

企业跨国并购的金融支持:美日经验借鉴

陈秀花¹, 宿玉海^{1,2}

(1. 山东财经大学 金融学院, 山东 济南 250014;

2. 山东财经大学 山东金融发展研究院, 山东 济南 250014)

摘要: 跨国并购是企业对外直接投资的一种方式, 如何发挥金融业的服务功能, 支持企业跨国并购成为一个重要的命题。发达国家对跨国并购的支持力度普遍高于发展中国家。为增强企业在跨国并购中的竞争力, 政府都采取各种措施为本国企业提供金融支持。借鉴美国和日本对本国企业跨国并购的金融支持措施, 提出对中国跨国并购金融支持体系构建的政策建议: 建立相关的法律支持体系和政策性金融支持体系, 通过建立海外投资保险制度及税收优惠政策来促进跨国并购, 政府提供相关的信息服务及建立专门的跨国并购基金, 帮助企业进行跨国并购活动。

关键词: 跨国并购; 海外私人投资公司; 海外投资保险; 金融支持

中图分类号: F831.7

文献标识码: A

文章编号: 2095-929X(2017)02-0009-09

0 引言及文献综述

近年来中国政府加快实施“走出去”战略步伐, 鼓励和支持有条件的企业实施对外直接投资 (OFDI), 中国企业融入全球经济的内生动力日益增强^[1]。跨国并购是国际直接投资的一种重要方式, 一般来说, 一国的金融系统越发达, 越有利于一国企业跨国并购的发展。这主要是因为金融发展会拓宽融资渠道、扩大可融资规模、促进金融机构融资效率提高, 从而促进企业海外并购的融资。因此, 如何发挥金融业的服务功能支持企业跨国并购成为一个重要的命题。发达国家对跨国并购的支持力度普遍高于发展中国家。为增强企业在跨国并购中的竞争力, 政府都采取各种措施为本国企业提供金融支持。

国内外学者在 20 世纪 90 年代以前对跨国并购问题的研究较少, 研究主要集中在对外直接投资方面。从 20 世纪 90 年代后期开始, 跨国并购成为对外直接投资的主要形式, 由此展开了对跨国并购的研究。国外学者对跨国并购理论的研究最初主要集中在并购动因和并购效应上。随着研究的深入, 学者们对影响跨国并购的决定因素进行了分析, 其中很多研究都涉及了金融发展对跨国并购的影响。如 Kish 等^[2]首先分析了金融要素发展现状对美日两国企业进行跨国并购的影响。Alfaro 等^[3]通过实证分析表明, 金融体系发达的国家在利用 FDI 方面更有效率, 金融市场的发展对一国的 FDI 有明显的促进作用。Giovanni^[4]用引力模型研究金融对跨国并购的决定因素, 他认为, 有活力的股票市场会增加使用股权融资交易的可行性, 而股票价格的反弹则

修回日期: 2016-10-08

基金项目: 山东省金融产业优化与区域发展管理协同创新中心研究项目“山东企业跨国购并的金融支持研究”(14AWTJ01-16)。

作者简介: 陈秀花, 女, 山东临朐人, 金融学博士, 山东财经大学金融学院副教授, 研究方向: 国际金融, Email: 7828988@qq.com; 宿玉海, 男, 山东潍坊人, 金融学博士, 山东财经大学教授、博士生导师, 山东金融发展研究院院长, 研究方向: 国际金融。

会提振 CEO 进行跨国投资尤其是跨国并购的信心。Alfaro 等^[5]的研究则发现金融深化与 FDI 之间存在显著的正相关关系,金融深化程度越高的国家,对外直接投资越发达。Hea-Jung 等^[6]及 Juan 等^[7]研究发现,因金融市场自由化而引致的金融深化对跨国并购的活动的增加起着重要作用,同时监管改革有助于创建更好的体制结构,从而有助于市场的发展。Rabin 等^[8]利用亚洲 10 个发展中国家 1990-2006 年的数据,Nicolas 等^[9]利用欧元区的数据,Douglas 等^[10]利用亚洲(包括中国及中国香港在内)9 个发展中国家的数据进行了实证分析,Elikplimi 等^[11]用 11 个非洲国家 1993-2008 年的数据,Manish 等^[12]用印度的数据进行了实证分析,结论都表明,金融发展促进了跨国并购的发展。

