

产权市场的外资并购分析

何明¹, 王逢欣²

(1.北京理工大学 理学院, 北京 100081; 2.北京理工大学 管理与经济学院, 北京 100081)

摘要: 并购活动包括目标甄选、交易实施和企业整合三大步骤。由于证券市场的局限性和场外交易的风险性, 产权市场将会成为外资并购理想的主要交易场所。文章以交易实施中的交易市场作为研究对象, 重点阐述了外资并购在产权市场中的情况、问题和对策。

关键词: 外资并购; 市场体系; 产权市场

中图分类号: F830.593

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370(2007)01-0091-04

并购活动以企业的股权或资产作为交易对象, 是商品经济发展的高级产物。并购双方在市场上进行接洽和谈判, 最终签订合同并办理相应的变更手续, 完成整个交易。市场是并购的交易场所, 也是政府对并购进行监控的窗口, 而市场的交易成本和运作效率也将直接影响到并购的进程, 甚至决定其成败。外资并购是比国内企业并购更复杂的活动, 对交易的市场也提出了更高的要求。

一、外资并购的市场体系

外国投资者在中国进行并购活动主要通过有形的资本市场和无形的场外市场。其中, 资本市场以证券市场和产权市场为主, 场外市场以私下交易为主, 它们共同构成了我国外资并购交易市场的框架。多层次的资本市场可以涵盖各种外资并购的交易标的, 满足外国投资者对不同规模、不同成长阶段的目标企业以及不同类型目标资产的需求, 使各类外国并购者都有交易场所。资本市场可以分为以下几种:

(1) 主板市场。即沪深两个全国性的股票市场, 是外国投资者收购国内的上市公司的主要场所。考虑到金融安全和经济稳定, 国家对外国投资者在股票市场上进行并购有着较为严格的限制。

(2) 二板市场。深圳证券交易所的中小企业板作为规划中的二板市场, 是资本市场的新成员, 从2004年5月成立到现在只有一年多的时间。设立的目的是改善我国证券市场结构单一的局面, 以便为更多的企业特别是成长型和高新技术企业提供上市融资途径。由于成立时间短, 目前还没有外国投资者在二板市场上进行并购的案例, 但作为资本市场中不可或缺的成员, 深交所的中小企业板必将成为外资并购的潜在市场。

(3) 产权市场。理论界、交易机构和政府部门有意将产权市场建成我国的“三板市场”, 作为对主板市场和二板市场的补充, 搭建我国多层次资本市场的框架。产权市场是企业融资的重要渠道, 以上海联合产权交易所为例, 2004年其融资额已超过证券市场。外国投资者进行资产并购以及非上市公司的股权并购主要是通过产权市场进行的, 特别是对非上市类国有资产的收购, 有关规定明确表示必须在产权市场内进行交易。

场外市场主要是指并购交易的双方私下达成协议, 完成并购活动, 而不通过证券交易所或产权交易所等有形市场进行交易。场外交易不确定因素较多, 而信息不对称和交易不规范也加大了并购活动的风险, 不利于政府部门对并购活动进行监管, 特别是涉及国有资产的并购, 容易导致国有资产流失。本文重点对外资并购产权市场进行阐述。

二、产权市场的外资并购

以美国为例的很多发达国家的外资并购都是在证券市场上进行的。由于我国证券市场不发达, 为了金融安全和稳定国家没有完全放开证券市场, 外资进入限制较多。另外, 由于交易标的单一, 交易工具匮乏, 也使外国投资者在证券市场上进行并购受到很多限制。作为我国资本市场体系的重要组成部分, 产权市场已成为外国投资者并购境内企业的主要场所, 外资股权并购和资产并购都可以在产权市场上进行交易, 产权市场已成为有中国特色的并购市场。

1. 产权市场上外资并购的特征

(1) 交易标的范围广泛。产权市场中的外资并购作为证券市场的补充, 交易标的范围广泛, 交易品种多样。证券市场上的交易标的主要是上市公司的股

权。产权市场上交易标的可以是机器、厂房、设备等有形资产,或是商标、知识产权、专利、技术等无形资产;也可以是未上市的股份有限公司以及有限责任公司的股权;此外,还包括未改制的国有企业的产权。产权市场上丰富的交易标的,满足了各类外国投资者的需求,也为很多国内企业特别是不具备上市条件的企业提供了融资机会。

