

当代金融
名著译丛

兼并、重组与 公司控制

■ [美] J·弗雷德·威斯通

[韩] S·郑光

[美] 苏珊·E·侯格/著

■ 唐 旭/等译



**MERGERS,
RESTRUCTURING,
AND CORPORATE
CONTROL**

经济科学出版社

兼并、重组与公司控制

〔美〕 J·弗雷德·威斯通

J. Fred Weston

加利福尼亚大学洛杉矶分校

安德逊管理学研究生院

〔韩〕 S·郑光

Kwang S. Chung

汉城大学

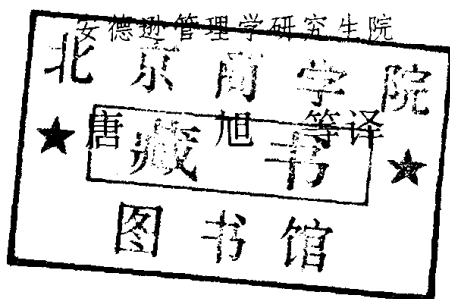
工商管理学院

〔美〕 苏珊·E·侯格

Susan E. Hoag

加利福尼亚大学洛杉矶分校

安德逊管理学研究生院



S8.05122



北京商学院 09808797

经济科学出版社

责任编辑:王书燕、刘明晖

责任校对:段健瑛

封面设计:卜建辰

版式设计:代小卫、周国强

技术编辑:刘 军

兼并、重组与公司控制

〔美〕 J·弗雷德·威斯通

〔韩〕 S·郑光 著

〔美〕 苏姗·E·侯格

唐 旭 等译

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京印刷一厂印刷

出版社电话:62541886 发行部电话:62568479

经济科学出版社暨发行部地址:北京海淀区万泉河路66号

邮编:100086

*

787×960毫米 16开 41.5印张 780000字

1998年2月第一版 1998年2月第一次印刷

印数:0001—5000册

ISBN 7-5058-1346-3/F·953 (平)定价:66.00元

ISBN 7-5058-1367-6/F·969 (精)定价:78.00元

图书在版编目(CIP)数据

兼并、重组与公司控制 / (美) 威斯通 (Weston, J. F.) 等著; 唐旭等译. —北京: 经济科学出版社, 1998. 2

(当代金融名著译丛)

书名原文: Mergers, Restructuring and Corporate Control
ISBN 7-5058-1346-3

I. 兼… I. ①威… ②唐… III. 企业合并 N. F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 29710 号

MERGERS, RESTRUCTURING, AND CORPORATE CONTROL

J. Fred Weston

*Anderson Graduate School of Management
University of California, Los Angeles*

Kwang S. Chung

*College of Business Administration
Chung-Ang University, Seoul*

Susan E. Hoag

*Anderson Graduate School of Management
University of California, Los Angeles*

图字 01 - 97 - 1482 号

Original English language edition published
by Prentice Hall Inc.
Copyright 1996 by Prentice Hall Inc.
All Right Reserved.

©1998 中文简体字版专有出版权属经济科学出版社
版权所有 翻版必究

当代金融名著译丛

翻译编辑委员会

顾问	刘鸿儒	甘培根					
主编	唐旭						
副主编	王书燕						
编委	蔡浩仪	刘利	郑薇	张睿			
	王丹	周更强	成家军	郭浩			

丛书总序

(一)

经过近 20 年的改革与发展,中国经济走上了一条持续高速发展的不归之路。在每一个发展过程中,经济的增长,资金的筹集与流动,对外贸易的发展与外资的流入,资本市场的建立,货币市场工具的使用,间接宏观调控手段的效果,以及通货膨胀的出现与控制,国有企业的改革,都涉及到金融体制的设计与运行的有效性。随着经济改革的深入,我们越来越感到金融的重要;随着市场的发展,我们越来越觉得运用金融手段必不可少。

80 年代,我们呼吁金融改革,目的在于唤醒经济管理部门与操作部门的金融意识,其结果是金融体系大扩张并伴随着金融运作系统的相对滞后;进入 90 年代,证券市场的建立对全民进行了一次现实的金融“扫盲”,但无情的市场一次又一次地戏弄着众多的具有模糊金融意识的投资者。金融体系扩张,又收缩,使我们开始冷静下来研究问题,我们需要的不再是轰动效应,而是操作技巧。

1997 年的亚洲金融危机,使我们更现实地认识到金融操作的重要性。而中国经济改革也确实深入到了操作阶段。比如,如何管理我们的银行体系,如何防止金融风险,如何运用新的金融工具创造收益,规避风险,如何进行资本运作,搞活大中型国有企业,实现经济结构调整。这些问题的解决需要我们深入了解金融运行的规律,真正学习一些技能,提高我们的管理水平。

