



第一章 概述

引言

20 世纪 80 年代以来的接管 **takeovers** 及其相关的活动 比起以前的兼并运动在范围上要宽广得多，并且引起了对更根本性问题的争论。每天报纸上都充斥着兼并与收购、发盘收购（有友好的也有敌意的）、分立、资产剥离、公司重组、所有权结构变更、争夺控制权等的案例分析。并且，内幕交易也被处以了数目惊人的罚款。近年来，一些公司的杠杆率上升，新的融资方式激增（包括扩大使用低于前四个等级 即低于穆迪评级的 **Baa3** 级或标准普尔评级的 **BBB** 级、被称为“垃圾债券”的债券来融资）。传统的主题已经扩展到包括接管以及相关的公司重组、公司控制、企业所有权结构变更等问题上。为简便起见，我们把它们统称为并购 (**M & As**)。

兼并和行业重组已经引起了对于制定经营决策和公共政策的重要问题。从接管的可能性来看，没有一家企业被认为是安全的。从更积极的角度来说，这对那些经历了成长与发展的连续阶段的企业的成功扩展，是至关重要的。在企业长期的发展中，内部和外部的成长是互补的。如果企业要想成功地进入新产品和新地区的市场，那么在它发展的某个阶段可能会需要进行并购。国际市场上成功的竞争，可能取决于企业通过并购以一个适时而有效的形式获得的能力。

一些人认为，并购增加了社会财富、提高了效率、使资源得到最充分和最有效的利用，从而增加了股东们所拥有的财富 [詹森 Jensen), 1984]。

另外一些人则对并购持怀疑态度。他们认为，被收购的公司已经是有效率的了，这些公司被收购以后，其经营并没有得到改善 [马吉海姆 Magenheim) 和 缪勒 Mueller), 1988 ; 雷文斯克拉夫特 (Ravenscraft) 和 谢雷尔 Scherer), 1988]。也有人断言，股东们所获得的仅代表了一种将财富从劳动力和其他利害关系人 stakeholder 手中转移出去的价值再分配 肖莱弗 Shleifer 和 萨默斯 Summers), 1988] 还有一种观点认为 并购活动是投机者阴谋的体现 在他们的身上反映了“赌博社会”的疯狂。据称这种投机活动加剧了过度的负债，损害了所有者权益，导致形成了一种受到经济不稳定因素影响的脆弱的经济体制 [罗哈廷 Rohatyn), 1986]。

甚至企业家本人也对兼并的作用表示怀疑 [巴菲特 Buffett), 1981]。沃伦·巴菲特 1981, pp. 4-5) 注意到：

“很显然，许多管理者在他们难以忘怀的童年时代，过于沉浸于被施展了魔法的英俊王子在受到美丽公主的一记香吻后，从癞蛤蟆的形体中解放出来的故事。因此他们确信，他们的管理之吻能够为‘目标公司’的盈利创造奇迹……投资者通常总是以癞蛤蟆的时价购买癞蛤蟆，而相反如果他们愿意提供资金，以资助那些愿意支付双倍价钱以获得亲吻癞蛤蟆的权利的公主们，这样的亲吻最好能配上某些真正具有爆炸性的东西。我们已经看到了太多的亲吻，但奇迹却太少了。不过不管怎么说，许多管理上的公主们仍镇定自若地相信她们的亲吻的未来的潜力——甚至公司的后院已深陷在毫无反应的癞蛤蟆的重围之中……”

我们偶尔可能会企图以低廉的价格来购买癞蛤蟆，而其结局已记载在过去的记录中。很显然，我们的亲吻并没有达到预想的效果。我们在与一些王子们打交道时干得出色——但这是因为这些王子们在他们被购买时就已经是王子了，至少我们的亲吻并没有把他们变成癞蛤蟆。最后说一句，在以癞蛤蟆的价格购买易于辨认的王子们的部分利益时，我们偶尔也会相当成功。”

在本书中，我们力图将这些相对立的观点整理分类。本书的一个重要任务就是提供一个综合的假说，以解释兼并现象。为了给这个假说提供真实的依据，我们批判性地研究了大量具有经验证据的文献，并提供了一些企业、行业和宏观经济层次上的新数据。

理论上的研究重点集中在三个问题上。首先，它关心的是兼并与收购的动机，与之相关的一个问题是为什么企业会采取并购的方式，而不是自我积累的方式。第二，理论应该能够预测到参与并购活动的企业的类型——哪一种企业有

可能进行收购？哪一种企业有可能被收购？哪一种企业可能进行资产剥离？等等。第三，理论应该包括关于整个兼并活动的内容——为什么我们在某些时期观察到的兼并要比其他时期的多呢？

如果给出了一个可以解释兼并活动各个方面的理论，那么这个理论就应该能够为企业的并购策划以及对合并企业的估价等实践活动作出指导。并且，这个理论和经验证据还包含有关于兼并的社会和经济政策方面的内容。因此，本书另外的一个任务就是提供一个框架，以便对有关并购活动的可供选择的商业政策和社会政策进行评价。

公司重组的形式

企业重组活动的范围很广，包括扩张、收缩、资产重组以及所有者结构变更等等。为了对这么多种活动提供一个概览，我们在表 1-1 中对它们进行了总结。这种分类在某种程度上是有些随意的，但它指出了这些不同类型活动的侧重点。对于每种类型的活动，我们都将进行简要的解释。

