

顏和正——採訪撰述

杜英宗

投資銀行教父

Financial supermarkets Citicorp and Travelers

Background:

After the Great Depression, the U.S. enacted the Glass-Steagall Act, separating investment banks, which dealt in securities, and commercial banks, which accepted deposits and makelouts, and insurance services. Citicorp has built a global retail franchise and a worldwide corporate banking business. Travelers was an investment and insurance company that bought Salomon Brothers Inc. in the 1980s and added to its Smith Barney brokerage operation. When announcing the merge in 1998, Citicorp CEO Richard Weill stated, "the legislation will change the way the U.S. passed the Gramm-Leach-Bliley Act, opening a door to financial services conglomerates of commercial banking, investment banking, insurance, and brokerage. To do so, Citi and Travelers convinced Congress and President Clinton to repeal the Glass-Steagall Act, which prevented banking and insurance giants from combining. The new law is supposed to be an international financial power play. It combined the Citibank branch network with Travelers' Smith Barney brokerage and Travelers' insurance services.

Financial Citicorp

The deal
personal
Both

had the idea of uniting Citicorp with Travelers. Reed found the idea instantly appealing because it allowed the two organizations to merge their distribution channels, providing "one-stop shopping" for consumers. He believed the middle class would not "want to deal with multiple sources of advice". For example, savers do not want to prepare for retirement as

the Dimon and Travelers:

Study Weill assembled a team that became Shearson Loeb, which merged with American Express Co. in 1981. To work with James Robinson, the chairman, and left in 1985.

At American Express, Jamie Dimon followed Robinson and took over Commercial Credit, a subsidiary of Control Data Systems Inc., and left in 1985.

用併購 讓經營更卓越

就算爬窗也要聽的熱門課

投資銀行教父傾囊相授
經理人都該懂的數千億美元商戰關鍵

國際與台灣經典併購案例背後鮮為人知的實戰脈絡與思維，
有產業界線的今日，深思擘劃如何走向新局的策略方針。

用併購 讓經營更卓越

就算爬窗也要聽的熱門課

投資銀行教父

杜英宗

顏和正

採訪撰述

用併購讓經營更卓越 就算爬窗也要聽的熱門課

作 者／杜英宗
採訪撰述／顏和正
責任編輯／蘇鵬元
封面設計／Javick 工作室

發行人／殷允芃
出版一部總編輯／吳韻儀
出版者／天下雜誌股份有限公司
地 址／台北市 104 南京東路二段 139 號 11 樓
讀者服務／(02) 2662-0332 傳真／(02) 2662-6048
天下雜誌 GROUP 網址／<http://www.cw.com.tw>
劃撥帳號／01895001 天下雜誌股份有限公司
法律顧問／台英國際商務法律事務所・羅明通律師
印刷製版／中原造像股份有限公司
裝訂廠／中原造像股份有限公司
總經銷／大和圖書有限公司 電話／(02) 8990-2588
出版日期／2015 年 10 月 28 日第一版第一次印行
定 價／420 元

書號：BCCF0296P
ISBN：978-986-398-110-7 (平裝)

天下網路書店 <http://www.cwbook.com.tw>
天下雜誌我讀網 <http://books.cw.com.tw/>
天下讀者俱樂部 Facebook <http://www.facebook.com/cwbookclub>

目錄

自序	比併購更重要的事	4
導論	併購比你想的還要近	11

PART 1 併購與策略

1	快速取得新技術	
	思科 6 周半一併購，不夠優雅也要及早抓住機會	31
2	藉併購啟動企業轉型	
	640 億 IBM 熊抱 10 億小蓮花，革自己的命	57
3	國際化升級	
	聯想併購 IBM 個人電腦事業，中國公司轉型為世界級的國際公司	81
4	打入不同市場	
	全球第一雅虎入主台灣龍頭奇摩站，搶下華文市場灘頭堡	111
5	擴大規模 降低成本	
	個人電腦大廠輪番大車拚	133
6	跨業結合 改變產業規則	
	旅行家與花旗豪門聯姻，企圖打造一站式購足的金融超市	153
7	異業整合 相輔相成	
	AOL 與時代華納合併，結合新舊媒體的網路革命實驗	177

