

并购的艺术

融资与再融资

THE ART OF M&A
FINANCING
AND REFINANCING

(美) 亚历山德拉·里德·拉杰科斯基
J·弗雷德·威斯顿

<http://iask.sina.com.cn/u/1644200877> 此处有大量书籍免费下载!

仅供个人阅读研究所用, 不得用于商业或其他非法目的。切勿在他处转发!

水隐醉月



中国机械工业出版社
北京 100070

并购指南丛书

并购的艺术 融资与再融资

*The Art of M & A
Financing and Refinancing*

〔美〕亚历山德拉·里德·拉杰科斯 著
〔美〕J·弗雷德·威斯顿

张秋生 周绍妮 吴颖 译
张昊 潘立韞

中国企业兼并重组研究中心

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

并购的艺术·融资与再融资/(美)拉杰科斯,(美)威斯顿著;
张秋生等译. —北京:中国财政经济出版社,2001. 7

(并购指南丛书)

ISBN 7 - 5005 - 5169 - X

I. 并… II. ①拉… ②威… ③张… III. 企业合并—融
资—基本知识 IV. F273. 7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 038376 号
版权登记号 图字:01 - 2001 - 0243 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址:北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码:100036

发行处电话:88190406 财经书店电话:64033436

北京龙华印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 25 印张 385 000 字

2001 年 7 月第 1 版 2001 年 7 月北京第 1 次印刷

印数:1 - 3000 册 定价:41.00 元

ISBN 7 - 5005 - 5169 - X/F · 4601

(图书出现印装问题,本社负责调换)

目 录

序 借助融资理念的力量	(1)
前言	(11)
致谢	(15)

第一部分 基本前提

第一章 基础概念和资料

引言	(3)
重要术语定义	(3)
基本事实	(5)
主要筹资工具	(7)
主要筹资来源	(8)
小结	(12)
注释	(13)

第二章 资金需要量评估

引言	(15)
基本原理	(15)
危险域	(18)

确定融资额	(21)
估计可能的筹资额	(22)
选择最适宜的融资方式（负债还是权益）	(29)
小结	(34)
附录 2-A 工具表	(35)
注释	(38)

第三章 交易融资中的管制、税金和会计问题

引言	(39)
一般规则和税金考虑	(40)
选择实体	(43)
区分负债和权益	(46)
构造负债时的税务考虑	(48)
资本利得与普通所得	(51)
构造一个分期收款销售	(52)
购买成本原则与历史成本原则	(52)
会计问题	(56)
小结	(69)
注释	(70)

第二部分 近观融资工具

第四章 债务融资的机理

引言	(75)
债务的基本概念	(76)
债务的类型	(79)
用票据和债券支付并购价款	(83)
综合运用多层债务	(87)
售后回租	(92)
免税公债	(97)
垃圾债券基本知识	(99)

小结	(101)
注释	(102)

第五章 权益融资机理

引言	(105)
股东权益的基本原理	(106)
股票的直接销售(私售)	(110)
股票的公开发行	(111)
用股票作为交易支付手段	(115)
首次公开发行(IPO)之外的以权益为基础 的融资策略	(119)
小结	(123)
注释	(124)

第六章 混合融资机理

引言	(127)
混合融资工具	(128)
中级融资	(130)
注册权	(134)
出售方证券收回融资	(140)
小结	(141)
注释	(142)

第三部分 具体分析并购融资来源

第七章 债务融资

引言	(147)
债权人概览	(147)
商业银行	(150)
银行信贷	(152)
获取债务融资的有效途径: 贷款报告和承付书	(157)

保险公司融资·····	(174)
对发行垃圾债券融资的特殊考虑·····	(178)
小结·····	(181)
注释·····	(182)

第八章 权益筹资

引言·····	(185)
权益筹资类别：从风险资金到私募以及公开发行·····	(185)
证券包销商的作用·····	(188)
投资银行·····	(193)
金融中介机构内的兼进行为·····	(200)
小结·····	(200)
注释·····	(201)

第九章 财务支持人

引言·····	(203)
财务支持人和私人权益融资·····	(204)
“退出”战略·····	(215)
除私人权益融资外的其他类型的财务支持·····	(216)
“天使”·····	(217)
作为财务支持人的供应商·····	(218)
小结·····	(219)
附录 9-A 私人权益基金的启动通告案例·····	(220)
附录 9-B 财务支持人的概貌·····	(221)
注释·····	(226)

第四部分 融资与再融资策略

第十章 多样化融资工具的运用——规划要点

引言·····	(231)
融资工具对并购后的影响·····	(232)

含有股票支付交易中的股权稀释问题	(235)
管理层收购融资中使用多样化融资工具	(237)
小结	(243)
附录 10-A 计算涉及负债、优先股以及普通股 交易的资本成本	(244)
注释	(252)

第十一章 运用多样化融资来源

引言	(255)
多样化融资与一次性融资	(255)
涉及多类债权人的交易	(258)
解决债权人内部冲突	(266)
起草债权人内部协议	(269)
小结	(271)
注释	(272)

第十二章 再融资策略

引言	(273)
再融资纵览	(274)
负债再融资：营运资本、贷款、债券及票据	(276)
权益再融资	(282)
由混合工具提供的再融资：过渡贷款	(284)
欺诈性转让及其他诉讼问题	(287)
小结	(292)
附录 12-A 一项复杂的财务结构调整的例证 (10-K 报告)	(293)
注释	(298)

