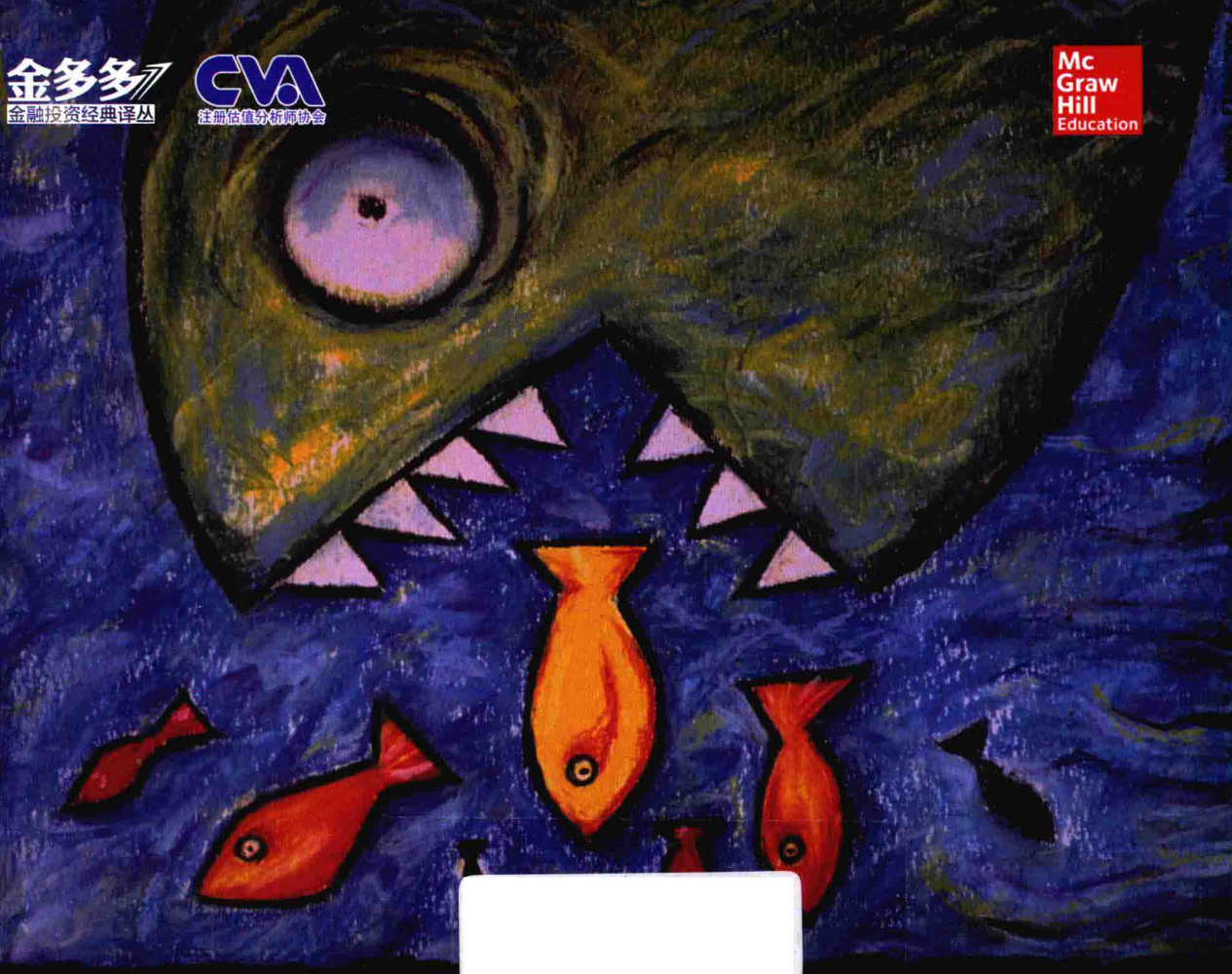
金多多
金融投资经典译丛

CVA
注册估值分析师协会

Mc Graw Hill Education



大并购时代

超级并购带来超级增长与超常回报

Mergers and Acquisitions Strategy for Consolidations: Roll Up, Roll Out and Innovate for Superior Growth and Returns

