

Resisting Hostile Takeovers

阻击恶意收购

吉列案例

[美] 丽塔·里卡多·坎贝尔 著

爱丁 等译

PRAEGER



电子工业出版社

PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY

<http://www.phei.com.cn>

Resisting Hostile Takeovers

阻击恶意收购

[美] 丽塔·里卡多·坎贝尔 著

电子工业出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

PRAEGER

Copyright © 1997 by Rita Ricardo-Campbell.
All rights reserved.

This edition published under licence from
Greenwood Publishing Group Inc. via The
Susie Adams Rights Agency, UK.

No portion of this book may be reproduced or
transmitted in any form or by any means electronic, chemical or mechanical,
including photocopying, any information storage or retrieval system without
a licence or other permission in writing from the copyright owners.

本书通过The Susie Adams Rights Agency, UK得到Greenwood Publishing
Group Inc.的许可出版。

本书英文版由英国Praeger公司出版, Praeger公司已将中文版独家版权授予中
国电子工业出版社及北京美迪亚电子信息有限公司。未经许可, 不得以任何
形式和手段复制或抄袭本书内容。

版权贸易合同登记号 图字: 01-2003-5845

图书在版编目(CIP)数据

阻击恶意收购/(美)坎贝尔(Campbell, R. R.)著; 爱丁等译. —北京:
电子工业出版社, 2004.4

书名原文: Resisting Hostile Takeovers

ISBN 7-5053-9695-1

I. 阻… II. ①坎… ②爱… III. 日用品 - 工业企业管理 - 经验 - 美国
IV. F471.268

中国版本图书馆CIP数据核字(2004)第013653号

责任编辑: 杨 荟 陈 双

印 刷: 北京天竺颖华印刷厂

出版发行: 电子工业出版社

北京市海淀区万寿路173信箱 邮编: 100036

北京市海淀区翠微东里甲2号 邮编: 100036

经 销: 各地新华书店

开 本: 850×1168 1/32 印张: 13.625 字数: 270千字

印 次: 2004年4月第1次印刷

定 价: 24.00元

凡购买电子工业出版社的图书, 如有缺损问题, 请向购买书店调换, 若
书店售缺, 请与本社发行部联系。联系电话: 010-68279077。质量投诉请发
邮件至zits@phei.com.cn, 盗版侵权举报请发邮件至dbqq@phei.com.cn。

谨以此书献给我的丈夫，感谢他容忍我为了吉列的业务穿梭于各个城市之间。还有小科尔曼·M·默克勒，如果我的才华得不到他的赏识，这本书也就不会问世。

致 谢

一般而言，那些退了休的公司董事是不会撰写这样的出版物的。然而，我可不是完全意义上的那种财富500强企业的前任董事。作为一个持有经济学博士学位的女人，我坚信，吉列公司的故事值得讲一讲。

如果没有许多人的帮助，我的这本书根本不可能问世。吉列的财务总监米尔顿·格拉斯为力求准确，通读了全篇初稿。在1991年底退休之前，他一直担任吉列财务和投资者关系部门的副总经理。我尤其感谢他为我提供了一份介绍吉列公司从1895~1988年历史的正式年表。1901年，公司注册为“美国安全剃须刀公司”，而除了我，吉列公司所有的管理人员都没有阅读过这份手稿。按照惯例，我将初稿寄给了吉列董事会的各位成员。

除了米尔顿·格拉斯，我在斯坦福大学胡佛学院的同事们也对本书做了详细的说明。我要感谢爱德华·P·拉泽尔，因为他为前三章提供了详尽有力的意见，还有肯尼思·

贾德，他对第4章做了评论。另外，林恩·楚通过编辑对前三段做了改进，我还要感谢圣路易斯华盛顿大学美国商业研究中心主席默里·韦登鲍姆，因为他不仅阅读了初稿，而且还鼓励我出版本书。感谢胡佛学院的亚伯拉罕·索法尔为第9章做出的评论。

1995年，在斯坦福大学法学院教授米奇·伯林斯基主持的一次法律和经济系会议上，我揭露了罗纳德·派瑞曼收购企图的本质。在这样的非正式会议中，其他人也会讨论这个话题，通过参与了这样高水平的讨论，我发现自己受益匪浅。

秘书艾达·阿芬纳谢夫因为其超群的计算机技能成为我的研究助手，如果没有她的帮助，这本书可能永远不会完成。

我要感谢小科尔曼·M·默克勒的影响，他在我担任吉列董事的那12年中一直是公司的董事长兼CEO，我还要感谢吉列的现任董事长兼CEO阿尔弗雷德·M·泽恩，因为他允许我使用公司的各种印刷版报告。我的老友玛莉·李·麦克·英格巴也为我提供了智力和情感支持。

