

并购指南丛书

并购的艺术

整合

THE ART OF M&A INTEGRATION

〔美〕亚历山德拉·里德·拉杰科斯 / 著

丁慧平 孙先锦 / 译

<http://iask.sina.com.cn/u/1644200877> 此处有大量书籍免费下载!

仅供个人阅读研究所用, 不得用于商业或其他非法目的。切勿在他处转发!

水隐醉月

THE ART OF M&A



中国财政经济出版社
麦格劳-希尔

并购指南丛书

并购的艺术 整合

The Art of M & A Integration

〔美〕亚历山德拉·里德·拉杰科斯 著

丁慧平 孙先锦 译

中国企业兼并重组研究中心

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

并购的艺术. 整合 / (美) 拉杰科斯著; 丁慧平, 孙先锦译. —
北京: 中国财政经济出版社, 2001. 7

(并购指南丛书)

ISBN 7 - 5005 - 5170 - 3

I. 并… II. ①拉… ②丁… ③孙… III. 企业合并—经验
IV. F273. 7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 038386 号

版权登记号 图字:01 - 2001 - 0244 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京龙华印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 24.75 印张 384 000 字

2001 年 7 月第 1 版 2001 年 7 月北京第 1 次印刷

印数: 1 - 3000 册 定价: 40.00 元

ISBN 7 - 5005 - 5170 - 3 / F · 4602 ·

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

目 录

| | |
|----------|-------|
| 序 | (1) |
| 前言 | (5) |
| 致谢 | (9) |

第一部分 前 提

| | |
|-------------|-------|
| 引言与致谢 | (1) |
|-------------|-------|

第一章 基础概念和资料

| | |
|-----------------------------|--------|
| 引言 | (3) |
| 并购整合的含义 | (4) |
| 决策影响因素 | (9) |
| 国际环境因素 | (10) |
| 附录1-A 并购后的经营绩效：相关研究回顾 | (12) |
| 注释 | (19) |

第二章 整合之路

| | |
|----------------|--------|
| 引言 | (23) |
| 选择 | (23) |
| 规模扩张与缩减 | (24) |
| 内部积累还是收购 | (26) |

| | |
|----------------------------|------|
| 持有与出售被收购公司 | (27) |
| 整合与分别管理 | (31) |
| 国际环境因素 | (33) |
| 附录2-A 兼并后售出：是普遍的现象吗？ | (34) |
| 附录2-B 评估资产剥离期权 | (36) |
| 注释 | (37) |

第三章 整合计划与沟通

| | |
|-------------------------|------|
| 引言 | (41) |
| 制定整合计划 | (41) |
| 外部人士在制定并购整合计划中的作用 | (45) |
| 兼并协议中的整合要素 | (48) |
| 沟通整合计划 | (50) |
| 与利益相关者的沟通 | (55) |
| 兼并方案 | (56) |
| 国际环境因素 | (59) |
| 附录3-A 致股东信函样本 | (61) |
| (大西洋贝尔 NYNEX 兼并公开信) | |
| 注释 | (62) |

第二部分 资源整合

| | |
|-------------|------|
| 引言与致谢 | (67) |
|-------------|------|

第四章 保留与整合人力资源

| | |
|----------------------|------|
| 引言 | (71) |
| 保留人力资源 | (72) |
| 兼并董事会 | (76) |
| 重塑董事长与首席执行官的职能 | (79) |
| 兼并高级管理团队 | (83) |
| 兼并销售、商品营销和配送渠道 | (88) |
| 国际环境因素 | (90) |

| | |
|---|-------|
| 附录 4-A 兼并管理：大通曼哈顿银行与化学 银行兼并案 | (92) |
| 注释 | (95) |
| 第五章 整合金融资源及有形资源 | |
| 引言 | (101) |
| 权益联营法与购买法 | (102) |
| 财务报表的合并 | (105) |
| 合并资产负债表 | (106) |
| 评估与合并有形资产 | (113) |
| 国际环境因素 | (116) |
| 附录 5-A 《会计准则委员会说明》第 16 条规定下 的权益联营法标准 | (120) |
| 注释 | (122) |
| 第六章 整合商誉及其他无形资产 | |
| 引言 | (127) |
| 公司更名所面临的挑战 | (127) |
| 兼并后保留公司商标 | (134) |
| 整合使命陈述 | (137) |
| 估价及合并无形资产 | (139) |
| 国际环境因素 | (142) |
| 附录 6-A 高尔泰克斯 (Galtex) 公司远景目标 .. | (144) |
| 注释 | (145) |
| 第三部分 整合流程 | |
| 引言与致谢 | (149) |
| 第七章 整合管理系统 | |
| 引言 | (153) |
| 整合组织结构 | (154) |

| | |
|-------------------------------------|-------|
| 整合方法 | (161) |
| 整合设计、生产和供给方面的业务流程 | (164) |
| 整合内部财务控制 | (168) |
| 国际环境因素 | (171) |
| 附录7-A 组织结构类型 | (172) |
| 附录7-B 《内部控制—整合之框架》：COSO 报告 节选 | (175) |
| 附录7-C 对兼并后整合的内部控制实行基准化 比较：调查问卷式样 | (179) |
| 注释 | (183) |

第八章 整合报酬计划

| | |
|--|-------|
| 引言 | (189) |
| 兼并后报酬补偿费用基础 | (190) |
| 规划工资报酬整合：战略观点 | (197) |
| 福利兼并方案 | (201) |
| 披露与交易规则 | (207) |
| 国际环境因素 | (209) |
| 附录8-A 绩效工资：全国公司董事协会 (NACD) 蓝带委员会关于经理人员报酬的报告节选 | (211) |
| 注释 | (214) |

第九章 整合技术与创新

| | |
|----------------------|-------|
| 引言 | (221) |
| 技术整合：大景象 | (222) |
| 整合信息技术 | (224) |
| 整合创新系统 | (229) |
| 评估与合并专利技术和商业秘密 | (233) |
| 国际环境因素 | (237) |
| 附录9-A 21 世纪的“IT”专业术语 | (239) |
| 注释 | (241) |

