統一集團董事進修

書面閱讀版｜線上版含動畫與重點放大導覽

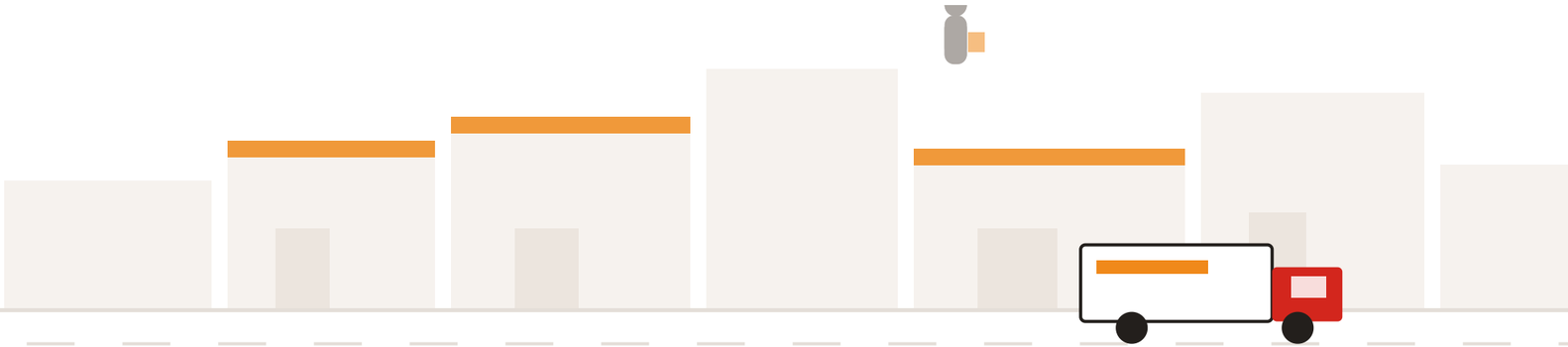
從百年企業看快成長公司

四個判斷問題的方法與推進步驟

先看各國同業怎麼回答，再談母公司如何讓每一個事業變得更好

吳相勳｜元智大學管理學院副教授、終身教育部主任

2026 年 10 月 29 日



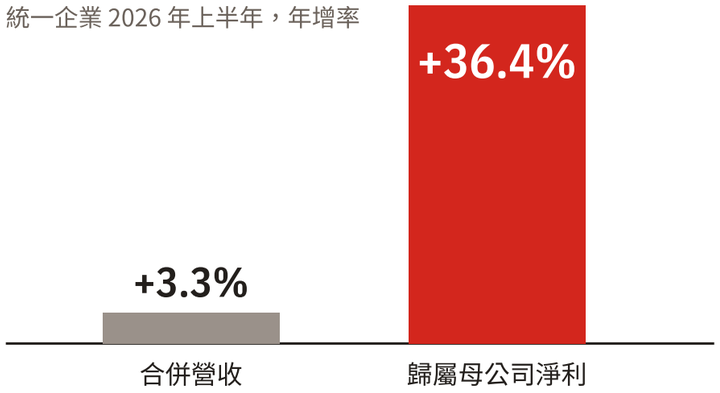
這堂課先看各國同業怎麼回答、研究證據怎麼說，再談四個判斷問題的方法，最後以丹納赫為對照，看集團的資金、成長與文化

段落	回答的問題	這一部的重點
第一部 **各國同業**	日本、美國、歐洲、泰國、中國、韓國與香港的零售與食品集團，怎麼回答這四個問題？	先看能力往哪個方向流、誰最懂這門生意，再決定整合或分開
第二部 **研究證據**	綜效到底存不存在？集團的價值從哪裡來，又會怎麼消失？	集團最大的價值，是敢把資源從好事業搬到更好的事業
第三部 **成長的承諾**	投入不足與魯莽投資的界線在哪裡？	大膽不等於孤注一擲：把一次大賭注拆成幾段可以回頭的動作
第四部 **方法與步驟**	四個判斷問題各有哪些方法？怎麼以一家虛構的健身集團示範推進步驟？	從一個案子、一個問題開始，以 MVP（最小可行的試行）驗證
第五部 **丹納赫**	一家集團怎麼調度資金、帶動成長、塑造文化？	中央只統一少數幾件事，其餘交給最懂的人

各部的案例、研究與書籍出處見各頁註腳與附錄二。顧問公司調查多屬相關性證據。

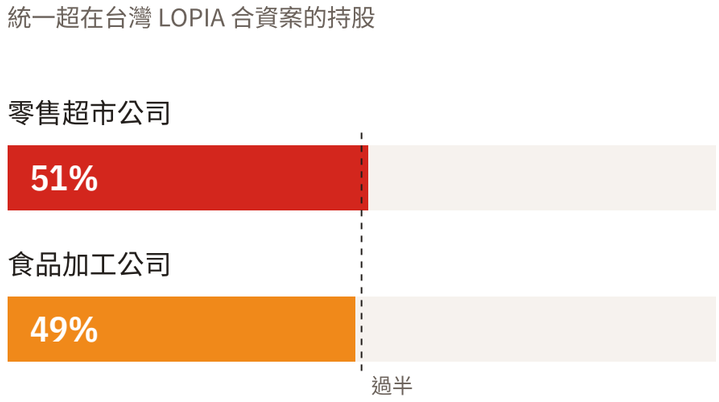
規模做起來之後，董事會要回答的問題，從「能不能做大」變成「母公司能不能讓每個事業變得更好」

現象一　獲利來源越來越多元



公司表示，本業維持穩定，統一證券等轉投資依權益法認列的收益也有明顯貢獻。

現象二　加入的業態越來越多樣



零售公司持股過半，食品加工公司持股未過半。全案目前仍待公平會審查。

現象三　國際同業走相反的路

Seven & i：收斂

出售超市事業、保留約 35% 股權，判斷超市沒有讓超商變得更好



CP Axtra：整合

Makro 與 Lotus's 合併經營，判斷生鮮與後勤能力可以互通

兩條路各有成立的前提，也各有代價。走哪一條路，取決於能力的性質與市場條件，沒有標準答案。

資料來源：工商時報、ETtoday（2026 年 8 月）統一企業上半年財報報導；統一超 2026 年 4 月 30 日董事會決議；Seven & i Holdings 2026 年 2 月期財報；CP Axtra 公司公告。

同樣四個問題，各國頂尖的零售與食品集團給過相反的答案，而且都說得出道理

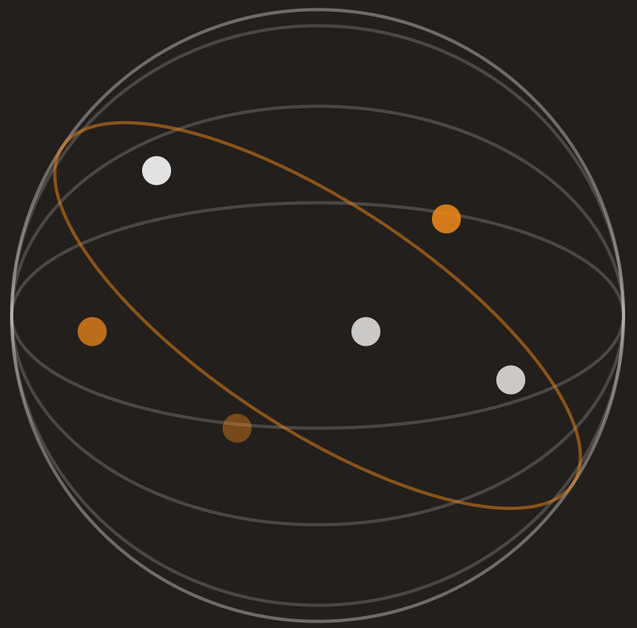
判斷問題	一種答案	另一種答案	這組對照說明的事
新事業必須自己決定哪些事？	**Amazon 讓 Whole Foods 獨立運作近八年**，2026 年關掉自建的 Fresh 與 Go，改用 Whole Foods 擴店	**Tesco 的 Fresh & Easy 大多沿用英國的店型與商品**，經營六年後退出美國，衝擊獲利約 12 億英鎊	關鍵決定留在懂當地顧客的人手上，新事業比較容易活下來
共享省下的成本是真的嗎？	**Tesco 併 Booker**，三年的採購綜效提前一年達成	**Kraft Heinz 合併後省下成本**，卻在 2019 年認列 154 億美元減損，2025 年宣布分拆	省下的成本要和流失的成長放在同一本帳裡看，才知道綜效是不是真的
擁有比合作多帶來什麼？	**星巴克 2017 年以約 13 億美元**，買回華東合資事業的另一半股權	**同一天把台灣合資事業的 50% 股權賣給統一**，2025 年又把中國業務的 60% 股權賣給博裕	持股高低反映這個市場在品牌商策略中的位置，會隨時間調整
摩擦時先調整什麼？	**Walmart 與 Bharti 拆夥時依業態切開**：Walmart 拿量販批發，Bharti 拿零售	**Pepsi 在泰國的獨家經銷合約到期隔天**，經銷夥伴推出自有品牌可樂，Pepsi 市占率掉到第四	拆夥的方式最好在合作開始時就談好，並先推演夥伴真正想要什麼

各案例的出處與日期見第一部各頁註腳。同樣的選擇，在不同條件下會有相反的結果。

第一部

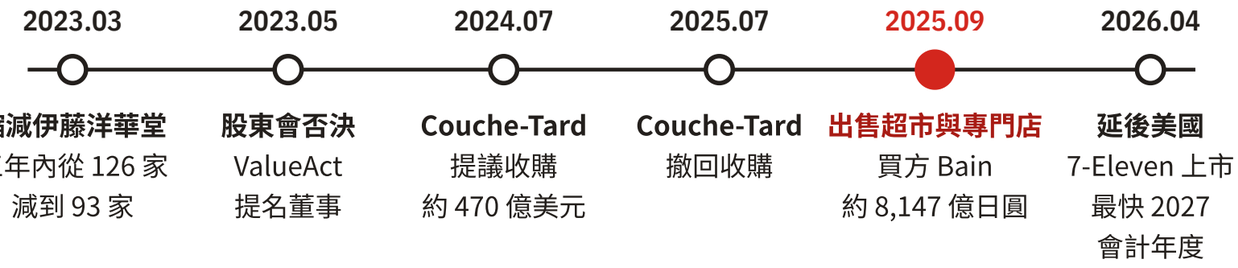
各國同業怎麼回答這四個問題

日本的超商與商社、美國的量販與電商、歐洲的超市與食品大廠，以及泰國與香港的零售集團，先看他們做了什麼選擇，結果又如何。



超市留在超商集團裡對誰有利，要看能力往哪個方向流：Seven & i 是超商撐著超市，超市對超商的幫助有限

Seven & i：從綜合零售集團收斂為專注超商（日本｜超商＋綜合超市）



經營方向從「綜合零售集團」逐步收斂到「專注超商」。

公司主張超市的生鮮能力可以幫助超商。代理投票顧問 ISS 則認為，**7-Eleven Japan 本身就是日本最大的食品事業**，規模約為超市部門的三倍，很難說要靠超市來補強。

出售之後仍保留部分股權

Seven & i 以約 8,147 億日圓把超市與專門店集團賣給 Bain，再回頭投入部分資金，保留少數股權。不握控制權，但保留參與空間，也是一種做法。

公司贏了股東會，後來卻走向對方主張的方向

ValueAct 持股約 4.4%，主張分拆超商，但提名的四位董事得票率都不到 35%。兩年後，Seven & i 自己決定出售超市。

資料來源：C-Store Dive（2023 年 3 月 10 日、5 月 25 日）；CSP Daily News（2023 年 5 月 9 日，ISS 報告）；Inside Retail Asia（2025 年 7 月 16 日）；Retail Insight Network（2025 年 9 月 2 日）；nippon.com（2026 年 4 月 9 日）。8,147 億日圓的計價基準以公司公告為準。

讓新事業照自己的方式經營，常比母公司替它做決定走得更遠：可以集中的是品牌與後台，現場判斷要留給新事業

美國｜超市＋電商

Amazon 收掉自建的 Go 與 Fresh，改用買來的 Whole Foods 擴店

2017 年收購後，Whole Foods 長期獨立運作，2025 年才把總部員工的薪酬與考核併入 Amazon。2026 年 1 月，Amazon 宣布關閉 Amazon Go 與 Amazon Fresh 實體店，部分店面改成 Whole Foods，並計畫再開 100 家以上。

容易忽略的一點

母公司從零打造的業態，不一定贏得過買來之後照原本方式經營的事業。

英國→美國｜社區超市

Tesco 的 Fresh & Easy：在美國大多沿用英國的做法

2007 年進入美國，店型、商品與供應方式大多沿用英國的做法。2013 年 4 月宣布退出，當時約有 200 家店，衝擊稅後獲利約 12 億英鎊。

容易忽略的一點

新事業沒有機會自己決定商品組合與店型。問題出在決策權放錯了地方，執行再用力也補不回來。

加拿大｜超商

Couche-Tard：營運交給各地，品牌由總部統一

北美分成 18 個事業單位，歐洲分成 10 個，各自負責營運。品牌則從 2015 年起統一，把 Statoil、Mac’s、Kangaroo 等招牌都換成 Circle K。

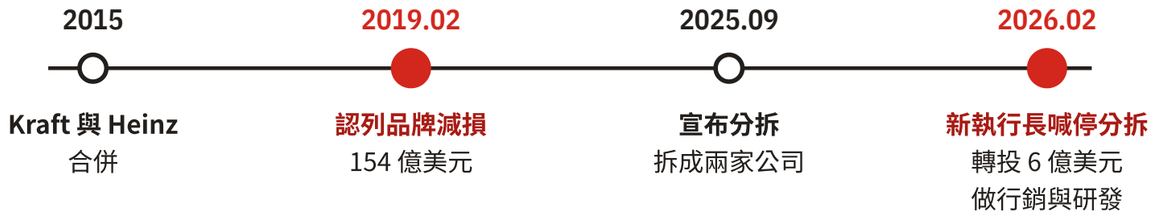
容易忽略的一點

分權和集中可以同時做，前提是分清楚哪些決策離顧客最近、哪些決策需要規模。

資料來源：Fresh Fruit Portal（2025 年 6 月 12 日）；NACS Daily（2026 年 1 月 27 日）；Food Business News（2013 年 4 月 17 日）；Alimentation Couche-Tard 2017 年 MD&A。

同樣做食品，營運模式不同就沒有綜效：冷凍、冷藏與常溫要分開算

Kraft Heinz：合併、減損，宣布分拆又喊停（美國｜食品製造）



合併後雖然省下成本，卻也砍掉了品牌投資。新任執行長認為現有體質還有救，與其為了分拆白花 3 億美元，不如拿 6 億美元回頭做行銷與研發。

英國、荷蘭｜食品製造

Unilever 分拆冰品，理由是營運模式完全不同

冰品需要冷凍供應鏈與專用冰櫃，通路結構、淡旺季與資本密集度也都不同，公司稱之為「非常不同的營運模式」。分拆後的 Magnum Ice Cream Company 在 2025 年 12 月掛牌。

容易忽略的一點

有沒有綜效，要看能不能共用同一套營運方式，品類名稱相近並不算數。

美國｜食品製造

Kellogg 拆成兩家，兩家後來都由家族企業買下

Kellogg 在 2023 年 10 月拆成兩家公司，之後 Mars 以 359 億美元買下 Kellanova，Ferrero 以 31 億美元買下 WK Kellogg。

容易忽略的一點

最好的擁有者不一定是原本的集團。

資料來源：Bloomberg（2019 年 2 月 21 日）；Business Wire（2025 年 9 月 2 日）；Supermarket News、BNN Bloomberg（2026 年 2 月 11–17 日）；Unilever SEC 6-K（2024 年 3 月 19 日）；Skadden（2025 年 12 月）；Food Business News（2025 年 12 月 12 日）。

最實在的綜效通常來自採購，最容易忽略的則是客戶組合的變化，以及後台集中之後的風險

英國｜批發＋零售

Tesco 併 Booker：採購綜效提前一年達成

2018 年以 37 億英鎊完成收購，原定第三年達成 2 億英鎊綜效，2020 年提前一年達標。疫情期間，Booker 供應餐飲業的批發業績衰退近六成，供應獨立小店的批發業績則成長約三成。

容易忽略的一點

綜效數字再漂亮，也擋不住客戶組合翻轉。對批發來說，客群結構對獲利的影響可能比採購規模更大。

荷蘭、比利時、美國｜超市

Ahold Delhaize：各地品牌自己經營，後台由集團集中

2016 年合併，目標是 2019 年達到 7.5 億歐元綜效，其中 2.5 億歐元再投回各品牌。Food Lion、Stop & Shop 等品牌都保留下來，IT、自有品牌與非商品採購則由集團集中處理。2024 年 11 月發生資安事件，同時波及多個品牌的線上購物與門市補貨。

容易忽略的一點

後台共用省下成本，也讓風險集中在同一個地方。這筆代價，綜效報告通常不會列出來。

泰國｜超商＋量販＋食品

正大集團：超商、量販與食品製造同在一個集團

CP All 在 2013 年以約 1,888.8 億泰銖買下 Siam Makro，資金約九成來自借款。2024 年 Makro 與 Lotus’s 合併為 CP Axtra，卜蜂食品也持有股權。公司常提到生鮮供應鏈、後勤與線上通路的綜效，但很少公布具體數字。