第五部分 全球性问题：宏观和微观税务

第十三章 全球并购融资的宏观方面

引言	(303)
世界金融系统：一幅大图画	(305)
货币交换	(307)
外汇控制法规	(311)
小结	(312)
注释	(313)

第十四章 全球并购融资的微观经济因素

引言	(317)
全球融资：法律基础	(317)
全球并购融资的可利用性	(320)
全球并购融资工具	(327)
以外国资产提供物权担保	(331)
国际杠杆收购	(332)
小结	(333)
注释	(334)

第十五章 国际融资：税收处罚要则

引言	(335)
国际交易中企业分类的基本知识	(336)
入境收购的税收考虑	(342)
境外收购的税收考虑	(348)
小结	(357)
注释	(357)

结 论 并购融资和再融资：成功的成长工具

基本原理回顾·····	(359)
最后的话·····	(361)
注释·····	(364)

附 录

公开发行业据的承认从属性条款·····	(365)
非公开发行的机构票据的承认从属债务条款·····	(367)
出售方票据的承认从属性条款·····	(371)

译者序

能将《并购指南丛书》翻译为中文并在中国出版，是我们中国企业兼并重组研究中心的幸事。为此，译者首先感谢麦格劳－希尔出版公司北京代表处、北京信都北方文化发展有限公司、风帆集团和中国财政经济出版社的同仁对在中国出版本丛中译本的支持，并感谢为此做出努力的所有人们，当然还要感谢丛书的作者们为读者撰写出这套优秀的并购专著丛书。我们中国企业兼并重组研究中心将该丛书的翻译出版视为在新千年的一项具有里程碑意义的事业。

本套丛书共有四本，它们分别是：亚历山德拉·里德·拉杰科斯(Alexandra Reed Lajoux)与 J. 弗雷德·威斯顿 (J. Fred Weston) 合著的《并购的艺术：融资与再融资》 (The Art of M&A Financing and Refinancing)，亚历山德拉·里德·拉杰科斯所著的《并购的艺术：整合》 (The Art of M&A Integration)，亚历山德拉·里德·拉杰科斯 (Alexandra Reed Lajoux) 与斯坦利·福斯特·里德 (Stanley Foster Reed) 合著的《并购的艺术 兼并 / 收购 / 买断指南》 (The Art of M&A A merger / Acquisition / Buyout Guide)，以及亚历山德拉·里德·拉杰科斯 (Alexandra Reed Lajoux) 与查尔斯·M·埃尔森 (Charles M. Elson) 合著的《并购的艺术：尽职调查》 (The Art of M&A Due Diligence)。

企业并购的融资和再融资是并购决策中复杂的重要内容和

关键的步骤之一。本书以一问一答的形式，系统地介绍了截至20世纪末期国际上并购融资和再融资的最新发展，影响并购融资的宏观和微观因素，可以用于各种类型的并购交易的关键融资来源和融资工具，以及如何根据并购双方的实际情况选择最适合的融资方式，如何选择债务融资、权益融资，或是二者的混合。债务融资和再融资无论从技术还是形式都是很有特点的，本书详细介绍了贷款、债券、租赁等各种债务融资及其无数种实现方式。另外，资金支持者、贷款人和承销商等中介方在并购融资中如何发挥作用，在并购融资时通常遇到的法律、税收以及会计问题等等，本书都给予了很好的回答。我国企业并购的融资受制于资本市场的发展和金融制度，还主要采用现金支付，换股收购的案例在资本市场中也鲜有出现。本书对于我国企业并购在融资方面的创新有很好的借鉴作用，并对金融制度的改进提供了一些思路。

本书翻译由张秋生负责并校对了全文，周绍妮翻译序言、第七章、第八章、第九章，张昊翻译第一章、第二章、第三章和第十三章，潘立韞翻译第四章、第五章、第六章、第十五章及附录，吴颖翻译第十章、第十一章、第十二章和第十四章。

在本书的翻译过程中，我们研究中心的教师们倾注了大量的时间和精力，尽可能使译文忠实于原著，并使之有可读性。由于本丛书内容涉及国际上并购的最新动态、最新研究成果和最新经验，加上受译者水平的限制，书中存在不准确甚至错误的地方，全部由译者负责，敬请读者批评指正。

张秋生

序

借助融资理念的力量

当我为亚历山德拉·里德·拉杰科斯 (*Alexandra Reed Lajoux*) 和 J·弗雷德·威斯顿 (*J. Fred Weston*) 的《并购的艺术：融资与再融资》一书的序言想一个主题时，一个短语不断浮现于我的脑海：理念的力量。已经觉得无聊了？渴望获得那些能帮助您下次并购交易时取得资金的事实数据、名字和地点吗？准备好了，咱们开始。任何怀疑融资理念的力量及其重要性的人，应该想一想现代版寓言“矿工的头灯”。

矿工的头灯

每天清晨，当一位年轻人乘上早上五点半从新泽西樱桃山 (*Cherry Hill*) 开往纽约市的公交车去汇报工作的时候，他就开始了同样的程序：捆扎一个矿灯在他的前额，然后开始阅读几页 W·布莱多克·希克曼 (*W. Braddock Hickman*) 关于低级债券的研究报告。这位大学 3 年级时离开沃顿商学院 (*Wharton Business School*) 第 70 班的执行官意识到希克曼研究成果的巨大潜在价值。希克曼的研究表明，随着时间的流逝，低级债券的表现将胜过高级债券。当然，低级债券有更大的毁灭性失败的可能，但它们也可能有许多辉煌的成功，会给许多投资者产生净收益。这位年轻人的小型投资银行能否利用这一矛盾？当公交车隆隆地驶过狭窄的曼哈顿 (*Manhattan*) 街道

