

外资并购的

东道国风险研究

罗志松 著

WAIZI BINGGOU DE DONGDAO GUO FENGXIAN YANJIU

人民出版社

WAZI BINGGOU DE DONGDAO GUO FENGXIAN YANJIU

外资并购的

东道国风险研究

罗志松 著

人民出版社

责任编辑:姜 玮

图书在版编目(CIP)数据

外资并购的东道国风险研究/罗志松著.

-北京:人民出版社,2007.3

ISBN 978-7-01-006039-2

I. 外… II. 罗… III. ①外资公司-企业合并-风险分析
②外资公司-收购-风险分析 IV. F276.43

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 004116 号

外资并购的东道国风险研究

WAIZI BINGGOU DE DONGDAO GUO FENGXIAN YANJIU

罗志松 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京市双桥印刷厂印刷 新华书店经销

2007 年 3 月第 1 版 2007 年 3 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:7.75

字数:187 千字 印数:0,001-3,000 册

ISBN 978-7-01-006039-2 定价:18.50 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

内容摘要

近年来,随着全球对外直接投资规模的扩大,作为对外直接投资主要方式的跨国并购投资正受到各国的重视。与此同时,跨国并购对东道国带来的风险问题也开始被越来越多的国家所关注。外资并购对东道国的发展究竟会带来哪些风险?其影响程度如何?本书选择从东道国的视角,对这一问题作了详细论述。最后,结合中国的实际情况,对外资在华并购的风险进行了实证分析。

全书分三个部分共六章。

第一部分为导论(为第一章)。重点对本书的研究背景及研究意义作了阐述,对几个关键概念进行了界定,并提出了外资并购风险的概念。

第二部分为理论分析部分(为第二至第五章)。第二章首先阐述了外资并购的基本理论,重点介绍了对外直接投资理论、跨国并购理论、控制权市场理论和政府规制理论,对这些理论作了回顾和评述之后,提出了外资并购风险论的初步理论框架,并将外资并购风险论具体概括为制度风险、产业风险和金融风险三种类型。第三章至第五章,分别从外资并购对东道国的制度风险、产业风险、金融风险三个角度详细论述了外资并购对东道国的风险。从制度风险来看,外资并购会影响东道国的经济制度性质、政治制度的更替和文化制度的变化,最终引发东道国发生制度变迁的风险。从产业风险来看,外资并购会推动东道国市场集中度不断提高,出现市场垄断的风险,严重时 would 阻碍东道国民族产业的发展,影响东道国产业竞争力的提高。从金融风险来看,外资并购会对东道国金融市场的稳定性产生影响,并引发东道国国际收支

危机和金融危机。

第三部分为实证分析部分（为第六章）。重点对外资在华并购的风险进行了实证研究。实证分析结果表明，外资在华并购目前尚未对我国构成威胁，但一些现象应引起我国政府的高度重视。为此，要在坚持扩大开放的前提下，采取适度的保护政策，以防范外资并购对我国国家安全可能带来的风险。

关 键 词：东道国 外资并购 风险

中图分类号：F831.5

序

罗志松博士的专著《外资并购的东道国风险研究》由人民出版社付梓出版，作为他的博士生导师，我感到由衷欣慰。罗志松博士是2002年9月经过严格入学考试进入复旦大学世界经济研究所攻读金融学博士学位的，并于2005年5月通过了博士论文答辩。在三年不到的时间里，他在完成这本专著过程中所凝聚的心血和所付出的艰辛是难以言表的，充分体现了他扎实的理论功底和长期从事对外经贸工作的实际经验积累。

众所周知，自20世纪80年代以来，全球国际资本流动出现了加快的趋势，特别是以跨国并购为主要方式的国际直接投资呈现出快速增长的势头。跨国并购问题成为国际直接投资理论界研究的重点和热点问题，也是我国政府推进国有企业改革过程中非常关心的问题。罗志松博士选择从东道国这一视角，对外资并购的风险问题进行了深入研究，并联系外资在我国的并购风险做了实证分析，其研究成果具有较高的理论价值和现实意义。

