

论外资并购上市公司开启新阶段^{***}

□傅 庚 [北京证券有限责任公司 北京 300020]

□张丰艺 [中国人民大学 北京 100007]

[摘 要] 中国加入 WTO 后 , 资本市场面临着逐步开放 , 伴随着海外直接投资的显著增加 , 通过并购国内上市公司进入中国市场将成为外资的另一种主要投资方式。本文着重讨论该种外资并购产生的动因、表象、预期特征及不利影响。本文还就我国可能采取的对策进行了深入探讨。

[关键词] 资本市场 ; 外资 ; 上市公司 ; 并购

[中图分类号] F803.9 [文献标识码] A [文章编号] 1008 - 8105 (2002) 01 - 0024 - (04)

一、外资并购将是证券市场持续热点

长期以来 , 中国的资本市场都是处于封闭的状态。外资并购我国上市公司在 1995 年 8 月曾热闹一时 , 但只是昙花一现。当时政府出于多方面的考虑 , 针对证券市场法律法规不健全、交易行为不规范的状况 , 为控制市场开放的进程、防止国有资产流失以及可能产生的暗箱操作等不规范行为的弊端 , 于 1995 年 9 月国务院办公厅转发证券委员会《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》, 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。于是外商通过直接收购国内上市公司股权控股、参股上市公司的做法被禁止。

入世后中国政府的承诺之一就是开放资本市场。这意味着政策方面不得不发生松动。九月份传出了中国将允许外资企业参股、控股和整体收购中小企业的消息 , 十一月份出台了证监会和外经贸部联合制定的《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》。根据《意见》的规定 , 今后符合产业政策及上市要求的外商投资股份有限公司可以在境内发行 A、B 股。外企上市后 , 其外资股占总股本比例不低于 10%。外资企业受让境内上市公司非流通股应按《外商投资企业境内投资的暂行规定》规定的程序和要求办理有关手续 , 暂不允许外商投资性公司受让上市公司非流通股。该《意见》的出台为外资直接进入中国证券市场作出了政策性的指引 , 表明了我国政府在进入 WTO 后 , 大力推动证券市场的国际化进程的决

心。日前由外经贸部、财政部与人行联合发布的《金融资产管理公司吸收外资参与资产重组与处置的暂行规定》就不良资产处置向外资开放做出了规定。中国吸收外资的方式正在从传统的合资合作向兼并收购的方向发展。

尽管外资并购还存在许多方面的障碍 , 但从上述的情况中可看出 , 外资并购的客观条件、外部环境已基本成熟 , 法律、政策等制度环境的改进 , 管理部门的积极态度 , 使现阶段外资并购在大环境方面有别于五年之前的并购浪潮。外资的卷土重来 , 是在新的主客观条件、内外部环境下产生的必然结果。可以说 , 它标志着外资并购中国上市公司正在进入一个新的阶段。

以前 , 外资并购主要是通过以合资、合作或购买产权的方式完成 , 也有极少外国公司借助于证券市场完成并购。到今年上半年为止 , 国内股市共有 71 家上市公司含外资法人股权 , 其中 66 家是通过直接上市(除闽灿坤 B 和深大通 A 由外资独资改制外 , 均为外资比例占 20% ~ 30% 的中外合资企业) , 剩下 5 家是通过并购方式(股权协议转让、合资定向增发 B 股) 而来的。而在入世这一大环境下 , 外资、港资不断向上市公司渗透(如最近的上海贝岭、华晨集团、科龙电器、莱绮华等个股) , 其实质是重组的深化与升级。

随着中国的入世 , 外资将按照新的市场规则介入中国经济内各个领域 , 包括资本市场。笔者认为 , 外资并购将成为我国证券市场持续热点。

二、当前外资并购动因与预期特征

* [收稿日期] 2000 - 01 - 25

** [作者简介] 傅庚(1970—) 男 , 北京市人 , 北京证券有限责任公司 硕士 , 张丰艺(1977—) 男 , 北京市人 , 中国人民大学会计系研究生。

(一) 外资并购上市公司动因

如前所述, 外资并购并非是我国证券市场上出现的新现象。多年来, 外资对中国证券市场的渗透从来都没有停止过。B股市场一直是外资活动的主要场所, 但目前在A股市场上开始频频出现外资股东的身影。这一现象绝非偶然, 是全球经济环境的变革与中国证券市场的发展等因素综合形成的必然结果。

