

# 兼 并 收 购

主讲人：崔凯

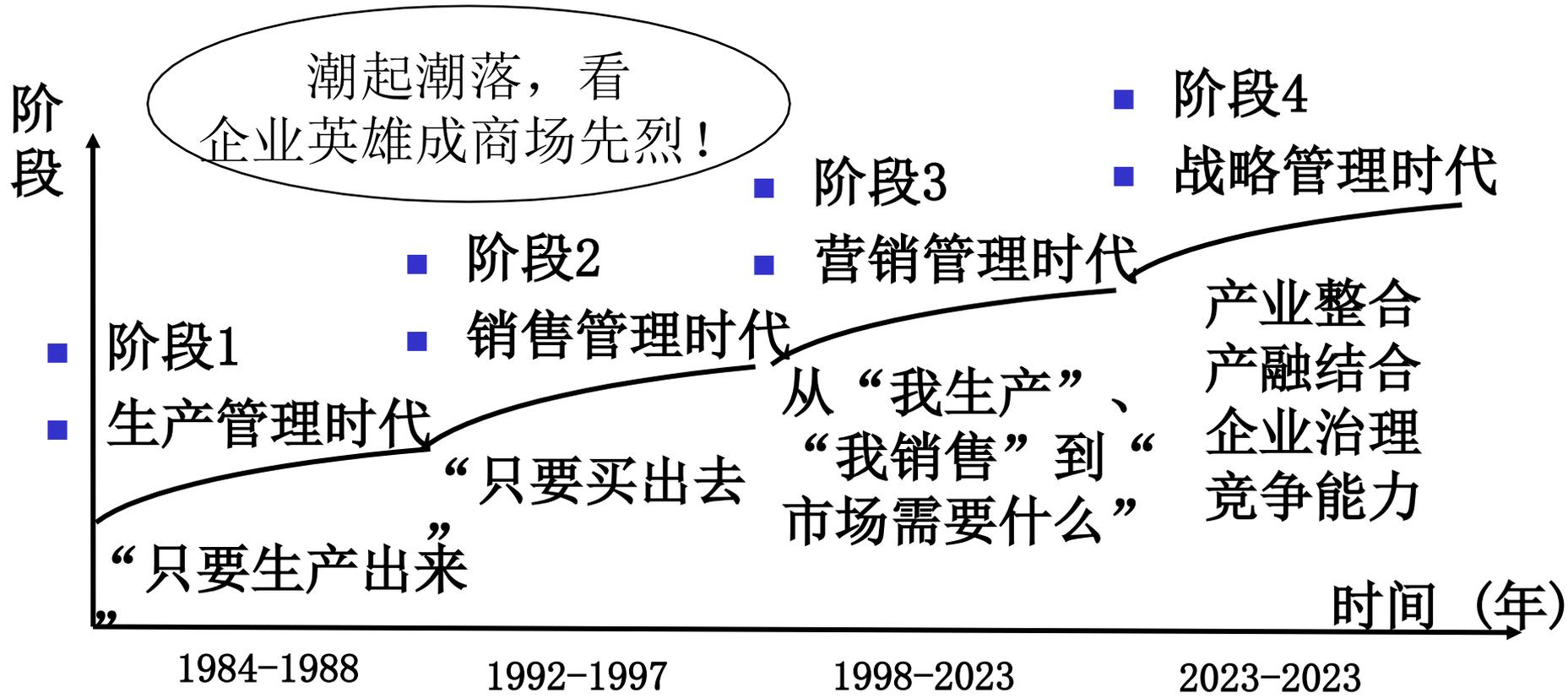
# 目录

- 推开资本运营之窗
- 并购的流程与策略
- 尽职调查的玄机
- 怎样进行企业估值
- 协议中的关键议题
- 并购整合：家和万事兴
- 兼并收购案例分析

# 一、推开资本运营之窗

# 再回眸：中国企业管理的发展历程

中国的两度战略抉择：经济建设（1978）和市场经济（1991）



# 产业经营VS资本运营

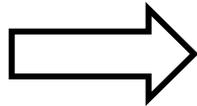
诸多人一提到资本运作，很自然的想到就是去搞企业上市、去兼并或收购别的企业。其实资本运作有更丰富的内涵，涉及对外的投资经营（并购）、企业内部的资产调整（重组）、吸收外部投资（融资与上市），甚至企业的租赁、托管等都是资本运作的范围

