被并企业对主并方的自主选择

——以家化集团为例

王峰娟 郑丽娜

2011年年末，上海家化集团有限公司（简称家化集团）股权竞购案终于落下帷幕，上海市国资委将其持有的家化集团28.38%的股份，作价51.09亿元转让予中国平安集团（简称平安集团）。在此次股权改制过程中，作为被并方的家化集团与原东家一起参与到了对主并方的考评选择过程中，并发挥了较强的自主选择性。近年来，随着经济的发展，企业间的并购活动频现，大多数并购都是主并方积极寻找被并方，意图发展壮大自身实力，而家化集团改制案例却是被并方参与选择主并方的一个典型。本文在分析家化集团并购背景及胜出原因的基础上，进而得出几点启示。

一、并购背景分析

家化集团是上海家化联合股份有限公司（简称上海家化）的控股母公司。上海家化是国内化妆品行业首家上市公司，且是家化集团主要的资产组成部分。此次家化集团的股权改制是上海市国资委国资战略调整方案的首次实践，即“推动一般竞争性领域国资的调整退出”，加之出售阶段选在了家化集团历史上的最佳业绩时期，因此引起了社会各界的广泛关注，并吸引了各类投资者纷纷参与。

家化集团与各类投资者均进行了接触且分别对其进行了评估分析：1.外企。上海家化是国内仅存的唯一能与宝洁、联合利华等外企抗衡的民族日化产业。家化集团一经挂牌便立即引起了外资巨头的注意，但不卖外资尤其外资同行是家化集团出售的底线。其原因有二：一是担心外资入主后改变自身发展战略；二是坚持民族品牌不动摇。2.私募股权投资（PE）。同样，如此优质的资产也引起了PE界的投资热情，鉴于自身资产性质，PE资金更倾向于追求首次公开发行股票（IPO），而家化集团核心优质资产已注入上海家化并成为上市公司，其余资产若包装上市，获得超额收益的可能性较小。3.海航集团。赶在家化集团挂牌结束前最后一刻，海航集团才向上海产权交易所递交了申请材料。家化集团对其进行了深入了解和考察，却一直对其收购动机心有芥蒂，最终未能合作。4.平安集团。平安集团从一开始便高调响应家化集团改制事宜，并做了大量的准备工作。在深入了解平安集团的战略安排、资本资源实力等各方面条件之后，上海市国资委最终决定将所持家化集团股权转让予平安集团。

二、平安集团胜出的原因分析

家化集团及上海市国资委在对各意向主并方进行综合评价的过程中，认为平安集团在以下五个方面的表现均较为突出：

（一）契合的发展战略

在上海家化更为重视的直销体系拓展、品牌拓展等方面，直销出身的平安集团显然更具优势。而且平安集团为家化集团制定的发展战略，可谓完全依照家化集团所想而展开，如：帮助上海家化打造网络品牌、拓展网络营销渠道与电商销售渠道；愿动用自身45万销售人员在2013年以前为上海家化申请直销牌照；在品牌拓展方面，平安集团不仅答应提供资金支持，而且还承诺帮助推荐合适的收购对象等。

（二）殷实的资本、资源支撑

上海家化此次股权改革的目的是国有资产从家化集团退出，从而使家化集团可以摆脱国有体制束缚而转向多元化发展，而多元化战略的实施需要强大的资金作为支撑。平安集团保险资金的稳定性与长期性是其一大特点，且其2010年总资产规模达11 716亿元，现金及现金等价物超过809亿元，可见平安集团的资本不仅稳定性较强且规模较庞大。

在资源支持方面，保险出身的平安集团不仅拥有丰富的直销经验，其强大的直销团队对上海家化直销体系及品牌拓展等目标的实现也具有辅助作用。

（三）经营团队与员工的稳定性保障

平安集团作为保险行业一员，对日化业并不熟悉，收购后大批撤换原管理团队的可能性不大，因此并购后经营团队仍较稳定。相对于员工工资待遇、福利安排，更为重要的问题是考虑易主后是否存在大批员工被裁的可能、拒绝外资、拒绝接受短期投资者而使自身面临再次出售等考虑，也体现了家化集团对员工稳定性问题的重视。而平安集团完

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

全同意家化集团提出的员工安置计划，这在竞购者的评分标准中占据了15%的权重。

（四）吻合的企业文化

文化整合多被用在并购完成之后来评价并购效果。但在目标公司主动出击的易主交易中，从一开始便应主动衡量与主并方的文化差异程度。此次家化集团改制，管理层充分考虑了实力相当的两强——平安集团与海航集团的企业文化、经营风格等条件因素。家化集团管理团队海派企业家的稳健行事风格显然与向来激进的海航集团不甚和谐，而平安集团稳健的经营风格与家化集团比较相似，这就从源头上减轻了合并完成后文化整合方面的障碍。

