

金融学译丛

FINANCE

兼并、收购和公司重组

(第六版)

Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings
(Sixth Edition)

帕特里克·A. 高根 (Patrick A. Gaughan) / 著

顾苏秦 李朝晖 / 译

 中国人民大学出版社



WILEY

金融学译丛

FINANCE

兼并、收购和公司重组 (第六版)

Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings (Sixth Edition)

帕特里克·A. 高根 (Patrick A. Gaughan) / 著

顾苏秦 李朝晖 / 译

中国人民大学出版社

· 北京 ·



图书在版编目(CIP)数据

兼并、收购和公司重组：第六版/ () 帕特里克·A. 高根著；顾苏秦，李朝晖译。—北京：中国人民大学出版社，2017.5

(金融学译丛)

ISBN 978-7-300-24231-6

I. ①兼… II. ①帕… ②顾… ③李… III. ①公司-企业合并-研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 039644 号

金融学译丛

兼并、收购和公司重组 (第六版)

帕特里克·A. 高根 著

顾苏秦 李朝晖 译

Jianbing Shougou he Gongsì Chongzu

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)

010-62511770 (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 涿州市星河印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

版 次 2017 年 5 月第 1 版

印 张 34.5 插页 1

印 次 2017 年 5 月第 1 次印刷

字 数 807 000

定 价 79.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



出版说明

作为世界经济的重要组成部分，金融在经济发展中扮演着越来越重要的角色。为了加速中国金融市场与国际金融市场的顺利接轨，帮助中国金融界相关人士更好、更快地了解西方金融学的最新动态，寻求建立并完善中国金融体系的新思路，促进具有中国特色的现代金融体系的建立，中国人民大学出版社精心策划了这套“金融学译丛”，该套译丛旨在把西方，尤其是美国等金融体系相对完善的国家最权威、最具代表性的金融学著作，被实践证明最有效的金融理论和实用操作方法介绍给中国的广大读者。

该套丛书主要包括以下三个方面：

(1) 理论方法。重在介绍金融学的基础知识和基本理论，帮助读者更好地认识和了解金融业，奠定从事深层次学习、研究等的基础。

(2) 实务案例。突出金融理论在实践中的应用，重在通过实务案例以及案例讲解等，帮助广大读者将金融学理论的学习与金融学方法的应用结合起来，更加全面地掌握现代金融知识，学会在实际决策中应用具体理论，培养宏观政策分析和进行实务操作的能力。

(3) 学术前沿。重在反映金融学科的最新发展方向，便于广大金融领域的研究人员在系统掌握金融学基础理论的同时，了解金融学科的学术前沿问题和发展现状，帮助中国金融学界更好地认清世界金融的发展趋势和发展前景。

我们衷心地希望这套译丛的推出能够如我们所愿，为中国的金融体系建设和改革贡献出一份力量。

中国人民大学出版社



前 言

过去 20 年来，兼并和收购领域经历了巨大的变化。20 世纪 90 年代见证了第五次并购浪潮——一次真正遍及全球范围的并购浪潮。在短暂的衰退间歇之后，并购浪潮再度掀起，全球性的巨型并购在企业界屡屡发生。但是次贷危机和大衰退打乱了这一潮流。在经济恢复缓慢的时候，并购活动的恢复也比较缓慢。但是到了 2013 年和 2014 年，并购活动开始强劲反弹。

过去 25 年来，我们发现并购浪潮持续的时间越来越长，发生的频率越来越快，历次浪潮之间的时间间隔也在不断缩短。这些趋势与并购活动已经迅速遍布现代世界的事实相结合，我们可以看到并购逐渐成为公司财务和公司战略领域越来越重要的一个组成部分。

随着并购活动的发展，我们看到以前交易中运用的许多方法如今仍然在使用，同时新的方法不断出现并发挥作用。这些新方法既考虑了以前方法的不当之处，也考虑了当前经济和金融环境中出现的新状况。人们希望这些新方法可以使未来的并购活动比以前的更加健康、更加富有效益。尽管交易者声称这些是他们追求的目标，但是随着交易数量的迅速增加，他们很可能会半途而废，并购失误也会开始产生，如果不及时加以指出，那么我们就没有尽到应尽的职责。事实上，和许多其他金融领域一样，从过去的失误中吸取教训是有挑战的。学习到的教训常常很短暂。第四次并购浪潮的失败是如此显著，以至于公司决策者们高声宣称他们再也不会从事这类愚蠢的交易了。但是没有什么能像股票市场的繁荣一样，让人们忘记过去的教训，再度投入股市价值上升的狂欢中。

