

海外并购的捷径

——站在私募资本的肩上

孙 黎 美国达拉斯德州大学管理学院

王 尊 新亚伙伴有限公司高级经理

彭维刚 美国达拉斯德州大学管理学院全球战略首席教授

相比印度、南非等国家，中国的海外并购强度很低，因为中国企业海外并购存在诸多劣势。私募资本的崛起，为中国企业海外并购提供了一条新的战略路径：站在私募资本的“肩”上，中国企业能提高国际地位与知名度、降低被并购方的防御抵抗心理、降低并购的价格，最终赢得国际竞技场的角斗



过去十几年中国企业成功建立起“全球制造工厂”的竞争优势，这成为联想、TCL、海尔、万向、上汽等企业开始全球出击的实力基础。但波士顿集团的研究却表明：相比印度、南非、马来西亚等国家，中国的海外并购强度很低，且主要集中在矿业和能源等资源性行业。

中国企业海外并购劣势

战略相容性

大部分中国企业习惯低成本的出口战略，对品牌、研发的投资相对较少。而国外企业却非常重视品牌营销和研发，这种不相容就造成中国企业走出去的“水土不服”。当中国企业与并购目标企业在战略主导逻辑、

多元化战略和本地化战略中产生大量的不相容时，失败率就会增加。TCL 收购阿尔卡特的手机部门时，阿尔卡特的研发能力是此次并购的核心价值，但 TCL 很快就发现自己承受不起研发投入，TCL 原有产业经营的利润贡献，根本不足以维持这个研发体系的成本。

并购后的整合

并购后的整合，人才是关键，而中国企业缺乏有经验的职业管理人才储备来适应越来越多的跨国管理需求。TCL 在并购法国汤姆逊彩电业务后，没有足够的人才对并购后的企业进行人力资源、组织体制、技术等方面的整合。并购需要了解当地市场的文化、制度差异，否则这种陌生感带来的不自信和惧怕，会极大减缓中国企业走出去的速度和力度。

并购的经验

中国企业缺乏国际并购的经验。2008 年，印度塔塔集团出资 23 亿美元收购了福特的捷豹和路虎两大品牌；而对比收购金额，2005 年，中国南汽集团仅用 5000 万英镑收购了倒闭的罗孚汽车公司。为什么印度企业如此大胆？因为塔塔集团是印度最大的私营企业，下属 98 个子公司，拥有丰富的国际并购经验，2007 至 2008 财年的国际销售额超过 300 亿美元。政府主导的“拉郎配”、走后门的行政干预、利用政治关系降低并购价格，这些中国企业熟悉的“经验”不可能在国际市场上取得成功。

私募资本的崛起

国际私募资本的崛起让我们看到市场化的力量如何改变国际并购竞技场的格局，学习私募资本的市场化操作，正是中国企业最需要借鉴的经验。

20 世纪 80 年代是美国私募崛起的 10 年，联邦快递、苹果电脑等企业为了加速增长纷纷向私募资本融资。截至 2006 年，美国私募资本已达 3650 亿美元。为什么私募有这样的魔力？

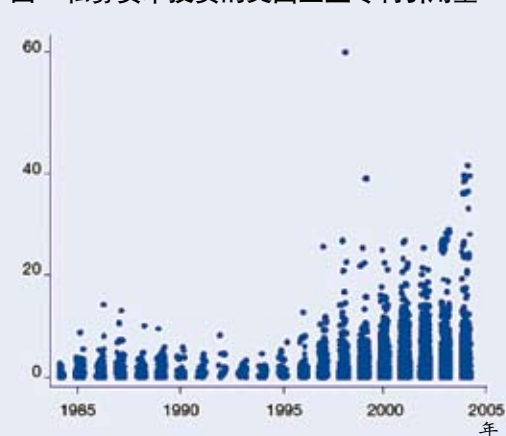
私募资本投资的企业创新能力不断增强

衡量公司创新能力的的一个重要指标就是专利被引用的次数。图 1 取样了 1980 到 2005 年间，495 家被私募资本入注的美国企业的 6398 项专利在三年内被引用的次数。可见，专利被引用的频率不断提高，这显示私募资本投资的企业创新能力正不断提高。

市场越低迷，私募资本越活跃

私募市场的风头并没有受次债危机、流动性危机和经济衰退的影响。2008 年第一季度，美资私募公司的规模比 2007 同期增加了 32%。今年经济预期下滑，市场流动性变差，负债收购 (LBO) 业务逐渐萎缩，随之而来的却是问题债务 (distressed debt) 业务的蓬勃发展。当公司处于困难期，资产和证券价值急剧下降，这正是投资的黄金机会。