表 1-1 企业重组的形式

-
- I. 扩张 (Expansion)
 - 兼并与收购 (Mergers and Acquisitions)
 - 发盘收购 (Tender Offers)
 - 联营公司 (Joint Ventures)
 - II. 售出 (Sell-offs)
 - 分立 (Spin-offs)
 - 子股换母股 (Split-offs)
 - 完全析产分股 (Split-ups)
 - 资产剥离 (Divestiture)
 - 股权剥离 (Equity Carve-outs)
 - III. 公司控制 (Corporate Control)
 - 溢价购回 (Premium Buy-backs)
 - 停滞协议 (Standstill Agreements)
 - 反接管条款修订 (Antitakeover Amendments)
 - 代表权争夺 (Proxy Contests)
 - IV. 所有权结构变更 (Changes in Ownership structure)
 - 交换发盘 (Exchange Offers)
 - 股票回购 (Share Repurchases)
 - 转为非上市公司 (Going Private)
 - 杠杆收购 (Leveraged Buy-outs)
-

扩 张

在扩张这一类别下，我们列示了兼并、发盘收购和联营企业。兼并就像浪漫传说中的婚姻。通常在将两个或更多的分离的实体联合成一个实体之前，有一个求婚的阶段，兼并的参与者希望在求婚之后将永远幸福地生活在一起。

从法律的角度来看，兼并与合并之间有许多区别。最笼统地说，兼并就是指

任何一项由两个或更多个实体形成一个经济单位的交易。兼并还分为几种不同的方式。横向兼并 (**horizontal merger**) 涉及到两个从事同类业务活动的企业, 例如, 两个钢铁厂之间的兼并就是一种横向兼并。纵向兼并 (**vertical merger**) 涉及到某项生产活动的不同阶段。例如石油行业中的生产活动分为勘探开采、炼制、将产品销售给最终消费者等这样一些不同的生产活动。在制药行业中, 生产活动可以划分为新药的研究与开发、药品生产、通过药店将药品推销出去等活动。混合兼并 (**conglomerate merger**) 涉及到从事不相关类型经营活动的企业 因此 美孚石油 (Mobil Oil) 与蒙哥马利·沃德 (Montgomery) 公司之间的兼并一般都被认为是一种混合兼并。在混合兼并中, 又分为三种类型。产品扩张型兼并 (**product-extension merger**) 拓宽了企业的生产线。例如, 在美孚一沃德的兼并案中, 有人可能会把沃德的零售业务看作是美孚的汽油产品零售营销经验的扩展。地域市场扩张型兼并 (**geographic market-extension merger**) 涉及到在不重叠的地理区域内从事经营的两个企业。最后, 一个纯粹混合兼并 (**pure conglomerate merger**) 涉及到既不能被认为是产品扩张型, 又不能被认为是市场扩张型兼并的不相关的经营活动。表 1-2 列示了近年来一些大的兼并的例子。

表 1-2 大型兼并实例

	合作方	合并后的市场价值 (10 亿美元)
纳贝斯克	标准布兰德 (Standard Brands)	2.0
达特工业 (Dart Industries)	卡夫	2.4
希尔凌 (Schering)	普敦 (Plough)	1.4
太平洋公司 (Pacific Corp)	犹他电力电灯 (Utah Power & Light)	1.9

我们在整理数据时, 可以确认出两种主要类型的合并——兼并和收购 (发盘收购)。在实践中, 从事投资银行业务的机构中为这类活动提供咨询服务的部门通常被称为“兼并与收购部”。^①在发盘收购中, 一方——通常为谋求另一家公司控制权的公司——要求它所想要控制企业的股东们交出他们所拥有的股票或为他们所拥有的股票开一个价。人们很早就使用发盘收购方式了, 但直到 1965 年以后发盘收购的步伐才大大加快了, 1979 年达到了它的巅峰, 并且在 1986 年再一次达到了高潮 (The W. T. Grimm & Co., Chicago, IL, Mergerstat Review, 1987, p. 73)。表 1-3 列示了大型收购的例子。

回想一下我们在表 1-1 中列示的重组中的所有兼并与收购的类型。

表 1-3 大型兼并示例

收购者	目标企业	价格 (10 亿美元)
雪佛兰	海湾石油公司	13.3
德士古	格蒂石油公司	10.1
杜邦 (Du Pont)	大陆石油公司 (Conoco)	7.5
通用电子	RCA	6.1
美孚	超级石油公司 (Superior Oil)	5.7
菲利普·莫里斯	通用食品 (General Foods)	5.6
皇家荷兰 / 壳牌 (Royal Dutch/Shell)	壳牌石油 (Shell Oil)	5.5
通用汽车	休斯飞机公司	5.0
R·J·雷纳德 (R. J. Reynolds)	纳贝斯克	4.9
联合化学 (Allied Chemical)	信号公司 (Signal)	4.5
伯鲁夫斯公司 (Burroughs)	斯普利 (Sperry)	4.4
壳牌石油	百利吉石油 (Belridge Oil)	3.7
Baxter Travenol	美国医疗设备供应公司 (American Hospital Supply)	3.7
雀巢 (Nestlé)	卡内森 (Carnation)	2.9
Beatrice Foods	伊斯马克 (Esmark)	2.7
通用汽车	电子数据系统公司 (Electronic Data Systems)	2.5
标准石油 (Standard Oil 俄亥俄)	肯奈科特 (Kennecott)	2.3
Fluor Corp	St. Joe Minerals	2.0
汉诺威制造公司 (Manufacturers Hanover)	CIT 财务公司 (CIT Financial)	1.5
美国通用公司 (American General)	海湾联合保险 (Gulf United Insurance)	1.2
American Store	珠宝公司 (Jewel Companies)	1.2
Dun & Bradstreet	A·C·奈尔森 (A. C. Nielsen)	1.1

