

应用兼并与 收购

上册

Applied Mergers and
Acquisitions

[美] 罗伯特·F·布鲁纳 / 著

Robert F. Bruner

中国人民大学出版社

WILEY
Publishers Since 1807

金融学译丛



应用兼并与 收购

上册

Applied Mergers and
Acquisitions

[美] 罗伯特·F·布鲁纳 / 著

Robert F. Bruner

张陶伟 彭永江 / 译



梁晶
工作
室
LIANGJING PUBLISHING HOUSE

中国人民大学出版社
· 北京 ·

金融学译丛

《金融学译丛》 推荐委员会名单

(按姓氏笔画排名)

- | | |
|-----|---|
| 王江 | Professor of Finance, Sloan School of Management,
Massachusetts Institute of Technology
麻省理工学院斯隆管理学院金融学教授 |
| 许成钢 | Associate Professor of Economics, London School of
Economics
伦敦经济学院经济学副教授 |
| 何华 | Professor of Finance, School of Management, Yale
University
耶鲁大学管理学院金融学教授 |
| 张春 | Professor of Finance, Carlson School of
Management, University of Minnesota
明尼苏达大学卡尔森管理学院金融学教授 |
| 陈志武 | Professor of Finance, School of Management, Yale
University
耶鲁大学管理学院金融学教授 |
| 周国富 | Associate Professor of Finance, John M. Olin School
of Business, Washington University in St. Louis
圣路易斯·华盛顿大学奥林商学院金融学副教授 |
| 林毅夫 | Professor, China Center for Economic Research,
Peking University
北京大学中国经济研究中心教授 |
| 钱颖一 | Professor of Economics, University of California,
Berkeley
加利福尼亚州立大学伯克利分校经济学教授 |
| 曹全伟 | Associate Professor of Finance, Smeal College of
Business, Pennsylvania State University
宾夕法尼亚州立大学斯米尔商学院金融学副教授 |
| 梅建平 | Associate Professor of Finance, Stern School of
Business, New York University
纽约大学斯特恩商学院金融学副教授 |
| 黄海洲 | Senior Economist, International Monetary Fund
国际货币基金组织高级经济学家 |



《金融学译丛》总序

金融学的核心问题是研究资本和资产的配置效率。在市场经济中，这种配置主要是通过金融市场来进行的。广义的金融市场包括证券市场、货币市场、各种形式的银行、储蓄机构、投资基金、养老基金、保险市场等等。市场的参与者包括个人、企业、政府和各种金融机构，他们在资本市场中的交易形成了资本和资产的供求关系，并决定其价格。而价格又指导着资本和资产的供求及其最终配置。资本作为经济活动和经济发展中的关键因素，其配置效率从根本上决定着一个经济的发展过程和前景。因此，一个国家或经济的金融市场的发达程度明确地标志着它的经济发展水平。

中国正处在创建和发展自己的金融市场的关键时期。在谋求经济健康而快速发展的过程中，如何充分地吸引资本、促进投资，进而达到最有效的资本资产配置，无疑是成功的关键。因此，建立一个有效的、现代化的金融体系是我们的当务之急。中国经济进一步开放和国际金融市场全球化的大趋势更增加了这个任务的紧迫性。在这一点上，现代金融理论及其在西方的应用是我们亟须了解和掌握的。

《金融学译丛》旨在把西方金融学的理论和实践方面最新、最权威和最有代表性的著作介绍给大家。我们希望这个系列能够涉及金融的各个主要领域，理论和实践并重，专业和一般兼顾。在我们所选择的书目中，既有反映最高学术水平的专著，也有西方著名商学院视作经典的教材，还有华尔街通用的金融手册。内容包括金融和证券、资产定价、投资、公司财务、风险管理和国际金融等等。但愿我们这个系列能为读者打开现代金融学知识、理论和技术宝库之窗，使它们成为发展中国金融市场的有力工具。

