

欧盟：需要清晰的外资并购政策¹

Mario Mariniello, Bruegel 高级研究员

外资并购往往引起政府的疑虑。这些疑虑可能是出于国防安全的战略考虑，也可能出于经济考虑。外国投资方在地理上心理上大都远离东道国，因此在一般公众的心目中他们在并购活动中比较容易作出损害东道国经济的决定，比如弱化被收购公司的品牌形象、削减工作岗位、降低研究支出。不过，对欧盟境内跨国并购事务负有监管责任的欧盟委员会（European Commission）来说，评估这类企业并购案的唯一标准就是消费者利益，欧盟成员国只有在极个别的情况下才可以进行干预。

政策的挑战

本期《政策简报》提出外资并购中的两个问题：（1）外国投资者在收购了一家公司后，东道国的国内福利是否会遭受更大的损失？（2）在欧盟委员会针对跨国并购的现行做法下，经济上的忧虑是否应当成为欧盟成员国进行干预的合法理由？在深入分析有关文献后，我们感到对这两个问题的答案都是否定的。如果给予成员国回旋余地就会让并购的结果变得不确定，因此这种回旋余地是不必要的甚至可能是有害的。为了增加透明度、促进欧洲的外来投资，欧盟委应当确立成员国在什么情况下才能进行干预的规则。

此处有一张地图，请插入

¹ Stephen Gardner, Damien Neven, Aleksander Rutkowski, Nicolas Véron 及 Guntram Wolff 为本文初稿提出了意见；Sergiy Golovin, Francesco Salemi 及 Elena Zaurino 为作者提供了调研上的全力协助。作者在此一并感谢。

美国食品集团卡夫（Kraft）2010 年收购了英国巧克力生产商吉百利（Cadbury）。交易条件之一是卡夫承诺撤销吉百利把部分生产从英国转移到波兰的决定，但卡夫在并购完成后仍然执行了转移生产的计划。这类事例无疑地使得政治人物对外资收购抱有戒心。在英国，类似的疑虑在 2014 年春季美资辉瑞（Pfizer）试图收购英国阿斯利康制药（AstraZeneca）时也曾浮现，英国政府当时关心的是避免研发岗位的流失，辉瑞在这种情况下最终撤回邀约，并购不了了之。

每当有外资试图收购某个民族品牌时，欧盟成员国常常会出现要求政府干预、保护公众利益的声音。但是，由于欧盟委员会兼有反垄断监管权力机关¹的身份，凡是大规模的、不同国籍公司之间的并购交易都由欧盟委审核，欧盟各国政府不得插手。这样一个体制在各个公权机关之间有可能会造成紧张，因为欧盟委评估并购交易的指导原则是保护消费者利益，而成员国政府会有其他方面的考虑。除消费者利益外，欧盟委的决定不受其他因素的影响。比如生产合理化，降低生产边际成本并随之带来较低的市场价格等条件，都足以使欧盟委批准一项并购案，至于生产合理化是否牵扯到重组和裁员，则不在它的评估之中。但这绝不意味着欧盟委认为这些是可以忽略不计的问题，恰恰相反，它认为在这种情况下，利用其他体制性工具比反垄断控制机制更为适宜，比如成员国的再分配和再就业政策。

只有在某些特殊的情况下，比如并购影响到了公共安全、媒体多元化和审慎原则，一国政府才可以在欧盟委的司法管辖之下干预并购行为或对并购交易提出附加条件。

国内问题的担心往往是经济性质的。公众一般的看法是，由于外国投资者对东道国经济在地理上心理上都无归属感，他们就更易于关闭被收购公司的总部，让有市场竞争力的民族品牌降低等级来使外国投资者得益，对来自工会方面要将工作岗位保留在东道国内的压力或政治性压力无动于衷。这种观点在经济危

¹（欧盟）理事会 139 号法规第一条 / 2004 年 1 月 20 日，关于实体间聚集之控制（简称 EUMR）。委员会对有“社区意义”的兼并有司法管辖权；如所有有关实体的欧盟营销总额有 2/3 在一个成员国境内，则兼并不具有社区意义。

机时更加常见。不过，EUMR（EU Merger Regulation：《欧盟企业合并规制》）并没有完全关死欧盟各国政府采取行动的大门，除了公共安全、媒体多元化和审慎原则，其他“公共利益”如果与欧盟法律的原则相容，欧盟委也可能承认它们合法。

