

北京大学国际金融论坛

论坛三：中国企业走向海外的金融战略



嘉宾从左到右分别是：

- 段 迪 中植资本管理有限公司董事总经理
- 岳 衡 北京大学光华管理学院教授、会计系主任
- 范文仲 中国银监会国际部主任
- 田 唯 高晟财富投资管理有限公司董事长
- 黄益平 北京大学国家发展研究院副院长

论坛实录：

黄益平：我首先向金李教授和我们的国家金融研究中心成立表示诚挚的祝贺，我也希望以后国家金融研究中心和国家发展研究院能有更多的合作。下面有请四位嘉宾一起上台。

我们主要是讲中国企业对外的金融战略，这个问题很热，金融问题也很热，刚才的问题也很热。我看了一下数据，我们今年前 9 个月，中国直接对外投资大概达到 750

亿美金，后来我看了一下进来的钱，可能稍微多一些，874 亿美金。这里面有两个事情，第一个看起来今年我们对外直接投资可能超过一千亿美金。第二、其实过去几年一直有很多学者预期，我们中国对外的直接投资可能很快会超过对内的直接投资。尤其最近好像进来的 FDI 趋势确实疲软了很多。但是，目前来看，似乎差距还是存在。但是，**可以预期的是在不远的将来，我们出去的 ODI 可能会超过进来的 FDI，这是早晚的事情。**

ODI 中国的对外直接投资在国际上有很多的讨论，其关注度非常高，甚至超出了我们现有的规模。当然，从总量上来说，中国可能现在应该是在前五位了，是最大的投资者之一。这个有很多学者曾经提出过疑问，我们研究国际投资的学者都了解，在通常的看法是穷国引入资本，富国对外投资，而且对外做直接投资有一个很重要的理由就是你的企业在国际上是有竞争优势的。所以，举个例子说，日本的企业到中国来投资，或者美国的企业到欧洲去投资，它实际有自身的优势，到了当地去生产，也许是用它的低成本，也许是为了挤占它的市场。总而言之，核心的一条就是想用自己的优势获得更好的回报。

那么，从这点上来看，我们现在的企业对外投资似乎确实有一些比较特殊的地方。第一、看起来我们现在这么大规模的对外直接投资的量，似乎和我们现在还是作为一个中等收入国家的地位有一点不匹配第二、我们过去听到的对外直接投资，尤其在国际上引起争议的问题，往往是跟国企投资、资源领域投资联系在一起的。

我们回过头来想一想，为什么会出现这样一个非常独特的现象？中国的对外直接投资大规模的开始是在 2004 年，2004 年发生了什么事情？我觉得最主要的就是中国的外汇储备开始高速增长，外汇储备的增长在国内和国外都引发了一些讨论。从国外的来说，有很多美国的、欧洲的、日本的政客说，你的经常项目顺差这么大，外汇储备积累项目这么多，人民币必定是被低估了，所以国际上有相当大的压力。国内也有压力，国内很多老百姓说外管局积累内这么多外汇储备，最后没怎么赚钱，变成一个政治问题。所以，2004 年是我们中国所有走出去策略的开始，由此开始了我们一轮高速增长的对外直接投资的发展。这里面有一些特殊的，因为它最初其实是政府推动的。但是，我自己感觉，我们今天讨论这个问题，似乎我们的很多因素在发生变化，这里头有很多我们看到的问题，比如民营企业走出去的越来越多了，市场导向的越来越多了，不光是过去的资源，现在制造业、基础设施、金融等等领域其实变得越来越广。

我简单的看，有两个因素可能会使得我们现在的对外直接投资的模式会逐步的变化。**第一个就是我们的资本项目要开放。资本项目开放意味着所有想走出去的企业都会有机会。**过去毕竟都是需要政府批的，政府有三个机构要批对外直接投资。**第二、和我们经济发展水平有关系，有的人把它称之为中等收入陷阱，**就是过去很多在国内有竞争力的企业现在做不下去了，有很多企业现在需要找新的投资的地方。在二十几年前，三十年前，韩国的、中国台湾的，中国香港的很多企业到中国来投资，其实就是一个类似的过程，就是因为当地的成本太高了，到中国来投资，希望寻找新的，有竞争力的生产场所。

所以，今天我们讨论这个话题，中国企业的海外金融战略，这里面的问题很多，我不一一点了，大概是碰到什么样的问题，有什么机会，应该采取什么策略。请四位嘉宾阐述一下你对这个问题的看法，不同的角度，不同的立场都没关系，完了之后我们展开来讨论。首先是岳衡教授。

岳衡：谢谢黄院长，谢谢金李教授邀请我来参加这样一个会议。我是北京大学光华管理学院会计系的教授，所以，我对**中国企业海外金融战略说一点自己的看法，核心关键词就是中国企业海外金融战略中会计很重要**。刚才黄院长也提到了主要是海外金融战略，主要讲的是投资这一部分。实际上在会计这个角度上来讲，海外的金融战略除了投资，也有融资的部分。会计这方面，前面的论坛刘俏老师也提到，他提到这个解决地方债的问题，地方债问题怎么解决？思路是市场化，要做资产负债表，这是一个很会计的一个概念。

