

看“猎食习性” 谋与外资共赢之道

站在本土企业的立场上看外资收购,除了要了解自身的“卖点”外,还必须研习外资的“猎食习性”。做到知己知彼,方能百战不殆。

□东方高圣 花正金

从上世纪90年代中期全国各地掀起招商引资热潮,到如今的外资收购遍地开花,10年时间不算长,但足以让我们驻足小结。我国10年的招商引资工作,无疑取得了巨大成功,众多企业取得了空前的大发展,但其中也不乏一些失败的案例和教训。

四年前,西北轴承与德国FAG公司合资成立了富安捷铁路轴承(宁夏)有限公司,当时,双方合资谈判进展得非常顺利,以至于被有些人说成“瞌睡”遇到了“枕头”。如此“两情相悦”的结合,如今看来却是一段失败的“婚姻”,究其原因,大致如下:一是西轴自身没有外方不可替代的技术壁垒或者生产组织能力,而这恰恰是外方的长处。二是西轴在上述先天劣势的情况下,在协议条款的自我保护方面做得不够,没能通过条款的约束使自身利益最大化。

外资收购的知己之道

西轴的交易失败,不仅是警醒,还需要我们静下心来对外资收购进行认真地分析研究,找出一套切实可行的办法,与外资共生并共赢。

本土企业在选择外资合作伙伴时,面临相当大的个体差异,这种差异表现在两个方面:一是投资专用性。投资专用性越高,与外资的互补性也就越强,外资进入的可替代性也就越小,就越有利于本土企业的自我保护;二是产品同质性。产品同质性越高,与外资的互补性越差,外资进入可替代性越高,本土企业的自我保护也就越难。下面我们将从产品的同质化程度和投资专用性作为两个向量,来界定外资在本土企业的渗透方式。

如图所示,外资渗透模式大致可以分为四类。从A到D,外资控制的程度不断加深。

在A象限,因为投资的专用性较高,因此外资一般会以战略合作的方式切入市场,战略性参股是常见手段,本土企业基本上能够保持独立运营状态;在B象限,投资的地理专用性依然非常高,外资在短期内不会抛开原有地方品牌,而是为各个品牌定义不同的市场位置,当然,其嫡系品牌必然居于高端市场,必要时会牺牲其他品牌为嫡系让路。另一方面,产品同质化要求外资采用集权化的管理模式,这样才能获得规模经济效益,因此组织替代势在必行,本土企业的运营独立性将大打折扣;

在C象限,产品个体差异导致在研发和推广上存在相当大的整合难度,因此保留本土企业的运营独立性是比较经济的选择。但投资专用性的降低为外资提供了统一品牌的机会;

在D象限,外资渗透往往是一步到位的,控股型收购的实质是消灭竞争对手,完全替代即市场驱逐战略。

本土企业根据以上模式对号入座,做到知己知彼,方能百战不殆。

外资收购的知彼之道

我们将收购资本的猎食方式分为四类。追击型:“猎食”成长行业的初创企业,这类资本一般为风险投资基金。风险投资基金一般通过大范围组合降低系统风险。除了获得“猎食”对象的控制权外,往往能够弥补目标企业的资源和能力短板。

便乘型:“猎食”成长行业的成熟型企业,即“搭便车”式的“猎食”方式。在新兴市场中,融

资渠道单一和过程复杂给予了收购基金良机。不同市场在企业估值方面的差异,会为收购基金赢得更大的盈利空间。此外,境外产业资本也会以此作为产业转移的突破口。

游击型:一般来讲,收购基金和风险投资基金的资源背景和盈利模式不尽相同,各自的地盘泾渭分明。但是,收购基金偶尔也会投资一些成熟市场中处于初创期的企业,但不会提供种子资金。

狙击型:“猎食”成熟行业的成熟型企业。成熟市场中存在大量价值被低估的企业。收购基金通过重新整合这些企业的业务结构、管理结构和治理结构,扮演着价值发现者的角色。此外,通过“斩首”拿下行业龙头,是境外产业资本惯用手法。

