网；澳洲电讯收购搜房网；美国 Monster 收购中华英才网；Monsternob 收购联东伟业。

思考题

1. 美国 Synnex 集团收购中国万网股权的动机是什么？
2. 英国游戏制造商 Monsternob 为什么要收购联梦？
3. 英国游戏制造商 Monsternob 收购北京万讯网的特点是什么？
4. 澳洲电讯出于什么动机收购搜房网？
5. 美国 Monster 收购中华英才网经历了哪些过程？
6. 如何看待 Monsternob 收购联东伟业？

第五章

外资并购中国电信企业案例（下）

本章概要

本章承接前一章的分析，继续研究外资对中国电信企业并购的案例，并在最后一节对外资并购中国电信企业进行点评，分析其必要性和利弊得失。

学习目标

1. 了解韩国 SK 电讯收购联通。
 2. 了解西班牙 Telefonica, S. A. 收购中国网通股份。
 3. 了解 Tom 收购中国移动娱乐公司。
 4. 了解美国亚马逊收购卓越网。
 5. 了解西门子收购港湾核心资产。
 6. 明确外资并购中国电信企业的后果。
-

第一节 韩国 SK 电讯收购联通

2006年6月21日，中国联通香港上市公司（香港交易所代码：0762，简称中国联通）正式与韩国最大的移动运营商 SK 电讯签订《战略联盟框架协议》；同时 SK 电讯同意买下联通 10 亿美元的可转换债券。2007年8月20日，SK 电讯选择将手中持有的 10 亿美元中国联通股份有限公司债券，转换为 6.61% 的中国联通股份，成为中国联通的第二大股东。2007年10月23日，

联通对外宣布，按照协议由于持股比例超过 5%，SK 有权派出一名董事列席联通董事会，SK 电讯的高级副总裁李锡焕被任命为公司的非执行董事。

一、并购双方简介

（一）韩国 SK 电讯

SK 电讯是韩国第三大跨国企业 SK 集团所属的一个公司，也是韩国最大的移动运营商，截至 2007 年 4 月底，用户已达 2 090 万人，占韩国移动通信市场的 51.6%，按用户数计算是目前世界上最大的 CDMA 电信运营商。2005 年，SK 集团销售额达到 592 亿美元，其人均劳动生产率在韩国处于最高水平。2006 年，其全球的营业额达到了 10.65 万亿韩元（约 111.7 亿美元），纯利润为 1.4 万亿韩元（约 14.9 亿美元），比前一年增长了 4.8%。

SK 电讯从 1998 年以来，连续四年在顾客满意度（National Customer Satisfaction Index）评选中蝉联第一，2000 年 6 月被《亚洲电信》杂志评选为“亚洲十大移动通信企业”之一，2001 年 6 月获得 CDMA 开发集团颁发的“国际领袖奖”，2003 年，SK 电讯跻身《商业周刊》世界信息技术百强，并位列《福布斯》杂志全球企业综合排名第 303 位，2006 年在东部管理集团（Eastern Management Group）列出的全球电信运营商运营总收入表中排名第 29 位。

（二）中国联通

中国联合通信有限公司（简称中国联通）是中国联通集团（China United Telecommunications Corp.）的子公司，于 1994 年 7 月 19 日创立，在全国 30 个省、自治区、直辖市设立了 300 多家分公司和子公司。中国联通是国内唯一在纽约、香港和上海三地上市的电信运营企业，也是国内唯一的经营固话业务和移动业务的运营商。2000 年 6 月，中国联通公司在香港和纽约成功上市，筹资 56.5 亿美元。2002 年 10 月，公司又在上海成功完成 A 股上市。

中国联通的经营范围包括：无线通信业务、长途电话业务、本地电话业务、数据通信业务、电信增值业务，以及与主营业务有关的其他业务。中国联通拥有两类服务网络：分别使用全球移动通信系统（Global System for Mobile Communications，简称 GSM）和码分多址（Code Division Multiple Access，简称 CDMA）技术。以用户数衡量，中国联通在中国两大移动通讯运营商中位居第二。截至 2007 年 11 月底，中国联通的 GSM 网络用户达到 1.182 亿户；CDMA 网络用户增至 4 077 万户，用户总数仅占中国移动手机网络用户的 30%左右。

二、并购动因

对于 SK 电讯来说,进入和拓展中国巨大的电信市场是实现其全球化发展战略的必要步骤,也是进行此次并购的主要动因。对于 SK 电讯而言,国内规模达 170 亿美元的市场日趋饱和,向海外扩张成为必然选择。近年来,SK 电讯已将触角延伸到蒙古、越南和美国等国际市场,即将开放的中国 3G 市场便是其实现海外扩张的最佳选择。

而中国联通引入 SK 电讯的首要原因是迫切需要与国外合作伙伴在 CDMA 业务上展开合作。中国联通分别使用 CDMA 和 GSM 技术,但却存在以 G 网盈利弥补 C 网亏损的问题。其 CDMA 业务在 2005 年就有 1.999 亿元的税前亏损,而 GSM 业务却实现税前利润 72.8 亿元。尽管中国联通实施了诸多补贴政策,但是与联通 G 网相似的客户定位让 C 网的成长空间越来越小。截至 2007 年第三季度,联通用户约 1.58 亿,约占我国 5.2 亿移动手机用户的 30%,其中约 4 000 万的 CDMA 仅占我国移动手机用户的 8%。单从用户数角度来看,联通与移动的实力就存在极大差距。相对全球来讲,截至 2007 年第二季度,全球范围内 CDMA One tm 和 CDMA2000 的累积用户数突破 4 亿。其中,近 93%的用户使用 CDMA2000 技术,约 3.8 亿,遍布 97 个国家。如果不能在 CDMA 发展上有所突破,联通将无法在以 3G 为主导的未来几年在全球竞争中立足。

中国联通引入 SK 电讯的另一原因是在与中国移动的竞争中显得力不从心。联通不仅面临着电信重组及 3G 发牌不确定的问题,而且面临与中国移动竞争的重重压力。由于中国移动在 GSM 上的优势明显,如何在 3G 到来之前大幅提高 CDMA 的市场占有率和盈利能力已成当务之急。在韩国 3G 已经得到应用,SK 电讯采用的是 WCDMA + WiBro 的网络设置,WiBro 是比 WiMax 速度更快的无线宽带网络。韩国 SK 电讯是世界上最早一家同时运营 WCDMA 和 CDMA2000 两个网络的运营商,在 CDMA 上有着强大的技术和丰富的运营经验,其在 3G 行业的技术无疑可加大联通向 3G 进军的砝码。因此,中国联通寻求与 SK 电讯的合作成为必然。

三、并购过程简介

自从沃达丰(Vodafone Group)持有中国移动约 3%的股份,西班牙电信 Telefonica, S. A. 对中国网通持股从 2.99%增持至 5%之后,谁将成为中国联通的海外运营商合作伙伴就一直是业内关注的焦点。在 2006 年 3 月中国联通董事长明确表示将引入国内外合作伙伴帮助联通提高 CDMA 目前的运营状况

之后，SK 电讯、KDDI、Sprint 都立即表示出浓厚兴趣。

2006 年 6 月初就有英国媒体报道韩国最大的移动电话运营商 SK 电讯计划出资约 11 亿美元购买中国第二大移动电话集团中国联通 10% 的股份，进军利润丰厚的中国电信市场，之后双方都以不发表言论的态度让此事成为悬念。并购前业界猜测 SK 集团进入中国联通的方式共有两种。其一是韩国 SK 集团以约 10 亿美元的代价，直接购入中国联通有限公司 10% 的股权；其二，则是以约 10 亿美元购入联通集团下属联通新时空 40% 的股权，该公司的主要业务是将 CDMA 网络租赁给上市公司运营。直到 2006 年 6 月 21 日，中国联通才正式发布公告，宣布与韩国 SK 电讯签订《战略联盟框架协议》；而在该协议签订后的最多 18 个月内，SK 电讯将是联通在中国境内 CDMA 移动通信业务若干合作领域的唯一及排他性合作伙伴。协议内容包括 CDMA 终端联合开发与采购、无线数据业务平台开发与应用、市场营销、IT 基础设施、网络演进与优化等领域的合作。

同时 SK 电讯同意买下联通 10 亿美元的可转换债券，募集资金将用于联通红筹公司的一般营运和流动资金。这批债券共可转换为 8.998 亿股票，共占中国联通截至 2006 年 6 月 20 日已发行股本的 7.15% 左右，占扩大后已发行股本的 6.67%。在达成合作后，SK 电讯已经开始计划和联通合作，向韩国和中国的 CDMA 手机制造商采购约 400 万部 CDMA 手机，以便在未来 3 年内，节约大概 1.57 亿美元的采购成本。

2007 年 8 月 20 日，SK 电讯选择将手中持有的 10 亿美元中国联通股份有限公司债券，转换为 6.67% 的中国联通股份，成为中国联通的第二大股东。由于持股比例超过 5%，SK 电讯有权派出一名董事列席联通董事会。2007 年 10 月 23 日，联通对外宣布，已任命 SK 电讯的高级副总裁李锡焕担任公司的非执行董事。

四、并购分析

通过上述并购动因和过程的分析，我们认为此次并购对联通和 SK 电讯是双赢的合作。具体而言有以下几个方面：

（一）并购有利于 SK 海外市场的拓展

对于 SK 电讯而言，通过此次并购获取了较大比例的中国联通的股权。比起沃达丰持有中国移动 3.2% 的股份和西班牙电讯持有中国网通 5% 的股份，韩国 SK 电讯是目前外资电信运营商持有中国电信运营商股份最高的（6.67%）公司，同时 SK 电讯也是最先被允许用股权收购方式进入中国移动

运营领域的外资企业。通过收购,SK 电讯取得了直接进入中国电信市场、开拓业务的机会,可以分享中国电信业的高增长。一是可以在中国发挥其增值业务的优势。增值业务是 3G 时代移动运营商竞争的主战场,也正是 SK 电讯的优势所在。目前 SK 电讯在韩国已拥有 80% 的市场份额,国内收入增长空间受限,增加海外盈利是其必然的选择,而在中国这个世界上最大的电信市场占据一席之地更是 SK 电讯求之不得的。二是根据我国在 WTO 框架下的电信业开放承诺,2006 年是中国移动通信取消外资地域限制、外资股权比例放宽的一年。按规定,移动电话业务在 2006 年 12 月 21 日之后,外方持股比例可由开放初期的 25% 放宽到 49%,固定电话业务在 2007 年的 12 月 21 日之后,外方的持股比例也可以达到 49%。这为韩国 SK 电信在中国电信市场的发展展示了光明的前景。

(二) 可以提高联通 C 网运营能力和盈利水平

对于联通而言,SK 电讯入股可以提高联通 C 网的运营能力和盈利水平,因为这可以把 SK 电信的各项成熟的管理和运营经验带入中国联通。目前联通的 C 网存在两个问题:一个是终端问题,终端品种的多少和功能的齐备与否;另一个是增值业务问题,就是在现有的网络和终端上有没有吸引用户的内容。本次两公司《战略联盟框架协议》具体合作范围包括的六项内容中前三项就是涉及终端与增值业务的,这恰恰是联通急需改进与提高的。目前,全世界运营 CDMA 网络具有比较优势的国家主要是韩国、日本和美国,韩国的三家主要移动运营商——SKT、KTF 和 LGT 都提供 3G 业务,并且它们的 3G 网络都是以 CDMA 20001X 系列为主。其中 SK 电讯的市场份额超过一半,属于主导运营商,因此该公司在终端与增值业务发展方面具有居于前列的优势,联通与其合作应该会在短期内在终端与增值业务方面有一个比较明显的提升。如果联通与 SK 电讯的战略合作可以有效运行的话,联通将可能摆脱 G 网与 C 网一强一弱的局面,经过多年经营的 C 网将可能迎来一个新的发展阶段。特别是,如果增值业务发展得好的话,在未来的 3G 格局中,联通 C 网也将处于市场的相对优势地位。

(三) 改善联通财务状况

中国联通此前在 CDMA 业务上投入巨资,但由于支持 CDMA 的终端种类不足和营销方面等因素制约,联通 CDMA 的用户增长不够理想,不得不放缓对 CDMA 的投资力度。对联通而言,结盟 SK 电讯不仅将有利于利用 SK 电讯运营 CDMA 网络的经验加强该领域业务,同时也获得了 10 亿美元的可观资金以缓解

资金不足的困难。2005年联通的财务年报显示，联通A股的长期负债约为120亿元，短期负债约为510亿元，负债总计超过了630亿元，而财务费用达到了16.6亿元。相对于其他国内电信运营商，联通资金短缺是影响其发展的重要因素。通过本次可转债的发售，将会在很大程度上改善公司的资金结构。10亿美元转债，约合80亿元人民币，如果从商业银行贷款，一年利息超过4亿元，本次转债发行相对于银行贷款节约的资金成本就将会超过4个亿。另外，双方将在3年内共同向中国和韩国的手机厂商采购400万部手机，联合采购将为双方节省约1.56亿美元。从公司债务结构看，可转换债券的发行，将有利于优化联通红筹公司的资产负债结构，降低财务费用，进一步提升公司的盈利水平，同时对联通拓展CDMA盈利能力和吸引更多用户会产生长期的推动作用。

第二节 西班牙 Telefonica, S. A. 收购中国网通股份

2005年6月底，欧洲地区第二大电信运营商西班牙电信公司 Telefonica, S. A. 向香港联交所提交了一份文件，以2.4亿欧元（约合3.013亿美元）收购中国网通集团香港有限公司（China Netcom Group Corporation (HongKong) Limited, 香港交易所代码 0906. HK, 以下简称中国网通）2.99%的股份。通过此举，Telefonica, S. A. 公司得以在全球最大的电信市场——中国获得了一个合作伙伴。时隔两月，即2005年9月，Telefonica, S. A. 公司又耗资1.78亿欧元增持了中国网通2%的股份，使持股比例达到5%。至此公司前后共耗资达4.18亿欧元（约折合5.24亿美元）。Telefonica, S. A. 公司由此也成为继沃达丰之后第二家持有中国电信运营商股份的欧洲电信公司。

一、并购双方简介

（一）西班牙电信 Telefonica, S. A. 介绍

西班牙电信 Telefonica 是全球领先的综合性运营商，2007年《财富》杂志全球500强排名中，列电信运营商第4名。Telefonica 在全球19个国家运营，为客户提供固定、移动、数据、互联网、内容等服务，在欧洲、非洲和拉丁美洲的40多个国家和地区都设有其分支机构和运营公司，其中大半业务在西班牙本土以外的国际市场，在西班牙语和葡萄牙语国家规模为5.5亿的市场

中占有绝对优势。截至 2006 年 6 月, Telefonica 在全球拥有 1.917 亿用户(移动用户 1.346 亿), 位居世界第三。Telefonica 是一个 100% 上市公司, 其市值在全球电信行业中名列前茅, 并在各国及国际主要股票交易市场上挂牌交易。Telefonica 被列入道琼斯全球 50 强企业名录。截至 2005 年 6 月份, Telefonica 约有 1.45 亿客户和 17.3 万名员工。

(二) 中国网通

中国网络通信集团公司(以下简称中国网通)是中国特大型电信企业, 于 2002 年 5 月, 在原中国电信集团公司及其所属北方 10 省(区、市)电信公司、中国网络通信(控股)有限公司、吉通通信有限责任公司基础上组建而成。2004 年 11 月, 中国网通在纽约、香港成功上市。

中国网通注册资本为 600 亿元人民币, 资产总额近 3 000 亿元, 拥有覆盖全国、通达世界、结构合理、技术先进、功能齐全的现代通信网络, 主要经营国内国际各类固定电信网络与设施, 包含本地无线环路; 基于电信网络的语音、数据、图像及多媒体通信与信息服务, 相关的系统集成、技术开发等业务; 国内外投融资业务; 国家批准的其他业务。中国网络通信集团公司与各省级企业、控股企业和参股企业是既以资本为纽带, 又以网络和业务为纽带的母子企业关系。截至 2005 年年底, 中国网通的各类用户总数已达到 1.35 亿户。

中国网通制定和实施国际化的企业发展战略, 近年来已设立了美国、欧洲、日本等 4 个境外分公司和中国香港, 美国洛杉矶、阿拉海姆、旧金山、纽约, 英国伦敦, 德国法兰克福和日本东京等 8 个 POP 点(运营商网络接入点)。其国际网络已经直接覆盖并连接了亚洲、欧洲和北美主要电信市场, 同时通过转接延伸到大洋洲、非洲和南美。

二、并购动因

西班牙电信入股中国网通的基本动因是进军中国电信市场。由于西班牙人口和国土面积有限, 国际化成为其发展的必由之路。原来西班牙电信国际拓展的主要区域集中在拉美和欧洲。从 20 世纪 90 年代开始, 西班牙电信在拉美市场的投资逐年提高, 在 2000 年达到高峰后开始下降。作为西班牙电信第二大市场的巴西, 其收入比重已经从 2005 年的 14.7% 增长到 2006 年的 18%。在拉美市场的领军者地位巩固之后, 为了减少对西班牙市场的依赖, 西班牙电信在欧洲大陆也开始伺机扩张, 在 2005 年收购了东欧的捷克电信和英国移动运营商。目前西班牙电信开始向亚洲市场渗透。中国电信市场的巨大潜力对西班牙电信非常有吸引力, 而且中国网通营业收入保持稳定增长也是西班牙电信入股网通

的重要原因。2004 年收入为人民币 649.22 亿元，较 2003 年增长 50.24 亿元。2004 年通话收入达到 497.3 亿元，互联网和数据业务收入达到 125.5 亿元。国际电信服务收入从 2003 年的 13.8 亿元增长至 2004 年的 26.4 亿元。

对中国网通而言，如何在移动对固话的替代效应和即将到来的 3G 时代中谋求发展是必须解决的问题。随着 WTO 承诺的履行，外资入股内地电信运营商成为必然趋势，即将到来的 3G 时代对新技术的渴求和内地电信运营业的重组的压力等都成为它引入西班牙电信的动因。

三、并购过程简介

2005 年 2 月，Telefonica 亚洲代表处在中国北京成立。2005 年 6 月底，中国网通和西班牙电信公司达成初步的战略合作意向，西班牙电信公司 Telefonica 以 2.4 亿欧元（约合 3.013 亿美元）收购了中国网通 2.99% 的股权。TelefonicaSA 公司正式进入中国电信市场。2005 年 7 月 21 日，Telefonica 总裁和中国网通公司总裁签署了战略合作备忘录，合作领域包括固网、宽频、国内和国际长途通信、国内和国际数据服务、增值服务的提供、个人移动和数据话音服务等。根据合作协议，当西班牙电信持有网通的股权至 3% 时，西班牙电信有权提名一名董事进入网通的董事会，若西班牙电信对网通的股权增加，其有权委任的董事代表数目也会增加。2005 年 9 月，TelefonicaSA 公司再次耗资 1.78 亿欧元增持中国网通 2% 的股份，使持股比例达到 5%。至此，Telefonica 共耗资达 4.18 亿欧元（约折合 5.24 亿美元）。同时，Telefonica 国际公司总裁 Jmalvarez-Pallete 先生成为中国网通董事会成员。2005 年 11 月 14 日，Telefonica 与中国网通签署了策略性联盟协议，确定 Telefonica 在中国电信业务的唯一合作伙伴地位，并扩大在其他业务领域里的合作。

2006 年年初中国网通集团受 Telefonica 的邀请担任 Telefonica 国际公司董事会成员。2006 年 11 月，Telefonica 与中国网通签订关于战略合作协议的补充协议，进一步加强双方的战略合作关系，Telefonica 将其在网通的董事席位增至两席。2007 年 12 月 6 日，中国网通表示，已委任西班牙电信 Telefonica 董事长阿列达为公司非执行董事。

四、并购分析

根据我国在 WTO 框架下的电信业开放承诺，固定电话业务在 2007 年的 12 月 21 日之后，外方的持股比例可以达到 49%。随着外资的不断渗入，国内电信业的垄断局面将被打破，新一轮的竞争也将在运营商间展开。Telefonica 目前在全球同时运营固定和移动网络，正是网通未来的发展方向。它在中国即

将发放 3G 牌照的时候入股网通，可为自己和网通带来双赢：既让其进入中国市场，又将使获得移动牌照的网通得到强有力的合作伙伴。

首先，西班牙电信通过收购进入了中国电信市场。海外电信运营商普遍认为网通将获得 3G 牌照，抢在 3G 市场启动之前进入中国将拥有更多的市场机会。同时这也是西班牙电信全球化战略的区域结构的需要，因为此次收购使其可以进入中国这个极具发展潜力的新市场。

其次，从合作伙伴上来看，网通的资源优势以及在国际化方面的积极性使得并购后的西班牙电信能够更加游刃有余地在中国市场上寻求突破。在创新求变方面，新兴运营商往往比传统运营商更积极、更具动力。中国网通作为后起运营商，具有较强的危机感，在面临日益加剧的竞争和移动对固话的代替效应下，选择了寻找国际合作伙伴。

最后，选择从资本市场进入对于刚刚上市融资的网通来说也是适宜的。西班牙电信从只在西班牙国内运营到在全球 19 个国家从提供电信的基础业务到为每位客户量身定制内容丰富的系列解决方案，资产总额增长了 7 倍，业务收入增长了 21 倍，市场价值增长了 39 倍，员工数增长了 3 倍，用户数增长了 20 倍。2005 年，西班牙电信斥资 29 亿欧元用于技术创新活动，在研发方面的投资也达到 5.3 亿欧元。持续的研发创新能力是西班牙电信不断增长的源动力。这些无疑将给网通的发展提供必要的借鉴。从网通的角度看，在中国竞争日益加剧的条件下，通过与外商的资金和技术合作提升其核心竞争力是明智之举。

第三节 Tom 收购中国移动娱乐公司

2004 年 8 月 11 日，TOM 在线有限公司（香港创业板：8282，纳斯达克：TOMO）宣布收购中国移动娱乐公司（“Treasure Base”），双方已经签订最终协议。通过收购，TOM 在线将获得 60 多家电视频道分销推广渠道，覆盖约 1 亿中国家庭。还为 TOM 在线带来约 150 万的付费用户。

一、并购双方简介

（一）TOM 在线

TOM 在线（TOM Online Inc）是提供多媒体增值产品和服务的移动互联

网公司，是 TOM 集团有限公司的子公司。TOM 集团是李嘉诚旗下和记黄埔有限公司及长江实业（集团）有限公司与其他策略性投资者组成的合营公司。集团多元化的媒体业务横跨五大领域：互联网（TOM 在线有限公司）、户外（TOM 户外传媒集团）、出版、体育、电视及娱乐。TOM 在线将目标客户锁定为年轻时尚人群，公司主要业务包括无线增值服务、网络广告、商业企业解决方案等系列服务。截至 2004 年 3 月 31 日，TOM 在线是中国唯一的在无线增值服务各领域都名列三甲的门户网站。2004 年 3 月 10 日，Tom 在线在纽约证券市场挂牌交易；同年 3 月 11 日，在香港证券市场挂牌交易，成为首家在纳斯达克和香港创业板同时挂牌上市的中国互联网企业。

（二）中国移动娱乐公司简介

Treasure Base（北京灵讯互动有限公司）目前在中国移动服务提供商中位居前 10，为中国 60 家电视频道提供服务，其网络覆盖约 1 亿中国家庭。Treasure Base 的产品和服务着重于体育和时尚生活方面，与中央电视台奥运频道以及其他领先的电视媒体签订了独家协议，为广大的电视观众提供互动类的产品和服务。Treasure Base 品牌以和媒体合作为主要特点，打造了中央电视台奥运频道 8006 短信服务品牌，拥有短信移动为 8006，联通为 9806 的全网特服号。公司业务领域及范围涵盖中国移动和中国联通范围内的无线增值信息服务，包括 SMS（短信）、WAP、MMS（彩信）、KJAVA 所有移动增值技术支持下的数据业务。Treasure Base 公司还经营短信互动节目资源的广告代理，互动类电视节目策划、制作，以及依托于无线技术的行业应用服务。

二、并购动因

TOM 在线（TOM Online Inc）收购中国移动娱乐公司的基本动因是进入和拓展中国无线互联市场。在互联网高速发展的时代，各大门户网站都在制定和实施各自的发展战略。新浪的战略是兼并与合作，搜狐则全力回归搜索业务，网易将重心放在了网络游戏的开发和推广上，而 TOM 则致力于成为中国领先的无线互联网公司。但是自 2004 年以来 TOM 在线所处的中国无线增值行业走入了低谷，政府的政策规范和过低的市场门槛极大地压缩了这个行业的利润空间。通过并购中国移动娱乐公司增强其在无线互联娱乐领域的竞争实力成为最佳选择。而且，Treasure Base 的产品和服务着重于体育和时尚生活方面，尤其是与中央电视台奥运频道签订的独家协议，对于贯彻“内部发展与外部收购并行”业务发展战略的 TOM 在线具有极大的吸引力。TOM 在线发展战略之一就是与传统媒体结成伙伴关系，扩大销售渠道，获取优质内容。

Treasure Base 在中国移动娱乐领域中通过与领先的电视频道建立伙伴关系，占有领先的市场份额，收购 Treasure Base 将进一步巩固 TOM 在线在中国无线互联网市场的领先地位，促使 TOM 在线抓住巨大的市场增长机会，加强其领先优势。通过这些可整合的资源，TOM 在线将在开发、推广、分销高品质无线互联网产品和服务中取得强大优势，进一步加强其在无线互联网市场的领先地位。而 Treasure Base 将得以由目前主要通过 SMS 提供的产品系列扩展至 2.5G 及 IVR 产品。

三、并购过程简介

TOM 在线对 Treasure Base 的收购，协议交易总额为 Treasure Base 2004 年盈利的 3.5~4.5 倍和 2005 年收入的 1.0~1.75 倍的总和，但最高收购价不超过 5.5 亿元人民币（约合 6 640 万美元）。交易为现金形式，分三次支付。首次支付的约 1 800 万美元将在收购交易完成后 15 个工作日内支付，而第二次及第三次支付将分别在 2004 年和 2005 年审计后的会计报表公布后 15 个工作日内支付。此次交易约在 2005 年第一季度完成。

四、并购分析

（一）发挥协同效应

TOM 在线收购 Treasure Base 是自 TOM 在线剥离出 TOM 集团后的第一次收购，反映了公司致力于长期投资中国无线互联网领域的宗旨。通过此次收购，TOM 在线不仅获得了强大的无线互联网产品电视媒体推广与分销渠道，在快速增长的中国无线互联网领域中继续提高市场份额，增加所有无线产品系列收益，还将通过与 Treasure Base 的产品进行整合取得更大的优势。合并后的公司可以通过两种方式发挥协同效应。一是通过短信、彩信及 WAP 推广奥运会产品；二是通过短信、WAP 及 IVR 提供 NBA 新闻。合并后的公司的推广渠道遍及 Treasure Base 所覆盖的 60 多家电视频道，其中包括覆盖全国的 CCTV5。这不但可使 TOM 在线获得强大的电视媒体推广平台及分销渠道，以推销其无线互联网服务，更可使 Tom 在线与 Treasure Base 进行内容与服务的捆绑与整合，通过内容共享及实施跨平台宣传，发挥强大的协同效应。

（二）与传统媒体合作开拓盈利渠道

在快速发展的数字化进程中，中国的手机用户正在快速增长。现在中国有

2.5 亿的手机用户，而且每个月都会新增 600 万，庞大的用户群足以支撑无线服务业务的发展。随着 2.5G、3G 的到来，市场将会有更大的增长空间，文字短信息是开端，彩信是新的突破点，IVR、WAP、KJAVA 游戏以及未来的视频增值服务会吸引更多的消费者。用户量的不断增加推动了无线互联娱乐市场供应商的增加和竞争的加剧。要想在激烈的市场竞争中保住市场份额，就必须有新的业务支撑。通过收购 Treasure Base，TOM 在线就可以通过前者的广阔 TV 平台对产品进行整合、内容共享、跨平台推广，并且可获得无线互联网产品的电视媒体推广与分销渠道。与唱片公司及《体坛周报》的合作，也在内容上大大增强了 TOM 在线的独有优势。TOM 在线的战略是与优秀的传统传媒合作，一方面可以获取更多的优质内容，另一方面可以开拓更完善的盈利渠道。因为电视媒体、平面媒体还有电波媒体在音乐和体育方面的用户群非常巨大，这对于 TOM 在线在娱乐和体育产品方面的匹配是非常好的。截至目前，TOM 在线已经与全国近百家电视台、300 多家广播电台、近百家报纸和杂志以及近 40 家音像经销商达成渠道合作协议。

第四节 美国亚马逊收购卓越网

2004 年 8 月 19 日，亚马逊公司 Amazon.com (NASDAQ: AMZN) 宣布它已签署最终协议，收购注册于英属维尔京群岛的卓越有限公司。

一、并购双方简介

(一) 美国亚马逊

亚马逊是世界财富 500 强公司之一，总部位于美国华盛顿州的西雅图，创立于 1995 年 7 月，目前已成为全球商品品种最多的网上零售商，雇员达 7 800 名，是纳斯达克 100 指数指标股之一，市值超过 150 亿美元。亚马逊通过 6 个网站出售从制造商和销售商采购来的多种产品，涉及服装鞋帽、家庭园艺产品、户外用品、婴儿产品、珠宝、手表、书、厨具、相机、杂志订阅等数十种。利用电子交易服务和技术，亚马逊也通过商店协作在其他企业的网站出售产品。2003 年亚马逊网站销售额达到 40 亿美元，其中图书销售额占到全美图书销售总额的 8%~9%，其市值高达 220 亿美元，并于 2003 年起开始了海外

并购的步伐。

（二）中国卓越网

卓越网（Joyo.com）于2000年1月由金山软件股份公司分拆，金山公司及联想投资公司共同投资组建，2003年9月引入国际著名投资机构老虎基金成为第三大股东。卓越网正式成立于2000年5月，主营音像、图书、软件、游戏礼品等流行时尚文化产品。凭借独创的“精选品种、全场库存、快捷配送”之“卓越模式”，迅速成长为国内最有影响力和辐射力的电子商务网站，赢得了超过520万注册用户的衷心支持，发展成为中国访问量最大、营业额最高的零售网站，并获得全国网络文明工程组委会评选的“中国优秀文化网站”称号，入选“中国10大互联网旗帜公司”和“最具投资价值网站100强”。卓越网总部设在北京，2001年3月，上海分公司正式成立，从而迈出了区域拓展的第一步。2003年11月，广州分公司正式成立。通过产品线扩张和区域拓展，卓越网正在形成以社区文化为主的最大的电子商务销售平台。

二、并购动因

（一）亚马逊收购卓越是为了实现其全球战略中对中国市场的进入和拓展

收购卓越之前，亚马逊已经在加拿大、澳大利亚、英国、德国、法国、西班牙和日本等国家建立了自己的国际销售网站，但是却未进入中国市场。随着中国出版业对外开放的步子加快，亚马逊力图抢滩巨大的中国出版物市场。卓越网在相当短的时间内已发展成为中国图书音像制品网上零售的领先者。亚马逊通过收购卓越网进入中国将使它有机会成为中国8000多万互联网用户的供应商。

（二）卓越谋求进一步发展

卓越网建立以来就定位于中国B2C电子商务业务。和其他网站的模式不同，卓越选择了小而精的网上零售图书、音像制品的商业模式。在经营过程中，卓越的业绩增长缓慢，盈利处在较低的水准。为此，卓越必须进行大规模的经营。卓越在网上销售的商品金额较小，价格比其他销售渠道要低，利润自然低。如果能够达到一定的规模，就有足够的能力从上游供应商拿到较低的供

货价格，甚至可以向上游供应商定制产品。但是，卓越网要想在短时间内通过自身的积累实现规模经营是不可能的，与亚马逊的合作为它寻求大规模的经营提供了契机。

三、并购过程简介

早在2003年，亚马逊就有意通过收购中国企业进入中国市场。亚马逊高级副总裁等5名成员于2004年2月15日至18日先后考察联想、卓越、当当三家企业，以决定对中国电子商务市场的投资取向。卓越网和当当网是其选择的投资合作的目标重点。同年2月17日，亚马逊与卓越网开始接触。当年上半年卓越的销售收入达1.3亿元，比2003年全年的1.6亿元有大幅度提高，使公司出售的价码进一步提高。2004年8月19日，亚马逊以7500万美元收购卓越100%股权：亚马逊公司宣布它已签署最终协议收购注册于英属维尔京群岛的卓越有限公司。这次交易价值约为7500万美元，涉及约7200万美元现金以及员工期权。在符合成交条件的情况下，并购于2004年第三季度完成。

四、并购分析

首先，亚马逊收购卓越后遇到了整合的难题。因为双方在规模和商业模式上存在较大差异，给双方的融合带了诸多困难。其次，亚马逊还必须面对中文出版物市场管制的现实。因为现有的政策不允许外资直接进入国内书刊零售业，这次亚马逊取道维尔京群岛收购卓越有限公司也是避开管制的策略。但是通过收购，亚马逊毕竟进入了中国的互联网市场。亚马逊对卓越的收购在2004年9月份合约实施完成之后，中国将成为亚马逊第7个具有海外业务的国家。

第五节 西门子收购港湾核心资产

2005年12月23日，西门子与北京港湾网络有限公司（下称“港湾”）正式签订收购协议，西门子以1.1亿美元（约合8.8亿元人民币）的价格收购港湾面向运营商市场的Power Hammer、ESR Hammer和Big Hammer三类产品，这三个系列的宽带高端产品，包括全部技术、专利以及100余名技术人员全部在出售范围之内，这部分资产所带来的利润占到港湾网络总体的近60%，

但是这项协议未能付诸实践。而 2006 年 6 月 3 日华为正式收购港湾。

一、并购双方简介

（一）西门子通信集团

西门子，总部设在德国柏林和慕尼黑，有 150 多年发展历史，是世界上最大的电气工程和电子公司之一，业务遍及世界 190 多个国家，拥有 2.1 万名员工，设有 600 多家工厂、研究所和销售中心。公司业务主要集中在六大领域：信息通讯、自动化与控制、电力、交通、医疗和照明。西门子集团的全部业务都已经进入中国，建立了 28 个地方办事处和 40 多家合资企业，长期投资总额超过 54 亿人民币（约合 6.55 亿欧元），活跃在中国的信息与通讯、自动化与控制、电力、交通、医疗、照明以及家用电器等各个行业中，其核心业务领域是基础设施建设和工业解决方案。

2004 年 10 月，西门子原固定网络和移动通信业务部门——西门子信息通讯网络集团和西门子信息通讯与移动集团正式合并，成立了西门子通信集团。合并后的西门子通信集团是西门子公司最大的业务集团，以销售额计和摩托罗拉并列第三，紧随诺基亚和思科之后。作为全球最大的电信设备及解决方案供应商之一，西门子通信集团在全球 160 个国家拥有业务机构。截至 2004 年 9 月 30 日，西门子通信的总销售额为 180 亿欧元。西门子通信集团下设运营商网络、企业网络和终端三大业务部门。从终端，运营商级和企业级基础网络设备，到相应的服务支持，西门子通信集团是目前电信市场上唯一能够提供一套完整的电信产品和全方位的端到端电信解决方案的提供商。

（二）港湾网络

2000 年，原深圳华为技术有限公司副总裁李一男毅然辞别总裁，依靠从华为股权结算和分红的 1 000 多万元设备，从深圳北上京城自立门户，创办了北京港湾网络有限公司。最初，港湾网络以代理华为产品为主，制定了一个“宽带市场局部领先”的策略，很快便走上了开发数据通信产品的道路，开始为电信运营商和企业网客户提供服务。2001 年 11 月，港湾在国内首推出机架式以太网骨干交换机；2002 年 1 月，港湾在国内首家推出 ADSL/VDSL 混插大容量机架式 IPDSLAM 系统；2003 年 5 月，港湾在国内第一家推出支持 OC192 接口的 T 比特核心路由器。到 2005 年港湾公司的业务主要包含数据、NGN 综合接入和光网络三大业务，以太网交换机、路由器、光网络、VOIP 语音产品、宽带五大产品，高端宽带产品特别是高端路由器一直是港湾的核心

竞争力所在。

2002年年底和2003年年底，港湾网络分别收购了北京欧巴德网络技术有限公司和深圳钧天科技股份有限公司，获得高端路由器的核心技术以及MSTP光网络领域全部的国际领先技术和专利。到2003年，在宽带IP产品领域，港湾的市场占有率已达到7%~8%，而同一时期华为也不过10%~15%。2000年港湾的营业额为7600万，到了2001年，依靠销售华为的产品和自己研发的产品两项业务，港湾网络营业收入达到1.47亿元，在随后的两年，港湾业绩连续翻番，2002年增长到4.1亿元，2003年和2004年更是达到了12亿元大关，维持了高速增长。此时，港湾员工总数也迅速增加到1900人。

二、并购动因

国内激烈的竞争是港湾出售的主要原因。随着港湾的高速发展，其与华为等老牌数据通信厂商在市场上的竞争开始显现。2002年，华为正式收回了港湾的代理权，并派重兵加大了市场开拓的力度。“打港”有两条基本原则：一是让港湾有营业额赚不着钱；二是绝对不让港湾上市。在与华为的竞争中，2004年港湾业绩开始放缓甚至停滞。2005年通过上市融资失败后，港湾选择被收购而获取发展成为必然。具体地说，港湾急需资金，西门子则需投资并赢得回报。并购之前，李一男的创业资金仅有自己从华为拿到的期权——价值1000万人民币的网络设备，真正使其增长的资金，来自于VC的投资。2001年5月，有瑞银背景的美国华平投资公司（下称华平投资）和上海实业旗下的龙科创投，分别向港湾网络注资1600万美元和300万美元。2002年5月，两家公司再次分别向公司投资3700万美元和500万美元，并为其提供了3500万美元的银行贷款担保。2004年3月2日，港湾又吸引到包括TVG的投资、淡马锡控股和原股东的3700万美元注资。不过，在港湾IPO失败后，投入了巨额资金又急于套现的TVG风险投资给港湾施加了很大的压力，致使港湾寻求出售变现。另外对创业员工的激励也是港湾迫切需要资金的主要原因。港湾对内部员工基本采取股票和期权激励的模式，但这一模式也受到IPO失败的影响，由于上市未果，港湾对员工的承诺兑现日期被迫押后。而如果得到西门子支持，则有望提升港湾上市的吸引力和提高上市的成功率。

西门子入股港湾网络至少有两点原因：第一，西门子没有数据产品业务，并且自己想进入该领域，而港湾网络已初具规模，在数据产品业务方面有强大的实力，还拥有国内很好的渠道。如果能借助港湾在企业宽带市场的优势，恰好可以弥补西门子在华经营较为薄弱的这一业务，这无疑对西门子有巨大的吸引力。另外西门子通过收购港湾网络，可以增强自己在欧洲高端数据通信市场

的实力，从而有效地对抗思科等对手的竞争。而之前西门子将手机业务全盘卖给明基，手中必然掌握大量充足的现金流，也为并购提供了资金保障。第二，港湾网络在国内市场虽然成绩斐然，但一直受到华为打压，港湾的全部业务几乎均与西门子的长期 3G 合作伙伴华为存在直接竞争关系，要想更好地发展也亟须寻求更大的合作伙伴和平台，而西门子具有全球市场的渠道，正好能帮助港湾打通国际化的道路并提供资金等支持。

三、并购过程简介

2005 年 7 月，西门子向港湾网络派出进行尽职调查的团队。随着港湾网络海外上市计划在 9 月搁浅，以及公司卷入与竞争对手的知识产权纠纷，双方合作之说渐渐沉寂。11 月，西门子中国通信集团总裁韦思德也对媒体否认了与港湾网络的并购活动。但港湾网络向西门子出售资产的谈判仍在保密的状态下稳步推进。2005 年 11 月，港湾在内部召开了中层及部分老员工参加的会议，通报和西门子接触的初步情况。西门子移动网络部门总裁克里斯托弗·卡塞里茨公开提出，将在中国开展一次 15 个收购项目的大胆计划。2005 年 12 月 23 日，西门子与北京港湾网络有限公司（下称“港湾”）草签了收购协议，西门子以 1.1 亿美元（约合 8.8 亿元人民币）的价格收购港湾面向运营商市场的 Power Hammer、ESR Hammer 和 Big Hammer 三类产品，这三个系列的宽带高端产品，包括全部技术、专利以及 100 余名技术人员全部在出售范围之内，这部分资产所带来的利润占到港湾网络总体的近 60%。但后来正式消息表明，港湾与西门子只是草签了协议，双方的收购因为某种原因最终搁浅。2006 年 6 月 3 日，华为与港湾签订谅解备忘录，港湾网络以 17 亿元人民币将自己的大部分资产转让给了华为。

四、并购分析

（一）风险投资是把双刃剑

港湾网络因风险投资而兴旺，也因风险投资而出售。港湾短短 5 年期间里崛起，2003 年营业额 12 亿元人民币，主要投资方为华平创投，该投资方先后两次共向港湾投资 1.05 亿美元，并将 51% 的港湾股权纳入手中，在董事会中投资商们把持了大多数席位，左右着港湾的决策。资本具有逐利本性，在港湾业绩下滑和上市失利后，以华平为首的风险投资商急于套现，迫使处于发展困境的港湾出售企业。可见，各大风险投资涌入中国，既给中国带来了机会，也存在较大的风险。规模较大的机构投资者在证券市场上具有包括人才和资金在

内的明显优势。但如果缺乏有效的监管和约束机制，在暴利面前必然选择违规操作和套利离场，将对我国的资本市场造成不利影响。

（二）妥善处理产权研发问题

随着规模经济和市场份额的增长，知识产权成为公司并购的一个动机。确切地说，因专利而展开的合并、收购和出售主要集中在经济生活中竞争激烈的技术密集领域。涉及知识产权的企业并购显然会涉及一系列的知识产权问题，对这些问题的解决是顺利完成企业并购的保障。这就需要对并购企业中的知识产权问题给予充分的重视，仔细分析、评估并购项目中所涉及的知识产权的状况。目标企业的知识产权一旦存在权属争议或者知识产权处于不稳定状况，将对并购企业产生不可估量的后果。为了保障企业并购目标的实现，并购企业一方面需要对目标企业的知识产权问题进行必要的调查，另一方面则可以向目标企业提出对知识产权真实性和无争议性的保障，纳入并购协议中，以保证在日后发生纠纷时处于有利地位。

西门子与华为双方在产品上有合作关系，如何在与华为的合作中妥善地收购港湾是西门子必须要考虑到的问题，此外，西门子也不想重复 UT 斯达康在沪科事件上所犯的错误。沪科公司是三位华为前员工王志骏、刘宁和秦学军（此三人同样也是李一男前同事）所创立的科技企业，后被 UT 斯达康收购。华为起诉沪科在知识产权上侵权，三位年轻的创业人员最终被判刑入狱。吸取前车之鉴，西门子选择了购买港湾的核心资产，Power Hammer、ESR Hammer 和 Big Hammer 等三类宽带高端产品基本都是港湾自主研发的，技术上要领先于华为，这些产品基本上不存在知识产权侵权问题，同时出售的这三个系列的宽带高端产品，包括全部技术、专利以及 100 余名技术人员。

第六节 对外资并购中国电信企业的点评

自 2001 年中国加入世界贸易组织以来，外资巨头面对巨大的中国电信市场，积极加大并购力度。从西班牙电信增持网通股份，到 SK 认购联通红筹股，再到摩根大通、澳洲银行增持中国电信股等，外资进入电信运营已成趋势，未来外资将在中国电信市场扮演更为重要的角色。如何看待这一系列的并购，其中存在哪些问题，今后中国电信企业又将如何调整等都是值得探讨的问题。

一、国内电信企业发展现状

(一) 国内市场竞争日趋激烈

作为当今世界上最大的电信市场,中国网络规模已跃居世界第一位,技术水平跨入世界先进行列。随着人民生活水平的提高,通讯需求增长看好,信息产业一直保持2~3倍于GDP的发展速度,通信、电子产业增加值占GDP的比重由1989年的1.4%提高到2001年的4.2%。但随着国内市场打破垄断,运营商拆分,国内电信市场竞争日趋激烈,同时,用户发展空间相对减少带来的利润挤压也给国内电信企业带来了很大的压力。2006年2月10日,信息产业部公布的2005年中国通信业发展公报表明,自1990年以来通信业飞速奔驰的车轮首次出现放慢的趋势。2005年中国电信业呈现四大特点:收入增长趋缓,1990年以来通信业务收入增长首次低于两位数;电话用户增长放慢、互联网接入用户呈宽带化趋势;投资减少;西部地区增长速度放缓。

收入增长放缓主要有两方面原因:一是电话用户增长放缓,特别是东部发达地区和城市,电话普及率高,趋于饱和;而在普及率较低的西部和农村潜在市场,受实际消费能力限制,尚不能形成较大的需求。此外,在小灵通之后,还没有形成新的消费热点。二是以投入为手段、以规模扩张为特征的粗放型增长模式还没有根本转变,企业创新能力不足,当用户增量规模下降时,电信业务收入也随之出现下降。

(二) 国内运营商整体质量有待提升

随着电信运营体制改革的推进,我国电信运营企业开始走向市场,在战略制定和实施能力、业务创新能力、市场应变能力等方面取得了长足的进步。但由于企业化运作的时间较短,我国电信运营企业的综合竞争能力与国际先进的电信运营企业相比仍有较大差距,集中表现在企业管理机制与技术、业务的迅速发展不匹配,同时还存在区域发展不平衡、电信行业资金投向和人才流向的地区不平衡、电信业务创新仍未取得重大突破、电信服务整体水平还要进一步提高等方面。

由于竞争日趋激烈,电信用户逐渐理性和成熟,对网络的服务质量提出越来越高的要求。过多的设备制式制约着网络监控系统的开发和使用,维护集中管理难以很好地实现。在大规模网络建设的压力下,企业的网管和业务支撑等系统的发展速度和性能依然落后于市场的需求,影响了运营企业的竞争实力和服务质量。同时,中国电信运营商要想走向海外还存在很多制约因素,尽管中

国电信企业走向海外已经取得了一定的成绩，特别是在电信成套设备以及工程承包等方面已经取得突破，但不同的政治制度、不同的文化环境等因素，也带来了许多难以预见的风险，要真正占据一方市场仍需巨大投入。面对国内 3G 牌照发放的不确定性和电信业重组的压力，借助外资便成了国内运营商的重要渠道之一。同时随着我国履行对 WTO 承诺，在 2006 年对中国移动通信取消外资地域限制、将相应外资股权比例放宽，外资进入中国电信市场更加顺理成章。而中国电信运营商的独特优势和国内的巨大市场更是吸引外资争相进驻中国电信行业。

二、外资并购中国电信企业的利弊分析

（一）外资入驻中国电信天时地利

电信企业实施任何一种战略都要考虑自身的优劣势以及将面临的机遇和挑战，转型或国际化战略也是如此，国际化战略实施的区域、时机、具体业务提供等都决定着战略的成败。根据我国在 WTO 框架下的电信业开放承诺，2006 年是中国移动通信取消外资地域限制、外资股权比例放宽的一年，这将为外资渗入中国市场创造条件。而 2007 年中国有线网及光缆将完成全面开放，基本打破中国电信服务业传统垄断格局，形成竞争性市场。考虑到中国的电信运营企业需要外资的资金、技术和运作经验，有较强的合作意愿，如果外资能够充分考虑政府和主管部门逐步开放的限制措施和我国市场的现状，抓紧时机在中国电信市场完全开放之前进入，并取得一定市场的话，无异于掌握了先发优势。同时话音领域中移动和 IP 长途对传统固定电话的替代，数据领域中 IP 交换技术对传统电路交换技术的替代，以及基于 IP 技术的三网融合，都是大势所趋，当前我国的电信运营商正在积极转型，各产业链角色也在抓紧准备，可见正处于蓄势待发的酝酿时期。面对具有无限潜力的中国电信市场，外资自然不会错过这个最佳时机。

（二）外资运营商必须遵守中国的电信管理规定

根据我国的现行规定，外商投资于电信服务业，应遵守三个层次的法律法规。第一个层次是我国有关中外合资企业的相应法律、法规；第二个层次就是我国的人世承诺中对外商投资电信服务业的业务领域、地域范围和股权比例的限制；第三个层次是电信业的行业法规和部门规章。同时《反垄断法》的出台，对电信业也带来了很大冲击。《反垄断法》能在一定程度上限制跨国垄断，对外资通信巨头的进入起到限制作用。《反垄断法》建立了反垄断审查和国家

安全审查制度，引入外资并购的国家安全审查制度，外资通信巨头如若进入我国电信市场必然受到反垄断审查和国家安全审查，这在一定程度上能限制跨国垄断发生。外资需要充分理解各项法规及审批程序，以更有效的方式进入中国。

外资运营商一旦进入中国市场，更要积极寻求与本地电信运营商的积极合作，了解当地法规和相应体制规范。并购后的企业仍要在我国法律约束下经营，公司的各项经营活动要符合我国《公司法》及知识产权、劳务、合同管理、公司治理、环保等方面的规定。

