

M&A

当代金融实务译丛

【美】杰弗里·C·胡克 / 著
陆猛 / 译 杨雨露 / 校

兼并与收购

实用指南



经济科学出版社
Economic Science Press

F-271
H51

当代金融实务译丛

【美】杰弗里·C·胡克/著
陆猛/译 陈雨露/校

M&A

兼并与收购

实用指南



经济科学出版社
Economic Science Press



第 1 章 公司成长战略

**CORPORATE
GROWTH
STRATEGIES**

销售和收入的持续增长对企业的生存是关键，这一增长对评价和报酬管理者也是关键的。在其他可选择的战略如联营、销售联合、许可经营、发放特许权之外，兼并也可以是一种促进增长的战略。

公司战略与经营单元战略

公司战略是企业长期评价的自然结果，一家典型的公司总是从单一产品的企业开始，然后扩展到与最初产品相关的领域，涉足新的生产行业并进入新市场。跨行业经营是目前进入《财富》杂志 500 强公司的标准，这些公司经营经常活跃于几个看起来完全不相关的行业。例如，通用电器公司离其最初涉足的领域早就走得很远了。从最早生产电灯开始，它目前分散化的经营单元已散布于 12 个部门，包括飞机引擎、广播和电器等。

由于大公司已涉足不同的产业，高层经理开始不断地努力区分“公司战略”和“经营单元战略”了。

经营单元战略对经理们来说更容易定义，因为它是根据单一行业竞争环境来表达的，仅限于特定的一组产品和市场的讨论。什么是扩大市场份额的经营单元战略？什么是推出新产品的经营单元战略以及如何对竞争对手的创新作出反应？这些问题可以在一个 3~5 年的计划框架中得到回答，这一框架体现了经理层对相关行业可能变化的看法。设想同样的一个过程发生在一个多元化的公司——比如说通用电器——把它那么多企业的计划组成某种完整的统一的“公司战略”实在是一种难以完成的任务。

长期考虑超出了 5 年企业计划的范围，当计划者意识到对太远的将来作预测的无效性时，这种考虑就变成瞬间性质的研究了。普通的长期战略规划列出经营单元的内在实力和弱点以及这些因素如何提供未来市场机会。一家美国谷物公司认为它已经显示了在美国和墨西哥生产和销售谷物的实力。一个长期战略选择是扩张公司市场以进入巴西和阿根廷

——两个严重受墨西哥和美国消费潮流影响的巨大拉美市场。

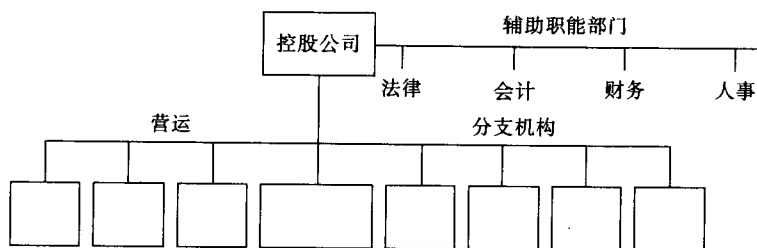
多年来，麦肯锡（McKinsey）公司——一家管理咨询公司——用它那流行的 SWOT 分析法指导了竞争性战略的发展：

S	Strengths	长处
W	Weaknesses	弱点
O	Opportunities	机会
T	Threats	威胁

SWOT 这一缩写词不断地出现于商业杂志以及商学院的出版物上。SWOT 框架为经理们提供了一个清晰的轮廓，以用于权衡经营单元的实力和弱点，寻找在这一评价方法下新的成长机会，并防止基础业务受到竞争对手的侵犯。SWOT 分析法以及类似的思维战略模式使经理们能用一个简单易懂的框架表述企业成长与生存的关键问题。

考虑一家《财富》500 强公司（见表 1-1）。它的组织形式是控股公司，主要资产是不同公司的普通股。这些分支公司是负责产品生产与销售或向客户提供服务的经营单元。

表 1-1 典型的控股公司结构



尽管 SWOT 分析法在单个经营单元层很有用，它对大公司却没有意义。对大的控股公司而言有太多变量需要被塞入 SWOT 框架。通用电器怎样才能合理地将其汽轮机的 SWOT 和金融服务的 SWOT 合并在一起呢？最后的结果就是使多元化经营公司 SWOT 变成一个“垃圾输入、垃圾输出”的拼贴画。那么对一个牢记每个运营企业都在不断调整其自身竞争战略的理性管理者来说，他又是如何来制定一个协调的控股公司战略的呢？