图 1 显示的是在过去的 15 年中，在欧盟内部这类由于收购方国籍因素而引起东道国政府干预的跨境并购交易（尝试）的数量。22 个案例中有 14 例是与裁员或生产力损失疑虑有关的经济问题，而大多数提出经济疑虑的并购交易最终都没能完成。虽然并不是每个案例都能确立明确的因果关系——例如收购方可能只是因为没能达成拟议价格而撤回邀约，但公众有关买方国籍的议论，无疑会影响到一项并购交易的进程或导致延迟、额外成本、以及需要当事方具体承诺的其他事项，从而降低一个具有潜在价值的收购交易的吸引力。

此处插入原文图 1

欧盟各国政府可以对外资并购行为进行干预的范围并不清晰。欧盟委把哪些因素视为“合法公共利益”目前不得而知，并且，即使欧盟各国政府对并购行为的干预不符合 EUMR 规定，他们也有办法影响欧盟委的研判过程。例如，成员国政府完全可以利用威胁（干预）来阻挠并购，此时，涉事公司很可能不愿坐等欧盟委来评估东道国政府的行为是否合法，或去欧洲法院质疑成员国政府的干涉行为¹。

本期《政策简报》提出在外资并购中经济疑虑是否应成为一国政府干预的“合法”理由这个问题。我们将围绕下列问题进行讨论：外资收购影响经济的证据，成员国政府在 EUMR 范围之外进行干预的潜在成本，并总结提出欧盟的法规框架如何才能订定得更加清晰的建议。

¹ 在 E.ON/Endesa 一案中，西班牙能源监管机构规定了一些“公共利益”条件才能批准兼并，其中包括由 E.ON 承诺维持 Endesa 总部留在西班牙。欧盟委员会在欧洲法院对西班牙当局的决定提出挑战，法院裁定，西班牙违反了欧盟法律。然而，该裁决是在 E.ON 开始收购行动的两年多后才做出的。在此期间，E.ON 撤回了兼并邀约。

外资收购的经济影响

外国直接投资（FDI）可以采取两种形式：全新投资（greenfield investment），即在东道国设立新公司；并购（M&A），即投资于现有公司。发达国家吸引 FDI 主要集中在并购形式，在 2011 年它占到了约 60%¹，也就是说，为了外国投资方的利益，这类 FDI 至少会部分的涉及到失去对本土企业的控制²。

一些跨国以及国内收购交易以收购目标公司多数股权为内容，图 2 比较了欧盟 28 国这类并购交易的变化趋势，欧洲企业的收购活动在 2000 年达到峰值，与美国的水平相当。美国公司的收购活动在三年前达到峰值，这也部分解释了为什么非欧盟企业并购活动曲线的走势较为平缓。在过去的 25 年里，同一成员国公司间的并购交易占全部并购活动的一半，欧盟内跨国并购占 18%，剩下的涉及非欧洲公司。值得注意的是，在 2008 年危机开始时，欧盟内跨国并购要少于非欧盟企业的并购活动，扭转了以往每年欧盟内跨国并购活动多于非欧盟交易的趋势。

此处插入原文图 2

欧盟公司收购非欧盟企业和欧盟公司被非欧盟企业收购的数量相当，都为 16%。当然，跨国并购往往规模较大并不令人惊讶。如果以公司收购的价值来进行比较，欧盟内跨国收购的规模平均比国内收购规模要大 71%，而欧盟外来跨境收购平均比国内收购大 41%，因此，跨国跨境的并购交易确实事关重大。外资企业对欧洲经济的营收规模贡献巨大：在 2010 年时，外资企业占了欧洲 2010-2011 年度营收增长额的 40%。但是，虽然欧盟是一个单一市场，但外资公司在不同的成员国中还是表现出了高度的异质性（表 1）。

¹ 联合国贸易和发展会议，世界投资报告统计 2013，67 页，表 C 和 E。

² 我们认为，控制权的改变，并不是持股的简单的变化导致兼并。我们认为，“国内并购交易”将公司的控制权从一居民投资者转移到另一个居民，而“跨国并购交易”将控制权从居民投资者转移到外国投资者。

