



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

www.docsriver.com 定制及广告服务 小飞鱼

更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接

<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>



www.docsriver.com 商家 本本书店

内容不排斥 转载、转发、转卖 行为

但请勿去除文件广告宣传页面

若发现去宣传页面转卖行为，后续广告将以上浮于页面形式添加

www.docsriver.com 定制及广告服务 小飞鱼

更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接

<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>



2008
A
S
O
O
S
A

什么是**金融界获利最丰的业务**?

什么是**企业界直达巅峰的捷径**?

什么是**政府最头疼的监管问题**?

什么是**公众最忽视的财富隐患**?

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

华章网站 <http://www.hzbook.com>

网上购书: www.china-pub.com



定价: 39.00元

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

www.docsriver.com 定制及广告服务 小飞鱼

更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接

<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>



www.docsriver.com 商家 本本书店

内容不排斥 转载、转发、转卖 行为

但请勿去除文件广告宣传页面

若发现去宣传页面转卖行为，后续广告将以上浮于页面形式添加

www.docsriver.com 定制及广告服务 小飞鱼

更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接

<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>



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、美国证交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，也对现存的美股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、外国语学院的领导与同事的支持与鼓励。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、刘焯翻译了第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[⊖]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）[⊗]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

⊖ “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

⊗ 也译为孤星基金。——译者注

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

德比尔特的做法。同时，范德比尔特不断地买入，而伊利帮则绕开禁令，安排第三方出售股票给毫不知情的范德比尔特。费斯克同时散布谣言说：“只要这部印钞机不垮掉，我就一直不停地把伊利公司的股票都卖给这头贪心的猪。否则我必遭天谴。”

因此，范德比尔特提高了赌注，并着手申请对三人的逮捕令。伊利帮的三人迅速从纽约逃到了新泽西州。三人狡猾地非法带走了伊利公司基金中的700万美元，还有更多尚未发行的股票。范德比尔特派出武装人员进攻伊利帮，此时争执变为争斗。范德比尔特的部下被伊利帮的人击退，费斯克甚至弄到了一门12磅的加农炮架设在伊利帮位于新泽西州总部外面的船坞上。最后，伊利帮成功地贿赂了新泽西州的立法机关，颁布了法律，使得伊利帮的行为合法化了。范德比尔特被迫承担损失以息事宁人，伊利帮则控制了现在被称为“华尔街上的猩红女人”的伊利铁路公司，据说范德比尔特的损失总额超过了100万美元。

现在的美国企业观察家们很可能把这则著名的小故事当做野蛮时代斗争中流传下来的遗迹而津津乐道。自从镀金时代^①以来，法律法规已经完善，像伊利帮和范德比尔特之间那种阴谋诡计也不再是现在公司争夺战中的一部分。不过，先别急着同意，让我们先把关于伊利公司的争夺战和另一场完全意义上的现代企业纠纷比较一下。

2004年8月，eBay公司取得了克雷格列表^②（Craigslist）28.5%的股份。eBay并购的情况至今仍然有些模糊不清，但似乎与克雷格列表之前的所有者克雷格·纽马克、詹姆斯·巴克马斯特和菲利普·诺尔顿的分手有关。总之无论如何，毫无疑问的是，诺尔顿为了追逐金钱把他的股份据说以1 600万美元的价格卖给了eBay。这一手让纽马克和巴克马斯特陷入了尴尬的处境。这两个人一直是坚定的反公司主义者，他们坚持克雷格列表应该是一项社区服务，并公开反对把公司出售给公众或任何第三方的想法。但也许是出于无法选择，两人默许了eBay的收购。当时他们宣称接受这项出售的原因是他们相信eBay不会插手克雷格列表的核心业务。“他们没兴趣要求我们做任何的改变。”巴克

^① 《镀金时代》：1873年，马克·吐温出版了小说《镀金时代》。从此，人们用这个词来形容从南北战争结束到20世纪初的那一段美国历史。——译者注

^② Craigslist，是全球第一个分类信息/分类广告网站。——译者注

马斯特说，“他们很乐意让我们拥有完全的自主权。他们认为，在我们所从事的工作方面，我们是专家。”

双方的蜜月期很短。很快当eBay决定发布它自己的免费分类广告服务时，争端产生了。很明显，eBay并不像克雷格列表的人自以为那样，把他们当做专家来看待。eBay的业务和克雷格列表的业务相竞争，由此触发了eBay和另外两家持股人之间达成的协议中的某项条款。很明确地，eBay失去了购买克雷格列表出售或发行的权益证券的第一否决权，既不能购买纽马克或巴克马斯特手中的股票，也不能试图出售。

纽马克很明显对这条实现约定的惩罚措施还是觉得不够满意。他给当时任eBay首席执行官的梅格·惠特曼发电子邮件说，他不想让eBay再继续做克雷格列表的持股人。惠特曼礼貌地拒绝了他，并在邮件中表达了eBay收购克雷格列表的兴趣。很明显，双方在沟通上存在着隔阂。作为克雷格列表董事会主席的纽马克和巴克马斯特，采取了两项措施来作为回应：①发行股票计划，根据该计划；任何克雷格列表的股东，只要保证克雷格列表有第一否决权，就可以获得一份股票；②祭出“毒丸”计划[⊖]，规定任何股东只能将股票转给家庭成员或继承人，而不能转售给任何其他人。

这招“毒丸”计划使eBay只能以每份最高15%的比例将手中的股票分售给个人，从而有效地防止了把股票转卖出去的风险。而且，纽马克和巴克马斯特一致同意第一否决权，而得到了应分得的那份股票，eBay为了保留其自由出卖股票的权利，因此，没有分得发行的股票。这一结果，将eBay对克雷格列表的所有权缩减到24.85%。这一点至关重要，因为根据股东达成的协议，如果eBay的所有权低于25%的临界值，则克雷格列表可以修改章程，取消累计投票制。

累计投票制允许少数派股东将他们在董事会的所有投票放在一个候选人手中，而不是每位股东一票，所以为少数派股东提供了集中他们手中的投票权的

⊖ “毒丸” (poison pill) 计划：指的是目标公司授予股东特定的优先权利，如以优惠价格购买目标公司股票或按优惠条件将手中的优先股转换为普通股，并以出现特定情形（典型的是恶意收购人获取目标公司股份达到一定比例）为该权利的行使条件；计划一经触发，剧增的股份数额将大大增加收购成本。毒丸计划的目的是使收购人意识到即使收购成功，也会像吞下毒丸一样尝到苦果，从而放弃收购。——译者注