所以，其实我想说的是，刘老师这样的设计，其实表现出，在这个市场化的基础实际上是一个信息的公开透明，准确的反映。其实从会计的角度上来讲，会计实际上是金融的一个基础。中国在成立之初，会计准则跟国际上完全不通行，真正中国企业的会计准则开始跟国外接轨，实际上是在 19 世纪 80 年代，起初是世界银行要到中国做投资，帮中国建铁路，拿大家的财务报告来看，发现都看不懂。所以，这就让财政部开始去琢磨我们要有一个会计准则，让外面的投资者要能够了解我们。所以，我们经常跟同学讲，说我们会计是一个商业的语言，也就是说，在我们的金融中间，经常是投资者和经营者是分离的。那怎么样通过你的会计语言，把你的财务的状况，财务的信息，最后反映给投资者去，我想这个是所有的金融中间一个必不可少的一环。

最近大家都知道，中国有几个公司在美国上市，比较引起轰动的是阿里巴巴，这个可以说是美国有史以来最大的 IPO，完了之前还有京东，还有几个最大的中国互联网的企业，都在美国上市，并且融了大量的资金。在最近的这一两年，中国的股票在美国纳斯达克市场上表现是非常不错的，如果你去看一些财经的网站，现在大部分人改成美股了，因为过去一两年，他们的利润很多都是翻一番，翻两番。但是，看到中国股票市场非常火的现象之后，不要忘记 2010 年，2011 年，这个时间有一个非常著名的中概股的做空的危机。这个实际上是对整个中概股的股票造成非常大的影响。

大家应该都知道，信息经济学中间有一个我们叫做柠檬市场，这是一个获得了诺贝尔奖的概念。它是说，在一个旧车市场上如果存在着信息不对称的情况，如果不对称发挥到极致，会让整个市场崩溃。根源就来源于当你在旧车市场上买旧车的时候，你对旧车的质量是存在着非常大的不确定性。罗教授其他几位合作者研究了在**中概股做空的这段时间内，他发现这是一个非常典型的柠檬市场**。也就是在柠檬市场这个概念提出来以后，大家在真实的市场还没有看到一个柠檬市场的概念。但是，在中概股的情况下，他们确实发现了这样的情况，主要的表现是什么呢？公司的股价

大量的下降，大批中概股的股票退市，从 140 多家，后来只剩 40 几家。然后没有更多的 IPO，交易几乎停顿，整个的资本市场，就是中概股这个市场完全的停顿。那么，造成这个原因的根源是什么呢？主要是信息不对称问题。具体到会计方面，实际上是会计的信息不够透明。不够透明，当你没有办法去缓解大家的这种信息的不确定性的时候，投资者发现有一点风吹草动就会以最坏的意图猜测你这个公司，导致这个公司股价的大量下降，导致整个资本市场的崩溃。所以，我们最近大家应该听到我们隔壁的朝鲜金正恩，突然有 20 天没出来了，大家会觉得他怎么样呢？就看媒体上不断的猜测，他被处决了。所以，最近几天，金正恩不得不出来露面，这也是信息不对称的例子，信息不对称对整个资本市场会造成非常大的破坏。

中概股会不会有问题呢？可能有一些，但是这个问题并不大。我们有另外一个教授有一篇文章最近可能在国际杂志要刊登出来了，研究中概股中间，我们中国的这些企业到底是不是坏人，他的结论是什么呢？就是中国去外面上市的企业分两类，一部分是 ADR，这个是通过一些不同的凭证在美国直接上市的。还有部分它叫做反向收购，他是通过收购美国的壳上市的，他发现有问题、被做空的这些都是这些反向收购的。如果把反向收购拿出来看，中国的反向收购的公司和美国那些反向收购的公司相比，发现中国的反向收购的那些公司相对来说质量还好一点，它虽然比不上那些 ADR 的公司，但是比那些美国的反向收购公司质量来说还好一点。

所以，虽然大家炒作的是中概股的质量的危机，实际上更多的根源是在于是一个美国的反向收购这样一个上市的规则它所造成的很多公司质量的低下。并且由于这一部分的公司信息不透明，这些中概股有很多不确定性的东西。所以，当有一些做空的机构去做空它的时候，引起市场的恐慌。所以，我想表达一个意思，就是当中国的企业去国外进行融资，现在不光是除了股权以外，其实现在还有很多的债权融资，在进行融资的时候，这些信息的透明度是整个的融资成功的一个基础。这是我的第一个看法。