我们还常常感叹大学教育中的教材老化,离现实太远,特别是经济学,讲一般理论多,讲现代管理操作少。尤其在经济迅速走向市场化以后,这个矛盾更为突出。

(二)

中国人民银行研究生部自 1981 年成立以来,一直致力于中国金融教育的改革试验,并取得社会的广泛认同。它采用教授聘请制,从国内外聘请优秀的教授来校任教,这些教授的精彩讲授使学生获益颇多。

自 1994 年以来,研究生部在世界银行的帮助下又一次更新了课程计划,增添了不少国际上最新的,且与我国经济发展紧密相关的金融课程。这些课程由国外的金融学教授主讲,他们带来了国际上最新的金融教材与参考书。这些教材和参考书由知名金融学教授和专家所著,在国际上有很大影响,它们不仅适用于我部研究生,而且对我国的整个金融管理和金融教育都有很大的参考价值。因此,我们决定把它们译成中文,定名为“当代金融名著译丛”,让更多的人能够从中获益。

这个翻译计划得到经济科学出版社和中国金融教育基金会的大力支持,同时,中国著名的金融教授,前中国证监会主席刘鸿儒和中国人民银行研究生部名誉主任甘培根教授作为本译著系列的顾问,也给予了多方面的指导。特别值得指出的是,经济科学出版社的编辑王书燕女士在本丛书的选题,与国外出版机构的版权交涉以及组织翻译、编辑等方面做了大量的工作。

中国经济与金融有许多不同于发达国家的不地方,但金融运行规律和操作技巧则是国际上通行的,也是中国金融要逐步靠近的。这套译著是经过我们严格挑选后审慎购买国外版权,并精心组织翻译的。若此译著系列能让读者完整地了解市场经济下金融运作的精髓,改善我国的金融管理,我们的愿望就达到了。

唐 旭

1997 年 12 月

中文版序言

—

进入 1990 年代以来,美国、西欧企业的兼并收购规模不断增长,到 1996 年年度的并购价值额已达上万亿美元。对于这种与贸易、金融和投资可以相提并论的经济活动,人类迄今为止的解释似嫌太少:对于收购别人的企业而言,它们为何不去进行新的内部投资拓展自己企业的空间,一定要花巨资去掠人之美?况且被收购者大多已是昨日黄花。对于被收购者而言,它们为何不发奋图强,自求多福,而一定要对觊觎者投怀送抱?按照中国所流行的解释,兼并的客观基础在于生产的社会化程度不断提高,因此企业的规模也就需不断扩大,所以就会产生兼并。这固然不错,但扩大生产规模既可以通过企业自身的投资,也可以通过优秀企业购买不良企业的设备、厂房、人员来实现,后者涉及破产的理论与实践,而破产在美国与西欧比并购要少得多。重要的是要解释企业为什么要对别的企业产权进行收购。要取得对别的企业控制权,要解释两个企业为什么组成一个新的公司。换言之,要说明为什么对谋求并购的企业而言,重要的不是如何获得新的厂房、土地、机器、设备乃至技术人员,而是另一个活生生的公司本身。西方,特别是美国在此方面进行了较深入的探索,产生了颇有价值的并购理论,由加州大学的 J·F·温斯顿、S·E·侯格、汉城大学的 S·郑光所著的《兼并、重组和公司控制》一书成功地将这些理论熔为一炉,并配之以实务、案例向世人加以推介。

西方的并购理论最值得称道的是它将企业作为一个有机体,而不是简单地由厂房、设备、工人等组成的一个生产单位。无论是科斯的交易成本理论、阿尔钦、德姆塞兹的生产成本理论,还是威廉姆斯等人的合约集合理论,都阐释了企业作为一个复合体有着大于它各个组成部分之和的效率。质言之,企业是有生命的。人们一旦创造了它,它

就有了独立于创造它的人的命运和特征。构成命运和特征的并不仅取决于企业的硬件,也不仅仅是企业的职员,而是通过人与物建立的人与人的组织经验,从而组织资本。这种资本是无形的,但它又是通过有形的人与物来反映。“能够把兼并(或收购)从简单地购买资产和雇佣新工人的方式区分开来的特征是前者涉及组织资本的收购和保存。”(本书,第 64 页)企业的一般管理能力(包括财务能力)、行业专属管理能力和非管理性质的能力是组织资本的三种表现形态,每个企业的这三种能力都有不同的内容,并且有不同的比例,根据这三种形态的不同状态和比例,企业的个性就会千姿百态,这也就决定它们在并购活动中的行为各有不同。

