

以有效跨境并购提升全球资源配置力

章玉贵

中企成为跨境并购主角

十几年前还是跨国资本重要并购对象的中国企业,如今已是全球并购市场上的重量级参与者。

最近三年,中国资本显著加快了“走出去”的步伐,跨境并购宗数与金额不断被刷新,甚至出现井喷现象。2013年,中国境内投资者对全球156个国家和地区的5090家境外企业进行了直接投资,其中非金融类直接投资达到901.7亿美元,同比增长16.8%,成为全球第三大对外投资国。2014年,中国首次超过日本,成为全球第二大对外投资国,当年对外投资流量达到1231.2亿美元,中国也首次成为资本净输出国。2015年,中国对外大宗并购十分明显,其中以中国化工集团、中投、安邦、复星控股为代表的中资企业动辄大手笔收购目标企业。当年中国跨境并购交易金额占全球跨境并购金额的6.2%。进入2016年,中国企业跨境并购进展迅速,其中一季度跨境并购协议总价值达到1010亿美元,实际交易金额为165.6亿美元。从跨境并购的交易主体来看,2013年以前,央企是大宗跨境并购的主体,且主要集中在资源领域;之后,民营资本加大了跨境并购力度,

万达、复星、安邦等企业海外收购势头迅猛,且将收购对象聚焦于美欧发达国家的企业。

正如商务部发言人所说,跨境并购是中国企业“走出去”高水平参与国际分工合作的一种重要方式,对提升中国企业在全球价值链中的地位、服务国内经济转型升级、深化中国与世界各国互利共赢共同发展方面发挥着重要作用。换句话说,这是中国由贸易和制造业大国向产业与资本强国迈进过程中,企业提升国际行为空间的自然逻辑。因为对于一个年经济产出超过10万亿美元,进出口额位居世界第一的超级新兴经济体而言,如果本国企业紧盯国内市场,肯定无法获得足够的发展空间与市场机会。

有效跨境并购的三大要素

应当看到,初步具备区域乃至全球性资源配置要素的中国企业,在以跨境并购为重要杠杆深度融入全球资本与产业链的过程中,亟需紧密结合全球金融竞争与产业变迁趋势,扎实做好尽职调查功课,审慎分析并购风险,提升跨境并购的有效性 & 精准度。

过去曾是跨境并购市场弱势参与主体的中国企业,如今不仅有较为雄

厚的资金实力,而且积累了一定的市场经验,这无疑有利于中国企业深度融入全球资本与产业链中。无论是双汇收购史密斯菲尔德,还是吉利收购沃尔沃,都初步达到了预期目标。前者通过母公司万洲国际以71亿美元成功并购美国最大的猪肉加工企业——史密斯菲尔德公司,双汇由此成为拥有100多家子公司、12万名员工、生产基地遍布欧美亚三大洲十几个国家的全球最大的猪肉加工企业。后者通过并购沃尔沃,实现了由当初的廉价低端“代名词”向高端领域挺进的跨越。吉利懂得造船和买船并进的道理,密切关注汽车企业全球竞争与产业变迁过程中的机会窗口,通过精心准备,在2010年3月28日一举拿下沃尔沃的全部股权。尽管吉利收购沃尔沃以来相关整合并不十分顺利,中国的民营企业要介入到对全球高端价值链环节的运营与管理殊为不易,但同样懂得以时间换空间道理的吉利掌门人李书福,还是取得了初步成功。李书福明白:汽车产业是典型的资本、技术、劳动密集型工业,具有高投入、高产出、产业关联度大、科技含量高、经济带动力强等特点。中国占市场主导地位的汽车企业绝大多数是合资企业,中方在技术创新与自主品牌培育方面要受到外方的诸多限制。这就决定了中国参与国际分工的汽车企业很难走日、韩当年通过技术引进方式消化吸收创新和培育自己品牌企业的发展道路,而是要结合实际,在正确认识和准确把握自身升级实力的基础上,选择一种或多种适合自己发展的升级策略。而要管理全球价值链,并在此环节积极提升获益程度,掌握隐性知识是其必备条件。所以,李书福喊出的“吉利是吉利,沃尔沃是沃尔沃”并非公关之词,而是行为理性的表达。吉利通过海外收购,不仅能够嵌入产业链高端,而且对提升管理与品牌运营都有很大的促进。

