

ZHONGGUO ZHENGQUAN BAIKE QUANSHU

# 中国证券百科全书

第五卷 公司购并卷

法律·经济大全  
青苹果电子图书系列

---

# 中国证券百科全书

## 第五卷 公司购并卷

# 目 录

## 第一篇 公司购并理论

第一章 公司购并基础 .....	(3)
第一节 购并的概念.....	(3)
一、购并的一般解释 .....	(3)
二、购并的定义 .....	(5)
第二节 公司购并的类型.....	(6)
一、按购并的出资方式划分 .....	(6)
二、按行业相互关系划分 .....	(7)
三、按购并是否通过中介机构进行划分 .....	(8)
四、按购并是否取得目标公司的同意与合作划分 .....	(9)
五、按收购公司收购目标公司股份是否受到法律规范强制划分.....	(10)
六、按购并是否公开向目标公司全体股东提出划分.....	(10)
七、按是否利用目标公司本身资产来支付购并资金划分.....	(11)
八、按购并双方在购并完成后的法律地位划分.....	(12)
九、按收购公司与目标公司是否同属一国企业划分.....	(12)
十、其他特殊的公司购并形式.....	(12)
第三节 公开收购要约 .....	(13)
一、公开收购要约的定义.....	(13)
二、联邦证券交易法对于公开收购要约的一般性规定.....	(13)
第四节 西方公司购并理论及其评价 .....	(15)
一、效率理论(Efficiency Theory) .....	(15)
二、讯息信号理论(Information and Signaling) .....	(17)
三、代理问题与管理者主义(Agency Problem and Managerialism) .....	(17)
四、自由现金流量假说(Free Cash Flow Hypothesis) .....	(18)

五、市场势力理论( Market Power ).....	( 18 )
六、税负考虑( Tax Consideration ) .....	( 18 )
第五节 公司购并动因与效应分析 .....	( 18 )
一、经营协同效应.....	( 19 )
二、财务协同效应.....	( 20 )
三、企业发展动机.....	( 21 )
四、市场份额效应.....	( 22 )
五、企业发展的战略动机.....	( 24 )
<b>第二章 公司购并和中国产权制度改革 .....</b>	<b>( 26 )</b>
<b>第一节 市场经济环境下的企业组织形式 .....</b>	<b>( 26 )</b>
一、企业的创建.....	( 26 )
二、负债.....	( 27 )
三、融资.....	( 27 )
四、企业收入的所有权.....	( 27 )
五、企业经营的连续性.....	( 27 )
六、各种企业组织的利弊.....	( 28 )
<b>第二节 现代企业制度 .....</b>	<b>( 28 )</b>
一、现代企业制度的基本特征.....	( 28 )
二、现代企业制度的核心是现代公司制度.....	( 29 )
三、现代公司组织形态.....	( 29 )
四、股份制对社会主义经济的作用.....	( 30 )
<b>第三节 企业兼并收购和中国产权制度改革 .....</b>	<b>( 31 )</b>
一、现代产权理论和企业兼并收购.....	( 31 )
二、中国产权制度的现状和特点.....	( 33 )
三、资产性质与产权交易.....	( 34 )
四、市场效率与产权交易.....	( 35 )
五、现行产权制度下中国企业兼并收购的特殊意义.....	( 36 )
<b>第三章 公司购并总论 .....</b>	<b>( 38 )</b>
<b>第一节 企业兼并收购的基本概念 .....</b>	<b>( 38 )</b>
一、传统的企业兼并收购概念.....	( 38 )
二、现代意义上的企业兼并收购.....	( 39 )
三、善意收购、敌意收购与反收购 .....	( 42 )
四、上市公司兼并收购的法律规定.....	( 43 )
<b>第二节 企业兼并收购的兴起和发展 .....</b>	<b>( 44 )</b>
一、美国的企业兼并收购.....	( 45 )

二、英国的企业兼并收购.....	( 49 )
三、西欧各国的企业兼并收购.....	( 51 )
四、日本的企业兼并收购.....	( 52 )
五、国际企业兼并收购的发展动向.....	( 53 )
<b>第三节 企业兼并收购在中国的发展</b> .....	( 54 )
一、本世纪初至中叶阶段.....	( 54 )
二、1949 - 1965 年 .....	( 56 )
三、80 年代 行政化与市场化多重形式并举 .....	( 56 )
四、90 年代 跨国兼并收购的出现 .....	( 57 )
五、中资企业在香港的兼并收购：“买壳”与“造壳” .....	( 58 )
六、外资对中国企业的兼并收购.....	( 58 )
七、股市中的兼并收购与非股市的兼并收购.....	( 59 )
<b>第四节 企业发展战略与企业兼并收购</b> .....	( 60 )
一、现代企业的目标——股东财富最大化.....	( 60 )
二、企业应用兼并收购发展战略的好处.....	( 61 )
<b>第四章 公司兼并收购的种类和特征</b> .....	( 63 )
<b>第一节 企业兼并收购的种类</b> .....	( 63 )
一、企业兼并.....	( 63 )
二、企业收购.....	( 68 )
三、合资企业.....	( 71 )
<b>第二节 公司分拆</b> .....	( 73 )
一、公司分拆的基本概念.....	( 74 )
二、公司分拆的动机.....	( 75 )
三、公司分拆对企业价值的影响.....	( 76 )
四、公司分拆引起企业增值的原因分析.....	( 76 )
五、主动清理.....	( 77 )
<b>第三节 股权调整</b> .....	( 78 )
一、股票回购.....	( 78 )
二、换股(Exchange Offer) .....	( 80 )
三、职工持股基金.....	( 81 )
四、大股东有限合伙契约.....	( 83 )
<b>第五章 公司购并目标的选择与估价</b> .....	( 87 )
<b>第一节 兼并收购目标的选择</b> .....	( 87 )
一、目标公司的特点.....	( 87 )
二、选择兼并收购的目标.....	( 88 )

第二节 对目标公司的估价 .....	( 90 )
一、现金流量折现法.....	( 91 )
二、市场价值法.....	( 93 )
三、市场溢价法.....	( 97 )
四、资产评估法.....	( 98 )
五、杠杆收购中对目标公司的估价.....	( 98 )
六、收购—资产出售—揽子计划中对目标公司的估价.....	( 99 )
七、换股收购时换股比例的确定 .....	( 100 )
第六章 公司购并战略分析.....	( 102 )
第一节 购并策略的制定.....	( 102 )
第二节 购并与多角化经营.....	( 102 )
一、中心式多角化经营 .....	( 103 )
二、复合式多角化经营 .....	( 103 )
第三节 公司购并整合策略.....	( 105 )
一、垂直整合 .....	( 105 )
二、上游整合 .....	( 105 )
三、下游整合 .....	( 106 )
四、水平式整合 .....	( 106 )
第四节 产品生命周期、经验曲线和 PIMS 方法 .....	( 107 )
一、产品生命周期 .....	( 107 )
二、经验曲线 .....	( 109 )
三、PIMS 方法——市场战略的利润效果 .....	( 109 )
第五节 波士顿咨询公司的增长—市场占有率矩阵.....	( 110 )
一、波士顿咨询公司的增长—市场占有率矩阵 .....	( 110 )
二、战略分组 .....	( 111 )
三、有效收购的步骤 .....	( 111 )
第六节 指导性政策矩阵.....	( 112 )
第七章 公司兼并收购的财务管理.....	( 114 )
第一节 兼并收购财务管理的新发展.....	( 114 )
一、概述 .....	( 114 )
二、吸收合并、新设合并和控股.....	( 115 )
第二节 兼并收购活动的支付方式.....	( 116 )
一、以现金换资产 .....	( 116 )
二、以现金购买股票 .....	( 117 )
三、以股票换资产 .....	( 118 )

四、以股票换股票 .....	( 118 )
第三节 选择支付方式应考虑的因素.....	( 120 )
一、影响收购方公司选择支付方式的财务因素 .....	( 120 )
二、影响被收购公司选择支付方式的因素 .....	( 121 )
第四节 兼并收购对各种财务指标的影响.....	( 122 )
一、对收益的影响 .....	( 122 )
二、将来收益状况 .....	( 123 )
三、对股票市场价格的影响——“靴攀”效应 .....	( 124 )
第五节 如何估计收购盈利和收购成本.....	( 126 )
一、收购盈利的估算 .....	( 126 )
二、用现金收购的成本 .....	( 126 )
三、用换股方式收购的成本 .....	( 128 )
第六节 兼并收购的资金来源.....	( 128 )
一、现金收购时的融资 .....	( 128 )
二、推迟支付协议 .....	( 130 )
三、换股 .....	( 131 )
第七节 杠杆收购和转向私营公司.....	( 132 )
一、杠杆收购的定义 .....	( 132 )
二、管理层自购和部门管理层自购 .....	( 132 )
三、转为私营公司和重组后再上市 .....	( 132 )
四、发生杠杆收购的经济原因 .....	( 133 )
五、杠杆收购财务实例讨论 .....	( 133 )
六、典型的杠杆收购程序 .....	( 135 )
第八节 高利风险债券与杠杆收购.....	( 136 )
一、高利风险债券的产生 .....	( 136 )
二、高利风险债券和杠杆收购 .....	( 137 )
<b>第八章 反兼并收购策略 .....</b>	<b>( 139 )</b>
<b>第一节 强化预防策略.....</b>	<b>( 139 )</b>
一、看好家门 .....	( 139 )
二、托住股价 .....	( 139 )
三、了解股东构成 .....	( 141 )
四、公告的发布 .....	( 141 )
五、从攻击者的角度审视公司 .....	( 141 )
<b>第二节 常见的反兼并收购策略.....</b>	<b>( 142 )</b>
一、反兼并收购的财务措施——绪论 .....	( 142 )
二、调整资产和股权结构 .....	( 143 )
三、杠杆现金流出 .....	( 144 )

四、金色保护伞 .....	( 144 )
五、施毒条例 .....	( 146 )
六、反收购附则 .....	( 146 )
七、“毒丸”战术 .....	( 149 )
八、绿色铠甲和同意停止书法案 .....	( 151 )
第三节 应急性反兼并收购策略.....	( 151 )
一、提供对目标公司有利的数据 .....	( 151 )
二、攻击买方和买方报价 .....	( 152 )
三、设置障碍阻挠和挫败买方报价 .....	( 153 )
<b>第九章 公司兼并收购的操作程序.....</b>	<b>( 154 )</b>
第一节 企业兼并收购的操作程序.....	( 154 )
一、兼并收购的一般程序 .....	( 154 )
二、私人公司的兼并收购程序 .....	( 155 )
三、公众公司的兼并收购程序 .....	( 157 )
第二节 兼并收购活动的合作伙伴.....	( 162 )
一、投资银行 .....	( 162 )
二、会计师事务所 .....	( 163 )
三、律师事务所 .....	( 163 )
四、财务顾问公司 .....	( 164 )
五、如何选择兼并收购顾问 .....	( 164 )
第三节 兼并收购的法律可行性分析.....	( 166 )
一、兼并收购的适法性分析 .....	( 166 )
二、兼并收购程序与法律事务 .....	( 167 )
第四节 兼并收购的管理.....	( 171 )
一、兼并收购成败原因分析 .....	( 171 )
二、外部人才的配合 .....	( 172 )
三、内部管理的配合 .....	( 172 )
<b>第十章 公司购并运作中的技巧 .....</b>	<b>( 173 )</b>
第一节 公关技巧.....	( 173 )
一、组成工作小组 .....	( 173 )
二、做好重点人群的公关工作 .....	( 174 )
第二节 谈判技巧.....	( 175 )
一、谈判价格 .....	( 175 )
二、影响谈判力量的因素 .....	( 176 )
三、谈判技巧 .....	( 177 )

四、谈判中其他注意事项 .....	( 178 )
第三节 投标技巧.....	( 178 )
一、竞标的过程 .....	( 178 )
二、竞标中可采取的策略 .....	( 179 )
第四节 收购后付款技巧.....	( 179 )
一、现金支付 .....	( 180 )
二、换股支付 .....	( 180 )
三、卖方融资支付 .....	( 180 )
<b>第十一章 公司的跨国兼并收购 .....</b>	<b>( 182 )</b>
第一节 直接投资和跨国兼并收购的活跃.....	( 182 )
一、国际贸易、间接投资与直接投资.....	( 182 )
二、跨国兼并收购的迅速发展 .....	( 182 )
第二节 跨国公司理论简介.....	( 184 )
一、垄断优势理论 .....	( 184 )
二、内部化理论 .....	( 186 )
三、区位理论 .....	( 187 )
第三节 跨国兼并收购动因分析.....	( 187 )
一、增长 .....	( 188 )
二、技术 .....	( 188 )
三、产品优势和产品的多样化 .....	( 189 )
四、政府政策 .....	( 189 )
五、汇率 .....	( 189 )
六、政治或经济局势的稳定性 .....	( 190 )
七、劳动力成本和劳动生产率 .....	( 190 )
八、追随客户 .....	( 190 )
九、分散经营 .....	( 190 )
十、资源供给 .....	( 191 )
第四节 跨国兼并收购与创建的比较.....	( 191 )
一、跨国兼并收购较之创建的明显好处 .....	( 191 )
二、跨国兼并收购方式的操作难点 .....	( 193 )
<b>第十二章 公司购并合同的签订 .....</b>	<b>( 194 )</b>
第一节 收购合同.....	( 194 )
第二节 股权收购合同.....	( 195 )
一、陈述与保证条款 .....	( 195 )
二、履行合同期间的义务条款 .....	( 195 )

三、合同履行的条件条款 .....	( 196 )
四、股票及价款的提存条款 .....	( 196 )
五、交割后公司经营管理条款 .....	( 197 )
六、损害赔偿条款 .....	( 197 )
第三节 资产收购合同.....	( 197 )
第四节 关于风险分担条款的说明.....	( 198 )
<b>第十三章 公司兼并收购法律和公共政策.....</b>	<b>( 199 )</b>
第一节 证券法规概述.....	( 199 )
一、绪论 .....	( 199 )
二、主要证券法规 .....	( 199 )
第二节 反托拉斯法.....	( 206 )
一、绪论 .....	( 206 )
二、《谢尔曼法》、《克雷顿法》、《哈特—斯科特—罗德尼法》、《反欺诈和反腐败组织法》 ...	( 206 )
第三节 结构理论和动态竞争理论.....	( 207 )
一、绪论 .....	( 207 )
二、结构理论和动态竞争理论 .....	( 208 )
三、结构理论在兼并收购案例中的运用 .....	( 208 )
第四节 监管企业兼并收购的原则.....	( 209 )
一、1968 年监管企业兼并收购原则 .....	( 209 )
二、监管兼并收购活动的新原则 .....	( 209 )
第五节 风险套利、内幕交易及其法规 .....	( 210 )
一、风险套利 .....	( 210 )
二、内幕交易 .....	( 212 )
<b>第十四章 公司购并后的经营管理.....</b>	<b>( 217 )</b>
第一节 购并后经营管理的主要问题.....	( 217 )
一、购并后的人事问题 .....	( 217 )
二、购并后的经营问题 .....	( 219 )
三、购并后的协同与整合问题 .....	( 219 )
四、购并后的理财手段 .....	( 220 )
第二节 对目标公司经营政策的调整.....	( 221 )
一、经营政策的调整 .....	( 221 )
二、购并后的经营重点 .....	( 222 )
三、购并后转售图利 .....	( 222 )

第三节 协同与整合.....	( 222 )
一、制度的整合 .....	( 223 )
二、经营上的整合 .....	( 223 )
第四节 就业和养老金.....	( 224 )
一、就业问题 .....	( 224 )
二、养老金问题 .....	( 225 )
第十五章 对公司兼并收购的法律监管 .....	( 226 )
第一节 中国企业兼并收购相关法规概述.....	( 226 )
一、关于企业兼并方面的法律 .....	( 226 )
二、关于企业收购方面的法律 .....	( 228 )
第二节 国外企业兼并收购的有关法规.....	( 229 )
一、美国的有关法律制度 .....	( 229 )
二、英国的有关法律制度 .....	( 231 )
三、德国的有关法律制度 .....	( 236 )
四、香港的有关法律制度 .....	( 239 )
第十六章 公司购并专题研究 .....	( 244 )
第一节 公司购并中的税收问题.....	( 244 )
一、税收与购并 .....	( 244 )
二、目标公司 .....	( 246 )
三、目标公司股东 .....	( 247 )
四、兼并公司 .....	( 247 )
第二节 公司购并中的会计问题.....	( 248 )
一、公司购并的形式及其会计处理 .....	( 248 )
二、公司合并会计报表的方法 .....	( 249 )
三、被控股公司部分股份的合并报表 .....	( 253 )
四、联营法与合并业务的会计处理 .....	( 253 )
五、商誉的会计处理 .....	( 256 )
六、股权取得日后合并会计处理 .....	( 256 )
七、有关合并会计报表问题的总结 .....	( 260 )
第三节 公司合并.....	( 261 )
一、公司合并的含义与特征 .....	( 261 )
二、公司合并的形式 .....	( 262 )
三、公司合并的条件 .....	( 263 )
四、公司合并协议 .....	( 263 )
五、公司合并的法律程序 .....	( 265 )

第四节 公司购并与投资银行.....	( 266 )
一、投资银行概述 .....	( 266 )
二、投资银行在公司购并中的作用 .....	( 272 )
第五节 公司购并中的股东权益.....	( 275 )
一、收购对双方股价的影响 .....	( 275 )
二、公司私有化对股价的影响 .....	( 277 )
三、股民在收购中的策略 .....	( 279 )
第六节 公司购并中的中介机构.....	( 281 )
一、收购经纪人与财务顾问 .....	( 281 )
二、会计师事务所 .....	( 284 )
三、律师事务所 .....	( 285 )
四、投资集团 .....	( 285 )
第十七章 深圳市企业购并的发展.....	( 286 )
第一节 深圳市企业购并的发展过程和深圳市产权交易所的建立.....	( 286 )
第二节 深圳市产权交易所的运作.....	( 287 )
一、交易的对象 .....	( 288 )
二、交易的主体 .....	( 288 )
三、交易的方式 .....	( 289 )
四、交易的区域 .....	( 291 )
第三节 深圳市产权交易所的功能.....	( 292 )
一、交易的功能 .....	( 292 )
二、监督的功能 .....	( 293 )
三、服务的功能 .....	( 294 )
第十八章 深圳企业收购与兼并的发展前景 .....	( 296 )
第一节 深圳企业购并中的问题.....	( 296 )
一、关于被购并企业职工的安置 .....	( 296 )
二、关于被收购企业债权债务的处理 .....	( 297 )
三、关于企业购并中房地产的处理 .....	( 298 )
第二节 深圳企业购并的有形市场和无形市场.....	( 299 )
第三节 推动企业购并的功夫在题外.....	( 301 )
一、建立多元化的经济结构 按现代企业制度组建公司制企业.....	( 302 )
二、适应市场经济的要求 改革国有资产管理体制.....	( 302 )
三、建立和完善社会保障体系 实行职工住房商品化.....	( 303 )
四、创造和完善企业购并的法律环境 .....	( 303 )
五、大力发展社会中介组织 .....	( 304 )

第十九章 本篇附录.....	( 305 )
第一节 国外公司购并十例.....	( 305 )
第二节 美国公司合并的目标 操纵市场 .....	( 308 )
第三节 引人注目的美国银行业兼并浪潮.....	( 309 )
一、面对挑战的共同选择 .....	( 309 )
二、高科技与竞争导致兼并 .....	( 309 )
三、“友好”合并推动市场垄断 .....	( 310 )
第四节 “宝延”风波.....	( 311 )
第五节 光大标购玉柴法人股.....	( 311 )
第六节 恒通受让棱光国家股.....	( 313 )
第七节 君安倡议改组万科.....	( 315 )
第八节 北海正大假收购苏三山.....	( 317 )
第九节 安卡莎收购华新标购要约.....	( 318 )
第十节 固特异公司标购战.....	( 324 )
第十一节 利信达集团有限公司收购要约.....	( 324 )
一、主要交易 .....	( 324 )
第十二节 可口可乐与百事可乐的收购战略.....	( 327 )
第十三节 收购石油回收设备公司分析.....	( 329 )
一、公司背景 .....	( 329 )
二、问题背景 .....	( 330 )
三、行业前景 .....	( 331 )
四、技术特点 .....	( 332 )
五、产品特征 .....	( 332 )
六、产品优势 .....	( 333 )
七、市场潜力 .....	( 334 )
八、服务成本 .....	( 334 )
九、项目评估 .....	( 335 )
第十四节 通用发行新型普通股.....	( 335 )
第十五节 英特诺斯收购贝尔可.....	( 336 )
第十六节 垃圾债券.....	( 336 )
第十七节 可转换证券在收购中的应用.....	( 337 )
第十八节 NORWAY 公司筹资方案选择 .....	( 338 )
第十九节 KKR 收购雷诺·纳比斯科.....	( 339 )
第二十节 LBO 收购的教训 .....	( 340 )
第二十一节 目光短浅的收购.....	( 340 )
第二十二节 收购伍尔沃思公司后的协同与重组.....	( 341 )
一、员工态度和商店管理 .....	( 342 )

二、业务和人事经理的态度 .....	( 342 )
三、人事制度结构 .....	( 342 )
四、采用新哲学 .....	( 343 )
五、改组人事体制 .....	( 343 )
六、重组管理体制 .....	( 343 )
七、经理训练 .....	( 344 )
八、招工与分配的新办法 .....	( 344 )
九、优质计划 .....	( 344 )
十、结果 .....	( 345 )
第二十三节 台湾宏基收购美国康点.....	( 345 )
第二十四节 美国联碳公司的“阵地保卫战”.....	( 346 )
第二十五节 尤诺卡公司的“焦土战术”.....	( 347 )
第二十六节 日本油墨化学工业公司的跨国收购.....	( 348 )
第二十七节 中资企业在香港“买壳上市”实例.....	( 349 )
第二十八节 华闽收购香港海裕公司要约.....	( 350 )

---



---

## 第二篇 借壳上市

---



---

第一章 企业购并大时代 .....	( 357 )
第一节 企业购并 :世界潮流 .....	( 357 )
一、四次购并浪潮 .....	( 357 )
二、最新一次购并浪潮又扑面而来 .....	( 359 )
第二节 借壳上市 :中国新时尚 .....	( 360 )
一、大幕首先在香港拉开 .....	( 360 )
二、内地借壳上市连台好戏 .....	( 362 )
第三节 借壳上市 :时代蕴育 .....	( 364 )
一、宏观经济面向好 ,为借壳上市运作提供了良好条件.....	( 365 )
二、党的十五大为借壳上市运作创造了适宜的政策环境 .....	( 365 )
三、证券市场的建立和发展 ,使借壳上市运作成为可能.....	( 366 )
四、借壳上市的具体成因 .....	( 367 )
第四节 借壳上市 :点石成金 .....	( 368 )
第五节 借壳上市 :留份清醒 .....	( 370 )
一、借壳上市的风险 .....	( 370 )

二、借壳上市的难点、问题与对策.....	( 371 )
第六节 借壳上市 众话短长 .....	( 373 )
一、专家学者 借壳上市意义重大.....	( 373 )
二、企业家 绝知此事要躬行.....	( 376 )
三、券商 借壳上市 借题发挥 .....	( 377 )
四、记者 借壳的世界很精彩.....	( 383 )
<b>第二章 公司购并大运作 .....</b>	<b>( 388 )</b>
第一节 创智搭台五一文.....	( 388 )
一、文化搭台 经济唱戏 .....	( 388 )
二、强强联合 连锁经营 .....	( 389 )
三、工欲善其事 必先利其器 .....	( 389 )
第二节 托普踏上长征路.....	( 390 )
一、小荷才露尖尖角 .....	( 390 )
二、柳暗花明又一春 .....	( 391 )
第三节 中远登陆众城.....	( 392 )
一、业绩大幅滑坡的众城实业 .....	( 392 )
二、抢滩上海 凯觐众城 .....	( 393 )
三、入主众城 成功登陆 .....	( 394 )
第四节 阳光洒向虎威.....	( 395 )
一、广西卧虎 .....	( 395 )
二、京城贵族 .....	( 396 )
三、强强联合 .....	( 396 )
第五节 兰陵喝进环宇.....	( 397 )
一、来自革命老区的“环宇” .....	( 397 )
二、饱涵华夏历史文化的千年古酒——兰陵 .....	( 398 )
三、同是老区人 金壳配金身 .....	( 399 )
四、资产彻底置换 .....	( 399 )
第六节 泰达开进美纶.....	( 400 )
一、在风浪中飘摇的天津美纶 .....	( 400 )
二、势力雄厚的天津泰达集团有限公司 .....	( 401 )
三、美纶嫁泰达 .....	( 402 )
四、资产重组 “妻更夫名” .....	( 402 )
第七节 钢运回炉再造.....	( 404 )
一、不太走运的钢运 .....	( 404 )
二、借壳更名 彻底整全 .....	( 404 )
三、好运在前 .....	( 405 )

第八节 津港借船出海.....	( 406 )
一、天津港务局、津港储运和天津港货运公司.....	( 406 )
二、重组资产 .....	( 407 )
三、撩开家族式借壳的面纱 .....	( 407 )
第九节 北大入主延中.....	( 408 )
一、宝安减持延中 .....	( 408 )
二、北大入主延中 .....	( 409 )
三、市场启示 .....	( 410 )
第十节 借壳上市通达之路.....	( 410 )
一、风景线之一 股权转让模式——借船出海.....	( 411 )
二、风景线之二 资产置换模式——“母借子壳”.....	( 416 )
三、风景之三 二级市场并购模式——雾里看花.....	( 419 )
第十一节 壳里乾坤.....	( 421 )
一、壳公司 .....	( 422 )
二、壳资源的价值 .....	( 422 )
三、“壳”的价格分析 .....	( 423 )
四、借壳公司 .....	( 424 )
五、借壳的目的 .....	( 424 )
六、借壳收购程序 .....	( 425 )
第十二节 借壳上市运作精要.....	( 427 )
一、如何“买壳上市” .....	( 428 )
二、资产如何重组 .....	( 429 )
三、并购资金如何解决 .....	( 430 )
第十三节 借壳上市代价几何.....	( 431 )
一、借壳成本代价 .....	( 431 )
二、借壳失败的代价 .....	( 433 )
<b>第三章 公司购并大表现 .....</b>	<b>( 435 )</b>
<b>第一节 延中实业 再为投资者上课.....</b>	<b>( 435 )</b>
一、平静的前奏 .....	( 435 )
二、一飞冲天 .....	( 436 )
三、水落石出 .....	( 437 )
<b>第二节 兰陵陈香 香溢股市.....</b>	<b>( 437 )</b>
一、上市后，一直未有良好表现.....	( 438 )
二、行情萌动 .....	( 438 )
三、悬念迭现 .....	( 441 )
四、拨开迷雾 美酒飘香 .....	( 441 )

第三节 泰达股份演绎着美纶传说.....	( 442 )
第四节 川长征 奏响长征路上的摇滚.....	( 444 )
一、藏于九地之下动于九天之上 .....	( 444 )
二、食之无味弃之可惜 .....	( 445 )
三、天马行空任庄驰骋 .....	( 445 )
第五节 国嘉实业 牛年第一牛股.....	( 446 )
一、以拉涨停完成吸货过程 .....	( 446 )
二、第二轮行情出演 .....	( 448 )
第六节 中远发展 鲤鱼跳龙门.....	( 450 )
一、众城不“城” .....	( 450 )
二、鲤鱼跳龙门 .....	( 450 )
第七节 广西虎威 虎虎生威.....	( 452 )
一、七月主力先头部队进场 .....	( 452 )
二、养虎三月 .....	( 453 )
三、狐假虎威 步入主升浪 .....	( 454 )
第八节 交运股份牛年交牛运.....	( 455 )
一、主力建仓 .....	( 455 )
二、“新股”重新定位 .....	( 458 )
第九节 粤海发展 市场表现也“快餐”.....	( 459 )
一、主力思路“快、准、狠” .....	( 459 )
二、公告出来是个“快餐盒” 主力也来仿制“快餐盒” .....	( 460 )
第十节 借壳个股投资精要.....	( 461 )
一、借壳个股投资秘诀 .....	( 461 )
二、独特的投资策略 .....	( 463 )

#### 第四章 “借壳”上市前景预测 .....

第一节 借壳上市行业预测.....	( 465 )
一、我国股市发展的基本特征 .....	( 465 )
二、目前上市公司的行业发展前景分析 .....	( 466 )
三、98 资产重组概率最大的纺织行业 .....	( 469 )
第二节 借壳上市区域预测.....	( 471 )
第三节 借壳企业特征预测.....	( 473 )
一、借壳的影响因素 .....	( 473 )
二、壳资源的选择 .....	( 474 )

第五章 本篇附录 .....	(482)
第一节 有关法律、法规 .....	(482)
《股票发行与交易管理暂行条例》节选(1993年4月22日国务院第112号令发布实施) .....	(482)
《中华人民共和国公司法》节选 .....	(483)
第二节 环宇的有关公告 .....	(486)
山东环宇股份有限公司与山东兰陵企业(集团)总公司关于资产重组的联合公告 .....	(486)
山东省临沂市国有资产管理局公告 .....	(495)
山东环宇股份有限公司董事会公告 .....	(495)
山东兰陵企业(集团)总公司公告 .....	(496)
山东环宇股份有限公司1997年度临时股东大会公告 .....	(496)
第三节 借壳个股简介 .....	(498)
一、联农股份(600620) .....	(498)
二、联合实业(600607) .....	(499)
三、新亚快餐(600647) .....	(501)
四、丰华圆珠(600615) .....	(502)
五、烟台华联(600766) .....	(503)
六、武汉电缆(600879) .....	(504)
七、浙江凤凰(600656) .....	(505)
八、国嘉实业(600646) .....	(506)
九、广华化纤(600672) .....	(507)
十、贵华旅业(600791) .....	(508)
十一、云南保山(600883) .....	(509)
十二、绍兴百大(600840) .....	(511)
十三、上菱电器(600835) .....	(512)
十四、河北威远(600803) .....	(514)
十五、浦东大众(600635) .....	(514)
十六、湘火炬(0549) .....	(515)
十七、合金股份(0633) .....	(516)
十八、岳阳恒立(0622) .....	(517)
十九、吉轻工(0546) .....	(518)
二十、琼海德(0576) .....	(519)
二十一、深华新(0010) .....	(520)
二十二、港澳实业(0504) .....	(521)
第四节 1994—1996年买壳、借壳上市典型案例 .....	(523)
第五节 1997年买壳、借壳上市典型案例 .....	(524)

## 第三篇 公司购并实务

第一章 胜者为王的世界并购经典.....	( 529 )
第一节 波音兼并麦道.....	( 530 )
一、伏首称臣 .....	( 530 )
二、竞争图什么 .....	( 531 )
三、竞争拼什么 .....	( 532 )
四、五角大楼的观点 .....	( 533 )
五、空中客车何去何从 .....	( 533 )
第二节 世界橡胶大王反收购战.....	( 535 )
一、处变不惊 .....	( 536 )
二、固特异集团的幻想 .....	( 537 )
三、选定目标 .....	( 537 )
四、股市剖析 .....	( 538 )
五、驱散迷雾 .....	( 539 )
六、门庭若市 .....	( 540 )
七、单刀赴会 .....	( 540 )
八、展开宣传攻势 .....	( 541 )
九、群起反击 .....	( 542 )
十、忧心忡忡 .....	( 543 )
十一、工会参与 .....	( 543 )
十二、一只替罪羊 .....	( 544 )
十三、忍痛割爱 .....	( 545 )
十四、“讨厌的”法律 .....	( 546 )
十五、有力的回击 .....	( 546 )
十六、伺机反扑 .....	( 547 )
十七、听证会上 .....	( 547 )
十八、听证会后 .....	( 551 )
十九、高挂免战牌 .....	( 551 )
二十、苦涩的胜利 .....	( 552 )
二十一、恼恨的套利商们 .....	( 552 )
二十二、疑惑不解 .....	( 553 )

第二章 以我为主的多元兼并 .....	( 555 )
第一节 法国圣戈班入主福耀 .....	( 556 )
一、取道香港 暗渡陈仓 .....	( 556 )
二、公司基本情况 .....	( 557 )
三、经营情况 .....	( 557 )
四、资产重组历程 .....	( 559 )
五、重组分析 .....	( 560 )
第二节 置地收购牛奶冰厂 .....	( 561 )
一、追本溯源 .....	( 561 )
二、以股换股收购 .....	( 561 )
三、股权合并真对双方有利 .....	( 562 )
四、牛奶股份急升 .....	( 562 )
五、拒绝收购掀起高潮 .....	( 563 )
六、针锋相对 .....	( 564 )
七、奋起反击 .....	( 565 )
八、风云突变 .....	( 565 )
九、广告大战 .....	( 566 )
十、置地资产净值骤升 .....	( 567 )
十一、龙争虎斗 .....	( 568 )
十二、门庭若市 .....	( 569 )
十三、重打锣鼓另开张 .....	( 570 )
十四、各有千秋 .....	( 571 )
十五、口角仍频 .....	( 572 )
十六、再出绝招 .....	( 573 )
十七、最后一天 .....	( 573 )
十八、十四年后再上市 .....	( 574 )
第三节 中巴保卫战 .....	( 575 )
一、水之源头 .....	( 575 )
二、有备无患 .....	( 576 )
三、以不变应万变 .....	( 577 )
四、双方再度舌战 .....	( 578 )
五、半路杀出“程咬金” .....	( 579 )
六、反戈一击 .....	( 579 )
七、会议无结果,中巴不复牌 .....	( 580 )
八、最后仲裁 .....	( 581 )
第四节 美国石油界的“吃油”烽火 .....	( 582 )
一、年轻的地质学者 .....	( 582 )

二、让那些陈规陋习见鬼去吧 .....	( 583 )
三、大喜过望 .....	( 584 )
四、心比天高 .....	( 584 )
五、回报 .....	( 585 )
六、难驯服的猎物 .....	( 586 )
七、猛烈的反击 .....	( 587 )
八、事出有因 .....	( 587 )
九、冲锋号吹响了 .....	( 588 )
十、飞蛾扑火 .....	( 588 )
十一、昙花一现 .....	( 589 )
十二、风云突变 .....	( 589 )
十三、辉煌一生 .....	( 590 )

### 第三章 华尔街兼并之神 .....

( 591 )

第一节 米尔肯：小鱼吃大鱼的垃圾债券大王 .....	( 593 )
一、“垃圾债券”称王 .....	( 593 )
二、垃圾债券的功过是非 .....	( 596 )
三、攻击者的舞会 .....	( 597 )
四、追本溯源 .....	( 598 )
五、崭露头角 .....	( 598 )
六、一支新秀 .....	( 599 )
七、新的尝试 .....	( 600 )
八、惊人的想法 .....	( 600 )
九、初试锋芒 .....	( 601 )
十、信心十足 .....	( 602 )
十一、天方夜谭故事 .....	( 602 )
十二、突飞猛进 .....	( 603 )
十三、自成体系 .....	( 604 )
十四、双重身份 .....	( 604 )
十五、互相帮助 .....	( 605 )
十六、不肯炫耀的人 .....	( 606 )
十七、风雨欲来 .....	( 607 )
十八、久经考验 .....	( 608 )
十九、重振士气 .....	( 608 )
第二节 摩根：改变华尔街方向的人 .....	( 609 )
一、是爱国者还是投机商 .....	( 610 )
二、摩根成功的战略 .....	( 612 )
三、他改变了华尔街的方向 .....	( 614 )

第三节 迈耶·重塑美国经济 .....	( 616 )
一、把自己塑造成天才 .....	( 617 )
二、入主雪铁龙 .....	( 618 )
三、同政界搭上线 .....	( 620 )
四、投资规则 .....	( 622 )
第三节 巴菲特·天才理财家 .....	( 623 )
一、青出于蓝胜于蓝 .....	( 624 )
二、收购对象论 .....	( 625 )
三、优秀企业的特征 .....	( 626 )
四、现代投资理论的理亏处 .....	( 627 )
五、投资的安全系数 .....	( 628 )
六、成功信条 .....	( 628 )
七、兼并家具公司 .....	( 629 )
第四节 索罗斯·国际超级投资家 .....	( 630 )
一、量子基金创始人 .....	( 630 )
二、英镑终结者 .....	( 631 )
三、成功哲学 .....	( 632 )
第五节 罗杰斯·股市兼并之父 .....	( 633 )
一、股市之父 .....	( 634 )
二、读万卷书·行万里路 .....	( 634 )
第六节 彼得·林奇·现代派投资家 .....	( 635 )
一、多多益善 .....	( 636 )
二、以变应变 .....	( 637 )
第四章 港台企业兼并风云 .....	( 639 )
第一节 九龙仓之战 .....	( 639 )
一、事出有因 .....	( 639 )
二、两雄相斗 .....	( 640 )
第二节 荣智健的三大并购战 .....	( 642 )
一、空战 .....	( 642 )
二、借壳上市·收购泰富 .....	( 643 )
三、“蛇吞象” .....	( 643 )
四、武装“旗舰”·注资“泰富” .....	( 644 )
五、企业形象本地化 .....	( 645 )
第三节 不同凡响的中策之路 .....	( 645 )
一、建立中策家族 .....	( 645 )
二、自己鲜明的特色 .....	( 646 )
三、中策成功的外因 .....	( 647 )

第四节 香港华润兼并北京华远.....	( 648 )
一、购并双方概况 .....	( 648 )
二、购并的目的及经过 .....	( 649 )
三、购并方的上市意图 .....	( 651 )
四、购并的经济效益 .....	( 651 )
五、购并前后的公司治理结构 .....	( 652 )
六、购并前后的公司经营 .....	( 652 )
第五节 垂直收购 瑞菱和讯科的收购攻防战 .....	( 653 )
第六节 华人置业争购之战.....	( 655 )
第七节 刘銮雄：一个收购造就的亿万富豪 .....	( 659 )
第八节 香港首例“局部收购”案.....	( 665 )
第九节 空前绝后的广告心理战.....	( 670 )
第十节 香港大酒店收购历险记.....	( 682 )
第十一节 两度易手的香港电灯有限公司.....	( 686 )
第十二节 针锋相对 结果却输多赢少 .....	( 687 )
第十三节 竞争性收购 第三者插足获利 .....	( 689 )
一、参与公司与收购前交易 .....	( 690 )
二、STM 公司的收购活动 .....	( 692 )
三、B 公司的介入 .....	( 693 )
四、SSMC 公司的反收购机制 .....	( 695 )
五、STM 公司与 B 公司的较量.....	( 696 )
六、结局 .....	( 697 )
第五章 中国大陆并购热潮.....	( 699 )
第一节 TCL 集团进军港资 .....	( 701 )
一、事出有因 .....	( 701 )
二、优势互补 进展神速.....	( 702 )
第二节 首钢购并秘鲁铁矿.....	( 703 )
一、特点明显 .....	( 703 )
二、分析猎物 .....	( 704 )
三、购并后的经营与释疑 .....	( 705 )
第三节 中国兼并大王的成功之道.....	( 706 )
一、年轻的小伙子 .....	( 706 )
二、公司濒临破产 .....	( 707 )
三、“兼并”究竟有多大的魔力 .....	( 708 )
第四节 钢运回炉再造.....	( 709 )
一、不太走运的钢运 .....	( 709 )
二、借壳更名 彻底整合.....	( 710 )

三、好运在前 .....	( 710 )
第五节 “ 万科 ” 参股 “ 申华 ” .....	( 711 )
一、“ 申华 ” 早有准备 .....	( 712 )
二、“ 万科 ”、“ 申华 ” 友好联袂 .....	( 712 )
三、信号灯已高高挂起 .....	( 713 )
第六节 “ 天极 ” 参股 “ 飞乐 ” .....	( 713 )
第七节 辽宁五公司联持爱使 .....	( 717 )
一、“ 辽国发 ” 等公司参股 “ 爱使公司 ” 的经过 .....	( 717 )
二、参与购入 “ 爱使公司 ” 股票的 8 家公司的有关情况 .....	( 719 )
三、此次 “ 辽国发 ” 等公司购入 “ 爱使公司 ” 股票所涉及的一些问题 .....	( 720 )
第八节 中桥受让绍兴百大 .....	( 721 )
一、风云突变 .....	( 722 )
二、申城论战 .....	( 723 )
三、尾声 .....	( 726 )
第九节 深圳发展被大量购股 .....	( 726 )
一、深发展要被 “ 收购 ” 吗 .....	( 726 )
二、有关股权重大变动的几个问题 .....	( 727 )
第十节 东北华联 ( 集团 ) 股份有限公司兼并三家定向募集公司 .....	( 729 )
一、东北华联 ( 集团 ) 股份有限公司 .....	( 729 )
二、四平金龙企业 ( 集团 ) 股份有限公司 .....	( 731 )
三、浑江五交化股份有限公司 .....	( 732 )
四、辽源一百股份有限公司 .....	( 733 )
第十一节 卜蜂做 “ 壳 ” 易初上市 .....	( 733 )
第十二节 北旅法人股转让 .....	( 735 )
一、五十铃与伊藤忠并购北旅的目的 .....	( 735 )
二、北旅作为并购目标企业的特征 .....	( 735 )
三、并购前北旅的财产关系与治理结构 .....	( 736 )
四、并购程序与方式 .....	( 738 )
五、并购后北旅的财产关系与治理结构 .....	( 739 )
六、“ 北旅事件 ” 给我们提出的新问题 .....	( 741 )
第十三节 仪征化纤并购佛山化纤 .....	( 742 )
一、收购前双方的基本情况 .....	( 742 )
二、收购动因分析 .....	( 743 )
三、收购程序和方法 .....	( 745 )
四、并购后的产权关系与收购绩效 .....	( 747 )
五、收购特点 .....	( 747 )
六、几点结论和启示 .....	( 748 )
第十四节 上海大江并购茸城饲料厂 .....	( 750 )
一、发生时间 .....	( 750 )

二、有关各方 .....	( 750 )
三、各方基本情况 .....	( 750 )
四、各方的并购目的 .....	( 751 )
五、并购的过程及基本情况 .....	( 751 )
六、并购的基本特点 .....	( 752 )
七、对此次并购的总体评价 .....	( 753 )
八、并购后的现状 .....	( 753 )
九、一些建议 .....	( 754 )
第十五节 “成工液”产权连续型转让.....	( 755 )
一、“成工液”概况 .....	( 755 )
二、“成工液”产权交易的背景及目的 .....	( 755 )
三、“成工液”净资产产权分割式连续型交易模式简介 .....	( 757 )
四、资产评估 .....	( 758 )
五、“成工液”效益及其投资回报 .....	( 759 )
六、“成工液”公司制改组 .....	( 759 )
七、相关的法律及政策问题 .....	( 759 )
第十六节 中国一汽并购吉林轻型.....	( 760 )
一、收购前双方的基本情况 .....	( 761 )
二、一汽收购吉轻的目的及交易方式 .....	( 762 )
三、一汽并购后的资产重组及对企业制度的改造 .....	( 763 )
四、从一汽的系列化收购行为得出的结论 .....	( 764 )
第十七节 北京金昌和袁敬民收购‘郑州百文’股权.....	( 766 )
一、“郑州百文”事件案例背景 .....	( 766 )
二、“郑州百文”事件引发的法律思考 .....	( 769 )

## 第一篇

# 公司购并理论

# 第一章

# 第一章 公司购并基础

## 第一节 购并的概念

### 一、购并的一般解释

购并(Merger and Acquisition, M&A)是一种极为复杂的企业行为,牵涉到一系列相互关联而又彼此区别的名词和术语,在不同的语言及法律背景下,这些名词和术语及它们之间的相互关系更体现出复杂多样的特性,必须一一加以解释。

下面是有关购并的一些中英文常用名词、术语及其一般解释。

#### 1. Merger

物体之间或者权利之间的融合或相互吸收,通常融合或相互吸收的一方在价值或重要性上要弱于另一方。在此种情况下,融合或相互吸收之后,较不重要的一方不再独立存在。在公司法上,指一个公司被另一个公司所吸收,后者保留其名称及独立性并获取前者的财产、责任、特权和其他权利,前者则不再是一个独立的商业团体。在公司法上,Merger不同于Consolidation,即所有各方公司都终止并成为一个新成立公司的组成部分的情形。<sup>①</sup>香港《公司收购与合并守则》中文本将Merger译为“合并”。

#### 2. Acquisition

获取特定财产所有权的行为。通过该项行为,一方取得或获得某项财产。尤指通过任何方式获取的实质上的所有权。<sup>②</sup>

#### 3. Consolidation

合并行为或合并后的状态,在公司法上,指两个或两个以上的公司合并为一个新设立的公司,即A公司与B公司合并成为C公司<sup>③</sup>。

---

① Henry Campbell Black, Black's Law Dictionary, fifth edition, West Publishing Co. 1979, P891.

② Henry Campbell Black, Black's Law Dictionary, fifth edition, West Publishing Co. 1979, P23.

③ Id. at Pp279~280.

### 4. Take Over

取得控制权或经营权——并不限于绝对的财产权利的转移。<sup>①</sup> 香港《公司收购与合并守则》中文本将 Take Over 译为“收购”。

### 5. Tender Offer

公开收购要约或标购,指一个公司径行向另一个公司的股东提出购买他们所持有的后一公司股份的要约。这种要约有时会附有要约人所能接受的股份最高与(或)最低价格。这种要约通常以报纸广告的形式或(在友好标购的情况下并首先获得后一公司的股东名册)以统一邮件的形式向后一公司的所有股东发出。这种标购的目标在于获取后一公司的控制权,在后一公司抵制收购的情况下,这种标购也常用于夺取后一公司的经营权。<sup>②</sup>

### 6. Amalgamation

不同种类间,或不同因素、团体、协会、联盟或公司间的联合,以形成一个同质的整体或体系。<sup>③</sup>

### 7. 企业兼并

根据 1989 年 2 月 19 日国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局联合发布的《关于企业兼并的暂行办法》第一条:“本办法所称企业兼并,是指一个企业购买其他企业的产权,使其他企业失去法人资格或改变法人实体的一种行为,不通过购买方式实行的企业之间的合并,不属本办法规范。”<sup>④</sup>

### 8. 产权交易

根据《海南经济特区产权交易市场管理办法》第三条:“本办法所称交易市场,是指产权所有人或产权受托人将其整体或部分财产在市场进行交易的行为,但股份有限公司上市股交易除外。”依 1989 年 2 月 19 日国家体改委、财政部、国家国有资产管理局发布的《关于出售国有小型企业产权的暂行办法》第五条:“国有小企业可以整体拍卖的形式出售产权,资产数额较大的小型工业企业,可以折股分散出售。”<sup>⑤</sup> 上述“整体交易”、“整体出售”的企业产权交易,因涉及营运中企业(Going Concern)的经营权易手,应列入企业兼并之列。

### 9. 公司合并

根据 1994 年 7 月 1 日起生效的《中华人民共和国公司法》第一百八十四条第一、二、四款的规定,公司合并可分为吸收合并和新设合并两种形式。一个公司吸收其他公司为吸收合并,被吸收的公司解散,这种情形类似于英文中的“Merger”。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并,合并后各方解散,这种情形则类似于“Consolidation”。无论是吸收合并还是新设合并,合并各方的债权、债务,应当由合并后存续的公司或者新设的公司承担。

### 10. 上市公司的收购

根据国务院 1993 年 4 月 22 日发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第四章的规定,指

<sup>①</sup> Id. at P1304

<sup>②</sup> Id. at P1316.

<sup>③</sup> Id. at P72.

<sup>④</sup> 《关于企业兼并的暂行办法》虽把“不能用行政命令强制或阻挠优势企业兼并劣势企业”作为企业兼并的原则之一(见第二条第二款),但同时又明确指出“当前被兼并的对象”重点是诸如资不抵债和接近破产的企业等劣势企业(见第三条第二款)。

<sup>⑤</sup> 《关于出售国有小型企业产权的暂行办法》第四条把资不抵债和接近破产的企业等劣势企业作为“当前出售的重点”。

任何法人通过获取上市公司发行在外的普通股而取得该上市公司控制权的行为。该暂行条例第五十一条第一款规定,收购要约期满,收购要约人持有的普通股达到该上市公司发行在外的普通股总数的 50% 或以上的,方为收购成功。

### 11. 购买控股权益

指由一家企业购买另一家企业时达到控股百分比股份的合并形式。所谓控股股份,在理论上指持有表决权股份的 51% 以上,但在上述后一家公司有相当规模而股份又相对分散的情况下,往往 30% 甚至 25% 就构成了控股股份。<sup>①</sup>

### 12. 结合

指作为反托拉斯法调整对象的商人之间的联合。美国反托拉斯法(Antitrust Laws)中的克莱顿法(Clayton Act, 1914)第七条明文禁止兼并竞争对于的股票或财产而限制竞争的行为。该条文虽主要为结合规范,但法条文义却针对“购并”(Acquisition),取得全部股份或资产因为结合而受该法条规范,仅得到部分资产或股份亦构成“购并”而在该法条适用范围之内。

## 二、购并的定义

购并涉及众多的名词、术语,为避免使用中的混乱,建立研究与讨论的基础,有必要辨析这些名词、术语,并对购并本身下一定义。

我们认为购并的涵义有最狭义、狭义与广义之分。

### 1. 最狭义的购并

即公司法上所定义的吸收合并或新设合并。如前所述,如有 A、B 两公司,A 公司吸收 B 公司为吸收合并,B 公司因之解散;A、B 公司合并设立一个新的公司,A、B 公司均解散,则为新设合并。

### 2. 狭义的购并

指一企业欲将另一正在营运中的企业(Going Concern)纳入其集团中或一企业借兼并其他企业来扩大市场占有率或进入其他行业,甚至将该企业分割出售以牟取利益,即除公司法上的吸收或新设合并外,尚包括股权或资产的购买(但纯粹以投资为目的而不参与营运的股权购买不包括在内)并且此种购买不以取得被购买方全部股份或资产为限,仅取得部分资产或股份亦可。狭义购并与最狭义购并的区别在于后者仅为一特定的合并模式,而前者则涵盖所有企业借外力成长的模式。所谓外力成长有别于自力成长,企业外力成长最典型的例子,即为购并其他企业,以利用其既有的厂房设备、技术、员工、商誉,以扩张营运,而自力成长则泛指企业以己力扩张营业,一切从头做起,而非利用其他企业现有人力、物力的成长方式。

### 3. 广义的企业购并

除包括狭义的企业购并外,任何企业经营权的移转(无论形式上或实质上的移转)均包括在内,例如一企业集团下属个别公司的重组(Restructuring)。此种购并有别于狭义合并,其特点在于企业集团本身营运并无扩张,而企业经营权实质上可能亦未改变,仅为企业结构上的重新安排,例如将相互持股改为控股公司模式、将子公司转变为分公司,或纯粹为减轻赋税或其他法律上因素而购并。在此种购并中,企业或企业集团业务的质或量均不变,所变者只是外部

<sup>①</sup> 王韬光、胡海峰《企业兼并》,上海人民出版社 1995 年版,第 2 页。

形式的“重组”。

本书所说的购并,应为上述第2项狭义的购并,包括公司法上的吸收和新设合并,以及为参与营运或取得对其他企业的控制权而购买股权或资产。无论购并采取资产购买、股权购买或公司法上的合并等任何形式,凡属意图参与其他企业的营运甚至取得其他企业控制权的一方,在本书上均称为收购公司,而另一方则称为被收购公司或目标公司。

## 第二节 公司购并的类型

在国内外公司购并理论上,公司或企业购并依据不同的划分标准,有以下类型。

### 一、按购并的出资方式划分

依购并的出资方式划分,有出资购买资产式购并、出资购买股票式购并、以股票换取资产式购并、以股票换取股票式购并。

#### 1. 出资购买资产式购并

指收购公司使用现金购买目标公司全部或绝大部分资产以实现购并。以现金购买资产形式的购并,被收购公司按购买法(Purchase)或权益合并法(Pool of Interest)计算资产价值并入收购公司,原有法人地位及纳税户头失效。对于产权关系、债权债务清楚的企业,出资购买资产式购并能做到等价交换、交割清楚,没有后遗症或遗留纠纷。但由于国内企业财务报表可信度不很完善,被收购公司的财务状况尤其是债权债务关系不易清楚知悉,这会在相当程度上影响收购公司以现金出资购买被收购公司的兴趣。

#### 2. 出资购买股票式购并

指收购公司使用现金、债券等方式购买目标公司一部分股票,以实现控制后者资产及经营权的目标。出资购买股票可以通过一级市场进行,也可以通过二级市场进行。自1993年下半年以来,我国沪、深股票市场已出现多起出资购买股票式的购并。通过二级市场出资购买目标公司股票是一种简便易行的购并方法,但因为受到有关证券法规信息披露原则的制约,如购进目标公司股份达一定比例,或达至该比例后持股情况再有相当变化都需履行相应的报告及公告义务,在持有目标公司股份达到相当比例时更要向目标公司股东发出公开收购要约。所有这些要求都容易被人利用,哄抬股价,而使购并成本激增。收购公司如果通过发行债券的方式筹集资产进行购并,则容易背上巨大的债务负担。

#### 3. 以股票换取资产式购并

指收购公司向目标公司发行自己的股票以交换目标公司的大部分资产。一般情况下,收购公司同意承担目标公司的债务责任,但双方亦可以作出特殊约定,如收购公司有选择地承担目标公司的部分责任。在此类购并中,目标公司应承担两项义务,即同意解散B公司,并把所持有的收购公司股票分配给目标公司股东。这样,A公司就可以防止所发行的大量股份集中在极少数股东手中。收购公司和目标公司之间还要就目标公司的董事及高级职员参加收购公司的管理事宜达成协议。

### 4. 以股票换取股票式购并

在这类兼并中,收购公司直接向目标公司股东发行收购公司发行的股票,以交换目标公司的大部分股票。一般而言,交换的股票数量应至少达到收购公司能控制目标公司的足够表决权数。通过此项安排,目标公司就成为收购公司的子公司,亦可能会通过解散而并入收购公司中。但不论在哪种情况下,目标公司的资产都会在收购公司的直接控制下。

## 二、按行业相互关系划分

依行业相互关系,公司购并可分为横向购并、纵向购并及混合购并。

### 1. 横向购并(Horizontal Merger)

指商业上的竞争对手间的合并,例如生产同类商品的厂商间或是在同一市场领域出售相互竞争的产品的分销售之间的购并。<sup>①</sup>横向购并的结果是资本在同一生产、销售领域或部门集中,优势企业吞并劣势企业组成横向托拉斯,扩大生产规模以达到新技术条件下的最佳经济规模。在实质上,横向购并是两个或两个以上生产或销售相同、相似产品的企业间的购并,其目的在于消除竞争、扩大市场份额、增加购并企业的垄断实力或形成规模效应。此种购并形式在早期购并中非常流行。以美国为例,19世纪末及本世纪初,美国生产力水平发展到了要求大规模生产的程度,加上政府颁布了有利兼并的法规,并且卓有成效的证券市场已初步形成,致使同行业或紧密相关的行业中许多中小企业相互兼并,从而把以横向兼并为主要特色的购并运动推向了高潮。在此次购并风潮之后,美国出现了众多规模庞大的企业,它们中间的石油托拉斯、棉籽油托拉斯、亚麻籽油托拉斯、糖托拉斯、威士忌酒托拉斯和铅加工托拉斯等甚至支配了相关产业达数十年之久。<sup>②</sup>

采用横向购并形式的基本条件是,收购企业需要并且有能力扩大自己产品的生产和销售,兼并双方企业的产品及产品的生产和销售有相同或相似之处。横向购并是企业购并中的常见方式,但由于这种购并(尤其大型企业的购并)容易破坏竞争形成高度垄断的局面,许多国家都密切关注并严格限制此类兼并的发生。例如美国的克莱顿法(Clayton Act, 1914)第七条即特别针对结合行为加以规范,禁止任何不合理限制竞争或导致独占的结合,而司法部于1984年制定的结合指导原则(The 1984 Merger Guidelines of the Department of Justice)对横向购并的管制远较非横向购并为严,亦反映了司法部认为非横向结合对自由竞争威胁轻微,而专注于横向结合监管的态度。<sup>③</sup>

### 2. 纵向购并(Vertical Merger)

指与企业的供应厂商(Supplier)或客户(Customer)的合并,即优势企业将与本企业生产紧密相关的前后顺序生产、营销过程的企业收购过来,以形成纵向生产一体化。纵向购并实质上是处于生产同一产品、不同生产阶段的企业间的兼并,兼并双方往往是原材料供应者和产成品购买者,所以对彼此的生产状况比较熟悉,有利于兼并后的相互融合。从兼并方向来看,纵向购并又有向后购并和向前购并之分,前者是指生产原材料和零部件的企业购并加工、装配企业

<sup>①</sup> Henry Campbell Black, Black's Law Dictionary, fifth edition, West Publishing Co. 1979, P892.

<sup>②</sup> [美]小艾尔弗雷德·D. 钱德勒《看得见的手——美国企业的管理革命》,商务印书馆1987年版,第371页。

<sup>③</sup> 方嘉麟《公司兼并与集团企业》,月旦出版社股份有限公司1994年版,第217页。

或生产企业购并销售商,后者则是向生产流程前一阶段企业的购并。纵向购并主要集中于加工制造业和与此相关的原材料、运输、贸易公司,它在国外公司发展史上也占有重要地位。例如在美国“对1917年资产额为2000万美元或超过2000万美元的全部制造公司中将近90%的公司的经历所作的评述,……论证了下述事实,即这些公司乃是经由纵向结合而成长变大。”<sup>①</sup>纵向购并的优点是能够扩大生产经营规模,节约通用的设备、费用等;可以加强生产过程各环节的配合,利于协作化生产;可以加速生产流程,缩短生产周期,节省运输、仓储、资源和能源等。纵向购并的另一好处是较少受到各国反垄断法律规范的限制,如美国的克莱顿法虽同样适用于纵向和混合购并,但在1984年的结合指导原则公布后,司法部即鲜有起诉纵向购并的案例。

### 3. 混合购并(Conglomerate Merger)

指既非竞争对手又非现实中或潜在的客户或供应商的企业间的购并。混合购并中又有三种形态:产品扩张型购并(A Product Extension Merger)是相关产品市场上企业间的购并;市场扩张型购并(A Geographic Extension Merger)是一个企业为扩大其竞争地盘而对它尚未渗透的地区生产同类产品的企业进行兼并;而纯粹的兼并是那些生产和经营彼此间毫无联系的产品或服务的若干企业的兼并。<sup>②</sup>混合购并的主要目的在于减少长期经营一个行业所带来的风险。在现代科技不断发展进步的情况下,一种原材料可以应用于几个不同行业的生产,一个行业的副产品乃至废品可以是另一行业不可缺少的原材料,因此充分利用原材料亦成为混合购并的一个原因。与混合购并密切相关的是多角化经营战略,这种经营战略是当代一些跨国企业尤为青睐的一种全球发展战略。按照多角化经营战略,跨国公司或采取合资形式,或采取兼并方式,向本企业的非主导行业投资或开辟新的业务部门,以便减少经营局限性、分散投资风险以及扩大企业知名度。与横向购并和纵向购并相比,这种购并形态因收购公司与目标公司没有直接业务关系,其兼并目的往往较为隐晦而不易为人察觉和利用,有可能降低购并成本。与纵向购并类似,混合购并也被认为不易限制竞争或构成垄断,故而不常成为各国反托拉斯法控制和打击的对象。在跨国企业盛行的今天,混合购并已成为这些庞然大物购并其他企业的一种非常重要的形式。在未来的企业兼并浪潮中,这种购并仍将占据相当的地位。

## 三、按购并是否通过中介机构进行划分

按是否有中介机构介入,公司购并可以分为直接收购和间接收购。

### 1. 直接收购

指收购公司直接向目标公司提出购并要求,双方通过一定程序进行磋商,共同商定完成收购的各项条件,进而在协议的条件下达达到购并目的。如果此种收购仅针对目标公司的部分股权,该公司可能会允许收购公司取得增加发行的新股票;如果收购的目的在于目标公司的全部股份,则可由双方共同协商,在确保共同利益的基础上确定股份转让的条件和形式。通常收购公司和目标公司会就以下购并合同条款达成一致意见:①收购公司和目标公司的名称、住所;②目标公司拟向本公司股东会提交的解散决议草案;③目标公司的股份或财产全部或部分转

① [美]小艾尔弗雷德·D. 钱德勒《看得见的手——美国企业的管理革命》,商务印书馆1987年版,第371页。

② Henry Campbell Black, Black's Law Dictionary, fifth edition, West Publishing Co. 1979, P892.

