

成功并购的 9 大步骤

并购

M&A from Planning to Integration

从计划到整合

(美) 罗伯特 J. 博尔盖塞 (Robert J. Borghese) 著
保罗 F. 博尔杰塞 (Paul F. Borgese) 等译
伍旭川 王 芬



机械工业出版社
China Machine Press

并购

M&A from Planning to Integration
Executing Acquisitions and Increasing Shareholder Value

从计划到整合

(美) 罗伯特 J.博尔盖塞(Robert J. Borghese) 著
保罗 F.博尔杰塞(Paul F. Borgese) 等译
伍旭川 王 芬



机械工业出版社
China Machine Press

Robert J. Borghese, Paul F. Borgese. M&A from Planning to Integration: Executing Acquisitions and Increasing Shareholder Value

EISBN 0-07-137521-X

Copyright© 2002 by the Association for Financial Professionals.

Original language published by The McGraw-Hill Companies, Inc. No part of this publication may be reproduced or distributed in any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

Simplified Chinese translation edition jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) Co. and China Machine Press.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和美国麦格劳-希尔教育(亚洲)出版公司合作出版发行。未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本书中的任何部分。

版权所有,侵权必究。

本书版权登记号:图字:01-2002-4183

图书在版编目(CIP)数据

并购:从计划到整合/(美)博尔盖塞(Borghese, R. J.), (美)博尔杰塞(Borgese, P. F.)著;伍旭川等译.-北京:机械工业出版社,2004.1

书名原文:M&A from Planning to Integration: Executing Acquisitions and Increasing Shareholder Value

ISBN 7-111-13092-8

I. 并… II. ①博… ②博… ③伍… III. 企业合并 IV. F271

中国版本图书馆CIP数据核字(2003)第088608号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑:彭莹莹

版式设计:刘永青

北京牛山世兴印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2004年1月第1版第1次印刷

787mm×1092mm 1/16·14.5印张

定价:28.00元

凡购本书,如有倒页、脱页、缺页,由本社发行部调换

本社购书热线电话:(010)68326294

投稿热线电话:(010)88379007

致 谢

就像任何可行的并购行为一样，本书也是团队工作的结晶。首先，我们要感谢吉姆·凯兹（Jim Kaitz）、瑞斯·兰克（Reese Nank）、康特尼·金特曼（Courtney Gentleman）、克莱格·康拉德（Kraig Conrad）、露可瑞耶·波耶（Lucretia Boyer）和同我们在该书的众多版本中都共同努力过的金融专家协会（association for financial professionals, AFP）的成员们。其次，我们要感谢作家托马斯 P. 菲奇（Tomas P. Fitch），因为他参与并编辑了初稿的许多章节。最后，我们感谢麦格劳－希尔出版公司的编辑凯莉·克里斯蒂森（Kelli Christiansen）和莫瑞恩 B. 沃克尔（Mareen B. Walker），他们在让本书变成公司执行官的更有用的工具方面提出了非常重要的建议。

虽然本书是关于并购的一本很好的介绍性教材，但是它并不仅仅意味着供学术学习使用（例如，为了应付期末考试当做教材来使用，前提是它完全不被当做一种实践性课程）。而且，它可以被当做一种渐进的工具来发展，这种工具可以在许多和并购相关的环境中反复使用。本书与关于这个流行主题的许多其他书籍的不同之处在于，它包括许多来自实践经验的专业认识的洞察，特别是约瑟夫·科纳里（Joseph Connolly）、史蒂夫·萨缪特（Steve Sammut）和弗莱德·米利特罗（Fred Militello）。我们要特别感谢保尔·默瑞恩（Paul Morin）对本书的某些章节做出了实质性贡献，包括尽职调查、管理整合和编制收购计分卡。

我们也特别感谢许多管理学者，他们的工作在本书中都被提及。对本书的第二部分“并购战略指导”中的某些特殊章节，我们的目的不是二次发明，而是想把这些内容和并购过程有机地结合起来。在本书中，我们采用了有影响力的商业作家在一系列主题（包括领导能力、策略和评价标准）上的许许多多分

