

中資企業對香港直接投資之研究<sup>\*</sup>  
**An Analysis of China's Outward Foreign  
Direct Investment in Hong Kong**

亞洲大學國際企業學系副教授 曹海濤  
元智大學國際企業學系教授 葉日崧  
國立台灣大學經濟學系教授 林惠玲

Tsao, Hai-Tao

(Associate Professor, Department of International Business, Asia University)

Yeh, Ryh-Song

(Professor, Department of International Business, Yuan Ze University)

Lin, Lui-Ling

(Professor, Department of Economics, National Taiwan University)

---

\* 作者誠摯感謝二位匿名審查人對本文的指正與諸多寶貴建議。同時，作者也感謝國立台灣大學社會科學院大陸研究中心（NTUCCS 96R023）以及國科會（NSC 100-2410-H-155-004）對本研究的部份資助。有關文中一切可能的疏失與錯誤，當由作者自行負責。

# **An Analysis of China's Outward Foreign Direct Investment in Hong Kong**

Tsao, Hai-Tao

Associate Professor, Department of International Business, Asia University

Yeh, Ryh-Song

Professor, Department of International Business, Yuan Ze University

Lin, Lui-Ling

Professor, Department of Economics, National Taiwan University

---

## **Abstract**

Hong Kong is the most important destination when Mainland China's enterprises launch outward foreign direct investment (OFDI). The purpose of this article attempts to analyze and discuss investment motives of Chinese firms by virtue of macroeconomic data and case studies. At the macroeconomic level, the main goal of China is to smooth the process of the return Hong Kong to China, maintain Hong Kong's sustainable prosperity during the transition, and balance the macroeconomic disequilibrium. At the microeconomic level, the case studies indicate that investment motives of Chinese firms include political consideration, raising funds, market-seeking, strategic resource-seeking and capital-fleeing etc.

**Keywords:** China, Hong Kong, Outward FDI, Investment Motives

# 中資企業對香港直接投資之研究

曹海濤

亞洲大學國際企業學系副教授

葉日崧

元智大學國際企業學系教授

林惠玲

國立台灣大學經濟學系教授

---

## 摘 要

本研究分析中國大陸對香港之直接投資。首先，本文由總體面向討論中國大陸對香港的直接投資；然後就企業層級資料對中資企業在香港的直接投資加以分析。在總體政治經濟層面上，中國大陸對香港直接投資的動機包括：保障香港順利回歸、維繫香港經濟持續發展、解決總體經濟失衡、籌集經濟發展所需資金、逃避外匯管制等。就企業層級而言，投資動機包括：政治因素、融資考量、拓展市場、尋求策略性資產、資本運作、資產轉移等。其中，政治性投資和財務目的之投資是中資企業在香港直接投資的主要特色。政治性投資主要是增加香港社會對中國大陸「維持香港現行資本主義制度」承諾的信心，以及保持香港經濟平穩發展。財務目的之投資以資本運作、資產移轉和關係性投資為主要形式。

**關鍵詞：**中國大陸、香港、對外直接投資、投資動機

## 壹、前言

作為中國大陸融入國際經貿體系的主要管道之一，對外直接投資（Outward Foreign Direct Investment）在中國大陸轉型與發展過程中扮演的角色日益重要。如今，中國大陸已成為重要的外人直接投資來源地。就存量而言，截至2010年底，中國大陸對外直接投資累計淨額達3,172.1億美元，位居全球第17位。就流量而言，中國大陸已成為開發中國家中最大且成長最快速的對外投資國。<sup>1</sup>過去九年（2002~2010）中國的對外直接投資以年平均49.9%的比例成長。2010年，中國對外直接投資流量高達688.1億美元，占全球當年流量的5.2%，位居全球第五，首次超過日本、英國等已開發國家，成為全球第五大對外投資來源地。<sup>2</sup>

中國大陸對外直接投資的議題近年引起學者的興趣，論者已對中資企業海外投資的狀況、投資動機、產業分佈、投資特性和發展趨勢加以分析和討論。<sup>3</sup>同時，學者也試圖由總體經濟和企業層

- 
1. 「2010年度中國對外直接投資統計公報」，中華人民共和國商務部，頁2，2011年9月。〈<http://www.mofcom.gov.cn/tongjiziliao/tongjiziliao.html>〉
  2. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), *World Development Report, Non-equity Modes of International Production and Development* (United Nations Publication, New York and Geneva: United Nations, 2011).
  3. Kevin G. Cai, "Outward Foreign Direct Investment: A Novel Dimension of China's Integration into the Region and Global Economy," *China Quarterly*, No. 160 (December 1999), pp. 856~880; Hsiu-Liu Wu and Chien-Hsun Chen, "An Assessment of Outward Foreign Direct Investment from China's Transitional Economy," *Europe-Asia Studies*, Vol. 53, No. 8 (December 2001), pp. 1235~1254; Eunsuk Hong and Laixiang Sun, "Dynamics of Internationalization and Outward Investment: Chinese Corporations' Strategies," *China Quarterly*, No. 187 (September 2006), pp. 610~634; Peter J. Buckley, Jeremy L. Clegg, Adam R. Cross, Xin Liu, Hinrich Voss and Ping Zheng, "The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment," *Journal of International Business Studies*, Vol. 38, No. 4 (July 2007), pp. 499~518; 曹海濤、葉日崧，「中國大陸企業對外直接投資之分析」，*中國大陸研究*，第51卷第1期（2008年3月），頁31~65。

面兩個視角為中國大陸近來高漲的對外直接投資活動提供解釋。<sup>4</sup>然而，現存文獻大多探討的是中國大陸整體性的對外投資情形，沒有對中國大陸企業在特定區域（例如香港）的直接投資多所著墨。事實上，香港在中國大陸的對外直接投資最重要的投資目的地。以2010年為例，中國大陸56%（337.7億美元）的非金融類直接投資流入香港；而中國大陸在香港的累積直接投資則占其全部對外直接投資存量的62.8%。<sup>5</sup>換言之，扣除香港後，中國大陸對外直接投資的流量與存量並不十分顯著，其投資動機、進入模式和區位選擇也無太多特殊之處，更加突顯出研究中資企業投資香港的重要性和特殊性。

作為與外部世界聯繫和溝通的主要視窗，香港成為中國大陸的重要投資地是很自然的事。然而，由於投資金額和規模占中國大陸對外直接投資相當大的份額，這一現象有必要加以詳細探討。香港作為中國的一個特別行政區，無論政治上還是經濟上，均有其特殊性。香港除是中國內地外資最重要來源地之外，也是中國內地大量企業的融資和租稅天堂（tax heaven）；香港既是中國內地民眾的旅遊中心，也是中國大陸最重要的轉口港。因此，中國大陸對香港的巨量投資，在投資動機、產業選擇上有什麼特色；政治安定和經濟發展的投資考量是否會隨著香港回歸中國而有所變化；不同性質的中國大陸企業對香港投資的動機和行為是否有重大差異以及如何演變；中資企業對香港的直接投資在進入模式和產業選擇上，是否與對其他區域的直接投資有所不同；中資企業對香港的直接投資

---

4. Ping Deng, "Outward Investment by Chinese MNCs: Motivations and Implications," *Business Horizons*, Vol. 43, No. 3 (May-June 2004), pp. 8~16; Randall Morck, Bernard Yeung and Minyuan Zhao, "Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment," *Journal of International Business Studies*, Vol 39, No. 3 (February 2008), pp. 337~350.

5. 「2010年度中國對外直接投資統計公報」，頁17。

是否因中國大陸更加融入世界經貿體系和投資多元化而有所下降，這些都是值得關注的議題。

遺憾的是，這方面的研究目前還未引起太多注意。少數研究或者只是對中國大陸在香港之投資作簡要介紹和分析，<sup>6</sup>或者其分析的期間主要集中於香港回歸中國大陸之前。<sup>7</sup>中國大陸對香港直接投資從經濟改革迄今的詳細狀況，以及相關直接投資在香港回歸中國大陸之後又有什麼具體的變化，這些重要的問題仍未被仔細探討。相關研究的匱乏可能是由於正式數據的不足，以及資料統計的困難所致。學界公認，中國大陸統計資料的正確取得有相當難度。官方往往認為資料屬於國家機密，而民間企業則認為相關資料敏感（尤其涉及對外投資方面），故很多申報之資料不盡確實，這些都增加了研究困難。

中國大陸在香港直接投資的主體、投資金額、規模及數量十分龐雜。既有大型中央國有企業，也有各地方政府投資的「窗口」公司，更有大量未報備的投資案，僅1993年，在香港投資的中資企業數量就已達到14,000個。<sup>8</sup>然而，在現今香港特區政府投資推廣署的不完全統計中，只有二千多家。同時，於香港投資的中國大陸企業，即有於香港註冊並在香港上市的「紅籌股」和「藍籌股」企

---

6. 例如王光偉，「香港與內地的投資交流」，*特區經濟*（廣東），第5期（1997年），頁47~50；劉紅忠，「試論中國大陸對香港地區的直接投資」，*復旦學報*（上海），第6期（1998年），頁26~33；齊春宇，「中國對外直接投資的狀況和動因分析—兼論中國內地在香港的投資」，*經濟科學*（北京），第2期（1999年），頁34~40。

7. 例如B. Bacher, O. Lorz and L. Schuknecht, "Chinese Investment: 'Hostages' for HK?" *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 148, No. 4 (December 1992), pp. 645~654; Hing Lin, Chan, "Chinese Investment in Hong Kong: Issues and Problems," *Asian Survey*, Vol. 34, No. 10 (October 1995), pp. 941~954; Yun-Wing Sung, "Chinese Outward Investment in Hong Kong: Trends, Prospects and Policy Implications," *OECD Development Centre Working Paper*, No. 113 (1996), pp. 1~43.

8. N. Ni, "Asian Perspectives: China's Expanding Economic Interests in Hong Kong," *Nomura Institute Hong Kong Limited*, Vol. 11, No. 6 (December 1994), pp. 1~33.

業，也有在中國內地註冊，但在香港上市的「H股」公司，還有眾多在香港「借殼上市」的企業。另外，香港作為全球最自由之經濟體，資本流動不受限制，且港府不要求外來企業上報的投資數據或披露資金來源。而且，香港特區政府直到1997年才開始統計外來和向外直接投資資料。這些都增加了資料統計的難度。

本研究根據各種官方公佈之統計數據、相關學者的研究和個案資料，嚐試從不同的面向對中國大陸在香港的直接投資活動加以詳細分析，一方面使吾人對中國大陸在香港直接投資現狀有更深入的認知；另一方面，也代表對充實相關研究的一種努力。首先，本文根據次級資料，由總體經濟面對中國對香港的直接投資進行歸納和整理。其次，本文也透過分析企業投資個案的方式，對中國大陸企業對香港直接投資之性質和行為動機作更細緻的研討，以期能深入瞭解不同企業投資活動的微觀特質、行為動機和投資者角色。除前言外，文章的其餘部分安排如下：第貳部分根據各種官方統計數據和資料對中資企業在香港直接投資的現況進行總體性的概述和歸納。第參部分由宏觀經濟層面對中國大陸在香港投資加以討論；第肆部分從企業投資個案之分析著手，對中國大陸在香港的直接投資作進一步的闡釋。第伍部分對中國大陸在香港的直接投資的特色加以總結分析。最後是結論。

## 貳、中國大陸對香港之直接投資：總體資料之分析

中國大陸在香港的直接投資活動早於計畫經濟時代（1949~1978）即已展開。1949年建政後，中共在香港接收和開設過少數境外企業，如華潤公司、招商局、中旅公司、中國銀行香港分行等。1970年代末實行經濟改革開放政策後，中國大陸企業在香港之直接投資才開始大量增加。

## 一、中國大陸在香港直接投資現況

香港是中國大陸對外直接投資的首選之地。以投資金額觀之，無論是存量和流量，香港均是中國大陸對外投資最重要的地區。表一顯示中國大陸對外投資的地區排名，可以看出香港居於絕對優勢。至2010年底，香港集中了中國大陸六成以上的非金融類海外直接投資存量。此外，中國大陸在英屬維京群島和開曼群島也累積了大量投資，這三地之直接投資存量即佔去中國全部對外直接投資近76%的份額。而中國大陸投資在開曼群島和英屬維京群島的資金，又有相當大的一部份流向香港。於離岸財務中心（即一般稱為稅務天堂的經濟體系）設立無業務經營的公司，再把直接投資資金轉移回香港，其實是企業界的普遍做法。在後文企業層級的分析中，我們發現許多這樣子的例子，即中資企業先在開曼群島或英屬維京群島註冊並投資，再以外資之名義去香港投資。

表一：中國大陸企業累計海外直接投資金額前20位的國家或地區（截至2010年底）

排序	國家或地區	存量（億美元）	比重（%）
1	香港	1,990.56	62.8
2	英屬維京群島	232.43	7.3
3	開曼群島	172.56	5.4
4	澳洲	78.68	2.5
5	新加坡	60.69	1.9
6	盧森堡	57.87	1.8
7	美國	48.74	1.5
8	南非	41.53	1.3
9	俄羅斯	27.88	0.9
10	澳門	22.29	0.7
11	加拿大	20.03	0.6
12	緬甸	19.47	0.6
13	巴基斯坦	18.28	0.6



排序	國家或地區	存量 (億美元)	比重 (%)
14	哈薩克斯坦	15.91	0.5
15	德國	15.02	0.5
16	瑞典	14.79	0.5
17	蒙古	14.36	0.5
18	英國	13.58	0.4
19	尼日利亞	12.11	0.4
20	印度尼西亞	11.50	0.4
	合 計	2,888.28	91.1

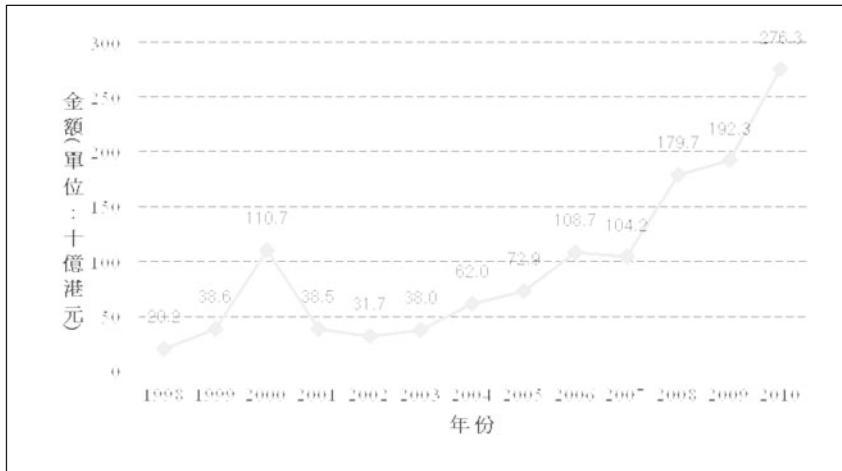
資料來源：「2010年度中國對外直接投資統計公報」，中華人民共和國商務部，頁17。2011年9月20日 <<http://www.mofcom.gov.cn/tongjiziliao/tongjiziliao.html>>

