



交易价值 创造之道

从不同角度看待并购

#交易的延伸



普华永道



目录

序言：我们需要重新思考交易中的价值创造	1
创造价值应成为并购重组交易的“底线思维”	2
关键发现	3
概览：价值创造规划的全新方式	5
买方价值创造指引	9
卖方价值创造指引	14
总结：创造交易价值所需三步	18
研究方法	19
普华永道网络联系方式	20

关于此报告：

为了帮助我们的客户从他们所做的交易中获得长期价值，我们调查了来自不同行业和地区的 600 名企业高管，并询问他们参与并购创造价值的经验。我们访谈的所有对象在过去 3 年中至少进行了一次重大股权收购或一次重大业务剥离。

除此之外，我们也进行了一项大规模的全球调研，致力于了解近期收购或剥离对于公司业绩产生的影响。

调查和研究分别由 Mergermarket 和卡斯商学院代表普华永道进行。

在本报告中，我们将概述关键发现，讨论其含义，并分享我们对如何进一步推进和改进您在自己的组织内实现价值创造的见解。

序言

我们需要重新思考交易中的价值创造

交易参与者们正面临着日渐增长的压力，因为他们需要在每次交易中创造比以前更多的价值。让这项任务变得更为艰巨的事实是，全球股票市场的振荡正为估值制造更多不确定性，同时企业还需努力应对诸如技术变革或快速进入未经测试的新市场等挑战。

受这些交易环境的宏观变化影响，在交易中创造持续的价值显得尤为重要。参与了我们的问卷调查的许多高管都承认，在收购和业务剥离交易中的价值创造的方法方面还有很多工作需要做。

我们与企业高管的对话中发现，那些在交易早期真正优先考虑价值创造的企业，比那些认为价值创造是随着交易进行而自然形成的企业，更有可能在交易中实现价值最大化。

我们这份“交易价值创造之道”报告也强调了我的坚定信念，即必须围绕三个核心领域建立现代有效的价值创造方法：

- 1 忠于战略意图：**企业或组织需要将交易作为一个明确的战略愿景的一部分，并使交易活动和业务长期目标保持一致。投机交易也可能会创造价值，但不会次次如此。
- 2 明确综合价值创造计划的所有要素（应该是蓝图而非一张清单）：**在计划所有业务领域的价值创造的过程中需秉持必要的勤勉和严谨的态度，以保证执行交易的过程细致且有效。企业或组织需要考虑每个要素如何支持业务模型、协同效应、运营模型和技术计划。
- 3 将文化置于交易的核心：**在价值创造的计划中优先考虑人和文化至关重要。与员工广泛沟通并让员工参与价值创造计划将会有助于留住核心员工并获取他们的支持。若疏于对企业文化变革的规划，交易价值创造的努力将事半功半。

面对不同行业纷乱复杂的局面，重要的是我们在实践中和谐有序的运作上述三个核心要素，从而确保价值回报最大化、资源的有效整合和长期的价值创造。

在本报告中，我们将分享有关这些领域的洞见以及我们的研究结果。在探讨如何实现价值最大化的同时，我们还将分享交易双方高管的第一手实践经验。

我们很高兴与您讨论我们报告的见解，以及它们将如何帮助您进一步推进和完善您在自己的企业内实现价值创造的方法



Malcolm Lloyd

普华永道全球并购交易部主管合伙人
malcolm.lloyd@pwc.com



对我来说，一个重要发现是，在接受调研的收购者中，只有 34% 的人认为在他们最近的交易中，价值创造是达成交易第一天（交割日）优先考虑的事项，其余 66% 的人没有那么做但事后则认为这本应该是交易早期优先考虑的事项。

序言

创造价值应成为并购重组交易的“底线思维”

作为全球并购交易最活跃的区域之一，经济新常态下的中国并购市场仍然活力四射。最近三年并购交易量均超过 9000 起，披露的年并购交易金额均超过 5000 亿美元。在并购重组规模突飞猛进的同时，并购效益又如何呢？普华永道最近的调查和研究表明，主要包含中国在内的亚太地区收购方的平均股东总回报 (TSR)，在并购交易后的 24 个月的表现显著优于其他地区。

毫无疑问这反映了经济实力的此消彼长，同期亚洲地区的 GDP 增速是欧洲和美国的两到三倍。但同时这也受益于该地区的投资人大多认同并购的价值来自于收购一家成长期的企业并让其持续发展。目标企业的成长性和管理层的业务开拓能力是交易中优先考虑的事项。

然而伴随经济增长速度的持续放缓、结构调整的阵痛和资本市场的压力，未来并购重组交易将面临更为复杂的局面和更大的不确定性。同时中国并购重组市场尚未成熟，交易参与者在专业性、交易经验等方面有待提高。目前典型的问题包括：并购目的不明确、盲目跟风追热点；交易缺乏系统统筹，各项工作执行不到位（如尽职调查、估值、投后整合等方面）；缺乏以人为本的理念，没有充分考虑不同企业文化和激励机制的有机协同。

应对这些问题，成功的并购重组交易亟需参与者厘清交易理念，增强底线思维，以创造价值为核心指导投前、投中、投后的各项工作。这份“交易价值创造之道”报告凝集普华永道多年的实践经验和深入的调查研究，围绕以下三个核心领域为建立现代有效的交易价值创造方法提供建议。

- 1** 忠于战略意图：企业或组织需要将交易作为一个明确的战略愿景的一部分，并使交易活动和业务长期目标保持一致。投机交易或许也会创造价值，但幸运不会每次降临。
- 2** 明确综合价值创造计划的所有要素（这应该是一份蓝图而非一张清单）：在计划所有业务领域价值创造的过程中需秉持必要的勤勉和严谨的态度，以保证执行交易的过程细致且有效。企业需要考虑每个要素如何支持业务模型、协同效应、运营方式和新技术应用。
- 3** 将文化置于交易核心：在价值创造的计划中优先考虑人和文化至关重要。与员工广泛沟通并让员工参与价值创造计划将会有助于留住核心团队并获取他们的支持。若疏于对企业文化变革的规划，交易价值创造的努力将事倍功半。

展望未来，我们充满信心。国有企业改制重组进程的加快，供给侧改革带来的结构优化调整，以及国家政策重点扶持的高新技术产业的快速发展，都将成为国内并购重组交易的驱动因素；而“一带一路”战略的持续落地和中国企业全球化布局，也将推动越来越多的中国企业谋求海外收并购的机会。作为并购重组交易的专业服务机构，我们希望积极参与推动交易价值的创造，为中国并购重组市场的健康发展尽绵薄之力。



叶伟奇

普华永道中国购并交易服务
主管合伙人

waikay.eik@hk.pwc.com



作为亚太地区乃至全球并购重组最活跃和最具前景的区域之一，年轻的中国市场参与者亟需围绕创造价值的三个核心领域，实践现代有效的交易价值创造之道，实现投资回报的最大化。

关键发现

许多收购或退出交易其实并没有实现价值最大化，尽管相当部分的交易参与者认为他们做到了。

61%

的收购方认为他们最近的一次并购创造了价值，然而……

53%

的交易参与者表现低于行业平均水平，这是基于交易完成 24 个月后的股东总回报率（TSR）作为标准得出的数据。

57%

的业务剥离方表现低于行业平均水平，这是基于交易完成 24 个月后的股东总回报率（TSR）作为标准得出的数据。

将价值创造置于首位的机构，其业绩表现比行业平均水平超出 14%。

14%

将价值创造置于首位的收购方，其交易后 24 个月的经营业绩平均超出行业基准 14%。

6%

将价值创造置于首位的业务剥离方，其交易后 24 个月的经营业绩平均超出行业水平 6%。

相当多的交易参与者表示，创造价值应当在交易最开始时即被视为优先事项。

34%

参与调研的收购方表示，在最近的一次交易中，创造价值从（交割日）第一天就是优先事项。

66%

的收购方表示，价值创造本应当从交易最开始起就视为优先事项，然而他们当时并没有那么做。

忠于战略意图

86%

参与调研的买方称最近一次的并购创造了显著价值的同时，也表明该次交易属于长远的投资战略的组成部分，而非纯粹的投机行为。

93%

在交易中创造显著价值的企业将不低于 6% 的交易金额投资在交易后的整合中。

全面的价值创造计划在各方面都需清晰明了——它应该是蓝图，而不是一张清单。

63%

交易价值流失的买方在签约时没有制定技术方案。

70%

交易价值流失的买方在签约时没有制定协同方案。

79%

交易价值流失的买方在签约时没有制定整合方案。

83%

的卖方认为在减少营运资本方面尚有提升空间。

89%

的卖方认为在优化税务与法律结构方面尚有提升空间。

将文化置于交易的核心。

89%

的参与调研的卖方认为管理层更深入的参与能为交易带来更大价值。

82%

在近期并购中价值流失显著的企业在交易后损失至少 10% 的核心员工；该情况在涉及“轻资产”企业或主要由“人力资本”等无形资产构成的企业交易中尤为显著。

概览

价值创造规划的全新方式

根据我们的分析，传统的价值创造规划不再能够保障成功。尽管 92% 参与调研的买方称他们最近一次交易有制定价值创造计划，然而只有 61% 的调研对象在最近的并购交易中实现了增值，其中仅 21% 的调查对象显著提升了价值。

