

**M&A For Growth**



◎ 胡云耿 / 著

YUNGENGHU®

虽然，我们不能保证公司随着时间变化而改变公司资本运营结构就一定成功，但有一点是肯定的，那就是依赖过去不进行变革的公司终究会失败。

≡ 令人心潮怦动的收购兼并战略

**蓄势**

**而发**

企 业 管 理 出 版 社

# 蓄势而发

——令人心潮怦动的收购兼并战略

胡云耿 著

企业管理出版社

833.7

## 图书在版编目 (CIP) 数据

蓄势而发/胡云耿著. —北京: 企业管理出版社, 2000. 3  
ISBN 7-80147-321-3

I. 蓄… II. 胡… III. 企业合并-研究 IV. F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据 (2000) 第 04453 号

---

书 名: 蓄势而发——令人心潮怦动的收购兼并战略

作 者: 胡云耿 著

责任编辑: 原 平 技术编辑: 智 敏

标准书号: ISBN 7-80147-321-3/F·319

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100044

网 址: <http://www.cec-ceda.org.cn/cds>

电 话: 出版部 68414643 发行部 68414644 编辑部 68428387

电子信箱: editorOem@163.net salesOem@ peoplespace.net

印 刷: 北京昌平长城印刷厂

经 销: 新华书店

规 格: 850 毫米×1168 毫米 32 开本 9.625 印张 160 千字

版 次: 2000 年 3 月第 1 版 2000 年 3 月第 1 次印刷

印 数: 1-10000 册

定 价: 20.00 元

---

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

## 作者简介

胡云耿先生长期从事资本市场工作，在投资银行、金融咨询、基金管理、项目融资、国际资金市场和货币互换等领域积累了丰富的经验。胡先生是公司财务和企业理论方面的专家。

胡云耿先生曾在美国大通曼哈顿银行从事发展中国家债务-权益互换业务，深谙权益联系性固定收益工具的价值评估；在美国大都会State-Street共同基金担任固定收益基金部经理，负责挑选高回报债券；在美国瀚宁公司任首席执行官，直接负责对冲基金和直接投资基金（联合能源）的管理工作。在赴美国之前，胡先生先后在芬兰中央银行货币风险组，参与制定国债货币互换策略；在芬兰Kone集团任远东投资事务顾问；在芬兰瑞典经济学院兼任研究员，从事欧洲债券定值货币课题研究。胡先生还曾在中国外经贸部工作多年。

胡云耿先生现在任加拿大原富顾问公司总裁、首席执行官。

(注：封面左上方人头像为加拿大原富顾问公司标志)

# 前言

1998年10月，我曾就戴姆勒－克萊斯勒合并一案，写了一篇案例分析。在中国证监会上市公司部惠湄处长的建议下，此案例登载在《中国证券报》上。时值中国上市公司合并走向新台阶，业界人士对西方国家如火如荼的企业兼并收购活动，产生了极大兴趣。他们希望能够从中吸取一些值得借鉴的东西。惠湄找我，问我有没有时间，就国外的兼并活动及其中包含的技巧，以及政府监管部门的作用，写成一本书。后来，我又接到《证券时报》一位编辑的电话，也提出写书的问题。而此时，我在

《中国证券报》上的那篇文章已经被到处转载，且越转载，出错越多。

虽然我因从事的工作，没能有任何整块的时间从事写作，但中国总得出现真正的企业间因价值而合并，而且目前国内市场中经常出现“炒题材”式的企业重组案，已经使政府监管部门、中小股东、甚至投资银行家感到厌倦。因此，我决定，哪怕利用在飞机场候机的时间，也要把这本书写出来。果然，这本书真的主要诞生在各地机场上。

真正的企业合并是根据企业的具体特征因地制宜地作出的。国外的企业兼并案例只能反映当事公司的具体特征。我们不能将它们简单地移植到中国，因为中国的企业内外环境与西方国家企业相距甚远。我很担心中国的业界照搬国外模式。虽然标准式根本就不存在，但毕竟国人有“树典型，学模范”的癖好。