說明：數據資料為非金融類對外直接投資資料。

近年來，雖然中國大陸對其他地區的直投資大幅增加，但香港作為最重要投資目的之地位沒有減弱。例如，2010年，中國大陸對香港的直接投資仍然有385.05億美元，佔當年總流量近56%。<sup>9</sup>圖二呈現的是1998~2010年中國大陸對香港直接投資流量變化，可以看出中國大陸對香港的投資依然處於持續穩定增加狀態。其中，2000年的對香港直接投資忽然飆高主要原因是，中國政府對外投資之政策於1999年發生重大改變，並積極鼓勵企業對外投資，<sup>10</sup>因而大量企業開始進入香港。2007年之後，對港投資成長更加迅速。

9. 「2010年度中國對外直接投資統計公報」，頁20。

10. 簡澤源，「香港中資企業現況分析」，兩岸經貿服務網，2010年11月15日。  
<<http://www.ssn.com.tw/eip/front/bin/ptdetail.phtml?Category=100012&Part=3-1-16>>

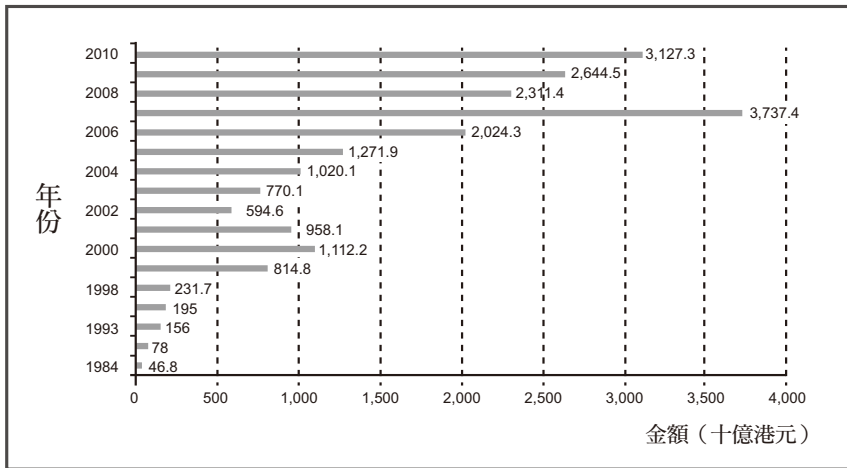


資料來源：「對外直接投資統計」，香港特區政府統計處，2011年9月20日。〈[http://www.censtatd.gov.hk/hong\\_kong\\_statistics/statistics\\_by\\_subject/index\\_tc.jsp?subjectID=3&charsetID=2&displayMode=T](http://www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/statistics_by_subject/index_tc.jsp?subjectID=3&charsetID=2&displayMode=T)〉

圖二：中國大陸對香港直接投資流量變化：1998~2010

圖三則指出中國大陸在香港累積直接投資的情況，包括金融投資在內，至2010年底，中資企業之總資產已超3兆港元（約4,000億美元）。圖三與表一的差別是：表一只是計算中國大陸每年對外直接投資金額之累加，而圖三則是中資企業在香港的所有資產市值總和，包括四大國有企業中國銀行、招商局集團、華潤公司、中旅公司多年累積之資產，因此呈現之資產總值十分龐大。例如，僅2006年底，僅中資銀行機構在香港之總資產即達11,972億港元（約1,500億美元）。<sup>11</sup>

11. 「香港中資企業為香港繁榮穩定做出重要貢獻」，新華網，2007年06月28日。〈[http://news.xinhuanet.com/tai\\_gang\\_ao/2007-06/28/content\\_6301229.htm](http://news.xinhuanet.com/tai_gang_ao/2007-06/28/content_6301229.htm)〉



資料來源：「對外直接投資統計」，1998~2010年之數據來自香港特區政府統計處，2011年11月16日。<[http://www.censtatd.gov.hk/hong\\_kong\\_statistics/statistics\\_by\\_subject/index\\_tc.jsp?subjectID=3&charsetID=2&displayMode=T](http://www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/statistics_by_subject/index_tc.jsp?subjectID=3&charsetID=2&displayMode=T)> 1984, 1989, 1993, 1995之數據來自Sung (1996), Chen and Wong (1994)的估計。請見Yun-wing Sung, "Chinese Outward Investment in Hong Kong: Trends, Prospects and Policy Implications," *OECD Development Centre Working Paper*, No. 113 (1996), pp. 1~43. Edward K. Y. Chen, and Teresa Y. C. Wong, "Economic Synergy: A Study of two-way Foreign Direct Investment Flow between Hong Kong and Mainland China," in *The new wave of foreign direct investment in Asia*, NRI Nomura Research Institute, Ltd., ISEAS Institute of Southeast Asian Studies (Tokyo Club Foundation for Global Studies, 1995), pp. 233~251.

圖三：中國大陸在香港的累積資產總值：1984~2010

## 二、中國大陸之直接投資在香港經濟中的地位

從中國大陸推行市場化經濟改革始，中資企業在香港的投資即不斷增加，歷經香港回歸，中資企業於香港經濟中的實力更加不斷強化。以2006年為例，登記之香港中資企業總數達2,905家，比1997年增加了1,049家，中資企業在香港僱傭員工已達4.56萬人，在

海內外擁有總資產近4,700億美元。<sup>12</sup>香港中資企業之業務幾乎涉及香港經濟的各個領域，已成為香港經濟的重要組成部分，在銀行、保險、旅遊、建築等領域，中資企業均佔據重要地位。例如，中資銀行機構擁有總資產約1,500億美元，占香港同類機構資產總額的16.3%。2005年底，中資銀行吸納的存款額和發放的貸款額分別占香港同業市場的20.7%和22.6%；中國銀行香港分行的發鈔量佔港幣流通量的22%，僅次於英資匯豐銀行。<sup>13</sup>

中國大陸內地企業、尤其是大型國有企業在香港招股上市，成為近年香港股市的主要成長動力。現今，中資上市公司市值總額超過4,000億美元，約佔香港股市總值40%，也為其自身發展籌集了大量資金。截至2006年底，香港中資上市公司已累計從香港股票市場籌集資金約1,900億美元，其中大部分資金都直接投向中國大陸。<sup>14</sup>與此同時，香港中資企業也充分利用地緣優勢，主導了香港基本生活必需物品的供應。例如，東江水占香港總供水的75%以上，中國大陸供應的毛豬、牛、雞等生鮮食品佔香港總供給量的70%以上，中資企業分銷的各類成品油也佔據香港市場總銷量的25%以上，而這些大量且具體之事務均由中資企業（如廣南行、伍豐行等）承擔。<sup>15</sup>另一方面，香港之於中國大陸的重要性已為眾所週知。香港除是中國內地外資最重要來源地之外，也是中國大陸眾

- 
12. 「香港中國企業協會簡報資料」，香港中國企業協會，2010年11月15日。  
<<http://www.hkcea.com/page21-0701.htm>>
  13. 「香港統計月刊」，香港特區政府統計處，2008年1月。<[http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong\\_kong\\_statistics/key\\_economic\\_and\\_social\\_indicators/index\\_tc.jsp](http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/key_economic_and_social_indicators/index_tc.jsp)>
  14. 「香港統計月刊」，香港特區政府統計處，2008年1月。<[http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong\\_kong\\_statistics/key\\_economic\\_and\\_social\\_indicators/index\\_tc.jsp](http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/key_economic_and_social_indicators/index_tc.jsp)>
  15. 「香港統計月刊」，香港特區政府統計處，2008年1月。<[http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong\\_kong\\_statistics/key\\_economic\\_and\\_social\\_indicators/index\\_tc.jsp](http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/key_economic_and_social_indicators/index_tc.jsp)>

多企業的融資和租稅天堂；香港既是中國大陸的旅遊中心和轉接站，也是中國大陸大量外資企業的區域總部所在地。<sup>16</sup>同時，香港更是中國大陸最重要的轉口港，以2011年為例，經香港轉口之中國內地貿易（即轉口目的地和來源地為中國大陸）總值為37,317.02億港元約（4,846.37億美元），佔當年度中國大陸進出口貿易總額的13.3%。<sup>17</sup>

表二：不同國家和地區在香港直接投資之比較（1998-2010） 單位：十億港元

國家和地區	1998		2000		2002		2004		2006		2007		2008		2009		2010	
	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量
中國大陸	213.7	20.2	1,112.2	110.7	594.6	31.7	1,020.1	62.0	2,024.3	108.7	3,737.4	104.2	2,311.4	179.7	2,644.5	192.3	3,127.3	276.3
已開發國家																		
荷蘭	124.5	13.2	224.8	7.4	204.9	10.3	307.2	8.8	390.9	28.1	530.5	38.0	413.8	38.6	496.4	48.4	605.1	36.7
美國	115.5	6.6	161.4	18.8	186.6	-11.0	243.5	48.4	277.9	51.3	278.6	35.8	247.6	14.1	315.6	-16.4	307.0	-154.4
日本	108.8	0.6	111.5	25.8	141.4	15.3	148.2	10.9	151.4	18.0	164.7	14.3	164.7	8.3	167.8	9.7	183.7	17.3
英國	153.4	8.3	195.8	-41.3	55.8	8.6	70.0	18.2	105.6	15.4	134.5	23.0	116.3	13.0	126.7	15.7	123.7	12.3
離岸財務中心																		
維京群島	542.6	30.3	1,131.4	238.4	779.4	59.4	1,029.3	62.7	1,950.6	78.8	3,358.5	109.3	2,040.7	110.5	2,353.1	126.5	2,752.4	253.4
百慕達群島	202.0	20.7	317.2	36.9	273.2	2.1	272.2	8.9	350.1	23.8	383.2	27.7	358.6	16.9	452.4	58.9	554.5	24.2
開曼群島	86.2	5.3	90.2	11.1	44.9	-68.7	61.8	2.9	101.3	18.4	111.5	10.9	108.8	3.8	144.7	0.8	136.6	19.8
新興開發中國家																		
新加坡	43.3	0.5	143.1	60.0	73.5	6.4	87.1	3.2	85.2	8.1	105.5	16.4	108.1	9.4	113.9	9.0	131.6	15.5
香港全部外來直接投資	1,743.5	114.4	3,550.8	482.6	2,622.3	75.5	3,521.9	2,651.1	5,771.9	350.0	9,186.5	423.9	6,325.8	464.3	7,262.1	406.1	8,473.2	552.2
中國內地佔香港外來投資之比重	12.3%	17.7%	31.3%	22.9%	22.7%	42.0%	29.0%	23.4%	35.1%	31.1%	40.7%	24.6%	36.5%	38.7%	36.4%	47.4%	36.9%	50%

資料來源：「香港統計年鑑」（2001~2011各年），香港特區政府統計處，2012年2月5日。 <[http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong\\_kong\\_statistics/key\\_economic\\_and\\_social\\_indicators/index\\_tc.jsp](http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/key_economic_and_social_indicators/index_tc.jsp)>

16. 目前，世界各地有1,000多家企業在香港設置地區總部，全球排名前100大的銀行中，超過70家在香港營運。檀文茹、梁佳麗、喻學琳，「亞洲：傳統熱點，活力再現」，李桂芳主編，中國企業對外直接投資分析報告（北京：中國經濟出版社，2007），第8章，頁136。
17. 「香港統計資料」，香港特區政府統計處，2011年9月17日。 <[http://www.censtatd.gov.hk/hong\\_kong\\_statistics/statistical\\_tables/index\\_tc.jsp?charsetID=2&tableID=062&subjectID=3](http://www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/statistical_tables/index_tc.jsp?charsetID=2&tableID=062&subjectID=3)>；「海關主要統計數據」，中華人民共和國海關總署，2011年9月18日。 <<http://www.customs.gov.cn:82/gate/big5/www.customs.gov.cn/tabid/44604/Default.aspx>>

自2004年始，中國大陸成爲香港外來直接投資最大來源地，反映出中資在香港外來投資中的重要性。以2010年存量數據而言，來自中國大陸的直接投資佔在香港全部外資的37%（參見表二）。由於香港外來直接投資主要投資的產業集中於商用服務業，包括投資控股、地產及各項商用服務（66.5%）；銀行（含接受存款公司）及其他金融機構（14.7%）；批發、零售及進出口貿易（9.7%）；運輸及相關服務（2.3%）（參見表三）。可以判斷中國大陸在香港直接投資之產業也大致集中在這些部門。

值得注意的是，在香港的外來直接投資中，離岸財務中心（英屬維爾京群島、百慕達群島及開曼群島）的投資分別佔2010年底外來直接投資總存量的32.5%、6.5%和1.6%。這實際反映企業先於離岸財務中心設立無業務經營的公司，再把直接投資資金轉移回香港的慣例。由於香港對於中國大陸的特殊性，以及香港在台海兩岸現今政治架構下的重要中介地位，許多中國大陸和台灣的企業是循此途徑進行投資。<sup>18</sup>例如，中國大陸最大的家電連鎖企業國美電器的香港投資案，台商寶成工業公司和頂新集團在香港的投資案等等。因此，離岸財務中心對香港的直接投資中，很大的比例可能來自中資和台商企業。

表三：香港外來直接投資在不同產業上之分佈（1998~2010） 單位：十億港元

年份 經濟活動	1998		2000		2002		2004		2006		2008		2010	
	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量
A	590.9	41.0	2,145.9	326.8	1,367.0	83.3	1,987.8	265.1	3,785.9	145.1	4,274.8	2,362.2	5,633.8	439.5
B	214.8	24.9	326.1	34.8	325.4	-33.1	481.2	34.6	643	45.9	618.1	81.1	1,026.8	127.8
C	332.0	12.6	376.0	62.8	341.4	29.4	516.5	49.5	622.5	73.0	693.8	70.1	825.7	68.4
D	77.2	1.5	131.8	20.3	90.7	-15.0	148.9	38.6	204.3	34.9	186.7	9.4	217.0	5.8
E	66.1	3.4	73.5	12.1	78.2	2.4	74.5	10.7	145.2	19.8	149.8	15.4	192.1	34.7

18. Geng Xiao, "People's Republic of China's Round-Tripping FDI: Scale, Causes and Implications," *ADB Institute Discussion Paper* No. 7 (July 2004), pp. 1~48. <[http://www.hiebs.hku.hk/working\\_paper\\_updates/pdf/wp1137.pdf](http://www.hiebs.hku.hk/working_paper_updates/pdf/wp1137.pdf)>

經濟活動	1998		2000		2002		2004		2006		2008		2010	
	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量	存量	流量
F	31.8	2.2	61.1	3.9	85.9	14.2	80.4	6.5	89.6	7.3	103.3	25.2	199.6	-141.8
G	85.3	8.0	76.1	5.0	72.8	10.0	68.7	13.6	68	11.0	78.2	19.0	84.9	-2.3
H	39.3	3.4	45.3	4.6	36.8	-1.0	24.5	-0.6	62.9	5.0	68.4	4.9	113.1	16.4
I	123.0	8.2	59.2	-1.0	69.0	-20.7	39.0	2.6	45.2	2.6	36.8	-7.4	55.3	5.4
J	57.1	4.2	47.6	3.7	43.1	1.0	35.6	1.4	31.7	1.5	25.4	4.5	29.5	2.7
k	126.0	4.9	208.2	9.5	112.0	5.1	64.8	3.3	73.7	3.9	90.5	5.8	95.3	-4.4
總計	1,743.5	114.4	3,550.8	482.6	2,622.3	75.5	3,521.9	265.1	5,771.9	350.0	6,325.8	464.3	8,473.2	552.2

