

当代金融名著译丛

接管、重组 与公司治理

【第二版】

[美] J. 弗雷德·威斯通

[韩] S. 郑光

[美] 胡安·A. 苏 著

李秉祥 周鹏 梁衡义 张程 译
李秉祥 审校

TAKEOVERS,
RESTRUCTURING,
and
CORPORATE
GOVERNANCE

Second Edition

J. Fred Weston
Kwang S. Chung
Juan A. Siu



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



Prentice Hall 中国独家授权

接管、重组与公司治理(第二版)

[美]J.弗雷德·威斯通

(加州大学洛杉矶分校安德逊学院)

[韩]S.郑光

(中央大学工商管理学院) 著

[美]胡安·A.苏

(加州大学洛杉矶分校安德逊学院)

李秉祥 周 鹏

梁衡义 张 程

译

(东北财经大学)

李秉祥

审校

(东北财经大学)

东北财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

接管、重组与公司治理(第二版)/(美)威斯通(Weston, J. F.)等著;李秉祥等译. —大连:东北财经大学出版社, 2000. 10

(当代金融名著译丛)

书名原文: Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance

ISBN 7-81044-679-7

I. 接… II. ①威… ②李… III. 企业合并-企业管理 IV. F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 40664 号

辽宁省版权局著作权合同登记号:图字 06-1998-148 号

J. Fred Weston, Kwang S. Chung, Juan A. Siu: Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, Second Edition

Original English Edition Copyright © 1998 by Prentice Hall, Inc., Original ISBN 0-13-906488-5

Simplified Chinese Translation Copyright © 2000 by Dongbei University of Finance & Economics Press

All Rights Reserved.

本书简体中文版由东北财经大学出版社在中国境内独家出版、发行, 未经出版者书面许可, 任何人均不得复制、抄袭或节录本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

网 址: <http://www.dufep.com.cn>

读者信箱: dufep@mail.dlptt.ln.cn

沈阳市第二印刷厂印刷 东北财经大学出版社发行

开本: 787 × 960 毫米 1/16 字数: 603 千字 印张: 39.75 插页: 2
2000 年 10 月第 1 版 2000 年 10 月第 1 次印刷

责任编辑: 刘东威 责任校对: 李 莉 廖世成
封面设计: 张智波 版式设计: 单振敏

定价: 60.00 元

当代金融名著译丛编审委员会

(以姓氏笔画为序)

马君璐(南开大学经济学院副院长,教授,博士生导师)

艾洪德(东北财经大学副校长,教授,博士生导师)

陈 收(湖南大学国际商学院院长,教授,博士生导师)

宋逢明(清华大学经济管理学院国际贸易与金融系主任,教授,博士生导师)

吴世农(厦门大学管理学院常务副院长,教授,博士生导师)

张 杰(陕西财经学院金融财政学院院长,教授,博士生导师)

林继肯(东北财经大学金融系教授,博士生导师)

陈雨露(中国人民大学财政金融学院常务副院长,教授,博士生导师)

易 纲(中国人民银行货币政策委员会副秘书长,教授,博士生导师)

赵海宽(中国金融学会副会长兼秘书长,教授,博士生导师)

夏德仁(大连市人民政府副市长,教授,博士生导师)

曹凤岐(北京大学金融与证券研究中心主任,光华管理学院教授,博士生导师)

裴 平(南京大学国际商学院金融系主任,教授,博士生导师)

戴国强(上海财经大学财务金融学院院长,教授,博士生导师)

本书由

中共大连市委、大连市人民政府资助出版

**The published book is sponsored
by the Dalian Municipal Government**

大连市学术著作资助出版评审委员会

名誉主任 楼南泉 林纪方
主 任 司玉琢
副主任 高春武 吴厚福 何 杰
委 员 染宗巨 王子臣 李寿山 王逢寿
汪榕培 夏德仁 罗均炎

经济管理专家评审组

组 长:夏德仁(大连市副市长,东北财经大学教授、博士生导师)
副组长:武春友(大连理工大学教授、博士生导师)
成 员:王嵩山(大连海事大学教授)
肖鸿钧(大连理工大学教授、硕士生导师)
柏长年(大连市计委高级经济师)
解学智(财政部税政司司长,东北财经大学教授、博士生导师)