PART 2 架構併購案

- 8 企業併購的流程**
策略規劃、評估、協商談判、履約與整合，讓併購更順利 203
- 9 價值評估**
併購到底划不划算？ 213
- 10 實地查核**
找出收購公司的潛在風險 225
- 11 臨機應變的談判**
談個雙方都滿意的好價錢 233

PART 3 併購與整合

- 12 縝密規劃的整合策略**
克服併購整合的挑戰，快速達成綜效 249
- 13 整合實例解析**
南山人壽從外商子公司轉型為本土公司的經營策略 263
- 14 併購面對面**
黃宗仁與鄒開蓮談改寫台灣網路版圖併購案的心路歷程 283
- 後記 欣見台灣走向併購新時代 299

用併購 讓經營更卓越

就算爬窗也要聽的熱門課

投資銀行教父

杜英宗

顏和正

採訪撰述

目錄

自序	比併購更重要的事	4
導論	併購比你想的還要近	11

PART 1 併購與策略

1	快速取得新技術	
	思科 6 周半一併購，不夠優雅也要及早抓住機會	31
2	藉併購啟動企業轉型	
	640 億 IBM 熊抱 10 億小蓮花，革自己的命	57
3	國際化升級	
	聯想併購 IBM 個人電腦事業，中國公司轉型為世界級的國際公司	81
4	打入不同市場	
	全球第一雅虎入主台灣龍頭奇摩站，搶下華文市場灘頭堡	111
5	擴大規模 降低成本	
	個人電腦大廠輪番大車拚	133
6	跨業結合 改變產業規則	
	旅行家與花旗豪門聯姻，企圖打造一站式購足的金融超市	153
7	異業整合 相輔相成	
	AOL 與時代華納合併，結合新舊媒體的網路革命實驗	177

PART 2 架構併購案

- 8 企業併購的流程
策略規劃、評估、協商談判、履約與整合，讓併購更順利 203
- 9 價值評估
併購到底划不划算？ 213
- 10 實地查核
找出收購公司的潛在風險 225
- 11 臨機應變的談判
談個雙方都滿意的好價錢 233

PART 3 併購與整合

- 12 縝密規劃的整合策略
克服併購整合的挑戰，快速達成綜效 249
 - 13 整合實例解析
南山人壽從外商子公司轉型為本土公司的經營策略 263
 - 14 併購面對面
黃宗仁與鄒開蓮談改寫台灣網路版圖併購案的心路歷程 283
- 後記 欣見台灣走向併購新時代 299

【自序】 比併購更重要的事

我的職場生涯，一直跟併購有關係。我在 1974 年赴美，加入洛杉磯 Price Waterhouse 會計師事務所。在美國擔任會計師時，就有很長的時間專門處理跟併購有關的工作。後來，在國防及科技公司 Ultra Systems 擔任財務長的工作時，也自己併購了幾家公司。

我對財務長的定義是，只要跟錢有關的事，都要管。我也經歷過公司一時發不出薪水，要自己去籌錢，並且領悟，千萬不要再有這麼一天。因此，在這家公司工作期間，我和主管階層透過開創新事業部門與併購，在 8 年內讓公司的營收從 2000 萬美元成長到 10 億美元，親身體認到併購對企業發展可以扮演的重要角色與協助。後來，我就到高盛證券從事併購諮詢的投資銀行工作。

當時，我已赴美多年。當初到美國的目標，是要開開眼界，在台灣還沒有一般公認會計原則時，多學習世界一流的會

計師實務。沒想到誤打誤撞，成為《財星雜誌》(Fortune) 500 大企業中少數的華人財務長，甚至從沒想過的華爾街投資銀行家。

在這段歷程中，我常常覺得有些國外市場的規範或精神，可以對發展中的台灣有很大的幫助，讓台灣能在先進且妥適的體制下，更快速穩健的成長。也因此，我接受了高盛證券的邀約，回到亞洲建立高盛在亞洲、包括台灣在內的投資銀行相關業務，協助引進美國的經驗、制度以及規範，見證亞洲資本市場與企業成長的歷史。

