

上证联合研究计划第十六期课题报告

**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**

兴业证券----复旦大学联合课题组

课题主持：张训苏 张陆洋

课题研究与协调人：上海证券交易所 傅浩

课题组成员：张训苏 孙国雄 徐公伟 黄宪 傅建设 严长胜

张陆洋、何波、鲍丹丹、余正

## 内容提要

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,我国外资并购日趋活跃,对我国的经济社会发展产生了广泛而深远的影响,如何对外资并购进行有效监管也成为社会各界关注的一个热门话题。

本文采取实证研究与规范研究相结合的方法,探讨外资并购、市场准入及我国证券市场对外开放过程中需要解决的问题。本文首先分析了国际上外资并购的现状及其对东道国经济的影响,并对世界上主要国家和地区对外资并购进行监管的法律法规和政策进行了比较分析,为探讨我国的外资并购及其监管提供了理论依据和实践经验;在此基础上,进一步分析了我国外资并购的现状及其对经济的影响,重点分析了我国外资并购监管的现状、问题及规范和完善,同时分析了外资并购对我国经济的影响,特别是在全流通情况下我国证券市场上外资并购出现的新情况和监管面临的新问题。

本文认为:(1)随着经济全球化的发展,国际上外资并购的规模、范围、深度和广度不断扩大,外资并购既有促进经济发展,提升产业国际竞争力的积极作用,也可能导致产业发展的战略控制权旁落他人之手,阻碍自主创新能力提升,危害国家经济安全的负面效应,在经济全球化和跨国并购的浪潮中,各个国家和地区政府都采取措施来规范外资并购行为。(2)在对外资并购的监管方面,各个国家和地区都制定了严格的法律法规,产业政策和反垄断法是基础,证券法、公司法、外资政策和竞争政策是规范外资并购行为的主要依据,一些国家和地区还以社会保障法、劳动法为附加条件,这些做法都值得我们很好的借鉴。(3)我国外资并购的规模和行业范围不断扩大,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购的增长也非常迅速,外资并购的方式日益多样化,对象不断扩大,深度和广度不断扩展。(4)随着外资并购的不断增加,外资并购对中国经济的影响引起了激烈的争论,目前,争论的焦点主要集中在外资并购与行业垄断、外资并购与国有资产流失、外资并购与技术转让、外资并购与国家经济安全等问题上,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。(5)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。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，目前中国外资并购相关的法律法规体系已经基本建立，需要根据情况的变化进一步完善、补充、调整。(6) 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。

## 目录

1. 前言
  - 1.1. 外资并购的基本概念
  - 1.2 外资并购、行业准入、证券市场三者之间的辩证关系
  - 1.3 课题研究的目的是及思路
2. 国际上外资并购的趋势及其影响
  - 2.1 国际上外资并购的总体趋势
  - 2.2 外资并购对于东道国经济影响分析
3. 境外对外资并购及行业准入监管的比较
  - 3.1 美国对外资并购及行业准入的监管
  - 3.2 日本对外资并购及行业准入的监管
  - 3.3 德国以及欧洲对外资并购及行业准入的监管
  - 3.4 俄罗斯对外资并购及行业准入的监管
  - 3.5 韩国对外资并购及行业准入的监管
4. 我国外资并购的特征及其影响
  - 4.1 我国外资并购的特征
  - 4.2 外资并购对我国经济的影响
- 5、我国外资并购监管的现状、问题与规范和完善
  - 5.1 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。
  - 5.2 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。

5.3 外资并购的审核制度基本确立，审查机制需要进一步细化和完善。

## 6、外资并购对我国证券市场的影响与监管

6.1. 外资并购对股价的影响

6.2 全流通条件下外资并购可能出现的新情况

6.3 全流通条件下外资并购监管面临的新问题

主要参考文献

# 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

## 1. 前言

中国经济的强劲增长、巨大的市场潜力以及国际分工中的拥有的较大的比较优势，使中国对国际资本吸引力日益增强；而随着中国主动深化对外开放的一些政策的出台，以及中国加入世界贸易组织过程中各项承诺的逐步兑现，国外资本进入成为现实且更为便捷。如今，外资在我国社会经济生活中扮演着举足轻重的角色，外资并购行为带来的影响将更加引人关注。

### 1.1. 外资并购的基本概念

外资并购是外国投资者并购境内企业的简称，根据我国有关部门于 2003 年颁布实施的《外国投资者并购境内企业暂行规定》，“外国投资者并购境内企业，系指外国投资者协议购买境内非外商投资企业的股东的股权或认购境内公司增资，使该境内公司变更设立为外商投资企业；或者，外国投资者设立外商投资企业，并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产，或，外国投资者协议购买境内企业资产，并以该资产投资设立外商投资企业运营该资产”。

从这一定义中，我们可以看出以下几点：一是外资并购存在股权并购与资产并购两种主要方式。二是外资并购注重并购后对被并购企业资产的运营，或者对被并购企业实行股权控制、管理层控制，这与在二级市场上购买股票并择机抛出以实现股票差价收益和上市公司分红的证券投资行为有着较大的区别。

虽然外资并购行为往往只是着眼于目标国内企业本身，但实践证明，许多外资并购行为的目的远不止于此，它们在控制目标国内企业的同时，进而觊觎国内特定行业的控制，甚至影响一国经济。目前，我国证券市场正在实行从股权分置到“全流通”的改革，外资并购将一改以协议收购为主的方式，更多地选择上市公司作为其收购目标，并通过证券市场直接完成其并购行为。这对于东道国——我国而言，外资并购所带来的隐性风险明显增大。发达国家及其他相关国家的经验表明，外资并购的影响已被提升到国家安全和经济安全的高度，需要引起大家

的高度关注。

## 1.2 外资并购、行业准入、证券市场三者之间的辩证关系

我们认为，行业准入是一国对资本进入某些行业的相关规定，它主要包括以下内容：允不允许进入、股东必须具备的相关资格、进入后的持股比例、以及进入后可以从事的业务范围。从资本的国际属性角度来划分，行业准入包括对内资的准入以及对外资的准入。一国允许外资进入的方式大致有两大类，一是与内资合资或合作经营一家全新企业，二是与以并购方式进入，亦即是本课题所指的外资并购。从外资实现并购的场所与方式来看，一是场外的协议转让，二是在证券交易市场购买股票，或进行股票大宗交易实现股权转让。证券监管部门对后一种方式可能会做出一些相关的规定，但这些规定更多地服从于一国对行业准入的一些政策，或者说这些规则是国家行业准入政策在证券市场方面的细化。

因而，一方面，外资并购必将受到东道国法律和政策的制约，行业准入政策和证券市场规则直接影响外资并购行为的广度和深度；另一方面，外资并购也对我国行业准入政策及其证券市场规则产生反作用，当外资并购行为发展到一定程度，东道国可能会重新审视其行业准入政策，促使行业准入政策发生修改，相关的证券市场规则也会相应改变；如果并购的对象是上市公司或者其控股股东，外资并购必将对证券二级市场价格产生较大的影响，进而影响到证券市场各相关参与者的利益，也给证券市场的监管者带来挑战。

## 1.3 课题研究的目及思路

本课题的研究目的与意义主要表现在以下几个方面：(1) 理论界对外资并购的是与非、利与弊存在着不同的认识，莫衷一是，本课题试图对这一行为做出理性的、客观的分析。(2) 政府相关部门对外资并购的态度也各不相同，对外资并购在中国的实际情况也缺乏清晰的轮廓，表现在制定的行业准入政策及证券市场规则方面可能有些需要完善之处，本报告试图进行较深入的分析并提供理性的、谨慎的建议。(3) 作为一线监管部门的证券交易所，在外资并购行为的监管、信息披露等方面也可能不知如何着手，本课题试图给出较合理的建议。(4) 企业的股东、经营层在实际操作中，也经常看不清利弊、看不准政策，希望本课题能对他们的决策提供一些参考。

研究报告分成四大部分：第一部分对国际上的外资并购进行理论和实证分

析,主要评析国际上外资并购的现状及其对东道国经济的影响;第二部分对与外资并购有关的行业准入政策各个国家和地区规范外资并购的法律、法规和相关政策进行了国际比较分析;第三部分重点探讨我国外资并购的现状及其对我国经济的影响。第四部探讨了我国对外资并购监管的现状、存在的问题及改进的方向;第五部分分析了外资并购对证券市场的影响,主要探讨了外资并购对股价的影响以及全流通条件下我国证券市场外资并购可能会出现的新情况和监管面临的新问题

## 2. 国际上外资并购的趋势及其影响

目前国际对于跨国并购和跨国直接投资之间,并没有给出明确划分界限。仍然将跨国并购作为属于 FDI 范畴来研究和讨论问题。为此,本文沿着这样的划分进行论述。

### 2.1 国际上外资并购的总体趋势

1985 年,全球范围内的 FDI 开始扩张,这很大程度上是因为跨国企业的海外快速扩张。虽然中间也或有停滞,但这个扩张趋势一致延续至今。FDI 的增长和跨国企业的海外扩张是世界经济全球化的最主要的两个因素。全球很多国家之间已经建立了非常紧密的以来关系,虽然不是每个国家,而且这种依赖关系也已长期存在,但现在这种全球一体化的趋势大大提速了。

FDI 对全球化的影响可以从表 2.1 种看出。表中列出了 1985、1990、1995、2000 和 2004 的 5 年间向联合国贸易发展署 (UNCTAD) 报告的 FDI 存量。该存量在 1985 年只有 1 万亿美元不到,而到了 2004 年,该数字已经增长到了差不多 9 万亿美元。从 1985 年到 2004 年,FDI 的平均年增长率是 12%左右,在如此高的存量上还有这么快的增长实在是令人惊讶。更令人吃惊的是这一增长趋势竟然已经持续了将近 20 年。表 2.1 也列出了发达国家和发展中国家的 FDI 存量。这些数字表明,大部分 FDI 的存量都存在于发达国家里,根据 UNCTAD 的定义,这些国家是欧盟加上奥地利、加拿大、冰岛、以色列、日本、马耳他、新西兰、挪威、瑞士和美国。这种发达国家占有大部分 FDI 存量的现象值得那些认为全球化仅仅是将产业从高薪国家转移到低薪国家的人深思。

表 2.1 世界各国国内年终 FDI 存量 1985-2004 (十亿美元)

FDI 所在地	1985	1990	1995	2000	2004
---------	------	------	------	------	------

中国	6.1	20.7	134.9	346.0	462.1
美国	184.6	394.9	535.5	1214.3	1473.9
发展中国家	402.5	548.0	916.7	1939.9	2226.0
发达国家	569.7	1399.5	2035.8	4011.7	6469.8
总计	972.2	1950.3	2991.1	6089.9	8895.3

资料来源：中国统计出版社，中国统计年鉴 2001，17-13，以及中国统计年鉴 2005，表 18.13；其他资料来自联合国贸发属（UNCTAD）的世界投资报告 2004，附表 B.3。

表 2.1 还显示了 FDI 大量流向了两个大经济体，美国和中国。表中数据强调了一个重要的事实：1985 年至今美国 FDI 大量增加只是世界趋势的一部分。这一事实在 1980 年代晚期和 1990 年代早期的那场关于 FDI 的争论中被严重的忽视了，在那个时候，产生一场关于外资（FDI）对于美国经济影响讨论。很多 FDI 的批评者把这种 FDI 增加的趋势视为美国独有的现象，应该予以警惕。在他们眼里，大量 FDI 流入美国会损害美国经济。实际上由于美国是世界上最为发达的国家，越来越多的外国资本参与美国经济提高了美国的增长率、R&D 投资和创新。

表 2.2 用更多的数据来说明了全球化的深度和广度。由跨国公司外国分支机构所生产的产出（增加值）占全球总 GDP 的 10% 以上。由跨国公司在美国分支所生产 GDP 占美国 GDP 的比例大约是 4.5%，低于其他高度工业化国家。2003 年，这些海外分支所产生的出口——不包括他们的母公司——从 1990 年占世界出口总额的四分之一提高到了三分之一。如表中所示，作为全球化另一衡量指标的世界出口总额 2003 年占到了世界 GDP 的 25%，而这一比例在 1990 年代一直低于 20%。

表 2.2：1990 年和 2003 年跨国公司对世界产出和贸易的影响

	1990	2003
跨国公司海外分支总产出（10 亿美元）	1454	3706
跨国公司海外分支总产出（占世界 GDP 比例）	6.4	10.2
当前价格下世界 GDP（10 亿美元）	22588	36163
跨国公司海外分支出口额（10 亿美元）	1194	3077
跨国公司海外分支出口额（占世界总出口比例）	28.0	33.3
世界出口总额（10 亿美元）	4260	9228

