

新华信管理丛书 - 企业并购系列

兼并、收购和重组

过程、工具、案例和解决方案综合指南

(美) 唐纳德·德帕姆菲利斯 著

黄瑞蓉 罗雨泽 译 汪洱 审订

MERGERS, ACQUISITIONS,
AND OTHER
RESTRUCTURING ACTIVITIES
AN INTEGRATED APPROACH TO PROCESS,
TOOLS, CASES, AND SOLUTIONS



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



新华信管理丛书·企业并购系列

兼并、收购和重组

过程、工具、案例和解决方案综合指南

(美)唐纳德·德帕姆菲利斯(Donald Depamphilis)著

黄瑞蓉 罗雨泽 译

汪 洱 审订



机械工业出版社

《新华信管理丛书》总序

登上管理的高原

2002年7月，中国正式加入WTO半年后，我和其他几位企业老总经历了一次难忘的高原之行。在从西宁出发沿青藏公路挺进青海可可西里藏羚羊保护区的旅程中，这些平时十分活跃的老总，都不同程度地体验了一番高原缺氧的感受。

中国加入WTO，对企业而言，就如同从平地到高原。在向高处行进的征途中，随着外部自然环境的变化，企业的生存条件越来越严峻和艰难，中国企业正经历着“管理高原缺氧症”的困扰和体验。

作为一家中国的管理咨询公司，新华信以“帮助中国企业争创一流，建立持续发展核心优势”为使命。为了实现这个目标，新华信今后将陆续推出一系列企业经营管理类图书，以帮助中国企业、企业管理人员和一切关心中国企业发展的人们，登上管理的高原。

迄今我仍深深记得，当我们一行人翻越过唐古拉山口，顶着烈日、狂风、暴雨和冰雹，历尽千辛万苦终于抵达目的地——拉萨的时候，当时的心情是何等的激动和欣慰！

如果我们特别为你精选和推荐的图书，能够在你的攀登事业高

目 录

《新华信管理丛书》总序

《企业并购系列》序

前言

第一篇 并购背景

第一章 并购导论	3
第一节 内容概述	3
第二节 基本概念	4
第三节 并购过程中的各方参与者	14
第四节 并购的历史动机	20
第五节 历史上的并购浪潮	32
第六节 兼并与收购对股东的影响	41
第七节 兼并与收购失败的原因	48
第八节 兼并对社会的影响	50
小结	50
复习题	53
商业案例	53
参考文献	60
第二章 管制问题	64
第一节 内容概述	65
第二节 联邦证券法	65
第三节 反托拉斯法	70

第四节	州对兼并和收购的管制	94
第五节	常见的受管制的产业	95
第六节	环境法案	99
第七节	劳动和福利法	100
小结	.....	101
复习题	.....	102
商业案例	.....	103
参考文献	.....	105
第三章	一般接管策略与防御措施	106
第一节	内容概述	106
第二节	可选的接管策略	107
第三节	接管决策树	122
第四节	收购防御措施：投标前与投标后防御	123
小结	.....	146
复习题	.....	148
商业案例	.....	148
参考文献	.....	154

第二篇 并购流程：第一阶段至第十阶段

第四章	战略计划：商业计划与收购计划——收购流程的第一阶段和第二阶段	159
第一节	内容概述	159
第二节	基于计划的并购方法	161
第三节	第一阶段：制定商业计划	164
第四节	第二阶段：制定收购计划	190
小结	.....	195
复习题	.....	196
商业案例	.....	197
附录一：	商业计划核对清单	200

参考文献	206
第五章 战略实施：从目标搜寻到交易结束——第三阶段至第十	
阶段	208
第一节 内容概述	209
第二节 第三阶段：搜寻流程	210
第三节 第四阶段：筛选流程	212
第四节 第五阶段：首次接触	213
第五节 第六阶段：并购谈判	217
第六节 第七阶段：开发整合计划	235
第七节 第八阶段：结束交易	237
第八节 第九阶段：交易结束后的整合	242
第九节 第十阶段：交易结束后的评估	245
小结	247
复习题	248
商业案例	249
参考文献	257
第六章 整合：兼并、收购和商业联盟	258
第一节 内容概述	258
第二节 整合在并购成功中的地位和作用	259
第三节 整合过程	263
第四节 整合企业联盟	301
小结	303
复习题	304
商业案例	305
参考文献	307