[美] 诺曼 W. 霍夫曼（Norman W. Hoffmann）◎著

李　琳　邱滢霏　刘寅龙◎译

机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

大并购时代

超级并购带来超级增长与超常回报

[美] 诺曼 W. 霍夫曼（Norman W. Hoffmann）◎著
李　琳　邱滢霏　刘寅龙◎译

机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

在全球化时代背景下，行业重组已成为新常态。在《大并购时代》中，作者诺曼•霍夫曼为读者分享了一种之前不被人关注、但已经给很多企业带来了令人称叹的巨大成功的方法。

《大并购时代》将引领读者循序渐进地穿越并购里程，让并购整合重新成为经营战略中的关键环节。有了这种里程碑式的战略指南，必将会让企业经营者战胜竞争对手、收获超常回报的机会大为增加，并最终创造出其他大型并购所无法比肩的投资回报率。

Norman W. Hoffmann

Mergers and Acquisitions Strategy for Consolidations: Roll Up, Roll Out and Innovate for Superior Growth and Returns

ISBN 978-0-07-179342-1

Copyright © 2012 by McGraw-Hill Education.

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education and China Machine Press.This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright ©2015 by McGraw-Hill Education and China Machine Press.

版权所有。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司和[机械工业出版社]合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）销售。

版权©2016 由麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司与机械工业出版社所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签，无标签者不得销售。

北京市版权局著作权合同登记 图字：01-2015-3976 号。

图书在版编目（CIP）数据

大并购时代：超级并购带来超级增长与超常回报 /（美）霍夫曼（Hoffmann, N. W.）著；李琳，邱滢霏，刘寅龙译. —北京：机械工业出版社，2016.4

书名原文：Mergers and Acquisitions Strategy for Consolidations

ISBN 978-7-111-53202-6

Ⅰ. ①大… Ⅱ. ①霍… ②李… ③邱… ④刘… Ⅲ. ①企业合并—研究 Ⅳ. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 046621 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

策划编辑：李新妞 责任编辑：廖 岩

责任校对：舒 莹 责任印制：乔 宇

北京市四季青双青印刷厂印刷

2016 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

180mm × 250mm • 18.25 印张 • 271 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-53202-6

定价：69.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

服务咨询热线：（010）88361066

读者购书热线：（010）68326294

读者购书热线：（010）88379203

封面无防伪标均为盗版

网络服务

机工官网：www.cmpbook.com

机工官博：weibo.com/cmp1952

教育服务网：www.cmpedu.com

金书网：www.golden-book.com

中文版推荐序

如何破除“并购毁灭价值”的魔咒

据彭博统计，2015 年全球已宣布的并购交易额达 5.1 万亿美元，是有史以来并购交易最为活跃的一年。眼花缭乱的大型并购交易完全占据了全年财经媒体的主要版面。但越来越多的人开始意识到：绝大多数并购并不能创造价值，相反，却很有可能毁灭价值。

越是大型的并购就越容易成为“赢家的诅咒”，交易宣布完成后的第二天就开始了收购方与被收购方的冲突。实践证明，这种冲突有时能被时间弥合，但多数时候不能。

史上最经典的并购案例“门口的野蛮人”——KKR 杠杆收购雷诺兹-纳贝斯克公司，创造了历史，却依然逃不脱并购失败的最终结局——多年以后，当 KKR 公司最终从该项目中脱身时，其损失已经超过 7 亿美元。

今天，渴望实现快速增长的企业都无法拒绝并购的诱惑，但如何能破除“并购毁灭价值”的魔咒？

本书就上述问题给出了解决之道：**不再关注大型并购交易，而是收购小规模的、具成长潜力的企业，通过不断的整合实现规模扩张，甚至业务转型。**本书的读者群是企业家、公司战略投资部人员、PE 投资者以及所有价值投资的信徒。

过去几十年来，媒体总是误导人们过分关注那些华丽的大型并购交易，然而这些大型交易既不代表并购趋势，也几乎毫无借鉴意义可言。尽管市场上有不少大企业集团一路高歌猛进，完成了一起又一起大型并购，但对于绝大多数企业来说，大型并购交易的风险不言而喻：其利润表有可能被一桩失败的并购交易完全摧毁。因此，最安全可靠的办法是通过小型并购逐步扩张

