



乐观的 CEO+悲观的 CFO， 结果出人意料



当前，全球企业都沉浸在收购的热潮之中。尽管全球经济动荡而不确定，但由于多年持续经济增长和低成本债务，全球并购需求仍处于 10 年来的峰值。就在 2018 年，已公布的并购交易额飙升至 4.1 万亿美元，创历史第三高。但与此同时，将近 80% 的并购失败率也令人咋舌。鉴于这一鲜明的对比，人们不免会问：什么样的并购最有可能成功？

显然，答案在企业的高管层。首席执行官（CEO）负责制定战略，并做出最终的并购决策。他们也会咨询首席财务官（CFO）——帮助确定收购目标，进行尽职调查，安排融资，并参与交易后的执行工作。CFO 于 CEO 来说，就像罗宾之于蝙蝠侠，华生之于福尔摩斯。

我们的研究《首席执行官与首席财务官相对乐观度与企业并购》表明，悲观的 CFO 与乐观的 CEO 的组合，能够最大限度提升并购的成功几率。

乐观的英雄需要悲观的伙伴

为什么乐观和悲观会造成影响？因为它们是影响人们思考和行动的认知特征。乐观主义者倾向于关注积极的、有助于目标实现的信息，忽视不利信息。而悲观主义者对负面的、阻碍目标实现的信息较为敏感，他们更加审慎和警觉，专注于避免潜在的危机。

这两个特点已被佐证符合 CEO 和 CFO 的角色。CEO 应该更乐观，对风险更开放。乐观积极、富有远见、面向公众的 CEO 如今已成为各个行业的标准规范。微软 CEO 萨蒂亚·纳德拉、阿里巴巴集团创始人马云和通用汽

车 CEO 玛丽·巴拉正是其中的典范。如果一位领导者倾向于回避风险，抑或不能放眼未来，那么企业就难以保持上升的发展轨迹。

但要将乐观的愿景转化为并购后稳健的资产回报率，还需要几分悲观主义。扮演这一角色的正是 CFO。CFO 的职责是审查目标公司，深入进行尽职调查，并精确发现并购可能存在的潜在风险。他们应当小心谨慎，并习惯于反对者立场，扮演一个把关人的角色，帮助雄心勃勃的 CEO 保持理智。Facebook 前首席财务官戴维·埃博斯曼在 2015 年的一次采访中表示：

“大型公司的 CFO 有必要怀揣一些悲观情结，例如思考我们的投资可能出现哪些问题，并对业务上花的每一分钱都保持质疑精神。”

我们研究了 2356 家美国企业的 CEO-CFO 的组合和他们负责的 4529 个并购项目，包括项目对公司业绩的影响。我们筛选出了 2002 年至 2013 年期间 CEO 和 CFO 参与的电话会议记录，通过分析他们使用的积极和消极词汇来衡量他们乐观和悲观程度。积极词汇包括“实现”“保证”“受益”“成功”“奖励”和“令人满意”；负面词汇包括“缺陷”“错误”“忽略”“惩罚”“阻碍”和“不可避免”。根据 CEO 使用积极词汇和消极词汇的差值计算得出其 CEO 乐观度，同理，根据 CFO 使用消极词汇和积极词汇的差值计算得出 CFO 悲观度。

数据显示，CEO 通常比 CFO 使用的积极词汇更多，也更乐观。CFO 比 CEO 使用的负面词汇更多，也更悲观。之后，通过 CEO 乐观度与 CFO 悲观度的比率得出我们所谓的 CEO-CFO 相对乐观度。然后，将这一数据

与公司的并购数量、交易价值以及未来一年公司的经营业绩进行对比。

我们发现，CEO-CFO 组合越乐观(高度乐观的 CEO 和低度悲观的 CFO)，公司展开的并购越多。模型显示，CEO-CFO 相对乐观度每增加一个标准差，并购数量将增加 8.2%。但 CEO-CFO 高度乐观也与并购后一年较低的资产回报率正相关。模型显示，当 CEO-CFO 相对乐观程度较高，即高度乐观 CEO 与低度悲观 CFO 共事，如果并购数量增加，资产回报率将下降 1.4%；当 CEO-CFO 相对乐观程度较低时，也就是低度乐观 CEO 搭配高度悲观 CFO，在并购数量增长幅度相同的情况下，资产回报率增加了 4.7%。

