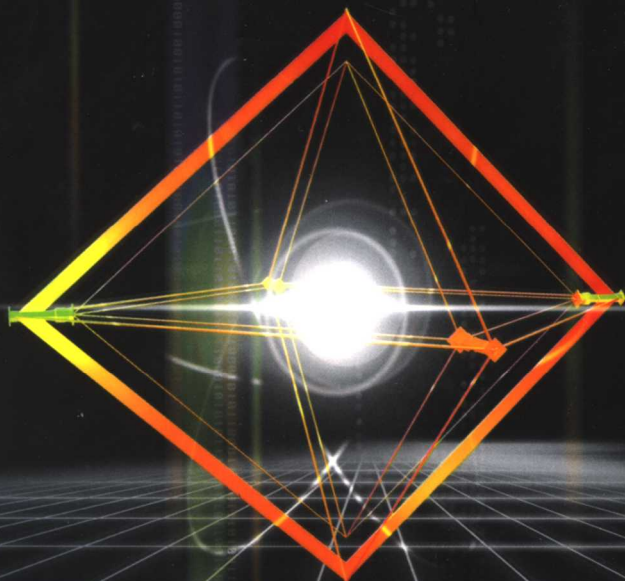


本科经济管理译丛

动态财务管理案例： 购并及重组

Cases in Dynamic Finance
Mergers and Restructuring

J·弗瑞德·韦斯顿 (J. Fred Weston) / 著
张 瑾 / 译



中国人民大学出版社

Prentice
Hall

Pearson
Education

本科经济管理译丛

动态财务管理案例： 购并及重组

Cases in Dynamic Finance
Mergers and Restructuring

J·弗瑞德·韦斯顿 (J.Fred Weston) / 著

张 瑾/译

图书在版编目 (CIP) 数据

动态财务管理案例: 购并及重组/韦斯顿著; 张瑾译

北京: 中国人民大学出版社, 2004

(本科经济管理译丛)

ISBN 7-300-05417-X/F · 1689

I. 动…

II. ①韦… ②张…

III. ①企业合并-案例-高等学校-教材②企业管理-资产重组-案例-高等学校-教材

IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 021482 号

本科经济管理译丛

动态财务管理案例: 购并及重组

J·弗瑞德·韦斯顿 著

张瑾 译

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511239 (出版部)

010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 唐山市润丰印务有限公司

开 本 889×1194 毫米 1/24 版 次 2004 年 5 月第 1 版

印 张 16.25 插页 2 印 次 2004 年 5 月第 1 次印刷

字 数 413 000 定 价 29.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

前 言

本科经济管理译丛

最近几十年来，世界经济正经历着巨大的变革，科技变化的步伐也大大加快。由于通信和交通成本的大幅下降，世界市场已经逐步全球化。随着市场机会的增加，市场竞争的形式发生了转变，竞争程度也越来越激烈。

这一强大的、新兴的变革力量对经济领域产生了重要的影响，使公司对科技的需求与日俱增。随着计算机和互联网使用的渐趋广泛，各公司都对信息技术系统提出了更高的要求。并且，公司一改往日对实物资产投资的专注，加大了对人力资本的投入，公司价值中的组织结构资本也在相应增长。此外，不同产品领域的增长机会也有所不同。新兴行业不断出现，新产品进入的速度也有所加快。经济活动的重心正在从制造业转向尖端技术服务领域。特别是由于互联网的影响，销售和营销手段也发生了变化。同时，市场价值链因更多的专业化公司参与经营而得到分解，一

些领域的纵向合并在减少，而在另一些领域却有所增加。各行业的组织结构也发生了变化，行业壁垒变得日益模糊，竞争者的数量也不断增多。

新旧变革在经济领域中相互作用、互为影响。在一个拥有众多独立经营主体的体系中，诱人的增长领域会刺激大多数公司对其进行大量投资，使得这些能够带来增长及盈利的领域出现波动。对于固定资产及存货的过度投资则会导致企业生产过剩和经济调整时期的出现。这种经济波动的时间和强度又影响着世界经济市场中的每个国家。同时，金融市场也一直面临着大幅度的调整变化。

微观经济学和金融学的传统模型方法一直在其领域中保持着稳固的地位。但是，随着经济变革的加快和经济形势的不断变化，我们需要对公司的结构调整及其战略意义进行分析研究。本书着重于展现在当前日益变化的经济环境中，公司应采取的变革方法。本书所收集的案例包括已在市场中成功经营的公司和仍在新的市场环境下不断开拓的公司的奋斗经验，内容涵盖传统微观经济学、金融学、企业购并重组和公司管理等多个领域。本书以动态财务管理命名，力图反映其涉猎的多个领域，并且这也是正在发展的一门新学科。

