

寻找并购机会

毕马威日前发布的最新“中国企业海外投资报告”称，中国企业海外并购步伐自2014年起不断加快，并在去年达到高点，今年则有小幅放缓。

越来越多中国企业走出国门参与海外并购，在不断增强企业竞争力的同时，整个并购过程，对那些相对“年轻”的中国企业来说，也是一个学习和融入的过程，大到

买下企业后如何重组、战略投资后如何有效整合，小到海外人才如何派遣招募、如何适应当地财务审计制度、不同国籍肤色的员工如何文化融合……都是企业无法绕行的关口。本期圆桌论坛邀请复旦大学管理学院李元旭教授、钱世政教授，以及华平投资集团董事总经理陈伟豪、百威英博亚太区副总裁王仁荣一起聊聊并购这件事。



■本报记者 张晓鸣

记者：如何看待近年来不断此起彼伏的并购？

李元旭：并购是合并（Merger）与收购（Acquisition）的合称，可简称为“M&A”。合并是指两家以上的公司依据契约及法律规定的程序和条件，共同组成一个公司的行为，包括吸收合并和新设合并两种形式；收购是指一家公司通过购买某目标公司的部分或全部股份，以控制该目标公司的行为。

企业要发展，可以走内部扩张道路，也可以走外部扩张道路。所谓内部扩张，就是把自身业务做强；而外部扩张，主要靠收购。企业早期实力不是很雄厚时，通常走的是内部扩张方式。但是在企业发展到一定程度、资金比较雄厚之后，一旦在进入某个行业比较困难、或者缺乏某项业务拓展能力时，并购是最理想的选项。

2001年开始，以加入世贸组织为标志，中国正式进入了以市场机制为基础的并购时代；首先，加入世贸组织以后，中国各类并购主题更加活跃；其次，加入世贸组织后，中国国内商业规则逐步与国际接轨，交易增值成为并购各方的共识；最后，经过多年的发展，中国形成了一大批专业的并购机构和人才，大大降低了并购的交易成本。

随着中国外汇储备屡创新高，流动性过剩和跨国资本流动加速引起并购交易规模空前巨大，外资并购风起云涌，无论是交易金额还是交易数量，都达到了前所未有的高度。同时，中国企业也加大了“走出去”的步伐，更加深入地参与到全球并购浪潮中。另外，中国企业的并购范围不断扩大，从国有企业到民营企业，从实业到资本，从能源资源到高新技术，从传统行业到金融行业等。

从整体上看，近年来中国并购市场的发展呈现出以下特征：内资作为收购方的并购案例快速增长；并购范围上不断寻求“企业内→区域内→跨区域→跨国界”的突破；并购机制上政府逐渐让位于市场；并购热点不断涌现。

记者：去年，万科、宝能系的股权之争引发的“门口的野蛮人”话题引起关注，怎么看恶意收购？

钱世政：《门口的野蛮人》一说，来源于电影及同名著作《门外的野蛮人》，说的是上个世纪80年代末，华尔街杠杆资金KKR收购雷诺兹·纳贝斯克（RJR Nabisco）烟草和食品公司的经典案例。KKR是世界上第一个私募基金。KKR首创大量举债收购目标公司的并购模式，自己只需出资很少一部分，其他的并购资金都是各种类型的债务。收购雷诺兹·纳贝斯克是其巅峰之作，也是世界金融史上最大的收购之一。在当时，雷诺兹·纳贝斯克是美国最大的公司之一，以烟草和食品为主业，骆驼牌香烟和奥利奥饼干都是旗下产品。在对

雷诺兹·纳贝斯克的收购中，KKR也遭遇了公司董事会、尤其是CEO的抵抗，双方展开攻守大战，但最终还是以KKR的成功收购结束战争。

今天，市场上发生的大部分大宗收购案例，已经不再像过去那样，由一家企业去收购另一家企业，而是资本借助各种杠杆，很多情况下是通过私募基金来完成对企业的并购。私募基金和真实的收购者“抱团”出击，不同于以往运用传统财务杠杆进行的并购。这种并购的最大特点，是私募基金在参与并购之后，发挥其专业的对资本市场的认知度，帮助财务投资人在未来完成整合后顺利退出。联想收购IBM，实际上的背后推手是私募基金；中联重科收购意大利IFA，也是找了意大利的基金。