回到亞洲，我陸續在高盛、花旗等投資銀行工作，經歷許多世紀大案。最後，還因為幫客戶買了南山人壽，受邀加入南山從事併購後的企業轉型與整合工作。這一生的經歷，無論是當顧問的會計師、在投資銀行提供併購服務，或在企業裡主導併購的決策者，或是從併購顧問變成併購企業的經營者，「公親變事主」地實踐併購的價值，從各種角度參與併購的經驗，都非常精彩有趣。

因此，在花旗從事投資銀行業務時，就一直有出版社跟我接觸，希望我能從國際與台灣知名的例子或併購的經驗，寫一本跟坊間不同，著重實務經驗並能提供企業參考價值，而且用故事深入淺出、讓對併購有興趣的人也能窺得堂奧之妙的書。

相信讀者看了這些要同時滿足多種需求的描述，再想像一

位投資銀行家每天在全球各大城市間奔走、要讓客戶隨傳隨到的生活，可以想見這本書一定「難產」！加上人在江湖總要謹守職業道德責任，很多不為人知的故事其實也不足為外人道。我想，也許在我退休多年、事過境遷後，才有機會將這些回憶或感觸一一道來。

不過，人生總是有很多想像不到的事。我離開投資銀行業轉戰保險業後，投資銀行家的形象似乎還是深植人心，比以前接到更多與併購相關的演講、課程邀約。在我的好朋友、前台大湯明哲副校長的盛情邀請下，2012年下半年我和他一起在台大管理學院的 MBA 以及 EMBA 開了一門併購課程。

每個星期二傍晚，我結束辦公室從上午 8 點起就不停歇的會議，匆匆到仁愛路的北平都一處囫圇吞棗一碗大滷麵，就趕到台大，進行這十幾堂星期二晚上的課程。

除了出差不在台灣的時間，以及每周六上午南山的跨部門會議，為了準備授課內容，我多半整個周末都重溫學生時代在書桌前苦讀的生活。在閱讀相關文章時，我常常有意外的驚喜，有時回想起自己曾經參與這些個案，或是哪個環節的插曲，有時，某些策略與個案中的主角也會讓我忍不住想到南山的發展，並且對我有所啟發。

所以我常說，上了這門課，收穫最大的人其實是我自己。除了在這些經典、成功或失敗、最終有發生或沒發生的併購案

中，重新思考當時的脈絡與策略，拆解他們搭建的完美架構，我也珍惜與課堂中台大 MBA 與 EMBA 學生、甚至校友們的緣分，享受「得天下英才而教之」的成就感。

拋開堂堂滿座、甚至曾有人從窗戶爬進教室所帶來的感動不說，在與這些學生眼神交會時，總讓我忘了一天的疲憊，講得更起勁。他們多半已在職場拚搏，要維持熱情與耐力，在每個星期二晚上坐在教室裡 3 個小時並不容易。更難得的是，他們的認真參與討論，以及每一張熱切學習的臉孔與表情。這些場景，讓我常在下課後，走在冬夜寒雨冷風中的台大小徑、前往搭車回家時，溫暖滿溢心頭。

記得開學的第一天，多數老師的課都簡單介紹完課程大綱就下課。但是我的併購導論講到一半時，就已經 10 點了。沒想到，這些第二天一早就要上班的學生們，竟然不畏辛苦，興味盎然地說，要繼續聽。那天下課時，已經超過 10 點半。還有一次，提早講完上課內容，我問大家要不要提早下課，但學生們卻一致表決要繼續上到 10 點，我就在教室裡重操舊業，當起免費的併購顧問，聽他們聊職場上遇到的相關情境，給他們建議。