时，这位勤奋的乘客正梦想着辉煌……

当然，这位年轻人就是迈克尔·密尔肯（*Michael Milken*），他的投资银行就是德雷克塞尔·哈里曼·里普利（*Drexel Harriman Ripley*），后来更名为德雷克塞尔·本汉·兰伯特（*Drexel Burnham Lambert*）。叙述他们的悲惨故事花费了很多笔墨——著名的康妮·布鲁克（*Connie Bruck*）在她的《掠夺者的舞会》（*New York: Penguin Books, 1989*）一书中以她流利的文字特写了上述场景。康妮·布鲁克和其他人创作的车上读物，将发展成一个繁荣的“垃圾债券”帝国，密尔肯及其公司在他们破产之前几乎统治了这个帝国近 15 年。历史是残酷无情的：德雷克塞尔·本汉公司被发现违反了各种不同的法律和规则时，它宣告破产了，同时密尔肯关进了监狱。

以这个历史教训为开头，把这本关于并购融资和再融资的书介绍给读者是非常抑郁而乏味的，但对那些具有钢铁般魄力的读者来说，这是惟一的方式。矿工头灯的故事确实包括了某些悲剧的成分，但可以确信的是：在诸多的争论中，垃圾债券时代和密尔肯本人的功过仍是模糊不清的。但是对我而言，这个故事却可以强有力地证明金融理念创造和改革市场经济的力量。

无论人们怎样评价德雷克塞尔的遗产和迈克尔·密尔肯本人，事实仍是密尔肯早期对希克曼著作的研究为今天繁荣的有价值的金融市场奠定了基础。在 20 世纪 70 年代早期，当密尔肯从新泽西乘公交车去纽约市时，低级债券当时并没有重要的市场。随着时间的流逝，这个市场已经发展起来了。现在，投资基金持有公司和非公司发行的垃圾债券的价值已超过 1000 亿美元。在 1980 年，美国的公司发行了总额 14 亿美元的高收益债券。10 年之后，即在 1989 年，该年的数额为 253 亿美元，这 10 年累计达 1537 亿美元。尽管 20 世纪 90 年代早期垃圾债券的发展经历了一次衰退，但它的发展仍在继续。到 1999 年 1 月 1 日，这 10 年包销的所有公司高收益债券的总额

达 2614 亿美元，仅在 1998 年这一年就包销了 355 亿美元。

这仅是整个金融蓝图中的一小部分——垃圾债券通常占所有公司发行债务的比例小于 10%。虽然如此，在我们自由的企业经济里，它曾发挥并且仍将继续发挥重要的作用。

古雅典财阀

矿工头灯的故事并不是证明融资理念力量的惟一证据。事实上，由于像爱德华·E·库恩（*Edward E. Cohen*）这样的历史学家的工作，使我们在几千年前就能找到类似的证据。作为一位卓越的费城（*Philadelphia*）银行家和慈善家，库恩最酷爱的事情就是银行的历史。他花费了 10 年时间试图去反驳古希腊银行家仅仅是典当商的观点。其结果是产生一本极好的书，名为《雅典经济和社会：从银行角度而言》（*Princeton : Princeton University Press, 1992*）。

库恩在此书中描述了公元前 4 世纪的雅典银行或财阀通过一种“看不见的”经济，即“利用别人的钱创造充满风险的收入”。这些早期的银行并不仅仅是只交换货币，它们还发展了游离于商业的储蓄和借贷活动。他们的这种活动发生在大范围的经济环境中，而这种“看不见”的经济扩大了雅典的社会阶级层次。尽管当时的公共法仅给予男性自由公民权利和选举权，但那时的私营经济也允许妻室和奴隶来参与。这种扩大的参与权有利于当时的雅典人满足“经济现实”的需要。库恩认为，正因为这样，银行家们“改变了他们自己，同时也改变了他们生活的社会。”

股份有限公司

古希腊没有垄断金融方面的天才。每一代人都目睹了金融创新——许多金融创新是变化的。想一想公元 16 世纪首先出现于欧洲的有限责任公司，又称股份有限公司。这些公司是现

代公司的先驱者（尽管没有带来这一名誉），为商界带来了一个新观念：有限债务责任的概念。股份有限公司通过将每次投资的风险限定于投资额，为商界带来了新的有价值的东西。仅仅如此，并无其他。

股份有限公司是对合伙制企业和受管制企业的一种显著改进，因为在股份有限公司出现之前，企业家只能在这两种主要的投资方式之中做选择。回顾股份有限公司出现之后一个世纪的发展，亚当·斯密（*Adam Smith*）认识到股份有限公司具有历史的重要性。在其 1776 年出版的《国富论》巨著中，亚当·斯密特别提到股份有限形式是诸如银行、保险和交通那些需要巨额资金投入的行业的理想模式。在股份有限公司引入之后，上述三个行业取得了实质性的发展，这绝非偶然。

金融创新的风险与收益

从古雅典人开始，那些早期的金融创新，像垃圾债券一样，都经历了失败的洗礼。爱德华·E·库恩在其书的最后一章结尾部分，在对那些古希腊银行家的天才们进行了长篇赞誉之后，引出了关键且不可避免的银行失败这一主题。库恩认为在古希腊的黄金时代，破产现象比比皆是，有几次失败非常令人难忘。例如，当时负责建造雅典娜女神庙的捐款的希腊财务主管转移了一些捐款给希腊财阀们，希望这些捐款通过投资而增值。他们计划早些时候归还这笔本金，而将盈余据为己有。然而这个阴谋被发现了，某些人为了掩盖证据而用火点燃了雅典娜女神庙，财务主管也被关进了监狱。

