

上证联合研究计划课题报告

境外关于外资并购及行业准入的相关规则以及我国证券市场对外开放过程中应注意的问题

一、外资并购及行业准入监管的国际比较

在经济全球化和跨国并购的浪潮中,各国(地区)政府都采取了相应政策措施来规范外资并购。

1、美国对外资并购及行业准入的监管

美国是世界上最早设立跨国并购门槛的国家,对外资并购的审查有完备的法律体系和程序。美国的并购法律体系主要由三部分组成:联邦托拉斯法、联邦证券法和州一级的并购法律。在美国,由于并购法律体系并未对外国人和本国人区别对待,而且美国没有独立的外国投资法律体系。美国的规制措施由多部法律组成,监管上形成了几个机构分工协作的体系;规定细致、严格;并购案件除了提起公诉以外,还设立私人告发制度,一旦企业败诉,私人可获得三倍的赔偿金额。

美国对外国直接投资没有专门的审批程序。外国直接投资的设立事宜参照适用所有公司的法律法规进行。但是,美国存在大量的影响投资的联邦政府、州政府及地方的法律,这些法律的大部分适用于任何国籍的投资者,其中包括管辖反垄断、购并、工资和社会保障、出口控制、环保和健康安全方面的内容。除一些具体行业的限制外,Exon-Florio修正案规定在一定情况下,比如:确认对国家安全构成威胁的可信证据,且其它的法律法规不足以进行保护,可对外国人收购美国公司进行审查、中止或禁止,该法律提供了对所提交交易进行为期最多90天的审查时间。911事件后,美国民众对国家安全的关注明显上升,美国对外资审查也不断加强,美国政府和国会已将重点放到关键性基础设施方面。

总体来看,美国对于外资并购监管形成了以下模式:Exon-Florio修正案+工作委员会,最后通过国会表决,促使美国总统来限制外资并购。

2、日本对外资并购及行业准入的监管

日本对外资并购的规制从指导原则上服从于国家的产业政策。日本的产业政策整体上决定了日本对外资基本的排斥和限制态度,而不同时期的不同的产业结构调整战略,决定了对外资并购规制的不同侧重点。日本对外资并购的规制在法理上服从于禁止垄断法。而禁止垄断法又与日本的产业政策具有一定的呼应,两者共同作用于对并购行为的规制,从而构成一个政策与法律的完整逻辑体系。日本证券市场的相应法规构成对外资并购在证券市场操作层面的补充,日本在证券市场对对外资并购的法规主要体现在日本证券交易法中。

日本对于外资并购监管的模式是:产业政策+禁止垄断法;在证券市场法上表现为产业政策+禁止垄断法+证券投资方面的法律。

3、欧洲对外资并购及行业准入的监管

英、德、法三国基本上都是对国内并购和外资并购使用相同法律的。只是法国稍微追加了一些对特殊行业的特殊规定。而世界上其它国家如加拿大等,对国内并购和外资并购就是使用的不同法律。

英、德、法三国对外资并购的审查机构一般都比较集中的。比如英国的公平交易局和垄断与并购委员会、法国的公平交易、消费者事务和欺诈控制局和竞争委员会、德国的联邦卡特尔办公室。如果审查机构太过分散,但不利于对并购行为的总体控制,而且各审查机构间一旦缺乏交流,或者主动不愿意互相合作,将导致行政效率的下降。

关于审查标准,法国和德国都是对市场份额和市场份额控制的关注,而英国则是对公共利益的关注。相对而言,英国的标准显得更加含糊难以量化。这和美国的国家安全标准有相似之处。含糊的用词解释力更强,有时更难具有操作的灵活性,但同时也使外资无所适从。

各国对不同的产业都会有鼓励、限制或禁止并购之分。即使再自由的经济体也会有禁止并购的产业。考虑到不同产业的地位、作用和影响力的不同,分类处理各产业是合理的。

欧洲在关于外资并购限制方面的模式是:以产业政策和反垄断法为基础,以证券法、公司法、外资政策和竞争政策作为规范外资并购的操作依据,以社会保障法、劳动法为附加条件。

4、俄罗斯、韩国对外资并购及行业准入的监管

俄罗斯在普京当选总统后进行的经济改革中,明确提出关系国家安全的战略性企业不允许任意私有化。即使在2002年美、欧盟承认俄罗斯完全市场经济地位的情况下,普京仍然在2004年8月签署一道总统令,拿出一份有着1000多家企业的名单,明确只有俄罗斯总统有权审批这些核心企业的改制。俄罗斯对于外资并购限制的模式是:严格规制,其中1000多家企业的并购必须经过总统的批准。