此外，调查表明，有 53% 的买方最近一次交易完成后的 24 个月的股东总回报（TSR）表现不如业界同行。

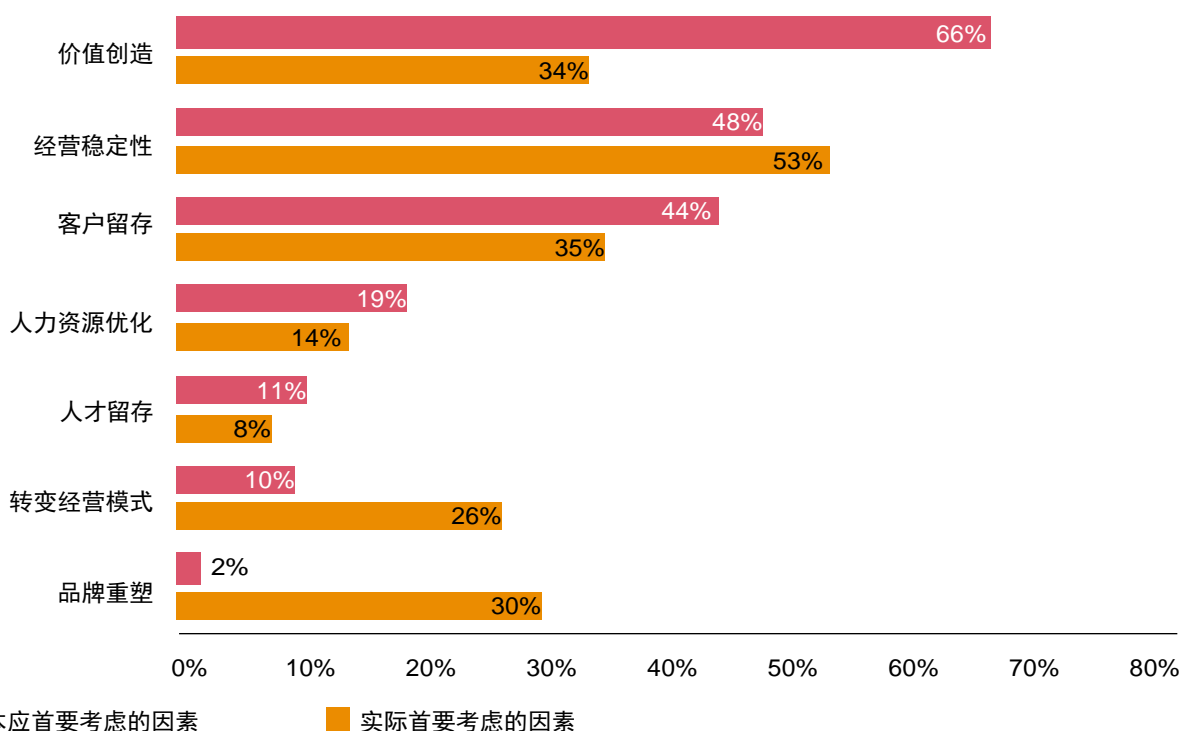
业务剥离也是同样类似的情况：42% 的卖方称最近一次交易创造的价值大于在不出售情况下的经营价值。然而调查表明基于 TSR，有 57% 的卖方最近一次交易完成后的 24 个月的平均表现不如业界同行。

如何解释这些结果？其中一个重要因素是，只有 34% 参与调研的买方在最近一次交易的交割日将价值创造放在首要地位，而剩余 66% 认为本应优先考虑价值创造（参见附表一）。换句话说，最成功的买方是在交易完成前准备最全面最深入的。事实上，在交易后显著提升价值（相较于并购价格）的企业中，有超过三分之二的企业表示在签约时已经制定了整合战略。

这告诉我们，真正增值的交易比大部分交易都更早地锁定价值创造模式。这同样适用于卖方：在进入潜在交易时便已经将战略视角应用于业务处置规划和投资组合评估的企业，相比机会主义者，更有可能创造价值。

附表一

什么是以及什么本应是您交易最开始首要考虑的因素？



资料来源：Creating value beyond the deal report, Mergermarket

数据基础：2018 年 600 位企业高级管理人员问卷调查

普华永道全球并购交易部主管合伙人 Malcolm Lloyd 说：“越来越多的企业有能力通过并购创造价值，但仍有提升空间，关键是要在交易的更早时期更深入的思考这个问题。”

最成功的交易参与者确保他们的并购战略始终是他们经营战略的核心，这样他们所考虑的任何潜在交易的战略特征都是清晰明了的。

考虑到日趋频繁的市场变革，企业愈发需要协调其商业模式和经营方式以适应其未来发展。我们的调研结果强调在构成经营方式的各方面，例如目标企业的技术与知识产权方案、税务运营模式与核心营运，都需要大幅度加强尽职调查工作。

另一个需要改进的地方是优先级的的问题。我们的调查表明 30%的企业在交易开始时首要考虑品牌重塑，随着交易推进 28%的企业后续承认这不应该作为首要考虑因素。

品牌固然重要，但更重要的是品牌背后的业务是建立在健全的战略计划上。

早期便首要考虑价值创造等因素，而非品牌等因素的企业，经营表现更胜一筹。至于在优先考虑品牌重塑的交易中，结果证明几乎有一半为减损价值的交易。

买方视角

需要清晰的并购战略

鉴于上述结果，便可以理解有 83%的调查对象认为需要改进价值创造计划。改进价值创造计划首先需要极具包容性的战略，对进行交易适当性的全面评估，和一个明确的方法论。

- 98%的企业表示，在最近的并购中创造了显著价值，且拥有一个正式的价值创造方法论。
- 86%的企业表示，在最近的并购中创造了显著价值，且它属于更广泛的投资组合战略的一部分，而非投机行为。
- 68%的企业认为，可以改进他们对于目标公司的选择，以更好地满足战略需求。

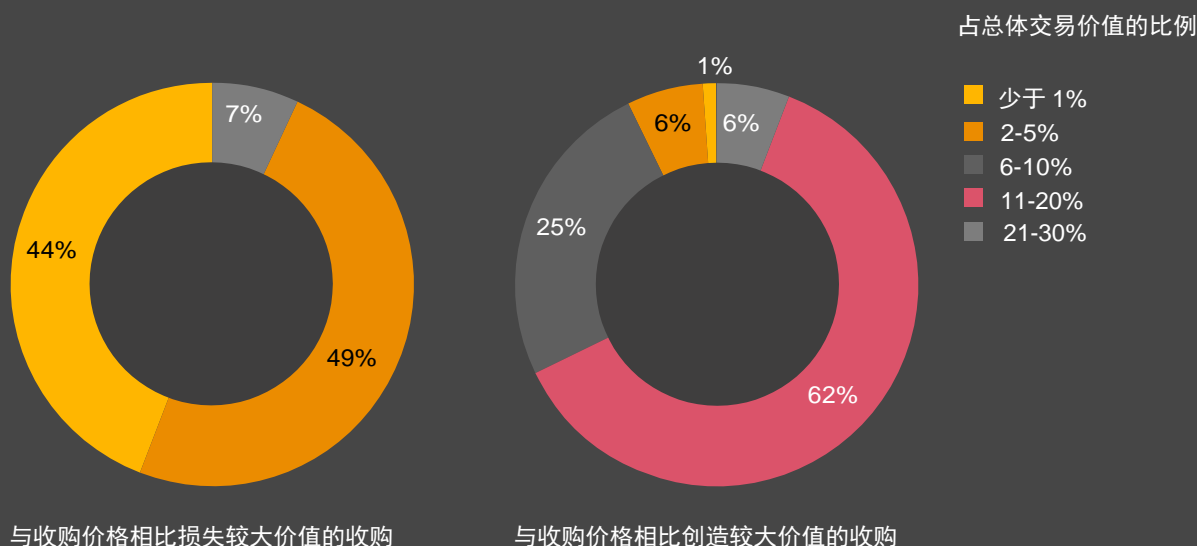
投资于交易后整合

我们的研究同时关注了企业在投后整合方面的投资与价值创造的能力之间存在明显的相关性：

- 93%的在最近一次交易中创造显著价值的企业表示他们将超过 6%的交易总额投资在交易后的整合中（参见附表二）。

附表二

投资在交易后整合中的金额占总体交易价值的比例是多少？



资料来源：Creating value beyond the deal report, Mergermarket

数据基础：2018 年 600 位企业高级管理人员问卷调查

将人员因素置于交易的核心

受访者认识到，他们应该在最近一笔交易中优先考虑人员和文化。很大一部分人还表示，企业文化问题将对价值创造产生不利影响（见附表三）。

- 92%的人认为，他们本可以在最近一笔交易中更有效地进行沟通和文化管理。
- 82%表示存在重大价值损失的企业在交易后流失了超过10%的核心员工（见附表四）。
- 65%的收购方表示文化问题阻碍了价值创造。

显而易见地，在较收购成本有较大价值损失的收购案中，所有受访者都表示，文化问题阻碍了价值的实现。

卖方的观点

我们的调查和研究同时包括从卖方的角度来看待交易，并从卖方角度考虑例如对强有力的战略的需求、确保交易机制的顺利运行以及形成致力于创造价值的企业文化等类似问题。

42%的卖方表示，他们最近一次的业务剥离创造的价值与该业务若未出售的价值持平，只有13%的人表示他们最近一次的出售创造了巨大的价值，35%的人表示他们最后一笔的交易实际上减损了价值。此外，研究表明，根据TSR（见附表五），在完成最后一笔交易后的24个月内，平均有57%的卖方表现不佳。