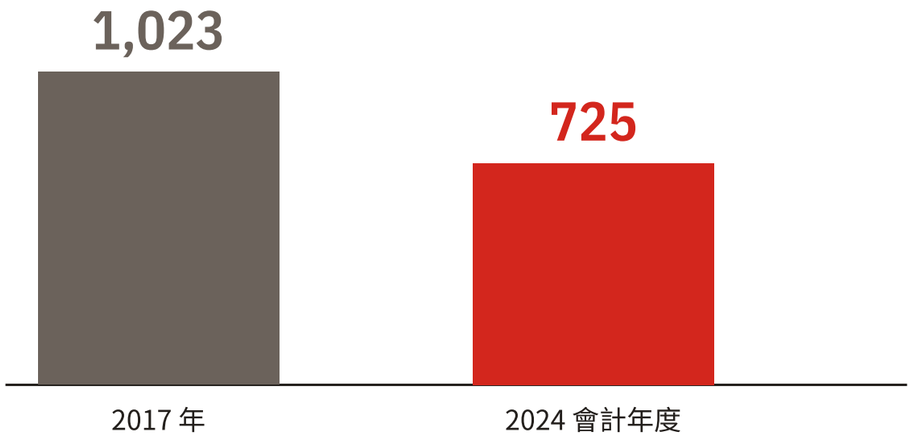
容易忽略的一點

公開資料很少拆開說明：毛利率改善有多少來自對外採購議價，又有多少只是集團內部的轉撥價。

資料來源：Tesco 2020 年度說明會逐字稿；Retail Week（2018 年 4 月）；DutchNews（2017 年 8 月 9 日）；Insurance Journal（2024 年 11 月 13 日）；Bangkok Post（2013 年）；KaoHoon（2024 年 2 月 15 日）；CP Axtra 2025 年第一季公告。

線上流量與會員資料救不了實體業態本身的衰退：阿里巴巴持有大潤發八年，出售時預計認列約人民幣 132 億元虧損

高鑫零售（大潤發）營收，人民幣億元



阿里巴巴出售時預計認列虧損約人民幣 132 億元

2017 年以 224 億港元取得 36% 股權，2020 年再投入約 36 億美元，持股增加到約 78.7%。2025 年 1 月以約 123 億港元全數賣出。阿里巴巴另於 2024 年底出售銀泰百貨，預計認列約人民幣 93 億元虧損。

韓國｜電商

E-Mart 與 Gmarket：主管機關限制會員資料互通

2021 年以 3.4 兆韓元買下 eBay Korea 八成股權，之後連年虧損。2024 年底改與阿里巴巴成立 50:50 的合資公司，韓國公平會 2025 年 9 月附條件核准：兩個平台必須獨立經營，消費者資料也必須在技術上隔離。

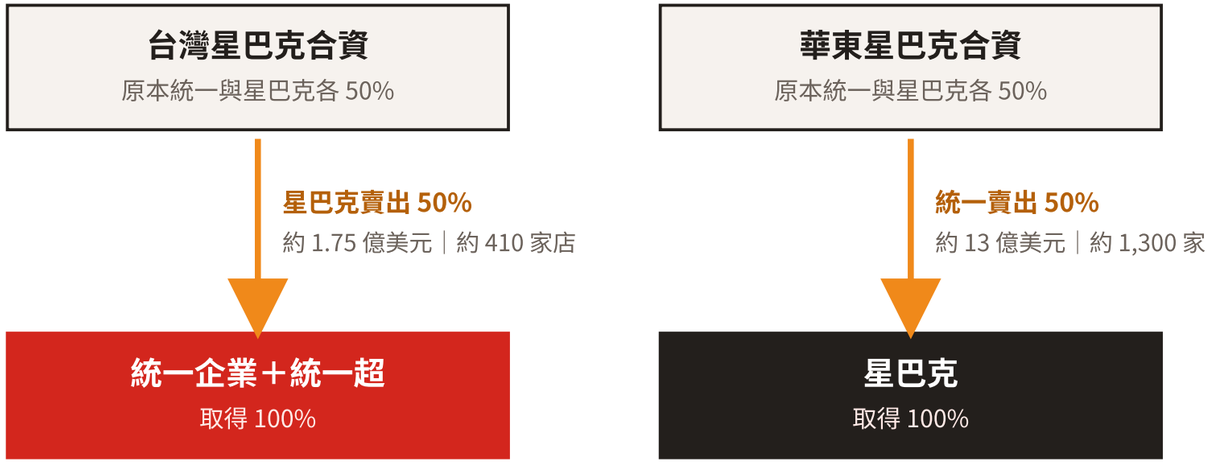
容易忽略的一點

大家最期待的會員資料綜效，正好是主管機關最容易限制的部分。

資料來源：英文虎報（2025 年 1 月 2 日）；第一財經（2025 年 1 月 2 日）；阿里巴巴集團公告（2024 年 12 月 17 日）；Inside Retail Asia（2021 年 6 月 25 日）；Korea JoongAng Daily（2025 年 9 月 18 日）。售價各報導略有出入，採用 122.98 億港元。

同一組夥伴，在兩個市場做出相反的持股決定：星巴克 2017 年把台灣合資股權賣給統一，同一天買回華東合資股權

2017 年 7 月 27 日同一天公告的兩筆交易



粗估整家公司隱含的單店價值：台灣約 85 萬、華東約 200 萬、2025 年中國約 50 萬美元（講師估算，只看量級）

之後的發展

2021 年星巴克退出韓國合資事業，由 E-Mart 與新加坡 GIC 接手。2025 年又把中國零售業務 60% 的股權賣給博裕資本，整體企業估值約 40 億美元，涵蓋約 8,000 家店，自己保留 40% 股權與品牌授權。

品牌商決定持股多少，看的是**這個市場在自身策略中的位置**，和夥伴經營得好不好關係不大。持股可以調高，也可以調低，品牌授權則一直握在品牌商手上。

資料來源：Starbucks SEC 8-K 附件（2017 年 7 月 27 日）；Jakarta Post（2021 年 7 月 27 日）；AP（2025 年 11 月 3 日）；Verdict Foodservice（2026 年 4 月 6 日）。

誰是最好的擁有者，會隨著事業的下一步而改變：日本超商的大股東正從食品上游換成數據與金融夥伴

日本｜超商

羅森：三菱商事讓出過半控制權

三菱商事原本持股約 50.1%。KDDI 以約 5,000 億日圓公開收購，羅森在 2024 年下市，由兩家公司各持 50%。KDDI 打算透過約 14,600 家店銷售金融與保險商品，並結合雙方的會員資料。

容易忽略的一點

掌握食品上游的商社主動讓出控制權，引進非食品業的夥伴。超商下一階段的成長，可能不在食品供應鏈。

日本｜超商

全家：伊藤忠全資收購後，再讓出一小部分股權

2020 年伊藤忠透過公開收購取得全部股權，收購金額上限約 5,809 億日圓。2021 年再把 4.9% 股權轉讓給農林中金與全農，共同開發農產品相關商品。

容易忽略的一點

讓出少數股權，可以用來綁住關鍵的上游夥伴，不一定是為了分紅。

日本｜超市

Walmart 賣出西友，在地的新股東讓它增值

Walmart 在 2020 年按企業價值約 1,725 億日圓，賣出西友 85% 股權（KKR 65%、樂天 20%）。KKR 讓西友聚焦食品超市並更新系統，2025 年再以約 3,800 億日圓賣給 Trial。

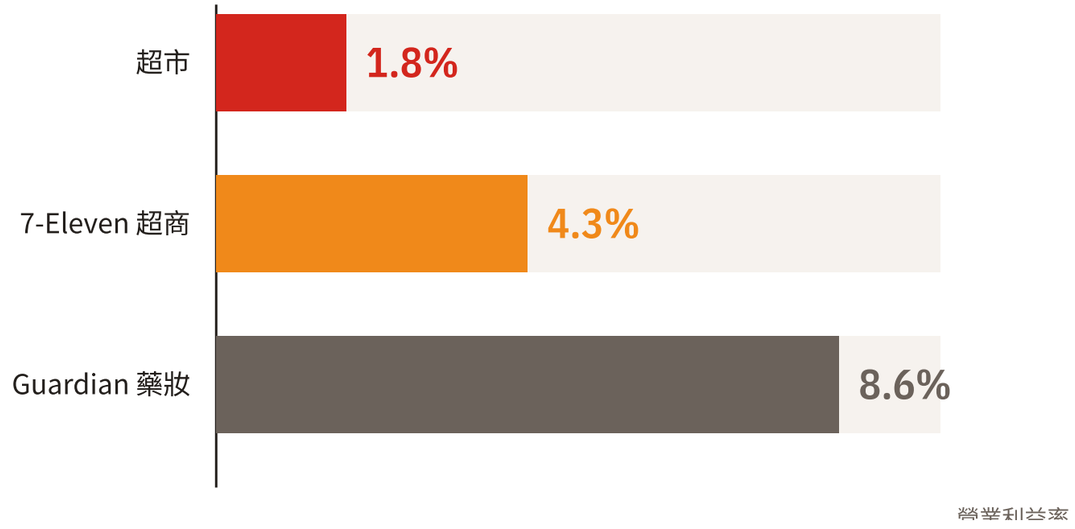
容易忽略的一點

Walmart 的全球採購與系統，在日本沒有發揮作用。規模最大的母公司，不一定是最好的擁有者。

資料來源：CNBC（2024 年 2 月 7 日）；三菱商事新聞稿（2024 年 2 月 6 日）；Bloomberg（2020 年 7 月）；伊藤忠新聞稿（2021 年 3 月 16 日）；RetailDetail（2020 年 11 月 16 日）；Walmart 新聞稿（2025 年 3 月 5 日）。西友兩次交易的計價基準不同，只能看量級。

香港的 DFI 依各業態的報酬率收縮版圖：出售新加坡超市與永輝持股，把重心放在超商與藥妝

DFI Retail 2024 年各業務營業利益率



35% 超市占 DFI 營收約 35%，只貢獻約 17% 的營業利益。

收縮到報酬較高的業態

2024 年出售永輝超市股權，2025 年以 1.25 億新幣賣出新加坡的 Cold Storage 與 Giant。2025 年處分的資產合計約 10 億美元。

處分之後，DFI 在 2025 年底轉為淨現金部位，獲利也從前一年的虧損轉為約 2.35 億美元。**DFI 依各業態的資本報酬率決定去留，不以營收規模為主要考量。**

資料來源：The Smart Investor（2025 年 3 月 27 日）；Inside Retail Asia（2026 年 3 月 5 日）；DFI Retail Group 2024 年年報。

合作出現摩擦，常見的第一步是依業態切開：事先沒寫好誰要讓出什麼，最後常會鬧上法院

印度｜量販批發＋零售

Walmart 與 Bharti：依業態拆夥

2013 年 10 月雙方拆夥，Walmart 拿走量販批發 Best Price，Bharti 拿走零售 Easyday。2018 年 Walmart 改以 160 億美元取得電商 Flipkart 77% 股權。

容易忽略的一點

出現摩擦時，雙方先重新切分事業，沒有一開始就重談股權比例。

加拿大、法國｜超商＋量販

Couche-Tard 買不成家樂福，改談合作

2021 年 1 月提議以約 196 億美元收購，法國經濟部長以糧食安全為由反對。雙方改談聯合採購、自有品牌與配送合作，但後續少見具體成果。

容易忽略的一點

政府可能把量販視為戰略資產。沒有股權綁在一起的合作，常常停在意向階段。

美國｜超市

Kroger 與 Albertsons：法院擋下合併，雙方轉而互告

兩家公司在 2022 年宣布 250 億美元的合併案，2024 年 12 月法院判決擋下。Albertsons 隔天終止合約，並控告 Kroger 為了讓合併過關，不願出售足夠的門市，還挑了較弱的買家接手。雙方為這件合併案合計花費超過 8 億美元。

容易忽略的一點

合約沒寫清楚由誰決定「讓出什麼、賣給誰」，摩擦就會升級成訴訟。

資料來源：Al Jazeera（2013 年 10 月 9 日）；Walmart 新聞稿（2018 年 5 月 9 日）；Inside Retail（2021 年 1 月 18 日）；Retail Brew（2024 年 12 月 11 日）。

最熟悉你的夥伴，也可能在合約到期隔天變成對手：談治理結構之前，先推演夥伴真正想要什麼

Pepsi 在泰國：近 60 年的經銷夥伴變成對手（泰國｜飲料）



Pepsi 花 1.7 億美元蓋了裝瓶廠，配銷網卻來不及建好。
事前的警訊散落在法務、營運與行銷部門，沒有人整合判讀。

英國｜媒體

少數股權也能用來擋下別人的收購

BSkyB 在 2006 年動用相當於自身市值約 2% 的資金，買下 ITV 17.9% 的股權，擋下另一家業者的收購。

容易忽略的一點

持股不一定為了分紅或控制，也可以用來壓縮對手的選擇空間。

丹納赫｜合資

50:50 合資的常見毛病：雙方目標不同

愛博才思（AB Sciex）原本是對半持股的合資公司，一方想要成長，另一方只想拿現金，雙方負責人一年只見四次面。丹納赫買下之後，才把研發、生產與銷售納入同一套管理體系。

容易忽略的一點

先弄清楚夥伴要的是成長還是現金，再決定治理方式。

資料來源：John Horn《Inside the Competitor’s Mindset》（MIT Press，2023）導論；楊益、陳朝巍《丹納赫模式》PDF 第 185–186 頁。

各國經驗歸納：該整合還是分開，取決於能力往哪裡流、營運模式是否相同，以及誰是最好的擁有者

判斷問題	常見的直覺	各國經驗顯示	零售以外的對照
一、決策權	收進集團，才能發揮規模效益	買來的事業照原本方式經營，常比母公司替它做決定走得更遠。可以集中的是品牌與後台	**IKEA 重返日本**：1974 年以合資方式進入，1986 年退出。2006 年重返時改為獨資買地展店，商品與店面維持高度標準化
二、成本	同屬食品或零售，就有綜效	採購綜效最實在。營運模式不同就沒有綜效，後台集中也會讓風險集中	**Xponential 健身集團**：2023 年旗下十個品牌共用同一個加盟平台，2025 年賣掉獲客成本較高的 CycleBar 與 Rumble，品牌收斂到六個
三、擁有	持股越高，掌握越多	持股可以調高，也可以調低。最好的擁有者，會隨著事業的下一步而改變	**Inter IKEA**：擁有品牌與經營概念，除了荷蘭的一家直營店，其餘門市都交給加盟商經營，收取淨銷售額 3% 的加盟費
四、摩擦	出了問題再重談股權	先依業態切開。事先推演夥伴的目標，避免合約一到期就分手	**Pepsi 與泰國經銷商**：近 60 年的獨家合約到期隔天，經銷商推出自有品牌可樂。事前推演夥伴的目標，比事後重談更有用

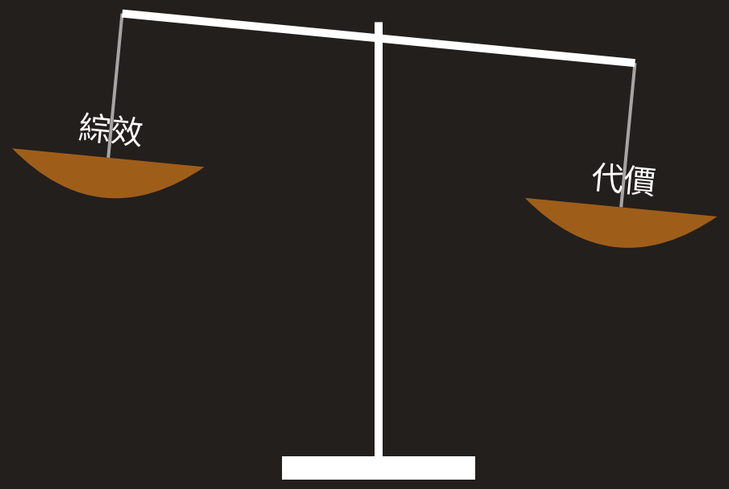
本頁由講師整理。零售以外的對照：IKEA 官方〈The IKEA franchise system〉；ICMR〈IKEA: The Japanese Misadventure and Successful Re-entry〉；Connect The Watts（2025 年 8 月 9 日），引 Xponential 2025 年 7 月 28 日公告；Horn（2023）導論。

