

Legal Aspects of Cross-border
Negotiated Merger & Acquisitions

跨国协议并购 法律问题研究

■ 颜湘蓉 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

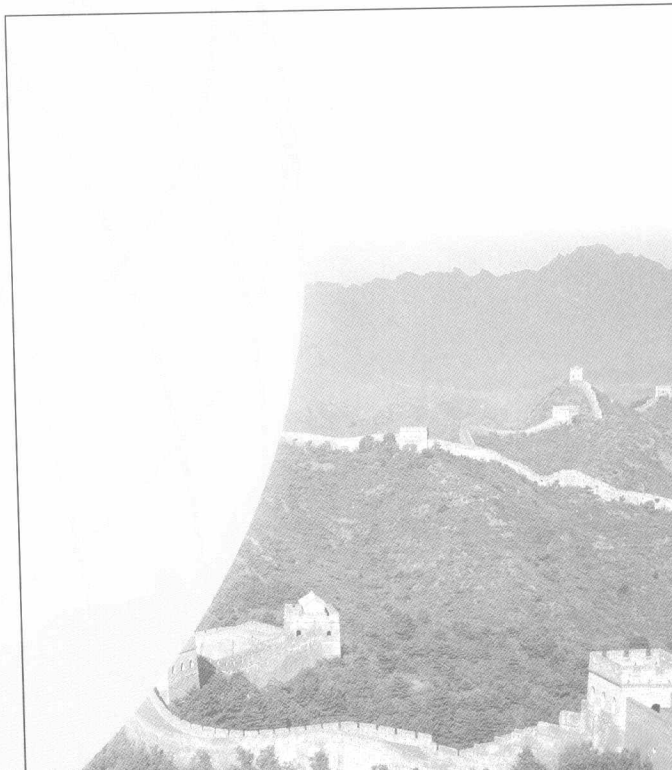
Legal Aspects of Cross-border
Negotiated Merger & Acquisitions

跨国协议并购 法律问题研究

■ 颜湘蓉 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS
武汉大学出版社



图书在版编目(CIP)数据

跨国协议并购法律问题研究/颜湘蓉著. —武汉: 武汉大学出版社, 2009. 5

ISBN 978-7-307-06912-1

I. 跨… II. 颜… III. 跨国公司—企业合并—公司法—研究—中国
IV. D922. 291. 924

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 033057 号

责任编辑:张 琼 责任校对:黄添生 版式设计:支 笛

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 湖北恒泰印务有限公司

开本: 720 × 1000 1/16 印张: 16.625 字数: 304 千字 插页: 3

版次: 2009 年 5 月第 1 版 2009 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-06912-1/D · 876 定价: 25.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

序 言

跨国并购（M&A）是国际投资的一种重要形式。与“绿地投资”相比，跨国并购可以使企业迅速地进入东道国市场，实现获得资源、扩大产品的市场份额、扩大企业规模、增强企业国际竞争力等战略目标，因而已越来越为企业所重视，并成为许多跨国公司的中心战略措施。

跨国并购可以按不同的标准分类，既有上市公司并购与非上市公司并购之分，也有敌对性并购与友善性并购之别。协议并购系友善并购，是收购与被收购公司经共同协商、谈判确定交易条件并达成共识后所进行的交易。这种方式有助于减少收购方与目标方的敌意对抗，有效配置资源，同时，对于并购后双方的融合、长期的稳定发展均极有裨益，因此，友好协商并购现今渐成主流。

跨国协议并购会涉及多方面的关系，包括公司内部间股东、董事及其他利益相关者的关系、并购公司与被并购公司间利益的协调以及东道国对跨国并购的管理与规制等。因此，通过有关法律手段协调好这些关系，对于跨国协议并购来说至关重要。

近些年来，我国学界对跨国并购的法律问题已较为重视并产生了一些学术成果，但对跨国协议并购进行深入研究的结果仍相对匮乏。在实践上，由于我国企业对跨国协议并购交易的法律问题了解不够，吃亏上当的事在实践上时有发生。例如，上海新华控制技术（集团）有限公司在 2004 年底基于对 500 强企业的高度信赖，与美国通用电气公司进行了股权并购交易，在股权转让协议中同意了很多不公平条款，特别是股权转让金的支付条件。股权交易完成后的第二年，由于通用电气的天价索赔，双方的合作陷于僵局，新华集团公司损失惨重。又如，近年来常见于并购交易中的“对赌协议”，往往会使并购交易中的一方丧失控股权。因此，加强对跨国协议并购的研究，无疑具有十分重要的理论与实际意义。

