

金融瞭望
译丛

“十一五”国家重点图书出版规划项目
世界财经管理经典译库子项目

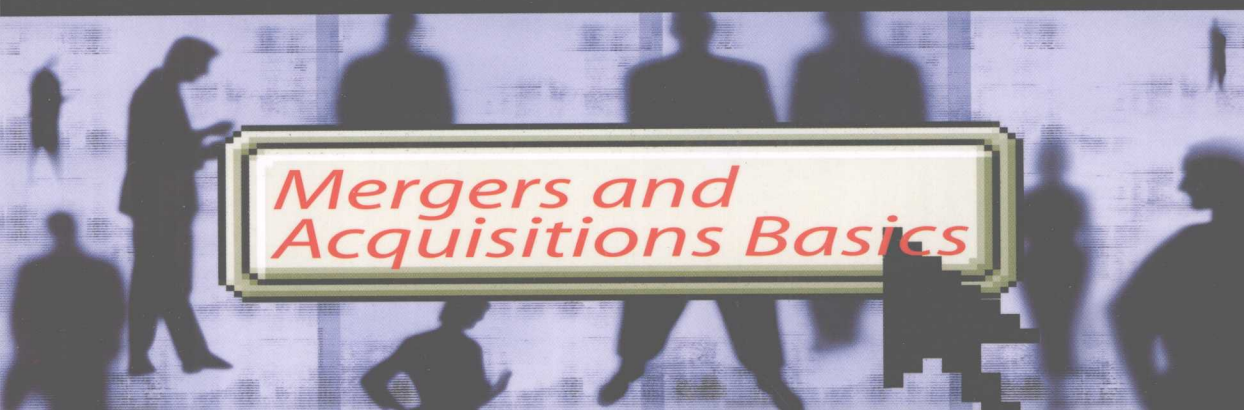
(美)

迈克尔·E. S. 弗兰克尔 著

曹建海 主译

并购原理

收购、剥离和投资



*Mergers and
Acquisitions Basics*

*The Key Steps of Acquisitions,
Divestitures, and Investments*

Michael E. S. Frankel

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

WILEY

金融瞭望

译丛

“十一五”国家重点图书出版规划项目
世界财经理论经典译库子项目

(美)

迈克尔·E. S. 弗兰克尔 著

曹建海 主译

并购原理

收购、剥离和投资



*Mergers and
Acquisitions Basics*

*The Key Steps of Acquisitions,
Divestitures, and Investments*

Michael E. S. Frankel



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连



WILEY

© 东北财经大学出版社 2009

图书在版编目 (CIP) 数据

并购原理 / (美) 弗兰克尔 (Frankel, M. E. S.) 著; 曹建海译.
—大连: 东北财经大学出版社, 2009. 1
(金融瞭望译丛)

书名原文: Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of
Acquisitions, Divestitures, and Investment

ISBN 978 - 7 - 81122 - 548 - 8

I. 并… II. ①弗… ②曹… III. 企业合并 - 研究 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 206365 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06 - 2007 - 89 号

Michael E. S. Frankel: Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of
Acquisitions, Divestitures, and Investment

Copyright © 2005 by John Wiley & Sons, Inc.

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 Sections 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/permission>.

This translation published under license.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由威立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。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版
(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)
总编室: (0411) 84710523
营销部: (0411) 84710711
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 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm × 240mm 字数: 254 千字 印张: 15 插页: 1
2009 年 1 月第 1 版 2009 年 1 月第 1 次印刷

责任编辑: 于 梅 王 莹
封面设计: 冀贵收

责任校对: 和 丽
版式设计: 钟福建

ISBN 978 - 7 - 81122 - 548 - 8

定价: 30.00 元



中国并购全书（第二卷）

1 卷

经济科学出版社

经济科学出版社

2007.1

译者序

《并购原理——收购、剥离和投资》是一本引导大家学习现代并购交易理念和操作流程的专著。作为从事多年并购业务的专家，本书作者对现代并购业务的全面和深入的把握，使读者可以通过阅读通俗易懂的文字，迅速掌握并购这一战略交易的真谛和关键要素。中国正值国内并购、外资并购和海外投资的热潮，掌握现代并购交易的理念和操作流程，便变得非常迫切。