本书注重实效性。我们采用的写作方式是想让本书既适用于商学院学生，也适用于业界人士。本书主要侧重于公司财务领域的知识，但由于并购活动具有很明显的多学科特性，书中也会介绍法律和经济学方面的知识。书中会把金融从业者的实践技能和学术界的研究整合在一起。此外，我们还会专门用一章来介绍公司的价值评估问题，包括未上市公

公司的价值评估。公司的价值评估是一个很重要的课题，而传统的金融类图书常常忽略了这部分。大部分的金融学著作可以被划分成两个阵营：实务派和学院派。毫无疑问，这两个方面的著作都为并购领域的发展作出了巨大的贡献。本书力求将各方面的成就整合成一个综合的框架体系。

并购活动的增加促进了该领域学术研究的发展。事实上，并购领域的研究比其他公司财务领域的研究更多。本书力求综合一些重要的、相关的学术研究，并以直接、实用的方式介绍它们的研究成果。由于这一领域的研究数量众多，我们只能介绍一些比较重要的研究成果。诸如反收购策略的股东财富效应等问题对投资者有重要意义，投资者关心公司的防御行为会如何影响他们的投资价值。这是一个很好的例子，可以说明学术研究如何发挥重要的实践效用，并为重要的政策问题提供借鉴。遗憾的是，公司决策者没有充分注意到并购领域存在的大量实用的、高质量的研究。本书的一个贡献是我们想通过这本书，让并购领域的实用性研究更容易为人们所了解、掌握和运用。我们还希望从业者可以通过本书来学习以前决策者进行的并购交易的影响。

在书中我们回避了一些与并购活动的实际处理不太相关的理论研究。然而，某些理论研究，比如代理理论，有助于解释经理人进行管理层收购的一些动因。投资组合方面的理论有助于解释垃圾债券投资者通过分散化投资可以获得的风险减少的收益。书中会介绍这些比较具有理论性的探讨，以及其他一些问题，因为它们与并购活动的实际运作高度相关。并购活动的迅速发展要求我们不断进行更新。在本书每一版出版前，我们都会尽量增加最新的发展情况。我们衷心希望读者能够在并购的世界里享受快乐，获取财富。

帕特里克·A. 高根 (Patrick A. Gaughan)



译者序

兼并、收购和公司重组是企业界长久以来的热门话题。并购重组带给企业的命运有可能是创建、扩张、收缩或终结。从宏观层面来看，并购重组是对经济中存量资源的重新配置，并以此促进生产发展；从微观层面来看，并购重组是企业经营成功的契机。合理的并购重组战略可以使业绩良好的企业更上一层楼，也可以使陷入经营困境的企业起死回生，当然，失策的并购重组战略会把企业经营拖入泥淖。我们需要从经营实践中总结历史经验教训，同时用归纳出来的理论和规范指导实践，从而使企业经营更加富有效率，促进经济发展更加健康持久。

《兼并、收购和公司重组》一书是美国商学院在这一领域广为流行的教材。作者帕特里克·A·高根是美国学术界并购重组领域的权威教授，同时他也在实务界从事了大量的咨询工作。本书对并购重组领域的各种问题进行了广泛而深刻的探讨，涵盖了并购重组的发展历史、经济解释、法律法规、财务管理、公司治理和税务处理等各方面的内容，既有对学术研究的深入总结，也有对实务操作的全面指导。本书在详细阐述并购理论的同时，提供了大量富有针对性的案例研究供读者参考，这些成功或失败的经典案例可以从实战第一线给我们带来启示。书中介绍的很多新颖的并购方法和工具值得国内企业界学习与借鉴，同时书中介绍的国外成熟的法律规范和操作流程也值得我们学习与借鉴。综合性、前沿性、实用性是本书最大的特点。

成书的过程离不开译者和编辑的辛勤努力，英文书第六版在之前版本的基础上进行了大量的更新增添，第六版译文在第四版译文的基础上翻译而成。第六版的校对翻译工作如下：顾苏秦校译第1~4章，董嵘嵘校译第5~10章，葛凡瑞校译第11~14章，孙晔校译第15、16章。特别感谢本书第四版的译者：李朝晖、何杨、嵇绍军和顾苏秦。由于译者的学识和时间所限，翻译中难免存在错误和不足之处，恳请读者批评指正。

