



资本的游戏

金融 并购 风云录

(美) 史蒂芬 M. 大卫杜夫 (Steven M. Davidoff) 著
王世权 侯君 赵黎明 译

解读私募股权、对冲基金、主权财富基金
掌握当前最热的并购交易和运行机制



机械工业出版社
China Machine Press

金融 并购 风云录

Sods
at 27ar
Shotgun Takeovers, Government by Deal,
and the Private Equity Implosion



机械工业出版社
China Machine Press

Steven M. Davidoff. Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal, and the Private Equity Implosion.

Copyright©2009 by Steven M. Davidoff.

This translation published under license.Simplified Chinese Translation Copyright © 2010 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。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2010-1516

图书在版编目（CIP）数据

金融并购风云录 /（美）大卫杜天: (Davidoff, S. M.) 著；王世权等译. —北京：机械工业出版社，2010.10

（资本的游戏）

书名原文：Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal, and the Private Equity Implosion

ISBN 978-7-111-32132-3

I. 金… II. ①大… ②王… III. ①企业—融资—研究—美国 ②基金—投资—研究—美国 IV. ①F279.712 ②F837.125

中国版本图书馆CIP数据核字（2010）第195606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：胡智辉 版式设计：刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2011年1月第1版第1次印刷

170mm×242mm • 16.25印张

标准书号：ISBN 978-7-111-32132-3

定价：39.00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) 88379210；88361066

购书热线：(010) 68326294；88379649；68995259

投稿热线：(010) 88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com

译者序

Gods at War

历时半载，本书中译本终于要和广大读者见面了，诚惶诚恐中有一种如释重负之感。回首翻译的整个过程，我不禁时常掩面叹息。是的，翻译工作是艰苦的，但和书中那些惊心动魄的收购案例比起来，简直不值一提。读过全书之后，仿佛刚刚看过了一部好莱坞大片，其起伏跌宕的情节只有在编剧和导演的合力打造下，在电影那虚幻的世界中才能出现。但事实上，这就是发生在华尔街的真实案例。

金融危机似乎正在远去，但正如“9·11”事件仅仅持续了几十分钟，却深刻地影响了世界的政治、经济和反恐形势一样，这场2007年爆发于美国华尔街并席卷全球的金融风暴所带来的震撼，绝对不是一时半刻能够过去的。从某种意义上来说，我们在相当长的一个时期内，都将处于后金融危机时代。

从2007年的金融危机以来，各国政府和各种大大小小的经济体，都遭受了沉重的损失，但如果因此就认为在金融危机中，大家都是受害者那就大错特错了。实际上，这场金融危机的发源地——华尔街，早就上演着一场又一场的金融兼并战。华尔街，这个全球金融资本行业的发动机，聚集了全世界最顶尖最有经验的银行家、律师、证券商等专业人士。他们熟练地运用自己的专业知识，大胆而又谨慎地利用一切制度内和制度外的可能性，为实现自己的金融野心和财富梦想而绞尽脑汁。回顾美国100多年来的并购史，我们会发现时代精英们天

才的头脑，创造出令人叹为观止的财经奇迹，上演了一出又一出的精彩大戏。

如果读者对资本市场大鱼吃小鱼的场面早已司空见惯的话，本书中描绘的场面早已超越了我们对于并购的理解。聪明的小鱼，通过合理的杠杆组合，巧妙利用股票、债券及各种金融衍生品，也同样可以把巨无霸一般的大鱼吞掉。这也正是本书所描绘的场景。

本书作者史蒂芬 M. 大卫杜夫，身为康涅狄格大学法学院教授，曾出版多部著作。更为难能可贵的是，他曾对美国的并购市场做过多年的研究，对于美国并购交易史、案例和多宗并购的当事人都有过深刻的了解和透彻的分析。也正是因为这一点，他受到了美国并购业界的普遍尊重，本书英文原版封底的多位专业人士的评论就是证明。大卫杜夫作为《纽约时报》“交易宝典”栏目的作者，每天为读者提供关于最新发生的并购新闻的评论，在美国被公认为这个瞬息万变的领域的权威，被称为“交易学教授”。大卫杜夫同时还是一位并购交易法律界的实践者，他曾在美国顶级的企业和并购律师事务所工作多年，熟知业界规则和交易内幕，并且和诸多的企业、法律界人士熟识。在本书中为读者提供的，正是其多年研究的成果汇总。

