

财经新概念


哈泽尔·约翰逊 著
韩红英 译



MERGERS AND ACQUISITIONS

合并与收购

——正确管理决策的框架

 中国金融出版社

合并与收购

正确管理决策的框架

哈泽尔·约翰逊 著

韩红英 译



中国金融出版社

责任编辑:赵天朗
责任校对:孙蕊
责任印制:裴刚

图书在版编目(CIP)数据

合并与收购/(美)哈泽尔·约翰逊(Johnson, H.J.)著;韩红英译. —北京:中国金融出版社, 2002. 8

(国际金融实务译丛)

ISBN 7-5049-2859-3

I. 合… II. ①约… ②韩… III. 企业合并 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 065004 号

北京版权合同登记

图字:01-2001-1963 号

© Pearson Education Limited 1999

This translation of Mergers and Acquisitions: A Framework for the Right Executive Decision, First Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited.

出版

发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66024766 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

尺寸 185 毫米 × 230 毫米

印张 11.25

字数 153 千

版次 2003 年 4 月第 1 版

印次 2003 年 4 月第 1 次印刷

印数 1—4000

定价 23.50 元

如出现印装错误本社负责调换

作者简介

哈泽尔·约翰逊博士是路易斯维尔大学著名学者和金融学教授。约翰逊博士原是乔治大学金融系成员。她在国际金融和金融制度领域出版了 20 余部专著。她的著作在美国、欧洲、拉丁美洲和亚洲出版,她的著作还被翻译成日文和西班牙文。另外,约翰逊博士还在并购与重组,资本成本,资本预算和银行订价等领域开发了计算机软件系统。约翰逊博士在 50 多家美国金融机构和一些美国州立、联邦机构任顾问。

前 言



对合并与收购问题作出决策既是一门科学也是一项艺术。在两个相互独立的公司一体化过程中,发展战略、价格及公司文化等问题必须与对新合并的公司的内在分析联系在一起。

《合并与收购——正确管理决策的框架》一书同时将科学和艺术融为一体:首先,一个企业必须建立与另一个企业合并或收购另一个企业的正确理由:合并后会成为一个较大型的公司,其本身并不是一个好的合并理由。相反,企业的战略计划和方向应该引发合并与收购决策。选择恰当的合并伙伴或收购目标的过程包含了许多因素,主要有产品、客户、成本、公司文化及人力资源等因素。

在一些情形下,与一个企业合作的其他方式或许比合并更有利。这些方式主要有合资企业、战略联盟、少数投资、风险资本投资或特许权协议。在另外一些情形中,经理们必须决定企业是否应该被卖给另一个公司。

当合并是一个正确的决策并且确定了正确的合并伙伴后,交易价格必须合理,否则企业联合会失败。估价方法以合理的理论概念为基础。然而,在预测恰当的现金流量时需要作出大量的判断。

本书(英文版)附带的合并与收购企业估价软件系统有助于在理论向实践的平稳过渡中将所有概念结合起来。以该系统为基础的 Excel 7.0 使用了商业企业的贴现现金流量(DCF)估价。五年期的现金流量被预测,最终价值



被估价以获得预测期后的现金流量的价值。个别计划详细地列示了预计的经营性现金流量,包括特定范围的费用;营运资金变化;预计资本性支出;及与折旧和摊销相关的税收利益。现金流量分析和企业估价是自动进行的。

《合并与收购——正确管理决策的框架》一书回答了三个重要问题:

- 什么时候企业应当考虑合并或收购?
- 企业应该怎样构架其收购队伍及收购方法?
- 企业如何确定合并伙伴或收购目标的正确价格?

本书及软件为企业最重要的决策之一提供了蓝图和支持。

目 录



前言

第一章 与合并与收购有关的概念

引言	1
欧洲日益增长的合并趋势	3
企业联合的基本原理	5
并购的结构方面	7
评估概念	8
评估方法	10
避免错误	13

第二章 合并

引言	15
合并的正确时机	17
合并的正确伙伴	20
合并利益的交流	25
把两个企业合为一体	28



出售公司的决策	32
意义深远的决策	35
第三章 收购	37
引言	39
收购准则	39
收购协议	45
使用经纪人和发现者	49
抵御收购	51
过渡期管理	54
收购的艺术	56
附录 3.1 欧洲的恶意接管	58
第四章 合并或收购的决策正确吗	63
引言	65
内部发展的案例	65
尽职调查	67
合并与收购可任选的其他方法	73
战略联盟	77
少数股权投资	80