从罗志松博士的专著来看，他阅读了大量国内外研究文献和权威资料。他针对现有跨国并购理论和已有研究成果侧重于从外国投资者的角度来研究跨国并购，但缺少从东道国的角度进行研究的状况，选择了从东道国的风险角度进行集中研究，尝试建立了跨国并购的东道国风险研究框架，并将东道国风险概括为制度风险、产业风险、金融风险三种类型，在一定程度上拓展了跨国并购理论的研究内容。在应用上，该专著选择从东道国的角度来研究外资并购风险，为接受跨国并购的国家规避跨国并购风险提供了理论支持，具有一定的政策含义。特别是该专著运用数量经

济学方法，对中国上市公司的外资并购绩效所作的实证分析，指出目前我国上市公司的外资并购中存在着外资对上市公司的投机性并购行为，并购绩效也不理想，与并购前对比，上市公司业绩并没有改善。该专著还提出了我国对待外资并购的建议，认为在目前外资并购尚未对我国经济安全构成威胁的情况下，我国应继续坚持对外开放不动摇的方针政策，同时，要采取适度的保护政策，以有效规制外资并购给我国带来的各种风险。这些看法，一定程度上弥补了目前我国理论界对外资并购问题研究的不足，对当前我国推进外资并购工作具有参考意义。

罗志松博士品学兼优。他是家乡高等学校入学考试的文科状元，本科学习成绩优异，被免试直升读研究生，研究生毕业时又荣获上海市优秀毕业生称号。在对外经贸工作中，他也是一位勤政廉政的好干部，曾多次荣获过优秀公务员和优秀共产党员荣誉称号。本书是罗志松博士结合自己在对外经济贸易管理工作中的思考所形成的阶段性成果。我衷心地希望他再接再厉，在今后的工作和学习中取得更多更好的研究成果。

本书是在罗志松同志的博士论文基础上修改完成的。值此出版之际，撰序以资共勉。

甘当良

复旦大学经济学院
教授、博士生导师

目 录

序	1
第一章 导 论	1
第一节 选题的背景及意义	1
第二节 基本概念的界定和辨析	11
第三节 研究现状与研究思路及方法	22
第四节 章节安排和主要结论	26
第五节 本书的创新点	33
第二章 外资并购理论评述与实践	35
第一节 对外直接投资理论的回顾与评述	35
第二节 跨国并购理论的产生与发展	42
第三节 控制权市场理论及其发展	62
第四节 跨国并购与政府规制理论	65
第五节 基于东道国的外资并购风险论概述	69
第六节 跨国并购的现状与发展趋势	73
本章小结	83
第三章 外资并购与东道国制度风险	86
第一节 关于制度与制度风险的内涵	86
第二节 外资并购引发制度风险的机理分析	89
第三节 外资并购对东道国制度变迁的效应分析	103
第四节 外资并购与东道国制度风险的具体分析	106
本章小结	112

第四章 外资并购与东道国产业风险	114
第一节 关于产业风险的定义及内涵	114
第二节 外资并购对东道国产业集中的效应分析	116
第三节 外资并购对东道国产业竞争力效应分析	126
第四节 外资并购对东道国民族产业发展的影响分析	133
第五节 外资并购对东道国产业竞争力影响——来自韩国的实证研究	136
本章小结	143
第五章 外资并购与东道国金融风险	145
第一节 金融风险的含义及特征	145
第二节 外资并购与转移定价风险	147
第三节 外资并购与国际收支危机	152
第四节 外资并购与金融市场风险	157
第五节 外资并购金融风险的实证分析：以银行业为例	160
本章小结	168
第六章 外资在华并购风险的实证分析	171
第一节 外资在华并购的现状与发展趋势	172
第二节 中国上市公司外资并购的绩效分析	181
第三节 外资在华并购的制度风险分析	190
第四节 外资在华并购的产业风险分析	192
第五节 外资在华并购的金融风险分析	201
第六节 推动外资在华并购与风险规制	207
本章小结	213
附表 1 中国上市公司发生外资并购股	214
附表 2 中国上市公司外资并购原始财务数据分析表	216
参考文献	218

后 记	234
-----------	-----

表目录:

表 1-1 跨国资产收购与股权收购的比较分析	14
表 1-2 跨国并购的分类组合表	16
表 2-1 五次并购浪潮的比较	44
表 2-2 跨国并购与新建投资的比较	55
表 2-3 均衡所有权结构与估价组合	60
表 2-4 部分跨国并购中的裁员情况	70
表 2-5 1996~2004 年跨国并购出售额在全球 FDI 流入额的 比重	74
表 2-6 1991~2003 年全球跨国并购出售额	75
表 3-1 控股比例与经营总资本的关系	92
表 4-1 1957~1973 年美国大公司兼并行为对垄断程度的影响	120
表 4-2 1969 年 12 月~1970 年 12 月美国产品市场集中率与 价格的关系	120
表 4-3 墨西哥跨国并购对市场结构的影响 (1997 年)	121
表 4-4 1997 年墨西哥发生的跨国并购类型	122
表 4-5 墨西哥发生的混合型跨国并购类型 (1997 年)	123
表 4-6 1997~1999 年韩国外资并购案例分类表	137
表 4-7 1997~1999 年韩国种子工业的外资并购情况	139
表 4-8 1997~1999 年韩国种子业市场份额变化表	141
表 4-9 1997~2000 年蔬菜价格变化情况	141
表 5-1 跨国公司对东道国直接的国际收支效应	157
表 5-2 外资持多数股权的银行占东道国市场份额的比重 (%)	160
表 5-3 1992~2002 年国际并购目标公司的产业变动趋势	161

表 5-4	外资并购参股国内银行的情况	163
表 5-5	外资参股韩国银行业情况	164
表 5-6	银行体系对外的开放度	166
表 6-1	1997 ~ 2004 年中国吸收 FDI 占世界 FDI 的比重 ...	172
表 6-2	1995 ~ 2003 年中国吸收外资并购额、FDI 及其占比	173
表 6-3	近年来我国颁布的与外资并购相关的规章制度	176
表 6-4	跨国公司与我国政府在并购动机上的比较	178
表 6-5	跨国并购占 FDI 比例: 中国与其他国家和地区的比较	180
表 6-6	中国上市公司外资并购企业分类——按占比比重	183
表 6-7	中国上市公司外资并购企业分类——按股东地位及平均 持股比重	183
表 6-8	中国上市公司外资并购企业分类——按收购方国别和 地区	183
表 6-9	中国上市公司外资并购企业分类——按行业	184
表 6-10	中国上市公司外资并购企业分类——按时间	184
表 6-11	Paired Samples Statistics	186
表 6-12	Paired Samples Correlations	187
表 6-13	Paired Samples Test	188
表 6-14	我国外资企业工业总产值、增加值及其占全行业的 比重	193
表 6-15	外资依存度与外贸对 FDI 的依存度	197
表 6-16	我国部分行业的跨国公司市场占有率	199
表 6-17	1991 年以来我国 FDI 总投资比重与外债依存度	206

图目录:

图 1-1	几种论点的构成	7
图 2-1	1991 ~ 2004 年全球 FDI 增长	73
图 2-2	跨国公司投资方式的变化	82
图 4-1	产业竞争优势: 国家钻石体系	128
图 6-1	1991 ~ 2004 年中国 FDI 的增长趋势	171
图 6-2	跨国公司生产投资倾向分布	180
图 6-3	1991 ~ 2003 年我国外资企业工业产值与全国工业 产值线	196

第一章

导 论

第一节 选题的背景及意义

一、从国际背景来看，跨国并购成为对外直接投资的主要方式

（一）对外直接投资的增长方兴未艾，未来几年将呈现恢复性增长

自 20 世纪 80 年代到 2000 年，伴随经济全球化的对外直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）出现了前所未有的快速增长势头，其规模从 20 世纪 80 年代初的 600 亿美元左右，迅速扩大到 2000 年的 13880 亿美元，增长近 22.1 倍，超过了其他世界经济主要综合指标。2001 年以后，受世界经济增长乏力、全球股市大跌导致的跨国并购减少以及拉美国家私有化步伐放慢等因素影响，全球对外直接投资出现了大幅回落，对外直接投资规模从 2000 年历史最高点，下降到 2003 年的 5596 亿美元，减少近 60%。2004 年，在美国、日本等主要发达国家经济出现复苏迹象等有利因素带动下，全球对外直接投资开始出现恢复性增长，全

