



哈佛经管图书简体中文版全球独家授权

贝恩公司全球并购最新研究成果

兼并之道

决定公司并购成败的四个关键决策

〔美〕戴维·哈丁 萨姆·罗维特 著

胡中祥 胡枫 译

贝恩(中国)公司 审校

- ✓ 研究并购交易目标
- ✓ 确定整合领域
- ✓ 合理防范交易风险

MASTERING THE MERGER: FOUR CRITICAL DECISIONS THAT MAKE OR BREAK THE DEAL



商务印书馆 — 哈佛商学院出版公司携手引领经济管理新思维

如果你想找到一套简明的方法来指导你的交易，那么请阅读《兼并之道》。

—— 伊士曼柯达公司董事长兼CEO 邓凯达

在成功率较低的兼并活动中，企业如何才能成功地持续发展？哈丁和罗维特为我们提供了大量通过深入研究并被实践证明可行的做法，它们将成为我们的兼并利器。

—— 嘉吉公司战略和企业发展部门的副总裁 吉姆·海梅克

贝恩咨询公司的善于立足于实践进行睿智的分析的良好声誉，只有通过哈丁和罗维特的《兼并之道》一书才能更加声名远扬。

—— 苹果蜜蜂国际公司董事长、CEO兼总裁 劳埃德·L. 希尔

哈丁和罗维特将使所有谋求发展的经理受益匪浅。这本书实用性强、思想深刻、读之有趣。

—— 高露洁-棕榄公司全球口腔护理业务的前总裁、高级经理 迈克尔·S. 罗斯科森

毫无疑问，对于那些认为兼并是企业未来发展关键的经理来说，这本书很有用。哈丁和罗维特对如何使兼并获得成功这个问题进行了透彻和有重点的分析。

—— 哈佛商学院企业管理教授 约瑟夫·L. 鲍尔，唐纳德·柯克·戴维

上架指导：战略

商务印书馆网站：www.cp.com.cn

ISBN 7-100-05032-4



9 787100 050326 >

ISBN 7-100-05032-4/F·622

定价：48.00 元

兼并之道

决定公司并购成败的四个关键决策

〔美〕戴维·哈丁 萨姆·罗维特 著

胡中祥 胡枫 译

贝恩(中国)公司 审校

商务印书馆

2006年·北京

David Harding & Sam Rovit

MASTERING THE MERGER

FOUR CRITICAL DECISIONS THAT MAKE OR BREAK THE DEAL

Original work copyright © Harvard Business School Publishing Corporation.

Published by arrangement with Harvard Business School Press.

图书在版编目(CIP)数据

兼并之道——决定公司并购成败的四个关键决策/[美]哈丁, 罗维特著; 胡中祥, 胡枫译; 贝恩(中国)公司审校. —北京: 商务印书馆, 2006

ISBN 7-100-05032-4

I. 兼… II. ①哈…②罗…③胡…④胡…⑤贝… III. 公司—企业—合并 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 048899 号

所有权利保留。

未经许可, 不得以任何方式使用。

兼 并 之 道

——决定公司并购成败的四个关键决策

[美]戴维·哈丁 萨姆·罗维特 著

胡中祥 胡枫 译 贝恩(中国)公司 审校

商 务 印 书 馆 出 版

(北京王府井大街36号 邮政编码 100710)

商 务 印 书 馆 发 行

北京瑞古冠中印刷厂印刷

ISBN 7-100-05032-4/F·622

2006年12月第1版

开本 700×1000 1/16

2006年12月北京第1次印刷

印张 19 1/4

印数 5 000 册

定价: 48.00 元

内容提要

企业领导者常常发现自己面临着这样一种困境：70%的重大交易不能获得成功，但仅仅依靠自身发展又几乎不可能打造出一个世界级企业。那么，成功交易者的做法有什么特别之处呢？

通过和那些具有丰富兼并实战经验的经理们的长期接触，戴维·哈丁和萨姆·罗维特认识到，那些成功的交易者使用了某些特定的策略，从而显著地提高了其交易的成功率。他们开始并不进行大规模的交易，而只做规模小、风险低的交易，然后慢慢扩大交易规模并将这种“成功模式”制度化。他们不会浪费过多的时间去研究数据，而是将精力集中于高度规范化的交易程序中的四个关键决策。

通过参考贝恩咨询公司对1 700多家企业的大量研究以及成功或失败的兼并实例，本书向我们展示了成功交易者所采用的策略：

- ◆ 根据恰当的投资理念来确定交易目标；
- ◆ 决定成交哪些交易，避开哪些交易；
- ◆ 决定优先整合交易中的哪一部分，或让哪一部分保持其完整性；
- ◆ 制定应急计划以防交易偏离预期的轨道。