第四部分 整合公司的责任：履行 对利益相关者的义务

| | |
|--|-------|
| 引言与致谢····· | (249) |
| 第十章 履行对顾客和供应商的承诺 | |
| 引言····· | (253) |
| 对顾客的承诺····· | (253) |
| 顾客关系的法律问题····· | (256) |
| 与顾客有关的主要问题：兼并后的价格与质量····· | (259) |
| 与顾客的持续关系····· | (262) |
| 对供应商的承诺····· | (264) |
| 有关供应商关系的法律问题····· | (267) |
| 有关供应商的主要问题：兼并后的资源外购····· | (268) |
| 与供应商的持续关系····· | (269) |
| 关于顾客和供应商的技术考虑····· | (271) |
| 国际环境因素····· | (273) |
| 附录10-A 履行对顾客的承诺：国家银行 (Nations Bank) 1996 年年报节选····· | (275) |
| 注释····· | (279) |
| 第十一章 履行对股东、债券持有者和贷款者的承诺 | |
| 引言····· | (285) |
| 对股东的承诺····· | (286) |
| 提高股东价值····· | (290) |
| 有关股东关系的法律问题····· | (295) |
| 对债券持有者的承诺····· | (297) |
| 对贷款者的承诺····· | (300) |
| 国际环境因素····· | (301) |
| 附录11-A 计算股东价值的简单公式····· | (304) |

附录11-B 苏尔维集团 (*Solvay Group*): 跨国
所有者的案例 (306)
注释 (308)

第十二章 履行对雇员和社区的承诺

引言 (315)
对雇员的承诺 (316)
承诺之环境 (327)
履行对社区的承诺 (329)
国际环境因素 (333)
附录12-A 从敌对到协同的痛苦之路：格拉克瑟公司
(*Glaxo's*) 接管韦尔科姆公司 (*Wellcome*)
..... (334)
附录12-B 考克斯圆桌会议—企业原则 (*The Caux
Round Table - Principles for Business*) (340)
注释 (345)
结论 (351)
专家介绍 (353)

译者序

能将《并购指南丛书》翻译为中文并在中国出版，是我们中国企业兼并重组研究中心的幸事，为此，译者首先感谢麦格劳-希尔出版公司北京代表处、北京信都北方文化发展有限公司、风帆集团和中国财政经济出版社的同仁对在中国出版本丛中译本的支持，并感谢为此做出努力的所有人们，当然还要感谢丛书的作者们为读者撰写出这套优秀的并购专著。我们中国企业兼并重组研究中心将该丛书的翻译出版视为在新千年的一项具有里程碑意义的事业。

本套丛书共有四本，它们分别是：亚历山德拉·里德·拉杰科斯（*Alexandra Reed Lajoux*）与 J·弗雷德·威斯顿（*J. Fred Weston*）合著的《并购的艺术：融资与再融资》（*The Art of M&A Financing and Refinancing*），亚历山德拉·里德·拉杰科斯所著的《并购的艺术：整合》（*The Art of M&A Integration*），亚历山德拉·里德·拉杰科斯（*Alexandra Reed Lajoux*）与斯坦利·福斯特·里德（*Stanley Foster Reed*）合著的《并购的艺术 兼并/收购/买断指南》（*The Art of M&A A Merger/Acquisition/Buyout Guide*），以及亚历山德拉·里德·拉杰科斯（*Alexandra Reed Lajoux*）与查尔斯·M·埃尔森（*Charles M. Elson*）合著的《并购的艺术：尽职调查》（*The Art of M&A Due Diligence*）。

从并购后整合关系到兼并公司能否从管理体制、经营方式

和公司文化等方面顺利融合，成功地完成兼并和实现预期的协同效果，并走向成功的未来。然而，迄今为止，在已出版的诸多关于并购的书籍中，能够探讨并购后整合问题的却很少，而对公司兼并后整合要素及过程进行全面论述和指导的则更是罕见。

《并购的艺术：整合》一书，从整合的前提条件、整合资源、整合过程以及整合公司责任等不同角度，以整体框架的模式就公司并购后的整合事项进行了系统而全面的阐述，内容涉及国际范围并购的最新动态、最新研究成果和最新经验，是可对复杂的并购过程提供精辟指导的一部杰作。该书汲取了众多从事兼并活动专家多年的丰富经验和真知灼见，在列举大量实际并购案例的同时，对实际问题进行了针对性分析和评述，在理论与实践上颇有教益。我们相信：本书的出版将为在中国涉足公司兼并重组业务的专业和非专业人士提供有价值的参考资料，帮助他们研究和理解所面临的真实环境和问题，同时也有助于国内相关研究学者和实践人员开拓视野，并为之提供新的启示。

值得提及的是，中国的国情与文化背景与欧美等西方国家有所不同，价值观体系、社会保障和经济发展水平也不尽相同，书中提出的一些观点和做法对中国国情的适用程度还有待于实践的探索和检验。对此，我们必须遵循客观经济规律，在参考国际惯例的同时，予以实事求是的对待。

本书翻译由丁慧平教授负责。全书共分 12 章，由丁慧平教授和孙先锦副教授主译，丁慧平博士统稿并校阅。参与本书初译工作的人员如下：

孙先锦、王若佼（第 1 章至第 3 章）；王新华（第 4 章）；王新华、王岩（第 5 章至第 6 章）；孙先锦、张析玲（第 7 章至第 8 章）；孙先锦（第 9 章）；孙先锦、孙庆红（第 10 章至第 12 章）。孙庆红承担了书中人名和公司名称的校对工作，考

慮到英文相同的人名和公司名称的中文译音往往出现差异，故本书翻译中在中译名后括号内都保留了人名和公司名称的英文原文。此外，郑海、张安彦、刘晓薇等人对翻译工作也提供了诸多帮助。

