

购并——我国吸引 外资的新模式

徐 波

摘要：从购并的角度看，吸引外资主要可以通过两种方式进行：一是外国企业通过参股、控股和整体收购的方式收购我国企业；二是国内企业到境外去上市或者在境外证券市场上进行买壳上市。我国过去引进的外资大多是通过合资、合作或者独资的方式进入中国的，而通过购并方式进入中国的外资比例还很小。应对入世的挑战和国际投资形势的变化，中国必须在全方位、多层次、宽领域，以全新的方式参与全球范围内的引资竞争。购并将成为我国吸引外资的新模式。

关键词：购并；引资；模式

中图分类号：F125 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894(2002)01-0001-07

2001年9月举行的第5届中国投资贸易洽谈会在同一天里传出两则令人关注的信息：一是中国将允许外国企业参股、控股和整体收购中小企业；二是世界知名的ABB公司宣布收购厦门电器控制设备厂80%的股权，成立厦门ABB电器控制设备有限公司。参加投资贸易洽谈会投资合作研讨会的中国官员指出，中国政府将以加入WTO为契机，探索采用购并、投资基金和证券投资等多种方式，提高利用外资的水平。外经贸部外资司胡景岩司长说，未来几年的一项工作重点就是要利用国际购并浪潮引发的发达国家新一轮产业结构调整的机会，推动国有企业与跨国公司的合作，促进外资参与国企的改组改造，实现共同发展，中国政府有关部门正在研究制定向外商转让国企股权的规定和一揽子计划。在未来的5年中，中国将吸收2500亿美元的外商投资。而应对入世的挑战，中国将全方位、多层次、宽领域，以全新的方式参与全球范围内的引资竞争。

联合国贸易和发展会议在2001年9月18日发表的《2001年世界投资报告》指出，自1995年至今，全球跨国购并的比重逐年提高，已经成为外国直接投资的主要方式。2000年全球外商直接投资达12700亿美元，创历史最高水平。跨国收购和兼并是2000年外商直接投资的主要形式，几乎占了90%，比1999年增长了50%，总投资额达到了11400亿。

中国外商投资企业迄今已超过378000家，合同外资金额逾7000亿美元，实际利用外资3700多亿美元。但是，由于在吸收利用国际投资工作中，我国一直强调国际资本的直接介入和新建外商投资企业的设立，比较重视国际企业的“绿地投资”，引进的外资大多数都是通过合资、合作或者独资的方式进入中国的，因此，通过购并方式进入中国的外资比例还很小。而对外资方来说，以通过合资、合作和外商独资，建立新厂为主的绿地投资方式由于经

历经地、建厂房、安装设备等全部过程,因此投资周期相对较长。由于信息化时代产品生命周期明显缩短、更新速度加快,较长的周期将给投资方带来较大的投资风险,因此一些外商纷纷要求甚至探索、尝试以国外流行的收购兼并方式在华投资。

从购并的角度看,吸引外资主要可以通过两种方式进行:一是外国企业通过参股、控股和整体收购的方式收购我国企业;二是国内企业到境外去上市或者在境外证券市场上进行买壳上市。

一、外国公司参股、控股我国企业的方式

尽管外国公司通过参股、控股和整体收购的方式收购我国企业在政策上仍有一定的障碍,但在20世纪90年代以来,还是有一些外国公司通过间接或者直接的方式进行着各种各样的尝试:

1. 间接收购方式 通过间接收购进入中国的例子很多,如1996年3月,法国圣戈班工业集团在香港收购了福耀玻璃两家发起法人股东,从而间接持有福耀公司42.166%的股权,成为第一大股东,并担任董事局副主席;1998年8月,深业集团与韩国三星康宁签订协议,将前者拥有的全资子公司深业腾美转让给后者。深业腾美是在香港注册的公司,是上市公司赛格中康(即赛格三星)的外资法人股东,占21.37%。此次转让后,深业腾美成为三星康宁的全资子公司,三星康宁通过深业腾美间接持有21.37%的股份,成为第二大股东。

