

# 试析外资并购的主要风险及其规避

王 蕾

(中国农业大学经济管理学院 北京 100094)

**【摘要】** 本文介绍了外资并购风险理论,对股权分置时期外资并购的主要风险进行了分析,预测了全流通时期我国证券市场外资并购的趋势,并在此基础上指出金融风险是外资并购过程中最值得关注的风险。

**【关键词】** 制度变迁 外资并购 全流通 金融风险

## 一、外资并购风险产生的原因及风险种类

1. 外资并购的原因。从跨国公司的角度看,进行跨国并购的表面原因是为了追求各种利益,但从更深的层次来讲,跨国并购的产生与跨国公司的内部动机与对外投资的方式有关。从东道国的角度看,进行外资并购的表面原因是为了获取资金、技术和扩大出口等,但根本原因是为了满足科技的发展、国际分工以及经济全球化的内在要求。

2. 外资并购风险产生的原因。外资并购风险是指外国投资者(包括外国公司、经济组织或个人)通过并购的方式从东道国的资本市场或产权市场上取得东道国企业的控制权,最终对东道国的经济制度、社会制度、产业发展及金融市场构成的所有潜在威胁。罗志松(2005)对这一概念进行了两点说明:一是此概念是站在东道国的角度提出的;二是这里的风险仅指并购后发生的风险。

外资并购风险的产生是以下几方面共同作用的结果:并购双方的并购动机;东道国资本市场的成熟程度;东道国法律体系的完善程度;并购模式;东道国市场经济的发达程度;东道国综合国力等。

### 3. 外资并购风险的种类。

(1)制度风险,即外资并购导致东道国制度变迁的风险。外资并购会对东道国的经济制度、政治制度产生影响,当外资并购的规模一定时,外国投资者将利用其强大的政治影响力来影响东道国的政策制定,进而威胁东道国的相关制度安全,加快东道国的制度变迁。

(2)产业风险。由于跨国公司具有垄断优势,因此外资并购会导致东道国的产业集中度不断提高,从而产生市场垄断行为。同时,由于跨国公司对技术转移的限制,将使东道国产业竞争力的提高受到一定的影响,从而制约东道国民族工业的发展。

(3)金融风险。外资并购会影响国际资本流动,而国际资本流动与东道国国际收支密切相关。外资并购完成后,外国投资者通过转移价格、利润集中汇出以及金融投机等方式对东道国的国际收支平衡构成威胁,而金融投机又会对东道国的金融市场构成冲击,从而引发东道国的金融危机。

## 二、股权分置时期外资并购的特征和主要风险

1. 股权分置时期外资并购的特征。外资并购由财务性并购逐步转变为战略性并购,这一方面与国际并购趋势相吻合,另一方面也与国内经济持续增长、资本市场逐步规范、法律体系日趋完善有关。①外国投资者股权占上市公司股权的比重普遍偏小。并购后外国投资者股权占上市公司股权的比重基本在30%以内,超过30%的企业为数不多。这主要是因为我国当时的有关法律对股权转让比例进行了限制,如规定上市公司对外转让股权时,如果收购方所持有股权的比重超过30%则需进行要约收购;同时也与外国投资者对我国上市公司的有关情况还不够熟悉,不愿意持有太多的股权有关。②并购模式以协议收购非流通股为主,辅之以定向增发B股、收购上市公司的原外资股权、进行海外上市等。③并购的行业主要是汽车、纺织、化工等制造业,一些过去受到限制的基础产业和服务型行业也陆续出现了外资并购。

### 2. 股权分置时期外资并购的主要风险。

(1)制度风险。制度风险包括经济制度风险、政治制度风险和文化制度风险。在股权分置时期,外资并购的制度风险主要表现为国有资产流失,这实际上是对我国产权制度的挑战。从国有资产流失的原因看,分为自愿性流失、技术性流失、交易性流失和制度性流失;从国有资产流失的表现形式看,分为有形资产流失和无形资产流失。

(2)产业风险。产业风险包括阻碍东道国产业发展的风险和阻碍东道国产业竞争力增强的风险。在股权分置时期,外资并购的产业风险主要表现为市场垄断的风险和产业竞争力减弱的风险。我国的上市公司大多是行业的龙头企业,在国内市场具有相当的实力与较大的市场份额,有品牌、有技术,特别是利润空间较大,跨国公司对其进行并购,一方面可以达到消除竞争对手的目的,另一方面也增强了自己在我国市场的竞争力。外资并购也对我国民族产业的发展带来一定的负面影响,形成对民族产业的冲击,导致我国民族产业竞争力减弱、民族品牌面临消亡等。