一、中国直面全球第6次并购浪潮

作为一种经济现象和社会存在，并购出现在人类历史上已经有100多年了，至今已经经历了6次浪潮。被国际投资银行界认为始于2004年的第6次并购浪潮，在2006年达到创纪录的高峰，全球并购总额达到4万亿美元。近几年，大约占全球对外直接投资流入的71.1%的跨国并购，已经超过绿地投资成为跨国公司对外直接投资的主导方式（UNCTAD, FDI/TNC Database）。2008年以来，国际市场全球并购活动可谓好戏连台。全球第二大铁矿石公司必和必拓对全球第三大铁矿石公司力拓价值1736亿美元的巨额收购案剧情波澜起伏，微软又演出了欲以466亿美元（现金加股票方式）收购雅虎的大戏。巧合的是，持续了近一年时间的汤姆森公司170亿美元收购英国路透集团的方案也在2月19日获得欧盟的批准。一时之间，国际并购剧目精彩纷呈（参见表1）。

不过，2007年以来美国次级债危机的爆发，加大了依靠信用支持的、为资本市场提供资金动力的债券市场危机。不可否认，近年来全球资产价格的自我循环上涨，并购是一个重要的推手，而正是这些呼风唤雨的公司，通过债券融资发动了一波接一波的并购活动，为不断上涨的美国股市提供了充满想象力的实体题材。次债危机导致了人们对债券市场的不信任，这导致了2007年5月高盛、贝尔斯通、雷曼兄弟发行的公司债遭到市场普遍冷遇，克莱斯勒的200亿美元公司债更是无人问津。这是否意味着传统并购模式的终结？让我们拭目以待。



表 1

近两年全球并购大案

时间	事件概述	最新进展
2008 年 2 月 1 日	微软宣布, 将以每股 31 美元的收购价格收购雅虎的全部普通股, 总交易额达 446 亿美元	雅虎拒绝了收购要约。微软于 5 月 4 日宣布, 由于价格原因放弃收购雅虎一事, 但分析师宣布不排除恶意收购的可能
2007 年 11 月 8 日	必和必拓作价 1 400 亿美元的全股票收购意向遭拒绝后, 再次向力拓发出价值 1 736 亿美元的收购要约	2008 年 2 月 1 日, 中铝联手美铝以 140 亿美元收购力拓 12% 的股份。该收购案充满了不确定性
2007 年 5 月 8 日	加拿大媒体巨头汤姆森向英国路透集团发出价值 170 亿美元的收购要约	2008 年 2 月 19 日, 欧盟批准了该项收购
2007 年 5 月 7 日	美国铝业公司 (Alcoa) 在历时两年的并购谈判失败后, 决定向加拿大铝业公司 (Alcan) 发起总价值 270 亿美元的敌意收购	2007 年 7 月 12 日, 力拓集团以 381 亿美元的总价成功竞购加拿大铝业公司
2007 年 5 月 1 日	默多克旗下的新闻集团对外宣布愿以 50 亿美元的价格收购道琼斯公司	2007 年 8 月, 道琼斯公司的股东最终接受了这一收购要约

资料来源: 根据有关新闻资料整理。

加入 WTO 并逐渐融入全球化进程的中国的企业并购行为, 也是第 6 次并购浪潮的主要组成部分之一。2007 年, 中国国内并购市场发展迅速, 不论从交易数量还是交易金额上, 都较 2005 年和 2006 年有了很大的增长。据介绍, 2007 年前 11 个月, 国内并购交易数量较 2006 年增长了 18%, 较 2005 年翻了一番; 国内并购交易金额比 2006 年增长了 25%, 同时也是 2005 年的 3 倍。^① 根据 Dealogic 公司的统计, 2006 年, 中国的并购市场规模达到 1 038 亿美元, 2007 年的并购市场规模超过 1 500 亿美元。

2007 年下半年, 我国经济呈现过热的态势, 通货膨胀持续加剧。中央采取的信贷紧缩政策, 加之美国次贷危机对我国出口业务的影响, 我国诸多企业的经营环境发生了根本变化, 必将对我国产业和企业发展产生巨大的、深远的影响: 中小企业将通过兼并、重组等手段加快转型步伐; 重化工业前景更加严

^① 张莫:《盘点 2007 年中国并购: 内资之间并购占主流》, 载《经济参考报》, 2007-12-18。



峻，通过并购淘汰过剩生产能力不可避免；不少房地产企业面临资金链断裂风险，企业并购和降价出售将成为企业最紧迫的选择。

近年来，国内各界对于 FDI 并购国内企业特别是国有企业的国家安全和作价问题日益关注，显示我国在引进外资并购国内企业方面，仍处于交学费的阶段。随着经济规模扩大和要解决外汇储备过多的问题，中国海外投资近年来增长迅速。例如，旨在实现外储保值增值的中国投资有限公司对黑石和摩根斯坦利的股份投资；三大石油公司加大了对海外油田的并购业务。不过，由中国出口信用保险公司推出的《国家风险分析报告》指出，作为世界第三大贸易体的中国，正面临日趋严峻的海外投资和贸易风险，出口业务坏账率竟是发达国家的 10~20 倍。可见，在跨国并购问题上，中国充其量还只是一个小学生，大规模对外投资的时机远没有成熟。