不同的“狩猎”方式在目标企业估值、控制权实现方式、价值实现方式以及套现方式上均有不同的表现。

外资收购面面观

下面我们通过几个历史案例,盘点外资收购的得失。

达能亚洲-光明乳业:收购市盈率较高,收购市净率中等,表明收购方对目标企业未来收益预期高,而不太关注当前的资产和业务状况。达能与光明乳业之间是“品牌互补+组织替代”关系。此后,达能进一步增持光明乳业,显示了其绝对控股的意图。该案例是外资收购中典型的狙击模式。

苏纽-重庆啤酒:收购市盈率和收购市净率极高,这是外资收购狙击模式的又一个典型案例。与达能参股光明不同的是,啤酒行业的同质化程度更高且地方割据更严重。此后,AB全面

收购哈啤,英特布鲁全面收购雪津,一再印证了高溢价模式的合理性。

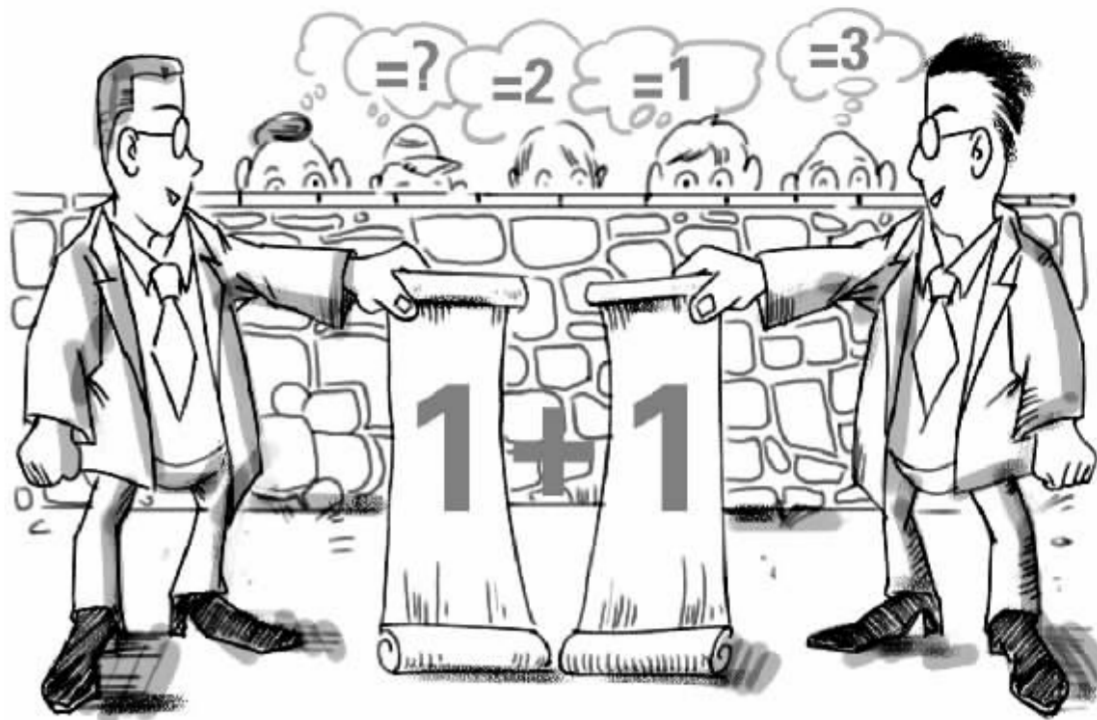
新桥资本-深发展:高收购市盈率,低收购市净率,说明收购方对目标企业未来收益预期远高于当前的资产和业务状况。金融业在内地依然存在较严格的管制,但外资对中国银行业的期许是此次收购的最大卖点。这是一起比较典型的游击式收购。

米塔尔-华菱管线:收购市盈率和收购市净率均低。说明收购方对目标企业未来收益预期和当前资产状况的评价并不高。这是一起游击式收购案例。作为登陆中国钢铁市场的桥头堡,米塔尔更像是以风险投资的思路来参股。实际上,米塔尔初衷为获得控制权,只不过因《国家钢铁产业政策》出台,才被迫改弦更张。

