

课题组：跨国公司在华并购投资：意义、趋势及应对战略

作者： 促进跨国公司对华投资政策” 课题组 发布时间： 2004-11-17 8:32:53

90年代中期以来，全球并购发展迅速。跨国收购与兼并，已经成为全球跨国投资的主要方式。而在我国，新设投资仍然是我国吸引外资的主要方式。全球跨国投资主要方式和我国吸引外资主要方式的“错位”，是我国近几年利用外资增幅下降的一个重要原因。

从全球趋势看，企业并购的主要目的，已经从消灭竞争对手为主要目标，转向双赢战略。通过兼并收购，谋求利用双方互补性资源、减少研发领域的重复投资和扩大经济规模等有益于双方的结果。由于并购目标的转变，被兼并企业和东道国开始对跨国兼并持积极的态度，政策取向更加开放。最近两年，一些以往以新设方式吸引了大量外资的发展中国家，作为东道国开始通过放松管制和提供更优惠的政策，成功地以并购方式吸引了大量流入的外资，并购方式已经成为其主要的引资方式。

从我国经济发展的趋势看，国有企业改革、结构调整和加快社会保障体系的建设，都需要积极吸引外商并购投资。与新设投资相比，并购投资在推进国有企业改革、减少重复建设、置换社会保障资金等方面，具有明显的优势。

然而，目前我国吸引外商并购投资的环境很不完善。有思想认识方面的原因，有法律法规方面的原因，也有体制和政策方面的原因。要更多地吸引外商并购投资，就要从上述方面着手，尽快改善外商在华并购投资的环境。

本报告包括六个部分。第一部分描述全球跨国并购的趋势，指出跨国并购投资的特点，比较并购投资与新设投资的主要差别；第二部分研究发展中国家对并购投资态度和政策的变化，以及这些国家吸收跨国并购投资的实绩；第三部分分析我国发展、改革、开放新形势对并购投资提出的要求，以及并购投资的主要积极作用；第四部分总结我国吸引跨国并购投资的主要方式，包括通过证券市场和不通过证券市场两种基本方式；第五部分讨论我国吸引外商并购投资中存在的主要问题；第六部分提出了促进跨国公司在华并购投资的政策建议。

一、跨国并购已经成为全球跨国投资的主要方式

1. 定义及我国有关法律法规

跨国投资有两种主要方式，一种投资方式是新设投资，即所谓的“绿地投资”，投资者在东道国设立新的企业，新设的企业可以是独资企业，也可以是合资企业。另一种投资方式是并购投资，并购是企业合并和收购的简称。“合并”是指两家或更多的独立的企业、公司合并组成一家企业，通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。“收购”是指一家企业通过收买另一家企业部分或全部股份，取得另一家企业控制权的产权交易行为。我国法律对企业并购有过解释。我国《公司法》第184条规定，公司合并可以采取吸收合并和新设合并。一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散；二个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并各方解散。

另外，我国《证券法》第78条规定，上市公司收购可以采取要约收购或者协议收购的方式。所谓要约收购，是指收购人通过向目标公司的管理层和目标公司的股东发出购买其所持该公司股份的书面意思表示，并按照其依法公告的收购要约中所规定的收购条件、收购价格、收购期限以及其他规定事项，收购目标公司股份的收购方式。要约收购不需要事先征得目标公司管理层的同意。所谓协议收购，是指收购人通过与目标公司的管理层或者目标公司的股东反复磋商，达成协议，并按照协议所规定的收购条件、收购价格、收购期限以及其他规定事项，收购目标公司股份的收购方式。协议收购必须事先与目标公司或者目标公司的管理层按照规定达成书面的转让股份的协议。

2. 并购方式引资与新设方式引资的主要区别

我国以往利用外资，主要有外商独资经营企业、中外合资经营企业、中外合作经营企业三种主要方式。外商独资和中外合作这两种投资方式，可以确定地排除在并购投资这种方式之外，但并购投资与以往的中外合资企业容易混淆。我们认为，与以往的合资企业相比，外商并购投资有两个重要特点，有助于区别这两种方式。第一，如果是合并，中方不应保留中方母体公司；第二，如果是收购，中方资产应该被收购，中方资产得以变现或替换（采取与外方企业换股等形式）。也就是说，如果中方没有保留母体公司，或者中方的资产被变现或替换，两者有其一，就是外商并购投资，否则，就是中外合资企业。

1994年以来，全球并购发展迅速，全球跨国投资中，跨国并购的超过“绿地投资”的数额，在跨国投资总额中占据主要份额。见表一。表一 跨国并购投资及份额

年份	1995	1996	1997	1998	1999
跨国直接投资总流量(亿美元)	3287	3589	4643	6439	8650
跨国并购总额(亿美元)	2290	2750	3420	4110	7200
并购所占份额(%)	69.7	76.4	73.7	63.8	83.2

资料来源：联合国贸发会议跨国公司与投资司：《世界投资报告》1996-2000年各版。

此次并购浪潮，是本世纪以来市场经济国家第五次并购浪潮，与以往各次相比，有鲜明的特点。

第一次并购浪潮是在20世纪初初期，以同类型企业的兼并、合并即“合并同类项”为特征；第二次是在20世纪20年代，以上游企业与下游企业的兼并、合并为主，即按生产关联性进行的纵向并购；第三次是在20世纪60年代，以企业之间的混合兼并为特点；第四次是在20世

