

外资并购国内 上市公司的成因与影响

赵明勋

摘 要: 2003年以来,外资在华直接投资出现并购国内上市公司的新态势。本文分析了外资并购国内上市公司以获取产业价值和财富价值及法律管制放松3个方面的原因。之后,分析外资并购国内上市公司的影响,尤其是这种新态势存在的风险和危害,进而指出完善人民币汇率形成机制和解决股权分置,才能真正推动外资并购国内上市公司和证券市场的对外开放。

关键词: 并购; FDI; 协同效应

中图分类号: F830.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2005)02-0008-04

一、外资在华并购态势

改革开放以来,我国利用外资不断增加,外商直接投资(FDI)成为推动中国经济增长的重要动力之一。但从外商直接投资的方式来看,主要是直接投资于生产或销售,通过资源整合,获取协同效应。然而,从当今国际趋势来看,在过去的10年中,跨国并购逐渐取代了“绿地投资”成为最重要的外国直接投资方式。据UNCTAD《世界投资报告》数据,1995年跨国并购总价值达到当年全球FDI流量的一半,而到了1999年,该比例已达到80%以上。但是这种现象在中国并未出现,中国自1992年起实际利用外资就超过110亿美元,成为利用外资最多的发展中国家,同时也是世界第二大FDI流入国,每年利用外资金额稳步增长,2003年达到535亿美元。但是,通过跨国并购方式完成的外商直接投资比例不到5%。

在跨国并购中,由于政策法规的限制,外资并购上市公司的情况更是屈指可数,直到2002年底政策法规放宽之后,外资并购国内上市公司的案例才骤然增多,达到史无前例的12个。从总体上看,在所统计的并购案例中,除浦发银行并购一案外,外国投资者并购后为第一大股东或者第二大股东,显示外资更倾向于取得企业的控制权。从动态来看,在2003年之前所有23例并购案中,有11例外资企业取得了第一大股东地位或实际控制权,占47.8%;而在2003年发生的12例并购案中,就有7例外资获得了上市公司控制权,占58.3%,外资控股上市公司的比例明显上升。另外,外资并购涉及多种产业,除个别外资企业主业属于投资公司(如汉博及汉博有限公司)之外,绝大多数案例为同业并购,外资并购国内上市公司成为外商直接投资国内市场的便捷途径。

二、外资并购中国上市公司动因分析

外资并购中国国内上市公司的新态势,有其深刻法制管制背景和经济原因。前者则是由于法律法规管制的放松,后者则是由于跨国并购的协同效应以及外资并购国内上市公司的财富增值效应。

1. 国内法律法规松动 在对外开放的过程中,我国的法律法规极不完善,是在摸索中前进的。1995年北旅公司将其4200万法人股(总股本的25%)协议转让给日本五十铃自动车株式会社和伊藤忠商事株式会社,引起股价异常波动,但外资的进入并未对北旅的经营业绩带来大的改观,先后被PT及被迫实行整体资产转换。在此情形下,更为了防止国有资产的流失,1995年9月23日,国务院颁布了《关于暂停将上市公司国家股和法人股转让给外商请示的通知》,叫停了向外资转让国有股、法人股。但是,这期间仍有少数外资并购案例发生。

随着条件的逐步成熟,2001年11月3日,原对外经济贸易合作部和证监会联合发布《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》,允许外商投资企业(中国境内法人)受让境内上市公司非流通股,但仍然禁止外商投资性公司受让上市公司非流通股。然而对外资并购上市公司限制仍较为严格。证监会于2002年9月28日和2002年10月8日颁布了《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》和《上市公司收购管理办法》,并未排斥外商作为收购的主体,且在收购支付方式上允许现金之外的,如证券或其他手段,在定价方面支持流通股和非流通股不同的价格体系,更具有可操作性。2002年11月4日,由中国证监会、财政部和原国家经贸委联合发布了《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》,进一步明确规定向外商转让上市公司国有股和法人股的相应原则、条件和程序,彻底解决了外资的市场准入问题。之后,又有《利用外资改组国有企业暂行规定》和2003年3月7日发布的《外国投资者并购境内企业的暂行规定》出台,后者是迄今为止最为详细的关于外资并购境内企业的法规。如果说外资在华一直存在并购上市公司的需求,那么管制的放松则直接释放了这种需求并导致并购交易猛增,出现并购国有上市公司非流通股的趋势。