这一问题一直困扰着商校教授以及高层管理人员。到目前为止，他们对公司战略的思考还在毫无希望地与经营单元战略纠缠在一起。含混

的结果就是一个既难懂又不令人满意的公司战略的声明。

核心能力

一条被广泛接受的原则就是控股公司战略应当能够使一组“核心能力”在公司内得以培养和保存。这些能力应该为整个公司所共享，并被扩展到控股公司的全部新建企业或被收购企业。从这个共享原则出发，我们很容易得出“协同（synergy）”的概念，就像该词字面的意思一样，它表明控股公司的资源能够对新设企业、过渡阶段的联营企业或者新收购企业经营绩效的提高有所裨益。

“核心能力”战略原则只有在公司能够无保留地交换技术和资源时才起作用，但这一理想的运营环境需要一个强有力的能经常保持控制能力的高级管理层。这样逻辑理论就碰上了公司日常生活中的问题。大多数多部门公司都是高度分权的，业务经理当然应该是独立自主的。作为对这种自主性的回报，他们被要求达到某些明确量化的经营目标：例如销售、收益以及资产收益率等，这些经理们很少有动力去为共享的“核心能力”作出贡献。由于专注于各自的子目标，他们似乎对参加与他们不直接相关的公司战略理论会议缺乏必要的积极性。大的公司并非“大而快乐的家庭”，公司内部的竞争非常激烈，部门经理很少有意愿去共享能力。

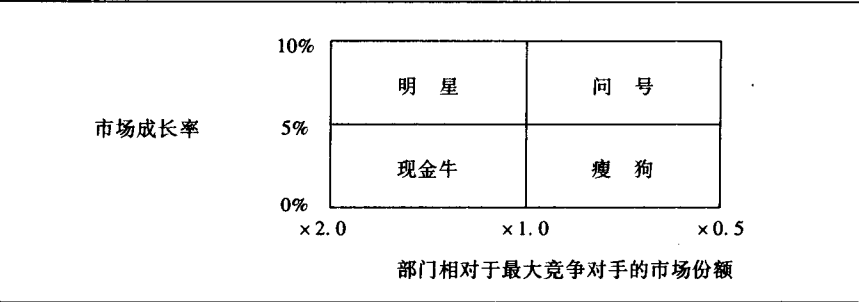
资产组合方法

认识到能力共享的局限性后，对大控股公司而言，另一个流行的竞争性战略框架就是“资产组合方法”。例如，汉森实业（Hanson Industries）就把其运营描述为一个资产组合，它涉足六个不同的工业部门：综合、化学、煤炭、建筑、林业以及烟草。在这一原则下，大公司的不同营运企业只不过是一组资产的集合罢了。所具有共同营运特性的经营单元都被组合在一起，部门之间只有很少的营运协同，它们总是或多或少地独立运作。控股公司作为部门层次产生的多余现金的贮水池，向各部门提供资金、法律建议、人事规则以及会计服务。在大多数情况下，

控股公司还是部门间银行，部门经理必须从它那里获取新的资金。这个部门间银行要对新的经营方案进行评判，它会考虑部门申请人是否对其申请作了适当的调查以及是否具备必要的有效运用资金的技能。

20 世纪 60 年代，随着“贝塔”和“资产组合”理论发展到了极致，“资产组合战略”方法也得到了广泛的接受。公司力求取得一个不相关资产的组合以减少他们所觉察到的风险。他们认为投资者会为低风险股票付更多钱。从那时起，资产组合方法就开始演变并偏离了它最初股票投资的根基。现在营运经理们对降低贝塔系数和风险的重视程度有所下降。相反，他们热衷于寻找、培育并收购一组企业集合。这种被改进了的公司战略可由著名波士顿咨询小组（Boston Consulting Group, BCG）的成长/份额矩阵（growth/share matrix）来概述（表 1-2）。