纪80年代，以融资兼并、减少竞争对手为特点，即发行高风险高利率债券向社会集资，把经营不景气的对手企业吞掉。

此次并购浪潮即第5次并购浪潮的特点是：

- 1) 并购规模增长很快。从1995年到1998年，跨国并购的金额增长很快，1995年为2290亿美元，1998年达到4110亿美元，1999年7200亿美元，2000年有可能超过1万亿美元。
- 2) 跨国并购成为跨国直接投资的主要方式，大型并购案居多。如表1所示，1995-1998年期间，跨国并购案已经占全球跨国投资总额的份额平均超过70%，1999年已达83.2%。跨国并购案中有许多大型并购案，全球最大的工业合并案——德国奔驰汽车公司和美国克莱斯勒汽车公司合并，就是一例典型的跨国并购。
- 3) 谋求双赢

许多并购案，双方都是颇具实力的企业，并购的目的，是形成更强的核心竞争力，而不是“吃掉对手”。并购双方在技术、产品、服务上优势互补、主业处在同一行业不同层面的公司合并案增多。尤其是在第三产业，企业通过水平并购，在增强主业、实现规模的同时，向客户提供与主业相关的增值服务、配套服务以及其他综合业务，提供一条龙、全能化服务，从而增强竞争力。如1997年2月，摩根·士丹利与迪恩威特宣布合并，合并前，摩根·士丹利一直在美国投资银行界处于领先地位；而迪恩威特则是以散户为中心的证券经纪网络。此次合并是一种高层次的投资银行与零售证券经纪商功能互补型的结合。合并后的新公司成为一家拥有强大机构和散户业务的功能齐全的“双翼”投资银行。近几年，日本和美国的银行业大合并，也都是横向并购，是追求规模经营和专业化的突出例证。

- 4) 获取专项资产，争取快速扩张

当技术与知识日趋专门化时，通过并购达到的扩张速度，要快于企业自己开拓新领域的速度。有些企业虽然规模不大，但拥有一些专门技术或知识。为了抢占知识源头，这类企业往往成为大企业并购的重点对象。比如，思科公司不断通过购买中小企业的知识产权，从而快速建立了自己的体系，再比如，法国计算机公司为了获得先进技术，兼并了美国齐尼斯电子公司的计算机生产部门，使自己的技术水平迅速升级。更典型的是近年来发生的许多网络并购案，相当一部分是计算机生产企业或软件企业为了快速进入网络业而采取的投资战略。

- 5) 并购交易的方式以换股方式为主

80年代曾流行一时的以大量发行垃圾债券特征，以追求短期内股东利益最大化为目标的杠杆收购给企业长期发展带来了严重的不良后果，这些不良后果在90年代完全暴露出来，不少企业由于难以承受沉重的债务负担而走向衰退，甚至破产倒闭。因而，在90年代，人们更乐于接受以换股方式为并购的交易方式。换股方式对于并购方企业来说，既可以解决企业筹资难的问题，又可以避免因债务过多、利息负担过重而对财务状况造成的不良影响。对于被收购方企业来说，换股交易，一可以避免现金交易造成的纳税问题，二可以分享兼并企业继续成长的好处；三可以享受股市走强带来的股价上扬等诸多好处。因而，换股并购成为90年代企业并购的潮流。

- 6) 中介机构发挥重要作用

中介机构，尤其是投资银行的专业顾问和媒介作用起了重要支持和推动作用。在90年代的企业并购中，中介机构的作用功不可没。根据汤姆森证券数据公司的资料显示，1999年高盛、摩根·士丹利和美林参与顾问的全球兼并与收购交易总值均超过一万亿美元。这些投资银行为了保持在业界的霸主地位，不遗余力，积极参与各大并购，从而成为90年代的并购潮的一大推动力。

- 7) 各国政府对企业并购采取更加积极的态度

最近几年，各国纷纷放松对跨国并购的管制，为跨国并购提供了良好的法律与政策环境。最典型的是各国政府对外资进入本国银行业持更开放的政策，因此才有可能形成一些银行业的跨国巨无霸。

4. 并购投资与新设投资的比较

跨国并购和我们以往主要采用的新建企业（包括独资和合资）方式相比，各自具有特点，主要有以下几点。

- 1) 时间与成本

新设投资一般需要较长时间，形成生产能力需要较大数额的投资。并购投资是对现有企业的投资，形成生产能力需要的时间较短，成本较低。

- 2) 资本形成

新设投资是对新的生产设施的投资，只要不是对国内投资的完全替代，就肯定能增加东道国的资本存量。并购投资有可能在短期内并不会对投资于新的生产设施，只是企业所有权的转移。不过，这类投资往往伴随着对技术和人力资本的投资，而且只要项目运转顺利，可能会产生较大数额的后续投资。

- 3) 就业

新设投资能形成新的生产能力，只要不是对国内投资的完全替代，就会提供新的就业机会。在并购投资中，由于没有新增加的生产能力，因此新增就业的作用不明显。当被兼并、收购的企业存在明显的冗员问题时，由于并购后企业的裁员行为，在短期内还可能减少就业。

- 4) 税收

新设投资由于带来了新的生产能力，会提供一个新的课税实体，因此扩大了税收基础。并购投资虽然不能产生新的税收基础，但如果能提高企业的产值和盈利水平，就能改善原有企业的纳税能力。

- 5) 结构多样化

新设投资如果进入东道国以往没有进入的产业领域，会导致产业结构的多样化，不过，许多新设投资进入的是东道国已有的产业领域。并购投资往往处于被并购企业原来的产业领域，但是并购完成之后，有相当比例的企业开始向新的产业领域发展。