股份有限公司的有限风险早期曾引起许多非难，在亚当·斯密的《国富论》中有精彩描述。最著名的是南海公司（*South Sea Company*）。这个早期的股份有限公司迅速筹集了巨额资金——“3380 万英镑”亚当·斯密在那个时代以他诚实的方式记录了这一数字——然而它以“愚蠢、疏忽和浪费”

结束，在公司行将寿寝正终之时净损失额达“237 000 英镑以上”（试想一下，那时是在 18 世纪）。如果把过去两个多世纪的通货膨胀考虑进去，这个数额将是令人吃惊的。

想一想雅典娜女神庙的焚烧和南海公司财富的减少，以及我们仍记忆犹新的臭名昭著的德雷克塞尔·本汉公司的命运，很明显，融资方面的新观念并不是没有它不好的一面。

有时好的金融观念若被不恰当地运用，可能会误入歧途。这正是国际投资者乔治·索罗斯(*George Soros*) 的《全球资本主义的危机》(*New York: Harper Collins, 1998*) 和其发表于《大西洋月刊》(*Atlantic Monthly*) 1997 年 2 月刊中打破旧习的“资本家威胁”一文的前提。股东激进分子罗伯特·A·G·芒克斯(*Robert A. G. Monks*) 在其富有思想的《皇帝的恶梦：恢复公司的诚实》(*Oxford: Capstone, 1998*) 一书中说，甚至公司形式也可能导致无意识的破坏。

不过，依我看来，金融创新的收益超过了其风险。

持续不断地应用

所有的金融创新，包括上面简短地提到的三个例子（银行、公司、高风险融资），一般开始时都比较困难。它们能够勇敢地开始，都是因为一位有创造性的人执行一个想法并靠其魅力感染其他人加入进来。但不可避免的是，这些勇敢者会遇到挫折。你可将一句古老的谚语告诉企业家——“他的背后有支箭”（当然，女企业家也会遭遇到同样的命运！）不过，若没有这些先驱者们，理念仍将锁定在书本上，就像密尔肯早年在公交车上看的晦涩的厚厚的书本。那并不是理念的理想归宿。

理念也并不仅仅是只属于那些勇敢者们。在每个理念生命周期中的一些时刻，全社会必须支持这个理念并使其能够成为日常生活中的一部分。这已经发生于银行业，已成为并仍将是公众信用的聚宝盆。公司也成为各地自由经济一个必要的部

分；同时高风险融资已是经济增长不可缺少的，并且作用将会变得更加突出。结果是所有这些融资方面的遗产同样被应用于再融资领域，就好像“顺流而下”。

世界变得更美好

没有金融方面的这些创新，我们极有可能还生活在粗野的原始状态。民主、人权和扩展机会的观念残酷无情地与社会所捍卫的资本自由流动的观念交织在一起。

没有债权人在公共规则与私人实体之间协调，古希腊人可能不会创造出对全球产生重大影响的民主观念。

没有欧洲 17 世纪的股份有限公司，新大陆的殖民地化可能会进展得更慢，并且会产生不同的结果，极有可能是更不如意的结果。或许更引人注目的是，早期的公司将社会从等级制度的限制中解放出来。公司通过创造超越纯粹的纸币和金属货币的流动，而使社会摆脱了长子继承制的束缚。长子继承制就是只指定一个惟一的继承人继承全家的所有财富，并尽可能是家里的长子。虽然很难分割一个农庄，但人们可以分割股票。公司新出现的和脱离于有形资产的自由给交易商们增加了机会。这些交易商出身于社会的各个阶层，他们比别人具有稍多一点的聪明才智并努力去追逐名利。

最后，垃圾债券帮助了大量的企业为自身的发展争取到融资和再融资。康柏计算机公司（*Compaq Computers*）、哈利·戴维森（*Harley Davidson*）和 MCI，在它们进入其稳定发展进程中的关键时刻，都曾从发行垃圾债券中获益；而且，垃圾债券融资的影响仍在继续。随着并购融资领域其他方面的创新，它促进金融服务革命的意义是重大的。

金融服务的革命

为了对融资理念作一下总结，我要稍微谈一下闻名遐迩的

“金融服务的革命”。金融服务的革命究竟是什么？许多人以各种不同方式使用这一短语，但依我看，它也像任何事情一样有其两面性：旧特性的毁灭和为了探索卓越的金融服务而产生的新特性。对于那些珍爱旧特性的人，不论是由于地理上的或其他方面的原因，这种革命的破坏力引起了不小的痛苦。但是，没有人怀疑它所带来的好处。

银行控股公司通过金融服务革命，获得了拥有自己的证券经纪业务的能力。已成立的证券公司曾坚决反对这一变化，但今天已普遍承认本书第四部分讨论的这类“一站式采购”为消费者提供的有价值的服务。

相反，非储蓄机构（例如商业财务公司）也获得了提供传统的银行业务的新的能力，如贷款。很明显，金融服务的革命永久地改变了我们的金融界。

我并不是轻易地得出这样的结论。大约 30 年前，我将精力用于研究商业银行并自此投身于这一领域。自 20 世纪 70 年代早期以来，我将我的绝大部分时间和精力献身于提高银行的业绩、精练银行的评价方法和建议银行涉足并购业务。按我的观点，在金融领域没有什么比一个能安全保护存款的机构更重要。这样的机构有自己真实的金融资产，而不仅仅是客户关系（虽然这也重要）。