不过，企业购并技巧又只能从案例中学到。所以，我选择案例时，时刻注意它们在中国的可用性和现实意义。例如，针对中国国情，我认为很多国内同等规模、同一行业的企业之间，已经存在或出现合并的必要性，因此，像戴姆勒——克莱斯勒这样的同级合并，还是有很多借鉴意义的。另外，中国企业上市后，经理层因种种内外原因，不能以股东价值为重。而且由于区域经济利益、政府就业政策等原因，企业经理不能以股东价值最大化为核心经营企业的事件和情形愈

演愈烈。所以类似公司猎鲨行动这样的典型购并行为，在中国应该起步并受到积极鼓动。最后，我始终认为任何购并行为都应以企业价值，尤其是通过加强企业管理提升公司价值为核心。即使是财务投资人，也不应该仅仅是炒一下“题材”而已。

所以，我选择了三个都跟克莱斯勒公司有关的案例，作为本书的第一部分。虽然这三个案例肯定没有穷尽西方经济世界合并案例的所有模式，但对目前的中国都具有参照意义。因此，我希望中国读者阅读此书时，能时时结合自己所处的业务环境。三个完全不同的企业收购兼并模式，发生在同一家公司身上，绝不是一种巧合，而是现代经济制度和模式下的必然。企业只有理智地分分合合，才能走向强壮，才能适应时代的要求。这点对中国企业很有借鉴意义。

第二部分的交易模式虽然是西方国家法律环境下的企业兼并模型，但我还是希望中国业界人士能从中有所启发和创新。企业购并本来就充满创新过程。这正是从事此行业的人和机构都是精英人士和名牌老店的原因。

第三部分是想告诉中国读者，合并是个永恒的历史主题。只有购并行为活跃存在，才会推动产业革命不断发展。对于现代工业化路程才走了不到20年（严格说甚至不到10年）的中国，很难从自己的经历中体会个中道理。因此，我不惜篇幅，回顾了美国的百年

购并史，希望中国读者能从中领会购并对经济进步的意义和贡献。我在第八章试图勾勒出企业资本经营的框架，使从事企业购并战略的企业内外战略家有一个系统的认识。最后，我冒昧提出在中国搞“真正购并”所需要的要素。当然，毋须我多言，只有股东价值问题得到解决，法律慢慢开始完善，政府开始积极思考和引导，中国的真正的购并才会真正地开展起来。届时，这些购并将不仅仅是“题材”而已。

本书在写作过程中，得到我以前的老同事老同行的帮助，他们提供了大量的资料。他们来自大通曼哈顿银行、贝尔斯特恩斯投资银行公司、德意志银行。他们中包括 Lisa O' Brian、Jeffrey Sweet 和 Gregory Hill 等。当然，我在原富公司的新同事对我的帮助也同等重要。他们不仅是第一读者，还与我一起将书中的模型用在具体的实践中。我在中国的许多任企业行政主管的朋友，对我的帮助更不是用寥寥几句话就能表达的，他们在与我的合作中告诉我哪些模型中国可以用、哪些一定要用、哪些他们已经采用了。因为有些交易正在进行中，出于法律原因，我不能将这些中国企业的行政主管的名单列上，他们还得当一阵儿“无名英雄”。对上述人物在本书中的贡献，我一并在此谢了。

最后，我想感谢我的太太杨硕。与我的其他著作一样，本书同样得到她的每行每段的评读。如果说她

是本书的合著者，是一点也不过分的。因此，说我把此书献给她，还不如说她把此书献给她自己。我的不满周岁的孩子胡溪中（May-June Hu）做出了她能做出的一切，帮助我最终能将此书献给我最尊敬的读者。

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Hu Yunde' (胡云耿), with a stylized, flowing script.

胡云耿

1999年11月6日

北京王府花园

# 目 录

|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| 前言.....                        | 1   |
| 第 1 部分 心潮怦动的交易.....            | 1   |
| 第 1 章 大西洋之间的握手.....            | 9   |
| 第 2 章 公司猎鲨行动.....              | 34  |
| 第 3 章 湾流飞机的起飞与着陆.....          | 66  |
| 第 2 部分 交易模型.....               | 89  |
| 第 4 章 同级合并.....                | 96  |
| 4.1 戴姆勒-奔驰和克莱斯勒的合并<br>结构 ..... | 98  |
| 4.2 戴姆勒-奔驰换股要约 .....           | 99  |
| 4.3 克莱斯勒合并 .....               | 101 |
| 4.4 戴姆勒-奔驰合并 .....             | 106 |
| 4.5 零头股份 .....                 | 109 |
| 4.6 抗摊薄保护措施 .....              | 109 |