- 6) 竞争

新设投资和并购投资都有可能在东道国市场形成一个具有垄断能力的企业，如果这样，会减少东道国市场的竞争。如果没有形成垄断力量，新设投资就会作为新的竞争实体存在，并购投资够形成一个更有竞争力的企业，两者就会增加东道国市场的竞争。

7) 资本流动性

无论是新设投资还是并购投资，一定有新的资本注入，特别是外汇资本的注入，因此都有较好的资本流动性。但是对东道国现有企业

来说，只有并购投资可以使企业原先的存量资本变现，使存量资本具有了可流动性。新设投资不具备增加东道国存量资本流动性的能力。

8) 互补性资源

新设投资和并购投资都会产生互补性资源。新设投资的互补性资源主要表现在国家层面上，即东道国通过吸引新设投资，获取了原本不具备的新资源。并购投资的互补性资源除表现在国家层面上外，还可以表现在企业层面上，即通过企业间的并购，双方企业获得了互补性的资源。

两种投资方式的不同特点可归纳为表二。

表二 跨国并购与绿地投资的比较

跨国并购 绿地投资（新建企业）

时间与成本 可以降低进入成本，节约时间 成本较高，进入较慢

资本形成 即期不会新增资本，但可能有后续投资。 即期有新增投资

就业 可能增加也可能减少就业 增加就业

税收基础 改善企业纳税能力 扩大税收基础

结构多样化 不确定 不确定

竞争 不确定 不确定

流动性 新资本注入和存量资本变现 新资本注入

互补性资源 在国家和企业层面上的移植 在国家层面上的移植

二、发展中国家对跨国并购态度的转变及政策调整 随着跨国并购目的的转变，作为并购目标的发展中国家的企业，开始对并购持合作、积极的态度。“与巨人同行”成为许多发展中国家政府和企业和共识。

自从1997年金融危机以来，东南亚国家和地区都开始对自己的内部产业和企业进行整合，而这种整合与以往的重组有所不同。不同在于它们开始十分重视吸引国际资本的加盟，其中受危机打击最重的亚洲五国纷纷把目光投向了国际直接投资，尤其是跨国并购。它们相继加大开放力度，许多原先被确定为外资“禁区”的领域，也向国际跨国公司敞开了大门。这些国家对并购投资态度的转变表现在以下几个方面：1.取消对股权份额的限制

印尼取消了外国投资者持有银行股份不得高于49%的限制，允许外商拥有包括保险公司在内的非银行金融机构的全部股份；取消了对外国人拥有房地产公司股份的限制，允许外商购买房地产的全部产权。马来西亚放宽了对外商投资领域和股权的限制，如允许外商持有电信业的股权由原先的30%增至49%，外商持有保险业的股权由原先的20%增至31%，外商持有证券公司的股权由原先的30%增至49%。泰国将合资企业外商持股比例放宽到51%；新建合资企业也允许外商股份占大股；菲律宾将现有银行或银行分支机构的外资股份上限提高至51%，即与其他行业外资企业一样的水平。

2. 开放新的投资领域

印尼保证外商在金融机构的所有权不受侵犯；允许外商进行批发贸易，从2003年起还可开展零售业务。韩国允许外国银行或证券公司在韩设立分支机构。马来西亚允许建立由外方控股或由外方独资的基金管理公司。

3. 收购方式更加多样，简化审批程序

韩国允许非善意收购，即不经被收购企业董事会同意，可以至多购买该企业1/3的股份。取消对外商购买金额的限制，购买资产超过246亿韩元的企业（国防和关键部门除外）也无须得到政府批准。4.改善投资环境

马来西亚实施“多媒体超级走廊”计划，以优惠政策鼓励外商投资高科技产业，优惠政策包括：外商可拥有100%股权，外商可无限制地聘用本地及外国的“知识工人”，外商可免缴10年所得税及免税进口多媒体器材。停止“不鼓励劳动密集型工业”的政策，鼓励外商投资于出口导向型工业，允许出口导向型的劳动密集型外商投资企业增聘外国劳工。

由于对外商并购投资采取更加鼓励的政策，亚洲国家（日本除外）1998年吸收的跨国并购金额总计125亿美元，比1997年增长28%。特别是上述印尼、韩国、菲律宾、马来西亚和泰国，1998年发生的跨国并购案占到亚洲（日本除外）全部跨国并购案的73%；跨国并购方式吸引的外资，占其吸引外资总额的57%。可以看出，这些以往以“绿地投资”方式吸引了大量外资的发展中东道国，通过放松管制和提供更优惠的政策，成功地吸引了大量以并购方式流入的外资。这些重点引资国家，正在从“绿地投资”为主的引资方式，转变为并购方式为主的引资方式。

三、利用并购方式吸引外资，是进一步促进发展、改革和开放的重要战略举措

吸引外商并购投资，不仅仅是为了顺应全球跨国投资快速发展的趋势，也是促进国内经济增长、结构调整和体制改革的重要战略举措。

1. 推动国有企业改革

党的十五届四中全会明确指出，竞争性领域的国有资产可以流动，上市公司可以减持国有股，非上市企业可以变现国有资产。可以说，竞争性领域大型国有企业产权结构实现多元化，已经是一个明确的改革方向。但是，我国国内的非国有投资者，目前总体上不具备作为战略投资者参与大型国有企业产权制度改革的能力。