换为现金、证券和其他财产形式的条件 ;④收购公司如何及从何时起调整会计账目 ,制作资产负债表 ;⑤收购公司承受目标公司债务的声明草案 ;⑥收购公司有关股东权利的安排 ;⑦收购公司有关目标公司雇员退休金计划、雇佣机会的安排 ;⑧购并合同的生效时间。鉴于直接购并需要目标公司自始至终大力配合 ,在后者对购并持反对态度的情况下不可能成功 ,故直接购并又称为友好购并或协议收购。当然 ,在直接收购中 ,除收购公司采取主动攻势外 ,目标公司也可能出于某种原因而主动提出转让经营控制权的请求 ,如本身经营遇有困难、股东对经营缺乏信心而对收购公司寄予厚望 ,甚至在遭遇敌意收购时意图寻找友好兼并者( White Knight )等。

### 2. 间接收购

指收购公司并不直接向目标公司提出兼并要求 ,而是在证券市场上以高于目标公司股票市价的价格大量收购其股票 ,从而达到控制该公司的目的。当然收购公司亦可趁目标公司股价下跌之机大量吸纳其股票而达到同样的目的。此种购并一般都不是建立在自愿、协商( 指对目标公司而言 )的基础上的 ,因而极有可能引起双方间的激烈对抗。在这种情形下 ,间接收购往往构成敌意收购。

## 四、按购并是否取得目标公司的同意与合作划分

按照购并是否取得目标公司的同意与合作 ,可以分为友好收购和敌意收购。

### 1. 友好收购

也称为善意收购 ,通常指目标公司同意收购公司提出的收购条件并承诺给予协助 ,故双方高层通过协商来决定购并的具体安排 ,如收购方式( 以现金、股票、债券或其混合来进行收购 )、收购价位、人事安排、资产处置等。若目标公司对收购条件不完全满意 ,双方还可以就此进一步讨价还价 ,最终达成双方都可以接受的购并协议 ,并经双方董事会批准、股东会以特别决议的形式通过。由于收购当事双方均有合并意愿 ,而且彼此之间情况较为熟悉 ,故此类收购成功率较高。

### 2. 敌意收购

也称强迫接管兼并( Take - Over ) ,指收购公司在目标公司管理层对其收购意图尚不知晓或持反对态度的情况下 ,对目标公司强行进行收购的行为。在此种收购中 ,收购公司往往采取突然的收购手段 ,提出苛刻的兼并条件而使目标公司不能接受 ,后者在得知收购公司的收购意图后可能采取一系列的反收购措施 ,例如诉诸反托拉斯法、发行新股以分散股权、回购本公司已发行在外的股份等。同样 ,收购公司在得知目标公司的激烈反应后也会采取一些手段 ,强迫目标公司最终就范。这些手段中常用的有 :①发行垃圾债券筹资收购( Junk Bond Takeovers ) ;②发出公开收购股份要约( Tender Offer ) ;③征集目标公司股东的投票委托书( Proxy Contests )等。收购公司与目标公司间的这种激烈的互动使收购活动演变为一场你死我活的战争 ,而公司“收购战”究竟是促进社会经济资源合理配置、改善企业经营管理的良方 ,还是企业界弱肉强食的典型特征与金钱游戏 ? 这样的问题正引起广泛的争论。

### 五、按收购公司收购目标公司股份是否受到法律规范强制划分

按这种标准,可以分为强制购并与自由购并。

#### 1. 强制购并(Mandatory Offer)

指证券法规定,当收购公司持有目标公司股份达到一定比例,可能操纵后者的董事会并进而对股东权益造成影响时,收购公司即负有对目标公司所有股东发出收购要约,以特定出价购买股东手中持有的目标公司股份的强制性义务。如香港《公司收购及合并守则》第二十六条“强制要约”中规定,当下列情形出现时,除非证券及期货事务监察委员会公司财务部执行理事及他的任何代表(执行人员)同意,收购人必须作出强制要约:①任何人不论是否通过在一期间内的一系列交易而取得一个公司35%或以上的投票权时;②两个或两个以上一致行动人持有该公司的投票权总共不足35%的人之中,任何一个或以上的人取得投票权,结果令他们共同持有该公司投票权的百分比增至35%或以上时;③任何持有该公司不少于35%但不多于50%投票权的人取得额外的投票权,结果令该人所持该公司的投票权百分比,以截至及包括取得上述投票权当日对之前的12个月期间该人所持投票权的最低百分比计算,增加超过5%时;④两个或以上一致行动而共同持有该公司不少于35%但不多于50%投票权的人之中,任何一个或以上的人取得额外投票权,结果令他们在该公司共同持有的投票权百分比,以截至及包括取得上述投票权当日对之前的12个月期间该等人共同所持的投票权的最低百分比计算,增加超过5%时,该人或该组一致行动的主要成员(视情况而定),须按本规则所列计算基础,向该每类权益股本(不论该类权益股本是否附有投票权)的持有人,以及向该人或与其一致行动的人持有的任何一类有投票权非权益股本的股份持有人作出要约。就不同类别的权益股本的要约必须是按同等基础作出的,而在这种情况下,应预先咨询执行。

我国《股票发行与交易管理暂行条例》也有类似强制购并的规定,该暂行条例第四十八条指出:“发起人以外的任何法人直接或者间接持有上市公司发行在外的普通股达到30%时,应当自该事实发生之日起45个工作日内,向该公司所有股票持有人发出收购要约,按照下列价格中较高的一种价格,以货币付款方式购买股票:①在收购要约发出前12个月内收购要约人购买该种股票所支付的最高价格;②在收购要约发出前30个工作日内该种股票的平均市场价格。前款持有人发出收购要约前,不得再行购买该种股票。”

#### 2. 自由购并

指在证券法规定有强制购并的国家和地区,收购公司在法定的持股比例之下收购目标公司的股份。当然,在法律未规定强制购并的国家和地区,收购公司可以自由决定收购目标公司任一比例的持股权(但需满足法律有关报告、公告、收购期、如实陈述等方面的要求)。

### 六、按购并是否公开向目标公司全体股东提出划分

按这种标准,可以分为公开收购要约和非公开收购。

#### 1. 公开收购要约(Tender Offer)

指收购公司公开向目标公司股东发出要约,并承诺以某一特定价格购买一定比例或数量的目标公司股份。收购公司(自愿或非自愿地)采取此种购并方式,是企图取得或强化对目标

公司的控制权,而在证券市场之外公开以特定价格收购目标公司股东握有的股票。由于公开收购要约是收购公司和目标公司股东间的直接交易,所以股东是否允诺出售股票完全取决于股东个人的判断。基于上述理由,公开收购要约的出价要高于目标公司股票的市场价格才具有吸引力,否则目标公司股东在公开市场上即可出售股票而不必卖给收购公司。尽管市场规律会在公开收购要约发出过程中发挥决定性作用,但目标公司高级管理层是否同意公开收购要约中所列条件,仍与公开收购的成败有很大关系。因为公开收购要约系针对目标公司全体股东,与后者的切身利益休戚相关,世界各国均对发出公开收购要约的条件及程序作出了详细规定,后文将介绍美国的公开收购要约的相关法律、法规。

### 2. 非公开收购

指不构成公开收购要约的任何购并活动。例如,下述行为虽然也会使收购公司持有目标公司相当数量的股份,但仅能视为非公开收购:①私人间股票交易,甚至包括收购公司和目标公司的部分股东私下接触以购买后者手中的目标公司股份;②收购公司在正式提出公开收购要约之前,在公开市场中大量收购目标公司股份;③在他人向目标公司股东提出公开收购要约的同时,自行在公开市场中收购目标公司股份。

## 七、按是否利用目标公司本身资产来支付购并资金划分

按这个标准可以分为杠杆收购与非杠杆收购。

### 1. 杠杆收购(Leveraged Buy-out)

指收购公司利用目标公司资产的经营收入,来支付兼并价金或作为此种支付的担保。换言之,收购公司不必拥有巨额资金,只需准备少量现金(用以支付收购过程中必须的律师、会计师等费用),加上以目标公司的资产及营运所得作为融资担保、还款来源所贷得的金额,即可兼并任何规模的公司。由于此种收购方式在操作原理上类似杠杆,故而得名。具体来说,杠杆收购具有如下特征:①收购公司用以收购的自有资金与收购总价金相比微不足道,前后者之间的比例通常在10%到15%之间;②绝大部分收购资金系借贷而来,贷款方可能是金融机构、信托基金、富有的个人,甚至可能是目标公司的股东(购并交易中的卖方允许买方分期给付购并资金);③用来偿付贷款的款项来自目标公司营运所生的资金,即目标公司将支付它自己的售价;④收购公司除投资非常有限的金额(自有资金)外,不承担进一步投资的义务,亦即贷出绝大部分购并资金的债权人,只能向目标公司(被收购公司)求偿,而无法向真正的借款方——收购公司求偿。实际上,贷款方往往在被收购公司资产上设有担保,以确保优先受偿地位。杠杆收购60年代出现于美国,之后迅速发展,80年代已风行于欧美。在此种收购模式大量为收购公司采用后,企业界从前不可想象一些大公司会成为收购的目标公司,如资产及营业额均在全球名列前茅的巨型企业,也不再理所当然地被排除在兼并暴风带之外。

### 2. 非杠杆收购

指不用目标公司自有资金及营运所得来支付或担保支付购并价金的收购方式,早期购并风潮中的收购形式多属此类。但非杠杆收购并不意味着收购公司不用举债即可负担购并价金,实践中,几乎所有的收购都是利用贷款完成的,所不同的只是借贷数额的多少而已。

## 八、按购并双方在购并完成后的法律地位划分

按照此标准,公司购并可以分为吸收合并与新设合并。

### 1. 吸收合并

指两个或两个以上公司合并,其中一个公司存续,其他公司终止的情形。

### 2. 新设合并

指两个或两个以上公司因合并而生成一个新的公司,合并各方随新公司产生而终止的情形。

## 九、按收购公司与目标公司是否同属一国企业划分

按照这种方式划分可以有跨国购并和国内购并。

## 十、其他特殊的公司购并形式

除以上划分方法外,还有无偿购并、承担债务式购并、长期租包式合并、产权交易等。<sup>①</sup>

### 1. 无偿购并

一般发生在同一财政渠道内的全民所有制企业之间,由效益好的优势企业兼并效益差、规模小的企业。因财产所有权和税利缴纳渠道都在同级财政关系范围内,企业资产只在同一层次的不同主体间转换。

### 2. 承担债务式购并

根据承担债务的程度不同,又可分为:①在资产和债务等值的情况下,收购方以承担被收购方全部债务为条件,接收其全部资产和经营权,被收购方法人资格消失;②收购方以承担被收购方部分债务,同时提供技术、管理服务为条件,取得被收购方的部分资产所有权和全部经营权,被收购方虽然更换了领导班子,但仍独立核算、自负盈亏,企业的原所有制性质不变。

### 3. 长期租包式购并

指将企业兼并与企业承包租赁经营责任制结合起来的一种形式,具体表现为有些企业兼并条件尚不成熟,便采取企业间长期承包租赁经营的形式达到生产要素的优化组合,待时机成熟后再行兼并。

### 4. 产权交易

指产权所有人或产权受托人将其整体或部分财产在市场进行交易的行为,但股份有限公司上市股交易除外。<sup>②</sup>

---

① 参见袁洪权《企业购并理论与实务》企业管理出版社1994年版,第36~38页。

② 《海南经济特区产权交易市场管理办法》第3条。

### 第三节 公开收购要约

公开收购要约是购并活动中收购公司将收购价格、数量及有效期等予以公开,对不特定多数人大量取得目标公司股票的行为。<sup>①</sup>

在美国,公开收购要约称为 Tender Offer,历来是收购公司购并目标公司的常用策略,也是美国联邦证券交易法( Securities Exchange Act of 1934 )规范的重点之一。

本节以美国为例,对证券交易法关于公开收购要约的规定作一简介。

#### 一、公开收购要约的定义

公开收购要约,通常是指收购公司公开地向目标公司全体股东发出要约,承诺以某一特定价格购买一定比例或数量的目标公司股份。

但美国联邦证券交易法及联邦证券管理委员会( SEC )制定的行政规则中并未对于公开收购要约加以定义,致使在有关争议中判定何为公开收购要约的重任落到各级法院肩上。

不过在 1979 年末,联邦证管会在“对公开收购要约不加定义”的态度有所改变,开始考虑是否有必要对公开收购要约的涵义进行界定,以避免若干实质上属于公开收购要约的行为,得以利用联邦证券交易法及证管会规则中的空白点,回避有关法案的适用,造成目标公司普通股东在未获得充分信息的情况下即被迫作出不明智的投资决定。因此,联邦证管会在 1979 年 11 月 29 日对外发表声明,表示有意在有关行政规则中对公开收购要约加以定义。但由于政治环境的改变,直到目前为止,联邦证管会尚未能实践其诺言,对公开收购要约给出一个官方定义。

但由美国法律协会( American Law Institute )和美国律师协会( American Bar Association )合作,由哈佛大学法学院教授路易斯·罗斯( Louis Loss )总负责起草的一份《联邦证券法》( Federal Securities Act )中,将公开收购要约定义为:任何一个向超过 35 名的目标公司股东作出收购股份的要约,或向超过 35 名的股东发出出售股份的要约邀请的行为。但下列行为不属于公开收购要约:①该等行业是证券经纪商或自营商,在其证券业务范围内的一种正常的股票买卖行为,或没有实际发出要约,仅表明有意发出此类要约,或希望对方发出出售股份的要约。②符合联邦证管会在其制定的规则或规章中作出的其他各项规定。

#### 二、联邦证券交易法对于公开收购要约的一般性规定

美国国会在 1968 年通过《威廉斯法案》( The Williams Act ),将 1934 年联邦证券交易法加以修改,使公开收购要约行为能够由联邦证券法规加以规范。依该法案规定,在 1934 年证券

<sup>①</sup> 据《日本证券交易法》第二十七条之 2“公开购买的申报”,公开购买(公开收购要约)是指在有价证券市场外对非特定的多人进行股票及其他政令规定的有价证券的收购要约,或进行有价证券市场外销售的要约邀请。

交易法第十三条中加入(D)(E)项,在第十四条中加入(D)(E)(F)项。

依1934年证券交易法第十三条(D)项以及联邦证管会依该项规定所制定的行政规章13D-1(Regulation 13D-1 of the 1934 Act)的规定,任何人或任何“一群人”(Group),如果取得任何已依1934年证券交易法第十二条规定,向联邦证管会登记的“有价证券”发行人(Issuer)所发行“股权证券”(Equity Security)5%以上的“所有权”(Beneficial Ownership)时,必须在持股比例达到5%后10日内,向联邦证管会填报Schedule 13D,并且必须分送发行人,以及该种股权证券挂牌交易的交易所。

依据1934年证券交易法第十四条(D)项以及联邦证管会依据本项规定所制定的规章14D(Regulation 14D of the 1934 Act)的规定,任何人或任一“一群人”,如以公开收购要约的方式,而能持有任何已依1934年证券交易法第十二条规定,向联邦证管会办理登记的“有价证券”发行人,所发行“股权证券”5%以上的“所有权”时,必须在展开公开收购要约的同时,向联邦证管会填报Schedule 14D-1。

目标公司在面临收购公司所提出的公开收购要约或其他购并行动时,或为了防止本身成为被购并的对象,发行人可能会自行买回一部分已发行的股份(Issuer Repurchase),使其他人无法顺利加以购并。为了规范在这种情况下可能产生的弊端,1934年证券交易法第十三条(E)项以及上述联邦证管会所制定的Reg. 13D-1中,制定了3项“规则”(Rules),专门用以规范在发行人买回自己所发行的股份时可能产生的问题。

不论在公开收购要约或在发行人买回本身所发行的股份时,《威廉斯法案》均要求收购公司、目标公司(或发行人),与持有发行人所发行的“股权证券”超过5%的股东,依据公开原则,向联邦证管会填报各项有关表格,以公布相关的资料,并且必须向面临公开收购要约或发行人自行买回的股东们公布有关的资讯。由于这些规定的目的,是使股东们可以从所公布的资料中获取足够的资讯,以作出合理的投资决定,因此如何确保所公布的内容正确,便成为《威廉斯法案》是否可以有效保障一般股东的重大关键。为了确实实现本项目的目标,1934年证券交易法第十四条(E)项规定,在任何公开收购要约中,不可以有“实质性不实陈述”(Material Misstatement)、“误导性疏漏”(Misleading Omission)与“欺骗性或操纵性行为”(Fraudulent or Manipulative Acts)。为了进一步防止在公开收购要约中所可能出现的“不当行为”,联邦证管会依据1934年证券交易法第十四条(E)项的规定,制定了规则14E(Regulation 14E of the 1934 Act),以使目标公司股东获得更完美的保障,作出合理的决定。

不论在公开收购要约,或在有人取得超过发行人的“股权证券”5%的情况下,均可能会造成发行人董事会成员的变动。因此1934年证券交易法第十四条(F)项以及联邦证管会依本项规定所制定的规则14F-1(Rule 14F-1 of the 1934 Act)规定,如果目标公司(或发行人)过半数董事,因为上述原因而发生变动时,必须及时向股东公布,所必须公布的资料,相当于征求委托书者所必须公布的资料。

我国在证券法规中也规定了“强制公开收购”制度,即规定当收购公司持有目标公司股份达到一定比例,可能操纵后者的董事会并进而对股东权益造成影响时,收购公司即负有对目标公司所有股东发出收购要约,以特定出价购买股东手中持有的目标公司股份的强制性义务。<sup>①</sup>我国《股票发行与交易管理暂行条例》中规定强制公开收购的触发点为30%,当然,收购公司

<sup>①</sup> 参见《股票发行与交易管理暂行条例》第48条。

持有上市目标公司股份达到上述比例之前,也可以自由发动公开收购,只是必须履行行政法规关于报告、公告的程序规定(《股票发行与交易管理暂行条例》第四十七、四十九、五十、五十一、五十二条)。如果收购公司为公开发行股票公司的,还需满足法规对上述报告及公告的内容要求(《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》第十七、十八及十九条)。

### 第四节 西方公司购并理论及其评价

购并理论产生于购并实践,反过来又推动着购并实践的发展。在西方历史悠久的公司购并史中,西方学者从各种角度对购并活动进行了不同层面的分析和探讨,提出了许多假说。总起来看,目前西方学者对公司购并的理论研究尚没有形成一个公认的系统分析框架,是各持一家之言、众说纷纭,但其研究的基点却是一致的,即购并发生的原因和购并所能带来的利益价值(管理上的和效益上的)的大小。也可以说,西方公司购并理论面临着两个基本问题:①什么力量在推动着公司的收购与兼并;②公司购并对整个经济以及交易双方而言是利还是弊。

本文依据美国学者 J. Fred Weston 等人的研究<sup>①</sup>,对目前西方购并理论中具有代表性的六种观点作一简单介绍。

#### 一、效率理论(Efficiency Theory)

效率理论认为公司购并活动能够给社会收益带来一个潜在的增量,而且对交易的参与者来说无疑能提高各自的效率。这一理论包含两个基本的要点:①公司购并活动的发生有利于改进管理层的经营业绩;②公司购并将导致某种形式的协同(Synergy)效应。该理论暗含的政策取向是鼓励公司购并活动的。

效率理论可细分为六个子理论。

##### 1. 效率差异化理论(Differential Efficiency)

效率差异化理论认为购并活动产生的原因在于交易双方的管理效率是不一致的。通俗讲就是,如果 A 公司的管理效率优于 B 公司,那么在 A 公司兼并 B 公司后, B 公司的管理效率将被提高到 A 公司的标准,从而效率由于两公司的合而为一得到了促进。

该理论可以形象地称之为“管理协同”理论。亦即具有较高效率的公司将会兼并有着较低效率的目标公司并通过提高目标公司的效率而获得收益(Gains),这暗含着收购方具有剩余的管理资源。该理论有两个基本假设:

(1) 如果收购方有剩余的管理资源且能轻易释出(Release),购并活动将是没有必要的;但如果作为一个团队(Team)其管理是有效率和不可分割的,或者具有规模经济,那么通过购并交易使其剩余的管理资源得到充分利用将是可行的。

(2) 对于目标公司而言,其管理的非效率可经由外部经理人的介入和增加管理资源的投入而得到改善。

<sup>①</sup> 参见 J. Fred Weston 《Mergers, Restricting, And Corporate Control》, Prentice-Hall, Inc. (1990)。

### 2. 非效率管理理论( Inefficient Management )

这一理论一般很难和前面提及的效率差异化理论及后面将提到的代理理论区分开来。一方面,非效率管理可能仅是指由于管理层未能充分利用既有资源以达到潜在绩效,相对而言,另一控制集团( Control Group )的介入能使目标公司的管理更有效率;另一方面,非效率管理亦可能意味着目标公司的管理是绝对无效率的,几乎任一外部经理层都能比既有管理层做得更好。该理论为混合兼并提供了一个理论基础。而在效率差异化理论中,收购方具有目标公司所处行业所需的特殊经验并致力于改进目标公司的管理。因此,效率差异理论更适用于解释水平式兼并( 横向兼并 ),与此相对,非效率管理理论更适用于分析混合兼并,即处于不相关的行业的公司间的购并活动。

非效率管理理论具有三个理论假设:

- (1) 目标公司无法替换有效率的管理,而诉诸于需要成本的收购;
- (2) 如果只是因为经理人的无效率管理,目标公司将成为收购公司的子公司而不是合而为一;
- (3) 当收购完成后,目标公司的管理者需被替换。

### 3. 经营协同效应理论( Operating Synergy )

该理论认为,由于在机器设备、人力或经费支出等方面具有不可分割性,因此产业存在规模经济的潜能。水平式、垂直式甚至是混合式的兼并都能实现经营协同效应。例如,A公司擅长营销但不精于研究开发,而B公司正好相反,如果A公司兼并了B公司,那么通过两者的优势互补将产生经营上的协同效应。

### 4. 多角化理论( Pure Diversification )

作为一种购并理论,多角化区别于股份持有者证券组合的多样化理论。由于股东可以在资本市场上将其投资分散于各类产业,从而分散其风险,因此,公司进行多角化经营和扩张并不是出于为股东利益着想。在所有权与经营权相分离的情况下,公司管理层甚至其他员工将面临较大风险——如果公司的单一经营有可能陷于困境的话。由于他们不能像公司股东一样可在资本市场上分散其风险,只有靠多角化经营才能分散其投资回报的来源和降低来自单一经营的风险。而且,公司内部的长期员工由于具有特殊的专业知识( Specific Knowledge ),其潜在生产力必优于新进的员工,为了将这种人力资本保留在组织内部,公司可以通过多角化经营来增加职员的升迁机会和工作的安全感。此外,如果公司原本具有商誉、客户群体或是供应商等无形资产时,多角化经营可以使此资源得到充分的利用。虽然多角化经营未必一定通过收购来实现,而可通过内部的成长而达成,但时间往往是重要因素,而通过收购其他公司可迅速达到多角化扩展的目的。

### 5. 策略性结盟理论( Strategic Realignment )

该理论认为,公司的购并活动有时是为了适应环境的变化而进行多角化收购以分散风险的,而不是为了实现规模经济或是有效运用剩余资源。多角化互保的形成,可使公司有更强的应变能力以面对改变着的经营环境。

### 6. 价值低估理论( Undervaluation )

这一理论认为,当目标公司的市场价值( Market Value )由于某种原因而未能反映出其真实价值( True Value )或潜在价值( Potential Value )时,购并活动将会发生。公司市值被低估的原因一般有以下几种。

- (1) 公司的经营管理未能充分发挥应有之潜能；
- (2) 收购公司拥有外部市场所设有的、有关目标公司真实价值的内部信息；
- (3) 由于通货膨胀造成资产的市场价值与重置成本的差异，而出现公司价值被低估的现象。可通过 Q 比例<sup>①</sup>(Q-Ratio) 对此进行估算，如果 Q 比例小于 1，则收购将会产生潜在收益。例如，Q 比例为 0.6，即使收购成本为市值的 1.5 倍，但总成本亦只有资产重置成本的 90%，收购该公司依然有利可图。

## 二、讯息信号理论(Information and Signaling)

该理论认为当目标公司被收购时，资本市场将重新对该公司的价值作出评估。

(1) 股票收购传递了目标公司被低估的信息，就目标公司而言并不需要采取任何行动就会有市值重估的产生，称为“待价而估”。

(2) 收购要约的公布或关于收购的谈判将传达某种信息，告知目标公司的管理层应从事更有效率的管理活动。

## 三、代理问题与管理者主义(Agency Problem and Managerialism)

代理问题的产生是由于公司管理层与公司股东两者的利益是不一致的。由于管理层只有公司的小部分所有权，使得管理层会偏向于非现金的额外支出，如豪华办公室、专用汽车等，而这些支出则由公司其他所有者共同负担。这种情形在大公司更为严重，由于所有权更为分散，对于个人股东更缺乏动力花费成本以监控管理者，即使监控管理者，所费资源仍属于代理成本。所以代理成本可以扩大为以下范围：①所有人与代理人的签约成本；②监督与控制代理人的成本；③限定代理人执行最佳决策成本或执行次佳决策所需的额外成本；④剩余利润的损失。

这一理论对公司购并的解释可归纳为以下三个观点。

### 1. 收购可以降低代理成本

公司的代理问题可经由适当的组织设计解决，当公司的经营权与所有权分离时，决策的拟定和执行与决策的评估和控制应加以分离，前者是代理人的职权，后者归所有者管理，这是通过内部机制设计来控制代理问题。而收购事实上可以提供一种控制代理问题的外部机制，当目标公司代理人有代理问题产生时，收购或代理权的竞争可以降低代理成本。

### 2. 管理者主义

幕勒(Muller)于 1969 提出假说，认为代理人的报酬决定于公司的规模，因此代理人有动机通过收购使公司规模扩大，而忽视公司的实际投资收益率。但里魏仑(Lewellen)、汉斯曼(Huntsman)在 1970 年的实证分析表明代理人的报酬与公司的投资收益率有关而与公司规模无关，此结果与上述假设相反。持反对意见者则认为收购本身实际就是代理问题的产生。

### 3. 骄傲假说

罗尔(Roll)在 1986 年认为收购者在评估目标公司时，往往过于乐观，尽管该项交易并无

<sup>①</sup>  $Q \text{ 比例} = \frac{\text{股票的市值}}{\text{资产的重置成本}}$

投资价值。如将所有的收购都归因于骄傲理论,必须具备强式效率市场的前提,但在实际的经济体系中,强式效率市场是很难存在的,因此骄傲假说只能部分解释收购活动的发生。

### 四、自由现金流量假说(Free Cash Flow Hypothesis)

自由现金流量假说源于代理成本问题。在公司购并活动中,自由现金流量的减少有助于化解经理人与股东间的冲突。所谓自由现金流量指的是公司的现金在支付了所有 NPV(净现值)为正的 投资计划后所剩余的现金量。琼森(Jensen)在 1986 年认为,自由现金流量应完全交付股东,此举降低经理人的权力,避免代理问题的产生,同时再度进行投资所需的资金由于将在资本市场上重新筹集而再度受到监控。

除了减少自由现金流量外,琼森认为适度的债权由于在未来必须支付现金,比管理者采用现金股利发放来得有效,更容易降低代理成本。他强调,尤其是在已面临低度成长而规模逐渐缩小,但仍有大量现金流量产生的组织中,控制财务上的债权是重要的。也就是说,公司可通过收购活动,适当地提高负债比例,可减少代理成本,增加公司的价值。

### 五、市场势力理论(Market Power)

对于收购经常被认为的好处是可以提高公司的市场占有率,由于市场竞争对手的减少,可以增加公司对市场的控制力,但有的学者认为市场占有率的提高,并不代表规模经济或协同效应的实现。只有通过水平或垂直式收购整合,使市场份额上升的同时又能实现规模经济或协同效应,这一假说才能成立。反之若市场占有率的提高建立于不经济的规模之上,则该项收购可能会带来负效应。

### 六、税负考虑(Tax Consideration)

税收上的好处能够部分解释收购的产生,尤其是在公司合并上,当公司有过多账面盈余时,合并另一公司可以降低赋税支出,如果政府主动以税负减免的方式鼓励公司的合并,这一好处将更加明显。

## 第五节 公司购并动因与效应分析<sup>①</sup>

企业兼并的动机与效应往往是联系在一起的,有些兼并的起因来源于一些兼并将会出现的后果。综合考察,企业兼并的原始动因主要有以下几个方面。

### 1. 追求利润的动机

稍有经济学常识的人都会清楚,在市场经济中,一个企业的经济活动,必然是一个追逐利

---

<sup>①</sup> 本节参照王韬光、胡海峰著《企业兼并》,上海人民出版社 1995 年版

润的过程。这是其生产的目的,在资本主义社会尤其如此。追求利润最大化是西方企业家从事生产经营活动的根本宗旨,企业兼并作为一种商品经济活动也不例外,它最初产生的动力就源于资本家追求利润最大化的动机。由于通过企业兼并可以提高经济规模,增加产品产量,获得更多的利润,因此企业家总是想方设法地利用企业兼并的途径获得更大的利益。投资银行家受高额佣金的诱使,也在极力促使企业兼并的成功。因此,利润最大化的生产动机刺激了企业兼并的不断产生和发展。

### 2. 竞争压力的动机

企业兼并另一方面的动力来源于竞争的巨大压力。有市场就会存在竞争,这几乎是市场经济中一条铁的法则。尽管竞争的形式多种多样,但从根本上讲,竞争还是单位成本的竞争。哪一厂商产品的单位成本低,就会获得比其他企业更多的利润,从而在市场上站住脚,占有更多的市场份额,打败对手。当然,竞争的前提是其产品适销对路。

以上两点仅仅是西方企业兼并的原始动力。在现实的经济生活中,兼并的原始动力又是以各种不同的具体形态表现出来的。也就是说,企业并不仅仅由于某一种原因进行兼并,实际的兼并过程是一个多因素的综合平衡过程。西方学者认为,主要有五个方面的因素影响西方企业兼并活动:①经营协同效应;②财务协同效应;③企业发展动机;④市场份额效应;⑤企业发展战略动机。

## 一、经营协同效应

所谓协同效应即  $2+2>4$  的效应,兼并后,企业的总体效益要大于两个独立企业效益的算术和。经营协同效应主要指的是,兼并给企业生产经营活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益。

企业兼并对企业效率的最明显作用,表现为规模经济效益的取得。企业规模经济由工厂规模经济和企业规模经济两个层次组成。

兼并对工厂规模经济带来的好处是:①企业可以通过兼并对工厂的资产进行补充和调整,达到最佳经济规模的要求,使工厂保持尽可能低的生产成本。②兼并还能够使企业在保持整体产品结构情况下,在各个工厂中实现产品的单一化生产,避免由于产品品种的转换带来的生产时间的浪费,集中在一个工厂中大量进行单一品种生产,从而达到专业化生产的要求。③在某些场合中,企业兼并又能够解决由于专业化带来的一系列问题。现代化大生产由于科学技术的发展,在很多生产领域中要求实行连续化生产,在这些部门,各生产流程之间的密切配合有着极其重要的意义。企业通过兼并,特别是纵向兼并,可以有效地解决由于专业化引起的各生产流程的分离,将它们纳入同一工厂中,可以减少生产过程中的环节间隔,降低操作成本、运输成本,充分利用生产能力。

规模经济的另一个层次是企业规模经济,通过兼并将许多工厂置于同一企业领导之上,可以带来一定程度的规模经济。这主要表现在:①节省管理费用。由于中、高层管理费将在更多数量的产品中分摊,单位产品的管理费用可以大大减少。②多家工厂企业可以对不同顾客或市场面进行专门化生产的服务,更好地满足他们各自的不同需要。而这些不同的产品和服务可以利用同一销售渠道来推销,利用相同技术扩散来生产,达到节约营销费用的效果。③可以集中足够的经费用于研究、发展、设计和生产工艺改进等方面,迅速推出新产品,采用新技术。

④企业规模的相对扩大,使得企业的直接筹资和借贷都比较容易,它有充足的财务能力采用各种新发明、新设备、新技术,适应环境和宏观经济的变化。

## 二、财务协同效应

财务协同效应主要是指兼并给企业在财务方面带来的种种效益,这种效益的取得不是由于效率的提高而引起的,而是由于税法、会计处理惯例以及证券交易等内在规定的作用而产生的一种纯金钱上的效益。主要表现在以下两个方面。

### 1. 通过兼并实现合理避税的目的

税法对个人和企业的财务决策有着重大的影响。不同类型的资产所征收的税率是不同的,股息收入和利息收入、营业收益和资本收益的税率有很大区别。由于这种区别,企业能够采取某些财务处理方法达到合理避税的目的。在西方现有税法下,税收对兼并的刺激作用主要有两种。一种同兼并的形式无关,另一种则同兼并的形式紧密相关。

(1)企业可以利用税法中亏损递延条款来达到合理避税目的。所谓亏损递延指的是,如果某公司在一年中出现了亏损,该企业不但可以免付当年的所得税,它的亏损还可以向后递延,以抵销以后几年的盈余,企业根据抵销后的盈余交纳所得税。因此,如果企业在一年中严重亏损,或该企业连续几年不曾盈利,企业拥有相当数量的累积亏损时,这家企业往往会被考虑作为兼并对象,或者该企业考虑兼并一盈利企业,以充分利用它在纳税方面的优势。

当企业B兼并企业S时,如果企业B不是用现金购买企业S的股票,而是把企业S的股票按一定比率换为企业B的股票,由于在整个过程中,企业S的股东既未收到现金,也未实现资本收益,这一过程是免税的。通过这种兼并方式,在不纳税情况下,企业实现资产的流动和转移,资产所有者实现追加投资和资产多样化的目的。在美国1963~1968年的兼并浪潮中,大约有85%的大型兼并活动采用这种兼并方式。

(2)买方企业不是将被兼并企业的股票直接转换为新的股票,而是先将它们转换为可转换债券,过一段时间后再将它们转化为普通股票。这样做在税法上有点好处:①企业付给这些债券的利息是预先从收入中减去的,税额由扣除利息后的盈余乘以税率决定,可以少交纳所得税。②企业可以保留这些债券的资本收益直到这些债券转化为普通股票为止。由于资本收益的延期偿付,企业可以少付资本收益税。

### 2. 预期效应对兼并的巨大刺激作用

财务协同效应的另一重要部分是预期效应。预期效应指的是由于兼并使股票市场对企业股票评价发生改变而对股票价格的影响。预期效应对企业兼并有重大影响,它是股票投机的一大基础,而股票投机又刺激了兼并的发生。在西方市场经济中,企业进行一切活动的根本目的是增加股东的收益,而股东收益的大小,很大程度决定于股票价格的高低。虽然企业股票价格受很多因素影响,但主要取决于对企业未来现金流量的判断,这一流量只能依据企业过去的表现作出大致的估计。因此,证券市场往往把市盈率,即价格-收益比率(Price Earnings, PE)值作为一个对企业未来的估计指标,该指标综合反映了市场对企业各方面的主观评价。企业在 $t$ 时刻的股票价格等于它在 $t$ 时刻每股收益与PE值的乘积。

在外界环境相对平静情况下,一个企业在短时间内PE值不会有太大变动,只有当企业的盈利率或盈利增长率有很大提高的情况下,PE值才会有所提高。因此,股票价格在短时间内

一般不会有较大波动,当企业 B 兼并企业 S 时,由于兼并方企业规模往往较大,企业 B 的 PE 值通常被用作兼并后企业的 PE 值。当企业 S 的 PE 值低于企业 B 的 PE 值,但每股收益高于企业 B 的每股收益时,说明市场由于种种原因对企业 S 评价偏低。兼并后,企业 B 平均了企业 S 的每股收益,使兼并后的每股收益有可能上升,从而引起 PE 值的上升,造成企业 B 和企业 S 的股票价格剧烈上升。

一个企业,特别是那些处于兼并浪潮中的企业,可以通过不断兼并那些有着较低 PE 值、但有较高每股收益的企业,使企业的每股收益不断上升,让股份保持一个持续上升的趋势,直到由于合适的兼并对象越来越少,或者为了兼并必须同另外的企业进行激烈竞争,造成兼并成本不断上升而最终无利可图为止。预期效应的刺激作用在美国 1965~1968 年的兼并热潮中表现得非常显著,在绝大部分的兼并活动中,兼并方的价格—收益比率一般都大大超过被兼并方。

在西方,由于预期效应的作用,企业兼并往往伴随着强烈的股价波动,因此造成了极好的投机机会。所谓“内幕交易”(Insider Trading 或 Insider Dealing)就是掌握了兼并内幕信息的企业或个人,预先购入兼并方或被兼并方的股票,待兼并完成后,按上涨的价格将股票售出,从而获得巨大利益。这种情况与称为“风险套利”(Risk Arbitrage)交易的行为虽然是同出一辙,但由于后者是一种正常的商业行为,因而是常见的和允许的,而前者是一种利用事先的信息从事的经营活动,因而是违法的、不允许的。但在股票市场上,这种对投机利益的追求反过来又极大地刺激了企业兼并。

### 三、企业发展动机

在竞争性经济条件下,企业只有不断发展才能保持和增强它在市场中的相对地位,才能够生存下去。因此,企业有很强的发展欲望,但同时又不能盲目地扩张,要注意保持一定的发展速度。在这种情况下,企业可以运用两种基本方式进行发展:①通过内部投资新建方式扩大生产能力;②通过兼并获得行业内原有生产能力。比较而言,兼并往往是效率比较高的方法。这是因为:

#### 1. 兼并有效地降低了进入新行业的壁垒

①企业在进入一个新的领域时,面临着现有企业的激烈反应,若以小规模方式进入,却面临着成本劣势。②产品差异使用户从一种产品转向购买新进入者的产品时,必须支付高额转置成本,使新企业难以占领市场。③资金限制。某些资本密集型行业要求巨额投资,企业进入新领域时,存在较大风险,使企业在筹资方面有一定困难。④由于原有企业与销售渠道之间长期密切的关系,企业要进入新市场时必须打破原有企业对销售渠道的控制,才能获得有效可靠的销售渠道。⑤新企业还可能面临其他一系列不利因素。例如原企业拥有专门的生产技术、取得原料的有利途径、有利的地理位置、累积的经验、政府的优惠政策等。

当企业试图进入新的生产领域时,它可以通过在新行业中投资新建的方式,也可以通过兼并的方式来实现。在运用投资新建的方法时,必须充分考虑到全部进入壁垒,还必须考虑到由于新增生产能力对行业的供求平衡的影响。如果新增生产能力很大,行业内部将可能出现过剩的生产能力,从而引发价格战。在运用兼并方法时,进入壁垒可以大幅度降低。由于兼并并没有给行业增添新的生产能力,短期内行业内部的竞争结构保持不变,所以引起价格战或报复

的可能性大大减小了。

### 2. 兼并大幅度降低了企业发展的风险和成本

投资新建的方法并不仅仅涉及到增加新的生产能力,企业还要花费大量的时间和财力获取稳定的原料来源,寻找合适的销售渠道,开拓和争夺市场。因此,这种方法涉及更多的不确定性,相应的风险较大,资金市场所要求的风险成本较高。在兼并情况下,企业可以利用原有企业的原料来源、销售渠道和已占有的市场。资金市场对原有企业也有一定了解,可以大幅度减少发展过程中的不确定性,降低风险和成本。

### 3. 兼并充分利用了经验—成本曲线效应

运用兼并发展的另一巨大优势是取得经验曲线效应。在很多行业中,当企业在生产经营中经验越积累越多时,可以观察到一种单位成本不断下降的趋势。成本的下降主要是由于工人的作业方法和操作熟练程度的提高、专用设备和技术的应用、对市场分布和市场规律的逐步了解、生产过程作业成本和管理费用降低等原因。这种成本随经验下降的现象对一些劳动力素质要求较高的企业最有好处。这些企业里的工人必须从事难度较大的、复杂的生产作业。经验的积累可以大幅度提高工人的劳动熟练程度,使经验—成本曲线效果格外显著,由于经验固有的特点,企业无法通过复制、聘请对方企业雇员、购置新技术或新设备等手段来取得这种经验,这就使拥有经验的企业具有了成本上的竞争优势。采用投资新建方法进入某一新的经营领域时,新企业由于不具备经验优势,其成本必然高于原有企业(除非新企业在技术、效率方面有重大突破)。新企业为了获得经验并与原有企业保持均势成本,必须承担由于价格低于成本或接近成本而引起的巨额投资亏损。

企业通过兼并发展时,不但获得了原有企业的生产能力和各种资产,还获得了原有企业的经验,经验—成本曲线效应对混合兼并有特别重要的作用。混合兼并更经常进入那些新的经营领域,在这些领域中,经验往往是一种有效的进入壁垒。通过混合兼并,混合一体化企业的各部分可以实行经验分享,形成一种有力的竞争优势。

虽然兼并是一种更有效率的发展方法,但它存在很大局限性。从社会角度看,兼并并没有新增生产能力,社会生产能力的增加只有靠内部投资才能实现。在很多时候,企业很难找到一个完全合适的兼并对象,这也许是对兼并发展的主要限制。在某些行业中,由于技术和设备变化很快,经验曲线效果不明显,企业只有通过内部投资的方法才能赶上生产技术的最新发展。当企业进行的是依靠世界技术的创新性发展,或首次采用某种生产新方法时,也只能依靠内部投资来建设。因此,企业兼并不能完全代替内部投资的方法,只是在某些情况下,能够提高企业在发展方面的效率。

## 四、市场份额效应

市场份额指的是企业的产品在市场上所占份额,也就是企业对市场的控制能力。企业市场份额的不断扩大,可以使企业获得某种形式的垄断,这种垄断既能带来垄断利润又能保持一定的竞争优势。因此这方面的原因对兼并活动有很强的吸引力。企业兼并分为三种基本形式:横向兼并、纵向兼并和混合兼并。它们都能提高企业的市场势力,但它们的影响方式有很大的不同。

### 1. 横向兼并

横向兼并有二个明显的效果:实现规模经济和提高行业集中程度。横向兼并对市场权力的影响主要是通过行业的集中度进行的,通过行业集中,企业市场权力得到扩大。横向兼并对行业结构的影响主要有以下三方面。

(1)减少竞争者的数量,改善行业的结构。当行业内竞争者数量较多而且处于势均力敌的情况下,行业内所有企业由于激烈的竞争,只能保持最低的利润水平。通过兼并,使行业相对集中,行业由一家或几家控制时,能有效地降低竞争的激烈程度,使行业内所有企业保持较高利润率。

(2)解决了行业整体生产能力扩大速度和市场扩大速度不一致的矛盾。在规模经济支配下,企业不得不大量增加生产能力,才能提高生产效率,但企业扩大生产能力往往是与市场需求的增加不一致的,从而破坏供求平衡关系,使行业面临生产能力过剩。实行企业兼并,使行业内部企业得到相对集中,既能实现规模经济的要求,又能避免生产能力的盲目增加。

(3)兼并降低了行业的退出壁垒。某些行业(如钢铁、冶金行业),由于它们的资产具有高度的专业性,并且固定资产占较大比例,从而这些行业中的企业很难退出这一经营领域,只能顽强地维持下去,致使行业内过剩的生产能力无法减少,整个行业平均利润保持在较低水平上。通过兼并和被兼并,行业可以调整其内部结构,将低效和陈旧的生产设备淘汰,解决了退出壁垒成本过高的问题,达到稳定供求关系、稳定价格的目的。

横向兼并通过改善行业结构,使兼并后的企业增强了对市场的控制力,并在很多情况下形成垄断,从而降低了整个社会经济的运行效率。因此,对横向兼并的管制一直是各种反托拉斯法的重点。

### 2. 纵向兼并

纵向兼并是企业将关键性的投入—产出关系纳入企业控制范围,以行政手段而不是市场手段处理一些业务,以达到提高企业对市场的控制能力的一种方法。它主要通过对原料和销售渠道及用户的控制来实现这一目的。纵向兼并使企业明显地提高了同供应商和买主的讨价还价能力。企业主要通过迫使供应商降低价格来同供应商进行竞争,通过迫使买主接受较高的价格来同买主进行竞争。这种讨价还价的能力主要是由买卖双方的行业结构,以及它们之间的相对重要性决定的。企业通过纵向兼并降低了供应商和买主的重要性,特别是当纵向兼并同行业集中趋势相结合时,能极大地提高企业的讨价还价能力。

纵向兼并往往导致“连锁”效应。一个控制了大量关键原料或销售渠道的企业,可以通过对原料和销售渠道的控制,有力地控制竞争对手的活动。因此,即使纵向一体化不存在明显的经济效益,为防止被竞争对手所控制,当一家企业率先实行纵向兼并时,其余企业出于防卫的目的,也必须考虑实行纵向一体化。

### 3. 混合兼并

从表面上看,很难看出混合兼并对市场势力有何明显影响,混合兼并对市场势力的影响,多数是以隐蔽的方式来实现的。在多数情况下,企业通过混合兼并进入的,往往是与他们原有产品相关的经营领域。在这些领域中,它们使用与主要产品一致的原料、技术、管理规律或销售渠道。这方面规模的扩大,使企业对原有供应商和销售渠道的控制加强了,从而提高了他们对主要产品市场的控制。另一种更为隐蔽的方式是,企业通过混合兼并增加了企业的绝对规模,使企业拥有相对充足的财力,与原市场或新市场的竞争者进行价格战,采用低于成本的定

价方法迫使竞争者退出某一领域,达到独占或垄断某一领域的目的。由于巨型混合一体化企业涉足很多领域,从而对其他相关领域中的企业形成了强大的竞争威胁,使一般的企业不敢对它的主要产品市场进行挑战,以免引起它的报复,结果造成这些行业竞争强度的降低。

虽然以上三种形式的兼并都可以增加企业对市场的控制能力,但比较而言,横向兼并的效果最为明显,纵向兼并次之,而混合兼并则主要是间接的。企业市场势力的扩大有可能引起垄断,因此,各国反托拉斯法对出于垄断目的的兼并活动都加以严格的管制,问题是有时很难确切地说企业通过兼并就是为了达到垄断,兼并的各种后果往往是混合在一起的。

### 五、企业发展的战略动机

根据企业生命周期理论,每一个企业的产品都有一个开发、试制、成型、衰退的过程。对于生产某一主导产品的企业,它一方面可以不断地开发新品种适应企业的产品生命周期,另一方面则可以制定较长远的发展战略,有意识地通过企业兼并的方式进行产品的转移。

例如,以生产“万宝路”而著名的菲利普·莫里斯(Philip Morris)公司,从60年代起就意识到香烟市场将会逐步萎缩,因此,有意识地将从香烟上获得的利润进行转移,兼并了一系列食品行业的企业,其基本的战略目标是要在本世纪末将公司转变为一个拥有大量利润的有香烟分部的食品公司,而不是一个附带生产食品的烟草公司。再如,在1989年底震惊美国的日本索尼公司购买美国最大电影制片公司——哥伦比亚影片公司中,索尼公司的战略很清楚,它要借助哥伦比亚公司雄厚的制片能力和旧片库存来占领高清晰度彩色电视及录像机市场。索尼公司曾由于“软片”的不足,致使其首创的大1/2录像机在竞争中遭淘汰,被迫退出这一重要市场。因此,索尼公司在美国一系列的兼并活动是为占领21世纪的视听器材市场作准备。从财务的角度而言,这种为战略目的进行的兼并,往往使企业的整体盈利水平下降(至少短期内如此)。例如菲利普·莫里斯公司的食品销售额已占总销售额的50%,但其盈利仅占30%。而哥伦比亚公司则是一个负债累累和严重经营不善的企业。这一情况有力地说明了企业出于战略目的而进行兼并的重要性。近年来出于这种动机进行的兼并活动越来越多,而且明显地表现在以下三个方面。

#### 1. 企业通过兼并有效地占领市场

企业进入新的行业要克服行业壁垒,企业进入新市场时同样也存在着各种壁垒。通过兼并进入一个新市场,企业就可以通过捷径而有效地克服行业壁垒。日本自行车企业就是成功地利用这种战略,在70年代中期打入美国自行车市场,并在70年代末完全占领了这一市场。随着国际贸易的发展,国与国之间的竞争日益加剧,各种国家、地区壁垒相应地不断加强,在这种情况下,兼并就成了占领和反占领某一地区市场的有力武器。德国的西门子公司为了阻止日本进入西欧的计算机市场,不惜花费巨资兼并了一系列的西欧计算机软件和硬件公司。而日本企业为了能在欧共同体中进行自由贸易,也在英、法、德等国进行了大规模的兼并活动,试图解决关税壁垒和贸易摩擦带来的一系列问题。

#### 2. 企业通过兼并能够实现经验共享和互补

这里的经验不单包括经验曲线效应,还包括企业在技术、市场、专利、产品、管理等方面的特长,也包括优秀的企业文化。企业通过兼并可以在以上各方面、各部分之间实现共享或取长补短,实现互补效应。下面以菲利普·莫里斯公司的成长来说明这类动机。菲利普·莫里斯公

司在 50 年代还只是美国六大烟草公司中最小的一个,该公司经过一系列的探索和努力之后,终于成功地制造出崭新的醇厚浓香口味的“万宝路”香烟,并首次在男性香烟上加上过滤嘴,同时非常成功地运用广告塑造了“万宝路”粗犷的西部男子汉形象。到 70 年代末,它的销量已跃升为全美第一。随着企业战略的转移,该公司逐步进入食品行业,于 1969 年兼并了米纳·布鲁因( Miller Brewing )啤酒公司。该啤酒公司同菲利普·莫里斯公司在某些方面非常相似,它们都面临一个逐渐衰退的市场,都是生产大众消费品,竞争者之间的产品质量都差不多。根据这些情况,菲利普·莫里斯公司推出了“低热量啤酒”。菲利普·莫里斯公司在 1987 年兼并了生产“麦氏咖啡”的通用食品公司( General Foods Corp. )随后推出“低脂肪食品”。该公司充分利用了它在生产“万宝路”中获得的经验和其在市场营销方面的专长。它首先根据市场的发展,占领某一个区别于竞争者的细分市场,并运用有效的广告宣传使消费者接受这些产品,然后再向市场的其余部分渗透和发展。很快,菲利普·莫里斯公司的“低热量啤酒”和“低脂肪食品”都已为消费者普遍接受。

菲利普·莫里斯公司在食品行业取得了相当大的成功后,1988 年,它又以 130 亿美元的巨资兼并了卡夫( Kraft )食品公司,以弥补通用食品公司在产品品种上的不足,同时利用卡夫公司的包装、食品保鲜专长和通用食品公司良好的分销渠道,大幅度地降低销售费用,使菲利普·莫里斯公司成为仅次于雀巢公司的世界第二大包装食品公司。

### 3. 企业通过兼并能获得科学技术上的竞争优势

科学技术在经济发展中起着越来越重要的作用。企业在成本、质量上的竞争往往转化为科学技术上的竞争。企业常常为了取得生产技术或产品技术上的优势而进行兼并活动。日本汽车业战胜美国汽车业的一个重要原因是:日本的汽车制造企业广泛采用机器人进行生产,这样不但降低了成本,而且提高了质量。面对日本的有效攻击,1982 年美国通用汽车公司( GM )新任总裁罗杰密斯上任后,明确提出了高科技的赶超战略。对通用公司进行了一系列的调整和重组,使通用公司从一些领域中退出,同时兼并了一系列高科技企业。这些兼并活动既围绕着通用公司的核心产品——汽车的生产,又在一系列高科技领域中占有依靠地位。通过兼并,通用公司已成功地实现了全面计算机化和机器人的生产自动化。同时,通用公司已成为美国最大的电子器件和国防产品生产厂商,并在人工智能和机器人的研究和制造上处于世界领先地位,成为美国最重要的计算机软件设计和计算机服务企业。这些技术在汽车生产中的全面运用,极大地缩短了同日本汽车厂商的差距,生产一辆小汽车的成本差距从近 200 美元下降到 40 美元,平均质量疵点从 17 个下降到 7~8 个。

## 第二章 公司购并和中国产权制度改革

### 第一节 市场经济环境下的企业组织形式

#### 一、企业的创建

企业的组织形式可以分为个体企业、合伙企业和公司三种。

##### 1. 个体企业

个体企业是由某一业主创建的企业组织。业主对企业的债务负有无限责任,但同时拥有企业的所有利润。个体企业一般不需要很正规的开业手续和公告,法律上也较为简单。个体企业的规模小,业主直接从事企业的经营活动,如由家庭经营的小食杂店等。

##### 2. 合伙企业

合伙企业是由两个或更多合伙人组成的正式经济实体。它与个体企业不同,合伙企业一般有几个合伙人共同商定协议,但有时也可能设有正式合约。合伙企业的规模相对公司来说比较小,企业的数量也较少。合伙企业有两种合伙人:一是普通合伙人,任何一个普通合伙人均可代表企业,并以企业的名义对外签订合同。普通合伙人通常承担企业管理的职责,对企业的负债负有无限连带责任;二是有限合伙人。有限合伙人对企业的权力、权益和负债责任均有限,有限合伙人通常是企业的投资者,他们一般不直接管理企业。

##### 3. 公司

公司是西方现代经济中最重要的经济组织形式。一般认为,公司包含四个要素:公司以营利为目的;公司具有法人资格;公司由两个以上股东共同出资经营;公司须依照法律进行登记注册。在法律上,大陆法和英美法对公司的定义是不同的。大陆法中,公司是指依法定程序设立,以营利为目的经济组织。而英美法中的公司并非仅指以营利为目的公司。以营利为目的的公司是商业公司,而非营利的公司则相当于大陆法中非营利的社团法人。

公司的种类又可分为4种:①无限公司,指由两个以上的股东组成,其全体股东对公司的债务负连带无限清偿责任的公司。②有限公司,又称有限责任公司,它是由法定数量的股东组成,全体股东以各自的出资额为限对公司的债务负责。③两合公司,即一部分股东负无限责

任,一部分股东负有限责任的公司。④股份有限公司,指由有限责任股东组成,全部资本分为等额股份,股东仅以其所认购股份负责的公司。

### 二、负债

在个体企业中,业主对企业的债务负责,而这种责任是无限的。企业的负债也就是业主的负债,在法律上或财务上企业和业主没有什么区别。

在合伙企业中,每个普通合伙人均对以企业名义产生的负债负责,尽管债务可能是由其他合伙人经手的。因此,合伙人的选择是十分重要的。有限合伙人对企业的债务只负有限责任。

与个体企业和合伙企业相反,公司的负债与个人(股东)的负债区别开来。法律上规定,有限责任公司和股份有限公司的股东的偿债责任只限于他们投资在企业股份上的那部分资本。

### 三、融资

个体企业的资金主要来自个人的储蓄、企业利润的再投资、银行贷款或政府的小业主贷款。个体企业不得发行股票、债券或以企业的名义发行任何可转让证券。业主个人而不是企业接受任何形式的贷款。

合伙企业的融资与个体企业相同,企业开办资本主要来自合伙人的储蓄。合伙企业不通过出售证券筹资。

公司可在资本市场上发行所有权证书即股票,还可出售各种债券。这些证券既可满足企业的资金需要,也可以满足投资者的收入欲望。由于股东的偿债责任有限,公司在筹资方面比个体和合伙企业更具优势。公司的资金来源具有多渠道的特点。

### 四、企业收入的所有权

个体企业的收入就是业主的收入,并依此向政府交纳个人所得税。个体企业享有某些税收的优惠,如业主每年从其收入中投资一部分在退休基金上,对这部分收入所应交纳的所得税可递延至退休时支付。

合伙企业的收入在合伙人中间分配。如企业有盈余,有限合伙人按预定的比例分红。普通合伙人按合同约定分配其余收入。反之,如企业亏损,合伙人按同种方法分摊。每个合伙人所得的分红是各自交纳所得税的依据。

公司股东对企业的利润拥有所有权。如公司不盈利,股东就没有收入。公司利润分为两部分:一是分配给股东的股息;二是留存在企业中的利润。

### 五、企业经营的连续性

业主的死亡给个体企业的连续性经营造成困难,一般来说,业主死亡至继承人继任之前,企业停止营业。

对合伙企业来说,一旦某个合伙人退伙或死亡,企业即告散伙。这是合伙企业数量较少的

最主要原因。大部分合伙企业预先订立合同,由合伙人的继承人在合伙人死亡时自动成为合法的合伙人,以确保企业经营的连续性。

公司的经营具有连续性。它不因股东的死亡或职员的撤换而中止经营,这种连续性有利于企业的会计核算和对证券价值的正确评估,有利于企业筹集新资金。

### 六、各种企业组织的利弊

个体企业的优势是容易开办,业主对企业的经营拥有绝对控制权,所有利润均属于业主个人。此外,政府对个体企业的管制较松。个体企业的最大缺点是它必须负无限偿债责任。

合伙企业和个体企业相同,比较容易创建。它的资金来自几个合伙人,开业资本比较充足。它比公司所受的政府管制宽松,但比个体企业严。有限合伙人对公司债务仅负有限的偿债责任,但普通的合伙人负有无限责任。

公司股东(个人)对债务的清偿责任,只限于他所投入企业的那部分资本。公司可以发行债券、优先股和普通股,比个体企业更容易筹资。公司的经营具有连续性,不因股东的变换而中止。

在我国,已正式颁布施行《中华人民共和国公司法》,对公司制经济行为予以规范,对合伙企业,有些地区出台地方性法规,如《深圳经济特区合伙条例》,而对个体企业,则采用行政法规进行管理。

## 第二节 现代企业制度

### 一、现代企业制度的基本特征

1993年11月14日中国共产党第十四届中央委员会第三次全体会议通过的《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》(即五十条)中明确指出:“建立现代企业制度,是发展社会化大生产和市场经济的必然要求,是我国国有企业改革的方向。”

现代企业制度的基本特征,包含有五个方面:

(1)产权关系明晰。企业中的国有资产所有权属于国家,企业拥有包括国家在内的出资者投资形成的全部法人财产权,成为享有民事权利、承担民事责任的法人实体。

(2)企业以其全部法人财产,依法自主经营,自负盈亏,照章纳税,对出资者承担资产保值增值的责任。

(3)出资者按投入企业资本额享有所有者的权益,即资产受益、重大决策和选择管理者等权利。企业破产时,出资者以投入企业的资本额对企业债务负有限责任。

(4)企业按照市场需求组织生产经营,以提高劳动生产率和经济效益为目的,政府不直接干预企业的生产经营活动。企业在市场竞争中优胜劣汰,长期亏损、资不抵债的应依法破产。

(5)建立科学的企业领导体制和组织管理制度,调节所有者、经营者和职工之间的关系,形

成激励和约束相结合的经营机制。

### 二、现代企业制度的核心是现代公司制度

建立以公有制为主体的现代企业制度,是中国国有企业改革的方向。现有全国性行业总公司要逐步改组为控股公司。国有企业实现公司制,单一投资主体的可依法改组为独资公司,多个投资主体的可依法改组为有限责任公司和股份有限公司,这是建立现代企业制度的有益探索。

从典型规范的形态来说,公司特别是股份有限公司就是按一定的法规程序,通过发行股票筹集资本,建立法人企业,对生产要素实行社会占有联合使用,从事生产和经营,并按投资入股的份额参与企业的管理和分配的一种企业组织形式和财产制度。

现代公司制度在根本上体现了现代企业制度的各个要素。因此,现代企业制度的核心就是现代公司制度。

现代公司制度,主要有四个基本特征:

(1)具有独立的法人地位。公司是独立的、永续生命的法人,它既不等于公司出资者,也非公司的管理者。公司拥有资产,即法人财产,并以全部法人财产承担负债的清偿责任。

(2)集中管理。董事会是公司最高决策者,拥有对高级管理人员的聘用、奖惩和解雇权,经理人员组成董事会领导下的执行机构,董事会由股东选举产生,但股东对董事会日常活动并无控制权。

(3)股权可转让。公司股权可自由地转换易手。

(4)责任有限。公司以法人财产承担债务。公司董事、管理人员个人不承担负债,股东只在其出资范围内对公司债务负有限责任。

### 三、现代公司组织形态

从现代公司组织形态来看,公司主要分为股份有限公司、股份两合公司、股份无限公司和有限责任公司等。

(1)股份无限公司。股份无限公司是由两个以上的出资者(股东)投资组建的对公司债务负连带无限清偿责任公司。它的主要特点是:股东对公司债务负连带无限清偿和连带清偿责任,即当公司因负债过多而破产时,在公司用本身的资产不足以清偿债务时,股东还必须用自己的其它财产清偿公司的债务;无限公司的股东一般担当公司经营,在这里,所有权和经营权既是统一的,又是分离的。说统一,是因为资产所有者又是经营者;说有一定程度的分离,是股东入股后,不能像独资企业的企业家那样独立、随心所欲的处置公司资产或入股的那份资产。股份无限公司因股东责任大,风险大,存在的数量并不多。

(2)股份有限公司。股份有限公司是通过法定程序,向社会发行股票筹集资本而组建的公司。它的主要特点是:公司的全部资本由若干等额股份构成,股份以股票的形式向社会公开发行,股票可以自由转让或买卖,股东对公司债务所负的责任以所认股份数额为限,公司以全部资产对公司债务承担责任,一旦公司破产或解散清算时,公司债权人只能对公司的资产提出要求,而无权直接向股东起诉,股东以其所认股份享受相应的权利并负担相应的义务,每股有一

表决权,其权力是平等的,股份有限公司的账目要公开,每个财政年度要公布年度报告,以供股东和债权人查询。这类公司形式,由于股权分散,责任和风险有一定界限,容易被公众接受,有利于大众参与投资、经营大企业,适用性较强,是现代各国普遍采用的一种企业组织形式和产权制度。

(3)股份两合公司。股份两合公司是由无限责任股东和有限责任股东出资组建的公司。它的主要特点是:两部分股东的责任权利不同,而在一个企业里把两者结合起来。无限责任股东对公司债务负无限连带清偿责任,只限于所认股份数额,他们只间接地部分参与企业管理。在股份两合公司里,把负有无限责任的管理人才(也是股东)与负有限责任的出资者结合起来。它既可以通过无限责任股东取得社会信誉,又可以将有限责任部分资本分成等额股份,发行股票吸收资金。在资本主义国家里采用这种企业组织形式的企业不少。

(4)有限责任公司。有限责任公司是由若干出资人出资,每个出资人以其投资额对公司债务负责而组建的公司。它的特点是:出资人(股东)对公司债务的责任,以其投资额为限,公司以其全部资产对其债务承担责任,有限责任公司一般股东人数不多,不公开发行股票,股票不能在交易所进行交易。有限责任公司一般多为中小企业,在西方国家中,这类公司因组建上比较简便,所以多数中小型企业采用这种形式组建。联邦德国95%的公司采用有限责任公司形式。

在现代市场经济中,股份有限公司和有限责任公司成为普遍采用的企业组织形式,是现代企业的主要组织形式,也是股份经济的主要存在形式。股份有限公司,是股份制企业最普遍和典型的存在形态。

## 四、股份制对社会主义经济的作用

社会主义社会实行股份制的根本目的是重新构造微观经济细胞、增强企业活力。具体地讲,主要作用有以下五点:

(1)可明晰产权,理顺产权关系,转变企业经营机制,把企业推上政资分开,政企分开,两权分离,自主经营,自负盈亏的道路,使企业变成一个真正面向市场、独立自主的商品生产者和经营者。

(2)通过产权的证券化、市场化,使资产流通起来,打破资产的凝固、分割和封闭状态,促使企业组织结构、产业结构合理化,达到生产要素和社会资源的优化组合和配置。

(3)通过股票广开财源,集中资金,加快社会主义经济发展。

(4)股份制是适应资本国际化、生产国际化的产权制度和企业的组织形式。利用股份制的股权分散可进行参股、控股的特点,一方面可进行资本集中,另一方面可进行企业兼并,调整产业,发展跨国公司。

(5)利用股份制的多元产权集合功能,吸收、控制非国有资产,强化公有制的主体地位和主导作用。

### 第三节 企业兼并收购和中国产权制度改革

#### 一、现代产权理论和企业兼并收购

企业兼并收购是以产权有偿转让为基本特征的。

企业兼并收购使企业的组织形式与内容发生了变化,从而使企业的制度安排也发生了变化。中国的企业兼并收购的产生和发展,包含了二重制度因素。一是使以往的企业财产所有权性质发生变化,二是使以往不明晰的产权变得相对明晰。如果说,新制度学派的理论对解释现代市场经济的效率具有突破性意义的话,那么现代产权理论及其在中国的应用则具有更为重要的意义和作用。

##### 1. 产权安排的比较分析

现代产权理论的一个重要方面是运用有关产权的一些理论去分析不同经济制度下,产权结构的不同对经济运行效率的影响。不同的产权安排会导致资源配置、产权构成和收入分配方式的不同。因为产权反映的是人对物支配过程中所反映的人与人的关系,产权安排确定了每个人相对物的行为规范,界定了人们为何受益及为何受损。因此,在市场经济中,产权的意义在于,能为经济当事人形成他与其他人进行交易活动时的合理预期。

在不同产权结构下费用和效益是不相同的。产权的一个主要功能是引导人们实现将外部性较大地内在化的激励。一种产权结构是否有效率,主要看它是否为在它支配下的人们提供这种激励。所谓实现将外部性较大地内在化,通俗地说,就是一个经济主体在经济活动中所造成的费用损失和所获取的收益最大化地由该经济主体本身来承担,只有将外部性最大地内在化,才能对经济主体产生最大的激励效应与约束效应,从而使经济效率较高。

私有产权即将资源的支配、使用与转让以及收入的享用权界定给一个特定的人。他们可以不受任何约束地采取任何一种他认为适当的方式,支配、使用或转让这些资源。

公有产权即将资源的支配、使用与转让以及收入的享用权界定给共同体,每个共同体成员都有权分享这些权利,它排除了国家与共同体外的成员对共同体内的任何成员行使这些权利的干扰,也排除了共同体内的每一个个人从私利出发行使对资产的权利。

国有产权则由国家拥有,国家通过一些政治程序任命一些代理人来行使国有的产权。

在国有产权下,资产的支配、使用和收益权由国家选择的代理人来行使。由于这些代理人只是奉命行事,对国有产权的支配与转让以及收益均不具有充分的权能。国有产权的收益与其个人价值实现无紧密联系,这就使他对经济效率和其他成员监督的激励降低,同时国家也不可能对这些代理人的行为实行充分的监督,此外,由于行使国家权力的实体往往为了追求其他政治和社会目标而偏离利润最大化目标,因此它在选择与考核代理人时也往往主要从政治利益而非经济利益方面考虑。

现代产权理论认为,私有产权由于其特有的主体明晰性、产权可分割性和可转让性,因而能较好地实现将外在性最大限度内在化的激励。在此状态下,私人所有者每作一项经济决策,

就会认真地考虑与计算未来的收益与成本,进行严格的成本效益分析,因而可实现资源配置的优化。

根据现代产权理论,西方经济学家们对传统的计划经济制度的批判认为:

(1)经济实体过大,统一的、集中的国有产权造成了经济活动中权力、责任和利益的严重不对称,带来了巨大的“外部性”,使官僚体制费用大得惊人。因此,他们的药方是:改革应着重于分权化、私有化,其结果使资源的实际控制者比国家作为所有者时承担更多的利他行动。

(2)按现代产权理论的逻辑演绎结果,公有财产必须取消。选择制度的自然结果是:一切财产应该属于私人和个人。

实际上,就现代理论而言,关于国家中立以及完全竞争的市场在事实上是不成立的,因此上述观点不无偏颇,但该理论有关在现代商品经济运行中产权界定与市场机制作用、产权转让与资源配置关系的论述,对于社会主义市场经济的建立,对于中国企业兼并收购及其环境的建设,不无借鉴与启迪作用。

### 2. 现代产权理论可供我们的借鉴

(1)产权的明确界定,是市场运行的基础,产权体系重构是发展社会主义市场经济和推动中国企业兼并收购的前提条件。

商品交换,实质上是产权的交换,对他物的权利的获取必须以出让己物的权利为前提,没有清晰界定的产权和产权规则,市场交易就难以进行或者费用极高。既然社会主义经济采用市场经济体系,通过产权体制改革达到产权的明确界定就不能不占有重要的地位。改革开放以来,虽然我们先着重于产品市场、尔后再着重于要素市场乃至资本市场的改革,但对制约市场运行的规则特别是产权规则的构造重视不够,在很大程度上仍以行政手段调节市场运行,以至市场机制在发挥作用的同时受到扭曲,导致企业、市场的混乱。因此,进一步的深化改革要求对国有企业产权机制进行改造,以实现各级公有产权的明晰化、产权管理的专业化,使国有资产管理的运行按经济原则进行,脱离原有的行政管理渠道而实现真正的独立。

(2)明确界定产权,强化产权约束,是实现国有企业运行机制转换、贯彻执行《公司法》,实施中国企业兼并收购的基础和关键环节。

在市场经济中,产权的主要功能在于,合理界定支配和使用生产资料等企业财产的范围和空间,合理界定剩余产品价值的分配。产权不清,生产资料的支配和使用以及盈利的分配就会处于一种无规则的、混乱的状态。目前,我国企业改革的现实过程中,仍存在中央、地方和企业间权力、职责不清,企业自主权为地方政府截留、时放时收等问题。究其原因,主要是产权和行政权力的混淆,国家对资产的所有权和企业的经营权之间没有清楚的界定,企业的自主经营没有独立的法人产权作基础。因此,深化企业运行机制改革的关键在于明确国有资产的所有权代表,通过国有产权的所有与政府对产业的管理,以及与企业财产的占有、支配和使用三者之间在职责、权力上的明确划分,以促使企业行为的合理化。

(3)产权明晰化和产权按市场经济原则运行,才能实现资产自由转让和资源优化配置。

现代产权理论指出:产权归属明确,产权才能自由转让。在市场竞争中,产权明确将促使每项资产的所有者从费用最小化、收益最大化的原则出发,自由转让和合理配置资产,从而实现社会资源的合理配置。

目前中国尚未改变资产占用方式僵化和资产存量的凝固造成资产使用效益低下状态,每一个人都会赞同去改变这种使存量沉淀的体制。现在的情况是:企业经营中自主权的扩大、企

业间横向联合,已经推动了国有资产在一定程度上的自由流动,但由于国有资产管理尚未摆脱行政条块体系的束缚,大量的企业资产归属不清,严重阻碍了资产在产业、部门、地区间的自由转让,企业的运行绩效得不到公正的市场评价,企业间的兼并收购并不能正常地进行。因此,只有通过产权管理体制改革,才能推动企业兼并收购,推动产业进步和资源配置优化。

### 三、中国产权制度的现状和特点

通常,产权体系中各种权益关系的规范与社会财富的形成、分配有关,也与社会制度及社会偏好函数有关。在传统体制下,中国企业也有一整套制度,这就是:企业产权法定主体是国家,其盈亏均由国家包揽,企业财产也属国家所有,企业一切都听从国家,没有自主经营、分配、处置资产方面的任何权利。正因为传统体制下的企业不具备法人地位,因而也可以不负责任地吃“大锅饭”,无需考虑有关改革或效益的任何问题。这种产权制度与高度集权的中央计划经济体制相协调、配合。当然,市场经济条件下,市场经济的特点和根本点在于市场运行中每一方是相互独立主体,而这种相互独立的主体之所以能够独立,就在于其产权关系明确。在市场经济条件下,一旦经营主体产权明确,其资产营运方式、手段、资产处置方式就会转而受市场调节。因此,市场经济下的产权制度从本质上区别于计划经济中的产权制度。

产权制度涉及众多方面,将其归纳可用三个方面表述,即产权界定的规范、产权经营的规范和产权流动的规范。

#### 1. 产权界定的规范

产权界定的规范是指有关产权法人主体、产权体系中诸权利、产权体系在企业中的表现形式及产权法人主体的权责利关系等方面的规范。产权界定规范在西方发达国家较为清晰,但在中国则较为复杂,其复杂性并不仅仅在理论上要突破国有企业产权如何划分和界定,使之成为独立法人的问题,还在于实践中原有国有企业来源复杂的问题,如既有企业开办时国家投资的资产,又有企业用自有资金置办的资产,企业留利置办的资产,还有职工入股的资产。在这些资产尚未界定清楚的前提下,企业产权当然也就无法界定清楚。在市场经济条件下,产权界定的规范应使财产归属明确,责权利对等,所有者、经营者各司其职,各有其责,权益受法律保护,他人不得侵犯。

#### 2. 产权经营的规范

产权经营的规范是产权法定实体营运产权的有关法规、法律。由于产权法定主体有双重含义,故产权经营规范涉及两方面含义:第一,企业财产所有者对企业产权营运权责利方面的规范。例如股东作为企业法定产权主体应享有的各种权利,应负的责任,应获取的收益等法规、法律,其中尤以股东对企业资产营运的权利及其表现形式,股东如何监督企业营运等最为重要。第二,企业作为法人,拥有企业财产的法人所有权,作为法人代表的企业总经理和董事长在营运企业财产时的相关权限,以及如何向企业财产终极所有者负责等法规。例如企业兼并其它企业产权,或转让部分自己产权等方面规范。

#### 3. 产权流动的规范

产权流动的规范是产权在跨地区、跨部门转让、兼并等方面的规范。这一规范主要是政府部门对产权流动所作的规范。

### 4. 现状和特点

1978年以来,中国企业改革是在不进行产权界定的条件下,将若干经营管理权下放给企业,并以一定利益刺激企业活力。但由于中央政府并不能直接控制企业,故许多应放给企业的权项,结果被地方政府截留,企业自主权的扩大并未实现原设计方案。因此,上述改革思路最终变成在国家所有权一元化条件下,经营管理权项和利益不断向地方政府和企业转移的过程。在这一过程中,由于产权未界定,以致权和利的下放虽有一定刺激效应,使得企业活力不断地增强,但企业并不真正承担责任且不受约束,其行为的短期化就不可避免。所以,目前中国的国有产权制度是以一元的财产所有权与多元的经营使用权、有控制的分配权及财产处置权并存为特征的,企业尚未成为真正的法人,企业领导人也没有享有法人所有权以及营运企业资产所应具有的其他所有权力。这种产权制度显然并不适应市场经济的发展,表现为:

(1) 产权未界定情况下,企业与国家之间存在着父子关系,经营管理权由政府授予,因此不但经营管理权的放收完全由政府定夺,从而导致权限经常变动,企业无所适从,而且也无法硬化企业预算约束,这也为政府随时准备收回已经放出的若干权益埋下伏笔。企业预算的软化状况,使得企业在效益好时谋求职工收入(福利)最大化,在效益差时则依赖国家补贴。

(2) 一元财产所有权与多元管理权并存的制度是条块分割的经济基础。在国家一元财产所有的条件下,只能设计行政条块管理体系及制度,由部门、地区代表中央政府行使管理权,并由它们分别征收所属企业上交的利税,从而形成各自特殊的利益。在这种利益驱使下,就会造成不顾经济发展内在的投入产出联系要求而割断市场,割断专业化协作,造成条块分割的局面。改革后试行的地方财政包干,表面上是刺激地方政府发展本地经济的积极性,但最终结果却是加剧了地方封锁,近来新实行的分税制,如果不能完全铲断地方利益的基础,就无法摆脱上述被动局面。

(3) 现实的产权制度阻碍了生产要素的横向流动,不仅使资源利用效率很低,也使产业结构、企业生产规模难以优化。中国产业结构中加工工业过度膨胀,材料能源工业则过度落后,除了比价不合理外,一个重要原因在于,资产所有权归国家,管理权归属不同地方政府或部门,而地方政府部门之间又不能相互转让产权,不能相互投资参股,其结果在地方利益引导下,必然是不管技术条件膨胀加工工业,重复建设,非最优规模生产蔓延全国,导致资源配置极不合理。

(4) 在现行产权制度下,国有企业只是相对独立的生产经营者,虽名为法人,实为受国家多方控制的生产单位,企业经营者不需要也不可能全身心投入企业生产经营中,合理兼并并非企业或企业家力所能及,也不是企业生存所急需的。

## 三、资产性质与产权交易

产权即为拥有资产的权利,而资产则不外乎产业资产和金融资产(至于无形的知识产权交易因其另有特性,这里限于篇幅不便展开讨论),产权交易就是放弃某种资产的拥有权以换取另外某种资产的拥有权。因此,产权交易既可以是金融资产与产业资产的互换,也可以是金融资产与金融资产的互换,至于产业资产与产业资产的互换,虽然逻辑上可行,但实际上的可能性几乎为零(这是因为交易总是要基于等价原则,而一种产业资产与另一种产业资产在价值上相等或被认为相等的概率几乎为零)。产业资产与金融资产之间存在着某些性质上的差异:

(1) 产业资产是非流动性资产,而金融资产是流动性资产。

(2) 产业资产相互之间不具有同质性,即一种产业资产的功能不会与另一种产业资产的功能相同,而金融资产相互之间则具有同质性,即任何一种金融资产都具有支付、储备、生息等功能。

(3) 金融资产对其他资产具有控制性,即一种金融资产可以控制其他任何一种产业资产或金融资产,而产业资产则不具有对其他资产的控制性,在一个生产性企业对另一个生产企业或对某一项金融资产拥有控制权的情况下,起控制作用的仍然是金融资产。

(4) 产业资产具有直接的增值性,即产业资产完成一个自我循环过程便能产生出一个价值增量(当然,亏损情况除外),而任何一项金融资产若不借助于产业资产的循环,无论其如何循环流通都不会增加任何价值。

产业资产与金融资产的性质差异决定了产权交易的主导形式和主体市场。经济学常识告诉我们,某种市场的形成是由于有关交易的规模已扩展到足够的大,而这有关交易的出现则是由于已经存在着相关的需求。尽管有需求不一定会有交易,但交易必须要由需求作为前提。同样,需求的特性决定了交易的形式,而交易的形式则决定了市场的形态。

### 四、市场效率与产权交易

所谓市场效率,在这里是指产权交易行为主体在不同的产权交易市场上的交易代价与交易目标的关系,为实现某一确定的交易目标而在某个市场上所付出的代价越小,这一市场的效率就越好。那么在产业资产交易市场和金融资产交易市场之中哪一个具有较高的市场效率呢?对此就要看何者更能迎合交易目的,何者的交易成本更低。

在市场迎合交易目的方面,自然先要明确产权交易中收购方的目的是什么。从表面上看,收购产业资产自然是要占有这一资产,但实际上占有某项产业资产的根本目的在于获得基于该项资产的经济利益,而基于该项资产的一切利益只有当该项资产处于持续运动状态之下才是现实的,于是控制该项产业资产的运动便能获得有关的利益。因此,产权交易中收购方的目的主要并不在于完全占有目标资产,而是在于控制目标资产。目标资产控制权的获得,既可通过全部占有该资产的方式来实现,也可通过部分占有该资产的方式来实现。显而易见,采用全部占有的方式获得其资产控制权成本必然高于部分占有方式,部分占有方式本身还有许多程度上的差别。对于绝大多数的产权收购者来说,他们倾向于资产控制权获得成本低的市场。在产业资产交易市场上很难对一个确定单位的产业资产进行部分转让交易,即便能进行部分转让交易,也决不会使收购者对剩余部分的资产拥有控制权。而在金融资产市场上完全可以对一个确定单位的产业资产进行分割和转让,当收购者占有该项资产的某一比重之后便能获得对该项资产的控制权。因此,金融资产市场因其资产控制权获得成本低而必定成为产权交易主体市场这一客观必然性已不容否定。

交易成本分析,为使分析具有市场可比性,分析的前提设定为对目标资产进行全部收购。我们知道,任何交易的实际成本均高于卖方所收取的等价支付量,为完成某项交易所必须做的事情越多、越复杂,其交易成本也就越高。与任何交易一样,产权交易也必须对作为交易标的物的资产进行数量、质量和价格上的评判和比较。在金融资产市场上进行上述操作时所要做的事情显然少得多,也简单得多,因此也就是产权交易成本相对低的市场,从而也就必然要成

