

A
Journey
into
Cross-Border
Transactions

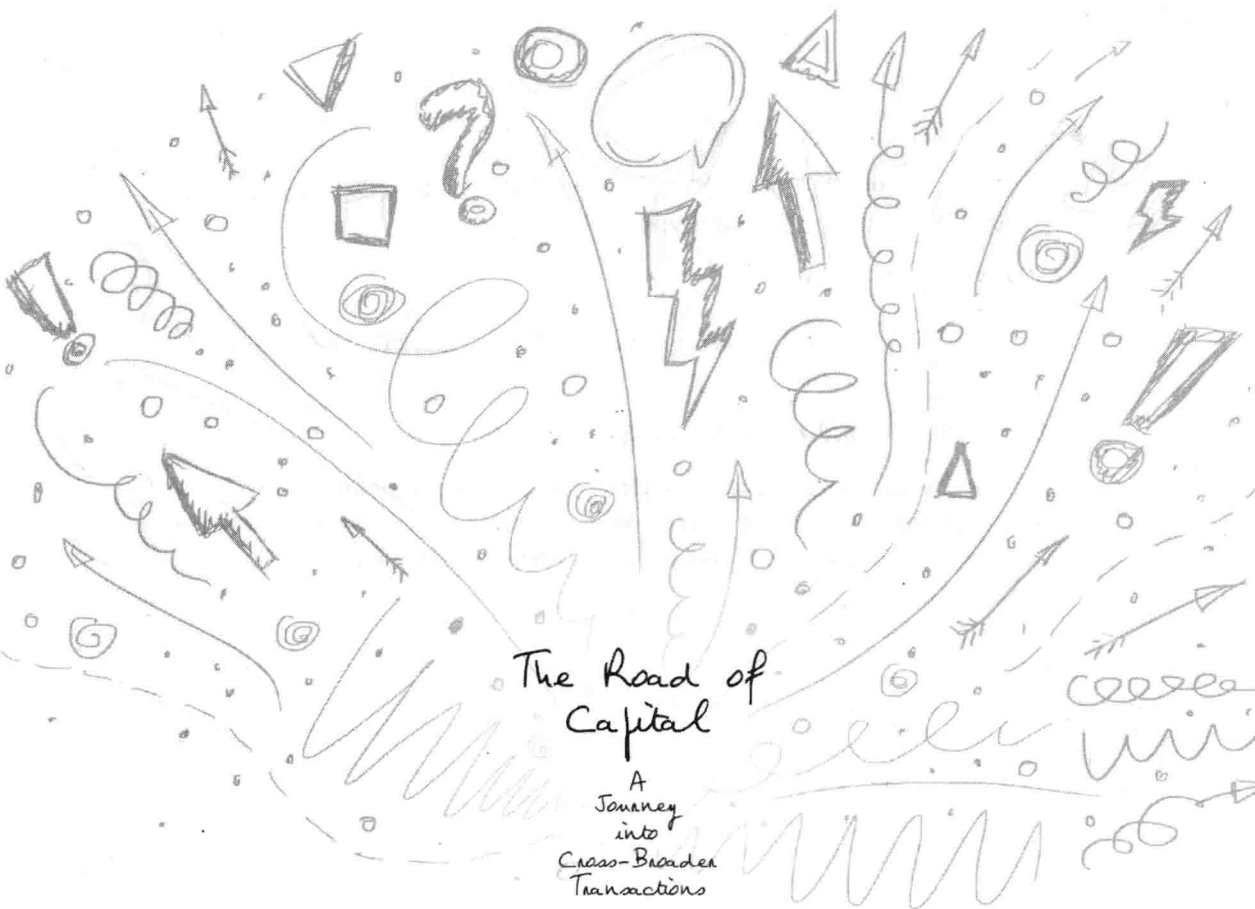
资本的选择

一个民营企业家的并购之旅

[中] 陈文轩 [美] 詹姆斯 H. 格罗 [中] 郑晓舟 著
(James H. Groh)



机械工业出版社
China Machine Press



The Road of
Capital

A
Journey
into
Cross-Border
Transactions

资本的选择

一个民营企业家的并购之旅

[中] 陈文轩 [美] 詹姆斯 H. 格罗 [中] 郑晓舟 著
(James H. Groh)



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

资本的选择：一个民营企业家的并购之旅 / (中) 陈文轩, (美) 格罗 (Groh, J. H.), (中) 郑晓舟著. —北京：机械工业出版社，2014.10