复杂的经济系统

然而今天，不可否认的是，商业银行处于一个更加复杂的经济世界里。20 年前，我的研究仅仅只集中于银行部门。可能有一个很好的理由，就是因为银行占了该领域的主导地位。正如拉杰科斯和威斯顿在本书所指出的，在 1950 年商业银行占了所有中间资产的一半多（52%）；同时，商业银行作为全国资金的主要拥有者几乎是鹤立鸡群的，只有人寿保险公司和储蓄贷款银行还算占有一个不错的市场份额（分别占 22% 和

14%)。其他类型的融资机构分别仅占 4% 或更少。

正如两位作者恰如其分地指出，今天金融中介服务的财富的平均分布程度大大提高了，部分原因在于放松管制。

银行仍维持其给人印象深刻的领导地位，持有超过中介市场所有 18 000 亿美元金融资产的 1/4 (26%)，远远超过了其他类型的机构。其他大的金融资产持有者包括（按份额的降序排列）私人退休金基金（17%）、共同基金（13%）、人寿保险公司（12%）和公共退休金基金（10%）。作者所提到的其他中介机构还包括储蓄机构（6%）、金融公司（5%）、非人寿保险公司（5%）、货币市场基金（5%）和信贷联盟（2%）。

另一种类型的金融机构，即投资银行，促进了这笔财富的创造和流动，它在储蓄（事实上指商业银行存款）和投资之间搭建起一个主要的桥梁。

并购：核心驱动力

在所有金融服务的革命中，并购作为公司的一种战略，其雨后春笋般的增长是金融服务产生革命的核心驱动力之一。这要部分归功于商业银行、投资银行和证券经纪公司等金融中介机构的努力工作。

根据证券数据出版公司（*Securities Data Publishing*）的资料，全球在 1998 年完成的价值 500 万美元以上的交易总量达 16 919 起，这也创下了历史新高。这些交易中的绝大部分涉及到美国公司（本国的、境内的或境外的），其交易总数达 9140 起，创了一个历史新记录。发生在美国之外的交易量也达 7770 起，又是一个历史新高。迄今为止，根据本书出版之前已经完成和正在进行的上百起交易，1999 年似乎又是一个并购高峰年。

把我们的焦点集中在金融服务上，我们能看到什么？在 1998 年，涉及美国公司的并购交易有 1346 起，价值为 4422

亿美元，其数量和金额都创了最高水平。商业银行异常活跃，完成了 255 起交易，价值 2850 亿美元。1998 年排名前 10 位的并购交易中，其中有 6 起涉及银行。1998 年的最大并购案是两个不同性质的金融服务公司的合并——一个来自于保险领域，另一个来自银行。

作为榜样的花旗集团 (Citigroup)

1998 年旅行者集团 (Travelers) 与花旗银行以价值超过 726 亿美元的合并，成为当时最大的合并案例 [最近，它的记录被美孚 (Mobil) 和埃克森 (Exxon) 近 760 亿美元的合并打破]。合并后的新公司有差不多 7000 亿美元的资产，在 100 个国家有 3200 多个分支机构。它结合了花旗银行强大的消费者群、商业银行业务特权、旅行者集团的保险业务及其所属所罗门·史密斯·巴尼 (Salomon Smith Barney) 的投资银行和资产管理等各方面的业务。在获得并购融资业务方面，史密斯·巴尼是最有力的竞争者。在 1998 年，它获得 2.255 亿美元的服务费，使其成为在并购融资方面第四活跃的投资银行。花旗公司在美国是紧随大通曼哈顿 (Chase Manhattan) 之后的第二大银行，其资产为 3110 亿美元，它是消费者和公司银行业务的领导企业。它也是全球最大的信用卡发行者，大约 6000 万张。

让我们暂停一下来回顾这种发展：以前金融服务公司的合并发生在金融界五个分开的领域，即商业银行业务、信用卡、保险、投资银行业务和证券经纪业务。如果花旗银行在管理和整合其业务方面取得成功，它将成为金融服务革命的最好范例——此革命可以追索到其前面的无数次金融创新，并且其成功要归功于许多创新以及即将开始的应用。

改变这个世界

毫无疑问，理念的力量确实存在。但在理念被构思出来之

后还必须要经历两个阶段：首先，必须有一段考验时期——当勇敢的企业家穿过街道的时候，他会遭遇到极其恶毒的弹弓和箭石。虽然如此，他仍会坚持。然后，肯定有一段持续应用时期，最好是在理想的社区和公共环境里得以应用。某些幸运的企业家能在这重要且持续不断的时期里取得他们的收益。当企业经历这种即将进行的金融服务的革命时，它们必须大胆且谨慎。事实是没有一个企业再仅依靠单一的资金来源。每个企业都需要与商业银行、投资银行以及其他各类金融中介机构建立紧密的联系。在 1998 年秋季资本市场低潮之前，人人都在谈论美国借贷业务的转变，即从信贷市场转向资本市场。商业贷款出局，商业票据进入。按我的观点，当企业在为适应其变化而融资和再融资时，它们必须准备同时利用这两个市场及其他各种融资手段。如果一个企业仅利用了单一的融资渠道，那么再融资时它应该选择另一条不同的渠道。例如，一个企业刚完成其首次公开发行，但马上需要一笔贷款来支持新上市的企业。