当然,也有不少中国企业在跨境并购过程中未能做好尽职调查,且对并购可能遭遇的诸多复杂风险未能充分评估,或者由于自身存在市场运营透明度等原因,使得跨境并购遭遇挫折。无论是当年的中海油并购优尼科失败,还是近期中兴被美国政府以国家安全为由列入制裁黑名单,以及安邦放弃收购喜达屋,乃至中国化工集团收购先正达引发的国内外诸多争议,等等,均折射出中企在尽调、风险评估方面的不足。

跨境并购尤需借鉴日本教训

从国际比较视角来看,中国企业的跨境并购与日本企业30年前的海外并购存在一定的相似性。日本在由制造业和贸易大国向产业与资本强国升级的过程中,在日元升值的背景下,加快了海外收购步伐,甚至针对美国企业展开了大规模并购,一度把美国企业逼得透不过气来。但由于在整体国家竞争战略设计与执行过程中出现了一些误判与扭曲,以及在基础研究领域原始创新力度不够,使得日本在经济处于高峰时未能保持清醒头脑,以为真可以通过并购和推行日元国际化来超越美国。其结果,随着泡沫经济的破灭,日本企业国内经营出现了资金吃紧现象,被迫将原先高价收购的美国企业低价出手,最终依然难以摆脱美国产业与金融资本对日本的控制。

日本企业跨境并购的教训,显然值得意欲急速扩充全球资源配置力的中国企业借鉴。

(作者系上海外国语大学国际金融与贸易学院院长)

H股公司回归A股不妨选择H+A模式

皮海洲

近年来在美上市公司为主体的中概股回归热,目前已波及到在港上市的中概股。3月30日,在港上市的万达商业发布公告,公司控股股东正初步考虑就H股进行一项自愿全面收购要约,如经落实,将可能导致公司私有化以及公司于联交所除牌。在港上市的恒大地产也于近日入主A股上市公司嘉凯城,以52.78%的持股成为嘉凯城的控股股东,此举被市场人士认为是恒大地产试图借壳嘉凯城回归A股。

包括H股公司在内的中概股选择回归A股市场,是一种市场行为,也是这些公司的权利,只要这些公司回归A股市场的过程符合相关规定就行。不过,基于万达商业开启的H股公司私有化回归A股市场之路,笔者建言在港上市的中概股,回归A股大可不必走私有化之路,而是选择H+A的模式回归,这更有利于H股公司的整体利益,也符合A股市场的整体利益。

H股公司回归A股市场,完全可以不走私有化的道路。在美上市的中概股公司回归国内市场之所以选择私有化之路,这其实是其在内苦衷的。作为公开的说法,中概股回归A股市场是由于其估值被低估的缘故。但这些中概股选择私有化的做法,也与其独特的股权结构密切相关。不少中概股实行的都是双层股权结构模式,原始股东或高管们的持股拥有更多的话语权。而国内市场

实行同股同权的股权结构模式,因此,这些在美上市的中概股公司要回归国内市场,就必须拆除这种特殊的股权构架。这就决定了这些公司在回归国内市场之前必须经过私有化的过程。

在美上市的中概股公司选择私有化的方式回归,还有一个不便公开的原因,那就是这些公司要彻底逃离美国股市。因为这些公司接受不了美国股市严厉的市场监管。而且美国股市允许做空机构的存在,而这些做空机构又常常把做空的目标指向中概股公司,从而给中概股公司带来不少的麻烦。

H股公司回归A股市场不存在拆除特殊股权结构的问题,因而没有私有化的必要。H股公司没有必要从香港市场逃离,尤其是沪港通的开通以及深港通的即将开通,会有越来越多的内地投资者参与到对H股公司的投资中来。随着越来越多的内地投资者投资香港股市,H股公司低估的问题也会在一定程度上得到修正。

因此,H股公司回归A股市场完全不必私有化,更应该选择H+A的方式回归。这种选择的优势在于:一是有利于公司的发展,毕竟香港市场是国际化的市场,在香港上市是企业向世界宣传自己的一个窗口;公司同时拥有H+A两个市场,这也更有利于企业的融资。二是有利于减轻A股市场的扩容压力。私有化回归A股市场,A股市场必须承担私有化的成本,这无异于增加A股市场的扩容压力。相反,选择H+A这种回归基本上是轻装上阵,A股市场为此承担的压力要小得多。