（五）并购成绩

家化集团被并购之前，平安集团请来了其曾投资的两家公司董事长写了推荐信，着重强调了平安集团入主后的履约情况，及自身经营发展更上一层楼的事实。这则“附件”对上海市国资委及家化集团管理团队颇具影响，为其自身赢得了一定的加分。

三、家化集团改制的几点启示

（一）政府层面的几点思考

1. 尊重并购游戏规则，科学选择适宜对象。在此次家化集团股权结构改制中，作为原东家的上海市国资委赋予了被并方——家化集团较强的话语权。笔者认为，作为国资退出日化产业的典型案例，家化集团改制案中，上海市国资委身为政府部门但却并没有动用行政手段主观进行“资源配置”，而是充分尊重了并购活动的“游戏规则”，通过一系列科学运作，最终将国有资产“保值、保质”地予以出售，为今后的国有企业改制提供了一个良好的榜样。

2. 放权被并方管理层，切实提高并购效率。在善意的企业所有权更替中，除了原东家与意向收购方进行交涉之外，更应该鼓励被并方管理层参与到“新东家”的选择过程中来。因为相对于原东家，被并方的管理层更了解本企业的经营风格、文化背景及未来的战略发展方向，在判断具备何种特点的“新东家”与自身企业搭配更协调方面，发挥着不可替代的作用。

（二）被并方层面的几点思考

1. 增加主并方评价指标，实现全方位考量。在目前企业并购中，价格因素一直是被并方与原东家最为关心的选择条件，很多关乎被并企业未来发展的评价指标未得到应有的重视。而此次家化集团股权竞购中，平安集团却得以底价入主，原因就在于上海市国资委及家化集团在制定主并方考评标准时便设定了多项权重，而价格因素只占50%，且出价每增加1.7亿元仅能获得1分的加分。资源支持、员工稳定性等因素占据另外50%的权重。笔者认为，在积极的主并方选择过程中，对于主并方的评价指标设计，可以做更多方面的拓展，加入被并企业较为关注的且更有利于合并后双方共同发展的指标因素，并为相应的因素赋予合适的权重，以期达到定性与定量分析相结合、更为客观地评价主并方的目的。

2. 重视非量化因素，做好全面评价。在评价影响并购结果的各项因素时，有些因素无法具体量化，如企业文化、经营风格、口碑形象等。而诸如此类的定性因素又会在后期并购整合、企业健康发展等方面发挥重要作用。因此，在资本注入、支持性资源等硬件条件符合被并方发展需要时，应着重考虑主并方是否拥有积极向上的企业文化，是否具有与本企业较为相近的经营风格，在以往的并购中是否认真兑现承诺等对未来双方的合作效率颇具影响力的非量化因素。

（三）主并方层面的几点思考

1. 换位思考，寻求最佳战略契合点。与以往的因业绩不佳或其他原因而急于脱手的并购中主并方的强势地位不同，被并方因期更好的发展而主动寻找更为适宜的“新东家”时，主并方则扮演了候选人的角色。在影响成功竞购的众多因素中，真正与并购企业实现战略层面的契合，才是最大化并购效益、最小化整合困难的关键点。此次平安集团成功竞购家化集团，在对未来家化集团的战略规划方面，平安集团给出了对于双方而言均颇为有利的战略部署。因而笔者认为，为实现并购效率最大化的目的，主并方应切实理解被并企业的发展战略及今后更为适宜的发展方向，从辅助被并企业实现效益最大化的原则出发，从而最终实现双赢的目的。

2. 诚信履约，树立良好并购形象。正面的企业形象、良好的业界口碑对于企业战略的顺利实施会起到无形的辅助作用。在主动求变的股权更替中，作为候选人的主并方，形象口碑、以往并购活动中的表现均会影响竞购结果。平安集团认识到了这一点，在竞标文件中以第三方推荐信的形式，向上海市国资委及家化集团提供了自身优良的并购记录。因此从长远利益出发，主并方在对被并企业做好尽职调查的基础上，应充分考虑自身发展战略和资源状况，再对如何支持被并方后续发展做出中肯的承诺。这不仅有利于树立自身在并购活动中的良好形象，从而为后续并购活动的顺利展开做铺垫，也有利于并购后各项战略实施符合预期规划。■

（本文是国家社科基金项目<11BGL022>、教育部新世纪优秀人才支持计划项目<NCET-11-0890>、北京社科基金项目<11JGB027>、北京教委人文社科面上项目<SM201010011008>和“会计与投资者保护”科研平台的阶段性研究成果）

（作者单位：北京工商大学商学院/投资者保护中心）

责任编辑 刘黎静

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net