

开篇语:伴随着全球经济一体化的进程,中国本土企业已经成为全球领域的竞争者,是否拥有专业化的公司运营技能,将主导其生存与发展。本报自今日起每周推出“上证商学院”专版,围绕海内外大型企业、上市公司的产业经营、资本运作、公司治理、财务管理等话题展开研讨,给企业的经营管理提供借鉴和参考。

换股并购 引领并购新浪潮

高。2000年,美国以股票或股票加现金方式支付的部分占到72%,而日本的这一比例也上升到67%。

在国外资本市场,大型并购主要通过换股或换股加现金的模式完成,如波音收购麦道、宝洁收购吉列等。在波音、麦道这两大世界航空巨头的合并中,具体换股比例是两股波音换一股麦道,通过这种方式方便快捷地实现了两个航空巨人的整合。

新规促成换股“利器”

《上海证券报》:新修订的《上市公司收购管理办法》和《关于外国投资者并购境内企业的规定》将在9月陆续开始施行,两者对换股并购均作出相关规定,这对企业未来的并购行为将产生哪些影响?

王明夫:整个西方的五次并购浪潮,其实质都是为了完善高效的资源配置体系。而未来中国资源配置的主战场,毫无疑问是并购重组。

我们很高兴地看到,基于并购重组是未来中国调整经济结构的必由途径的认识,政府在具体的金融技术上,给予了政策规范,并明确提出了换股并购这一并购技术,可以灵活运用上市公司之间、上市公司与非上市公司之间、外国投资者与境内公司之间。并购重组这一战场最重要的“武器”,将非换股并购莫属。

费国平:此次新修订的《上市公司收购管理办法》进一步完善了要约收购中换股收购的程序,即“收购人以证券支付收购价款的,应当提供该证券发行人最近3年经审计的财务会计报告、证券估值报告,并配合被收购公司聘请的独立财务顾问的尽职调查工作”,增强了换股收购的可操作性。值得关注的是,为了保护投资者的利益,法律对于换股收购在使用范围上也有一定的限制。如在以终止上市为目的或未获证监会豁免而发出的全面要约中,收购人使用换股收购的,还必须提供现金选择权。

修订后的《关于外国投资者并购境内企业的规定》的一大变化就是允许外国投资者使用有价证券并购境内企业。但需要注意的是,外资并购新规对于外国投资者使用换股收购的方式作出了很严格的限制,即除特殊目的公司(SPV)外,作为对价支付的股权必须为境外上市公司的股权,同时程序也有严格规定,这事实上抬高了“换股并购”的门槛。因此,对于究竟未来会有多少外国投资者采用换股方式并购境内企业,只能拭目以待。

《上海证券报》:国内企业应该如何运用换股并购方式?需要注意哪些问题?

费国平:就换股并购的方式而言,存在着全部换股、换股加现金、换股与现金选择权相结合等几种方式,具体选择哪一种,应综合考虑各方因素,如各种方式的税收比较,自身的融资能力、负债经营风险,目标公司股东的预期等因素。

在确定换股比例和现金金额时,一方面应考虑自身的股价水平和愿意支付的对价上限等因素,另一方面应充分考虑被并购方的股价、行业地位、市盈率、资产状况、未来发展和被收购方股东出售股权的心理价位等,并结合行业并购的溢价水平,以确定合理的换股收购溢价水平与现金配置比例。但需要注意的是,在上市公司的要约收购中所确定的换股对价不得低于收购新规的最低要求,此外,涉及国有股的换股收购的,还不应低于国有股所对应的公司净资产水平。

王明夫:在把握换股数量的具体时点上,需要注意两方面的承受能力:一是并购公司的股权比例。换股会对原有股权比例产生很大影响,要明确自己能承受多大比例的股权稀释,以避免控制权旁落;二是要考虑市场对换股行动的承受能力。换股收购是否会导致每股收益下降,市场是否能够承受短期或长期的每股收益下降。同时,每股净资产值是支撑股票市场价格的重要基础,要据此考虑换股收购应占总支出手段的多大比例,以免超出股东承受能力。