卖家无需对上述结果感到消极，但他们应该把注意力集中在以更好的方式达成交易上。

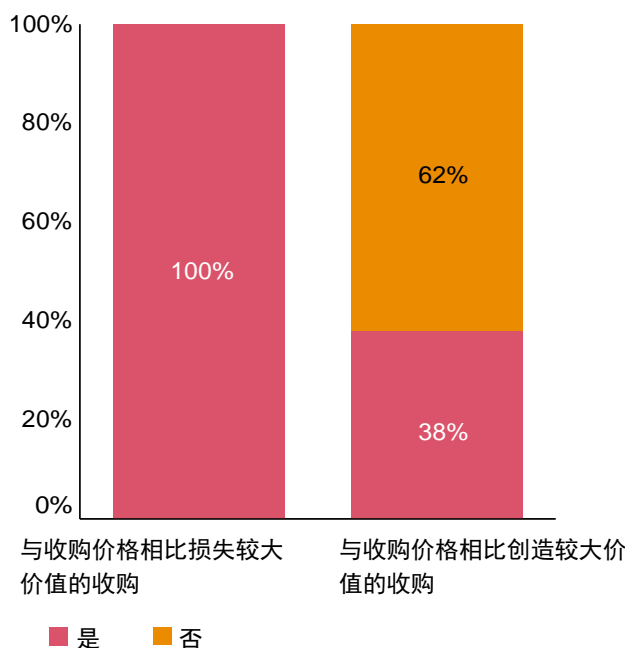


对管理层运营组织的能力的评估非常重要，因为我们一般不会考虑一个未得到企业管理层支持的交易。第二个重要事项是战略整合，因为我们希望在收购方和目标企业之间建立一个桥梁，从而使生产和供应链平稳顺利对接。

美国某零售、消费和休闲娱乐公司的发展高级总监

附表三

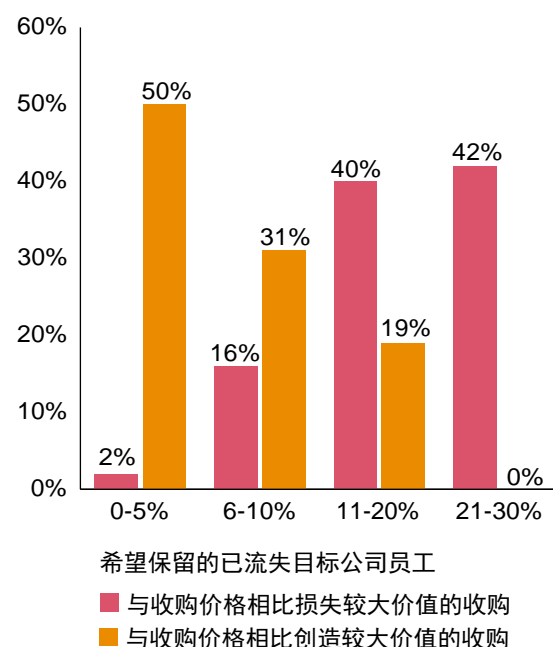
文化问题是否阻碍了交易的价值实现？



资料来源：Creating value beyond the deal report, Mergermarket
数据基础：2018年600位企业高级管理人员问卷调查

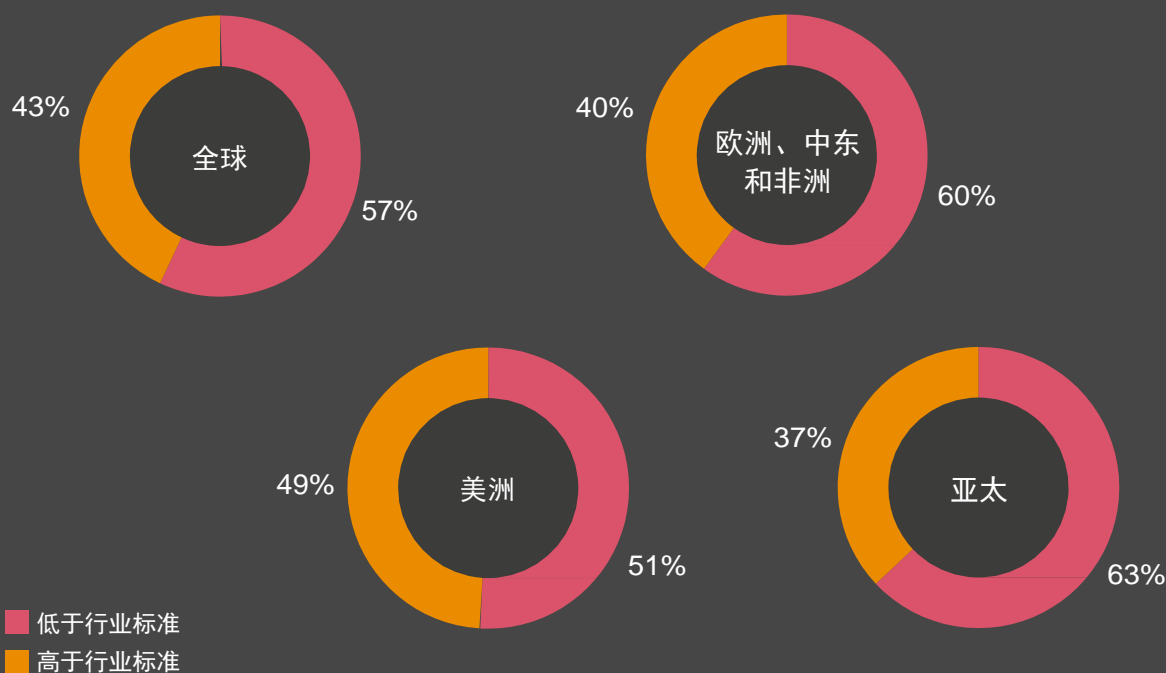
附表四

在目标公司已流失的员工中，有多大比例您希望可以保留？



资料来源：Creating value beyond the deal report, Mergermarket
数据基础：2018年600位企业高级管理人员问卷调查

交易完成后 24 个月与行业标准对比的卖方表现



来源: Creating value beyond the deal report, 卡斯商学院

基础数据: 公司的业绩表现使用了 2008 年 1 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日间以一个分部或子公司为单位的剥离后 TSR 进行衡量。TSR 的数据截止 2018 年 6 月 30 日。

准备用于剥离的资产

我们的调研显示，卖方认识到，他们为业务剥离可以做更多准备，使其对买家更具吸引力。

- 84%的人认为，在向买家展示价值提升机会时，还有改进的空间。
- 89%的人认为，他们可以从税收和法律结构的角度对资产进行更多优化。
- 39%的人认为优化剥离资产财务状况方面同样存在很大的改善空间。

卖方尽职调查的价值

那些出售资产后获得增值的卖方企业更加注重规划、尽职调查和注重更有效的方法。卖方尽职调查提供了充分展示业务潜力和未来愿景的机会。卖方尽职调查还帮助卖方提前预测买方关注的问题，并及时准备这些问题以避免措手不及，并确保在出售过程中保持积极推进的势头并有利于形成竞争的局面。

- 92%的受访者表示，针对已实现大额增值的业务剥离均进行了卖方尽职调查。
- 99%的受访者表示，针对已创造了显著价值的业务剥离均使用了正规的价值创造方法。

文化不仅仅是买方的关注点

与收购方一样，出售方受访者也认识到文化及其员工在确保剥离创造尽可能多的价值方面所起的关键作用。虽然拟剥离业务的员工未必全部需要安置或引起关注，但使那些能够创造价值的人才了解并参与交易是至关重要的。

- 93%参与调研的出售方认为，他们安置和激励被剥离业务的管理团队的方式还有改进的空间。



我们极其注重在交易过程中激励管理层，从而使他们保持工作质量，不被交易程序分散注意力。只有管理团队协作良好，并真正执行我们的指示，才能使业务正常进行。

北欧某零售、消费和休闲娱乐业务财务和并购主管

买方价值创造指引



产生价值的并购交易并不是偶然发生的。交易应当是企业战略的延伸，而不是灵光一现。那些保持一贯的交易战略、不盲目追求热点的企业，往往更有可能通向成功。

Bob Saada, 普华永道美国并购交易部主管合伙人

企业通过并购交易可以实现扩张和多样化，但是我们的研究表明一个不容乐观的结果：许多交易并没有创造价值。

超过一半参与调查的收购方在完成最近一次并购交易的两年后，TSR 的表现低于行业基准。

为了达成交易并且实现其最大的价值，企业需要周全的考虑它们的价值创造计划，将其融入到企业长期战略中，并且通过交易经验的积累和对企业文化的审慎考量，使其不断被巩固、加强。