表 1-2 如何运用 BCG 成长/份额矩阵来定义营运部门



成长/份额矩阵使控股公司经理能够把每一个“部门”、“企业”或者“资产”归入某一象限。经理然后就可以考虑是否对不同象限的资产采用相应的不同推荐战略。根据这种战略，高市场份额而低市场成长性的部门（现金牛）所产出的现金应该被再投资于“明星”部门以支持它们的成长和市场份额目标；另一种替代办法是把现金抽到“问号”部门以帮助它们成为“明星”。“瘦狗”（在低成长市场中低市场份额的成熟部门）只能得到很少资金，即便它们仍能获利；它们是被剥离的候选对象，以便为问号部门和明星部门产生更多的现金。就像 SWOT 方法一样，BCG 框架简便而有效，它影响了整整一代管理人员。

以价值为基础的战略

长期以来，许多投资者发现，无论是“核心能力”还是“资产组合”战略都没有能够起到很好的效果。多部门控股公司既没有能够戏剧性地实现协同经营的效应，也没有降低经营风险。相反，通常这些公司呈现给投资者的只是一个由承担着高额管理费用和糟糕定义战略的公司组成的折衷性企业集合。这一现象在 80 年代走到了头，那时许多混合企业被收购，无论方法是接管还是杠杆收购。“公司馅饼”被切块然后分别出售给开价最高的买主。从这些早期重组的废墟上站起来的是基于“价值创造”的战略框架。就像资产组合的基调一样，以价值为基础的思维强调在短期内实现股东价值最大化。基本上，如果一家控股公司在股票市场上的价值低于其单个部门价值的总和的话，以价值为基础的战略就建议分离各部门以补偿那部分价格折价（price discount）。一家控股公司可以出售单独的一个部门以取得现金，分立某一部门的部分股票给现有股东，或者干脆通过出售其各组成部分而解散。按照这一战略，每一个部门作为控股公司的一个部分，必须对股票市场价值作出积极的贡献。

对以价值为基础的战略的逐步接受使控股公司经理们对那些不能够明显提高“公司总价值”的收购意向审查得更为仔细。明显背离这一原则的是那种“多样化”型的收购，它们不能给公司带来互补性的核心能力。

职业管理人员和商学院教授们仍在为分散经营企业的统一战略这一概念而苦苦挣扎。财务目标，例如每股收益的增长很容易就能界定并且可用相对数来表示，而企业目标则不太容易量化。大多数战略学家表示，公司战略应从对公司本身及其目标的界定开始。这些努力常常落空，远景描述常退化成赋予执行人员们相当多自由度的简单化描述。一个有线电视经理会说：“我们不只是在有线电视业中，我们在娱乐业中”，这样就为进入从摄影棚一直到游乐园的各种娱乐行业找到了理由。泰德特纳（Teb Turner）就是这种心理的一个很好例子。一个软件经理可以说：“我们想成为软件业的 IBM”，但却不提及任何细节。想一想汤姆·詹斯顿（Tom Johnston）的话吧，他是豪迈贺卡（Hallmark

