



汇添富基金
世界资本经典译丛

铁血并购

——从失败中总结出来的教训

Deals from Hell:
M&A Lessons that Rise above the Ashes

[美] 罗伯特·F.布鲁纳 著
(Robert F. Bruner)



上海财经大学出版社



汇添富基金·世界资本经典译丛

铁血并购

——从失败中总结出来的教训

[美] 罗伯特·F. 布鲁纳 著
(Robert F. Bruner)

沈 嘉 译



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

铁血并购:从失败中总结出来的教训/(美)罗伯特·F.布鲁纳
(Bruner, R. F) 著;沈嘉译. —上海:上海财经大学出版社,
2008. 8

(世界资本经典译丛)

书名原文:Deals from Hell

ISBN 978-7-5642-0254-5/F · 0254

I. 铁… II. ①布… ②沈… III. 企业合并-研究-世界
IV. F279.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 087302 号

☐ 责任编辑 李成军
☐ 封面设计 未 名
☐ 版式设计 孙国义

TIEXUE BINGGOU

铁血并购

——从失败中总结出来的教训

[美] 罗伯特·F.布鲁纳 著
(Robert F. Bruner)

沈 嘉 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

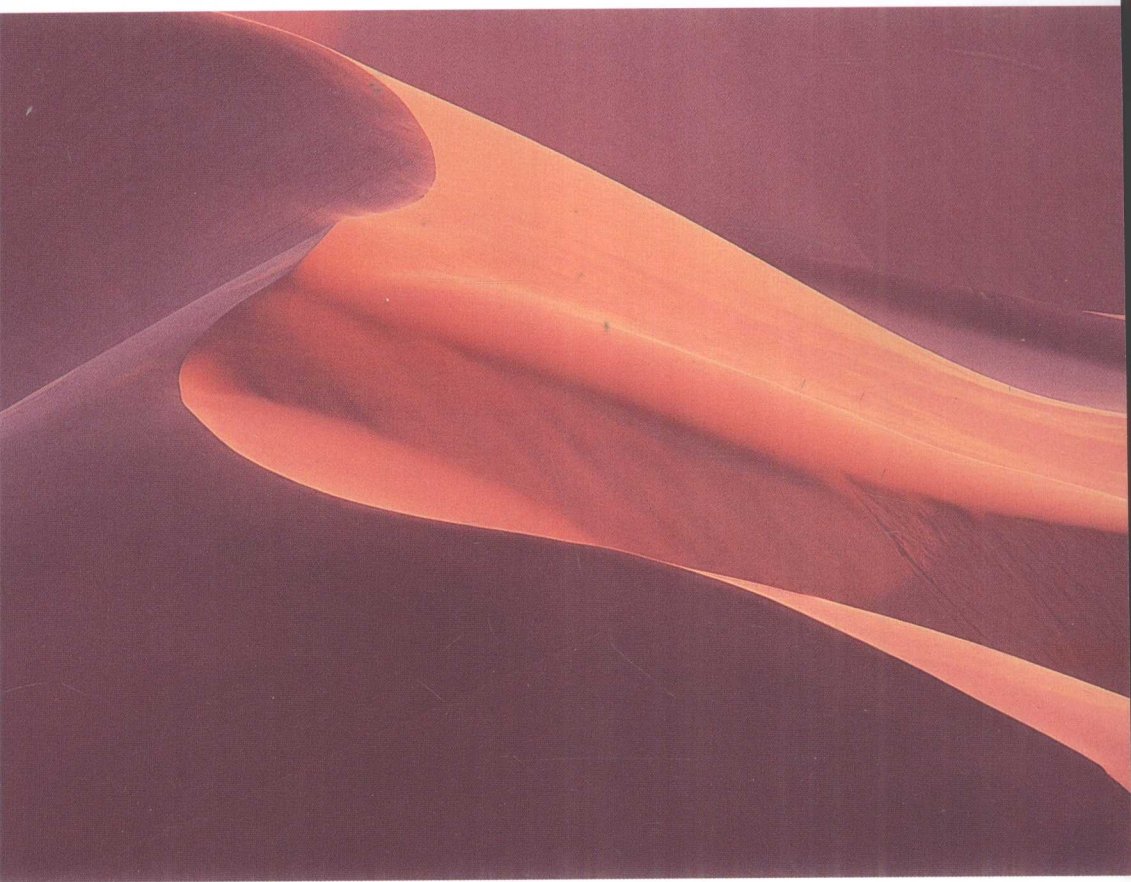
宝山葑村书刊装订厂装订

2008 年 8 月第 1 版 2008 年 9 月第 2 次印刷

787mm×1092mm 1/16 21.5 印张(插页:2) 352 千字

印数:4 001—7 000 定价:42.00 元

拨动琴弦
唱一首经典
资本脉络
在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然
依稀可见



千百年后
人们依然会穿过泛黄的书架
取下
这些书简
就像我们今天，怀念
秦关汉月
大漠孤烟

.....