确实如此，并购融资和再融资可能是一条通往成功之路，当你现在开始阅读本书和做你自己的梦想之时，这条路就开始了。你可以相信本书两位作者对你进行的完善指导。拉杰科斯作为一位成功的编辑与实用书籍和文章的作家，在商业管理领域已经研究了 20 年。威斯顿，一位金融领域内无与伦比的权威，从未见过一个理念他不能简捷表述出来和实际应用。他们两位共同合著的书值得你研究。马上戴上一个矿灯，准备上路吧！它将是漫长的通往成功之旅。

阿雷科斯·谢肃诺夫(*Alex Sheshunoff*)

阿雷科斯·谢肃诺夫管理服务有限公司总裁

德克萨斯州，奥斯汀

前 言

商业？非常简单，就是别人的钱。

——小亚历山大·杜马斯

《钱的问题》 1857

在 1999 年年初，当我们拿着《并购的艺术：融资与再融资》一书到出版社时，两个主题吸引了整个商界：合并与货币。大街小巷都在谈论合并，因为巨额的合并案不时打断小规模合并的涓涓细流，提出了关于企业的适当范围和规模以及竞争的本质等一些新问题。与此同时，货币成了日益关注的热点，因为全球通货市场的剧变、权益市场的变化莫测和近期美元利率的不断调低，这些将商界置于各种交易方式的边缘，都想知道下一步将会发生什么。

每个主题都变得如此重要，本质上如此复杂，以至于没有一本书能充裕地包含这两个主题。我俩都分别从其中一个主题的专著中获得了经验。亚历山德拉·拉杰科斯与斯坦利·福斯特·里德（*Stanley Foster Reed*）合著了《并购的艺术 兼并 / 收购 / 买断指南》一书，现在其第三版（1999）已达 1000 页，其中有拉杰科斯关于合并后整合的一个副册。J·弗雷德·威斯顿与托马斯·科普兰（*Thomas Copeland*）合著了《管理财务》，本书两册，共 1200 页，正准备出版第 10 版（1999）。威斯顿关于这一主题的其他著作和文章丰富了《管理财务》一书。

为呈献一本关于并购融资和再融资的书——实质上就是关于合并和货币两个主题的——明显的是，我们必须学会克制。我们不想在这两个主题上进行深入探讨，而是选择一个更窄的

途径——集中于这两个经济现象的主要交叉部分。本书关于合并有深度的惟一方面就是财务方面，关于管理财务有深度的惟一方面就是合并领域。这种集中论述与问答式的风格已成为麦克劳·希尔出版社（*McGraw - Hill*）“并购融资”丛书系列的特点，可使那些忙于生意而又需要快捷的并购融资指南的经理们从中受益。

作为企业的经理或所有者，或作为企业的顾问，我们首先会遇到一系列企业战略性质的问题：企业是否应该沿着一个特定的方向前进？如果是，它可以通过并购实现吗？若选择并购，定价问题就成为一个重要的问题。企业能否尽可能以最好的价格完成这笔交易，并且它是否能够支付这个价格？这些问题中的每一个都值得用单独的一本书来阐述，并且许多相关的书已经出版。

本书关注的焦点在于别的方面，即在融资交易领域常被忽略的一面：企业能否借助外来资金来支付并购交易？它是否应该寻求外面的资金？如果它寻求外面的资金，是否应该以债务、权益或两者组合的方式来实现？企业如何着手处理各种不同类型的资金来源？在交易中涉及多种融资工具时，企业如何决策以确保对企业将来的经营产生最有利的影响？在交易中涉及多种资金来源时，企业及其债权人如何确保他们的竞争利益得以满足？交易中应用的特定融资工具会对企业的经营产生什么影响？企业如何有效地处理正在进行的各种融资来源之间的关系？企业在什么时候如何通过再融资使其“恢复元气”？另外，在跨国交易中如何进行操作？我们将在本书给这些被广泛关注的问题提供答案。

上述这些都是重要的问题。如果商业就是使用“别人的钱”，那它也得为别人的钱提供某种回报，并且在此过程中使得这种回报有所剩余归自己。这就是并购融资与再融资的艺术——只通过提出与回答许多问题就可掌握的一门艺术。本书

所设计的问题仅仅是一个开始。真正重要的是那些您在做实际交易的动态世界里所遇到的问题。去干吧！

亚历山德拉·里德·拉杰科斯

J·弗雷德·威斯顿

1999 年 4 月

致 谢

创作一本好书需要团队合作。本书也不例外，若没有外来帮助，任何有质量的内容都不会出现于本书。若没有合作就不可能有此书——不仅仅是本书两位作者之间的合作，而且是我们与帮助完成本书的许多才能出众之士的合作。

我们非常感谢麦克劳·希尔出版社具有敏锐见识的编辑凯利·克里斯琴森 (*Kelli Christiansen*)，以及麦格劳·希尔出版社的整个工作组，包括复印编辑路易斯·玛瑞尼斯 (*Louise Marinis*)，打字员朱迪·布朗 (*Judy Brown*)，文字校对罗伯特·赛尔 (*Robert Saigh*) 目录索引凯·施莱姆巴克 (*Kay Schlembach*)，特别是主编约翰·莫里斯 (*John Morriss*)。如同过去一样，非常感谢出版商杰弗里·克拉米斯 (*Jeffrey Krames*) 对“并购指南”丛书的支持。亚历山德拉·拉杰科斯对玛丽·格雷汉 (*Mary Graham*) 和布诺里奥·阿格尼斯 (*Braulio Agnese*) 在整个出版过程中卓有成效的工作表示特别的感谢。弗雷德·威斯顿对玛丽琳·麦克罗伊 (*Marilyn McElroy*)、布赖恩·约翰逊 (*Brian Johnson*) 和巨安·A·西尤 (*Juan A. Siu*) 无价的援助表示感谢。我们非常感谢我们的同行以及融资的实际操作者，他们为本书盛情地提供了意见和建议。但我们对此书负全部责任。