本书作者颜湘蓉同志原是一位知名律师，在实践中常常涉及跨国并购方面的业务，因此，她在在职攻读博士研究生期间，选择以跨国协议并购的法律问题作为其博士论文的题目，经过数年的研究，终于完成了这本著作。本书以跨国协议并购所涉及的三类社会关系为线索，对跨国协议并购的主要法律问题，

包括股东和利益相关者的权利保护以及目标公司董事的义务、并购交易双方的利益保护以及东道国对外资并购的管理等，进行了系统而深入的研究，从而填补了国内在此方面的研究空白。特别是关于协议并购双方的交易利益保护这一部分，作者结合国外的案例与实践，对一些重要交易条款的主要内容、效用与法律效力逐一进行了深入的分析，为我国企业跨国协议并购提供了可资借鉴的经验和法律对策。该书是在收集和消化了大量第一手外文资料的基础上写成的，其资料翔实、论证缜密、旁征博引，具有重要的学术与实用价值。

然而，令人极为痛惜的是，作者颜湘蓉同志于2007年7月20日下午在会议发言时突然昏厥，经抢救无效匆匆地离开了我们。颜湘蓉同志1985年考入武汉大学法律系，我与她相识二十余年。湘蓉同志聪颖敏捷、开朗活泼、勤奋好学、踏实认真、关心他人、严于律己，从本科到博士毕业，是老师和同学们公认的品学兼优的学生。作为律师，她恪尽职业操守，怀着高度的事业心和责任感，尽力为客户提供优质的法律服务，维护法律尊严和社会正义，并以此赢得客户的信任和尊敬，获得中华全国律师协会授予的“全国优秀律师”荣誉称号。由于其品质优秀、能力出众，她还被推选担任一些重要的社会公职工作。作为广州市和广东省的人大代表，积极参政议政，关注民主民生问题；兼任广州市律师协会副会长、执行会长，热心律师行业的建设和发展，做出了自己的贡献，获得社会各界和律师同行的广泛赞誉。在其不到四十载的短短历程中，湘蓉同志谱写出了辉煌的人生篇章。英才虽逝，其研究成果尚存，作者遗留下来的这部著作无疑是法学领域中的一笔财富，它不仅有助于促进跨国并购学术研究的深化，而且对企业和法律实务部门处理跨国协议并购也颇具参考价值。值本书出版之际，特致数语，既是对本书的推荐，也是对作者的纪念。

余劲松

2009-1-5

摘 要

世界跨国直接投资（FDI）在 20 世纪 90 年代后半期出现突飞猛进的增长。这种飞跃式发展，是由跨国并购（M&A）剧增带来的。

通说认为，国际上出现了五次并购浪潮。现在经历的正是第五次浪潮。在该次浪潮中，跨国并购的标的物类型上，既包括股权也包括资产；在并购目标公司类型上，既有上市公司，也有大量的非上市公司。跨国并购增长的驱动力不是追求短期金融收益的金融性跨国并购，而是以追求长期利益为动机的战略性跨国并购。而战略性跨国并购要实现其战略追求，收购方与目标方之间的协调与配合至关重要，这就决定了可能带来目标公司管理层激烈抵抗的恶意收购、敌意收购难奏其效，而建立在友好协商基础上的协议并购更有助于战略目标的实现。协议并购系友善并购，是在两个具有共同意愿的公司经共同协商、谈判确定了交易条件及就各方面的主要问题达成共识后所进行的交易。这种方式有助于减少收购方与目标方的敌意对抗，有效配置资源，同时，对于合并后双方的融合、长期的稳定发展均是极有裨益的。于是，在第五次跨国并购浪潮中，友好协商并购渐成主流。

跨国协议并购涉及的社会关系可以概括为三类：（1）围绕并购交易而发生的并购公司内层的股东与董事的权力分配，股东及其他相关利益者的权利保护与董事的义务履行之间的关系；（2）发生在母国与东道国并购主体之间的并购交易关系；（3）东道国有关管理部门因实施对外资管理及与外资并购相关的反垄断监管而发生的规制关系。