（三）中国电信行业并购后的整合困难

外资进入中国电信市场后，面临的最主要的一个问题就是如何本地化。很多国内外的并购案例最终没有实现期望的商业价值，重要的原因之一就是并购后没有与本土市场融合，在文化与管理层面上没有做到全面的整合。并购后面临陌生的经营环境、市场体制和文化氛围，尤其是中国广博的地域环境所带来的管理难度，都会使收购后的融合成为新企业发展最为困难的环节。在业务方面，外资应根据中国的消费者特点、文化等提供业务，在营销模式上，采取趋于本土化的营销战略，但又不能完全不变地“克隆”。在运作管理和人才方面，以本土管理者和工作人员为主，因为本土人员更适应当地环境，同时对于化解文化冲突、促进有效合作具有重要的作用。

三、中国电信企业发展的对策与建议

事实上，任何行业的外资并购都有两面性：一是给中国承接国际产业转移和创新利用外资方式带来了新机遇；二是当部分行业龙头企业被外资并购后，可能出现外资垄断或垄断迅速扩大的势头，对国家经济安全特别是产业安全形成威胁。电信企业作为国家的支柱产业之一，面临外资的步步为营，必然要提前做好准备。我国通信市场诱人的市场潜力，决定我国将成为世界各国通信运营者聚集的中心，资金雄厚的外国公司将首先进入最有盈利能力的城市并且可能与现有竞争对手结成伙伴关系，直接对我国的通信运营商构成威胁。以中国电信、中国移动、中国网通、中国联通为主导的四大通信运营企业面临更为激烈的竞争环境又将如何应对呢？很显然，企业发展战略已成为通信企业提高企业竞争力、获得竞争优势的重要手段。

（一）以资本运营为核心，积极拓展国际市场，实施全球战略

结合国外电信巨头的发展经验来看，全球化是我国通信运营企业未来发展

的重要趋势。在实施全球化战略的时候，还需要注意很多问题。第一，制定科学的海外拓展战略，避免盲目扩张，运营商指定的国际化战略要明确、清晰、具有可行性，在宏观和微观的不同层面去筹划总体战略目标、拓展目标选择标准、拓展措施等完整的战略体系；第二，选择适合企业自身特色的拓展方式，谨慎选择收购目标和合作对象，总的原则是有助于实现我国通信企业的海外拓展目标，在增加收益的同时减少风险，还要充分利用宝贵资源；第三，大力发展通信多种经济成分，形成多方位的发展格局，通信企业要从强化企业经营者的资本经营意识、从机制和制度入手，培养和造就一批资本经营的专家。

（二）实施人才战略

目前中国通信企业所面临的主要人才问题在于：人才知识结构不尽合理，企业偏重技术人才的引进，高素质的管理人才严重不足，企业缺乏一批懂技术、善经营、会管理、富有创新精神和战略眼光的高层次管理人才和企业家队伍；市场营销人员数量不足，素质不高，缺乏一批懂市场、善经营、精业务、会管理的高素质的营销队伍。应采用多样化的培训方式，国内外联合，培养具有全球性决策、高素质的电信人才，建立企业内部培训基地。以培养造就高层次人才带动整个人才队伍建设，促进各级各类人才协调发展。

（三）市场营销策略

慎重采用全面降价的做法，应当使产品呈多元化、系列化，将产品策略作为竞争策略中的核心策略。品牌是推广产品的有力工具，对现有的品牌资产要保护，并以品牌管理为中心，结合产品、价格、促销、渠道等策略形成一组相互衔接配合的策略群。注重农村市场开发，一方面加强对地方政府的公关和密切联系，使政府对电信产业的发展给予适当的政策倾斜；另一方面进行由点及面的市场推广和用户培养。

（四）重视技术创新和新产品开发，增强自主研发

随着信息技术的飞速发展和市场需求的不断变化，传统的语音业务日趋饱和，数据业务和移动业务得到快速发展。在这样的市场环境下，企业必须准确把握用户需求，瞄准电信业务新的增长点，加大产品研发力度，及时提供新的产品和服务以满足用户、锁定用户，而不能简单照搬国外的产品结构和品种。外资运营商的市场运作机制普遍强于国有通信企业，目前我国的通信企业研发不足，但是外资运营商自身都有很强的研发队伍。从上游产品到下游服务都进行自主研发这一点也值得我们学习。虽然我国电信企业相对国外来讲仍是弱势

行业，但也拥有独特的竞争优势：几大主要的运营商拥有技术先进、覆盖广泛的基础通信网络；拥有庞大的用户群，具有市场先入优势，已经形成一定的客户规模；逐步意识到企业形象、服务的重要性，具有品牌和民族经济优势；企业拥有大量的专业人才，人力成本低等。外资并购后，可以借助中国电信已有的基础发展，分享中国电信市场的丰厚利润，而中国电信也可以学习国外运营企业在人才、资金和运营管理方面的经验，有效提升综合竞争力，可谓“双赢”的局面。

本章总结

本章主要分析韩国 SK 电讯收购联通、西班牙 Telefonica, S. A. 收购中国网通股份、Tom 收购中国移动娱乐公司、美国亚马逊收购卓越网、西门子收购港湾核心资产。对每个案例的分析都在介绍参与并购的企业的基础上，对并购的背景和动因进行分析，然后是对并购过程的描述，最后对外资并购中国电信企业进行点评，分析其必要性和利弊得失。

思考题

1. 韩国 SK 电讯收购联通出于何种动机？
2. 西班牙 Telefonica, S. A. 收购中国网通股份的结果是什么？
3. Tom 为什么要收购中国移动娱乐公司？
4. 美国亚马逊收购卓越网在中国有什么影响？
5. 西门子收购港湾核心资产是否获得了收益？
6. 外资并购中国电信企业的利弊得失有哪些？

第六章

外资并购中国基础产业企业案例（上）

本章概要

基础产业是支撑社会经济运行的基础，决定着国民经济活动的发展方向与运行速度，是民族复兴和国家崛起的物质保障。中国基础产业长期滞后于国民经济的发展，成为中国经济持续健康发展的瓶颈，市场化的改革势在必行。全球产业整合的巨大浪潮推动着外资并购在中国基础产业的发展。本章侧重分析外资并购中国基础产业企业的案例。

学习目标

1. 了解米塔尔收购华菱管线。
 2. 了解亚洲投资基金收购武汉凯迪电力环保公司。
 3. 了解阿塞洛并购莱钢股份。
 4. 了解法拉基收购四川双马。
-

第一节 米塔尔收购华菱管线

2005年1月4日，国际钢铁巨头米塔尔钢铁公司（Mittal Steel Company N. V.）董事长拉克希米·米塔尔与湖南华菱钢铁集团有限责任公司董事长李效伟签订了《股权转让协议》，华菱集团将持有的华菱管线6.56亿国有法人股转让给米塔尔钢铁公司。转让完成后，华菱集团将继续持有其余的6.56亿国

有法人股,各自分别持有公司总股本的 37.17%,收购案涉及的金额将超过 25 亿元人民币。

一、并购双方简介

(一) 米塔尔公司

米塔尔钢铁公司(Mittal Steel Company N.V)(以下简称“米塔尔”)系一家在荷兰注册成立且其股份在纽约证券交易所和阿姆斯特丹泛欧期货交易所挂牌交易的股份有限公司。其授权股本为 122 150 000 欧元(其中已发行和实付股本为 47 694 118.90 欧元),股东包括米塔尔钢铁 S.a.r.l.(持有 80.52% 的股份,注册于卢森堡)、伊斯帕特国际投资公司(持有 15.07% 的股份,注册于西班牙)与公众股东(持有 4.41% 的股份)。米塔尔的实际控制人为拉克希米·米塔尔(Lakshmi Niwas Mittal)先生和 Usha Mittal 女士。米塔尔先生现任米塔尔的董事兼首席执行官。

米塔尔于 1976 年在印度成立,成立初期产能仅为 6.5 万吨。1989 年起,这家公司开始实施收购兼并战略,目前已成为全球最大的钢铁公司。2004 年钢铁发货量超过 4 200 万吨,销售额超过 220 亿美元,净收益为 47 亿美元,在四大洲 14 个国家拥有钢铁生产设施,全球员工超过 1.5 万名。米塔尔 2004 年成功收购美国国际钢铁集团后,总产能增至 7 000 万吨,超过此前排名第一的欧洲阿赛洛钢铁集团。

(二) 湖南华菱钢铁集团

湖南华菱管线股份有限公司是由湖南华菱钢铁集团有限责任公司为主要发起人,联合长沙矿冶研究院、张家界冶金宾馆、湖南冶金投资公司、中国冶金进出口湖南公司,于 1999 年 4 月共同发起设立的。1999 年 7 月 5 日向社会公开发行股票 2 亿股,并在深圳证券交易所上市,股票代码 000932。现有注册资本 176 537.50 万元,流通股本 4.5 亿股,总资产 317 亿元,股东权益 71 亿元(2005 年中期数据)。

二、米塔尔公司收购华菱管线的动因^①

中国是目前世界上最大的钢铁生产和消费国,2000 年的钢铁产量就已经

^① 世界钢铁霸主染指中国——米塔尔收购华菱管线案,邱红光,Value,2005 [11]

达到3亿吨。世界上任何钢铁公司想真正成为全球化公司，就必须在中国有大规模的生产制造基地。米塔尔收购华菱管线就是要在在中国迅速实现这个目标。收购华菱管线可以为米塔尔在中国以最快的速度建立起大规模的钢铁生产基地，巩固自己在世界的钢铁界的霸主地位，并分享中国经济高速增长成果。

也可以说，通过收购华菱管线有利于米塔尔在中国钢铁市场的迅速扩张。华菱管线具有年产钢和钢材700多万吨的综合生产能力，是中国十大钢铁企业之一，是中南地区最大的线材、板材、无缝钢管、螺纹钢和铜盘管专业化生产企业和我国高精度电站用钢管、石油管、高压锅炉管、制品和焊接用线材、优碳圆钢、空调用铜盘管的主要生产基地。公司小口径无缝钢管全国市场占有率第一；线材生产能力居全国第3位，优质硬线市场占有率为8%。华菱管线自成立以来，生产经营成效显著。2004年，全年生产钢712.9万吨、钢材635.9万吨、有色加工材2.42万吨，分别比上年增长了41.87%、40.97%和60.97%；完成主营业务收入237.86亿元，比上年增长85.94%；实现利润总额13.33亿元，净利润10.05亿元，比上年增长32.32%；每股收益0.5692元，净资产收益率15.06%。经济效益超过历史最好水平。对于米塔尔来说，华菱管线是理想的收购目标。

三、收购过程简述

2004年8月28日，米塔尔和湖南华菱集团签署合作备忘录。2004年9月，米塔尔开展对华菱管线的业务、法律和财务方面的审慎调查。2004年10月底，华菱集团四个小组分赴米塔尔总部以及产业所在地英国伦敦、美国、墨西哥等地进行调查。

2005年1月14日，华菱集团与米塔尔在湖南长沙签订了《股份转让合同》，华菱集团将其所持有的华菱管线656 250 000股国有法人股股份（占华菱管线总股本的37.17%）转让给米塔尔，转让价格由基本价加净资产调整价组成。基本价即以每股人民币3.96元乘以656 250 000股，转让价款为人民币2 598 750 000元；净资产调整价将根据付款日当月的前一个月底（2004年12月31日）较2004年6月30日的净资产增加值进行调整。本次股份转让完成后，华菱集团将继续持有华菱管线656 250 000股国有法人股股份（占华菱管线总股1 765 375 000股的37.17%）。

2005年3月1日，商务部原则同意华菱管线部分国有法人股转让给米塔尔。2005年6月9日，双方对《股份转让合同》进行修订，签订了《修订协议（一）》。华菱集团将持有的华菱管线656 250 000股国有法人股股份调整为647 423 125股，占公司总股本的36.673%转让给米塔尔，每股转让价格不变。

本次股份转让完成后,华菱集团将继续持有华菱管线 665 076 875 股国有法人股股份,占华菱管线总股本的 37.673%。2005 年 7 月 4 日,国资委国资产权【2005】348 号《关于湖南华菱管线股份有限公司部分国有股权转让有关问题的批复》的文件中,同意华菱集团将其持有的国有法人股 131 250 万股中的 64 742.3125 万股转让给米塔尔。2005 年 7 月 13 日,国家发展和改革委员会【2005】1263 号《国家发展改革委关于湖南华菱钢铁集团向米塔尔钢铁公司转让部分国有法人股权核准的批复》中同意华菱集团向米塔尔转让部分国有法人股权,组建中外合资湖南华菱管线股份有限公司。

2005 年 8 月 18 日,双方对《股份转让合同》进行修订,签订了《修订协议(四)》,将完成交易条件的时间调整为 2005 年 10 月 31 日,其他条款不变。2005 年 8 月 31 日,华菱管线收到米塔尔转来的中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)《关于同意米塔尔钢铁公司公告湖南华菱管线股份有限公司收购报告书并豁免其要约收购义务的批复》(证监公司字[2005]77 号)。2005 年 9 月 16 日,华菱管线收到《商务部关于湖南华菱管线股份有限公司变更为外商投资股份企业的批复》(商资批[2005]2065 号)。

四、收购分析^①

米塔尔收购华菱管线普遍被业界认为是比较成功的跨国并购案例,尤其是对米塔尔而言,更是一笔成功的买卖。具体分析并购的特色有下述两个方面:

(一) 收购成本控制在较低的水平

1. 米塔尔公司选择资本市场低迷时期实施收购大大降低了收购成本。中国内地证券市场经过长达四年多的漫长熊市,二级市场股票的价格和法人股的价格下跌幅度都很大。米塔尔在 2005 年这个股市低迷时期实施收购大大有利于收购成本的降低。米塔尔收购华菱管线的价格为 4.31 元/股,与华菱管线 2004 年年末每股净资产 3.78 元/股相比,溢价 14.02%;与 2005 年中期每股净资产 4.04 元/股相比,仅溢价 6.68%,与同类型的收购相比是比较低的。根据米塔尔与华菱集团的约定,对于华菱管线将要实施的股权分置改革,米塔尔如需支付对价,该对价将由华菱集团代为支付。如将来能按此约定实施的话,米塔尔获得的是即将自由流通的股权(禁售期满后),而无须另外新增成本。米塔尔的收购成本控制应该还是比较理想的。

^① 世界钢铁霸主染指中国——米塔尔收购华菱管线案,邱红光,Value, 2005 [11]

2. 申请豁免要约收购义务获得成功大大节约了收购时间和成本。由于米塔尔本次收购的股权比例超过30%，按照《上市公司收购管理办法》，米塔尔应该以要约收购方式向华菱管线所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约。由于华菱管线的二级市场股价低于米塔尔的法人股收购价格，如果米塔尔实施要约收购的话，理性的二级市场投资者将会选择接受要约。这样的结果显然会打乱米塔尔和华菱管线对股权比例的约定，进而影响整个交易架构，并将大大增加米塔尔的收购资金。因此，申请豁免要约收购是最佳的选择。《上市公司收购管理办法》有关要约收购豁免申请的众多具体条件中，只有“中国证监会为适应证券市场变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形”这条可以成为其申请豁免的理由。米塔尔通过努力获得了中国证监会的要约收购豁免权，为其收购节约了成本和时间。

3. 妥善处理可转债事件也有效地节约了收购成本。2005年5月，兴业基金等6家华菱可转债持有人发出联合声明，要求华菱管线启动回售程序。针对6位可转债持有人声明中提出的回售华菱可转债的要求。华菱管线董事会于2005年5月17日作出转股价由5.01元修正为4.50元的决议，同日，公司将该决议传真至深圳证券交易所，于18点之前将该决议刊登在中国证监会指定的网站上，并于5月18日股票开盘前在指定报纸上公告。2005年7月25日，华菱管线股东会通过回购社会公众股份的议案。华菱管线参照华菱集团向米塔尔转让部分国有法人股权的实际转让价格每股4.31元，并结合公司自身的财务状况，确定回购价格不超过每股4.50元，回购数量将不超过1亿股。

华菱集团和米塔尔于2005年7月14日订立《信函协议》。双方同意，在完成交易后，在中国有关法律、法规允许的范围内，并取得必要的有关政府部门批准后，采取或促使或支持华菱管线采取所有合理和可行的反摊薄措施，包括但不限于以下措施：（1）由出让人和收购人联合收购华菱管线的上市流通股份；（2）由出让人和收购人联合收购可转债；（3）由华菱管线按比例向出让人和收购人定向增发华菱管线普通股份。通过上述措施，华菱可转债事件渐渐得以平息，对米塔尔收购的不利影响得以消除。

（二）收购的协同效应

1. 采购成本预期大幅缩减。根据华菱管线与米塔尔签订的初步框架书，米塔尔承诺将华菱管线纳入其全球采购计划，充分利用其资源和采购能力，协助华菱管线采购矿石、铁合金、废钢和通用设备及其他物资。在2005年，米塔尔钢铁协助华菱管线采购300万吨矿石，其中粉矿150万吨、块矿100万吨和球团50万吨。这样华菱管线通过加入米塔尔全球采购网，大幅度地节约了

原材料成本,从而增加了公司的盈利能力。

2. 共享销售网络。米塔尔和华菱管线将保持独立的销售和经销渠道。但是,双方仍在探索通过米塔尔的网络,协调华菱管线产品的销售和通过华菱管线的国内网络,最大限度地发挥两家公司的协同优势销售米塔尔产品的可能性。华菱管线将进入米塔尔全球销售网络,预计今年出口钢材将比去年翻一番,从国内钢铁出口的第3名提升到第2名。

3. 米塔尔将提供物流服务。为集中安排所有的运输活动,米塔尔拥有米塔尔船运有限公司,总部设在伦敦,主要业务为协助预订船只、商洽运费费率、支付运费、收账及提单签单处理。米塔尔钢铁还有一套通用的运输政策,通过利用批量优势以节省成本。并购实施后,华菱管线可以利用米塔尔船运有限公司为其提供部分物流服务,但米塔尔船运有限公司货轮的运能有限,华菱管线还会利用其自有船只运输原材料。对于钢产品的出口,米塔尔船运有限公司将充当华菱管线的代理,提供市场情报、运费费率的市場信息以及安排船只。

4. 技术和研发合作。目前,米塔尔钢铁是全球钢铁技术最先进的公司之一,也是全球最大的DRI生产商,占有25%的市场份额,在美国和法国设有两处先进的研发基地。根据2005年3月华菱管线与米塔尔签署的战略合作补充框架协议,米塔尔将为华菱管线提供镀铝锌钢板生产技术,高强度合金弹簧钢、无铅易切削钢等精品线材产品生产技术,高强度级别、高性能船用钢板生产技术,薄板坯连铸连轧生产线开发生产电工钢的工艺技术,直接还原铁生产技术,汽车深冲冷轧钢板生产技术等六大国际先进技术。

(三) 并购双方未来的博弈

通过上述分析可见,此次并购可谓非常成功,但是米塔尔并没有达到它控股华菱管线的目的。因为修订后的股份转让合同规定:华菱集团将转让给米塔尔的华菱管线股份由656 250 000股调整为647 423 125股,占公司总股本36.673%,转让价格不变。股份转让完成后,华菱集团将继续持有华菱管线665 076 875股国有法人股,占公司总股本的37.673%,仍为华菱管线第一大股东;米塔尔以一个百分点之差为第二大股东。这对于米塔尔来说是史无前例的,因为米塔尔在世界各地的并购大都是100%股权收购,而这次收购由于政府的干预,未能达到控股华菱管线的目的。钢铁产业在我国国民经济中仍处于重要的产业地位,国家有关部门短期内不会放松外资对大型钢铁企业控股的管制。根据《湖南华菱管线股份有限公司收购报告书》,华菱管线现有高管在本次收购完成后将留任3年。在这3年中,米塔尔对华菱管线的控制力将十分

有限。

在未来米塔尔将逐步实现对华菱管线控股权的掌握。在米塔尔和华菱集团签订的《股东协议》中就有如下的相互承诺条款：如果由于以下两种情形出让人主动放弃在华菱管线中的第一大股东地位，则本禁止增持条款应予终止：一是出让人出售在华菱管线中的股份；二是收购人根据出让人出具的书面同意增持华菱管线的股份。上述约定将为米塔尔增持华菱管线的股份以掌握控股权提供了可能。

第二节 亚洲投资基金收购武汉凯迪电力环保公司

2007年6月，国际知名的基金管理公司亚洲投资基金完成对武汉凯迪电力环保公司的控股收购，拥有公司80%的股权，成为控股股东。

一、并购双方简介

（一）亚洲投资基金

亚洲投资基金（前身为“摩根大通亚洲投资基金”简称“CCMPA”以下简称“CCMPA”）是亚洲地区规模最大、具有最丰富投资经验的产业投资基金之一。CCMPA负责管理的资金总额达到27亿美元。CCMPA募集的第一期基金，亚洲机会基金第一期（“AOF I”）成立于2000年，规模为11亿美元。2005年募集规模为15亿美元的亚洲机会基金第二期（“AOF II”）基金。AOF II的主要投资人包括由CCMP Capital LLC（前身为摩根大通投资基金）管理的全球基金，以及美欧著名养老基金、退休基金、保险公司、亚洲富有家族资金等。摩根大通亚洲投资基金是摩根大通集团旗下的私募股权投资公司，目前已投资于亚太区包括韩国、日本、澳大利亚、新加坡及中国香港等8家企业。

（二）武汉凯迪电力环保公司

武汉凯迪电力环保有限公司是在整合凯迪电力股份有限公司（深证代000939）优质资源的基础上于2004年6月成立的高科技环保工程公司，注册于武汉东湖新技术开发区。公司经营范围为生产和销售大气污染控制设备并提

供售后服务,从事大气污染控制设备、装置和设施的设计,工程应用、建造、采购、安装、运行、维护、管理和其他相关服务等。公司先后引进在国际市场处于领先水平的德国 WULFF 公司的回流循环流化床干法烟气脱硫技术、美国 Babcock & Wilcox 公司的湿式烟气脱硫技术和 SCR (Selective Catalytic Reduction) 烟气脱硝技术、美国 Marsulex Environmental Technologies 公司的氨法脱硫技术。公司具有环境工程设计甲级资质、环境工程咨询甲级资质,荣获国家优秀高新技术企业荣誉称号,通过 AAA 级资信证书、质量管理体系认证证书、环境管理体系认证证书、职业健康安全管理体系认证证书。公司拥有国内一流的工程、技术、管理专业队伍,在目前国内电力环保领域技术研发实力突出、人力资源储备雄厚、市场占有率领先,在国内同行业中具有显著优势,公司年承接销售合同额均超过 10 亿元。2006 年开始推行国际化战略。

二、双方的并购动因^①分析

(一) 凯迪电力环保愿意被并购的原因

凯迪电力环保之所以接受并购的原因在于实现公司的战略转型。由于电厂烟气脱硫在国内竞争已经相当激烈,利润增长空间有限。而如果卖掉它换取大笔现金则能以增持参股子公司股权的方式投资绿色能源业务,实现从脱硫环保型公司逐步向绿色能源综合型环保公司的战略转型。具体分析有如下两点:

1. 脱硫业务市场已进入恶性竞争阶段。凯迪公司从 2001 年开始从事火电厂烟气脱硫工程总承包业务,提供各种脱硫项目总承包服务,目前虽在脱硫行业居于领先地位,但 2005 年以来,随着火电建设市场环境的变化,凯迪公司脱硫业务收入增长放缓,成本增长加快,毛利率快速下降,表明发展空间极为有限。

2. 实现凯迪公司进行战略转型的需要。虽然目前脱硫业务仍然占据凯迪电力收入和利润的相当比重,但这是因为近两年执行的合同多半是 2004 年以前以较合理的价格承接的合同。在国家对电力工业的宏观调控日益加强的条件下,预计从 2007 年开始,国内脱硫项目的市场容量会下降到 2 000 万~3 000 万千瓦/年,市场容量仅为 30 亿~45 亿元/年。凯迪公司即使能够保持每年 15% 的市场份额,也仅能在新增脱硫项目市场取得 4.5 亿元~6.75 亿元/年(含增值税)的合同额。另外,由于火电行业进一步向五大发电集团集中,无

^① 中国经济网,韩万宁,2006-09-20

发电集团背景的脱硫公司面临的竞争将进一步加剧。而目前北美、欧洲脱硫业务市场正在复苏，而凯迪公司却无法依靠自身能力带领电力环保走入国际市场，引入外资股东有助于带来世界领先的技术，实现中国装备制造和技术服务的国际输出。凯迪公司将从对电力环保的参股（20%）及与 CCMPA 的战略合作中获得收益，并获得国际投资和管理等方面的经验。因此，对于凯迪公司来讲，引进外资主导脱硫业务，可以在竞争中占据主动，同时利用转让股权获得的资金进入绿色能源领域是非常必要的。

（二）亚洲投资基金并购凯迪公司的动因

亚洲投资基金并购凯迪公司的主要动因是降低成本，提高其国际竞争力和进入中国电厂烟气脱硫市场。并购完成后，凯迪公司持有电力环保的股份比例将从 90% 下降为 20%，电力环保将变更为外资绝对控股的合资企业，而且引进外资、先进技术和管理经验后，其业务会更加完善，加上中国劳动力成本低廉的优势，国际竞争力会大大提高，从而为成功进入正在复苏的北美、欧洲脱硫业务市场创造条件。同时还可以在中国电厂烟气脱硫市场上具备技术和资金的优势，在中国市场拥有更强的竞争能力和发展空间。

三、收购过程简述

2006 年 9 月 18 日，凯迪公司与亚洲投资基金（简称 CCMPA）签署了战略合作意向书。同日，凯迪公司还与 CCMPA 负责管理的 BLUE SKY 签署协议，将公司持有的武汉凯迪电力环保有限公司（简称电力环保）70% 的股权受让与 BLUE SKY。表明凯迪将弱化公司的脱硫产业，联手 CCMPA 进军绿色能源领域。这项转让收益约 30 578.7 万元。BLUE SKY 是为本项交易特别新设的公司，其实际控制人为亚洲机会基金第二期，该基金由 CCMPA 负责管理。凯迪公司及实际控制人与 BLUE SKY 及其实际控制人之间不存在关联关系，因此本项交易不构成关联交易。2007 年 6 月，CCMPA 完成对凯迪公司的控股收购，拥有凯迪公司 80% 的股权，成为控股股东。

四、收购分析

此项并购最成功之处在于通过转让公司的股权实现企业发展战略的转型和国际化生产与经营。首先根据目前国内的市场环境，凯迪公司决定从脱硫型环保型公司逐步向绿色能源综合型环保公司转型。目前国内脱硫市场竞争已经相当激烈，并有进一步加剧的趋势，然而国际脱硫业务市场（北美、欧洲）却正在复苏，但凯迪公司却无法依靠自身能力带领电力环保走入国际市场，因此主

动退出是积极的行为。通过转让所持电力环保 70% 的股权，将长期股权投资迅速转换为巨额投资收益，获得资金用于增持参股优质子公司之股份，实现向绿色能源综合型环保公司的转型，促进上市公司的可持续稳定发展。

而 CCMPA 作为国际著名产业投资基金，将帮助凯迪公司引进其他战略投资者，引进新的技术、管理经验和商业模式，帮助凯迪公司制定新的业务发展规划，与凯迪公司在绿色能源等项目运作方面开展战略合作。凯迪公司为实现向绿色能源综合环保型公司的战略转型，计划利用高价转让凯迪环保股权所获得的资金 3.54 亿元，增持部分业绩良好、发展符合公司长远规划的参股子公司的股权。具体操作如下：一是为促进凯迪公司的能源技术和工程管理能力、拓展未来的绿色能源工程市场，该公司拟从第三方收购武汉凯迪电力工程有限公司 15% 的股权，增持至 60%。二是为发展绿色能源，凯迪公司拟从武汉东湖高新集团股份有限公司收购其拥有的中盈长江国际信用担保有限公司 20% 的股份（增持至 45%）；通过中盈长江国际信用担保有限公司收购郑州煤炭工业（集团）杨河煤业有限公司 30% 的股权（增持至 60%），间接控制郑州煤炭工业（集团）杨河煤业有限公司。

第三节 阿塞洛并购莱钢股份

阿塞洛在 2004 年时就有了并购莱钢股份的意图，但中国当时的政策禁止外国企业控股中国钢铁企业使其难以如愿。2006 年 2 月 14 日，两公司就合作框架达成共识，并草签了包括股权转让和技术引进的协议。2007 年 3 月国家发展和改革委员会在给山东省国资委关于阿塞洛收购莱钢股份的批复中提出了包括莱钢集团必须掌握控股权和收购金额等六条意见，使阿塞洛与莱钢集团的谈判遇到了新的障碍。

一、并购双方简介

（一）阿塞洛公司

阿塞洛（Arcelor）公司（安赛乐），总部设在卢森堡。在欧洲当地生产汽车用的钢板主要由阿塞洛公司提供，该公司的业务集中在欧洲及拉丁美洲，企业以生产高端的钢铁产品闻名。2001 年，欧洲三大钢铁公司——卢森堡的阿

尔贝德钢铁公司、西班牙的阿塞拉里亚钢铁公司和法国的北方钢铁联合公司合并成当时世界上最大的钢铁公司阿塞洛。合并后，法国北方钢铁占新公司股份的 56.5%，阿塞拉里亚占 20.1%，阿尔贝德占 23.4%。

（二）莱钢股份公司

莱钢股份拥有 29 家子公司，总资产 340 亿元，是具有年产钢 1 000 万吨以上综合生产能力的特大型钢铁联合企业，是国家重点扶持的 520 家企业之一，是中国冶金行业首批通过 ISO9002 质量体系、ISO14001 环境管理体系和 OHSAS18001 职业安全健康管理体系国家认证的企业。莱钢主要产品有 H 型钢、热轧卷板、宽厚板、螺纹钢、特殊钢、热轧带肋钢筋等系列。

二、阿塞洛并购莱钢股份的动因^①

（一）阿塞洛试图通过收购莱钢遏制“米塔尔”

遏制米塔尔的敌意并购是阿塞洛并购莱钢的首要动因。2006 年 1 月，全球钢铁老大米塔尔提出将以 127 亿英镑收购全球排名第二的阿塞洛钢铁公司。为了对抗米塔尔的收购，阿塞洛必须与莱钢合作。因为阿塞洛认为米塔尔的收购是恶意收购。另外与米塔尔争夺中国的钢铁市场也是加速并购莱钢的动因。在 2005 年 9 月 21 日，阿塞洛最大的竞争对手、世界最大钢铁集团印度米塔尔钢铁公司已被获准收购华菱 36.673% 的法人股。而阿塞洛在中国仅有两家合资企业：一是与新日本制铁、上海宝钢合作建立的一家合资企业，其中阿塞洛仅持有 12% 的股权；另一家则是与韩国高丽钢线在青岛合资组建的钢线厂，投资总额仅为 8 000 万美元。作为全球的第二大钢铁企业，阿塞洛也是目前世界上最大的 H 型钢生产商，在产量、品种等方面处于世界霸主的地位。如果对莱钢的并购成功，将会在莱钢 H 型生产线注入最先进的管理理念和技术，通过升级扩容，使其成为阿塞洛在海外的一个 H 型钢生产基地。而且阿塞洛还能与莱钢共同出资在中国合作建厂，极大地提升其在中国市场上的地位。

（二）降低成本

降低收购成本在阿塞洛对莱钢的收购中也具有重要的意义。目前产能过剩

^① 经济导报，钢铁贸易网，2006—02—11

导致的钢价低下正是大公司收购的好时机。根据经验,直接并购上市所花费的成本远不及重建一个钢铁企业。目前,新建一个500吨产能的钢铁企业需要成本200亿元左右,而莱钢的总市值才值47.96亿元(折价76.02%),而年产量650万吨左右的包钢股份,如再造需要260亿元左右,按其28.6亿元总股本计算,划到每股需要9.09元,扣除成本的区别,重置成本至少每股要5元左右,但其现在每股股价只有2.39元。理论而言,股价一旦跌破净资产,则投资这只股票就物超所值。

三、收购过程^①

2004年两家公司就并购事宜开始接洽。2005年上半年,双方的谈判十分顺利。而2005年7月20日中国出台的《钢铁产业政策》给这一并购蒙上了阴影。因为根据这一产业政策,原则上不允许外资控股中国的钢铁公司。尽管阿塞洛与莱钢集团双方已初步同意将莱钢集团持有的莱钢股份76.32%的股权一分为二,各持50%的股权,但这并不能使双方满意。此后阿塞洛用了三到四个月的时间,收购莱钢38%的股权,成为第一大股东。直到2006年2月,阿塞洛的高层在海外透露与莱钢的合作已接近尾声。莱钢集团相关负责人表示,阿塞洛的经济实力、产业结构和技术背景都首屈一指,如果合作成功,对莱钢的技术和市场提升无疑有很大的好处,这也是莱钢没有放弃与阿塞洛合作的原因。

2007年年初,国家发展和改革委员会在对阿塞洛收购莱钢股份的批复中提出了六点意见,其中包括莱钢集团必须取得莱钢股份的控股权以及收购金额必须提高。国家发展和改革委员会提出提高收购金额的依据是,2006年阿塞洛与莱钢签订股权转让合同时,莱钢的股价仅在5块钱左右,而目前莱钢的股价已经飙升到13块多。“收购价与莱钢股份目前的市值相差太远。”这又一次使阿塞洛入股莱钢受到了阻碍。

四、收购分析

这个并购案例的核心是企业控股权之争。在谈判初期,阿塞洛和莱钢达成了各占50%的股权的初步意向。尽管阿塞洛和莱钢都不愿接受这样的股权结构,因为分别作为全球和全国最大的H型钢生产企业,阿塞洛和莱钢双方都希望掌握并购新企业的控制权。阿塞洛总裁多尔就曾表示,阿塞洛购买的资产

^① 支维庸,21世纪经济报道,2007-04-03

必定是控股收购。而且从公司运行看，阿塞洛和莱钢各占 50%，董事长谁来派出，未来公司的重大决策谁来拍板等问题都将存在。但毕竟没有违背国家现行的“外资不许控股”的钢铁工业产业政策。2007 年年初，国家发展和改革委员会要求阿塞洛提高收购的金额同时提高控股权。因为在原来的股份转让协议中，莱钢集团和阿塞洛各持莱钢 38.41% 的股份，两家并列第一大股东。但是 2007 年年初莱钢股份完成股权分置改革后，莱钢集团持股比例由原来的 76.82% 降至 74.65%。如果仍按照先前的协议，将 38.41% 的股权转让给阿塞洛，则莱钢集团仅持股 36.24%，意味着其只能成为第二大股东。不掌握控股权是国家产业政策不允许的。因此莱钢认为，如果阿塞洛想继续与莱钢合作，就必须接受由莱钢集团控股；如果阿塞洛不接受，那这次收购可能就落空了。控股权问题一直是阿塞洛和莱钢争论的焦点问题。

第四节 拉法基收购四川双马

2007 年 1 月拉法基中国海外控股公司提交的《四川双马水泥股份有限公司收购报告书》已经获得中国证监会的审查通过。到 2007 年 7 月，拉法基瑞安已获得四川省政府颁发的四川双马营业执照，并宣告完成了此次收购四川双马所需的全部法律手续。

一、并购双方简介

（一）拉法基公司

创立于 1833 年的拉法基集团，是世界建材领域中的领先企业。拉法基集团坚持可持续发展和全球化经营的发展战略，在水泥、石膏建材、混凝土与骨料、屋面系统的生产和销售等方面处于全球领先地位，业务分布于 75 个不同国家，包括中国、美国、加拿大、南非、埃及、法国、德国、俄罗斯及其他国家和地区。有四个分支在业内位居前列：水泥和屋面系统位居世界第一，混凝土与骨料位居世界第二，石膏建材位居世界第三。在 75 个国家拥有企业，员工总数达 8.3 万人，从 1999 年起，连续被《财富》杂志评为世界 500 强企业。拉法基集团最早进入中国市场的就是水泥业务。从 1994 年进入中国至今，拉法基集团与其合作伙伴在中国的总投资额已达到 4 亿美元，建立了 14 家合资

或独资企业。

(二) 四川双马投资集团有限公司

四川双马投资集团有限公司位于四川省江油市二郎庙镇,距省会成都约200公里,1996年年底由四川省江油水泥厂改制而成。公司始建于1956年,是我国“一五”期间156个重点工程项目之一,全套设备从德国引进,为当时亚洲最大的三家水泥企业之一。经过近50年的经营和发展,现已由单一的水泥生产企业发展成为一个集水泥制造、水泥制品、包装制品、水力发电、新型建材和物资仓储于一体的综合性企业。公司资产总额达到13亿元,公司现有控股子公司15个,被列入全国512户重点企业,四川省37户扩张型企业和80户重点优势企业。公司具有健全规范的生产工艺管理体系和质量管理体系,严格按照ISO9000标准组织管理生产。现有水泥生产能力300万吨以上,目前是四川省最大的水泥生产企业。“双马”牌水泥被评为“四川省名牌产品”、“国家质量认证产品”和“国家质量免检产品”。

二、拉法基收购四川双马的动因^①

(一) 实现整合西南地区水泥生产能力的目标

近年来,拉法基集团通过并购和成立合资公司等方式扩张其在中国的水泥业务。1999年其与都江堰建筑材料公司在四川合资成立了都江堰拉法基水泥公司,在四川、重庆、贵州和云南地区的水泥生产能力在2005年已经达到1740万吨,成为西南地区水泥产能最大的企业。2005年11月15日,绵阳市国资委和四川双马投资集团有限公司工会分别与拉法基中国海外控股公司签署了《股权转让协议》,协议转让绵阳市国资委所持有的四川双马投资集团有限公司89.72%的国家股股权和四川双马投资集团有限公司工会持有的双马集团10.28%的社会法人股股权,这些股权转让后,拉法基中国海外控股公司就成为四川双马的实际控制人。在调整后的股改方案中,拉法基承诺:在拉法基合法成为四川双马实际控制人后,将在两年内将其拥有的拉法基都江堰水泥有限公司50%的股权转让给四川双马,扩大四川双马的资产规模和经营实力;在3年内,以股东借款方式或其他方式向上市公司投资2亿至3亿元人民币,对四川双马的湿法生产线进行技术改造,提高四川双马的技术水平;以股东借款方

^① 中国证券报,2006-07-05

式或其他方式向上市公司及相关子公司增建新型干法生产线，扩大生产规模；以四川双马为平台整合其在西南地区水泥资产能力。

（二）看好中国水泥行业光明的前景

我国经济在未来 20 年仍将保持较快发展，水泥行业有足够的需求。我国目前水泥市场发展不平衡，许多地区存在发展空间，特别是人均消费量在 400 千克以下的地级城市有 309 个，占地级市总数的 85%；“建设社会主义新农村”将有效开拓广大农村水泥市场，周边国家包括俄罗斯、印度和东南亚等国家建设输油管道和基础设施等，都对水泥需求旺盛。60%落后水泥生产能力的替代也是水泥行业一个巨大的发展空间。而且我国水泥业的平均价格为每吨 25~30 美元，而在欧美市场则高达 70~80 美元，日本市场卖到 100 美元，即使在经济发展相对落后的泰国、越南等东南亚国家也达到 60 美元。国内水泥价格有较大的上涨空间。巨大的需求为未来拉法基在西南地区的水泥生产经营提供了可观的利润。

三、收购过程简述

拉法基和四川双马于 2005 年 10 月达成意向并支付了全部款项（3.05 亿元）后，因水泥行业 2006 年开始复苏，中方要求提高收购价 24% 到 3.75 亿元。拉法基同意了此项要求。2006 年 7 月双马进行股份制改革，使拉法基计划 2006 年 7 月入主双马的时间向后推迟到 10 月，而且拉法基对四川双马的收购牵涉到外资收购行为，需经国资委和商务部及证监会的批准。直到 2006 年 11 月，商务部同意拉法基中国增资并购四川双马集团。2007 年 1 月，证监会批准拉法基对四川双马的并购。2007 年 7 月，拉法基完成了对双马集团的收购。

四、收购分析^①

（一）四川双马接受拉法基并购的原因分析

四川双马为什么要接受拉法基的并购是本并购案需要弄清楚的问题。根本原因是四川双马的经营遇到了巨大的困难，需要借助外资和外国先进技术走出困境。一方面，四川双马上市后在生产经营上就一直在走下坡路，产量在

^① 申银万国证券神网，2007-06-06

2003年达到275万吨的最高值后逐年下降。2005年水泥售价也没有随着行业复苏而有所起色。另一方面,四川双马公司运转的5条生产线都是老式湿法工艺,其生产方式是将生料浆加水喂入湿法窑煨烧成熟料,其煤耗也自然比新型干法高出一倍。随着煤电价格的不断上涨,湿法工艺的成本弊端开始凸显。如果没有新鲜血液的输入,积重难返的双马很难从现在的颓势中重振威风。双马引进拉法基的动力主要来自如下几个方面:

1. 急需的技术。双马不仅仅设备80%是湿法,其技术人员也全部专攻于湿法技术,对于新型干法工艺是一片空白,这也造成了在宜宾的新线迟迟处于闲置状态。按国家最近规定,2008—2010年现有的高能耗的湿法窑将逐步关闭,退出机制已经压制了双马现有生存空间,而拉法基在新型干法的工艺和半干立窑技改上的技术是全球最先进的。

2. 优质的资产。拉法基股改时承诺两年内置入拉法基都江堰50%的权益,都江堰工厂是拉法基全球盈利最佳的单体工厂,在二期设计年产能120万吨实际产量160万吨的前提下,2005年主营收入4.5亿元,净利8500万元。

3. 良好的营销网络和管理。双马与外围上游煤商和下游客户关系日渐疏离,往上采购原料资金紧张,导致煤炭供货不及时,质量无保障,往下产品质量不稳定,发货不畅,应收账款回收不及时,而且销售人员工作效率低下。而拉法基在成都地区多年耕耘后,已经形成了上下游良好的采购供销体系,未来双马将直接纳入拉法基的体系进行采购和销售。

(二) 并购后企业的前景分析

1. 市场前景。拉法基收购双马后,整个市场有较大调整:一是继续稳固成都市场。作为西南最有发展潜力和利润最丰厚的地区,成都是拉法基一定紧紧固守的市场,随着都江堰二期的建成和三期的规划,2009年形成500万吨的年产量将占据成都市场的半壁江山。二是开拓川北基建市场,过去双马往往致力于成都市场,而忽视了阿坝州、江油、绵阳、德阳等川北市场。现在双马在江油的生产基地和计划新建日产5000D/T的绵阳新线将主要开拓川北的公路、电站建设市场。三是全面布点西南经济带。四川盆地的经济发达地区基本呈“U”形沿盆地外围分布。目前拉法基和双马的五个布点包括重庆、成都、江油、彭州和宜宾,生产基地、市场和运输辐射范围已经完全覆盖了西南经济带。

2. 投资的特征。鉴于拉法基一直注重可持续发展的原则,其投资项目都有显著的特征。一是准备充分。拉法基力求为股东选择好的投资项目,这些项目严格遵循拉法基的投资标准。二是慢工细活。拉法基认为要快速发展必须考

虑到可持续因素，通常水泥项目最少需要运作 50 年。在市场研究、工厂位置、流程设计、设备安装、产品销售上都很细致。三是重视环保。拉法基所有工厂用的都是世界上最严格和最高的环保标准。

3. 企业文化的核心是以人为本。员工是企业的核心一直是拉法基企业文化的核心要素之一，拉法基的员工阶梯式的培训发展规划和团队活动都非常人性化。拉法基现在在中国雇用的员工差不多是 1.5 万人，占集团总人数的 20%，中国已经是拉法基海外最大最重要的发展区域。拉法基一直秉承本土化原则，由当地人员组成的训练有素的专业队伍在中国负责管理各合资企业的运行并开发新项目。

由于上述特征，拉法基进入双马后，必定为企业的快速发展提供动力，企业发展前景看好。

本章总结

本章分析了外资并购中国基础产业企业的案例，包括：米塔尔公司收购华菱管线；亚洲投资基金收购武汉凯迪电力环保公司；阿塞洛入股莱钢股份；拉法基收购四川双马。每个案例的分析都包括四部分内容：参与并购的公司简介；并购的背景与动机分析；并购过程简述；并购案例分析。

思考题

1. 米塔尔收购华菱管线的并购背景是什么？
2. 亚洲投资基金收购武汉凯迪电力环保公司经历了什么样的过程？
3. 阿塞洛并购莱钢股份的动机是什么？
4. 拉法基收购四川双马的结果如何？

第七章

外资并购中国基础产业企业案例（下）

本章概要

本章承接上章，继续研究外资并购中国基础产业企业的案例，然后对外资并购中国基础产业企业的案例进行整体点评，分析并购的必然性和利弊得失，并提出优化并购的思路与对策。

学习目标

1. 了解 MS 亚洲与国际金融公司 IFC 收购海螺水泥。
 2. 了解英国公司 BP 收购广顺燃气。
 3. 了解威利雅收购深圳水务集团。
 4. 如何评价外资并购中国基础产业企业？
-

第一节 MS 亚洲与国际金融公司 IFC 收购海螺水泥

2006 年 1 月 6 日，海螺水泥发布公告，摩根斯坦利旗下添惠亚洲有限公司（MS Asia Investment Limited）与国际金融公司（世界银行成员之一，简称 IFC）分别买下海螺集团控股上市公司安徽海螺水泥股份有限公司（简称海螺水泥）的 1.32 亿股（约占公司总股本的 10.51%）和 4 800 万股（约占公司总股本的 3.82%）国有股。此次，海螺水泥共获得两家财团共计近 2 亿美元的投资。

一、并购双方简介

(一) MS 亚洲公司

摩根斯坦利 (Morgan Stanley) 是一家成立于美国纽约的国际金融服务公司, 提供包括证券、资产管理、企业合并重组和信用卡等多种金融服务, 目前在全球 27 个国家的 600 多个城市设有代表处, 雇员总数达 5 万多人。摩根斯坦利原是 JP 摩根中的投资部门, 1933 年美国经历了大萧条, 国会通过《格拉斯—斯蒂格尔法》(Glass-Steagall Act), 禁止公司同时提供商业银行与投资银行服务。于是摩根斯坦利作为一家投资银行于 1935 年 9 月 5 日在纽约成立, 而 JP 摩根则转为一家纯商业银行。1941 年摩根斯坦利与纽约证券交易所合作, 成为该证交所的合作伙伴。公司在 20 世纪 70 年代迅速扩张, 雇员从 250 多人迅速增长到超过 1 700 人, 并开始在全球范围内发展业务。1986 年摩根斯坦利在纽约证券交易所挂牌交易。进入 90 年代, 摩根斯坦利进一步扩张, 1995 年收购了一家资产管理公司, 1997 年则又兼并了西尔斯公司下设的投资银行迪安·威特公司 (Dean Witter), 并更名为摩根斯坦利迪安·威特公司。2001 年公司改回原先的名字摩根斯坦利。摩根斯坦利总公司下设 9 个部门, 包括: 股票研究部、投资银行部、私人财富管理部、外汇/债券部、商品交易部、固定收益研究部、投资管理部、直接投资部和机构股票部。涉足的金融领域包括股票、债券、外汇、基金、期货、投资银行、证券包销、企业金融咨询、机构性企业营销、房地产、私人财富管理、直接投资、机构投资管理等。

摩根斯坦利于 1994 年 2 月在上海设立首家代表处, 同年 8 月在北京设立第二家代表处, 主要从事投资银行业务, 包括: 企业融资和协助客户通过发行股票及债券筹集资金、并购咨询及房地产投资服务; 股票研究及私募股本投资。1995 年 8 月, 摩根斯坦利成为首家入股中国国内合资投资银行的跨国银行。

摩根斯坦利在华主要从事的业务分为两大类: 证券业务和投资管理业务。证券业务包括股票、债券、外汇、股票金融服务、商品交易、投资银行、企业咨询服务、证券包销、机构性企业营销和房地产金融; 投资管理业务包括资产管理、私人财富管理、直接投资和机构投资管理。

(二) 国际金融公司 (IFC)

国际金融公司是世界银行集团的成员, 总部设在华盛顿特区。它与所有世界银行集团机构共有一个相同的基本目标: 改善其发展中成员国人民的生活质

量。国际金融公司成立于1956年,是发展中国家私营部门项目最大的多边贷款和股权融资来源。要满足国际金融公司的融资条件,有关项目必须有投资商盈利的前景,有利于东道国的经济,并符合严格的社会与环境指南。国际金融公司资助商业部门的项目,包括基础设施、金融服务、制造业、旅游业和其他许多部门。为了保证私营部门投资商和贷款人的参与,国际金融公司把它对单个项目提供的债务和股权融资总额限制在项目总估计成本的25%;它一般不会持有超过35%的股本或成为最大的股东。国际金融公司的投资一般在100万美元至1亿美元。

(三) 安徽海螺水泥股份有限公司(简称“海螺水泥”)