译者

目 录

第一部分 背景知识

第 1 章 并购绪论	3
最近的并购趋势	3
定义	13
交易估价	14
并购的类型	14
并购对价	15
并购的专业人员	16
并购套利	19
杠杆收购和私募股权市场	20
公司重组	20
并购谈判	21
并购协议	28
并购的审批程序	28
交易结束	30
简单形式的并购	30
股权冻结和少数股东的应对策略	30
买壳上市	31
控股公司	34

第 2 章 并购的历史	36
并购浪潮	36
什么引起了并购浪潮?	37
第一次并购浪潮: 1897—1904 年	37
第二次并购浪潮: 1916—1929 年	42
20 世纪 40 年代	43
第三次并购浪潮: 1965—1969 年	43
20 世纪 70 年代引导潮流的并购	49
第四次并购浪潮: 1984—1989 年	54
第五次并购浪潮	58
第六次并购浪潮	64
第 3 章 并购的法律体系	66
兼并、收购和股权收购的监管法律	67
美国其他特定的收购法规	77
与收购相关的国际证券法	78
美国的州公司法和法律原则	85
美国州立反收购法	87
对内幕交易的监管	94
反托拉斯法	96
衡量集中度和定义市场份额	101
欧洲的竞争政策	104
第 4 章 并购的战略	107
企业成长	107
协同效应	116
经营协同效应	118
经营多元化	126
集中度提高的类型	131
通过资产出售提高公司价值	132
多元化企业价值贴水的解释	132
多元化公司还是集中经营的公司能进行更好的收购?	135
其他经济动机	136
收购中的自负假说	145
管理层的动机会驱动并购吗?	147
其他动机	151

第二部分 敌意收购

第 5 章 反收购的措施	159
管理者堦壕假说与股东权益假说	160

目标董事会的抗拒权利：美国和世界其他地区的对比	161
预防性反收购措施	161
改变公司的法人注册地	181
主动性反收购措施	182
反收购传递的信息	209
第 6 章 收购的策略	212
初步的收购措施	213
股权收购	219
股权收购与公开市场购买相比的优势	232
代理权竞争	237
第 7 章 作为激进型投资者的对冲基金	248
激进型基金成长的宏观经济基础	250
对冲基金作为收购方	258

第三部分 私有化交易和杠杆收购

第 8 章 私有化交易和杠杆收购	267
术语	267
杠杆收购的历史演进	268
管理层收购	276
管理层收购中的利益冲突	278
美国法院对于杠杆收购冲突的立场	279
杠杆收购的融资	286
股东从杠杆收购中获得的收益	293
股东从部门收购中获得的收益	294
财富转移效应的实证研究	298
对债权人的保护	298
收购的行业内影响	299
第 9 章 私募股权市场	300
私募股权和杠杆收购业务的历史	300
私募股权市场	301
私募股权投资的二级市场	317
第 10 章 垃圾债券和杠杆贷款市场以及合订融资	318
垃圾债券市场的历史	318
杠杆贷款市场	327
合订融资	330

第四部分 公司重组

第 11 章 公司重组	335
剥离	337
剥离与分立的程序	347
市场流动性与剥离决定	348
往返财富效应	348
出售交易的财富效应	349
管理层持股和出售的收益	351
激进型投资者与出售	352
分立的股东财富效应：美国与欧洲的对比	358
股权切离	362
自愿清算或主动破产	367
追踪股票	368
挂牌有限合伙企业和出售	370
第 12 章 破产重组	372
经营失败的种类	372
经营失败的原因	374
破产趋势	378
美国的破产法	381
重组与清算	383
重组程序	383
第 11 章破产对债务人的好处	389
预先打包破产	392
非破产自愿协议	395
公司的控制权和违约	402
清算	403
对发生危机公司证券的投资	404
第 13 章 公司治理	408
公司结构与治理	408
金色降落伞	416
CEO 的遣散费	419
超额金色降落伞和遣散费的改革	419
管理层薪酬、兼并和接管	420
CEO 薪酬与权力	421
更能控制代理成本的董事会薪酬特征	423
董事会的作用	424