产业经营是做“加法”，资本运营是做“乘法”。诸多企业家看到了“乘法”的高速成长，却忽视其隐藏的巨大风险——资本运营是利用财务、法律和业务等各项手段的全方面格斗技术。

对企业来说，伴伴随扩张的需要，每隔3—5年必然会产生一次融资与并购需要。任何一种企业的组织构造中都会有“销售经理”“生产经理”“财务经理”之类的岗位，但却极少有企业贮备专业的资本运营经理人。难道资本运营比产业经营更为轻易？现实中，有太多在产业界长袖善舞的企业家最终在资本运营中折戟沉沙。德隆及其灵魂人物唐万新，格林柯尔及其掌门人顾雏军……

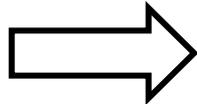
# 思绪差别：产业经营**VS**资本运营

战略  
视角



不谋全局者，不足谋一域；  
人无远虑，必有近忧。

运营  
视角



千里之行，始于足下；  
一屋不扫，何以扫天下？

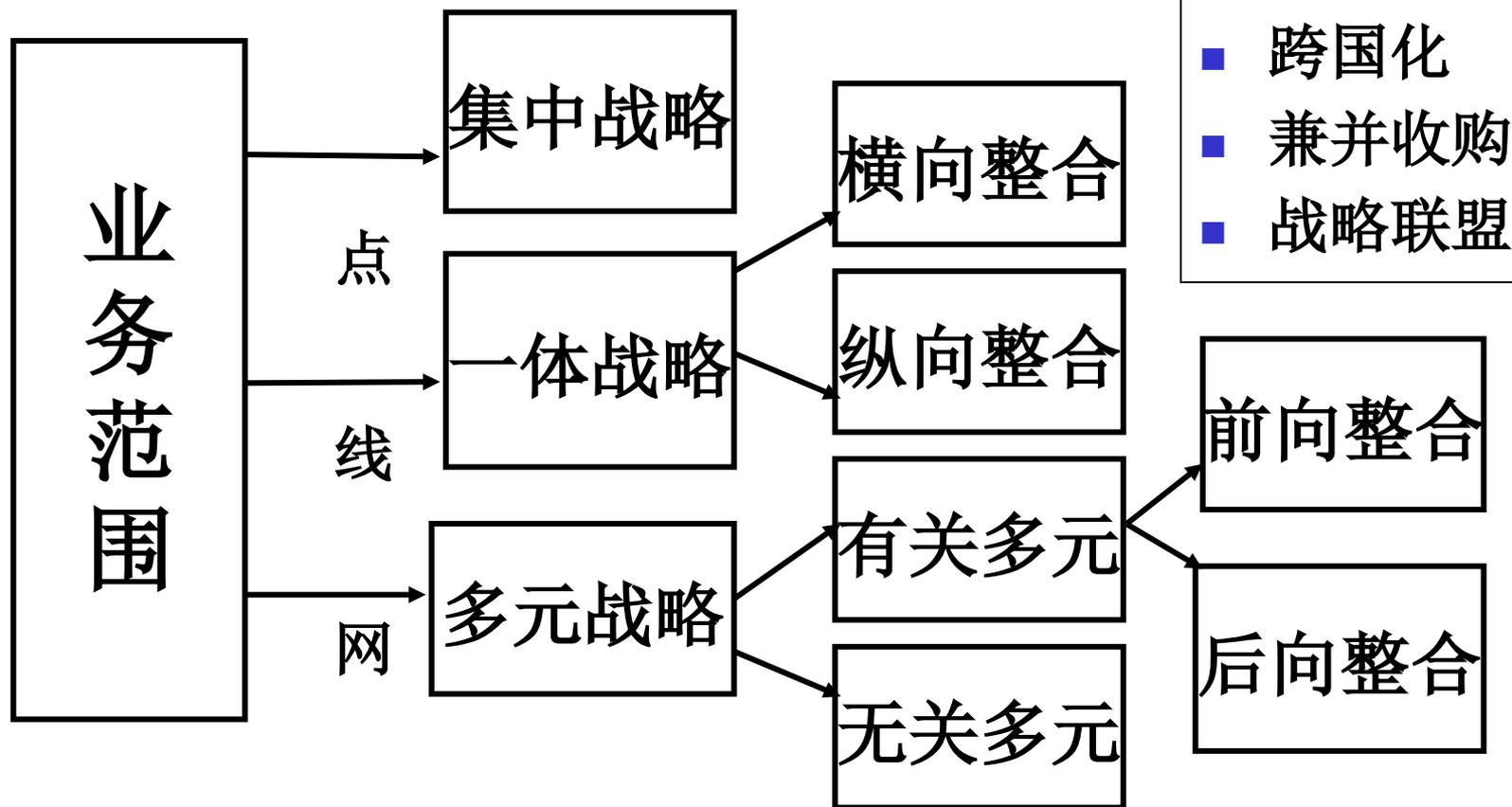
两本畅销书：《战略决定成败》VS《细节决定成败》



战略的特点：系统性+前瞻性

“林彪攻打锦州”VS“隆美尔守北非”