为产权交易的主体市场。至于在有形的产业资产交易市场和无形的产业资产交易市场之间哪一个交易成本较低,这就要看有形产业资产交易市场发展程度了。如果有形产业交易市场能够在资产的评判和比较方面提供权威性的廉价服务,并具有融资功能和资产改造功能,其交易成本将相对的低,但不会低于金融资产市场。

### 五、现行产权制度下中国企业兼并收购的特殊意义

企业兼并收购是产权转让的一种方式,在产权问题尚未解决以前推行企业兼并收购,理论上难以自圆其说,但在现实经济生活中却又合理存在。形成上述局面,正缘于在现行产权制度下推行企业兼并收购具有特殊的意义。

(1) 中国企业兼并收购实践是在企业自主权的扩大(1979—1980年)、工业经济责任制(1981—1982年)、两步利改税(1983—1984年)、企业所有权与经营权分离(1985—1986年)、承包经营责任制(1987年)等国有企业改革措施实施以后,于1989年达到发展。先前各项改革措施逐步向人们揭示了企业产权制度这个根本性问题,为企业兼并收购的大规模出现进行了铺垫;同理,也正是这些改革措施并未真正触及产权问题,故效果欠佳,企业兼并收购的出现终于使企业产权问题趋于明朗化,并被推上了首要位置。

(2) 呼唤社会主义产权理论出台。社会主义产权理论的缺位,是企业兼并收购不规范的根本症结,在此之前,人们并未意识到这个问题,但是,企业兼并收购实践展开以后,立刻显示出其良好经济效果,这就促使理论界加速其建立社会主义产权理论的步伐。

(3) 推动市场体系发育。由于企业兼并收购涉及市场经济体系,包括资金市场、产权市场、股票证券市场等,因此,企业兼并收购在中国推动市场体系发育完善,建立统一市场的进程中有其巨大的作用。

(4) 盘活国有资产。四十余年的经济建设,中国已具备了三万多亿的国有资产,但由于旧的投资模式、条块分割的管理体制,使一部分企业的资产在投资初期即先天不足,而整个社会又缺乏资产存量合理流动和重新组合的机制,形成了资产滞存状况。国家唯有通过新增投资来调整结构,这种状况导致两方面互相联系的恶果:其一,由于投资方向没有产业政策和效益原则的有效制约,不是鼓励经营效果好的企业更快地发展,而是不管效益高低,用条块分配办法,造成盲目扶持。经营好的企业不能从国家那里获得更多的营运资金,发展受到严重遏制,而经营性亏损企业却长期难以扭转局面。其二,固定资产更新改造资金,由于各方面既成格局的挤压而拿不出更多的钱来,还有相当一部分被挪用于变相的外延型建设,使设备陈旧、技术落后的状况难以迅速改变。针对这两个方面的问题,企业兼并收购恰好都有所为:首先,企业兼并收购是通过产权有偿转让,将劣势企业资产转移给优势企业,由优势企业按其目的和方式进行重组,从而盘活了劣势企业的固定资产,使之发挥原本应有的效用。其次,企业兼并收购可以充当内涵式扩大再生产的方式之一,一改过去只走外延式扩大再生产的传统。同时国有资产有偿转让后的收入还可以回归国家财政,可以用于新的投资。再次,企业兼并收购使优势企业吃掉劣势企业,在盘活了固定资产之外,实际上也使国家新投资的资源流向与先进企业和优势企业相联系,与新产业相联系,其结果是使资产增量的投资效益提高。

(5) 打破“大锅饭”,培育企业家。当前,企业吃国家“大锅饭”的局面尚未完全破除,不公平竞争,干好干坏一个样的状况依然存在。虽然实行了承包经营责任制,但由于包盈不包亏,亏

了还是国家的,故仍未打破“大锅饭”体制。在这种体制下,社会主义竞争就难以展开,优胜劣汰就成为空话,而且也不能造就社会主义企业家。因为,在企业资产流动、投资决策等都被政府部门掌管着的条件下,企业经营者的任何动作只能在原有的资产范围内进行,且还要经常请示汇报。这就抑制了经营者的创造性、积极性,企业领导人成了政府官员。企业兼并收购的兴起与发展,首先要求企业产权明确,这就把企业资产所有权至少是法人所有权交还于企业,这就从根本上承认了企业作为独立生产经营者的存在,给企业家留下了大展宏图的广阔天地。其次,企业兼并收购的兴起与发展本身就承认了优胜劣汰,承认了竞争是合法的,而且必将导致公平竞争的产生与维持;“大锅饭”体制也就应该寿终正寝了。企业兼并收购有利于进一步打破企业和职工吃“大锅饭”的局面,启动企业的经营动力和竞争意识,使人们逐渐地认识到,为了适应新的变化,必须善于学习,改进工作,增强主动性和责任感,推动企业领导人和职工不断努力使自己具有适应市场经济的文化素质和心理素质。

## 第三章 公司购并总论

### 第一节 企业兼并收购的基本概念

企业的兼并与收购是现代市场经济条件下司空见惯的经济现象。进入本世纪 80 年代,企业兼并收购浪潮在市场经济比较成熟的西方国家此起彼伏,并赋予这一经济活动以许多新的特征。随着我国现代企业制度的建立和证券市场的发展,优胜劣汰作为市场经济的基本法则的作用日益显见。企业的兼并收购行为最终为人们承认和接受,并在我国的经济生活中扮演极为重要的角色。

#### 一、传统的企业兼并收购概念

所谓企业的兼并收购是指两个或两个以上的企业结合在一起,企业的经营资源支配权随之发生转移的经济行为。买方企业获得了对卖方企业资产的一部分或全部的支配权,因而就发生了企业间的结合。这种结合包括物质形态资产的取得和吸收合并,也包括几个企业签订合同,建立新公司的经济行为。在吸收合并的过程中,大多数是通过取得一个企业的股份而获得其支配权,这种方法有通过友好交涉而实现的,也有通过敌对的公开收购而实现的。总之,经营资源支配权的转移是兼并、收购的共同特征。

那么,为什么会发生企业的兼并与收购行为呢?原因是企业具有扩大所得利润的要求。兼并后的企业价值大于兼并前的两个企业价值的简单相加,即产生了“ $1+1>2$ ”的效果,客观上使企业获得了“兼并增值”,提高了企业的所得利润,这是企业之间发生兼并收购行为的根本原因。

为了利润的增长,企业要谋求扩大目前的经营规模,获得新的技术,开发新的市场。为此,必须要有新的经营资源,这样企业就要以资金来换得其他企业的经营资源,这就是买方企业要求合并、收买的动因。

另一方面,卖方企业则以本公司的经营资源换取新的资金。在这种情况下,卖掉股份的股东,通过这种交易得到收益。作为企业,也有的把不需要的资产或者经营的部门卖掉,将由此得到的资金投资到有希望的其他领域,实现企业的发展。对于卖方企业,也因为出售部分股份

而实现了增加资金的目的。

在企业发展战略中,除了企业兼并收购战略外,还有其它发展战略。企业兼并收购是企业取得外部经营资源,以求发展的外部发展战略。与此相反,由扩充企业内部的经营资源求得发展的方法则是内部发展战略。内部发展是用企业的保留资金或从金融机构借入的资金进行直接投资,产生新的经营资源。开设新工厂,更新设备等都属于内部发展。

如果把兼并收购这种发展和其它内部发展作为企业发展战略的两种极端的方法,那么就存在于介于这两者之间的另外一些方法,即同时利用企业外部资源和内部资源来求得企业发展的方法。这些方法包括:与其它企业签订许可证合同,取得专利使用权,引进技术秘诀;以及为了从技术上合作提高,与其他企业签订互换许可证合同,共同开发产品;为了与外国企业进行销售合作,增加销售量,委托对方在当地销售自己的产品;与其他企业合作,建立新的合办公司。上述方法都是在没有对外部经营资源取得支配权的前提下,而又对其加以利用以谋求自身发展的方法。

通过兼并收购实现的外部发展能够迅速地获取诸如技术秘诀、销售渠道、人才等经营资源。如果通过内部发展,就需要很长时间才能获得,而由外部发展就可以利用已有的资源,迅速实现发展。这就是说,与内部发展相比较,采用企业兼并收购的战略具有明显的优越性。

## 二、现代意义上的企业兼并收购

进入本世纪80年代,企业兼并收购运动在更广泛的意义上充斥着市场经济发育成熟的西方国家,并赋予传统的企业兼并收购概念以新的内容。旧的企业兼并收购方式正在为新崛起的兼并收购方式所取代。标购、组建合资企业、转移公司股本和企业分立、重组公司、调整股权结构日渐成为企业兼并收购的主要方式。

企业的兼并收购为企业经营决策和政府经济政策的制定提出了许多新问题。所有的企业都随时面临着被兼并收购的可能性。从企业兼并收购这一经济行为的正面影响来看,兼并收购对于一个处于成长期的企业是至关重要的,企业的内部增长和外部增长对于一个企业的长远发展是互补的。成功地进入一个新产品市场和一个新的区域市场需要兼并收购新的经营资源,在国际市场上经营能力的提高也有赖于源于兼并收购新的经营资源而产生的经营能力的提高。因此,对兼并收购持赞成意见的观点认为,兼并收购增加了资源的价值和效率,并通过资源的重组使其得到了最充分的利用,因而增加了股东的权益。

持反对意见的观点则认为,兼并收购并未提高企业的效率。兼并收购之后企业股东权益的增加只不过是其他股东和劳动力权益的再分配收益,而且大量的企业收购利润落入从事兼并收购的投机家的口袋,助长了经济领域的投机之风,企业长期稳定发展的环境遭到破坏,且有可能埋下经济不稳定的隐患。

80年代以来,公司所从事的企业重组含义非常广泛,包括了企业扩展、企业分立、企业控制和股权结构调整四大类商业活动,下表给出了这四大类企业重组活动所包含的具体形式。

表 1.3.1 公司重组的类型

- 
- I、企业扩展
    - 兼并与收购
    - 溢价收购
    - 合资企业
  - II、企业分立
    - 子公司分立
    - 分出分立
- 
- 分散分立
  - 财产剥夺
  - 股权分割
- III、企业控制
    - 溢价购回
    - 静置协议
    - 反收购条款
  - IV、股权结构调整
    - 互换收购
    - 股份再购回
    - 私人控股
    - 杠杆收购
- 

### 1. 企业扩展

企业扩展包括兼并与收购、溢价收购、合资企业等具体形式。兼并与合并存在许多区别，一般来说，兼并是指由两个或多个经济单位组合成一个经济单位。兼并可分为横向兼并、纵向兼并和跨行业兼并。横向兼并是两家经营领域相同的企业间的兼并，如两个出版公司的兼并或两个玩具制造商的兼并。纵向兼并是生产同一种产品但处于不同生产阶段的企业的兼并。如一个煤矿企业和一个铁路煤炭运输公司的合并，或者一个打字机生产企业和一个办公用品销售商店的兼并等。跨行业兼并是指在企业兼并的过程中，被兼并企业与兼并企业之间既不是横向关系也不是纵向关系。例如，一个从事制造业的企业吞并一个电子、一个保险或者其他无关的企业。

兼并收购另外一个企业，可以通过以下三种方式进行：

(1) 购买资产：Y 企业的资产可以卖给 X 企业，Y 企业就成为“壳公司”，它有资本结构却无资源。一旦收购成功，Y 企业就不存在了，X 企业继续存在。

(2) 购买普通股：Y 公司的股票可以被 X 公司收购，一旦 X 公司持有 Y 公司的大部分或全部股票，则 Y 这个企业就被收购了。

(3) 用股票交换股票：X 公司可以通过发行本公司的股票交换 Y 公司的股票，同时 Y 公司被终止。

实际上,投资企业所从事的企业重组活动一般是兼并与收购。在一个溢价收购中,通常收购方对取得目标公司的控制权非常有兴趣,它会要求目标公司的股东转让或以溢价出售其所持股份。溢价收购在美国持续了数年。从1965年开始升温,1979年达到高潮,1986年美国的溢价收购活动又一次达到高潮。

如果一个公司要想取得对另一公司的控股权,它通常首先要取得目标公司董事会的同意,收购方向目标公司的董事会发出收购要约信函,并要求董事会提出收购价格水平,若收购方的要约被董事会否决,只要目标公司的董事会和管理层并未持有大量股份,收购方会直接向目标公司的股东进行溢价收购。若目标公司的股东认为被收购对他们是有利的,收购方就会成功地进行溢价收购并取得目标公司的控制权,并有权改组在收购过程中不予合作的目标公司的董事会成员(此所谓敌意收购)。而且目标公司为了避免受敌意收购者的控制,可自己另找一家公司来收购,或目标公司通过债务融资向股东支付更高的价格购回股份。这种公司重组比由另一家公司收购更受股东欢迎,并且经过这种重组之后的公司不再对收购者具有吸引力。

合资企业的形式在企业重组中仅占很小的比例,仅作为合资双方的一种投资形式,合资企业的企业重组形式在美国仅持续了10至15年的时间。

### 2. 企业分立

在各种企业分立形式中,最主要的是子公司分立和财产剥夺。子公司分立可以产生新的合法的公司,子公司现有股东的持股比例同在母公司中的持股比例相同。子公司控股权的分立使得子公司作为一个独立的工商企业分离出来,它完全可以实施与母公司不同的发展战略。新独立的子公司的股票按比例分售给母公司的记名股东。同样,在这种企业分立形式中,也无现金返还给股东。因此,在这种企业分立形式中,并无现金返还给母公司。子公司分立又分两种,一种是分出分立,即独立出来的子公司的股东和股票从母公司中分立出来,母公司继续存在。另一种是分散分立,在分散分立中,母公司分立成一系列子公司,这样母公司不复存在。

财产剥夺是指通过全部出售、雇员购买、清偿债务等方法处置某项资产或投资。也指一家公司奉命分摊另一家公司大量数额的股票,并作为一项投资而保存。例如,按法院裁决,杜邦公司占有通用汽车公司的股票。与子公司分立不同的是,财产剥夺形式中包含了现金的流动。剥夺方将公司财产出售给第三方,第三方支付给剥夺方现金。从购买方角度看,它实际上是一种企业扩展的形式。

同财产剥夺形式不同的是股权分割,即将原公司的部分股权出售给新的股东,由此分离出一部分股权,并构成一个新公司的股份,新股东对新产生的公司具有控股权,这也是企业分立的一种形式。

### 3. 企业控制

一个控股公司拥有子公司的绝对或相对优势的投票权。在有些情况下,只要拥有10%到15%的股票就够了。在这种企业重组中,即使控股企业拥有其子公司100%的股票,两个企业仍然都存在。如果控股公司积极介入被控股公司的经营业务,则该公司亦可称为母公司。

企业控制的理由如下:

(1)持有股票上的方便性,控股公司可以在市场上购买某一公司一定数量的普通股票而无需经过该公司股东的同意。

(2)低成本,如果购买某种普通股票是在一定时期内采取分期分批的方式,则购买股票的价格比较稳定,但一旦市场知道了某公司将被收购的消息,其股票价格必然上涨。

(3) 杠杆作用, 在很多情况下, 一个企业只要持有另一企业总股本的 10% 左右的股份就可控制该企业, 这样, 用较少的投资就可控制庞大的资产。这就是杠杆作用。

(4) 多样化, 既然用较少的投资就可控制一个企业, 则控股公司可以购买很多企业的股票, 使其投资多样化。

溢价购回是指目标公司以高于市场价格的价格购回自家公司股票。显然当目标公司宣布购回自家股票后, 跟当初投资人因预期目标公司可能被收购而买进股票相比, 股价会因购并可能失败之利空消息而下跌。不过一般而言, 由于目标公司购回股票以致流通筹码减少, 反而会使买方更容易收购目标公司股票。

静置协议是指在溢价购回中收购方与目标公司双方自愿签定的“停止投资协议书”, 约定收购方在未来不再投资被收购公司的股票, 若静置协议并非出现在溢价购回情况下, 则表明目标公司的大股东承诺不再增加其持股比例。

反收购条款是指在遭受兼并收购攻击之前, 目标公司往往会在公司章程中加入“反收购条款”, 使其较难被其它公司收购, 或提高收购的成本, 以使敌意收购者事先知难而退。这些条款包括: ①每年改造董事会。②限制董事的资格。从技术上来说, 目标公司应可依企业的性质, 自行对法律规定的董事资格加以限制, 以增加买方的困难。③超级多数条款。即若要更改公司章程中的反收购条款, 也必须经过超级多数股东同意。

#### 4. 股权结构调整

股权结构调整的第一种形式是互换收购, 即通过负债或以优先股交换目标公司的普通股, 或以收购公司的普通股换取对目标公司的债权, 以负债交换普通股提高了公司的财务杠杆, 以普通股取得债权则降低了公司的财务杠杆。

股权结构调整的第二种形式是股份回购, 指公司在公开市场上买回自己股份的计划。这种股份回购一般是在购买方公司股票价值偏低时进行。因为这种回购行为减少了市场上已发行在外的股份数额, 所以其结果会增加每股收益, 提高股东持有的剩余股票的市场价值。

私人控股是指私人投资者通过在公开市场上购买股票的方式将公司股份由公众持有转为私人持有。当公司股票的市场价格大大低于其账面价值, 并且出现可廉价购买公司资产的机会时, 一般会发生公司转为私人控股。转为私人控股的另一个动机是保证当公司被接管时仍保持已有的公司管理权。

杠杆收购是指通过债务融资接管公司。最常见的例子是, 收购方公司向目标公司提供贷款, 同时以目标公司的资产作为抵押保证, 实现收购行为, 然后用目标公司的现金流回收收购贷款。当公司从公众持股公司转为私募控股公司时, 公司管理阶层通常运用杠杆收购技术来保持对公司的控制权。有些投资者集团也常用自己的资产作抵押从银行借款, 进行接管其他公司的活动。在所有的杠杆收购活动中, 公众股东都可能得到手持股票溢价增值的好处。

### 三、善意收购、敌意收购与反收购

股份公司的兼并收购一般分为友好的购买兼并方式与非善意的溢价收购方式。前者指收购方公司与目标公司通过双方董事会的友好协商, 进行善意的溢价收购而实现的兼并, 称为善意收购。后者是指当目标公司管理部门不同意兼并建议时, 兼并公司采取强硬的溢价收购行为, 称为敌意收购。敌意收购常导致目标公司采取反收购、反兼并行为。

股份公司为防御故意收购,常采取以下防御措施:

(1)不断加强和改善经营管理,提高企业的经济效益和社会效益。一个经营不善的企业,其股票价格自然会低,这最易成为被收购目标。相反,一个生气蓬勃、股票价格较高的企业,收购它是困难的,需要资金数额较大,而且风险很大,因为高价购进大量该企业股票,若收购不成功,损失也很大。

(2)依靠法律手段保护自己。各国由于历史的、文化的、经济条件的不同,相应在法规上也有所体现。就允许兼并收购的国家的法规而言,对兼并收购程度都有严格的规定,以防止投机者从中牟利,进行野蛮的、破坏性的收购。

我国现行的《股票发行与交易管理暂行条例》规定,直接或间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达5%时应向该公司、证交所和证监会作书面报告并公告,还规定若在此基础上继续购进该公司股票,必须以2%的限度分批购进,而不准一口吞掉。

这些规定都有利于目标公司进行自我保护。而收购方公司由于对资金、风险等方面的考虑,要做到这些是很不容易的。所以,许多收购方公司往往难以操作。目标公司要充分利用法律武器,保护自身的合法权益。

(3)游说第三者购买本公司股票,与收购方公司竞争,给收购方公司设置障碍。这些第三者与本公司的关系较好或经济利益上有共同处,其持有本公司股票一定数量不会构成威胁,而使收购方公司处处被动。或者,目标公司不愿接受此收购方公司的收购,在不得已的情况下去投靠另一家公司。

(4)与收购方公司协商,高价购回收购方手中持有的本公司股票。通过这种方式,收购方公司可从中得到一笔可观的收入,而目标公司往往因此负债累累,虽保全了公司,实际上已是困难重重、举步艰难,公司失去竞争力和发展后劲。这是一种消极的防卫手段。

(5)采取积极防御战略,其中最咄咄逼人而又无可争议的战略是“帕克曼”式的防御方法。就是以牙还牙,对进攻者发动攻势,对其公司提出标购还盘。这当然要求目标公司要有较强的经济实力做后盾。

(6)注意本公司股份构成情况。经常关注本公司上市股票持有者的情况,随时防御收购方的可能进攻。

(7)采取“分期分级董事会”技术方式。该技术使用较为广泛。它规定每年只能改选小部分董事。这样一来,即使收购成功,收购方公司还要冒一个风险,尽管已拥有目标公司一半以上的股票,却仍无法控制目标公司,权力仍掌握在对立的董事手中。

### 四、上市公司兼并收购的法律规定

对公司的兼并收购,国家在《公司法》中做出一般规定,对上市公司的收购还要求必须遵守证券法和有关证券交易管理规则。这些法律规定旨在保证收购的规范化和法制化,维持公开、公正、公平的原则,维护广大股东的利益,防止不正当的市场行为,确保证券市场的正常秩序。一般包括以下内容:

#### 1. 对收购进行控制的一般规定

除按照通常的交易方式向证券交易所出价之外,还必须符合《公司法》规定的正式程序,否则就不能购进一个公司的股票。这些程序包括:按《公司法》规定的格式向目标公司的股东发

送收购书,收购方公司在发送这些文件之前,应将含有法定内容的收购意向通知书呈送对目标公司进行登记的有关管理部门和证券交易所。

### 2. 股东参与收购的规定

法律规定的主要目的是为了保证目标公司的股东了解适当的情报并有对情报进行估价的适当时间,因此,所有的收购竞价都应公开进行一段起码的期间(如加拿大规定 21 天)。此外,在竞价的有效期内任何在市场购进股票的意向也必须公开。对目标公司的全体股东,在价格条件上和超额认购部分竞价收购时享有与其他被收购人同等待遇。

### 3. 公布收购意图的规定

当收购方公司获得目标公司有表决权股票的一定百分比时(美国规定 5%,澳大利亚规定 15%,不同国家不同时期会有所不同),必须将这一事实及后来所持股票的变化情况通知该公司及有关各方。在上述情况下,至少提前一段时间将收购价格意向书送达有关公司、证券交易所及证券管理机关。收购方应在竞价有效期内每天一次向证券交易所公布有关该公司股票的买进情况(不管是否在证券市场上购买)和支付现金的情况。为收购而提出的股权购买应被股东接受至一定程度(通常的做法为提出的股权购买的 90%),才能宣布为成功。

### 4. 股权收购文件的内容

除了希望获得收购的股票的数量和种类,价格条件,收购方在目标公司中已获得的股份,收购文件还须附“先期声明”的副本及内容。在“先期声明”中,收购方必须表明自己的身份,由审计人员和董事们提供的有关收购方公司财务状况的报告,购买股票的资金来源,董事在竞价获得成功后的利益等等。

### 5. 有关垄断、合并的立法和劳动法对收购的规定和限制

在该法律的控制下,为了防止违反公共利益,收购须受政府机构的审查,要求提前通知预期的兼并,并要求认可和保证目标公司人员的现有权利。如发现违反公共利益的情况,则由政府有关机构行使权力,禁止或限制股票的收购,或命令收购方公司出售一部分产业或集团的一部分资产,以分散其经营或交易。

有关兼并收购的法律规定还包括对外国收购人的限制、对控制收购的规定和豁免等内容。

## 第二节 企业兼并收购的兴起和发展

企业兼并作为市场经济发展的产物,已成为西方发达国家普遍出现的一个重要现象。在当今西方发达国家中,企业越来越依靠兼并收购这一手段拓展经营,实现生产和资本的集中,达到企业外部增长。随着 19 世纪 60 年代工业化的开始,企业兼并收购在证券市场上逐渐活跃起来,到本世纪初形成了首次兼并收购浪潮。企业兼并收购浪潮是指一种周期性或阵发性,涉及范围广且影响深远的企业兼并收购运动,它的波动节律与西方经济发展的周期相吻合。历史上,每次企业兼并收购的高潮都发生在经济发展高潮阶段和企业经营环境发生飞跃时期,高额利润的美妙前景驱使企业采取新的经营战略,刺激了兼并收购活动的发生。相反,在经济低迷,前景不明朗时,兼并收购浪潮也处于低谷,这种现象也并非偶然,兼并收购实际上也是资源重新配置和组合的过程,是对经济发展和技术革新的一种反映,也正是兼并收购加速了产业

结构的调整和进化,从某种程度上兼并收购活动也提高了资源的配置效率。

### 一、美国的企业兼并收购

美国作为经济大国,企业兼并收购现象层出不穷,如波涛汹涌,高潮迭起。迄今为止,已经历了四次大的兼并收购浪潮,而且第四次兼并收购浪潮至今仍回旋未退。每一次兼并收购浪潮各自以一种特殊兼并收购形式为主导形式,带有鲜明的特性。

#### 1. 1895—1904 年的第一次兼并收购浪潮

在这段时期中,美国州际铁路运输系统的建成首次使美国成为一个巨大的统一市场,美国经济也处于高速发展时期。兼并浪潮第一次全面冲击美国企业产权领域。仅 1898 年——1902 年就有 2653 家企业被兼并(其中 1899 年 1028 家,达到最高峰),五年内涉及兼并的资产总额 63 亿美元,100 家最大的公司规模扩大了四倍,并控制了全美 40% 的工业资本。兼并触动遍及每个工业部门,其中金属原料、石油、金属加工业等行业尤为猛烈。

这次兼并浪潮以同行业横向兼并为主要形式。南北战争后,美国加速其工业革命的进程,州际铁路网的建成和交通工具的发展,缩短了各地域市场的距离,降低了运输成本,扩大了市场的规模。粗略估计,1900 年制造业产品的辐射范围相当于 1882 年的 3.24 倍。根据比较成本原则,这促进了进一步的专业分工,提高了生产效率,通过激烈的竞争淘汰了低效率企业,并刺激企业规模的扩大。因此,同行业兼并成为此阶段的主要兼并形式,它降低了同行业竞争的激烈程度,保护了产业发展。同时,横向兼并的结果也使各企业在不同市场上获得了一定的市场控制能力,使兼并企业既取得了规模经济效益(不仅体现在生产上,也体现在管理、市场上),又获得了巨额垄断利润。这一阶段,每起兼并所能控制的国内市场份额平均达到 71%,产生了许多大型垄断企业。例如,1901 年创立的美国钢铁公司,其产品占美国市场销售量的 95%;美国制造公司(1901 年)占 90%;美国烟草公司(1890 年)占 93%;国际哈维斯特公司(1902 年)占 85%,这些大公司在市场占有率上都有绝对的优势。在钢铁、制糖、石油、烟草等行业,兼并后的企业控制了 50% 以上的市场。

股票交易承受并支持了这次兼并浪潮。工业股票的上市为兼并大开方便之门,证券化兼并使得企业兼并简易、扼要。而证券市场的疯狂投机以及兼并经纪人投资银行在这场兼并浪潮中的推波助澜,刺激了兼并市场的繁荣。据统计,由经纪人和银行促成的兼并占了同期兼并的一半。

在这次兼并浪潮中,成功的兼并企业扩大了企业的规模,实现了规模经济,提高了企业的管理水平,加快了技术改造步伐,开发了新产品,拓宽了企业的经营范围,改进了产品质量,由此改变了企业的社会基础,为美国日后经济的发展起了十分重要的支撑作用。而有些兼并则由于不注重效率的提高和改进企业的装备水平,缺乏必要的灵活性,制造费用居高不下,以及没有高水平的人才来管理大规模的生产,最后导致失败。

兼并亦产生了妨碍市场竞争的垄断,美国反托拉斯法“谢尔曼法”对这个时期的兼并浪潮起了一定的遏制作用。1903 年经济开始衰退时,这次兼并浪潮终于趋于平静。

#### 2. 1922—1929 年的第二次兼并收购浪潮

与上次兼并浪潮类似,第二次兼并浪潮开始于经济复苏的 1922 年,止于 1929 年严重的经济衰退中。有近 12000 家企业被兼并,涉及公用事业、银行、制造业和采矿业以及食品业、商业

等。这次兼并浪潮的基本特征是纵向合并为主,而横向合并不再是主流。在称为第二次产业革命的这个时期中,电力、煤气等公用事业的合并迅速增加。而交通工具、广播通讯的发展对这次兼并浪潮有重大的影响。机动车和广告业的出现打破了原来受地域限制的市场界定。在食品工业中,大企业兼并下面的销售店,形成了全国规模的流通网,而化学工业为了保证原料供应,加工企业又与上面的原料企业进行了合并。还有许多纵向兼并发生在采矿业和金属工业中。另外也出现了扩大产品门类的兼并(如IBM公司)和扩大市场的兼并,26个行业中1591家连锁店兼并了10519家零售店。

同样,由于投资银行的经纪作用,以及旺盛的证券需求使兼并运动蓬勃发展,但由于“克雷顿法(1914年)”在企业横向兼并上的限制,一些支柱产业如石油业、农机制造业的兼并市场相对减少,而小型企业乘机跃入兼并市场大显神通。与第一次兼并浪潮相比,不仅在兼并数量上超过第一次,而且兼并形式也多样化,工业部门之外也发生了大量兼并。第二次浪潮加强了集中,加剧了市场竞争,而纵向兼并也在一定程度上纠正了破坏性竞争的弊端,使兼并的成功率大大提高,这次兼并浪潮成为美国产业史上又一个里程碑。

### 3. 60年代的第三次兼并收购浪潮

美国40年代比较平静,虽然在战时和战后初期也发生了很多纵向兼并,但由于没有经济、技术等外部环境的重大变化,兼并规模要比前二次小许多。但从50年代中期开始又出现了第三次兼并浪潮,规模之大是空前的。据统计,1960—1970年间,兼并数目25598起,其中工业占一半多一点。1967—1969年兼并浪潮到达历史上的最高峰,被兼并企业达10858个,大规模的兼并占3.3%,资产存量占42.6%,这三年也是经济繁盛时期。1969年的经济停滞使兼并数目急剧下降,这次浪潮至1973年因石油短缺危机而告平息。

1950年,美国国会通过了反托拉斯法“凯乐——克佛修正案”,对横向兼并与纵向兼并限制较严,而对跨行业兼并限制较松。战后美国经济发展趋于平缓,拥有剩余资金的企业增多,计算机开始得到普及应用,管理科学迅猛发展。这些变化提高了企业的财务管理水平,更新了企业经营战略的观念,促使当时美国企业的兼并向跨行业兼并发展。在1967—1968年兼并的高潮时期,横向与纵向兼并数占总兼并数的比例下降到17%。而跨行业兼并中,扩大产品门类的兼并占到60%,扩大市场的兼并微乎其微,而跨行业兼并平稳上升到23%。因此,第三次兼并浪潮以跨行业兼并为主流。在当时,这种跨行业兼并型企业如雨后春笋,层出不穷。

在这次兼并浪潮中,被兼并企业不仅限于小企业。1280家具有1000万美元以上资本的工业企业,因兼并而消失。大企业仍是兼并企业中的主角,200家最大的制造企业收购的资产占全部被收购资产的66%。而中小企业开始成为兼并运动中一支生力军。它们采用了多样化经营战略,开拓传统经营范围以外的业务。跨行业经营是为了避免销售额和利润的不稳定和原来行业中面临的与日俱增的不确定性,如机械制造、自动化设备、铁路设备、纺织、烟草等行业,或是为了掌握二战后发展起来的新的技术工艺,如电力行业向电子行业发展,或是出于避税的考虑,如采矿业,可以利用其税收的优惠条件开展多种经营。这样,拥有剩余资产的企业作为一种投资方式不断收买其它企业,把经营不同产业的许多企业都合并到一个保护伞下。这次兼并涉及范围更广,而且大大改变了美国企业的组织结构。

### 4. 1976年以来的第四次兼并收购浪潮

第四次兼并浪潮自1976年美国经济走出萧条以后开始席卷美国,来势汹涌,波涛起伏,其间出现几次高潮。1980年反托拉斯法的修正,导致1981年出现兼并收购高潮,而1982年由

于经济不景气,兼并收购处于低谷;1982年底经济开始复苏,直到1989年间,兼并收购浪潮风起云涌,屡创纪录,无论就兼并收购的规模、形式或是影响范围皆非前几次可比。1985年和1988年的高潮时期兼并事件均达3000多起,兼并的资产总值分别达1796亿美元和2469亿美元。1988年发生兼并的企业数量及其资产总值均创最高纪录,这一年发生的科尔贝克·克拉维斯·罗贝茨公司与纳比斯科烟草公司之间价值达251亿美元的兼并,是美国历史上迄今为止最大的一笔收购交易,其交易额之巨甚至超过当时葡萄牙一国的国民生产总值。外资的大量涌入更加剧了兼并战。先后有325家美国公司被外国公司收购,资产总值550亿美元。日本和西欧国家的一些银行正是通过兼并收购增强它们在美国金融系统中的地位。进入90年代后,美国兼并收购活动处于低潮。1992年美国企业兼并收购共耗资1239亿美元,比1988年的高峰低63%,然而,比1991年下降9.7%,大大低于1990年39%的下降幅度和1989年23%的下降幅度,美国兼并收购活动看来已经稳定,兼并收购市场前景看好。各行业的兼并与反兼并活动仍在进行,每年都有一些曾显赫一时的大公司从美国《幸福》杂志开列的500家最大工业企业名单上悄然消失。全球最大的国际性电讯服务集团美国电话电报公司,通过总值126亿美元的股票交换与美国麦考移动通讯公司实现合并,这是美国最近几年的一笔重大兼并交易,再次在美国企业界激起一阵狂潮。据皮特·马威克国际会计咨询公司调查结果表明,1992年美国的跨国兼并投资超过西欧和日本,第一次居世界首位。1992年美国投资者跨国兼并活动共涉及342家公司,动用资金达133亿美元,而1991年涉及了333家公司,资金82亿美元。

与以往历次兼并收购浪潮相比,这次兼并收购浪潮所处的时代环境已大大改变,科技水平已达到人类史上前所未有的高度,信息时代给社会经济结构的变革带来巨大的冲击,因而兼并收购活动表现出以下的特点:

(1)兼并收购规模大,历时长,兼并收购的企业数量及其资产总值均超过以往几次。不仅如此,巨额交易在交易总数中的比例直线上升。据统计,一亿美元以上的兼并事件在1970年以前很少见,从1980年的94起上升到1988年的369起,10亿美元以上的兼并事件1980年有4起,1981年有12起,到1988年有45起。而且这些巨额的兼并大都发生在1985—1988年间,兼并资产总值占美国国民生产总值和占美国企业总资产存量以及美国全部公司股东权益总和的比重都分别稳步增长,1988年达到历史最高水平,分别是5.1%、1.27%和6.9%。因此这次兼并收购浪潮给美国社会经济带来巨大深远的影响。

(2)这次兼并收购浪潮涉及的行业和部门之多,范围之广,是过去任何一次都望尘莫及的,很少有行业幸免。传统行业中兼并收购热潮持续不退,而商业、投资、银行、金融、保险、批发、零售、广播电视和医疗等第三产业和石油、煤炭、采矿等第一产业部门中的兼并收购成为这次浪潮中的热点。90年代又出现新的势头,军工企业和电信的兼并活动大有升温之势。例如,通用电气公司宣布以30.5亿美元的价格将其一个飞机制造企业出售给马丁——马林塔公司;斯普林特公司1992年宣布以30亿美元兼并塞特尔公司,成为美国第一家提供长途、短途和移动电话服务的公司。

(3)跨行业兼并收购比重急剧下降。由于跨行业兼并收购在经营管理方面有很多问题,致使很多企业兼并收购后出现亏损,所以人们把兼并收购对象转向与本行业有关的行业,只有极少数企业仍搞跨行业的兼并收购,目的是为了加强竞争能力。

(4)大公司吞并大公司与小公司或个人收购接管大公司等各类兼并收购方式并存。“大鱼

吃小鱼”这一兼并常规在这次高潮被打破。“小鱼追逐大鱼”的现象十分突出。“小鱼”即一些实力甚弱的公司或个人向“大鱼”即资产远远超过前者数倍乃至数十倍的大公司发动接管进攻,使不少不幸成为兼并目标的大公司惶惶不可终日。而事实上,“小鱼”最终得逞,吞吃掉“大鱼”的情况并不罕见。如1985年销售额仅为3亿美元的经营超级市场的派利特雷·普兰德公司,通过借债方式以17.6亿美元吞并了年销售额为24亿美元的经营药品和化妆品的雷夫隆公司。

(5)投机色彩极浓,正常的以股票换股票的接管方式为以债券换股票的收购方式所取代,“杠杆收购”盛行,“垃圾债券”满天飞。这次兼并浪潮的投机性明显表现在大量的兼并收购交易是采用“杠杆收购”方式进行的。财力较小的公司可以通过高度负债的方式收购大公司,犹如人利用杠杆以较小的力去移动重物一样。小公司从外部借入的资金就是它收购大公司的杠杆。在一般情况下,兼并者自筹5%至10%的资金,以本公司资产作抵押向银行贷款40%至80%,通过发行“垃圾债券”,即无需公司实力作保的高风险、低信用的劣级债券解决余下的20%至40%,杠杆比率大致为1:5或1:20。这种通过高杠杆比例以小吃大,乃称作杠杆收购,具有很强的投机性。而商业银行、证券公司、保险公司、储蓄和贷款协会及养老基金等金融机构采用各种不同的融资方式向企业提供贷款,为收购者慷慨融资和提供咨询,成为“杠杆收购”交易的“靠山”。这样,无论中小公司,还是大公司都成为兼并收购者的追逐对象。1984年美国海湾石油公司被比利时雪佛莱公司以140亿美元兼并即为一个典型的例子。

金融媒介在美国这次兼并收购浪潮中所起的作用最充分地反映在石油业的几笔巨额交易上。由于结构性能源危机导致大批资金向石油公司集中,而这些公司的股票价格的上涨却不如公司的资产增长速度快,对投资者来说无疑具有极大吸引力。于是,不少石油公司首当其冲,成为众多兼并收购者的目标。早在1979年就发生了美国壳牌石油公司购买贝兹石油公司36亿美元股权的兼并事件。不止如此,在获取巨额利润的动机驱使下,狂热的投机家以金融机构做后盾,四面出击,寻找收购目标,通过套购股票有恃无恐地收购大公司,谋取暴利。布恩·皮卡斯和卡尔·埃卡恩称得上这些投机冒险家中两个“杰出”代表。上面提到的海湾石油公司,就是皮卡斯依仗金融公司的支持而被推出拍卖。埃卡恩的气势更凶,今天买下菲利浦斯石油公司的股份,明天又买进另一家飞机公司的股票,他之所以能恣意妄为,就在于有一个由十多家金融机构组成的银团给他撑腰。这场兼并运动具有浓重投机色彩的缘由即在于此。

产生以上特点的直接原因主要是:

(1)70年代受石油危机的影响,美国的生产率停滞不前,经济不景气,国际竞争能力相对削弱,通过兼并收购方式可以实现企业优化组合,提高竞争力。

(2)股市价格下跌,有些股票价格低于它所代表资产的账面价值,以致投资者购买现有企业要比新建企业更为经济合算,也使投机者有机可乘。

(3)里根政府放松了反托拉斯法的执行,制定了宽松的工业政策,金融管制也相对放宽,从而减轻了对企业兼并收购的限制,企业的兼并收购成为一种十分时兴的公司策略手段。

(4)金融机构积极介入企业兼并收购,金融工具不断创新。为迎合兼并收购需要,70年代金融界推出一种资信低、风险大、利率高的债券。正是因为金融创新和金融界的新姿态,美国企业才有可能获得兼并收购所需要的资金。金融机构不仅向资信可靠的公司提供贷款,帮助它们实施兼并收购与反兼并收购战略,也向直接从事兼并收购赌博的投机家融资。金融机构与套购股票的投机家结盟从中获得巨大收益,与此同时兼并收购规模的空前膨胀反过来又促

进了各类金融机构的发展,为它们扩大金融服务以及融资形式的多样化创造了条件。不仅如此,还给非金融公司在股市上的兼并收购活动提供了可能性。结果,杠杆收购成为这次兼并狂潮中的一大特色。例如德士古石油公司依靠大通曼哈顿银行提供给他 43 亿美元贷款收购了格蒂石油公司,而索卡尔公司在美洲银行等的帮助下却成功地摆脱了海湾石油公司的接管。另一方面美国各大投资银行和其他金融公司几乎都设有专门的兼并收购部,聘用专门人才从事兼并收购业务,有时甚至兼具金融经纪人和兼并者双重身份参与兼并收购。从 80 年代起,它们开始大规模收购企业并日趋活跃,乃至超过一些大公司而成为最大的兼并收购者。

美国的这场兼并收购运动从一个侧面反映了美国经济发展动力和结构的内在的转变,其影响是深远的。它导致美国企业组织规模和结构的重建,加快整个经济结构的重建和变革过程。值得注意的是,这次兼并浪潮中浓厚的投机色彩和金融媒介在兼并收购战中扮演的重要角色,说明美国正越来越猛烈地经受金融投机潮流的冲击。这也对经济发展带来某些负面的影响。大量的企业兼并收购利润落入从事兼并收购的投机家的口袋,同时面临“敌意收购”而遭勒索的公司却因此陷于债务困境,众多的负债收购者因高昂的借款利息和咨询服务费支出而背上沉重的债务,企业长期稳定发展的环境遭到破坏,且有可能埋下发生经济大动乱的隐患,这已引起许多美国企业界人士和社会公众的忧虑不安。

新近的报道表明,由于电讯、传媒和医疗保健业兼并收购活动热火,美国企业兼并收购 1994 年可望创下有史以来的第二年度高峰。

据证券资料公司发表的统计数字,1994 年 1 至 10 月美国已宣布的兼并收购金额达 2844 亿美元,全年兼并收购金额可望超越 1989 年所创的第二高纪录 2929 亿美元。历史最高点出现在 1988 年的 3358 亿美元。

1994 年头十个月兼并收购额较去年同期的 2030 亿美元跃增 40%。10 月份兼并收购额达 482 亿美元。

在这之前,7-9 月份的兼并收购额创下有史最高单季纪录达 1100 亿美元。证券资料公司表示,兼并收购最热火的行业包括:兼并收购额达 391 亿美元的电讯业和金额达 318 亿美元的传媒业。

证券资料公司指出,今年以来,欧洲兼并收购美国企业的脚步快过美国企业间的兼并收购,也是兼并收购额增长的原因,今年来欧洲兼并收购美国企业交易额达 377 亿美元,去年同期为 175 亿美元。

几个主要产业已在 10 月宣布几件脍炙人口的兼并收购案,桂格麦片公司 11 月 2 日也宣布以现金 17 亿美元购买史纳尔饮料公司,成为北美第三大清凉饮料公司。太平洋圣塔菲公司接受波灵顿北方公司 32 亿美元的出价购买其芝加哥和南加州之间的铁路。软件业巨人微软收购生产畅销程式“鼓舞”(Quiken)的直观公司。一般认为这笔高达 15 亿美元的股票交换兼并收购案创下这个行业的最高收购价位。10 月初,全美前两大连锁医院哥伦比亚 HCA 保健公司和健康信托公司达成 54 亿美元的合并协议。

## 二、英国的企业兼并收购

英国是老牌的工业国家,工业经济曾一度领先世界,企业兼并收购颇具特色。英国兼并收购浪潮的历史轨迹与美国类似,同样大致可分为四次比较重要的企业兼并收购浪潮。

### 1. 早期的英国企业兼并收购

英国的企业兼并收购的浪潮,发生在上世纪末到本世纪初,其时形成了一连串的多个企业的兼并,而且多发生在纺织行业中,新的公司取代了原来效率很低的卡特尔,如大英棉织品公司,1897年由31家企业合并而成,棉布印花机联合体,1899年由46家企业合并而成。其他行业的大规模企业兼并也形成了一些大的公司,如盐业联合体、联合碱制品公司、帝国烟草公司等。

从某种意义上讲,首次兼并收购浪潮产生的效果有限,虽然几乎在每个行业中,都有大量的企业相互兼并,扩大了企业规模,使行业产出有很大增加,但兼并收购后形成的企业往往组织松散,配合不佳,并且在规模上也比美国兼并浪潮中所形成的公司小得多。如当时雇佣工人最多的棉布印花机联合体,也只有三万名工人。尤为不同的是一些新兴产业如钢铁、化工和电机行业相对比较落后,大企业大都是酿酒企业和纺织工业企业。由于公司规模都比较小,家族控制和行业合伙是企业组织中较为重要的形式,因而工业制造部门仍表现出与现代经济发展不相适应的特点。

### 2. 20年代的英国企业兼并收购浪潮

第二次兼并收购浪潮发生在本世纪20年代。当时,产业活动和组织形式发生了变化。许多企业扩大生产,追求规模经济,许多新兴产业如运输工具、化学、造纸和电力行业迅速增长,国际市场的出现和工业的科研开发也都大规模地提高了生产和运行效率,面对严峻的竞争和挑战,英国出现了第二次兼并收购浪潮。

这次兼并收购浪潮涉及绝大多数制造行业。在食品和饮料行业,为获取商标和扩大产品市场而进行了大规模兼并,形成了如尤尼莱佛和迪斯提乐斯这样的企业。电器制造行业中兼并形成了GEC、英国电器、电器行业联合体三大巨头。另外几个大公司还有巴斯、丁·里沃斯、凯得博里——弗拉、金属箱公司等等。它们中每一个在此后五十年内英国最大的公司中都名列前茅。最著名的一次兼并是在1926年成立的ICI,由四家公司合并而成。原来的诺贝尔工业公司、布鲁诺孟德公司、不列颠染料公司、联合碱制品公司本身就是企业兼并的产物,并且各自在炸药、染料、碱制品行业中占有重要地位。这次兼并收购创建了一个包括所有化学部门的企业,并由此扩展到其他一系列化学行业,尤其是制药行业。

在这次兼并收购浪潮中,出现了多种类型的兼并,而不像美国以纵向兼并为主。政府采取了超然的态度,没有明确限制企业的兼并收购行为。虽然,在20年代末和30年代的经济停滞和衰退中,人们日益重视经济的“合理化规模”,而激烈的竞争常常造成毁灭性的压价、企业破产、资本闲置和失业等,一个行业应该有进行重新组织的动力和压力。但是,当时政府并没有直接支持企业的兼并收购。不过,英格兰银行建立了银行家工业发展公司,对不遵守行业发展计划的个别企业提出警告,不向其进行融资,从而支持了工业向合理化规模发展。

随着1929年世界经济大衰退的开始,股市崩溃,企业兼并收购活动的规模大幅下降,兼并收购浪潮告之结束。然而,这次兼并收购在很大程度上形成了英国公司的基本轮廓,而且一直延续至今。在绝大多数行业,兼并收购使集中程度不断增加,并且每一个重要的制造业部门,都至少有一个是在国际上占重要地位的 leadership 企业。诸如ICI和尤尼莱佛公司,至今仍控制着英国的制造行业。

### 3. 第三次企业兼并收购浪潮

英国的第三次兼并收购浪潮发生在60年代。随着战后经济的恢复与高速增长,以及

GATT(关贸总协定)、EFTA(欧洲自由贸易联合体)以及EECC(欧洲经济共同体)的建立,英国的兼并收购活动50年代开始恢复,但不象以往那么普遍,主要是卡特尔组织的增长。60年代,企业兼并收购活动稳定增长,形成第三次兼并收购浪潮。1964年和1965年被兼并企业数量达到历史高峰,而兼并资产价值最高的年份是1968年。

在这一时期,由于受到日益增长的国际间竞争的强烈影响,联合体和大多数行业的集团化趋势得到进一步发展,尤其制造业各部门兼并收购活动更为剧烈。大多数企业的兼并收购是为了达到更大的经营规模,降低成本和实现规模经济,以便同海外制造商进行竞争。而政府对重新构建产业结构的一系列活动,包括对特殊行业的特定计划,强化了企业追求更大规模的这一趋势,如1960年成立的大不列颠飞机公司和1967年钢铁公司公有化形成的大英钢铁公司。1966年,政府成立了产业重组公司(IRC),以推进制造业合理化规模的进程。IRC在这一时期的最大型企业兼并中发挥了重要作用,如1967年大英Ley Land公司的成立,1967年GEC和AEI的首次兼并和次年间英国电器公司的再次兼并。

这次兼并收购浪潮的主要特征就是各种类型的兼并收购在不同的行业都有所表现,在制造业中尤为突出,银行业、碾磨业、纺织业以及酿酒业逐渐集中到几个重要的企业。

但是,兼并收购并没有带来预期的结果,如制造行业兼并收购后并不能有效地进行市场竞争,大英Ley Land比不上大众、丰田、甚至濒于破产;ICI也明显不及IBM。企业兼并收购不能必然地普遍增加企业利润,提高企业的生产效率。进入70年代,IRC解散,能源危机接踵而至,英国的兼并收购热潮逐渐消失。

#### 4. 第四次企业兼并收购浪潮

进入80年代,英国的企业兼并收购市场开始复苏,并形成第四次兼并收购浪潮。面对美国生产和资本加速集中的形势,西欧各国自然感觉到威胁。只有建立实力不输于对方或者至少可与之较量的大垄断企业,才能与竭力向外扩张的美国大公司抗衡。英国许多企业冲破重重阻力进入兼并收购市场,产权交易变得十分兴旺。如Sothebys公司面临被一家美国公司兼并的威胁时,经过一番努力最终由英国的A. Alfred Tanbman公司兼并了Sothebys公司。

很明显,英国政府一直通过制定相应的企业兼并收购政策指导英国企业兼并收购活动。一般而言,如果兼并收购政策只关心对竞争的影响,而一次兼并收购的安排保证了有效竞争,那么有关各方都皆大欢喜。可是由于原先的兼并收购政策把注意力主要放在一些细节和讨价还价上,兼并收购计划常被推迟实施甚至被拒绝批准。随着1985年和1986年新的兼并收购热潮的兴起,新兼并收购政策对竞争的重视与以往广泛分析关注的情况形成更为鲜明的对比。为数众多的大型兼并收购协议在主要的公司之间出现了,甚至许多企业被允许自行重新安排自己的资产。例如,在公平竞争委员会的同意下,帝国集团自行安排了对联合饼干公司的兼并,之后该集团又出售了部分股份。因此,1985年以后,大规模的企业兼并收购行为明显增多,兼并收购热潮持续至今,仍未平息。

### 三、西欧各国的企业兼并收购

西欧其它国家的企业兼并收购与英国大致相同。不过,许多私人企业兼并收购国有企业的现象,是西欧兼并史上一大特色。例如,前联邦德国1984年把费巴公司的政府股份从43.75%减少到30%,而且大众汽车公司、联合工业企业股份公司、汉莎航空公司、德国工业装备

公司等均被私人企业主兼并 ;意大利的两家国家控股公司伊利公司和埃尼公司也是如此。1985 年 5 月 ,意大利某私营企业主以控股方式取得中南银行 74% 的股份 ;荷兰皇家航空公司降低 23% 的股份等等。

同时 ,欧洲的跨国兼并收购活动频繁 ,成为西欧现代企业兼并收购的新特色。据统计 ,欧共体国家跨国兼并收购贸易额达 416 亿美元 ,占全球兼并贸易额的 57%。其中 ,西欧国家的跨国兼并收购所占份额十分可观。如 1989 年 ,法国布尔集团针对美国电脑霸占欧洲市场的局面 ,兼并了美国齐尼恩公司。进入 90 年代 ,西欧国家的兼并收购浪潮仍高潮不落。虽然 ,1991 年由于欧共体投资者把目光转向共同体内部 ,跨国兼并收购额陡减。如欧共体兼并美国公司的金额由 1990 年的 136 亿美元猛降至 49 亿美元。但在 1992 年 ,法国的跨国兼并收购数目、金额仅次于美国 ,分别为 180 笔交易 ,99 亿美元。1993 年法国雷诺汽车工业公司与瑞典沃尔沃汽车公司的合并 ,颇引人注目。

### 四、日本的企业兼并收购

由于地理位置的关系 ,早期日本企业对兼并收购浪潮感受较小。但近年来 ,受海外兼并收购浪潮的冲击 ,日本公司对兼并收购策略日感兴趣。据统计 ,日本国内兼并收购的企业已逾千家 ,而且仍在上升。每年‘善意’转让数亦达 800 家。日本的企业兼并收购与美国的不同之处是 :

(1) 60 年代后半期到 70 年代 ,日本也处于企业多种经营时期 ,跨行业兼并型企业相应增加。但同美国相比 ,市场扩大型兼并所占比例很高 ,1980 年达到 30.3%。1980 年批发业与零售业的合并为 424 起 ,其中约占半数以上的 242 起是市场扩大型兼并 ,在同年的市场扩大型兼并中占到 65.1% ,反映出流通部门企业集中化、系列化动向。

(2) 日本公司的兼并 ,多数发生在母公司和子公司或附属公司之间 ,收购非附属公司的其他企业的情况极少。40% 以上的兼并均在母公司或公共持股人之间进行 ,第三者(如银行、行政单位)插手受到限制。

(3) 兼并规模较小。按 1985 年财政年度计 ,其中 80% 的公司资本额均在 60 亿日元以下。兼并数目最多的为批发业 ,占 37% ;其次为制造业 ,占 20% ;再次为服务行业 ,占 12%。

(4) 兼并收购多为拯救濒临绝境的企业。而不像美国 ,企业兼并收购常常作为一种经营管理策略 ,针对健康企业进行 ,这种商业习惯不合乎日本企业的经营方式。因此 ,较大规模的日本公司尚未发生过被兼并收购的情况。

目前 ,鉴于日元升值所带来的压力 ,以及开放国内市场 ,改变工业结构的要求 ,日本国内的企业必须改善经营管理 ,并使业务趋向多元化 ,以适应市场变化的新情况。而兼并收购被视为公司经营策略的趋势在日本逐步增加。事实上 ,通过有关方面协商而达成的兼并数已在增加 ,日本当前的做法是解散小商号 ,另成立一个新公司 ,这可以称作日本特色的兼并。不管日本企业愿意与否以及习惯做法与其他国家不同 ,外国企业兼并收购日本企业的趋势将有增无减 ,兼并收购将是日本企业适应新情况的重要手段。

如前所述 ,日本企业在国内的兼并收购活动不太普遍 ,而在国际市场上 ,日本企业对外国公司的兼并收购则年年增加 ,形成鲜明的对比。兼并收购外国企业成为日本对外直接投资的一个重要手段。这样做的好处是日本公司可以利用现成的先进技术、设备、劳力及销售网络 ,

轻而易举地进入海外市场,充分发挥自身优势,拓展业务。

据不完全统计,1985年日本兼并外国公司只有100家,1986年为50家,1989年则上升到约340家,1990年又兼并了200多家外国公司。日本企业跨国兼并,目标多为美国企业。1990年,日本企业在美国兼并收购的资金总额占其在整个国际兼并收购市场上投入额的82%,由1988年的127亿美元增加到139亿美元。世界闻名的夏威夷疗养胜地怀基海滩所在的60家最大旅馆已有一半以上为日本兼并。日本企业对美国电脑、半导体等高科技企业的兼并收购兴趣最大,以芙蓉、三菱、三井集团为领先。此外,日本同时加快了对澳大利亚、欧洲等国的企业兼并收购步伐。例如,1988年日本公司跨国兼并活动涉及了27家澳大利亚公司,使之成为继美国之后第二大被兼并收购地区。面对欧洲统一市场的形成,日本公司对欧洲企业的兼并收购不断增加,力求将其业务打入欧洲市场。

日本企业跨国兼并收购的特点是:

(1)收购者多为出口外向型企业,被收购的外国企业属同一类型,而且收购规模相对仍比较小。

(2)收购的目的一般是为了建立一个生产和销售基地。极少数是为了发展成为多元化企业或推出新技术,或为了筹组国际商业集团。

(3)类似美国采取筹集或使用风险基金进行兼并收购的情况,在日本企业的兼并收购活动中尚未发生。

(4)由于日本企业高效的经营管理、家族式的经营方式、强烈的民族精神、国内手续复杂等原因,外国企业兼并日本企业的情况极少发生。

### 五、国际企业兼并收购的发展动向

由于国际市场竞争日趋激烈,企业兼并收购特别是跨国兼并收购活动加紧进行。

最新的统计资料表明,1992年上半年全球各地企业再次掀起兼并收购高潮。1992年全年各国企业兼并收购交易总额达726亿美元,比1991年的544亿美元增加了近三分之一。其中跨国兼并收购总值达215亿美元,比1991年同期增加了43%,欧共体企业兼并交易额达416亿美元,占世界交易总额的57%。在1993年宣布的十大企业兼并收购事件中,美国和美国以外地区各占5件。虽然目前美国企业的兼并收购活动远远达不到1988年的规模,但某些投资银行业者认为,目前美国和全球许多企业正蓄势待发,兼并收购即将进入新的高潮。

纵观西方国家的兼并收购史,在除美国和日本以外的大多数国家里,横向兼并仍是主流,所占比例一般超过50%,横向兼并比例较小的只有美国和日本。进入70年代以后,跨行业兼并收购呈逐步增加的趋势,美国的这一趋势更为显著。预计今后这一趋势还将加强。与以往不同,当前进行兼并收购活动的主力是经营较好的工业公司,而不是金融公司。由于工业生产能力严重过剩和产业结构的调整,卖掉不需要的资产,买进具有战略意义的企业,重新调整经营结构,已成为目前十分盛行的兼并收购活动。此外,对高新技术的开发也是兼并收购的重要原因。

### 第三节 企业兼并收购在中国的发展

中国企业的兼并收购在不同历史阶段具有不同的表现形式,这是由中国各个时期的国情所决定的。

#### 一、本世纪初至中叶阶段

本世纪初至中叶阶段,中国民族工业资本、金融资本、外国资本及官僚资本均卷入到企业兼并收购中。

##### 1. 民族工业资本间的企业兼并收购

民族工业资本间的企业兼并收购,主要发生在纺织业、面粉业、造纸业、缫丝业以及火柴业、橡胶业、呢绒业、绸制品业等产业。

以著名的荣氏企业为例。荣氏家族企业的发展,在很大程度上依靠企业兼并收购。即大举借款,以资产为抵押,购买纺织、面粉业的中、小企业,从而加强了荣氏的实力,取得与外资、中资企业的竞争优势。荣氏所经营的申新纱厂,基于兼并收购形成了生产的规模经济,当时,申新的发展速度为当时全国平均速度的四倍。1932年,申新纺织集团在全国民族资本经营的纺织企业中的比重分别达到:布机数的28.10%,纱锭数的19.9%,线锭数的29.5%,棉纱数的18.4%,棉布产量的29.3%,雇佣工人的17.5%。又如,荣氏经营的茂新、福利面粉厂自20年代就开始对中小面粉企业的兼并收购,至1937年,已拥有13家面粉厂,其中4家为收购和租赁企业。仅福新一家的资本总额占当时上海面粉业的50%以上。

这一阶段的民族工业资本间的兼并收购形式有:

(1)以兼并收购方资产为抵押,向银行举债,购入被兼并收购方,再以所购入企业资产为抵押继续举债,形成新一轮兼并收购活动。如荣氏企业兼并收购纺织业的中小企业。

(2)兼并收购方以租赁经营为起点,到期后直接收购或继续租赁。如荣氏企业兼并面粉业的中小企业。

(3)兼并收购以集资或投资入股为起点,之后逐步发展。如孙多森家族集资创办的阜丰面粉集团。

(4)兼并收购方进行跨行业的兼并收购活动。如东北双合盛公司控制企业涉及面粉、啤酒、制油、制革、航运及贸易等产业。

(5)中小企业联合,实行善意性的合并。如东北一些中小企业因竞争激烈,行业不景气或濒临破产等原因,协商合并。

(6)通过租赁、收购,形成全国性企业集团,或建立统一的联合营业机构(卡特尔联盟)。如王叔贤创办的造纸企业集团和上海国产版纸联合营业所。

(7)以银行为后盾,以租赁所在地区的全部同业工厂垄断生产。如薛寿宣在缫丝业中从事的兼并收购活动。

## 2. 华资金融企业间的兼并收购

华资金融业(即民族资本经营的金融业)中,银行主要经营证券投机和当时国民党政府所发行的公债,钱庄的业务主要同进口商业的借贷相联系。由于世界经济危机爆发,中国金融业处于维持状态,同时亦为金融业兼并收购提供了一个机会。其形式有:

(1) 银行间的兼并收购。如 1936 年 3C 银行兼并浙江商业储蓄银行;广东实业银行、丝业银行合并重整为广东省银行。随着这一兼并收购趋势的发展,金融业内部相互投资持股现象日益增多,导致银行联合行动能力的大大加强。

(2) 工业、金融业间的兼并收购。工业企业和金融企业之间的互相控制和兼并收购是中国民族资本工业企业发展过程中的一个主要标志。其结果是,工业企业可更为方便地获取所需的企业融通资金,金融企业则通过投资于产业部门,分散其经营风险。如轮船总吨位为全国的 15% 以上的三北集团公司,先后投资于四明银行、通惠实业公司(投资公司)、劝业银行、中国商业信托公司、华盛信托公司、中易信托公司、福州信托公司、万国储蓄会等。

工业企业通过向金融企业的渗透,部分实现了增强融资能力,然而,这种持股与投资,并不意味企业兼并收购的实现。但金融企业对工业企业的投资和控制,则表示企业兼并收购的实现。

工业、金融业间兼并收购的具体形式还有:

(1) 达到控制或完全吞并所投资企业目的。以中南、金城银行为例,其兼并收购的对象,大多为经营不善的负债企业,将债务转为资产。

(2) 成立专门的投资(信托)公司,专营兼并收购或代管企业。如中南、金城银行组建的诚孚信托公司,即为一例。

(3) 投资外商企业,以获得其部分控制权。

## 3. 外国资本对民族工业企业的兼并收购

外资对民族工业企业的兼并收购,与国内金融业兼并国内工业企业方式相似。即利用民族工业企业对外资银行的负债及其偿还本、息的困境,实行“借款控制式”的兼并收购。如日本东亚兴业会社(金融机构)兼并上海华丰纺织厂。

## 4. 官僚资本对民族资本企业的兼并收购

(1) 以加入官股形式兼并收购民族资本企业。

(2) 以直接进行人事改组形式,兼并收购民族资本企业。

上述为国民党南京政府采用的手段。如 1935 年 6 月,它以增资改组方式,控制了“小四行”(中国通商、中国实业、四明商储、新华信托)。不久,又以同样方式控制了“北四行”(金城、大陆、中南、盐业)和“南四行”中的上海商储、浙江兴业;

(3) 以垄断性的委员会和贸易公司为主体,使用对某些资源的管制政策和对外借款,兼并行业内外企业。如资源委员会在一年内兼并“筹建”了 15 家企业。

(4) 国民党南京政府的中央、中国、交通三大银行,通过债务关系以及投资改组兼并收购民族资本企业。如至 1937 年为止,中国银行控制的工业企业分布在 10 个行业。

(5) 抗战期间,通过“非常时期”政策,对基础工业、加工业、商业实行垄断经营。

### 二、1949 - 1965 年

#### 1. 1949 - 1956 年 : 公有经济对私营工商企业的兼并收购

这一阶段的特点为 : 政府通过国家资本主义 , 以渐进步骤 , 实现公有经济对私有工商企业的兼并收购。其形式为 : 采取逐步推进的公私合营 , 以大厂带小厂、先进带后进方法 , 对已有企业实行裁、并、改、合 , 将大企业的公私合营推向全行业的公私合营 , 实现对私营工商业企业事实上的控制与兼并

#### 2. 1961 - 1962 年 : 行政兼并

国民经济调整时期 , 政府通过调整计划指标 , 大幅度降低了许多行业的生产量 , 造成大多数工业企业开工不足 , 导致人员和设备的闲置。对此 , 政府决定在保留骨干企业前提下 “ 拆架收摊 ” , 保留骨干企业 , 对其它企业进行关、停、并、转。其中关、停 , 指对成本高、消耗大、质量差、不具备正常生产条件的中小企业关闭停办 ; 并、转则是将已升格为全民所有制的大多数集体企业转归集体所有 , 生产任务不足的企业 , 合并与缩小规模或转产。这种大规模的政府改组企业行为 , 开创了对公有制企业所谓的 “ 行政兼并 ” 先河。

#### 3. 1963 - 1965 年 : 试办托拉斯式的大企业

试办托拉斯式大企业的目的 , 在于改变行政管理企业状况。1963 年 3 月 , 成立了统管全国卷烟原料收购和产品销售的中国烟草公司。

1964 年 8 月 , 政府决定试办 11 个托拉斯。其性质为全民所有制的集中统一管理经济组织 , 它在国家统一的计划之下 , 实行独立的经济核算 , 并具体负责所属企业的生产、基建、劳动、计划、财务、供销、纳税、人事等业务。故托拉斯所属企业在经济上可视为合并为一个企业 , 成为当时企业兼并收购的一种形式。

托拉斯作为一个独立的经济组织与国家发生关系 , 国家将固定资金和流动资金拨给托拉斯 , 由其支配使用。国家同托拉斯之间采取利润分成 , 其开发、管理费从中提取。托拉斯对其所属企业实行集中的统一管理。其一 , 按行业特点 , 据专业化协作原则 , 对所属企业进行改组。如中国纺织机械工业公司下设生产印染设备、纺织机械、罗栓轴承、纺织专用电机的专业厂 , 形成公司内部的专业化协作体系。其二 , 在该体系内 , 托拉斯对所属企业经济活动实行集中统一的管理。

### 三、80 年代 : 行政化与市场化多重形式并举

有材料统计 , 在 80 年代 , 中国 25 个省、市、自治区和 13 个计划单列市累计共有 6226 户企业转移存量资产 82.25 亿元 , 减少亏损企业 4095 户 , 减亏额为 5.22 亿元。其表现形式为行政化与市场化相结合条件下 , 企业兼并收购的多重形式并举。

#### 1. 自发萌动的企业兼并收购

这种自发的单个企业行为来自其谋求自身发展的扩展冲动。兼并收购双方无明确的兼并收购意识 , 但体现出实质上的兼并收购行为。被兼并收购方往往是那些经营不善但有潜力或有利用价值的亏损企业 , 兼并收购方以自身优势 , 以较小代价获取对方产权。同时 , 双方的行为未受政府的干预。

### 2. 有组织、有指导的企业兼并收购

这种企业兼并收购行为较早出现在保定市、武汉市,其特点为:两地政府按所在地区的特点,分别采取不同的行政与市场结合的协调方式实现企业兼并收购。

(1)保定模式”在市政府直接参与下进行,偏重于本地区产业结构调整角度。政府采取自上而下程序,以所有者身份进行干预、引导、牵线搭桥,促进企业兼并收购。

(2)武汉模式”政府强调兼并收购双方从自愿互利角度出发,采取自下而上程序,经过充分协商达成协议,并报主管部门批准。

(3)“一锅端”指破产或濒临破产(隐性破产)企业,将全部资产的产权等(包括资产、债务和职工)转让给受让企业。主要表现在中小企业与大、中企业间。

(4)国有或集体所有制小型工业、商业、服务业企业,通过整体出售或折股分散出售,由集体或个人购买。其形式有:①企业出售使用权,所有权仍归公有,被兼并收购方收取一定的场地费及固定资产使用费。②将企业产权全部或部分出卖。产权可以是全部,也可以是部分转让。被兼并收购方大多为经营不善,效益不佳,或处于长期亏损状态。

(5)被兼并收购方将多余或闲置的部分土地、厂房、仓库以及设备,有偿转让给急需扩充的企业,由后者收购所需的部分资产,实现部分产权的转让。

上述转让形式既有同一行业、同一地区、同一系统间的兼并收购,也有跨行业、跨地区、跨系统、跨所有制间的兼并收购。

## 四、90年代:跨国兼并收购的出现

与80年代中小规模的国内企业兼并收购形成鲜明对照的是,90年代跨国兼并收购开始出现。

至1993年底,中国化工进出口总公司(简称“中化”)、中国国际信托投资公司(简称“中信”)和首都钢铁总公司(简称“首钢”)是三个为国际经济界公认的跨国公司。如,中化在30多个国家和地区设立70多家海外机构,在香港、美国、澳大利亚成立3个海外地区集团公司,参与海外投资项目81个。又如,首钢拥有24家境外企业(或经营网点),出口创汇和海外经营额达到6.3亿美元。上述三公司主要通过兼并形式实现其跨国经营,兼并形式有:

(1)以收购作为海外投资的主要进入方式。如1988年7月,首钢以340万美元收购美国麦斯塔(MESTA)国际工程设计公司70%股份;1986年,中信购买澳大利亚波特兰炼铝厂10%股权,2年后赢利数千万美元。

(2)在东道国或地区与当地企业和外国企业三方联合收购当地企业,组建股权式合资企业。如,1992年10月23日,首钢与长江实业(集团)有限公司及加拿大怡东有限公司联合收购在香港上市的东荣钢铁集团有限公司,改名为首长国际企业有限公司。又如,中信在80年代中期在加拿大与当地企业联合收购并经营塞尔加纸浆厂,并以该厂作抵押,贷款6亿美元,通过技术改造及引进先进技术,成为中国投资效益最好的生产企业之一。

(3)对海外资源进行全资收购和在当地经营。如1992年11月5日,首钢通过参与国际投标方式,以1.2亿美元收购了秘鲁铁矿公司,组建了首钢秘鲁铁矿有限公司,成为中国在海外投资规模最大的独资企业。

## 五、中资企业在香港的兼并收购：“买壳”与“造壳”

香港工商企业成为 80 年代末、90 年代初中资企业兼并收购的重点。其表现形式有：

### 1. 买壳式兼并收购

“买壳”指安排一家中国公司收购一家已在香港联交所挂牌的公司，间接取得上市资格。收购完成后，一般来说该收购公司会采取下列行动：①收购有关中国公司股份的 51%；②在中国设立一家外资企业，由该外资企业收购有关中国公司的资产；③与有关中国公司共同成立一家中外合资企业；④与有关中国公司订立承包协议，以承包经营该中国公司的业务。

