

本书曾获得美国出版商协会授予的

年度最佳图书奖

(原书第3版)

兼并、收购 与公司重组

(Third Edition)

Mergers, Acquisitions, and Corporate
Restructurings

(美) 帕特里克 A. 高根 (Patrick A. Gaughan) 著
朱宝宪 吴亚君 译



机械工业出版社
China Machine Press



兼并、收购与公司重组

Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings

在这次最新修订的第3版中，帕特里克 A. 高根从新的视角出发，对美国和其他国家并购艺术的最新发展趋势进行了研究。作者将历史与现行的并购法律制度相结合，深入浅出地解释了并购的策略与机制，并且说明了如何处理公司重组过程中的各种复杂问题。作为一本实用的综合性参考书，本书几乎关注公司现今运用的所有重组类型。从并购到剥离与合资，从杠杆收购到资本结构调整。新版列入了并购领域的最新研究成果和最近发生的案例，高根不仅从金融的角度出发分析和解释了这些交易，还考虑了经济、法律、税收和监管等其他因素。他以专业性和国际性的眼光分析并购的动机，并且提供了实施或防御敌意收购最好的攻防策略。他从管理层和股东的不同角度解释这些方法，从财富变化的角度强调不同的策略对于股东的影响。本书为精明的公司经理们提供了全面的指导。

ISBN 7-111-14831-2



9 787111 148319

总策划：韩焱 (投稿热线：010-88379007)
执行策划：石会敏
质量总监：邓瑞华
营销总监：张渝涓
封面设计：吴刚

北京市西城区百万庄南街1号 100037
购书热线：(010)68995261
总编信箱：chiefeditor@hzbook.com
营销中心信箱：marketing@hzbook.com

华章网站 <http://www.hzbook.com>

www.china-pub.com

ISBN 7-111-14831-2/F · 2237
定价：56.00 元

Mergers, Acquisitions, and Corporate

Restructurings

(Third Edition)

(原书第3版)

兼并、收购 与公司重组

(美) 帕特里克 A. 高根 (Patrick A. Gaughan) 著

朱宝宪 吴亚君 译



机械工业出版社
China Machine Press

本书曾获得美国出版商协会授予的年度最佳图书奖。在这次最新修订的第3版中,帕特里克 A. 高根从新的视角出发,对并购艺术的最新发展趋势进行了研究,深入浅出地解释了并购的策略与机制,并且说明了如何处理公司重组过程中的各种复杂问题。

作为一本实用的综合性参考书,本书几乎关注公司现今运用的所有重组类型。从并购到剥离与合资,从杠杆收购到资本结构调整等内容。新版列入了并购领域的最新研究成果和最近发生的案例,不仅从金融的角度出发分析和解释了这些交易,还考虑了经济、法律、税收和监管等其他因素。作者以专业性和国际性的眼光分析并购的动机,并且提供了实施或防御敌意收购最好的攻防策略,并从管理层和股东的不同角度出发解释这些方法,从财富变化的角度强调不同的策略对于股东的影响。

最新的第3版也重新检验了重组对于新一代公司的价值,并且深入介绍了评估上市公司和私人持有公司时所使用的方法。此外,书中所附简单易懂的图表对于阅读非常有帮助。

本书适于EMBA学生、相关专业学科的本科、研究生学习使用,同时也为精明的公司经理们提供了全面的指导。

Patrick A. Gaughan. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Third Edition.

Copyright © 2002 by John Wiley & Sons, Inc.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2004 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons, Inc.授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可,不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有,侵权必究。

本书版权登记号: 图字: 01-2002-5534

图书在版编目(CIP)数据

兼并、收购与公司重组(原书第3版)/(美)高根(Gaughan, P. A.)著;朱宝宪,吴亚君译.-北京:机械工业出版社,2004.10

书名原文: Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings

ISBN 7-111-14831-2

I. 兼… II. ①高… ②朱… ③吴… III. 企业合并 IV. F271

中国版本图书馆CIP数据核字(2004)第069470号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑:李玲 版式设计:刘永青