在本书撰写期间，我还担任胡佛学院的高级职员。1995年9月，我光荣退休并受到了格外的照顾，院方准许我保留自己的办公室，以完成此书。为此，我要感谢约翰·瑞塞恩主任。

最后，而且最最重要的是，我要感谢我的丈夫、胡佛学院荣誉退休员工的主管格伦·坎贝尔，他鼓励我撰写了本

书，而且与我讨论了常见的公司金融问题（比方说，借入资本和投入资本的利弊对比）。

我所提到的这些人和组织对我所做出的删改和解释不负任何责任。

关于作者

丽塔·里卡多·坎贝尔是斯坦福大学胡佛学院的高级荣誉会员。她是吉列公司的第一位女性主管，曾在塔夫茨大学和哈佛大学任教，并且撰写了大量的书籍和文章。

缩 略 语

CalPERS	加州公务员退休体系
CIPAF	S.A.银行和金融国际合作公司
ERISA	1977年员工退休收入保障法
FASB	财务会计准则委员会
FDA	食品和药品管理局（美国）
FTC	联邦贸易委员会
GEICO	政府雇员保险公司
GNP	国民生产总值
GTO	格拉斯特、蒂尔尼和奥利弗 （康尼斯顿的合伙人）
IRRC	投资责任调查中心
KKR	科尔伯格·克莱维斯·罗伯特公司
LBO	融资买入
MIT	麻省理工学院
OPEC	石油输出国组织
OTC	非处方药
PRC	中华人民共和国
PRO	派瑞曼/露华浓/奥林奇
S & Ls	储蓄和贷款银行

SEC

证券交易委员会

TIAA

教师保险和养老金协会

TPR

可转让股票出售权

VRC

评估调查公司

目 录

第1章 引言	1
注释	14
第2章 1986年11月：收购进行中	17
派瑞曼的第一次收购	18
董事会	24
11月17日：会议	30
在派瑞曼辩护之前	33
凡·高尔克姆：全联公司带来的影响	35
每股65美元的价格	38
分析	45
1986年11月20日：董事会议	53
1986年11月23/24日：会议	61
注释	73
第3章 吉列公司简史	77
早期：金·C·吉列	78
第二次世界大战和全球扩张	84
多元化发展	86

董事会主席科尔曼·默克勒	95
地理扩张：一家跨国企业	102
收购理念	106
广告宣传	119
全球性公司	121
附录：吉列公司年代表	129
注释	140

第4章 收购气候：毒丸计划、垃圾债券、

股票价格、行业间谍、内部信息	145
毒丸计划	148
垃圾债券	155
股票价格	160
行业间谍	171
内部信息	177
注释	181

第5章 吉列公司的重组 187 |

吉列公司1986年底和1987年初的行动	192
重组	196
匿名信	203
结构调整	211
法律环境：联邦法律	212
注释	217

第6章 1987年盛夏：主动收购的要约	221
1987年6月中旬	222
1987年8月	236
1987年10月19日：黑色星期一	246
注释	249
 第7章 目标	253
自由现金流理论	255
康尼斯顿宣布拥有吉列的股权	259
战略性大宗股票投资	261
收购气候	273
吉列的公司文化	280
蒂托·泰特曼蒂	282
注释	289
 第8章 代理权之争及法律后果	295
瞄准代理权之争	296
吉列的代理权声明	300
反绿票股东提案	302
康尼斯顿集团的代理权声明	305
绿票	307
内幕交易	315
1988年4月21日的年度大会	316
代理权之争后	325

注释	335
第9章 在代理权之争笼罩下	341
谈判压力	342
可转让股票出售权	349
企业需要关注	361
沃伦·巴菲特介入	367
注释	379
第10章 回顾	383
评估	385
联邦政府的政策	398
反思	403
注释	410
参考文献	413

第1章

引言



到1996年，吉列公司已经成立94年了。它在成立1年之后取名为“吉列安全剃须刀公司”。该公司的杰出发明——吉列安全剃须刀，于1904年获得了专利。从1986年11月到1989年8月，吉列公司成为恶意收购的目标，当时的投资者沃伦·巴菲特收购了该公司新发行的6亿美元优先股（占该公司总股份的11%）。我在本书中要回答的一个问题是：为什么吉列公司会在这一时期成为无情收购的目标？