图字:09—2007—325 号

Deals from Hell: M&A Lessons that Rise above the Ashes

Robert F. Bruner

Copyright © 2005 by Robert F. Bruner.

Foreword by Arthur Levitt, Jr.

All Rights Reserved. This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without the prior written permission of the Publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2008.

2008 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

汇添富基金·世界资本经典译丛

编辑委员会

编委会主任

丛树海

编委会执行主任

张 晖 林 军

编 委

黄 磊 袁 敏

韩贤旺 钱 慧

于凌波 刘劲文

魏小君 王 波

曹翊君 郭 君

金德环 田晓军

柳永明 骆玉鼎

周继忠 崔世春

策 划

黄 磊 钱 慧

总序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍。（It's simple to be a winner, work with winners.）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”。巴菲特认为这正是自己成功的原因——“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。

在本套丛书的第一辑里,我们为您奉献了《伦巴第街——货币市场记述》、《攻守兼备——积极与保守的投资者》、《价值平均策略——获得高投资收益的安全简便方法》、《浮华时代——美国 20 世纪 20 年代简史》、《忠告——来自 94 年的投资生涯》、《尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验》、《战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资》、《伟大的事业——沃伦·巴菲特的投资分析》这八本讲述国外金融市场历史风云与投资大师传奇智慧的经典之作。而在此次第二辑中,我们还将向您推荐八本同样具有震撼阅读效应的经典投资著作。

本辑丛书不乏投资大师现身说法的传世之作。其中的《投资存亡战》一书作者杰拉尔德·勒伯被称为“华尔街奇才”。该书以投资感悟入手,生动介绍了市场时机选择、资产配置、套期保值损失、股票组合调整等成功投资者需要了解的基本原则。该书笔调幽默、涵盖面广、可读性较强,杰拉尔德·勒伯作为一名华尔街股票经纪商,拥有 40 多年的从业经验,其建议中肯且切实有效,值得广大投资者借鉴。该书初版于 1935 年,并于 1936 年、1937 年、1943 年、1952 年、1953 年、1954 年、1955 年、1956 年、1957 年、1965 年和 1996 年进行了重版。《黄金简史》作者则为享誉全美的大师级投资顾问彼得·伯恩斯坦,他的书脍炙人口,《与天为敌》等在国内出版以来,受到广泛的引用与关注。该书叙述了自古以来,直到现代的黄金市场投资的全过程,是市场上关于黄金交易起源及其发展的一本最好的读本!该书详尽分析的黄金投资作为我国一新兴的投资品种,目前正方兴未艾,相信此书的出版,将会切合市场脉动、满足市场的需求。丛书中的《华尔街的扑克牌》,通过扑克牌原理来完美地比喻投资行为和华尔街生活,向读者展示了风险和回报的真正意义。该书作者基于对金融心理学、博弈论和扑克牌经济学的研究分析,揭示了两个看似毫无关联的领域中所存在的具有相似性的高技巧工作和应该避免的危险性行为。该书语言诙谐幽默、通俗易懂,具有较强的可读性和趣味性。而本辑丛书中的另一本《标准普尔选股指南》则将为读者不遗余力地阐释投资工具的运用和策略。该书解释了如何针对不同的投资标的和投资风格,以归纳出不同的投资想法,在这当中,可以使用的筛选方式有很多。新手投资人可以选择比较简单的筛选工具,另外也有很多较深入的筛选工具可供专业的投资组合经理使用。该书前几个章节主要讨论什么是筛选流程,以及讨论到哪里能找到适合的筛选工具,并一一检视筛选流程的优势和劣势;此外,该书也介绍了有哪些财务资