第二部

綜效真的存在嗎？集團的價值從哪裡來，又會怎麼消失？

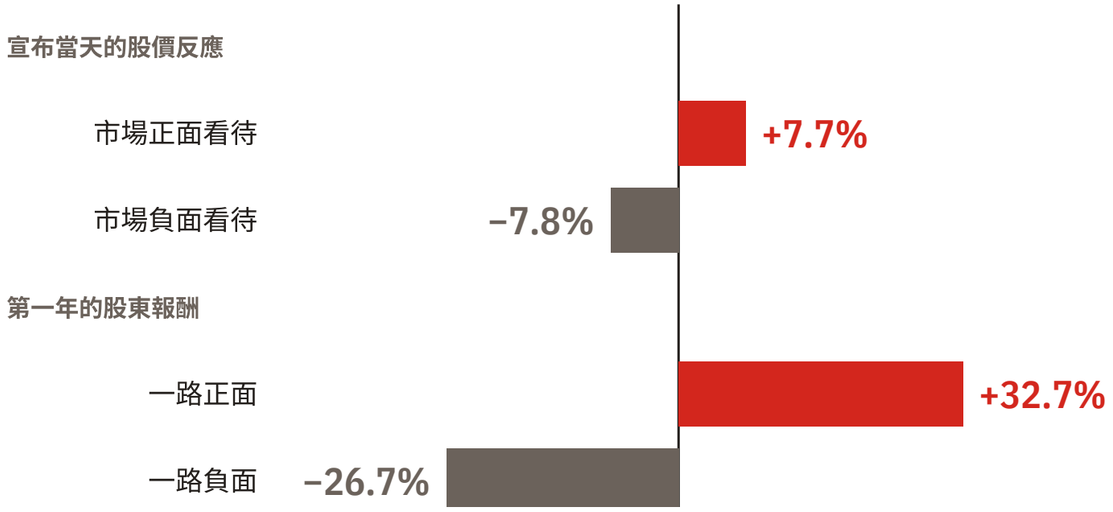
三十年來，研究對多角化與集團的看法改變過好幾次，每一次都換了一個角度看綜效。

II



併購宣布當天，市場就替綜效打了分數，一年後多半維持原判：說不清楚的綜效，投資人不會先買單

1,267 件大型併購（1995–2018），收購方第一年的股東報酬



60% 宣布當天市場反應負面的交易比例。這些交易到了一年後，仍有 65% 的股東報酬是負的。

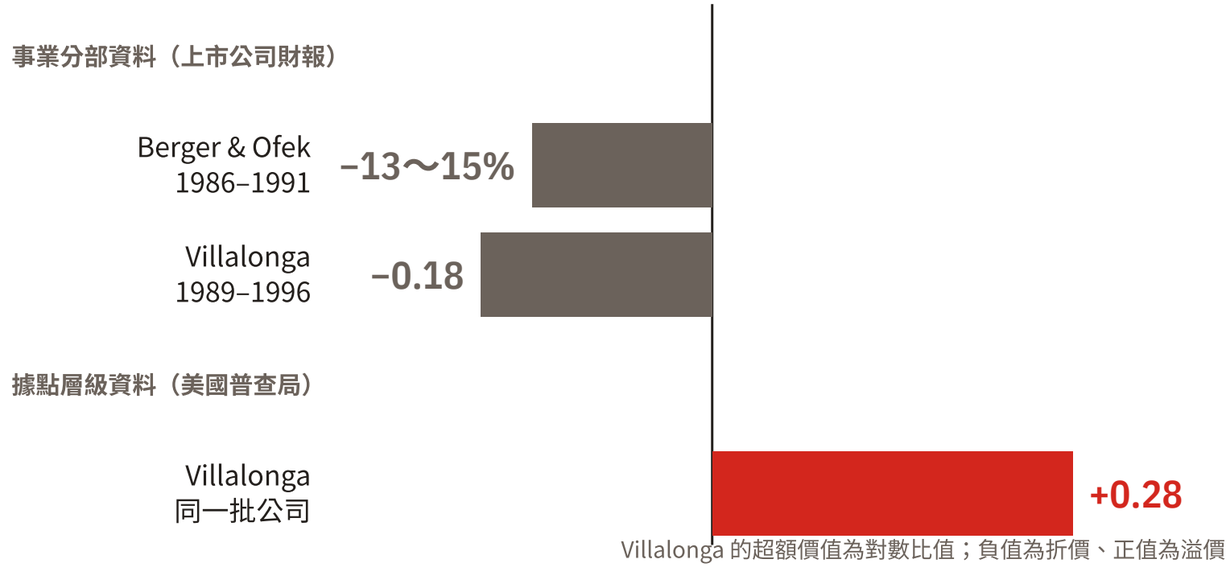
綜效的定義比想像中嚴格

Sirower 把綜效定義為「超出市場原本預期兩家公司各自能做到的績效」。收購溢價買的是市場還沒預期到的改善，光買到一家好公司，不代表就有綜效。

資料來源：Sirower & Weirens《The Synergy Solution》（HBR Press，2022），數字引自 Institutional Investor（2022 年 3 月 16 日）；Sirower《The Synergy Trap》（1997）。屬顧問兼學者的大樣本研究。

多角化折價可能來自量尺本身：同一批公司換一套資料計算，折價就變成溢價

多角化公司相對專業化同業的超額價值



Villalonga 的超額價值為對數比值；負值為折價、正值為溢價

為什麼會差這麼多

上市公司財報的事業分部切分得太粗，常把不同業務混在一起。改用美國普查局的據點層級資料，同一批公司反而出現溢價。另一派研究則指出，選擇多角化的公司往往本業體質較弱，折價不全是多角化造成的。

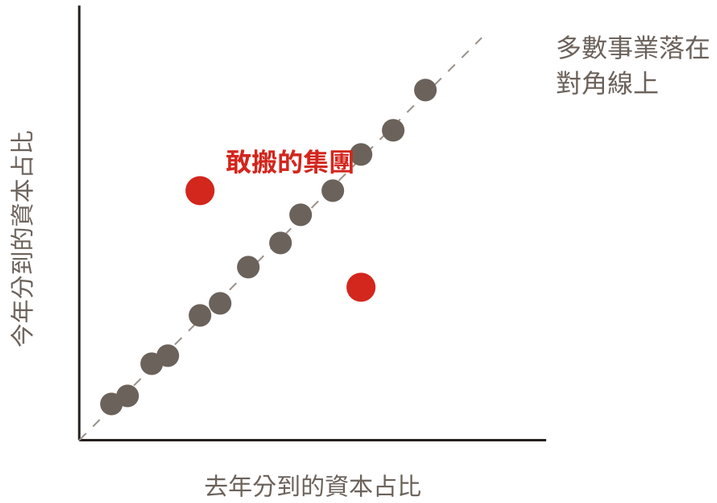
2007–2009 年金融海嘯期間，多角化公司的價值相對上升：各事業可以互相擔保借款，當外部融資成本升高時，集團內部的資金調度就能發揮作用。**集團像一張保單，平時付保費，危機時理賠。**

資料來源：Berger & Ofek, Journal of Financial Economics 1995；Campa & Kedia, Journal of Finance 2002；Villalonga, Journal of Finance 2004（1989–1996 年，12,708 個公司年）；Kuppuswamy & Villalonga, Management Science 2016。皆為大樣本研究。

集團最大的價值，是敢把資源從好事業搬到更好的事業，但多數公司今年的預算幾乎就是去年的翻版

各事業單位：去年與今年的資本配置比例

示意



0.92

1,616 家美國公司在 1990–2005 年間，各事業單位今年與去年資本配置的相關係數。三分之一的事業單位高達 0.99。

敢搬的公司報酬較高

資源再配置程度最高的三分之一公司，年化股東報酬比最低的三分之一高約 30%（相對差距）。

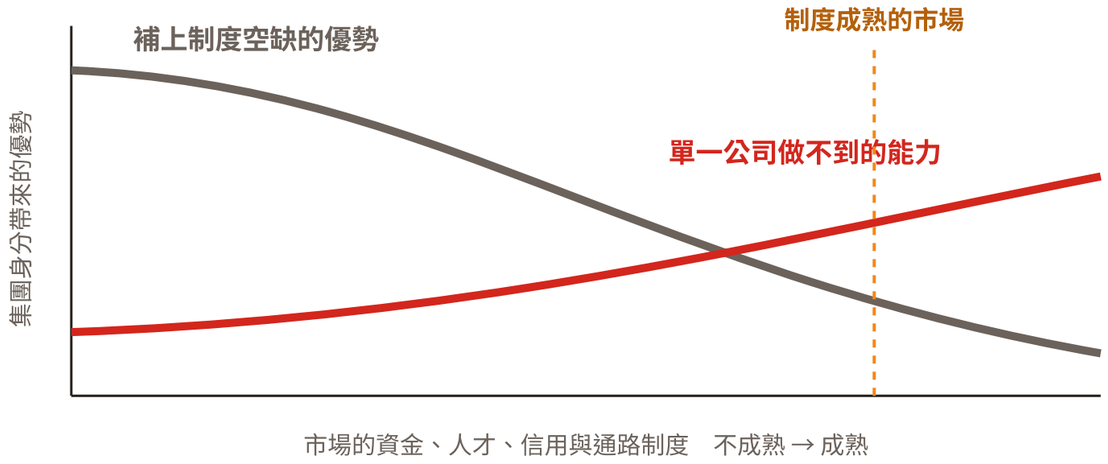
研究也發現反面現象：集團裡機會好的事業單位投資不足，機會差的反而投資過多，學者稱為**內部資本市場的「社會主義」**。如果每個事業單位都分到差不多的預算，集團總部帶來的就只剩管理成本。

資料來源：Hall, Lovallo & Musters, “How to put your money where your strategy is,” McKinsey Quarterly 2012；Scharfstein, NBER w6352（1998）；Shin & Stulz, Quarterly Journal of Economics 1998。左圖為示意。

集團替市場補上資金、人才與信用缺口的優勢，會隨市場成熟而消退，留下來的是單一公司做不到的能力

集團優勢的兩種來源，隨市場制度成熟的變化

示意



研究怎麼說

在 14 個新興市場（含台灣），「屬於哪個集團」對獲利的解釋力，和「屬於哪個產業」差不多。韓國 84 個集團的多角化溢價，隨著市場制度成熟而消失，最後變成折價。智利的集團則要多角化到更高程度才划算，而且門檻逐年升高。

研究者的解讀是：制度越成熟，光靠集團身分得到的好處越少。**留下來的優勢，來自資本調度、數據與人才培養這類單一公司做不到的能力。**

資料來源：Khanna & Palepu, HBR 1997、Journal of Finance 2000、AMJ 2000；Khanna & Rivkin, Strategic Management Journal 2001；Lee, Peng & Lee, Journal of World Business 2008；Chung, Journal of Management Studies 2001（台灣 150 個集團）。左圖為示意。

綜效如果真的存在，對手會感受到：看對手的研發、徵才與促銷預算有沒有變，比看它有沒有公開回擊更準

Anheuser-Busch 的 Eagle Snacks 與 Frito-Lay（美國｜零食）



對手真正出手，通常是在你碰到它的主力通路與關鍵指標的時候。

75% 超過 75% 的受訪主管表示，面對對手的新產品，來不及在上市前準備好回應。另有 17% 分析完之後，什麼也沒做。

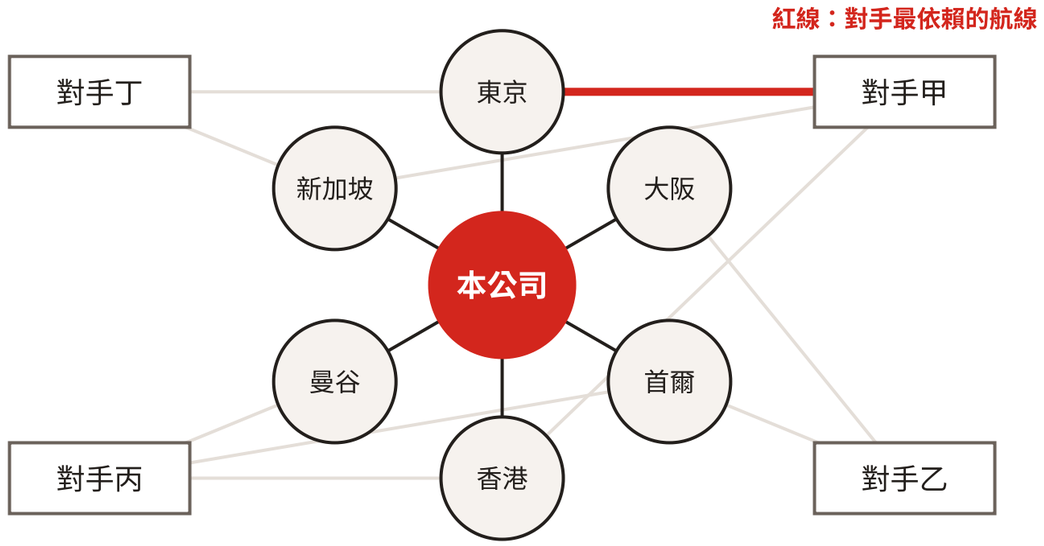
Horn 提醒，對手沒有反應，**不代表綜效不存在**。他建議追蹤對手的動作指標，例如研發支出、徵才與促銷預算，不要只看它有沒有公開回擊。

資料來源：John Horn《Inside the Competitor’s Mindset》（MIT Press，2023）第 3 章；Horn 與 Coyne 對 1,825 位主管的調查（McKinsey Quarterly，2008）。

在多個市場相遇的對手，反而不會在單一市場猛攻，但一旦攻進對方的主力市場，反擊就會最猛

一家航空公司與對手在各航線的交會

示意



交會的航線越多，彼此越不會在單一航線猛攻

研究怎麼說

針對美國航空業三千多條航線的研究發現，兩家公司交會的航線越多，競爭反而越溫和。最接近的對手，不一定是競爭最激烈的對手。對手越依賴某個市場，遇襲時反擊就越快、越強。

每季一小時的對手推演

每位主管長期扮演同一家對手，在策略會議上推演「如果我是對方，下一步會怎麼做」。不必建模型，重點是持續累積對這家對手的判斷。

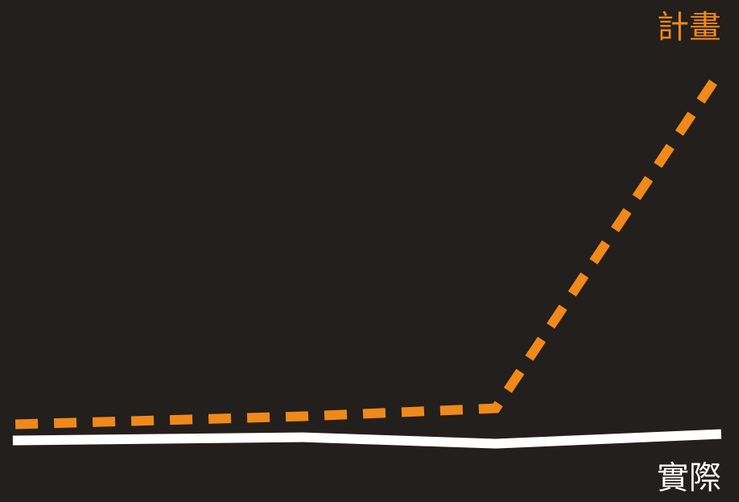
多市場的默契並不可靠：**攻進對手最依賴的市場**，對方的回應會最快，也最強。

資料來源：Gimeno & Woo, Organization Science 1996；Baum & Korn, AMJ 1996；Chen, AMR 1996；Chen & MacMillan, AMJ 1992；Horn（2023）第 6–7 章。左圖為示意。