1. 外在动因: 内外部经济环境的变化

从全球的经济状况来看, 自今年初以来, 世界经济发展的三大引擎——美国、日本、西欧的经济增长均呈现趋缓态势, 第一经济大国美国今年的增长率将低于人口增长率, 第二经济大国日本正处于从十年前就已经开始的停滞局面中, 第三经济大国德国遇到了同美国一样的问题, 全球经济开始步入一次罕见的同步衰退。突发性的“9.11”事件给以美国为首的全球经济衰退注入了新的下滑动力: 不仅是因为衰退将涉及几乎世界所有的主要经济体, 而且衰退的程度很可能大大超过了人们的预期。

从中国目前的经济状况来看, 尽管不可避免地受到整个全球经济大环境衰退的影响, 但总的说来, 近几年来, 中国的经济一直以高速增长着, 因而倍受关注。今年中国成功地申奥, APEC会议在华圆满地召开, 特别是中国入世, 世界看到了中国发展的巨大潜力和资本市场无限的商机。

2. 内在动因: 经济资源的优化配置

从经济学上我们知道, 资源应当投向最能实现价值增值的地方。在全球经济一体化的潮流下, 经济资源在全世界范围内自由流动时能够而且应当得到最优配置。中国的十几年的改革和发展使世界看到了在其巨大的成长空间中有着无限的机会。而国内的企业也渴望着能够共享国际先进的技术、管理等等。资本的进入有很多方式, 但并购以其特有的优势成为了跨国直接投资的最主要方式。通过并购, 可以实现协同效应(包括财务协同与经营协同效应), 可以达到规模效应; 可以快速地占领市场(外资在华并购很大程度上都是为了迅速进入甚至占领中国这个庞大的市场); 可以实现企业证券市场战略等等。

正如前所述, 全球经济形势处于低迷, 只有中国经济呈现出一些亮色。跨国公司的投资和兼并方向正从全球化模式转向区域化购并, 即挑选最安全的投资区域进行投资, 相对于全球而言, 中国是目前跨国资本投资最安全的地方。外国投资者极有可能将目光转而投向亚洲和中国, 寻求跨国兼并或收购的机会。这是跨国公司面对全球经济形势而进行的最新战略调整的主要特点。同样地, 中国的企业面临着入世后如何在国际市场上参与竞争, 寻求长远的发展。于是外资并购国内上市公司实现本土化发展动机与国内上市公司图谋市场化与国际化发展的思路不谋而合。

(二) 外资并购预期特征

并购行为并非是外资所特有的, 我国企业间的并购活动也十分频繁。根据某权威部门的统计, 去年中国内地仅上市

公司间就出现了500多起并购行为。即将兴起的外资并购与我国内资企业的并购尽管在形式上基本相同, 但会在许多方面存在着差异:

1. 并购的动机不同

从实践看, 内资并购极少是出于长期战略考虑, 往往是短期战术行为, 主要有以下几个目的: 粉饰会计报表以保持增发或配股资格, 便于继续在证券市场“圈钱”; ST公司年度末进行资产或债务重组避免被摘牌的危机, 并有利于在二级市场上的炒作, 从而并购成为制造股市泡沫的一个重要因素; 地方行政出于自身利益的考虑, 强行要求优势企业并购亏损企业; 低价收购再进行包装改组后高价转卖投机。而现阶段外资并购多出于战略性考虑, 当然也不能排除其投机动机, 尤其金融资本具有与生俱来的投机性。但对具有明显产业优势的跨国公司而言, 主要目的是收购与其行业性质相同或关联之国内企业, 从而快速占领中国市场, 扩大企业规模。可以预测, 随着外资的渐次深入, 纯投机性并购也会大量出现。