本书力图采用能够说明企业购并总体构想和一般原理的资料。根据不同的主题，各案例所占的篇幅也不相同。其中较长的案例可用于组建兴趣小组展开讨论。本书日后还将对大多数案例涉及的现有公司的实际情况进行更新，以备未来分析和讨论之用。我们发现，在案例中加入大量的市场分析报告及公司前景预测，可以为案例增加新的议题，并对其进行进一步深入研究。

因本书今后还将再版，真诚希望您阅读后提出意见或建议。请将您的意见发送至：

J. Fred Weston

The Anderson School at UCLA

258 Tavistock Ave.

Los Angeles, CA 90049-3229

电话：(310) 472-5110

传真：(310) 472-9471

电子邮箱：jweston@anderson.ucla.edu

网址：<http://www.amderson.ucla.edu/faculty/john.weston>

作者简介

本科经济管理译丛

本书作者 J·弗瑞德·韦斯顿为美国加州大学洛杉矶分校约翰·E·安德森 (John E. Anderson) 管理学院研究生院管理经济学及金融学方面的名誉退休教授。他于 1948 年获得芝加哥大学的博士学位。目前已出版著作 31 本，发表文章 147 篇，并曾参与对 32 篇博士论文的指导。自 1968 年以来他一直担任加州大学洛杉矶分校企业购并及重组研究项目的主任。

韦斯顿博士还分别担任了美国金融学会、西方经济协会、金融管理协会的主席和美国经济协会人口普查顾问委员会的会员。1978 年，他当选加州大学洛杉矶分校优秀教师。1994 年，他获得该校“杰出授课院长”的称号。他同时担任多个刊物的高级编辑，还是美国金融协会、金融管理协会、全国经济学家协会高级会员。

以下是他的部分作品：

Weston, Siu, and Johnson, *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Third Edition, Prentice Hall, 2000; Weston and Copeland, *Managerial Finance*, Ninth Edition, 1998 Update; Copeland and Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, Third Edition, Addison Wesley, 1988; Weston, "Strategy and Business Economics," *Business Economics*, April 1989; Weston, *Acquisitions Handbook*, 1993; Chen, Weston, and Altman, "Financial Distress and Restructuring Models," *Financial Management*, Summer 1995; Weston and Chiu, "Growth Strategies in the Food Industry," *Business Economics*, January 1996; Weston and Siu, "Restructuring in the U. S. oil Industry" (1996), and Weston, Johnson, and Siu, "Mergers and Restructuring in the World Oil Industry" (1999), *Journal of Energy Finance & Development*; Weston, Jawien, and Levitas, "Restructuring and Its Implications for Business Economics" (January 1998), and Weston, Johnson, and Siu, "M&As in the Evolution of the Global Chemical Industry" (October 1999) *Business Economics*.

韦斯顿教授自 20 世纪 50 年代初开始担任企业和政府金融和经济政策方面的顾问，曾先后为美国银行、波音公司、通用电气公司、西屋公司、3M 公司、通用汽车公司、美国审计署、美国国家税务局、美国商务部人口普查办公室、摩根·斯坦利公司和美国电话电报公司等组织提供咨询服务。



本科经济管理译丛

目 录

案例 1 英格索兰对克拉克设备公司的收购	1
案例 2 沃尔特斯公司对 CCH 公司的收购	5
案例 3 微波通信公司的发展机会与动态财务战略	17
案例 4 办公百货和斯特普尔斯公司	36
案例 5 微波世通与 Sprint 公司	38
案例 6 购买法会计核算：时代华纳、美国在线 和世通公司	67
案例 7 康柏电脑对数字设备公司的收购	74
案例 8 美国铝业与雷诺兹金属公司	85
案例 9 马斯可公司的收购及分散经营策略	101
案例 10 克拉克公司对汽车俱乐部公司的收购	103
案例 11 世界军工企业	105
案例 12 葛兰素对威康公司的收购	108
案例 13 道氏化学公司与联合碳化物公司	110