资料来源：UNCTAD 的《世界投资报告 2004》表 1.3，以及作者根据该表的计算

诚然，2004 年发达国家 FDI 存量占有所有 FDI 的比率（72%）要大大高于 1985 年的比例（59%），而这种集中化的趋势至今还在继续，唯一的例外就是中国 FDI 的高速增长。

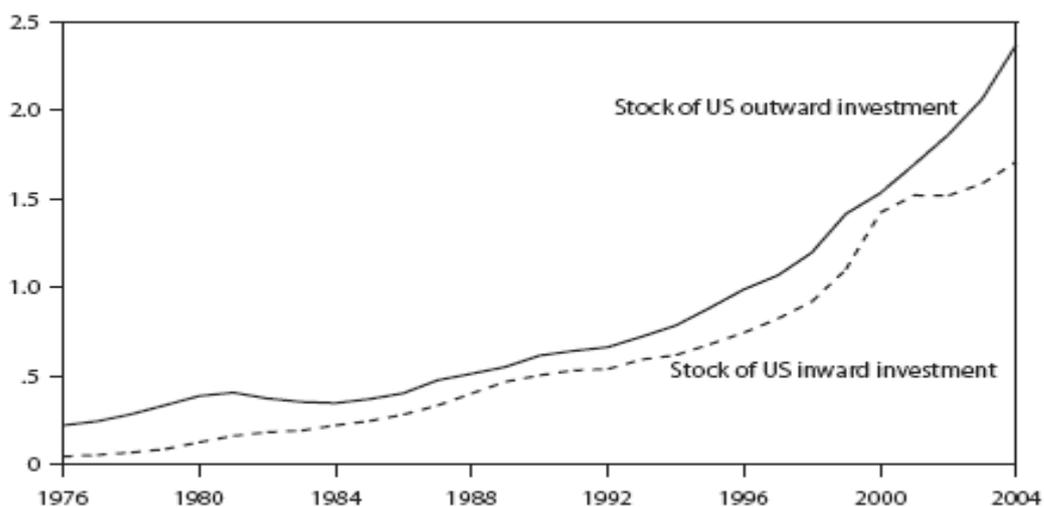
## 2.2 外资并购对于东道国经济影响分析

跨国投资，现在来说特别是跨国并购对于东道国经济究竟有什么样的影响？由于美国是世界上最大的 FDI 接受国，我们以美国为例来分析跨国并购对于东道国经济的影响。

我们分析表 2.1，可以看到：从 1985 年到 2004 年，美国的 FDI 存量增长了 8 倍以上，从 1985 年的 1850 亿美元增加到了 2004 年的 15000 亿美元。这是一个非常高速的增长，在这 19 年期间的平均年增长率达到了 11%。即便如此，美国在这个阶段的 FDI 增长率还是低于同期世界平均水平。此外，1985 年以后进入美国的 FDI 增长率实际上是下降的：从 1977 年到 1984 年，这个数字大约是 16%。尽管美国的 FDI 存量在 2000 年基本赶上了美国对外直接投资总额，但是在 21 世纪的头几年里，后者的增长又大大超过了前者（图 2.1）。到 2004 年底，美国对外直接投资存量超过了 2 万亿美元，高于同期的美国 FDI 存量将近三分之一。

在 1980 年代晚期到 1990 年代早期这段时间呢，大部分关于美国 FDI 流入的争论都集中在国家安全方面。当时出版了一些耸人听闻的书籍，包括纽约时报通讯员 Martin Tolchin 和乔治·华盛顿大学教授 Susan Tolchin 合著的《出卖我们的安全》，以及科幻小说家 Michael Crichton（1992）写的小说《上升的太阳》，后来根据这部小说改编的电影成就了影星肖恩·康奈利第一任詹姆斯·邦德的荧幕形象。这些书籍及很多其他书籍都认为日本公司对美国的 FDI，特别是日本企业收购美国公司的 FDI，会导致美日技术力量的此消彼长。当时的斯隆商学院院长 Lester Thurow（1992）甚至假象了美日之间不久之后将有一场战争，而在战争中美国会因为所谓的“技术空洞化”而节节败退。纵然智囊和学术机构的书籍和手稿对此大肆宣传，但他们所做的可怕预测却从来没有实现过。1990 年代美国的技术实力不仅没有落后于日本，而且由于信息技术的扩张而得到了大大的提高。

图 2.1 美国对外直接投资和外国直接投资流入，1976-2004(单位：万亿美元)



来源：BEA，国际投资头寸，[www.bea.gov](http://www.bea.gov)

考虑到与前几年相比 1980 年代晚期美国的 FDI 流入增幅其实是下降的，那么为什么关于 FDI 的讨论观点这么自相矛盾的？截至 1980 年代晚期，外国资本对美国企业行为的掌控比前几年要显著的多。而在 1970 年代，虽然 FDI 大量流入美国，受外国掌控的美国企业比例仍然很低，因此这种掌控并不是十分显著。此外，很多大型外国投资者渐渐的被美国人所识别，甚至连那些家喻户晓的名字都被认出来是外国投资者。而以前很多美国人很可能并不知道 Shell，Lever Brothers 和 Philips Norelco 是外国投资公司的名字。但是到了 1980 年代，一些大型外国投资者第一次进入了美国市场，他们的名字是明显的外国名字而且也并不为美国大众所熟知。这样，在 1980 年代，美国在全球化现象并不广为人知的时候就目击了很多大量的商业活动落入外国投资者的掌控，同时美国民众也顿时发现自己面对了一大批新的不熟悉的公司名字。更有甚者，日本经济的增长大大超过美国以及日本强劲的经济表现大大刺激了美国的神经，使美国担心很快日本就会取代美国世界第一大经济体的地位。但是这种忧虑很快就减轻了，因为在 1990 年代，美国的经济增长大大超过了日本。

我们用 FDI 和其他一些衡量指标来测算美国的全球化。表 2.3 显示了 2000 年和 2003 年几个这样的指标，后者离现在更近，数据也更加可靠。

表 2.3 2000 年和 2003 年美国 FDI 深化程度（%或 10 亿美元）

指标	2000	2003
a. FDI 存量指标（非金融业 FDI 存量占美国非金融企业	15.1	15.7

净值比例)		
b. 外资企业在美国雇工比例	4.5	4.2
c. 制造业中外资企业雇工比例	12.6	12.5
d. 外资企业产出占美国 GDP 比例	4.5	4.1
e. 制造业中外资企业占美国制造业 GDP 比例	17.4	19.1
备注		
f. 非金融部门 FDI 年底存量	1025.6	1196.5
g. 年底 FDI 存量总额	1256.9	1526.3
h. 按历史成本计算的美国非金融业公司净值总合	6785.7	7619.5
i. 美国 GDP	9817.0	11734.4
j. 美国制造业 GDP	1238.5	1190.2
k. 美国所有外资企业增加值总合	447.3	486.3
l. 制造业中外资企业的增加值	215.7	227.7

从表 2.3 种可以看到一些很重要的地方。在所有衡量外国对美国经济控制程度的指标中,最醒目的是 FDI 存量指标,这一指标表明了所有非金融业 FDI 流入存量(实际上 FDI 本身也是衡量资本额的指标)占美国所有非农业非金融企业资本额的比例。这个指标不仅高而且还在不断增长:从 1992 年的 11.3%升高到了 2000 年的 15.1%,2003 年有升高到了 15.7%。这些数据表明在过去 15 年中发生了一些外资对美国公司的大规模收购,其中主要是欧洲公司。同时美国也收购了更多的外国公司,包括欧洲公司。

兼并和收购的增长也正好印证了外资公司在美雇佣生产工人人数的比例。在表 2.3 中,这一比例在这几年基本稳定在 12.5%。雇工比例低于外资公司产出占美国 GDP 的比例——2003 年大约是 19%——正如在第三章详细讨论的,这是因为外资在美投资的资本密集型的行业要多余劳动密集型行业。

尽管外资占美国非金融部门以及制造业的比例很低,当以占 GDP 比例来衡量时,2003 年外资控股公司所占的比例只有 4.1%——比制造业或非金融部门的比例低的多。这表明美国的 FDI 大部分都与大型跨国公司并且大部分都集中于制造业。衡量外国对美国经济控制度的最好指标就是外资公司产出占美国 GDP 的比例。即使是今天,尽管美国的 FDI 流入还在增长,外国对美国经济的控制仍然是

适中的，并且也显著的低于同期世界平均水平。

但是如表 2.4 所示，在制造业，外国投资非常多。该表描述了外资制造业公司对美国 GDP 的贡献，主要制造行业中外资控股公司产生的增加值，每个子行业的增加值总额，以及外资增加值占增加值总额的比例。从表中可以看到在整个制造业中 16.6% 的增加值是由外资公司创造的。但是当考虑的各个具体行业时，这一比例又变得差异很大。在非金属矿物生产业中，外资控股公司贡献了 32% 的增加值；而这其中主要来自于玻璃制造而不是采掘。外国投资者贡献了化工行业里将近 29% 的增加值，这其中也包括了制药行业。但是在其他行业中——食品、饮料、烟草、造纸、金属制品以及运输设备等——外资企业贡献的增加值则都低于 10%。

表 2.4 制造业各子行业中美国外资控股公司创造的经济增加值，2003

子行业	外资控股公司创造的增加值 (10 亿美元)	整个行业创造的增加值 (10 亿美元)	外资控股公司所占比例 (%)
所有制造业	227.68	1369.23	16.6
食品、饮料及烟草制造	16.26	170.62	9.5
造纸	4.24	46.44	9.1
印刷相关	4.62	44.55	10.4
化工	49.95	174.36	28.6
塑料和橡胶	9.00	65.53	13.7
非金属矿物	14.73	46.16	31.9
主要金属	4.50	38.67	11.6
金属制品	7.83	109.10	7.2
机械制造	19.87	95.09	20.9
电脑及电子产品	22.85	125.64	18.2
电子器械	5.51	48.58	11.3
汽车制造	31.78	129.92	24.5
其他运输工具	3.41	64.98	5.2
其他	34.13	212.59	16.1

资料来源：美国经济分析局，美国的外国直接投资，外资控股公司的增加值，[www.bea.gov](http://www.bea.gov)

显然，20 多年来，美国在接受 FDI 时，在经济上获益巨大，而且，还没有失去产业的控制力，我们认为美国作为世界上最为发达的国家，不论其宏观经济状况，还是其产业水平，以及国家自主创新的能力，都是世界上最为先进的。其他国家对于美国的投资，其一是难以撼动美国产业的主导控制地位，除非美国在战略上要淘汰的产业。其二是当在这样发达的国家投资，不论是直接投资还是并购，必须增加其在美国企业的研究和开发能力，或者是借助于美国的研究开发资源，加大在研究开发上的投资，不然的话，企业是难以在美国生存下去的。所以，在美国的 FDI，大大增加了美国的研究开发能力。其三是外国的 FDI 来到美国，带来美国市场竞争度的提高，这不仅提高了美国经济的市场竞争水平，而且还提高了美国经济在国际经济中的竞争强势地位。从而必然会带来美国的宏观经济增长。

### 3 . 境外对外资并购及行业准入监管的比较

在经济全球化和跨国并购的浪潮中，各个国家和地区政府都采取了许多政策措施来规范外资并购，在前面分析的基础上，我们进一步来总结其他国家的经验，借鉴他们的做法。这一部分主要是分析美国、日本、德国（欧洲）、俄罗斯等国家的经验。

#### 3 . 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，美国对外资并购的审查有完备的法律体系和程序。

##### 3 . 1 . 1 美国审核外资并购的法律体系

美国的并购法律体系主要由三部分组成：联邦反托拉斯法、联邦证券法和州一级的并购法律。其中，反托拉斯法的主要立法意图是反对垄断，维护美国市场的有效竞争局面，保护消费者利益；联邦证券法旨在通过确保有关并购的充分资料可以公开获得，以保护目标公司的股东及广大的投资者；州并购法律则是对敌意并购活动进行限制或惩罚，保护目标公司及其管理人员和雇员的利益。并购活动的所有当事人和关系人的利益都在“三法制衡”的法律框架下，得到相应的制约和保护。

在美国，由于并购法律体系并未对外国人和本国区别对待，而且美国没有

独立的外国投资法律体系,因此,美国的并购法律体系同时适用于国内企业并购,美国企业对外国公司的并购,外国公司对美国公司的并购以及外国公司之间对美国市场有影响的并购。美国的规制措施有三个特点: 形成由多部法律组成,几个机构分工协作的体系; 规定细致、严格; 并购案件除了公诉提起以外,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,这一制度极大地调动了民众的热情。