第二、从中国对国外的投资来说，有企业层面的投资也是非常好的一个举措。从经济学的概念上来说，国际化，国外的一些投资、收购，这个会对整个公司的风险会得到一个降低，这也是金融中间一个非常重要的概念，要分散化风险。我们曾经有一个研究，不是看中国企业的国际化道路，我们是看的美国的企业的国际化。我们就发现，这些企业在美国 2008 年的经济危机的时候，它们普遍的经营的业绩，它的市场的业绩，它的投资等等各方面，有国际化的这些公司要大大的优于没有国际化的公司。所以，国际化从整个概念来说是非常有利的。

我们中国在海外的投资，尤其是最近几年以来，有各种的收购。但是，我们其实看到，真的成功的赚钱的例子不多。这些里面，当然有很多原因，一个原因是企业本意不是出去收购，而是政府说我们得要做国际化。第二个原因，去外面做收购的时候支付的溢价会比较高，什么样的公司呢？是这些发展中国家，比较穷一点的国家。为什么会这样呢？我想就像你们之前探讨的，中国经济发展并不完善，内心还不够自信。所以，你才去外面，出去的时候觉得什么都是好的，你就愿意给他出一个溢

价。但是，你可能在收购的时候没有去顾及到当地的法律法规，甚至你没有去看一下它的财务报告的这样一个状况。

最后有一个小的故事，就是我以前在国外留学的时候，特别怀念中国的油条，油条太好吃了，每次放假回来的时候都要多吃几根油条。我们当时在外面聊，有一个人说油条这么好吃，国内的油条两毛钱一根，我要把它卖到美国来，卖两美元一根，就可以 100 倍，那时候美元大概是 9、10 这个样子。过了一段时间，我问他能不能给我们一点油条吃，他说做不了。为什么呢？他去美国各个机构问了一圈，办个营业执照，发现你要做油条，你的卫生条件要怎么样，你的油要什么级别，你的配方是什么，都得汇报，这样一算，发现成本划不来。

所以，具体回到海外战略来说，**当中国企业走出去去收购的时候，还要更多的去考虑到当地的一些法律法规**。然后，通过这样就不断的去熟悉国外的这样的一些操作的一些环境，最后希望我们在走出去中间能够更加的顺利。我就先分享这么多，谢谢大家！

黄益平：谢谢岳衡老师，下面我们请范文仲主任。

范文仲：首先，非常感谢光华管理学院的邀请，海外投资这样的题目也是现在非常关注的一个题目，这不光是因为我们最近有几单大单子。另外，也确实从国家的角度，像刚才黄老师说的，我们到了这么一个时刻，这个时刻它体现在很多方面。一个就是我们的海外投资的规模已经接近，今年预计能够超过一千亿美金，这是一个历史性的一个水平。另外一点，我们确实可能出现了很大的一个转折，在 30 年以来，改革开放我们一直是一个资本的输入国，对外引资好像是每一个政府的一项重要工作。但是，今年好像我们看到一点趋势，对外投资能够超过对内投资。这个确实从学术上来讲有一些疑惑。但是，中国也有自己的特点。就是我们虽然比较穷，但是穷是一个平均的概念，但是由于体制各方面的原因，我们投资比较集中。所以，**在近期之内，大家看到我们对内投资超过对外投资也不是不可能。**

另外，在金融业方面也很有意义，经过商业银行十年改革，我们的商业银行，基本上从原来国有的、政府色彩的，变成现在国际化的银行。过去十年，商业银行基本上主要的工作是练内功，再向市场化转型。今后十年，我觉得商业银行，更多的这些大型商业银行将会成为国际化的银行，这也是一个历史的转折点。所以，最近已经看到很多这样的案例。所以，今天我觉得这个题目讨论非常的有意义。

另外，真的做好这些海外投资，可能要理解它的一个趋势。同时，也要知道它的一些风险。有些行业还得知道它的特殊性，另外你是做投资，有一些基本的原则还是要遵循的，并不是所有的都要走出去。所以，看投资的案例来讲，我们看到的往往都是新闻媒体上鲜活的案例，大家真正失败的可能大家看得比较少，大部分海外投资都是失败的案例。另外一点，你看它案例的时候，说它刚刚投，大家都寄予很高期望，但是真正失败的时候，关注比较少，所以很多经验教训值得吸取。

这方面没有做太多的专业研究，但是因为工作的特点，我们跟金融机构走出去这种关注的比较紧，联系比较多。所以，有一些趋势性的看法跟大家做一点分享。一个就是**中国对海外投资有一点趋势性的变化，前些年咱们那些投资都是一类产业，主要是实业方面考虑的投资**。比如我也在地方政府工作过，不论在国资委、发改委都考虑，在金融危机的时候，说要么弄点资源，趁着便宜的时候，要么争夺一些市场，能够进入，要么引进一些技术，大体是从这些实业的角度来考虑。就是扩展产业链，保证现有的企业能够发展的更好。

但是，最近**这两年**，我感觉好像**跨业投资比较多**，就是根本它就不是干这事的集团突然间就收购了。这表明一个什么呢？我觉得**现在中国已经慢慢到了一个企业全球来配置资源的时刻了**，很多的投资是从财务的角度来考虑，就是这个行业它在未来是有大的发展趋势，它的利润非常好。尽管跟我现有的行业不是那么关联紧密，但是，我需要及早的进入，或者我及早的能够分享这样的一个成果。所以，有一个从实业向财务投资这样的转换。

