

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2017年4月11日

中企海外併購勿虛耗彈藥

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

2017 中國企業走出去風險發佈會，於上月底發表首份《2017 中國企業走出去風險版圖》，分析中國企業當前「走出去風險」的地區分布。方法是透過清廉指數、人均 GDP、營商指數、主權信用等多方面數據，將風險水平細分為從極低到極高的五個等級，覆蓋範圍包括全球 150 多個國家和地區。

可以說，這份「風險版圖」涵蓋了當前美國政府政策的「不確定性」、歐洲難民問題、大國政治博弈和恐怖主義的四大投資風險源頭，在近年中國企業一窩蜂「走出去」之下，提供風險警示，其實也反映若干中國企業海外投資策略失當的困局點滴。

企業「走出去」乏章法

據安永的報告，2016 年中國對外直接投資預計逾 1700 億美元，然而，不少企業走出去後，成功率並不很高。據江泰保險（由國企股東組成的中國第一家開業保險公司）董事長沈開濤透露，2015 年前「走出去」的 20000 家中國企業，有 90% 無法取得盈利（見 [Consultants offer help to Chinese companies going global](#) 一文，刊 [Chinadaily, 2017-01-10](#)），可見不少中國企業走出去的策略毫無章法。

另據美國調查公司湯森路透統計，2016 年上半年，中國企業對海外的併購總額達 1225 億元，佔全球海外併購總額的 20.7%，到第三季，總額已達到 1739 億美元（美國金融資料供應商迪羅基〔Dealogic〕的數字），全年估計逾 2000 億美元，可見中國企業近年向外擴張的步伐相當急遽。

仔細觀察，以企業購買企業方式的對外直接投資，是中國近年對外經濟發展戰略的一部分。在對外投資當中，既有配合「一帶一路」和《中國製造 2025》計劃藍圖，即針對「一帶一路」沿線 53 個國家而進行的直接投資；或瞄準先進經濟體，包括歐美等國家，以併購投資高科技產業、電子商貿、金融關聯服務業等，推動企業升級轉型，提升企業在全球產業鏈和價值鏈上的位置；也有一些採取與本業既非「橫向聯合」（同業併購以擴大市場佔有率）、也非「縱向聯合」（企業上下游合併提高生產效率）的併購或投資，不少帶有「盲目性」，質素良莠不齊。

海外監管機構刁難

中國企業大手海外併購，尤其是以高新科技和服務為主的產業，顯然會引起外界對中國企業「買起」東道國優質資產的猜疑，甚至刺激起東道國的「國家安全」的憂慮。如美國外國投資委員會(CFIUS)出於國家安全擔憂，便否決了多宗中國交易。包括去年中國財團出價 30 億美元，收購荷蘭集團飛利浦(Philips)美國照明業務，無功而還；德國政府撤回對中國福建宏芯投資基金收購半導體設備大廠愛思強(Aixtron)的許可，即可見一斑。

值得注意的是，設於北京的中國歐盟商會(EU Chamber of Commerce in China)上月初發佈了一份詳細報告，對《中國製造 2025》計畫以及對跨國公司的潛在衝擊進行批評（見。European Chamber Report Cautions Against the Negative Aspects of China Manufacturing 2025，

http://www.europeanchamber.com.cn/en/press-releases/2532/european_chamber_report_cautions_against_the_negative_aspects_of_china_manufacturing_2025）。從中可以看到，中國在高新科技領域的生產、追趕、超越和創新，已引起歐美的高度警惕。

《中國製造業 2025》計劃是中國經濟轉型的關鍵部署，推動企業攀上全球產業鏈和價值鏈的上游位置，「加強對企業「走出去」的宏觀指導和服務，引導有實力的製造企業抓住全球產業重新佈局機遇，有序走出去，開展綠地投資、併購投資、聯合投資等，在境外設立研發機構、生產製造基地和市場行銷網路。」（見《中國製造 2025》重點領域技術路線圖，國家製造強國建設戰略諮詢委員會 2015 年 10 月，前言），反映中國政府推動產業升級轉型的戰略，並於 2014 年起，簡化對外投資審批手續，實施以「備案為主」的管理方式，對境外直接投資項目下的外匯登記，改由銀行直接審核辦理，為企業海外投資打開了方便大門，也形成內地一個「資金外移」的缺口。

表面併購實則走資

日前，中國央行副行長、國家外匯管理局局長潘功勝說得很坦白，「在日常監管中，發現一些非理性和異常投資行為，比如內地的鋼鐵廠到海外收購飲食公司，在中國開餐館的去海外買入網遊公司..... 有很多企業，在中國的負債率已經很高了，再借一大筆錢去海外收購。有一些則在直接投資的包裝下，轉移資產。」（見《中國經濟網

》http://finance.ce.cn/rolling/201703/21/t20170321_21194849.shtml）

在當前政府加緊控制跨境資金流動的新形勢下，中歐體育收購意大利足球勁旅

AC 米蘭俱樂部的交易，恐怕難以成事；去年 11 月萬達集團宣布，以 10 億美元收購美國知名頒獎典禮如金球獎、全美音樂獎等盛宴的製作公司 Dick Clark，亦要劃上休止符。