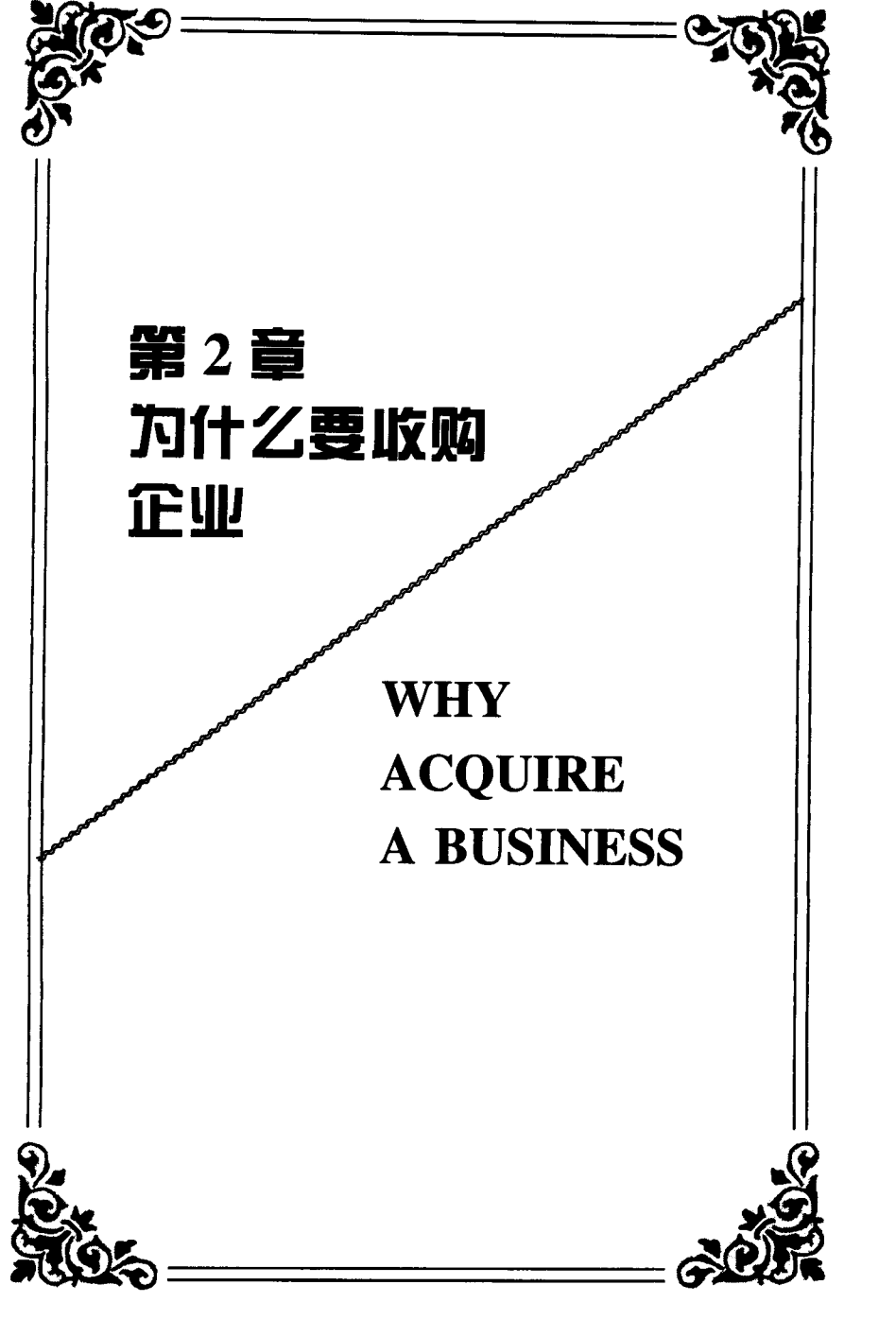


Cards) 的副董事长, 最近被任命为苏登雷斯美食店 (Sutton Place Gourmet) 的新任董事长, 那是一个业务以马里兰州为主的连锁美食店。可在贺卡和食品之间有什么联系呢? “我在节日庆祝业已经工作 18 年了……食品也是庆祝节庆日的一种主要方式。”

以价值为基础的管理层鼓励对成本低收购的其他成长方式进行仔细考察。一个明显的替代方式就是内部成长战略。价格合理的外部措施还包括:

- 联营企业
- 投资于外部新建企业
- 营销与分销联盟
- 特许权经营
- 许可证经营

这五种替代战略都涉及第三方。对公司而言, 这意味着与收购相比, 控制程度和所有权有所削弱。上述每一种替代方法也会带来第三方因预期协议的最终结束而剽窃公司产品和技术的风险。