析框架、评价标准和见解。

此外，没有我们的朋友和同事的长期支持，本书也不可能完成。我们特别要感谢杰文卡·希瑞斯 (Jovanka Ciales)、迈克尔·波特林 (Michael Bertoline)、彼得·布瑞斯克 (Peter Briscoe)、戴维·科波罗 (Daryl Capuano)、吉姆·卡狄罗 (Jim Cardillo)、亨利·希尔 (Henry Hsia)、杰克森·卡普兰 (Jason Kaplan)、祝希尔·坎 (Zuhair Khan)、安·麦克米伦 (Ian Mac Millan)、杰·波特 (Joel Port)、约翰·奎恩 (John Quinn)、艾瑞克·莱默 (Eric Raimo)、维祺·施瓦茨 (Vicky Schwartz)、里查德·希尔 (Richard Shell)、艾瑞克·黑格尔 (Eric Siegel)、列斯利·史密斯 (Leslie Smith)、詹姆斯·斯拜缔 (James Spady) 和罗伯特·汤姆森 (Robert Thompson)，所有这些人在这些年里对我们的思想的形成都有所帮助。

最后，感谢我们的家人给我们提供了良好的成长环境和接受教育的机会，特别需要感谢我们的父母，海伦 (Helence) 和萨瓦特·博尔杰塞 (Salvatore Borgese)，他们给我们提供了所经历的并购案例中的最卓越的一个。

导 论



并购中财务部门的作用

在公司财务中，财务部门的任务已经从管理现金和财产交易方面发展到提供战略性的理财建议和指导上来。虽然技术和流程的改进促进了这一转变过程，但是意识到财务部门对于组织成功的价值，是这一转变过程的关键组成部分。这一认识来自于公司的最高领导层、分析人员和股东，也来自于财务部门的专业技术人员，例如战略计划人员、技术顾问以及自我指导式工作团队的领导层和多功能、高效率经济项目的经理层。

在并购过程中，许多破坏价值整合行为的不良记录，在尽职调查中促进了更多职能部门的参与。传统上，尽职调查的过程是由投资银行家、律师和并购专家来处理的——财务人员只有在整合阶段才会参与。现在大多数组织意识到，成功整合的基础工作在交易完成之前就开始了。稀缺的资源 and 一定绩效目标的驱动，使得高级经理依靠内部资源来保证交易的顺利完成。因此，逐渐地，财务部门的职能集中表现在掌握确定交易的潜在价值和确定收购目标的决策上。

随着财务部门的作用不断扩大，在并购中具备实战经验和战略洞察力就变得至关重要了。附录G“企业并购中的尽职调查过程：财务部门的职责”是在2000年举行的AFP第21次年会上所有观点的总结。会议集中讨论了财务部门在并购过程中可能起到的作用，这些都是关于在交易中获得价值和从整合中获得理想结果不可避免的问题。

引言

几乎每天都有新的并购交易出现在报纸的头版头条上。所有的交易都被描绘成富有魔力的、大胆的、能够提高股票价值的独特解决办法。不幸的是，并购新闻发布会上的热烈欢迎和相互庆贺通常都会蜕变为令人忧郁的场景，以笑声减弱、文化冲突和股票价值下降等结束。几十年的公司经验和自1960年以来的学术研究显示，价值下降是正常的而非例外的（见图1）。只有在公司的计划和执行并购的执行官掌握了指导人们进行整个并购项目，并强迫他们清晰仔细地思考整个过程的结构纲要以后，价值下降才会被避免。

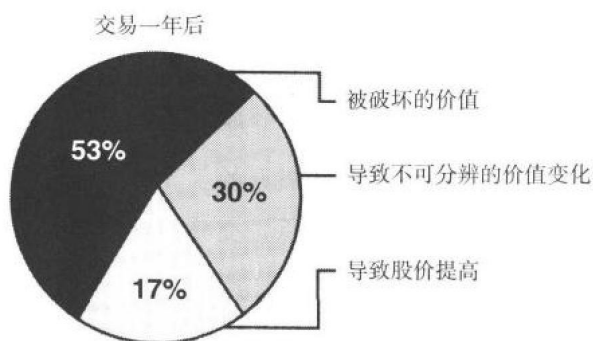


图1 并购^①如何影响股票价值

① 发生在1996~1988年间，按价值计算交易额最大的700宗并购。

资料来源：KPMG LLP Mergers and Acquisitions Global Research Report 1999.

