

上市公司兼并收购创新企业的双赢机制分析

田增瑞 余海燕 司春林

(复旦大学管理学院 上海 200433)

摘要 本文以全新的视角,从兼并和收购创新企业是上市公司新利润增长点的重要来源、上市公司的融资能力和中国创业投资的退出困境等方面入手进行论证,提出上市公司兼并和收购创新企业对二者来说是一种双赢机制,也是目前中国创业投资退出机制的现实选择。

关键词 创业投资 创新企业 退出机制 上市公司 并购 [中图分类号] F2

由于中国的资本市场不成熟,二板市场推出受阻,导致中国创业投资不能形成良性循环。研究中国创业投资退出的现实选择,使创业资本能形成良性循环,不但有着重要的理论意义,而且是中国建立创业投资退出机制的现实要求。

随着创业投资在中国的发展,关于中国创业投资退出机制的研究,中国学者进行过大量研究。唐斌斌、周寄中经过案例分析,总结了中国民营高科技企业与上市公司之间兼并收购的5种主要模式,对中国创业投资通过兼并收购的退出机制进行了研究^[2]。刘葆探讨了创业资本与上市公司“壳”的结合,指出这种退出机制不仅使绩差上市公司重获新生,同时又有利于创业资本获得增值和投资收益,实现双赢^[3]。孙正富结合中国实际,论证了公司并购应是中国目前创业资本退出的主要方式^[4]。王维周从中国实际情况出发,论述了如何利用产权市场来让创业投资成功退出^[5]。张朝辉通过对创业投资正常的IPO、股权转让和清算的3种途径分析,重点阐述了创业投资的退出途径——并购^[6]。上述文献均是本文分析的基础。

一、创业资本退出的激励特性分析

创业投资投入的虽然是权益资本,但他们的目的不是为了长期控制创新企业,而是为了快速有效地从创新企业退出已经增值了的资本,这就决定了退出在整个创业投资过程中的核心地位^[1]。创业资本退出既然是整个创业投资运作的核心阶段,就关系到创业投融资过程的成败。创业投资者作为一种买方金融,虽然在创新企业中占有相当一部分股权,但他们投资的目的却不是长期控股,而是成功地从创新企业中退出,以达到其投资收益回收的目的。他们承诺在一定时间以一定方式结束对创新企业的投资与管理,收回现金或流动性证券,给资本提供者以超额投资回报。

创业投资者以其金融资本和非金融资本作为双重投入,通过价值增值活动为企业实现市场增值后出让所持有股份,获得超额回报,作为其伴随创新企业走过最具风险的阶段、同时也是最富有“溢出效益”的阶段所应获得的报酬。事实上,也正是创业投资的高收益率吸引着越来越多的资本进入创业投资行业。Compers和Lerner发现创业投资者的绩效影响着创业资本的募集,高的资本回报率将导

致新资金更高的资本承诺。投资退出是维持创业投资者继续参与资本市场、将资本再投入到新创新企业中去动力^[7]。创业投资的一个重要特点是资本和投资活动的周期流动性,创业投资者以资金和管理作为其投入,在收获季节以股份出让获得资本增值收益,然后再将增值资本投入到新的创业项目中去。通过上市或进入股权交易市场使创业资本成功退出是整个创业投资循环过程不可缺少的一环。

二、中国创业投资退出途径的比较分析

创业投资能否良性发展,关键取决于是否有灵活、通畅的退出渠道。创业投资的退出方式包括首次公开上市(IPO)、兼并收购(M&A)、清算等,在条件许可的情况下,创业资本一般都比较倾向于选择以IPO方式退出,因为IPO是创业资本收益最高也是最有吸引力的一种方式。通过二板市场退出(IPO)的创业投资是所有创业投资项目中最成功的,因而最耀眼夺目。在美国,大约有30%的创业投资是采取IPO方式退出的,也是最成功的。美国英特尔公司的创业投资机构1999年对中国亚信公司投入创业资本2500万美元,2000年亚信在NASDAQ成功上市,英特尔的创业资本增值至4亿美元,投资回报达16倍;美国红杉树创业投资公司在1996年对现在著名的网络公司——雅虎投资100万美元,雅虎在NASDAQ上市后,2001年红杉树的这一投资回报增至40亿美元,达4000倍。以IPO方式退出,近乎创造了创业资本获得巨额投资回报的神话^[8]。