本书由12章构成。首先介绍了美国并购的六次风潮，为读者提供了一个清晰的时代背景。通过KKR公司的经典案例，揭示了私募股权——这个并购界重要推动力量的前世今生，带领我们深入到并购交易的背后。在此之上，重点向读者解释了私募股权交易中重大不利变化条款的影响，以及由此引发的法律和交易问题。分析了美国联邦政府、美联储、美国证监会等机构和以特拉华州法院为代表的法律界对并购的影响。同时，也对现存的美国并购法律框架提出了改革的呼声。最后，针对金融危机期间和后危机时代的并购，就其交易过程是否会为我们的经济增加价值的话题做了深入的思考，对未来的并购交易和法律监管，以及从业人员的改进和交易结构的设计等诸多问题提出了展望。

本书既是一本面向实践工作者的系统化管理读本，又是一本面向

在校学生与致力于管理工作的仁人志士的经典教材。在中文版即将付梓之际，译者首先要感谢东北大学工商管理学院、外国语学院的支持与鼓励。其次，为了使中国读者能够深刻地领会本书的精髓，在翻译过程中我们参考了大量本书中所涉及的相关案例的已有著作或网络作品，在此，对相关出版物的作者和出版社谨致谢忱。

本书是集体努力的成果，初稿翻译分工如下：赵黎明、王世权翻译了第1章、第2章、第3章；高元梓、侯君翻译了文前部分、第4章、第5章和第12章；孙楠、邹恽翻译了第6章和第7章；郭恺翻译了第8章和第9章；赵黎明、刘烨翻译了第10章和第11章。初稿完成后，由王世权和侯君进一步对全书各章节进行了校阅，最后由王世权负责全书的统稿。

美国并购交易历史悠久，期间案例频出，各种法律和监管体系纵横交错。由于译者的水平有限，书中难免有不妥之处，敬请读者不吝赐教。

王世权

2010年9月

前言

Gods at War

我写本书的目的有两个。首先，《纽约时报》的专栏“交易宝典”的读者经常要我写一本书，解释一下并购业和收购市场的运行机制。在此之前，还没有哪本书能满足这样的要求。我希望本书能填补这一空白，更希望本书可以帮助刚入门的读者和学生从法律等方面对纷繁复杂的并购交易和交易决策过程有所了解。

其次，最近在资本市场爆发的灾难性事件使很多人陷入困惑，无法理解发生了什么，以及这一切对未来意味着什么。本书试图对此进行梳理，明确是什么导致了金融危机的发生，使读者了解其中发生的一些事件。因此，本书将讲述在第六次收购风潮和金融危机中发生的故事。它是有关私募股权的急剧膨胀与爆发、战略性并购与恶意收购重新回归的一本书，也是关于投资银行模式的失败和如今在资本市场上正在发生的变化的一本书。

本书内容按照时间顺序安排。在第1章中，我将首先简要地回顾收购的历史，并讨论当今资本市场上推动并购进行的一些关键性要素。在第2章，我将通过回顾私募股权的始作俑者KKR公司（Kohlberg Kravis & Roberts Co.）的历史，来回溯私募股权的起源。绕这样一个弯子很有必要，因为私募股权是导致今天交易市场变化的重要推动性因素。

第3章和第4章中，我将关注2007年秋和2008年春的情况。在这两章中，我将讨论私募股权和其他并购的集中爆发，以及对未来并购过程和私募股权本身的意义。为此，我将首先在第3章中讨论最早因在2007年秋天出现的重大不利变化^①而产生的纠纷以及这期间的一些关键性战役，尤其是发生在作为抵押鼻祖的住宅贷款控股公司（Accredited Home Lenders）和作为私募股权公司的龙星基金（Lone Star Funds）^②之间的争斗。第4章将讨论第二轮并购交易纠纷，它开始于2007年11月，彼时瑟伯勒斯资本管理公司（Cerberus）成功地终止了它对以出租设备为主业的联合租赁公司（United Rentals）的收购。私募股权反复试图终止其在金融危机之前达成的协议，催生了第二轮的纠纷，并受到当年秋天早些时候的重大不利变化的影响。

第5章将讨论主权财富基金的现象。将用淡马锡控股公司在美林公司的投资作为起点来讨论这些投资在金融危机爆发前期的实质。主权财富基金也许只是昙花一现，但同时也会告诉我们很多关于外国资本的相关法规，以及外国投资的重要性。在第6章，我们将进行本书下一阶段的讨论，研究一下贝尔斯登公司的陨落。关于这一事件，已经有大量的评述，但我将用全新的着眼点来讨论。在第6章，我将审视创新并购交易的结构，并将讨论这次变化对于今后交易过程和政府行为的重要意义。

