

Mc
Graw
Hill Education



(美) John C. Michaelson 著
崔宁 陈丹 等译

Restructuring
for Growth

资本运作 黑魔方



Mc
Graw
Hill

清华大学出版社

资本运作黑魔方

(美) John C. Michaelson 著

崔宁 陈丹 等译

清华大学出版社

北 京

John C. Michaelson

Restructuring for Growth

EISBN: 0-07-140229-2

Copyright © 2003 by The McGraw-Hill Companies, Inc.

Original language published by The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

Simplified Chinese translation edition is published and distributed exclusively by Tsinghua University Press under the authorization by McGraw-Hill Education (Asia) Co., within the territory of the People's Republic of China only (excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan). Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. Violation of this Law is subject to Civil and Criminal Penalties.

本书中文简体字翻译版由美国麦格劳-希尔教育出版(亚洲)公司授权清华大学出版社在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区和中国台湾地区)独家出版发行。未经许可之出口视为违反著作权法,将受法律之制裁。未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

北京市版权局著作权合同登记号 图字: 01-2004-8016

版权所有, 翻印必究。举报电话: 010-62782989 13501256678 13801310933

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

图书在版编目(CIP)数据

资本运作黑魔方/(美)迈克尔著; 崔宁, 陈丹等译.—北京: 清华大学出版社, 2005.2

书名原文: Restructuring for Growth

ISBN 7-302-10235-X

I. 资… II. ①迈…②崔…③陈… III. 公司—资产重组—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 140826 号

出版者: 清华大学出版社

地址: 北京清华大学学研大厦

<http://www.tup.com.cn>

邮编: 100084

社总机: 010-62770175

客户服务: 010-62776969

组稿编辑: 毛尧飞(maorui555@263.net)

文稿编辑: 陈 莉

封面设计: 王 岚

版式设计: 孔祥丰

印装者: 北京鑫海金澳胶印有限公司

发行者: 新华书店总店北京发行所

开本: 185×230 印张: 28.25 字数: 635 千字

版次: 2005 年 2 月第 1 版 2005 年 2 月第 1 次印刷

书号: ISBN 7-302-10235-X/F·1042

印数: 1~4000

定价: 56.00 元

本书如存在文字不清、漏印以及缺页、倒页、脱页等印装质量问题, 请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话: (010)62770175-3103 或(010)62795704

前 言

子公司权益资产重组(SER)在当前企业重构和美国的资产市场上起着举足轻重的作用,2001年美国仅与权益资产重组相关的首次公开募股融资(IPOs)金额就占到融资总额的72%,2002年的上半年也基本保持该比例。

美国的大多数企业认为,母公司和子公司的价值建构是其首要重点。本书就论述了公司是如何创造更多价值的——通过对其全资控股或部分控股的子公司进行权益资产重组,从而增加现金收入、提高知名度、提升业绩、优化资产负债表以及吸引投资者的注意。该过程中,母公司、子公司、股东、个人权益投资者及相关的战略伙伴公司均可从中获益。

本书旨在令读者清晰了解:从最初筹划到最后的价值实现,母公司是如何通过成功实施子公司权益资产重组来增加股东价值的。我们将在书中讨论数种重组方案,指出其潜在的风险与回报,并附相关的案例分析。同时,本书还会强调出各方案中涉及税收、法律及会计等领域的实施重点。所以,对于期望通过成功实施权益资产重组来创造股东资产价值的读者,本书将是一件必备的决策辅助工具。

在进一步细分目标读者前,让我们先来看看稍后将深入讨论的各种重组策略:

- 少数剥离(minority carve-outs)
- 多数剥离(majority carve-outs)
- 分拆(spin-offs)
- 两步式的分拆(two-step spin-offs)
- 易股(split-offs)
- 追踪股(tracking stocks)
- 私人权益资产伙伴关系(private equity partnership)
- 战略伙伴关系(strategic partnerships)
- 可交(转)换证券(exchangeable(convertible) securities)
- 与公开上市公司(或即将公开上市公司)合并(merger)

我曾在 Needham & Company 担任了为期 10 年的公司金融主管，目前是一家涉猎多种证券的基金管理公司总裁，正是这些宝贵经验使我挑选出以上策略及相关案例。Needham & Company 在业界处理建构和执行 SER 交易方面具有权威性，我和我的同事在本书提及的案例中常常担任财务顾问或负责管理承销商的工作。此外，我还咨询了一些公司总裁、同事、法律及财会专家，甚至还有我的竞争对手，以使本书提及的这些策略实用、及时、准确——尽可能满足读者的要求。