2. 合资控股 通过合资控股,使被购并企业成为外商控股的合资企业。与整体收购相比,合资控股具有收购成本低廉、购并对象多为行业和地区的龙头、骨干企业等特点。中国轮胎生产的龙头企业——上海轮胎橡胶与世界上最大的轮胎生产企业米其林“联姻”,备受市场关注:轮胎橡胶在合资公司中出资0.45亿美元,占30%股权,并将主要生产的生产经营权交给合资公司,将近一半资产出让或注入合资公司,又因为米其林控股合资公司,轮胎橡胶的实体已归属外资公司掌管。

3. 作为发起人成为A股上市公司大股东 北方重型汽车有限公司作为发起人而成为A股上市公司的大股东,这是A股市场目前唯一一家外资企业作为发起人股东的上市公司。北方重型汽车有限公司成立于1988年,是由内蒙北方重工业集团公司的前身——原内蒙第二机械制造总厂与英国特雷克斯设备有限公司共同投资设立的中外合资有限公司,后者出资占33.7%,1999年转制为外商投资股份有限公司。转制后的股权结构为:北方重工业集团公司61.8%,界定为国有法人股,特雷克斯设备有限公司33.7%。2000年发行A股后,特雷克斯设备有限公司持有4278万股(占总股本的25.1%)而成为第二大股东。

4. 大量增持外资股 外国公司可以通过参与B股、H股发行认购或配股的方式对我国上市公司进行参股或者控股,如江铃汽车、海南航空等。1995年8月23日,江铃汽车发布公告称,已与美国福特汽车公司达成协议,后者以4000万美元购买江铃新发B股的80%,占新股发行后江铃总股本的20%,成为第二大股东,开创了外资通过大量增持外资股参股或控股我国上市公司的先例。同年,海南航空向美国航空公司发行1亿股外资股,成为中国首家中外合资的航空公司。

5. 协议收购方式 协议收购方式是指在场外协议收购不能流通的上市公司国有股或法人股,如北旅模式。这种收购方式的优点在于成本低、可以一次性实现大宗股权的转

让。1995 年 8 月 9 日,北京北旅发布公告称,日本五十铃自动车株式会社和伊藤忠商事通过协议一次性购买北旅未上市流通法人股 4 002 万股,占北旅总股本的 25%,成为第一大股东,这一事件开了外资购并我国上市公司的先河。

1995 年 9 月 23 日,国务院办公厅转发国务院证券委《关于暂停将上市公司国家股和法人股转让给外商的请示的通知》,指出:“(1) 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。在国家有关管理办法颁布后,按规定执行。(2) 各级人民政府和国务院有关部门要立即停止审批向外商转让上市公司的国家股和法人股事宜;已受理企业转让申请的,由受理机关通知申请企业立即停止转让活动。(3) 请有关部门抓紧研究制定上市公司国家股和法人股转让的有关规定,报国务院批准后执行。”1996 年 1 月 25 日,广华化纤(现名英豪科教)发布国家股股权转让事项公告,公司与美国凌龙公司签定部分国有股转让合同,拟以每股 2.1 元将 3 500 万股国家股以协议方式转让给后者,占所持国家股的 60.5%。1 月 26 日,中国证监会发文指出,广华公司发布部分国有股转让事项公告一事,违反了上市公司信息披露的有关规定,也不符合国家有关暂不对外转让上市公司国家股和法人股的要求,证监会将会同有关部门严肃查处。因此,协议收购方式在政策上仍有很大的障碍需要突破。

二、中策现象的几点启示

所谓的“中策现象”,是指香港中策公司在 1992、1993 短短的两年时间里,出资 4.52 亿美元,获得了中国上百家国有企业的控股权,建起了 35 家合资公司,每家公司都由中策公司控股 51% 以上。

