

独家重磅|干货满满：从市场大势到跨境并购的铁血军规

2017-5-16 摘自投行黄药师

活动摘要：海外并购这个话题最近成热词。在5月13日深圳举办一跨境并购论坛上，参与者非常踊跃。协纵策略管理集团联合创始人、信达国际融资有限公司执行董事和投资银行董事总经理、业界人称投行黄药师的黄立冲先生，发表围绕“市场趋势回顾、展望，与跨境投资和收购实战攻略”话题的演讲。他以二十多年资深投行家及投资人身份，分享全球资产缩水、美元升值、货币大量回流美元资产的环境下，海外投资并购可能出现的挑战和大趋势。他认为，日本30年前开始的资本全球外流的历史经验可推测，中国未来海外并购和投资市场将有10-15年的大势。黄先生进一步指出，中国企业在海外并购和个人投资，最普遍的失败原因是并购前提假设和预想本来就不成立（“购并战略逻辑错误”），导致并购和投资一开始就错了。他认为并购事关企业生死，最高领导人应亲自参与，深入了解谨慎调查、尽职调查与资产估值的含义并亲自作决策，避免沿用过去养成的国内企业家惯用的思维方式。并购成功后整合之难尤甚于收购本身，失误可以导致灾难性结果，要保持被购企业的价值，切忌张冠李戴，派出不合适的管理人。他呼吁中国企业家们摒弃在国内市场环境下积累的绝大部分认知和经验，因为国外环境与国内环境的巨大差别是并购的最大杀手。

以下是演讲实录：

感谢社交媒体的强大效力

大家好！这次活动有一点没有意料到就是嘉宾参加兴趣之强烈、报名之踊跃。上一次盛富资本亲自办论坛，还是在社交媒体非常发达前。虽然过去每次活动来的人都不少，但从未试过这一次邀请效率如此之高。这一次邀请环节我们做得很少，只是用微信给几百个好友发了邀请，结果是我们50个座位收到了220人报名。社交媒体改变了生活和商业模式，更体现了腾讯的不得了，上个周末腾讯在香港的股票涨到258元/股，有人说腾讯是港股最后的奇迹，我看一点不夸张。如今连房价都对抗不了人民币发行和信贷扩张的速度，能对抗的唯有腾讯的股价。在虚拟社交网络时代导致商业模式可被轻易颠覆，令香港股市长期投资者愈来愈少，投机比例越来越大。几百亿市值以下股票，除极少的专业投资者之外，根本没有人买来作为长期投资，这是非常值得深思的趋势。社交媒体颠覆很多行业的竞争格局，第一次让一个我这样微小的个体拥有相当于大机构的号召力。

大势变了、中国资本全球布局已难以逆转

我本人从会计师转行做投行到今天已21年。1996年从海外回香港打拼，第一份工作是普华企业融资和挽救部，从这时开始就做并购，不但为上市公司还为非上市公司服务。我们这种人对钱的去向有极强的嗅觉，发现一个趋势非常明显，在头10年到15年，一直扮演洋买办的角色。什么是洋买办，成为为国外资本寻找中国投资机会的买办，如谈一个合资投资项目、或者收资资产。到最近5

年发生的一切令我三观完全颠覆。愿意进入中国的资本基本上完全枯竭。现在如你有PPP想我找投资人，中国企业想引入国际资本的项目，不用来找我、我不听也不看。因为我找不到外资投了。现在反而海外的投资项目反而非常受追捧，很多国内的机构感兴趣，只要你能帮他们找到资金出境的路径，钱较容易筹到。

举个例子，香港股市有大帮从事Pre-IPO投资的投资人，他们会投资拟上市公司。眼下如是业务在中国为主的中资企业很难帮你找到钱；但如是港资、新加坡、澳洲等海外企业很多人愿意给你钱上市，这说明投资风向已发生翻天覆地的变化。作为投行人我具备闻到钱去向的嗅觉，发现这五年市场变了，市场的变化令我从一个中买办变化为洋买办。