“买壳”上市为中资在港上市的第一阶段，属于以间接方式取得上市资格，从而达到筹集资金目的。中信集团收购泰富发展及一系列收购行动即为典型实例。中信采取方式为滚动式的展开“买壳”活动，即以变通办法取得上市地位后，接二连三扩股增资。中信泰富已成为香港排名 20 名左右的大型上市公司，其股票也进入计算香港股市指数的 33 种成份股行列。

以此方式上市较正式申请上市的时间短，对中资企业来说，由于内地公司账目处理手法与香港公司完全不同，且在香港无 3 年以上的业绩记录，故以“买壳”上市为理想和现实并重的途径。

### 2. 造壳式兼并收购

“造壳”指由中资公司在港设立一家控股公司，再由该控股公司采取以下任何一种方式：①收购有关中国公司 51% 股权；②在大陆成立三资或合营企业；③签订承包协议。

控股公司是大陆企业在港上市的最为可行之途。它通常会在香港资本市场筹集资金，以壮大在国内的企业。而大陆的关系资产，可适时安排注入控股公司，以此吸引更多投资者的兴趣。如 1992 年 7 月，招商局属下的海虹集团有限公司在香港上市招股，发行 6000 多万股新股，集资总额 9187.5 万港元，超额认购 374 倍，创出香港股市招股超额倍数的记录。该集团是第一家中国企业根据香港联交所上市程序申请并上市的企业。又如，注册香港的骏威公司主要资产和业务均在大陆。1992 年，骏威与广州骏达汽车集团合资组建了广州威达机械企业公司，骏威占 25% 股份，骏达占 75% 股份。此后，骏达将其拥有的 70% 股份转让给骏威公司。香港骏威公司拥有广州威达机械企业公司 95% 股份，实现了绝对控股。

## 六、外资对中国企业的兼并收购

当中资企业在香港等地积极策划并实现“买壳”和“造壳”的同时，“中国概念股”以及对中国大陆大中型国有或非国有企业股权的收购高潮在香港、北美及欧、日等国家和地区兴起。

所谓“中国概念股”，是指公司的投资比重以大陆为主，产品市场亦以大陆为重点，受大陆经济影响的在香港等地上市的股票。近年来，“中国概念股”深受投资者青睐，它与包含中国在内“远东概念股”同样成为“热门股”。但其股票价格相对其它类型的股价波动较大，对类似“概念股”的认识有待深化。

对大中型国有或非国有企业股权的兼并收购，以至今尚有争论的“中策现象”最为突出。

（1）“中策泉州模式”。经资产评估机构评估，当地准备合资的国有企业总资产为 3 亿，其中净资产为 1.6 亿元，折股进入合资公司占 40% 股份，银行贷款的债务 1.4 亿元全部由合资

公司承担 ;中策出资 2.4 亿元 ,占 60% 股份。

(2) 中策——银川模式”。经资产评估机构评估的银川橡胶厂全部资产 4 亿元 ,扣除流动负债 ,净资产 1.77 亿元。中策出资 8823 万元 ,获 51% 的股权。

(3) 中策将山西、杭州两家轮胎厂在美国注册成一家由中策全资控股的中国轮胎公司 ,于 1992 年 7 月在纽约上市 ,筹资 9400 万元 ,并将资金再投入大陆 ,其中部分用于以控股方式与其他国有橡胶厂合资。

(4) 将控股股份转让给第三方(外商)。中策将其拥有的泉州啤酒厂 60% 的股权和杭州啤酒厂 55% 的股权部份转让给日本第二大啤酒厂“朝日啤酒”和伊藤忠财团 ,使伊藤忠财团通过股权投资方式进入中国产业界。

(5) 利用上市公司身份 ,扩大中策公司及其下属公司的控股资本量的来源。中策公司作为在香港的上市公司 ,其发起人黄鸿年占有 30.5% 股权外 ,李嘉诚所属的和黄公司及美国大证券商摩根斯坦利公司亦为重要股东。又如 ,在中国境内徘徊七年 ,始终未能建立一家合资企业的著名的固特(GOODYEAR) 购得中策在美上市的中国轮胎 24% 的股份。这样 ,“中策现象”形成了一系列来自不同投资渠道的控股行为 ,卷入的资金量也愈滚愈大。

“中策现象”具有代表性。1992 — 1993 年 ,香港一些投资机构多次策划收购大陆中、小城市的企业产权。其中多为包装后争取上市或转让 ,以获厚利。香港一些评论家认为此举比内地到港招商更能令港商动心 ,也能促成新一轮“新贵”发迹。也有一部分是从占领市场或寻求加工基地着手收购或控股事务。

## 七、股市中的兼并收购与非股市的兼并收购

### 1. 股市中兼并收购的几种形式

随着中国证券市场的建立和发展 ,特别是上海、深圳两地证券交易所的设立 ,通过股市实现兼并收购的行为在增加。

(1) 将非流通股以配股等形式有偿转让给个人股东 ,使增量部分成为可流通股。所谓“哈、陆、申模式”。该种模式指某上市公司将公司总股本中的国家股以配股形式有偿转让给个人股东 ,公司总股本不变。它包括 :黑龙江哈尔滨医药股份有限公司、上海申能股份有限公司、上海市陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司等上市公司 ,但该模式受到证监会批评。

(2) 收购二级市场股权 ,所谓“宝延、万申模式”。该种模式指投资公司在二级市场上通过收购某股份公司发行在外的可流通股股票 ,成为公司大股东 ,甚至控股以期改组该股份公司董事会 ,改变原有经营决策目标、发展方向和业务范围等。宝延、万申 ,以及中桥投资有限公司——绍兴市百货大楼股份有限公司等均属此类。

(3) 标购股份公司法人股 ,所谓“光大——玉柴模式”。即以协议标购方式进行收购某上市公司法人股权。中国光大信托投资公司协议受让广西玉林柴油机厂在 STAQ 系统流通的法人股 ,即为一例。

(4) 协议转让股份公司国家股 ,所谓“恒通——棱光模式”、“康贝恩——凤凰模式”。即协议转让某上市公司国家股权 ,国家股权的一部分转化为法人股权 ,受让方成为第一大股东。如珠海恒通置业股份有限公司受让国家股股权后 ,持有上海棱光实业股份有限公司总股本的 35.5% ,浙江康贝恩集团公司受让浙江凤凰化工股份有限公司 51.01% 的股份。

(5) 股东联合声明方式, 所谓“君安——万科模式”。即以突然袭击方式发表股东联合声明, 企图获得对上市公司董事会的改组权, 进而改变上市公司经营方针、组织等。深圳君安证券公司等一些深圳万科企业股份有限公司的大股东召开新闻发布会, 公布对万科的“改革倡议”, 后因一些参与倡议的大股东宣布退出而作罢。此类形式虽未成功, 但君安等公司“倡议”意在凭借其大股东地位实现对万科的控制与改组, 则可视为是一种“兼并”。

### 2. 非股市的兼并收购

非股市的兼并收购主要表现为行政化与市场化相结合的企业兼并收购, 在不同地区和行业中表现不一。但近来, 产权交易市场发展迅速。反应热烈、成交状况良好的主要来自南方, 如广东、福建、海南等地, 尤以深圳、广州附近地区为好。原因与其交易方式有关。即不外乎采取: ①让外资“买壳”控股——海外上市——转让或再投资。在很大程度上, 产权交易成为新一轮炒作题材。此类方式能否达到地方政府期望的盘活资产存量目的, 有待实践上探讨。②让外商以股权投资方式, 享有经营效益好的大中型企业利润。这在很大程度上来自地方政府与企业领导人的意图。即以此作为“境外上市”的基础, 使之成为企业成长的一个途径。③利用粤港在地理上的特点, 继续发挥广东作为香港厂商加工基地优势。即港商和其他外商可通过收购中小企业, 建立其加工点, 进一步深化港粤经济联系。

## 第四节 企业发展战略与企业兼并收购

### 一、现代企业的目标——股东财富最大化

现代企业的目标是实现所有者即股东利益的最大化, 能够实现这一目标即为成功的经营管理者。企业兼并收购后引入新的管理方法, 改造被兼并企业的一些混乱及无效的管理方法, 有效利用被兼并企业的资产, 从而使企业获得最大价值。

兼并收购的经济根源在于, 兼并收购后的企业价值大于兼并收购前两个企业价值的简单相加, 即产生了“ $1+1>2$ ”的效果。对于这部分新增加的收入, 不妨称之为“兼并增值”。需要指出的是, 它并非为兼并收购者所独占, 而必须在收购者与被收购者(包括投机者)之间进行分配。成功的兼并收购不仅能给收购者带来巨大的经济利益和更大的声誉, 而且对目标公司而言, 股东收益的最大化也能得到更好的实现。一般而言, 目标公司的所得甚至大于收购者的所得。

现代投资理论为我们提供了有效的分析工具。投资净现值法的原理为, 投资净现值等于资金流入现值与资金流出现值之差。对成功的投资来说, 投资净现值必须大于零。用公式表示如下:

$$NPV = I - O$$

式中,  $NPV$  表示投资净现值,  $I$  表示资金流入现值,  $O$  表示资金流出现值。

设 A 公司欲收购 B 公司, 运用 NPV 法所得:

$$NPV = I - O \quad (1)$$

$$NPV=(V_{AB}-V_A)-C \quad (2)$$

式中,  $V_{AB}$  表示兼并后公司的期望价值,  $V_A$  表示 A 公司市价, 则对 A 公司而言,  $V_{AB}-V_A$  为资金流入现值,  $C$  为收购 B 公司的成本, 表示 A 公司的资金流出现值。

设  $V_B$  表示 B 公司市价, 对 (2) 式作变形, 得:

$$NPV=(V_{AB}-V_A)-C+V_B-V_B \quad (3)$$

$$NPV=[V_{AB}-(V_A+V_B)]-(C-C_B) \quad (4)$$

$$V_{AB}-(V_A+V_B)=NPV+(C-V_B) \quad (5)$$

(5) 式清晰地反映了兼并增值部分在收购方和目标公司之间的分配情况。等式左边部分为兼并增值, 等号右边部分,  $NPV$  为收购方 (A 公司) 的所得,  $C-V_B$  为 B 公司的股票增值, 反映了被收购公司的股东所得。

## 二、企业应用兼并收购发展战略的好处

### 1. 公司协同效应

公司规模扩大能带来生产的经营管理上的好处, 产生更大的经济效益, 这在经济学上称为“规模经济”, 具体表现在: 横向兼并产生规模效益, 纵向兼并产生区域经济效益, 兼并后垄断能力的加强能带来更高利益。当然, 要做到这一点并非易事。为将被收购的公司纳入自己的轨道, 收购方要花费大量的人力、财力、物力, 包括人员的重新安置、管理机构的调整、债务的清偿等等。接管一家公司往往要经过一段时间的“阵痛期”。

### 2. 资产多元化

大多数公司认识到, 经营的多元化可以降低风险。如果一个公司只生产单一的产品, 则其经营就受制于市场对该产品的需求。如果需求很快减少, 则公司不得不削减其生产。如果该公司的一个竞争者推出该产品的升级换代产品或者更经济实惠的替代品, 那么这个公司就丧失了市场上的竞争能力。而且由于需求和竞争因素是很难预料的, 所以最好的减少风险的办法就是多元化。如果一个公司同时在许多市场经营着不同的产品, 则单个产品产量的削减对整个公司的冲击会较小。收购方在收购了目标公司之后, 意味着该公司经营多元化, 相应分散了经营风险。

### 3. 市盈率幻觉

60 年代的美国, 兼并收购多以换股方式进行, 收购完成之后, 由于股东存在着“市盈率”幻觉, 致使兼并收购后公司的股价上涨, 市场总值超过了兼并收购前两公司市价之和, 造成了所谓的“收购景气”。试举例如下:

## 公司购并

	收购方公司(A公司)	目标公司(B公司)	兼并后A公司
年盈利总额	1000 万美元	1000 万美元	2000 万美元
发行在外的总股数	1000 万股	1000 万股	1500 万股
每股盈利(E)	1 美元	1 美元	1 美元
市盈率(P/E)	24	12	24
每股市价(P)	24 美元	12 美元	32 美元
市价总值	24000 万美元	12000 万美元	48000 万美元

假设 A 公司为高成长公司,市盈率较高(24),而 B 公司为低成长公司,市盈率较低(12)。今 A 公司按市价 2:1 的比例收购 B 公司股票,则 A 公司增加 500 万股,收购了 B 公司全部在外股票,每股盈利 =  $1000 + 1000 \div 1500 = 1.33$  美元,比兼并前增长了 0.33 美元。因此,A 公司股票市盈率可能不降反增。现假设 P/E 仍为 24,则每股市价  $P = P/E \times E = 24 \times 1.33 = 32$  美元,市价总值变为  $32 \times 1500$  万 = 48000 万美元,比兼并前两公司市价总和 36000 万美元增加了 12000 万美元。

这里需要说明的是,市盈率最终依赖于股民对公司未来获利能力的评价,一旦事实证明兼并收购后企业效益并未有起色,则市盈率将迅速下降,使得上述“收购景气”化为乌有。

#### 4. 挖掘利润潜力

当一个公司还有潜力的时候,新的管理方式可以提高效率,这样会导致利润的迅速大幅度上升,这为公司提供了利润上升的潜力。一个公司经营管理水平不高,但如果该公司具有很大的潜力,则它就有可能成为被收购对象。由于经营不善,该公司的股票价格必然偏低,故而在收购时一般可以讨价还价。因为一旦公司利润提高到一个新的水平,其股票价格会相应提高到一个新的价位。

#### 5. 经营的稳定性

兼并收购可使公司的经营扩展到一定的规模。当一个公司的销售达到一定的规模时,它就会比市场销售份额比较少的公司来得稳定。高水平的销售收入使公司有可能得到经济和节省费用的好处,从而得到较高的销售毛利,并且较高的销售水平还可以使企业较深入地渗透到其他公司的市场里去。如果一个公司主宰了某一个市场,则它可以比其他公司更好地应付市场的压力和出现的问题。

## 第四章 公司兼并收购的种类和特征

### 第一节 企业兼并收购的种类

企业兼并收购活动发展至今,其内容早已超出初始的企业兼并的狭窄范围。广义的企业兼并收购包括企业兼并收购、资产(公司)分离、股权调整和企业反收购等一系列活动。由于反收购的内容有一定的独立性,本书特另设一章(第六章)以便详述。本章主要进一步讨论企业兼并收购、资产(公司)分离和股权调整的概念、种类及其内在经济意义。

企业兼并收购的一般概念是指两个或两个以上独立经济单位(企业)组成一个独立经济单位(企业)的过程。西方现代企业兼并收购理论是把企业兼并、企业收购和设立合资企业都作为企业兼并收购的内容。

#### 一、企业兼并

##### 1. 三种主要的企业兼并

在第二章中谈及企业兼并收购活动的发展历史时,讨论了企业兼并的三种主要方式,即横向企业兼并、纵向企业兼并、混合企业兼并。企业兼并活动也经历了一个从横向到纵向再到混合的过程。

(1) 横向企业兼并。所谓横向企业兼并,是指两个(或两个以上)在同一行业生产同一产品的企业的兼并。例如在1987年美国第二大汽车生产商克莱斯勒汽车公司在著名企业家艾柯卡的领导下,顺利地兼并了美国第三大汽车生产商美国汽车公司,这就是一个典型的企业横向兼并的案例。

早期的企业兼并大多是横向的。就经济上的原因而言,企业进行横向兼并,一方面可以通过扩大生产量,利用规模经济的效应降低单位产品的生产成本,从而使产品更具有竞争力;另一方面则可利用其扩大的市场份额,造成对某一产品市场的独占或垄断而获得更多的边际利润。由于后者会对社会产生不利的效益,故政府一般对企业的横向兼并持较严格的限制态度,目的是为了防止垄断的发生。

(2) 纵向企业兼并。所谓纵向企业兼并,是指经营同一种(类)产品但处于不同经营环节的

企业的兼并。如产品生产商和产品销售商的兼并,或产品生产商和其原料供应商之间的兼并。这方面著名的案例是1981年杜邦化学公司对柯洛克石油公司的兼并。

纵向兼并给企业带来的好处主要有:

①协同效应。如果兼并双方的优势可以互补,则会出现“ $1+1>2$ ”的情况。例如一个具有较强产品开发能力的公司与一个营销力量较强的公司的联合,将大大提高兼并后公司的竞争能力。

协同效应的来源有四个方面:第一,经营规模经济,即由生产、流通和管理的规模经济产生的效应;第二,财务经济,公司资产规模的扩大有利于获得较低利率的贷款和具有较强的偿债能力;第三,兼并方与被兼并方企业经营效率的差异,如果某企业管理不善,效率低下,通过兼并可以提高该企业的生产效率;第四,提高市场的竞争能力。

②提高公司产品的适销能力和售后服务水平。由于信息的共享,公司可根据第一手的市场资料开发生产适销对路的产品。同时,由于某些产品(尤其是高新技术产品)的技术服务要求高,生产商通过对销售商的兼并,直接介入产品的销售和服务活动,有效提高产品的售后服务水平,防止某些销售商为降低本身经营费用而在售后服务方面打折扣,进而影响生产厂商的信誉。

③降低交易成本。例如生产商与销售商的联合,将会省去定价、签约、收款、广告、产销协调和通讯联络等方面的巨大开销。而原料供应商与生产商的联合则可降低运输和加工方面的费用,这在钢铁冶炼和石油生产等行业中表现得较为明显。

④减少风险。随着市场竞争的激烈和经营环境的日益复杂化,公司所面对的市场(产品市场和原料市场)风险也越来越大,而企业纵向兼并有利于企业规避风险,保证原料供应或产品销售的稳定性,减少经营决策的不确定性。

纵向企业兼并还可进一步分成前向兼并和后向兼并。前向兼并是指处于后一经营环节的企业对处于前一经营环节的企业的兼并,如生产商对销售商的兼并,或原料供应商对生产商的兼并;后向兼并则是指处于前道经营环节的企业对处于后道经营环节的企业的兼并,如销售商对生产商的兼并,或生产商对原料供应商的兼并。

(3)混合企业兼并。所谓混合企业兼并,又称跨行业的兼并,是指经营范围不相干的企业之间的兼并。例如一家食品生产商对日化行业企业的兼并。与横向兼并和纵向兼并相比,公司进行混合兼并较少地受到政府在反垄断方面的限制,故在1960年以后,由于法律环境的严格,混合兼并逐渐成为西方各主要工业国家企业兼并的主流。

混合兼并主要通过经营的多元化,以减少企业的经营风险。从防御的角度来讲,企业进行混合兼并有利于企业避免:①经营单一产品所带来的销售和利润的不稳定性;②企业在产业生命周期的衰退期出现的负增长;③竞争能力的衰弱;④技术上的老化;⑤与行业相关的经营的不确定性。从进攻的角度而言,企业进行混合兼并有利于:①获得先进的生产技术;②有效的利用其在财务计划和财务控制方面的优势。

对混合兼并还可进一步细分。

根据兼并企业之间的关系可将企业混合兼并分为同属兼并和综合兼并。同属是指“性质和行动上的联合体”,因此同属兼并是指相关企业,但不是同类产品的厂家或是生产商——供应商的兼并,如银行对非银行金融机构的兼并;综合兼并是指相互之间没有任何联系企业之间的联合。

根据兼并的目的可将企业混合兼并分为产品扩展兼并、市场扩展兼并和纯混合兼并。如果企业兼并的目的在于扩大企业的产品线(产品经营种类)就是产品扩展兼并,如美孚石油公司对蒙特高瑞公司的兼并。通过兼并,蒙特高瑞公司的零售服务网络成为美孚石油公司零售服务网络的延伸。市场扩展兼并则是指两个地理上的经营市场完全不相重叠的公司的兼并。纯混合兼并是指那些既不属于产品扩展又不属于市场扩展的企业混合兼并。

根据兼并所产生的协同作用的不同可将企业混合兼并分为财务混合兼并、管理混合兼并和中心化混合兼并。而后两种又常常被称作运营兼并。

以上对混合兼并的种种分类,并不是客观上它们有着明确的区分,而是出于经济分析上的方便,因此有些人为了的因素。有关的概念和进一步分析将在后面的章节中继续讨论。

### 2. 现代企业理论对企业兼并内在经济原因的解释

企业兼并活动的出现和兴起,并不是偶然的,而是有着深刻的经济意义。

众所周知,企业兼并的最积极意义在于优化资源配置。经营较好的企业兼并经营较差的企业,促使资源向使用效益高的方向流动,从而能够产生更大的社会效益。

西方现代企业理论为了解释企业的兼并活动,提出了组织经验和组织资本的概念。他们认为,在现代企业的生产中,生产要素不仅仅包括劳动力、资本和土地,还包括人力资本资源。在现代企业的竞争中,人力资本资源对企业竞争力的影响越来越大。人力资本资源是组织经验和组织资本的结合,包括三方面的内容:通用管理人力资本资源、专业管理人力资本资源和非管理性人力资本资源。而企业兼并的目的在于获得本企业所不具备的人力资本资源,以优化人力资本资源的配置。对于不同人力资本资源的优化配置,就产生了不同的企业兼并方式。

(1)组织经验。组织经验的一般定义是指企业中的管理人员和一般员工在工作实践中获得的管理经验和操作技能。企业的组织经验有三种:通用管理经验、专业管理经验和专业操作技能。顾名思义,通用管理经验是指与企业具体的专业知识和生产技术无关的、一般性的、在计划、组织、协调、领导、控制等管理组织方面的知识和实践经验。也包括财务计划、财务预算和财务控制等方面的财务管理经验。这些知识和经验是有效地管理一个企业特别是大型企业所必需的,而这些知识绝大部分可以通过管理学院的学习(如工商管理硕士 MBA 的课程)获得。专业管理经验是与某一特殊企业或行业有关的生产和经营方面的管理经验。这些经验是提高某一特定企业竞争能力的诀窍和关键,而且往往难以通过课堂上的正式学习而获得。专业操作技能是指一线生产工人经过企业的在职培训和工作实践获得的专业劳动技能。

(2)组织资本。组织资本的概念是指某一特定企业的人员和技术方面的信息。企业的组织资本也有三种。①一般员工获得的在企业生产程序、管理与控制过程、其它员工的劳动技能、知识层次和工作职责方面的信息。②员工工作匹配信息,即由管理人员在日常的管理和领导过程中,了解了下属员工的能力,从而掌握了不同人员与不同工作职责的有效匹配,以发挥每个人的最大潜力。③员工的人际关系信息,也是由管理人员掌握的下属员工在人际关系方面的能力和特点,以此作为分配工作内容、协调工作关系的依据。

因此,不同的公司拥有不同的组织资本,而这些组织资本与组织经验的结合则影响着企业的经营效益和市场竞争能力。

(3)人力资本资源。组织资本和组织资源的结合就是人力资本资源。人力资本资源包括三种:一般管理人力资本资源、专业管理人力资本资源和非管理性人力资本资源。企业通过兼并可以实现企业人力资本资源在不同企业之间的转移。由于以上三种人力资本资源的转移能

力是不同的,因此也就决定了不同的企业兼并方式。

一般管理人力资本资源可以在绝大部分企业之间进行转移,因为管理的基本原则在各个企业的经营活动中是通用的,这是企业进行综合兼并的经济原因。而专业管理资本资源的转移只能在相关企业之间进行,这是企业进行同属兼并和纵向兼并的基本原因。而非管理性人力资本资源只能在相同行业相同产品的企业间转移,这就提供了企业横向兼并的经济理由。

人力资本资源的概念可清晰地解释企业兼并协同作用的来源。一般而言,兼并方公司在通用管理资源和专业管理资源上占有优势,而目标公司则拥有专业管理资源特别是非管理性人力资本资源。两者结合后优势互补,必然产生协同效应。同时,企业兼并减少了专业资源的浪费,并产生积极的社会效应。

### 3. 混合兼并中的协同作用

混合企业通常有两个特征:一是控制一系列不同行业不同领域的企业经营活动,而这些企业在研究与开发(R&D)、应用工程、生产、营销等方面有着不同的管理要求。二是企业经营的多元化不是通过内部增长而是通过外部兼并实现的。

混合兼并的协同作用体现在三个方面,即财务混合、管理混合和中心化混合。

(1) 财务混合。财务混合企业向下属各个单位提供运营资金,并实施控制的功能,是各个下属经营单位的最终的财务风险的承担者。通常财务混合企业只进行战略规划制定而不参与具体的经营决策。

财务混合企业可以发挥以下五个方面的经济功能:①通过经营的多元化改善了风险/效益比;②从长期的角度保持企业的经济活动,避免企业的破产风险;③通过建立一套财务计划、财务预算和财务控制制度改善通用和专业管理的水平,提高经营效率,改善资源配置;④管理者有提高企业经营效益的压力,因为如果管理不善导致经营效益低下,管理者将面临被解职的危险;⑤有利于正确处理由于非管理因素导致的经营不善。如果是因市场潜力不足而不是管理上的问题,财务混合公司将在公司内部调整资源的分配,使内部资金流向更有利于企业总体发展的部门和项目。从整个经济学的角度,优化了资源的配置。

财务混合的协同表现在以下两个方面:

①降低资本成本。首先兼并后由于公司经营多元化,企业的经营风险大大减少。企业的债权人就愿意接受较低的要求收益率,企业的债务成本将会降低。其次,公司规模的扩大也增强了企业的借债能力,公司可以举更多的债,增加债务杠杆比率。由于债务成本是税前列支的,相应享受了税收的优惠,降低了加权平均资本成本。第三,一般而言兼并方公司是拥有富裕资金但缺乏投资机会的公司(这在下面产品生命周期和企业兼并的关系章节中将有专门讨论),而目标公司一般处于一个高速增长的市场环境中,投资机会多,发展资金相对不足。通过兼并,就可以将兼并方公司的内部资金投入目标公司的投资机会中,而内部资金的成本要大大低于外部资金的成本。

②公司通过规模的扩大,可以享受在证券发行和交易方面的规模经济,减少公司扩股和发行债券的单位发行成本。

(2) 管理混合。管理混合公司是在财务混合公司的基础上,进一步强化了管理决策方面的参与和控制。当一个经营管理不善的公司被另一家管理水平较高的公司兼并,通过改善管理可以提高目标公司的效益,从而带来协同效应。而这些协同效应来自通用管理人力资本资源的转移。

(3) 中心化混合。与管理混合公司相比,中心化混合公司在转移通用管理人力资本资源的同时,还提供专业管理人力资本资源的转移。这往往发生在同属兼并中。

实质上在任何一个混合兼并中,这三个方面都是相互影响的,并没有绝对的界限。

### 4. 产品生命周期与企业兼并的关系

#### 第一,产品生命周期的四个阶段

任何一个产品(或产业)都有一个生命周期。一般产品的生命周期都要经过引入、成长、成熟、衰退四个阶段。由于现代科学技术的发展,产品的生命周期已有逐步缩短的趋势。

(1) 引入期:任何一种新产品(或新产业)都要经过初期的产品引入阶段。在这个阶段,顾客还不知道或不熟悉该产品的用途和特点,企业需要花费大量的费用在广告和促销方面。此外,产品本身还存在许多问题,需进一步改进。这时产品销售增长缓慢,生产商往往会遭到经济上的损失。

(2) 成长期:随着顾客对新产品的熟悉和接受,加上产品本身质量和性能上的改进,销售量大幅度上升。新产品创造了新的需求,或替代了其它老产品,产品的需求量不断上升,市场前景十分可观。对厂商来说,由于供给远远小于需求,产品利润率很高。越来越多的外来企业受高利润的吸引而进入该行业。即使原有企业拥有专利,竞争者也会利用相关产品分享一部分市场。

此时产品的销售增长率很高,市场还远未饱和。市场进入相对容易。整个行业的生产能力在急速扩张。

但在成长期后期,市场增长速度开始减慢。单位产品的利润率下降,产品的价格和利润方面受到的竞争压力越来越大。

(3) 成熟期:在成长期后期及成熟期前期,销售增长率逐渐减慢。相应的生产能力的增长也受到了限制。甚至有些企业出现了多余的生产能力,价格和利润开始滑坡。

在这个阶段企业兼并活动开始活跃。只有那些在成本和价格方面有优势的企业才能在竞争中生存下来。兼并方公司往往是本行业或其它行业的大型公司。原有的公司一般只在研究、生产、销售和广告等某一方面占有优势。当行业处于快速发展时期,单独某一方面的优势就可以使企业有立足之地,但当竞争变得激烈时,企业必须拥有全面的竞争优势才能生存。个别拥有单一优势的企业通过兼并获得互补。更多的小企业则通过被拥有全面管理资源的大型公司兼并来获利。

在成熟期后期,销售增长率进一步下降,销售利润率则变得很低,但行业的总销售量仍然十分巨大。企业盈利的关键在于大规模生产和有效地控制成本。即使降低几分钱的成本也要求在研究、广告、生产和营销等方面的有效协调,但这足以决定企业的盈利和亏损。由于规模经济的作用,大公司的生产成本较低,因此大量的小公司通过兼并向大公司方向发展。

成熟期行业的特点是行业内只有数量较少的大型公司,它们在产品质量和价格方面进行着激烈的竞争,而在供给、销售、服务和专业配件生产领域存在着大量的附属于大公司的小型专业化公司。

(4) 衰退期:在这个时期,老产品的销售开始下降,新的替代产品出现,新一轮的产品周期开始。但新产品完全替代旧产品是一个渐进的过程。

通常在引入阶段,销售增长率为1%到2%;成长阶段为8%到20%;成熟阶段在4%到6%,而在衰退阶段为-10%到2%。

此时行业的销售量接近最大,并开始下滑。出于成本竞争方面的考虑,更多的横向兼并不断发生。而纵向一体化的纵向兼并和多元化经营的混合兼并也大量涌现。

### 第二,产品生命周期与企业兼并的关系

在产业(产品)早期的引入期,该产业中新兴或小型公司往往成为其他成熟或衰退行业大公司的关联或混合兼并的目标公司。通过兼并,这些大型公司将他们的管理和财务资源提供给这些小公司,并获得了进入新产业的机会。而小企业的所有者因此获得了一笔可观的收入。由于产业处于高速发展期,产业内的公司很少有动力或财力进行兼并活动。然而小公司之间的横向兼并却有可能发生,好处在于集中管理资源和财务资源。

在产品的成长期,兼并活动的类型和动机与引入期类似。由于产业有着明显的成功前景,其他行业企业为进入该行业的兼并活动更加激烈。

在产品成熟期,为了能够达到其它企业(国内或国外)的低成本或价格方面的优势,企业往往进行横向或关联的兼并,以便达到研究、营销和生产方面的经济规模。同时,大公司对小公司的横向兼并也会发生,以提供管理技巧和坚实的财务基础。

在衰退期,横向兼并的发生是为了生存。而纵向兼并的目的是为了提高效益和销售利润率。一些公司进行中心化兼并,目的是为了获得协同作用和管理能力的转移。本行业拥有多余财务资源的公司也会对其它增长性行业中的公司进行混合兼并。原先在混合兼并中被兼并的公司可能会被分离出去。因为原先兼并的理由(在管理和资本资源方面)由于缓慢的增长、管理层的自我满足、缺乏财务要求而不复存在了。协同机会的丧失和单一组织的效率和管理动机促使公司改组的发生。这将包括公司分离,常常导致横向一体化(Horizontal consolidation)或管理层自购。横向一体化(横向兼并)有利于在产业生命周期后期的企业生存。

## 二、企业收购

### 1. 企业收购的概念

企业收购(Acquisitions),有时也被称作呈标收购(Tender Offer)或接管(Takeover),是指一方——一般是一个企图控制另一家企业(目标公司)的公司(收购方公司)——要求目标公司的股东按一定的价格将他们所拥有的目标公司的股票或资产卖给收购方公司,从而使收购方公司拥有目标公司的控制权,以达到企业兼并的目的。

收购只是企业兼并的一种实现方式,特别是对在证券市场上公开上市公司的兼并,大多采用收购的方式。因此企业兼并与企业收购是不可分的。我们在以后的讨论中就不再具体区分它们之间的区别。从西方企业收购发展的历史来看,企业收购出现的时期很早,但兴起则是在1965年以后,在1979年和1986年曾两次达到高峰。

### 2. 企业收购的类型

正如公司兼并的分类,收购的分类也是种类繁多,而各类收购之间也并不存在明确的区别,只是出于分析的方便。根据收购方公司与目标公司在整个收购过程中相互之间的态度,可以分为善意收购(Friendly Acquisition)和敌意收购(Hostile Acquisition)。按对目标公司股票收购方式可分为现金收购(Cash Acquisition)、换股收购(Stock Exchange)、现金加换股混合收购三种。

### 3. 通过收购方式兼并企业的好处

收购是企业兼并的一种实现方式,因此具有与企业兼并同样的好处。此外,它还有另外一些特有的益处。

(1) 收购是解决代理问题的一种较好的办法。

代理问题产生于现代企业制度中所有权与经营权的分离。公司的所有权是全体股东的,但日常经营却是由总经理负责的。股东与总经理之间就存在着代理关系。所谓代理关系,根据迈克·詹森和威廉·麦克林的定义,是指一种契约或合同的关系。在这种关系下,一个或多个(主体)雇佣其它人(代理人)代表主体来完成某些活动,同时还将授予代理人一定的决策权。

当总经理未完全持有公司的股份时,就会存在着潜在的股东(主体)与经理(代理人)之间各自利益的矛盾。如果一个公司的所有权与经营权集于一人时(如个体企业),作为所有者和经营者双重身份的经理将会采取一切手段使其本人的财富最大化。如果公司的所有者和经营者并非同一人时,利益的冲突将会产生。因为此时经理为了追求个人财富最大化有可能牺牲股东的利益,即常说的“以权谋私”。

为了确保经理能够根据股东的最大利益来经营企业,股东们将不得不花费额外的费用建立并运行一套对企业经理的活动进行监控的制度,如重大决策要经过董事会甚至股东大会通过,建立监事会及其它一些决策监管机构,花费大量的金钱聘请律师和会计师审查公司的运营状况。这样一方面导致公司运营成本的增加,另一方面也可能使经理缩手缩脚,不能果断决策而坐失盈利良机,最终损害了股东的利益。

此时股东将面临一个两难的选择。如何选择一种约束方式既能使经理尽可能地为股东利益最大化而努力,同时也能使监管成本尽量降低。大量的企业实践表明,公司所面临的被收购的威胁是解决代理问题的最佳方法之一。

对于上市公司而言,当公司的经营决策出现失误或经理人员做出损害公司利益的行动时,股票市场立即会对此做出反应,公司的股价将大幅度下跌,甚至低于账面价值。这就为那些长期以来企图兼并该公司的其它公司创造了机会。兼并方公司通过在证券市场上公开购入大量目标公司的股票,获得对目标公司的控制权。目标公司的原来那些经理人员将面临着被解雇的危险,即使能够留在公司,其权利也大大地削弱了。例如在美国,考克国家银行被威尔士·法古银行收购后,75个上层管理人员中的70%被法古银行解聘。而被解聘的管理人员多为高级副总裁以上的人员,而未被解雇的人员在已合并的公司中也是前途暗淡。类似案例给其它公司的经理们敲响了警钟,从而促使他们竭尽全力去使股东利益最大化(股价最高化)。

(2) 收购有利于获得低于重置成本的资产。

某些企业热衷于收购其他企业的资产而不是重置资产,是因为其资产的重置成本高于市场价格。这是企业收购的最常见的动机。甚至收购方企业也并不掩饰他们的这种动机,他们常常被人们称作“资产掠夺者”。公司的资产负债表所表现的只是公司资产的账面价值,而真正表现资产盈利能力的则是公司资产的市场价值(股票的市场价格)。当出现以下几种情形时,公司股票的市场价格往往会低于其应有的价值,而给收购方公司以可乘之机。

① 公司的高层管理失误,致使企业的经营业绩不理想;

② 由于管理资源的不足,公司无法将其资源投入到更有利可图的经营领域中。而这些资源一旦被那些有管理经验的企业获得,将发挥更大的效益;

③ 公司进行长期投资,这些投资虽然对公司的长期发展有利,但在短期却导致企业盈利的

下滑。注重短期盈利的股东就会将股票抛售,致使股票价格下跌;

④某些短期突发性事件(如政治、经济、军事方面)影响了公司的经营,股东大失信心,股价下跌到不合理的程度;

⑤证券市场上信息传播不完全,企业市场价格低于其应有价格,掌握内幕信息的企业乘机大量购入;

⑥高通货膨胀使得企业资产的账面价值大大低于实际的市场价值。

(3)收购可以获得上市资格(买壳上市)。

公司的股票上市,公司因此而变成了上市公司。与非上市公司相比,上市公司在公司知名度、业务拓展、融资等方面都会得到很大的好处。但对于证券上市,各国出于保护投资者的考虑,在法律和财务上设置了种种限制,非上市公司要获得上市资格,其花费很大。这时在证券市场上收购一家业绩不好的上市公司,并将本公司的业务和资产注入到该上市公司中,就可迅速而经济地达到上市的目的。

(4)收购可能导致收购方公司每股税后利润的增加。

如果收购方公司是成长性公司,市盈率较高;而目标公司是低成长性公司,市盈率较低,而收购又是通过收购方公司发行本公司的新股兑换目标公司的股票实现的,则公司兼并后收购方公司的每股税后利润将会上升。

假设收购方公司收购目标公司 100% 的股权,换股比率根据市场价格而定。

兼并前

	收购方公司	目标公司
税后利润	100	50
在外发行的股份总数	1000	1000
每股税后利润	0.10	0.05
市盈率	12	8
每股市价	1.20	0.40
市价总值	1200	400
换股比率	1 新股	换 3 股

兼并后

扩大后的企业在外发行的股份总数	1333
税后利润	150
收购后的每股税后利润	0.1125
市盈率	12
收购后的每股市价	1.35
收购后的市价总值	1800

收购完成后,收购方公司的每股税后利润为 0.1125 元,大于收购前的每股税后利润 0.10 元。有时也称之为市盈率幻觉(P/E Illusion)。

这种方法在美国 60 年代十分流行,主要由于当时的收购大多是换股收购。收购完成后,由于“市盈率幻觉”,收购方公司的股价上涨,市价总值超过收购前两公司市场价值之和,造成了所谓的“收购景气”(Merger Boom)。但一旦后来的事实证明企业效应不太好,则会影响股东对公司未来盈利能力的评价,市盈率迅速下降,使得“收购景气”化为乌有。

(5)收购可改善公司的资本结构。

如果是换股收购,而目标公司拥有相对富裕的现金或较低的债务比例,收购完成后则会降低收购方公司的债务比例。特别是如果目标公司是信托投资公司或其他拥有较多流动性资产的公司,效果将更加明显。

不同的收购支付方式给收购方企业调整资本结构带来不同的机会。利用现金、贷款或股权的不同配比进行收购行动可以增加或减少收购方企业债务或其它负债及权益的比例。

(6)收购为发行高利风险债券提供了机会。

一个成长性企业在发展过程中,总要出现资金相对不足的问题。要保持高速增长的气势必须要进行积累和投资,这在短期会影响公司的盈利能力。而市场却是根据盈利来评价一种股票的好坏。因此公司通过发行股票来筹集发展资金就受到一定的限制。而通过发行高利风险债券来收购其他公司现成的资产来为本公司的业务发展提供基础则较容易使市场接受。当然,成功的前提是公司确能通过收购达到盈利的增长。

#### 4. 管理层自购、杠杆收购与职工持股计划

除了以上所讲的各种收购类型以外,在国外的文献中还可经常看到管理层自购、杠杆收购和职工持股计划等名词。

管理层自购(MBO)是指目标公司管理层,出于各种动机(为了自己获得盈利,或为了抵抗收购方公司的进攻),自己出资将本公司买下,使之成为一非上市公司。经过整顿和加强管理,改善经营,再将其通过市场出卖,从而获得可观的收入。

杠杆收购(LBO)有时也被称为融资收购,是指目标公司通过向银行借款,或发行高风险高利债券获得收购的资金。收购完成后再通过改善公司的管理,以公司每年增加的盈利或出卖资产得到的收入偿还其巨额债务。杠杆收购加重了企业的债务负担,但一旦成功,公司的盈利也是巨大的。杠杆收购的主要特点是大量利用债务融资来解决收购的资金来源问题,故我们将在第五章中进行详细讨论。

职工持股计划(ESOP)是指目标公司的职工出资将本公司买下。通过全体职工的集体参与,改善企业的经营业绩。

管理层自购和职工持股计划既是企业收购的方式,同时也改变了企业的股权结构,在第三节关于调整股权结构的论述中还将进一步讨论。

### 三、合资企业

合资是指两个或两个以上独立的企业或实体合并成一个新的独立决策实体的过程,除此以外,还有许多企业合作的形式。例如:技术的许可证,对某一合同的联合投标,特许权经营或其它短期或长期的合同。合资企业就是两个或多个企业进行合作的一种常用的形式。仅在1972—1979年的8年间,在美国就有7000个公司参与了组建合资企业的活动。

所谓合资企业,是指两个或两个以上的公司共同出资设立的企业,有一定的合作经营范围和持续年限。新公司的设立并不影响原出资公司的存在和经营。

#### 1. 合资企业的特征

概括地说,合资企业有以下6大特征:

(1)出资者各方以资金、财产、知识、技术或其他资产形式投入到合资企业中;

- (2)对合资企业的资产各方共同承担责任；
- (3)各方共同承担对合资企业的控制和管理；
- (4)合作的目的是为了盈利；
- (5)各方享有对利润的分配权；
- (6)对某一特定的合资企业而言,其任务和期限都是有限的。

### 2. 建立合资企业的理由

对国内外有关研究的综合,可概括出以下7个原因

(1)设立合资企业,可以有效地弥补小企业在技术或资金方面的不足,为企业进入新的经营领域开辟道路。如我国早期设立的合资企业,建立的目的是吸收国外先进的技术和资金,提高我国企业的产品等级和质量。

(2)获得先进的技术管理和企业管理经验。这也是我国设立合资企业的一个常见的目的。如上海有名的“斯米克”现象。即同样一个厂,同样的设备,同样的技术工人,只是管理上的改进,就完全改变了全厂的面貌。

(3)分散风险。由于出资各方只是将一部分资产投入到合资企业中,新的合资企业经营的成败,对各方公司不会造成致命的伤害。这在高风险行业(如高科技企业)中表现得尤为突出。

(4)获得销售渠道或原料供应渠道。我国与国外的企业建立的许多合资企业就是基于此目的。如许多国外企业在国内设立合资企业,目的是看中中国企业在国内的市场,而我国许多的“三来一补”企业也是类似这种目的的合资企业。

(5)获得规模经济,减少单位成本。

(6)只用小规模投资就可以参与大规模的经济活动。

(7)可享受某些税收或政治上的优惠(特别是在国外设立合资企业)

### 3. 合资企业在何种情况下优于兼并收购

以上对设立合资企业的理由的阐述,并未说明为什么合作的公司采用合资企业的方式而不是通常的兼并收购。在实际经济生活中,设立合资企业要比兼并收购的实例要多得多。在何种情况下采用合资形式比兼并收购好呢?

(1)设立合资企业所需的投入较少。收购或兼并一家公司,少则几千万,多则上百亿,这不是一般企业都有能力承受的。而设立合资企业就允许出资方在出资额和出资形式上有很大的灵活性。

(2)设立合资企业有利于分散风险。因出资各方都对企业的经营承担风险,而各出资方的出资相对而言又有限,一旦失败,出资各方都有能力承担。但若是通过兼并收购,如果失败,则会危及自身的安危。

(3)设立合资企业通常不会遭到政府有关反垄断方面的限制。因为设立合资企业不会造成公司数量的减少,反而增加了行业内公司的数目,更有利于竞争。而影响公司收购兼并活动最重要的因素就是政府的态度,如果政府反对,则收购兼并必败无疑。

(4)对于拥有互补性资产的公司之间,设立合资企业是最合宜的方式。如果一种资产必须与其他资产共同使用才能发挥出经济效用,则这两种资产就是互补性资产。此外,互补性资产仅占各公司资产的一部分,且这些互补性资产的使用寿命和产品周期都是有限的,设立期限一定的合资企业对合作双方都有利。

### 4. 建立合资企业所需注意的问题

合资企业从本质上讲,是一种长期合同。因此,与一般的合同类似,合资企业在灵活性和调整方面有很大的欠缺。在许多合资企业中,出资者过于陶醉于光辉的合作前景而忽略了许多实际的问题,结果使许多合资项目半途而废。针对美国企业的研究表明,大约有70%的合资企业因未达到预期目的而失败。

合资企业失败的主要原因有:

- (1)未开发出所希望得到的技术;
- (2)合资计划不合适;
- (3)在一些基本问题上无法达成一致;
- (4)管理者拒绝将其精力和知识用于管理合资企业;
- (5)出资各方在合资企业的管理和经营困难方面不能互相体谅。

因此,在设立合资企业时,花大量时间和精力在计划的实施和调整方面,将有利于合资企业的成功。

以上我们讨论了企业兼并收购的内容,包括企业兼并、企业收购和设立合资企业三方面的内容。企业收购是企业通过证券市场实现兼并的一种方式,但由于现代经济中证券市场在资源配置方面起到越来越大的作用,企业收购也就成为企业兼并的常见和重要的方式。而对于一些特定的合作项目和资产,用设立合资企业的方式比单纯使用企业兼并收购方法要合适。因此在实际经济生活中设立合资企业的事例要比企业兼并收购事例更多,但由于设立合资企业有许多难以克服的缺点,失败率很高,故不能取代兼并收购,而只能是兼并收购的有益补充。

## 第二节 公司分拆

公司分拆是企业兼并收购的逆过程,即一个公司将其属下的一部分出售或分拆出另一个公司。通过公司分拆,通常可以改善不合理的投资方向,加强主营业务,提高公司股票在市场上的价值,从而增加股东的利益。

本世纪60年代是西方国家进行企业混合兼并的狂热年代。出于主业的兴旺,公司增强了实力,有能力也有信心染指其他行业。他们一方面是出于多样化经营以减少风险的考虑,另一方面也自信能在其他行业创造出同样的奇迹来。但后来的事实却打破了他们的想象。进入70年代,中东战争引发的石油危机极大地冲击世界经济尤其是西方经济,企业经营的宏观环境日趋严峻,而许多混合型大企业由于在非主业方面缺乏相应的专业管理和技术知识,企业效益连年滑坡。在80年代兼并收购狂潮席卷美国及西方发达国家时,这些“泥足巨人”就处于岌岌可危的境地。

因此,公司分拆往往是在下列两种情形下出现的,一是企业自己为了生存,从战略发展角度,主动进行公司分拆,以加强企业的竞争能力;另一种就是收购方企业在收购了目标公司之后,根据目标公司和本公司的业务范围和经营特点,进行适当的优化组合,将不适合公司长期发展战略的企业或业务分拆出去,以便集中力量于加强主营业务的竞争能力。

本节我们将着重讨论各种公司分拆方式的概念和公司进行分拆活动的动机,公司分拆对

企业价值的影响,公司分拆引起企业增值的基本原因,以及主动清理。

### 一、公司分拆的基本概念

许多有关公司分拆的研究文献上都将公司分拆定义为:将生产线、部门或下属企业关闭或与原公司分离的方法。通常这些方法包括资产出售、公司分立、股权分割、股本转移和公司分裂等。

#### 1. 资产出售(Divestiture)

资产出售是公司将其本身的一部分出售给另一家公司。卖方公司通过出售本身的资产、生产线、下属企业或一个业务部门获得现金、证券或两者兼而有之。这些资产在出售之前都要经过重新评估作价。近年来,资产出售常常是与企业兼并收购联系在一起的。

#### 2. 公司分立(Spin-Off)

公司分立更多的是与对下属企业的控制权相联系的。在公司分立过程中,原企业将其一下属企业分离出去成为新的公司,具有独立的法人地位。新公司的股票则是根据原公司的股东持有原公司股票的数量按比例分配。对于每一股东而言,他所持有的原公司的股票和新公司的股票占每一公司总股份的比例是一样的。在整个过程中不发生现金的交易,而且被分离的下属公司的资产也不必经过重新评估。这种公司分拆常被作为一种分配股票股息的方式。美国电话电报公司在美国政府的压力下所进行的公司分拆就是通过公司分立的形式进行的。

#### 3. 股权分割(Equity Carve-Out, Split-Off, IPO)

股权分割是原企业将其下属企业的一部分控制权通过发售新股的方式转让给社会公众。原企业因此获得了一笔资金,而且也不失去对该下属企业的控制权。在1983年至1984年间,美国运输世界公司就将其下属企业TWA(一家航空公司)的15%到20%的股权通过股权分割出售给社会公众,而剩下的TWA的股权又通过公司分立分配给运输世界公司的股东们。

#### 4. 股本转移(Split-Off)

与公司分立类似,但股东并不是按比例获得新公司的股票,而是需用原公司的股票来交换,因此并不是所有原公司的股东都成为新公司的股东。如美国都姆石油公司先是持有柯诺克公司的股票,后又用这些股票换取了从柯诺克公司分离出来的哈德逊海湾石油天然气公司的股票。

#### 5. 公司分裂(Split-Up)

即原公司经过一系列的公司分立,各下属企业都成为了独立的公司,而原公司则终止了。

#### 6. 各种公司分拆形式的比较

资产出售与后面的四种方式相比,最重要的区别在于资产出售不会创立另一个新企业,出售的资产是并入买方公司的。对于买方公司而言,这次交易是一次兼并或者收购。

而公司分立与股权分割相比,虽然在设立独立的新公司方面有共同点,但它们之间还存在着两点不同:①在公司分立过程中,新公司的股票是根据占有原有公司股票的比例配发的,是一种变相的非现金股息。而在股权分割过程中,新公司的股票是通过市场公开发售的;②在公司分立过程中,原公司不再控制新的公司,只是原公司的股东控制新公司。但在股权分割过程中,原公司只是把新公司的一部分股权公开出售,大部分股份仍被原公司掌握。原公司成为新公司的控股母公司,仍对新公司的资产和运营有控制权。

而资产出售与股权分割相比,其出售对象是另一家公司而不是社会公众,因此在资产出售后,虽然不发生下属公司股份的转移,但原公司也失去了对该公司的控制权。

### 二、公司分拆的动机

公司进行公司分拆,同公司进行兼并收购等活动一样,也是出于经济上的动机,同样是为了使股东的利益最大化。具体分析公司进行分拆,主要出于以下七种动机。

#### 1. 适应变化了的经济环境

无论是兼并收购还是公司分拆,都反映了工商企业为了适应不断变化的经济环境而做出的努力。第二次世界大战的结束,标志着世界经济发展进入了一个新的历史时期。在二战中建立的大量的工业企业就开始面临着调整转变的巨大挑战。朝鲜战争的爆发也造成了世界经济格局的重新调整。这些突如其来的事件刺激了公司管理层开始重视长期计划和战略规则的制订。60年代的越南战争进一步刺激了美国经济,直接后果是出现了大量的企业混合兼并活动,而且将近一半的混合兼并发生在处于军事工业和自然资源工业等领域的企业中。但是,进入70年代以后,首先是国际金融体系出现重大变化,浮动汇率制度取代了固定汇率制度;其次是石油危机和整个西方国家的经济滞涨。70年代末80年代初又出现了发展中国家的债务危机问题,进一步恶化了世界经济形势。与60年代以前相比,企业所面临的经营环境无疑变得十分严峻。公司分拆同兼并收购一样,都是企业在适应不断变化的经济和政治环境过程中制订的战略计划之一。

#### 2. 弥补错误的兼并收购决策

企业出于各种动机进行兼并收购,但不明智的兼并决策却会导致灾难性的后果。虽然被兼并的企业有很好的盈利机会,但兼并方公司由于管理或者实力上的原因,无法有效地利用这些盈利机会。通过出售这些企业给另一家有能力强有效发掘其盈利潜力的公司,无论对卖方还是买方而言,都是有利可图的。

#### 3. 挽救错误的投资决策

通过出售错误投资的资产,以挽救损失,同时达到了资源的有效利用。

#### 4. 成为企业兼并收购一揽子计划的组成部分

许多资产出售等公司分拆计划,早在该公司被收购前已经由收购方公司制定成收购一揽子计划中的一个组成部分。因为被收购的企业中,总有一部分在收购方企业看来是不适应企业总体发展战略的,严重的甚至会给企业带来不必要的亏损。在有的收购活动中,将被收购企业进行分拆出售资产往往又作为收购融资的部分来源。

#### 5. 获得盈利

许多业绩不良的企业,主要问题是由于管理不善。收购方企业(或个人)在收购该企业后,通过加强管理,改善企业的经营,提高企业价值,再将其出卖,收购方因此而获得可观的利润。

#### 6. 集中资源于其他投资机会

公司通过分拆出售,收回相应的投资和管理资源,再将其用在更加有利可图的投资机会上。

#### 7. 作为激励管理层的手段

通过将部分资产或公司的所有权出让给管理层,将经理人员的切身利益与公司的利益(也

就是股东的利益)联系起来,以此刺激管理层努力高效的工作。

以上的讨论也可以去除人们常有的一个错误观念,即公司分拆特别是资产出售是企业经营失败和管理层无能的表现。事实上,公司分拆与兼并收购一样,是企业为增加企业的竞争能力而做出的战略行动。因此,在国外证券市场上,如果某家企业宣布它的公司分拆计划,常常会导致该企业股票价格的上涨。

### 三、公司分拆对企业价值的影响

对公司分拆的实证研究表明,如果以公告宣布日期后两天的超额收益率计算,对于卖方公司的股东而言,该超额收益率一般在1%到2%,但对买方公司,超额收益率并不表现出明显的正负。进一步的研究则揭示,如果卖方公司在公告中未标明出售价格,则卖方公司的股票的价格几乎不会受到影响。但如果卖方公司标明了出售价格,卖方公司股票的两天的超额收益率的大小与出售资产所占公司总资产比率的大小密切相关。当该比率小于10%时,公司分拆对股票价格几乎无影响;当该比率在10%到50%之间时,超额收益率大约为2.53%;当所出售的资产超过总资产的50%时,超额收益率大约是8.09%。

不同的公司分拆方式会对卖方公司股票产生不同的超额收益率。平均而言,公司分立产生的超额收益率为2%到3%,资产出售的超额收益率在1%到2%之间,但股权分割对卖方公司股票价格的影响则不显著。

如果将卖方从公司分拆中获得的超额收益加以汇总,则这笔数字是惊人的。据保守估计,从1981到1986年间,在美国证券市场上卖方公司股东从公司分拆中至少赚取了276亿美元。

### 四、公司分拆引起企业增值的原因分析

西方财务理论学者经过多年的研究,提出了许多理论,以解释公司分拆何以引起公司价值的增加。概括起来,主要有以下几种观点。

#### 1. 信息披露

这种观点认为,一个综合性公司,由于经营业务繁多和管理结构复杂,许多下属企业的信息不能充分披露,资产的价值被掩盖了。另一方面,证券市场上的财务分析家往往本身就是专业化的,这就使得他们对综合性公司的估价带有片面性。如一工业类企业财务分析家就不能正确的评价综合性公司下属经营房地产业务企业的价值。因此,证券市场也会低估综合性公司中下属公司的价值。而公司分拆加强了公司的专业化程度,并为市场提供了原来未被揭示的信息,使市场对企业资产的估价回复到合理水平,由此产生了企业资产增值。

#### 2. 管理效率

这种理论认为,市场之所以低估企业的价值,原因不仅在于信息披露的不完全和财务分析家有限的分析能力,更重要的是管理层的管理能力有限,不可能在所有业务方面都经营得十分出色。最优秀的企业家在其企业经营范围扩展到一定程度时,也会遇到企业效益开始下滑的尴尬局面。因此,企业在进行分拆时通常宣称是将不适应企业主管业务发展的经营不善的部分加以分立,以便将公司经营的重点集中在主营方面。企业战略分析家也认为,制订企业战略规则的基本原则是业务的相关性,否则就会导致经营和管理的无效。

### 3. 激励管理层

管理层是否有积极性,与企业的经营效率直接有关。对于一个综合性的公司,由于财务制度的统一核算,个别部门的业绩往往会无法在合并财务报表中表现出来,因此难以做到利益和责任的统一。这对发扬奋发向上的企业精神十分不利。而当部门的目标与公司的总体目标发生冲突时,问题就变得越发严重。而当将这个部门分离出来成为独立的上市公司时,公司的股价直接与公司的管理相关,对管理层就有激励作用。

### 4. 税收因素

公司分拆产生利益的另一个来源是税收方面。许多国家出于调节经济的需要,制定了不同的税收政策。例如,在美国,对于自然资源特权信托和不动产投资信托公司,如果它们把投资收益的90%分配给股东,公司就无需交纳所得税。因此,一个综合性公司将其经营房地产的部门独立出来,就有可能享受税收方面的减免。

### 5. 来自债权人的潜在损失

这种理论认为,股东财富的增加来源于公司债权人的隐性损失。公司分立减少了债权的担保,使债权的风险上升,相应减少了债权的价值。而股东却因此得到了潜在的好处。因此,在实际经济生活中,许多债务契约附有股利限制(限制股票股利,包括公司分立)和资产处置的限制(限制资产出售)。

### 6. 经济环境的改变

公司制定分拆的决策是为了适应变化了的经济环境。在新公司分拆后,母公司与子公司所面对的投资机会与原先就不同了。此时采用分开经营的方式就比采用联合经营的方式优越。

### 7. 选择权理论

该理论认为,股票可以看作是投资者的一种选择权。由于有限责任制,公司分立后股东拥有两种股票,只对两个企业各自的债权承担有限责任。而两企业之间就不存在连带责任关系。股东拥有两种股票,相应有了两个选择权,投资风险减少了,投资的价值也就因而上升。

### 8. 增加了市场品种

公司分拆增加了证券市场上的投资品种。而且分立后的两公司拥有不同的投资机会和财务政策,因而可以吸引不同偏好的投资者。例如,两公司采用不同的分红比例、留存比例或提供不同的资本收益机会,投资者就有了更多的投资机会。

### 9. 利于集中性的兼并

公司分拆往往用于协助兼并的进行。兼并方企业所需要的通常并不是整个被兼并的企业,它的目标一般只是被兼并方企业中的有利于它经营业务的部分。因此,在兼并前通过公司分立将该部分从被兼并方企业中分离出来,就省去了兼并方企业在兼并成功后再进行的资产出售或公司分立。

## 五、主动清理

主动清理的特征与动机与资产出售十分类似。两者之间区别是:资产出售只是出售公司的一部分,而主动清理则将全部公司出售,资产出售的通常只有一个买主,而主动清理的买主则有多个。

公司进行主动清理的动机,除了与公司分拆相同的部分之外,还有以下四点:

(1) 对一个行将破产的企业进行清理要比使之勉强存活下去从经济上合算的多。

(2) 管理者不进行主动清理,就有可能导致外界人员发动表决权争夺战,最终失去企业的控制权,而公司仍旧免不了被清理的命运。

(3) 公司通过清理,出售资产获得的收入要大于现有公司股票的市价总值。这对公司的股东有利。

(4) 公司清理,并不意味着将其资产全部废弃。实际上清理后公司的绝大部分资源通过出售转移到效率更高的公司或部门。对全社会而言,有利于资源的最佳利用。

### 第三节 股权调整

股权调整主要涉及公司股本数量、资本结构、股权分布的变化。主要有四种形式:股票回购、换股、职工持股基金和大股东有限合伙契约。股票回购减少了公司在外流通的股票数量,换股则改变了公司的资本结构,职工持股基金使得公司股票的一部分由公司职工持有,而大股东有限合伙契约则改变了企业的公司组织形式。

#### 一、股票回购

##### 1. 股票回购的基本概念

股票回购是指发行公司本身购回向外发行的本公司的股票。股票回购可以减少公司在外流通的股票数量,提高每股收益。通过公开市场的股票回购还会造成股票市场价格的上涨。因此,股票回购常作为向股东派发股利的一种方式。另外,股票回购也可作为反收购的措施。

股票回购有两种方式。一是通过市场直接购回,二是通过私下与大股东的协议购回。为了保证证券交易的公开、公正、公平、防止少数人操纵市场,各国对股票回购均制订了严格的监控措施和相应的法规。

##### 2. 现金回购

在现金回购中,发行公司通常发出一个公告,公告上载明股票回购的数量、回购价格和回购持续的时间。回购价格一般高于当时的市场价格。美国证券市场上的历史资料表明,回购价格平均高出市场价格 23%。

公告上载明的股票回购数量往往是发行公司企图购回股票数量的上限。如果股东期望卖给发行公司的股票数量大于这个上限,则发行公司可以全部将之购回,或者在购买预定数量股票的基础上,超额部分只回购一部分,或按比例购回预定数量的股票。如果股东卖出的股票数量不到公告上的上限,发行公司可以延长回购的时间,一旦超出预定数量,则采用前述类似的方法。

通常在股票回购时,禁止发行公司的高级管理人员出售其拥有的发行公司的股票,以防止欺诈和内幕交易。

### 3. 简单的股票回购模型

国外学者对股票回购进行了许多数量性研究,并取得了初步成果。下面就是一个简单的股票回购模型。

这是一个证券均衡定价模型,有一系列的前提假设:

【假设1】市场是完全有效的,市场价格完全反映影响价格的全部信息;

【假设2】市场信息的传播是完全的,传播无需成本;

【假设3】市场是完全竞争的,投资者是价格接受者,个人的买卖行为不影响股票回购的结果;

【假设4】投资者在考虑了税收和交易成本后,寻求个人财富的最大化;

【假设5】所有投资者对未来的预期都是相同的;

【假设6】如果出现股票出售数量不足额的情况,公司将欲出售的股票全部购回,对于超出预定回购数量的股票,公司也将全部认购;

【假设7】不考虑市场价格的正常波动。

另外,我们假设:

$P_0$  = 公告前股票的市场价格

$P_i$  = 回购价格

$P_e$  = 回购完成后的股票市场价格

$N_0$  = 公告前在外流通的股票数量

$N_e$  = 回购完成后在外流通的股票数量

$W$  = 股票回购造成的股东财富的增加

$F_p$  = 回购比例 =  $(N_0 - N_e) / N_0$

$1 - F_p$  = 未回购的比例 =  $N_e / N_0$

基本衡等式如(1)

$$P_e N_e = P_0 N_0 - P_i (N_0 - N_e) + W \quad (1)$$

(1)式的经济意义是:回购完成后股票的市价总值等于回购前的股票市价总值减去回购股票的价值加上股东财富的增加。

将(1)两边除以  $N_0$ ,然后将回购比例和未回购的比例的定义代进。

$$P_e (1 - F_p) = P_0 - P_i F_p + W / N_0 \quad (2)$$

两边再除以  $P_0$

$$W / N_0 P_0 = (F_p) \frac{P_i - P_0}{P_0} + (1 - F_p) \frac{P_e - P_0}{P_0} \quad (3)$$

(3)式说明,股东财富增加率是回购价格的溢价率和回购完成后价格的溢价率的加权平均。根据(3)式,我们可以预测回购后股票的市场价格,这在实际项目评估中十分有用。

例如,根据历史数据,回购导致的股东财富的增加率是15%。A公司计划回购20%的股票,回购价格的溢价率是23%。代入(3)式:

$$15\% = 0.2(23\%) + 0.8X$$

$$X = 10.4\%$$

则由此可知,股票回购完成后,股票的市场价格大约上升10.4%。

实证研究表明,股票回购时,出售股票的股东比不出售股票的股东享有更高的溢价。但从

总体而言,不出售股票的股东获得的利益要多于出售股票的股东。

## 二、换股(Exchange Offer)

### 1. 换股的基本概念

换股就是公司向股东提供新的证券、权证或选择权以换取股东手中拥有的公司的证券、权证或选择权。与股票回购类似,换股也有一定的期限,通常是一个月。为了吸引股东换股,公司提供的新的证券的价值要大于原有证券的市场价值。在换股公告中,也会说明换股数量的上限和下限。

换股导致股东支付资本增值税,为了避免这种附带的支出,换股通常在股票价格较低时进行。

通过换股,公司可以灵活地调整公司的资本结构。例如,在利率较低时,发行股票交换原利率高的旧债券,有利于降低公司的资本成本,提高企业的经营效益。

### 2. 换股的类型

根据交换的证券种类,可分为六种换股类型:

(1)用债券交换普通股:即公司用新的债券交换股东手中的股票。公司的债务增加,资本减少;

(2)用优先股交换普通股:公司用优先股(各种类型)交换股东手中的普通股。公司的债务不变,资本不变;

(3)用债券交换优先股:公司用新的债券换回在外发行的优先股。前三种换股的逆过程就是后面三种类型的换股;

(4)用普通股交换债券;

(5)用普通股交换优先股;

(6)用优先股交换债券。

### 3. 换股对股价的影响

不同类型的换股对股价的影响不同,下表是美国证券市场的研究结果:

表 1.4.1 换股对股价的影响

换股类型	股价的变化
债券换普通股	14.0%
优先股换普通股	8.2%
债券换优先股	2.2%
普通股换债券	-9.9%
普通股换优先股	-2.6%
优先股换债券	-7.7%

换股为何会影响股价?理论上,影响股票价格的因素是:

- (1) 杠杆比率是上升还是下降?
- (2) 未来的收益是增加还是减少?
- (3) 普通股的股价是低估了还是高估了?

