

## 中國併購時代來臨：中資企業併購之路要走好 ( 2005.8.3 ) ·

跨國併購曾是發達國家跨國公司的“專利”。20世紀的最後幾年裏以美國為首的跨國公司在世界市場上掀起了第五次併購狂潮，并在2000年達到高峰。但從去年年初開始，一向被視為不具備核心技術的中國企業，也越來越多地因為跨國併購而引起世人的關注。

一、第一個引起世人關注的中國跨國併購主角是TCL集團。它先是收購重組了法國著名品牌湯姆遜旗下的彩電、DVD業務，緊接著又以成立合資公司的方式控制阿爾卡特集團的全球移動電話業務。今年以來中國企業更加頻繁現身於跨國併購中。聯想、明基的跨國併購尚在餘音繞梁，海爾競購美泰克、中海油競購優尼科的消息又吸引人們的眼球。一時間中國企業的跨國併購不僅引起了國人的爭論，也引發了發達國家對“中國勢力”的擔憂。

1、從條件來說中國企業的確初步具備了跨國併購的基礎：中國企業在國內實際上承受著巨大的國際競爭壓力，政策的鼓勵與國內公眾的關注、支援也對跨國併購起到強大的推動作用。

2、從效果來看，跨國併購確有眾多好處：可以使企業迅速獲得戰略資源、銷售管道、品牌、技術、人才，避免反傾銷等貿易糾紛，從而在較短時間內產生協同和規模效應，增強國際競爭力。

3、但同時也要看到跨國併購的風險。一般併購的平均成功率只有40%；而跨國併購的成功率更低一些；以小博大的跨國併購成功率最低，大約只有百分之幾。如何走出一條獨特的跨國併購之路需要深思。

二、中國企業開展跨國併購首先要走漸進式發展道路，遵循兩個原則：即“先內後外”和“由小及大”。

1、“先內後外”是指企業要先依靠自身的力量取得內涵式發展，然後再逐步考慮通過外延式擴張進一步擴大企業規模。它要求中國企業在取得國內市場領先地位的基礎上，逐步進入國際市場，通過國際貿易和小規模投資充分瞭解國外的市場、文化、技術、管理以後，再考慮開展跨國併購。這方面比較成功的例子是海爾。1990年海爾冰箱拉開進入海外市場的序幕。經過9年努力，海爾的各種產品已出口到包括美國、日本、歐洲在內的87個國家和地區。之後海爾又逐步推行海外投資的本土化，目前已在印尼、馬來西亞、前南斯拉夫、伊朗和美國等多個國家投資設廠。

- 2、“由小及大”原則是指在選擇併購物件上先小後大。它要求中國企業在開展跨國併購時先瞄準規模較小的海外企業，逐步積累談判技巧以及與國外企業融合的經驗以後，再考慮併購更大的海外企業。
- 3、要把握好併購的時機。比如對初級產品的需求總體將趨向上升，需要擴大開發海外資源的規模，但這要選擇適當的併購物件和時機以降低成本和政治性風險。在時機選擇方面，當前國際油價高漲之時，參與海外石油天然氣開發專案的步伐不宜太大，也不宜過分高調；國際市場油價低迷之時才是大舉參與的好時機。
- 4、要致力於跨文化整合。由於企業文化的不同和跨國、跨地域文化的巨大差異。併購後的整合過程絕不僅僅是一小部分領導參與便可以完成的，必須有從總部到運營層面大量人員的積極參與才能成功。在進行整合的同時，企業文化的整合也必須是同步進行和完成的，其根本目的在於創造動力，打造一個新型的屬於收購方和被收購方員工共同認同的新企業。
- 5、要高度重視人才的培養與合理運用。併購只是一種外部增長途徑，而不能代替內部增長方式。最成功的併購活動要建立在強大而有效的公司治理機制基礎上。在考慮跨國併購時，一定要有相應的跨國經營能力，特別是要把人才的培養作為能力開發的重點。
- 6、中國企業開展跨國併購時不要忽視發展中國家的市場。通過在發展中國家的跨國併購，可以向其轉讓國內成熟、適用的技術，提供中等水準的技術設備，以此來實現國內產業結構的調整和產業素質的提高。