日本的经验可揭示未来趋势

今天香港投行的跨境并购业务都是围绕着帮助中资的钱怎么投出去，这是一个谁也阻挡不了的大趋势。我觉得，未来至少还有10-15年大机遇，为什么是这样认为？我记得在30年前，作为中学生我看过一些预测趋势的商业书籍，那时候经济趋势学家都在谈论日本将如何取代美国成为全球霸主，后来广场协议日元升值后，日本国内缺乏投资机会导致日本公司开始了“买买买”。洛克菲勒中心被日本人买了，从1985年开始，一直到差不多2005年，足足20年的时间，日本本土市场受到“投资到达负回报拐点”的迫使，毫不犹豫地买了20年的全球资产。今天中国虽没当年日本来势汹汹，但同样到达“投资负回报的拐点”，中国已成为世界第二大强国，会否超过美国不知道，但我知道一定会有接下来10-15年的“买买买”。

寻找有“公平获利机会”的市场

“资本经济收益的拐点”的定义是我认识的一位故人许小年先生提出来的，许小年是我尊敬的喜欢讲真话、不忽悠、观点不时被和谐良心经济学家。用一般人（尤其是中小企业）的角度说，你做一项投资交完税（前提是，不偷税漏税、不行贿官员、不干违规的事）你赚不到钱、甚至还亏钱）。如遇到种情况，增加投资的回报已等于零、甚至为负。做投行出身的人有看透企业报表的能力，习惯了怀疑一切，不会照单全收、会用观察去验证。我有机会看很多企业资料和报表，一天起码看3-5家，发现绝大部分企业的审计报表都很难看，大部分不赚钱。看100份才能看到1份账面上能满足要求的企业。

但海外的中小企业不是这样的，我的亲戚在美国只有一家牙医诊所，可以买几十套房子，手上现金充裕，其实只是一家很小、装修不起眼的小诊所。大小可能还比不上月租一万元的门店，这是国外中小企业的真实写照。一些做麻醉师医生的也赚很多钱，没有出过国、没在海外生活过的中国人才会认为中国容易赚钱、在海外不好赚钱。我认为在中国可赚“旧中产阶级”的钱，万万不要试图赚“新中产阶级”的钱，这理论很有意思，我给大家说道说道。

要盯着“有支付能力的客群”

1998年开始在深圳走动，那时深圳出租车司机一个月赚一两万，房价是现在的1/10，而现在他们一个月只能赚4-5千，连厕所也不敢去。但在2008年前房子还很比较便宜，买了房子以后还能维持体面的消费和体面的生活。现在85年后出生的人在北上深买一套房子，如不找父母帮助付头款根本不可能。不但掏光的父母的积蓄甚至棺材本，自己还要用80%工资用于供房子，在供房款的压力下，什么理想、什么生活质量、什么情怀都不用谈了，还能剩下多少钱去消费？所以今天如果搞什么众创、什么孵化、提供服务，如果盯着这些人，注定是一个赔钱的生意。如今的企业要赚钱，千万不能试图赚“新中产阶级”的钱，为什么？他们买房后也许有不少账面资产，他们有消费升级的巨大需求、但手上没有支持消费升级需要的现金。但你可从旧中产阶级身上赚钱，他们都往往人到中年，房子是相对于现在1/10或者1/5的价格买了，供得差不多了，也能按揭拿出一笔钱。我们要赚他们什么钱？水资源和环境污染，导致他们病痛增多的治病钱、年纪大了皮肤不好了的美容钱，或者身体喝酒喝坏了的养生钱、养命钱，他们的独生子女的留学钱，以及帮助她们在海外进行投资并分享他们的投资回报。

购并最新大趋势

给大家分享部分数据，去年我的老东家普华永道出了一份研究报告，该报告统计了2016年在中国的企业所进行的国内和国际的并购数据，把收购方分成几种不同的类别。一种叫做国内战略投资者（国内的产业投资者在境内并购）、第二种就是私募股权投资、第三种就是中国大陆企业的海外并购交易、第四种就是国外的战略投资者在中国的收购。