如果一家企业想要获得对另外一家企业的控制权，典型的情况是，它从那家企业的管理层和董事会中寻求对兼并的支持。另外一种可以采用的方法是“**狗熊的拥抱 (Bear Hug)**”。这种方法的过程是，收购公司致函给欲接管的目标公司的董事们，向他们表达收购的意愿，并要求他们对报价迅速地作出决定。如果得不到这些董事们的同意，收购公司可以直接通过发盘收购的方式向股东们提出要求（除非目标公司的管理层和董事们拥有足够的股份，以保持其控制权）。

如果股东们对发盘收购的报价作出了积极的反应，收购公司便可以取得对目标公司的控制权了，并且它有权更换那些在接管过程中不予合作的董事们（这被称为敌意接管）。目标公司有可能会力图避免被收购的下场，或者寻求加入另外一家它愿意与之进行联合的企业，因此，它可能会试图诱使它心目中更为理想的合作伙伴——一位白衣骑士提出一个发盘。或者，该目标企业可能会进行某种形式的重组，例如通过债务融资向股东们支付巨额现金红利。与外部发盘收购的公开报价相比，目标公司的股东们可能更喜欢这种重组，而且这种重组可能会降低目标企业对出价者的吸引力。

联营企业所涉及到的只是相关公司的小部分业务的交叉合并，并且通常是有限的 10 年~15 年或更短的期限内。联营企业可以是一个单独的实体，在这个实体中，联营各方以现金或其他方式进行投资。

售 出

文献中描述了几种售出形式，其中两种主要类型是分立和剥离。分立创造出了一个独立的新的法律实体，它的股份按比例分配给母公司的股东。这样，母公司现有的股东就在新的实体中拥有与在原有企业所拥有的相同比例的所有权。然而，控制权却被分离了，并且新的实体作为一个独立的决策单位结果可能会采取与原母公司不相一致的政策或战略。注意，在分立方式中，原母公司没有收到一分钱现金。从某种意义上说，分立是向现有股东支付股息的一种形式。分立的一种变形是“子股换母股”在这种方式下 母公司的一部分股东将收到母公司的一家附属企业的股票，以此来换取他们手中所持有的母公司股票。分立的另外一种变形叫作“完全析产分股”，这种方式是整个企业分离成一系列分立的子公司 这样 母公司便不复存在了 留下来的只是它的子公司。

与分立相对立，还有另外一种形式的交易——剥离。分立只是进行股权的转移或交换，而剥离方式中企业会有现金流入。从根本上说，剥离是将企业的一部分出售给外部的第三方，进行剥离的企业将收到现金或与之相当的报酬。在典型的剥离中，购买者是一家已经存在的企业，因此不会产生新的法律实体，剥离仅仅表示某种形式的扩张。

剥离的一种变形叫作“股权切离”，即将企业的一部分权益通过发行股票的方式出售给外部人士。换句话说，就是把新股票卖给外部人士，让他们拥有现有企业的一部分所有权。于是，一个新的法律实体便被创造出来了，这个新的实体的权益所有人，不一定非要是股权切离的企业中原来的权益所有人。一个新的控制集团应运而生了。

不同形式的分立之间的区别，在某种程度上是有些任意的，有些作者将所有这些分立形式都看成不过是股息的不同形式而已（除了涉及到将股票卖给现有

股东以外的当事人的交易)。

公司控制

我们将表 1-1 中的第三大类重组活动称为“公司控制”。溢价购回股票就是以高于市场价的溢价[称为绿色邮件 (green mail)]购回重要股东的所有者权益，通常这种股票购回还需签署一份停滞协议。停滞协议是一份自愿的协议，在协议中，股份被全部购回的股东同意将来不再企图进一步接管公司。如果只是签署了停滞协议，而不购回股票，则该大股东仅仅只是同意不增加其所有者权益，而如果增加所有者权益本来是可以使他处于有效的控制地位的。

反接管条款修订就是对公司章程进行修改，从而增加收购公司的收购难度，或加大收购代价。反接管修订包括：(1)“绝大多数投票有效”条款要求同意兼并的股东要达到一个较高的比例（例如 80%），才能通过兼并的提案；(2)“董事任期交错”可以将控制权的变更推迟数年；(3)“金保护伞 (golden parachutes)”条款规定，如果企业的控制权发生变更，企业的管理人员被解雇，那么就要向企业现有的管理人员支付一大笔解雇补偿金。

在代表权争夺的过程中，外部集团试图在企业的董事会中获得代表席位，这个外来者被称为“持不同意见者”或“反叛者”他们试图削弱“当权者”或现有董事会的控制地位。由于企业的管理层通常对董事会拥有有效的控制权，因此代表权争夺通常被认为是针对现有管理层的。

所有权结构变更

所有权结构变更即表 1-1 中所列示的第四类重组活动，它的形式之一是交换发盘，所谓交换发盘就是以债权或优先股交换普通股，或相反地以普通股交换优先级更高的要求。以债权交换普通股提高了杠杆率，以普通股交换债权则降低了杠杆率。

所有权结构变更的第二种形式是股票回购，很简单，这意味着公司买回它发行在外的部分普通股。可以采取“发盘收购”的方式回购股票。购回的股票份额可以很少，也可以很多。如果购回股票占总股本的比例较大的话，其结果可能是改变企业的控制权结构。例如，据说 Teledyne Inc. 大规模的回购加强了公司董事长及首席执行官 H·E·辛格尔顿 (Singleton) 的有效的控制地位。该公司从其他股东那里购回股票，但辛格尔顿先生却没有减少他所持有的大量股份，这样，辛格尔顿先生所持有的未发生改变的股权，在经过股本缩减以后的公司的新的总股本中占有最大份额。