尽管IPO是创业投资收益最高的退出方式,但是基于以下的分析,我们认为目前在中国以IPO方式的退出并不切实可行,M&A倒是目前中国创业投资退出最具操作性的渠道。

第一,由于国外创业板持续低迷的残酷现实,以及各种不确定因素交织在一起,使得中国创业板的推出变得飘忽不定、难以捉摸。迄今为止,比较成功的只有一个半市场(一个是指美国的NASDAQ市场,半个是指中国台湾的OTC市场),而失败的例子则俯拾皆是。在香港,创业板启动时,其指数为1000点,但现在已经跌下了300多点。在欧洲,80年代各主要证券市场都曾在主板基础上设立过二板市场,但相继失败。在日本、韩国,也推出了二板市场,但效果都不十分理想。考察美国和台湾的二板市场,可以发现有一系列使得二板市场能够成功运作的

深层次原因: (1) 人均资本水平较高, 在正常项目收益递减规律的作用下, 众多的资本必须寻求预期市场回报率高的项目; (2) 上市企业行业分布比较均匀, 涉及领域比较广泛, 市场的系统性风险较低; (3) 科研水平较强, 能够市场化的科研成果众多等^[9]。这些成功的因素在中国内地都还不具备, 如果要实现创业投资的 IPO 退出, 二板市场的有效运作则是首当其冲要考虑的问题。同时有人担心, 主板市场暴露出的庄家操纵市场等风险问题, 在创业板市场上也可能发生。因为从目前所获得的信息来看, 创业板市场运作规则与沪深主板市场相比, 除了上市条件有所放松外, 最主要的交易方式与主板市场几乎完全一样, 因此, 现在股市的一些不良风气自然会延伸到创业板市场中来。再加上创业板市场的不少公司上市时赢利能力可能极其一般, 现在的相关法规、政策都不是很完善, 如何加强对创业板市场过度投机的监管和控制是个很现实的问题。

第二, 即使在不久的将来二板市场在中国成功推出, 但是二板市场的特殊服务对象定位限制了只有创业投资中的佼佼者才有上市的机会, 绝大部分的创新企业将难以实现 IPO 方式的退出。同时创业投资的高风险、诸多不确定因素也决定了 IPO 不能成为主要的退出方式。广为业界熟悉的“大拇指法则”就说明大约有 6 成左右的创新企业根本就没有上市机会。再者, 即将设立的二板市场在短期内的市场规模较小, 也难以成为中国创业投资的主要退出方式。在 2000 年, 中国证监会曾要求全国 20 多家具有主承销资格的证券商, 汇报手中掌握的欲在二板上市的创新企业名单, 经初步统计就接近 2 000 家, 是当时沪深主板上市公司的总和。而沪深主板是经过近 10 年的发展, 才达到当时的规模。相对于要寻求二板上市的创新企业的数量来说, 二板市场的规模在短期内远远不能满足大多数企业实现 IPO 退出的要求。另外二板市场的上市标准、较高的上市成本以及繁杂的上市程序也限制了部分创新企业的上市意愿, 必将导致一大批创新企业选择非 IPO 方式的退出途径。

第三, 考察发达国家的二板市场还可以发现, 二板市场并未成为创业投资退出的最主要渠道。从整个世界范围来看, 创业投资选择二板市场退出的比率仅占 30%, 其中台湾 OTC 市场最高, 约占 40%; 美国次之, 约 30%, 其它市场则大多在 20% 以下。而兼并收购 (M&A) 作为创业投资退出的另一途径, 倒是随着国际上第五次兼并浪潮的发展, 越来越显示出其重要性, 已逐渐成为操作性较强的退出方式之一。即使有了创业板, 兼并收购依旧是创业资本退出和创新企业融资的主要方式。对于支持创新企业的创业投资者来说, 公司并购方式退出的回报率虽然不如 IPO 方式获取的报酬丰厚, 但至少也可以得到几倍以上的回报, 而且创业投资者可以从创新企业中快速、完全地退出, 并立即收回现金或可流通证券, 成本、风险较 IPO 方式低得多, 所以近年来 M&A 成为了最受欢迎的退出方式。尽管原则上 IPO 是优先考虑的退出途径, 但在现实中 M&A 是使用最广泛的形式, 只要创新企业的未来投资收益的净现值比其市场价值高, 就可以考虑并购。近年来, 随着欧美第五次并购浪潮的发展, 并购在

