

外资并购、国有经济战略性 调整与资本市场国际化

方奕祝波

摘 要: 外资并购是我国国有经济进行战略性调整的重要途径,而当前我国资本市场不完全,制约了外资并购的步伐。资本市场的适度国际化是推进外资并购的重要条件。

关键词: 外资并购; 国有经济; 资本市场; 国际化

中图分类号: F830.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2005)01-0001-05

一、外资并购与国有经济战略性调整

1. 国有经济进行战略性调整,国有上市公司被并购呈加速上升趋势 国有经济进行战略性调整是必然趋势,是中国经济持续发展的要求。国有经济战略性调整要求国有经济有所为有所不为,在多数竞争性行业,国有股份将降低比例甚至完全退出,而在有些领域则加强投资,做大做强。近几年来,在全国范围内上市公司被并购的数量呈加速上升趋势,而且比较明显,表明国有上市公司重组的进程正逐步加快。见表1。

表1 历年新股上市家数与上市公司并购数量情况一览表 (单位:家)

年 份	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003(1-6月)
新上市公司数量	196	100	95	133	70	69	36
上市公司并购数量	33	70	84	103	119	168	93

资料来源:2003年9月9日 证券时报

以上海为例,上海市国有控股的上市公司正在加快产业调整的步伐,在某些产业领域正在退出。考察上海近5年各行业国有控股上市公司资产的增长状况和所有上市公司行业资产总和的比例,发现纺织、钢铁、商贸、家电等行业资产在2000~2002年有下降趋势,所占的比例也呈下降趋势。见表2。从1998年以来,上海国有上市公司被并购披露数逐年递增,上海市国有控股的上市公司控股权流动速度正在逐渐加快。

2. 外资并购将成为国有经济进行战略性调整的主要形式 国有控股上市公司的战略性重组进入新阶段,引进外资是上市公司重组的有效方式。国有控股上市公司改组需要大量的资金注入,虽然民营企业发展迅速,实力逐渐壮大,对国有企业重组起着不容忽视的作用,但还不能承担起改组国有企业的重担。跨国公司拥有雄厚的资本、先进的技术和成熟的管理模式,外资的进入将有利于国企的改组改造。外资并购有能力推进国有企业结构

表 2 1998~2002 年上海国有控股上市公司部分行业资产状况 (单位: 亿元)

行 业		1998	1999	2000	2001	2002
纺 织	总资产	42.96	53.21	54.75	48.62	49.01
	比例	4.03	4.27	3.82	3.12	2.80
钢 铁	总资产	16.44	20.16	17.77	16.10	7.12
	比例	1.54	1.62	1.24	1.03	0.41
商 贸	总资产	75.87	82.95	113.53	109.33	109.29
	比例	7.11	6.66	7.93	7.02	6.24
家 电	总资产	64.64	29.62	36.28	40.87	40.39
	比例	6.06	2.38	2.53	2.63	2.30

资料来源:《中国并购评论》(第四册)

调整,促进国有企业投资主体多元化和国有企业经营机制的转变,从而规范企业行为。我国正在调整利用外资政策,逐步从传统合资合作方式转到利用跨国并购方式上,国家允许向外商转让上市公司的国有股和法人股,外资并购的规模和比例将会大幅度上升,外资并购将成为国有企业重组的重要途径。

目前,外资收购法规体系已经初步建立起来。2002年9月28日颁布的《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》建立了信息披露体系。2002年10月8日颁布的《上市公司收购管理办法》规范了外资收购的程序和权利义务。2002年11月4日证监会、财政部、原经贸委联合颁布的《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》允许上市公司国有股和法人股向外资转让,解决了外资收购的市场进入问题,给外资收购主体国民待遇,形成了外商收购上市公司的基本政策和程序框架。

有了法律的支撑,外资并购数量呈增长趋势,外资并购国内上市公司数量在2003年大幅增长,从1995年的3家增加到12家。外资并购进入了实质性实施阶段。

二、资本市场国际化程度低制约着外资并购的进展

资本市场国际化包括融资的国际化和投资的国际化。资本市场融资的国际化包括中国上市企业可以在海外市场上公开募股、有更多的国际投资者投资中国的股票、金融机构引进境外战略投资者、符合条件的证券机构到境外资本市场拓展业务、允许符合条件的外国公司到国内证券市场发行股票或债券并上市交易等。资本市场投资的国际化可以包括符合条件的内资机构投资者投资于海外证券市场、允许国内自然人直接投资于香港股票市场,积累一定经验之后,允许他们投资全球证券市场。目前,我国的资本市场国际化集中在资本市场融资的国际化方面,对于资本市场投资的国际化则给予了限制,主要原因是担心国内证券市场有可能受到资金分流的影响,还可能导致外汇流失。