第 2 章 为什么要收购 企业

**WHY
ACQUIRE
A BUSINESS**

收购和兼并对公司成长的推动已经有一个多世纪了。早期努力的最显著结果就是产生了一些巨型公司联合体，例如标准石油（Standard Oil Trust）、美国钢铁公司（U. S. Steel）以及通用汽车（General Motors），规模经济和市场份额的扩张是这些公司的核心发展目标，它们力求在其基础产品领域内进行扩张。尽管这种类型的扩张活动已成为一种永恒的基调，在不同的时期它还是被不同的目标所取代。60年代，当像ITT（国际电话电报公司）和RCA（美国无线电公司）之类的公司试图通过多元化经营降低商业风险时，混合经营的狂热就引起了兼并的急剧增加。相应的，很多公司购买了与他们最初经营领域相距很远的企业。在70年代，我们则可以看到由于企业的股票价格不能反映因通货膨胀而带来的企业内在资产价值上升，人们更愿意“购买”而非“创建”企业。80年代，金融买家则掀起了一个兼并狂潮，这一部分是因为得到了贷款机构的支持，他们乐于向杠杆收购公司提供大笔融资，反过来又预示了不断上升的收益水平。无论1996年及以后的总体格局会是怎样，很明显，收购和兼并已经是美国商业景象中的一种大宗交易了。事实上，已经有上千比交易在90年代完成了。

然而，尽管收购持续繁荣，在考虑了融资成本后，许多收购还是令买主赔了钱。事实上，即便有正的现金流，许多交易还是对收购者的管理资源构成了明显消耗，反过来，它也降低了收购者的市场价值。有这些陷阱存在，收购兼并为什么还继续存在呢？因为历史表明，对于雄心勃勃的公司来说，收购还是促进其成长计划并取得良好收益的必然方法之一。

相比之下，购买企业可能比其他方法更为有利，例如：扩张现存的产品系列、新建一家全新的企业或者进行销售联合。和这些替代手段相比，购买现成企业作为一种优先考虑的发展战略具有以下四个关键原因：

1. 更少风险 被收购的已建立的企业有一个成型的消费者基础、可靠的财务记录以及成熟的产品系列。有前景的收购业务很早就跨越了公司生命周期中最危险的一环：初创阶段。

2. 成长的基础设施 被收购企业的厂房技术、声誉以及雇员为买主提供了一个现成的基础设施。如果买主能比原先的业主更有效地运用这些基础设施的话,成长可能性会被大大提高。

3. 资本投资的节约 除最初投资之外,大多数对现有产品系列的扩张还需要大量的营运资本。相比之下,作为一项独立的投资,许多收购很快就能产生收入和正的现金流。通过收购能够更容易地为公司成长融资,因为贷款者和外部投资者认为收购本身就是一个可预见的偿债和提供股东报酬的资金来源。

4. 控制 收购的替代方法——联营企业,在第三方的被动性股权投资以及营销/分销联合——只需较少资本,但相应削弱了对企业的控制。潜在收购者的投资收益就取决于公司伞形结构 (corporate umbrella) 以外的人员的活动了。

收购也许会是内部扩张或建立新企业的一种低成本的替代手段,但收购本身并不能保证一个更高的股东价值。收购所获得的价值只能由一个认真实施了正式战略而来。懂得何时支付合理价格是这一战略的一个重要因素。机会虽然存在,但即便对于最出色的商界人士来说,真正要通过收购而获得价值创造也不是一件容易的事。这样,一个考虑周到的收购计划对潜在收购者来说就是非常关键的了。

也许公司管理层面临的第一个问题就是:在追求利润的过程中,从众多的兼并与收购战略中究竟应选择哪一个?成功的计划包含以下几方面:

- 收购与收购方产品争夺市场份额的企业
- 收购其产品与购买方销售体系相容的企业
- 收购那些能实现购买方产品系列扩张的企业
- “分离”企业以实现隐含的资产价值
- 针对危机状态企业的“池底捞鱼” (Bottom fishing)
- 管理层收购

对每一种战略而言,我们都能找到无数的公司、投资小组以及富有人的例子,他们成功地运用这些战略来为自己获利。然而在这些成功的职业投资者中间却存在着一个永恒的主题:一个兼并收购业的有原则的方法。

