

应用兼并与 收购

下册

Applied Mergers and
Acquisitions

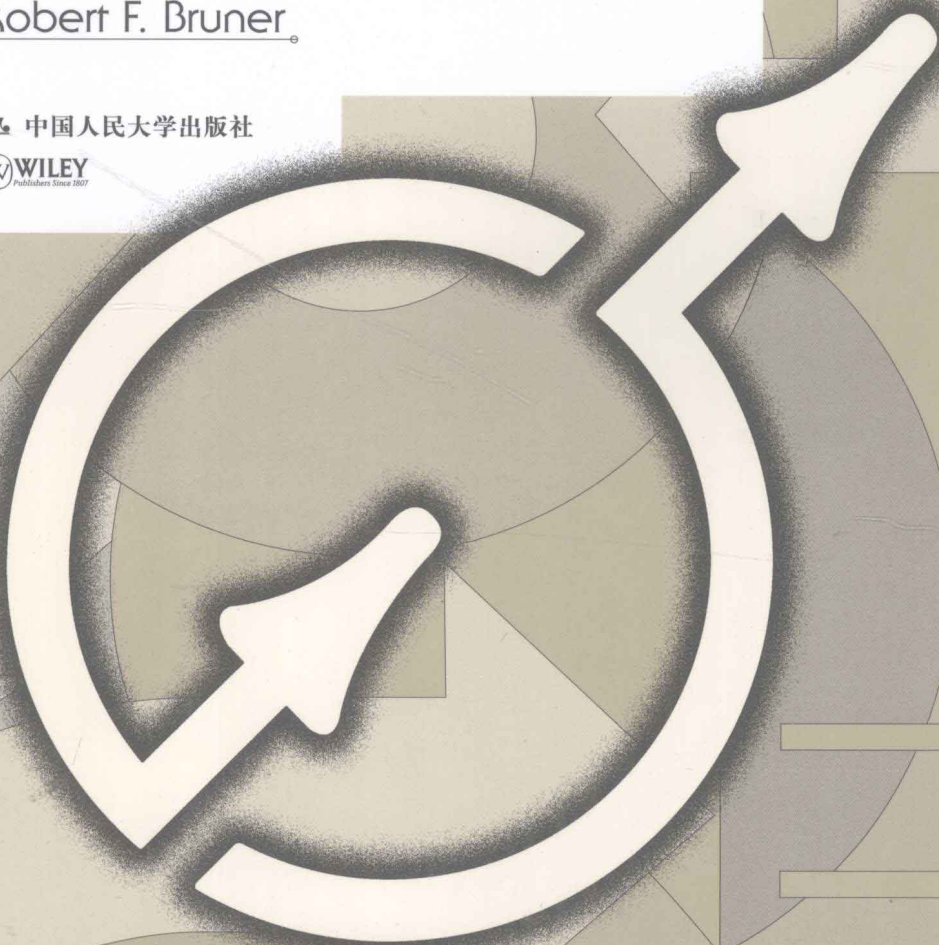
[美] 罗伯特·F·布鲁纳 著

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

下册

Applied Mergers and
Acquisitions

[美] 罗伯特·F·布鲁纳 / 著

Robert F. Bruner

张陶伟 彭永江 / 译



LIANGJING PUBLISHING HOUSE
梁晶工作室

金融学译丛
中国人民大学出版社
·北京·

图书在版编目 (CIP) 数据

应用兼并与收购 / (美) 布鲁纳著; 张陶伟, 彭永江译. —北京: 中国人民大学出版社, 2010
(金融学译丛)

ISBN 978-7-300-13154-2

I. ①应… II. ①布… ②张… ③彭… III. ①企业合并 IV. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 247944 号

金融学译丛

应用兼并与收购

[美] 罗伯特·F·布鲁纳 著

张陶伟 彭永江 译

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 涿州星河印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

版 次 2011 年 1 月第 1 版

印 张 72.25 插页 6

印 次 2011 年 1 月第 1 次印刷

字 数 1 282 000

定 价 142.00 元 (上、下册)