风险资本	82
特许协议	84
正确决策	84
附录 4.1 国际合资企业	86
第五章 估价的科学与艺术	89
引言	91
收购企业与估价	91
估价原则	95
估价的科学:贴现现金流量(DCF)	97
估价的艺术:质量问题	100
权益剩余法	102
艺术与科学	106
第六章 国际收购	107
引言	109
国际收购中的关键问题	109
案例研究:一个在中国的投资意向	113
跨国收购问题小结	129



附录 A	货币的时间价值	131
	引言	133
	单一现金流量	133
	计息期短于一年的复利	139
	连续复利	141
	基本概念	145
	年金	146
	系数说明	149
	财务计算器	154
	货币时间价值概念小结	157
附录 B	现值与未来价值系数	159
	一美元的未来价值(Future Value)系数表	160
	一美元的年金未来价值系数表	162
	一美元的现值系数表	164
	一美元的年金现值系数表	166

第一章 与合并与收购有关的概念



引言

欧洲日益增长的合并趋势

企业联合的基本原理

并购的结构方面

评估概念

评估方法

避免错误



引言

在欧洲,公司的控制权正不可避免地滑向个人手中,这引发了对公司决策者角色的新思考。Michael Zaoui,摩根·斯坦利在欧洲的并购部的领导人之一,最近指出:

每个首席执行官都必须问自己,如果不积极地考虑并进行企业联合,他们的公司能否生存下去……^①

另一位市场参与者, Hugh Scott - Barrett, ABN Amro 银行在伦敦的欧洲公司财务部的首席执行官,在分析某一特殊行业的发展方向时指出:

人们应当关注一个行业的发展前景而非其过去的表现。^②

欧洲日益增长的合并趋势

导致合并趋势的因素

最近 10 ~ 15 年间发展起来的几个经济的和政治的力量推动了欧洲的合并交易。

■ 全球化对行业竞争性有很大影响——降低了人工成本并使市场对更多的生产企业开放。

■ 金融市场更加一体化了——促进了与企业联合及与其他经济活动相关的跨国的金融交易。

■ 国有企业的私有化鼓励了公营与私营企业的联合。

■ 统一欧洲市场实质上扩大了每个公司的潜在前景。

① 见 Brewis, J. Drexhage, G. (1998) "M&A Boom Reverberates Around the World," *Corporate Finance*, 31 - 35.

② Ibid.



■ 欧洲经济与货币联盟在整个欧洲范围内降低了实际的及感受到的经济壁垒。

■ 东欧国家加入欧洲统一化进程的前景为扩张之火增加了燃料。

■ 欧洲的衰退迫使人们更多地关注竞争性问题——其中的一些问题可以用降低成本的企业联合来表述。

这些力量已变得非常强大并致力于抵消欧洲传统的企业模式——尤其在欧洲大陆。这些传统模式包括：

■ 对公司密切控制；

■ 所转移的股份没有市场价值；

■ 在一个巨大的股权网络中，通过少数股权地位实现对公司的控制；

■ 拒绝恶意接管，杠杆收购及独立顾问的建议。

现在，各国市场以及欧盟水平的各种制度改革正影响着变化——这些变化会增加市场的效率。

少数股权与全部股权

同时，欧洲少数股权的发展也引起了一定的关注。到 1995 年结束的 10 年中，转移部分股权的交易在欧洲大陆的全部合并与收购中占有的比率大于在美国或英国的比率。按被收购企业的所在地划分交易，10 年间部分权益交易的百分比如下：

■ 美国——13.7%；

■ 英国——24.0%；

■ 其他欧洲国家——35.0%。

欧洲企业更愿意参与部分权益交易的明显原因有：

■ 战略联盟允许两个公司在不丧失独立性的条件下追求共同目标。

■ 对最后协议的逐渐的约定是比较明智的、廉价的及可撤销的。

■ 在许多情况下，大量少数股权能保证公司的有效控制。

欧洲企业的部分股权倾向与美国企业的 100% 所有权的普遍爱好相反。



由于税收、会计及法律考虑,美国收购者更愿选择全部股权。例如,两个公司股权的联合就以免税交易的方式联合了企业。而且,消除企业中的少数股权也降低了代表少数股权股东利益的诉讼案件。

