

第 13 课

主课文译文

合并和兼并：昔日大肆并购，今朝无奈抛售¹

很多公司在九十年代靠并购出尽风头，如今则麻烦缠身

在投机盛行的 20 世纪 90 年代，世界通讯公司的伯纳特·J·艾伯和泰科国际公司的 L·丹尼斯·科兹罗夫斯基，成了追求增长的新一代总裁中的英雄。这一新生代不同于其他的首席执行官，仅仅把并购视为公司核心业务的补充，恰恰相反，他们把并购交易本身视为基石，视为维持公司迅猛扩张的基础。股票价格的上涨，在其他总裁看来，只是他们辛苦努力的优厚回报，而对于像艾伯与科兹罗夫斯基这类公司领导者而言，保持公司股票的高价位在他们的经营策略中是至关重要的，因为股票高价位才能使他们获得资金来维持并购狂潮。

当然，现在很多在 90 年代名噪一时的并购巨头已经碰了一鼻子灰。利用并购做花帐¹和大肆投机，在过去十年推动了经济增长，但现在突然遭到了华尔街的冷落，因此，像世通、泰科和康赛科等并购弄潮儿已经遭到投资者的唾弃。根据桥水合伙公司的统计，在过去四年中并购最凶的 20 家公司，其中不乏像思科，美国电报电话公司、甚至还有通用电气这样的知名公司，正在受到华尔街的惩罚。截止到 2 月 4 日，他们的股票指数从 2002 年初开始平均下跌了 15 个百分点，而其他的列入标准普尔 500 家股票指数的公司，股指只降了 5%。

不惜债台高筑而大肆并购的公司，原以为快速扩张永远不会减慢，在安然公司东窗事发后，面对缓慢的增长的经济，日子越发难熬。华尔街再也不会对靠并购扩张起来而又债务累累公司熟视无睹，而是要仔细审查他们的会计报表，其原因是：收益和现金流量突然变小，大大出于并购公司的意料，使得很多公司穷于应付还本付息。桥水公司注意到，在并购金额最大的公司中间，那些靠大肆举债来支持并购的，到 2 月 4 日为止股指下跌超过 20%。

股票价格一落千丈，显然反映了华尔街极度担心，怕这个时代的并购大腕，其收益增长并没有对外宣称的那样高，且也可肯定这样地高增长无法不长久维持下去。

现在投资者注重“收益质量”，他们提出了疑问，怀疑是不是财务上的猫腻才使象泰科国际有限公司之辈，通过一而再、再而三的收购，得以夸大他们的收益。“通过收购来扩张的游戏已经结束，”布莱恩公司负责兼后融合工作的萨姆·罗佛特说，“许多这类公司现在要整合。”

经历了长达十年的破记录的兼并活动后，象泰科、世界通讯和安然这样弄潮儿突然倒闭，确实给已经受经济衰退和股市下跌降夹击而萧条的并购活动当头一盆冷水。摩根斯坦利添惠公司的战略研究家 JP 昆兰指出，“安然事件的深远影响是打击了人们的并购愿望。”他指出，今年一月份公布的 180 亿美元的并购总额是自 1995 年以来的最低水平。投资银行家说，当今要完成一笔并购交易，收购公司必须多付现金少举债，不学安然做花帐。

¹ Aggressive accounting 在词典中找不到现成的解释，但在文章中多次出现，且略有变化。从上下文来看，词义应该是做假账的委婉语。如果直言了当，说别人做假账，恐怕会招徕不必要的麻烦。翻译时也采用委婉说法，假账不是假账，而是花账、虚账。

如果说九十年代是用并购来推动增长的年代，许多专家认为，在下一个十年人们看待增长的观念将是 180 度大转弯，又回到了老传统。收购下来的公司如不能盈利就得出售，而把主要精力集中于他们最熟悉的业务，靠内在的增长。正如 JP 摩根公司负责购并的专家道格拉斯·L·布隆斯丹所说：“由于公司纷纷把精力集中到他们具有全球领先地位的市场，这个十年是回归历史。”

