

金多多  
金融投资经典译丛

# 并购之王

投行老狐狸深度披露企业并购内幕

MERGERS & ACQUISITIONS:  
AN INSIDER'S GUIDE TO THE PURCHASE AND  
SALE OF MIDDLE MARKET BUSINESS INTERESTS

(美) 丹尼斯 J. 罗伯茨 (Dennis J. Roberts) 著

唐京燕 (CFA) 秦丹萍 译



机械工业出版社  
CHINA MACHINE PRESS

# 并购之王

投行老狐狸深度披露企业并购内幕

MERGERS & ACQUISITIONS:  
AN INSIDER'S GUIDE TO THE PURCHASE AND  
SALE OF MIDDLE MARKET BUSINESS INTERESTS

(美) 丹尼斯 J. 罗伯茨 (Dennis J. Roberts) 著

唐京燕 (CFA) 秦丹萍 译

桂曙光 刘振山 蒋 靖 审校



机械工业出版社  
CHINA MACHINE PRESS

中型企业并购市场充满了机遇与陷阱，一边是天堂，一边是地狱。《并购之王》从一个纵横华尔街多年、资深投行家的独特视角，为读者揭开企业并购的神秘面纱。

本书对于那些渴望在中型并购市场大展身手的投行从业者来说，可作为自我学习的教科书和参考资料；而对于并购交易的买卖双方，本书亦可帮助他们了解彼此的心态，让那些在企业并购中经验不足和技巧稚嫩的参与者能更全面地理解并购流程，并确保并购交易能够顺利达成。

Mergers & Acquisitions: An Insider's Guide to the Purchase and Sale of Middle Market Business Interests ISBN: 9780470262108

Copyright © 2009 by John Wiley & Sons, Inc. All Rights Reserved.

This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, entitled Mergers & Acquisitions: An insider's guide to the purchase and sale of middle market business interests, ISBN 9780470262108, by Dennis J. Roberts, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

版权所有，侵权必究。

北京市版权局著作权合同登记 图字：01-2013-1653 号。

### 图书在版编目 (CIP) 数据

并购之王：投行老狐狸深度披露企业并购内幕 / (美) 罗伯茨 (Roberts, D. J.) 著；唐京燕，秦丹萍译。—北京：机械工业出版社，2014.5 (2014.6重印)

书名原文：Mergers & acquisitions: An insider's guide to the purchase and sale of middle market business interests

ISBN 978-7-111-46306-1

I. ①并… II. ①罗… ②唐… ③秦… III. ①企业兼并 IV. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 063028 号

机械工业出版社 (北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

策划编辑：李新妞 责任编辑：李新妞 丁思檬

责任校对：舒莹 责任印制：李洋

北京市四季青双青印刷厂印刷

2014 年 6 月第 1 版 · 第 2 次印刷

180mm × 250mm · 28 印张 · 1 插页 · 437 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-46306-1

定价：78.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

网络服务

社服务中心：(010) 88361066

教材网：<http://www.cmpedu.com>

销售一部：(010) 68326294

机工官网：<http://www.cmpbook.com>

销售二部：(010) 88379649

机工官博：<http://weibo.com/cmp1952>

读者购书热线：(010) 88379203

封面无防伪标均为盗版

## 对本书的推荐

这是罗伯茨先生写的关于企业并购交易艺术的跨时代杰作。他有多年并购的成功经验，他在交易细节方面的洞察能力令人印象深刻。现在更好了，这些智慧能够通过具有高度可读性的实例、故事和观点得以传达。投行并购顾问和企业家如果想要在如今竞争激烈的市场中获得优势，那么这本书则是书单上必不可少的一本。

——斯科特·米勒 (Scott D. Miller), CPA/ABV, CVA, 著有《兼并与收购指南和家族企业出售：最新商业案例分析》(*The Adviser's Guide to Mergers, Acquisitions, and Sales of Closely Held Businesses: Advanced Case Analysis*)和《买卖企业：注册会计师的角色》(*Buying and Selling Businesses: The CPA's role*)

