

科创投资八问

如何迎接并购春风?

KKR孙铮:

投后管理创造价值 “到位而不能越位”

□本报记者 杨皖玉

作为全球历史最悠久也是经验最为丰富的私募股权投资机构之一，KKR投资集团尤其擅长管理层收购，被业界称为“杠杆收购天王”。

“Capstone”常用于描述古建筑、纪念碑或拱门的顶部石块，象征着建筑物的完成和稳固。这一英文词汇被KKR用作其投后管理团队的名称，投后管理在其投资过程中的重要意义，不言而喻。

“投后管理不是越俎代庖，到位而不能越位。”KKR合伙人孙铮说。

在充满变革的大地上，中国资本市场已迎来并购投资的春风。细品这家古老的并购基金的投资管理理念，多处与当下国内一级市场的高质量发展方向不谋而合——重视价值提升，重视价值创造。

上市公司质量提升 并购交易增多

中国证券报：近几年一级市场“退出难”，并购退出被赋予了较高的期待。中国企业并购的动力主要来源于哪些方面？

孙铮：KKR在1976年成立，那时的美国市场和今天的中国有一些相似之处，即完全通过少数股权投资获取企业增长回报越来越难，但同时大量企业有出售意愿，市场具备并购交易的可能。从三方面观察，中国并购市场会迎来较快发展。

首先是企业家层面。过去几年，受宏观环境变化的影响，企业家心态发生变化。面对经济增速放缓、上市路径不明确等客观因素，许多企业家会萌生转让企业控股权的想法。

其次是大型企业集团层面。许多跨国公司包括国内大型集团化运营企业，如今的思考更加多元化。比如，部分互联网企业在过去频繁进行跨行业并购，但目前需要突出主业，对非核心资产进行剥离。

最后，对于健全成熟的资本市场，类似于并购的资产类别不可或缺。目前市场上存在长线资本，比如险企，它们需要被投资项目或者被投资基金能够在长期产生稳定可预期的回报，并购类资产非常契合。

在过往的人民币投资人眼中，并购并不不是一个成熟的资产类别，PE（股权投资）多数时候是和VC（创业投资）画等号。如今，很多机构意识到，可以通过买企业、管企业、出售企业为投资人赚取相对稳定的可预期回报。

中国证券报：近一年政策层面持续推进并购市场的发展，站在历史的视角观察，现在国内处于并购宽松的时机吗？

孙铮：近一年发布的这些政策多聚焦于上市公司并购重组。相较于2015年—2017年的上市公司并购热潮，这一次不论是企业还是投资人都成熟了很多，对待并购更加理性和冷静。投资人会更客观看待企业之间的战略并购，更注重企业并购的战略逻辑。一些和公司主营业务不相关的并购，对投资人的吸引力大大下降。

近期的IPO放缓，包括加强退市管理，本意是为了提升上市公司质量。在这一背景下，应该鼓励上市企业并购重组。一个成熟的资本市场，上市企业之间的兼并收购以及上市企业通过兼并收购进行退市，是常见的事情，通过兼并收购自然减少企业数量，与此同时，存量上市公司的规模更大，能够为投资人创造更好的回报。因此，鼓励企业之间进行符合战略需求、产生协同效应以及强强联合的并购交易，是非常正确的政策导向。

中国证券报：为什么当下政策大力鼓励上市公司之间的并购？我国的并购市场处于哪一发展阶段？

孙铮：首先，当下鼓励上市公司并购是非常符合逻辑的。因为在目前的经济阶段，很多行业排名靠前的龙头企业都已上市。与此同时，这些行业的市场增长普遍出现放缓趋势，带来资本开支的放缓，因此，龙头企业的现金流会更好。对于这些缺少增长但现金流好的企业来说，进行战略并购是一个不错的选择。

其次，对于IPO，当下我更愿意理解为IPO的门槛更高了。因此，部分无法上市但质地优秀的企业自然成为上市龙头企业的并购标的。

科创新兴企业强强联合会更多

中国证券报：2024年以来的并购热潮中，有一个关键词是“战略性新兴产业”。从过往的并购市场来看，不少知名案例来自传统行业，在你看来，传统行业和战略性新兴产业之间的并购逻辑有哪些不同？

孙铮：根据我的理解，从并购类型或并购目的来看，企业之间的并购分为四种。第一，同行间的横向并购整合；第二，产业链上下游的纵向整合；第三，业务拓展型整合，企业围绕其所处的行业进行周边并购；第四，我把它叫作战略型及技术研发导向型并购，一些新兴行业如先进制造业、创新药行业的并购标的规模并不大，收购方的主要目标是技术和专利。

据我观察，传统行业的并购更多属于横向整合、纵向整合。新兴产业更多为业务拓展型整合、战略型及技术研发导向型并购。很多新兴产业在刚开始时，市场尚未发展起来，因此企业需要做得专、精、深，才能维持持续的竞争力。

中国证券报：硬科技投资这两年成为一级市场投资的主流。此前，一些互联网龙头企业

不断地扩大自身版图。在科创领域，有没有可能实现像互联网企业那样的收购扩张路径？

孙铮：我觉得肯定会有，但类似的案例会少很多。

由于互联网行业特性，相当多的企业能够在比较短的时间实现从创业初到行业巨头的跨越式发展。今天最头部的互联网企业很多创立不到10年，就从零增长到百亿元、千亿元市值，因此它们有精力和财力进行行业并购整合。