没有上述人员的初译协助，本人难以如期完成本书的翻译，在此深表谢意。

本书在翻译过程中，还得到了高娅丽、丁宇星、宋爱勤、孙长松、张若强等人的帮助和支持，在此表示感谢！

译者在翻译本书中注重忠实于原著，力求使之有可读性。但囿于译者的水平，书中难免有译释不妥之处，由译者负责，并敬请读者指正。

丁慧平

序

事实上，在当今美国，每一个大公司在它历史的一定阶段上都经历过兼并或收购，并且在任何一段特定的时间内，数以千计这样的公司都在使自己适应于兼并后所面临的现实。例如，从 1990 年 1 月到 1997 年 6 月 1 日，全世界有 96020 家公司拥有了来自世界范围的新的所有者，其交易总价值达 3.9 万亿美元，并且这些仅仅是交易价值在 500 万美元以上的并购活动。除此之外，许多小公司和非盈利的实体以及政府实体每年也都经历着兼并活动，并购的范围的确已变得非常广泛。

这些数据的提供者，新泽西州纽瓦克的证券数据公司 (*Securities Data Co. in Newark, New Jersey*) 的理查德·J·彼得森 (*Richard J. Peterson*) 认为这种趋势将持续到本世纪末，并继续谱写公司并购的历史。正如《兼并与收购》的编辑马蒂·西尔克拉 (*Marty Sikora*) 在 5 月/4 月期刊中所提到的，持续的并购活动将会“史无前例地将兼并浪潮延伸整整 20 年”。

那么这种长期兴旺的兼并活动对公司意味着什么？对少部分幸运者来说，所有者的改变至多带来了财务上或名誉上的转机——他们的金库里拥有更多的现金，或者享有更多的头衔。与此相类似，这些公司的收购者们没有费太大努力就在短期内实现了丰厚的投资回报。然而对于大多数的收购者和被收购者

来说，调整到这种拥有共同的所有者和管理模式的状态意味着一系列艰难的挑战。

或许你自己拥有一家这样的混合公司，或者为这样的公司工作或咨询。如果这样，那么你知道关于兼并后整合的指南是难以获得的。在约 500 本现已出版的关于并购的书籍（根据 1997 年中期出版的书籍统计）中，探讨兼并后时期的书不足 12 本，且所有这些书都集中在讨论人力资源方面。没有一本对兼并后诸多必须整合的其他因素提供全面的真正的指南。在万维网（WWW 网）上涉及兼并内容的 5 万多家网站中，含有兼并后相关信息的仅有 35 家（基于 1997 年 9 月在美国在线“寻找网站 *Net Find*”的搜寻）。

得到这种指南需要浏览大量期刊，从管理领域开始——由管理期刊到报纸——并继而延伸到技术与法律和会计出版物。

或许你已经开始了这种调查研究。如果是这样，你会发现管理领域只有少量的统计研究，相当多的冲突报道和大量的不同观点。在兼并后财务状况的统计研究中，你可以发现其经营业绩不佳，而且缺乏整合。你会读过一些抨击由于双方文化冲突导致兼并失败的案例。你会赞同那些主张进行更好的兼并后管理实践的观点，如参加制定决策和诚恳的适时沟通与交流。

你或许已经涉足到技术出版物领域，在会计、工程、金融和法律领域寻找核心答案，如怎样合并诸多资产负债表，怎样排列诸多贷款者，怎样解决诸多权项要求。

你或许在精通并购的从业者和学者参加的讨论会中听过部分或全部的议题。历史最悠久的研讨会始于 1977 年，是由本书作者的父亲斯坦利·福斯特·里德（*Stanley Foster Reed*）和兼并评估家阿尔弗雷德·拉帕波特（*Alfred Rappaport*）共同发起创立的，命名为兼并周（*Merger Week*），一年在西北大学 *Kellogg* 管理学院举办两次。这两位专家的观点在本书中均

被引用。在公司发展协会（*Association for Corporate Growth* ACG）关于交互发展的年会上，兼并与兼并后的整合是例行讨论的主题。最近，如位于纽约的国际质量与生产率中心（*The International Quality and Productivity Center*）也已经召开了关于兼并后整合的专题讨论会〔1997年9月的会议是与ACG总裁迪安·C·哈里斯（*Diane C. Harris*）共同主持的〕。

最后，你或许已经从那些已经经历过兼并活动的人们的经验中受益匪浅。

《并购的艺术：整合》把所有的这些可得到的专家经验以一种有意义的，一问一答的方式进行表述，这种形式不是鬼花招。每一个问题都是能胜任进行兼并活动的管理者所遇到的实际问题；每一个答案都是在对专家进行采访后进行大量研究的基础上得到的直接答案。在本书第四篇的引言中对这些专家（共50名）表示了感谢。他们的著作列在书后的专家名册表上。正是这些专家的共同努力成就了这本书——他们的贡献很大，所以我作为本书的作者，在后面的章节中将多次使用“我们”一词。

兼并后的真实经验是关键，在以下的章节中，读者会了解到专家们在实际案例中所持的观点，这些成功兼并的实际案例包括：电信业中的大西洋贝尔公司（*Bell Atlantic*）与NYNEX公司的合并；银行业中的化学银行（*Chemical Bank*）和大通曼哈顿银行（*Chase Manhattan Bank*）的合并；制药业中的格拉克瑟（*Glaxo*）和韦尔科姆（*Wellcome*）的合并等等。为了更集中地对原理而不是个人特性，当列出总裁的名字能使这些小案例更容易理解和认可时，才列出总裁们的名字。

尽管本书中的管制机构信息来源于美国，但所讨论的大多数原理可以应用于世界范围的公司。读者们会发现这些信息都是可以理解并且具有价值的。另外每一章中都包括关于跨国兼并的简要论述。

我们希望通过你的专业技能来丰富这本书将来的版本。在并购领域中追求卓越是我们共同的目标，加入我们的行列吧！如果你有本书未予解答的问题或者对我们的答案有些评论和看法，请通过电子邮件将他们发送到 arlajoux@aol.com。

亚历山德拉·里德·拉杰科斯 (*Alexandra Reed LaJoux*)

阿灵顿 弗吉尼亚

1997 年 10 月

前 言

当我的女儿，也是我的长期合作者亚历山德拉·里德·拉杰科斯（*Alexander Reed Lajoux*）第一次告诉我她正在撰写一本全面的关于兼并后整合问题的书时，我十分高兴。世界需要这样一本书。在每一次兼并之后，管理者们必须做出数以百计——事实上是数以千计——的重要决策，他们需要得到他们能够得到的一切帮助。

