

离岸公司并购国内企业的法律分析

丁丁 刘雅哲 安皓洁

(对外经济贸易大学法学院, 北京 100029)

摘要:近年来,我国外资并购呈现出活跃的态势,利用离岸公司实现并购也成为外国投资者和国内企业的选择模式之一。本文结合离岸公司的特点分析了其中的动因,并在我国目前的投资法律环境背景下讨论了这一模式可能带来的法律问题,并提供了相应的完善立法和监管对策。

关键词: 离岸公司; 并购; 企业; 法律分析

[中图分类号] D996.4 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4034 (2004) 05-0064-05

离岸公司泛指在离岸法区成立的有限公司或股份有限公司。由于离岸公司在下述方面具有比其它地区的企业更大的优势:享受注册地的低税率甚至只须缴纳年度管理费、设立便捷、具有保密性、无信息披露义务等,因而很容易成为机构投资者以及国内企业利用其进行外资并购,规避我国法律,甚或扰乱并购秩序以及造成国有资产流失的工具。所以,我国的法律和政策应当对利用离岸公司从事并购活动的模式给予高度重视。

一、外资与国内企业利用离岸公司进行并购的动因及模式

与国外的并购法律相比,在我国通过股权交易而完成的并购活动的法律限制较多,外资并购国内企业面临种种不便,使得投资者绕道离岸金融中心对国内企业进行并购。分析其动因,除避税外,主要包括以下方面:规避东道国法律严格的管制规定,方便收购并提高资金流动性;隔离在华经营的子公司对母公司的不利影响。而国内企业为了扩大融资渠道、吸引外资,

往往也愿意注册离岸公司,便利外资并购。

(一) 规避东道国和投资国的法律 and 政策的管制

1. 规避我国外商并购的相关法律, 增强资本的流动性

我国对于外商投资和并购有严格的法律规定,如在任何形式的并购中都存在多个行政部门的审核和批准制度,包括审批机关、登记机关以及其它如海关、商检部门的审批。通过离岸公司的运作,国内企业和外国投资者均可以达到规避我国相关法律规定的目的。具体做法是:国内企业通常采取与外国投资者达成协议,由国内企业在离岸中心注册离岸公司,再由外资进行收购的方式。如此一来,这种公司之间的并购属于发生在两个外国企业之间的并购,从而规避我国对并购企业的管辖权。

另外,在国际投资中,外国投资者往往在投资之初在离岸金融中心对具体的项目分别设立不同的子公司,当在华投资的项目成为收购目标时,只需通过购买海外具体的子公司就可以达到并购的目的¹。这种方式使得外商可以完

[收稿日期] 2004-07-06

[作者简介] 丁丁 (1967-),女,法学博士,山东潍坊人,对外经济贸易大学法学院教授;刘雅哲 (1980-),女,天津人,对外经济贸易大学法学院2003级法学硕士研究生;安皓洁 (1981-),女,河北石家庄人,对外经济贸易大学法学院2003级法学硕士研究生。

全避免适用我国较为严格的外商投资法律体系，而仅通过境外子公司的合并、分拆，或转让子公司的股权来达到并购的目的。此外这种方式还有助于提高外资的流动性。

2. 外资规避外资母国（资金来源地）的管制

国外投资者可以利用离岸公司规避母国投资政策上的限制。例如，台湾反对企业向大陆投资，台湾投资者往往注册离岸公司以避开台湾当局的规定，借助离岸公司的名义对大陆企业进行并购。鉴于离岸公司的保密性特点，一般台湾当局无法获得足够证据对其进行处罚^②。

（二）实现境外上市融资

公司利用跨国收购的方式实现境外上市主要涉及两方面的问题：一是国内企业借壳上市，意在筹集海外资本；二是外资并购国内企业后在国际市场上进行融资，意在以低廉的收购成本获得超额的回报。

就国内方面而言，由于我国民营企业上市受到很大限制，审批程序复杂、耗时和相对不够透明，国内企业往往利用离岸公司在境外借壳间接上市，规避国内的管制措施，尽早融得大量资本。目前，国内企业借壳上市的方式日趋多样化，其中一个主要的途径是，先在海外的某个离岸金融中心注册一家投资公司，通过该离岸公司收购外国某交易所的一家上市公司，再通过该上市公司以外资的身份反过来收购国内企业的股权。在这一系列收购的运作之下，国内企业在掌握控制权的情况下，将其财务报表合并到上市公司中，实现了海外借壳上市融资。