围绕上述三类社会关系的相关法律问题，本书在以下章节中展开探析：

在第一章中试图建立本书的基本理论框架。提出跨国协议并购（cross-border negotiated mergers & acquisitions）的概念为一国企业以协议的方式通过一定的法律程序取得东道国目标企业的部分或全部资产、股权（份）、控制权、经营权的行为。它既包括跨国兼并（cross-border mergers）也包括跨国收购（cross-border acquisitions）。跨国协议并购既是并购主体各方高度意思自治的协议行为，也因并购本身对一国市场竞争秩序等影响而需受到强制性规范的规制。由于跨国协议并购的特性及其所涉及社会关系的范围决定了跨国协议并

购法律机制应是一个综合系统。

第二章围绕协议并购对股东与相关利益者利益的影响论述对股东和相关利益者的权利保护问题。该章认为：应保护股东对协议并购的表决权；对于少数股东，则应保护其对协议并购持异议时的股份回购请求权与估价权（shareholder appraisal right）；对于公司间通过合同结成的涉及资产配置、控制权变化的“实质合并”（virtual merge），股东亦应享有表决权与估价权；债权人与雇员是公司的相关利益者，对于债权人的权利保护集中在知情权、异议权即清偿或担保请求权和损害赔偿请求权方面。对雇员权利的保护则集中在对并购有知情权，继续履行劳动合同或保护原雇佣关系的权利以及公平补偿权。

第三章以协议并购中目标公司与收购公司董事的活动为主线研究协议并购中的董事义务问题。该章认为：无论是大陆法系还是英美法系均认为董事对公司负有忠实和勤勉注意义务。在协议并购的决策、磋商谈判、并购方案与协议的草拟等过程中，董事的忠实与勤勉义务贯穿始终。基于权责平衡原则，在强调董事责任的同时，也比较考察了有关国家和地区对董事责任的限制与免除制度，认为基于保护董事利益的需要，可在经股东大会决议批准和司法裁决情形下，对董事的责任可予免除或对其因履职行为而发生的赔偿责任予以补偿。

第四章围绕协议并购双方基于各自立场为对抗第三人对拟议交易所可能发生的破坏行为而采取的保护交易利益措施，包括在并购协议中拟定勿语（no-talk）条款、非售（no-shop）条款、终止费（break-up fees）条款、受信出口（fiduciary out）条款以及其他交易保护条款等，对其主要内容、效用与法律效力逐一作出了分析。认为勿语条款、终止费条款主要保护收购公司的利益，而非售条款、受信出口条款则对目标公司较为有利。

第五章以跨国协议并购中东道国有关管理部门因实施对外资管理及与外资并购相关的反垄断监管而发生的规制关系为切入点，研究跨国协议并购当事人需遵守的强制性规范，并对若干国家相关的立法与实践作出比较考察，认为为了减少并购当事人面对各国强制性规范而存在的管辖和适用上的法律冲突问题，如要制订统一的强制性实体规范则不具有现实性，但各国应在程序事项上开展国际合作。

第六章对中国跨国协议并购的发展概况及在现阶段存在的问题进行实证研究，进而以本书前五章的比较考察为基础，对完善中国的外资协议并购法律体系提出立法设计，对中国企业跨国协议并购应采取的法律对策分别从目标公司与收购公司角度提出思考和建议。

Abstract

Global cross-border FDI has experienced an unparalleled increase since the 1990s, which was brought forth by the rapid growth of the cross-border M&As.

According to the dominant ideology, there have been five waves of international M&As. Now is under the fifth wave. In the current wave, the kinds of subject matter of cross-border M&As include shares and assets, and the targeted companies include listed companies and a lot of non-listed companies. The driving force behind the cross-border M&As is the strategic cross-border M&As to pursue long-term benefits, rather than the financial cross-border M&As to pursue short-term financial gains. To fulfill its strategic pursue, the collaboration and cooperation between the acquisition parties of a cross-border M&As is essential, which determines that hostile acquisition likely to bring forth resistance by the managing personnel of the acquired company will fail, while negotiated M&As based on mutual negotiations will be beneficial to the accomplishment of strategic objective. Negotiated M&As is an amicable transaction based on transaction conditions and major issues reached through mutual negotiations by two companies with mutual willingness. This approach is helpful to reduce the resistance between the acquiring party and acquired party, allocate resources effectively, and assist to convergence and long-term development. Therefore, amicable negotiation has become the mainstream during the fifth wave of cross-border M&As.