现在对并购指导的需求正在上升。在写作本书的时候，汤姆森金融证券数据（Thompson Financial Securities Data）透露的资料显示，在2000年，美国公司进行并购的价值超过了1.84万亿美元，相比上一年约1.56万亿美元的交易额提高了将近18%。随着并购数量的增加和步伐的加快，参与管理并购的公司执行官是如此之多。在各自领域里非常称职的执行官，经常突然在有很少或完全

经过训练的情况下，必须执行并购交易。《并购：从计划到整合》给公司执行官们提供了结构性的框架，这种框架将在并购的过程中给他们提供指导，并使得他们在继续交易中的每一步都要清晰仔细地加以思考。

为了让并购过程变得合理化，必须把它分解成一系列独立的过程。事实上所有的并购交易必须经过下面的步骤：

第一步：考虑战略目标

第二步：评价结构能力

第三步：识别和筛选潜在的收购对象

第四步：尽职调查

第五步：评价收购对象

第六步：为交易选择适合的法律和税收框架

第七步：管理整合

第八步：利用收购计分卡监控收购进程

第九步：实施收购信息反馈环

在特定的交易中，这些步骤中每一步的重要性是不一样的，但是所有这些加在一起就构成了考虑并购交易的结构性框架。这九步形成了“并购战略指导”的框架基础。

顺便说一句，这点相当重要，在本书中“并购”一词既包括收购又包括兼并，虽然这两种交易在法律和税收框架上存在显著的不同，而且这些步骤的顺序也是可以交换的。每一步的更加精确的定义包括在第六步当中：为交易选择适合的法律和税收框架。而且为了方便理解，本书经常使用“目标公司”和“被收购公司”等术语。虽然许多交易被描绘成“平等的收购”，但可能在交易过程中或之后的某个时候，某个公司的经理们通常占主导地位。“收购”的含义就是指一个企业占据了主导地位。

概 述

并购战略指导

《并购：从计划到整合》的核心是九步并购战略指导（本书的第二部分），它概括了一种方法，这种方法被设计出来帮助公司执行官制定交易程序、设计交易结构以及执行交易过程。通过把并购划分成一系列独立的阶段和列出每一个阶段可能出现的基本问题，并购战略指导把交易过程理性化了。

一种战略层次的工具

对公司执行官来说，并购战略指导的价值是并购过程中一种独立但是有机的工具。公司执行官经常过分地关注交易细节，而公司执行官在执行交易过程中得到的建议则是关注战略问题。因此，并购战略指导应该被看做一种战略层次的工具，这种工具将让执行官无法偏离主题，并强迫他们清晰和认真地思考交易。

第一步：考虑战略目标

像任何工作一样，确定战略目标是第一步。因此，并购战略指导以“考虑战略目标”作为第一步。收购公司的经理层必须能够清楚地列出公司增长战略背后的原因。进行并购交易的一些最普通的原因包括：扩大地域范围，扩大产品和服务供应，提供公司创立的流动性，以及获得有前景的新技术。第一步迫使公司的执行官清晰地列出通过并购获得增长的原因。这一步至关重要，因为所有剩下的步骤都是早期阶段的战略决定的结果。

第二步：评价结构能力

并购战略指导的第二步是评价结构能力。许多公司忽略了自我评价这个阶

段，而专注于制定评价目标公司的标准和对选定的目标公司开展尽职调查。然而，在评价目标公司以前，进行收购的公司必须首先评价自己进行收购的准备和能力。这一步列出了一个潜在的收购者在执行这一战略以前必须考虑的问题。

第二步：评价结构能力，确定了自我评价项目的核心领域。主要包括：（1）收购公司处理收购过程中的战略、法律、财务和运营方面问题的能力；（2）评价收购公司的财务能力；（3）分析收购公司的价值；（4）评价收购的公司在完成交易的过程中使用权益合并或者购买会计的能力。

第三步：识别和筛选潜在的收购对象

第三步是识别和筛选潜在的收购对象。这一步为选择潜在的收购对象提供了可行的指导原则，并包含了一些因素，例如，识别团队的建立，收购标准的确定，识别和筛选恰当的目标，以及初步的接触。

第四步：尽职调查

第四步是对潜在的收购对象进行尽职调查。这一步介绍了尽职调查的四个主要方面，即战略、财务、法律和运营。

第五步：评价收购对象

第五步是评价收购对象。已经有人写了很多关于公司价值方面的书籍，但是这些书通常研究价值模型的财务基础，并没有提供给读者关于战略概念的清晰理解，而这一理解最终决定收购是否会增加股东价值。这一步讨论了评价的两个核心概念：（1）内在价值；（2）协作价值。它接着简单介绍了决定内在价值的两种最普通的方法：（1）贴现现金流方法；（2）市场乘数法。

第六步：为交易选择适合的法律和税收框架

第六步是为交易选择恰当的法律和税收框架。这是一项复杂的任务，要求对以下问题有透彻的了解：收购公司、目标公司、各自的目标以及适用于每一项交易结构的法律、税收和会计规则。这些问题是复杂的和变化的，只有在专业的法律和税务顾问的帮助下才能了解。这一步的目的是帮助公司执行官理解