在外资并购方面，国外公司收购国内企业，再通过控股公司包装上市获利也是国际资本市场运作的惯例。近年来，外资并购在主体和对象上呈现出与以往不同的特点，实施并购的外资主体除了以跨国公司为代表的产业资本外，还出现了一种具有投机性的金融资本；而并购的对象也从过去一般性的国有企业转向效益较好、管理水平较高的国有骨干型企业。在并购获得国有企业的控股权后，外方在离岸中心注册一家控股公司并将其在境外上市融资或者把所持股份转让给其他外商。为了达到控制企业的目的，外资可以只采

取合资控股的方式，收购国内企业 51% 的股权，从而形成中外合资经营企业。根据原对外经济贸易合作部制定的《外国投资者并购国内企业暂行规定》第 9 条的规定，外商只需要先垫付很少的资本就可以成功地实现对国内企业的并购，达到控股地位。外方再将其所持有的股权注入离岸公司并在境外上市，就可以凭借我国企业良好的经营业绩、市场占有率等大量的无形资产和中国经济持续快速发展的优势“募集到其收购成本 5-10 倍的超额回报”^③。

（三）避税

注册离岸公司进行合理避税是大部分离岸公司成立的主要目的。在外资并购背景下设立离岸公司也与此目的有关。在我国，外资并购上市国企非流通股，并不必然改变原上市公司的内资企业的法律地位。我国对外资并购企业以 25% 为界限采取不同的税收政策，对低于该界限的外国投资者而言，由于其被认定为“非外商投资企业”，其外国直接投资所承担的境内所得税并不在税收协定的适用范围内。由“企业所得税”所引发的双重征税无法按税收协定的相关间接抵免条款予以减除，无形中阻碍了部分外资并购的进程，加大了并购成本^④。

若外国投资者设立离岸公司，则只需交纳每年的管理费，无需再缴纳其境内所得税。此外，外商在兼并我国企业后的利润也可以转移到离岸公司的账上，利用离岸公司税收上的优惠达到避税目的。对国内企业来说，注册离岸公司后重新返回内地并购其它企业，不仅可以享有离岸注册地税收上的优惠，更可以以外资的身份享有国内对外商投资企业税收上的优惠。

（四）利用有限责任和信息锁闭保护投资者

东道国的投资风险影响外国投资者的利润回报。对于东道国可能出现的政治经济形势以及法律政策的变动、并购过程中可能出现的纠纷或矛盾等情况，为保护自身的利益，外国投资者往往先设立子公司，通过该子公司向外投资，利用子公司的独立法人地位和有限责任建立保护自己的屏障。而通过在离岸金融中心设立离岸子公司更有利于保障外国投资者的利益。这是因为，不

仅离岸公司自身是独立于其股东的独立法人，股东享有有限责任，分散投资风险，而且离岸金融中心对信息披露要求比较宽松，并可以对股东和董事的信息保密，不对外公开离岸公司的实际控制人，使得外国投资者尽可能利用不公开的信息或不公开信息的阶段在并购中抢占先机。

二、利用离岸公司并购存在的法律问题

利用离岸公司并购国内企业，提高了外资的流动性，又可吻合我国政策所要求的稳定性，为外国投资者并购国内企业提供了方便之路；同时，国内企业也可以利用离岸公司，吸收外资，开辟并购的新途径。但是，由于利用离岸公司进行并购是对我国法律法规的规避，这一趋势的上升必然导致其它问题的出现。

（一）国有资产的流失

外资并购过程中，国有资产流失是一个越来越严峻的问题。造成这一问题的原因可以分列如下：我国目前还是缺乏有效应对外资并购活动的法律对策及监督；产权交易主体不明确；并购中对国有资产的评估缺乏规范，评估中忽视国有企业无形资产的价值；评估过程不透明，私下交易多，缺乏公开公平的竞争机制；出售国有资产者急于求成，利用并购的契机筹集资金摆脱财政困境以及其它个人和小集体利益，等等。

