

胡东旭 企业并购“时间就是敌人”

记者 王萍

5月10日晚间,高德地图宣布,通过增发股份获得阿里巴巴集团2.94亿美元投资,阿里巴巴将持有高德约28%股份,成为公司第一大股东。这是继阿里巴巴5.8亿美元入股新浪微博、百度3.7亿美元收购PPS视频之后,近1个月的时间里国内互联网业第三次大的并购案。再加上此前百度、奇虎360和腾讯竞购搜狗的传闻,这段时间,国内互联网业可谓是并购四起。

出于产业整合和企业竞争等各种原因,企业的并购需求越来越多。企业如何有效地利用外部专业机构和内部组织资源,提高并购的成功率非常重要。本报记者就此问题对和君咨询事业部合伙人、企业并购专家胡东旭先生进行了独家专访。

“时间就是敌人”

记者:在您看来,企业为什么要并购?

胡东旭:企业之间并购的目的和理由多种多样,但最重要的理由就是通过经济代价(现金、股权等)换取企业经营的时间成本和资源成本。如企业希望得到技术、品牌、管理经验、市场份额、收益或生产规模、人才、特殊经营许可等资源时,依靠企业自我的经营发展在短期内无法现实,为了降低机会成本和风险,并购是首先被考虑到的手段和方式。当然还有很多其他理由,如并购基金对企业的收购是为了提升标的企业价值后出售,获取股权收益等。

记者:具体到阿里巴巴与高德地图并购案:高德是中国顶尖的数字地图和导航解决方案提供商,阿里巴巴是网上交易平台,业务并不对路,根据您的经验和分析,如何看待这起并购?

胡东旭:这个并购案金额比较小,我没有注意。过程也不大了解。但是对阿里巴巴移动互联网业务领域的发展来讲,应该有一定意义。互联网从PC走向手机,从固定走向移动是大趋势,是人类生活方式的转变。顺我者昌,逆我者亡。

记者:在企业间并购的操作过程中,您认为首先应该重视的因素是什么?

胡东旭:迅速性和保密性。在并购领域中有“时间就是敌人”的说法(Time is the enemy),并购拖延的时间越长,遇到的困难就会越多,成功率就越低。其次,就是要严格保密。并购涉及到企业各种利益关系,为了并购的顺利进行,防止节外生枝,保密是非常重要的。

记者:如何才能成功并购?有没有可以遵循的普遍性规律?

胡东旭:要提高并购成功率,至少有四个基本原则需要遵守:

第一,并购一个企业时,首先要确立并购战略,明确并购的目的。要明确为什么要收购这家企业,收购后如何提升这家企业和自身企业的价值?清楚认识自己企业的核心竞争力,围绕核心业务能力开展并购,可以提高企业并购的成功率。并购战略一定要落实到文字的描述,有了文字的描述,组织内部可以信息共享,互相确认,更重要的是在决策踌躇时可以回归原点思考,排除情绪化的决策。这是左右并购成功与否的第一个关键。

第二,要围绕并购战略选择并购的对象企业。收购标的企业与收购方企业现有的核心事业相近,有利于发挥协同效应,并购的成功率也高。具体做法是:罗列出目标企业名目(收集目标企业),逐个筛选对象企业(按照魅力度排名),详细评价对象企业(现金流,成长性,市场地位,收购价格,EPS等),最终确定理想的收购对象。理想收购对象的首要条件是可强化现金回收(双方有减低成本协同效应,或创造现金流的协同效应等)的企业,这样在收购竞争对手出现时,有利于收购价格上的竞争。

有些企业在收购时希望价格便宜但又对业绩低迷的企业担心,对象企业业绩好自然出售的价格高,业绩低迷改善的余地也大,溢价收益空间也大,关键要看是否对业绩低迷的企业有改善的能力和手段。但一般来说,连续三年赤字的企业不

适于作为收购对象,除非是经营手段高明的经营者,一般很难改善。连续三年赤字的企业员工士气已大挫,企业文化受伤,整合难度大、时间长,在整合的拖延中,企业价值严重受损,投资资金难以回收。

记者:高德地图本身业绩不低,阿里巴巴这起并购自然出价不低。

胡东旭:是的。我正好要谈到价格问题。

第三,收购一家企业到底什么价格合适,要根据收购方的收购目的和经营状况而定。一般而论,出于战略目的的收购与出于经营效益的收购,对收购价格的敏感程度是不同的。有些并购对收购方企业来说,是转型与发展战略问题,甚至是生死存亡的问题,拿钱买命,收购价格已经不是关键要素了。7年前,日本软银进入移动通信领域,花了1万7500亿日元收购了英国Vodafone Group Plc的日本法人;去年花200亿美元收购了美国移动通信公司Sprint Nextel Corporation70%的股权。从并购金额来讲,阿里巴巴3亿美元的并购属于微小型并购案件。

但是,对于以经营效益为目的收购,要确定价格上限,选择合理的收购价格。在企业并购中,合理的确定收购价格的上限,是避免并购成本过高的关键。这就像炒股时的止损点一样。一旦并购价格超过上限,就要有放弃的勇气。从国内企业的海外并购案例来看,这方面还不够成熟,其中一个原因是企业在并购中担心失去并购机会,结果事与愿违,企业买到了,却没有得到预期的效果。一般收购的上限定为收购方把全部协同效应考虑进去后的收购价格。

记者:既是志在必得,肯定把全部协同效应都考虑进去了,价格上限相对就会比较高?