二、为什么会发生并购

关于并购动因和基础的研究，经济学上主要是从微观和宏观两个层面进行的。主要理论假说有：

1. 协同效应假说

由威斯通 (1998)^① 提出的协同效应理论认为，公司并购对整个社会而言是有益的，这主要因为协同效应体现在效率的改进上。所谓协同效应，是指两个公司实施并购后的产出比并购前两个公司的产出之和要大，即 $2+2>4$ 。对于并购公司而言， $2+2>4$ 的效应主要体现在经营协同效应、财务协同效应、管理协同效应等方面，该假说主要为企业间的横向并购提供了理论基础。

(1) 经营协同效应主要来源于规模经济和范围经济。并购方式可以扩大企业生产规模，达到规模经济的生产范围，从而降低生产成本。该理论的假设前提是，在行业中存在着规模经济，并且在企业并购活动之前，公司的经营水平和经营规模都达不到实现规模经济的潜在要求。范围经济指企业能够利用现有产品的生产销售经验，以较低的成本生产相关的附加产品。

(2) 财务协同效应的来源主要是可以取得较低成本的内部融资和外部融资。例如，合并后公司的举债能力可能大于合并前各个公司之和，从而可带来税收上的节约，或者举债成本更低，从而可带来财务费用上的节约。该理论隐含的假设前提是，企业并购活动产生的税收减免大于并购成本，但是这种情况只有在特定的条件下才会出现。

(3) 管理协同效应主要来源于管理能力层次不同的企业合并所带来的效

^① [美] J. 弗雷德·威斯通、[韩] S. 郑光、[美] 苏珊·E. 侯格：《兼并、重组与公司控制》，唐旭等译，北京，经济科学出版社，1998。



率的改善。假设两个公司的管理效率不同，高管理效率公司并购另一个公司之后，通过资产重组、业务整合，可以改善低管理效率公司的管理效率以创造价值。

2. 管理自利假说

管理自利假说来源于委托代理理论。代理问题的产生是由于公司管理层与股东两者的利益是不一致的，其根本原因在于管理者（决策或控制代理人）和所有者（风险承担者）之间的合约不可能无代价地签订和执行，由此而产生了代理成本。公司的代理问题可由适当的组织设计解决，即当公司的经营权与所有权分离时，决策的拟定和执行与决策的评估和控制应加以分离，前者是代理人的职权，后者归所有者管理，这是通过内部机制设计来控制代理问题。一些学者认为收购事实上可以提供一种控制代理问题的外部机制，当目标公司代理人有代理问题产生时，收购或代理权的竞争可以降低代理成本。另一些学者提出自由现金流假说，认为管理者和股东之间在自由现金流支出方面的冲突，是并购活动的一个主要原因。

穆勒提出的假说认为代理人的报酬取决于公司的规模，因此，代理人有动机通过收购使公司规模扩大，而忽视公司的实际投资收益率。但一些学者的分析表明，代理人的报酬与企业利润率相关而与销售水平无关，此结果与穆勒的假设相反。持反对意见者则认为收购本身实际就是代理问题的表现形式，因为公司管理层可能会为了其自身利益而做出损害股东利益的并购决策。

这个理论认为公司规模和管理部门从管理更大规模的公司中获得的有形的以及无形的报酬之间存在正相关关系。有形的报酬包括现时的货币补偿、将来的退休金收益以及运用公司资产获得的收益。无形的报酬包括从管理大公司获得的精神力量以及外来赞誉。因此，这些利益使管理部门有动机扩大公司规模，而不去顾及股东的财富。

3. 股票市场驱动假说

股票市场驱动假说的假设条件是：（1）收购方了解自己的价值和与目标方合并后的价值，目标方了解自己的价值；（2）收购方和目标方的市场价值并没有反映其真实价值，市场的错误定价来自于两个方面，即与单个企业有关的部分和与整个市场有关的部分；（3）目标方根据自己的信息评估合并的协同效应。