北京昌平奔腾印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2004年10月第1版第1次印刷

787 mm × 1092 mm 1/16 · 25印张

定价: 56.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

本社购书热线:(010) 68326294

投稿热线:(010) 88379007

译者序

并购的英文是Mergers & Acquisitions, 讲英语的人士常常会把它简称作M&A。根据英文的字面意思可以将其翻译为兼并与收购, 即并购。兼并是指两个以上的企业或公司通过法定程序归并成为一个企业或公司的法律行为, 严格地说, 它有新设兼并和吸收兼并两种形式。前者为有关的两个公司合为一个公司, 原公司的注册被注销, 各自原有的独立法人地位消失, 合并后的新公司重新进行注册, 出现一个新的法人, 其实质是平等的结合; 后者也是两个公司合为一个公司, 但一方为吸收方, 一方为被吸收方, 合并后吸收方独立法人地位不变, 被吸收方的注册被注销, 其独立法人地位消失, 其形式有以大吃小、以强吃弱、以快吃慢, 有时也有以小吃大的情况, 但其实质是“吃”。而收购的含义是指收购方获得被购公司的控股权。

并购从本质上说是一项微观的决策, 即是企业的决策, 是企业在考虑自身发展战略时做出的一项决策。因此, 一般地说, 对于企业或公司为什么要并购, 其并购的目的是什么这样的问题我们可以极其扼要地回答是为了获得更好的经济效益, 赚更多的钱! 我们几乎还没有看到一个反例, 没有看到一起并购案最终目的不是为了获得更好的经济效益, 不是为了获得更多的收入。当然, 这不是说所有的并购案或多数并购案都获得了很好的效益。

对于企业或公司来说, 并购的具体目的实际上是多种多样的。在英文的并购书籍中常常将并购的具体目的归纳为三类: 一是通过实现规模效应以降低成本获得效益的并购; 一是通过扩大市场份额以增加效益的并购; 一是实现多元化经营, 迅速进入新领域以获得收益的并购。这样的归纳应该说是十分经典的, 但是, 对我们来说, 也是不充分的。因为, 考虑到中国的并购现状(中国第一起上市公司的并购发生在1993年, 从1997年起中国上市公司的并购走上了快车道, 截止到2003年中国已发生771起上市公司的并购), 可以看到除此之外并购的目的还有买壳上市(实际上这大概占了中国并购案的最大比率), 还有债务重组, 还有调整经济结构, 还有希望大型国企做大做强, 最好能进入世界500强。为什么在中国一些很宏观的目的(譬如, 经济结构调整和国企做大做强)会成为公司并购的目的, 很简单, 因为在中国多数上市公司的控股股东是各

级政府，它们的思考和意志常常就是国企的思考和意志。

公司并购是一项涉及多学科的实务。并购的决策首先是一个企业战略问题，并购后公司的重组整合会涉及公司的人力资源管理和市场营销的管理等内容，因此，它与管理学有关；并购在微观上会涉及公司的治理结构问题，在宏观上有助于经济结构的调整，因此，它与经济学有关；实际的并购会很依赖会计、法律和税务的专业知识，因此，它与会计、法律和税务等专业有关。但是，更多的并购研究和教材是从公司财务和金融学的角度研究分析公司的，因为，并购核心的问题是公司价值的估计和交易安排的金融创新。公司并购也是一门新兴的工商管理教育方面的课程，是一门以公司财务和金融学为核心，涉及管理、经济学、会计、法律、税务等学科的工商管理课程。作为一门新兴的课程，教材建设十分重要，引进国外优秀教材，在学习、借鉴的基础上，积累经验，结合中国的并购实际和并购环境的实际，最终开发出符合国际学术规范又联系中国实际情况的教材是一项十分有意义的工作，我们翻译的美国费尔利迪金森大学（Fairleigh Dickinson University）商学院教授帕特里克 A.高根（Patrick A. Gaughan）所著的《兼并、收购与公司重组》（第3版）就是一本很适合作为并购教材的优秀著作。