帝斯曼-华北制药:高收购市盈率,低收购市净率。说明收购方对目标企业未来收益预期远高于对当前资产状况的评价。这是一起狙击式收购。帝斯曼付出的高溢价包含了其对华药控制权的预期。

摩根斯坦利-海螺水泥:收购市盈率和收购市净率均低。这是一起便乘式收购。虽然水泥行业的成长性不高,但中国水泥集中度过低的特点,使其面临巨大的行业整合机会。此外,水泥行业的运营半径仅为300公里到500公里。因此,区域和全国龙头企业未来的成长空间还是很大的。摩根斯坦利等金融资本以较低价格达成交易,很大程度上与其持股比例非常低有关系。反过来讲,海螺以较高的融资成本为代价,规避了丧失主导权的风险。

收购方	行业	被收购方	收购前每股收益(元)	收购前每股净资产(元)	收购前每股市价(元)	每股收购价格(元)	收购市盈率	收购市净率
达能亚洲	饮品	光明乳业	0.35	2.42	12.9	4.83	13.8	1.99
苏纽	饮品	重庆啤酒	0.2	3.49	13.59	10.5	52.5	3.01
新桥资本	收购基金	深发展	0.16	2.04	9.33	3.55	22.18	1.74
米塔尔	钢铁	华菱管线	0.57	3.78	4.22	4.31	7.56	1.14
帝斯曼	医药	华北制药	0.08	1.99	2.33	3.55	44.37	1.78
摩根斯坦利	投资银行	海螺水泥	0.8	4.35	9.58	6.8	8.5	1.56
阿塞洛	钢铁	莱钢股份	0.8	5.05	5.37	5.88	7.35	1.16



张大伟 漫画

前车之鉴:FAG 并购西轴

□本报记者 王原

回忆难堪的过去,总是不甚愉快。但为了清楚描述一场发生在西北宁夏地区的“重要案例”,我们不得不从过往信息中寻找清晰的脉络。

2001年12月18日,西北轴承与德国FAG公司(FAG在2002年并入舍弗勒集团)签署协议,合资组建宁夏西北富安捷铁路轴承有限公司。公告显示,FAG以技术、专有技术和现金出资434.52万欧元,占注册资本的51%;西北轴承以机器设备、厂房、办公用房和土地使用权出资417.48万欧元,占注册资本的49%。

按照最初的表述,双方走到一起的原因也非常理性。如西北轴承表示,合资将有利于提高铁路货车轴承的技术水平和产品质量,适应提速的迫切要求,发展宁夏经济。而FAG公司则明确表示意在在中国铁路轴承市场,借道于西北轴承的行业资质,尤其是西北轴承在铁路货车轴承领域的领先性。然而,合资之后

富安捷就出现了连续两年的亏损,使双方的合作出现了巨大的危机。

外方将亏损的主要原因归为钢材成本上涨了80%以上,并表示合资企业产品的初加工(锻件和车件)成本掌握在西北轴承方面,而产品价格由铁道部指定,合资公司两头均无法影响。而西北轴承则表示,在钢材涨价的情况下,富安捷公司保证盈利应该是不成问题的。

亏损原因既然说不到一起,那么合作的前途自然黯淡无光。很快,外方提出合资公司要么由中方收回,要么由德方独资的建议,但西北轴承当时正处于资金困难时期,最终实际上只有一种可能。

2003年12月17日,西北轴承与FAG签署协议,以人民币2787万元的价格将持有合资公司的49%股权转让给德方,合资终止。

分手后的结果成为各方热评的佐料:根据解除合资后的约定,西北轴承及其关联企业则不得在铁路货车轴承业务方

面与FAG及其关联企业直接竞争。但事实上,铁路轴承正是西北轴承合资的王牌,也是其在中国境内相当有影响的拳头产品。

故事并未就此结束。关于双方“二次合作”消息一时满城风雨。

面对媒体采访,FAG曾表示,在铁路轴承项目合资失败之后,公司没有与西北轴承进行二次合资的意向,更没有明确在石油机械特大型轴承产品上进行合资。然而,西北轴承相关方面却表示,就在终止铁路轴承合作的当月,FAG提出同西北轴承就大型和重型轴承业务进行合作。但此时的西北轴承要求对方全面合资,不能像铁路轴承那样以利润丰厚的部分产品进行合资,而应该是全面合资。因为再失去一个主导产品,将会给西北轴承带来灭顶之灾。

就这样,一场轰轰烈烈的合资走到了终点。而在外资并购热潮来袭的今日,旧事重提或许对于计划引入外资的企业仍有一定借鉴意义。

限制性股票将取代股票期权?

