

“国际投资并购研究”系列丛书

总顾问 © 成思危

国际投资并购 监管研究

陈小洪 蹇芳莉 © 主编



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

“国际投资并购研究”系列丛书

总顾问 ◎ 成思危

国际投资并购 监管研究

陈小洪 蹇芳莉 ◎ 主编



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

国际投资并购监管研究 / 陈小洪, 蹇芳莉主编.

-- 北京: 中国商务出版社, 2016.3 (2017.9 重印)

ISBN 978 - 7 - 5103 - 1482 - 7

I. ①国… II. ①陈… ②蹇… III. ①企业兼并 - 国际投资 - 金融监管 - 研究 - 中国 IV. ①F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 059357 号

国际投资并购监管研究

GUOJI TOUZI BINGGOU JIANGUAN YANJIU

主编 陈小洪 蹇芳莉

出版: 中国商务出版社

地址: 北京市东城区安外东后巷28号 邮编: 100710

责任部门: 经管与人文社科事业部 (010-64255862 cctpress@163.com)

责任编辑: 薛庆林 孙梅

直销客服: 010-64255862

传真: 010-64255862

总发行: 中国商务出版社发行部 (010-64266193 64515150)

网购零售: 中国商务出版社淘宝店 (010-64286917)

网址: <http://www.cctpress.com>

网店: <http://cctpress.taobao.com>

邮箱: cctp@cctpress.com

排版: 东港股份有限公司

印刷: 东港股份有限公司

开本: 787毫米 × 1092毫米 1/16

印张: 19.5 字数: 269千字

版次: 2016年3月第1版 印次: 2017年9月第3次印刷

书号: ISBN 978-7-5103-1482-7

定价: 48.00元

凡所购本版图书有印装质量问题, 请与本社总编室联系 (电话: 010-64255862)



版权所有 盗版必究 (盗版侵权举报可发邮件到本社邮箱: cctp@cctpress.com)

编辑委员会

总顾问 成思危

主 编 陈小洪 蹇芳莉

编写组成员

陈小洪 蹇芳莉 廖诗评 刘 园 潘 悦 彭 冰

元长东 邹 洁 祁 欢 宗芳宇 晏小刚 高登立

傅 剑 郑锦荣 牛丽颖 李爱民 尚庆琛 张 萍

序

总顾问 成思危

20世纪90年代以来,随着经济全球化的不断加深和信息科技的迅猛发展,国际投资并购已经成为各国最重要的对外直接投资方式之一。中国作为最具有竞争力和发展潜力的新兴市场,更成为众多跨国公司和其他国际投资者争相选择的目标。同时,随着综合国力的增强,我国企业海外投资的需求亦逐步扩大,在全球海外并购市场中担任着越来越重要的角色。

几年前,我曾在一次研讨国际投资并购对我国产业安全的影响的会议上作了题为“只有坚持改革开放,才能确保产业安全”的发言。在发言中,首先我讲了“产业安全”观,即不仅要从控制力和发展力的角度,还要用综合的、系统的、动态的观点来考察安全问题。我以为,在经济全球化不断发展、国际投资并购渐成主流的今天,任何一个国家都不可能掌握所有产业的控制力和发展力。正如个别企业的不安全通常不会影响产业整体安全一样,个别产业的不安全通常也不会影响国家经济安全;个别产业当前的不安全,并不表明它今后永远都不会安全。

我的基本观点是:国际投资并购已成为国际直接投资的主流,这与金融资本的主导作用有关,外商来投资及并购,主要是经济利益的原因,不是政治的原因和考量。一是要重视引进有益于我国的战略投资者;要用互利双赢的观点评价并购效果。二是要规范审查外资并购,保证国家经济安全。国际上往往从国家安全和反垄断两个方面进行管理和审查。我国的有关法规也还在完善。

国际投资并购是一把“双刃剑”:适度的并购有利于国家引入外国投资和先进的科学生产技术,促进社会经济的不断发展,但过度的外资并购则会很容易造成市场相对集中,导致国际性生产和销售的集中与垄断,从而妨碍有效竞争,破坏正常的市场竞争秩序,妨碍科学技术的进步,冲击民族产业,影响整个市场结构和经济安全。因此,国际投资并购与政府监管已成为重要的时代议题。