我认为我有资格在这个问题上发表见解，因为我对经理人员如何制定决策这个问题进行思考并撰写论著已有多多年。确切地说是 20 年前，作为《兼并与收购》的创始编辑和出版者，我提出了由三部分构成的关于“ 战略计划下的公司发展 ” 的系列文章，这些文章是以 *WOFC* (*wheel of opportunity and fit chart*) 方法为特色的。*WOFC* 基本上是指导管理团队识别本公司的优势和弱点并发掘对他们有益的收购候选者。今天，这种方法和其相类似的方法已经在许多重要公司的并购计划中得到应用。

WOFC 是关于指导经理人员如何选择合适的兼并伙伴的方法。然而计划过程还包括另一个重要部分，即将兼并后的公司融为一体。这一过程与计划过程一样需要制定决策。

团队工作

兼并后如何制定决策——即关于是否、何时、如何整合交

易活动所涉及的诸多因素以及（可能是最重要的）整合其中的多少因素的决策。进行决策的一个重要因素是信息。结合你自己的经验和知识，这本书提供了大量的信息。但是另外一个关键的因素是与他人合作制定决策的能力，特别是合作制定那些难以做出的决策。

利用团队而不是个人制定决策已被证明有若干显著的益处。团队宽广的知识基础使它在发现错误、预见问题以及利用可供使用的资源方面极具优势，此外这种“数量上的安全”并不仅仅来自知识和经验，而且还来自那些诸如猜测罐中骰子数情况下的没有经验的成员。即使假定猜测是随机的，人们没有任何信息，群体得到正确答案的平均数也要比个人高。群体越大，则答案越接近正确。

杰伊·霍尔（*Jay Hall*）做了一个关于群体决策的有趣实验，他称之为“迷失月球测试”。如果你的飞船坠落在月球的黑暗面，你计划与在距离 200 英里之外月球光亮面的母船碰头，将下面的项目按照重要性排序。

- 一盒火柴
- 压缩食品
- 50 英尺尼龙绳
- 丝绸降落伞
- 便携式太阳能暖气
- 两只 45 口径手枪
- 一盒脱脂牛奶
- 两瓶 100 磅的氧气
- 星图（月球星群）
- 自动充气救生筏
- 指南针
- 5 加仑水
- 信号弹

-
- 包括注射针头的急救箱
 - 太阳能调频发射接收装置

霍尔（Hall）发现群体得出的解决方案比个人得出的要优越许多，结论是，个体得出的解决方案很难生存，而群体得出的解决方案却很可能得以生存。该发现是霍尔通过将个体和群体的反映同国家航空航天局人士给出的权威答案进行比较得出的。例如群体往往把氧气排在前面，因为月球上没有氧，所以氧气是在月球上生存的一个重要因素。同样的原因，他们不大可能将在月球上无用的火柴排在前面。

有时一位兼并者的感觉就像在“月球的黑暗面”一样，生存是至关重要的，而其关键在于团队的决策。我完全赞同这本书所推荐的构建一个或若干个“兼并后整合团队”的做法。只要这些团队中的成员真心投入，他们必定会比任何个体都做得好。

《并购的艺术：整合》这本书本身实践了它所阐述的这种观点。通过咨询许多权威人士，作者针对那些经常被给予武断见解和存在有“这不是我们在这里做事的方法”之观念的领域提供了一个全面和平衡的解决方案。正如第九章中对工程师/企业家的咨询一样，我不是独立工作的，我与一位战略顾问，一位会计师，一位信息经理，一位合同律师和三位评估专家一起对该章内容进行了审阅和探讨。这就是团队工作！

行 动

兼并过程经常会破坏制定决策的文化。对收购活动中产生的个人和团队的精神需要予以鼓励，以敦促行动。

个人和组织通过实践来学习。在兼并过程中更是如此。众所周知，一个公司在收购方面越有经验，其公司收购活动就越

能成功。兼并后的决策也是一样。为了做出一个好的决策，经理们必须具有并且利用他们的权威从生产作业到研发设计乃至董事会建立起团队并实行团队决策。作为制定决策之团队的一部分，我从事过上述所有角色的工作，在我 50 多年的商业生涯中参加的团队那就更多了

正如我 20 年前在“ 战略计划下的公司发展 ”中所写的：

里德 (*Reed*) 关于制定决策的理论就是必须制定决策！这就像弹钢琴，敲打字机，扔铁饼一样，通过练习实践可以使自己擅长于此道。好的决策源自做决策。

当一个有志向的年轻作家询问著名作家威廉·萨罗扬 (*William Saroyan*) 开始写作的最好方式是什么时，他的回答是：第一，去买一部打字机；第二，坐下来写作。如果问这位作家怎样开始制定决策时，他的回答将是开始制定决策吧。

不要等待明天，今天就应开始你的下一个兼并应该更具价值。

斯坦利·福斯特·里德 (*Stanley Foster Reed*)

企业家

查尔斯顿学院

查尔斯顿，南卡罗来纳

致 谢

写一本好书——即使是源自他人所擅长的方面——也需要时间、精力和对手边素材的持久关注。对许多作家来说，不可避免的结果就是缺少时间、精力和对家庭的关心。因此，我首先要感谢我的丈夫伯纳德（*Bernard*），我的儿子富兰克林（*Franklin*）和家庭中所有其他成员及那些在过去一年半的时间里关心鼓励我的朋友们。

诚挚感谢艾尔文专业出版社（*Irwin Professional Publishing*）的编辑组，在该书撰写过程中，艾尔文专业出版社被合并到了麦格劳－希尔出版社（*McGraw-Hill*）。其中艾米·奥斯特（*Amy Ost*），在这本书开始写作的阶段给予我积极的鼓励。吉姆·基夫（*Jim Keefe*），在写作过程中给予了我敏锐的指导。史蒂文·希恩（*Steven Sheehan*），凯文·桑顿（*Kevin Thornton*），帕梅拉·索雷里斯（*Pamela Sourelis*）组成的三人小组在最后对本书的质量进行了把关。他们五个人带着关心和对前面工作者的尊敬整理了这本书，对此，我表示最衷心的感谢。