### 後股權分置時代併購將考驗企業智慧（2005.8.3）

後股權分置時代資本市場將會發生巨變，金融創新將會為整個併購市場帶來新的機遇和挑戰。後股權分置時代是股權分置改革開始之後到全流通之前這樣一段時期。

一、後股權分置時代市場將按照價值投資策略來進行股票投資，具備持續成長和具有核心競爭能力的公司將成為關注的重點，並給它們帶來巨大的機遇。

1、在於會促進上市公司的收購。全流通之後以股權作為支付手段可以減少現金支付，使上市公司大量採取換股方式支付收購對價成為可能，支付手段的多樣化將促進上市公司收購整合資產的機遇。”

2、要約收購的作用將逐步增強。在非流通股轉化為流通股，定價的參考標準也從淨資產轉變為股價。即使對這部分流通股採用協定轉讓的方式，因為定價機制市場化，通過暗箱操作的協議轉讓將得到控制。

3、資產重組將更加規範和理性。股改後的市場中，資產置換交易結構建立在市場定價的基礎上，相比目前的重組買殼，利益結構更為平衡，更有利於鼓勵具有真實和長遠經營發展的企業對問題上市公司實質性重組。

4、是取得上市公司股權的准入門檻降低，進入的機會增加。在全流通下所有有實力的企業都擁有了准入的機會。併購將是參與各方實力和智慧、收購方案的博弈，而不再僅僅是企業公關能力的博弈。

二、機遇的另外一面是挑戰，對此也應有清楚的認識。

1、一年禁售期限限制了上市公司的股權轉讓。按目前試點規定，試點的上市公司的非流通股在股改後一年內禁止上市交易或者轉讓。這部分股份禁售，不利於上市公司的股權結構以及治理的進一步完善。要約收購和競價交易收購將成為主要的方式，這兩種收購方式都存在著週期長，披露和報批程式複雜的問題。

2、是控制權的爭奪將逐步變得頻繁。由於股權分置改革後控股股東的控股比例都不同程度下降，對於股改前控股股東的比例就相對較低的企業而言，將可能遭受來自證券市場的收購威脅。對於某些股權相對分散的公司的管理層來說，如何在事前制定反收購預防措施(如驅鯊條款、毒丸術)、在敵意收購發生時制定反收購措施(如尋求白衣騎士)已經成為現實問題。

3、在併購市場上，股權相對分散的上市公司管理層將會有更多的來自於潛在併購者的壓力；對於併購方而言，將需要充分的智慧應對目標公司各種反收購措施。

4、融資品種的單一將制約大規模併購的發生。目前的併購多以企業自有資金，以及以其他名義取得的銀行貸款為主，企業希望在國內市場上通過發行債券或者其他衍生工具進行併購存在著法律障礙，同時所需的成本也是高昂的。在國

內收購金融品種稀缺的情況下，無法在國內實現像蒙牛在境外市場的資本運作，或者京東方收購韓國現代顯示技術株式會社TFT-LCD業務般的小魚吃大魚。

三、除了給企業併購帶來的機遇和挑戰之外，股權分置改革對上市公司的公司治理也會產生很大的影響。後股權分置時代，上市公司將受到來自市場更多的約束，潛在的併購威脅將促進管理層改善經營。控股權存在的潛在收購壓力，將迫使管理層逐步從只對控股股東負責，轉為對全體股東負責。

1、上市公司的大股東與中小股東的利益關係將會因股價這個連接點而發生一定程度的變化，逐步改變以往不關心甚至侵害非控股股東利益的狀況。股票能夠作為支付對價，上市公司擴張需求也將引起上市公司董事會和管理層對股價的關心。

