

PEARSON

MF

MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

—— 实务类 ——

# 兼并和收购综合指南

## ——如何管理并购各阶段的关键成功要素

Yaakov Weber Shlomo Tarba Christina Öberg

雅可夫·韦伯 什洛莫·塔巴 克莉丝汀娜·欧伯格 / 著

李运瑛 周京京 / 译

PEARSON

 中国金融出版社

MF

MO

现代金融实务类

实务类

# 兼并和收购综合指南

## ——如何管理并购各阶段的关键成功要素

Yaakov Weber Shlomo Tarba Christina Öberg

雅可夫·韦伯 什洛莫·塔巴 克莉丝汀娜·欧伯格 / 著

李运璿 周京京 / 译

 中国金融出版社

责任编辑：童祎薇

责任校对：孙 蕊

责任印制：丁淮宾

## 图书在版编目 (CIP) 数据

兼并和收购综合指南 (Jianbing he Shougou Zonghe Zhinan) ——如何管理并购各阶段的关键成功要素/ (以) 韦伯等著; 李运瑛, 周京京译.  
—北京: 中国金融出版社, 2015. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8042 - 7

I. ①兼… II. ①韦…②李…③周… III. ①企业兼并—指南  
IV. ①F271 - 62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 154592 号

出版  
发行

**中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 12.75

字数 183 千

版次 2015 年 8 月第 1 版

印次 2015 年 8 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8042 - 7/F. 7602

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

# MF | 目 录 |

<b>第一部分 并购的价值创造模式</b>	<b>1</b>
<b>第一章 并购矛盾：兼并和收购的成败因素</b>	<b>3</b>
金融和资本市场	5
战略管理	7
组织行为	9
参考资料	10
<b>第二章 并购过程中一体化的价值创造模式</b>	<b>12</b>
概述	12
不同领域，不同阶段，不存在关联	12
并购过程中一体化的价值创造模式	15
<b>第一阶段：规划和战略管理</b>	<b>16</b>
1. 战略管理、目标和并购战略	16
2. 寻找、筛选和确定	17
3. 财务和战略评估，包括协同效应分析和企业文化差异	18
4. 整合规划	18
<b>第二阶段：谈判、尽职调查和签订协议</b>	<b>18</b>
1. 谈判过程	18
2. 尽职调查评估	19
<b>第三阶段：组织整合</b>	<b>20</b>
1. 整合方法、文化差异和人力资本整合	20
2. 领导力和整合基础结构	21
3. 压力和紧张关系	21
4. 沟通策略	21
5. 文化评估和文化整合	22
6. 整合方法	23

7. 评价、控制和反馈	24
结论	24
参考资料	24
第三章 战略动机和考虑因素	27
概述	27
并购的战略动机	27
协同效应	28
市场力	29
多元化	29
财务和税务事项	30
估价比率	30
代理理论	30
企业战略和竞争战略中的并购战略管理	31
参考资料	34
第四章 并购战略决策	35
决策一：是否要将并购作为现有战略的一部分	35
决策二：选择合适的并购合作方：战略匹配度和兼并后整合	38
多元化：两个主要兼并类型	38
进入新行业	39
无关多元化：新业务	40
相关多元化	41
合资企业	44
战略性外包	45
参考资料	46
第二部分 关键成功因素的分析工具	47
第五章 协同潜能及其实现	49
概述	49
协同效应来源	49
共享资源	50

知识、技能和能力的转移	50
知识类别	51
知识转移程序	52
知识转移的相关问题	52
知识转移的促成因素	53
技术和创新密集型收购中的知识转移	54
一般性管理技能和能力的知识转移	55
并购的其他益处	56
协同潜能分析	56
水平整合	56
垂直整合	58
节约开支	58
供需保障	59
增强竞争优势	59
垂直整合的缺点	60
参考资料	62
第六章 文化和文化差异分析	63
概述	63
管理文化差异评估和衡量的重要性及益处	64
何为组织文化	65
组织文化面面观	66
1. 如何看待创新与活力	66
2. 如何看待冒险	67
3. 横向依赖：水平关系	67
4. 顶层管理接触：垂直等级关系	67
5. 自主权和决策	68
6. 如何看待绩效	68
7. 如何看待奖励	68
文化差异的衡量和评估	70
在并购各阶段开展文化差异分析	71