《兼并、收购与公司重组》（第3版）有三个很重要的特点。首先是内容广泛，几乎有关公司并购的所有内容它都有专章论述，不仅讨论了并购的法律框架与问题、并购战略与策略、要约收购与反收购、上市公司与非上市公司的并购估值、杠杆收购与融资、并购的会计与税收等问题，还有专章研究五次并购浪潮的历史、杠杆收购中垃圾债券、员工持股计划、公司重组、公司破产重组等内容。

第二，书中包括了大量的案例，作者在各章的论述中都引用了具体的案例作进一步证明。这些案例篇幅很短，有的只有半页，与通常我们使用的哈佛案例不同，那些案例动辄就是十几页、几十页。从这个意义上说，虽然它也叫做“Case Study”，充其量只是案例提要。但这些案例提要很多都是美国并购史上重要的案例，譬如包括美国联合化学公司的并购经历，美国第一次敌意并购：国际镍业公司敌意收购ESB公司，联合技术公司收购奥蒂电梯公司等。除了专门的案例提要外，它在相关的章节中还介绍了美国大量的并购实例。

第三，本书具有很强的理论性和学术性，在书中关于并购方方面面的论述中，凡较理论化的内容或有理论意义的案例分析后都对相关的理论研究情况作了很详细的介绍，既包括有关的学者、文献及文献的内容，也包括对文献的整体综述和评论，这十分有助于读者对公司并购的学习和研究。

应该指出，美国有关公司并购的教材是很少的，2003年笔者曾在美国MIT斯隆管理学院进修公司并购课程，在该合作项目的支持下，笔者通过美国著名书店巴诺（Barnes & Noble）的网站找到并购且买了多种并购图书，但仍是专著和手册型的居多，这也许与美国商学院在进行并购课程的教学中以案例讨论为主的做法有关。因此，本书更显得弥足珍贵。

在本书的翻译过程中，我的学生吴亚君出力最多，她组织史丹丹、张涵和王小龙等同学作了初译，在此基础上笔者进行了审读，根据审读意见，吴亚君又进行了修改，在此基础上笔者

又进行了修改并最后定稿。在本书的翻译和修改过程中，华章公司的几位编辑都给予了很多帮助和谅解，在此谨致谢意。由于时间和水平有限，书稿一定还有不尽人意的地方，欢迎读者批评指正。

朱宝宪

2004年8月15日

于北京兰旗营

译者简介

朱宝宪，男，1954年12月出生于浙江省绍兴市。1978年10月~1982年7月就读于北京经济学院经济学系，获学士学位；1983年9月~1985年12月就读于北京大学经济学系，获硕士学位；现为清华大学经管学院国际金融与贸易系教授。曾先后赴香港中文大学管理学院进修金融市场课程，赴美国道琼斯公司研究股票指数的编制，赴美国麻省理工学院斯隆管理学院进修投资学与公司并购课程和参加美国哈佛大学商学院的案例讨论班。主要的教学和研究领域集中在公司并购、金融市场和投资学方面。多年来写作并翻译了多种著作和译作，比较主要的有主编《中国并购评论》（一）（二）（三）（四）（五）（六），清华大学出版社，2003~2004年版；著《投资学》，清华大学出版社，2002年版；著《金融市场》，辽宁教育出版社，2001年版；著《当代金融市场》，中国统计出版社，1995年版；著《西方经济学习题集》，清华大学出版社，1995年版；译《国际经济学》（第8版），清华大学出版社，2004年版；译《投资学》（第5版），机械工业出版社，2002年版；译《工商管理词典》，辽宁教育出版社，2000年版；译《投资学》（第4版），机械工业出版社，2000年版；译《投资学题库与题解》，机械工业出版社，2000年版；译《微观经济理论》，中国经济出版社，1999年版；译《道琼斯教你投资理财》，花城出版社，1998年版；译《国际经济学》（第5版），清华大学出版社，1998年版；译《亚洲在衰落？》，机械工业出版社，1998年版。另在《经济研究》《金融研究》《管理世界》《经济学动态》《清华大学学报》等杂志上发表学术论文数十篇。

