

CFA协会
金融前沿
译丛

HZ BOOKS
华章经管

WILEY

并购套利

全球并购投资策略
(原书第2版)

**MERGER
ARBITRAGE**
HOW TO PROFIT FROM GLOBAL
EVENT-DRIVEN ARBITRAGE
(Second Edition)

[美] 托马斯·柯克纳 (Thomas Kirchner) 著
黄海东 邓晶 王龄右 译



机械工业出版社
China Machine Press

并购套利

全球并购投资策略
(原书第2版)

MERGER ARBITRAGE

HOW TO PROFIT FROM GLOBAL
EVENT-DRIVEN ARBITRAGE
(Second Edition)

[美] 托马斯·柯克纳 (Thomas Kirchner) 著
黄海东 邓晶 王龄右 译



图书在版编目 (CIP) 数据

并购套利: 全球并购投资策略 (原书第 2 版) / (美) 托马斯·柯克纳 (Thomas Kirchner) 著; 黄海东, 邓磊, 王龄右译. —北京: 机械工业出版社, 2017.10
(CFA 协会金融前沿译丛)

书名原文: Merger Arbitrage: How to Profit from Global Event-Driven Arbitrage

ISBN 978-7-111-58123-9

I. 并… II. ①托… ②黄… ③邓… ④王… III. 跨国兼并 IV. F276.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 237689 号

本书版权登记号: 图字 01-2017-3842

Thomas Kirchner. Merger Arbitrage: How to Profit from Global Event-Driven Arbitrage. Second Edition.

ISBN 978-1-118-73635-7

Copyright © 2016 by Thomas Kirchner.

This translation published under license. Authorized translation from the English Language edition, published by John Wiley & Sons. Simplified Chinese translation copyright © 2017 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. Copies of this book sold without a Wiley sticker or the cover are unauthorized and illegal.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司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。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

并购套利: 全球并购投资策略 (原书第 2 版)

出版发行: 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: 孟宪勤

责任校对: 殷虹

印刷: 中国电影出版社印刷厂

版次: 2017 年 11 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 24.5

书号: ISBN 978-7-111-58123-9

定价: 80.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

编 委 会

主任/总编：谢大为 CFA 林 东 CFA

编 委：Paul Smith CFA (CFA 协会全球总裁兼首席执行官)

专家顾问：Paul Smith CFA (英国)

Aaron Low CFA (新加坡)

于 华 CFA

张 磊 CFA

任建畅 CFA

李诗林 CFA

团队成员：谢大为 CFA 林 东 CFA

黄海东 CFA 罗 宁

李 骞 CFA 赵 明 CFA

刘潇然 CFA 郑 鹏 CFA

李 娜 CFA 田思雨

张 翹 刘冠吾

王煜杰 杨蕊菁

杨 萍 谭 璐

胡 超 苗陆洋

外籍顾问：Ekaterina Terskin Peter M Klapkowski (刘欧亚) Stephane Jeegers

联系邮箱：newfinancier_china@163.com

协会微博：weibo.com/cfabj

协会微信：cfabeijing (北京金融分析师协会)



微博二维码



微信二维码



丛书序

作为全球金融与投资行业的教育领袖和卓越专业典范，CFA 协会及其成员一向倡导追求精益求精的专业知识与技能。当今金融投资领域瞬息万变，充满前所未有的挑战。我们自觉有责任向客户提供不断更新的最佳解决方案，更好地服务于他们的利益。

能够获益于持续教育的远不止个人从业者。对于企业而言，在员工中推行持续教育可以更好地促进全面风险管理。一般来说，如果员工能够广泛理解行业中的最新动态和这些进展对其职能的影响，他们对风险的认识也会相应提高。而公司层面风险管理的提高，则有助于建立更加稳定的金融体系。

正因如此，当北京 CFA 协会（我们的成员协会之一）与机械工业出版社华章公司携手合作，翻译、出版一系列金融投资领域的外文专业书籍时，我们真诚恳切地表示支持。自 2013 年成立以来，北京 CFA 协会始终如一地向北京会员乃至广大金融界人士提供高水准的持续教育机会。然而，中国各地对金融投资知识的需求之多，仅凭北京 CFA 协会一己之力实难满足。我们希望通过本系列丛书，惠及越来越多的全国各地专业人士。秉持助力中国金融业发展的理念，本系列丛书的编辑精心策划书籍内容，务求贴合中国从业人员的实践需要。对于各位国内金融和投资人员的“工具箱”，本系列丛书无疑能够锦上添花。