近年来,中国金融市场发展与跨国并购之间的联系也越来越紧密。国内研究学者根据国外实证分析得出的结论,都普遍认为,金融自由化能够为跨国并购提供相应的制度保障,资本市场的发展则可以为跨国并购提供交易平台,金融发展为跨国并购提供融资渠道,因此,跨国并购需要构建完善的金融支持体系。如招商银行马蔚华^[13]认为,过去 20 年间,中国 70% 的海外并购是失败的,失败的主要原因就在于中国金融体系支持不到位。

严明^[14]在其专著《海外投资金融支持——以中国企业为对象》中,首先提出了海外投资的金融支持问题。对企业跨国并购的金融支持通常分为政策性金融支持和商业性金融支持,虞瑾^[15]、刘铁磊^[16]等从政策性金融支持角度提出了完善跨国并购金融支持体系的建议;宋宏^[17]则认为,应完善跨国并购过程中的商业性金融支持与服务。闫飞^[18]、谭小芳等^[19]从融资的角度分析了我国企业跨国并购中存在的问题,并提出了融资层面的政策建议;还有一些学者认为应该发展私募股权投资基金(PE)来促进企业的跨国并购,如许海波^[20]认为,并购基金作为战略投资者参与国内企业的跨国投资,可以降低跨境投资的金融、法律与运营风险。

综上所述,各国大量的实证文献表明,金融自由化和金融发展水平的提高,对企业的跨国并购会产生积极的影响。一般来说,一国的金融支持体系越发达,越有利于该国企业跨国并购的发展。因此,企业在从事有益于本国经济发展但具有高风险特征的跨国并购活动时,政府部门应该积极支持与配合,构建有利于本国企业跨国并购的金融环境,从而提高跨国并购的效率。本文在系统梳理美国和日本对本国企业跨国并购的金融支持措施的基础上,对中国跨国并购金融支持体系的构建提出了一些创新性和可操作性的政策建议。

1 美国企业跨国并购的金融支持措施

二战后,美国政府逐渐放松了对企业的垄断控制和管制措施,同时采取了一系列政策措施来保护私人海外投资的权益和安全,从而有力地刺激了美国对外直接投资和跨国并购的增长。

1.1 法律及制度保障

美国是世界上第一个通过立法对海外投资和跨国并购施以保护的国家。1948 年的《经济合作法》、1951 年的《共同安全法》和 1961 年的《对外援助法》,共同构成了美国对外直接投资和跨国并购的法律制度保障。其中,《对外援助法》是对外直接投资的基本法,在其第 601 节中明确规定,美国政府的政策是鼓励私人参与发展中国家的经济发展,并通过各种措施鼓励这种参与。如帮助私人企业寻找投资机会、通过谈判签署有利于私人海外投资的税收优惠条约,对外援助尽可能通过私人投资渠道完成,提供对外直接投资违约索赔,通过信贷支持、信息服务等,对本国的对外投资给予多方面的支持。通过这种所谓的对外援助,实则极大地促进了美国的私人海外投资,成为其扩展海外市场、获取海外资源的重要工具。美国对外援助的具体执行机构是 1961 年 11 月成立的美国国际发展局(AID),其中的“扩展的风险保证计划”,给对外投资中面临的所有风险提供高达海外投资额 75% 的政府担保。1969 年,美国又设立了海外私人投资公司(OPIC),用其所负责的海外投资保险制度取代了原来“扩展的风险保证计划”。1980 年以后,美国政府更加重视其私人的对外投资和

跨国并购活动,颁布了一系列法律,如1980年通过了《中小企业经济政策法》、1981年通过了《经济复兴税法》、1982年的《准时付款法》和《小企业技术创新法》等,并通过对高科技企业提供资金援助、建立中小企业发展中心,实施技术转让计划等政策来推动中小企业的跨国并购活动。

1.2 金融支持

美国政府向企业提供的优惠贷款,成为美国企业跨国并购资金来源的重要补充,在企业的跨国并购中起了重要作用。美国进出口银行和海外私人投资公司是美国政府支持企业海外并购的主要执行机构,此外还有贸易发展署和中小企业局。

1.2.1 美国进出口银行的金融支持

美国进出口银行创立于1934年,是美国的政策性金融机构,其宗旨是通过提供商业银行不能提供的信贷支持来促进美国商品的出口。在美国进出口银行的对外贷款业务中,有两项贷款是专门针对跨国公司对外投资和跨国并购活动的,分别是开发资源贷款和对外私人直接投资贷款,前者由进出口银行按提供45%的贷款,用于东道国战略物资资源的开发;后者由进出口银行直接对跨国公司给予贷款,帮助它们进行海外投资和跨国并购,扩大海外市场份额,提高产品的国际竞争力。^①