后期学者提出了股票市场驱动并购的正式模型。其前提条件是：（1）短期内，企业资产的市场价格与实际有效价值存在偏离，市场价格反映了投资者的感知；（2）长期内，所有的资产价格满足一价定律；（3）资本市场虽然是



缺乏效率的，但是管理者完全理性并拥有完全信息，他们知道资产短期的市场价格如何偏离有效价值、对协同的感知是什么以及资产的长期价格；（4）存在两种类型的股东和管理者，分别为短期的和长期的，短期的股东或者管理者准备随时退出企业，而长期的股东或管理者趋向于企业的长期发展。

4. 管理者掏空与支持假说

掏空和支持分别反映控股股东两种截然不同的行为方式。其中，前者是指控股股东侵占上市公司利益的行为，后者则指控股股东向上市公司输送利益的行为。根据研究者的观察，只有将控股股东这两种行为结合起来分析才可以完整地解释新兴市场中上市公司的融资行为。

掏空与支持理论是针对集中的所有权模式提出的。所有权的集中虽然在一定程度上避免了股权分散情况下小股东在监督公司经理时的“搭便车”行为，却也增强了大股东谋取私人利益（即控制权私人收益）的能力。在司法体系不尽完善的国家，能够控制公司的大股东不仅可以向公司委派管理人员，还可以采用关联交易的方式掏空公司。由于掏空行为的隐蔽性，通常很难找到大规模的控股股东掏空行为的直接证据，但一些间接的证据已经逐步累积起来。然而，一些分析表明，即使缺乏完善的公法保护，外部投资者仍可通过“用脚投票”的方式保护自己的权益。为了降低融资成本，控股股东不得不对自己的掏空行为有所限制，并具有强烈的动机向外部投资者做出承诺。其中，用私有资源支持陷入困境的上市公司就是控股股东取信外部投资者的重要手段。

这些理论各有优缺点。我们现实中遇到的大部分并购案例，基本上属于多个因素和动机复合的结果。

三、并购可以给企业带来什么

尽管并购未必能给收购企业带来明显的经济绩效，但如火如荼的并购交易活动预示着，并购一定能够给买卖双方及中介机构带来不菲的收益。

1. 并购与资源配置

并购在经济中主要发挥两种作用：扩张和收缩。从行业角度看，行业内并购的即时影响是能够引起现有资产的重新配置，如果行业内的某些企业试图扩大其经营规模以消化更大的资本投资，这时，并购就成为行业扩张的工具。同时，并购也可以用于消除行业内过剩的生产能力，使其生产规模更符合社会需要，这时，并购则起到收缩行业内现有资产的作用。在20世纪80年代，分拆作为并购形式的一种占到当时并购金额的近一半，当时许多公司纷纷把本公司内不具有竞争力和盈利能力弱的部门分拆出去，从而导致公司资源从一个行业向另一个行业的转移。



大量的研究发现,并购总是由 q 值^①较高的公司针对 q 值较低的公司进行,如果反之,则并购将有可能失败。一个公司通过并购进行投资与 q 值密切相关,而直接投资则不具有这种相关性。有学者通过研究外国资本通过跨国并购或企业新建进入美国制造业的行为发现,跨国企业在选择目标企业时,往往是在它们具有比较优势,而美国处于相对劣势的行业内进行。研究还发现,作为目标国的美国的股价、产业利润率越高,产业发展速度越快,越不利于对美国企业进行并购,而美国的利率越高、汇率越低、并购企业所在国的经济增长速度越快,则越有利于对美国企业进行并购。因而,通过跨国并购,能够在全球范围内配置资源,发挥各国的比较优势。实证研究表明,并购加速了新技术的扩散和转移。对计算机行业的并购研究证明,在经营战略和组织结构上相近的两个公司合并有利于发挥双方的技术协同效应,促进技术资源的重新配置。

2. 并购与股东财富

并购增加了目标企业的股东财富已被许多事实所证明。研究表明,在成功的要约收购中,目标企业股东的收益率为正 30%,而在成功的兼并活动中,目标企业的股东收益率则相对低一些,为正 20%。通过观察 1962—1985 年间 663 起成功的要约收购的结果,发现在成功的要约收购中,目标企业获得溢价的平均值在 20 世纪 60 年代为 19%,70 年代为 35%,1980—1985 年为 30%。在 1975—1991 年间对 1 814 家公司进行的并购研究发现,在整个时期要约收购的收益率为 35%。显然,在成功的要约收购和兼并活动中,目标企业获得了相当大的溢价收益。在不成功的并购中,目标企业的股东价值也得到了不同程度的提升。英国关于并购引起的目标企业股东财富的变化的研究,也得出了相似的结论。被并购企业股东价值增加的源泉可以用罗尔提出的“胜者自大”说来解释,它说明收购的竞价者在评估兼并机会中犯了过分乐观的错误,导致收购支付过多,从而使被并购企业的股东获得了超常收益。

