

2017年中企海外并购漫漫求索路

编者按：2017年中企的海外并购,相比2016年并购的爆发式增长,虽如火如荼,却更显理性。一个个鲜活的并购案例吸引诸多关注,或悻悻而归,或一路高歌,或挣扎和徘徊在失败与成功之间。无论结果如何,经验与教训都成前车之鉴,后车之师。《中国贸易报》将带读者揭开2017年中企海外并购的神秘面纱。当然,对于2018年前景展望,我们能做的唯一准确预测是它将精彩无比。

主持人：本报记者 张凡 陈璐
邀请嘉宾：
晨哨集团联合创始人、副总裁 罗小军
摩根大通投资银行北亚兼并购部联席主管 连连
香港上市公司联合能源集团副总经理兼总法律顾问 张伟华
中国 东盟矿产资源网执行董事 吕芷珊

关键词：回归理性 方兴未艾



主持人：晨哨集团监测数据显示,从2014年到2016年,中国投资方发起的海外并购交易在数量与金额方面均呈现增长态势,2017年则同比下降。截至2017年12月25日,2017年中资企业发起的海外并购交易共有573宗,披露金额的交易合计约2961.09亿美元,交易宗数较2016年下降21.40%,交易金额较2016年下降10.78%。从海外并购的规模、数量以及企业的海外并购热情来看,2017年中企海外并购呈现哪些特点?国家政策的引导又起到哪些作用?

罗小军：中资企业海外并购动力是由中国经济、中国企业发展内在要求以及中国与世界经济结构性互补决定的。具体而言,四大因素导致中企海外并购热情依旧。一是中国经济总量正走在崛起的道路上,中国经济消费升级需求强大,进而驱动了技术、产业升级。二是中国在国际分工中仍处于垂直层次的中层,欧美有不少先进技术、设备、优质产能和高端市场,且不少发展中国家或地区加速城市化、工业化,处于起飞前夜,是中国企业开展产能合作互利共赢的自然市场。三是中国企业已经进入全球化发展和竞争格局中,在全球市场建立和获取竞争优势成为发展的外部压力和内生动力。四是虽然政府有监管规范和临时性调控措施,但总体上,便利和鼓励企业全

球化生产和经营的方向不变,力度仍在加强。

据商务部数据显示,2017年中企对外投资金额同比下降30%左右,但若考虑不动产和娱乐行业在2017年没有新增项目,而过去上述行业的海外并购金额占比约达30%,可以说,2017年对外直接投资绝对额并没有太多回落,只是非理性的对外投资得到控制,增长速度得到调整而已。当然,这一调整也与国内外监管环境和政策变化息息相关。从2016年开始,国内对外投资和跨境并购的监管和规范对于五大非理性类投资和五大存在隐患类的投资起到了很好的规范作用。2017年国家监管进一步把对外投资划分为禁止类、限制类、鼓励类,从而为理性对外投资划出明确的跑道,有利于寻求价值链提升的实体产业海外投资并购。

连连：2017年中企海外并购总量有所下降。对中资企业而言,这主要受国内外监管环境变化的影响,导致交易更加谨慎、项目期有所拉长,而企业自身对海外收购的兴趣并没有下降,海外并购的需求依旧非常强劲。从目前正在酝酿的项目储备情况看,中国企业对于战略性资产的追逐力度仍走强,海外并购的内生诉求高,尤其是在先进技术、高端制造、医疗健康等领域。值得注意的是,在当前资金出海、严监管的背景下,美元基金借势走强,成为中企海外并购的新利器。

目前,政府对海外并购有比较明确的指引,企业在海外投资方向的选择上也考虑得更周全,所以海外投资大趋势是朝着良性方向发展。

张伟华：总体来看,中国企业的海外投资热潮可以用方兴未艾

来形容。据彭博社报道,如果排除2016年中国化工收购先正达公司的巨型交易的话,在中国企业的海外并购史上,2017年仍然是一个值得拿出来说的年头。截至2017年10月,中国企业的海外并购交易金额达到了863亿美元,虽然较历史高点2016年同期下降近40%,但和以往任何年度相比,均不处于下风。

吕芷珊：从微观角度看整个中企海外并购的大背景,以矿产资源为例,在全球金融危机之后,2009年中国矿业海外投资并购呈现井喷式发展。但到2013年,随着中国经济进入新常态,矿产资源价格陆续出现大幅下跌,海外并购热情受挫,经历低谷。至2016年底,矿产资源价格快速反弹,矿产资源海外并购在2017年快速回暖。