《金融学译丛》推荐委员会

2000年10月

本书是一部优秀的著作，涉及公司并购的广泛内容，令我激动。对于从事公司并购的从业人员来说，罗伯特·F·布鲁纳的《应用兼并与收购》将成为最基本的参考资料……这并不仅仅是一本宏大思想和流程的书，它还告诉我们怎样将洞察力转化为交易，再将交易转化为持续的价值。

——节选自约瑟夫·R·佩雷拉 (Joseph R. Perella)
为本书写的序言摩根士丹利机构证券集团主席

罗伯特·F·布鲁纳的《应用兼并与收购》对兼并与收购的课题作了精彩和全面的分析。这本书的完整性令人惊叹，它讨论了经济估值、法律、交易结构、道德伦理、会计、并购后整合，以及更多其他问题。它融合了实务与教学中的材料，以通俗易懂的风格写就。任何对这项课题感兴趣的人都会把本书视为必读和想读之书。

——彼得·图法诺 (Peter Tufano)
哈佛商学院金融管理学西尔万·科尔曼 (Sylvan C. Coleman) 教授

杰出的学者罗伯特·F·布鲁纳把来自理论的深刻见解和源于企业的经验相结合，完成了这本兼并与收购方面的权威教材。布鲁纳出色的教学技巧与非凡的才智贯穿此书，把金融系学生、投资者、企业主管的必读书变成了充满趣味的作品。

——马克·克里兹曼 (Mark Kritzman)
波士顿温德姆 (Windham) 资产管理公司执行合伙人
投资管理与研究协会 (AIMR) 研究部研究总监

兼并与收购的执业者如何在众多的交易中分辨出哪些是应该避免的，哪些是有前景但不能被参与的团队执行的，以及哪些能获得可观的价值？有多少本书能真正成功地教给执业者它们之间的区别？第一本书应该从罗伯特·F·布鲁纳的《应用兼并与收购》开始。对于渴望改善业绩的执业者来说，布鲁纳是最好的老师。

——爱德华·A·斯奈德 (Edward A. Snyder)
芝加哥大学商学院院长、经济学普拉特·舒尔茨 (Pratt Shultz) 教授

罗伯特·F·布鲁纳创造了一个奇迹：在一本书中涵盖了所有关于兼并与收购的经济、金融、会计、法律以及税收的各类问题，而且运用案例来说明每个概念。太不可思议了！

——西奥·弗米兰 (Theo Vermaelen)
欧洲工商管理学院金融学教授

罗伯特·F·布鲁纳的书在商业领域中最吸引人也是最富有挑战性的一个课题上将最好的学术思想和商业实践相结合。兼并与收购这一领域将执业者和学者的思维扩展到一个融合了所有管理实务的范围——包括战略、法律、谈判、整合策划以及人类的行为。

——罗伯特·S·哈里斯 (Robert S. Harris)
弗吉尼亚大学达顿 (Darden) 商学院院长

献给乔纳森·E·布鲁纳 (Jonathan E. Bruner) 和
亚历山大·W·布鲁纳 (Alexander W. Bruner)

作者简介

罗伯特·F·布鲁纳 著名的工商管理学教授，弗吉尼亚大学达顿商学院 (Darden Graduate School of Business Administration, University of Virginia) 巴滕研究中心 (Batten Institute) 执行主任。他在达顿商学院的 MBA 项目讲授“公司并购”课程，同时也是达顿商学院高级培训教育项目“公司并购”的主任。他的教学和案例编写在美国和欧洲获得了诸多奖项。他还被《商业周刊》杂志 (*Business Week*) 誉为“MBA 殿堂里的大师”。他单独或者与人合作编写了 400 多个案例，其中《金融案例研究：公司价值创造的管理》(*Case Studies in Finance: Managing for Corporate Value Creation*) 现在已经出到第四版了。他经常在权威学术期刊，如《财务管理》(*Financial Management*)、《会计与经济学杂志》(*Journal of Accounting and Economics*)、《应用公司财务杂志》(*Journal of Applied Corporate Finance*)、《金融经济学杂志》(*Journal of Financial Economics*)、《金融与数量分析杂志》(*Journal of Financial and Quantitative Analysis*) 以及《货币、信用与银行杂志》(*Journal of Money, Credit, and Banking*) 发表研究论文。他经常向产业界的公司、金融机构以及政府机构提供咨询和培训。他在达顿商学院、专业团体和社区组织担任各种领导职位。他的论文可以在他的个人网站 <http://faculty.darden.edu/brunerb/> 获得。他的电子邮件是：brunerr@virginia.edu。