# 企业发展战略



## 实现措施

- 新建
- 合资
- 跨国化
- 兼并收购
- 战略联盟

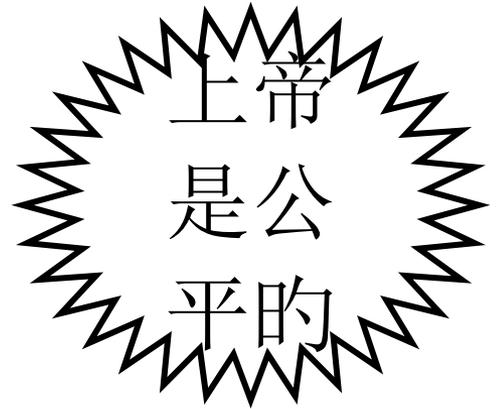
# 企业并购的主要形式

分类	战略	案例
横向并购	规模化经营战略	国美收购永乐
纵向并购	集约化经营战略	潍柴动力收购湘火炬
混合并购	多元化经营战略	四通电子收购健特生物

基于共同消费群体的异业合作！

# 简朴的哲理：做企业就是做人

- 极少数人：文武兼备，帅才
- 少部分人：独当一面，将才
- 大部分人：一技之长，兵才



人生：能在一种技能领域做好已经很不轻易……

- 极少数企业：多元化战略，遍地开花
- 少部分企业：一体化战略，产业整合
- 大部分企业：集中化战略，产品称雄

企业：能在一种行业领域做好已经很不轻易……

# 2023-2023年中国并购十大事件

■ 2023年中国十大并购事件	■ 2023年中国十大并购事件
英博收购雪津啤酒	达能-娃哈哈控制权争议
中国铝业并购8家铝企	中国移动收购巴基斯坦运营商
高盛竞购双汇	■ 中国投资企业入股美国黑石集团
宝钢收购邯钢	国家开发银行入股英国巴克莱银行
国美并购永乐	■ 中国工商银行收购南非原则银行

<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2023年中国十大并购事件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2023年中国十大并购事件</li> </ul>
<p>广发证券借壳上市</p>	<p>中国航空业竞购事件</p>
<p>华润集团重组华源</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 中信证券与贝尔斯登相互持股</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 中国蓝星并购法国罗地亚企业、安迪苏集团</li> </ul>	<p>印度米塔尔收购东方集团股权</p>
<p>电讯盈科股权转让</p>	<p>中国平安保险收购欧洲富通集团股权</p>
<p>花旗、中国人寿等联合竞购广发行</p>	<p>中国国家电网成功竞购菲律宾电网运营权</p>

# 资本运营前提：“剩”者为王

在中国，太多的企业是以同一笔资金，根据某种需要，辗转注册成立了数家企业，形成一种集团的架构。然后，在开发经营机会（尤其是资本运营）的同步，利用这些企业的不实虚置资产和业绩，以抵押、担保，甚至反复抵押等方式进行融资套现，支撑企业的经营运作。

