

金融学译丛

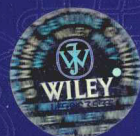
*Mergers, Acquisitions,
and Corporate Restructurings*
4e

兼并、收购和公司重组 (第四版)

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



金融學譯叢

兼并、收购和公司重组 (第四版)

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：第四版 / 高根著；顾苏秦，李朝晖译。

北京：中国人民大学出版社，2010

(金融学译丛)

ISBN 978-7-300-12465-0

I. ①兼…

II. ①高…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 (2010) 第 135512 号

金融学译丛

兼并、收购和公司重组 (第四版)

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)

010-62511398 (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 涿州星河印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

版 次 2010 年 11 月第 1 版

印 张 40 插页 1

印 次 2010 年 11 月第 1 次印刷

字 数 780 000

定 价 69.00 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

2004年8月



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。企业可以通过并购重组得到创建、扩张、收缩和终结。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，并借此促进生产发展；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·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方面，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尤其值得我们国内的企业界学习和借鉴，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，本书的翻译工作如下：李朝晖翻译第1部分和第2部分，顾苏秦翻译第3部分和第4部分，其中何杨和嵇绍军翻译了第12章、第13章、第14章的初稿。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



前 言

兼并收购领域发展非常迅猛，规模空前的大并购案例比比皆是，遍及全球。一直以来，规模庞大的并购案主要发生在美国，但是刚刚结束的第五次并购浪潮开启了一个名副其实的全球并购时代。这次并购浪潮始于 20 世纪 90 年代，持续了 10 年，其中最大的几个并购案例都发生在欧洲。一家英国公司恶意收购一家德国公司成为有史以来最大的一桩并购案例。

随着交易数量的下降，第五次并购浪潮结束，但过后不久，并购的步伐又一次加快。到 2005 年前后，并购业务的性质发生了更大变化，随着并购者对新兴市场的开拓，并购变得更加全球化。与此同时，经济增长和监管放松极大地增加了亚洲市场上的并购活动数量。在拉丁美洲，并购活动也有显著增长。

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。并购活动已经迅速遍及现代世界的各个领域，当这个事实与上述并购的发展趋势相结合，我们可以看到并购逐渐成为公司财务和公司战略中无比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，也考虑了当前的经济和金融环境中出现的新状况。人们希望这些新方法能够使 21 世纪的并购活动比以前更加健康、更加有效益。并购活动的参与者声称他们会追求这些目标，但是我们看到随着交易数量的迅速增加，这些并购目标很可能会被舍弃，如果不及时加以指出，那么我们就没有尽到应负的职责，并购活动也会出现差错。

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。本书的重点知识是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：实业派和学院派。毫无疑问，这两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。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。比如，反接管策略会产生股东财富效应，对关心公司的防御行为会如何影响他们的投资价值的投资者有着重要的意义。这类问题就是一个很好的例子，对这类问题从学术角度进行研究，得到的成果具有重要的实践价值，能够为公司的战略问题提供借鉴。

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，某些理论研究能够解释经理层进行管理层并购的动因，比如代理理论。投资组合方面的理论能够解释垃圾债券投资者通过分散化投资可以获得的减少的风险收益。书中会介绍这些理论，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。

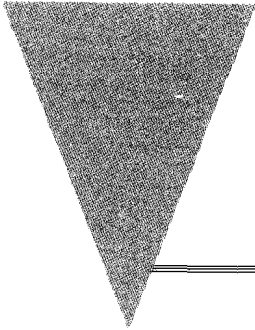
帕特里克·A·高根

关于网络资源

在购买《兼并、收购和公司重组》（第四版）的同时，你能够从下面这个网站得到帮助：www.wiley.com/go/mergers。

这个网站上有各种资料以及最新的数据。

进入该网站的密码是：acquisition。



目 录

第 1 部分 背景知识	1
第 1 章 并购绪论	3
最近的并购趋势	3
定义	11
交易估价	12
并购的类型	12
并购的动因	14
并购的融资方式	14
并购的专业人员	15
并购套利	17
杠杆收购和私人权益市场	17
公司重组	19
并购谈判	19
并购的审批程序	21
简单形式的并购	23
股权冻结和少数股东的应对策略	23
购买资产与购买股票的比较	24
设计交易结构	24
承担卖方债务	24
资产收购的优势	25