李元旭
复旦大学管理学院教授

从整体上看，近年来中国并购市场的发展呈现出以下特征：内资作为收购方的并购案例快速增长；并购范围上不断寻求“企业内→区域内→跨区域→跨国界”的突破；并购机制上政府逐渐让位于市场；并购热点不断涌现。

陈伟豪：为什么私募基金会愿意参与企业的并购，我觉得有几大原因：第一，与企业合作，投资决策会更快。因为有并购意愿的企业，通常对所在的行业有更真实的了解，这种情况下的投资决策会更准确。与此同时，一场圆满的企业合作，会给企业本身以及它所处的行业带来更大价值，从而为财务投资者带来更好的投资回报。

记者：对于不同企业来说，并购的助力是什么？

钱世政：企业并购的动机，并不仅仅局限在短期的获利，而是长期的价值。当然，利润是账面上可以看到的，而价值，账面上不一定看得出来。

先看一个例子。今年6月，中国化工集团公司宣布，完成对瑞士先正达公司的交割，收购金额达到430



钱世政
复旦大学管理学院教授

亿元，这也成为中国企业最大的海外收购案。这起收购的背后，是国家战略——要解决国家的短板，那就是我们是农业大国，却不是农业强国。而这要从最基本的种业开始。我国只有全球6.5%的耕

地，要养活全球22%的人口，而我国种子和农药企业整体上规模小、技术水平较低。中国化工自2006年开始国际化经营以来，先后收购了法、英、德、意、以色列等国9家行业领先企业，2011年收购以色列安稻麦公司，成为全球最大的非专利农药企业。对先正达的收购，将能够填补专利农药和种子领域空白，对提高我国农业竞争力、保障粮食安全将起到积极作用。

另一个例子是，去年1月15日，海尔发布公告称，拟通过现金方式购买美国通用电气的家电业务，交易金额为54亿美元。此后，双方就交易金额进行了调整，最终金额定为55.8亿美元（约合人民币366亿元）。该笔收购是中国家电业最大一笔海外并购。海尔很早就走出去，但是“走出去”不等于“走进去”，“走进去”不等于“走上去”。据报道，目前海尔的产品在美国市场的份额只有1.1%，而GE家电在美国市场占据了将近14%的份额。海尔的收购，看中的显然不是通用电气的生产流水线，它最想要的，是GE的品牌和美国本土的市场份额。这也是海尔在的将来智能家电布局。

这两单并购案的背后，并不会在短期内产生利润，但是并购完成后，并购双方产生了彼此的协同效应，在未来会产生公司增值，为社会创造价值。

李元旭：并购有很多种类型。从2016年的一些重大收购案例来看，同行跨国并购比较普遍，比如海尔，海尔在美国市场份额不高，它希望通过并购来增加自己在欧美市场的份额。

在国内，企业间并购的模式和目的更加多样化。

以国内快递业龙头顺丰收购A股上市公司鼎泰新材为例，这是属于标准的“借壳上市”。除了顺丰，快递业中的圆通、申通、韵达也都选择“借壳”形式上市。此外，中通、百世物流、德邦物流、金峰都在谋求争取分别在美股、港股、A股或新三板上市。中国快递行业已经进入全方位拥抱资本的阶段，资本市场的运作，已经被视为维持地位或者弯道超车

今天，市场上发生的大部分大宗收购案例，已经不再像过去那样，由一家企业去收购另一家企业，而是资本借助各种杠杆，很多情况下是通过私募基金来完成对企业的并购。

私募基金和真实的收购者“抱团”出击，不同于以往运用传统财务杠杆进行的并购。这种并购的最大特点，是私募基金在参与并购之后，发挥其专业的对资本市场的认知度，帮助财务投资人在未来完成整合后顺利退出。