年对外直接投资规模达到 6120 亿美元，比 2003 年增长 6%^①。

与此同时，全球对外直接投资的区域结构也发生了一些新的变化，发达国家在全球投资中的比重在下降，而发展中国家的比重迅速提升。长期以来，发达国家一直在对外直接投资中占主导地位。如 1992 ~ 1997 年，发达国家平均 FDI 流入量占全球流入总量的 58.2%，2000 年已达 79.8%，而发展中国家同期分别仅为 38.1% 和 18.2%。但 2000 年以后，发展中国家吸收外资增速加快，在全球 FDI 流入中的比重不断提高，2004 年达到 41.7%，而同期发达国家的占比则下降到 52.5%^②。

未来几年，全球对外直接投资的增长趋势还将持续下去。据联合国贸发会议（UNCTAD）对全球八十多位国际投资专家的调查显示，有 80% 的专家对未来全球对外直接投资的增长前景表示乐观，其中对 2006 ~ 2007 年的预测结果比 2004 ~ 2005 年更为乐观，预计全球对外直接投资的增速会更高。同期，联合国贸发会议对全球 335 家一流跨国公司的未来海外投资计划进行调查的结果也显示，受世界 500 强公司为代表的跨国公司营业收入普遍提高、盈利状况大大改善及对外直接投资预期提高等因素影响，在接受调查的跨国公司中，有超过四分之三的跨国公司对 2004 ~ 2007 年全球对外直接投资的发展趋势持乐观态度，仅有不到 10% 的跨国公司认为未来几年全球 FDI 会出现下降。此外，其他一些国际机构，如国际货币基金组织（IMF），世界贸易组织（WTO）等对未来全球对外直接投资增长趋势的判断，也有类似的结论。

随着对外直接投资规模的扩大，其在水世界经济中的作用和地位日益重要。目前，全球对外直接投资的流量已占世界固定资本

① UNCTAD, *World Investment Report*, 2003; *FDI Policies for Development: National and International Perspectives*; UNCTAD, *World Investment Report*, 2004; UNCTAD, News Released 2005.

② UNCTAD, News Released 2005.

形成的12%，投资存量占世界GDP的五分之一，成为组织国际化生产和服务国际市场的一种重要方式。

（二）跨国并购成为世界性潮流，是跨国公司对外直接投资的主要方式

作为对外直接投资主要载体的跨国公司来说，长期以来，以新建投资（Greenfield Investment，又称绿地投资）为主。但近二十多年来，跨国并购投资（Mergers and Acquisitions，M&As）迅速发展并超过了新建投资。1980年，全球跨国并购总额仅为500亿美元，1985年上升到1500亿美元，1988年达到2500亿美元^①。1991年，跨国并购出售额为807亿美元，到2000年已增长到创纪录的11438亿美元，出现了第一次跨国并购的高潮，一些发达国家间甚至出现了超10亿美元的巨型跨国并购交易。跨国并购之所以迅猛发展，既有技术革命、经济全球化和政府管制放松等宏观方面的因素，也有跨国公司对外扩张和管理创新等微观方面的因素。如从技术革命因素来看，随着信息技术的快速发展，增强了与信息技术相关的电信、互联网等产业实施并购重组的动力，同时也为跨国公司选择并购方式扩张后的管理成为可能，还可大大缩短投入产出时间、降低进入东道国壁垒。从经济全球化因素来看，由于跨国公司面临的竞争加剧，跨国公司必须取得竞争优势，而要取得竞争优势就必须加快占领国际市场，跨国并购成为企业迅速占领国际市场的理性选择。此外，拉美国家的私有化浪潮也推动了跨国公司并购的兴起。就连一直对跨国并购限制较严的亚洲国家，自亚洲金融危机发生以后，许多国家也纷纷放松对外资并购的限制和股权比例，这客观上也推动了跨国并购的发展。