1. 从清晰的并购策略开始

施行一个更具战略性的并购计划和执行方案之前，企业需要了解为实现其目标愿景所需加强或扩张的业务线。同时，也需要定期观察市场是否存在相关交易机会。

超过四分之三的受访者表示，他们最近的一次交易是基于对战略性投资组合的综合考量所驱动的。只有不到四分之一的受访者表示是单纯投机行为。显然，前者更有可能创造价值。

在那些创造了较大价值的并购交易中，86%的收购方表示其收购行为属于长远的投资组合战略的组成部分，只有剩余的14%表示其为一项投机行为。

2. 自始关注价值创造

那些表示交易创造了较大价值的受访者中，超过一半的收购方从交易最开始就将价值创造视为优先事项。然而在所有的受访者中，只有三分之一的人表示他们在最近的一次交易中是实际执行的。大多数未实际执行的受访者承认这是一个错误，如果有机会重新进行一次交易，三分之二的受访者表示他们会在交易最开始就把价值创造视为优先事项。

与此同时，主次颠倒会损害企业价值。举例而言，30%的受访者表示“重塑品牌形象”是他们最近一次交易的优先事项，但是只有2%的人在事后表示这是一项正确的决定。



每家企业都有自己独特的文化，要让所有企业都完全契合的企业文化是不存在的。寻找一家相对容易被整合的标的公司，可以说是每个交易初期阶段最具有挑战性的部分。

英国某金融服务机构 集团财务总监

3. 执行全面的尽职调查

大多数（80%）受访者表示，他们的最近一次交易结果表明他们需要执行更完善的尽职调查以验证他们交易前的假设（见附表六），并评估潜在交易能否帮助他们实现战略。

普华永道英国并购交易部主管合伙人 Marissa Thomas 说：“相比于简单执行财务和税务尽职调查的人而言，精明的买方会执行更为复杂的尽职调查工作，并更为深入地检验价值创造的可行性。”

鉴于各行各业的发展日新月异，技术尽职调查已经获得越来越多的关注。新兴技术主导的商业机会，例如数据货币化，以及新兴服务的出现、成本效率驱动，都会使人们愈发关注技术尽职调查。

4. 做个有充分准备的买方

我们的调查及市场调研显示，买方需要比以往任何时候都更努力才能成功达成交易。

英国、欧洲、中东和非洲价值创造主管合伙人 Hein Marais 表示：“传统的百日计划已经不够用了。收购方需要在交易签署日 30 天前准备好一个全面的价值创造方案，通过尽职调查对关键假设进行验证，以便在投后立即实施该方案。”



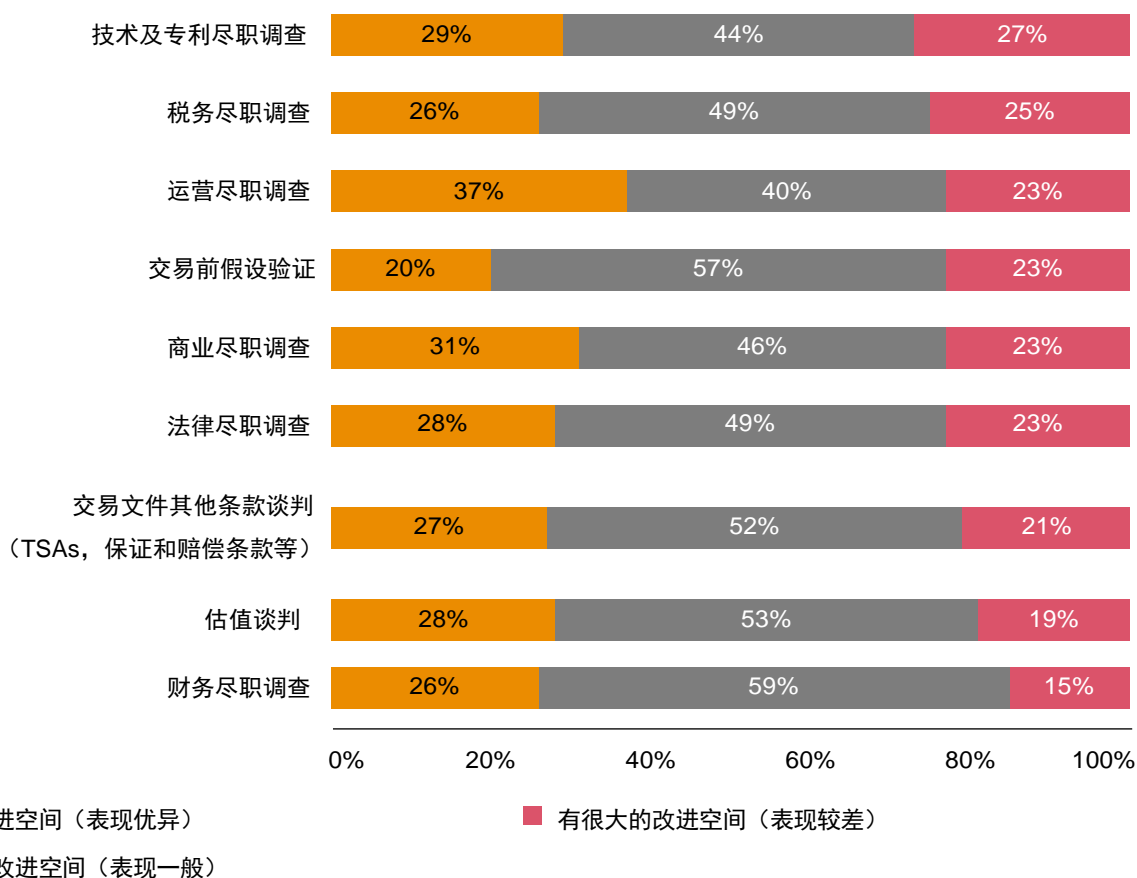
去年我们决定了我们需要成为一个技术领先、更有活力的组织。我们收购的业务不仅仅给我们带来了即刻的技术升级，同时也为至少未来五年提供了前进动力。

加拿大某能源企业并购服务部门主管

附表六

在并购交易过程中，你认为下述各个方面有多少改进空间？

按照以下各方面中，持“有很大改进空间”观点的受访者所占百分比进行排序



资料来源：Creating value beyond the deal report, Mergermarket
数据基础：2018 年 600 位企业高级管理人员问卷调查

5. 为整合投入更多资源

显而易见的是，在企业整合中确保资源的投入能更大概率的创造较大价值，但调研结果表明许多企业并未采用此方法。

例如，接近四分之三的受访者表示他们对交易后整合的投入仅占或少于交易中总投入的 10%，接近半数的受访者表示对整合的投入不超过 5%。几乎所有声称投入不超过 5% 的受访者也表示他们的交易损失严重。相较之下，表示对交易后整合投入占比在 11%-30% 的受访者中，超过三分之二的人表示，他们的交易后续均实现增值。

普华永道英国交易主管 Marissa Thomas 表示：“市场中普遍存在的一个误解是，交易基本面（如整合）是交易后事项，然而事实并非无此。成功的收购方和投资者在进行尽职调查的同时也考虑整合及其他核心价值驱动因素。”

许多公司都建立了专注交易的大型团队，但这些团队通常需要在负担日常职责的同时从事交易工作，因而难以投入足够的关注度。然而为了确保交易事项成功，企业必须投入足够的时间和资源。例如，表明最近一次交易后产生巨大增值的受访者中，有超过三分之二的人表示他们在签署交易协议时已有整合策略（见附表七）。

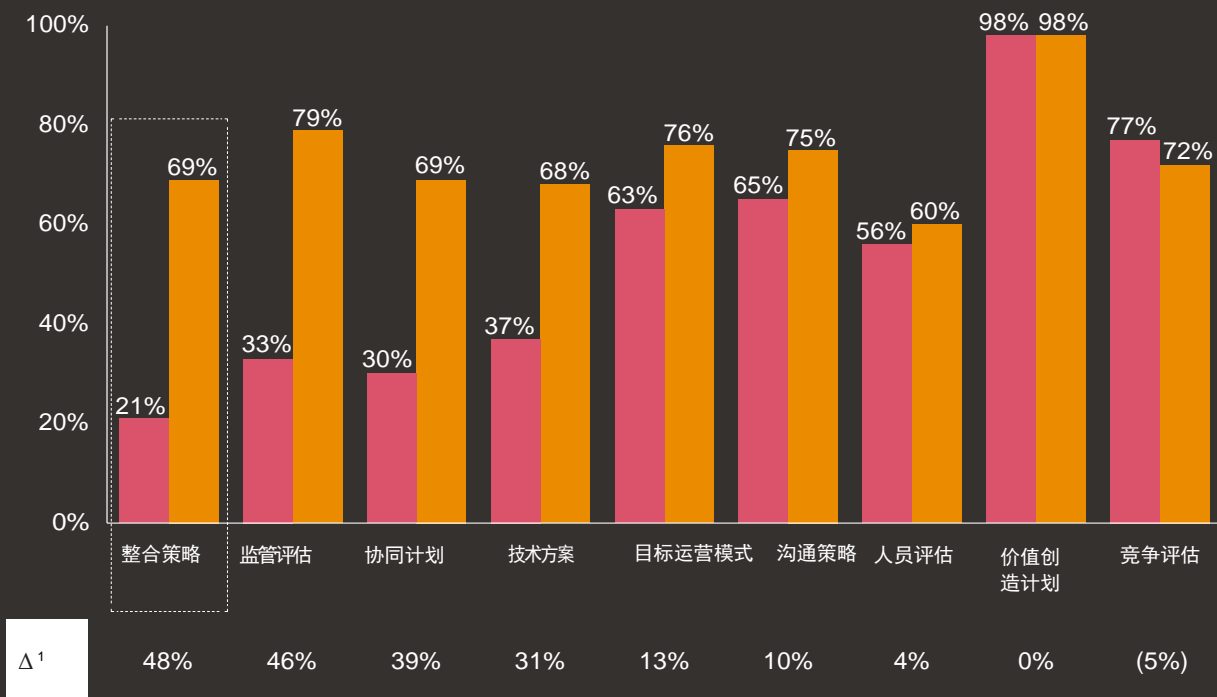
6. 专注于人

融合不同文化的能力是决定交易进行的关键因素。

精明的交易参与者会在股权收购前识别出企业的核心员工，并通过各项激励政策保留人才。然而，近半数的受访者表示，在最近一次的交易中，收购后核心员工流失率超过 10%。值得注意的是，表明在最近一次交易中损失惨重的收购方中，该比例高达 82%。