案例 14	Fashion 公司	139
案例 15	科技网站	159
案例 16	从哈蒂斯堡到华尔街：世通公司的发展	187
案例 17	维亚康姆与哥伦比亚广播公司	199
案例 18	美国在线与时代华纳的合并	239
案例 19	斯科特纸业与 Sunbeam 公司的对比	275
案例 20	面对批评：丰田-通用汽车的论辩	289
案例 21	戴姆勒-奔驰与克莱斯勒公司	297
案例 22	沃达丰公司的国际性收购	323
案例 23	论坛与时代明镜公司	351
案例 24	美国电话电报公司的复兴	372

案例 1

英格索兰对克拉克 设备公司的收购

1995年4月9日，英格索兰公司（Ingersoll-Rand）宣布与克拉克设备公司（Clark Equipemnt）达成一项以15亿美元购买克拉克设备公司的协议。本案例将阐述英格索兰公司成功收购克拉克设备公司的过程。在此过程中，克拉克设备公司曾拒绝英格索兰公司最初提出的合并计划书。我们将在本案例中列出双方协商过程的时间表，并包括克拉克设备公司所采取的防御性策略。

1994 该年内，英格索兰公司对其战略发展计划进行了研究，公司高级管理层研究考虑了可能增加其股东价值的潜在交易，并列出了潜在购并对象的名单。经过大量筛选，1995年，英格索兰公司开始将目标锁定克拉克设备公司（以下简称克拉克公司）。

1995年3月15日 英格索兰公司的董事长兼首席执行官詹姆斯·E·皮瑞拉（James E. Perrella）通过电话与克

拉克公司的董事长兼首席执行官利奥·J·麦克纳(Leo J. McKernan)取得联系,向其表明英格索兰公司计划以每股75美元~77美元的现金价格收购克拉克公司的意向,但麦克纳拒绝了此项提议。同一天,皮瑞拉向麦克纳及克拉克公司的每位董事发送了信函,在信中表达了他对没有机会向对方详细阐述英格索兰公司项目计划书的遗憾。同时指出,英格索兰公司已对克拉克公司进行了一段时期的研究,对克拉克公司的市场表现印象深刻。他相信,通过两家公司的互补经营,合并后的公司在全球市场上将会成为一个强有力的竞争主体。

1995年3月20日 麦克纳在电话中通知皮瑞拉,克拉克公司将召开董事会特别会议来讨论英格索兰公司提出的计划书。

1995年3月21日 皮瑞拉再次向克拉克公司发送信函,详细描述了此项收购能够带来的益处。

1995年3月23日 麦克纳在电话中通知皮瑞拉,克拉克公司董事会将于下周一(1995年3月27日)召开。

1995年3月28日 麦克纳致信皮瑞拉,申明克拉克公司董事会向英格索兰公司就购买克拉克公司的意向表示感谢,但董事会“对保持该公司的长期存在意见一致,不会将其出售。因此,我们拒绝接受贵方的收购计划”。

1995年3月28日 皮瑞拉向麦克纳回信表达了他对此项决定的惊讶与失望,并指出英格索兰公司提出的收购价格高于克拉克公司近期市场价格的50%。他认为,“此项收购计划对双方的股东有益。因此,尽管克拉克公司的董事会拒绝了此项提议,英格索兰公司仍有责任继续推行此计划。因为我们相信克拉克公司的广大股东将支持此项提议,我们不仅将这封信发送给你,也同时将它公诸于世。”

稍后,克拉克公司起草了一份新闻稿,报告了1995年3月27日董事会拒绝英格索兰公司收购提议的决定。麦克纳表示,英格索兰公司提出的价格是“远远不够的”。他指出,仅仅在五个月以前,克拉克公司的股价就达到了每股71美元的高价位,并进一步表明,“我相信目前克拉克公司股价的短暂回调正是买进的绝佳时机”。

1995年3月29日 克拉克公司对英格索兰公司提出起诉,声称此项收购违反联邦反托拉斯法规定,并请求“对英格索兰公司推动购并计划实行永久限制令”。

1995年3月30日 英格索兰公司召开新闻发布会,并指出,“克拉克公司像我们

一样清楚，任何因双方具有相同产品生产而引发的反托拉斯法问题能够很容易地得到解决。英格索兰公司在 1994 年的相关产品的国内销售收入在当年 45 亿美元的总收入中只占有不到 1 000 万美元的份额。”