转为非上市公司就是由一个规模较小的投资人集团，收购原来公开上市的公司全部股东权益，于是，该企业便不再受证券交易委员会法令的规则约束

(证券交易委员会的目的是保护公众投资者) 。转为非上市公司的典型交易是当权的管理集团取得新的非上市公司的大部分所有者权益。如果这个交易是由在任的管理层发动的 则被称为“ 管理层收购 (management buy-out/MBO) ” 。转为非上市公司通常由一个小的外部投资者集团来提供资金，并且他们这么做一般是为了保证其在非上市公司董事会中的代表席位。这些外部投资者也从第三方投资者那里募集资金，如果从第三方融资涉及到该非上市公司要进行大量借款 则这样的交易就被称为杠杆收购 (LBOs) 。

重组引起的争论

很清楚 表 1-1 涵盖了许多商业和财务活动，这些活动激起了许多争论：这些兼并对国民经济的健康是利还是有害？它们是否将管理者的精力从真正的经营活动转向财务操纵？它们是否耗尽了金融资源，而这些资源本来应该被用于“ 真正 ” 的投资活动？为什么这些引人注目的兼并活动成为近 20 年来的一种景观？简而言之，我们需要一个或一些理论来解释美国公司的重组。纵贯本书，我们提供的材料就是要力图阐明这些问题。为了完成这一任务，我们首先回顾一下 19 世纪 90 年代以来发生在美国的主要兼并运动。

早期的兼并运动

美国发生过几次主要的兼并运动 [戈伯 (Golbe) 与怀特 (White), 1988] 并且在每次的兼并运动中，都或多或少地由某一特定类型的兼并占主导地位。所有这些兼并运动都发生在经济处于持续高速增长时期，并且与商业环境的特定的发展相吻合。按照在以后各章中逐步展开的综合假说，这不仅仅是一种巧合。在我们的假说中，兼并代表经济中资源分配与再分配的过程，在这个过程中，由于经济条件的变化和影响工业发展的技术创新，企业将对由此产生的新的投资和盈利机会作出反应。有时，采用兼并而非内部积累的方式，可能会加快调整的进程。在某些情况下，兼并更有效地利用了资源。

兼并活动为什么集中在经营活动高潮期的一个原因可能是，当商业前景预期不是很有利的时候，企业就没有动力进行大规模的投资。而只有在经营努力产生的未来收益大于其成本时，投资才有保障。如果具有这样有利的商业前景预期，再加上竞争条件的变化，从而直接激励产生出一个新的经营战略时，就会刺激兼并与收购活动。

1895 年 ~ 1904 年的兼并运动

发生在世纪之交的合并运动主要是横向兼并，其结果是导致了许多行业的

高度集中（包括重型制造业）。这一时期是一个经济迅速扩展的时期，这场兼并运动在 1899 年达到顶峰，差不多是在 1903 年严重的经济衰退开始时结束的。1904 年，联邦最高法院对北方证券案 193 U. S. 197 (1904 年 3 月) 的判决可能有助于这次兼并浪潮的终结。在这项判决中，法院规定，兼并必须成功地经受住《谢尔曼法》(Sherman Act) 第一节的检验（该法禁止任何限制贸易的以托拉斯或其他形式进行的合并），然而我们应当注意到，在 1901 年一些兼并未能实现其预期效果时，兼并活动就已经走下坡路了。只是到 1903 年经济开始衰退时下降得更厉害了。

在 1887 年到 1904 年这段时期内完成的合并，据估计涉及到 1900 年的全部工厂总数和制造业雇员总数的 15% [马克汉姆 Markham), 1955, p. 157], 80% 以上的合并发生在 1897 年到 1904 年这段更短暂的时期内。

世纪之交的这场兼并运动，是伴随着经济基础设施和生产技术的重大革新发生的 [马克汉姆, 1955, p. 156 索尔特 Salter 和温霍尔德 Weinhold), 1980, p. 7]。它是紧随着横巨大陆的铁路体系的建成、电力的出现、煤炭用途的扩展而出现的。修建起来的铁路体系促进全国市场的发育，因此，兼并活动在一定程度上代表了地区性企业向全国性企业的转变。马克汉姆 (1955, p. 156) 对此进行了详细的论述：

“虽然没有现成的手段把运输设施的巨大发展以及运输成本的下降同特定市场规模的增长联系起来，然而我们可以粗略地估计出，到 1900 年建立了达到起一般水平的制造业体系的地区的面积是 1882 年的 3.24 倍。市场扩展带来了专业化；专业化要求低效率让位于高效率。只要简单地应用比较成本分析原理，我们就可以知道，在 1870 年到 1900 年这段时期里低成本的生产者会驱逐高成本的生产者。既然市场扩张减少了效率较低企业固定资产的价值（甚至可能减少到零），收购就很可能完成驱逐的过程，从而增加了所有权的集中度。并且，市场的扩张必定对大众营销技巧及批量生产的完善起到巨大的推动作用——所有这些都刺激了企业规模的扩大。”

虽然马克汉姆的上述观点并没有暗示合并会自动地产生规模经济，但是有些经济学家还是怀疑大规模生产可能是合并的动机之一。林奇 (Lynch, 1971) 提出了规模经济中的三个问题。首先，他注意到，虽然小企业的合并比大企业的合并更容易形成规模经济，但兼并活动却集中在大型企业上。然而马克汉姆却指出，几乎所有早期兼并案例的列表，所列示的都是大型兼并，而并没有包括资本总额少于 100 万美元的兼并。“由于忽略了小规模兼并，所有表格都夸大了以垄断为目的的兼并的比例，而对由于其他目的而进行的合并的比例的陈述却大