科创新兴行业，尤其是制造业导向的企业，类似的整合效应会比较难，几乎看不到与互联网企业类似的爆发式增长。首先，很多高精尖的企业所处的行业规模、终端市场相对有限。其次，制造企业有相当多的资本开支，建厂房，买设备，生产产品，而在互联网公司的商业模式中，其边际生产成本为零，可以实现高效的复制，这是本质的差别。

所以科创新兴企业之间的兼并整合会更多，买方和卖方的体量差别并不大，大家通过强强联合或者抱团取暖的方式，最终实现整体的发展。



孙铮，2007年加入KKR私募股权基金，现任KKR投资集团合伙人。曾参与字节跳动（今日头条）、开域集团、裕灌现代农业、兴盛优选、火花思维、乖宝集团、圣农发展、粤海饲料、中粮肉食、现代牧业、华致酒行等项目的投资。

给企业充分赋能

中国证券报：当前，一级市场对并购退出寄予了比较大的希望，你认为，对于国内的并购市场，放大并购的退出效应，还需要哪些条件？

孙铮：并购是一个市场行为，它可以成为一级市场退出的一个选择，但是前提是被并购的标的企业一定是一个好企业。如果买方是战略买家，他会考虑，并购标的后能不能实现协同效应，或者在财务上实现每股收益增厚；如果买方是并购基金，他考虑的是企业质地，最终是否有实现投资回报的退出路径。

我认为，在今天PE和VC投资的存量企业中，可能相当一部分不适合并购。因为并购的门槛比少数股权投资更高，它需要的资金更多，对管理人的操盘能力要求更高，能够做并购的机构更少。所以这导致了并购交易的数量一定是远远少于少数股权投资，不可能所有少数股权投资项目都通过并购实现退出。

中国证券报：目前国内需要退出的存量规模大概有10万亿元。其中能够通过并购退出的比例大概占多少？

孙铮：这个不太好说，至少在短期之内，在上述10万亿元的存量规模中，投资期或者资金生命周期结束之前，能有1万亿元通过并购实现退出，已经是非常不错的结果。

国内的并购基金还处于相对比较早期的发展阶段。我认为，一级市场会逐渐产生分化，越来越多的PE机构将以并购投资为主，从事现金流为导向的投资，VC和早期创投以成长性投资为主，但投资

方向会有所转变。在这一背景下，国内真正有并购操盘能力以及退出经验的“操盘手”比较稀缺。

中国证券报：KKR有一个团队叫Capstone Team（投后管理团队）。并购基金参与并购交易之后，如何做才能令并购交易真正成功，如何给行业头部企业赋能？

孙铮：我们在这方面做了多年的积累，投后管理作为并购基金的价值创造环节，可以在六个方面为企业创造价值。第一，企业收入的提升，包括定价市场开拓、客户维护等。第二，成本管控。第一点和第二点结合，构成了并购交易获得回报的来源。第三，资本结构的调整，基于现金流对企业进行资本结构的调整。

前三点相对比较简单，真正能够带来差异化的是后三点。

第四，人员的优化。最重要的是给并购企业找到一位出色的CEO。因为并购交易若想成为可复制持续投资类别，需要职业经理人团队的介入。第五，提升公司治理水平。比如优化公司董事会，为公司请来外部有行业经验、管理经验的资深人士，成为公司高管。第六，提升公司战略发展水平。KKR经典的投资策略就是买来一个比较复杂、主营业务不突出、特点不鲜明的企业，帮助它梳理业务，非主营业务该关的关掉，该卖的卖掉，最终突出主营业务，成为卓越企业。

投后管理团队不是越俎代庖，投后管理要“到位而不能越位”，不能代替公司管理层对企业进行管理，更多的是给企业赋能。

关注并购控股型投资逻辑

中国证券报：KKR进入中国市场接近18年了，请分享一下KKR在中国的投资历程。

孙铮：KKR在2005年正式进入亚洲，2007年开设北京办公室。过去十几年，KKR在中国市场的投资策略持续进化，前十年KKR以少数股权投资为主，大概从2018年开始，KKR中国市场的投资重点转向并购控股型投资。

从少数股权投资到并购控股型投资，投资逻辑上有一些差别。

第一，从以投资增长为导向，到以稳定现金流为导向。少数股权投资的价值来源、收益来源主要由企业自身增长驱动，但并购投资的逻辑不一样。一般情况下，并购价值创造的来源有三方面。一是被并购公司业绩的增长；二是其估值倍数的提升，杠杆是其中相当重要的一部分，实际杠杆可以理解为企业自身现金流的情况，因为只有企业能够产生稳定现金流，并购时才有可能进行并购贷款，或在企业发展过程中进行贷款置换；其三，即使并购不用贷款，稳定的现金流也意

味着企业可以稳定分红，为投资人带来稳定的持有期回报。

第二，并购标的所在行业的规模并非越大越好。我们倾向于选择行业相对成熟，竞争格局较为稳定，市场份额较为集中的行业。在这些行业中，拥有较高的定价权和盈利水平以及存在一定管理和运营效率提升空间的企业，KKR更为青睐。

第三，“投入”的概念有差异。俗话说，投资就是投入。在少数股权投资的语境之下，所谓的“投入”是选择一位有能力、有冒险精神、有契约精神的企业家，但投资人在企业成长过程中是相对被动的“坐车”的角色。在并购语境之下，“投入”更重要的是选择行业中真正有操盘能力，有“开车”能力的职业经理人。因此，对于一家并购基金来说，其所拥有的人力资本厚度、广度至关重要。目前，国内很多企业面临着由创始人或家族控股向职业经理人管理企业的转型期。大部分并购案例需要更换或增强公司管理层，并购基金是否有足够的职业经理人储备，对于项目成功非常关键。