附表七

协议签署时具备的要素 (按在交易中遭受损失/获得显著增值的百分比划分)



注 1: Δ = 在交易中获得显著价值增值的企业占比 – 在交易中遭受重大损失的企业占比

- 相较交易价格遭受重大损失的股权收购
- 相较交易价格获得显著增值的股权收购

资料来源：Creating value beyond the deal report, Mergermarket

数据基础：2018 年 600 位企业高级管理人员问卷调查

正如在高新技术行业所体现的，具有知识产权和特定技能的人才也逐渐成为交易活动中的重点。重要的是，需要在尽职调查阶段了解这些“软”要素，并制定交易完成后的相应解决方案。

普华永道欧洲交易主管 Maarten van de Pol 表示：“文化需要很长时间才能得以发展，并需要付出很大的努力来维持，但破坏只需要很短的时间。因此沟通是至关重要的。”

明智的企业明白在交易完成前，他们的公开声明就应进行审慎评估。在交易早期，传递出让目标公司的员工安心的信息将为日后解决文化问题提供先机。一旦协议签署，首要任务就是与其员工进行直接沟通。了解他们的需求并给予他们留下来的动力是至关重要的。

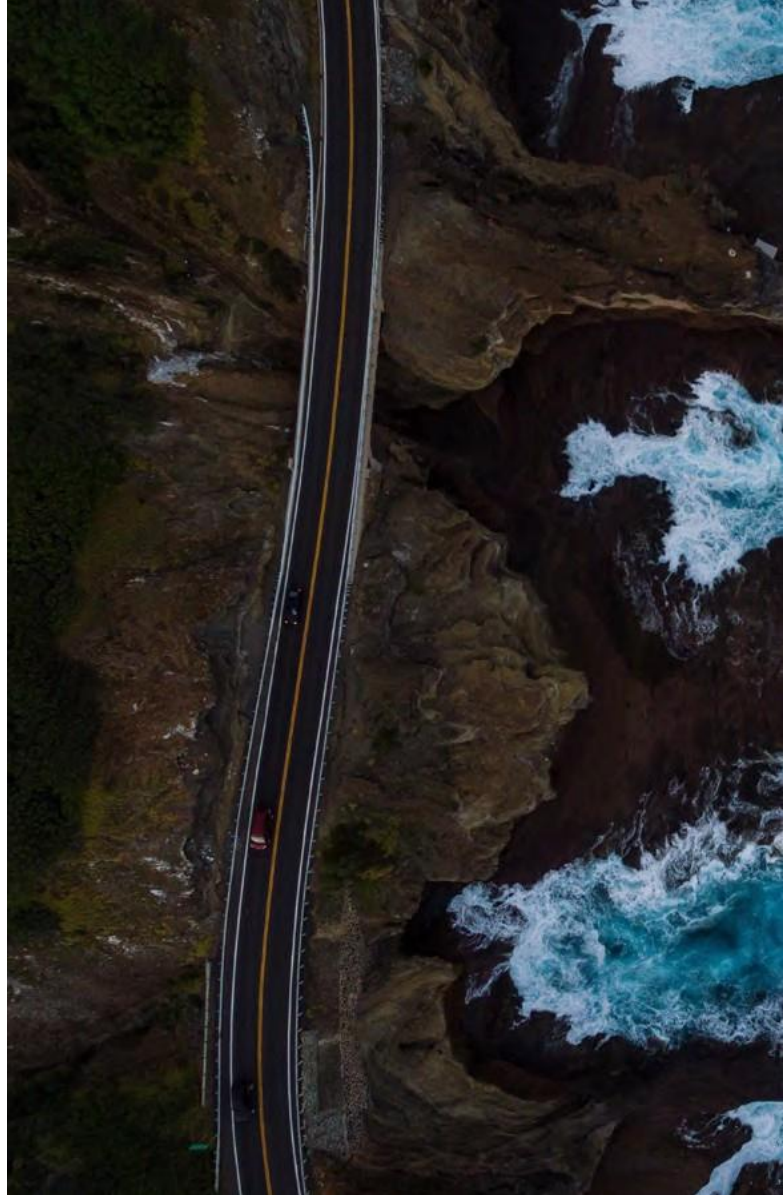
我们的调研结果也印证了这一点，92%的受访者表示他们本应在交易期间与员工进行更有效的沟通，此外78%的受访者表示应于交易完成后进行更有效的沟通。

7. 引入税务和法律规划

尽管良好地管理交易的财务影响仍是成功的关键因素，但税务及法律问题同样重要。买方需要制定正确的税务策略，而并购交易正是一次彻底重新审视税务架构的机会。买方可以重新审视企业的运营方式，并创建新的平台和政策。然而交易过程往往是由商业因素驱动的，而非税务因素。企业若过于关注达成交易过程，可能会错失投资机会及其可能创造的价值。

同样，未妥善处理的法律问题也会妨碍价值的创造。例如，从长期所有者中购买企业将包含继承其公司架构。目标公司可能存在分散于不同司法辖区的众多控股公司及业务。一旦企业收购了这些业务，企业可能想将某些子公司的业务转移至其他子公司中，并打算关闭部分子公司。而股权结构中可能存在一些障碍事项使得资金无法汇出或向集团内其他企业中转移。

以上这些都需要经过深思熟虑从而以实现买方期望达到的目标。



收购一家技术型导向的科技公司，并将其并入一个处于科技起步阶段的集团，是我们上一次收购中面临的挑战。但我们在全过程中与交易双方的员工都进行了密切的合作，他们都以专业的态度来应对这次收购。

俄罗斯某数字新媒体企业 战略总监

价值创造的全球视野：APAC 在全球领先，欧洲相对滞后

我们的研究表明，并购重组所创造的价值可以反映近期的区域经济实力。比如，亚太地区收购方（APAC）的平均股东总回报（TSR），在最近一次并购交易后的 24 个月的表现显著优于美洲地区。

普华永道中国购并交易服务主管合伙人 Wai Kay Eik（叶伟奇）认为：“亚洲地区的 GDP 增速是欧洲和美国的两到三倍，这是一个很重要的因素。基于亚洲地区市场迅速增长的现状，该地区大多数的价值创造来自于并购一家公司并让其持续发展。”

不同时代的发展趋势同样有所差异。2008 年金融危机后的并购交易所带来的股东回报较低，但这个区域很快就触底反弹；相比之下欧美地区仍在低谷持续徘徊。2008 至 2011 年，亚太地区收购方在收购完成后 24 个月后的股东总回报低于行业基准的 2%，而美洲地区则高出 6%。但从 2012 年至 2016 年完成的交易来看，数据发生逆转，亚太地区收购方的股东回报超过了行业基准的 50%，而在美洲地区该超额比例仅为 2%。

“造成这一现象的很大一部分原因归结于市场成熟度。在本地区越来越多的成熟的收购方知道他们想买什么，并且能够策略性地确保收购后的公司能够满足他们更远的发展计划。但是，亚洲公司并不经常追求兼并或收购，在他们一生中，可能只会经历一到两次的收购。”——普华永道中国购并交易服务主管合伙人叶伟奇表示。





卖方价值 创造指引

任何投资组合的重构或合理化改进应该以增值为目的。目前，参与调查的企业高管里，只有半数以下认为，相比于继续持有资产获取的收益，他们最近一次的业务剥离实现了价值增长。

事实上，近四分之一的企业高管都承认几乎没有增值，超过三分之一的高管反映他们的业务剥离减损了价值，因此很多高管反馈在业务剥离的工作中，除了周全的准备和计划，仍有许多地方应当得到显著提升（见附表八）。

诚然业务剥离可能更多发生在面临经营挑战的企业中，但这些调查结果仍值得关注。不管是处置一项表现不好的业务，还是剥离一项非核心业务，业务剥离与收购一样，如果采取正确的策略，以及制定完善的计划并进行充分的投入，仍具有创造价值的潜力。

1. 制定一本“业务剥离手册”

卖方需要基于充分的准备，以及结合潜在买方对其拟投资组合的审查维度，确定一以贯之的价值创造要旨。这需要详实的方法论，以及一本涵盖如何应对潜在买方可能提出的棘手问题的应对方案手册。

该业务剥离手册针对一些难以预计的，或者是一次性的交易具有重要意义，其亦由已这样执行的企业与其交易所创造价值的显著相关性而得以证实。

“

在整个并购过程中，业务剥离工作重心已逐渐向交易前期转移。卖方需要准备一个简单易懂而包含价值的故事使买方能迅速理解。勾画出故事的基本轮廓，告诉买方价值从哪里创造，如何在未来持续创造。