对于并购企业来说,其股东收益是否为正却并没有显著的数据可以证明。据估算,在成功的要约收购中,收购企业的超额利润率为正 4%,在成功的兼并活动中的超额利润率为零。研究发现,在 20 世纪 60 年代的收购中具有类似的结果,但超额收益率随着事后分析期的延长而有所提高。对要约收购的研究发现,在 1975—1991 年间,要约收购企业的平均异常收益接近于零。另有学者研究发现,收购公司以现金收购后,现金流量每年增长 3%,但其来源是销售额的增长,而不是成本的削减;换股收购中,上述增量下降,但不显著。

① q 值指的是公司市场价值对其资产重置成本的比率。——编者注



3. 并购与企业经营绩效

并购能否提高企业的经营效率,至今尚无定论。Agrawal 和 Jaffe (2000)^①以《并购后的绩效迷惑》为标题,在研究了 44 篇关于并购的经营绩效文献后得出的结论是:合并后的长期绩效是负的,虽然要约收购后的绩效是非负的(有些可能还是正的)。Bruner (2002)^②对 1971—2001 年间的 130 篇经典文献作了全面汇总分析,发现成熟市场上并购重组过程中目标公司的股东收益要远远高于收购公司的股东收益。具体来讲,目标公司的股票价格显著上涨,一般有 10 % 至 30 % 的股票超额收益率(也即并购重组事件带来的溢价);收购公司的股票收益率很不确定,且有负的趋势,同时,收购公司的长期财务业绩会随着时间的推移呈现出递减趋势;目标公司与收购公司综合的股东收益同样具有不确定性。

由于许多学者在对并购企业经营效率的实证分析中,采用了不同的效率测定方法(DEA 法、SFA 法、TFA 法和 DFA 法)。这些方法在定义变量,特别是在定义误差项时,存在着重大的差别,如 SFA 法假定误差项呈正态分布,而 DFA 法则假设误差项呈均匀分布等。Garden 和 Ralston (1999)利用 DEA 法对信用联盟的兼并进行了分析,发现兼并并不能给各方带来显著的收益,因而,管理层不应将兼并作为降低成本的方法。其他学者在研究了并购企业的经营效率后也发现,较高的并购成本和被收购企业较差的经营状况导致并购后企业的利润率呈现出递减的趋势。

但是,也有一些经济学家通过分析证明,并购实现了经营的多元化,从而在长期中提高了企业的经营业绩。De Yong (1993)运用 TFA 法对 1987—1989 年发生的 384 起并购案进行了检验,结果发现大多数并购能够小幅度提升企业的经营业绩。并购方式的不同对并购后企业经营业绩的影响也具有明显的差异。根据理论上的分析,横向并购和纵向并购在短期内较混合并购更易产生并购后的协同效应,从而提高企业并购后的经营业绩。还有学者从技术扩散的角度研究了长期内并购对企业经营业绩的影响。长期内,由于并购双方技术协同,采用新技术、新工艺,研制新产品,从而提高了企业的盈利能力。

四、本书的主要内容和翻译分工

在我们的现实世界中,实践操作要比理论重要得多。从理论家不清楚操作

^① Agrawal A., and Jaffe J. F. (2000), "The Post - Merger Performance Puzzle," *Advances in Merger and Acquisitions*, Elsevier Science Inc., Volume 1: 7 - 42.

^② Bruner R. F. (2002), "Does M&A Pay: A Survey of Evidence for the Decision Maker," Working Paper No. 1070.



