



从积极的买家到真正的主人



岑明彦，欧高敦

对于大部分交易而言，最具挑战的部分发生在交易结束之后。研究一致表明，整合的得失成败，对交易成功的影响要远远大于其他任何因素，包括成交价格。

关于如何进行收购整合，在美欧有一套由来已久的“标准”模式——速战速决，尽早消除重复成本，尽快转向单一运营模式。速度和果断，是最典型的特征。来自亚洲的买家往往较为谨慎，在稳定和速度之间，他们有时更看重前者，在整合过程中显得从容不迫。

随着中国企业在境外收购中变得更加活跃，管理层的国际经验不足和后备实力不够迫使其做出艰难抉择。企业通常凭借收购来拓展能力和业务覆盖范围。然而，当自身在对方市场上业务活动极其有限时，应如何对被收购企业进行整合呢？

如今，中国的收购企业极为多元化，以一应万、唯一“正确”的整合模式并不存在。据我们观察，几乎每一种做法都有可能以一种情形下大获成功，而在另一种情形下一败涂地。

不过，回顾过去十年的经验，大部分交易后管理可以大致归纳为五种方式。其中有两种算不上实质性的整合，只是对某项资产进行有距离的管理。其他三种均涉及实际整合，但程度高低不同：

- 放手式整合。收购企业保持目标企业运营的独立性，主要通过董事

会对其进行管理;

- 修正重振式整合。收购企业利用任命管理层、薪酬、激励和财报向独立资产施压，推动其提升绩效;
- 全面式整合。尽可能将目标企业纳入收购方管理体系，需要重组目标企业;
- 选择式整合。目标企业在很大程度上保持独立，但是会在一两个可产生显著协同效应的特定领域进行更加密切的协作;
- 渐进式整合。从一个职能领域开始整合，逐步拓展至其他领域。这些方式本身各有利弊，整合成功的关键部分取决于是否采取了正确的方式。不过，无论这些方式的运用成功与否，都为我们提供了有益的经验借鉴。

极简的交易后管理

整合的标准思维是应当尽可能快而全面，在不影响业务稳定性的情况下尽可能多地让双方组织参与其中。这种方法常见于论述收购案的西方商业文献。

中国企业早年的大部分海外收购，在很大程度上都是反其道行之。两边都缺少能真正磨合的经理人，而且很快意识到两家企业的管理模式完全格格不入。即便是预算、规划、人事这些最基本的企业流程都差异巨大，没有意义再去调和：在中国行得通的东西，在西方背景下却可能碰壁。

因此，中国企业把重点放在治理机制上，以此作为主要的交汇点，在被收购方的董事会进行有关战略、投资、预算的讨论。双方各有一名“桥梁式”人物——两位定期以非正式方式商讨各项事宜的高级经理。但这并不是兼并后整合中常见的财务和运营等职能领域的统一经理“配对”，也不是把一家企业的管理流程移植到另一家企业。

这样做是对挑战性问题的理性应对。类似例子不胜枚举，企业对结果似乎也感到满意。国家电网通过治理机制从董事会层面对 ElectraNet 进行管控，但鲜少介入 ElectraNet 的运营决策。调派到 ElectraNet 的中国经理倾向于扮演联系人的角色，而不是直接从事运营管理。三一重工收购 Putzmeister 后也采用了类似的做法。三一重工极少直接参与日常业务运营，并基本保留了 Putzmeister 原先的管理团队，同时加入 Putzmeister 的监事会，确保其年度规划和长期战略符合母公司的要求。

这种方法被许多收购企业作为入主目标企业的前提假设。在 2016 年发生的，包括携程收购天巡（Skyscanner）、中国化工收购先正达（Syngenta）、中粮收购 Nidera 和美的收购库卡（KUKA）在内的多项中国企业对外并购交易中，交易前都明确宣布了目标公司将会在交易后数年内保持独立的管理运营，一方面让利益相关者安心，同时也显示了收购企业敏锐审慎的态度。

如果买方能够通过更多的卖方订单输出，或进一步研发卖方所有知识产权创造价值，那么这种收购模式是行之有效的。然而，这种价值创造可

以通过一般的商业合作实现，是否一定需要进行全面收购？这样的交易是否仅仅是一项财务投资？

收购带来的风险显而易见。成功与否很大程度上取决于一些个人关系。如果采用该模式仅仅是出于监管或政治原因，买方对收购业务直接“掌控权”便遭到了剥夺。即使被收购企业在收购后业绩下滑，要大幅改善运营表现，实际上也不太可能。

要最大限度降低风险，就必须在交易早期营造一种“控制环境”——定义一套频繁至每周、每月、每季度的基本管理指标，尽早发现问题并及时解决。交易不同，指标也不尽相同，但是这些指标绝不单单涉及财务方面，通常还涵盖了运营、营销销售方面的关键数据，以及研发和产品开发。知易行难。设定指标需要透彻理解目标企业，洞悉潜在弱点。买家在交易后采取“放手式”的整合方式就是因为缺乏深刻理解。