读者将在本书的阅读过程中获得关于权益资产重组策略方面的详尽知识，因此，本书适合于拥有下述目标的母公司管理者们：

- 增加股东的资产价值
- 为母公司或子公司融资
- 减轻母公司庞大的财务负担
- 简化母公司的公司结构及营业结构
- 发掘子公司被隐藏的资产价值
- 实现子公司的部分或全部价值
- 为子公司更好地发掘经营潜力提供资源
- 使子公司能够更灵活有效地对其商业环境中的挑战和突变作出反应
- 避免母公司与子公司之间冲突
- 提供适当的薪酬激励以吸引并留住子公司的高级管理人员
- 在不立即并购的条件下，从战略伙伴那里获得资源的支持及帮助

其他可能从本书中获益的读者还包括：

- 欲评估方案的有效性或改变与母公司关系的子公司管理者们
- 在市场上寻求潜在的合并(而非收购)对象，以优化企业自身结构的管理者们
- 欲与母公司或子公司达成伙伴关系的风险资本家们
- 寻求战略伙伴关系的企业管理者们
- 考虑对分拆、剥离、追踪股，或者 SER 合并进行投资的公开市场股东们
- 律师、会计人员及战略顾问
- 正在进行高级管理课程培训的管理人员
- 对该问题感兴趣的广大管理者们

本书的体系与结构

第 I 部分总述 SER 的各种方法及其利弊,并列出子公司公开上市前所应完成的各项准备工作。我们注意到,公司公开上市可以采用包括分拆及合并在内的多种方式,所以本书这一部分的内容包括所有的上市方式(而不仅仅是 IPO)。

第 II 部分是本书的核心,从以下方面详细阐述了权益资产重组方案:

- 每种方案的优缺点
- 执行方案的技术性细节
- 通过成功和失败的重组案例分析,为深入理解各种方案提供了特殊的视角

此外,该部分还包含以下内容:

- 为成功达成一项权益资产重组交易所应进行的必要准备工作
- 各项方案所涉及到的税收、法律及会计问题

第 III 部分将更加深入地分析如何成功创建一个公开上市公司及如何成功实施有关 IPO 的 SER 交易。本书囊括有关上市 SER 和 IPO 交易信息的原因如下:

(1) 许多的 SER 交易通过分拆或将子公司与已上市公司合并从而帮助子公司成为上市公司。还有一些 SER 交易则会涉及 IPO,如剥离。最近许多的 IPO 都被用于权益资产重组,这和建议是一致的。

(2) 其他的 SER 方案则是为了未来的公开市场活动作准备,如与未上市的私人公司和私人股权战略伙伴进行合并。

(3) 多数情况,子公司能否成功上市与母公司股东们的利益息息相关,因为它的成功与否将决定权益资产重组能为母公司股东创造多少新价值。

(4) 过去几年,华尔街公开市场和 IPO 市场的环境发生了翻天覆地的变化。因此,即便是深谙公开市场运行之道的读者也希望了解到在当前的市场环境下如何创建一个成功的上市公司,如何顺利地完 IPO,以及如何能够持续经营,以便能充分利用公开市场来选择最佳的 SER 方案。

总之,通过对过去 5 年的许多收购案的反思,对注重核心竞争力及能够对商业同盟和合作伙伴进行更加充分利用的新型模型的运用,以及对业务增长的特殊需求的理解日益加深,我们有更充分的理由相信,在未来的几年里子公司权益资产重组将继续在企业战略布局过程中,在公众及私人权益资产投资中扮演愈发重要的角色,因为,这是公司面对日益严峻的经济环境和压力骤增的资本市场环境对股东压力所作出的必然反应。目前, SER 已经逐渐被企业和投资者们广泛接受,并衍生出许多新的有助于达成母公司战略目标的方法,其中一些现在已经完全取代了传统方法(完全控股或完全剥离)的地位。

序

我和本书作者已经是 20 年的挚友了。这种关系来源于彼此的尊重和和金融创新过程中共同拥有的热情。本书是一本本应由业界权威人士或投资银行家作序的学术著作，所以，作为一个权益资产分析师和投资管理者，当 John 找我写序时，那种惊喜之情溢于言表。

