

外资并购日本企业的进展及趋势

中国社会科学院日本研究所 徐 梅

内容提要: 进入 20 世纪 90 年代, 跨国并购迅猛发展, 成为国际直接投资的新趋势和经济全球化的一个显著特征。在发达国家中, 日本由于长期以来存在诸多限制投资的法规条文、行政指导以及企业间相互持股和终身雇佣制度等, 其并购市场较为落后, 外资并购日本企业更是受到强烈抵制。90 年代中期以后, 日本积极推进国内结构性改革, 放松有关并购的一些规制, 不断改善投资环境, 加之原有企业经营体制的基础开始动摇, 在日本经济长期萧条的背景下资产价格下跌, 并购式投资日趋活跃, 成为近年来外国对日直接投资的一大亮点。随着日本《公司法》的修改和实施期限的确定, 跨国企业越来越关注日本并购市场的动向。可以预见, 今后外资对日并购案件将会大幅度增加。

关键词: 外资 并购 日本企业 跨国企业 直接投资

在市场竞争日益激烈的情况下, 并购式投资越来越成为直接投资的主要形式, 也成为跨国企业在全球范围内进行资源配置的重要手段。目前, 跨国直接投资的大部分通过并购形式进行。近年来外国对日直接投资的增加, 在很大程度上归因于外资对日并购的增加。本文拟就外资对日并购的现状、特点及其原因等进行分析, 探讨今后外资对日并购的发展趋势以及日本所面临的课题。

一 外资对日并购的现状和特点

20 世纪 80 年代中期以后, 在西方国家的压力下, 日元被迫大幅度升值。以此为契机, 日本对外直接投资特别是对美并购案件急剧增加, 仅 1990 年一年就达到 459 件, 在当年日本并购案件总数中占 61%。相

比之下，外资对日并购案只有 19 件，在当年日本并购案件总数中仅占 2.5%。^① 90 年代初泡沫经济崩溃以后，日本经济陷入萧条，企业经营效益下降。在这种情况下，企业进行投资的积极性降低，日本的并购案件减少，外资对日并购也处于低迷状态，每年并购案大致在 20—30 件左右。

到 90 年代中后期，随着日本国内结构改革的推进，政府逐步放松许多领域的规制，企业纷纷进行内部调整和重组，日本的并购案件明显增加，外资对日并购开始活跃。1997 年，外资对日并购案为 51 件，2000 年增加到 175 件，三年间增长了两倍多。进入 2001 年，受世界经济减速等因素影响，跨国直接投资减少，外资对日并购势头有所减弱，2002 年并购案数量回落到 1999 年的水平。2003 年以来，日本经济显现出缓慢复苏的势头，一些大企业收益明显增加，并购市场转向活跃。2004 年，外资对日并购案突破 200 件，创历史最高记录。（参见图 1）

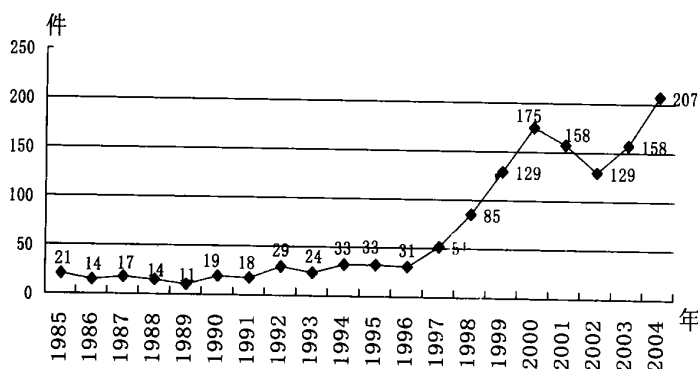


图 1 外资对日并购案数量的变化

注：该图是根据日本乐国富公司的调查统计资料制作而成。

资料来源：『エコノミスト』2005 年 4 月 11 日、22 页。

衡量外资对日并购水平，不仅要看并购案的数量，还要分析并购规模。关于外资并购日本企业的交易额，尚没有一个统一而准确的数据。在日本，人们通常采用乐国富公司（即 RECOF 公司，也译莱可夫公司，为日本最大的企业并购专业公司）的调查统计资料，但在它的调查统计中，有相当部分的并购案件没有公布交易额，所以，分析日本的并购交易额存在局限性，很难准确掌握外资对日并购的实际交易状况。根