無可否認，企業通過併購來壯大本身的茁壯和發展的有效方法，企業進行並購是為了追求協同效應（Synergy Effect），取得更大的成果。著名策略管理（Strategic Management）學者安索夫（Igor Ansoff）提出一個成功併購的協同效應範式，指出一家企業通過收購另外一家企業，使企業的整體業績優於兩個企業原來的業績總和，所產生這種協同效應，表述為「 $2 + 2 = 5$ 」。

併購溢價貴「地頭蟲」一倍

很明顯，併購能否成功取決於多種因素，而併購的定價是否恰當、發動併購的公司向被併購公司支付的多少資產溢價，往往起十分重要的作用。據三位學者進行的研究，透過比較從 2000 年至 2013，中國企業和歐洲企業在歐洲所進行的併購活動，二者的「併購溢價」進行比較，結果顯示，中國企業所付出的平均溢價，比歐洲企業高出一倍（見 Laimutė Urbšienė, Viktorija Nemunaitytė, Artūras Zatulinas, "Comparison of Premiums of Chinese and European Companies in Mergers and Acquisition in Europe", 刊 *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 2015, Vo.. 6, No. 2(12)。

http://www.om.ef.vu.lt/cms/cache/RePEc_files/article_74.pdf)。換言之，中國企業併購歐洲企業，比立足於歐洲的企業「地頭蟲」所付代價貴了一倍。

筆者於本欄分析日本東芝出售半導體產業一文(《「利潤發現」是企業成功鑰匙》)提及，2006 年東芝大手筆以 54 億美元高價，收購美國核電技術巨擘西屋電氣（Westing House • WH），開拓海外核能業務，據行內人士估計，東芝這筆交易出價過高，亦即所付的併購溢價過於高昂，埋下日後陷入財困的險境。

據迪羅基（Dealogic）的資料，2014 年至 2016 年間，日本企業向收購目標企業所支付的價格，較公司總市值溢價達 40%；而在同類交易中，美國企業提供的溢價僅有 29%。可以說，併購所付的溢價愈高昂，是發動收購企業未來發展陷入險境的「定時炸彈」。

必須提升中企治理水平

從併購無法產生協同效應的個案看，成效不彰的原因，通常出自合併雙方在企業文化、策略重點、領導風格、人力規劃、工作環境與作業流程差異等因素出現扞格而衍生。按照管理協同效應理論，若某一企業有一支很有效率的管理團隊，其

管理能力超過了管理該公司的需要, 那麼, 該企業併購因缺乏管理人才造成效率低下的企業, 從而便可以提高整個經濟的效率水準。換言之, 企業管治水平的優劣, 也是優質併購活動的要素。

中國企業近年「走出去」的規模不斷擴大, 但是否取得協同效益令人存疑。面對「非理性」的企業併購, 加上中國經濟增長率持續放緩, 人民幣不斷貶值壓力下, 內地資金加速外流, 地方銀行的不良資產遞增, 然而不少企業仍在國內加大財務槓桿, 把資金投到海外進行併購, 變相把內地資產外移, 形勢日益嚴峻, 中國監管機構不得不出手, 嚴控「資金外逃」。

誠然, 企業加強全球化意識, 主動前往海外配置資源, 拓展市場, 以鞏固自身的發展和市場地位, 是迎合時代潮流的合理投資行為。在海外併購當中, 企業可以在海外充份使用盈餘資金, 獲取新技術和知識產權, 無疑也是促進發展的有效之道。

海外併購虛耗不少彈藥

然而, 透過抑制資金外流去作出抑制, 充其量只能治標而不治本。對中國來說, 最關鍵的問題, 是內地資金的使用效率, 隨著資本回報率持續下降。增量資本產出率(Incremental Capital Output Ratios)從上世紀九十年代的「3」, 提升到目前約「6」水平, 意味過去用 3 個資本單位便可增加 1 個單位產出, 如今要用 6 個資本單位才成, 可見資金回報持續滑落之勢, 令人憂慮; 與此同時, 前往海外進行併購活動, 所耗用的資金, 平均所付出的「併購溢價」又比歐洲企業高出一倍, 貴價買入, 引伸來看, 意味內地的資金在併購活動中虛耗不少寶貴資源。

可以說, 內地資金的使用效率持續下降, 意味大量寶貴的金融資源——無論在國內或國外, 都出現明顯的虛耗後果。中長期而言, 是中國經濟轉型和提升, 並確保持續發展所必須解決的問題; 而中國企業「一窩蜂」進行海外盲目併購, 目前看到的弊端, 其實只是問題表面一角, 更關鍵之處, 是中國內地的資金使用效率持續下降, 因此, 企業在海外併購活動中, 若缺乏全面的價值評估, 不斷虛耗彈藥, 等於白白虛耗國力。