

MERGERS AND ACQUISITIONS BASICS

The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments

Second Edition

MICHAEL E. S. FRANKEL LARRY H. FORMAN



并购原理

收购、剥离和投资

第二版

〔美〕迈克尔·E.S.弗兰克尔 拉里·H.福尔曼 著

曹建海 化冰 郭文 李妙然 译

MERGERS AND ACQUISITIONS BASICS

The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments

Second Edition

MICHAEL E. S. FRANKEL LARRY H. FORMAN



并购原理

收购、剥离和投资

第二版

〔美〕迈克尔·E.S.弗兰克尔 拉里·H.福尔曼 著

曹建海 化冰 郭文 李妙然 译

辽宁省版权局著作权合同登记号：图字 06-2017-229 号

Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments, 2nd Edition, original ISBN: 978-1-119-27347-9.

Copyright © 2017 by John Wiley & Sons, Inc. All rights reserved.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

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 Section 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without either the prior written permission of the Publisher, or authorization through payment of the appropriate per-copy fee to the Copyright Clearance Center, Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, (978) 750-8400, fax (978) 646-8600, or on the Web at www.copyright.com. Requests to the Publisher for permission should be addressed to the Permissions Department, John Wiley & Sons, Inc., 111 River Street, Hoboken, NJ 07030, (201) 748-6011, fax (201) 748-6008, or online at <http://www.wiley.com/go/permissions>.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

本书简体中文翻译版由约翰·威立父子有限公司授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

图书在版编目 (CIP) 数据

并购原理：收购、剥离和投资（第二版） / （美）迈克尔·E.S.弗兰克尔，（美）拉里·H.福尔曼著；曹建海等译. —大连：东北财经大学出版社，2018.7

（经济瞭望译丛）

ISBN 978-7-5654-3175-3

I. 并… II. ①迈… ②拉… ③曹… III. 企业兼并—研究 IV. F271.4

中国版本图书馆CIP数据核字（2018）第112862号

东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街217号 邮政编码 116025

网 址：<http://www.dufep.cn>

读者信箱：dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸：170mm×240mm 字数：290千字 印张：20

2018年7月第1版

2018年7月第1次印刷

责任编辑：刘东威

责任校对：清 灵

封面设计：冀贵收

版式设计：钟福建

定价：56.00元

教学支持 售后服务 联系电话：(0411) 84710309

版权所有 侵权必究 举报电话：(0411) 84710523

如有印装质量问题，请联系营销部：(0411) 84710711

序 言

从本质上来说，商业是不断变化的客体，这是由于市场和商业运作方式是不断展开、变化和发展的。对于研究商业者而言，本书是新的信息资源；对于商业运作的参与者而言，本书是可以带来持续的、一连串新挑战和新机会的源泉。虽然交易、买卖、协议或合同与商业同样古老，但近几十年来，各种有关控制公司实体的交易变得更为普遍了。

合并、收购、剥离、股权和风险投资就是我在本书中提到的所有形式的战略交易。战略交易在几个方面是非常独特的。与其他商业合同和协议不同，战略交易是公司的重大事件，并且常常意味着一个公司作为独立实体的终结，或者至少是该公司的管理、所有权或命运方面的重大变化。

从20世纪70年代起，战略交易从稀有事件逐渐演变为普遍的商业活动。现在，大多数的大公司，都正在积极准备收购，而大部分小公司或私人公司则认为自己有可能被兼并。作为战略交易的形式，私募股权和风险资本投资成为新兴的、发展中的企业大量且不断增加的资本来源。

由于战略交易成为普遍的、流行的商业工具，社会上逐渐形成了一个专门管理和执行这些交易的阶层。这些专业顾问如投资银行家、律师及咨询师，擅

长组织和执行战略交易。现在，顾问职业中这部分专业人士的比重比以往任何时候都大。

更重要的是，公司内部也逐渐形成了一个善于执行战略交易的专业人士阶层。这些专业人士中，有的是在他们做投资银行家和律师的经历中获得这种专业技能的，有的是在公司逐渐培养的。现在可以肯定的是，战略交易已经像市场营销、金融和公司运营一样，成为一个明确而公认的商业专业领域。甚至我们可以设想，越来越多的交易专家会更多地使用战略交易这种商业工具；反过来，战略交易活动又会促使更多的交易专家产生，如此就形成了良性循环。