并实现创新转型。这一收购路径看似简单却不易执行，巴菲特就曾指出：人们宁愿得到一张下周可能会赢得大奖的抽奖券，也不愿抓住一个可以慢慢致富的机会。

本书作者认为，并购的精髓在于价值发现。**成功的并购需满足以下几个要义：价值投资、前瞻性以及并购整合的执行力。**

当股市欣欣向荣的时候，每个企业都有做并购的冲动，通过发股票来完成并购，并购交易的对价几乎会被企业家完全忽视。企业资产迅速增长，每股收益增厚，股价上涨，所有利益相关者皆大欢喜。但随着市场走势的反转以及企业管理者对经营自身业务的松懈，并购推动市值上涨注定会在某一天失灵，股票走势进入下行通道，甚至一路下跌。原本以并购不断提升企业市值的企业所有者和经营者开始遭遇并购驱动增长的瓶颈。很多上市公司都经历过并购后收益能力不足导致市场信心受损、公司估值一路走低的过程。当市场归于平淡，只有真正的价值投资才能经受住时间的考验。

从一个较长的时间维度来看，并购的驱动力并非来自于股市的泡沫和维持股价上涨的冲动，而是来自对投资标的实际价值的判断。对于产业投资者而言，所谓的价值发现，就是去尽力收购一家最有可能实现自身梦想的公司。

企业家实践中易犯的错误在于：认为并购就是将其他盈利能力良好的企业纳入合并报表，实现业绩的快速增厚；只关注被收购企业当下的盈利状况，只愿意高价并购业务发展成熟的企业，却不愿意以合理的价格买入一家有潜力的企业，并以之为基础，创造更大的价值。

理想的收购目标并非发展成熟的“完美”企业，而是有待于进一步提高的产品和服务。从并购技术的角度看，还要关注如何在合理的安全边际和理想的投资回报率之间找到平衡。只有收购那些价格与价值相符且拥有巨大增值潜力的企业，才能产生令人向往的投资回报。

在作者看来，并购的重要战略意义更在于为变革创造条件，在原有业务基础上演进，实现企业转型——从而维持企业的长期盈利能力。

2015 年 7 月，全球最知名的纸媒之一《金融时报》被培生集团以 8.44

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

亿英镑（约合 81.77 亿元）的价格出售给日经集团，纸媒的日薄西山如今已成为共识。然而，早在 20 世纪 80 年代，兰德马克通信公司的财务总监就预言——到 2023 年，报纸将不再是大众媒体。当时报纸行业还是利润率丰厚的现金牛，兰德马克的高管们却极为前瞻性地关注到了出版行业的周期性衰退，一场行业整合的并购浪潮由此掀起。本书的主线即为兰德马克通信公司在 1985～2006 年间如何建立了交易商出版公司，并以自有资金完成了 145 次并购的。

现代社会企业的生存环境变化之快超乎想象，任何一个行业巨头都随时有可能被新技术和时代的车轮碾过。愈加频繁的并购交易活动本身也缩短了企业的生命周期，诚如波德里亚所言：我们在不知晓中，就从生过渡到了死。因此，前瞻性成了保持企业生命力的第一要义。一个伟大的企业和伟大的投资者必然不是随波逐流的跟风者，而是走在市场趋势前面的先知。通过再投资于新产品和新服务来保障组织的未来，就是并购发生的根本原因之一。

前瞻性也是价值发现的基础。过去两三年，在中国红火的并购市场环境里，我目睹了很多中国企业在未经深思熟虑的情况下就突然发起轰轰烈烈的并购。我们一度以为企业作为产业投资者懂得如何筛选有价值的企业，然而现实的情况是，很多企业对自身所在行业的整体发展趋势不甚了解，甚至无法对收购目标公司的价值做出正确判断。这在海外并购上表现得更为明显，不少企业经营者对世界范围内自己同行业公司的地位、情况、行业发展动态都缺乏了解，并购战略暧昧不明。于是，多数的并购选择就只是在追逐虚幻的光环——当下的市场热点，而不是价值发现。当光环褪去，留下的只是一地鸡毛。

最重要也是最容易忽视的一点：**即使以合适的价格并购了有增值潜力的公司，也不代表并购已经成功**。一桩收购交易公告之后，媒体和投行可以醉心于交易成功的瞬间，但企业家不能。因为前者只是婚庆公司和婚姻介绍所，虽然成就了一对新人，但并不负责他们婚后生活幸福。收购方与被收购方才

是要经营一辈子幸福婚姻的当事人。唯有以百倍的热情投入到并购的整合过程中去，才是婚姻成功的秘诀。通常好的并购者未必是好的经营者，他们缺乏管理企业的基本能力，由此阻碍了整合的成功。收购价格很合适、投资逻辑很清晰但整合缺乏执行力的现象也因此屡见不鲜。

