

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2016年9月13日

中企海外併購火熱 警惕欲速不達

李家濤

香港科大商學院資深副院長、管理學講座教授及利國偉商學教授

踏入 2016 年，中國企業積極進軍海外併購。繼大連萬達集團年初宣布以 35 億美元收購美國傳奇影業（電影）後，中國化工以每股 480 瑞郎（約 465 美元），共斥資約 430 億美元收購瑞士先正達（農葯）；海爾集團以 54 億美元收購美國通用的家電業務；美的集團以 60 億美元收購德國產業機器人巨頭庫卡，可見中國企業的海外併購不僅空前活躍，而且併購的業務範圍，已由原來產能過剩的能源、礦產、化工等領域轉向互聯網、資訊技術、生物醫藥等新興領域和先進製造業。

近日受到注目的收購，是由上海巨人網絡科技有限公司、阿里巴巴主席馬雲創辦的雲峰基金和聯想旗下的弘毅投資聯手，以 44 億美元收購美國凱撒互動娛樂旗下的在綫博彩業遊戲開發商 Playtika。可以看到，中國企業的目標，不再獨鍾情於自然資源，而是愈發青睞發達經濟體的成熟資產和消費品。

收購金額半年逾千億

據羅兵咸永道上月中發布的《2016 年上半年中國企業併購市場中期回顧與前瞻》報告資料顯示，今年上半年，中國企業的海外併購活動創出新高，交易金額高達 1340 億美元，較前六個月增加了 140%，超過了 2014 年和 2015 年中國企業海外併購交易金額的總和。

從 6 月份聯合國貿易及發展會議(UNCTAD)公布的《2016 年世界投資報告》中，我們亦可看到，2015 年起，中國海外投資活動顯著增加。據報告的資料，去年中國對外投資總額達到 1280 億美元，對外投資的規模僅次於美國和日本，位列全球第三（請參考《World Investment Report 2016》，頁 6 至 7 頁。有興趣的讀者，可到下列網址下載該報告

<http://www.worldinvestmentreport.org/ch/%E4%B8%96%E7%95%8C-%E6%8A%95%E8%B5%84%E6%8A%A5%E5%91%8A-2016/>）。在大規模的海外併購和「一帶一路」的戰略推動下，預料中國對外投資仍然會穩步增長。

綠地投資與跨國併購

很明顯，中國企業的對外投資有兩個選擇，一是進行綠地投資；二是作跨國併購。所謂綠地投資（Green field Investment）又稱創建投資，是指跨國公司等投資主體在東道國境內，依照東道國的法律，設置部分或全部資產所有權歸外國投資者所有的企業。綠地投資可直接導致東道國生產能力、產出和就業的增長。

從去年迄今的情形看，中國企業很多選擇了迅速見效的跨國併購。通過海外收購品牌、購買智慧財產權和高科技和先進製造業等，從而提高自身在全球價值鏈中的地位，戰略目標相當清晰。

細心觀察，中國的對外直接投資額，在 2002 年僅 25 億美元（單位下同），至 2011 年增至 671 億。在 2003 至 2010 年期間，年均增長率高達 57%（見何帆、姚枝仲等著，《中國對外投資：理論與問題》，上海財經大學出版社 2013 年，頁 7）。

簡政放權釋放併購活力

進一步觀察，在 2014 年 4 月中，國家發展和改革委員會（發改委）向進行海外投資的中國企業方便放行，頒佈了《境外投資項目核准和備案管理辦法》，放寬了對外投資資金的規模，進一步簡政和放鬆管制，此舉有助中國對外投資規模和增長速度快速提升。據中國商務部的資料，2015 年，中國對外非金融類直接投資創下 1180.2 億美元的歷史最高值，對外投資存量突破了 1 萬億美元，增長相當可觀。

踏入 2016 年，中國企業跨國併購之勢尤其凌厲。誠然，今年首季，中企海外併購規模增長令外界矚目。光是中國化工以 430 億美元收購瑞士先正達，如此規模的收購金額，無疑推高了首季度的併購額。

很清楚，在中國經濟增長速度放緩、產能過剩，企業盈利環境惡化；加上靠勞動力密集所生產的低端產品，在工資和土地價格上升壓力的不利因素下，企業尋找海外投資機會，冀藉此提高企業產品的質素、服務水平和競爭力，純粹從企業營運與管理的角度看，此舉也很順理成章，而且也相當配合國家「一帶一路」的戰略發展需要。

資產重新進行組合配置

此外，去年 8 月 11 日人民銀行將人民幣匯率中間價下調 1000 點子，一次性貶值 2%後，人民幣匯價形成短期貶值之勢，雖然其後央行作出干預性調整，但人民幣匯價走貶，企業難免有透過加強海外併購活動，進行資產重新組合與配置，以