韩国对外资并购的态度可以归纳为“有条件的准入,有限制的开放”,总体上韩国对外资进入采取一种支持的姿态,韩国通过优惠政策鼓励外资进入高新领域带动国内相关产业的快速进步,通过准入限制保护国内重要行业和经济核心领域,通过政府申报制将管理权控制在政府手中,通过对持股比例的要求实现对外资并购的管制。

二、我国外资并购的特征、影响及其监管

二十世纪九十年代以来,随着经济全球化和我国对外开放的不断深入,外资并购日趋活跃,对我国的经济社会发展产生了广泛而深远的影响。

1、我国外资并购的特征

从并购的规模看,1990年以来,我国的外资并购规模呈现波浪上升的态势,总体上来看,外资并购规模是不断扩大的。但从我国外资并购占外国直接投资(FDI)的比重来看,中国吸引的FDI以新建投资为主,外资并购占FDI的比重一直很低。

从并购的范围看,外资并购的行业与我国的产业政策、跨国公司的全球战略密切相关,外资并购的行业范围不断扩大,从我国外资并购的行业分布看,与国家产业政策的要求基本一致,但与我国鼓励外资并购的产业并不完全吻合。

从并购主体看,以跨国公司为主的战略投资者在外资并购中占据主导地位,国外的私人股权投资基金在中国并

兴业证券——复旦大学联合课题组

课题主持:张陆洋 张训苏

课题研究与协调人:上海证券交易所 傅浩

课题研究员:张陆洋、张训苏、孙国雄、徐公伟、黄宪、傅建设、严长胜
何波、鲍丹丹、余正

购的增长也非常迅速。

从并购方式看,1990年以来,我国的外资并购政策,特别是外资并购国有企业 and 上市公司的政策不断调整,使得外资不得不调整并购方式以适应政策的变化,外资并购的新方式层出不穷。

从被并购企业性质看,我国外资并购的对象一直以国有企业为主,同时,民营企业中的有发展潜力的优势企业一直是私人股权投资基金并购的主要目标,特别是IT等高科技行业一直是并购的重点,近几年来,一些传统行业的龙头企业,如好孩子、苏泊尔等,也成了外资并购的目标。从企业规模和行业地位看,外资并购越来越青睐各个行业的龙头企业,跨国公司的并购出现了整体的战略性、系统化的倾向。

2、外资并购对我国经济的影响

近几年来,随着外资并购的不断增多,外资并购对中国经济的影响引起了激烈的争论,争论的核心在于,面对经济全球化,我们应该以什么样的心态、什么样的方式参与国际竞争,对外资并购,既不要妖魔化,也不能理想化,我们应该以更加积极、开放的心态,正确认识外资并购对中国经济带来的影响。目前,争论的焦点主要集中在以下几个方面:

(1) 外资并购与行业垄断问题

外资并购是否造成行业垄断是人们非常关注的一个问题,特别是目前已经出现了外资对我国的行业龙头企业成批并购趋势,这更增加了人们的担忧,这里的关键是对“外资垄断”的界定与监管。人们通常说“外资垄断”,实际上是指外资在某些行业占有很高的市场份额,如饮料行业、日用化工行业、感光材料行业等,但市场份额高只是形成垄断的条件,在判断外资并购是否构成垄断的时候,只能以单个企业来分析,只有单一企业的市场份额达到一定程度,才被认为可能构成垄断,不应当把整个行业所有的外资企业放在一起作为一个市场竞争主体来进行判断。在这个前提下,还必须看这个企业是否利用垄断地位限制竞争,比如对竞争对手进行压制,搞不正当竞争;不恰当提高价格,强制销售,损害消费者利益等;或者几家外资企业串谋垄断市场,比如搞价格卡特等。因此,对外资并购是否造成行业垄断,监管部门需要进行事前的反垄断审查和事后的监督。

(2) 外资并购与国有资产流失的问题

与其他国家外资并购相比,我国外资并购最大的区别在于外资在中国并购的主要目标是国有企业。国有资产流失主要指在外资并购过程中国有资产没有实现保值增值,国有资产流失与外资并购没有必然的联系,外资并购过程中的国有资产流失主要是国有资产管理体制和并购过程本身的缺陷造成的。