与此同时，跨国并购在对外直接投资中的比重也不断提高。

^① Rock, Sikora, *The mergers & acquisitions Handbook*, Second Edition, McGraw-Hill, Inc. 1994,

1980~1999年,全世界所有并购(包括跨国并购和国内并购)的总额年均增长42%,其交易额占世界GDP的比重从1980年的0.3%提高到1999年的8%^①。1996年,跨国并购出售额在全球对外直接投资总额中的比重为60.1%,到2000年时这一比重已提高到82.4%^②。随后,由于受到世界经济增长减缓、跨国并购后整合问题以及拉美国家私有化步伐减慢等因素影响,跨国并购潮出现了降温。2003年,全球跨国并购出售额已回落到2970亿美元,仅为2000年的25.9%,在FDI中的比重也从2000年的82.4%下降为2003年的53.1%。但不管怎样,跨国并购在全球FDI的比重仍维持在50%以上。跨国并购仍是跨国公司对外直接投资的重要方式。

从国际背景的分析来看,全球对外直接投资的迅猛发展一定程度上取决于跨国并购的发展,两者的发展轨迹基本一致。所以,21世纪初以来,全球FDI的下降在很大程度上是由于跨国并购交易额下降所引起的。从这种意义上来说,跨国并购俨然已成为一种全球经济现象,是跨国公司为适应国际经济环境和国际生产力发展的必然结果。未来几年,随着世界经济形势趋于好转,经济全球化步伐的加快以及跨国公司利润的增长,跨国公司进行对外直接投资的动机将进一步加强,而采用跨国并购的方式仍是跨国公司进行对外直接投资的首选之一。

二、从国内背景来看,外资并购开始呈现增长的趋势

(一) 引进FDI对中国经济发展的作用和影响

自20世纪70年代末期,中国开始吸收外资以来,中国利用

^① UNCTAD, *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*.

^② 根据UNCTAD, WIR2000, 2004年统计数据计算整理。

外资已走过三个阶段^①。1991年,中国实际吸收外资还仅为44亿美元,2004年已达620亿美元^②,是1991年的14.1倍。经过二十多年的发展,中国已成为全球最大的外国直接投资流入国之一。2004年,中国实际吸收外资已连续12年成为发展中国家吸收外国直接投资最多的国家,占世界FDI流入量的比重由1991年2.9%提高到2004年的10.1%,占发展中国家流入量的比重由1991年11.3%提高到2004年的24.4%。截止到2004年年底,中国累计已吸收合同外资10966亿美元,实际使用外资5621亿美元,批准设立外商投资企业508941个^③。

外资在中国经济社会中的重要性和影响力不断增强。在中国20世纪90年代GDP 10.1%的平均增长率中,外资贡献率约为3%。2004年,外商投资企业进出口总值占全国进出口总值的57.4%,工业产值占全国工业总产值的三分之一,税收占全国税收总额的五分之一;外资占中国固定资产投资的比重超过十分之一,外商投资企业还为中国解决了2400万人的就业问题。截至2004年年底,我国的FDI存量占GDP的比重已达34%。

与此同时,随着中国吸收外资规模的扩大,对FDI的依赖程

① 关于中国利用外资阶段的划分,目前理论界有几种不同的分类,如有按合同外资规模划分的,有按实到外资规模划分的,也有按实到外资增速来划分的。笔者认为,应根据合同外资和实到外资的组合来划分才比较合理,根据对我国自1983年以来的合同外资与实到外资的统计分析,运用OLS法计算显示,合同外资与实到外资呈正相关关系,回归方程为: $Y = 11.79 + 0.42X$ 。本书据此将我国利用外资的阶段分为三个阶段,分别是1979~1985年为第一阶段,1986~1991年为第二阶段,1992年至今为第三阶段。目前我国正处于第三阶段。参见罗志松、荣先恒,《吸收FDI对我国经济安全的影响及其对策》,《世界经济研究》,2005年第2期。

② 这里采用的是联合国贸发会议2005年1月份发布的统计数。中国的官方统计数为606亿美元。为做到全书分析的一致性,本书除特别标明外,所有的数据都采用联合国贸发会议提供的统计数据。

③ 资料来源:商务部网站, www.mofcom.gov.cn。