第三部

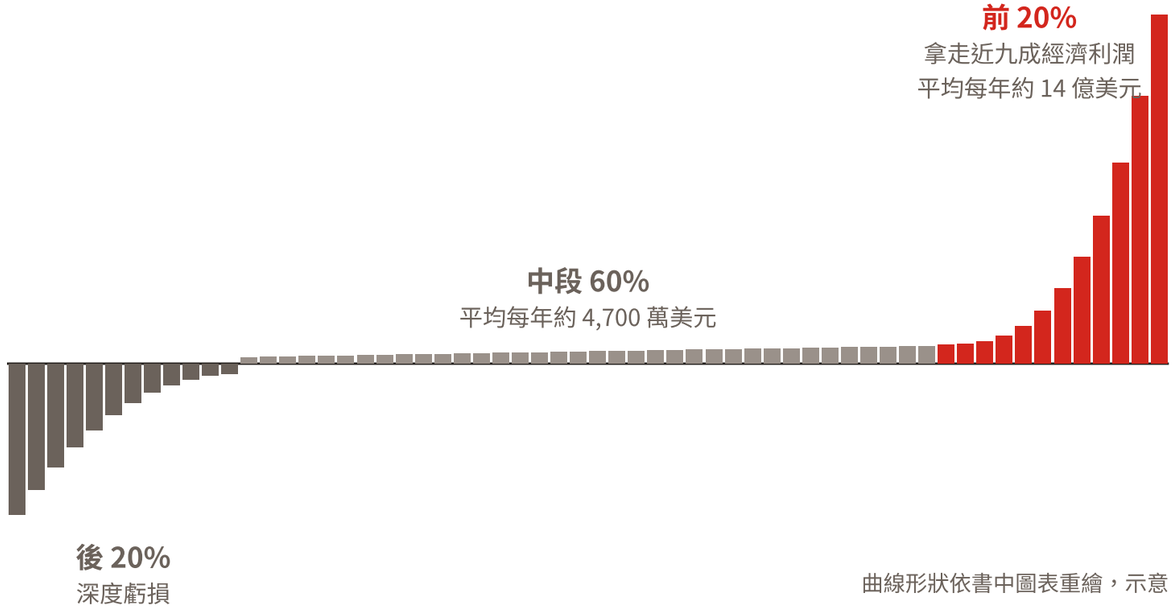
成長的承諾：投入不足與魯莽投資之間

許多企業動作頻頻，在產業裡的位置卻多年沒變。關鍵通常在於資源投入的方式，和努力程度關係不大。



經濟利潤高度集中在少數企業，中段公司十年內爬上頂端的機率只有 8%

全球 2,393 家大型企業的平均年經濟利潤，由低到高排列（2010–2014）



8% 中段公司十年內進入前 20% 的機率。78% 的中段公司留在原地，頂端公司也有 41% 往下掉。

產業決定了一半

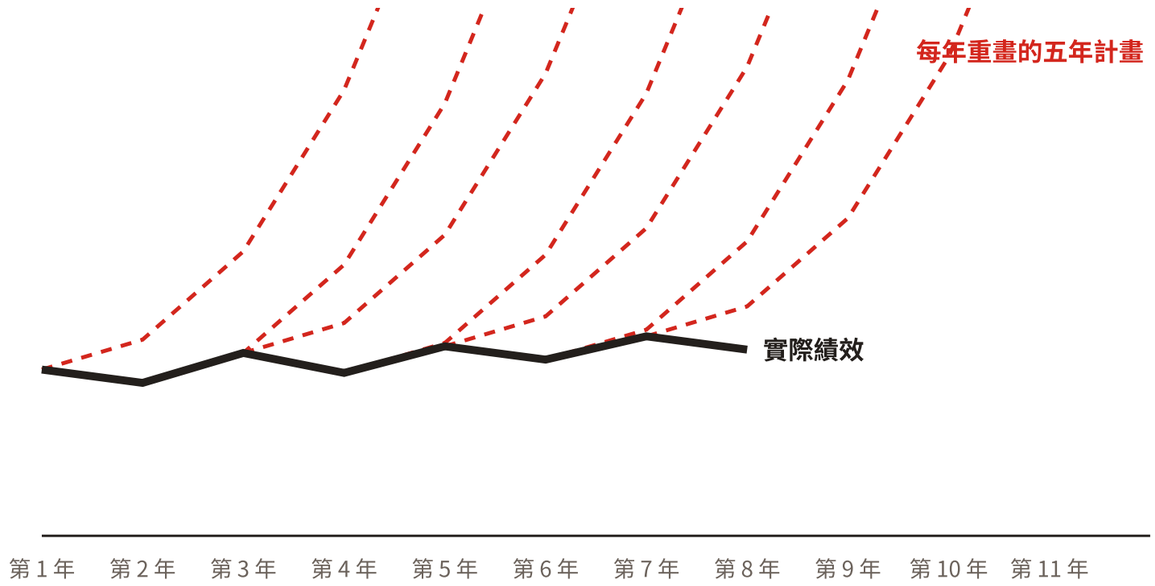
企業的獲利位置約有一半取決於所在產業。表現居中位數的軟體公司，若放到食品業就能排進前 10%。選擇在哪個產業競爭，本身就是最重要的決定之一。

資料來源：Bradley, Hirt & Smit《Strategy Beyond the Hockey Stick》（Wiley，2018）第 2、4 章；McKinsey Quarterly “Strategy to beat the odds”（2018 年 2 月）。經濟利潤為扣除資本成本後的利潤。

曲棍球桿曲線年年畫、年年落空，常見的原因是今年分到的資源和去年幾乎一樣

每年的五年計畫線與實際績效

示意



常見的過程

先提出樂觀的預測爭取通過，進到預算審查時，卻又砍掉短期投入。遠期目標維持不變，成長所需的資源卻沒有跟上。

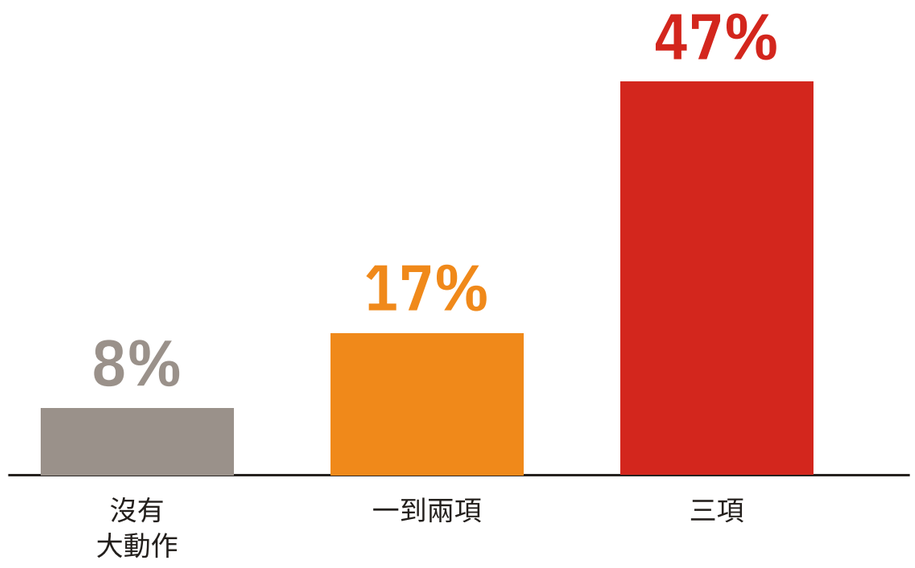
90% 各事業單位的年度預算，超過 90% 可由前一年的預算推估出來。

80% 的主管認為自家產品與眾不同，只有 8% 的顧客同意。**策略會議上的信心，需要外部的基準來校正。**

資料來源：Bradley, Hirt & Smit（2018）第 1、3 章。左圖為示意，呈現書中「每年重畫的計畫線與實際績效逐年背離」的型態。

要改變位置，動作必須比同業大：做到三項大動作，爬上頂端的機率從 8% 提高到 47%

中段公司十年內進入前 20% 的機率



五類大動作的門檻（十年、相對於產業）

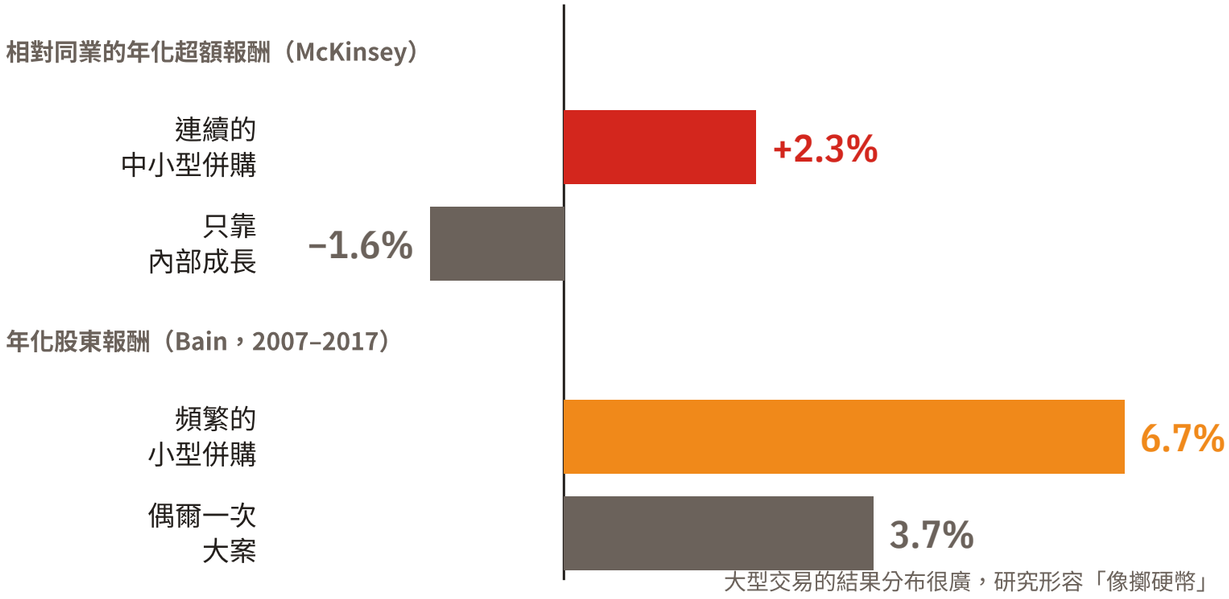
連續併購	單筆不超過市值 30%，十年累計超過市值 30%
資源再配置	十年內跨事業移轉的資本支出超過總額一半
資本支出	資本支出占營收比，達產業中位數的 1.7 倍
生產力	改善幅度比產業中位數高 25%
差異化	毛利率進入產業前 30%

中段公司約有四成在十年內一項大動作都沒做，另外近四成只做了一項。**動作夠不夠大，要跟同業比，自己覺得多辛苦並不算數。**

資料來源：Bradley, Hirt & Smit（2018）第 5–7 章；McKinsey Quarterly “Strategy to beat the odds”（2018）。屬顧問公司大樣本研究，呈現相關性。

大膽不等於孤注一擲：連續的中小型併購，報酬勝過偶爾一次的大案，也勝過完全不動

不同成長方式的年化股東報酬



大型交易的結果分布很廣，研究形容「像擲硬幣」

連續併購怎麼定義

每年完成兩件以上的中小型併購，十年累計金額約達市值的 20–30%。這類公司的年化超額報酬約 2 個百分點，且有 65% 為正。大型併購的結果則像擲硬幣。

風險最高的是**偶爾一次的大賭注，或是完全不動**。持續做中小型併購反而比較安全。整體承諾要大，單筆風險要小。

資料來源：McKinsey “How one approach to M&A is more likely to create value than all others”（2021）與 2023 年訪談（超額報酬 +2.3%，純內部成長 −1.6%）；Bain M&A Report 2023（約 2,900 家公司，2007–2017）。屬顧問公司研究。

合理的嘗試和魯莽的投資，差別在能不能把一道單向門拆成幾道雙向門，和金額大小關係不大



判斷一項投入是否合理的五個問題

基準率	同類型的計畫，過去成功的比例是多少？
單筆上限	這一步失敗了，公司承受得起嗎？
先驗最沒把握的	哪一個條件最可能不成立？能不能優先驗證？
擴大與停止	看到什麼結果就擴大，看到什麼結果就喊停？兩者都事先寫好
相對夠大	整個計畫走完，規模和同業比起來夠不夠大？

在一萬六千多個大型專案中，預算、時程與效益三項都達成的只有 0.5%。Euro Disney 開幕兩年累計虧損超過 10 億美元，就是想一次到位的代價。

資料來源：Bezos 2015 年致股東信（單向門與雙向門）；McGrath & MacMillan, “Discovery-Driven Planning,” HBR 1995；Lovallo & Kahneman, “Delusions of Success,” HBR 2003；Flyvbjerg & Gardner《How Big Things Get Done》(2023)。左圖由講師整理。

P&G 先看單一品類怎麼贏，往上每一層都要說得出替下一層多創造了什麼價值，說不出來，連領先的事業也會賣掉

P&G 2000–2012 年的選擇（美國｜消費品）

保留並加碼

Olay：不到 8 億美元

成長到 25 億美元

併購 Gillette

五項能力跨事業共用

與對手合作

Glad 交給 Clorox 經營

P&G 持股 10% → 20%

營收從 4 億美元成長到

10 億美元以上

退出

製藥　2009 年出售

Folgers　2008 年出售

Pringles　2012 年出售

仍在獲利時退出

五項跨事業共用的能力

包括消費者理解、品牌建立、創新、通路推展與全球規模。能不能跨事業共用這五項能力，是 P&G 篩選事業的標準之一。併購 Gillette 時也逐項檢視，發現旗下的 Braun 與這五項能力的契合度較低。

Folgers 雖在包裝咖啡領先對手，但眼看 Starbucks、Nespresso 與 Keurig 已經拿下更大的咖啡市場，P&G 仍在 2008 年將它出售。**守住原本範圍的領先，也可能同時錯過更大的市場。**

資料來源：Lafley & Martin《Playing to Win》（HBR Press，2013）PDF 第 98–101、129–141、239–240 頁。毛利率 2000 年 46%、2009 年 52%（PDF 第 239 頁）。

專家意見不同時，與其說服對方，不如請最懷疑的人設計檢驗，並事先說好什麼證據會改變判斷

1

換一個問法：先別爭論「這個方案對不對」，改問「這個方案要成立，必須具備哪些條件？」

2

篩出必要條件：自問「如果其他條件都成立，只有這一項不成立，我們還會做嗎？」答案若是不會，就是必要條件。

3

由最懷疑的人設計檢驗，並在看到結果之前，先說清楚什麼證據能改變他的判斷。

4

先驗最沒把握的條件：驗不過就停下，不再花資源檢驗同一方案的其他條件。

Olay 的例子　九項條件中有三項最沒把握，依序檢驗價格、零售商意願與整體體驗。價格測試發現，18.99 美元反而能同時吸引兩種通路的顧客。

作者 Martin 的教訓　曾有客戶的執行長不採納他的分析，仍花 2,000 萬美元買下標的，結果虧損收場。此後他改為和各方一起列出必要條件。

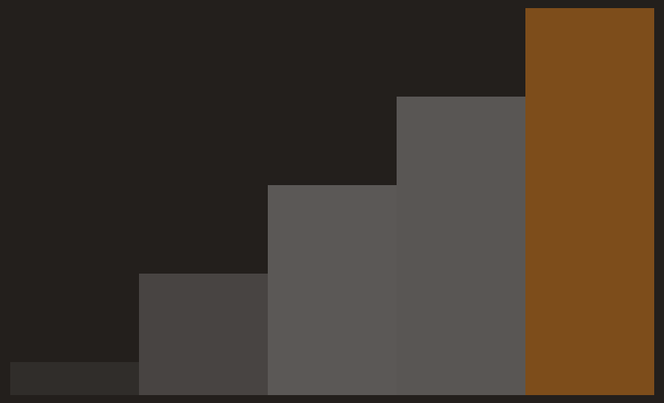
資料來源：Lafley & Martin《Playing to Win》PDF 第 25–26、200–214 頁。這個方法可銜接第四部各題的 MVP（最小可行的試行）。

第四部

四個判斷問題的方法與推進步驟

IV

前三部看的是各國同業經驗與研究證據。接下來針對每一個判斷問題，介紹具體方法與研究依據，並以一家虛構的連鎖健身集團，示範從最小範圍開始的推進步驟。



01

判斷問題一

新事業必須自己即時決定哪些事？

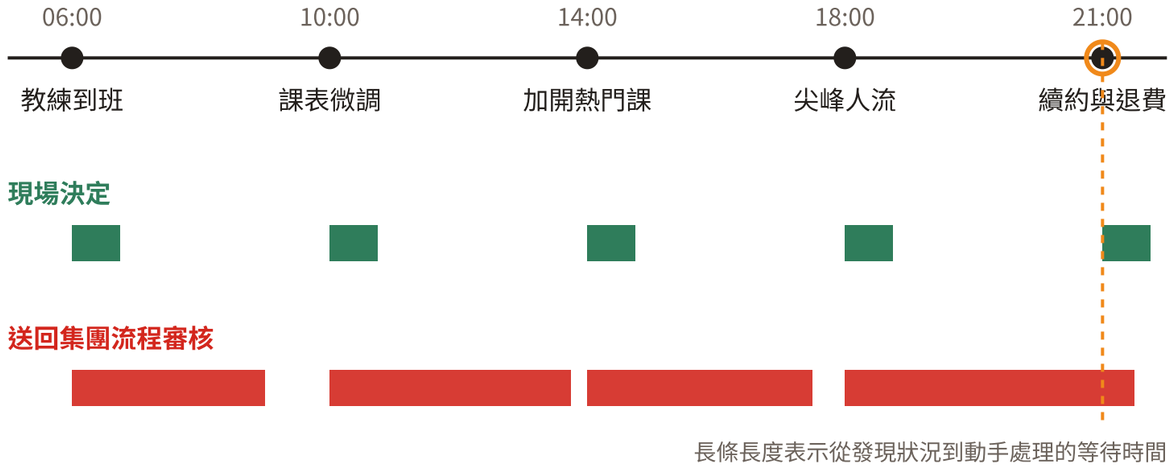
「能共用就共用」是集團整合常見的直覺，但新業態的價值，往往來自幾個必須在現場當天拍板的決定。