当中数据非常吻合我的观察。过去5-10年我开始做中买办，中买办来源在哪里？就是中国大陆企业海外并购交易，洋买办就是海外战略投资人，2012年中资企业对外的并购已经是554亿美元，但国外投资人收购中国企业的钱只有86亿美元，大概是投出国外和投入国内的之比是7：1。到了2016年中资企业对外的并购已经是2209亿美元，国外投资人收购中国企业的钱只有105亿美元，投出国外和投入国内的之比是21：1。



作为资本解决方案的提供者，你问我要赚哪笔钱，我当然是看21倍的那部分。因此不管大家外汇是否封堵，想赚钱只能往外走。为什么？我给大家一个例子，海外房地产租金回报率是多少呢？一般发达资本主义国家像澳洲正常的是税前6%、新西兰会更高，海外投资房地产光靠租金税前也能赚6%，在中国北上深按照现在的楼价租金回报只有1.5%。

这么多钱蜂拥投到哪去？前段时间见到一些上市公司，说要在海外投工业4.0、生物科技等，客观来说，如你到日本、他们的好东西绝对不卖给你，不是钱的问题，是民族性的问题。美国还现实一点，只要钱到、不在政府管制之列都可以卖。当然，有特别尖端知识产权也不会卖给你，国会不会批。而买了人家的公司以后由于文化差异，他们的管理、技术人才都转投他人。买了一圈发现买不到，会发现这个很特殊的状况。到2012-2016年收购领域的占比变化，海外房地产投资的比例越来越大，但高科技和金融行业回落。



为什么？高科技回落是因为别人已经对中资企业有戒心不愿意卖给你。金融行业回落是因为金融行业是中资收购很容易亏钱，收购后整合的成功率很低。一些行业的投资遇到大规模的滑铁卢，滑铁卢最厉害的是国有资本对资源行业的投资。资源亏得最惨的原因是资源行业中国和国外特征的截然差别。这种巨大差别导致投资资源的所有假设前提均不成立。例如在中国关键是储量勘探，成功勘探获得处理后，环保成本、周边居民的反对均可以轻易控制，而运输有时候可以依靠政府攻关让政府解决，有时候政府可以亏很多钱开一条铁路线帮助运输。国外环保问题需要花费高昂的成本，矿产资源的开采投资最多的都是国企，他们收购的假设是资源会不断涨价，中国的经济发展导致的需求会导致油价超200美元一桶，五矿、中石油等高价去抢，结果学费还是要付一点的。

看到这个数字的井喷，就可以理解大家对海外并购沙龙报名的热情，50个位置的沙龙，220人报名，我们被迫忍痛婉拒了170人，通过一个小小的沙龙也能感到这个问题的关注热度。还有一种趋势，收购的规模也越来越大。现在A股上市公司估值非常高，没有100亿都不好意思说自己是

上市公司，虽然他们有的在中国市场一年利润还不够买一套北京的学区房，但是通过银行抵押、内保外贷、还有一些金融机构的配资，他们有了很强的收购能力，很多时候国内机构愿意提供的配资杠杆远高于海外的银行或投行。

数字是很闷的东西、也不好记，反正你理解2016年数字并喷就可以了。2016年数字显示战略投资者驱动的收购在减少（这其实指国内PE收购活动在萎缩）。真正并喷的是中国企业的对外收购，达到246%，而香港企业海外收购却下降27%，主要原因是我们的国人抢走了香港企业的部分标的。毕竟，当中国企业开始意图走向国际时，李嘉诚等香港四大家族、还有很多香港企业很早就迈出国门全球经营和收购了，所以增长不明显。