内容简介

兼并与收购不是通往富有或者事业提升的便捷之路。不信的话，你翻开报纸、打开电视就能看到，精心设计的交易也会无功而返。但是，尽管兼并与收购的失败率很高，但交易设计者如果小心策划和严格执行，往往能取得胜利。在兼并与收购的世界中，是能够获得成功的，本书就是你的向导。

通过阐述兼并与收购成功与失败的因素，《应用兼并与收购》一书演示了分析、设计和执行兼并与收购交易的最好方法。本书由该领域内最重要的思想家和教育家之一写成，这本无价之宝不会指给你一条兼并与收购的僵化之路——因为兼并与收购并没有固定的模式——但是它会向你介绍兼并与收购估值的艺术与科学，揭示交易谈判的细微之处，提供优化兼并与收购交易价值时需要权衡考虑的框架。

《应用兼并与收购》充满了深邃的思想、专家建议和无数真实的兼并与收购案例研究，它们清晰地阐述了贯穿全书的理念。此外，本书还配有光盘和练习手册*，可以与本书同时购买或者此后单独购买，用来强化读者对正文的理解。

重要的兼并与收购问题包括：

- 交易提议的策划与创始；
- 交易提议的分析、条款和战术；

* 中国人民大学出版社并未购买该光盘和练习手册的版权。——出版者注

- 详细交易条款的设计；
- 前进道路上的规则：治理、法律和监管；
- 竞争、敌意和行为效应；
- 沟通、整合与最佳实践。

通过集中于思想和实践，《应用兼并与收购》回答了诸多关于兼并与收购的复杂问题，包括：什么是兼并与收购中的最佳实践？如何才能理解兼并与收购活动？通过阐释对于兼并与收购成功至关重要的工具、概念和过程，这本兼并与收购领域中的全面教材将大大提高你未来成功的可能性。

序 言

中文的“危机”一词包含了“危险”——风险和“机遇”——机会两层含义。兼并与收购（mergers and acquisitions, M&A）的交易既是机会，同时又包含着相当大的风险。作为 30 多年从事公司并购的专家，我遇到过很多的机会和风险，至今我仍然为我的工作感到兴奋，就如同 1972 年我开始从事这个行业时一样。尽管现在和过去早已不可同日而语。

公司并购的外部环境从来就是一个发展迅速且极为复杂的世界，交易可能几天就能完成，而且涉及的金额经常达到数十亿美元。20 多年来，公司并购获得了公众的普遍关注，激发了许多才华横溢且有雄心壮志的年轻人投身到公司并购的专业人员行列，进入世界级的投资银行、咨询公司和律师事务所。事实上，公司并购的潮流在 20 世纪 90 年代末达到了空前的水平。2000 年，全世界的公司并购活动达到 3 000 多起，总金额约为 3.2 万亿美元。其中将近一半与美国的企业有关，有 7 起交易的金额超过了 100 亿美元，而时代华纳和美国在线（Time Warner/America Online）的交易金额高达 1 820 亿美元。两年后，全世界的公司并购活动总金额为 2000 年顶峰的 1/3，大约为 1 万亿美元。^[1] 能否再次达到 2000 年的水平不得而知，毫无疑问，公司并购已成为公司战略必不可少的一部分。

流行的观点通常是错误的，认识到这一点很重要。公司并购的世界并非充满了戈登·盖柯（Gordon Gecko，1987 年美国电影《华尔街》（*Wall Street*）中的人物）所诠释的贪婪。真实的并购世界建立在艰苦的