第三篇 并购工具和概念

第七章 并购评估入门	311
第一节 内容概述	312

第二节	必需的回报	312
第三节	风险分析	315
第四节	自由现金流的计算	317
第五节	资金的时间价值	320
第六节	其他的评估方法	323
第七节	收入法或折现现金流法	326
第八节	基于市场的方法	336
第九节	资产导向方法	341
第十节	折现现金流与基于市场的评估方法的综合运用	345
第十一节	无形资产评估	346
第十二节	运用实物期权评估无形资产	352
小结	.....	355
复习题	.....	357
商业案例	.....	358
参考文献	.....	360
第八章	财务建模技术在并购构造和评估中的运用	361
第一节	内容概述	361
第二节	财务数据的局限性	363
第三节	建模过程	366
第四节	兼并后的股价估算	380
第五节	在换股交易中维持股东价值	385
第六节	商业案例：福特收购沃尔沃	388
小结	.....	397
复习题	.....	398
商业案例	.....	399
参考文献	.....	400
第九章	未上市公司的分析与评估	401
第一节	内容概述	402

第二节	未上市公司评估存在的挑战	403
第三节	利润报表调整	407
第四节	未上市公司的评估方法	413
第五节	反向兼并	431
第六节	计算所有权份额：风险投资法	434
第七节	运用杠杆化雇员持股计划来购买未上市公司	435
第八节	分析未上市公司股东收益	436
	小结	437
	复习题	439
	商业案例	440
	参考文献	441
第十章	决定交易结构：支付方式、法律文书、	
	税收和会计考虑	442
第一节	内容概述	443
第二节	交易结构设计	444
第三节	收购工具的形式	447
第四节	收购后的组织形式	449
第五节	支付方式和综合支付方式	450
第六节	收购形式	456
第七节	会计处理方法	464
第八节	税收结构和税收策略	475
	小结	486
	复习题	488
	商业案例	489
	参考文献	498
第四篇 战略选择与战略结构		
第十一章	杠杆收购结构和估价	501
第一节	内容概述	502

第二节	杠杆交易起源	503
第三节	融资选择	506
第四节	常见杠杆收购结构	514
第五节	交易成功的关键因素	517
第六节	关键股东和公共政策	520
第七节	杠杆收购对股东收益的影响	524
第八节	杠杆收购分析	528
	小结	538
	复习题	539
	商业案例	540
	参考文献	541
第十二章	共同增长和共同控制战略：联营体、伙伴和联盟	544
第一节	内容概述	545
第二节	兼并和收购之外的其他方案	547
第三节	商业联盟的战略意图	549
第四节	商业联盟成功的决定因素	559
第五节	商业联盟的合法形式	562
第六节	战略运营计划	568
第七节	商业联盟交易结构化	570
第八节	有关联盟的经验研究	586
	小结	587
	复习题	588
	商业案例	589
	参考文献	590
第十三章	可供选择的退出和重组战略：资产剥离、独立分拆、 股权转让、整合分拆、破产和清算	592
第一节	内容概述	593
第二节	业务退出动机	595

第三节	部分剥离	599
第四节	独立分拆和整合分拆	604
第五节	股票转让和分拆上市	606
第六节	追踪股或定向股	609
第七节	自愿清算(破产)	611
第八节	股东回报	612
第九节	经营失败	616
小结	.....	628
复习题	.....	630
商业案例	.....	630
参考文献	.....	632

第五篇 综合案例

第十四章	收购过程：惊声传媒公司案例	637
	第一部分：战略计划制定	637
	第二部分：战略计划实施	648
	惊声传媒公司案例研究问题	682
附录	商业案例研究答案	686
	词汇表	714
	后记	726

第一篇

并购背景



第一章 并购导论

墨菲定律(Murphy's Law): 如果任何事可能会出错的话, 那它就会出错。

欧图勒(O'Toole)对墨菲定律的评论是: “墨菲曾是个乐天派。”