There are three kinds of social relationship involved in cross-border M&As: (1) the relationship surrounding how to allocate company operation power between shareholders and directors, how to protect legal rights of shareholders and stakeholders and how shall director fulfill its duty; (2) M&As transactional relationship between the acquisition parties of the home country and host country; (3) the regulatory relationship resulting from anti-trust supervision of the foreign investment and cross-border M&As by the administrative authorities of the host country.

To explore the relevant legal issues arising out of the above three kinds of social relationship, this paper will discuss the following questions:

Chapter one attempts to establish this paper's basic theoretical framework. Cross-border negotiated mergers & acquisitions means the behavior based on mutual negotiation and undertook by an investor (company) to acquire part or all assets, shares, controlling rights, operative rights of the targeted company of the host country through certain legal proceedings. It includes cross-border mergers and cross-border acquisitions. Cross-border negotiated M&As is not only a highly autonomous negotiated behavior of the acquisition parties, but also a regulated behavior because it affects one country's market competitive order. Because of the characteristics of negotiated M&As and the range of relationship involved, legal mechanism of cross-border M&As shall be an integrated system.

Chapter two: discussion on the protection of rights of shareholders and stakeholders in line with the impact of negotiated M&As. This chapter supports: protection of shareholder's voting rights of the negotiated M&As; protection of minority shareholder's right of share counter-chase request and appraisal right in case they are dissenters in the negotiated M&As; protection of shareholders' right to vote and appraise in case virtual merger involving asset allocation and change of controlling rights arises through the conclusion of contract; debtors and employees are companies' interested parties, whose rights are protected focusing on right of knowledge, right of guarantee request and right of damage compensation. The protection of employee's rights concentrates on right of knowledge, right of continuing former labor contract and right of fair compensation.

Chapter three: Mainly research of director's duties in the negotiated M&As in line with the major actions taken by directors of the acquisition parties. This chapter supports: both the civil law system and the common law system recognize director's duty of care and duty of loyalty, which goes through the whole process of negotiation, determination, drafting of M&As proposal and contract. Based on the principle of balanced power and responsibility, This chapter compares the limitation and exemption of director's responsibility of several countries and regions while emphasizing director's responsibility. Also, This chapter supports that director's responsibility can be removed or compensated due to its duty performance behaviors, if approved by shareholder's meeting or judicial awards.

Chapter four: An analysis of the contents, application and legal effectiveness of the protective devices taken by the acquisition parties to avoid the destroying behaviors likely taken by the third party, involving the make-up of protective provisions of

no-talk, no-shop, fiduciary out, break-up fees and others in the M&As contract. This chapter supports that the no-talk and break-up provision will be beneficial to the acquiring company, while the no-shop, fiduciary out provision will be beneficial to the acquired company.

Chapter five: A research of the compulsory regulations which cross-border negotiated M&As parties must abide by according to the foreign investment management and cross-border M&As related anti-monopoly supervision by the regulatory body of the host country. This chapter will also undertake comparative observation of legislation and practice of certain countries, and support that international cooperation regarding procedural matters shall be operated even though it is not practical to make up uniform substantive compulsory regulations to reduce the conflicts of application of laws arising out of different countries' compulsory regulations to the acquisition parties.

Chapter six: A research of current development of China's cross-border M&As and the existing problems, then propose legislative design on improvement of China's foreign negotiated M&As legal mechanism based on the comparative observations by the above five chapters, and finally bring forth thinking and recommendations towards legal strategies by China's enterprises undertaking cross-border M&As from the perspectives both of acquiring and acquired companies.

目 录

第一章 导论	1
第一节 跨国协议并购概说	1
一、发展概说	1
二、发展动因概说	3
第二节 跨国协议并购法律机制概说	6
一、关于并购定义的探讨	6
二、跨国协议并购的含义及其法律机制	13
第二章 协议并购中股东和相关利益者的权利保护	17
第一节 股东的权利保护	18
一、股东的表决权	18
二、少数股东权利的保护	23
第二节 实质合并与股东权利的保护	37
一、实质合并 (Virtual merger) 概述	37
二、对实质合并法律制度的立法考察	37
第三节 雇员的权利保护	51
一、欧盟的立法	52
二、德国的立法与实践	55
三、法国的立法与实践	57
四、荷兰	60
五、英国	61
四、小结	62
第四节 债权人权利的保护	62
一、并购中债权人权利内容的立法比较	62
二、债权人权利的法律效力	66
第三章 协议并购中董事的义务	71