說明：a投資控股、地產及各項商用服務；b銀行及接受存款公司；c批發、零售及進出口貿易；d銀行及接受存款公司以外的金融機構；e運輸及有關服務；f保險；g製造業；h營造；i通訊；j食肆及酒店；k其他活動。

資料來源：「香港統計年鑑」（2001~2011各年），香港特區政府統計處，2012年2月5日。〈[http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong\\_kong\\_statistics/key\\_economic\\_and\\_social\\_indicators/indextc.jsp](http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/key_economic_and_social_indicators/indextc.jsp)〉

由前述總體資料，我們可以認知中國大陸在香港直接投資的基本狀況，諸如投資規模、產業分佈、中資企業在香港之地位等等，在後文第肆節中，我們會就中國大陸企業何以投資香港的總體和區位因素作進一步的申論。為能夠更全面了解和探究中國大陸在香港直接投資的動機和特色，本文以下將由企業層級對這一議題的深入考察。

## 參、中國大陸對香港的直接投資：宏觀層面之考察

在本節中，我們由宏觀層面（總體經濟與區位意涵）對中國大陸在香港直接投資的情況加以討論。

### 一、中國大陸企業對香港直接投資總體經濟意涵

根據本研究總體資料分析和企業層級的考察，我們可藉由總體因素和香港區位因素兩個維度來進一步探討中國大陸對香港直接投資的動機和特色。

#### （一）國際政治因素

中國大陸自從1970年代末期實施由中央計畫經濟向自由市

場經濟轉型的改革以來，整體經濟實力已取得極大進步。早在1992年，世界銀行（World Bank）即根據購買力平價（purchasing power parity）計算出中國大陸國民生產總值（GNP）已達2.87萬億美元，僅次於美國和日本，居世界第三位，佔當時全球經濟總量的6%。<sup>19</sup>政治實力伴隨經濟實力的增強和擴大，中國在國際政治舞台上也逐漸具有政治大國的地位，影響的觸角開始滲入世界各個角落。中國大陸企業亦隨著中國國力的擴張，在全球範圍尋找資源、市場、技術，以及與各國企業進行合作。

## （二）總體經濟因素

近年來，中國大陸總體經濟出現嚴重失衡現象，主要表現為經常帳的大幅出超和不斷累積的巨額外匯存底。2001年中國大陸的貿易出超為225.5億美元，到2007年中國大陸貿易出超已達2,622億美元。其中，主要出超來源發生於對美國和歐盟的貿易出超，對兩者之出超分別由2001年的280.8億美元和51.8億美元，上升為2007年的1,126億美元和1,342.3億美元。<sup>20</sup>大量的出超，在現行匯率制度下，使中國大陸的外匯存底不斷高漲，由2000年的1,655.7億美元升至2007年的1.53萬億美元。<sup>21</sup>這不但增加了中國大陸通貨膨脹的壓力，也導致中國大陸與歐美各國的各種貿易摩擦不斷發生。在匯率大幅升值會損害中國大陸出口競爭力的情況下，使企業赴海外直接投資不失為一種解決貿易失衡和外匯存底過多的有效方法。

中國大陸總體經濟失衡的根本原因是國內儲蓄過多所致。1992~2005年，中國大陸國內儲蓄率一直處於40%左右，為同時期

---

19. *World Development Report: Development and Environment* (New York: World Bank Publications, 1992).

20. 「商務統計資料」，中華人民共和國商務部，2010年9月20日。〈<http://zh.mofcom.gov.cn/tongji.shtml>〉

21. 「中國統計年鑑（1996~2006）」、「中國統計公報（2007）」，中華人民共和國國家統計局，2010年9月20日。〈<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>〉



世界最高水準。<sup>22</sup>在國內消費沒有大幅提高的情況下，過高的投資就意味著企業產能過剩。<sup>23</sup>根據中國國家統計局第三次工業普查統計，早在上世紀90年代中期，在中國大陸900多種主要工業產品的生產能力中，半數產品的產能利用率低於60%，75%的電子產品供過於求。在國內儲蓄高居不下的情況下，投資依然不斷增加。由於不斷增長的固定資產投資，使得近年來資本形成佔中國大陸國內生產總值（GDP）的比重超過了40%，而最終消費支出（私人 and 政府）的比重則從2001年的61.4%，逐年下降至2006年的50%。<sup>24</sup>在投資過熱而消費相對不足的情形下，產能過剩的問題至今難以消除。於是，多餘的產能只能向國外出口，致使中國大陸對外貿易出超持續擴大及外匯存底不斷增加。因此，增加對外直接投資、購買國外資產，既可以消化國內過多的儲蓄和過剩產能，帶動中間產品出口，也能減少貿易摩擦，矯正總體經濟失衡。

### （三）國內政策體系之轉變

面對中國大陸總體經濟失衡和產業轉型的來臨，中國大陸中央政府近年來制訂和實施一連串開放對外直接投資的政策，以促進企業的對外投資。在1997年中共十五大「鼓勵具有比較優勢的企業進行對外直接投資」的政策基礎上，1998年中共十五屆二中全會更提出，「在積極擴大出口的同時，要有領導有步驟地組織和扶持一

22. 李楊、殷劍峰，「中國高儲蓄率問題之探究」，*經濟研究*（北京），第6期（2007年），頁1~48；Louis Kuijs, “How China’s Saving-Investment Balance Evolve?” *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3958 (2006), pp. 1~32.

23. Nicholas R. Lardy, “China: Rebalancing Economic Growth,” *The China Balance*, Chapter 1. *Sheet in 2007 and Beyond* (published by the Center for Strategic and International Studies and the Peterson Institute for International Economics, 2007), pp. 1~24, <[http://www.petersoninstitute.org/staff/author\\_bio.cfm?author\\_id=24](http://www.petersoninstitute.org/staff/author_bio.cfm?author_id=24)>

24. Nicholas R. Lardy, “China: Rebalancing Economic Growth,” *The China Balance*, Chapter 1. *Sheet in 2007 and Beyond* (published by the Center for Strategic and International Studies and the Peterson Institute for International Economics, 2007), pp. 1~24, <[http://www.petersoninstitute.org/staff/author\\_bio.cfm?author\\_id=24](http://www.petersoninstitute.org/staff/author_bio.cfm?author_id=24)>

批有實力、有優勢的國有企業走出去」。<sup>25</sup>1999年2月，中國對外經濟貿易合作部等部門頒佈「關於鼓勵企業開展境外帶料加工裝配業務的意見」，鼓勵企業對外投資。2001年中國大陸的「十五計畫綱要」將「走出去」與「對外貿易」、「利用外資」並列，成為大陸發展開放型經濟的三大基礎政策。<sup>26</sup>2004年7月中國國務院更制訂「關於投資體制改革的決定」，構成中國大陸對外直接投資新的政策基礎。同年，國務院頒佈「關於內地企業赴中國香港、澳門特別行政區投資開辦企業核事項的規定」，鼓勵和支持中國內地各種所有制企業赴港澳地區更多領域直接投資。2007年10月中共十七大會議，則進一步強調要把「引進來」和「走出去」更好地結合，「支援企業在研發、生產、銷售等方面開展國際化經營，加快培育中國的跨國公司和國際知名品牌。」<sup>27</sup>

## 二、中國大陸企業對香港直接投資區位因素

### (一) 歷史遺產

香港曾是英國的殖民地，社會經濟發展帶有濃厚西方資本主義的烙印，英國人近百年的統治給香港留下完善的法治基礎和高效的文官體制。在實行自由放任的市場經濟體制下，香港已發展成為亞太地區金融、航運、航空和轉運中心。計畫經濟時代和「九七」前，香港是中國大陸的窗口；「九七」後，香港則成為「一國兩制」的實驗場和自由經濟的觀摩地。因此，香港對於中國大陸具有

25. 「中國共產黨第十五屆中央委員會第二次全體會議公報」，中國共產黨歷次全國代表大會數據庫，1998年2月26日。〈<http://cpc.people.com.cn/GB/64162/64168/64568/65401/4429280.html>〉

26. 「關於國民經濟和社會發展第十個五年計劃綱要的報告」，人民日報，2001年3月17日，第1版。

27. 胡錦濤，「高舉中國特色社會主義偉大旗幟為奪取全面建設小康社會新勝利而奮鬥—中國共產黨第十七次全國代表大會報告」，新華網，2007年10月15日。〈[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-10/24/content\\_6938568.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-10/24/content_6938568.htm)〉

特殊的政治經濟意義。再者，香港與中國大陸地理上毗鄰，絕大部分的居民來自中國內地，即使在中國大陸閉關鎖國的計畫經濟時代，雙方仍保有千絲萬縷的聯繫。這種因歷史、文化和親族的密切網絡而產生之關係資產（relational assets）是中資企業重要的所有權優勢。<sup>28</sup>這些背景因素構成大陸對香港直接投資的主要動機之一。

## （二）穩定香港回歸中國大陸的進程

政治因素對中國大陸企業的對外直接投資有重大影響。<sup>29</sup>在許多企業直接投資活動中，我們的確發現這一特徵。然而，中國大陸在香港的直接投資有所不同，在2000年之前，政治因素考量較大；主要考量是，使香港主權移交中國的過程平穩順暢。因此，藉由一些重大公共基礎設施的投資，可以增加港人對「祖國」的信心。<sup>30</sup>隨著香港順利回歸以及中國大陸加入WTO後，政治性的直接投資漸趨減少。一個顯著的例子是，2006年香港最大的固定電話運營商電訊盈科因經營不善欲出售時，中方只是利用持股（10%）身份反對將之售於外國企業，並未直接出手接管。

政治性之直接投資主要藉由早前在香港已建立基礎的四大國有公司來完成，例如在計畫經濟時代就已在香港存在的中國銀行、

---

28. John H. Dunning, "Relation Assets, Networks and International Business Activity," in F. J. Contractor and P. Lorange ed., *Cooperative Strategies and Alliances* (Amsterdam and London: Elsevier, 2001), pp. 569~594; C. Erdener and D. M. Shapiro, "The Internationalization of Chinese Family Enterprise and Dunning's Eclectic MNE Paradigm," *Management and Organization Review*, Vol. 1, No. 3 (November 2005), pp. 411~436.

29. Kevin G. Cai, "Outward Foreign Direct Investment: A Novel Dimension of China's Integration into the Region and Global Economy," p. 870; Hong and Sun, "Dynamics of Internationalization and Outward Investment: Chinese Corporations' Strategies," p. 619; B. Bacher, O. Lorz and L. Schuknecht, "Chinese Investment: 'Hostages' for HK?" pp. 645~654.

30. B. Bacher, O. Lorz and L. Schuknecht, "Chinese Investment: 'Hostages' for HK?" pp. 645~654.

招商局集團公司、華潤集團公司，以及經濟改革初期建立的中國國際信託投資公司等。他們或者收購破產企業和對陷入財務困境之企業出手相救，或者大規模投資於香港的公共基礎設施建設，或者和英資企業聯合行動，均是爲了保證香港順利回歸中國和保障中、英雙方在香港之利益。

### （三）籌集資金

基本上，中國大陸目前的資源稟賦結構仍然是資本相對稀少，勞動相對豐裕，再加上銀行體系和資本市場的相對扭曲，民營企業在營運上經常遭遇融資瓶頸和歧視。<sup>31</sup>香港作爲全世界最自由的經濟體和亞太地區的金融中心，有完善的市場機制和產權保護制度、健全的金融法規和監管機構、高度集中的法人投資者和規模龐大且高流動性之資本市場，使得香港擁有高效率的金融體系。香港也是亞洲擁有最多風險資金的地方，企業可以藉由引進風險資金和策略性合作夥伴拓展業務。<sup>32</sup>同時，香港具有高水準金融從業人員和其他專業服務。因此，在中國大陸開放對外直接投資的政策頒行後，大量中國內地企業藉由各種管道赴香港投資以利融資。

### （四）香港作爲中資企業走向世界的跳板

由於屬於轉型經濟，許多國家尚未承認中國大陸的市場經濟地位，而香港是世界最自由經濟體，各種法規完善，在香港設立子公司更易於其他國家企業達成契約，有利於中國大陸企業拓展海外市場，尤其是在從事海外購併時，成功的機率可能更大。例如，2004年聯想收購IBM公司個人電腦部門、2005年中國海洋石油公司欲收購美國Unocal石油公司、2006年中信集團收購科威特公司在印尼之油田以及澳洲磁鐵礦時，皆是利用其香港子公司進行。

---

31. 林毅夫，「中國金融體制改革的回顧和展望」，北京大學中國經濟研究中心討論稿，No. C2000005（2000年），頁1~39。

32. 檀文茹、梁佳麗、喻學琳，「亞洲：傳統熱點，活力再現」，頁139。

### （五）逃避外匯管制和資產移轉

中國大陸企業在香港直接投資，可能與逃避政府的外匯管制有關。透過移轉定價的操作（transfer pricing activities），人為地將中國大陸企業和香港子公司之間的貿易及其他交易價格壓低或抬高，使利潤留在香港或境外。<sup>33</sup>另外，資產移轉也是中國大陸企業在香港直接投資的原因之一。透過在香港直接設立企業，公司內部人（insiders）可以把受到各種管制和約束的內地企業之資產轉移到境外，並置於私人控制度之下。<sup>34</sup>

### （六）避稅和身份漂白

一般而言，香港和加勒比海地區（如維京群島、開曼群島、百慕達群島）屬傳統之「避稅天堂」（tax heaven），這些地區為外來投資者提供各種保密協訂，吸引許多跨國企業將之作為儲存財富以規避稅收當局的目的地。<sup>35</sup>而香港之稅率水準屬全球最低之列，其稅制簡單且明確，企業所得稅為17.5%，個人所得稅最高為16%。<sup>36</sup>因此，大陸企業在這些進行直接投資可能出於逃避各級政府當局之稅收，甚至有逃避公共股東的意圖。另外，許多中國大陸企業在香港直接投資也可能基於獲取外資身份，再返回國內以取得中國大陸各地方政府給予外資的優惠政策和溢助（即round-tripping型投資）。<sup>37</sup>例如，國美電器在香港投資案就是其總裁先於開曼群

33. Yun-Wing Sung, "Chinese Outward Investment in Hong Kong: Trends, Prospects and Policy Implications," p. 17.

34. Morck Bernard Yeung and Minyuan Zhao, "Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment," p. 342.

35. David G. Harris, "The Impact of U.S. Tax Law Revision on Multinational Corporations' Capital Location and Income-Shifting Decisions," *Journal of Accounting Research*, Vol. 31 (Supplement 1993), pp. 111~140.

