

金融危机下外资并购我国上市公司问题研究

叶 笛

(厦门大学 管理学院 福建 厦门 361005)

【摘 要】 外资并购我国企业及上市公司将日益频繁,在金融危机背景下,如何应对外资在华并购我国上市公司所引发的负面影响,探索我国上市公司与外商共赢发展的并购模式,已成为经济理论界深入探索的焦点问题。文章首先分析外资在华并购的发展历程,其次探析危机背景下外资并购上市公司特点,及外资并购对我国经济的影响,最后提出了六方面建议,旨为我国因应外商并购上市公司提供有价值的对策和借鉴。

【关键词】 外资并购;上市公司;全流通;金融危机

【中图分类号】 F279.246 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-2768(2009)21-0089-02

2008年,全球遭遇了百年不遇的“金融海啸”。国际企业机构重组转型,业务战略均发生了重大改变。然而中国市场对于海外大鳄的魅力却有增无减,中国被公认为是此次金融风暴的“避风港”,众多外资机构表示会加大对中国的投资力度和深入程度。在2008年几个具有重大行业影响力的并购项目中,几大活跃于中国并购市场的外资投行无一缺席。伴随着我国对外开放程度进一步加大,外资并购我国企业及上市公司日益频繁。虽然外商并购我国上市公司推动我国经济金融市场的进一步发展,并且有利于我国上市公司技术创新和提高管理水平,但同时也带来了一些负面作用,已成为人们关注的热点问题。

一、外资并购我国上市公司的发展历程

外资并购我国上市公司始于1995年,大致分为三个阶段:即第一阶段是1995年~1998年的起步阶段;1995年8月9日,日本五十铃、伊藤忠联合以协议购买方式,一次性购买北旅公司非上市流通法人股4002万股(占其总股本25%),成为外资并购我国上市公司的首例案。同年,福特等众多大型跨国公司在我国汽车行业进行了系列并购案,但是,首度在我国证券市场亮相的外资并购并非坦途。1995年9月23日,国务院发布《关于暂停将上市公司国家股和法人股转让给外商的通知》,使悄然兴起的外资并购嘎然而止。第二阶段是1998年~2001年的尝试性阶段,在这一发展阶段,外商并购呈现为:一是外商在我国上市公司的并购实践方式选择,作了间接控股、收购核心资产等多种新的尝试。二是并购范围迅速拓展,先后拓展至橡胶、食品、电子制造、玻璃等行业,并在饮料、化妆品、感光等行业形成垄断之势。第三阶段是2001年至今的理性成熟阶段。在经济全球化和我国加入WTO的背景下,我国过去那些曾被视为禁区的行业及经济领域相继对外开放,外资开始以前所未有的速度收购我国上市公司。

2006年的外资并购在我国引起了巨大争议,并导致了我国政府的相关审批停滞,因此2006年外资并购占我国FDI比例下降到5%以下。我国2006年初颁布并于3月1日起开始实施的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》,明确规定外资可通过一定规模的中长期并购投资于已完成股权分置改革的

上市公司和股改后新上市公司的A股股份。在2006年底的一系列外商投资活动得到审批通过,显示我国政府开放市场的决心,并划定了政策的明确界限:并购可以进行,但要有序,也要有所限制。在这样的政策形势下,2007年外资并购中国资产的交易速度增长迅速。2007年4月11日我国实施反垄断审查听证制度后的第一案——全球知名的炊具业巨头法国SEB赛博公司以23.08亿元成功并购中国苏泊尔并控股52.74%等。截至2008年末,全球最大500强跨国公司中,已经有487家进入我国投资,随着全流通时代的到来,为并购提供良好的定价基础和重要支付手段。

二、金融危机下外资并购我国上市公司的特点

受全球金融危机的冲击,我国2008年下半年的并购交易活动急剧下降。目前,上市公司的估值已经很低,因此最先复苏的并购交易很可能在上市公司方面,不管是战略投资者还是私募基金都认为目前的形势是一个机会,现在能够看到的一些并购的交易往往都是上市公司之间的交易。

1.对民营企业的行业领先者表现浓厚的兴趣。这些领域涉及风电、太阳能光伏、水务、农业、冶金、石化等行业。外资的兴趣和精力正在从一些国有企业和垄断行业里面撤出,因为这些项目容易引起政府的警惕,也很难得到认可。