应整顿“中介+银行”的楼市外配资

李宇嘉

近日,上海重罚处罚房产中介和按揭银行,辖内银行与中介按揭合作暂停1个月,7家银行暂停房贷2个月。这是迄今为止,我国首次强制暂停中介和银行按揭合作的罚单。重磅打击,源于为期1个月的沪上按揭业务稽查所揭示出的“黑幕”,即中介和银行联手演出的楼市场外配资。

货币泛滥吹起楼市泡沫,这一逻辑深入人心,但究竟如何吹起泡沫?微观层面房产中介和银行的合作,给我们上了生动一课。大城市楼市进入存量时代,二手房交易涉及看房、撮合、赎楼、担保、托管、抵押、支付等全链条,信息咨询、法律服务、金融需求是三大核心环节。

事关百姓利益,信息不对称和法律风险却很突出,但在监管上,这是个被

遗忘而野蛮生长的行业。于是,代理全链条服务的中介,成了事实上的规则制定者、服务定价者、法律代言人(国外由律师代理),特别是在楼市火爆时期。但是,中介是最轻资产的行业,门槛和行业地位低,多数人抱着“赚快钱”的目的进入。因此,在沪深等大城市,他们看重的并非是3%的代理费。

2015年房价暴涨,给中介带来了难得的赚钱机会。有的中介以互联网金融牌照,以房产为标的,发行理财产品,再以20%以上的高利率贷给筹集首付的购房者、急于换房的卖房兼买房者。在资产荒而房价暴涨的年代,7%的中介理财迅速被套利者秒杀;房子一天一个价,交易周期长,随时可能变数,购房者忍痛向中介融资。当然,与银行、小贷公司、P2P合

作,向客户兜售高成本短融产品的中介更多,以分食房价上涨收益。演变到后来,干脆撇开双方实际融资需求,故意设关卡让客户非融资不可。或者,以买家竞争、卖家反价忽悠买方融资,凑首付、尾款和全款,或帮卖家还抵押来达成交易;或者以买方资金紧张、周期长来拖延卖家,向卖家兜售赎楼贷,甚至中介买进后加价再卖出;或者,将首付与自有资金、理财资金等混在一起,建立“资金池”。由于买卖双方对流程不清楚,楼市火爆时情绪很亢奋,加上前期已被中介套住,只要房价上涨或交易达成,只好忍气吞声,但房价无形中被推高了。

因此,中介的胆子越来越大,也就发生了沪上稽查所发现的问题,即银行按揭贷款没有直接打入卖方账户,而是划入美其名曰的第三方监管账户,再转

入中介账户。中介利用资金做短期贷款后,再把贷款划入卖方账户。由于交易涉及诸多环节,各个环节可长可短,如赎楼、担保、贷款等,到底多少个工作日办好,并无监管规则,取决于中介和银行。若二者合谋,则天衣无缝。

银行业绩考核一直刚性,加上银行资金泛滥,便催生出种种场外配资业务。2015年以来,房价暴涨,银行找到了新的配标和盈利模式。掌握大储户的银行分支负责人、客户经理,可以对接P2P平台、小贷公司,有客户需求、有房价保障的中介成了新宠。于是,首付贷、赎楼贷、过桥贷、装修贷和消费信贷贷等如雨后春笋,楼市场外配资的弹药源源不绝。

上海此次稽查发现的问题,在深圳、北京乃至其他城市都存在,是时候整顿市场秩序了。

(作者单位:深圳市房地产研究中心)

主动管理应是券商资管核心竞争力

项峰

近期,证监会发布《证券公司风险控制指标管理办法》征求意见稿,拟将券商资产管理业务的风险准备金比例提高到1%。与原来标准相比,新办法将资产管理业务的风险准备金要求提高至少3倍,这对于从事资产管理业务通道服务的证券公司来说,发展主动型资产管理业务,是在监管指引下提升核心竞争力的现实选择。

通道业务发展迅速是监管套利的结果

所谓证券公司通道业务,简而言之,就是证券公司为其他金融机构从事规避金融监管规则而提供的特殊类型资产管理业务服务。在通道业务中,证券公司按照委托人指令进行资产管理与运作,既不需要提供投资策略服务,也不承担资产管理运作风险。因而从形式上看,证券公司通过资产管理业务为其他金融机构提供了一条规避金融监管的通道。