创业资本退出方式中占据着越来越大的比重, 而与此相反, 所有成功的创新企业中公开上市的比例呈逐年下降的态势。德国以管理者回购 (MBO) 方式退出创业资本的比例高达 57%、商业出售退出的比例为 31%、次级收购的比例为 3%, 并购方式退出的比例合计为 91%, 而 IPO 方式的比例仅为 9%。美国 1997 年以 M&A 方式退出创业资本的比例为 70%, IPO 方式为 30%; 1998 年 M&A 的比例为 75%, 而 IPO 的比例为 25%。1991~1995 年间, 英国 M&A 的比例为 30%; 而葡萄牙 M&A 的比例则高达 76%^[8]。由此可见, 以并购方式退出创业资本是各国创业投资者所普遍选择的手段。

在中国创业板市场迟迟未开的情况下, 鼓励国内创新企业赴境外二板市场上市又势必要增加更多的成本和风险因素, 因此作为创业资本有效的退出途径, 兼并收购的退出方式更具有现实意义, 它可以促使创业投资实现良性循环, 从而打破创业投资停滞徘徊的局面。

三、创新企业的融资困境及融资需求变化分析

创新企业为新兴的、具有高技术含量、能够迅速发展和具有巨大竞争力的小企业。创新企业在开创期, 受企业自身因素的限制 (如在技术、市场方面的高不确定性, 无可抵押的实物资产等), 很难从外部筹集到创业资金, 因此创业者个人存款和亲朋好友的资金成为主要资金来源, 此外, 还有一小部分资金来源于政府拨款、银行借贷和创业资本。而这些资金来源中, 银行机构贷款条件相对比较苛刻, 政府拨款数量有限, 创业投资公司大多具有政府背景, 由此造成中国创新企业的创业资金来源大都有局限性、拓展空间小。在创新企业进入成长期和成熟期之后, 其融资状况仍得不到很好的改善, 没有吸引更多的外部资金, 使得许多具有良好市场前景和重要经济价值产品的创新企业, 因没有足够的资金难以上规模、实现产业化。资金问题严重影响了中国创新企业的正常发展, 而创新企业的发展状况又反过来影响初创企业的融资, 从而使中国创新企业难以走上良性循环的发展道路^[10]。

1. 创新企业的融资困境分析

创新企业具有高风险, 使得融资特别困难。融资难是创新企业发展的基本障碍。主要有以下的制约因素。

第一, 由于自有资本金少, 经营风险较大, 缺少足够的不动产作为信贷抵押, 加之很难找到有实力的大企业作担保人, 因而很难获得银行贷款。

第二, 中国缺乏向创新企业融资倾斜的金融政策。近年来, 国有银行信贷管理政策日益严格, 信贷结构调整步伐加快, 增量贷款普遍要求投向 AA 级以上企业。创新企业受资产规模、竞争实力等约束, 难以获得 AA 以上的资信评级, 外源融资困难。

第三, 缺少在资本市场直接融资的途径。创业板市场迟迟不开, 创投行业就失去了重要的退出渠道, 而通过上市实现资本增值在目前是不可能的。

第四, 债券融资是现代企业进行外源融资的重

要渠道。在中国,企业债券发行受到政府的严格控制:国家财政部门每年根据宏观经济运行情况、财政和货币政策及产业发展的需要,确定当年企业债券的发行规模,并具体分配到各地、各部门;人民银行批准债券发行的期限、品种和利率;证监会审查债券是否符合上市交易的资格,做出是否允许其在交易所上市交易的审批决定。在“三驾马车”的管理体制下,各地一般都优先推荐大企业争取发债资格,创新企业通过债券融资困难重重。