安徽海螺水泥股份有限公司主要从事水泥及商品熟料的生产和销售。公司产销量已连续10年位居全国第一,是目前亚洲最大的水泥、熟料供应商,也是世界第7大水泥经营企业。1997年在香港上市以来,海螺水泥业绩一直飞速增长。从1999年起,其每股收益年均以接近100%的速度递增。到2006年年底,公司已拥有50多家子(分)公司和1家参股公司,总资产达223亿元。“CONCH”商标被国家商标局认定为驰名商标,“海螺”牌水泥被国家质量监督检验检疫总局批准为免检产品,远销美国、欧洲、非洲、亚洲等20多个国家和地区。截止到2006年年底,在华东、华南九个省、市、自治区,海螺水泥先后建成投产熟料工厂17家,水泥粉磨企业21家,拥有日产2000~10000吨新型干法水泥熟料生产线36条,年产销量达7000多万吨。其中3条日产1万吨新型干法水泥熟料生产线,代表着当今世界水泥行业最先进的水平。继2007年5月底海螺水泥完成定向增发收购海螺集团(安徽海螺集团有限责任公司)和海创(安徽海螺创业投资有限责任公司)相关的水泥资产后,公司又公告了拟通过公开发行不超过2亿股份的融资计划,投资规模高达120亿元。其中,公司计划投资62亿元在华东和华南区域建设15条新型干法水泥生产线,项目建成后公司熟料年产能将增加2200万吨,成为国内第一家水泥熟料产销量过亿吨的企业,产能规模进入全球三甲。此外,海螺水泥一直保持业内成本控制能力突出的地位,余热发电的大规模建设使得公司成为水泥行业节能降耗的先锋。

二、收购动因

(一) 中国水泥消费市场巨大

一方面,从未来发展来看,中国GDP预计还将有10年8%~10%的高增

长，作为基础设施基建原材料之一的水泥行业，将受惠于国内 GDP 的增长而实现行业整体增长。同时，按水泥行业峰顶为人均消费水泥累积达到 20~22 吨计算，中国水泥消费预计将于 2015—2018 年到达峰顶，因此，水泥行业同样有 10 年以上的增长期。同时，中国在 2006 年提出建设社会主义新农村，农村的基础设施建设将会加强，农村建设对水泥的需求将会大幅度上升，再加上水泥出口形势向好，整个市场对水泥的需求仍会保持稳定增长。

另一方面，按国家“十一五”规划，水泥行业将“提高产业集中度，水泥企业减少至 3 500 家，企业平均生产规模达 40 万吨；前十家企业年水泥生产能力达 3 500 万吨以上”，可见，外资行业巨头并购国内水泥龙头企业，除赚钱效应外，更多的是考虑借行业龙头抢占中国巨大的水泥消费市场。

（二）海螺水泥在国内具有竞争力

近年来，水泥行业处于低迷期，运行成本增加，赢利更加微薄，但海螺水泥却是国内最具竞争力的水泥企业，这也是其受到外资关注的根本原因。即使在行业低谷期，海螺也没有停止扩张的步伐。2005 年，公司 6 条熟料生产线顺利投产，同年 5 月，海螺水泥通过旗下两家公司斥资 5.4 亿元人民币，收购了广西兴业海螺水泥及广西扶绥海螺水泥的资产，产能进一步扩大，具有较大的成长性。摩根斯坦利看好的正是成长性好，又有行业知名度，且回报率高的行业和企业，而海螺水泥正是属于这类企业。

三、收购过程简述

2005 年 12 月，双方签订转让协议，海螺集团按照约 6.8 元/股的价格向摩根斯坦利转让 1.32 亿股海螺水泥的股票，此时海螺水泥 A 股市场价为 9.6 元/股，H 股价格为 9.6 港元/股。由于海螺水泥尚未进行股改，因此转让协议规定，在将要进行的股改中，由海螺集团替摩根斯坦利对流通股支付对价。转让协议里还规定：海螺集团在接下来的日子里，继续转让海螺水泥 5% 以上的股份，必须征得摩根斯坦利的同意，相反，摩根斯坦利将持有的股份再次出售，不需要受此类条件限制。

但是，尽管有多家外资企业与国内水泥业排位靠前的企业签订了意向性的入股协议，但至今只有法国拉法基对四川双马的并购获得了政府审批，其余并购案迟迟没有拿到批文。摩根斯坦利和 IFC 入股海螺水泥事宜，由于未能在国资委批复的有效期限内获得商务部和国家发改委的批准而中途搁浅。

究其原因，2005 年正值国家对水泥、钢铁、电解铝等高耗能行业进行宏观调控，绝大部分银行停止对水泥企业贷款，海螺集团资金链紧绷，急需引入

资金以解现实之困。这给有意对国内水泥业进行投资的摩根斯坦利和 IFC 提供了低成本进入的机会。而 2006 年以来,国家放缓了对水泥行业的宏观调控,银行恢复对水泥企业贷款,加之水泥市场逐步走出低谷,水泥业对外资的资金需求明显减少。与此同时,为控制新增水泥产能过快增长,很多地区暂停上马新的水泥项目,这使得现有的水泥产能身价倍增。在新的市场环境下,外资当初低价入股国内水泥企业的协议面临着企业和政府的重新评估。据悉,摩根斯坦利与海螺集团当初达成协议时,海螺水泥每股价格是 6.5 元左右。但最近两年来海螺水泥股价一路飙升,股价处于高位区间时达到每股 50~79 元。这使过去达成的收购价是否能够成交也需要时间的考验。

四、收购分析

(一) 收购成功将为中方企业带来的好处

1. 解决缺少资金的问题。中国政府的宏观调控使水泥行业遭受重挫,作为国内最大的水泥生产企业,海螺水泥在面临行业内部市场容量扩大这一机会的同时,遇到了资金的难题,因此,甚至不惜用短期内在外人看来相对不利的交易条件去获得国际资本的支持。海螺集团总经理余彪表示,目前公司在国内融资面临的困境是,获得国内银行的长期贷款较难,而短期贷款风险太大,引入海外财团作为战略投资者,有利于改善公司的财务结构,破解融资难题。

2. 有利于海螺水泥进入国际市场。海螺水泥和摩根斯坦利联手的一层含义在于,海螺水泥希望通过摩根斯坦利与海外企业的良好关系,来拓展海外市场。根据转让协议规定,摩根斯坦利将有权推选一名非执行董事候选人加入海螺水泥的董事会,这将对海螺水泥今后国际化的经营管理产生一定帮助。海螺水泥正在着手调整市场结构,不断加大产品出口。在外资纷纷抢滩中国水泥市场的现状下,海螺水泥选择了“走出去”,而目前中国水泥 25~40 美元/吨的价格水平与全世界的平均价格 70~80 美元/吨相比,明显具有一定的价格优势。

3. 把国际上的先进管理经验和成熟的技术带到国内企业。与国外同行相比,现在国内大部分企业的管理经验和技術还比较落后,与外国企业联手可以使国内企业获得先进的管理经验和成熟的技术,从而更好地参与到国际竞争中去。

(二) 收购中国水泥企业存在的问题

1. 污染本国环境。众所周知,水泥行业属高污染的行业。即使现在的水

泥企业改进了生产技术,有些污染仍然很难控制。一些发达国家为减少其国内的污染,鼓励其水泥企业将生产转移到国外,并给予其一定的补贴。很多国外水泥企业是愿意实施这种生产转移的,因为一方面可以获得其本国的补贴,另一方面还可以在国外获得高额的利润。因此,中国大量引进水泥产业,对中国的环境存在一定的危害。

2. 不平等条款。在中外双方签订收购协议时仍存在不平等条款。如海螺水泥收购案中,转让协议里规定海螺集团在协议签订后,海螺集团继续转让海螺水泥5%以上的股份,必须征得摩根斯坦利的同意,相反,摩根斯坦利将持有的股份再次出售,不需要受此类条件限制,而且由于收购后股改进行时,由海螺集团替摩根斯坦利对流通股支付对价。这些显然都是不平等的交易条款。

3. 投资公司追求的是短期收益。摩根斯坦利属于金融投资者,这类投资者往往更关注其短期获得的利益,而不是被收购企业长期的发展,这对于中方企业来说是不利的。也就是说,这种收购难以给企业的快速而有效的成长提供动力。

第二节 英国公司BP收购广顺燃气

2004年3月2日,英国BP公司投入巨资收购了广东顺德的民营企业广顺燃气有限公司。英国BP公司通过收购广顺燃气公司的相关资产,以经营BP绿色专用瓶、广顺专用瓶的零售业务及其服务的形式,进入珠江三角洲的液化气零售市场。

一、并购双方简介

(一) 英国BP公司

英国BP公司由前英国石油、阿莫科、阿科和嘉实多等公司整合重组形成,是世界上最大的石油和石化集团公司之一。公司的主要业务是:油气勘探开发;炼油;天然气销售和发电;油品零售和运输,以及石油化工产品生产和销售。此外,公司在太阳能发电方面的业务也在不断壮大。BP总部设在英国伦敦。公司目前的资产市值约为2000亿美元,拥有愈百万股东。BP公司在全世界百余个国家拥有近11万员工。2003年,BP在《财富》杂志的全球500强中排前5名,名列欧洲500强之首。BP自1973年开始在华拓展业务,累计

投资超过 40 亿美元，是在华投资额领先的外国企业之一。BP 的四大核心业务（石油及天然气生产、天然气及发电、石油化工和油品营销）都在中国有所发展。迄今，BP 是中国最大的海上天然气生产企业，中国第一家液化天然气项目（LNG）中唯一外方合作伙伴，中国最大的液化石油气（LPG）进口和营销企业，唯一参与航空燃油服务的外方合作伙伴。

（二）广顺燃气

广顺燃气有限公司成立于 1998 年 10 月 15 日，注册资本 300 万元人民币，主营液化石油气的批发和零售，提供危险品运输和第三方服务，城市管道燃气工程的设计和施工，现有员工 500 余人。在多年的燃气经营中，广顺燃气不断地开拓市场，扩大规模，提高服务质量，销售网络遍及广东省佛山地区。

二、收购动因

（一）争夺珠三角零售市场

有市场就有发展的空间，这是市场经济所决定的，占领市场意味着有了生存的基石。因此，利用适当手段占领和拓展市场是每家企业的中心工作。通过并购占领市场是快速而有效的途径。BP 计划利用广顺燃气公司在顺德瓶装液化气零售市场中占有的较大份额，以顺德为突破口，进军珠三角的液化气市场。珠三角连续多年在全国经济基本竞争力排名中都名列首位，经济发展十分强劲，而且珠三角的产业以高新技术为依托，以家用电器、电子电信、塑料制品、建材家具、纺织服装等轻工业制造为支柱，有不少能源需求量较大的企业，用电、用气市场潜力巨大，预计到 2015 年用气量将达到 2.3 亿立方米。城市燃气供应属于基础设施工程，无论是谁进入，只要有雄厚的资金投入就占领了先机。特别是在城市管道系统建设方面，如果一旦城市管网框架形成，那么基本上就占领了市场。因此，外资参与珠三角的燃气经营主要是看好珠三角未来的发展前景。在收购广顺燃气之后，BP 还有一系列计划，其中对珠三角零售市场的争夺将是重中之重。随着珠海 40 万立方米的冷库建设完成，将加快 BP 垂直整合液化气产业链的速度。BP 在珠三角 LPG 零售市场拥有的优势更加明显，尽管还缺乏对零售终端的控制。

（二）获得较高投资收益

目前中国燃气价格是世界上最底的，比世界平均价格要低 20% 左右，价

格有很大的上涨空间，同时燃气行业又有政策上的支持，尤其是西气东输工程建设完成后需要大量的下游燃气用户，而不少地区由于资金匮乏，需要外资的进入，而且燃气企业具有较高的收益率，因此投资于有自然垄断特征的公共事业是资本安全和获得稳定收益的理想场所。2005年我国天然气需求量达到了600亿~700亿立方米，2010年将超过1000亿立方米，2020年为2000亿立方米，占整个能源构成的10%。BP借并购广顺燃气进入这样的高收益行业的未来回报率是十分诱人的。

（三）政策激励

近年来，我国连续出台了多项鼓励外资进入燃气行业的政策法规，较大地刺激了外资对这个领域的并购投资。2002年3月11日国家发改委发布的新的《外商投资产业指导目录》将原禁止外商投资的电信和燃气、热力、给排水等城市基础设施首次列为对外开放领域，并自2002年4月1日起施行。这一政策大大加快了外商进军大中城市天然气市场的步伐，燃气、热力行业由政府和企业垄断经营的局面到此成为历史。2002年12月27日，建设部下发了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》的文件，文件规定市政公用设施建设将公开向社会招标选择投资主体，原市政国企、外资、民营在同一平台上竞争，由政府授予企业在一定时间和范围内，对某项市政公用产品或服务进行特许经营。与此同时，各地方政府也把打破国有垄断作为招商引资的一个亮点，西气东输等大型天然气管输项目沿线城市都成为特许经营权争抢的焦点。此外，在推进城市燃气实行特许经营制度的同时，《中华人民共和国燃气法》也在加紧制定中。2003年1月2日，建设部发布了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》，表明社会资金、外国资本可采取独资、合资、合作等多种形式参与燃气等市政公用设施的建设。

（四）优化公司产业链

BP通过发展LNG业务来巩固上游资产的基础和提高营运业绩，同时LNG业务能为其化工业务提供原料，为公司的炼油和销售业务提供产品。BP希望LNG业务能够为公司带来长期的增长潜力。

三、收购分析

首先，并购对产业结构调整 and 产业升级显得更加重要，外资的并购更加注重产业链与产品链之间的整合，产业深化的趋势非常明显。如BP通过收购广顺燃气公司，以经营BP绿色专用瓶、广顺专用瓶的零售业务及其服务的形

式,进入珠江三角洲的液化气零售市场,从而深化了其产业链。其次,随着国民经济的快速增长,我国对能源的需求越来越大,LPG和LNG作为清洁、高效、廉价的能源,成为我国本世纪初重点开发利用的目标。LPG和LNG已经并将在未来一段时间在我国沿海省份有一个比较大的发展,不仅规模可观,而且发展速度会大大加快。最后,基础产业的外资并购中,政府的作用决定并购的成败。像英国BP公司对广顺燃气的并购虽对并购双方都有利可图,并且双方也都愿意,并达成了并购协议,但由于未在有效时期内获得有关政府部门的批准。就难以实现并购。

总之,我国的燃气行业市场化刚刚起步,多种经济成分蜂拥而至不可避免,这是第一轮的竞争。预计到2008年左右,国内城市燃气市场的“蛋糕”将基本被瓜分完毕,那时还会有更大的资本进入这个市场。因为不同的公司经营管理水平不一样,盈利能力也就会有很大不同,必然会有相当数量的资本需要退出,那时候可能会诱发新一轮的重组洗牌。在与外资公司进行并购的过程中我方企业应充分利用其带来的有利条件,尽快发展壮大自己,从而在今后市场化的燃气行业中取得有力位置。

第三节 威立雅收购深圳水务集团

2004年12月22日,法国威立雅联合其合资公司首创威水投资公司出资4亿美元,折合人民币33.1亿元获得深水集团45%的股权,期限为50年。威立雅水务投资持股5%,威立雅水务和北京首创股份有限公司合资成立的首创威水投资有限公司持股40%,交易额达4亿美元。深圳市政府与重组后的深圳水务集团签署《特许经营协议》。

一、并购双方简介

(一) 威立雅公司

威立雅水务是法国威立雅集团下专业从事城市水业的国际公司,已经有150年的历史,其前身为法国威望迪集团,2003年5月更名为威立雅。该集团为世界500强之一。在国际三大水务集团中,威立雅是2003年在华投资最为活跃的一个。2003年6月,威立雅与首创股份成立首创威水投资有限公司,

这是国内水务界第一家与外商合资成立的投资型公司。

（二）深圳水务集团

深圳市水务（集团）有限公司是由原深圳市自来水（集团）有限公司与原深圳市排水管理处合并组建的一家专门从事城市供水、排水、污水处理生产经营与服务的大型集团化现代水务企业。集团为国家大型一级水务企业，深圳市市属一类国有企业。集团资产规模超过 60 亿元人民币，员工总数 2 400 多人，年销售收入超过 10 亿元人民币，年供水量超过 4 亿立方米，年污水处理量超过 2 亿立方米。集团拥有 5 座自来水厂和 4 座污水处理厂，日供水能力 167 万立方米，向深圳经济特区 95% 以上地区 200 万人口提供安全、可靠、及时的供排水和污水处理服务。

二、收购动因

（一）高收益和巨大的深圳市场

水务被外资认为是“黄金产业”，威立雅曾经表示过，投资中国的自来水厂具有高达 12%~18% 的回报率。而国家统计局曾经在提供的报告中也证实，外商在中国投资的所有产业中，最有利可图的产业是自来水厂，其利润和成本的比率高达 24.8%，应该说水务行业是一个收益相对比较稳定的产业，这个特点注定外资会对这个领域更感兴趣。

深圳是个经济高速增长的城市。深圳富裕的生活水平与低水价存在的落差提供了水价巨大上涨空间。深圳曾创造了 1980 年到 2001 年平均每年经济增长 29.5% 的奇迹，至今长势不减。深圳人均可支配收入已连续 10 年位居全国 35 个城市之首。但城市居民水价收费仅为 1.5 元/立方米，低于经济发达城市北京 2.9 元/立方米，而深圳已被列为全国严重的缺水城市。这意味着水价上涨空间巨大。此外，深圳的经济高速发展和人口增加对供水量提出了更高要求。根据《深圳国民经济和社会发展“十五”计划》预测，2010 年，深圳工业产值将达到 8 053 亿元，人口数将从 2000 年年底的 700.8 万人增加到 890 万人，预计总需水量（包括生活用水、工业用水和商业用水）将达到 19.43 亿立方米。可见，关系国计民生的水务行业是一个投资可以旱涝保收的行业，盈利水平稳定。在国家废除对外资承诺高额回报率有关条款后，中国水务行业普遍被认同的投资收益率为 8%~10%。

（二）借助深水集团对外扩张

深水集团净资产 57.1 亿，主要承担特区内的城市供水和污水处理业务。在特区内拥有 5 座自来水厂和 4 座污水处理厂，自来水和污水处理能力分别达到 167 万吨/日和 108 万吨/日。据威立雅的财务顾问法国兴业银行作出的估算，在威立雅与深水合作的 50 年经营期限内，集团平均收益率将达到 10.5%。

而同时深圳水务以 57 亿多元的净资产却几乎没有付息债务，更显示其有强大的融资潜力。威立雅水务集团首席执行官安东尼·弗莱德接受记者采访时表示，威立雅与深水集团合作不仅要做好深圳本地的业务，还要做好深圳以外的业务。据深水集团董事长黄传奇称，新成立的合资企业将以每年至少增加 150 万服务人口的速度向全国扩张。将深圳市放大至全国来看，情况不过大同小异。《国民经济和社会发展“十五”计划水利发展重点项目规划》提出，“十五”期间，全国新增供水能力 400 亿立方米，其中新增城市供水 160 亿立方米，新增乡镇供水能力 80 亿立方米。

（三）战略性考虑

随着政策的放开，外资水务在逐步向中国的深层市场渗透。此前，外资主要是在水源方面做的多些，这两年逐步进入了管网。将来很有可能一个城市或一个区域的管网都是由国外的供水企业来经营。

从更大的层面看，这次并购也是威立雅全球战略的重要部分。目前，在全球水务市场，法国威立雅、法国苏伊士昂迪欧集团和英国泰晤士水务集团三大公司正在进行激烈的竞争。威立雅水务是威立雅环境公司的子公司，而威立雅环境公司又是威望迪的子公司。而威望迪集团近来资本改革的一个重要思路就是专心致志于扩张水务产业，可以预期，威立雅水务将不断追加投资它在国外的水务收购和项目参与。威立雅已经决定在未来几年内，将亚洲市场业务占集团业务的比重从现在不足 2% 增至 10%~20%，核心目标正是中国。

三、收购过程简述

2002 年 3 月，原国家计委在新公布的《外商投资产业指导目录》中，将原禁止外商投资的供排水城市管网首次对外资开放。此举意味着外资拥有了向用户最终零售水的权利。2003 年 7 月，由政府官员、行业专家、法律专家组成的 9 人评审委员会选定威立雅水务集团作为谈判对象。深圳水务集团董事长黄传奇认为，选定威立雅基于两点考虑：首先它是全球最大的水处理专业公

司，符合深圳市吸收战略投资者的要求；其次它的“开价好”，而“好”指的不仅是开价高，还包括同意技术转让。谈判的焦点集中在出价和管理权分配上。威立雅的出价从 32.3 亿元人民币一路提升至 33.1 亿元，且 50 年后还将股权无偿交还中方。但在管理权的分配上，双方争持极为激烈。威立雅要求中方交出深水集团总经理和常务副总经理的席位。而深圳市态度异常鲜明：董事长和总经理的职务必须由中方出任。经过多轮谈判，最终由威立雅方面出任两名高管，分别担任财务副总和运营副总。

2003 年 9 月，谈判出现了重大转折。威立雅方面提出增加首创威水投资公司——威立雅与北京首创集团合资公司——作为谈判对象，而威立雅水务集团仅愿出资购买 5% 的股份，其余 40% 由首创威水投资。也就是深水集团的谈判对象从一个变为两个。出现变故的原因，据分析是威立雅水务本身的资产负债率较高，若全部投资由威立雅水务本部实施，将会进一步提高其负债率。因此，选择一家关联公司与本部共同实施投资，就成为威立雅巴黎总部自然而然的考虑。公司仅愿为 5% 股份出资，其余资金由威立雅水务在亚洲的公司自筹。于是，威立雅将目标投向了其在中国的合资公司，但如果选择其在中国的控股公司，就要与它在纽约和巴黎证交所上市的母公司合并会计报表。而控股公司融资将影响上市公司业绩，致使控股公司融资能力受限。由此，威立雅选择了在中国成立不久的首创威水投资公司，威立雅在该公司与北京首创集团分别持股 50%。该公司也是威立雅在中国的投资平台。

这次变故使得谈判陷入僵持，历时两个月，多次险些破裂。在权衡了深水集团最需要的两样东西——资金和技术之后，深圳市政府作出让步：同意威立雅的要求。而威立雅则同意每年送 300 人到海外培训，培训时间累计 300 天。中方将对威立雅的培训和技术转让支付 500 万元人民币。该项协议的期限为 4 年。最终，威立雅联合首创威水投资公司出资 4 亿美元，折合人民币 33.1 亿元获得深水集团 45% 的股权，期限为 50 年。比照深水集团净资产 57.1 亿，此次收购总溢价 5.5%。而 33.1 亿引资额中的 60%（约 20 亿元）作为股权转让收益上缴深圳市政府，其余部分约 13 亿元作为增资部分留在深水集团。

四、收购分析

对中国水务等公共事业进行收购，对国外公司来说可以获得稳定的高额收益，占领中国巨大且有潜力的消费市场，深化其在中国的产业链。对中方企业来说，有着自然垄断产业特点的公用事业在中国一直由政府负责，然而政府目标的多元化使得其对公用事业的经营效率低下。显然，不断放松管制、下放职

能,使公用事业走向市场化,吸收国外先进技术和资金,更有利于中国经济的长期健康发展,因此已经成了必然趋势。但同时,我方也应注意到基础产业垄断性的特点,在并购谈判中加强自身的谈判地位,坚持对并购后企业的控股权,从而避免外国企业垄断国内市场,并危及国民经济。

第四节 对外资并购中国基础产业企业的点评

一、外资收购中国基础产业的利弊分析

外资企业收购中方企业,可以为中方企业解决资金紧张的问题,同时有利于中方企业开拓国际市场,并吸收外国先进的管理经验和成熟的技术。从中国基础产业来看,一些有着自然垄断产业特点的公用事业在中国一直由政府负责,然而政府目标的多元化使得其对公用事业的经营效率低下。显然,不断放松管制、下放职能,使公用事业走向市场化,是有利于其发展的,因此已经成了必然趋势。另外,利用外资进行国企改革重组成为政府倡导的重点。外资并购虽然使一些中资失去了企业的控股权,但转变为外资企业后也会在参加中国市场的竞争中产生技术外溢和管理外溢的效应,促进整个社会经济技术水平的提高。

但外资并购其实也是一柄双刃剑,在带来大量的资金、技术和管理经验的同时,也的确出现了一些以吞噬品牌、转移利润为最终结果的恶意并购,并导致中国企业的技术竞争力和品牌的丧失。跨国公司的垄断直接抑制了中国民族企业的发展。跨国公司通过直接投资或并购中国企业的方式强力抢夺中国市场,对许多行业实现了垄断或者处于垄断的临界点。其直接的结果不仅是获得了巨额垄断利润,而且使中国企业的民族品牌难以确立。

二、对政府提出的几点建议

针对以上两方面情况,中国政府应采取有力措施减少外资收购中国企业对中国经济发展带来的负面影响。

(一) 对外资并购影响产能过剩的有效调控

中国的某些基础产业已出现产能过剩,大量外资涌入必将进一步加大该行业的产量,扰乱国内市场,对中国经济及环境带来不利影响。因此,对于产能过剩及高污染的基础产业,政府应根据经济发展的需要进行有效调控。

（二）完善相关法律法规

政府应完善外资收购基础产业的法律法规。基础产业往往是关系国计民生的重要支柱产业，其中很多是国有企业。一方面，在收购过程中如中方企业资产得不到正确评估，必将对国民经济造成损失；另一方面，应避免外资并购垄断化产生的垄断格局危及国家经济安全。目前跨国公司在中国一些行业领域和产品中，已存在过度集中和市场垄断的问题。这会造成跨国公司控制国内市场，制定垄断价格和瓜分市场策略，破坏市场竞争秩序，制约国内幼稚产业和民族工业的发展。因此，政府应加强资产评估方面的法律法规的制定，并立法规范外资并购审批制度。对外资并购国内企业可能造成的行业垄断、市场垄断、国有资产流失、职工安置等问题，适时建立一个跨部门的权威性协调机构，对外资并购可能造成的垄断和负面影响进行严格的专门审查，从而避免政府部门各自为政的局面。在外资并购的审批范围上，除了对“购买”股权或资产的外资并购方式进行审批外，也应将非按现有持股比例的股份认购、股份消除、认购配股及转配股等致使外商取得企业一定控制权的行业的外资并购纳入审批范围。

（三）鼓励民营企业与外资联手提高竞争力

我国很多民营企业在国际市场竞争中，由于缺乏足够的资金及先进成熟的经验技术等，长期处于不利地位。鼓励民营企业与外资进行有效联合，有助于其解决以上问题，使我国更多的民营企业成为有国际竞争力的企业。

本章总结

本章主要分析了三个典型的案例，它们是：MS 亚洲与国际金融公司 IFC 收购海螺水泥；英国公司 BP 收购广顺燃气；威利雅收购深圳水务集团，最后对外资并购中国基础产业企业案例进行整体点评，分析并购的必然性和利弊得失，并提出优化并购的思路与对策。

思考题

1. MS 亚洲与国际金融公司 IFC 为什么要收购海螺水泥？
2. 英国公司 BP 收购广顺燃气的动因是什么？
3. 威立雅收购深圳水务集团的后果是什么？
4. 如何评价外资并购中国基础产业企业？

第八章

外资并购中国食品企业案例（上）

本章概要

食品行业是成熟而盈利稳定的行业，市场竞争十分激烈。尤其是其中的啤酒行业更是国内外市场竞争趋于白热化的行业。分析外资在这个领域并购的特征、存在的问题以及解决问题的思路是十分有意义的。

学习目标

1. 了解荷兰喜力参股粤海啤酒。
 2. 了解高盛并购双汇发展。
 3. 了解英博收购雪津啤酒。
 4. 了解达能收购娃哈哈之争。
 5. 了解日本朝日啤酒及伊藤忠商社收购康师傅。
-

第一节 荷兰喜力参股粤海啤酒

2004年5月21日，世界排名第三的荷兰喜力集团以资金参股的形式对粤海啤酒进行了并购。

一、并购双方简介

（一）荷兰喜力

荷兰喜力集团是起源于 1592 年的 DeHooiberg 啤酒厂，位于荷兰首都阿姆斯特丹。其拥有的品牌有：Heineken、Amstel、Buckler、Murphy's Irish Stout。其中，Heineken 是国际上最受欢迎的啤酒品牌。喜力集团目前在世界啤酒商中排名第三，产品行销 170 多个国家，约占有世界啤酒市场 7% 的份额。但进入 2000 年以来，其业绩有所下滑。

（二）粤海啤酒

粤海啤酒集团有限公司 1997 年在香港联交所上市，发行股本 12.5 亿，是粤海投资有限公司拥有 72% 的股权的公司，在广东省生产、分销及销售金威啤酒。而深圳金威啤酒有限公司成立于 1986 年，是粤海啤酒的主要附属公司。粤海投资有限公司是粤海企业集团在香港的主要公司，业务包括地产发展与投资、基建、产业经营、啤酒、运输服务、制造业、物业投资、旅游与酒店业务等。2000 年完成重组后，广东控股有限公司即成为粤海啤酒有限公司的母公司。

二、并购动因

（一）粤海金威借喜力发展

自从成立以来，金威就把自己的市场定位在粤港范围，取得了相当不错的成绩，特别在深圳市场多年雄踞首位，并在 2002 年超过青岛啤酒成为在香港市场上最大的国内啤酒供应商。但金威作为区域性品牌，在与华润、青岛啤酒和燕京啤酒等全国性品牌的竞争中日益感到力不从心。同时广东境内的珠江啤酒也结盟比利时的英特布鲁啤酒集团，从区域内部给了金威极大的压力。金威由于规模偏小在国内啤酒市场的竞争中处于不利地位。在国内来看，华润、青岛和燕京的年产量也都超过了百万吨。世界最大的啤酒生产商美国 AB 公司年产量为 1 400 万吨，位居第二的 SAB Miller 公司也有 700 万吨，而金威虽然凭借其先进的技术和营销能力使其利润率远远超过国内平均水平，但年 60 万吨的生产能力显然将金威约束在了一个极为不利的地位。通过出售股权给喜力，金威可以借助世界排名第三的啤酒巨头的资金、技术和影响力来增强自身的竞

争力，而且交易完成后金威仍处于绝对控股地位。

（二）喜力借粤海金威自保

作为一家有 140 年历史的啤酒集团，喜力目前在世界啤酒商中排名第三，约占有世界啤酒市场 7% 的份额。与其他竞争对手不同的是，喜力的利润来自于世界各地的市场。虽然市场的分散性有助于避免地区性的风险，但在如今世界啤酒市场整体趋于饱和，有的甚至正在萎缩的情况下，喜力在各地同当地老大的竞争中毫无优势可言。而目前的世界啤酒行业的形势是各大巨头涌向中国争夺国内市场，而喜力在这一步上也落在了后头。

早在 2002 年 4 月，喜力就希望通过收购中国啤酒品牌使自己成为在中国市场领先的啤酒企业。当时，前所未有的亏损正困扰着喜力。2003 年上半年，喜力的增长仅仅只有 1%；同时由于欧元走强，喜力的利润下滑了 15%，仅仅在美国市场，喜力的亏损就达到 2 800 万美元，这个数字在 2004 年将会增长到 5 900 万美元。与之形成对比的是，2003 年粤啤的每吨啤酒税前利润达 519 元，较青岛啤酒（0168.HK，下称青啤）的 120 元及哈尔滨啤酒（0249.HK，下称哈啤）的 175 元高出最少约两倍。不过平均资本回报率约 8.6%，青啤及哈啤则分别为 5.6% 及 19%。这意味着粤海啤酒对喜力有较强的吸引力。并且，在收入水平较高的华南地区，粤海啤酒市场占有率最大，有完善的销售网络，在香港上市，粤啤在地方上的影响力有可能使其立足广东辐射全国，这是一个有战略意义的入股。

三、并购过程简述

2003 年 11 月 20 日，粤海啤酒集团有限公司及其母公司粤海投资有限公司与荷兰喜力啤酒集团签订协议，以每股 1.85 港元的价格出让粤海啤酒 21% 的股份。双方此次的收购交易是采用增发新股的方式，粤海将增发 1.467 亿新股。喜力将合计购入粤海啤酒 21% 的权益，其中旧股及新股各占一半，初步估计该项交易金额将达 5.8 亿元。

2004 年 1 月 28 日，粤海啤酒集团与荷兰啤酒商喜力正式签约，喜力以 5.8 亿港元入股粤啤 21% 的股权。喜力每股作价 1.85 港元收购粤海啤酒的 1.338 亿股新股和 1.655 亿股已发行股。交易完成后，粤啤大股东广东控股的持股量将会摊薄至 54%，但仍为控股股东。双方均表示，无意改变粤海啤酒的控股权，并预期有关合作将可加快实现成为全国 5 大啤酒集团的目标。喜力亚太（中国）负责喜力在中国市场（除香港和澳门）的生产、销售、投资和并购等业务，喜力间接持有喜力亚太（中国）46.2% 的股份。根据协议，喜力亚

太（中国）将在啤酒生产、市场推广及分销方面合作及提供协助，还将提供员工培训及派送具备国际经验的员工到粤海啤酒，以帮助该公司提高在啤酒业的竞争力。粤海啤酒及喜力亚太（中国）将商议在广东、香港及澳门分销彼此的啤酒。此外，双方也会商讨由粤海啤酒承包酿造喜力品牌的啤酒。

2004年5月21日上午，粤海啤酒公告，董事会建议将公司的名称改为“Kingway Brewery Holdings Limited”及“金威啤酒集团有限公司”。这表示该公司的主要业务为生产、销售及分销“金威”品牌之啤酒。喜力入股粤海啤酒，成为后者第二大股东。

四、并购分析

第一，金威获得了自己想要的东西。过去，金威只强调巩固深圳市场，由于品牌辐射能力有限，始终未能跳出区域品牌的框框。但是其他区域的竞争对手，青岛、燕京、珠啤等都与国外巨头联手大步扩张。而喜力的加入对金威而言是雪中送炭。喜力是世界第三大啤酒商，仅次于AB和SAB，在资金和技术方面都有强大的实力。喜力此次收购的5.8亿元将成为金威扩张的资金后盾。2004年，金威啤酒已经加大了产能建设，在拥有了深圳罗湖和宝安两个生产基地的基础上，再投资4亿元，在汕头开设新的工厂，年生产能力升至60万吨。同时，金威已将目标盯紧在福建、江西、湖南等市场上。而且，喜力在品牌管理、产品技术、资金发展等方面可以提高粤啤的竞争力。粤啤可以利用喜力的科研力量加强产品研发。

第二，喜力通过收购国内品牌而扩大在中国啤酒市场份额的愿望可以实现。世界四大啤酒商在中国的市场影响力喜力是最小的，其他三大巨头均在国内连续并购。而从全球战略来看，喜力的当务之急也是进行跨地区的兼并。喜力在全球的重点地市场有两个，一个是东欧，一个是中国。入股粤啤可以利用粤啤在广东良好的销售网络进行拓展。

第二节 高盛并购双汇发展

2006年3月初，双汇发展的母公司——河南省漯河市双汇实业集团在北京产权交易所以10亿元的价格挂牌整体转让，JP摩根、美国国际集团（AIG）、新加坡淡马锡（Temasek）、高盛等国际资本对股权展开了激烈的争夺。最后，由美国高盛集团、鼎晖中国成长基金II授权，并代表上述两公司

参与投标的香港罗特克斯有限公司以 20.1 亿元购得其整体国有产权。

一、并购双方简介

（一）受让方简介

香港罗特克斯有限公司（Rotary Vortex Limited）是专为参与双汇股权转让而成立的项目公司，2006 年 2 月 28 日结盟之初由高盛策略投资（亚洲）有限公司占 51% 的股份，鼎晖中国成长基金 II 占 49% 的股份。

美国高盛集团成立于 1869 年，是全球历史上最悠久、实力最雄厚的投资银行之一，总部设在纽约，并在东京、伦敦和香港设有分部，在 23 个国家拥有 41 个办事处。作为一家国际领先的投资银行和证券公司，高盛拥有丰富的地区市场知识和国际运作能力，向全球提供广泛的投资、咨询和金融服务；在中国市场上，它一向瞄准的都是高端客户，像中国移动、中国银行、中国石油、联想等公司。此番投资双汇，也显示了其对中国经济长期景气的信心。

鼎晖中国成长基金 II 是由中国私人资本集团鼎晖投资建立的成长型资本基金。鼎晖投资基金成立于 2002 年，是由斯坦福大学、新加坡政府投资公司、荷兰 AlpInvest、世界银行所属的国际金融公司、法国 AXA 保险集团等多家国际著名的投资机构出资成立的投资基金。鼎晖投资基金已经在中国诸多知名企业进行投资，包括蒙牛乳业、李宁体育用品、分众传媒、雨润食品、永乐电器、速达软件等。

（二）出让方简介

双汇集团是以肉类加工为主的大型食品集团，总部位于河南省漯河市。目前，总资产 60 多亿元，年产肉制品 100 多万吨，是中国最大的肉类加工基地。双汇在全国 12 个省市建有现代化的肉类加工基地和配套产业，31 个省市建有 200 多个销售分公司和现代化的物流配送中心。2006 年中国企业 500 强排序中双汇名列 154 位，年进出口贸易额 2 亿美元。

河南双汇投资发展股份有限公司是经河南省人民政府批准、由河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司独家发起、以募集方式设立的股份有限公司，于 1998 年 9 月 16 日向社会公众公开发行 5 000 万股人民币普通股，并于 1998 年 12 月 10 日在深圳证券交易所挂牌上市。初始注册资本 1.73 亿元人民币，股份总额 1.73 亿股，其中国家股 1.23 亿股，占总股本的 71.10%；社会公众股 5 000 万股，占总股本的 28.90%。

二、并购动因

（一）地方政府实现区域经济发展战略的需要

漯河市的发展战略是建设“中国食品名城”，这一发展战略要求在“十一五”期间向肉食品工业投资 37 亿元。双汇是当地最大的龙头企业，2005 年销售收入达到 201 亿元。地方政府和双汇集团都希望通过走国际化道路做强做大，到“十一五”末期，双汇肉制品产量进入世界前三强，销售收入达到 500 亿元，为后 5 年进军世界 500 强创造条件。实现这一目标，双汇在 5 年中需要投入 100 亿元。而引进国际战略投资者是目前解决资金来源的最好的办法。而高盛出于占领中国肉食品市场份额的需要愿意以高价收购也是并购成功的原因。但漯河市政府和双汇集团对收购方提出了“受让方必须继续使用双汇商标；不得同时参股国内其他同行业企业；不能把双汇搬出漯河”等并购条件，高盛接受了这些条件。另外，漯河市政府谋求双汇逐步国际化，支持双汇集团的“双汇国际”和“双汇物流”尽快上市的意图也是促成并购的动因。

（二）建立国际融资平台的需要

肉制品行业进入门槛不高，但因其利润微薄，生存门槛很高。因此企业拼的就是规模和管理。双汇在国内的主要竞争对手——雨润集团已成功从香港资本市场融得 20 多亿港元，由此带来的竞争威胁迫使双汇转换思路，寻求多元化的发展。为此双汇在全国 10 多个省市建立了除肉食品工业以外的 20 多家现代化工业基地。2005 年，双汇已拥有了全球最大的 PVDC 薄膜生产基地；2006 年，双汇又进军医药领域，这些无疑都需要资金的支撑。而引入强有力的投资伙伴和先进的管理技术，将为双汇集团的发展铺平道路。双汇要做成国际性的大企业，目光自然就瞄准了国际资本市场，与高盛的结盟也是为其未来的发展建立国际化的融资平台。

（三）解决产权问题和提高管理水平的需要

中国肉食品加工企业在成长中往往遇到做大以后就难以有效管理的问题，原因之一就是产权结构上都是国有资产占主体，在成长过程中如何实现国有资产的保值增值和管理优化成为难题。跟双汇类似的不少企业在产值到了三四十亿元之后，就遇到了管理上的瓶颈。在迅速扩张的成长道路上，要保证“双

汇”的品牌不被吞并，有效的方式是引入有卓越管理经验和雄厚资本的国际投行。将双汇卖给高盛，不仅可以解决产权不清和公司治理问题，还可以提高双汇的管理水平和品牌的国际知名度。

三、并购过程简述

2006年3月3日，双汇发展首次披露称，其第一大股东双汇集团（持有双汇发展35.715%的股份）的整体国有产权，将于当日通过北京产权交易所公开竞价转让。同一天，双汇发展公告称，公司股改将与双汇集团国有产权转让组合进行。这吸引了包括淡马锡、高盛集团、鼎晖投资、亚洲投资基金、花旗集团、中粮集团等十余个国际投资者参与。4月29日，双汇发展公告称，双汇集团整体产权转让招标项目，由代表美国高盛集团、鼎晖中国成长基金参与投标的香港罗特克斯有限公司中标，中标价格为20.1亿元。5月6日，双汇发展的第二大股东漯河海宇投资有限公司又与香港罗特克斯签署了《股权转让协议》，海宇投资拟将其持有的双汇发展12 838.875万股（占公司总股本的25%）全部转让给香港罗特克斯。上述股份约4.38元/股，总价款约5.6亿元。根据约定，以上两笔股权转让交易，香港罗特克斯总共需花费25.7亿元现金。交易若完成，香港罗特克斯将直接或间接控制双汇发展60.72%的股份。其中，直接控制由海宇投资拥有的双汇发展25%的表决权，另外，通过其持股100%的双汇集团，间接控制双汇发展35.72%的股份。

8月17日，双汇发展公告称，双汇集团国有产权变动涉及的其持有公司国有股性质变更已获得国务院国有资产监督管理委员会的批复。10月18日，双汇发展又公告称，双汇集团国有股权转让和海宇投资持有公司25%的股权的转让工作，目前仍在国家商务部及中国证监会的审批过程之中。12月9日的S双汇公告称，公司接控股股东河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司和第二大股东漯河海宇投资有限公司的通知，双汇集团、海宇投资已于近日分别收到商务部《关于同意外资并购河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司》和《关于同意外资并购河南双汇投资发展股份有限公司的批复》。

2007年10月9日，双汇发展发布公告称，公司实际控制人罗特克斯有限公司的两名股东高盛策略投资（亚洲）有限公司和鼎晖 Shine 有限公司于2007年10月6日签署股份转让协议，高盛投资将其在罗特克斯中持有的5%的股份转让给鼎晖持有，转让后鼎晖将持有罗特克斯54%的股份，高盛投资持有46%的股份。转让完毕后，意味着高盛投资放弃双汇集团控股权。这样鼎晖将成为双汇集团以及双汇发展的最终实际控制人。

四、并购分析

（一）关于高盛胜出的原因质疑

高盛在某些方面不符合竞标条件，无法让其他竞标方心服。双汇在股权转让条件中规定，意向受让方或其关联方在提出受让意向之前，不得在国内直接或间接经营猪、牛、鸡、羊屠宰以及相关产业，也不得是这类企业大股东。而在2005年，高盛承销了双汇最大竞争对手雨润的IPO，并持有雨润13%的股份，占有雨润董事会12个席位中的两席，而且在雨润董事会派驻了一名非执行董事。因此，高盛不符合双汇提出的关于禁止同业竞争的招标条件。其次，由高盛和鼎晖组成的香港罗特克斯有限公司并不符合双汇要求的500亿资本的条件。高盛深知自身的弱点，他们展开了多方游说，并且不断提高出价。而在另一方面，JP摩根以为胜券在握，轻视了对手，只把定价定在12亿~15亿元，最终，高盛以高出挂牌价一倍的价格获胜。

（二）高盛胜出分析

高盛胜出的一个重要原因，则是其在中国市场打拼多年所积累的经验。双汇发展的第一大股东是双汇集团，占股35.715%，第二大股东是海宇投资，占25%。海宇投资因为有多名双汇高管而被怀疑是双汇管理层实施MBO的公司。在此次双汇集团的股权拍卖中，海宇一直隐藏在暗处，其意向转让早有接盘者，这让其他竞标方措手不及。就在双汇股权拍卖当天，双汇发展突然刊登公告：海宇投资决定将其持有的双汇发展的25%股权，全部转让给有意向的战略投资者。高盛在明知不利的情况下，先说服了双汇的管理层，拿下了拥有多名双汇高管股东的漯河海宇投资有限公司，海宇投资是双汇发展的第二大股东，如此一来，让其他竞标方进退两难，进而又以高价为砝码一举获胜。

（三）并购后对行业的影响

肉类加工业经历整合成为必然。目前国内肉食品加工业是一个开放竞争的态势，在这种情况下，产业必然要经历一种整合。从当前看，我国肉食品加工企业规模比较小，生产力水平低。虽然双汇目前是国内龙头企业，中国进入世界肉食品加工行业40强企业仅此一家，但跟国外同类企业相比还有很大差距。双汇集团国有股产权转让有利于提高企业的规模化、现代化水平；有利于其利用国际、国内两种资源，两个市场，加快国际化发展，尽快成为国际化企业。

这对漯河市乃至河南省的经济发展都具有重要意义。目前,我国肉食品企业有3万多个,但有规模的企业还不到2000个,前50强企业占行业总资产的63%,销售额更是占到73%。为了促进企业的发展壮大,国家应对有深加工项目的龙头企业进行重点扶持,给它们一个宽松的发展环境,在项目安排、银行贷款上给予政策优惠,营造适合企业发展的投资环境。

外资不会对肉类加工业形成威胁。高盛拿下双汇后,国内两大肉类加工企业都有了外资的身影。作为战略投资者,高盛获得了雨润6.5%的股权,在12个董事会席位中占有2席。雨润具备年屠宰生猪800万头,年加工熟肉制品25万吨的生产能力,是双汇最大的竞争对手。然而包括双汇、雨润、金锣在内的几大企业生产出来的肉类产品还不及全国屠宰量的5%。我国每年屠宰6亿多头猪,而三家大企业的屠宰总量还不到3000万头。因此,对中国整个肉食品加工行业来说,外资的渗透不会产生太大影响,对市场也形不成威胁。从另一个角度看,外资的进入对中国企业来说不仅在资金上能够起到补充作用,在技术力量、管理素质、知识产权提升等方面,也会起到积极的作用。

第三节 英博收购雪津啤酒

2006年6月,英博啤酒集团收购福建省最大的啤酒企业福建雪津啤酒有限公司(“雪津啤酒”)100%的股权,交易总额达58.86亿元,其中包括39.48%的国有股份和60.52%的非国有股份。至此,雪津啤酒已演变成一家外商独资企业,英博雪津作为一家纯外资企业在批准后设立。

一、并购双方简介

(一) 英博啤酒集团

英博起源于1366年的比利时啤酒厂,由时代啤酒厂和Piedboeuf啤酒厂于1987年合并而成。2004年8月27日,英特布鲁和巴西美洲饮料公司合并成为英博(InBev),总部设在比利时的Leuven,是世界第一的啤酒生产集团。英博集团的经营策略是:通过自身增长、世界级的经营效率、目标性的收购行动和顾客至上的精神,在全球各主要啤酒市场建立领先地位。英博集团拥有包括时代(Stella Artois)、百瑞马(Brahma)、贝克(Beck's)和巴斯(Bass)

在内的 200 多个品牌。公司全球雇用 7 万多名员工，业务遍及美洲、欧洲和亚太区 30 多个国家。2005—2006 年度位列世界 500 强第 472 位。英博啤酒集团已经成为中国最大的啤酒生产商之一。32 个啤酒生产厂的年产能达 300 万吨，在中国五个大省中排名第一，业务分布于浙江、福建、广东、湖北、湖南、河北、江西、江苏及山东。

（二）福建雪津啤酒

雪津啤酒有限公司创建于 1986 年。从 2000 年起，其产销量以每年超 10 万吨的速度增长，2005 年产销啤酒超过 83 万吨，各项经济指标居福建之首，人均创税利和吨酒税收名列全国前茅。2002 年，雪津啤酒兼并福建三明日月星啤酒有限公司，2005 年投资建成年产 10 万吨的雪津啤酒（南昌）有限公司。雪津实现从产品经营到品牌经营再到资本经营的跳跃式发展只用了短短的 6 年时间。

雪津啤酒在中国东南部地区占据重要的市场地位，拥有优秀管理团队和三个酿酒厂，总产能达 900 万升，2004 年在福建省的市场占有率约为 45%，在江西省的市场占有率约为 18%。雪津啤酒拥有优秀的品牌组合，包括当地高档品牌雪津麦之初、雪津天地、雪津纯生、雪津冰啤及核心啤酒如雪津精品、雪津特爽等。

二、并购动因

英博以天价收购雪津的主要动因在于雪津对于英博实现其中国的战略布局有着极重要的作用，收购后能产生较大的规模效应和协同效应。

（一）并购是英博实施全球战略布局的需要

英博的战略定位是全球性的区域性啤酒制造商，而中国是英博啤酒全球业务最重要的增长点。除巴西之外，中国是英博最大的市场，而中国啤酒行业的增长速度两倍于全球平均水平。因此，英博预测未来 10 年其 50% 的收入增长将来自于中国。收购后，雪津将成为英博全球前 5 位的销售品牌。英博预计至 2010 年，公司的利润将有 1/3 或更多来自中国市场。福建在英博的中国战略布局中有着重要意义。英博在中国的战略是通过收购地区性的啤酒生产企业，占领华南、华中、华东等具备高消费实力的地区，成为中国沿海发达地区啤酒市场的领导者。在收购了双鹿、KK、红石梁、白沙、金陵、金龙泉、绿兰莎、珠江等多个地方品牌之后，英博占据着浙江第一、广东第一（珠江）、湖北第一、湖南第一和江苏第二的市场位置。收购雪津之前，英博在广东、浙