打折扣。(马克汉姆 1955, p.144)

林奇的第二个观点是,虽然合并导致了多厂经营,但只有当通过投资于更大的重置设备以实现生产一体化时,才能获得规模经济。很明显,地理区域上分离的企业之间的横向合并,由于缺乏有形的一体化,因此不会产生任何生产上的规模经济。然而,我们应当认识到,规模经济不仅可以存在于生产领域,而且还可以存在于管理和市场营销中。而且,每个工厂在合并以前可能生产不只一种产品,在合并后可以转变为专门生产一个单一项目。如果这些工厂的活动是协调的,各个工厂的这种向专业化转变的策划与操作,可以以更小的代价来进行。

林奇最后注意到,早期的兼并活动在各行各业中都可以见到,并且刺激横向兼并的技术进步不可能短时间内在一些行业中出现。这似乎并不符合这样一个观点,即规模经济来自于单个行业的技术进步,而不是由于影响广泛的运输成本的降低才得以实现的。

除了以上的理由之外,第一次兼并运动还归因于另外两个激励因素。施蒂格尔[(Stigler), 1950]将这次兼并运动的特征描述为“为垄断而进行的兼并”。穆迪[(Moody), 1904]所研究的 92 个大型兼并案中有 78 个控制了 50% 或 50% 以上的市场。然而 马克汉姆在考察了有关兼并的早期文献后得出:“在每五个表面上有垄断特征的兼并中 仅有一个导致了相当程度的垄断控制。”(马克汉姆, 1955, pp. 161-162) 以及“显而易见 早期兼并运动中的许多兼并并没有把获得垄断力量作为主要目标 因此必须用其他的理由来解释兼并。”(马克汉姆, 1955, p.162)

许多作者,例如马克汉姆(1955)、索尔特和温霍尔德(1979)在考察了早期的文献后还得出这样的结论 兼并的专业推销人、承销商或‘制造者’对兼并浪潮起到了推波助澜的作用。虽然人们还弄不清楚这些推销人究竟是如何能够在并未创造出真正价值或垄断利润的情况下,让广大投资者相信通过资产合并能增加资产价值的,但证实兼并推销人的作用的证据却是不胜枚举。或许,在“疯狂的投机浪潮”中,推销人对资产价值的热情为股票市场所接受。按照马克汉姆的说法 在 328 个兼并中有 154 个 或者说是 47% 后来被证明是失败的。早期兼并中如此高的失败率证明了这些兼并总体上投机的特征。“如果考虑到参与兼并的并非是全新的和未经考验的企业,而是相反的,兼并是已经经历过婴幼儿不确定时期后生存下来的企业的融合,那么,这么高的失败率就暗示着激励大量兼并形成的是推销上的目标 而非经营上的目标。”(马克汉姆, 1955, p.165) 不过,这个结论有些推测的性质,因为兼并运动发生在由于铁路建设的突飞猛进而导致竞争加剧的年代,并且据推测是发生在受到越来越激烈竞争的深远影响的行业中。即使没有兼并,这些行业中的企业也可能倒闭。

有些研究试图以盈利性来衡量长期兼并的成功与否,并试图确定出成功与失败的原因。利弗莫尔(Livermore, 1935)把成功的兼并归结于“精明的商业领

导才能”，特别是技术和管理水平的迅速提高、新产品的开发和行业中新领域的开拓、著名品牌的促销、科学研究在商业上的应用等。杜因 (Dewing, 1953) 给出的失败原因包括：对传统企业和遗留下来的设备进行现代化改造以实现规模经济的努力不够 间接费用的上升 企业规模太大 缺乏灵活性 企业家管理大型企业的天赋不足等。

1922 年～1929 年的兼并运动

与第一次兼并运动相似，第二次兼并浪潮也始于 1922 年商业活动的上升阶段，而终结于 1929 年严重的经济衰退的初期。这期间的许多合并发生在以前合并所集中的重型制造业以外的行业中，公用事业和银行业是其中最活跃的。大约 60% 的兼并发生在仍然分裂的食品加工、化学和采矿部门（索尔特和温霍尔德，1980, p. 4），因此，用垄断来解释目前的兼并就不再适宜了。更常见的是通过“为寡头垄断而进行兼并”从而由准垄断向寡头垄断转变（施蒂格尔，1950）。虽然寡头垄断是许多兼并的动机，但这仅限于兼并的一小部分（马克汉姆，1955, p. 169）。

20 世纪 20 年代的大部分兼并既包括 IBM、通用食品、联合化学兼并案中的产品扩张型兼并，也包括食品零售业、百货业、影院业的市场扩张型兼并以及采矿和金属业的纵向兼并。

马克汉姆和斯托金 (Stocking, 1955) 都强调，这些兼并的激励因素是运输、通讯事业和零售推销的重大发展。使用汽车的新型运输体系使卖者得以扩大其销售区域，使消费者具有更大的流动性，从而打破了狭小的地区市场。随着汽车运输体系的出现，产生了诸如食品加工、化学等行业的兼并。而以前兼并运动中重型制造业的兼并是伴随着铁路运输系统的出现而产生的。家用收音机的出现，通过为全国性的商标品牌作广告，促进了产品的差别化。到 20 年代，利润率低的大规模分销成为商品零售推销的一种新方法。这两种事物的发展，促进了经营规模的扩大，从而鼓励了兼并。关于纵向兼并的增长，斯托金注意到，本世纪 20 年代，商业界开始欣赏一体化的优点。一体化的这些优点与技术经济有关，例如缩短流程，或从机械操作的角度来说减少无用的动作，或在市场有各种不完善的情况下保证投入的供应和产成品的销路。