同时,美国政府为了确保其政策落地和目标实现,在进出口银行之后,又于1971年组建了美国海外私人投资公司(OPIC),会同美国贸易和开发署(TDA)以及美国小企业管理局(SBA),专门为美国企业开拓海外市场提供资金和信息服务。并且国务院、商务部、运输部、财政部等都有专门负责促进出口的部门,这些部门之间互相协调合作,为跨国公司、中小企业海外投资和跨国并购提供信息、咨询、可行性研究等各项服务。

1.2.2 海外私人投资公司的金融支持

美国于1948年首创了官方海外投资保证制度。作为世界首家海外投资保险机构,海外私人投资公司(OPIC)于1971年开始运营,并直属国务院。OPIC是美国政府的开发性金融机构,通过动员私人资本向发展中国家进行投资,在帮助发展中国家解决其发展中的关键问题的同时,来推动美国的外交策略。OPIC与美国私人资本合作,通过提供各种金融服务促进美国企业的对外投资和跨国并购,帮助美国企业在新兴市场立足,增加收益和就业机会。OPIC虽然是美国政府机构,但却自负盈亏,其运行资金并不通过政府预算拨付。通过订立双边投资保证协定,使OPIC能够取得在东道国的“代位求偿权”,从而把私人对外投资关系上升到国际法保护的高度,这种国内国际制度的联系保证了实践层面的可操作性。^②

OPIC提供的金融服务包括:通过提供直接贷款或贷款担保的方式,为美国企业向发展中国家和新兴市场国家的投资和跨国并购提供中长期融资,而传统的金融机构一般不愿意或无法提供这种贷款;为投资于海外项目的私人投资基金提供支持;为企业海外投资提供政治风险(包括可能遭遇的战争风险、政治动乱、财产没收和货币不可兑换等风险)保险。OPIC通过这些金融服务,支持美国企业的对外投资和跨国并购。对一些政治不稳定国家的投资项目提供长期贷款,海外私人投资的这些独特的定制产品促进了美国企业向一些高风险的国家和地区进行投资。

1.2.3 美国贸易和开发署的金融支持

美国贸易和开发署(USTDA)成立于1981年,其宗旨是通过向新兴经济体的优先发展项目(包括能源、交通和电讯部门)进行资助,促进美国企业参与规划和执行在东道国的优先发展项目,推动美国商品和劳务的出口,并促进新兴经济体的经济增长。该机构的目标是帮助东道国建立贸易基础设施,将美国技术专长与海外发展的需要相匹配,并帮助美国企业和新兴经济体之间建立起持久的业务合作伙伴关系。通过确定资助项

^①参见:<http://www.exim.gov/> 美国进出口银行官网。

^②参见:<https://www.opic.gov/> OPIC官网。

目和对项目进行可行性研究、增加反向贸易方面的投资、技术示范、培训和专业行业的研讨会及其他形式的技术辅助措施,USTDA 帮助美国公司获得海外商机,增强美国公司对外投资及跨国并购的竞争力。其中,资助项目可行性研究的费用能够占其整个预算的大部分。小企业是美国经济的基础,在全球市场中扮演关键角色。USTDA 通过其独特的对外援助项目,支持帮助美国的小企业向新兴经济体扩张。在执行其任务时,USTDA 依赖小的专业技术咨询和工程公司进行尽职调查,帮助寻找项目,提供具体指导,评估每个项目的技术和经济影响并为它们提供融资。^①

1.2.4 美国联邦小企业署的金融支持

进入 20 世纪 80 年代后,美国政府开始重视中小企业在对跨国并购中的作用。1953 成立的美国联邦小企业署(SBA),主要以贷款、贷款担保、咨询会议及其他形式向小企业提供帮助。SBA 向美国小企业的对外直接投资提供直接贷款或融资服务,促进美国小企业向新兴经济体的投资。其贷款种类齐全,从最小的微型贷款需求,到巨额的债务和股权投资资本(风险资本)都可以提供。贷款对象十分广泛,凡是年销售额小于 500 万美元,雇员 500 人以下,并且独立经营的小企业都有资格向 SBA 申请贷款。此外,根据 1958 年的投资公司法案,美国还设立了小企业投资公司(SBIC),在 SBA 的许可和监管下,向私人拥有和经营的风险资本投资公司提供资金,并专门向高风险的小企业提供长期的债务的权益投资。^②