对于北京 CFA 协会为中国金融领域知识发展做出的有益贡献，我谨代表 CFA 协会在此表示祝贺及感谢，特别要感谢那些为本系列丛书的成功出版奉献出宝贵时间和精力

Paul Smith (施博文), CFA
CFA 协会全球总裁兼首席执行官



丛书序

(英文版)

As a leader in education and professional excellence in the global finance and investment industry, CFA Institute and its members champion the pursuit of knowledge and skills required for competent professional practice. In our fastchanging and ever more challenging industry, we owe it our clients to keep up to date on best practices in our industry and apply those to serve their interest.

The benefits of continuing education extend beyond individual professionals. For firms, continuing education among staff promotes better overall risk management. In general, employees' appreciation of risk improves if they have a broad understanding of what is happening in the industry and how it relates to their roles. Stronger firm-level risk management, in turn, helps build a more stable financial system.

That's why we earnestly supported our member society, CFA Society Beijing, with a Growth Funding award to pursue the translation and publication of a series of financial and investment books in Chinese, in partnership with the local publisher China Machine Press Hua Zhang. Since its formation in 2013, CFA Society Beijing has been consistently delivering highquality continuing education opportunities to our members in Beijing and to the wider financial community. However, the demand from across China

is vast and yet to be fulfilled. Through this book series, we hope to reach many more professionals throughout the country. With an eye to support the development of China's financial industry, the editors of this series have carefully curated the content most relevant to Chinese practitioners. Every finance and investment professional in China will find this series is a vital addition to their toolkit.

On behalf of CFA Institute, I would like to express my congratulations and gratitude to CFA Society Beijing for undertaking this valuable contribution toward growing the financial body of knowledge in China. Most especially, thank you to the volunteers who contributed precious time and effort to the successful launch of this series.

Paul Smith, CFA
President and CEO
CFA Institute



丛书介绍

金融街遇上华尔街

——北京 CFA 协会推出“CFA 协会金融前沿译丛”系列书籍

为丰富目前国内金融类图书典藏资源，使广大读者了解和学习更多的西方前沿金融理论，促进东西方金融市场的碰撞、交流和融合，加速国内金融行业的完善和发展，同时也为广大 CFA 会员提供更多更好的继续教育素材，推动会员学术水平的提高，北京 CFA 协会于 2014 年起致力于华尔街优秀图书的甄选和翻译编撰工作，与机械工业出版社合作，连续推出“CFA 协会金融前沿译丛”系列书籍。北京金融街乃至国内金融界将接受一场华尔街经典的洗礼。

机械工业出版社与 CFA 中国有着密切的合作，自 2012 年开始，陆续出版了 CFA 系列课程的中文译著，包括“CFA 协会投资系列”“CFA 协会机构投资系列”共 13 本。

同时，机械工业出版社已推出多本销量卓著的金融类经典译著，如 2005 年推出的《巴菲特致股东的信》（沃伦·巴菲特）和《战胜华尔街》（彼得·林奇），销量分别达 13.3 万册和 50 万册；2008 年推出的《漫步华尔街》（伯顿·马尔基尔），销量达 7 万册。

另外，机械工业出版社具有广泛的销售渠道（包括书店、线上电商等）和多样的营销手段（包括客户关系维护、媒体宣传、组织各类读书会等）。

我们相信，只要本着专注和服务的心态，用心做好书籍的编译和

出版工作,“CFA 协会金融前沿译丛”系列译著一定不会辜负各位读者的期望。这些译著将成为各位提升专业知识、了解金融前沿领域的最佳素材,请广大会员、考生及社会各界人士给予关注和支持!让这场华尔街经典与金融街的碰撞来得更猛烈些吧!

