



SEB 跨国并购苏泊尔案点评

裘益政 竺素娥

(浙江工商大学财务与会计学院 杭州 310018)

【摘要】 SEB 并购苏泊尔是我国资本市场第一个国外资本并购我国上市公司的案例,SEB 并购苏泊尔经历了一个曲折的过程。本文深入探究了 SEB 并购苏泊尔的动机、风险与对策,并分析了这起令人瞩目的跨国并购案的经济后果,以期在今后的企业跨国并购提供有益的借鉴。

【关键词】 SEB 苏泊尔 并购动机 并购风险 并购对策

浙江苏泊尔股份有限公司(简称“苏泊尔”)是国内知名的经营炊具的上市公司,同时它又是由民营企业主苏显泽及其家族控制的民营上市公司,上述两个特点往往使上市公司控股股东偏好对公司的控制权。然而,在我国从法律上解禁外资并购国内上市公司仅仅一个月之后,苏泊尔便和法国 SEB 股份有限公司(简称“SEB”)闪电“成婚”,成为国内第一起外资并购国内 A 股公司的经典案例。人们不禁要问:苏显泽为何要将一家业绩优良公司的控制权出让出去?

当然,SEB 跨国并购苏泊尔并非坦途。尽管苏泊尔与 SEB 两情相悦,但并购过程仍历时一年有余,那么 SEB 并购苏泊尔遇到了哪些问题,苏泊尔又是如何成功应对的?并购完成之后产生了什么样的并购效果?本文将对以上问题进行深入讨

论,以期给今后的企业跨国并购提供有益的借鉴。

一、案例简介

2006 年 7 月,我国政府出台政策允许外资并购国内 A 股公司。仅仅一个月之后,我国炊具龙头企业苏泊尔便与法国从事炊具和小家电生产的大型跨国公司 SEB 联姻,整个谈判过程只用了 1 个月的时间。2006 年 8 月 14 日,苏泊尔发表公告,公司与 SEB 旗下的全资子公司签署了战略合作的框架协议:通过“协议股权转让”、“定向增发”和“部分要约”三种方式,引进 SEB 的战略投资;同时在市场、技术等方面开展全面合作。SEB 将对苏泊尔进行收购,最终将持有苏泊尔 61% 的股份。2006 年 9 月 1 日,苏泊尔召开临时股东大会,高票通过同法国 SEB 进行战略合作的方案。

四、建议

1. 尊重货币流通规律,采取科学的金融货币政策,刺激实体经济增长。为了应对这场全球性的金融危机,可以采取改变货币流通量的措施,通过降低存贷款基准利率、降低银行法定准备金率、注入资金增加市场流动性等手段来增强实体经济的活力,刺激实体经济增长。以上手段应在经济有效的范围内综合实施,并注意综合平衡,防止某些措施使用过度,避免引发通货膨胀等其他金融问题。

2. 增加投资,恢复市场信心。市场信心是金融资产价值运行的基础。当金融危机爆发后,人们的恐慌对危机冲击力会起到助推作用。投资者只希望自己能够在灾难中少受一些损失,其结果是个人的过激行为导致了群体的非理性行为,形成巨大的“羊群效应”。解决这一危机的办法是:政府一方面要坚定果敢地负起责任,扩大投资,加快公用事业建设,帮助实体经济解决一些具体困难;另一方面要重树人们的信心,使人们增加投资和存款、购买股票和债券。具体可采用政府出面为人们存款、出资提供担保措施等,以激活经济。

3. 重视低收入群体的个人住房信贷工作,推动房地产市场走出谷底。个人住房抵押贷款有其独自的特点,其抵押品的价值与贷款发放量一定程度上存在正相关关系。如果急剧收

缩信贷规模,会减少一部分买房人的购房融资渠道,使得房地产市场的销售状况雪上加霜,导致房价进一步下跌,从而加剧房地产市场的滑坡。另外,住房抵押贷款提供商增加住房收回并急于出手,将导致房地产市场现存房屋数量的急剧增加,加剧房价下跌,有可能使潜在买房者放弃近期购房计划,现房销售状况因此将受到负面影响。因此,重视保护住房信贷市场个体消费者尤其是低收入群体的利益,是保障房地产市场需求、防止房地产市场进入恶性循环的重要措施。

4. 发挥国际金融市场风险共担的作用。金融市场具有全球联动性,美国的“次贷危机”已引发了一场波及全球的金融海啸,对世界经济产生了巨大的危害,这是各国均不愿意看到的事情。为了化解这场全球性的金融危机,在金融领域,各国应该更加重视交流和合作,共担风险,共渡难关。