第一部分 基本前提

融资是任何公司的重要功能之一。公司的筹资来源、投资方向和投资收益对股东的分配方式给予公司活力和永久的生命力。

管理者的察力赋予公司长远的眼光和企业家的胸襟，但是只有现金才能给予公司生命的力量。当管理者一次次地获得、支付和归还资金时，他们也在为公司创造生命的血液。

并购融资在这个重要过程中扮演着举足轻重的角色。通过兼并收购，公司将筹集的资金投入新的投资项目中，从而使失败的企业重获生机，有活力的企业持续繁荣。

那么到底什么是并购融资呢？它包括哪些种类和来源的资金呢？第一章将对这些基本问题给予回答，第二章将指导读者如何评估筹资需求和寻求筹资渠道，第三章将通过介绍并购筹资中一些有用的技术（当然是可争论的）、税收和会计方面的情况来整体介绍并购筹资。

第一章

基础概念和资料

“有人开始工作……把门按进门框里”

——威斯拉瓦·西姆伯斯卡

《结束和开始》 1993

引言

并购和资金贯穿并购融资和再融资的全过程。在本章的开头，我们定义一些关键的融资术语，向读者介绍一些关键的筹资来源（包括贷款人、证券承销人和背书人等名词）和定义一些关键的融资手段。在本章的结尾，我们将讨论目前的融资趋势和确认一些总体战略问题。

重要术语定义

什么是融资？

从最广泛的意义来说，融资就是从任何来源获取资金用于任何目的。一个企业可以从内部或者外部取得资金。内部融资是指通过销售商品和（或）劳务获得资金，有时通过贷款或者投资于其他方面也可以获得额外资金。目前，美国公司所用的资金有 $2/3$ 以上是通过内部融资获得。另一种融资来源（也是本书的重点）是外部融资，这是指在融资人从外部获得资金并在协商同意的条件下归还资金。表 1-1 对这两种来源进行了总结。

表 1-1 工商企业的资金来源 (1950~1997 年)

单位: 10 亿美元

年份	总额	外部融资							
		内部融资		公债和抵押金		借款和短期证券		其他*	
		金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
1950	42	18	42	4	10	4	10	16	38
1960	48	36	75	8	16	4	8	1	2
1970	102	62	60	26	26	8	8	4	4
1980	324	200	62	30	10	40	12	54	16
1985	458	352	76	-3	0	54	12	54	12
1989	512	380	74	-45	-10	80	16	98	20
1997	1015	695	68	87	9	94	9	139	14

* 包括税负、贸易债务和美国的在外国直接投资。

资料来源: *President's Council of Economic Advice, Economic Report of the President (Washington, D. C.: Government Printing Office, 1991)*; *Economic Indicators, February 1998*.

百分比取最接近的整数, 所以并非所有百分比合计为 100%。

内部融资总体来说优于外部融资, 它可以减轻企业的税负而且极少被资金提供者监督。然而外部融资确实扮演了一个重要的角色, 尤其当投资所需的回报高于可能的利润水平时。作为外部融资方式的借款, 是一个个体或实体在某个协议的约束下从其他个体或实体取得的资金。这个协议中所借资金称之为本金, 将在某个确定的时间归还, 而且作为资金提供者短期内失去资金和这笔资金将不被归还的风险补偿, 借款人还必须支付一定额外的资金即利息。这种筹资方式属于负债筹资。目前约有 10% 流入公司的资金来源于负债。

另一种筹资方式是发行股票, 即以股份持有者权力作为回报来销售公司的财产份额或股份, 这种权力通常表现在股份持有者协议中并且受法律保护。这种筹资方式属于权益筹资。公司使用的资金约有 10% 来源于这个途径。

最后, 一些筹资方式从性质上看是混合体, 它们既包括负债因素又包括权益因素, 确切地认定一种筹资工具是负债还是权益是对美国税法的一个挑战, 因为其对负债和权益的处理是不同的, 一种混合筹资方式是“中级负债”, 也称为“第二层负债”。中级负债是一种不完全的从属债务, 在这种债务下借款人也获得了一些获取某种权益的权力⁽¹⁾。中级

负债在公司权益和优先债务之间提供了一个附加的（以债务为基础的）筹资方式（优先债务是指将被最先偿还的债务，我们将在以后的章节中提到）。尽管中级负债筹资相对来说很少见，它还是被用于各种高度的杠杆交易（或 *HLTs* 是我们将在以后章节中讨论的另一个问题）。

当然，大多数融资方式要比这里提供的例子复杂。融资活动的参与者可能是多个实体，并非一个，而且企业可能使用多种融资方式。虽然如此，在寻找资金和为投机再次融资时牢记负债相对于权益的性质仍是有用的。在本书我们通篇都会看到这两种筹资来源对任何企业的成长都有非常不同的作用和后果。

什么是“并购融资”和“并购再融资”？

并购融资是在合并或收购中一个公司为了购买另一个公司而获取的资金⁽²⁾。并购再融资总体来说是对为此项交易融资而签订的一个或多个协议条款的改变。（在发行债券还是优先股哪个更好难以确定的情况下，再融资有特殊意义，即收回发行的证券，这样可以有效地结束协议。）