丹尼斯做了大量卓有成效的工作，摒弃了令投资银行家们头疼的技术性术语，聚焦在顺利完成并购交易的核心元素。这本书极具中型企业并购大师敏锐的洞察力以及迷人的、真实的经验传授——着实让人眼前一亮。

——霍华德·约翰逊 (Howard Johnson), 加拿大 Veracap 国际并购有限公司总裁

丹尼斯深谙中型企业并购的灵魂，并把他多年的并购经验完全转化到这本操作性强、有趣且不乏技术性的书中。投资银行家、企业经营者，不论是并购交易的买方还是卖方，都能从大师的足迹中深受裨益。

——马丁·奥尼尔 (Martin O'Neill), 著有《建立企业价值》(*Building Business Value*), 合著《像老板那样行动》(*Act Like an Owner*)

## 关于作者

丹尼斯 J. 罗伯茨，CVA，CPA\*/ABV（\*表示不再执业），是麦克莱恩集团（The McLean Group）的董事长。麦克莱恩集团是一家在并购领域非常活跃的投资银行，该集团在美国和加拿大近 30 个城市设有办事处。

多年以来，丹尼斯作为资深投资银行家，担任过大量并购交易的顾问。同时，他也是一名价值评估师，并曾为尼克松水门事件中的录音带专门进行过价值评估。他还是一家跨州商业银行的创始人和董事长。丹尼斯曾作为美国注册会计师（AICPA）的创始委员会成员，为注册会计师们建立了 AICPA 企业估值培训模块前八个单元的内容。他也为多个专业团体讲授并购课程，包括美国注册价值分析师协会（NACVA）、并购顾问联盟（the Alliance of Merger and Acquisition Advisors, AM&AA）、大学毕业生计划等，还为一些投资银行的并购部门授课。丹尼斯现在和妻子罗宾·夸塔巴犹姆一起，住在弗吉尼亚州的费尔法克斯。

## 关于作者

有些人知道所有东西的价格，但关于价值却一无所知。

——奥斯卡·王尔德

## 致 谢

在读者看来，一本书中的致谢部分似乎都是例行公事，只是流于形式，但是对作者来说却并非如此。这部分非常有限而且完全不够用来充分表达“感谢上帝，你一直都陪伴我”以及总结“搞砸的那些事本来可以做得更好”。不过，下面我想说的这些事，绝对是本书精彩部分中不可缺少的因素。

感谢史蒂夫·梅尔策（Steve Meltzer）以及恩里克·布里托（Enrique Brito）逐字逐句的审阅；感谢乔·劳福伦（Joe Loughran）对初稿进行大有裨益的编辑；感谢安德鲁·史密斯（Andrew Smith）、安德鲁·舍尔曼（Andrew Sherman）、查克·安德鲁斯（Chuck Andrews）和斯科特·米勒（Scott Miller）提出的非常有帮助的洞见和评论。感谢我的合作老师霍华德·约翰逊（Howard Johnson）在几年前帮助我厘清了许多思绪和构建了本书知识体系的整体框架。感谢威廉·奥夫特（William Offutt）对本书中的税务章节进行审阅并提出了非常好的建议。我为以上所有人那些富有智慧的评论、洞察以及修正而致以最真诚的感谢。

在这里，我要特别感谢美国注册价值分析师协会（NACVA）的创始人兼 CEO 帕尔内尔·布莱克（Parnell Black）和并购顾问联盟（AM&AA）的创始人兼 CEO 麦克·纳尔（Mike Nall）：因为他们多年来一直允许我为他们开发和讲授并购课程，这些对我个人的学习成长都非常有帮助。