在第7~9三章，我们转向讨论后贝尔斯登时代。在第7章，我将讨论对冲基金积极投资的兴起，以及其改变并购交易市场形式的潜在能力。我将通过2008年春爆发的两场重要的积极投资股东的战

① “重大不利变化”条款（Material Adverse Change Clauses, MAC）经常应用于公司收购、合并交易中的一项合同安排。一个MAC条款可以是一个交易中的陈述和担保，或者也可以设计为交易交割的一项先决条件，其目的是为了在目标公司的条件发生重大不利变化时，能够为买方提供一种解除交易的机会。这一条款通常适用于当合同或协议的签署日与交易的最终交割日之间有一段时间间隔的情况，所以如何回避与控制在这段时间内出现的任何重大不利变化显得尤为重要。——译者注

② 也译为孤星基金。——译者注

役：对冲基金JANA (Jana Partner) 瞄准互联网媒体公司CNET网络公司以及儿童投资基金 (Children's Investment Fund) 和3G资本 (3G Capital Partner) 合作对铁路运营商美国CSX运输公司的操控。

在第8章，将通过微软对雅虎公司恶意竞标和英博集团公司对美国百威公司的两个典型案例，讨论恶意接管在并购交易过程中发挥的越来越大的作用。我将把第7章中涉及的积极股东行为^①和近些年不断上升的恶意收购行为联系起来进行讨论。

第9章讨论的是金融危机及其后战略性并购的本质。主要梳理了近些年来在战略并购市场上发生的创新行为，尤其是玛氏公司收购箭牌糖类有限公司和辉瑞制药有限公司收购惠氏公司过程中使用的交易架构。这两个案例，都从私募股权模式中借鉴颇深，并能很好地解释前面章节中提到的2007和2008两个年度出现的一系列私募股权并购大爆发的情况。

第10~12章将对全书进行总结。第10章详细地讨论了美国政府在美国国际集团、美国银行、花旗集团和一系列其他救市行动中发挥的交易中间人作用，以及“并购交易型政府”这一概念在我们的经济运行和成交过程中的重要意义。本书的最后两章将展望未来。在第11章中，我将讨论对美国并购法律可能进行的改革。第12章，也就是全书的最后一章，我将对全书的前11章进行总结，对金融危机期间和后危机时代的未来并购业进行展望。在这一章中，我也会讨论并购业和成交过程是否会为我们的经济增加价值的话题，谈谈在急速下滑的全球金融危机中，并购交易和成交过程的作用等相关问题。

我们正处在这样一个时代，许多交易老手怀疑始于20世纪60年代的毫无节制的收购风潮，在经历了50年的循环周期之后，似乎已经走

① 积极股东行为 (shareholder activism)，也译为股东权益运动、股东积极主义、积极股东行动主义、股东行动主义等。是指当上市公司董事会的决策不符合股东利益时，股东就纠集力量，令董事会改组，甚或逼管理层下台。此处所谓股东，其实并非一般小股东，而是以机构投资者为主的股市中实户。他们是积极参与公司治理的动力，主要取决于持股成本与发动改革的收益的比较。具体决定于机构投资者的持股比例、持股时间和监督成本等。——译者注

到了尽头，而其幕后推手就是这场巨大的金融系统去杠杆化运动。但我更满怀信心地相信，并购交易和交易决策的过程，仍然是资本市场一个基础性的和必要的组成部分。无论如何，本书中所涵盖的案例将很有可能在可以预见的将来，为并购交易和交易决策铺平道路。

总的来说，本书是关于推动和维持交易机制运转的各种要素的一本书。本书带着法学的观点追溯历史，对改变和强烈影响未来并购交易的事件进行梳理。这也是一本有关并购交易机制、培育交易的组织以及有关股票持有人不断上升的重要性的书。在以上各种因素中，是各个公司的执行官和他们的智囊团在决定是否进行交易。这些人的性格和在自我意识驱动下做出的决定进一步塑造和推动着交易的进行。正是基于此，我给本书取了这样的名字^①。这些人，如同众神一样，决定着各家公司和我们经济的未来。