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

《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 |

目 录

第 4 篇	设计详细交易条款	545
	第 18 章 并购交易设计概论	547
	18.1 概述	547
	18.2 交易结构是经济问题的解决方案	548
	18.3 交易设计中可能的理想点	549
	18.4 条款设计能帮助实现目标	551
	18.5 每单交易都是一个体系：“交易全局”视角	554
	18.6 交易设计的一些应用	556
	18.7 总结与结论	560
	第 19 章 选择收购重组的形式	562
	19.1 概述：交易设计者的五个关键考虑	562
	19.2 重组的形式有着重要的启示	563
	19.3 卖方立即需要纳税的交易	566
	19.4 卖方股东递延税款的交易	569
	19.5 总结以及对交易设计者和高层执行官的启示	573
	第 20 章 选择支付与融资形式	577
	20.1 概述	577

20.2	支付形式的模式与趋势	578
20.3	支付形式是否重要?	578
20.4	选择支付形式的考虑	586
20.5	评估交易的融资方面	592
20.6	总结与结论	599
第 21 章	交换条款设计框架: 找到“双赢”交易	601
21.1	概述	601
21.2	严格评估交易比例的模型	602
21.3	公式的应用	603
21.4	一个例子	604
21.5	延伸至现金换股票交易	606
21.6	选择双赢区域内的交换比例	607
21.7	总结以及交换比例框架的启示	610
附录 21.1	基于市盈率的换股交易交换比例决定模型的推导 (拉森-戈内德斯模型)	612
附录 21.2	基于贴现现金流的换股交易交换比例决定模型的推导	614
附录 21.3	基于市盈率的现金换股票交易交换比例决定 模型的推导	615
附录 21.4	基于贴现现金流的现金换股票交易交换比例决定 模型的推导	616
附录 21.5	与买方对新公司的贡献百分比一致的等式 (3) 交换 比例的推导	617
第 22 章	并购或有支付的构建和估值	619
22.1	概述与总论	619
22.2	并购交易的或有支付	620
22.3	基于财务表现的额外对价条款非常有用; 但如果是这样的话, 为何它不普遍?	624
22.4	基于财务表现的额外对价条款是基于未来业绩的期权	626
22.5	构建基于财务表现的额外对价条款的结构	627
22.6	税务与会计考虑	632
22.7	估计基于财务表现的额外对价条款的普通办法	633
22.8	案例: 礼来的或有支付单位	637
22.9	总结: 提议和谈判基于财务表现的额外对价条款和其他 或有支付形式	646
第 23 章	并购交易的风险管理	648
23.1	概述与总论	648
23.2	交易失败的在险值	649
23.3	交易风险: 种类和来源	649

	23.4 风险管理种类	654
	23.5 领形期权的类型与分析	656
	23.6 或有价值权：罗纳普朗克收购罗勒集团	668
	23.7 分阶段收购：健赞投资吉尔泰的案例	673
	23.8 总结：在何时何处管理风险	677
	第 24 章 社会条款	680
	24.1 概述：并购中社会条款的重要性	680
	24.2 并购谈判中经常需要解决的社会条款通览	681
	24.3 社会条款对交易吸引力的影响	687
	24.4 社会条款作用的案例研究	689
	24.5 总结与结论	693
第 5 篇	并购之路中的规则：治理、法律、法规	697
	第 25 章 交易怎样进行？	699
	25.1 概述	699
	25.2 概述交易全过程	700
	25.3 交易风险：交易失败的原因	702
	25.4 交易的规划和准备	704
	25.5 初步讨论：把握交易可能性的先兆	704
	25.6 首轮文件：条款说明书、意向书、保密协议、股份维持协议、 顾问的聘书	705
	25.7 最终协议	706
	25.8 向投资者和监管者的披露	707
	25.9 获得进行交易的许可	709
	25.10 案例分析：戴姆勒—奔驰与克莱斯勒	710
	25.11 总结与结论	714
	第 26 章 并购治理——董事会和股东的投票表决	717
	26.1 概述	717
	26.2 良好的公司治理难以企及	718
	26.3 良好的治理物有所值	721
	26.4 股东如何控制？	722
	26.5 目标公司的董事在审查 M&A 交易中的忠实义务	728
	26.6 实际意义：筹备董事会对交易的审查	733
	26.7 结语：公司如何才能治理得更好？	734
	第 27 章 并购之路中的规则：证券法、发行政程序、信息披露和 内幕交易	739
	27.1 概述	739
	27.2 美国重要证券法法律法规总述	740
	27.3 关键内容：信息披露	747