在橡胶轮胎行业中,中策分别控股收购了太原双喜轮胎公司(注入 499.8 万美元,占股 55%)、杭州橡胶厂(注入 1 524.9 万美元,占股 51%),将该股权纳于在百慕大注册的“中国轮胎控股公司”名下,而后于 1993 年 7 月以 ADR 方式增发新股并在美国纽约证券交易所上市。当时的上市承销商是大名鼎鼎的美国摩根·斯坦利公司。公司在美共发行了 610 万新股,以每股 17 美元定价,共募资 1.037 亿美元,扣除上市费用 9% 左右,公司净募集资金 9 400 万美元左右,随后又用所募资金收购了重庆、大连、银川等地的 3 个轮胎橡胶厂 51%、52.5%、51% 的股权,资产规模迅速扩大。所收购的 5 家轮胎厂中有 3 家是我国轮胎行业的 9 大定点生产厂。太原、杭州、大连、重庆的 4 个厂效益均不错,合资前 4 个厂年产轮胎达 220 万多条,年产值 9.6818 亿元,年利税 0.9863 亿元。其中杭州橡胶厂 1991 年总产值 4.9 亿元,年产轮胎 100 万条,实现利税 0.6755 亿元。

在啤酒行业中,中策收购了生产“北京啤酒”的北京啤酒厂、生产“钱江啤酒”的杭州啤酒厂以及烟台等地多家啤酒厂,组建了在百慕大注册的“中国啤酒控股公司”,在加拿大多伦多招股上市成功。

从中策现象中,我们可以得到以下几方面的启发:

(1) 香港中策公司对我国国有企业的收购本身是我国吸引外资的一种重要方式。但在当时由于各方面的条件还不够成熟,因此这种方式后来并没有推广和发展。

(2) 中策利用国际资本市场进行海外融资的方式同样是吸引外资的重要方式。国外企业通过收购国内企业,再利用控股公司包装上市获利也是国际资本市场运作的惯例。外国

企业在今后我国全面开放外资购并之后,极有可能运用这种方式在国际市场上进行再融资或转让部分股权进行兑现,以分散风险。

(3) 中策现象还产生一系列意想不到的连带效应,如著名的轮胎业跨国公司固特异轮胎公司(GOODYEAR)曾经在中国境内徘徊了7年,始终未能下决心建起一家合资公司,受中策现象鼓舞,购得了中国轮胎控股公司24%的股份。1994年初,黄鸿年将其拥有的泉州啤酒厂60%的股份和杭州酒厂55%股份出让,使日本第二大啤酒厂朝日啤酒及伊藤忠财团获得了其中的七成半。至此,日本大财团伊藤忠也终于跨入了中国。这也起到了间接吸引外资的作用。

三、境外上市

90年代初,我国企业境外上市开始出现。1992年12月,华晨汽车控股公司股票在纽约证券交易所挂牌,这是首家中国企业在华尔街上市,1993年,青岛啤酒等企业在香港发行H股。到1997年底,我国共有42家企业经过改制境外上市,其中31家在香港上市,6家在香港和纽约同时上市,2家在香港和伦敦同时上市,2家单独在纽约上市,1家单独在新加坡上市。42家境外上市企业累计筹集外资95.6亿美元。

对于境外上市进行融资的方式,国家在政策上采取的是鼓励和支持大公司和企业集团到境外上市的态度。国家经贸委主任李荣融在2001年全国“十五”工业结构调整工作会议上表示,要积极鼓励和支持大公司和企业集团到境外上市。李荣融指出,利用境外资本改制上市,是国有大企业推进体制创新、促进机制转换的有效方式。要在加强监管的基础上,赋予大公司和企业集团更大的自主权,选择一些大企业进行投融资体制、银行授信额度管理、建立有效的激励和约束机制、实施“走出去”战略和授权经营等方面的改革试点。

境外上市对我国大型国企来说,是一次重要的引进外资、引入策略投资者、引进先进科学和管理技术的机会。以中国石化为例,2000年成功地在香港、纽约和伦敦三地上市。在境外上市过程中,不仅吸引到了外资,而且还引入壳牌、埃克森美孚、bp和ABB等国外著名大公司作为其策略投资者。中国移动2000年也宣布引入全球著名的移动通信公司沃达丰作为其股东,沃达丰以25亿美元代价认购中国移动约2%的股权。沃达丰行政总裁Christ Gent还表示,若情况许可,沃达丰有兴趣增持中国移动的股权至15%到20%。