作者简介

J. 弗雷德·威斯通(J. Fred Weston)是美国最具权威的金融学家之一。他于1948年获美国芝加哥大学金融学博士学位,1949年在加州大学洛杉矶分校开始了金融学的教学生涯。1958—1986年,他一直是该校金融学领域和经济学领域的学术领袖。在他的学术生涯中,最值得称赞的一个方面是他曾当过32位博士的培养委员会主席,培养了大批优秀人才,他的博士研究生大多在毕业后5年内就晋升为教授,许多人后来都成为非常杰出的人才,其中有一位还获得了诺贝尔经济学奖。

自从1968年他成为安德逊商学院的竞争与商业政策研究项目主任后,他先后取得了192项成果,为39位博士生提供了经济资助。这个研究项目开拓了模型和实证研究,这些研究证明大企业与竞争是一体的,这也是70年代最早开始发表的预示市场全球化的研究成果。由于该项工作的成果,1953—1980年他应邀在美国国会参议院法律委员会和相关的国会委员会每年出席作证一到数次。

威斯通教授活跃在一系列学术团体之中,他曾任美国金融学学会、西方经济学学会和金融管理学学会的会长。20世纪70年代他服务于美国经济学会顾问委员会。他在美国经济学家协会也很活跃,在该协会的杂志上发表的论文曾5次获得当年奖项的前3名,并于1993年被选为资深成员。他在诸如金融理论与公司政策、兼并以及空间防御工业的市场研究等广阔的领域中独立或与他人合作发表论文145篇,参加了30本书的撰稿工作,他本人出版了29部著作。

在教学中,威斯通强调用理论来指导管理决策实践。他非常注重MBA学生与博士生的全面发展。50年代的一些MBA学生为MBA项目进行了一系列学术资助捐献,以回报在学习期间威斯通对他们的影响。1978年他获得了学校优秀教师奖。1986年退休后,又被返聘回校教授收购与兼并课程。在1994—1995年间,他曾位列最令人满意的授课教师,获得安德逊学院首次颁发的杰出教学院长奖。由于并购呈现为经济活动的主要力量,而正确理解并购所产生的负面影响又极具智力挑战性,因此,近年来他的学术活动集中在并购领域。

译者简介

李秉祥教授于 1958 年出生于山西省大同市,现为东北财经大学金融系副主任,硕士研究生导师,跨世纪学科带头人。他现在还担任东北财经大学中国资本市场研究所所长,东北财经大学金融工程研究中心副主任等职务。同时他还兼任中共辽宁省委专家咨询委员会委员,中共大连市委专家咨询委员会委员,鞍山信托投资股份公司专家董事,大连国际技术经济合作股份公司顾问等社会职务。

李秉祥教授一直从事教学和研究工作,具有系统的金融投资领域的专业知识和多年的教学与管理经验,精通银行金融、企业金融、国际金融、证券投资、政府投资的原理和操作管理业务;具有较强的科学研究能力和获得最新专业知识和信息的能力。他先后给硕士研究生、本科生讲授《并购、重组与公司治理结构》、《公司理财学》、《中国证券市场管理》、《证券投资理论与实践》、《金融市场学》、《银行经营管理学》、《投资财务信用学》、《基本建设财务信用学》等课程,获得过 1997 年东北财经大学优秀教师一等奖,1998 年大连市优秀教师的荣誉。

他的研究领域是资本市场、证券投资、银行管理、企业兼并重组、风险基金以及高新技术企业的成长与管理。他参加并完成了“六五”期间经济学国家重点科研项目“基本建设投资效果研究”,“七五”期间经济学学科国家重点科研项目“投资增长与投资结构变化研究”,“八五”期间社会科学基金重点项目“转轨时期我国货币政策及其宏观调控体系研究”,作为项目负责人及主要研究者完成了“九五”财政部项目“政府投融资研究”等课题的研究工作。他出版了学术著作 11 部,在国内外发表科研论文 60 多篇。