在如此循环往复的过程中，发生的融资成本和管理成本不断吞噬着企业的现金流，又必须不断以新的更大的资金融入维持还本付息和资金消耗。正如

《财经周刊》撰文指出的：中国的大多数企业，是在靠银行的输血维持着表面的繁华，其本身是缺乏造血功能的。一旦银行停止输血，企业的结局就是衰亡。

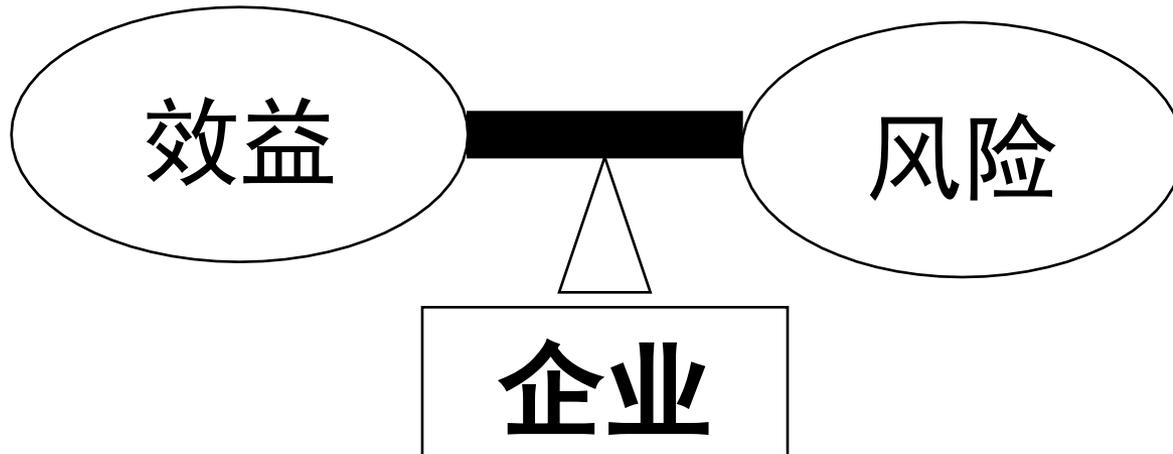
# 教训：“德隆—巨人—三株”

企业名称	存在时期	快速成长时间	衰落时间	爆发诱因	主要根源
德隆	1986—2004 ( 18 )	1992--2003	60 天	资金链崩断	疯狂资本扩张
巨人	1989—1997 ( 8 )	1990--1995	半年	资金链断裂	盲目多元扩张
三株	1994—2001 ( 7 )	1995--1997	一年	现金流干涸	高速市场扩张

企业名称	经营业务	管理团队	管理模式	资金运作手段	资源运做能力
德隆	金融/证券/产业	精英团队	治理结构	股市融资/国债 投机/地下融资	全局失控
巨人	电脑/房地产/保 健品	知识团队	半军事化	销售回款 预售楼花	投资失控
三株	保健品	营销团队	家族管理	销售回款	市场失控

多数企业失败的导火线都是现金流，失败的根源都在于迅速扩张。

# 请注意！



假如说防守是球队的首要任务，那么对企业而言，在战略扩张上不犯错误就已经成功了二分之一。进行翔实投资可行性研究的目的是：有效管理和控制企业的投资风险！

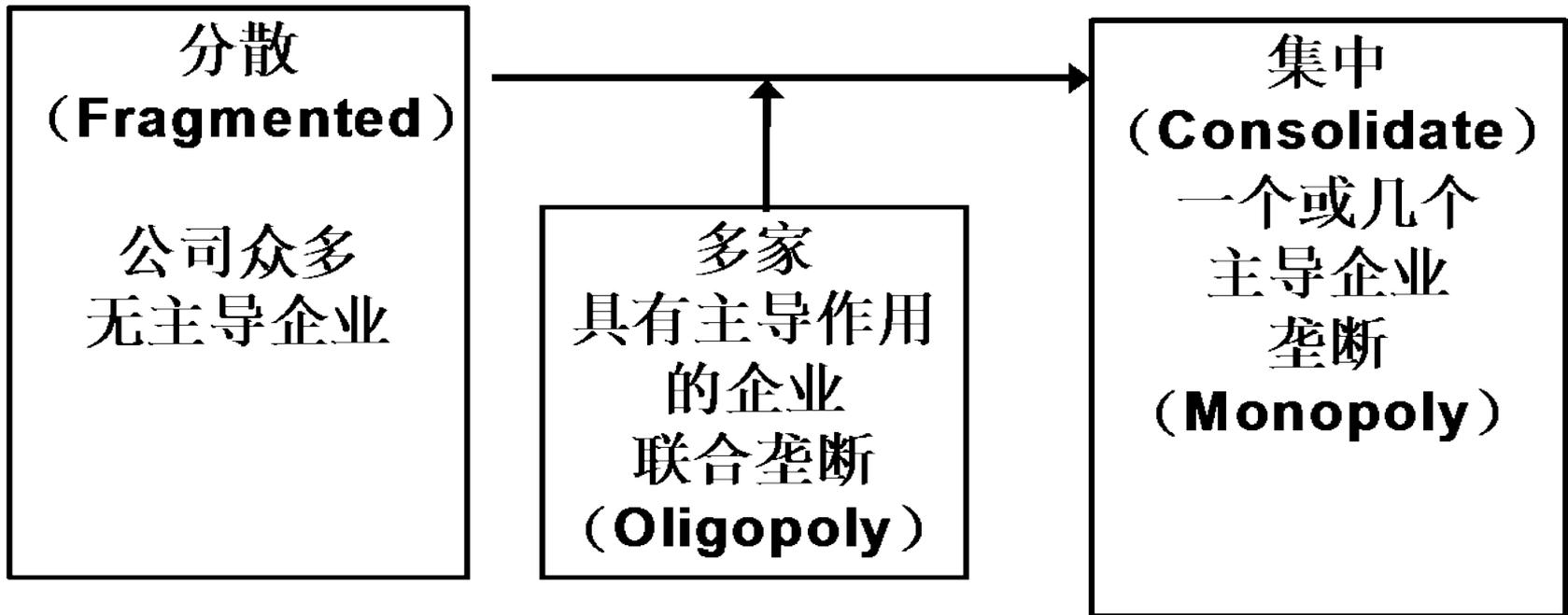
并购是一种主要的企业战略扩张方式，战略是“道”，并购是“术”。假如战略方向上“南辕北辙”，那么成功的并购所造成的成果往往是“雪上加霜”！

