

经理人书架

The Synergy Trap

协同效应的陷阱

公司购并中如何避免功亏一篑

[美] 马克·L·赛罗沃著
波士顿顾问公司

杨 炯译
上海远东出版社

协同效应的陷阱

公司购并中如何避免功亏一篑

THE SYNERGY TRAP

上海遠東出版社

The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game
Copyright © 1997 by Mark L. Sirower

Chinese Language Translation copyright © 2000 by Shanghai Far East Publishers
Published by arrangement with the original publisher, The Free Press, A Division of
Simon & Schuster Inc.

ALL RIGHTS RESERVED.

·经理人书架·

协同效应的陷阱 公司购并中如何避免功亏一篑

著 者/[美]马克·L·赛罗沃

译 者/杨 炯

责任编辑/章 雷

装帧设计/戚亮轩

版式设计/李如琬

责任出版/晏恒全

责任校对/吴明泉

出 版/上海远东出版社
(200336) 中国上海市仙霞路 357 号

发 行/新华书店上海发行所
上海远东出版社

排 版/上海希望电脑排印中心
印 刷/商务印书馆上海印刷股份有限公司
装 订/上海虎林装订厂

版 次/2001 年 1 月第 1 版

印 次/2001 年 3 月第 2 次印刷

开 本/850×1168 1/32

字 数/181 千字

印 张/10.75

插 页/4

印 数/3101-6200

图字:09-2000-127 号

ISBN 7-80661-067-7

F·18 定价:42.00 元

序 言

从亚太地区角度看购并和协同效应的实现

在当今交易额已按万亿元计的时代,兼并和收购已不再仅仅是董事会会议室中唇枪舌剑的主题、报纸头版头条的新闻或者投资银行协会成员之间谈论的焦点了。不管结局如何,并购已成了现代公司生活中不可或缺的一部分,常常影响着消费者、供应商、竞争对手、当地社区和雇员,其规模在五年或者十年之前是难以想象的。

尽管并购可能成为公司开发和创造价值的一个极其有效的手段,但是马克·赛罗沃的《协同效应的陷阱》一书仍提醒我们,在进行兼并交易之前、期间和之后都充满着巨大的风险和管理方面的挑战。

在对重大并购活动的最近业绩进行了实证研究后,赛罗沃先生雄辩地证明了早就有人怀疑、但从未彻底弄清楚的一个观点:大多数并购损害了收购方公司股东的价值。他认为,其主要原因是高级管理人员在追求事实上不存在或无法实现的协同效应时,

愿意为似乎很有吸引力的收购目标支付过高的价格。为了说明支付高于市场现价的溢价是合理的,经理必须举证,证明从预期的协同效应中获得的经济效益——即比原先的市场预期获得更好的业绩——至少会在一个合理的时期内抵消已支付的溢价。不管有没有支付溢价,经理还必须确保兼并不会扰乱现有的经营活动。

赛罗沃先生得出结论:大多数最成功的购并者也是最讲究规范运作的。在进行购并之前,他们可以心安理得地说所有的战略方案都经过仔细的研讨,对购并所带来的价值创造潜力都已进行了量化。他们明白在现有的业务之中,哪一些应当发展壮大,哪一些应当卖掉,哪一些通过购并加以发展就能够获益。一旦选定购并作为一种战略,他们就会避免那种价格达到了必要收益无法实现的地步的并购。