企业除了可以通过境外直接上市进行融资之外,境外买壳上市同样也能达到融资的目的。所谓境外买壳上市,就是指非上市公司通过对境外上市公司进行股权收购,在对境外上市公司获得有效控制权之后,由境外上市公司通过增发新股或者配股的方式将募集的资金反向收购国内的资产,以达到吸引外资的作用。

境外上市要达到引资的目的,其关键在于境外融资后,这些资金必须用于国内的建设。下面我们以上海实业在香港上市为例来说明这个问题。

四、上海实业在香港上市的几点启示

90年代初,上海市的资金主要来源之一是土地批租。然而土地资源毕竟是十分有限的,如何进一步解决上海经济发展的资金瓶颈呢?一条重要的发展出路就是依靠资本运营,

向国际资本市场筹措资金。上海实业在香港上市就是一个很成功的例子,当时,上海市委、市政府明确要求上海实业的发展必须与上海市的发展战略相配合,并把上海实业作为上海利用国际资本市场的主要通道。

上海实业1981年由上海市政府在香港注册成立,其目的是管理上海市在香港的企业(南洋烟草、天厨味精、永发印务)并开展贸易、投资等业务。1995年,上海实业按照市委、市政府将上海实业发展成为上海市政府利用国际资本市场之主要通道的要求,将原来以贸易、工业为主的经营策略转向以资本运营为核心的经营策略,以上海实业为龙头,将其在香港拥有的资产和上海的优质国有资产进行重组与包装,在香港上市,将企业推向国际市场,向国际资本市场融资。

为了使上市获得成功,上海市政府将优质企业注入上海实业控股有限公司。在香港,挑选经营业绩良好的企业——南洋烟草和永发印务;在上海,挑选两家有相当规模的优秀企业——上海家化和上海三维,让上实控股收购。

对上海实业来说,在香港股市的挂牌使它能够运用香港股市增资配股的条件,把香港资本市场的资金源源不断地投入上海,既壮大了自己的实力,又促进了上海的经济发展。1996年11月,上海实业进行了上市后的第一次配股注资,通过配股,上实以31.35亿港元在上海收购了多项资产,如上海汇众汽车合营公司、上海实业交通电器、上海光明乳业、上海东方商厦部分权益,以及上海延安路高架道路50.2%权益。1997年4月9日,上海实业再次配股,集资47亿港元,用于购入上海内环线 and 南北高架路35%权益。

上海实业在香港上市的意义在于:

(1) 从1981年到1996年,上海实业在香港经营了15年,投入上海的经济建设仅1亿多美元。然而通过资本经营,上海实业在1996到1997年一年中从国际资本市场筹集的资金远远超过了以往15年的总和。“上实控股”1996年5月上市时筹集的资金为13.79亿港元,通过1996年11月和1997年4月两次配股所筹集的资金约79亿港元,全部用于投入上海经济建设,有利地促进了上海市的经济发展,这是过去通过商品经营很难做到的。

(2) 上海实业成功地对国有企业进行兼并、收购、重组与包装,推向国际资本市场,通过资本运营,使国有资产大幅度增值。经资产重新评估,在发行新股前,公司的资产净值为13亿港元(其中有形资产7.4亿港元,无形资产5.6亿港元)。上市后,按目前股价计算,其市值达49亿港元。其中,国有资产占六成半,折合31亿港元,增值两倍多。换言之,上实控股通过上市,出售其三成半股份,即获得相当上市前其净资产现值的现金,使国有资产获得大幅度增值。

(3) 为上海市开拓了一条利用国际资本市场的新渠道。通过上市筹集资金,是成本较低而又能分散投资风险的融资方式,这一模式,是一种比较有效可行的吸引外资的方式。

五、购并——我国企业吸引外资的新模式

从90年代我国吸引外资的实践来看,尽管有过各种各样的探索和尝试,但购并引资从总体上看仍处于探索阶段。这是因为,从国内投资环境和政策来看,一方面,目前国内有关法律法规中存在众多与市场经济原则相悖的条款,政策变化幅度大,透明度低,统一性差,对外商投资造成一定的障碍。另一方面,目前吸引外资仍以合资、合作、外商独资等传统方式