二

很长时间以来,人们都说“利润最大化原则”是市场经济的最高原则。现在看来,此言虽不假,但还不够精当。本书作者说了一句更妙的话:“从为公司创造价值(和使整个经济增值)的角度看,净现值(Net Present Value)最大化是决策者们的正确选择。”(本书,第 90 页)怎样计算净现值呢?“净现值法是把所有未来的现金流量按资本成本折为现值,再减去同样按资本成本折现的投资成本。”(本书,第 90 页)换言之,就是将投资的未来收益折出现值。市场经济的经济理性人是尽可能多地赚钱,利润最大化固然符合这一假定,但这还需要时滞,因为投资带来利润是需要时间的,在 T_0 , 即投资基期利润还未产生,利润表现为未来收益。现值的追求是将这一未来收益折现,这就是资本化的哲学。这种哲学将市场经济的理性表达得更为彻底,从而也就使资源配置更为市场化。

正因为有了资产净现值最大化的哲学,企业的并购也就成为题中应有之义,企业并购时估价也就有了基础。反之,包括各种利率、证券收益率、税收、经济周期这些外在于企业的经济因素都成为计算企业净现值的参数,直接影响着企业的现值。企业的资本的结构各有不同,也就是说债务、股本的比例不同,各种债券的组成、各种股本的凭证也不同,不同的债券、股票有不同的收益率,这就使不同资本构成的

企业资本成本不同,从而企业的现值不同。美国社会对不同收入的征税是很有差别的,如对债券的利息收入,股息和资本利得征税有差别,不同收入的人所得税差别很大,这样就影响企业的资本结构,从而对人们产生不同的影响。如当一家公司处于成长期,其折旧费和其他税收折扣额会超过其税前现金流量。在此阶段,公司如采取合伙制企业的形式,收入高的高税收等级的人拥有企业是合算的。反之,当公司进入成熟阶段,公司的折旧避税额很小,税前现金流量增加,公司税收负担沉重。这时,公司变得由低税率的投资者拥有是合算的了。这些差别在中国目前还不明显,但随着经济市场化程度的提高也会逐渐显著起来,阅读此类书也可以使得我们未雨绸缪。在本书中的第二部分到第五部分多处涉及这些内容。

三

美国企业的产权变动、交易是世界上最为活跃的,因而其形式也是最多多样性的。从本书来看,它涉及了四大类的企业产权变动。第一类为扩张型,其中有兼并、收购、“发盘收购”和联营。第二类为收缩型,其中有资产剥离出售、分立(折产分股,子一母股互换)。第三类为公司控制型,其中有溢价购回、放弃管理协定、反接管条例、代表权争夺。第四种为所有权结构变更,其中有交换发盘、股票回购、下市(转为非上市公司)、杠杆收购。

实际上本书作者划分的第三类与第四类产权变动是属于同一大类,即都是在企业本身不动的前提下股东内部发生变动。可以称之为内变型。因此可以说,扩张、收缩、内变是企业产权变动的三种最基本类型。

兼并是企业产权变动的基本形式。兼并是指任何一项由两个或两个以上的实体形成一个经济单位的交易。它与收购的共同点都是最终形成一个经济单位,但兼并是由两个或以上的单位形成一个新的实体,而收购则是被收购方纳入到收购方公司体系之中。但由于很少有被收购方进入后原有公司不发生重大结构变化的,所以人们往往把收购也看成是一种兼并,或者简称为并购(M&A)。

还有一种形式被本书译者称之为“发盘收购”(Tender Offer),实际上它与“收购”有很大的不同,收购是指一个公司与另一个公司的管理层进行产权交易,而“发盘收购”则是一个公司对另一公司股东股权的公开收购,从而取得该公司的控制权。

被收购方往往不是整个公司售出,而是售出公司的一部分,对于被收购公司来说这就是资产的剥离(Divestiture)。分立是与剥离不同的一种企业产权裂变的方式。分立通过股权在原有股东手中作等分切割而使一个公司变成两个或两个以上的公司。

目前对于中国来说,兼并—收购的形式相对多一些,人们也熟悉一些。发盘收购还较为陌生,分立(特别是上市公司)还几乎没有。“资产剥离”在中国则是指一家企业在股份制改造中将其附属或不良资产另行处置的一种活动,与国际上通行的剥离含义有所不同。