1.3 美国跨国并购金融支持的主要特点

1.3.1 主要通过政策性金融机构,对本国企业的跨国并购进行资金支持

从美国进出口银行的资金来源看,其资本金全部由联邦政府拨付,利润除小部分上缴财政外,大部分用来充抵准备金,借入资金包括财政部借款和联邦筹资银行的中长期资金,因此,美国进出口银行资金实力雄厚,不会产生支付危机,即使有些年度出现亏损,也仍然可以为企业提供资金支持。OPIC 的资金来源虽然主要是公司自有资本及银行贷款,但政府的廉价借贷资金也起了重要的补充作用,其提供的海外投资保险,及有限追索权为基础的项目融资,全部由美国政府的信用作背书。

1.3.2 重视并大力支持小企业的海外投资及跨国并购

鉴于小企业地位重要却又面临诸多困难,美国政府对小企业一直采取鼓励和扶持政策。由于越来越多的小企业依赖出口维持生存,美国国会于 1983 年通过了《小企业出口扩大法》,鼓励成立出口型企业,对小企业的发展 and 成长发挥了重要作用。出口扩大法使得小企业能够获得最高 50 万美元的贷款,由进出口银行负责向出口型小企业提供。为了鼓励小企业通过对外直接投资和跨国并购进入海外市场,政府成立了美国联邦小企业署(SBA)、小企业投资公司(SBIC)及小企业发展中心,专门对高科技小企业提供资金援助,从而有效促进了小企业的海外投资和跨国并购业务。

2 日本企业跨国并购的金融支持措施

日本在 20 世纪 60 年代之后开始逐步放宽限制,鼓励和促进日本企业进行海外投资和并购活动。日本是发达国家中进行跨国并购和海外直接投资最积极的国家之一,企业在面对跨国并购和对外投资风险时,会积极寻求政府支持和援助。日本至少有 8 个机构参与对跨国并购的促进活动,包括外务省、通商产业省、财务省和日本银行等。

2.1 法律支持

二战后,随着日本国内经济的复苏,日本企业的跨国并购活动开始逐步发展起来。20 世纪 50 年代开始

^①参见:<https://www.ustda.gov/> 美国贸易和开发署官网。

^②参见:<https://www.sba.gov/> 美国小企业署官网。

实施的贸易立国的经济发展战略,使得日本的贸易顺差迅速积累,日本企业累积了大量外汇,从而有能力进行大规模的海外投资。自20世纪70年代初开始,日本开始实施相对宽松的政策。同时,受“广场协议”后日元升值的影响,进入20世纪80年代中期后,日本对外直接投资尤其是对美国的并购案件急剧增长。20世纪90年代初随着日本泡沫经济的破灭,日本经济陷入长期萧条,企业对外投资及跨国并购的积极性也随之降低。为此,20世纪90年代中后期,日本国内一方面进行经济结构改革,另一方面通过修改相关法律,放开对并购领域的一些限制。1999年日本修改了其《商法》,引入股票交换制度,允许用股票交换制度进行并购。同年10月颁布了《实业复兴法》,2000年通过了《商法修正案》和《劳动合同继承法》,2002年通过了《公司法》,通过这些法律,给日本企业跨国并购提供税收优惠和其他便利,从而使企业的跨国并购活动更加容易施行。

2.2 直接资金支持

日本政府对跨国并购的资金支持是通过政府的政策性金融机构和一些半官方金融机构以及大型商业银行来实现的。政策性金融机构主要是日本输出入银行和后来的日本国际协力银行,而为跨国并购服务的半官方机构则分别是日本贸易振兴机构和日本工商会议所。

日本进出口银行(JEXIM),1950年成立时名为日本出口银行,于1952年更名为日本进出口银行,业务范围扩展至进口融资,是日本政府出资建立的主要金融机构之一。JEXIM是为促进国际贸易发展提供融资的银行,为支持日本贸易和海外投资提供一系列的服务,1999年与日本海外协力基金合并成为日本国际协力银行。在合并前,为日本企业跨国并购提供资金支持方面发挥了重要作用。JEXIM的资本和储备,由国库一次性拨付,从1953年开始为日本企业提供海外投资贷款。贷款可以直接提供给东道国的政府或企业,也可以采取联合贷款或贷款担保的方式,或者对从事跨国并购的日本企业直接进行股权投资。