除了在公司内外从事交易的专业人士有所增加外，参与战略交易的职业经理人队伍也在壮大。现在大多数经理或公司主管都或多或少参与过一次收购、剥离或者其他战略交易。

考虑到许多已经出版的此类图书，都是由法律、金融和会计专业人士在精心研究战略交易的技巧和特征后撰写的，因此，本书的宗旨不是要提供关于战略交易的综合论述，而是为读者提供一个初级读本，以及关于大部分交易的关键步骤和一般特征的全面纵览。

我希望本书的读者不仅包括那些准备成为战略交易专业人士的年轻人，而且包括更多的参与交易的商业主管。对于那些年轻的投资银行家、律师或者咨询师来说，本书可以为他们理解战略交易提供一个基础，从而逐渐积累更深层次的专业知识和技能；对于那些商业主管和经理来说，本书能够给他们提供一个完整、通俗易懂的概述，从而帮助他们处理交易，并理解他们在其中的责任。

本书力图通俗易懂，同时也采用一些幽默诙谐的方式来讨论这个严肃而复杂的话题。读者浏览本书时，可能正面对一些或众多交易，希望他们不仅能学好这门至关重要的课程，以确保他们能获得成功，而且能够分享我在从事交易和创建公司时，从挑战和难题中发现的巨大乐趣。

致 谢

本书是笔者经过几个月撰写的成果，更是多年工作和大量交易的总结。在这里，我希望与大家分享的知识来自我十多年的工作经历，更来自无数聪明、有造诣、有才华、友善的专业人士的奉献。我的同事、客户，以及通用电气（GE）、威瑞信（VeriSign）、美林（Merrill Lynch）、世达律师事务所（Skadden, Arps）和芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange）的朋友们给予了我指导、支持和帮助，对此我非常感激。

没有 Shayna Klopott 的帮助和智慧，以及 Gail Nurnberger 的鼎力协助，本书是不可能完成的。我也要感谢我的家人，Ernst、Tamar、Ray、Inna、John、Betsy、Patty、Joan，还有 Anat，他们的善意和才智如同在我的生活中无所不在一样，贯穿于全书当中。

当然，所有的智慧和见解都归功于我与这些人之间的交流，所有的错误和过失都是我自己造成的。

目 录

第1章 绪 论	/1
第2章 参与者	/8
2.1 收购者	/8
2.2 出售者	/15
2.3 投资者/所有者	/17
2.4 公司员工	/27
2.5 顾 问	/35
2.6 监管机构	/45
2.7 其 他	/48
第3章 收购与出售决策	/50
3.1 收购的理由	/51
3.2 选择出售	/65
第4章 买方为交易做的准备	/79
4.1 制定战略	/79
4.2 能力建设	/83
4.3 设计流程	/88

4.4	规划信息	/95
第5章	卖方为交易做的准备	/97
5.1	能力建设	/97
5.2	使公司最易于出售：清理公司	/100
5.3	与成员一起设定期望值	/123
5.4	准备出售业务	/126
第6章	交易流程	/138
6.1	确定买方范围	/139
6.2	选择方法	/140
6.3	一对一谈判	/142
6.4	正式拍卖	/145
6.5	非正式拍卖	/149
6.6	破产拍卖	/150
6.7	直接交易与代理	/151
6.8	实力的相对定位	/151
6.9	国际并购	/152
6.10	卖方行为与建立信任	/158
第7章	尽职调查	/164
7.1	建立团队	/165
7.2	买方希望了解的事项	/175
第8章	估价	/198
8.1	标准估价方法	/199
8.2	预测：发现并分解优势	/216
8.3	完成估价和预测	/226
8.4	交易架构与对价	/242
第9章	整合计划	/246
9.1	资源投入	/247
9.2	将尽职调查与整合计划及执行联系起来	/248
9.3	关键整合问题	/249