那么，在这方面，有一些问题确实需要我们认真的思考一下。很多企业，实际上看一看其他国家就知道了，大体上经历过这样的阶段，不论是美国，还是日本，有很多教训，从**现在海外投资来讲，我们也面临很多问题**。一个就是**海外投资，净值调查还是有些困难**，主要是依靠我们海外的一些信息、咨询机构来做，真正的企业了解的是少数。尤其地方的一些政府、企业，它的投资的预算约束，是比较弱的。另外一个就是我们的**兼并收购方式上，资金来源比较单一**。国外很多是换股，拿咱们的股票换对方股票，中国换股肯定很困难，你要想在市场上，再增资扩股，在我们现在国内也很困难。所以，咱们现在融资，海外投资收购，大批的融资都是银行贷款，银团贷款，这就会带来一些潜在的问题，在后来我会讲。它这个单一就会使成本比较高，另外会使未来企业的财务风险比较大。

还有一个现在我们进入壁垒很高，你真的进入一个战略性新兴产业，咱们觉得好，老外也觉得好，所以那些政府，那些敏感行业够很难进入。我们现在之所以在这个时候看到很多企业收购，其实就是利用了西方的金融危机之后，它实力大损，需要外来资金的，对外相对开放的一个时机，未来不一定是这样，所以我们做布局有一个时间表，要有一些考虑。另外，你进去了之后，**最难的其实是企业文化的融合**。你真正能把它跟自己的企业统一的管理，能够协同的一个体系，这是很难的。这个在管理学上，还是在公司治理上，这都是难题，我们也都在慢慢探索。这些问题的导致，我们现在的海外投资只能是一个刚开始的阶段，真正中国要成为一个海外投资大国，一个长久的投资大国，我们还要解决这些问题。要不然你就会像以前的某些国家一样，一团热炒，钱很多，那时候外汇储备觉得花不掉，投了一堆东西，过一年什么都没有了，所以一阵热，要解决这些东西，我们海外投资才会有持续性。另外，金融业也有一个趋势，这个趋势是从服务企业走出去，慢慢变到自己要走出去了。这也是一个被动而不得已的过程。你要服务这些企业，对方在国外就要有分支机构。所以，最近几年商业银行国际化程度非常快，我们**到去年底有 18 家中资的银行已经在 51 个国家和地区已经设立了 1127 家分支机构**。那么，这个在过去的

十年历，这是一个加速的进程，而且我认为未来还会再加速，还会更快。所以，大家看到了很多都会是金融机构走出去的新闻。

第二个趋势，我们走出去的方式有变化。我们前几年是自主增设，大家跟对方设立一个代表处，或者在代表处的基础上，我们升为分行，有的国家是子行，这个过程比较漫长，以前我们主要是这样。但是，最近几年我们已经看到了，我们现在其他的银行已经采取了很多兼并收购的方式。比如说招商的香港永隆，比如工商收购东亚，比如南非的标准都取得很好的标准。我们现在银行可以叫国际化的银行，但是离全球化的银行还很远，我们现在银行资产只占整个银行资产的5%，和国际上的银行相差还很大。

所以，有几个路要走，要走有几个原则，一个就是这事还得稳健一下，**如果作为一个真的实业投资，协同效应要考虑到。如果作为一个财务投资，净值调查和时机就很重要**，不是说要在高点。另外，任何企业现在都拿债务融资，如果你不是股权，拿债务融资，杠杆率不能太高，否则它的流动性压力就会非常大。我很担心我们现在的一些企业做的一些很大额的，也有可能有问题。另外，日本的教训要吸取，对金融业来讲，进入已经是很难了，但是你要保证好金融业它最终的人才，要留住人才更难。所以，我们现在有一个良好的开端，也是一个重要的时刻探讨这个问题，但是我们还是刚刚开始阶段，大家还是冷静把这些机制建立好，中国投资才能有稳健、长久的一条道路。

黄益平：感谢范文仲先生，下面请田唯董事长。

田唯：刚刚大家都讲了很多关于金融市场的一些市场化的经验和学术方面的理论。从我们参与者的角度来讲，有几件事是最近一直在思考的。

第一、到底是企业的全球化还是国际化？全球化是不是就意味着我在海外有自己的员工，我在海外有一个分支机构，是不是这就是国际化，是不是这就是全球化？还是我们今天真正需要的是什么？高晟财富是针对高净值客户提供财富管理的企业，我觉得这个行业就是国家从经济上从无到有才有了这样一个行业，才有中国从穷人，到富人，到富人有了资产，自己管不了他的钱，需要别人替他管他的钱，才有了我们这样一个行业，我们本身是存在在一个市场的基础上才有的，是一个政治、经济、文化在整个大中国环境下的产物。