与麦格劳－希尔出版社（*McGraw-Hill*）的合并给本书带来了额外的收获：世界上最优秀的编辑主管约翰·莫里斯（*John Morris*），作者们梦寐以求的设计者布鲁斯·亨德里克森（*Bruce Hendrickson*），都加入了本书的工作，同时对索引编辑

者凯·库恰·施伦巴赫 (*Kay Kutscha Schlembach*) 和乔安妮·克伦德宁 (*Joanne E. Clendenen*) , 对生产主管苏珊·拉波维兹 (*Suzanne Rapcavage*) 和目光锐利的布劳略·阿格内塞 (*Broalio Agnese*) 表示感谢。我感到非常荣幸的是凯文·科米斯 (*Kevin Commins*) 担任了这本书的责任编辑。

最后, 还要对我的助手玛莉·格雷厄姆 (*Mary Graham*) 表示特别的感谢, 她利用自己的诸多才能——尤其是她对项目和资料管理所具有的独特天赋为本书努力工作。

第一部分 前 提

宏大是艺术的开端

——亨利·瓦兹沃思·朗费罗

(*Henry Wadsworth Longfellow*)

《优美诗篇》

引言与致谢

当两个公司通过兼并购或收购成为一体时，他们便进入了一个崭新的领域：并购整合的领域。同其他未知领域一样，在未涉足并购整合领域之前，看起来是令人激动而新奇的。如果并购双方规划好他们的整合过程，并遵循整合过程应有的途径，就不会迷失方向。第一部分，前提，为公司在并购整合过程中如何把握来来变化提供了指南。

第一章，基本概念与资料，讲述了基本的专业术语，回顾了关于公司兼并后经营状况的领先研究。本章的顾问是著名学者约翰·弗雷德·威斯顿 (*John Fred Weston*)，加利福尼亚大学洛杉矶分校管理研究院货币与金融市场专业的卡德纳 (*Cordner*) 教授。威斯顿博士在他的卓越生涯中对研究兼并中的财务问题倾注了大量心血，有力地驳斥了通常的观点，即认为大部分的兼并都难以体现价值。

第二章，整合之路，介绍了导致整合的战略决策制定。肯尼思·W·史密斯 (*Kenneth W. Smith*)，米切尔-麦迪逊集团公司 (*Mitchell Madison Group*) 的合伙人，加拿大多伦多默瑟管理咨询公司 (*MMC*) 的前任副总裁，为本章提供了总括

的指导，尤其是兼并后公司成长方面的指导。苏珊·赫什曼 (*Susan Hershman*)，多伦多 MMC 的主管为本章提供了详细具体的研究资料。附录 2-B，评价企业的剥离期权就是从《兼并与收购》杂志中影印的。

第三章，整合计划与沟通，阐述了如何制定和沟通并购整合计划。本章介绍的主要计划专家是乔治·A·斯坦纳 (*George A. Steiner*)，加利福尼亚大学洛杉矶分校管理研究生院名誉教授库尼 (*Kunid*)，他的计划检查清单 (连同肯尼斯·史密斯 (*Ken Smith*) 提供的几个特殊并购计划) 对于管理者实现并购后的整合非常有益。威廉·J·奥帝尔 (*William J. Altier*)，CMC 宾夕法尼亚巴金哈姆普林斯顿事务所总裁，就关于聘请外部人士参与并购计划的重要性做了评论。马克·J·费尔德曼 (*Mark J. Feldman*)，旧金山库珀斯-莱布兰会计咨询公司的合伙人与董事长 (现正在制定与普华会计咨询公司的兼并计划)，运用智慧和经验阐述了并购计划中关于职位陈述的重要性。

加博尔·加雷 (*Gabor Garai*) 和苏珊·普拉芙达 (*Susan Pravda*)，马萨诸塞州波士顿 *Epstein, Becker & Green, PC* 的合作管理伙伴，对于规范的并购协议及表述并购计划的法律方面具有敏锐的洞察力，他们为本章整体做了有价值的评论。迈克尔·J·赖利 (*Michael J. Reilly*)，纽约巴比伦哈利公司 (*Hally Enterprise*) 总裁，对于如何交流沟通并购计划提供了经验上的指导。尤金尼·罗斯曼 (*Eugene Grossman*)，纽约安斯波·格罗斯曼公司 (*Anspach Grossman Enterprise*) 的董事长，在本章最后给出了“听众/媒体沟通矩阵”。普赖斯·普里切特 (*Price Pritchett*)，达拉斯普里切特公司 (*Dallas Pritchett Associates*) 的董事长兼首席执行官，对并购后的相关事项做了评述。

第一章

基础概念和资料

联合是两个或两个以上的个体的结合。

—— 理查德·巴赫明斯特·夫勒

(*Richard Buchminster Fuller*)

《协同效应》

引 言

※※※※※

无论大公司，小公司，国营公司还是私营公司，每年都会有上千家公司通过并购的方式集聚实力，以期实现他们凭借各自的实力所无法达到的目标。但是他们会成功吗？以往的记录表明除非这些合并的公司精通美妙的并购整合艺术，否则他们未来成功的机会是很少的。

理论上讲，公司联姻会产生协同效应，也就是说，人们认为从股东价值考虑，“ $2+2>4$ ”，即合并公司的整体效益大于独立公司效益的和。卖方正是利用这一原理说服众多买方支付可观的溢价购买股票或支付依赖于销售额的收购成本。但实际上，这种所谓的追求协同效应的合并公司往往难以生存到充分发挥他们的潜能的程度。统计数据清晰地表明：除非并购双方能促使“加法因素”发生，否则他们都只会遇到失望的结局。

一些并购者注重整合资源——人力资源、财务资源或其他资源——而其他并购者则注重并购过程中的协同因素——例如技术和创新。

但是，无论整合的重点在哪里，整合两个公司的任何一方面（例如，人力资源）几乎肯定会涉及到整合这些公司的所有方面。此外，在这些公司整合为新公司并开始运营时，还必须同时考虑“第三维度”——责任因素。