(4) 管理层持股的比例是增加还是减少？

(5) 管理层对企业的控制是加强还是减弱？

从实证结果看,凡引起股价上升的换股,通常是增加了杠杆比率,提高了未来的收益、股票市场价格偏低、管理层持股的比率上升或管理层加强了对企业的控制。这些因素对股东而言均是利好因素。

### 三、职工持股基金

#### 1. 职工持股基金的概念

职工持股基金(Employee Stock Ownership Plan, ESOP)从本质上讲是一种股票投资信托,所投资的是雇主公司的股票。而投资的付款方式可以是现金也可以是其他公司的股票。公司的职工通过获得的股息分享公司增长的成果。职工持股基金与我国股份公司的内部职工股类似。职工持股基金改变了公司股东的组成结构。

职工持股基金最初的目的是为了缓和劳资矛盾,将企业的利益和职工的利益联系在一起,增加职工劳动的主动性积极性,减少职工要求增加工资所带来的劳动力成本上涨的压力和罢工造成的停工损失,因此是一种职工福利。但随着金融市场的日益复杂和经济的发展,现代企业的职工持股基金的福利意义已经十分弱化了,取而代之的则是在企业兼并收购中扮演的重要角色。

#### 2. 职工持股基金的用途

职工持股基金发展至今,越来越多地与公司私有化、公司分立、拯救亏损企业、融资和反收购等活动联系起来。

(1) 职工持股基金可作为反收购的手段。职工持股基金持有大量的本公司的股票,而公司高层管理者如果说服职工拒绝出售其股票,则将会大大增加收购方公司收购的难度。

(2) 职工持股基金可作为将上市公司私有化的一种方式。原公司股东将公司股票出售给该公司的职工持股基金,根据美国的税法,可因此享受资本收益税的减免。

(3) 职工持股基金可作为重整公司计划的一部分。通过建立职工持股基金,公司可获得一笔发展资金,也可增强职工的凝聚力。

#### 3. 职工持股基金的种类

职工持股基金出现和发展都在美国,根据美国综合会计办公室的分类,职工持股基金可分为四种:融资型、可融资型、非融资型和税收信贷型。

(1) 融资型职工持股基金:出现于1974年,基金通过向外借款获得资金,再用之购买雇主的股票。雇主公司负责偿还所借借款的利息和本金。雇主公司用于偿还职工持股基金债务的利息和本金均可在税前列支。

(2) 可融资型职工持股基金:在基金契约中列有允许基金对外借款的条款,但基金管理者可以对外融资,也可放弃这个机会。

(3) 非融资型职工持股基金:即不向外借款融资的职工持股基金。

(4) 税收信贷型职工持股基金:即在对企业的税收中划出一部分,作为职工持股基金,也可以以职工薪水为基数提取5%建立持股基金。

职工持股基金分享公司盈利可以三种方式进行:

(1) 红股方式 :即雇主公司每年将一定数额的本公司股票送给职工持股基金。送股的数量是根据股票的市价或估价确定的。

(2) 利润分成方式 :即雇主公司每年将年度利润的一部分送给职工持股基金 ,基金管理者再用这笔资金购买雇主公司的股票。

(3) 现金购买方式 :即雇主公司每年将一部分现金转送给职工持股基金。

#### 4. 一个融资型职工持股基金的案例

下面我们以一个融资型职工持股基金的建立和运行的例子 ,来更好地说明职工持股基金的特点。

一个融资型的职工持股基金的组成和运行见下图

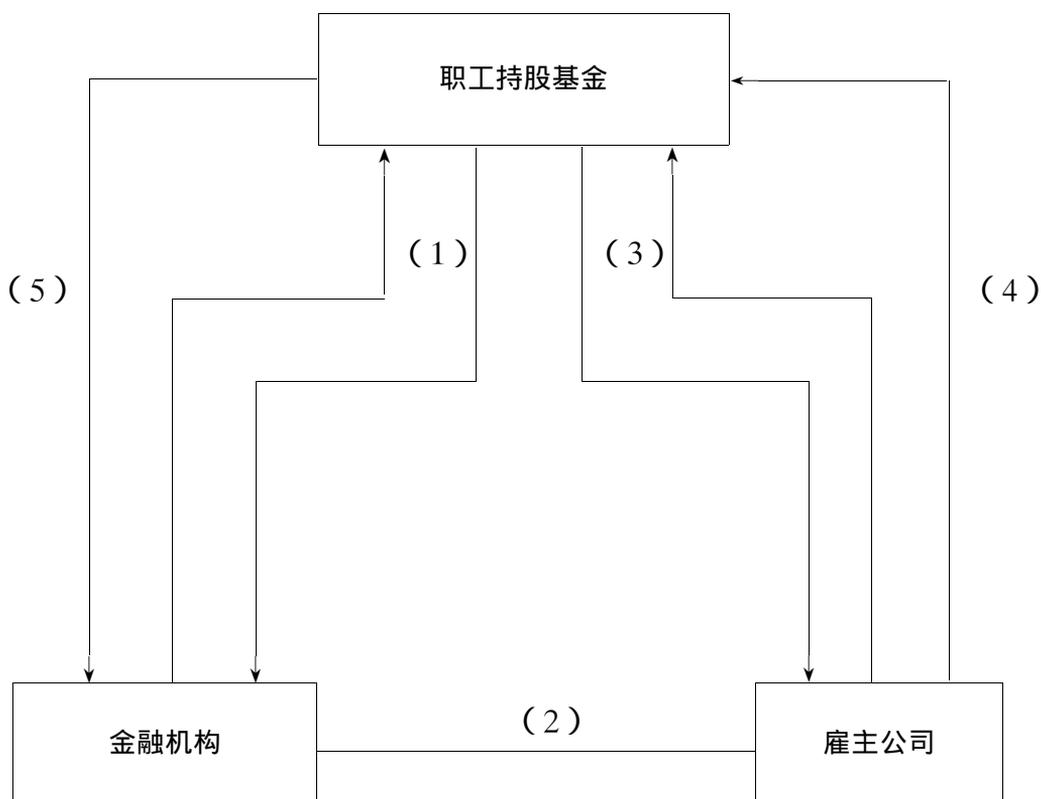


图 1.4.1

- (1) 金融机构向职工持股基金贷款 ,并获得支付凭证 ;
- (2) 雇主公司为职工持股基金的债务提供担保 ;
- (3) 职工持股基金购买雇主公司的股票 ;
- (4) 雇主公司向职工持股基金支付股息及红利 ,以及借款的本金和利息 ;
- (5) 职工持股基金向金融机构偿还借款的本金和利息。

## 四、大股东有限合伙契约

大股东有限合伙契约(Master Limited Partnership, MLP)是目前在美国新出现的一种企业组织形式。它是一种介于股份有限公司与合伙企业之间的两合公司。即公司的股东由两部分组成:有限责任股东与无限责任股东。有限责任股东除了有承担有限责任的优势外,其股份还可在证券交易场所上市买卖流通。大股东合伙企业除了具有一般有限公司的这些好处,还有避免双重课税的作用。大股东合伙契约与一般合伙企业相似,企业本身不交纳所得税,而是各股东交纳各自的个人收入所得税。在1986年美国税法改革后,公司所得税率大大高于个人所得税率,则大股东合伙契约在税收方面的优势更加突出,这种新的企业组织也就以更快的速度蓬勃发展起来。

### 1. 大股东有限合伙契约的特点

普通的股份有限公司具有如下特点:

(1)公司的生命是无限的。除非遇到破产或公司章程中规定的应进行清理的情况,一般而言,公司被赋予无限生命的假设。

(2)有限责任。即公司以其资产对其债务负有限责任,而公司股东以其投资额为限对公司债务负有限责任。

(3)集中化管理。即股东大会选出董事会,董事会选聘总经理,总经理任命公司中级管理人员的管理体制。董事会负责整个公司的战略性决策和监督,总经理负责公司日常业务的决策。

(4)股份的可流通性。即公司的股东随时可以将股份转让而无需其他股东的同意,减少了股东投资的风险性,增加了投资的灵活性。

与普通股份有限公司相比,大股东有限合伙契约一般只有集中化管理和股份的可流通性这两方面的特点。大股东有限合伙契约的生命是有限的,一般不到100年。企业的管理层一般是企业的无限责任股东。而有限责任股东的管理权有限,但可自由地将其所持有的股份转让。

由于无限责任股东对企业的经营负无限连带责任,因此无限责任股东实际上拥有企业的绝对发言权。另外,有限责任股东与无限责任股东所承担的风险不同,因此,除了一般的同股同权、同股同息之外,企业还会制定管理层激励制度,如将企业盈利的4%到6%作为管理层的奖励,以补偿他们承担的巨大风险。

### 2. 大股东有限合伙契约的种类

根据组成方式的不同,大股东有限合伙契约可分为联合型、分离型和新设型三种。

(1)联合型大股东有限合伙契约。早期的大股东有限合伙契约都是这种类型。最初是出现在石油行业中。1981年阿帕其石油公司将石油行业中的几个辛迪加联合组建成世界上第一个大股东有限合伙契约。

组建联合型大股东有限合伙契约的过程可见下图。整个过程包括三个阶段。

联合前,有数个有限责任合股契约。无限责任股东拥有这些合股契约的股份。这些合股契约也有有限责任股东。

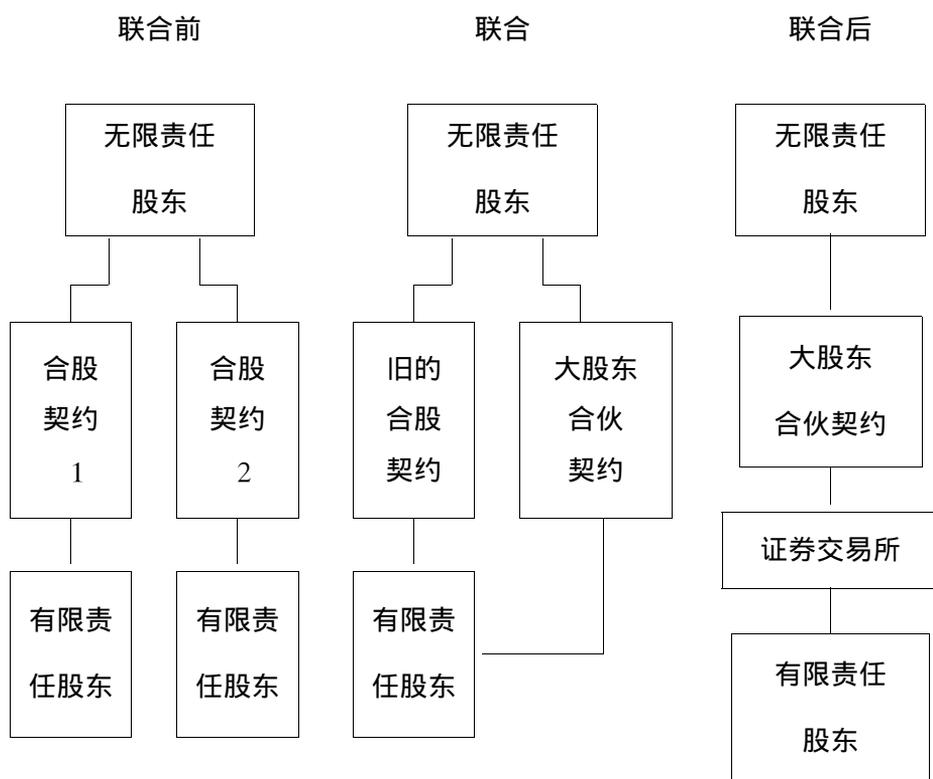


图 1.4.2

联合时,无限责任股东和有限责任股东制定协议,成立大股东有限合伙契约,发行大股东有限合伙契约的收益凭证。

大股东有限合伙契约拥有所有的旧合股契约的资产。无限责任股东和有限责任股东不再拥有旧合股契约的股份,而拥有大股东有限合伙契约的股份。

联合后,无限责任股东成为大股东有限合伙契约的管理者,而有限责任股东所拥有的股份可在证券交易所上市交易。

(2)分离型大股东有限合伙契约。在这种大股东合伙契约中,一家股份有限公司将其一部分资产入伙大股东有限合伙契约,并成为有限责任股东。与普通的公司分拆相比,该公司可获得税收方面的好处,并可避免资产价值的低估。1986年美国税收制度改革后,这种类型的大股东有限合伙契约成立得越来越多。

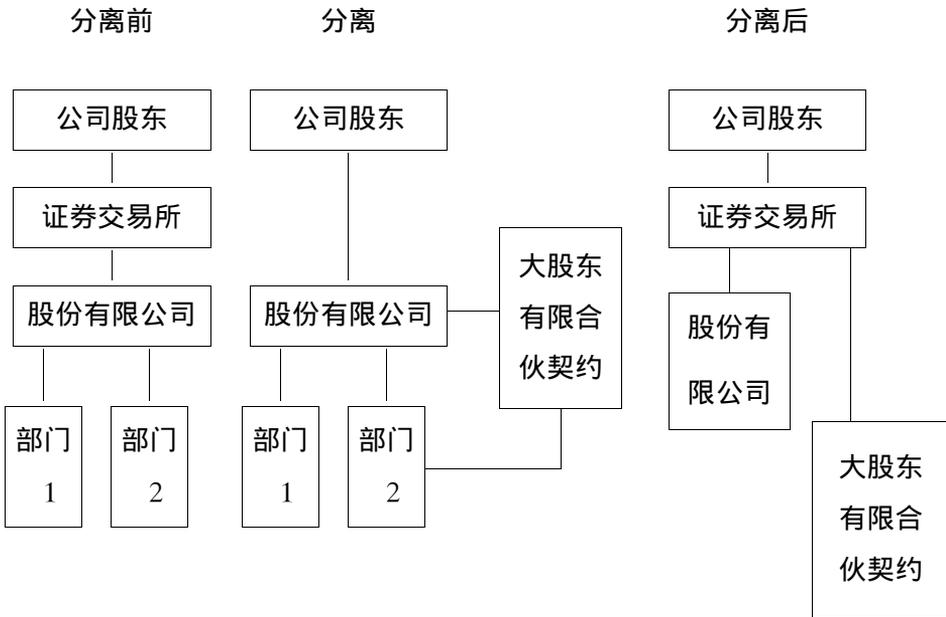
组建分离型大股东有限合伙契约的过程见下图,包括三个阶段。

分离前,股份有限公司拥有若干部业务部门,拟把部门2分拆出去。

分离过程中,股份有限公司将部门2的资产出售给大股东有限合伙契约,契约将相应的收益凭证交给公司,公司再将这些凭证按比率分配给公司原有的股东。

分离后,公司股东将其拥有的大股东有限合伙契约凭证在证券交易所上市交易。

在实际业务中,这只是公司进行分拆活动的一部分,甚至公司高层领导也会成为大股东有限合伙契约的无限责任股东,或者一部分收益凭证直接由公司出售给公众。



(3) 新设型大股东有限合伙契约(见下图)

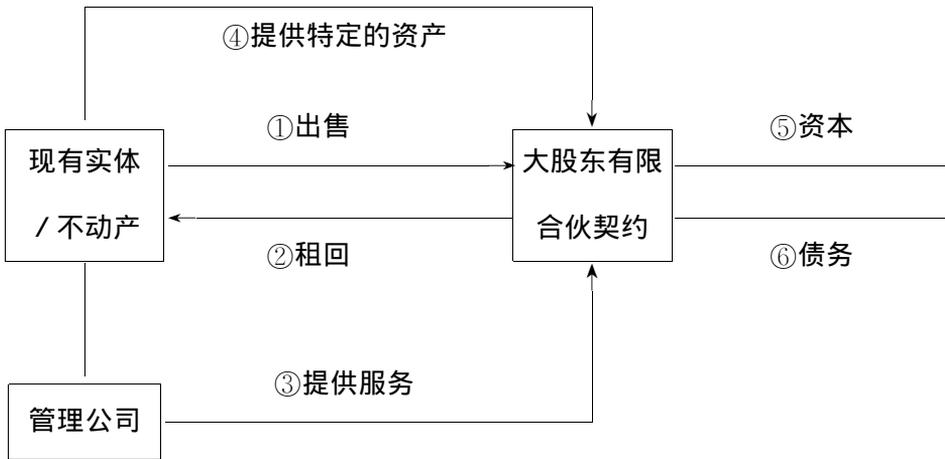


图 1.4.3

现有实体向大股东有限合伙契约提供资产。而管理公司则对大股东有限合伙契约的资产进行管理,而且往往充当无限责任股东的角色,或者管理公司的高级经理们作为大股东有限合伙契约的无限责任股东。无限责任股东不必拥有大股东有限合伙契约的股份,而是通过收取的管理费受益。

### 3. 大股东有限合伙契约的减税作用

组建大股东有限合伙契约的主要动机就是为了减税。因为大股东有限合伙契约的征税方法与合伙企业相同,即公司不交纳企业所得税,而是由业主个人交纳所得税。与普通公司相比,避免了双重税收。下面我们用一个例子说明大股东有限合伙契约的减税作用。

表 1.4.2 大股东有限合伙契约的减税作用

	公司形式	大股东有限合伙契约
利润总额	100	100
企业所得税	34	0
税后利润	66	100
留存收益	20	20
发放股利	46	80
个人所得税	13	28
投资者实得收入	33	52

在这个例子中,公司所得税率为 34%,个人所得税率为 28%,企业的留存收益为 20%。如果采用公司形式,则投资者实得收入为 33%,而采用大股东有限合伙契约形式则投资者实得收入为 52%。

影响两者比较结果优劣的因素主要有两个,一是企业所得税率与个人所得税率之间的差别;二是企业利润的留存比例。如果企业所得税大大高于个人所得税,且企业利润的留存比例较低,则大股东有限合伙契约的减税作用就较大,个人实得收入较高。

## 第五章 公司购并目标的选择与估价

第三章讨论了现代企业兼并收购的内涵和特点。本章则进一步涉及具体兼并收购项目的实务问题。对于一个企图通过兼并收购方法扩大发展的企业,首要的任务是选择与本企业发展相适应的兼并收购的目标。然后对该企业估价,以确定整个兼并收购项目的成本并在谈判中有据可依。

### 第一节 兼并收购目标的选择

对兼并方公司而言,发现和收购另一个企业将涉及一系列复杂的法律和金融方面的具体事务。当兼并方公司决定通过兼并方式扩大企业,它首先要寻找合适的兼并收购对象。这通常是通过各方面人士的合作来完成的,即需要公司高级经理人员、投资银行家、律师和会计师,甚至专业的咨询机构(其作用是为收购方公司推荐合适的收购对象)的共同参与。

#### 一、目标公司的特点

被兼并收购的公司一般有以下几种特征:

##### 1. 营业亏损的公司

兼并收购方公司一般是经营业绩较好、盈利水平较高的公司。如果被收购的企业在近期内经营发生亏损,则在兼并后即可冲抵兼并公司的部分利润,减少公司的应纳税额。另外,美国的税法中有“移后挪前”的条款,针对经营有一定周期性的企业,其某些年的亏损可从发生年度或后数年的利润中予以抵冲,从而达到公平税赋的目的。如果被兼并方公司发生亏损,则收购方公司在兼并收购完成后也可享受“移后挪前”所带来的税收优惠。

##### 2. 以其之长补己之短的公司

这也就是能与兼并方公司发生协同作用的公司。这在第二章中有关协同作用的论述中已有讨论,这里不再详述。

##### 3. 市盈率较低的公司

如果被兼并收购的公司在市场上以协议价格出售其股份,兼并方公司付出的代价就比公开标购要小得多。在绝大多数情况下,市盈率是衡量公司兼并收购效果的重要指标,市盈率低

意味着兼并收购的效果较佳。

### 4. 有盈利潜力的公司

由于管理不善或其它管理上的可控因素造成营业利润偏低的公司往往成为被兼并收购的对象。因为通过加强管理,公司的盈利即可有很大的改善余地。这对进行杠杆收购的企业或个人尤其有吸引力。

下列准则可帮助兼并方公司发现此类公司:

(1) 景气行业中的不景气公司。当行业总体情况很好而企业的利润情况却不好,原因往往出在企业内部,即管理上的问题。这时需要进一步的调查研究对这些影响因素进行分析,找出适合兼并方公司需要的目标公司。

(2) 经济界人士看好的行业中的公司。随着经济活动的复杂化,为了指导国家宏观经济政策和企业具体的商务活动,越来越多的经济学专业人士参加经济形势的分析预测。其中包括对需求变化的预测,对主要行业生产量变化的预测等。每年都有一些行业处于上升时期而另一些行业处于相对不景气时期。通过对这些预测的分析,兼并方公司便可找出近期和中期内处于发展态势的行业和这些行业中有转机的公司。

(3) 管理层出现分歧的公司。公司经营的好坏,关键在于公司的管理层。管理层高效、团结是公司取得良好经营业绩的前提。但有时也会出现一部分高层经理人员反对公司现行经营策略的情况。特别是在公司利润较低时,这少数经理人员的意见往往是改善公司经营,大幅度提高公司利润的良策。兼并方公司在遇到这种情况时也要对被兼并方公司作进一步的调查。

(4) 行业中的滞后公司。每个行业中总有经营情况极好和相对而言较差的公司。如果经营情况不尽人意的公司在设备和管理经验上并不逊于经营好的公司,则问题必定出现在管理方面。对兼并方公司而言,兼并滞后公司并更换不称职的领导可带来利润的迅速增长。

## 二、选择兼并收购的目标

具有以上特点的企业容易成为寻求兼并公司的目标,而且这种企业的数量是十分巨大的。但对于某一特定公司而言,只有那些满足公司特定需要的目标公司才是可行的目标。换句话说,选择兼并的目标与兼并方公司实施兼并的目的有关。

### 1. 选择目标时所需考虑的因素

#### 第一,商业因素

(1) 行业或经营活动的类型。如果收购的目的在于扩大市场份额,则目标公司必须与兼并方公司的业务相关。但如果目的仅在于一般意义上的公司增长,则其他领域经营的公司也可在考虑范围之内。如果兼并方企业的目的在于获得协同效应,则其关注的焦点必然在于目标公司的业务与兼并方公司业务的适应性。如一家在生产方面具有强大优势的公司往往把销售力量强的公司作为兼并的目标。如果兼并的目的在于通过多样化减少经营风险,而目标公司的经营领域与兼并方公司的业务相关程度越少越好。

(2) 目标公司管理层与职工的反应。兼并方公司在兼并目标公司时必须考虑目标公司管理人员与职工的态度。如果目标公司管理人员与职工持严重不合作态度,则兼并成功的可能性很小,即使能够达成兼并,兼并后也可能达不到预期的经济效益。

有些公司甚至不考虑那些不称职的人员管理的公司。也有公司在兼并目标公司时要求得

到绝大部分原高级管理人员留任的保证。

虽然职工的态度不如管理人员的态度那么重要,但对兼并后企业的经营也有很强的影响。兼并方公司必须考虑工会在其中的态度。

### 第二 财务因素

如果兼并的目的在于改善兼并方公司的财务状况,则各种财务影响因素是不得不认真考虑的问题。但单一的财务指标作为衡量兼并是否成功的标志是不可取的。而且如果财务指标的目标值设定得过高,则在现实经济生活中也是不可行的。

例如,如果兼并方公司过于坚持其低于市场价格的收购价格,则被兼并方公司的股东是不太情愿将股票出让于兼并方公司的。经过激烈的讨价还价,最终达成兼并的结果,则价格就不遂人心愿了。因此,如果兼并方公司过于坚持便宜的价格,就会失去许多兼并的机会。

考虑许多财务因素,其出发点也是基于兼并方公司所企图达到的目的。如果兼并的目的是为了改善公司的财务结构,则财务杠杆比率很高的公司显然不是合适的目标。

另外,还需考虑兼并融资的问题。如果兼并方公司希望通过发行高风险高利率债券为兼并解决资金来源问题,则必须考虑债券的发行对象的代销商对债券的接受程度。如果市场上对高风险高利率债券的需求很大,则给兼并方公司选择兼并目标提供了很大的余地。目标公司的财务境况和盈利能力是影响兼并融资的重要因素。如果目标公司拥有价值较高的固定资产或预期的现金收入较多,则兼并方公司向外国举债就容易得多。

### 第三 目标公司的规模

虽然随着高风险高利率债券的杠杆收购的出现和兴起,企业兼并不仅仅是“大鱼吃小鱼”,还大量出现了“小鱼吃大鱼”,但目标公司的规模仍是决定兼并是否能够成功的重要因素。很难想象一家小公司通过杠杆收购可以兼并象通用汽车公司这样的规模巨大的公司。

但出于规模经济的考虑,兼并方公司通常也设定目标公司规模的下限。因为无论目标公司规模的大小,兼并方公司在选择和评估目标公司时总是要花费一些固定的时间和费用。如果兼并的目标公司过小,则这种兼并对目标公司而言相对成本较高。

那么以何种指标来衡量公司的规模呢?对于经营不同种类业务的公司来讲,指标是不同的。例如一个贸易公司,用销售量来定义其规模就比用通常的资产数量来衡量更能反映企业的真实价值。在实务操作中,通常可从以下几方面来考虑:

(1)收购价格。即兼并方公司愿意并且能够承担的收购价格。收购价格一般受融资渠道和融资成本的影响。

(2)目标公司的主营收入/销售毛利。这是在实务中常用的指标。但要注意主营收入与销售毛利的关系。有的公司主营收入很高,但销售毛利却不高,而有的公司则正好相反。

(3)目标公司的资产、负债和资本。如果一个公司的资产负债表呈现出资产结构或其他资产方面的严重问题,则该公司很容易成为其他公司的兼并目标。兼并后的影响也往往立即表现在资产负债表上。例如改善了资本情况和关键性的财务指标等。

(4)目标公司的市场份额。在一特定市场占据一定份额的公司更容易在市场竞争中生存下来并获得长期的发展。因此在衡量目标公司的规模时,目标公司的市场占有率是个十分重要的指标。至于具体的数字大小,则取决于目标公司所处的行业。

(5)目标公司的盈利能力。兼并方公司通常都对目标公司能为之带来的回报率设有一最低下限,如果目标公司所处的行业是兼并方公司较为熟悉的,则此最低回报一般较低。但如果

目标公司的经营业务对兼并方公司而言风险较大,则相应的要求回报率也较高。此外,对达到要求回报率的时间也有一定的限制。

(6)目标公司的职工数量、市场的分散化程度和经营的多样化程度。市场的分散化程度是指目标公司产品市场的数量和产品品种的种类。市场分散化程度越高,则目标公司业务的复杂性也越大。相应地,兼并业务也越复杂,风险也越大。

#### 第四 其他因素

除了上述商业、财务及目标公司规模等方面的影响因素之外,在兼并收购活动中还有其他一些特定的影响因素。例如,目标公司管理人员的能力、是否获得证券交易所的上市地位、税收方面是否享受减免等。如果兼并的目的是建立一个庞大的企业集团,则组织方面的问题也需要考虑。

简而言之,以上繁多复杂的影响因素,对兼并方公司而言,关键取决于兼并收购需达到的目的。只有那些与兼并目的相关的因素才是应着重加以考虑的。

#### 2. 发现目标公司的途径

成功兼并的前提是迅速发现和抓住适合本企业发展的兼并目标。在实践中,机会是稍纵即逝的。如何先人一步发现有价值的兼并机会呢?兼并方公司需从两方面着手:利用本公司自身的力量或借助公司外部的力量。

(1)利用本公司自身的力量。即用公司内部人员通过私人接触或自身的管理经验发现目标公司。首先,公司高级职员熟知公司经营的业务及各参与者的情况,兼并同行业中的公司的想法常常来自这些人员。公司就有必要提供专门的机会和渠道使这些想法得以产生、传播和讨论。其次,也可在公司内部建立专职的兼并收购部,其主要工作是收集和 research 各种公开信息,发现适合本企业的目标公司。在大企业中,兼并收购可以是独立于其他业务部门的,而在中小企业中,这部分工作往往由公司计财部门兼任。

(2)借助公司外部力量。即利用专业金融中介机构为兼并方公司选择目标公司出谋划策。事实上,在企业兼并收购领域有许多专业中介机构,它们拥有训练有素、经验丰富的兼并收购专业人员,如精通某一行业的律师或会计师、安排兼并双方谈判的经纪人等。投资银行和商人银行由于有专业客户关系方面的优势,也越来越多地卷入兼并收购事务中。他们常常为兼并方公司提供一揽子收购计划、安排兼并融资、代为发行证券等。

目前的发展趋势是:投资银行和商人银行在企业兼并收购活动中扮演着越来越重要的角色。投资银行家与公司经常性地保持私人联系。由于熟悉公司的具体情况和发展目标,他们就能为公司高层决策人员提供适合公司具体情况的兼并建议和目标。而一旦公司采纳了他们的建议并成功地实施了兼并,投资银行也获利非浅。

## 第二节 对目标公司的估价

一旦兼并方公司确定了可能成为其兼并目标的公司,下一步所需作的工作是建立一个它愿意支付的收购价格。根据这个价格,兼并方公司经理人员再决定通过何种途径去完成兼并收购,即支付方式。有关支付方式的讨论,我们将在第五章中进行。在这里,我们只讨论如何

制定兼并目标公司的价格。

制定价格的方式主要有三大类：现金流量折现法、市场价值法和市场溢价法。

## 一、现金流量折现法

现金流量折现法(Discounted Cash Flow 缩写为 DCF)是一种理论性较强的方法,它是资本预算的基本方法,在投资项目评估、证券估价等方面应用广泛。它的缺陷是主观性太强,需要一系列的前提假设。

用现金流量折现法制定收购价格,同一般的资本预算分析相似:估计兼并后增加的现金流量和用于计算这些现金流量现值的折现率,然后计算出这些增加的现金流量的现值,这就是兼并方公司所能支付的最高价格。如果实际成交价格高于这个价格,兼并不但没给兼并公司带来好处,反而引起了亏损。

### 1. 现金流量折现法的计算公式

$$\text{支付价格} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{1+r_t} + \frac{\text{目标公司的期末价值}}{1+r_n}$$

其中  $t$  代表从投资开始计算的年数,投资当年  $t=0$ ;  $CF_t$  是第  $t$  年的预期增加的现金流量,  $r$  则是在考虑了投资风险后的折现率。

### 2. 用现金流量折现法计算支付价格的两种方法

对现金流量和折现率定义的不同,产生了两种计算价格的方法。两种方法最后的结果却是相同的。

(1)净资产收益率法。即每年增加的现金流量为目标公司在兼并后为兼并公司创造的税前利息前利润减去税收、债务利息和优先股利后的净值。而折现率则代表了兼并方公司对此项兼并所要求的净资产(权益)收益率。

(2)资本收益率法。即每年的现金流量为上述的现金净值加上经税率调整后的有效债务利息和优先股利。而折现率为兼并方公司所要求的平均资本收益率。

### 3. 支付价格

现金流量折现法中的支付价格,并不是指在谈判结束后直接付给目标公司股东的那部分现金或资产的价值。这里的支付价格由以下四个方面组成:

(1)付给目标公司股东的现金或资产,用以换取目标公司的股票、可转换债券、期权或认股权证;

(2)目标公司债务和优先股票的市场价值;

(3)整个兼并收购活动引起的费用(交易成本);

(4)目标公司资产负债表中的多余现金。

它们之间的关系如下:

$$\text{支付价格} = (1) + (2) + (3) - (4)$$

在实际兼并活动中谈判的价格通常是(1)那部分。在用现金流量折现法计算支付价格是需要注意这个问题。

### 4. 现金流量

公式中的现金流量是目标公司在并入兼并方公司后预期产生的每年的净现金流入。它的

数值要大于目标公司独立经营时创造的现金流入。原因在于协同作用带来的成本的减少和多余资产出售带来的收入的增加。现金流量的计算公式如下：

$$\text{现金流量} = \text{扣除一切费用和成本的净收入} + \text{非现金支出( 固定资产折旧, 无形资产和递延税款的摊销)} + \text{资产出售的收入} - \text{营运资本的增加( 现金增加额除外)} - \text{资本性支出}$$

### 5. 折现率

在现金流量折现模型中,折现率是在考虑投资风险后兼并方企业要求的最低收益率,也就是该项投资的资本成本。但要注意,这里的资本成本是兼并方企业投资于兼并目标企业的资本的边际成本,而不是兼并方企业的资本成本。兼并目标企业所用的资本,一部分来自兼并方企业的自有资金,另一部分则是兼并方企业向外界举的债。自有资金的成本可用资产定价模型(CAPM)求得,而债务成本则可用债务利息经税率调整后的有效利率得到。最后,该项投资的资本成本就是这二者的加权平均,也即平均资本成本(WACC)。

例如,A公司收购B公司,动用的自有资金为E,向外借债为D。A公司的股东对此次投资要求的收益率为 $r_e$ ,债务的利率为 $r_d$ ,兼并后A公司的边际税率为 $t$ 。则折现率(也即该项投资的平均资本成本)为:

$$r = WACC = \frac{D}{D+E} r_d (1-t) + \frac{E}{D+E} r_e$$

### 6. 目标公司的期末价值

目标公司的期末价值可用多种方法估算,常用的也有两种方法:

(1)永续增长模型。该模型与现金流量折现模型类似。模型假设,从第 $n+1$ 年开始,现金流量以年增长率为 $g$ 的速度连年增加,直至无限。则目标公司的期末价值为:

$$\text{目标公司的期末价值} = \frac{CF_n}{r-g}$$

其中, $CF_n$ 是计算目标公司的期末价值那年的现金流量, $r$ 是折现率, $g$ 是现金流量的年增长率。

实际上,现金流量的增长率不可能永远保持不变,否则仅一个公司经过数年的增长,其现金流量就能与国家的国民生产总值相比拟了,这显然是荒唐的。用永续增长模型估计目标公司的期末价值,其结果受增长率 $g$ 的大小影响十分敏感。

(2)市盈率模型。由于永续增长模型的前提十分不现实,其结果的实用性就相应地受到一定的限制。因为市盈率的大小代表了投资者对该公司盈利能力及盈利增长的预期,因此在具体项目分析中,常用市盈率与现金流量的乘积估计目标公司的期末价值。

$$\text{目标公司的期末价值} = \text{目标公司期末时的股票市盈率} \times \text{期末的现金流量}$$

### 7. 现金流量折现模型的优缺点

现金流量折现模型是资本投资和资本预算的基本模型。由于有坚实的理论基础,当与其他估价模型一同使用时,现金流量折现模型所得出的结果往往是检验其他模型结果合理与否的基本标准。

它的缺点在于主观性太强。首先,准确地估计未来长时期内公司的经营成果是一件十分困难的事情。其次,现金流量折现模型的结果对目标公司期末价值的大小十分敏感,而目标公司的期末价值又是难以准确估计的。第三,当用永续增长模型估计目标公司的期末价值时,结果又对假设的公司现金流量年增长率十分敏感,而这个增长率也是难以准确确定的。

8. 现金流量折现法举例

假设在考虑了协同效应后,兼并目标公司后每年增加的净现金流量如下表(单位为百万元):

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
现金流量	5	8	9	10	11

从第五年开始,现金流量的固定增长率  $G=8.3\%$

经过估算,兼并方公司用于此项投资的资本的成本为  $18.15\%$ ,资本成本的估算方法可以用资本资产定价模型,或者套利定价模型。在专门的财务书籍中有讨论,这里不再详述。

首先计算目标公司第五年底的期末价值  $= 11 \times (1 + 8.3\%) / (18.15\% - 8.3\%) = 121$

则目标公司价值为:

$$V = \frac{5}{(1.1815)^1} + \frac{8}{(1.1815)^2} + \frac{9}{(1.1815)^3} + \frac{10}{(1.1815)^4} + \frac{11+121}{(1.1815)^5} = 78$$

因此,目标公司的价格应是 7800 万元。如果兼并公司能以此价格或低于此价格兼并目标公司,那么对于兼并方公司是有利的。

## 二、市场价值法

由于现金流量折现模型存在着诸多不尽人意的地方,在实际兼并中还可采用市场价值法来估算目标公司的价格。一个股票公开上市的公司,其股票的市场价格代表了投资者对该公司未来经营业绩及风险的预期。因此,一个公司股票的市场价值,就是用现金流量折现法得出的公司价值的统计结果。显然,在现实生活中不可能确定现金流量、折现率的期末价值的统计结果。因此,市场价值法假设公司股票的价值是某一估价指标乘以某一比率系数。估价值可以是税后利润、现金流量、主营收入或者股票的账面价值。不同的指标,所用的系数也不同。这种方法在估计非公开上市的公司价值或上市公司的某一子公司的价值时十分有用。

### 1. 行业内的可比性

市场价值法假设,从财务的角度,同一行业的公司是大致相同的。在估计目标公司的价格时,先选出一组在业务和财务方面与目标公司类似的公司。通过对这些公司的经营历史、财务情况、股票行情及其未来展望的分析,确定估价指标和比率系数,再用之估计目标公司的价格。如果目标公司是一综合性公司,则可针对其几个主要经营业务,分别挑选出相应的几组相似的公司,分别确定估价指标和比率系数,得出各业务部门的价格,再将之相加,就是收购该综合性公司的价格。

例如,通过对上市公司的分析,发现上市公司中经营杂货零售公司的价格时,就可将其最近的税后利润(估价指标)乘以 15(比率系数),再加上为获得控制权而需付出平均溢价水平(如 25%),就是收购这家公司所需支付的价格。当然,在这里未考虑交易成本。

### 2. 应用市场价值法估计目标公司价格时需要注意的问题

正确利用市场价值法估计目标公司的价格,需要注意三个方面的问题:①估价结果的合理性;②选择正确的比率系数;③估价是着眼于目标公司未来的情况而不是历史情况。

在市场价值法中,目标公司的价格是通过估价指标(如税后利润)与比率系数(如市盈率)乘积获得的。这两个数字必须仔细慎重选择,以保证二者之积有内在经济含义。

例如,如果目标公司是处于一个周期波动性很强的行业,则用最近的数字显然不尽合理。此时可用历史平均的估价指标和比率系数来估价。另外,也要考虑各种事件对目标公司价格的影响,如会计政策的调整、股票的回购,会对目标公司的财务结果产生影响,从而在不同企业中出现不可比性。在估价时要考虑这些因素并做出合理的调整。

### 3. 估价指标和比率系数的选择

通常,可选择的估价指标包括:税后利润、现金流量、销售收入、股息、资产的账面价值或有形资产价值等。确定了估价指标后,再用样本公司的价值就可算出相应比率系数。如对税后利润而言,相应比率系数就是市盈率。

用市场价值法对普通公司估价,最常用的估价指标是税后利润。但对某些特殊行业的公司,用税后利润就不能合理地反映目标公司的价值。

例如广播公司或饮料公司,其特点是销售相对稳定,所需投入的有形资本有限,但商誉等无形资产较多。对此类公司估价,就可用现金流量作为估价指标。

而经营密集型的重工业企业,如炼钢厂,是夕阳产业,盈利情况不佳,一般用其有形资产的账面价值作为估价指标,将其乘以一百分比,就是该公司的价格。

而经营杠杆较高的企业(即流动资产与固定资产之比较高),如零售业或消费品制造企业,经常用销售收入作为估价指标,将其乘以一百分比,就是该公司的价格。

估价指标的选择,关键是要反映企业的经济意义,并且要选择对企业未来价值有影响的指标。而在计算比率系数时,则要注意它在各样本公司中的稳定性。该系数越稳定,则估价结果也就越可靠。

### 4. 市场价值法举例

现假设有两家公司,兼并方公司(A公司)与目标公司(T公司)。A公司是上市公司,T公司是一家非上市公司。两家公司的经营领域相同(横向兼并),1993年底的资产负债表和1993年度的经营业绩如下:

#### (1) A公司。

1993年12月31日的资产负债表:

资产	1993.12.31	负债与股东权益	1993.12.31
流动资产	1500	流动负债	500
		长期负债	500(年利息为10%)
固定资产	1000	股东权益	
		股本总额	1000
		流存收益	500
		股东权益合计	1500
资产总计	2500	负债与股东权益合计	2500

1993年度经营业绩:

利息前税前利润	350
减:利息费用	50
税前利润	300
减:所得税(50%)	150
税后利润	150

其他指标:

资本收益率 = 利息前税前利润 / (长期负债 + 股东权益) = 17.5%

利润增长率 = 20%

近三年的平均利润

税前 = 125

税后 = 63

市盈率 = 12

A 公司股票的市价总值 = 1800

股票总额 = 100

(2) T 公司。

1993 年 12 月 31 日的资产负债表:

资产	1993.12.31	负债与股东权益	1993.12.31
流动资产	500	流动负债	250
固定资产	250	长期负债	100(年利息为 10%)
		股东权益	
		股本总额	300
		流存收益	100
		股东权益合计	400
资产总计	750	负债与股东权益合计	750

1993 年度经营业绩:

利息前税前利润	60
减:利息费用	10
税前利润	50
减:所得税(50%)	25
税后利润	25

其他指标:

资本收益率 = 利息前税前利润 / (长期负债 + 股东权益) = 15%

利润增长率 = 14%

近三年的平均利润

税前 = 44

税后 = 22

股息总额 = 15

①用目标公司的最近一年的税后利润作为估价指标,用同类上市公司的市盈率作为比例系数

目标公司最近一年的税后利润(1993) = 25

同类上市公司(A公司)的市盈率 = 12

目标公司的价格 =  $25 \times 12 = 300$

②用目标公司近三年税后利润的平均值作为估价指标,用同类上市公司的盈率作为比例系数

目标公司近三年税后利润的平均值 = 22

同类上市公司(A公司)的市盈率 = 12

目标公司的价格 =  $22 \times 12 = 264$

前面讨论过,一般是经营有明显周期性的目标公司的估价用这种方式。

③假设兼并方公司优势是在管理方面。目标公司被兼并后,在有效的管理下,也能获得与兼并方公司同样的资本收益率。以此计算出的目标公司在被兼并后的税后利润作为估价指标,比例系数仍采用同类上市公司的市盈率。

目标公司的资本额 = 长期负债 + 股东权益 = 500

兼并后目标公司所能达到的资本收益率 =  $500 \times 17.5\% = 88$

减:利息费用 = 10

税前利润 = 78

减:所得税 = 39

税后利润 = 39

同类上市公司的市盈率 = 12

目标公司的价格 =  $39 \times 12 = 468$

④通常盈利水平低的目标公司在被兼并后不可能一下子达到兼并方公司的盈利水平,一般需要一段增长的时间。我们假设目标公司在被兼并后获得了兼并方公司的盈利增长水平,以目标公司三年来的平均税后利润经一年增长后的数字作为估价指标,比率系数仍采用同类上市公司的市盈率。

目标公司三年来的平均税后利润 = 22

加:兼并后一年内的盈利增长 =  $22 \times 20\% = 4.4$

一年后目标公司的税后利润 = 26.4

同类上市公司的市盈率 =  $26.4 \times 12 = 317$

⑤以目标公司最近一年的税前利息前利润作为估价指标,以兼并方公司的资本利润的倒数作为比率系数。

目标公司最近一年的税前利息前利润 = 60

兼并方公司的资本利润 = 17.5%

目标公司的价格 =  $60 / 17.5\% = 343$

⑥以目标公司最近一年的股利经一年增长后的数字作为估价指标,其中增长率是兼并方

公司的增长率,以兼并方公司最近一年的市价/股息比作为比率系数。

兼并方公司的股票市价总额 = 1800

兼并方公司的股息总额 = 100

兼并方公司最近一年市价/股息比 = 18

目标公司最近一年的股息总额 = 15

加 预计今年的增长额 =  $15 \times 20\% = 3$

目标公司一年后的股息 = 18      目标公司的价格 =  $18 \times 18 = 324$

⑦以目标公司的股东权益(净资产)为估价指标,再以市场上同类公司的市价/股东权益比为比例系数。

目标公司的股东权益 = 400

同类公司的市价/股东权益比 =  $1800/1500 = 1.2$

目标公司的价格 =  $400 \times 1.2 = 480$

### 5. 市场价值法的优点

与现金流量折现法相比,市场价值法缺乏明确的理论依据,但它有以下两方面的优点:首先,市场价值法是从统计的角度总结出相同类型公司的财务特征,得出的结论有一定的可靠性;其次,市场价值法简单易懂,而且也容易使用,与现金流量折现法相比,更容易得到股东的理解和支持。

## 三、市场溢价法

市场溢价法是一种更加直观的方法。与市场价值法类似,它也是通过相类似公司的分析得出目标公司的估价。它不对市场价值进行分析,而只是统计同类公司在被兼并收购时收购方公司支付价格的平均溢价水平。再用这个溢价水平计算出目标公司的价格。这种方法在证券市场上标购公开上市公司时应用较多。

市场溢价水平,是指收购方公司在证券市场上的标购中公开上市公司的收购价格,超出收购要约发出前目标公司股票市场价值的水平。它的理论基础是,兼并所带来的所有的好处,如协同作用、现金量的增加、成本的降低及其兼并的风险,都由市场通过这个溢价水平完全表现出来,也即市场是完全有效的。

从国外的实际情况看,市场的溢价水平很大程度是由兼并方公司控制的。因为国外大公司的股东比较分散,而且机构投资者掌握了40%的公司股票。机构投资者主要依靠每月的业绩吸引客户。因此,在出现标购时,只要有溢价,机构投资者往往不太考虑这个溢价水平是否完全反映了目标公司的价值,就急于出售其手中拥有的目标公司的股票,以实现利润并反映在当月的利润业绩中。因此,除非目标公司其主要大股东事先达成默契,否则目标公司对收购价格没有多少发言权。

市场溢价法的主要缺点是,难以找出在目标公司的特点和兼并方公司兼并动机两方面都完全一样的收购案例。虽然与目标公司相类似的公司容易找到,但收购方公司的兼并动机却是决定其对目标公司支付价格的决定因素。在这方面是难以找到相同点的。另外,兼并事件发生的宏观经济环境也不同,也影响了市场溢价法估价的正确性。

### 四、资产评估法

这种方法多应用在目标公司的账面价值与市场价值相差很大的情况中。例如,一家生产过剩、产品积压的公司,其资产价值就不能按照其账面价值计算,而需通过评估得到这些资产的市场变现价值,这才是兼并方公司应该支付的价格。

还是以 T 公司为例,其总资产为 750,其流动资产的评估比率为 75%,其固定资产的评估比率为 50%。评估后的总资产为 500,扣除流动负债和长期负债共 350,则净资产只有 150。兼并方公司只能支付这个价格才是合理的。

### 五、杠杆收购中对目标公司的估价

杠杆收购(LBO)的特点是对一企业的兼并收购的资金绝大部分是通过借款获得的。杠杆收购的收购者一般用五到七年的时间经营收购后的目标公司,在这段时间里则利用目标公司的现金流量和出售多余的资产获得的收入偿还所借款项。然后收购者再将目标公司全部出售获得一笔可观的现金收入。

小公司通过杠杆收购可以收购兼比比它大数倍的公司。这就使得证券市场上的企业兼并收购之战益发激烈起来。在杠杆收购中,目标公司的规模不再是重要的影响因素,融资和偿债成为其中主要的约束条件。

#### 1. 杠杆收购的定价

在杠杆收购中,收购方所能支付的最高价格主要取决于:①目标公司未来的经营业绩情况,②杠杆收购的收购方要求的资本收益率,③杠杆收购的债权人所要求的债务比例和利息。由于杠杆收购通常不是两个业务部门的合并,因此也就不会有普通兼并收购所拥有的协同效应和规模经济。整个收购成功的前提是目标公司在收购完成后能通过改善的管理提供足够的现金流量和资产变现收入。因此,理论上,杠杆收购中收购支付的最高价格也就是目标公司被收购的最低价格。但在实际杠杆收购中收购方的收购动机和资产出售计划及其融资成本都会影响杠杆收购价格。

#### 2. 现金管理

由于杠杆收购要求目标公司在被收购后偿还大量的债务,因此,对目标公司的管理也与普通的公司管理不同。普通公司管理的目标是股东价值最大化,或者是股东权益回报率最大。而杠杆收购的目标公司的经营目标是现金流量最大化。因此,目标公司将着力于减少不必要的费用,也不会进行资本投资,相反还要通过出售资产和减少运营资本获得现金收入。

#### 3. 杠杆收购的关键在于即时清偿债务

典型的杠杆的资本结构是:10%的自有资本,40%的从属债券,50%的高级债券。一个成功的 LBO 必须能即时偿还这些债务的利息的本金,并且还能能为杠杆收购方提供适当的回报率。

当高级债券的债权人(一般是商业银行)审查 LBO 的方案时,一般要求:①即期现金利息能按时付出,②五年内的现金流量是全部利息费用的 2 倍,③在五到七年内能偿还至少 50%的高级债务。从属债券的债权人通常愿意推迟收款,但不超过五年,并且前提是公司盈利情况

较好。由于杠杆收购的财务风险很大,收购方要求的自有资本的年收益率(复利)常在30%到50%之间。为了计算收购方的投资回报率,一般假设目标公司将在五年后以保守的市盈率和第五年的预期税后利润的乘积作为售价出售,这就是目标公司的期末价值。

### 4. 杠杆收购定价的缺点

与现金流量折现模型相同,就是要求对未来长期的盈利情况作出预测。LBO的收购方虽然不必估计兼并创造的协同效应,但必须估计资产出售对目标公司长期盈利能力和期末价值的影响。这在实践中很难做到。事实上,影响杠杆收购决策关键不在定价,而在于是否能获得足够的资金支持。

## 六、收购—资产出售—揽子计划中对目标公司的估价

在许多兼并收购交易中,兼并方在完成兼并后,对目标公司进行分解和重组,把对兼并方公司有利的、符合公司整体战略发展需要的部分留下,而把其余部分资产出售,以换取现金投入到其他投资项目中或偿还在收购过程中的借债。此时,就有必要估计目标公司的“分解价值”,也就是出售资产能够获得的收入加留下的资产商业价值。具体的估价方法就是前述的现金流量折现法、市场价值法、市场溢价法和LBO定价法。

### 1. 分析各业务部门的财务情况和经营业绩

在目标公司的合并财务报表中,对估价有用的关键数据包括其各主要经营业务部门的资产与盈利。但是合并报表往往掩盖了其下属部门的一些重要信息,如公司内部的业务往来。因此就要求兼并方公司对之做出准确的估计,因为报表中各业务部门的数据并不反映各业务部门独立经营时的真实情况。

### 2. 独立经营调整

为了正确地估计业务部门的实际价值,就有必要对合并财务报表中反映的情况按独立经营的前提进行调整。这里需要特别注意的问题是公司内部的业务往来和母公司成本在各业务部门之间的摊派。例如,公司内部转移价格是否与市场价格一致?各业务部门之间业务的依赖程度如何?成本的摊派是否合理?对兼并方的估价会产生怎样的影响?

一旦完成了调整,就可以用前述的估价方法对各业务部门进行估价。对于出售的资产,还要考虑资本利得税的影响。

### 3. 考虑资产和负债的总体影响

当将非出售业务部门的价值和出售资产的收入加总时,兼并方必须注意要从目标公司资产和负债的总体出发考虑问题。当公司资产的一大部分出售后,对剩余的公司部门的经营会产生什么影响?管理费用是否会下降?出售这些资产所引起的分离成本有多大?是否超出了节省的管理费用?同时还要注意目标公司是否订立过有碍于资产出售的合同或契约?如果需要公司赎回债务,需要付出多大的溢价水平?

### 4. 将所有的估计值综合起来

剩下的事情是将各个业务部门的估价综合起来,并在考虑总体影响后做出调整。但是这只能是个近似值。因为在具体操作中,即使在事先考虑得很周密,操作中还会出现许多意想不到的事情。比如在出售资产中发现了原来不知道的有价值的资产,或者在进行资产分离时遇到了原有管理人员的反对。这些事件都会影响目标公司的实际价值。

## 七、换股收购时换股比例的确定

如果兼并收购是通过换股进行的,则对目标公司定价的任务就是确定一个换股比例(ER)。我们把换股比例定义为:为换取一股目标公司的股份而需付出的兼并方公司的股份数量。决定换股比例的方法有三:目前双方公司的收益、预期的收益或股票的市场价格。

### 1. 用每股税后利润确定换股比例

假设兼并方公司(A公司)的每股税后利润为4.53元,而目标公司(T公司)的每股税后利润为3.49元,并且两个公司的风险是相同的。根据两者的盈利水平,得出的换股比例是 $3.49/4.53=0.77$ 。换句话说,A公司的股东要用77股A公司的股份换取100股T公司的股份。根据税后利润算出的换取比例将使双方公司的股东在换股完成后的获利水平不变。因为拥有100股T公司股份可获得349元的税后盈利,而换取77股A公司的股份后税后盈利还是349元。

### 2. 用将来预期的收益确定换股比例

用每股税后利润计算换股比例只有在下列情况下是合理的:①不存在协同效应,②两公司有相同的盈利增长速度。然而在实际情况中以上两个条件是难以满足的,因此用预期的每股税后利润确定换股比例更符合实际情况。

(1)不存在协同作用,但两公司盈利增长速度不同。还是同样的例子,假设仍旧没有协同作用,但A公司的增长速度为6%,而T公司的增长速度为4%。则以第一年的税后利润计算的换股比例是 $3.49/4.53=0.77$ ,而以第五年的税后利润计算,换股比例为0.701。此时就存在一个问题,换股比例依赖于计算中所用的时间期限。如果存在协同效应,则问题变得更加复杂。

(2)有协同作用,但两公司盈利增长速度相同。我们假设A公司所能接受的换股比例的最高上限是保持其换股后每股税后利润不至于稀释的比例。

我们定义:ERA是A公司股东为防止利润稀释所能接受的最高换股比例

TE是换股完成后公司的税后利润,等于A公司的税后盈利加T公司的税后盈利加协同作用增加的盈利

EPSA是A公司原来的每股税后利润

NA是A公司原有的股份总数

NT是T公司原有的股份总数

如果换股后A公司每股税后利润不变,则

$$\text{换股后 A 公司的 EPS} = \frac{\text{TE}}{\text{NA} + \text{NT}(\text{ERA})} = \text{EPSA}$$

由此得到

$$\text{ERA} = \frac{\text{TE} - \text{EPSA}(\text{NA})}{\text{EPSA}(\text{NT})}$$

如果 NT = 300

$$\text{NA} = 1000$$

$$\text{EPSA} = 4.53$$

$$\text{TE} = 4530 + 1047 + 2000 = 7577 \text{ , 其中 } 2000 \text{ 是协同效应增加的利润}$$

则利用上式算出换股比例为  $ERA=2.24$  ,即 A 公司股东换股比例的上限是用 2.24 股 A 公司的股票换取一股 T 公司的股票。

同样道理 ,也可得出 T 公司股东所能接受的最低换股比例 ,即 T 公司股东每股税利润不变的换股比例。

$$ERT = \frac{EPST(NA)}{TE - NT(EPST)}$$

用上述例子中的数字代入 ,可得  $ERA=0.534$

在这种情况下 ,换股比例是介于 0.534 和 2.24 之间的 ,且双方公司股东均可得利。换股比例越高 ,T 公司的股东所获得的利益越多 ,而 A 公司股东获得的利益则会相应减少。

协同效应越大 ,换股比例上下限之间的距离就越大 ,谈判的余地也越多。显然 ,A 公司希望换股比例越低越好 ,T 公司则尽可能抬高换股比例。最后成交的换股比例取决于谈判。对于上述这种上下限如此大的换股比例 ,最后结果几乎肯定是成功的。

### 3. 用市场价格确定换股比例

如果兼并双方都是上市公司 ,则问题变的简单得多。因为公司现有的和未来的盈利、风险、增长率、潜在的协同效应及其它一些因素的影响都体现在公司股票的价格上。因此 ,只要用双方股票的市场价格之比就可得到换股比例。例如 ,如果 A 公司的股票价格是 40 元一股 ,而 T 公司的股票是 30 元一股 ,则换股比例为  $30/40=0.75$ 。

如果不存在协同效应 ,或者协同效应体现在公司的股票价格上 ,则用市场价格确定换股比例是合理的。但在大多数情况下 ,市场价格只体现公司独立经营时的价格。也就是说 ,市场价格一般不体现公司的潜在协同效应。因此 ,实际达成的换股比例要高于用市场价格得出的换股比例。从美国 80 年代的金融市场的情况看 ,这种体现协同效应的溢价水平大约在 50% 左右。

## 第六章 公司购并战略分析

### 第一节 购并策略的制定

公司购并是一项有风险的业务,数百万美元的损失往往产生于战略决策上的失误。因此,每个从事这项业务的公司,为了达到购并的目标,都必须为自己制定一个切实可行的战略,以适应不断变化的各种条件。一个适用于所有公司的最好战略是不存在的,每个公司都必须根据自己在市场上的地位及其目标、机会和资源,确定一个有意义的战略。

购并的成败不在于是否完成购并交易,而在于交易完成后的经营业绩是否达到预期目的。因此在购并过程中,制定科学而又可行的购并策略与一般的投资决策一样,是投资成败的关键所在。

就企业个体而言,企业经营策略按其辐射的范围的大小大致可区分为整体策略(Corporate Strategy)、事业部策略(Business Strategy)、功能性策略(Functional Strategy)三个层次。购并作为企业的外部成长方式,与企业内部成长比较,在这三个层次经营策略上各有其不同的作用:①在整体策略里,乃为企业进行策略性投资组合管理的有效工具;②在事业部策略里,乃是企业进行垂直或水平的资源配置,发挥资源使用效率的有效工具;③在功能性策略里,则为提高市场竞争力及快速提高生产能力的最有效工具。若从业务的相关性而言,企业购并动机与内部成长动机一样,可分为多角与整合策略性目的。

### 第二节 购并与多角化经营

多角化经营是指公司的经营已超出了一个行业的范围,向几个行业的多种产品方向发展,它是公司的一种向外扩张策略。一般地说由于多角化经营可以把公司的经营风险分散于多个行业或多种产品,在一方面的损失可以在其他方面得到弥补,做到“东边不亮西边亮”,从而降低了单一经营所面临的风险,增加了公司经营的安全性。

一家进行多角化经营的公司,有两种可以选择的途径:①公司内部在原有基础上,增加设备和技术力量,逐步向其他行业扩展;②从公司外部购并其他行业公司,这是实现多角化经营的一条快捷途径。策略性投资组合管理促使企业为追求经营效益,不时地评估所处环境的优劣,再结合本身实力的强弱,通过资本或股权的收购或出售,将资金重新分配。在考虑长期

利润的情况下,企业应出售所属的未来的前景看淡的事业,将出售所得的资金用来收购未来前景看好的事业。

因此企业经营过程中企业决策者经常会面临这样的抉择:是原有产品(事业)继续扩张,还是把力量放在新产品(事业)或者新、旧产品两者兼而有之?这样,在企业多角化经营策略里,就有所谓中心式经营策略和复合式经营策略之分。“中心式”表明新事业与原有事业相关度高,而“复合式”则与原事业完全无关。

### 一、中心式多角化经营

进行中心式多角化经营,常因决策者有“自以为是”的思想,以为本身对要从事的新事业有相当了解而贸然投入,后来常因对该事业的了解不够深入而发生决策失误,造成损失。或者原以为新事业与本业可以有相同的客户群体,但后来才发现,销售对象并不完全相同,而且往往新事业已有一定规模,造成“骑虎难下”的局面。这些都是采用中心式策略时应注意的问题。

基本上购并可使企业规模快速成长。例如美国宝洁公司(Procter & Gamble)就接收过很多相关性很高的公司,经由技术支援及营销通路共同作用而使其取得市场领先地位。目前宝洁公司除在欧美许多国家收购很多公司外,还在亚洲,特别是在我国北京和广州成立了合资公司,大力开拓我国的洗涤用品市场,对宝洁公司而言每收购一家公司,可能为其带来更广的产品线。德国奔驰汽车公司曾收购过 AEG(电子电器制造厂)、Dornier(飞机制造厂)、MTU(飞机引擎制造厂)。奔驰收购这些企业的目的在于期望这些公司的研究开发成果可使整个集团产生更高的竞争优势,这也就是中心式多角化购并策略。然而这些购并是否真正在技术上产生效益,还要考虑到研究开发技术的协调性工作所产生的额外成本,有时这些额外成本可能抵销相当大的技术互补利益。1991年日本索尼公司以20亿美元收购美国最大唱片公司哥伦比亚唱片公司(CBS)也是一个较成功的中心式多角化收购策略的例子。

总之,中心式多角化购并是企业寻求新的收益与利润的最好途径,比内部发展和复合式收购经营风险相对较小。但是要考虑到,在选择中心式多角化购并时新的目标事业的竞争环境是否有利于收购者顺利进入。在一个竞争激烈的市场环境中,提供给收购者本身的行销、制造技艺、研究开发成果等新的目标事业能否取得相当大的竞争优势,是企业收购前要考虑的相当重要的评估项目。

### 二、复合式多角化经营

复合式多角化经营的基本动机,无非是为促进企业经济效益的大幅度提高,并使企业利润稳定。因此对一家大型企业而言,多角化经营的基本动机是为通过企业经营活动的跨行业、部门经营,避免资金过于集中于某产业,达到分散企业投资风险的目的。

我国深圳市最早实行股份制的企业之一的万科集团公司,近几年利用股权投资的形式,先后投资海南新能源公司、西安黄河机电股份有限公司、天津海运等股份有限公司,特别是1993年8月已投资北京王府井百货大楼、北京城乡贸易中心等22家企业7500万人民币。通过这些股权投资,开展跨行业、跨地区多角化经营,使万科集团成为国内最有实力的股份制企业之一。

应该看到,那些高科技公司,在是否进行多角化经营上面临两难处境:由于高科技产品生命周期短,一旦产品过时,存货价值几乎为零,而且研究开发速度跟不上市场的要求,很快会被淘汰。若进行多角化经营,会使企业力量分散,不易集中力量跟上市场步伐;若不进行多角化,会使风险过于集中,影响企业的长远发展。

事实上,从另一个角度来看,复合式多角化经营乃企业成长的必然结果。很多企业发展多角化经营,把力量界定在几个主要产业内发展,经过长期发展即可形成几个核心事业。如北京京海集团把计算机工程设备安装、办公自动化、空调器作为其主要经营项目,取得了良好的效果。美国国际电话电报公司(IT&T)的营业额从过去的7亿美元增加到目前的上百亿美元,几乎全是靠多角化接收别的企业而来的。事实上在多角化的成长中,若看好某产业具有发展前途,则可先收购一家基础不错的公司,再从内部发展成长壮大。

由于复合式多角化的收购风险高,因此应注意下列问题:①跨入的产业应是成长快、前景看好的产业;②避免到对当地税法、会计原则不熟悉的国家或地区投资;③新事业的财务控制及管理与事业相似,或者不会复杂到不易了解产业状况的地步。

企业进行复合式多角化的接收,往往将此视为一种纯粹的财务性证券投资,而不重视经营决策的参与。因此,财务分析及产业分析格外重要。在美国许多大公司从事复合式接收时,重点放在如何评估产业及谈判价格,而非在于如何去经营管理所欲收购的目标公司。

不过从另一个观点来说,不论多角化或整合型态的股权收购,只要对目标公司不具控制力,也可视为证券投资。事实上,整合型态的股权收购强调“综合效益”,而唯有控制权的取得,才得以进行业务整合行动,若未取得控制权,则只能产生某种程度的影响而已,但是即使这样也比多角化的接收更具有综合效益。

在复合式多角化购并中,有的是为了跨入新产业而采取的第一动作,有的则是往往是看好目标公司本身的投资报酬,因而即使取得百分之百的股权,亦不参与经营,因此常被视为财务性的证券投资,而且仍以投资后股价高低及股利发放所得的投资收益作为评估重点。

70年代中期以来,西方国家的许多公司开始通过收购和兼并与自己不同行业公司的方式来使自己的资产和经营分散化,试图以此来降低风险,保证收益的稳定。可以非常容易地列举出许多采用兼并和收购方式实现多角化经营的例子。例如,1982年9月,瑞典的沃尔沃汽车公司以7600万美元的代价购买了美国汉密尔顿兄弟石油公司的大量股份,获得了对该公司的控股权,目的在于以此来弥补汽车产业周期性波动的不足。又如,美国的美孚石油公司在1976~1982年间,共进行了60多起收购活动,其中涉及的公司净资产达到30亿美元。70年代后期,德国的大众汽车公司在一份管理报告中是这样阐述公司的发展目标的:公司更长远的战略目标是通过兼并和收购的方式,进入那些相对于汽车产业来说增长较快的产业领域,以此来保证公司持续不断的赢利能力。以长远的战略眼光来认识通过多角化经营来平抑经济波动所造成的影响。另据《金融时报》报道,英国的帝国化学工业公司在80年代初期专门组建了一个新的高层管理班子,集中负责公司兼并和收购战略。该公司的目标是收购那些以市场为导向,具有高附加值的产业部门。公司的一位副总裁说,如果我们不积极主动地去进行购并,就不可能迅速地改变公司目前的业务模式。

从理论上讲,两个公司的现金流之间的相关性越小,兼并的结果就越能产生较强的稳定性。但在实际经济中,既存在着在多角化经营和分散风险上取得成功的例子,也存在着一些与此相反的事实。有些公司由于多角化经营而带来了经营上的困难,甚至因此而产生重大的损

失。例如美国国际电话电报公司多年来一直经营得很成功,但当它买进大陆面包公司和希尔顿饭店后,对新的业务感到束手无策,结果不但没能经营好新业务,反而影响了公司本身电话业务的发展。

每个公司都面临着作出关于是通过内部发展,还是通过兼并和收购其他行业公司来实现多角化经营决策的需要。从前面所述的事例可以看出,这一决策存在着较大的风险。近年来美国一些成功公司的经验表明,搞多角化经营应有利于发挥公司原来的优势,主张用内部拓展的方式来发展相关多角化,否则匆忙地从外部购进一家与原有业务毫不相关的大公司,勉强去搞非相关的多角化经营,则可能由于吸收和消化一项完全生疏的业务非常困难,而使公司的经营最终走向失败。

### 第三节 公司购并整合策略

公司收购公司的动机,一般可能是基于整体策略上的需要,经由此而跨入新的具有发展前途、能给企业带来长期利益的行业,也可能基于目标公司的价格便宜,计划收购后再整个或分开出售而获得更大的利益。但是大多数都是为了收购后与本企业资源“整合”,取得综合效益,包括规模经济、获取必要的技术和产品线及市场规模的扩大。

#### 一、垂直整合

德国 BASF 化学公司多年来一直致力于长期的垂直整合策略。在纤维、油墨、油漆、塑胶等产品方面,该公司均本着唯有控制生产的每一个过程,方可获长远利益的信念,投入大量资金在垂直性的投资上,从初级原料到最终产品均自行生产。在此策略下,自然接收了不少工厂。例如 1985 年花费 1 亿美元接收美国 Monsanto 的一座生产纤维用的中间化学品工厂。BASF 认为虽然化学业的垂直性投资金额庞大,但是就长期性而言,整合产生的经济利益必然超过资本的机会成本。

垂直整合有分散风险的效用,但是常因须要大量增加固定成本及资本支出深入在某一特定行业里,这就降低了未来转换为其他产业的弹性。这样一来垂直整合反而会把投资风险集中在某一产业,这是其不利的一面。

进行垂直整合时,事前务必经过相当审慎周密的规划,在选择目标公司时千万不要过于勉强,尤其不要为了挽救目前的危急事业而贸然行事,有时激流勇退可能比愈陷愈深好。

此外,对于那些初次进行垂直整合的收购对象,若系无效率的工厂或效益不佳的营销渠道,收购后的效果也可能不佳,因而对此应三思而行,不要贸然行事。

#### 二、上游整合

许多公司为控制货源而往上游收购公司,收购后目标公司在经营管理上因为客户稳定,销路畅通,自然营业成本降低,经济效益提高。但是在这种情况下往往会在没有竞争压力下,反而造成效率降低,使生产成本比市场竞争者还要高,从而会连带影响母公司产品竞争力。此

外,上游整合也可能发生竞争上的冲突,上游整合后若与主要供应商构成竞争局面,就有可能造成供应上的危机。在市场竞争的情况下,在工业性产品方面,也可能出于技术泄密的考虑,而会终止原有商业关系。上游整合最常发生的风险是与原客户冲突,客户对供应商来说成为竞争者,会造成互相竞争,使本企业销量下降。

### 三、下游整合

美国英特尔公司(Intel)是全球计算机386CPU芯片的主要供应商。英特尔最近曾对客户限量供应,同时委托韩国金星公司生产个人电脑,因而引起全球个人电脑业的恐慌,因此美国个人电脑大厂康柏公司(Compaq),不惜冒险和美国Nexgem公司合作,自行开发386相容CPU产品,这样一来英特尔的下游整合可能会失去不少客户,造成一定销售上的损失。

一般而言,下游整合有两种型态:①原来的零配件制造商去生产产成品;②原来的成品供应商由被动的生产走向主动的行销。前者主要考虑成品生产技术问题,产成品的品质好坏常决定销售成败,因而是工业性产品行销领域;后者是市场销售渠道问题,这种消费品营销渠道的建立需大量资金及时间的投入,市场竞争更为激烈。因此当企业确定垂直整合策略时,须进一步考虑是由其内部自行创设还是收购现成事业来达到此目的。

实施决策时须考虑如下在当前竞争状况下的问题。①是否有足够时间来完成内部成长;②收购价格与自行创设相比较,何者成本较低;③与自行创设进行生产的产品相比较,接收对象的生产设备所生产的产品品质是否要好些。

### 四、水平式整合

水平式整合收购的动机,大致可区分为下列三种型态。

#### 1. 扩大产品与市场规模的动机

通过购并可取得目标公司现成产品生产线,除了取得现成生产技术,其现有的产品品牌及营销渠道往往更是作收购评估时应考虑的项目。

荷兰飞利浦公司原已拥有德国格兰帝公司(Grundig)25%的股权,后来飞利浦公司又购得7%股权,共拥有32%股权,而且与拥有最大股份的格兰帝基金(Grundig Foundation)签下合约而取得经营控制权,这样使飞利浦公司在电子消费品市场上的实力大为增加。

美国GE公司以63亿美元收购RCA公司,其目的即为强化公司竞争力,以对抗日本人的竞争。RCA在国防电子业方面与GE产品相容,收购后通过整合可发挥综合效益,而RCA拥有的国家广播公司(NBC)更是赚钱的公司。在收购后,GE虽在国际市场上的利润一直下降,但其在国内由于国防电子及NBC利润丰厚,使其在财务上能支撑下去,并能适应国际市场的激烈竞争。

通过水平式整合来扩张产品线,虽然有助于强化市场地位,但是在收购的决策上须考虑收购价格及市场营销综合效益发挥的程度。此两种因素是互动的,若将来营销能力大为提高,自然投资回收期相对较短,也就可以较高价格加以收购。但是必须注意很多无法预期的因素会在收购后出现,使收购后所需的投入资金超过收购前的估计。

很多失败的收购案例可能起因于开始评估时过分乐观,一厢情愿地认为收购后会产生很

高的综合收益。但后来却发现结果并非如此。而且有时在收购前以为对方产品与我方产品有互补作用,但收购后却发现并未有互补效果。

### 2. 强化市场竞争的动机

从另一个观点来看,购并是市场竞争常用的策略,将市场竞争者接收过来,可使市场占有率迅速扩张,降低市场竞争的压力。相对来说,收购下游代理商的垂直整合策略,只是加强对市场营销渠道的控制,短期内并不能扩大市场占有率。

例如,德国西门子公司与卡尔森集团进行资本结合,新的集团名为西门子—卡尔森。此举将可巩固西门子在美国中央系统交换机市场的地位,同时此集团也将继加拿大北方公司和美国 AT&T 之后,成为北美地区第三大通讯设备供应商。又如,名列世界电脑工作站第二和第三惠普公司(HP)和阿波罗公司(Apollo)进行资本结合后,市场占有率增加 30%,超过原名列第一的太阳微系统(Sun Microsystem)公司的 28%。在市场竞争中,若将竞争者收购或进行资本结合,则是消除竞争的最有效策略。美国的 Ray-Chem 公司生产高级电线热缩套,该公司只要在本国或国外市场上发现潜在的竞争者,就会想方设法以高价诱使竞争者出售全部股权,以消灭竞争者,确立自己市场上的地位。一般在市场上若有公司对本企业产品的推广有阻碍,则该公司就是很好的购并对象。例如日本索尼公司发明数字录音机,因录音品质太好有助盗录正版音带,美国唱片公司就抵制其进入美国市场,尤其是 CBS 唱片公司最为反对。这样索尼公司为减少在美国市场上的阻力就买下了美国 CBS 唱片公司,取得在美国市场上推销其产品的权力。

### 3. 快速取得生产设备的动机

如同市场份额的快速取得一样,生产设备的快速取得亦是许多购并行动的基本动机。许多企业在预期市场需求会扩大而自己生产能力又有限的情况下,若自行重新扩建厂房,增加设备,这不仅费时,而且新招员工的技术不熟练。这时可收购一些与自己同业的企业,不仅可利用现成的生产设备,而且工人只要稍加培训即可上岗生产。在通常情况下,为了快速取得生产设备而进行收购的目标公司,大多是经营不善、财务状况不佳的公司。这些公司为避免债务不清,通常也愿意出售其资产来偿还债务。

## 第四节 产品生命周期、经验曲线和 PIMS 方法

### 一、产品生命周期

产品生命周期假设认为,大多数产品从投入市场开始,到最终被新的产品所代替而退出市场为止所经历的时间,可以清楚地划分为引入期、成长期、成熟期、衰退期四个阶段(如图 1.6.1 所示)。

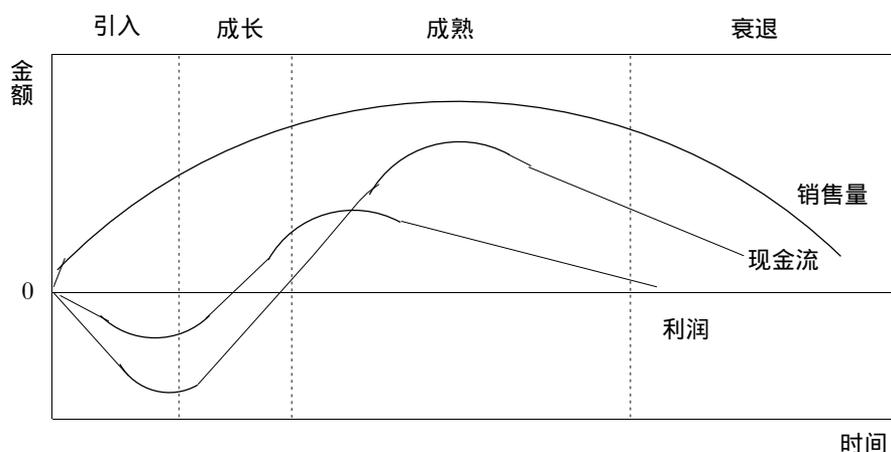


图 1.6.1 产品生命周期曲线

图 1.6.1 不仅显示了生命周期中四个阶段的销售量,而且显示了相应的利润和现金流。在引入期,利润是负的,进入成长期后则很快上升,到成熟期后将逐步下降,现金流则在引入期和成长期都是负的,表示需要投入资金,而在成熟期和衰退期得到回收。现将产品生命周期各阶段的特点分述如下。