价值发现是一个需要经营的过程。潜藏着巨大价值的企业就像璞玉，发现其价值已属不易，但这还远远不够，更需要花时间去打磨其价值。这即是整合的重要性所在。作者在书中指出，如果并购后的整合“没有足够的激情和动力，机会也只能像捡来的孩子，为了生存而乞讨资源”。

作为一名关注并购交易的投资银行从业人员，我阅读本书的心情是极为复杂的。因为这本书一直在毫不留情地抨击投行所推崇的大型并购交易，指责投行为了赚取更高的顾问费用而扭曲估值模型，“哄抬”交易价格。

但即使从投行的角度来看，这本书仍然有其借鉴意义。投行从事并购的理想境界是交易撮合而非交易执行，伟大的投资银行家拥有一种能力——即在企业需要的时候，及时地说“I have a deal for you”（我这儿有一个给你准备的交易）。实践中，由于投行的功利性使然，能为企业找到完美并购标的的投行少之又少，很多投行所谓成功的撮合，都是瞎猫撞上了死耗子。但投行帮助企业实现价值发现并非不可能，这同样需要长期积累产生的对一个行业自身发展特点、上下游、竞争环境以及发展趋势的充分了解和洞察。

《大并购时代》围绕着并购实践完成了一个辩证思考的过程：一方面，认为并购在理论上的收益都是海市蜃楼，另一方面，又认为并购能实现价值创造。而实现价值发现和价值创造只有将如下两个因素合二为一：**首先对收购本身进行有效的管理，这是价值发现；同时，将各个企业的成功模式复制到新的地域或行业，通过收购带来更多的创新机会，这是价值创造。**

并购是一项长期的实践。通过并购创造价值就必须使并购活动持续不断：这好比锻炼身体，跑步一两个月或者健身半年，并不能让你保持强壮，只有长期坚持锻炼，并把这当成一种生活方式，才能够获得健康的体魄。因此，无论对于实施并购的企业，还是从事并购交易的人，并购都是一种修行的过

程。而本书为读者揭示的，正是一条正确的修行之路。

班妮

2016 年 2 月

班妮，德邦证券投资银行总部董事总经理，跨境并购业务负责人，拥有律师事务所、PE 机构及境内外投行的综合工作经历。财经专栏作家，著有畅销书《亲历投行》《专注的力量》《梦想与浮沉——A 股十年上市博弈》，为腾讯财经、新浪财经、每日经济新闻、《陆家嘴》、界面、商业人物等媒体撰写专栏文章。

中文版推荐序

“透视”企业价值，实现并购增值

最近几年，全球并购交易尤其是大型并购交易进入活跃时期，令人难以想象的巨额并购项目不断打破交易额的记录。与有机增长不同，并购可以帮助企业迅速进入某个从未涉足的领域，从而更快地捕捉到各种最新的商机，因此，并购战略具有其独有的优势和潜在收益。但现实中，这一宗宗大型交易的结局则是有人欢喜有人忧。

成功的并购交易通常先对收购企业进行有前瞻性的判断、理性的估值，并且在收购后能对企业进行适当的整合，使其成为企业发展的新动力和助推器，实现 1 加 1 大于 2 的效果，为企业带来最佳投资回报率。而失败的并购交易只能在短期内通过合并后的财务报表粉饰公司业绩或提升上市公司的股票价格，长期而言，由于估值失误或后期整合不力，反而将企业拖入泥潭，难以自拔。这样的失败案例甚至在颇具并购经验的跨国公司中也不鲜见——并购后未达到预期目标，甚至导致整个企业陷入困境。据统计，英美两国大型工业企业的并购案例中，60%以上的并购交易以失败告终，其中包括交易未果和并购后中长期的投资失败。

在企业并购中，买卖双方谈判的焦点无疑是对目标企业的出价，而确定目标企业价格的基础是其估值。无论是市场法估值还是折现法估值，“协同效应”都是并购中最重要的参考因素之一。并购双方需要具备一定的相关性和重合度，不管是强化在某一特定市场的竞争力，还是实现多个市场的多元化发展，“协同效应”能够分享共同资源，降低重复成本，形成规模效益，以取得更高的效率及最优收益。而在实际操作中，人们常常只关注目标企业绩效的绝对数额，过度自信地预测收购可能带来的回报。

《大并购时代》给出的一系列并购案例可谓并购估值、“协同效益”和价值投资的最佳范本，是作者霍夫曼从业 30 年、参与超过 100 项并购交易的实

战经验总结：**不再盲目地只关注企业的当前业绩，而是通过收购小规模的、具有成长潜力的、能与收购方达到最佳“协同效益”的企业，不断地整合，实现规模扩张、业务转型和拓展创新**。这本书适合企业家、公司战略投资部和集团发展部、PE 投资者、并购基金、产业投资基金、财务顾问、券商投行部门以及所有对并购战略有兴趣的人阅读。