美对外国投资予以限制的历史可以追溯至一战期间的《与敌贸易法案》,1927年国会又通过了《无线电法案》,以国家的名义严格限制外资进入广播和电信业,类似限制随后又扩展到其它一些行业。外国对美直接投资在 80 年代进入高潮,随着日本经济快速发展和 1985 年《广场协议》签订后,日元大幅升值,日本企业开始大量在海外收购公司。为应对日本企业收购可能给美国国家安全带来的风险,美国会于 1988 年通过了《1950 年国防生产法》的“埃克森—弗罗里奥”(Exon-Florio)修正案,确立了现行审查体制。该法案授权美国总统可以中止或禁止任何被认定为威胁美国国家安全的外国收购、并购或接管美公司的行为。但总统应确认有可信的证据表明外国实体的控制可能导致其采取威胁美国国家安全的行动,且除《国际紧急经济权力法》以外的其它法律规定无法为保护国家安全提供充分和适当的授权。

### 3.1.2 美国审核外资并购的程序

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。

根据该法案,美国总统于 1988 年发布行政令,决定由原负责监控和评估外资影响和外国对美投资委员会(CFIUS)对可能威胁美国国家安全的外国投资项目进行审查。委员会由财政部、国务院、国防部、商务部、总检察官办公室、白宫

管理和预算办公室、贸易代表办公室和总统经济顾问委员会等部门组成，1993年扩展至科技政策办公室、总统国家安全事务助理和总统经济政策助理，2003年又增加了国土安全部。现共涉及 12 个部门，由财政部长任主席。委员会的宗旨在于通过审核保护国家安全，同时维护开放的投资政策、维持外国投资者的信心，以及使美本国投资者在海外不会受到报复性歧视对待。

法案同时授权总统或其指定的负责人索取有关收购或并购的书面通知。收到完整通报后，委员会应对交易进行全面审核。对某些敏感交易须进行额外的调查。此类调查应在收到通知后 30 天内开始进行，时间应不超过 45 天。

通报具有“自愿性”，但规避审查将导致该交易一直处于待审查状态，存在被禁止的风险。因此，交易双方一般会及时通报，以免出现收购被禁止，浪费大量资源的情况。除了交易方主动通报外，委员会的成员机构也可以针对未通报的交易主动向财政部长递交机构通报。一旦任何成员机构递交了机构通报，委员会就会及时就此通报书面通知交易各方，并进入审查程序。

委员会调查时应考虑以下因素：

- 1、国防需求所需的国内生产；
- 2、国内产业用以满足国防需求的能力，包括人力资源、产品、技术、材料及其它供给和服务；
- 3、外国公民对国内产业和商业活动的控制给其满足国防需求能力所带来的影响；
- 4、交易对向支持恐怖主义或从事导弹技术、化学和生物武器扩散国家出口军事物资、设备或技术产生的潜在影响；
- 5、交易对美国在影响国家安全领域的技术领先地位的潜在影响。

1993 财年国防授权法案第 837 (a) 条 (伯德修正案) 对原有法规作了修正，要求：1、当收购者由外国政府控制或代表外国政府行为；2、收购可能导致在美国从事州际贸易的人受到控制并将影响美国国家安全时，应对收购进行调查。

CFIUS 采取逐案审查的方法，调查程序自收到企业通报起，最长不超过 90 天。可分为审查、调查和总统裁决三个阶段。具体操作由其秘书处，财政部国际投资办公室负责执行。其中审查期限为 30 天，如果该交易不涉及美国的国家安全，则委员会将通知相关方不予调查，调查程序结束。如委员会中三个或三个以

上成员认为需作进一步调查,则报告总统并通知相关方进入为期 45 天的调查期。调查结束后,委员会须将调查结果报告总统并提出是否批准交易的建议。如各成员机构对该交易可能产生的损害无法达成一致,委员会主席将会在向总统提交的报告中详细阐述各种不同的看法,请总统裁决。总统须在 15 天之内作出最终决定。此外,法律要求总统将其所作决定结果通报给国会。

美国法律允许交易方在调查期间撤回通报,则调查程序终止。不少企业迫于政治压力或认为获准可能性很小,而在最终决定作出前主动撤回。如不久前阿联酋迪拜世界港口公司收购美六个港口一案,由于国会等方面强烈反对,该公司主动放弃交易。

此外,美国还有保护机密情报的“工业安全计划”,使外国公司难以获取为实施涉及机密的合同而必须的安全许可。

### 3.1.3 美对外资审查政策动向及影响

9.11 后,美国民众对国家安全的关注明显上升,美对外资审查也不断加强。美政府和国会已将重点放到关键性基础设施方面。继 1998 年克林顿总统公布了第一份涉及关键基础设施政策的总统令,要求政府和业界在银行、供水等 8 大关键领域分享信息后,布什政府于 2003 年又出台了一份国家战略,将关键基础设施扩展到 11 个领域,并增加了 5 类若受到攻击可能对生命和民众信心产生严重损失的“关键资产”。

2005 年美政府责任办公室(GAO)发布的报告认为 CFIUS 将开放的外资政策作为其审核外国投资的首要标准。国土安全部、国防部和司法部也认为委员会对国家安全的定义不够灵活,不足以对关键基础设施提供充分保护。这使得很多议员批评委员会未能很好地保护美国国家安全。加之受近年中国、阿联酋等意识形态与美有别的国家企业收购美大公司的影响,美国内外资审查方面出现了泛政治化倾向。

一些重大并购案在美国内引起轩然大波。在中海油收购优尼科一案中,尽管多方专家指出收购并不会影响美石油安全,但美政府仍持怀疑态度,多名国会议员更是齐声反对。在迪拜港口世界案中,虽然 CFIUS 的成员一致同意批准该项交易,布什总统也坚称批准交易符合美国国家利益,但美国会和主流媒体却以政治和意识形态为标准对这宗交易大肆反对,最终迫使该公司放弃收购。这些动向显示,

美对外资审查已呈现出以政治和意识形态划线的趋势。

美国会参众两院正在酝酿新的法案来强化现在的审查机制。迪拜港口案后，美国会议员已提出约 20 项提案，要求对现行机制予以改革。不久前众院几位重量级议员起草的法案要求对涉及外国政府控股实体的所有交易均进行 45 天的调查，并要求 CFIUS 的副主席由国土安全部官员出任。参院的一些版本更为严苛，除要求进行 45 天的调查外，还要求政府在审查开始时即向国会通报，并对各国遵守武器出口禁令的情况进行评级，CFIUS 的决定应在一定程度上与该评级挂钩。此外，还要求由国防部官员出任委员会副主席。

由于各方对新法案尚存在不少分歧，国会何时能通过新法案，新法案最终细节如何尚难预料，但从目前形势看，其原则是进一步加严审查。

### 3.1.4 美国外资并购中的产业政策

美国对外国在美的投资设有不少产业政策限制，归结起来，主要有以下几个方面：

A. 通讯 美国有关法律规定，禁止外国经营或控制的公司获得从事通讯传输的许可，同时严格限制外国企业在通讯领域（电话、电报、电台、电视）里的投资。

B. 航空 美国限制外国为飞机营运目的进行的直接投资。飞机注册只限于美国公司

合伙公司，但合伙人不能是法人团体的

在美国成立的公司，但公司总裁必须是美国公司，公司董事会成员及高级职员

合起来有 2/3 是美国公民并且其股本中有 75% 由美国公民所有或控制。

获得美移民局“ A ” number status 的侨民。

非美国公司拥有的公司，但 60% 的飞行时间要用于美国境内两地之间的飞行。

C. 沿海和内河航运 美国只限美国公司从事沿海和内河航运。在美国境内的航运船只必须是美国制造，在美国注册并由美国公司所有。

D. 水电 只有美国公司或国内公司的合伙公司才能在可通航的河流从事水电开发，但不禁止外国控制的美国国内公司从事此类开发。

不许可外国公司或外国控制的公司拥有使用或生产原子能的设施。

E. 土地 依照法律，美政府土地管理局所持有的土地不出售给外国人。一半以上的州都限制外国人拥有美国的土地（只限农业土地），但限制程度不同。

F. 不动产 美政府限制外国人对不动产拥有直接所有权，但不少州对外国人购买不动产都有限制或要求履行报告的制度。

美国对于外资并购限制的模式：EF 修正案+工作委员会，最后通过国会表决的模式——如 FCC（联邦通讯委员会），促使美国总统来限制外资并购。

### 3.2 日本对外资并购及行业准入的监管

在第二次世界大战之后，日本经济从落后的状况逐步发展成为一个世界级经济大国，自 60 年代开始其产业逐步升级，在不同的经济时期日本对于外资并购的限制是不同的。

日本对外资并购的态度从上世纪 60 年代起到目前基本上是排斥和限制的，其对外资的规制可以从产业政策、禁止垄断法、证券市场法规三个层次得以体现。

#### 3.2.1 日本的产业政策与外资并购

从上世纪 60 年代开始，日本的产业政策经过了三个大的阶段，每一阶段的日本经济背景下具有不同的政策目标和政策手段，这也同时决定了不同时期日本对外资并购的态度和采取的规制措施。

在高速增长时期（20 世纪 60 年代），日本扩大政府干预领域，推进产业结构转换，建立政府主导产业体制，这一时期的产业政策为日本产业发展提供抵御国际垄断资本威胁的重要保护，为日本产业发展的再巩固提供了时间余地和重要机会。这一时期，日本对外资并购的态度是：

A. 排斥与限制——1950 年日本《关于外资的法律》规定了外资投入的两条认可标准和一条不认可标准。认可标准是，有助于直接或间接改善国际收支者；可直接或间接对发展重要产业或公益事业做出贡献者。不认可标准是，将对日本的经济复兴产生恶劣影响者。以这种笼统的标准式规则规制外资的准入，可见日本力求对外资的进入享有最大的控制权，这与其不支持外资的进入、对外资投入的限制政策是一脉相承的。

B. 日本政府认为外资流入的一时之利可能带来长久之弊——日本政府认为，尽管外资的进入能够解决外汇短缺问题，引进外资还有助于技术水平的提高，但

是在经营资源和规模上拥有明显优势的外国企业一旦得以在日本大量直接投资，必将导致本国企业被兼并吸收，从而严重妨碍本国产业和独立的技术发展。

C. 限制跨国垄断资本的入侵——日本政府在当时实施经济产业结构自主转换的关键时期，十分看中政府对经济的主导地位，担心国际跨国垄断资本一旦进入，政府会失去经济的控制权。

这一时期，能够反映日本对外资并购限制的著名案例就是：美国德克萨斯仪器公司(TI 公司)要求进入日本半导体工业领域而引其的“TI 事件”。1964 年，“TI”公司向日本政府提出了设立外资比率 100%的子公司以生产半导体仪器，特别是集成电路的申请。但通产省为了保护日本的电子一起仪表工业，直到 1967 年才附有苛刻条件地批准了上述申请。附加的三项条件是：必须建立与日本企业各持 50%股份的合资公司；TI 公司必须公开有关集成电路的技术专利；合资企业成立一段时间后，政府有权进行生产调整。

在产业调整时期(20 世纪 70 年代到 80 年代初)，日本的经济增长率由高速转为低速，产业结构和产业政策被迫进行了一系列调整。这一阶段，日本不再过度干预经济，而是通过通产省制定和公布“长期经济展望”，确立市场机制力量、加强产业结构转换的诱导。这一阶段日本对外资并购的态度可以概括为以下四方面：

- A. 排斥与限制的原则不变。
- B. 加强对国外先进技术的引进，并加快吸收先进技术。
- C. 对引入外资进行政府审批，以《关于外资的法律》为原则，不设明确细则，政府控制余地大。
- D. 各产业的资本自由化逐步缓慢放开，但是尤其注重保护结构转换密切相关的重要产业。比如：汽车工业到 1971 年，集成电路到 1974 年，电子计算机到 1975 年才完成 100%的资本自由化。

在结构转换时期(20 世纪 80 年代中期以后)，日本进入了一个现代化阶段的结构转换时期，资本密集型的传统工业部门迅速让位于技术密集型的新兴工业部门，制造业比重停止上升而服务业比重不断提高，主要依赖于出口扩大的国民经济增长转变为依赖出口和内需扩大并重，参与国际分工的方式由加工贸易型转变为在海外投资和惯犯的国际协作水平分工。这一时期日本政府对外资并购的态

度：

A . 继续采取限制原则

B . 继续拖延外资准入。为了保护国内的产业顺利过度，日本政府仍然采取拖延限制外资的策略。比如，80 年代初期，农林水产业、矿业仍然只准在外资比率不超过 50% 以内实行资本自由化。