	27.4 关键内容：内幕交易	750
	27.5 关键内容：监视并购过程	752
	27.6 总结与结论	754
	第 28 章 并购之路中的规则：反托拉斯法律	757
	28.1 概述	757
	28.2 反托拉斯法：历史和目的	758
	28.3 影响公司并购的反托拉斯法律法规概述	761
	28.4 美国的合并前审查程序：《哈特-斯科特-罗迪诺反 托拉斯改进法》和《埃克森-弗洛里奥修正案》	769
	28.5 欧盟对并购的反托拉斯监管	773
	28.6 对反托拉斯政策的批评意见	777
	28.7 总结与结论	780
	第 29 章 并购交易文件的起草	783
	29.1 概述	783
	29.2 首轮文件	784
	29.3 最终协议	786
	29.4 并购委托说明书和招股说明书	787
	29.5 结论	787
第 6 篇	并购中的竞争、敌意和行为效应	789
	第 30 章 交易谈判	791
	30.1 概述	791
	30.2 谈判过程的相关性	792
	30.3 行为金融学	794
	30.4 对谈判结果的影响——问题概述	796
	30.5 实用性建议：如何筹备谈判	798
	30.6 主动掌控谈判的进程	803
	30.7 总结与结论	808
	第 31 章 并购交易中的拍卖	810
	31.1 概述	810
	31.2 拍卖结构与动机	811
	31.3 拍卖的优点与缺点	815
	31.4 实务中的拍卖：纳贝斯克的案例	816
	31.5 并购交易中的“赢家诅咒”：是真的吗？	821
	31.6 给拍卖中出售方的一些实务建议	821
	31.7 总结与结论	822
	第 32 章 敌意接管：在竞争和套利中准备投标	824
	32.1 概述：接管是博弈	824
	32.2 敌意接管者的概况	826

32.3	小心在场和不在场的玩家	828
32.4	套利者是完美经济的参与者	829
32.5	解释套利价差	832
32.6	套利者用混合价值条款评估资本重组提案	833
32.7	政府对博弈的约束	833
32.8	出售方股东面临囚徒困境	835
32.9	制定投标价格：像投资者一样思考	837
32.10	结论：博弈对接管设计和防御的启示	840
第 33 章	接管袭击与防御	843
33.1	概述	843
33.2	反接管防御的普遍性和劝诫作用	844
33.3	投资者对反接管防御宣告的反应	846
33.4	袭击与防御的经济影响	847
33.5	接管袭击的战术	850
33.6	接管防御的战术	852
33.7	总结与对从业人员的启示	869
第 34 章	杠杆重组作为并购防御措施：美国标准公司的案例	874
34.1	概述	874
34.2	美国标准公司的案例	876
34.3	反收购	880
34.4	降落伞、毒丸和诉讼	885
34.5	重组型防御：管理层收购和杠杆资本调整	887
34.6	重组反收购行动什么时候有效？	890
34.7	结论	893
34.8	特别注释	894
第 7 篇	沟通、整合和最佳实践	897
第 35 章	交易中的沟通：赢得授权、批准和支持	899
35.1	概述	899
35.2	交易沟通中遇到的挑战及指导原则	900
35.3	对买方高级管理部门“概念性”的报告（仅限于公司内部）	903
35.4	在董事会上对交易进行沟通	905
35.5	对公众的交易通告	907
35.6	与员工的沟通	908
35.7	结论	909
第 36 章	并购后整合的框架	911
36.1	概述	911
36.2	整合战略	912