“国际投资并购研究”系列丛书,在系统梳理国际投资并购的发展脉络和综述了国际投资并购相关理论的基础上,针对各国对投资并购制定的相关政策,不仅分析了国际经济和资本流动的未来趋势,而且在我

国政府如何加强对外资进入中国的并购活动的引导和监管,鼓励中国企业积极参与国际投资并购活动的相关法规、政策等方面,做了十分有益的探讨。

这套丛书的可贵之处在于:

研究体系比较系统。第一册《国际投资并购国别法政策研究》对“他山之石”进行了深入剖析;第二册《国际投资并购监管研究》对国际投资并购的理论及相关监管制度做了总体探讨。

研究方法比较合理。表现之一是采用了综合的研究方法,这不仅表现在研究目标的选择和案例研究的覆盖面上,还表现在研究方法上。课题组从经济、法律、企业战略、政策实务等不同角度探讨并购对安全的影响,不仅重视梳理研究国际经济学、国际政治经济学等理论学者的有关观点,还十分重视借鉴实务部门(如联合国贸发会议)的研究成果。为什么综合的研究方法重要?根本原因在于问题的综合性。表现之二是比较客观。例如,重视用各行业的统计数据 and 案例说明情况,而不是简单地根据推测下结论。这种分析和动态的讨论方式,有利于我们客观冷静地评估国际投资并购行为及未来发展的趋势。

研究成果比较丰富。一是通过分析讨论及借鉴已有的研究成果,对许多基本概念、基本认识进行了讨论,提出了有意义的见解。如研究指出了国际投资并购的客观性和主观性的二元属性;通过对绿地投资和并购的比较,指出,外资并购在初期阶段对东道国带来的主要是所有权的转移,而不是实质性的增加能力和投资,是东道国对并购批评较多的重要原因,指出并购结果如何,不仅与并购方案有关,还与政策有关,恰当的政策能够兴利除弊。二是提出了有意义的政策建议。作者认为要支持我国企业提升能力,防止并购影响安全,需要反垄断法、行业法、安全管理等多方面的法律。为了更好地开放发展,管理安全的法律及其实施体系的设计,一定要有远大的眼光,管理面要适当,要透明、有效。三是提供的资料比较系统丰富。如前所述,有行业、企业的情况介绍,有全球并购态势和特点讨论的资料,有发达国家和发展中国家有关法律和管理体系的系统介绍。据我所知,在研究国际投资并购发展趋势和影响的著作中,如本套丛书这样资料丰富而全面的似还较少。

有鉴以上,考虑到研究的重要性和需要了解各方面情况,尽管本套丛书仍有缺点,但瑕不掩瑜,本人愿意推荐此套丛书,还希望各位更加深入地研究有关课题。

前 言

本书为“国际投资并购研究”系列丛书的第二册，从三方面研究国际投资并购监管问题：一是国际投资及并购监管对象跨国投资企业跨国投资及并购的基本理论和基本情况；二是国际投资并购监管的基本概念、意义、体系和有关理论；三是中国国际投资及并购监管的指导思想、体系、政策法规、调整变革情况及改进建议。本书研究包括两个方面：国际投资监管，主要是国际直接投资监管；国际投资中的并购监管。本书重点关注并购监管，但又同时研究两方面的监管，是因为投资监管往往是并购监管的前提，在中国，这两方面的监管联系密切、直接。

本书特点，第一，立题重要及时。国际投资并购监管是直接影响经济全球化和国家间经济、政治关系的国家经济管理工具，是影响国际投资并购发展的重要因素，一直受到各国政府、企业及各界的关注，其现状和未来走向事关国家发展的基本战略。第二，合理的内容体系安排使本书研究既有前瞻性又有实用性。本书以监管对象研究为起点，监管理论和监管实务研究结合，采用经济学、法学等多学科理论研究方法，从东道国和母国不同视角，对监管目标及体系进行梳理和研究，保障了研究目标的实现。第三，研究设计和成果都有创新。类似本书主题和内容的专著，国内少有甚至没有，已有著作多聚焦于具体政策法规介绍，研究的综合性和针对性不够。此外，本书初稿的一些政策建议已被国家有关方面接受，亦反映了本书的研究价值。