# 二、并购的流程与策略

# 从行业集中程度说起

行业集中度是指行业中多少市场份额被多少家厂商所占有。

x



行业的整合一般都经过四个阶段：从起步（分散的市场里充斥着多种规模的参加者）到积累（最大三家厂商的市场份额总和到达30~45%）、集中（三个领先厂商将取得60%的市场拥有率）、联盟阶段（最大三家厂商将拥有70~80%的市场份额，行业的资源分置基本完毕）。除了市场本身的淘汰机制，这一整合的过程还依托购并这一主要手段。

# 为何选择并购

## 并购意图

- 协同作用，规模经济，降低经营成本
- 谋求企业规模迅速增长，花费时间少
- 取得专门资产，资源共享
- 以最迅速度占领具有潜力的市场，提升市场占有率
- 帮助企业进入新兴行业和领域，实现多元化经营
- 收购低价资产
- 政策意图
- .....

# 从春秋战国到行业整合

- 春秋起止公元前771-前476年，此间大小诸侯国见诸经传的有一百七十余个，“齐桓公，晋文公，宋襄公、秦穆公、楚庄王”等春秋五霸曾经数度会盟、征伐，各领风骚。
- 战国起止时间前475-前223年，此间诸侯并起，相互兼并，出现了秦、楚、齐、燕、韩、赵、魏等“战国七雄”，历经合纵（苏秦）与连横（张仪），最终秦王扫六合，一统天下。

- 2023年以来，众多行业价格站烽烟四起，“伤敌一千，自损八百”，然而伴伴随人力成本的上升、煤电油运价格上涨等一系列宏观原因变革，众多企业进入微利（甚至亏损）时代。
- 人民币升值、CPI居高不下、投资过热等引起的货币从紧政策使得难觉得继的企业雪上加霜。连靠“低成本”奠定江湖地位的格兰仕也不得无法延续“低成本模式”……