今天我觉得如果要是想中国的企业走出去，我更愿意看成以一个全球化的角度去看这个市场，以一个全球化的思维来针对这个市场，以一个全球化的价值体系，可能我觉得会更贴切一点，能够更清楚的看到，到底我们这个企业从哪儿来，从哪儿走？都说不能忘了自己的出处，如果记得自己的出处，可能就知道你要往哪儿走？我们最终可能还是希望有市场需求。今天这个行业，不管它要留在中国境内，还是要走出去，都是针对我们这个市场有这样的需求。

到底市场需求是什么？是不是只是中国的市场有这个需求走出去，还是境外的市场有这个需求真正的走到中国境内来？比如说中国银行，比如说建行，他们到了加拿

大，他们到了美国，他们的服务是不是可以和 **Bank Of America** 来比，如果真的来比，不一定我们有绝对的优势，但是只要美国人，欧洲人，外国人要进中国，它离不开从这些企业作为一个桥梁来了解中国境内最基础的交易规则，交易体系，市场化的程度。

所以，今天如果说我们要走出去和我们走进来都围绕着今天市场的需求来讲，像我们这样的企业，我们有没有需求要走出去？答案是有的。原因很简单，我们今天的存在就是因为有着市场的一个变化，我们才能够存在，市场的变化是什么？市场的变化是从蒙古人进到大陆，进到中国内地，突然吓了汉人一跳，说怎么他们能够走到这儿来，统治我们这么多年。就像今天的中国人走到美国去，虽然买了那么多企业，目前中国在境外的并购大部分都以失败为结果，但是中国人有这个潜能在那儿砸，尽管中国人单个家庭来比，可能是穷的，像刚才范文仲领导讲的，**我们的财富是集中的，我们可以运用我们财富集中的优势，管理我们能赔得起资产，这是外国人不能接受的，但是这个反而是我们市场的需求**，钱的流动有变化，有起伏，财富在流动，除了财富在流动以外，人力资源在流动，经济资源在流动，自然资源也在流动，整个环境的变化造成今天给了我们一个机会，能够在这个市场里面寻找一个价值有差异的地方提供这个服务。

今天像我们在中国银监会也好，证监会也罢，保监会也罢，提供了很多监管的措施和监管的手段。但是，如果仔细看一看，中国的证监会现在发了很多牌照，越来越像新加坡的 **MAS** 发的这些牌照，它是针对单项的服务提供单向的服务，你要想提供这些服务，你自己去拿这个牌照。同样今天证监会也提供了基金的牌照、基金销售的牌照，证券公司有资金销售的牌照，有基金咨询的牌照，现在又有代客理财的牌照，非常像香港的 **SFC** 的 **9** 号牌照，所以经济全球化发展到一个阶段给了我们一个机会，就是暂时还不能够拿到的东西，允许我们能够拿到，也许这就是我今天可能能够走出去提供的我要的东西。

返回来，一旦我出去了以后，我需要做的是什么呢？可能在我们前期的很多尝试里面会发现，因为对整个的交易结构，社会体系都是在非常不了解的情况下，会有很多误区。比如说像刚刚前面提到说，到底要怎么做，要做到什么程度，什么是我们信的？什么是我们不信的？其实中国跟国外的这些相关的比如财富，还有他的税务体系、监管体系，很多东西在我们初期做净调的时候，是相对来说容易去了解，反过头来，你要了解这个企业而继续运用它当地的社会资源、监管资源、税务资源，再来运用它的时候是我们更大的难题。如果说我们去的目的是要用这些资源，可能今天对于我们这样的企业更需要了解的和更多的就是如何应用当地现有的体系。比如说像银行可以提供的这些融资，对现有企业的融资，比如说像税务单位可以提供的这些政策等等，这可能是今天我们企业要想走出去，可能会面临的一个问题。

还有一个就是刚才我听监管的领导和教授在讲的时候跟我自己有挺不一样的想法。上一场也有人说，做投资家的如果是一个悲观的投资家，可能真的就活不下去了。我就是属于一个比较乐观的人，看今天的市场我觉得前期如果中国在境外的投资很大程度上或者更多的我们看到的是失败的案例。那今天可能我们再回过头来看，前

面也提过，很多的民营企业参与到现在这一拨的投资来，它可能和中国的家族投资，家族财富所有这些是有一个传承的。所有中国的家族财富的传承，更多可能是这个民族生命力的一个体现。如果作为国家参与这些投资的时候，可能有很多政治的考虑，还有各种层面因素的考虑，赚钱并不是他唯一的目的。但是，**对于今天这些家族的企业，这些民营企业，参与到这拨投资来的时候，他们要生存，所以它们要盈利。这些可能会转变接下来这段时间我们在境外投资一个总的状况。**我就拭目以待，谢谢！

黄益平：感谢田唯董事长。我觉得悲观的人不能在市场上生存，不能赚钱，可能还是跟市场机制有关系。如果市场足够完善，不管悲观还是乐观，其实都是可以赚钱，都是可以发展的。下面有请段迪董事总经理。

