

Comparative Analysis of Multinational Shares Acquisition and Assets Acquisition—Taking Company A's Acquisition of Company M as an Example

Haihua He¹ Jiangquan Hu²

1. China Tobacco International Inc., Beijing, 100055, China
2. China Tobacco Machinery Group Co., Ltd., Beijing, 100055, China

Abstract

As two main corporate acquisition methods, we did a comparative analysis of shares acquisition and assets acquisition. Furthermore, we analyzed the pros and cons of the two corporate acquisition methods in the scenario of cross-border performing, and the strategy of choice in regards, through perspectives of laws and regulations, transaction risks and stakeholder rights, consideration payments and financial impact, tax, transaction approval, post transaction management and control. Meanwhile, the project that Company A purchased 100% shares of Company M was used as a case study. We found that shares acquisition and assets acquisition have different advantages and disadvantages in different trading contexts based on the above aspects. We suggest corporate should have the flexibility of choosing shares acquisition or assets acquisition or the combination of both, based on specific project situations and circumstances.

Keywords

shares acquisition; assets acquisition; merger acquisition

跨国股权并购与资产并购的比较分析——以 A 公司收购 M 公司为例

贺海花¹ 胡江权²

1. 中国烟草国际有限公司, 中国·北京 100055
2. 中国烟草机械集团有限(责任)公司, 中国·北京 100055

摘要

作为企业并购的两种常见方式, 论文对股权并购和资产并购进行了比较分析, 以A公司收购M公司为案例, 从法律法规、交易风险和利益相关者权益、对价支付和财务影响、交易涉税、交易审批、交易后管理和控制等角度对跨国/跨境开展企业并购时两种并购方式的优劣及策略选择进行了探讨, 发现在不同的交易背景下股权并购和资产并购在以上方面具有不同的优劣势, 建议企业开展跨国并购时应该根据具体项目情况分析灵活选择股权并购、资产并购, 或两种并购方式的综合。

关键词

股权并购; 资产并购; 并购

1 引言

股权并购和资产并购是目前国际上两种主要的并购方式, 选择合适的并购方式对并购的成功和交易成本的控制有着重大影响, 那么企业在开展并购时该以什么标准进行选择是一个值得探讨的问题。

2 理论基础

2.1 信息不对称理论

经济学中, 信息不对称理论指交易中卖方比买方掌握

更多的商品信息并因而在交易中获益, 买方会花大量时间和资源用于获取更准确的信息, 从而导致交易的不公平和效率低下。信息不对称是导致很多并购交易失败的重要因素, 也直接影响交易定价博弈。

2.2 利益相关者理论

利益相关者理论认为公司应该追求利益相关者的整体利益, 而不仅是特定主体的利益。利益相关者包括股东等所有权利益相关者, 债权人、员工等经济依赖性利益相关者, 和政府、媒体等社会利益相关者。在开展企业并购时, 债权人、员工等利益相关者可能会发挥意想不到的影响, 特别是跨国并购时, 政府、媒体等社会利益相关者更可能做出影响交易成功的举动, 使并购案因意外因素而失败, 并导致并购

【作者简介】贺海花(1986-), 女, 中国北京人, 硕士, 经济师, 从事国际投资研究。

方产生巨大损失。

3 概念界定

3.1 股权并购

论文所指股权并购是指并购企业通过购买目标企业的股权、股份实现对目标企业控制的行为。

3.2 资产并购

论文所指资产并购是指并购企业通过收购目标企业主要或全部资产从而实现对目标企业经营控制的行为。

4 跨国、跨境开展并购比较分析

企业开展跨国、跨境并购通常会涉及两个及以上不同国家或地区，面临的监管要求更森严，市场情况更复杂，股权并购和资产并购的优势和潜在风险也相应有明显变化，论文进行了相应阐述并选取2017年A公司收购M公司案例做具体分析。

收购方A公司于百慕大注册并在香港联交所主板上市的公司，被收购方B公司是一家于英属维尔京群岛注册的投资控股企业集团，通过多层投资控股公司间接持有2家全资美国企业、1家合资美国企业、1家全资中国企业、2家全资德国企业，目标集团的主要业务为设计开发、生产和销售航空发动机及相关维修和服务支持。A公司和M公司为关联方，最终控股股东均为H公司。

4.1 法律法规角度

世界上绝大部分国家对外国投资者进行单独管理，通常制定外商投资准入负面清单并根据行业的不同在市场准入、持股比例、高管要求等方面有特殊规定。就烟草行业而言，一些国家要求外国投资者必须同当地生产商联合投资烟草生产企业，如越南、埃及、保加利亚等，此外烟草行业通常还受到各国关于控烟法规政策的影响。同时，跨国投资还可能受国际制裁的影响而血本无归。因此在开展跨国并购时需要根据具体项目情况和当地法律法规要求而选择合适的并购方式，在合法合规的前提下实现企业扩张和业务发展，有些标的企业业务覆盖多个国家和地区，则需要根据具体业务分别进行法律法规审查。