ISBN 978-7-111-48246-8

I. 资… II. ①陈… ②格… ③郑… III. 民营企业—企业兼并—研究—中国 IV. F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 236475 号

随着中国经济的崛起，越来越多的中国企业在全球化的浪潮下走向国际。中国企业的跨境并购热潮，背后的根源是原有经济发展模式难以为继，跨境并购成为稳增长、调结构的捷径。本书以故事为主线，剖析阻碍中国企业进行成功交易的主要因素是钱、人才和心态三个方面，对跨境并购企业不无裨益。

资本的选择：一个民营企业家的并购之旅

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）

责任编辑：程 琨

责任校对：殷 虹

印 刷：北京瑞德印刷有限公司

版 次：2014 年 11 月第 1 版第 1 次印刷

开 本：170mm×242mm 1/16

印 张：18

书 号：ISBN 978-7-111-48246-8

定 价：59.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261 88361066

投稿热线：(010) 88379007

购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

HZBOOKS | Economics Finance Business & Management

华章经管





导 读

近几年来，中国企业的海外扩张已经成为最炙手可热的话题之一。大宗交易受到了政界、学术界及媒体的广泛关注。中国的并购热潮已被用来与 20 世纪 80 年代日本的消费热潮以及先前美国的并购潮相提并论。虽然市面上写中国企业海外并购的书籍繁多，但无并购交易实践者写的“攻略书”。

正因为是“攻略书”，本书成为难得的跨境并购方面的实战手册。本书由三位作者联合撰写，他们均拥有广泛的跨境并购第一手经验和对中国企业的深刻理解。陈文轩女士现任沃特中国管理合伙人，在投资银行业务领域有着广泛的业务实践，协助 20 余家中国企业完成了跨境并购交易。沃特中国的运营合伙人詹姆斯 H. 格罗先生撰写了本书最后关于并购后整合的章节。他在其 30 多年的职业生涯中担当了企业运营执行官、投资银行家及管理咨询顾问等多项职能，并曾经担任过多家企业“整合救火队”的队长。本书的另一位

作者郑晓舟女士，是一位资深的财经记者，对中国企业的跨境并购交易有着长期的观察。

本书的作者将他们对中国企业的深刻理解和其广泛的国际经验联系起来，从而提供了比其他同类书籍更翔实、更细致的中国企业海外扩张指导。本书以“老王”的故事为主线，将这个基于作者多年从业经验中遇到的典型企业主形象的故事与艰涩的并购术语融合在一起，提升了本书的可读性。“老王”是个典型的浙江民营企业主，他的汽车零部件生意正面临着急速的市场环境变革和不确定的未来。老王的故事与作者站在更高层面的分析交织在一起，贯穿了整本书。老王的故事将读者置于典型的中国企业家的思维中，也很好地体现了很多企业主在寻求企业扩张和并购中可能犯的错误。老王的故事从他思考公司的未来开始，发展到决定收购一家美国公司，再延伸至成功并购两家企业。

故事叙述风格并没有牺牲本书的学术深度和严谨度。本书的13个章节涵盖了跨境并购的全过程——从初期决策到实际谈判、尽职调查，再到财务模型的建立。在分析部分，本书旁征博引了一系列著名的国际与国内跨境并购案例，例如2010年吉利收购沃尔沃等。

本书的第一章将基调奠定于变革中的中国经济，阐述中国企业面临的挑战以及它们寻求扩张时的各种选择。而后，本书讨论了并购决策的形成过程——何时、怎样以及为何一家公司并购另一家公司；更重要的是，何时是卖掉一家公司的最佳时机？对一家公司来说，并购的成本是什么？回报又是什么？本书也讨论了

并购顾问的角色——他们怎样为企业并购效力？又在中国市场中处于何种位置？书的中间部分对跨境并购的不同阶段做了分析，从寻找并购标的，处理外国监管事务、进行谈判，到财务模型的建立和估值分析。

本书的最后两个章节由詹姆斯 H. 格罗先生撰写，专攻并购后整合——这是作者认为对任何并购最为关键的部分，也是最容易被中国企业忽略和误解的部分。最后两章对中国企业与国外公司的合并做了非常详细和具体的指导性分析，并用充分的案例分析和实例加以支持。

本书涉猎虽广，但终究是一本为寻求跨境并购的中国企业提供智慧和指导的实用性读本。本书提供的既有对中国企业及其未来扩张的思考，也有对中国企业家非常具有参考价值的指导意见。阅读本书，对任何参与并购的职业人士，或是任何想要更多地了解中国企业及其未来的人来说，都大有裨益。

导读（英文版）

The overseas expansion of Chinese firms has been one of the most hotly discussed topics of the past few years. The larger deals have attracted the attention of politicians, academics and the media. The Chinese M&A “wave” has even been compared to the spending spree by Japanese firms in the 1980s as well as previous M&A waves in the United States. While much has been written about Chinese overseas M&A, few books have been able to combine a wider historical and economic perspective

with personal experience of helping Chinese firms throughout the complex process of acquiring a foreign company.