日本国际协力银行(JBIC),是日本的一家公共金融机构和出口信贷机构,于1999年10月1日,在合并日本进出口银行和日本海外协力基金的基础上组建而成。JBIC由日本政府全资拥有,其预算和运营受日本国际协力银行法监管。该机构的主要目的是促进日本和海外国家之间的经济合作,为对外投资提供资源和促进国际贸易发展,在促进日本的进出口和海外投资方面发挥了重要作用。在2008年10月1日日本政策金融公库(Japan Finance Corporation, JFC)成立后,JBIC成为JFC的国际金融部。JBIC的贷款方式主要通过两种方式:国际金融业务(international financial operations, IFOs)和海外经济业务(overseas economic operations, ODA)。IFO通过贷款和股权参与的方式,为日本企业的海外项目(包括发展中国家和发达国家)提供资金支持。而ODA则主要针对发展中国家,尤其是亚洲国家,为这些国家的社会转型和基础设施建设项目提供长期低息贷款。多年来,其海外投资贷款占其业务总量的40%以上,2011年以后,更是达到50%以上,从资金方面极大地支持了日本企业的跨国并购活动。^①

前身为日本贸易振兴会的日本贸易振兴机构(JETRO),主要以中小企业为主,支持日本企业走出去,并充分发挥JETRO驻海外事务所的作用,在开拓海外市场方面,为企业提供当地被并购公司的精确信息,同时针对日本企业海外并购的东道国政府开展工作,在完善投资环境等方面为日本企业提供支持。日本的地方性金融机构则为中小企业提供融资。日本政府还对跨国并购的中小企业提供无息贷款,此外,日本还建立了“外汇贷款制度”,日本政府的资金支持极大地刺激了日本企业的对外投资需求,带动了跨国并购的发展(其中对能源的支持力度最大)。^②

2.3 税收优惠政策

日本政府鼓励企业对外投资的税收优惠政策包括税收抵免法和海外投资亏损准备金制度。在计算税收

①参见:<http://www.jbic.go.jp/en> 日本国际协力银行英文官网。

②参见:<https://www.jetro.go.jp/en/> 日本贸易振兴机构英文官网。

抵免时,对持股时间和持股比例通常有一定的要求。一般要求,日本公司对海外子公司的持股比例超过25%,连续持股时间超过六个月,可享受税收抵免的优惠,并且在计算抵免限额时允许将亏损国的亏损额扣除,这样可增大抵免限额,减轻境外投资企业税负。此外,日本从1960年开始实施海外投资亏损准备金制度,使企业和政府共担海外经营风险。其核心内容是:对于一些满足特定条件的对外直接投资,将其投资的一定比例计入准备金,享受免税待遇,若对外投资发生损失,则可用准备金进行补偿;若投资没有发生损失,该部分金额积存5年后,从第6年开始将准备金分成五份,逐年纳税。

2.4 海外投资保险制度

日本在对外投资保险方面设计了一系列的制度支持。1950年日本实施了出口信用保险制度,1956年,创设了海外投资(原本)保险制度,1957年增加了海外投资利润保险,1970年将海外投资(原本)保险和海外投资利润保险合并,并于1972年,创设了旨在对开发进口海外矿物资源进行保护的投资保险制度^[18]。1987年日本修改了《出口保险法》,提出了对外直接投资业务涉及的三种保险,即:提前支付保险、中间保险和投资保险。日本企业确定海外投资计划时,提出海外投资保险申请,由通产省审查合格后,即可对海外投资的本金和利润进行保险。此外,日本政府积极与其他国家政府签订了投资保护协定,以改善对外投资环境。

2.5 日本跨国并购金融支持的主要特点

2.5.1 政策性金融机构的支持

日本的对外投融资通常主要是通过商业性金融机构来完成,只有政府特别关注的对外合作项目才会获得政策性金融机构的支持。从JBIC的资金来源结构看,政府为其政策性金融机构提供了充足的资本金和稳定的业务融资渠道。该行国际金融合作账户资本及准备金占总资产的比为13.82%,海外经济合作账户资本及准备金占总资产的比为56.16%,两个账户合并后,这一比率高达34.49%^[21]。如此充足的资本,在国际银行业中实属罕见。除了政府拨付资本外,该行其余的绝大部分资金来源于政府借款。此外,该行还可享受免税优惠。充足的资本和长期的低成本资金来源,加上免税优惠,确保了政策性金融机构的低成本运营,从而使日本政府支持海外投资和跨国并购的金融政策极具竞争力。