外资并购过程中出现国有资产流失主要有三方面的原因:一是并购过程缺乏透明度。有些国有企业在出售时,存在“暗箱操作”的现象,特别是部分国有企业存在严重的内部人控制问题,企业的真实财务状况、并购程序和过程等都不透明,并购方无法对企业价值作出准确的评估;二是并购过程缺乏公平性。在国有企业出售过程中,内资企业,特别是民营企业缺乏和外资企业公平竞争的条件。部分地方政府存在引进外资的“政绩”冲动,部分国有企业管理者希望借助外资并购曲线实现MBO,部分地方政府和国有企业管理者偏向外资并购,并购过程缺乏公平竞争;三是转让价格的形成机制不完善。部分国有企业的出售都是协议转让,一对一的谈判,转让价格形成没有经过充分的竞争。随着越来越多的国有企业发行上市,我们认为,今后应限制外资对国有企业在场外的协议并购,鼓励外资通过股票二级市场进行并购。

(3) 外资并购与技术转让问题

引进国外先进技术是我国利用外资的重要目标之一,“以市场换技术”是基本的策略。但从我国外资并购的实践看,“以市场换技术”的策略并没有取得预期的效果,产生这种情况的原因在于通过外资并购促进我国技术水平的提升主要是通过跨国公司企业的“外溢”效应实现的,而“外溢”效应的大小在很大程度上取决于与中国在跨国公司全球经营体系中地位。跨国公司并购我国企业后,我国企业的技术研发取决于跨国公司的战略安排,从目前的情况看,中国的很多产业在跨国公司的全球产业链中处于末端,跨国公司在中国进行的研究主要是适应中国市场变化的适应性研发,而不是提升企业竞争力,促进企业长远发展的创新性研发,使得中国企业的自主性研发受到严重制约,在国际分工和国际竞争中处于不利地位。因此,在今后相当长的一段时间内,外资并购对我国企业技术进步的促进作用是相当有限的,在这种情况下,为了从整体上提高我国的自主创新能力和,对于我国具备一定的技术优势和创新能力的企业,特别是行业龙头企业,在今后外资并购中如何进行有效监管是面临的一个重大问题。

(4) 外资并购与国家经济安全问题

在经济全球化条件下,一个国家的经济安全主要取决于产业的国际竞争力,产业国际竞争力越强,经济安全度越高,但产业的国际竞争力需要培育,对于我国的一些“幼稚性产业”,要根据我国经济发展水平作出限制或禁止的规定,对于我国的一些涉及国家安全的“战略性产业”,如军工产业等,则禁止外资并购。因此,在外资并购中要维护国家经济安全,制定合适的行业准入政策是一个重要的方面,但在制定行业准入政策时,出发点应该是提升产业的国际竞争力,对产业的过度保护会削弱企业的竞争力,从长远看

反而会危害国家经济安全。

外资并购对国家经济安全的影响还应该考虑外资并购带来的一些社会问题,特别是就业问题。由于我国的国有企业承担了許多社会责任,外资在并购国有企业时,很多都附带了对原有职工就业的承诺,但外资并购后,为了企业自身的利益,采取各种迂回方式解雇工人,严重影响社会稳定。

3、我国外资并购监管的现状、问题与规范和完善

随着对外开放的深入,中国逐步融入经济全球化的进程,对外资并购的监管政策也处于不断的变化和调整过程中。当二十世纪九十年代初期“中策现象”出现时,中国对外资并购的监管基本上处于放任自流的状态;在二十世纪九十年代中期中国第一次外资并购达到高潮,特别是在经历了“北旅并购案”和“江铃并购案”后,中国对外资并购采取了限制或禁止的政策;中国加入WTO后,依照入世承诺和中国经济发展的需要,中国对外资并购采取了鼓励政策;近两年来,随着外资并购的不断增多,外资并购对中国经济的影响逐步加大,中国开始对外资并购进行规范。从总体上看,中国对外资并购的监管经历了一个从放任自流、限制、鼓励到规范的过程。

(1) 外资并购的法律体系基本建立,现行的法律法规需要进一步完善。目前我国已经基本建立了外资并购的法律体系,但从规范和完善外资并购监管的法律体系看,迫切需要建立统一的《外资法》。目前对外资并购监管的很多都是参照以新建投资为基础制定的法律法规,在外资并购规模较小的时候,这种监管有一定的合理性,但随着外资并购在外国直接投资中的比重不断上升,建立统一的《外资法》越来越迫切。《外资法》应该覆盖新建投资和外资并购两个方面,以《外资法》为基础,建立配套的外资并购法律体系。同时,根据《外资法》,对现行的涉及外资并购的法律法规进行清理,对不协调、不一致,甚至相互矛盾的法律法规进行修改,对缺失的法律法规进行补充和完善。