李秉祥教授曾在 1992—1993 年留学荷兰中央银行,研修现代金融理论、银行管理及资本市场。1999—2000 年在美国佐治亚州立大学做高级访问学者。

译者前言

随着我国社会主义市场经济模式的确立和完善,资本市场正在中华大地蓬勃发展。收购、兼并、重组、分立、所有权控制、公司治理结构安排等一系列资本运作方式已经并将更广泛地开展起来。但是,由于历史的原因,我们缺乏这方面的专业人才,缺乏成熟的理论指导,缺乏适合中国国情的制度规范。在这种背景下,我们组织翻译了《接管、重组与公司治理》(第二版)这部当代兼并方面最权威的学术著作,为我国的学术界、企业界和政府管理部门从事该领域理论研究、实际操作和政府监管的工作者提供理论法宝、成功的经验及失败的教训,同时也为我国金融学的教学服务,将我国的金融学学科兼并课程的教学推到国际水平之上,以推动我国资本市场的健康发展和经济资源的有效配置。

本书共分7个部分22章,第一部分介绍接管过程、法律框架、会计方法及赋税计划的选择等接管与兼并的实践状况;第二部分介绍兼并和要约收购的理论、异常收益率的测定、兼并活动的时间选择以及并购绩效的实证;第三部分介绍公司业务发展战略与接管、公司价值的评估方法、提高组织价值方面的战略透视;第四部分介绍公司的业务重组、所有权关系的重组和财务重组等重组方式;第五部分介绍合资企业、雇员持股和雇主有限合伙方案、杠杆收购、跨国兼并与重组等并购策略;第六部分介绍股票回购、公司治理结构与绩效、接管防御等公司控制问题;第七部分介绍增加公司价值的管理战略。

在翻译的过程中,我们发现《接管、重组与公司治理》是一部非常好的学术著作。其主要特点有:

1. 学术水平高。本书总结了欧美发达国家在公司收购兼并领域中近几十年来重大的理论研究成就。在兼并与要约收购理论、并购与公司发展战略关系、并购与增加企业组织价值、重组与剥离、并购战略、公司治理结构安排与控制模式的选择、并购与改进管理效率的关系等方面都有较大的理论突破。

2. 视角开阔。由于并购问题涉及的方面很多,本书在研究中从非常开阔的视角出发,全方位分析了接管、重组及公司治理结构的各种主要课题,涉及接管的过程、法律环境、会计处理方法、税收安排、产业的合理构造、组织价值的增加、并购的评估及实施过程、接管后的重组和所有权的安排、再融资、公司外部交易的各种战略性组织安排、公司治理结构与绩效、反接管防御、管理战略等等,内容非常丰富。

3. 理论密切联系实际。本书的大多数理论成果都是从并购活动的丰富实践中总结出来的,全书运用了大量的案例分析和案例综合,通过实证研究的方法,客观地分析了各种流行观点,提出了一系列可操作的技术、方法、模型和策略。阅读本书的确使人有实践出真知的体会。

4. 出自专家之手。作者 J. 弗雷德·威斯通教授是美国著名的研究收购兼并的金融学家,他于 20 世纪 50 年代到 80 年代曾应邀在美国国会参议院法律委员会和其他国会委员会就并购问题每年作证一到数次。本书是他从 1949 年开始的 50 年潜心研究之作。