“CFA 协会金融前沿译丛”简介

	书 名	书 籍 亮 点
	<p>投资组合绩效 测评实用方法 (原书第2版)</p> <p>出版状态</p> <p>2015年3月已出版。</p>	<p>作者:卡尔·培根 译者:黄海东</p> <p>本书作为投资组合风险管理和归因分析的专业书籍,注重实践和应用,帮助读者了解在目前的金融环境下计算和评价投资组合收益的方法,以便于后续调整投资策略和改进投资收益。此领域的专业书籍在国内鲜有所见。本书将填补国内相关领域专业书籍的空缺,是基金经理等投资人士的最佳选择之一。</p>
	<p>REITs: 人员、流 程和管理(房地产 投资信托基金)</p> <p>出版状态</p> <p>2015年10月已出版。</p>	<p>作者:戴维·帕克 译者:罗宁 刘潇然</p> <p>本书介绍了房地产信托基金管理的相关实践,包括投资经理需要了解的风险管理等相关知识。本书总结了最近房地产信托基金管理相关的专业文献和目前行业的前沿理论和实践,结合不同房地产信托基金管理者的观点及作者本人25年在房地产信托基金方面积累的运作经验,为读者提供了坚实的理论和实践基础,为基金的投资决策和管理提供了引导。</p>
	<p>现金流建模 边学边练</p> <p>出版状态</p> <p>2015年12月已出版。</p>	<p>作者:基思·奥尔曼 译者:杨萍 谭璐</p> <p>本书主要介绍了现金流模型的搭建方法和体系。不同于其他的金融建模书籍,本书专注于展现完整的系统性的模型搭建体系,介绍了一个完整的现金流模型的各个组成部分及搭建步骤。本书将概念介绍和模型创建完美地结合在一起,使读者在理解相关概念的同时,能够将所学概念应用到模型的创建中来。通过分步骤、有层次地、完整系统性地介绍和示范整个现金流模型的创建过程,本书达到了手把手教授 Excel 建模的最终目标。</p>

(续)

	书名	书籍亮点
	华尔街证券分析 (原书第2版)	作者: 杰弗里 C. 胡克 译者: 林东 刘潇然 本书是证券分析领域的经典之作, 被众多评论者称为“当代的格雷厄姆”。本书可作为公募基金、私募股权投资基金、对冲基金、投资机构、投资银行及公司并购等领域人士的完美工具。本书为读者提供了一些经典的证券分析和商业估值案例分析。本书一些章节已被收纳入 CFA 二级教材里, 作为证券估值相关内容的重要组成部分。本书作者杰弗里 C. 胡克是 CFA 持证人, 来中国做过很多次演讲, 与北京 CFA 协会长期保持着良好的互动关系。
	出版状态	
	2017年4月已出版。	
	债券投资策略 (原书第2版)	作者: 安东尼·克里森兹 译者: 林东 本书作者安东尼·克里森兹是 PIMCO 公司的投资经理兼高级副总裁。本书向我们介绍了在投资组合中加入债券的方式和方法, 这些方法虽然简单, 却非常有效。本书还介绍了美联储下一步利率调控预测等相关内容, 提供了通过收益率曲线预测未来资本市场和经济走势的相关方法等。本书不只是单纯的理论介绍, 还包括了投资策略的应用和实践, 专注于实际应用是本书的亮点之一。
	出版状态	
	2016年1月已出版。	
	债券组合投资	作者: 维尼尔·班萨利 译者: 刘乃郗 本书中太平洋资产管理公司的执行副总裁、投资组合经理维尼尔·班萨利分享了他在长期实业中进行投资组合管理所积累下的经验。他深入研究了固定收益投资中的所有内生风险因素, 包括收益率曲线变换、流动性风险、政府宏观政策等。作者依据长期的专业经验以及学术研究动态, 在本书中描述了许多少见却非常具有价值的洞见, 比如基于期权的估值, 测量流动性风险与压力, 资产筛选与风险因子, 建立最高水平、最新技术的宏观模型, 市场中的无效率, 跨市场联系, 收益与风险预测, 尾部风险测量与管理等。作者在书中向读者展示了关于风险管理的最新研究框架。尽管这本书的内容具有极高水平, 但是作者强调在进行实践比如时机测试或者市场波动性考量时, 要更加重视常识与常规方法。
	出版状态	
	2016年5月已出版。	

(续)