Hein Marais，普华永道英国并购交易部 EMEA 价值创造主管合伙人。

“

我们使用一套正规的程序来完成我们的业务剥离。这需要根据谈判的性质，基于谈判过程的实际情况而进行灵活变化。

英国某零售、消费和休闲娱乐业务公司 并购交易部总监

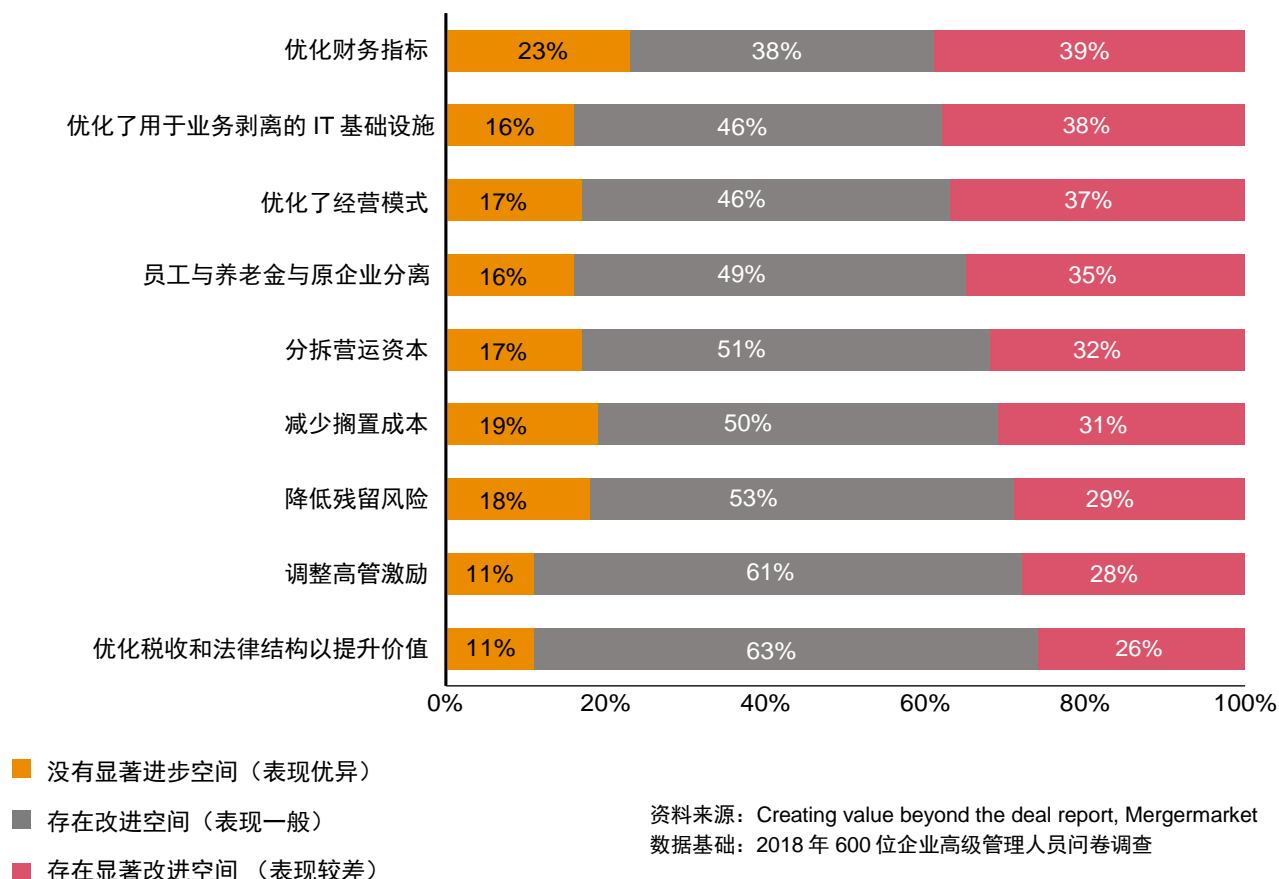
有些公司可能并不认为针对拟剥离的业务所进行的充分准备工作能够为其带来令人瞩目的投资回报。但几乎每个表示通过最近一次业务剥离而实现增值的受访者，都同时表示他们实施了一套正规的业务剥离程序。（参见附表九）

这是否意味着，所有企业都可以有一套放之四海而皆准的业务剥离程序呢？答案是否定的。

但是，尽管没有两个业务剥离会完全一样，很多公司仍认为制定一套包含管理并购交易的核心原则和实践方法的方案是可行的，但仍需要视不同的情形而灵活调整。

你如何给自己在上一次业务剥离中的工作成果打分？

按持存在“显著改进空间”观点的受访者占比进行顺序排列。



尽管公司付出了努力，但我们发现很难为拟剥离业务找到合适的买家。我们正在努力向欧洲买家展现该交易的优势。我们需要依靠合适的顾问来帮助我们找到合适的买家。

日本某自然资源行业公司 战略总监

2. 不要把尽职调查工作都留给买方

尽管卖方尽职调查同样有可能创造价值，但调查结果显示，近一半的出售方表示他们没有进行过卖方尽职调查。而几乎所有表示因最近一次业务剥离而实现增值的出售方均进行了卖方尽职调查。相比之下，表示在交易中有所损失的人中仅有不到十分之一进行了卖方尽职调查。

成功的出售方在早期阶段即开始着手解决问题并努力摆脱困境，他们所进行的卖方尽职调查工作亦为整体业务剥离程序提供了更严谨的思路与方法。

3. 探索无限可能的艺术

业务剥离计划应涉及的不仅仅是现有资本的分配，还应考虑并探索无限可能的“艺术”。除更多的资本，新技能和附加的并购机会，业务剥离还能实现哪些目标？

这种方式不仅会吸引更多的潜在买家，还会通过该笔交易保持价值的增长。

普华永道加拿大全球并购交易部估值与定价主管合伙人 Helen Mallovy Hicks 表示：“人们往往会忽视价值创造对业务剥离的影响。例如，创始人可能会严格控制开支，并且非常不愿在非常规经营活动上增加花费。但任何哪怕是微小的盈利增长都可能在交易中产生数倍的价值。”

4. 经验的不可替代性

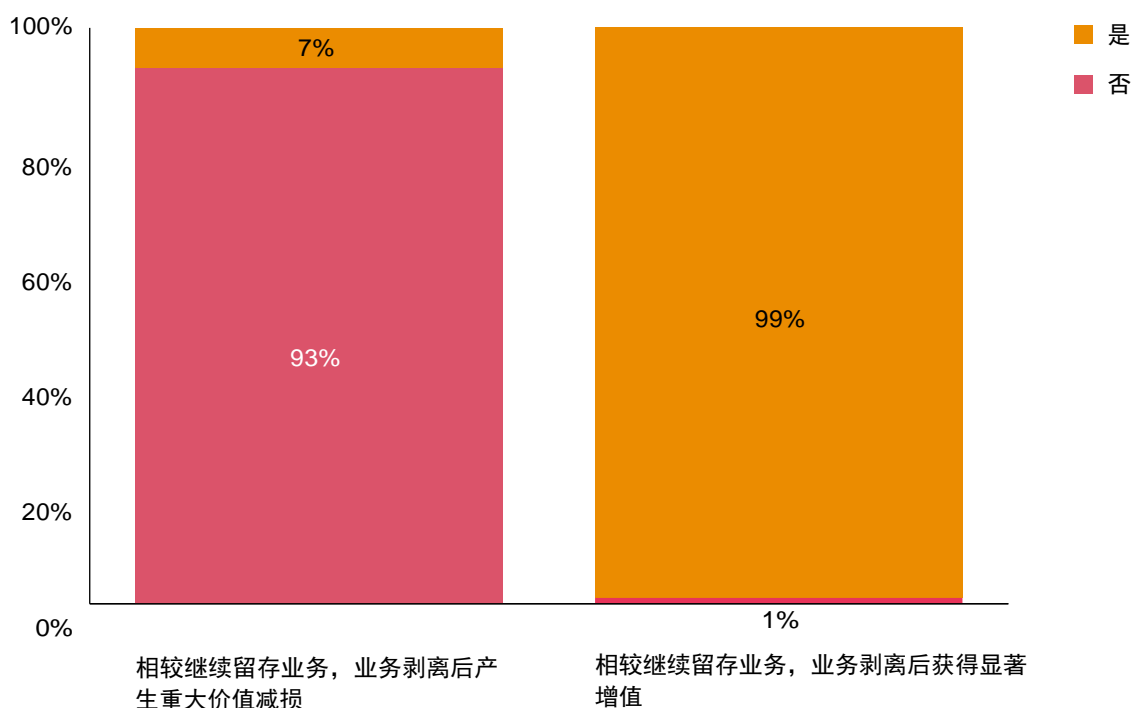
接近一半的受访者可能在一年中都没有经历过业务剥离。只有少部分人表示他们通常每年进行三次或更多次的业务剥离（见附表十）。即使相关团队认为交易中一切运行良好，这种对于剥离经验的缺乏也会对被剥离的业务的价值产生影响。