哈丁和罗维特引导读者去了解各种成功或失败的决策，并从中提炼出一些重要的经验教训，而这些经验教训正是未来的兼并者所必须知道的。

本书是每位经理的必读之物。书中所阐述的核心决策战略将有助于企业在有风险的关键交易中获得成功。

作者简介

戴维·哈丁是贝恩公司波士顿办事处的资深董事，同时也是贝恩全球公司战略和绩效提升咨询业务的领导人。

萨姆·罗维特是贝恩公司芝加哥办事处的资深董事，同时也是贝恩全球兼并收购咨询业务的主管。

关于贝恩公司

贝恩是一家全球领先的战略咨询公司，在全球有超过 2 900 人的专业咨询顾问团队。贝恩公司致力于帮助企业提升价值。

自 1973 年成立以来，基于“咨询顾问为客户提供的应该是结果，而非报告”的理念，贝恩公司已经为世界超过 3 300 家客户提供了专业的咨询服务。

BAIN & COMPANY

责任编辑：王艺博

封面设计：郝永祺

版式设计：毛尧泉

联系方式：jingguan@cp.com.cn

**商务印书馆—哈佛商学院出版公司经管图书
翻译出版咨询委员会**

(以姓氏笔画为序)

- | | |
|----------------|-------------------|
| 方晓光 | 盖洛普(中国)咨询有限公司副董事长 |
| 王建翎 | 中欧国际工商学院案例研究中心主任 |
| 卢昌崇 | 东北财经大学工商管理学院院长 |
| 李维安 | 南开大学商学院院长 |
| 陈国青 | 清华大学经管学院常务副院长 |
| 陈欣章 | 哈佛商学院出版公司国际部总经理 |
| 陈 儒 | 中银国际基金管理公司执行总裁 |
| 忻 榕 | 哈佛《商业评论》首任主编、总策划 |
| 赵曙明 | 南京大学商学院院长 |
| 涂 平 | 北京大学光华管理学院副院长 |
| 徐二明 | 中国人民大学商学院院长 |
| 徐子健 | 对外经济贸易大学副校长 |
| David Goehring | 哈佛商学院出版社社长 |

致中国读者

哈佛商学院经管图书简体中文版的出版使我十分高兴。2003年冬天,中国出版界朋友的到访,给我留下十分深刻的印象。当时,我们谈了许多,我向他们全面介绍了哈佛商学院和哈佛商学院出版公司,也安排他们去了我们的课堂。从与他们的交谈中,我了解到中国出版集团旗下的商务印书馆,是一个历史悠久、使命感很强的出版机构。后来,我从我的母亲那里了解到更多的情况。她告诉我,商务印书馆很有名,她在中学、大学里念过的书,大多都是由商务印书馆出版的。联想到与中国出版界朋友们的交流,我对商务印书馆产生了由衷的敬意,并为后来我们达成协议、成为战略合作伙伴而深感自豪。

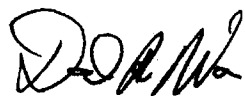
哈佛商学院是一所具有高度使命感的商学院,以培养杰出商界领袖为宗旨。作为哈佛商学院的四大部门之一,哈佛商学院出版公司延续着哈佛商学院的使命,致力于改善管理实践。迄今,我们已出版了大量具有突破性管理理念的图书,我们的许多作者都是世界著名的职业经理人和学者,这些图书在美国乃至全球都已产生了重大影响。我相信这些优秀的管理图书,通过商务印书馆的翻译出版,也会服务于中国的职业经理人和中国的管理实践。

20多年前,我结束了学生生涯,离开哈佛商学院的校

园走向社会。哈佛商学院的出版物给了我很多知识和力量,对我的职业生涯产生过许多重要影响。我希望中国的读者也喜欢这些图书,并将从中获取的知识运用于自己的职业发展和管理实践。过去哈佛商学院的出版物曾给了我许多帮助,今天,作为哈佛商学院出版公司的首席执行官,我有一种更强烈的使命感,即出版更多更好的读物,以服务于包括中国读者在内的职业经理人。

在这么短的时间内,翻译出版这一系列图书,不是一件容易的事情。我对所有参与这项翻译出版工作的商务印书馆的工作人员,以及我们的译者,表示诚挚的谢意。没有他们的努力,这一切都是不可能的。

哈佛商学院出版公司总裁兼首席执行官



万季美

献给我的妻子简，她对入、人格和关系睿智的洞察力帮助我很好地掌握了兼并之道的精妙之处。也献给我的儿子布赖恩和克里斯托弗，是他们无止境的进取精神和热情让我轻松面对本书的写作。