新業態的價值常來自當天的現場判斷，一旦併入集團流程，帳上雖省了成本，顧客卻覺得反應變慢

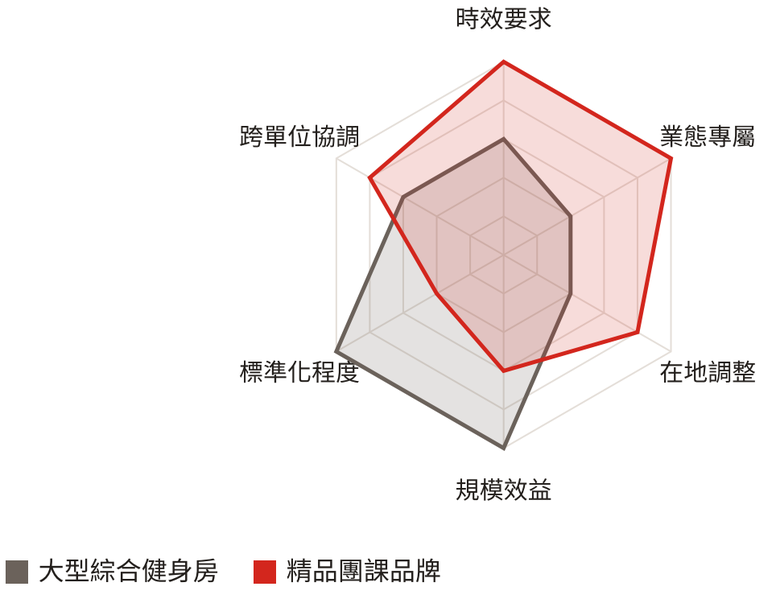
一家精品團課健身房一天裡的現場決策

示意



兩種健身業態的決策特性

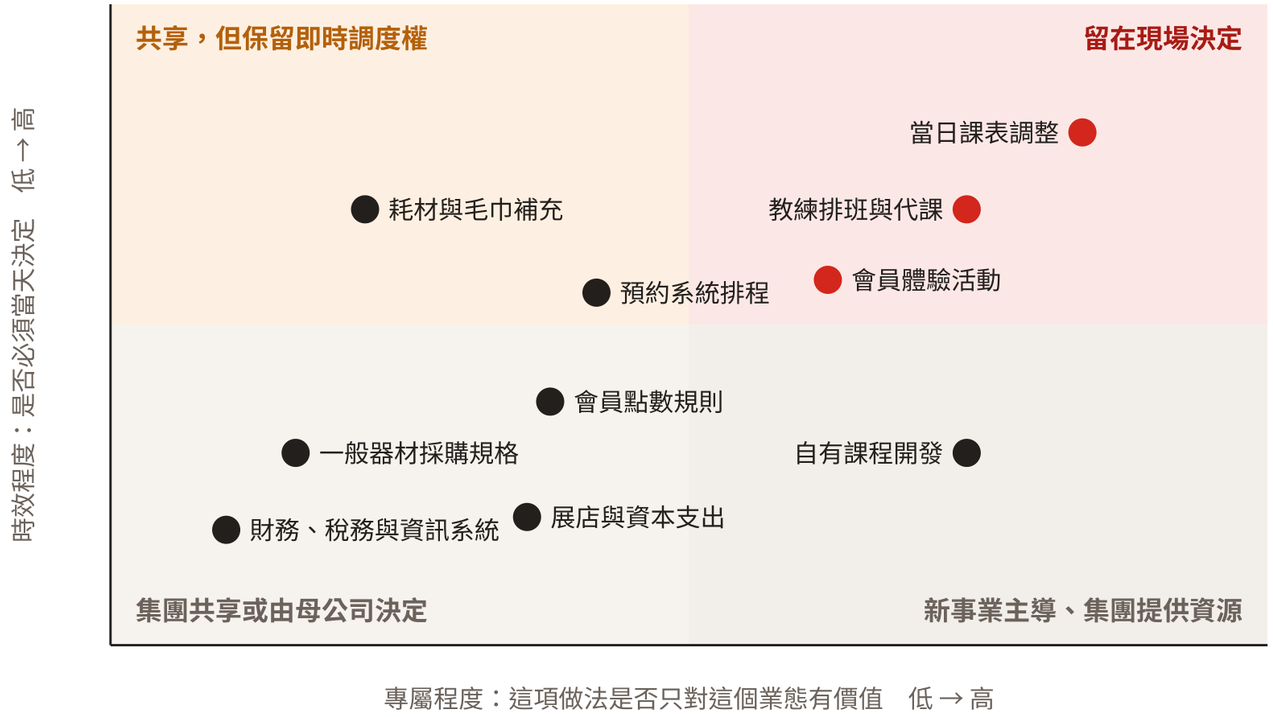
示意



示意圖以虛構的健身集團說明決策特性的差異。即時應變的能力多半藏在現場人員的默契裡，推動整合時最容易在不知不覺中拆散這些默契。

用兩個問題決定集權或分權：這件事是否只對新業態有價值？是否必須當天決定？

示意：以精品團課品牌為例



兩項都高的，決策權留在現場

兩項都低的，交給集團共享或由母公司決定。介於中間的可以共享，但要寫明服務條件，例如共用預約系統，同時保留熱門課程的加開權。

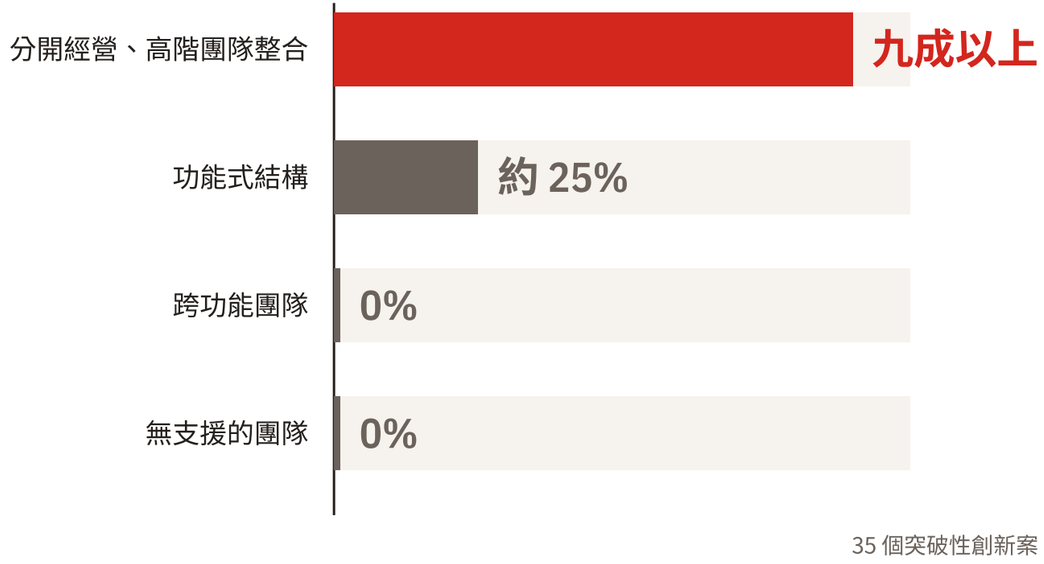
92%

一家航太承包商在近 2,000 項零組件中，遇到設計專屬且複雜的項目時，選擇自行生產的比例。越是專屬、越難事先講清楚的事，越適合留在內部決定。

依據：交易成本理論（Williamson）；Masten 的零組件自製或外購研究，引自 Mahoney《Economic Foundations of Strategy》PDF 第 111、137、145 頁。圖中各決策的位置以虛構的健身集團為例，屬示意。

讓新舊事業分開經營、只在高階團隊整合，突破性專案的成功率超過九成

不同組織結構下，突破性創新專案的成功比例



依衝突程度與市場相似程度，選擇分合方式



新事業保有自己的流程、組織與文化，資源協調與爭議處理則集中在高階團隊，再用全集團共同的激勵制度把雙方綁在一起。

資料來源：O’Reilly & Tushman, “The Ambidextrous Organization,” HBR 2004（9 個產業、35 個突破性創新案，屬比較個案研究）；Markides & Charitou, Academy of Management Executive 2004；Markides & Geroski《Fast Second》PDF 第 167–170 頁；Govindarajan & Trimble《The Other Side of Innovation》2010。

一家健身集團的做法：先在少數據點試行分工，用續約率與課程滿額率決定要不要擴大

1

新品牌總經理盤點從日常營運到長期投資的關鍵決策：課表、教練排班、加開課程、會員優惠、退費、展店與設備投資。

當責：新品牌總經理

2

將各項決策歸入「留在現場決定」「共享但保留即時調度權」「交給集團」三類，並請各據點主管點出哪些服務靠現場默契完成（例如熟客的課前叮嚀），列為暫不標準化的項目。

當責：經營團隊

3

判斷精品團課品牌與既有大型健身房之間的衝突與相似程度，選定整體的分合安排。

決定：董事會

4

MVP（最小可行的試行）：先在少數據點試行，觀察從會員反映問題到現場完成調整的時間，以及續約率與課程滿額率。

當責：新品牌總經理

5

依試行結果決定擴大或修正，再試一輪。

決定：經營團隊

符合預期　擴大到其他據點，沿用同一套分工。

反應變慢或續約率下降　回頭找出是哪一項共享安排造成的，調整之後再試一輪。

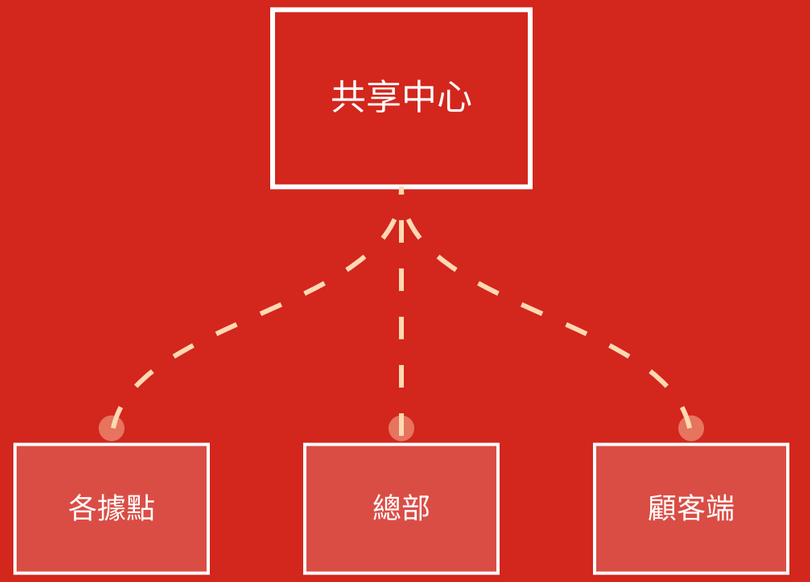
組織設計的「專業文化檢驗」：如果結構拆散了需要不同文化的團隊，這個設計就不合格（Goold & Campbell；《Exploring Corporate Strategy》第 8 版 PDF 第 482–483 頁）。

02

判斷問題二

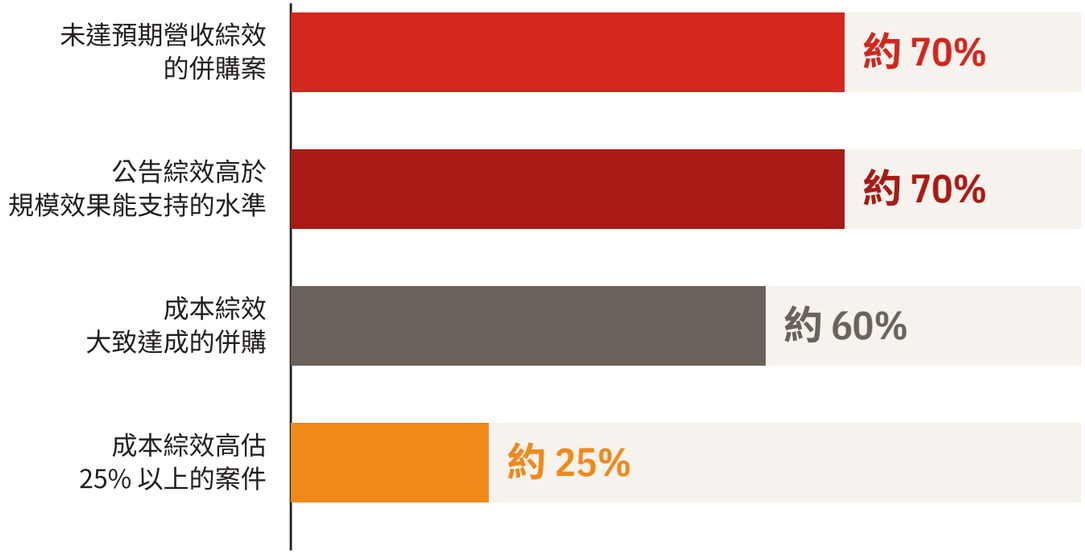
共享省下的成本，有沒有轉到其他單位身上？

共享中心的帳面數字最漂亮，衍生的隱性成本，卻往往分散到各據點、總部與顧客身上。



併購前的綜效預估普遍偏高：七成案件達不到預期的營收綜效，成本節省也常不如預期

併購案的綜效實現情形



前兩列：McKinsey 160 件併購、Bain 規模曲線分析；後兩列：McKinsey

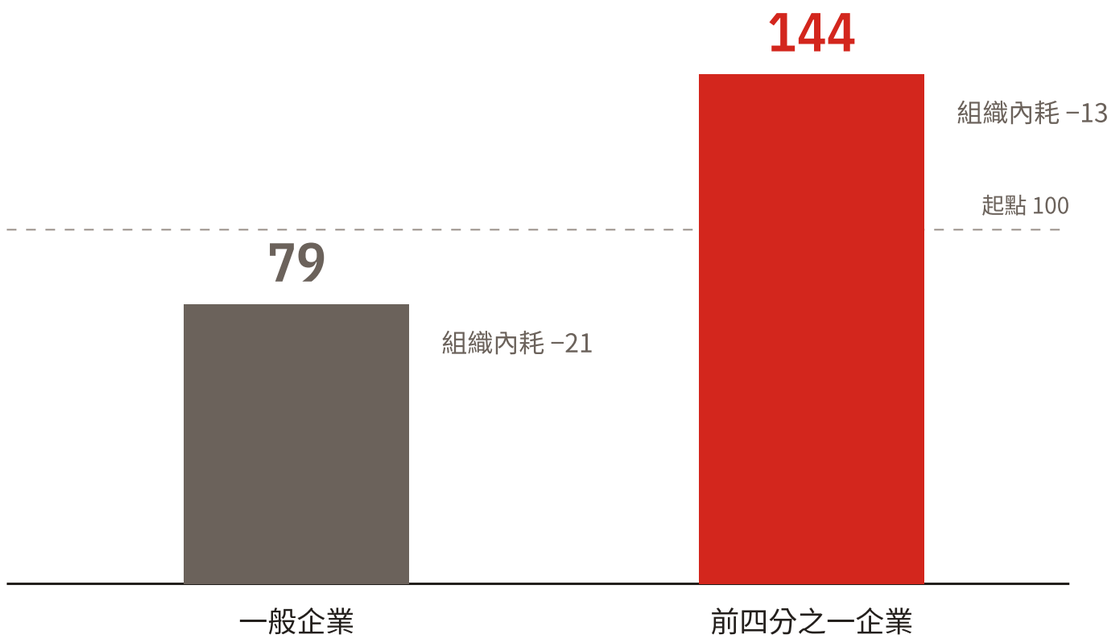
2–5% 合併後平均流失的顧客比例（部分案件甚至超過 30%）。這類「負綜效」，事前的綜效評估很少算進去。

綜效常被高估，原因之一是**共享衍生的新代價散落在各使用單位**，例如據點的等待與重工、總部的協調會議，以及顧客流失，不會同時呈現在同一張報表上。

資料來源：McKinsey, “Where Mergers Go Wrong,” 2004（160 件併購）；Bain, “Why Some Merging Companies Become Synergy Overachievers,” 2014（分析兩萬多家公司的規模曲線）。皆為顧問公司分析，屬相關性證據。

組織內耗平均吃掉兩成以上的生產力，跨單位的協調成本要換算成工時才看得見

組織生產力指數（起點 = 100）



30萬小時

一家大型企業為了準備每週一次的高階主管會議，全公司每年耗用的工時。

把協調成本換成工時來記錄

將跨單位開會、對帳、例外處理與爭議解決所耗用的工時全部記錄下來。在共享前後各量一次，就能看出協調成本是減少還是增加。

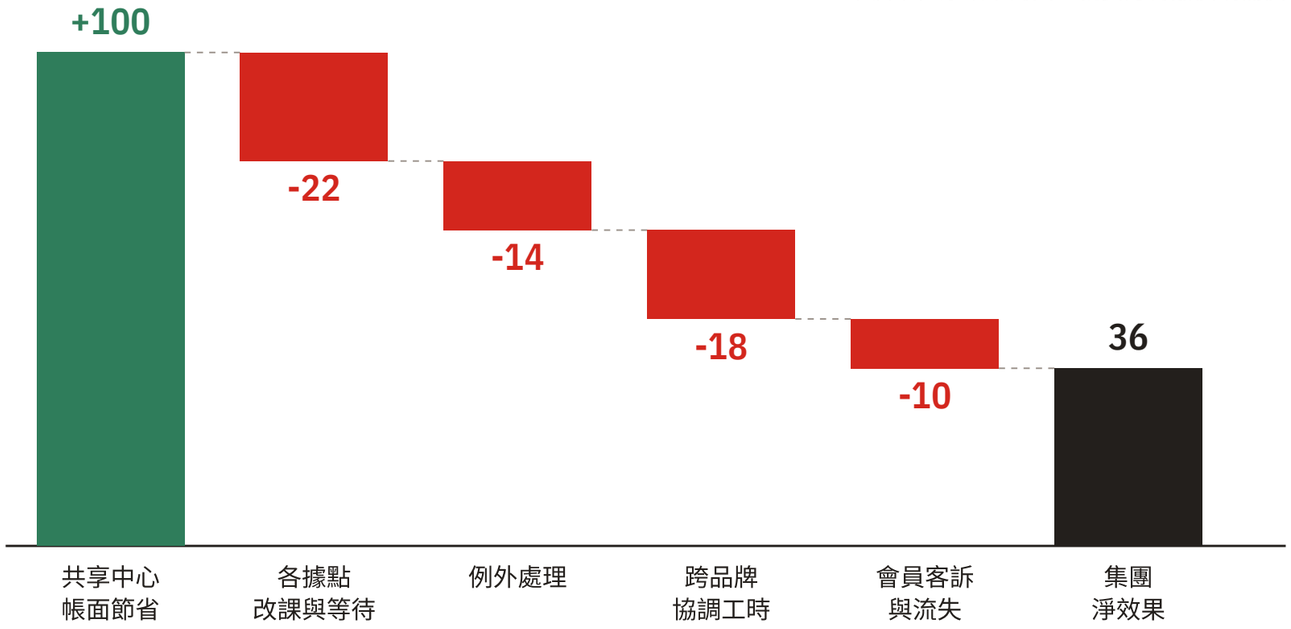
資料來源：Mankins & Garton《Time, Talent, Energy》Bain／HBR Press 2017（25 家全球企業組織稽核與 300 多位高階主管調查）；Mankins, Brahm & Caimi, “Your Scarcest Resource,” HBR 2014。