由于M公司本身为投资控股公司，通过多层架构以企业集团的形式在美国、德国等地开展相关业务的经营，相关运营实体已经获得所需经营资质、许可证和牌照等，若进行资产并购会导致相关资质的转移，考虑到航空发动机为高精尖行业，会增加审查的复杂性，直接进行股权并购是最优选择。

4.2 交易风险和利益相关者权益影响角度

跨国开展并购时不仅对目标企业的了解存在信息不对称现象，对东道国的投资环境及各类约定俗成的做法和风俗习惯等等也存在信息不对称，更容易受到社会利益相关者的影响，因此投资者在进行投资前既需要对交易标的做法律、财务和业务等尽职调查，还需要对当地的政治、经济、金融、

法律、社会文化等投资环境做风险评估。如果并购方对投资环境和交易标的潜在风险存在较大不确定性，则可以考虑进行资产并购以规避风险；若并购方在当地市场已经有较成熟稳定的企业或业务，相关投资风险可控，则可根据税务、财务、业务等需要选择资产并购或者股权并购。

M公司所属美国企业和德国企业主要资产分别于2011年和2013年由H公司通过资产收购注入，曾经在美国存在的商标纠纷也已经在资产收购前处理完毕，相关权益明确，潜在风险可控，且此次交易中H公司将作为担保人签署交易协议，因此选择股权并购能在此前资产并购剥离风险的基础上进一步发挥股权并购便捷高效的优点，降低交易成本的同时能进一步发挥多层投资架构隔离防火墙的作用。

4.3 对价支付和财务角度

跨国开展股权并购或者资产并购都可以采用现金和股权等交易对价支付方式。股权并购后收购方需要合并目标公司财务报表，若目标企业有较高负债或亏损，将会直接影响并购方的财务表现。世界各国的会计准则各有不同，中国的会计准则标准与国际财务报告准则亦有所区别，因此在跨国股权并购后通常需要对并购方和目标公司财务制度进行整合，统一财务报表口径和编制原则，降低财务管理难度，提高决策的有效性，但会相应增加成本。而资产并购因不涉及财务并表，只涉及资产整合，因此相关风险和财务成本较小。

A公司由于近年亏损，现金支付压力较大，因而交易采用股权+现金+递延现金支付的交易方式，有利于并购方短期内灵活调动资金，满足经营需要。M公司由于背负3笔重大长期贷款，直接进行股权并购将给本就处于亏损的并购方带来巨大财务负担，因此由H公司在交易前对M公司所属美国公司增加投资直接偿还一部分贷款，另一部分贷款由卖方公司自银行购买，并以资产交易的形式出售给A公司，通过股权并购和资产收购相结合的方式优化了合并后的财务报表。

4.4 交易涉税角度

如何提高税收效率以降低甚至免除交易相关税收成本是每一个企业进行并购交易的重点关注问题。由于各个国家的税法不同，对并购的规管也各异，跨境开展并购涉及的税收尤为复杂，完全取决于每项交易的实际情况及当时所处的环境，没有唯一标准答案可供遵循。比如中国和日本、印尼等国家对股权转让所得征收资本利得税，其他资产视为企业正常收入；新加坡和马来西亚则主要针对房地产或持股房地产的公司征收资本利得税；而香港对包括股权转让所得和资本转让所得的资本利得豁免征税，并且也不征收增值税或营业税等。值得注意的是很多国家之间签署有避免双重税收协定(DTT)，藉由此，在一些情况下，股权并购的资本利得税虽然不可避免，但可以通过税务筹划在税率较低的地方缴纳，同时纳税损失是否能抵免也是开展股权并购时需要考虑进去的因素。有些国家规定资产购买者可以全额折旧提成，

此时选择资产并购显然在税收方面更有优势。与此同时，几乎所有国家的税法都有反避税条款，因此企业通常需要聘请相应地区的税务专家对项目税收进行分析和申报。实际操作中，大型并购由于标的往往是企业集团，可能会采取部分股权收购、部分资产收购、部分业务合并和子公司重组等多种手段相结合的方式。

在我们的交易案例中，A公司注册地为百慕大，M公司注册地为英属维尔京，卖方公司注册地为香港，都是世界知名的低税管辖区，交易本身相关税负较为理想，由此可见在控股层进行税务筹划对企业跨国并购和资产重组是非常必要的。