2. 并购的主体不同

内资并购的主体没有明显优势, 有的只是借助于行政权力进行并购, 并购的客体则多是小盘、绩差甚至是亏损公司。而外资并购的主体大多数是规模庞大的跨国公司, 在世界上大部份属于行业的领袖。如美国的GE、沃尔玛、福特, 法国的阿尔卡特, 德国的大众, 日本的日立、东芝, 荷兰的飞利浦等。并购的对象一般都是竞争性较强的中国行业龙头企业, 如上海贝岭、四川长虹等等。并购的重点产业是符合国家产业政策、受国家重点扶植、政策重点倾斜的支柱产业。其对中国的投资控股带有长线投资性质。

3. 并购的规模不同

内资并购局限于中国内资企业, 而这些企业普遍规模不大, 并购的资金不足, 难以进行大规模的并购。而外资并购的许多外国公司大都具有良好的资本结构, 雄厚的资金实力, 先进的技术设备, 成熟的管理技能, 从战略性角度进行收购不可能只是小打小闹, 单纯投机。尽管最近出现的并购项目规模不是很大, 可能是出于政策方面不够明朗的试探性举动, 相信的相关条件成熟后, 外资的大举并购将是必然的趋势。

4. 并购的手段不同

内资企业间的并购手段较为单一, 要约收购鲜有所闻, 而外资企业往往有着成熟的资本运营能力, 并购的手段不断的翻新。随着有关收购法规的完善, 各种收购形式可以综合运用, 如协议收购与要约收购, 外资可能先通过协议方式收购一定的非流通股(国家股和法人股), 再通过要约的方式继续收购部分流通股。市场上会出现更多的股权互换、吸收合并等, 推进战略性并购。并购的操作更加复杂化。

总之, 同内资并购相比, 外资并购在动机、主客体、规模、手段等方面都有着不同特征。这些特征意味着外资并购在我国的大规模出现将引起重组并购格局的重大变化, 推动我国并购市场的成熟与规范。

三、外资并购对证券市场的影响及对策

(一) 外资并购对证券市场的有利影响

外资的大规模并购将给中国的很多方面特别是中国的证券市场都带来巨大的影响:

1. 引起结构方面的变化

(1) 调整产业结构

外资并购上市公司,通常要考虑并购的限制、并购成本和潜在收益等因素来选择并购的目标对象,不同行业的外资介入不同,因而会在不同的产业之间重新调整比例和结构。仅从并购的限制来看,我国将外资在华投资项目分为鼓励、允许、限制和禁止四大类。属于国家鼓励外商投资的产业,如农业、基础设施、煤炭、冶金、石化、商业零售业、公用事业类等的上市公司,成为外资并购对象的可能性较大,特别是那些具有核心资源,拥有本地营销网络或进入许可,能和外资实现优势互补的行业领导者,将是外资青睐的目标。

(2) 改善市场结构

外资企业的进入,可向股市输送具有国际经营规范的好公司,打破中国股市国企独大的格局;且外企进入B股市场,标志着尘封一年的B股扩容大门重新开启,有助于解决困扰B股市场的模糊定位问题。进一步来讲,最终将缩小A、B股价的差异,推动A、B股的最最终合并。政府为了限制资本市场的开放而设立的分别针对国内和国外投资者的A股和B股市场,目前已呈现出愈来愈大的差异。外资并购A股上市公司,将会为投资者开辟全新的投资渠道,在一定程度上解决由于国内投资者被局限于国内公司而造成A股价格大大高于B股价格的局面。开放的市场最终应当实现公平统一的价格,为A、B股市场的合并创造条件。

(3) 改变上市公司的股权结构

从我国的上市公司的股权结构看,65%以上都是不能流通转让的法人股和国有股,外资并购后的上市公司,会在一定范围内增加流通股的数量,或是在一定程度上稀释非流通股的比例。