C . 自主技术开发，对外资的技术依赖性越来越小。这一时期的日本已经完全不存资金的缺乏问题，至于引进外资的技术引进效用，日本也通过持续的产业结构自主调整，实现了关键技术的自主开发，因此无论是资金还是日本更重视的技术方面，都已经基本摆脱了对外资的依赖。

### 3 . 2 . 2 日本的禁止垄断法与外资并购

日本的经济法是世界上最为发达的经济法，尤以禁止垄断法为代表，该法最早于 1947 年 7 月 1 日就开始实施了，施行机关为日本公正交易委员会。

A . 作为禁止垄断法被规制对象的“企业集中”的涵义

禁止垄断法所规制的对象成为“企业集中”，其采取列举式定义定义：

在日本发生的，公司保有股份、公司以外者保有股份、剑刃管理职务、合并以及转让营业额等项行为，当其结果将会实质性地限制一定地交易领域内的竞争、以及行为人所采取的方法被认为是不正当的交易方法时，该“集中”行为将被予以禁止。

B . 禁止垄断法对通过公司的合并实施的企业集中的规定

日本禁止垄断法第 15 条中规定，对受到规制的合并实施对象进行了规定。在 1997 年日本禁止垄断法修改以前，仅限于任何“在国内的公司”实施的合并；然而，在 1999 年 1 月 1 日开始实施的现行日本禁止垄断法中，将外国公司实施的合并行为也列入了应规制的对象范围。可见，日本面对外资的并购行为，不仅满足于行政上的准入审批，同样希望将其置于法理认可下的管辖权之下。

C . 产业政策对禁止垄断法的影响

日本的禁止垄断法有一个比较明显的特征，就是其拥有许多“适用除外”的规定。一般认为，这些规定主要是基于产业政策上的考虑而设立的，而随着日本经济的不断发展，禁止垄断法也不断经历修改，在企业集中规制方面的相应规定逐渐变得相对弱化，这体现了日本禁止垄断法对竞争政策和国家的产业政策之间

的一种权衡。

60年代到70年代,可以说,禁止垄断法在一定程度上服从产业政策。当时,日本政府为了尽快实现产业集中和规模经济,应对国际市场竞争和资本自由化威胁,制定了鼓励国内企业集中的产业政策,禁止垄断法也在企业集中规制上向当时的产业政策倾斜,使得国内大型企业的合并纷纷获批。比如,当时著名的合并便有:三菱重工和三菱造船合并成新三菱重工,日产汽车与普林斯公司的合并,八幡制铁与富士制铁的合并。

70年代以后,市场自发力量呼声越来越高,产业政策也经历了调整,更无法像过去一样凌驾于禁止垄断法之上,对企业集中的规制开始强化。日本公正交易委员会开始对寡占产业展开积极调查,并将审查企业合并的最低标准线由市场占有率30%降至25%,从而扩大规制的范围。

#### D. 禁止垄断法对跨国公司外资并购的规制

到目前为止,日本尚未出现过外资并购引起企业集中审查规制的案例。对跨国公司外资并购的规制涉及到企业集中规制的国际化问题,在过去的半个世纪中,被日本公正交易委员会作为违法行为予以禁止的企业集中,均是发生在日本的国内企业之间的集中行为。不过,在大型的跨国公司通过并购等方式进入日本国内市场的场合,如果按照日本禁止垄断法第10条关于禁止“将会实质性地限制竞争”的股份保有、以及第3条中关于“禁止私的垄断”的规定,那么对于该跨国企业的企业集中行为实施必要的审查和规制,也是符合法理的。

### 3.2.3 日本的证券市场法规与外资并购

日本在证券市场针对外资并购的法规主要体现在日本证券交易法中,其中的相关条款,如证券交易法第24条之6、第27条之2、第27条之22规定了,为了减资买收自己的股份等以及由外国公司买收自己的股份等符合一定的要件的,必须通过公开买收来进行,以及对此的相应要求规定。

### 3.2.4 日本的产业政策、禁止垄断法、证券市场法规对外资并购的综合作用模式

综合上文所述,首先,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。

其次，日本对外资并购的规制在法理上服从于禁止垄断法。而禁止反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。

最后，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。

总结日本对于外资并购的限制模式是：产业政策+禁止垄断法，在证券市场模式表现是：产业政策+禁止垄断法+证券投资方面的法律

### 3.3 德国以及欧洲对外资并购及行业准入的监管

#### 3.3.1 德国的外资准入法律规定

德国是对外资准入限制较少的国家之一，没有专门的并购法。但有关部门并购的法规散见于民法、商法、公司法、反限制竞争法、有价证券收购法、对外经济法及各行业法规中。

A. 限制外国公司对军工、银行、金融服务和保险等重要行业的并购投资。

《对外经济法》规定，外国企业收购德国军工企业 25%以上的股份必须向德国联邦政府报批。

《信贷法》规定，收购银行或金融服务公司（或 10%以上的投资参股），需发出通告，并报请联邦金融服务监管局（BaFin）审批。联邦金融服务监管局可以外国公司未被有效监管或其国内监管部门不愿意合作为由拒绝批准。

《保险法》对收购德国保险公司作了规定。

B. 资产转让时需经政府特批的行业

除上述行业，德国规定在能源供应、通讯和交通、自然资源开发、经纪人、建筑等行业的资产转让需经过政府主管部门批准（股权转让除外）。

《电力和煤气供应法》规定，如申请人不具备专业人员、技术设备和经济实力，可不批准。

《电信法》规定，对电信运营商进行资质鉴定，营业执照只能发给拥有足够设备、可靠专业和高效服务及保证不危害公共安全和秩序的申请人。

#### C. 重大并购项目需申报和审批

《反限制竞争法》规定，收购另一家公司的全部或绝大部分资产，或取得对另一家或多家公司直接或间接控制权的单独或联合并购，或获得另一家公司 50% 以上股份和 25% 以上有表决权的股份的并购，或对其他公司产生重大影响的并购行为，均有向联邦卡特尔局申报的义务。

#### D. 对收购上市公司的规定

《有偿证券收购法》规定，对目标公司 30% 以上有表决权的股份收购或在 2002 年 1 月 1 日以后首次获得目标公司控制权的收购必须公开要约。要约公布后，要约方必须在 4 周内向 BaFin 提交德文本的要约收购书。BaFin 在收到要约收购书后 10 个工作日内进行审核。

目标公司是否接受要约的期限为 4 周至 10 周。如其间出现新的收购人，则以后者提出的期限为准。目标公司董事会会有保持中立的义务。

收购价格不能低于最高出价或公布要约前 3 个月内的最高股价。收购结束后公布收购总额，并向 BaFin 申报备案。

如果收购失败或者 BaFin 禁止公布要约，收购方在 1 年内不得提出新的要约。

#### E. 关于雇员接收和辞退的规定

《民法典》规定，并购方应接收被并购公司的员工。

《公司法》规定，企业因并购、重组及业务收缩等原因需要裁员，应该由董事会报请股东大会通过。

《辞退保护法》规定，因企业经营变化引起的裁员应给予补偿。

#### F. 并购咨询费有关规定

并购有限责任公司的合同文本必须到公证机关公证，并向地方法院不动产登记处登记。如果被并购公司有 2500 欧元以上的地产，并购方还需支付地产收购税。

### 3.3.2 英、法、德审查的外资并购审查比较

#### A. 英国

---审查法律：1973 年《公平交易法》

---执行机构与官员：公平交易局局长、负责贸易与工业的国务大臣、垄断与并购委员会

---审查标准

审查并购案件是否符合英国公共利益，主要看是否妨碍有效竞争，影响就业率、效率和支付的平衡。其它还要考虑的因素有并购者声誉、外国所有者身份等。

垄断与并购委员会判断并购案件是否符合公共利益的五条标准：是否有利于保持和促进英国市场的竞争局面；是否有利于提高消费者利益；是否通过竞争促进了新产品的开发和成本的降低；是否有利于产业和就业的平衡分布；是否有利于保持和促进英国企业在海外市场的竞争实力。

----审查门槛

并不是所有的并购案件都必须向管理当局申报，但是对于任何可能进入以下并购门槛的并购案都会在完成前或完成后四个月内被提交垄断与并购委员会接受调查。

根据《公平交易法》，如果被并购企业在世界范围内总资产超过 7000 万英镑，或者并购双方或多方在并购后所能提供的产品和服务在英国同类市场上占据 25%以上的份额，就进入了并购审查门槛，公平交易局长和负责贸易与工业的国务大臣决定是否在审查的必要，然后由垄断和并购委员会确认是否符合审查门槛标准。

----审查程序

《公平交易法》授权公平交易局局长审查所有并购交易当事人提交的并购申请案。并购案件经公平交易局初审后，交由负责贸易与工业的国务大臣，国务大臣决定是认可其合法性还是将可能对国家公共利益构成威胁的案件提

交垄断与并购委员会作进一步审查。公平交易局还可以向国务大臣建议由并购当事人对交易进行调整解决可能对公共利益造成危害的问题。

垄断与并购委员会是专司调查与报告职责的机构，在接到国务大臣的调查指令后，组成调查团，同时还集中各方面的专业人士组成一个工作小组开展调查工作。委员会要将调查结果制成正式报告交给国务大臣。根据《公平交易法》，三分之二以上的调查成员认为并购案不利于公共利益，国务大臣才可对并购案行使处置权。

国务大臣根据委员会的报告，作出不同的决定：停止拟议中的并购；要求并购方对有表决权的股份进行重新处置；要求并购方将相关资产或附属机构进行剥离，以避免对公共利益造成损害；通过禁止歧视或维持、降低产品价格的指令，控制并购后的企业行为。

## B . 法国

---审查法律：1986 年并购法令

----执行机构与官员：公平交易、消费者事务和欺诈控制局总局长、竞争委员会

---审查标准

并购案件能否获得批准，主要标准是竞争因素，即市场份额和市场力控制是否达到影响有效竞争的程度。

----审查门槛

并购申报并不是强制性的。如果并购交易一方或并购完成后的企业，其产品或服务占市场份额达到 25%，或战局了该市场的实质性份额，或如果并购当事人合计税前年营业额超过 70 亿法郎，或至少有两个并购当事人税前营业额超过 20 亿法郎，就必须接受审查。

----审查程序

法国的申报是非强制性的，但是申报与否的法律后果却不同。如果在并购交易完成前或完成后三个月内向经济部申请进行审查，那么审查程序可控制在一定时限内。如果不进行申报，则经济部部长有权使该案件进入审查，且审查

程序的完成不受时间限制。

对于并购当事者主动提出申报的案件，经济部部长在收到完整的申报材料后，授权公平交易、消费者事务和欺诈控制局总局长在两个月内，完成初审，并向经济部部长提出是否通过并购案或将此案提交竞争委员会作进一步审查的建议。

对于提交竞争委员会的并购案件，委员会将作进一步审查，并将最终报告提交经济部部长。

经济部部长在收到委员会提交的报告后，根据不同情况分别可以作出无条件同意并购交易，或在并购当事者作出相应保证后同意并购交易。经济部部长也可以与相关经济领域的部长共同签署禁止并购交易或运作并购交易有条件进行的决定。对于后者，并购当事者将保证，或根据经济部部长的决定重新建立有效竞争秩序。

此外，法国对外资并购还有比国内并购更进一步的规定。如果跨国并购涉及到法国的卫生保健、公共事务和国家安全等领域，那么不管这种并购交易的规模大小，都必须接受法国政府的审查，审查期为一个月。其它限制还有：

农业。对于非欧共同体成员国的外国公司，如果要控制法国农业经营公司或收购农用土地，必须得到法国经济部和当地政府的农业主管部门的批准。

航空。法国政府不允许外国航空公司经营法国境内城市间的运输活动。

广播电视。非欧共同体成员国的公司不得收购法国广播电视公司超过 20% 有选举权的股份，除非该国与法国签有互惠条件的国际条约。

金融。根据法国 1984 年的金融法，授权法国金融管理机构禁止非欧共同体成员国公司以并购方式控制法国的银行、证券经纪公司和会计公司。

海运。法国的工业部和经济部不允许外国公司收购在法国注册的海运公司超过 50% 股份的并购活动。

通讯。根据欧盟一体化的要求，法国通讯公司的垄断局面于 1998 年 1 月结束，但开放仅限于欧盟成员国。非欧盟成员的公司不得持有法国通讯公司超

过 20% 拥有投票权的股份，除非该外国公司所在国与法国签有互惠国际条约。

出版。法国政府不允许外国公司收购法国出版公司超过 20% 的股份，除非该外国公司所在国政府与法国政府签有互惠条件的国际条约。

## C. 德国

--- 审查法律：1958 年《反限制竞争法》

--- 执行机构与官员：联邦卡特尔办公室

--- 审查标准

并购案件能否获得批准，主要看其对市场份额和市场力的控制是否达到影响有效竞争的程度。《反限制竞争法》规定了市场竞争力的标准：市场份额、财务能力、供销市场的进入、与同行企业关系、市场进入的法律和实际障碍、替代品供需、竞争对手竞争能力等。