江、湖南、湖北都有啤酒厂，只是福建空缺，不仅仅是地理位置上被分割开，市场上也无法实现整体效益。收购雪津后，英博在华东、华南的布局更加完善，可以将其在福建、广东、浙江、江苏、湖南、湖北的市场连成一片，并对江西啤酒市场形成包围，直接威胁 AB、华润等啤酒巨头。

(二) 英博看中了雪津的品牌和销售渠道

啤酒是地域性很强的产品，中国主流酒的销售半径在 200 公里左右，因此，除了产能之外，当地的营销渠道、品牌和当地市场地位对生产经营非常关键。英博选择雪津作为收购目标，看中的是当地啤酒的营销渠道、优质品牌和雪津已有的市场份额，从而避免了设立新厂可能会遭到来自雪津和其他福建主要啤酒生产商的有力的抵制和激烈的市场争夺。

(三) 并购产生规模效应和协同效应

啤酒行业是典型的规模经济。通过并购，可以扩大产能和市场份额、降低经营成本。英博完成对雪津收购之后年产能达到 400 万吨，位于第三，仅次于青岛和华润。英博将建立全国性的采购中心，以有效降低成本，放大规模效应。同时，并购后的协同效应也是英博的收购动因之一。通过收购，英博可以直接获得雪津在福建和江西的强势的市场地位和广泛有效的营销渠道，从而完成英博在中国经济发达地区（即华东、华中和华南）的整体战略布局，为英博未来在中国市场上尤其是在福建和其他啤酒巨头的抗衡增加竞争优势。

(四) 雪津具有较高的内在价值^①

1. 较低的整合成本。一般而言，并购后的整合包括业务、资产、人员、组织、文化和战略等方面。整合的成功与否决定了收购的战略价值是否能完全体现出来。由于英博收购雪津之后，不改变原来雪津的品牌，不裁员，管理层基本不变，所以雪津可以保持自身一定的特色和独立性，业务和资产的整合不会有太大问题，整合成本应当是较低的。

2. 完善的营销网络。雪津 2004 年度啤酒实际产销量达 72 万吨，在福建的市场占有率约为 45%，在江西的市场占有率约为 18%。可见雪津在福建有绝对的领导地位，在江西也具有市场优势地位。拥有了雪津就等于拥有了其在

^① 陶旭城，贺涛．英博收购雪津：高昂代价的背后盘算．中国并购评论，2007（1）

当地的完善的营销网络和市场资源，为英博节省了在福建和江西重新建立销售网络的巨大成本。

3. 良好的盈利性和增长性。雪津 2005 年的息税前利润与折旧总和 (EBITDA) 为 4.53 亿元，显示了雪津当前良好的盈利性。根据英博的测算，在投资第五年后，随着雪津的净利不断增长，扣除资金成本后，每年都将实现净流入，显示出英博对雪津未来增长性和盈利稳定性的信心。

4. 100%控制权的价值。在此之前，在大多数的外资收购国内啤酒企业的交易中，一般都是参股，而且大部分达不到绝对控股地位，即外资的话语权是有限制的。而英博能够获得雪津 100%的股权，拥有了绝对的控制权，虽然当前设置了较严格的附加条款，但保护期一过，英博就可以完全贯彻它自己的意志了。所以为了这个未来绝对的控制权付出较高的溢价是值得和必要的。

三、并购过程简述

自雪津啤酒在福建产权中心挂牌要约收购后，历时 200 天，英博集团经过两轮竞标 (AB、喜力、华润、燕京、苏格兰纽卡斯尔等啤酒巨头均参与竞争)，最终以 58.86 亿元人民币现金获得雪津 100%股权，其中包括 39.48%的国有股份和 60.52%的非国有股份。雪津股权转让采取分阶段、两轮报价的做法，允许参与雪津股权公开竞价的每个竞买人都有两轮均等的报价机会，但第二轮报价必须以第一轮的最高价为起点，这就保证了竞价的充分性。同时，对谈判方式也进行了创新。通常企业的并购谈判是买卖双方在谈判桌上直面博弈。而在雪津股权转让过程中，受托方根据委托方拟实现的目标，以书面出题的方式，让竞价方书面作答。同时约定，竞价方一旦成为最终受让人，其解决问题的方案，即成为合同的有效组成部分。整个过程一共签署了五个合同：第一个是关于“企业所得税纳税地点不变”的合同，第二个是关于“品牌不变且受让方须长期持有股权”的合同，第三个是关于“企业管理层不变”的合同，第四个是关于“不裁员”的合同，最后一个才是“股权转让”的合同。

四、并购分析

(一) 产权市场的开放性

雪津能卖到好价钱，产权市场功不可没。由于产权市场的开放性，雪津可以放眼全球选择战略伙伴，也正因为全球啤酒业巨头的参与，竞争才变得如此

充分，市场发现价格的功能才得以充分展现，配置资源的基础性作用才得以充分发挥。如果雪津是走股票上市的路子，不可能募集到这么多的资金。如果雪津在很小的范围内寻找买家，或是一对一地跟买家谈判，也不可能卖到这么高的价位。这一次雪津股权的转让，福建产权交易中心进行了交易方式和竞价方式的创新，而“书面谈判”增强了谈判的针对性，也保证了股权转让多元目标的实现。

（二）并购双方均为受益者

雪津是福建省莆田市最重要的支柱企业之一，“三不变”（注册地不变、税收不变、品牌不变）的原则使雪津啤酒对地方财政收入的贡献没有改变，并且近8亿美元的总转让价实现了该省引资融资的新突破。

此次股权转让明确提出，股权受让后，受让方必须承诺“不能限制雪津的发展空间”，“不能限制雪津品牌的扩张”，而且受让方必须长期持有雪津的股权，对如何进一步发展雪津必须制定新的发展规划，还要利用母公司的优势提升雪津在国际市场的地位。雪津还要求受让方在约定的时间之内，不施行结构性裁员，员工总数至少保持与收购时一致。至于企业管理团队，在保持稳定的基础上，逐步采取与国际接轨的激励机制。这些条约不但对企业而言有利于稳定职工队伍和管理团队、实现企业的可持续发展，更重要的是最大限度地起到保护民族品牌的作用。

英博集团也是并购的受益者。此次交易完成后英博将整合及巩固其在中国东南部的市场地位，并成为中国最大的啤酒商之一，总销量约350万吨，在其竞争的八个省份（福建、广东、河北、湖北、湖南、江苏、江西、浙江）拥有30家酿酒厂，并位于市场的领先地位。

（三）启示

英博以天价收购雪津的主要驱动因素，在于雪津自身具有的很大的内在价值，雪津对于英博实现其中国的战略布局有着极重要的作用，收购后能产生较大的规模效应和协同效应。从本次收购和近期的啤酒行业收购案例中，我们可以看出国内啤酒行业并购的一个重要趋势：为了分享中国啤酒行业未来的高速增长和高收益，啤酒巨头们必须抢先占领有利的地形，不断强化在中国各地区的战略布局。而在新一轮的啤酒业并购浪潮中，那些达到一定产能并有较大增长潜力的、在区域内拥有较大市场份额的、符合啤酒巨头战略布局需要的地方性啤酒生产企业将成为国内外啤酒巨头竞购的目标，而其收购价格也将水涨船高。

第四节 达能收购娃哈哈之争

2007年4月，达能与娃哈哈产生了并购纠纷。法国达能公司欲以40亿元人民币的价格并购娃哈哈旗下数十家非合资公司51%的股权，涉及资产总额约56亿元，遭到娃哈哈中方股东的反对。此后，法国达能和娃哈哈之间争执不断升级并最终进入法律程序。而“达能—娃哈哈”事件也引发各界广泛关注，触及敏感的外资反垄断话题，并激起业界警惕外资控股、保护民族品牌的大讨论。

一、并购双方简介

(一) 出让方简介

娃哈哈是中国知名品牌，全球四大饮料制造商之一。娃哈哈前身是杭州市上城区校办企业经销部，1987年，其创始人宗庆后带领两名退休老师，靠着14万元借款开始了创业历程；第二年为别人加工口服液，第三年成立杭州娃哈哈营养食品厂，开发生产的娃哈哈儿童营养口服液走红全国。

1990年，娃哈哈产值已突破亿元大关，完成了初步原始积累。1991年在杭州市政府的支持下，娃哈哈营养食品厂以8000万元的代价有偿兼并了资不抵债的杭州罐头食品厂，组建成立了杭州娃哈哈集团公司，从此娃哈哈开始逐步步入规模经营之路。1994年，娃哈哈投身对口支援三峡库区移民建设，兼并涪陵三家特困企业，组建了娃哈哈涪陵分公司，使涪陵公司产值利税连年快速增长，成为三峡库区最大的对口支援企业之一，跻身重庆市工业企业50强。

1996年，公司以部分固定资产作投入与世界500强、位居世界食品饮料业第6位的法国达能集团等外方合资成立五家公司，并坚持合资不合品牌、由中方全权经营管理的原则，一次性引进外资4500万美元，并先后从德国、美国、意大利、日本、加拿大等国家大量引进了当时具有世界先进水平的生产流水线，发展民族品牌。

1997年以来，娃哈哈在三峡坝区湖北宜昌、国家级贫困区湖北红安、四川广元、吉林靖宇及沈阳、长沙、天津、河北高碑店、安徽巢湖等22个省市建立了40余家控股子公司，均取得了较好的经济效益，外地分公司的产值占到整个集团公司的近一半，使娃哈哈成为中国最大、最强的饮料企业。

1998年,娃哈哈经过10多年的历练并经过两年多的精心研制,推出“中国人自己的可乐——娃哈哈非常可乐”,在饮料界扛起了向国际大品牌挑战的民族工业大旗。自1998年5月投产以来,非常可乐异军突起,实现年产销量超60万吨,与可口可乐、百事可乐形成三足鼎立之势。

2002年,娃哈哈引进欧美的设计人才,以高起点进入童装业,按国际环保标准组织生产,并采取零加盟费的方式吸引全国客商加盟,在全国首批开立了800家童装专卖店,为开创企业发展新支点,进一步向多元化企业进军奠定了基础。

(二) 受让方简介

达能成立于1966年,最初是一家制造玻璃制品的法国公司。该公司真正的发展是从借助并购手段进入食品饮料行业开始的,并购成为其战略和经营的手段,包括凯旋啤酒、依云矿泉水,甚至连它的名字“达能”也来自当初并购的企业。达能全球战略的重点业务是奶制品、饮料和饼干,而中国战略是服务于达能全球战略的关键环节。达能赖以发展的核心经营手段就是并购战略。在中国并购的目的不仅是投资回报,更是通过对被并购的企业的管控与达能形成协同效应,服务于达能整体产业发展战略,这就要求达能必须控制和参与被并购企业的经营。因此,收购、控制、整合、管控的并购战略也就成为达能在中国拓展的重要战略选择。

从1987年在广州成立达能酸奶公司算起,达能在中国市场的经营已经过了20年。但是由于在奶源控制方面的天然弱势和对中国市场的把握不准,达能的早期经营并未取得很好效果。20世纪90年代中后期,在外资进攻中国食品饮料市场第二波浪潮中,以达能为代表的跨国巨头开始放弃直接设厂、用产品进攻中国市场的思路,转而开始借助资本的力量,通过与中国本土企业的合作,逐步渗透,进而达到控制某个产业的目的。2006年达能已经完成了其在中国市场上乳制品、饮用水和果汁饮品三大饮料产品领域的战略布局。

二、并购动因

(一) 娃哈哈出让动因^①

1. 合资初衷。1996年娃哈哈合资之初员工不足2000名,年销售规模10

^① 张乐,袁立华,王小波.宗庆后后悔了.经济参考报,2007-04-03

亿元，年利润 2 亿元，但却感受到了在改革开放中进行国际化竞争的压力，对与世界食品饮料业处于领先地位的法国达能的合作很感兴趣，希望通过与他们的合作获得资金、技术、管理上的帮助。1996 年，娃哈哈与法国达能公司、香港百富勤公司共同出资建立了五家公司，生产以“娃哈哈”为商标的包括纯净水、八宝粥等在内的产品。当时娃哈哈占到了 49% 的股份，达能与百富勤加起来占 51%。

2. 合资隐患。亚洲金融风暴之后，香港百富勤在境外将股权卖给了达能，使达能跃升到了 51% 的绝对控股地位。达能立刻提出将“娃哈哈”商标权转让给与其合资的公司，但遭到了国家商标局的拒绝，因此后来双方改签了一份商标使用合同，但合同中的一项条款却让娃哈哈在日后陷入了被动。双方在签署的合同中有这样一条：“中方将来可以使用（娃哈哈）商标在其他产品的生产和销售上，而这些产品项目已提交给娃哈哈与其合营企业的董事会进行考虑……”简单地说，这一条款就是娃哈哈要使用自己的商标生产和销售产品，需要经过达能同意或者与其合资。

3. 合资矛盾。20 世纪 90 年代中后期，娃哈哈亟须通过规模扩张和跨地区设厂来扩大产能，然而在投资建厂等诸多问题上，达能却与娃哈哈意见相左。比如，为了完成企业产品在中西部地区的产业布局，娃哈哈的决策层希望能够参与到西部大开发、对口支援革命老区、国家贫困区、三峡库区建设等项目中去。但达能因为对这些地区的消费能力有顾虑，不愿意进行投资，双方发生了尖锐的矛盾。与此同时，达能收购了当时娃哈哈最大的竞争对手广东乐百氏饮料公司 98% 的股权，但接管后，乐百氏就一直亏损。这让娃哈哈高层意识到，与达能的合作不仅不能产生积极的意义，甚至还限制了娃哈哈的发展。于是，在 1999 年中方决策班子商量决定，由职工集资持股成立的公司出面，建立一批与达能没有合资关系的公司，并生产以“娃哈哈”为商标的饮料和食品。这些公司大多建立在西部、对口支援的革命老区、国家贫困区以及三峡库区等当初达能不愿意投资的地区，并取得了良好的经济效益。到 2006 年，这些公司的总资产已达 56 亿元，当年利润达 10.4 亿元。但达能突然以商标使用合同中娃哈哈集团“不应许可除娃哈哈达能合资公司外的任何其他方使用商标”为由，要求强行收购这几家由娃哈哈职工集资持股成立的公司建立的与达能没有合资关系的公司。

（二）达能收购动因

起初，娃哈哈方面认为，达能合资娃哈哈是达能对娃哈哈的品牌形象和生产销售能力的认可与肯定，然而，之后达能在中国境内接连不断的并购举动及

其并购后的表现让娃哈哈逐渐认识到：达能并购娃哈哈以及中国其他一些大企业的行为，不是为了将这些企业经营壮大，而是为了资本运作——将中方企业股权低价收购后再在国际市场上出售或上市，以套取巨额资金和利润。目前已有达能在中国将豪门啤酒厂等收购后再高价卖出的案例。一旦达能以51%股权的优势拿走娃哈哈的控制权，则娃哈哈极可能重蹈乐百氏的覆辙。

三、并购过程

法国达能与杭州娃哈哈的“合资争端”是由于外方试图收购娃哈哈集团一系列非合资企业而引发的。2006年底，达能以娃哈哈非合资公司生产的产品未经合资公司董事会通过，擅自使用“娃哈哈”商标违反合同为名，要求收购娃哈哈集团下属非合资公司51%的股权。双方随后在“娃哈哈”品牌的归属上发生了激烈的争执。达能认为“娃哈哈”品牌属于达能与娃哈哈的合资公司，合资公司董事长宗庆后及其妻女设立的非合资企业并不具备使用娃哈哈品牌的权利；而娃哈哈认为，中方一直是“娃哈哈”品牌的拥有者，并指责达能此前对中国一系列饮料企业的并购和合资行为已构成垄断。经过几轮的谈判之后，双方仍僵持不下。

2007年5月9日，达能亚洲及其全资子公司向瑞典斯德哥尔摩商会仲裁院申请国际仲裁。6月4日，达能在美国对娃哈哈系两家公司（法人代表为娃哈哈集团董事长宗庆后之女）提起诉讼。其后，宗庆后辞去娃哈哈合资公司董事长职务，宣布将在法庭上迎战达能。6月14日，娃哈哈集团向杭州仲裁委员会提交《商标转让协议》无效的仲裁申请，同日杭州市仲裁委员会正式受理了该申请，要求确认与合资公司于1996年2月29日签署的《商标转让协议》已终止。随后，7月5日，达能通过合资公司又向杭州仲裁委员会提出了仲裁反请求，要求娃哈哈集团完成商标转让手续。同月，身为沈阳娃哈哈饮料有限公司股东之一的沈阳陵东实业发展总公司以“违反董事对公司忠实义务和竞业禁止义务”为由起诉达能方董事、达能中国区主席秦鹏，称其在担任沈阳娃哈哈饮料有限公司董事期间，未经董事会批准，同时兼任了乐百氏（广东）饮用水有限公司、上海正广和饮用水有限责任公司等20多家与沈阳娃哈哈饮料有限公司有业务竞争关系的公司的董事、董事长等高管职务，违反《中华人民共和国公司法》关于董事对公司的忠实义务和竞业禁止义务的规定，损害了沈阳娃哈哈饮料有限公司的利益。7月6日，沈阳市中级人民法院已受理此案。11月12日，达能在娃哈哈诉其“竞业禁止”的桂林诉讼中败诉。

达能与娃哈哈的法律战和口水战在历时近8个月后，于2007年11月25日法国总统萨科齐访华期间重现和谈曙光。随着法国政府的逐步介入，双方已

在法律层面重回了谈判桌，开始进行和解谈判。达能娃哈哈问题已经引起了法国政府的高度重视，萨科奇总统访华的主要议程中，明确包含了双方政府对于达能娃哈哈之争的正式议题讨论。但又因双方再次高调交战，让两国政府高层和谈期望眼见破灭。2007年12月杭州市仲裁庭作出裁决，支持娃哈哈的仲裁申请，“娃哈哈”商标属于娃哈哈集团所有，终止此前与达能合资公司签订的《商标转让协议》。12月17日杭州娃哈哈集团工会在山东潍坊以“损害侵权”为由起诉法国达能公司，并索赔1000万元人民币，经当地法院受理。

2007年12月21日，达能集团与娃哈哈集团发表联合声明，称双方同意结束对抗，回归和谈。这是继达能娃哈哈合资纠纷战争爆发以来，双方首次联合正式表态开始和谈，并且同意结束对抗。2008年4月4日，在中国商务部和法国大使馆商务处的共同主持下，娃哈哈集团董事长宗庆后、达能全球首席联席运营官范易谋在北京进行了期限内最后一次谈判，但仍然没有进展。在此之后，双方也有一些简单的书信往来，但都难以达成关键性的一致意见。达能表示，达能愿意接受卖出合资公司股份的这种方式来解决达能和娃哈哈之间的纠纷，关键是能够谈妥让其“退出”的经济条件。

四、并购简评

（一）受中国市场影响，达能亚洲业绩放缓^①

法国达能集团于巴黎时间2008年2月14日发布了2007年年报。年报显示，调整前的2007年销售收入增长率为7.2%；按国际财务报告准则（IFRS）调整后的2007年销售收入增长率为9.7%，达127.76亿欧元；调整后的母公司净利润同比增长309%，达41.8亿欧元；每股收益调整前为每股2.71欧元，同比增长幅度为11.3%，而调整后下降到每股2.47欧元，同比增长幅度仅为1.2%。受中国市场特殊情况影响，2007年达能在亚洲地区的增长率仅为4.7%，低于在欧洲和世界其他地区分别为7.4%和17.4%的增长率。在饮用水业务方面，达能的增长率为4%。这一数字主要受两大因素影响：一是2007年三季度西欧地区不利天气；二是在中国市场与娃哈哈的商标争议。

2007年达能在中国市场上的合资项目遭受了一系列挫败。先是与合资伙伴娃哈哈发生商标转让争端，开始了一场旷日持久的品牌争夺战。期间，双方互指对方高管从事竞业禁止行为。之后，达能与光明乳业宣告分手，将其持有

^① 钱亦楠·受中国市场影响达能亚洲业绩放缓：《财经》网络版，2008-02-14

的 20.1% 的股权转让给光明乳业大股东，并支付了 4.1 亿元赔偿金。此前，其与蒙牛建立合资企业的计划也因未获地方政府批准而被迫终止。

中国在达能的全球利润总额中占据了 1/10。目前，达能已经完成对妙士设于北京和上海两家工厂的收购。在一系列合资业务受挫后，达能将尝试以全资收购的方式更加独立地进入中国市场。

(二) 达能行为违反国家规定，可对其进行反垄断调查

达能公司目前在中国饮料行业 10 强企业中，除了已收购娃哈哈的 39 家企业和乐百氏 98% 的股权之外，还收购了深圳益力矿泉水公司 54.2% 的股权、上海梅林正广和饮用水公司 50% 的股权，以及汇源果汁 22.18% 的股权。同时，达能还收购了奶业企业蒙牛 50% 的股权，以及光明乳业 20.01% 的股权。达能公司实际上已经对中国的饮料业进行了垄断，严重违背了国家六部委《关于外国投资者并购境内企业的规定》中“并购方在中国营业额超过 15 亿元人民币，境内资产拥有 30 亿元以上，境内企业超过 15 家，必须报经国家商务部、国家工商总局审查的规定”。^①

从娃哈哈与达能的商标使用合同来看，确实娃哈哈因签订了一条不公正条款而受到了限制，但这个合同可以认为是娃哈哈主观上失误导致的“缔约过失”，显失公正，可请求采取行政协商解决，废除合同。同时，也可对达能进行反垄断调查，按照国际惯例，采取法律手段强行解除其垄断地位。这既符合国际潮流，也是对外交往中对等原则的体现，更是保障经济安全、扶持国内企业的有效法律手段。

(三) 分手应淡化资本肤色^②

资本无国界，但资本的持有者却属于不同的国家。而达能和娃哈哈之间的并购纠纷可以看成是游戏规则与“资本肤色”之间的微妙较量和权衡。无论最终谁胜谁负，这一纠纷都可能成为全球经济一体化和中国民营企业发展史上的标志性事件，因为它蕴含着人们对市场经济本质、对规则、对契约以及对民族品牌可持续发展的深刻反思。

达能作为合资的国际资本，在双方多年合作中，并没有参与企业的经营管理，但分享了数十亿的利润，可以说是“不劳而获”。然而在合资之前，娃哈哈集团的经营举步维艰，从保健品市场转战饮料领域，先后开发酸梅饮、关帝

^① 张乐，裘立华，王小波·宗庆后后悔了·经济参考报，2007-04-03

^② 达能娃哈哈离婚应淡化资本肤色·全国工商联并购工会网站，2007-07-25

白酒、清凉露、平安感冒液等新品，陷入找不到主打产品的困境。此时正因为有了达能的注资，并定位于纯净水产品，才使得娃哈哈一跃成为中国最知名的品牌之一。

从直观来看，达能收购娃哈哈之争反映了经济全球化进程中外来资本与本土经济已从最初的“单纯合作”，上升为“合作中有竞争”的新阶段，这一现象值得政府、学界、业界和社会的广泛关注与思考；从更深层次看，达能和娃哈哈的交锋体现了中外双方对资本游戏规则、“资本肤色”以及民族品牌如何在开放环境下持续发展等问题有着不同的理解和权衡。在中国日益开放的大背景下，本土品牌如何与外来资本共赢发展，如何把握对“资本肤色”的敏感度，如何避免将简单的经济问题复杂化等，都揭示了同一个话题：日益壮大的中国企业不仅要学会利用市场经济的游戏规则，更要参与游戏规则的制定，从而最终享有发展主动权。

第五节 日本朝日啤酒及伊藤忠商社收购康师傅

2004年1月5日，亚洲著名饮料企业日本朝日啤酒及国际贸易集团伊藤忠商事株式会社以约30亿元人民币（3.848亿美元）的价格收购由康师傅13家饮品公司合并组建的康师傅饮品控股公司50%的股权。本次交易将康师傅饮料事业的企业价值作价9.5亿美元。这是近年中国消费品市场中涉及交易金额最大的并购案。

此次康师傅出售资产净值6亿港元，出售价溢价5倍，反映了日方以及参与入股竞争者对康师傅在内地的市场地位和市场价值的高度认可。在中国内地饮料市场结构变化和规模增长迅速变化阶段，合资有利于加强康师傅的市场领导地位，提高其饮料产品的整体竞争力；对日方来说，合资使其高起点、快速地进入中国内地饮料市场，确立了在内地市场饮料的行业突出地位。

一、并购双方简介

（一）受让方简介

1. 朝日啤酒株式会社

朝日啤酒株式会社前身是于1889年11月成立的大阪麦酒会社，1989年

正式更名为朝日啤酒株式会社，是日本最大的酒精饮料非碳酸制造商。现以啤酒、饮料为主轴，积极向亚洲、北美及欧洲拓展国际事业。朝日在中国已投资五家啤酒公司，此次入股康师傅，是朝日国际事业部在扩大事业基础上的另一大发展。朝日在东京证交所上市，目前市值约 47 亿美元。

2. 伊藤忠商事株式会社

伊藤忠商事株式会社创业于 1858 年，1949 年 12 月正式设立，是日本领先的企业集团贸易公司之一，其业务涉及纺织、机械、粮油食品、金融地产等行业，共有 173 个营业所，为世界 500 强排名第 17 位的企业。会社总资产达 419 亿美元，年销售收入为 979 亿美元，营业利润 8 亿多美元。伊藤忠也是中国政府批准成立的第一家独资外国商社，仅在中国就有 200 多家企业，涉及商业、食品、啤酒、钢铁、纺织等行业。2002 年，公司销售额为 855 亿美元，对华贸易额达 60 亿美元。伊藤忠收益的一半来自海外，海外收益的一半来自亚洲，中国则是其亚洲主要经济收入来源。伊藤忠在东京证交所上市，目前市值约 52 亿美元。

(二) 出让方简介

康师傅控股有限公司在开曼岛注册成立，总部设于天津市，主要在中国从事生产和销售方便面、饮品、糕饼以及相关配套产业的经营。该公司于 1996 年 2 月在香港联交所上市，公司的大股东顶新（开曼岛）控股有限公司和三洋食品株式会社分别持有本公司 33.1889% 的股份。报告显示，2003 年该公司全年营业额超过了 12 亿美元，同比增长 14.6%，方便面和饮料成为拉动其增长的主要因素，增幅分别达到了 30% 和 92%。截至 2006 年年底，公司总投资已达到 20 亿美金，先后在中国 40 余个城市设立了生产基地，员工人数近 4 万人，总营业额 24 亿美元。2006 年 12 月 31 日，公司市值为 54.5 亿美元。

康师傅饮品事业群由 13 家生产基地组成，分布在重庆、哈尔滨、武汉等 13 个城市，产品已有 60 多个品种，销售网络覆盖全国 400 个主要城市和 700 个乡镇。2003 年销售量达 68 万吨，营业额达 3.5 亿美元。据 AC 尼尔森调查显示，康师傅茶饮料与果汁饮料已分别占据了国内饮料市场的一、二位，分别为 47% 和 22%，已成为中国最大的饮料生产厂商之一。

二、并购动因

(一) 康师傅出让股权动因分析

1. 缓解资金压力，适时套现。根据康师傅 2003 年第三季度报告，康师傅

方便面、饮品、糕饼三大主营业务占销售总收入比例为 55%、39%、5%。方便面业务较去年同期增长 14.39%，而饮品与糕饼业务较去年同期分别下降 0.03% 与 24.85%。2003 年全国茶饮料市场大幅下落。截至 2003 年 9 月底，康师傅负债总额为 7.99 亿美元，相对于总资产 13.71 亿美元，负债比例为 58.32%，而同期手中持有的现金为 1.83 亿美元。康师傅由 2002 年的 4 400 万美元的纯利下跌至 870 万美元，按饮料行业的规律，一般第四季度是淡季，基本亏损在 700 万~800 万美元。如此，2003 年康师傅饮品的盈利将趋于零。此次收购，康师傅饮品负债 1.81 亿美元，日方将承担负债的一半，加上现金支付 3.848 亿美元，合计作价 4.753 亿美元，可以大大扭转财务状况。

2. 发挥协同效应，实现优势互补。具有台资背景的康师傅公司以风味独特的方便面著称，拥有较强的生产能力及遍布全国的销售网络。在此基础上，康师傅公司大力开拓糕点和清凉饮料等新领域。2002 年康师傅公司清凉饮料的营业额约占中国清凉饮料市场的 4%，排名第四。经过多年努力，康师傅公司茶饮料系列和果汁饮料已在中国饮料市场上站稳脚跟。朝日啤酒公司和伊藤忠在新型饮料开发和流通层面具有技术优势，希望通过合资充分利用康师傅公司遍布全中国的销售网络，加强在华啤酒销售。合资公司的成立有利于双方发挥各自优势，携手扩大在中国清凉饮料市场上的占有率。双方表示，会力争在不远的将来成为中国最大的清凉饮料供应商。据悉，新公司未来除进一步提升现有产品及竞争力外，同时还将开发功能型及咖啡型饮料等新产品，以迎合新一代都市消费者的口味。作为一个标志性的事件，此举无疑是为康师傅在中国饮料市场上的长远发展注入了一剂强心针。

（二）日方受让动因分析

朝日啤酒公司和伊藤忠之所以下决心斥巨资参与中国清凉饮料市场，有几个主要原因：一是急速成长的中国饮料市场为合资企业提供了广阔的发展空间。近 10 年来我国国民经济年均增速达 9%，城乡生活水平和消费水平不断提高，饮料等消费品的需求旺盛。20 世纪 90 年代后半期，中国清凉饮料市场以年均 15% 的增速快速发展。而日本国内饮料消费受经济不振、人口老龄化等因素的影响，不断萎缩。2002 年中国清凉饮料市场规模近 2 000 万公升，远高于日本 1 600 万公升的水准。

二是中国饮料市场为日本企业提供了利润空间。我国高端新型健康饮料市场潜力巨大，但我国饮料生产企业的高端新产品开发能力及物流运输手段有限，大多不具备现代流通及物流信息管理系统，不能满足高水准供货及消费的要求。朝日啤酒公司和伊藤忠看好 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会带

来的巨大清凉饮料市场预期,认为目前正是抢占中国新型高端健康饮料市场供货商机的最佳时机。

三是与欧美企业竞争,扩大在华市场占有率。以可口可乐为代表的欧美饮料企业相继进入中国市场,在营销网络建设、品牌影响力、市场占有率等方面呈上升趋势。日本企业不甘于在争夺中国市场的竞争中落后,让欧美企业独享中国市场这块“大蛋糕”,因而需加快进入中国市场的进程。

四是借助中国企业的营销网络扩大销售,树立品牌。日本企业进军中国食品饮料市场需要中国企业的支持和协助。朝日啤酒公司和伊藤忠选择康师傅公司作为合作伙伴表明,实力较强、具有全国性网络的中国企业会成为日本企业首选的合作伙伴。毫无疑问,中国企业在销售领域拥有的实力有助于日本企业以最快捷的方式扩大销售量,及时回收货款,树立品牌。

三、并购过程简述

康师傅并非首次引入日资股东。早前,日本三洋食品株式会社已持有康师傅 33.1889% 的股份,与顶新(开曼岛)控股有限公司并列为康师傅的第一大股东。康师傅与伊藤忠商社也早有渊源。成立于 1993 年 10 月的伊藤忠中国公司,是伊藤忠商社全资控股子公司。2002 年 10 月,康师傅与伊藤忠签订了合作协议,结成策略联盟。协议的主要内容就是互相进行情报信息的交换,并就一些行业项目共同进行投资。伊藤忠此后数次有助于康师傅。而朝日啤酒和伊藤忠在中国的战略则是捆绑作战。1993 年,朝日啤酒和伊藤忠在香港注册了一家公司,投资中国内地的啤酒业务,其中朝日啤酒占 60%,伊藤忠占 40%。1995 年,朝日啤酒与伊藤忠共同收购了香港朝日中策啤酒集团有限公司中外方的全部股份,将中策啤酒集团旗下的泉州、烟台、杭州、深圳和北京 5 家啤酒厂纳入手中。

2003 年年中康师傅开始委任摩根大通为其物色“国际伙伴”,包括可口可乐、百事可乐、日本三得利、日本朝日以及法国 Danoe 等驰名饮品品牌。外商反应积极,但欧美商家坚持要持多数股权,使得康师傅最终选择与朝日和伊藤忠进行合作。但康师傅与朝日和伊藤忠的洽谈也并非一帆风顺。康师傅一直希望持股达到 60%,但日方不愿做小股东,后来双方才达成共识。资产估值和股权比例是双方争夺的焦点。康师傅控股公司在开曼群岛注册,1996 年在香港上市,市值为 13 亿美元,而饮料部分仅占其业务的 1/3,其中,康师傅冰红茶、冰绿茶、瓶装水、果汁等饮料产品的品牌价值被估价 3.5 亿美元。此次结盟,总值 9.5 亿美元,康师傅出让 50% 的股权。除去负债后,康师傅可以获得 3.848 亿美元(合人民币约 30 亿元),并可得到朝日的研发技术和伊藤

忠的贸易平台。合资后的康师傅饮品控股公司的主导权仍由康师傅掌握，董事长、总经理都将由康师傅控股指派，品牌、生产基地及行销通路也由康师傅负责。

四、并购分析^①

首先，康师傅与朝日、伊藤忠的此次合作，实现了品牌、技术、渠道的联合，使并购产生1加1大于2的协同效应。据悉，朝日将采取把康师傅品牌推向前台，自己在幕后负责生产管理和商品开发的策略，伊藤忠则负责饮料与饮料瓶原料等业务。朝日打算在其啤酒的销售中使用康师傅的流通网络。朝日共在中国投资了5家啤酒企业，产量换成大瓶计算的话，已超过4000万箱。而康师傅在全国有13家生产基地、147个营业据点，拥有4300名营业人员，物流网络发达，同时康师傅与各商场间的关系也相当密切。伊藤忠同样看中了康师傅具有绝对优势的流通网络与销售实力，而且伊藤忠认为，中国将与日本一样会走向买水喝的时代，因此投资与水相关的企业意义非同寻常。对于已在饮料市场取得优势地位的两家公司来说，中国的饮料市场无疑蕴藏更多的发展机会；同时，三方经营上优势互补，有利于规模经济的实现，也在一定程度上降低了进军非碳酸饮料市场的不确定性。

其次，并购体现着康师傅多元化的战略。康师傅重资杀入饮料市场，但1998年亚洲金融危机使得康师傅因投资增长过快，资产瞬间变成负债。闯过难关之后，康师傅在非碳酸饮料市场上投下重资，试图一举打开市场。然而，在食品、饮料两个行业两线作战的康师傅明显感到了来自资金和市场方面的压力。2002年，康师傅集团内部经多次发展策略论证，总结出：未来10年中国饮料市场的发展将会逐渐饱和，只有3%~5%的年增长。因此，为面对中国市场国际竞争日益加剧的局面，康师傅决定利用未来2~3年实施“增强补弱”的战略，于是展开策略联盟伙伴的寻找工作。从方便面到零食，从乳品到饮料，康师傅向多元化的经营模式迈出了一大步。更重要的是，这种多元化是以食品业上下游产业运作为主的，并且是切实可行的。

最后，朝日和伊藤忠收购康师傅作为2004年中国的跨国并购案，再一次验证了我国食品产业实行跨国并购的条件趋于成熟，也必将推动国内食品业进一步产业整合。作为企业并购中最高级形态的国际化并购，只有在市场发育成熟以后才能发生。在此之前，企业一般需要经历在当地充分的整合发展之后再在同行业中进行扩张整合。而朝日和伊藤忠并购康师傅，无疑是最好的案例。

^① 干春晖. 并购案例精粹. 上海复旦大学出版社, 2005

本章总结

本章分析了五个案例：荷兰喜力参股粤海啤酒；英博收购雪津啤酒；高盛收购双汇发展；法国达能收购娃哈哈；日本朝日啤酒及伊藤忠商社入股康师傅。每个案例的分析都包括四部分内容：参与并购的公司介绍；并购的背景与动机分析；并购过程简述；并购案例分析。

思考题

1. 荷兰喜力为什么要参股粤海啤酒？
2. 高盛并购双汇后有什么发展？
3. 英博收购雪津啤酒的背景是什么？
4. 达能收购娃哈哈引起了哪些争议？
5. 日本朝日啤酒及伊藤忠商社收购康师傅的动机是什么？

第九章

外资并购中国食品企业案例（下）

本章概要

本章承接上一章继续研究外资对中国食品企业的并购问题，最后对外资并购中国食品加工企业的案例进行整体点评，分析其必然性，存在的主要问题以及解决问题、优化外资并购的思路和对策。

学习目标

1. 了解帝亚吉欧收购水井坊。
 2. 了解意大利意利瓦啤酒收购张裕股份。
 3. 了解方塔拉收购三鹿股权。
 4. 如何看待外资并购中国食品企业？
-

第一节 帝亚吉欧收购水井坊

2006年12月12日，四川水井坊股份有限公司发布公告称，帝亚吉欧高地控股有限公司（Diageo，全球最大的跨国酒业公司）将从全兴集团管理层手中收购水井坊母公司43%的股权。收购完成后，管理层持有的水井坊股权将由38.71%降至22.06%，帝亚吉欧将凭借16.64%的股权成为公司第二大股东。全兴集团将变更为从事商业经营的外商投资企业，并为帝亚吉欧提供采购服务和进行其他经营活动。

一、并购双方简介

(一) 出让方简介

水井坊的前身是1990年建立的全兴酒厂,1997年以全兴酒厂为主体,经剥离、重组、改制成立国有独资有限责任公司,实行国有资产授权经营。1997年10月,通过收购股权和资产置换等方式对四川制药厂实施了资产重组,逐步将全兴酒业的资产全部注入上市公司,并更名为四川全兴股份有限公司,全兴集团持有48.44%的股份。水井坊有限公司成立于2000年,是四川全兴股份有限公司的控股子公司,主要从事水井坊高档优质白酒和旅游文化产品的开发推广业务,是水井坊的专营机构。

水井坊创立于20世纪90年代末。当时全兴集团改造生产车间时,发现了元代水井街酒坊遗址。经考古发掘证明,水井坊从元末明初起,经过历朝历代不断增修重建,连续使用了600余年,被国家有关部门授予“中国白酒第一坊”称号。为了恢复这一品牌,全兴集团与中科院成都生物研究所、清华大学建立合作关系,利用现代先进的微生物技术,从水井坊酿造环境中分离出特殊微生物,激活繁殖了以“水井坊一号菌”为代表的古糟菌群,并以此为起点研制出了“水井坊”系列白酒。为了体现差异,水井坊刚诞生就采取了超高端定位的市场策略,定价比茅台和五粮液等高档白酒高出30%~50%,并迅速打开了市场。到2004年,水井坊系列产品已经成为全兴股份的绝对支柱,占到白酒业务收入的95%。2006年全年,水井坊公司主营业务收入和利润有90%都来自于“水井坊”这个品牌。

(二) 受让方简介

帝亚吉欧洋酒公司是法国高档消费品集团LVMH(Moët Hennessy Louis Vuitton)集团及英国Diageo集团于1997年合资组建的,致力于高级进口洋酒产品在中国市场的推广和服务。帝亚吉欧是分别在纽约和伦敦交易所上市的《财富》500强公司,2005年销售额达到185亿美元,市值达400亿美元,在全球180多个国家和地区拥有2.5万多名员工。2001年帝亚吉欧和他的竞争对手Pernod Ricard(保乐力加)联合收购Seagrams(施格兰)的烈性酒和葡萄酒业务;2005年收购Chalone(沙龙)的葡萄酒和Old Bushmills(老什米尔)爱尔兰威士忌;2006年收购俄国伏特加品牌Smirnov(皇冠),持有这家俄国酿酒公司75%的股份。如今,帝亚吉欧是全球最大的高档酒业集团,占据了23%的世界市场份额,产品包括世界著名的干邑、威士忌、香槟以及葡

萄酒等，其中有轩尼诗干邑系列、尊尼获加威士忌系列、酩悦香槟系列、凯歌香槟及 F. O. V. 干邑等；产品分布于各类餐饮、娱乐场所，高级宾馆以及超市和大卖场、免税店等各个渠道。帝亚吉欧每年会把销售额的 20% 用于品牌建设和维护。

二、并购动因

对于水井坊而言，携手帝亚吉欧的动因有以下三个方面：

第一，拓展中国白酒的国际市场。中国内高端白酒市场通常为茅台和五粮液两个品牌所垄断，其他白酒无论在价格上还是在市场规模上都很难与其抗争。水井坊作为新兴的超高端白酒品牌，其价格定位比茅台和五粮液等高档白酒还高出 30%~50%，采取传统的营销渠道难以取得成功。所以，水井坊决定采用非白酒行业的销售渠道来进行水井坊的销售。于是自 2006 年元月完成股权分置改革后，水井坊就把打造世界品牌提上了水井坊公司的议事日程，但由于进入世界主流市场的门槛和品牌宣传费用高昂，因此在全球范围内寻找战略合作伙伴成为水井坊公司的最好出路。在帝亚吉欧对水井坊的并购协议中，全球经销协议是其重要的内容。在此协议框架下，帝亚吉欧将为水井坊在全球免税店和国际市场进行销售推广，并同意投入海外市场品牌推广和市场营销费用，通过帝亚吉欧全球营销网络、品牌推广和物流配送系统，把“水井坊”推向海外市场。此外，双方的研发部门将携手开发适合国际主流消费群体的新口味白酒，以进入国际主流消费市场和中国夜场消费市场。2006 年 10 月 9 日，四川全兴股份有限公司发布公告，将公司名称变更为“四川水井坊股份有限公司”，股票简称变更为“水井坊”。这表明全兴集团以“水井坊”打造具有中国传统文化背景的全球化品牌战略已经确立。

第二，获得资金支持，做大国内市场。目前水井坊的主打市场还在国内，而且产能还有较大的增长空间。但 2005 年全兴集团在股份制改革中耗费了大量资金和时间，致使国内市场并没有真正做好。水井坊急需庞大的资金来支持国内市场的开拓，而且拓展国际市场更需要有雄厚资金做后盾，加之全兴旗下还有全兴大曲等系列品牌也需要较大的资金投入。因此，对于水井坊来说，与帝亚吉欧合作最大的收益就是获得强大的资金支持。

第三，全兴高管迎来套现机会。水井坊联手帝亚吉欧的另一动因是全兴高级管理人员可以实现股票的套现。全兴集团早在 2002 年就启动了 MBO。2002 年 9 月 24 日，由成都盈盛投资公司、深圳市矢量投资发展有限公司和全兴股份工会三家同时与成都市财政局签订了全兴集团国有股权转让协议书。其中，盈盛投资公司由包括全兴集团董事长杨肇基在内的 18 名全兴集团的高管牵头

成立，注册资本为 5 780 万元。盈盛投资出资约 4.126 亿元受让全兴集团 67.7% 的股权，为水井坊 MBO 提供了实施主体，但高管们却没有足够的资金购这些股权。2002 年 12 月 23 日，衡平信托投资有限责任公司成立，为 18 位高层提供融资。2003 年 1 月 16 日，在衡平信托的运作下，专为水井坊 MBO 募集资金的 2.7 亿元的信托产品开始向社会公开发售，其融资全部用于全兴集团 18 位高管收购全兴集团部分国有股份，但完成 MBO 的计划仍缺 1.4 亿元。但据水井坊 2004 年和 2005 年财务报告显示，该公司高管年度总报酬不过 50 万元左右，并且近三年来水井坊高管所持股份的分红每年也不到 1 500 万元，远远不能弥补上述差额。而帝亚吉欧收购全兴集团股权是盈盛投资股东（即全兴高级管理人员们）套现的好机会。

而帝亚吉欧收购水井坊的动机主要是进入中国的白酒市场，利用其市场地位和营销网络分销其主要产品。具体的原因有两个方面：第一，MBO 的制度优势。其进入水井坊后，在公司治理和企业运作方面更有效率。所以尽管水井坊并不是在所有指标中都占先，但却具有 MBO 的制度优势，这一点尤其受到帝亚吉欧的青睐。第二，水井坊异军突起的奢侈品牌路线为帝亚吉欧兴趣所在。为了进军中国的市场，帝亚吉欧进行了一年多对中国白酒市场与企业的调查，寻找适合的收购对象。帝亚吉欧本身的定位就是高档酒的消费市场，而水井坊在中国白酒市场上的定位符合它的胃口。所以双方的合作取得了初步的成功。

三、并购过程

水井坊于 2006 年 12 月 12 日发布重大事项公告：公司接第一大股东全兴集团通知，其控股股东成都盈盛投资控股有限公司已于 12 月 11 日签署《股权转让协议》，将其所持全兴集团 43% 的股权转让给帝亚吉欧高地控股有限公司（Diageo Highlands Holding B. V.）。上述股权交易将报经政府商务部门批准后实施，全兴集团将相应变更为从事商业经营的外商投资商业企业，为帝亚吉欧提供采购服务并进行其他经营活动。2007 年 1 月 5 日，该交易获得成都市商务局批准，全兴集团取得外商投资企业批准证书，并办理完毕工商变更登记。

根据获批的《股权转让书》，帝亚吉欧将以 2.03 亿元受让成都盈盛投资持有的四川全兴集团 43% 的股权。股权转让后，四川全兴变更为中外合资商业企业，其中成都盈盛投资出资 2.4 亿元，持股比例从 94% 降为 51%，帝亚吉欧支付对价受让股权，折合出资 2.03 亿元，占公司注册资本的 43%，成为四川全兴集团的第二大股东。

四、并购简评

帝亚吉欧收购水井坊，被业界解读为“外资在中国唯一没有涉足的最后一个产业——白酒行业的突破”，然而白酒产业的中外联姻不同于任何一个产业，其特殊性非常明显。

第一，帝亚吉欧收购水井坊不会导致中国白酒技术和品牌优势的弱化。因为外资对白酒行业不具有品牌和技术等方面的优势。因此，不像其他行业的外资并购，外资产业巨头可以携品牌和技术等领先优势，雪藏中方品牌，以产品差异化或低成本优势冲击竞争对手，抢占更大的市场份额。外资对白酒行业短期内难以形成这种冲击。而且，帝亚吉欧与水井坊业务合作的深度取决于股权结构。间接控股与水井坊大股东 10 年减持不低于 30% 的承诺，已经屏蔽了水井坊的品牌 10 年内被外资直接控股的可能。如果水井坊品牌国际化需要管理层让出控股权，那么 10 年保护期也给予了管理层足够的时间展开和外资在企业控制权方面的博弈。

第二，白酒的渠道并不能有效被外资品牌整合与利用。因为国外的烈性酒不是白酒替代品，外资难以利用水井坊的销售渠道和品牌效应。而且白酒与洋酒是不同细分市场的产品，白酒是正餐饭店酒，洋酒是夜场酒吧酒，白酒品牌难以成为洋酒的分销渠道。在品牌策略上，帝亚吉欧通常把全球优势品牌作为其业务发展的重心，收购区域优势品牌的目的是保持其市场领先地位，并使之成为帝亚吉欧全球优势品牌的分销商。

第三，经营层面的合作可以有效展开。帝亚吉欧与水井坊可以在以下三个方面展开合作：一是帝亚吉欧利用本土企业的采购优势，在中国建立洋酒的灌装厂或生产商，缩小产品供应半径；二是增添水井坊的新口味，使之符合洋酒的口味与风格，进入洋酒的消费市场；三是水井坊借力帝亚吉欧的全球分销体系销售水井坊白酒。第二、三方面是水井坊的产品线延伸与市场延伸，都有利于水井坊的品牌步入全球的市场。

第四，帝亚吉欧收购水井坊的价格有利于收购方，有国有资产“贱卖”的嫌疑。从收购的结果看，帝亚吉欧间接持有水井坊将近 17% 的股权。按照水井坊总股本 48 854.57 万股计算，帝亚吉欧间接持有水井坊约 8 305 万股。帝亚吉欧收购水井坊的每股受让价格约 2.5 元。截至 2007 年 1 月 17 日，水井坊收盘于 15.91 元，帝亚吉欧持有的约 8 134 万股水井坊市值已经达到 12.94 亿元。仅此帝亚吉欧获利就将达到近 11 亿元，收益率超过 500%。帝亚吉欧收购全兴集团 43% 股权对应的市值约为 9 亿元。按此计算，帝亚吉欧收购全兴集团支付的价款应在 8 亿元左右。

第二节 意大利意利瓦啤酒收购张裕股份

2005年2月7日，烟台市国资委与意大利意利瓦公司签署了《股权转让协议》，拟将其持有的张裕控股股东烟台张裕集团有限公司43%的国有产权，转让给意利瓦公司，转让金额为4.81亿元。张裕集团43%国有产权受让方的尘埃落定，标志着拥有百年历史的民族品牌张裕的改制最终实现了民营化与国际化，拥有45%的股权，作为第一大股东的民营企业裕华公司掌控着张裕的控制权，与意利瓦的联姻则对张裕未来的国际化至关重要。