第一节 董事义务概说	71
一、英美法系的“受信关系”	71
二、大陆法系的“委任说”	75
三、《OECD 公司治理原则》(1999 年版) 关于董事职责的规定	76
第二节 协议并购中的董事责任	78
一、立法的考察	79
二、理论与实践的考察	81
第三节 董事责任的限制与免除	102
一、美国公司法中关于董事责任限制与免除的制度	103
二、德国与日本对董事责任的限制与免除制度	111
三、英国对董事责任的限制与免除制度	113
四、我国香港地区关于董事责任的限制与免除制度的立法与实践	115
第四章 协议并购双方的交易利益保护	116
第一节 概论	116
一、交易保护措施兴起的动因	116
二、交易保护设计条款的特性与类型	118
第二节 勿语条款	120
一、“勿语”条款的主要内容	120
二、美国有关“勿语”条款的判例	121
三、“勿语”条款的作用与效力	125
第三节 非售条款	126
一、非售条款的主要内容	126
二、“非售”条款的性质——美国的理论与实践	126
三、“非售”条款的效力审查	131
第四节 终止费条款	137
一、终止费条款的定义与类型	137
二、关于终止费条款的国际实践	140
三、跨国协议并购中采用“终止费”条款的发展趋势	164
第五节 受信出口条款	165
一、受信出口条款的主要内容	165
二、美国关于“受信出口”条款的理论与实践	166
三、“受信出口”条款的作用	173
第六节 其他交易保护条款	174

一、保密条款	175
二、董事会推荐条款	176
三、股票期权与资产锁定条款	177
第五章 跨国协议并购的强制性规范及其适用	180
第一节 跨国协议并购应遵守相关强制性规范的理论分析	180
一、跨国协议并购领域适用强制性规范的必要性	180
二、强制性规范的适用形式——政府规制	184
第二节 发达国家跨国协议并购强制性规范适用的比较考察 ——以德国、日本、澳大利亚为例	185
一、德国的立法与实践	185
二、日本的立法与实践	193
三、澳大利亚的立法与实践	198
第三节 跨国协议并购强制性规范的适用冲突与国际合作	200
一、国际合作的必要性	200
二、合作的形式及其发展趋势	202
三、国际合作的现实选择	206
第六章 中国的实证研究	208
第一节 我国跨国协议并购的发展现状及其分析	208
一、我国外资协议并购的发展现状及其分析	208
二、我国企业跨国协议并购的发展概况及分析	222
第二节 建立和完善我国外资协议并购法律体系的构想	223
一、外资并购主法体系主要设计模式的概说	223
二、构想	224
第三节 对我国企业跨国协议并购的思考和建议	232
一、我国企业作为外资协议并购的目标公司时值得关注的问题	232
二、我国企业作为跨国协议并购的收购公司时值得关注的问题	233
三、我国企业跨国协议并购法律对策的总结	236
结 论	238
参考文献	241
后 记	251
出版后记	253

第一章 导 论

第一节 跨国协议并购概说

一、发展概说

世界跨国直接投资（FDI）在 20 世纪 90 年代后半期出现突飞猛进增长。这种飞跃式发展，是由跨国并购（M&As）剧增带来的。1990 年，跨国并购额为 1 866 亿美元。1994 年，全球跨国投资中，首次超过了“绿地投资”（投资新设企业）的数额，在跨国投资总额中占据了主要份额。据联合国贸发会议《世界投资报告》统计，世界跨国并购 1996 年突破 2 000 亿美元，为 2 270 亿美元，占当年跨国直接投资额 3 861 亿美元的 59%；2000 年突破 1 万亿美元，为 11 438 亿美元，占当年跨国直接投资额 13 930 亿美元的 82%。受世界经济不景气影响，近两年跨国并购持续下降。^① 据联合国贸发会议《2004 年世界投资报告》，2004 年跨国并购出现回苏，该年度上半年全球跨国并购比 2003 年同期增长 3%。^② 亚洲市场有快于其他市场的恢复势头，据分析中国将成为最具成长性的并购市场。