首先，非国有投资者的投资能力不足。对竞争性行业中国有企业资产数额的测算有不同的方法和结果，但最保守的估计，也在2万亿元以上。改革以来，虽然我国非国有经济成长很快，但面对如此庞大的国有资产，要使其产权结构多元化，非国有投资者的投资能力明显不足。

其次，对大型国有企业来说，产权结构多元化的主要目的，是为了形成有效的公司治理结构，解决出资人行为不到位这个关键问题，从这个角度看，广泛而分散的投资者，例如资本市场上的散户，不能发挥以投资者的身份对企业经营者的行为进行有效激励和监督的作用。“用脚投票”的监督机制即投资者根据企业业绩决定是否继续投资还是撤资，在中国目前也难以发挥有效作用。而能够进行大额投资、在大型国有企业的资产总额中占有显著份额、从而能够从维持自己资产收益的角度真正关心企业经营状况的非国有投资者，在我

国更是稀缺的资源。大型跨国公司参与国有企业改革，不仅能提供巨额投资，而且随着资金的进入，经营理念、技术、全球营销网络、管理等各种资源，都会进入被并购的企业。因此，我们需要从推动大型国有企业改革的角度，积极吸引跨国公司的投资，包括并购方式的投资，使其成为推动国有企业改革的重要战略投资者。

2. 部分国有资产变现，补充社会保障资金

国有企业改革的主要障碍之一，是企业富余职工的安置问题。问题的核心是社会保障资金不足。

与国有企业改革相关的社会保障问题，主要涉及三个方面：养老制度、失业保险制度和医疗保险制度，在“下岗”这个过渡性的办法取消之前，失业保险中的一部分表现为下岗职工的基本生活保障。这三个方面存在的问题，是目前制约国有企业减员增效工作的主要因素。以失业保险为例，可以看出改革引起的社会保障需求及对财政的巨大压力。国有企业改革会从两个方面产生下岗、失业问题，第一，继续存在和发展的企业要裁减冗员；第二，破产企业和被兼并的企业有大量职工下岗和失业。对国有工业企业改革过程中需要继续裁员的数量，一般估计在1200万到1600万之间，也有人认为会达到2000万人以上。过去几年，每年实际领取下岗基本生活保障金的约有500万人左右，其中部分人还不能足额领取。如果净增800万人下岗，按每人每年3000元计，需要财政增加支出240亿元。如果裁员人数更多，财政的负担就更重。养老制度和医疗制度改革的问题更加复杂一些，既有新发生的费用，还有历史遗留下来的拖欠问题及隐性欠债问题，后者处理起来更困难。总之，要加快国有企业改革，不能不考虑相关社会保障制度的完善程度和财政的承受能力。

以往采用外商独资或中外合资的方式吸引外资，与并购方式吸引外资相比，一个重要的区别，是前者没有置换出存量国有资产，用于富余职工安置。采用并购方式利用外资，特别是外商收购国有企业，我们就可以将现有存量国有资产置换为资金，起到国有资产存量变现和补充社会保障资金双重积极作用。

3. 减少重复建设，充分利用现有资产存量

从90年代中期开始，中国经济从短缺经济转向供应充裕的经济，制造业中许多行业出现较大比例生产能力过剩的问题。过去多年，政府一直强调控制重复建设重复生产问题，但收效不明显。其中一个重要原因，是政府的产业政策对外商投资没有明显的约束作用，许多国外投资进入了生产能力已经过剩的行业。外商在我国建立独资企业或合资企业，绝大多数都有新的建设项目，加重了重复建设问题和国内生产能力过剩问题。采用外资并购方式吸引外资，能有效地解决以往多年存在的现有生产能力过剩和外商不断建设新企业的矛盾。外商并购国内企业，相当比例的企业只是所有权的易手，无需投资建设大量的有形资产，即使有设备投资，大多数也是对原有设备的更新改造。

4. 吸引外资的方式与国际惯例接轨

投资者的市场准入问题，既包括市场准入的范围和时间，也包括市场准入的方式。并购投资是跨国投资的一种主要方式，为跨国公司所熟悉，近几年更是跨国投资最主要的方式。调研中我们发现，许多跨国公司对并购方式感兴趣，他们认为并购方式投资与新建方式投资相比，能够节省时间，能够更好地利用现有企业的有形与无形资产，能够以较少投资获得企业的控制权，能够不增加新的生产能力从而改善市场竞争结构等等。中国加入世贸组织后，将有更多的国外投资者提出以并购方式在我国投资的要求，提前做好法律和政策方面的准备，是我们的积极应对之策。

5. 为我国企业海外投资积累经验

“走出去”到海外投资，将成为我国企业自身发展的内在要求，也是解决国内生产能力过剩、国内资源短缺、研发能力不足等问题的重要战略举措。

目前我国企业到海外投资，主要的投资方式是在当地设立中资独资企业或中外合资企业，具体操作方式和管理方式，很大程度得益于外商在华投资提供的经验。然而，除个别收购发达国家小型研发型企业或高新技术企业的案例外，生产性投资几乎没有采用并购方式的投资。一个重要的原因，是国内企业缺乏跨国并购投资的经验，国内金融机构、中介机构和政府部门也缺乏这方面的经验。吸引外商来华并购投资，将为我国企业提供近距离的学习机会和实践体验，为更多的企业进行海外投资和采用更灵活多样的投资方式提供帮助。