此处插入原文表 1

然而, 无论是理论性还是实证性的文献资料, 都未能得出外国收购对于东道国经济到底是有益还是有害的系统性明确结论。对外资收购过分热情或过分担心同样不可取, 明智的评估方法是采取中性的立场。

我们把“经济效应”定义为对企业生产力绩效、就业以及研发力度的影响。一般意义上, 这三方面正是在外资收购时引起担忧的主要经济问题¹。下面我们就以此为重点进行简要的文献评析。

跨国企业: 从有关文献中首先可以看到的是: 跨国企业 (MNEs) 往往效率更高, 对就业问题的态度更为灵活。Helpman 等人研究发现, MNEs 之所以通过 FDI 而不是通过出口来进入外国市场, 是因为他们有较低的边际生产成本, 可以冲抵在国外设立分支机构并在陌生环境中进行经营活动的额外沉淀成本 (sunk cost)。这也解释了为什么外国分公司比那些仅仅在国内市场活动的公司生产力要高的现象。他们还发现跨国企业向购入的子公司转移“优越”的生产技术和管理文化, 但是没有证据表明这对于东道国的竞争对手有任何积极的溢出效应。有几篇研究报告还发现, 外国跨国企业对东道国劳动力市场的变化更为灵敏, 致使这些企业中的工作更不稳定。各公司业绩的差异可以归结到他们的活动范畴, 而不是他们的国别来源。例如, Hakkala 等人发现, 在瑞典境内的 MNEs 对劳动力需求的处理更为弹性, 而外资企业和本地企业之间并无区别。

本地目标公司的选择: 实证证据清楚的显示, 被外资收购的公司具有更高的生产力和研发水平。但大多数 (尤其是最近的) 研究报告表明被收购企业具有更高的平均生产力是选择的结果, 而并非一定是母公司技术转让的结果。与国内买家比较, 外国买家更精于“摘桃子”, 在东道国选择具有高生产力的公司。有关摘桃子的现象, Guadalupe 等人发现, 目标企业初始生产力和外

¹ 不是直接与收购方国籍有关的问题并未讨论。例如: 转移定价可以使收购方在不同国家的子公司内部分配应税收入。当国内公司是一家外国公司的收购目标或自己是收购方时, 这种问题都会产生。

国企业投资于研发的能力之间具有互补性。这个发现提供了令人信服的解释。一家 MNE 可以借由本身的融资能力来使研发的成本更低，也可通过更大的产出来增加研发的收益。因此，一个具备创新能力的企业，如果由 MNE（而不是国内公司）收购，它的价值就更高。同样，Blonigen 等人报道，外国买家收购的法国公司往往是那些以往有着强劲出口表现并在近期生产力有所下降的公司。（即所谓“熟果待摘”）。这类目标公司在高生产力期间建立了出口网络，其后又无法很好地满足它们的需求。这些公司是很划算的收购对象。这类网络对外国收购者特别有价值，因为他们现在可以打入以前无法进入的市场。

公司“并购后”的表现：当忽略“选择”的作用时（即不论外国东主的国籍，外国控股公司的表现都相对较优），外籍所有权因素对被并购企业的生产力、就业和研发能力的影响差别颇大。最近一些集中在欧盟各国数据的实证性论文报道：

- 对生产力的影响：Griffith 等人发现，劳动生产力方面只有极小的改进，而在员工人均占用投资额上则表现各异。Benfratello 和 Sembenelli 使用意大利公司的数据发现，只有当外国收购方和目标企业之间的生产力有明显差距时，才会有积极的影响。Bertrand 和 Zitouna 发现，法国制造公司由非欧盟公司收购后效率明显提高。
- 对就业的影响：Huttunen 发现，外国控股的芬兰公司的员工在收购后工资增长更快；Lehto 和 Böckerman 发现，跨国及国内并购造成了芬兰制造业的裁员。Bandick Görg 使用了瑞典公司的数据，发现外资收购对厂家的生存机会和就业增长要么没有影响，如果有的话也是积极的影响。
- 对研发支出的影响：Guadalupe 等人发现，外资收购（尤其是当母公司能提供出口市场时）对流程创新有着积极持久

的影响。Stiebale, Reize 和 Stiebale 三人采用德国数据却得出相反的结果：被收购公司在东道国减少研发开支的同时，外资收购方在原产国国内增加了研发开支，这应该是出于研发活动向收购方总部迁移的缘故。