2.5.2 资源开发导向型的金融支持措施

众所周知,日本是一个资源贫乏的国家,因此非常重视对境外资源的开发和利用,其对跨国并购的金融支持也表现为资源开发导向型,日本的金融机构通过各种金融支持措施,促进企业到境外参与资源开发项目。与一般企业相比,资源性企业可以获得其他更多方面的支持。对于从事资源开发项目给予优惠利率贷款,且期限更长。对于资源性企业的跨国并购活动,除常规的资金支持外,针对资源开发的高风险性,专门设立了资源投资亏损准备金制度,并由政府出面,先后成立了石油开发公团和金属矿产事业公团,建立全球矿产资源信息系统,引导海外矿产资源的勘查与开发,向跨国企业提供各种信息服务;设立了海外风险勘查基金,按照有偿使用和风险投资相结合的原则,对资源勘查进行事前补贴(补贴金额通常在50%~100%),如果项目失败,由基金提供的补贴不必偿还,若项目成功,则必须偿还,甚至要溢价偿还。

3 发达国家跨国并购成功经验的借鉴

3.1 建立相关的法律支持体系

美日两国都有专门针对海外投资和跨国并购方面的法律,通过立法,使企业的跨国并购活动有法可依。而且两国的法律都体现了政府的政策意图,通过立法对政府支持的对外投资和跨国并购活动进行鼓励。除了国内的立法保护外,政府还通过与其他国家签订双边、多边条约或双边投资保护协定,对私人海外投资进行外交支持。而我国政府在对外投资立法方面还相对欠缺,目前涉及跨国并购的文件只有2009年商务部分布的

《境外投资管理办法》和2014年国家发改委发布的《境外投资项目核准和备案管理办法》,至今尚未出台一部系统的《海外投资法》,没有建立起专门针对海外投资和跨国并购的法律体系。因此,当务之急,中国应尽快出台《中国企业海外投资法》,对跨国并购的审批程序、外汇管理、财税政策等从法律上予以明确,使中国企业的海外投资和跨国并购有法可依,并从制度层面对中国企业的跨国并购进行支持和鼓励,引导中国企业“走出去”。

3.2 建立跨国并购政策性金融支持体系

美日两国政府为促进对外投资和跨国并购的发展,几乎都建立了相应的政策性金融机构,这些政策性金融机构,不以赢利为目的,不与商业性金融机构开展竞争,通过为企业跨国并购项目所需资金提供长期低息贷款、为企业向商业性金融机构融资提供担保等方式,促进企业的跨国并购活动。如美国的进出口银行和海外投资公司,日本的国际协力银行,都属于政策性金融机构。这些金融机构或者是政府出资,或者受政府资金支持,提供的贷款,期限长,利息低甚至无息,为企业跨国并购活动提供了充裕的资金支持。中国目前对中国企业跨国并购实行金融支持的政策性金融机构主要是中国进出口银行和国家开发银行,但它们所提供的海外融资规模仍然比较小,无法满足中国企业海外并购巨大的资金缺口。政府应借鉴美日经验,出台相关政策,加大政策性金融机构对中国企业跨国并购的贷款支持力度,同时,以银监会2015年2月新修订的《商业银行并购贷款风险管理指引》为契机,引导商业银行加大跨国并购贷款的发放力度,满足企业跨国并购的融资需求,鼓励更多企业进行大规模战略性跨国并购。

3.3 建立对外投资和跨国并购的专业保险机构

东道国的政治和法律风险仍是造成中国企业海外并购失败率高、回报率低的重要原因,如冯梅^[22]认为,中国企业在进行海外并购时,应规避东道国的政治风险和法律风险。尽管中国出口信用保险公司已于2003年推出了海外投资保险业务,但中国尚未出台专门法来规范海外投资保险的业务操作,海外投资保险有效性不足,使得大部分企业的海外投资和跨国并购活动仍得不到相应的保障。因此建议借鉴美日等国经验,建立专门的以国家为主导的海外投资保险制度,对保险人资格、被保险人、保险范围、投保程序等做出制度性规定,以区别于一般意义上的出口信用保险。