2.并购技术基础好的企业。当前这次金融危机的到来,造成了欧美许多企业停产、减产、大幅裁员、放长假。技术的时效性迫使他们把原来非常舍不得拿出的最新技术转移到中国市场,跨国公司通过并购本土技术优势企业,作为技术转移的载体。

3.并购国有股减持的重点企业。外商鉴于收购成本和进入障碍的双重考虑,偏好于国有股减持等这类股权结构分散且具公司治理结构规范的上市公司为收购对象,这样外商的进入障碍较小,收购成本也较低,收购后,外资较易获取跨国直接投资的所有权,掌握公司的控制权,作为国有股减持重点对象的上市公司已成为外资并购的首选对象。

4.并购上市公司的母公司。外资通过入股国内上市公司母公司或控股公司,借此控制或间接收购上市公司。这种模式下

【收稿日期】 2008-11-18

【作者简介】 叶笛(1986-),女,福建人,厦门大学管理学院企业管理系硕士研究生,研究方向:企业管理。

外资不必像直接收购上市公司股权那样过多的披露交易信息,审批手续相对简便,可以大幅减少投资额度并借该上市公司的经营经验,更有效地取得市场份额。并且这种方式还有可能被上市公司管理层移植为实现 MBO 或管理层持股的一种较为隐蔽的途径。此外,行业内已经与外资建立合资或战略合作关系的公司也成为跨国公司收购的重点。

三、外资并购对我国经济的影响

世界 FDI 引进中,并购占 FDI 额高达 80%,而我国并购占 FDI 额的比例大部分年份一直低于 10%,因此,一旦金融危机进入尾声,并且随着我国上市公司及 A 股市场对外资开放,以及我国股市从牛市转向熊市,外资在华并购将进一步扩张。外资并购与重组我国上市公司将会加快我国资本市场的开放,促进我国证券市场的统一和相关政策的国际化进程。这不仅带动了上市公司质量的提高,也有利于完善和规范我国证券市场的体系和制度,这必将对中国证券市场的良性循环起到很好的促进作用。但是外资并购也给我国战略性新兴产业的自主发展、产业安全带来不容忽视的负面效应。

1. 行业垄断。外资通过资本市场,借助收购的壳资源,能在较短的时间内控制我国行业的龙头或骨干企业,拓展融资渠道,实现市场深入发展与占有。将危及行业的健康长远发展,形成行业垄断,影响国家经济安全。

2. 削弱企业自主研发能力。企业自主创新的投资决策权取决于控股权,跨国公司在并购后会收编并重组技术和研发部门,我国企业原来的研发部门将会被解散或纳入跨国公司的研发体系,只负责从事“应用性技术”研究,为产品的本土化和抢占市场份额而服务,进而丧失自主研发机会。

3. 造成国有资产流失。一是我方出于引资心切,一味降低并购条件,对外资争相让渡优惠政策。二是在资产评估时常常忽略商誉、品牌、土地使用权等无形资产的价值。三是目前国内尚缺乏近年来提倡的国际上通行的价值评估方法、净现金流贴现值法相适应的配套规则和监管制度,因此,对投入的固定资产仅按账面价值作价,高值低估。四是国有企业产权缺位严重,经营者与外资企业勾结,实行黑箱操作,低价转让国有资产,造成国有资产流失。

4. 损害中小股东利益。在目标公司内部由于股东之间地位的不平等,大股东凭借其雄厚的经济实力可以协议方式出售自己的股份,从而获取收购者给予的优惠待遇,而小股东缺乏信息、专业知识,因而在面对收购者的逼迫与掠夺时无力讨价还价,在股份的出售与否上很难做出维护自身合法权益的明智选择。此外,也存在收购公司和被收购公司股东中间虚假造市及内幕交易等策略,使众多的中小股东成为直接受害者。

5. 存在明显的高溢价问题。在金融危机的影响下,中国股市从牛市转熊市,上市公司的估值已经很低,在当前全流通背景下,借助股权分置改革带来的历史性整合机遇,一些大投行和私募股权基金开始关注总市值低于总资产的上市公司。其通过二级市场大量收购上市公司流通股,并形成私有化退市,最后将上市公司资产进行分拆出售。这一行为成为大投行和私募股权基金一大盈利模式。可以预期,外资并购的高溢价问题也将更加突出。