2. 促进制度方面的规范

(1) 促进我国证券市场的规范和发展

中国入世后,各行各业都将参与到国际竞争中去,证券市场也不例外。随着一批在中国境内长期运行业务发展、业绩良好的外资企业进入中国证券市场,可使外资企业提高利用中国资本的效率,同时亦使我国证券市场吸纳一批优秀的企业,使市场机制进一步强化,帮助投资者树立理性的投资理念。

(2) 提高管理层对上市公司的监管水平

由于现有市场中的上市公司绝大多数是原有的国有企业,因此目前市场的监管体制基本上是针对国有企业特点而设置。随着外资控股企业的大量出现,市场对监管体制势必会有更高的要求。由于在开放的市场经济条件下,上市公司有因业绩不好而导致资产迅速萎缩甚至破产的风险,而作为

外资企业其特定的情况,可能会带来更大的经营风险,所以为了保护投资者的利益,需要建立一个完备的市场监管体制。

(3) 规范信息披露制度

中国股市发展至今,信息披露一直不能尽如人意,特别是近年来上市公司虚假信息事件屡屡曝光。而国外相关的会计准则比较完善,为满足国际投资者的要求,需要作出多方面的改革和调整,信息披露首当其冲。

(4) 完善竞争机制

外资企业进入中国证券市场,也会抢占中国的国内市场,给国内企业带来巨大的竞争压力。建立健全有效的竞争机制,确保市场主体的公平竞争是当务之急。

允许外资并购上市公司或是在华上市,无疑是我国证券市场发展的必然要求,也是证券市场发展的必然结果,同时它还是我国证券市场走向成熟的标志之一。

(二) 外资并购的不利影响与对策

任何事情都有两面性,外资并购在给中国股市等方面带来革新的动力的同时,也会产生一些负面影响,并购方式本身的限制,具有很高的风险,并非都能产生协同效应获得成功。当年外资控股的“第一股”早已成为PT北旅,现在全部进行资产置换后已经面目全非,现有的股市体制性的原因,如流通股和非流通股的分割,以及市场的封闭,存在“圈钱陷阱”,外资企业有着娴熟的资本运作经验,若上市圈钱后迅速进行资金转移,则对市场的发展毫无益处;在引进合格境外机构投资者的同时,也会吸引一些投机性资金进行恶意炒作等等。

中国证券市场面对外资并购的卷土重来,可以说是机遇与挑战并存。笔者认为,从与证券市场密切相关的监管机构、上市公司和投资者方面有以下对策:

1. 市场监管机构健全体系,完善政策法规

证券市场的功能将由单一的为国企服务的融资功能转变为多元化的资源优化配置功能。我国证券市场的相关法律、会计准则还没有完全与国际惯例接轨,需要作出多方面的改革和调整。应当说,我们的政策法规已经在一些方面迈出了关键性的一步,如前述的《意见》和《暂行规定》的出台。但法律法规的漏洞、矛盾或过于原则的规定常常使重组陷入进退两难的境地,有时甚至造成重组半途而废,或给公司日后的运作埋下隐患。我们期待《上市公司股份收购暂行规定》、《兼并收购细则》、《股权披露条例》等有关法规尽快制定和出台,期待我国证券市场的监管机构方面建立健全法规体系,规范并购重组行为。

2. 上市公司规范法人治理结构,提高竞争力

应当说,这次外资并购将使上市公司治理结构实现质的飞跃。通过外资并购在改变公司股权结构的同时,其治理结构必然要发生变化。谁的股份多,谁就将对企业的发展拥有更多的主导权。从外资并购的动机中我们可以了解到,为了保证更高的效率以实现其发展战略,外资股东必将要求更多的企业控制权。如格林柯尔刚刚以5.6亿元收购科龙电器的第一大股东容声集团所持20477多万股科龙电器法人股,并