36.3	整合战略的框架	915
36.4	整合战略的执行	920
36.5	整合战略小案例：1998年，瑞士联合银行与瑞士 银行公司的并购	923
36.6	结论：整合是转型过程	931
第37章 公司战略能力的发展：通用电气动力系统的方法		933
37.1	概述	933
37.2	通用电气动力系统的业务发展	934
37.3	通用电气动力系统的交易流程	935
37.4	并购“工厂”：实施业务发展	942
37.5	最佳实践的意义	943
第38章 并购“最佳实践”：经验和对策		946
38.1	概述	946
38.2	并购最佳实践的若干要素	947
38.3	《人行道的尽头》	949
38.4	培养最佳从业人员	953
38.5	结语	955
参考文献		959
索引		1045
关于光盘		1109

金融英语译丛·应用兼并与收购 金融英语译丛·应用兼并与收购 金融英语译丛·应用兼并与收购

第 4 篇

设计详细 交易条款

第 18 章 并购交易设计概论

531

你定价格，我定条款。（每次我都胜过你。）

——俗语

18.1 概述

正如俗语所说，交易设计比确定价格重要得多。本章的目的是描述一种思考如何最优化交易中的各种条款的方式。设计一个交易更像准备一顿复杂的膳食：尽力做到原料的完美组合和平衡。本章的前提是，分析师已经做了完整的研究和分析，对谈判或投标做好了充分准备。在此我们建立分析与行动之间的关键联系。这是一个非常具有挑战性的话题，因为最有经验的并购实践者会说，这是一个隐性知识（tacit knowledge）的领域。^[1]关于并购交易设计的文章很少，通常只有大师身边的学徒才有机会学习这些内容。

虽然本质上本书的所有章节都是讲交易设计的，但第 18 章到第 24 章是最核心的讨论。本章为后续章节奠定了概念基础，强调了一些关键

的基础观念：

- 交易设计是工程问题的一部分，按照目标和约束进行优化。一定要弄清楚优先顺序：价格不是交易唯一的维度。你也许能找到满足目标的几个有吸引力的交易构架——在这种情况下，可能没有单一最优解（但是或许存在很多糟糕的交易方案）。

- 交易设计是谈判问题的一部分，目的是寻找让双方都满意的构架。寻求一笔交易众多维度之间的平衡。仔细管理反馈流程。

- 把交易当做各部门相互作用的体系来考虑——这是“交易全局”观点。如果你改变交易的一个维度，应警惕其他维度的连锁反应。因为交易是一个体系，实践中应该多方面协商（即同时处理一系列的维度）而不要单方面协商（即一个接一个地处理问题）。

18.2 交易结构是经济问题的解决方案

532

起点必须考虑如何建立交易结构。一种可能性是它随机产生，或者是决策者的一时兴起。这是交易设计的“命中注定”观点。这第一个观点类似科学中的零假设；它认为没有什么可以解释交易结构。如果这个观点正确的话，本章将会非常简短。

关于交易结构的另一个观点是，它可以被看做解决两方或多方参与者之间存在的经济问题的方案。这个观点与罗纳德·科斯（Ronald Coase, 1937）以及迈克尔·詹森和威廉·麦克林（Michael Jensen and William Meckling, 1976）开拓性文章的观点一致，他们提出，合约可以被当做跨越潜在的由于风险、道德风险等引起的市场失灵的桥梁。该观点的重要应用是，如果你能感觉到问题存在，你就能了解解决办法和设计交易条款。

交易结构是针对某个问题的金融工程：目的是在约束条件下优化一个或多个关键目标。设计特定的交易条款是完成该工程的办法。理论上，最优交易可以通过数学模型找到。^[2]而实际操作中，并购的分析工作需要通过不断试错^[3]寻找，通过可能的不同交易结构找到一个似乎满足决策者目标的方案。实践中，一个经济问题可能存在很多可行的解决方案。正如我在本书其他地方所说的，并没有“正确”的交易，但有很多错误的。威廉·萨尔曼（William Sahlman, 1989）称之为“合约不可能定律”，即不存在一个完美交易优于其他所有方案。