的必备条件，而资本的推波助澜，也加剧了行业内的明争暗斗。

另一类并购，以京东和沃尔玛深度合作为代表。这起案例，其模式实质上是双方线上线下资产互换合作。据公开

披露的信息，京东与沃尔玛“牵手”之后，京东将获得1号店的品牌、网站、App以及背后沃尔玛的全球采购链条；沃尔玛则将依托京东进行线上布局，而此次交易的“核心”——1号店，或许仅仅是双方合作的筹码。随着消费升级时代的到来，电商行业已经进入品质时代，不再主打低价，而是更加强调商品品质和物流体验。京东将1号店收入囊中，进一步巩固了其在电商行业的巨头地位，继续死磕阿里巴巴。至此，电商行业形成了“双龙戏珠”的局面，其他综合性零售电商平台想要动摇这两大巨头的行业地位，已经非常困难。

而腾讯以86亿美元巨款并购游戏开发企业Supercell，则是希望借助收购，扩大自己在行业中的领先优势。Supercell是一家芬兰手游开发商，成立于2010年，公司只有180人，总共开发过四款游戏：《皇室冲突》《部落战争》《海岛奇兵》《卡通农场》。仅凭这四款游戏，2015年Supercell共实现营收23.3亿美元，意味着员工人均每年可以创造出3500万美元的利润。游戏一直是腾讯最盈利的模块，收购Supercell后不仅使得腾讯股价大涨，腾讯也一跃而成全球最大的游戏公司。该笔收购还将有助于腾讯继续提升游戏业务收入及调整PC和手游的营收结构，弥补新游戏的不足。同时也将有助于腾讯的国际化扩张，弥补单独依赖中国市场的潜在风险。

显然，并购的最大好处是快速进入新的市场。一旦并购整合成功的话，收益率很高。不过需要提醒的是，企业并购的成功率，国际上一般只有30%，70%效果不明显或者失败。

陈伟豪：我觉得中国在未来几年可能会出现一些比较大的并购机会。第一个原因，中国的民营企业第一代创始人可能到年龄了，很多人60岁、70岁，他们觉得应该交班了。第二个原因，中国职业经理人团队开始出现，目前，活跃的职业经理人平均年龄在40岁至50岁，正是风华正茂干一番事业的时候。第三个原因，中国资本市场已是全球最活跃的市场，没有之一。大的并购项目、新型并购项目，在中国出现的可能性非常高。

记者：并购要获得成功，需要注意哪些方面？

李元旭：并购成败，与当事方意图有关。当年宝洁收购“沙市日化”等民族品牌，主要是为了“雪藏”这些品牌，为宝洁的自有品牌进入中国市场“清障”。而我们现在提倡“共赢的收购”，并购，是为了形成新的效益和能量。管理大师德鲁克对企业并购的观点是：只有并购方公司彻底考虑了它能够为什么所购买的企业做出什么贡献，而不是被收购方公司能为并购方做出什么贡献，并购才有可能成功。

德鲁克认为，企业要想通过并购成功实现多元化经营，需要有一个共同的团结核心，这个核心需要在生产经验和技能专长、市场和技术等方面具有共

同性和一致性，强调并购主导团队的价值观和文化观要统一；并购方要尊重被并购方的产品、市场和消费者；在一年左右时间内，并购方公司必须能够向被并购方提供高层管理人员；在并购的第一年里，极为重要的是要让两个公司的大部分管理队伍都能得到提升。

国际知名管理机构科尔尼咨询公司长期关注企业并购，它将一桩成功的并购归结为以下因素：雇佣有经验的管理层；强化核心业务和核心竞争力；财务能力的考虑；避免对等并购。科尔尼咨询同时强调，并购方必须重视被并购企业的专业人力资源、重视被并购企业的管理文化整合。

所有成功的并购案例都告诉我们，并购整合计划要提早制定，早做准备，不能在并购完成后才着手整合，而是要在并购过程中随时了解被并购企业的信息，随时调整并购整合方案。与此同时，确定具有经验的并购整合机构及人员，对于并购较多的企业而言，应当设置专门的并购整合机构，在特定的并购项目中任命特定的并购整合经理，尽可能做到整合的专业化。此外，整合方案一旦确定，要保持良好的执行力和确保整合的效率，避免因为整合效率低下而影响到公司并购的成败。最后，并购过程一旦出现障碍，要及时修订和完善整合方案及操作方式。