能力。因此，如果有三位股东参与竞争，eBay可以将这三票投给一名竞选人。在克雷格列表的例子中，这项权利使得eBay能选出克雷格列表的三人董事会中的一名。但现在纽马克和巴克马斯特采取措施修改了公司章程，取消了这项权利，因此eBay就在董事会失去了席位。另外，这招“毒丸”计划使得eBay无法出售手中的股票。有谁愿意在一家其他股东都不喜欢你，而你又没有任何实际控制权的公司，购买少数派股票呢？修改的章程和“毒丸”计划相结合，将eBay锁定在了没有发言权的少数派地位。

因此，eBay起诉了克雷格列表。在公司所在地的特拉华州，纽马克和巴克马斯特以违反基本原则的罪名遭到起诉，他们的做法被宣布无效。同时，克雷格列表在加利福尼亚州立法庭反诉eBay虚假广告和不公平、非法竞争。本书成书之时，双方仍处在法律程序当中，克雷格列表的两位董事会主席仍然牢牢地控制着这家公司。鉴于涉案金额巨大，克雷格列表创始人能否胜诉，以及他们是否愿意继续掌控这家公司仍值得关注。

这两宗案子相隔大概140年之久，但克雷格列表和eBay的故事表明，在交易过程中，公司及其经营者仍然会动用一切可能的手段，争个你死我活。两者最大的不同在于，今天的打斗发生在法庭、管理机构、股东大会和公众舆论中，而不是以街头斗殴或行贿的方式。微软公司和谷歌将在反托拉斯管理机构联邦贸易委员会或者市场上，就并购问题展开斗争。谷歌的总裁艾瑞克·施密特不大可能派人带着武器去袭击微软的现任CEO史蒂夫·鲍尔默。双方都会在规则的框架内争斗，也许还会为了实现自己的目标而扩展规则。

过去一个半世纪的法律法规的强化，以及经济和社会的巨大变化，使得律师扮演着重要的角色。这些年来，并购案的架构和方式并非静止不动的。然而，这两则故事表明，交易决策的宗旨仍在。并购交易在很大程度上仍和金钱有关，即投入资本获得和风险相称的回报，但和生活中的很多事情一样，这也不完全围绕着金钱。其他因素也会参与进来，改变并购交易的进程和方向。

其他要素包括：

- 人格因素——人们有时会不顾公司和股东的经济利益而决定交易的结果。这样做的人，按照自己的利益行事，或按照自己的心理偏好影响交易，有时公然为自己攫取好处或暗地里增强自己的影响力或建立自己的

帝国。

- 政治和监管因素——国会、州立法机关以及其他的政治团体采取直接的或间接的手段决定交易的进程，在并购交易中尤其如此。同时，交易越来越多地受到监管机构的调控和影响，如《联邦证券法》、《反托拉斯法》以及《国家安全法》等。
- 公众因素——交易所涉及的公众以及选区的观点越来越重要。
- 顾问因素——并购交易已经成为制度化的行业；顾问以及他们的战略、法律和其他方面的建议都会影响交易的进程。
- 策略因素——前面的案例表明，战略战术仍然在并购交易和交易决策过程中发挥重要作用。正如我在第8和第9章中讨论的那样，构建合法的、（偶尔）非法的战略战术以完成交易计划，是除了经济因素以外决定并购成功与否的关键。

我想说的是，在上面的5个非经济因素当中，人格和心理的偏好，以及性格基础在历史上是被低估的最严重的并购交易的决策力量。

性格的重要性

伊利公司的故事在文化上的意义和在经济学方面的同样重要。范德比尔特白手起家，赚了大钱，他代表着当时主流的经济利益。而伊利帮的三人，尤其是杰伊·古尔德，则可以归纳为新兴财富的代表，他们利用崭露头角的美国资本市场为个人赚取好处。无疑，这种文化上的鸿沟使得双方的争执变得强烈而持久，双方不顾妥协可能带来的好处，都想击垮对手。范德比尔特只是在纽约法律机关出手，他在别无选择的情况下，才考虑和这伙人和解。eBay和克雷格列表的故事同样表现了固执的个性和文化的差异。克雷格列表的控股股东宣称他们反对eBay的行为是出于道义。因为eBay前任首席执行官梅格·惠特曼不相信纽马克和巴克马斯特已经明确表达的意愿，而她的继任者又希望从经济资产中获得相当可观的利益。纽马克和巴克马斯特就是要针对eBay的这种想法，努力保持不受eBay影响的氛围。

这些文化方面的争端屡见不鲜。正如社会的其他方面一样，交易和并购尤

其会受到文化以及其他外部因素的影响，这些外部因素包括道德、阶级、意识形态、认知偏差以及历史背景等。它们不仅关系到交易达成之后能否取得成果，甚至决定着并购是否能达成。露华浓公司在20世纪80年代的那场史诗般的战役，无论在当时或者更早些时候都颇具争议。时任露华浓首席执行官的迈克尔·贝格拉克对罗纳德·佩雷尔曼掌控的潘帝布莱德公司（Pantry Pride Inc.）偷袭他痛恨不已。该公司曾在露华浓和泰迪·福斯曼的公司福斯特曼·利特尔公司（Forstmann Little & Co.）的竞争中恶意出价。佩雷尔曼被描绘成在费城发迹的犹太人，是一个举止粗鲁、抽劣质雪茄的蓄意收购别人公司的人。他和贝格拉克完全是两个世界的人。贝格拉克无法忍受自己最有价值的公司落入这种人之手，并经常把对方的公司称为“Panty Pride”^①。贝格拉克的恶意使得他不仅失去了公司，还损失了佩雷尔曼本打算为了换取他支持这次并购，准备付给他的1亿美元的好处费。

同样，在20世纪90年代发生在维亚康姆和美国QVC网络购物公司之间的关于派拉蒙电影公司的争夺战，也演变成了两家公司首席执行官巴里·迪勒和马丁·戴维斯之间的私人恩怨。派拉蒙的首席执行官戴维斯一心想打造一个综合性的传媒帝国，而QVC的首席执行官迪勒则要证明他能够逃脱对方的魔爪。迪勒在派拉蒙任职期间，戴维斯曾是他的老板。迪勒从派拉蒙离职后，曾多次和戴维斯发生冲突。收购派拉蒙正是他要做出的报复。