在倒數第二堂課中，有學生問我，這麼「認真」地講述這堂課的目的是什麼？我也反問他們。有的學生說是為了傳承。併購的世界深奧豐富，無法在短短的十幾堂課中傾囊相授我一

生從會計師、財務長、投資銀行家以及企業執行長親身參與併購的不同角度與經驗。說傳承，的確牽強。但我期待的是，留下一個「風範」，讓年輕一代體認、記得，做每一件事都要珍惜當下的際遇，抱持孜孜矻矻、戮力以成的敬業精神。因為無論對企業或人生經營，這是比併購的策略或技術更能成就美好願景與世界的最大助力！

這堂課的誕生，以及這本書的問世，要感謝我的許多朋友情義相挺。他們有的客座，有的不吝惜貢獻他們親身經營與併購企業的經驗。在此，我要向他們獻上最誠摯的感激，成就了一門豐富的課程，讓這麼多個星期二的晚上更精采。謝謝精誠資訊黃宗仁董事長、雅虎亞太區董事總經理鄒開蓮小姐、惇安法律事務所的葉秋英律師、以及已經自行創業成立私募基金的陳林正先生、花旗投資銀行的陳詩韻副總裁。

無論是我的課程，或是他們的現身說法，大家都可以發現，書中有許多細節的描述。因為魔鬼就在細節裡，在什麼時間，用什麼角度、訴求，說哪一句話，甚至如何安排會議、或是主角的相遇，都是藝術。一個小動作，往往牽涉到一個大案子的成敗。

我相信每一個企業經營者或高階主管，也都親身經歷過，並認同這樣的看法。大策略要靠小細節的完美執行，才能落實。讀者在看待這些細節、小地方時，如果能多留意每個情境

的鋪陳，一定能學到更多精髓，更深的體會。

每讀一本書，就像是經歷一場旅程，只是旅途中的經驗與所獲，人人不同。無庸置疑，併購對每個企業從業人員都意義匪淺。因為當今企業多半免不了併購其他公司、被併購，或是看到競爭者相互併購而帶來的新競局，並且必須有所因應。更不用說，在面對各種經營上的挑戰時，併購也常不失為一個策略解方，甚至成長的動力。

無論您在閱讀這本書時，在其中看到的是策略、經營的新啟發，還是像讀歷史一樣體會故事的轉折與這些商業鉅子的心情悸動，此時，我的心情就像每一位寫書的作者，希望您在走過這趟行旅時，感覺不虛此行！

更盼望您會記得，在台灣也有一些人，像我一樣，默默獨行，努力奮進，期望在人生道上走出不同的一條路。



導論

併購比你想的還要近

在每個人的職場生涯中，會遇到併購的機會大增！如果我們把身邊愈來愈多、各種形式的併購活動視為無物，很有可能會在它突然發生在我們身上時，完全手足無措。

很多人覺得「併購」是距離很遙遠的事，只是一門在書上才會看到、只有相關的會計師、律師、投資銀行家才需要了解的事。畢竟，一個人的一生會遇到公司要買別的公司，或被別的公司併購的機會，不是那麼多。更現實的是，如果不是因為公司被併購可能會面臨被裁員的威脅，或是薪資結構、升遷條件發生變化，就算公司有併購活動，對很多人而言，還是每天做該做的事，併購跟他是八竿子也打不著！

在經濟活動相對單純的過去，的確如此。

但在當今，在每個人的職場生涯中，會遇到併購的機會大增！更重要的是，併購的影響層面也愈來愈廣。

一個併購案 影響半個台灣

以我作為投資銀行家的「告別作」——潤成收購南山人壽為例，就直接關係到台灣一半家庭的權益，之後還牽動整個產業以及台灣社會！

2008年9月，握有南山人壽97.57%股權的美國國際集團（AIG），因為承做大量的衍生性金融商品信用違約交換（Credit Default Swaps, CDS）¹失利，需資孔急，申請美國政府紓困。2009年，AIG為了償還負債，決定出售南山人壽股權。南山人壽出售的過程並不順利，但顯露了一樁併購案對社