这些年来，注册估值分析师协会致力于建立投资估值的行业标准，协助企业培养国际型投融资及并购估值专业人才。在此过程中，协会也与机械工业出版社合作，经过精挑细选，引进了一批国外的金融实务类精品图书，这些书的共同特点是其作者都在知名金融机构有多年的工作经验，且主题都围绕投资、估值建模、并购等投行业务展开，详见本书最后的书单。

投资是一段旅程，并购更需要透过现象看本质，希望《大并购时代》能帮助读者穿越企业估值的迷雾，到达实现真正价值的彼岸。

滕　勖

注册估值分析师协会秘书长

2015 年 3 月

前　言

“并购这件事之中隐藏着人性动机。如同性爱，并购过程也充满快感。它是少有几种即便过程令人难以启齿、但结果依旧令人愉悦的事情之一。因此，每个人都想尝试一下。”[1]

这句话出自银湖投资公司（Silver Lake Partners）创始人之一戴夫·鲁（Dave Roux）之口。作为一家知名的私募基金，银湖投资公司旗下管理的资产规模超过130亿美元。在企业高管中，很少有人对并购的吸引力做出如此惊世骇俗的评价。

从1985年到2006年，交易商出版公司（Trader Publishing Company）以自有资金完成了145次收购。对于追逐并购交易过程中体验到的快感以及交易成功带来的兴奋，公司领导层表达了类似的体会。如果能达到预期效果，这种并购活动必将给企业带来巨大的成功。比如说，在这20年间，交易商出版公司不仅实现了年收入递增13亿美元的奇迹，还以股利形式累计为投资者创造出超过10亿美元的回报。公司采取的战略是收购存在价值增值空间的小规模利基性（小众）出版商，然后在收购后对其实施整合与强化（即整合型并购），这种模式通过强调收购有效性、加大杠杆水平及最佳实践，可以使以往的弱势业务加速增长，从而给公司带来可观的收益。另一方面，这些并购交易还通过提升式策略打入新市场，实现更好的业绩，从而为打造类似产品和服务构建了范式。之后，由于瞬息万变的市场和技术不断给企业提出挑战，交易商出版公司始终在寻找转型机会，在互联网持续发展的大环境下，通过持续创新，逐步向广告及门户网站的互联网供应商方面转型。毫无疑问，这种转型是长期维持盈利能力和实现成功的基本前提。

交易商出版公司及其经历确实鲜为人知，与很多被媒体大肆宣扬的案例

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

形成了鲜明对比。因为我们耳濡目染的多是大手笔交易，令人垂涎三尺的行业宠儿让收购者迫不及待，犹如站在面前向他们频频回首的美女，收购者要为她们带来一场皆大欢喜的完美姻缘，并最终迎来硕果累累的结局。偶尔，这场结合中也会夹杂着戏剧般的辛辣，并在穷凶极恶的魔鬼与高贵优雅的白衣骑士之间爆发一场激烈的战斗，最终，一袭白衣的绅士神话般地出场，让少女逃脱了嫁给贪婪恶棍的悲剧。然而，我们真正看到的情况却大多截然相反：当结合的婚礼钟声敲响时，原本美好的憧憬和承诺便开始退化成充满失望甚至是绝望的冰冷现实。原本似乎应该令人迷恋的姻缘，马上演绎为一场梦魇，并最终酿成代价惨痛的离别，而原本魅力四射的美女也开始褪去醉人的容颜，被打入冰冷无情的后宫，最终变成丑陋无比的邪恶女巫，更糟糕的是，美女甚至会变成杀手。这样的案例不胜枚举：