2. 追求协同效应,提升产业价值 从增加实体经济价值来说,跨国并购的唯一目的是为了达到优化资源配置,增加社会财富。外资并购国有上市公司可以降低生产、经营和销售的成本,达到增加企业价值的目的。这种跨国并购产生的绩效就是协同效应。具体而言,协同效应可以分为:(1)管理协同效应。跨国公司利用自身的管理技术优势,改进并购公司的管理水平,避免重复生产、研发等活动,达到提高管理效率和节约管理费用的结果。我国经济处于转轨之中,在企业管理方面与发达国家相比存在很大差距,而发达国家外资企业恰好可以利用自己的管理优势,改进我国上市公司在管理方面的不足,提高管理效率。(2)销售协同效应。利用并购一方的销售渠道优势,达到节省在销售渠道建设方面的支出,并快速进入对方市场或者把被并购企业的产品引入到本国市场中。我国的一些上市公司经过多年的发展,已经建立了相对完善的销售渠道和网络,通过跨国并购,外资企业可以直接利用这些销售渠道进入国内市场,节约了建立营销网络的成本和时间。(3)生产协同效应。外资企业为了降低生产成本,通过并购把生产和技术转移到自然资源丰裕或劳动力密集的区域。例如,1995年和1997年,福特公司通过两次出资持有江铃汽车股份有限公司

30%的股价,成为其第二大股东。江铃公司通过引入福特汽车的资金和国际先进技术提高了江铃汽车产品的科技含量和附加值,最终也提高了其市场竞争能力,使得江铃B股股票业绩大幅提高并重返深圳成份股行列。

3. 追求财富增值 通过并购国有上市公司(主要是购买国有股和法人股),外国投资者可以从多种渠道获得财富的增值。(1)在人民币汇率长期低估的情况下,并购国内上市公司在获得产业价值的同时,还将追加投资,更多获得人民币升值的财富价值,收益将远高于实业投资的回报。由于存在人民币汇率升值预期,在未来几年内,跨国并购国内企业将更为频繁。(2)持有非流通的国有股和法人股,外国投资者就享有了分红的权利。据东方高圣投资顾问公司的统计,从1998~2002年连续5年分红的上市公司年平均投资分红率达到6.35%和5.78%,高于同期国债和银行存款的利率。(3)并购国内上市公司等于买壳上市国内证券市场。由于非流通股价格以净资产为参考制定的,与流通股价格相比,后者往往是非流通股价格的数倍。而增发配股价格一般以流通股市场价格为参考形成的,在增发和配股后,引起公司每股净资产价值的增加,从而增加了非流通股的价值。(4)加入WTO后,我国证券市场进一步开放,对外资持有上市公司股票的限制会不断放松,非流通股的转让将更加自由,外资并购国内上市公司从而持有上市公司股票的退出成本将显著下降。(5)股权分置已经成为妨碍中国股票市场发展的根本缺陷,必须解决股权分置问题已经成为共识。如果全流通问题能够得到解决,非流通股和流通股之间巨大的价差必然消除,从而非流通股将获得很大的升值,外资并购国内上市公司非流通股也将受益。

三、外资收购中国上市公司的影响

外资并购国内上市公司已经成为FDI进入我国的新途径。随着对外资开放领域和开放程度进一步深化,外资收购国内上市公司非流通股的数量将不断增加,从而对我国经济发展的影响也将越来越大。外资收购国内上市公司对我国经济的发展存在正反两个方面的影响。