基本事实

与其他经济活动相比，并购卷入了多少资金？

在美国，每年都有上千亿美元用于并购。1998 年根据新泽西证券数据出版公司和其他并购资料来源提供的数据，这一数字是破纪录的 1.3 万亿美元⁽³⁾。这笔资金的 77% 用于美国公司之间的交易，9% 流向国外（美国公司兼并非美国公司），15% 流入国内（非美国公司兼并美国公司）。尽管汇率波动频繁，美国的跨国交易在过去 15 年中稳步增长。

成万亿的小型并购活动争夺着公司经济的价值基础。根据 1999 年总统经济报告（表 B90，第 431 页），尽管并购的资金规模被美国的国民生产总值所限制（大于 8 万亿美元），它实际上的规模是 8179 亿美元，相当于美国 1997 年的公司利润加上存款价值和资本消耗的调整项目。

美国银行每年新增多少贷款用于并购筹资活动？

我们可以从证券数据出版公司获得并购新增贷款的信息。这些由银

行制作的资料定期收集关于联合贷款的统计数字^[4]。企业联合贷款是由商业银团提供的贷款，我们将在第四章作更详细的解释。在 1997 年的 1.1 万亿贷款中，有 1724 亿美元用于企业兼并（总共 277 项），有 131 亿美元用于杠杆收购（49 项），8.59 亿美元用于过渡贷款（9 项），3.84 亿美元用于支持管理层收购（4 项）。这些贷款总计 1867 亿美元^[5]。

杠杆收购是什么意思？典型的现金交易中平均有多大比重是通过借款实现的？

为了对杠杆收购有个概念，请将 1997 年联合贷款的 1867 亿美元与 1997 年美国并购交易的总价值 7913 亿美元相比较。此外，我们再看一下付款方式。在这些交易中，有 51% 用现金支付，32% 以上用股票支付，不足 17% 用股票和现金混合支付。假设混合交易在股票与现金之间等分，则意味着有 59% 的交易资金是现金，41% 的交易用股权支付，即有 4669 亿美元的交易完全或部分由现金提供^[6]。3244 亿美元的交易完全或部分地由股票提供，某些部分有所重叠^[7]。

将用于并购的联合贷款（1867 亿美元）与全部或部分用现金交易的数额（4669 亿美元）相比较，我们有理由得出结论：1997 年公司使用的现金中有 40% 左右是借来的^[8]。我们说左右是因为有一些并购贷款从单个银行借得，而不是联合贷款（资料显示这部分占较大比重），还有一些银行提供联合贷款用于不包括美国公司的交易。（资料显示这部分占较小比重）单个银行相对于商业银团来说更喜欢提供小规模交易的资金，也就是说购买价格说明被出售的公司规模很小。

我们也应该注意到 1997 年同大数年份一样小规模交易更可能取得现金而大规模交易使用权益资金。1997 年公司价值在 500 万美元～1000 万美元之间的交易有 54% 使用现金，29% 使用股票，17% 使用混合方式。与此相对应，公司价值在 1 亿美元或以上的交易中有 45% 使用现金 35% 使用股票，20% 使用混合方式。

目前收购方如何支付收购价款？

总体来看人们对现金支付仿佛有较大的偏见，与往常一样主要是小公司的收购。1998 年所有交易中有 54% 用现金支付，34% 用股票支付，12% 用两种方式支付，与 1997 年的总体数字相比，这一数字中现金支付的比例更大。在过去的年份里，小规模交易更倾向于至少是部分地使

用现金支付，而大规模交易更多地至少是部分使用股票支付。价值在 500 万美元~1000 万美元的交易中，有 58% 用现金支付，27% 用股票支付，17% 用现金与股票混合方式支付。与此相对在交易价值为 1 亿美元或以上的交易中，有 48% 用现金支付，42% 用股票支付，混合支付低于 10%。本书的合作者威斯顿对价值在 10 亿美元和 10 亿美元以上交易的跟踪调查显示，此类交易的 90% 是完全用股票支付的。

并购交易中涉及小规模公司的占多大比例？

答案是占大多数。实际上，尽管 1997 年交易的平均规模是 2.135 亿美元，中值却为 3600 万美元。这意味着一半交易的价值低于 3600 万，而另一半高于 3600 万。1998 年交易的平均价值攀升到了 3.255 亿美元，而中值仍低于 4070 万美元。

每年有多少贷款用于并购债务的再融资？

总体上讲我们很难跟踪调查再融资的数额，但是我们从证券数据出版公司得知，1997 年美国银行通过联合贷款的方式贷款 1074 亿美元用于帮助公司为了债务问题而进行的再融资（包括一些确信是由于公司并购而直接产生的债务）。另外，美国银行通过联合贷款的方式提供 16 亿美元专门用于帮助四家公司合并直接产生的债务进行再融资。

主要筹资工具

主要的债务融资方式是什么？

债务融资覆盖的范围相当广泛。债务人可以选择定期贷款、周转贷款、公开和非公开债务发行、售后回租票据、银行承兑票据、商业票据和各种债券。债券可以通过证券承购人卖给机构投资者，例如，保险公司、养老基金和共同基金等。大多数债券都通过债券评估机构评估，从三 A (AAA) 到三 B (BBB) 或更低不等。在大的债务市场上，包括国际债务市场，还有联合贷款。我们将在第四章更加详细地介绍这些筹资工具。根据证券数据出版公司的资料，1998 年美国公司发行了 1.7 万亿美元的债务。根据联邦储备局的资料，目前美国尚未支付的公司债务是 3.6 万亿美元。