1940 年～1947 年的兼并运动

第二次世界大战和战后的初期，经济迅速增长，兼并运动也高涨起来。然而由于缺少技术和商业环境的重大变化，兼并运动的规模比以前要小得多。观察家们除了“传统的”动机之外，没有发现这次兼并有其他普遍存在的动机。

一些经济学家们指出政府指令和税收政策刺激了这段时期内的兼并。按照

施蒂格尔(1951)的说法,许多企业通过纵向兼并以绕过战时和战后的价格控制和调拨分配。巴特斯(Butters)、林特纳(Lintner)和卡里(Cary,1951)表明了因为战时和战后的所得税和房地产税高而资本利得税低,使得许多所有者卖掉了他们的企业。还有一些卖者则是出于一般的商业考虑,例如使他们的企业获得更大规模的管理组织或满足对企业的投资需求。而购买者则希望获得新产品或新的组织方式,或者是为了获得规模更大的纵向一体化。

20 世纪 60 年代的混合兼并运动

1950 年的《塞勒—凯佛维尔法》(Celler-Kefauver Act)对 1914 年的《克莱顿法》(Clayton Act)的第七条进行了修改以堵塞该法在有关“资产购买”条款的漏洞,并追加了给联邦政府的权利,使联邦政府有权宣称那些倾向于更大程度集中的兼并为非法(《克莱顿法》规定如果竞争受到严重削弱则禁止某一公司收购另一家公司的股票。该法仅仅指出了股票收购,而没有涉及到资产收购)。从那以后,横向兼并与纵向兼并的重要性相对于混合兼并来说都降低了。1967 年~1968 年当兼并活动达到顶峰时,横向兼并与纵向兼并下降了 17%(如表 1-4 所示)。在几种类型的混合兼并中,产品扩张型兼并增长到 60%,而市场扩张型兼并在数量上则微不足道。其他类型的兼并或纯粹混合兼并稳定增长到占全部兼并的 23%(或者从收购的资产的角度来说占 35%)。

表 1-4 根据期间和经济类型对重型制造业和采矿业收购进行的分类：1948—1978

兼并类型	兼并数量							占总收购资产的百分比						
	1951	1955	1959	1963	1967	1968	1978	1951	1955	1959	1963	1967	1968	1978
横向兼并	30	60	44	54	26	304	21	40	34	19	14	8	16	28
纵向兼并	10	34	48	53	34	183	13	9	20	24	15	7	9	15
混合兼并														
市场扩张型	5	9	22	17	1	76	0	4	2	8	13	4	7	0
产品扩张型	30	101	104	189	216	791	37	43	39	27	43	46	34	28
其他	6	10	46	51	84	459	39	5	5	22	16	35	35	29
合计	81	214	264	364	361	1813	110	100	100	100	100	100	100	100

资料来源：美国众议院司法委员会反托拉斯小组工作人员报告,《塞勒—凯佛维尔法：16 年的执行情况》(华盛顿特区,1967),pp.11, 39; 以及美国联邦贸易委员会,《关于兼并和收购的统计报告》,1978(华盛顿特区:1980 年 8 月)

从 1967 年到 1969 年的这三年间,兼并活动达到了当时的历史最高水平。这段时期也是经济极度繁荣的一个时期。1969 年以后,当整个经济活动衰退

时，兼并的数量大大减少了。

这段时期的大多数收购者是小规模或中等规模的企业，它们采用多样化战略进入它们传统行业以外的业务领域，因此它们被称为混合企业。被兼并的企业也是小规模或中等规模的，“要么在分散的行业中从事经营，要么就在主要行业部门的外围从事经营的企业（索尔特和温霍尔德，1980，p.6）”基于对兼并企业的背景和历史的分析，韦斯顿（Weston）和曼辛卡（Mansinghka）提出混合企业进行“防御性的多样化经营以避免（1）销售和利润的不稳定性，（2）不利的发展，（3）不利的竞争性转移，（4）技术过时，（5）与所在行业相关的不稳定性的加剧。”（韦斯顿和曼辛卡，1971，p.928）

最大的一类企业来自于航空业，该行业不仅要经受服务业务组合的急剧而重大的变革，而且还受到市场总需求巨幅波动的影响。航空业运输能力过剩，并且这种状况由于其他行业的企业的进入而变得更加严重。工业用机械以及汽车零件公司也受到销售异常不稳定的影响。在某些行业的市场，低增长的前景与长期下降的基本趋势相联系——铁路设备行业、纺织（早期的）电影发行以及烟草行业就具有这样的特点。

一个与此相关的问题是，在这些行业中由于持续的生产能力过剩，使得销售增长缓慢或者利润率下降。一些公司寻求多样化经营，试图获取二战后发展起来的新技术。电气行业中的企业希望扩大其电子产品的生产能力就是这种现象的例证。另外一种类型的混合企业是原来以自然资源为基础的行业中的企业。这类企业的特征是需求和供给条件不稳定，从而导致了产品价格和利润率的巨大波动。另外，不断上升的公司税税率也激励它们寻求多样化经营，从而更充分地利用提供给自然资源经营业务的避税手段。