1. 积极影响 首先,改革开放后,国内上市公司得到很大发展,在资产、技术、销售网络等方面存在一定基础,但是,效率不高,存在整合存量资产的需求。通过外资并购国内上市公司(多为同业并购),国内上市公司可以引入外方资金、技术和先进的管理经验,甚至是进入国外市场的销售渠道,从而获得多种协同效应,有利于企业发展和经济增长。其次,外资收购国内上市公司非流通股有利于优化公司治理结构、完善投资者与管理者的委托代理关系,规范管理者行为。再者,外资并购国内上市公司有利于提升上市公司的质量,给投资者以更多的回报,激励投资者更多地追求企业价值,而不是炒作股票价格的投机活动,从而有利于证券市场的健康发展。最后,在当前证券市场对外国投资者的开放仅限于批准的少数QFII的状况下,无论是通过QFII吸引外资,还是引导证券市场投资者投资理念的效果并不大。外资并购国内上市公司非流通股则是证券市场对外开放的另一内容,这种渐进方式的对外开放,有利于促进管理部门积累管理经验,应对证券市场对外开放的风险。

2. 可能存在的风险与危害 外资并购国内上市公司除了有利于公司发展和证券市场对外开放等积极一面外,也不是没有消极方面。(1)外资并购国内上市公司存在公司资产定价问题,虽然有法规原则上规定不得低于上市公司净资产,但是,对资产的评估最有争议。“郎顾之争”就是因为对格林柯尔并购行为的质疑所引起,并进而引发了国企改革的大讨论。

因此,外资并购国内上市公司可能会导致国有资产流失。(2) 由于人民币币值低估,外资并购国内上市公司就可能存在低估上市公司资产价值问题,从而也就存在另一层意义上的国有资产流失问题。(3) 在人民币低估和对外资并购逐步放开的情况下,势必会有更多的外资企业并购国内上市公司,从而使我国的国际收支顺差增加,进一步加大人民币升值的压力。(4) 虽然我国已出台了《指导外商投资方向规定》、《外商投资产业指导目录》等等一系列的法规来明确鼓励、限制或禁止外商进行投资的产业,但是,一些产业仍然存在被外商垄断的危险。例如,柯达公司并购我国唯一的一家胶片生产企业乐凯公司,成为其第二大股东。(5) 外资并购国内上市公司非流通股,并不会改变当前股票市场存在的股权分置这一根本性缺陷。外资股东可以以较低的价格(以每股净资产为参照制定的)获得与流通股同样的红利分配权利,形成两类股东迥异的投资回报率。另外,外资并购国内上市公司等于买壳登陆中国股票市场,可以获得配股和增发的机会。在当前不合理的股权结构下,流通股与非流通股存在巨大的差价,通过配股和增发,外资可以获得巨额溢价收益,提升公司每股净资产价值。从而,外资并购国内上市公司等于给予外资在中国股票市场“圈钱”权利,结果必然是他方利益的损失。

四、结论与建议

随着管制的逐步放松,外资并购国内上市公司已经成为外国直接投资中国市场的重要方式之一。然而,外资并购国内上市公司可以为国内企业带来资金、技术、管理水平,并取得协同效应的同时,也存在一些问题,对我国经济发展及国家利益不利。在人民币汇率形成机制不完善和股权分置仍然存在的情况下,外资并购国内上市公司必然会引起国有资产的流失和流通股投资者利益受到损害。一方面,在不至于引起外资垄断国内产业的条件下,鼓励以产业并购为目的的外资并购,提高上市公司质量和经营业绩;另一方面,在当前人民币币值低估及股权分置的情况下,需要对外资并购国内上市公司适当做出限制,防止国有资产及流通股投资者利益的大量流失。进一步,完善人民币汇率形成机制和解决股权分置及其所导致的一系列问题,是充分利用外资并购国内上市公司的积极作用和对外资开放中国证券市场的必然要求。

(作者单位:复旦大学)



参考文献:

- [1] 东方高圣投资顾问公司,中国收购兼并研究中心.中国并购评论[M].北京:清华大学出版社,2004.
- [2] 徐波.购并——我国吸引外资的新模式[J].国际商务研究,2002,(6).