胡东旭:对,阿里巴巴就是高价入股。

第四,要及早确立并购后的整合计划并着手准备工作。不能等到并购过程完成后再开始讨论如何整合。整合着手越早,并购成功率越高。行业中的术语叫“百日战争”,就是说并购手续完成后的最初三个月的整合事关并购的成败。并购过程虽然瞬息万变,充满了不确定性和戏剧性,但是收购过程又是前后一贯通,互相牵连的。并购价格的确立与并购后的整合有关,所以一般当并购尽职调查后期和最终交涉期间,就应该着手整合工作的准备了。

哪些需要首先整合,哪些最好不整合,什么样的人选都要明确。并购披露后,就应该马上开始。所有的利益关系者都瞩目以待,要让企业内部、外部关系者对并购有信心,传达并购效果的信息是很重要的。很多企业把并购和整合分开来考虑,并购完成了再去请外部咨询机构整合,这实际上增加了并购的风险。

高度注意收购对象毛利率减少

记者:在实际操作中,企业如何选择并购中介服务机构?

胡东旭:并购中介机构一般指的是并购财务顾问(finance adviser),中介的称呼容易产生混淆。首先,中介是为双方服务的,中介服务从责任义务上讲,立场要中立,不可以偏向交易双方中的任何一方。但在并购中买方与卖方对价格的追求不一样,存在利益相反问题,所以中介为并购双方提供的服务都是有限的。其次,企业可能认为中介服务费如果由双方共同承担,可以节省企业并购成本,这是个误解。中介要为买方和卖方同时服务,比为交易中介服务的中介量增加了一倍,收费也要增加,选择中介方式服务,企业支付的财务顾问成本理论上是一样的。与其花同样的费用,当然委托自己的财务顾问是合理的。就如打官司的双方不会共同聘请一位律师是同样道理。

对财务顾问的能力要求至少有三点。一是对企业经营管



力。但是,一般来说,具备这三种能力的财务顾问比较少,即便有也是价格不菲。咨询公司前两种能力比较强,资金等社会资源整合能力比较弱;投资银行机构后两种能力相对较强,经常会聘请咨询机构对标的企业进行分析,即所谓的业务尽职调查(Business DD)。还有一点就是财务顾问的谈判能力和对整个并购过程的推进能力,这要求有丰富的经验积累和素质的培养。

记者:如何对企业估值,制定收购价格呢?

胡东旭:收购价格的制定和估值有三个步骤。首先,作为买方要设定投资预算金额范围和投资的方案,进行“简单估值”测算。虽然这时双方尚未开始交涉,信息有限,但对于买方企业来说,初步的事前调查分析是必要的。

其次,是买方企业对收购对象实施“分析性的估值”,准备交涉的筹码。收购方需要根据收购对象企业提供的事业计划书、经营管理资料、访谈调查信息等,分析对象企业的价值构造和并购的协同效应,确定收购价格的上限。

最后,是“用于说明目的的估值”。聘请第三方资质机构评估。三种估值中第二种“分析性估值”最为重要。为了防止“越买越贵”的陷阱,一定要设定收购的最高上限。

记者:收购价格的最高上限一般根据什么来确定?

胡东旭:一般收购的上限价格是以全部协同效应充分发挥为前提估算的价格。高过这个价格,就应该放弃收购。

记者:在对收购对象的初步分析中要掌握哪些要领?

胡东旭:初步分析一般包括三个部分:财务分析,业务分析,风险分析。

记者:具体说说。
胡东旭:财务分析有三个内容:P/L增减分析,B/S增减分析和财务指标分析。在财务分析中最重要的是把握对象企业的收益构造的时间系列变化(最短分析期间为近期5年),面对庞大的数据可以采用“ROE构造树”逐层分解的方法,起到纲举目张的效果。

记者:有窍门吗?

胡东旭:没有。每类财务指标的分析都有窍门,比如收益指标分析中最重要的是

毛利率,而不是净利润率。毛利率减少了要引起高度注意。毛利率减少的企业要改善现状是很困难的。毛利率的提高只有两个方法,或是提高产品价格,或是降低原材料采购价格,两者如果没有客户的承诺和协助都是不可能改善的。随着销售收入的增加运营资金一般也会增加,借款增加的话,毛利率如果不能保持一定的水准,支付利息压力也会增大,形成非常脆弱的收益构造。

记者:业务分析呢?

胡东旭:业务分析对理解对象企业的事业构造很重要。分析时可以先制作业务系统图,网罗对象企业的关联持股状况、原材料购买、加工、销售的商业构成和循环,通过SWOT分析,理解对象企业事业上的特征和课题,在此基础上分析收购的协同效应和风险。

协同效应可以划分为销售协同效应和成本协同效应两大类,可依据企业价值链构成对每个环节逐一分析。

记者:风险分析该怎么做呢?