不同的交易类型，或者使他们至少能熟悉这些问题。

第七步：管理整合

第七步是管理整合。最近的研究显示整合的计划和管理的很糟糕，这是并购失败的一个主要原因。管理被收购公司的整合是一项复杂的任务，要求对很多变量密切关注。管理整合部分提供了并购背景下对领导层的建议，利用并购重组给新收购的组织灌输好的管理哲学；执行官在整合过程中必须关注主要的关键变量。这些包括：（1）有效的交流；（2）人力资源问题；（3）法律关系问题；（4）对跨区域销售的最优化。

第八步：利用收购计分卡监控收购进程

第八步是通过收购计分卡监控收购进程。收购计分卡应该给决策者提供对企业的全盘了解，而不是用过多的信息说服他或她。这通过选择和监督一些关键的商业变量完成，包括：（1）财务；（2）革新；（3）客户；（4）内部运营；（5）人力资源。

第九步：实施收购信息反馈环

第九步，也是最后的一步，是实施收购信息反馈环，它说明了一个进行收购的公司如何能从收购中获得教训，更好地计划和执行下一次交易。

这些步骤考虑了概念性框架（例如由迈克尔·波特教授、约翰·科特教授以及其他人发展起来的框架），它们已经被改编或者扩展到了更广泛的并购战略指导框架中来说明其中的相关问题。最初这些工具的发展是为了帮助执行官表述管理问题，并不必然与收购战略有关。在并购战略指导中包括这些工具的目的是为了说明这些工具如何与一宗收购的计划和执行相关。

目 录

译者序

致谢

导论 并购中财务部门的作用

引言

概述 并购战略指导

第一部分	并购基础	1
第1章	并购的历史和发展趋势	2
第2章	一般收购陷阱和避免办法总结	10
第3章	公司战略计划和并购过程	12
第二部分	并购战略指导	21
第4章	第一步：考虑战略目标	22
第5章	第二步：评价结构能力	28
第6章	第三步：识别和筛选潜在的收购对象	40
第7章	第四步：尽职调查	44
第8章	第五步：评价收购对象	57
第9章	第六步：为交易选择适合的法律和税收框架	72
第10章	第七步：管理整合	89
第11章	第八步：利用收购计分卡监控收购进程	100
第12章	第九步：实施收购信息反馈环	104

结论 对并购计划和整合的最后思考	113
附录	117
说明	117
附录A 范例：保密协议	119
附录B 范例：意向书	122
附录C 范例：工作时间表	127
附录D 范例：尽职调查的核对单	129
附录E 范例：资产购买协议	135
附录F 在并购中对于知识产权的考虑	159
附录G 企业并购中的尽职调查过程：财务部门的职责	167
附录H 并购过程中企业文化的重要作用	198
附录I 美国财务会计准则委员会针对公司合并的会计准则： 一个有重要争议的解决方案	200
附录J 思科系统公司和科莫多股份有限公司交易的S-3档案	205
作者简介	217

第一部分

并 购 基 础

第1章

并购的历史和发展趋势

背景

对并购行为的历史透视对理解成功交易背后的策略驱动有所帮助。下面的观点部分地来自于帕特里克 A. 高根 (Patrick A. Gaughan) 的《收购、兼并和公司重组》^①，描绘了在过去几百年来并购被许多力量所推动的情形，包括技术革新、经济条件、发展阶段的调整和金融工具的创新。

我们正在经历美国经济史上的第五次并购浪潮。美国第一次并购浪潮发生在20世纪初，以几个行业的横向兼并其特征。第二次并购浪潮发生的时间是从20世纪20年代中期到1929年9月股市的崩盘。这次浪潮由一战后的经济繁荣引起。在这次浪潮中，横向兼并依然是主要的，但是纵向交易也起了非常重要的作用。第三次并购浪潮从20世纪60年代中期至60年代末，这个年代因为股市繁荣经常被称为“沸腾的年代”(Go-Go Years)。在这次浪潮中，公司在它们的核心产业之外展开收购。第四次并购浪潮发生在20世纪80年代，它把公司入侵者、垃圾债券和敌意收购等词汇引入我们的词典。公司入侵者依靠重大债务融资来购买公司，然后将它们分拆，单独出售以赚取丰厚的利润。

^① *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Patrick A. Gaughan, John Wiley & Sons, August 1999.