#### 1. 引入期

产品进入市场,竞争者较少,产品只被有限的消费者认识和接受,销售量缓慢增长。在这一阶段由于将产品引入市场需要支付巨额费用,现金流为负的,利润几乎不存在,甚至会亏损。

#### 2. 成长期

通过广告、宣传等促销手段使顾客开始接受并争相购买这种产品,销售额和利润迅速增加。当增长机会越来越明显时,新的竞争者开始进入市场,业务将在更大的市场上持续不断地拓展,在一个不断增长的市场上要保持一定的市场占有率仍需要投入大量资金,因此在这一阶段现金流一般仍是负的。

#### 3. 成熟期

因为产品已被大多数消费者所接受,潜在客户越来越少,销售额虽有所增加,但增长速度开始下降。为了对抗竞争者,维持产品的市场地位,营销费用日益增加,利润稳定或开始下降。在这一阶段利润足以抵销投入的资金,现金流是正的。

#### 4. 衰退期

销售额和利润已明显下降,产品在技术上、经济上已经老化,市场上已出现新的可以替代的产品。企业应当考虑及时将产品占用的资金转投到其他更有利的新产品上去,这可以通过收购其他公司来完成。

对任何一个公司而言,大多数产品都存在一个有限的市场生命周期,对那些技术变革迅速的产业来说更是如此。因此一个公司要进行产品多角化经营,最好能使各种产品处在生命周

期的不同阶段,这对公司稳定现金流而言是非常重要的。公司的管理人员应该清楚地认识到,公司如果仅生产一种产品,当这种产品处在其生命周期的衰退期时,公司的现金流可能会下降。在购并其他公司时应了解目标公司的产品正处在生命周期的哪一阶段,以便确定收购中所投入的资金是否能够很快得到回收。

### 二、经验曲线

#### 1. 经验曲线的定义

随着一个公司生产某种产品或从事某种业务的数量的增加,经验不断地积累,其生产成本将不断下降,并呈现出某种规律。经验曲线描绘的就是这种成本下降的规律。经验曲线又称为学习曲线,是评价公司战略地位的一个重要工具。随着累积产量的增加而导致单位产品成本下降的经验效应的原因,可以归纳为以下三点:①学习。多次重复从事某种工作的熟练程度,从而提高完成这种工作的效率,使单位产品成本下降。②专业分工。产量的增加使更加专业化的分工成为可能,可以使用专业化的加工工具提高生产率,使单位产品成本下降。③技术和工艺的改进。随着累积产量的增加和工厂规模的扩大,使公司有可能购置一些最先进的技术设备,采用更先进的加工工艺,从而提高生产效率,使单位产品成本降低。

不同行业的经验效应是不同的,因此不同行业有不同斜率的经验曲线。即使在同一行业的不同公司也有不同斜率的经验曲线,它可以经过对历史资料的回归求出。导致成本下降的经验效应的原因在不同产业中也是不同的。

#### 2. 经验曲线与市场占有率

累积产量的增加导致单位产品成本的下降,使得市场占有率成为确定一个公司在某一产业中的战略地位的一个重要因素。对一个公司而言,高市场占有率带来高的累积产量,这意味着公司能够从中获得更大的成本优势,成本优势的增加必将提高公司的赢利能力。也就是说,一个公司如果具有高的市场占有率或具有最大斜率的经验曲线,那么它将成为该产业中的价格领导者,其他公司只能是价格的接受者。相反,一个不是价格领导者的公司要努力去提高其市场占有率,是要付出较高代价的。

### 三、PIMS 方法——市场战略的利润效果

哈佛大学商学院建立的市场战略的利润效果(Profit Impact of Market Strategy)又被称为 PIMS 方法提供了更多的证据,说明市场占有率对公司赢利能力的影响。PIMS 方法被国际工商界称为迄今为止最强有力的业务组合策划工具之一,其任务在于确定战略性规划与利润效果之间的关系,寻求影响赢利能力的因素,从而解释不同业务单位之间的利润差异,并建议将资金分配给什么样的业务单位。在这里业务单位可以是公司的一个部门,一个产品生产线或隶属于一个母公司的利润中心。

PIMS 研究确定了影响赢利能力和净现金流的六个主要战略因素。

#### 1. 投资强度

用总投资与销售额的比率表示。投资强度对赢利能力和净现金流一般产生负的影响。

### 2. 市场地位

通常用相对市场占有率(公司的市场占有率/公司的最大竞争者的市场占有率)表示。它是决定公司赢利能力和净现金流的一个重要因素。

### 3. 市场增长

它通常对利润产生正的影响。由于在一个增长的市场上,要保持市场占有率的稳定,必须投入高额费用,因此对现金流产生负的影响。

### 4. 所处的产品生命周期的阶段

### 5. 提供的产品或服务的质量

这是指顾客对公司所提供的产品或服务相对于它的竞争对手的产品或服务所作的评价。

### 6. 创新或差异性

如果一个公司开发和投产新的产品,并在营销和研究与开发上做出较大的努力,产品从一开始就有较强的市场地位,那么它将产生有利的影响,否则它将产生不利的影响。这主要反映在提高市场占有率所需的高额费用上。

以上六个因素中,最重要的还是市场地位,即市场占有率,其他因素所产生的影响实际上都与市场占有率有关,因此它对制定公司战略来说是极其重要的。根据 PIMS 研究的结果,公司之间在赢利能力和净现金流上所存在的差异,80%可以归因于市场因素,而其中最重要的是公司的市场占有率。

经验曲线和 PIMS 方法都说明了市场占有率对公司经营的重要性,而产业集中和市场占有率的提高常常是通过兼并来实现的。兼并不但能够把累积的经验更有效地转变成成本的降低,而且在一定程度上能够把累积的经验有效地转变成依赖于产品生命周期不同阶段的特有的优势。通过兼并能够更容易地享有营销和分销规模上的优势。这些问题在产品处于增长缓慢的成熟阶段显得特别重要,因为在这一阶段竞争是指向特定的细分市场的。从另一角度来说,尽管通过公司未来的投资能够利用公司规模增大和经验累积的优势,但是在这种情况下,这些优势一般不能立即显现出来。

## 第五节 波士顿咨询公司的增长—市场占有率矩阵

### 一、波士顿咨询公司的增长—市场占有率矩阵

波士顿咨询公司(BGG)根据 60 年代中期的“经验曲线”,首创了增长—市场占有率矩阵模型。该模型是一个二维矩阵,纵轴表示市场增长率,横轴表示市场占有率。这一矩阵通常被称为产品组合方阵,它为制定收购战略提供了一个框架。

具体地说,纵轴上的市场增长率代表这项业务所在市场的年销售增长率,它反映产品在市场上的成长机会如何,销售增长率高就是成长发展的机会大,但同时也需要投入更多的资金。大于 10% 的增长率一般认为是高的。横轴上的市场占有率以相对市场占有率来表示,为该战略业务单位的市场占有率与该市场最大竞争者的市场占有率之比。相对市场占有率为 0.1,

就意味着本公司产品的市场占有率为同行业领先者或最大竞争者的 1/10。相对市场占有率是 10,这意味着本公司就是本行业的领先者或最大竞争者,市场占有率为居第二位竞争者的 10 倍。相对市场占有率一般以 1 为分界线,大于 1 者为高,小于 1 者为低。这里,资金的投入与产品的市场增长率成正比,由于经验曲线的影响,资金的获得是市场占有率的函数,是非常重要的。

### 二、战略分组

在引入产品生命周期、经验曲线和市场占有率之后,需要制定一个合适的策略,以使用以考虑与兼并和收购相关的问题。波士顿咨询公司把战略分为以下四组。

#### 1. 建设战略

顾名思义,即通过努力开发新产品或推进现有产品来提高市场占有率。

#### 2. 维持战略

目的在于把市场占有率保持在现有水平上。

#### 3. 收获战略

在允许市场占有率下降的前提下改善现金流。

#### 4. 放弃战略

目的在于出售或清理这种产品,以便把资源转移到更有利的领域。

根据增长—市场占有率矩阵的分析可知,公司必须有一个平衡的业务或产品组合,以便尽可能地降低风险。在收购和兼并其他公司的时候,一般应遵循下列原则。

(1)尽可能收购和兼并相同产业或相关产业的公司,因为公司在进行多角化经营时,与公司本来的业务离得越远,风险就越大。

(2)尽可能进入增长快的产业,因为统计资料表明,不成功的购并大部分集中在那些缺少发展前景的产业领域。

(3)决不能收购市场占有率太低的公司,因为市场占有率是决定公司赢利能力和净现金流的最重要的因素,因此被收购的公司具有相当大的市场占有率是非常重要的。一般来说,收购活动成功的可能性是与被收购公司市场占有率的高低正相关的。

### 三、有效收购的步骤

在波士顿咨询公司的增长—市场占有率矩阵的基础上,美国的另一家咨询公司——布兰克顿公司(Braxton Incorporate),1983年提出了有效的收购过程所必须的五个步骤。在这里,他们特别强调产业中的动态竞争力和目标公司有效竞争的能力,而不是把财务绩效标准放在首位。有效的收购过程有如下五个所必须的步骤。

#### 1. 阐述公司的战略

首先应该是作出包括收购在内的战略选择。当然只有在资金成本较低时,才应该实施收购计划。如果进行收购的话,应该以改善在一个有发展前景的产业中公司的竞争地位为目标。

#### 2. 制定收购标准

应该包括:①用财务指标表示的收购规模的上限;②由于管理上的不足不应该考虑的产

业 ③确定一个广泛的能够产生生产、技术上协同作用的基础。在这一步骤,不应该引入对目标公司赢利能力的衡量指标。

### 3. 剔除不合适的产业部门

即根据上一步骤所确定的标准来衡量各产业,以便从中迅速地剔除那些显然不合适的产业部门。

### 4. 对有发展前景的产业部门进行“扫描”

注意它们的动态竞争力和产业发展趋势。动态竞争力可以用公司的相对市场占有率、年销售增长率和销售额来表示。

### 5. 选择有发展前景的候选公司

在上一阶段将剔除绝大多数部门,仅留下少数几个具有动态竞争力和良好产业发展趋势的部门。接下来将根据对以下两个主要因素的考虑来选择合适的候选公司。这两个因素是:

①在营销、制造等各个经营环节中生产、技术和工艺基础的状况;②预计的财务绩效。

需要注意的是,布兰克顿公司提出的方法中首先考虑的是战略,其次才是财务绩效。为了确保能够全面充分地考虑主要的战略因素,可以用一定的检查表来帮助进行。

## 第六节 指导性政策矩阵

壳牌化学公司(Shell Chemical Corporation)进一步发展了波士顿咨询公司的工作,他们认为资本收益率虽然是衡量公司赢利能力的一个非常有用的指标,但却不能为公司制定战略规划提供一个充分的基础。因此壳牌化学公司创立了一种新的分析技术,称为指导性政策矩阵(The Directional Policy Matrix)。指导性政策矩阵实质上就是把外部环境因素和企业内部实力归结在一个矩阵内,并对此进行经营战略的评价分析(参见图 1.6.2)

	高	中	低
高	I 优先投资 寻求支配地位	II 择优投资 发展、保持领先地位	III 尽量回收资金,适应投资, 维持竞争能力地位
中	II 择优投资,增强竞争能力, 争取领先	III 识别有前途的领域 有选择性地投资	IV 减少投资 逐步退出
低	III 努力寻求增强竞争能力的 途径或退出	IV 减少投资 逐步退出	V 抽回资金并及时退出

图 1.6.2 指导性政策矩阵

图 1.6.2 中的业务部门的发展前景取决于外部环境因素,诸如市场大小、市场增长率、利润程度、竞争程度、受商业周期的影响程度等都是外部环境因素。

公司的竞争能力取决于其内部可控制的因素,包括市场占有率、产品的质量和价格、对顾客及市场的了解程度、加工制造上的竞争力、研究与开发(R&D)实力等因素。

图 1.6.2 把业务部门发展前景和公司的竞争力各分为三个等级,形成九个区域,并相应提出处于各个区域内的业务的指导性政策。对公司各项业务的定位可以依照下列步骤进行:①确定影响业务部门发展前景和公司竞争能力的主要因素。②根据历史资料、现实数据和对未来的预期给各主要因素评分,并加总出业务部门发展前景和公司竞争能力各自的总得分。③根据两者的得分在矩阵中描出相应的点,给各项业务定位。④为各项业务确定相应战略。

应当指出的是指导性政策矩阵中每一区域的战略方针只是一种合乎逻辑的决策,仅具有一定的指导意义,公司必须结合自身的实际情况灵活地加以运用。

在指导性政策矩阵提出之后,人们又将环境风险因素引入这一模型,并把它直接应用于收购和兼并中,使该模型得到进一步发展。在这里需要考虑三个因素,它们依其重要性大小排列如下:①安全性。首先收购方需要通过检查它对目标公司生产经营活动的了解来衡量投资的安全性;其次收购方应该清楚可能对它的经营活动构成物质的、法律的或社会的约束等环境风险因素。②产业发展前景。它涉及到目标公司所在产业的发展前景和产生协同作用的可能性。③公司发展前景。它涉及到相对于它的竞争对手而言对目标公司特有的发展前景考虑。

需要注意的是,最佳投资通常是不能得到的,或者即使能够做到,在收购之前也很难确认。一般来说,可以通过寻找潜在的、仅对收购方而言是理想的收购目标来克服这些困难,因此要重视对公司自身进行详细考察,以便能够找出自己与其他收购者的不同之处。

## 第七章 公司兼并收购的财务管理

### 第一节 兼并收购财务管理的新发展

#### 一、概述

随着西方市场经济的高度发展,兼并收购活动的财务管理的工具和技巧也在不断发展。就筹资方法而言,近一二十年内出现了向银行高比例贷款,或者发行高利率、高风险的“垃圾债券”进行“杠杆兼并”。当然,也包括以增加股权的方式(发行新股)筹集资金。这些筹资方法的革新,使小企业有可能吞并比自身规模大数倍的企业,经济实力不够雄厚的企业吞并经济实力较强的企业,即所谓“蛇吞大象”、“四两拨千斤”式的兼并收购。而兼并企业对被兼并企业的有偿收购,其支付方式也日趋多样化、多元化。目前较常见的主要有四种支付方式:①以现金购买资产;②以现金购买股票;③以股票购买资产;④以股票购买股票。这四种方式的划分是相对而言的,在现实的兼并收购案例中,收购者往往是几种支付方式混合使用,如一部分用现金收购,另一部分用股票交换;并且,假如有两家公司同时希望收购另一家公司,则为了在竞争中击败对手,在收购价格和支付方式上,采取何种策略,就需要作更多的周密考虑和运用更多的技巧,既使收购条件对“靶子”企业更有吸引力,同时又尽可能降低收购成本,以免收购方在收购成功后背上过于沉重的债务负担。

值得注意的是,现代意义上的企业兼并收购,并不是在兼并成功后即告结束,而是通常在兼并完成后,收购方公司迅即改组被收购公司,或把各业务分立或将有关部门重组。其目的是为了改善被收购企业原有的经营管理,提高其生产经营效率。然后,或者出售被收购企业的某些部分,以获得的收入来偿还收购时所欠下的债务,或者待其经营状况好转以后股票重新上市,俟股价上扬后抛出。因此,现代意义上的企业兼并收购,手段更加灵活和多样化,收购的目的有时也仅仅是在于把所收购企业在分拆之后出售,从其差价中获取可观的收益。

## 二、吸收合并、新设合并和控股

在公司之间的兼并收购过程中,当兼并收购行为完成以后,收购公司与被收购公司的关系可能是以下几种情况中的一种:吸收合并、新设合并和控股。(吸收合并和新设合并的提法见1993年12月31日公布的1993年12月29日由第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过的《中华人民共和国公司法》第七章第一百八十四条)。

吸收合并是指一个公司吸收(收购)其他公司,被吸收的公司解散。例如,有A、B两个公司,其中A公司通过收购活动,把B公司的股票或资产收买过来,B公司则通过一定的法律程序,宣布终止和解散。一般情况下,B公司的法人资格消失,而资产规模壮大后的A公司则继续存在,这就称为吸收合并。

新设合并是指两个以上的公司合并设立一个新的公司,原来的两个公司都从法律意义上消失。例如,有A、B两个公司,在某些情况下,两个公司决定合并,合并后的新公司为C公司,而原来的A、B两公司宣布取消。

新设合并一般在下述情形时发生:

(1)两公司规模相当。当收购方是一个大公司,而被收购方是一个小公司时,一般情况下是小公司被吸收到大公司里。但是,若两个公司规模相当,则两个公司的股东和管理者都很难同意自己的公司被对方收购。在这种情况下,双方讨价还价的结果很可能是新设合并。

(2)为了扩大经营范围,以较方便的办法获得了一个新的经营许可证。例如在美国,每一个公司在成立之初根据其申请就从各州获得在某些特殊领域里进行生产、经营的许可证。但随着公司的进一步发展,原来的许可证可能限制了公司对某些业务的发展,而申请一个新许可证的程序可能相当麻烦,而采取新设合并的方法重新注册为一个新公司,就为企业获得一个更为有利的许可证提供了一个机会。

控股,是指一个公司A,拥有其子公司B的绝对或相对优势的投票权。假如B公司的股权极为分散,A公司可能只要拥有B公司的10%到15%的股票就足以控制B公司。在这种企业合并中,即使控股公司A拥有子公司B 100%的股票,即B公司是A公司的全资子公司,但两个企业仍都各自具有法人资格,即在法律上A、B两个公司都是分别存在的独立法人,它们可以独立依法享有民事权利,承担民事责任,并承担自己的债权债务关系,在经营上也只以自己公司名义行事。根据中华人民共和国自1994年7月1日起施行的《公司法》规定,一个公司的分公司没有独立的法人资格,其民事责任由总公司承担,而子公司却有独立的法人资格。在控股公司中,还可细分为两种类型:

(1)纯粹控股公司。根据中华人民共和国《公司法》规定,专门性的控股公司是经国务院批准的投资公司或控股公司。它们自己不开展生产经营活动,而把自己50%以上的资产都投资于其他公司股权,拥有它们的部分或全部股份,成为其控股公司。其公司结构如下图1.7.1。

(2)混合控股公司。即有限责任公司或股份有限公司向其他有限责任公司或股份公司进行股权投资,并且其持股比例已达到控股的水平。但这类控股公司对其他公司的投资累计额不超过本公司净资产的50%,该控股公司本身也从事生产经营活动。其公司结构如下图1.7.2。

图 1.7.1

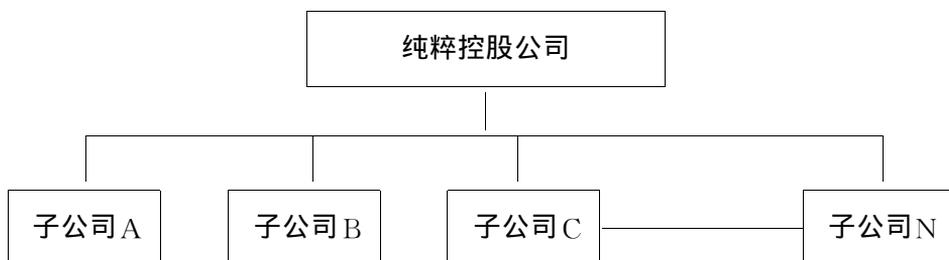


图 1.7.2



根据我国已颁布的有关股份制公司会计制度中规定,当一个公司 A 对另一公司 B 的股权投资超过 B 公司股本额的 51% 时, A 公司在编制会计报表时必须编制合并会计报表,反之,则把投资 B 公司所获得的收益归入“投资收益”一栏。

## 第二节 兼并收购活动的支付方式

前面已经简单介绍过兼并收购活动中的财务支付方式,在本节中我们将予以展开,对此作较详细介绍。

### 一、以现金换资产

假设有 A、B 两个公司, A 公司通过种种渠道筹集足够的现金,然后购买 B 公司的资产,这样 B 公司就成为有资本结构却无资源的“壳公司”(因为除现金之外它再无其他类型的资产,故成为一个空壳)。一旦收购成功,在法律意义上 B 公司就不存在了。

为了便于清楚说明这个问题,下面我们将列出两个公司在收购活动开展之前和收购活动

完成之后,两公司资产负债表的变化情况。

首先要说明的是,为了清楚起见,我们把资产负债表中许多项目省去或用一名称代替,并假定 B 公司现金为零。

收购前 A、B 两公司的资产负债表

A 公司			B 公司		
现金	1500 万	负债	K	现金	0
其他资产	4000 万	股东权益	M	其他资产	1000 万
				负债	L
				股东权益	N

假设 A 公司欲以 1000 万现金购买 B 公司的 1000 万资产,如果收购成功,则双方的资产负债表变化如下:

收购后 A、B 两公司的资产负债表

A 公司			B 公司		
现金	500 万	负债	K	现金	1000 万
其他资产	5000 万	股东权益	M	其他资产	0
				负债	L
				股东权益	N

从上面两表的变化可以看出,对 A 公司而言,它收购了 B 公司之后,现金减少了 1000 万,同时增加了相同数额的其他类型的资产;对 B 公司而言,在它把资产卖给 A 公司后,资产负债表的左边只剩下现金,虽然右边还保留了负债、股东权益等项目,但由于该公司已经没有土地、厂房、机器设备等生产要素,没有了继续进行生产经营的物质基础,实际上成了一个有资本结构但无生产资源的空壳,故而 B 公司不得不从法律意义上消失。

## 二、以现金购买股票

当某 A 公司计划收购另一公司 B 时,假设 B 公司是上市公司或其股票可以在柜台上流通,则 A 公司可以通过市场或柜台购买 B 公司的股票。一旦 A 公司拥有 B 公司的大部分或全部股票,则 B 公司就被收购了。

下面是 A、B 两公司在收购前和收购后资产负债表变动情况。

A 公司			B 公司		
现金	1500 万	负债	K	现金	0
对外投资	0	股东权益	X	其他资产	Q
其他资产	4000 万			负债	L
				股东权益	1000 万

在收购后,假如 A 公司持有了 B 公司的全部股本 1000 万,则双方资产负债表变动如下:

## 公司购并

A 公司				B 公司			
现金	1500 万	负债	K	现金	0	负债	L
对外投资	1000 万						
其他资产	P	股东权益	X	其他资产	Q	股东权益	1000 万

在收购后,若 A 公司认为有必要,可以设法通过股东大会投票,取消 B 公司法人资格,A、B 两公司的财务报表可根据有关对应项目一一合并。

### 三、以股票换资产

在这类兼并中,收购方公司向被收购公司发行 A 公司自己的股票,以换取 B 公司的资产。在一般情况下,A 公司同意承担 B 公司的责任,但在某些情况下,A 公司只在有选择的情况下承担 B 公司的一部分责任。在这类兼并中,B 公司一般要承担以下两项义务:一是同意解散该公司;二是把拥有的 A 公司的股票分配给自己的股东们。这样做的主要考虑是 A 公司不想让自己公司大量的股票过份集中在极少数的股东手中。A、B 公司一般还会就 B 公司的高级管理人员和董事参加 A 公司的管理达成协议。

#### 收购前 A、B 两公司资产负债表

A 公司				B 公司			
资产	4000 万	负债	K	资产	1000 万	负债	0
		股东权益	2000 万			股东权益	1000 万

注:假设 B 公司负债为 0

#### 收购后两公司资产负债表

A 公司				B 公司			
资产	5000 万	负债	K	对 A 公司的		负债	0
		股东权益	3000 万	长期投资	1000 万	股东权益	1000 万

若再进一步 B 公司解散,则 B 公司的资本结构就不存在了。

### 四、以股票换股票

这是指收购方公司向被收购方公司的股东发行自己公司的股票,以换取被收购公司的大部分或全部股票。一般而言,换股的数量至少要达到 A 公司能控制 B 公司的票数。通过兼并,B 公司或者成为 A 公司的分公司或子公司或者解散并入 A 公司。不管属于哪种情况,B 公司的资产都在 A 公司的实际控制之下。

收购前 A、B 两公司资产负债表

A 公司		B 公司	
资产	4000 万	资产	1000 万
	股东权益 4000 万		股东权益 1000 万

收购后两公司资产负债表

A 公司		B 公司	
资产	4000 万	资产	1000 万
对 B 公司的 长期投资	1000 万		股东权益 1000 万 (A 公司的股票)
	股东权益 5000 万		

注：假定收购前 A、B 两公司无负债

在上述四种情况的图表中,我们所列的资产负债表不甚规范,并且,实际上 B 公司在被收购后,它已没有单独的资产负债表。即在收购后, B 公司不应该有上述资产负债表,这样叙述,只是为了便于说明问题。根据国际惯例,不同的企业合并形式,应采用不同的会计处理方法。在吸收合并形式下,进行兼并的公司对取得的各项资产应按重估价值记录相应资产的增值,对承担的负债也应分别追加,并同时记录支付的现金(或其他资产)或以发行股票获得被兼并公司产权所增加的实收资本。其后,进行兼并的公司就作为单一的会计主体处理会计事务。而被兼并的公司应通过企业解散清算的程序,处理其产权转让,结清其会计记录。

在新设合并形式下,新设立的公司在其启用的账册中,记录按重估价值计价的各项资产和承担的各项负债的增加,并同时记录通过发行股票换取被解散公司产权的实收资本的增加。其后,新公司就作为单一的经济主体处理会计事务。而被解散的公司应通过企业解散清算的程序,处理其产权转让,并结清各自的会计记录。

吸收合并和新设合并两种形式,都是按有关公司董事会和股东批准的计划,依据国家法律来实现的,因而可分别称为依法合并。在这两种企业合并形式下,其处理合并业务运用的会计方法仍属传统会计的范畴。

在取得控股权合并形式下,无论是母公司还是子公司,在集团内部都作为相对独立的主体从事经营活动和会计核算。在处理合并业务时,母公司要将取得的控制股权在其账册中记录“长期投资”的增加,而子公司则将其记录在“股东权益”项目下。

应该指出,对于集团内的联属公司和母公司所持有股份不足 20% 的公司,它们的个别报表是不予合并的。母公司对它们的投资,都列为母公司资产负债表以及合并资产负债表中的长期投资项目。并且,对这两类公司的投资,会计处理上也有所不同。对联属公司的投资,用“权益法”处理;对所持股份不足 20% 公司的投资,按“成本法”处理;对所持股份超过 50% 的,也按“权益法”处理。

这里还需指出,虽然在实际运作中,往往无需取得 50% 以上的股权就能控制对方的财务和经营决策,但控制股权的标准仍应以超过 50% 为界,以免混误。

### 第三节 选择支付方式应考虑的因素

在企业兼并与收购中,支付形式是多种多样的。既可以是现金,也可以是普通股,还可以是优先股或贷款债券(Loan Stock,又称借款股票,无担保公司债。它是一种公司债,并非由公司资产作担保的信用贷款,其贷款凭证持有者可得到固定利息,若公司倒闭时有优先于股票持有者取得偿付的权利)。最常见的还是使用现金或股票收购。

#### 一、影响收购方公司选择支付方式的财务因素

一个公司在考虑收购另一家公司时,选择支付方式,必须考虑下列因素:

- (1) 如果打算用现金支付,是否可筹集到足够的现金;
- (2) 本公司的资本结构现状及其在收购成功后资本结构的变化;
- (3) 若采用发行新股票,以换取对方股票的方式,则股本的增加对股东收益稀释的程度;
- (4) 用换股方式,还应考虑对公司控股权的稀释程度。

##### 1. 足够的现金

如果在收购之前,收购方公司有充足的甚至过剩的闲置现金,则它可以考虑在收购时采用现金支付。

##### 2. 资本结构状况

如果收购方公司需要向企业外部贷款,以取得足够的现金来完成它的现金收购计划。那么,企业首先应考虑的是这笔额外的债务对本公司资本结构的影响,即它会使资产负债表上上面的负债额增大,从而改变公司的负债比例。并且,还应考虑到,如果收购成功,两个公司的合并财务报表结构的变化。

##### 3. 融资成本差异

融资方式一般有借债和发行股票两种,企业通常选择其中融资成本较低方式。例如当资金回报率高于利息率时,负债经营比用自有资金经营更为合算。此外,融资成本差异还表现在,利息是税前支付的,可以抵扣一部分税务负担。

##### 4. 收益稀释

如果收购方公司不能筹集足够的现金来兼并被收购公司,它可以通过发行新股来换取对方的资产或股票。但发行新股,意味着公司股本增加,参与分配利润的股本数增加,如果不仔细考虑并作出妥善安排,原来股东的收益就会被摊薄、稀释。收购者的目标之一应该是设法提高新老股东的每股税后净利。

##### 5. 控股权的稀释

采用发行新股票的方式以筹得足够的兼并资金,还应考虑到将会“稀释”老股东拥有该企业权益的比例。如果发行的新股数量足够大,甚至可能使老股东失去其控股权。例如,某公司A原有股本5000万,为了收购B公司,它希望通过发行3000万新股以筹资,假设原有一个股东持有A公司10%的股票,即500万,在发行新股之后,公司的总股本变为8000万,则该股东

对 A 公司的权益由 10% 下降为 :

$$\frac{500}{8000} \times 100\% = 6.25\%$$

这样,该股东的控股权下降 3.75%。假如该股东在 A 公司发行新股之前是该公司最大的股东,即控股者,若在发行新股时另一股东认购了 1000 万 A 公司的股票,则该股东持股比例达 12.5%,比原来的控股者高,则 A 公司的控股权转移到了新股东手中。

## 二、影响被收购公司选择支付方式的因素

一个公司,如果它面临着被收购,那么,从本公司股东利益出发,它就会和收购公司就各方面的收购条件进行讨价还价。其中对支付方式的选择,是很重要的一项。从被收购公司的角度看,在考虑对方公司提出的支付方式时,它会着重考虑下列因素:①收入。若采用换股方式,应考虑新股票的股息红利收入变化。②税收。③对被收购公司控制权的丧失。

以下作分别说明。

### 1. 收入

如果在收购时,采取的支付方式是交换股票,即 A 公司对 B 公司股东发行股票,以换取 B 公司的资产或股票,则对 B 公司的股东而言,从 A 公司新股中获得的收入至少不应低于从原来 B 公司股票中获得的收入。A 公司若想成功地收购 B 公司,它必须设法使 B 公司股东相信 A 公司确实能设法做到这一点。例如 A 公司可以以低于本公司股票市价的优惠条件换取 B 公司股票,使 B 公司股东能获得较大的资本利得(Capital Gain,指资产购买价格与出售价格之间的正数差额。按 1980 年中期的美国法律规定,持有期达 6 个月以上资产所获利润视为长期资本收益,并按最低税率纳税。资本收益可来自国内税务署定义的任何一种资本资产的买卖)或者分配较多的股息来补偿 B 公司股东在换股后收入的减少。

### 2. 税收

根据美国法律,若收购方公司向被收购公司的股东支付现金,则 B 公司的股东必须在收到现金后立刻向政府交纳所得税,若采取换股的方式, B 公司的股东不用马上交纳所得税。只要 B 公司股东持有 A 公司股票 6 个月以上再卖出,所获得的增值收益(即增值的部分)可按较低的税率缴纳所得税。因此,若 A 公司所支付的现金额不是大到足以弥补 B 公司股东税收上的损失, B 公司可能会考虑接受 A 公司的股票。

### 3. 公司控制权的丧失

对 B 公司的高级管理人员而言,他们一方面持有 B 公司的股票,另一方面管理着 B 公司的生产经营,并获得相当的高薪,一旦 B 公司被收购,这些管理人员会失去对公司的控制权,从而丧失他们的既得利益。

综上所述,无论选择现金支付方式,还是选择换股方式,都各有利弊。在一般情形下,支付现金是最常见的方式。因为 B 公司的股东在拿到现金后,若想继续投资, he 可以到股市上再购买任何一家公司的股票(包括 A 公司的股票),这就为 B 公司股东提供了极大的自由选择空间。若 B 公司股东不想使自己持有的股份流动,可以采用换股方式。

## 第四节 兼并收购对各种财务指标的影响

当兼并收购开始后,若采用换股方式,则换股比例会影响到双方股东的收益、收购方公司股票的市场价格和股票的账面价值。站在被收购公司的角度,它希望在与收购方的讨价还价中提高股东的长期利益,而收购方公司也希望通过收购合并提升本公司股票的市场价格。

### 一、对收益的影响

当一个公司在打算收购另一个公司时,它必须考虑到收购对每股税后净利的影。如 A 公司打算向 B 公司的股东发行新股以换取 B 公司的股票或资产,两公司最初的有关财务数据如下:

	A 公司	B 公司
税后利润(美元)	20 000 000	5 000 000
股本额(股)	5 000 000	2 000 000
每股税后净利(EPS)(美元)	4.00	2.50
每股价格(美元)	64.00	30.00
市盈率(倍)	16	12

现在 A 公司提出以每股 35 美元的价格换取 B 公司的股票,即比 B 公司股票的市场价格每股高 5 美元,且 A 公司用本公司的股票交换,则换股比例为:

$$\frac{35}{64} = 0.547 \text{ (股)}$$

即每 0.547 股 A 公司的股票可换 1 股 B 公司的股票。这样 A 公司总共需发行的新股数量为:

$$\frac{35}{64} \times 2 000 000 = 1 093 750 \text{ (股)}$$

假设在收购后两公司税后利润不变,则新的每股税后利润可以按如下计算:

$$\text{税后利润} = 20 000 000 + 5 000 000 = 25 000 000 \text{ (美元)}$$

$$\text{股本数} = 5 000 000 + 1 093 750 = 6 093 750$$

$$\text{每股税后利润} = 25 000 000 / 6 093 750 = 4.10 \text{ (美元)}$$

对于 A 公司而言,收购后的每股税后净利比收购前提高了 0.1 美元,显然 A 公司的老股东受益,而对 B 公司而言,情况则恰恰相反。在被收购之前,其每股税后利润为 2.50 美元,以收购后每股税后利润为:

$$\frac{35}{64} \times 4.10 = 2.24 \text{ (美元)}$$

显然比被收购前减少。

假如 B 公司的换股价格提高到每股 45 美元,则换股比例为 45:64,即每 0.703 股的 A 公司的股票可换 1 股 B 公司的股票。这样, A 公司需发行的新股票数为:

$$\frac{45}{64} \times 2,000,000 = 1,406,250 \text{ (股)}$$

若按这个比例换股,则在收购后,假定税后利润仍各自不变,则每股税后利润为:

$$\frac{25,000,000}{(5,000,000 + 1,406,250)} = 3.90 \text{ (美元)}$$

这样, A 公司的每股税后净利比收购 B 公司前减少了 0.20 美元,而 B 公司在被 A 公司收购后,每股税后净利为:

$$\frac{45}{64} \times 3.90 = 2.74 \text{ (美元)}$$

比收购前的 2.50 美元有提高。因此, A 公司股东的收益被稀释,而 B 公司股东受益。

在上面两个案例中,按不同的收购价格计算, B 公司的市盈率分别为:  $35/2.5 = 14$ (倍),  $45/2.5 = 18$ (倍),前者低于 A 公司 16 倍的市盈率,故 A 公司股东受益, B 公司股东收益被稀释;后者正好相反,按 B 公司被收购价格计算的市盈率(18)高于 A 公司的市盈率,故 A 公司股东收益被稀释, B 公司股东每股税后净利增加。实际上,只要按收购价格计算的被收购公司的市盈率高于收购方公司按市价计算的市盈率,收购方公司股东的收益就会被稀释;反之,被收购方公司股东的收益被稀释。只有当收购价格市盈率与收购方公司市盈率相等时,收购方公司股东收益才不会被稀释。

在上例中,若收购价格定为每股 40 美元,即 B 公司的市盈率为  $40/2.5 = 16$ ,与 A 公司相等,在这种情况下, A 公司需发行的新股数量为:

$$\frac{40}{64} \times 2,000,000 = 1,250,000 \text{ (股)}$$

$$\text{发行后每股税后净利为 } \frac{25,000,000}{1,250,000} = 4.00 \text{ (美元)}$$

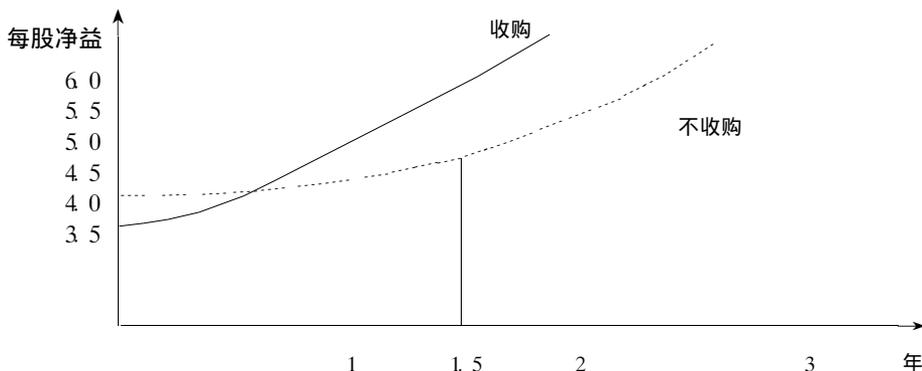
## 二、将来收益状况

如果在收购时,仅仅考虑收购方公司股东目前的收益是否会被稀释,许多兼并收购行为就不会发生了。一个收购行为是否值得,还应估计将来收益增长的潜力。因为收购方一般都预期被收购公司经过改组,重新调整生产经营之后,利润会较收购前有较明显的增长。并且,在收购之后,收购方总的资产规模扩大,有可能会产生规模经济效益。单位产品成本降低,一般情况下会使利润较大增加。因此,许多公司愿意以高于市价的价格收购另一个公司。虽然股东的当前收益被稀释了,但从长远看,每股税后利润还是会获得提高。

在下图中,是某公司的预期每股净收益曲线。虚线为不收购的每股净益增长情况,实线为收购发生后的每股净益增长情况。

从上图可以看出,在不发生收购的情况下,前一年半内,该公司收益较发生收购的情况来得高,但在一年半以后,收购之后的每股净收益的增长速度远远高于不收购情况下的增长速度。但一个公司在计划收购时,应计算出在不同换股比例情况下,收益被稀释的程度以及被稀释的收益能在多长时间内被弥补回来。只有作出不同的假设,预测出不同收购价格对股票市

盈率带来的影响,才能做到谈判时心中有数。



### 三、对股票市场价格的影响——“靴攀”效应

在收购过程中,收购方和被收购方讨价还价的焦点常集中于换股比率的多少。但作为收购一方,它还得考虑本公司市场价格在收购后可能发生的变化。收购完成后,该公司的股价主要取决于广大投资者对公司增长潜力、股息发放政策、商业风险、资本结构、资产价值及其它因素的估计。

如果仅仅按照双方公司股票的市场价格来确定换股比例,计算方法非常简单。如 A 公司股票每股市价为 60 美元, B 公司股票每股市价为 30 美元,若以 A 公司股票换取 B 公司股票,换股比例为  $60/30=2$ ,即 1 股 A 公司的股票可换 2 股 B 公司的股票。若在换股后 A 公司股票市价仍能稳定在 60 美元左右,则 A、B 两公司股东在市场价格上的损益没有变化。但在一般情况下,除非 B 公司在经营管理上陷入了极大的困境, A 公司的收购价格总是比 B 公司当前股票的市价要高,否则,收购行为对于 B 公司股东则缺乏吸引力。

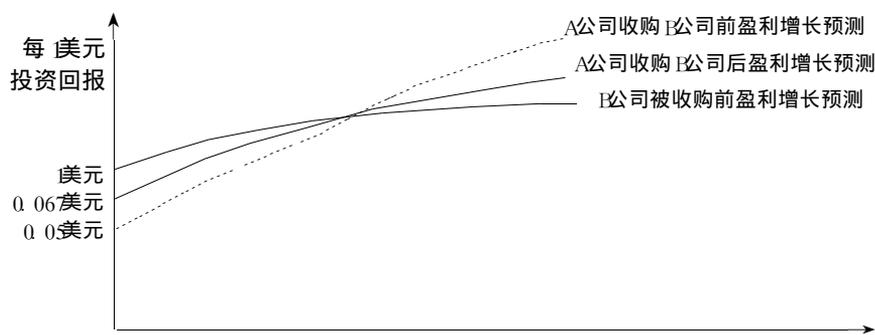
在美国 60 年代的兼并浪潮中,有不少经营多元化的公司在收购其他公司后,并未取得明显的经济效益。但是,这样的收购却导致收购方公司的股价在以后的一段时间内明显上升。那么,产生这种价格上涨的原因究竟是什么?下面举例说明。

假设有 A 公司欲收购 B 公司。在收购前,两公司每股税后利润相同。但据预测, A 公司在未来几年中将有较高的盈利增长,而 B 公司的盈利增长较低。故 A 公司目前的市盈率是 B 公司的两倍。在收购前,两公司有关情况如下:

值得注意的是,当 A 公司收购 B 公司后,两公司盈利并没有增加,因此,利润总额和市值总值在收购后只是两公司原来数字简单相加。但是,每股盈利增加了。因为 A 公司仅发行了 50,000 张股票就换得了 B 公司 100,000 张股票。

	A 公司 (收购 B 公司前)	B 公司	A 公司 (收购 B 公司后)
每股净利	2.00	2.00	2.67
每股价格	40.00	20.00	40.00
市盈率	20	10	15
股本数	100,000	100,000	150,000
总利润	200,000	200,000	400,000
市价总值	4,000,000	2,000,000	6,000,000
投资回报率	0.05	0.10	0.067

在收购前, A 公司股东每投资 1 美元可获 5 美分的回报, 但有较高的增长预期, B 公司股东每投资 1 美元可获 10 美分的回报, 但将来增长率较低。如果收购后市价不变, 则 A、B 两公司股东每投资 1 美元可得到 6.7 美分的回报。但对 A 公司而言, 每股盈利虽然提高了, 但未来几年的平均增长速度有所下降, B 公司股东眼前收益下降了, 但预期增长率提高了。如下图所示。



在这个案例中, 无论是 A、B 两公司股东还是市场上的投资者, 都正确地估计了形势, 即 A 公司在收购 B 公司后盈利没有加速增长。但是, 如果市场错误预测, A 公司在收购 B 公司后, 每股盈利将增长 33%, 这样, A 公司的股票价格将上涨, A、B 公司股东将凭空获得好处。

这就象“靴攀”(Bootstrap)或“连锁店”(Chain letter)游戏一样。收购后公司股价上涨不是因为投资、产量增加或管理效率提高, 仅仅因为收购了一个低增长、低市盈率的公司。从长期看, 收购的后果是收购方公司的盈利增长速度和市盈率双双降低。但从短期看, 每股盈利获得了增长。如果在这一点上迷惑了投资者, 则市盈率不会降低。在上一个案例中, 如果 A 公司在收购后 B 公司市盈率仍然保持在 20 倍, 则其股价为:

$$20 \times 2.67 = 53.40 \text{ (美元)}$$

当然, 如果 A 公司想要继续维持这么高的股价, 它必须不停地兼并其他公司。一旦兼并停止, 这种增长的预期也将消失, 上涨的股价就会下跌, 纸做的房子终究是要倒塌的。

从上面的案例我们可以看出,市盈率较高的公司在收购市盈率较低的公司时,若市盈率不变(或变化幅度很小),该公司股票市价将上涨(虽然在收购B公司时的股价高于市价),这种股价的上涨不是由于A公司本身经营效率提高的结果,而是由于收购本身产生了“靴攀”(Bootstrap)上涨。

在一个有效市场上,若A公司收购了B公司之后,投资者看不到A公司的增长潜力或规模经济,A公司的股票市盈率会下降到A公司和B公司原来的市盈率之间的某个点上,该点的位置视发行的新股数量与公司老股数量的比例而定。

## 第五节 如何估计收购盈利和收购成本

### 一、收购盈利的估算

在分析一个公司是否值得收购之前,重要的一点是考虑收购是否有利可图。

其原理之一,是看1加1是否大于2。

假设有A公司打算收购B公司,那么A公司必须考虑收购后的盈利,其估算方法如下:假设两公司合并后价值为 $PV_{AB}$ ,A公司价值为 $PV_A$ ,B公司价值为 $PV_B$ ,A公司的收购盈利G为:

$$G = PV_{AB} - (PV_A + PV_B)$$

如果 $G > 0$ 即 $PV_{AB} > PV_A + PV_B$ 时,A公司有利可图。若收购是用现金支付的,收购成本C等于所支付现金额减去B公司价值。

$$C = \text{现金} - PV_B$$

这样,A公司收购B公司的净收益NPV为:

$$NPV = G - C = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (\text{现金} - PV_B)$$

下面,举一个实例以便详细地说明如何估计收购盈利。

假设A公司的市价总值是200万美元,B公司市价总值是20万美元,收购后 $PV_{AB}$ 是232万美元,则

$$G = 2,320,000 - 2,000,000 - 200,000 = 120,000$$

如果经协议,A公司收购B公司须支付25万美元,收购成本 $C = 250,000 - 200,000 = 50,000$ 这样,A公司的净收益NPV为:

$$NPV = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (\text{现金} - PV_B) = 120,000 - 50,000 = 70,000$$

### 二、用现金收购的成本

如果被收购公司股票的市场价格在收购消息宣布后(或有谣言传出后)不发生变化,收购所需现金较容易估计。不过,在通常情况下,一旦收购消息传出,被收购公司的股价会上涨。因此,用现金收购的成本计算公式应改写为:

$$\begin{aligned} \text{成本} &= (\text{现金} - MV_B) + (MV_B - PV_B) \\ &= \text{收购溢价} + \text{被收购公司本身价值和市场价值的差额} \end{aligned}$$

MV 为市场价值, PV 为“内在的”或“公司本身的”价值。出现差额的原因并不是被收购公司的市场价值背离了其本身价值, 而是被收购公司的潜在投资者对该公司单独存在和被收购以后的预期发生了变化。如果该公司将被收购, 则其股票市价往往会超过其“内在价值”。在有竞争的资本市场上, 事实也确实如此。在这种情况下, 使得收购公司在估计收购成本时必须考虑更多的因素。

例如, A 公司欲收购 B 公司, 在收购消息宣布前, 两公司有关情况如下:

	A 公司	B 公司
每股市价	75	15
股本数	100,000	60,000
公司总市值	7,500,000	900,000

A 公司打算支付 120 万美元的现金给 B 公司。如果 B 公司当时的市场价格正好反映其作为一个独立存在的公司的“内在价值”, 即  $MV_B = PV_B$ , 则收购成本 C 如下:

$$\begin{aligned} C &= (\text{现金} - MV_B) + (MV_B - PV_B) \\ &= (1,200,000 - 900,000) + (900,000 - 900,000) \\ &= 300,000 + 0 \\ &= 300,000 (\text{美元}) \end{aligned}$$

但是, 在收购消息传出后, B 公司的股票价格上涨了 2 美元, 收购成本为:

$$\begin{aligned} \text{成本} &= (\text{现金} - MV_B) + (MV_B - PV_B) \\ &= (1,200,000 - 900,000) + (17 \times 60,000 - 900,000) \\ &= 300,000 + 120,000 \\ &= 420,000 (\text{美元}) \end{aligned}$$

如果 B 公司的“内在价值”被市场低估, 其市场价值低于内在价值, 从 A 公司角度看, B 公司是“便宜货”。若收购成功, A 公司股东将受益, B 公司股东将受损。许多收购行为之所以发生, 就是因为收购方公司的管理层相信被收购公司的价值被市场低估。但实际上, 无论市场投资者还是收购方公司的管理者, 都很难在一个有效市场上发现一个内在价值被低估的公司。并且, 从被收购公司的角度看, 当对方提出的收购价偏低时, 它的股东是不会同意卖出手中的股票的。

从上述分析我们可以看出, 收购的价格在一定范围内(最低是被收购公司的“内在价值”, 最高是市场对其被收购后的估价)是可以讨价还价的。尤其当 B 公司是亏损时, A 公司一方面可以压价, 另一方面还可以得到税收抵扣的好处。根据国外一些税法, 有关公司和个人可用某一年度的经营亏损来抵销以后年限的利润。例如假设 B 公司为亏损企业, A 公司收购 B 公司以后, 可以利用 B 公司的亏损冲抵 A 公司的计税利润额, 从而减少所得税的支出。

### 三、用换股方式收购的成本

用换股的方式收购,其成本的估算更复杂一些。如在上面的案例中,假设A公司不是用120万美元现金,而是用16,000股股票(1,200,000/75)进行收购,在收购消息宣布前,溢价为:

$$16,000 \times 75 - 900,000 = 300,000 \text{ (美元)}$$

这样,B公司股东在换股后,在A公司所占比例为:

$$X = \frac{16,000}{100,000 + 16,000} \times 100\% = 13.8\%$$

假设在收购消息宣布后,B公司市场价值上涨了40万美元,那么

$$\begin{aligned} PV_{AB} &= PV_A + PV_B + 400,000 \\ &= 7,500,000 + 900,000 + 400,000 \\ &= 8,800,000 \text{ (美元)} \end{aligned}$$

在这种情况下,A公司收购B公司所增加的费用为:

$$\begin{aligned} XPV_{AB} - PV_B &= 0.138(8,800,000) - 900,000 \\ &= 314,000 \text{ (美元)} \end{aligned}$$

下面是收购消息发布后,收购双方在谈判后的有关情况:

	A公司	B公司
股份比例	0.862	0.138
市价总值	7,586,000	1,214,000
股本数	100,000	64,000
每股价格	75.86	20.23

由上表,我们可以较容易计算出额外增加的收购成本:

$$16,000 \times 75.86 - 900,000 = 314,000 \text{ (美元)}$$

或  $60,000 \times 20.23 - 900,000 = 314,000 \text{ (美元)}$

## 第六节 兼并收购的资金来源

在兼并收购中,如何筹集收购所需资金是一个重要问题。有时,收购方必须为资金问题与被收购方谈判,大多数时候还要向第三方如银行融资。

### 一、现金收购时的融资

用现金收购,在技术上较为简单,并且争议较少。用现金支付时,需考虑如下几点:

### 1. 现金来源

一般而言,如果收购方有充足的甚至比例过高的流动资产,那么它首先可以考虑用自己的流动资产(变现后)支付给被收购公司或其股东。但在通常情况下,收购一个公司需要的资金数量相当庞大,尤其是在采用现金支付方式时,收购方公司通常都要到本企业以外去寻求融资。

在国外,最常见的是向银行贷款。由于收购不同于一般性的商业贷款,故收购方必须提前向可能提供贷款的各家银行提出申请,并就各种可能出现的情况逐一进行磋商。如果有保密需要,不便过早增加消息泄露的可能性,也应在收购初期阶段向银行提出融资要求。因为用于兼并与收购的贷款,其归还期比一般商业性贷款要长,且数额也大得多,故需较长的商讨时间。

在向银行提出贷款申请时,首先要考虑的是贷款的安全性问题,即要考虑贷款将来用什么资金来归还。在这种情况下,至少有一部分贷款的偿还是来源于被收购公司资产的现金流入。即便是在最严格的法律监督下,收购完成后,被收购公司的资产处置和以后的生产经营所产生的收益可用于归还相当一部分兼并的贷款。

筹集现金的另一种方式是向其他机构或第三方发行债券。近十多年来,高利率、高风险债券(俗称“垃圾债券”)成为美国企业兼并收购重要的融资方式。对投资者而言,这种债券有吸引力是因为它的利率或收益要比普通债券高得多。对发行债券的一方而言,偿还债券的办法主要是通过处置被收购公司的资产,如拍卖其中一部分,把另一部分重组,调整其生产经营方向或结构,提高生产效率,用以后几年的收益来偿还高风险、高利率债券的本息。所有的这些计划,都必须在策划收购时详细论证其可行性。因为,收购之后若在财产处置计划的实施中出现问题,或收购方在收购时错误地高估了被收购方的资产价值,就可能无法按时偿还高风险高利率债券的本息。这样不仅有损收购方公司的声誉,也为以后再次发行企业债券造成困难。

以发行债券的方式融资,其中一个好处就是可以避免由于再次发行新股,增大股本数和股东人数,导致股权稀释。

### 2. 被收购方管理层的参与

有时,收购方公司在筹集收购资金时,被收购方的管理层也会参与进来,这种情况被称为管理层参与收购。发生这种情况的原因,可能是因为被收购公司的管理层对公司现存的经营状况不满意,希望自己的公司被收购;另一种情况是当本公司面临被收购的威胁时,该公司的管理层自己设法筹资,买下本公司,这种情况又称管理层自购。英文中 Management Buy - Out 多指后一种情况。如果是前一种情况,收购方试图向银行贷款以支付收购费用时,被收购方管理层积极参与贷款的申请,这样可以保证贷款有较好的安全性,以赢得被贷款银行对收购的真实性、可行性的信心。因为被收购方的管理层比其他人更清楚如何制定最佳的财产处置以偿还贷款的方案。

这里需要说明的是,为什么收购者在购入另一个公司的财产后会把其中的一部分甚至全部批拍卖掉?理由之一,当然是要用拍卖的收益来偿还收购时的巨额贷款或发行的高利率债券的本息,此外,在购入的公司中,其生产经营可能是多样化的,有的业务与收购方公司有相关之处,有的无关,而管理不同的业务需要不同的专业知识和管理技能,并有不同的生产和销售渠道,这无疑给管理增加了难度,也增加了管理费用。与其如此,不如把与本公司业务无关的部分拍卖,或者使之成为一个独立的小公司,或者出让给有相关管理经验的公司来管理。

采用现金支付,意味着被收购公司原来的股东必须让出手中的股票,被收购公司以后的业

务发展和盈利增长与这些股东都没有关系了。这可能招致一些股东的抵触情绪。相反,用换股方式可以减少这种抵触情绪。被收购公司股东手中仍然持有股票,就不会觉得被迫出让手中的投资。

## 二、推迟支付协议

在很多时候,收购双方在谈判时都会涉及到收购方推迟支付部分或全部款项。这是因为有时收购方一次付清全部费用有一定困难,但有时也存在其他因素。

### 1. 被收购方融通

若收购是用现金支付,并且以被收购公司的资产作为抵押向银行贷款行不通时,卖方如果强求一次性用现金付清就会给收购带来困难。在这种情况下,被收购公司有时会同意收购方公司推迟支付部分或全部款项,以显示对自己资产质量的信心。因为一旦收购方发现被收购资产中还有未被发现的负债或其他折扣时,它可以减少支付部分款项。即使最后收购方因无法支付收购资金而违约,对被收购方而言,最坏的结果也不过是收回自己的资产和截留违约金。

当收购是采取以现金换股票的方式时,最适合被收购方融通的是买卖双方签订推迟支付协议。

### 2. 避免卖方的账面损失

在收购过程中,双方可能会因为价格相持不下,卖方坚持要求买方支付其所不愿支付的高价。这种情况下,采用分期付款是一种折衷的好办法。因为采用分期付款,待款项全部到位后,卖方得到了期望的价格,而对买方来说,则可以用尚未支付的款项投资到其他地方以带来额外的收益,甚至存入银行也可以取得利息。尤其在通货膨胀率较高的情况下分期付款,更为合算。因此,分期付款(不支付利息)实际上既避免了被收购方股东的账面损失,又使收购方实际支付金额打了折扣,容易使双方都满意。

### 3. 给收购方一段时间核实资产及负债

在收购期间,收购方都会仔细核实被收购方的各项资产、负债及各种潜在的问题。在未完成接管被收购公司之前,都不能肯定是否存在“陷阱”。如果收购款项是一次性付清,而在接管后又发现了一些被掩盖的问题如负债等,再要求原公司股东赔偿就十分困难,即使通过法律手段解决也相当麻烦。因此,采用推迟付款的办法等于给收购方一段时间,以便核实在被接管的公司中是否存在没有被发现的薄弱环节。如果情况果真如此,收购方可拒付收购款,以便重新与被收购方讨价还价。

### 4. 支付金额的弹性

在很多情况下,被收购企业究竟值多少,其未来几年的增长潜力在很大程度上取决于被收购之后收购方的经营管理状况。因此,在某些收购协议中,收购价格是有弹性的。若被收购之后,经营状况良好,盈利增长很快,收购方支付给被收购方的价格要高一些;反之,则会低一些。这样,可使被收购方分享被收购以后一段时期的盈利增长,并且较为乐意接受收购方的收购建议。

### 三、换股

当兼并收购采用换股方式进行时,也有许多策略和技巧。其实,更广义地讲,是收购方向被收购方发行证券以换取对方的资产或股票。发行的证券包括股票,也可以是债券和其他权证。不过,这种证券必须是已经或将要上市的。只有这样,它才具有流动性并有一定的市场价格作为换股参考。

在具体操作时,有时是将几种证券组合起来。但为方便起见,应尽量选择广大投资者熟悉的投资工具,并且种类不宜太多。

#### 1. 普通股票

新发行的给被收购方股东的普通股票,应与收购方老股东同股同权同利。

#### 2. 不同股权的股票

有时候,收购方也会向被收购方股东发行与普通股在股权上有区别的股票。例如,如果被收购方原来的股利政策是发行较高比例的股息,那么,为了保证该公司股东的收益不会因收购而减少,发行优先股也许是较为可行的办法。因为,如果采取提高分发股息在利润中所占比例的办法,则新老股东股息都要增加,这会给收购方公司的财务带来过大的压力。

与此相反,在另一些情况下,被收购方股东的权利不是增加了,而是被限制了。例如,某公司买下了另一公司一块待开发的一块土地,而这块土地的开发期是2年。也就是说,在这2年中,收购方公司不仅不能收回成本,还得增加投入开发资金。因此,收购方公司可向被收购方提出,在开发期内,收购方公司发行给被收购方的新股不分发股息,2年以后,才能与老股东享有相同的股权。

还有一种特殊的股票。这种股票与被收购方资产的经营管理挂钩。发行这种股票,主要是由于被收购方对收购方公司的主营业务不感兴趣。为了吸引被收购方公司股东,收购方可以规定:发行给被收购方股东的新股,其股利及分红可以与被收购的资产以后几年的经营状况挂钩。这种办法可能会带来会计上的困难,但对被收购公司股东则会较有吸引力。

#### 3. 债券

有时,收购方公司也会向被收购方公司股东发行债券,以保证公司在清算解体时,债务人可先于股东得到清偿。债券的利息常会高于普通股票的股息,这样对被收购公司的股东就会有吸引力。对于收购方公司而言,它收购了一部分资产,股本额仍保持在原来水平,增加的只是负债,从长期看,股东收益未被稀释。这样看来,发行债券对收购双方都有利。

当然,用发行债券的方法,会使收购方公司的负债/权益比例增大。但是,由于负债可以通过变卖一部分收购资产和收购资产以后几年的现金流入偿还。因此,对现金流的压力就大大降低。

此外,还可对被收购公司股东发行可转换债券,这等于为被收购方股东提供了更大的选择余地。如果被收购后经营状况不好,债券仍可保证还本付息,若经营状况良好,盈利增长很快,被收购方股东愿意长期投资,则可在一定条件下转换成股票。

更灵活的办法是发行认股证(普通股)。被收购方股东可以持有,也可以在权证价格上涨时卖出。在权证的最后有效期内,如果发行者的股票价格高于股证的认购价格,被收购方股东可以从权证购买股票的过程中获得更多的收益。

## 第七节 杠杆收购和转向私营公司

### 一、杠杆收购的定义

在第五节我们已经讨论,企业在进行兼并收购时,其资金来源有以下渠道:一是企业内部的自有资金;二是通过对被收购公司股东发行股票;此外,还可以通过向第三方发行股票或债券,或者向银行高比例贷款。

西方市场经济发达的国家,在经历多次兼并收购的浪潮以后,随着金融工具不断创新,企业兼并收购的形式也在变化。就向外部融资的情况来看,近年来非常流行的有“杠杆收购”。

所谓“杠杆收购”(Leverage Buy-Out, LBO)是指意欲收购一家公司的一方或几方为了筹集收购所需资金,大量向银行或金融机构借债(常常还发行高利率高风险债券即俗称“垃圾债券”),而这些债务的安全性以被收购公司的资产或将来的现金流入作担保,一旦收购完成,被收购公司的资产常常在经过一番调整之后部分被拍卖,拍卖的收入用于还债。

在杠杆收购中,借债的比例通常在所需资金的50%以上,有时甚至高达90%,并通常安排在10年以内分期偿还。在筹资过程中,通常要订一些“股权回购协议”,即在收购方外部筹资时(如向银行或向其他金融机构、保险公司、养老基金等机构投资者发行债券),这些投资者为了保证投资的安全性,要先以这部分投资作为一种权益,待收购成功,并进行结构调整和资产处置后,收购者向其贷款者以原来的贷款额加上一定比例的利息(这个比例通常较高)购回贷款者在收购中所占的股权份额,这也是一种变相的有担保贷款。

### 二、管理层自购和部门管理层自购

在收购过程中,被收购方管理人员有可能参与其中。所谓管理层自购,作为一种反收购策略,是指当某公司遭到收购威胁时,该公司的高级管理层自己筹集资金,买下本公司的大部分或全部股份,并使之成为股票不上市的有限责任公司。也有母公司的高层管理人员买下受收购威胁的子公司或分公司,这种自购又称部门管理层自购。在美国,自1981年以来,部门管理层自购占了公司分立总数的10%以上。

绝大多数的部门管理层自购也属于杠杆收购。管理层自己凑出少量资金,大部分来源于外债。一般而言,部门管理层自购的规模要比公开市场收购小得多,但数量却往往是后者的两倍。

### 三、转为私营公司和重组后再上市

自80年代以后,伴随着杠杆收购和管理层自购的兴起,在兼并收购浪潮中又出现了另一个趋势:上市公司在被收购后,由于收购方只是几个人或以几家大机构投资者为主,公司就由

有大量中小股东的上市公司变成由少数自然人或法人持股的私营公司,其股票不再在证券市场上公开流通。自 1983 年以来,由上市公司经过收购后转为非上市的私营公司,使美国股市上流通的股票减少 1300 亿美元。

但是,与此相反的趋势也在出现,这类私营公司经过机构重新调整组合,改善经营管理,使其经济效益有明显提高后,随着公司的发展,再次向社会公开发行股票,重新成为上市公司。据不完全统计,美国自 1988 年以后,每年约有 5% 以上的这类公司重新公开上市,预计将来这种情况会更多。

出现重组后再上市的原因,一是随着公司生产经营扩大,需要筹集更多资金;二是公司重组后,经济效益明显提高,公司股票已大幅升值,重新上市后,其股票价值也高于当初的收购价格。这样,待股票重新上市后,当初的收购者抛出手中的股票,便可大大获利。

### 四、发生杠杆收购的经济原因

近一二十年来,美国企业兼并收购浪潮的兴起,都处于经济持续增长和商业迅速扩张时期。其中兼并收购和子公司分立的高峰发生在 1986 年,杠杆收购在 1988 年达到高峰。

兼并收购大规模兴起的另一个重要原因是持续的较高通货膨胀。在美国自 60 年代后期始,一直有持续的通货膨胀,其后果之一是使“Q 比例”急剧下降。所谓“Q 比例”是指一个公司的市场价值与其所有资产重置成本之比,即  $Q = \text{公司市价总值} / \text{全部资产重置成本}$ 。当 Q 小于 1 时,直接从公开市场收购该公司要比到生产资料市场上去购买与该公司同样的机器设备及厂房合算。在美国, Q 值从 1965 年的 1.3 下降到 1981 年的 0.52,也就是说,在 1981 年,在资本市场上买下一家公司要比到实物市场上购买实物新建一家同样的公司便宜近一半。因此,大量的兼并收购事件的出现也就不足为奇了。

通货膨胀还给兼并收购带来税收上的好处。为兼并收购而筹措的外债,所应付的利息并没有随通货膨胀而作相应调整。因此,通货膨胀率越高,实际所偿还的债务越少。尤其在未被充分预计到的通胀条件下,真实的负债/权益比例是下降的。而且,此时实际所缴纳的税收也会比较少。因通货膨胀而增加的利润相对于固定的负债利息,公司可把“多出来”的这部分利润用于企业扩张,这被称为“增长杠杆”(Increased Leverage)。“增长杠杆”滞后的企业,很可能成为被别人收购的“靶子”。这反过来又刺激了金融创新,如高利风险债券的发明。另外,收购后资产“拆散”,分项出售,可大赚一笔,也吸引了众多收购者。并且,根据美国税法,债务利息可以减税,而企业的股票红利支出则不能减税。杠杆融资收购实际上是用债券形式借债并付出较高利息,股票红利虽因利息支出而减少,但同时也减少了税金的缴纳。换言之,凡是向联邦政府纳大量税金的企业都成为被收购的潜在对象。也有一些家族性的公司,因遗产税数量太大或创业者退休而面临失去独立性的危险,也成为潜在被收购的对象。

### 五、杠杆收购财务实例讨论

WC 公司曾经是一家生产玻璃制品的独立公司。在 70 年代被 EP 公司收购。但是,几年以后,因经营管理上的问题,WC 的情况每况愈下,WC 的高层管理者对现行管理方式非常不满,于是开始探讨由 WC 的管理人员凑钱买下 WC 公司的可行性。

## 公司购并

当时,WC 的财务经济状况如下:WC 每年的增长速度赶不上 EP 公司的平均增长速度,但其产品有稳定的市场需求,且生产成本相对固定;贡献毛利(Contributed Margin,指销售收入与变动成本的差额,又称可抵冲固定成本余额),也相当令人满意,可以带来数量可观而又稳定的现金流。机器设备虽然是旧的,但性能仍然很好,并且其重置成本大大高于其账面价值。在 EP 公司收购前,经营状况良好,负债很少。

WC 公司目前销售收入为 7,000,000 美元,税前利息前利润为 650,000 美元,净利润为 400,000 美元。谈判在 WC 的管理层和 EP 公司之间展开。最后商定卖价为 2,000,000 美元(市盈率为 5)。考虑到 WC 资产高昂的重置成本,强有力的现金流和低比例的负债,所有这些优势,使 WC 有可能借到巨额债务。当时银行提供了 1,200,000 美元的优先债务(Senior debt 即甲级债务。指在公司倒闭清理时,对资产的要求权高于低级负债和股票的一些贷款或债务证券。优先债务一般包括:从银行借得的资金、从保险公司和其他金融机构借得的资金以及票据、债券或没有明确定义为低级或次等的无担保债券),利率为 13%,这些债务以 WC 库存的商品和净资产、厂房、设备作抵押,并在 5 年内分期偿还。保险公司以次级债券(清算时,债权人对发行债券公司资产的求偿顺序仅次于公司的优先股或优先债务)的形式贷款 600,000 美元,也在 5 年内分期偿还。该保险公司还投资 100,000 美元作为股份,WC 公司答应在 5 年后购回这些股份,其支付价格在买入价的基础上每年加 40% 的利息。最后,WC 公司的管理层再自己凑出 100,000 美元,作为自身的股权投资。

下表列出了在收购后分期偿债的情况

分期偿还银行贷款情况:

年期	所还利息	所还本金	余额
1	156,000	185,177	1,014,823
2	131,927	209,250	805,573
3	104,724	236,453	569,120
4	73,986	267,191	301,929
5	39,248	301,929	

注:1,200,000 美元负债 13% 的利息,每年应还 341,177 美元,

分期偿还保险公司贷款情况:

年期	利息	本金	余额
1	96,000	87,245	512,755
2	82,041	101,204	411,551
3	65,848	117,397	294,154
4	47,065	136,180	157,974
5	25,271	157,974	

注:600,000 美元负债 16% 的利息,每年应还 183,245 美元。

下面是以后 5 年的现金流表,并建立在以下稳健的假设基础上:①公司生产规模维持原样,没有增长;②税率为 40%;③按直线折旧法,每年折旧 60%;④有一定的长期负债。

预估的现金流

	0年	1年	2年	3年	4年	5年
利息前税前利润	650,000	650,000	650,000	650,000	650,000	650,000
利息		252,000	213,968	170,572	121,051	64,519
税前利润		398,000	436,032	479,428	528,949	585,481
税收		159,200	174,413	191,771	211,580	234,192
净收益		238,800	261,619	287,657	317,369	351,289
+ 折旧		120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
还本前现金流		358,800	381,619	407,657	437,369	471,289
- 还本额		272,422	310,454	353,850	403,371	459,903
净现金流		86,378	71,165	53,827	33,998	11,386
权益	200,000	438,800	700,419	988,076	1,305,445	1,656,734
负债	1,800,000	1,527,578	1,217,124	863,274	459,903	
资产总额	2,000,000	1,966,378	1,917,543	1,851,350	1,765,348	1,656,734
负债/资产总额	90%	78%	63%	47%	26%	0%

现在,我们假设 WC 在 5 年之后按账面价值出售(这仍是一个保守的估计)这样,我们就可以计算出每年权益的复合回报率:

$$ROE(\text{Rate of Return}) = \left( \frac{1,656,734}{200,000} \right)^{1/5} - 1 = 53\%$$

支付给保险公司作为股本投资的 100,000 美元每年有 40% 的固定回报率。这样,支付 537,824 美元就可以购回这些股本[即  $100,000 \times (1 + 40\%)^5 = 537,824$ ]。这样,还剩下 1,118,910 美元给当初的收购者们。这样计算,他们每年的“投资”回报率就为 62%, 仍是非常有利可图的。

## 六、典型的杠杆收购程序

为了便于叙述,我们抽掉杠杆收购的个别性、特殊性,归纳出杠杆收购的一般程序。

首先,要考虑从什么渠道筹集现金,并设计一个“激发管理层系统”。一般而言,本公司管理层或收购专家组成的收购班子,必须自己凑足 10% 左右的现金。这些资金将在收购成功后成为被收购公司的基本股本额。外部的投资者购买剩下的份额。其中,管理层还可得到优先购股权或者认股权证等补偿。这样一来,管理层在股权收购中所占的比重有时甚至可占 30% 以上。此外,管理层还可分享以后数年该公司的利润增长成果。

这样,还有 50%~60% 的现金需以抵押贷款的方式从银行取得。一般巨额贷款通常是由一家银行牵头,几家商业银行联合进行。有时,保险公司和某些专营风险投资或杠杆收购的合伙公司也会提供这种贷款。其余的资金,有时可用私募的方式发行优先债券和次级债券取得。私募的对象包括养老基金、保险公司、专门从事高风险、高回报率投资的机构等,若以公开募集的方式,就是发行所谓高利风险债券(“垃圾债券”)。次级债券俗称“夹层资金”(Mezzanine Money),是平日关系良好的机构提供的,一旦债务人不能支付利息,就只能对债权人发行更多的次级债券作为补偿。