随着并购活动在亚太地区出现了迅速发展的势头,《协同效应的陷阱》一书的出版使当地的经理得到了向并购热已有多年的较发达国家的同行吸取教训的机会。

兼并和收购的近期趋势

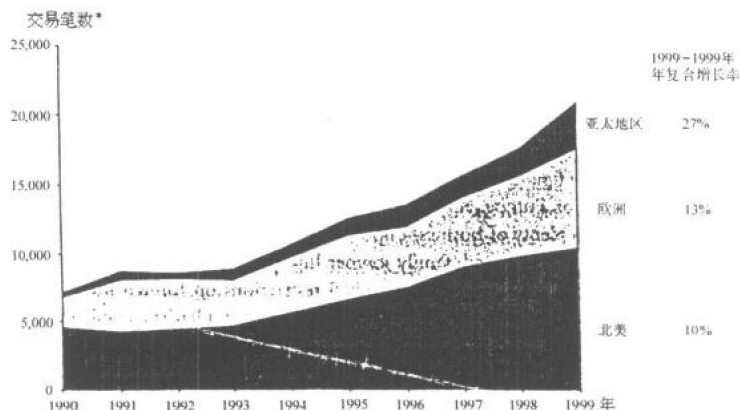
20世纪90年代后半期,全球兼并热达到了创纪录的水平。1999年,已公布的并购交易值上升到3万亿美元,而前一年为2.5万亿美元。

之所以发生这种现象,是因为北美和欧洲的许多公司经过多年的组织精简和重构之后,想在本企业之外谋求发展机会。在历

史上创新低的利率以及股票市场不断兴旺的形势推动下,高层管理人员纷纷考虑进行在几年前根本无法想象的并购交易。

近两年,占据报纸头版头条新闻的大并购有:石油巨头埃克森和美孚(Exxon - Mobil)的合并(80 亿美元),英国石油和阿莫科(BP-Amoco)的合并(500 亿美元);金融服务业中的旅行者集团和花旗公司(Travelers - Citicorp)的合并(700 亿美元);汽车制造商戴姆勒 - 奔驰和克莱斯勒(Daimler - Chrysler)的合并(400 亿美元);电信业巨人MCI 世界电信和斯普林特(MCI WorldCom - Sprint)的合并(1150 亿美元)。银行、电信、制药和能源部门中其他许多价值数十亿美元的联姻也将在今后岁月中迅速改变全球竞争的态势。

图 A 并购活动:亚太地区、欧洲和北美



* 达成的交易笔数根据被收购公司所在地的情况统计。1999 年数据包括了所有已宣布并且没有撤消的并购交易。

资料来源:汤姆逊金融证券数据库;波士顿顾问公司分析报告。

截至目前为止,北美仍是世界上最大的并购市场,价值最大的并购交易通常都有美国公司参与。整个 20 世纪 90 年代在北美达成的并购交易笔数,按 10% 年复合增长率递增。此外,我们从图 A 可以看到,在北美以外地方进行的并购活动以更加飞快的速度在增长。在欧洲,几件大事的进展,如逐步采用统一货币、减少国家之间经济往来的壁垒和工业部门放宽限制,都引起了并购数量的增加和交易规模的扩大。

在 20 世纪 90 年代期间,大多数最大规模的并购都是友好的、战略性的交易,通常还是平等地合并。这与 20 世纪 80 年代的杠杆收购(LBOs)相比,已经发生了显著的变化,当时掠夺成性的公司侵略者——所谓“虎视眈眈的野蛮人”——大举借债来收购那些规模庞大、发展缓慢的竞争对手,然后把它们分拆,一部分一部分地卖掉,以偿还债务,不过这种做法最后越来越不成功。有几个原因促使兼并变得比较友善,其中包括许多上市公司设置了对付恶意收购的法律条款。但是更主要的是,许多公司得出了规模越大越好的结论。虽然今天的并购交易一般都旨在降低成本,但是促成购并的基本动力仍然是这样一种观点,即认为确立长期竞争优势需要全球性的企业规模和形象。

亚太地区并购活动的兴起

在历史上,亚太地区的公司发展往往都是依靠组织自身的壮大,而不是依靠兼并和收购。因此与北美和欧洲相比,该地区的绝对购并数量要远远落后于它们。此外在许多亚洲国家,大公司

广泛采用的家族所有制、政府对外商在若干产业部门投资的限制和地区性资本市场相对不发达,也都减弱了人们对并购的兴趣。

但是近几年来,并购已成为亚太地区企业活动中相当重要的组成部分,这段时期里并购交易的迅速增长就反映出了这一点。当越来越多的跨国公司想方设法进入这个生气勃勃、不断发展的市场时,亚洲公司认识到它们必须更新自己企业的传统理念,提升自己企业的竞争地位。