以占总股本 20.6% 的股份才成为该公司第一大股东后,就通过上市公司于 11 月 6 日发布公告提议变更董事会。在新的董事会成员进入前,就有 8 位董事集体提出辞职。这就改变了原有的治理结构,从原来的政府管理转变为外资企业管理。一般而言,外企素质较高,业绩较好,成长性较强,运作较规范。随着外资并购的增多,将使更多这样的上市公司的治理结构得到优化。

对于不愿意被并购且已经是或努力成为行业龙头的上市公司来说,面临着巨大的竞争压力。为了要巩固自己的行业地位,进一步优化公司法人治理结构,提高公司的核心竞争力已是迫在眉睫。从外部环境来看,过去证券市场向国有企业倾斜,但随着中国的入世,会在证券市场上微观主体上实行国民待遇。此次向外资企业开放,将给市场注入一批竞争力与成长性俱佳的外资公司,毕竟它们在许多方面有着巨大优势,比如良好的债权债务、雄厚的资本实力、优良的技术装备、先进的管理技能、娴熟的资本运作技巧和富有弹性的治理结构等等,一旦公平竞争,中国的许多上市公司是难以与之抗衡的。唯一的出路就是改善经营管理,提高竞争力,否则只能接

受破产或被强势企业兼并的命运。

3. 投资者改变投资理念,投资思路转向开放式运作。

面对日趋活跃、潜力巨大的中国证券市场,香港及内地不少有眼光的企业家已将目光投向内地市场,已经或正在准备从内地与香港两地金融产品的巨大差价中寻找和捕捉商机。进入 2001 年以来,不仅红筹公司分拆内地业务上市已渐成风尚,一些内地企业对于通过收购港资在内地的业务再注入国内上市套利表现出浓厚兴趣,甚至连汇丰、东亚银行等外资公司对到国内市场挂牌也跃跃欲试。上市公司可能会通过回购等方式注销 H 股,因而含 H 股的 A 股也有可能成为市场追捧的对象。

外资并购赋予了投资者较大的想象空间。这主要表现在两个层面:一方面优良的外资参股,激发了投资者的信心,从而也将激活该类公司股票二级市场价格;另一方面在不同证券市场的资本运作可获得较大的运作效益。由于内地股市与香港股市之间巨大的价差,投资者可通过套利行为获利。我国的上市公司由于外资背景,有利于吸收规范合格的境外机构投资者进入中国股市,从而改变股市中投资者的结构。

The New Stage of Initiation of Annexation of the Stock-change Companies through Foreign Capitals

Fu Geng

(Beijing Stock-change Company Limited Beijing 300020)

Abstract China's WTO Entry requires gradual opening of capital market. On the one hand, foreign direct investment will increase remarkably. On the other hand, to enter our domestic market by merging and acquiring Chinese listed companies will become a primary form of foreign capital investment. In this paper, the driving forces, phenomena, prospective characters and possible damage to China economy of this foreign capital investment form will be discussed. Furthermore, reasonable strategies and policies that might be taken are proposed.

Key Words Capital market; Foreign capital; Listed company; Merger and Acquisition

论外资并购上市公司开启新阶段

作者: [傅庚](#), [张丰艺](#)
作者单位: [傅庚\(北京证券有限责任公司, 北京, 300020\)](#), [张丰艺\(中国人民大学, 北京, 100007\)](#)
刊名: [电子科技大学学报\(社会科学版\)](#)
英文刊名: [JOURNAL OF UNIVERSITY OF ELECTRONIC SCIENCE AND TECHNOLOGY OF CHINA](#)
年, 卷(期): 2002, 4 (1)
被引用次数: 3次

引证文献(3条)

1. [万芸邨](#), [姚庆喜](#) 论境外机构投资者的进入对中国资本市场规范化发展的影响[期刊论文]-[武汉金融](#) 2004 (4)
2. [姜海燕](#) 外资并购国内上市公司问题初探[期刊论文]-[前沿](#) 2005 (7)
3. [王月兴](#) 外国直接投资进入模式选择及对中国经济的影响分析[学位论文]博士 2004

本文链接: http://d.g.wanfangdata.com.cn/Periodical_dzkjdxsb-shkx200201007.aspx