第 10 章 融资问题	/260
10.1 资金成本	/260
10.2 机会成本	/269
10.3 或有付款：“完全掌控”	/270
第 11 章 交割及后续事项	/272
11.1 交易是如何交割的？	/272
11.2 交易签署和交割的其他事宜	/275
11.3 交割的后续事宜	/278
11.4 整合及回顾（事后检验）	/279
附录 A 战略交易的标准表格范例	/281
附录 B	/282
B1：尽职调查报告目录	/282
B2：X 项目尽职调查报告	/283
附录 C 交易流程清单的标准范例	/285
附录 D 审批步骤标准范例	/287
附录 E 战略交易的批准：陈述报告的主要议题	/288
附录 F 基本估价范例	/290
附录 G 上市公司收购私人目标公司的基本收购术语表	/291
附录 H 基本投资术语表	/295
附录 I 按国家/地区分类的值得注意的交易问题	/297
后 记	/302

第1章 绪 论

并购、交易、收购、杠杆收购、管理层收购、私募股权、风险投资、公司发展，以及无数其他的术语，都是用来描述从根本上改变一个公司的性质或方针、控制权的大型交易。虽然这些不同类型的交易之间存在着许多差别，但是它们都有一个相同的思路。这些战略交易都涉及一个公司控制权的转移或变化，以及相应战略方向的变化。

一个公司在其生命周期当中，必然会面临许多不同类型的交易。公司会执行与供应商、顾客、合作伙伴、监管人、金融家签订的一些协议。在律师的眼中，经营一项事业，实际上就是在订立、遵守和终结一长串的契约义务。在任何给定的时间，大部分公司每天甚至是每小时都在订立新的协议、完成新的交易。

战略交易与这些交易有所不同。战略交易是能够从根本上改变一个公司，且对公司的兴衰周期产生强烈冲击的事件。通常战略交易改变的不仅是公司的经营者，而且包括公司将要实施的战略方向。它们有时候会把一个公众公司私有化，或者把一个独立的公司实体变成一个小的附属机构。完全收购是最广为人知的战略交易，它有很多的变换形式。然而，所有的战略交易都有很多的共同点：它们都会涉及公司控制权的实质性变化或者完全改变，以及一大笔资金（或其他支付形式）的转手；它们都会涉及一个收购者，他想全面掌握公司的情况；最后，它们都会涉及一个出售者，他希望最大化其公司的价值，当然也

会有其他的利益考虑，包括与即将订立合同的收购者建立长期的伙伴关系以及公司和员工的命运。

近几十年来，作为公司并购成长投资的一种替代性方案，或者当公司通过战略联盟来获得发展能力时，公司转向战略性交易并没有提供必要的控制和经济价值。从私募股权投资以各种各样形式增长，到大中型企业都增加对收购这种扩张工具的使用，可以看出，战略交易已成为生意场上极为标准和普通的一部分，成为大型和小型企业成长的助推燃料。在美国，无论是收购的数量，还是平均交易的规模，都有一个长期增长的趋势。图 1-1 表明，尽管 2001 年和 2002 年科技泡沫破灭期间经济处于衰退状态，2007—2009 年发生了金融危机（又称“大萧条”），但是在过去的 20 年，美国并购（以美元计）仍然呈现出巨大的上升趋势。最近，尽管 2015 年的交易量与 2005 年的交易量基本一致，但是在这 10 年期间，美国并购活动的总美元交易量以 5.9% 的复合年增长率（compounded annual growth rate, CAGR）不断增长。