30 多年前，我曾针对股票投资设计过一种称作私人市场价值 (private market value, PMV) 的研究方法，该方法着重研究市场上流通价值远低于其隐藏价值 (我称之为私人市场价值) 的股票购买问题。确定一定时期里有助于提高票面价值的变化因素是应用该方法成功与否的关键所在。而这种方法，可以是很简单 (如提高企业基础设备，发布新产品，或放松管制)，也可以很复杂 (如应用复杂的金融工具和战略以提升企业价值并尽量缩小公众市场和私人市场差价)。

这些年来，正是受到 John 称之为子公司权益资产重组 (subsidiary equity redeployment, SER) 这种方法的指导，我们的客户们从我们对诸多公司的投资中获得了巨大的收益。被其他公司收购或由管理层和财务合作伙伴以杠杆方式收购的投资组合公司位居榜首。另外，我们对 “stubbs” (杠杆收购后余留在公开市场流通的股票)、分拆、子公司的 IPO、公司破产清盘及可转换债券的投资也获得了巨大的成功。作为美国林奇股票交易公司的主席和首席执行官，我曾采用了一些包含了分拆、子公司公开上市和为 4 家上市公司募股等权益资产重组方案来提高我们的资产价值，且卓有成效。我想这些金融工程的成功也都或多或少地促成了 John 这本书的完成吧。

尽管金融界里充满变数，但有些原则还是一成不变的。企业管理者总是肩负双重任务——发掘企业的隐含价值，使股票价值的增长与其隐含价值的增长保持同步。为此，他们必须更新理念，运用新型的金融工具，采用适宜的策略——而这所有问题都在 John 这本了不起的书中得到解决。总之，我认为本书应该成为每位首席执行官和首席财务官的案上必备书籍。

Mario Gabelli

致 谢

本书得以完成，我要感谢许多人，没有他们的帮助和建议，这本书就不可能与广大读者见面。

首先是我的老伙伴，George Needham，感谢他在 First Boston 公司和此后在 Needham & Company 公司的 16 年间对我的支持和指导。在整个职业生涯中，我几乎一直都和 George 共事。在我的印象里，这 20 年来还未曾对他的友谊和忠诚表达我的感激之情，而这正是我现在要做的。George 对我的教导在这本书的多处有所反映。他正直且值得信赖，这在现在的华尔街已经成为十分罕见的品质。

其次，我要感谢两位了不起的编辑，Jean Eske 和 Kelli Christiansen。Jean 以惊人的耐心不知疲倦地和我一起工作，整理手稿。生性幽默的她，很招人喜欢，让我度过了一段愉快的时光。Kelli 则负责这本书全部的编辑、印刷及宣传工作。她对我这个第一次写书的作者充满信心，从该书开始构思到最后出版的这段日子，她自始至终以非凡的勇气和我一起工作。当然，我还要感谢印刷编辑，Ginny Carroll，他用最短的时间把手稿印刷成册。

再次，我要感谢为这本书作序的 Mario Gabelli。他曾以敏锐的洞察力注意到当时蜂窝通讯、有线电视及娱乐行业的巨大发展潜力，成为他们的第一批投资者之一。他不仅创建了一家投资管理公司，也是一名成功的实业家。

同时，我也得到了 Needham & Company 公司的同事们的帮助。我要感谢我的助手 Eileen Kinsella，感谢她几年来对该书全身心的投入及对我的帮助和支持。我们是一个团队。我还要感谢：Stephen Helfeld，他为本书的初稿做了很多的准备工作；我的伙伴 John Prior，他对该书给出了许多中肯的意见；Thomas Hovore 先生，他对涉及 IPOs 的章节给予了不少宝贵意见；Pooyan Medizaden，他帮助我完成了数据分析；Larry Tarantino，他为本书写了评论文章；RobWright，他为我们准备了有关 ESS Technology 的材料；还有 Dorothy Brand，他在 Caroline Estevez 的帮助下制作完成所有的图表；Charles Wolf 教授，在审查了评估这章以后，针对戴尔电脑和 Palm 公司给出了有益的意见；Bruce Alexander 和 Laura Black，审查了关于 TRW 公司 SER 行为的章节；Needham & Company 公司的创建者 Ray Godfrey，如往常一样对我进