这已经开始了。一月下旬，默沙东公司宣布，它要让自己麾下的健保处方药管理部门梅得科分拆独立，把重心放在药品研发上。二月十一日杜邦公司也宣布，它计划出售或公开上市其麾下的价值达 65 亿美元的纺织品和内装修材料业务。

但对于很多乐于冒险而作并购交易的公司来说，前景颇为暗淡。他们所面临的最好结局是缓慢增长，最坏的结局则是为了偿还巨大的债务及利息不得不眼巴巴看着自己一手创建的帝国分崩离析。甚至在那一度红火的硅谷，如思科系统公司，光缆公司 JDSU，和软件公司 ariba 等，曾几何时，它们用自己的高的离谱的股票作筹码²，通过收购扩大规模，现在却发现他们再也不能利用兼并的办法来轻而易举地扩张了。

一个非常典型的例子就是第一商业软件公司。它从事 B2B 商业软件，曾经利用它一路飙升的股票（在 2000 年初，每股价格曾一度突破 140 美元大关）可轻易出售变现，买下了 5 家公司，使自己的营业额一跃而接近 4 亿美元。现在它的股价每股狂跌至不足两美元，公司主席兼首席执行官麦克 B 豪夫曼承认，廉价扩张的时代已经一去不返了。他说：“我们过去的做法是，尽可能地扩张公司，扩张，再扩张，攫取市场份额，现在变了。”他叹道，“现在越来越像是过去的、历史性的增长了。”

但是对于另外一些公司来说，他们也面临重重压力。首当其冲是那些在一帆风顺时挥霍无度的公司。由于他们的扩张慢下来了，因而还本付息的重负，压得他们喘不过气来。总部设在亚特兰大的佐治亚-太平洋公司集团，前几年拆巨资 170 亿美元收购了其他几家纸浆厂和造纸厂，偏偏在许多核心市场大幅度下挫之时，又面临如何偿还 120 亿美元债务的问题，弄得焦头烂额。佐治亚-太平洋公司执行官坚持说公司没有面临头寸紧张的局面，但分析家们认为，佐治亚-太平洋公司很可能不得不靠出卖一些资产来履行偿还贷款的合同。

对于其他公司来说，问题则出在收购的公司未能带来应有的效益，康赛科就是其中之一。康赛科总部设在印第安那波利斯，从事金融服务。当时的首席执行官—吉伯特 C 史帝芬在 20 世纪 90 年代曾经一口气购下了几十家公司。其中最大一宗收购是 1998 年以 76 亿美元的高价买下绿树金融公司，但却未能给公司产生任何效益。现在康赛科穷于应付债务。考虑到康赛科的越来越糟糕的现金状况，所罗门史密斯白尼的分析家·克林·戴文认为，“要他们如期偿还 2002 年底到期的 11 亿美金的债务，确实是勉为其难了。”

早前康赛科公司的高层显然并不同意这一观点。他们坚持说已经采取了积极有效的措施以减少债务，他们还说，公司计划通过卖掉部分保险业务及其他资产的办法，再筹集 7.5 亿美元的资金。该公司已经在二级市场以 30% 的折扣回购了 2.26 亿美元的债券。“流动资金不是问题，”康赛科目前的首席执行官加利·C·文德特说。但康赛科已经卖掉了 16 亿美元的资产——而账面上还有 60 亿美元的债务——有些投资者与股票分析师担心，文德特最终会卖完

² 股票不是货币，就像筹码不是货币一样。但是在特定的场合下，两者确实都能当作货币使用。...

所有的东西，没什么东西可卖。德威恩指出“它们资产几乎所剩无几了。”

究竟有多少公司还会像泰科、世通及康赛科那样惨重落马，或如此迅速落马，现在断言还为时过早。但随着 20 世纪 90 年代的痴迷于并购交易的企业英豪们纷纷淡出历史舞台，毫无疑问，他们那些倍受指摘的商业模式，也会随之而去。为并购而并购易，从此不再，至少近期内如此。