分析和研究以及公司的官员、董事会成员和（在许多情形下）外部顾问之间持续对话的基础之上。它同时还是一个充满了刺激与革新的世界，促成了对国内和全球经济都有巨大影响的交易。

我更喜欢整体系统化地把两个组织整合在一起。在许多方面，并购就像是两个公司之间的联姻。我们不应该在开始时放任自流，然后又长期地进行监督，而应该设法使得双方都获利，使得公司在增强实力的同时又不失独立性地联合起来，并创造出一个更新、更好的组织。并购总有不完美的地方，但这些不完美之处能够被新组织的潜力所弥补。尽管我们的重点在于分析并购的决策和它的先决条件，但是之后的整合和执行过程才是最为关键的。一个成功的并购并不是将不同组织绑在一起的合同和文件的结果，更为确切地说，其作用是意味着双方达成了共识，这种共识支配着对所有相关个体的管理以及新的组织将会对这些个体产生的影响。另外，不要害怕棘手的交易或者艰苦的谈判。要在并购谈判中获胜就是要看到可能创造出的未来价值，而不是当前的出价或者最初的估价。

本书是一部优秀的著作，涉及公司并购的广泛内容，令我激动。对于从事公司并购的从业人员来说，罗伯特·F·布鲁纳的《应用兼并与收购》将成为最基本的参考资料。纵观全书，你会发现现实并购世界的整体概况，还有对各种各样的主题所作的理论与学术工作的总结，以及还没有答案的更进一步的问题。这并不仅仅是一本宏大思想和流程的书，它还告诉我们怎样将洞察力转化为交易，再将交易转化为持续的价值。阅读本书，吸收它的概念和理念，质疑它的结论，再培养出你自己的思维方式。布鲁纳向你提供了一个框架，你有充分自由形成你自己的观点。正如 W. H. 奥登（W. H. Auden）意味深长地在《经理人》（*The Managers*）中所表达的那样：

决定我们如何生存或者死亡的权力
今天属于那些如此安静的人们，
他们在太大的房间里面太累地工作着，
问题是什么，要做的是什么，
一切都归结为数字。^[2]

约瑟夫·R·佩雷拉（Joseph R. Perella）
摩根士丹利机构证券集团主席

【注释】

[1] 汤姆逊金融集团（Thompson Financial）。包括宣布的交易金额总共为 1 亿美元或者更多。这一金额包括估计价值的交易，但不包括没有完成的交易。

[2] W. H. Auden, *Collected Shorter Poems 1927 - 1957*, New York: Random House, 1966, page 301.

前 言

马克·吐温几乎不能控制自己不说粗俗的话，他的妻子对此感到非常反感并一直在寻求解决的办法。一天傍晚，当他们正在为一个宴会着装时，吐温衬衫上的一颗纽扣掉了。他便开始发表长篇大论抨击纽扣、正装和晚礼服。几分钟以后，他的咒骂渐渐平息下来。他的妻子决定利用这个机会来提醒他控制自己的言辞。于是她平静地用一种不变的语调，一个字一个字地重复了他的长篇大论。吐温回应道：“如果我的诅咒听起来竟然是这样的，那将使我感到多么痛苦啊。利维啊，你虽然能重复我说的每一个字，但你并不明白其中的意境。”^[1]

在学者和从业人员关于公司并购的对话中，每一方都认为另一方最多只了解了话语字面的意思，而不是其中蕴涵的意义。我撰写此书的目的就是要融合这两方面的观点。这一切是从我需要写一些讲义来教 MBA 学生和从业人员如何分析和设计并购交易开始的。我的整个职业生涯都在研究公司并购，创作了大量的研究论文和专著，还有无数的案例研究。多年以来，有如此多的学生和从业人员与我一起分享了他们学习公司并购的奋斗历程，我从中清晰地感受到了在这个发展过程中的挑战。在我职业生涯的早些时候，我主要是作为一家大型金融机构的分析师，评估、