陈伟豪：在并购过程中，有些能力是投资人必不可少的。第一，如果没有对新兴事物的学习能力和感知能力，你是不可能成功的。第二，要有很强的沟通交流能力。做投资是对人业务，不是对电脑一批数字。怎么去和人打交道，是投资人非常重要的能力。第三个能力，你要有坚韧的精神。

钱世政：做并购交易，宏观层面必须注重经济周期、产业周期和收购窗口期。经济周期和新兴产业周期未必一致，资本市场总是要逐利的。

微观层面，首先要想清楚究竟收购是为了什么？通过收购，增加了品牌、升级了技术，但与之配套的新的商业模式在哪里？此外，与并购配套的功能性策略、技术、财务、人力等有没有准备好？

想明白这些，最后才是技术层面：你要做好尽职调查、要有合理的估值；要有好的交易架构，这样才能做到“能走就走，不能走就退”；估值中要留足空间，能够在发展当中引进交易伙伴。因此，投后管理和文化管理整合不可忽视。

在回顾近年来成功的并购案例中，我们可以发现贝恩投资的表现非常出色。贝恩投资脱胎于贝恩咨询。有意思的是，贝恩投资的基本思路仍然是以管理 with 业务提升为核心的价值提升，即以“变革管理”为核心，在出售被投资企业之前，用“增值咨询服务”的方式，迅速拉升被投企业的业绩和

管理能力，以此获得超额利润。进入中国市场后，贝恩也是如此。例如入主国美电器之后，贝恩首先请来麦肯锡帮助国美梳理国际化战略，同时帮助国美做新商业模式的规划等工作。可以说，相对于当前国内投资后的“放羊”式管理，贝恩投资对于投资后服务的理解和操作要深入得多。它通过宽广的视野和深入企业经营管理，实质性地推动了被投企业的发展。

记者：如何看待并购中的对赌协议和裁员？

钱世政：对赌协议实际上英文叫“估值调整”，中文翻译的比较传神。实际上就是对收购方担心收购之后不知道明天是不是值这个钱，出于这种恐惧，投资人就会设计若干个期权，设置期权选择。赌的无非就是财务数据，诸如销售额、利润有没有做到。这是并购案例中，投资方面向不确定未来常用的一种降低自己风险的方法，但不是唯一的方法。



陈伟豪
华平投资集团董事总经理

中国资本市场已是全球最活跃的市场，没有之一。大的并购项目、新型并购项目，在中国出现的可能非常高。

裁员方面，收购好的公司不会裁员。特别是在欧美高福利国家，裁员是非常痛苦的事情。

陈伟豪：我不喜欢对赌协议。对赌协议到最后往往损害各方面利益。因为被投资人不爽，投资人也不爽，你达到目标不好，不达到目标也不好，会有各种各样大家目标不一致的地方。——对赌协议到最后往往变成吵架的工具。那么，怎么样可以确保一项项目是好的交易？第一，做好自己的工作，如果弄不清楚这个事情，那就别去投。如果希望借对赌赚回一点保护自己的筹码，我认为你的投资理念一开始就是错的。第二，跟卖方或者管理层一开始要说清楚，我们没有这个对赌协议。但是希望你做到什么，如果你不做到，要么被赶走，要么有一些其他的惩罚。这种透明的正向激励，才是更好的机制。

李元旭：一般不考虑用对赌协议。有时候风险太大，给对方压力太大，采取友好的方式，更容易被对方接受。

裁员方式好不好？当被并购的企业冗员很多，可以考虑裁员。先不要大范围地裁员，这种负面作用比较大，对人员心态打击比较大，大批量的裁员也会带来社会问题。海外收购，考虑到福利成本，更是不能随便裁员。要考虑到利益相关者，比如被并购企业的高管、原股东、重要的技术人员、市场营销人员，简单“请人走路”，不是个好办法。