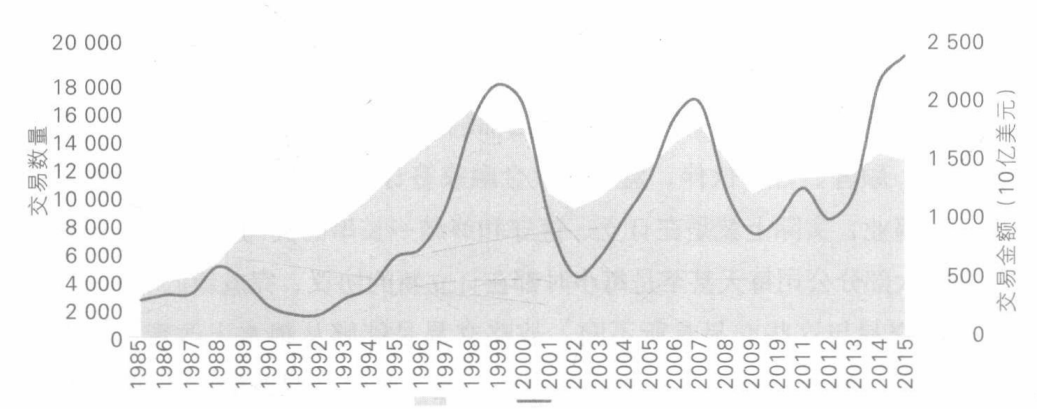


图 1-1 美国并购活动历史

资料来源：<https://maa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/#Mergers-Acquisitions-United-States-of-America>.

由于美元投资的增长，因此，通货膨胀可以对平均交易规模进行部分性解释，美元交易量的增长明确表明战略性交易继续成为美国公司发展的一个核心

工具。最近的这种趋势表现更加明显。回看大萧条过后的那段时期，即2009—2015年，随着经济的复苏，交易量和用于交易的总美元数量分别以3.6%的复合年增长率和18.1%的复合年增长率增长。

许多当今美国大型的科技公司早期都是通过风险资本投资和私募股权投资获得资金的。许多大公司，包括名扬商界的IBM、通用电气和百事可乐，还有很多商界新星、比如，甲骨文、谷歌以及思科，都通过收购获得了重大发展（注：更多关于公司并购的讨论，请见第2章）。在2006—2016年这11年间，筹集的美国风险投资从364亿美元（2006年）增长至416亿美元（2016年），见图1-2。然而，在这期间，由于大萧条的影响，筹集的风险投资在2009年明显下降，并且直至2014年之前甚至都没有达到2007年的水平，即350亿美元。最近，美国的担保风险基金在2016年为416亿美元，与2015年的352亿美元相比增长了18.2%。在接下来的5年中，很可能会使用这些新资本。^①



图1-2 美国风险资本承担（单位：10亿美元）

资料来源：NVCA 4Q 2016 US Venture Monitor, page 17, National Venture Capital Association.

① NVCA 4Q 2016 US Venture Monitor, page 17, National Venture Capital Association.

私募股本（PE）公司投资是并购活动的一种形式，因为私募股本（PE）公司通常对公司进行收购以用于其自身的投资证券组合。在上个10年（2006—2015年），尽管2007—2009年发生了大萧条，美国私人股本公司仍将其投资（并购活动）从2006年的4 870亿美元增至2015年的6 320亿美元（见图1-3）。当我们环视全球并购活动的可用资本（所谓的“干粉”，即可用于投资的现金总额）时，出现了相同的模式。最近的记录显示，2015年末的可用资本为13 070亿美元，由2006年的8 000亿美元增长而来（见图1-4）。有迹象清楚地表明，随着这些资金最终被用于整个全球经济的各个行业中，并购活动将持续增长。



图 1-3 美国私人股本投资（单位：10 亿美元）

资料来源：Private Equity Growth Capital Council website（now the American Investment Council）。

但是，战略交易绝不是无风险的演练，相反，它是高风险的源头。当战略交易成功的时候，它们是急剧、快速增长的源泉；当战略交易失败的时候，它们成为公司的一项巨大消耗。在广为人知的“赢者诅咒”中，许多研究发现，