把共享中心的節省與各單位新增的代價放在同一張報表，才看得到成本轉嫁

健身集團共用客服與預約中心的淨效果

示意數字

某個單位淨效果為負，就要訂轉撥價或補償



時間導向作業成本法

先算出每分鐘的產能成本，再記錄每種作業花多少時間，例如一次改課、一筆跨店轉籍、一筆點數結算。用同一套費率比較共享前後，看成本是真的少了，還是換了地方。

事前寫清楚「量什麼」與「怎麼分」

算不清楚的地方，最容易成為成本轉嫁的漏洞。改課、轉籍、退費與客訴的計價標準要先定義清楚，成本節省的分配公式也要事先寫明，並交由財務或稽核單位獨立衡量。

依據：Kaplan & Anderson, Time-Driven Activity-Based Costing, HBR 2004；Mahoney《Economic Foundations of Strategy》PDF 第 111、133、141、163–180 頁（含 Libecap 油田合併開採研究）；《Exploring Corporate Strategy》第 8 版 PDF 第 310 頁。

一家健身集團的做法：從一個品牌、一個城市開始量，每個單位的淨效果都是正的，才擴大共用範圍

1

選一項已經上線的共享安排作為起點：由集團共用客服與預約中心，負責服務精品團課品牌。

決定：策略單位

2

畫出共享前後的跨單位作業流程，標出等待、轉接、重工與退費出現在哪裡。

當責：各使用單位

3

估算各單位的服務成本，記錄協調工時、例外件數、改單次數與爭議件數。

當責：財務或稽核

4

編一張對照報表，並列共享中心的節省金額、各單位的成本淨變化，以及客訴與會員流失數。

當責：財務或稽核

5

MVP（最小可行的試行）：先在一個城市、一個品牌量完一輪，再決定擴大或修正。

決定：經營團隊

每個單位的淨效果都為正　擴大共享範圍，沿用同一套衡量方式。

某個單位的淨效果為負　訂出轉撥價或補償機制，必要時把該品牌移出共用中心，修正之後再試。

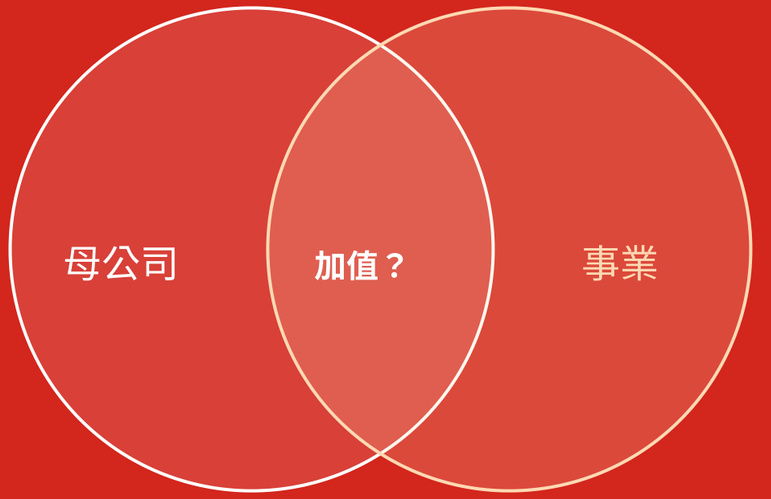
《Cooperative Strategy》主張同時看整體績效與各參與方的目標績效（第 17 章）。衡量交給中立單位，共享中心不替自己打分數。

03

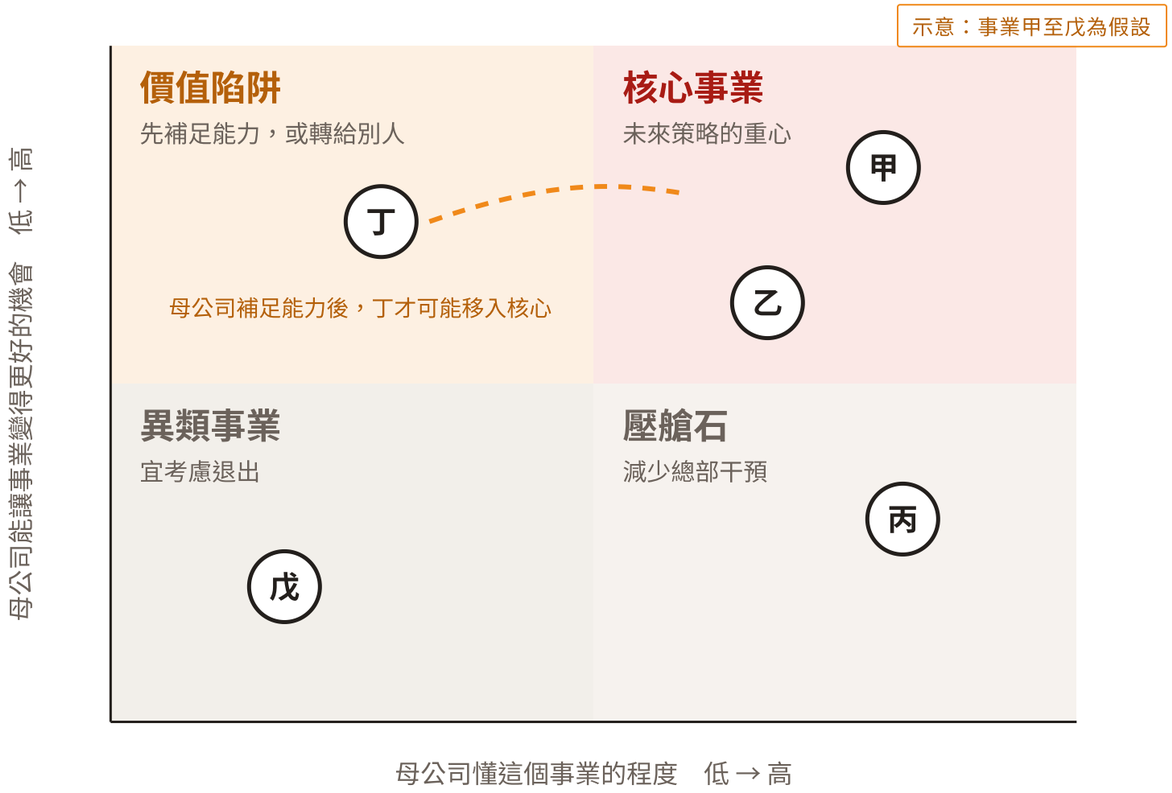
判斷問題三

和長期合作或少數持股相比，由集團直接擁有，能多帶來什麼？

評估是否擁有時，真正該拿來比較的，是其他可行的替代安排：交給另一個擁有者、簽長約、合資或少數持股。



母公司要既懂這門生意、又能幫上忙，才值得擁有：適配矩陣依這兩項條件把事業分成四類



母公司加值的四種方式

描繪願景、指導並促成跨單位合作、提供集中服務與資源，以及必要時直接介入。

母公司破壞價值的三種方式

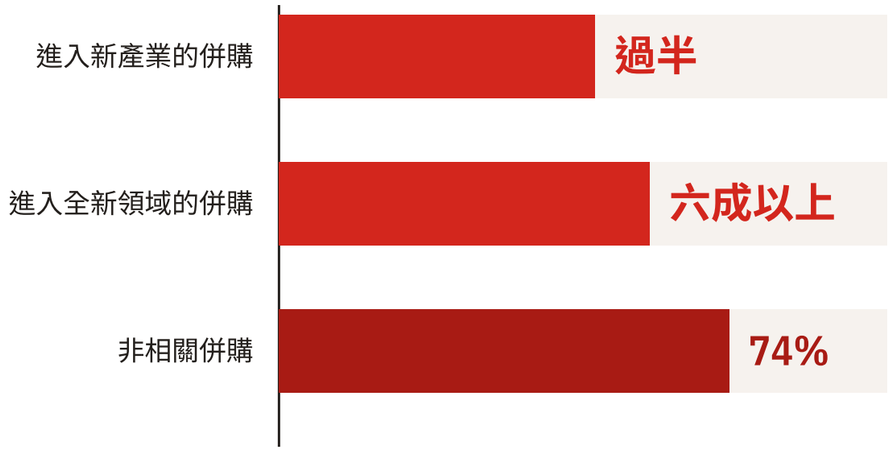
一是增加管理成本，二是增加簽核層級而拖慢回應，三是讓強勢事業補貼弱勢事業，模糊各事業的財務表現。

最需要留意的是「價值陷阱」：**母公司看起來幫得上忙，其實不夠了解該事業**，強行介入往往弊大於利。

依據：Goold, Campbell & Alexander《Corporate-Level Strategy》1994；《Exploring Corporate Strategy》第 8 版 PDF 第 307–321 頁。Feldman（Strategic Management Journal, 2020）以美國公用事業控股公司的自然實驗，提供母公司影響子公司績效的大樣本證據。

沒通過「變得更好」檢驗的多角化，事後多半轉手賣掉，能交替運用多種方式取得能力的公司，存活率則比較高

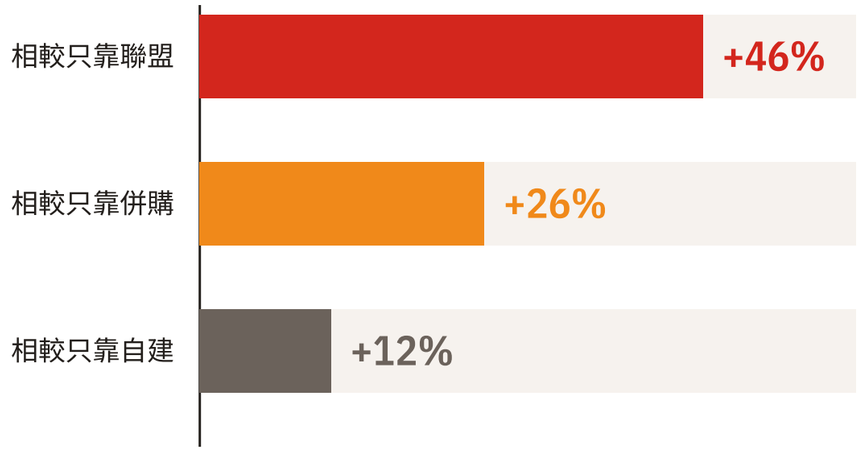
美國 33 家大企業多角化進入的新事業，事後出售或處分的比例



後來被處分的比例

三項檢驗：產業本身有吸引力、進入成本不會吃掉未來獲利，以及新舊事業結合後能讓彼此變得更好。企業最常跳過的是第三項。

交替運用多種方式取得能力的公司，五年存活機率高出

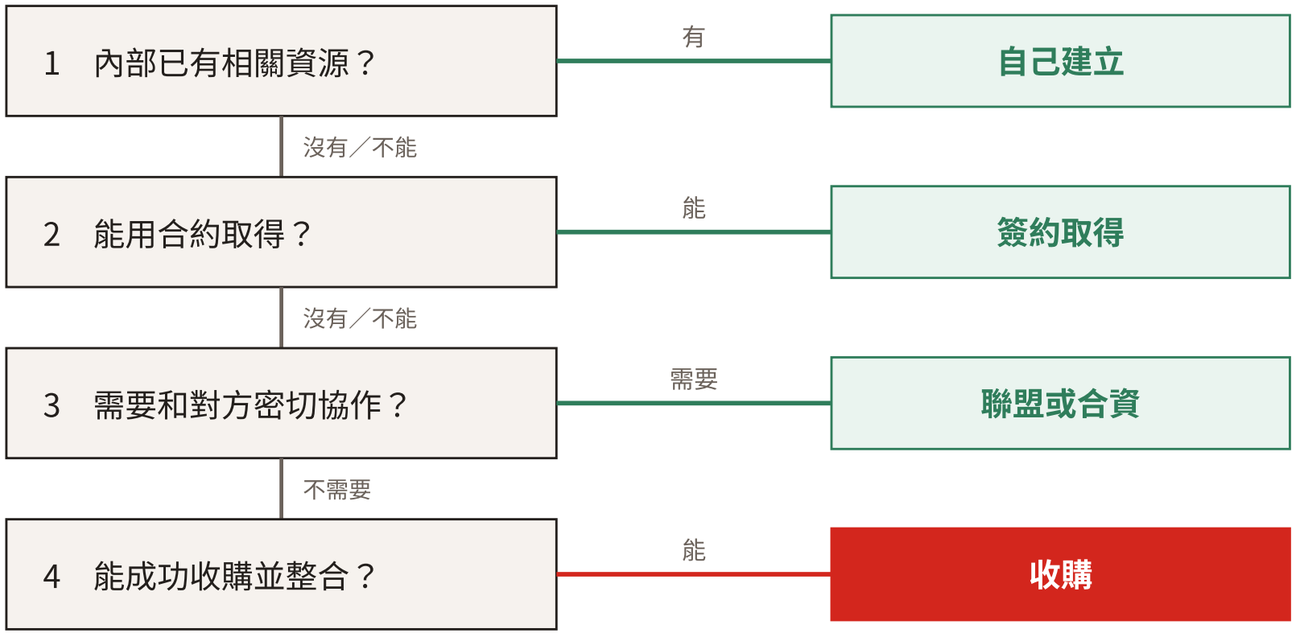


五年存活機率的差距

針對全球 162 家電信公司長達十年的追蹤研究發現，只靠單一方式取得能力的企業，容易落入「執行陷阱」。

資料來源：Porter, “From Competitive Advantage to Corporate Strategy,” HBR 1987（1950–1986 年紀錄）；Capron & Mitchell《Build, Borrow, or Buy》HBR Press 2012；INSEAD 研究新聞稿 2010。

取得一項能力要依序問四個問題，確定能整合之後，才走到收購這一步



第四題答案是「不能」時，回到前三種方式，或暫緩取得這項能力

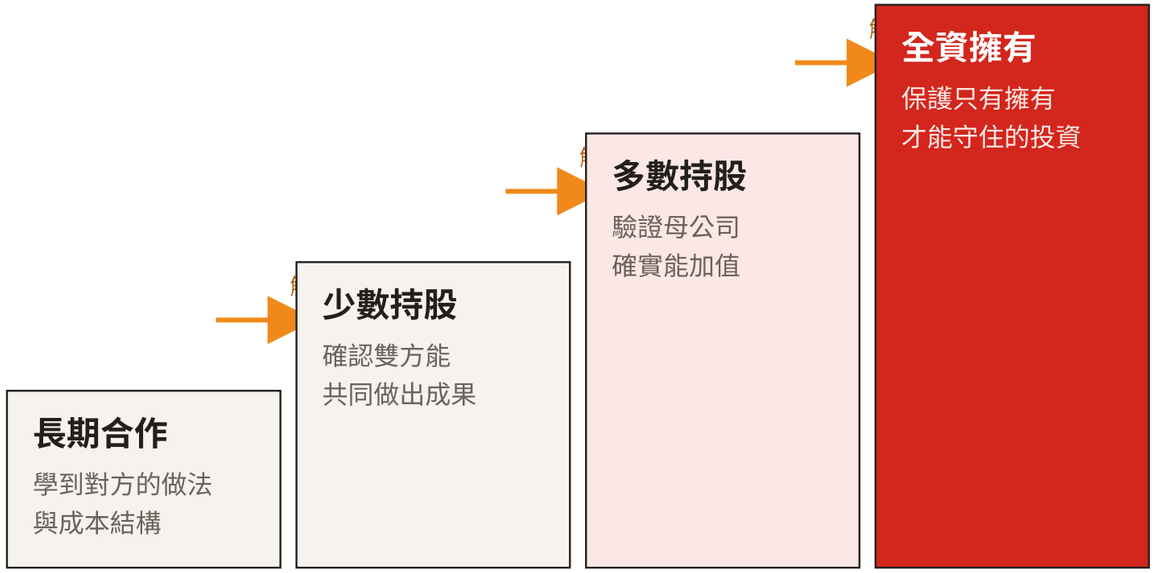
契約寫不到的時候，由誰說了算

擁有的核心意義，在於契約沒寫到時由誰拍板。需要投入專屬資產的一方（例如打造專用團課教室、自有預約系統或改裝據點），最需要取得控制權來保障投資。

討論時可先列出三到五個契約難以寫盡的情境，例如**器材安全事件、系統中斷、會費策略衝突**，逐一確認發生時由誰拍板。本頁以健身集團為示意。

依據：Capron & Mitchell《Build, Borrow, or Buy》2012；不完全契約與產權理論（Hart），引自 Mahoney《Economic Foundations of Strategy》PDF 第 187–199 頁；Joskow 發電廠與煤礦研究（同書 PDF 第 194 頁）。