将交易条款看做经济问题的解决方案，为研究交易动因的办法提供了基础。以下部分将用它来通盘考虑交易设计问题的经典定义、设计师安排的条款或工具，以及如何应用这个观点管理交易设计流程。

18.3 交易设计中可能的理想点

价格是交易的必要但非充分条件。其他“理想点”也很重要。第1章强调了很多结果，行动和结构都会影响它们的实现。本章我们必须回顾一下这些结论，因为我们需要在一系列限制条件下最优化很多目标。并购交易设计的经典目标包括：

533

- **创造价值。**好的交易创造价值。价值的经典来源是协同效应，这在第11章中讨论过。价值也可能以其他人的代价换得——这是价值转移。仔细分析的目的是避免损害价值。长期损害价值的后果是更高的资本成本、越来越少的资本来源和最终对公司的敌意收购。决策者了解价值估计是不确定的。因此，分析师必须立志找出价值创造、转移或损害的来源作为有效谈判和之后，即交易达成后管理的基础。

- **改善报告的财务结果，避免EPS稀释。**管理层试图避免被稀释，尽管他们常常混淆它的意义或作用。在最通常的情况下，“稀释”是指发行股票或换股收购之后报告的每股收益降低；这是会计稀释，报告结果的变化（不一定减少经济价值）。会计稀释发生常常是因为对目标公司股东的支付同比超过目标公司对合并公司收益增长的贡献。经济稀释非常简单，就是股东价值降低。投票权稀释是投票权（即投资者持有的投票比例）的减少。区分这三者要点在于三种稀释不一定同时变化。稀释的对立面是增值。

- **加强控制，避免投票权稀释。**决策者对交易限制他们行动的方式高度敏感。经典的关注焦点是普通股股东的投票权。但是债权人和优先股股东可以对管理行为施加压力（例如，通过债务协议）。经理人当然能够使用诸如反接管条款（例如，毒丸计划）、次要规章（股东投票的规则）改变和诉讼等来反击。正如第15章中讨论的；控制权是有价值的。我们可以将它看做公司战略的期权来考虑控制权问题。

- **建立财务灵活性。**经理人试图强化灵活性，降低僵化。收购存在财务方面的影响。现金交易降低了收购者的现金水平/或要求发行债券或股票。换股交易明确要求发行股票。有些复杂的交易可以要求发行组合证券。由于交易的融资方式，收购可能影响公司未来融资的能力。绝大多数高层管理者都希望保留公司的财务灵活性。财务灵活性就像未来融资能力的看涨期权；当公司财务灵活性很高时，看涨期权的价值会很大。这里我们看到财务灵活性与价值创造在一个交易里相互作用。经典的损害财务灵活性的案例是1986年雷弗科药店的杠杆收购，在第13章作了大致描述。公司的杠杆如此之高，以至于公司严重依赖出售资产

来满足财务合约，因此它无法面对 1987 年零售业低估的冲击。公司在交易结束后 19 个月就破产了。

● **管理风险。**合并使双方投资者都暴露在股价逆向移动的风险中。通常，并购交易从最初设计到终结需要好几个月。在此期间，资本市场可能向不利的方向移动。比如，在换股交易中，两家公司的股票价格可能远远超过最初讨论时的常价——通常如果两个股价一前一后互动 (tandem)，换股比率还能保持合理。但最糟糕的情况是，目标公司和收购方的股价朝两个不同方向变化。类似的风险会影响债券。如果双方跨越国境，汇率波动可能也对交易形成风险。第 23 章将更深入地探讨风险管理的主题。

534

● **维持和提高竞争地位。**第 6 章概述了激发交易的战略考虑。达到战略目标是重要的目的。这或许要求交易设计保留优秀的零售地段、顾客关系、资产和人力资本——这些是战略成功的基础。