总的来说，我们不能排除外资并购后通过削减工作岗位或研发开支在某种程度上损害东道国经济的情况，然而，国内并购也不能排除这样的后果。例如，Gugler 和 Yurtoglu 的研究确认，并购活动在欧洲对劳动力需求有负面影响，但在美国却没有。他们把这一发现归结为劳动力市场的体制性差异：在欧洲，并购行为可能被用来规避严格的劳动法规。Cassiman 等人发现，并购对研发产出的影响主要取决于相关公司技术能力上的匹配程度，如果相关技术只是互替性的，这类交易对研发产出的影响趋于负面，但是，当技术是互补性的，则影响是积极的。换句话说，该文献表明，能用来预测一项并购交易对本地经济影响的因素与终极所有者的国籍并无关系。

成员国政府干涉的代价

在这个问题上，欧洲不同国籍的公司数据被用来做各种复杂的实证性的研究，研究得出的结论并不一致，研究的结果似乎取决于具体国家、行业、研究时间。还没有明确迹象表明外资收购对一国经济而言就一定更为危险。这说明，在欧盟委员会对跨国并购行使审核权、而欧盟各政府的担忧主要是经济担忧的情况下，欧盟成员国不应该保留任何干涉评估过程的权利。这是因为这种干预会有明确的成本，得到的却是不确定的利益。

欧盟委的并购评估指导原则是保护竞争，维护消费者利益。欧盟委的做法与发达国家反垄断的做法一致，并且是建立在一个坚实的经济原则上，这就是保护竞争是在经济中取得财富最大化的最佳途径。在这方面，经济文献提供了明确深刻的见解。正确地强化竞争规则，通过鼓励生产更新更好的产品来打败对手、积极争取长期利润高额公平的回报，对创新研发会产生积极的影响。

如果目标是促进本地产业的健康发展，那么保障企业自由平等、公平竞争、不允许竞争的任何一方受到贸易保护措施的庇护是实现这种目标的最好途径。竞争，激励着经理人要有更佳的表现：否则必败无疑。竞争也筛除低效企业，只要竞争不是扭曲失真的，那一定是适者生存。

如果反垄断当局在批准并购交易时不犯错误，竞争不会降低。而不伤及竞争的并购行为可能还能创造价值。公权机构或可干预价值的分配，但不应阻止价值的产生。并购当然会产生赢家和输家，强化反垄断控制就是要确保赢家所赢大于输家所输。因此应该设计出这样一种有效的再分配机制，使得由此创造出来的价值被重新分配到那些出于公共利益理应受到保护但事实上却受到伤害的群体，比如，有效的税收体系可以让创造出来的部分价值以失业津贴的形式转移给被裁撤的工人。

政府干预的成本很高还可以从其他角度说明。首先是战略贸易效应，一国政府的回旋余地越大，则受影响企业的母国通过实施同样的限制措施来进行报复的风险就越大。

图 3 显示，一国作为被收购目标的交易数量与该国作为收购发起国的交易数量之间的关系呈正相关¹。有些文献提到外国公司在收购后会将研发活动调回母国，但收购目标国家的报复行为将减少由于国内企业收购国外公司而导致的研发活动的流入情况。最终出现的情形是所有国家对外国并购交易都不再那么积极，这就意味所有经济体的净研发成果会更低。这种“保护主义的螺旋”会从根本上破坏单一市场的生存。

此处插入原文图 3

另一个考虑是公权当局犯错误的风险。国家政策可能会受制于既得利益，而这个问题可以在“情绪性”的场合下剧烈爆发，比如在外国投资者收购全国性公司的时候，特别是在工作与研究

¹ 在图 3 中，45° 红线以上的国家是世界净收购方（即，他们的公司有更多的购入外国公司，较少被外方购去），而红线下面的国家为净目标方。法国有最多的积极交易盈余（这在图 3 中并不明显，因为为了整洁，图形是用对数方式做成的）