本书将阐述一系列的公司合并是如何在国内及全球运作的。本章通

过介绍有关基础概念和资料，对公司是否值得进行兼并这一普遍问题的答案进行探索。

并购整合的含义



什么是并购整合？

并购整合主要是指将两个或多个公司组合为一体由共同所有者拥有的具有理论和实践意义的一门艺术。并购是指导多个公司结合的兼并或收购活动，整合是指调整公司的组成要素使其融为一体的过程。

并购整合还可运用到除公司以外的其他实体中（如非盈利组织和政府机构）以及除并购以外的其他交易中（如合资公司，战略联盟和部分收购）。本书主要涉及两个公司的标准并购行为，稍带提及其他类型的并购活动。

兼并（*merger*）后的整合是否不同于收购（*acquisition*）后的整合？

这一问题的回答取决于对兼并一词的运用。

狭义上讲，从技术的角度来说，两者没有区别。收购是指任何形式的的所有权转移，而兼并中的所有权转移是指被兼并公司丧失法人实体，成为兼并公司的一部分，或者合并各方的法人实体均消失而共同成立一个新的法人实体。收购与兼并描述的都是将两个公司合并为一体这一经济行为的本质，而不是合并后公司运营的本质。

广义上讲，从非技术的角度来说，兼并一词常用于通过整合计划实现的收购，整合计划主要包括对公司重要资源，生产流程及技术的整合。因此，举例来说，当大西洋贝尔（*Bell Atlantic Corp*）和 *NYNEX* 公司决定改变他们原先计划合并的法律结构，即从兼并改为收购时，他们仍将这一经济活动称为兼并^[1]。在本书中，我们也用兼并一词来表达这层含义。

所有的买卖双方都期望兼并后的整合吗？

答案是否定的。一些买者对公司进行收购仅仅是为了最终转售而持有它，正如人们持有股票一样。这类非追求协同效应的收购常被称为“财务收购”（与战略收购相反），因为这些收购者的惟一目的是通过将

被收购公司置于新的管理模式来从收购中获得回报。因此，他们无意将被收购公司的资源，生产流程或技术整合成自己的一部分。这些收购者是典型的（但不总是）收购资金拥有者，与其说管理不如说监控他们所收购的资源。如第二章所阐述的，这种监控行为通常借助财务结构的支持获取高额回报。

是否任何收购都能被归为财务收购或者战略收购？

不是的。任何收购行为，其选择都会受到交易行为的逻辑性和收购公司文化的限制。如果收购公司与被收购公司之间能发生协同效应而创造价值，那么就应通过战略整合实现公司价值增值。如果重组财务结构可以充分发挥公司潜能，那么，就应采用财务收购。但不是每个收购公司都适合采用财务收购的。一个财务收购公司——无论杠杆收购，控股公司，合伙企业——必须具有一定的财务能力支撑才可能取得收购成功。建立这样一种财务能力支撑同建立战略能力支撑一样需要进行大量的工作。另外，财务收购通常还需要较低的资金成本。

财务能力支撑与战略能力支撑有哪些区别？

财务能力支撑将每个被收购公司视为独立的经济实体。在这一能力支撑下，以 *KKR (Kohlberg Kravis & Roberts)* 的收购公司为例，收购公司通过在短期内对被收购公司加强监管，实行自上而下的管理战略以增加其价值。财务收购可有多种形式，虽然被收购公司可能与收购公司的核心业务相关联，但是它们并不需要被整合为收购公司的一部分，并参与生产运作以创造高额投资回报，这一问题将在第二章中予以论述。

相反，战略能力支撑则将每一被收购公司视为收购公司的新成员。在这一能力支撑下，以通用电气公司为例，被收购公司通过与收购公司的生产流程进行整合而增加收购公司的价值。战略收购（通常指出于上述原因进行的兼并）所涉及的通常为相同或相关行业间的公司并购。在相同行业内实行兼并可以降低成本（通过减少劳动力）或增加收入（通过增加顾客群）。

收购公司收购其他行业领域的结果如何？可以采用战略收购吗？

答案是肯定的。他们可以采用战略收购，但是这种收购行为难以得到华尔街的认可。行业不相关的公司合并后往往处于一种混合状态而使公司的运营陷入困境。近年来这种鲜为人知的困境最终促成了公司分立

解体。例如，达尔公司（*Dial Corp*）最终分立为两个公司，一个公司生产消费品，另一个公司提供服务，以图走出这种困境^[2]。（关于公司分立的详细论述参见第二章）

考虑到行业和技术不断变化，我们如何界定一个公司究竟是处于收购公司核心领域的“内部”还是“外部”？

事实上，我们无法界定。这种界定是一个程度问题。我们可以认为，当公司增长呈线性趋势时，公司的战略性发展有 3 个方向，水平方向，垂直方向和斜线方向（*diagonal*）具体的并购案例描述如下。

一个公司的扩张可采取以下途径：

- 水平并购，即公司在目前的地域内或新的地域收购某一竞争对手，如商业银行业的兼并有博特曼一班克银行/国家银行（*Boatmen's Bancshares/NationsBank*），保险业的兼并有阿克萨公司/巴黎联合保险公司（*Group Axa/Union des Assurances de Paris*），以及在电信业方面有英国电信公司/GTE/世界网站公司对 MCI 兼并的竞标（*British Telecommunications/GTE/Worldcom*）。

- 垂直并购，即收购供应商或顾客——例如在娱乐业，迪斯尼公司（*Walt Disney*）与大都会公司/美国 ABC 广播公司（*Capital Cities/ABC*）之间的兼并；在制药业，1996 年伊瓦克斯公司（*Ivax Corp*）与伯根-布伦斯韦格公司（*Bergen Brunswig*）的兼并（两对供应商/分销商）。

- 斜向混合并购，即收购与本行业没有直接关系的其他行业的公司，例如，一项新产品或服务流程可利用现有的销售渠道进行市场化，如 1985 年发生的具有代表性的混合并购案例，雷诺兹工业公司（*R. J. Reynolds Industries*）与纳比斯克食品公司（*Nabisco Brands*）的兼并，将烟草和食品进行混合销售，还有近年来 1996 年耐用电池公司（*Duracell*）和吉列公司（*Gillette*）的兼并，将电池置于装满其他消费品的售货架上一同销售。在服务领域，例如 HFS 收购 PHH——这项兼并发生在两个提供不同消费服务的公司之间，公司兼并后融合得像两块匹配完美的拼图一样成长良好^[3]。有时混合并购涉及到产品开发，而不仅仅是销售，如 1996 年发生在 *Interfilm* 与 *RhoMed* 之间的兼并，前者是总部设在纽约的影视游戏制造商，后者是一个总部设在圣塔弗（*SantaFe*）的进行核医学成像及研究的公司。