This book is a comprehensive guide to Chinese companies and how they engage in overseas acquisitions. It is co-authored by three people whom among them have both extensive first hand experience of cross border M&A deals and profound knowledge of Chinese companies. Angela Chen and Zheng Xiaozhou coauthored the first 11 chapters of the book. Angela Chen, a managing partner at HFG China has over 16 years of investment banking experience and has led the execution of over 20 cross border M&A deals, private placements and IPOs. James H. Groh authored the final section on post-merger integration. Jim is an operating partner of HFG China, he has over 30 years of experience in varying roles as an operating executive, an investment banker and a management consultant, and he has also worked in Japan and was on the front line of Japan's 1980s M&A "wave". Zheng Xiaozhou, is an experienced financial reporter as well as a long term observer of Chinese firm "M&A" issue.

The authors draw on their understanding of Chinese companies and extensive international experience to provide a more detailed and nuanced guide to Chinese firms overseas expansion than other books been able to provide. The book is tied together by the story of "Old Wang" a metaphorical character based on many of the business owners whom the authors have encountered in their many years of work. "Old Wang" is an archetypical Zhejiang businessman whose automotive components business

faces a fast changing market environment and an uncertain future. His story is a constant thread running throughout book and is interwoven with the authors' wider analysis. "Old Wang's" story puts the reader in the mind of a Chinese entrepreneur and also serves to illustrate some of the mistakes that they make when thinking about the growth of their firms and M&A, bringing to life some of the wider arguments and observations of the book. "Old Wang's" story is followed as he first begins to think about his firm's future, decides to acquire an America firm and then seeks to successfully integrate the two companies.

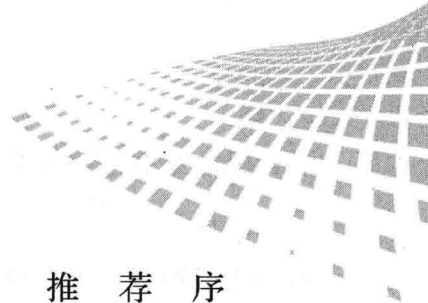
This anecdotal style does not mean the book sacrifices depth or academic rigour. Through 13 chapters the book looks at the entire cross border M&A process, from the initial decision to make an overseas acquisition to the actual merger negotiations, due diligence and financing of a deal. In its analysis the book looks at a wide range of famous merger cases between Chinese and foreign firms, such as Geely's acquisition of Volvo in 2010, as well as drawing on other historical deals across the world.

The first chapter sets the arguments of the book within the context of the changing Chinese economy, the challenges Chinese firms face and different choices when trying to expand and grow their companies. It then goes on to discuss the decision to engage in M&A, when, how and why should a firm acquire another firm? Moreover when is the right time to sell a firm? And what are the costs and rewards of M&A for a firm? It then discusses in some detail the role of an M&A advisor, how they should

work with companies, and current state of the market in China. The middle section analyses the various stages of an overseas merger, from finding an acquisition target, dealing with foreign regulators, conducting negotiations, as well as financing and valuation. Episodes from “ Old Wang’s ” story are inserted at select points within this analysis to enrich and reinforce the arguments of book.

The book’s final two chapters authored by James H. Groh are devoted to post-merger integration, something that the writer argues is one of the most crucial aspects of any merger and one most often neglected and misunderstood by Chinese companies. These two chapters lay out very detailed and specific guidance for integrating Chinese and foreign firms, backed up with a wealth of case studies and examples.

This book is ambitious and broad in scope; however ultimately it seeks to be a practical book that can provide wisdom and guidance to Chinese companies thinking about overseas M&A. It is both a meditation on Chinese companies and their future expansion as well as a book that provides valuable advice to Chinese business leaders. It is also of wider interest for anyone involved in mergers and acquisitions or indeed anyone who wants to know more about Chinese companies and their future.