作者简介

帕特里克 A. 高根 (Patrick A. Gaughan) 是经济模型研究协会主席，美国费尔利迪金森大学 (Fairleigh Dickinson University) 商学院经济学和金融学教授，在并购和其他经济金融领域有很多著作和文章。他积极投身于并购的商业评估实务和其他相关应用，多年从事并购的研究生教学工作，是多家《财富》500强企业的顾问。

前言

并购领域继续经历着快速增长，破纪录的大型并购变得相当平常。大型并购曾经主要发生在美国，而在当前的第五次并购浪潮中却是世界范围的。从20世纪90年代开始一直到21世纪初，规模最大的并购交易中有一些就发生在欧洲。历史上规模最大的并购交易是一家德国公司被一家英国公司敌意收购，这一事实更加强调了这一点。

当第四次并购浪潮随着1990~1991年的经济衰退而结束的时候，似乎要经过相当长的一段时期我们才可以看到与20世纪80年代类似的新一轮并购高潮。不过，事情并不是这样。经过短暂的间歇，一轮新的世界范围内的并购浪潮发生了。这些并购交易部分是由于经济扩张的结果。企业认为，在经济扩张时期，并购是最快的成长途径。

经济增长并不是世界范围内发生大量并购交易的惟一原因，欧洲的管制放松和欧洲经济一体化的发展也是原因之一。其他国家比如加拿大和澳大利亚的并购事件也大幅增多。亚洲的情况则不同。由于亚洲经济持续疲软，企业重组和缩减更为普遍，在高度管制的经济结构中长期处在政府保护下的日本和韩国企业不得不考虑破产或其他形式的重组来走出困境。

与20世纪80年代相比，第五次并购浪潮中的并购交易更看重其战略意义。以获得即时收益为目的的并购不再普遍，90年代的交易更多的集中在战略意义上。

在美国，许多处于不同行业的公司的合并导致市场垄断程度增加。但是，尽管竞争者减少，许多并购者却并没有扩大市场影响力。相反，它们更多的是寻求通过规模经济降低成本，以及扩大市场机会。虽然在20世纪90年代中期曾经十分流行，到21世纪初，人们已经不再推崇这类交易。

许多在以前的并购交易中使用的方法仍然奏效，另外还出现一些有效的新规则，这些新的规则考虑了目前的经济和财务条件，并且吸取了以前的经验教训。希望这些新的规则能够使第五次并购浪潮中的并购交易更加合理，更加有利可图。

本书注重实效，我试图用一种对于商学院学生和实际从业者都有帮助的方法编写本书。由于并购是跨学科的，因此，除了最重要的公司财务部分，本书还介绍了法律和经济学的相关内容。金融从业者的实际技能与金融学术研究紧密地联系在一起。例

如，本书有三章内容是关于企业估价的，包括对于私人持有公司的估价，这一重要内容常常被传统的财务书籍所忽视。许多财务方面的文献通常被分为两个阵营：实战派和学术派。很明显，这两个阵营对于并购领域的发展都做出了很大的贡献。本书试图把这些贡献融入到一个综合的框架中。

并购活动的增加使得这方面的学术研究也不断增加。本书试图综合一些重要的相关研究，并且用直接而贴近实际的方式将其列出。由于这方面的研究数量众多，我们只关注相对重要的研究成果。有些问题对于投资者来说意义重大，例如反收购防御策略对股东财富的影响问题，投资者关心企业的防御措施将对投资的价值带来怎样的影响。这是学术研究对实践做出重要贡献的一个很好的例子，解释了一些重大的决策问题。

本书不包含那些与并购实际问题关系不大的理论研究。但是，某些理论分析却对分析实际问题有用，如代理理论可以帮助解释管理层实施管理层收购的动机；资产组合理论可以帮助解释垃圾债券持有者通过分散持股而减少风险的行为。由于这些理论和实际的并购领域关系紧密，本书也对这些理论进行了介绍。并购领域迅速发展变化的性质要求不断地更新，本书尽可能地包含了出版日期之前在并购领域发生的最新进展。希望读者能够喜欢本书并从中受益。