对董事的监管标准	432
反收购措施与董事会特征	432
惩罚性收购、公司业绩、CEO 和董事会	435
并购战略与公司治理	436
CEO 薪酬与并购项目	436
董事会向发起并购交易的 CEO 提供报酬吗?	436
CEO 薪酬与多元化战略	437
代理成本与多元化战略	438
董事的利益与并购交易	438
管理层薪酬与公司规模	440
公司的控制权决策与股东财富效应	440
良好的公司治理能提升公司价值吗?	441
公司治理与竞争	442
高管薪酬与并购后业绩	442
对等并购与公司治理	443
第 14 章 合资企业和战略联盟	450
合同协议	450
战略联盟、合资企业和并购之间的比较	451
合资企业	451
战略联盟	455
第 15 章 公司估值	462
价值评估方法：科学还是艺术?	464
作为一种反收购策略的价值管理	464
价值评估的方法	464
市场如何确定贴现率	473
对目标公司股权的估值	484
股票的变现能力	484
收购和控制权溢价	487
以股换股交易的价值评估	491
股东财富效应和支付方式	491
换股比率	496
固定股票数量与固定股票价值	502
并购谈判和股票交易：哈利伯顿公司和贝克休斯公司	503
跨国收购和以股换股交易	503
目标公司理想的财务特征	503

第 16 章 税收问题	511
并购的财务会计	511
应税交易与免税交易	512
以股换股交易的税收影响	514
资产税基的提高	515
税收法规的改变	516
税收在并购决策中的作用	517
税收在出售方法选择中的作用	518
组织形式与并购溢价	519
资本结构和参与并购的倾向	519
杠杆与交易结构	520
税收是管理层收购中的价值来源	520
其他税收问题	521
词汇表	524



第一部分

背景知识

第 1 章 并购绪论

最近的并购趋势

经过 2001 年的短暂间歇之后，并购活动于 21 世纪初又重新加快了步伐。规模空前的第五次并购浪潮随着 2001 年美国及其他地区的经济衰退而结束，这一时期的并购交易数量超过以往任何时候。第五次并购浪潮兴起于 20 世纪 90 年代，紧紧跟随在规模同样空前的第四次并购浪潮之后，但是两者具有明显不同的特征。第五次并购浪潮是名副其实的全球化并购浪潮，除美国之外，欧洲和亚洲并购交易的规模都有一定程度的扩大，而第四次并购浪潮主要发生在美国。当第四次并购浪潮由于 1990—1991 年的经济衰退而结束时，很多人认为要经过相当长的时间才会产生规模相似的新一轮并购高潮。然而，在经历了非常短暂的衰退和最初的缓慢恢复后，经济从 1993 年开始快速发展，到 1994 年全球进入了又一个规模空前的并购时期。在第五次并购浪潮中，大量的巨型并购和跨境并购在美国企业以及非美国企业之间发生，并购规模的空前庞大使 20 世纪 80 年代第四次浪潮中发生的并购活动相形逊色。

图 1—1 显示了欧洲和美国这两个地区的并购数量在 2003 年开始上升，至 2006—2007 年达到与第五次并购浪潮中的峰顶相当的水平。类似的趋势在欧洲很明显。并购交易量很大，大型并购交易也并不罕见（见表 1—1 和表 1—2）。但是到 2008 年，全球衰退和次贷危机的影响开始加剧。2008 年 1 月开始的美国经济衰退导致潜在的收购者放弃了他们以收购为主的扩张计划。那些继续进行所提议并购交易的竞标者发现他们的融资渠道急剧减少。许多已经与目标公司达成协议的竞标者力求重新对交易进行谈判，甚至完全退出交易。并购交易被取消的频率不断提高。