1997年7月泰铢贬值后,日本和“新四小龙”国家的资产泡沫破灭,紧接着发生的亚洲金融危机显然加速了这一趋势。从韩国到印度,许多公司,包括该地区一些最大的从事多元化经营的公司在内,都在重新研究它们的企业定位,并且通过资产出售、再融资、撤资和并购来改革他们的经营。与此同时,为了恢复投资者的信心和鼓励外商投资,多个亚洲国家政府正在推动私有化和放宽经济限制。

北美和欧洲公司在亚太地区的并购活动

多年来,亚太地区巨大的日益富裕的消费人口已经吸引了北美和欧洲的跨国公司前来投资。有些跨国公司在亚太各国逐一开设代表处和工厂,逐步开展地区性业务。另一些跨国公司则选择与当地厂商合资或联盟作为它们的市场进入战略。直到最近,收购控制当地大企业的机会仍然是微乎其微——或是因为家族所有者拒绝出售股权,或是因为法律上对外国人所有权有所限制。但是这种情况现在起了变化,因为当地公司被迫改组以偿还债务,恢复盈利能力或筹措新的资本,而它们通常很难从当地银

行贷到新的资本。

由于跨国公司熟悉该地区的情况,因而它们在金融危机之后相对开放的并购市场中占得先机就一点也不令人奇怪了。这种情况在日本表现得最明显,美国和欧洲跨国公司最近在日本重要的经济部门投资了几十亿美元,而这些部门在过去从不对外商开放。近来欧美在日本进行的令人注目的并购包括雷诺公司(Renault)收购尼桑汽车公司(Nissan Motors)36.8%的股份,美林公司(Merrill Lynch)收购山一证券(Yamaichi)的零售经纪业务,以及英国大东公司(the United Kingdom's Cable & Wireless)恶意购并日本电讯公司(IDC)。

同样,在韩国和东南亚,跨国公司一直在现有的合资企业中积极地增加投资,在几个重要产业中——包括银行业、水泥制造业、消费品产业、食品零售业和工业品制造业在内——积极出价收购陷入财务困境的企业。而且,代表着国际机构投资者的私人资本集团也在亚太地区增购股份,从韩国和日本的银行到中国的网络公司都在其收购的对象之列。

地区内的并购交易

在亚太地区的企业之间,并购活动也发展迅猛。到20世纪90年代末,每年达成的地区内并购交易数较十年前的可比数据增加了六倍多。改组和更有效竞争的压力似乎又一次成为并购的推动力。事实上,一些并购专家现在预言,21世纪初地区内合并将在亚太地区的并购活动中占主导地位。

澳大利亚是该地区最活跃的并购市场,反映了它具有盎格

鲁—萨克逊人的传统。还有一个重要原因是,澳大利亚公司法比亚太地区其他国家的法律制度更加透明,因而更加容易接受各种购并,包括主动接管上市公司。

亚洲金融危机之后,澳大利亚公司普遍避免到东南亚投资,而把精力集中于国内业务。就像美国和欧洲的情况一样,澳大利亚的机构股东也在对经理人员施加压力,要求他们改善财务状况,由此在不少行业中推动了企业合并。由于澳大利亚大多数上市公司一般由家族集团持股但不控股,所以它们比公司总部设在亚太地区其他国家里的公司更易于接受托管或兼并的建议。

然而,决定集中精力抓住身边的购并机遇,并不能消除通过购并来谋求发展所包含的内生风险。例如,澳大利亚的一家提供保险和金融服务的集团——AMP 有限公司,在竞价收购了它的对手澳大利亚 GIO 保险公司之后就碰到了很大的麻烦。尽管 AMP 成功地控制了该公司 57% 的股权,但是在 GIO 紧接着就宣布它的再保险部门意外地亏损了 5 亿多美元之后,AMP 的股票价格一落千丈。