希望本书能成为有关政府官员、企业及研究机构人员了解和研究国际和中国国际投资监管实际、有关理论、未来改革走向的参考资料。

本书内容体系是根据主题和有关问题内在联系安排的，各章有其主题，但内容方面仍有些交叉，体例不完全一致，观点也未尽完全协调。出现这种情况，主编有协调不够的责任，亦与主编认为各章文责自负，有利于作者更好地表达各自的思路和见解。

主编还希望各方专家和读者对本书不吝赐教，批评指正，以利推进研究的深入。

主编

2016年3月

目 录

第一章 国际投资并购的基本理论	1
第一节 国际投资并购的基本概念	2
第二节 从并购动因角度分析国际投资并购的基本理论	11
第三节 从并购过程角度分析国际投资并购的基本理论	31
第四节 从博弈论角度分析国际投资并购的基本理论	34
第二章 国际投资并购的现状和发展趋势	43
第一节 国际投资并购的历史沿革	44
第二节 国际投资并购的现状和趋势	55
第三节 跨国公司在华并购情况	63
第四节 中国企业对外投资并购情况	74
第三章 国际直接投资监管理论讨论	85
第一节 国际直接投资及并购监管：含义和意义	86
第二节 国际直接投资监管体系：东道国和母国的监管	94
第三节 研究国际直接投资监管的基本理论	109
第四节 几个认识问题的综合讨论	122
第四章 东道国对国际投资并购的监管	137
第一节 发达国家有关国际投资并购的法律监管制度	138
第二节 新兴经济体有关国际投资并购的法律监管制度	156

第三节	东道国国际投资并购监管制度的新动向	170
第五章	母国对国际投资并购的监管和政策	173
第一节	母国对外投资管理体系和内容	174
第二节	发达经济体对外投资政策和内容	198
第三节	新兴经济体的对外投资政策	213
第六章	我国对外资在华投资并购的监管制度	221
第一节	外资对华投资并购监管制度的发展演变	222
第二节	现有外资并购政策和法规	235
第三节	现有外资并购监管政策和法律法规评估及建议	248
第七章	中国对企业海外投资及并购的监管	255
第一节	中国企业海外投资监管体系：演变和现状	256
第二节	中国企业海外投资的监管及政策体系	262
第三节	中国企业对外投资监管的改进建议	272
第八章	推进中国国际投资合作与完善并购监管的新思考	279
第一节	中国国际投资合作面临的新形势	280
第二节	创新中国国际投资合作与并购监管的理念与思路	291

第一章 国际投资并购的基本理论

第一章

国际投资并购的基本理论

本章先介绍国际投资并购基本概念，然后分别从国际投资及并购理论、基于并购过程的理论、基于博弈论的国际并购模型等三方面介绍国际投资并购理论。

第一节 国际投资并购的基本概念^①

企业发展到一定阶段就会面临内生成长和并购成长两种战略选择的问题。内生成长,是指企业利用自身的资金、技术、人力等内部资源实现扩张发展。但在市场发展非常快的情况下,只靠内部力量发展会显得过于缓慢,而且企业单靠内部发展,就没有机会去学习另一家企业的知识和系统。在激烈的市场竞争环境中,企业也会选择并购的方式,利用外部资源,寻求更快、更深层次的发展。因此,企业并购已成为目前大部分公司实现发展目标的重要的选择方式。根据被并购企业双方的地理范围划分,企业并购分为国内并购和国际投资并购,前者并购的各方都在一国之内,后者至少一方是在他国。理解国际投资并购需要先了解企业并购。本节介绍国际投资并购的基本概念,就从企业并购开始讲起。