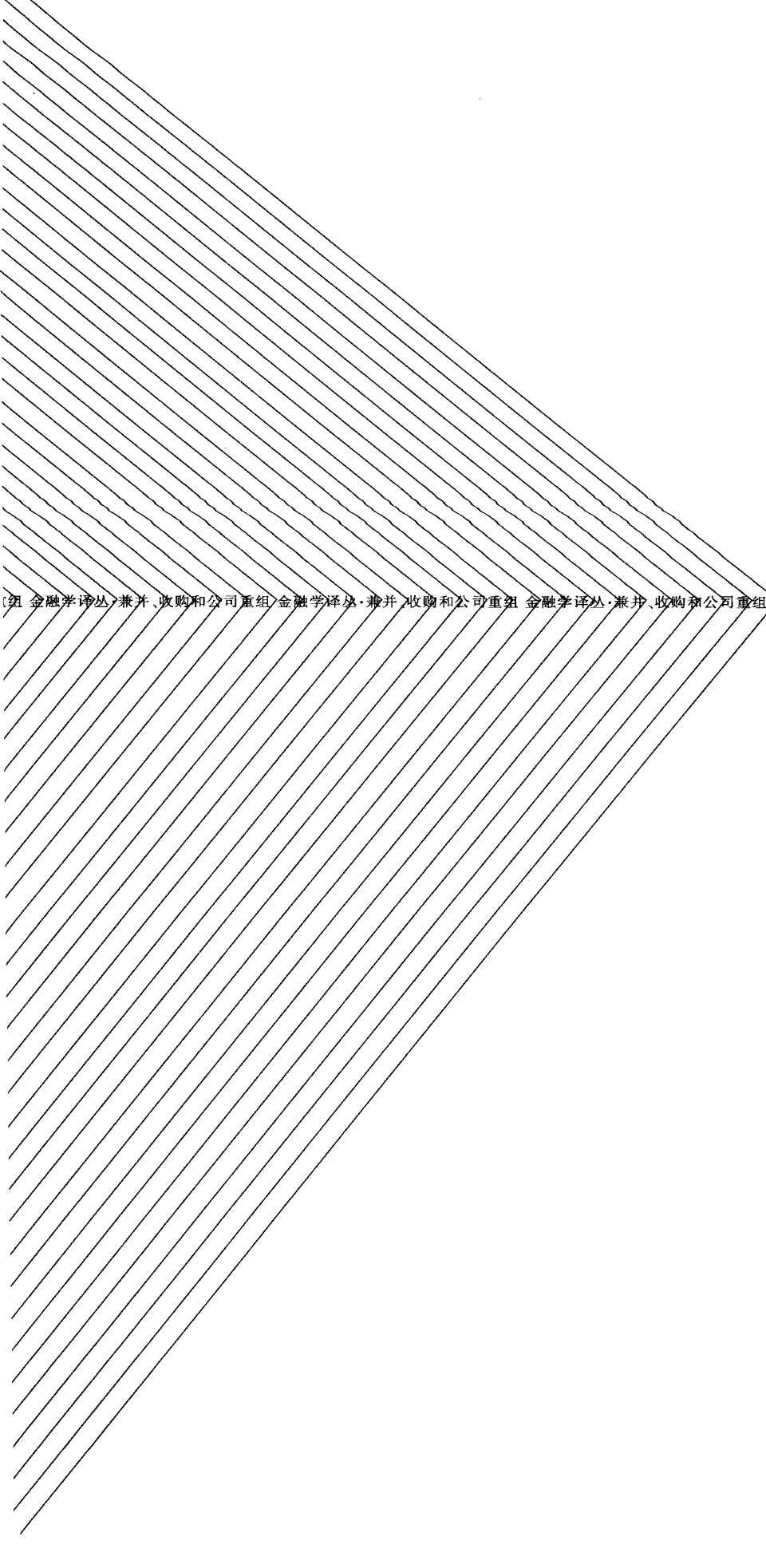
资产出售	25
买壳上市	26
控股公司	26
第2章 并购的历史	29
并购浪潮	29
什么引起了并购浪潮?	30
第一次并购浪潮, 1897—1904年	30
第二次并购浪潮, 1916—1929年	36
20世纪40年代	39
第三次并购浪潮, 1965—1969年	40
20世纪70年代的并购趋势	47
第四次并购浪潮, 1984—1989年	54
第五次并购浪潮	60
小结	67
第3章 并购的法律体系	69
与兼并、收购和股权收购相关的法律	70
证券交易法	70
美国其他与收购相关的具体法规	84
监管收购的国际证券法	85
商业判断原则	91
美国州立反收购法	92
对内幕交易的监管	98
反托拉斯法	101
美国反托拉斯法执行的最近趋势	108
衡量集中度和定义市场份额	109
欧洲的竞争政策	114
反托拉斯的惩罚措施	115
小结	116
第4章 并购的战略	118
企业成长	118
协同效应	125
经营协同效应	127
经营多元化	138
其他经济动机	148
收购中的自负假说	160
其他动机	166
税务动机	168