本书的翻译是作为东北财经大学中国资本市场研究所 1998—1999 教学年度最重要的课题组织进行的。全书的翻译由金融学教授李秉祥所长主持。在具体的翻译工作中,我们得到了东北财经大学金融系博士生导师林继肯教授的学术指导;得到了原东北财经大学校长、现任大连市副市长、金融学博士生导师夏德仁教授,东北财经大学副校长、金融学博士生导师艾洪德教授,东北财经大学金融系主任、金融学博士生导师张贵乐教授的鼓励和支持;得到了东北财经大学 MBA 中心主任、工业经济博士生导师于立教授和全体工作人员的热情帮助,他们为我们的工作提供了许多方便条件;得到了大连永融现代投资咨询公司总经理郑则壮先生及工作人员的热情帮助;得到了东北财经大学出版社社长助理方红星先生的热情帮助,他使我们能够及时地拿到刚刚出版的英文原版书;在此,我们对他们表示最诚挚的感谢。

尽管我们有在海外留学研修金融学的经历,尽管我们有多多年从事投资领域的教学、科研和社会实践活动所积累的知识和经验,尽管我们阅读和翻译过大量专业论文和书刊资料,尽管我们抱着全心全意地对读者负责(也是对我们

自己负责)的态度进行工作,但是我们仍然相信错误总是难以避免的,因此,我们时刻准备虚心接受读者的批评与指正。

译者

2000年8月28日于大连黑石礁



前言

☞ 兼并活动继续高涨

在 1988 年达到颠峰继而在 1991 年下降到低谷后,兼并活动于 1995—1997 年又创新高。这些再度活跃的兼并和收购(M&A)被称为战略式兼并。这种说法的意思是,为了迎接环境的挑战,企业会像在内部采取新产品和项目计划那样使用兼并和收购策略。一些强劲的动力已经被释放;全球竞争已经加强;技术更新已经冲击了电信和广大的媒介产业。放松管制冲击了航空业、银行业、电信业甚至传统的公用事业,计算机和国际互联网正改变着商业行为方式。企业发现它们必须对环境、竞争性质以及同供应商、工人和其他股东关系的巨大变化做出相应调整。这些动力在未来的年度中不大可能减弱,因而,兼并和收购这个课题尤显重要。

几乎每天报纸头条新闻都充斥着关于兼并、接管、结构重组以及公司控制的引人注目的事件。兼并、接管、重组以及公司治理问题已经成了中心性的公共政策和公司政策问题。一种观点认为,兼并和收购、重组以及公司控制活动代表了一种新生的产业力量,它将引导进行这些创举的美国和其他国家经济走向创造力和生产力的新高度。另一种观点认为,这些活动是经济中的一种弊病——这种贪婪和赌博的巨大隐患正在侵蚀美国社会的核心。中国也越来越多地使用兼并和收购来试图提高国有企业的绩效。不管何种观点可以站得住脚,兼并和收购、重组以及公司治理代表了现代金融环境和经济环境中的主要力量。

兼并和收购活动持续地刺激了卷帙浩繁的印刷品的出现。压缩概要或综合文章都不能充分包含这些材料。本书想要在兼并、收购、重组和公司治理等前沿性课题上做一个更为完整的探讨。这些活动的水平在将来可能随着经济波动和管制性环境的变化而发生转变。但是,接管、重组以及杠杆收购将仍然是经济中的主要动力,而且分析接管和重组必须涉及诸如评估、资本成本和战略性融资计划等关键课题,它们都是金融经济学中至关重要的主题。所以,必须掌握重要的分析性概念。我们在对兼并和收购的分析中尽量保持客观。对财务战略和重组的强调使我们领悟到其积极的一面。毋庸置疑,存在着像市场波动这样的过分现象。我们必须区分优劣。我们无意赞誉、批评或谴责,而只想增强理解。我们的中心目的是提供一个有助于读者理解的概念框架,并且提高他或她对几乎每天都能见诸报端的这些事件的理解。

我们主要顾及到的读者是学术界人士。兼并和收购课程越来越与本书的全部或部分主题有关。有鉴于此,我们加入了章末问题以供讨论并集中重点。我们也顾及到了另两种读者——业内人士和一般公众,包括立法者和其他政策制定者。我们尽力避免过度术语化以使探讨容易接受。我们力求从根基着手发掘技术性资料,从而使学术界读者和一般读者都能掌握,并且我们希望,在这个过程中大家能够增长知识。