|      |                                   |     |
|------|-----------------------------------|-----|
| 4.7  | 发行戴姆勒克莱斯勒美国存托股票<br>的选择权 .....     | 110 |
| 4.8  | 克莱斯勒产权转移后戴姆勒克莱<br>斯勒公司的管治机制 ..... | 110 |
| 4.9  | 克莱斯勒产权转移前的公司业务<br>经营 .....        | 112 |
| 4.10 | 员工利益情况 .....                      | 115 |
| 4.11 | 排他性 .....                         | 115 |
| 4.11 | 成交条件 .....                        | 116 |
| 4.13 | 对少数不同意合并交易的股东的<br>处理 .....        | 120 |
| 4.14 | 财务顾问费用报酬 .....                    | 121 |
| 第5章  | 杠杆收购的模型 .....                     | 123 |
| 5.1  | 传统杠杆收购 .....                      | 124 |
| 5.2  | 拆散式杠杆收购 .....                     | 127 |
| 5.3  | 战略杠杆收购 .....                      | 128 |
| 5.4  | 杠杆收购的资金来源 .....                   | 129 |
| 5.5  | 杠杆收购公司的基金管理 .....                 | 131 |
| 5.6  | 中间夹层资金 .....                      | 131 |
| 5.7  | 兼并收购大师 .....                      | 134 |
| 5.8  | 公司猎鲨和杠杆收购的意义 .....                | 146 |
| 第6章  | 摘取皇冠上的明珠 .....                    | 151 |
| 6.1  | 出售一个部门或子公司 .....                  | 152 |
| 6.2  | 企业分家独立 .....                      | 160 |
| 6.3  | 目标化股票(Targeted Stock) .....       | 168 |
| 6.4  | 董事责任和公平交易意见书 .....                | 175 |

|                                 |     |
|---------------------------------|-----|
| <b>第 3 部分 在长城上筑起华尔街</b>         | 183 |
| <b>第 7 章 摩根整合：资本历史的无限延伸</b>     | 188 |
| 7.1 第一次兼并浪潮跨入 20 世纪             | 192 |
| 7.2 沸腾的 20 年代：第二次兼并浪潮           | 199 |
| 7.3 第三次合并浪潮：多元化病症               | 204 |
| 7.4 第四次合并浪潮：金融家交易年代             | 213 |
| 7.5 第五次兼并浪潮：国际性行业整合             | 226 |
| <b>第 8 章 企业资本经营框架</b>           | 237 |
| 8.1 企业及其管理                      | 237 |
| 8.2 以资本价值为核心的企业管理体系             | 253 |
| <b>第 9 章 中国的启示：股东价值、法律与政府行为</b> | 269 |
| 9.1 企业利害关系者：以股东价值为中心            | 269 |
| 9.2 个人本位经济：理论上的理性               | 276 |
| 9.3 中国的资本市场现状和股东价值              | 280 |
| 9.4 跟国外学什么                      | 287 |
| <b>致三种特殊读者</b>                  | 289 |

## 第 1 部分 心潮怦动的交易



克莱斯勒汽车公司能成为全球汽车业巨子，完全仰仗一次有效的购并。1925年，澳尔特·克莱斯勒先生接管并且合并了处于经营困境中的马克斯维尔和查穆斯汽车公司。他将自己的行业管理经验和资本市场力量完美结合，创造了进一步兼并、而后组成一流汽车公司的最初资本平台。在此后的15年中，克莱斯勒先生亲自操作，左突右拼，终于使克莱斯勒公司在1940年超过了福特汽车公司，成为全球第二大汽车企业。不论是规模还是经济效益，此时的克莱斯勒公司都处于其历史的顶峰。

克莱斯勒先生相当清楚，企业购并本来就是以股东价值创造为最终目标。对行业的倾心热爱，加上强烈的资本增值意识，使克莱斯勒先生能将别人无法做到的企业资本价值生产完成得淋漓尽致。他使马克斯维尔和查穆斯汽车公司起死回生。