普华永道美国并购交易部主管合伙人 Bob Saada 说：“那些没有经历过业务剥离的人不太愿意承受其中的压力。而那些杰出的卖家在成功操作多笔业务剥离业务后会更加富有经验。”

出售方，特别是在这方面经验较少的出售者应该充分运用第三方顾问的优势，并在业务剥离过程中尽早引入这些顾问，这将在一定程度上帮助投资者了解商机，同时也会有助于逐步建立他们对投资的信心。

附表九

是否有正规的方法和/或蓝图去通过业务剥离创造价值？



资料来源：Creating value beyond the deal report, Mergermarket
数据基础：2018年600位企业高级管理人员问卷调查



我们确实拥有一套内部开发的正式的退出方案。我们更倾向于在每次重要的退出谈判中使用该方案，以便确保顺利完成针对目标公司的投资退出。

德国某金融服务公司 并购总监

5. 充分利用你的员工

将最优秀的员工集中于拟剥离的业务从而实现其价值的最大化，该做法可能看上去不合常理，但实际上将有助于保持交易价值并避免潜在买家退出。此外，出售方对拟剥离业务中的员工进行激励并在买方收购后使其继续留任的能力，亦会在交易促成中起到至关重要的作用。

普华永道英国并购交易部主管合伙人 Sarah Moore 表示：“真正的挑战其实在于让最优秀的员工，即那些对股东和对各项运营都十分了解的人参与业务剥离的过程。确保他们得到充分的激励并能够获得最高的回报。”

虽然拟剥离业务的管理人员可能并不熟悉业务剥离的过程，但他们的经验会吸引潜在的买方，而他们离职可能会影响交易的估值，因此让他们参与交易过程非常重要。

普华永道全球并购交易部主管合伙人 Malcolm Lloyd 表示：“在投资收购时，投资者首先要考虑的是管理层和那些实际创造价值的人才的素质。相关管理层必须得到充分的激励。考虑让有经验的各方人士一起讨论各种可能的方案，并从各种有效或失败的方案中汲取经验，这非常具有挑战性并值得为之一试。”

6. 解决法律问题的复杂性

对于出售方来说，许多复杂的法律问题源于对拟剥离实体的分拆从而确保该拟剥离业务部分尽早做好出售的准备。

业务剥离中存在一些可以影响价值创造的关键法律问题。首先，界定拟剥离的业务，并检查该业务在集团中的法律结构。例如，在业务剥离中需要确定的资产出售范围，确定该资产的所有权归属，以及如何将其从关键业务中分拆以达到可被收购的状态。

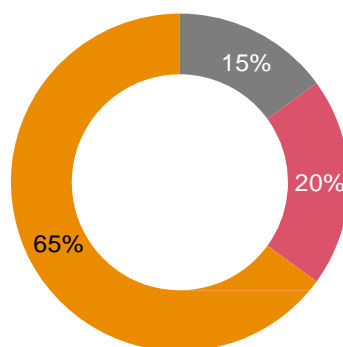
如果被剥离的业务隶属于一个大型集团，大多数买家可能将对它能够创造的具体价值而持有疑问。而卖方亦需要其法律顾问团队将这些资产形成一个独立的实体。

法律顾问团队还需要评估拟剥离业务于历史期间的所有权和运营遗留问题，包括房产、员工，甚至是潜在环境问题。收购方通常希望任何潜在的负债都由卖方提供担保，并确定由哪一方承担交易完成后的该类负债。

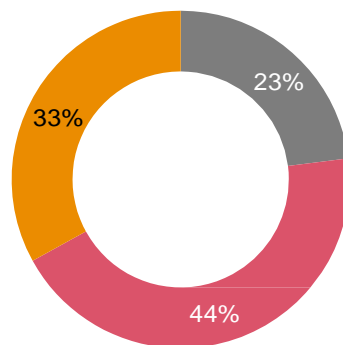
上述问题通常属于买方需考虑的部分，但竞争性收购可能使情况复杂化，需要买卖双方从法律层面协商处理交易完成后的潜在负债。这些负债亦将会降低拟剥离业务的价值，卖方可能在上述负债得以偿付之前，不得不将收购资金存入托管账户。基于此，在业务剥离前解决任何潜在的遗留问题，将有助于减少价值的损失。

附表十

通常每年进行多少次业务剥离？



相较继续留存业务，业务剥离后产生重大价值减损



相较继续留存业务，业务剥离后获得显著增值

■ 0次 ■ 一次或两次 ■ 三或四次

资料来源：Creating value beyond the deal report, Mergermarket
数据基础：2018年600位企业高级管理人员问卷调查

总结

创造交易价值所需三步

1. 忠于战略意图

我们的调查研究显示，许多公司对其最近的交易结果并不满意，其中最不理想的情况是，交易破坏了股东价值。

但也很明显看出，那些致力于成功、实施清晰战略并付诸行动的企业或组织，能够创造重大的价值。

在交易的每个阶段制定一个优先考虑价值的战略规划是至关重要的：从识别正确的目标公司，到规划缜密的尽职调查，确保关键人才的参与，并在价值创造规划和整合方面进行适当投资。

2. 明确综合价值创造计划的所有要素（应该是蓝图，而非一张清单）

在计划所有业务领域的价值创造过程中，需秉持必要的勤勉和严谨的态度，以保证执行交易的过程细致且有效。企业或组织需要考虑每个要素如何支持业务模型、协同效应、运营模式和技术计划。

无论是收购还是剥离，都要尽早建立综合的价值创造计划。并利用每一个机会，通过深度分析和尽职调查来验证计划中的关键假设。价值创造计划应涵盖所有方面，包括调整战略定位、提高业务绩效、优化经营模式、资产负债表和合理的税收结构。

3. 将文化置于放在首位交易的核心

现在，许多企业和组织将其员工列为最重要的资产。无论是收购还是剥离，认识到在整个价值创造过程中拥有关键技能的核心人才、与其进行清晰明确的沟通以及对核心人才的激励是至关重要的。购买一个品牌但流失了那些让它取得成功的核心人才，或者准备剥离一项业务但失去了内在的关键人物，都会毁掉一笔交易的价值。

我们的分析证实经验丰富的员工在创造最大交易价值中的重要性。如果企业内部缺乏这种人才，他们应该去外部寻找。



感谢您阅读我们的报告，我们希望其为您提供有益的见解。我们很乐意与您讨论该报告的内容，以及其如何帮助您的企业或组织进一步提高和完善价值创造的方式。

无论您是在考虑股权收购还是业务剥离，我们都可以通过在整个并购生命周期中持续关注价值创造来帮助您创造卓越的股东回报。

Malcolm Lloyd,
普华永道全球交易主管
malcolm.lloyd@pwc.com

研究方法

本报告是由卡斯商学院（Cass Business School）代表普华永道（PwC）对进行了股权收购/业务剥离的公司的业绩表现进行大规模全球调研的结果。公司业绩使用股东总回报（TSR）计量。TSR 的百分比变化统计期间为交易公告开始前一个月至交易完成后 12 个月和 24 个月（即每个交易的两个不同时间期间窗口）计算的。

业绩表现是根据行业基准来衡量的。TSR 定义为指定期间内持股价值的增长（假设股息被重新投资以购买额外股份）。

该报告包括 2008 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日期间公布的交易。TSR 数据的截止日期是 2018 年 6 月 30 日。这里的股权收购指控制权变更的交易，即公司取得了另一家公司的控制权；这里的业务剥离指公司完全剥离其一个部门或一家子公司的交易。

本分析对象仅包括市值为 1 亿欧元以上的公司（截至交易公告前一个月）。此外，交易额低于 5000 万欧元或低于买方或卖方市值 10% 的交易不包括在本分析中。

本分析不包括房地产行业的公司。

访谈样本及方法

为了解影响绩效的因素，我们采访了 600 名来自不同行业和地区的企业高层管理人员，了解他们通过并购创造价值的经历。调查的所有参与者在过去 36 个月中至少参与了一次重大股权收购/一次重大业务剥离。访谈采用定性和定量问题相结合的方式。所有访谈都是通过电话进行的。访谈结果都是匿名处理，最后以汇总形式呈现出来。

调查中涉及的部分访谈对象

	美国	欧洲、中东和非洲	亚太地区	合计
能源、公用事业、采矿和基础设施	40	40	20	100
金融服务	40	40	20	100
医疗保健（包括制药）	40	40	20	100
工业产品和商业服务	40	40	20	100
零售，消费者和休闲	40	40	20	100
技术，媒体和电信	40	40	20	100
合计	240	240	120	600