(2)外国投资者准入限制宽松。证券市场对外国投资者的进入限制较多,主要通过买入B股进行并购,收购未流通的国有股、法人股以及流通A股尚有一定困难。与其相比,产权市场对外国投资者较为友善。由于外资并购的结果是成立外商投资企业或被并购企业变更为外商投资企业,并购要符合《外商投资产业指导目录》、行业专项规定、CEPA的有关安排、WTO承诺等政策和法规,国家禁止外资进入的行业不能进行并购,除以上限制外,外国投资者进入产权市场并没有太多的障碍。

(3)主要交易方式。产权市场的交易方式主要有协议转让、拍卖、招标。并购的转让方向产权交易所提交申请和规定材料,经产权交易所审查后,进行项目挂牌。如果挂牌后只产生一个投资意向者,可以采取协议转让的方式,如果产生两个或两个以上的意向者,应该选择拍卖或招标的方式,这种规定可以很好地实现价格发现的市场功能。在产权市场上进行项目挂牌,可以充分发现投资人,吸引更多的买主竞价,避免暗箱操作,有利于交易的公允和公信,更有利于资产的增值保值。

(4)多数实行会员制。国内的产权市场很多实行会员制,各类会员为交易者提供不同的服务。会员制可以使产权交易所保持中立地位,充分发挥组织和监管的职能。经纪会员与产权交易所之间存在着唇亡齿寒的关系,一方面并购双方进场交易,经纪会员给予优惠安排,比私下交易节约成本,这样会吸引更多的并购者入场交易;另一方面,入场交易者的增多,繁荣了产权市场,也增加了经纪会员的服务机会和客户群。

2. 产权市场上外资并购的交易标的

按照所有制性质,产权交易标的可以分为国有类和非国有类。目前,我国产权市场上的交易以国有类为主。主要原因是,我国正处于经济转型的关键时期,国有企业改制、改善国有企业亏损等问题成为进一步加强市场经济建设的关键,产权市场是促进国有产权流动、盘活国有存量资产的途径之一。但是以国有类产权为主的交易标的结构存在一定的局限性,不利于吸引外国投资者。

外国投资者以并购方式进行投资有其战略和资

源的考虑,出于体制、债务负担、职工安置等顾虑以及投资的需求,外国并购者不一定会选择国有企业作为并购目标,从这个角度来看,会影响国有类产权占较大比重的产权市场对外国并购者的吸引力。在解决国有资产配置效率和流动问题时,也不能忽略其他非国有类资产,应当积极鼓励各类资产进场交易。数目众多的民营企业和其他性质的市场主体,也需要资产和权利的交易平台,特别是外国投资者的战略参与,可以帮助企业扩大规模,吸收先进的管理和技术,促进企业成长和发展。

证券市场上的问题是“一股独大”,产权市场则可以概括为“一权独占”,即国有类资产独占产权市场。解决产权市场上资产性质平衡的问题,可以考虑给予非国有类产权一些优惠安排,鼓励其进场挂牌交易。种类丰富的交易标的,既可以为外国投资者提供更大的选择空间,增加外资并购的机会,又可以解决国内其他企业的融资问题。市场的繁荣将会吸引更多的投资者进场,在一定程度上也增加了国有类产权交易的机会。

3. 产权市场上外资并购的价格确定

资产评估是产权市场上并购交易的一个重要环节,一些部门法规以及交易所的管理规定都明确表示,交易价格必须参照资产评估结果,有的还规定不得低于评估结果。由于会计准则和评估方法不同,中外方对目标企业的价值认定可能会存在较大差异。在实际操作中并购双方经常遇到的问题是,交易价格是否一定要高于评估结果,否则,对于涉及国有资产的交易,转让方将承担国有资产流失的责任。对交易价格的限制和约束是基于国家经济安全和政府监管的考虑,但是如果对价格进行过多干预,将违背市场经济的原则。

监管交易价格最突出的问题是,政府要掌握好限制与不限定的尺度。如果对交易价格约束过多,会使定价成为交易的障碍,影响资产流动性和资源配置效率,如果对交易价格不约束,将导致交易混乱和国有资产流失。怎样控制交易价格,政府对价格干预到什么程度,已经成为定价环节既关键又棘手的问题。以资产评估结果作为交易价格的参考标准是合理的,但最终的成交价格不一定要严格高于资产评估结果:

首先,资产评估的方法和标准不统一、不规范,评估结果未必与被评估企业或资产的真实价值相吻合。产权的评估定价包括有形资产,如土地、厂房、机器设备,也包括无形资产,如品牌、技术、专利。很多评估机构按照资产的账面价值进行评估,由于账面价值是静态价值,容易产生较大的误差。比如有些企