段迪：谢谢黄院长。我来自中植资本管理有限公司，中植资本是中植集团旗下专注于做上市公司和非上市公司并购重组的一家基金公司。其实我很喜欢上一轮的议题，就是中国资本市场，尤其对于高博说到的，关于现在壳资源的扭曲，我们真的是深有体会。因为在去年年初做并购的时候，当时大概 2-3 个亿一个壳，今年上半年，大概是 4-5 个亿，到现在是 9 亿，11 亿，壳里面如果有一点资金，可以叫价到 14、15 亿。去年并购重组，但凡壳里面资产稍微弱一点，我们有很大的议价空间。但是到今年，如果是正常，比如 20 倍、30 倍的市盈率的行业，很少谈议价权。所以，今年并购重组，借壳成功的公司很少，重组的公司很多。

讲讲海外并购这一块，给一个不成文的数字，也是通过我长期跟中投，包括跟四大银行，中国做海外并购比较大的律所的交流，像**中国企业竞标海外资产，竞标的成功率一般在 30%到 40%的区间，但是你投资完成后，这个企业真正的投资盈利的比例，目前来说大概在 10%，**也就是 90%的投资，其实目前来看还是相对于比较亏损的。然后我们跟上市公司和非上市公司交流，上市公司其实现在比较关注，其实往往是两个点，第一是我怎么到海外做并购，然后我到海外做并购的核心风险有哪些；非上市公司，主要跟我们更多交流的是我该去哪个板上市，该选择什么样的市场。那么，我就这三个问题跟大家做一些我个人的一些理解。

关于中国企业该怎么去到海外做并购？

第一、也是最重要的一条，企业要清晰自己的战略目标。就是你不能因为别人去并购所以你并购，也不能因为你有海外并购的情结，觉得这个高大上，你就去做并购。当然，现在也有一个很正常的现象，说财务投资人走出去是因为国内外市场的市盈率的套利，比如海外资产可能 8 倍，10 倍，到中国有 30 倍的，甚至有 100 倍的都有，这个套利固然是明显的。但是，如果作为一个企业来说，你想长治久安，你还是应该选择一个更多从你战略层面去思考，如果你想继续发展下去，你的核心瓶颈是什么？是你的市场，你的资源品牌，清楚这些，再布局你海外并购的策略，选定你的国家，然后这个时候你就需要找一个当地比较能帮你拿到一手资料的中介机构，比如当地的大使馆，或者四大公司，或者如果是上市公司，它的券商，会计师事务所

所，跟它的核心高管比较熟的人。通过这些拿到你的一手的资料，来尽量去避免竞价的环节，因为一旦到了竞价之后，你基本上买不到便宜的资产，而且会为这个支付过多的溢价。

第二、海外投资时，中国企业还要尽量避免中国式的溢价。刚才岳衡教授也提到过，这是普遍存在的现象，存在的原因，除了中国人的确比较有钱，大家一听到这个名字就觉得他该支付一些溢价之外，还有一些原因是存在于，第一是我们的审核周期和程序比较复杂，相对不确定性比较大。第二、中国的企业在谈判的过程中，以及后续合同的执行中，的确存在一些跟不上节奏，以及违约情况，以及后续文化融合的一些问题。所以，其实我们的溢价是在为这些问题去买单。那么，如何降低这些溢价呢？你就要充分的与企业交流他们潜在的担心，通过消除代沟的障碍降低你的溢价的水平。另外，我觉得税收结构可能也是一个比较重要的点，税收结构，其实现在大家也都会通过多边投资的优惠条款重要涉及众多的公司，这是比较大的节省财务成本的一个点。

第三、资金的提早落实。因为现在民营企业走出去的资金支持的工具的确是比较少，一个是本身金融类的资金成本的确也比较高，无形中也增大了你的海外并购的风险。其次，如果你用股权的资金，尤其 A 股市场你用股权的资金，又面临证监会的双重审核，一方面你跟政府，跟海外博弈，一方面你还要实时向证监会公告，去跟监管人沟通，这个其实给你增加了诸多的不确定性和麻烦。再一个两地的资本市场监管的差异也会让你觉得很痛苦。所以，怎么去合理的安排股权和债权的资金，以及海内外资金的配比，防范汇率带来额外的风险，也是成功的并购需要考虑的一个因素。

第四、要充分的利用好中国概念，就是要给你并购的资产充分的打响中国概念的名号。因为国外的企业被收购其实有一个很大的意图就是如果它的产品进入中国市场，能占领中国市场 10%，5%，哪怕是 1% 的市场，对于他们的利润成长性，以及这个企业的发展来说，都是一个比较好的促进。所以说，怎么让海外与国内的市场良好的结合，海外的资产宁可在最差的情况下，不参与管理，但是依然对国内良性的资产有额外的触动，如果做成功，这一点也是很成功的并购。