普华永道网络联系方式

Malcolm Lloyd

普华永道全球、欧洲、中东和西班牙并购交易部
主管合伙人
malcolm.lloyd@pwc.com

Bob Saada

普华永道美国并购交易部
主管合伙人
bob.d.saada@pwc.com

Hein Marais

普华永道英国、欧洲、中东和非洲并购交易部
价值创造主管合伙人
hein.marais@pwc.com

Helen Mallovy Hicks

普华永道加拿大全球并购交易部
估值与定价主管合伙人
helen.m.mallovy.hicks@pwc.com

Maarten van de Pol

普华永道欧洲并购交易部
主管合伙人
maarten.van.de.pol@pwc.com

Marissa Thomas

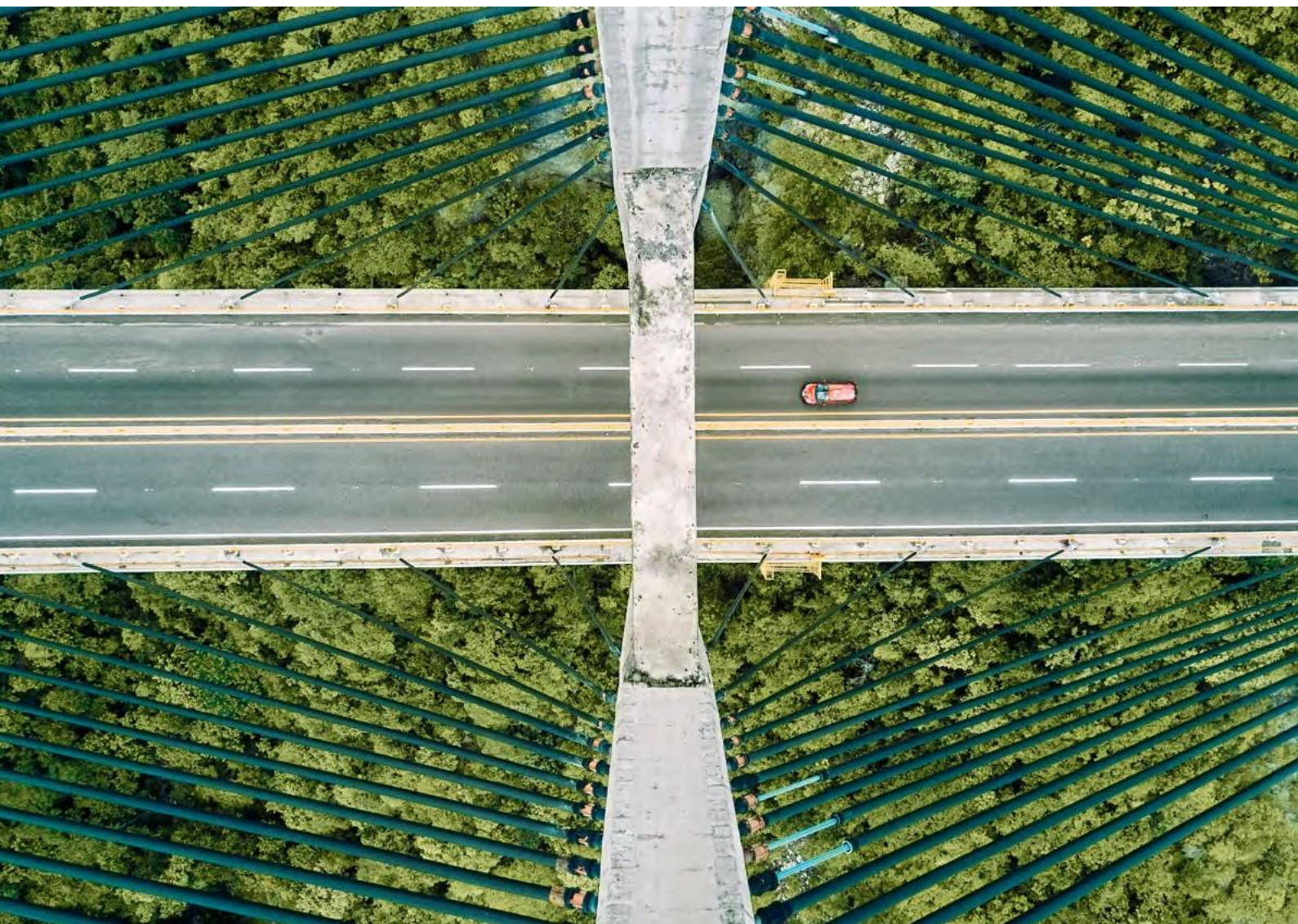
普华永道英国并购交易部
主管合伙人
marissa.c.thomas@pwc.com

Sarah Moore

普华永道英国并购交易部
主管合伙人
sarah.moore@pwc.com

Wai Kay Eik 叶伟奇

普华永道中国购并交易服务
主管合伙人
waikay.eik@hk.pwc.com



交易服务部联系人



钱立强
华北区
北京
leon.qian@cn.pwc.com



郭伟
北京
wei.guo@cn.pwc.com



刘晏来
华中区
上海
roger.liu@cn.pwc.com



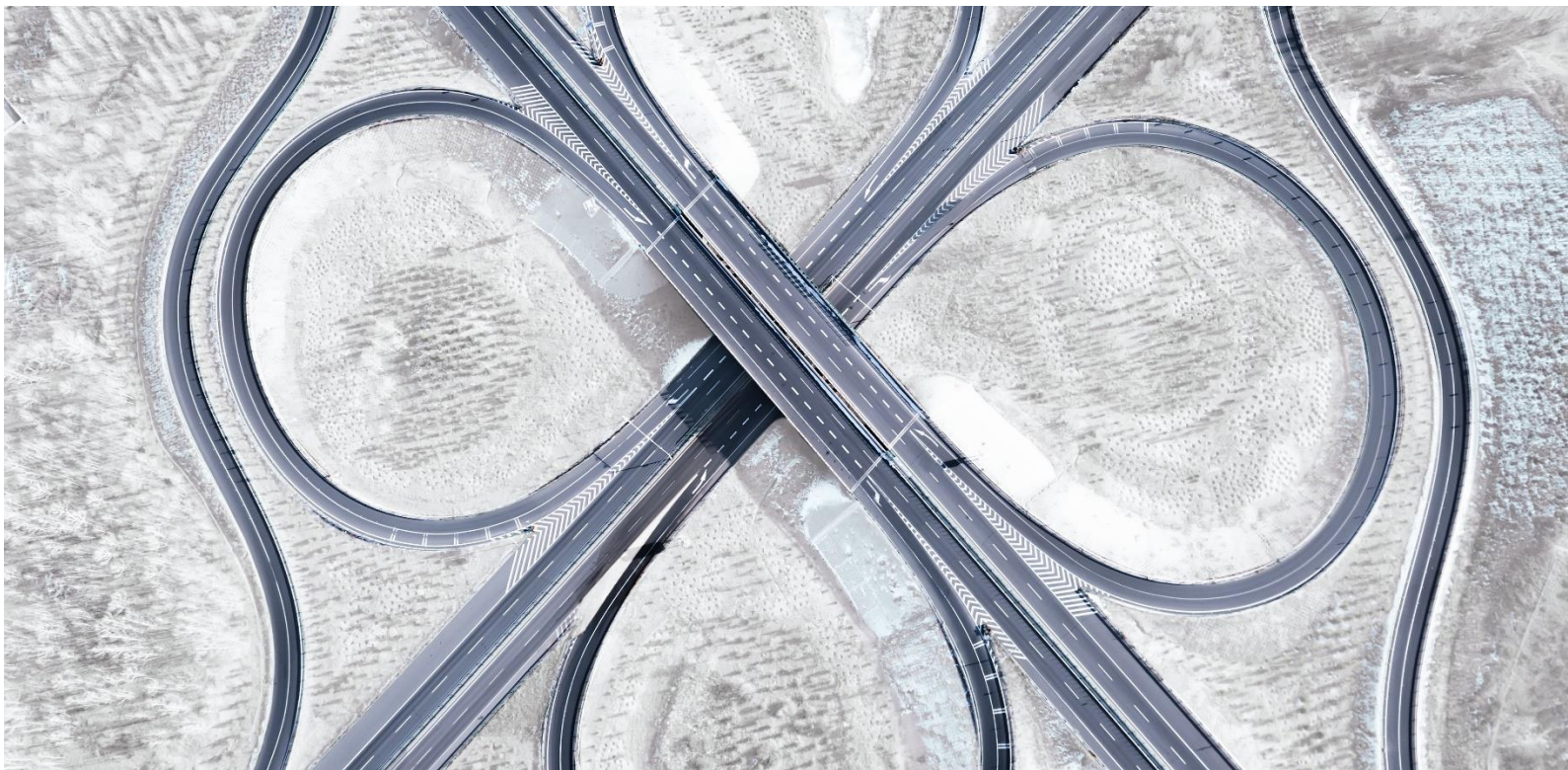
翟黎明
上海
franklin.zhai@cn.pwc.com



陈宣统
华南区
香港
chris.st.chan@hk.pwc.com



廖达贤
香港
kennedy.liu@hk.pwc.com



www.pwc.com/deals-report

在普华永道，我们的使命是解决重要问题，营造社会诚信。这是我们在提供专业服务及作出商业决定时的重中之重。我们各成员机构组成的网络遍及 158 个国家和地区，有超过 25 万名员工，致力于在审计、咨询及税务领域提供高质量的服务。如有业务需求或欲知详情，请浏览 www.pwc.com。

本刊物只就有关事宜提供一般指引，并不构成专业意见。在未获得专业意见的情况下，您不应根据本出版物中包含的信息采取行动。没有表示或对本刊物所载资料的准确性或完整性作出(明示或隐含)保证；及在法律允许的范围内，普华永道不对您的任何后果承担任何责任、责任或注意义务或依赖本刊物所载资料或根据本刊物作出任何决定而行动或不行动的任何人。

© 2019 普华永道。保留所有权利。定义：普华永道是指普华永道的网络和/或一个或多个成员公司，每个成员公司是一个独立的法律实体。详情请参见 www.pwc.com/structure。