# 案例：群雄逐鹿—三国演义—美苏争霸

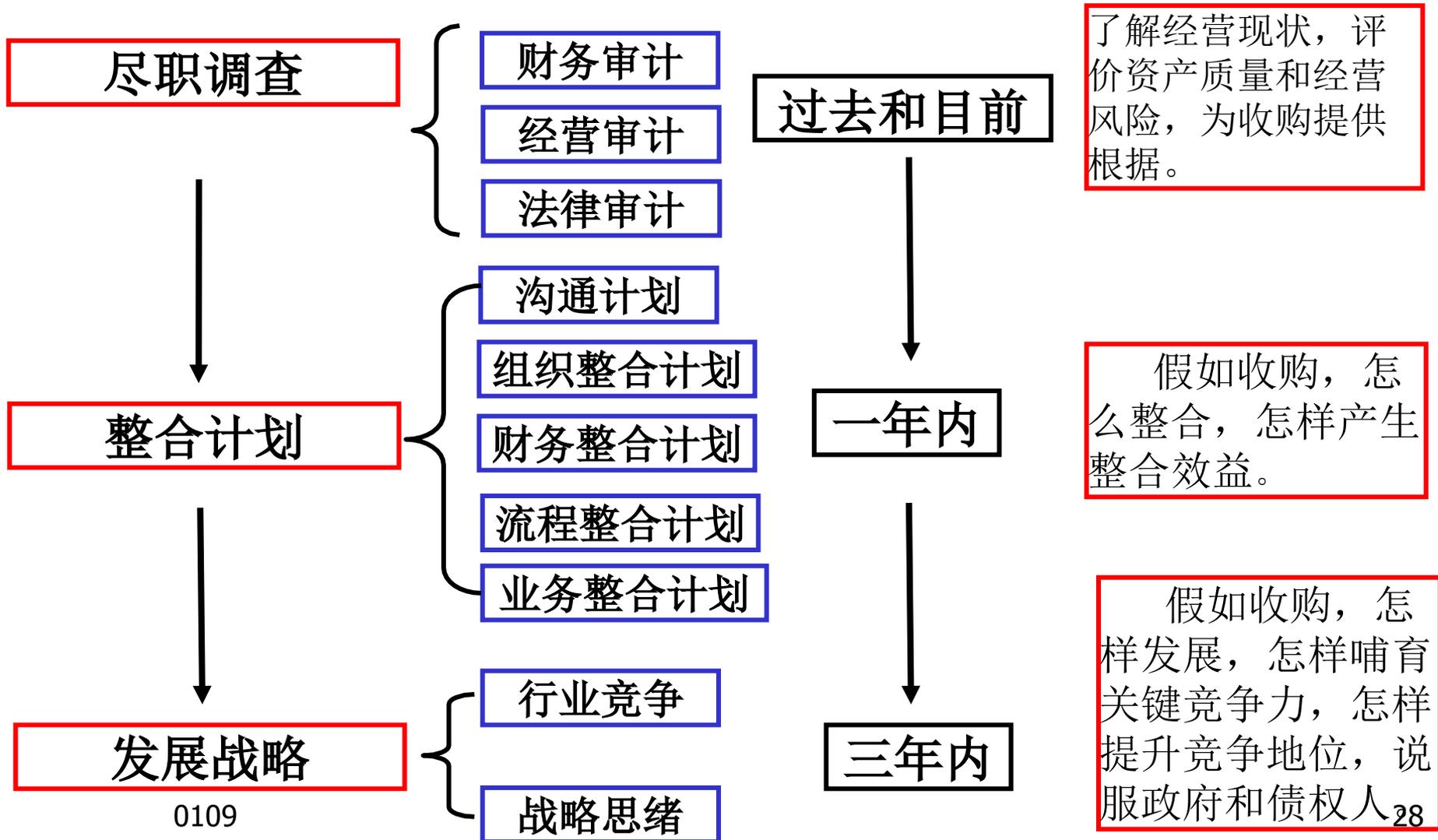
从 1998 年到 2023 年年初，能够称为家电连锁企业群雄逐鹿时期，国内主要的家电连锁企业的市场份额相差不大，并无明显差距。家电连锁企业各显神通，采用粗狂式的规模扩张，均形成一定的区域优势。其中国美、大中以北方市场为主；苏宁、五星以江苏市场为主；永乐以上海市场为主；而三联以山东市场为主。

- **2004**年，国美、苏宁和永乐分别在香港和深圳上市，并发力全国布点，市场份额迅速上市，一举奠定三大家电巨头鼎足的格局。
- **2006-2023**年，国美更是经过成功并购上海的“永乐”、北京的“大中”和山东的“三联”，从而在规模上略强于苏宁，顺利问鼎家电零售行业老大，占据家电零售半壁江山强的市场份额。

# 并购投资总体程序

■ 环节	PE投资	婚姻
1	找项目，融资企业提交融资计划书	相遇相识
2	受理并立项	确立恋爱关系
3	尽职调查（含审计评估）	恋爱中增进了了解
4	■ 投资协议条款的谈判	谈婚论嫁
5	■ 投资方和融资方对项目合作进行决策并经过	双方家长认可
6	签订投资协议	订婚
7	安排出资	买房、买车、筹备婚宴
8	工商注册控制时间进度：“恋爱并非越久越嫁”	结婚证

# 并购关键内容



# 战略投资者的定位

## 优势

- 投资于相同或有关行业的企业；
- 允许企业有“缺陷”；
- 为融资企业注入管理、技术和上下游业务，提升融资企业的资信度和行业地位；
- 投资期限相对更长，企业将来有进一步的资金需求时，战略投资者有能力提供资金
- 认可融资企业的战略价值，估值较高，不但仅着眼于短期的财务回报。

## 劣势

- 更多的体现为战略并购，要求控股权和经营权，增长合作双方在管理和企业文化上磨合的难度。
- 将融资企业纳入其整体战略规划，企业独立发展空间受到限制，甚至成为潜在的竞争者。
- 价格转移。

# 并购实施关键要素

- 投资企业乐意冒一定的风险
- 对行业和目的企业的理性判断，现实的财务模型
- 了解目的企业（涉及资源、经营实力、管理水平）
- 熟悉投资的外部环境条件
- 正确评估目的企业的价值
- 关键利益人的处理
- 投资支付方式合适
- 用发展战略说服政府和债权人
- .....