1995 年 3 月 31 日 英格索兰公司依据特拉华州法律向克拉克公司发函，要求对方列示其所有股东。

1995 年 4 月 3 日 英格索兰公司开始向克拉克公司发出公开收购要约 (tender offer)，并发函告知它将委派七人于 1995 年 5 月 9 日克拉克公司召开年度会议时参与其董事竞选。在同日发出的另一封信中，皮瑞拉表示，“我们很遗憾不得不采取这样的手段；并很愿意与你们进入协商阶段，以努力达成关于此项交易的协议。即使我们已开始对贵公司进行股权收购，我们仍感兴趣与你方会面，共同协商能够使贵公司董事会接受的交易事项。请董事会在认为可能出售克拉克公司时与我们联系”。

1995 年 4 月 9 日 英格索兰公司宣布其已达成购买克拉克公司的协议，它将共计出资 15 亿美元，以每股 86 美元的高价收购克拉克公司 1 740 万股的股票。它原计划收购价格为每股 77 美元，出资总额为 13.4 亿美元。双方发表联合声明宣称，双方董事会一致同意此项令人满意的合并条款。克拉克公司的董事长兼首席执行官麦克纳表示，“此项合并为我们的股东提供了一个公允的价值，并为我们的员工在英格索兰这样优秀的公司创造了难得的工作机会”。皮瑞拉则表示，“合并将使双方得到极好的融合”。

1995 年 5 月 25 日 英格索兰公司于 1995 年 8 月 14 日向美国证券交易委员会 (SEC) 提交的报告中，披露了以下信息：

“1995 年 5 月 25 日，英格索兰公司的全资子公司 CEC 收购公司，将依照 1995 年 4 月 12 日修改的收购要约，以每股 86 美元的价格取得 16 553 617 股克拉克公司的股份（汇总本公司已取得的股份，共计持有约 98.4% 的克拉克设备公司的流通股）。克拉克公司的经营业务包括设计、生产和销售成套建筑机械、沥青铺设设备、道路安全设备轴承、变速器以及高尔夫球场用车和多用途运货车。1995 年 5 月 31 日，英格索兰公司完成 CEC 收购公司和克拉克公司的合并交易。合并完成后，克拉克公司成为英格索兰公司的全资子公司，未对所持克拉克公司股份进行出售的股东可按每股 86 美元的价格将其出售。在计入流通股期权、员工工资合同和各项交易成本后，英格索兰公司对克拉克公司的

收购总值约为 15 亿美元。此项交易被认定为收购。收购价格根据估计的公允价值已摊入取得的资产和负债，日后再做进一步调整。对超出已取得净资产公允价值部分的成本，将作为商誉处理，以直线法在 40 年内进行摊销。合并后公司的无形资产也包括因收购而产生的专利权、商标权及其他可确认的无形资产。这些资产将在预计使用年限内予以摊销。

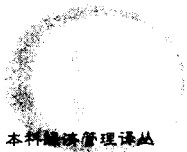
☐ 讨论题

1. 通过对两家公司拥有的重复生产能力进行剥离，双方合并所触及的反托拉斯法问题将得以解决。

2. 当购并交易于 1995 年 4 月 9 日结束时，英格索兰公司股票的当日收盘价为每股 33.125 美元。在合并完成的 1997 年 8 月 28 日，其收盘价为每股 62.125 美元。

☐ 习题

为什么克拉克公司开始拒绝了英格索兰公司的收购要约，但最终却又接受了？



案例 2

沃尔特斯公司对 CCH 公司的收购

本案例来源于沃尔特斯·克鲁维尔科技与教育出版集团（以下简称沃尔特斯公司）（Wolters Kluwer nv）就收购 CCH 公司而于美国证券交易委员会备案的材料。CCH 公司的总裁兼首席执行官奥克雷·索恩（Oakleigh Thorne）先生在致 CCH 公司全体股东的信件中，要求股东对此项交易表示支持。

CCH 公司

Riverwoods, 伊利诺伊州 60015

1995 年 12 月 1 日

亲爱的股东们：

我在此高兴地通知你们，CCH 公司与沃尔特斯公司已进入合并协议谈判及签署阶段，沃尔特斯公司下属一家全

资子公司已经发出收购要约，将以每股 55.50 美元的现金价格对本公司的所有流通股进行收购。目前，该公司已开始对 CCH 公司实行公开股权收购。根据协议，股权收购完成后，两家公司将进行合并，未进行股权出让的股东每股将获得 55.50 美元的现金价格或收购要约中规定的最高价格，CCH 公司将成为沃尔特斯公司的全资子公司。在此项股权收购和随后的合并协议执行阶段，CCH 公司的 A 类普通股股东和 B 类普通股股东将享受同等待遇。索恩家族成员和以其为托管人的投资者同意出让持有的全部 CCH 公司股份（包括总计约 58% 的具表决权的流通股，即 A 类普通股），并以其股份具有的全部表决权对合并表示支持，同时授予沃尔特斯公司股票认购期权。