2012年至2016年交易总数量与总金额

金额: 10亿美元

	2012		2013		2014		2015		2016		%差异 2016比 2015	%差异 2016比 2015
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额		
战略投资者												
国内	2,667	83.6	2,704	138.2	4,180	225.6	4,821	422.1	4,804	329.7	0%	-22%
国外	286	8.6	275	14.1	354	22.2	316	13.6	337	10.5	7%	-22%
战略投资者总和	2,953	92.2	2,979	152.3	4,534	247.8	5,137	435.7	5,141	340.2	0%	-22%
财务投资者												
私募股权基金交易	359	35.4	392	33.6	593	67.8	1,063	182.1	1,767	222.9	66%	22%
风险投资基金交易	473	0.9	738	0.8	1,334	1.3	2,735	4.2	3,462	5.9	28%	42%
财务投资者总和	832	36.3	1,130	34.4	1,927	69.0	3,798	186.3	5,259	228.8	38%	23%
中国大陆企业海外并购												
国有企业	41	35.8	55	36.5	78	25.9	80	27.6	116	66.5	45%	141%
民营企业	124	10.1	118	10.6	145	13.6	207	21.0	612	116.3	196%	453%
财务投资者	26	9.6	25	1.0	49	13.3	95	15.3	195	38.1	105%	149%
中国大陆企业海外并购总和	191	55.4	198	48.1	272	52.7	382	63.9	923	220.9	142%	246%
香港企业海外并购	166	12.2	164	9.0	215	20.7	199	25.0	281	18.2	41%	-27%
总计	4,116	186.5	4,446	242.7	6,899	377.0	9,421	695.5	11,409	770.1	21%	11%

企业要快速成长有两个办法，自然成长和收购。自然成长缓慢、要缴纳不少学费。而收购则容易出现错误，最后失败的风险高。金融学术界把收购失败的原因归纳为三种，分别是（1）前期判断和假设、（2）并购执行阶段、（3）并购整合阶段。首先，当一家公司试图买东西时我会问老板为什么要买。这个问题往往很少获得有清晰的答案。收购背后的逻辑到底是获取销售金额增长，还是希望有成本的节约，当你不知道为何买、买的动作没有一个清晰地逻辑，所以一开始就注定失败。

举个例子，过去几年不少民营企业去香港买1469牌（即香港的金融业务牌照），有的随后折回大陆做ZEP A合资券商。当我问他们买牌照的逻辑是什么，我得到的答案往往是希望帮助自己的实体企业或集团获得国际融资能力。其实这个逻辑从某种角度说是错误的，因为它是建立在一个假设的前提下，（买方认为）有这样的机构，就可帮助解决企业融资问题，其实这是一个认识误区。真实的情况是，利用1469牌照开展的业务我把它叫做合规性投行业务，由于近年来监管收紧，现在市场上的大多数合规性投行人才是不具备投资者资源、也不具备帮客户设计资本故事的能力的，而更像定期归档文件准备证监会审查的律师。一家实业企业的融资能力与与否1469牌照根本没有关系，真正可帮助解决企业融资问题的那帮人可能根本不用领牌照，此其一。

其二，另一些人认为国内券商很赚钱，跑到香港买牌照，重复过去致富窍门。但事实上，在香港做投行赚钱很不容易，在这假设上形成误区，后续失败就已奠定了。自从1997年回归的二十年，香港一直是资金进入和离开中国的跳板，在香港设立分支机构是因为具备重要的示范性作用，故很多外资券商一开始就没有想着在香港市场赚钱。后中资券商开始布局香港他们的想法也是为国际化而国际化。国际化就是要付出代价，在一个大家都不期待赚钱的市场，其竞争是非常残酷的。

其三，收购过程中属于执行层面的失误占失败机会的17%，找审计师对做谨慎调查并不能防止投资错误。假设一开始的逻辑就难以支持，谨慎调查的报告可能是正确的，但整个收购就是错误的。我们也曾经在海外收购东西，以酒店、房地产为主，对于这些决策我亲自验证每个假设和构建每个财务决策支持模型，而不会过度依靠任何第三方。