张大伟 制图

案例

国美永乐:一场股权“勾兑”的婚姻

□费国平

国美并购永乐是典型的换股并购案例。其收购方案为:每股永乐股份换0.3247股新国美股份及现金0.1736元,涉及收购金额总值为52.68亿港元,其中现金为4.09亿港元。

该方案有两点可以关注:一是国美未采用纯现金或纯换股方式收购。若采用纯现金收购的方式,一下拿出50多亿港元的现金对于市值150多亿港元的国美来说并非易事。即使能够筹措到资金,今后的经营也会面临巨大的债务压力与财务风险。此外,对于永乐的主要股东而言,也未必愿意放弃对于合并后公司的持股,因此现金收购对于双方而言都不是一个好方案。而另一方面,倘若国美不拿出一点真金白银以示诚意,恐怕也很难打动永乐其他小股东的心,最终会影响收购永乐90%以上股权目标的实现。因而换股为主加少量现金的方案成为较理想的选择。

二是此次收购的溢价程度。以永乐发布联合公告前的最后收市价2.05港元/股计算,此次国美收购溢价大约为9%,结合此后永乐发布的半年报

和永乐目前的股价,该溢价较为合理。对于国美而言,如何寻找合适定价,即让自己不用支付过高对价,又让绝大部分永乐股东能够接受要约也是一件煞费苦心的事情。

如果收购能够顺利完成,在新国美中,黄光裕的持股比例降为51%,陈晓实际控制的权益为12.5%。黄光裕在新公司中仍将牢牢占据控股股东地位,而陈晓虽为第二大股东,但已难对新国美的运作产生实质影响,这样的股权分布结果也是和并购前双方各自的实力基本一致的。

务风险。此外,对于永乐的主要股东而言,也未必愿意放弃对于合并后公司的持股,因此现金收购对于双方而言都不是一个好方案。而另一方面,倘若国美不拿出一点真金白银以示诚意,恐怕也很难打动永乐其他小股东的心,最终会影响收购永乐90%以上股权目标的实现。因而换股为主加少量现金的方案成为较理想的选择。

二是此次收购的溢价程度。以永乐发布联合公告前的最后收市价2.05港元/股计算,此次国美收购溢价大约为9%,结合此后永乐发布的半年报

商学院课堂

光伏神话是怎样炼成的

□施正荣

科技创业,就是要采取科学的态度来贯穿整个企业的运营。除了资金之外,做好一个企业必须把技术、市场、人才这几关。

技术可持续创新

尚德的优势在于技术。在国外14年,我对太阳能相关的材料、设备都很熟悉,这对回国创业、设计生产线有很大帮助。公司成立的那天起,研发中心就成立了。

技术的可持续发展决定了企业的可持续发展,尤其我们处于新能源行业,价格比传统能源高,只能通过技术创新不断降低成本、保持长期的竞争优势。例如,太阳能电池的转换效率取决于材料的好坏,做电池芯片的工艺等。如果转化率提高1%,成本就可以降低8%,而靠省劳动动力、原材料等只能降低1%到2%,所以只能依靠技术可持续创新。

王明夫:在把握换股数量的具体时点上,需要注意两方面的承受能力:一是并购公司的股权比例。换股会对原有股权比例产生很大影响,要明确自己能承受多大比例的股权稀释,以避免控制权旁落;二是要考虑市场对换股行动的承受能力。换股收购是否会导致每股收益下降,市场是否能够承受短期或长期的每股收益下降。同时,每股净资产值是支撑股票市场价格的重要基础,要据此考虑换股收购应占总支出手段的多大比例,以免超出股东承受能力。