(2) 外资并购监管多头审批,缺乏协调性,利益冲突明显,需要建立外资并购的联合审查机构。目前,全国还没有一个集中审核外资并购的机构。外资并购的监管尚处于多头管理。由于地方政府存在吸引外资的强烈冲动,地方政府在外资并购的审批权限和利益关系上与中央政府存在明显的矛盾。外资并购监管不到位很大程度上是由于部门不协调和利益冲突造成的,需要建立跨部门、跨地区的联合审查机构,建立透明、规范的审查程序和流程,切实堵住审批关,特别是有关反垄断和国家安全的审查,单一的部门是无法完成的。在目前统一的审查机构还没有建立的情况下,可以建立临时的联合审查会议之类的机构,作为过渡性机制。

(3) 外资并购的审核制度基本确立,审核机制需要进一步细化和完善。随着我国外资并购法律体系的建立,建立在各种法律法规基础上的外资并购审核制度也基本确立,但具体的审核机制仍需要进一步的细化和完善。

从外资并购行业准入的审查看,现行的行业准入政策需要进一步的细化和完善。《外商投资产业指导目录》主要是针对新建投资,对于一些行业,外资以新建投资的方式进入要限制,但以并购的方式进入可适当放宽,如一些产能过剩行业。另外,根据经济形势的变化,对“幼稚产业”和战略性新兴产业需要重新进行确定,外资的行业准入政策需要不断进行调整。此外,在对外资并购行业准入的审查过程中,需要吸收相关行业的专家参与,以提高审查的科学性。

我国没有专门的《反垄断法》,只有《关于外国投资者并购境内企业的规定》对反垄断审查制度进行了规范,存在许多不完善的地方。在条件成熟的情况下,应该尽快出台《反垄断法》,健全外资并购的反垄断审查制度。

我国对外资并购的安全审查极不完善,行业准入审查和反垄断审查并不能替代国家安全审查,现行的行业准入审查和反垄断审查最多只是对国家经济安全的审查,外资并购有可能对广泛的国家安全,包括国防安全构成威胁,我国在这方面的审查制度基本缺失,目前,迫切需要建立全面的外资并购国家安全审查制度。

三、外资并购对我国证券市场的影响与监管

外资并购对证券市场最直接的影响体现在股价上,如何对外资并购过程中的内幕交易、市场操纵进行有效监管是监管部门面临的一个重要问题。另外,我国股权分置改革基本完成,证券市场已经进入全流通时代,全流通时代的外资并购将会出现许多新情况、新问题,对监管也提出了更高的要求。

1. 外资并购对股价的影响

我们选取了自2005年以来市场上有影响力的几个外资并购案例,按时间顺序它们分别是华菱管线、华夏银行、徐工科技、四川双马、莱钢股份、华新水泥、宝光股份及苏泊尔。在具体的研究方法上,我们采用了标准事件方法(the standard event methodology)。首先通过某事件发生前一定期间内上市公司的实际收益率和市场证券组合收益率来估计该公司的股票价格模型,然后测算在该事件发生时公司股票的非正常收益,再通过检验判断非正常收益率是否与零存在显著性差异,从而判断了该事件是否对公司的股票价格产生了显著的影响。基本步骤如下:首先,确定事件发生日;其次选取事件窗口(Event Window);第三,选取估计窗口(Estimation Window)来估计股票正常收益率;

最后计算事件窗口的异常收益率来分析事件对股票价格的影响。

我们的研究显示:样本股票的平均累积超额收益在消息公告日前20天开始为正,并逐步缓慢上升,在消息公告日前5天,开始显著上升,并于消息公告当日达到最大值。在消息公告日之后,平均累积超额收益开始缓慢下降,逐渐向零回归。这说明外资并购消息的公告当日披露信息效应不明显,而在消息公告之前市场以明显的股价上升预先对并购消息做出了反应。消息公告后股价迅速回档修正,已不存在显著的非正常收益,股价的过度反应效应不明显。甚至以超额收益为负的天数居多。

从市场的角度看,一方面,大多数股票由于并购消息的公布而获得了超额收益,说明市场总体而言还是把外资并购当作利好消息,也说明了整个市场对外资并购的认同度在上升。另一方面,我国的股票市场还远未达到有效的程度,公告日前可以获得高度显著的平均超额正收益率以及公告日前平均累积超额收益率均为正且高度显著的事实可以说明我国股市中存在着信息提前泄露的可能,当然这也可能与在消息公告日之前有市场所谓的传闻和小道消息有关,但我们不能排除内幕交易的可能性。而在消息公告日和之后超额收益不明显且许多交易日的超额收益为负的事实说明这些提前得出消息的个人或机构在消息公告日之前建仓,而在消息日当天或以后一两两日已借消息之势出货获利了结。