四、外商在华并购投资现状

(一) 外商在华并购投资的主要方式

外商并购投资虽然不是外商在华投资的主要方式，但自90年代初期以来，已有一些案例发生。具体的投资方式主要有以下几种。

1. 不通过股票市场进行并购

1) 整体并购

整体收购指外商并购的对象是中方整体企业。采用这种方式并购，中方企业多数是中小型企业。典型的案例是香港中策投资有限公司在中国的收购行为。“中策现象”是外商并购投资的起点。正是中策的并购运作使国内各界理解了什么是真正的全球资本运作。

香港中策投资有限公司是1991年12月12日在香港红宝石发展有限公司的基础上改造而成的，1994年7月又更名为香港中策投资集团有限公司。从1992年4月收购山西太原橡胶厂开始，在两年多的时间内，中策在大陆并购设立的合资企业多达100多家，总投资额为25亿元人民币。中策公司将其在国内收购的橡胶和轮胎企业，在百慕大注册为“中国轮胎公司”，在美国发行了610万新股，募集资金1亿多美元，并且将部分股份转让给固特异公司。这样，中策公司就以中国轮胎公司的资产为基础，通过资本市场的运作，先后控股中国某些啤酒企业、一揽子收购泉州市37家国有企业、全面收购大连轻工系统101家企业。

2) 部分并购

部分并购是指外商只兼并、收购中方企业中的一部分资产。一些大型国有企业，由于债务、人员负担重，外商愿意采取部分收购的方式。1998年柯达公司通过柯达中国有限公司收购国有企业。伊士曼柯达公司与汕头公元感光材料总公司、厦门福达感光材料有限公司、福建国际信托投资公司与广东国际信托投资公司共同发起，组成柯达（中国）股份有限公司。总投资11亿美元，注册资本3.85亿美元，其中美方占80%，中方占20%。被并购的中方部分企业，负责处置遗留的人员和债务问题。

3) 收购合资企业中的中方股权

这是目前有些中外合资企业采用的方法，有两种主要方式。第一种，有增资时的收购。随着企业发展前景的明确，外商提出增资扩股的要求。如果中方原有股权没有退出，但由于没有能力按比例地投入资金，使外方在增资的同时也增加了股权，就是合资企业中的增资扩

股行为。如果在这个过程中，外方同时收购中方股份或资产，就成为一种并购行为。第二，没有增资时的收购，有些企业由于双方摩擦大，不能继续合作下去，外方提出收购中方股权的要求，这种收购过程只是所有权的易手，并没有新投资发生。

4) 外资企业重组其在中国的分支机构

有些在国内有多家投资企业的跨国公司，为了集中管理权限，将其在华企业合并。例如联合利华公司将联合利华（中国）有限公司分别与隶属轻工集团的四家拥有法人资格的中外合资企业合并。股权结构为外方联合利华（中国）有限公司控股77%，中方由四家中方股东的上级控股公司——上海轻工集团公司控股23%。

另一种情况，是跨国公司母公司被并购，因此引起相关在华投资企业的合并。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。

2. 通过股票市场并购

1) 北旅模式：A股市场协议收购法人股份

1995年8月9日，日本五十铃汽车株式会社和伊藤忠商事株式会社与北京旅行车股份有限公司（简称“北京北旅”）达成协议，一次性购买北京北旅的不可流通的法人股4002万股，不包括国有法人股，从而日商占北京北旅总股本的25%。这次并购开创了外资直接收购中国上市公司法人股的先例。

2) 福耀模式：收购国内上市公司原外资股权间接控股

1996年1月，世界玻璃行业最大的企业——法国圣戈班集团通过受让股权形式控制了福建耀华玻璃工业集团最大的公司——万达工业有限责任公司的51%的股权，3月圣戈班又在香港收购了福耀两家外资法人公司——香港鸿侨海外发展有限公司和香港三益发展有限公司，成为福耀的最大的股东，持有股份42%。

3) 赣江铃模式：B股市场参股 1995年8月，美国福特汽车公司与赣江铃达成协议，出资400收购江铃新发B股的80%。这次并购的结果是美国福特汽车公司最终成为赣江铃的第二大股东，持有江铃总股本的20%。

4) 海外上市

目前我国海外上市的途径有：发行N股、H股、S股和T股，以及在纳斯达克和香港二板市场上市。最近两年，我国一些大型国有控股企业在海外上市成功，例如中国联通、中国电信、中油股份等，都在国际市场上筹得巨额资金。

五、外资在华并购面临的主要问题

1. 对并购方式引资认识不到位

对于外商以并购方式投资，国内存在一些不同观点，包括是否会造成国有资产流失，是否会失去对企业的控制力，是否是造成外资在国内市场上的垄断势力等。由于体制和投资环境中存在的问题，上述担心并不是完全没有道理，实践中也的确存在类似的问题。

但是应该认识到，从全球跨国投资趋势看，跨国并购已经成为占主导地位的投资方式，如果我们希望继续扩大利用外资、提高利用外资的水平，就要积极促进外商以并购方式来我国投资。国内进一步的发展、改革和开放，也需要以并购方式吸引外资。对于可能出现的问题，要及早研究对策，制定有效的措施，但不能因噎废食，失去良机。

2. 法律法规制定滞后 目前，我国还没有专门规范并购行业的法律和法规。根据我们的收集整理，相关的规定主要散见于以下几个法律法规中：《中华人民共和国中外合资经营企业法》、《关于企业兼并的暂行办法》、《关于出售国有小型企业产权的暂行办法》、《国有企业财产监督管理条例》、《国有资产评估管理办法》、《关于进一步加强外商投资管理工作的若干问题的通知》、《中外合资经营企业合营各方出资的若干规定》、《中外合资合营各方出资的若干规定的补充规定》、《外商收购国有企业的暂行规定》和《关于外商投资企业合并与分立的规定》。对于并购中的法律问题，我们与外商投资企业、内资企业、政府主管部门、外方会计事务所、律师事务所等许多有关方面进行了座谈。据这些企业和机构反映，我国有关并购问题的法律空白和缺陷，主要表现在以下几个方面。