一些观察家认为漫长的欧洲式的企业联盟或“试婚”式联合会导致比冲动的、机会主义的美国式的企业收购更长久更有利的完全合并。通常,美国式收购似乎不能产生预期利益。不过,少数股权投资也有其缺点。例如,在许多情形下,股权出售者寻求保护了一种实际上没有经济效率的关系。而且,战略联盟——或许是两个来自不同国家的竞争公司相互拥有 10% 的股份——当其宣称的协同作用没能产生时,就显得比较精明。几年内,每个公司会发现自己已不能影响与其联盟的公司的政策,而且还可能与该公司处于严重的竞争之中。

在欧洲,合并与收购活动正日益增长。竞争性因素可能会导致在未来更多的 100% 股权变化。

企业联合的基本原理

一个企业与另一个企业联合的方式有多种多样。企业联合的原因有多种,同时预期可从企业联合中获得的利益也多样。收购一个持续经营的企业意味着购买了一套能够产生收益的资源。无论在任何情形下,下列问题均应得到讨论。

■ 收购比内部发展是否更具成本效率? 支付的价格必须低于内部发展的类似战略结果所需总资源。

■ 购买到了什么技术? 其生产率将怎样?

■ 预期利益是否反映了巨大的未来价值?

■ 两个公司之间是否发展了意义深远的协同作用? 这个问题的重要性远远超出了对资产负债表中列示的资产及负债项目的估价。



合并与收购的基本原理包含在多样化战略、业务族群战略,或业务元素战略中。

多样化战略

多样化战略的目标是发展一整套相互关联的业务从而为企业内部提供合理的平衡和稳定。业务多样化可以仅依赖财务原则而建立。即两个企业产生的现金流量可能不完全相关,但却能产生更稳定的合并现金流量。或者,还可通过加入在某种程度上与技术行业技巧或产品市场地位——即非财务因素相关的业务来形成多样化业务。在非财务多样化战略中,企业联合将主要关注业务之间的相互联系,或许是一项支持企业的基础或核心技术。在这种条件下设计一项收购需要调查那些能平衡和强化企业地位的业务主体。

业务族群战略

业务族群战略试图创造协同作用来在两个个别企业现有水平之外发展业务。当它应用于收购者业务实践中时,密切相关的企业能够依赖一种共同的技术或技术基础。收购被用来发展相关的新业务主体。业务族群战略产生了一群相互关联的企业,在这些企业中,允许个别企业利用在技术、产品市场,或配送渠道中的共享资源,并在已有部门基础上创建新企业。联合是由进入新的增长型市场的需求所推进的。

业务元素战略

业务元素战略说明了一个直接竞争者捕捉某一特定消费者的问题。该战略的成功依赖于在特定业务部门发展竞争能力。这种战略下的收购是通过接管竞争者而扩大市场份额的手段。这种收购或许能通过扩大其产品及服务供应线来强化企业内部经营,同时降低竞争。



并购的结构方面

无论企业联合的原理是什么,合并或收购均存在特定的结构方式。在战略计划中,企业必须先决定它追求这三个原理中的哪一个,然后再决定怎样使联合推进其计划。^①应当选择一种结构来实现与多样化、业务族群、业务元素原理相联系的目标。但按此准则,正如存在不同的收购方法,也存在不同的收购类型。收购的结构形式可被划分为水平联合、垂直联合、同心联合或不相关或混业联合。

水平联合

在水平联合中,一个企业收购了本行业中的另一个企业。本类型收购的主要期望利益是在生产和配送方面的规模经济,及在一个更加集中的行业中市场力量的潜在增长。水平收购战略分析的主要原动力产生于业务元素原理。收购者的利益以增强的产品市场战略地位为主要形式。

垂直联合

在垂直联合中,两个企业分属于具有强烈供应者——购买者关系的两个行业。被收购企业或者是收购企业的供应商,或者是收购企业的客户。由于资源的稀缺性、所购买产品的重要性,或对半成品的生产特殊性的控制,以及其他原因,使得半成品市场存在不完全性,从而导致了垂直收购的进行。垂直收购的理由或与业务族群原理相一致,或与业务元素原理一致。在业务元素层次上,能够在成本方面提供竞争优势的垂直收购能被考虑。在业务族群层次上,有利于企业集团(且拥有可转移的及更广泛资源的)垂直收购可能被

① 见第2章中对战略性计划过程的描述及使用战略性计划来确定潜在经济伙伴。