其实，企业无时不处在竞争和“不进则退”的汹涌洪流中，如果不适时择机将企业资本规模扩大，企业很快就会消失在历史的尘埃中。克莱斯勒先生如此理解资本含义，他取得了成功。同时代的杜兰特先生也这样理解资本真谛，他在汽车界发起一轮又一轮的购并，建立起世界最大的汽车王国，即通用汽车公司。福特先生更是视企业规模为企业资本的生命，他率先推出生产线的概念，将现代工业规模生产置于一切资本要素之上。他们这种将衰败企业扭转乾坤（turnaround）并迅速建立资本扩张机制（capital expansion）的本领与艺术值得当代中国企业家注意甚至效仿。

然而，在克莱斯勒先生去世后，克莱斯勒公司的继任者们

没能继续遵循资本永动机的原则，采取“守势”战略。很快，克莱斯勒公司就陷入危机，资本增值效率每况愈下。到 1958 年，在经济利润无法支撑进一步资本扩张情况下，企业生产规模已经无从谈起，终于被福特汽车公司迎头赶上<sup>①</sup>。克莱斯勒公司从此被远远地甩在通用和福特之后，再也没有机会和能力与它们相匹敌。

进入 80 年代，克莱斯勒公司在当时的总裁雅科卡的领导下，才慢慢摆脱困境。为了公司股东资本财富的增长，雅科卡采取的策略只能是资本扩张。

80 年代是企业家又一次回到以价值为重的资本经营战略的年代。此时资本市场发明的各种现代企业购并技巧，使企业购并进入如火如荼的年代。企业家明白，各种资本性资产的收购和剥离，都应该以股东价值最大化为本旨。

企业为资本运营规模和协同效应而购进一项资产，然而，如果这项资产不能完成其资本增值功能，或没有企业总体价值边际贡献，企业家就应该毫不犹豫地将其剥离。

同许多同行一样，克莱斯勒公司在 1985 年购进湾流飞机公司。很快，雅科卡就发现湾流公司不能与克莱斯勒汽车相“协同”。湾流在克莱斯勒下面，其资本利润率低于克莱斯勒公司的总资本利润率。湾流在其他资本经营要素方面，如生产、技术、销售、采购等方面，也不能给克莱斯勒带来协同价值。此时，最佳的方案就是将湾流剥离出克莱斯勒公司。

像湾流飞机公司这样的资本性资产，在克莱斯勒公司不能

---

<sup>①</sup> 福特公司此时刚刚上市，在资本市场的帮助下，福特的的发展势不可挡。利用上市资金，福特进行了新一轮的购并战，终于重新登上“老二”的交椅，至今仍无人可以动摇。

发挥其资本价值增值功能，不意味着它就没有资本增值功能。其实，湾流公司被投资家福斯曼收购后，其经营相当成功。

福斯曼在购并界声誉卓著，他的资本经营技巧被广为传诵。湾流飞机公司在福斯曼领导下取得的成功，给世人一种全新的资本运营概念。这种被称之为“杠杆收购”的企业收购技巧，就是一组投资人<sup>①</sup>，主要采用借债资金，将一家大公司的全部或部分资产收购，并进行资产重组，加强整顿，提高管理水平，增加管理激励因素，最后取得成功时，再将企业初始上市。

福斯曼正是采用杠杆收购策略完成湾流飞机公司的收购交易，并经过近十年的经营整顿，最终取得巨大成功的。我们将在第三章看到福斯曼的风采一幕。其实，现在，中国有很多大型“集团”企业，其资产组合极其分散，已经不能产生应有的协同作用。另外，有些企业作为整体由于历史原因产权不清，已经严重阻碍了企业的发展。如果采用杠杆收购，将大大改善企业的经营机制，同时，对企业的组合资产进行重新调配，使它们重新产生资本的增值效应<sup>②</sup>。我们认为，克莱斯勒将湾流公司售给福斯曼和福斯曼将湾流公司收购并大获成功的案例，对中国的企业家们有不可忽视的启迪作用。

从大型多元化经营企业中收购一个部门或一个分（子）公司，给具有部门行业专业知识和企业经营能力的企业家创造一个成功创业的机会。这种机会是一国经济转型期特有的。因

---

① 如果是公司内部经理人员为收购主体，就叫“管理收购”（management buyout）。

② 四通公司已经采取管理收购战略，对四通的产权结构进行重新定义，对资本组合进行重新置配。