企业海外并购更回归本源。我们可以看到中企的海外并购行为更加遵循自身战略发展诉求,而非盲目跟风。企业在标的选择和投资决策方面更加谨慎,对投资的确定性和未来的盈利能力有更高的要求,会更全面地对比和梳理同类项目间的资源禀赋、成本、风险等,优中选优。国家层面对海外投资的引导方向更加明确,而具体,国家发展与改革委员会出台了《企业境外投资管理办法》,相比先前的管理办法进一步明确了我国企业海外投资鼓励的领域和方向,使得我国企业的跨境并购在朝着良性的方向发展。就矿产资源行业而言,从政府政策引导方面,虽然还是一如既往地支持海外矿产资源并购投资,但在审批环节也会加强提示对拟投资项目的估值、标的所在地地缘政治风险等。同时,相关政府也加强疏导,避免国内企业在海外恶性竞争,哄抬标的价格。

美国是中资海外并购的第一目标国,美国国会和一些利益团体推动的美国外国投资委员会(CFIUS)的修正案即将通过,CFIUS的职能将进一步强化,中资企业在信息技术领域、军事敏感区域等领域的投资及政府背景的投资者股东和资金来源,都将在CFIUS审查时,被列为安全威胁的重要证据。不过,了解下美国关于外国投资安全审查法律的产生和历次修订,这一轮针对外国资本在美国并购的兴起进行专门修法,也是惯例。

连连：全球监管的不确定性贯穿2017年,以前在跨国并购领域,听得较多的是美国CFIUS、澳大利亚外国投资审查委员会

(FIRB)、加拿大投资法案(ICA)等,现在欧洲也加强了对外国投资的审查。这说明中国企业出海面临更多挑战和困难,西方国家对中国企业特别是国有企业由于意识形态的不同,可能会存在天然的戒备心理,有时甚至会在关键技术领域进行封锁。

张伟华：欧盟与美国都在筹划加强对外商投资的审查,尤其是对政府控制的企业、金融机构或者政府背景的基金。比如欧盟就提议,所有成员国进行外商投资审批时,需要考虑其他成员国的意见以及欧盟委员会提出的意见。美国国会提议对CFIUS审查规则进行修改。值得一提的是,中国企业在面对域

外政府审批的过程中,往往采取不折不挠的态度,比如撤回并重新申报的方式在近年来的中企收购中较为常见。这也从侧面反映了,CFIUS加大对中企的审查力度,审查时间变长,且监管机构就其国家安全担忧达成减轻事项,难于上青天。中国企业出海面临日益严格的外商投资审查与审批,在这一大背景下,上述方式或许值得借鉴。此外,需注意通过严格承诺获取监管机构审批,不要在监管机构审批中承诺过高的反向分手费;在交易中聘用外部顾问、积极商讨减轻国家安全风险顾虑的措施,对于交易过程中监管风险控制大有益处。

关键词：民企仍是海外并购主力

主持人：在中企海外并购大军中,民营企业始终呈现更积极的态势。中企在走出去过程中,民企成为主力,对此您怎么看?此外,制约民企在海外并购的因素有哪些?

罗小军：从海外并购宗数来看,民营企业是海外并购的主力。从海外并购金额来看,民营企业海外投资和并购的金额超过国企,这是近两三年才出现的情况,也从侧面印证了中国市场经济的发展。由于欧美等国对中国

政府背景的股东、资金来源方十分敏感,因而民营企业、私营企业的海外并购和全球化发展比较有利。企业自身的人力资源与企业全球化发展之间的匹配是制约民营企业海外并购首要因素,企业是否在海外建立起资金的闭环能力和借力境外资本市场是另一个重要因素,此外,民营企业赢得信任和产权确定性也是其全球化发展之路的重要铺垫。

连连：民企还是非常活跃

关键词：不拘一格谋创新



主持人：变则通,通则久,如何在海外并购中立于不败之地,除了充分的前期准备与灵活的应对能力外,就是创新、创新、再创新。中企在海外并购方式等方面有哪些创新值得借鉴?

连连：现在融资渠道多元化的趋势比较强。之前,中国企业走出去的目标地区往往是发展中国家或新兴市场,以自然资源开发类项目为主,主要靠政策性银行或大型股份制银行的贷款。近年来,中国企业海外投资出现很多大规模的项目,在成熟国家

和地区的收购,融资渠道逐步多元化,包括股权共同投资,利用国际性银行的贷款、发行债券等。尤其这一两年,中资企业利用目标公司层面上的杠杆融资,发行美元、欧元债券等,都是新的融资渠道。

中资企业现在逐步成熟,能够积极地参与国际大型并购项目,灵活地利用多元的融资方式。这两年,中国海外并购比较强的一个趋势就是很多美元PE基金的参与。因为这些美元PE基金一般团队实力较强,海外收购经验丰富,共同投资者的参与能够对收购决策和收购后整合有很大帮助。此外,一些美元或欧元基金作为共同投资方,能帮助分散投资风险。综合来看,这两年比较显著的是股权和债权融资的多元化。