对于内变型的产权交易则更多地是与公司控制权相联系的,我们下面将要谈到。

四

在公司的经营方略、日常管理以及财务上的决策权一般称之为公司控制权,即对公司的发展与利益的决定权。在股份制的公司中,这种控制权通常握在管理层手中。管理层由于处在公司的控制位置,就可能由追求自身利益而偏离公司价值最大化的目标,因此公司控制权的问题就成为股东们普遍关心的问题。

在市场经济条件下,解决公司控制权与公司利益一致性问题的方法靠的是内、外部竞争机制。内部机制包括管理者之间的竞争、董事会的控制功能、大股东的监督;当内部机制无法解决公司的问题时,就要借助诸如外部接管、收购、发盘收购、代表权竞争等外部机制。公司的业绩不佳,董事会往往会撤换总经理及相关人士,而当问题是行业性时,董事会则通常无所作为。在这种情况下,为实现股东的财富最大化,就要引进外部挑战,公司的管理层和董事会都会受到冲击。对内部管理而言,经理市场的存在是一种催化剂;对外部接管而言,“公司控制市场”(Corporate control market)是一种自动平衡机制,对这

种我们不熟悉的市场本书多有介绍。

然而对企业的高层管理人员而言,这些市场的存在大大削弱了他们的竞争地位,并且从他们的立场出发,竞争也有过度的问题。在经理市场和公司控制市场上供大于求时,公众往往会将任何需要时间和耐心的发展计划置诸脑后,一味地催促管理层快下“金蛋”。管理层针对于此,采取了有利于自己的策略,其中有股份回购、接管防御、杠杆收购(管理层收购)等等。公司在公开市场上收购,发出收购要约或者私下协商收回本公司的一部分股票,或者用债券、优先股换回普通股,叫作股票回购。针对收购方公司的敌意收购,管理层不肯坐以待毙,他们采取一系列措施,减少公司对收购者的吸引力或使收购变得更困难,这被称之为接管防御。这些措施包括所有权重组、针对收购的公司章程修订和所谓“毒丸防御”(Poison pill defense),即卖出不利于该公司发行的证券下跌的期权,还有制定提高公司未来管理成本的职员福利计划,等等。

作为下市(Going private,有时也译作“转为非上市”)的一种形式,杠杆收购正得到越来越频繁的运用。杠杆收购就是一小群投资者主要通过大量的债务融资,收购公众持股公司拥有的股票或资产,而这种收购管理层往往是主要推动力,目的是进一步取得公司控制权,防御他人的接管,因此被称之为管理收购(MBO)。

依中国的实践来看,目前主要的问题还是“内部人”控制的问题,因此经理市场与公司控制市场显得更为重要,对于我们更有参考价值的是如何运用内、外部的竞争机制解决企业的内部人控制,降低管理成本,接管防御类的产权变动还有待实践的进一步发展。

五

与接管防御密切联系,在美国的公司中近年来发展起两种产权组合的新形式,应当引起我们的关注,其一是雇员持股合伙制(Employee Stock Ownership Plan, ESOP),其二是业主有限责任合伙制(Master Limited Partnership, MLP)。

雇员持股合伙制发轫于 1950 年加州一家报纸职工的行动,以后

随着美国政府对职工福利方面的优惠政策而逐渐蔚成气候。按照美国的有关法律,奖励给公司职工的股票可以免税。并且,金融机构给 ESOP 购买股票提供贷款,其利息所得也可以享受 50% 的免税。这样有相当部分的养老金都变为职工对公司的持股。到 1989 年为止,一万多个 ESOP 被设立起来,参与者达到 1200 万雇员。公众持股公司的 ESOP 借款总额从 1986 年的每年 12 亿美元上升到 1989 年中期的每年 180 亿美元。每个参与者投资金额平均为 5000 美元,有 75% 以下的 ESOP 拥有该企业 25% 以下的股权,而 25% 拥有 25% 以上的股权。按照美国一些州的法律,必须掌握 85% 的公有股权才有可能进行敌意收购,而 16% 的 ESOP 就足以制止这种收购。在被外来者接管后,雇员面临被裁减的危险,为了保住职位,当用 ESOP 来进行反接管防御时,雇员往往会站在经理一边。