第五,尽管创业投资机构日益增多,给广大中国创新企业带来新的机会,但是创业投资机构真正投入创新企业的资金还为数很少。

目前,中国每年都有数百万的新企业诞生,但又有大量的创新企业倒关闭门,其中90%以上失败的原因主要是资金周转不灵。融资困境已成为中国创新企业发展的基本瓶颈,严重影响了创新企业的扩张发展、技术升级和社会资源的配置效率。

2. 创新企业的优势及融资需求变化分析

创新企业身处激励竞争的环境之中,必须培养出各自的创新精神,以开发出好的产品、开拓新的市场、提高创新水平和有效地管理企业。创新企业是经济发展中一支最为活跃的力量,在中国国有企业经营困难、整体发展尚未恢复景气的大环境中,创新企业起着经济增长引擎的作用^[1]。创新企业有其现实的优势:技术先进,机制灵活。创新企业是新的生产力的代表,具有巨大的发展潜力与赢利空间,有些甚至可引发某些领域的巨大变革,形成新的产业群。这是创新企业的潜在优势。创新企业的劣势在于缺乏经营信用记录,缺乏融资渠道。要使潜在优势发挥出来,必须克服资金方面的劣势。

当创新企业发展到一定程度和规模,创业资本就不再是创新企业资金来源的最优选择。一方面是由于创业资本市场的规模小,不能满足创新企业发展的需求,另一方面是由于创业资本的融资成本过高,因此在创新企业发展到一定阶段时需要创业资本退出,以寻求更好的融资来源。由于二板市场还不能成为创新企业的资金来源渠道,因而对于创业资本退出和创新企业融资来说,大企业特别是上市公司用充裕的资金兼并收购创新企业,就意味着以其强大的资金优势支持创新企业的发展,并从中得到回报。由上市公司兼并收购创新企业从而使创业资本退出,不仅解决了创新企业融资的问题,并且为创新企业提供了发展空间。

四、兼并收购创新企业是上市公司新利润增长点的重要来源

上市公司白皮书指出:在股市、银行存款、国债3种投资方式中,股市的投资价值是最低的。2001年,沪深两市的体体现金回报率(即流通A、B股现金分红总额/流通市值)为1.03%,大大低于目前1.98%的一年期银行存款利率和2.22%的国债利率。在不考虑二级市场资本利得和利息所得税的情况下,一个投资者如果把投入股市的10000元的资金存入银行和购买国债,那么理论上他将增加95元和119元的资金收益。从现金分红来说,2001年上

市公司分红派现的面虽然远较往年为高,但现金分红比例较低,即使在对银行存款利率扣除利息所得税以后来计算,上市公司的体体现金回报率也不可能接近甚至超过同期的银行存款利率。在投资回报率方面,中国具有投资价值的上市公司少之又少。

中国上市公司投资价值不高,最根本的问题在于其资产质量不高、上市业绩往往下滑。2001年,除纵横国际、内蒙宏峰以外,已披露年报的1173家上市公司的加权平均每股收益为0.1369元,比上年下降21.94%;净资产收益率及每股净资产的加权平均值分别为5.5631%和2.4612元,同比下降幅度达20.01%和2.42%;与此同时,亏损公司家数也急剧上升。据统计,2002年共有150家上市公司出现亏损,比上年增加近60%。更为值得注意的是,据对1992年到2001年上市公司(A股)业绩的统计数据,10年来上市公司业绩总体上处于下降通道,且有继续加快下滑的趋势。统计显示,1992年以来,沪深两市所有上市公司每股收益和净资产收益率平均值均呈下降趋势,从1992年的0.419元和19.733%分别下降到2001年的0.1369元和5.5631%,下降幅度高达67.33%和71.81%。