① 『ESP』2005 年 8 月号、260 页。

据日本贸易振兴会公布的资料, 2004 年度, 外国对日直接投资达到 374.5 亿美元, 比上一年度增长了一倍, 创历史新高。其中, 外资收购日本企业的资金明显增加, 达到 187 亿美元, 尤其大型收购案件增多, 如英国沃达丰公司斥资 42.3 亿美元收购日本捷风移动通信公司。日本迪艾传呼通信公司被一家外国公司以 20.2 亿美元的价格收购。^①

不过, 与欧美发达国家相比, 日本的外资并购案数量和金额都有较大差距。根据汤姆森金融公司的统计资料, 1999—2003 年, 美国的外资并购案累计 5722 件、英国为 3454 件、德国为 2276 件、法国为 1800 件, 而日本还不到 1000 件。外资并购额美国 9571 亿美元、英国 5100 亿美元、德国 4173 亿美元、法国 1361 亿美元, 而日本仅为 729 亿美元。^② 2003 年主要发达国家的外资并购额在全球跨国并购市场中所占比例美国为 21.9%、英国 11%、德国 8.4%、法国 5.9%, 日本虽然比 1999 年的 2% 有所上升, 但也只占 3.9%。^③ 可见, 日本的资本市场尚不够发达和完善, 日本通过企业并购方式引进外国直接投资还有很多工作要做。

从近年来外资并购日本企业的总体情况分析, 外资对日并购主要有以下特点。

1. 大型并购案件增多。90 年代末以来, 外资对日大型并购案件迅速增加, 如英国电信和沃达丰、美国电报电话和里普伍德等公司均出巨资参股日本电信公司, 法国雷诺公司向日产汽车公司注资 66.8 亿美元, 德国戴姆勒—克莱斯勒公司以 20.7 亿美元收购日本三菱汽车公司, 美国通用财务公司 (GE Capital) 先后向日本租赁公司、东邦生命保险公司分别斥资 65.66 亿美元和 23.24 亿美元, 美国默克公司向万有制药公司注资 15.01 亿美元……这些大额并购交易大大增加了外国资本向日本的流入。^④

2. 非制造业领域的外资并购案显著增加。外资对日并购主要集中在金融、电信、流通等行业。从 1998—2002 年外资对日年均并购案件

① <http://www.japan.peopledaily.com.cn/> 2005 年 5 月 25 日。

② 日本贸易振兴会『2004 贸易投资白皮书』、日本贸易振兴会、2004 年 9 月、88 页。数据源于汤姆森金融公司的统计。

③ 日本贸易振兴会『2002 贸易投资白皮书』、日本贸易振兴会、2002 年 10 月、507 页; 日本贸易振兴会『2004 贸易投资白皮书』、日本贸易振兴会、2004 年 9 月、394 页。

④ 日本贸易振兴会『2004 贸易投资白皮书』、日本贸易振兴会、2004 年 9 月、88 页。数据源于汤姆森金融公司的统计。

数与 1988—1997 年外资对日并购案件数之比来看, 银行业为 24: 1、证券业为 16: 1、通信广播业为 5. 67: 1。^① 可见, 日本非制造业的外资并购案增长迅速。其中, 较为引人注目的并购案件如美国里普伍德公司等以 11. 5 亿美元收购日本长期信用银行、美洲国际集团注资千代田生命保险公司、美国沃尔玛收购西友公司、英国无线电缆通讯公司参股 IDC 公司等。外资对日非制造业并购的增加是对日并购大幅度增长的主要因素。

3. 以美欧对日并购案件为主, 中国的对日并购案受到关注。在对日并购案件中, 北美和欧洲占 80% 多, 其次是亚洲。^② 近几年, 在日本经济经历了长期萧条的形势下, 中国企业收购经营陷入困境的日本中小企业的动向备受瞩目, 如上海电气集团收购秋山印刷机公司、三九企业收购东亚制药公司等。中国企业收购日本中小企业的主要目的是获取人才、技术等。随着中国经济的发展, 政府积极鼓励本国企业走出去, 今后将会有越来越多的中国企业进入日本市场。