在以行政划拨和协议转让为主要方式的“财务性并购”中,并购融资问题并不突出。随着我国上市公司战略性实质并购的发展,并购融资问题日益显得重要。目前,上市公司并购多数是通过协议收购进行的,随着相关法律法规的完善,要约收购将成为上市公司并购的主要形式。并购重组需要健全的资本市场,而中国资本市场是薄弱的环节,融资渠道和金融工具比较单一,开放程度低,从而无法满足现代并购的需要。因此资本市场不完全是制约

上市公司并购发展的重要因素。

以上海为例,上海资本市场在国内相比是比较发达的,但国际化程度较低,不能满足全球化的外资并购需要。为了贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的实施意见,上海市2004年3月通过贯彻落实《意见》的实施意见,出台大力发展资本市场的七大举措,明确了上海大力发展资本市场的主要目标,即努力建成规范、高效,适合国内外投资者共同参与、具有国际影响力的资本市场体系,成为市场影响力强和综合实力领先的境内外机构投资者和资本市场中介服务机构的运营中心,这也给资本市场的国际化提出了方向。

由于外资并购需要资本在国际间流动,就要求东道国有完善的资本市场。我国资本市场不完全,主要表现为政府管制和资本市场本身的不健全。政府对资本市场的管制主要出于对本国经济安全和本国利益的维护需要,但政府的某些限制措施导致在资本市场上有时不能按市场规律办事,比如对人民币的兑换问题和对外汇流入和流出的限制等限制了资本在国际间的流通。资本市场本身的不健全主要是资本市场的市场结构不完全,导致信息成本增加和低效率等,增加了并购成本。目前我国外资并购多数采取外国投资者用可自由兑换的外币出资或经批准从其在境内的其他外资企业获得的人民币利润中出资,有的是用工业产权或专有技术作价出资,这些属于经常项目下的资本流动。国内上市公司股权结构比较独特,国有股在总股本中所占的比例平均超过50%,往往处于绝对的控股地位,在一定程度上增大了外资购并的成本,外资要成为上市公司中控股股东要付出相当代价,而巨额的资金需要资本市场的资金融通,所以,资本市场的不完全对外国投资者的进入形成了一定障碍。

从国外的跨国并购实践来看,多数情况下是采取换股方式进行的。换股涉及到资本项目下的资本问题,而人民币在资本项目下不能自由兑换,这就影响着跨国并购的资金通道,限制了外资并购的方式,在一定程度上制约着我国进行大规模的跨国并购。目前对我国上市公司来说,并购中涉及的基本为非流通股,我国以净资产为基础的价值评估与西方的价值评估不同,并购双方对股权的定价有时相差很多,难以统一,使得换股并购的交易很难达成,但换股并购方式可能成为外资并购中国上市公司的主要形式,毕竟并购需要考虑交易成本和效率问题,而且在西方国家比较成熟,有一定的经验可以借鉴。

国有上市公司是国有企业的主体,国有企业的改制主要是国有上市公司的改制和重组,上市公司的重组通过证券市场进行,而我国证券市场对外资的股权交易还有较多的制约因素,国际化程度小,不能满足外资并购对证券市场的需要。股票市场和债券市场是资本市场的主体,但我国股票、债券等证券市场规模较小,不能发挥资本市场的效用,金融衍生品市场处于起步阶段。与发达国家的股票市场占GDP的比例相比,我国还相差很多;与发展中国家的平均水平相比差距较大。

造成这种状况的主要原因表现为两方面。一方面是长期以来我国限制外资投资A股,而国内资金相对有限,且股权结构比较特殊,使得我国资本市场的功能受到极大制约。在我国的证券市场,我国上市公司的总股本中只有35%左右的股份是可流通的,其余65%的股份都是不可流通的,在这65%中,国有股占80%以上,而且上市公司造假现象严重。我国还没有建立和完善金融法规和风险防范机制,如果任由外国投资者进入中国证券市场,国际上的巨大游资和以盈利为目的的外资金融机构资金运作会冲击我国的金融体系和经济结

构,削弱中国货币当局对经济的宏观调控能力。所以,对外资投资A股应建立适当的控制和监管机制,吸收优质的国际资本扩大资本市场的规模。另一方面,公司发行债券受到严格的限制,主要还是中国的诚信和相关制度还没有建立,制约了债券市场的发展。有关资料显示,在2000年我国A股融资1 007亿元,企业债券融资83亿元;2001年股市融资752亿元,企业债券融资147亿元,而发达国家企业债券融资,一般达到同期股市融资的3~10倍,中国企业债券融资的潜力还很大。