--- 审查门槛

所有的并购案件都必须向联邦卡特尔办公室申报，分为事前申报、事后申报和事后备案三种。

事前申报门槛：并购一方年营业额超过 20 亿马克，或并购双方的每一方营业额超过 10 亿马克的案件，必须要并购完成前报联邦卡特尔办公室审查；

事后申报门槛：并购双方或多方合计年营业额在 5 亿马克以上 10 亿马克以下的案件，可以要并购完成后报联邦卡特尔办公室审查；

事后备案门槛：并购双方或多方合计年营业额在 5 亿马克以下的案件，不用接受审查，但必须在并购完成后向联邦卡特尔办公室备案。

---- 审查程序

对于事前申报的案件，联邦卡特尔办公室在收到完整申报材料后 4 个月内作出审查决定。如果当事者在期间完成并购的视为无效，并将处以最高达 100 万马克的罚款。

对于事后申报的案件，联邦卡特尔办公室在收到完整申报材料后一年内作

出审查决定。如果当事者不在事后进行申报，将处以最高达 5 万马克的罚款。如果申请被否决，当事者可以向法院起诉。在特殊情况下，经济事务部部长可以根据《反限制竞争法》第 24 部分第 3 项的规定，允许限制竞争的并购交易，只要该并购所产生的公共利益高于对竞争的限制。

### 3.3.3 对英、法、德的模式的比较与总结

#### A. 英、法、德在外资并购审查方面的主要区别

英、法对于并购案件是非强制申报的，但申报不申报的后果是不一样的；而德国是强制申报的。

虽然英、法、德对于国内企业并购和外资并购使用的是一样的并购法律，但法国对外资并购还有一些更严格的规定。

德国经济事务部部长有权否决联邦卡特尔办公室的决定，但英国和法国的相应机构则无此权力。

#### B. 模式总结

一个国家对于外来投资的法律，一方面包括实体法的规定，这些规定可能零散地见于很多法律中间。另一方面也不可缺少对外资审查批准的标准和程序等行政法和程序法的规定。如果只有实体法而缺少审查程序，那么就不能对那些不利于产业竞争力和国家安全的外资并购进行切实的限制，同时，真正有利的外资并购也可能会因为缺乏可依之法而不愿投资或并购，总体效率降低。

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。

有了法律，就要有执行机构。从英、德、法三国的情况来看，外资并购的审查机构一般都是比较集中的。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，不但不利于对并购事件的总体控制，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力控制的关注，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，但同时也会使外资无所适从。

各国对不同的产业都有鼓励、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。我国目前的《外商投资指导目录》就作了这样的分类。

德国经济事务部部长有权否决联邦卡特尔办公室的决定，因此就给了这一审查制度更大的灵活性，即使根据反垄断审查不能通过的并购案件，只要在其它方面为东道国经济带来积极影响且此积极效用大于垄断带来的负效应，还是可能获得通过。这样就不会导致为了遵守反垄断审查的结果而白白丧失好机会的情况。相反，如果是在目前的审查情况下无法阻止的并购案件，而事实上确实会对东道国经济产生不利的综合影响，那么有了这样一个特定权利人就可以在不违反既有审查规则的情况下克服不利并购了。

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。特别是德国的情况，值得我们很好的借鉴。

### 3.4 俄罗斯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。

以“尤科斯事件”为标志，俄罗斯开始向历史上国家始终居于国民经济主导地位的传统回归。俄不少高层官员同时出任国有或者国营大公司董事长等要职。第一副总理梅德韦杰夫是世界上最大的天然气公司——“天然气工业”股份公司的董事长，今年 5 月初该公司的市值一度排在世界第三，高达 3000 多亿美元。副总理茹科夫出任“俄罗斯铁路”公司董事长。总统办公厅副主任谢钦是“俄罗斯石油”公司董事长。总统办公厅副主任苏尔科夫是“石油产品运输”公司董事

长。总统外事助理普里霍季科任“战术火箭武器”公司董事长。总统助理伊万诺夫是安泰公司和“俄罗斯航空公司”董事长。工业和能源部长赫里斯坚科兼任“石油运输”公司董事长。交通部长列维京担任“谢列梅捷沃”(国际机场)公司董事长。财长库德林担任“俄罗斯钻石—萨哈”公司董事长。农业部长戈尔杰耶夫同时也是“俄罗斯农业租赁”公司董事长。通过这些高官,俄政府实际上掌控了主要的经济命脉。

俄还对外国并购本国企业实施种种限制。据俄媒体披露,普京当时下决心整顿“尤科斯”,最主要的原因就是俄前首富霍多尔科夫斯基试图将旗下公司大部分股份出售给美国人,这引起俄当局对俄石油产业被外国控制的担忧,从而采取了肢解“尤科斯”的行动。

俄罗斯对于外资并购限制的模式是:严格规范,其中 1000 多家企业的并购必须经过总统的批准。

### 3.5 韩国对外资并购及行业准入的监管

韩国对外资并购的规制可以从其对外商投资政策的变迁中得以反映。

首先,韩国利用外资始于 1962 年,当时主要采用贷款方式引入外资,目的是用来发展国家的基础建设。

到了 80 年代,韩国开始正式推行吸引外资政策。主要的目的是为了提高国内产业竞争力,优化产业结构。1983 年 12 月,韩国修改了外资引入法,引入投资自由化政策,扩大外商投资领域。同时实行税收减免政策,鼓励外商开展直接投资,并开始实行外汇汇款自由化。

1997 年金融危机之后,韩国政府意识到国内市场发展的缺陷和金融体系的脆弱性,进一步加大了引进外资的重要性,在此种背景下,对其外资政策进行了大幅调整。韩国于 1998 年 11 月开始实施新《外国人投资促进法》,大幅放宽了投资领域限制,允许外国企业对韩国企业进行敌对性并购,从而开启了外资并购的准入机制,并对外商在韩直接投资实行全面自由化和鼓励政策。

但是 2000 年以后,韩国的外资政策又发生了一次重要转变,这种转变主要体现在从单纯地引进外资全面向提高招商引资的“质量”转变,比如开始鼓励外商向高新技术及关联产业投资。同时对外资的监管也开始不断地加强。

当前,韩国总的外资政策可以从以下几点来概括:

首先，政策的核心内容从名义上为“促进、支援”，从实质上来说“有条件的准入，有限制的开放”。

其次，鼓励性质的优惠政策主要包括两方面。第一是对外商出资形式的放松，除现金、机器设备和产业财产权外，也包括外商持有的知识产权、在韩国境内的不动产和股份等。第二是税收减免，对外商投资 467 种高新技术产业及“创造高附加值、能够对制造业等其它产业的发展提供较大帮助”的 111 种服务业和“外商投资地区”内实行税收减免。

从这些极具针对性的优惠政策可以发现，名义上的促进优惠其实反映了韩国政府对相关领域的重视，尤其是针对高附加值产业的重视。

再次，对外资行业准入的限制体现在以下几方面。

A. 准入范围：韩国在 47 个行业禁止外商投资；普通作物栽培、肉牛饲养业、近海渔业、沿岸渔业 4 个行业尚未向外资开放；报纸发行内港客 / 货运、定期航空运输、有线 / 无线电信电话、国内银行等 17 个行业部分限制外商投资；其他行业外资可自由进入。

B. 管理方式：采取申报制管理

C. 对限制行业的准入：以规定外商持股的比率上限为主要限制手段

D. 对需保护的产业和国家垄断行业的准入：限制对国有企业的持股比率、通过审批制度掌握资本进出的动向、限制市场准入等措施，这些限制政策由产业资源部每年汇总后通过“外商投资统合公告”发表。

总体上看，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，具体上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。

## 4. 我国外资并购的特征及其影响

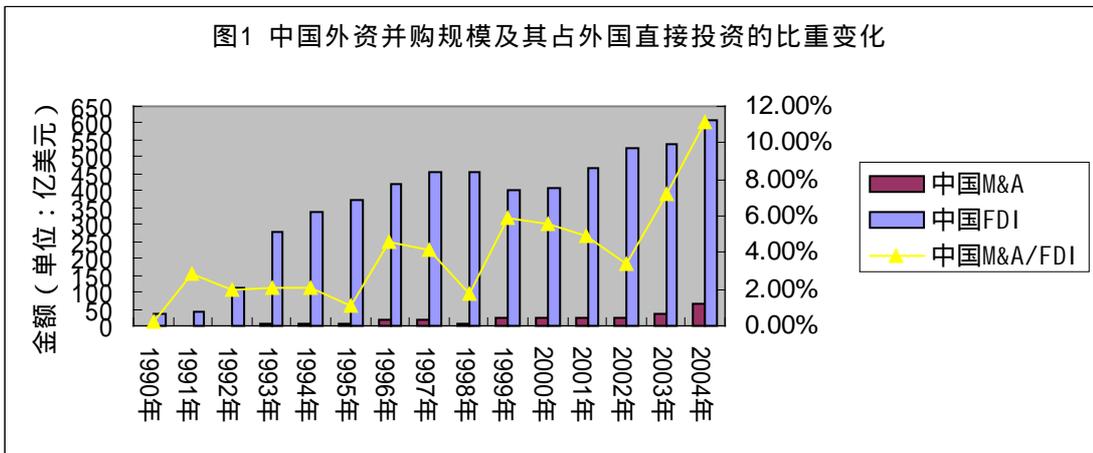
二十世纪九十年代以来，随着经济全球化和我国对外开放的不断深入，外资并购日趋活跃，对我国的经济社会发展产生了广泛而深远的影响。

### 4.1 我国外资并购的特征

#### 4.1.1 外资并购的规模不断扩大，但从国际比较看，外资并购占外

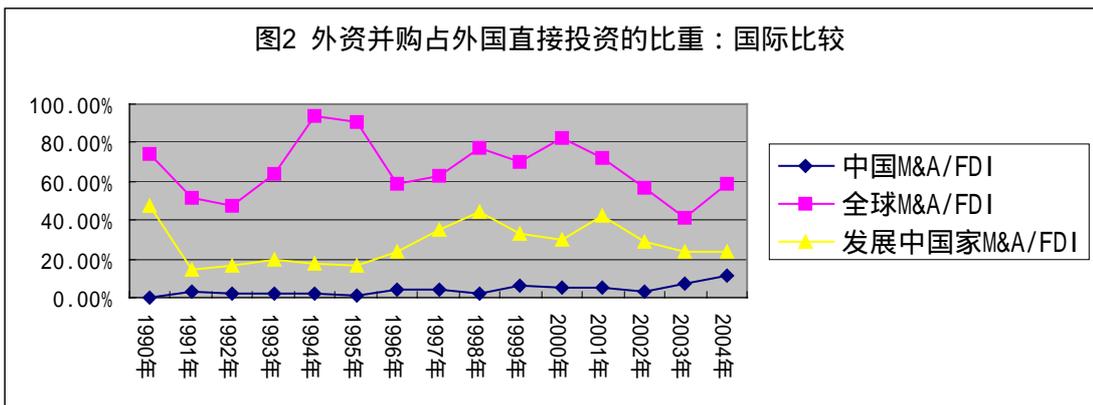
## 国直接投资（FDI）的比重仍然很低。

1990 以来，我国的外资并购规模呈现波浪上升的态势，总体上看，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，虽然 1992 年以来，中国已经成为全球吸引外国直接投资（FDI）最多的国家之一，中国吸引外国直接投资一直居世界前第二位，但中国吸引的 FDI 以新建投资为主，外资并购占 FDI 的比重一直很低（见图 1）；从国际比较看，我国外资并购占外国直接投资（FDI）的比重也远远低于国际平均水平（见图 2）。