张伟华：越来越多的中国企业在交易中开始考虑采取自身股

份作为对价进行支付(跨境并购换股),Earn out(盈利对价)支付的方式。

在获取相关域外机构的审批中,中国企业也采取了灵活的交易方式来进行交易。比如一家基金控制的油气公司在收购美国资产时,在拿不到美国政府审批的情况下,果断改换交易架构,从直接收购资产变成找了家美国风投兼私募的知名机构去购买美国油气资产。这家油气公司向该私募机构贷款,承担未来资产的运营开支及资本支出,每年可向这家私募机构收取8%的固定回报。

此外,中国企业近年来创设的分层反向分手费、重大不利变化定量等实务惯例,在交易市场上获得关注,甚至为中国企业在海外收购确立了先例。这些市场先例一旦形成,就成为了中国买家在市场上能够借鉴的风险分配方式。

关键词：一带一路 成亮点

主持人：汤森路透日前发布2017年中国并购交易显示,尽管2017年中国海外并购交易下降37%,但一带一路沿线国家和地区并购交易金额创历史新高,达461亿美元,已超过2016年全年305亿美元,在2017年全年的总金

融等。无论是从全球政治经济竞争与合作格局,还是从国际分工和产业梯度转移角度、产能合作角度,一带一路沿线国家经济合作大有潜力。随着时间推移,潜力将进一步被发掘。

吕芷珊：十九大报告明确提出要继续贯彻实施一带一路倡议,也为中资企业海外矿业并购打开了新的窗口。一带一路涵盖的国

67%,在披露的交易金额中占比超过50%。自2014年以来,一带一路沿线国家并购投资中,最热门目的地是新加坡、以色列、印度、马来西亚。自2014年以来,一带一路沿线国家并购投资的最热门标的行业是TMT、能源矿产、基础设施与公用事业、制造业、金融等。无论是从全球政治经济竞争与合作格局,还是从国际分工和产业梯度转移角度、产能合作角度,一带一路沿线国家经济合作大有潜力。随着时间推移,潜力将进一步被发掘。

吕芷珊：十九大报告明确提出要继续贯彻实施一带一路倡议,也为中资企业海外矿业并购打开了新的窗口。一带一路涵盖的国

家、区域有着丰富的矿产资源,国家政府层面以国与国之间的合作共赢方式,可以为企业在当地的投资提供更深层的保护,也可以为企业在当地获得更便利的开发条件以及更优惠的资金成本提供支持,应该说这是中国矿业走出去千载难逢的机遇。例如广西实施国家一带一路倡议的重点项目援建柬埔寨国家地质实验室,建成后交由柬方运营管理,就为企业投资做好了很好的铺垫。以东南亚国家为例,印度尼西亚、菲律宾、老挝等国都有较丰富的矿产资源和充足的劳动力,但当地缺乏资金和专业开发能力,一带一路倡议为国与国之间、企业与企业之间的合作规划了美好蓝图。

关键词：笑到最后才笑得最好

主持人：判断一个海外并购是否成功有哪些标准?

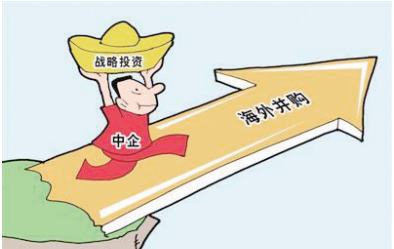
连连：每一个中国企业在海外收购的先例都对后续企业有所影响,中国企业在海外容易被概念化,海外社会容易把一个企业的所作所为归纳成所有中国企业的行为模式。在海外经营、处理纠纷,一定要充分遵循和利用当地的游戏规则,同时全面考虑如何能建立国外社会对中国企业的信任和支持。更大的冲突是在文化和管理理念方面,中国企业的管理往往较强势、死板、严格,而国外较依赖于职业经理人团队,注重放权,明晰

规则,设置好有效的激励机制,这是中国管理理念未来的转变方向。很多中国企业已经意识到需要充分利用当地的管理模式、资源和力量的重要性。目前,较缺的是能够连接国内外、熟悉两个市场、理解国内管理理念并能够把它传达过去、与西方管理层融洽相处,又能够对西方管理层实行有效监督的人才。

