

并购里的“游戏”

以博弈论角度看“凯雷—太保”并购案，能为人们提供一种全新的视角，去理解和研究并购问题，亦能使参与者在谈判的起点就能对谈判的结果做出一定的预测

文 / 黄文平

黄文平，浙江财经学院经济系副教授，硕士生导师，中山大学岭南学院世界经济专业博士生。师从著名经济学家王则柯教授，研究领域为法与经济学、政府规制以及公共政策分析

2005年12月19日，美国凯雷集团（Carlyle Group，以下简称凯雷）携其战略投资伙伴、美国保德信金融集团（Prudential Financial）以四亿美元的资金注入，获得中国太平洋保险（集团）股份有限公司旗下的子公司中国太平洋人寿保险公司（以下简称太保人寿）24.975%的太保寿险股份，迄今保持中国最大一笔外资股权投资的纪录。

两年后，再来探究凯雷-太保并购案背后的逻辑推演和策略互动，仍对中国企业的并购决策和行为实施具有现实意义。而从博弈（论）的角度对并购行为进行分析，可以为参与者和分析者们提供一个全新的观察、理解和研究问题的范式。

双方的博弈路径

凯雷-太保案中，美国凯雷集团和太保人寿是博弈参与者。太保人寿率先行动，寻找并选择战略投资者；凯雷在获得太保人寿的信息后与太保人寿方面接触，继而采取行动。由此，并购博弈拉开帷幕，具体博弈进程如右页图所示。

为简便起见，本文的博弈模型设计为完全信息的动态博弈，不考虑信息不对称，参与人以某个概率选择策略的复杂情形。

图中每个括号内的第一个数字（这里以字母表示）代表太保人寿所获得的得益，第二个数字代表凯雷所获得的得益。树枝状的分叉，代表博弈的参与者选择各自策略时博弈的路径。在博弈论中，求解动态博弈的均衡，使用的是逆向归纳法。

所谓逆向归纳法，是指从博弈结束前最后一个参与者的策略选择倒推，逐步向前，直到最初博弈开始时参与人的选择。

博弈过程

在凯雷-太保并购博弈里，最后一层的选择是：太保人寿将独立上市，还是由太保集团整体上市？

当太保人寿选择集团“整体上市”的策略时，凯雷面临两种选择，是否把自己在太保人寿的股份转换为集团公司的股份。由于选择转换为“集团公司股份”，可以为凯雷提供退出通道，因此对凯雷而言，显然有 $K5 > K4$ 。

如此，当太保人寿选择集团整体上市的策略时，其应该能够预见到凯雷会选择“可转换为集团公司的股份”策略，从而太保人寿的得益为 $T5$ 。

而当太保人寿选择“独立上市”的策略时，凯雷有“接受”和“拒绝”两种策略选择。如果凯雷选择拒绝，谈判破裂，博弈结束，双方各自得到零的得益。如果凯雷选择接受，双方各自得到 $T3$ 和 $K3$ 的得益。

在本案例中的实际情况是 $K3 > 0$ ，凯雷的理性选择是接受。如此，结合此次收购的具体情形（及合理预测），太保人寿选择“集团整体上市”而导致凯雷选择“可转换为集团股份”从而获得 $T5$ 的得益，不少于它选择“独立上市”、凯雷选择接受而获得 $T3$ 的得益，即 $T5 \geq T3$ 。所以，当凯雷确定选择“一次性注资”后，太保人寿会选择整体上市，而凯雷选择为“可转换为在太保集团的股份”。

从实际并购过程看，太保人寿没有选择独立上市，这意味着 $T5 \geq T3$ 。

本文的博弈模型，没有考虑博弈双方信息不对称的情形。现实中，太保人寿并不完全清楚凯雷的决策概率，凯雷也是如此。

也就是说，太保人寿需要估计选择独立上市时，凯雷选择接受的概率（ ρ ）或拒绝的概率（ $1-\rho$ ）。太保人寿就要在 $T5$ 与 $\rho \times T3$ 间比较。给定 ρ 的水平，即使 $T5 < T3$ ，但只要满足 $T5 \geq \rho \times T3$ ， $K5 \geq \rho \times K3$ ，太保人寿就会坚持整体上市，而凯雷也不会拒绝太保人寿的分案，双方妥 D 。这一推理正是实际并购过程中的情节。下面的情形与此类似。

前推一层，现在轮到凯雷面临“一次注资”还是“多次注资”的选择了。如果凯雷选择多次注资，太保人寿接受，双方分别获得 $K2$ 和 $T2$ 的得益。倘若太保人寿拒绝，谈判破裂，双方都只得零的得益。

从太保人寿的角度看，只要 $T2 > 0$ ，太保人寿一定会选择接受。凯雷能预见到这一选择，所以凯雷的策略选择将取决于 $K2$ 和 $K5$ 大小的比较。当 $K5 \geq K2$ 时，凯雷就会选择一次性注资；当 $K5 < K2$ 时，凯雷就会选择多次注资。