这样的固执，部分原因在于收购的过程是由男性主导的（几乎清一色都是男性），这些人决定何时、以多大的代价来出售或买入资产。毕竟，是J. P. 摩根一个人决定要购买美国钢铁公司来整合钢铁行业以便控制价格竞争。因此，有的人可能是因为个人的考虑和背景的原因，而不是出于商业利益的考量。这样的偏差可能会扭曲并购进程，明显地不按经济学规律做决策，或只考虑个人的经济利益。媒体用CEO的人格来代替公司个性的做法，更加剧了这种倾向：微软就是比尔·盖茨和史蒂夫·鲍尔默，维亚康姆公司就是雷石东，摩根大通就是杰米·戴蒙。

这样做的结果，不仅仅使公司的决策权都集中于CEO一个人身上，而且会

^① Panty Pride，与佩雷尔曼的潘帝布莱德公司（Pantry Pride Inc.）在读音上相近，“panty pride”是贝格拉克讽刺对方的说法，可直译为“内裤荣誉”公司。——译者注

www.docsriver.com 定制及广告服务 小飞鱼
更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接
<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>



www.docsriver.com 商家 本本书店
内容不排斥 转载、转发、转卖 行为
但请勿去除文件广告宣传页面

若发现去宣传页面转卖行为，后续广告将以上浮于页面形式添加

www.docsriver.com 定制及广告服务 小飞鱼
更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接
<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>



使得CEO变得狂妄而自负。20世纪60年代的交易决策都围绕企业集团展开，认为管理是一种可以调配的资源，涉足不同行业的公司能抵制某一方面出现下滑的不良影响。但那也是某个人可以极端掌控的帝国。比如说，像海湾西方公司（Gulf-Western Inc.）中因为其吞并行为，被取了“吞噬公司”（Engulf and Devour）绰号的查尔斯·布卢，或者作为商业媒体头条新闻主角和明星的LTV（Ling-Temco-Vought）公司的詹姆斯·约瑟夫·林。随着企业集团的兴起，并购活动从1963年的1 361件迅速飙升到1969年的6 107件。这为企业集团的投资者创造了成熟的氛围，但也埋下了失败的祸根。很多公司都是以CEO个人的能力为基础，而缺乏真正的财政根基。

华尔街已经把企业集团制度埋葬已久，但骄傲自负却带着“视野”的面具继续存在：也许这之后最突出的例子就是由时代华纳CEO杰瑞·李文和美国在线创始人之一的史蒂芬两个人共同主导的两家公司的合并交易了。这笔交易被称为历史上最糟糕的交易，给时代华纳的股东造成了2 200亿美元的损失。另外，在并购领域，市场常常喜欢根据收购结果和其他参与者的言论而不是从纯粹的经济学角度来评选出胜利者和失败者。到底是雅虎和微软之间的意愿的斗争——鲍尔默作为新上任的微软CEO，能证明他领袖气质吗——还是我们前文提到的黑石公司的史蒂芬·施瓦茨曼，那个给自己加冕为私募股权之王的人推动并购进程呢？他们分别代表着推动交易进程的两种因素，即对胜利的洞察力和决策者的心理。

后者在经济学中有一种说法，叫“胜利者的魔咒”。竞买理论预言任何在拍卖中获胜的出价人都有可能会因为要取胜的心态而付出比原来更高的价钱。在收购交易中，已有资料证明，很多人会因为冲动而出价过高。20世纪80年代，就有一个这样著名的案例。当时KKR公司与罗斯·约翰逊领导的收购小组竞争，购买的是纳贝斯克公司。通过激烈的竞价，KKR最终获胜，却在90年代不得不为纳贝斯克公司再次融资，并最终损失了9.58亿美元。传奇的投资银行家布鲁斯·瓦瑟斯坦的形象代表了当时的交易哲学，他有时被人称作“竞标狂人布鲁斯”。瓦瑟斯坦因为他的“敢做最大”的演讲而声名鹊起。他的客户在他的言语煽动下都付出了高价才赢得竞标。其中有些交易后来证明非常不错，但也有一些，如KKR在他的建议下购买的RJR公司，结局却不那么美好。顺便

说一下，瓦瑟斯坦也写了一本关于交易学的书，叫《大交易》。很明显，在市场过热的2004~2007年期间，私募股权为证券公司所出的价钱，事后证明太高，到现在市场低迷时，私募股权仍然无法摆脱。近期出现的私募股权并购案的破产，如克莱斯勒公司、利纳斯以及摩雯思公司都是例证。

交易过程的机构化进一步强化了CEO们的骄傲自大。现今的交易决策行业如此庞大，它包括提供金融建议和债务融资的银行业、为交易制定架构和文件的法律业、研究战略事物的咨询业以及对全程跟踪报道的传媒业。这些机构为交易过程和交易成功提供推动力。很多情况下，这些附属机构的费用很大程度上来自于交易的成功。如果交易没有成功，他们的报酬则很少。当然，如果并购成功，这些机构则可以赚取数百万、上千万美元的酬劳，却不怎么为新合并公司的未来负责任。结果自然是，公司总裁们听到的声音都是鼓动他们的偏执，朝着完成并购并赢得胜利的方向。

如果说交易决策是一个个人主义的行业，那么很明显，真正对运营公司负主要责任的董事会作为一个整体却是缺席的。在20世纪80年代之前，交易尤其是并购交易，多数出自某个人（尤其是首席执行官）的决定。到了80年代，随着特拉华州法院制定的一系列决定的出台，情况有所改观。从1985年的史密斯诉凡·高尔科姆开始，特拉华法院对董事会在并购过程中执行相应的监管明确地提出了更高的要求。从这个时候开始，特拉华法院试图让董事会成为出售公司过程中的最终决策者。这也许是充满争议的高尔科姆留下来的最大的成果。尽管CEO们保留了谈判和影响交易过程的权利，但当公司CEO过度操控或者明显歪曲出售决定时，特拉华法院会毫不犹豫地予以否决。其结果是，今天的董事会能更多地参与交易进程，虽然很多时候，董事会还是会为CEO的个人意愿盖上橡皮图章。