一、企业并购

企业并购是兼并和收购两个概念的合称。在西方文献中,企业并购对应的英文是 Merger and Acquisition (M&A)。

(一) 企业兼并

企业兼并,又叫合并,《大不列颠百科全书》的解释为:“两家或两家以上独立的企业、公司合并成一家企业,通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。”企业兼并依据兼并形式的不同,分为吸收兼并(merger of corporations)和新设兼并(consolidation of corporations)两类。吸收兼并指一个公司被另一个公司吸收,后者保留自身的名称、实体资格,取得前者的资产、责任、特许权和权利,被吸收公司丧失独立的商业资格。新设兼并,也称创立合并,指两个或两个以上的公司解散,同时成立一个新的公司,并接管解散公司的资产和承担的责任。

^① 本节初稿由对外经济贸易大学颜新艳博士提供。

我国《公司法》第173条指出：“一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散。两个以上的公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并各方解散。”第175条指出，“无论哪一种形式合并，合并双方的债权、债务，应当由合并后存续的公司或者新设的公司承继。”在这里，吸收合并就是通常所说的一个以上公司被另一个公司所兼并，而新设合并则是指两个以上公司合并重组。

（二）企业收购

企业收购是指一家公司用现金、债券或股票或实物资产收购另一家公司的股票或资产，以获得该公司的股权或资产。按照收购对象的不同，收购可以分为股权收购和资产收购两类。

股权收购（share offer）指通过购买目标公司部分或全部股权发行在外的股票或认购新股。股权收购完成以后，收购方享有股东权利。股权收购中，全面收购即并购方取得目标公司100%的股份，多数股权收购指收购目标公司50%以上的股权，少数股权收购指收购目标公司10%~49%的股份。^①资产收购（asset acquisition）是指购买目标公司部分或全部资产，以取得资产的使用价值，收购完成后，收购方无须承担目标公司的任何债务。资产收购，据其收购方式，又可分为直接收购和间接收购。直接收购（direct acquisition）是指收购公司以直接投资购买方式，收购目标公司全部，此后收购公司成为存续公司，目标公司的资产和负债均由收购公司承担，其独立法人地位不复存在。间接收购（indirect acquisition）是指收购公司通过在证券市场对目标公司股票的购买、控股，完成对其收购或控制的目的。间接收购的途径多样，收购公司可以通过向大股东增资扩股，取得目标公司控股股东股权的方式；也可以通过出资与大股东成立合资公司，在该合资公司中获控股地位的方式；还可以通过托管大股东股权的方式，实现对目标公司的控制、收购的目的。

我们在对并购有了一个较为清晰的定义的基础上，现在来对国际投

^① 黄中文，李玉曼，李亚娟，等．国际投资并购实务．北京：中华工商联合出版社，2006：110.

资并购的概念、类型、融资方式等基本内容进行阐述。

二、国际投资并购

20 世纪 50 年代以来,跨国公司迅猛发展,成为国际贸易和国际投资的主要承担者和微观载体。跨国公司通过对外直接投资控制着许多国家的经济活动,通过内部的经营活动,将不同国家或地区的生产资源进行调拨,实现低成本的优化配置。跨国公司打开他国市场或控制他国企业,主要采用绿地投资(greenfield investment)和褐地投资(brownfield investment)两种方式。绿地投资即直接投资创建独资或合资企业;而褐地投资则是直接投资兼并或收购企业,即国际投资并购(cross-border M&A)。

(一) 国际投资并购的含义

国际投资并购是国内企业并购的延伸,即跨越国界,涉及两个或两个以上国家的企业之间的并购,并购方所在的国家称为“母国”,被并购方或目标公司所在的国家称为“东道国”。它是一国企业为了达到某种目的,通过一定的渠道和支付手段,将另一国企业的整体资产或足以行使经营控制权的股份购买下来的行为。和并购的概念类似,国际投资并购分为国际兼并和国际收购。