① 本书的英文名字为*Gods at War*，可以直译为“众神的战争”。——译者注

序 幕

Gods at War

纽约的社会阶层仍然由金钱和控制金钱的权力决定。金钱是进入纽约社会的敲门砖，但权力份额——你在金融业的位置——则决定你在同侪中的地位。因此，私募股权公司黑石集团创始人之一兼首席执行官史蒂芬·施瓦茨曼的60大寿生日宴会成为纽约2007年度的社交大事就绝非偶然了。

这场耗资300万美元的以情人节为主题的庆典于2月13日在位于派克大街的第七军团军械库举行。在警犬和狗仔队的包围下，金融界、政界和新闻界的众多名人参加。这其中包括内外交困的美林公司前CEO约翰·塞恩、索尼美国分公司主席霍华德爵士、雅诗兰黛集团董事局主席莱昂纳多·兰黛、美国前国务卿科林·鲍威尔以及CNBC广受赞誉的“财经甜姐儿”巴蒂罗姆。洛·斯图尔特和佩蒂·拉贝尔为宴会伴奏。宴会准时在午夜结束，以便参加者能够有充足的时间重返第二天的工作。

媒体对宴会给予的关注，并不仅仅因为这是一位亿万富翁一掷千金的豪华生日派对。更为重要的是，这是施瓦茨曼在私募股权行业确认其新的王者身份的一场非正式的加冕礼。20世纪七八十年代，亨利·克拉维斯和杰罗姆·科尔伯格及乔治·罗伯茨一道，开创了私募股权这个行业。直到20世纪90年代，他们创立的Kohlberg Kravis Roberts & Co.公司，通常以KKR的名字为世人所熟知，一直主导着这

个行业。施瓦茨曼的黑石公司，以其掌控的787亿美元，在近期一举超过了KKR公司，成为私募股权业新的巨无霸。这也是施瓦茨曼登场亮相的宴会。亨利·克拉维斯至今仍然是KKR公司的执行总裁之一，当然不会到场，甚至不会公开表明他是否受到了邀请。

即便是《纽约时报》、《华尔街日报》以及其他媒体对施瓦茨曼的报道不太正面，把他描绘成具有“操控欲”的，对手下员工穿着吱吱作响的运动鞋大为不满，经常大嚼每只400美元的岩蟹的暴发户，那又有什么关系呢？施瓦茨曼、黑石公司以及整个私募股权业此时已经居于资本市场的顶峰。2006年，私募股权占全美国公布的并购总金额的25.4%。2007年的情况更好。2008年，全球的私募股权业在私人投资基金中募集到了2 290亿美元。鉴于宽松的信贷政策，这些基金为私募股权在新的收购中赚得了1 000多亿美元。看来，没有哪家公司能幸免于被收购。

仅仅几天前，黑石公司已经证明了这点。2月9日，黑石公司以390亿美元的价格，完成了对房地产公司权益办公物业投资信托（Equity Office Properties Trust）的管理层收购。这也成为有史以来最大的一宗私募股权并购案，甚至超过了KKR公司具有历史意义的雷诺兹-纳贝斯克收购。

因此，施瓦茨曼的宴会不仅仅是为他个人，也是为整个私募股权行业庆祝。短短数年之间，施瓦茨曼和他的同事们使得并购市场发生了一场革命。也不仅仅是施瓦茨曼和私募股权行业，在2004~2008年的几年间，极度的增长和近在咫尺的金融灾难让美国的资本市场脱胎换骨。金融革命、全球化以及金融危机永久地改变了并购交易过程，为交易者和监管机构带来了风险和机遇。改变和创新的步伐是如此迅速，以至于监管机构要为新出现的并购风潮和系统风险承担责任，这样的失误在近几年已经表露无遗。

而施瓦茨曼的生日宴会不仅是上述情况的新典范，也和之前华尔街一系列奢侈的社交情景一脉相承。诸如泰科公司执行总裁丹尼斯·科兹洛夫斯基为他妻子在撒丁岛举办的罗马帝国主题的宴会以及索

尔·斯坦伯格在1988年为他女儿在大都会艺术博物馆的埃及丹铎神庙展厅举办的婚礼，以上种种都具有象征意义。这类场合不仅预示着一位“新国王”的诞生，还同时不祥地代表着傲慢自大以及未来市场的崩溃。