并购决定的监管也同样对出售方给予很大关注。在过去的20年时间里，特拉华煞费苦心建立了一条指导董事会可以衡量做出出售或不出售决议的指导原则。在本书的后面部分，我们将进一步对这个框架进行深入的探讨。但特拉华州法院给予竞买方的限制却相对较少。在缺少利益冲突的情况下，特拉华州法院将会按照较低商业判决标准来复审这些决定。如果法庭以低级商业判决标准来复审某项决定，则不会妄加猜测并购决定，除非这项决定极度疏忽或不合

理——这样的标准，几乎没有人会通不过。其结果是，公司的CEO仍然有很大的活动余地来谈判并购方案并开始实施。以美国银行2008年收购美国国家金融服务公司和美林公司为例。刚愎自用的CEO肯尼斯·刘易斯非常冒险而草率地敦促并购。这样的决定使公司深受打击，当它在美林公司单季度的损失达到153亿美元的时候，不得不向政府申请数十亿美元的紧急救助。仅仅通过这一个例子，就能看出“地狱般的交易”现象（即因为个人的错误决定，使得并购交易结果惊人的糟糕）是贯穿整个交易史的特征之一。

结果是那些做出购买决定的人，而不是那些做出出售决定的人，推动着交易的进行，这也使得个人决策交易的模式仍然存在。在金融危机的第一年里，美国前财政部长保尔森以仲裁者的身份介入的时候，这种情况一再上演。在那段时间里，很明显是保尔森在决定着哪些企业生，哪些企业死，哪些企业应该被收购，哪些企业应该得到政府的财政救助。他命令贝尔斯登应该活着，却让雷曼兄弟陷入破产的境地。在这个过程中（至少是一开始），保尔森要求政府支持的兼并应该以一种惩罚股东却不惩罚管理者或董事的方式进行。作为资深交易人和高盛集团前CEO的保尔森，在他的决定中，很可能向政治和法律现实低头。但他的做法却和他的交易经历相吻合：救市行为可以看做是一系列的并购，股票持有人应该为管理层承担费用。

在本书中，这种性格的作用随处可见，也是本书标题的来源：忽视了并购过程当中性格的重要作用，就是忽视了交易的最核心决定因素。但如果要使并购取得实质性的成功，这种个人的因素必须受到节制。如我们将要看到的，现代交易经常是节制这种因素，去换取更理性、更经济的决定制定。

兼并的演化过程

在过去的一个半世纪中，各种风潮层出不穷，交易和并购行业确实发生了很多变化。并购市场是一个周期循环的市场。在过去的100年中，主要经历了6次大的风潮。每一个周期都有其独特的特征，产生了变化，有些变化甚至重新定义了世界。当每次风潮改变并购的交易环境的时候，监管部门都相应地做出回应。其结果是，并购的监管对之前和当前的风潮做出反应，却不能

预测未来可能出现的变化，也不能对其解释说明。相反，只能事后补救，或者影响下一次风潮的进程。对交易过程的监管就是一部不停地回头补救和适应新环境的历史，形成的就是我们今天看到的稀疏系统，在这个系统里，并购受到特拉华州法律和证券交易委员会的双重监管。此外，监管机制多年来不断适应变化，在交易市场产生了另一个日益重要的非经济因素，那就是政府及其监管机构。

第一轮真正的风潮和监管并购运动出现在1890~1907年间。当时美国工业革命已经完成。这属于托拉斯的时代——某一行业的大型公司实体联合不同的企业，以达到控制生产以及控制价格的目的。穆迪投资者服务公司的创办人约翰·穆迪计算过，这个时期大约5 300家工业企业合并成了318家托拉斯。这一风潮标志着现代工业公司的出现，也标志着垄断的产生。新泽西标准石油公司、联合果品公司和第一家资本过10亿美元的公司——美国钢铁都诞生于这一时期。

第一波风潮也催生出了最早的对公司合并的监管。监管主要集中精力于这些巨兽一样的大公司派生出的许多小的公司。在1881~1901年间，国会通过了45个不同的反托拉斯立法，以便监管众多的托拉斯。在众多的监管法律中，《谢尔曼反托拉斯法》(Sherman Antitrust Act)等是监管的主要立法形式。另外在此期间，第一个监管公司的机构也由国会设立。1898年，美国工业委员会成立，以便调查这些新的大企业的情况。1903年，为了进一步调查违反《反托拉斯法》的情况，美国公司管理局(U.S. Bureau of Corporations)成立。但这些监管措施，关注于当时的可见的威胁——托拉斯的反竞争手段，而不是关注于公司和并购本身。国会曾经多次试图出台一项联邦公司法并完成一系列的证券监管措施，可惜都归于失败。直到第一次风潮结束时，大部分兼并过程仍然未受到监督。

第一波兼并风潮在1907年的恐慌中结束，但从1916年开始直到1929年，第二轮企业兼并风潮又袭来了。起因是第一次世界大战和美国国内新工业的蓬勃发展。上一次风潮中采取的监管措施和当时大力反对托拉斯的做法极大地影响了第二次风潮。加强反托拉斯的做法，使得政府能够叫停违反竞争原则的横向兼并。第二次风潮尽量避免横向兼并或在竞争对手之间的联合，同时采取纵

向企业联合的手段，以造成寡头垄断的局面。但和第一轮风潮一样，这一轮风潮并没有达到监管的目的。相反，随后出现的经济大萧条和关于证券市场崩溃的争论，再加上20年代显而易见地滥用股票市场等诸多因素一起，影响了有关部门对第二次风潮的监管。在此期间，证券交易委员会成立，《交易法》和《证券法》颁布实施，以规范证券的出价和交易过程。尽管具体的监管措施后来被废止，但和第一次风潮一样，国会的做法为下一轮并购风潮提供了立法和法律上的便利。