第二,收购方购买被收购公司所有的股票或资产,然后组成一个新的私人公司(不上市)。为了减少债务,有时卖掉所收购的部分资产或削减存货,以偿还银行贷款。

第三,管理者尽量降低成本,调整市场营销策略以提高利润额。大多数情况下,还包括调整生产能力和产品结构,加强存货和财务管理,提高产品质量,改善对消费者的售前售后服务,以及精简机构,改善原材料供应条件,甚至削减雇员和研究开发新产品的经费等。

第四,如果公司在经过一番清理之后,生产经营状况得到了明显的提高,公司因此升值,达到收购者的初步目的。此时,可以将该公司重新上市。重新上市的目的之一,是增加现有股东手中股票的流动性,而且大多数重新上市的公司还希望借助这一方式,降低该公司的负债比例,还有少数公司则希望筹集更多的生产资金。最初的收购者们通过重新上市,抛出手中的股票,根据经验数据分析,平均可获得每年6%左右的回报率。

## 第八节 高利风险债券与杠杆收购

### 一、高利风险债券的产生

在70年代以前,一般情况的兼并是大企业兼并中小企业,资金雄厚、生产经营状况良好的企业兼并资金不够充裕的企业。但是,杠杆收购和高利风险债券(“垃圾债券”)的创新,使中小企业兼并大企业,财务上有困难的企业兼并经营良好的企业成为可能。高利风险债券的发明者是美国德雷塞尔银行的“小个子天才”迈克·密尔肯及其同事。

本世纪70年代,美国银行界的竞争日益激烈。德雷塞尔银行在同业21家大投资银行中排在最末一位。为了在竞争中取胜,该银行认为必须开发一种特殊业务,掌握一门专有知识。该银行26岁的分析员迈克·密尔肯开始研究高利风险债券。

当时,该银行主要和一些大企业一起搞原料买卖,后来,开始为若干小企业发行股票。接着,他们就试图为企业发行高利风险债券。当时,被称为“六家银行俱乐部”的华尔街的第一流“贵族”投资银行几乎垄断了所有“高贵的”债券发行业务,只有它们才能为675家具有清白历史和经营良好的大企业发行债券。德雷塞尔银行则被排斥在外,根本没有发行这种债券的权利。此外,未经借款资格审查机构同意的无数小企业和某些经营不善的重要企业集团也一概不能涉及借贷一类的资金。针对这一现状,德雷塞尔银行推出了高利风险债券。若从资信评估的角度讲,这种债券的信用等级很低,通常都在BB级以下,且常常无足够的担保,风险较大。但德雷塞尔银行认为,高利风险债券至少与“高贵”债券具有相同的优惠。一方面,该债券在安全性方面的不足并不令人惊慌:一个企业只要有稳定的收入,加上正常的订单就足以成为可被接受的债务人,而不在乎它的雇员人数多少;另一方面,高利风险债券15%左右的高利率足以弥补这类债券带来的风险。因此,在实际工作中,迈克·密尔肯极力说明投资者购进某些经营不善的大企业或虽名不见经传但有发展前途的小企业发行的高利风险债券。就是这种高利风险债券的出现,竟然在若干年后推翻了整个美国的经济秩序。

经过一段时间的实践,德雷塞尔银行成了为美国工业“新星”大规模发行债券的第一家银

行,高利风险债券的概念不再局限于经营不善的企业。

对此,当时《福布斯》杂志就作出评论,由于有了高利风险债券,这就如同银行可以“印制自己的钞票”,银行变成了最大胆的袭击者的金融靠山。至此,那些对泛美航空公司等巨型公司发动敌对性标购的设想已成为可能。

之后,德雷塞尔银行又进一步改善了发行方法,即投资者在承诺购买高利风险债券时可收到一笔保证金,如果这批债券最终没有发行,保证金即归投资者所有。这样,就吸引了可能购买高利风险债券的投资者,使之不会变卦,不致翻悔。通过这一新法宝,德雷塞尔银行获取了巨额收益,使华尔街最厉害的投资银行相形见绌,高利风险债券很快成为激烈争夺的金融战场。著名的美林证券公司、波士顿第一银行立即发起反击,毫不犹豫地率先抛出合乎法律手续的、面值几十亿美元的支票,事后再回过头来发行高利风险债券为这些支票提供资金。通过这种竞赛,为最大胆的企业兼并收购者提供财务资助,同时赚取了数额极其可观的佣金。例如,如果一项收购计划需用资金 20 亿美元,银行可收到各种名目的手续费、佣金等至少达 9500 万美元,占总金额的 4.75%。最初,要收取 100 至 200 万美元的咨询费,然后,还有一笔承担出资义务的佣金约 1100 万美元(与答应购进债券的买家分享)。如果行动受挫,那么银行得到的费用到此为止。但如果高利风险债券确实发行了,银行就还可收进 6000 万美元,约为放款总额的 4%。然后,还可收取一些与出售被收购企业资产有关的佣金。

在开始时,迈克·密尔肯几乎垄断了大部分高利风险债券业务,并在 10 年之中发展和完善了对那些试图发行高利风险债券的小企业的资格审查办法。但是,有些被已发行的高利风险债务压得喘不过气来的小企业再次向密尔肯求救,因为当时德雷塞尔银行是唯一能提供全套“售后服务”的银行,于是银行又对“垂死企业”的债务进行重新组织和调整。他们将老债券换成对借款人来讲条件更加灵活的新债券。一般情况下,高利风险债券的认购者都会立即接受这一尽量减少损失的安排。这种救急业务又大大促进了高利风险债券的发行,银行也从中大赚其钱。单是德雷塞尔银行,1986 年底的收入已从 1980 年底的 5 亿多美元上升到 50 多亿美元。

## 二、高利风险债券和杠杆收购

在高利风险债券刚推出的时候,它并不是专为企业兼并收购而设计的。从传统的杠杆收购来看,其资金一部分用现金支付,另一部分为银行贷款。位于两者之间的部分为中介融资。这一部分通常由资金雄厚的保险公司手中的不可转让的债券组成。这类债券既不可转让也不能变成现金用来周转。

1983 年,德雷塞尔 12 位年轻的少壮派提出,把高利风险债券用于企业兼并收购,使用高利风险债券为兼并收购提供资金,银行不应按借款人拥有的资金多少来放款,而应考察被收购企业拥有多少资产。自此以后,小金鱼反过来吞掉大鲸鱼,成为一种可能一种现实。那些兼并收购家甚至可以毫不费力地每年吃掉一个大企业。这样,高利风险债券真正变成了一种金融杠杆,它可以自由地在公共市场上自由买卖。这一“新式武器”的发明,开创了“核金融”的新纪元,使原先那些高枕无忧的大公司老板们吓得魂飞魄散。这种金融杠杆并不昂贵,但非常有力。如今,大部分杠杆收购都通过发行高利风险债券方式,然后再通过被收购公司的现金流入或资产变卖进行偿还。到 1986 年底,美国金融市场上流通有 600 亿美元的高利风险债券,而

同年德雷塞尔银行居然在证券业务上跃居第四位,并一度坐上华尔街的第二把交椅。仅德雷塞尔银行在1984~1988年间就发行了600多亿美元垃圾债券,一度占市场发行量的一半。1988年每2种上市的“垃圾债券”中就有一种是由该公司承销的。由于“垃圾债券”的盛行,企业兼并收购活动在80年代达到了一个空前的高潮。据估计,80年代以杠杆融资方式兼并的公司总价值达到2350亿美元,涉及2800家公司,比纽约股票交易所挂牌的公司数1713家还要多一千家。1988年底亨利·克莱维斯为收购雷诺烟草公司,由密尔肯为其发行“垃圾债券”,结果以250亿美元的高价买下该公司。其中99.04%的资金来源于所发行的“垃圾债券”,收购者本人动用的资金仅15900万美元,仅为投资总额的0.6%。

然而,物极必反;“垃圾债券”发行过度,不少敌意收购和管理层自购的大宗买卖相继失败,举债公司无力还本付息。1988年,德雷塞尔银行就有14亿美元的包销垃圾债券无力出手,“垃圾债券”迅速贬值,反过来又严重影响筹资,使兼并收购日益困难。该银行信用等级从A<sub>2</sub>降到A<sub>3</sub>,同时发生了一系列丑闻,导致1990年2月20日,德雷塞尔银行在向多方救助无效后被迫宣布破产,迈克尔·密尔肯也因违法琅铛入狱。

## 第八章 反兼并收购策略

### 第一节 强化预防策略

#### 一、看好家门

收购行为一直是一个有争议的话题,人们对此褒贬不一,这从对收购方、反收购方和反收购策略的各种称呼中便可见一斑:“攻击者”、“目标”、“拒签条款”、“监视鲨鱼”、“周末号外”、“焦土政策”、“毒丸”条例等等。

股权分散、不具有决定性作用大股东的公众持股型公司在意想不到的收购要约前往往表现十分脆弱,因为这时被收购公司管理层所能采取的措施已经很有限了,而且时间紧迫。法律、证券业监管以及实际行动的各种限制也会限制公司管理层反兼并收购行为的自由度。因此,集中相当的时间与精力进行研究,事先采取一些预防性的措施,并制订可以立即实施的应急措施,避免在收购行为骤然发生时的措手不及,便成为公司管理层的重要议题。

有能力的公司管理层不会也没有必要整日惶惶不安地担心被收购,应当全力用于保持企业良好的生产经营状况。为避免被兼并收购状况的发生,公司管理层首先必须采取的措施便是“看好家门”,成为一个称职的管家。

所谓“看好家门”,是指管理层必须保持对于市场各构成因素的敏感性和警觉度。这里的市场构成因素通常是指股东、潜在的攻击方和各大投资机构。

#### 二、托住股价

最好的反兼并收购措施当然是避免兼并收购行为的发生。而对于收购行为最有效的制约因素便是客观反映公司利润和资产实力的股票市价。因此最易遭到攻击的公司就是那些股票市价远低于资产值的上市公司。

有些管理人士对于本公司股票的价格波动漠不关心。他们以为,自己的职责是致力于公司的“财务和商业健康”,因而将股价的波动置之脑后。这种态度固然可以理解,但它造成的后

果是将攻击者注意力从对公司股价持有良好市场敏感、警觉度的公司处转移过来。

虽然从长远角度来看,上市公司的股价大体上反映了公司的经营状况和行业景气与否,但其间也会有两者不和谐甚至相悖的时期出现。往往在这种时期,攻击方就会抓紧时机发起进攻。

当然,保持股价和公司经营业绩的相符,并非公司管理层单方面所能决定和改变的,但管理层也可采取一些有效的措施施加影响,比如:

### 1. 在法律允许的范围内重购公司股票

在法律明文规定不允许公司重购自身股票的时候,管理层可鼓励同情本公司的大股东在股价疲软时入市购买,这种做法除使股价坚挺外,还可向市场表明管理层对公司最低价值的估计。

### 2. 保持良好的市场形象

管理层应注意通过电话联络、共进午餐等形式或定期举行新闻发布会,保持与公司大股东融洽的关系。在举行新闻发布会时要特别注意勿将敏感性消息(指会直接引起股价变动的消息)仅仅透露给自己偏爱的那些股东。

管理层也应考虑接受新闻界采访的好处,以及将公司背景消息提供给经纪人公司雇佣的分析员、基金经理和其它专业人士。由经纪人发布的对公司有利的评论会有助于稳定和提升公司股票的评级,并吸收机构投资者成为股东。

在不同时期,市场往往偏爱不同的利好消息。比如,市场有时重视上市公司现金流量,有时重视产品出口创利,有时又会特别偏好红利发放,或看好拆股,及时掌握市场喜好的变动,针对性地采取措施,有助于保持公司良好的市场形象。

公司的利好消息应当有渠道及时得到新闻传媒的报道。有些专家认为,如果公司管理层,特别是总裁和其它高层管理者具有公关才能的话,他们应该亲自处理这类事务。即便管理层拙于与新闻界打交道,公司也应指定专业的公关公司协助处理。

### 3. 保持公司盈利和分红的稳定性

当大笔交易拍板成交时,公司应及时评估该交易对公司损益情况和资产负债表的直接影响。一方面,管理层不必对那些仅具短期效应、纯粹装门面的合同过于紧张;另一方面,管理层也切不可天真地认为,短期效应不会对公司股东产生重大影响。正如一位成功的投资者所说,“从长期来说,我们都将从地球上消失。”股东认为,称职的管理者必须在为公司长期发展作打算的同时,也有能力短期内保持盈利。而且,利润颇丰的年度应留下部分盈余,以平衡收入不佳的年度。

### 4. 及时更新公司的有关消息数据

如果固定资产在公司资产平衡表中所占比例很大,公司应考虑定期进行资产评估,例如每三年进行一次资产评估。那些并非硬性规定必须公布,但对股东分析公司财务、经营状况极有帮助的数据、消息,可在年报中给予及时披露。

有些管理者不善于向市场提供消息,他们以为那是“把武器奉送给敌人”。但是如果攻击方决意发起收购,他总是会弄到有关资料的。如果公布资料有助于使公司股价更准确地反映公司的内在价值的话,公布这些资料本身便是一种比较安全的预防策略。

### 三、了解股东构成

当一个股权分散的上市公司面临被收购的命运时,股东的态度极有可能成为决定性因素。因此,公司管理层应及时了解公司股东的构成并监察其变动情况。

明智的预防措施是公司定期编制股东名册,可以每月一次,在股票流通量较大时也可以每周一次。名册中记载股东的数量、组成,拥有公司0.5%以上股权的股东应当单独列出。这些股东持股量的变化,或出现新的拥有0.5%以上股权的股东应受到特别的注意。

拥有公司大量优先股或信用债券的股东有时至关重要。因为这些股东可以阻止公司实施那些损害他们利益的计划。优先股股东在其它议事上也有极大的投票权,例如是否推迟优先股红利的发放。

有时,股票的实际所有权并不在登记注册的股东手中。这种用“被指定人”来作股票的注册拥有人的作法使股东名册上出现不实之处。采用“被指定人”并非总意味着真正的股东“图谋不轨”,也许是出于方便的考虑。许多“被指定人”可以轻易地被辨认出来,比如“被指定人”与实际控制人有着相同的地址、相似的公司名称缩写等等。

由于攻击方在持有公司股票后不一定立即去注册登记,所以管理层除了留意股东名册的变化外,还要经常与公司的经纪人保持联络,注意并非来自通常渠道的公司股票的大宗买卖。此外,还要注意交易量和股票价格的上下波动。

### 四、公告的发布

警惕的管理者会特别注意公司公告的发布。由于对业绩公告的公布有时间限制,匆匆颁布的公告在内容上难免会出现漏洞,管理层容易疏忽公告颁布后会造成的后果及其影响。对此,管理层应特别加以注意,尽量避免公告内容上的疏漏。因为市场人士往往认为内容上的疏漏反映了管理层能力欠佳,不了解股东关心的焦点问题。

如果在业绩公布前市场已对此作出了预测,而公布的结果与市场预测有较大出入,管理层应在公布业绩的同时附上一份解释说明。事后在公众压力下作出的解释并不能使公众信服,而且多半于事无补。

经营政策的变换、预测的错误、前后矛盾的声明,对攻击方是极为有利的。因此,与其在公司公告中出现这些令人不快的数据、文字,不如事先将其从公告中删除。

管理层要记住,市场人士将推迟发布的消息等同于坏消息。如果要公布的确实是坏消息,那么推迟公布也没有用处。

### 五、从攻击者的角度审视公司

从攻击者的角度审视公司是一种有效的方法。管理层应定期采用这种做法来考察公司资本是否已发挥了最佳效益。对那些资产回报率低于平均值的业务部分应考虑采取管理层自购或以较合理价格出售,将对公司市值影响不大的业务部分独立出去成为子公司,也是一种可行的方法。

有责任的管理者应比任何外来攻击者更了解公司的潜力,并有能力采取攻击方可能会采取的管理方针和措施。俗话说“先下手为强”,管理者自己着手实施这些措施常可先发制人,防患于未然。但有时管理层出于惰性、不忍心改变前任的管理方针、情感上的依附等原因,迟迟不肯动手,错失良机,那是非常可惜的。

## 第二节 常见的反兼并收购策略

### 一、反兼并收购的财务措施——绪论

在制订和实施反收购策略之前,公司管理层应首先了解何种公司对寻求收购目标的公司具有吸引力,而且容易被攻击方攻破。一般来说,这类公司具有以下特点:

- (1) 公司股票价格与公司资产重置成本和潜在获利能力不符;
- (2) 资产负债流动性强,有大量多余现金,证券投资组合较好,负债能力仍未被充分发掘;
- (3) 资金流动性好;
- (4) 某些分支机构和财产的售出对公司现金流影响不大;
- (5) 管理层控股比例小。

一般说来,同时拥有上述特征的公司是颇有吸引力的投资对象,融资难度也较小,因为公司的资产可作为收购方贷款抵押,由财产出售和业务经营获取的现金流入可用以偿还贷款。鉴于此,公司应采取如下措施:提高负债,通过购回公司股票提高管理层股权比例,充分发挥公司负债能力,提高红利,修改贷款条例,当收购行为发生时,债权人可要求提前偿还债务,将组合证券兑为现金,将企业经营中持续性的现金流动投资于净资产为正值的投资项目或回报于股东,多余现金可用以收购其它企业,可挑选政府管理较严,攻击方欲以避开的行业,对公司现金流影响不大的分支机构可通过设立子公司的方法剥离出去,以避免现金的大量流入;透过“价格”、“待摊费”这些账目名词深入分析研究所有经营业务块的获利情况,剥离营利差的业务块,通过出售或资产重组方式实现被低估的资产的真实价值。

这些措施的实行必须对公众公开。事实上,公众持股型公司不可能暗地里动手而不被察觉。管理层应向市场坦言各项措施的目的所在,比如大幅度提高负债比率是为了降低公司债券信用评级(这一措施若走至极端,会有“焦土”效应产生)。采取上述措施后,公司在反收购能力上将会有较好的提升,但同时要考虑避免因降低其财务上的流动性,导致承受风险能力的减弱,从而损害其竞争能力。

80年代的美国石油工业为我们讨论反收购策略提供了很好的研究素材。石油工业公司的一个显著特点便是拥有大量的现金流、未充分使用的负债能力、油品价值被低估等。因此,该行业频频出现资产、股权重组和收购事件。一家名为 Aceo 的公司在 80 年代中期的资产、股权大幅度调整便是典型一例。Aceo 将炼油业务块出售,关闭了东部 2000 个加油站,裁员数千人,削减开支,将资金集中于高利润的业务块,提高负债比例,回购证券、提高红利。这一系列措施的结果是公司股价上扬、负债率上升和信用评级降低。

## 二、调整资产和股权结构

资产和股权结构的调整可以分为两大类：

### 1. 购买、接管资产或现有资产的剥离

- (1) 购买攻击方同行业的企业资产,并投诉攻击方违反《反托拉斯法》;
- (2) 向攻击方发起收购,谋取对攻击方的控股权;
- (3) 将自身资产售给攻击方同行业的企业或公司。

### 2. 发行或回购投票权股票

- (1) 大宗股票的私募;
- (2) 从股东手中购回公司股票;
- (3) 将股票发售给非公司现有股东的各团体机构;
- (4) 向股东发售有特别投票权的股票以给收购方设置障碍。

上述资产和股权结构调整的具体措施主要出于以下考虑：

第一 给收购方设置特别障碍。出于这种动机的反收购策略有 通过资产购买使收购方陷入《反托拉斯法》的诉讼 购买收购方公司股票、将攻击方觊觎的资产售予第三方 发行特种新股票(对这种股票在公司章程里有特殊规定,便可能阻碍甚至挫败收购企图)。Lenox 公司在 1983 年对一家 Brown—Forman 公司发起的发盘收购采取的反攻措施就是上述最后一种策略的实际运用。Lenox 将某种优先股票作为红利发送给普通股股东。公司章程规定,在外来公司获取 Lenox 控股权时,这种优先股就转变为收购公司的投票权股票。这样,在 Brown 公司收购 Lenox 时,Brown 家族对自身公司就由原来的控股股东转变为少数股股东。

第二 将大宗投票权股票置于管理层或其同盟者手中。出于这种动机的反收购方式有两种以私募方式将新股发行给与管理层关系友善的机构团体、职工或者管理层自己拥有新股 将公众持有的股票购回到已颇具规模的管理层‘同盟军’手中。

第三 通过发行新股稀释对方的投票权比例。

第四 将攻击方最为垂涎的经营块剥离出去(称为“皇冠宝石”策略)。极端化的“皇冠宝石”策略为“焦土”策略,被攻击方不仅售出“皇冠宝石”,其它财产也一并售出以减少公司财富。

调整资产和股权结构对股东权益有一定的负面影响。抽样调查显示,公司宣布进行资本、股权结构调整后两天,股东的收益率将下降 2.33%,同时股价下挫。对这一现象,人们有不同的理解。一种看法认为管理层采取的调整措施旨在巩固自身地位,故而导致股价下跌。市场人士认为,出于该目的的结构调整会降低收购成功的可能性,并同时使公司营利能力减弱。此外,管理层在实施资产和股权结构调整时,往往不经股东大会投票通过,这种做法也为“管理层为己谋利”这一说法提供了事实依据。

事实上,在收购战中,当目标公司采取资产和股权结构调整以自我保护时,攻击方有时会降低报价,资产和股权结构调整也会一再修改或半途而废。

另一种看法是,目标方资产和股权结构调整会排除多方参与投标竞价收购的可能性。但有些专家对这一看法提出质疑。因为绝大多数公司管理层并不情愿将公司“拍卖”,使控股权转移到其它公司手中。只有在无路可走时,管理层才会考虑邀请“白衣骑士”,即自寻接管公司。

研究人员曾对 33 个目标公司发布的 39 个调整资本和股权结构公告进行分析,他们发现其中有 25 个公告得以实施,10 个中途放弃或在双方谈判后作了修改,4 个没有实施。结论认为,虽然,反收购成功的公司股价平均下跌 9.72%,但调整资产和股权结构仍是一种有效的反收购策略。

### 三、杠杆现金流出

典型的杠杆现金流出是指向公司外部股东发送现金红利,而公司内部管理层和职工则领取新股以替代现金红利。现金红利的资金来源于贷款,包括高级银行债券和初级债券(次级信用债券)。这一做法使公司财务杠杆提高到非正常水平,从而使收购方无法通过从目标方资产抵押进行融资的企图,管理层的持股比例也可有大幅度提高。

1985 年 Multi-Media 公司首次采用“杠杆现金流出”策略。股东可用老股换取现金、次级信用债券和新股。FMC 公司的“杠杆现金流出”稍显复杂一些,一般的外部股东每股红利为 70 美元和一股新股,职工则 25 美元和 4 股新股,管理层每股红利为 52/3 新股。FMC 公司在实施该项措施前两个月股价为 65 美元,措施公布后新股股价为 16 美元,故外部股东可得 80 美元红利,管理层可得 90 美元红利。

“杠杆现金流出”和“杠杆收购”有许多共同之处。两者都使公司财务杠杆大幅度提高,净资产值转为负数,利息率变为 2 倍多,实施这两种措施后,公司内部持股比例增加。采用这两种措施的公司也有相似之处:低发展比率,投入使用的生产设备短期内无需更新换代,现金流可测,管理层富有经验等等。

“杠杆现金流出”和“杠杆收购”的不同之处在于,现金流出后公司股票仍然公开上市买卖,外部持股者仍占多数。否则,“杠杆现金流出”的做法会遭致公众的谴责。此外,“杠杆现金流出”并不是将企业转为投机性企业,而“杠杆收购”则会出现投机色彩较浓的结果。

“杠杆现金流出”和“杠杆收购”相比,有利也有弊。有利之处在于更接近资本市场,管理层所控股具有流动性,可利用股价安排“金色保护伞”计划。其不利之处是由于公众持股,股权分散,管理层为掌握公司股权所需花费较大,因而管理费用也较大。

1988 年,专家就“杠杆现金流出”对股价的影响进行调查。在公告宣布前 60 天内,8 家宣布实施“杠杆现金流出”的公司股价波幅为 33.3%,其中 6 家实行防御性“杠杆现金流出”的公司,在公告发出前一天的收益率波幅为 -1.3% 到 20.7%。公告发布与前一天的 2 天平均收益率波幅为 +5.6%,这一股本收益率并不低于公司收购带给股东的股本收益率。

### 四、金色保护伞

“金色保护伞”是指对管理层有利的雇佣合同条款。该条款规定,当公司与其它公司合并,导致管理者失去职位时,管理者可得到一笔赔偿费,并且通常一次性付清。

自 80 年代美国掀起兼并收购浪潮以来,越来越多的公司开始采用“金色保护伞”策略。至 80 年代中期,美国 500 家大公司中有 1/4 在与管理层人士签署合同时都列上了“金色保护伞”条例。

一般认为,“金色保护伞”有利于在公司股权转让时减少管理层和股东之间的利益冲突。

但有时“金色保护伞”的过分使用也会招致舆论的哗然,将其抨击为“向失败者付报酬”。1985年,Beatrice Company被“杠杆收购”,接管方付给公司管理者的解雇赔偿费高达2350万美元。其中一位在该公司任职仅达13个月的主管得到270万美元的赔偿费。而一位官复原职才3个月的管理者的解雇费也高达700万美元。同年,被接管的Reolon公司的总裁得到价值3500万美元的现金和股票期权作为解雇费。

但即使是这些极端化的“金色保护伞”策略,其所耗费用在收购总开支中所占比例仍旧很小。Beatrice在绝大多数情况下,“金色保护伞”费用占总开支不足1%。有人因此认为,“金色保护伞”并非一种有效的反收购策略。

为控制赔偿费的数额,美国税法对“金色保护伞”有特别规定。《1984年赤字削减法》规定,当“金色保护伞”支付的赔偿费超出管理层在公司控股权转移前5年年平均收入3倍时,公司不得申请减税。在上述情况中,管理者还须另付20%的个人收入所得税。此外,在控股权转让前一年内制订的“金色保护伞”条例无效。法庭有权否决“金色保护伞”,尤其是在赔偿费数额可由管理层自行决定的情况下。

然而,经济学家和法学家往往赞同“金色保护伞”,他们主要出于如下的考虑:

第一,管理层对公司的实际贡献不能以短期内效益来衡量评判,往往在经过一段时间后,公司长期盈利能力才会慢慢显露出来,管理层的功绩才能被客观地加以衡量评判。因此,股东和管理者之间就报酬问题签署的合同应该包括“延期报酬”这一部分,晋升职务便是延期报酬的一种表现形式,由于在报酬合同中评判管理者远期贡献大小的各种不确定的可能性以及支付报酬周期过长,并很有可能无法实现,所以,“延期报酬”合同在很大程度上是一种“潜在”合同。

第二,“金色保护伞”有利于管理者考虑公司长远利益。当公司被兼并收购,管理层被辞退的可能性极大时,管理层往往会投资于短期回报率高、风险大的行业或项目,而忽视技术、设备的更新换代。

第三,实施“金色保护伞”,有利于缓解和避免股东与管理层之间的利益冲突。

当兼并收购有利于公司发展和股东利益时,管理层出于对自身利益的考虑仍有可能采取反收购措施,使接管公司的费用增大。

“金色保护伞”使攻击方在“溢价收购”和合并方式之间进行选择时,其作用更为突出。一般来说,目标方股东倾向于溢价收购。溢价收购时攻击方需公布大量信息、数据,并可能产生拍卖市场,使众多买方加入竞争,导致报价步步抬高。而事实上,收购方式是由对管理层的赔偿费计划决定的。若赔偿费计划不够理想,管理层会抵制所有的合并企图。在此种情况下,攻击方只有采取溢价收购的形式,而那些预估合并后联合利润不高的攻击方会退出竞争行列。若赔偿费计划理想且“溢价收购”和“合并”方式带给管理层的赔偿费数额相等的话,结果往往是两公司的合并。

在兼并收购中,合理的“金色保护伞”应将赔偿费与合并后公司利润的增幅相挂钩。过高的赔偿费会使管理者以过低价格出售公司。以股票期权方式和增加管理层持股量方式实行“金色保护伞”计划,可降低股东和管理层之间的利益冲突。

关于“金色保护伞”另一颇有争议的问题是,什么层次的管理者可以得到赔偿费?有些研究人员认为,只有那些参与谈判实施股权转移的最高层管理人士才可以得到“金色保护伞”。例如Beneficial公司曾对200个管理人员发放赔偿费,这种做法招致多方非议,认为这样损害

了股东权益。

“金色保护伞”也有可能使公司股价上扬。据统计,美国 1985 年实施“金色保护伞”的公司股票平均上涨 3%。

### 五、施毒条例

在公司通过“杠杆现金流出”、“杠杆收购”等形式进行股权转让后,往往导致该公司发行的公司债券质量下降。自 1986 年以来,许多公司在发行债券时都附有“施毒条例”作为保证投资者利益的一种手段。而这种手段往往被看作一种反收购策略。

当对方以“善意收购”方式兼并成功并实现股权转让时,“施毒条例”并不发生效用。只有在公司面临敌意收购时,“施毒条例”才大显身手。“施毒条例”实质上更侧重于保护管理层利益而非债券持有者的权益。因为当公司进行的是所谓“善意收购”有损投资者时,“施毒条例”也不起作用。并且在绝大多数实例中,除非管理层和收购方或“白衣骑士”达成协议,“施毒条例”一般形同虚设。

“施毒条例”是公司股权转让时有关债券的兑现权和交割价格的条例。交割价格通常设为债券票面价值的 100% 或 101%。敌意收购后公司债券的交割价格可以很高。有时交割价格对收购方可以不造成影响,这种情况主要是因为公司债券价格在敌意收购前已远高于其票面价格,在敌意收购后甚至更高。

“施毒条例”旨在保护投资者和反敌意收购,但各公司的具体做法并不相同,各有侧重点。UGTC 资产公司的“施毒条例”规定,只有经管理层批准后,债券持有者才可以在股权转让时兑现债券。泛美航空公司则规定,如果“标准普尔”将债券信用评级下降后回归于收购和股权转让,次等债券持有者可向该公司兑现债券。Mc Dermott 公司在发行债券时未向持有者提供兑现权,而是规定公司股权转让后发行新债券的数量多少。

1988 年,市场上开始出现“超级施毒条例”。这种条例能更为有效地保护投资者利益和反敌意收购。Harris 公司的“超级施毒条例”的内容规定,当评级机构将公司债券信用评级下降,认为其低于可投资债券的最低级别,而同时又发生某一“特定事件”,债券持有者可要求以溢价兑现其债券。而 Northwess Pipeline 公司则规定,当某一“特定事件”发生后债券的交易价低于溢价时,公司必须以溢价赎回债券或提高票面利息率从而抬高债券交易价格。在这里,“特定事件”包括公司与其它公司合并,外来者购买了公司或其母公司 20% 以上普通股和公司大规模的现金红利发放,以及公司购买了一家公司 30% 以上的股票。上述两家公司的“超级施毒条例”规定,其债券兑现权有限期为 10 年,而其债券到期年限为 30 年。

自从 1988 年 RTR Nabisco 公司“杠杆收购”后,公司债券价格大幅下降,从而引起几宗投资者对公司的法律诉讼,“超级施毒条例”已开始逐步取代一般的“施毒条例”,其效果如何仍有待实践和时间的证明。

### 六、反收购附则

从目前的发展态势看,采用“反收购附则”进行自卫的公司正日渐增加。“反收购附则”是指在公司章程附则中添加有关条款以增加公司被收购的难度。这些俗称“拒整条款”的设立可

能易为外界指责其意在巩固管理层自身的地位,因此其设立的实施较为微妙和敏感。

在美国,管理层向股东大会提交的反收购附则有 95% 得以通过,但这也许是因为管理层是将有把握的附则提交股东大会。若附则被否决,往往意味着股东向管理层投下不信任票,从而招致代理权之争并引来攻击方的注意,提供其可乘之机。有数据表明,机构投资者中,银行和保险公司比共同基金更倾向于赞同“反收购附则”的设立,因为前者和公司发生业务往来,更易受管理层影响。大股东比散户热衷于参加股东大会,并反对那些看上去会使其利益受损的公司规划。因此,往往是内部持股者较多,机构投资者占股东构成比例较小的公司,采用“反收购附则”对公司股价的负面影响更大。由此可见,机构投资者信息来源广,考虑问题全面,比散户更为强烈的维护自身利益,其地位不可忽略。

### 1. “反收购附则”的种类

“反收购附则”为公司通过合并、溢价收购、撤换管理层实施的经营权转让制订了一些条件和要求,主要有四大类:

(1) 超多数通过“附则”。这类附则规定,在征得拥有公司三分之二(有时甚至为 90%)以上投票权股票的股东们的同意下,方可实施共同控股权转让。但在实际情况中,“超多数通过”附则都留有余地。公司章程中另有条款规定,管理层有权决定是否实施和何时实施“超多数通过”附则。因为严格依照此项附则办事,往往会大大损害管理层与接管方谈判时的灵活机动性。

(2) 公司价格“附则”。是指当接管公司愿为其购买的每一股股票都执行所谓的“公平价格”时,“超多数通过”附则可无效。这里的“公平价格”是指收购方在特定时期内以最高价购买目标公司股票,有时还规定最高价必须超出该股票账面价值一定金额。通过“公平价格”附则,管理层可挫败对方的“双层报价”。但由于“双层报价”并非收购成功的必用策略,所以“公平价格”附则也不会成为十分有效的反收购策略。

(3) 董事会轮选制。“董事会轮选制”的目的在于保持公司政策实际上的一致性和连贯性,同时可延长非善意收购者试图通过投票程序控制公司董事会所需时间。具体做法是每年只改选部分董事,而非一次性选举公司董事会全体成员。

例如将由九名成员构成的董事会分为 3 批,每年改选三名成员。这样,收购方在成为目标公司股东后仍需二年时间才能控制董事会。而收购方试图通过“累积投票”法控制董事会的难度增加,因为“董事会轮选制”使得所需票数增加。与“董事会轮选制”相类似的做法还有设立有关条款限制董事会成员的离职,设立条款规定机构投资者在董事会中的席位数,以防止敌意收购方将董事会一揽子包下。

(4) 授权于优先股。董事会可被授权建立一种有特别投票权的股票。这种股票,通常是优先股,在反收购时,可发至支持董事会的有关公司。过去采用这种做法是为了保证在公司经济状况变化时董事会融资成功,现在则被用作一种反收购策略。

### 2. 其他附则

此外,管理层可以采用的反收购附则措施还有:

- (1) 在不违反法律的情况下废除“累积投票”;
- (2) 在反收购法律更为完备的地区注册成立公司;
- (3) 在公司章程中设立有关股东大会议程、议案提交、董事会成员构成等多方面的条款;
- (4) 设立“反绿色铠甲”附则,限制公司从收购方手中购回公司股票。

在各种反收购附则中,最后一招,同时也是最厉害的附则是“锁定”附则,该附则使否决原先通过的“反收购附则”极为困难。即使收购方在已拥有目标方三分之二甚至90%以上投票时,希望通过“绝大多数通过”附则完成收购也难以废除原定的各项反收购条款。

### 3. 庞德的研究

1987年,美国专家庞德对“超多数通过”和“董事会轮选制”进行分析研究。他认为,实际上导致市场产生反应的并非这两项策略带来的公司结构上的变化,而是市场对反收购策略的不同理解。

有些市场人士认为,采用这两种反收购策略意味着公司管理层认为本公司获利情况会引起收购方的垂涎,从而引发股价上升。而有些时候,市场会认为这种反收购策略的实施意味着管理层管理不善,能力欠佳。因为有能力的管理者会事先采取措施,防止收购事件的发生。在这种情况下,反收购策略成为利空消息,引致公司股价下挫。总而言之,市场在不同背景情况下对这两项反收购策略理解不同,引发股价或涨或跌。

庞德研究了100个采用“超多数通过”和“董事会轮选制”的纽约证交所上市公司,将与100个未采用上述措施的纽约证交所上市公司作比较。结果表明,采用这两种措施的上市公司在1974-1984年期间遭遇收购的频率要低。当时这些上市公司被收购的频率为26%,而未采取这两种措施的公司被收购频率为38%。

在阻碍收购事件发生时,这两项策略对股东权益的好处并不大。1974-1984年期间,65个采用这两种措施的公司平均得到对方提供的51.4%的溢价,要求股东出让股票;而同时期未采用这两项措施的企业得到的买方报价平均为其股票市价的148.8%。

庞德还发现,在公司章程附则中包括这两种反收购附则的目标公司比未包括这两项反收购附则的公司更倾向于发起反收购战,并由此使买方报价提高。与此同时,攻击方获胜的可能性极小。而未采用这两项措施的目标公司被收购成功的可能性为2/3。正因为如此,这两项反收购附则有效地降低了收购事件发生的可能性。

在美国,各州法律不尽相同,有些州的公司法中包含有利于管理层采取反收购措施的条例。由于该类条例使公司管理层在反收购时有更大的自由度,能够更有力地抵制攻击者的收购,从而吸引其它各州的公司来该州注册登记。

1986年,美国俄亥俄州修改了《俄亥俄州公司法》,给予公司管理层更多的权限。该公司法规定,管理层采取反收购措施是与其作为公司股东短期和长期利益受托人的地位相符合的。此外《俄亥俄州公司法》公开规定允许采用“毒丸”战术反收购。

各州在公司法中列入有利于反收购成功的条例是出于不同的原因。有些是由于地方企业再三坚持和鼓吹,有些则是由于州政府有意于吸引外来投资者,发展地方经济。

有些公司采用“累积投票制”选举董事会成员。在正常的投票中,股东必须在董事候选人中等额分配投票权。累积投票则允许股东将全部投票权配给一个候选人。假设:每股有一投票权,将选出六名董事。某股东有100股,按正常投票法,股东对六位董事候选人中的每一位都有100票投票权,总共为600票投票权,按累积投票法,股东则可将600票投票权全部投一个或几个候选人。这样,即使大多数股东反对,少数股股东也有机会选出代表其利益的董事会或成员,也就是说,累积投票法可增加少数股股东推荐其代表者的机会。在收购和反收购战中,持有少数投票权股票的攻击方有可能通过累积投票制在董事会中安插其代表,增加公司股权转让的可能性。

有材料显示在 1962-1982 年期间,美国至少有 52 个上市公司在管理层大力督促和支持下,从公司章程中删去了累积投票制。在 1982 年 12 月,383 家纽约证交所上市公司(约占上市公司总数的 24%)采用累积投票制,而美国有 29 个州的州法律允许公司采用累积投票制,其中有 18 个州为强制性的。

在公司管理层无法取消累积投票制时,也可改用其他方法减弱累积投票制的效用,如采用“董理会轮选制”可压缩董事会规模。反之,一次性选举董事会全体成员或扩大董事会规模会强化“累积投票制”效用。在代理权的条件中,累积投票制是至关重要的因素。

无论反收购附则的动机何在,它已日益成为一种重要的反收购武器。在统计材料显示,在 500 家标准普尔予以定级的公司中,有 195 家采用了反收购附则。70 年代末,各公司普遍采用“超多数通过”附则,80 年代以来,管理层开始倾向于更有利于保护股东权益的“公平价格”附则和最为牢靠的“锁定附则”以保护原先通过的反收购附则。

当然,反收购附则并不一定能保证反收购战的成功。1974-1979 年,美国有 61% 采用反收购附则的公司最终屈服于强大的收购方,但是仍有 39% 的公司依此维护了自身的独立,而同期未采用反收购附则的公司在攻击方面几乎无一“幸免”。由此可以认为,反收购附则是较为有效的一种策略,至少可以拖延时间赢取战机。

### 七、“毒丸”战术

“毒丸”战术是一种颇受争议同时又广泛使用的反收购策略。“毒丸”是指那些具有特别权利的证券。这种证券的持有者在“引发性事件”发生后一段时间(例如 10 天),可要求行使其权利。“引发性事件”指意在收购对方或积累对方一定数量股票而发起的溢价收购,公司股转移等等。“毒丸”形式各种各样,但都是试图借此增加进攻方收购的难度或使进攻方被迫以高价换取控股权。

董事会一般无需经股东大会同意便可实施“毒丸”战术。在“引发性事件”发生和“毒丸”持有者行使权利日之间的这段时间内,董事会可迅速地更改这些权利或以低价购回这些权利。因此进攻方往往只得和目标方董事会进行直接谈判,很明显目标方董事会占据上风。

对“毒丸”战术的评价市场褒贬不一。赞成者认为,“毒丸”战术并未扼杀对目标方股东有利的收购企图,而是增强了董事会与收购方谈判、以谋求最公平价格的实力,它有利于公司发展和保障股东权益,而反对者认为,“毒丸”战术实际上使管理层地位大为巩固,从而损害了股东的利益。

自从 1982 年“毒丸”战术首次出现后,已有数百家公司先后采用。具体而言,“毒丸”战术主要分以下五类。

#### 1. 优先股“毒丸”

1984 年以前,优先股“毒丸”是一种唯一的“毒丸”战术,公司向普通股股东发放可转换优先股作为红利。由可转换优先股转为普通股可得红利高于一般普通股,每一股有一投票权。在外来者获取公司大宗股票(例如持有 30% 以上投票权股票)时,这种优先股的股东可行使特殊的权利。其一,他们可要求公司用现金兑其股票;其二,如果控股公司与该公司合并,优先股可转换为控股方公司的投票权证券。只有在目标方公司不再有持有大宗股票的股东时,其董事会方可修改这些权利。通过这两项权利的设置,董事会可与尚未持有公司大宗股票的善意

收购者进行谈判。当公司存在大股东时,上述权利的更改须经过优先股“超多数通过”。

### 2. 蹦跳式“毒丸”

自1984年首次出现后,已成为“毒丸”战术中采用最多的一种。根据该战术,公司以权证形式向普通股股东发放红利,权证拥有者可以高于市价的价格购买公司普通股或优先股。当公司合并后,这种权利就自动转为股东可以低价购买进攻方公司的股票。例如一家公司的普通股股价为40美元,用权证可以100美元价格购买一股股票,合并后,权证的这种权利自动跳到进攻者一方,权证持有者可以100美元一股的价格购买对方200美元一股的股票。

权证的有效期一般为10年,在外来者获得公司20%普通股或宣布溢价收购公司至少30%的普通股之后的第10天开始交割。当权证开始交割后,它可与股票分离,单独在市场上买卖。在交易日前,董事会有权以极低价(如每权证3美分)赎回权证。

权证除了可阻碍攻击方兼并企图外,也可防止目标方公司的自我交易。自我交易指公司将财产转让给相关企业、赔偿金过高等类似交易。

如果两公司合并后攻击方公司仍然保留,股东凭权证可以以5%的折价购买其普通股。若合并后目标方得以生存,或公司出现上述的自我交易,持股不到公司股份总额20%的股东有权以50%的折价购买公司股票。

蹦跳式“毒丸”权证并不能阻止进攻方最终获得目标方的控股权,但它能使攻击方付出极大金额才可换得目标方股权的转让或合并的成功,除非进攻方已获取了绝大多数权证。在攻击方以极高的溢价收购股票和权证时,权证持有者极可能会认为手中权证所值要远超出买方提供的价格,故而不愿出让权证。

### 3. 所有权跳跃“毒丸”

这一“毒丸”战术允许权证持有者在一收购方所持目标方股票达到一定标准(通常为25%—50%)以低价购买目标方公司股票,但收购方拥有的权证无效。这种“毒丸”使收购方蒙受损失,财产稀释。

### 4. 后端权证“毒丸”

根据后端权证“毒丸”战术,持股者收到权证作为红利,在收购方持股数超过一特定限额后,除收购者之外的股东可凭股票和权证交换高级证券或相当于目标方董事会制定的后端价格的现金。由于后端价格高于股票市价,后端权证实际上定下了公司被溢价收购的最低价格。若攻击方的报价低于后端价格,其收购便会失败,因为权证持有者可借此得到更高的后端价格。后端价格的产生,是为了阻碍收购方实现控股的企图。

### 5. 投票权“毒丸”

实施这种计划是通过发放股票权优先股作为红利进行的。当某方获得公司大宗股票所有权后,优先股股东(而非大股东)在投票上拥有优先权。另一种投票权“毒丸”是根据投资者持优先股时间长短来划分投票权。优先股的长期(3年以上)持有者的每股投票权要多于短期持有者的每股投票权。这种“毒丸”可延长进攻者控制公司投票权的时间。

根据各种“毒丸”的不同目标,“毒丸”战术也可分为以下四类:

- (1) 避免大股东将公司收益稀释,或避免强制性的阶段溢价收购。(如优先股“毒丸”)
- (2) 阻碍公司合并、大块资产售出和自我交易。(如蹦跳式“毒丸”)
- (3) 使收购方只可采用现金溢价收购或收购所有股票。(如所有权跳跃“毒丸”)
- (4) 阻碍以任何方式进行的股票大宗购入。(如后端权证“毒丸”、投票权“毒丸”和所有权

跳跃“毒丸”)

所有“毒丸”战术的共同点是抓住收购方希望无本获利的心理,挫败收购企图。收购方既想收购成功又想避免“毒丸”的可能性极小。

## 八、绿色铠甲和同意停止书法案

绿色铠甲是指目标公司以溢价方式买回公司的巨额持股的策略。例如:当A公司以每股100元购买了B公司30%的股票后,B公司的经理人员私下与A公司商议,以每股150元从A公司买回自己公司的股票,以期结束A公司的收购行为。这种行为的目的在于保障管理者利益,但对现有股东不利。

停止同意书法案基本上是支付“赎金”的同意书。当目标公司以高价从收购方公司买回自身股票时,常会与对方签署同意停止书,要求收购公司在未来数年内不得再购买该公司股票,也不得在同一企业中与该公司竞争,以防止买方公司参与委托书争夺战,推翻现有的管理者。

## 第三节 应急性反兼并收购策略

### 一、提供对目标公司有利的数据

有计谋有经验的攻击方往往在目标方经营状况不佳,暂时无法向公众提供振奋人心的消息之时发起进攻。例如当公司不甚理想的年度报表公布之后,当管理层对公司前景表示担忧的评论在市场上散布之后。

股东和投资人希望从公司管理层得到的公司信息,主要集中在以下几个方面:

#### 1. 对利润和红利的预测

如果管理层预测公司利润和分红有所上升,不仅可减弱攻击方提供的报价吸引力,也可显示和证实管理层的经营水平和成果。有些国家的法律明文规定,利润和红利的预测必须由专业评估咨询人士或公司的审计员作出。此外,若公司以往的发展速度和规模令人满意,发展计划和目标一一得以实施,那么,在攻击方发起溢价收购,而公司管理层宣布公司利润、红利前景看好时,以往的业绩可增强股东对管理层的信任感,促使他们站在管理层一边。

#### 2. 资产再评估

若公司数年甚至十多年前购入较可观的重要资产,对这些资产进行再评估,体现其真正价值而非账面价值,并且市价已远远超出账面价值。这种资产再评估是挫败溢价收购的有效做法,因为它使攻击方的“溢价”大打折扣。不过,由资产再评估引起的股东和投资者赋税增加,公司应予以补偿。

#### 3. 公布其他有利于公司发展的消息

管理层日常可留存一批公司计划有待关键时刻宣布,以增强股东、投资者对公司前景的信心。例如宣布新产品开发、产品订单增多、容纳了有能力的新管理者等等。

目标公司管理层应该认识到,公布的新信息可能会成为一柄“双刃剑”伤人又伤己。因为买方的第一次报价有可能为试探性报价,目的在于探明对方虚实和实力深浅,而在此基础上增加筹码的第二次报价,才是真正的买方报价。目标方管理层务必谨慎,认真估量需要公布多少利好消息可达到挫败买方报价的目的。有些业内人士认为,管理层应分批发布信息,将最好的留在最后,给买方频频大幅度变动报价造成极大困难。

## 二、攻击买方和买方报价

以攻为守永远是最好的防御策略。金无足赤,人无完人,攻击方也必有其“阿喀琉斯之踵”。

### 1. 对买方报价的价格和支付方式进行有力的抨击

目标公司可攻击买方报价偏低,未能充分反映出目标公司利润、红利水平和发展前景等。尤其在伴随强迫性质的原股东股权转让时,额外的征税会使股东在考虑攻击方提供的报价时,自动将其打折扣。管理层还可分析公司股票以往的市场表现情况,攻击对方无法保证目标公司股价上升,在某些时候甚至会使公司股价下跌。

若买方溢价收购并非全部以现金方式支付,同时包括有价证券的话,被收购方可对这些有价证券的实际价值表示怀疑。此外,攻击方公司自身股票的价值也可成为被收购方的攻击目标。

若攻击方提供的,用以交换目标方股票的有价证券包括各种债券、股票,如可转换债券、无担保债券,被收购方可攻击对方不负责任。在这种短兵相接、白热化的收购和反收购争战中,股东宁愿保留自己经过慎重考虑和精心挑选的股票,而不愿拿它去交换攻击方提供的有风险的有价证券。

目标公司管理层也可通过分析两公司兼并后各方股东在新公司利润、资产中所占比例的大小来批评收购方报价过低,使股东受损。

实际上,除非溢价收购时的价格的确十分理想,否则买方总是有懈可击的,目标方便可借此抓住不放,进行回击。

### 2. 攻击对方乘人之危

目标公司可指责攻击方为“机会主义者”,乘人之危,利用公司一时的经营困境发起袭击。收购公司溢价收购当然不可能出于完全的利他主义,为目标方股东谋利,所以目标方可对其动机提出质疑。例如:如果目标公司确实象攻击方描述的那样糟糕,攻击方为何要觊觎它?如果目标公司经营得法,利润颇丰,为什么不是公司现有股东,而是攻击方享用成果?有时情况也会出现逆转,攻击方股东会表示不满,因为过高的报价会使他们利益受损。有时会出现目标方针锋相对,向攻击方反向发起收购,顿时市场一片哗然,有关人士陷入茫然和混乱之中,不知所措。

### 3. 攻击对方动机不纯

收购与反收购之战往往会迅速地人格化,演变为双方头面人物之间的冲突与较量。而双方头面人物之间的较量有时也会降格为彼此的谩骂和人身攻击。常见的战术便是“揭露”收购的真正动机是出于对方董事长或总裁的权欲膨胀,野心勃勃地梦想建立个人帝国等等。因此这类人物根本没有资格管理经营目标公司。

### 三、设置障碍阻挠和挫败买方报价

#### 1. 设置法律障碍

在美国,大部分的反收购行为都包括通过法律来延缓或阻挠对方溢价收购。例如控告对方或其同伙、咨询人士、背后实际操纵者有造市、拖延消息公布时间等等违规行为。

收购须征得政府和其它管理部门的同意,尤其不可违反《反托拉斯法》,所以被收购方提出诉讼,可使政府有关机构介入,进行调查活动,从而阻挠和拖延收购行为的批准和实行。因此,通过设置法律障碍,常可收效。

设置法律障碍的效果究竟如何,要依据兼并收购的规模、所属行业以及收购被收购方的政治背景等实际情况而定,而当时的政治气候也是决定性因素之一,例如绝大多数公司都对跨国公司控制本国公司有严格规定加以管理和限制,而这些规定具体实施时的轻重缓急则取决于该时期本国政府对国外投资者的态度了。

#### 2. 通过关联机构

在溢价收购接近尾声时,最关键、最具影响力的因素便是当时目标公司股票价格是否超出买方报价。因此,被收购方常通过关联机构在市场上买入本公司股票。有些国家法律明文规定,被收购方不允许为关联机构的购股行为提供经济上的资助。

#### 3. 强化舆论行为

管理者可向股东散发书面材料,也可在报纸上刊发广告,提供对自身有利的消息。有时管理层可通过关联机构投资者散发有利于被收购公司的肯定性数据和资料。

管理者设法在股东、客户、供应商和员工中间唤起归属感,也会有助于反收购成功。那些企业设立时间长,拥有名牌产品和商标的企业更应如此。

#### 4. 白衣骑士

当管理者感觉所有的策略措施都无法有效地挫败对方的进攻时,它可采用的最后一招便是“自寻接管公司”,通常称为“白衣骑士”。在设法取得一批机构投资者的支持后,管理层甚至可以自己成为“白衣骑士”,即管理层自行接收。

得到管理层支持和鼓励的“白衣骑士”的收购成功可能性极大。当“白衣骑士”和攻击方属同一行业时,“白衣骑士”出于对自身利益的担忧,比如害怕攻击方收购成功,壮大力量,成为强有力的竞争者,也会乐于参加竞价,发起溢价收购,但此时介入往往意味着出高价,花大钱。

## 第九章 公司兼并收购的操作程序

在本章中,我们首先将介绍西方企业兼并收购的一般程序,然后分别介绍上市公司和私人公司的一般兼并收购程序。接下来,还将介绍兼并收购的中介机构——会计师事务所、投资银行等金融机构、律师事务所在企业兼并收购中所扮演的角色,以及如何选择这些中介机构。另外,还将介绍企业兼并收购成功一个重要的因素——兼并收购的管理可行性分析。

### 第一节 企业兼并收购的操作程序

#### 一、兼并收购的一般程序

由于企业兼并收购涉及到很多政策和法律问题,如有无违反商业交易的基本政策以及金融法、会计法、公司法、税法以及反托拉斯法等法规,因此,企业兼并收购是一项非常复杂的系统工程。这里,我们只能从公司法的角度,对国外企业兼并收购的一般程序作一个概略的介绍,以作参考。

##### 1. 双方董事会应各自通过有关兼并收购的决议

决议的内容应包括:

- (1)被兼并收购公司名称;
- (2)兼并收购的条款和条件;
- (3)全部或部分转换公司股份、债券或其他证券的有关条款;
- (4)因兼并收购而引起公司章程的修改声明;
- (5)其他的有关条款。

如果是新设合并(联合)决议,必须载明。

- (1)进行联合的各公司名称、联合后公司的名称;
- (2)联合的条款和条件;
- (3)全部或部分转换公司股份、债券或其他证券的方式和基础;
- (4)就新设公司而言,依本决议设立的公司章程所必须载明的所有声明;
- (5)被认为对将进行的联合所必需的其他条款。

### 2. 股东大会讨论并批准兼并收购决议

美国公司法规定,在董事会把通过的决议提交股东大会讨论后,如果获得有表决权的多数股份持有者赞成后,决议被视为通过,而德国公司法规定更为严格,要求四分之三以上股份持有者的同意方为通过。

### 3. 兼并收购各方签订合同

兼并收购合同也必须经各方董事会及股东大会的批准。兼并收购合同应包括如下内容:

- (1) 存续公司增加股份的数量、种类;
- (2) 存续公司对被并入公司的股东分配新股的规定;
- (3) 存续公司应增加的资本额和关于公积金的事项;
- (4) 存续公司应支付现金给并入公司的股东条款;
- (5) 兼并收购各方召开股东大会批准该合同的日期;
- (6) 兼并收购进行的具体时间。

若是新设合并公司,合同应包括如下内容:

- (1) 新设公司发行股票的种类和数量;
- (2) 新设公司的总部所在地;
- (3) 新设公司对合并各公司的股东分配股份或现金的规定;
- (4) 新设公司的资本额、公积金的数额及规定;
- (5) 合并各公司召开股东大会批准该公司的时间和进行合并的具体时间。

### 4. 在规定期限内向政府部门登记

在上述决议被批准后,存续公司应当进行变更登记,新设公司应进行登记注册,被解散的公司进行解散登记。只有在政府有关部门进行这些登记之后,兼并收购才正式生效,兼并收购一经登记,因兼并收购合同而解散的公司的一切资产和债务,概由存续公司或新设公司承担。

## 二、私人公司的兼并收购程序

除对上市公司的兼并收购,国外不上市的私人公司的兼并收购数量也很大。其兼并收购程序主要包括:

### 1. 签订意向书

虽然法律上并未规定这是必不可少的步骤,但有时签订意向书却非常有用,它可以表达兼并收购双方的诚意,使双方在以后的谈判中相互信任,以节省时间和金钱。意向书中一般规定,在以后的谈判中卖方透露给买方的关于本公司的机密,买方必须予以保守不得外泄。并且,要对卖方资产作进一步调查,核准资本消耗。但为了避免买卖双方以后的谈判中为意向书中不甚清晰的字眼发生争执,意向书应尽可能简明扼要,只要对每一方总的意向予以肯定即可。

### 2. 资产调查

在对卖方资产进行调查时,买方通常会指派一名注册会计师(往往是它的审计师)进行调查,这样,买方可以得到一个专家独立作出的对卖方财务、商业、行政事务等较客观的评价。同时,买方还会派出自己的律师对卖方公司的账册(例如关于借贷情况)和地方特许权(如土地和建筑物)进行特别调查,并要检查所有的原始合同、保证书和许可证等等,以防止卖方因要被兼

并收购而发生短期行为。买方律师还应特别注意是否有关键要约(如许可证、经销或专利许可)会因公司被兼并收购而终止。兼并收购双方的退休金顾问都应该调查退休金计划的资金来源以及计划如何支付应付的金额。

### 3. 谈判

谈判的主要内容涉及双方的兼并收购方式如股权交易还是资产交易、补偿的方式和数额。但更重要的还应明确买方能够提供的特许条款和税收抵免的范围。

兼并收购双方尤其应该避免的是,双方因一些实际并不重要的细节问题而争执不休,无法达成协议,从而使谈判陷于破裂。

### 4. 与有关反垄断部门接触

兼并收购双方应该考虑到,该兼并收购是否会提高市场的垄断程度,是否会引起有关反垄断部门的指控,如在英国,若兼并收购达到垄断指控的标准,双方就应去公平竞争办公室,与其进行接触,或将兼并收购通知呈交公平竞争办公室以取得对方的同意。若是极大宗的兼并收购,还要考虑是否符合欧共体的标准,是否应向欧共体委员会提出申请,以便根据欧共体兼管制法规得到许可。

### 5. 取得内部资本支出许可

若一项兼并收购由一个独立的公司或由一个企业集团的核心公司进行,在签订法律上不可变更的协议之前,通常需要得到全体董事会的批准。如果买方或者卖方是企业集团中的附属公司,在签订合同前,也需要(视权限而定)准备一份项目报告,取得与之有关的母公司董事会的许可。

### 6. 交换合同

在交换合同时,兼并收购双方必须作出承诺,从无条件交换合同之时起,买方成了公司的受益者,但此时仍有风险,因此必须投入足够的保险金以保护企业。

### 7. 发表声明

在交换合同的时候,兼并收购双方可根据证券交易法规的规定,通过传媒机构发表声明。值得注意的是,兼并收购双方的雇员,主要客户和供应商都应在私下里通过电函得到通知,而不应该首先从报纸上或从工会代表那得知这桩交易。特别是在公司内部,应召集高层管理人员会议,再安排一次会议把所需要的信息传达给基层。在这样的会议上都很有可能提出关于以后雇佣情况的问题,但是,收购方公司即使目前没有裁员和重新安排雇员工作的计划,最好也不要作这方面的承诺。

### 8. 合同交换后的核准

合同交换后,买方律师一般会要求调查卖方的所有土地产权。或者卖方律师自己也会主动提供买主所能信赖的产权证明书或报告。

同时,合同中所要求的特别许可或权威机构许可,应在这一阶段提出申请。例如,如果兼并收购牵涉到像保险业那样受管制的行业,那么获得 DTI 的许可必不可少。如果牵涉到持有开采石油特许证的企业,就需要获得能源部的批准。

### 9. 特别股东大会(EGM)

当需要股东核准的时候,收购方公司将举行特别股东大会,对赞成还是反对交易的进行投票表决。如果将发行新股作为一部分补偿,收购方的股东还要批准股本的增加和补偿股的发行。

### 10. 完成

被收购的公司召开董事会会议,通过决议,批准原董事的辞职和任命收购方提名的新董事,以重建董事会。新建董事会重新登记和盖章,股权证和从卖方转到收购的股票过户表格要经被收购方董事会的重新登记和盖章。公司的法定账簿、被兼并证明、地契、动产及其他有关文件都要交给收购方。所有对这场交易所作的承诺,按照流动品抵押,股票贷款信托以及和双方有关的条款所要求的,都将提出并加以审查。最后,当一切检查完毕,将付给卖方补偿金。若是现金补偿,通常由买方银行用银行汇票支付。

### 11. 完成后的正式手续

交易完成后,要给顾客、供应商、代理商等发出正式通知,若有必要,还将重新安排契约。报告书要存档,股权转让的凭证要存放好以便支付印花税。

完成日期过后,卖方要求买方向目标公司投入资金以偿还所有对卖方或卖方集团的其他公司欠下的债务。同样,如果目标公司的借款由卖方担保,则出售协议要求买方或买方集团中的其他公司提供担保,以解除卖方的这些义务。所以买方在兼并收购完成后需要依靠银行,以保证履行这些承诺。买方还可利用这个机会,向代表目标公司的银行家提供载有新提名人选签名的新委任书。

如果是证券交易的第一类情形即不要求股东批准,一般在兼并完成后向股东送达解释的通告,而不是在交换合同时发送。在这种情形下,通告的目的不是为争取股东的同意,而只是向他们提供信息。

### 12. 收购后的管理

收购完成之后,买方还要向被收购公司的全体高级管理人员解释买方目前的打算,企业整个新的运行程序、各自的职权范围等,还要填好新的银行委托书。收购方的会计人员还要解释买方将来所需财务报告的要求。完成了这些正式程序之后,才能实施进行一体化的工作。

## 三、公众公司的兼并收购程序

对于股票上市的公众公司,其兼并收购程序与私人公司有较大差别,主要有以下几个步骤:

### 1. 聘请财务顾问

收购一个股票上市的公众公司,通常需要商业银行或投资银行作为其财务顾问,这样有利于处理可能产生的法律事务和行政管理事务。如准备并分发给股东们的出价文件,征求股东关于支付价款的合理意见,参与兼并收购的谈判,提出有关建议等。

### 2. 保密和安全

当某一银行或其他金融机构担任财务顾问一经确定,这些财务顾问就有义务提醒公司关于兼并收购的保密和安全性问题。任何一个参与兼并收购计划并知道开价情况的人士都必须保守机密,仅在必要的情况并同样保守机密的条件下方可将机密告知他人。所有参与兼并收购计划的人士都应谨小慎微,以便把泄露机密的可能性减小到最低,尤其对有关文件的打印,更要注意采取保密措施。

在兼并收购开价宣布之前,执行人不能买卖目标公司股票,也不能建议他人买卖该公司股票。

### 3. 预先收购一定量的股份

经验表明,在兼并收购某个公司之前,预先收购它的一小部分股份作为下一步整体报价的一个跳板,是十分有利的。通常这一小部分股份可通过第三者悄悄收购,这样一般不会影响目标公司股价,但不同国家法规对这种收购都有限制。在美国,当持有目标公司股票超过5%时应予以公告,而英国1985年4月公布的对股票增值权利的修订案中规定,在任何7天的时间内收购股份的最高份额不得超过10%,并且收购额份达到30%以后必须提出收购要约。

### 4. 出价者在报价宣布之前的市场交易

除了对股票增值的权利加以限制之外,各国还有些额外的限制和障碍。原则上讲,开价者在宣布标购价格前,可自由购买目标公司的股票,但要遵守有关证券法的规定。如果购买方事先从其顾问机构得到目标公司提供的有关价格方面的敏感信息,并据此在市场上购买目标公司股票,就可能违法。

### 5. 确定报价时间

在购买方得到一定量的股份后,可以根据获得的有关信息,确定较有利的报价时间。值得注意的是,还应知道目标公司有哪些大股东,争取这些大股东的支持是兼并收购获得成功不可缺少的条件。

### 6. 向目标公司董事会出价的方法

收购方应在确定好的出价时间将标购价提交目标公司董事会或其代理机构,如果收购方有商业银行或第三方作代理,则收购方的身份也应在一开始就公布。

收购方如果得到目标公司董事会的支持,则收购成功的机会就大得多。因此,在提出标购价格之前,都会同被购买方董事会作非正式的秘密接触。收购方要向对方解释对被收购企业未来的规划,对现有董事会成员及高级管理人员的去留安排,如果能让他们觉得这种安排有吸引力,则可以使他们欢迎被兼并收购。

### 7. 向反垄断机构咨询

由于企业兼并收购很可能涉及垄断方面的问题。如在英国,收购方要与公平交易署进行非正式的对话以表明其观点。这种接触的时机一般在向目标公司提供出价前进行。另一方面,如果报价不受欢迎,目标公司自己就会找公平交易署并指出收购方的收购违背公共利益。

如果是欧共体成员,在交易吃不准是否是一种“共同体水平上的集中”的情况下,还要非正式地向欧共体委员会提出咨询,以便确定有关兼并收购活动是否是在“共同体水平上的集中”,如果是的话,该委员会是否可能对这一兼并收购加以指导。这样做可以弄清楚预定的交易是否实际上是“集中化”或是否满足接管条款规定。

出价以后,如果它随后被提交给垄断委员会,或该购买行动应由欧共体委员会根据合并规则发起,原报价就将终止。

### 8. 预备性的通告

在目标公司董事会收到出价前,宣布通告的责任仅在出价者一方。在目标公司董事会收到出价之后,宣布通告的主要责任就落在公司董事会身上,他们为此应密切注意股票价格。如果出价是被推荐的,且股票交易所很可能暂时停止股票交易时,则可立即发布一个通告,并提出中止股票交易的请求。

### 9. 确定的通告

只有当出价者有充分理由相信他能执行该出价时,才可以提供一个确定的具有出价倾向

的通告。一旦出价者采取这一步骤,他就得遵守自己的报价诺言,出价者的财务顾问在这一方也承担责任。通告宣布以后,在英国出价者就要做以下事情:①向公平交易署提交一个正式的兼并收购通知(其中包括一个非正式的出价文件);②在出价可能涉及到垄断问题时,要向欧洲经济共同体委员会提交类似的兼并收购通知;③提出获得和特定管制许可的申请,包括在外国管辖区所必须的许可。

### 10. 出价期间的交易

在某一预定或可能的出价通告被宣布后,当事人仍可自由交易目标公司的股票(同时遵守由未公开价格敏感信息所导致的限制规则),但需在交易日之后的第二天中午12点以前,把交易情况报告给股票交易所、专门小组及新闻报道部门。从实际情况来说,一般必须以书面(或电传)形式通知股票交易所,这样安排比较合适。合伙人进行的交易,不论是为他们自己或是为他们的投资顾客,都应通报。原有的规则规定,在确定通告宣布后,禁止出价者在7天内获得更多的目标公司股票,这个规则如今已被废除。

然而,对这类交易仍有一些限制。一旦一个确定的通告被宣布,则要禁止一些不受欢迎的出价者,禁止他本身持有股份或股票控制权超过30%这一界限,直到对股份的全面报价的第一天结束日之后。

### 11. 独立等级和潜在的权益

在对股票资本确定出价的意向宣布之后,目标公司应根据出价者的要求,尽可能快地提供有关股票资本更改或认购权的细节,其中包括行使这些权力所能产生的具有投票权的股票数额。

### 12. 准备出价文件

正式的出价文件一般应在确定通告的28天内寄出。这种文件将会很长而且复杂,但应使它看上去象说明书那样内容准确。出价文件的详细内容应包括:出价者聘请的兼并顾问,如商业银行的有关文件,出价者公司和目标公司的详细财务记录(包括有关营业额和利润的历史记录以及每股的净资产),使股东可以自己判断所出的价格是否公平。此外,还包括资产接受和转移的形式、如何完成交易程序等等。

### 13. 出价文件的发送

由于对出价文件的高度准确性及董事们承担责任的要求,致使证明工作极为必要,要根据事实对文件中包括的情况和责任进行严格核查。在出价文件发送前,购买公司的每一个董事,必须在写给商业银行及发布该文件的其他人的信中,证实他接受为其中的声明和观点所承担的责任。

### 14. 目标公司的反应

目标公司董事会应公布它对出价的意见,并告诉它的股东,由它自己独立的顾问所提供的建议为主要内容。董事会也应该对出价者、目标公司及其雇员所声明的打算发表评论。这些意见和评论应尽可能地在出价文件发布之后的14天内公布,并在目标公司董事会发出的主要通知的文件中列出。有关股份持有合同的特定的具体细节也应如此。

应该注意任何由目标公司发布的文件中表明的信息、鉴定或推荐材料,都应像购买公司一样严格遵守有关法规所要求的标准。

### 15. 防御策略

被出价公司的防御,除了在信函上温和地表明该报价不受欢迎外,还有其他策略,但在英

国还没看到在美国所采用的那种秘密且带有攻击性的策略。在美国一个不受欢迎的出价者会发现,被兼并公司的大宗资产已被廉价出售或者被冻结,甚至其公司已准备了一个对出价公司的报价。在英国,根据《城市法规》,被兼并公司董事会在没有得到全体会议上的股东同意的情况下,任何有可能阻止诚意的出价或剥夺被兼并公司的股东根据出价的优劣进行决定的机会的行动都是被禁止的。然而对目标公司董事会来说,仍有一定的可能采取周密计划的办法,且某些城市商业银行已在帮助防卫那些不受欢迎的请求者,或至少把价格提高到可接受的水平之上的能力方面建立了信誉。

### 16. 在出价期间的行动

一旦被兼并公司已采取步骤保卫自己,或一旦有另一报价竞争者加入了战斗,激烈的竞争就开始了。通常这包括发布更多的给目标公司的股东的好斗性的通知,其中重要地方均以醒目的或带颜色的字体标出。最近这些年,让公共关系顾问在防御和战斗方面提供帮助已变得很普遍。

就出价过程中发布的信息来说,因收购而成立的专门小组应对他们顾客的财务顾问,以及任何涉及到的公共关系顾问承担指导责任。就实际情况来说,这种指导一般由商业银行或从事报价事务的律师以正式的建议备忘录形式提供。

### 17. 对目标公司董事会的限制

根据规则,目标公司的董事会除非在专门小组的同意下,不得在出价寄出后的 39 天内,宣布交易结果、利润或红利预测、资产估价或红利支付的建议。在正常情况下,有关交易结果和红利的通告是在 39 天内进行的。通告的日期应尽量提前,但如果不可能的话,专门小组一般也会同意推迟。