主要参考文献

1. 卡尔·马克思著.中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局编译.资本论(第一卷).北京:人民出版社,2004
2. 卡尔·马克思著.中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局编译.资本论(第二卷).北京:人民出版社,2004
3. 唐安宝.金融学.徐州:中国矿业大学出版社,2005
4. 曾康霖.金融经济学.重庆:西南财经大学出版社,2002

根据 SEB 和苏泊尔签署的《要约收购协议》，SEB 收购苏泊尔控股权计划分三步完成：

第一步，SEB 以每股 18 元的价格协议受让苏泊尔集团持有的苏泊尔股份约 1 710.33 万股、苏增福持有的苏泊尔股份约 746.68 万股、苏显泽持有的苏泊尔股份约 75 万股，合计约 2 532 万股股份（占苏泊尔现有总股本的 14.38%）。

第二步，苏泊尔向 SEB 全资子公司以每股 18 元的价格定向增发 4 000 万股股票，增发后 SEB 持股数将占苏泊尔总股本的 30.24%。

第三步，触发要约收购义务。即以协议价收购公众股份，达到所需要控股比例。

2007 年 4 月 12 日，SEB 与苏泊尔战略合作框架协议获商务部原则性批复。2007 年 8 月 3 日，苏泊尔向 SEB 定向增发 4 000 万股股票获得中国证监会发审会通过。2007 年 11 月 21 日，SEB 正式开始部分要约收购苏泊尔股份，以每股 47 元的价格收购不少于 49 122 948 股股票。SEB 提出的部分要约收购苏泊尔股份的计划得到广大投资者的良好反响，预售股份数量超过计划。2007 年 12 月 20 日，SEB 对苏泊尔股份的部分要约收购宣告完成，SEB 以持有苏泊尔 52.74% 的股权实现对苏泊尔控股。

二、并购的动机分析

1. 从并购方的视角分析。

（1）快速进入中国市场。对于 SEB 来说，斥巨资收购苏泊尔的控股权，意味着拥有了整条中国炊具和小家电销售渠道、占领了超过 20% 的市场份额。而且中国的消费面临着快速升级，市场的诱惑力是巨大的，通过收购中国企业，将在法国的产能、销售中心外迁至中国，同时借机打入中国市场，就成了 SEB 寻找新的利润增长点的重要手段。

（2）获取低成本的竞争优势。由于发达国家的劳动力成本上升较快，因而 SEB 在欧洲的经营效益日趋下滑。2006 年，SEB 在法国的业务增长只有 0.6%，这在其全球业务增长中处于最低水平。2007 年初，SEB 的一份研究报告指出，由于全球小型厨具主要在中国生产制造，而中国的劳动力成本只有法国的 1/50，所以在欧洲维持现有的产能水平是没有必要的。为获取低成本优势，SEB 将欧洲的两条生产线搬迁至中国，并解雇了法国当地的工人。

2. 从目标方的视角分析。

（1）居安思危，主动出击。自 2004 年 8 月 18 日苏泊尔上市以来，经历了两大事件：①股价跌破发行价。②原材料大涨。可以说苏显泽让出企业控股权是一种迫不得已的做法，但这也是一种居安思危的战略。现在很多民营企业在国内处于行业领先地位，但随着外资的不断进入，生存的威胁越来越大，与其等到企业面临破产了“拱手让人”，还不如主动寻求能人收购，应当说苏显泽的选择是明智的。

（2）核心能力互补。SEB 并购苏泊尔可以形成核心能力的两个互补：一是 SEB 的技术、资金优势与苏泊尔的成本优势互补。二是苏泊尔的国内营销网络与 SEB 的国际市场营销网络互补。尽管苏泊尔的外销份额在逐年扩大，产品出口到欧

美、日本、中东、东南亚等国家和地区，但是在欧美，消费者对品牌的认知感极强，光靠企业自己进军是不现实的。

（3）化对手为朋友，合作经营。与其让 SEB 选择其他国内企业（如爱仕达集团）合作变成苏泊尔强大的竞争对手，不如抓住契机与 SEB 联手，把苏泊尔发展成炊具、小家电领域的航母。但是这必须在苏泊尔创始家族放弃控股权地位的前提下，SEB 才会输入商标、技术和国际营销渠道。对此，苏显泽是这样分析的：“一个选择是自己握住控股权不放，等有机会自己发展；另一个选择是放弃控股权，联手 SEB 把企业做大，缩短迈向国际化的进程。这就如同在小溪里游泳和在大海里游泳的区别。”因此苏显泽选择了保留苏泊尔 14% 的股权，继续负责苏泊尔的经营管理的合作方式。