为主,由于国内购并环境的不佳使得占全球跨国投资主导地位的收购兼并方式在中国难以采用,国有企业仍不能成为外商投资的主要对象。但是,进入 21 世纪之后,尤其是中国加入 WTO 后,在这样的背景之下,外经贸部等有关部门频频透露扩大开放领域、允许购并引资、放宽外资持股、开放上市公司股权和证券市场的信息。周小川主席和高西庆副主席在谈到中国资本市场国际化问题时均表示,中国资本市场对外开放将采取逐步推进的方针,要借鉴国际经验,积极研究各种办法,在适当时机,允许外资有控制、有步骤地进入我国证券市场。

我国计划在今后的 5 年中吸收 2 500 亿美元的外商投资。但根据联合国贸发会议最新公布的报告预计,由于跨国购并活动减少,2001 年全球跨国投资将大幅下降,而且降幅将是过去 30 年来最大的。联合国秘书长安南的经济顾问乔治·凯尔在 9 月 17 日的联合国贸发会议《2001 世界投资报告》新闻发布会上指出,预计 2001 年流入发展中国家和地区的跨国投资将由去年的 2 400 亿美元下降到 2 250 亿美元。其中,流入亚太地区的外来投资将从 1 440 亿美元降至 1 250 亿美元。凯尔表示,这份报告是“9·11”事件发生之前完成的,由于袭击造成的损失高达数千亿美元,2001 年的实际情况也许更糟。因此,国际上新的投资形势,也在客观上要求我们必须在全方位、多层次、宽领域,以全新的方式参与全球范围内的引资竞争,即我们应该以加入 WTO 为契机,积极探索购并等多种新的引资方式,提高我国吸引和利用外资的综合能力。由此可见,购并正在成为我国企业吸引外资的新模式,购并引资必将成为我国一个新的经济热点。购并引资将对我国经济产生的影响是多方面的:

(1) 外资购并将给中国带来面对面的国际竞争,从外部促进中国市场机制进一步发育和完善。

(2) 采取跨国购并方式不仅仅增加了开拓外资渠道,更主要的是跨国公司带来的机制、技术、理念,将极大促进国内塑造持续成长的大公司。

(3) 外资购并有助于我国提高企业管理水平,盘活国有企业的存量资本。

(4) 跨国公司购并的引入,将对国内企业方兴未艾的购并重组浪潮起到推波助澜的作用,同时外资购并在我国的出现将引起重组购并格局的重大变化,推动我国购并市场的成熟和规范,从目前粗放、投机型的初级阶段,向规模化、规范化、国际化、多样化迈进,进入以战略性购并为主的新阶段。

外资购并尽管不排除财务性购并的成份,但在总体上说,有可能推动我国上市公司的购并重组向战略性购并发展。这是因为对于具有明显产业优势的跨国公司而言,购并的主要目的是收购与其行业性质相同或关联之国内上市企业,借以占领市场,扩大规模,其对外投资控股相对来说较具有长线投资的性质。因此,外资购并在规模、目的、目标公司等方面将会不同于我国国内目前的购并重组,外资并购在我国的出现将引起重组并购格局的重大变化,推动我国购并市场的成熟和规范。

为了迎接可能到来的外资购并热,我国还必须做大量基础性的准备工作,这些工作包括:

(1) 根据社会主义市场经济体制要求和加入世贸组织的承诺,进一步完善有关吸收外资的法律、法规体系,为外商投资创造一个完备的法律环境。我国目前当务之急是要打破法规瓶颈,消除法律法规中的滞后条款、空白条款,不断完善法规体系,放宽外资介入我国经济行业、数量、比例等方面的限制,为外资并购提供一个良好的投资环境。

(2) 改善政策环境。我们要制定外商收购兼并国有企业进行资产重组的具有可操作性的政策规定,建立符合国际惯例同时又适合中国国情的游戏规则,加快与国际接轨步伐。当