## 三、全流通时期我国外资并购的趋势

股权分置改革基本上为外资企业进行大规模并购扫清了

制度障碍。股权分置是我国产权制度模式在股市上运行的结果,是股市健康发展的最大障碍。股权分置改革实质上是要明晰产权,它和市场经济的高度发达是外资顺利进入的基础。近几年,我国连续出台的一系列有关外资并购的法律、法规基本上为外资企业进行大规模并购扫清了技术障碍。同时,我国外资并购的环境逐步完善:①迫于国际压力和国内需要,我国资本市场的开放程度将进一步提高;②随着我国正式进入WTO“后过渡期”,外资并购的行业限制将进一步放宽;③会计核算上的便利性:2007年开始执行的新会计准则具有很强的国际趋同性。全流通时期外资并购的趋势有:

**1. 并购规模扩大。**股权分置时期,流通股与非流通股“同股不同价”,这使得并购过程中各方股东的利益很难均衡,并购价格难以确定。同时,由于控股股东所持有的股份是非流通的,其股权不能通过二级市场转让,并购方想通过二级市场吸收其股权进而取得控制权非常困难,因此股权分置时期的外资并购规模和数量有限。在股权分置改革过程中,由于“送股”的大量存在,非流通股股东持有的大量股份被用来作为对价支付给流通股股东,进而导致A股市场大股东的平均持股比例下降20%。所以,在全流通时期,争夺A股上市公司控制权将更加容易,外资并购将会大量出现。同时,《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》对外资战略投资者的资质提出了严格的要求:投资者境外实有资产总额不低于1亿美元或者管理的境外实有资产总额不低于5亿美元。这在客观上限制了境外中小投资者涉足我国A股市场。留在我国证券市场的外国投资者大都具备雄厚的财力,其将利用多元化的支付方式实现更大规模的并购。

**2. 仍以战略性并购为主导。**以并购后的协同效应为价值导向的战略性并购可以增强企业的核心竞争力,通过产业整合提高企业绩效。统计显示,我国资本市场上74%的外资并购方都与目标公司处于相同或相关的行业。股权分置改革完成后,我国外资并购的制度障碍消除,“全流通”成为外资并购的“催化剂”。在我国巨大的资金需求和潜在收益的驱动下,一定会有越来越多的境外收购资本流入我国证券市场,与我国产业资本相结合,在分享我国经济高速增长带来的成果的同时,带动目标公司的价值提升,实现战略并购。

**3. 并购的行业布局正在进行调整。**我国廉价劳动力的比较优势和国内巨大的消费潜力使制造业在外资并购中的主体地位在短期内不会改变。但是随着我国国民经济发展进入重要时期以及世界服务业的相关技术不断升级,以金融业为首的服务业将成为吸引外资的重要领域。综观全球范围内的跨国并购也是如此。随着我国金融领域对外资的限制不断放宽,国外金融机构对我国金融领域投资的热情日渐高涨。股权分置改革完成后,银行业巨大的发展潜力以及本土银行特有的网络、客户资源等将吸引更多的境外投资者前来并购。

#### 四、全流通时期外资并购过程中最值得关注的风险——金融风险

在全流通时期,由于外资并购动机、模式的转变,有关并购法律、法规的出台和完善,外资并购的制度风险和产业风险

会相对降低。与此同时,并购行业的转变、并购规模的扩大使得外资并购的金融风险进一步凸显。而且,金融风险的危害性大、影响面广,具有传染性和普遍存在性的特征。所以,在全流通背景下,金融风险应成为外资并购过程中最值得关注的风险。外资并购引发的金融风险体现在以下方面:

**1. 转移定价风险。**所谓转移定价,又称转让定价或划拨定价,它是指跨国公司的母公司与子公司、子公司与子公司之间相互约定的销售和采购商品、提供劳务和技术时所采用的内部交易价格。转移定价服从于跨国公司的全球战略目标和谋求最大利润的需求。跨国公司往往通过运用转移定价来调整子公司产品成本、转移子公司利润,使整个公司在全球范围内实现纳税最少、利润最大,并能降低政治风险、经济风险。