帕特里克 A. 高根

目 录

译者序	
译者简介	
作者简介	
前言	

第一部分

并购的背景知识

第1章 绪论	3
1.1 定义	5
1.2 交易估价	6
1.3 并购类型	6
1.4 并购动因	6
1.5 并购融资方式	6
1.6 并购专家	7
1.7 杠杆收购	8
1.8 公司重组	8
1.9 并购谈判	9
1.10 并购审批程序	9
1.11 简易并购	10
1.12 股票冻结和少数持股者的应对措施	10
1.13 购买资产与购买股票的比较	11
1.14 卖方的债务	11

1.15 资产收购的优势	11
1.16 资产出售	11
1.17 买壳上市	11
1.18 控股公司	12
1.19 合资	13
1.20 战略联盟	13
参考文献	14
注释	14

第2章 并购史	15
2.1 第一次并购浪潮, 1897~1904年	15
2.2 第二次并购浪潮, 1916~1929年	18
2.3 20世纪40年代	19
2.4 第三次并购浪潮, 1965~1969年	20
2.5 20世纪70年代的并购创新	24
2.6 第四次并购浪潮, 1981~1989年	27
2.7 第五次并购浪潮	31
小结	33
参考文献	33
注释	34

第3章 法律体系	36
3.1 概述	36
3.2 与兼并、收购和股权收购相关的法律	36
3.3 证券交易法	36
3.4 业务判断准则	51

3.5 反托拉斯法	53
3.6 美国在第五次并购浪潮时的 反托拉斯执法行动	58
3.7 衡量集中度和定义市场份额	59
3.8 欧洲的竞争政策	61
3.9 州立反托拉斯法	61
3.10 对内部交易的监管	65
3.11 公司披露并购谈判内容的义务	66
小结	67
参考文献	68
注释	69
第4章 并购战略	71
4.1 发展	71
4.2 协同效应	72
4.3 多元化	78
4.4 经济动机	85
4.5 收购中的“虚荣”假设	91
4.6 其他动机	93
4.7 税务动机	95
小结	99
参考文献	100
注释	102

第二部分

敌意收购

第5章 反收购的措施	107
5.1 管理壁垒假说和股东权益假说	107
5.2 预防性的反收购措施	108
5.3 改变法人的注册地	122
5.4 主动的反收购措施	122
5.5 反收购信息	142
小结	143
参考文献	144
注释	147

第6章 并购策略	151
6.1 初步收购步骤	152
6.2 股权收购	155
6.3 公开市场认购和街道清扫	164
6.4 股权收购与公开市场认购的优势 比较	165
6.5 代理权之争	166
6.6 美国自由选举协会的任务	171
6.7 代理权之争和股权收购的结合	175
6.8 20世纪90年代的代理权之争和 收购	175
小结	177
参考文献	177
注释	179

第三部分

杠杆交易

第7章 杠杆收购	185
7.1 杠杆收购的历史趋势	185
7.2 上市公司的成本	187
7.3 管理层收购	188
7.4 杠杆收购程序	189
7.5 为杠杆收购融资	191
7.6 非担保杠杆收购公司的资本结构	194
7.7 杠杆收购融资的来源	194
7.8 杠杆收购基金	195
7.9 杠杆收购企业	195
7.10 杠杆收购对象财务分析	196
7.11 杠杆收购给股东带来的回报	197
7.12 部门收购给股东带来的回报	197
7.13 杠杆收购的效率收益	197
7.14 反向杠杆收购	198
7.15 管理层收购中利益的冲突	199
7.16 财富转移效应的实证研究	202