通说认为，国际上出现了五次并购浪潮。现在经历的正是第五次浪潮。以美国为例，从 20 世纪 90 年代初期开始的 10 年正是美国并购风起云涌、潮起潮落的 10 年，也是被世人称做美国第五次并购浪潮的 10 年。在美国第五次并购浪潮中，有大量的资产剥离案件发生。所谓资产剥离是指公司出售子公司、少数股东权益或分支机构的行为。在第五次并购浪潮中，也有大量的对非上市公司的收购。对非上市公司的收购是并购活动相当重要的组成部分。下表 1-1 反映了美国 1992—2001 年间全部并购金额的分类情况。

① 金伯生、孙笑华、何茂春等：《外资国内并购的现状、问题与政策取向》，载《经济管理文摘》，2004 年第 17 期，第 31 页。

② www.00-852.com/execl/news/20049/News114/237500.shtml。

表 1-1 美国 1992—2001 年间全部并购数量的分类与比重情况表

年份	剥离	上市公司	非上市公司	跨国并购	总并购数量 (家)
1992	1 026 (40%)	227 (9%)	1 119 (43%)	202 (8%)	2 574
1993	1 134 (43%)	221 (8%)	1 127 (42%)	181 (7%)	2 663
1994	1 134 (38%)	344 (11%)	1 324 (44%)	195 (7%)	2 997
1995	1 199 (34%)	447 (13%)	1 610 (46%)	254 (7%)	3 510
1996	1 702 (29%)	478 (8%)	3 137 (54%)	531 (9%)	5 848
1997	2 108 (27%)	603 (8%)	4 387 (56%)	702 (9%)	7 800
1998	1 987 (25%)	627 (8%)	4 445 (57%)	750 (10%)	7 809
1999	2 353 (25%)	746 (8%)	5 297 (57%)	882 (10%)	9 278
2000	2 501 (26%)	676 (7%)	5 511 (58%)	878 (9%)	9 566
2001	2 914 (35%)	591 (7%)	4 099 (50%)	686 (8%)	8 290

资料来源：表中数据摘自美国各年度的 *Mergerstat Review*。①

从上表的数据中可以看出：第五次并购浪潮中，跨国并购呈稳步增长态势，在并购标的物类型上，既包括股权也包括资产，在并购目标公司类型上，既有上市公司，也有大量的非上市公司。

有学者将跨国并购从其动机角度分为追求短期金融收益的并购和追求长期利益的战略性并购。追求短期金融收益的并购主要是杠杆收购公司（当然并非所有的杠杆收购都是追求短期金融收益的）和风险投资公司的收购。战略性并购包括寻求市场型并购和寻求效率型并购等。在整个跨国并购呈现急剧增长时期（1995—2000 年），金融性跨国并购增长十分缓慢。战略性跨国并购却从 1987 年的不到 1 000 亿美元迅速上升到高峰期 2000 年的 8 000 多亿美元。从 1992 年起一直到 2002 年，在追求短期金融收益的跨国并购一步步减少的同时，战略性跨国并购却呈上升趋势。可以说，跨国并购增长的驱动力不是追求短期金融收益的金融性跨国并购，而是以追求长期利益为动机的战略性跨国并购。②

① 朱宝宪、韩冰：《阅读美国第五次并购浪潮》，载《中国并购评论》，2004 年第 2 期，清华大学出版社 2004 年版，第 99-113 页。

② 黄中文：《全球跨国并购若干基本问题思辨》，《求实》，2004 年第 2 期，第 91-93 页。

而战略性跨国并购要实现其战略追求,收购方与目标方之间的协调与配合至关重要,这就决定了可能带来目标公司管理层激烈抵抗的恶意收购、敌意收购难奏其效,而建立在友好协商基础上的协议收购更有助于战略目标的实现。于是,在第五次跨国并购潮中,友好协商并购渐成主流。