观看晚间新闻或是阅读任何一家主要城市报纸的商业版, 你都不难发现自己被淹没在并购的狂潮中。首席执行官(CEO)信心十足地交流着他们对合并企业未来的展望, 向股东保证这些并购将会使得股东利益最大化。随着那些参与交易的公司首席执行官们有时以几乎令人头晕目眩的方式宣布由于最近并购而出现了庞大的合并公司, 人们能够感受到他们从演讲台上散发出的极具感染力的友爱之情。当被问及运作行业中最大公司的感受时, 首席执行官们似乎沉醉于公众的瞩目之中。新闻界钟爱大型新闻。这就给他们一个机会, 让美国主流社会再次一瞥高层金融圈的神秘世界。华尔街从来都不会错过即将到来的发财良机, 也点头表示赞许。

大家都沉浸于这个事件的狂喜之中, 很少有人会问及破纪录的收购价格。毕竟, 大家似乎想享受这个欢乐的时刻。对那些公司高层人员而言, 通常这个时候只是“十五分钟的辉煌时刻”。随着摄影室灯光暗淡下来, 投资者的目光转向下一个大型的兼并宣告活动时, 人们就回到现实之中。远离了耀眼的摄像镜头, 首席执行官和他们的下属蹲坐下来, 去迎接运作这个公司的挑战。

第一节 内容概述

就并购活动的激烈程度而言, 20世纪90年代不同于美国历史上其

他时期。1990年经济衰退期，交易数量和以美元统计的交易金额突然下降，但从1992年开始，并购活动急剧回升。到1995年，交易数量和以美元统计的交易金额都超过了20世纪80年代中期水平，那时期的许多交易多数是因融资的需要而产生的。20世纪90年代中达成的最大的五项交易平均价值为770亿美元，大约是前十年间达成的最大的五项交易价值的5倍。平均收购价格年复一年地创造新的纪录。20世纪90年代，美国累积的并购交易总额达6.5万亿美元，这期间超过一半的交易发生在这十年的最后两年间。

今天的交易往往更具有战略特性，比20世纪80年代运用了更多的债务。正如20世纪90年代一样，激烈的全球竞争，快速的行业合并，自由化，以及日益复杂和迅速变化的技术持续地促进了并购活动。反托拉斯管理的总体环境通常对并购也是有利的，如电缆公司、电话、国防和无线电行业的合并。在评估兼并的竞争有效性方面，管理者越来越不仅仅注重交易的规模，而是更加注重提高经营效率的可能性。金融环境也是非常有利的，股票市场倍数飙升，利率相对走低。

本章的目的是让读者了解相关词汇、并购流程中各个参与者所扮演的角色和一系列影响历史上并购活动的因素。本书还描述了自从19世纪末以来发生的五次主要兼并浪潮的动因。此外，本章阐述了兼并是否对目标公司股东和收购公司股东产生回报的问题。本章还讨论了人们经常提及的许多并购未尽人意的原因。本章最后以讨论美国在线收购时代华纳的案例分析为结束，这个收购是美国历史上最大的收购，也是令人津津乐道的“旧”经济和“新”经济的结合。

第二节 基本概念

对任何一个领域的研究往往都运用这个领域内的行话。对购买和

出售整个公司或部分公司的研究也不例外。了解这个领域就需要熟悉这些词汇。在这一部分，我们定义那些在整本书中经常提到的词语，而这些词语在其他章节中不再进一步解释。

一、公司重组

公司重组行为指的是采取措施扩大或缩小公司基本的经营范围，或是根本地改变公司资产或财务结构。公司重组是一个综合词语，指的是这样一系列广泛的活动，即从兼并收购和企业联盟至资产剥离(divestitures)与独立分立(spin-offs)。

在文献中，公司重组行为通常分成两个具体的类别：经营性重组和财务性重组，经营性重组(operational restructuring)通常指的是全部或部分出售公司或产品线，或是通过关闭不盈利的或非战略性的部门从而缩减规模。财务性重组指的是公司采取措施改变其总负债与总权益的结构。举个财务性重组的例子，即公司通过增加债务来降低总资本成本，或作为反收购防卫手段的一部分(参见第三章)。

二、收购，资产剥离和杠杆收购

一般而言，当一家公司控股了另一家公司或另一家公司的法人子公司，或是购买另一家公司的资产，如制造工厂，那么就产生了收购。与此相反，资产剥离指的是出售全部或绝大部分公司或产品线给另一家企业以获得现金或证券。杠杆收购(leveraged buyout, LBO)指的是主要通过举债来收购一家公司。当公司借贷资金以买回其股票，从而将其上市公司变成私有公司时，通常就称为杠杆收购(参见第十一章)。管理层收购(Management Buyout)也是一种杠杆收购，公司的管理层也是将被私有化企业的权益投资者。收购公司(acquiring company)指的是试图收购或兼并另一家企业的公司。目标公司(target company)指的是正被收购公司试图收购的企业。接管(takeover)指的是公司控股权的变化。