行了概括性的指导；Robin Graham，对1995年《金融家》杂志上的一篇文章进行了整理；Jan Triolo，他对关于推销IPO的章节进行了审核。

除了Needham & Company公司，我还要特别感谢Kaye Scholer LLP公司的管理伙伴Barry Dastin先生，他为本书提出了弥足珍贵的意见。Berry是名十分优秀的律师，我也从他那里得到一些工作上的特权。他的伙伴，娱乐领域著名律师Sherri Jeffrey先生，在出版此书的合同签订方面对我给予了指导。此外，还要感谢：来自Kaye Scholer公司的Jeremy Weitz先生，他审查了税收那部分内容；来自Proskauer Rose LLP公司的Saul Cohen先生，他审查了涉及IPO的章节；来自ESS Technology的Robert Blair和James Boyd，他们审查了与ESS相关的案例。最后，我要对所有对此书有贡献的人表示感谢。当然，我本人将对书中所有错误负责。

最重要的是，我要特别感谢我深爱的妻子Susan和我们的两个女儿Anne、Elizabeth。在过去的两年里是她们让我有勇气和毅力完成这本书，在我心里，她们永远占据第一的位置。

John C. Michaelson 于纽约

目 录

第 I 部分 子公司权益资产重组概述

绪论	3
第 1 章 SER 的类型、优点及所面临的挑战	9
引论	9
子公司权益资产重组的定义	9
实施 SER 的商业利益	11
一项成功的 SER 交易可能引发的问题	15
小结	18
第 2 章 SER 与上市子公司	19
引论	19
创建公开上市子公司：权衡各项优势	19
通过 SER 带领公司上市所面临的挑战	23
成为上市公司后所面临的一些问题	24
经验性证据	29
小结	30
第 3 章 SER：更集约的新型商业模式和成长型子公司	31
引论	31
SER 为子公司提供更广阔的选择空间	31
新型商业模式与 SER 方案之间的相互影响	33
成长型公司面临的风险	34
小结	35

第4章 为成功实施 SER 打好基础	37
引论	37
参与子公司的管理: SER 成功的关键	38
创建一支管理队伍	38
在 SER 过程中应及早向顾问进行咨询	39
评估方案	40
商业计划书的重要性	41
对子公司进行客观预测	41
为尽职调查作好准备	48
成功实施 SER: 给子公司高级管理者的一些建议	51
SER 实施过程中专家意见的作用	52
SER 交易中的会计问题	54
总结: 税务如何影响 SER 方案	57
引用一些数据说明: 部分 SER 方案对税务处理的影响	58
小结	60
第5章 子公司评估中的一些问题	61
引论	61
准确评估的重要意义	61
母公司在评估过程中需要考虑到的要点	62
评估与 SER 类型	63
了解评估方法	64
了解新兴行业的价值周期	67
小结	69

第II部分 SER 的结构与交易

第6章 少数剥离	73
引论	73
少数剥离的定义	74
将少数剥离视为过渡环节	74



少数剥离的优点	75
少数剥离的其他目标	76
少数剥离方案存在的缺陷	78
确保少数剥离成功实施的步骤	80
兼任剥离子公司董事会成员的母公司高级官员的作用	81
有关少数剥离涉及的税务问题	82
证券法和少数剥离	82
小结	83
失败的少数剥离案例	83
第7章 多数剥离	89
引论	89
多数剥离的定义	89
多数剥离型 IPO 的优点	91
多数剥离方案的缺点	93
小结	94
成功的多数剥离案例	95
第8章 分拆	103
引论	103
免税和应税分拆的定义	104
分拆要点概要	105
分拆和股利	106
实施免税分拆的基本要求	106
应税型分拆：免税分拆的一种替代方案	107
分拆方案的优点	107
免税分拆的优点	111
应税分拆的优点	111
分拆的缺点	112
被分拆的业务必须具有发展性	113
分拆所存在的其他问题	114
免税分拆的缺点	115

应税分拆的缺点.....	116
分拆中的主要税务条款.....	116
利用分拆创造巨大价值的案例.....	121
小结.....	121
其他分拆案例.....	122
第9章 两步分拆.....	131
引论.....	131
两步分拆的定义.....	131
两步分拆与税务合并.....	132
一步分拆和两步分拆的选择.....	133
两步分拆的优点.....	134
两步分拆的缺点.....	134
两类股票.....	136
结论.....	137
小结.....	137
第10章 发行追踪股.....	143
引论.....	143
追踪股的定义.....	143
追踪股方案对母公司的吸引力.....	145
历史背景.....	145
美国国外发行追踪股的情况.....	147
商业刊物对追踪股的态度.....	147
追踪股的实证证据.....	148
发行追踪股方案的优点.....	149
发行追踪股方案所存在的问题.....	153
下一步规划.....	158
利用赎回条款使结构更具灵活性.....	159
小结.....	160
实施中的追踪股.....	160
总结.....	167