什么叫谨慎调查？比如你有一个选定的购并目标、支持逻辑、方向和计划，要确保方案和逻辑正确性，你要做一系列工作去验证。标准的验证领域包括：法律、财务、环保、税务和业务。谨慎调查有多种，有的是大家熟悉的，有的大家都没听说过。某些行业可能涉及环保谨慎调查，一般是人力资源、员工福利调查。

当买东西时有多种方式，一种情况是PE收购别人的公司，然后用于上市或分拆，或调整以后转手出售，这是海外非常通行模式，中国的PE在跨国和主动性投资的能力还偏弱。

一种由PE等财务投资人驱动的投资叫主动性投资；第二种叫规模性投资，比如中石油在别的地方再买一油田，主要是同行业的，通过兼并而扩大规模。规模性投资通常是能快速进入一新的市场或国家，从低利润点进入高利润点，或通过合并再砍掉部分成本后导致利润性能提高。第三种叫邻近性的投资，通过把差异化的产品沿着企业价值链进行布局，在一个平台上组合所有资源。第四种叫领域性投资，是从一个领域，通过收购跳到另一领域。好比原来想给自己的酒店配套酒店管理运营软件，没有酒店软件系统开发经验，我们就买了的酒店软件系统开发公司。

最后产业转型，就是现在的主业没法干了，进入新的地方。这个图表非常复杂，但是我们不用管这些复杂的东西，我们只要看一二三四五步骤，买东西首先要想清楚你为什么买，然后你买的逻辑是什么，这叫交易主题。交易主题你到哪里找例子，你发现投资者关系管理做得比较好的上市公司，买了东西以后会出一个PPT解析他买的逻辑，最喜欢干这个事的是华润。有一次我去看华润一个报告，我发现华润的报告写得挺好，结果不知道是IR人员不够专业还是做PPT的人员校对得不够好，我看到一个LOGO，发现这个报告其实是罗兰贝格写的。战略咨询公司去设计交易主题是很强的，它可以帮助你做很好的收购逻辑整理，这就是所谓交易主题。

成功的并购方法都一样、失败的并购原因各种各样

并购本身是一门学问，可供一个人做一辈子。没办法在这么短的时间很详细讲述其精髓，只能蜻蜓点水说些要点。

增值并购应用可复制模式+成熟并购能力



基于全球并购成功者经验，中国可借鉴三点

- 1 成功的并购策略**
 - 并购成功基于符合当地情况交易逻辑和“可复制”的模式
 - 为推进并购必须明确财务目标
- 2 正确的尽职调查**
 - 并购失败的首要原因是因缺乏高质量的尽职调查
 - 中国企业仍缺乏经验、存在盲点，过于依赖于投行和会计师，对目标企业所在市场差异缺乏了解
 - 高质量尽职调查有利于高管团队达成共识
- 3 关键领域的整合**
 - 积极规划并及早启动整合工作，整合应在交割前启动
 - 人员、文化和组织问题需要高度重视并谨慎处理
 - 采用适宜的治理结构和监控机制

成功并购策略的制定

成功的并购必须制定成功的并购策略，也就是理顺为何买的逻辑，验证逻辑链条的每个假设的可行性。并通过财务模型或者估值手段验证当中的每一个假设。

如何正确看待谨慎调查

光是谨慎调查与估值就可开一个培训班。此案无尽职调查与估值方面最强的是全球四大会计师事务所。1996-1998年，我在当时的六大所香港普华帮客户做价值评估、设计财务模型辅助投资决策。通过模型帮助投资机构判断投资能否实现目标回报。决策要求构建一个能辅助决策的财务模型，这叫业务价值评估。业务价值评估好处是弄清楚，什么价格是买贵了、什么价格可以接受，什么的决策可以满足企业的价值诉求。

为什么很多购并会失败呢，最重要一个原因不是你的财务顾问没有提醒，而是就算提了老板也听不懂。中国的很多老板既不懂财务、又不懂模型，也未必理解各种谨慎调查报告当中的内在含义。其实从报告可以看出标的国劳动法原来是这个样子的。才能了解劳动成本的结构，与业务相关的环评法规，这都不是谨慎调查报告能够告诉你的，需要与顾问无数直接的沟通。