一、并购双方简介

（一）受让方简介

1. 裕华公司

受让方裕华公司成立于2004年10月28日，注册资本38 799.51万元，出资人为46个自然人和两家企业法人。其中，46个自然人均为张裕公司职工，出资占注册资本的37.8%；两个企业法人分别为烟台裕盛投资发展有限公司和中诚信托投资有限责任公司。二者分别占裕华公司注册资本的17.2%和45%。在裕华公司此次受让张裕集团45%国有产权所出的近3.88亿元资金总额中，中诚信托出资1.74亿元，其余21 399.51万元为裕盛公司和46个自然人股东自筹资金。裕盛公司由26名自然人股东出资设立，其中张裕集团和张裕A高级管理人员共14人出资占注册资本的64%，12名中层骨干出资占注册资本的36%。裕盛公司法人是现任张裕葡萄酒有限公司副总经理的孙建。

2. 意利瓦公司

意利瓦公司是属于Illva Saron—no Holding S. P. A（意利瓦集团）的全资子公司。意利瓦集团成立于1984年7月25日，注册资本4 891.6万欧元（约合5.3亿元人民币），是以生产各类烈性酒为主的大型企业集团，总部位于意大利伦巴第大区。意利瓦集团目前的主要经营活动为控股投资。意利瓦集团起源于1600年意大利雷纳（Reina）家族开设的香甜酒家族店铺，在20世纪初发展成为独立产业，主要经营蒸馏酒、葡萄酒和其他酒类，其拥有500年历史

的“Disaronno”品牌畅销世界 150 多个国家和地区，该品牌在世界同类产品
中排名第五，集团拥有员工 774 人，2003 年度营业额达 2.5 亿欧元。

（二）出让方简介

张裕集团的前身是烟台张裕酿酒公司，1892 年由我国近代华侨实业家张弼士先生先后投资 300 万两白银于烟台创办，是中国第一个工业化生产葡萄酒的厂家。经过百余年的发展，张裕已经成为中国最大的葡萄酒生产企业。1997 年和 2000 年，张裕 B 股和 A 股先后成功发行并上市；2002 年 7 月，张裕被中国工业经济联合会评为“最具国际竞争力向世界名牌进军的 16 家民族品牌之一”。在中国社会科学院等权威机构联合进行的 2004 年度企业竞争力监测中，张裕综合竞争力指数位列中国上市公司食品酿酒行业的第 8 名，成为进入前十强的唯一一家葡萄酒企业。张裕拥有国内一流的原料生产基地和设备。张裕公司拥有 8 万亩优质葡萄基地，其中以“蛇龙珠、赤霞珠”等为代表的高档葡萄品种，种植面积占 90% 以上。张裕将葡萄基地进行分类管理，使葡萄原料向基地化、良种化、规范化的模式发展。由于新工艺的引进、消化、吸收和技术创新，张裕公司“原酒”的质量，从感官品尝到理化指标分析，均达到了历史最好水平。

二、并购动因

烟台市国资委出售张裕集团有限公司的主要动因是国有经济布局的战略调整。国有经济控股的张裕集团长期以来由于机制僵化导致了在市场反应能力、产品营销、内部管理和国际化等方面均已落后于国内其他产权结构多样化的同类企业，它之所以能支撑到现在，完全是依赖多年积淀的品牌优势。若想重现张裕昔日的辉煌则必须改制，通过改制和海外投资者的加入，在资金、管理、营销手段等方面促进张裕管理模式的改进和产品结构的调整。

自 2003 年 8 月张裕公告烟台市国资局拟向外资转让张裕集团部分国有产权的消息传出以后，有不少外资企业前来考察，包括法国卡斯特酿酒公司、美国摩根大通投资公司和意大利意利瓦公司等。其中，卡斯特公司实力雄厚且与公司有多年合作而被外界最为看好，但烟台国资局最终选择了意大利的意利瓦公司。基本原因如下：

第一，符合张裕集团股东大会关于股权转让决议的要求。在参与收购张裕股权的外资企业中，卡斯特虽然实力强大，但收购的条件是要做第一大股东控股张裕集团，而让外资控股作为民族品牌象征的张裕，无论是烟台市国资委还是企业内部都无法接受。因而卡斯特被剔除收购者名单。按照张裕集团股东大会

会作出的决议, 33%产权拟向两类外国投资者转让: 一是以葡萄酒为主业的战略投资者。战略投资者应在世界葡萄酒类行业具有较高的知名度, 拥有公司未来发展所需要的经营资质和技术水平, 产品结构具有互补性; 具有广泛的国际经营视野, 拥有完善的全球经营网络和成功操作经历; 拥有国际一流的葡萄酒行业的市场营销、经营管理方面的人才资源; 过去3年连续盈利, 并且最近一个会计年度经审计后的年营业收入折合人民币不低于20亿元, 净资产折合人民币不低于10亿元, 资产负债率不超过60%。二是世界著名的产业投资基金。产业投资基金的资金规模应不低于5亿美元。受让产权后, 承诺持有时间不少于5年; 有消费品行业的相关经验; 经营战略和管理理念与公司相同, 最大限度地支持管理层的经营管理; 能为公司提供所需要的经营管理、市场营销和酿酒技术方面的人才资源。而意大利意利瓦公司完全符合第一类公司的条件。

第二, 选择意利瓦公司还有公司发展战略上的考虑, 意利瓦公司葡萄酒产品丰富, 酿酒历史悠久, 拥有国际知名品牌的运作经验, 可以与公司在产品经营上实现互补, 在经营理念上与公司也比较合拍, 对公司的国际化发展十分有利。张裕与卡斯特公司自2001年起就开始合作, 两家公司合资拥有烟台张裕卡斯特酒庄有限公司、中法合资廊坊卡斯特张裕酒业有限公司等。尤其是双方合资生产的酒庄酒, 成为张裕近两年重点推广的中高档产品。但由于与卡斯特的合作是产品和经营方面的合作, 而与意利瓦是产权方面的合作; 同时目前公司与卡斯特的合资企业的销售收入仅占公司销售收入总额的5%~6%, 比例并不大, 所以此次战略投资者选择了意利瓦不会影响公司与卡斯特的合作。

三、并购过程简述

从2004年上半年起, 张裕就决定要实施MBO。在裕华投资公司的股东阵容里, 包括张裕的46名普通员工、烟台裕盛投资公司(由张裕的高管和中层干部投资组建)和中诚信托投资公司。裕盛投资注册成立于2004年10月27日。次日, 裕华投资注册成立。第三日, 烟台市国资局就批准了这次股权转让。

而2004年10月29日, 受让张裕集团45%国有产权的烟台裕华投资发展有限公司(由张裕集团、张裕高管及员工控股), 将成为张裕集团的控股股东。张裕集团将变更为一家中外合资企业。根据烟台市国资委对张裕集团的改制方案, 改制后张裕集团股权将一分为三: 张裕员工受让45%的产权, 国外投资者占43%, 烟台市政府仍保留12%的产权。

2004年11月2日，张裕集团控股的上市公司张裕葡萄酒股份有限公司（同时有A、B股）发布公司控股股东张裕集团产权转让公告，烟台市国资局与裕华公司正式签订了《国有产权转让合同》，以3.88亿元的价格将张裕集团45%的国有产权转让给裕华公司。由此，张裕集团也正式迈出其改制EMBO（员工持股）的第一步。

2005年2月8日，张裕接公司控股股东烟台张裕集团有限公司通知，其控股股东烟台市国资委与意大利意利瓦公司签署了《股权转让协议》，将其持有的张裕集团43%的国有产权转让给意利瓦公司，转让金额为人民币48 142.43万元。本次产权转让完成后，在张裕集团的出资总额中，烟台市国资委的出资比例将由55%减至12%，失去对张裕集团及公司的控制权。

四、并购分析

张裕控股股东烟台市国有资产监督管理委员会将其持有的张裕集团33%的国有产权转让给意利瓦公司。此次转让对公司中长期发展有积极意义。

（一）有利于完善治理结构

张裕集团是由烟台市国资委完全控股的企业，此次股权转让完成后，张裕集团股权将呈现三足鼎立：张裕管理层和员工受让45%的股权，国外投资者占43%，烟台市国资委仍保留12%的股权。这使得张裕的控股股东张裕集团不再是国有控股公司了，而演变成一个民营与外资合资的企业。由于张裕集团是张裕的实际控制人，张裕集团身份的转变，也使得张裕由以往的国有控股公司变更为民营、外资、国有等共同管理的合资企业，以往公司治理结构中的国有股一股独大的情况不再存在，进一步推进了公司股权多元化，使得公司法人治理结构进一步完善。

（二）有利于改善公司经营状况

此次转让三足鼎立的股权设计，体现了烟台国资委对集团改制方案设计上的别具匠心。其一是45%的股权转让给张裕职工，对于调动公司管理层和员工积极性，对提高公司管理、生产、营销等能力有着重要意义。其二，43%的股权转让给外资，有利于加快实施公司的国际化战略。外资方的管理经验、先进技术、国际营销网络等的输入，会从客观上推动公司国际化的进程。其三是烟台市国资委仍保留12%的股权，成为企业权力制衡的重要力量。由于民营资本和外资都没有形成绝对控股权，职工持股数仅比外资方多2%，这意味当双方就某事项产生分歧时，国资委12%股权的表决至关重要，可以在民营和

外资之间形成相互制衡,使烟台市国资委对于直接影响企业走向及性质等重大事项决策具有重要的影响力。

(三) 股权转让价格上存在质疑

意大利瓦公司获得张裕集团 43% 的国有产权,转让金额为人民币 48 142.43 万元,而 2004 年 10 月 29 日,烟台市国资委将张裕集团 45% 的股权转让给烟台裕华公司时,价格仅为人民币 38 799.51 万元,相比之下,裕华公司受让张裕集团每股股权的价格只有意大利瓦公司的 59%。这就是说,张裕集团对民营企业裕华公司的转让价格明显低于外资企业。而裕华公司是以张裕集团董事长兼总经理孙利强以及张裕集团副董事长周洪江等张裕管理层为大股东的公司。这种对企业内部人的低价转让是否合理与必要,是否存在国有资产的廉价转让给私人,是否存在国有资产的流失等成为案例发生后业界广泛关注的问题。另外,张裕管理层的 EMBO 资金来源问题也是人们广泛关注的重点。重心是国有资产在企业改制中如何能够更加合理的问题。

第三节 方塔拉收购三鹿股权

2005 年 12 月 1 日,全球第九大乳品公司新西兰方塔拉与三鹿集团签署协议,出资 1.065 亿美元收购三鹿集团 43% 的股份。方塔拉的投资将用于与三鹿组建一家主营液态奶和奶粉的合资企业。

一、并购双方简介

(一) 出让方简介

石家庄三鹿集团是集奶牛饲养、乳品加工、科研开发为一体的大型企业集团,是全国三大乳业集团之一。2004 年实现销售收入 60.2 亿元,利税 5.53 亿元,同比分别增长 13.51%、20.09%,创历史最好水平。集团主导产品——三鹿系列配方奶粉产量逐年增长,连续 12 年实现产量、销量全国第一;液态奶进入全国前 4 名。包括奶粉、液态奶、低温奶在内,尤其是以三鹿系列配方奶粉为龙头的“三鹿”品牌产品已获得国人的认可。三鹿奶粉、三鹿灭菌奶被确定为国家免检产品,并双双荣获“中国名牌产品”荣誉称号。三鹿产品

有 50 个品种被中国绿色食品发展中心认定为绿色食品，畅销全国 31 个省（市、自治区）。

（二）受让方简介

新西兰方塔拉集团（Fonterra Cooperative Group）是世界第四大乳业公司，年营业额达到 68 亿美元，总资产 58 亿美元，净资产 25 亿美元，其产值占新西兰乳品业的 95%。方塔拉也是世界上最大的奶制品外销公司，在国际乳制品贸易中占了 1/3，在新西兰的出口收入中占 20% 的份额，在国内 GDP 的份额为 7%。方塔拉是一个全国性的合作社，其股东是分布在全新西兰的 3 万户养牛户，占新西兰全部奶农的 94%，拥有 350 万头奶牛。

方塔拉的出现是新西兰乳业大整合的产物。在 20 世纪 30 年代，整个新西兰奶制品加工、外销公司有四五百家；到 2001 年，新西兰的三大乳业公司基维乳品公司（Kiwi Company）、新西兰奶制品集团（Dairy Group）和新西兰国家乳品局（Dairy Board）三家公司合并为一家，取名方塔拉。2004 年 3 月，方塔拉负责在华业务的新西兰乳品原料（中国）有限公司更名为恒天然（中国）有限公司。恒天然集团的业务横跨从牧场到餐桌的整个乳业供应链，包括大规模的原乳收集、加工、管理，直至通过高效的网络将产品销售到全球 120 多个国家。在 2006—2007 财政年，恒天然从它的新西兰奶农股东手中收集了 125 万吨的乳固体，并在全球销售了 250 万吨的乳制品。同期恒天然的资产为 110 多亿纽币，销售收入达到 139 亿纽币。恒天然在全球拥有 1.7 万多名员工。

二、并购动因

方塔拉并购三鹿将极大地提高其对中国奶粉资源的控制力，还可以利用三鹿的奶源和销售网络以及品牌价值。而方塔拉在奶粉制造技术和口味配方方面的优势，也将帮助作为中低端奶粉品牌的三鹿打入到高端奶粉市场。同时，在获得方塔拉的奶粉资源后，三鹿就可以集中自己在国内的奶源搞液态奶，改变目前在液态奶方面所处的劣势地位。具体分析的话，可以有如下的动因。

（一）为实现三鹿在海外上市铺平道路

对三鹿而言，通过外资并购迅速成为合资企业能够增强其实力。在乳业领域，“吨位决定地位”，三鹿虽然也进入了中国乳业第一集团军，但离第一集团军中的伊利、蒙牛还有相当差距。目前，由于液态奶竞争的白热化，大家都把目光瞄准了奶粉，尤其是婴幼儿中高端市场。2006 年，伊利致力于中国奶粉

市场的竞争,并取得不俗的业绩;传统奶粉强势品牌完达山和统一进行合作;蒙牛与世界奶粉巨头丹麦阿拉福兹公司联手进入奶粉市场。三鹿经受着日益巨大的市场竞争压力。2006年1月至4月,雀巢与伊利分别占据了奶粉市场综合占有率的前两把交椅,多美滋和三鹿交替争夺行业第三名的地位。方塔拉作为国际奶粉巨头,对推动三鹿发展高端配方奶粉以及深加工产品都有很大帮助。三鹿正在试图进入除奶粉之外的其他市场,如液态奶、酸奶等,与方塔拉联手而获得的巨额资金能让三鹿在转型过程中有更大的余地。

并购后三鹿的目标就是境外上市。从国内同行业的其他企业来看,先合资再境外上市已是惯例,蒙牛已经先行一步,而刚完成合资的沈阳辉山乳业也在积极筹备境外上市。与国外大企业合资表明有外资认同你的治理结构、债权债务结构和管理水平,这样在境外上市比较容易。与方塔拉的合资使三鹿的境外上市成为可能是它出售股权给方塔拉的动因之一。

(二) 方塔拉意在中国市场

中国作为全球最大的奶品消费潜在市场,对方塔拉极具诱惑力。2004年11月,双方就已经开始了接触。2004年,三鹿集团销售收入位列中国乳业第4位。在奶粉市场,三鹿集团曾连续12年保持销量第一。尤其是最近几年液态奶市场上展开的价格大战,让液态奶和奶粉并重的三鹿受益颇多。方塔拉也想通过与三鹿的合作在中国市场分得更大蛋糕。另外,方塔拉并购三鹿还有规避我国可能采取的奶粉市场关税贸易壁垒的用意。新西兰是我国最大的奶粉进口国,由于我国很多加工乳制品的原料是采用奶粉,而不是国产奶农生产的原料奶,这对我国的奶农构成威胁,表明我国在未来可能会对奶粉进口采取关税贸易及其他壁垒,与三鹿的合作就可以绕开各种贸易壁垒而拥有中国广阔的市场。

三、并购过程简述

三鹿与方塔拉的接触从2002年就开始了。三鹿盘踞的河北青纱帐奶源带是中国最具竞争力的奶源带,资产优良,是外资巨头追逐的焦点。在2003年9月份的方塔拉集团例会上,方塔拉再次提到了开拓中国市场的计划。但由于双方对方塔拉注资后的股权比例、收购价格、品牌等存在分歧,谈判进程缓慢。究其原因,主要是方塔拉想控股,曾要求50%对50%,但三鹿只想出让39%的股权。之后,方塔拉派出一名技术总监和两名专家入驻三鹿,经过一个多月的谈判协商,逐渐在核心问题上取得一致。

2005年12月1日,方塔拉出资8.64亿元人民币认购三鹿43%的股份,

其中 6.03 亿元人民币将会用于认购三鹿新股。三鹿集团最大的股东是“三鹿乳业公司工会”，由三鹿集团全体员工组成，拥有 92% 的股权，其他 8% 的股份由石家庄市红旗乳品厂、康尼乳业公司、承德华宁乳业公司等 4 家小股东共同持有。方塔拉是从三鹿员工手中购买股份，计划完成后其将成为三鹿的第二大股东。方塔拉 8.64 亿元的投资并非一次性到位，该公司最初将用部分资金直接购买三鹿集团股份，随后会继续投资 6.48 亿元增股。这笔约占总投资 3/4 的资金主要用来提升合资公司的生产规模和能力，剩余的资金将用于在未来两年内开发双方的商业合作项目。

方塔拉与三鹿的合作模式是由双方共同出资，成立一家新的乳业公司。合资公司以三鹿为主导，方塔拉用技术、管理以及现金入股，三鹿则要拿出一部分优良资产（生产线、奶源基地）等作为入股条件。根据协议，三位方塔拉的代表加入合资企业的七人董事会，一名方塔拉的高层人员也会加入三鹿的高层管理人员行列。合资后，业务范围仍以中国内地的奶粉和液态奶制品制造、市场推广与销售为主。其合资的主要目标是：做中国领先的乳品公司；具有高度的竞争力和盈利能力。在未来适当的时候，合资公司股票将公开发行上市。

四、并购分析

与三鹿合资后，已在中国市场准备了 6 年之久的方塔拉集团将成为继法国达能、意大利帕玛拉特、瑞士雀巢等之后又一家进军中国液态奶市场的外资乳业巨头，完成新西兰乳品在中国的市场布局。

（一）双方皆为并购受益者

目前中国乳业洗牌基本完成，几大巨头格局初定，外资进入最有效的做法就是并购，成为业界洗牌后的买盘者，这样可以避开行业初期的混乱，直接进入有序竞争阶段。方塔拉的重要优势是占有低成本的国际奶粉资源，但由于国内市场很小，新西兰 95% 的鲜牛奶都用于出口。而对其他乳品生产国而言，出口市场只是消化国内富余牛奶的最终手段。所以，拥有中国奶产品市场是方塔拉最为关注的，而且过去中国进口奶粉的 40% 来自新西兰。三鹿已经连续 10 年稳坐中国奶粉业老大的宝座，下一步方塔拉将把三鹿当成最重要的客户，将其发展成为强大的乳品集团，在技术和经验上成为中国乳制品业的龙头老大。

三鹿也愿意与方塔拉在这方面进行合作。三鹿虽然是奶粉市场上的龙头，但只是液态奶市场的二线品牌。与方塔拉联姻后，三鹿完全可以腾出高质量的奶源和跨国公司的品牌、技术进行战略合作，进而推动液态奶的重组进程。方

塔拉与三鹿合作后,重点将放在奶粉领域,也会涉足酸奶以及奶饮品,因为普通液态奶经过激烈的竞争利润已经很低,而利润较厚的酸奶是以无抗原奶为原料,这正是方塔拉的优势。另外,方塔拉的技术还可以强化三鹿在奶粉市场上的地位。比如说,方塔拉的粉类产品能达到较好的溶解性等功能性指标,其原因就是杀菌消毒时使用的高温高压蒸汽是直接式 UHT 技术,而这一技术在我们国内尚属空白。如果移植到国内,三鹿奶粉将具有更强的竞争力。

(二) 无意冲击中国市场

目前,中国的进口乳制品占中国牛奶产量的 5% 左右,而且该比例每年正稳步下降。在乳制品生产方面,中国正在逐渐实现自给自足,同时产品的质量标准也在稳步提升。随着本土产量的快速增长,中国从新西兰进口的奶粉在不断减少。同时,随着国际价格的不断提高,中国生产的乳制品在国际上也变得越来越有竞争力,并已开始大规模地出口奶粉。2006 年荷兰银行的一份研究报告显示,自由贸易不会对中国乳业产生实质性的影响。中国的企业与消费者可以以全球最好的价格获得高质量的乳品原料,从而提高中国企业在国内外市场的竞争力。方塔拉在中国的战略是基于同中国的乳品行业、本地的乳品企业,以及政府紧密合作的基础之上的。因此,未来的中新自由贸易区协议无意对中国乳制品生产企业带来冲击。

(三) 并购效果

中国乳业发展十分迅速,在短短的 10 年里增长了 10 倍,拥有每年 12%~18% 的增长率,成为全球第三产奶大国,并占到全球乳业新增销售的 50%,是全球乳业消费增长最快的市场。中国乳业强大了,乳品市场的供需关系已持平,只有高端市场才有文章可做。中国乳品已经进入综合竞争时代,争夺的核心也由最初的规模、价格聚焦到技术、品牌、资本等综合实力上。恒天然的中国战略中,与三鹿携手建立高端市场品牌前景美好。

2006 年 12 月,恒天然集团宣布将协助石家庄三鹿集团在中国建立最好的奶牛场。2007 年 4 月,新西兰恒天然集团与河北省唐山市汉沽管理区政府宣布签署土地租赁协议,与三鹿在河北汉沽共同投资建设一个大型牧场,牧场首批 3 000 头奶牛将全部从新西兰进口,建成后预计可年产 2 000 万~2 400 万升原奶。建成后,汉沽牧场的高质量鲜奶将供应唐山三鹿生产基地,成为三鹿高端奶粉的优质原料来源。它将中国的养殖模式与新西兰牧场管理的最佳经验、技术与质量控制相结合,并将极大地推动附近地区牛奶及总体乳业养殖的质量与效率的提高。

第四节 对外资并购中国食品企业的点评

中国食品工业企业近年来引来了外资并购的高潮期，许多国内知名的食品企业纷纷被外资并购，也引起了人们对我国食品工业被外资垄断的可能性的争议。那么，从案例分析的角度看，我国食品工业的外资并购究竟发展到什么程度，外资对中国食品工业的发展的作用如何，我国企业应当如何应对外资的并购等就是需要探讨的问题。

一、外资并购中国食品工业企业符合市场经济规律

在我国，食品工业属于轻工业最重要的行业之一，从市场结构看，处于垄断竞争性行业，这个行业的特征就是既垄断也竞争。垄断是因为存在差别，竞争是因为行业内企业产品的同质性强，而且轻工业企业的进入门槛又不高，比较容易进入。因此，行业内的竞争和行业之间的竞争都比较频繁和激烈，企业的并购与重组成为竞争的基本手段。我国的食品工业在改革开放以来的经济发展中日益成为比较成熟的行业，内在地酝酿了并购重组的需求，而且恰逢经济全球化的浪潮，外资并购不可避免地在食品工业发展迅速。另外，食品工业是盈利率比较高而且回收期较短的行业，还是盈利非常稳定的行业，加上中国人口众多，食品市场容量大等一系列因素的存在，蓬勃发展中的中国食品工业所具有的巨大的市场盈利潜力大大地吸引了外资的目光，使中国食品工业行业的外资并购频繁发生。

二、外资并购我国食品工业企业的特征

从外资并购中国食品工业企业的案例分析，我们可以看到外资并购我国食品工业企业存在如下特征：首先，外资盯住的是我国食品工业行业中的领先企业。如肉食品企业中的河南双汇、乳品业的光明和蒙牛、葡萄酒中的张裕股份等。这些企业在同行业中具有领头羊的地位，而且经营业绩突出，经济效益较好。并购了这些企业，外资在我国的这些产品市场上就有了立足之地和发展的良好前景。我国的这些企业尽管发展不错，但在产权结构和公司治理上还存在问题，在资金和技术上也存在与国际水平的差距，谋求国际化发展的强强联合成为普遍的选择。

其次, 外资并购大都是具有响亮品牌的知名企业。除了上述几家行业的龙头企业外, 还有瓶装水中的娃哈哈、白酒中的水井坊、方便面中的康师傅、啤酒中的福建雪津啤酒等。这种特征表明外资企业在跨国并购中非常重视品牌、营销网络等无形资产。而我国的这些企业往往出于资金、技术和国际化发展的战略或在中国市场上的竞争困境等考虑, 想借外资之力获得更大的发展。

由于外资并购的多是在我国具有很大品牌效应的企业, 因此就引发了国人对中国民族品牌消失的担忧和对外资并购的愤慨。

三、正确对待外资对我国食品工业企业的并购

首先, 外资并购我国食品工业企业的特征符合市场经济中企业并购的规律。外资来中国进行并购目标就是中国巨大的市场潜力和盈利空间, 从企业的角度看, 当然要选择那些行业的龙头企业进行并购, 借助其品牌和营销网络扩展其在中国的市场份额和盈利能力, 而且外资越是大型跨国公司越是要这样做。我们不能指望外资来救济我们濒临倒闭的企业, 为我们的政府和企业解决困难。

其次, 我们对卖掉什么样的食品企业应有慎重的考虑。外资想买最好的, 我们是否要把最好的卖掉要看需要和是否能卖一个好价钱。需要是由地方和企业的发展战略来决定的, 价格则由双方的并购经验和谈判能力来决定, 往往不是一相情愿的事情。由于食品工业不是有关国计民生和国家经济安全的行业, 政府的干预和管制较少, 因而企业行为主导着这样的并购。企业在进行接受外资并购的决策时, 需要更多地考虑品牌等无形资产的价值实现与保护, 以便在并购后更好地发挥其效应。在我们研究的并购案例中, 并购双方大都比较较好地处理了这个问题, 达到了“双赢”的结果。如英博啤酒对福建雪津啤酒的并购、帝亚吉欧对水井坊的收购、高盛对双汇的并购等都比较较好地处理了品牌保留和保护以及发挥作用的问题。只有达能对娃哈哈的收购中就品牌双方发生了较大的争执, 不过争论的焦点不是品牌的消除或雪藏, 而是归属权的问题。争论实质上是利益的争夺, 也属市场经济中的正常现象。关键是我国的法律法规是否有利于外资并购的规范发展, 也要看我国的企业在外资并购中的应对和应变能力。

本章总结

本章主要分析的案例是: 帝亚吉欧收购水井坊; 意大利意利瓦啤酒收购张裕股份; 法国达能收购光明乳业; 方塔拉收购三鹿股权。每个案例的分析都包括四部分内容: 参与并购的公司介绍; 并购的背景与动机分析; 并购过程简

述；并购案例分析。本章最后对外资并购中国食品加工企业的案例进行整体点评，分析其必然性，存在的主要问题以及解决问题、优化外资并购的思路和对策。

思考题

1. 帝亚吉欧收购水井坊经历了哪些过程？
2. 意大利意利瓦啤酒为什么要收购张裕股份？
3. 方塔拉收购三鹿股权的动机是什么？
4. 如何看待外资并购中国食品企业？

第十章

外资并购中国零售企业案例

本章概要

中国作为世界上人口最多及经济发展最快的国家，消费市场潜力巨大。根据美国著名咨询公司麦肯锡的预测，中国经济将在今后十几年内转变为消费拉动型经济，从而使得中国成为世界第三大消费市场。这为中国零售企业的发展提供了前所未有的机遇，也从而吸引着国外零售企业的进入。由于外资零售业的进入受到商业网点规划和原有商业网点饱和等因素的制约，所以外资零售企业近年来往往把并购作为进入中国零售行业的主要方式，本章侧重分析外资对我国零售企业的并购。

学习目标

1. 了解家得宝收购家世界家居建材超市。
 2. 了解华润收购家世界连锁超市。
 3. 了解百思买收购五星电器。
 4. 如何看待外资并购中国的零售企业？
-

第一节 家得宝收购家世界家居建材超市

2006年12月13日，在有美国商务部长古铁雷斯、中国商务部副部长易小准等高级官员出席的仪式中，美国家得宝公司正式宣布收购天津家世界家

居建材超市有限公司。这标志着世界最大的家居建材零售商正式进入中国市场。

一、并购双方简介

(一) 家得宝 (Home Depot)

家得宝成立于 1978 年，主要从事家居、建材产品的批发与零售，1981 年在纽约证券交易所上市。通过以顾客为中心及美国 DIY 文化的兴起，家得宝开始了其扩张历程。目前，家得宝拥有全球最大建材超市，是仅次于沃尔玛、家乐福的全球第三大零售商，同时也是美国最大的批发商之一，在美国 50 个州拥有 2 042 家连锁店，员工总计 35.5 万名。家得宝 1994 年进入加拿大市场，2001 年进入墨西哥市场，并在这两个国家的建材销售行业取得市场占有率第一的地位。2005 年其销售额 815 亿美元，利润 58 亿美元。2006 年家得宝被《财富》杂志评为最受尊敬的专业零售商和美国最受尊敬的企业，排名第 13 位。

2002 年，家得宝就开始在中国采购商品。目前，家得宝在中国采购的份额占其全球采购的 10%，并与中国 500 多家供应商建立了伙伴关系。但是在家居建材零售业中，在收购家世界家居之前，家得宝在中国还没有一家正式的门店。

(二) 天津家世界家居建材超市

家世界家居建材超市为天津家世界连锁商业集团有限公司的下属企业。其前身为 1996 年在天津东丽开发区建立的全国第一家建材连锁经营超市“家居东丽店”，按照家得宝的模式成立，1999 年改组为家世界连锁商业集团有限公司，下设天津家世界连锁超市有限公司（家超）、天津家世界家居建材超市有限公司（家居）和家世界房地产公司。截至 2005 年，家世界已开设商店 69 家，其中超市 43 家，家居 12 家，购物中心 14 家。2004 年，家世界位列全国前 30 家商业连锁企业第 22 位，而家世界家居与东方集团旗下的东方家园、百联集团旗下的好美家并列为国内建材超市行业三大本土品牌。但在家世界的迅速扩张中出现了资金链紧张，家世界被迫收缩业务，除在 2005 年出售家居以外，2007 年又将其超市业务出售给华润股份有限公司，从而全部退出了零售业，只拥有一些商业地产。

二、并购背景和动因

(一) 家得宝通过并购可以迅速进入中国零售市场

对于家得宝来说,通过收购家世界,可以迅速扩大其销售渠道,减少进入中国场所需的学习时间,从而快速进入中国潜力巨大的市场。第一,进入中国市场是家得宝既定的国际化战略的一部分,而家得宝在北美市场拓展的成功不仅坚定了其国际化信念,而且为进入中国市场积累了宝贵的经验。第二,吸引家得宝更重要的因素是中国庞大的家具建材市场。在中国经济增长的带动下,民众对改善住房的需求也愈来愈大,这不仅包括对于原有住房装修的改善,还包括每年增加的几亿平方米的新建住房。据统计,中国的家居建材市场近几年平均每年保持了20%的增长速度,2006年,市场价值已达500亿美元。但是,与家得宝直到2005年才开始进入中国市场相比,其国际竞争对手,世界第三大装饰建材零售商百安居早在1999就在上海开办了第一家百安居连锁店,并在2004年收购了我国民营企业普尔斯马特的五家商场,而通过在2005年收购欧倍德亚洲控股公司在中国投资的零售业务则使百安居的商店数量几乎翻了一番,到2006年12月底为止,百安居已经在中国25个城市拥有了58家商店。而中国本土的家居建材超市东方家园门店数也接近30家,好美家也有47家。对于传统零售商来说,门店数是企业发展的根本,只有尽可能多地开设门店,才能扩大潜在的消费人群和获得规模经济优势,并对后来者保持竞争优势。作为一个后来者,家得宝显然没有太多时间来建立自己的门店,而收购家世界家居则可以使家得宝立即获得家世界家居在中国的12家门店。第三,通过收购可以使家得宝获得家世界家居所建立的管理制度与企业文化、适应市场竞争要求的人才、与供应商的联系以及对于消费者习惯的把握,从而减少适应中国市场的时间。另一方面,家世界家居是按照家得宝的模式建立起来的,其创始人杜厦在成立前就到家得宝取经,理念的相似性,也使得家得宝比较容易整合家居。

(二) 家世界家居出售其股权的基本原因是解决资金的困难

对于家世界家居来说,出售家居很大程度上是无奈之举,因为高速扩张过程中出现了资金链与管理危机。家世界集团在成立初期,就立志将其建成可以与世界500强里面的沃尔玛、家乐福相抗衡的零售企业。为此,家世界花重金聘请了一些跨国零售巨头的原高管人员,其中包括家得宝创始人之一的詹姆斯·英格利斯,打造了我国零售业内最国际化的团队。外籍管理者的加盟虽然

为家世界带来了先进的管理经验以及制度，却由于文化背景以及国情的差异而导致了中外员工的对立，从而导致了后来中方管理人员的集体辞职。此外，家世界的发展目标也过于激进。如在 2006 年，家世界的发展速度是“控制在 30% 的增长”，其年度战略为“继续扩张”，但在扩张计划出台后不到半年，家世界连锁超市的总裁就发表演说指出家世界超市在资金调度上面临困难和挑战，过激的发展和决策的时机不佳，导致了流动资金的短缺。2005 年年初，由于国家禁止企业到香港上市，家世界筹备多年的上市计划中途搁浅，而以上市为直接目的的扩张占用了大量资金，使家世界资金链紧绷，拖欠了供货商大量货款，在供货商追债的压力下，家世界被迫出售门店与收缩战线。在此背景下，2006 年 12 月家居建材超市业务卖给家得宝，而此前家世界已将八家连锁超市卖给了山西的美特好公司，以集中发展连锁超市业务和偿还供货商贷款和银行利息。

可见，家得宝收购家世界家居的动因可以分为两方面，一方面是家世界连锁集团陷入资金危机，急需收入来源，另一方面是家得宝急需通过收购进入中国家居建材销售市场。

三、并购分析

2006 年 12 月，家得宝宣布其收购了家世界的家居建材超市，并得到相关政府的批准。案例有以下几点值得关注：

（一）并购对行业竞争的影响

家得宝公司以血橙文化著称，注重永无止境的增长和规模扩张，利用自己的资金、规模优势开设不同类型的门店，以将定位不同的竞争对手挤出市场，达到独占市场的目的，因此家得宝进入中国市场无疑将使家居建材零售业竞争更加激烈。目前我国家居建材超市的格局是外资百安居远远处于前列，但在门店数量上与后面的好美家、东方家园等国内较大的企业差别不大，此外，我国家居建材超市比较分散，以小企业居多。因此未来家居建材零售行业将迎来更多的并购以实现行业的集中。

另一方面，家得宝进入中国市场也能够为同行业企业带来更多的先进的管理运营理论，从而有利于我国相关企业竞争能力水平的提高。主要表现在以下几个方面：一是以顾客为中心的服务。满足顾客的需求是每一个零售企业取得成功的必要条件，但在具体措施上，并不是每一个零售企业都令人满意。而专业、细致、全面的顾客服务正是家得宝在北美市场上成功的条件之一，也将是中国本土零售企业重点模仿的对象。二是懂得如何在公众面前表现自己。积极参与公益事业可以树立企业良好的社会形象，如家得宝一直注重对绿色产品的推广。

（二）家得宝的本土化策略

未来家得宝在中国市场取得成功的首要问题是建立适应中国市场要求的管理与营销体系。如在美国的家得宝门店一直以品类集约的仓储式大卖场形象出现，每一种建材都提供了几十个甚至上百个品牌供顾客选择，但在中国对于家居建材的需求主要来自于对新房的装修，很多消费者更倾向于少量分次，到摊位式的建材市场采购，因此如果家得宝将其“一站式购齐”的超市模式在中国直接套用，反而会使得中国消费者不知如何选择。由此可见，家得宝取得成功还需本土化。而目前家得宝在中国的本土化策略主要有以下几个方面：一是在人员方面，建立了一个核心的管理团队，并对所有店员进行了产品知识与技能的培训，以为顾客提供更好的服务，另外通过宣扬企业文化价值以增加员工对企业的认同与理解。二是在供货商方面，凭着家世界已经建立起来的与供货商的联系，在此基础上，家得宝更详细地介绍了其要求，如送货及时；质量保证等。三是在店面方面，家得宝投资数百万美元革新了装修设计中心、色彩中心、瓷砖和卫浴产品，以创造崭新的面貌来吸引顾客。四是在产品方面，家得宝引入了众多创新产品，如绿色环保产品，并得到了很好的反响。

第二节 华润收购家世界连锁超市

2007年3月21日，华润股份有限公司正式同天津家世界连锁超市有限公司签署了收购协议，收购了成立于1997年，以“低价、新鲜、丰富”的经营理念迅速占领中国北方市场的家世界的全部股权。家世界拥有的约50家超市更名为“华润万家”。以销售额计算，华润集团的超市业务跃升至全国第一的地位，全国门店总数将增至3000家左右。华润集团收购家世界超市，显示出中国零售业并购热浪将会越掀越高。

一、并购双方简介

（一）华润公司

华润的历史可以追溯到1938年成立于香港的联合行。历经近70年的风风雨雨，华润由一家贸易公司成长为今天中国内地和香港最具实力的多元化企业

之一。作为总部设于香港的大型央企，投资战线遍及地产、零售、医药多个领域，而华润零售战略主要由华润创业担纲完成。

华润万家（CR Vanguard）是香港规模最大、实力最雄厚的国有控股企业集团——华润（集团）有限公司旗下优秀的零售连锁企业品牌，也是中国最具规模的零售连锁企业品牌之一。20多年的发展历程，使华润万家成为全国发展的大型零售连锁企业品牌。2004年5月，华润控股知名零售企业苏果超市有限公司，华润万家与华润苏果共同成为华润零售业务的主力军。截至2006年12月，华润万家拥有门店2148家，员工总人数超过10万人，2006年实现销售额378.5亿元，跃居中国连锁超市第一位，在商务部与中国连锁经营协会联合公布的2006年全国百强连锁中排名第四。2007年3月，华润收购天津家世界超市，进一步加快了华润万家全国布局的发展速度。

华润万家和华润苏果是商务部重点培育的大型流通龙头企业。华润万家目前的业务发展区域已遍布华东、华南、华北、西北、东北、中原和香港地区，主营大卖场、生活超市、便利超市三种业态。同时，针对细分市场，华润万家开拓了以中高消费市场为定位的Ole创新业态，目前在深圳、北京等城市都有发展。

（二）家世界连锁超市

家世界大型综合超市成立于1997年，以“低价、新鲜、丰富”的经营理念迅速占领中国北方市场。家世界大型综合超市是经营面积上万平米的大型卖场，主要经营食品、饮料、日用百货、服装、电器等2万余种商品，在进入的每个城市都已成为当地居民喜爱的购物场所。其目前在北方城市开设了58家连锁店。

家世界用同一个品牌开展业务，进行品牌宣传，但事实上，家世界品牌旗下共有3家独立运作的公司，分别是天津家世界连锁超市有限公司、家世界商业连锁有限公司和家居建材有限公司。1994年在天津成立的家世界集团一直以家居建材连锁、超市连锁两大业务为主。2006年11月，家世界集团与山西美特好签署了并购合同，将家世界在青岛等城市的8家门店出售给美特好。2006年12月，家世界又将其建材超市业务的12家门店出售给美国国家得宝。2007年3月，家世界连锁超市有限公司将股权出售给华润集团，改名为华润万家。

二、并购成因分析

（一）并购成为华润快速壮大资本的捷径

总部设于香港的华润集团，在零售业方面拥有“华润万家”和“华润苏

果”两个主力品牌。截至2006年年底，华润集团共拥有零售门店2148家，销售收入378.5亿元，当时位居全国第四。华润集团收购家世界超市的一大价值在于能够改变自己长期以来“南方强、北方弱”的不平衡格局，迅速完成全国布局。收购家世界超市后，华润将成为全国性的超市经营者。家世界超市在北方地区有广泛的网点布局，市场份额也处于领先地位。此笔收购将弥补华润超市业务在西北地区的市场空白，并加强华北地区的营运优势。

有数据显示，家世界超市在华北、西北及东北地区16个城市经营的大卖场超过50家，其中在天津、西安、咸阳及兰州处于市场领先地位，2006年全年营业额约为50亿元。非官方资料统计显示，如果家世界年营业额属实，将超过50家的大卖场打包进去，华润集团属下零售业务营业额将接近200亿元，超市门店数接近2300家。如果大卖场的阵营成型，那么华润大型综合超市的门店数量将达到130多家，仅次于收购了好又多的沃尔玛，并有希望超过家乐福。以销售额计算，华润集团的超市业务将跃至全国第一。

（二）家世界发展过快，资金链脆弱

2004年以前，家世界主要的经营策略是：集中力量在天津开店，充分利用当地熟悉的仓储、物流配送体系达到门店运营和管理体系良性循环，使之与门店、顾客的运作比例都达到协调，不轻易跨区域经营，以免出现资源浪费和资金紧缺。但也是从这一年开始，家世界突然改变策略，开始将注意力转向全国市场，连续在沈阳、石家庄及郑州开办连锁超市，到2005年，家世界连锁店覆盖了8个省区的16个城市，其中不乏兰州、吉林这样的内陆城市。2006年年初，家世界又宣布要开24家新店，计划年底达到75家，甚至要进入人均消费能力并不太强的内蒙古等地。

家世界相比于其他连锁企业的租赁店形式，更倾向于自建店形式，通过采取自行租地、建房、合资、预付成本、租赁物业等形式经营店面。这种形式从长远看，由于经营权和所有权均归自我所有，甚至不受外界干扰，可以自我运作。不过，由于初期投入成本较大，购买土地、自建店面等要付出大量资金，往往造成资金周转困难，从而给营业初期的资金链带来较大挑战。如果是少数几家店还可以对付，但是像家世界这么大规模、短时间内的快速扩张，再丰富的资金储备，也难以应付大量资金被占用而难以周转的局面。快速扩张的背后，必须有持续稳定的现金流支持，一旦现金流吃紧，所谓的“集束式策略”往往会遭遇连锁的财务反映。因为，在新的门店还不足以产生利润时，在建的门店和新的供货需求已经产生。资金被大量占用，“多米诺骨牌”效应必将显现，企业的财务危机也在所难免。

（三）家世界上市计划搁浅

家世界曾计划在香港上市融资 2 亿美元，因此需要开设更多的新店来满足上市所需题材。但当时家世界的现金流只能满足已有店面的正常运营，不足以投资开新店，于是家世界和供应商协商，将返款期限延长数月，以此获取现金用于新店投资，待公司上市融到资金后再返款给供应商。

然而事与愿违，由于家世界开设新店的计划过于激进，投入远远大于收入，拖欠供应商的款项越来越多，而且新店在短时间内也无法盈利。这无疑难以达到上市要求，于是也逐渐引起越来越多的供应商的不满。从 2005 年开始，山西等地的供应商就开始“追债”，家世界也不断收缩基层采购部门，太原、内蒙古等地区的采购部均已被撤掉。

因此，除了卖掉家居建材超市这块业务，用所获的现金来还款外，家世界还在 2006 年 11 月将分布在青岛、烟台、太原、呼和浩特的 8 家门店出售给山西美特好连锁超市有限公司，并由后者支付对供应商的欠款。事实上，从 2004 年开始，原本处于高速增长的家世界就出现了资金链断裂的现象，供应商不断前来讨债，在全国其他地区的一些超市连锁分店也不得不关门停业。随后，上市融资之梦也迅速破灭，整个集团一度岌岌可危。

三、并购过程

2007 年 1 月 31 日，家世界和华润草签了协议，收购价格为 37 亿元。2007 年 2 月 6 日，华润工作组就进驻了家世界的总部。华润最初的介入方式是以参股的形式，但随后与家世界因为价格谈不拢，最终决定完全收购家世界。值得注意的是，最后收购家世界的并不是在香港上市的华润创业及华润旗下的华润万家，华润对此解释是家世界超市目前的经营效率并不理想，加上以内资公司收购可以简化收购程序，华润会在时机成熟时考虑将家世界超市的业务注入到华润创业。

收购完成后，华润大型综合超市的门店数量将达到 130 多家，仅次于收购了好又多的沃尔玛，并超过家乐福。家世界超市 55 家大卖场主要分布在华北、西北及东北地区的 16 个城市，其中在天津、西安、咸阳及兰州处于市场领先地位。同时，华润将成为全国性的超市经营者。

还需注意的是家世界连锁超市有限公司出售给华润集团的 100% 的股权，是指家世界超市的经营权力，而不是家世界品牌旗下的全部业务。目前家世界商业连锁有限公司依然拥有天津、青岛、石家庄、沈阳等地在内的 20 多处购物广场的房地产，华润集团是家世界商业地产的租户，家世界负责相关物业的运营，不过家世界品牌的主业将从连锁超市经营转向商业地产。

四、并购简评

从华润收购家世界超市这一案例中，我们可以发现零售业在高速扩张中存在的种种问题。认真地分析这些问题，对我国零售业日后的并购及以后的发展会有很大的帮助。

（一）华润收购后面临的一系列问题

1. 人员安置问题。人员安置将是华润面临的首要问题，虽然家世界高层承诺近期对家世界的员工保持稳定。但职工和家世界签订的劳动合同将如何处理仍然是一个问题。华润万家系统的一线职工并不是和华润直接签约，而是和劳务公司签署。如北京地区的职工就是和北京清水百工人力资源管理咨询服务有限责任公司签署的劳动合同。当华润最终完成对家世界的整合，会不会要求一线职工照此办理，将是一个悬念。

2. 债务问题。债务是另外一个牵动人心的问题。虽然目前无法确知家世界到底欠下了多少贷款，但有普马案和凯利农事件的先例，供应商已经如惊弓之鸟。根据公开的资料得知，家世界的欠款分为三部分：欠招商、建行、信和等银行贷款约 29 个亿，欠供应商近 40 个亿，此外还有数目不可知的职工内部集资款，其价格大概为 2.32 元/股。华润万家自全面收购家世界后，对于以前的欠款也是 100% 接受。华润面临的将是一系列的债务问题。

3. 整合问题。在对家世界超市的整合方面，华润采取了灵活务实的做法。初期并没有强制性地公司将公司并入华润万家的各个体系，而是保持其相对独立性，时机成熟时再逐步融合。家世界超市将并入华润万家的管理体系，原来的业务结构、管理团队和各项政策将基本保持不变。最为突出的一个表现，莫过于华润首先提出了保持原有的人事任命和运作流程基本不变的原则。原家世界所属门店划归华润万家大综超北区，交由原家世界集团总裁全面主持所收购门店的恢复性经营工作。这一做法无疑是击破笼罩在家世界团队头顶低迷、彷徨、恐惧的最好武器，一定程度上减少了员工的流失。

但是华润收购家世界超市 55 家大卖场的最大挑战，是能否成功消化和整合数量如此之多的门店。一方面，华润在零售领域的管理和整合能力并不突出；另一方面，华润的门店以便利店、标准超市、综合超市等中小门店为主，运营管理大卖场的经验并不丰富。

（二）家世界被收购的一些教训

1. 零成本扩张问题。目前国内零售业存在着一种比较奇怪的现象，即

“零成本扩张”。所谓零成本扩张，就是企业依赖银行贷款或占用供应商的货款来维持发展，而自有资金或从其他途径获得的资金比重却很少。

在如今买方市场的环境下，许多供应商在与零售商的合作中处于劣势地位。由于国内供应商的数量巨大，为了能进入超市，供应商就必须按超市的规定缴纳名目繁多的各种费用，如进场费、调码费、堆头费、新店扩张赞助费、店庆赞助费等。同时，零售商还要求货款结算延期，通常为几个月。而某些更知名的超市，占用的资金额度更大。通过占用供应商的货款以及收取各种费用，零售商实现了“零成本扩张”。

然而，零成本扩张是非常危险的做法。由于中小供应商实力有限，贷款的不到位影响了他们的正常运转，因此极易破坏零售商与供货商之间的感情；若问题长期得不到解决，则不可避免地会引发双方之间的经济纠纷。家世界超市被华润收购是这方面一个活生生的教材，不得不引起重视。目前在中国零售业这个问题已经发展得比较严重了。根据国家信息中心中经网的统计，2003年限额以上连锁零售企业240多亿的资产增加额中，负债增加占到78.2%，权益增加仅占到20%。因此，大规模的银行贷款和占用供货商的货款已经使得零售企业的债务负担普遍变得非常沉重了，应该引起各方面足够的重视。