4. 以收购和资本参与方式进行的并购案件居多。根据乐国富公司的划分, 并购主要有以下几种形式: 合并 (两家以上的公司根据合同组建为一家公司)、收购 (通过收购股份、换股等途径获取 50% 以上的股份)、营业转让 (转让公司的资产、从业人员、商权等)、资本参与 (通过收购股份、换股等途径获取 50% 以下的股份)、增资 (已持有股票的当事人追加投资而获取 50% 以下的股份)。以 2002 年为例, 在 129 件外资对日并购案中, 收购 54 件、资本参与 44 件、营业转让 27 件、合并和增资分别只有两件。^③ 以收购和资本参与方式进行的并购案占绝大多数, 一方面是由于这两种方式具有直接利用被并购方已有的营业据点、能够在短时间内在投资所在地展开经营活动等优势。另一方面, 90 年代末日本开始引入股票交换制度, 即并购方可以通过增发新股换取被并购方的旧股。通过股票交换的途径实施并购能够节约交易成本, 在国际收支平衡表上可以相互冲销, 不涉及巨额现金的国际流动。所以, 这一制度的引入促进了跨国企业以收购和资本参与方式对日并购的增加。

① 深尾京司·天野伦文『对日直接投资と日本经济』、日本经济新闻社、2004 年 5 月、311 页。数据源于乐国富公司。

② 经济产业省『通商白书 2003』、经济产业调查会、2003 年 7 月、114 页。

③ 深尾京司·天野伦文『对日直接投资と日本经济』、170 页。数据源于乐国富公司。

5. 以投资公司为主体的对日并购案件急剧增加。在乐国富公司有关日本并购案件的统计中, 首次出现以投资公司为主体的并购案是在 1998 年, 当时只有两件, 在日本并购案件总数中仅占 0.2%。2002 年, 以投资公司为主体的并购案增加到 40 件, 其中外资对日并购案 11 件。到 2003 年, 以投资公司为主体的并购案迅速增加到 147 件, 其中外资对日并购案 49 件, 一年间增加了三倍多。2004 年, 日本以投资公司为主体的并购案进一步增至 295 件, 在日本并购案件总数中所占比重上升到 13.3%, 其中外资对日并购案增至 97 件。^① 以投资公司为主体进行的并购案件大幅增加, 主要是由于近两年日本促进企业重建的各项政策效果逐步显现、股市止跌回暖、企业经营好转等原因所致。

二 外资对日并购案件增加的背景和原因

20 世纪 90 年代中期以后, 外资并购日本企业案件大幅度增加, 并在并购规模、领域、方式、主体等方面出现一些新的变化和特点。分析其背景和原因, 主要有以下方面。

首先, 全球并购浪潮方兴未艾。90 年代以后, 随着经济国际化和通信技术的发展, 跨越国界的生产和管理越来越活跃, 全球经济结构调整加速, 高新科技产业需要大量投入。同时, 金融自由化的进展、金融工具的增加, 为企业并购重组提供了制度和技术上的支持。于是, 并购成为企业应对激烈的国际竞争、谋求快速成长的重要手段和经营对策。90 年代末, 全球出现并购热, 尤其在金融、保险、电信、医药、化工等竞争性较强的资本密集型、技术密集型行业, 企业纷纷加强联合, 以实现在技术、产品、服务等方面的优势互补。2000 年, 全球跨国并购额创最高记录, 并出现历史上规模巨大、影响深远的并购案件, 如英国沃达丰宣布以 1850 亿美元收购德国曼内斯曼。在企业并购重组的世界性浪潮下, 1998—2001 年, 外资对日并购额也增长了 2.6 倍。^②

其次, 日本政府采取了一系列有利于促进并购重组行为的政策措

① 『ESP』2005 年 8 月号、263 页。

② 日本贸易振兴会『2002 贸易投资白皮书』、日本贸易振兴会、2002 年 10 月、507 页。

施。长期以来，外资并购日本企业不仅受到日本国内《禁止垄断法》、《证券交易法》、《商法》等法律条文的约束，而且还受到《外汇法》等有关外商投资法规以及行政指导的制约。其中，《禁止垄断法》是日本对企业并购行为进行规制的主要法律。《外汇法》是日本调整外商投资及外资并购行为的基本法。在 1947 年制定《禁止垄断法》之初，日本就规定禁止设立支配力过度集中（指控制子公司 50% 以上的股份）的控股公司。第二次世界大战后日本所形成的一些特殊制度如主银行制、企业系列制、大企业间相互持股等，在某种程度上可以说是控股公司被禁而采取的替代制度。