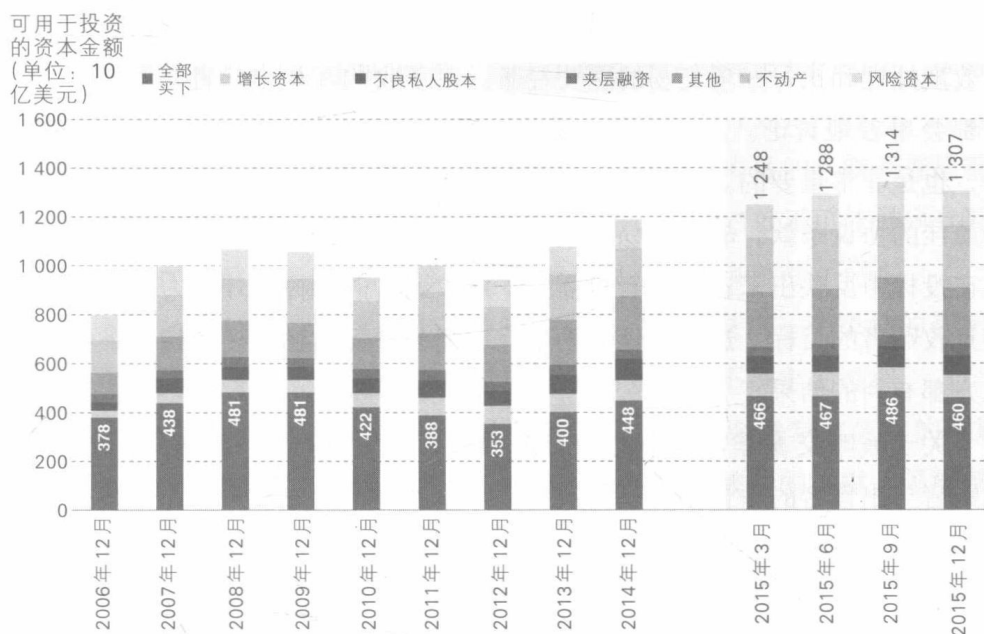


图 1-4 全球私人股本可用于投资的资本金额

资料来源: Private Equity Growth Council website.

来自交易的大部分价值最终落到了出售者手中,而不是收购者手中。^①这种失败通常源于预期的成本和收益的协同效应与实际结果之间的巨大差异。在一些情形中,失败源于乐观预期;而在另一些情形中,则是源于未能有效地执行整合计划。^②一项研究发现,在所有被研究的交易中,64%的收购者的股东价值遭受损失。^③

① Scott Christofferson, Robert McNish, and Diane Sias, "Where Mergers Go Wrong," McKinsey Quarterly 2 (May 2004), p.2.

② 同上。这些作者发现,在研究的所有交易中,有70%的收购者未能实现预期的收入协同效应水平,并且有25%的收购者大大高估了成本协同效应。

③ "在美国1985—2000年期间发生的277个大型并购交易中,64%的收购者的股东发生了价值毁灭。有趣的是,1985—2000年经济萧条或者低速增长的时期内,合并的效果却比经济比较好的时候进行的合并效果要好很多。" In "The Return of the Deal," The Economist 368, issue 8332 (July 10, 2003), p. 57.

本书将会提供关于战略交易关键步骤的全面纵览，同时也提供有助于读者有效地处理和执行一项交易的重要经验。对于收购者和出售者，本书的许多章节都会单独地讨论。对于战略交易中的每一位参与者来说，理解这两者的行为，也是非常重要的。由于一方没有充分理解另一方，或者当事人之间没有达成最佳的协议条款，战略交易经常受阻。收购者应该了解出售者的需要，并将其在投标中反映出来；出售者也需要了解收购者的目标，并尽力使自己的公司满足收购者的目标。这样不仅有助于完成交易，而且在大多数情况下会达成对双方都有利的结果。

关于战略交易非常有趣的一点是：它具有“ $1+1=3$ ”的潜力。也就是说，收购者与出售者的联合，可以创造可供分享的附加价值。例如，一个投资不足的公司，一旦被一个有更多资金可供使用的大型母公司收购，就可以获得意想不到的更好结果。类似的，当一个拥有一项创新产品的小型科技公司和一個拥有市场影响的大型电子制造商联合，就会拥有更大的价值。无论如何，正是由于战略交易本身，才创造了交易双方都无法单独拥有的附加价值。创造这样的价值的关键之一，就是清楚地了解对方的目标、挑战以及流程。了解收购者可以让你成为一个更有效的、成功的出售者，反之亦然。^①