业的机器设备早已陈旧不堪,或是由于技术指标等问题不被外国投资者承认,如果仍按账面价值进行定价,就会遭到外国并购者的质疑。对于品牌和技术等无形资产的评估,不确定性和可操作性更大。因此,按照资产的市场价值,并考虑到资产未来的动态价值进行评估是较为合理的做法,这样更接近被评估资产的应有价值,增加评估结果的公信性和实用性。

其次,转让价格也不是越高越好,成交价格高于评估结果几倍甚至几十倍不一定就是资产的增值保值,很可能是追求短期利益的表现。国内企业将资产或者股权转让给外国投资者不是一劳永逸的交易,而是为了实现资源的有效配置,引进先进的管理和技术,是从企业续存与发展以及合理利用资源等战略角度出发而进行的交易。如果转让价格过高,超过了转让标的应有的价值,将会给并购者带来沉重的负担,对并购后的企业整合和资产运作产生不利影响,在高昂的收购成本下甚至会使并购后大有发展前景的新企业夭折。

4. 产权市场上外资并购的交易成本

交易成本和市场效率成反向变动,交易成本越低,市场效率越高。如果在市场中进行交易的成本高于私下交易,并购双方就不会进入市场进行交易,交易市场也就难以繁荣和发展,交易的冷淡必然会降低市场的流动性,低流动性将会导致市场交易成本进一步提高,从而使市场进入恶性循环的萧条状态。多数情况下,对并购交易实行市场化操作,可以降低交易成本,这也正是交易市场存在并繁荣的原因。影响市场交易成本的因素有:

(1) 并购者寻找目标企业的难易程度。并购者私下寻找目标企业将花费大量的时间和精力,通过中介服务机构寻找并购目标又要支付昂贵的信息费用,在对目标企业实行尽职调查的过程中还将承担信息失真等风险。产权市场内丰富的交易品种便于外国投资者迅速找到并购目标,既增加了交易机会,又免去了场外寻找的麻烦,从而降低交易成本。进入产权市场交易,并购者不需要支付信息费用,只在并购成交后支付经纪佣金,毕竟中介机构的信息费用比产权经纪的佣金高出许多,从而节省了交易费用。有的产权交易所还建立了数据库,根据行业、交易金额等投资需求向投资者发布项目信息,为投资者寻找目标带来了极大的便利。

(2) 交易手续的繁杂程度。交易手续和流程的繁杂直接影响到交易达成的时间,进而影响交易的总成本。产权市场上的交易只是完整并购活动的一部分,并购双方完成产权转让和结算后,还要到商务主

管部门进行合同和章程的审批,到工商部门进行股权变更登记,如果并购后新设外商投资企业,还要办理税务、土地使用、外汇、海关、财政等相关的登记手续。如果在产权市场上耗费过长的时间,可能会影响办理其他登记变更手续。交易手续、流程的设置不是为了考验并购双方的耐心和毅力,应当从交易者的角度出发进行设计和管理,省略非必要环节,为并购创造便利条件。例如,北京产权交易所率先开设了外币结算账户,外国投资者可以直接以外币进行交易,免去了货币兑换的麻烦和风险,提高了交易效率。

(3) 交易费用和机会成本。交易成本分为显性成本和隐性成本。显性成本包括向产权交易所支付的手续费以及向中介机构支付的咨询费、评估费、经纪佣金等,隐性成本包括时间成本、机会成本等。其中,机会成本主要是指外国投资者放弃在其他国家进行并购所带来的可能更大的收益,比如在目标企业条件都相同的情况下,周边国家交易市场的效率优于中国,外国投资者可能选择并购日本或韩国的企业,以花费更少的时间、精力和资本。

5. 产权市场的法规和监管

目前,与外资并购没有完整的法律约束相似的是,我国还没有统一的产权交易法律法规,这与尚未形成全国性的产权市场也有一定关系,目前主要依照地方产权交易市场的管理规定对产权交易进行约束和规范。地方性的管理规定毕竟没有法律法规约束效力强,完备的法律约束也是规范产权市场和产权交易的必要条件。在制定产权法规时需要明确的有:规范交易主体,主要是买卖双方和服务机构的资格,以及两者和政府管理部门的关系;规范交易客体的品种、创新和价格;规范交易机制和市场竞争秩序,包括信息披露制度、竞价制度、合同签订、支付方式、结算交割等;规范产权市场的性质和组织形式,主要是产权交易机构营利性、非营利性以及事业法人、企业法人的问题。产权市场需要与《证券法》相对应的《产权法》进行约束和规范,交易法律是否健全也是外国并购者在权衡投资的法制环境时会考虑的因素之一。