三、外资并购与资本市场国际化的思考

1. 完善资本市场,促进外资并购发展 在市场经济中,并购是以资本市场的正常运行为背景的。从外资并购来看,外国投资者并购境内企业,可以分为资产并购和股权并购两种形式。资产并购可以分为两种情况,一是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并运营该资产;二是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。股权并购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。上市公司股权并购一般是通过证券市场进行的,股权并购进入和退出方便,证券市场的股权流动已成为当前国际资本市场上的最为重要的方式之一。资本市场在并购过程中的主要作用体现在提供了一种有利于资金流动的通道。资本市场的存在减少了经济主体之间进行交易的搜寻成本和信息成本。在有效市场中,价格反映了所有市场参与者收集到的总的信息,同时还可以通过市场利率的变动,及时提供较为准确的经济信息、金融信息。因此,应该努力完善我国资本市场的结构,加强制度的建设,促进资本市场功能的发挥和效率的提高,为外资并购的全面展开提供一个良好的基础条件。

2. 有步骤地实施资本市场的国际化 资本市场国际化包括资本的走出去和资本的引进来两个方面,走出去要谨慎,避免缺乏理性的一哄而上,引进外国资本关键要提高外资使用质量,提高使用效率。资本市场的开放要考虑现实利益和长远利益,在合适的条件下,选择最佳的开放时机。

人民币在经常项目下可自由兑换,但在资本项目下不可自由兑换,中国没有直接开放国内的资本市场。人民币在资本项目下的可交换是发展趋势,当然,这种资本项目下的可兑换是在政府管制之下的可兑换。实行合格境外机构投资者制度(QFII)是有限度地开放资本市场的过渡性制度安排,是资本市场国际化的重要起步,同时也会在一定程度上推进人民币自由兑换。推出QFII应具备一定的条件:一是股市规模应该发展到一定程度,具备容纳较大规模外资的能力。二是具有较强的金融监管能力,减少外资进入后对国内证券市场和外汇市场产生冲击。目前国内股市的流通市值已达1.5万亿元左右,上市公司已达1 200多家,同时,我国的外汇储备已达5 000多亿美元。随着金融监管能力的提高,中国应逐步实质性地推进资本市场的对外开放。

3. 加强资本市场的监管与国际合作 资本市场的国际化是一个渐进过程,应实行审慎的开放政策,防止国际游资对中国资本市场的冲击。回想东南亚金融危机时,泰国货币危机的最重要原因是资本市场的过度开放,泰国政府急于对外融资,过早地放松管制,外资大量流入,货币当局却来不及建立相应的金融法规和监管机制,对外资的结构和流向也

21世纪全球化进程和 中国的历史机遇

赵子文

摘 要: 21世纪上半叶,由国际分工深化引发的新一轮全球化浪潮,将使得经济资源在全球范围内的配置做出重大调整,这对我国既提出了严峻挑战,又带来了难得的发展机遇。由于这次机遇是同发达国家知识经济发展所引起的传统产业的转移及信息化后IT产业、产品及其技术的输出扩散与我国所要实现的工业化及信息化相吻合的,所以这次机遇更易抓住。本文分析了21世纪全球化的发展趋势及特点,以及为我国带来的历史机遇,并相应提出了抓住这次机遇的基本思路。

关键词: 21世纪全球化;历史机遇; 应对思路

中图分类号: F 11 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2005)01-0005-06

21世纪将是全球化进一步向纵深发展的世纪。在本世纪全球化进程中,由新一轮国际分工引发的世界经济一体化的步伐进一步加快,各国在国际分工中的地位及作用日益明显,国际经济资源在各国之间的配置不断调整,特别是随着信息化时代的到来,各国、各地区、各经济体之间的时空距离大大缩短,这就进一步使各经济体之间的点状、线状结构,为网状结构所取代,卷入了世界经济一体化的大潮中。这既对世界各国,特别是发展中国家提出了严峻挑战,同时也为其带来了难得的发展机遇。

中国作为正在崛起的发展中大国,具有独特的市场、资源及工业化时期的后发优势,无论是国内条件还是国际环境来讲,都面临着重要的发展契机。所以,十六大报告指出,要抓
未加控制,使得大量以投机为目的的短期资本流入。金融市场一出现波动,这些投机资本就迅速撤离,从而引发金融危机。因此资本市场国际化离不开政府有关部门的严格监管。我国资本市场的监管经验、监管技术和监管手段等还比较落后,在推行资本市场国际化的进程中,应借鉴发达国家的经验,加强对国内资本市场的监管,同时加强与其他各国金融监管机构以及国际金融组织的合作,解决信息交流的障碍,防止资本市场风险在国家间的扩散。

(作者单位:华东师范大学 上海大学)

参考文献:

- [1] 吕爱兵,等.上海国有资产流动系列研究报告[M].北京:清华大学出版社,2004.
- [2] 马庆,胡隆绩.再论国有财团体制:国有资产管理体制再造[J].管理世界,2003,(7).
- [3] 史建三.跨国并购论[M].上海:立信会计出版社,1999.
- [4] 魏成龙.企业产权交易与重组[M].北京:中国经济出版社,2003.