上市公司有资金优势;而利润下滑是资产质量差的反映,这是劣势。改进资产质量的途径是从外部引进优良资产,完成从传统企业向高科技产业的转型;而兼并收购高科技创新企业和公司资产重组的方式,是在短期内提高上市公司业绩、寻求新利润增长点的首选。这已被无数成功案例所证实。上市公司与创新企业具有明显的互补性:上市公司具有连续融资的便利条件,对兼并收购创新企业有充足的资金保证,能实现创新投资的成功退出;而创新企业具有高成长性和业绩优良的特性,能满足上市公司寻找新利润增长点的要求。上市公司兼并创新企业,不仅可以支持创新企业发展、解决创新企业融资困难的问题,而且可为上市公司的利润增长提供新的机会。

结论:中国二板市场设立的不确定性,导致中国创业投资退出困难,并使创业投资陷入徘徊;对于发展到一定程度和规模的创新企业,创业资本已不再是创新企业资金来源的最优选择,而是需要创业资本退出,以寻求更好的融资来源;大企业特别是上市公司具有充裕的资金,又需要寻找新的利润增长点;鉴于上述3方面原因,在目前中国二板市场迟迟未开的情况下,作为创业资本有效的退出途径,上市公司并购创新企业更具有特殊意义;上市公司兼并创新企业是上市公司和创新企业发展的双赢选择,也是中国创业投资退出的现实选择,可以促进创业投资在一定程度上的良性循环,从而打破创业投资停滞徘徊的局面。

参考文献

- [1] 司春林,方曙红,田增瑞. 创业投资[M]. 上海:上海财经大学出版社,2003
- [2] 唐斌斌,周寄中. 我国风险投资通过兼并收购退出的研究[J]. 科研管理,2000,(9)
- [3] 孙正富. 公司并购是目前风险资本退出的首要方式[J]. 华东经济管理,2001,(10)

(下转第50页)

在已经形成了一门新兴学科。通过对各个国家各方面实力进行综合的分析和测算、评估,以此确定各国实力的排列顺序;通过分析各国社会发展水平,进而研究各国的发展战略。这就是综合国力学科的任务。经历了“二战”和冷战的长期对峙以后,人们开始感到在国力竞争中只突出军事力量的竞争是不够的,应该重视国家和社会的全面发展。于是,综合国力的研究开始兴盛起来。综合国力就是一个主权国家的生存力、发展力与国际影响力的合力,它在一定程度上反映了国家的经济与社会发展水平。^[21]

对于以综合国力为国家安全的支撑的观点,学术界也有不同的看法。有人认为:国家的综合国力只有在无限和全面的总体战争中才能发挥作用,而经验表明,往往正是局部战争的失败才导致国家的失败;打赢局部战争的关键并不是综合国力而是军事技术以及由军事技术决定的军事指挥艺术,因此,中国现在必须迅速加大国防与军事力量的建设。对于这种观点,笔者有不同的看法。这种观点不仅忽略了综合国力的全面性,也忽视了现代战争模式的变革,并把综合国力与军事实力不恰当地对立起来。特别需要指出的是,这种观点还忽视了一个更重要的问题——国民经济动员。

国民经济动员就是国家调动社会经济资源潜力和社会的物力、财力应对紧急事态的活动^[22]。这种紧急事态既包括战争,也包括重大自然灾害和各种突发事件。抗美援朝、98抗洪、抗击“非典”,就是3个典型的紧急事态实例,也是国民经济动员在保障国家安全方面发挥作用的3个类型。通过对这3个实例的解剖,我们就可以明白综合国力是如何通过动员来发挥其保障国家安全的重大作用的。

如果我们在综合国力和国家安全之间划上一条鸿沟,使两者之间“虽鸡犬之声相闻,老死不相往来”,然后再拿着放大镜满世界找用什么来保障国家安全,那不仅是糊涂,甚至是迂腐。

幸好,综合国力与国家安全方面的渠道是通畅的,那就是我国多年以来建立的国民经济动员体系。通过动员机制,可以使综合国力的能量定向释放,发挥其保障国家安全的作用。有了动员的渠道,就可以用综合国力来保障国家安全;当国家安全受到威胁的时候,就可以打一场经济上的全民战争。不仅抗美援朝如此,抗击“非典”亦如此。正是在这个意义上,我们说国民经济动员可以强化保障国家安全的物质基础和技术基础,它是保障国家安全物质需求的基本手段,是在非常时期稳定经济秩序的必要措施,是维护国家安全的战略威慑力量,是调节经济发展和国防建设的功能性环节。