我们认为对学术界和业内人士有价值的是有能力回答本质和实际问题。对报价企业来说,如果用现金或股票作为支付手段,那么对目标企业的早期投资将增值多少?对目标企业来说,从报价者那里应该期望怎样一个合理的溢价水平?如果进行出售或资产剥离,我的企业将增值多少?如果进行股票回购,那么在平均上将对企业股票价格产生什么样的效应?如果发行股票或债券,那么会对企业股票产生什么影响?如果一场代理战触发,那么会有什么样的价格效应?支付绿色邮件的效应怎样?转为非上市企业时会发生什么价值变动,尤其是在通过一个杠杆收购的情况下?如果我的企业确立了两种级别的股票,那么哪一种价值更高——是支付股息更高的股票,还是具有更高投票权的股票?

要回答这类问题,一个丰富的实证性材料体系可作为基础。本书试图以系统的方式将这些材料归集到一起,同时尽力把经验资料赋予有意义的理论或原理以及逻辑分析。这些材料和相关的材料将为一般读者提供一个基础,从而他们能够理解和判断为什么在每次国会会议上总有人建议修改针对兼并和收购以及公司重组的公共政策。

第二版的变动

我们在增加新材料的同时缩减了本书的篇幅。在对本书重新定位时,我们删去了抽象理论模型的分析。我们认为这些资料对于主要针对博士研究生的书本而言更为适合。我们使用这些在第一版中得到充分研究的理论模型的含义,但不想重复第一版中已展开的讨论。

我们已经用新的实证资料和文献对这本书进行了更新。在某些情况下,我们按照主要的调查结果对各种文章进行了归结。在个别文章独有创见的情况下,我们个别加以讨论。我们尽力使得为个别课题领域的各种论文提供视角的概念框架紧凑起来。

我们罗列了评估资料,通过介绍更多的案例以及章末练习,把它更完整地引向兼并和收购决策以及案例研究。在这方面我们拟在本书的学习指导以及将来的版本中继续努力。在第二版中,至少 70% 的材料是新的或重新写作的。我们在课堂上检验了草稿并取得了满意的结果。学生们已经要求获得允许为学习兼并和收购课程前在公司实习的朋友复制一份材料。学生和执业者告诉我们,阅读本书已经提高了他们对兼并和收购领域的知识理解的深度和成熟度。本书应用了企业金融和金融经济学、企业经济学、战略学、会计和法律等材料,从各种领域出发显示了对众多概念的应用。我们提供了进行兼并和收购分析的框架。我们通过案例研究和示例探讨了许多应用方法。本书有助于培养对兼并与收购的分析和决策进行正确判断的智慧成熟度。

感谢

我们感谢如下人士对第一版的有益评论:尼考劳斯·特拉沃斯(Nickolaos Travlos),波士顿学院;米切尔·苏里凡(Michael J. Sullivan),佛罗里达州立大学;肯尼思·W. 威尔斯(Kenneth W. Wiles),德克萨斯大学奥斯汀分校;乔治·J. 帕培奥诺(George J. Papaioannou),霍夫斯特拉大学;道格拉斯·V. 奥斯汀(Douglas V. Austin),特莱多大学;马克林·L. 克劳斯(Maclyn L. Clouse),丹佛大学;马修·斯皮格尔(Matthew Spiegel)和米切尔·萨林格(Michael Salinger),哥伦比亚大学;尼吉尔·P. 瓦莱亚(Nikhil P. Varaiya),南部卫理公会大学;罗伯特·F. 布鲁纳(Robert F. Bruner),弗尼吉亚大学;拉尔夫·A. 沃克林(Ralph A. Walkling),俄亥俄州立大学。

关于第二版,我们要感谢:米切尔·F. 托恩(Michael F. Toyne),La Salle 大学;肯特·希克曼(Kent Hickman),Gonzaga 大学;Y. W. 帕克(Yun W. Park),圣玛丽大学。