亚洲其他国家的政府也在鼓励兼并、收购和减资,并把它们作为经济改革过程中的一部分。例如,马来西亚和泰国的政府支持金融机构的合并,以便稳定国内银行部门,调整它们的资本结构。同样,韩国政府对大型企业财团施加压力,要求它们加快改组。1999 年初 LG 集团把半导体部门卖给其在国内的主要竞争对手现代集团(Hyundai),就是一个典型例子。兼并甚至成了中国大陆经济政策的一大特色。在中国,国企改革要求企业进行大规模的重组。

亚太公司的全球扩张

亚太地区的公司十有八九会继续侧重于在本地区市场上谋求发展,而不是到它们不熟悉的地方去开拓。当它们的战略发展到需要进行兼并收购这样的阶段时,大多数这类并购必然会涉及国内或地区内的公司。做出这样的判断具有充分的理由。在本世纪80年代日本经济蒸蒸日上的时候,日本有一些大公司到北美和欧洲大举收购,谋求扩大其全球业务范围,实现经营多样化。但是很不幸,正如赛罗沃先生在本书中所指出的,其中不少投资现在与众多跨国并购交易一样,不但没有为收购方公司股东创造价值而且还损害了他们的价值。本地公司除了想避免重蹈覆辙外,还认识到了进一步实行重组的需要。而且它们认识到亚洲比竞争激烈的北美和欧洲市场为它们提供了更大的发展潜力。

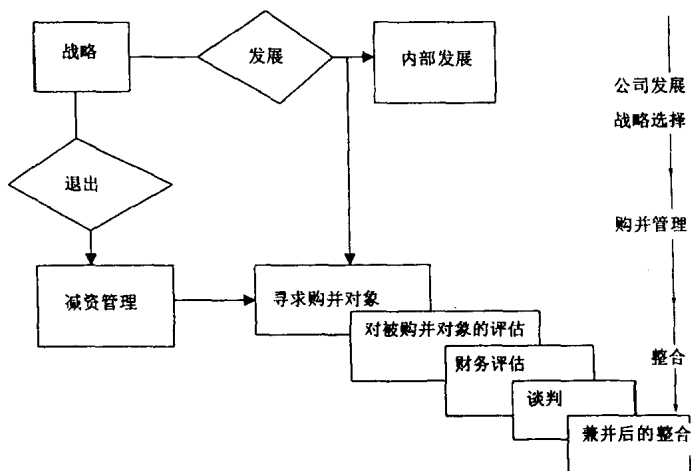
但是过去有,将来仍会有例外。例如,亚太地区的某些企业通过以很低的成本向西方顾客销售商品和劳务,已经取得了全球性的竞争优势。又例如,中国台湾地区的某些高科技公司最近开始在美国进行选择性的收购,以便确保能长期得到新技术。

同样,亚洲的工业品制造企业也会寻找机会去更加接近北美和欧洲的客户,因为跨国公司正在把一些非核心的制造设备从这些关键的市场中转移出去。例如,1999年,总部设在中国香港的一家著名的小型精密发动机制造商——约翰逊电气控股公司(Johnson Electric Holdings)——向联合技术公司(United Technologies)的汽车分公司购买汽车零件制造厂。这次收购行动使约翰逊电气公司的销售额增加了一倍,并且使它有机会在汽车行业拓展全球市场,扩大产品经营范围。

在购并博弈中的获胜之道： 向亚太地区经理提供的建议

在北美,并购成为企业文化的一部分已有一个多世纪了,然而即便对于这个地区的经理来说,要取得并购成功也日益变得困难了。更何况亚太地区的经理还需面对一项特别棘手的挑战,因为他们当中只有极少数人具有丰富的并购经验,其原因我们在前面已经谈过。即使具有并购经验的经理也常常发现,进行重大的并购会使已经精简的管理班子背上沉重的负担。不管收购地点在波士顿、布鲁塞尔,还是曼谷,成功的购并必须扎根于对公司的发展过程有一个明确的界定,这个过程如图 B 所示。