双方在法国的谈判中，已经就厨具在世界的销售范围作了一个大致划分：法国 SEB 借苏泊尔进入中国，可以成为引领消费升级的领导品牌；而苏泊尔除了可以借 SEB 之力在小家电领域与美的等品牌一较高下，还可以借船出海，将自己在炊具及电饭煲、电磁炉上的领先优势通过 SEB 的国际营销渠道进行全球布局，可谓一举两得。

三、并购遇到的问题与解决办法

SEB 并购苏泊尔遇到的问题主要有三方面：①同业竞争对手提出的反垄断指控；②并购后有可能退市的风险；③并购后文化整合的困难。

1. 应对同业竞争对手的反垄断指控。2006 年 8 月 30 日，仅仅在苏泊尔与 SEB 签订“战略投资框架协议”半个月之后，爱仕达集团联合沈阳双喜集团、广东省顺发五金制品公司、金双喜实业发展有限公司、广东家能现代厨具有限公司、河南汤阴营养炊具有限公司共 6 家企业发出了一份“关于反对法国 SEB 集团绝对控股苏泊尔的紧急联合声明”，宣称 SEB 一旦收购苏泊尔，将获得市场绝对垄断地位，会破坏目前行业相对良性的竞争环境，造成民族品牌消失和恶性竞争，从而会导致国内企业大量倒闭。

“2005 年压力锅市场调查报告”显示，苏泊尔压力锅的市场占有率达 41.08%。根据 2006 年 9 月 8 日商务部、国资委、证监会等六部委发布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》的规定，并购一方当事人在中国的市场占有率已经达到 20%，投资者应当就所涉及情形向中国商务部和国家工商行政管理总局报告。这也是上述六家炊具企业反对并购案的主要依据。作为竞争对手的爱仕达集团公开表示对此持坚决反对意见，因为这一并购行为只会使得外资企业 SEB 最终以强大的资金、技术实力垄断国内炊具市场，会对本土炊具制造品牌带来很大的打击。这一强烈反应引起了商务部的关注。2006 年 11 月 3 日，商务部正式发函向涉及并购案的行业协会、竞争对手、上游供应商、下游销售商和消费者等征求意见，开始对“苏泊尔并购案”展开全面的反垄断调查。

苏泊尔在压力锅市场的占有率真的有那么高吗？对此苏泊尔用事实进行了解答：“2005 年全国炊具行业的销售额约在 80 亿元到 100 亿元人民币左右，而苏泊尔生产的炊具、压力锅在国内的销售额约在 7 亿元人民币左右，市场占有率不

足10%”。对于保护民族品牌,苏泊尔坚称,公司已同SEB在协议框架中约定,在中国销售的产品要使用苏泊尔品牌。

2007年4月12日,SEB与苏泊尔战略合作框架协议获商务部原则性批复。

2. 如何符合《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》(简称《办法》)的规定。根据《办法》规定,战略投资者进行投资应当符合以下三条要求:①以协议转让、上市公司定向发行新股方式以及国家法律法规规定的其他方式可以取得上市公司A股股份;②投资可以分期进行,首次投资完成后取得的股份比例不低于该公司已发行股份的10%,但特殊行业有特别规定或经相关部门批准的除外;③取得的上市公司A股股份三年内不得转让。

根据《办法》规定,按照上述第一条,SEB收购苏泊尔的三步走方案中,先后采用了协议收购和定向增发的方式;按照上述第二条,第一步协议收购后,SEB取得苏泊尔14.38%的股份比例,超过管理办法要求的10%;按照上述第三条,SEB承诺在2010年8月8日以前将不转让或以任何其他方式出让、出售其在苏泊尔的股份,并且在本次战略投资完成后的10年期间内至少保留苏泊尔现有或未来股本的25%。

3. 如何避免并购后退市问题。2007年12月20日,苏泊尔的股权结构为:SEB持有52.74%的股权,苏泊尔创始家族持有36%的股权;其他流通股股东持股比例为11.26%。根据《深圳证券交易所股票上市规则》第14.1.1条第(四)项、第14.3.1条第(十)项有关上市公司股权分布的规定,以及《关于〈深圳证券交易所股票上市规则〉有关上市公司股权分布问题的补充通知》的规定,若社会公众持有的股份低于公司股份总数的25%,或股本总额超过人民币4亿元的公司社会公众持股比例低于10%,则上市公司股权分布不再具备上市条件。本次要约收购完成后,苏泊尔总股本保持不变,为21602万股,其中社会公众股占总股本的11.20%,低于25%,因此苏泊尔股权分布不符合上市条件。