我们还要感谢众多的学者,他们的著作丰富了兼并和收购以及公司治理的文献。那些被我们多处援引其著作的人尤其值得我们特别感激。一些学者也通过著作和讨论刺激我们的思考,帮助我们,他们是:阿门·阿尔钦(Armen Alchain)、爱德华·奥特曼(Edward Altman)、安东尼奥·伯纳多(Antonio Bernardo)、米切尔·布雷南(Michael Brennan)、巴格旺·乔德里(Bhagwan Chowdhry)、布拉德福特·康奈尔(Bradford Cornell)、哈里·德安杰罗(Harry DeAngelo)、杰克·法雷尔(Jack Farrell)、大卫·希尔史雷佛(David Hirshleifer)、帕特里希亚·哈吉斯(Patricia Hughes)、约翰·马茨苏萨卡(John Matsusaka)、杰夫·庞蒂夫(Jeff Pontiff)、理查德·罗尔(Richard Roll)、爱都尔多·舒尔茨(Eduardo Schwartz)、詹姆斯·苏厄德(James Seward),以及伊弗·威赫(Ivo Welch)。尤其要感谢马夏斯·卡尔(Matthias Kahl)对本书观点的校正及许多透彻的评论。

我们得到了加州大学洛杉矶分校安德逊学院“兼并和收购项目”研究的同事们的帮助。他们包括苏珊(Susan Chiu)、斯科特(Scott Ho)、约纳仙·豪(Jonathan Howe)、皮奥特·雅文(Piotr Jawien)、斯科特·米勒(Scott Miller)、麦克·里埃拉(Mike Riela)、卡洛斯·萨格斯塔(Carlos Sagasta)、高拉弗·特雷汉(Gaurav Trehan)以及大卫·威西尔斯(David Wessels)。玛丽莲·麦凯罗伊(Marilyn McElroy)对本书写作的许多方面都有所帮助,她实际上可以说是本书的合作者。阿伦·拉塔(Allen Latta)的帮助也特别值得一提。

我们感谢 Prentice Hall 公司人员的通力合作,尤其是保尔·邓奈里(Paul Donnelly),金融方面的高级编辑,以及他的同事玛丽比斯·萨诺克(MaryBeth Sanok)、格拉迪斯·索多(Gladys Soto)、大卫·萨勒诺(David Salierno)和莫里·普菲佛(Mollie Pfeiffer)。

这个主题是动态的,论文和其他材料层出不穷,因而有必要在将来进行更新。我们恳请读者的反馈、评论和建议。

J. 弗雷德·威斯通

S. 郑光

胡安·A. 苏

加州大学洛杉矶分校安德逊学院

90095 - 1481

(310) 825 - 2200

目 录

译者前言
前言

◆ 第一部分 接管与兼并的实践

第1章 接管过程.....	3
第2章 法律和监管框架	21
第3章 权益汇总法与购买法	58
第4章 税收安排选择	81

◆ 第二部分 并购——理论和实证研究

第5章 兼并和要约收购理论	95
第6章 兼并活动的时机	140
第7章 并购运作情况的实证检验	162

◆ 第三部分 价值评估——战略性眼光

第8章 战略、多样化经营与接管	193
第9章 价值评估的各种方法	231

第 10 章 提高组织的价值	264
----------------------	-----

◆ 第四部分 公司重组

第 11 章 公司重组与资产剥离	293
第 12 章 所有权关系的重组	308
第 13 章 财务重组	331

◆ 第五部分 并购战略

第 14 章 联营企业	359
第 15 章 雇员持股计划和雇主有限合伙	378
第 16 章 转为非上市公司和杠杆收购	408
第 17 章 跨国接管与重组	442

◆ 第六部分 公司治理结构与控制

第 18 章 股票回购	477
第 19 章 公司治理与公司绩效	502
第 20 章 接管防御	530

◆ 第七部分 增值管理策略

第 21 章 合并和兼并行为的案例研究	565
第 22 章 并购及其策略的管理指南	590