如果不加强对并购活动的规制，利用离岸公司进行并购可能会进一步恶化国有资产流失的局面，主要有以下两方面原因：

1.我国国有企业实行的是所有权与经营权相分离的经营模式，经营者或掌握实际支配权的股东可能会侵占公司的资产。而利用离岸公司进行并购更是为这种侵占提供了便利。由于离岸公司保密性的特点，经营者或有实际支配权的股东可以隐瞒其真实身份，在离岸金融中心注册离岸公司，将国有资产注入离岸公司，并伴随着层层控股关系和股权置换，使人很难摸清其真正的所有者。这些经营者或有实际支配权的股东即可以离岸公司的名义，重新回到国内并购国内企业。由于国内企业也是由注册离岸公司的经营者或股东掌控，在并购过程中自然可以利用其职权以及对

企业的熟悉程度，低成本收购国有股权，至此，国有资产的流失不可避免。

2.如前文所述，外商只需要先垫付少量的收购资本就可以成功地并购国内企业，取得控股地位。之后，其凭借我国企业良好的经营业绩、品牌优势、商誉和市场占有率等大量的无形资产和中国经济持续快速发展的前景在境外上市或者包装之后转售给其他外商以牟取超额的投资回报。然而，依照现有的资产评估方式，外商借以获得超额回报的这些无形资产并未记入中方的资本，这必然导致国有资产的流失和中方股权的虚增。

（二）违反相关法律规定，增大合营企业经营风险

1.绕开了我国法律有关股权转让的规定。外国投资者并购国内企业的结果是原企业变更成为外商投资企业。《中外合资经营企业法实施条例》（以下简称《实施条例》）第20条规定，合营一方将第三者转让其全部或者部分股权的，须经合营他方同意，并报审批机构批准，且合营他方在同等条件下有优先购买权。在并购组成中外合资经营企业的情况下，外商将其注册的控股公司在境外上市，实质上是将其股权的一部分或全部以股票形式售卖，绕开了该《实施条例》中股权转让的相关规定，实质上剥夺了该外商投资企业的其他投资者的优先购买权。

2.给并购后的外商投资企业带来了巨大的经营风险。由于外商收购的对价在一定时期内不能全部支付，如果其通过境外上市将全部股权以股票形式进行售卖，则造成境外投资者的额外给付。然而，并购后的合营企业按实际到位的股权比例分红，控股公司的收益必然不足以满足众多股票持有者的投资回报需求。一旦股票下跌及至上市公司宣布破产，外商早已卷走巨额回报，剩下的财务问题就由外商投资企业解决，企业本身和境内外投资者不得不承担巨大的经营风险⁵。

（三）挑战《证券法》的信息披露义务

我国《证券法》第41条和第79条规定了股东的信息披露义务，即持有股份有限公司或上市公司已发行股份5%的股东应当在规定的期限内向有关机关提供报告。大股东持股报告制度的价

值表现在两方面：一是可以促使社会公众投资者对大股东迅速增加股票持有量的行为，以及可能导致上市公司控制权变动的情况有足够的警觉，并依据公开的信息及时做出投资判断；二是借助信息公开制度可以防止大股东利用逐步增加股份持有量的优势，形成信息和股票交易价格的垄断⁶。由于目前我国对于大股东披露义务的规定尚不完善，其中就包括了股东间接持股的问题，所以，在外资利用离岸公司并购的情况下不能充分实现对中小股东利益的保护。

三、规制离岸公司并购国内企业的对策

（一）完善界定外资的标准

对外国投资者身份的界定是对外资并购实施有效监管的基础，涉及到外资准入和法律适用等一系列问题。一般而言，判断外资的标准有两种，即“注册地标准”和“资金来源地标准”。

目前，我国立法和实践采取的是注册地标准，如《公司法》第199条规定的外国公司，是指依照外国法律在中国境外登记成立公司。其弊端在于，无法监管外资利用间接控股企业收购等方式规避东道国法律政策的情形。因此，我们应当考虑适用资金来源地的标准作为界定外资的增补依据。另外，对于大量存在的民营企业在境外成立公司再返回国内资本市场，进行上市公司并购的模式则要作个案分析。原则上要严格审查，防止境内外投资者权利义务不对等情况的出现⁷。