解决上述问题的目标是:公司公开发行的股份达到公司股份总数的百分之二十五以上;公司股本总额超过人民币4亿元的,公开发行股份的比例为百分之十以上。解决这一问题的基本思路有两个:一是增加股本额到人民币4亿元以上,二是增加公开发行的股份数量。根据苏泊尔当时的财务状况,以第一种思路解决问题比较便捷。

2008年3月24日苏泊尔发布“关于资本公积金转增股本的实施公告”,以公司现有总股本为基数,每10股用资本公积金转增股本10股,共转增216020000股;本次转增完成后,公司总股本由216020000股增至432040000股。

4. 跨国并购的文化整合问题及解决办法。文化整合不力是跨国并购失败的主要原因之一。跨国并购双方来自不同国家,他们常常面临着民族文化与企业文化的多重差异。由于民族文化差异,跨国并购双方的组织成员有着不同的价值观、信仰和传统,由此决定了他们有着不同的行为规范。美国研究机构2000年1月发表的一份报告说明,企业文化冲突和首席执行官的个性差异常常使两个企业的合并不能达到预期效果,

甚至使合并归于失败。如20世纪80年代末90年代初,日本索尼、松下和三菱在美国收购遭受重大损失,就是跨国并购文化整合失败的代表性案例之一。而我国TCL并购法国阿尔卡特也因为文化整合不力导致了并购失败。在SEB并购苏泊尔的案例中,并购方和被并购方两者均属于劳动密集型企业,有许多相通之处,且被并购方的人文背景构成了主体环境,因此SEB并购苏泊尔采取了跨国并购文化整合中的自主模式,依托以当地人为主体的管理团队来处理公司事务,这样就比较好地化解了诸如文化差异方面的环境风险。

四、并购效益分析

1. 创始家族获得不菲的投资回报。在并购方案的第一步中,SEB协议受让25320116股,占苏泊尔现有总股本的14.38%。股份构成:苏泊尔集团持有17103307股,苏增福持有7466761股以及苏显泽持有750048股。

通过协议转让,苏泊尔创始人退出部分股份,获得合理的创业回报,按照18元/股计算,作为原始大股东的苏增福和苏显泽父子直接套现1478万元,并通过苏泊尔集团套现3亿多元。交易完成后,苏氏父子套现近4.6亿元。而在2000年,当苏泊尔从集团公司中独立出来筹备上市时,原始资金只有6000万元,苏泊尔2007年中报的每股净资产为4.54元,苏泊尔出售股份的收益接近其账面价值的4倍。

2. 苏泊尔获取了更多的发展资金。2007年8月3日,苏泊尔向SEB集团定向增发获得中国证监会发审会通过。苏泊尔向SEB全资子公司以每股18元的价格定向增发4000万股股份,获得了7.2亿元发展资金。

3. 协同效应初现,营业收入显著增长。从苏泊尔2008年中报中可以看到SEB并购苏泊尔的协同效应,SEB向苏泊尔提供的技术和品牌使苏泊尔2008年上半年的小家电销售迅速增长,并带动了整个公司营业收入的快速提升。苏泊尔2008年1~6月份实现营业收入17.7亿元,同比增长31.8%;实现营业利润1.54亿元,同比增长27.6%。其小家电销售带动公司营业收入快速增长,由于SEB的技术和品牌优势的注入,上半年小家电产品实现销售收入8.31亿元,同比增长71.7%,收入增速超过行业平均水平约9个百分点,小家电产品毛利率为29.42%,同比提高4.9个百分点。据我国家电协会统计,欧洲进入家庭的小家电有30种以上,而目前进入我国家庭的小家电不过3~4种,未来还有很大的增长空间,可见苏泊尔未来成长空间是值得期待的。

【注】本文系浙江教育科学规划2009年课题“管理型财会人才导向的财务管理案例教学模式研究”(课题编号:SCG61)的阶段性成果。

主要参考文献

1. 周海蓉. 跨国公司在华并购的垄断效应分析. 生产力研究, 2008; 18
2. 唐炎钊等. 跨国并购文化整合的一个分析框架——论我国企业跨国并购的文化整合. 经济管理, 2008; 10
3. 张磊. 跨国制造企业在我国并购的动因和挑战. 国际经济合作, 2008; 4