



中企跨境并购融资术



岑明彦，石炜麟

中企跨境并购的资金运作和流向是多年来各方感兴趣的话题。2010年之前，中企很少对国际并购进行投标。近年来中国买家越来越多地出现在了重大收购交易之中，如中国化工集团收购美国农化巨头先正达、安邦保险竞购喜达屋等等。

很多境外企业想当然地认为中国企业的资金用之不尽，而资本供给或多或少反映着政策方向。近几年这种看法似乎得到了佐证：五年间中国投资成立了超过 5500 家基金，总资本规模逾 3000 亿美元，其中很多基金有意支持跨境并购。这样自然会引来一些疑问：标的资产是否会被抬高至不切实际的水平？财务投资者的支持是否会改变战略投资者的交易？

我们对至少与一家基金紧密合作的战略投资者的境外收购进行了深入考察。从 2013 至 2016 年，战略投资者联手基金（一方或双方来自中国）的交易为 249 宗。分析结果表明，交易估值并没有想象的那么高。实际上，基金与战略投资者的联合呈现出某种有趣的规律，那就是投资动力主要为商业利益而非政策。

两种类型的合作

近四年的交易大致可分为两类：中方主导型，即以中国战略投资者的利益所驱动的交易；外方主导型，大多数以发展初期的企业为并购标的。

中方主导型交易指至少涉及一家中国基金和一个中国战略投资者，此

类交易数量不及交易总量的三分之一，但收购规模较大，每宗平均交易额达 5.39 亿美元，且投资对象多为成熟的境外老牌企业。平均每宗交易有三家中方企业联合出资，偶尔也有境外投资者参与，但几乎无一例外是由中资企业主导，各类基金提供融资和交割支持。境外投资者即使参与，通常也是基金：涉及境外投资者的交易中，22 宗有境外财务投资者，只有 13 宗有境外战略投资者的身影。

其余的为外方主导型交易，大多数中方投资者只有 1 家，且多为战略投资者而非基金，而境外投资者平均有 4 个。早期与成长性风险投资占比超过总值的 70%，平均交易规模仅为 9000 万美元。

拉动联合投资收购增长的引擎显然是中方主导型交易。三年来，这类交易在交易总量的占比由 18% 增至 36%，在交易总额的占比由 11% 激增至 87%。其中，中方为唯一投资者的交易规模更大，平均交易额达 6.14 亿美元，20 宗交易中有 18 宗收购了超过 90% 的股权。

在大型交易中，卖家愈发重视中资企业带来的利益。2015-2016 年规模最大的 5 宗交易中，4 宗标的公司管理层（意大利倍耐力轮胎、以色列 Playtika 游戏公司、美国 Lexmark 打印机及多功能机公司和德国克劳斯-玛菲机械集团）制定了具体明确的方案，希望凭借交易能提高中国或亚洲市场的营收。再如地中海俱乐部决定接受中国复星集团投资时，再三强调打入中国境外游市场是其增长战略的一部分。

小型交易的情况有很大不同。180 宗外方主导型交易中，有 172 宗

交易的投资对象为发展初期企业，中方投资者扮演的角色更像是乘客而非司机。境外投资者远超中国投资者，两者之比达 4:1。除了这类风险投资，其他交易的境外投资者与中国投资者之比为 1:2，8 宗交易中有 3 宗的收购方获得了多数股权。这类交易大多选择能够提供本土市场专长的合作伙伴。例如，天津天士力制药集团收购韩国 Genexine 时，选择与 LIME 资产管理公司等数家韩国基金合作；中联重科收购意大利 Ladurner 时，联合专注投资中型市场的中意曼达林基金。

对中外投资者而言，基金主要指风险投资公司或成长型资本投资者。在上述投资中，最活跃的 global 基金为纪源资本（参与了 11 宗交易）和红杉资本（参与了 10 宗交易）。两家基金的投资对象均为创业公司，且大多数是联合中国互联网企业对科技公司的投资（纪源资本有 9 宗，红杉资本有 8 宗）。最活跃的中国本土基金为弘毅投资和平安基金（均有 6 宗交易），前者参与了多宗大型交易（如 Lexmark 和 Playtika），后者大多与医疗战略投资企业联合。

交易特点快速变化

联合投资交易变化非常快。目前的交易主要呈现以下特征：规模更大、多数股权收购更常见、国有企业的主角地位削弱、科技类居多。

平均交易规模从 2013 年的 1.1 亿美元升至 2016 年的 2.33 亿美元。除风险投资和成长型资本投资的规模较小外，其他交易的规模在 4 年间从 4.59 亿美元增至 9.5 亿美元，增长了一倍多，其中一些交易规模相当可观，

如上海巨人集团、弘毅投资和云峰投资共同出资 44 亿美元收购 Playtika；五鼎生物技术、太盟投资集团和弘毅投资以 36 亿美元收购 Lexmark。2016 年有 6 宗交易的总额超过 5 亿美元，而在 2013 年规模相当的交易仅有 1 宗，即腾讯参与收购美国电游公司动视暴雪（Activision Blizzard），总值 23 亿美元。

中国买家越来越倾向于寻求完全控股权。2016 年有 10 宗交易收购成熟企业的股权，其中 9 宗获得标的公司全部股权，剩下的 1 宗也收购了超过 90% 的股权。而在 2013 年，少数股权的收购占总交易数的 44%。由此看来，交易性质发生了改变：过去多为财务投资，战略投资者不甚活跃，如今战略投资者开始主导交易，由基金提供资金支持。

最显著的变化大概就是国有企业（SOE）不再唱主角，这其实也在意料之中。国有企业在 2013 年参与了 15% 的交易，但 2016 年仅涉及 6%，一方面是由于国企缺乏相关经验和专业知识，很少投资初创公司，另一方面则是从 2013 年开始的反腐风暴使得国企管理层行事更为谨慎。

国有企业通常出现在中方主导型交易。在 180 宗外方主导型交易中，国有企业仅参与 10 宗。国企通常感兴趣的是技术收购，如上汽集团投资了美国汽车催化剂材料制造商 SDCmaterials、汽车销售门户网站 CarSavvy 和人机交互公司 Speaktoit，为的是获得在汽车催化剂材料、线上汽车销售和虚拟助手领域的的能力。此外，此类交易规模明显更大：国企参与交易（共 25 宗）的平均规模为 8.01 亿美元，而 224 宗民营企业交易的均值仅为 1.43

亿美元。而且国企多次收购的可能性更大。中国化工集团和中国人寿保险是跨境收购最频繁的国企，分别参与主导了两宗交易（前者投资了倍耐力轮胎和克劳斯-玛菲机械，后者投资了优步和多地地产）。

与此同时，中国发展迅猛的民营互联网公司崭露头角。在 180 宗外方主导型交易中，涉及某一家中国互联网企业的有 63 宗。此类交易的收购目标多为美国公司，尤为常见的形式是参与科技公司上市之前的其中一轮融资，Snapchat（阿里巴巴入股）、Lyft（阿里巴巴入股）和 Social Finance（人人网投资）。

总体而言，收购标的多为科技公司，占交易总数的 55%、交易总价值的 58%。面向消费者的行业也是收购热门：医疗和消费品分别占总交易数的 19%和 9%。然而科技类交易并不仅限于消费类技术。从中国企业收购新加坡半导体封测厂商星科金朋公司（STATS ChipPAC）、美国芯成半导体公司等交易可以看出，中国企业（包括国企和民企）正大力进军半导体行业。虽然国有企业的工业和能源类交易相对民企多一些，但加起来不到国企投资的 30%。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33923