胡东旭:风险分析可以整理为两类,一个对象企业的自身经营风险,一个是由于并购可能被显在化的风险。可以整理出一个风险分析表,作为下一步尽职调查中的关注重点。

估值的关键在于思考方法

记者:接下来该进行初步估值了吧?

胡东旭:是的。首先要说明的是在企业并购的领域中,企业价值的测算没有绝对唯一正确答案,错误倒是常见的。估值能力是衡量财务顾问专业能力的所在。关键在于唯一答案,而在于估值思考方法是否合理妥当。常用的估值方法有三类,现金流贴现法(DCF法),类比法,净资产评估法。企业持续经营的前提下,净资产估值法在理论上是不适宜的。不仅在目前国际上的并购中,而且在国外的企业价值评估裁判案例中,这种认识也逐渐在确立。但是我国目前并购实际中还被经常使用,特别是涉及国企资产的并购中,采用净资产估值法是一个普遍做法。但在并购估值的实际操作中,多种方法的综合验证是必须的。估值方法的基本原则是采用DCF法,如果非上市企业

的规模近于该行业的上市企业,除了DCF法以外,还必须采用类比法和净资产法综合评估。

DCF法在国际的并购实际中是普遍被使用的,但在国内企业间并购中经常不被使用,其主要原因可能是在确定折现率(WACC)时,需要利用CAPM模型计算股权资本成本,其中股权市场超额风险收益率ERP(E[Rm]-Rf2)的数据不易获取。目前国内没有专业统计机构提供服务,计算工程浩大,成本高。同时,ERP的计算应该包括几个股市变动周期(40-50年),中国的股市还比较年轻,数据有限。但是如果根据一定方法的调整,DCF法还是可以应用的,ERP的计算可以用一定期间内的沪深300股各只股票的几何平均值减去相应年度的10年国债利率计算。

记者:讲讲DCF法吧,通俗一点。

胡东旭:DCF法的使用有两个要点。即未来现金流和折现率测算的妥当性。未来现金流的测算关键因素是销售额。未来销售额增长的设定如果合理的话,现金流的计算基本就合理。销售额合理设定了,变动费就可以确定,没有特殊变动的話,一般固定费用变化不大。

假设设定是否合理,可以用分解销售额的办法检测。销售额取决于销售量和销售价格,销售量取决于市场占有份额和市场规模的变化,市场规模的变化取决于现有市场规模和市场成长率;如果假设未来市场份额有增加,一定要追究该企业有没有有效的经营措施上的改变,否则假设就不稳妥。销售单价取决于每个产品的单价和产品的构成权重,以此类推可验证未来销售额设定的妥当性。在中国BoB的定制类销售预测有难度,如铁路、通讯等行业。

记者:折现率根据什么来确定?

胡东旭:折现率设定的妥当性要根据企业实际状态考虑。这个领域实际经验很重要,不能照搬教科书。折现率的设定能力,是财务顾问专业性和价值的体现。比如超额债务的企业股东权益为负值,资本成本该如何计算?即使是收购快要停产的企业,投资者也不可能不期待投资回报。相反如果是基金收购,可能会期待20%以上的回报。

类比法和净资产法都比较简单。类比法的关键是选择对比对象时,不仅要注意类比企业间的规模和事业内容和并购方要相近,同时股票交易量不大的上市企业不适合作为对比对象。

以上三种方法测算股权价格的结果,一般是DCF法>类比法>净资产法,这里的DCF法指的是考虑了协同效应的DCF法计算结果。如果是用DCF法计算标的企业自身的基础价值,没有考虑协同效应,这种关系不一定成立。如果是净资产估值结果高于其他两种估值结果的话,意味企业清算比继续经营价值更大。这种状况也是有的。

记者:还有一点,协同效应的推算具体该怎么做?

胡东旭:并购的协同效应当然要综合行业的状况和企业管

理来推算。这项工作应该由收购方企业内部人员组成的团队来主导,或聘请管理咨询机构协助。咨询机构的财务顾问要比其他服务机构更了解行业状况和企业管

理上的问题,可以帮助企业制定发展战略、市场营销策略,为企业提供更好的协同效应方案。协同效应的测算对并购价格上限的设定和并购后的整合都至关重要,详细的数据依据,只能由企业内部才能提供,收购方人员必须参与讨论。协同效应需要按乐观、悲观,正常等多种方案反复模拟讨论。

记者:如果遇到卖方企业竟卖该怎么办?

胡东旭:卖方企业企图实施竟卖是收购方最不愿意遇到情形之一。竟卖防御策略有几种:1)在竟卖前适当提高收购价格;2)经营者之间建立紧密的关系;3)联合收购对象企业的其他股东;4)扩大并购双方的业务交易量等。基本的策略原则是尽可能的降低卖方企业的竟卖利益冲动。引导卖方企业从长远和大局发展着眼。

记者:谢谢胡先生的解读!