- 1998 年，戴姆勒-奔驰公司以 370 亿美元的价格收购克莱斯勒，这场“婚姻”让前者尝尽苦果，收购之后便一脚踏进了亏损的怪圈，最终，他们不得不将克莱斯勒再度转手给一家私募基金，但价格却只有 14 亿美元，此外，他们还要承担克莱斯勒在成交前带来的全部亏损和其他费用。为了此次出售，戴姆勒在 2007 年掏出了整整 6.5 亿美元。[2]
- 1998 年，雅虎以 57 亿美元的价格收购互联网音像设计公司 Broadcast.com，但雅虎随后便承认，以提供视频服务为主导的经营模式不仅不可取，在重新将 URL 流量转回雅虎的同时，原本为媒体业务创造价值平台的豪言壮语也变成了自欺欺人的梦想。[3]
- 2004 年，电路城公司（Circuit City）投入 3 亿美元收购 InterTan，而海菲尔德资本管理公司（Highfields Capital）也在 2005 年出人意料地提出收购意向，不过，随着 2008 年金融危机的爆发、市场竞争的加剧和融资困境让电路城陷入灾难，在百视达音像公司（Blockbuster）放弃收购之后，电路城彻底陷入危机，最终落到了破产清算的境地。[4]

这些灾难性收购为如下这个传统观点提供了最有说服力的证据：大多数收购只会破坏价值，而不能创造价值。很多鲁莽草率的公司高管任由这种不负责任的交易侵害股东利益，这样的事情已经泛滥成灾，对此，沃伦·巴菲特的观点当然是令人信服的：

一个令人沮丧的事实是，大多数大规模收购均显示出极端严重的失衡，这对于被收购方的股东来说，是一笔从天而降的意外之财。它们不仅为被收购方带来了更多的收入，也提高了其管理层的地位；它们更是投资银行及其他专业人士的蜜罐，并购交易往往会让他们赚得盆满钵满。然而，收购大多会减少收购方股东的财富，甚至有可能让他们的价值大打折扣。[5]

当然，巴菲特也会经常遭遇收购失败的厄运，譬如，原本作为伯克希尔哈撒韦集团（Berkshire Hathaway）核心业务的德克斯特鞋业公司（Dexter Shoes），目前已经破产。

然而，借助于伯克希尔哈撒韦开展的收购，最终还是让巴菲特成为世界上最富有的人。他在 1965 年以来投资不败的神话再次表明，以理性思维对收购实施有效管理，是收购成功的出发点。在此后的 40 年里，巴菲特的投资实现了超过 20%的年均复合收益率，这让收益率不足 11%的标准普尔相形见绌。[6]巴菲特的经验表明，运营成功的公司，确实可以借用其利润再投资与其他业务，通过扩展增长机会去创造更多的财富。

理论上，和一般投资者相比，投资于从事并购的企业至少可以为投资者带来如下五个方面的优势。首先，一名成功的企业领导者应具有超群的投资和管理能力，从而对相关业务进行合理的评估、谈判和管理；其次，收购方的核心业务本身就应具备足够的市场管理能力，或其他“协同性”资源，从而提高并购取得成功的可能性；第三，公司可以通过所收购资产价值的折旧，从而获得减税的好处，而这就相当于对收购价格进行了有效的折减；第四，规模优势会降低融资和运营成本，提高公司的盈利能力和投资回报率；最后，由于股利支付会缴纳 20%的州及联盟所得税，因此，公司将资金用于再投资会更有利于价值提升。

正如巴菲特所言，很不幸，收购的效果在总体上令人沮丧。在《铁血并购》（*Deals from Hell*）一书中，作者罗伯特·布鲁纳尔（Robert Bruner）以冷静的思考，对 10 个近乎惨烈的并购交易进行剖析。在该书序言中，他从学术研究角度，对发生在以往几十年内的 130 多笔成功收购进行了阐述。但是通过对历史的回顾，他却提出了一个极具说服力的观点：并购活动的实际结

果就是赔钱。

这些研究表明，卖方公司的股东从并购中收益颇丰，且买方股东通常也能获得所要求的回报率。[7]

有些人或许会反对布鲁纳尔的观点，在他们看来，大多数研究仅仅是根据股东价值的比较对并购的成功做出推断，但股东价值毕竟只是对股票价格的短期反映。遗憾的是，考虑到会计方法的多变性和研究案例的有限性，因此，从长期股权持有期内的股权收益率角度去衡量价值的创造和破坏，这种做法显然是不可行的。此外，收购方对被收购方进行整合并使之纳入自身运营体系的做法，则会导致这种计算变得更加复杂，此时，要评价价值创造是否归功于某一具体事件的成功，实际上根本就不可能。

不管怎样，有一点是确信无疑的：某些收购确实是赔钱的，甚至有可能让收购方付出惨重的代价。由此可见，一名谨慎的并购执行者务必要想方设法规避那些在失败交易中出现的固有失误，并充分借鉴那些创造出超常回报率的做法。一个聪明的执行者尤其要规避那些表面看来光鲜亮丽的交易，进而去关注并购能否为他们创造机会，利用双方资产和业务的互补性，降低成本，增加合并后的总收益，从而实现大幅提高价值创造的目的。