36. 檀文茹、梁佳麗、喻學琳，「亞洲：傳統熱點，活力再現」，頁137。

37. Geng Xiao, "People's Republic of China's Round-Tripping FDI: Scale, Causes and Implications," *ADB Institute Discussion Paper*, No.7 (July 2004), pp. 1~48. <[http://www.hiebs.hku.hk/working\\_paper\\_updates/pdf/wp1137.pdf](http://www.hiebs.hku.hk/working_paper_updates/pdf/wp1137.pdf)>

島設立私人公司，並於香港「借殼上市」，之後再返回大陸投資。

#### （七）地方政府為自身利益建立之「窗口企業」

中國大陸實行經濟改革之後，歷經放權讓利和分稅制改革，地方政府獲得了發展經濟的強烈誘因。許多省、市地方政府（官員）為追求地方和自身利益，紛紛在香港建立所謂「窗口企業」，以便利招商引資。附錄表之第2欄羅列了在香港的地方窗口公司。可以發現，中國大陸幾乎所有的省、直轄市或自治區都有在香港設立隸屬於地方政府的企業。

#### （八）維繫香港經濟繁榮

1997年8月，也就是香港回歸中國一個月後，亞洲金融風暴爆發，之後香港又爆發大規模禽流感，對香港經濟產生嚴重衝擊。中國大陸大量金援香港特區政府對抗金融炒家的襲擊以及振興香港經濟。2003年SARS侵襲後的香港百業蕭條，中國大陸旋即於當年簽訂「中國大陸與香港間之緊密經濟夥伴關係協定」（Closer Economic Partnership Arrangement between China Mainland and Hong Kong, CEPA）和實施陸客自由行，維持香港經濟的繁榮。透過此協定，部份合於原料產地規定之香港產品將自2004年1月起，亦即在WTO所作承諾前，得以免稅銷往中國大陸，使香港公司已可利用此一協定提早進入中國大陸市場。

### 肆、中國大陸對香港的直接投資：企業層級的考察

總體資料能夠呈現出中國大陸於香港直接投資的歷程、趨勢、產業分佈等一般性概況。但是，中資企業的進入模式、行為動機、具體的產業選擇等微觀特質是什麼？不同屬性的中資企業對香港的直接投資是否不同且如何變化？中資企業對香港的直接投資與中國內地社會經濟結構的變化有何關聯？總體資料無法對這些重要的議題提供充分解答。藉由企業層次的考察、特別是透過大量的個

案分析，可顯示出一些總體數據所不易傳達的資訊，彌補總體資料的不足。正如論者所言，在分析中國大陸對香港的直接投資時，由於官方資料的欠缺，透過非正規資料和數據進行分析是必須的。<sup>38</sup>

以個案分析對中國大陸企業海外直接投資進行研究近年來已為學者重視。但是，相關研究的資料僅以幾家大型中央國有企業為主，並沒有進行大規模的個案調查。<sup>39</sup>也有學者對中國大陸企業海外投資進行較大規模的個案探討，但其論述範圍並沒有將香港及加勒比海等地區包括在內。<sup>40</sup>換言之，論者分析的重心是表2中除香港、開曼群島、英屬維京群島之外的情況。然而，這三地的直接投資存量占中國大陸全部海外直接投資的83%，香港更占有56%之份額。此一現象若不作具體的分析，我們很難全面而細微地把握中國大陸企業的對外直接投資行爲。也有學者以個案研究的方式對中國大陸在香港的投資加以研討，可是他們的個案資料只包括少數幾家大型中央國企、且時間跨度集中於上世紀80年代。<sup>41</sup>本研究延續前述學者的方法，對中國大陸企業從1980年代迄今在香港的直接投資進行探討。我們蒐集36家代表性企業的56投資案例，對中資企業的投資動機和進入模式加以詳細分析，以期使吾人對中資企業於香港投資有更深入的洞察。

---

38. Hing Lin, Chan, "Chinese Investment in Hong Kong: Issues and Problems," *Asian Survey*, Vol. 34, No. 10 (October 1995), p. 941; Morck Bernard Yeung and Minyuan Zhao, "Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment," pp. 341~342.

39. Ping Deng, "Outward Investment by Chinese MNCs: Motivations and Implications," pp. 8~16; Hong and Sun, "Dynamics of Internationalization and Outward Investment: Chinese Corporations' Strategies," pp. 610~634.

40. 曹海濤、葉日崧，「中國大陸企業對外直接投資之分析」，頁31~65。

41. B. Bacher, O. Lorz and L. Schuknecht, "Chinese Investment: 'Hostages' for HK?" pp. 645~654; Hong and Sun, "Dynamics of Internationalization and Outward Investment: Chinese Corporations' Strategies," pp. 610~634; Deng, "Outward Investment by Chinese MNCs: Motivations and Implications," pp. 8~16; 曹海濤、葉日崧，「中國大陸企業對外直接投資之分析」，頁31~65。

## 一、方法說明

### (一) 個案選取基準

本研究彙整中國大陸1984~2008年36家代表性企業的56件對外直接投資個案。個案選取根據以下基準。首先，依據「香港中國企業協會」企業名錄，查詢各公司之公開資訊。其次，企業於香港直接投資活動受到當時中國大陸社會或傳媒（報紙或網際網路）廣泛注意，故一些規模較小的地方國有企業和民營企業也在選取範圍內。第三，所選個案之產業別以服務業、製造業為主，礦業和農牧業因投資很少而較少考量。最後，個案企業不包括香港上市的「H股」企業。因為「H股」公司屬於中國內地註冊、僅在香港上市的中國大陸企業，並沒有於香港直接進行商業活動。但是，於香港上市的「紅籌股」企業，則在個案選擇範圍內，因為其公司在香港註冊，接受香港法律約束，並在香港有直接的經營活動。最後，由於資產組合式投資（portifolio）持有的股權通常少於10%，或對投資企業的經營管理不會有任何實質控制權，故本研究所選案例不包括資產組合式投資個案。

### (二) 在香港直接投資之中資企業屬性

遵循學者之分類方法，<sup>42</sup>我們將在香港直接投資的中國大陸企業劃分為三類型態：中央型國有企業、非中央型國有企業和民營企業。中央型國有企業是指隸屬中共國務院「國有資產監督管理委員會」管控之國有企業。非中央型國有企業意指除中央型國企之外的國有企業，包括隸屬於地方政府之企業和中共一些中央部門所設立之企業。例如，TCL公司由廣東惠州市政府建立，海爾公司隸屬山東青島市政府，中國科健集團公司由中國科學院建立等。民營企業是指由私人所掌控且所有權屬於私人的企業，它們中的相當一部分

---

42. 曹海濤、葉日崧，「中國大陸企業對外直接投資之分析」，頁31~65。



是1990年代中期後由鄉鎮企業或國有企業改制而來。雖然這些企業仍可能受到政府（特別是地方政府）的扶持和干預，但其經營決策主要由企業主自行決定。<sup>43</sup>詳細分類及個案企業參見表四。

表四：個案企業之分類及名錄

中央型國有企業	非中央型國有企業	民營企業
中國銀行	TCL公司（廣東惠州）	雅戈爾集團（浙江寧波）
中國國際信託投資公司	京東方公司（北京）	李寧體育服裝公司（廣東佛山）
招商局集團公司	同仁堂國藥公司（北京）	吉利汽車（浙江杭州）
中旅集團公司	海爾電器（山東青島）	茂盛實業公司（上海）
中國航空公司	北京財訊公司（北京）	新華聯集團（北京）
中國網路通信集團公司	北京控股集團和北京發展集團公司（北京）	冠城集團（四川成都）
中國移動通信集團公司	格力電器公司（廣東珠海）	攜程旅遊網絡服務公司（上海）
中國電子資訊集團公司	中國科健集團公司（中國科學院）	卓京投資公司（北京）
中國建設銀行	東方集團股份有限公司（黑龍江哈爾濱）	捷美能源（新疆）
中國電信集團公司		國美電器（北京）
		華昱投資（廣東深圳）
		金花集團公司（四川德陽）
		聯夢中國（浙江杭州）
		莊勝百貨（湖北武漢）
		萬泰集團（遼寧沈陽）
		農凱集團（上海）
		新世界集團（廣東深圳）

資料來源：部分資料來自各公司網站，例如，中國國際信託集團公司（<http://www.citic.com/wps/portal>），招商局集團公司（<http://www.cmhk.com>），中國建設銀行（<http://www.ccb.com/portal/cn/home/index.html>），中國網路通信集團公司（<http://www.china-netcom.com>），中國移動通信集團公司（<http://www.chinamobile.com>），中國電信集團公司（<http://www.chinatelcom.com.cn>），海爾集團公司（<http://www.haier.cn>），中國科健集團公司（<http://www.chinakejian.net>），TCL集團公司（<http://tcl.com/main/index.shtml>），京東方科技集團公司（<http://www.boe.com.cn/>），吉利汽車公司（<http://www.geely.com/>），雅戈爾集團公司（<http://www.youngor.com>），李寧體育服裝公司（<http://www.li-ning.com.cn>），國美電器公司（<http://www.gome.com.cn>），金花集團公司（<http://www.ginwa.com>），深圳新世界集團公司（<http://www.sznewworld.com/>）等等。另一部分資料來自新浪網、網易、搜狐等入口網站。

43. 感謝匿名審查人提示作者注意民營企業之性質。

## 二、中國大陸企業對香港直接投資：投資動機和進入模式之個案分析

根據彙整之個案資料，本研究把中國大陸企業於香港直接投資的投資動機分為六種：政治因素、融資考量、拓展市場、尋求策略性資產、資本運作，以及資產轉移。這裡的區分方式主要是遵循既有文獻的作法。例如，在政治因素的投資動機上，學者認為，中國大陸對香港的許多重大投資是為了增強港人對「一國兩制」的信心，具有穩定香港回歸中國之過程的目的。<sup>44</sup>就經濟方面的投資動機而言，學者曾將海外投資機分為四種：尋求市場、尋求資源、尋求策略性資產、尋求效率。<sup>45</sup>而中資企業在香港拓展市場、尋求策略性資產、融資考量（獲取低成本的資金，即尋求效率）的目的與這種分類是一致的。在資本運作和資產轉移等非經濟動機的直接投資方面，學者認為中資企業在香港「買殼上市」是一種主要的資本運作方式；<sup>46</sup>有學者則指出中資企業在香港的投資具有轉移資產和逃避中國大陸政府政策管制之動機。<sup>47</sup>誠然，這種區分並非絕對，因為很多個案企業的投資可能具有多重目的。例如，中信集團收購國泰航空股權、以及後來又收購港龍航空的案例，既有政治考量，也有進行資本運作的動機。民營企業卓京商貿公司的一系列收購活動，也同時包括拓展市場、資本運作，甚至移轉資產的目的。而2002年1月，中央國企招商局集團公司利用下屬迪辰公司收購香港啓祥集團59.3%股權案，即有藉以獲得香港主板上市資源之企圖，

---

44. B. Bacher, O. Lorz and L. Schuknecht, "Chinese Investment: 'Hostages' for HK?" pp. 645~654.

45. John H Dunning., "Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor," *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, No.1 (Spring 1998), pp. 45~66.

46. Hing Lin, Chan, "Chinese Investment in Hong Kong: Issues and Problems," pp. 941~954.

47. Yun-Wing Sung, "Chinese Outward Investment in Hong Kong: Trends, Prospects and Policy Implications," pp. 1~43.

也同時具有將國有資產轉化為私有之目的。後文將對這些因素加以討論。表5~10針對這些投資動機，對不同投資個案依產業、進入模式、投資項目、投資金額作出歸納和分析。茲分別討論之。

#### （一）政治因素

學者曾指出，在分析中國大陸的對外直接投資時，需要特別注意政治考量（political considerations）對企業投資行為的影響，<sup>48</sup>這種觀點與學者對中資企業在香港的直接投資看法相同。<sup>49</sup>1984年9月26日，中國大陸與英國簽訂關於香港問題的「聯合聲明」（Joint Declaration），規定香港於1997年7月1日回歸中國大陸，中國大陸維持香港資本主義制度50年不變。雖然中國大陸承諾不會改變香港現行體制，但當時香港市場和國際社會對此普遍充滿疑慮。

為增加民眾對香港未來信心，中國大陸政府乃透過中資企業對香港進行一系列重大投資，這些投資大都發生於1984~1990年之間。例如，1984年中國銀行（簡稱中銀）、華潤集團和招商局集團以4.7億港元聯合收購破產的香港最大電子公司Conic Investment，使數萬員工免於失業。同年8月中銀集團又投資10億港元建設中國銀行（香港）總部大樓。1985年中國國際信託投資公司（簡稱中信）以3.5億港元收購瀕臨破產之嘉華（KaWah）銀行。1986年6月招商局集團收購破產之上市銀行—友聯銀行（Union Bank）。1987年2月中信公司以23億港元收購國泰航空12.5%股權。1990年中信又以100億港元收購當時香港市值最大公司—香港電訊20%股份。

---

48. Kevin G. Cai, "Outward Foreign Direct Investment: A Novel Dimension of China's Integration into the Region and Global Economy," pp. 857-880; Hong and Sun, "Dynamics of Internationalization and Outward Investment: Chinese Corporations' Strategies," pp. 610-634.

49. B. Bacher, O. Lorz and L. Schuknecht, "Chinese Investment: 'Hostages' for HK?" pp. 645-654.

這些重大投資多屬於公共基礎設施產業，具有專用性資產（specific assets）的特質，而產生「人質」（hostage）效果，使中國對香港前途的承諾變為一種可信承諾（credible commitment）。<sup>50</sup>

1990年代之後，香港前景明朗，政治性之直接投資減少。較顯著的投資案例是1997年中國電信購入香港電訊10%股權案，主要原因在於作為香港電訊大股東的英資企業，為使其自身利益在「九七」後仍能維持和延續，希望中資能參與其運營，而中國大陸官方也不希望電訊這種基礎產業完全操控在外國人之手。前述所有這些政治因素的投資皆由中央型國企完成，非中央國有企業和民營企業因資金限制和利潤動機考量很難完成這些政策任務。這類直接投資的進入模式主要以購併為主，新建為輔。上述分析呈現於表五。

表五：政治因素之直接投資個案

企業類型	企業名稱	投資產業	進入模式	投資項目及內容	金額
中央型國有企業	中國銀行	製造業（電子）	購併	1984年中國銀行、華潤和招商局集團聯合收購香港最大電子公司Conic	4.7億港元
		服務業（房地產）	新建	1984年8月投資建設中國銀行（香港）總部大樓	10億港元
	中國國際信託投資公司（簡稱中信）	服務業（金融）	購併	1985年中信公司收購瀕臨破產之嘉華（KaWah）銀行成立中信嘉華銀行	3.5億港元
		服務業（航空）		1987年2月中信收購國泰航空12.5%股權成為的第三大股東	23億港元
服務業（航空）			1990年中信收購港龍航空公司46.3%之股權，成為港龍的第一大股東	5億港元	
	服務業（電信）		1990年中信收購香港電訊20%股份，變為這家當時香港股票市場市值最大公司的第二大股東	100億港元	

50. B. Bacher, O. Lorz and L. Schuknecht, "Chinese Investment: 'Hostages' for HK?" pp. 645~654.

企業類型	企業名稱	投資產業	進入模式	投資項目及內容	金額
中央型國有企業	招商局集團公司	服務業（金融）	購併	1986年收購破產之友聯銀行（Union Bank）	不詳
		服務業（倉儲）	新建	1988年8月投資建立香港第一家全空調無柱式米倉，成為香港最大的米倉。	1億港元
	中旅集團中國航空公司	服務業（航空）	購併	1992年7月，收購匯豐控股持有的10%國泰航空股權。該交易完成後，中資在國泰所持股權增加到22.5%	33.9億港元
	中國電信	服務業（電信）	購併	1997年中國電信購入英國大東電報局持有之香港電訊10%股權	不詳