全面式整合

大部分尝试全面整合的中国收购企业都功败垂成，有的甚至成为行业经典失败案例。这些交易本身是可以创造很大的成本协同效应，但只有通过真正的整合才能实现这一目标。

上汽收购韩国双龙汽车公司就是一个典型的例子。表面看这是一笔不错的交易。上汽斥资 5 亿美元将完整的知识产权和研发平台收入囊中，用以开发中国本土产品。然而问题出在了如何扭转公司的在韩业务。承担这项任务的中国管理人员没有能力从运营和文化方面有效经营业务。他们试图重

组管理层、采用新的工作实践，但很快失去了高管、工会和员工的支持。工会借着工人的不满向上汽发难，韩国媒体也纷纷声援。2009年，该公司进入了破产程序，2010年，印度公司 Mahindra & Mahindra 入资取得了控股权。

韩国方面对上汽的怨怼源于不合法的技术出口，但这背后其实存在着更深层的根本性问题。从一开始，韩国方面就对上汽强制推行的运营模式感到愤懑不平，深感没有得到资管团队的尊重和理解。如果上汽一开始保持双龙运营的高度独立，或许能赢得员工足够的善意，扭转公司颓势。实际上，这一事件给中国收购企业的声誉投下了阴影，直至今天仍未散去。

在早期对外投资中，联想是取得卓越成功的佼佼者，通过联想的多次收购案，我们得以一窥成功整合的方法和需要的时间。

联想志在成为全球第一，但在海外市场的内生增长极其缓慢：这项收购 IBM 的个人电脑业务可助其从国内领头羊一举晋身为全球领导者。然而，交易的经济效益很大程度上取决于产生的运营协同。整合后能够在采购环节产生与收购价格近乎相当的协同价值，但前提条件是两家公司必须实现全面整合。

为此，联想愿意解构和重组公司本身结构，没有这样的承诺，交易可能没法行得通。联想意识到，现任中方管理层中的大多数人至少暂时要学会退居幕后，重新学习如何在新环境下运营企业。公司还改组了董事会，引入更多拥有国际化经验的人才为管理层提供指导。同时，联想还设计了

中外领导层都能参与适应的全新管理流程。这也带来了一些阵痛，曾经业绩优秀却无法适应新环境的高层员工不得不离开。

在收购 IBM 的 PC 部门后，联想物色了 200 名倡导“全球采购”、最有潜质成为未来全球领袖的人才，根据他们希望的工作城市选址建立职能中心，将决策权从北京下放。在当时，很少有中国的买家愿意这么做。哪怕时至今日，大部分公司可能也都做不到。

交易结束后，联想将这次整合方法进行制度化，在随后的五宗收购案中均采用了类似的做法。这需要投入大量的时间精力，但如果收购后能够实现更有力的企业成长，这种付出也是值得的。目前，联想 20 人的高管团队中有 60% 为非中国籍人士，均拥有广泛涉猎国际业务的经验。

无论是中国还是外国企业，有不少都认为“整合”就是把被收购公司揉进自身的管理模式。这往往不是最佳选择。事实上，用收购公司来促成企业自身的变革才能将收购的效益最大化。在联想案例中，收购让一家中国企业华丽变身为一家拥有中国底蕴的国际企业。但是对于大部分中国收购企业而言，这不是一个诱人的选择：希望成为国际化企业，但不希望对本土运营做太多调整。许多外国收购企业在海外扩张的过程中也承认这并非易事。

修正重振式整合

对外并购中较少见的一种交易类型是收购经营不善的生产企业。2008

年后，出现了大量财务困顿企业的收购案，比如现金流有问题的房地产资产，或是大宗商品价格下跌引发的资源收购。但是，中国收购者抱着“修正”问题企业而收购已经或濒临破产的制造型企业的案例相对不太常见。有能力这么做的中国企业可谓凤毛麟角。“修正”困顿企业是一种稀有而特殊的能力。在 1990 和 2000 年代追求增长的中国市场，中方管理人员并不需要培养这种特定技能。

确有几个这样的早期案例，如上海电气曾在 2007 年收购印刷设备生产企业高斯国际 (Goss International)，后于 2015 年将其出售给了私募公司美国工业合作伙伴 (American Industrials Partners)。近年来，虽然只有少数中国企业会主动重振收购企业的海外业务，但数量越来越多。最有名的案例莫过于双汇和 Smithfield 的收购案。这项交易最初在政治和融资层面都扰攘颇多。投资美国农业在政治上十分敏感，而且这笔交易中买方又加了很高的杠杆，但是交易后发生的一切更精彩。

收购前，Smithfield 的公司组织较为松散，分别在堪萨斯州、芝加哥市和弗吉尼亚州拥有三个不同的运营中心以及很多独立运营公司，造成了

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_33922