——戴维·哈丁

本书献给我的妻子阿比盖尔以及我的孩子纳撒尼尔、埃玛和伊莱，真心感谢他们对我工作的理解和支持，即使我在周末被“并购交易”忙得脱不开身时他们也没有怨言。

——萨姆·罗维特



序 言

本

书讲述的是如何在复杂、快速以及经常会有高额回报的企业并购中作出四个关键决策。

“并购”这个词，在这里指的是导致企业合并的所有活动。首先我们必须承认，企业之间存在着各种各样的交易。兼并(*merger*)、收购(*acquisition*)和交易(*transaction*)三个词指的都是企业合并，不过对于会计师、律师、投资银行家和其他专业人士来说三者则具有不同的意义。然而，本书是为一些特定的读者而写的——那些企业合并的决策者或将要领导企业合并交易的人，我们认为企业合并(*business combination*)只不过是一个涵盖范围广泛的词。

在本书中，我们将会尽量以一种有趣的方式向经理们阐述有关兼并、收购、交易的实用性理念。这些概念大体上指的都是收购(通过现金、股票或者这两者的组合)——一家企业被另一家收购从而导致企业的合并，如果必要的话读者自己可以对这个定义加以调整。



之道

你可以从本书中获得的内容

本书所围绕的线索是一位经理在开始和完成一桩交易时所面对的无数决策。通常来说,这条道路是布满荆棘的,有很多无法预见艰辛而又困难的问题,而且在很多情况下还会遇到管理方面的重重障碍。

站在普遍性的高度(但愿没有过度简单化),我们想将精力集中在以下四个最关键的决策上,从而从这些困难中间开辟出一条道路。你可以把这四个决策当作如何做(how)、做什么(which)、在哪里做(where)以及做哪方面的交易(what of deal making)。谨慎地作好这些交易决策,成功就会向你走来。如果相反的话,情况就有可能变得越来越糟糕。

总的来说,这些决策贯穿了一笔典型交易的全过程。它们与以下的关键问题有关:

1. 应该如何选择并购交易目标? 它们是否有利于改善核心业务?
2. 应该达成什么并购交易? 你是否通过询问并且回答那些关键的问题而对候选交易进行了评估? 也就是说,为什么这笔并购交易会增加企业的价值?
3. 真正需要整合哪些领域? 整合计划是否与交易的投资主题以及所有权相一致?
4. 当交易出问题时,应该怎么办? 当事态的发展与预期不一致时,应该如何处理这些不可避免的问题?

在第一章中我们将会描述交易过程的概况,并介绍前面



所提到的四个关键决策。接下来的四章则会分别深入地阐述其中的每一个决策,并对其进行解释说明。在每一章中,我们都会将实证研究与发生在身边的交易以及决策相联系,并引用相关的典型案例来支持我们的观点。

在第六章中,我们将要讨论精通兼并之道的实践问题。事实上,经验是训练交易决策的最好老师。不过,很多企业仅仅偶尔进行收购方面的交易。这就意味着它们的交易团队必定缺乏经验。为了成为优秀的交易者,企业必须通过做大量的交易——小规模的交易更合适——来建立起一套企业合并方面的专业知识体系。与很多复杂的活动一样,在掌握兼并技巧的过程中也存在一条学习曲线,每一次交易都会为我们提供有用的经验教训,从而使下一次的交易更完善。

在这里我们要申明一下,本书并不是一本纯技术性的书。在接下来的内容中,你并不会学到最新的价值评估技术或者得到一份循序渐进的兼并后整合的检查清单。大量的参考书已经回答了这些基础性的问题,并且回答得相当好(随着本书内容的逐渐展开,我们将会指引你去获取这些资源中最具价值的部分)。理由很简单:我们认为关注那些头绪混乱或者内容散乱的整合技术方面的书籍,事实上反而会干扰交易者关注那些关键的决策并作出正确的决策。本书将帮助你把视角放在整个森林,而其他的书则只使你看到树木。

因此,这本书是写给那些企业决策者的,尤其是那些对并购交易的方方面面没有太多经验但或许很快地就需要进

之道



行交易的决策者。我们关注整个交易过程,包括从企业战略的逻辑到对被收购企业的整合。

为什么决策如此艰难

这些年来,我们所遇到过的以及共过事的很多高级管理人员都认为自己是非常出色的决策者。毕竟,他们达到了企业管理层中相当高的那一层阶梯,因为他们曾拥有优异的业绩:作出并执行过一系列合理的决策。但是说到有关交易的决策,事实上有时标准会发生变化。对于很多经理来说,并购交易与日常的企业经营有很大的不同,其决策也是一个大难题,因为兼并通常需要他们掌握新的技巧。

想想交易环境中所存在的大量因素,并且这些因素完全不同于企业的日常活动。首先很明显的一点就是,所有的局外人(银行家、律师、咨询师)都要密切参与交易,而他们中的很多人对该企业却并不熟悉。交易之所以会变得极度复杂,原因就在于所有的局外人都会按照自己的一套程序来行事。正如最近的媒体报道所充分证实的,通常投资银行家会努力促使交易的完成,即使这明显是一笔应该放弃的交易。不过,并不只有他们才按照自己的程序来行事,律师和咨询师也担心(应该担心!)需要符合外部的标准以及回避责任。另外,在一般情况下他们会被雇用完成整个交易而不是中止它。因此,这些外部的建议者只会关注自己的利益。