还有，和大多数书籍一样，我愿意写一段献词，而这并非仅仅是因为惯例：因为没有来自家庭的爱和耐心，我不可能完成我的著作，所以：

致我的孩子们黛比、凯西和大卫，以及我的妻子罗宾·夸塔巴犹姆（Robin Quattlebaum），感谢你们！

丹尼斯 J. 罗伯茨

## 免责、致歉和善意的谎言

我比华盛顿总统有一个更高更大的标准：他不能说谎；我能，  
但我不说。

——美国小说家马克·吐温

有时候，不过分追求精确可以省去一大堆解释。

——英国作家萨基（赫克托·休·芒罗）

本书所记录的那些用来印证各交易原则的，在谈判桌上发生的战争或奇闻逸事都是真实的。即使这样，所涉及的人名、时间、地址以及交易价格都做了一定处理，以保证这些交易和事件中所有相关方的隐私。这些故意混淆的手段也是为了替我的客户保密，即使已经时过境迁。跟大部分投行一样，我的公司若是要对外公布交易信息，也需要征得客户的同意。因此，假如你从谷歌搜索到由我公司发布的交易信息中发现与本书引用的战争或奇闻逸事有雷同的地方，我和我公司肯定会遭到前客户的大肆批判。所以，我肯定不会让你从本书中发现任何的蛛丝马迹。

我耗费了数年时间撰写本书。当然，本书的大部分内容肯定在庞杂的并购书籍中已经提过了（这部分可能占到75%的篇幅，其他的例如并购惯例、“五的法则”、“十的法则”、为企业估值等则是出自本人之手），但是我想说的是，亮点在于这些内容是头一次同时出现在一本书里。如果我不能够将本书的所有引用注明出处（有剽窃嫌疑），这可能是因为长达15年零星星的书写和教书过程使得我无法一一记住。我知道，有一些肯定是来源于自己的阅读，但是这部分肯定结合了本人的工作经验进行阐述，有一些也是从同事那里得来的。

最后，我想说，之所以把所有内容整合成一本著作，就是希望亲爱的读者们能够各取所需。



## 序

观念不同决定了周末是去赛马场还是去教堂。

——威尔·罗杰斯 (Will Rogers)

祝福那些善于自嘲的人，因为他们从来不会停止欢乐。

——匿名

对于那些渴望在中型市场投资银行职场大展身手的人来说，本书适合为他们自我学习的教科书或者是参考资料。本书原本就不是按照“技术”类的书籍来写的，因为那类书已经汗牛充栋了，我认为不需要再出一本新的了。这些年来，我的这些学生或是已经受过了严格的技术训练（如会计师、估值专家、MBA 和金融专业的学生等），或是有些人并不打算特别深入地研究这个领域的技术问题（如公司股东、高管以及创业者）。

实际上，在市场上大多数有关中型市场（企业）并购的书籍或文章中，从我的观点来看，他们往往忽视“感觉”而过于强调技术，但我的学生说他们需要的是一种“感觉”。因此，当我从头开始设计一门课程时，我想一开始先传授这难以捉摸的“感觉”（而且我真的成功了），之后再加上能够驾驭这种感觉的干货（技术部分）。事实上，技术部分从重要性来说，也确实只是排在第二位的。

在 20 世纪 30 年代，柏西·布摩尔 (Percy Boomer) 写就了历史上最棒的高尔夫话题书籍《关于学习高尔夫》(On Learning Golf)。柏西很有把握地相信高尔夫主要是与感觉有关。在这方面，中型市场（企业）的并购与高尔夫很像。单单有十足的技术知识并不能证明可以在交易中游刃有余。虽然我是在已经一把年纪的时候才开始接触高尔夫球的，但我却深深爱上了这项运

动。最开始，我为了能够上手，把几乎所有的高尔夫击球技巧都读了一遍。但是在几年后只有当我确实达到了一定水平之后，才对曾经读过的一些技巧秘籍有恍然大悟的感觉（事实上也经常如此）：“哦，这就是那段文章的本意，我可以感觉到了。”尽管一书中能够表达的内容十分有限，但我仍然希望能够帮助读者缩短在掌握并购技巧和体验“感觉”之间所花费的时间。

这本书的另一个优点是它独树一帜地将中型市场（企业）并购交易的艺术性和科学性表达出来，不论是从买方的角度还是卖方的角度来看（虽然本书更多的篇幅侧重于卖方的角度）。

最后，并购专业人士和投资银行家如果为了满足好奇心，他们可能会利用阅读本书的机会，从一位从事并购工作多年的同仁那里偷经学艺。如果本书偶然落入一位中型市场（企业）卖方、买方抑或是资本募集者的手中，那么是再好不过了。虽然本书的很多信息会帮助他们在没有投行顾问的帮助下来操作交易，但这一点并不会让我感到不愉快，因为本书也能够帮助他们寻找最适合自己的投行并购顾问。