3.4 通过对海外投资所得税方面的优惠,来促进海外投资

美日两国政府都在不同程度上为企业提供贷款或者减免税收的优惠政策,形式主要包括税收减免、税收抵免、税收延付以及关税减免等优惠。如美国政府实行分类的综合限额税收抵免,日本则实行体现资本输出中性为原则的税收抵免法,且都对税收抵免有持股比例和持股时间的规定。为鼓励企业的利润再投资,美国和日本都制定了延迟纳税与CFC法规。这些税收优惠政策极大地刺激了对外投资需求的增长,促进了对外投资和跨国并购规模的扩大。我国也应当在学习美日等国经验的基础上,对现行的税收抵免法进行完善,比如将目前的分国限额法改为综合限额法,适当降低间接抵免法的持股要求条件,并最终建立起抵免法与免税法并行的国际重复征税免除制度体系,而且要在对外直接投资税收制度中体现国家的政策导向。

3.5 政府提供信息支持

美日两国都有特别设立的专为本国企业海外投资提供情报的信息机构,采取各种方式为企业搜集和发布海外信息,为企业提供咨询服务。如美国的OPIC除了提供资金支持外,还对参加海外投资的私人公司提供情报咨询和进行可行性分析,此外,美国还设有专门负责对海外投资和跨国并购提供信息和咨询服务的部门。为促进资源型企业的跨国并购活动,美国还建立了详尽的全球矿产资源信息库,向跨国企业提供相关信息。日本进出口银行的海外投资研究所,通商产业省所属的亚洲经济研究所,都是专门设立的为境外投资企业提供情报的信息机构,海外投资调查部、海外投资洽谈中心专门负责搜集国外法规、税收外汇政策等。中国企业

走出去时,也面临信息不对称的问题,对并购的目标公司、市场环境、目标国政策等信息掌握不全面,容易造成并购的失败。而目前中国尚没有建立统一的海外投资信息服务机构,单纯依靠企业自身对目标企业进行的尽职调查往往非常粗略,极易在海外投资和并购中遭受损失。因此,建议借鉴美日等国在信息搜集方面的经验,建立政府主导下的海外投资信息采集服务机构,比如可以依托国务院发展研究中心,成立海外市场信息调查研究机构,通过驻外使馆的商务参赞,搜集东道国的投资机会、投资环境、投资政策等市场信息。

3.6 设立跨国并购基金

美日两国一般都设立了跨国并购(VC或PE)基金,支持企业通过股权并购,在国际市场获取知识产权、品牌、市场份额和资源。如美国的海外私人投资公司(OPIC),针对私人股权资本在发展中国家短缺的问题,特别支持私人所有和管理的投资基金的建立。这些基金直接向新兴市场国家中一些新兴的、处于扩张期、私有化程度比较高的企业进行股权投资。OPIC所支持的基金,在帮助新兴市场国家获得长期资本、管理技能和融资知识的同时,也获取了这些国家的市场份额的资源。自1987年以来,OPIC已经向62家投资于新兴市场国家的私人股权基金提供了42亿美元资金,这些基金又投资于全球65个国家的570多家私人股权基金,投资金额达56亿美元,这些都极大地促进了美国企业的海外投资和跨国并购活动。^①与PE合作,也是中国企业进行海外投资或跨国并购中较常用的策略。借助于PE,在获得资金的同时,还往往能获得对东道国、相关行业和目标公司的特有认识,提高并购的成功率。但中国跨国并购基金的发展相对落后,中国首只跨国并购基金于2013年11月才开始建立,许多中国企业的跨国并购活动主要是和国外的PE合作,如联想在收购IBM时,是和德大集团、泛太平洋集团以及新桥资本合作,中海油服在收购挪威海上钻井公司Awilco Offshore时,也曾与高盛旗下的PE投资基金和专注于能源行业的基金First Reserve合作^[23]。因此,中国应加快跨国并购基金的发展,建立政府主导的专业的跨国并购基金,比如可由主权财富基金如中投公司出资设立跨国并购基金,并委托专业机构管理,对跨国并购企业给予相应的资金支持。

参考文献:

- [1]陈景华.企业异质性视角下服务业绿地投资与跨国并购的选择[J].山东财经大学学报,2015(3):20-28.
- [2]KISH R J, VASCONCELLOS G M. An Empirical Analysis of Factors Affecting Cross-border Acquisitions: U.S. - Japan. [J]. Management International Review, 1993, 33(3): 227-245.
- [3]ALFARO L, CHANDA A, KALEMLI-OZCAN S, et al. FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets [J]. Journal of International Economics, 2004, 64: 89-112.
- [4]GIOVANNI J. What Drives Capital Flows? The Case of Cross-border M&A Activity and Financial Deepening [J]. Journal of International Economics, 2005, 65(1): 127-149.
- [5]ALFARO L, AREENDAM C, KALEMLI-OZCAN S, et al. How Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth Exploring the Effects of Financial Markets on Linkages[R]. DEGIT Conference Papers, 2006.
- [6]HEA-JUNG H, HYUK H K. The Determinants of Cross-border M&As: the Role of Institutions and Financial Development in Gravity Model[R]. KIEP Working Paper, 2010.
- [7]JUAN P C, ARTUR T, DAVIT N, et al. Market Risk Dynamics and Competitiveness after the EURO: Evidence from EMU Members [R]. William Davidson Institute Working Papers, Series wp916, 2008.
- [8]RABIN H, RAMKISHEN S R. Cross Border M&A in Developing Asia: the Role of Financial Variables [R]. HKIMR working paper, No.36, 2009.
- [9]NICOLAS C, ROBERTO A. Cross-border Mergers and Acquisitions: Financial and Institutional Forces [R]. ECB Working Paper, No. 1018, 2009.

^①参见:<https://www.opic.gov/> OPIC 官网。

- [10] DOUGLAS H B, JUTHATHIP J. Cross-border Mergers and Acquisitions and Financial Development: Evidence from Emerging Asia [R]. ADB Economics Working Paper, No. 249, 2011.
- [11] ELIKPLIMI K A, JOSHUA A, CHARLES K D, et al. Domestic Banking Sector Development and Cross-border Mergers and Acquisitions in Africa [J]. Review of development finance, 2012(2): 32-42.
- [12] MANISH P, ASHUTOSH K S. Determinants of Early Movers in Cross-border Merger and Acquisition Wave in an Emerging Market: A Study of Indian Firms [J]. Asia Pacific Journal of Management, 2014(4).
- [13] 马蔚华. 中国海外并购失败在于金融体系支持不到位 [EB/OL]. 第一财经网, 2014-09-19.
- [14] 严明. 海外投资金融支持—以中国企业为对象 [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2006.
- [15] 虞瑾. 中国企业对外直接投资国内金融政策支持体系研究 [D]. 杭州: 浙江工业大学, 2006.
- [16] 刘铁磊. 我国企业海外投资保障体系的政策性金融支持 [D]. 上海: 同济大学, 2010.
- [17] 宋宏. 金融改革: 建立跨国并购中的金融支持机构 [J]. 学术界, 2008(1): 248-249.
- [18] 闫飞. 我国企业跨国并购的融资策略研究 [J]. 中国商贸, 2013(9): 14-16.
- [19] 谭小芳, 范静. 跨国并购、产融结合与要素优化 [J]. 宏观经济研究, 2014(6): 106-111.
- [20] 许海波. 并购基金在跨境投融资中的操作与运用 [J]. 中国律师, 2016(8): 73-75.
- [21] 云宗国. 日本国际协力银行营运特点 [N]. 人民日报, 2004-05-18(8).
- [22] 冯梅, 郑紫夫. 中国企业海外并购绩效影响因素的实证研究 [J]. 宏观经济研究, 2016(1): 93-100.
- [23] 李俊杰. 中国企业跨境并购 [M]. 北京: 机械工业出版社, 2013.

Financial Support for Cross-border Merger and Acquisition

—Experience from U. S. and Japan

CHEN Xiuhua¹, SU Yuhai^{1,2}

(1. School of Finance, Shandong University of Economics and Finance, Jinan 250014, China;

2. Shandong Institute of Financial Development, Shandong University of Economics and Finance, Jinan 250014, China)

Abstract: Cross-border M&A is a way of enterprise foreign direct investment, and so it is an import issue how to play the function of financial industry so as to support cross-border M&A. The support strength for cross-border M&A in developed countries is generally higher than that in developing countries. In order to strengthen enterprise competitiveness in cross-border M&A, all the governments take various measures to provide financial support for domestic enterprises. Based on U.S. and Japan financial support for their domestic enterprises, this paper puts forward policy suggestions for establishing China cross-border M&A financial support system, that is, to set up relevant legal support system and policy financial institution system, to promote cross-border M&A by establishing overseas investment insurance system and preferential tax policies, and in terms of government, to provide relevant information service and set up special cross-border M&A fund so as to help enterprises carry out their cross-border M&A activities.

Keywords: cross-border M&A; overseas private investment corporation (OPIC); overseas investment insurance; financial support

(责任编辑 高琼)