推 荐 序

从“3M”谈中国企业跨境并购的困境

随着中国经济的崛起，越来越多的中国企业在全球化的浪潮下走向国际。中国企业的跨境并购热潮，背后的根源是原有经济发展模式难以为继，跨境并购成为稳增长、调结构的一条捷径。

中国经济发展到今天，靠的是劳动力、原材料和土地资源的推动。如今，劳动力成本大幅上升，已经超过很多周边邻国和其他第三世界国家。对原材料资源的过度依赖导致环境快速恶化，发展不具可持续性。土地财政的杠杆撬到极限，土地资源耗竭。宏观层面，中国经济面临着结构性转型，不可避免地要从低附加值的劳动密集型转向技术驱动型。微观层面，不少行业、企业面临竞争环境恶化、成本上升，企业经营状况大幅下滑。对技术、品牌、管理的大幅提升变成中国企业的当务之急。技术和品牌从何而来？我们有不少富士康，但是少有三星，鲜有苹果。没有未雨绸缪，临时抱佛脚必然难以奏效。在这个时候，众多企业把目光转向国外市

场，以此来获取技术自主能力和品牌创造能力，也就顺理成章。

在过去二三十年中，中国一直是资本输入国。直到近两年，随着国力的增强，外汇储备持续突破纪录，中国开始悄悄地从资本输入国向资本输出国转变。这不仅体现在国家层面各项对外战略投资持续增加，也体现在民间资本驱动的对外投资的金额增加，速度加快。民间资本驱动型的收购从早期的资源类项目为主正逐步多元化，分别进入了商业和住宅地产、新能源（风场和太阳能电场）、农业资源（养殖业为主要方向）和公用事业（如机场）等。当然，民间资本驱动型的对外投资的提速与近几年的政策扶持密切相关，各级政府从改革开放初期以鼓励外商直接投资作为主要政绩到今天以鼓励对外投资为风向标，随之配套的是从发改委、国开行到各级地方政府的鼓励措施。

过去，我们只有在新闻和教科书上看到世界 500 强公司在全球范围大肆收购并借此完成扩张与增长，现在我们也看到越来越多的中国公司开始学习并使用并购这一利器，以此来完成新一轮的增长。在过去的一年中，我们看到中国企业的并购很多是以追求企业增长为目的，也就是所谓增长策略（growth strategy）的并购。

世界级大型公司，不管是传统的通用电气，还是现代的谷歌，每年都会有大量的收购，少则几十个，多则上百个。这些收购表面上看各有不同，其实核心诉求基本一致，即维持和增加企业的核心竞争力。但是如何通过并购来增加企业的核心竞争力其实是一门相当深的学问。

值得指出的是，即使在美国，并购交易的失败率也高达 50%。

年轻的中国企业家在面对并购这一新战场时，可能也会支付不菲的代价。

那么阻碍中国企业进行成功交易的主要因素是什么呢？或者说，我们可能遇到的瓶颈是哪些呢？笔者认为根源在于3个“M”。

第一个瓶颈的M是money，钱。收购要钱，钱从哪里来？很多企业有明显的并购需求，能找到很好的协同效应，也有不错的团队，但是没有足够资金去完成并购。钱是多数企业要解决的第一个问题。但也有一些企业在资金问题上面临相反的问题：钱太多了。各级政府，从中央到地方都在鼓励海外并购，政策性银行、商业银行都给出不同的项目贷款优惠政策。有些企业恍惚感到钱太多了，不知道如何使用。这个时候要有清醒的认识，思索钱是不是真的太多了，否则很容易陷入交易过度杠杆化的陷阱。很多美国公司在杠杆收购（LBO）这个问题上是吃过大苦头的，中国企业要注意不要重蹈覆辙。值得警惕的是，一些中国企业的对外收购已经表现出高度杠杆化的倾向。如果这个趋势继续，我们将来会为此付出代价的。

交易的资金是大钱，但是这个M指的不光是大钱，还有小钱。有些企业在收购上一掷千金，出手“阔气”，但是在一些小钱的问题上却斤斤计较，比如对专业机构的聘请上。并购是个新课题，一些企业家在这个问题上延续他们当初创业时候的一贯做法，摸着石头过河。但是并购这条河水是有点深的，若单纯依靠摸着石头过河，一不小心，可能就淹死了。

第二个瓶颈的M是manpower，人才。人才不仅包括并购交易

本身需要的交易型人才，也包括收购完成后的整合所需要的管理人才；不仅包括企业内部所储备的人力资源，也包括外部团队的支持。近年来，国际大环境为中国企业的崛起创造了有利的条件，可谓占得了天时与地利，中国企业自身需要着重解决人和的问题。大多数企业到今天，都应该明白人才是第一生产力，是核心竞争力，因此要以不同的、适合企业生存环境的方法来获取和保有人才。或坚持自主培养，或斥巨资礼聘，总之是各显神通，吸引人才，留住人才。