我想提示读者们：你们可能会在这本书里遇到很多啰啰嗦嗦的文字。这可能有两个原因：第一，我一直都以这种方式进行授课，从综述开始，然后以碎片渐进的方式重复讲授这些知识。第二，从本质来讲，并购不可能以一种优雅的线性方式来操作，本书也无法以这样的方式来展开。例如，对于初步估值的概念、投资意向书（letters of intent, LOI）、资产负债表的惯例等需要以不同的文字在许多章节中进行呈现。另外，由于本书的写作目的是成为目标读者的参考书，而不是一口气读完就扔的书。出于方便读者的缘由，我将不时重现许多之前章节涉及的知识点。

## 前言：一份职业

### 中型企业并购投资银行职业生涯

风风雨雨一路走来，我从来不曾回头看看。虽然初入职场的那一阵儿，我还是很在乎钱的（常常日思夜盼下一个发薪日）。但是再过一段日子，赚钱就已经不再那么重要了。我认为，并购交易本身带来的兴奋感就是对我们这些行业老人最丰厚的奖励。

即便是在中型市场中，你也会碰到一些很酷的人。比如世界各国的首脑、海军将领、将军；白宫高级官员、国会议员、内阁官员；大中型企业的总裁、私募股权基金和天使投资人，以及形形色色各种人士。虽然不是每个人都能促成交易（实际上，我内心里认为他们是想这样做的），但是至少他们对我们从事的工作都很有兴趣。

事实上，工作内容有时候会让人大跌眼镜。作为一名投资银行家和分析师，我曾接受的一项工作是对尼克松水门事件的录音带进行价值评估——谁会想到呢？我深爱这份职业，不愿意拿它做交换，当然了，除非是与我的家人以及挚友回老家墨西哥城享受龙舌兰酒和温暖的阳光。

### 交易疯子起源

1967年3月华盛顿特区——1970年6月纽约曼哈顿

作为一个初出茅庐，乳臭未干的会计师，我坐在办公桌前——位于华盛顿特区郊区的一个客户办公室，正在按部就班地进行企业

## XII 并购之王：投行老狐狸深度披露企业并购内幕

财务审计流程。坦率来说，我觉得快要无聊致死了。我不能想象余生继续从事任何类似相关的工作。当我听到隔壁办公室传来激烈的谈判对话，我对手头工作的判断就越发肯定——可能就是在做无用功。就在离我几英尺远的地方，薄薄的白墙背后，我们的企业客户——一家中型建筑公司和他们的投资银行家以及代表潜在买方的团队正在唇枪舌剑的争论收购意向书的有关条款。虽然我对正在发生的事情并不清楚，但是我有足够的线索得出结论——我已被深深吸引。

三年过后，我在会计工作中取得了一些进展。一日，我发现自己身处华尔街某投行的会议室里，空间宽敞，陈设精美。我正在聚精会神地聆听有关某中型企业并购交易的讨论，并得知并购后企业将申请上市（IPO）。作为会计师团队的一员，我将为并购交易提供审计支持（受到的待遇就好像受了气的小媳妇儿似的，无足轻重）。本次讨论集中在并购交易中涉及的某些会计问题上。我观察着某大型投行的董事长和他的下属们与“八大”会计师事务所的资深审计合伙人及下属审计师之间你来我往的激烈讨论。大部分审计师都跟我一样，既兴奋又畏惧。坦率地说，这就像是一场竞争激烈的摔跤比赛。

以上分别发生在华盛顿特区和纽约的两次特殊经历，在我看来，让我窥见了帐篷最深处的商业世界之真神，至少那时，在并购市场上翻云覆雨的交易撮合者已经紧紧俘获了我的目光和心灵。他们中的大多数并不是胡须如雪、身着白袍、光辉耀眼而让凡人如我可望不可及。但是在那一刻，虽然他们就矗立在那里，我也深知自己想要走进他们，却不知道如何到达。不过，我知道自己必须要到达，因为单单是看到、听到他们正在从事交易，我的内心就在不停地颤动。就让其他人做生意开公司吧，再让其他人为他们做账、其他人为他们摆脱法律烦扰，其他人为他们营销产品及服务。这些工作都不是我日思夜念的，我只想“做交易”，即使我还不清楚这背后意味着的一切。