美国的第三轮合并风潮发生在1960~1971年期间，很大程度上是那时的企业集团并购的泡沫疯狂催生的结果。在顶峰时期，即1967~1969年期间，超过10 000家公司被收购。整个时期被并购的公司大约有25 000家。为了应对这种恐慌以及随后出现的现金收购股权交易，现代意义的联邦交易监管出现了。在第二次世界大战之后，并购成为在联邦和州一级的《代理法》监管下，由代理机构推动的冷静的交易行为。此时要求竞购目标公司同意交易，并且其股东就是否可以合并进行投票。在20世纪60年代中期，也就是第三次风潮的巅峰时期，未经允许的恶意收购突然增多。这些不请自来的竞买人，通常会选择规避联邦和州政府对于代理的监管，使用现金收购股权交易。这样的方式使得他们无需被并购公司的同意，而直接将其收购。

早期的现金收购股权多属于无监管行为，出价人的行为通常包藏祸心。他们最喜欢“周末特别收购”的形式[⊖]。其手法之一，就是收购人在出价之前，先突然以较低价格购买一部分股票以获得实际的所有权。接着，在短时间内，本着先到先得的原则，公开用现金交易股票。股东们闻风而至，担心自己落在人后，在公司陷入少数派的境地，或者担心自己的股票卖不上好价钱。即使明白这种新的战术，上市公司和持股人通常也无能为力。在当时，实际上根本不可能抵制并购。回头看看当时出版的收购手册，我们不禁对当时花样繁多的各种手法叹为观止。

鉴于各州对此束手无策，在上一次风潮末期诞生的证券交易委员会主要担负起了监管现金收购股权的政府职责。1968年，国会通过了参议员哈里森·威

[⊖] the Saturday night special, 属于恶意收购的一种，是指在目标公司董事会毫不知情的情况下，采取突然袭击的方式，绕过目标公司董事会，直接向股东招标的行为。——译者注

廉姆斯提出的对现金收购股权监管的法案。《威廉姆斯法案》的内容几乎都来自证券交易委员会。这部法案，从实质和程序两方面，规范了现金收购，其中的条款特别针对当时盛行的违规行为而制定。法案对现金收购股权行为进行了一系列的监管，包括交易要公开以及具体如何实施、如何举报等内容。

第三轮并购风潮在20世纪70年代初期，随着企业集团股票泡沫的破灭以及美国经济持续地衰退而平息下来。两大事件一起促成了下一次大规模的并购监管：股本私人化的泛滥。很多股票“公开高价叫卖，私下低价收购”就属于这样的情况。公司的大股东以较高的公开首发价格发行股票，却以低于市场的价格收购小股东的股票。因为这样的交易具有内在的强制性——由于多数股权掌握在母公司手中，时机也由母公司决定，因此投票的结果已成定局——这样的购买行为，通常带来欺诈和不公平。

1975年，证券交易委员会发起了一项实际情况调查，同时建议管制证券股本私人化交易。证交委提出的管制措施之一，就是要求股本私人化的交易价格不得低于“两位有资格的不相关人士的共同建议”。这项建议被推迟采纳，因为有人辩解说证交委在《威廉姆斯法案》下缺乏制定规则的权限。1977年，最高法院在格林（Green）起诉桑塔佛实业有限公司（Santa Fe Industries, Inc.）案中，认为《证券交易法》的10b-5反欺诈条款形成了误解，对公司私有化决定造成挑战。这一决定，和对州政府关于私有化监管的持续不满一起，导致美国证交会修改了规定，这些规定于1979年被采纳。虽然没有最初设计的那样涵盖范围广阔，但也为公司私人化监管建立了一套标准。该套法案要求被收购为私人化的公司向独立股东提出意见书，以示公平。尤为引人注目的是，这是美国证交会第一次在非兼并风潮期间发起的监管行为，对并购的监管成为全天候的行为。

第四轮接管风潮开始于20世纪70年代末80年代初，结束于1989年垃圾债券市场的崩溃和S&L[⊖]丑闻。这次风潮在数字上再创新高：每年国内的并购额从1979年的435亿美元达到了1988年的2 469亿美元的高峰，到1991年则下跌到了710亿美元的谷底。不请自来的接管行为，尤其是现金收购股权交易引起的

⊖ 指的是美国80年代的储蓄-贷款危机。——译者注

争端，也从1980年的12起迅速增加到了1988年的46起；高收益或垃圾证券带来的宽松融资也起到了推波助澜的作用。这是个突袭者的时代，像皮肯斯那样性急的人，带着拆分或重组公司的目标发动恶意竞标。因为他对海湾石油公司、飞利浦石油公司和美国优尼科石油公司的恶意竞标，《财富》杂志称他为“美国企业界最讨厌的人”。

第四轮风潮和前面的几轮有一点不同：此次，收购目标采取了反收购措施。第四次风潮，以其广泛使用的反收购措施而闻名，这些措施包括“毒丸”计划、“驱鲨剂”条款^①、“帕克门”战略^②、“金降落伞”协议^③、“讹诈赎金”^④，等等。我们将在本书的第8章详细讨论这些反收购措施。目标公司实力增强，竞买方花样翻新，刺激了接管手段的革命，造成了更多的并购大战，使得各州法院和立法机关、美国国会、联邦法庭和证券交易委员会都忙个不停。

很多有关接管的法律法规甚至今天的现代接管模式都是从这场混战中产生的。这个时期，当交易模式和交易架构上升到法律层面，联邦政府和证券交易委员会不再发挥主要作用，特拉华州立法院则成了主要的监管机构。这一时期，特拉华州法院出台了一系列新的法律，范围包括从公司控制权的出售和交换、目标公司可以合法使用的防御措施、对回购交易的上诉标准以及“毒丸”计划

① “驱鲨剂” (Shark Repellants) 条款：指的是在目标公司章程中为恶意收购设置的障碍性条款，旨在吓阻或驱逐恶意收购人。常见的驱鲨剂条款有绝对多数条款（规定公司的合并、分立、出售特定资产等重大事项必须获得拥有绝对多数表决权股东的同意，通常为80%，并且对该条款本身的修改也适用绝对多数原则，以增加收购人控制目标公司的难度）、公平价格条款（规定在两段式要约收购中，目标公司股东有权获得收购人支付的同等对价）和董事轮换条款（规定董事分为若干组，股东会每年只能依次改选其中一组，使收购人即使获得目标公司的多数股份，也难以在短期内控制董事会）等。——译者注

② “帕克门” (Pac-man) 战略：“帕克门”本来是80年代初流行的一款电子游戏的名称，在该游戏中，任何没有消灭敌手的一方遭到自我毁灭。作为反收购措施，帕克门战略是指目标公司针锋相对的向收购公司发起要约收购。——译者注