第 11 章 易股方案	169
引论	169
易股的定义	169
易股的优点	171
成功易股所需的前提条件	171
选择交换比率	172
易股的类型	172
易股中需要考虑的税收问题	174
小结	175
易股的案例	175
第 12 章 私人权益合作伙伴关系方案	179
引论	179
私人权益合作伙伴关系方案的定义	180
典型私人权益合作伙伴关系的结构概要	180
对于母公司和子公司而言,私人权益合作伙伴关系的优点	181
私人权益合作伙伴关系对母公司的挑战	183
私人权益合作伙伴关系的缺点	183
选择正确的私人权益投资机构	186
利润要求驱动私人权益基金	187
对子公司进行投资的私人权益投资机构的类型	188
小结	192
私人权益合作伙伴关系的案例	194
第 13 章 企业战略合作伙伴关系	201
引论	201
企业战略合作伙伴关系的定义	201
对于母公司而言,企业战略合作伙伴关系的优点	202
对于战略合作伙伴而言,该方案的优点	203
战略合作伙伴关系条款的谈判	203
成功建立企业战略合作伙伴关系的基本原则	204
企业战略合作伙伴关系对于母公司的挑战	206

企业战略合作伙伴关系对于合作伙伴的挑战	206
分两步走的战略合作交易	207
小结	208
企业战略合作伙伴关系的案例	209
第 14 章 可交换证券	227
引论	227
可交换证券的定义	227
母公司发行可交换证券的整体目标	229
可交换证券的形式	229
发行可交换证券的缺点	231
小结	234
案例分析	234
第 15 章 与上市和非上市公司的合并	239
引论	239
与上市或非上市公司合并的益处	239
与上市公司合并的缺点	240
与上市公司进行合并面临的挑战	240
与非上市公司合并的益处	243
与非上市公司合并的缺点	243
主要的合并选择	244
替代方案：与空壳公司合并	247
小结	248
成功进行 SER 合并的案例	248
第 16 章 退出策略：利用 SER 交易为母公司创造现金流	263
引论	263
常用退出策略	263
对于上市和非上市公司都适用的策略	264
仅仅适用于上市公司的退出策略	265
小结	269

第 17 章 综合应用: ESS 案例分析	271
引论	271
相互影响	271
母公司: ESS TECHNOLOGY	274
子公司: Vialta	276
帮助 Vialta 成功有利于资产分离	278
资产分拆的决定	279
制定资产分拆方案	279
资产分拆过程开始	281
对 ESS 的股东进行分配	282
Vialta 新的管理队伍	282
Vialta 进行资产分拆面临的挑战	283
围绕资产分拆所产生的税务问题	286
税务问题的解决	287
告诉投资者 ESS 的经历	288
ESS 增股融资	289
向投资者介绍 Vialta	289
ESS 管理层对于整个过程的反思	290
小结	291

第III部分 成功上市的子公司资产权益重组

第 18 章 为成功的 IPO 或分拆和公司上市奠定基础	295
引论	295
投资者对子公司进行 IPO 或者分拆中的期望	296
关键的质量标准要素	298
与母公司的关系: 子公司能够独立发展	299
关于盈利能力的讨论	304
对上市公司玻璃鱼缸般的生活作必要的准备	306
IPO 替代方案	307
小结	307

第 19 章 公司上市前的防御性措施	309
引论	309
公司是如何成为并购目标的	309
攻防总览	310
防御程序	311
推荐的防御性措施	311
小结	315
第 20 章 创建外部团队使子公司上市	317
引论	317
IPO 股票的发行者	317
母公司	318
子公司	321
承销 IPO 股票的投资银行团(承销商)	327
IPO 的审查机构	331
子公司将要挂牌上市的证券市场	332
小结	334
第 21 章 选择投资银行	335
引论	335
IPO 过程中运用投资银行的好处	336
投资银行业	336
投资银行的内部结构引发冲突	336
IPO 范围内的投资银行	339
IPO 常涉及的投资银行类型	341
与经理行合作关系最优化	348
寻找潜在的经理行	348
最重要的选择标准: 后续市场支持	349
选择合作经理行	352
投资银行和子公司的竞争对手	353
发行者对投资银行的期望	353
确定与投资银行间的财务安排	354