## 交易疯子附体

1989年5月佐治亚州萨凡纳

我和新合伙人把办公室安置于市区中靠近河边的地带，也是这座城市正在复兴的一片区域。这里混合了新旧南方的特质，令人愉快并特别吸引我们。我实在很高兴在那里办公。在会议室的长桌上打量着各位新同事，我想，我终能一偿夙愿了。我已经在金融服务行业摸爬滚打20余年，却没有直接进入并购领域。此刻，我相信自己终于到达了目的地，终于可以把多年所学全部用于并购交易之上。在工业发达的南方，我们这家规模较小的精品型投行将在传统行业并购领域一展拳脚：纺织品、家具、食品制造和服务等。信息技术的繁荣尚需数年时间。在1989年5月，萨凡纳的某个下午，当阳光洒进会议室的时候，我深信这是极好的预兆。但即便在那个时候，我也有很多工作和更多需要学习的地方。

回首1984年，我已是公共会计领域的高级合伙人，专注在并购交易咨询业务。这样的资质使得我成为一家跨州上市银行的创始人、董事长兼CEO。在业余时间里，我从另外几次创业经历中，逐步掌握了成就投行并购业务的几项必要技能（比我后来意识到的要少）。终于，我完全准备好依靠智慧和经验而前进，我敢肯定，随着技能一点点累积和细化，我已经做好准备开拓心仪多年的并购交易事业。或者，至少我是这样想的。当然，我的新合伙人会带来互补的技能，聚集在会议桌前的各位正是我想要的。但是，这可能也并不完全正确……不过，我会一边起步，一边摸索。

## 为什么要写这本并购的书？

没用多久，我就知道，没有比在游泳中学游泳更好的方法了。学习并购，只能通过在真实世界里进行并购交易来学习，边干边学。虽然我从合伙人身

上也学到了不少，但也只是起到间歇性效果。从某种程度上来说，这反映了生活中一个简单事实：中型市场（企业）的投资银行并购是出了名的业务不稳定，因此，从业者们面临着极高的职业“淘汰”率。只有较少的中型市场（企业）并购中介机构可以经受住那些重大且旷日持久的金融危机的考验，在经济周期起起伏伏的过程中，他们也很少会有兴趣将积攒的经验分享给下一代。此外，本行业的一些专业人士属于退休后的行业高管，把并购咨询作为退休后的副业，就像是孤独的狼，只是短暂的出现。

最近，我在亚马逊网上书店搜索并购的相关书籍，在几秒钟内就找到了超过 26 000 本参考书。毫无疑问的是，市面上还有更多关于并购的书籍。那么，我为什么还要另写一本呢？事实上，这些书籍很少单独谈到有关中型市场（企业）并购的独特问题和相应的处理方式。我从同学、客户，以及其他中型市场（企业）并购从业者那里得到了同样的信息。这些书籍在提到中型市场（企业）的时候，往往忽略了买卖双方的不同立场、观点以及实际操作手法，把两者混为一谈。这是非常错误的。因此，缺乏经验的从业者、潜在客户以及读者可能会因为书本带来的误导造成实际工作中的重大失误。我经常看到卖方新手由于阅读了中型市场（企业）并购的某本书籍，内心开始膨胀，闯入会议室后，舞弄着繁杂的财务模型和计算方法，以更适合买方的方式为其卖方客户提供支持。直至今日，有关中型市场（企业）并购的文献也会偏向于以科学性或者艺术性的一种方式阐述交易，很少会两者兼而有之。艺术性和科学性同等重要，且永远存在于现实世界中。若过分强调其一，而忽略了另一个的重要性，结果往往是让人失望的。还有就是，传授并购知识和从事并购交易完全是两种含义。在我看来，大部分中型市场（企业）并购书籍的作者并不是真正从事并购交易的（例如企业评估师、会计师等），虽然这类书存在宝贵价值，但是它们不会带出并购交易的“第七感”，因为感觉来自于现实交易，是一本教科书或课外练习题所不能带来的。