小结	168
第 2 部分 敌意收购	173
第 5 章 反收购的措施	175
管理者堑壕假说与股东权益假说	176
预防性反收购措施	177
改变公司的法人注册地	201
主动的反收购措施	202
反收购传递的信息	239
小结	240
第 6 章 收购的策略	242
初步的收购措施	244
股权收购	248
公开市场认购与街道清扫	267
股权收购与公开市场认购相比的优势	269
套利与并购宣布日前后的价格向下压力	271
代理权竞争	271
小结	290
第 3 部分 退市业务和杠杆收购	291
第 7 章 杠杆收购	293
术语	294
杠杆收购的历史演进	294
公司上市的成本	305
管理层收购	306
管理层收购中的利益冲突	308
杠杆收购的融资	318
杠杆收购的资本结构	323
杠杆收购的融资来源	323
股东从杠杆收购中获得的收益	325
股东从部门收购中获得的收益	326
反向杠杆收购	328
财富转移效应的实证研究	333
对债权人的保护	334
小结	338
第 8 章 收购和退市业务的融资发展趋势， 包括对冲基金和私人权益基金	339
收购融资中现金与股票比例的发展趋势	340
股东的财富效应与支付方式	344

私人权益市场	349
对冲基金	357
私人权益基金和对冲基金的比较	362
对冲基金和私人权益基金的趋同	363
收购中的垃圾债券融资	365
合订融资	383
证券化和并购融资	384
小结	386
第9章 员工持股计划	388
员工持股计划的历史发展	389
主要的类型	390
员工持股计划的特征	391
杠杆化员工持股计划与非杠杆化员工持股计划	391
员工持股计划在公司财务领域的运用	392
员工持股计划股份的投票权	394
员工持股计划与现金流	394
投入员工持股计划的股票估值	395
员工持股计划的避税资格	395
员工持股计划的卖方期权	395
股利支付	396
员工持股计划与股票的公开发售	396
员工承担的风险与员工持股计划	398
证券法与员工持股计划	399
杠杆化员工持股计划的税收收益	399
员工持股计划的资产负债表效应	400
杠杆化员工持股计划的缺陷	400
员工持股计划与公司绩效	402
员工持股计划用于反收购防御	404
员工持股计划和股东财富	405
员工持股计划和杠杆收购	406
小结	409
第4部分 公司重组	411
第10章 公司重组	413
剥离	415
剥离与分立的程序	427
出售交易的财富效应	435
股权出售	447

自愿清算或主动破产	451
追踪股票	452
挂牌有限合伙企业和出售	454
小结	456
第 11 章 破产重组	457
经营失败的种类	457
经营失败的原因	459
破产趋势	461
美国的破产法	466
重组与清算	467
重组程序	468
第 11 章破产对债务人的好处	474
公司规模与第 11 章破产的好处	475
预先打包破产	477
非破产自愿协议	480
公司的控制权和违约	485
清算	487
对发生危机公司证券的投资	488
小结	493
第 12 章 公司治理	494
失败的公司治理：会计丑闻	494
萨班斯-奥克斯利法案	496
其他监管措施的改革	497
公司治理	497
小结	532
第 13 章 合资企业和战略联盟	534
合同协议	534
战略联盟、合资企业和并购之间的比较	535
合资企业	535
战略联盟的治理	541
小结	545
第 14 章 公司估值	546
价值评估方法：科学还是艺术？	548
作为一种反收购策略的价值管理	548
价值评估的方法	549
市场如何确定贴现率	560
对目标公司股权的估值	569

收购和控制权溢价	569
股票的变现能力	572
以股换股交易的价值评估	580
换股比率	582
固定股票数量与固定股票价值	589
跨国收购和以股换股交易	589
目标公司理想的财务特征	590
小结	596
附录	597
第 15 章 税收问题	601
财务会计	602
应税交易与免税交易	603
以股换股交易的税收影响	605
资产税基的提高	608
税收法规的改变	609
税收在并购决策中的作用	610
税收在管理层收购中的价值	612
其他税收问题	613
小结	614
词汇表	615