CCH 公司的董事会成员一致赞成沃尔特斯公司的收购要约及合并协议，认为其符合 CCH 公司及其股东的最大利益，同时建议股东们接受沃尔特斯公司的收购计划，并按照该计划出让所持的 CCH 公司股份。

本信函同时附带沃尔特斯公司于 1995 年 12 月 1 日为实施股权收购而制定的公开收购要约、股权转让书及其他相关文件。这些文件列明了有关股权收购的条款及条件。以下所附文件为在美国证券交易委员会备案的表 14D-9 的复印件。它更清楚地阐述了董事会做出合并决策的原因，同时包括有关股权收购的其他一些重要信息。我们希望股东们能够仔细地阅读这些文件。

CCH 公司的董事会全体成员、管理经理和公司员工感谢您的支持。

忠诚的，

奥克雷·索恩

总裁兼首席执行官

以下文件来自 CCH 公司向美国证券交易委员会提交的 14D-9 文件的复印件。它是根据美国证券法案第 14 (d) (4) 条规定对任何合并事项或收购要约必备的文件。

美国证券交易委员会

华盛顿特区 20549

表 14D-9

本合并建议书依据 1934 年证券交易法案第 14 (d) (4) 条款制定

CCH 公司

(单位名称)

CCH 公司

(报送单位名称)

A 类普通股, 1 美元面值

(股票类别)

124883109

(CUSIP 股票类别代码)

B 类普通股, 1 美元面值

(股票类别)

124883208

(CUSIP 股票类别代码)

奥克雷·索恩

总裁兼首席执行官

CCH 公司

Riverwoods, 伊利诺伊州 60015

(报送单位联系人姓名、地址及电话)

抄送:

Delrdre M. von Moltke
Sidley & Austin
One First National Plaza
芝加哥, 伊利诺伊州 60603
(312) 853-7000

Douglas A. Doetsch
Mayer, Brown & Platt
190 South LaSalle Street
芝加哥, 伊利诺伊州 60603
(312) 782-0600

沃尔特斯公司的
全资子公司
沃尔特斯收购子公司
计划以每股 55.50 美元的净价收购
CCH 公司
的
所有已发行 A 类及 B 类普通股
以现金形式收购

除非本收购要约得以延期，本要约及其撤销权力将于
1996 年 1 月 4 日（星期四）纽约时间下午 5 点失效

本要约在其过期日前有效，且不得对 CCH 公司面值为 1 美元的 A 类普通股
股份进行赎回，这些股份将在股权稀释的基础上构成已发行并流通
A 类普通股的主要部分，见证券交易法案第 14 部分规定。

CCH 公司的董事会一致通过合并协议及收购要约，并决定参与对合并工作
的指导，并认为收购要约及合并协议条款符合 CCH 公司股东的
最大利益，建议股东接受要约并出让股份。

重要申明

任何希望出让其所持全部或部分 A 类或 B 类普通股（合称股份）的股东应遵守以下任一规则：（a）按照转让书中说明，完成并签署股权转让协议书（A 类普通股转让书为蓝色，B 类普通股转让书为绿色），以邮寄或快递方式与其他必要文件发送至指定接收部门，或签字以传真形式发送；也可将持股说明书发送至有关接收部门，并依据法规第三部分规定的股权登记程序来出让其持有股份。（b）股东出让股份时，可请股票经纪人、证券商、银行、信托公司或其他委托人代为实施交易。以其经纪人、证券商、银行、信托公司或其他委托人名义登记的股东必须与其委托方联系，以顺利出让所持股份。

任何希望出让持有股份并可证明不能立即出让的股东，或不能及时依据账面记录办理转移手续的股东可按照证券法规第三部分规定的过程来对所持股份进行出让。

如股东遇到问题或需要帮助时，可参照本收购要约背面所列的地址及电话号码与相关的咨询机构或证券商联系。有关此收购要约、股权转让书、转让确认书及其他相关材料可从相关咨询机构、证券商、银行和信托公司获得。

本项收购交易商为：
瑞士信贷第一波士顿银行

1995 年 12 月 1 日