第一次并购浪潮：1890～1900

这次并购浪潮开始于19世纪末，集中于采矿业（主要是金属开采业、石油业、化学工业）和制造业（运输设备业、金属冶炼业）。这次并购以横向收购为特征，主要是为了实现规模经济。公司认为通过并购增加一个公司的规模将降低单位成本，提高效率。这一时期的代表性交易是一项以10亿美元成交的并购交易，由美国钢铁公司、卡内基钢铁公司和近800个小钢铁公司合并形成了USX公司。在这一并购浪潮中形成了许多现在家喻户晓的公司，包括杜邦公司、伊士曼·柯达公司和通用电气公司。

尽管制定了《谢尔曼反垄断法》，在这一时期仍然有大约300宗合并案发生。该法案宣布：形成垄断和其他企图阻止贸易的行为是非法的，并将因为触犯联邦法律而受到惩罚。但司法部却只敷衍了事，没有极力推行这一法案。

商业历史学家认为除了不严格地执行反垄断法以外，其他一些因素也导致了这一时期并购行为的盛行，最显著的因素是内战后美国铁路的发展。跨州铁路网络将相关的地域市场连接起来，形成了一个全国性市场。有了这个运输系统，公司能够以较低的成本将它们的产品运输到很远的市场。这给予了公司通过收购带来规模经济的较大动力。然而，这一时期大多数合并成立的公司却没有能够提高效率。

西奥多·罗斯福总统因为鼓励竞争的立场而以“反垄断法检察官”著称，他从1901至1909年入主白宫，但却在阻止第一次横向并购（或者就是那时被称作垄断性）浪潮上非常不成功。直到他的任期结束政府才开始在反垄断法案中胜诉。这说明：不是政府行为而是1904年的股市崩溃和随之而来的1907年的银行恐慌，终止了这一时期的并购行为。

第二次并购浪潮：20世纪20年代中期到末期

第二次并购浪潮由一战后的经济繁荣引起。然而，这次浪潮遇到了来自国会相当大的阻挠，这种阻挠来自国会中反垄断利益集团的复兴。在1914年，国会通过了《克莱顿法》，该法案通过禁止特殊的商业行为而加强了早期的《谢尔曼反垄断法》。也是在1914年，国会通过了《联邦贸易委员会法》，依此建立了

联邦贸易委员会（federal trade commission, FTC）。不像早期的《谢尔曼反垄断法》、《克莱顿法》和《联邦贸易委员会法》由新设立的机构执行。FTC被授权调查违法行为和执行这些反垄断法。

在这种严格的反垄断环境中，达成的横向收购减少了。取而代之的是，公司开始采取纵向收购（购买其供应或者销售链条上的公司）和混合兼并（收购不相关产业中的公司）。这些混合兼并不如第三次浪潮典型，因为第三次浪潮把处于极度不相关行业的公司合在一起；然而这也是对增长做了一些尝试。

这次并购中涉及到的行业和第一次浪潮一样：金属开采业、石油工业、化学工业和运输设备。和第一次浪潮一样，这一时期的并购活动也产生了一些现在家喻户晓的公司：通用汽车公司、IBM和英国强鹿（John Deere）。第二次浪潮因1929年10月股市崩溃和随之而来的经济大萧条而终止。

第三次并购浪潮：20世纪60年代中期到末期

在20世纪60年代中期，消费者信心的增加促进了经济的繁荣，经济繁荣反过来又创造了股市的飞涨。以这种乐观主义为背景，第三次并购浪潮开始了。

第三次并购浪潮中反复出现混合兼并。寻求扩张的公司又一次面临着更加严峻的反垄断环境。1950年通过的《塞勒—基福弗法》（Celler-Kefauver Act），通过堵塞那些被急于扩张的公司所利用的《克莱顿法》的漏洞，更进一步加强了反垄断法。当横向兼并和纵向兼并都被这些严格的法律所反对时，公司除了收购和自己行业不相关的公司以外，将别无选择。

这一时期的工业巨人，像ITT公司的首席执行官哈罗德·吉宁（Harold Geneen）等，他们收购公司仅仅是为了规模扩张，而很少考虑被收购的公司是否互相协作。20世纪60年代的公司进入了如此多的不同行业，以至于从多样性的角度来看，它们可以和今天的共同基金相匹敌。

管理多元化扩张的压力导致了管理科学的兴起。这一学科流行的观点是专业经理能够管理任何行业的任何业务。随着越来越多的公司执行官追求一流大学MBA学位的时候，这种学术观点遍布商业界。因此，一般人认为通用商业教育所提供的技能，就可以让执行官们管理好任何大公司，并且他们相信管理的公司越大越好。