但是，中国企业在之前所遇到的所有“人”的问题，基本都在自己所熟悉的土壤、文化环境和法律环境中进行。如今，跨境并购带来的挑战是在一个完全陌生的环境中解决“人”的问题。能否解决人的问题？如何解决人的问题？毫不夸张地讲，这两个问题基本上决定了交易和整合的成败。有些企业一开始对人的问题认识不足，贸然出击，结果导致交易的失败。更糟的是，交易完成了，但是没有合适的人才去进行整合和后续管理，失败的代价更大。

第三个瓶颈的 M 是 **mindset**，心态。这看上去是一个很务虚的话题，却是很多企业家面临的切切实实的巨大挑战。今天，有能力进行跨境收购的都是百里挑一，甚至千里挑一的成功企业家。突然有一天他们发现自己居然可以挑战昔日的行业巨头，并将其收入囊中，不难想象其自我膨胀和满足感。在这个时候，能否平衡自我、摆正心态，平静地对待所有的一切，是企业家面临的终极挑战。这一过程，不仅考验着企业家的经营智慧、管理理念，更考验着他们的人生智慧。无论是体育运动、博弈游戏乃至战争或斗争，顶级高

手过招时，心态博弈尤为重要。《孙子兵法》说：“攻心为上，攻城为下。”面对新的战场、新的对手，若因为过去的成功而傲慢且无视一切，骄兵必败。

当然，畏缩不前的心态也是不可取的。一些企业家守着一亩三分地，觉得小日子过得很舒坦，不想再进取，不想冒任何风险。如果静态地看，这种求安稳的态度无可厚非。不幸的是，由于信息化和全球化的巨大影响，变化是这个时代的主旋律。企业要么顺应变化，勇往直前，要么就是退步和灭亡。笔者在很多时候会建议，如果不思进取的话，索性就退出，这也许是保留一亩三分地的最好方法。

如果企业家有心要进行跨境并购，那么这本书就是必读的。这本书不是教科书，但却是实战宝典，是长期从事并购交易的专业人员的智慧和知识的分享。

张志浩

沃特（中国）财务集团 CEO



前 言

这本书的写作，从酝酿到成稿，前后超过三年。

记得 2011 年第二届沃特峰会的时候，我们探讨中国企业的跨境并购之路。有意思的是，与会的嘉宾分成了两派。一派是支持中国企业走出去的，不乏一些主管经济的省部级领导和国内主流的经济学家。我们的观点当然也是中国企业跨境并购可以帮助中国企业的结构转型。但是另一派，以福耀玻璃的董事长曹德旺先生为代表，认为中国企业走出去是要吃大亏的。人生地不熟，白白交了学费。他认为海外出售的资产很多是淘汰的落后产能，而且到了别人的地盘，按照别人的规矩办事，而我们却又不了解这些规矩，所以很容易吃亏。

曹先生的这番话，引起了我们的反思。的确，在我的职业生涯中，耳闻目睹过很多中国企业海外并购的失败案例。作为财务顾问，我们给客户的恰当建议，在一开始往往不被认可，但是等到企业家意识到自己错了的时候，学费早已经

交出。

彼时，我们也谈到了后危机时代的海外并购机会。当时一些与会的企业家认为，此时去买美国的资产，无异于刀口舔血，风险很大。不过我们却持相反态度，但强调重点是如何恰当地评估和选择合适的海外标的。

虽然会议都只是两三天，但是思考却持续着。不仅仅是我自己本身，包括我所在的机构——沃特财务集团的上上下下都在讨论和反思中国企业跨境并购的得与失。

海外并购，馅饼还是陷阱？很多人因为惧怕陷阱，而失去了品尝馅饼的机会。

于是，我决定写这样的一本非教科书。这本书只有实战和攻略，没有吓人的理论和枯燥的名词解释。

但是写书是一桩痛苦的事情，尤其对于我这种非职业写作者来说。在平时的工作中挤压出时间来把自己的思想付诸文字，是一种长期的压力。更何况，我们的作者还有一位远隔重洋的老外。

四年多的思考，以及三位作者多次的面谈和电话会议，一年多的写作，我们终于得以把此书呈现给中国企业家以及有意进行跨境并购的方方面面。

感谢我的同事詹姆斯 H. 格罗，他从一个曾经的企业家，整合救火队的队长，如今的企业顾问角度来给我们提供整合管理的很多“秘密”。最后的两章内容，是他的“独门秘籍”。

感谢沃特中国的 CEO 张志浩先生一直以来的敦促和鼓励，还