（二）建立完善的国有资产管理体制，加强对国有资产的监管

基于上文对利用离岸公司进行外资并购使国有资产流失的原因分析，我们应从以下方面着手，采取有力的对策，防止国有资产的流失。

国有资产的转让应遵循我国《公司法》以及其他相关法规中有关股权变动及公司合并、分立的基本原则，严格依照法律程序进行，特别是要征得公司股东大会同意或由股东大会对董事会明确授权，杜绝有关行政领导和个别董事会成员私自决定的情形⁸。

在并购的价格上，对于国有企业的并购必须进行严格的资产评估，要将有形资产和企业的商

誉、市场占有率等无形资产都纳入评估的范畴。国有股转让价格应依据被并购公司股票的实际投资价值与合理市盈率，并参考签订协议时公司股票的市场价格和对股价走势的预测等因素确定，将国有资产出售收入与营运收入区别开来，制定合理的转让价格。为此目的，笔者也赞同制定国有资产法⁹。

除此之外，在加强国有资产监管的同时，我们还应当加强对外资到位情况的监督，提高引进外资的质量。

（三）采取反避税措施

从根本上制止企业利用离岸公司避税的渠道在于：改进税制，对外资并购者一视同仁，“建立一个公平的竞争环境，改变目前税法对海外注册公司有利的局面”；取消对外资的过度优惠，实现内外资平等待遇，从税收、审批、土地、外债等方面减少直至完全取消对外资的“超国民待遇”。

随着中国进一步融入世界经济的大家庭，跨国资本在中国并购的日益活跃将是一个必然的趋势。税收政策应该正确引导这个趋势，使引进外资既符合中国经济发展的需要，又保护这一过程中各个方面的合法权益。

（四）规范证券市场，推动证券市场国际化发展

从1995年起，外资控股国内上市公司的现象已日渐普遍，“它意味着外资并购国内企业已发展到借助证券市场来进行的新阶段”。要对外资并购的行为加以有效的规制，首先需要有一个健全、完善的证券市场，而证券法律体系的完备又是市场本身规范和发展的前提。与国外的证券法律体系相比，我国《证券法》以及相关的配套法律法规尚有很多的漏洞，如前文所述的大股东披露义务应将间接持股的情况纳入其中，并做出相应的界定。

在证券市场规范化发展的同时，我国应当推动证券市场的国际化发展。所谓证券市场的国际化是指以证券为媒介的资金在国际上自由流动，证券发行、证券投资、证券交易和证券市场超越国界，实现国际间的自由化流动。近年来，发达

国家的证券市场出现了国际化的趋势，这是国际融资证券化的必然结果。随着中国市场的稳定发展，国内投资环境不断改善，大量的国外资本流向我国。如前文所述，其中不乏主营企业并购业务、通过包装上市或转卖获利的金融资本。金融资本是一种国际游资，注重短期回报，具有较强的投机性，而且不提供任何技术和管理经验，另一方面，金融资本也可满足企业的资金需求，所以，我们应当通过规范证券市场来加强对此类国际投资的监管，努力推动我国证券市场的国际化发展，给企业资金融通更大的自主权，满足国内企业跨国经营的需要。同时还应注意到：国有企业到境外上市更是可以改善资本结构，改变债务过重而资本金不足的状况。因此，应当鼓励国内投资者在握有企业控制权的同时引进外资，尽可能避免金融资本投机性的不利影响。

注释：

①马标巍：《外商投资企业在岸并购法律实务初探》，

《上海证券报》2003年2月25日

②商务部研究院课题组：“离岸金融中心在中国跨境资本流动的潜在风险与对策”，http://www.moftec.gov.cn/article/200405/20040500219779_1.xml

③⑤⑧刘李胜、邵东亚、庞锦著：《外资并购国有企业——实证分析与对策研究》，中国经济出版社1997年12月第1版，第144页；第145页；第278页。

④厦门大学财政系：《跨国公司并购境内企业涉税政策探讨》，摘自：《WTO与法治论坛》，<http://stwtw.shantou.gov.cn/luntan/article/55.htm>

⑥江帆：《试论外资收购国内上市公司制度的完善——从<格林柯尔并购科龙>案谈起》，北大法律信息网http://article.chinalawinfo.com/article/user/article_display.asp?ArticleID=2232

⑦“外资并购四大法律问题”，华夏经纬网<http://www.huaxia.com/sw/cjzx/zc-fg/00154404.html>

⑨宋宗宇：《论我国国有资产在外资并购过程中流失成因及法律对策》，《重庆工业管理学院学报》1999年8月