# 对并购的了解误区

- 并购主要看企业，“人”是次要原因（蒙牛）；
- 并购关键是“资金”，“资源”是次要的；
- 并购是会计师和律师的职能
- 高科技企业就是高成长企业；
- 规模上去自然有经济效益（独生子女）；
- 以资本运营替代生产经营（皮一毛）；
- 重并购、轻整合（恋爱—婚姻）；
- 外资并购是企业国际化捷径（以市场换技术）；
- 选择合作伙伴（厦门远华？）；
- “尴尬”的人力资源部
- .....

# 并购小“辞典”

- 按法人地位划分：兼并，收购
- 按行业角度划分：横向并购，纵向并购，混合并购
- 按购置动机划分：善意收购，恶意收购
- 按支付方式划分：现金支付，股票支付，混合支付
- 按收购手段划分：协议收购，要约收购
- 按中介作用划分：直接收购，间接收购

# 三、尽职调查的玄机

# 尽职调查的全过程

## 1、概况了解阶段

概况了解的目的是判断企业的融资行动是否具有商业意义，对企业的情况进行评估。概况了解涉及实地察看、会面管理层、了解企业所在市场和行业以及审阅企业财务报表和预算等。富有经验的尽职调查教授一般能够在一到二周内完毕概况了解和成果陈说。该时间的长短一般与被调查企业架构的复杂程度、获取数据的难易程度和管理层的配合程度有直接的关系。

## 2、详细调查阶段

该阶段是最花费时间的阶段。详细调查要求并购教授审查企业全部文件、管理者背景、设计的法律诉讼和知识产权问题等等，尤其是业务情况与战略方向。详细调查的过程必须仔细完整，调查范围不能局限于企业提供的资料。整个过程一般需要一到两个月的时间完毕。

### 3、持续关注

详细调查后，并购教授应该继续亲密关注企业的新闻、网站、媒体宣传以及其他行业信息。整个过程要连续至双方完毕工商变更。

### 4、尤其注意：

尽职调查并不只是简朴的把企业文件装订在一起。真正的尽职调查是经过对商业原因的分析，对企业的价值进行详细和明确的评估。

# 初审时经常提出的问题

- 企业周围的产业环境怎样？（上下游产业分布，能源资源等）
- 企业的行业地位怎样？
- 企业有哪些优质（或有价值）的资产？
- 主营业务利润率是否会连续走低？（竞争、原料涨价等）
- 主要供给商与客户的情况？（供销稳定性）
- 假如要求控股，企业是否会考虑？
- 派驻尽职调查人员进场（甚至托管），企业是否会接受？

# 尽职调查要素一览

维度	要素	维度	要素
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 企业概况</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 工商注册信息</li> <li>■ 业务运营历史</li> <li>■ 关键业绩指标</li> <li>■ 关键竞争优势</li> </ul>	<p>人力资源</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 被收购企业管理层和员工的自然情况</li> <li>■ 关键部门员工的态度与情绪</li> <li>■ 人员安顿或遣散</li> <li>■ 阻碍收购成功的企业文化障碍等</li> </ul>
<p>行业研究</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 行业现状</li> <li>● 发展趋势</li> <li>● 竞争格局</li> <li>● 行业壁垒</li> </ul>	<p>经营团队</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 经营者的经历和背景</li> <li>■ 经营团队的专长和管理能力</li> <li>■ 经营团队的经营理</li> </ul>

0109

38

# 融资企业常用包装技巧

1. 虚报财务数据，夸张产品市场前景的描述，出示某些潜在客户的询价单来彰显产品市场前景看好(有时询价单本身是虚构的)。
2. 夸张企业的行业地位，或将自己与业内龙头企业进行简朴比较，或贬低其他竞争者的产品和技术。
3. 彰显有其他投资方也在洽谈之中，而且进度不久，甚至已经有明确的投资意向。

4. 在现场调研前，已经进行过内部磋商，对企业存在的问题统一口径；刻旨在厂区营造欣欣向荣的气氛。
5. 利用投资经理知识构造方面的局限，有意凸现某些“概念”方面的信息。
6. 以信息保密为由，对某些虚假信息拒绝提供有关资信证明。