岗位有流失风险的时候。这里的悖论是：在执行并购控制规则过程中如果允许有较大的回旋余地，则有可能反而给国家利益带来不利后果。就是独立的仲裁方都有可能受到国内偏见的影响，例如，Bhattacharya 等人的研究就确认在一些常见的违法案例中，比如反垄断、违反合同、雇佣关系、专利侵权和产品责任等案例，美国法院对美国国内公司做出不利判决的概率比外国公司的要低。但要真正划定限制公权干预的范围也不是那么容易，比如，如果政府的目标是要保留研发工作岗位，大概没有必要动用并购控制这个机制来进行干预，强制一个个公司保留这类职位。围绕并购控制机制中“公共利益”部分的讨论，虽然它的出发点并无大错，但这样的讨论很可能变味为政府干预¹。

第三个考虑就是不确定性。欧盟成员国的回旋余地越大，外国投资者预测一个收购方案的前景就越难，考虑到不同国家可以对外国并购提出不同的要求，这种回旋余地还可能在欧盟内部带来不一致的结果，这都将减少投资欧洲的吸引力。因此，如果目标是提高国内生产、吸引新企业、创造工作机会和引入研发活动，那么增加外资并购的审核层级只会达到相反的效果。Julio 和 Yook 研究了跨境资本流动和东道国经济政治的不确定性之间的关系，他们发现，当东道国在选举年时，从美国母公司流向国外子公司的资本下降了 12%。在投资者吃不准未来政府的政策时，投资就会下降，而可能限制企业战略规划的政策措施只会使这种情况雪上加霜。

对清晰的制度性框架的需要

根据 EUMR 第 21（4）款规定，公共安全，媒体多元化和审慎原则是当然的合法利益，一国政府得通过直接干预予以保护。但“其他公共利益[...]应[只有]在本委员会评估其与欧盟法律的一般原则和其他规定是否兼容后予以确认”。然而，对于如何评估的问题并没有明确规定。目前还没有这样一套公开的欧盟委可

¹ 见 2014 年 5 月 8 日《金融时报》上 Martin Wolf “AstraZeneca 远非投资者能搞定”一文。

以系统地使用的标准，让它在企业并购控制过程中评估所谓公共利益的合法性，这正是制度性冲突的温床。

成员国政府可能会试图扩大“战略行业”的定义范围，证明干预有理，从而规避 EUMR 的监管。但目前欧盟委只有在一国政府就具体的并购案作出正式决定时才会介入，它不会去干预通用性的法律或法令。例如，法国政府 2014 年 5 月 15 日通过法令意图对通用电气（General Electric）并购阿尔斯通（Alstom）案强行附加条件时，欧盟委就是这样做的。这项法令被戏称为“法兰西抵抗外资收购的核武器”¹，鉴于该法令实际上并没有执行，欧盟委员会也就没有启动任何正式程序予以反对。事实上，成员国政府可以通过立法，授权政府强制附加一些可能不合 EUMR 第 21（4）款规定的条件，其实他们在大多数情况下并无意实施该种法律。可是这样做的可能后果是，涉事公司等不及欧盟委在欧洲法院质疑某项政府决定的司法结论，从而情愿谈判接受条件²。这也解释了为什么 EUMR 第 21（4）款侵权案件在过去的 25 年只有八宗而已。此外，即使欧盟委决定介入，法院诉讼的最终结果仍具有高度的不确定性。

因此，欧盟委应发挥更积极的作用，减少重大跨境并购交易的不确定性并有效约束欧盟各国政府影响这个过程的能力，因为这种能力可能是有害的。欧盟委应该制定 EUMR 第 21 条的详细准则，它应该划定允许成员国政府干预的特殊情况和条件，应该明确界定公共安全、媒体多元化和审慎原则的界限，明确允许欧盟各国政府采行保护行动的其他正当战略利益的识别标准。这里要强调的是，经济问题绝不能成为干预的正当理由。这些准则的起草过程应该是公开的，应当以通常的方式征求各利益相关方的意见，确保授予欧盟委必要的工具来正确评估潜在的国家战略事项。这个准则将有双重目的：他们将帮助欧盟各国政府正确地预测欧盟委的做法并在欧盟境内收趋同之效，他们还将减少对外国

¹ 见 2014 年 5 月 15 日《金融时报》上 Hugh Carnegy, Michael Stothard 及 Elizabeth Rigby “法兰西抵抗外资收购的‘核武器’引起英国愤怒”一文。

² E.ON/Endesa 一案说明问题。见注 2。

投资者的不确定性，从而使潜在的能提高福祉的并购行为变得更为容易。

参考文献：

从原文移入

注释