执行并购交易并为其融资。基于此，我觉得我有一些话要说，并且我非常想把它说出来。受 20 世纪 90 年代并购惊人的爆发式增长以及随后的一些广为人知的与并购有关的公司倒闭案的激发，我想帮助从业人员重新定义并购领域中的“最佳实践”，并强调如何在实际中应用它。我试图提醒公司并购的众多批评者们，并购是产业革新的至关重要的工具，如果遏制它的突破性作用的话，只会给我们带来危险。我的目的是，警告对并购过于乐观的人要多加小心，因为通过并购获得成功并不是件容易的事。我还希望我的著作能够为我的学术同僚们的研究尽一份绵薄之力。

因此，我开始写作并在教学中使用这些讲义。我尝试把学术上的概念世界与从业人员的“怎么做”的观点融合起来。我更加注重研究哪些地方是重要的，什么时候我觉得有重要的东西需要讲。本书的章节向大家展示了我在与业内人士和达顿商学院、欧洲工商管理学院（INSEAD）以及 IESE 商学院的 MBA 学生的工作中提炼出来的思想。随着各章节的展开，会出现越来越多的问题。并购交易之间是互相依存的，这个自然属性意味着视野过窄是不合适的——仅仅是简单地讨论估价和价值的创造，而不考虑它们所依附的管理流程和实际工作，只是管中窥豹而已。因此，我认为，要写书的话就要做到内容全面、系统，否则还不如不写。同时，我也发现通过实践学习是掌握最佳实践的工具和概念的最好方式。因此，我决定为读者提供一些 Excel 数据表，大家可以亲自动手试验书中所示的想法和工具。我在与本书配套的 CD 光盘（之后也会单独发售）* 中准备了一些题目，可以帮助希望自学和挑战自我的学生巩固所学，还有一些并购交易的文件和阅读材料，可以对通过实践学习的过程有所帮助。最后，本书配套的练习册包括每一章的小结以及更多的习题（其中一些会用到 CD 光盘），可以让那些想在并购方面有所作为的学生得到充分的训练。从开始阅读本书，到读完本书，你一定会有所收获。

本书集中在一些理念及其应用上，旨在帮助从业人员提高其对于公司并购的实际运作水平。因此，本书这种基于理念的方式在许多类似的方面更优于专业著作。这并不是一本传授秘诀、勾画图表或罗列教条的手册。在任何可能的地方，我都争取举一些也能够适用于其他情形的例子，并指导大家如何在其他情况下作分析。表 P—1 中列出了源于真实并购交易的案例，这些案例阐述了本书所要讨论的工具、概念和程序。书末的“关于光盘”列出了光盘中的电子数据表模板，你可以用来训练你的直觉和应用你自己的想法。并购的领域过于复杂，不可能简单提炼为一张流程表。而我则更愿意为有思想的从业人员装备各种各样强大的工具和概念（同时也附上对于其用途和局限性的适当的警告），相信你们也能够随机应变。本书概要回答了以下四个经典问题。