国际兼并也称国际合并,意味着两个以上的法人最终变成一个法人,又分吸收合并和新设合并两种情况。吸收合并通常出现在实力相差悬殊的并购交易中,合并后目标公司不再存在。如 1999 年日本烟草兼并 RJ 雷诺国际(RJ Reynolds International)和沃尔玛公司兼并 ASDA 集团。新设合并则通常是实力相当的公司之间的合并,代表案例有 1998 年英国石油公司和美国阿莫科公司合并后形成新的公司 BP—Amoco,以及戴姆勒和克莱斯勒公司合并后形成戴姆勒—克莱斯勒公司。

国际收购则是指收购已经存在的当地企业或国外子公司股权或出资份额或资产。如 1998 年,西班牙的投资者集团收购巴西电信;1999 年,沃达丰收购空中通讯等。从并购的企业占被并购企业股份比例来

看,国际投资收购的股权收购又包括:全面收购(100%)、多数股权收购(50%~99%)和少数股权收购(10%~49%)三种。全面收购与国际吸收合并极为相似,唯一的区别在于,在全面收购中,被收购公司还保持法律实体,成为母公司的全资子公司。而在国际吸收合并中,被收购公司的法律实体不复存在。多数股权收购中,收购方已经完全能够对目标企业实施有效的控制。少数股权收购中,如果目标企业股权较为分散,并购方虽然只占其50%以下的股份,也能对目标企业实施控制权。

在国际投资并购中,真正意义的国际兼并非常少见,大多数国际兼并是国际收购。因为这种不改变目标企业法律实体的形式更易为东道国所接受,并购方也可以减少风险,只需以出资额对子公司负有限责任,符合跨国公司本土化和全球化发展战略的要求。根据联合国贸发会议《2000世界投资报告——国际投资并购与发展》的资料,1999年,在国际投资并购总数中,国际兼并只有不到3%的比例,97%以上属于国际收购。在国际收购中,完全收购占总数65%左右。这说明在国际投资并购中,跨国公司喜欢追求完全的控制权,因为跨国公司进行对外直接投资的一个重要原因就是通过垄断和控制,获取其转移技术和管理能力,做全面掌握。若跨国公司通过收购方式获得目标企业的所有权之后,又不能有效地行使控制权,则跨国公司在生产经营、营销手段、售后服务等方面的力量,就不能很好地嫁接到目标企业的经营活动中去,其优势就难以得到发挥。因此,全面收购占的比例最高,少数股权收购占的比例较低。在发展中国家,由外国企业进行的收购约有三分之一属于少数股权收购,而在发达国家此类收购不到五分之一。外国企业股权比重的差异在很大程度上反映了政府政策和公司战略。^①

^① 联合国贸发会议. 2000世界投资报告——国际投资并购与发展. 北京:中国财政经济出版社, 2001.