金融学译丛·兼并、收购和公司重组 金融学译丛·兼并、收购和公司重组 金融学译丛·兼并、收购和公司重组

第 1 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，并购活动于本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，这次并购浪潮中发生的交易规模前所未有的。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，但较之具有明显不同的特征。第五次浪潮是名副其实的全球性并购浪潮，除美国之外，欧洲、亚洲并购交易的规模都有一定程度的提高。第四次并购浪潮则主要发生在美国。当第四次浪潮由于 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类似规模的新一轮并购高潮。然而，在经历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 年又开始了新一轮规模空前的并购历程。在第五次浪潮中，大量的巨型并购和跨境并购在美国企业或非美国企业之间发生，大规模的并购活动成为一种全球现象，这与前几轮主要由美国企业主导的并购浪潮形成鲜明对比，并购活动规模的空前庞大使发生在 20 世纪 80 年代第四次浪潮中的并购活动相形逊色。

在 20 世纪 80 年代，第四次并购浪潮开始之际，我们看到并购活动主要集中在美国，大部分交易发生在美洲大陆。从全球的角度看，第五次并购浪潮中并购规模的扩大主要发生在欧洲。在第四次并购浪潮结束时，欧洲并购规

模有一个短暂的回落，继而在 1995 年开始迅猛增长并成倍扩张（见图 1—1）。到 1999 年，欧洲并购活动的规模达到顶峰，占全球并购交易总值的 38%。这种现象的发生有以下几种原因：首先，促使美国并购交易增长的原因——全球经济体系中需求方面的扩张，在欧洲同样发挥了作用。20 世纪 80 年代，欧洲也具有类似的经济条件，但并没有形成 90 年代那样的并购增长局面，这是因为第五次并购浪潮发生时，欧洲的经济结构发生了巨大变化。欧盟的建立使人为的监管障碍被解除。过去许多欧洲企业被大股东，比如单个家族牢牢控制，包括意大利贝纳通（Benetton）家族旗下的服装公司、弗朗索瓦·皮诺（Francois Pinault）家族旗下的一个法国大型零售王国包括古琦集团（Gucci）、德国的贝塔斯曼（Bertelsmann）王国和沃伦伯格（Wallenberg）家族拥有的瑞典爱立信公司（Ericsson）与 ABB 公司等，这些公司中的家族股份已经传递了好几代。到第五次并购浪潮发生的时候，尽管欧洲企业中家族的掌控力度仍然甚于美国企业，但是家族股东的地位已经有所下降，许多股份落入那些更愿意接受并购活动的股东手中，从而这些公司更有可能成为并购的目标。

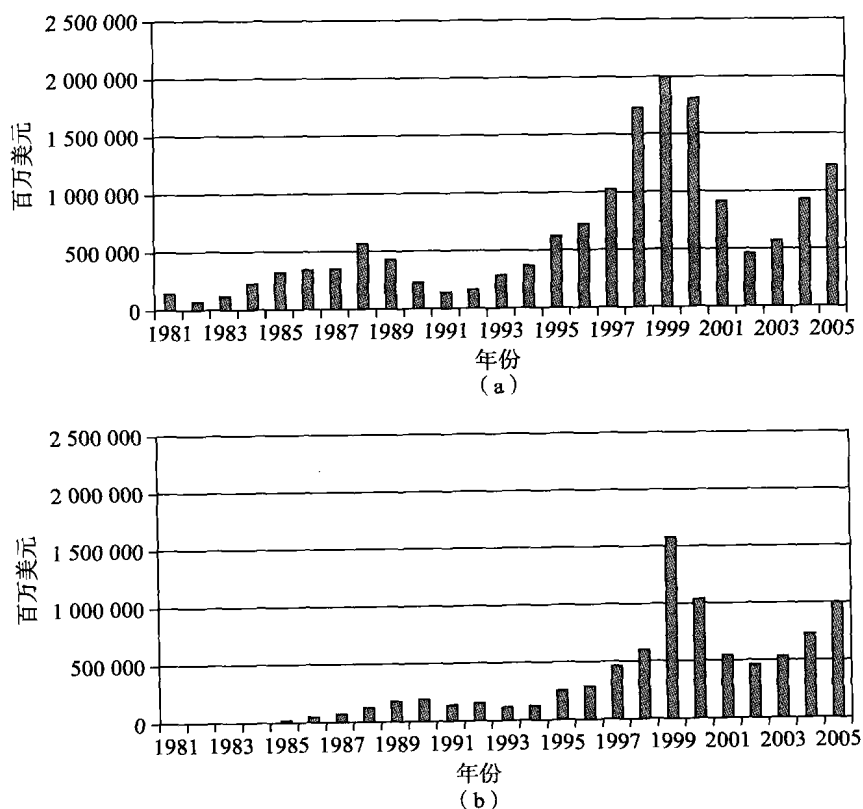


图 1—1 1980—2004 年的并购交易金额：(a) 美国的和 (b) 欧洲的

资料来源：Thomson Financial Securities Data。