	书名	书籍亮点
	并购指南： 如何发现好公司	作者：杰弗里 C. 胡克 译者：李必龙 刘潇然 本书围绕并购交易中的具体操作，分为五大部分具体展开。首先简述全球并购行业的背景，进而介绍如何寻找到合适的交易标的，之后呈现了对交易标的做出财务分析和并购估值的具体操作方法及各种方法的利弊，最后分析了交易过程中双方合并的节点、交易架构的设计和可能遇见的特殊情况。本书秉承胡克先生专著的一贯特点，以通俗活泼的语言介绍了大量务实、专业、系统的知识，并列举了翔实贴切的经典与最新案例，强调理论在实际操作中的应用。
	出版状态	
	2016年1月已出版。	
	证券化与结构 化融资：全流程 最佳实践指南	作者：马库斯·克雷布兹 译者：夏 杨 蒋则沈 本书深入证券化业务生命周期各个环节的研究视角富有开创性，完整周密且注重实用。本书为各类致力于支持和促进证券化市场健康运行的市场参与者提供了富有价值的参考。
	出版状态	
	2016年9月已 出版。	
	并购套利： 全球并购投资策略 (原书第2版)	作者：托马斯·柯克纳 译者：黄海东 邓 晶 王龄右 并购套利，也被称为风险套利，本书是这个领域最有效和最权威的书籍。共包含3个部分，第1部分讲述套利的基本过程，第2部分讲述套利方法可能存在的缺陷，第3部分讲述一些实际问题的解决方案。如果你想获得并购套利和利润，这本书会帮你取得成功。
	出版状态	
	2017年11月出版。	

北京金融分析师协会
(CFA Beijing Society)



译者序

近年来，并购套利由于其低风险高回报的特性，在海外金融领域引起越来越多的关注。并购套利策略也从一个在华尔街小规模应用的投资策略，发展为被对冲基金广泛采用的投资策略。本书从浅至深，全面介绍了在全球范围内进行并购套利的过程、交易结构、风险收益特性，以及实操过程中的各种问题。本书不仅可以作为资深投资经理实施全球并购套利策略的参考书，而且对于希望了解海外并购的初级投资者来说也是一本非常有益的学习书籍。本书作者托马斯·柯克纳（Thomas Kirchner）是并购套利领域的资深专家，他从业内人士的角度在书中对并套利实操过程中发生的问题进行了详细描述。

本书分为3个部分：第1部分介绍了并购套利的流程，其中前3章介绍了套利过程的基本知识，第4章介绍了并购套利决策中的风险考量；第2部分描述了并购套利中的风险因素，其中包括并购套利中风险和收益的来源、并购常用的交易结构、并购套利中的法律以及管理层激励等问题；第3部分从实际角度介绍了并购套利投资，例如并购中监管的干预以及套利者可以用来保护自身利益的措施。

随着中国经济的发展，不论是个人投资者还是机构投资者，都会面临逐渐开展海外投资、全球配置的问题。本书虽然重点介绍了并购套利在投资组合中的应用，但同时也详细介绍了全球并购中面临的各种问题和考虑，对进行海外投资、并购的投资经理也具有非常高的参

考价值。

本书由三位译者合作完成，黄海东翻译了第1部分和第3部分；邓晶完成第5章~第7章以及第10章和第11章的翻译；王龄右翻译了第8章和第9章。最后，本书的三位译者借此机会表达一下各自的感想。黄海东感谢其妻子仝昭露和女儿黄欣棋在翻译本书过程中给予的鼓励和支持。邓晶感谢其父亲邓文燕、母亲白玉敏对其成长的培养和在翻译本书过程中给予的鼓励和支持。王龄右感谢家人冯秋英、冯秋梅、王景河、陶淑玲、钟伟诚与王越在生活中的支持，尤其感谢妻子梓云在翻译本书过程中的理解和支持。

此次合译本书让我们再次肯定一个认知——无论在哪个市场，采用哪种盈利模式，若想有机会实现正回报，扎实积累符合实践的跨学科知识体系及多维思考框架是必经之路。

前言

自本书英文版的第1版出版以来，利率水平已逐渐接近于零，同时也降低了并购套利的收益率。随着可预期的美联储零利率政策的终结，投资者在近期很有可能再次加大并购套利的配置力度。本书主要为以下潜在的投资者提供指导：在投资前希望能够更好地了解投资策略的投资者，以及通过样本投资组合或养老金计划进行并购套利配置的投资者。当然，本书也希望能够鼓励套利者。