资料来源：联合国贸发会议（UNCTAD）《世界投资报告》1991 年—2005

年



资料来源：联合国贸发会议（UNCTAD）《世界投资报告》1991 年—2005

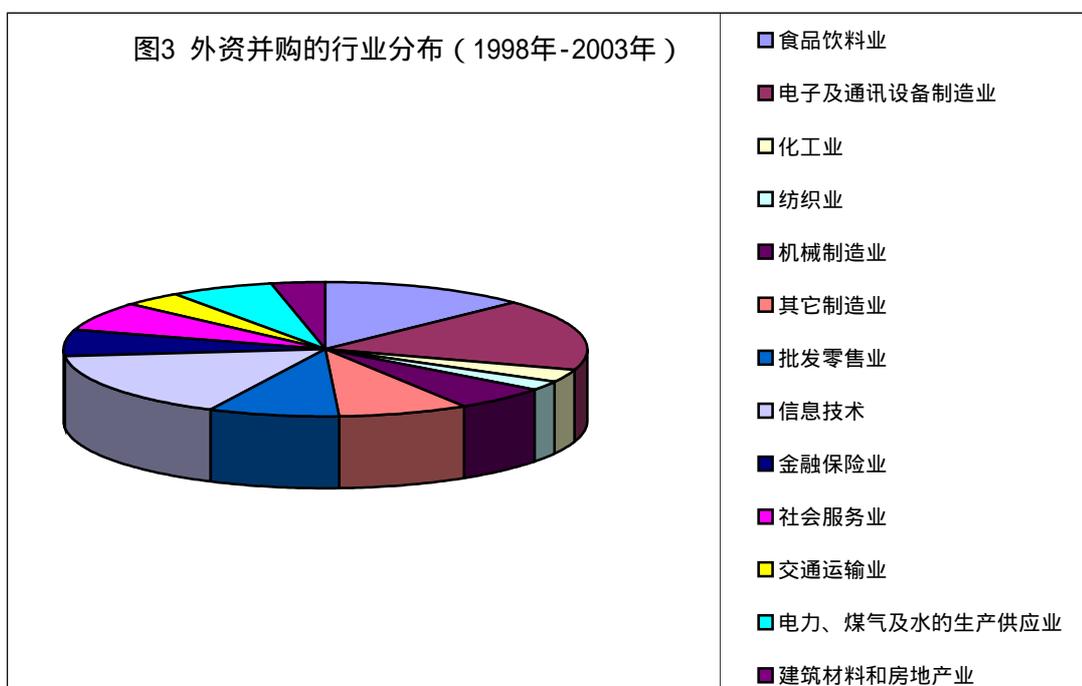
年

### 4.1.2 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

密切相关，外资并购的行业范围不断扩大，但外资并购与我国的产业政

## 策并不完全一致。

我国对外资并购的行业准入政策经过了多次调整，总的趋势是对外商投资的行业准入逐步放宽，鼓励外商投资农业、交通、能源、原材料等基础设施和基础产业、高新技术产业、传统产业升级等领域。从我国外资并购的行业分布看（见图3），外资并购主要集中在制造业和服务业，特别是信息产业、食品制造业、电子及通讯设备制造业、批发、零售贸易业、金融保险等领域，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，例如对农业的外资并购很少，而我国限制外资进入的一些行业，如金融保险、批发、零售、媒体、广告等行业，外资参与的热情很高，这主要是由于我国的产业政策导向与外资、特别是跨国公司的全球战略不可能完全一致。



资料来源：叶勤《外资并购中国企业》2002，武国元等《入世后外资并购的特点与趋势实证分析》，2003，《中国并购评论》清华大学出版社。

**4.1.3 外资并购的主体包括战略投资者和私人股权投资基金，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购的增长也非常迅速。**

中国外资并购的主体主要是战略投资者，他们根据企业战略发展的需要，从行业或产业的角度，以综合实力为基础，通过收购兼并，使企业的核心竞争力、

公司价值、行业地位和市场份额得到不断提升，我国外资并购中的战略投资者主要是跨国公司，外资并购我国企业是跨国公司全球化战略的一个重要体现，在经济全球化背景下，跨国公司已经形成国际生产体系，他们利用全球资源，实现研究与开发、生产与制造、采购与销售的全球优化配置。随着全球化战略的实施，跨国并购已经成为跨国公司投资扩张的主要形式，而中国由于存在巨大的市场和资源，已经成为跨国公司全球化战略中的重要环节，在中国的外资并购中，跨国公司占据主导地位。

近几年来，国外私人股权投资基金在中国的并购非常活跃。私人股权投资基金包括风险投资基金、收购基金和直接投资基金等，投资对象一般为非上市公司。创业投资主要为起步阶段的企业提供资金；收购基金则专注于收购成熟企业，取得企业控制权，然后重组企业改善经营，使其增值后再出售或者上市；直接投资是一种追随式投资，获得被并购企业少数股权，待企业增值后出售获利。近几年来，国外大型私人股权投资基金凯雷投资集团(Carlyle Group)、得克萨斯太平洋集团(Texas Pacific Group，简称 TPG)、通用大西洋(General Atlantic LLC)、新桥资本(Newbridge Capital LLC)、华平投资(Warburg Pincus)等相继在中国开展了大规模并购，并购行业涉及信息产业、金融业、机械制造业等，并购额也快速增长，2005 年，海外私人股权基金在中国并购了 87 家企业，并购额 29.9 亿美元，是 2004 年（12.2 亿美元）的两倍多。2005 年，中国吸引了 20 个新进入的海外私人股权基金，包括 KKR、Oaktree Capital、Apax Partners 和贝恩资本等，资金总额为 19.5 亿美元的资金，远远高于 2004 年的 3.1 亿美元，数量也是 2004 年的四倍。

#### **4.1.4 外资并购的方式日益多样化，随着我国利用外资政策的不断调整，外资并购的新方式层出不穷。**

1990 年以来，我国的外资并购政策，特别是外资并购国有企业和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。

外资对非上市公司的并购方式主要有两种：一是增资并购，合资企业“独资化”现象越来越普遍；二是直接收购股权和资产，特别是一些大的跨国公司和私人股权投资基金以战略投资者和财务投资者的身份收购高科技、金融等行业发展前景好的企业的股权，推动这些企业海外上市，上市后退出现套现。2004 年，有

46 家获得私人股权投资基金注资的中国企业实现了套现，累计回报为 10.5 亿美元。2005 年，虽然套现的项目也只有 48 个，但累计回报高达 18.62 亿美元，在 2005 年的套现项目中，回报率超过 200% 的有 20 个。

外资并购上市公司的主要方式是协议收购上市公司的国有股和法人股，此外还出现了一些新的并购方式，如国内上市公司通过向外资定向增发 B 股实现外资对上市公司的股权收购（如福特汽车收购江铃汽车，Holchin B.V 并购华新水泥）、外资先认购上市公司发行的可转化债券，然后实施并购（例如美国 AB 公司并购青岛啤酒）、外资以参与国有企业债转股的方式并购上市公司（印尼韩氏集团并购济南轻骑）、外资通过控股上市公司的大股东间接并购上市公司（印尼三林集团并购中远发展）等，可以预料，随着中国证券市场进入全流通时代，外资并购上市公司的方式将更加多样化。

#### **4.1.5 外资并购的对象不断扩大，外资并购的深度和广度不断扩展。**

从企业性质看，我国外资并购的对象一直以国有企业为主，这与我国经济结构的调整密切相关。国有经济的战略性调整是我国经济结构调整的一项重要任务，中央确定了“有进有退、有所为有所不为和抓大放小”的方针，在这种情况下，必然有大量的国有企业要退出，特别是从竞争性行业中退出，外资是国有企业战略性退出的一个重要承接方；中国高速增长的经济和巨大的市场也吸引外资以并购的方式进入中国市场；跨国公司在欧洲等地区国有企业私有化过程中积累了丰富的经验，获得了丰厚的回报，使他们对并购中国的国有企业产生了很高的期望，在国家政策逐步放宽的情况下，近几年来并购国有企业已经成为外资并购的主战场。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，利用国有企业改制和地方推进国有产权改革的时机，加快了并购的步伐。通过并购行业龙头企业，控制战略制高点，这一趋势在装备制造业中表现的尤为明显；同时，跨国公司的并购出现了整体的战略性、系统化的倾向，少数跨国公司开始对国内不同地区、同一行业若干龙头企业进行系统并购，例如美国的卡特彼勒完成对我国工程机械行业龙头企业山工机械的并购后，开始谋求并购徐工、厦工、潍柴动

力等机械工程行业的龙头企业。

## 4.2 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加，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：

### 4.2.1 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，不应当把一个行业所有外资企业加在一起作为一个市场竞争主体来判断。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，比如搞价格卡特尔等。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管。

### 4.2.2 外资并购与国有资产流失的问题

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。

#### 4.2.3 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的“外溢”效应实现的，而“外溢”效应的大小在很大程度上取决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，跨国公司在我国进行的研发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，对于我国具备一定的技术优势和创新能力的优势企业，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。

#### 4.2.4 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”，要根据我国的经济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许多社会责任，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。

## 5、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长，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。

### 5.1 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。现行的外资并购法律体系分为四个层次：一是全国人大通过的适用外资并购的法律，如《中外合资经营企业法》；二是国务院和相关部委颁布的有关外资并购的行政法规和部门规章，如近期六部委联合出台的《关于外国投资者并购境内企业的规定》；三是地方人大和政府自己制定的有关外资并购的地方法规和地方行政规章；四是最高人民法院作出的有关外资并购的司法解释。在这些法律法规中，六部委联合出台的《关于外国投资者并购境内企业的规定》是直接规范外资并购的最重要的法律。

从我国外资并购的有效监管来看，现行的法律法规需要进一步完善。一是现有法律规则的效力层次偏低。涉及外资企业相关的法律，如《中外合资经营企业法》等，虽然效力层次较高，但未对外资并购作出直接规定，在外资并购的实践中，一般只能参照运用；目前，适用于外资并购境内企业的专门立法主要有《利用外资改组国有企业暂行规定》、《关于外国投资者并购境内企业的规定》等，均为部门规章，没有上升到法的层次，法律效力较低。二是部分法规之间相互矛盾，缺乏协调性。由于外资并购的立法效力位阶低，造成了各种法规之间的不协调、不一致，甚至是矛盾和冲突。如向外商转让上市公司国有股和法人股后企业是否

享受外商投资企业待遇问题等。三是配套法律不完善，不利于并购的实际操作。对涉及外资并购的反垄断或不正当交易、国家安全审查制度、法律制裁制度和措施、社会保障、市场准入后的行为监管等配套法律体系，目前还没有建立；现行法规一些条款也过于原则和简单，法规解释也不详尽，并购实践中碰到一些具体问题，往往缺乏可以直接参照的条文。比如对外资的认定标准、对债权人利益和职工利益的保护等。

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。

## **5.2 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。按照现行法律法规，商务部审核外资身份变更，商务部、工商局审查是否会造成垄断，国资委审核国有股转让，发展改革委审查是否符合产业政策，证监会审核信息披露事宜（如果被并购企业为上市公司），如果外资并购金融类公司还须获得银监会或者证监会、保监会的批准。这些主管部门虽各行其职，但却没有相互协调，对具体的外资并购可能产生的后果缺乏总体的、综合的评估。

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不一致。一些地方政府由于“政绩”驱使，在引进外资过程中急于求成，不计成本，不断加大优惠力度，特别是对并购中富余人员的安置、债务的承诺等，通过各种方式突破外资并购法律法规的约束；另一方面，按照国家规定，总投资（包括增资额）1亿美元及以上的鼓励类、允许类项目和总投资5000万美元及以上的限制类项目，由国家发展改革委核准项目申请，其中总投资5亿美元及以上的鼓励类、允许类项目和总投资1亿美元及以上

的限制类项目由国家发展改革委对项目申请报告审核后报国务院核准。一些地方政府为了引进外资，将大的外资并购项目分解成小项目，规避中央的审核。

目前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，切实把握住审批关，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。

### 5.3 外资并购的审核制度基本确立，审查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，但具体的审查机制仍需要进一步的细化和完善。

#### 5.3.1 外资并购行业准入审查

对外资并购行业准入的审查主要包括两个方面：一是对外资进入行业的规范，即那些行业允许外资进入，那些行业不允许外资进入；二是对外资股权比例的规范，即对允许外资进入的行业，对外资的持股比例的限制。我国对外资并购的行业准入审查的主要法律依据是《指导外商投资方向规定》和《外商投资产业指导目录》及其他相关的法规。

根据《指导外商投资方向规定》和《外商投资产业指导目录》，外商投资项目分为鼓励、允许、限制和禁止四类。鼓励类、限制类和禁止类的外商投资项目，列入《外商投资产业指导目录》；不属于鼓励类、限制类和禁止类的外商投资项目，为允许类外商投资项目；允许类外商投资项目不列入《外商投资产业指导目录》。对于部分限制类行业，有关部门还制定了特定的行业准入政策，如《外资参股证券公司设立规则》、《外资参股基金管理公司设立规则》、《外商投资电影院暂行规定》等。《外商投资产业指导目录》1997年首次颁布，2002年、2004年两次修订，总的趋势是对外商投资的行业准入逐步放宽（见表1）。