图 1 私募资本投资的美国企业专利引用量



资料来源：(Gurung & Lerner, 2008)

对上市公司“趁火打劫”

美国华盛顿互惠银行在次债危机中损失惨重，2008年4月从私募资本德州太平洋集团（TPG）及其他投资者筹集了70亿美元的新资本。这项投资表明了三个趋势。

第一，私募倾向于对上市公司非控股权的现金投资。把大量资金集中投资在一家公司身上，避免了介入濒临困境的高收益债务市场。收购条件合适的话，比如用可转换优先股来收购，就相当于给私募资本买了一份“失业保险”。

第二，私募倾向于投资目前经营出现危机、但具备咸鱼翻身素质的企业。2008年4月，黑石公司创建了一只109亿美元的房地产投资基金，意图从动荡的信贷市场中获利；同期凯雷资本也新建一只13.5亿美元的新基金，投资各类受信贷危机冲击的不良资产。

第三，金融服务企业还将持续具有对私募的吸引力。在次级贷款危机的冲击下，很多金融企业已经陷入经营困难，贝恩资本和TPG已成立相关基金部门，希望从元气大伤的华尔街金融机构里购得最低价的资产。

向发展中国家挺进

TPG收购俄罗斯SIA International制药集团50%的股权，暗示将来会有更多资金投向发展中国家市场。中国市场就是一个典型，私募公司都准备在此“建功立业”，虽然它们目前都面临同样的问题：高昂的收购价格、被高估的股票市场和国外同业的激烈竞争。随着中国市场逐渐趋于理性，投资机会也将越来越多。

为何与私募资本合作

近几年中国企业在对外扩张中，开始尝试借助私募资本的力量。为什么选择与私募资本而不是其他公司合作呢？

提高国际地位与知名度

中国企业要走出去，首先要有自己的知名度，最快的方式就是“傍大款”。和拥有广泛社会关系的私募资本合伙人建立的战略纽带式联盟是最有价值的。另外，对于其他资源的渴求，比如科技和新兴客户，战略联盟起着主导角色：它们可以提高企业在现有客户、潜在客户和金融界人士眼里的知名度，进而提高经营业绩。小肥羊餐饮通过与欧洲最大的私募3i结盟，成功开拓国际市场，并于2008年在香港成功上市。

增加并购的可靠性

企业在并购中往往借助投资银行作为顾问，但投行为了成交，在为并购准备的文件中可能故意遗漏一些关键条款，或未去全力争取最有利的条款，而与私募资本并肩往往可以达成最佳的交易结构和并购条款。

中联重科联合弘毅投资（Hony Capital）收购意大利CIFA时，中联拟收购其60%的股权，弘毅投资收购40%的股权。事实上，弘毅投资是幕后推手，也是收购资金的提供方。

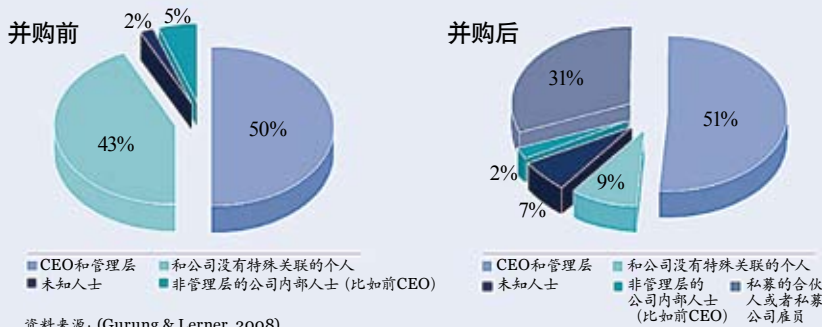
弘毅投资是联想控股的从事股权投资及管理业务的公司，是中国起步较早的私募公司。根据CIFA的营业收入、企业规模和行业地位测算，弘毅认为此次收购费用可能达5亿欧元。在这个联盟中，弘毅给中联提出了很多资本运作的想法，其国际化理念及丰富的海外拓展经验帮助中联重科打开了新的思路，提高了并购的可靠性。

增加并购后公司治理的透明度

私募资本让并购企业自己管理并购后的公司，但会派驻董事，利用其社会资本与经营经验。就像开车，企业的经理开车，私募提供汽油，每加一次油（提供资金），私募都会评估经理的表现，看是否值得提供更多的油（资金与资源）。

图 2 显示了董事会成员在负债收购、管理层收购或其他交易发生后的变化。这种差异表明，在杠杆并购以后，公司治理层面更加公开和透明。3i 公司就通过其在国际餐饮行业多年的“关系”，为小肥羊“引进”了两名在国际餐饮连锁行业有着丰富经验的独立董事——肯德基香港公司行政总裁和美国汉堡王的前总裁。