需要注意的是水平并购与垂直并购都是在工业和政府部门得到认可的艺术术语，而斜向混合并购还不是认可的艺术术语，这种并购通常被偏见地称为混合并购，但是根据斜线与水平和垂直之间的几何关系，采用斜向混合并购可以更贴切地表达关联性不强的并购活动。

需要强调的是，上述每一术语所表述的仅是目前并购行为的一种倾向，而不是一成不变的分类。竞争者不可能完全雷同，供销关系也并非一成不变，因此，所有的并购行为即使已被政府管理机构归类为水平并购或垂直并购也都存在混合并购的趋势，因为他们都涉及新的市场或领域。

兼并成功的可能性多大？大多数的并购公司都以失败告终是真的吗？

问题的答案取决于对失败的定义。在过去的 30 年里，很多学者发表了大量论文，研究兼并后公司的财务绩效，但几乎没有人定义失败，或者相反，以同样的方式定义成功。

当失败被定义为极端情况，如将失败定义为破产清算时，失败率是很低的，在 20% 以下，当失败被定义为未能实现既定的财务目标时，如净利润或权益资本回报的显著提高，失败率是很高的，高达 80%。

即使以这些方式衡量失败，研究结果也是不一致的。事实上，由麻省理工学院（*Massachusetts Institute of Technology*）的保罗·希利（*Paul Healy*）在一份与他人合著的研究报告（如表 1-4 所示）中提到，当以公司的资产营运能力和长期的现金流量衡量时，兼并公司比其同行显得更好些。默瑟管理咨询公司（*Mercer Management Consulting*）的研究（参见第二章）认为，当以投资回报率衡量时，通过规模增长赢利（无论是通过兼并或公司内部发展）比通过规模缩减赢利更为成功。

并购方面的经验可以帮助公司克服业绩平庸的劣势吗？

经验的帮助是巨大的。这是 1995 年默瑟管理咨询公司（*MMC*）/商业周刊通过研究比较相对经验丰富的收购公司（平均每年发生 6 次以上收购交易）和经验相对不足的收购公司（平均每年发生 1~5 次收购交易）后得出的重要结论。占有收购公司不足 1/4（24%）的有经验的收购公司，在收购后的 3 年时间里其股东总回报率远高于同行的竞争公司，比经验不足的收购公司强许多。在经营规模小的公司中，有经验的收购公司的投资回报率比同行平均水平高出 72%。在经营规模大的

公司中，经验不足的收购公司中仅有略微超过半数（55%）的公司的投资回报率高于同行平均水平。（有关 MMC 的其它研究详见附表 1-A）

有经验的收购公司的典型案例有哪些？

衡量经验的最佳方式是时间。最有经验的收购公司年复一年地收购一个或多个小公司。表 1-1 列示了 1994~1996 年期间的 10 家最活跃的收购公司。该表是《兼并与收购》杂志根据 3 年内所有并购交易统计出来的。显然，这 10 家公司都具有丰富的公司并购整合经验——不仅在合并两个公司方面，而且在合并诸多公司方面。

表 1-1 1994~1996 年期间最活跃的 10 家美国收购公司的并购交易数量
(按 3 年总并购数量排名)

| | 1994 | 1995 | 1996 | 三年合计 |
|---|------|------|------|------|
| 艾尔科标准公司 (Alco Standard) | 44 | 44 | 8 | 96 |
| 捷运公司 (Corporate Express) | 1 | 9 | 69 | 79 |
| 通用电气 (General Electric) | 27 | 25 | 20 | 72 |
| 美国办公用品公司 (U. S. Office Products) | 0 | 5 | 52 | 57 |
| 航空煤油公司 (Airtgas) | 11 | 15 | 24 | 50 |
| 哥伦比亚/HCA 医疗保健公司 (Columbia/HCA Healthcare) | 9 | 18 | 8 | 35 |
| 通用汽车 (General Motors) | 14 | 18 | 0 | 32 |
| 国际商用机器公司 (IBM) | 6 | 12 | 10 | 28 |
| 西北公司 (Norwest) | 2 | 23 | 1 | 26 |
| 弗利兹公司 (Fritz Cos) | 10 | 13 | 1 | 24 |

注释：表中总数包括并购的外国企业

资料来源：《兼并与收购》杂志年鉴，费城，宾夕法尼亚：1995 年 5 月/6 月（1994 年数据），1996 年 3 月/4 月（1995 年数据），1997 年 3 月/4 月（1996 年数据）

读者可能注意到一些主要的收购公司——国内的或国外的——在这里未列入。原因的解释也极为简单。《兼并与收购》杂志所提供的“最活跃”的收购公司是根据并购交易中（包括美国公司之间的并购，美国公司收购外国公司，外国公司收购美国公司）交易价值在 500 万美元以上的并购交易统计排名的。换言之，最活跃的收购公司排名中所涉及的收购交易既不包括非美国公司参与的收购交易^[4]，也不包括交易金额在 500 万美元以下的收购交易。一个典型的例子就是共和工业公司 (Republic Industries)，该公司声称 1996 年度进行了 50 次收购交易，但是符合上述统计条件的收购交易只有 3 个（其余的交易额太少而未予计列^[5]）。

决策影响因素



除了经验之外，其他影响公司并购后经营业绩的关键因素有哪些？

从 20 世纪 60 年代至今的一些领先研究表明有许多因素影响公司并购后的经营绩效。大多数的研究是针对消极因素，也就是说，他们识别导致消极结果的消极因素。例如，1965 年约翰·比约克斯坦（Johan Bjorksten）博士的一项著名研究表明，拙劣的技术评估可能导致被收购资产或部门的最终剥离或清算（如表 1-4 所示）。然而，该研究的另一方面表明良好的技术评估可以有助于促成兼并后的成功。