跨国公司“转移定价”行为发生的条件是各国实际税负不同。“转移定价”行为的发生还与跨国公司在东道国子公司中的股权结构相关。在合资企业中,掌握控制权的一方并不一定是股权比重最大的一方,而是掌握企业核心要素的一方。在与东道国的谈判中,由于跨国公司往往具有一定的优势,如管理优势、技术优势、品牌优势或知识产权优势等,因此在谈判初期,跨国公司的讨价还价能力很强,但随着时间的推移,这些优势可能会逐步减弱。因此,跨国公司往往通过对一些关键技术和产品的掌握,获得对合资企业的控制权。与此同时,由于东道国金融市场往往不够成熟,相应的产权制度或法律制度也存在缺陷,因此在合资谈判的过程中,尽管东道国企业的股权比例超过50%,但实际控制权仍掌握在跨国公司手中,形成合资企业管理权旁落,也就是我国股票市场通常意义上的“大股东不作为”现象。跨国公司在合资企业中的股权比重越大,其向合资企业高价转让中间产品的动机越弱;反之,跨国公司在合资企业中的股权比重越小,其向合资企业高价转让中间产品的动机越强。

在全流通时期,我国资本市场和其他领域对外资的进入还有一定的限制,外资并购的股权比重限制仍存在,因此要想完全避免跨国公司的“转移定价”行为的产生是不可能的,即使是在两国税负一样的情况下,跨国公司实施“转移定价”行为的内在动机仍然存在,“转移定价”行为仍将继续出现,除非实现外资完全控股。

**2. 国际收支危机。**对东道国来说,任何一种融资方式都是有成本的,外资并购的成本就是并购后支付给跨国公司的利润。因此,如果东道国当期吸收的并购资本大于当期外商投资利润的流出,则东道国获得净资本流入,否则就为净资本流出。一旦净资本流出达到一定的数额,很可能引发东道国的国际收支危机。东道国吸收的外资越多,外商在东道国获取的利润越多,则利润回流的可能性就越大,从而引发国际收支危机的可能性也越大。外资并购后的利润回流会引起东道国的国际收支失衡。由跨国并购所引起的国际资本流动如果不能使东道国国际收支保持适度的平衡,很可能导致东道国发生国际收支危机,进而引发金融风险。在全流通时期,随着外资并购规模的扩大,我国吸收的外资会越来越多,如果外国投资者在我国获取的利润较多,则利润回流的可能性就较大,从而引

发国际收支危机的可能性也非常大。

3. 金融市场风险。对东道国来说,在吸引国际资本的各种方式中,外国直接投资对经济稳步增长的贡献比境外银行贷款、国际债务融资和国际股票融资的都大。由于外国直接投资通常取决于一些经济基础因素,如固定资产投资、产品市场以及产业链关联度等,这些因素往往保持一定的稳定性,这也使得外国直接投资的主体即跨国公司更多是从公司的长远利益来考虑是否进行投资。但是,对于资本市场比较发达、开放程度较高的东道国来说,如果外国投资者通过金融市场来收购,同时又通过金融市场将收购的企业转让出去而退出该市场,这将使东道国金融市场动荡。对东道国而言,并购的目的是为了吸收资本、引进先进管理技术,但是在外资并购的过程中,外国投资者在支付并购款时往往存在着各种投机行为,如连续抵押、以“股票换股票”,从而极易引起东道国的金融市场动荡。全流通时期,并购款的支付方式不断创新,换股并购将成主流,金融市场风险应引起高度重视。

4. 银行业的风险。由于跨国公司的并购动机与东道国政府的并购动机不完全一致,因而外资并购在客观上存在引发东道国金融风险的可能性。具体表现有:外资并购在为东道国银行带来先进经营理念的同时,也容易暴露出东道国金融监管理念和监管手段的落后性,如果东道国政府不能及时发现并采取应对之策,将带来潜在风险;外国投资者参股甚至控股东道国银行将弱化东道国金融宏观调控政策的效应。货币政策是一国实施宏观调控的主要手段之一,银行是货币政策实施的主要对象之一。如果货币政策不能对银行发挥其应有的作用,那么从总体上看是失效的。外国投资者通过股权并购的方式控制东道国银行,可以有效抑制东道国政府对银行的干预作用,同时也弱化了东道国金融宏观调控政策的效应;外资银行的进入也对东道国银行形成了较大的竞争压力。东道国处于劣势地位的银行业将受到实力雄厚的外资银行的强烈冲击,外资银行凭借其丰富的经验、高素质的人才和先进的客户服务技术和服务理念,对长期受到政府保护的东道国银行业将构成极大的威胁,一些中小银行也可能因此而破产。