2. 全流通条件下外资并购可能出现的新情况

目前,我国证券市场已经进入全流通时代,在全流通时代,外资并购会出现许多新的情况,需要引起高度的关注。

(1) 证券市场将逐步成为外资并购的主战场,外资并购的数量会不断增加。随着股权分置改革的完成,股市融资功能的恢复,证券市场将逐步成为中国优质企业的积聚地,越来越多的各行业成熟的大中型企业和有成长潜力的中小企业将成为上市公司,今后外资并购的标的将主要集中在证券市场;同时,随着上市公司股份全流通,证券市场的外资并购将更加容易,数量会不断增加。同时,与外资并购相联系的内幕交易、股价操纵、虚假信息等证券违法行为也可能增加。

(2) 外资并购的形式会更加多样,要约收购将成为主要的形式。在股权分置的情况下,我国证券市场的外资并购以协议收购国有股和法人股为主,随着证券市场全流通,要约收购将逐步成为主要的形式,同时,吸收合并、杠杆收购、收购与反收购等各种新的外资并购形式都会出现。

(3) 收购价格以市场价格为参照,股权和资产价值的评估更加合理。在股权分置的情况下,我国证券市场的价格绝大多数以净资产为基准,很难真实的反映股权和资产的价值;在全流通条件下,股票的市场价格将成为外资并购的基准价格,股权和资产价值的评估更加合理,这将从根本上避免外资并购中的“暗箱操作”,避免国有资产流失。近期外资对苏泊尔、华新水泥等上市公司股权的收购就可以看出这一趋势。

(4) 外资并购的主体将更加多样化,私人股权投资基金将更加活跃。在股权分置的情况下,我国外资并购的主体主要是战略投资者。私人股权投资基金并购主要集中在非上市公司和海外上市公司,这主要是由于私人股权投资基金的投资方式通常是收购/参股目标公司一重组信息改善帐面收益一出售/上市,其最终的目的是退出获利,私人股权投资基金并购国内企业主要通过海外上市退出,在股权分置的情况下,私人股权投资基金并购国内上市公司缺少退出渠道,而全流通解决了私人股权投资基金退出渠道的问题,国内证券市场上私人股权投资基金的并购将更加活跃。另外,OPFII、“一致行动人”也有可能成为并购主体。

3. 全流通条件下外资并购监管面临的新问题

在全流通情况下,由于市场环境的变化,对外资并购的监管将面临一系列新问题。

(1) 被并购企业身份认定问题。在全流通条件下,由于股份是流通的,当外资占一家上市公司的股份超过25%后,这家上市公司是否是外资企业并享受相应的待遇是一个需要确认的问题。如果并购的主体是战略投资者,上市公司变更为外资企业比较容易确认,但如果并购主体是私人股权投资基金、OPFII、“一致行动人”,则相应的身份难以确认。

(2) 对并购主体的监管问题。由于并购主体的多样化,全流通条件下对外资并购主体的监管更加复杂。目前只有《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》明确了对外国战略投资者并购上市公司的监管;《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》只是对QFII投资的监管,不涉及并购的监管;《证券法》和《收购兼并管理办法》中对“一致行动人”的监管主要以国内企业为对象,对外资“一致行动人”如何认定和监管没有明确;而对私人股权投资基金的并购则还没有建立相应的监管法律法规。

(3) 对中小股东利益的保护问题。根据《证券法》和《收购兼并管理办法》,我国已经建立了强制要约收购制度和收购豁免制度,强制要约收购制度是保护中小股东利益的制度,但在存在收购豁免制度的情况下,如何保护中小股东的利益是监管部门需要面对的问题,什么样的外资并购可以豁免要约收购义务?豁免要约收购义务之后之少数股东的权益是否还有法律保障,出现了不利情况怎样解决?由于豁免要约收购义务审查很大程度上是监管部门的一个主观判断,缺乏客观标准,外资并购对监管部门提出了更高的监管要求。

(4) 外资并购中的信息披露问题。

对于上市公司收购中的信息披露问题,《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》以及与之配套的《上市公司股东持股变动报告书》、《上市公司收购报告书》、《要约收购报告书》、《豁免要约收购申请文件》和《被收购公司董事会报告书》已经作了比较完善的规定,外资并购上市公司也应当遵守这些规定。但是,外资并购毕竟不同于一般的上市公司收购,不同的外资并购主体并购的目的、资金来源不同,在并购过程中到底应该披露哪些内容、信息披露怎样做到公平,避免外资欺诈和操纵市场,这些都是监管部门必须解决的问题。