2. 加强自身的核心竞争力。国内零售商的核心竞争力是需要提升的。在市场发展初期，基本上不用很高的工艺就可以赚钱，但是在家乐福、沃尔玛以及其他的国际零售商都进入国内市场后，本土超市如果从整个商品的组合到日常的经营，到整个对营销的传播很多方面没有足够的功力或者说水平，没有在竞争市场的环境之下得到有效的提高，那么很明显，整个市场的竞争力在降低，市场份额在降低，市场份额降低了成本并不一定降低，但是销售额在降低，这种情况之下发生经营的困难几乎是不可避免的事情。所以家世界的这种情况首先是在激烈的市场竞争环境之下，国内以及进入中国的管理零售商都必须解决的问题，要提升企业的核心竞争力才能够在激烈的竞争环境之下求得一席之地，才能获得良好的市场空间。国内零售企业表面上看没有问题，深层次来说是在激烈的竞争环境之下企业的竞争力比较弱，市场份额降低，但是成本没有降低，所以利润降低，最后资金出现问题必不可免。鉴于这些原因，我们建议在目前这个阶段，众多国内零售商最重要的任务就是稳步发展。这个时候最谨慎的方式不是大发展，而是谨慎地稳妥市场的方式。核心的发展策略并不是开店的数量，而是保证每个店的盈利能力，这样才能避免因为竞争力降低最后导致资金链的断裂问题。很多的国内零售商都在进行大规模的店铺的扩张，试想每个店都在亏损，都不赚钱，那

么出现资金的问题很必然。

3. 建店方式和盈利模式有待探讨。家世界还有一个状况，就是包括北京的家世界成寿寺店都是采取自己开发建设来开店的方式。这种方式很大程度上加大了资金的成本，所以建议国内大的零售商不要轻易跨行业进行操作。不要觉得开发又能从政府手里拿到土地，土地的成本不高，地产是一块很大的收益，所以地产的收益也想拿回来，同时想兼顾它的经营。实际上每个企业尤其是正在成长的企业不太可能多元化地做很多事情，又做商家又做开发，资金的层面会带来很大的压力。所以建议国内的零售商家不要轻易采取类似家世界这种可能牵涉到在发展的初期把很多的资金沉淀在项目的投资或者说物业的产权的购买方面的做法，这是不太理性、不太谨慎的方式。

另外不是以求开店的数量而是以追求每个店的赢利能力作为核心的发展方式。不是说做大而是做强，这也是我们所说的做强和做大的选择问题。做强对于中国的零售企业远远大于做大的价值。很多企业就是在做大的误区之下最后企业被收购或者说企业垮掉。

第三节 百思买收购五星电器

2006年5月12日，世界最大的消费电子零售商美国百思买公司在美国纽约证券交易所发布公告，宣布将以1.8亿美元控股中国第四大电子零售商五星电器，这是中国电器零售业的第一例外资并购案，也标志着百思买正式开始了中国市场的拓展步伐。

一、并购双方简介

(一) 百思买

百思买，全球最大的电子消费品零售连锁企业，主营消费电子、家居办公用品、电器、娱乐软件及其相关服务，起始于一家名叫音乐之声的音频配件门店，1966年成立于美国明尼苏达州，并在1983年更名为百思买，随后开始了快速发展。百思买取得成功的重要因素不仅在于其有庞大的销售网络和规模优势，而且在于其丰富的家电零售经验和创新方式。它不仅向顾客提供宽敞的购物环境、多种多样的产品、低廉的价格，而且提供更多高质量的个性化服务，

包括：针对特定产品采用了更多的互动演示手段；引入了小众市场百思买门店概念，这些门店提供和大型门店一样的商品，但在产品分类上进一步细分，符合每个不同社区的需要。此外百思买还提供无偏见、客观公正的购物咨询顾问，帮助顾客根据自身需求和预算选择最适合的产品方案，同时百思买还鼓励员工以自己的人生经验和创意来帮助顾客。

通过创新的销售方式，百思买在北美市场上取得了辉煌的成绩。2002年，通过收购加拿大的主要消费电子零售企业，百思买开始了对国外市场的扩张。目前百思买在北美地区有近1 000家高质量的门店，并且每年以70~80家的速度增长。2005年百思买营业收入约274亿美元，净利润达9.34亿美元，被《财富》杂志评为《财富》500强第77位，全球500强第191位，全球专业零售业最佳雇主第2位。

2003年，百思买开始涉足中国市场，9月百思买公司在上海设立百思买集团跨北美之外的第一个分支机构——美国百思买采购有限公司上海代表处。2004年1月，百思买在上海保税区设立百思买国际贸易（上海）有限公司，投资资金达200万美元；同时开设了百思买国际贸易有限公司深圳办事处。9月百思买设立了百思买北京办事处，与想在中国和北美寻求更广泛的分销网络的制造商开始建立联系。到2005年，百思买在中国的采购量已占其全球采购的72%。2006年12月28日，百思买中国的首家门店在上海徐家汇开始试营业，里面有百思买在国际市场取得巨大成功的三大专属品牌：Geek Squad电脑特工，Magnolia极品影音世界及Gourmet Shop妙趣厨房，分别从事电脑服务，影音及厨房电器产品销售。百思买于2007年6月宣布其在中国的门店取得了不俗的成绩，并因此将在未来一年内增开1~2家自有品牌门店。

（二）五星电器

五星电器是中国第四大消费电子零售商，1998年12月作为一家批发企业成立，总部位于南京，2001年在南京山西路开设第一家门店，主营产品包括空调、音像产品、家电及数码通讯设备。2003年10月，五星进驻安徽合肥市，成功实现了跨省经营。两年后五星电器成功收购青岛雅泰电器有限公司，从而取得在胶东半岛地区的领先市场地位。目前五星已成功登陆中国江苏、安徽、浙江、山东、河南、四川、云南等省份，开设专业化连锁卖场超过130家，遍布全国50余个大中城市。五星有超过1.2万名员工为其工作，2003年销售总额位列全国专业连锁店第4名，2005年营业额将近7亿美元，比上一年增长50%，同年8月被中国企业联合会、中国企业家协会评为“2005中国企业500强第266名”。

二、并购背景和动因

(一) 百思买的并购动机是市场

发展最具潜力的市场是百思买全球扩张的指导原则之一，中国市场显然符合这一特点。但对于百思买来说，作为市场的后来者，在行业竞争格局基本确定的情况下，只有通过并购寻找合作伙伴才能快速进入及适应中国市场。收购五星电器，百思买可以获得五星电器所建立起来的如下重要战略资源：第一，五星电器在江苏、胶东半岛所建立起来的局部市场主导地位，尤其是五星电器分布在全国 100 多个城市的 130 多家连锁门店。百思买可以直接对这些门店进行改造，大大减少了建设时间，特别是在上海、北京这些经济发达城市面临着土地成本急剧上升及商圈较大的人口密集居住处已经有其他零售商驻足的情况下，这些门店资源显得尤其宝贵。第二，这些门店资源使得百思买的经营地域可以立即扩大到全国主要地区，包括竞争不是很激烈的二三级市场。其次是五星电器建立起来的公司的管理制度与公司文化，以及培养起来的零售人才，这些减少了百思买建立适应中国市场特点的公司体制的摸索时间。第三，五星电器所建立起来的销售网络和供应商的联系以及积累起来的关于中国消费者的购物模式、习惯的经验，从而大大减少了百思买对中国市场的学习时间。

(二) 五星电器出售股权是出于提高企业竞争力的需要

对于五星电器来说，向百思买出售控股股权，是增强自身竞争力的方式。目前，东部及沿海省份这些中国经济最发达的地区，已经形成了以国美、苏宁为主的零售商寡头垄断局面。而国美并购永乐，并间接控制电器第三大零售商大中，使其市场份额大大提高，两者 2005 年的销售总额达到了 749 亿元，是位于第 4 位的五星电器的 5 倍多。而且，国美及苏宁分别为在香港及深圳上市的公司，其发展有着强大的资本支持。在此情况下，五星电器处于明显的劣势，需要外部的支持才能避免在市场中被淘汰的命运。通过与百思买的联合，五星电器可以获得以下有利之处：第一，通过移植和借鉴百思买先进的管理运营经验、公司文化与制度、供应链管理、顾客服务的独特之处，五星电器可以大大提高公司的效率及市场竞争力。第二是资本支持，对于每一个零售企业来说，扩张市场的主要方式就是在对手之前开设更多的门店。而百思买作为世界上最大的电子零售商，同时为美国上市公司，资金实力雄厚，通过引入百思买的资金，可以支持五星电器在二三线市场开

设门店，扩大市场影响力。

三、并购过程

2003年，百思买开始了对中国市场特点及消费者消费习惯的探索。2005年4月，百思买与五星电器就开始了接触。2006年4月初，百思买就透露公司将计划在上海开设首家百思买品牌店。同年5月，百思买宣布控股五星电器，而且此交易已经得到中国政府的同意。但是百思买并没有透露具体的交易细节，不过合资后百思买持股比例应大于50%，以保证控股地位，同时推行双品牌战略，推动五星在二三线城市的扩张，并将百思买在美国成功的经验移植到中国。这项并购引起了广泛关注，不过美国资本市场并不看好这次并购，百思买在消息公布的当天股价就下挫了1.22美元，收于52.60美元，下挫2.27%。而且国内主要电器零售商并没有显示出太大的担心，国美和苏宁均表示，由于五星电器的实力水平与国美、苏宁还有较大差距，而且，中国市场特点与规则和美国市场有很大的差别，因此并不一定能保证百思买在美国市场的成功经验在中国依然适用。

四、并购分析

（一）对行业竞争格局的影响

从目前来看，百思买并购五星电器对消费电子零售业不会产生很大的影响。因为五星现在的规模还很有限，此外，百思买适应中国市场还需要一定时间。百思买所定位的潜在顾客群也与国美这些大型电器零售商有很大的区别，其上海设立的首家门店价格普遍比其他地方的要高，并且很少见到国内的品牌。从另一方面来看，百思买先进的供应链管理方法、信息系统的建设将有助于国内其他零售企业模仿与学习，从而提高我国企业的竞争能力。

（二）对行业竞争方式的影响

尽管百思买在北美市场上的成就并不能确保百思买在中国市场取得成功，但百思买进入中国市场必然对消费电子零售业的规则产生重要影响，主要体现在以下方面：

1. 对零售行业零售厂商与供货商关系的冲击。目前，国内零售企业有很大一部分收入来自于向供货商或厂家收取的费用，而且占用供货商的货款以维

系自身发展的需要。与国内企业不同，百思买坚持与供货商建立平等互利的关系，严格按照合同支付货款，甚至可以先支付货款。此外，百思买还不收取供货商进场费、销售折扣等各种杂费。因此，百思买的进入能促进我国零售企业建立一种良好的与供货商的联系，维持行业的健康发展。

2. 对竞争模式的冲击。门店数量扩张以及价格促销是国美、苏宁这些电器零售巨头促进销售的主要方式。但是，建设门店需要庞大的资金投入，而消费者也容易在日复一日的价格折让中失去购买的兴趣。相反，百思买更强调差异化竞争，为顾客提供独特的服务。如其很有特色的电脑特工服务，他们有着熟练的电脑技术、佩戴着特殊徽章，相互以代号称呼，随时准备 24 小时响应顾客的需求。此外，百思买还提供无偏见的咨询购物服务，以满足顾客个性化需求。

第四节 对外资并购零售企业的点评

一、外资并购中国零售企业的特征

（一）通过并购增强独资经营趋势

我国零售业对外资全面开放后，外资零售商在中国独资经营的趋势增强。中国商务部数据显示，2005 年我国批准设立的 187 家外资零售企业中，外商独资企业有 124 家，比重达 66.3%。同时外资零售商往往通过收购合资公司的中方股权增大持股比例。比如，2005 年 1 月，昆百大将其持有的昆明百安居 35% 的股权全部转让给 B&Q (CHINA) B. V.，使外资持股的比例由 65% 增加到 100%。2006 年 1 月，大韩民国株式会社新世界收购上海易买得超市有限公司中方股权并增资，使外资的股权从 49% 上升到 81%。

（二）并购集中于新型业态

外资零售商在我国经营主要以大卖场、仓储式商场、会员店和普通超市等业态为主，或采用超市、百货和便利店这样的业态组合，且多采取连锁形式，国际零售巨头还将折扣店、便利店及邻里店等新型业态引入中国。外资对我国零售业的并购也多集中于以上的新兴业态，并且均为同业态间的并购，如世界第一家电零售商美国百思买集团收购江苏五星电器等。

二、外资并购我国零售企业面临的主要问题

(一) 零售业市场竞争白热化

综合来说,中国零售业发展的总体水平不高,产业的整体竞争力不强,在自有资金、经营成本、进口商品能力、经营规模等方面基本处于劣势,很难与实力雄厚、技术先进的外资零售企业相抗衡。一些世界知名零售企业纷纷进入我国,令市场竞争更加激烈。截止到2006年年底,中国市场上就已经有3000多家外资零售企业,世界排名500强的零售企业中有90%已经进入了中国市场,中国的零售业市场显然已经成了一个全球化的市场。如国际零售巨头沃尔玛在深圳、世界仓储式商店的鼻祖荷兰万客隆在广州、法国家乐福在上海、德国麦德隆在北京陆续登场等等,直接与国内大型零售企业形成了抗衡局面。这些外资零售企业以先进的营销理念和低价格营销策略,赢得越来越多的消费者。在市场竞争中,外资零售企业目标明确,具有规模经济效应,在竞争中具有巨大的比较优势,都希望在短期内打开并主导中国的市场,因而国内零售企业在市场上所占的份额越来越少,同时所赚取的利润也越来越少。如美国沃尔玛、法国家乐福都声称3年不要利润也要打开中国市场,这种策略业已生效,如美国沃尔玛公司在深圳合资创办的商场开业使周边商场的营业额下降10%,南京德国麦德龙和法国家乐福开业时,当地最大的百货公司在第一个双休日,客流量就减少10%,月销售额下降6000万元。缩小外资零售企业多为跨国企业,拥有先进而科学的经营管理方式和手段,对卖场终端的管理能力和对生产厂商的控制能力远强于中国企业。它们拥有品牌,可以在全球范围内配置资源,同时具有成熟的行业经营和并购经验,在同本土零售企业的竞争中具有一定的优势,容易形成对中国零售市场的挤占和垄断。尤其是在新型业态和物流配送等领域,本土企业的劣势十分明显。比如在沿海部分大中城市,连锁超市外资最高的市场占有率已经达到80%~90%。

(二) 零售业布局 and 结构失衡

由于各地区经济发展水平的差异,我国零售业的发展水平和结构布局本来就在不同地区存在着非均衡状态,商业结构不合理,长期向城市和东部地区倾斜的局面没有很好解决。从全国来看,中西部地区的人口占60%,但拥有的零售业网点和从业人数却不到全国的一半,平均每万人拥有的零售网点和人数,中西部地区比东部地区分别低30.2%和31%。东部地区零售商业的发展

超出全国平均水平，而中部和西部地区明显落后，且东部地区与中西部地区商业发展差距有进一步扩大的趋势。外资零售企业的进入更加剧了这一结构性矛盾。在北京、天津、大连、上海、南京、杭州、厦门、广州、深圳、重庆等城市，外资零售企业合计数超过全国的70%。这就使东部地区和大城市商业网点更加密集，竞争更加激烈。在竞争中，外资零售企业通过并购中资零售企业，将有可能进一步扩大市场份额，进而形成对东部特别是大城市商品流通网络的控制权；而西部和农村地区零售业依然发展缓慢，企业规模小，业态单一，商业网点稀少，商品流通效率低。外资进入导致中国零售业地区分化加剧，零售业结构调整将更加困难。

三、应对外资并购我国零售企业的建议

优化外资并购中国零售企业的思路可以有下述几个方面：

（一）培养和造就企业的核心竞争力

从当前我国零售企业的制度建设和经营管理水平看，要在水资并购中处于有利地位，首先是要加快企业的公司化改造进程。在没有进行公司化改革的企业迅速进行公司化改革，以建立多元化的产权结构和产权约束；在已经完成公司化改造的企业则要加强公司治理结构的建设，通过现代公司治理结构优化企业行为。其次，零售企业的发展应当在强化内涵式发展方式上下工夫，在运用现代流通方式、建设物流配送体系、优化质量管理、降低运营成本和加强售后服务等诸多方面来提高企业的核心竞争力。提高在水资并购中的应变能力。具体点说，必须转变依赖扩大门店和出租商铺来获取利润的粗放式经营方式，重点要解决商业回扣等陈规陋习，以大大降低成本和价格，获取企业竞争力的提升。只有真正具有核心竞争力的企业才能在水资并购中应对自如。

（二）学习和积累并购的经验

具有核心竞争力的企业并不一定能在水资并购中处于有利地位。因为企业并购是复杂的资本运营过程，需要具有进行资本运作的经验和技巧。因此，对大多数的零售企业来说，尽管通过并购来发展企业速度快而且收益大，但却充满了风险。要在搞好自身经营管理和提高核心竞争力的基础上，认真进行并购的准备工作，这就需要学习并购的基本知识和技巧，强化并购前的尽职调查和并购后的整合，尤其需要企业管理团队有足够的关于跨国并购的相关知识和经验。

（三）加强国内零售企业间的并购以提高抗衡外资并购的实力

为了有效应对外资对我国零售企业大规模的并购，我国零售企业必须迅速成长起来，最为有效的办法就是加强国内零售企业间的并购，组成足以抗衡外国零售企业并购的大规模零售企业。我国的大型零售企业还要通过战略联盟和物流配送等现代流通手段扩大自己的实力和规模，以大幅度地降低成本，与外国零售业竞争。也可以通过对外国零售企业的并购来提升其经营管理水平和核心竞争力。

（四）制定外资并购零售企业的法律体系和政策措施

零售业的并购有其特殊性，因此政府相关部门应当在国家法规的基础上，制定外资零售业并购的相关规则，比如零售业不正当竞争的细则、零售业垄断的判断标准、外资并购零售企业的职工安排原则等可以操作的政策措施。另外，为了有效地规制外资对我国零售企业的并购，应当尽快完善外资并购我国大中型零售企业审批、审查制度。政府部门还应当为企业并购提供信息支持和宏观指导协调等服务，指导外资并购的良性发展。

（五）应尽快制定规范和鼓励我国零售企业并购外国零售企业的相关政策

近年来，外资在我国零售业的并购不断掀起波澜，外资并购的数量和规模都在快速增长。而我国零售企业的海外并购虽有发展，但是数量和规模都极其有限。这同我国政府对零售业对外并购的鼓励和支持政策缺失有关。应当尽快制定规范和鼓励我国零售企业并购外国零售企业的相关政策。一是对零售业海外并购实施税收优惠政策；二是建立海外投资的保险和融资的国家担保等制度；三是建立中国零售企业对外投资的信息库，为中外企业间提供 WTO 规划下的双边或多边投资对话机制；四是设立专门的企业投资促进机构，进行技术和信息服务，为企业“走出去”提供搜集投资环境、国别政策、法律法规等信息服务；五是加快国际化人才的培训。要鼓励我国有条件的零售业企业积极通过并购“走出去”，进行国际化经营。

本章总结

本章分析的是外资对我国零售企业的并购，分析案例主要是：美国国家得宝收购天津家世界家居；华润收购家世界连锁超市；百思买收购五星电器，每个

案例包括以下主要内容：并购双方简介；并购背景和动因；并购过程和并购分析。

思考题

1. 家得宝收购家世界家居建材超市的结果如何？
2. 华润收购家世界连锁超市的动机是什么？
3. 百思买为什么要收购五星电器？
4. 就外资并购中国零售企业的问题有何建议？

第十一章

外资并购中国机械工业企业案例

本章概要

机械行业对于国民经济发展与工业化有着极其重要的作用，是其他部门实现工业化和提高技术水平的基础。新中国成立以来，我国的机械工业有了很大的发展，基本上建立了比较完善的机械工业体系，但是与国际先进水平相比还存在较大差距，需要引进国外的先进技术和管理经验。近年来，除了绿地投资外，外资对我国机械工业企业的并购也在加速，本章主要分析外资对中国机械工业企业的并购。

学习目标

1. 了解阿尔斯通收购武汉锅炉股份有限公司。
 2. 了解法国 SEB 公司收购苏泊尔。
 3. 了解凯雷收购徐工集团工程机械有限公司。
 4. 如何看待外资并购中国机械工业企业？
-

第一节 阿尔斯通收购武汉锅炉股份有限公司

2006年4月14日，阿尔斯通（中国）投资有限公司与武汉锅炉股份有限公司的大股东武汉锅炉集团正式签订了股份收购协议，收购武汉锅炉股份有限公司51%的股份，这个案例对于我国锅炉行业的竞争状态和未来的发展有重

要影响。

一、并购双方简介

(一) 阿尔斯通(中国)投资有限公司

阿尔斯通(中国)投资有限公司是在中国注册由阿尔斯通控股持有 100% 股权的企业,而阿尔斯通控股的控股公司就是法国的阿尔斯通集团。阿尔斯通集团为世界 500 强企业之一,拥有遍及全球的经营网络,是全球发电和轨道交通基础设施领域的领先企业,建造了世界上运行最快的列车和动力最高的全自动地铁列车。阿尔斯通目前拥有世界轨道交通市场 18% 的市场份额,世界上 1/4 的地铁系统和 1/3 的有轨电车就来自阿尔斯通的生产线。同时阿尔斯通还为水电、燃气、燃煤和核电等利用各类能源的发电厂提供全套解决方案、设备与相关服务,所提供的发电设备已占全球总装机容量的 25%。

阿尔斯通为较早进入中国市场的跨国公司,在 20 世纪 50 年代就开始向中国出口电力机车和电传动内燃机车,并于 1979 年在中国设立代表处,其业绩随着中国发电事业及轨道交通的快速发展而不断增长,如三峡工程中全部 26 台机组就有 16 台运用了阿尔斯通的技术,中国电站主要技术也是从阿尔斯通引进的。目前阿尔斯通在中国拥有 18 家实体和业务机构,从事电器设备及轨道交通行业,在华员工总数近 9 000 人。

(二) 武汉锅炉股份有限公司

武汉锅炉股份有限公司前身为武汉锅炉厂,是我国建国初期重点建设项目之一。1995 年武汉锅炉厂经有关政府批准改组为武汉市国资委全资拥有的以资本营运和资产管理为主的国有独资企业“武汉锅炉集团有限公司”。1998 年武汉锅炉集团以其制造锅炉有关的经营性资产发起成立武汉锅炉股份有限公司,在深圳证券交易所 B 股上市,集中了武汉锅炉集团的主要优质资产。

武汉锅炉股份有限公司的经营范围有:电站锅炉、特种锅炉、锅炉辅机;各类压力容器设计、制造;脱硫设备研究、开发与制造。其主导产品为电站锅炉,是我国四大电站锅炉生产基地之一,在成立初期,锅炉出产量一度达到全国出产总量的 12.6%。同时,武锅特种锅炉在节约能源及环保技术上处于国内领先地位,1994 年年底被国务院列为全国 100 家建立现代企业制度试点企业之一,1995 年又被原机械部列为全国 500 户重点骨干企业之一,2004 年、2005 年被评为“中国机械 500 强”。2000 年至 2004 年,公司净利润的增长速

度均超过了50%。进入2005年后,公司在激烈的竞争中开始陷入困境,主营业务收入及净利润大幅下滑。

二、并购背景和动因

(一) 并购背景分析

由于中国国民经济快速增长,拥有巨大的锅炉市场需求。根据中国电器工业协会锅炉分会的统计,除了新的需求外,随着高性能产品的普及和产品质量的提高,2010年后,每年还预计将有约7万蒸吨的工业锅炉需要更新。此外,经济增长所带来的能源供应紧张局面也为电站锅炉制造企业带来了前所未有的机遇。2006年,整个锅炉行业的工业总产值超过了1800亿元。目前,我国的锅炉生产主要集中在以哈尔滨锅炉厂、东方锅炉厂以及上海锅炉厂为主的少数几个大型锅炉制造厂。武汉锅炉股份有限公司在行业中地位不高,在技术和管理上没有优势,在2005年全行业产值增长的背景下,武汉锅炉股份有限公司的主营业务却大幅缩水。

(二) 并购动因

1. 武汉锅炉股份有限公司接受并购的动因在于提高企业的竞争力

对于武汉锅炉厂来说,虽然作为中国电站锅炉生产厂家的第四,有着辉煌的历史,但由于武锅的主要产品为中小型电站锅炉,面临着发电设备行业的产业升级及政府推动的“上大压小”等压力。同时作为一个原国有企业改制而成的企业,在管理水平、产品与技术方面也没有领先之处。如与同为上市公司的东方锅炉相比,2006年年末,东方锅炉厂实现利润超过4亿元,净利润率为4.05%,而武汉锅炉厂只有1000万元,净利润率只有0.4392%。根据收购协议,阿尔斯通在取得控股地位后,将对武汉锅炉股份有限公司进行全面的技术改造和管理制度改革,因而武锅的竞争能力可以在以下方面大幅提高:一是技术及生产方面,阿尔斯通承诺向武锅转让目前及以后我国发电行业所用的主流产品,并将武锅搬迁至拥有先进的布局和工艺流程的新厂房,提高其产能水平。此外,武汉锅炉股份有限公司可以获得阿尔斯通先进的技术,参与阿尔斯通的研发工作。二是公司管理方面,阿尔斯通将协助武锅引入阿尔斯通先进的公司治理及财务管理制度。三是出口方面,阿尔斯通承诺将武汉锅炉股份有限公司发展为其全球较小容量的锅炉生产中心,并使武锅年产量的35%用于出口。此外阿尔斯通将利用其国际营销网络向武汉锅炉股份有限公司提供排他性营销支持,提供中国境外宣传和营销服务。

2. 武汉市国资委转让武汉锅炉股份有限公司的动因是实现国有企业重组

武汉市是新中国成立时重点建设的产业基地，拥有众多大型国有企业，但是随着市场经济条件下市场竞争的激烈，国有企业的弊端逐步显现，经营绩效逐步下滑。政府必须考虑如何解决拖欠职工工资和银行债务等问题，还要考虑如何安置国企改制后的剩余员工和提高就业率等问题。通过并购的方式引进外资，对于武汉市来说，可以有以下几个方面的好处：一是可以直接获得转让收入来支付企业改制成本，处理历史遗留问题，并为建立完善的社会保障体系提供资金。二是武汉锅炉股份有限公司已经在行业竞争中处于劣势，需要通过改制引进战略投资者来提高盈利能力，具有强大技术与资金实力的阿尔斯通的进入可以实现个目标。这不仅可以直接增加武汉市的财政收入，而且可以带来产业集聚效应，带动武汉相关产业的发展。根据武汉市的有关规划，到2010年，武汉将努力打造一个总产值2300亿元，9大产业集群发展的装备制造业基地，显然阿尔斯通的进入将是实现规划的重要途径。

3. 阿尔斯通并购武汉锅炉厂有利于其扩大在中国的锅炉市场

阿尔斯通在收购武汉锅炉厂以前，主要通过产品出口及技术转让方式开拓市场，其在中国的合资企业也还没有涉及锅炉制造业。而随着中国加入世界贸易组织，中国对外开放程度的加深，对于外资政策的日趋稳定，以及阿尔斯通对中国市场的了解，只通过出口或者技术转让不能满足阿尔斯通追求利润的需要。通过收购武汉锅炉厂，在武锅原有的锅炉制造水平及销售渠道基础上进一步提高武锅的竞争力，不仅可以扩大阿尔斯通在中国的市场，而且可以将其打造成为阿尔斯通拓展其他国家和地区市场的重要生产基地。

三、并购过程

2004年7月，武汉市国资委将其持有的85%的武汉锅炉股份有限公司集团股份公开挂牌转让，并吸引了众多投资者参与谈判，阿尔斯通也开始了与武汉市国资委的接触。2006年4月，阿尔斯通在众多竞争者中胜出，并与武锅的大股东武汉锅炉集团签订了股份收购协议。根据协议规定，阿尔斯通将购买武汉锅炉集团所持有的占武锅B股总股份的51%的股份，价格以每股净资产为依据，原定转让股份价格约为每股2.175元。后经过协商，将每股转让价格调整为2.237元，总计人民币329494541元。由于阿尔斯通中国是在中国注册的公司，故通过授权阿尔斯通控股根据《收购办法》替代阿尔斯通中国履行全面收购要约的义务，收购得到了湖北省人民政府批准。2007年3至4月份相继得到国资委、商务部及证监会审批通过。2007年9月，完成了股权交割的新武汉锅炉股份有限公司召开临时股东大会通过了一系列的新决议。武锅原

有管理层除了阿尔斯通向武汉锅炉股份有限公司派出总经理以及财务总监外，其余基本不变。在董事会构成上，阿尔斯通方面也按照此前协议派驻了9名董事会成员中的5名。

四、并购分析

(一) 国有资产定价偏低

在外资并购国有企业中，最主要的问题就是如何对庞大的国有资产定价。阿尔斯通收购武汉锅炉股份定价方法采取每股净资产溢价的方式计算。股权收购价为每股人民币2.1753元，而2005及年度末每股净资产均为2.07元，此价格相比每股净资产溢价幅度仅为5%，溢价幅度很小。理论界通常认为，以每股净资产为基础定价的优势在于比价简便，但会计报表上反映的是企业资产过去的价值，而不能反映资产未来的盈利前景。武汉锅炉股份有限公司采取的净资产定价方式由于忽略了企业未来收益率，明显低估了国有资产的价值。因此有贱卖国有资产之嫌疑。未来大中型国有企业在外资并购中的定价，更应该按照《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》中强调的那样，通过净资产收益率、实际投资价值（投资回报率）、近期市场价格以及合理的市盈率等因素来确定收购价格。上市公司也可以参照股票市场价格来定价。

(二) 并购对行业竞争格局的影响

我国锅炉市场有高度集中的特点，据中国工业锅炉协会的统计，几家大型锅炉制造商占据了将近80%的市场份额。而武汉锅炉虽然较早进入锅炉市场，其发展速度却远远落后于行业内其他三大锅炉厂。阿尔斯通进入武汉锅炉股份有限公司后不可能在短时间内提高产能，并帮助武锅提高生产技术与管理水平，而且阿尔斯通在收购协议中承诺，将把武锅35%的产品用于出口，因此在短期内不会对锅炉市场产生很大的影响。

从长远来看，阿尔斯通在以下几个方面将影响我国锅炉制造业：一是加剧国内市场的竞争。阿尔斯通无论在技术、研发还是在管理、资金方面，都相对我国其他锅炉厂有较大优势。另外对于电站锅炉生产而言，随着对发电市场投资的持续增加，新建电厂速度将减缓，按照目前发电设备行业的增长速度，“十二五”和“十三五”期间，年均增加火电机组不会超过4000万千瓦，不到2006年行业产能的一半。由于电站锅炉的需求高度依赖电站的建设，未来的市场将会非常激烈。二是阿尔斯通收购武汉锅炉将阻碍中国其

他锅炉厂家引进技术。我国锅炉制造业的原有技术有将近 40% 来源于阿尔斯通，而以后将不得不通过自主创新和从其他方面引进。三是阿尔斯通收购武汉锅炉将对其他锅炉厂商的出口产生影响。目前，东南亚的电站建设正处于高速发展时期，需要进口大量电站设备。由于国内电站投资趋缓，国外市场将成为增加利润的主要来源，显然阿尔斯通收购武汉锅炉后增加了对出口市场的竞争。

第二节 法国 SEB 公司收购苏泊尔

2006 年 8 月 14 日，苏泊尔股份有限公司发布通告，称其股东苏泊尔集团有限公司、苏增福、苏显泽已与法国 SEB 国际股份有限公司签订战略投资框架协议，SEB 将分阶段取得苏泊尔的控股地位。

一、并购双方简介

(一) 法国 SEB 国际股份有限公司（简称“SEB”）

SEB 国际股份有限公司 1978 年 12 月在法国注册成立，为 SEB 集团下的全资子公司，主要从事为 SEB 集团服务的资本运作。SEB 集团成立于 1857 年，有上百年的历史，1975 年在巴黎证券交易所上市，是世界最大的小家电及炊具生产厂商之一，拥有众多世界先进的技术与世界知名电器和炊具品牌，业务遍布全球 50 多个国家和地区，在欧洲、美洲、亚洲拥有 20 家生产厂家。

SEB 在中国拥有两家全资子公司，分别为上海赛博电器有限公司和赛博贸易（上海）有限公司。上海 SEB 位于上海莘庄工业区，主要生产蒸汽熨斗、蒸锅、水壶以及吸尘器并出口至 SEB 公司的关联公司。2006 年，上海 SEB 的销售额约为 3.81 亿元人民币。SEB 贸易位于上海外高桥保税区，主要经营与 SEB 关联公司有关的进出口业务。2006 年，SEB 贸易的销售额约为 0.38 亿元人民币。2006 年，通过代理商与批发商销售上海赛博的产品，SEB 及其子公司在中国境内的销售额达到了 0.98 亿元人民币。

(二) 浙江苏泊尔炊具股份有限公司（简称“苏泊尔”）

苏泊尔公司为由著名民营企业苏增福创办的苏泊尔集团公司下的控股子

公司。其前身为创建于 1998 年 7 月的浙江苏泊尔炊具有限公司，2004 年 7 月在深圳证券交易所挂牌上市，主营业务为炊具制造与销售，同时从事小家电生产与销售、电器维修与进出口业务。

作为中国最大的炊具生产厂商，苏泊尔比其他同行业企业拥有较大的品牌、技术以及成本优势。品牌方面，通过宣传产品的安全性能在众多产品中得以脱颖而出，又经过持续的品牌经营与宣传，“苏泊尔”品牌在中国已拥有较高的知名度，2002 年被商务部授予“中国名牌产品”称号，2006 年被评为专业化厨卫家电品牌。技术方面，苏泊尔被评为浙江省高新技术企业，并被认定为省级技术中心及省级研发中心，拥有 120 多项核心专利技术，同时也是压力锅国家新标准制订者之一。同时通过与浙江大学、西安交通大学等高等院校、科研所以及通用等大型跨国公司合作，提高了苏泊尔的技术和产品研发能力。资金规模与成本方面，苏泊尔作为国内炊具行业第一家上市公司，有着较强的资金优势。苏泊尔还通过在湖北武汉和浙江玉环的炊具生产基地，杭州滨江和广东东莞的家电生产基地，实现了专业化和规模化生产，从而有效地降低单位生产成本和管理成本。各方面的优势将苏泊尔打造成为中国炊具生产的主导厂商，其压力锅市场占有率 2004 年一季度达到了 47%。从 2004 年上市至今，平均每年主营业务收入增长率均超过了 40%。在国际化道路上，苏泊尔亦进行了积极的国际市场开拓，力争将其建设成为一个国际知名的品牌。目前，苏泊尔对于发达国家市场利用成本优势采用 OEM 方式出口，同时尝试在发展中国家或地区发展自己的品牌，已在越南、印度尼西亚等地建立了办事处，并在越南建立了一个年产 790 万口的炊具生产基地。

二、并购背景和动因

（一）SEB 看中的是中国广阔的炊具和小家电市场和苏泊尔品牌

对于 SEB 来说，中国作为世界上人口最多的国家，拥有庞大的电器消费市场，因而有着极强的吸引力，而苏泊尔在中国市场上的占有率及品牌影响力也是 SEB 不惜高价收购苏泊尔的主要原因。通过将苏泊尔具备的富有效率的销售网络与 SEB 集团旗下的著名国际品牌相结合，可以扩大 SEB 自有品牌在中国的销售。此外，根据 SEB 与苏泊尔达成的协议，苏泊尔在非专属市场的销售均需通过 SEB 来进行，这就意味着 SEB 消除了一个潜在的国际市场竞争对手，同时通过苏泊尔以其产能来为 SEB 进行贴牌生产，也增强了 SEB 在国际市场上的竞争力。

（二）苏泊尔出让控股权的目的是获得 SEB 的核心技术以提高国际竞争力

对于苏泊尔来说，通过引入 SEB 可以获得 SEB 的核心技术，并发展成为 SEB 集团在中国的重要研发基地。同时 SEB 集团将利用自己在东南亚国家和其他地区已经具备的营销网络帮助苏泊尔巩固并提高在这些市场的地位。此外，苏泊尔还将获得更多的来自于 SEB 及其关联公司的 OEM 合同，并凭借其全球销售网络进入更多市场，增加苏泊尔的销售收入。

三、并购过程

SEB 国际、苏泊尔、苏泊尔集团、苏增福、苏显泽于 2006 年 8 月签订了《战略投资框架协议》。根据协定，收购主要分为三步。第一步，苏泊尔集团及苏增福、苏显泽向 SEB 公司协议转让 25 320 116 股苏泊尔股份。第二步，苏泊尔向 SEB 公司定向发行 4 000 万股普通股。第三步，SEB 将向全体股东收购一定数量的股份，收购价格为每股 47 元。在上述协议转让、定向发行及本次要约收购全部完成后，SEB 将持有苏泊尔公司总股本的 52.74% 至 61.00%。2006 年 8 月 31 日，临时股东大会以占出席这次股东会有表决权股份总数的 94.055% 的比例通过了这次收购。

由于苏泊尔在中国有较高的市场占有率，收购协议引起了很大的争议。苏泊尔的主要竞争对手集体表达了对于收购导致垄断的担忧。为此，商务部于 2006 年 10 月启动反垄断审查程序，并征求了中国五金制品协会对苏泊尔并购案的意见。2007 年 4 月，商务部通过了收购协议。2007 年 11 月，收购协议又得到中国证券监督管理委员会同意。2007 年 11 月 21 日，SEB 公告了《浙江苏泊尔股份有限公司要约收购报告书》，开始了收购协议的最后一步，向苏泊尔全体流通股股东发出了部分收购要约，收购股份数预计为 49 122 948 股。

根据收购协议，SEB 收购苏泊尔后，将推选 9 名董事中的 6 名，并派出若干名主要管理成员，但董事长由苏泊尔集团选定。同时，SEB 将向苏泊尔转让其核心技术，并提高其在中国市场的产品开发能力。在市场划分方面，苏泊尔将专注于中国、越南、老挝、缅甸、柬埔寨和印度尼西亚等国家。SEB 的产品在苏泊尔的专属市场的销售均要在苏泊尔或其代理机构的控制与监督下进行，并且 SEB 不得设立竞争性的商业实体或制造机构，而苏泊尔在其他市场也得遵守同样规定。此外 SEB 及其关联公司将越来越多地向苏泊尔转让有关炊具及厨房电器的 OEM 合同。苏泊尔品牌通过 SEB 网络销售的产品应定位为具有竞争力的入门级价格的品牌，为 SEB 品牌 TEFAL 的后备。

四、并购分析

(一) 并购对苏泊尔品牌的影响

在法国 SEB 公司收购苏泊尔过程中，争议较大的就是对于我国自有品牌消失的担心，而这在苏泊尔之前也不乏先例。如 20 世纪 90 年代知名的洗衣粉品牌活力 28、熊猫在与外资成立合资企业的过程中，由于品牌为合资企业所拥有，而外方以各种方式增大合资企业成本，减少中国品牌的影响度，最终成功地使这些品牌从人们的视线中消失了。自有品牌的消失将对我国产生很大的消极影响，使得我国企业始终处于价值链的下游，作为跨国公司的加工厂赚取少量的加工费，却不能获得更大的品牌价值。

苏泊尔在与 SEB 签订收购协议中考虑到了这些问题，根据协议，SEB 将在中国以苏泊尔自有品牌为主，SEB 及其关联方不能在中国从事与苏泊尔品牌竞争的业务，且必须向苏泊尔转让其核心技术与工艺，此外，SEB 品牌的销售均需在苏泊尔及其关联方的控制与监督下进行。因此，可以说苏泊尔在保护自有品牌上是下了不少工夫的。

但是这也难以保证苏泊尔国际化的初衷。尽管在协议中，规定苏泊尔进军全球市场可以用品牌，却不能保证一定或者必须使用苏泊尔品牌，另外在品牌定位上，苏泊尔只能进入低端产品市场，这就使得苏泊尔不能在国际市场获得更多的利润，却只是成为 SEB 在全球市场中的加工基地，这不能不说是中国品牌的悲哀。

(二) 并购对我国行业竞争格局及经济安全的影响

法国 SEB 公司收购苏泊尔后将形成市场垄断并和凯雷收购徐工一样将对我国经济安全产生重要影响，这是苏泊尔的行业竞争对手反对收购的重要理由，其主要依据是苏泊尔在高压锅市场达 40% 多的市场占有率以及炊具业作为劳动密集型产业，SEB 收购苏泊尔形成的市场垄断使得目前良性竞争格局转变为以价格战、广告战为主的恶性竞争方式，从而导致相关产业破产倒闭，造成我国失业率上升。

从苏泊尔所处的行业来及市场地位来看，上述理由并不充足。SEB 收购苏泊尔将大大提高苏泊尔的竞争能力，从而对市场竞争格局产生影响，但由于 SEB 目前在中国的销售还很少，而以苏泊尔在高压锅的市场占有率并不能代表其在整个炊具市场的地位，因此 SEB 收购苏泊尔不一定会形成市场垄断。另外一方面，炊具行业与在凯雷收购徐工一案中徐工所处的重型机械制造业不

同，在国家经济安全中并没有扮演什么角色。而涉及国家经济安全的行业应主要包括以下一些行业：重要的战略资源，如石油、矿产资源，以及对整个国家经济起着基础性作用的行业，如金融和军工等。从 SEB 收购苏泊尔一案中也可以看出，随着外资对我国经济影响的加深，如何保护我国经济安全已经愈发显得重要。

第三节 凯雷收购徐工集团工程机械有限公司

2005 年 10 月 25 日，徐工集团与凯雷徐工机械实业有限公司（简称凯雷徐工）签署《股权买卖及股本认购协议》及《合资合同》，约定徐工集团向凯雷转让 85% 的股份。协议触发了众多对于经济安全及财务投资者的争议，收购的每一个细节都被人们所仔细考察，从而成为考验我国政府外资政策的一个重要案例。

一、并购双方简介

（一）美国凯雷集团（简称“凯雷”）

与徐工集团签订协定的凯雷徐工为美国凯雷集团为收购徐工而专门成立的企业。美国凯雷投资集团成立于 1987 年，为全球最大的私募股权投资基金之一，总部设在华盛顿，有“总统俱乐部”之称，拥有深厚的政治资源，如美国前总统老布什是凯雷集团股东，曾担任集团高级顾问；美国前国防部长卡鲁奇曾担任集团主席；布什和克林顿政府的白宫预算顾问担任集团执行董事；英国前首相梅杰担任集团欧洲区主席；菲律宾前总统拉莫斯曾是集团顾问班子之一。凯雷集团目前管理的资产已经将近 800 亿美元，成立 20 年来，每年平均投资回报率均超过了 30%，被称为全球最吸引人的赚钱机器。凯雷获利的主要途径是收购一些具有良好发展前景的企业，通过为企业的各项发展提供资本，协助提高公司的管理水平等方式使得公司价值增长，最后通过股份转让方式缩小持股比例或者逐步退出该公司。

中国作为飞速发展的新兴市场也吸引了凯雷的目光。2004 年 4 月，凯雷在上海设立中国办事处，2005 年在北京设立了第二个办事处。凯雷在中国运营的共有三只基金：房地产基金、收购基金和成长基金。每只基金都有单独的

运作团队，隶属于凯雷亚洲增长基金。凯雷在中国投资行业广泛，从金融、高科技产业到房地产。凯雷在中国战略核心主要有两个：一是创业项目，二是国有企业改制项目，而且所选择的企业主要为行业内龙头企业。目前凯雷的总投资项目有 30 多个，单项投资金额从几百万到上亿美元不等。典型案例有：2001 年 5 月，投资最大的百货公司连锁店之一太平洋百货公司；2002 年 8 月，投资宝途国际，该公司是全球最大的人造圣诞树制造商。凯雷在中国目前最大投资为 2005 年 12 月 19 日，携其战略投资伙伴美国保险公司保德信金融集团以 4.1 亿美元代价收购中国太平洋人寿保险公司 24.95% 的股份。而凯雷成功的投资经典案例就是 2000 年 11 月在携程的第三轮融资中，凯雷向其投资了 750 万美元，占有携程 30% 的股份。携程旅行网在纳斯达克上市后，凯雷逐步退出，持股比例降至不足 5%。由此，凯雷获得超过 14 倍的高额回报。

（二）徐工集团工程机械有限公司（简称“徐工机械”）

徐工集团工程机械有限公司的前身为徐州工程机械集团公司（简称徐工集团），1989 年在国家政策的指引下，集合徐州市内与工程机械相关的各企业组建而成。1995 年，经国家经贸委、江苏省人民政府批准改组为国有独资公司“徐州工程机械集团有限公司（简称集团公司）”，与徐工集团只是名称不同，由一个班子管理。2002 年 7 月按照国务院批准的债转股方案，徐工集团和华融资产管理公司、东方资产管理公司、信达资产管理公司、长城资产管理公司共同出资组建徐工机械，注册资本 125 301 万元，其中徐工集团出资比例为 51.32%。徐工机械包括了徐工集团生产工程机械的子公司和技术研发中心，并成为了徐工集团改制的一个平台。

徐工集团是中国最大的工程机械开发、制造和出口企业，资产规模、销售收入均处于同行业前列。它拥有国内生产的工程机械产品品种中一半以上品种的制造能力，众多产品中国市场占有率处于前几位，主要产品有工程起重机械、路面机械、压实机械、铲土运输机械、混凝土机械、高空消防设备、建筑机械、特种专用车辆、工程轮胎等系列工程机械主机和基础零部件产品。徐工集团还拥有强大研发能力，承担了多项国家及省部级科技攻关项目和重大装备项目，大部分产品技术均达到了国内先进水平。徐工集团的控股子公司徐州重型机械有限公司 2006 年生产的产品在国内市场占有率为 55%，并赢得了包括大洋洲、中东、非洲、南美以及亚洲 34 个国家和地区市场的广泛认可，在全球工程起重机市场上，销量排名第一、综合经济效益排名第二。徐工集团 2006 年实现的营业收入为 202.6 亿元，而同行业的竞争对手三一重工同年主营业务收入只有 46 亿元。

二、并购背景和动因

(一) 并购背景

与阿尔斯通收购武汉锅炉相比，凯雷收购徐工所引起的争议更大。这是在国外风险投资公司（venture capital）和私募股权投资者（private equity）大举进入中国市场淘金，而在我国国内出现了对引进外资乃至整个改革开放的反思的背景下出现的。此时国有企业改革尚未完全取得成功，其中出现的国有资产流失等问题也引起了人们的关注。

风险投资基金早在 20 世纪五六十年代就已经在美国这样经济高度发达的国家兴起。美国硅谷的成功，在很大程度上也依赖于风险投资的发展。与国外风险投资的欣欣向荣对比，我国类似基金却发展缓慢。因为直到深圳以及上海证券交易所的成立，我国的资本市场才开始有所发展，此时风险投资还完全是一个新概念，而没有完善的资本市场，中国的风险投资就很难有所成就。相比之下，中国经济发展却孕育了众多具有很强竞争力和发展前景的企业，众多在美国市场很有影响力的公司都能发现其在中国的复制品。迅速发展的机会吸引了众多国外投资公司的进入。与从事实体产业的跨国公司相比，这些投资基金对于中国发展的影响很难预料。一方面，众多有良好盈利前景的企业在基金支持下得以兴起与发展，如百度、携程，另一方面，众多国内知名的企业也被外资所控制，如高盛收购双汇，一些知名品牌在外资控制下失去了竞争力或者销声匿迹，使得对于外资的恐慌也在增大，主要体现在对于国家经济安全、跨国企业垄断、技术进步被控制等的担忧。

国有企业改革依然是中国经济发展的重中之重，尤其是对那些国家重点建设的国有大型企业的改革更是引人注目。这些企业产权关系不清，历史包袱沉重，堆积了诸如拖欠工资、冗员较多、资不抵债等问题需要解决。徐工集团就是这样的企业，在 1999 年，其账面负资产达 5 亿，却有 2 万多员工，尽管销售收入很高，盈利情况却不令人乐观。对于这种大型企业，除了直接出售给私人或者其他公司外，主要是通过股份改造，引入战略投资者，增强股权多样性。我国国有商业银行就是走的这一条道路。不过徐工不同，在初始协议中，徐工集团将完全放弃控股权。这就引起了各方包括地方政府、中央、同行企业、国外投资者以及个人的利益博弈。毫无疑问，外国投资者进入中国的目的是获得更多的利润，而我国地方政府需要考虑本地的就业、财政收入，而中央政府则要从更长远、更全面的角度考虑整个行业的安全、自主创新、维持竞争，地方与中央的利益并不完全相同。地方政府以及企业更偏好资本实力雄

厚、技术先进的跨国公司，并不考虑行业竞争及未来增长潜力。所以在凯雷收购徐工中，徐州市及江苏省迅速批准了协议，在商务部却被搁置了下来。

（二）并购动因

凯雷收购徐工看中的是徐工良好的发展前景，未来能通过套现方式获取更大的利润。对于徐工来说，改制是唯一的出路，而选择方式却有很多种。对于徐工以及徐州市政府来说，选择凯雷主要有以下一些原因。

1. 在整体报价上，凯雷具有优势。作为一个私募股权投资者，凯雷有很强的资金募集能力，完全可以满足徐工现在以及未来发展的资金需求，并可以帮助徐工上市融资。相比之下，徐工同行业的优秀企业没有一家有足够的资金实力来收购徐工。而徐工在改制中所必须考虑到的就是支付改制成本问题，如在徐工向徐州市政府所作的报告中统计出为完成改制，徐工至少得为职工安置支付 10.8 亿元。此外，徐工还得考虑为了维持竞争力，必须投入更多的资金来提高技术研发能力。