1) 重审批权限和程序，轻操作办法

我们有许多涉及并购问题的规定，重点并不是具体的操作办法，而是审批权限和程序。例如，《外商收购国有企业的暂行规定》是直接针对外商收购国有企业行为的，但其中的实质性内容，是设定了审批权限和审批程序，对许多细节性的操作问题，没有明确规定，不宜操作。

2) 一些规定实际上无法操作

为了避免少数外商在合资过程中钻空子及不正当谋利，政府制定了一些相关法规加以限定。例如，《中外合资合营各方出资的若干规定的补充规定》，外国投资者通过收购国有企业设立外商投资企业的，如果为控股的，在没有付清全部购买金之前，不能取得企业的决策权，不得将其在企业中的收益、资产以合并报表的方式纳入该投资者的财务报表。但是，对于大型并购行为来说，由于并购资金数额巨大，不可能也没有必要一次性或在短期内全部付清，但是按照《中外合资合营各方出资的若干规定的补充规定》，外资不能取得企业的决策权，这一点在实际中无法操作。再如，按照规定，企业长期投资的比例不得超过注册资本的50%。这项规定对投资公司从事并购活动形成了障碍。

此外，我们规定，外国投资者通过收购国有企业资产或股权设立外商投资企业的，应当自外商投资企业执照颁发之日起3个月内支付全部购买金。对特殊情况需要延长支付者，经审批机构批准后，应当自营业执照颁发之日起6个月内支付购买总金额的60%以上，并在1年之内付清全部购买金。这一点在跨国并购中往往难以实现。

3) 被并购企业的债务和人员处置

虽然几个相关法规都对人员处置问题有原则规定，但缺乏细则，例如“负责安置被并购企业的员工”的具体含义并不清楚，再如企业原有债务的处理也没有明确规定，这些都只能在操作中一事一议。因这些重要方面缺乏明确、详细、透明的规定，致使外商事先无法大致判断并购的成本，限制了外商的并购意愿。

4) 限制性规定多, 鼓励性规定少

我国至今没有鼓励外商并购投资的专门政策, 相反, 相关法律法规中有不少内容是为了限制、约束外商在华并购行为。例如, 证监会明文规定, 不允许外商收购上市公司的法人股。

5) 外汇管理体制不便于并购

我国外汇管理部门规定, 只有企业才能够设立外汇账户。但在并购中, 如果被并购一方是国有企业, 国有资产管理部门就是投资人身份, 但因无法开设外汇账户, 外商也无法将收购资金汇入。

3. 国有资产评估问题

国有资产评估本该归入上一个问题中, 即有关法律法规方面的问题。但是, 地方政府、企业和中介机构对这个问题反映较大, 存在的问题较多, 需要作重点分析。

提出的问题和难点主要有以下几个方面。

1) 国有资产管理部门是所有者身份还是政府管理机构的身份

这是外商投资企业和外资评估机构提出的问题。外方认为, 国有资产管理部门如果是所有者身份, 国资管理部门就与外方企业的所有者处于平等地位。因此, 并购中的资产如何评估、怎样定价等问题, 都应该由双方所有者协商确定, 中方所有者无权单独作出具有法律效力的规定。如果国有资产管理部门是政府管理机构的身份, 就只能行使政府管理职能, 即通过相关法律、法规确定评估程序, 认定评估机构的资质等, 对于具体评估结果和实际转让价格, 并没有最终批准权。现在许多地方国有资产管理部门的身份不清楚, 具体操作中两种身份都存在, 既是法律、法规的制定者, 又是企业的所有者, 既是“裁判员”又是“运动员”, 这样做不符合市场经济的要求。

目前国有企业产权变动中的资产评估, 主要采用资产重置法进行。一些外商和外商中介机构认为, 这只是市场经济中确定资产交易价格的一种方式, 实际上有许多方法可以采用。机械、固定地采用这种方法, 既可能造成对中方不利的结果, 也可能造成对外方不利的结果。对于许多盈利能力较差的国有企业, 外商不能接受按重置法评估的资产价值, 而是要求按资产收益法评估。而对于盈利潜力巨大的企业, 这种方法实际上会造成中方资产损失。一些国外咨询机构特别提到, 在已发生的并购案例中, 没有考虑到“控制权转移与否”这个重要因素, 在国外, 如果收购股权的比例达到控制权转移的程度, 资产价格要相应升水。也就是说, 参股投资和控股投资时, 资产价格并不一样。调研中许多企业和中介机构都认为, 企业的情况千差万别, 按什么方法评估, 可以由双方企业商定, 由有资格的中介机构操作, 这样有益于以双方认同的价格实现并购。

3) 实际交易价的认定问题

按现有的国有资产交易的有关规定, 当资产交易价格明显低于资产评估机构的评估价时, 要由相应级别的国有资产管理部门批准。虽然实际操作中, 由于投资者看好国有资产的潜在盈利能力, 使资产交易价格高于资产评估价的情况居多, 因此上述规定并没有出现执行困难, 但外方仍然对这个规定的制定感到不理解。他们提出的是, 如果经过国资管理部门批准, 以后发现存在黑幕交易等问题, 国资管理部门是否负责任; 如果不能负责, 那国资部门批准的意义何在?