資料來源：部分資料來自各公司網站，例如中國國際信託集團公司（<http://www.citic.com/wps/portal>），招商局集團公司（<http://www.cmhk.com>），中國電信集團公司（<http://www.chinatel.com.com.cn>），海爾集團公司（<http://www.haier.cn>）等等。另一部分資料來自新浪網、網易、搜狐等入口網站。

## （二）融資考量

融資型直接投資主要發生於民營企業，由於中國大陸國內資本市場偏向於國有企業，民營企業在融資上遭遇許多困難。因此，選擇在鄰近大陸又是亞太金融中心的香港「借殼上市」來籌集企業營運和擴展所需之資金，是許多民營企業的最適途徑。這方面的案例可能很多，但就可得之資料而言，我們只蒐集到4項投資案。例如，2001年四川金花集團收購香港上市公司木一國際控股，2004年浙江吉利汽車公司收購國潤控股，2004年四川冠城集團收購光大科技，2004年中國大陸最大之手機遊戲廠商聯夢科技收購活力世界17.63%股份。另外，許多在香港「借殼上市」的中國大陸企業同時具有融資和資本運作兩種目的。例如，四川冠城集團收購光大科技就是融資和資本運作欲兩者兼得。而後文討論的國美電器在香港投資案，也具有這種性質。上述討論整理於表六。

表六：融資因素之直接投資個案

企業類型	企業名稱	投資產業	進入模式	投資項目及內容	金額
民營企業	吉利汽車	製造業 (汽車)	購併	2004年收購國潤控股之控股股東32%股權，從而對國潤控股間接控股20%。	不詳
	冠城集團	服務業 (房地產)	購併	2004年5月，冠城集團子公司信景國際收購香港上市公司光大科技。	2.1億港元
	金花集團公司	服務業 (房地產)	購併	2001年11月收購木一國際控股有公司。	不詳
	聯夢中國(控股)有限公司	服務業 (手機遊戲軟體)	購併	2004年收購活力世界17.63%股份，成為其第二大股東。	2,682萬港元

資料來源：部分資料來自各公司網站，例如，吉利汽車公司 (<http://www.geely.com/>)，金花集團公司 (<http://www.ginwa.com>) 等。另一部分資料來自新浪網、網易、搜狐等入口網站。

### (三) 拓展市場

市場考量是許多中國大陸企業於香港直接投資主要目的之一，不論是國有企業（中央型和非中央型）或民營企業均有此性質之直接投資。就本研究之個案資料而言，中央型國企尋求市場型之投資主要集中在服務業且投資規模巨大。例如，1993年中信集團子公司中信泰富與太古地產聯手以28.5億港元購買商業用地，後建成大型商業中心。1994年中信泰富出資35.5億港元購入香港興業國際集團的愉景灣物業。2001年中信嘉華銀行以42億港元收購香港華人銀行59%股權，使中信嘉華資產升至香港第4大商業銀行。中國移動通信公司近年也大舉投資香港，2005年以近34億港元價格購併華潤萬眾電話有限公司。2006年6月又出資10億港元收購鳳凰衛視近20%的股權。

2006年8月，中國建設銀行以現金支付方式，全額收購美國銀行子公司美國銀行（亞洲）有限公司所有股份，更是中國大陸銀行業迄今最大一筆單項收購案。該交易涉及資金為97.1億港元（約合12.45億美元）。美國銀行（亞洲）有限公司的資產主要分佈在香港

港和澳門，此次收購完成後，建設銀行在香港的業務規模迅速擴大為原來的兩倍，客戶貸款從原來的第16位飆升至第9位。透過此次收購，建設銀行獲得發展香港業務所需的網點管道、人員、系統、產品和客戶，從而快速搭建起在香港的零售業務平臺，增強為零售客戶與商業企業提供服務的能力。同時，建設銀行在香港業務也將依靠其在中國大陸廣大的網路與客戶基礎，形成香港—大陸之間的聯動，以期搶佔日益繁多的跨境服務。

非中央型國企因拓展市場而於香港投資，在本個案分析中主要集中於製造業，進入模式為購併和新建。例如，1996年TCL公司1.5億港元購併香港陸氏公司，2004年10月同仁堂製藥公司投資1.5億港元在香港建立首個海外生產基地。民營企業方面，主要以「借殼上市」的方式拓展市場，集中於服務業且投資規模不菲。相關投資案例包括，卓京投資公司在香港的一系列購併案，深圳新世界集團公司收購香港商報案，以及以經營高速公路起家的深圳華昱公司投資案。

表七：尋求市場之直接投資個案

企業類型	企業名稱	投資產業	進入模式	投資項目及內容	金額
中央型國有企業	中國國際信託投資公司	服務業 (房地產)	購併	1993 年中信泰富與太古地產聯手購買商業用地，建成大型商業中心	28.5億港元
		服務業 (房地產)		1994 年中信泰富購入香港興業國際集團的愉景灣物業及相關業務的50%權益。	34億港元現金外加1.5億港元額外款項
		服務業 (金融)		2001年中信嘉華銀行收購香港華人銀行59%股權，使中信嘉華資產升至同業第四名。	42億港元
	中國移動通信集團公司	服務業 (電信)	購併	2005年收購華潤萬眾電話有限公司	33.84億港元
		服務業 (媒體)		2006年6月收購澳洲新聞集團旗下星空傳媒所持19.9%的鳳凰衛視股權。	10億港元

企業類型	企業名稱	投資產業	進入模式	投資項目及內容	金額
中央型國有企業	中國建設銀行	服務業 (金融)	購併	2006年8月，全額收購美國銀行子公司美國銀行(亞洲)有限公司	97.1億港元 (約12.45億美元)
非中央型國有企業	TCL公司	製造業 (家電)	購併	1996年TCL公司購併香港陸氏公司，同時獲得了陸氏在越南的彩電廠	1.5億港元
	同仁堂國藥公司	製造業 (醫藥保健)	新建	2004年10月在香港建立首個海外生產基地	1.5億港元
民營企業	卓京投資公司	服務業 (媒體)	購併	2003年4月其下屬SMI公司收購東方魅力45.14%股權，為第一大股並更名星美國際	1.07億港元
		服務業 (媒體)		2003年6月，卓京公司通過星美收購陽光衛視和陽光文化70%的股權。	8,000萬港幣
		服務業 (媒體)		2004年3月，透過SMI和星美國際收購成報集團下屬企業現代旌旗25.85%股權，更名為星美出版集團有限公司	4,400萬港元
	華昱投資	服務業 (運輸及房地產)	購併	2003年華昱投資購入49.3%的珀麗酒店股權	8,746萬港元
深圳新世界集團	服務業 (房地產及物流)	購併	2008年4月，收購香港商報45%股權，成為第二大股東	不詳	

資料來源：部分資料來自各公司網站，例如，中國國際信託集團公司 (<http://www.citic.com/wps/portal>)，中國建設銀行 (<http://www.ccb.com/portal/cn/home/index.html>)，中國移動通信集團公司 (<http://www.chnamobile.com>)，TCL集團公司 (<http://tcl.com/main/index.shtml>)，深圳新世界集團公司 (<http://www.sznewworld.com/>) 等等。另一部分資料來自新浪網、網易、搜狐等入口網站。

中國大陸民營企業對外直接投資漸趨積極，反映出中國大陸市場化經濟改革實施多年後，民營企業已具備一定的所有權優勢 (ownership advantages)，這由深圳新世界集團公司收購香港商報案可看出端倪。在評論此項收購案時，香港商報社社長指出，「深圳新世界集團的加盟，將為香港商報導入先進的管理機制和資金支持，推動香港商報實現跨越式發展……爭取在廣告發行等方面有新



的發展和突破。……香港商報將把握深圳新世界集團參股的良機，利用其作為內地的地產及物流業航母的產業優勢，在新聞採編上尋求更精準的市場定位，在產業經營上探尋多元化的道路。」<sup>51</sup>而新世界集團，則可藉由香港這一資訊中心和新聞自由之地，避開中國內地的各項新聞管制而進入媒體產業，為其在中國內地擴張和向境外發展奠下基礎。上述討論歸納於表七。

#### （四）尋求策略性資產

獲取技術、品牌、核心資產和人才等策略性資產也構成中國大陸企業對香港直接投資的動機。2002年，中國網通公司以6.24億港元收購美國環球電訊亞洲（香港）子公司，從而獲得了亞洲環球電訊所擁有之3萬多公里的海底光纜資產。主要包括橫貫中國沿海的東亞光纖系統，以及連通亞洲與北美的跨太平洋光纖系統。擁有這些通信網絡，基本上就掌握了東亞200個主要城市同美國西海岸的大部分語音和數據通訊業務。2005年初，網通集團又斥資10億美元（近80億港元）收購電訊盈科20%股權，其主要目的是希望通過香港學習國際化經驗和進軍國際市場。中國電子資訊產業集團公司2003年收購運盛公司，並由而於香港成功上市之案例，也是中國大陸企業力圖利用香港高度自由競爭的市場機制，引入國際先進技術和管理能力來改革大型中央國有企業。在談到這一投資案時，當時的該公司總裁指出：「……我們到香港股市上市並不是為了圈錢，……中國電子資訊產業集團公司旗下擁有7家上市公司，還有強有力的信貸支援，我們並不缺錢。作為一家脫胎於行業管理機構的企業，我們最大的弊病就是缺乏國際化的現代企業體制。所以，需用上市來打破原有的體制，為公司逼出一個嶄新的體制。」<sup>52</sup>

51. 「深圳新世界集團收購香港商報45%股份」，深圳新世界集團公司網站，2008年4月29日。〈<http://www.sznewworld.com/Blank.aspx?InfoID=6661>〉

52. 「中國電子將借殼運盛香港上市 紅籌再受追捧」，經濟觀察報，2004年8月2

其他案例如2001年海爾電器公司收購中建數碼公司42.8%股權，目的是進入其所欠缺的手機業務。2003年京東方公司收購於香港上市之台灣冠捷科技有限公司26.36%股份，也有欲取得其光電技術資產的目的。2004年11月，中國大陸體育服裝之領導廠商—李寧公司在香港建立子公司，並將其作為設計研發中心，也是基於想要充分利用香港高素質、並融合中西文化之研發設計人才的動機。而2008年2月中國大陸最大的服裝企業—寧波雅戈爾集團，以1.2億美元（約8.4億港元）收購隸屬於美國服裝業巨頭Kellwood公司之香港新馬集團一案，更突顯中國大陸企業獲取策略性資產的企圖心。市場對此項收購案作出如下解讀：

Kellwood是美國排名前五位的服裝上市公司，其男裝業務集中於香港新馬集團。2008年1月8日，雅戈爾完成了與Kellwood關於新馬集團資產清單的交割手續，雅戈爾擁有了新馬公司分佈於斯里蘭卡、菲律賓和中國廣東等地的14個生產基地，以及年產8,000萬件男裝的生產能力，使雅戈爾成為全球最大的男裝生產企業。

雅戈爾不但接盤了新馬集團包括Polo、Calvin Klein在內的20多個國際知名品牌的ODM業務，還擁有了Nautica、Perry Ellis等5個授權許可品牌，以及一個具有數十年經驗的國際品牌管理團隊和頂尖設計團隊，一個通達美國數百家百貨公司的銷售渠道，一個保證這些貨品順暢流入百貨公司的物流系統。據預測，此次收購每年能為雅戈爾增加3.6億美元的銷售收入，產生1,200萬美元的淨利潤。<sup>53</sup>

---

日。〈<http://finance.sina.com.cn/roll/20040802/140014439t.shtml>〉

53. 「解密服裝業最大購併案」，*中華工商時報*，2008年2月18日。〈<http://www.texindex.com.cn/Articles/2006-2-18/130542.html>〉

表八：尋求策略性資產之直接投資個案

企業類型	企業名稱	投資產業	進入模式	投資項目及內容	金額
中央型國有企業	中國網絡通訊公司	服務業 (電信)	購併	2002年中國網通公司收購美國環球電訊亞洲(香港)子公司	約6.24億港元
	中國網絡通訊公司	服務業 (電信)	購併	2005年1月收購香港電訊盈科20%股權,成爲其第二大股東	約80億港元
	中國電子資訊產業集團公司	服務業 (資訊)	股權置換	2003年以股權置換方式收購運盛投資公司。	不詳
非中央型國有企業	海爾電器	製造業 (家電)	股權置換	2001年以股權置換方式取得中建數碼的42.8%股權,以進入手機業務。	不詳
	京東方科技公司	製造業 (光電)	購併	2003年收購冠捷科技有限公司的26.36%股份	10.5億港元
民營企業	李寧體育服裝公司	製造業 (服裝)	購併	2004年11月,在香港建立李寧體育科技發展有限公司作爲設計研發中心	不詳
	雅戈爾集團公司	製造業 (服裝)	購併	2008年2月雅戈爾集團收購美國Kellwood公司旗下之新馬集團,是中國服裝業迄今最大的一宗海外併購案	約8.4億港元

資料來源：部分資料來自各公司網站，例如，中國網路通信集團公司 (<http://www.china-netcom.com>)，海爾集團公司 (<http://www.haier.cn>)，京東方科技集團公司 (<http://www.boe.com.cn/>)，雅戈爾集團公司 (<http://www.youngor.com>)，李寧體育服裝公司 (<http://www.li-ning.com.cn>) 等等。另一部分資料來自新浪網、網易、搜狐等入口網站。

獲取策略性資產的直接投資，其實與中國大陸整體產業結構的轉變有關。在低技術之勞動密集型產業發展多年之後，中國大陸的某些企業或產業開始面臨技術和產業升級的壓力，與僅憑藉自身做研發(R&D)相比，直接收購先進國家或地區的企業是實現技術升級的快捷途徑。在這一點上，中央型國企、非中央型國企和民營企業的行爲動機沒有本質上的差別。上述分析和討論整理於表八。

### (五) 資本運作及取得外資身份

資本運作之直接投資也是中國大陸企業投資香港的主要動機之一。一方面，中資企業透過收購香港上市公司而「借殼上市」、再注入其在中國大陸的資產，可以方便企業進行資本操作和融資；<sup>54</sup>另一方面，也可以藉此取得外資身份，有利於享受中國內地對於外資的各項優惠政策和逃避政府的各種管制。<sup>55</sup>

早期的資本運作型投資主要由中央國企進行，最著名的案例是中信集團的一系列收購案。中信集團（香港）有限公司副董事長兼總經理榮智健，為中國著名的「紅色資本家」榮毅仁之子，其祖父為民國時期的「棉紗大王」榮德生。1986年榮智健加入中信後，很快就將中信集團發展為國際級大企業，其個人資產也達35億港元，一度榮登中國大陸大富豪的榜首。榮智健的主要經營手段，就是巧妙運作資金，透過不斷購併來拓展市場。1990年，中信收購香港泰富發展公司，將其改名為中信泰富有限公司，榮智健任董事局主席，成為中信旗下的上市機構。之後，榮智健把中信名下12.5%的國泰航空和20%的澳門電訊，分別計價28億元和2.5億元，注資中信泰富。