一家健身集團的做法：持股分段推進，每一段先驗證「擁有能多帶來什麼」，取得證據再進到下一段



每一段事先寫明增加持股與退出的條件

入股前先寫一份「母公司加值說明」，列舉集團能替精品團課品牌做到，但一般合作夥伴做不到的事（例如教練培訓體系與跨品牌會籍）。如果寫不出來，簽約合作就夠了。

當責：新品牌負責人

把旗下各品牌放上適配矩陣：對成熟的大型健身房，減少總部干預。對集團不夠熟悉的復健與醫療健身，則先補足能力，或轉交給更適合的擁有者。

決定：策略委員會

每次增資前，由提案人以外的成員檢視前一階段的成果，避開常見的沉沒成本陷阱。

決定：董事會

本頁以虛構的健身集團為例。分段推進是 MVP（最小可行的試行）在投資上的做法。沉沒成本陷阱見 Hammond, Keeney & Raiffa, “The Hidden Traps in Decision Making”（《HBR on Decision Making》PDF 第 152–155 頁）。

04

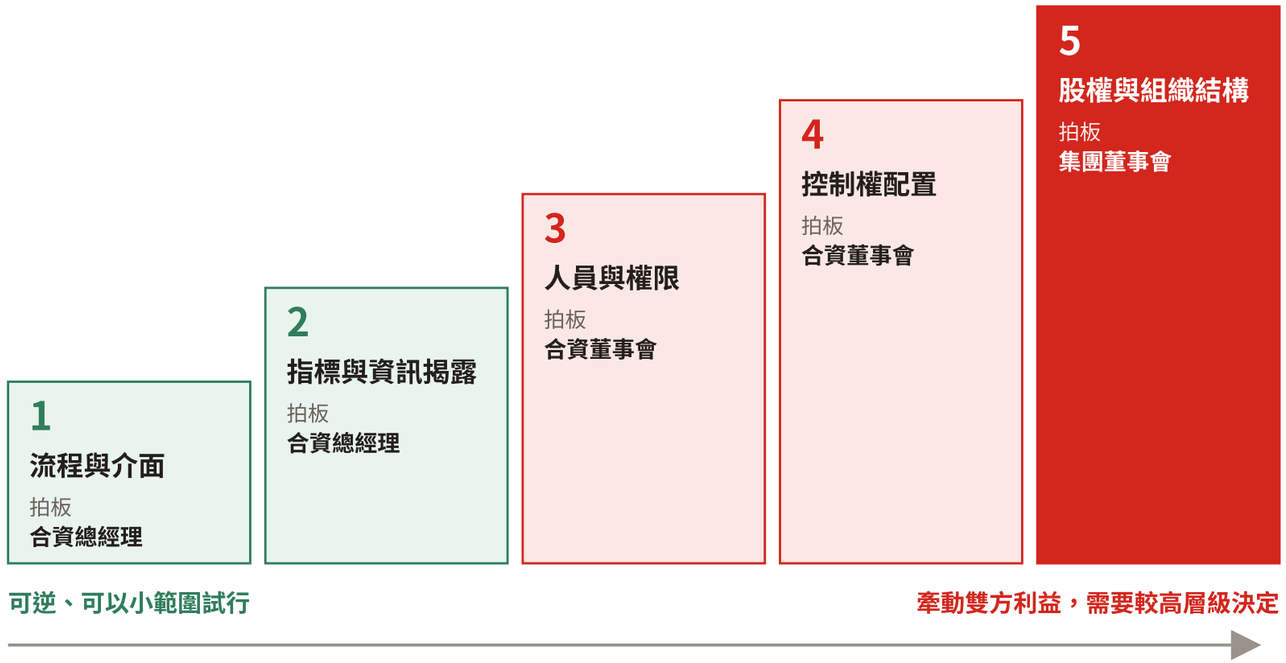
判斷問題四

合作之後如果出現摩擦，哪些部分可以先調整？由誰決定？

事事層層上報，現場只能空等。一出問題就重談股權，小摩擦也會演變成大衝突。



摩擦的處理由淺到深：先動可逆的流程與指標，最後才動股權與結構



前兩層：可逆、可以小範圍試行

流程、介面與指標的調整，先在少數據點試行，隨時可以修正。

後三層：牽動雙方利益

涉及人員權限、控制權配置與股權結構的變動，才交由高階主管或董事會拍板。除非顧客需求改變，或原本的經營取捨已不成立，否則不輕易改動核心定位。

五層順序由本講義整理，依據 Etzioni 的分階段決策（《HBR on Decision Making》PDF 第 52–57 頁）與 Magretta 整理的波特「持續性」原則（《Understanding Michael Porter》PDF 頁碼 190–213）。

每個關鍵決策只能有一位拍板者，合資案更需要事先畫好決策角色表

健身集團海外合資據點的決策角色表

示意

決策	提案	同意	拍板	提供資訊
當日課表調整	店經理	—	**店經理**	課程部
新課程上線	課程部	教練認證單位	**合資總經理**	各據點、教練團隊
共用預約系統變更	集團資訊部	合資總經理	**集團營運長**	各據點
年度展店計畫	合資總經理	雙方母公司	**合資董事會**	財務
增資或調整持股	集團策略單位	合資夥伴	**集團董事會**	合資董事會

五種角色：提案、同意（可否決，但要提出替代方案）、拍板、執行、提供資訊。表中省略「執行」欄。

研究怎麼說

決策效能前五分之一的公司

股東總報酬高出約 6 個百分點



+6

設有專責聯盟部門的公司

聯盟長期成功率 63%，沒有的約 50%



63%

合資案表現低於潛力的比例

主管估計值



40–60%

資料來源：Rogers & Blenko, “Who Has the D?” HBR 2006；Bain 決策效能調查（近 800 家企業，相關性證據）；Kale, Dyer & Singh, Strategic Management Journal 2002；McKinsey, “Avoiding Blind Spots in Your Next Joint Venture,” 2014／2020（30 家公司、300 多個合資案的主管估計）。

一家健身集團的做法：先找出摩擦的真正原因，從最淺的一層試行調整，等信任提高之後，再逐步下放營運決策

「是與不是」對照：找出能同時解釋「有發生」與「沒發生」的原因

	有發生	沒發生
哪些據點	北區新據點	中南部既有據點
哪些課程	晚間團課	自主重訓
什麼時段	平日晚上	週末
最近的變化	北區改用集團統一的預約系統	

表內情境以虛構的健身集團為例。會議上沒有人反對，不代表執行沒有問題。現場需要一條不必層層上報的反映管道，讓第一線人員說出實際的負擔。

1

製作決策角色表，每個關鍵決策只指定一位拍板者，附在治理辦法中。

當責：策略單位與合資總經理

2

寫明升級規程與每一層的回應期限，指定一位從簽約到營運一路負責的主管。

決定：合資董事會

3

摩擦出現時，先做「是與不是」對照，再決定要調整到哪一層。

當責：合資總經理

4

MVP（最小可行的試行）：流程與指標的調整先在少數據點試行，確認改善後再推廣。

當責：合資總經理

5

每完成一輪試行，雙方一起檢視信任、控制與學習三方面的狀態。信任提高之後，再逐步下放營運決策。

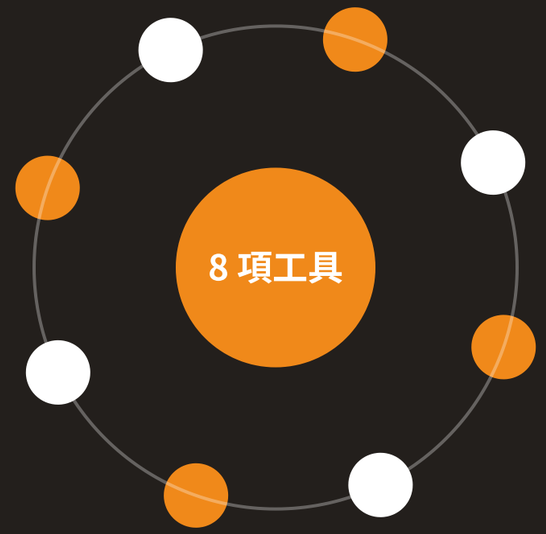
決定：合資董事會

依據：Kepner-Tregoe 是與不是分析（《HBR on Decision Making》PDF 第 117–145 頁）；Argyris 對 165 位高階主管的觀察研究（同書 PDF 第 67–92 頁）；《Cooperative Strategy》第 2 版 PDF 第 54–57、63、193–197 頁。

第五部

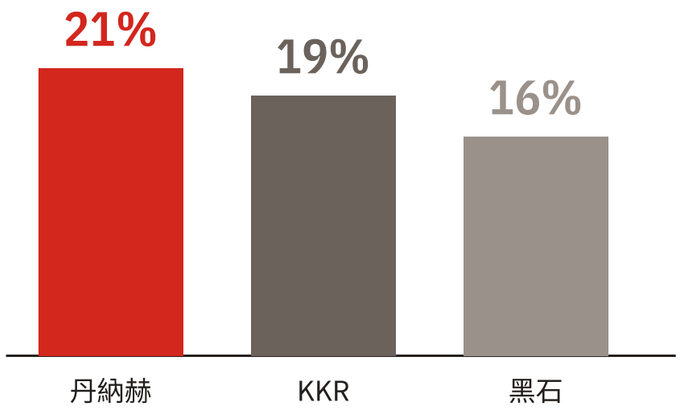
丹納赫：一家集團怎麼調度資金、帶動成長、塑造文化

丹納赫在四十多年間完成近 400 次併購，市值約 1,600 億美元（2026 年 10 月）。它的產業雖然和統一不同，但處理這四個判斷問題的方式，值得對照。



丹納赫把資金調度當成一檔基金在經營：先挑好市場，用長期名單與報酬門檻決定錢往哪裡去

把丹納赫視為一檔併購基金計算的淨報酬率



2013 年的併購名單

225 家
長期經營的名單

75 家
進入交易流程

14 家
完成併購

細研究、慢孵育、快執行

三個條件同時成立才出手

市場、標的與估值缺一不可。書中的說法是「併購的是好市場，而不是好公司」。就算標的再難得，只要估值不合理就放棄。

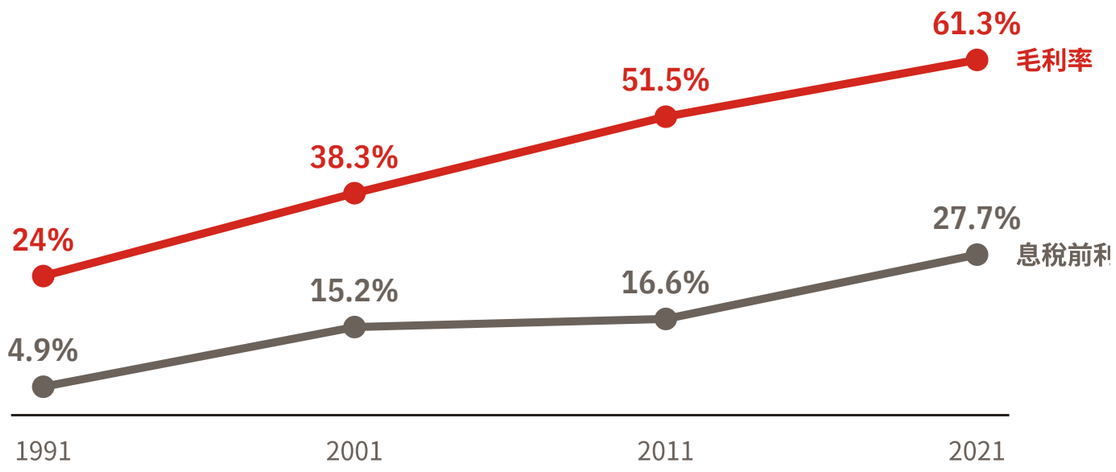
報酬門檻是下限

獨立營運的事業，投入資本報酬率在三年內要達到 10% 的最低要求，代表性案例長期都在 20% 以上。

資料來源：楊益、陳朝巍《丹納赫模式》PDF 第 25–26、48、63–69、99 頁。數字為作者整理的公開資料，未經獨立查核。

丹納赫帶動成長不只靠降成本：先切入更好的市場，再用補強併購與改善工具把事業本身做大

丹納赫的毛利率與息稅前利益率



福祿克：營收從 3.4 億美元成長到 12 億美元



單位：億美元；營業利益率從 10% 提高到 25% 以上

工具從降成本延伸到成長

2001 年加入成長工具，2009 年後再加入領導力模組，研發投入占營收的比例從 3–4% 提高到 6% 以上。事業組合每年調整 5–10%，大約十年就整個換過一輪。

資料來源：楊益、陳朝巍《丹納赫模式》PDF 第 26、31、42、45、55、92–93 頁。Strategy Beyond the Hockey Stick 第 7 章也以丹納赫為資源再配置的例子：管理團隊一半時間花在資源配置上。

丹納赫的中央只統一少數幾件事：基礎工具、關鍵指標與報酬門檻，其餘交給各營運公司

中央統一（必做）	留給營運公司
80 多個工具中的 8 個基礎工具	其餘工具依需要挑選
8 項核心指標與報酬門檻	各自訂策略、自負盈虧
財務、法務等基本管控	整合時只聚焦 3–5 個決定成敗的要素
關鍵職位由集團派任	以頗爾為例，約一半高階主管是原班人馬或內部晉升

集團總部的改善辦公室在全球只有 15–20 人，各營運公司的改善專家直接向該公司總裁報告。

75–85%

高階主管由內部晉升的比例。主動離職率長年低於 5%。

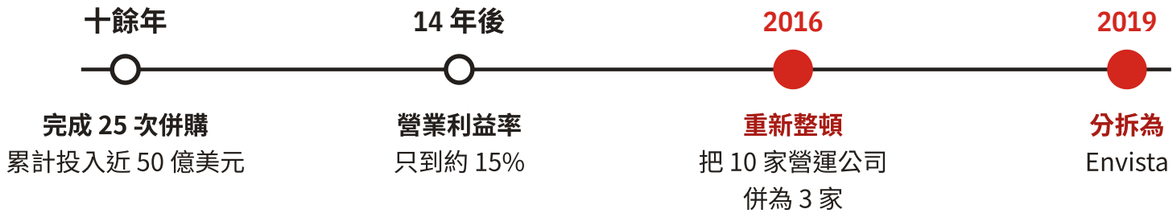
文化靠每天做的事建立

所有營運公司總裁每六週都要親自參加一次為期三天的現場改善活動，沒有培養出接班人就不能升遷。新併入的團隊只有兩條路：全面接受這套做法，或者趁早離開。

資料來源：楊益、陳朝巍《丹納赫模式》PDF 第 74–76、93–97、153、156、161–163、187 頁。

丹納赫也有失敗案例，也會主動分拆經營良好的事業：「變得更大不是目的，變得更好才是」

牙科平台：近 50 億美元、25 次併購之後



失敗原因：旗下營運公司太多、彼此缺乏協作，加上外部經銷通路強勢、同業競爭激烈。這也是丹納赫高階主管流失率最高的事業平台。

把經營良好的事業分拆出去

2016 年分拆出景氣循環性較強的 Fortive，2023 年再分拆出 Veralto。書中的經驗是，一項事業留在體系裡超過 15 年，就很難再擠出改善空間，需要換入新的事業。

前任改善體系負責人曾說：「想做這套體系，就去丹納赫工作吧。」意思是在別家公司從頭導入，完整要三到四年，**最高主管如果自己跳過流程，體系就建不起來**。

資料來源：楊益、陳朝巍《丹納赫模式》PDF 第 33、44、50、59–60、78–83、203–206 頁。

學丹納赫的企業不少，把改善變成日常習慣的公司，和只學表面工具的公司，三到四年內就看得出差別

美國｜工業集團

GE：把改善習慣帶進一家更大的集團

丹納赫前執行長 Culp 在 2018 年接任 GE 執行長，把精實改善與年度目標展開的做法帶進 GE。GE 之後在 2023–2024 年分拆為醫療、能源與航空三家公司。

容易忽略的一點

GE 學到的方法，最後也走到同一個結論：先把每個事業變好，再決定它該不該留在同一個集團裡。

中國｜消費品（酒類）

江小白：在消費品找到自己的版本

江小白把丹納赫式的經營系統改寫成自己的版本，並延伸到經銷商。書中記載其 2024 年有機成長 16%，低度酒業務成長 30%，旗下「梅見」銷售額突破人民幣 12 億元。