四、我国上市公司完善并购市场的对策建议

1. 完善对外资并购监管。我国目前外资并购的国家安全审查制度仍然没有建立健全,国内市场对上市公司监管的主体框架已经形成,但内容仍显单薄,行业自律方面也有待提高。应建立健全信用评级制度、资产托管制度、信息披露制度等,使上市公司管理人的行为有章可循。要加大执法力度,严惩违法违规

者,逐步健全产权交易市场、控制权市场或并购市场,强化目标企业股权转移的有效监管,实现对企业经营的间接约束和监管,完善上市公司财务治理激励机制。

2. 建立良好的风险防控机制。次贷危机给我国敲响了警钟,提醒我国上市公司必须准确地判断风险,并及时采取各种有针对性的应对措施,做好事前风险防范准备。由于国际金融形势前景不明,外资收购方的资信状况在发生着变化,即使过去履约纪录良好的,也不能保证他们现在的信用评级没有下降。要对外资并购方建立起信用评级体系,企业也可以通过购买国际征信机构的服务,了解海外并购方的信用状况。

3. 完善产业保护的行政规制。对外资进入的方式和深度也要有明确的界定,划定合作底线,如外资并购股份不能超过 50%,不能控股,不能控制销售及财务权、品牌使用权等;对重大的并购案应报请国务院批准。同时要对外资并购领域进行管制,禁止或者限制外资企业对于我国稀缺资源的开采和生产性企业的并购,引导外资在高新技术等科技领域开展投资。对涉及国计民生和国家经济安全的重点行业,应禁止外资进入,对于战略性新兴产业和具有战略意义的重要企业,外资在实施并购重组过程中须通过专项评估、论证和审查,对于并购战略性新兴产业龙头企业的行为,应严格把关。

4. 加强和规范国有资产的评估与监管。股权分置改革后全流通市场对上市公司并购项目的价值评估的市场化程度将会有所提高。我国应尽快完善国有资产转让定价方面的市场化机制所要求的相关配套机制,并有针对性地以更为市场化的定价机制逐步取代净资产定价法(如先试点,再逐步推广等)。应在产权交易市场上及时公开交易价格和进行信息披露,利用市场机制和国际惯例形成合理的国有股权转让价格。对于品牌等无形资产其价值难以评估,我国应不断完善其评估体系,并聘请权威机构,用较先进的评估体系对品牌价值进行评估。外资并购要报证监会批准,对评估员的资格,评估机构的权利、义务和相应的法律责任作出明确规定。

5. 构建完善的法律法规及法制体系。2008 年反垄断法的新推出,规范了外资并购,但该法还存在个别地方尚需完善:如执法主体涉及商务部、国家工商总局和国家发展改革委员会三部门,分头执法成本高而效率低;又如该法虽对政府部门利用权力排除或限制竞争的行政行为列有专章予以约束,但表述模糊等等。应尽快出台对外资并购具有可操作性的各种管制法律。完善《破产法》、《公司法》、《证券法》、《经济法》、《外商投资企业投资法》、《投资基金管理法》、《投资者利益保障法》、《反垄断法》、《外资并购法》和《并购管理法》等法律法规及其相关的符合国际惯例的政策、细则等。

6. 培育成熟的中介服务体系。应加快培育一批掌握市场经济规律、熟悉国际惯例和各国法律、文化的中介机构,包括建立全国性的并购市场网络、融资机构、咨询服务机构、会计师事务所、资产评估机构等。由它们来提供并购市场的信息咨询、策划、协调工作,将大大减少外资并购国内企业中的摩擦,降低交易成本,促进并购活动的成功。

【参考文献】

- [1] 邹健,余发勤.论外资并购中对中小股东权益的保护[J].前沿,2006,(8).
- [2] 徐伟,贺强.我国上市公司中外资并购中的价值评估问题分析[J].价格理论与实践,2004(10).
- [3] 唐以今.跨国并购的趋势及我国的对策[J].金融与保险,2001(6).
- [4] 桂衍民.去年并购市场表现“外冷内热”[N].证券时报,2009-01-21.

(责任编辑:Z 校对:Q)