1991年榮智健再次運作資本，以期使中信泰富在短期內發展成可與大型英資企業如太古、會德豐相匹敵之公司，其資本運作目標是收購恒昌企業。恒昌企業是香港當時一家大型多元化非上市公司，旗下有7家全資子公司，其中最主要的子公司是經營汽車和零售業的「大昌行」，當年營業額高達100億港元，集團旗下各類物業之價值在1990年底就超過了30億港元。中信泰富收購恒昌，其實是以小吃大，因而當時被譏為「蛇吞象」。榮智健一方面調集中信

---

54. Hing Lin, Chan, "Chinese Investment in Hong Kong," p. 945.

55. Yun-Wing Sung, "Chinese Outward Investment in Hong Kong: Trends, Prospects and Policy Implications," pp. 14-15.

泰富最大限度的流動資金，另一方面通過各種途徑聯合香港華資企業如李嘉誠、郭鶴年、鄭裕彤、百富勤等共同出資。1991年9月終於成功收購恒昌97.12%的股權。其中，中信泰富占36%，其餘由各合夥人持有，以李嘉誠所占份額最大，榮智健個人也占有6%。之後，中信泰富發行新股，又用現金換取李嘉誠等合夥人手中全部股份，不久就完成了全面收購資產值70多億元的恒昌企業，而所用成本淨額僅40億元。恒昌成爲中信的全資附屬公司後，透過中信進軍中國大陸市場，主要從事汽車貿易、維修、零組件供應和食品零售等。

雖然中信集團的資本運作投資使這一中央國企在香港迅速壯大，但這種方式的直接投資是否有利於企業效率的提升和長遠發展，並不太容易判斷。特別是對許多以此方式在香港投資的國有企業而言，這樣的投資甚至有變相化國有爲私有、少數高階管理人員攫取國有資產的弊端。例如，2001~2003年中信公司收購USI公司控股之東南木業60.47%的股權一案，以及2002年1月招商局集團利用下屬迪辰公司收購香港啓祥集團59.3%股權案等。我們會在下一小節詳細討論這一問題。此外，就民營企業而言，其資本運作型直接投資多是爲取得外資身份，進而再轉迴（U-Turn）中國大陸內地投資，一方面可藉由香港資本市場取得資金，另一方面也可利用國內對外資的優惠政策。至於民營企業進行收購行動所需之資金來源，就本個案研究而言，除了國美公司、攜程網絡公司等少數白手起家且利用自有資金的企業外，其他民營企業的資金或者來源不清，或者與國內國有資產有剪不斷、理還亂的關聯，值得另行探討。上述分析和相關個案彙整於表九。

表九：資本運作型直接投資個案

企業類型	企業名稱	投資產業	進入模式	投資項目及內容	金額
中央型國 有企業	中國國際信 託投資公司	服務業 (綜合)	購併	1990年收購泰富發展公司， 成立中信泰富有限公司	不詳
		服務業 (綜合)		1991年收購了恒昌97.12%股 權	40億港元
礦業			2001~2003年中信公司收購 US1公司控股之東南木業 60.47%的股權，改名中信資 源公司	7.875億現金加 10.875億港元礦業資 產	
服務業 (綜合)			2004年中信收購21世紀通公 司25.37%股權，以圖進軍內 地電信市場	初期支付現金2.1億 港元	
	招商局集團 公司	服務業 (物流)	購併	2002年1月，利用下屬迪辰公 司收購香港啓祥集團59.3%股 權，獲得在香港主板上市資 源	5,365萬港元
非中央型 國有企業	北京財訊公 司	服務業 (廣告傳媒)	購併	2002年5月北京財訊傳媒公司 收購香港國基資訊科技公司 19.10%之股權	2,339萬港元
	格力集團	製造業 (家電)	購併	2002年10月購入22.6%環球動 力股份。	約6,000萬港元
	北京控股集 團和北京發 展	服務業 (軟體)	購併	2004年8月，購入衝浪平臺近 50%股份。	2,806萬港元
	東方集團股 份有限公司	服務業 (房地產及物 業管理)	購併	1998年1月利用旗下東潤公司 收購從事洗水絲業務的特時 泰公司，後將其更名爲東潤 拓展	不詳
民營企業	上海茂盛實 業	服務業 (房地產)	購併	2004年6月收購主業爲地產及 酒店的亞細安74.3%的股權， 作爲集團在港上市旗艦公司	12億港元
	攜程網絡集 團公司	服務業 (旅行資訊)	購併	2003年12月，透過下屬公 司Group First收購星港地產 53.7%的股權	5,000萬港元
	捷美能源	礦業(石化)	購併	2000年收購百姓食品60.74% 的股權	1.66億港元

企業類型	企業名稱	投資產業	進入模式	投資項目及內容	金額
民營企業	國美電器	服務業 (家電通路)	購併	2000-2002年國美電器收購香港上市公司京華自動化85.6%股權	1.3億港元
	新華聯	製造業 (酒業)	購併	2003年12月新華聯收購香港上市公司實力中國74.99%股權，更名為香港新華聯國際投資有限公司	1.23億港元
	莊勝百貨	服務業 (百貨零售)	購併	莊勝收購購德信控股的58.37%股權	2,600萬港元
	萬泰集團	服務業 (房地產)	購併	1998年萬泰集團收購香港上市公司瑞昌控股58%股權，並將瑞昌易名為新萬泰控股有限公司	1.56億港元
	農凱集團	服務業 (房地產)	購併	2002年1月，透過其總裁全資擁有的Angel Field 公司收購盈榮集團，後改名上海商貿	6,000萬港元
				2002年6月20日又以Global Town Limited收購建聯通（後改名上海地產）	17億港元
	華昱投資	服務業（運輸及房地產）	購併	2003年華昱投資購入49.3%的珀麗酒店股權	8,746萬港元

資料來源：部分資料來自各公司網站，例如中國國際信託集團公司（<http://www.citic.com/wps/portal>），招商局集團公司（<http://www.cmhk.com>），東方集團股份有限公司（<http://www.china-orient.com/>），國美電器公司（<http://www.gome.com.cn>）等等。另一部分資料來自新浪網、網易、搜狐等入口網站。

#### （六）資產移轉或變相私有化

中國大陸企業在香港的直接投資還有資產移轉或變相私有化的動機。特別是一些國有企業的現任或離職高級管理人員的私人投資行為，牽涉到複雜的公司治理（corporate governance）和國有資產流失的問題。幾個相關的企業直接投資個案可以說明這些問題（參見表十）。

首先，我們討論中信集團收購東南亞木業這一案例。為進入能源產業領域，中信集團於2002年收購東南亞木業公司，並易名為

中信資源公司，注入中信旗下天然資源資產，完成「借殼上市」。中信集團的這一投資行動為其進一步擴大資源產業創造了條件，並開始積極介入石油、金屬領域，使中信資源公司由一家虧損的膠合板製造商轉化成一家向中國大陸市場提供具戰略價值的能源綜合供應商。同時，借助中信集團的扶持，自2004年中始，中信資源轉虧為盈，實現淨利潤340萬港元，擁有帳面現金14億多港元。然而，中信集團借殼過程的代價巨大，卻為私人控股的「殼公司」帶來巨額收益。

表十：資產移轉型直接投資個案

企業類型	企業名稱	投資產業	進入模式	投資項目及內容	金額
中央型國有企業	中國國際信託投資公司	礦業	購併	2001~2003年中信收購USI公司控股之東南木業公司60.47%的股權，改名中信資源公司	7.875億現金和11億港元的礦業資產
	招商局集團公司	服務業 (物流)	購併	2002年1月，利用下屬迪辰公司收購香港啓祥集團59.3%股權，獲得在香港主板上市資源	5,365萬港元
非中央型國有企業	中國科健集團	製造業 (手機及零組件)	購併	2001年7月，透過其總裁私人公司A EGL，收購虧損嚴重的上市公司美時傢俱	1.786億港元

資料來源：資料來自各公司網站，例如中國國際信託集團公司（<http://www.citic.com/wps/portal>），招商局集團公司（<http://www.cmhk.com>），中國科健集團公司（<http://www.chinakejian.net>）。

中信資源公司的前身東南亞木業集團有限公司，是一家在百慕達群島註冊成立的香港上市公司，主要業務為製造及銷售膠合板。1998年，由於亞洲金融風暴和經營不善，公司營運陷入困境，1999年底的淨資產為負值（-7,246萬港元）。2000年8月，東南亞木業進行債務重組，將控股權（75%股份）轉讓給一家在英屬維京群島註冊成立的私人有限公司—United Star International Inc.（簡稱USI）。值得注意的是重組過程中增加股本的操作。在USI通過認購原有未發行股份就可以實現絕對控股的情況下，東南亞木業竟然



新增了100億股未發行股本，使未發行股本超過總股本的半數，這一做法的合理解釋是USI只是臨時入主，需要為引入新的控股股東預留股份。

USI入主後，於2001年4月按每股0.15港元的價格將10億股東南亞木業的普通股轉讓給中信集團的全資附屬公司Keentech Group Limited（簡稱Keentech）。同時，東南亞木業向USI定向增發10億股新普通股。這樣，USI的股權比例由75%降到了67.92%，而中信占8.91%。這一次的操作等於東南亞木業向中信集團增發了新股，而增發價格比東南亞木業2000年底的每股淨資產0.01港元溢價15倍，是USI公司8個月前入股價格的10倍。也就是說，USI入主東南亞木業僅8個月，購入的股份就增值了10倍。又經過一系列換股操作，到2002年6月，Keentech共計持有東南亞木業41.42%股份，USI持有43.68%，使中信集團成為第二大股東，不久東南亞木業正式更名中信資源控股有限公司，準備投資和發展天然資源產業。2004年1月，透過USI轉讓股份，中信集團完全控股中信資源公司。簡言之，透過注入資產和轉讓股權，中信集團實現控股中信資源公司，而USI成功套現。

USI是什麼樣的公司呢？公開資料顯示，USI成立於2000年3月，是一家由郭炎和馬廷雄各擁有50%權益，專門用來持有東南亞木業股份的「殼公司」。郭炎和馬廷雄2000年收購東南亞木業時的公開身份為悅僑有限公司的董事總經理，悅僑有限公司主要從事債務重組、企業顧問服務及直接投資。值得注意的是，1997至1998年間，郭炎曾擔任中信集團控股的中信嘉華銀行主席兼行政總裁，而從2000年USI入主開始，郭炎和馬廷雄一直擔任中信資源公司董事會主席和副主席，即使在中信集團控股後也沒有變動。據計算，USI在2000年投入的1.08億港元，到2004年初套現7.25港元，剩餘股份市值12.15億港元。在不到三年半的時間，USI投入中信資源的

資本增值了17.96倍，獲利18.32億元。而同期的中信資源卻經營困窘，累計虧損約3,624萬港元。另一方面，中信集團三年內累計投入7.875億港元現金和價值10.875億港元的礦業資產，換得的只是一家連續三年虧損，2003年底淨資產僅12.3億港元之公司60.47%的股權。<sup>56</sup>

另一個相關的個案也是中央國企的直接投資案。2002年1月，招商局集團利用下屬迪辰公司收購香港啓祥集團59.3%股權，獲得在香港上市之資源。而招商迪辰集團之股權分別由Farsight Holding Limited（簡稱FHL）公司（33.93%）、招商局國際（19.39%）、招商局集團有限公司（4.85%）、公司董事（范棣、陳剛、朱小軍）（8%）、獨立第三方（33.83%）持有。FHL是一家在英屬維京群島註冊的私人公司，其股權結構從未對外披露。當時外界僅知股東包括朱小軍，而其當時為招商迪辰公司的高階經理人。另在收購啓祥集團時，范棣尚擔任招商局集團的財務總監。至於收購所需的5,365萬港元資金來源，是招商局集團出資還是其他管道的融資，至今不得而知。

在收購啓祥集團時，除了的收購價（每股0.02元）之外，招商迪辰集團和FHL還獲贈9億餘股的認股權證。這些認股權證被設定可以在兩年內以0.023元價格買入股票。在2002年8月招商迪辰借殼上市交易的一個月內，因其深厚的中央國企背景而受到市場熱逐，股價上漲7倍（0.28元）。僅認股權證一項，招商迪辰集團和FHL可獲利2.31億港元。因中國大陸規定公職人員，不能直接持有下屬上市公司股權。2002年6月，范棣辭去招商局集團的顯赫職位，但隨著招商迪辰公司業務的發展，他在招商迪辰公司的股權不斷增長。在2005年4月招商迪辰披露的股東權益表中，范棣在FHL中

---

56. 孔鵬，「中信資源借殼懸疑」，**新財富**，2005年1月25日。〈<http://finance.sina.com.cn/stock/hkstocknews/20050125/1749/1321437.shtml>〉

的間接權益已經達到75%，而FHL在招商迪辰集團中的直接權益也達到71.38%。至此，範棣在招商迪辰中的控制權益達到28.27%以上，占絕對控股地位。加之公司曾贈送1.4億股認股權證，範棣擁有超過1億港元財富。<sup>57</sup>至於2001年7月中國科健集團購併美時傢俱一案，與招商迪辰公司的案例大同小異，都是公司高階管理人員以私人公司同自己任職之國有企業做交易，差異的是後者全身而退而已。這些案例所涉及的公司監管和國有資產流失問題，並未引起中國大陸和香港社會太多的關注。

## 伍、中國大陸對香港的直接投資：進一步之討論

本節，我們由投資特色、對傳統海外直接投資理論的啓示，以及中資企業於香港直接投資所衍生的問題等方面，對中國大陸在香港的直接投資進一步討論。

### 一、投資企業個案之特色以及理論啓示

由本文企業個案資料的分析可知，除了符合傳統FDI理論提出的投資動機外，中國大陸企業在香港的直接投資還擴展了傳統理論之內涵。在我們的個案分析中，許多中國大陸企業對香港的直接投資的確是基於傳統FDI理論所強調的動機，但是政治性投資和財務目的之投資（如資本運作型投資、轉移資產型投資等）則不為傳統理論所重視，而這正是中國大陸對香港直接投資的重要特色。我們把前述經濟、政治和財務因素直接投資之個案資料總結於表十一。茲分述如下：

#### （一）經濟因素之直接投資

依照傳統的FDI理論，企業對外直接投資主要是出於四種經濟

---

57. 「爭購招商迪辰殼資源 範棣坐享巨利」，*財經時報*，2005年9月25日。〈<http://finance.sina.com.cn/stock/t/20050925/19101996732.shtml>〉

動機：尋求市場、尋求資源（包括策略性資產）、尋求效率。<sup>58</sup>就中國大陸企業在香港的直接投資而言，有相當大一部分屬於此類動機。在本文個體資料的分析中，不論是中央型國有企業、非中央型國有企業、或民營企業，都有這類投資活動，共佔全部投資案例的43%。就投資規模而言，這類投資超過研究案例全部金額的一半（53%）（參見表十一）。顯見，經濟動機是中國大陸企業在香港直接投資的主要考量，這也與一般的觀察一致。<sup>59</sup>

## （二）政治性投資

政治性投資是中資企業在香港直接投資的主要目的之一。作為由計畫經濟向市場經濟轉變的轉型經濟體，中國大陸在經濟發展過程中的重要特徵就是政府身兼經營者，其對外直接投資往往含有政治目的。<sup>60</sup>而且，為完成這種目的，中國政府主要透過中央國有企業實施投資計畫，這與西方國家主要透過民營企業達成相關目的有很大不同。<sup>61</sup>中國大陸對香港的投資亦具有此種特性，尤其為保障香港平穩過渡，中國大陸大型中央國有企業在香港實施的許多重大公共基礎設施投資案。在表十一個體資料的統計中，政治性投資主要集中於香港回歸前。雖然投資案例只有全部案例的18%，但投資金額卻佔總額的30%以上。由於這些重大投資具有高強度的資產專用性，其收益依賴於香港經濟的良好運作，因而增加了中

---

58. John H Dunning., "Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor," pp. 45~66.

59. Yun-Wing Sung, "Chinese Outward Investment in Hong Kong: Trends, Prospects and Policy Implications," pp. 22~30.

60. Kevin G. Cai, "Outward Foreign Direct Investment: A Novel Dimension of China's Integration into the Region and Global Economy," p. 870; Hong and Sun, "Dynamics of Internationalization and Outward Investment," p. 619.