料可供筛选器使用。接下来作者还将告诉你如何筛选股票、债券和共同基金。该书将举出许多筛选作业的例子,并解释筛选流程中常用的一些主题。同时作者也试图通过该书让投资人了解,在列出股票和其他投资标的的清单后应该进一步采取哪些步骤。在该书的后几个章节中,还将会讨论如何针对股票筛选结果进行逆向工程。最后作者将与你讨论未来的筛选趋势,以及筛选流程是如何使你成为一个更有知识、更为成功的投资人。

本辑丛书还为读者展示了以华尔街为代表的顶级金融市场波澜壮阔的历史风云。《**华尔街五十年**》以作者自己在华尔街耳闻目睹和许多亲身经历,用鲜活语言史料翔实地再现了自1857年开始到1907年发生的历次恐慌真实情况,并披露了著名“黑色星期五”的史实本末,揭开了对于华尔街发展和转型极其重要的历次重大垄断案的内幕。该书初版于1908年,2006年由国际著名出版商约翰·威利公司再版。如果读者阅读了《**戈尔德康达往事——1920~1938年华尔街的真实故事**》,就可以全面了解华尔街在战争期间惊人崛起、全然崩溃和痛苦新生的生动编年史。通过聚焦于这一时期最令人瞩目的交易商、银行家、跟风者和诈骗者的生活与经历,作者约翰·布鲁克斯描绘了鲜活的生活场景:20世纪20年代牛市无情、贪婪、蛮勇和轻率的欣喜,1929年大崩盘前的绝望,以及之后几年间的苦难。布鲁克斯以权威、充满神韵和幽默的笔触,向我们展现了将华尔街从美国贵族的宫殿圣地变成平民场所的各种力量角逐。虽然该书首次出版于1969年,但这则极富吸引力的故事探究了对当代投资者深具意义的永恒主题。该书于1972年、1997年、1999年重版。在另一本《**铁血并购——从失败中总结出来的教训**》中,作者以敏锐的观察力详细介绍了美国历史上10起并购案,并且理性分析了这些案例之所以成败的动机。尤为重要的是,作者在该书中强调了并购成功和失败的关键因素,这种综合性的理解无疑为我国企业在这个领域的发展起着非常重要的指导作用。随着我国证券市场的深入发展,市场并购将愈来愈多地成为资源有效配置的手段。相信该书的推出,会有很好的市场预期。《**先知先觉——如何避免再次落入公司欺诈陷阱**》一书则是针对公司诈骗而对投资者的警示之作,为读者揭开了资本市场不为人知的另一面。书中列出了8个投资者应当尤其警惕的方面,涉及超乎寻常的业绩报告、家族企业、有不良历史纪录的首席执行官、收购狂热、庞杂的组织结构、会计欺诈、怀疑论调及过度关注股价。作者盘点了发生在20世纪的具有代表性的公司欺诈事件,正如其所言,历史总会重

演,而该书的写作宗旨正在于提醒投资者不再为天花乱坠的报表、夸夸其谈的企业家和一时飙升的股价等所蒙蔽。

投资者也许会问:我们向投资大师、投资历史学习投资真知后,如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念?

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略,相信我们十年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题:

首先,中国基金行业成立十年来的投资业绩充分表明,在中国股市运用价值投资策略同样是非常有效的,同样能够显著地战胜市场。2005、2006 和 2007 年我们旗下基金的优秀业绩,就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的,坚守价值投资,肯定会有良好的长期回报。

其次,我们的经历还表明,在中国股市运用价值投资策略,必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况,做到理论与实际相结合,勇于创新。事实上,作为价值型基金经理人的彼得·林奇,也是在反思传统价值投资分析方法的基础上,推陈出新,才取得了超越前人的业绩的。

最后,有一点需要强调的是,我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运的是,我们有中国经济持续快速稳定发展这样一个良好的大环境,我们有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场,我们有一批成长非常快速的优秀上市公司,这将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信,只要坚持价值投资理念,不断积累经验和总结教训,不断完善和提高自己,中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石,可以攻玉。”十余年前,当我在上海财经大学读书的时候,也曾经阅读过大量海外经典投资书籍,获益匪浅。今天,我们和上海财经大学出版社一起,精挑细选了上述这些书籍,力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹,有所感悟;而其中的正反两方面的经验与教训,亦可为我所鉴,或成为成功投资的指南,或成为风险教育的反面教材。

“芳菲歇去何须恨,夏木阴阴正可人。”本辑资本译丛出版之际,国内证券市场正经历着一场由春入夏的颇为剧烈的阵痛。“辉煌源于价值,艰巨在于漫长。”对于投资者来说,注重投资内在价值,精心挑选稳健的投资

品种,进行长期投资,将会比费尽心机去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期,站在东方大国崛起的高度,何妨看淡指数,让自己的心态从容超越股市指数的短期涨跌,让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此,汇添富基金期待着与广大投资者一起,伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展,迎来更加美好灿烂的明天!