2、隨著股改的完成，從推動併購重組的角度上看，有必要進一步地完善相關的法律制度。鼓勵併購從長遠來看是有利於上市公司完善公司治理並使股民享受股權溢價。

3、證券市場的監管法律應為併購重組創造或者預留更多的機會和空間。因此需要首先放寬股權投資限制。由於現行《公司法》規定股東出資不包括股權出資；轉投資不得超過淨資產百分之五十的限制。這一限制使得併購的運作空間註定比較狹窄，其大規模地整合資源以及以小搏大、優化配置的能力被嚴重削弱。將這些股權解凍，將會極大地啟動股權交易，方便併購的實施，推動股價的上揚。

4、有必要確立反收購制度。法律對涉及上市公司收購作了較為詳盡的規定，但對反收購行為還缺乏明確的法律規制。雖然《上市公司收購管理辦法》對反收購行為有原則性的規制，但對於目標公司可以採用的其他措施以及目標公司進行反收購的權利仍然沒有具體規範，需要法律儘快明確。

### 專家呼籲建立多層次資本市場 使私募合法 ( 2005.8.3 ) ·

國務院發展研究中心金融研究所副所長張承惠發表對於當前對多層次資本市場存有的認識上的誤區，要在幾個大的方面進行調整，改變只有證券交易所一個層次的現狀，允許建立和發展場外交易市場，使私募活動合法化。

一、證券交易所無法獨自承擔起改善融資結構的重任。資本市場的本質功能是優化資源配置。檢驗其效率的標準有二：一是所有企業是否面對均等的融資機會；二是能否以盡可能低的成本將最大限度的居民儲蓄轉化為長期投資。而中外發展資本市場的實踐都已證明，僅靠證交所場內市場是無法實現資本市場使命的。

1、在發現價格、引導社會資金流向、保證市場運行的連續性和規範證券投資活動等方面，證交所確實具有無可替代的地位。但是要建設一個健康、高效的資本市場，僅靠證交所是遠遠不夠的。

2、中國發展資本市場十多年的實踐已經證明，單一層次的資本市場必然會帶來限制市場的廣度和深度、加大金融風險、破壞市場“三公”法則等一系列不良後果。如果不能走出將資本市場等同於證交所市場的認識誤區，繼續將發展證交所場內市場作為建設資本市場的中心任務，必然會導致制度建設和政策設計的空白和監管當局工作重心的偏差。

二、不久前中小企業板市場在深交所設立。對此一些學者和媒體曾將之作為建設多層次資本市場的重要舉措大加讚賞，這是又一個認識誤區。從海外實踐看，不同層次市場之間的區別主要有以下方面：（1）上市標準不同。（2）交易制度不同。（3）監管要求不同。（4）上市成本和風險不同。

三、中國應建設什麼樣的“多層次”資本市場？國外發達資本市場的經驗表明，不同層次的資本市場之間存在著相當大的差異性。這種差異性由投融資雙方的特性所決定，滿足著不同投資者和融資者的需求。因此對於深圳中小企業板這類在同一交易所內設立，在上市標準、交易制度、監管標準上基本不存在差異的市場來說，不能認為是一個區分資本市場層次的成功做法。對於中國這樣一個幅員遼闊、企業眾多的大國來說，理想的多層次資本市場架構應當是這樣的：全國性證交所——區域性證交所——OTC市場——私募市場。

四、目前正在著手解決的股權分置問題是對股票市場基本制度進行調整，設立多層次資本市場則要對資本市場的基本架構進行改造，兩者都是傷筋動骨的大手術，絕不是輕而易舉就可以完成的。要建設一個完備的多層次資本市場，至少要進行以下幾個方面的大調整：

1、要進行法律調整。有關多層次資本市場的法律至少有《公司法》和《證券法》。對於前者來說，一是要重新認識

和定義股份公司。在市場經濟國家，股份公司不過是資本的若干組織形式之一，私募設立股份公司無須政府批准臺灣對實收資本達5億新臺幣的公司強制其公開發行，有些國家甚至公募設立也無需政府批准。

2、要大幅降低股份公司的設立門檻。目前中國大陸設立股份公司的最低資本金要求是1000萬元人民幣，而臺灣僅為100萬台幣折合25萬人民幣。在德、法、意等歐洲國家，股份公司的最低資本金大多僅合人民幣幾十萬元，美國一些州甚至沒有最低資本金要求。