③ “金降落伞” (Golden Parachute) 协议：指的是目标公司与其核心高管人员签订的协议，规定后者在公司控制权发生变更时将获得巨额补偿金。“金降落伞”协议的目的一方面是确保高管人员在面对收购压力时继续对公司保持忠诚，另一方面是增加收购成本。——译者注

④ “讹诈赎金” (Greenmail)：直译应为“绿讹诈函”，由green（美元的俚称）和blackmail（讹诈函）两个词演绎而来，指的是单个或一组投资者大量购买目标公司的股票，其主要目的是迫使目标公司溢价回购上述股票（进行讹诈）；出于防止被收购的考虑，目标公司以较高的溢价实施回购（给付赎金），以促使上述股东将股票出售给公司，放弃进一步收购的打算。这种回购对象特定，不适用于其他股东。——译者注

的有效性等。最后一项关于限制反收购措施的法案颇具争议，受到了证券交易委员会的反对。双方在1980年发生争议，最后美国证券交易委员会失败。到了1989年，随着垃圾债券市场的崩溃，这轮并购高潮戛然而止，交易过程受到的监管也多了起来。特拉华州法院不仅战胜证券交易委员会，成为此类案件最主要的监管方，而且还和联邦法院一起，设立了一整套的监管机制。这套机制使得公司能够运用一系列的反收购措施，保卫自己免受恶意收购和积极持股人的侵袭。其中最重要、最突出的就是“毒丸”计划。

第五轮和第六轮风潮是最近的事。第五轮风潮碰巧和高科技泡沫同时发生。使用股票膨胀和令人目瞪口呆的审计评估战略合并是其主要标志。谁能忘记1999年1月，雅虎出资46.6亿美元收购年收入只有1 800万美元的地球村(GeoCities)公司呢？雅虎的收购发生在迪士尼收购Infoseek，美国在线收购网景，@Home收购Excite和美网(USA Networks)收购Lycos等交易后的数月。这一时期，举债不再是简单的融资工具，更长期的商业考虑在并购决策中唱主角。这轮的并购风潮，较少的受到新的监管措施的困扰，很大程度上是因为高技术泡沫使并购者头脑发昏，任何过分的要求都可以满足。安然公司和世通公司的倒闭招致的后泡沫时代的监管更多的瞄准了管理层，而非交易决策过程。

衰退的时间不长，并购者很快加入了第六次风潮中——私募股权和跨国的全球化收购。这一轮风潮的推动力来自其自身的泡沫，全球的低利率和收支不平衡，导致了未曾预料的流动性和宽松的信贷。第六次风潮的衰退和金融危机正是本书的主题。本书的研究包括各个时期交易和交易决策的本质以及我们正在经历的这场金融危机的后果，等等。站在风潮过后时期，现实情况是，这些潮流来得更快，交易变得频繁。即使是在低谷中的2008年，全球接管交易值仍达到了2.9万亿美元，而2009年的交易值仍有可能超过2万亿美元。交易仍在继续，当我们从这轮下跌中摆脱出来的时候，我们将进入全新未知的领域，这个领域仍是现在事件影响的产物（见图1-1）。