自20世纪80年代以来，并购套利（也称风险套利）从一个华尔街的小规模投资性指数增长为直接向公众销售的独立的套利基金。然而，令人惊奇的是很少有关于这个主题的书籍。很多学者对这一策略的各个方面撰写了很多研究文章。但是，我只看到了6本针对普通读者的有关这个题目的书籍。同其他金融领域泛滥的信息相比，这个数字显得微不足道。除了盖伊·怀斯帕拉提（Guy Wyser-Pratte）在20世纪70年代写的两部专著，另外只出版了三本有关并购套利的书籍。其中之一是伊凡·博斯基（Ivan Boesky）的《并购狂潮》（*Merger Mania*）。博斯基在他的书出版几周后被捕，使得潜在的作家担心创作有关并购套利的书籍代表一个不好的预兆。作为一本并购套利书籍的作者，我当然希望写书和被逮捕之所以联系在一起，只是因为两者具有相关性，而不是因果关系。

在本书中，我试图不仅仅纯粹描述套利的过程，而是将一些有关

并购套利对投资组合的好处的想法融入进来，同时也讲解了一些投资者为实现这个投资策略可以采用的投资工具。对本书内容的扩展将使它适用于更广泛的读者。然而，本书的重点仍然是并购和并购套利，而不是资产配置或投资组合管理。

本书分为3个部分：前3章介绍了套利过程的基本知识，并解释了这些投资策略在一个投资组合配置中的作用。第4章~第8章讨论了并购投资决策中涉及的分析细节。第9章~第11章讨论了一些能够保证套利者勤奋工作的特殊交易。第12章~第14章介绍了一些监管方面的问题以及实际操作中的考虑，其中包括套利者可以用来保护自身利益的措施，例如行使评估权。

前两章阐述了并购的基本类型，以及如何实现套利。

第3章是一个插曲，其中介绍了并购套利作为一个投资策略的历史业绩，以及如何将它添加到一个分散化的投资组合中。这一章与对于希望将并购套利加入投资组合的投资者密切相关。

第4章在基本套利中纳入了风险分析。失败的概率和潜在的损失被纳入收益率的计算，以找到套利策略的预期收益率。第5章更详细地讨论了风险和收益的不同来源，特别是并购的择时、杠杆及卖空。

很多专业投资人士都不是很理解并购和要约收购之间的区别。这两个术语通常可以互换。第6章详细介绍了二者区别的细节，不仅那些希望了解并购套利的读者应该感兴趣，所有的投资者都应该有兴趣了解。

融资经常是收购最重要的部分，所以第7章介绍了一些融资方式。

合并要遵循很多法律要求，我从各种角度来讨论它们。读者应该记住，这是一本金融书籍，而不是一本法律教材，所以在许多方面我只是粗略介绍。董事会必须遵循一定的流程以确保合并对所有股东都是公平的。这些将在第8章讨论。

不幸的是，管理层尽管是公司股东的代理人，但当购买公司时，他们往往忽视那些保护股东权利的法律。第9章着眼于那些能够促进合并完成的管理激励，同时也介绍了管理层的利益同股东的利益是怎样截然相反的。

在第10章中，我们讨论了在私募股权基金收购公司时，管理层、收购者和股东之间的利益冲突。

小股东的挤出效应将自身的风险带给并购套利者，所以我们在第11章对此进行了单独介绍。

政府部门在几个层次上参与到并购的过程中，其中包括联邦政府和州政府。

尽管政府的监管对并购有很明显的重要作用，但我还是将这部分的讨论移到本书后面的部分。因为我相信市场参与者（管理层、投资者、董事会）的动力对于并购的成功比政府的监管更加重要。第 12 章对此进行了讨论。常言道，有志者事竟成。

下面的讨论就进入了雷区。在一个公司被收购之后，我会鼓励投资者行使他们的权利以获得他们股份的全部价值。第 13 章介绍了股东为达到这个目的可以采用的方法。我经常看到的是，当一个公司被一个虚低价格收购时投资者往往很快退出。大部分的投资者认为自己是选股者，往往太早放弃。我希望这章的介绍能够说服投资者，甚至一些机构投资者，争取股票的全部价值。第 14 章介绍了投资并购套利的一些实用技巧。特别是，读者应该意识到，事件驱动投资策略的现金头寸应依赖于事件，而不是一个资产配置的决定。因此，并购套利者可以持有高度可变的现金头寸，现金头寸不应被视作套利者对市场看法的指标。

最后一章包含一些数学内容。史蒂芬·霍金（Stephen Hawking）在介绍他的名著《时间简史》（*A Brief History of Time*）时提到，他的出版商告诉他，书中的每一个公式将减少一半的潜在读者。但我相信金融书籍的读者可以接受一些公式。