人们应当关注的不是并购公司中导致失败的因素，而是促其成功的因素，并且对于任何一个并购公司来说，其所具备的因素都可能促使其成功。在对并购后公司经营失败的研究基础上，我们可以容易地归纳总结出—张促使公司并购后成功经营的积极因素表（如表 1-2 所示），列举归纳从技术到整合速度等一系列关键的成功因素。

表 1-2 促进公司并购后经营成功因素表

- 收购公司对收购交易是否有其独到之处，从而使其他与之竞争的收购公司无法将收购价格升至太高？
- 兼并购或收购是否与公司多角化发展战略及其他重要的方面相适应？
- 收购公司是否对被收购公司的经营业务进行准确的预测？例如，如果合适的话，收购公司是否评估了被收购公司的技术？
- 收购公司能否应付一定目标规模的收购？
- 并购双方之间能否产生良好的经营协同效应和市场协同效应？
- 新的母公司是否承诺与被收购公司共享资本、市场和技术？
- 并购后是否有提高公司资产营运能力的计划？
- 并购双方的企业文化能否互相融合？
- 并购双方是否对新合并公司的长远规划具有共识？
- 这一长远规划是否现实？
- 新合并公司能否获得优势互补？
- 高层管理人员的个人利益能否服从于并购后新公司的共同利益？
- 并购公司双方是否具有有效的沟通交流计划与措施以使整合过程顺利进行？
- 收购公司是否致力于快速整合以实施新公司的发展蓝图。

资料来源 本表是依据对近 30 年来并购公司的调查研究（概括表 1-3 和表 1-4）总结得出的。

表 1-2 将“快速整合”列为一项重要的成功因素，专家们所说的“快速”意指什么？

一个规模庞大而复杂的兼并需花费相当的时间来实现完全整合——大通曼哈顿银行和化学银行的兼并与整合共花了 3 年时间（如附表 4-A 所示）。但是，就整合的基本要点而言，整合进程必须进展得更快。库珀斯-莱布兰会计咨询公司设计了一个名为加速转变的整合计划，该计划所设定的完成全部整合过程的时间为 100 天。

有什么可以证明快速整合优于慢速整合？

1996 年威廉·M·默瑟（*William M. Mercer*）的报酬咨询公司通过对 100 名人力资源部经理的调查发现，兼并后的整合速度与一些衡量方式的改进有着很强的相关性。这些衡量方式涉及技术进步、对雇员的承诺和留用。调查将快速定义为“比常规的营运速度快”。

另外，快速整合优于慢速整合的原因是显而易见的。收购公司等待被收购公司价值增值的时间越长——假设通过一定形式的整合实现增值——其支付给被收购公司的溢价就越显得昂贵。麦肯锡公司（*Mckinsey & Company*）在 10 年前对 116 项并购交易（见附录 1-A）的调查研究中总结出了这一观点。作为该项研究报告的一部分，麦肯锡公司列举了如下假想案例。假如一个收购公司以年利率 13% 进行贷款用以支付 6 万美元的收购溢价。被收购公司的经济价值为 2 亿美元，那么，该公司第一年仅需要 6000 万美元的增量现金流来补偿收购溢价，而在第三年，则需要 8700 万美元，这 2700 万美元就是未能迅速完成并购整合的代价。

国际环境因素



跨国并购公司在兼并后整合过程中面临的一般问题有哪些？

同任何跨国经营业务一样，跨国兼并后的整合过程同样面临诸多差异，包括语言、法律、会计处理、技术和文化等差异。这些并购整合过程中的差异将在各相关章节的最后部分有简要阐述。

国际环境因素对美国收购公司的重要性如何？跨国并购交易是否很少发生？

根据新泽西纽瓦克证券数据公司（*Securities Data Corporation of*

Newark) 的记录, 跨国并购是非常普遍的。在过去的 10 年里 在所公布的美国公司兼并中, 大约每 4 个中就有 1 个涉及到外国公司—— 或者作为收购者或者作为被收购者。无论兼并水平是高还是低, 这一点都是真实的。

与国外公司并购的动力是否真的取决于货币的购买力?

令人惊讶的是, 答案是否定的。作为收购之用的现金流在国内范围还是在国际范围内的转移并不是如理论上所言的与货币的购买力相关。就理论而言, 当一国货币升值时, 如美元在 80 年代中期的表现, 该货币持有者(美国公司)应当更有可能在国外进行直接投资。反之, 当该货币贬值时, 如美元在 90 年代中期的表现, 该货币持有者应当更希望吸引强势货币国家公司的直接投资, 但是近 20 年来的事实并不支持上述强势货币 / 强势购买者的理论。

首先, 从百分比的角度看, 1986~1995 年, 美国公司收购外国公司所占并购总交易的比重从 5% 上升到 15%。相反, 外国公司收购美国公司所占并购总交易的比重则由 14% 下降至 9%。

现在来看 10 年期间的总交易额, 这将更具说服力。在 1986 年, 美国公司与外国公司进行了价值为 35 亿美元的 126 项并购交易—— 而在 1995 年则完成了价值为 530 亿美元的 870 项并购活动。国外投资的增长则没有如此迅猛。1986 年, 外国公司收购了价值为 311 亿美元的 356 个美国公司, 而在 1995 年则收购了价值为 502 亿美元的 549 个公司。

尽管美元相对于其他货币出现了贬值^[7], 但上述变化显示了美国公司在国内外的并购活动仍在与日俱增^[6]。因此很显然, 在过去的几年里, 美元贬值并未影响美国公司对外国公司的并购。部分原因是由于美国公司利用美元贬值在出口领域获取利得, 他们的出口年收入足以使得他们追求全球性的外部扩张。

跨国兼并的交易额是多少? 对这些交易进行兼并后整合的重要性如何?

根据联合国贸易与发展委员会 (*United Nations Conference on Trade and Development*) 的统计, 1996 年美国公司的跨国收购交易的交易额为 2750 亿美元 在国外的直接投资连续 5 年持续增长。许多并购交易都是战略性并购而不是财务性并购, 收购公司希望通过战略性并购加强他们的核心能力^[8], 实现这一目标显然需要进行大刀阔斧的并购后的整合。