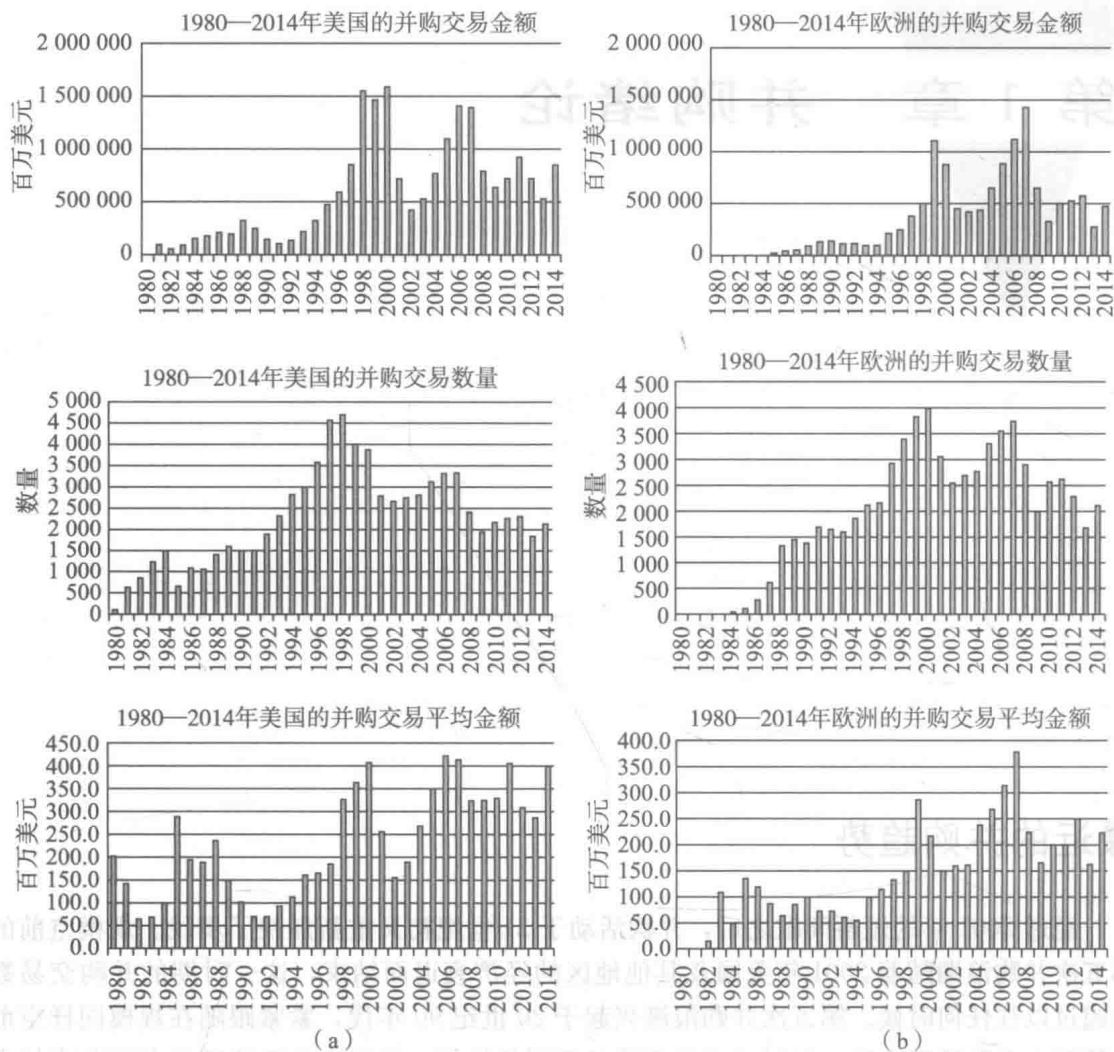


图 1—1 1980—2014 年的并购交易：(a) 美国，(b) 欧洲

注：交易平均金额=交易金额/交易数量。

资料来源：Thomson Financial Securities Data, March 6, 2015.

全球大部分地区的并购交易数量基本上都追随美国和欧洲的趋势。举例来说，澳大利亚的并购交易数量在 2003 年开始增加，但是在 2008 年和 2009 年下降，原因与美国和欧洲相同。中国内地和中国香港的情况有所不同。这些经济体中的并购交易金额历来大大低于美国和欧洲，但是一直稳定增长，甚至包括 2008 年，只有在 2009 年才有显著的下降。中国经济以两位数的速度增长了很多年，现在经济总量超过美国经济总量的一半（尽管以购买力平价计算，双方经济总量近似相等）。中国内地的并购活动受到很多监管限制，因此交易数量无法达到在管制比较宽松的环境中应有的水平。即使当前经济正在步入更加自由化的市场经济，中国的监管当局仍然采取措施管制特定的行业和公司。因此在亚洲，较大的并购交易通常发生在中国香港（表 1—3）。