张 晖

汇添富基金管理有限公司投资总监

2008年8月8日

作家选择故事不会像故事选择作家那样再三斟酌。
我知道很多故事,但由于某些原因,只有少数几则能够吸引我,令我着迷、揪心、割舍不下、思绪万千……

——罗伯特·佩恩·沃伦

同学们:

但愿这些故事也能令你们着迷、揪心、割舍不下、思绪万千!

序

学生有时会提一些令人非常诧异、困惑的问题,而他们的纯真和在课堂上直率的提问常常不会白白浪费,往往能够引出非常有意义的回答。如果碰上了一名优秀的老师,那么就能得到同样是令人愉快、见解深刻的回答,特别是在这位优秀的老师对学生的提问刚好进行过几十年漫长和艰辛的思考的情况下。本书就是作者长期深思熟虑的产物。

我本人很荣幸向您介绍弗吉尼亚大学达顿管理学院罗伯特·布鲁纳教授。他给这本书取了一个呆伯特[Dilbert,美国斯科特·亚当斯(Scott Adams)创作的一个有名的职场卡通人物,一个在工作上被主管过分要求、被主管亏待或利用的形象。——译者注]式或者天启式的名字(具体取决于读者的看法)——《铁血并购》,旨在赋予并购艺术和科学以及金融市场更多学科性的东西和更加敏锐的思想。

无论您是投资者、交易人、公司经理,还是志向远大、期待到华尔街一显身手的工商管理硕士,肯定会觉得这本书既令人讨厌又令人鼓舞,而伟大的教诲总是如此。在从与布鲁纳教授相同的视角仔细审视了一系列并购失败的案例以后,就不可能产生其他别的感觉。布鲁纳教授是一位在并购研究领域颇具独创性的教授,他善于从这些并购灾难中总结出严酷而又富有教益的教训。本书这方面的知识来自于对失败和成功的艺术性对比,而更多的历练和投入会导致不同的结果。

在我看来,这次特殊的(并购)“地狱”之旅,很可能使人们想起 1986 年

1月28日挑战号航天飞机爆炸和机上全体宇航员遇难以后所发生的一切。没有人愿意回忆这段辛酸的往事,但我们又都不会把它忘怀。伟大的科学家理查德·费因曼(Richard Feynman)很不情愿地接受了参加美国航空航天局任命的罗杰斯委员会并担任调查那场特殊灾难的关键角色。当时,就连费因曼本人也不可能知道他将是发现和令人信服地解释造成那场灾难的原因和未来如何避免这种灾难的人。

通过费因曼的例子,我们只是想说航天是一种有风险的商业飞行事业。据他估计,航天飞机失事的几率竟然几近百分之一,而不是美国航空航天局官员所采用的万分之一的概率计算值。他还了解到火箭助推器的一个O形橡胶密封圈在低于华氏32度(摄氏0度)——这正好是挑战号航天飞机起飞时的温度——时就不能膨胀。他用一把C形钳取下了一块O形圈的材料,把它放入一杯冰水中,对航天飞机的实际飞行条件进行了模拟。通过模拟,他向世界揭示了这次失事的原因。据费因曼解释,由于这种O形圈不能在华氏32度以下的气温中膨胀,于是,燃气从助推器接缝中渗出,从而导致助推器爆炸和航天飞机坠落。

费因曼始终是一个令人难以置信的沟通者,而布鲁纳也同样如此。为了探明并购失败和成功的原因,他深度挖掘了经历过失败并分析过原因的人士和相关的原始资料。他为我们总结出了(有时是令人痛苦的)结论,但却有望在将来带来更大的成功,而不是造成更惨重的失败。

正如布鲁纳所指出的那样,并购固有的巨大财务风险——就如同空间探索那样——是经商成本的一个组成部分。我们可以停止行动,但有可能给社会造成更大的损失,或者是学会如何以正确的方式采取行动,并提高成功的概率。