1996 年 4 月，日本投资委员会发表了题为《关于完善日本并购环境措施》的报告，列出外国企业在对日并购中存在的问题及其解决办法，表明了日本政府欢迎外国企业对日并购的态度。1997 年日本简化合并手续，并解除对设立纯粹控股公司的禁令；1999 年修改《商法》，引入股票交换制度，放宽合并的申报标准；2000 年引入新的连结会计标准，促使国内会计准则与国际会计准则接轨；2001 年引入公司分割制度，解除对库藏股的禁令；2002 年引入新股预约权、连结纳税等制度，并强化监事制度，严格规定外来监事的条件；2003 年修改激发产业活力特别措施法，作为特例引入“合并等对价的灵活性”，并在 2005 年以后研究将其添加到修改后的商法中。这些措施放宽了对并购的限制，有利于扩大并购渠道，缩短并购过程，节约交易成本，完善信息公开制度，为外资进入日本并购市场创造了机会，尤其在金融、电信等行业，以放松规制为契机一些跨国企业实现了对日并购。

第三，资产价格低迷，破产企业较多。90 年代初以后，日本经济陷入长期萧条，企业扩大设备投资等资金需求减少，可以将富余的资金用于收购，以寻求开拓新的市场，提高经营效率。另一方面，日本股市低迷，破产企业增加，有利于并购方增强购买力，降低并购成本。于是，90 年代中期以后，日本的并购市场开始活跃。外资对经营破产企业的“救济型”并购，特别是对那些因背负大量不良债权而陷入经营困境的日本金融机构和上市公司进行的并购案件大幅增加，如日本租赁公司、幸福银行、东京相和银行等相继被美国的金融机构收购。

第四，企业间相互持股减少。在第二次世界大战后的很长一段时期

内,日本企业主要依靠银行贷款进行融资,大企业与企业之间形成长期稳定的关系,第三者很难介入。90 年代泡沫经济崩溃以后,日本金融机构的不良债权问题十分突出,银行出现“惜贷”现象,减少向企业提供资金,银企关系松动。同时,日本股价下跌,企业经营效益下降,纷纷抛售一部分股票转让给公众,企业间相互持股减少。2002 年度,日本上市企业间的相互持股比率为 7.4%,比 1995 年度下降了近 10 个百分点。^①日本企业间相互持股的减少,为外资参与日本企业的股票投资从而获取经营权提供了条件,有利于促进外资对日并购的发展。根据日本全国证券交易所的股票分布状况调查,日本的外国人持股比率 1995 年度为 10.5%,而到 2003 年度则上升到 21.8%。^②

第五,日本的企业经营体制发生变化。过去,终身雇佣制、年功序列制等是日本企业经营的重要支柱。在这种制度下,企业员工对并购抱有强烈的抵触情绪,因为并购往往伴随着企业结构调整,削减过剩人员特别是老员工,很可能导致自身的失业。90 年代初日本经济陷入不景气以后,为降低生产成本,一些企业纷纷裁减人员,随之越来越多的企业开始采用派遣员工、合同员工等雇用形式,导致终身雇佣制、年功序列制的基础发生动摇,使劳动力市场的流动性增大,为跨国企业进入日本市场、并购日本企业创造了条件。

三 外资对日并购的发展趋势及日本所面临的课题

外资并购日本企业具有“双赢”效果。对被并购方的日本企业而言,不仅可以获取世界先进的经营技巧和知名品牌、构筑全球化的销售网络、共享资源,而且还可以以并购为契机优化企业经营管理层,引入能力主义的人事制度,使企业开阔视野,加快决策过程,提高企业经营效率,从而促进地区经济乃至整个日本经济的发展。对并购方的外国企业而言,并购日本企业有利于其开拓日本市场,获取日本企业的技术等经营资源。因而,在经济全球化的形势下,随着日本结构改革的推进和

① 日本贸易振兴会『2004 贸易投资白皮书』、日本贸易振兴会、2004 年 9 月、92 页。

② 同上书,第 93 页。

并购环境的进一步改善，今后外资对日并购案件将会呈增加趋势。

2005 年 3 月，日本修改后的公司法被提交给国会。该法案对过去的《公司法》进行了全面修改，其中尤其受到关注的是有关并购的内容。在日本现行的《商法》下，对于吸收合并原则上规定：合并方需将本企业的股票作为补偿配发给被合并方的股东。而修改后的《公司法》则开始允许合并方将股票以外的公司债券、现金、不动产等资产分配给被合并方的股东。这样一来，外国企业可以利用其子公司进行三角合并，由此拓宽了外资对日并购渠道。据一家投资战略公司 2005 年第一季度进行的调查结果显示，一半以上的世界大型投资基金已在就收购日本企业进行交涉或计划收购日本企业。^①