地方产权市场的监管主要是国有资产管理部门,因为产权市场一个主要功能是推进国有企业改制和盘活国有资产,这种分配容易忽略对非国有类资产交易的监管。以上海联合产权交易所为例,主管部门是市国资委,监管部门是市产管办。如果政府有意将产权市场作为三板市场以构建多层次的资本市场,可以考虑参照证券市场的监管办法,设立“产权市场监督管理委员会”,“产监会”将与现有的证监会并列成为资本市场的主管机构。考虑到我国产权市

场的特殊情况,肩负国有企业改制成果的变现和流通,可以将国资委中管理国有产权的部分合并到“产监会”,在“产监会”中设立专门管理国有类产权交易的机构。政府既不能对市场进行过多干预,又不能任由市场无约束的发展,按照市场经济规则对市场进行监控,充分发挥政府对调控经济的职能,是市场监管的目标和原则。

三、结 语

统一、竞争、开放、有序的市场和公正、公平、公开的交易,是发展市场经济的要求,也是交易双方理

想的交易环境。证券市场和产权市场都在不断改善服务环境和交易机制,特别是产权交易所在恢复往日的繁荣之后正处于快速上升的发展时期,也处于培养客户群体、获得市场认可的过渡阶段。通过公开有形的市场进行并购,在交易成本和公信度等方面有着私下交易无法比拟的优势。随着我国入世承诺的逐步兑现,市场进一步向外国投资者开放,国家对外资准入的限制也变得越来越宽松,并购交易市场的成熟化和规范化为外资并购创造了有利条件,必将使并购成为吸引外资新的增长点。

参考文献:

- [1] 叶军. 外资并购中国企业的法律分析[M]. 北京: 法律出版社, 2004.
- [2] 刘小云. “外资并购”将成为资本市场新亮点——2003 外资并购境内企业高层论坛综述[J]. 国际经济合作, 2003 (10): 45- 46.
- [3] 郭国庆, 陈凯. 论我国产权交易市场的本质属性与运行机制[J]. 中国科技论坛, 2004(4):75- 77.
- [4] 上海联合产权交易所法律监管部. 走向规范化建设的产权市场[J]. 上海国资, 2004(11).
- [5] 范俊. 产权市场正在成为第四资本市场[J]. 上海国资, 2005(1).
- [6] 杨卫红. 我国企业产权交易的研究[J]. 科学与管理, 2004(1):26- 27.

On Foreign-Capital Merger & Acquisitions in Property Rights Market

HE Ming¹, WANG Feng-xin²

(1.School of Science Beijing Institute of Technology, Beijing 100081,

2. School of Management and Economics Beijing Institute of Technology, Beijing 100081)

Abstract: Merger & acquisitions (M&A) goes in three steps, object distinguishing, trade actualizing and enterprises integrating. Since the limitation of securities business and the venture of curbstone trade, property rights market will be the mainly ideal trade place of foreign-capital M&A. The status, issues and countermeasures of foreign-capital M&A in property rights market are especially expatiated in this paper via choosing the trade market in the trade actualizing step as the research subject.

Key words: Foreign-capital M&A; Market system; Property rights market

[责任编辑 孟青]

(上接第 90 页)

A Optimization Study of Two-echelon Distribution Network under Uncertainty in Supply Chain

GUI Xian, DU Gang

(School of Management Tianjin University, Tianjin 300072)

Abstract: The distribution costs comprise four items: fixed costs, transportation costs, inventory holding costs and backordering costs in the supply chain. It is a difficult problem how to reduce the total expected distribution costs on the based of keeping the sales in the supply chain management. In this paper, we proposed a optimization bi-level programming model of two-echelon distribution network with a supplier, multi-distribution-centers and multi-shops based on analyzing a distribution model with a supplier, a distribution center and multi-shops under the condition of centralized control and uncertainty demand and capacity of distribution center, solves the model with intelligent optimization algorithm. The simulating results denote that it is effective to use our model to optimize the two-echelon distribution network in the supply chain under the condition of uncertainty demand and capacity of distribution center.

Key words: supply chain management; distribution network; intelligent optimization algorithm

[责任编辑 箫姚]