正如本书所表述的那样,不利的交易给股东造成了巨大的损失。但是,成功始终属于那些善于寻找失败的原因以争取成功的人。只要从事并购活动,总会出现大赢家和输家,而知识加历练就能创造较好的结果。事实上,从1982年到2003年,沃伦·巴菲特(Warren Buffett)的伯克希尔·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway)收购了价值450亿美元的公司,这令很多投资者不敢相信。他是一个伟大的投资者,还是更伟大的并购专家?2004年9月,伯克希尔·哈撒韦公司的股价已经达到了每股86.650美元,实现了27%的复合年增长率。

只要把未来的并购交易推上“发射台”并投入更多的关注和智慧,就能

为社会和投资者创造更多的财富。现在,我们大家都应该认真读书学习,
让布鲁纳教授来指导我们。

阿瑟·小莱维特
(Arthur Levitt, JR.)
2005年2月18日
于康涅狄格州韦斯特波特城

序

致谢

一个学生的提问孕育了本书的研究成果。12年前,当一个学生问我“什么才算是最坏的合并”时,我为他问这么肤浅的问题而感到惊讶。不过,我没有忘记这个问题,后来把它从“什么”扩展为“为什么”和“怎样”。最终,我斗胆肯定并购失败的故事必然大有教益。一些值得注意的案例总会浮出水面而成为新的教训。我相信这些故事会改变读者考虑并购的方式,并帮助读者理解——或者更理想地帮助读者预期——未来可能会发生的这类失败。

我要感谢在这段时间里为这本书稿的问世做出过贡献的同事、朋友、助手和学生。本书的每一个章节都浸透着我的研究助手和同事们的心血。我要特别感谢安娜·布坎南(Anna Buchanan)、肖恩·卡尔(Sean Carr)和杰西卡·钱恩(Jessica Chan)。我的研究合作者塞缪尔·博迪利(Samuel Bodily)、肯尼斯·伊兹(Kenneth Eades)和罗伯特·斯皮克曼(Robert Spekman)直接或间接为本书的出版做出过贡献。本人还在很大程度上受益于米歇尔·希利(Micheal Schill)、唐·丘(Don Chew)、萨拉·萨拉维斯(Saras Sarasvathy),以及弗吉尼亚大学(达顿管理学院)、哈佛大学和印第安纳大学研讨会与会者发表的评论意见。此外,达顿管理学院的工作人员也曾给予我有益的支持,我要特别感谢弗兰克·薇尔莫特(Frank Wilmot)、斯蒂芬·史密斯(Stephen Smith,达顿管理学院出版社的优秀编辑)、谢里·奥尔斯顿(Sherry Alston)以及我的行政助理贝蒂·斯波斯



(Betty Sprouse)。他们的耐心、照顾和贡献令我感激不尽。要不是罗伯特·S. 哈里斯(Robert S. Harris)院长的鼓励以及弗吉尼亚大学达顿管理学院基金会、巴滕学院和哥伦比亚商学院的资助,这个项目就不可能顺利完成。

我当然还要感谢约翰·威利兄弟出版公司负责本书编辑工作的资深编辑比尔·法隆(Bill Falloon)、编辑计划助理卡伦·卢多克(Karen Ludke)、制作经理罗宾·法科特(Robin Factor)和资深制作编辑托德·泰德斯科(Todd Tedesco)。执行编辑帕梅拉·冯·吉森(Pamela Van Giessen)、发行人琼·奥尼尔(Joan O'Neil)和总裁威尔·珀斯(Will Pesce)对于我投入这个项目起到了决定性的作用。

路易斯·奥布莱恩(Lewis O'Brien)审阅了整部书稿,提出了编辑方面的建议,并替我向其他作者征得了容易疏忽的援引材料的许可。

我的朋友和导师在本书写作的关键时刻给予了我鼓励。马克(Mac)和埃尔茜·托普森(Elsie Thompson)在10年前的一次欢快的晚宴上催促我快点启动这个项目。约翰·H. 麦克阿瑟(John H. McArthur)和小戴维·W. 马林斯(David W. Mullins, Jr.)唤起了我对并购问题的兴趣。我要说到绝对的奉献,任何人都无法跟我的妻子芭芭拉·麦克蒂格·布鲁纳(Barbara McTigue Bruner)以及我的两个儿子乔纳森(Jonathan)和亚历山大(Alexander)相提并论。本书显然是他们对我的信任、信赖和关爱的产物。我将永远记住他们那份关爱的情感。

尽管我要感谢那么多人,但最终文责由我自负。

罗伯特·F. 布鲁纳
2004年10月31日
于弗吉尼亚州夏洛茨维尔