2. 凯雷承诺通过引进技术方式提高徐工的技术水平，承诺引入两个项目：一是发动机项目，总投资将达 8 亿，并新建生产厂区、发动机装配生产线等，增强徐工的生产能力。此外徐工还将与美国迪尔公司共同投资组建一家中外合资企业进行项目投资、开发和经营。合资公司注册资本 2 000 万美元。二是 GVW 房车底盘项目，目的在于开发、加工、生产、检测和销售具有国际领先水平的房车底盘。项目总投资 2 900 万美元。

3. 凯雷作为财务投资者，不致使徐工成为其产业整合的对象，从而丧失原有品牌。这也是徐工没有选择世界最大的机械制造企业美国的卡特彼勒时所考虑的因素。徐工早在 1995 年就与卡特彼勒成立了一家合资企业，但是成立后年年亏损，而徐工又无更多资金投入，因此其在合资企业中的股权比例逐渐从原有的 40% 下降到 16%。在与卡特彼勒合资的过程中，徐工不仅没有从与卡特彼勒合资中获得收益和先进技术，而且根据合资协议失去了生产挖掘机的权利，从而错过了一大块市场。由于前车之鉴，徐工选择了财务投资者作为股权受让方，而且在与凯雷的协议中还规定保持徐工的品牌不变，维持职工及管理队伍的稳定，凯雷在一定时间内不得退出这些有利于保护徐工品牌和避免为其他同业竞争者控制的条款。

三、并购过程

徐工集团作为一个成立较早的大型国有企业，其下分公司和控股子公司众多，股权结构错综复杂，业绩良莠不齐。2003 年 1 月，徐工成为江苏省确定

的 82 家改制企业之一。在经过一番内部资产重组后，2004 年年初，徐工开始了引资工作，将出售其持有的 85% 的徐工机械股权。共有 30 多个国内外企业与金融资本表达了收购意向，徐工的竞争对手三一重工因报价太低而没能进入正式的招标工作，而另一家民营企业德隆报价虽高但由于自身爆出资金危机而终止。2004 年 6 月，徐工确定了 7 家潜在投资者，凯雷即位于其中。随后，由当时徐州市市长牵头，集合相关的职能部门如财政局、经贸委对各个投资者的收购价格、交易条款进行了详细的分析与比较。在经过这第两轮竞标后，世界上最大的机械制造企业美国的卡特彼尔出局，剩下的均为与凯雷一样的私募股权投资者，包括美国国际投资集团、摩根大通亚洲投资基金、凯雷亚洲投资公司。2004 年 10 月，在第三轮竞标中，考虑到综合报价因素，凯雷最终胜出。凯雷徐工同意以相当于人民币 20.69125 亿元的等额美元购买徐工集团所持有的 82.11% 徐工机械股权；同时，徐工机械在现有注册资本人民币 1 253 013 513 元的基础上，增资人民币 241 649 786 元，全部由凯雷徐工认购，凯雷徐工需要在交易完成的当期支付 6 000 万美元；如果徐工机械 2006 年的经常性 EBITDA（经常性 EBITDA 是指不包括非经常性损益的息、税、折旧、摊销前利润）达到约定目标，凯雷徐工还将另外支付 6 000 万美元。在上述股权转让及增资完成后，凯雷徐工将拥有徐工机械 85% 的股权，徐工集团仍持有徐工机械 15% 的股权，徐工机械变更为中外合资经营企业。

凯雷收购徐工这样一个大型国有企业引起了政府、企业以及媒体的高度关注。2006 年 3 月，三一重工执行总裁向文波在其博客中抨击徐工股权转让，认为其极大地低估了企业价值，相当于国有资产大甩卖，同时凯雷收购徐工机械将严重威胁国家经济安全。此时 2005 年美国政府以涉及国家安全为由阻挠中海油收购优尼科事件尚未被人忘记，而国务院于 2006 年 6 月出台了振兴装备制造业的若干意见，装备制造业的发展情况引起了人们的极大关注。在强大的压力下，2007 年 3 月 16 日，凯雷与徐工签订修改协议，凯雷收购价格降至 18 亿元，拥有的股权比例下降到 50%。但是收购协议被有关政府闲置，至今未得到国资委和商务部的批复。

四、并购分析

凯雷收购徐工案例在中国存在太多的争议，而徐工出售股权，可能存在以下风险：凯雷作为一个财务投资者，出售徐工股权是迟早的事情，这有可能使得徐工的最后控制权落入跨国公司竞争对手手中，从而沦落为其在中国的加工厂。而在这之前已有南孚的前车之鉴。南孚作为中国第一，世界第五大碱性电池生产商，在政府的推动下，引入了摩根斯坦利等财务投资者并使其获得了公

司的控股权，然而由于南孚的上市计划未能实现，外资控制方将股份卖给了南孚的竞争对手——美国吉列公司。对于徐工来说，跨国公司获得控股权将导致自有品牌的消失，且不一定能促进国外先进技术转移。而由于徐工在行业中的地位，跨国公司的控股将极大地影响我国的自主创新和其他民族企业的发展。

对于凯雷收购徐工的争议，最后唯一能给出答案的只能是政府。不可否认的是，我国一直大量提倡引进外资，并因此提供了一些与内资企业相比更优惠的待遇。但随着中国经济的发展，也是反思外资政策的时候了，现在众多外国投资公司以及国内企业、地方政府都将注视中央政府对凯雷收购徐工的意见，因为这是我国外资政策调整的重要体现。

第四节 对外资并购中国机械工业企业的点评

机械工业在国民经济中具有重要地位。因为机械行业是任何国家实现工业化的技术装备部门，担负着用现代机器设备来武装整个国民经济的历史使命。因此，机械工业行业的外资并购也备受国人的关注，尤其是对在机械行业内具有举足轻重的大型国有企业的外资并购更是议论纷纷，争论不休，如美国凯雷并购徐工案例就在中国掀起了轩然大波。那么应当如何看待机械行业的外资并购呢？我想应有以下几点引起我们的关注和思考。

一、机械行业外资并购的不可避免性

我国正处于国家工业化向纵深发展的历史时期，机械工业的发展对整个国民经济的现代化具有关键性的作用。过去几十年工业化的历史使得我国具有了世界上最为庞大的整体的机械工业体系，但行业的整体技术水平却与世界先进国家存在较大的差距，急需通过并购重组提高其国际竞争力，而外资并购是获取先进技术，迅速赶超世界先进水平的重要途径。从这个意义上说，外资并购对中国机械工业的超速发展和赶超国际水平具有重要的意义。也就是说，不通过国际化发展，我国的机械工业很难快速走到世界的前沿。无论是外资对我国机械工业企业的并购，还是我国企业“走出去”并购别国的机械工业企业，都是机械工业企业快速实现国际化成长的基本途径。因此，我们不能因有些并购案例中外资占了一定的便宜，而我国企业吃了一定的亏就否定跨国并购这种企业实现国际化的方式的必然性和重要意义。而是要认真地总结其吃亏的具体原因，为未来更好地应对并购积累经验。而且就总体而言，我国政府对机械工业

企业的外资并购持有谨慎的态度和正确的处理方式。比如对法国 SEB 对苏泊尔的并购就批准了，因为它尽管在行业中具有较大的市场份额，但产品本身的地位和作用无关于国计民生，是企业行为。而对美国凯雷对江苏徐工的并购就没有贸然批准，因为徐工在中国机械工业中的地位和为国计民生中的作用决定了外资不能控股并购。而且，近年来，我国规范外资并购的法律法规体系正在趋于完善，外资并购的经验和技巧也正在被我国企业所掌握，这对我国外资并购的良性发展是有利的。总之，不能在有关国计民生的旗帜下，一味反对外资并购。对中国的企业来说，只要在国家有关外商投资的产业政策的规范下，参与跨国并购的实践是有利于企业发展的。当然也不能在企业国际化发展的口号下，美化外资并购，更不能在并购实践中随意进行操作而损害国家和人民的利益。一句话，外资并购既不是洪水猛兽，也不是天使，它就是市场经济发展中普通的企业行为，要遵循的是市场规则。

二、中国机械工业企业外资并购中存在的主要问题

对于机械工业行业外资并购存在的问题，国人议论颇多。我们认为有以下几个重要问题：

第一，外资并购中的价格问题。从我们分析的案例看，外资对中国机械工业企业的并购价格都偏低。比如，阿尔斯通并购武汉锅炉股份有限公司的每股价格只有 2.07 元，只比净资产高出不足 10%。这里明显没有考虑企业的无形资产和市场潜力，从而有利于外资方。另外，从美国凯雷对江苏“徐工”的并购案看，尽管它没有成为现实，但业界和舆论的分析也普遍认为存在“廉价变卖”国有资产的嫌疑。表明在出售企业的价格上是比较低的。造成这种低价转让的原因很多，有的是拍卖方式，没有人出好价钱；有的是协议转让定价，我方的谈判能力有限，无法获得好价钱，还有的是由于制度的不完善等导致的谋求个人或小组利益的有意的廉价转让等。无论哪种原因导致的低价变卖国有企业都是国有资产的流失。在外资并购我国企业，尤其是国有企业中，必须解决这个问题，必须按照市场经济原则定价。

第二，控股并购问题应当引起足够的重视。在外资对我国机械工业企业的并购中，一个普遍的现象是外资都倾向于实现绝对控股的并购。在企业控制权的掌握上，中外双方存在激烈的争论。本章研究的三个重要案例中，企业控制权的争议都存在。无论是阿尔斯通并购武汉锅炉股份有限公司、法国 SEB 并购苏泊尔，还是美国凯雷并购江苏徐工，外方都毫不例外地要求实现绝对控股的并购。当然从外资方看，这种要求具有必然性。但我方来说，欣然接受这种要求就难以理解。尤其是重要的大型企业，对外资的控股并购应当有足够的

防范才对。对机械行业的外资控股并购，我国的产业政策没有明确的规定。这个问题的妥善处理需要政府有效的监控和企业足够的警惕。一般而论，对大型的、在国计民生中有重要地位和作用的企业，不能让外资拥有控股权。而对那些中小型而且对国计民生和国家经济安全无关大碍的机械工业企业可以允许外资实现控股并购，但要妥善安置职工和保护著名品牌等。

三、优化中国机械行业外资并购的建议

我国机械工业企业在今后的外资并购中，优化并购行为的基本思路应当有下述内容：

（一）通过制度创新和技术创新提高企业的核心竞争力

我国企业的核心竞争力不高的基本原因是计划经济体制的改革不彻底，使企业的技术创新难以有效地进行。改变这种状态，首先要深化企业改革，从产权制度到企业经营管理制度全面改革是基础，尤其是国有资本控股的公司更是要深化国有资产管理制度的改革，使企业形成技术创新的动力机制和压力机制。其次是要组织研发力量，把自主创新与引进外国先进技术结合起来，为吸收和消化被并购企业的技术作准备。

（二）企业在外资并购中应有选择

对实施了国际化战略并有意参与海外并购的企业来说，要根据自己的技术与经济实力确立接受外资并购的目标。在技术、市场、品牌、营销网络间作选择。原则是不同的企业选择适合自己的并购目标。技术获取当然主要选发达国家，但发展中国家的小规模技术和某些适用技术也可以成为引进并购投资的目标。以市场扩大为目标的并购应主要选择发展中国家，尤其是经济发展水平较高，国民收入整体水平和社会福利比较好的新兴工业化国家。在价格决定上应当有规则，即上市公司应参照股票市场的价格确定向外资转让股份的价格；非上市公司也可以采取盯住与自己同类的上市公司的股票价格的办法来定价。最好不要采用净资产定价的方法。

（三）政府对需要保护的重要企业要有足够的支持政策

我国的机械行业承担着为整个国民经济提供装备的历史使命，需要大型的以我国投资控股的骨干企业的存在。国家要对这些企业的发展提供足够的资金、体制、技术等方面的支持，以便使他们在国内外的市场竞争中处于有利的

地位。而不至于像徐工那样的重要企业却因为资金、技术或经济包袱等方面的原因而情愿以低价转让其大量的股权而求生存。我们要研究徐工这样的企业为什么急于卖给外资，而且给外资的条件如此优惠。有一个原因是不争的事实，就是它的生存极为困难，试图通过外资并购摆脱困境。而政府的扶持和优惠可以使之不至于通过外资并购寻求出路。

本章总结

本章分析外资对中国机械工业企业的并购，主要案例是阿尔斯通收购武汉锅炉股份有限公司；法国 SEB 收购苏泊尔；美国凯雷收购徐州工程机械集团有限公司。每个案例解析包括以下内容：并购双方简介；并购背景与动机分析；并购过程介绍；并购问题分析。

思考题

1. 阿尔斯通收购武汉锅炉股份有限公司的动机是什么？
2. 法国 SEB 公司为什么要收购苏泊尔？
3. 凯雷收购徐工集团工程机械有限公司在中国有什么影响？
4. 如何看待外资并购中国机械工业企业？

第十二章

外资并购中国医药企业案例

本章概要

医药行业具有技术先进、资本密集和盈利率高等特征，因而市场竞争十分激烈，重组并购频繁进行。我国传统的医药产业由于技术落后和资本不足，所以成为引进外资和外国先进技术的主要产业之一。通过外资并购引进技术和资金成为重要的方式，本章着重研究外资对中国医药企业的并购案例，并对外资并购中国医药企业进行整体点评。

学习目标

1. 了解日本住友商事株式会社收购天方药业。
 2. 了解美国华平投资集团收购哈尔滨药业。
 3. 了解拜耳收购东盛盖天力集团。
 4. 如何看待外资并购中国医药企业？
-

第一节 日本住友商事株式会社收购天方药业

2006年2月8日，河南天方药业股份有限公司发布公告，日本三大财团之一的住友商事株式会社收购公司20%的股权已获商务部批准。根据双方协议，天方集团将持有的20%的国有法人股转让给住友商事。股权转让后，天方集团仍为第一大股东。住友商事和住友中国将成为公司的第二和第三大股

东，天方药业整体变更为外商投资股份有限公司。

一、并购双方简介

（一）河南天方药业股份有限公司（简称“天方药业”）

河南天方药业股份有限公司为河南省天方药业集团公司旗下的唯一上市子公司。2006年，天方集团总资产为2 248 951 745元，利润总额达34 842 871.32元，主营业务收入比2005年增长36.1%。主要经济指标均居河南省内医药行业前列，具有较强的实力。

天方药业始建于1969年，是以生产中西药制剂和原料药为主的国家大型综合性医药企业。下属16个子分公司、一个技术开发中心及80个驻外办事处。现有员工5 000人，是全国512家重点企业之一、国家科技部和中科院共同认定的高新技术企业。天方药业共生产11个类型366个品种、规格的产品，销售网络覆盖全国，主导产品天方罗欣、乙酰螺旋霉素、维脑路通和金霉素的市场占有率极高，而且产品出口能力很强，原料药欧典螺旋霉素、双氯灭痛、阿普唑仑等远销西欧、东南亚、中东、北非的20多个国家和地区，初步形成国际营销网络，具有较强的市场竞争力和开拓能力。

（二）住友商事株式会社（简称“住友商事”）

住友商事是日本屈指可数的企业集团，是住友集团的核心企业。住友商事跻身日本五大综合商社之列，是在全球开展业务的综合性跨国企业。目前在世界83个国家设有146个独立法人和办事处，职工总人数为31 492人。住友商事在中国自1979年中日建交后设立第一家办事处至今，在华机构已增至15家，在中国投资项目达120家，包括钢铁、化工、机械、电子、纺织、物资、物流、IT等行业，投资额约2亿美元。

二、并购动因

论实力，天方药业在国内医药行业的地位并非特别突出，而从住友以往在国内的合作伙伴来看，均为诸如海信、宝钢、一汽这样的行业龙头。因此，天方药业成为日本住友在中国人股的上市公司格外引人关注。

（一）实现天方药业与国际化大公司靠拢的意图

近年来天方集团通过一系列资本运作在国内医药行业大显身手，先后投资

1.32亿元在黑龙江、内蒙古、新疆、上海等地，以控股或收购形式重组5个医药有限公司，通过借用对方的人力、营业场所和销售通道，将分支机构伸入西北、华北、东北和华东市场。2003年天方集团投资6000万元，在哈尔滨、包头、郑州收购重组黑龙江天方有限公司、包头天方有限公司、郑州天方医药有限公司，天方药业均占51%的股权；2004年3月，天方集团投资1268万元重组新疆天方医药有限公司；2006年7月，天方集团投资5950万元收购上海普康药业有限公司70%的股权，组建上海天方药业股份有限公司。此次天方集团将所持天方药业20%的国有法人股转让给住友商事，有如下策略性考虑：

1. 引进国际大财团战略投资者共谋发展。引进住友商事资本，一是有助于天方药业吸收新技术和开发新产品；二是便于借助住友商事进入日本医药市场。

2. 改善管理体制与经营机制。天方集团虽然也在改革开放中转变管理理念和经营体制，但与国际接轨相去尚远。通过转让部分股权，天方集团可以向住友商事株式会社学习其国际化经营与管理的经验，缩短与国际先进经营管理的距离。

3. 出售股权给日本住友商事株式会社并不妨碍天方集团拥有的控股地位。双方正式签署转让国有法人股合同，天方集团仍以21472.16万股、占总股本51.124%的股权占据天方药业第一大股东的地位。而即使住友商事以20%的股权跃居天方药业第二大股东位置，在重大决策上天方集团仍具有决定权。

（二）住友商事株式会社并购的动因

住友商事收购天方集团所持天方药业20%的国有法人股的意图有如下几点：

1. 进入中原市场。天方集团及天方药业为河南省医药行业综合实力排名第一的企业集团，收购天方药业的投资风险很小。而住友商事的国际地位、雄厚财力和天方药业的稳健经营相结合，可以使住友商事顺利进入河南医药市场。

2. 通过直接并购进入速度快而风险小。从近几年医药类公司并购形式看，外资直接收购上市公司股权很少。住友商事对天方药业股权直接收购可以减少风险和降低收购成本。

3. 看好抗艾滋病药物的市场前景。天方药业近年开发的抗艾滋病药品获准生产，极大地提升了天方药业的社会效益和经济效益。而住友商事认定，通过收购天方药业部分股权，既有利于加强双方在抗艾滋病技术、药品研发或生

产方面的合作，亦有助于提高住友商事在抗艾滋病研发领域的国际地位，并从中得到更多的投资回报。

三、并购过程

2005年4月8日，河南省天方药业集团公司与住友株式会社、住友商事（中国）有限公司签订了《股份购买协议》。2005年8月26日，天方药业集团与住友商事、住友商事（中国）签订了《股份购买协议修改协议》，商定将股权转让价格由相当于人民币164 201 119元的美元现汇调整为相当于人民币171 894 077元的美元现汇，其中转让给住友商事的价格由131 360 895元调整为137 515 261.6元，转让给住友商事（中国）有限公司的价格由32 840 224元调整为34 378 815.4元。《股份购买协议》的其他内容不变。

2006年2月8日，河南天方药业股份有限公司发布公告，住友商事收购公司20%的股权已获商务部批准。天方集团公司以17 189万元将持有的20%的国有法人股转让给住友商事。股权转让后，天方集团仍持有天方药业51.124%的国有股权，为第一大股东。住友商事和住友中国将成为公司的第二和第三大股东，天方药业整体变更为外商投资股份有限公司。

四、并购分析

此次并购普遍被业内看成是并购和被并购双方实现双赢的案例，具体地说，并购给企业带来的变化有以下几个方面：

（一）改善了天方药业的股权结构和公司治理

在住友收购后，又经过股改，天方药业集团持有45%的股份，住友20%，其余为中小股东，改变了“一股独大”的局面，实现了国有股、外资股、社会股的多元化的股权结构，完善了法人治理结构，有利于建立现代企业制度，增强企业活力，提高企业效益，有利于天方药业的长远、稳定发展。住友进入后，日本住友派出两名董事参与天方药业的管理工作，为天方药业带来先进的管理经验。

（二）提高了天方药业的核心竞争力

一方面，天方药业可以从日本住友引进具有自主知识产权的药品，解决天方药业目前开发新产品能力欠缺的问题；另一方面，天方药业可以使用日本住友的国际网络向世界各地销售产品，扩大外贸销售额，增强天方药业开拓国际

医药市场的能力。

（三）提升了天方药业管理水平和企业整体素质

并购完成后，天方药业近期在整合方面正在做以下几个方面的工作：

1. 深化企业分配制度和劳动认识制度的改革。第一，通过深化分配制度改革建立健全有效激励机制。积极稳妥地推进工资分配改革，打破现有员工身份界限，解决企业职工身份不同、收入差距过大、同工不同酬等问题，使企业真正建立起与市场经济相适应的分配激励机制。第二，通过人事和用工制度的改革建立人员能上能下的机制。

2. 加快新项目的试制生产工作。第一，加快合成分厂的生产。尽快做好合成分厂辛伐他汀车间、环丙沙星车间、阿齐霉素车间的生产工作，及时解决生产过程中的问题，争取早日满负荷生产。第二，加快盐酸林可霉素原料药项目车间建设。目前市场上盐酸林可霉素原料药价格不断上涨，天方药业将加快该项目建设，争取早日试车投产。

3. 加强营销工作。推行商务型销售模式，通过整合客户资源，建立一、二级分销体系，避免客户多、配送成本高、呆死账的发生，确保公司货款安全，降低应收账款的风险。通过实行专职开发市场、终端促销，协助分销商拉动产品销售，同时将区域销售与产品分组销售有效地结合，做到分工明确，各负其责，促进新增产品的销售。

4. 加大外贸出口力度。天方药业将进一步加强对制剂产品的对外宣传力度，扩大出口产品范围和业务。充分利用公司现存的销售网络，同时借助日本住友的销售平台和网络拓展新的业务领域，不断提高外贸出口在天方药业总体销售中的比例。

第二节 美国华平投资集团收购哈尔滨药业

2004年12月20日，美国华平投资集团联手中信资本投资有限公司、黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司与哈药集团有限公司正式签署了《重组增资协议》，前三者以现金方式向哈药集团增资20.35亿人民币，成为哈药集团的新股东，分别持有哈药集团22.5%、22.5%、10%的股权。华平联手中信资本等机构投资者并控股哈药集团是外资收购大型国有企业的典型案例。

一、并购双方简介

(一) 美国华平投资集团 (Warburg Pincus) (简称“华平”)

美国华平投资集团 1939 年在纽约创立,是世界上历史最悠久和规模最大的专业直接投资公司之一。在过去 35 年里,华平在全球 30 多个国家投资超过 180 亿美元,投资的企业达 490 多家,培育了 20 余家《财富》500 强企业。华平专注于行业投资,其中包括医药保健/生命科学、金融服务、信息技术、通讯和传媒等。华平目前管理基金 140 亿美元,在全球设有 8 个分支机构,拥有 100 余名投资专家。华平是进入中国最早的国际专业投资机构之一,在华投资超过 4 亿美元,10 余家企业,其中 4 家企业在美国、中国香港、新加坡上市。

多年在医药保健和生命科学领域的成功投资经验,使得华平拥有全球著名药厂、科研机构、高层管理人员、行业专家和全球关系网络。华平以生命科学/医药、医疗设备、医疗服务为核心的产业链式投资,在 100 多家企业中总投资额近 30 亿美元,涉及医药产业链各个环节,遍及美国、欧洲、亚洲。其中,Inter Mune (全球著名的治疗肺部传染病、癌症的生物制药公司)、Visible Genetics (全球著名基因诊疗应用研发公司)、Triangle Pharmaceuticals (全球著名的治疗肝炎、艾滋病的生物制药公司)、Medtronic (全球著名的医疗器材公司)、United Healthcare (美国著名医疗服务管理公司之一)等在国际医药保健/生命科学领域享有盛名。

(二) 中信资本投资有限公司 (简称“中信资本”)

中信资本投资有限公司是中信集团旗下的国际投资银行,主要股东为香港上市的中信泰富有限公司及中信国际金融控股有限公司,二者各持有公司股权 50%。凭借对中国的深入了解,背靠中信集团的强大资源和所吸引的一流金融人才的互相配合,中信资本以香港为基地,向大中华地区的投资者和企业客户及跨国公司在投资银行、资产管理及证券买卖等多方面提供完备完善及专业的金融服务。

(三) 哈药集团有限公司 (简称“哈药”)

哈药集团有限公司是国有独资的大型医药企业,控股哈药集团股份有限公司、哈尔滨哈药集团三精制药股份有限公司 2 家上市公司,拥有 29 家全资、控股、参股公司,130 余家覆盖全国的外地销售办事处,100 余家零售连锁药

房,职工总数为2.19万人,2000年至2006年实现销售收入连续多年位居全国100家重点大中型医药工业企业前列。

2006年,哈药集团全年实现销售收入101.05亿元,同比增长11.86%;实现利润7.84亿元,同比增长16.15%,利润和销售收入指标分别位居全国医药工业企业前列。哈药集团控股的上市公司——哈药集团股份有限公司被评为全球华商医药百强冠军;哈药集团控股的上市公司——哈药集团三精制药有限公司高居2006年最佳成长性上市公司50强医药类公司首位。公司旗下拥有哈药集团制药总厂、哈药集团三精制药有限公司、哈药集团制药六厂、哈药集团世一堂制药厂、哈药集团中药二厂、哈药集团医药有限公司等多家医药生产经营优势企业及知名品牌。哈药集团共生产抗生素原料药及粉针、中成药、中药粉针、多门类制剂等7大系列、20多种剂型、700多个品种。其中主导产品头孢噻肟钠、头孢唑啉钠、氨苄西林钠等药品产销量均居全国第一位;青霉素钠原粉及粉针产销量均居全国第二位;盖中盖、葡萄糖酸钙、严迪、司乐平、双黄连、胃必治等众多知名产品畅销国内外市场。

(四) 黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司(简称“辰能”)

黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司于2001年8月,由黑龙江省电力开发公司、哈尔滨工业大学、黑龙江鑫正投资担保有限责任公司共同出资3亿元组建,参与当地一些项目的投资和改制。2002年9月,辰能公司进行了增资扩股,吸纳了哈尔滨巨邦投资有限公司为新股东,注册资本由此前的3亿元增至6.3亿元。公司主要从事项目投资、项目融资、投资顾问、财务顾问、项目管理、资本运营、产权交易等业务。

公司实行基金化管理,采取两级投资体系:受辰能风投委托的投资管理公司代表辰能风投负责项目受理、项目论证、投资组合、项目管理和资本退出;辰能风投负责资金筹集、投资决策、资本控制、项目监控。公司投资项目涉及电子信息、光电一体化、新能源、环保、生物制药等领域。

二、并购动机

(一) 哈药集团出售股权的动机

2004年12月16日,哈药集团发布公告,拟以全面要约的方式收购除哈药集团已持有的非流通股以外的公司的全部股份。而本次收购中最大的障碍就

是南方证券的违规持股，哈药集团全面要约收购的目的是解决南方证券的大比例控股从而避免今后可能产生的股权争斗。截至2004年第三季度，南方证券共持有哈药集团60.88%的股权，持有流通股已经超过了93%，远远超过哈药集团国有股东所持的总股本的34.76%，成为哈药集团的第一大股东。南方证券已经触及了《证券法》规定的应当依法向该上市公司所有股东发出收购要约收购的义务，随后，南方证券被行政接管，并进入破产清算。对于哈药集团而言，南方证券持股比例畸高一直是企业发展的一个心病，并且其持股的问题会危及控股股东地位。正由于这种奇特的股权结构亟待解开，国际收购基金便有了进入的机会。

随着南方证券被接管，南方证券违规大比例持有哈药集团流通股份的问题被暴露出来。很显然，这一问题对公司股权结构、哈药集团有限公司正常行使对公司的控股股东权利、公司股票在二级市场上的正常流通以及公司业务今后的正常发展，都造成了多方面的不良后果和极大的不确定性。因此，公司实际控制人哈药集团有限公司拟以5.08元/股的价格，对除其自身所持非流通股以外的公司81 029.96万股流通股实行全面要约收购。

哈药集团此次要约收购是希望以合法的市场行为，一次性地彻底地解决南方证券的参股问题。除了要约收购，哈药集团还公布了签订增资重组协议等有关事宜。哈药集团的实际控制人哈尔滨国资委决定引进外资对其进行重组，哈药集团在医药界的领军地位是重组哈药的重要动因。哈药集团认为，哈药集团本身拥有优秀的团队，在国内选择同行业产业投资者很困难，因为他们很难满足哈药对未来发展的需求。哈药一直希望通过增资扩股，获得强大的资本的支持。并且能够对接国际医药网络，包括研发和自身管理平台建设。所以哈药选择了华平投资和中信。

（二）华平和中信收购哈药的动机

中信联手华平是因为华平投资有国际医药行业的强势背景、投资经验和全球关系网络，有助于中信未来的发展。

华平投资认为哈药是值得投资的医药企业。因为中国医药行业前景可期，但目前企业规模普遍较小，在104家上市公司里，年利润超过1亿元的只有10家左右。哈药的现金流好，后续盈利能力很强；管理团队都是从底层干起来的，经验丰富，只要机制转换好，可以发挥更大的潜力。华平由于拥有雄厚的资金实力，选择的多是准入门槛高和市场空间大的项目进行投资。哈药正属于这种企业。在华平看来，哈药是只绩优股：2005年，年销售收入80亿元，负债却仅为3亿元，且现金流很好，蕴藏着很大的能量。增资扩股后，股本多

元化的哈药在体制和机制上会有很大的改变。在统一的采购平台、销售平台、研发平台、信息平台建立起来后，哈药对市场的敏感度和竞争力会得到提高。华平投资试图把哈药打造成为国际化的医药企业，并从中获利，即帮助哈药在海外寻找兼并收购的机会，为哈药创收购国内外医药企业提供行之有效的方法，并将把全球医药网络为哈药所用，帮助哈药打通国际化通道。

三、并购过程简述

2000年以来，华源集团、健康元、南京医药、上海复星实业、西安东盛集团、北京国药工业集团公司、李嘉诚的和黄集团、美国华平投资、中信集团都先后单独或结伴参与对哈药股权的争夺，甚至连JP摩根也有意收购哈药，最终是以中信领衔、美国华平投资和黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司参与的收购赢得了哈药和地方政府的信任，从而获得了哈药55%的股权。

2004年12月14日，哈尔滨市国资委、哈药集团、中信资本、美国华平投资和黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司五方共同签署了《重组增资协议》。三家投资公司以现金方式向哈药集团增资扩股20.35亿元人民币，分别获得哈药集团22.5%、22.5%和10%的股份，成为哈药集团的新股东。原股东哈尔滨市国有资产管理委员会持有45%的股权。

2004年12月20日，哈药集团以每股5.08元的价格向所有流通股股东发出收购哈药股份要约的公告，收购资金总额达到41.16亿元左右。要约收购成功，哈药集团将重新成为第一大股东。

2005年9月20日，举行了哈药集团有限公司增资扩股庆祝仪式。这标志着历时一年之久、创黑龙江省单项引资历史之久的哈药重组增资改制工作圆满完成。重组后哈药集团第一届董事会确定了将通过内部整合和对外购并成长为有国际竞争力的大公司的发展思路。

四、并购分析

(一) 并购特点

1. 目的明确。哈药集团此次增资扩股的目的非常明确，就是希望获得资本支撑，同时可以获得国际医药平台的支持。在国内选择合适的金融产业投资者相对比较困难。而且借助于增资扩股，哈药可以对接国际医药网络，包括研发和自身的管理平台。正是基于这种考虑，哈药选择了华平。从哈药的角度看，华平本身是一个国际著名的投资企业；同时，华平还具有医药、医疗方面的管理网络，将成为哈药未来进入国际市场的一个强大支撑。当然，不仅仅是为了

扩展国际市场，哈药还希望通过此次重组在企业治理、资本运作方面有所加强。

2. 政府在并购中起了关键作用。政府的推动起到了关键作用。从大的方面考虑，政府站在了建设东北老工业基地的战略高度上看问题。在振兴东北的现阶段，正面临着国内市场国际化，以及国际市场国内化的发展形势。东北老工业基地调整改造的起点是“国际化”。实现与国际接轨，首先应加速企业接轨。少数特大型国有企业可以借助国际资本的实力和民营资本的活力以及国有资本的基础原动力，三位一体，均衡持股，混合所有，以建立法人治理结构为重点，重新配置企业利益主体的相互关系，加速特大型医药企业国际化的进程。此次重组以后，中信资本等三家合计拥有的哈药集团股权为55%，而哈尔滨市国资委持有的股权则降至45%。政府在国资部分绝对话语权和做大企业两方面的正确抉择与取舍，才使得哈药集团的重组得以顺利进行。

（二）企业发展前景

1. 此次并购对哈药发展的积极作用。与国际大公司相比，目前哈药只是“一叶小舟”，但引进中信和华平等投资方之后，哈药将继续加大对已处国际主导地位的青霉素业务的投入。另外，今后哈药有意借助华平覆盖全球的医药销售网络，全力把哈药5年前开发的中药粉针向全球推广。

此次收购，对哈药集团而言，一是国家利益获得了全面的维护，国有资产实现了保值增值，并放大了国有企业的功能；二是哈药集团通过增资扩股实现了与国际优势资本的对接，获得了哈药集团快速发展所必需的战略资源。超过20亿资金的投入，对于企业的发展和行业的整合将极为有利。而中信资本与华平投资的参与也使金融和医药两个平台形成产融有机结合的优势。

哈药将借助新股东所带来的资源及其遍布全球的医药企业网络，与国际医药公司实现沟通和合作。哈药以后将重点发展抗生素、非处方药、中成药、保健品等七大支柱业务。同时，重组后，哈药还将争取以“哈药”品牌全面进入国际产品和资本市场。今后，哈药将进入中药产业，而这也是哈药在10年前就已经开始研究的课题。增资扩股后，哈药希望能借助华平投资公司在全球广阔的医药协调网络，把哈药的特色产品推广到国际上去。

2. 哈药未来生产经营所面临的问题。主要是入主哈药的投资者是财务投资人，他们的“速战速决”的经营策略可能会影响到哈药长远发展。而且华平投资已公开表示，“进”只是为了将来的“出”。2004年12月20日当天，华平投资用瓜熟蒂落、水到渠成来形容他们今后从哈药的“退出”。

另外，外资战略投资者的进入，从国际经验看，进行长期持有并在经营管理上和核心技术上加大投入者不多，他买的只是企业的发展势头、发展潜力及

收益预期，短期内他会持有，然后找准时机他就会套现抛售，他以赚取阶段性利益为战术，这对于要长远稳定发展的企业会带来不可预期的震动和冲击。而且选择中信资本也有风险，中信资本采用的是财务资金注入的方式。按照中信资本目前的实力是完全可以对哈药进行控股的，但是现在其只是注入了22.5%的股权，这难以表明其长期稳定投资的意愿。再者，哈药没有选择具有资深医药背景的国际大型药企作为战略投资者对其未来的发展是存在风险的。

第三节 拜耳收购东盛盖天力集团

2006年10月25日，拜耳医药保健有限公司与东盛科技股份有限公司在北京联合宣布，拜耳保健消费品部收购后者的三个品牌的抗感冒、止咳类西药非处方药业务及相关资产，收购金额为人民币10.72亿元，再加额外的人民币1.92亿元在项目完成交割后，基于业绩标准的考核来支付。这是跨国公司在 中国制药领域较大的一起外资并购案例。

一、并购双方简介

(一) 拜耳医药保健有限公司（简称“拜耳”）

拜耳公司于1863年由弗里德里希·拜耳在德国创建。1899年3月6日拜耳获得了“阿司匹林”的注册商标。1925年公司同其他几家化学公司合并建立法本化学工业公司，第二次世界大战后被拆散。1951年成为独立的法本继承公司，称拜耳颜料公司，1972年取名“拜耳公司”。公司的总部位于德国的勒沃库森，在六大洲的200个地点建有750家生产厂；拥有12万名员工及350家分支机构，几乎遍布世界各国。高分子、医药保健、化工以及农业是公司的四大支柱产业。公司的产品种类超过1万种，是德国最大的药业集团。

该企业在2007年度《财富》全球最大500家公司排名中名列第158位。拜耳公司和中国的渊源可以追溯到20世纪初期，拜耳早在1936年就开始在上海生产销售阿司匹林。今天的拜耳医药保健在中国已经拥有2000多名雇员，4个业务群：拜耳先灵医药、保健消费品、糖尿病保健和动物保健。拜耳医药保健作为拜耳集团的子公司，是世界领先的医药保健和医疗产品制造企业。拜耳医药保健在全球由动物保健、保健消费品、糖尿病保健和拜耳先灵医药共4

个部门组成。2007年拜耳医药保健收购先灵，成立拜耳先灵医药部，拜耳先灵医药部包括四个业务部门：普药业务、影像诊断业务、抗肿瘤/特殊治疗业务、女性健康业务。2006年拜耳医药保健全球销售额达117亿欧元。

（二）东盛科技股份有限公司

东盛集团有限公司是西安高新区内一家以高科技医药产业为主体的大型集团企业，也是国内医药行业内具有一定影响力的品牌。集团控股和参股两家医药类上市公司，拥有两个国家级药品生产基地，两个博士后流动工作站，与30多家医药企业实现了强强联合。目前，公司现有员工近万名，总资产逾65亿元。2003年东盛集团技工贸总收入达80亿元，2004年企业技工贸总收入达100亿元，进入全国医药工业前20强。

东盛集团经营目标锁定在医药工业、医药商业物流、医疗服务、保健品市场等四大业务领域。近几年来，东盛集团通过一系列的资产重组，已与东盛科技股份有限公司、江苏启东盖天力制药股份有限公司、湖北潜江制药股份有限公司、中国医药工业有限公司、云南医药集团有限公司、青海制药集团有限公司、宝鉴堂国药有限公司、山西广誉远国药有限公司、云药科技股份有限公司以及陕西济生制药有限公司、河北邢台英华医药有限责任公司、陕西汉中生物研究所等30多家医药企业实现了强强联合，取得了医药研发、生产和营销的强大优势。其中，青海制药集团有限公司是我国唯一定点的“国家麻醉药生产基地”；湖北潜江制药股份有限公司是“国家眼科用药生产基地”；山西广誉远国药有限公司是我国有文字记载的现存最早的医药企业，迄今已有400多年的历史；而东盛科技，已经作为唯一的一家医药类企业连续3年入围“中国最具成长性上市公司”百强榜。

东盛集团拥有驰名全国的品牌资源，经过近几年的精心运作，其拥有“白加黑”、“盖天力”、“维奥欣”、“小白”、四季三黄软胶囊、瑞珠滴眼液、青海牌麻醉药、宝鉴堂国药、济生大输液、龟龄集、定坤丹等一大批国内知名药品品牌。其中“白加黑”首创白天黑夜分开给药的独特方法，是国内感冒药市场的领导性品牌；瑞珠滴眼液是国内第一支不含防腐剂的眼药水；“维奥欣”被评定为国家级重点新产品；“远”字牌定坤丹和龟龄集是为数不多的国家中药保密处方。

二、并购动机

（一）东盛出售业务与相关资产是为解决资金困难

东盛在过去的几年里并购潜江制药和丽珠医药，并与国药工业公司联手收

购了云药集团，品尝了并购带来的喜悦和苦涩。由于东盛科技很长时间没有足够的融资，在一连串的并购后资金链紧张的问题日益严重。东盛历年来用在并购扩张方面的资金总额在 14 亿元左右。资金成本按 8% 计算，每年支付的资金利息就高达 1.2 亿元。2004 年 4 月以来中央政府的宏观调控措施使负债率居高的东盛集团资金面更趋紧张，截至 2004 年第三季度，东盛科技负债合计为 8.9 亿元，资产负债率高达 70%。面对严重的资金困难，东盛集团自 2005 年起开始从以前投资的领域中退出，包括退出云药集团和出售盖天力。若东盛顺利以 13 亿元价格出售盖天力给拜耳，加上退出云药之后的资金回流，总共资金将回流 18 亿元左右。

（二）拜耳收购东盛是为了占领中国医药市场

中国医药消费市场不断扩容，而多数外资制药企业都力图进入。德国拜耳 2005 年以 23.8 亿欧元的价格收购了罗氏大众 OTC（非处方药）部门以来，正在加强中国的 OTC 市场的开拓。借助东盛科技和成熟的营销网络来推广该公司的系列产品是合适的买卖。拜耳集团通过此次收购，将拥有原东盛科技旗下启东盖天力公司所拥有的“白加黑”、“小白”、“信力”等感冒止咳药品牌，以及所有生产设施和销售网络。若收购顺利完成，拜耳在中国的大众健康业务会扩大一倍。

近几年来，OTC 业务一直是拜耳投资的重点。2005 年收购了罗氏的 OTC 业务后，原先 OTC 产品线并不丰富的拜耳一举成为全球第三大 OTC 生产商。而在中国，拜耳的 OTC 实力还远没有达到如此规模。为了大力拓展拜耳亚洲的 OTC 市场，拜耳集团专门募集了 15 亿美元的资金，其中相当一部分将用于中国市场。根据收购协议，东盛集团将上述 3 个著名 OTC 品牌的业务予以转让，但保留了“盖天力”品牌。以上三大品牌，2005 年的销售额为 3.308 亿元。其中，“白加黑”品牌的综合实力在全国感冒药市场排名前 5 位。

对跨国公司来说，中国 OTC 市场的魅力在于它仅次于北美、西欧和日本市场，占全球 OTC 市场份额的 5.7%。2005 年中国 OTC 市场销售额达 36 亿美元，中国的 OTC 正以 11% 的增长率，成为全球市场中增长最快的地区。而且中国企业的终端网络是他们最急需的资源。OTC 产品的推广需要有强大的终端网络支持，建立这个网络的时间长，且成本巨大，而购并那些 OTC 市场做得相对较好的本土企业成为跨国药企的首选策略。

三、并购过程

2006 年年初，拜耳开始与东盛接触，商讨收购问题。经过前后近 10 个月

的谈判，2006年10月25日，拜耳医药保健有限公司与东盛科技股份有限公司在北京联合宣布，拜耳保健消费品部已与东盛科技子公司——东盛科技启东盖天力制药股份有限公司签署协议，收购后者的“白加黑”感冒片、“小白”糖浆、“信力”止咳糖浆等抗感冒、止咳类西药非处方药业务及相关资产，收购金额为10.72亿元（约合1.08亿欧元），再加额外的1.92亿元（约合1900万欧元）在项目完成交割后，基于某些业绩标准的考核来支付。

由于这是制药业外资并购民族品牌案，所以商务部非常谨慎。在经过将近一年的漫长等待后，2007年10月11日，商务部同意拜耳增加注册资本，以及收购“白加黑”等感冒药业务资产等事项。

四、并购分析

（一）并购的特点

首先，东盛忍痛卖掉其核心产业是为了化解资金危机。就在10月25日东盛与拜耳签署并购协议后，10月31日，东盛科技股份有限公司发布公告称，大股东西安东盛集团有限公司和东盛药业占用上市公司资金高达15.88亿元。根据发布的东盛科技公告，公司股东东盛集团、东盛药业共占用公司资金158826万元，其中东盛集团占用113910万元，东盛药业占用44916万元。除此之外，东盛科技还违规对外担保了巨额资金。截至2006年9月30日，东盛科技累计对外担保113434.83万元，占该公司净资产的比例为248.24%。其中，未披露的担保总额高达9.56亿元。公告还显示，2003年4月至今，东盛集团以东盛科技作为融资平台，用获得的贷款分别收购了中国医药工业公司、潜江制药、安徽友邦等企业，这是东盛集团占用上市公司资金的主要原因。此外，东盛集团及其控股子公司日常运营也占用了不少资金，东盛科技另一部分资金则被东盛药业自身直接占用，用来筹集运营周转资金、运营费用以及技改资金。

另外，此次并购，东盛出售的是产权，不是股权，东盛科技旗下的股票并没有转让给拜耳，这也是拜耳聪明之处，这样，拜耳就不负有安置公司员工的义务，省去很大一笔资金，也避免了潜在的危机。

（二）并购后企业的发展前景与教训

1. 并购后东盛的发展举措。此次并购中，东盛所出售的“白加黑”感冒片、“小白”糖浆、“信力”止咳糖浆等品牌及其生产和销售队伍，占到整个启东盖天力资产的70%以上。出售了优质资产后的东盛，还剩下些什么？这是

东盛不得不面对的问题。在与拜耳的签约仪式上，东盛曾表示东盛将从规模型向效益型转移，退出西药 OTC 市场，锁定传统中药、现代化中药和麻醉精神药三大块业务，不再对外扩张规模，加快形成“现代中药为主体，传统中药做精品，麻精药品做高端”的三大支柱产业群，由此迎来东盛科技的“后白加黑时代”。

经过此次危机，东盛开始转变发展思路，从 2006 年 10 月 31 日开始，东盛的目标从行业第一转为股东价值最大化，就是要把公司利润提升上来，而不是把东盛的规模做到最大。从更深远的视角来看，东盛将白加黑拱手相让，也正是东盛业务梳理的开端，因为此次收购完成之后，东盛在医药行业将专注于现代中药、传统中成药和麻醉及精神药品这三大业务领域，是业务收缩的一个开端。在今后两年，东盛的核心是全面整合公司内部资源，显著提升企业的盈利能力。

2. 教训：对资本运作的态度。资本运作需要强大的资金支持，东盛也不例外。在东盛资本危机爆发之前，东盛一连串的并购使自己资金链日趋紧张，加上国家的宏观调控，在 2004 年，东盛就被银行压缩了将近 5 个亿的借款，这对于一家持续经营的企业来说，特别是像东盛这样正在扩张的企业来说，无疑是致命的打击。总结资金困境下的过失，东盛没有及时调整债务结构是最大的失误。在拜耳并购前，东盛在企业债务结构中，主要是短期负债，占到了总额的 98%，而长期债务和中期债务的比例仅为 2%，危机到来时，这样的债务结构加剧了资金周转的难度。

3. 东盛未来的优势。以下几个因素使东盛科技现在仍是中国医药类上市公司拥有战略资源的企业。第一，东盛科技 2006 年以 95% 的股份控制了山西老字号企业广誉远，这是一家拥有 400 多年历史的医药企业，主要产品为皇室用药，其主打产品为“定坤丹”和“龟龄集”，两个产品都是国家保密品种。第二，东盛拥有青海制药集团 52% 的股份，涉足麻醉药品，这是中国医药行业中的垄断行业。第三，凭借东盛的研发能力及营销能力可以培育出若干“白加黑”这样的品牌。比如“盖天力”品牌就是中国驰名商标。第四，在现代中药领域，东盛科技旗下投资 2 亿多元的西安工厂设施在全国保持领先，主导产品“维奥欣”、“四季三黄”软胶囊。抗病毒口服液，“脑乐静”口服液等等都是国家社保用药，增长潜力巨大。第五，品牌影响优势。东盛拥有良好品牌形象，东盛已经被国家工商总局批准为中国驰名商标，在东盛科技体系中拥有两个中国驰名商标，近 20 个省市级知名商标。公司已经筛选出 400 个最常用品种使用东盛商标，市场潜力很大。

第四节 对外资并购中国医药企业的点评

医药行业是关系到国计民生的重要行业，其发展程度对于国民身体素质和国家整体的国民健康状况有着重要的影响。在中国，该行业是一个竞争性行业，这种状况使得外资可以比较容易地获得并购机会。外资并购也是现阶段我国医药行业发展的一个重要特点。对外资并购中国医药行业，可以做以下的基本点评。

一、外资并购中国医药行业的特点

综合以上案例并结合其他典型案例，我们可以看到外资并购中国医药行业的如下特点：

（一）外资在中国的收购目标，主要是新产品和知名品牌

随着时代的发展，重磅级畅销药种类不断发生变化，新产品是企业生存发展的重要源泉。住友收购天方药业，很重要的一点就是看中了天方在生产“抗艾”药领域的前景，谋求更早更快地进入该领域。再就是品牌对外资的吸引力。目前一类品牌如云南白药、东阿阿胶等，其产品具备一定的垄断性质，靠独特的产品功效树立了品牌；另一类是同仁堂等产品多元化企业，品牌在浓重的历史文化中沉淀积累，成为行业质量和信誉象征。这些无疑对外资有着致命的吸引力。拜耳对东盛“白加黑”等品牌的收购，就是品牌收购的一个例子。

（二）本土企业的销售网络和渠道是外资并购所考虑的重要因素

尽管产品和研发能力是跨国医药企业在全世界选择并购对象时考虑的首要因素，但本土企业的终端网络也是选择目标企业的重要指标。因此，营销渠道和网络是本土医药企业最有价值的东西。拜耳收购东盛旗下品牌，将品牌所属的销售队伍和渠道也尽归自己旗下正是基于这种考虑。

（三）外资医药巨头不是单纯的股权投资，重视的是资源整合

无论是华平收购哈药还是拜耳收购东盛，外资收购都很看重本土企业的资源。这两家是抗生素、维生素等领域的重要企业，我国医药产业在国际市场最

有竞争力的就是这两类产品。外资并购后，对所并购企业进行资源整合，将所并购企业的优势资源转化为自己的核心竞争力，并在中国市场甚至世界市场上运用。比如外资在传统抗生素领域、特色产品、优势品牌、OTC药领域、销售渠道等环节大收购就是这样。