近年来,我国证券公司通道业务发展迅速,其根本原因在于银信合作监管日趋严格,信托公司为银行理财资金和银行同业业务提供的通道服务价值呈现出趋势性下降。在现行金融监管规则下,信托公司投资于银行所持有的信贷资产、票据资产等,应当采取买断方式,且银行不得以任何形式回购;银信合作产品投资于权益类金融产品或具备权益类特征的金融产品,商业银行理财产品投资者应执行《信托公司集合资金信托计划管理办法》第六条确定的合格投资者标准。诸如此类金融监管规定,促使银行理财资金寻找信托公司之外的其他通道。而证券公司资产管理业务投资范围几乎与信托公司完全相同,在涉及股票质押回购等交易所场内业务上,还具有得天独厚的优势,且监管规则在规范银行与证券公司合作上存在一定空白,使得证券公司资产管理业务通道的价值凸显。截至2015年末,我国证券公司资产管理业务规模达11.8万亿元,同比增长超过50%,超过七成的资产管理业务属于通道业务。

通道业务不利于资管行业健康发展

券商通道业务的迅速崛起,并非证券公司资产管理能力提升的结果。出于监管套利的通道业务,增加了金融交易的环节与成本,扩大了金融市场运行的风险,隐匿了高度传染的金融风险隐患,不利于资产管理业的健康发展。

随着我国资产管理业务的扩张,券商不仅为银行理财资金提供通道服务,而且也成为信托、基金公司、期货子公司、私募基金等各类资产管理机构的通道。按照业内惯例,证券公司提供通道服务,需要作为金融交易链条中的重要一环,签署各种样式合同,收取大约资产管理规模千分之一到千分之三左右的通道费。由此一来,金融交易环节增加,而成本

上升,最终将转嫁至融资的企业身上。

应该看到,券商通道业务是监管分割和监管规则不统一的结果,本身并不具备核心专业价值。而规避金融监管的通道业务,降低了金融监管的效力,使得部分资金逃避金融监管流向国家产业政策限制或不鼓励的企业和项目上,增加了金融市场运行的整体风险。在券商通道业务中,利用券商通道业务发放委托贷款,或投资于信托受益权、资产收益权等,是一种常见的金融交易结构安排,最终是为企业融资服务。但企业借助如此复杂的交易结构来融资,至少在某些方面不符合银行贷款的条件和制度约束下的微观审慎要求,融资风险应高于银行资产负债表内的贷款。2015年四季度末我国商业银行不良贷款余额12744亿元,较上季末增加881亿元;较上季末上升0.08个百分点。目前看,在我国商业银行资产质量恶化态势还没有出现明显改观的情况下,券商通道业务提供的影子银行融资资产质量值得高度关注。

还有,通道业务在某种程度上导致显性金融风险隐性化。金融交易双方都需要基于审慎原则监测、评估和控制风险。但在通道业务模式下,提供通道服务的证券公司只提供形式合同的服务,并不承担交易项下的金融风险。这样一来,金融交易风险控制就会失去关键的一环,导致金融风险不透明,不容易为金融监管当局所察觉。在嵌套式的通道业务链条中,如果不穿透各种交易,就难以真实清晰把握底层资产的性质,因而也难以评估真实的金融风险暴露。

发展主动型管理业务是趋势

资产管理业的兴起与发展是社会财富管理需求上升的必然结果。资产管理本质是“受人之托、代人理财”的信托业务。在漫长的历史演变过程中,金融机构从传统金融中介业务加快向资产管理领域拓展,资产管理业务已经涵盖银行、证券、保险、基金、信托、期货等各类金融机构,投资范围几乎涉及金融市场所有可估值或交易的金融产品与工具,并逐步成为全球金融市场运行的重要力量,具备了对金融体系的影响力。据普华永道预测,全球资产管理规模将从2012年的63.9万亿美元上升至2020年的101.7万亿美元,复合年增长率接近6%。据机构估计,2015年末我国各类资产管理机构管理的资产规模高达93万亿元,过去三年年均复合增长率达51%;预计到2020年,我国资产管理市场总规模将达到174万亿元。巨大的市场潜力为证券公司自主开展资产管理业务提供了广阔的空间。特别是随着我国人口老龄化的到来,社会财富管理需求与日俱增,而住宅不动产配置在家庭资产结构中的比重下降,金融产品特别是权益类金融产品的配置比重将会明显上升,需要证券公司不断提升主动资产管理能力。因此,无论从监管导向,还是证券公司未来竞争需要,都要加快主动资产管理能力的培育和发展。

联系我们

本版文章如无特别说明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电子邮箱至pp118@126.com。