第五、优秀整合能力。中国企业往外走的时候，尤其民营企业如果以传统加工业和小作坊起家，容易出现一个问题，就是容易有小农心态和小作坊心态。收购一个公司就希望把手伸到最底层，管得越多越好，其实这个在跨国并购中是一个忌讳，我觉得一个企业的文化是一个企业根本的基因，如果两者的基金不合，出现人员的动荡，出现人员的周期安排是得不偿失。你要往外走，要调整好自己的心态，我觉得你的市值和头脑、和心胸都是绝对成正比的。

谈到海外并购的风险，首先毋庸置疑肯定是审核风险。刚才黄院长也提到，国内逃不过的商务部、发改委，然后外管局，以及税务部门，海外同样涉及到国家安全的审查，反垄断法，然后行业监管，员工制度，以及各个税务和法务之间的一个问题，各个审批流程怎么样有效的做一个时间的安排，怎么嫁接好不同审批的节奏，我觉得是一个比较重要的点。

最后一点，就是说中国企业走出去的时候，容易出现两个心理上的误区。第一个就是前端的投入过于的多，然后到最后就搞得很被动，觉得这个钱如果不买就浪费了，就一定要去买，这是一个心理的误区；第二、中国的企业出去容易被别人当成一个抬高的价码，就是别人出 10 亿，你就敢出 11 亿，别人再利用你反驳其他的竞价者。所以，我觉得走出去不容易，但是我们还是要坚定不移的走出去，谢谢！

黄益平：大家都觉得走出去很多了，但是也许我们现在可能是一个新的转折点，无论是范文仲说的，从过去简单的实业资源，以后走向金融以及其他的一些领域，或者是田唯说的，可能是过去国企为主，以后民企可能会占更大的比重。

第二、走出去的企业确实问题比较多，净值做的不是很好，资金来源比较单一，海外面对的壁垒比较高，更重要的是文化的融合，这个确实是面对了很多困难，还有很多其他的问题。

第三、说大多数都不赚钱，这个可能是我们现在看到的现实，甚至好几位其实提到的一个很重要的教训就是说不要为国际化而国际化，不要为了就想走出去就这么做。这个背后我想可能有一个体制的问题，如果是自己的钱去投资，相对比较谨慎一点。如果拿别人的钱投资，有可能考虑的时候因素不太一样。不过我要提醒一下，因为我们中国对外直接投资这个时间还比较短，所以从目前来看，简单的做一个判断，说这些项目都是不赚钱的，有一些可能是坏项目，也有一些可能过几年以后就赚钱了。我们知道作为一个投资，你不能指望它第一年，或者第二年就赚钱，所以这里头可能有一些比较复杂的因素，但是大多数现在做的不是特别理想，这一点我想是成立的。

最后一个可能是比较有价值的就是几位都提到了以后应该怎么做？包括像岳衡老师说的信息不对称，用会计问题解决，而且与国际接轨，有效的解决信息不对称的问题。范文仲讲了一些金融走出去的原则，要稳健，杠杆率不要搞得太高，最后段迪给了很详细的应该怎么做咨询。我就不说了。大概还有十几分钟的时间，如果大家有问题，我们可以向四位发言嘉宾提问。

观众 A：这个问题同时间问一下范文仲主任和田总，您两位都提到，事实上我们国家人均财富是小于比如欧美国家，但是我们因为财富结构问题，然后又聚集了大量财富，投到国外。我的意思，既然我们国内人均财富是低于国外的，我们这笔多起来的聚集钱为什么不投在国内，而投到国外呢？从收益的角度来说，海外投资确实也是比较失败，但是如果比方说这笔钱投在国内，会不会收益更好，或者投在一些印度、非洲这种地方，可能要比去欧美这种市场更有效一点，我是这样一个想法，您是怎么认为的？

范文仲：这个问题提的挺好的，因为在学术上也有很多争论。但是，有一些海外投资是你不得不进行的。像国家这么大，第二大经济体，你的市场肯定在国外，你的资源也肯定在国外，这些是国内不可替代的。所以，在这方面，有些海外投资你必

须要做。这是在实业角度。另外，从财务投资的角度，我们要分散风险，不能把所有钱放在一个篮子里，我之所以到海外去，就是要在全球配置资源，这是一个财务的概念。从这些角度来讲，都会推动海外投资，如果单纯收益率上来讲，这很难判断，大家谁高谁低。从一个企业经营的全面性和全球化历程来讲，海外投资是一个必然趋势，有些东西不可能在国内能够完全实现。

田唯：应该来讲，这个市场上很少有人直接投资，看到这个市场机会在中国的收益可以是5块钱，我非要投到一个地方的收益是1块钱的地方，应该都是站在他的立场上看到了他的收益应该会在哪儿？比如今天这个钱如果投到印度，包括蒙古，它当地的**政治因素**，还有它的**市场的稳定性**上，又跟中国政府没有办法比。而且很大程度上今天我们早期在中国境内的海外投资多数是以**国企为背景**的，更多是**资源上**，**政治上的战略**，谢谢！