二、中国企业在面对外资并购时所面临的问题

我国企业在面对外资并购时所面临的问题，主要有如下几个方面：

（一）在并购活动中处于被动地位

这里的被动是说企业因为诸如资金和债务等问题，不得已参与外资的并购，借以化解自己面临的问题。德国拜耳收购东盛集团的“盖天力”、“白加黑”产品和品牌就是一个典型案例。在拜耳收购东盛两年前，曾经有一家外资企业希望收购这部分品牌和资产，开价远高于这个1.3亿欧元（折合13亿元人民币）的价格，但当时东盛并不感兴趣。现在行业整体利润下降，宏观调控致使银行贷款难求，而且，东盛在几年时间内，接连并购潜江制药，争夺丽珠医药、云药集团，在一连串的并购、参股之后，东盛资金链紧张的问题日益严重。东盛历年来用在并购扩张方面的资金总额达到了14亿元左右。为了偿付巨额债务，为了企业生存，东盛退出云药集团，同时也不得不将“白加黑”等品牌出售给拜耳。

（二）我国医药企业的经营思路问题

资金问题只是导致收购的表面因素，根本原因是企业经营战略的失误。国外成功的并购经验表明：在选择对象上应更偏重并购能否带来研发技术提高和产品的专业化。由于医药市场越来越细分，新产品的开发和对已有产品的改进是大型企业的长期发展战略，而产品生命周期的决定性因素是产品的研发技术。相比之下，中国企业的并购大多考虑的是企业规模扩张和市场份额增加以及销售网络延伸等短期目标，很少从提高药品研发角度考虑。而当企业的生产经营受到技术落后的牵制时，企业规模效益就不会随着规模的扩大而增加，反而会因规模扩大出现效益递减现象。盲目追求规模而忽略效益，甚至不惜以牺牲效益来换取规模是最大的问题。

三、改善中国医药行业并购效果及经营效果的建议

从国际医药经济发展来看，医药企业兼并重组是医药经济全球化的必然趋

势，世界排名前列的跨国医药公司大多进行了不同规模的兼并重组，从而形成了诸如葛兰素—史克比成，辉瑞—华纳兰博特等一批超大规模的制药企业。在这种背景下，我国医药企业参与国际并购重组，把企业做大做强是必然。针对上面提到的问题，我国医药企业在跨国并购中应注意如下内容：

（一）提高企业自主创新能力是解决并购效益差的根本途径

从国际经验看，新药的研究与开发需要较长的时间和较高的投入。新药开发一般耗时 10 年左右，在发达国家通常耗资 5 亿~10 亿美元，我国至少也要 2 亿~5 亿元人民币。我国新药研发受投入不足的制约，水平较低。我国生产的化学药品 97% 都是仿制药。这种状况导致了市场竞争的恶化。所以加大对新药的研发投入成本，走自主创新的道路是在跨国并购中占据主动地位的根本。

（二）调整参与并购的思路：从规模扩张转向企业效益提高

企业要树立科学发展观。根据企业自身的资源状况，制定和实施企业发展战略。在经济并购全球化时代，通过并购“快速”实现企业扩张往往能得到地方政府和金融机构的扶持。而研发、公司治理、人力资源、诚信等需要下苦工夫去做的事企业则兴趣不大。但企业做强和出效益的基础却在于此。在外资并购中必须从盲目“做大”向“做强”转变。在“做强”中积极利用外资并购带来的先进技术、资金和管理经验才是在跨国并购中立于不败之地的法宝。

本章总结

本章研究外资对中国医药企业的并购，主要案例有三个：日本住友商事株式会社收购天方药业；美国华平投资集团收购哈尔滨药业；拜耳收购东盛盖天力集团。每个案例包括以下主要内容：并购双方简介；并购背景和动因；并购过程；并购分析。本章对外资并购中国医药企业进行整体点评，分析其必然性，存在的主要问题以及解决问题、优化外资并购的思路和对策。

思考题

1. 日本住友商事株式会社收购天方药业的动机是什么？
2. 如何评价美国华平投资集团收购哈尔滨药业？
3. 拜耳为什么要收购东盛盖天力集团？
4. 如何看待外资并购中国医药企业？

第十三章

外资并购其他产业企业案例

本章概要

本章主要分析前面各章以外的其他产业中发生的外资并购案例，涉及的行业有化妆品、房地产和家电业。

学习目标

1. 了解欧莱雅并购羽西。
 2. 了解香港路劲基建并购顺驰中国。
 3. 了解高盛收购美的电器。
 4. 了解德意志银行收购海尔电器股份。
-

第一节 欧莱雅并购羽西

2004年1月28日，法国欧莱雅集团正式对外宣布收购科蒂集团旗下的中国彩妆及护肤品牌羽西。双方于2004年1月23日正式签订了收购协议。此次收购包括位于上海的投资2 000万美元，年产量达6 000万件的生产基地。此次并购是国际化妆品品牌收购我国中端化妆品品牌的典型案例，分析此次并购的背景和并购的过程及并购后的整合情况，对于研究我国化妆品行业的并购具有借鉴意义。

一、并购双方简介

(一) 法国欧莱雅集团有限公司

位居《财富》500强的欧莱雅集团公司创立于1907年。2002年11月13日，欧莱雅集团荣获《经济学人》评选的“2002年欧洲最佳跨国企业成就奖”。2003年年初，欧莱雅荣登《财富》评选的2002年度全球最受赞赏公司排行榜第23名。欧莱雅集团的事业遍及150多个国家和地区，在全球拥有283家分公司及100多个代理商。欧莱雅集团在全球还拥有50491名员工、42家工厂和500多个优质品牌，产品包括护肤防晒、护发染发、彩妆、香水、卫浴、药房专销化妆品和皮肤科疾病辅疗护肤品等。

20世纪80年代，欧莱雅就在巴黎成立了中国业务机构，专门从事对中国市场的研究。90年代欧莱雅在其香港的分公司里设立了中国业务部，开拓中国市场，并在广州、北京、上海等地设立了欧莱雅形象专柜，测试中国消费群体对欧莱雅产品的市场反响。1996年，欧莱雅正式进军中国市场，成立了合资企业并选址兴建工厂。1997年2月，欧莱雅正式在上海设立中国总部。1999年，欧莱雅中国转变为外商独资公司。到2004年年底，欧莱雅集团在中国已拥有3000名员工，业务范围遍布北京、上海、广州、成都等400多个城市，旗下有巴黎欧莱雅、美宝莲、卡尼尔、兰蔻、赫莲娜、碧欧泉、欧莱雅专业美发、卡诗、薇姿和理肤泉10种世界知名明星品牌，其中兰蔻、薇姿、美宝莲三大品牌分别占据高档化妆品市场、药房、护肤品和大众彩妆市场的第一名。

(二) 新羽西化妆品有限公司

1992年，享有国际声誉的华裔名人靳羽西女士创建了羽西品牌。她的目标就是要通过化妆品使得中国女性更加自信。羽西最初的产品是唇膏，拥有九种选自全球时尚潮流的并且适合中国女性脸部特征的颜色。随后羽西很快进入了护肤领域，带着融合东方智慧和西方先进科技的愿望，在产品中最大化地加入了中国自然成分。“专为亚洲女性设计”的理念让其在中国市场拥有了较高的知名度和市场份额，被认为是中低端市场的主要品牌之一。1996年，靳羽西化妆品公司和世界闻名的跨国化妆品公司美国科蒂（COTY）开展合作，使公司全面与国际接轨。1998年，羽西公司在上海浦东金桥出口加工区内建立了具有高科技水平的生产工厂。2001年，羽西亚洲护肤研究中心在浦东成立。2003年羽西化妆品公司在全球的销售收入达3800万欧元。

二、并购动机

欧莱雅集团并购靳羽西化妆品有限公司的基本动机就是看好中国化妆品的市场前景和提高其在中国化妆品市场的份额。近年来中国化妆品消费额占家庭消费支出的比率有逐渐增加的趋势。2003年中国化妆品市场年销售额已超过了30亿美元，2004年仅皮肤美容化妆品的销售规模就达到12亿美元，比上年增长20%。2005年，中国消费者在美容化妆品上共支出103亿美元，较2004年增长11%。在化妆品消费量上，中国每年以8%的速度迅速增长。在这个具有巨大市场潜力的国家开拓市场必将得到丰厚的回报。但目前中国化妆品市场的平均消费能力偏低，中低端市场的占领也就尤其重要。所以收购整合成熟的本土品牌，并借此迅速扩大销售网络，构建更完整的品牌阵线成为最佳选择。

收购靳羽西化妆品公司是欧莱雅完成它在中国产品链的重要一环。长期以来，欧莱雅在中国都是以中高端产品著名，但要在中国市场上得到更快发展，仅仅靠中高端产品，不大可能实现销售额的目标，必须将战线拉向市场空间更为广阔的大众化妆品领域。可以说，收购“羽西”是其既定的战略步骤。收购羽西是欧莱雅集团继收购中国本土品牌“小护士”之后的又一重大收购行动。收购小护士是对最低端市场的占领，而收购靳羽西化妆品公司是对中端市场的介入。但到目前为止，欧莱雅在中国的销售额还不到它在全球销售额的1%，还有巨大的市场潜力可以发掘。目前，欧莱雅在中国彩妆领域已经排名第一，在护肤领域因完成两次成功并购，已坐上老二的位置，在药房、高档化妆品和专业美发领域都稳坐头把交椅。作为世界最大的化妆品公司，法国欧莱雅集团正在快速占领中国市场。

三、并购过程

在对羽西和科蒂公司的并购活动中，包括宝洁与资生堂等好几家化妆品公司都介入了洽购。当时参与竞争的最大对手是宝洁，但欧莱雅集团最终以羽西年销售额约2倍的价格击败宝洁等对手，成功收购羽西，其代价约为7600万欧元。

欧莱雅集团对靳羽西化妆品公司的收购是分几步进行的。一是与科蒂公司达成协议。收购羽西化妆品公司的所有权，包括投资2000万美元的上海工厂以及实验室、所有的人员、管理人、销售渠道及所有固定资产和无形资产。二是从科蒂公司买下科蒂跟靳羽西化妆品有限公司签下的到2013年的品牌使用权。因为1996年科蒂跟靳羽西化妆品公司设立合资公司时签订了关于品牌使

用权的合同，所以羽西品牌并不属于科蒂公司。三是与羽西本人达成协议，羽西同意将羽西品牌的所属权全部转让给欧莱雅公司。

四、并购分析

此次收购的最大特点就是欧莱雅集团没有搞品牌冷冻，而是以最快的速度赋予品牌新的生命力，并引导其以全新的形象进入市场。自2000年以来，欧莱雅一直在努力从事关于并购中国本土化妆品牌的尝试。如何使羽西这个品牌再度焕发生机是并购完成后欧莱雅集团面临的最重要的任务。欧莱雅对羽西采取了包装并推向中端的激活方式。2005年4月22日，羽西易主后的全新产品首次在上海举行发布会，正式推出三大高科技新产品，共30个单品，另外70多个单品也将在之后持续推出。这表明欧莱雅要把羽西推向国际市场，使之成为欧莱雅集团旗下一个国际性的品牌，并首先要在中国以及亚洲把羽西品牌发展好。

此次收购的另一问题是如何执行更为积极的市场融合策略。因为随着并购而来的本土品牌增多，欧莱雅的文化差异将越来越明显，所以如何整合所有品牌产品的生产销售链条就显得至关重要。欧莱雅集团在中国市场的总投入已经达到12亿元人民币，已经实现了战略性整体盈利。但欧莱雅在中国的盈利，得益于整体链条的整合。在这一链条上，欧莱雅将并购策略作为突破口，正在分步骤构建自身的生产—研发—销售链条。欧莱雅目前在中国有三个工厂，分别位于苏州、宜昌和上海浦东，后两者是由于去年收购羽西和小护士而来。上海浦东的生产基地为科蒂集团投资2000万美元兴建，1997年年底落成，目前年产量达6000万件。欧莱雅将调整三家工厂之间的生产布局，使它们有各自不同的生产分工。苏州尚美工厂主要负责彩妆及染发类产品的生产；宜昌工厂负责护肤类；浦东美科工厂负责大众化妆品部中较高档产品的生产。2006年4月25日，欧莱雅宣布，投资2亿元对其在苏州的尚美工厂进行二期扩建，以顺应销售日渐增长的中国市场，2007年6月竣工并投入使用后，尚美工厂的产能提高一倍，达到年产2.4亿件化妆品的规模。

从上述分析可以概括此次收购的几个特点：一是欧莱雅集团的品牌思路很清晰。并购是获得品牌资源的快捷手段，重要的是激活品牌并制定和实施可行的市场融合策略。二是欧莱雅的并购注重的不是交易的价格，而是实际与潜在的品牌价值。并购一个新品牌对欧莱雅而言，关键在于能否拓展欧莱雅的品牌战线，是否符合公司的整体发展战略。通过并购等形式将本地较有影响力的公司、产品或品牌拿来，进行重新包装整合后充实自身的品牌战线，形成了欧莱

雅的独特竞争力。

第二节 香港路劲基建并购顺驰中国

2005年9月5日,香港上市公司路劲基建有限公司并购顺驰中国控股有限公司的协议正式签订。根据协议,路劲基建出资12.8亿元对顺驰中国进行并购,包括购买顺驰位于苏州工业园凤凰城的地块3.8亿元,并购顺驰A55%的股权,认购顺驰B55%的股权。并购完成后持有顺驰中国55%的股权。顺驰中国原股东孙宏斌持有40%的股权,高管层持有5%的股权。

一、并购双方简介

(一) 香港路劲基建有限公司

香港路劲基建有限公司是香港上市公司。作为1996年就已在香港联合交易所上市的国际华裔500强企业,路劲基建有限公司专注于投资、发展、经营和管理收费公路和房地产业,曾被财经杂志评选为“香港最佳管理公司”,2005年上半年集团的总资产为75亿港元,净资产为50.9亿港元,在中国8个省参与了21个收费公路和项目,经营60多个公路收费站,公路总里程约1100公里,投入资金超过60亿港元。路劲从2004年开始涉足房地产发展业务,隼御地产是其旗下专注于房地产发展的旗舰企业,项目在广东省和江苏省,可发展总楼面面积约290万平方米。

(二) 顺驰中国控股有限公司

顺驰中国控股有限公司成立于1994年,现已成为集房地产开发、房地产中介服务与物业管理于一体的大型企业集团。顺驰中国是天津市房地产开发行业和中介行业的第一名。2003年,顺驰中国销售回款近40亿元,占有天津市商品房市场20%的市场份额;同时拥有200多家直营连锁店,占有天津市二手房市场30%的市场份额。2003年,顺驰中国开始推进全国化战略。2004年,顺驰中国初步完成华北、北京、长江三角洲、中原、中南的全国总体战略布局,在北京、上海、苏州、南京、无锡、石家庄、武汉、济南、郑州、洛阳、荆州等城市所的20余个项目都陆续亮相市场。同时,顺驰中国的联营企

业——顺驰置业将连锁经营模式推广到北京、南京、成都、广州、石家庄、上海、苏州、无锡、武汉、沈阳、重庆、长春等城市的中介市场，连锁店面超过600家。顺驰中国在2002年和2003年连夺中国地产“名企、名人、名盘”三项大奖，顺驰置业荣获“中介名企”称号。

二、并购动机

从香港路劲基建有限公司来看，占领内地房地产市场的强烈冲动是并购的主要动机。中国内地房地产市场具有巨大的发展潜力。香港路劲从2004年开始，进军内地收费公路市场，然后大力拓展内地房地产市场。其专门从事房地产开发和销售的全资子公司——隼御地产已在广州市的珠江新城、天河公园及江苏省常州市等地拥有数个开发项目，土地储备总建筑面积达160万平方米，已开工建筑面积达25万平方米，开发涉及总金额约人民币50亿元。由于看好内地房地产市场发展前景，往往通过并购加大对内地房地产市场的投资。

而顺驰中国自2003年年底实施全国化战略以来遇到了资金紧张的困难。由于顺驰中国在内地的16个城市开发了42个项目，拥有土地储备700多万平方米。因此顺驰中国在应交地价款、应付银行贷款、工程款等方面共有10亿元左右的资金缺口。2004年顺驰中国试图在香港上市融资，但因国家的宏观调控而计划告吹，使企业资金更加紧张。为了引入资金解决困难，顺驰中国不得不售卖股权。

三、并购过程简述

此次收购以期权形式进行，并分三部分。路劲可以在6个月内，以不高于5亿元的价格收购顺驰A55%的股权；在一年内以不高于4亿元的价格收购顺驰B55%的股权，顺驰A及顺驰B均为BVI公司，由顺驰中国全资拥有。两家公司的资产是顺驰中国在16个城市的42个项目。分开顺驰A及顺驰B，是因为顺驰中国的部分资产股权不明确，需要用较长时间进行尽职审查，故先把股权及账目清楚的部分划入顺驰A，6个月内完成增资拓股，余下部分划入顺驰B，有12个月时间查清楚。顺驰A拥有可供发展成为建筑面积约210万平方米的土地，需要7亿元的地价费用；顺驰B拥有可供发展为建筑面积约250万平方米的土地，而在其他合营企业摊占100万平方米建筑面积，需要支付16亿元的地价费用。香港路劲共斥资9亿元进行收购，将持有顺驰中国55%的股权，按比例摊占共308万平方米的楼面面积。第三个期权是顺驰本来持有位于苏州工业园凤凰城R1、R2及R3地块权益，其中R1已开始发展，由顺

驰保留。路劲与第二大股东深圳控股可以在9个月内斥资不多于3.8亿元，合资收购R2及R3地块权益，分别占65%及35%的权益，路劲出资2.47亿元。两地块楼面面积为130万平方米，即路劲会再摊占84.5万平方米。路劲又对顺驰系内公司作出多项贷款及担保。包括为顺驰A取得不多于3亿元的短期贷款，路劲及其大股东惠记分别向银行提供2.73亿及2.727万元现金存款作为抵押；贷款银行按年利率7%收取利息，贷款期为一年。有关担保的先决条件是上述认购权得以行使。另外路劲附属公司在双方签订正式框架协议前，已于2005年7月21日向顺驰北京提供2.7亿元的贷款，年利率高达12%，此项贷款由顺驰大股东兼董事长孙宏斌作出个人担保，并以其私人持有的天津融创奥城60.3%的股权作为质押。换言之，路劲为顺驰解决了5.7亿元的短期资金缺口问题。

入资完成后，顺驰中国的管理模式及团队不会发生任何变化，所有项目操作仍将沿用顺驰品牌。此次路劲基建的进入，不涉及孙宏斌旗下另一家从事房地产开发的融创集团和从事房地产中介的顺驰（中国）不动产网络集团。顺驰在2005年第四季度和2006年第一季度都有融资计划。此番从路劲方面引来的资金全部用于项目开发和公司运营。入资后顺驰公司已经从2200人精简到了1200人，管理模式从三级架构压缩成了两级，并且将土地、工程管理等权力收到总部。入资后公司仍有3年内独立上市的计划，仍然瞄准中国地产企业综合实力第一的位子，也在通过改变产品结构、城市布局来寻找实现目标的路径。

四、并购分析

在这次并购中，顺驰老总孙宏斌仍保留40%的股份，虽然失去了大股东地位，但借此保全了顺驰从公司名号到管理团队、所有开发业务和土地储备以及未来的发展潜力。并购彻底解决了顺驰资金上的压力，使生产经营步入健康的发展轨道。对顺驰来说此项并购对其意义在于：一是顺驰没有因资金困难而垮掉；二是港资大股东入主顺驰使公司的决策更加科学；三是资金困难得以彻底解决；四是借助路劲保全了顺驰的品牌和队伍。

对路劲基建来说，其收购付出的财务成本非常合理。路劲基建原本在中国三个城市只有6个项目，土地储备建筑面积只有160万平方米，此次收购使其以较少代价获得了更多土地储备，对于集团未来在地产行业的升级开发有重要意义。但并购交易使路劲的投资方向转向房地产，整体投资风险及现金收入波动都比基建投资大。

第三节 高盛收购美的电器

2006年11月25日,广东美的电器股份有限公司发布公告,将向美国高盛全资拥有的GS Capital Partners Aurum Holdings定向增发7.17亿元股票。由此,高盛集团将占有美的电器扩大后总股本的10.71%,成为美的电器第二大股东。尽管此次收购由于证监会及商务部的否决最终胎死腹中,但分析本次并购对研究外资收购我国家电行业也有着一定的借鉴意义。

一、并购双方公司简介

(一) 高盛集团

高盛集团(Goldman Sachs)成立于1869年,是全世界历史最悠久及规模最大的投资银行之一,总部设在纽约,并在东京、伦敦和香港设有分部,在23个国家拥有41个办事处,向全球提供投资咨询和金融服务,拥有大量的多行业客户。高盛集团拥有丰富的地区市场知识和国际运作能力,长期以来视中国为重要市场,自20世纪90年代初就把中国作为全球业务发展的重点地区。高盛1984年在香港设亚太地区总部,1994年分别在北京和上海开设代表处,以后在中国逐步建立起强大的国际投资银行业务分支机构,向中国政府和国内占据行业领导地位的大型企业提供全方位的金融服务。高盛也是第一家获得上海证券交易所B股交易许可的外资投资银行,以及首批获得QFII资格的外资机构之一,在中国的股票和债务资本市场中已经建立起强大的业务网络。

(二) 美的公司

广东美的生活电器制造有限公司是美的集团的骨干企业,是国内电饭煲、电磁炉、电水壶、电炖锅、电火锅、饮水机、净水设备类产品的主要生产基地,产品以Midea为商标,生活电器全线产品国内市场占有率名列前茅。

美的集团创业于1968年,是以家电业为主,涉足房产、物流等领域的大型综合性现代化企业集团,也是中国最具规模的白色家电生产基地和出口基地。目前美的集团员工近8万人,拥有美的、威灵等10余个品牌。除顺德总

部外，美的集团还在国内的广州、中山、安徽芜湖、湖北武汉、江苏淮安、云南昆明、湖南长沙、安徽合肥、重庆、江苏苏州等地建有生产基地；越南的平阳基地也已经建成投产。美的集团在全国各地设有营销网络，并在美国、德国、英国、阿联酋、日本、中国香港、韩国、加拿大、俄罗斯、巴拿马、法国、马来西亚、越南等地设有 13 个海外机构。美的集团主要产品有家用空调、商用空调、大型中央空调、冰箱、洗衣机、电饭煲、饮水机、微波炉、洗碗机、电磁炉、风扇、电暖器、热水器、灶具、吸油烟机、消毒柜、电火锅、电烤箱、吸尘器等家电产品和压缩机、电机、磁控管、变压器等家电配件产品，拥有中国最大最完整的空调产业链和微波炉产业链，也拥有中国最大最完整的小家电产品群和厨房家电产品群。

2006 年，美的集团整体实现销售收入达 570 亿元，同比增长 25%，其中出口额 22 亿美元，同比增长 25%。在“2006 年中国最有价值品牌”的评定中，美的品牌价值跃升到 311.90 亿元，位居全国最有价值品牌第 7 位。2006 年 6 月，由广东企业联合会，广东省企业家协会评定的“2006 广东企业 100 强”中，美的集团名列第 4 位。2006 年 7 月，国家统计局公布的“中国最大 500 家企业”美的集团排名第 53 位。2006 年 9 月，中国企业联合会，中国企业家协会第 5 次向社会公布了中国企业 500 强年度排行榜，美的集团位列第 63 位。

二、并购动机

高盛收购美的电器的动机是实施它在中国投资战略目标——收购中国具有知名品牌的公司。21 世纪以来，高盛已经在中国进行了一系列触目惊心的并购事件。2001 年，高盛收购中国第三大综合固线电信服务公司中国网通价值 6 000 万美元的股份，还收购中国中芯国际价值 5 000 万美元的股份。2003 年，高盛与华融资产管理公司成立合资公司并资助该合资公司收购价值 19 亿元的不良贷款及地产资产组合，随后高盛收购了长城近百亿不良资产。2005 年，高盛以 1.076 亿美元买下上海百腾大厦。2006 年，高盛集团连同安联保险公司和美国运通公司签署协议，以 37.8 亿美元收购工行 10% 的股份。同年 4 月，高盛以 20.1 亿元夺得双汇集团控制权，6 月再以 5.62 亿元收购双汇发展 25% 的股权，高盛集团实际控制双汇发展 60.72% 的股权。到 2006 年 11 月 20 日，福耀玻璃向高盛集团控制并管理的 GS 定向发行约 1.11 亿股股票，募集资金约 8.9 亿元，高盛旗下公司占福耀玻璃比例达 9.98%。此次对美的电器约 10% 的股权收购只是实现其控制中国名牌产品的发展战略手段而已。

从美的电器方面看，引进国外战略投资者的活动目的也十分明确。由于目前美的电器的海外销售已经占了整个美的集团销售额的40%左右，公司希望引进高盛来提升公司国际化产业的全球布局，通过与高盛的合作，可以更快地实现国际化生产经营的企业发展战略。

三、并购过程简述

2006年11月25日，美的电器公告称，拟通过非公开发行方式引进高盛集团全资拥有的子公司GS Capital Partners Aurum Holdings作为战略投资者，由其认购公司增发的7559.5万股股份，成为公司第二大股东。2007年6月，美的电器完成每10股转增10股的转增股本方案。为保持高盛参股比例不变，美的电器将定向增发股份由7560万股调整为1.512亿股，发行价格也由9.48元/股调整为4.74元/股。高盛此次并购的排他性特征非常明显。公告称，交割之前，未经GS事先书面同意，美的不得就引进其他投资者进行谈判或签署任何与引进投资者有关的协议。不仅如此，只要持股数量不低于美的电器总股本的5%，GS今后还将拥有美的电器增加股本时的优先认购权。

根据定向增发股份数量和美的电器总股本计算，只要GS持有3151.8万股股份，就可拥有这份权利；也就是说，GS在持股解禁后，最高可减持58.31%向其定向增发的股份，而不影响其表决权。在高盛入股的股权交割后，美的董事局成员将由9人增至11人。

观察美的电器2007年以来的股价变化就可以发现，由于存在对高盛战略投资的利好预期，美的股价在2007年上半年出现大幅上涨，并在6月7日达到了该股的历史最高价68.8元。此后第二天为美的股票的除权除息日，每10股派3.5元转增10股，美的总股本增长一倍。但2007年8月份，美的公司的此次非公开发行股票事宜未获中国证监会通过，致使并购未能进行。

四、并购分析

美的集团新闻发言人表示，美的会和高盛继续沟通，在相关领域或其他领域寻找和探讨合作的可能，在资本层面，以后能否同高盛合作要看双方的意愿，但业界普遍认为，由于增发价格过低，证监会否认这一方案对于广大投资者而言并不是一件坏事。另外，公司股东对引入高盛有分歧，已有投资者提出意见，为了增发一事能够顺利过会，要求公司放弃向高盛定向增发。但也有投资者坚持现有计划，认为高盛的加入将有利于公司未来的发展。对于高盛来说，美的只是高盛在中国资本市场并购的对象之一，这次并购由于国家考虑到价格问题而被否决，对高盛的影响不大，高盛还将继续寻找并购

目标。

第四节 德意志银行收购海尔电器股份

2005年11月香港上市公司中建电讯证实，已将所持有的海尔电器23.98%的股权，以5.58亿元人民币全部转让给德意志银行。海尔电器大股东青岛海尔控股公司将向德意志银行发行权证，德意志银行将会以协议价格将购买的股份出售给青岛海尔控股公司。鉴于德意志银行同时和海尔BVI达成的认购协议，此次收购中，德意志银行只是转手者的角色。对于海尔集团来说，这是一次曲线的管理层收购，是海尔集团增加了海尔电器的持股。分析这次并购的动机与并购的过程对我国企业的曲线并购有着借鉴意义。

一、并购双方简介

(一) 德意志银行

德意志银行股份公司是德国最大的银行和世界上最主要的金融机构之一，总部设在莱茵河畔的法兰克福。它是一家私人拥有的股份公司，其股份在德国所有交易所进行买卖，并在巴黎、维也纳、日内瓦、巴斯莱、阿姆斯特丹、伦敦、卢森堡、安特卫普和布鲁塞尔等地挂牌上市。1995年年底，拥有德意志银行股本的股东为28.6万。德意志银行集团总人数7.4万人，为约800万顾客工作。德意志银行拥有资产超过9960亿马克，是一家全能银行，在世界范围内从事商业银行的投资银行业务，对象是个人、公司、政府和公共机构。它与集团所属的德国国内和国际的公司及控股公司一起，提供一系列的现代金融服务，包括吸收存款、借款、公司金融、银团贷款、证券交易、外汇买卖和衍生金融工具。德意志银行还开展结算业务，发行证券，处理信用证、保函、投标和履约保函并安排融资。国际贸易融资也是该行的一项重要业务，该行经常单独或与其他银团及特殊金融机构联合提供中长期信贷。而且其证券发行业务十分发达，已成为当今世界最主要的证券发行机构之一，参与了德国和世界市场上很多重要的债券和股票的发行。

德意志银行早在1872年就在上海建立了分行，当时的业务集中在给德国和中国之间的进出口业务融资。1952年，德意志银行与中国银行建立了代理

行关系。1981年，德意志银行作为第一家德国银行在北京建立了代表处。1993年，其广州代表处成立，不久又升格为分行。1995年又开设了上海代表处。德意志银行北京和上海代表处在德意志银行及其客户与中国的银行、非银行金融机构、公司和机构客户及政府部门之间建立并保持着紧密的联系。其广州分行能够为中国及国际客户提供德意志银行一系列的金融产品及服务。

德意志银行在中国参与了不少大项目融资计划。如：为宝山钢铁厂提供长期出口信贷；作为牵头行，为中国银行在国际资本市场发行首次债券1.5亿马克；牵头为中国国际信托投资公司在欧洲融资1.5亿美元；作为牵头行，为中国银行安排1.5亿美元海外融资；作为安排人、代理和借款人，为中国石油化工总公司提供1.5亿美元银团贷款；使用杠杆租赁为中国民航提供价值3亿美元的5架飞机；为北京燕莎中心提供规模为2.4亿美元的融资，担任牵头行；德意志摩根建富牵头为上海海星造船公司发行H股股票，筹资2.08亿马克。

（二）海尔电器

海尔集团（包括海尔集团公司、海尔投资、海尔BVI）是世界第四大白色家电制造商、中国最具价值品牌，旗下拥有240多家法人单位，在全球30多个国家建立了本土化的设计中心、制造基地和贸易公司，全球员工总数超过5万，重点发展科技、工业、贸易、金融四大支柱产业，已发展成为大规模的跨国企业集团。1993年，海尔品牌成为首批中国驰名商标；2006年，海尔品牌价值高达749亿元，自2002年以来，海尔品牌价值连续5年蝉联中国最有价值品牌榜首。海尔品牌旗下冰箱、空调、洗衣机、电视机、热水器、电脑、手机、家居集成等19个产品被评为中国名牌，其中海尔冰箱、洗衣机还被国家质检总局评为首批中国世界名牌，2005年8月30日，海尔被英国《金融时报》评为“中国十大世界级品牌”之首。2006年，在《亚洲华尔街日报》组织评选的“亚洲企业200强”中，海尔集团连续第4年荣登“中国内地企业综合领导力”排行榜榜首。海尔已跻身世界级品牌行列，其影响力正随着全球市场的扩张而快速上升。

二、并购背景及动机

（一）中建售出海尔电器股份的原因

中建电讯是香港商人麦绍棠控制的一家香港上市公司，成立于1980年，公司在1991年11月在香港上市。据业内介绍，麦绍棠早年曾从物业投资及经营电子厂，靠房地产买卖致富。1996年麦绍棠转投资电讯业，正式更名为

“中建电讯”，公司在1997年后借助在内地业绩逐渐发展壮大。

海尔电器的前身是海尔中建，而海尔中建的前身则是香港上市公司中建电讯控股的上市公司中建数码。2000年海尔投资与中建电讯在香港和青岛成立两家合资公司——“飞马通讯（香港）有限公司”和“飞马通讯（青岛）有限公司”从事手机业务。2001年，通过把手机业务注入中建数码，海尔投资成为中建数码的第二大股东，中建数码也因此更名为海尔中建。2005年1月29日，海尔中建发布公告，15亿港元的注资已于1月28日完成。海尔集团成为上市公司持股超过50%的第一大股东，法人代表完成更改，海尔集团管理层全面入主上市公司。同时，海尔中建也更名为海尔电器集团有限公司。至此，海尔集团4年夙愿得偿，成功借壳海尔中建实现海外上市。麦绍棠不仅精通于将一些垃圾股上市再融资圈钱，近年还曾因涉嫌操纵二级市场股价而被香港廉政公署立案调查。这些不良形象直接影响了海尔电器在香港股市的形象。中建电讯投资者关系部门解释，由于对海尔电器的投资已经不再是中建电讯的核心投资，此次出售股权是为了使投资变现。事实上，中建电讯一直在有计划地退出海尔电器。中建电讯主要从事移动电话的生产和销售，对于白电业务并无兴趣，近年来其对海尔电器的运作也一直乏善可陈，逐渐退出是其必然的选择。截至2005年6月30日的6个月内，海尔电器营业额为21.18亿港元，比2004年年同期减少23%。尽管洗衣机业务有强劲增长，然而由于手机业务营业额上半年大幅下跌约51%至8.14亿港元，手机业务亏损6570万港元，同时，公司收购手机业务权益所产生的商誉也减值亏损约5.5亿港元。

（二）海尔集团变相增持海尔电器的原因

2001年7月，通过股权置换，海尔拥有了香港上市公司“中建数码”21.93%的股权，随后中建数码更名为“海尔中建”。2002年8月，海尔中建行行使了部分认股权，使得海尔集团在海尔中建的持股比例上升至29.94%，并在海尔中建董事会的九个席位中占据五个，具有实际控制权。2003年3月，海尔中建剥离出全部的幼儿护理业务，将移动电话的生产和销售作为唯一主业。2004年4月6日，海尔集团公布向海尔中建注入部分白色家电业务的具体方案。2005年3月，海尔中建更名为“海尔电器”，这也意味着在酝酿4年之后，海尔集团终于完成借壳香港上市的宏伟计划。在海尔集团的规划中，海尔电器未来将成为其白电业务的上市旗舰，因此近年来海尔方面一直致力于向海尔电器注入白电业务和提高在海尔电器的股权比例。从设立飞马香港和飞马青岛开始，中建电讯就被动成为一个帮衬角色。海尔集团的目的是，通过借壳、换股和注资，使海尔电器一步步成为海尔集团主要优良资产和进行海外资

本市场运作的平台。

三、并购过程简述

海尔电器主要股东香港中建电讯(0138.HK)已经与德意志银行签署了协议,中建电讯将把持有的海尔电器23.98%的股份出售给德意志银行,总售价为5.57亿港元。与此同时,海尔电器大股东青岛海尔控股公司将向德意志银行发行权证,德意志银行将会以协议价格将购买的股份出售给青岛海尔控股公司。

德意志银行此次大幅增持海尔电器。在此之前,它仅持有海尔电器0.27%的股权;此次收购使其总共将持有海尔电器25.56%的股权,在公司中的权益仅次于海尔集团。目前海尔集团公司及一致行动人共持有海尔电器50.19%的股份。

德意志银行与中建电讯达成的收购价为每股0.142港元,双方签订购股协议的日期是2005年11月16日,而当时海尔电器的股价正处在2005年8月以来的相对较低点,在0.13和0.14港元之间徘徊。收购总价格将近5.58亿港元。受此消息影响,海尔电器复牌后股价大涨,最高曾冲至0.192港元,后以0.175港元报收,涨幅达到了26.8%,列当日港股第二位,成交量则数第一。

德意志银行同时就所收购的股份与海尔集团公司控股的海尔BVI公司签订了权证认购协议。据此协议,在德意志银行认购海尔电器股份完成之时,青岛海尔集团控股(BVI)有限公司随即将向德意志银行发行涉及39.3亿股股份的认股权证,此权证每份的发行价为0.03港元,总发行价将约为1.18亿港元,德意志银行须于权证认购完成之时以现金支付。海尔电器表示目前尚未确定该权证的行权价格,待确定之后将另行公告;但权证的有效期已确定为三年半,权证可于发行后两年半至三年半之间行使,除德意志银行的承诺书另有规定外,权证可于三年半的有效期内随时转让,但没有上市的计划。此外,德意志银行也将签订相关承诺书,承诺在权证的有效期内,未经海尔BVI公司同意,德意志银行不会买卖权证或销售股份,唯用作对冲用途等除外。如果德意志银行在期内作出认购权证的话,那么海尔集团及其一致行动人将拥有海尔电器74.17%的股份,进一步加强了对海尔电器的控制。

四、并购分析

对于中建电讯退出,海尔全盘接手,业界普遍认为是情理中之事,但海尔此次为何借道德意志银行,采取先由中建电讯卖给德意志银行,再由德意志银行转卖给海尔集团的方式,不少人表示不解。对此,有业内人士猜测,这很可

能与传言中海尔集团酝酿的跨国并购有关。

海尔集团正在利用各种渠道筹划收购韩国的大宇电子，并力争到 2010 年成为韩国前三大消费电子产品品牌之一。如果这一消息属实，那么海尔方面可能需要筹措大笔资金，因此现阶段不可能拿出大笔资金收购中建所持的海尔电器股权。而通过现有方式，海尔方面不仅可以锁定中建电讯所持的 23.98% 的股权，现阶段还可以获得德意志银行 1.18 亿港元的资金，可谓一举两得。

德意志银行作为商业银行，近期又参与重组并取得了华夏银行的控制权。因此，德意志银行在中国的业务主要集中在金融行业。所以在海尔电器股权转让过程中，德意志银行的参与不外乎两种目的：一是看好中国经济增长趋势以及海尔的发展，通过接盘海尔电器股份来分享未来丰厚的收益；二是作为受托人代理参与收购过程，幕后买家的身份才是重点，如果属实，那么这便是传闻已久的海尔管理层曲线 MBO 的又一重大步骤。

本章总结

本章分析其他产业中发生的外资并购案例，涉及化妆品、房地产和家电，如：欧莱雅集团公司收购靳羽西化妆品有限公司；香港路劲基建公司并购顺驰中国；高盛集团收购美的电器；德意志银行收购海尔电器股份。每个案例的分析都包括四部分内容：参与并购的公司介绍；并购背景与动机分析；并购过程简介；并购分析。

思考题

1. 欧莱雅并购羽西有何结果？
2. 香港路劲基建并购顺驰中国的背景是什么？
3. 高盛收购美的电器的动机是什么？
4. 德意志银行为什么要收购海尔电器股份？

参 考 文 献

- [1] 巴曙松. 外资入股中国银行业: 如何超越“贱卖”的争论与分歧? . 西部论丛, 2006 (3)
- [2] 陈慧颖. 在重商行重组中被监管层挡出局, 凯雷中国行路难. 财经, 2007-04-17
- [3] 陈琰. 历时半年, 花旗竞标团终于中标广发行股权. 每日经济新闻, 2006-11-01
- [4] 程恩富, 李炳炎. 警惕外资并购龙头企业, 维护民族产业安全和自主创新——美国凯雷并购徐工案的警示. 生产力研究, 2007 (5)
- [5] 程满清. 沃尔玛收购好又多欲做中国零售老大. 南方日报, 2007-02-28
- [6] 赤彤. “家电顾问”带来的差异化——五星电器以服务摆脱同质化竞争案例分析. 现代家电, 2006 (13)
- [7] 戴远程. 百思买控股五星电器搅局中国市场. 南方日报, 2006-05-13
- [8] 董巍. 韩国 SK 电讯拟 10 亿美元入股联通. 上海青年报, 2006-06-21
- [9] 冯青. 家世界身后事: 继续出售、继续清欠. 21 世纪经济报道, 2007-01-15
- [10] 冯晓青. 论企业并购中的知识产权战略. 贵州财经学院学报 2007 (3)
- [11] 傅光云. 西班牙电信增持中国网通股份至 5%. 国际金融报, 2005-09-08 (3)
- [12] 张晶. 透析西班牙电信转型经验. 通信产业报, 2006-07-05
- [13] 干春晖主编. 并购案例精粹. 上海: 复旦大学出版社, 2005
- [14] 钢铁贸易网. <http://www.steelk.com/>, 2006-02-11
- [15] 郭冬颖. 西门子中国否认收购案港湾网络不予评论. 新京报, 2006

—03—22

[16] 郭凤美. “家世界”拖欠供货款, 供应商联手要维权. 山西经济日报, 2006—07—27

[17] 郭颀. 美联储遥控花旗竞购广发行, 如此染指历史属罕见. 国际金融报, 2006—01—11

[18] 何诚颖. 银行股外资并购的盛宴. 证券时报, 2002—09—28

[19] 何伊凡. 苏泊尔第二代的选择. 中国企业家, 2007 (2)

[20] 李国军. 重组并购风云改写医药业格局. 北京现代商报, 2004—12—30

[21] 李明伟. “擦边球”遗害: 灰色股权扰乱收购好又多. 21 世纪经济报道, 2006—10—27

[22] 李晓晔. SEB 完成要约收购苏泊尔. 中国经济时报, 2007—12—25

[23] 李远慧, 丁慧平. 我国通信运营企业国际竞争力评价. 北京: 中国经济出版社, 2007

[24] 梁振鹏. 入股 35% 沃尔玛收购好又多获批. 第一财经日报, 2007—02—28

[25] 林琳. 中国联通减资扩股显重组前兆互补还是互搏. 通信信息报, 2007—11—09

[26] 刘强. 中国人世三年开放在即医药业“巨鳄”出水. 上海证券报, 2004—12—11

[27] 刘伟勋. 顶新套现 50 亿乐购进入 Tesco 时代. 经济观察报, 2007—02—12

[28] 刘文君. 新桥被困深发展, 业绩轮回与巧合重重的 15 亿贷款. 证券市场周刊, 2006—09—11

[29] 刘欣. 网通的突破点——寻求外援. 通信世界, 2005—07—04

[30] 马韬. 凯雷收购徐工案谢幕. 南方周末, 2007—03—22

[31] 马晓芳. 西班牙电信计划增持中国网通股份至 9.9%. 第一财经日报, 2007—09—24

[32] 苗燕. 华夏银行: 股权拍卖落幕, 磐石接棒联大集团. 北京现代商报, 2005—09—23

[33] 聂春林. 阿尔斯通 3.38 亿元入主武锅 B: “武字头” 国企重组大幕开启. 经济观察报, 2007—07—13

[34] 邱稚琳. Tesco——一个以顾客为本的英国零售业巨头. 连锁与特许, 2004 (5)

- [35] 冉孟顺. 西门子收购港湾幕后: 风险投资商失去耐心. 南方周末, 2006-01-12
- [36] 时卫干. 美国银行: 建行的最佳选择?. 南方周末, 2005-06-23
- [37] 市文. 走向全球化运营 TELEFONICA 西班牙电信集团一瞥. 通信产业报, 2006-12-01
- [38] 孙铭. 监管上限难突破花旗入股广发遇阻. 21 世纪经济报道, 2006-04-27
- [39] 万维, 王宾容. 由苏泊尔并购案引发的思考. 经济论坛, 2007 (8)
- [40] 汪国平. SK 电讯牵手中国联通: 实现双赢的合作. 当代通信, 2006, 9 (14)
- [41] 王建朝, 李亚林. 我国电信业利用外资的相关政策介绍, 信息产业部综合规划司对外经济贸易合作处, 2004-11-15
- [42] 王军光. 亚马逊收购卓越觊觎书刊零售?. 北京青年报, 2004-08-20
- [43] 王志灵, 冯青. 真实的传言: 沃尔玛 10 亿收购好又多提速, 21 世纪经济报道, 2006-10-21
- [44] 魏福民, 广东, 许丽. 从 Tesco 收购乐购看零售业发展变化. 辽宁经济, 2004 (11)
- [45] 魏好勇, 刘文君. 新加坡磐石基金优势竞拍华夏银行股权内幕. 资本市场, 2005 (10)
- [46] 谢登科. 工商银行缘何“牵手”高盛? 揭秘三大幕后背景. 新华文摘, 2006 (11)
- [47] 谢艳霞. 凯雷出局重商行重组. 南方都市报, 2007-07-06
- [48] 谢艳霞. 新桥并购深发展落槌, 首例外资控股中资银行案即将完成. 南方都市报, 2004-06-02
- [49] 新民. 行业并购重组: 我国医药业发展主旋律. 中国医药报, 2005-01-13
- [50] 薛海燕. 百思买 1.8 亿美元控股五星电器. 经济日报, 2006-05-23
- [51] 杨光润. 无论国退洋进还是国退民进, 原则应是“想把企业做好”——东盛总裁王崇信对话《资本市场》语录. 资本市场, 2005 (4)
- [52] 杨勣. 中国联通委任 SK 高管为非执行董事. 上海证券报, 2007-10-24
- [53] 杨颢, 龙丽. 三鹿联姻方塔拉合资、上市两步走. 21 世纪经济报道,

2005-11-16

[54] 杨育谋. “好又多”凸现扩张危机. 经营管理者, 2005 (12)

[55] 余志虎, 余熙. 凯雷并购徐工对国有企业改革的影响分析. 当代经济, 2007 (5)

[56] 喻春来. Tesco 借道乐购抢占中国市场. 上海证券报, 2006-09-11

[57] 袁峰. 广发行重组落幕辛迈豪任行长普华投资意外退出. 信息时报, 2006-12-02

[58] 袁华明. 苏泊尔并购案一波三折. 观察与思考, 2006 (24)

[59] 岳敬飞. 高盛走过场每股 18 元全面要约购双汇. 中国证券网上海证券报, 2007-02-08

[60] 岳敬飞. 达能三购光明持股破 10% 争抢话语权. 每日经济新闻, 2005-10-31

[61] 赵何娟. 达能娃哈哈杭州仲裁庭审结束. 财经网络版, 2007-11-20

[62] 赵何娟. 达能娃哈哈正式宣告休战和谈. 财经网络版, 2007-12-22

[63] 赵何娟. 杭州仲裁达能落败瑞典仲裁中旬开庭. 财经网络版, 2007-12-09

[64] 赵何娟. 中法政府介入达能娃哈哈重回谈判桌. 财经网络版, 2007-11-29

[65] 张晨. 跨国公司并购的思考——美国凯雷公司并购徐工机械的利弊分析. 商场现代化, 2007 (9)

[66] 张辉. 家世界变形记. 中国物流与采购, 2007 (19)

[67] 张乐, 裘立华, 王小波. 宗庆后后悔了. 经济参考报, 2007-04-03

[68] 周程. 凯雷徐工一案引发国家经济安全讨论. 国际融资, 2007 (1)

[69] 朱晓刚. 加入 WTO 对我国通信行业的影响. 中国证券报, 2001-11-20

[70] 邹光祥, 程志云. 哈药重组落幕, 中信或有全流通方案. 经济观察报, 2005-01-03

[71] 胡杰武、张秋生、王东, 《外资并购中国企业实务指南》. 北京: 中国经济出版社, 2006

[72] 雨雁. 家世界: 物是人非. 中国储运, 2007 (9)

[73] 王巍栋. 并购华润成长“助长剂”. 现代商业, 2007 (5)

- [74] 刘月. 关于本土零售业并购浪潮的思考. 现代经济, 2007
- [75] 于兵兵. 华润收购家世界超市全部股权. 上海证券报, 2007 (3)
- [76] 周一. 家世界“遭遇袭击”!. 中国企业家, 2007 (2)
- [77] 张辉. 家世界变形记. 中国物流与采购, 2007 (19)
- [78] 张伟. 家世界的“悲惨世界”. 理财杂志, 2007 (3)
- [79] 刘平. 家世界的“显形”危机. 经理人, 2007 (3)
- [80] 于恬. 收购天津家世界连锁超市——华润要当老大. 产权导刊, 2007 (3)

后 记

本书是对外经济贸易大学国际贸易学院和北京工商大学经济学院部分老师和研究生合作的结晶。本书的框架结构和大纲由章昌裕教授和廖运凤教授拟订，我们所指导的在读硕士研究生参与了本书的写作。书稿完成后，由章昌裕和廖运凤教授修改定稿。各章的写作分工如下：第一章廖运凤编写；第二章、第三章王尼娜和廖运凤编写；第四章辛楠和章昌裕编写；第五章李双双和章昌裕编写；第六章姜慧和章昌裕编写；第七章宋威和章昌裕编写；第八章和第九章李静毅和廖运凤编写；第十章和第十一章刘小兵、刘相辰和廖运凤编写；第十二章尹国栋和章昌裕编写；第十三章李清源和章昌裕编写。

作 者

2008年6月于北京

[G e n e r a l I n f o r m a t i o n]

书名 = 最新外资并购案例

作者 = 章昌裕, 廖运凤编著

页数 = 258

出版社 = 中国商务出版社

出版日期 = 2008

SS号 = 12068943

DX号 = 000006636978

URL = <http://book.szdnnet.org.cn/bookDetail.jsp?dxNumber=000006636978&d=BACC79C55DA888D88F91EEA0B54B172F>