们的技术,因为我们还会有更先进的技术。

市场理念创新

市场理念的创新,主要体现在对市场机遇的把握上。2002年10月,尚德开始投产。11月份,我们专攻国际市场,到2003年4月份,我们就把2003年可以制造的产品都卖光了。为了不丧失机遇,在第一条线刚刚投产的情况下我们就决定扩产。可是钱从哪来?600万美元的启动资金都花完了,都用于改造和引进设备了,没有一点流动资金,只好找银行贷款。这时,我意识到,要从科学家注重的转换效率变为抓住市场。我们最后改变了生产工艺,降低了投资成本,所以第二条生产线只花了1600万人民币就完成了,产能是第一条生产线的两倍。由于这条生产线的及时投产,抓住了2004年市场的黄金期,我们的销售额从2003年1.5亿元跃升至2004年的8亿元。2003年年底时,我们预

测到2004年市场会火爆,所以料到原材料供应会紧张。于是,我去德国拜访了一家以硅片为主营业务的上市公司的董事长。经过努力,在原材料供应最紧张的时候我们获取了两年的合同,我们现在又跟他们签了10年的合同,双方成为了很好的合作伙伴。

给人才施展的空间

人才非常重要,所有的事情都是人才做出来的,我们公司现在发展速度很快,越来越感觉到人才的难能可贵,尤其是和企业理念一致,有很强执行力的人才实在是太少了。

我们要吸引人才进来,一定要给他施展才能的空间。技术人才的管理是很难的,我想给他们方向就行了,具体怎么操作不一定管得很细,这个就是我们目前的管理方式。太阳能行业比较知名同时又是华裔的人士基本一半都被我们招来了,我们的管理团队都是国际化的团队。

我们做企业还要有胸怀,有一句话“你的心胸有多宽有多大”,有一定的道理。我们要以博大的胸怀容忍错误,人才的紧缺使你很难找到一个全才,但是可以看到每个人的优点,不足的地方可以让其他在这方面比较强的人来做,两个人合起来可能就能形成一个完人。(本文摘自无锡尚德董事长兼CEO施正荣先生在中欧管理论坛上的发言 吴琼整理)

商道

资本的责任与良知

福特所代表的资本的责任与良知,就是要提升公司雇员、提升美国人民的福利层次。这是需要中国企业主恶补的一课。



□王育琨

富士康事件以媒体和公司发表的联合声明而告一段落。然而,关于“血汗工厂”报道背后事实真相的解释仍是空白。不得不提的是,所谓“血汗工厂”的报道除了引发对中国企业劳动力成本比较优势一旦丧失后的忧虑外,富士康事件引出一个更为沉重的话题:资本的责任与良知。这个话题让我怀念亨利·福特。

亨利·福特是一位平民出身的资本家。与时下那些声称“只为富人造房”的中国开发商相反,支撑亨利·福特的是这样一个简单信念:制造一种为普通人设计的,买得起而又可靠的汽车。亨利·福特享誉世界的是三件事:1908年,生产出世界上第一辆T型车,彻底改变了美国人的生活方式;1913年,开发出了世界上第一条流水线,成为20世纪大规模生产的基础;1914年,首次向工人支付每天8小时5美元的工资,改变了美国工人的工作方式,推动培养了美国的中产阶级。前两件事人们耳熟能详,而第三件事常常被现代人们所遗忘。这恰恰也是展示亨利·福特这个商业领袖胸襟和境界最典型的事情。

1914年1月5日,福特汽车公司董事会通过决议,郑重宣布:“本公司将实现5美元工作日;任何合格的福特汽车厂的工人不论年龄,不分工种,都能领到他自己的份。”同时,公司废除了每天工作9小时制度,而代之以每天8小时三班倒制度。员工日薪高达5美元,这在当时是整个行业平均水平的两倍。亨利·福特的做法极大地触动了既得利益群体。许多工厂甚至福特汽车的股东批评亨利·福特,说他是为了赚钱在宣传自己,扰乱了市场秩序,破坏了商业的天条;少发工资才能多给资本和国家带来利润。而亨利·福特不为所动。他认为这种“天条”或积