吕芷珊：从全球范围内看,伴随着美国政府减税,全球贸易和投资保护主义抬头的趋势不减,这为我国企业走出去,获得优质的资源和先进的技术增加了不确定

性。企业从事海外投资活动,需要更多关注对外公关,融入当地企业文化,学会与当地媒体等相关机构打交道,为企业海外投资战略的实施营造良好的外部环境。以矿产资源行业为例,矿产资源行业是资本密集型行业,海外并购单笔金额一般较大,由于矿产资源开发需要较大额资本开支,行业内的人士具有较强的资金实力,在该领域的海外并购金额可以达到数十亿甚至上百亿美元,在东南亚资源禀赋较好的地区也拥有小而美的项目,需要海外投资人对自身资金实力有较好的预判。

关键词：滑铁卢 还是 凯旋门



主持人：从2010年开始,中国放宽了对外投资的限制,鼓励有实力、有条件的企业走出去。近年来,走出去的中国企业越来越多。中企海外并购呈现的整体状态是怎样的?成功与失败率又是怎样的?

罗小军：从整体上而言,这一波中国企业海外并购正如如火如荼,而收购项目的工作重心已从早期的完成收购进入到整合运营和退

出阶段。部分财务性投资项目、与国家监管方向不吻合的行业投资项目(如不动产)将会逐步退出。此外,与目的地监管不吻合的标的也将被否决,比如信息技术、人工智能领域等将受到国外监管更多关注。万事开头难,中企的海外并购,是去一个文化和制度截然不同的国家开展经营,困难程度可想而知。海外并购是否成功,要看投资的目的是什么,达到目的就是成功。财务性投资要以退出时候的回报为评估依据,投资回报率是否高于全球或者母国市场的回报率或者资金预期回报率。战略性投资,除了财务回报外,还要看协同价值的实现。此外,企业运营是动态的,由于诸多项目仍在整合运营期,因此成功失败的具

体比例并没有确切的数据。但按照国际通行的说法,跨境并购成功率大概为30%。

吕芷珊：要完成一次并购,就需要企业有较强的投后整合能力和足够的耐心。以矿产资源领域的中资企业为例,海外并购中是有成功案例,但投资失败的情况居多。因为诸多行业与矿业行业相同,都经过数百年的发展,具有成熟的体系。有时候我们看到的很多失败案例,并非是项目自身资源禀赋不好,而是我们的投资企业并没有着力打造一支具有跨境工作能力的专业化团队。另外,有些中国企业还缺乏合作共赢的精神,如果企业能够抱团出海,取长补短,在并购时往往能够具有谈判优势,更好地规避风险,从而取得更佳的效果。

关键词：潮平两岸阔 风正一帆悬

主持人：2016年中企的海外并购情况可谓风起云涌,呈现爆发式增长。2017年是稳健增长,关注价值链提升的一年,虽增速放缓,但热度依旧。您预计2018年海外并购情况会呈现怎样的趋势?

罗小军：基于市场需求和政策指引,2018年将迎来海外并购的平稳回升,实业投资和一带一路并购将更受关注。长期的结构性动力和趋势依然没有改变,短期的监管调整带来的震荡期已经阶段性走过。监管层面,国内都在进一步规范。2017年的回归理性主要受到监管规范,2018年,对外投资监管规则、对外投资目录相对清晰,禁止、限制和鼓励明确,制造业、新实业对外投资、一带一路沿线国家投资都在鼓

励范畴。国外监管方面,主要投资目的地都加强对中资收购的监管,从国家安全和反垄断两个角度都在强化对中资收购的审查,预计不少收购意愿流产或者在最后被否。汇率与外储层面,国内监管信心回归,储备雄厚,调控方法已较成熟,汇率篮子更多元化,汇率价格形成机制更为市场化,逆周期调节因子也已经引入,监管层对汇率价格变化应对能力增强,从而即便有调整也会相对平滑。美联储具体政策走向虽仍存变数,不过特朗普总统总体认为需要是一个弱势的美元,这将对美元汇率形成影响,进而影响人民币汇率,仅就此而言有利于中国企业海外投资和经营。税收层面,特朗普政府税收政策的影响将进一步显现,有利于企业到美

国进行投资收购。

连连：展望2018年,中企海外并购将继续强劲,以往几年较为活跃的买家可能会放慢脚步,梳理自身的资产组合,包括美元基金在内的财务投资者和并购方面的新星将更为活跃。预计2018年,在高端制造、工业4.0、能源、医疗健康、消费品等行业的并购目标将会受到追捧。此外,我们依然需要密切关注美国和欧洲对于外资监管的政策动向。



关键词：门槛高 跨越难

主持人：最近,蚂蚁金服收购moneygram被否,为中企海外并购敲响警钟,如何顺利通过国外监管机构的审查成为并购成

功的关键一步。近年来,国外的监管机构对来自中企投资持怎样的态度?

罗小军：从全球监管态势而