● **管理向资本市场发送的信号。**第 4 章总结了一些研究。这些研究提出，有些结构向投资者暗示，内部人对公司未来的考虑是什么。特别地，发行股票与股票价格大跌相关。一种解释是，换股交易结构发出信号，买方公司认为自己的公司是被高估的。管理层试图预期市场接收到合并宣告的反应，并构架这些宣告，向市场传递关于公司前景的最好信号。

● **管理激励。**交易有意和无意地为管理层建立了激励机制。谨慎的交易者的目的是，留住和恰当地激励那些公司最优秀的智力资本。挑战在于当与管理层（可能不能代表最优秀的智力资本）协商收购条款时，如何达到这个目标。谨慎的交易设计师需要保证交易中的激励制度与公司整个文化一致，使得新的管理风格能盛行，对未来的管理愿景能实现。

● **强化治理和管理结构。**并购可以被当做解决股东团体、董事会或管理团队组合中产生的尖锐问题的一个工具。寻找新的人才和实施新的程序与规则能帮助解决 CEO 继任问题，为管理团队注入新活力和/或打破董事之间的死结。

● **对员工和社区形成影响。**执行官或许希望保证目标公司股东继续雇用员工、保护退休金资产、最小化关闭工厂或重组的影响，以及建立员工道德准则。在其他背景或情况下，交易设计者可能想以为垂死的组织建立激励制度或警告外面社区对新公司要比原来的目标公司更加公平的方式组织交易。

你可以进一步扩充这个清单。这张清单的主要含义是，仅仅关注价值（很多交易设计者的主要关注焦点）可能忽略决策者应该合理考虑的其他方面。相反，交易设计者需要考虑所有这些目标，以达到令人满意的结果。

18.4 条款设计能帮助实现目标

交易设计者有相对广泛的积木或“条款”，可以用来促进和实现上面列出的那些目标。包括：

535 **移交的价值（即价格）** 这是任何条款单上最重要的——但是通常在最后商议，在社会条款被解决之后。第9章到第15章讨论了确立定价战略必要的公司估价。价格是交易设计最直截了当的工具；它可以用来实现很多目标，但通常都是不优美的、昂贵的，且会有很多副作用。对过去40年的谈判进行学术研究得出的最重要的见解是，多面谈判协商通常比单个问题谈判协商更为成功。并购交易设计者的经验是，考虑价格之外的其他条款非常有帮助。

支付形式 很多实践者把交易设计中选择支付形式看做真正的艺术。你可以用交割证券的条款确定支付形式。第20章总结了交易中用现金、股票和其他证券的统计数据。并购交易中采用的现金和股票的组合随着时间一直在变化。为了获得实践中更深入的真谛，抛弃从交易设计角度区分现金、股票和债券更有用，因为这些分类比较武断^[4]且不能很好地描绘这些选择的经济应用。更有用的描述性名字是不同的支付选择，诸如“固定的”、“半固定的”、“或有的”和“附加的”。这些有助于阐明设计者所拥有的众多选择。

● **固定支付：**现金和优先债。这些支付价值包含的对目标公司或买方的不确定性几乎不存在。选用这些证券的目的是解决交易的不确定性。这能用于向目标投资者保证他们将收到的价值和买方对收购的诚意。固定支付也存在逆向信号的作用：选择固定支付可以被解释为目标公司的股东对买方未来管理公司的能力缺乏信心（即，因此促使他们要求固定支付）。

● **或有支付：**组合证券或“垃圾”债券、优先股和普通股。这些证券的价值比现金或优先债的确定性稍弱。上市公司买方的普通股价格在今天是确定的，但在现在和交易结束之间股价会随着并购宣告或其他消息的公布而变化。普通股不是固定形式的支付，最多也只是半固定的。第20章通览了研究，发现投资者对换股交易宣告的反应是负面的：买方的股价明显下跌。尽管这是短期效应，半固定形式的支付允许目标公司的投资者参与对合并公司最乐观的未来预期。这些半固定支付的另一个理由是，它们或许是对财务约束的反应；也许买方没有现金或优先债能力来为收购融资。基于财务表现的额外对价条款（earnouts）、认股权证、可转换债、附条件价值权、看跌期权、抵押、上限期权、领形期权