图 2 私募资本参与的企业并购前后董事会结构比较



降低被并购方的防御抵抗心理

如果从卖方管理层和董事会的角度看成功并购的因素，在两个情况下并购比较容易发生。其一是被并购方遇到了自然的战略瓶颈，如 CFO 主动向外界寻求资金；其二是被并购方管理层自身的意愿比较强烈，如过去经营失败的阴影。

还有一种并购方比较容易接受的就是有协同效应和组织结构上的亲善关系，如并购方在交易中发现了长期的利益。它们把这种并购比喻成求爱，公司治理比喻成企业联合。共同的、求爱和协同治理就为企业创造了一个共识，这种共识取代了对交易价格的讨价还价和小我利益的拼命掩饰。

降低并购的价格

通常，发展中国家的企业收购发达国家的企业，会比发达国家企业内部的收购付出更多溢价。例如很多国际观察家对塔塔收购捷豹和路虎并不乐观，认为买贵了。福特如果不是连年亏损（2007 年亏损 27 亿美元，2006 年更是创下亏损 127 美元的纪录），急需现金，也不会出售捷豹和路虎，最终是 22 亿的高价使福特动了心。

相比之下，2007 年私募资本泽普世 (Cerberus) 以 74 亿美元的价格收购克莱斯勒汽车公司就便宜多了。泽普世设计的特殊并购交易结构，不仅控股了克莱斯勒汽车 80.1% 的股份，而且 74 亿美元的交易额中，有 50 亿是投给售出后的克莱斯勒公司，10.5 亿进入克莱斯勒贷款公司的账目，仅剩 13.5 亿美元支付给卖家戴姆勒集团。如果买家换成来自发展中国家的塔塔集团，戴姆勒集团就可能套现全部现金，也不会继续保持对克莱斯勒 19.9% 的股份，以使并购能顺利过渡。

加大并购杠杆，提高并购能力

借助私募资本，并购企业更容易获得银行融资，补充流动资本，甚至负债收购 (LBO)，提高投资回报率。

2004 年 12 月，联想宣布以 17.5 亿美元收购 IBM 全球 PC 业务，其中包括 6.5 亿美元现金、6 亿美元联想股票及 IBM 5 亿美元的债务。又与 IBM 签订了收购后的服务协议，将分三年支付给 IBM 7.05 亿美元的服务费用。联想在此项收购上至少需要 13.55 亿美元的现金。但是，当时联想的董事局只打算拿出 1.5 亿美元用于收购。也就是说，联想面临 12.05 亿美元的资金缺口。由于投资机构普遍不看好联想与 IBM 交易

的前景，当时的联想首席财务官马雪征只能求助于有着广泛社会关系和交易经验的高盛。在高盛的游说下，联想与法国巴黎银行等 6 家银行达成了 6 亿美元的银团贷款协议，剩下的资金缺口只有一个途径可以解决：私募资本。终于在次年 5 月，联想获得德州太平洋、大西洋大众 (General Atlantic) 及新桥投资联合提供的 3.5 亿美元战略投资。

投资于陷入困境的企业并不是容易的事。陷入困境分两种情况：一种是企业本身很好，但受经济周期的影响股价低迷；另一种是经济衰退未来时就陷入了经营困境。私募瞄准的是前者。

私募资本的专业经理人有丰富的公司重组、更生经验。中国企业瞄准的并购目标往往是国际上运营跌入低谷的公司，这些公司虽然股价低迷，但品牌影响尚在，如果能结合中国企业低成本制造的竞争优势，整合产业链，可以大大增加公司并购后重组的成功率，这也是为什么国际私募资本开始寻求与海尔、华为等公司合作，收购重组海外一些暂时陷入困境的知名企业。

产业资本如何与私募资本合作

产业资本与私募资本的战略结盟可以创造多种期权价值，例如增长期权 (Growth option)，通过对双方股权比例的分配在不同时段、时点的分期兑现，从而正确评估战略性投资的企业价值，不错过具有潜在成长机会的战略性投资；放弃期权 (Abandonment option)，华为在对 3Com 的并购中仅占 20% 的股权，这样即使收购失败，也可以轻松放弃；组合期权 (option portfolio)，联想