——沃顿教授剖析美国新会计准则对高管薪酬机制的影响

美国财务会计标准委员会(FASB)今年启动的一项新准则要求上市公司把给予公司高管及雇员的股票期权纳入会计费用项目。在新近一篇题为《会计制度对高管薪酬式股权激励的影响》的论文中,沃顿商学院会计学教授玛丽·埃伦·卡特预言,高管薪酬体系将会面临一场变革,股票将最终取代期权成为高管薪酬方式的新宠。

“随着财务报表对股票期权的披露,操纵账面利润的空子被堵住,受股票期权费用化制约的企业将再也无法暗渡陈仓——掩盖任何形式的股权激励的成本。”卡特在文中说道。“我们发现新会计准则出台之前,由于期权不会影响账面利润,因此企业发放的期权比重较大。新会计准则的实施使得财务报表中空可钻,因此高管薪酬结构中期权的比重将会缩小,而限制性股票的比重将会增加。”

微软取消股票期权的背后

去年FASB新会计准则开始生效,要求上市公司将给予公司高管及雇员的股票期权纳入会计费用项目,并从2005年6月15日起遵循新准则编制财务报表。而对于大多数采用日历年制作为会计年度的公司,必须在2006年3月31日之前将期权费用化。

按照原来的会计准则,公司

发行股票期权并不需要披露“期权的公允价值”——即不需要将期权计入费用,从而使企业财务报表中的利润项目高估。而那些以向员工发放奖金或限制性股票为主的,却必须按照会计准则要求在财务报表中计入相应的成本或费用,从而减少了公司年末的盈利数字。

FASB最早提出修改会计准则的建议是在1991年,当时反对的呼声异常高涨,尤其是高科技公司和新兴企业,因为股票期权是他们吸引人才和鼓励员工的一大法宝,能够克服公司在创业初期资金紧张的问题。在互联网经济繁荣时期,作为薪酬激励的股票期权大行其道。据美国雇员股权中心统计,截至2002年,共有近1000万名员工拥有股票期权。

由于公司声称将股票期权费用化会对股票价格产生不良影响。于是在上世纪九十年代初,一场激烈的唇枪舌剑之后,FASB被迫做出了让步,但同时出台了一个折衷的准则,即SFAS123,其中规定企业必须在财务报表的附注中或代理权公告中披露发放的股票期权及其公允价值。

然而十年之后——在后安然时代,警钟依旧长鸣,国际大公司丑闻接踵而至,不正当、不道德的会计操纵行为仍未绝迹,警醒的FASB重新将股票期权

费用化提到日程之上。那些步安然后尘的公司如环球电讯与世界通公司都无一例外地成了贪婪的代名词,公司的败落让每一双关注的眼睛都看到了庐山真面目;持有大量股票期权的公司高

在股票期权的起源地美国,因一项新会计准则的实施,上市公司的薪酬机制正在面临一场变革,这对国内正处于试水阶段的股票激励而言,或许有一定借鉴意义。

管人为地抬高股票价格以谋取私利。

很多公司为了表明自己坚决与那些做假账的公司划清界限,纷纷开始自觉自愿地在代理权公告中将期权费用化,进而证明公司财务合理合法。2002年,包括通用电气、第一银行、可口可乐、华盛顿邮报、宝洁以及通