61. M. W. Peng, *Business Strategies in Transition Economies* (Thousand Oaks, CA: Sage, 2000); J. Child and D. K. Tse, "China's Transition and Its Implications for International Business," *Journal of International Business Studies*, Vol. 32, No. 1 (March 2001), pp. 5~21.

國大陸政府維持香港既存經濟政策的利益。換言之，這些重大投資案的目的是增加香港社會對中國大陸「維持香港現行資本主義制度50年不變」承諾的信心，而高度專用性資產因具有不可移動性（immobility）而產生「人質」的抵押作用，形成可信承諾。<sup>62</sup>當然，政治性投資並非中國大陸所獨有，過去台灣的「南向政策」以及國營企業配合政府政策去友邦採購，都屬政治性投資，只是這類投資並不為傳統理論所重視。<sup>63</sup>

香港回歸之後，中國大陸政治性直接投資減少，政治考量上轉為對香港經濟的政策支持以維繫香港榮景，以及深化香港與中國大陸的經濟整合。例如，亞洲金融風暴時，中國大陸政府大量金援香港特區政府對抗國際金融投機客。2003年SARS的侵襲使香港百業蕭條，中國大陸政府與香港特區政府簽訂「中國大陸與香港之間緊密經濟夥伴關係協定」（CEPA），使香港企業利用此一協定在WTO承諾兌現前，提早佈局中國內地市場。而開放內地民眾自由赴香港旅行，也有欲幫助香港相關產業的目的。另一方面，中國大陸亦積極制訂政策以鼓勵企業到香港投資。2004年，中國大陸國務院頒佈「關於內地企業赴中國香港、澳門特別行政區投資開辦企業核事項的規定」，明確表明鼓勵和支持內地各種所有制企業於港澳地區直接投資，且准許企業投資更多領域。2004~2006年，中國大陸政府共批准603家企業對香港直接投資，金額逾39億美元。<sup>64</sup>

### （三）財務目的之直接投資

中國大陸對香港直接投資的另一項重要特徵是財務目的之投

---

62. B. Bacher, O. Lorz and L. Schuknecht, "Chinese Investment: 'Hostages' for HK?" pp. 645~654.

63. 作者感謝匿名審查人提醒作者注意台灣的相關經驗。

64. 「內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排」，香港特別行政區政府工業貿易署，2011年9月22日。<[http://www.tid.gov.hk/tc\\_chi/cepa/statistics/statistics\\_research.html](http://www.tid.gov.hk/tc_chi/cepa/statistics/statistics_research.html)>

資。其中，資本運作型投資、資產移轉型投資和關係性投資是財務目的直接投資的主要形式。在表十一的資料顯示，財務目的之直接投資案例約佔全部樣本資料的40%，投資金額則超過17%。就企業類型而言，中央型國有企業、非中央型國有企業和民營企業均有資本運作型的投資。其主要手法是，中資企業透過收購香港上市公司而實現「借殼上市」、再注入其在中國大陸的相關資產，利用香港高度自由的資本市場進行資本操作和融資活動。同時，也可以藉此取得外資身份，便於享受內地地方政府對於外資的各項優惠政策，以及逃避政府的各種政策管制。

表十一：中國大陸對香港直接投資：企業層級資料之總結

投資動機	政治動機	經濟動機	財務動機
企業屬性	中央型國有企業	中央型國有企業 非中央型國有企業 民營企業	中央型國有企業 非中央型國有企業 民營企業
企業家數	5	19	18
占全部企業之比例 <sup>a</sup>	14%	53%	50%
投資案例數	10	24	22
占全部投資案之比例	18%	43%	39%
投資規模 <sup>b</sup>	>181億港元	>360億港元	>121億港元
占全部投資金額之比例	30%	53%	17%

註a：占全部企業數目之比例不等於一，是因為有些中資企業之投資動機有多重目的，故有重複計算之必要。

註b：這裡只計算具體可得之投資金額的投資案，因此實際金額一定大於此金額。

資料來源：本研究整理。

資產移轉型直接資產主要考量政治穩定和經濟安全，也有將灰色收入漂白、變相化國有為私有的作用。前者多發生於民營企業，其主要目的是擔心私有產財被政府剝奪；後者主要發生於中央型國有企業和非中央型國有企業，其動機是將資產轉移到境外，

以逃避政府查核和管制。<sup>65</sup>隨著中國大陸政治持續穩定、市場化經濟改革的深入、產權保護法實施以及法治建設推進，我們認為這類投資會漸趨減少。另外，中國大陸企業對香港的許多直接屬於關係性投資。香港與中國大陸地理上毗鄰，絕大部分的居民來自中國內地，這種歷史、文化、親族的密切網絡形成關係資產，構成許多中資企業重要的所有權優勢，由而形成中國大陸對香港直接投資的動機之一。

## 二、中國大陸企業在香港直接投資的潛在問題

中資企業對香港的直接投資，提高了香港與中國大陸資本與技術的交換，促進兩地間的勞動分工，進一步加強香港與中國大陸的聯結和整合。另一方面，中資企業在香港的直接投資也衍生出許多問題。其中較為重大的是，公司治理問題、破壞香港自由經濟制度、不利於中國大陸國企改革的進展等。茲分別討論之。

### （一）公司治理之相關問題

中資企業於香港的直接投資所產生的公司治理問題，主要包括：損害香港投資者利益、國有資產流失、以及造成香港經濟波動等。

#### 1. 損害香港投資者利益

在香港投資的中資企業以國有企業為主，其中許多企業也於香港股票市場上市。由於這些公司的主要業務和營運均在中國內地，其決策和行爲可能無法受到香港法令的有效監管。更不利的是，中資企業的管理人員或政府官員可能利用特權和不實資訊欺騙香港投資者，造成投資大眾重大損失。<sup>66</sup>例如，1998年廣東省在

---

65. Yun-Wing Sung, "Chinese Outward Investment in Hong Kong: Trends, Prospects and Policy Implications," p. 30.

66. Hing Lin, Chan, "Chinese Investment in Hong Kong," pp. 947~948.

香港的「窗口企業」－廣東國際信託投資公司破產案（一般稱之為「廣信事件」），1999年廣東粵海投資公司因重大債務危機而進行重組案，都是上述情形的典型案件。

## 2. 國有資產流失

在香港投資的國有企業之高階經理人，可能利用其擁有之訊息優勢，遊走法律邊緣，變相化公有為私有，攫取國有資產。例如前述的中信集團收購東南亞木業案、招商局集團旗下迪辰公司收購香港啓祥集團股權案、中國科健集團購併美時傢俱案等，都是公司高階管理人員（也是國家公務人員）利用私設之私人公司同自己任職之國有企業做交易。這些案例均造成國有資產流失和損害投資大眾利益的嚴重問題。

## 3. 導致香港經濟波動

中資企業在香港的直接投資多集中於房地產和金融等服務業，特別是，由於利用國有資金進行投資和缺乏有效監管，許多國有企業存在道德風險（moral hazard）問題，經理人員常涉入高風險的投機活動，導致公司資產損失以及香港股票和房地產價格飆漲。房地產和股市的劇烈波動是香港經濟可能出現泡沫化的主要原因之一，不利於香港經濟長期穩定發展。<sup>67</sup>

### （二）政治干預衝擊香港自由市場體制

根據香港法律，為增加資訊透明度，上市公司主要領導層發生人事更迭，首先要發佈公開資訊，讓投資人知悉。然而，就中國大陸現行之政經體制而言，許多中資企業的高階管理人員是「國家幹部」，其上台下台受政治因素左右，屬於「國家機密」，投資人的利益在此過程中較少受到關注。例如2002年，在香港上市的大陸

---

67. Hing Lin, Chan, "Chinese Investment in Hong Kong," pp. 951~952; 齊春宇，「中國對外直接投資的狀況和動因分析」，頁40。



民營企業—歐亞農企業主席楊斌先失蹤、後被遼寧省政府逮捕；中國華晨汽車公司董事主席仰融先失蹤、後逃往美國。前者可能涉及楊斌未經官方同意而出任北韓新義州特區行政長官的政治問題，後者涉及企業產權爭奪的糾紛。大陸官方都是以黑箱作業方式處理這些事件，廣大投資人和中小股東完全不知情。2003年，同樣於香港上市的香港中國銀行總裁劉金寶、香港新農凱集團董事主席周正毅也分別在北京和上海被捕，中國大陸政府也沒有公布詳情。類似情形同樣發生在2006年星美傳媒主席譚輝和中科健總經理郝建學被收押的案件上。

中國大陸官方對香港之中資企業負責人的「黑箱式」處置，反映出中國大陸轉型過程中政治與經濟的複雜糾葛，不但影響了香港的司法運作，也對香港經濟長遠發展和「一國兩制」的政治承諾構成威脅。

### （三）不利中國大陸經濟改革的進展

中資企業對香港直接投資的主要目的之一，是希望能藉此促進國有企業改革的進展（例如政企分開）。<sup>68</sup>然而，改革開放後（特別是1990年代政策放寬後），中國大陸各地方政府爭相在香港建立窗口公司。這些企業多是基於行政考量而建，由各地方政府控制，其中相當一部分變相成為各地方政府在香港的「接待站」存在經營不良、虧損嚴重的情形。<sup>69</sup>此外，許多中資企業的負責人和高階管理人員具有「太子黨」背景。例如，首長四方集團主席鄧質方為鄧小平之子；銀建國際實業公司董事主席吳建常與香港保利集團主席胡平，分別為鄧小平么女和三女之夫婿；第一上海投資公司總經理陳偉力則是陳雲之女；中國國際信託投資公司董事長王軍，其

---

68. Hing Lin, Chan, "Chinese Investment in Hong Kong," p. 953.

69. 齊春宇，「中國對外直接投資的狀況和動因分析」，頁39。

父為中共建政元老王震；中信泰富董事局主席榮智健，其父是榮毅仁（係著名的紅色資本家，曾經擔任中國國家副主席）；其他如中共前總理李鵬之女李小琳等，也都有在香港投資或擔任大型中資企業的高階管理人員。

在這些地方企業和「太子黨」企業背後，均有不同的利益團體和中央高層的支持，不但香港特區政府能否約束這些企業的行爲令人存疑，也與中國大陸欲藉由香港資本主義自由市場機制改革國有企業的初衷相悖離。

## 陸、結論

香港是中國大陸對外直接投資最重要的目的地，每年由中國大陸流入香港以及由而累積的直接投資規模龐大。因此，分析和評估中資企業於香港之直接投資活動，對研究中國大陸對外直接投資有重要理論和實務上的意義。本研究從總體面向和企業層級兩個維度，對中國大陸在香港的直接投資加以探討。研究發現，中國大陸企業對香港直接投資的動機包括：政治因素、融資考量、拓展市場、尋求策略性資產、財務性投資（包括資本運作、資產轉移等）。其中，政治性投資和財務性投資是中資企業在香港直接投資的主要特色。大型中央國有企業對香港實施的許多重大投資，有高強度的資產專用性，其目的是增加香港社會對中國大陸「維持香港現行資本主義制度50年不變」承諾的信心。隨著香港回歸中國大陸和兩地經濟進一步整合，中國大陸對香港政治性直接投資在2000年以後已不多見，更多是政策支持和開放中國內地市場。

財務目的之投資以資本運作型投資、資產轉移型投資和關係性投資為主要形式。就資本運作型投資而言，中資企業主要透過收購香港上市公司而實現「借殼上市」、再利用香港高度自由的資本市場進行資本操作和融資活動，也藉此取得外資身份，便於享受中

國大陸的各項優惠政策。資產移轉型直接資產主要考量政治穩定和經濟安全，也有將灰色收入漂白、變相化國有為私有的作用。前者多發生於民營企業，其主要目的是擔心私有產財被中國大陸政府剝奪；後者主要發生於中央型國有企業和非中央型國有企業，其動機是將資產轉移到境外，以逃避政府查核和管制。關係性投資則是香港與中國大陸兩地民眾，因歷史、文化、親族形成的密切網絡而產生的關係資產所導致的直接投資。

本研究除了充實中國大陸對外直接投資的相關議題外，亦對台灣擴大開放中國大陸業者來台投資政策有一定的借鏡意義。中資企業於香港投資的經驗表明，總體政治經濟層面上，中資企業對外投資可能受到政策因素和國內總體經濟變化的影響；企業層面上，不同所有權類型的中國大陸企業則有不同的投資動機和投資行爲。大型中央國有企業，更多地受中共中央政策影響，但地方型國有企業、特別是眾多民營企業，則以追求自身利益爲考量。就研究限制而言，由於中國大陸的官方資料往往低估了企業海外投資活動，本文基於次級資料和個案分析的討論，仍無法發掘中資企業對香港投資的全貌。譬如，在中國大陸對外直接投資中，香港與其他離岸金融中心（開曼群島、維京群島等）的影響重大。離岸中心具體扮演什麼角色，中資企業在這些地方的直接投資、以及它們彼此間的交叉投資之動機爲何，都是未來值得深入探討的課題。

## 參考書目

### 一、中文

- 「2010年度中國對外直接投資統計公報」，中華人民共和國商務部。  
<<http://www.mofcom.gov.cn/tongjiziliao/tongjiziliao.html>>
- 「2006年度中國對外直接投資統計公報」，中華人民共和國商務部。  
<<http://www.mofcom.gov.cn/tongjiziliao/tongjiziliao.html>>
- 「中國統計年鑑（2006）」，中華人民共和國國家統計局。<<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2006/indexch.htm>>
- 「中國統計公報（2001~2010）」，中華人民共和國國家統計局。<<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>>
- 「第三次工業普查統計」，中華人民共和國國家統計局。<[http://www.stats.gov.cn/was40/gjtjj\\_data\\_outline.jsp](http://www.stats.gov.cn/was40/gjtjj_data_outline.jsp)>
- 「商務統計資料」，中華人民共和國商務部。<<http://zhs.mofcom.gov.cn/tongji.shtml>>
- 「關於改革內地駐港澳地區窗口公司管理模式意見的通知」，中華人民共和國國務院辦公廳，2003年11月1日。<[http://gkml.www.gov.cn/pub/govpublic/mrlm/200803/t20080328\\_32337.html](http://gkml.www.gov.cn/pub/govpublic/mrlm/200803/t20080328_32337.html)>
- 「中國電子將借殼運盛香港上市 紅籌再受追捧」，經濟觀察報，2004年8月2日。<<http://finance.sina.com.cn/roll/20040802/140014439t.shtml>>
- 「解密服裝業最大購併案」，中華工商時報，2008年2月18日。<<http://www.texindex.com.cn/Articles/2006-2-18/130542.html>>
- 「爭購招商迪辰殼資源 範棣坐享巨利」，財經時報，2005年9月25日。  
<<http://finance.sina.com.cn/stock/t/20050925/19101996732.shtml>>
- 「紅籌股」，百度百科。<<http://baike.baidu.com/view/10690.htm>>
- 「有關中國股份統計」，香港交易所，2011年9月23日。<[http://www.hkex.com.hk/data/chidimen/chidimen\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/data/chidimen/chidimen_c.htm)>
- 「內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排」，香港特區政府工業貿易署，2011年9月22日。<[http://www.tid.gov.hk/tc\\_chi/cepa/statistics/statistics\\_research.html](http://www.tid.gov.hk/tc_chi/cepa/statistics/statistics_research.html)>
- 「對外直接投資統計」，香港特區政府統計處，2011年11月16日。<[http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong\\_kong\\_statistics/statistical\\_tables/index\\_tc.jsp?charsetID=2&tableID=048](http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/statistical_tables/index_tc.jsp?charsetID=2&tableID=048)>