这是因为在一个低乐观主义的组合中，CEO 和 CFO 都会在做出最终决定前尽心竭力地审视并购目标。在对战略和组织契合度进行深入的尽职调查分析之前，他们不会贸然收购目标公司。悲观的 CFO 更有可能与 CEO 就战略选择进行广泛讨论，并提醒 CEO 注意与收购目标的相关潜在风险。然而，如果 CEO 和 CFO 都高度乐观，情况就会不同。

以光谱制药公司为例，该公司 CEO(Rajesh Shrotriya)和 CFO(Brett Scott)的相对乐观度排在前 5%，但该公司在 2012 年进行收购后的回报率为 3.4%。在 2011 年第四季度的电话会议上，CEO 首先对公司的业绩和前景进行了美好展望：“我很高兴当前所取得的所有成就。眼下光谱制药公司将在未来 5 年实现稳健增长。我们已经获批了两种有巨大增长潜力的药物，两种正处于研发后期的产品——今年有望获取关键数据，新药申请也

都进展顺利。” CEO 的观点得到了 CFO 的呼应，他表示：“很高兴我们实现了新一季度的连续盈利和创纪录的全年财务业绩……总之，公司创纪录的年度收入、利润、现金流和现金结余是我们有史以来最强劲的财务表现。”

与之相对，吉利德科学的 CEO(John Martin)和 CFO(Robin Washington)的相对乐观度排在后 5%的水平。在电话会议中，他们听起来显然没有光谱制药公司那么兴高采烈。CEO 在 2008 年第二季度的发言结束时说：“吉利德在第二季度取得的进步令人欣喜。期待在下半年能向大家报告新的里程碑，并保持开发中的产品不断完善。” CFO 在总结时表示：“我们稳健的经营业绩，进一步证明了吉利德 3200 多名员工的不懈努力。我们始终致力于通过改善全世界各地患者的生活来提升业绩。”这家生物技术公司在 2009 年进行了一次大规模收购，一年后公布的资产回报率为 36%。

由此可以得出结论：当 CFO 属于悲观型时，乐观的 CEO 不仅会减少收购，更倾向于减少回报率差的收购。这也表明乐观、对并购有很大风险偏好的 CEO 和悲观、足够保守和谨慎的 CFO 是最佳的组合。在我们的调查中，其他类型的 CEO-CFO 组合表现都相对逊色。

外在环境因素

公司的经营环境也会影响 CEO-CFO 组合在并购时的作用。

研究发现，CEO-CFO 相对乐观度高的公司，在动态环境中采取了更

多并购，动态环境在研究中定义为前五年行业销售总额波动不稳定的情况。这表明在不确定时期，CEO 更有可能向 CFO 咨询并购事宜，而当一位高度乐观的 CEO 与一位不太悲观的 CFO 共事时，结果可能是更多的并购。换句话说，动态的环境增强了 CEO-CFO 乐观度和并购数量之间的正相关。

不夸张地说，当前的全球经济环境正符合这样的动态背景，它导致了各行业销售下滑，以及一系列盈利预警和低增长预期。在这种情况下，CEO 的乐观程度和 CFO 的悲观程度将同步影响企业的并购决策和未来业绩。

我们还发现，如果 CFO 在公司董事会具有较大影响力时，CEO-CFO 组合的相对乐观度在决定并购决策方面的作用会更加明显。在研究中，当 CFO 是董事会成员时，CEO-CFO 组合的相对乐观度每增加一个标准差，公司的并购数量就会增加 10.8%，比样本平均值高出近 1/3。

当 CFO 进入公司董事会，他们会直接参与关键的战略决策，并就重要的战略问题进行投票。他们还有机会接触到其他的董事会成员，并与之结成联盟，以制衡 CEO 对战略决策的影响力。在并购过程中，CEO 需要积极与身为董事会成员的 CFO 接洽，以确保对方在董事会审议时与自己保持

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32087