三、兼并与收购

我们可以从结构或行业运作方面来描述兼并。这一特点与这本书以后讨论的交易结构、法规事项和战略规划有关。

(一) 结构特点

从结构方面来看,兼并是两家公司合并后,只存在一个公司实体。法定兼并(statutory merger)指的是收购公司根据公司成立时所在州的法律规定承担目标公司的资产和负债。当目标公司成为母公司的子公司时,就产生了从属兼并(subsidiary merger),例如通用汽车(General Motors)和电子数据系统(Electronic Data System, EDS)。

尽管兼并与合并两个词语可以相互替换,但是新设合并(consolidation)指的是两个以上的企业合并形成一家新公司,因此从严格意义上说不是兼并。所有的法律实体在新公司形成时都消失了。在兼并中,收购公司或目标公司仍然存在。1999年戴姆勒-奔驰和克莱斯勒合并形成戴姆勒-克莱斯勒公司就是合并的最新例子。由合并而产生或因兼并后而存续下来的新公司通常拥有被兼并或被合并公司的资产和负债。被兼并公司的股东通常将其手中的股票换成新公司的股票。

(二) 行业—运作特点

兼并也可以分为垂直兼并、横向兼并和混合兼并。兼并的分类是由兼并企业是处于相同行业还是处于不同行业,以及处于公司价值链的什么位置来确定的。

1. 横向兼并与混合兼并

在了解兼并企业是否处于相同或不同的行业后,我们就完全理解横向兼并和混合兼并。横向兼并发生在相同行业内的两个企业之间。横向兼并的例子包括埃克森(Exxon)兼并美孚(Mobile)(1999),SBC通信公司兼并美国科技(Ameritech)(1998),国家银行(Nationsbank)兼并美洲银行(BankAmerica)(1998)。混合兼并(Conglomerate merge)指的是收购公

司收购与其行业基本没有关联的行业的公司。例如美国钢铁(U.S.Steel)收购了马拉松石油(Marathon Oil),从而形成了USX。

2. 垂直兼并

通过公司价值链我们可以完全理解垂直兼并(参见图1-1)。垂直兼并指的是位于产品或价值链的不同阶段的两个公司之间兼并。基础钢铁工业简单的价值链包括诸如煤或铁矿等原材料;钢铁制造,如加热金属和轧钢过程以及钢材配送。同样地,石油和天然气工业的价值链将开采活动分为生产、提炼和市场营销。因特网价值链分为基础设施服务商——如思科公司(Cisco)和MCI WorldCom,内容服务商——如Bloomberg和道琼斯(Dow Jones)和门户供应商——如雅虎(Yahoo)和美国在线(AOL)。

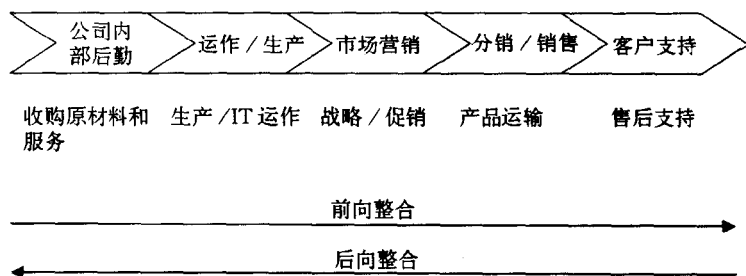


图 1-1 公司价值链 .IT, 信息技术

那些在价值链的主要阶段都没有经营单位的企业,会选择通过收购供应商而进行后向整合,或通过兼并分销商而进行前向整合。1993年默克(Merck)——那时世界上最大的制药公司,采取了向前整合,兼并了默多可公司(Medco)——全国最大的折扣药品销售商。后向整合的一个例子发生在自然资源行业,1984年谢弗朗石油(Chevron)公司收购了海湾石油(Gulf)(oil)来扩大其石油储备。最近的一个例子发生在技术行业,1999年美国在线 AOL 以 11 亿美元收购了 Map-Quest.com,后者是提供电子地图网上链接的服务商。