在随后的几年里，我与我的合伙人在萨凡纳的季度董事会上，我才明白，他们在做成的并购交易中，一定程度上均存在“即兴发挥”的成分。我了解到，很多成功的并购交易是超越了专业并购团



队本身的。这是因为，“想要完成交易”的意念很强大，足够克服众多障碍，其中包括缺乏交易经验或者缺乏中型市场（企业）并购所需要的部分必要技能。

## 适合的读者

在过去的 15 年时间里，我曾四处奔走，面向企业家和高管、律师、会计师，以及为中型市场（企业）客户进行估值服务的评估师传授中型市场（企业）并购基础常识，我的学员也包括一些在行业中打拼多年的老手，以及新入行的投资银行家。一些投资银行家刚刚开始他们在这个行业中的职业生涯，这其中，一些人喜欢与一些行业内的资深人士分享他们在并购战役中的故事与经验。在我面向以上三类学员的众多讲座和课程传授的过程中，我也收获颇多——我所收获的是从不同视角对企业并购交易增长的洞见。

我承认，在写作过程中我更倾向于照顾企业出售方的所需所想，然而出于许多原因，我也有意识地重视企业收购方的需求。首先，大多数买方都拥有内部并购和企业发展的专业团队。从企业出售方的角度来说，大多数只会在他们的职业生涯中跟进或碰到一两次并购交易，而即将面对的并购交易（或者那些交易）将很有可能是他们一生中最大，也是最重要的金融交易。因为在企业并购上的经验缺乏和技巧稚嫩，这些出售方很可能在与收购方沟通时为自己带来灾难性的后果。写作这本书的部分原因是为了帮助这些出售方为一些交易做好准备，并且为他们提供一些建议，例如他们可以通过聘请投行并购顾问和其他专业人士，在整个并购交易过程中保护他们的利益。

同时，我也希望本书可以给专门从事收购的买方专业人士提供一些有价值的参考。因为本书重点讨论了代表卖方的投资银行在谈判及交易过程中使用的方法和技术。根据我对买方专业人员的授课经验，他们非常受益于掌握那些卖方投行顾问所使用的方法或技巧，这些曾经让他们在并购交易中处于不利地位并让他们头疼不已。

## 幸福的家庭

正如托尔斯泰说过的那样：“幸福的家庭都是相似的；而不幸的家庭各有各的不幸。”正是因为这个原因，在持续 6~12 个月的中型市场（企业）并购交易中，对于不恰当的出售以及收购，可以错误百出。这本书将展示中型市场（企业）并购交易牵涉的固有挑战、失败和困难。我得承认，任何一笔并购交易都是独特的，但是即便是那些跨行业的并购交易都拥有许多共性。

毕竟过去所有的交易、客户、书籍和同事，或好或坏都对我产生了影响，我相信我从热爱的事业中学到了很多。对于花费半生历经追求的中型市场（企业）并购工作来说，我今时今日积累的科学性和艺术性层面的技能是博众家所长而得，但是还没有任何一本书可以囊括这些所有的内容，这就是我写就此书的最初想法。我希望将本人对专业的热爱在书中通过相当数量的真实案例以飨读者，以使得本书的写作不虚此意。

丹尼斯 J. 罗伯茨

弗吉尼亚州麦克莱恩（华盛顿特区）

2008 年 11 月



# 目 录

对本书的推荐	
关于作者	
致谢	
序	
前言：一份职业	
第 1 章 中型市场（企业）是独特的	1
业务流程创新，增势迅猛，加强监管以及资本	1
不是“夫妻店”	3
大型企业	4
中型市场究竟是什么？	5
重要的仅仅是规模吗？	6
服务于三类市场的经纪人和投行家	7
本章小结	9
第 2 章 中型市场（企业）并购活动的驱动因素和卖方	11
流动性和异域风情鸡尾酒	11
婴儿潮	11
信息技术时代	12
现在也不是你老爹并购的时代了	13
驱动交易的玻璃天花板	14
大鱼和小鱼	14
本章小结	15