企业并购往往需要中介机构提供大量服务, 包括投资银行对并购的整体策划运作; 会计事务所和律师事务所提供相关的财务和法律服务; 评估事务所提供恰当的评估服务; 金融机构提供相应的担保、融资服务。此外, 还需要有完善的金融市场、产权市场、人才市场、信息市场、技术市场等相关市场体系, 保证并购过程的顺利推进。而这些条件要末目前国内基本不具备, 要末处于发育很不完善的状况。

这里所说的“后遗症”包括: 人员安置问题(含原来企业领导人的去向和富余职工的安置)、历史债务和社会负担的处理问题、公司治理结构的安排、社会保障问题、外商投资企业的退出渠道问题等。其中, 人员安置问题是外商反映最强烈的问题。

我们建议: 把吸引外商来华进行跨国并购作为未来我国扩大利用外资规模、提高利用外资水平的一个重点工作, 实现利用外资战略重点的转变。

1. 转变观念, 统一认识

要从全球跨国投资发展趋势和国内经济发展需求的视角, 看待促进跨国并购投资的战略意义。特别需要对以下两个方面的问题转变观念和作法。

第一, 将并购仅仅视为解决国有亏损企业的途径。要认识到, 并购并不仅仅是为了解决亏损企业问题, 而是为了使国内企业整体上提高竞争力, 适应国内外不断变化的新环境。并购是解决亏损国有企业问题的一个选择, 但是, 盈利企业溢价出售的潜力很大, 如果算总账, 用盈利企业溢价出售的收益支持亏损企业扭亏, 或用于亏损企业破产后的人员安置和债务偿还, 可能更合算, 而且兼并后原来的盈利企业具有更好的发展前景。近几年其它国家发生的跨国兼并案, 有许多都发生在盈利企业之间。因此, 要用市场经济的观点看待企业并购。

第二, 认为国有企业被外商并购, 会产生国有资产流失和损害国有经济控制力的问题。要认识到, 竞争性领域并不是国有企业具有明显竞争优势的领域, 长期存在大量的国有企业, 反而会造成大量的亏损企业, 使国有资产大量耗损, 并使国有经济整体实力和整体盈利性受到损害。正是基于这种认识, 中央才将竞争性领域大型国有企业产权结构实现多元化, 作为一个明确的改革方向。在积极吸引国内非国有投资者参与竞争性领域国有企业改革的同时, 外国投资者特别是大型跨国公司, 也是能够推动国有企业改革重要的战略投资者。随着资金的进入, 经营理念、技术、全球营销网络、管理等各种资源, 都会进入被并购的企业, 从而真正改善国有企业存量资产的质量。只有竞争性行业面大量广的国有企业不再需要政府长期大量的投入, 政府才能集中财力, 用于支持少数重要战略性行业和领域中的国有企业, 保持国有经济在这些行业和领域中的竞争力。

企业并购问题涉及的法律法规很多, 并且是不同部门针对不同问题制定的, 许多规定相互矛盾和冲突。我们建议, 调整和完善与并购

有关的法律法规,不要将就各个具体问题做补充规定或修正,而是需要通盘考虑,制定符合市场经济基本规则、适用于国内外投资者、适应当前全球并购投资趋势和我国国情----具有统一、透明、可操作性特点的“兼并收购法”和相关实施细则。建议由全国人大组成工作小组,外经贸部、财政部、计委、国家经贸委、国家工商行政管理局等部门参加,并吸收国内外法律、经济方面的专家参加。要特别注意聘请国外专家,借鉴市场经济国家的成熟经验,形成一套较为完备的并购法律法规体系。在法律法规的制定过程中,需要重点关注以下问题。

- 1) 重视可操作性。以往有关规定重视审批权限的划分,可操作性差。特别是一些关键、敏感问题的操作办法,要在试点的基础上作出明确规定,宜于执行。
 - 2) 使并购方式投资的外商与新设方式投资的外商能够享受大致相同的政策待遇。
 - 3) 收购资金的到位期限要求要符合实际。考虑到大型并购案例涉及巨额资金,因此对收购资金的到位期限应该放宽,资金到位与企业控制权的关系也应灵活处理。
 - 4) 外汇管理体制。对于并购行为中外方收购资金的汇入,应该有灵活的处置方式,例如允许国有资产管理公司以中方所有者的身份开设外汇账户,便于外商将收购资金汇入。
 - 5) 明确国有资产管理部門是所有者身份还是政府管理机构的身分,并确定它们在企业并购中的地位 and 权限。
 - 6) 资产评估方法只做原则规定,允许并购与被并购双方的所有者通过协商确定评估方法和评估价格,政府管理部门只认定评估机构的资格和制定有关禁止不公平交易的规定。
 - 7) 放宽企业长期投资的比例。我们目前规定,企业长期投资的比例不得超过注册资本的50%。而这一条款无疑限制了一些业绩优良的中小企业的兼并行为,也限制了投资性公司的并购行为。可以考虑取消这个规定,如考虑到其它方面的影响,至少应该对投资类公司进行并购投资时,予以特殊的政策处理。
 - 8) 放宽并购融资方式。涉及大型并购案时,投资方要在短时间内筹集巨大的资金,必须有良好的融资渠道予以配合,包括融资收购方式的使用。
3. 营造适宜的体制和政策环境