结论	73
参考资料	74
第七章 搜寻、筛选和确定并购目标	75
搜寻和发现过程	75
设立业务开发部门	75
搜寻和筛选标准的确定	78
搜寻战略的确定	82
独立搜寻计划	82
通过经纪人开展搜寻	83
接触目标公司	84
友好接触	84
投机式接触	85
恶意接触	85
参考资料	86
<b>第三部分 谈判</b>	<b>87</b>
第八章 目标选择和谈判过程	89
选择合作方	90
信息来源	92
评估目标公司	93
价格评估	95
谈判	96
参考资料	105
第九章 扩大尽职调查范围，对并购做出总结性评估	109
尽职调查的过程和目标	109
扩大尽职调查范围	110
尽职调查主要事项	111
法律事项	111
业务和运营事项	114
有关组织文化的尽职调查	116

有关协同潜能及其实现的评估	118
第十章 签订协议	121
意向书或谅解备忘录	121
收购协议	124
如何得到律师的帮助	126
第四部分 兼并后的整合与实施	129
第十一章 文化冲突管理	131
文化冲突的演变及其发展阶段	131
1. 差异觉察	132
2. 差异放大	132
3. 刻板成见	132
4. 相互贬低	133
管理文化冲突	133
规划阶段	133
谈判阶段	134
兼并后整合阶段	134
参考资料	136
第十二章 沟通	137
概述	137
与所有利益相关方的沟通	137
与外部利益相关方的沟通	138
与内部利益相关方的沟通	140
沟通管理	142
沟通的方法和渠道	144
参考资料	145
第十三章 整合策略	146
概述	146
整合与文化冲突	146
整合与协同效应发掘之间的权衡	147



文化差异和整合程度	147
并购绩效与整合策略	149
整合途径选择框架	151
参考资料	153
第十四章 人力资本问题与做法	156
人力因素	156
文化差异和整合程度对并购行为的影响	157
文化冲突对行为的影响	157
整合程度产生的行为影响	158
接触的性质	159
并购各阶段的人力资源问题、影响和举措	159
规划阶段	160
谈判阶段	161
实施阶段	162
人力资源做法	163
培训	164
参考资料	165
第十五章 并购中的领导力	166
概述	166
并购中的领导力挑战	166
并购中的领导角色和技能	167
领导力团队	168
领导力技能	169
参考资料	175
第十六章 并购中的信任形成与改变	177
概述	177
并购中的信任	177
信任的本质	178
前期关系	179
谈判过程	179

合作伙伴的能力和资质	180
文化差异	180
领导力	180
信任过程的动态和学习	181
沟通	181
移除自主权	181
预期收益	182
并购结果与信任	182
参考资料	183

# 第一部分

## 并购的价值创造模式



# 第一章 并购矛盾：兼并和收购的成败因素

为何经验丰富的企业高管会反复在兼并和收购（并购）<sup>①</sup>中栽跟头？比如，一个广为转载的例子：戴姆勒在连续亏损几十亿美元之后，不得不选择与它在大概十年前收购的克莱斯勒分道扬镳。还有一个曾被媒体大量报道的例子：2007年10月，兼并后的阿尔卡特—朗讯的首席执行官帕特里夏·鲁索承认，在利润警报长鸣三年之后，这场兼并的结果未尽如人意（美联社，2007年10月31日）。相反，也有极少数公司的并购一路顺畅，比如亨氏、联合利华和伊莱克斯。

莫非是区区几个公司的成功推动了并购的持续增多？并购的主要推动因素其实是与各种增长机遇相关的，比如：获得新产品、拓展业务地域，或者接触新客户。这是除提高利润能力目标、公司的战略能力和市场定位等动机之外的一个重要因素。因此，令人不觉意外的是，2011年的并购活动继2008年和2009年的冷却后持续升温，即便是美国国债评级下调、欧洲债务危机以及市场对全球经济状况的严重焦虑也未能减弱这一趋势。

过去几十年里的多项研究结果都清楚地表明，并购的失败率至少有50%。近几年的调查发现，未能实现兼并目标的公司所占比率高达83%。照此推测，企业高管和董事会本应尽可能回避并购活动，而去探索其他能够实现市场份额和盈利目标的战略。然而，事实却恰恰相反，并购热潮在过去20

---

<sup>①</sup> “兼并”一词通常是指“对等合并”，“收购”则指主购方公司管理层控制被购方公司的情况。经验表明，即使宣称是“对等合并”，在随后的几日或几周内，各方也都会清楚地意识到谁在控制着谁。本书不对这两个概念进行区分，二者将在文中替换出现。