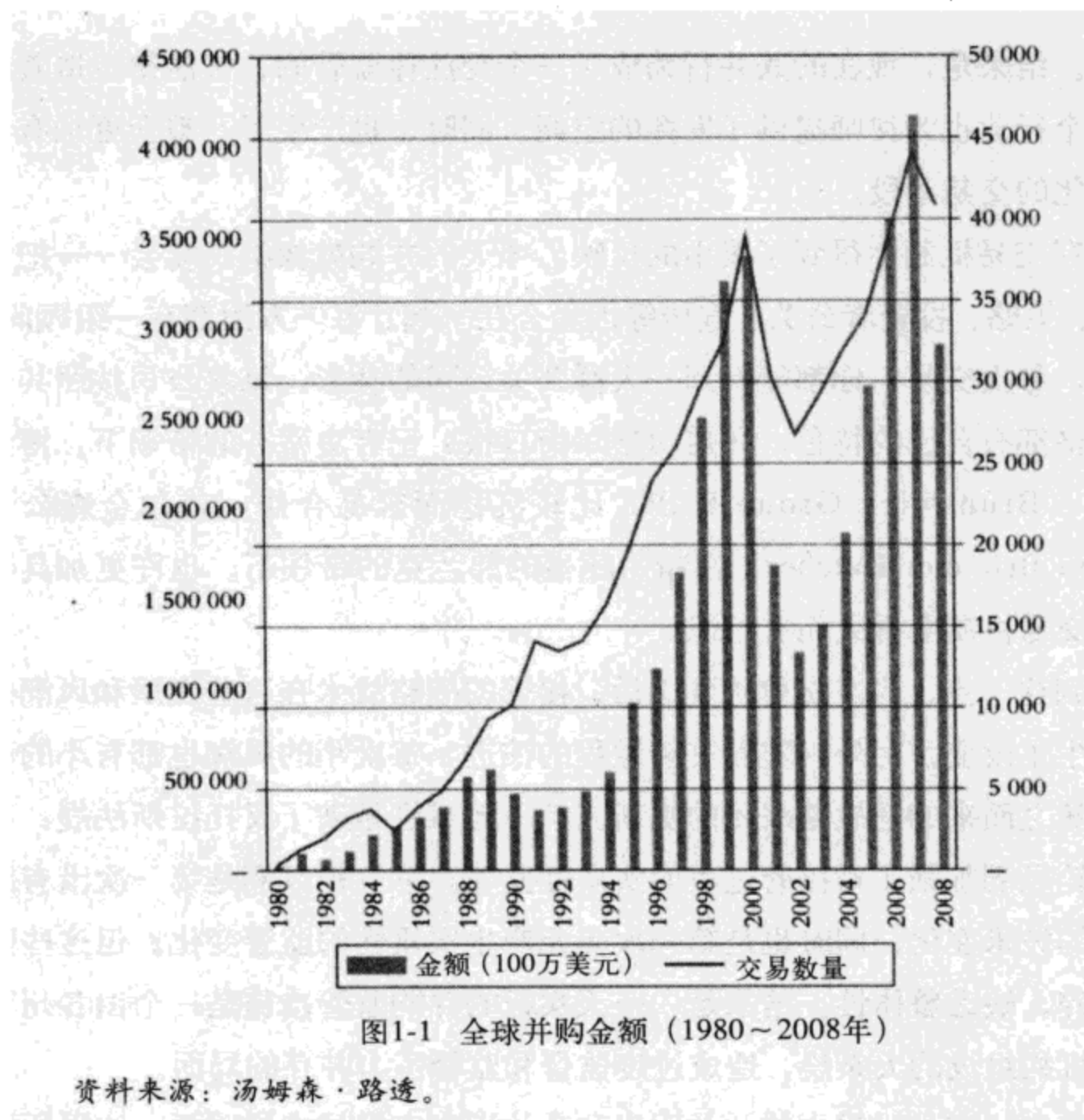


图1-1 全球并购金额（1980~2008年）

资料来源：汤姆森·路透。

并购的革命

并购交易飞速变化，现在早已经不再是范德比尔特派武装暴徒袭击伊利帮的时代了。即使在当时，法律也是指导交易的重要标杆。有时候法官和司法系统受贿，但法律的作用仍然属实。毕竟，当时是纽约的司法机构，执行着被玷污的法律平息了双方的争斗。从那时起，法律在决定和监管交易（尤其是并购交易）中的作用，逐渐变得越来越重要。

并购的真正变化发生在20世纪60年代。在那之前，范德比尔特时代的恶棍和行贿逐渐偃旗息鼓，让位给越来越强大的法律。60年代以前，很少有法律规范公司在兼并过程中哪些可以做，哪些则不可以。一直到了60年代，有了更加积极的兼并市场的时候，情况才开始改变。一连串的法律带来了不断变动的

收购标准。结果是，现在的兼并行为成了一个受法律监管的、被法律塑造着的行业。这个行业也为律师提供了发挥的空间。同时，也产生了一整套更加有组织、系统化的交易手段。

后者在交易机制中得到了集中的反映。今天的并购就像组织宴会——把法律、金融、策略、投资者公关、宣传等因素合在一起。每一方面都有一组顾问。举例来说，每次交易，你都能看到一大群公关公司的身影，每家公司按照其创建人的性格都有自己的特色。在前《华尔街日报》记者史蒂芬的带领下，博然思维集团（Brunswick Group LLP）比较沉稳而容易合作；威尔金森公司（Wilkinson Brimmer Katcher）在精力旺盛的弗兰克的带领下，也许更加具有侵略性。交易机制变得大而组织。

考虑到这一点，当主旋律出现之后，接管的战略战术在这些发展和风潮的影响下发生了改变。另外，随着交易过程的演进，每次小的风潮也都有小的革命发生，随之而来的是战略战术的更新。第一轮风潮带来了反托拉斯法规；第三和第四轮风潮加强了对接管过程的实质性监管。第五轮风潮是第一次没有出现革命性的技术变化，同时也是第一次美元产生实质性的监管变化。但这些监管支离破碎，缺乏整体性。结果是，今天实行的并购监管措施是一个由各州和联邦监管机构组成的大杂烩，造成过度监督和监督不力并存的局面。

这些年来，交易过程中的公共因素和政治因素变得越来越重要。这里所说的公众，不单单指的是立法机关，还包括各州和联邦一级的执法机构；更广泛意义上的监管机构还包括证券交易委员会、联邦贸易委员会、美联储，也包括那些对行业关注的机构、各种联盟和雇用主体、媒体、院外游说集团以及普通大众。本书中提到的很多交易，如英博啤酒集团恶意收购A.B.集团、迪拜环球港务集团收购美国港口公司失败以及私募股权财团成功收购TXU，都是公开的胜利。

进入第六次风潮，交易变成了复杂的事情——包括经济、政治和利益集团、监管机构、公共关系以及个人的混合体。但第六次风潮自身的革命也有颠覆这些因素的可能。随着金融创新步伐的加快和全球资本市场的急速增长，过去几年交易进程发生了改变，并购架构和实施方式也发生了改变。在2004~2008年间的第六次风潮过程中：

- 并购交易产业变成了一个全球性行业；
- 主权财富基金第一次出现；
- 私募股权主导并购活动，随后消失；
- 对冲基金无所不在，推动了积极股东行为和并购交易；
- 金融衍生品变得越来越复杂和有争议，成为积极对冲基金的工具；
- 随着信贷泡沫而来的危机以及融资困难，战略并购的架构发生改变；
- 自由市场变成越来越重要的资本来源；
- 公共因素在并购中越来越重要；
- 一系列的恶意战略收购改变了非善意收购的外在环境。

尤其是，在积极对冲基金领导下的股东变得比以前更加积极；在公司治理代理咨询服务的引领下，良好公司治理运动[⊖]使得并购交易方法和公司运营变得更加严密。出现的新角色和新式武器是之前闻所未闻的。

上述发展导致的变化被2008年9月爆发的金融危机和巨大的市场恐慌所扭曲。这场危机的考验，使得近来的交易过程变得透明和不再遮遮掩掩。市场受到的压力变成了放大镜，曝光交易系统的瑕疵也同时塑造着它的未来。它探索了老式的投资银行模式，促使参与者重新评估融资的作用，尤其是交易中债务的作用。

结果是首先产生了一个脱胎换骨的市场，但监管系统和交易方式却落后一步。随后发生的交易与以下因素的综合作用有关，包括：①与过去几年发生的变动和危机相关的交易；②未来的交易和交易决策；③交易者和监管机构的适度应对措施。这关系到交易业和交易者的成败荣辱，也关系到在新千年中交易方式的变革，还关系到在这个高歌猛进又危机四伏的时代里的交易历史。它关系到未来的交易——也许还有交易监管——将如何完成。

但要理解今天的交易过程，首先要研究一下在第六次风潮中推动其改变的力量——私募股权。

⊖ 公司治理主要是指公司的股东、董事及经理层之间的关系。广义上，公司治理还包括公司与利益相关者（如员工、客户、供应商、债权人、社会公众）之间的关系，及有关法律、法规等。公司治理在发达市场经济国家也是一个很新的概念。90年代以来，公司治理在发达国家成为一个引起人们持续关注的问题。由于经济全球化的加速发展，投资者要求各国改善公司治理结构，形成了一个公司治理运动的浪潮。——译者注