用汽车在内的多家公司正式对外宣布将把期权计入费用,另外一些公司如微软,则宣布他们已经开始取消所有作为薪酬激励的股票期权。

随后在2004年初,FASB出台了有关期权费用化的财务会计准则第123号文(修订)即SFAS 123(R)。

高管薪酬结构之变

卡特和同事对6242位高管的薪酬结构进行了研究,时间跨度从1995年到2001年,相关信息来源于ExecuCOMP(美国公司高级经理人薪资数据库,包括标准普尔1500家大公司)。

卡特指出:“我们发现,那些比较关注财务报告中的利润的公司会在股权激励中使用较多的股票期权,这是因为期权不计入成本。而一旦公司开始将股票期权费用化,他们就会将目光转向限制性股票。”

“我们研究了实施期权费用化后高管薪酬结构发生的变化”,卡特说:“我们发现期权费用化之后,公司减少了薪酬中期权的比重,转而增加了限制性股票的比重。例如,卡特发现期权费用化之前,上述206家被研究对象中有88.7%的公司都向高管发放期权作为薪酬奖励;在期权费用化的第一年,发放期权的公司就减少了18.6%,降至68.9%;在期权费用化的第二年,

发放期权的公司进一步减少到64.3%,总降幅为23.7%。相比之下,发放限制性股票的公司从期权费用化之前的42.8%增加到期权费用化之后的55%,增幅达到12.2%。”

以一则公司的代理权公告为例:自由房地产信托公司(Liberty Property Trust)代理权公告(2004年3月26日提交备案)显示,在设计2003年长期激励性薪酬时,薪酬委员会沿用了2002年的做法,即提高限制性股票的比重同时减少期权的使用。自由房地产信托做出上述调整,部分原因是公司决定从2003年开始将发放的期权计入费用。此外,增加限制性股票的比重可减少因授予期权而引起股权收益减损的潜在影响。该调整旨在为公司指定的高管(Named Executive Officers)提供得当的长期激励性薪酬,既具有竞争优势,又与股东利益挂钩。说明了公司正在减少高管薪酬结构中中期权的比重,转而增加限制性股票。

卡特认为,“期权比重正在减少而限制性股票正在增加的事实,不仅表明了这些公司正在转向限制性股票以建立长期的业绩奖励机制,而且暗示了高管薪酬可能会随着新准则SFAS 123(R)的生效而面临一场变革。尽管期权也许仍然受到企业的推崇,然而它在高管薪酬结构中

所占的份量可能会受制于期权费用化的制度。”

然而,卡特以及其他许多研究期权费用化的人士都承认,股票期权比重下降是FASB新标准“无意造成的后果”。因为金融市场呈现出比较乐观的态势,期权费用化的新会计准则实际上并没有导致公司股票价格大幅下跌——这也是新准则的反对者曾经所担心的。据《商业周刊》报道,2004年薪酬咨询公司韬睿对335家自愿将期权计入费用的公司进行了研究,结果显示期权费用化并没有影响这些公司的股票价格。

“其实期权费用化本来不会对公司股价造成什么影响”,卡特说:“期权的价值以前就在财务报表的附注中有所披露,而上市公司的股票估价本来就包含了所有披露的信息,这是任何坚决讲究市场效率的人都很清楚的。而上市公司纷纷削减高管薪酬中期权的比重,就是因为他们认定期权费用化将会影响股价,其实本不该如此。”

本文经宾夕法尼亚大学沃顿商学院下属的“沃顿知识在线”(http://www.knowl-edgeatwharton.com)独家授权刊登。



商学院链接

清华大学中小企业工商管理研究生课程进修班

课程简介:由国家发展改革委委托清华大学举办,以此带动和推进“国家中小企业银河培训工程”工作。

通过系统学习管理知识,进一步提高中小企业核心领导的管理水平,进而提高企业在国际上的地位和竞争力,促进中小企业健康发展。

课程时间:2006年12月至2007年11月
联系电话:010-62792367

中欧国际工商学院市场营销论坛

主讲人:分众传媒控股有限公司首席执行官江南春

超女营销总策划、尚禾互动有限娱乐公司董事长孙隽

浙江苏泊尔炊具股份有限公司董事长苏显泽
时间:2006年12月16日

地点:中欧上海校区三教115教室