为推动跨国企业对日并购式投资活动的顺利进行，今后日本还有必要应对和解决一些课题。

1. 加强国际间的文化交流。据统计，在全球企业并购重组中成功率不到一半，其主要原因是直接或间接起因于企业文化整合的失败。日本在这方面也如此。跨国企业实现对日并购后退出日本市场的案件也不乏其例。以流通业为例，法国大型超市企业家乐福撤出日本市场，将西友收入伞下的美国沃尔玛也陷入经营困境。这些大型跨国流通企业在日本市场经营惨淡的主要原因在于对日本的食物文化了解不够。日本消费者的需求较为特殊，如在食品包装、新鲜度、味觉、原材料、卫生安全意识等方面的需求有别于欧美国家。这种文化上的差异非短期内所能改变的，所以，日本有必要对外加强文化上的宣传和交流，使外国企业增进对日本文化的理解，协助外国企业做好市场调查分析工作。

2. 进一步放松规制，完善并购环境。关于跨国并购，日本在税制、市场准入等方面仍采取差别化的措施，如外国企业要与日本的子公司合并，只允许其加入特定母公司的伞下，外国企业很难以合并方式进入日本市场。尽管 1997 年日本简化了有关合并手续，但不适用于外资企业。再如，1999 年日本引入股票交换制度，但也仅限于国内企业在特定条件下适用，外资企业不在其列。另外，日本《商法》规定的事项烦琐，如合并前要召开董事会，签订合约，召开股东大会通过合约，办理债权

① 『エコノミスト』2005 年 4 月 11 日、60 页。

人保护手续, 然后再次召开股东大会讨论有关合并报告等, 并购交涉时间较长, 手续复杂。受这些规定的制约, 外资对日并购方式以现金交易居多。近几年, 日本以驻日外国机构为对象就有关改善日本投资环境进行了调查, 外国机构提出建议最多的是希望日本能够取消医疗、教育、公益事业等领域的准入限制, 在金融服务、运输、通信、医疗卫生等领域进一步推进改革, 放松规制, 为跨国并购创造条件。

3. 改变人们对并购的传统意识。1973 年之前, 日本对所有行业的外资出资比例实施严格限制, 以防止外资过多参与, 其后虽放宽了条件但要以被收购企业经营者的同意为前提而特别加以限制, 外资很难实现对日并购。并且, 在日本的并购案中以救助为目的案件较多, 也就是说, 只要公司没有陷入绝境, 企业一般不会接受被并购的安排。在日本, 对企业并购的抵触和排斥心理也是阻碍外资对日并购顺利进行的一个重要原因。

4. 培育从事并购的专业机构和人才。并购是一种很复杂的企业和社会行为, 它需要具备专业性很强的知识和技能。在发达国家, 从事跨国并购的不仅有国内外大型金融机构, 而且有独立的专门从事并购服务的公司, 这些机构大多分散在地方。在日本, 从事跨国并购的机构主要限于国内大型证券公司、会计律师事务所、外资投资银行, 且主要集中在首都东京。近年来, 掌握地方企业信息的地方银行开始注重加强与日本政策投资银行、日本并购中心等机构之间的合作, 构筑有关并购的信息网络, 但在实际中能够完成并购业务的地方银行仍寥寥无几。不仅如此, 在日本精通有关并购问题的顾问、会计师、律师、税务等专业人才也不能满足市场的需求。

5. 及时提供有关企业并购信息。日本有关并购方面的统计资料不完整, 信息不充分, 外国企业在寻找目标企业时, 不仅公开信息不足, 而且缺少有关并购对经济影响的先行研究和分析等, 这给外资对日企业进行并购带来困难。1996 年 6 月, 对日投资支援中心 (FIND) 设立了对日并购中介商谈窗口, 专门提供有关并购信息, 但从近年来日本并购市场的发展状况来看, 还远远不能满足需要, 今后在充实有关并购信息网络、提高信息透明度等方面还需要进一步改善。

(责任编辑: 张义素)