二、发展动因概说

关于跨国并购的发展动因及趋势,经济学者们作出了各自的理论阐释。我国学者将西方关于跨国并购动因研究概括为以下四大理论纲领:^①

(一) 以新古典及行为学派企业理论为纲领的跨国并购研究

新古典经济学派认为跨国并购同样是跨国公司追求利润最大化动机的产物,通过跨国并购的实施,对并购企业可以产生以下效应:(1)规模经济效应(Ellert, 1975);(2)范围经济下的战略协同效应(Eunetal, 1996);(3)市场力量效应。行为学派则认为企业效用函数的真实性在于其多样化的行为目标,其中具有代表性的观点,是莱宾斯坦提出的X—效率理论(Leibenstein, 1964, 1966)。人们认为现代跨国公司的产权结构特征,决定了跨国并购不一定是以新古典理论所描述的利润最大化,即公司股东财富最大化为目标的。因为跨国并购的组织与实施者是对公司有直接控制权的管理层,经理们进行跨国并购可能是出于以下考虑(Seth, 2000):(1)追求公司规模的增长;(2)当受现有公司规模制约,或由于公司所在行业出现衰退,跨国并购可为经理们提供一种自我实现的机会;(3)通过跨国并购,可以使优势企业在地理范围和经营行业上实现多样化组合;(4)跨国并购所导致的公司规模扩张和经营的地理范围扩张,从一定程度上避免了被接管的可能性,同样可以给公司管理人员带来工作上的安全感。^②

两种学派均强调了并购产生的企业规模的意义:对于委托人意味着规模经济下的利润最大化,对于代理人意味着效用最大化。^③

(二) 以新制度经济学为纲领的跨国并购研究

新制度经济学认为企业不但是追求个人效用最大化的个人集合体,而且是

^① 王焕祥、沈炳珍:《西方跨国并购研究中的四大理论纲领》,《产业经济研究》,2004年第2期,第27-30、69页。

^② 王焕祥、沈炳珍:《西方跨国并购研究中的四大理论纲领》,《产业经济研究》,2004年第2期,第28-30、69页。

^③ 王焕祥、沈炳珍:《西方跨国并购研究中的四大理论纲领》,《产业经济研究》,2004年第2期,第27-30、69页。

一系列合约的有机组合。(1) 基于科斯、威廉姆森为代表的交易费用理论的跨国并购分析。企业通过跨国并购,可以将原先的国际市场买卖关系转变为跨国公司内部的科层协调关系,从而降低交易费用。(2) 以格罗斯曼、哈同、莫尔 (Grossman and Hart 1996; Hart and Moore, 1990) 为代表的产权理论。该理论认为市场中的契约是不可能完备的,企业作为一种制度安排,其效率就在于弱化这种不确定性合约约束,通过纵向一体化消除或减少由资产专用性造成的机会主义行为问题。当这种不完全合约的产权主体分布于不同国家时,进行了关系专用性投资的企业更有激情进行跨国并购,以便把不完备的跨国交易合约纳入到跨国公司内部的协调制度中。(3) 1976 年,詹森和麦克林从企业所有权结构入手,提出了“代理成本”问题,即“委托—代理”模型。该理论认为管理者并非企业的完全所有者,因此其效用函数与股东的效用函数可能会发生冲突,为了使经理能为股东的利益而努力工作,公司必须付出代价,这些代价就是代理成本。当其他制度安排不足以降低代理成本时,接管被看做是最后的一种外部控制机制,即公司处于被收购的威胁之中时,对公司管理层会产生一个有效的激励,迫使其改善公司业绩。从并购公司来看,通过实施并购可以把本公司的管理效率“输出”到被并购公司,将会产生一种管理上的协同效应。^①

(三) 以对外直接投资理论为纲领的跨国并购研究^②

跨国并购从理论上而言是一种对外直接投资方式,对外直接投资理论可进一步解释这种现象。自 20 世纪 60 年代起,随着跨国公司大量出现,解释其行为的理论也应运而生,如“海金学说”和市场寡占论、产品生命周期理论、内部化理论等。英国里丁大学邓宁教授则提出了具有广泛影响的折中范式 (Eclectic Paradigm) (Dunning, 1977, 1988)。该理论认为跨国公司对外直接投资的具体形态和发生程度将取决于三方面优势的整合结果。第一,某些特定的所有权 (Ownership) 优势,即 O 优势。第二,对外直接投资区位优势 (O) 形成最佳结合的区位优势 (Location),即 L 优势。第三,企业在对其所拥有的资产优势进行跨国性转移时,必须考虑内部组织 (Internalization) 即 I 优势与外部市场两种转移途径,只有当前者带来的资产所有权收益大于后者时,对外直接投资才有可能发生。总之,跨国公司的对外直接投资活动是由

^① 王焕祥、沈炳珍:《西方跨国并购研究中的四大理论纲领》,《产业经济研究》,2004 年第 2 期,第 27-30、69 页。

^② 王焕祥、沈炳珍:《西方跨国并购研究中的四大理论纲领》,《产业经济研究》,2004 年第 2 期,第 27-30、69 页。