7.17 对债权人的保护	202	9.8 员工持股计划中股票投入的估价	240
小结	205	9.9 员工持股计划的避税条件	240
参考文献	205	9.10 员工持股计划的看跌期权	240
注释	208	9.11 股利支付	240
第8章 垃圾债券	211	9.12 员工持股计划与股票的公开 发售	240
8.1 历史	211	9.13 员工持股计划与员工风险	241
8.2 投资银行与垃圾债券融资	213	9.14 员工持股计划与证券法	242
8.3 垃圾债券市场的演变成长	215	9.15 LESOP的税务收益	242
8.4 债券评级系统	218	9.16 员工持股计划对资产负债表的 影响	242
8.5 失败的收购项目与债券评级	221	9.17 LESOP的缺陷	243
8.6 Z分数和Zeta 分析: 债券信用等级 之外的另一种信用评估方式	222	9.18 员工持股计划与公司绩效	243
8.7 垃圾债券研究	222	9.19 员工持股计划作为反收购 策略	245
8.8 1980~1994年的垃圾债券 回报率	228	9.20 员工持股计划与股东财富	245
8.9 分散化垃圾债券投资	228	9.21 员工持股计划与杠杆收购	246
8.10 垃圾债券投资组合的风险	229	小结	247
8.11 银行贷款融资与垃圾债券 融资	230	参考文献	248
8.12 垃圾债券与“绿票讹诈”	230	注释	249
8.13 影响垃圾债券融资的监管 规定	231		
小结	232	第四部分	
参考文献	233	公司重组	
注释	234		
第9章 员工持股计划	237	第10章 公司重组	253
9.1 员工持股计划的历史发展	237	10.1 剥离	254
9.2 计划种类	238	10.2 剥离与分立的程序	258
9.3 员工持股计划的特点	238	10.3 出售交易的财富效应	262
9.4 杠杆员工持股计划与非杠杆员工 持股计划	239	10.4 股权出售	267
9.5 员工持股计划在公司财务领域的 应用	239	10.5 自愿清算(或主动破产)	269
9.6 员工持股计划股份的投票权	239	10.6 追踪股票	269
9.7 员工持股计划与现金流	240	10.7 挂牌有限合伙企业	270
		小结	271
		参考文献	272
		注释	273

第11章 破产重组	276
11.1 企业经营失败的种类	276
11.2 经营失败的原因	277
11.3 破产趋势	278
11.4 破产法律	281
11.5 重组与清算	281
11.6 第11章重组程序	281
11.7 第11章破产对债务人的好处	284
11.8 公司规模与第11章破产的好处	284
11.9 预先打包破产	285
11.10 非破产自愿协议	286
11.11 公司控制权和违约	288
11.12 清算	288
11.13 对危机公司证券进行投资	290
小结	293
参考文献	293
注释	294

第五部分

并购估价

第12章 财务分析	299
12.1 敌意收购与善意收购: 财务数据的获得	299
12.2 资产负债表	300
12.3 收益表	303
12.4 现金流量表	304
12.5 财务报表分析与计算机软件	305
12.6 财务比率分析	306
小结	315
参考文献	315
注释	316

第13章 公众持股公司的估价	317
13.1 估价方法: 科学还是艺术	318
13.2 一种反收购防御策略: 管理	

价值	318
13.3 股票估价方法	318
13.4 股票的变现能力	321
13.5 定义收益指标	322
13.6 预测方法	325
13.7 财务估价方法	328
13.8 优先股资本成本	331
13.9 普通股资本成本	331
13.10 市场如何确定折现率	331
13.11 控股贴水	332
13.12 股票兑换交易估价	337
13.13 交换比率	339
13.14 固定股票数量与固定股票价值	343
13.15 跨国收购与股票兑换交易	343
13.16 价值基准	344
13.17 理想的收购对象的财务特征	344
小结	345
参考文献	346
注释	348

第14章 私人持有公司的估价	351
14.1 公众持股公司估价与私人持有公司估价的差异	351
14.2 报告收入的差异	352
14.3 重塑收益表: 调整流程举例	353
14.4 最常用的估价方法	355
小结	366
参考文献	367
注释	368

第15章 税务问题	370
15.1 财务会计	370
15.2 应纳税交易与免税交易	371
15.3 股票对换交易的税收影响	372
15.4 逐步提高资产税基	373

15.5 税收法律的变化.....374	小结377
15.6 税务在并购决策中的角色.....374	参考文献378
15.7 税务为管理层收购带来价值.....376	注释379
15.8 其他税务问题.....377	词汇表380