黄益平：除了这个，我做一个简单的补充，在学术研究里头，其实决定一个企业到海外投资，**劳动力成本**，或者简单的说成本只是其中的一个方面。**一般来说，我们看一个企业到海外投资，最常见的有三种动机。第一、就是你刚才说的成本比较低**，日本的企业到中国来投资，包括韩国的，中国台湾的，中国香港的，有很多**劳动密集型企业**，因为它成本太高了，到中国来投资，可以继续保持竞争力，这只是其中的一个动机。**第二、比如美国的企业到欧洲去投资，它其实就是为了进入它的市场**，因为你的产品进入到它的市场的**壁垒非常高**，所以进入市场，有的时候它的成本就变得不太重要。**第三、发展中国家向外投资的机会非常多，去投资其实是学它的技术，学它的管理，学它的品牌**。举个例子，我们联想买的**IBM的电脑的业务**，吉利买的**沃尔沃**，这个在国际上其实很多，**巴西、韩国，早年日本都有**。所以，我想补充就是说，成本其实对一个企业对外投资策略的决定其实它只是一个方面，当然田总说的**政治因素**，其他的一些那就不太好分析了。还有谁有问题？

看来我们这个讨论应该说是非常充分，四位专家讲的也都解释的非常清楚。所以，我想最后还有几分钟的时间，我想在结束的时候，我给每个专家提一个问题，你们可以用1分钟的时间回答，或者说刚才话还没说完的可以说，但是大致就是1分钟的时间。我想问你们的问题，就是**今天很多人说，可能是一个转折点上，你们觉得我们下一步的对外投资最热的可能在什么地方，最可能成功的在可能什么领域？可以是产品，可以是产业，可以是地区。**

段迪：我觉得最热的故事肯定首先是中国市场这个问题。就是中国现在最需要什么样的东西，海外有，而中国没有，但是海外已经有了饱和。比如说像**环保类的技术**，海外其实已经过了**雾霾天**的时代了。但是，这个在中国其实目前是比较需要的。比如说**污水治理**，我觉得这方面可能是一块。第二、比如**服装品牌类**的，海外的服装品牌，在中国目前深得人心，但是现在限制消费之后，国外的品牌未必在国内的销售还会有一个持续的增长。但是，如果说被国内的企业并购，变成国内的品牌之后，

会成一个什么样子。第三、可能在一些**市盈率有巨大差异的行业**，会有一些不同的点。比如说像游戏行业，你像巨人网络当时退市，今年7月份退市的时候，大概是7倍到8倍的市盈率退市，其实你看中青宝现在是130倍的市盈率，其实这个套利的空间是巨大的。所以，在于两端市场需求的差异化和市盈率估值的差异化，我觉得未来可能是走的相对比较稳妥的一种路线。谢谢！

田唯：我觉得应该是**新能源和农业**。我们如果按照全球化的眼光来看，实际上最缺的，或者需求最大的应该在中国，不管是什么东西，中国人最缺的就是粮食还有能源，谢谢！

范文仲：从行业来讲，大家都想赚钱，所以未来那些能够增值最大的行业可能是一个重点。这个行业一方面是根据人的收入水平，中国从人均6000到10000，这些收入增长会带来一些新的需求。**比如高档消费品，比如说旅游**。另外，一些生活方式的转变所能够带来的这些新需求，**比如说环保，比如新鲜的食物，比如健康医疗**，这都是未来我们相信的投资。但是，**从地域上来讲，如果原来传统资源类限定在拉美，限定在第三世界，这些新的投资热点，将会限定在更多的发达国家，因为要学习**。但是，这个发达国家美国的壁垒比较高，所以可能投资更多的房产，简单的这些产品，比较一枝花的产品，可能就容易一点。但是如果投资金融业，欧洲就容易的多，尤其欧洲现在在金融危机之后，它为了救助这些金融机构，它大量进行国有化。现在又要把国有化退出，要吸引私人资本，这就是为什么大家看到欧洲金融机构进入比较多的原因，当然这个也会变化的，我不是这方面的专家，大家听了就行了，也不一定当做什么良好的建议，这不代表任何官方监管机构的意见。

岳衡：我是待在象牙塔的，只能大胆的猜测一下。我的思路有两个，第一个就是国外有的，咱们这里很差的，刚才大家都讲了，**高科技、新能源、环保产品**，能够治雾霾的，都去把这些技术买回来，往国内用，通过自己的市场赚钱。第二、我觉得中国很强的，制造业很多东西，应该有很大的市场，现在去欧美国家，很多看到的都是中国制造，可以看到一些并购、收购以及投资，**去一些还不太发达的国家，把我们这些产品更多的往其他的方向去发展**，我觉得大概就是这两个思路，谢谢大家！

黄益平：时间关系，今天的讨论就到这里。请大家再次感谢这四位嘉宾，谢谢你们！