虽然防御性的多样化经营是混合性企业的一个强大的推动力，但是如果只是将这些多种多样的企业划分为很少的几种防御性多样化经营的类型，则难免过于笼统。除了考虑了诸如税收一类的因素，一些混合性企业还采取了其他一些积极的措施，例如技术落后的行业中的企业采用先进的技术 [如立顿工业公司（Litton Industry）]，还有些混合企业试图有效地运用财务策划和控制方面的特殊能力 [例如国际电报电话公司（ITT）和 Transamerican]。防御性的或积极的多样化经营推动了兼并的进行。在这个过程中，研究、制造、营销以及其他的管理能力得到了扩展或相互补充。

1976 年以来的兼并运动

在 1974 年~1975 年的经济衰退之后，美国经济进入了一个长期的扩张时期。在这段时期里，兼并与收购呈上升趋势。表 1-5 按现行的美元价值和不变

的美元价值分别提供了有关的兼并活动的的数据。表中的第(1)列所列出的是购买价格被披露出来的兼并活动所支付的总价值。在表中的第(2)列则显示出,1985年公布的兼并与收购发生的净次数只有1969年的一半,这是因为交易额在一亿或一亿美元以上以及十亿或十亿美元以上的交易数量在后来的年份中比前期要多得多。表中的第(6)列显示出,1985年按不变美元价值计算的兼并交易额比以前交易量较大的年份(1968或1969年)要高。实际上,按不变美元价值计算的兼并交易额直到1984年才大致达到1968年的水平,然而到1985年,按不变美元价值计算的交易额比1968年要高40%。

表 1-5 兼并活动 格林 Grimm 数列

年份	(1)	(2)	(3)		(4)	(5)	(6)
	支付总值 ^a (10亿美元)	交易 总次数 ^b	按交易金额分类的 交易笔数		GNP 平减 指数 (1982年=100)	以 1982 年 不变美元 价值计算 的交易量	
			交易金额为 1 亿 或 1 亿美元 以上	交易金额为 10 亿 或 10 亿美元以上			
1968	43.6	4 462	46	—	37.7	115.6	
1969	23.7	6 107	24	—	39.8	59.5	
1970	16.4	5 152	10	1	42.0	39.0	
1971	12.6	4 608	7	—	44.4	28.4	
1972	16.7	4 801	15	—	46.5	35.9	
1973	16.7	4 040	28	—	49.5	33.7	
1974	12.4	2 861	15	—	54.0	23.0	
1975	11.8	2 297	14	1	59.3	19.9	
1976	20.0	2 276	39	1	63.1	31.7	
1977	21.9	2 224	41	—	67.3	32.5	
1978	34.2	2 106	80	1	72.2	47.4	
1979	43.5	2 128	83	3	78.6	55.3	
1980	44.3	1 889	94	4	85.7	51.7	
1981	82.6	2 395	113	12	94.0	87.9	
1982	53.8	2 346	116	6	100.0	53.8	
1983	73.1	2 533	138	11	103.9	70.4	
1984	122.2	2 543	200	18	107.7	113.5	
1985	179.6	3 001	270	36	110.9	161.9	
1986	173.1	3 336	346	27	113.9	152.0	
1987	163.7	2 032	301	36	117.7	139.1	
1988	246.9	2 258	369	45	121.3	203.5	

a. 本列中的数字是以披露了购买价格的兼并的交易数量为依据。

b. 交易总次数：公布的兼并与收购的净次数。The W. T. Grimm & Co. Research Department 对这样的兼并交易进行记录：即向公众公布的、至少 10% 的公司资产或所有者权益正式转移、购买价格至少为 50 万美元、参与一方为美国公司的兼并交易。他们在宣布这些兼并交易时，而不是在交易完成时，将它们记录下来。从某一期间内公布的兼并交易总次数中减去被取消的交易次数，所得到的就是当期的“公布的兼并与收购的净次数”。

资料来源 第(1)~(4)列：W. T. Grimm & Co., Mergerstat Review, 芝加哥, IL; 第(5)列：《总统经济报告》(表 B-3)1989 年 1 月,《经济指标》美国政府印刷局,1989 年 8 月, p.2 第(6)列 第(1)列除以第(5)列得到。

近年来,衡量兼并与收购活动量的另外一个指标是用兼并与收购占整体经

济的比重来表示的。表 1-6 就是按这种方法做的。在表 1-6 中列示了 1968 年 ~ 1986 年的兼并与收购活动的美元价值占国民生产总值 (GNP) 的百分比。根据这个衡量指标 尽管 1984 年 ~ 1986 年的主要兼并的规模很大, 但兼并与收购活动的价值占 GNP 的比重直到 1988 年才能与 1968 年的前高点相匹敌。有些人认为这个证据显示出近年来的兼并与收购活动不仅并未过度, 相反还带来了重组, 为 80 年代的经济繁荣作出了贡献。

表 1-6 兼并与收购同总体经济规模的比较

年份	(1) 兼并与收购的价值 (10 亿美元)	(2) 以现行美元价值计算的 (10 亿美元)	GNP	(3) 兼并与收购占 GNP 的 百分比 (%)
1968	43.6	892.7		
1969	23.7	963.9		4.9
1970	16.4	1 015.5		2.5
1971	12.6	1 102.7		1.6
1972	16.7	1 212.8		1.1
1973	16.7	1 359.3		1.4
1974	12.4	1 472.8		1.2
1975	11.8	1 598.4		0.8
1976	20.0	1 782.8		0.7
1977	21.9	1 990.5		1.1
1978	34.2	2 249.7		1.1
1979	43.5	2 508.2		1.5
1980	44.3	2 732.0		1.7
1981	82.6	3 052.6		1.6
1982	53.8	3 166.0		2.7
1983	73.1	3 405.7		1.7
1984	122.2	3 772.2		2.1
1985	179.6	4 014.9		3.2
1986	173.1	4 240.3		4.1
1987	163.7	4 526.7		4.1
1988	246.9	4 880.6		3.6
				5.1