容易忽略的一點

照搬工具不夠，要改寫成適合自己產業的語言與節奏。

中國｜生技服務

藥明生物：學到方法，也遇上市場寒冬

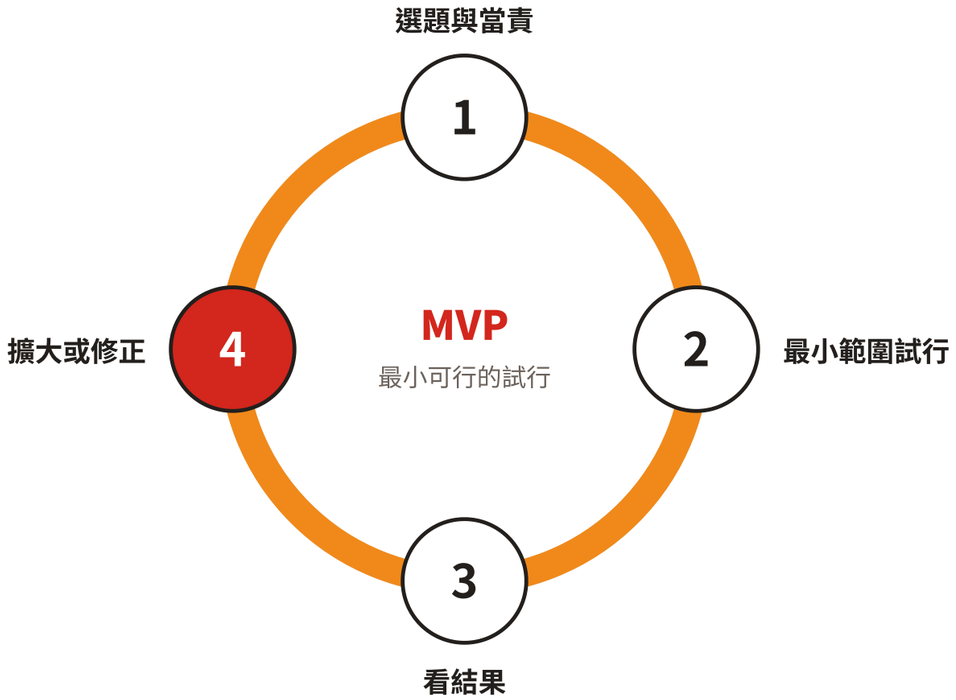
藥明生物同樣導入丹納赫的策略展開與改善方法，但書中也提到，公司隨後仍遇上生技產業寒冬。

容易忽略的一點

管理系統能提高執行品質，卻擋不住選錯市場或景氣反轉。在哪裡競爭，仍然是第一個要做的決定。

資料來源：楊益、陳朝巍《丹納赫模式》PDF 第 102、198–200、203–205 頁。GE 分拆時間依公司公告：GE HealthCare 2023 年 1 月、GE Vernova 2024 年 4 月。

從一個案子、一個問題開始，以 MVP（最小可行的試行）驗證，方向正確再推廣到其他事業



不必四題同時展開

先挑一個正在進行的案子，選一個問題、一個事業單位驗證。

事先說清楚三件事

這一輪要驗證什麼，由誰當責（ownership），以及看到什麼結果代表方向正確。

在過程中累積判斷能力

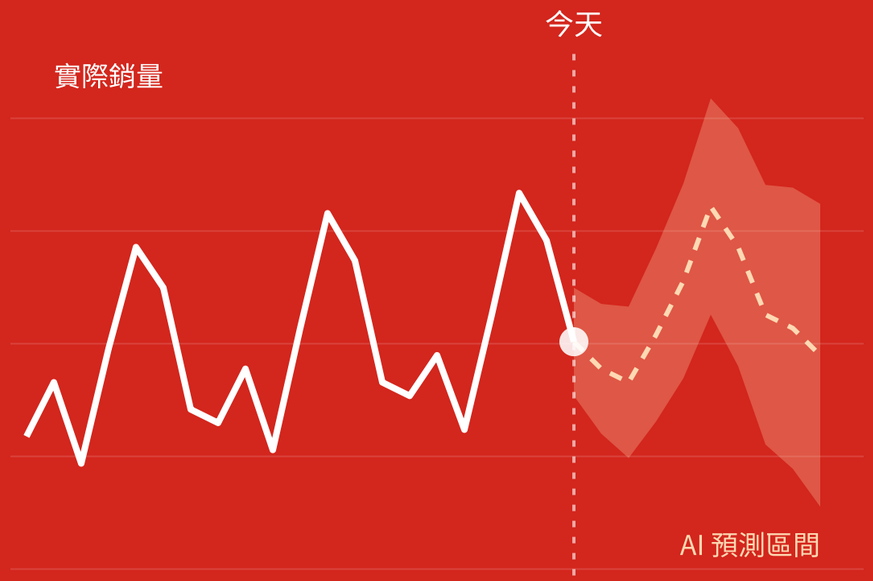
不必等到整個整合計畫結束才知道成敗。講師可以協助設計第一輪試行的範圍與檢視方式。

MVP 指最小可行的試行：先在最小可行的範圍驗證方向，符合預期就擴大，不如預期就修正後再試。

延伸議題　AI 的理解與判斷

AI 進到零售現場之後，判斷要留在誰手上？

AI 已經能針對訂貨、降價與物流排程提出建議。四個判斷問題同樣適用：由誰拍板、成本落在誰身上、資料歸誰、意見衝突時聽誰的。



日本便利商店已經把 AI 用在每天的訂貨與降價：AI 提出建議，店員把省下的時間用在賣場與顧客身上

日本 7-Eleven：導入 AI 訂貨的門市，每次訂貨作業時間



導入前時間依報導「減少 35 分鐘、降至 45 分鐘」推算

2020 年初在約 1,100 家門市試行，涵蓋零食、泡麵、日用品等約 2,500 個品項，由 AI 依銷售紀錄與天氣預報建議訂貨數量。之後擴大到全日本約 21,000 家門市，相關報導指出訂貨時間最多減少四成。

–2.5%

羅森（Lawson）用 AI 建議即期品的降價時點與幅度，2021 年食品報廢成本減少 2.5%，東北六縣的門市每店毛利增加 0.6%。

從 162 家門市推向全國

羅森在 2022 年從東京 162 家門市開始推廣 AI 降價。現在 AI 建議的折扣會直接印成黃色貼紙，貼在即期品上。

共同點：AI 先處理**重複、高頻、事後可以驗證**的小決策，成效用工時、報廢與毛利來衡量。

資料來源：日刊工業新聞 Newswitch（2020 年 5 月）；AI研究所整理報導（ai-kenkyujo.com）；NACS Daily（2022 年 11 月 8 日）；Impress Watch（2022 年 8 月 25 日、2025 年 8 月 5 日）。各數字的衡量範圍以原報導為準。

導入 AI 也是一次分工的選擇：四個判斷問題可以直接拿來檢查每一個 AI 專案

一　決策權

AI 的建議，誰可以改、誰最後拍板？

> 哪些建議可以自動執行？哪些要現場主管確認？主管改了之後，結果由誰負責？

例：健身房的器材保養排程可以先自動化，會員退費則保留店經理的調整權。

二　成本

現場省下的工時，有沒有變成別人的負擔？

> 省下的作業時間，是否轉成總部的資料整理、例外審核與系統維運？

例：用時間導向作業成本法，計算導入前後各單位耗用的工時。

三　擁有

資料與模型要自建、合作，還是採購？

> 會員資料是集團獨有的嗎？換供應商時，學到的東西留在誰手上？

例：用「取得能力的四個問題」評估合作方式，並事先談清楚契約沒寫到的資料使用權。

四　摩擦

AI 和現場意見衝突時，聽誰的？

> 現場主管經常推翻 AI 的建議時，要先調整流程與指標，還是先換模型？升級到哪一層決定？

例：記錄每次推翻的理由，用「是與不是」對照找出 AI 漏看的情境。

國內外同業都在往這個方向走。統一超商已將部分 AI 銷售預測技術推廣到一般門市。Walmart 則用數位分身模擬據點關閉、運輸延誤與需求突變，並提供 AI 工具給約 200 萬名員工使用。

資料來源：iThome（2026 年 5 月 28 日）7-ELEVEN 綠色零售與數位轉型報導；Retail Dive（2026 年 7 月 15 日）Walmart 供應鏈策略報導。四個檢查問題由本講義依前述方法整理。

同一個問題問生成式 AI 三次，答案不會完全一樣：從差異中找出還沒講清楚的前提，最後仍要由人拍板

問：連鎖健身房要在 20 個據點加開精品團課嗎？

示意

第 1 次 **先在 5 個據點試行。**各據點會員組成差異大，先驗證續約率再擴大。

第 2 次 **直接在 20 個據點開課。**教練培訓已經到位，規模效益可以攤提場地改裝成本。

第 3 次 **暫緩開課。**晚間時段的教練人力不足，課程品質風險偏高。

三個答案的差異，來自三個沒有講清楚的前提：**會員組成、教練人力、改裝的回收期**。

1　先講清楚前提，再要答案

把會員組成、教練人力與回收期寫進提問。同一題多問幾次，若答案趨於一致，通常代表前提已經講清楚。

2　用已知結果先驗證

拿過去已經知道結果的資料讓 AI 預測，比對實際結果，再決定授權範圍。

3　依可逆程度分級授權

可逆、金額小的建議可以自動執行。不可逆或牽動合作夥伴的決定由人拍板，並記錄修改理由。

示意情境。生成式 AI 每次產生的回答會有差異，是講師在企業課程中經常示範的現象。分級授權對應判斷問題四「先動可逆的、再動不可逆的」。

附錄一　十五個方法的出處與證據類型

方法	問題	主要依據	證據類型
專屬程度與時效程度定位	一	Williamson；Masten 近 2,000 個零組件研究	大樣本研究
衝突與相似程度的分合安排	一	Markides 與 Charitou；《Fast Second》	個案研究
分開經營、在高階團隊整合	一、四	O’ Reilly 與 Tushman 35 案；Govindarajan 與 Trimble	個案研究
節省與代價並列的兩欄帳	二	Mahoney；《Cooperative Strategy》；《Exploring Corporate Strategy》	理論
時間導向作業成本法	二	Kaplan 與 Anderson	實務方法
協調工時與負綜效盤點	二	Bain《Time, Talent, Energy》；McKinsey 160 件併購	大樣本研究
事前定義衡量與分配	二	Barzel；Libecap 油田研究	個案研究
母公司加值檢驗與適配矩陣	三	Goold、Campbell 與 Alexander；Feldman 2020	大樣本研究
「變得更好」檢驗	三	Porter 1987，33 家企業	大樣本研究
取得能力的四個問題	三	Capron 與 Mitchell，162 家電信公司	大樣本研究
契約寫不到時由誰決定	三、四	Hart；Joskow 發電廠研究	大樣本研究
決策角色表	一、四	Bain RAPID；近 800 家企業調查	大樣本研究
先動可逆、再動不可逆	四	Etzioni；Magretta	理論
升級規程與合資治理	四	McKinsey 300 多個合資案；Kale、Dyer 與 Singh	大樣本研究
「是與不是」對照分析	四	Kepner-Tregoe；Argyris 165 位高階主管	實務方法

證據類型：大樣本研究指有統計樣本或跨公司比較；個案研究指多家公司的比較個案或長期追蹤；實務方法指企業界長期採用、公開資料以個案為主的做法；理論指本講義僅引用觀念架構、未列出直接實證研究。書籍頁碼為 PDF 頁碼。

附錄二　各國案例與研究證據的出處一覽

主題	問題	主要出處	證據類型
Seven & i 集團重整與出售超市	一、二	C-Store Dive 2023；CSP Daily News 2023（ISS）；Inside Retail Asia 2025；nippon.com 2026	公開報導
Amazon 與 Whole Foods；Tesco Fresh & Easy	一	Fresh Fruit Portal 2025；NACS Daily 2026；Food Business News 2013	公開報導
Couche-Tard 分權與品牌集中	一、四	Couche-Tard 2017 年 MD&A；Inside Retail 2021	公司揭露
Unilever、Kraft Heinz、Kellogg	二	Unilever SEC 6-K 2024；Business Wire 2025；Supermarket News 2026	公司揭露
Tesco–Booker、Ahold Delhaize、正大集團	二	Tesco 2020 說明會；DutchNews 2017；Bangkok Post 2013；CP Axtra 2025	公司揭露
阿里巴巴出售高鑫零售；E-Mart 與阿里合資	二、三	阿里巴巴公告 2024；英文虎報 2025；Korea JoongAng Daily 2025	公司揭露
星巴克與統一 2017 年交易	三、四	Starbucks SEC 8-K 2017；AP 2025	公司揭露
羅森、全家、西友的股東變化	三	三菱商事 2024；伊藤忠 2021；Walmart 2025	公司揭露
DFI Retail 業務報酬與處分	二、三	DFI 2024 年年報；The Smart Investor 2025	公司揭露
Walmart–Bharti；Kroger–Albertsons	四	Al Jazeera 2013；Retail Brew 2024	公開報導
併購宣布當天的市場反應	二	Sirower & Weirens 2022（1,267 件）	大樣本研究
多角化折價與溢價	二、三	Berger & Ofek 1995；Villalonga 2004；Kuppuswamy & Villalonga 2016	大樣本研究
資源再配置與內部資本市場	二、三	Hall, Lovallo & Musters 2012；Scharfstein 1998	大樣本研究
新興市場集團的優勢變化	三	Khanna & Rivkin 2001；Lee, Peng & Lee 2008	大樣本研究
對手反應與多市場接觸	一、四	Horn 2023；Gimeno & Woo 1996；Chen 1996	大樣本研究、個案
權力曲線與大動作	二、三	Bradley, Hirt & Smit 2018	大樣本研究
連續併購與分段投入	三、四	McKinsey 2021；McGrath & MacMillan 1995；Flyvbjerg 2023	大樣本研究、實務方法
P&G 的選擇與逆向推演	二、三	Lafley & Martin 2013	個案、實務方法
丹納赫的資金、成長與文化	一至四	楊益、陳朝巍《丹納赫模式》	個案

完整出處與日期見各頁註腳。公司揭露指公司公告、年報或主管機關文件；公開報導指主要財經與產業媒體。

附錄三　延伸閱讀：講師近期公開、與本次主題相關的作品

策略與集團經營

統一集團的範疇經濟

圖文式成長策略個案：從合資入股、共享能力到生活入口的在地化經營

2026.05 · 教學個案

丹納赫：綜效的紀律

雙語教學指引：整合之後，綜效如何靠管理系統落實

2026.05 · 教學指引

策略：讓 AI 進入決策迴圈

繁體中文書稿：AI 輔助策略管理與台灣經理人的策略會議室

2026.06 · 書稿

AI 的理解與判斷

從剪頭髮到畫一張符：看懂 AI 怎麼運作

直式短片兩集：AI 的表現取決於模型、指令、背景資料、工具與事後驗收

2026.10 · 短片

大亞 AI 董事課程

董事會課程線上講義：生成式 AI 如何支援客戶洞察與商業創新

2026.05 · 董事課程

判斷力課堂｜The Judgment Classroom

中英文書籍介紹：用生成式 AI 輔助思考與討論，打造有作者痕跡的作品

2026.06 · 書籍

個案討論與教學方法

從教學個案，到我們看世界的方式

DBA 課程短片專題：個案與理論視角如何形塑我們解讀企業的方式

2026.10 · 課程短片

成功大學 DBA 個案寫作與教學工作坊

從個案寫作到課堂討論的設計方法

2026.05 · 工作坊

GM769A 新商業模式研究與實戰

18 週 EMBA 課程：哈佛個案、生成式 AI 與商業模式分析

2026.08 · 課程網站

與本次課程最直接相關的是**《統一集團的範疇經濟》**：以 LOPIA、家樂福、統一超、星巴克等安排，討論整合速度、共享後勤與品牌獨立性如何影響價值創造，可作為課後延伸討論的材料。

掃描開啟
完整作品索引

點選標題即可開啟。完整作品索引：537sonic.cc/works（共 372 件，持續更新）。

附錄四　講師介紹：策略管理學者，同時在董事會與企業現場工作

吳相勳 WU HSIANG HSUN · SONIC

現職

元智大學管理學院副教授、終身教育部主任

公司治理

揚明光學獨立董事（2015 年起）

學術訓練與研究

國立臺灣大學國際企業策略組博士。研究策略管理、組織理論、動態能力與競爭動態，近年延伸到數位轉型與生成式 AI。

企業經驗

早年任職創投，每年審閱超過百件投資案；長期為上市櫃與跨國企業規畫策略會議、策略工作坊與高階主管培訓，涵蓋製造、金融、通路與服務業。

寫作

《商業周刊》、《經理人月刊》專欄作者

個人介紹頁

537sonic.cc/#profile

經歷、研究與教學方式

作品索引

537sonic.cc/works

個案、課程講義、AI 工具與研究分享，共 372 件

資料來源：講師個人網站 537sonic.cc（2026 年 10 月）。