现在，再往前推一层，又轮到太保人寿做策略选择了：是合资但不上市，还是合资并且上市？

如果太保人寿选择前者，凯雷选择接受，就得 $K1$ 的收益；否则，凯雷只得零的得益。只要 $K1 > 0$ ，凯雷就会选择接受。因此，当太保人寿选择合资但不上市的策略时，其会预见到凯雷的这一选择。而如果太保人寿选择“合资且上市”，凯雷将会选择一次性注资；随后，太保人寿将选择整体上市，凯雷则将选择可转换为在太保集团的股份博弈的演进路径，即如图中粗线条所示。太保人寿将得到 $T5$ 的得益。两者比较，只要 $T5 \geq T1$ 时，太保人寿就会选择合资并且上市的策略。

纳什均衡与参与者的预测

分析至此，我们就得到了凯雷-太保并购博弈的“纳什均衡”。所谓纳什均衡，直观地说就是一种“僵局”，博弈参与者没有哪一方有动力主动偏离自己的策略选择，从而达成的一种稳定的结局。每一方的策略，都是在给定对手策略选择下的最优反应。

在凯雷-太保并购博弈里，双方达成的均衡，就是太保人寿选择合资本体上市，凯雷选择一次注资及可转换为在太保集团的股份，双方各自获得 $T5$ 和 $K5$ 的得益。

通过对上述案例的分析，不难体会到并购参与者在谈判过程中策略的技巧性运用。太保人寿和凯雷的策略选择是相互制动的，且双方都对对方的选择有预见能力，双方也都知道对方能够预见自己的策略选择。

当然，从理论上讲，把“你知道我知道”的链条不断延伸，要求人们具有完全的信息和理性，这显然是不现实的。

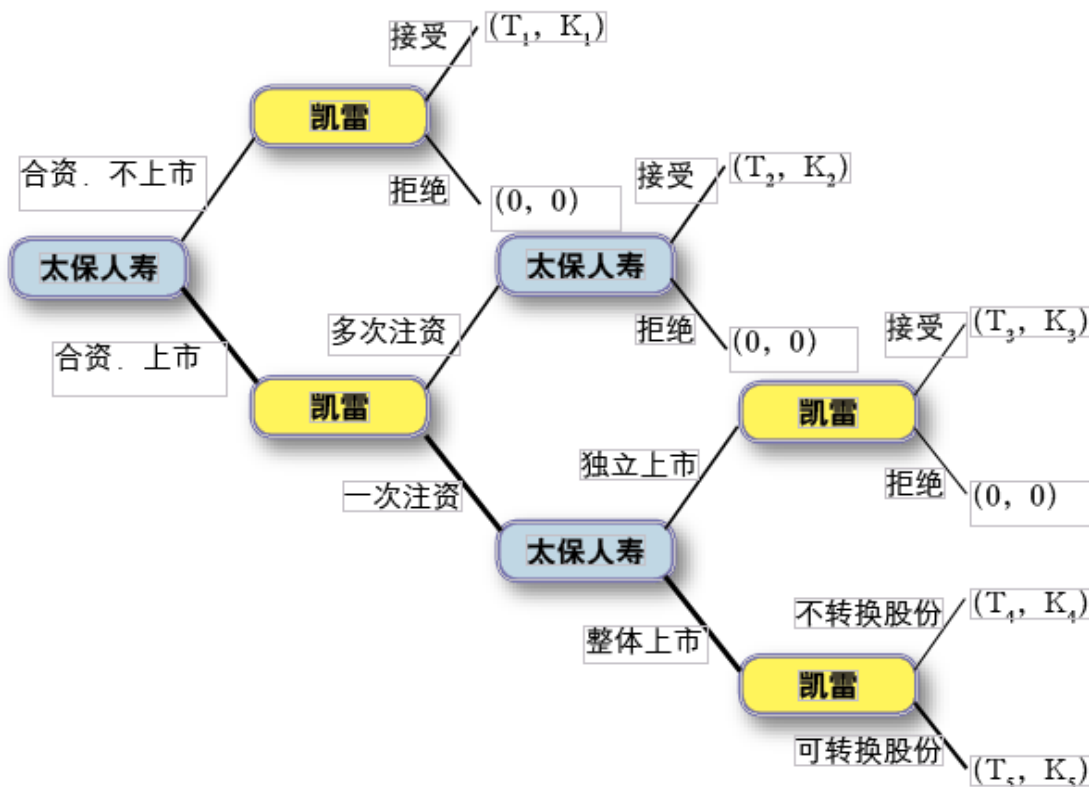
必须指出，对于历经四年波折的凯雷-太保并购案，笔者的博弈分析是对并购双方讨价还价具体过程的一个高度简化。凯雷-太保的成功联姻，共同的利益只是双方在激烈的讨价

还价过程中维持谈判不至于破裂的一个重要因素（否则，就很难理解太保人寿与澳大利亚安保集团的合资失败）。这场联姻中更为关键的因素是，各方在谈判过程中所展现出的灵活应变、礼尚往来的高超技巧，使得各自的策略选择能够达到一个纳什均衡，最终实现了成功并购。

推而广之，对于任何并购的参与者及其背后的财务顾问、法律顾问来说，在已经掌握相应的信息及已经进行相应的成本-收益预测的前提下，可以从博弈分析的角度，在起点上即预测出并购谈判的大致走向。

至于并购中所涉及的各种变数：交易对手、交易标的、交易方式等的选择与设计，则既是信息不完全、不对称和不确定性所带来的必然结果，同时也为各方提供了在谈判中充分角力的空间。

凯雷 - 太保并购博弈示意图



版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。