习是应该改变的,企业的发展只有立基于增进工人福利,才能创造未来,低工资高工作量的企业注定是短命的。

当有人问福特:一个清洁工如何可以拿到那么高的工资?福特的回答是“较高收入可以鼓励他们积极主动地去收集地板上的小工具和零件,这样清洁工每天可以为我们所节省的远超过5美元。员工对工作投入的热情,绝对不可能通过强迫或压榨得到,而必须通过高于社会平均收入的切实好处,唤醒他们的合伙人意识。

亨利·福特认为,在工资中维持工人的简单开支,是很容易的;但是,这个工人是一个为国家作贡献的公民,或许他还是一个成家的人,也许他们已经有了孩子;将孩子培养成人的责任,必然要靠他所赚到的钱。这个国家的大部分人靠工资过活,一个国家的兴盛与这个国家人民生活水平有密切关系。作为领导者的雇主,应该具备的野心和自尊心是,付给工人的报酬应该比其同行业的雇主还要多。如此就会培养出工人的归属感和野心,他们会把自己当作工厂的一部分,他们自己和公司发展都靠他们努力工作。这样,一种合作伙伴关系,就会自然而然形成。确实,伙伴关系的分配,是福特工资制的真相。

福特所代表的资本的责任与良知,就是要不断提升员工的福利层次。这是需要中国企业主恶补的一课。“不能提高人民福利层次的工业体制是失败的,如此失败的工业体制对社会又会有什么利益呢?”亨利·福特100年前的这一问,依然让我们今天的企业主无地自容。倘若一个早已跻身世界500强的大公司,还仅仅以当地最低工资标准为已任,这样的大公司还有什么资本的责任和良知呢?

(作者曾任国务院发展研究中心研究员、世界银行顾问,现任首钢企业研究所所长)

本期策划:龚维松

商学院课程及论坛预告

中欧国际工商学院公司治理和董事会课程

课程简介:该课程由中欧国际工商学院与沃顿商学院联手推出,包括治理模式演变的大趋势和全球最佳实践、董事会治理和董事的职责、企业战略的精髓与董事会的角色、兼并与反兼并及董事职责、宏观体系上的政策难题和思路、企业层面的成功案例与经验、企业监控的财务基础和常见漏洞、股票期权与中国企业高管人员激励体系等项内容。

课程时间:2006年9月8日至11日
联系电话:021-28905197

长江商学院运营与供应链管理课程

课程简介:讲授改善制造、分销和服务等运营系统管理的理念和有效工具,围绕生产过程分析、库存管理、供应链管理、质量管理等课题,帮助学员掌握运营与供应链管理的核心内容。

课程时间:2006年9月15日至17日(北京)
2006年9月22日至24日(广州)
联系电话:010-85185017

清华大学时尚管理课程

课程简介:该课程由清华大学经济管理学院、法国时尚学院(IFM)和法国巴黎高等商学院(HEC Paris)联合开发。课程分为六个模块:全球化和创新、品牌管理、沟通和零售、时尚文化、价值链和商业模式、产品策略。

课程时间:2006年9月22日至2007年3月18日
联系电话:010-62772946

第二届中国健康产业高峰论坛

论坛简介:邀请中国政府高官与海内外专家学者、行业领袖共商中国医疗改革的希望之路。论坛的主题定为“面对不断攀升、日渐超出人们承受范围的医疗费用,该如何着力解决其背后隐含的宏观政策及制度问题,并从政府、学者、制药公司、医疗保险公司和医院等多种视角,探讨各种可供选择的解决方案”。

时间:2006年9月16日
地点:中欧国际工商学院石化厅
主办:中欧国际工商学院
电话:021-28905260