图 B 并购过程中的主要步骤



一旦认定兼并和收购方式是扩张企业的恰当选择,那么实施并购一般都需要经过五个步骤。头三步是关于并购前准备工作:找出未来的购并对象;对目标进行评估;以及确定实际可行的购并价格。第四步是谈判阶段,最后一步是两个公司的整合。如果购并者在前四步失误,并购成功的可能性就大大减小。即使并购后的整合战略(PMI)计划得很周到,实施得十分顺利,也无法扭转败局。另一方面,如果并购后的整合计划执行得很差,同样必定会破坏原本在战略上成功、在定价上切实可行的并购交易。

第一步 在行业和公司中经过严格筛选,找出合适的购并对象 无论是机缘巧合,还是通过投资银行特意安排的拍卖来提供购并对象的候选名单,这一步都常常会遭到忽视。虽然具有吸引力的、潜在的购并确实会以上述方式启动,可是我们也应该记住:最佳的购并候选对象是符合收购方公司最佳战略的企业,而不仅仅是“待售”的企业。因此,许多第一流的公司把寻找购并对象纳入到正在进行的战略规划过程中,从而保证公司能对众多的发展机会进行比较。

第二步 详细分析和评估购并目标 考虑周到的购并者会利用这一步来确保它先前关于最佳战略和企业潜力的设想具有牢靠的基础。这种在战略上讲完全恰当的评估工作,主要是要了解目标公司的竞争优势、弱点和增长潜力,以便判定它对购并者的潜在价值。由于购并者在分析和评估能力方面的巨大差异,同一目标公司在不同的购并者眼中会有极其不同的价值。

经理必须判断,与并购交易相关的协同效应是能够真正实现呢,还是只是一厢情愿而已。这就要求对兼并前两家企业的业绩

以及预期能从合并中得到的具体业绩提高数字进行认真的分析。

第三步 财务评估 利用第二步所得到的结果,购并者必须对目标公司和可以合理预期的协同效应的价值作出透彻、精明而又实际的财务分析。当然,这么做是为了确定切实可行的购并价格的幅度。只要购并价格定得正确,一个有吸引力的购并候选对象就可以使购并获得成功。毫无疑问,公正地确定企业的价值——特别是如果该企业的股票没有公开交易的话——决不是一种简单刻板的计算。尤其是在亚太地区新兴市场,财务资料匮乏,规范的环境尚无法预见,汇率波动频繁,这些都使现金流量预测变成一件令人生畏的任务。

这不是说公司应当放弃精确严密的现金流量分析,而采用比较简单的评估方法。财务估价模型是了解目标公司经营情况时所必需的工具,特别是对购并者来说尤为重要。如果把它与收购交易中的可比价格资料结合起来,这个分析过程有助于确定收购的融资方案,以及切实可行的购并价格。而且,它可以使我们更好地了解市场动态,例如产销量的增长、定价和成本结构对目标公司财务状况的影响。

第四步 进行谈判 毫无疑问,卖主也要对他们的股东履行受托责任,尽可能使公司资产卖得高价。所以,当未来的购并者在谈判桌旁坐下来时,他们必须牢记《协同效应的陷阱》一书提出的一个基本原则:如果有人劝说他们支付超过潜在协同效应价值的溢价,那么自己公司股东的股权价值就会遭到破坏。因此要使谈判圆满成功,必须具有清醒的头脑,坚决不做将会损害股东利益的所谓“战略性”交易。

参加谈判时满怀信心、事先考虑好多种战略替代方案是很重要的。否则,如果在谈判中没有预留后退的余地,购并者就会面临不得不以任何代价达成交易的风险,从而加剧财务状况恶化的风险。在投资全球化的时代里,蹩脚的卖主可能是最佳的收购目标。

第五步 兼并后的整合(PMI) 这大概是所有步骤中最为关键的一步了。前四步的细致工作构成了整合的基础。一次真正成功的并购交易与一次失败的、或没有完全达到目标的并购交易相比,其主经差别就在于前者有一个界定明确、管理细致的兼并后整合过程。事实上,有经验的购并者早在交易结束之前就开始为兼并后的整合阶段进行规划了。