经济学家及其他人士已经提出了许多理论，以解释特定公司成为收购目标的原因。最常见的解释是：该公司管理不善，而潜在收购者认为自己可以做得更好。在1991年1月25日吉列的CEO小科尔曼·默克勒既出人意料又不合时宜地去世的前一天，《福布斯》杂志的封面文章声称：“吉列不是一家需要勒紧裤腰带过日子的软弱公司，它是一个稳固运行的机构。科尔曼·M·默克勒在1975年接手该公司后……出售或关闭了21个业务部门……在默克勒的任期内，生产率以每年6%的复利率增长。”¹ 一项关于115个不成功收购案例的分析表明，1963~1987年间关于几百家公司的研究（包括吉列公司）都支持这样的看法：“目标公司能够独立地创造”与潜在收购者相同的价值。在结构重组过程中，无论是目标公司，还是潜在收购者，他们都创造了价值。² 吉列的情况似乎也是如此。

布鲁金斯机构于1990年发布的一项研究试图弄清楚，为什么在1984~1986年间成为恶意收购目标的许多公司中，有12家公司仍然保持着独立。吉列公司就是这12家公司之一。

作者总结说“吉列公司在击败恶意收购之后并没有采取重大的资产出售行为，虽然它所实施的裁员措施幅度很大，但这并不能证明大部分建议溢价是合理的。因此，我们无法明确地推断出，露华浓试图收购吉列到底为了得到什么”。³ 这种学术研究的信息来源完全依赖于公开发行的出版物、新闻报纸的文章、股东签署的委托书、年度报告和股票走势分析（10-K）。这本书试图解决这些有点不同的学术观点。尽管我的研究也大体上依赖于这些印刷品，然而我作为一名荣誉退休的董事，还记着那些发生的事情和当时的董事会会议，这些也可以指导我的分析。

据我所知，过去还从未有哪家财富500强企业的董事会成员试图以书的形式为公众分析企业的日常事件，并且要对失败的收购等美国企业史上重大的插曲做出客观的经济分析。有些评论家单纯地把收购看做是，为了狭隘的短期利益而摧毁已成立企业的一种惟利是图的行为，这主要是对收购者来说。其他一些人则把收购意图看做是，潜在的收购者深信（无论是否有正当理由），根据不同于现行管理制度的计划，通过对该公司进行改组，可以使公司为股东创造更多的利润。

我认为，迈克尔·詹森的现金流理论解释了吉列公司为什么会成为众矢之的。詹森认为，自由现金流应该派发给股东。自由现金流量是指超过各个项目所需的、在除去资本成本后已知具有正的净现值的现金流量。我们将在第7章中详细地讨论这些内容。为了寻求方法来应对高利润剃须刀片预

期的销售量持续下滑，而低利润一次性剃须刀销售量不断上升的情况，董事会选择了多元化经营。由于剃须刀片的销售创造了巨额的现金流，因此吉列得以在新的产品线上投入资金。吉列发现了优势互补的项目。并不是吉列所有的投资项目都获得了成功，但有些却是非常成功的。正是因为有了巨额的现金流，吉列可以同时开发一种非凡的、高科技的、高品质的新型剃须刀和刀片，即**Sensor**。吉列冒险投入了2亿美元来研究、设计并改进这种新型的剃须刀和刀片，并且追加了1亿美元作为新款产品的广告费用。**Sensor**于1990年1月同时在美国、加拿大、欧洲和日本投放市场。广告伴随着“超级碗”职业橄榄球冠军赛在全国播出，电视屏幕上闪烁着“**Sensor**”的名字。这是一种成本昂贵，但能够饱和渗透的广告和推广手段，有助于把吉列品牌的新产品的市场份额提高到吉列过去任何一款剃须系统在导入期都没有达到的水平。这种被一次性剃须产品侵犯的情况得到了扭转。

吉列公司根本不属于单一产品公司。吉列旗下的博朗公司生产很受欢迎的、设计巧妙、质量出众的电动剃须刀、咖啡机和其他家用电器。吉列还拥有百美和沃特曼钢笔公司、贾夫拉化妆品公司、欧乐-B牙刷公司，以及许多其他品牌的化妆品公司。然而在众多产品当中，吉列在剃须刀产品上的盈利空间是最大的。每位男士每天要花三分钟时间剃胡须，以50年的成年寿命计算，这位男士的剃须时间总计超过了90天零8个小时。生产和销售剃须刀片可是一桩大买卖。

20世纪80年代后期，为什么美国会有越来越多的恶意收