



中企跨境并购五大迷思与真相



岑明彦 梁敦临 高旭

2016 年中企跨境并购交易金额高达 2270 亿美元，是境外企业在华收购额的 6 倍。中企跨境并购数量在过去五年稳步增长，年增幅达到 33%，但因受到外汇管制的影响，2017 年第一季增长有减缓。2016 年全球前十大并购案屡屡出现中国巨头（中国化工以 470 亿美元收购先正达当前仍处于监管审批中），且几宗最具争议的交易都有中企的身影，如安邦对喜达屋高调发起收购要约，最终万豪将价格提高了 4 亿美元才胜出。

媒体的喧嚣报道难以掩盖中企跨境并购的五大迷思。下面让我们逐一分析。

迷思之一：充足的廉价资本

理论上说，当下中国充足的廉价资本为中企跨境并购提供了雄厚的经济基础。中国有 3 万亿美元外汇储备，掌管着全球第二大的主权基金，还有全球最大的四家银行（按资产计算）。正是有了这些支持，中国企业在跨境收购时才有底气和实力拿下数宗超大型收购交易。

分析中企并购热潮的重要之处是认识充足资本的作用。中国近年跨境并购金额激增，从 2010 年的 490 亿美元飙升到了 2016 年的 2270 亿美元，但绝对值仍然处于低位。2015 年，中企的跨境并购金额占到 GDP 的 0.9%，而欧盟企业为 2.0%，美国企业为 1.3%。如此看来，中国尚处在长期增长通道的初期阶段。

然而，那些抢头条的大型并购案并不具有代表意义。中企跨境并购大多由中型公司主导，过去三年的交易规模中值只有 3000 万美元，而且大多数交易并非高溢价收购。当然，与欧美企业相比，中国企业的估值体系可能不同。上海证交所上市的非国有企业 2016 年平均市盈率为 60 倍。考虑到中国买家有能力以此较高的估值筹集股权资本，斥巨资购买境外资产或许也不失为理性之举。

值得注意的是，中国买家的并购资金通常并非全来自本国。欧美银行也提供了许多高杠杆并购案的资金。近年来数笔大型交易其实是向外国银行财团举债融资完成的。中国买家自然也利用了高杠杆，比如先正达收购案，470 亿美元交易金额中举债约 330 亿美元。中国企业更多是向银行举债而非公开权益市场，所以比起西方企业，多数中国企业对高杠杆更能处之泰然。本来，在西方市场由金融机构促成的高杠杆超大型交易也是息以为常的。

迷思之二：政府的隐形之手

坊间一直传说有个政府背景的智囊团指导企业行动，而近期跨境收购交易的背后推手就是此智囊团。

虽然政府的确喜欢指导企业，但这种说法言过其实了。中央政府制定了政策框架，即使国企高管跟着政策走有利于晋升，但是他们非常清楚要对自己所做的决策负责。除了极少数交易案，中企高管做出的并购决策均是出于商业利益考虑。

当然，跟着政策走肯定是有助于并购交易。批文下得快，贷款早到位，有时政府还会暗示其他买家退出，以确保只有一家中国企业竞争。在一些行业，特别是半导体行业，企业想要发起收购是颇有压力的。即使某些收购案符合产业政策，也多半是因为这些政策符合相关企业的利益。而像五年规划这类政策的制定，背后或多或少会有对大型国企的考量。可是每宗并购，无论是前期找标的还是交割后执行，概由企业自己负责。

政府之手可从政府投资基金的运作中寻找答案。中央政府出资的有丝路基金、非洲基金和中投公司。若真有隐形之手在操纵并购，政府完全可以与企业联合投资。事实上这种情况很少发生。例如，虽然有诸多融资项目，丝路基金也只投过一家公司。

若论政府出资的基金，只有中投境外投资比较多。但这些皆为组合投资，纯粹出于商业利益考虑，并且很大一部分投资是以固定收益证券和基金的形式存在。

迷思之三：转移资产的捷径

从 2005 到 2014 年，人民币兑美元汇率一直在上升，之后汇率下跌，增长乏力，企业管理者开始想办法把资金转到境外，跨境收购则提供了一条捷径。如此说来，是否境外大型知名资产的收购——比如酒店、大城市房产等高额收购案——不过只是企业在转移资产呢？

资本外流的确在发生，渠道也是多种多样，跨境收购只是其中之一。

中国政府也一直在努力堵漏洞，造成 2017 年第一季的交易量显著减少。关键在于，资本外流是否就是并购激增的主要推手？2015 到 2016 年间，跨境并购数量增加了 125%，而前五年的增长率只有 7-41%。一些房地产交易类，很明显只是中国买家的分散投资之举。即便如此，跨境并购的增长多年前就开始了，绝不是从 2014 年才发生，所以资本外流在过去几年只是辅因，而绝非主因。

迷思之四：猜不透的中国买家

但凡有中国买家参与的并购，总是会让很多境外卖家头疼。因为中国买家的想法让人猜不透，看起来并不很理性，而且资金来源和重点不明确，意图也不清晰。

其实不理性的背后往往有着缜密的分析和决策，这些是卖家所不了解的。对中国买家而言，特别是国企，并购之前需要与公司内外所有利益相关方进行商讨，只是卖方的中间人不一定有能力或者意愿去解释中国买家方方面面的考量。

而中方买家总是会质疑并购标准流程，认为对己不利。这套标准流程限制买家与目标公司私下沟通，旨在为所有买家创造公平竞争的机会。然而，中国人最擅长与对方一对一商谈和建立关系。除此之外，许多中方管理者对这套流程并不熟悉，不知道如何应用。好在这种情况下正在迅速改变，越来越多的民营企业聘用了具备境外经验的业务发展人才，而尖端的国企亦聘有经验的交易团队。但是总的说来道阻且长。

事实上，不少跨境并购是出于发展所需。对于国内市场增长放缓的中国企业来说，迫切需要通过并购获得国外的品牌、技术和市场渠道。因此，卖方所得到的中国买家信息往往含混不清，难以解读，常把这些当成“文化差异”，实则为中国买家的独特之处。

迷思之五：不重视并购后整合

看起来，并购后整合好像并不受中国买家重视，除了保留原高管层。留用的高层往往也喜出望外，因为自主权很大。这就容易给人造成一种印象：中国买家对后续整合不感兴趣。

相比欧美企业，中国企业对并购后管理更愿意采取放手策略。但这主要是因为过去中国企业的整合能力不足，往往缺乏具备国际经验的储备人才，对整合也没有信心，并不是不想管。也正是如此，在过去十年，中国企业的跨境并购成绩喜忧参半。

对于大多数西方企业，并购后整合管理再清晰不过，速度至上，精简人员和职能部门、求协同。而中国人的整合管理则以求稳为上，允许独立

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_33925