综合国力决定国民经济动员能力。国民经济动员能力的大小及国民经济动员实施的成败,最终取决于国家综合国力的强弱。

增强综合国力,构筑国家安全的坚实基础,这是国民经济动员工作的神圣使命。在全面建设小康社会的征途上,国民经济动员任重道远。

参考文献

- [1] 马维野. 试论全球化时代的国家安全观. 国家安全, 2003, (5)
- [2] 金锄主编. 国家安全论. 北京: 中国友谊出版公司, 2002, 7
- [3] 赵秉志. 危害国家安全罪. 北京: 中国人民公安大学出版社, 1999, 22
- [4] 中国军事大百科全书·军事学术 I. 北京: 军事科学出版社, 1997, 144
- [5] 吴亚非主编. 国防知识教程. 北京: 国防大学出版社, 1999, 12
- [6] 中国大百科全书图文数据光盘·哲学卷(W5-04). 北京: 中国大百科全书出版社, 1999
- [7] 中国大百科全书图文数据光盘·经济学卷(W5-04). 北京: 中国大百科全书出版社, 1999
- [8] 中国大百科全书图文数据光盘·政治学卷(W5-05). 北京: 中国大百科全书出版社, 1999
- [9] 中国大百科全书图文数据光盘·地理学卷(W5-16). 北京: 中国大百科全书出版社, 1999
- [10] 列宁选集, 第3卷. 北京: 人民出版社, 1995, 118
- [11] [英] 伊恩·布朗利. 国际公法原理. 北京: 法律出版社, 2003, 82
- [12] [美] 迈克尔·T·克莱尔著. 资源战争——全球冲突的新场景. 上海: 上海译文出版社, 2002
- [13] 国务院新闻办公室. 2002年中国的国防(白皮书). 人民日报, 2002-12-10
- [14] 金锄主编. 国家安全论. 北京: 中国友谊出版公司, 2002, 28
- [15] 鲍遂献, 雷东生. 危害公共安全罪. 北京: 中国人民公安大学出版社, 1999
- [16] 雷家骥主编. 国家经济安全导论. 西安: 陕西人民出版社, 2000
- [17] [前苏联] B. K. 先恰戈夫主编. 经济安全——生产·财政·银行(中文版). 北京: 中国税务出版社, 2003
- [18] 中共中央、国务院关于进一步加强社会治安综合治理的意见. 人民日报, 2001-11-19
- [19] 曲格平. 生态环境: 国家安全的热门话题. 国际市场导刊, 2002, (8)
- [20] 孙钱章主编. 领导者突发事件处理实务. 北京: 华龄出版社, 2002
- [21] 李方主编. 中国综合国力论. 合肥: 安徽科学技术出版社, 2002
- [22] 陈德第. 新时期国民经济动员理论框架. 北京理工大学学报(社会科学版), 2003, (3)

(责任编辑 苏青)

(上接第53页)

- [4] 刘葆. 风险资本与上市公司“壳”的结合[J]. 当代财经, 2001, (2)
- [5] 王维周. 论产权市场与风险投资退出[J]. 华东经济管理, 2001增刊, (6)
- [6] 张朝辉. 风险投资退出机制研究初探[J]. 税务与经济, 2002, (4)
- [7] 梁静. 创业投资的退出机制及IPO行为研究[J]. 复

旦大学博士论文, 2001

- [8] 董浩岩. 中国创业投资实务[M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2002
- [9] 袁开洪, 邹江东. 设立二板亦非万全之策[J]. 华东经济管理, 2002, (8)
- [10] 许强, 徐金发. 中美科技创新企业融资方式比较与启示[J]. 科技进步与对策, 2001, (2)
- [11] 晏钢. 企业战略创业投资研究[J]. 复旦大学博士论文, 2002

(责任编辑 王宏章)