私募资本的介入将提升企业未来的融资能力，尤其在银根紧缩、市场流动性过剩的时候

在 IBM PC 并购交易中联合了 TPG、大西洋大众及新桥投资三家私募资本，联想可以逐步回购 1 家或 2 家私募资本的股份。

以下路径可提升并购联盟中期权的价值：

产业整合道路

产业整合道路是一条必经之路，在这条路上，私募资本已经给我们准备了资金和经验。例如华为目前在考虑出售旗下手机部门的绝大部分股份，估计总价值超过 40 亿美元，可能的买家包括贝恩资本、黑石集团、TPG 和 KKR 集团等大型的私募资本。如果成交，私募资本将帮助华为进军美国市场，以此为平台，华为手机就有了在未来并购摩托罗拉手机业务的潜力。

提高并购杠杆

私募资本的介入将提升企业未来的融资能力，尤其在银根紧缩、市场流动性过剩的时候，企业必须寻求重组资金来进行并购，而此时产业资本往往有心无力。私募资本除了能带来资金外，还可以进一步给企业举债，提高企业的并购能力。例如著名私募资本 KKR 集团在中国的第一单：2007 年 KKR 对天瑞的投资总额达 1.15 亿美元，持有其 43.2% 的股份，此外还为天瑞安排了一笔等值 3.35 亿美元的人民币和美元双币种银团融资。这一银团贷款首先置换了天瑞此前在各银行约 11 亿人民币的短期贷款，并且新增了固定资产和流动资金贷款，拟用于新建项目建设、并购和企业运营。银团贷款利率比中国央行基准贷款利率低 10%，贷款期限为 5~8 年，极大地降低了企业的借贷成本。

利益共享的包容心

私募取得的是股权增长的收益，如果没有与私募资本分一杯羹的心态，合作很难开展。

从 KKR 投资天瑞的案例看，合资合同中就明确了保护少数股东权益的国际化公司治理约定，及对管理层的长期激励方案，这体

现了 KKR 的投资风险控制技术，以及与管理层和现有股东利益充分挂钩的投资原则。

产业资本可以从私募资本学习管理经验、国际化的视野和先进的做事方式，后者是中国企业的“并购教练”

虚心汲取“并购教练”的意见

产业资本可以从私募资本学习管理经验、国际化的视野和先进的做事方式。例如在弘毅投资以后，中联重科董事长詹纯新感触颇深：“弘毅进来之后，我们确实在跟他们学习怎么做企业，例如做事的规范、超强的执行力、强调工作效率等。”同样，入主中国玻璃之后，弘毅也把联想“毛巾里拧水”的管理方法带了进来，从成本控制、战略管理到财务管理一步步提升其管理水平。从这些案例看，私募资本可以是中国企业的“并购教练”。

未来的退出道路

私募资本可以通过上市和转让给其他战略投资者的方式退出，目的就是股权增长的收益。目前私募退出大多采取在海外上市的方式。

中国市场存在的问题

国营企业与私募资本的合作

由于中国许多国营企业的垄断地位，很多决策没有遵循股东价值的最大化，过于政治化，在与私募资本的合作上会产生很多问题。2005 年，中海油集团出价 185 亿美元向优尼科公司发出要约，以每股 67 美元的价格并购优尼科。但中海

油的竞争对手雪佛龙显然技高一筹。随着竞购的加码和日趋激烈，雪佛龙打起政治牌，最后美国国会对中海油收购案件的投票结果是 398 票对 2 票压倒多数的抵制。如果当时中海油与一家美国私募资本合作，可能结果就不一样了。

如何保证私募资本的退出

只有中国资本市场的健全才能为私募资本退出提供最好的平台，此外还要健全股权转让和税收的法律。在合适的时候转让给其他战略投资人是私募退出的第二个机制，美国类似的法律非常健全。另外，税收方面的法律也应该健全，如何降低税收和增加股东的收益，是美国企业在谈判如何进行股权转让时的焦点问题。

主权财富基金是否会参与、助力中国民营或国营企业的国际并购？

2007 年中投公司曾投资黑石集团，最近，中国外汇管理局也向德州太平洋集团 (TPG) 的新基金投资 25 亿美元。为了更好地组合管理中国庞大的外汇储备，中国的主权财富基金也将更多地投资国际私募基金。一个自然的猜想就是：中投是否会通过与国际私募基金的投资与业务网络，助力中国企业的国际并购？

目前中投还不具备与外资基金管理公司抗衡的实力。因此中投参与并购可以分几步走：第一，充实自身队伍，培养自己的投资经理人；第二，积极参与海外私募资本的在华投资，做中间人角色。这样不仅可以学习先进的经验，而且为日后中投的海外并购积累人脉关系；第三，挑选有实力和经验的企业进行海外并购的尝试。

总之，在私募资本的助力下，中国企业的全球化运营能力将进一步得以建立和提升，我们期待正在崛起的中国企业在国际并购竞技场上有更加出色的表现。🍀