**第 3 章
收购的原则**

**DISCIPLINE IN
ACQUIRING
COMPANIES**

成功的收购不仅取决于所选择的战略，还取决于战略实施所遵循的原则。由于收购不当而遭受损失的案例举不胜举，有的因完全依靠借债购买企业而招致过高的杠杆比率，有的因支付过高的收购价格而稀释了每股收益，有的则把其多元化经营的意图计划得一团糟。在很多这种例子中，管理层也许的确为其收购战略制定了一套明确的目标，可当他们真遇上了一个可观的稍纵即逝的机会时，他们马上会为他们扔掉原则性的目标去追求可观的回报找到了理由。1990年AT&T用75亿美元收购NCR被认为将是一个全球性的计算机网开始。然而，收购后事项的处理、文化差异以及过高的价格在很长时间影响了AT&T的正常经营。

迅速成功是罕见的

很多糟糕的收购都是“让我们做些什么”的公司心理的结果，它把兼并收购领域内的耐心和暂不采取行动等同于消极。随之而来的仓猝交易是非常有害的，特别是当收购方被卷入对收购对象的延长了的公开竞价并最终支付了比最初预期要高得多的价格。迅速成功在任何领域都是罕见的，收购也不例外。潜在的买主在收购企业时一定要坚持原则，谨慎和耐心是必须的。而那些由令人心跳加快的从业者例如唐纳德·庄普（Donald Trump）所写的书让你相信的却正好相反。许多杂志和报刊的文章重复着一种相同的基调，它们通常只描述那些获得巨利的交易，例如一家使用杠杆收购的公司在3年内使其投资翻了10倍；又如一家跨行业公司对被收购公司进行了重组然后以5倍于原价的价格将其售出。

学校教科书和面向从业者的手册对消除这种观念做得也很少。即便是最全面的手册在解释收购中原则的重要性上也只花了很少的篇幅，大多数手册则对限制读者注意力的分析过程只作了轻描淡写。收购教材毫无例外地强调收购的历史、战略原则以及伴随着交易意向的财务模型；从业者指南则要么提供一个完成交易的逐步过程的冗长说明，要么则对如何为一个潜在的收购定价作出僵化的数量分析。作者们不提起选择合

适企业的困难以及伴随这一过程的失望和挫折。形成并贯彻一个有原则的战略的重要性常常迷失在发展理论和财务计算的丛林中。

事实上，成功的收购者总是努力地寻找可接受的交易。许多公司都雇有专职人员以筛选收购建议，或者从其商业接触中寻找线索。在他们觉得足够恰当地为一宗可接收的交易报价前，他们每年也许会需要审阅数百个机会并访问 20~30 家有可能成为收购对象的企业。即便如此，还有可能因竞争者的原因而失去交易，或者目标企业根本就不打算出售。

收购的搜寻工作冗长乏味，持续数月甚至数年，并需要大量专业人员的不懈努力。在任何时候都有上千家可能被收购的企业，对那些利用投资银行或经纪人公开求售的企业来说，其中很多企业的业主会静静地考虑由买方提出的报价。这些公司中的大多数在任何收购战略下都不是好的投资对象，主要原因是其业主会要求一个令收购者无法取得合理投资回报的价格。符合既定收购战略并且价格合理的罕见机会只能从上百个不适合的候选企业中筛选出来。

一旦一笔交易成交，它对公司成长的影响是巨大的。在某笔交易中，一家折价销售百货连锁商店通过以 2 500 万美元的价格收购了毗邻其市场范围的一家经营欠佳的连锁商店，从而使店铺的数量增加了 40%。协商并达成交易用了两年。在签约后的 6 个月内，收购者重新装修了店面，购置了新的存货，并降低了间接费用。通过运用经典的“池底捞鱼”以及“低价买入并重新整理”的战略（这一战略在以前一笔小的交易中也使用过），收购者把一个保本经营的企业在 10 个月内变成了年收入超过 800 万美元的部门。作为交易及其后续工作的结果，收购者的每股收益在此期间翻了一番，并把它的股价推到了一个新的高位，股东们享受了远远超过 2 500 万美元收购价格的收益。如果是通过新建来增加现有店铺量的话，公司不可能获得如此快速而成功的增长。

那个特定的买家一直不断地寻找适合其“低价买入并重新整理”战略的合适对象。即使在做了完成上述交易的决策后，调查、分析以及签约过程还是非常艰苦、复杂和充满挫折的，完成这笔交易用了两年多时间，买主的各项前端调查和法律费用超过了 50 万美元。