表1 我国外商投资行业准入的变化

行业准入的趋势	2002年《外商投资产业指导目录》的主要变化	2004年《外商投资产业指导目录》的主要变化
---------	------------------------	------------------------

<p>对外商投资的行业准入逐步放宽，限制或禁止外资进入国民经济命脉和国计民生的产业及一些“幼稚产业”，鼓励外商投资投资下列产业：</p> <p>---改造传统农业，发展现代农业，促进农业产业化。</p> <p>---交通、能源、原材料等基础设施和基础产业。</p> <p>----电子信息、生物工程、新材料和航空航天等高新技术产业、在华设立研发中心。</p> <p>----运用先进适用技术改造机械、轻工、纺织等传统工业，实现装备工业的升级换代。</p> <p>---综合利用资源和再生资源、环境保护工程和市政工程。</p> <p>---西部地区的优势产业。</p>	<p>新《目录》是在中国实施第十个五年计划、加入世贸组织形势下适时修订的，对原来的目录进行了大幅度修订，鼓励类由原来的 186 条增加到 262 条，限制类由 112 条减少到 75 条。</p> <p>1. 限制类不再分甲、乙类</p> <p>---原先的甲类纺织工业依然没有放开，但乙类纺织工业都已不再限制，而改为允许。</p> <p>---原先的甲类机械工业中基本上由限制改为允许，而乙类机械工业基本上由限制改为鼓励产业。</p> <p>---一般的电子工业基本放开，一些技术含量高的行业如卫星导航定位接受设备及关键部件甚至成为被鼓励行业。</p> <p>---交通运输业中放开了航空运输，船舶工业成为被鼓励行业。</p> <p>---证券、银行、保险、期货仍然是限制或禁止外商投资的领域</p> <p>---限制类新增了有关教育文化及广播电影电视业的内容</p> <p>2. 禁止类有松有紧</p> <p>---禁止类里放开城市供排水、煤气、热力管网的建设和经营以及一些石油化工行业（但仍属限制类）</p> <p>---禁止了一些稀有资源产业的进入，如稀土勘查、开采、选矿。</p>	<p>与 2002 年的目录相比，2004 年的修订变化不大。</p> <p>1. 在鼓励类行业中删除了一些技术含量低的制造产业和不符合宏观调控政策的产业</p> <p>---石油加工及炼焦业中删除了捣固焦、干熄焦生产</p> <p>---黑色金属冶炼及压延加工业中删除了宽厚板生产、镀锌及耐高腐蚀性铅锌合金板、涂层板生产、废钢加工</p> <p>---有色金属冶炼及压延加工业中删除了年产 30 万吨及以上氧化铝生产</p> <p>---普通机械制造业中删除了汽车、摩托车用铸锻毛坯件制造</p> <p>---交通运输设备制造业中删除了与摩托车相关的整车、发动机和关键零部件的制造内容</p> <p>---新增电子控制燃油喷射系统、电子控制制动防抱死系统、安全气囊及其他汽车电子设备系统制造</p> <p>2. 限制类行业新增了房地产业中的大型主题公园的建设、经营，信息、咨询服务业中的市场调查，教育、文化艺术及广播电影电视业中的广播电视节目制作、发行，电影制作</p>
---	---	--

<p>---- 产品全部出口的允许类项目。</p>	<p>--明确禁止外资投资期货公司 ---广播电影电视业适度放开，不再完全禁止，而是允许外商有限制的进入</p>	<p>3. 禁止类行业中新增了服务业中的社会调查</p>
---------------------------	--	------------------------------

在《外商投资产业指导目录》，对一些准许外商投资行业的股权比例也进行限制，有些行业规定“限于合资、合作”（指仅允许中外合资经营、中外合作经营），如高档纸及纸板生产、有些行业要求“中方控股”（指中方投资者在外商投资项目中的投资比例之和为51%及以上），如民用飞机设计与制造、或者“中方相对控股”（指中方投资者在外商投资项目中的投资比例之和大于任何一方外国投资者的投资比例），如年产60万吨及以上规模乙烯生产。

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，根据经济形势的发展变化，对“幼稚产业”和战略性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。

### 5.3.2 外资并购的反垄断审查

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，规定了外资并购涉嫌垄断的申报条件和豁免条件（见表2），确定商务部和国家工商行政管理局是反垄断审查的执行机构，同时还规定了反垄断的审查标准，既是否存在造成过度集中，妨害正当竞争、损害消费者利益的行为。

我国的反垄断审查制度只是初步建立，仍然存在许多不完善的地方。《关于外国投资者并购境内企业的规定》虽然规定了外资并购涉嫌垄断的申报条件，但如果外国投资者违反了上述申报条件，如何实施法律制裁并没有给出明确说明；虽然规定商务部和国家工商行政管理局是反垄断审查的执行机构，但对这两个主管部门的职能没有划分，也没有明确授权哪个部门来拟定反垄断职责的条文；虽然规定反垄断的审查标准，但对垄断程度如何衡量缺乏明确的界定，在实际审查中随意性太大，给反垄断审查过程中的“寻租”提供了可能性。因此，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。

表 2 外资并购涉嫌垄断申报的条件和豁免条件

外资并购涉嫌垄断申报的条件	境外并购涉嫌垄断申报的条件	外资并购垄断豁免条件
1. 并购一方当事人当年在中国市场营业额超过 15 亿元人民币； 2. 1 年内并购国内关联行业的企业累计超过 10 个； 3. 并购一方当事人在中国的市场占有率已经达到 20%； 4. 并购导致并购一方当事人在中国的市场占有率达到 25%。	1. 境外并购一方当事人在我国境内拥有资产 30 亿元人民币以上； 2. 境外并购一方当事人当年在中国市场上的营业额 15 亿元人民币以上； 3. 境外并购一方当事人及其有关联关系的企业在中国市场占有率已经达到 20%； 4. 由于境外并购，境外并购一方当事人及其有关联关系的企业在中国的市场占有率达到 25%； 5. 由于境外并购，境外并购一方当事人直接或间接参股境内相关行业的外商投资企业将超过 15 家。	1. 可以改善市场公平竞争条件的； 2. 重组亏损企业并保障就业的； 3. 引进先进技术和管理人员并能提高企业国际竞争力的； 4. 可以改善环境的。

### 5.3.3 外资并购的安全审查

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。

我国《指导外商投资方向规定》中明确将“外资危害国家安全或者损害社会公共利益”、“危害军事设施安全和使用效能”都列为禁止外商投资项目，但《外商投资产业指导目录》中列举的禁止类项目范围比较狭窄，只包括武器弹药制造业、卫星地面站、微波站等少数与国家军事和国防直接相关的行业。实际上，一个国家的国防实力是综合实力的体现，外资对一些鼓励和限制类的行业的并购，如机械装备、精密仪器、半导体、信息产业等，虽然从总体上不会对国防安全构成威胁，但外资并购行业内的某些企业和某些技术，仍然会影响国家安全和国防实力，因此，现行的外资并购行业准入政策不可能为国家安全审查提供法律依据。

现行的反垄断审查则更多的是从市场效率和社会公平的角度进行的审查,与国家安全审查的角度不一样,一项并购即使不构成垄断,也可能对国家安全造成损害,例如,有些并购虽然不影响市场竞争,但有可能影响军事合同的履行,直接导致美国外资并购国家安全审查制度的富士通并购 Fairchild 案可为我们提供参考。另外,由于专业性的要求,商务部和国家工商行政管理局也不可能成为单独成为国家安全审查的执行机构。

目前,迫切需要建立全面的外资并购国家安全审查制度。首先要将行业准入审查与对部分行业龙头企业的保护结合起来,虽然有些行业允许甚至鼓励外资进入,但由于中国的很多产业在跨国公司的全球分工体系中处于产业链的末端,外资以并购方式进入,并购行业中的龙头企业,有可能损害国家经济安全,特别是部分行业中规模大,有自主创新能力的龙头企业如果被外资并购,有可能长远的损害中国的自主创新能力;其次,中国作为发展中国家,对国家安全的标准应该作比较宽泛的解释,特别是关于国家军事国防安全,不仅要考虑与国防军事直接相关的产业,还应该注意其他的产业、技术、资源被外资并购可能对国防和军事安全产生的影响,关注产业安全和经济安全可能对国防军事安全产生的损害;最后,对外资并购的安全审查要建立联合工作机制,在目前对外资并购的统一审查机构没有建立之前,要特别注意这一点。

### 5.3.4 外资并购程序和过程审查

《关于外国投资者并购境内企业的规定》已经明确了外资并购的审批和登记、申报文件和程序,对外资并购程序和过程的审查制度基本建立,但对具体并购过程操作上的审查,仍需要进一步完善。例如对对债权人、企业职工的法律保护上,《外国投资者并购境内企业规定》规定,外国投资者股权并购的,并购后所设立的外商投资企业继承被并购境内公司的债权债务;外国投资者资产并购的,出售资产的境内企业承担其原有的债权债务。这种规定显然无法制止并购实践中地方政府和企业借并购之机恶意逃避债务,使银行债权被悬空的现象。针对这些现实的问题,需要对并购程序加以规范、细化以达到切实保护债权人的目的。在并购企业职工权益的保护问题上,与西方国家比较,中国社会保障制度起步较晚,尚不完善,国有企业承担了相当部分的社会职能,包括离退休职工和内退职工的工资和福利待遇等。而且各地对职工安置费用的规定也不相同,并购时外方为此要

支付一定数额的“门槛费”，这一部分进入并购成本很不透明，《利用外资改组国有企业暂行规定》中，把安置职工的义务安排给中方企业或国有产权持有人，对外国投资者应当承担的义务没有作具体要求，在这种情况下，外资并购有可能损害职工的利益，需要对相关的法律法规作进一步的修改和完善。

## 6、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。

### 6.1. 外资并购对股价的影响

从实证的角度看，外资并购事件的发生对股价的影响主要是看外资并购事件的公告会不会给相关股票带来超额收益。在一个有效的市场中，并购消息的公告是不会使投资者获得非正常收益的。

#### 6.1.1 数据样本和研究方法

本文选取了自 05 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。本文的所有数据均来自 WIND 金融资讯平台。

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市价模型，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。

将并购消息公告日确定为事件发生日，如果公告的发布日为非交易日，则事件发生日顺延至下一个交易日。引进时间窗口，将公告事件窗口定义为 61 天，即公告日前 30 天，公告日后 30 天。公告日时间定为第 0 天（若公告日为非交易

日，则公告日之后的第一个交易日为第 0 天）。将股票停牌日剔除，并以第 0 日为基准，依次向前或向后递推一日。

股票的收益率采用对数差分收益率表示，市场指数日收益率的计算与此相同： $R_{it} = \ln P_{it} - \ln P_{it-1}$ 。超额收益率为股票实际收益率与正常（预期）收益率之差。实际收益率即为根据市场上股票每日收盘价数据计算的对数差分收益率。而正常收益率的计算方法一般有三种，均值调整法、市场调整法和风险调整法。本文采用第二种方法，即用市场模型估计正常收益率，具体方法如下：先根据估计窗口的数据（本文将估计窗口定义为第  $t-30$  日之前的一年），利用市场模型计算各只股票的  $\alpha$  值，然后根据资本资产定价模型（CAPM）计算正常收益率：

$$\bar{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

其中  $R_{it}$  表示股票  $i$  在  $t$  日的正常收益率， $R_{mt}$  表示市场指数在  $t$  日的收益率。市场指数分别对沪市和深市的股票用上证指数和深证成指替代。表 3 表示的是用 OLS 方法回归的各个股票的参数值。

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it} \qquad AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

$$CAR_{it} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \qquad CAAR_t = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \qquad t \in [-30, 30]$$

其中  $AR_{it}$  为股票  $i$  在  $t$  日的超额收益率， $AAR_t$  为 8 只股票的平均日超额收益率， $CAR_{it}$  为股票  $i$  在  $t_1$  到  $t_2$  日的累计超额收益率， $CAAR_t$  为 8 只股票在  $t_1$  到  $t_2$  日的平均累计超额收益率。

表 3：参数的 OLS 估计结果

代码	600015	600102	600379	600801	000425	000932	000935	002032
名称	华夏银行	莱钢股份	宝光股份	华新水泥	徐工科技	华菱管线	四川双马	苏泊尔
$\bar{\alpha}$	-0.00031	-0.00023	-0.00014	0.000173	-0.00073	-0.00034	-0.00037	0.000484
$\bar{\beta}$	1.035	0.855	1.429	1.354	0.997	0.995	0.871	1.099