4.5 交易审批角度

随着中国经济发展，中资企业逐渐成为国际并购交易舞台上的重要角色，成功的大型并购案例层出不穷，但也不乏因未获得交易审批而惨遭失败的例子。例如，中海油收购美国优尼科、三一重工收购美国风电企业两项交易均被美国政府以“国家安全”为由被否定，紫金矿业收购铜钴矿项目未获刚果（金）政府批准。有些国家的政府为了维护本国利益，在必要的时候会以比较强硬的姿态介入并购交易当中，并给外来并购方带来巨大损失。有些国家的监管审批机构对中资企业过度猜忌的思维惯性也会导致交易时间和金钱成本增加，甚至出现交易对手涨价的情况。有的中资企业因为所聘代理律师等中介机构与监管机关沟通交流经验不足而使得交易未能获得监管批准。股权并购中，由于外国投资者并购会改变目标企业性质，因而政府审批手续较为严格，审批风险较高。资产并购需要审批的事项相对较少，外国投资者承担的审批风险也相对较小。因此，除了获得交易双方股东批准外，跨国大型并购一般会设定并购交易交割的前提条件，企业通常会获得政府许可、反垄断审批等列入其中。

根据东道国相关要求，对M公司的并购交易需要获得《美国哈特-斯科特-罗蒂诺反垄断改进法》和德国对外贸易法案及德国对外贸易条例的审查通过。与此同时，由于A公司是联交所上市公司，此次并购交易构成非常重大收购事项及关联交易，需要履行一系列申报、公告、通函及获得独立股东批准；并且由于交易选用股权支付，将摊薄其他股东持股，因而还需获得联交所上市委员会清洗豁免以及代价股份上市和买卖。

4.6 交易后管理与控制角度

并购只是手段，并购后如何有效进行战略、组织与制度、人力资源和企业文化整合才是企业最终实现预期商业价值的关键。虽然一些企业通过跨国并购实现了协同效应和创新水平的提升，但是跨国并购存在“七七”定律，约70%的交易并没有实现预期商业价值，而这中间又有约70%失败于交易完成后的文化整合。大多数企业通常相对更注重战

略、业务和财务的整合，忽略文化因素的影响。双方员工若不能认同并购后企业新的价值观和文化，则容易一方面导致关键人才的流失，另一方面导致内部管理和外部经营的困难。因而，在企业跨国并购后，通过有效手段进行企业文化整合，以避免文化差异引发系列管理问题，促进企业迅速实现健康发展甚为关键。股权并购直接认可标的企业现有人力资源和劳动关系合同等，因此存在较长的缓冲期进行包含文化整合在内的企业整合，有利于制定一系列相对完善的整合措施并实时进行调整。而资产并购对相关管理人员和技术人才的影响是直接而迅速的，虽然可以在交易协议中约定关键人才服务条款，但相关人员需要重新签订劳动合同并立即接受新的组织管理要求，短时间剧烈的变化不利于人才队伍的稳定，很容易造成人才流失，或者出现文化冲突。

作为技术密集型企业，M公司的发展高度依赖其高级管理层及其他专业工程师和技术人员，因此能否继续吸引及挽留这些人才是A公司实现交易商业价值的关键之一，A公司也将此项作为重点潜在风险并积极制定相应政策，除继续维持目标集团董事会和高级管理层的任用外，充分尊重现有薪酬、培训及其他相关企业管理制度，高度重视雇员关系、雇员健康和福利的保护，充分尊重工会要求和当地用工原则。自2018年完成并购交易以来，虽然受到新冠疫情影响偶有波动，但发动机相关业务收入稳定上升，2023年同比2018年增长约36%。

5 结语

跨国、跨境开展并购交易时，错综复杂的投资和市场环境使得股权并购和资产并购在不同交易背景下在税收、审批、交易成本、交易风险控制、对目标企业的整合与管理等方面具有不同的比较优势。企业需要组建专业团队并根据交易地区聘请相应的法律、财务、税务等方面的专业机构进行个案分析和设计，立足于企业实施并购的主要目的和诉求，灵活选择股权并购或资产并购，并在大型并购中可以综合使用两种并购方式以及业务合并重组等手段，实现预期商业价值的同时使得交易成本最小化。

参考文献

- [1] 黄佳,丁哲琴.跨国并购税务风险控制[J].上海国资,2011(11):79-80.
- [2] 许志红.企业并购中的文化整合研究[D].上海:华东师范大学,2012.
- [3] 张建清,安然,汤恒运,等.东道国外资审查制度与中国企业的跨境并购[J].世界经济研究,2024(2):49-62.
- [4] Zongsheng Liu. Causes and Control of Financial Risk in Mergers & Acquisitions[J]. International Business Research,2010,3(1):18-21.
- [5] 中国航空工业国际控股(香港)有限公司.通函HKEX news披露易https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2017/1228/ltm20171228650_c.pdf.