「香港統計年鑑」（2001~2011各年），香港特區政府統計處，2012年2月5日。〈[http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong\\_kong\\_statistics/key\\_economic\\_and\\_social\\_indicators/index\\_tc.jsp](http://sc.info.gov.hk/gb/www.censtatd.gov.hk/hong_kong_statistics/key_economic_and_social_indicators/index_tc.jsp)〉

「香港中國企業協會簡報資料」，香港中國企業協會，2010年11月15日。〈<http://www.hkcea.com/page21-0701.htm>〉

「香港中資企業為香港繁榮穩定做出重要貢獻」，新華網，2007年06月28日。〈[http://news.xinhuanet.com/tai\\_gang\\_ao/2007-06/28/content\\_6301229.htm](http://news.xinhuanet.com/tai_gang_ao/2007-06/28/content_6301229.htm)〉

「東方之珠光芒璀璨：香港十年業績回顧」，中華人民共和國國家統計局國際中心，2010年10月2日。〈[http://www.stats.gov.cn/tjfx/ztfx/qxghgszn/t20070702\\_402418226.htm](http://www.stats.gov.cn/tjfx/ztfx/qxghgszn/t20070702_402418226.htm)〉

「中國共產黨第十五屆中央委員會第二次全體會議公報」，中國共產黨歷次全國代表大會數據庫，1998年2月26日。〈<http://cpc.people.com.cn/GB/64162/64168/64568/65401/4429280.html>〉

「關於國民經濟和社會發展第十個五年計劃綱要的報告」，人民日報，2001年3月17日，第1版。

中國國際信託集團公司。〈<http://www.citic.com/wps/portal>〉

招商局集團公司。〈<http://www.cmhk.com>〉

中國建設銀行。〈<http://www.ccb.com/portal/cn/home/index.html>〉

中國網路通信集團公司。〈<http://www.china-netcom.com>〉

中國移動通信集團公司。〈<http://www.chnamobile.com>〉

中國電信集團公司。〈<http://www.chinatelcom.com.cn>〉

海爾集團公司。〈<http://www.haier.cn>〉

中國科健集團公司。〈<http://www.chinakejian.net>〉

TCL集團公司。〈<http://tcl.com/main/index.shtml>〉

京東方科技集團公司。〈<http://www.boe.com.cn/>〉

吉利汽車公司。〈<http://www.geely.com/>〉

雅戈爾集團公司。〈<http://www.youngor.com>〉

李寧體育服裝公司。〈<http://www.li-ning.com.cn>〉

國美電器公司。〈<http://www.gome.com.cn>〉

金花集團公司。〈<http://www.ginwa.com>〉

東方集團股份有限公司。〈<http://www.china-orient.com/>〉

深圳新世界集團公司。〈<http://www.sznewworld.com/>〉

新浪網。〈<http://www.sina.com.cn>〉

網易。〈<http://www.163.com>〉

搜狐。〈<http://www.sohu.com.cn>〉

王光偉，「香港與內地的投資交流」，**特區經濟**（廣東深圳），第5期（1997年5月），頁47~50。

孔鵬，「中信資源借殼懸疑」，**新財富**（廣東深圳），2005年1月25日。  
〈<http://finance.sina.com.cn/stock/hkstocknews/20050125/1749/1321437.shtml>〉

李楊、殷劍峰，「中國高儲蓄率問題之探究」，**經濟研究**（北京），第6期（2007年6月），頁1~48。

林毅夫，「中國金融體制改革的回顧和展望」，**北京大學中國經濟研究中心討論稿**，No. C2000005（2000年），頁1~39。

胡錦濤，「高舉中國特色社會主義偉大旗幟為奪取全面建設小康社會新勝利而奮鬥—中國共產黨第十七次全國代表大會報告」，**新華網**，2007年10月15日。〈[http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-10/24/content\\_6938568.htm](http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-10/24/content_6938568.htm)〉

簡澤源，「香港中資企業現況分析」，**兩岸經貿服務網**（2000年），2010年11月15日。〈<http://www.ssn.com.tw/eip/front/bin/ptdetail.phtml?Category=100012&Part=3-1-16>〉

齊春宇，「中國對外直接投資的狀況和動因分析—兼論中國內地在香港的投資」，**經濟科學**（北京），第2期（1999年），頁34~40。

曹海濤、葉日崧，「中國大陸企業對外直接投資之分析」，**中國大陸研究**，第51卷第1期（2008年3月），頁31~65。

劉紅忠，「試論中國大陸對香港地區的直接投資」，**復旦學報**（上海），第6期（1998年6月），頁26~33。

檀文茹、梁佳麗、喻學琳，「亞洲：傳統熱點，活力再現」，李桂芳主編，**中國企業對外直接投資分析報告**（北京：中國經濟出版社，2007年），頁135~155。

## 二、英文

- Bacher, B., O. Lorz and L. Schuknecht, "Chinese Investment: 'Hostages' for HK?" *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 148, No. 4 (December 1992), pp. 645~654.
- Buckley, Peter J., Jeremy L. Clegg, Adam R. Cross, Xin Liu, Hinrich Voss and Ping Zheng, "The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment," *Journal of International Business Studies*, Vol. 38, No. 4 (July 2007), pp. 499~518.
- Cai, Kevin G., "Outward Foreign Direct Investment: A Novel Dimension of China's Integration into the Regional and Global Economy," *The China Quarterly*, No.160 (December 1999), p. 857~880.
- Chan, Hing Lin, "Chinese Investment in Hong Kong: Issues and Problems," *Asian Survey*, Vol. 34, No. 10 (October 1995), pp. 941~954.
- Child, J. and D. K. Tse, "China's Transition and Its Implications for International Business," *Journal of International Business Studies*, Vol. 32, No. 1 (March 2001), pp. 5~21.
- Deng, Ping, "Outward Investment by Chinese MNCs: Motivations and Implications," *Business Horizons*, Vol. 43, No. 3 (May-June 2004), pp. 8~16.
- Dunning, John H., "Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor," *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, No.1 (Spring 1998), pp. 45~66.
- Dunning, John H., "Relation Assets, Networks and International Business Activity," in F. J. Contractor and P. Lorange ed., *Cooperative Strategies and Alliances* (Amsterdam and London: Elsevier, 2001), pp. 569~594.
- Harris, David G., "The Impact of U.S. Tax Law Revision on Multinational Corporations' Capital Location and Income-Shifting Decisions," *Journal of Accounting Research*, Vol. 31 (Supplement 1993), pp. 111~140.
- Hong, Eunsuk and Laixiang Sun, "Dynamics of Internationalization and Outward Investment: Chinese Corporations' Strategies," *China Quarterly*, No. 187 (September 2006), pp. 610~634.
- Kuijs, Louis, "How China's Saving-Investment Balance Evolve?" *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3958 (2006), pp. 1~32.
- Lardy, Nicholas R., "China: Rebalancing Economic Growth," *The China Balance*, Chapter 1. *Sheet in 2007 and Beyond* (published by the Center for Strategic and International Studies and the Peterson Institute for International Economics, 2007), pp. 1~24. <[http://www.petersoninstitute.org/staff/author\\_bio.cfm?author\\_id=24](http://www.petersoninstitute.org/staff/author_bio.cfm?author_id=24)>

Nicholas R. Lardy, "China: Rebalancing Economic Growth," *The China Balance*, Chapter 1.

Lin, Justin Yifu and Guofu Tan "Policy Burdens, Accountability, and the Soft Budget Constraint," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 2 (May 1999), pp. 426~431.

Morck, Randall, Bernard Yeung and Minyuan Zhao, "Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment," *Journal of International Business Studies*, Vol 39, No. 3 (February 2008), pp. 337~350.

Ni, N., "Asian Perspectives: China's Expanding Economic Interests in Hong Kong," *Nomura Institute Hong Kong Limited*, Vol. 11, No. 6 (December 1994), pp. 1~33.

Peng, M. W., *Business Strategies in Transition Economies* (Thousand Oaks, CA: Sage, 2000).

Sung, Yun-wing, "Chinese Outward Investment in Hong Kong: Trends, Prospects and Policy Implications," *OECD Development Centre Working Paper*, No. 113 (Paris: Organization for Economic Cooperation and Development, 1996), pp. 1~43.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), *World Development Report, FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development* (United Nations Publication, New York and Geneva: United Nations, 2006).

World Bank, *World Development Report: Development and Environment* (New York: World Bank Publications, 1992).

Wu, Hsiu-Liu and Chien-Hsun Chen, "An Assessment of Outward Foreign Direct Investment from China's Transitional Economy," *Europe-Asia Studies*, Vol. 53, No. 8 (December 2001), pp. 1235~1254.

Xiao, Geng, "People's Republic of China's Round-Tripping FDI: Scale, Causes and Implications," ADB Institute Discussion Paper No.7 (July 2004), pp. 1~48.  
<[http://www.hiebs.hku.hk/working\\_paper\\_updates/pdf/wp1137.pdf](http://www.hiebs.hku.hk/working_paper_updates/pdf/wp1137.pdf)>

#### 附錄：中國大陸國有企業駐港公司名錄

中共中央各部委公司	各省市視窗公司	中共國務院外貿總公司駐港公司
中銀集團	粵海企業（集團）有限公司（廣東省）	中國糧油食品集團（香港）有限公司
華潤（集團）有限公司	珠江船務企業（集團）有限公司（廣東省）	中國五礦集團企業貿易有限公司
招商局集團有限公司	華閩（集團）有限公司（福建省）	中化香港（集團）有限公司
香港中航（集團）有限公司	京泰實業（集團）有限公司（北京市）	中國外運香港集團有限公司
中國光大集團有限公司	上海實業（集團）有限公司（上海市）	三利國際（土畜產）有限公司
航太科技國際集團有限公司	津聯集團有限公司（天津市）	中紡實業有限公司
中國海外集團有限公司	中遼有限公司（遼寧省）	中絲進出口（香港）有限公司
中國國際信託投資（香港）有限公司	鐘山有限公司（江蘇省）	三聯國際輕工有限公司
中國航空（集團）有限公司	香港濱港（集團）有限公司（黑龍江省）	景悅有限公司
中國鐵路（香港）控股有限公司	中吉有限公司（吉林省）	華洋（亞太）國際有限公司
中國近海石油服務（香港）有限公司	內蒙古興源（香港）有限公司（內蒙古）	宜泰有限公司



中共中央各部委公司	各省市視窗公司	中共國務院外貿總公司駐港公司
華盛昌機械企業有限公司 華電有限公司 中國航空技術進出口(香港)有限公司 華聯船舶有限公司 穗華企業開發有限公司 銀華國際(集團)有限公司 港源水利電力有限公司 中國石油香港(集團)有限公司 原能工業有限公司 環能貿易有限公司 天利國際經貿有限公司 科恒實業有限公司 中國華能集團香港有限公司 中國有色金屬(香港)集團有限公司 中石化(香港)有限公司 萬國化工有限公司 中國貿易促進委員會駐香港辦事處 中國法律服務(香港)有限公司 中國專利代理(香港)有限公司 中國國際稅務諮詢(香港)有限公司 中國統計諮詢有限公司 中國農業銀行香港分行 港中國保險(集團)有限公司 濱海污水處理(香港)顧問有限公司 中國電力國際有限公司 交通銀行香港分行 國家開發銀行香港代表辦事處 中國建設銀行香港分行 圓明園發展有限公司 亞洲貿易(集團)有限公司 中國工商銀行香港分行 嶸高貿易有限公司 中國聯合通信(香港)有限公司 京源發展有限公司 中國冶金(香港)有限公司 海外中國航太開發投資有限公司 香港新興投資發展有限公司 中國地質工程有限公司 中國國際旅行社有限公司 恒天投資有限公司 慧中實業有限公司 隆天國際有限公司 國康醫藥器材(香港)有限公司 中國醫藥對外貿易(香港)有限公司 京港人才交流中心有限公司 中遠(香港)集團有限公司 港澳國際(集團)有限公司 首鋼控股香港有限公司 中安經濟財會諮詢有限公司 善高投資有限公司 中土工程(香港)有限公司 中國衛星發射代理(香港)有限公司	香港恒山貿易公司(山西省) 驪山有限公司(陝西省) 燕山發展有限公司(河北省) 富春有限公司(浙江省) 華魯集團有限公司(山東省) 華贛企業有限公司(江西省) 黃山有限公司(安徽省) 豫港(集團)有限公司(河南省) 三湘集團有限公司(湖南省) 桂江企業有限公司(廣西省) 珠穆朗瑪貿易旅遊有限公司(西藏) 嘉陵集團有限公司(四川省) 雲港有限公司(雲南省) 深業(集團)有限公司(深圳市) 海湖貿易有限公司(青海省) 新疆開發有限公司(新疆) 貴達有限公司(貴州省) 華海有限公司(海南省) 嘉川發展有限公司(寧夏) 渝豐國際有限公司(重慶市) 興廈有限公司(廈門市) 甯興開發有限公司(寧波市) 華青發展有限公司(青島市) 珠光(香港)有限公司(珠海市) 越秀企業(集團)有限公司(廣州市) 華榕(集團)有限公司(福州市) 湛興發展有限公司(湛江市) 金海岸企業有限公司(北海市) 國利發展有限公司(哈爾濱市) 大連國際發展有限公司(大連市) 龍興實業有限公司(汕頭市) 雁蕩有限公司(溫州市) 沈港有限公司(瀋陽市) 海嶽有限公司(青島市) 融迪有限公司(西安市) 芝興有限公司(煙臺市) 安鵬有限公司(武漢市)	天元實業有限公司 合眾股份有限公司 中國醫藥保健品(香港)公司 新宜儲運有限公司 中成香港有限公司 百孚有限公司

資料來源：「駐港中資企業」，中央人民政府駐香港特別行政區聯絡辦公室經濟部貿易處，2010年8月12日。 <<http://hk.mofcom.gov.cn/aarticle/jmjg/1/200311/20031100143340.html>>

聯絡作者：曹海濤  
 地址：台中縣霧峰鄉柳豐路500號  
 E-mail：tsaoh@asia.edu.tw  
 收稿日期：2012/02/29  
 審查通過：2012/05/07  
 責任編輯：張芷瑄