* 中国人民大学出版社未购买本书配套的 CD 光盘的版权。——出版者注

表 P—1

本书中的公司并购案例及其所阐释的实用理念

章	案例
2	沃尔特·迪士尼公司（绿票讹诈中的道德）
6, 9, 11, 24, 25	戴姆勒—奔驰公司与克莱斯勒公司（战略分析、估价、协同优势分析、社会条款以及交易过程）
7, 29	凯斯特尔风险投资公司（Kestrel Ventures, 收购机会的寻找）
12	西地能源公司（Westmoreland Energy, 跨国合资公司）
12	大陆有线电视公司（Continental Cablevision, 跨国合资公司）
13	麦迪媒体国际（MediMedia International, 杠杆收购）
13	雷弗科连锁药店（Revco Drug Stores, 杠杆收购）
13	科珀斯公司（Koppers Company, 杠杆再投资）
14	朗讯科技公司（Lucent, 分拆、实物期权）
14	阿格龙制药公司（Agouron Pharmaceuticals, 利用实物期权进行生物技术公司估价）
14	北卡罗来纳国民银行/第一共和银行（NCNB/First Republic, 分段投资、实物期权）
14	EM. TV/SLEC（EM. TV/SLEC）（制定收购条款、实物期权）
15	沃尔沃/雷诺（Volvo/Renault, 为流动性和控制权估价）
17	“自动”洒水机公司（“Automatic” Sprinkler, 动能收购）
17	凌·特姆科·沃特公司（Ling-Temco-Vought, 集团企业战略、动能收购）
17	美国办公用品公司（U. S. Office Products, 产业整合、动能收购）
17	泰科国际（Tyco International, 集团企业战略、动能收购）
22	礼来/生物技术（Lilly/Hybritech, 或有付款单位）
23	美国电话电报公司/MediaOne（AT&T/MediaOne, 股价上下限）
23	罗纳普朗克—罗勒公司（Rhône-Poulenc/Rorer, 或有价值权）
23	健赞/吉尔泰（Genzyme/GelTex, 分段投资）
24	第一联合银行/美联银行（First Union/ Wachovia, 社会条款）
24	惠普公司/康柏公司（社会条款）
24	福力特银行/波士顿银行（Fleet Bank/BankBoston, 社会条款）
31	纳贝斯克公司（RJR Nabisco, 杠杆收购、拍卖）
34	美国标准公司（American Standard, 杠杆再投资）
36	瑞士联合银行/瑞士银行公司（Union Bank of Switzerland/Swiss Bank Corp., 并购后整合问题）
37	通用电气动力系统（GE Power Systems, 商业发展流程管理）

1. 怎样理解并购活动？广而言之，你周围发生的事情都是经济力量作用的结果。然而，经济因素只是一个必要条件（而非充分条件），心理因素也起到了至关重要的作用。本书将阐述心理因素是怎样发挥作用的。

2. 并购中成功的驱动因素是什么？良好的环境结构要与好的操作相结合。本书将论述衡量成功的细节问题。

3. 需要知道些什么？主管人员和并购专家在并购实际操作的方方面面都应该具备足够的基础，包括能够衡量经济环境的结构，还要能够采取对我方有利的行动（同时预见到对方的各种行动）。

4. 并购中的最优行动是什么？最优行动将使得你更有可能赢得成功。本书将重点介绍结构分析和操作中的各个领域的好方法。最优行动的秘密其实就是好的流程的发展。本书强调流程管理，可能能够使得你的组织绩效更好。

在回答这些经典问题的同时，本书强调读者应该具备总体性的判断能力。在某些问题上，研究发现和常识的思路比较清晰，这些问题很容易理解。但是，对于一些有着各种不同的意见和很大争议的问题，读者就需要花工夫自己进行判断。我将从自己的角度为大家做一些有益的事情，但最终还是需要大家自己学习。

应该如何充分地利用本书呢？下面几点对上述问题提供了实用的指导。

- 多读。缺乏专注和努力，是难以掌握本书观点的要旨的。要想得到最大的好处，听从刘易斯·卡罗尔（Lewis Carroll）的《爱丽丝漫游奇境记》中疯帽子（Mad Hatter）的建议是很有意义的：“从起点出发，到达终点时就停止。”

- 检验你所学的知识。CD 光盘上有每一章的习题，你可以先做习题，然后再对照 CD 光盘上的参考答案。另外，配套的《应用兼并与收购练习册》（*Applied Mergers and Acquisitions Workbook*）* 上有各章的小结以及 CD 光盘上的习题。

- 锻炼你的技能。软件包里的数据表使得读者可以应用正文中所讨论的工具和概念，这是增强你的直觉的有效方式。同时，这些模型还可以应用到你熟悉的案例和问题中。

- 有目的地阅读。运用关键要点阅读（bullet points）可以使你快速地浏览不同主题，从而把精力重点放在你感兴趣的话题上。公司的经营主管对有关战略、法律、沟通、整合和流程管理的章节更感兴趣；前线分析师对有关估价和研究的章节更感兴趣；一个被委派了商业发展任务的经理会认为有关交易发展和流程管理的几章对思考会有很大的帮助。

* 中国人民大学出版社未购买《应用兼并与收购练习册》的版权。——出版者注