年间不断升温。不仅如此，并购的数量和投入其中的资金数额几乎每年都会创下新高！

根据威凯平和而德律师事务所 2012 年关于并购活动的报告，从 2010 年到 2011 年，全球并购交易量从 27 460 例增至 30 366 例，增长了 11%。同样，全球并购交易总值也从 2010 年的 2.03 万亿美元增至 2011 年的 3.11 万亿美元，增长了 53%。全球平均交易规模从 2010 年的 7 380 万美元增至 2011 年的 1.026 亿美元。在此期间，美国的并购活动总量稳步增长了 7%，从 9 238 例增至 9 923 例；在一波又一波的交易浪潮中，该国交易总值跃升 79%，从 8 873 亿美元增至 1.59 万亿美元。

在欧洲，交易总量和交易总值都在 2010 年水平的基础上持续增长。从 2010 年到 2011 年，交易量增长了 15%，从 11 736 例增至 13 501 例。受巨大的交易量推动，欧洲交易总值猛增了 91%，从 7 805 亿美元增至 1.49 万亿美元。亚太地区也经历了交易总量和交易总值的增长。该地区交易数量从 2010 年的 7 970 例增至 2011 年的 8 905 例，增幅为 12%；交易总值增长了 26%，从 6 525 亿美元增至 8 222 亿美元。根据彭博社 2012 年有关并购活动的报告，中国的并购势头也在不断增强，2011 年宣布的交易总值为 1 580 亿美元，相较 2010 年的 1 450 亿美元温和增长了 9%。

那么接下来又将如何？彭博社对金融市场专业人士所作的调查报告显示，并购活动将继续增多。亚太地区的公司有望成为最具魄力的买家，而谈到并购对象，受访者认为欧洲地区的公司将最具诱惑力。

而即便兼并和收购数量在未来几年呈下降趋势，我们也可以很清楚地看到，这项战略对于众多企业而言仍将具有重要的意义。此外，国际经济活动的增多和全球化的不断推进也将有利于跨国并购活动的开展。那么，并购是否仍无法摆脱屡战屡败的阴影呢？很难下一个定论。但我们理应预见到，并购在某些方面仍将困难重重，因为其本身就是一个复杂的过程。

失败的一个要因就在于，买进虽易，但执行不易。总体而言，很多兼并和收购的一个特点是，计划不充分，协同不到位，管理/组织/国际文化差异大，谈判失误多，且在协议签订后，一旦主购方选择了错误的整合路径，战略实施就会陷入困境。大多数导致失败的因素都反映出一个事实：企业高管并不清楚要用哪些管理工具来解决并购中出现的问题。

20 世纪下半叶，并购活动数量猛增，而失败案例却不胜枚举，这两个相互矛盾的事实引起了商业管理和经济学各领域的研究兴趣。每个研究领域都有一个独特的视角，对于并购成功与否也有着不同的衡量标准。本章在描述兼并和收购的成败因素时，将着眼于三个主要领域：经济学和金融学、战略管理以及组织行为学。本书的核心观点是，只有将这三个领域的知识融会贯通，才能成功实现并购。

## 金融和资本市场

经济学和金融学领域的研究者们以兼并公告发布后最初几日（排除行业波动后）的股价变化来衡量并购是否成功。如果股价上升，就是成功的，如果股价下降，就被看做是失败的。经济学家和金融学者的一个基本假设是，股价能基于一切现有的公共信息来客观反映一个公司的价值。他们的观点是，股票价格的即刻变动反映了公众对公司价值预期的变化，从而显示出长期趋势。因此，他们认为，只要一项并购推动股价迅速上升（排除金融市场波动后），就说明它是成功的，为股东创造了价值。相反，如果一项并购在公告后数天导致股价下跌，就说明它是失败的，给股东造成了损失。

经过数十年的研究，如今已被世人接受的一个结论是，仅被购方公司的股东能够获利，而主购方公司的股东基本上是毫无利益可言的。从这个角度来看，并购失败的主要原因就是，主购方公司要支付一笔高于被购方公司价值的溢价。这一溢价通常都是极高的，乃至并购后即使有效管理也无法收回投资，无法弥补估值“错误”。而资本市场会发现这个错误，通过股价变化做出回应。例如，美国在线收购时代华纳的消息发布之后，不出 24 个小时，前者的股价就开始下跌。此案例的一个假设是，为时代华纳支付的价格高得不合理。在收购之后，美国在线的股价连续多月一路下跌。不过，值得注意的是，资本市场的估值很多时候也是错误的，比如，在戴姆勒—克莱斯勒兼并案中，股价在兼并公告发布后立即上扬。然而，就在两年后，其股价又跌落到了兼并之初的 50%。

另一个日益清晰的事实是，过高溢价收购问题的频繁出现还有其他几个原因。企业高管的个人利益并不总是与股东利益相一致的。首席执行官和其他高管人员从兼并中看到了个人的增益，比如，赋权会增多，所控制的组织