流程的诸多事例中，我们经常能分享到无数的笑料。这也从一个侧面说明了仅有理论是远远不够的，重要的是对理论的实战操作。从这个意义上说，本书是一本远比上述理论陈述重要得多的、操作性极强的专著。

《并购原理——收购剥离和投资》全书共分 11 章。第 1 章介绍了美国并购交易的历史、现状，以及战略交易在现代商业中的重要性；第 2 章介绍了并购活动的所有参与者，包括收购者、出售者、投资者/所有者、公司员工、顾问、监管机构、其他等；第 3 章讨论了收购与出售决策的理由和程序；第 4 章论述了买方在交易前的准备，包括制定战略、能力建设、设计流程和规划信息；第 5 章讨论了卖方在交易前的准备，包括能力建设、企业资产清理、设定期望值；第 6 章介绍了交易流程，包括确定买方范围、选择方法、一对一谈判、正式拍卖、非正式拍卖、破产拍卖、直接交易与代理、实力的相对定位等；第 7 章讨论了团队建立和调查中买方希望了解的事项；第 8 章讨论了估价的方法，包括标准估价方法、预测及完成估价和预测；第 9 章介绍了整合计划，包括资源投入、将尽职调查与整合计划及执行联系起来、关键整合问题；第 10 章讨论了资金成本、机会成本和或有付款；第 11 章介绍了交易完成及后续事项，主要涉及交易是如何完成的、交易签署和完成的其他事宜、交易完成的后续事宜、整合及回顾（事后检验）。在本书的后面还附上了战略交易中可使用的表格标准范例、尽职调查报告目录、交易流程清单的标准范例、审批步骤标准范例、战略交易陈述报告的主要议题、基本估价练习、在公众公司收购私人持有的目标公司中所用到的基本收购术语表、基本投资术语表等。

本书主要由笔者和笔者的研究生合作完成翻译工作。他们是刘汉武（中国社会科学院研究生院工业经济系）、王晓宇、储奔、王瑾（中央财经大学商学院），其中，王晓宇、储奔已步入工作岗位。翻译初稿完成以后，由笔者进行全书译校并撰写了译者序。

本书在翻译过程中，得到了东北财经大学肖兴志教授和东北财经大学出版社李智慧、李季编辑的大力支持，没有他们的配合和宽容，就没有今天读者看到的成果，在此一并表示衷心的感谢。

由于译者水平有限，一些错误在所难免，期望读者不吝赐教，以便译者和编者进行修改。

曹建海

2008 年 5 月 4 日于北京阜外月坛北小街 2 号



前言

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已有可能被兼并。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，日益增加的交易专家会增加战略交易这种商业工具的使用；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增加外，参与战略交易的商业经理队伍也在壮大。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、友善的专业人员的奉献。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，我对此非常感激。

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，贯穿在全书当中。

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/6

- 2.1 收购者/6
- 2.2 出售者/10
- 2.3 投资者/所有者/12
- 2.4 公司员工/20
- 2.5 顾问/26
- 2.6 监管机构/35
- 2.7 其他/37

第3章 收购与出售决策/40

- 3.1 收购的理由/41
- 3.2 选择出售/53

第4章 买方为交易做的准备/65

- 4.1 制定战略/65
- 4.2 能力建设/68
- 4.3 设计流程/73
- 4.4 规划信息/79

第5章 卖方为交易做的准备/81

- 5.1 能力建设/81
- 5.2 使公司最易于出售: 清理公司/84
- 5.3 与成员一起设定期望值/102

第6章 交易流程/106

- 6.1 确定买方范围/107
- 6.2 选择方法/108
- 6.3 一对一谈判/110
- 6.4 正式拍卖/112



6.5	非正式拍卖/115	
6.6	破产拍卖/116	
6.7	直接交易与代理/117	
6.8	实力的相对定位/118	
第7章	尽职调查/119	
7.1	建立团队/120	
7.2	买方希望了解的事项/129	
第8章	估 价/149	
8.1	标准估价方法/150	
8.2	预测：发现并分解优势/165	
8.3	完成估价和预测/173	
第9章	整合计划/183	
9.1	资源投入/184	
9.2	将尽职调查与整合计划及执行联系起来/185	
9.3	关键整合问题/185	
第10章	融资问题/195	
10.1	资金成本/195	
10.2	机会成本/203	
10.3	或有付款：“完全掌控”/204	
第11章	交易完成及后续事项/205	
11.1	交易是如何完成的？/205	
11.2	交易签署和完成的其他事宜/208	
11.3	交易完成的后续事宜/211	
11.4	整合及回顾（事后检验）/211	
附录A	战略交易中可使用的表格标准范例/213	
附录B	尽职调查报告目录/214	
附录C	交易流程清单的标准范例/215	
附录D	审批步骤标准范例/217	
附录E	一项战略交易的批准：陈述报告的主要议题/218	
附录F	基本估价练习/220	
附录G	在公众公司收购私人持有的目标公司中所用到的 基本收购术语表/221	
附录H	基本投资术语表/224	



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，但是它们都贯穿着一个相同的思路。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，都在订立新的协议和完成新的交易。

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