## 案例：A企业现场考察

A企业以新建扩产项目为名，对外谋求融资。在现场考察过程中，企业正在生产，一片繁忙之象，显示欣欣向荣的气息。经营者简介企业效益连年提升，拳头产品A满产满销，供不应求，急需扩产。投资经理在生产现场翻看生产统计，发觉统计并不连续。最新的日期为现场调研的当日，此前的统计为两个月此前的数据。在参观仓库时，发觉大量所谓的畅销产品库存，且生产日期均为两个月此前，甚至还有隔年的产品库存。后来经过外围调查得悉，该企业因经营不善已经陷入困境的，产品滞销，员工一直放假，资产负债率高达95%……

# 律师的作用

目的企业的主体资格及此次投资同意和授权

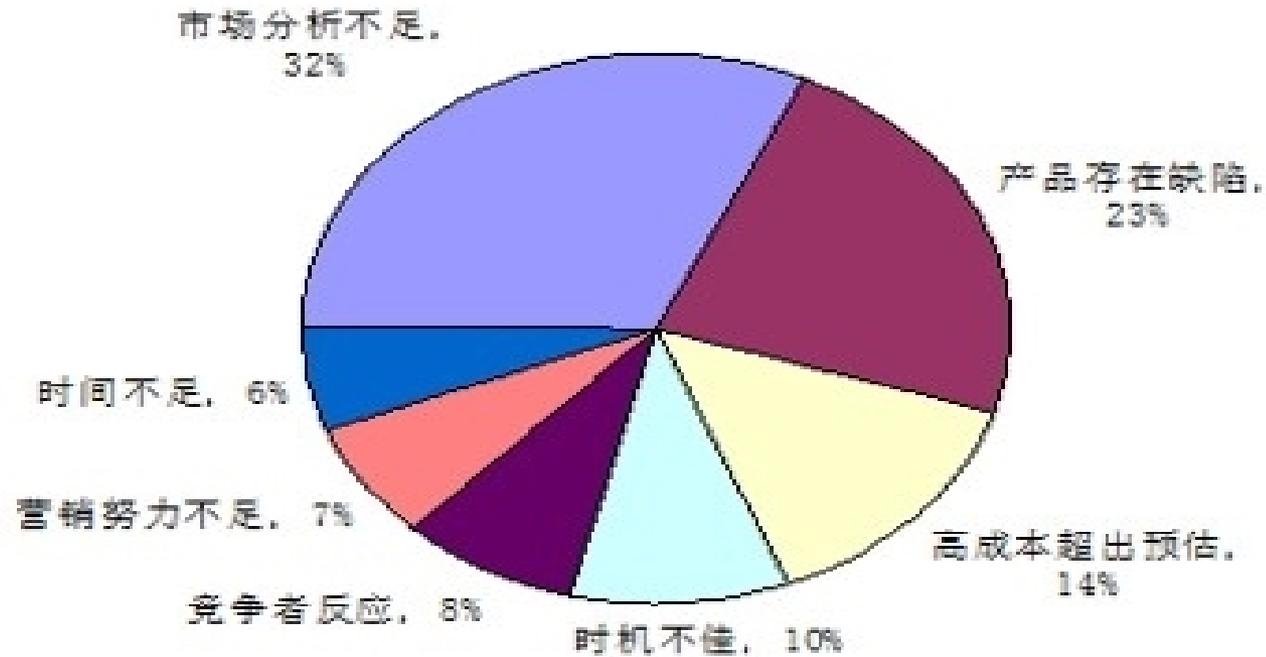
目的企业章程的审查（反收购条款等）

目的企业各项财产权利的审查

- (1) 贷款文件：长短期贷款协议和借据（如为外汇贷款，则涉及外汇管理机构的批文及登记证明）；
- (2) 担保文件和推行确保书（如为外汇担保，则涉及外汇管理局批文及登记证明）；

- (3) 资产抵押清单及文件（涉及土地、机器设备和其他资产）；
  - (4) 已拖欠、被索偿或要求行使抵押权之债务及有关安排；
  - (5) 有关债权债务争议的有关文件；
- 目的企业正在进行的诉讼及仲裁或行政处分

# 项目失败原因



# 投资可行性研究误区

- 1、为“可行”而“研究”
- 2、可行性研究是财务部门的职能简朴罗列宏观数据，缺乏对市场的有针对性的分析；
- 3、简朴的与同业成功企业进行对比，以此阐明自己的成功模式

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/495032200312011323>