## 6.1.2 实证结果及分析

我们通过计算并购消息公告日前后样本上市公司的平均非正常收益率和 t 值，得出的相关结果如表 4：

表 4：公告日前后平均超额收益率

	AAR	T 值	AAR	t 值
-30	-0.00214	-1.087691	-0.0063	-1.09508
-20	0.001296	0.2318492	-0.00636	-1.70793
-10	-0.00172	-0.669053	0.000628	0.207171
-5	-0.00518	-1.5014 4	0.004207	0.767406
-4	0.003321	0.6680455	-0.00351	-1.28393
-3	0.01014	3.330581 10	-0.00181	-0.79594
-2	0.016783	2.488072 20	0.007019	3.824096
-1	0.016484	2.126406 30	-0.00179	-1.13518
0	0.003168	0.419753		

从表 4 中我们可以看出，在消息公告前三天内，并购消息给投资者带来了非常显著的非正常收益率，平均达到 1.4%，而且 t 值在 0.01 的水平上显著。相反，在消息公告当日及以后的若干天内，这种非正常收益并不明显，甚至在消息公告日后 2 天，非正常收益为负且 t 值在 0.1 的水平上显著。只有在第 20 天的时候超额收益为正且显著。由此我们可以得出如下初步的推论：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。表 5 和图 4 则更好地验证了这一结论。

表 5：公告日前后平均累积非正常收益率

时间区间	CAAR	T 值	
公	(-1, 1)	0.01336	0.80101
布	(-5, 5)	0.03337	1.77532
日	(-10, 10)	0.03787	2.45642
前	(-20, 20)	0.06397	3.38218

后	(-30, 30)	0.04000	1.91207
公	(-30, -1)	0.07767	3.39439
布	(-20, -1)	0.07266	3.28433
日	(-10, -1)	0.05339	4.16482
前	(-5, -1)	0.04154	3.65136
公	(1, 5)	-0.01134	-1.17455
布	(1, 10)	-0.01869	-1.85847
日	(1, 20)	-0.01186	-0.93898
后	(1, 30)	-0.04084	-2.80321

图 4：公告日前后 AAR 和 CAAR 走势图

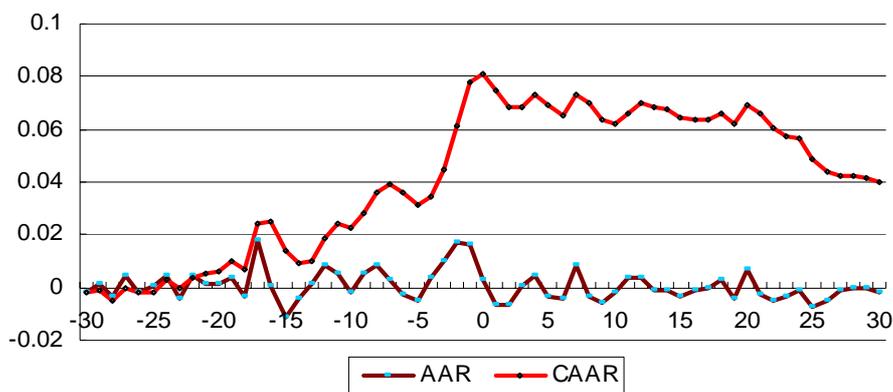


表 5 反映的是并购消息公告日前后的平均累积非正常收益率。从表 5 可以看出，公告日之前的四个时间区间里的 CAAR 均为正，且高度显著。而在公告日之后的四个时间区间里的 CAAR 均为负，其中(1,10)时段在 0.1 的水平上显著，而(1,30)在 0.01 的水平上显著。

在图 4 中我们可以发现，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，逐渐向零值回归。

为了进一步分析并购消息的公告对各个公司的影响，接下来我们计算了各个样本公司在消息公告日前后的日超额收益率和累积超额收益率，分别如下表 6 表 7 及图 5 所示。总体上看，表 6 中反映的在消息公告日之前 3 天，除了华新水泥和华菱股份，其他 6 只股票的日超额收益均为正。而在消息公告日后各只股票的反应不一，华夏银行存在过度反应，信息披露效应在相对较长的时间内延续，

而四川双马和苏泊尔则在信息披露后迅速做出修正。从图 5 中可以看出，除了华新水泥，各只股票在时间窗口中都取得了一定的累积超额收益。四川双马的累积超额收益高达 17%，但我们观察发现大多数的超额收益发生在事件公告日前几天内，而且这种累积超额收益在消息公告日后都开始减少（除了华夏银行）。

表 6：8 只股票公告日前后的日超额收益率

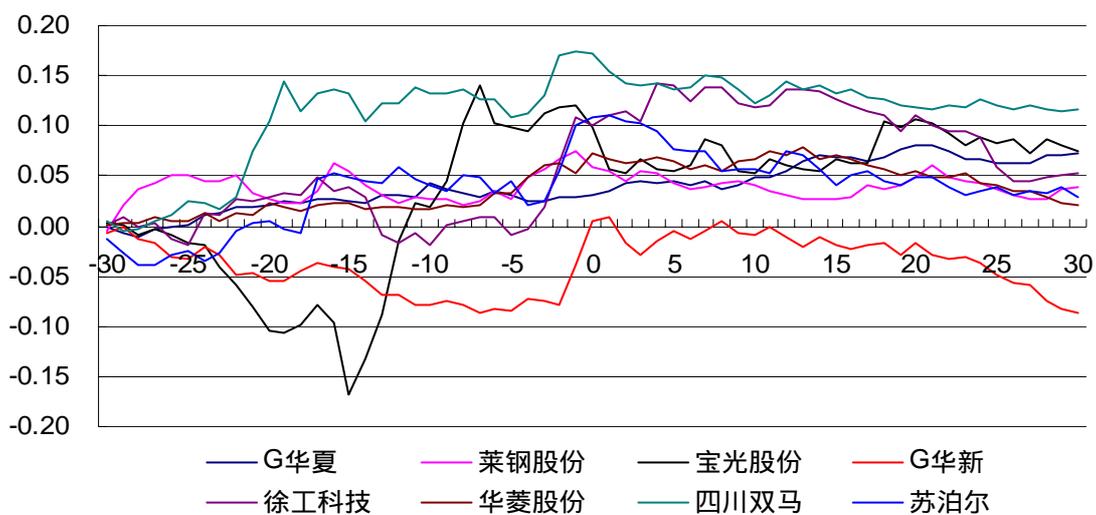
	华夏银行	莱钢股份	宝光股份	华新水泥	徐工科技	华菱股份	四川双马	苏泊尔
-30	-0.00185	-0.00414	0.00229	-0.00744	0.00078	0.00136	0.00421	-0.01235
-20	0.00285	-0.00559	-0.02574	-0.00712	0.00417	0.01025	0.02976	0.00180
-10	0.01413	-0.00276	-0.00303	-0.00138	-0.01164	0.00006	-0.00426	-0.00490
-5	-0.00384	-0.00652	-0.00349	-0.00318	-0.01785	-0.00064	-0.01825	0.01230
-4	-0.00601	0.02039	-0.00424	0.01294	0.00702	0.01528	0.00430	-0.02310
-3	0.00142	0.00952	0.01746	-0.00292	0.02057	0.01345	0.01781	0.00382
-2	0.00277	0.01008	0.00655	-0.00275	0.04538	0.00107	0.04053	0.03062
-1	0.00062	0.00813	0.00177	0.03805	0.04390	-0.00906	0.00376	0.04470
0	<b>0.00191</b>	<b>-0.01742</b>	<b>-0.02243</b>	<b>0.04440</b>	<b>-0.00694</b>	<b>0.01904</b>	<b>-0.00179</b>	<b>0.00857</b>
1	0.00327	-0.00430	-0.04056	0.00429	0.01012	-0.00700	-0.01792	0.00172
2	0.00789	-0.00829	-0.00394	-0.02650	0.00373	-0.00367	-0.01348	-0.00666
3	0.00330	0.00935	0.01358	-0.01181	-0.00951	0.00193	-0.00090	-0.00092
4	-0.00245	-0.00254	-0.01067	0.01498	0.03692	0.00493	0.00162	-0.00915
5	0.00138	-0.01026	-0.00058	0.00944	-0.00198	-0.00354	-0.00628	-0.01631
10	0.00908	-0.00549	-0.00212	-0.00107	-0.00364	0.00219	-0.01336	-0.00004
20	0.00480	0.00680	0.00916	0.01158	0.01438	0.00453	-0.00285	0.00775
30	0.00095	0.00241	-0.00754	-0.00348	0.00091	-0.00111	0.00253	-0.00896

表 7：8 只股票公告日前后的累积超额收益率

	华夏银行	莱钢股份	宝光股份	华新水泥	徐工科技	华菱股份	四川双马	苏泊尔
-30	-0.00185	-0.00414	0.00229	-0.00744	0.00078	0.00136	0.00421	-0.01235

-20	0.02086	0.02719	-0.10543	-0.05462	0.02984	0.02217	0.10469	0.00576
-10	0.04218	0.02614	0.01933	-0.07928	-0.01840	0.01612	0.13320	0.04113
-5	0.03033	0.02742	0.09872	-0.08490	-0.00940	0.03289	0.10835	0.04415
-4	0.02432	0.04781	0.09448	-0.07196	-0.00238	0.04817	0.11265	0.02105
-3	0.02573	0.05732	0.11193	-0.07488	0.01820	0.06162	0.13046	0.02487
-2	0.02850	0.06741	0.11848	-0.07764	0.06358	0.06269	0.17099	0.05549
-1	0.02912	0.07554	0.12026	-0.03959	0.10748	0.05363	0.17475	0.10019
0	<b>0.03103</b>	<b>0.05812</b>	<b>0.09783</b>	<b>0.00482</b>	<b>0.10054</b>	<b>0.07268</b>	<b>0.17295</b>	<b>0.10876</b>
1	0.03431	0.05382	0.05726	0.00911	0.11066	0.06568	0.15504	0.11048
2	0.04219	0.04553	0.05333	-0.01739	0.11439	0.06201	0.14156	0.10382
3	0.04550	0.05489	0.06691	-0.02920	0.10487	0.06394	0.14066	0.10290
4	0.04305	0.05235	0.05624	-0.01421	0.14179	0.06887	0.14228	0.09375
5	0.04443	0.04209	0.05566	-0.00477	0.13982	0.06533	0.13600	0.07744
10	0.04898	0.04010	0.05320	-0.00872	0.11827	0.06641	0.12282	0.05612
20	0.08121	0.04828	0.10674	-0.01632	0.10958	0.05463	0.11846	0.04929
30	0.07250	0.03908	0.07404	-0.08576	0.05204	0.02189	0.11673	0.02946

图 5：8 只股票公告日前后累积超额收益的走势



### 6.1.3 结论

从 8 只股票公告日前后累积超额收益的走势图中我们可以清楚地看到大多数股票由于并购消息的公布而获得了超额收益，这种超额收益不仅在短期内存在，在一个相对较长的时间内也是存在的。说明市场总体而言还是把外资并购当作利好消息来处理的。也说明了整个市场对外资并购的认同度在上升。

我国的股票市场还远未达到有效的程度，公告日前 3 天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漏的可能，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天已借消息之势出货获利了结。这也正好应了那句股市谚语“利好出尽是利空”。

## **6.2 全流通条件下外资并购可能出现的新情况**

### **6.2.1 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，外资并购的交易成本更底，数量会不断增加。

### **6.2.2 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，我国证券市场上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。

### **6.2.3 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，我国外资并购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。

#### **6.2.4 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—重组企业改善帐面收益—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，QFII、“一致行动人”也有可能成为并购主体。

### **6.3 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。

#### **6.3.1 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、QFII、“一致行动人”，则相应的身份难以确认。

#### **6.3.2 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暂行办法》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。

### 6.3.3 对中小股东利益的保护问题

根据《证券法》和《收购兼管管理办法》，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后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。

### 6.3.4 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、资金来源都不相同，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。

### 主要参考文献

- 叶军，2004，《外资并购中国企业的法律分析》法律出版社。  
桑百川，2005，《外资控股并购国有企业问题研究》，人民出版社。  
廖运凤、周清杰、李友元，2004，《外资并购与国有企业资产重组》，企业管理出版社。  
曹洪军，2005，《外资并购与中国外资政策调整研究》，人民出版社。  
刘恒，2000，《外资并购行为与政府规制》，法律出版社。  
Mody, Ashoka and Shoko Negishi, 2000, “Cross—Border Mergers and Acquisition in East Asia: Trend and Implications”, World Bank.