本版头像素描 钟媛
题图 视觉中国

延伸阅读

“买手”公司是如何炼成的

■王仁荣

百威英博亚太区副总裁、《3G资本帝国》译者

如果将那些擅长收购企业的公司比作“买手”公司的话，在巴西起家的3G资本绝对是这条食物链上的顶级玩家，无论如何，3G资本是至今为止历史上最会赚钱的私募股权投资机构。在餐饮行业，你很难避开这些与3G资本有关的一线企业：卡夫、亨氏、百威英博……

从成功收购百威、汉堡王、再到亨氏，3G资本以全球化的格局和雄心，从投资收购切入，实现了资本增值。该模式可总结为“投资控股-管理再造-赋

能增值”。

3G资本的三位投资人——雷曼、马塞尔、贝托，各自占据巴西富豪榜前五名中的三席。“巴西三剑客”的第一桶金来自加兰蒂亚（3G资本前身）——这是雷曼1971年创立的投资银行。巴西三剑客中的其余两位都是在加兰蒂亚银行创立早期被雷曼招入麾下，他们正是通过这种晋升方式成为了公司合伙人。在不到20年内，巴西三剑客把一家只在当地小有名气的啤酒制造商博浪啤酒打造成了全世界啤酒行业的最大企业。3G资本一步步收购博浪啤酒、南极洲啤酒、百威啤酒、南非啤酒，成为世界啤酒霸主，同时收购汉堡王、亨氏成为世界食品饮料之王。

根据瑞士信贷的统计，2008年3G

资本旗下的英博集团以520亿美元收购安海斯-希布，在2009年到2014年的五年间，3G资本成功让百威啤酒的息税前利润（EBIT）增长了600个基点。3G在这笔投资中获利颇丰，这样的成功让巴菲特都表示无法相信。

2010年，3G资本以超出原PE机构初始投资额两倍的40亿美元价格收购遭到金融危机侵袭的汉堡王控股股权。汉堡王在被3G收购后的第一年里，息税前折旧前摊销前利润（EBITDA）增长60%。六年后，易主的汉堡王为3G资本挣得140亿美元的盈利，当初这单让华尔街的分析师



想不通的巨额收购，却成了历史上最成功的一笔投资。

2013年初，股神巴菲特的伯克希尔·哈撒韦和这家巴西的股权投资机构联合收购了全球番茄酱巨头亨氏集团。在收购亨氏之后的两年里，3G资本又一次成功提高了EBITDA 800基点，达到了28亿美元。

3G在管理上有什么独门秘诀？《3G资本帝国》作者柯利娅曾在采访中提到“精英体制”。3G资本的精英体制包含五个核心要素：优秀人才、远大梦想、可变薪酬制度、成本控制和开放式的工作环境。3G的三位合伙人坚持，懂得“让位”，才是精英体制的精髓，位居高位的人不应该阻止雄心勃勃的年轻人往上爬。如果年轻人不能往上走，就完全违背了他们推崇的精英体制的信条。

雷曼曾经说过：“做一个大梦和做一个小梦需要同样的能量，那我们为什么不做一个大梦呢？”他在很早就意识

到，与正确的人共事能为自己带来巨大优势。他一直专注于招募一群“PSDs”的专业人才，即出身贫寒（Poor）、为人聪明（Smart）、有强烈致富野心（Deep Desire to Get Rich）的人。这样的原则让业绩成为升职加薪的唯一标准，工作年限不再成为考核指标。为了保持公司总人数稳定，每年还会通过“烟雾弹会议”，让10%的员工出局。

在收购其它企业的过程中，这些往日的优秀人才培养优秀人才的模式为公司效率提升提供了核心竞争力，他们惯用的模式是：首先，收购一个管理层失去发展动力、经营效率低下的企业；再由董事会（由公司过往资深合伙人组成）负责总体决策，某个合伙人带领团队作为这家公司的核心管理团队进驻企业；此团队再经选拔、输入高绩效管理制，招聘新人，逐渐重塑企业文化，开除和取代没有动力的老人，最终



使得企业焕发高效率和新生机。工作环境方面，尽一切手段解除对人才的束缚因素，打破等级制度，打造自由开放的办公环境。

文字整理：张晓鸣