1) 简化审批手续

下放外商并购国有企业的审批权,一般领域中的并购,由地方国有资产管理部門审批。同时要简化工作程序,提高政府管理部门的办事效率。

2) 制定人员安置的具体规定

被并购企业富余人员的安置问题,被外商认为是事先估计并购成本时最不确定的问题。外商认为,并购方对被并购方的人员安置作出承诺并不是完全不合理的要求,但需要明确知道安置的要求。要使外商对人员安置的可选择办法和每种办法所费的费用能在事先明确计算。需要制订类似“并购企业职工辞退赔偿办法”,使职工利益得到切实保障,并使谈判双方有据可依。据国内外的经验,可选择的方式有以下几种。

A) 一次性买断。对于不再留用的员工,可按每人一定数额计,一次性支付解雇赔偿金。

B) 提前退休,适当补偿。富余职工提前退休,但在到达法定退休年龄前,企业仍给予一定补偿,以缩小与在职职工的收入差距。 C) 协议保留人事关系,自行解决就业问题,到退休年龄后仍按现行规定办理退休手续。

D) 进入人才市场,另行安排再就业。政府有关部门负责给这些人员提供再就业的岗前培训,社会保障部门提供基本的生活费用,并提供再就业的机会。

4. 加快建设中介服务体系

国内目前缺乏富有经验的中介机构,是国内外投资者从事并购业务的主要困难之一。要加快建立包括产权交易、融资担保、会计审计、资产评估、法律咨询等全面的中介服务体系。特别重要的是,这些中介服务要尽快多引进国外投资者,特别是享有较好信誉的大型跨国中介服务公司,使外商在考虑并购投资时,能寻求到可信任的中介服务。

5. 加快推进证券市场建设,增加证券市场的开放度。

通过证券市场推进外商对华并购投资,应该是今后重点努力的方向。证券市场的价格发现功能以及上市公司资产的流动性,使通过证券市场进行企业并购交易的公正性、公平性能较好得到保证。除了进一步活跃B股市场,推进国内优质企业在海外上市等工作外,最近我国已允许外商投资企业在A股上市。当条件成熟时,还可以考虑有限度地对外国投资者开放A股市场,使证券市场进一步发挥促进外商对华并购投资的作用。

6. 加强对外商并购过程的监管

并购是一项专业性很强的业务,具体操作方法很多,涉及的专业知识面广,经验性很强,需要加强以下几个方面的监管。

1) 加强关联交易的审计,强化信息披露制度

要对某些有可能导致垄断经营的并购行为进行严格审查。从近几年的跨国来华并购来看,过去我们有关部门严重忽略了信息披露制度,导致外商可以利用我们监管中的漏洞,实施带有强烈垄断市场倾向的并购。这是我们今后应当加强监管的一个重要方面。

2) 制定反垄断法和防止不正当交易法,约束外商的不正当并购行为 跨国公司实力雄厚,以并购方式进入我国市场后,在某些领域有可能形成垄断力量,阻碍未来的竞争者进入,抑制国内投资者,进而索取高价,损害国内消费者的利益。如果跨国公司进入导致这种结果,就意味着技术进步和产业升级的利益不是以较低价格的形式转移给消费者,而是以较高利润的形式被跨国公司吸收。因此,我们要抓紧制定反垄断法和反不正当交易法,约束跨国公司可能产生的垄断行为和其它相关不正当行为,使吸引外商并购投资产生有利于双方的积极结果。

7. 进行试点,积累经验

鼓励外商来华并购投资,是我国进一步扩大开放中的一项战略性举措。外商并购投资涉及许多我们不太熟悉的新问题,操作过程的技术性、经验性很强,并购过程中资产的流动方式很多,对并购和被并购双方都会产生长期影响。因此,政府作为法律法规制定者和监管者

任务很重，需要通过实践及时发现、解决许多问题。为了保证此项工作能积极、稳妥地推进，建议尽快制定一些暂行办法，选择一些不同类型地区开始试点，积累经验，为法律法规的制定提供实践基础。

主要文献：

王洛林(主编)《中国外商投资报告2000：大跨国公司在中国的投资》，中国财政经济出版社，2000年版。

联合国贸发会议跨国公司与投资司：《世界投资报告》1996-2000年各版。

中共中央文献研究室：《新时期经济体制改革重要文献选编》，（上、下册），中央文献出版社，1998年版。

国家经贸委企业司：《优化资本结构城市试点工作手册》，中国经济出版社，1996年版。

张承耀（主编）：《中国企业经营与管理案例》，经济管理出版社，2000年版。

刘李胜等：《外资并购国有企业——实证分析与对策研究》，中国经济出版社1997年12月版

杨永华等：《利用外资与维护国家经济安全》，中国发展出版社，1999年2月

杨宇光：《经济全球化中的跨国公司》，上海远东出版社，2000年1月

傅梦孜：《世界直接投资——发展、理论与现实》，时事出版社，1999年6月

靳天鹏：《上市公司并购评析——中国股市收购兼并典型案例展望》，海天出版社，1998年8月版

Auerbach,A.ed, 1988.Merger and Acquisition. Chicago: University of Chicago Press.

Campbel,D. and Garbus,D.A.1991.Mergers and Acquisitions. Kluwer Law and Taxation Publishers.

Sudersanam, P.S. 1995.Mergers and Acquisitions. Prentice Hall Europe.

[1] 课题组长：江小涓 王子先，课题组成员：严启发 陈霖 王迎新 徐凌 荆林波 潘悦。本文由江小涓 荆林波执笔。

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

版权所有：中国社会科学院人口与劳动经济研究所

您是第位访客