第2章研究战略交易中所有的关键参与者，讨论每一方当事人的角色以及他们的动机和目标。这一章也会区分组织目标与公司管理者的个人目标。第3章要讨论收购与出售的决策。许多条款以及交易程序的性质，都由交易的买方和卖方做出的根本决策来决定。第4章讨论收购者交易前的准备工作。第5章讨论出售者交易前的准备工作。在战略交易的准备工作中投入时间和资源，可以创造出意想不到的收益。若涉及的资金金额巨大，则在准备工作中的恰当投入，常常是非常有价值的投资。

第6章讨论交易的流程。鉴于战略交易的复杂性，交易流程如何设计，会

① 关于这个话题的更加详细的讨论，请参见 Michael E. S. Frankel, *Deal Teams: The Roles and Motivations of Management Team Members, Investment Bankers, Venture Capitalists and Lawyers in Negotiations, Mergers, Acquisitions and Equity Investments* (Boston: Aspatore, 2004).

直接影响交易的成败。第7章集中讨论战略交易的核心——尽职调查。在这一阶段，收购者希望在相对较短的时间里，充分、细致地了解要出售的公司，从而确保收购价是合理的，它的成长、扩张或者改善自身业务的计划是可行的。这也是出售者提高资产价值和消除收购者所有疑虑的一个机会。有效的尽职调查是避免交易完成后后悔的关键。如果没有适当的尽职调查，收购者就不可能得到有吸引力且有利可图的公司，甚至收购到的公司可能与收购者的预想完全不同。

第8章讨论估价，这是战略交易争议的核心。估价是用一个单独的数字或者是一小排数字表示的，在这些数字背后隐藏着复杂而不确定的过程。这个过程既是艺术，又是科学。第9章讨论整合计划，这是一个常常被忽略的问题。对于大部分收购者而言，有效的整合计划正是战略交易成败的关键。虽然整合是在交易完成之后才进行的，但是整合计划是交易本身不可或缺的一部分，并会提示上面刚刚提到的其他部分（估价、尽职调查，甚至是收购决策）的信息，确保在交易达成之后，能够快速而有效地实施整合。这一章也会涉及收购者将会面对的融资问题。虽然一些收购者有充足的资金进行战略交易，但在通常情况下，多数大型的和比较特殊的交易，都需要从外部融资，这对收购者和出售者都有较大的影响。第10章也会探讨上述融资问题。

最后，第11章讨论达成交易的一些技巧，以及交易完成之后的一些收尾问题。每一项交易都是独特的、确定的，都需要为其量身定做的文件。也就是说，开始阶段准备一些衡量标准、表格和清单是非常有用的。在附录里，我们提供了一些报告实例、清单、程序图、术语表，以帮助读者充实交易过程。

战略交易中的关键步骤、挑战和流程都是非常相似的。本书集中讨论了最普遍的情况，即对整个公司的收购，其中大部分内容也适用于那些涉及对一个公司进行战略投资的交易。

第2章 参与者

如果你不了解战略交易中的参与者，不了解他们的角色、动机以及交易运作的方式，你就无法真正地理解战略交易本身。除了收购者和出售者，还有许多实体参与到战略交易中来。在这些实体之外，对个体的考虑，也是非常重要的。在诸多案例中，一个实体中的个体及其动机对交易也是有实质影响的。这一章我们将讨论战略交易中的主要参与者，他们所扮演的角色、他们的动机以及如何管理他们。^①

2.1 收购者

在本书中，“收购者”是一个实体，而不是可以代表实体的个体。在后面的章节里，我们会简要描述你的谈判对手。理论上，为实体工作的个体应该完全代表实体的利益，但实际上往往并非如此。在这一节中，我们把收购方看作是一个尽可能最大化自身和股东利益的公司实体。

^① 关于这个话题的更加详细的讨论，请参见 Michael E. S. Frankel, *Deal Teams: The Roles and Motivations of Management Team Members, Investment Bankers, Venture Capitalists and Lawyers in Negotiations, Mergers, Acquisitions and Equity Investments* (Boston: Aspatore, 2004).