正是这种收购中放松的状态，导致亏大头往往是国有企业，也许他们高管不具备这方面知识，也许是因为没有切身利益。如果自己不上心请顾问也没用。

整合越早准备越好、越重视越好

还有就是整合，在这方面我个人有很多体验可以分享，整合是极大的挑战。大家知道近年很多中资企业喜欢购买香港券商。在我的职业生涯中，我所在的券商被中资买了两次、被台资买了一次。很多时候收购的结果是价值流失、买家亏钱，代价是沉重的。原因就是整合的缺失，隔行如隔山、有的找一个原来做政府官员的人管海外的机构，会导致灾难性的结果，因为中国这种政商紧密结合的体系，与国外纯市场化的体系完全不一样。

以券商为例子，投行的特点是每个投行团队就是一个小山头，客户资源、投资者资源、牌照都是由他们主导的。而公司有什么？一张桌子、一间办公室、一部电话机和还有背后的资本。对于这种产业，你买到公司后不能把人保留住，剩下连毛都不会给你剩下一根。因此买券商要特别小心，如处理不好可能什么都没有剩下。这也是很多人买牌照不买业务的原因，因为业务可能迅速流失殆尽。

常见的收购后整合错误

最后一个话题，照本宣科没有意思，干脆分析看到的经验教训，买东西要考虑买被买的东西和自己目前的业务有什么协同效应，总体到底是成本上减少还是收入增加、是什么原因。这逻辑一定要一开始就想清楚，否则买了以后就很缺乏方向，没办法产生对整体业务的价值提升。有的买家仅仅是因为希望利用收购，把钱走出去，价值提升反而变得次要的。这将导致收购后的整合毫无方向。

所谓价值提升，就是因为买业务跟现在的业务有相互促进的关系。举个例子，在投行领域，理论上一家香港以外的银行或者香港以外的一家券商在香港买投行业务，在中国国内银行或者券商业务带来很多潜在的交叉客源，但事实上必须有一个很重要的前提条件，那么就是要带来潜在的交叉销售，必须要国内的网络都能明白如何帮助寻找机会，还要现在的管理层对提升协同有很大的兴趣。比如你买的是主要由香港管理层组成的投行，跟内陆的网络的高管就很难成为紧密的合作关系，协同效应就很难产生。当初的假设将出现错误，一直对买的业务没有思路，对下属管理层提的建议没有判断能力。为避免决策的错误出现在自己之手，干脆把业务扔给一个新派的外行人去管，结果高价收购的业务被弄得一团糟，千金易得、一将难求，收购方需要有辨别人才的能力，才能把整合交给称职的人才去承接。很多时候找一个完全不称职的外行人去管，比完全不管更可怕、损害更大。

收购金融机构与收购工厂的差别

大家都习惯一句话“一朝天子一朝臣”，买家最大的挑战是找不到合适的人去管、自己也不知道如何管。于是似是而非地空降一个人过去，派去的人没在该国家和地域生活和工作过，甚至英文也看不懂。强烈的自卑感驱使其把原来的人撤走、我换上忠心于自己的人，但是难点是外行人很难懂得请内行人。

在知识密集型行业可带来灾难性后果。为何？制造业支撑服务的是资本投入巨大的工厂和非常固定的流程。但在服务业，则是人。原团队很容易带走客户，且往往是一个都不剩。因此，我通常会建议买家，除非你很有在该国经营的经验 and 有自己的异国嫡系，否则最好买后不要随便改变。不动比乱动要安全得多。除非钦差大臣有自己系统，否则不能随便动。整合失败的原因，基本上就是以下的三个大项：

常见失误导致整合失败



原文链接:

微信公众号【投行黄药师】2017-5-16日文

【投行黄药师】由协纵创始人黄立冲先生创办

关注公众号请识别图中二维码