在施瓦茨曼庆祝宴会的第二年，美国联邦政府实施了有史以来资本市场最大的一场救市行动；黑石公司的股票将以公开发行价1/5的价格交易；股票市场急剧下滑；私募股权市场人间蒸发；萎缩了的并购市场在不良资产的阴云笼罩下饱受折磨；贝尔斯登公司和雷曼兄弟土崩瓦解；股票市场风光不再；主权财富基金将投入数十亿美元来骚扰美国的金融机构；百威公司和雅虎公司也会成为历史上著名的恶意收购对象。当然，这些还都是将来的事情。在2007年2月13日的那个夜晚，施瓦茨曼成为私募股权的财富和控制力的象征，他也成为金钱在纽约市的永恒本质的标志。他此时是整个资本市场即将到来的变革的缩影。

目 录

Gods at War

译者序

前言

序幕

第1章 现代并购交易回顾

性格的重要性 / 5

兼并的演化过程 / 9

并购的革命 / 15

第2章 KKR、胜科及私募股权

KKR公司与私募股权的起源 / 19

胜科和私募股权的变革 / 31

第六次风潮中的私募股权 / 33

第3章 住宅贷款控股公司和重大不利变化条款

住宅贷款控股公司的倒闭 / 40

重大不利变化条款 / 44

2007年秋的重大不利变化条款之战 / 55

变化中的重大不利变化条款 / 58

重大不利变化条款的未来 / 61

第4章 联合租赁公司、瑟伯勒斯资本管理公司以及私募股权基金的破裂

瑟伯勒斯-联合租赁公司的纠纷 / 68

私募股权基金的破裂 / 71

私募股权公司的错误和失败 / 82

私募股权的未来 / 86

第5章 迪拜港口世界公司、美林公司和主权财富基金问题

主权基金投资的金融浪潮 / 92

主权财富基金问题 / 98

美国外国投资委员会和外国投资 / 103

第6章 贝尔斯登与道德风险原则

拯救贝尔斯登 / 109

摩根大通进退维谷 / 117

有关贝尔斯登的斗争 / 120

贝尔斯登倒下得出的教训 / 125

第7章 加纳基金、儿童投资基金和对冲基金积极投资

“代理机构问题”的简要回顾 / 130

对冲基金积极主义的崛起 / 132

2008代理季 / 138

儿童投资基金和CSX / 142

对冲基金积极主义的未来 / 145

第8章 微软、英博和恶意收购的回归

微软和雅虎 / 152

英博-百威公司 / 156

恶意收购成功的要素 / 160

特拉华州与恶意收购 / 163

恶意收购的未来 / 169

第9章 玛氏、辉瑞和战略交易的变脸

变化中的战略交易结构 / 175

不良资产交易现象 / 179

收购管用吗 / 181

特拉华法和战略交易 / 182

露华浓义务和市场检查 / 187

战略并购交易的未来 / 189

第10章 美国国际集团、花旗集团、房利美、房地美、雷曼以及交易型政府

房利美和房地美的国有化 / 196

投资银行死掉的一周 / 198

TARP计划、花旗集团、美国银行及其他 / 208

对交易型政府的评价 / 212

第11章 并购机制的重组

联邦并购法 / 215

特拉华州并购法 / 222

交易制定 / 229

第12章 后危机时代的交易决策

致谢

第1章

Gods at War

现代并购交易回顾

我 首先以一则并购交易史上的小故事开头。

1868年，铁路大亨科纳利乌斯·范德比尔特与杰伊·古尔德、丹尼尔·德鲁和詹姆斯·费斯克组成的伊利帮开战。争端起源于伊利帮对运气不佳的纽约和伊利铁路公司（New York & Erie Railroad）毫无廉耻的行径。三人攫取了公司利润的大部分，把公司当成了他们私人的存钱罐。这伙人甚至不满足于掠夺数以百万的公司利润，他们进一步操纵伊利公司的股票，利用伊利公司的公共持股人来实现他们的利益。这群人的阴谋诡计把公司的财务状况削弱到资不抵债的地步。

与此同时，范德比尔特因为伊利公司的铁路连接着纽约市和伊利湖而垂涎三尺。如果得到这条线路，再加上范德比尔特已经掌握的铁路线，他将能控制进出纽约市的多数铁路交通。范德比尔特开始收购伊利帮出售的股票。当伊利帮发现这种情况以后，他们利用掌握的优势马上采取行动。他们在伊利公司的股票中增发可转换债券，卖给范德比尔特，以削弱范德比尔特的地位。范德比尔特很快发现了股票发行中的问题，随即安排律师取得了法庭的禁令以阻止他们的做法。这样做，对于范德比尔特来说并不难办，因为发布禁令的是他雇用的法官。伊利帮则安排他们豢养的法官出台了一项针锋相对的禁令，来约束范