ESOP 对中国的意义并不是如何使其在并购中发生作用,而是它对股份合作制的启示。国内有的学者认为股份合作制不规范,从而不可取的理由是:一、它的股权是平均分配的,不符合用货币购买的股权原则;二、由股权构成的公司不象合作制的一人一票,而是一股一票,因而也违反了合作制的原则。从 ESOP 的历史看,在市场经济中既可以存在以货币购买的股权,也可以存在由于对企业有贡献并且利益密切相关而取得的职工股权,这样的股权虽然没有改变整个公司的货币一股权性质,但它也仍然是一种值得存在的、加入劳动者因素的经济组织形式。如果说我们习惯于“外国没有的我们也不应该有”的思维模式的话,那么在国外已经出现了这种股权—劳动权结合的方式时,我们怎能还将自己实践中产生的股份合作制视为“非驴非马”呢?美国在 ESOP 方面已经有了很多经验和教训,有了不少具体的操作模式,这些都是很值得我们在实施股份合作制时加以参考的。

业主有限责任合作制(MLP)是近年来美国新发展起来的企业形态。过去美国的企业以三种形态:单人业主制、合伙制、公司而著称。MLP 与之都不相同,单人业主制自不必言,与合伙制比,MLP 可以发行股票,并且可以有无限期的公司生命,除经理合伙人(general partner)外合伙人均以自己的出资额(即持股)为最大有限责任,而合伙制中的合伙人均负无限责任。与公司相比,最主要的区别是 MLP 不纳公司所得税,只是每个合伙人纳个人所得税即可。这样,MLP 就取得

了公司制的绝大多数好处,而又规避了公司所得税。这一新的企业形式正在美国兴起,它应尽早地进入中国经济界的视野。

《兼并、重组与公司控制》一书理论、实务并重,并结合案例分析,实为一部并购、重组的上乘之作,读之会有事半功倍之效。全书共分为九篇,第一篇与第九篇为导论和案例分析性质,第二篇至第五篇基本上谈的都是兼并(广义上的),第六篇谈的是重组。顺便说一下,译者将 Restructuring 译为重组,在语义学上是可以的,但重组在目前中国有特定的含义,资产重组意味着,公司资产规模、股权总值要发生变动,或增,或减,而在本书第六篇的四章中,除国际兼并与重组外,所谈大部分都是在公司的资产规模、股权总值不变的情况下,公司内部变动,这在目前中国经济界称为“改组”。第七篇是公司控制,第八篇是兼并、重组的监管。

全书洋洋 80 万字,且对于中国读者来说新知甚多,限期急促读来,深感“钻之弥坚”。即席记下心得,并将此急就章忝以为序,以求教于方家斧正。

姜 洪

1998 年 1 月 6 日于北京

原 版 前 言

兼并、接管、重组以及公司控制等戏剧性事件几乎充斥着每天的报纸标题,并已成为公众和公司政策关注的焦点。从某种角度上可以说,收购兼并、重组和公司控制等活动代表着一种新型的产业力量,这种力量将使进行这些活动的美国以及其他国家的创造力与生产力迈进新的高度;从另外一种角度来看,这些活动则被视为损害我们经济的因素,是正在腐蚀美国社会之精髓的贪婪与投机心理更加严重的反映。然而,无论哪种观点正确,这些活动是现代经济金融环境中的一种主要力量。这是一个有利有弊的领域。

在始于1980年的收购兼并浪潮中,交易价值最大的一宗是发生于1988年的价值250亿美元的纳贝斯克(RJR Nabisco)公司杠杆收购。近年来的大额交易还包括:雪佛兰(Chevron)以133亿美元购买海湾石油(Gulf Oil)、菲利普·莫里斯(Philip Morris)以126亿美元购买卡夫(Kraft)、德士古(Texaco)以101亿美元购买格蒂石油(Getty Oil)、通用电气(General Electric)以61亿美元购买RCA、伊斯特曼·柯达(Eastman Kodak)以51亿美元购买斯特林药业(Sterling Drug)、通用汽车(General Motors)以50亿美元购买休斯飞机公司(Hughes Aircraft)。收购与接管已成为美国的重组模式,就像**改革(perestroika)**是苏联的模式一样。这种模式有益于景气、经济、投资者、消费者以及工人吗?本书试图增进读者对这些疑问的理解。

在过去的10年里,收购兼并活动确实刺激了文献的泛滥。对这些文献的归纳总结并不能充分概括它们。本书试图对合并、接管、重组以及公司控制等重要主题进行较为完整的讨论。随着未来经济的波动以及监管的改变,这些活动可能会发生变化。但是,接管、重组和杠杆收购肯定仍然是经济的主要力量。另外,为分析接管与重组,本书介绍了一些对金融经济学十分重要的关键性概念,如估价、资本成本以及战略性财务规划。因此,读者必须掌握重要的分析概念。

本书并没有什么特别之处,我们只是更加强调财务战略与重组,