规模会增大，社会管理状况会得到改善，个人薪资和福利也会提升。此外，在兼并后，公司规模扩大必然对管理经验有更高的要求，因此高管人员还有可能在职位提升后继而跳至另一家公司的管理层。换言之，在金融学者和经济学者看来，并购失败的一个主要原因便是首席执行官及其管理团队的自我意识。英国大型制药公司葛兰素威康的一名高管曾就此感言：“自我意识已凌驾于未来战略之上。”（《财富》，1998年3月）也就是说，高管们对自身的考虑已超出了在企业未来战略规划中所应持有的理性思考。

还有一个导致失败的原因，也与首席执行官的自我意识和溢价收购问题有关，即所谓“自负假说”或“傲慢之罪”。这是指一个人对其克服困境、在机遇渺茫时仍会成功的能力自信满满。这个概念来自亚里士多德的悲剧模式——成功、有才能的人会因骄傲或过度自信而遭遇挫败。悲剧之处即在于，这类人比其他人更有能力回避失败。伊卡鲁斯就是个很好的例子。据希腊神话所载，伊卡鲁斯不顾父亲的忠告，披着用蜡油粘成的翅膀越飞越高，在他忘乎所以地接近太阳时，蜡融化了，他落入大海，溺水而亡。在以色列版的“伊卡鲁斯”式传说中，体现“傲慢之罪”的话语多次出现，比如“相信我”、“没事的”、“我不会遇到这种事”，等等。也就是说，首席执行官们确信，即使付出了高额溢价，并购也是值得的。他们确信，在精心管理下，通过组织整合，兼并的成效将日益凸显，新机遇会逐渐增多，被购方公司的绩效会在短时间内改善，兼并所带来的优势也将真正实现。

需注意的是，在某些案例中，支付高额溢价也是值得的。比如，在爱科收购伊莱克特时，根据股价判断，溢价几乎高达30%，但此次收购最终还是获益颇丰的，至少在空调零配件制造和销售领域是如此。

但无论如何，尽管并购鲜有获利，但其数量却一直在增多，不断创下新高。原因何在？对于这一谜题，可能有如下几种解释：

■ 一种可能是，尽管获利机会渺茫，但并购活动由于下述原因依然层出不穷：

1. 管理者们错误地评估了价值。
2. 管理者们追求利益最大化，甚至不惜牺牲股东的利益。
3. 管理者们出于董事会和股东的压力不得已而为之，希望外界看到持续增长的趋势。



■ 兼并虽有获利可能，但

1. 兼并后产生的组织性问题会带来高额成本，从而抵消潜在收益，或者会阻碍并购的成功实现。

2. 衡量并购成功与否和获利与否的方法有误，因此获利空间无法得到体现。

3. 外部利益相关者对于并购的反应会抵消潜在的积极成果。一种反应是，客户可能会改变其购买商品的方式，而来自这些客户的持续的现金流正是被购方价值的一部分。很可能只有某些类别的兼并能给股东带来收益，而其他类兼并则不然。

顺着上文第一点所述原因，我们来看看另外两个方面，它们将从不同角度阐释并购的成败因素，即：战略管理和组织行为。

## 战略管理

战略管理领域的研究者重点关注组织本身的管理和长期规划问题。战略管理学者并不认同经济和金融学家以及资本市场学说所提出的下述假设：

■ 可以精确预测公司在未来几年内的现金流走向。

■ 内部控制有效性可能会增强，强于被购方管理者的绩效。

战略管理领域的长期经验表明，公司战略会随着频繁的市场波动和战略执行困难而发生变化。因此，作为价值评估主要基础的未来资金流是难以预测的。

此外，战略管理学者还认为，组织内部控制有效性改善的空间是有限的，并且在某些阶段，可能会对竞争力产生负面影响。相反，经济学和金融学研究者们所主张的观点在 20 世纪 80 年代末导致恶意收购增多，并引发杠杆收购的高潮。采用这些方法的资本运作者们相信，这样可以增强组织的内部控制有效性，进而推升价值。然而，此类恶意收购在 90 年代几乎绝迹。此外还要注意，这一经济学/金融学方法在衡量并购成败方面受到了美国资本市场的影响，强调的是短期效果。而在日本和欧洲，人们往往关注并购绩效和长期战略目标，衡量标准和奖励体系也是与此趋势保持一致的。

战略管理方法采用诸多标准对并购成败进行衡量，包括并购后的销售规模、市场份额增长和竞争力增强情况，当然还有并购前后盈利能力的变化。