同时,要真正了解你要购买的东西,这通常比预计的要更困难;或许,在一定时期内尽职调查会发挥作用;或许,目



标公司在出售时对自己进行了伪装,因此需要付出更大的努力才能识别其真实面目。如果是这样的话,那么资深经理们将不得不放下手头的工作,而把所有的精力都投入到这个关键的交易环节上。

同时,员工们也担心失去他们的工作,或者至少需要在新环境中面对新的人际关系。经理们会花费大量的时间和精力向内部员工解释所提议交易——或者,与之相反,因对他们的支持者保守交易的秘密而承受巨大的压力。而在通常情况下,他们和支持者之间是开诚布公的。如果不向他们解释交易相关内部情况的话,最先遭受损失的往往是他们之间的相互信任。

一旦并购交易完成之后,真正的工作就开始了,尤其当公司发现它们获取所有权的计划落后于进度表时。此时,公司的资产负债表和风险轮廓(risk profile)已经发生了变化。在很多时候会出现沟通不力的状况,这就需要经理们放下手头的工作,来重新解释这项交易。业务操作的混乱不仅会激怒新顾客,也会激怒老顾客。当交易目标没有实现时,利益相关者、股东、分析师和评级机构就会大声地抱怨(有时甚至会走上法庭)。突然之间,兼并后整合所面临的挑战似乎比预期更加让人畏惧。直到这时,兼并的策划者们才认识到,他们应当更早一点开始实施整合计划,而且让整合计划的范围更加宽泛。

这不是一再头痛的局面吗?实际上,我们已经从反面对此进行了阐述。

不过,并不仅仅是我们认为要多加关注兼并的技巧。大量的可靠研究表明,仅仅十分之三的大规模企业并购真正创造了价值。正如我们将要在下面的章节所看到的,很多复杂的问题和细微的差别都被隐藏到了这一警示性的数据之中。试想一下,如果超过十分之七的大规模交易没有创造价值的话——不论投入了多少时间、精力和资金——那么一定在某些环节上出了问题。这个数据意味着大量不恰当的决策的发生,而这些决策的发生在很大程度上是由于不精通兼并之道的缘故。

我们写这本书的目的,是因为我们已经上过了最好的兼并学校——实践——并且学到了一些与交易决策艺术相关的有用知识;我们有幸与上百位决策者在并购交易的实践中共事,并亲眼目睹了交易决策的艰难。我们的很多客户已经作出了伟大的决策(遗憾的是,有些人没有)。通过分享我们的见解,希望能帮助下一代的企业决策者——即将冉冉升起的明日之星——避免陷入那些隐藏的危险之中,从而成为精通兼并之道的高手。

我们相信,从那些在一线作交易决策的经理身上可以学到很多重要的经验教训。所以在本书中,我们提供了大量这方面的内容,并附上了自己的见解。其中一些案例的主题已经用大字体突出标明了,而其他案例的主题相对来说则没有那么明显。我们会尽可能多地讲述一些真实的故事,并探寻其成败之因。

最后,我们非常清楚有人已经走在了前面,与兼并相关



的许多好想法也正有待于付诸实施。我们已经阅读了大量的相关文献,在接下来的章节中我们会鼓励读者们去参考这些资料。

例如,哈佛商学院的教授约瑟夫·鲍尔(Joseph Bower)在“并购并非千篇一律”(Not All M&As Are Alike-and That Matters)(发表于《哈佛商业评论》)一文中界定了一系列的交易原则,我们发现他的观点有助于检验交易投资主题对于整合计划的意义。布鲁斯·瓦瑟斯坦(Bruce Wasserstein)的一本名为《大交易:为了取得美国顶尖公司的控制权》(*Big Deal: The Battle for control of America's Leading Corporations*)的书,全面地介绍了交易决策的方方面面,我们发现它有助我们集中精力于一些小而关键的子决策。马克·赛罗沃(Mark Sirower)则在《协同效应的陷阱》(*The Synergy Trap*)一书中切中要害地指出兼并获得成功的可能性极小,而兼并中的协同效应则更加难以实现:

全世界的投资者都评估过目标企业未来的预期绩效。因此,除了预期绩效之外,协同效应也必须转化为利润。简而言之,实现协同效应则意味着能增强企业的竞争力。不过在目前激烈的市场竞争中,仅仅实现那些已经反映在当前股价上的预期绩效——而没有任何溢价,就会使你面临很大的挑战。¹

我们已经向其他人咨询过,并从他们那里借鉴了很多好

之道