然而，在《华尔街日报》或是美国广播公司大牌主持人们疯狂追捧的那些交易中，要赢取成功还需要他们跨越令人恐怖的障碍。这些交易至少在表面上足以吸引媒体的眼球，而这样的外表当然也足以保证猎获投资银行、私募基金和股票分析师们的欢心，激励他们发起激烈的价格战，并最终实现“有效金融市场”所预期的价格。实际上，作为卖方顾问的投行的估值预期要是低于卖方自己的估价，就极有可能因为他们的无能遭到弃用。

一个审慎的投资者应该清楚，一笔好的并购交易，很少会是由投行牵头的拍卖对象。因为拍卖的竞争性定价本质往往会促使报价者进行疯狂的非理性出价，从而导致最终的成交价高得离谱，而这必然会降低通过并购获得超常回报率的机会。竞争刺激带来的非理性，追求成功的心理需求，再加上收购者只能在有限时间内收集和解释那些能够衡量收购标的内在价值所需要的关键信息，因此，这种由买方激烈竞价确定的成交价格必然会严重高估收购

项目的实际财务收益。最近的一项研究显示，在 1980～2007 年，巨型收购（收购价格最高的 1%）的收购费用达到全部上市公司收购成本的 43%，这些收购损害了收购方的价值，其平均投资回报率甚至远低于零。[8]

即便是在非上市公司的协议收购项目中，令人兴奋的价值创造也鲜见于大型并购交易中。当由买方发起并购时，收购价格必须有足够的说服力和吸引力，只有这样，卖方才能合理地认为，出售他们心爱的公司所带来的财富远高于继续持有。从根本上说，对企业最了解的人，也应该是最能够创造和培育企业价值的人，因此，买方必须让他们相信，买方的报价确实高于他们继续经营企业所创造的预期利润的折现值。或者，买方必须有理有据地告诉对方，并购带来的协同效应必将创造出值得期待的利润增加，并以此为他们的报价提供最有说服力的依据。

如果是由卖家发起的协议式交易，那么，买家就有可能拿到有利的价格，但是对于大型交易来说，代表卖方的投行顾问同样会不可避免地将估值推到更高的价位上。毫无疑问，如果估值不能超过企业预期现金流的折现值，这些卖方顾问就应该不会鼓励企业出售。然而，激励性付费会促使这些顾问主张以任何价格完成并购交易，此时，他们往往在卖方已决定出售企业时才得到雇用。因此，既有必要激励卖方顾问完成企业出售，还要以职业道德和履行合同义务的必要性引导他们，帮助卖方客观认识市场的公允价值（而非内在价值），并以此作为交易的定价基础。

当然，在大部分年份，我们都会看到一些出色的大型并购交易。当市场恐慌接踵而来时，买方讨价还价的机会也随之而来，因为深陷危机的卖方不得不壮士断腕，在迫不得已的情况下，尽早交易是他们最现实的诉求。实际上，这也是贝尔斯登公司（Bear Stearns Cos.）在 2008 年不得不面对的选择，财务状况的全面崩溃，最终迫使贝尔斯登的股东以每股 10 美元的价格将公司出售给 JP 摩根大通，与当年每股 170 美元的价格相比，这足足相当于 94% 的折扣。[9]不过，也不乏经营惨淡的企业通过并购扭转乾坤的例子，在并购之后，这些公司成功地降低了成本，剥离了丧失生产能力的资产，并将资源集中到盈利能力最强的业务上实现的规模效益。沃伦·巴菲特用自己的行动，一次次地让有效市场理论的支持者大跌眼镜：以低于内在价值的公允市价收

购经营良好的公司，并以必要的安全边际创造出可观的投资回报。

然而，在那些最能博取公众眼球的并购交易中，真正有吸引力的大手笔交易还是屈指可数的。2008 年，为了进一步巩固它在啤酒行业的地位，英博啤酒集团（InBev）以近 520 亿美元的价格收购了安海斯-布希（Anheuser-Busch），与最近 12 个月的 20 亿美元的收益相比，这个价格足足超出了 25 倍。这让我们百思而不得其解，我们真的想知道，这笔交易背后的逻辑到底是什么。按照英博的预期，他们可以通过剥离布希公园（Busch Gardens）之类的非相关资产而大幅降低收购价格，并将核心业务的年度运营成本削减 15 亿美元，可这些真的能实现吗？[10]即使这些预期全部实现，效益增长和税收收益所带来的投资回报率真的足以弥补股东为此而承担的交易风险吗？尽管英博的收购确实让安斯啤酒的股东信心大增：与收购前三个月的经营低潮期相比，公司的股价一举上涨了 50%，但这显然还不足以证明，这笔交易能给英博的股东带来同样令人振奋的长期回报。