抵禦人民幣進一步貶值的風險；加以目前相對寬鬆的貨幣環境，相信都是促成中國企業加大進行海外併購的推動因素。

由於發動大宗收購活動很多為國有企業，因此，如此大手的併購，顯然會引起外界對中國企業「買起」東道國優質資產的猜疑。例如，中國重慶財信企業集團擬收購芝加哥股票交易所，便有 45 名美國議員聯名致信美國財政部，要求對此項收購進行「全面和嚴格的調查」。另一家中國大型工程機械廠商中聯重科向美國特雷克斯（Telex）提出收購方案，亦遭到美國議會反對。特雷克斯是一家從事吊裝與物料搬運設備製造的跨國企業，產品包括高空作業平臺、移動式起重機、塔吊、工業起重機、港口設備、絕緣電力作業設備等等，業務以北美和歐洲為主。

很顯然，中國企業的海外併購和投資活動遇到不少阻力。英國新任首相文翠珊（Theresa May）推遲批准中國廣核集團有份參與投資的欣克力角 C 核電項目（Hinkley Point C Nuclear Power Station），就是一個例子。

提升全球產業及價值鏈地位

照目前形勢看，中國企業正透過海外投資或併購國際品牌、購買智慧財產權和高科技，去盡快提高自身在全球價值鏈中的地位，而類似情況，在日本經濟發展和產業升級換代過程中都發生過。從發達經濟體的經驗看到，通過向全球輸出资本，有助加強該國影響全球經濟規則和貿易格局的力量。

據中國商務部的資料，中國 7 月份以美元計價的對外直接投資(ODI)為 138.9 億美元，按月雖然下降 9.5%，但按年則激增 85.2%，遠超當月外商直接投資（FDI）77.1 億美元，亦即中國已為淨資本輸出國。今年前七個月，ODI 累計達 1027.5 億美元，同比成長 61.8%，FDI 累計為 771.3 億美元，同比成長不足 0.7%。

由今年 1 至 7 月，中國企業海外並購項目共 459 個，涉及 63 個國家和地區，業務範圍涵蓋資訊傳輸、軟資訊服務及製造業等 15 個行業，實際交易金額達到 543 億美元，佔同期對外投資總額的 52.8%。1-7 月併購實際交易金額已超過 2015 年全年總額，佔同期對外投資額比重也超過 2015 年的 34%；實際併購金額在 10 億美元以上的項目達 12 個。（見中國商務部網頁：

<http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ag/201608/20160801381344.shtml>）。

可以看到，在今年頭六個月海外併購急速增長下，7 月份增速開始較前放緩。原因不難理解，因為在上半年高速增長基數下的回調，符合市場的升跌規律；加上東道國加強併購透明度的審查，而且大額併購的項目——像中國化工以 430 億美元的巨額投資項目減少，因而令中國企業海外併購的高速展現緩和之勢。

警惕併購風險與債務壓力

值得注意的是，隨著中國企業對外直接投資迅速增長的同時，投資面臨的外部風險也顯著提升。因此，企業的管理層如何作出有效的風險迴避策略，便需要有更多富國際視野的人才在企業總部內運籌帷幄。

另一方面，在中國企業債務急遽膨脹的情況下（筆者在《清理「僵尸企業」刻不容緩》一文，提出目前中國企業債務的風險值得警惕，因為債務總額佔 GDP 比率已達 145% 水平，刊本欄 7 月 6 日），企業併購的融資安排，必須妥善處理。據英國《金融時報》的報導，以 33 億美元洽購美國對手特雷克斯(Terex)的中聯重科的總債務為息稅折舊及攤銷前利潤(EBITDA)的 83 倍（見 <http://m.ftchinese.com/story/001066096>），因此，中國企業的海外併購，無疑是短期內實現產業鏈和價值鏈提升的有效方法，把企業內部的業務重新組合，去舊布新，在當前中國經濟最需要企業向全球產業鏈高端轉型的關鍵時刻，海外投資傾向以併購為主，鼓勵企業「走出去」，無可非議，但若然企業是使用高槓桿收購，可能會令資產負債表有惡化之虞，後果反而不妙。

總括來說，在對外投資方面，中國企業如今傾向採取海外併購為主的發展策略。無可否認，透過跨國併購確實有利於企業利用海外的資源，填補自身的不足與短缺，可以更快地實現產業鏈和價值鏈地位的提升，但欲速則不達的道理還是需要高度警惕。雖然綠地投資（新建企業）因發展周期較長，有機會削弱對外投資的整體收益率，但這種對外投資選項，有助減輕東道國的產業保護約束和不必要的猜疑，從而可以減少不必要的發展障礙。因此，筆者認為，中國銳意成為資本淨輸出國，對外投資宜透過綠地投資和海外併購雙線平衡地進行。