在并购交易签字之后,公司经理要做的也许应当是冥思苦想,而不是打开香槟酒木塞大肆庆贺。这是因为现在他们必须把注意力转向为合并后的公司制订战略,以便使公司能按并购的初始动机那样增加收益、改进经营和降低成本。

高层管理人员必须对整合工作进行明确而连贯的领导,这种整合应当单独地展开,与企业的日常活动分开。快速地整合远比缓慢地整合可取,因为这样除了可以更快地产生效益之外,事实上还可以减少组织方面的紧张空气。为此,高级经理应当迅速任命和建立协调班子以及负责整合的班子,安排决策程序和确定主要的整合活动和阶段。

兼并后整合是一个极其复杂的过程。两家企业各有自己独特的企业文化,现在要把它们合二为一,还要尽量“像平常一样地”管理企业,维持日常的现金流入,这确实是一项令人生畏的任

务。许多决策——不论大小——都须立即作出,从评估各个经理的能力、挑选新的管理人员,到协调赔偿计划,重编研究队伍,合并销售机构,以及挑选或整合信息技术系统等等,这里只提到了其中一些方面。而且和其他许多改革计划不同,如果要获得充分的整合效益,组织方面的一些细节问题实际上是至关重要的。英国石油—阿莫科公司(BP-Amoco)总裁、处理过好几笔重大交易的兼并高手约翰·布朗内(John Browne)说:“你总不能让这些细节问题自行解决掉。”

当合并涉及到两个规模和复杂性都相似的大企业时,你所面临的挑战就极其惊人了。正如花旗集团(Citigroup)的董事长和两总裁之一的桑福德·I·韦尔(Sanford I. Weill)最近在接受《华尔街日报》记者采访时所评论的:“合并之所以失败,是因为负责合并的人事实上并不通晓细节问题……就像在汽车上安装发动机那样,如果你不把线路连接正确,汽车就开不动。合并要求公司在任何方面都一丝不苟。”

在大多数企业里,PMI不是一项核心的本领,对于一般的经理人员而言,大规模的PMI在其职业生涯中只会碰到一两次。正确实施PMI要求具备与传统的企业经理大不相同的本领。其中,经理必须学会在众目睽睽之下进行运作,因为全部整合过程都是公开进行的,会受到股东、投资者、学者和记者的严密监视,他们都在急切地等待着初步的结果,关注着是否会出现不协调、不稳固、甚至于失败的迹象。在这个关键性时期里,高层管理人员应让企业内外人士都看到,他们正牢牢地控制着整合的进程。

波士顿顾问公司根据自己进行兼并后整合的经验,提出了几

条基本规则,这些规则有助于购并者避开最常见的陷阱,并使新的企业实现其创造价值的目标:

- **订出明确的合并目标和原则** 这些目标和原则为作出决策和解决难题提供了扎实的基础。在组织内部,经理必须尽可能减少在战略方向和战略优先顺序方面的不确定性,并且在难点和问题出现时公开加以讨论。如果离新企业正式成立(由于制订规章制度或者其他原因)还有很长一段时期,两个原来企业的高级主管人员之间应当定期见面。

- **明确界定合并后的整合目标,并追踪目标的完成情况** 这个过程有助于确保充分而及时地实现兼并的协同效应。有效地确定整合目标需要从高层到基层管理人员的全力投入。对合并效益的评估(测评的内容和测评的方法)应当与对企业基本业绩的评估分开来,且有所不同。确定目标、修改目标、记录进度和根据目标追踪进展情况等等,都应有明确的时间表。

- **尽早切实处理好技术问题** 对于任何一家新合并的公司而言,一份能有效地整合信息技术的计划是成功地整合其他环节的前提。这个过程通常比大多数经理自己所估计的时间要长,也复杂得多。

- **为新公司设计一个明晰的组织结构** 关于新公司的设计,特别是关于它的结构、形态和规模的设计,对该公司能否在收益和成本两方面充分实现潜在的协同效应是至关重要的。组织结构应当便于新企业战略的实施,并使新企业更有效地为客户服务,充实老企业的核心技术,解决诸如控制跨度、层次、汇报关系和职责之类的问题。