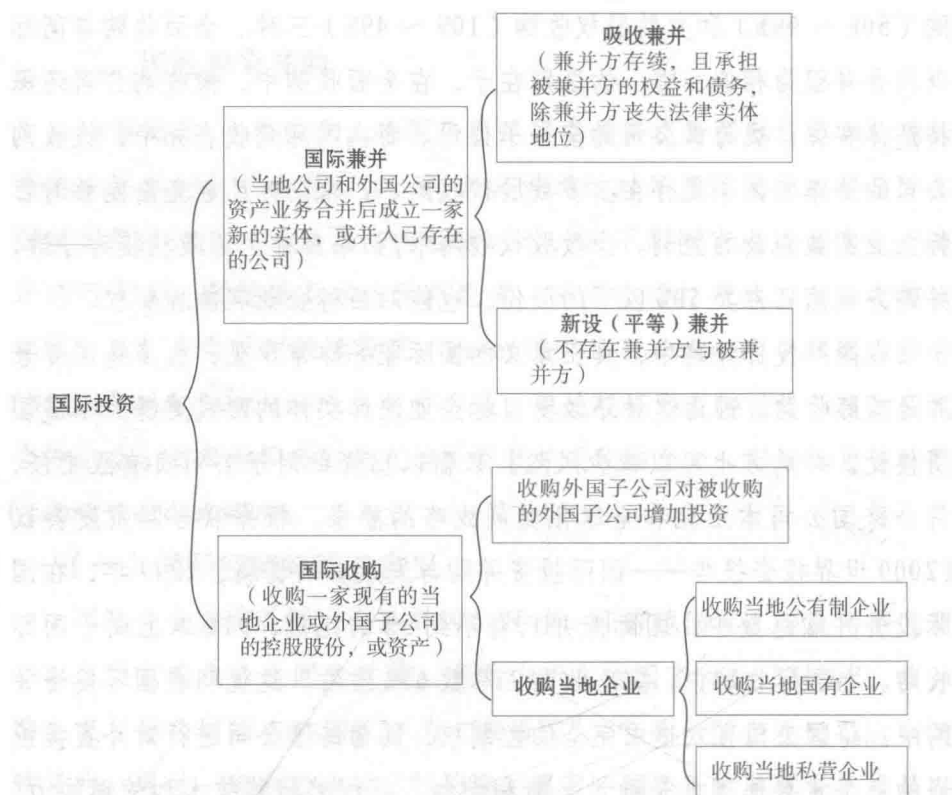


图1 国际直接投资方式分式及其含义

(二) 国际投资并购的类型

1. 横向、纵向和混合国际投资并购

国际投资并购根据并购双方的业务关系分成三类：横向国际投资并购、纵向国际投资并购和混合国际投资并购。

横向国际投资并购也称为水平式并购，并购企业通常在两个或两个以上国家有企业从事同类产品的生产而存在竞争关系，其并购目的在于整合双方现有资源，扩大市场份额，形成更大经济规模。横向国际投资并购多出现在制药、汽车和石化行业，近年来也越来越普遍地出现在服务行业中。这种并购容易形成行业垄断，不利于市场竞争，因而受到各国政府的密切关注，有相应的监管限制。

纵向国际投资并购（也称为垂直式并购）是指在两个或两个以上国

家的处在同一产品不同生产阶段的企业间的并购。例如,汽车零部件供应商和其客户(最终汽车制造商)之间的并购。纵向国际投资并购可以扩大原有的经营范围,获得低价的原材料供应或更广的产品销路,可以减少经营的不确定性和降低交易成本。其缺点是并购企业集中在一个行业内发展,增加了企业经营的风险性。

混合国际投资并购是指发生在两个或两个以上国家从事行业不相关的企业之间的并购。这种并购的目的通常是为分散风险和深化范围经济。混合国际投资并购与多元化经营战略联系紧密,同时,由于目的性未必明显,并购行为往往较为隐蔽。混合国际投资并购的缺点是不同行业管理的管理跨度较大,对企业管理者提出了更高的挑战。混合国际投资并购又分为有关联的国际混合并购和无关联的国际混合并购两种,无关联的混合并购,其产品没有任何关联性。

2. 善意国际投资并购和恶意国际投资并购

按照并购是否违背目标企业的意愿,国际投资并购可分为善意国际投资并购和恶意国际投资并购。在善意国际投资并购中,并购公司可以直接向目标公司提出拥有所有权的要求,目标企业的董事会同意进行并购交易。双方通过一定的程序进行磋商,共同商定条件,根据双方的协议完成所有权的转让。此外,由于目标公司经营不善或遇到债务危机,也可以主动提出所有权转让。而恶意并购则是违背目标企业意愿的并购,即如目标企业的董事会拒绝收购或合并的报价。这种并购的方式往往是并购公司通过证券市场收购目标公司已发行的流通的有表决权的普通股,从而掌握目标公司的控制权。由于收购基础不是双方的共同意愿,极易引起目标公司抵制,从而使双方发生激烈对抗。在国际投资并购中,绝大多数是善意并购,20世纪90年代,完成的恶意国际投资并购在国际投资并购总价值的比重不足5%,在并购总数中不足0.2%。20世纪90年代末期的国际投资并购数量尽管比80年代末期多,但恶意并购数量却低于前一时期。在1999年发生的6200例国际投资并购中,只发现了