第2章

Gods at War

KKR、胜科及私募股权

第六次并购风潮中，私募股权是当前并购市场上推动危机变化的幕后力量。私募股权主导着第六次风潮，在2004~2007这几年间，总金额达到了1.02万亿美元，占美国国内并购行业的20%。当时的私募股权不仅无所不在，而且似乎永远不会停止。从2007年瑟伯勒斯资本管理公司并购克莱斯勒汽车公司到总值440亿美元的得克萨斯州电力公司的并购，看起来私募股权不仅是并购的行家里手，还能够改变公司运营和获利的方式。和之前的很多次急速发展时期一样，此时人们也会提到转换思维方式的话题，甚至有很多人说私募股权终结了公开股票市场募集产权资本的基本功能。

当然，我们现在都知道当时发生了什么。信贷市场崩溃，整个经济随着住房和股票市场下滑。当私募股权公司不断试图终止或躲避以前协议中规定的职责，不愿完成交易时，整个市场也陷入了动荡时期。许多人需要为私募股权交易的失败找到替罪羊，于是纷纷指责律师、投资银行家、银行和私募股权公司。私募股权市场陷于停顿，股本干涸，目标公司也跃跃欲试地想看看私募股权是否还有完成并购的能力。不过，要讨论私募股权的失利和其原因以及未来这些交易怎么完成则是第4章我们要讨论的话题。

本章将谈论最近出现失败的原因。我们要谈谈私募股权的起源和历史，这

是所要讨论私募股权的下跌以及它带来的总体变化的基础。但本章不止局限于讨论失败，我们还将说说私募股权是如何演变成一股足以改变整个交易行业的力量。我们手头就有一个案例，足以清晰地解释这种演变：由银湖合伙、贝恩资本（Bain Capital LLC）、黑石、高盛、KKR、普罗维登斯股本合伙人公司等几个私募股权行业的大腕公司组成的财团，以113亿美元的价格对胜科的管理层收购。要了解胜科公司的起源和私募股权的衰落，我们先回到KKR公司创业的初期，也是整个私募股权的创始阶段去看看。

KKR公司与私募股权的起源

追溯私募股权的起源，最好要回顾一下杰罗姆·科尔伯格和一对表兄弟亨利·克拉维斯和乔治·罗伯茨在1976年向他们当时的雇主，贝尔斯登投资银行提出的一项建议。三个人在过去的十年时间里完成了利基投资。那些在第二次世界大战后建立家族企业的实业家都即将退休。他们一手创建并辛辛苦苦培养起来的企业，此时缺乏振作起来的好办法。联邦政府征收的奇高的遗产税，使得他们把企业传给家族的下一代的想法也不是理想的选择。很多时候，遗产税逼得他们被迫出售公司，直到最终把出售的所得收益坐吃山空。只剩下两个选择，要么在公开市场上出售企业，要么就出售给一家更大的愿意接手的公司。很多面临这种情况的公司，要么不适合在公开市场上出售，要么无法找到合适的买家。另一个可怕的前景是，企业的所有人也可能失去亲手建立的公司的控制权，只能白手起家，重新开始。

杰罗姆·科尔伯格却有个点子，能提供第三种选择。1965年，他亲手导演的以950万美元收购牙科产品供应商斯特恩金属公司的管理层的时候，第一次把这种想法付诸实践。一群投资者以50万美元的金额，取得了公司的多数股地位，这就是用产权融资。收购余下的资本来自于购买的基金，即所谓的债权融资。出售公司的家族，在72岁的大家长的领导下，并没有完全地离开企业。他们仍然保有一份股权和对公司实际运作的控制权。这宗买卖后来证明获利颇丰，4年后，这个家族公开发售了剩余的股票。在这4年的投资中，该家族共获利400万美元。

在斯特恩金属公司的并购交易中，这群合伙投资人瞄准未来的赚钱机会，而暂时保留了原来家族的位置。这样做，使得原来公司的主人一家能够继续运营这家公司，同时把他们财产的很大一部分变成现金。斯特恩一家原本打算早点出手套利，但杰罗姆·科尔伯格的目标是给这家人留条后路并继续参与。这就是杰罗姆·科尔伯格后来经常提到的“重要创意”。保留原家族所有人在公司的控制权，极大地刺激这些管理者，为投资人继续创造价值。科尔伯格把亨利·克拉维斯和乔治·罗伯茨招到麾下，传授给他们如何设计和运作对家族企业的收购。三人很快在贝尔斯登旗下的公司融资部初露锋芒。

20世纪70年代早期，亨利·克拉维斯和杰罗姆·科尔伯格及乔治·罗伯茨三人设计出了一套新的交易手法。60年代的企业集团接管风潮日渐衰落，这些大公司在市场上几乎毫不例外地表现欠佳，旗下分公司的经理们，在缺乏经验的高层管理者和集团拜占庭式的管理模式统治下常常受气。同时，机构投资者喜欢根据自己的偏好，将投资分开，而很多企业集团经常有一些资产滥竽充数。善变的华尔街开始鼓动对这些企业帝国进行分解。企业集团做出回应，把刚刚收购的公司进行处置。到1977年，企业集团的分拆占全美国接管交易的53%。

科尔伯格开始把他之前在收购家族企业中实验过的模式用于这些公司的管理层收购上。他首先和这些公司的管理层建立关系，再安排一群投资人去购买这些企业集团的子公司。大规模的融资通过举债完成，公司的管理层被保留，成为了接管以后的独立公司的所有人。

直到1976年，事情进行的都很顺利。三人为贝尔斯登公司建立了规模庞大而获利颇丰的企业。此外，他们发明的并购模式被证明是成功的。科尔伯格和他的得力干将们不再需要花费数个小时给不熟悉情况的管理层解释交易过程了。你只会听到这样的对话：“杠杆收购，那是什么东西？”

科尔伯格觉得是时候建立更大的平台来承载他们的工作了。三人向贝尔斯登提交了建议，在贝尔斯登内部设一个新部门，由科尔伯格牵头，克拉维斯和罗伯茨做副手。这将为他们在公司内部组织和融资提供必要的高度。贝尔斯登投资银行的回答，在今天看来是个（但不是最后一个）糟糕的决定。高级管理层拒绝了这项提议。科尔伯格等三人立即辞职，组建了自己的公司。科尔伯格