### 五、全流通时期外资并购风险的规避措施

1. 重视跨国并购投资,健全相关法律体系。在全流通时期外资并购大幅度增多的情况下,一方面我们要因势利导,利用外资并购为我国服务;另一方面也要建立健全相关法律法规,有效防止不正当的并购破坏国内经济秩序。各国对外资并购均有限制措施,但目前我国并购市场并未全面开放,且并购方面的法律制度尚不完善。我国现有的法律主要是明确外国投资者可以参与并购的行业,但在兼并、收购的操作规程方面还没有具体的、可操作性的规定。所以,我国外资并购法规的完善应是当务之急,既要鼓励外资并购,又要有风险规避措施。一方面,要进一步扩大对外资的开放领域,提高制度的透明度,降低政策的不可预见性,尽快完善和调整与外资并购相关的法规和政策,对目前仍制约外资并购发生的规章、制度加以修改;另一方面,要抓紧出台鼓励外国投资者参与国有企业改组改造的相关规定的具体实施细则,以使这些规定真正

落到实处。同时,也要对外资并购后的风险加以防范,消除负面影响,维护我国的金融安全。

2. 要加强对国内支柱产业和企业的控制,避免外资控制普遍化。在引进外资的过程中,国有企业与外资企业的适当合作是无可非议的,少部分国有企业在改制中被外资企业控制也将难以避免。但要避免外资企业对支柱产业中的大型企业普遍取得控股或控制地位。一家国有大型企业改为合资企业,同行业中的其他大型企业生怕在竞争中失利,也改为合资企业。这种合资的“羊群效应”极易导致国有企业的普遍合资。今后如果外资企业大举并购而且政府不能给予及时的政策引导,国有企业及支柱产业将出现被外资普遍控制的危险,我国对此应有足够的警惕。此外,我国还必须采取强有力的措施,走“自主开发新技术、拥有自主知识产权”的道路。依靠引进技术和“三来一补”是难以使我国摆脱依附地位的,我们必须生产具有国际竞争力、具有品牌效应的产品。

3. 保持金融领域的独立性,慎重对待金融自由化。美国经济学家克鲁格曼曾提出了“三难选择”,并认为“三难选择”是当今国际经济体系的内在特性。所谓“三难选择”,是指在货币政策的独立性、汇率的稳定性和资本的完全流动性三个目标中,只能实现两个,不能三个目标同时实现。由于国际资本市场对发展中国家信心不足,往往造成发展中国家的货币在资本外逃压力下过度贬值。因此,发展中国家的“三难选择”应是选择本国“货币政策的独立性”和“汇率的稳定性”而放弃“资本的完全流动性”。可见,我国为了保持“汇率的稳定性”和“货币政策的独立性”而放弃“资本的完全流动性”(只开放经常账户,不开放资本账户)是完全符合我国国情的。

4. 加快中介机构的发展,加强相关信息披露。外资并购中涉及的许多问题需要专业机构、专业人才来解决。目前我国在公司并购特别是在外资并购方面的人才奇缺,中介机构的规模偏小,而外资并购对中介机构提出更高的要求。由于我国资本市场的特殊性,未来外资并购更需要我国投资银行业进行积极的创新,并购双方应及时披露并购的有关信息,保证并购信息披露的真实性、准确性、及时性与完整性,防止并购过程中出现内幕交易。并购双方应在有并购意向时就进行相关信息披露;并购期间,公司的股价或股票成交量出现异常时,并购双方应及时披露并购的进展情况,并提醒投资者注意防范风险。

### 主要参考文献

1. 严荣平. 全面开放与中国银行业的进退方略. 金融与经济, 2007; 2
2. 梁媛, 冯昊. 我国证券市场外资并购的特征与趋势研究. 经济纵横, 2007; 22
3. 阮斐, 吴清, 姜秀珍. 换股并购: 理论、实践与政策. 投资研究, 2005; 4
4. R. 科斯, A. 阿尔钦, D. 诺斯著. 刘守英等译. 财产权利与制度变迁. 上海: 上海人民出版社, 2004
5. 柯武刚, 史漫飞. 制度经济学: 社会秩序与公共政策. 北京: 商务印书馆, 2004