资料来源 第 1) 列: W. T. Grimm & Co., Mergerstat Review, IL; 第 2) 列: 《总统经济报告》(表 B-1) 1989 年 1 月; 《经济指标》美国政府印刷局, 1989 年 8 月, p

人们还举出其他一些证据以证明从更广阔的经济角度来看, 近年来的兼并与收购活动仅仅是与经济的增长持平。表 1-7 就提供了这样一个衡量指标, 该表以所有公司的总资产作为参考量度。表中显示, 只是在 1969、1984、1985 和 1988 这几年里, 兼并与收购活动的交易量才超过了全部公司总资产的 1%。

但是, 既然兼并与收购活动通常只包括所有者权益的价值, 那么总的所有者权益或许也应该是一个相关的基本因素。表 1-8 对此进行了比较。1981 年兼并与收购第一次超过了全部所有者权益的 5% 但在达到 1988 年的 6.9% 的历史高点以前在 1982 和 1983 年, 兼并与收购占全部所有者权益的比重却降低了。从 1982 年夏末开始到 1987 年 10 月 19 日基本结束的股票牛市, 推动了兼并与收购的次数和所有者权益价值的上涨。兼并与收购活动还有将这个比例的

分母缩小的作用，据所罗门兄弟（Salomon Bros）公司和金融研究组织估算，在 1984~1986 年这段时期内，由于兼并与收购活动而消失的全部所有者权益的价值每年合计为 1100 亿美元。

表 1-7 兼并与收购同全部公司总资产的比较

年份	(1) 全部公司总资产 (10 亿美元)	(2) 兼并与收购的价值 (10 亿美元)	(3) 兼并与收购占全部公司总资产的百分比 (%)
1967	2 467	—	—
1968	2 712	43.6	1.76
1969	2 910	23.7	0.81
1970	3 127	16.4	0.52
1971	3 455	12.6	0.36
1972	3 880	16.7	0.43
1973	4 333	16.7	0.39
1974	4 826	12.4	0.26
1975	5 292	11.8	0.22
1978	7 542	34.2	0.45
1979	8 624	43.5	0.50
1980	9 789	44.3	0.45
1981	10 927	82.6	0.76
1982	11 639	53.8	0.46
1983	12 527	73.1	0.58
1984	13 807	122.2	0.89
1985	15 147	179.6	1.19
1986	16 640	173.1	1.04
1987	17 792	163.7	0.92
1988	19 504	246.9	1.27

资料来源：第 1 列 联储公报 C.9 《美国经济资产负债表 1947-1987》；所有公司的数据以及非农业非法人企业的数据，pp.16-30 华盛顿特区 联邦储备体系理事会。

表 1-9 显示出这些年来的兼并与收购活动与厂房设备支出具有密切的联系。从表 1-9 可以看出，在大多数年份里，兼并与收购活动平均占厂房设备总支出的 20%。然而在以往的兼并高峰年——1968 年以及 1985、1986 年和 1988 年，兼并与收购活动上升到占厂房设备支出的 45%。有些人认为这些数据表明了兼并与收购代替了“真正的”经济投资。另外一些人则认为尽管有许多因素对兼并与收购有影响，但投资水平是一个很强的诱因。他们认为，影响兼并与收购以及“真正的”经济投资这两种投资活动的经济力量是相似的，并且它们所适用的经济原理也是相似的。

表 1-8 兼并与收购同全部所有者权益市场价值的比较

年份	(1) 全部所有者权益的市场价值 (10亿美元)	(2) 兼并与收购占全部所有者权益价值百分比 (%)
1967	868.2	2.1
1968	1 032.6	4.2
1969	913.9	2.6
1970	906.2	1.8
1971	1 059.2	1.2
1972	1 197.1	1.4
1973	948.1	1.8
1974	676.9	1.8
1975	892.5	1.3
1976	1 052.0	1.9
1977	991.3	2.2
1978	1 034.2	3.3
1979	1 229.0	3.5
1980	1 636.0	2.7
1981	1 565.0	5.3
1982	1 798.0	3.0
1983	2 134.0	3.4
1984	2 158.0	5.7
1985	2 824.0	6.4
1986	3 361.0	5.2
1987	3 358.0	4.9
1988	3 600.9	6.9

资料来源 第(1)列：联邦储备体系理事会，《现金流量账户：金融资产和负债》，1967年～1988年。

1976年以来的兼并与收购，主要集中于服务业（例如商业银行业与投资银行业、金融、保险、批发、零售、广播和医疗卫生行业等）以及自然资源领域。服务行业中的企业的兼并增多，反映了这些行业在美国经济中的重要性在不断增加。尤其是在金融服务行业中，1976年以来，该行业中的兼并占全部兼并的15%以上。由于政府放松了对该行业的管制，金融业也正在进行重组。金融业的重组既包括行业内部的合并（特别是在允许开展跨州银行业务之后），也包括产品扩张型收购、市场扩张型收购以及纯粹混合收购。银行兼并的参与者已经达成共识：一旦完全获准从事跨州银行业务，它们将需要以巨大的规模来进行有效的竞争。庞大的规模可以使金融机构利用其在数据处理、后勤管理、信托管理以及贷款和融资上的规模经济。另一方面，主要的工业公司由于其产品市场成熟或萎缩，需要寻求新的投资机会，因此也会通过收购非银行金融机构以进入该领域。