一个无法回避的结论是，很多的并购交易是在缺乏有效的财务调查基础上完成的。在大多数交易中，收购的主导者来自市场营销或是运营部门，而不是专业的投资人员。在寻找并购机会时，CEO 更像是一个走进糖果店的小孩子，充满了好奇和喜悦，而丝毫没有觉察到花花世界背后的危机。装在口袋里的钱似乎已经让他们迫不及待，他们要一股脑地吞下眼前的美味，满足了他们用甜蜜的滋味，安抚味蕾的冲动。为什么不买上一大堆“妙妙熊”花生奶油杯，让其他孩子对自己的采购羡慕不已呢？对孩子们来说，把钱还给爸爸（股东）肯定是最没有说服力的选择。

不过，一个有远见的 CEO 还是会思考有战略价值的方案，并尽力去收购一家最有可能实现其梦想的公司。那么，2005 年 eBay 用 39 亿美元收购年收入只有 6000 万美元的 Skype，这背后又有什么样的逻辑呢？[11]你或许会希望公司的董事们向主要投资者保证，他们会阻止 CEO 或董事长不负责任地草率地做出决定。这样做，就不会存在将来由少数人大胆抖出“皇帝没有穿衣服”真相的风险。当然，另外一种说法在现实中来得更容易：“就让这家伙去干吧，他很有激情，而且到现在为止，他一直干得不错，他毕竟玩的是股东的钱。”这无疑又是一个有钱的高管肆无忌惮糟蹋别人钱的例子。遗憾的是，

在极力支持这笔交易的 CEO 离开后(即便是在离职时也未能消化掉每年高达八位数甚至是九位数的亏损)，eBay 在 2009 年又以 27.5 亿美元的价格再度出售 Skype。[12]但就在不到两年后，事情又峰回路转，微软居然祭出天价，宣布以 85 亿美元的价格收购年收入不足 10 亿美元、现金流为负的 Skype。于是，这笔交易令人匪夷所思的估值，再次让业内权威人士陷入迷茫，让他们百思而不得其解。[13]

在并购这个问题上，成功的交易者必须像投资者那样去思考。出于对本杰明·格林厄姆（Benjamin Graham）的尊重，人们始终对《证券分析》(*Security Analysis*）和《聪明的投资者》(*The Intelligent Investor*）中阐述的投资哲理笃信不已，这就促使投资者在考虑收购时，必须以“有详尽的分析、本金安全和满意的回报”为基准。[14]要计算回报率，他们就必须客观地评估一项业务可能带来的现金流；只有这样，他们才能确定，在以特定价格进行收购后，创造的回报是否足以弥补为此而承担的风险。但不可避免的是，实现最理想回报的前提非常苛刻，也就是说，对企业的收购价格需要明显低于其内在价值。

不过，要找到成交价格低于内在价值的大规模收购绝非易事。老练的卖方顾问、竞争性投标和斤斤计较的卖家，只能造就一个现实：不断地推高收购价格。另一方面，越来越多的私募基金投资人竞相涌入市场，为争夺有吸引力的大型收购对象展开了白热化竞争，这注定会提高未来绝大多数交易的估值。

幸运的是，对于媒体高调宣传的那些公司，独立的投资者永远都不可能有潜在的机会收购它们，因为他们根本就没有如此雄厚的资本，因此也没有胆量用有限的资源去尝试这样的大手笔交易。这反倒让他们有机会去发现那些有可能带来超常回报率的交易。

一个有创业精神的投资者要取得成功，就必须采纳传奇棒球手威利·基勒（Wee Willie Keeler）的建议。尽管基勒的身高只有 5 英尺 4 英寸，体重不到 140 磅，但是在长达 18 年的大联盟职业生涯中，他的本垒打次数却排在了史上第 14 位。他有一句经典名言：“瞪大眼睛看清楚，向没有球的地方打。”

瞪大眼睛看清楚，就是要清楚隐藏的潜在投资的现实机遇，当然，那些第一流的大手笔收购者不会委身在小规模交易的市场里。对这些经验老到、

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com