目标公司在不经它的股东同意的情况下,根据一般责任可以不采取可能破坏这一真诚出价的行动。特别是它可以在未获此类同意的情况下,不采取规则及其注解所规定的任何行动。除非按照一份预先的合同,他可以不赎回购买它自己的股票。如果公司已为一位受欢迎的出价者提供了信息,它也有义务为不受欢迎的出价者或潜在的出价者提供相同的信息。根据规则,它也应该确保股票转移能迅速登记,以便使股东可以自由行使他们的选举权以及其他权力。换句话说,目标公司应对自己的行为负责,且不应以牺牲它的股东的利益为代价采取攻击性和不公平的防御策略。

### 18. 第一个结束日

出价文件要具体说明被出价公司股东的最小接受数目及应收到的日期。该日期应在出价文件被寄出后的 21 天或更长一些时间。如果报价在那个日期被附加条件,则出价者没有义务延长它的出价日期,可以简单地让它失效。

### 19. 出价的延长

在一些场合,出价者可以延长出价或修订出价(或两者均做)。不管是选择了宣布无条件接受,还是修改、或者延长其中的任何一项,购买公司在报价到期后第二个工作日的上午 8:30 以前,应该进行通告且同时把情况通知股票交易所。

### 20. 对出价价格的修改

如果出价价格提高了,则必须提供有关细节的通告。然而,没有任何出价,不论修改与否,可以延长到它被寄出后的第 60 天之后。在一些情况下,一个修改后的出价当然可以是强制性的。但出价者不应使自己处于这样一种境地,即当它的出价被要求修改时,这个出价还处于强

制性有效的状态。

### 21. “终止”通知

如果一个报价不是被推荐的,而且目标公司的防御战略在起作用,拉股东参加将是很困难的。股东们会在提出他们接受报价以前,坐在旁边观察拍卖会在什么地方停止。唯一可以迫使他们加入的事情,是出价者将要采取进一步行动的迹象。出于这种原因,出价者常常会发表声明,大意是它的报价是最后性质的,不会提高,而且在一个规定日期肯定终止。

### 22. 接受的撤回

从第一个结束日起的 21 天后,出价仍未被无条件接受,那么任何已接受该报价的股东可以自由撤回他们的接受。一直到出价实际上成为或被宣布为无条件的接受的时候为止,这种撤回的权利都有效。然而,如果在出价者宣布他的出价是无条件的时候,他未能遵守规则的要求,在随后的交易日下午 3:30 以前完成,已接受的股东将有 8 天时间可以确定是否撤回接受。这当然可能导致接受水平降低于所要求水平,因此出价者应严格恪守该规则所确定的职责。

### 23. 无条件接受

所有的出价都应确保接受一个足够的数目,以获得足够数量的股票。出价者拥有的股票应超过来自于财产股票资本的投票权的 50%——这是很显然的。除非出价者已经拥有或控制超过了 50% 的投票权。没有任何出价可以被宣布为无条件接受,除非有关的情况实际上被泄漏出去了。

### 24. 股东的会议

出价支付的手段是购买公司的股票。根据股票交易规则,这种购买需得到出价公司股东的同意,为此出价公司应举行一个非常大会,以正式批准这项购买。这些会议上通过的决议案的内容应该全部以正式通告形式列出,附在出价文件中。除非有敌意、有争议或另外有较高的报价,这些会议参加的人数不会太多。在没有争议情况下,参加会议的人应仅限于董事或出价者的代理人,这样决议很容易获得会议的大多数通过。在一次需要投票的会议中,存在强烈反对或威胁的可能,出价者董事会应小心行事,通过游说那些较重要的事业机构股东,以便获得所需要的赞成票以反击对该投票的反对。

### 25. 所有条件的满足

一旦出价被无条件接受,任何还存在的先决条件(例如列出股份清单)的实现一般将是程式化的事情。除了得到专门小组的同意以外,所有还存在的条件都须在最初结束日的 21 天内,或者在出价被宣布无条件接受那天后的 21 天内实现,否则该出价将失败。

### 26. 支付手段的交付

假定报价已获成功,对购买公司来说,下一步就是把支付手段(不论是以现金保证的形式还是股票、债券的形式)交付给那些同意接受报价的股东。而这些股东在出价文件规定的时间内,已经以有效的形式交出了接受文件,并附有他们的股票证书及其他所有权文件。这最迟必须在出价成为无条件之后的 28 天内完成。

### 27. 强制性的购买做法

1985 年的英国公司法包含一些这样的规定:禁止股票所有者中的少数派阻挠一个公开的完全成功的出价,并且也禁止这些少数派被排斥在一成功报价之外。如一个出价在最初出价寄送后的 4 个月内已得到股票持有者的同意,而这些股票持有者拥有不低于出价者想要购买的股票总值的 90% 的股票(不包括出价者和他的合伙当事人在出价前所拥有的股票),对购买

者来说,下一个步骤是根据法令通过向持不同意见的股东(或者那些在某些情况已经消失、更换地址或死亡的股东)发出通知的方式,对还剩下的股票采取强制性的购买。

### 28. 安排计划

当然,一个出价者能实行强制性购买做法的情形是并不经常发生的,出价者不一定能够在4个月期间内获得被出价公司的90%的股东的支持。

### 29. 购买之后的审计

在被购买的公司已被重新组织、重新改造或与购买公司的业务合为整体的时候,购买者将希望进行一下事后检查,以确定有关最初统计和批准的投资假定在过程结束后是否正确,其中有价值的经验教训将对下一次购买有用。

## 第二节 兼并收购活动的合作伙伴

由于兼并收购是一项极其复杂的工程,绝非兼并收购方独立可以完成,因此常常需要财务顾问公司、律师事务所、会计师事务所等顾问公司的协助。在本节,将介绍投资银行等金融机构的功能、会计师事务所以及律师事务所的功能。

### 一、投资银行

#### 1. 从事企业兼并收购的投资银行机构

从事企业兼并收购的投资银行及相关业务的机构主要有:①专门的财务顾问公司;②商业银行的企业兼并收购部门;③大型且提供全面服务的投资银行;④综合证券公司的投资银行部门。

#### 2. 投资银行业务的收费

投资银行收费大都采取买卖成交后才收费的方式,因此其收费称为“成效费”(Success fee)或称“交易的成交费用”(Transaction success fee),其最常用的计算方式称为莱曼公式(Lehman Formula),又可分为累进、累退二种。

(1)累退。这是最常见的方式,其中较常用的为5-4-3-2-1公式,即投资银行对并购成交价的第一个100万美元抽取5%的费用,对第二个100万抽4%,依此类推。但对于金额较小的交易,买卖双方的投资银行赚不了多少钱,因此又有两种修正公式出现:

①对较小额交易提高费用比率。如对成交额低于500万美元者采取7-6-5-4-3的方式,或采取双倍莱曼公式,即:10-8-6-4-2公式。

②加大金额差距。例如第一个200万美元抽5%,第二个200万美元抽4%……

(2)累进。收购方公司为了降低收购金额,对投资银行的付费习惯采取累退公式;反之,被收购方想把公司卖个好价钱,常以累进付费方式,这种收费公式称为“逆莱曼公式”(Reverse Lehman Formula)例如1-2-3-4-5方式。

此外,对于一些巨额交易,往往是协定一个固定的百分比,如1%~2%。也有采取固定与变动相结合的收购方法,例如兼并收购金额在3亿美元以下的部分,投资银行收25万美元的

费用,超过3亿美元的部分,则抽3%。

不同的收购价格伴随不同的收购条件,对于包括长期负债的收购价格,则称为总价格(Total Consideration)。投资银行也是根据这一价格收取成效费的。

在对投资银行的“委托书”(Mandate Letters)中常有一项“墓碑广告”(Tomb Stone Advertising)条款,说明投资银行针对该项兼并收购,在兼并收购完成后的适当时候刊登广告,由于广告格式与墓碑类似,故称为“墓碑广告”。当然,其他兼并收购伙伴或融资银行如果与委托人议定,也可刊登墓碑广告。

广告格式:

×年×月

A公司

已被

B公司收购

本公司策划了该项交易,并协助谈判和

作为收购方的财务顾问

××财务顾问公司

## 二、会计师事务所

会计师事务所也是兼并收购顾问团的重要角色之一,其主要功能是在兼并收购的审计评估阶段负责兼并收购稽核,若发现与兼并收购协议书签订前的情况有很大出入,买方可修改兼并收购所支付的金额。

一般而言,会计师事务所为买卖双方提供下列服务:

(1)兼并收购策略的咨询;

(2)编制财务报告,例如兼并收购后制作准财务报表,以供财务规划之用;

(3)选定目标公司,评估目标公司价值;

(4)有关公司兼并收购后整合的咨询,尤其是税务规划,其它还包括资产分割或防御被收购的规划以及预算、财务方面的专业服务。

由此看来,会计师事务所业务与投资银行,财务顾问公司有重叠的地方,但其重点在兼并收购审计评估与税务规划上。

在美国,各大会计师事务所都有专门的企业兼并收购部门。一般来讲,从事兼并收购的企业大多抱着一事不烦二主的想法,聘请会计师事务所将收购前的顾问服务、收购后子公司会计制度设计与财务报表都一并承办。这样可以保证,母公司进行财务报表合并才不致出错。

## 三、律师事务所

迅速而成功的兼并收购,有赖于专业律师的协助。一般错误的看法以为“只有草拟契约时才需要律师”,其实不然,律师在企业兼并收购活动中发挥的功能是多方面的,包括:

(1)制订商业谈判的基础,使谈判中的各项重要内容都能符合法律的规定;

(2)协调、参考所有相关的调查报告及分析结果,并把它们反映在合同条款中;

(3)将商业谈判的最终结果纳入最后契约中。

具体来说,可依兼并收购过程中的不同阶段更深入分析律师事务所的功能:

(1)收购前阶段。律师的工作首先是协助收购方公司完成收购前的准备工作,包括审查被收购方公司的章程,以确定没有重大障碍阻止收购的进行。

(2)审查评估。律师要确定目标公司依法有完成收购交易的能力,并协助收购方依法获得可能得到的收购利益。因此,律师要分析公司法、证券交易法、税法、反托拉斯法等相关法律,以确定交易的合法性。

(3)谈判阶段。律师工作在于协助买卖双方顺利进行谈判,甚至必要时,变更整个交易的法律架构(如税负),以符合买卖双方的需求。至于税负,一般来说,只要能达到合理租税成本的安排即可。

(4)完成收购阶段。包括协调股东、主要债权人与金融机构间的关系,例如取得卖方公司股东委托书、对抗少数股东抗拒收购所提出的诉讼等。在调度收购所需资金时,律师应检查与收购方与融资者所订的契约。同时还包括向政府等管制机构申请兼并收购许可等。由于牵涉的步骤甚多,因此常须由买卖双方的律师协议分工完成。

企业在选择律师时应注意:费用低廉并不见得好,企业常常可能因小失大。至于律师费用是以小时来计算,由于每个律师的专长、水准不同,因此同一律师事务所各律师的收费也会有所不同。

判断律师是否恪尽职守,有时不能以兼并收购的成败来判断。有时经过律师的建议放弃兼并收购,也不见得白付了律师费,也许因此恰恰避免花了大价钱买到烂苹果的结局。

## 四、财务顾问公司

在跨国、跨行业兼并收购活动中,买方若为了避免经营策略失当,不妨求助于财务顾问公司(管理顾问公司)。一般来讲,财务顾问公司的功能在于替企业拟定或评估经营策略——如评估目标公司是否符合买方公司的经营策略。因此,一旦兼并收购活动进入协商阶段,他们就退居幕后,接下来便由投资银行上场了。

不过,财务顾问也不是丝毫不涉及兼并收购活动,有时为了规划出最佳的经营策略,也会参与兼并收购过程中的一些活动,例如审查评估阶段,进行商业审查,管理可行性分析,甚至协助买方拟定兼并收购后的整合计划等等。

## 五、如何选择兼并收购顾问

虽然投资银行采用收购成功后才收费的计酬方式,但常见的是买方在选择投资银行时,首先关切的重点是投资银行的收费标准。

收费的高低不应是重点,因为称职的投资银行能协助买方以较迅速、实在的价格买下目标公司,而且兼并收购后能协助买方筹得低成本的资金,因此而节省下来的费用往往远超过投资银行的顾问酬劳。那么,买方究竟根据哪些标准来挑选投资银行呢?

### 1. 成功的兼并收购经验

国内投资银行比较缺乏承办国际兼并收购的机会。但是,企业往往可以以这些投资银行与国外投资银行合作的关系来判断国内投资银行的能力。

### 2. 行销导向而非销售导向

买卖双方各有作为其代表的投资银行,买方委托的投资银行(尤其是买方的)必须站在买方的观点,了解其策略发展的方向,以提供兼并收购的机会,如此兼并收购才较易成功,投资银行与买方之间的关系才会长久,对于仅以低费率抢生意的买方投资银行,或是推销员式的卖方投资银行,买方尤须特别提防,防止贪小失大。

### 3. 对买方的了解

包括对买方产业、公司要有深入了解,就如同服装设计师须针对不同的人士搭配适当的服饰一样,如此才能避免买方“买错了”。

有些投资银行能帮助买方找到非常好且未被其他买方接触过的目标公司,能够有此触角独具慧眼的投资银行,当然是买方最为理想的了。

### 4. 财务融资能力

投资银行不仅要能提供买方有关兼并收购后的最佳融资方案,而且当买方资金来源不足时,投资银行更要有能力以自己的资金、桥梁贷款、协助买方私人募股等方式,促使兼并收购方案顺利进行。

### 5. 对卖方充分的了解

不仅对其产业,甚至包括卖方公司本身,都应有深入的了解,如此才可能使买方不致买卖或因出价太低以致错失良机。因此,投资银行与其国外合作投资银行的产业研究分析能力(专精产业、研究员人数)便是最基本的要件。大多数投资银行由于规模有限,大都有其专精的某些产业。专业的投资银行家能公允的评估目标公司价值,不仅买卖双方可以减少旷日废时的重新估价,讨价还价,金融机构也信赖其估价与举债能力,也能迅速地安排便宜的资金给予买方公司从事兼并收购活动。

### 6. 和卖方的管理阶层有良好沟通

兼并收购虽然由买方经营阶层下决策,但兼并收购后是否能成功,与卖方管理阶层是否愿意配合很有关系。因此投资银行也应能说服卖方的高级管理层,避免其对于兼并收购方案的抗拒,并且因此能予以积极的支持。如果投资银行同时具有接管卖方公司的能力,更可使买方无后顾之忧了。

### 7. 投资银行提供的其他服务

兼并收购行为,投资银行收费一般在兼并收购总金额的1-3%,至于较小的兼并收购案则另行议定。通常说来,兼并收购中善意收购比敌意收购容易,卖方公司股票未公开发行者又较公开发行者容易。大多投资银行不会要求买卖双方支付不可退款的预付费用。

选择兼并收购过程中的律师、会计师、经营顾问,也同样要依据其实绩,人员素质与人力配合程度来筛选。这些顾问大都采取以小时计酬的方式,且费率颇高,那么如何降低这类顾问的费用支出呢?

在战略上慎选顾问介入的时机。在兼并收购的市场(机会)调查、研究阶段,一般只须投资银行介入;在买方签署收购意向书之前,才请律师介入;在审查评估阶段则请会计师介入。在战术上,可以一开始就与顾问订约,明列工作时数、费用,待开始工作后,若进度延后,买方可巧妙的表示对顾问绩效不满,以督促顾问朝预定进度完工。

由于美国的兼并收购并套利交易(Risk Arbitrage)颇有效率,为了避免套利者介入,兼并收购买卖双方方案协商宣布之前,不仅要守口如瓶,且在宣布之后,更须加快实施速度,以免套

利者有机会收购到举足轻重的股票。当兼并收购协商宣布之后,买方便不能在市场上收购卖方股票,这使套利者有机可乘。因此,通过加速兼并收购方案实施进度,才能避免套利者无孔不入的攻击。

同时,由于兼并收购顾问收费颇高,所以越快速完成兼并收购其费用也越节省。这可以从强化内部和外部时效两方面着手。

在内部时效方面包括:

(1)策略明确,不可游移不定。否则容易造成卖方以为缺乏诚意,而买方前倨后恭,更会使卖方处于谈判的优势,甚至拖延时间以吊高价码。

(2)决策者的实际参与。兼并收购案对内外牵涉的范围甚广,竞争激烈,所需费用较高,对公司市场股价及未来发展有重大影响。决策者应当全程重点参与,才能使兼并收购案快速顺利进行。

(3)全程保密。除可避免套利者介入以致横生枝节外,更可避免许多无谓的问题。

(4)融资来源。买方在兼并收购前应先确保该案的资金来源,才可令卖方不致怀疑买方的兼并收购实力。另一方面,买方也因融资来源无虞,而在与卖方接洽时表现出从容有致的自信心。一旦合约签定,买方即能迅速履行,不致错失良机。

(5)内部沟通与弹性。为了避免买方公司的股东、员工、管理层抗拒兼并收购案,买方经营者应能未雨绸缪地做好沟通工作,且有弹性的采纳他们的意见。

在外部时效的掌握上,则包括:

(1)选择称职的兼并收购合作伙伴,以有效率地处理审查评估等阶段的问题。

(2)取得卖方的配合。在善意收购的情况下,卖方配合的意愿较好,也易短期成功。

### 第三节 兼并收购的法律可行性分析

#### 一、兼并收购的适法性分析

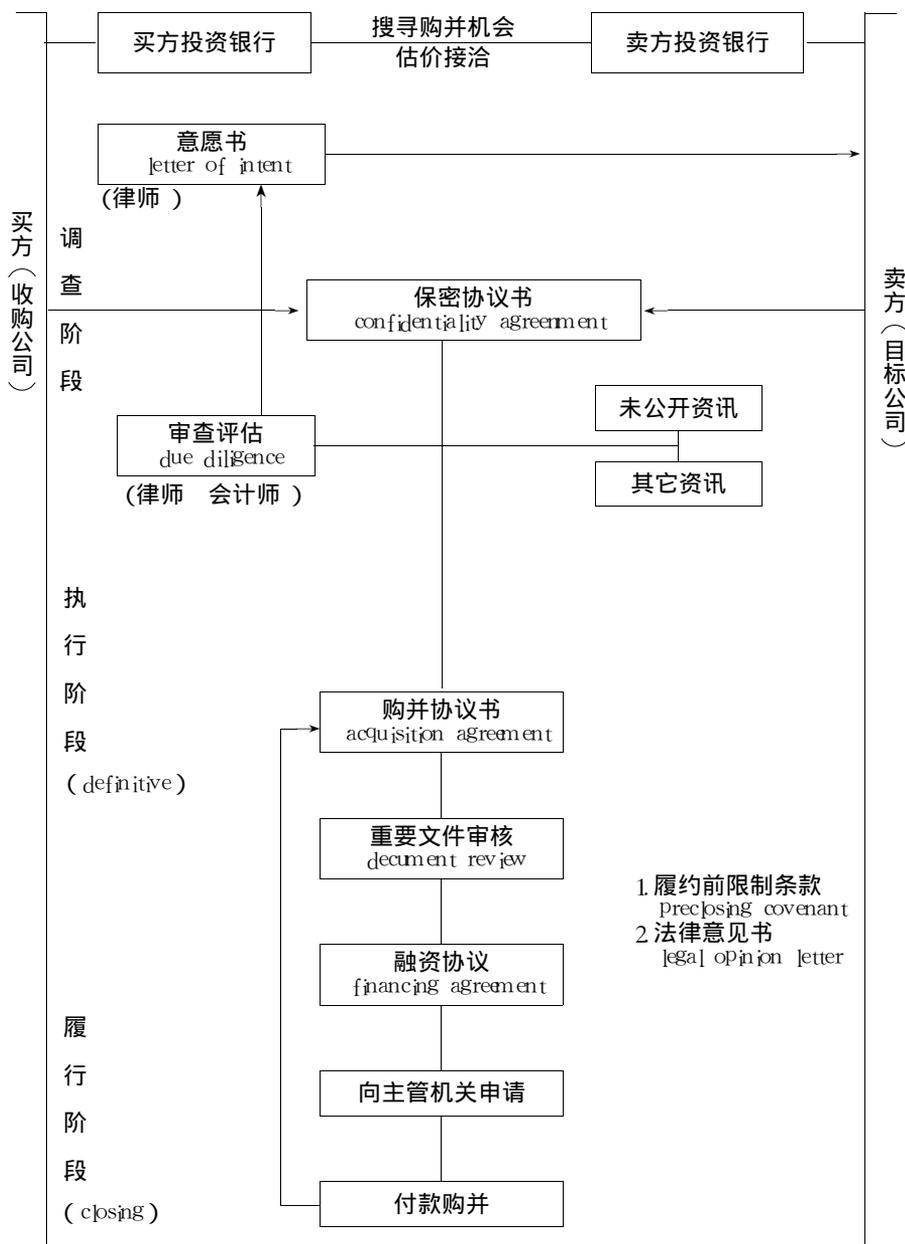
在兼并收购前首先要考虑的是可能隐藏的负债,例如卖方是从事环境污染有关的行业,可能对政府或居民负担环境污染损害赔偿的义务,而该损害可能在兼并收购之前就已经发生。虽然在兼并收购之前,买方会派环保专家进行专题调查,但空气、水或工业污染的隐藏性责任却很难事先预测或估量,况且,环保赔偿的金额往往非常巨大,而且原告可向控股公司,甚至母公司追索赔偿。买方为避免后顾之忧,适宜考虑收购卖方资产而非股份,若为兼并收购,则适宜在合约中载明,兼并收购后若出现可归因于兼并收购前卖方所造成的环境污染损害赔偿,应由卖方原股东负责。

卖方公司如有潜在隐藏性的债务,会导致不利的法律影响,买方在兼并收购这种“烫手山芋”后,将意外地被迫承担一笔庞大的费用。

卖方公司可能未提列足够的退休金,应当分析卖方公司未来几年将退休的员工人数与退休金额,以作判断。

## 二、兼并收购程序与法律事务

在初步分析,筛选出几个可供兼并收购的目标公司后,为了获取目标公司未公开的资讯,这时就应当进入兼并收购的法律事项阶段。



具体而言,则可分为:

### 1. 调查阶段

买卖双方洽商后,如果达成初步协议,则会签署意向书(Letter of Intent)或备忘录(Memo

of Idea Standing)就双方所达成的协议,作为继续进行磋商、审查评估的基础。通常来说,意向书是否构成合法有效的契约,完全看当事人的意愿而定。因此,意向书通常会规定本身具有何种法律约束力。其中较常见具有约束力的条款,包括:保密条款,不得对外发表意见条款,费用分摊条款,排他协商条款等;以及卖方承诺不另结“新欢”,并提供未公开资讯,买方则承诺有诚意的进行可行性研究,不致任意退出,等等。

此外,意向书中还应包括:①公开条款。除法令有强迫公开兼并收购的规定,该条款明确买卖任何一方在公开宣布兼并收购前,须经过另一方的同意。兼并收购顺利进行的先决条件之一是买卖双方与关系人紧守秘密,以免风险套利者等趁机介入大捞一笔。②终止条款。明确在某一期限,若双方无法签订兼并收购协议书,则意向书丧失其效力。

由于兼并收购过程中,买方付出的代价较多,买方为获得法律约束力的保障,以确保卖方“有始有终”,还可在意向书中增列三项条款:

(1)排他协商(Exclusive Negotiation)条款。规定卖方不得与第三者私下再协商收购事项,或在此期间转卖他人。如果违反该条款,卖方要向收购方支付违约金(Break-Up Fees)。

(2)锁住(Lock-Up)条款。在意向书有效期内,买方可按照约定价格购买目标公司股票。这是因为收购方担心被收购方先发制人,以致无法完成收购计划。不过,即使买卖双方在意向书中载明其具有法律约束力,但一般而言,若有违约,仍然不易通过法院要求强制执行或损害赔偿。

(3)保密协议(Confidentiality Agreement)。为了确保收购方不将目标公司的企业内部情况泄露给第三者,被收购方常常要求收购方共同签订保密协议书,尤其当兼并双方在市场上是竞争者时,被收购方会更严格规定这些内部信息的用途,以防收购方假“收购”之名,行套取情报之实。如果交易不成,收购方也不得泄密。

保密协议中要求收购方保密的内容有:公司章程、资本结构、重要合约、债务发行协定、重要客户与供应商的合约及租赁契约、诉讼案件与环境问题。

实务上为方便起见,收购方常在签订意向书时,把保密协议书作为附件,由买卖双方共同签署。此外,兼并双方在其与投资银行签订委托书(Mandate Letter)时,也一并签订保密协议。

收购方还应在被收购方的配合下,协调其投资银行、律师、会计师和其他顾问,对目标公司详细审查,以确保目标公司没有隐藏的问题。

如果目标公司想采用投标方式卖出,则它有义务将投标者们所需资料公平提供给各投票者,而这些投标者们则无权要求目标公司额外单独提供材料。

## 2. 执行阶段

兼并双方彼此调查结束,若双方同意兼并收购,则进入执行阶段。兼并双方签订兼并收购协议书。不过,兼并收购的类型不同,其合同形式也不相同(见下表)。

兼并收购合同名称

股 权 收 购		资 产 收 购
范 围	契 约 名 称	
全 部	股份收购契约或股份转让合同	资产收购合同
部 分	股份收购契约或股份转让合同	

股 权 收 购		资产收购
范 围	契 约 名 称	
股份	另加卖方股东协议书或合资契约	
增资股	认股协议书与股东协议书	

不论何种契约,其主要内容包括四大项:

#### 第一,双方的陈述、担保及承诺

(1) 卖方的陈述与担保。卖方向收购方公开表示并担保目标公司没有严重问题,如果卖方有不实表示,则买方可以不收购该目标公司。卖方不仅应揭露目标公司的问题,同时应与收购方合作以发掘目标公司的重大资讯与问题。

(2) 买方的陈述与担保。卖方也可反过来要求收购方陈述与担保收购方有财务、法律能力进行兼并收购。除此之外,卖方往往事先通过其投资银行对收购方的收购能力进行“可行性研究”(Feasibility Study)。至于收购方在兼并收购投标时,是否要交保证金,存入指定的监管银行的寄存账户(Escrow Account),往往视习惯情况而定。

(3) 卖方履行日前(Preclosing)条款(或承诺)。包括目标公司营运维持原状,且将营运报告送给收购方,不签订重要契约,不宣布员工加薪,不改变财务结构,不支付股利,不出售重要资产与巨额的新资本支出等。

(4) 卖方法律意见函。由卖方董事会签发给收购方的意见函,有关兼并收购的各项法律事项,如目标公司的法律地位,卖方实施被兼并收购的法定程序等。

对股权收购的情形,兼并收购双方除了签订股权收购协议书外,还需额外签订实际运作的时间与责任日程表(Time and Responsibility Schedule),详述双方在各阶段的义务。

在审查评估阶段,兼并收购双方也商谈正式兼并收购合约的内容,在合约中卖方必须书面作出各项陈述、担保及承诺(Representations, Warranties and Covenants)外,还应包括下列事项:

附件:目标公司的各项财产目录、负债情况、诉讼情况。

契约:如聘雇或顾问合约、供销合约、技术授权合约等,都是互有关连且必须同时洽商及定案的契约文件,不同背景的兼并收购可能有不同的契约。

其它:如中介人的付款方式,遇有不可抗力时的处置方式与再协商的约定等条款。

#### 第二,合同履行的条件

股权收购合同签订之日,仅表示买卖双方就收购股份一事已合意,必须等待双方依约履行一定义务及有关条件具备,卖方才能转让股票,收购方才能支付价款。因此,合同签订日与股票和价款交付的交割日常常是分开的。

如果兼并收购方违反合同中的重要约定(称为条件),属重大违约事件,他方可不负完成交易的义务,这就是约定的解除权。如果仅违反合同中的附带约定(称为担保,Warrant)则只发生损害赔偿请求权,并不产生解除契约的权利。此外,如果双方不愿因重大违约事件而使合同攻一篑,就应在解除事由外,同时规定催告期间,使违约当事人在催告期内纠正违约事项或予以补救。

合同履行的义务与条件,主要包括下列各项:

(1) 至交割日止,双方在本次交易行为中的一切陈述及担保均应履行;

(2) 双方都依合同条款履行其义务；

(3) 取得有关此项收购的第三者一切必要同意、授权与核准；

(4) 双方都已取得本次收购股份行为的一切同意及授权，尤其是董事会及股东大会关于收购行为的决议；

(5) 在一切条件及义务履行后，双方开始履行转让股权和付款义务。

至于交割日的确定，在签订收购合同时，如果双方难以预估交割条件何时才能具备，则交割日就无法确定。因此一般在合同中规定，当交割条件成熟时，以书面通知卖方指定交割日。当然双方也可以约定交割的期限，逾期无法交割者，除非双方另有延长的协议，否则该合同即告终止。至于合同解除后有关的赔偿问题，如有需要也可在合同终止条款中加以规定。

### 第三 股票及偿金的提存

为确保双方能诚实履约，在兼并收购合同中可约定将股票及与之相对价款提存至第三人（通常为银行或律师）处。除经双方指定授权的代表外，任何一方不得从保管人处取回股票或价款。此外，双方预付的订金或延迟付款的偿金也可提存给同一第三人。

### 第四 转嫁风险的重要条款

兼并收购合同中常见条款除了陈述、担保及承诺条款外，还有损害赔偿、限制、主要股东“锁住”选择权协议、获利能力价款等条款。这些条款作为买卖双方对各项风险分担的共识，一方往往试图借这些条款将自己无法接受的风险转嫁给对方。而且，有时这些条款的义务人不限于卖方，还可能包括与卖方有关的关系人。

以下简单介绍这些重要条款：

(1) 损害赔偿条款( Indemnity Clause )。这是兼并收购双方争议最多的条款，争议的焦点包括：

- a. 有效期限。依国外有关法令，有效期限往往可因双方的意愿而定；
- b. 请求赔偿是否应规定最低金额，如只是轻微损失即不必追究；
- c. 赔偿额的责任上限；
- d. 赔偿基金，如要求卖方扣下部分价款作为损害赔偿担保等；
- e. 其他担保方式，如第三人( 股东 )担保及实物担保等。

卖方固然有损害赔偿的责任，收购方也同样受约束。通常收购方预付的定金也是赔偿损割的约定金，一旦收购方违约，即可作补偿之用。

此外，还有在“附条件价格”支付方式时，尚有所谓“保留安排”( Retention Arrangement )，说明收购方按交易完成后情形支付价款，在规定期间若有或有负债出现，则收购方应从支付款中扣除该债务金额。这种方式不同于在交易完成时要求留置被收购方价款或要求被收购方同意把未来收购方应支付的价款的一部分拿来作担保的“延迟付款”( Deferred Payment )。

为了确保被收购方有足够资金赔偿收购方损失，收购方可要求部分价款延迟支付或寄存的“扣住”( Hold—Back )作法。

(2) 限制条款。收购方如果担心被收购方董事监事在公司被收购后，另起炉灶和收购方打对台，可在收购协议中加上限制条款或另签“不竞争协议书”( Non—Competition Agreement )。

该条款的主要内容包括：

- a. 有效“限制期间”，例如从收购协议书签约日起三年内有效；
- b. 限制对象，主要为被收购方董事、监事或相关企业；

c. 不准“限制对象”直接或间接从事与收购方式其关系企业竞争的事务,具体范围可列举规定。

(3)主要股东“锁住”选择权协议。收购方与目标公司的大股东签订股权“锁住”选择权协议,一般出于二个目的;

a. 在收购之前,限制目标公司大股东转让股权,节外生枝;

b. 在收购之后,如果收购方仅持有相对多数的股权,为了避免目标公司大股东转让持股,使其他人控制目标公司的经营权,目标公司大股东应与信托机构签订附条件“寄存协议书”,将股票由其托管,并授权其投票赞成或反对兼并收购。

(4)获利能力价款(Earn—Out)条款。常用于收购方以分期付款方式收购资产,分期付款总额的计算基础以“未来数年”营运结果乘以某比率。

此外,还有下列条款:

(5)法院管辖条款(Governing Law Jurisdiction and Waiver Clauses),即当事双方事先在合同中约定如果发生争执,则宜由某特定法院来裁决。

(6)仲裁条款,即当事人之间就合同所产生的违约事项或其它有关的一切纠纷、争执,不由国家法院的诉讼程序审理解决,而由其他仲裁机关解决。

(7)完整合同条款(Entire Agreement Clause)除了表示本合同具有法律效力外,对于其他相关的文件、协议及草约等类似协议的文件或口头约定,本条款也明确约定本合同与这些协议的关系。

(8)存约的修改、变更条款,该条款规定双方在何种情况下,依据什么手续或方法,双方可以修改、变更原合同。

### 3. 履行阶段

双方签订兼并收购合同与计划。如果契约中写明是即时履行,则卖方立即交付标的物,收购方立即交付价款;如果不是即时履行,则在收购合同签订之后,进入“履行前准备期间”,买卖一方的律师准备一份“履约备忘录”,载明履行所需的各项文件。待这些文件具备后,兼并双方便举行履约前会议,由双方律师审阅文件,经签章认可后,双方才进入履约阶段。

## 第四节 兼并收购的管理

### 一、兼并收购成败原因分析

根据美国两家著名的会计师事务所的一项调查结果显示,造成兼并收购失败的原因可能有下列几项:

(1)收购策略规则不够完善;

(2)不可预期的贷款问题,尤其是当收购金额太大而致收购方力不从心;

(3)管理深度不够,特别是无法挽留原先的优秀管理人员;

(4)收购双方的企业文化不合;

- (5) 选错收购目标；
- (6) 收购价格过高；
- (7) 预期环境没有出现，经济状况改变；
- (8) 缺乏持之以恒的勤奋与努力，收购方对目标公司缺乏慎密的发展计划；
- (9) 缺乏充裕的资本；
- (10) 市场地理位置太过分散。

### 二、外部人才的配合

美国的多项研究结果表明，多元化企业高层管理者的管理能力对多元化的成败有关键影响，也就是正确的收购策略只是收购达到预期效益的必要条件，而管理的可行性则是使之发挥的充分条件。在人才管理上，首先要解决的是如何留住目标公司的优秀员工。

通常目标公司员工获悉公司即将出售，自己前途未卜，难免无心工作，对收购方造成损失。为避免这种缺乏信心造成的损失，收购方在正式收购之前，应尽早与目标公司员工沟通，留住他们，使之无后顾之忧。尤其在工资待遇上，不要给得太低。否则，殊不知薪酬省下一二十万，利润却可能减少一二百万。采用员工依公司盈余累进认股能激发员工努力为公司创造利润。

### 三、内部管理的配合

在进行兼并收购管理方面的分析时，就收购方内部而言，需注意以下两个可能导致兼并收购失败的因素：

(1) 管理层高估自己的能力。成功的管理者常常高估自己的能力，认为把目标公司收购后必能使其扭亏为盈、起死回生，因此常常“买贵了”或者“买错了”。

在美国 60 年代末及 70 年代初的兼并收购浪潮中，有一半收购是风马牛不相及的行业，结果，许多公司发现在收购后并没有达到预期的效益，企业主管终于逐渐明白了是他们高估了自己的管理能力。因此，混合兼并、跨行业兼并已逐渐减少，而少角化兼并比重大大上升。

(2) 公司内的代理问题。许多股权分散的公司，无法有效地监督公司的管理阶层，以致引起管理者为了谋求个人的私利而损害公司利益。例如在兼并收购中，管理者从事混合兼并，希望借公司的多元化降低公司的营运风险，进而确保自己的位置能坐得久稳。事实上，混合兼并之后必须相应进行组织结构和系统的变革，才能产生较好的效益。

## 第十章 公司购并运作中的技巧

公司购并的过程在某种意义上可以看作是买卖双方进行智力与金钱较量的过程、买卖双方讨价还价的过程。收购前的审查、评估、不断接触,都是在为双方在公司购并中就最双方最实质性的问题——协商议价做好准备工作。在上述的准备工作结束后,购并活动便进入双方协商议价过程,协商议价过程在整个购并活动中起着至关重要的作用,直接决定着公司购并的成败。

在公司购并活动中,交易双方对有关购并信息的掌握却是不对称的。专门从事收购活动的 RJR Nabisco 公司总裁罗斯·约翰逊(Ross Johnson)以三句话来形容华尔街的三个规则:“没有人遵守规则,没有人支付现金,没有人讲述真相。”因为卖方很清楚在卖什么东西,其真实价值多少,而买方却不太确定买到的公司是什么,究竟值多少钱。所以在协商过程中,买方应尽可能去了解卖方,以判断该项交易的价值是否合理,而且在此过程中应运用相当艺术的谈判技巧,争取在讨价还价过程中占优势地位,使谈判在不致破裂的前提下尽可能地朝着有利于自己的方向发展。相反地,卖方的重点往往是隐藏那些有损于交易价格的不利事项,并运用一定的谈判手段,把握应给买方披露信息到何种程度,即使买方日后不会追索讨价,又不会使其离开谈判桌而使交易失败。

由于收购涉及因素颇多,而且在涉及协商议价与购后付款上讲究有不少,故本章专门就在公司购并在公关、谈判、议价及付款方面的策略与技术进行探讨,第十四章将对合同的签订作专门研究。

### 第一节 公关技巧

#### 一、组成工作小组

为了确保收购的成功,收购方最好与收购经纪人结合,在内部组成下列工作小组,通过专业人员的系统分析,将可能发生的风险降到最低。

- (1) 投资评估小组:负责评估卖方公司价值;
- (2) 竞标小组:负责参与投标,并处理各种意外事情;

(3) 财务规划小组 :负责规划收购的融资、税务处理问题 ;

(4) 公关小组 :负责向公司内外公众发布信息 ,使收购在舆论监督下进行 ;

(5) 谈判小组 :负责制定策略 ,参与谈判 ;

(6) 核查小组 :在收购成功后负责查核目标公司的所有文件 ,安排过渡贷款的资金汇整 ,并办理结案及与公司的交接 ;

(7) 经营管理小组 :在收购成功后派驻目标公司 ,负责诊断企业、重整企业等。

作为最高形式的产权交易 ,由于收购而引起的公司控制权变动常会对政府、竞争者、相关厂商、企业员工等造成一定的心理震荡 ,为了使这些公众不致误解 ,公关小组就必须发挥作用 ,维护和建立收购方在社会公众中享有的良好信誉和形象 ,以成功的人际关系、和谐的人事气氛、最佳的社会舆论赢得社会各界人士的了解、信任、好感与合作 ,使收购得以顺利进行。

## 二、做好重点人群的公关工作

一般来说 ,收购的公关小组应注意那些对企业实现收购目标具有潜在利害关系和影响力的团体与个人 ,做好这些重点人群的公关工作包括以下几点。

### 1. 潜在的竞争者

在收购行动中 ,买方常面临一些竞争者 ,不论其动机是否真心出于收购还是通过包围性竞争进行套利 ,都有可能使收购价格上涨 ,提高收购价格。

### 2. 金融公众

指关心并可能影响企业收购获得资金能力的团体 ,如银行、投资公司、证券交易所、股东等。这类公众对企业的收购具有重大影响 ,因为他们的实力非常强大。

### 3. 大众传播媒介

主要指广播、电视、电台、报刊等传播媒介。这些团体对企业的收购具有重要作用 ,能沟通信息渠道 ,反映收购动态 ,传递收购信息 ,也使企业收购经纪人、专家、咨询机构、银行、投资公司能够掌握收购动态。

### 4. 政府

指有关的政府部门。收购企业的主管部门在制定收购计划时 ,必须充分考虑政府的发展政策和目标。企业须向证监会、法律咨询机构或资产评估事务所咨询有关收购信息 ,以便在收购中正确处理与政府的矛盾 ,按市场规则进行收购。

### 5. 目标公司员工

因收购直接影响到职工的工作安排 ,善后处理、劳保、医疗、住房等问题若处理不善 ,容易造成人心浮动 ,降低生产效率。

### 6. 目标公司股东

收购要约主要是针对这些人士发出 ,开列的条件需满足其利益 ,做好说服、解释 ,使之能接受收购条件 ,使收购得以成功。

### 7. 目标公司的相关厂商

这是指与目标公司订有合同或保持供销关系的供应商和推销商、目标公司的协作单位、债权人等 ,对这些公众的公关活动有利于收购后的整合发展。

## 第二节 谈判技巧

在公司收购过程中与目标公司前几名的大股东、董事会进行谈判,达成秘密支持或交易,是取得控制权的前提。这里交易价格的形成和确立都是双方不断地磋商的结果,谈判技巧十分重要。为参加这种谈判,收购方常常必须有一个由专业人员组成的谈判小组,通过不断的谈判方能达到目的。

### 一、谈判价格

一般来说,公司购并协商谈判主要内容在于成交价格的协商。公司收购价格的协商同一般买卖的价格协商相类似,若卖方先开价,买方必须充分了解目标公司后再还价,否则在卖方刻意出高价的情况下,即使杀了价成交,仍可能支付过高的价格。

为了使双方明确谈判的要点,可以通过经纪人、银行、会计师、律师等中介机构,为本次收购确定谈判目标及其上下限。买方在对目标公司进行价值估算时,可依各种不同计算方法从而订出一个价值范围。例如运用短期收益折现法时,常以不同的营运绩效及不同折现率,算出不同的价值,从而形成一个价值的范围。依此价值范围结合其他因素,买方可以定出其所能接受的最低水准,即买方所愿意出的最高价,超过此价格便不谈了,所以又称为“走开价格”(Walk Away Price)。

在价格协商中,卖方常不会表示出其最低可接受的价格下限,而买方亦不会贸然讲出真正的上限,而常将之说得较低。这是双方的底牌。但是买方若将上限讲得很低,而使卖方没有继续谈的愿望,以后若主动提高则其地位就会在谈判中被削弱。当卖方出价超过买方上限时,买方可能以为卖方无法找到出更高价格的其他买主,而欲等待卖方调低价格;不过,卖方也可能不急于出售而根本不会调低,而是等其他出得起的买主。在这种情况下,买方也许以为不急着收购而宁可等下去,坚持不超过上限出价。此种因买卖双方急迫与否的态势便无形中构成谈判力量的大小。

在买方制定价格上限的收购决策里,买方常将其与自行创设时的情况作比较,自创亦可估算出投资金额,此亦可称之为“重置价格”(Replacement Price),可作为价格上限。但是自创可能须等一段时间才能开始营建,而且创设期间存在的很多不确定性与风险,很难事先确定,也很难量化,因此千万不可将自创的成本估计过低。

公司股票收购价格往往高于公司净值,此项差异主要是买方提供给卖方出让控制权的报偿,唯有此项差额的存在,才能激励卖方转移其股份。但是除了控制权因素外,买方通常在收购前对收购对象的了解非常有限,而存在相当大的风险,因此,买方对未来预期的获利必大于提供给卖方的此项“报偿”,才会乐于承担此项风险。

买方愿以较大的“报偿”作为价格上限,往往是着眼于买方接手后未来营运可产生的更大的获利能力。因此这样将使该项购并对象在接手经营后的获利,必须比原卖方自己继续经营获利还佳,或者假如卖方对未来获利“看淡”而有意转移经营重心到其他产业,或者若继续经营

不赚反而亏损,则其自然愿以少许“报偿”加上现有资产价值出售,甚至无“报偿”出售。此时,对买方而言,必然是一拍即合,甚至不必多花時間を进行财务评估,即可成交。

基本上综效是一种控制价值,唯有取得控制权方易产生综效。但是控制的价值并非只是为了综效,例如为了不让竞争者购到,往往以高出好几倍的价格予以收购。有时买方为了利用目标公司所拥有的专利权或特营权,除了收购之外又没有其他方法可获得此项权利,则买方可能不得不以高价忍痛买入,这也是在实现一项控制价值。

## 二、影响谈判力量的因素

在收购协商后能否达成成交价格,主要取决于收购者与被收购者双方的谈判力量。因而若收购者精于谈判手法,且能掌握卖方状况,善用本身优势,又能把握时间要素,则常可以较低的价格成交。总之,公司价值是一回事,成交价格又是另一回事,双方所能达成的合意价格,受双方谈判态势影响最大。

无论是零和(即你赢我输)还是非零和(双赢)谈判,买方总会想多分一杯羹,欲达此目的则须提高买方的“力量基础”(Power Base)与“力量总额”(Power Amount)。前者如买方的谈判阵容,包括著名权威的产业专家、会计师、律师、环保专家、估价师等,借以提高与加强自己的专家力量。后者如增强买卖双方的依赖关系、买方掌握卖方所需关键资源、提高买方的转换成本等。

在实际谈判中,为何买与为何卖,及哪方急于买或卖均能反映出双方的谈判力量。为加强买方力量基础,买方也可采用结盟(Coalition)方式。当然谈判力量的形成,包括很多方面。例如,本身实力、情报掌握的充分程度,如卖方同时与数家潜在买方洽谈,会造成有意购买者的时间压力,从而在收购协商中居下风。

此外,外在环境因素(如所处时间的不同)会影响公司股票的市场价格,经济波动会使公司未来营运绩效变好(或变差),因此随时间变动而产生的外在环境的好坏也会影响买卖双方在价格协商中的谈判力量。在协商期间,若整个产业或整个经营环境变坏,而使经营效益不佳时,卖方即会考虑降低价格,因而也许会使双方原先的价格差距接近而成交;反过来,在协商过程中,若产业或经营环境趋向好转,而使目标公司经营状况转好,卖方就会不急于出售,除非买方将价格提高到促使其出手的程度。

如果目标公司是上市公司,则时间因素对目标公司的股票市场价格的影响会更大,因为任何外界环境的细小变化都会对股价造成巨大影响。例如,1990年4月我国台湾省一家石油公司与美国哈芬顿公司(Huffington Co.)签约,以5.3亿美元价格收购美方全部股权,并于5月22日完成股份交割。契约上协议净流动资产先依2500万美元计算,待双方会计师进一步估算,再多退少补。后来台方公司所委请的安德森(AA)会计师事务所估价只有425万美元,而哈芬顿委请的KPMG会计师事务所估价为3221万美元,因此台方可依约要求美方退还2000万美元。在此情况下,应可依约委请第三家会计师事务所裁决,但美方却直接控诉台方故意在投标时,提出高于其他竞争买主的价格,再试图减低交易价格,而以台方欺骗、引诱出售股权为由提出诉讼。事后根据有关内行人推测,可能因为中东危机后油价大涨,公司价值上涨一倍以上,美方因而企图取消合约,再以更高价格卖出。此案件旨在说明时间变化对双方所持谈判力量常有很大影响,若能适时利用,即可在谈判中占优势。

### 三、谈判技巧

谈判不但需要力量,同时需要技巧。成功的谈判往往是双方完美的结合。谈判技巧的运用往往与个性有很大关系,对谈判对手个性及其可能采用的谈判技巧的掌握,是成功的谈判不可或缺的因素。同时在公司购并的谈判中,不应过多顾及眼前的利害关系,需以企业发展为远景,以利长期合作。同时要尊重谈判对手,尽可能以坦诚来获取对方信任,避免两败俱伤,事实上做生意与交朋友是一样的道理,把自己变成对方的朋友,合作就成功一半。采取利益式谈判战术,提供我方控制而对方所需要的东西、条件。建设性讨论时,多用开放型问句,勿让对方只能回答是或不是,适时提出建议,注意对方反应并确认彼此是否了解对方谈话内容,以避免无谓的误会。不要只提问题,必须同时提出解决办法,而提出建设性建议时要信心十足。面对纠纷谈判或谈判不和谐的情况,必须把握不正面冲突的原则,不要因私人间的不愉快而影响公司间的合作关系。

在实际谈判中,双方对价格的协商通常既包括支付给股东价格的协商,又包括有关收购条件的协商。从严格意义上说,收购条件亦应视为价格的一部分。

在收购协商谈判陷入僵局时,为促成交易的完成,买方在价格上或某些条件上的让步是必需的。在美国,买方以本身的股票甚至只有股票的优先认股权,作为买价的一部分也许会使卖方又回到谈判桌旁。

在价格协商上买方若提出低价,应事先准备好出低价的理由,才不会被误以为没有诚意、不懂行情,甚至欺人太甚。但是相对地卖方若欲要求提高价格,也应在某些方面作出让步,尤其是要求对方在合约上增列更多保护条款或较有利的付款方式时。例如要求部分价款存在某账户,用以偿还可能的欠税等或有负债及一定比例以上收不回的应收账款。因此,成交价格可能高于买方原来制定的价格上限,但卖方必须在其他条件上作相对的让步。

实际上买卖双方在协商收购交易时,买方争取的不仅是尽可能低价,而且还包括有利付款条件及交易上的诸多保护。相对地卖方除了争取最高价格外也包括最低所得税负的交易方式,及避免承诺履行不利于卖方的交易条件。

例如,买方可要求在契约上写明,收购后若发现与卖方揭露事项不符,买方可要求赔偿,但卖方对此常要求有时间上的限制,如1年内负责赔偿,但买方也许要求更长时间。卖方更会要求赔偿不得超过某一金额。不过买方担心届时即使索赔也拿不到钱,则可要求价款一部分寄放在第三者手中。

通常,减轻买方税负也是买方常要求的条件之一。例如,在美国收购公司股权时,应尽量将支付的价金以可以归属当年费用科目处理,如以顾问费、保证不予竞业的费用名义列账。保证不予竞业(Covenants to Competition)的费用在美国可被税捐机关承认列为费用分年摊销,因此要另外签订“不竞争契约”(Noncompetition Agreements),以防卖方在某一范围内经营竞争性业务。支付此契约的款项,在税法上是买方可扣除的支出费用,因此原来定好的价格分成两部分,一部分为收购价款,一部分为该权利的费用。

事实上目标公司若是亏损公司,卖方过去的亏损,可因在未来抵减收益而节省应交税负。因此此项节省的税负可当作一种价值,另外加在原已计算出的价值上。这是卖方在价格谈判上可争取加价的理由,但是买方是否接受则是谈判力量的问题了。

此外在公司收购的协商中,买方常须帮助卖方解决接收后的问题,才能使交易尽快成交。例如原目标公司员工的留任问题、卖方的税负问题等。因此买方在协议条款中须同意卖方人员全部留下,并且价款可以分期支付以减轻税负,且以后利润达到何种程度、支付价格须提高等条件。又如买方收购目标公司七成股权,以使卖方内部人员不觉得被原雇主所遗弃而安心工作。不过,原来经营者常常以工作权的保障及自主权的维持为由,来作为价格谈判的条件。如日本松下公司收购美国米高梅公司中,美国由原先主张的每股 85 美元~90 美元,让步到接近松下所希望的每股 66 美元,即因松下承诺完全保持米高梅原有经营阵容不变。

### 四、谈判中其他注意事项

在实际的协商谈判中,还有其他应注意的事项,如在还未进行价格协商前,买方必然要求对目标公司作一番详细的审查。但对卖方而言,进行详尽的审查不免有泄露公司经营秘密之虑。因此常要求买方签下契约,声明若不予收购,则几年内不准经营与目标公司相同的业务。在此严苛的限制条件下买方一般不会答应。但是若卖方急欲出售,在要求不被接受的情况下,通常也不会坚持。不过为防范其他不利情况的发生,卖方可要求买方签下“不可挖墙角”的规定,买方虽可答应,但应要求在条款上说明,若是目标公司内部人员自愿跳槽则不在此限。当然这里的自愿与否在具体情况下并不好界定,因而很难把握住。

## 第三节 投标技巧

有些收购是通过竞标在产权交易市场完成的。企业收购中的竞标是指在一定期限内,目标公司自行或委托产权交易机构、新闻传播机构向社会发布招标信息,征求投标者投标的行为,收购方可通过投标在竞标中获得目标公司产权。

### 一、竞标的过程

竞标与协议交易相比,更公开、更有竞争性,容易使双方都获得满意的结果,其过程如下。

#### 1. 评估

目标公司进行资产评估,提交资产评估报告。

#### 2. 招标

目标公司通过中介机构,发布招标信息,其内容一般包括:企业概况、企业资产经营状况、财务状况、购并形式、购并要求与招标条件。

#### 3. 投标

投标方根据招标信息填写投标书,将投标书正本送交招标方,副本留存,另一份交购并市场管理机构。招标与投标工作既可由购并方主持,也可由被购并方主持,无论由哪一方主持招标工作,均须给予投标方以平等机会,进行公平竞争。投标方可以是各种企业、合伙人或个人,不受任何组织与个人干涉。

### 4. 中标

投标方案汇集到招标部门后,招标方对各种方案进行认真比较、分析、论证,选择部分优秀的投标者进行中标测试,内容是关于投标方案的论证与分析,可采取公开答辩或洽谈等形式。根据测试结果,选择最佳方案宣布中标者,确定成交价。

### 5. 签约

### 6. 审批

正式的购并协议书报有关部门审查,并经过公证处公证。

### 7. 办理变更手续

### 8. 进行产权交接

### 9. 发布收购公告

## 二、竞标中可采取的策略

由于竞标中容易形成竞争性叫价,最终价格的形成不仅受资产本身的价值限制,还要受到资产供需关系等市场因素的左右,因而竞标对成交价格影响较大,收购方对竞标可采取以下策略。

(1) 争先对发标的目标公司进行仔细考察,通过各种渠道收集信息,从而确定其出售动机及真实价值。

(2) 了解潜在竞争者的动机、意图。

(3) 根据目标公司与自己公司的战略协同度,根据竞价的激烈程度确定出价。

(4) 了解政府管理层的政策、产业规划、法律规定,作出有利于国有资产保值、转移或增值的收购后规划,增加中标机会。

(5) 针对目标公司出售意图,详细规划收购后的整合发展、组织变化、人员留任等详细条目,尽量提供除价格外对目标公司股东的额外利益,例如“收购后土地增值利润双方平分”,并显示对收购后的管理胸有成竹,这样即使出价稍低,仍然有中标机会。

(6) 如能摸清竞争者的竞标内容,可在最后期限前投标。

## 第四节 收购后付款技巧

在公司买卖交易过程中,经过一系列的讨价还价,以双方合意的收购价格达成交易后,接着双方要协商具体的付款方式。付款是完成股权或资产转移的最后动作。一旦付款结清,主要的收购活动即告完成,后来的只是一些产权转移后需要双方处理的善后工作。

由于公司购并交易是一宗超大额买卖,动辄上千万,甚至上亿元,因此具体的收款方式因交易性质及买方实力的不同而会多种多样。在目前国外公司购并业务中,主要有现金、换股、卖方融资等付款形式。

### 一、现金支付

同一般买卖交易一样,现金的支付当然是最迅速而清楚的支付方式。由于现金具有最强的流动性,因而对卖方而言,特别是那些因举债过多而被迫出售的公司,即时可获取马上能派上用场的流动资金,无疑是比较受欢迎的付款方式。

但是由于收购公司是大宗交易,现金支付对买方而言,则是一项巨大的即时现金负担,正常情况下买方能否拿出那么多现金是很成问题的。同时根据国外税法规定,对卖方而言一次接收那么多现金,其相应要负担的所得税负亦大增,因此对于巨额收购交易,一般现金支付的比率都较低。

### 二、换股支付

换股是公司合并的基本特色,但收购者若将本身股票当作价款付给目标公司股东,即是一种换股作业。在美国公司可直接发行新股用以向对方公司股东购买股票。

在换股付款中,卖方必然要考虑买方股票本身目前市价与未来可能的变化,以及各种长期性的税负问题。收购者若是业绩优良的上市公司,对卖方来说其股票反比现金更受欢迎,而且现金必须在当年度申报所得税额,而若以股票支付,卖方只有将来出售此种股票时,才需对其收入加以课税,这样来说换股支付对卖方较为有利。

因此在决定是否以换股方式付款时,双方对收购者的股票价值是否有一致估价是至关重要的问题。在估算上,卖方要考虑收购者用于换股的股票是发行的新股,则一定会认识到这样会稀释该公司现有股票的每股盈余,致使股价下跌,而且还要考虑到,在完成交易后所取得的买方公司股票,其价值是否会急剧下降。这些令卖方疑虑的问题有赖于收购者给予对方相当大的信心才能解决并完成交易。

若发行无表决的优先股来支付价款,此种股票在股利方面享有优先权,但对买方而言不会失去控制权。而且不像公司债那样,不管有无盈利均应照付利息。但就税负观点而言,公司债利息可当作税前费用,用以抵减所得,所以比特别优先股要好一些。

另外,支付工具也可包括类似股票的“认股权证”,但其前提是买方须是股票上市公司,因为只有上市公司才有资格在股票发行前先发行“认股权证”。认股权证保证其持有人在某一期间内,有权随时以某一价格购得发行公司的股票。

不管收购与合并,卖方或被合并公司股东所取得的股票的市价也可能低于票面价值。不过这并不妨碍交易的完成,因为卖方所在意的是在此交易中是否取得比其他出价者更高的价钱,或者是否比再等其他的潜在买方去筹资的时间能更快取得资金。

### 三、卖方融资支付

#### 1. 卖方融资的含义

所谓“卖方融资”(Seller Financing)支付意指收购方暂不全部偿付价款,而是承诺在未来一定时期内分期分批偿还价款给卖方的支付方式。此种付款方式,常用于目标公司获利不佳、

卖方急于脱手的情况下,这是有利于收购者的支付方式。

例如美国华纳传播公司(Warner Communications)欲将其亏损的阿泰利电脑公司(Atari)出售时,康摩度尔国际公司(Commodore International)即以未来偿还价款的保证,购买阿泰利全部股权。华纳公司之所以愿意这样做,其主要原因在于华纳对收购方的拯救阿泰利的计划非常有信心,而愿意以应付票据方式达成交易,且不要求前几年马上付清本金,使阿泰利在新业主经营下的前几年现金压力大为减轻。由此可见,收购者须有极佳的事业经营计划,才易取得卖方融资。

### 2. 卖方融资支付的优点

在美国,以卖方融资支付价款对卖方还享有税负延后的好处,因为价款分期支付而使税负也分段支付,而且还可获取较高利息。不过在实际运用时,这种付款方式只限于为数很少,且股权相对集中的股东所拥有的公司。若卖方股东分散,就可能无法以商业票据方式来分期支付。

另外,在收购一些以某些个人的特殊技艺或管理才能为特性的公司时,应特别注意,由于人才是会流动的,因而风险极大,因此在具体价款支付上要有特别条款予以保障。如若原所有者与经营者为同一人,收购后仍保留为经营者,则可要求在交易完成时,还要有部分价格未确定,须视未来被收购公司的绩效目标的完成情况而定。例如,如果被收购公司在收购后两年内,每年盈余增长率为10%,再依约支付其他金额。

此外,买方可要求分期付款,且支付价格各按照其业绩的某比率支付,此种措施有助于拉近双方在收购价格认定上的差距,可使卖方在刚收购时,努力保持公司的正常运作,以证明公司的价值,而收购者也可保护自己,以免业绩在收购后急速滑落。买卖双方还可商定价格的一半付现金,另一半须视未来某时点的业绩而定,若未达到目标,则不予付清余款,且其债务亦不予负责。或者另一半由卖方融资,甚至数年后卖方可要求部分债权换回股权。

上述根据目标公司在收购后某期间的绩效而确定支付价款的收购方式,一般是由于原所有者仍为收购后的经营者,且签订某期间不离开的雇佣合约,假如业绩不佳,卖方只能以低价出售股权,此种方式不仅使买方没有即时的资金负担,又降低了未来收购后经营绩效不佳的风险。同时,上述付款方式也可规定第一次交割时是支付有形资产的价款,无形资产则依未来获利状况来决定价值,也许延迟3年~5年再按无形资产的真实价值付款。

总之,根据未来目标公司绩效而支付部分价款的方式,买方可减轻收购当时的现金负担,也可免除很多保证措施等分期支付的好处,又可建立奖励措施。但是此种依绩效而定价的方式,若支付期间过短,则在收购后,卖方可能只为短期利益而不顾长期利益(如过度使用机器设备、不注意保养维修等),致使以后支出大增,影响今后正常生产和效益,这也是收购者在签约时应考虑的问题。

可见收购付款是一门学问,如何确定一种有利于收购方又使双方均能接受的付款方式是一种极有技巧的实务操作,因为如果只要有一方认为不能增加财富,就不可能达成收购协议。对收购企业来说,只有从长期看,通过收购能够增加普通股每一股的盈利,才愿意进行这种收购,对目标公司来说,只有当收购时它得到的现金或证券价值超过它现在的企业时,才愿意被收购。

## 第十一章 公司的跨国兼并收购

### 第一节 直接投资和跨国兼并收购的活跃

#### 一、国际贸易、间接投资与直接投资

资本在国际范围内的运动形式,首先是商品资本的运动,即国际间的贸易往来,它是资本要求突破国界的限制最先出现的形式,也是迄今为止资本国际运动的一个重要的或基本的形式;其次是货币资本输出,即借贷资本和股票、证券交易活动等在国际范围内的间接投资。货币资本输出的主体,是拥有大量过剩资本的发达国家,输出主要方式是借贷资本和股票、证券买卖的间接投资。因为这种输出方式一般不涉及企业的经营管理和控制权,输出方对输入方商业经营活动的参与性不强,故称为间接投资。到目前为止,资本在国际范围内运动的最高形式是直接投资。顾名思义,对外直接投资是将货币资本或实物资本直接投到本国以外的国家或地区的生产领域中,这种投资一般包括三种形式:①创办新企业(独资子公司、分支机构、附属公司、合资企业等);②通过购买外国企业的股票并达到一定比例以拥有实际控制权;③以投资利润进行再投资。

根据日本学者小岛的观点,间接投资与直接投资的主要区别在于,直接投资不是简单的资本流动,而是包括资本、技术、经营知识的总体转移。其核心不是货币资本的流动,而主要是随着生产要素单方面转移而发生的员工技术培训、经营管理和市场营销等技能的转移。而在这种转移过程中,只有先进的技术和经营管理才是利润源泉。

当一个企业试图介入国际经济活动时,它面临着包括间接投资和直接投资在内的多种多样的选择。具体而言,选择何种方式,受到多种因素的制约。但是,在第二次世界大战以后,随着世界经济形势迅猛发展,国际间直接投资增长很快,已成为一个引人注目的发展趋势。

#### 二、跨国兼并收购的迅速发展

作为一种对外直接投资的形式,企业的跨国兼并收购在近 20 年中获得了较大的发展。例

如在美国,1973年以前这类事件很少,甚至美国商务部( THE U. S DEPARTMENT OF COMMERCE )几乎没有系统地收集过这方面的资料。以1968年为例,全美国共发生了4462起兼并与收购事件,但涉及国外公司收购美国公司的仅有16件。

如下的统计数据,提供了1972年至1988年外国和美国购买者兼并收购事件的数量和金额。

成交数量				成交总金额(10亿美元)		
年	总数量	外国购买数	美国购买数	总金额	外国购买额	美国购买额
1972	4 801	88	531	16.7	NA	NA
1973	4 040	143	323	16.7	NA	NA
1974	2 861	173	257	12.5	NA	NA
1975	2 297	184	178	11.8	1.6	0.4
1976	2 276	178	126	20.0	2.4	0.9
1977	2 224	162	112	21.9	3.1	1.0
1978	2 106	199	98	34.2	6.3	0.7
1979	2 128	236	119	43.5	5.8	1.5
1980	1 889	187	102	44.3	7.1	3.8
1981	2 395	234	101	82.6	18.8	1.1
1982	2 346	154	121	53.7	5.1	0.8
1983	2 533	125	146	73.1	5.9	2.5
1984	2 543	151	147	122.2	15.1	2.6
1985	3 001	197	175	179.8	10.9	1.4
1986	3 336	264	180	173.1	24.5	5.2
1987	2 032	220	142	163.7	40.4	11.0
1988	2 258	307	151	246.9	55.5	14.5

(来源《跨国公司与中国企业国际化》)

在1979年,外国公司的收购量占总收购数量的10%(2128起中的236起),在1988年,美国兼并收购事件为2258起,其中外国公司收购有307起,其交易额超过550亿美元(这只是可以查到的数字,另有40%的收购事件交易额属保密而无法查到,但可以由此估算实际的交易额将大大超出550亿美元)。另一方面,在1972年,美国企业收购外国企业有531起(当年发生收购的企业数量是4801起)到1986年,美国企业收购的外国企业为180家,其中34%的交易金额有据可查为52亿美元。下表列出的是1980年至1988年美国历史上前100起最大

## 公司购并

的收购与兼并案中涉及外国收购者的 20 起统计。

名次	年	买家	卖家	金额
6	1987	British Petroleum United Kingdom	Standard Oil Ohio	7.8
8	1988	Campeau Canada	Federated Department Stores	6.5
11	1988	Crاند Metropolitan United Kingdom	Pillsbury	5.6
13	1984	Royal Dutch Shell Netherlands	Shell Oil	5.5
15	1988	B. A. T. Ind. United Kingdom	Farmers Group	5.2
22	1981	Elf Acquitaine France	Texasgulf	4.3
37	1987	Campeau Canada	Allied Stores	3.2
38	1986	Unilever Netherlands	Chesebrough - Pond 's	3.1
40	1988	News Ltd. Australia	Triangle Publications	3.0
41	1984	Nestle Switzerland	Carnation	2.9
42	1986	Hoechst West Germany	Celanese	2.9
43	1988	Bridgestone Japan	Firestone Tire	2.8
47	1981	Seagram Co. Canada	Conoco	2.6
51	1981	Kuwait Petroleum Corporation	Santa Fe International	2.5
58	1983	Broken Hill Prop. Australia	G. E.(Utah International)	2.4
61	1988	Maxwell Communications United Kingdom	MacMillan	2.3
65	1980	Sun Co. Inc	Seagram Ltd. Canada	2.3
69	1985	Olympia & York Dev. Canada	Chevron	2.0
70	1987	Sony Japan	CBS(CBS Records)	2.0
89	1988	Private group United Kingdom	Koppers	1.7

那么,如何解释近二十年来方兴未艾的企业跨国兼并收购呢?我们有必要了解一些著名的对外直接投资理论,以更好地理解国际背景下兼并收购飞速发展的原因。

## 第二节 跨国公司理论简介

二次世界大战以后,西方国家跨国公司(Multinational Enterprise——MNE)对外直接投资的迅速发展引起了西方经济学家的普遍关注。专家们从各个不同的方面和不同的角度加以研究、讨论跨国公司对外直接投资的动因,继而形成了有关直接投资的理论,分别从不同侧面解释了一个企业为什么要到海外去新建或收购企业,而不采用出口贸易或许可证的形式。下面我们简介几种主要的理论。

### 一、垄断优势理论

该理论最初由美国学者海默(Stephen Hymer)创立并经他的导师金德尔伯格加以完善。海默首次提出,研究对外直接投资,应该从“不完全竞争”出发。“纯粹”正统的厂商理论假定,市场是在完全竞争状态下,企业生产同类产品、有获得所有生产要素的平等机会(支付相同价格可买到相同质量和数量的产品),在这种情况下单个企业无法左右市场,没有特殊优势,也就

不会产生直接对外投资。因为这样做它得不到特殊的好处。因此,对外直接投资是市场不完全性的产物。只有存在着市场不完全性,跨国企业才可能在国内获得垄断优势,并通过国外生产加以利用。市场的不完全可表现在四个方面:

(1)商品市场。包括产品差别、商标、销售技术、价格操纵等。例如,可口可乐公司的商标就是它单独享有的优势,其它生产可乐的厂商就无法拥有这个商标。因此,虽然都是生产可乐的厂家,但由于产品的品牌和商标不同,即使它们的口味完全一样,可能仍有不少消费者只买可口可乐公司生产的产品。

(2)生产要素市场。如特殊的管理技能、融资能力的差异以及技术是否得到专利的保护。如生产同样一种产品,一家资金实力雄厚的老牌公司无疑会比一家名不见经传的小公司更容易在资本市场上筹集到资金。

(3)内部或外部规模经济。利用国际专业化生产可以避免本国和东道国对规模经济的限制,从而取得内部规模经济的优势,同时利用外部规模经济导致纵向一体化,取得外部规模经济的优势。这样,就限制了竞争者的介入。

(4)政府有关税收、关税、利率、汇率差政策,也会造成市场的不完全性。如我国对三资企业的各种优惠政策使许多实力与三资企业相仿的企业在竞争上处于劣势,造成这些三资企业具有某种垄断优势。

正因为某一企业在某种经营活动中拥有其他国家的企业所不具备的优势,它才能够从事国际化生产。

具体而言,跨国企业的优势来源反映在以下几个方面:

第一,技术优势。包括技术、信息、知识、无形资产等。许多研究人员指出,对企业来说,知识具有公共产品的特征(公共产品指任何人都可无代价得到的产品,在这里仅指企业内部的公共产品。)企业一旦取得了某种专门知识,它的子公司就可在不增加母公司成本的条件下来利用这些知识,包括研究与开发成果、市场知识、获得较低价格的投入等。而对于那些与之竞争的当地企业来说,它们要得到这些知识,就得承担全部成本。因此,如果没有该专门知识的其他潜在购买者或跨国企业通过把知识保持在本企业内能够赚取更高的利益,跨国企业很可能到国外直接投资运用该技术进行生产。

还有一点要指出,不能轻易地把产品特异化知识同企业的生产工艺或市场活动割裂开来。由于有关产品特异化的信息不可能脱离企业和它的管理而独立转移。因此,发放许可证并不可行。更一般地说,知识优势在同一企业内跨国界转移较为容易,但在不同企业(无论是同一国家还是不同国家)之间转移就不太容易。

第二,工业组织。跨国企业优势的另一个来源是寡占市场结构和行为。它同上述技术优势密切相关。因为,首先在研究与开发成本日益增加、研究与开发工作存在规模经济的条件下,规模大小对成功的发明创造具有重要作用。其次,假如要防止技术秘密流入竞争对手并被有效地使用,就要求有一定程度的垄断。而且,由于在国际上取得和保护专利的成本高,故大企业是最受专利制度保护的。所有这些说明,企业规模越大,并在某一行业中成为寡头垄断(即几个大企业瓜分某一产品的生产和销售市场的绝大部分),则它通过对外直接投资的可能性越大,尤其是存在对外贸易壁垒、现有规模经济已达到顶点、本国市场受到反托拉斯条款的制约时,在海外市场利用规模经济就更恰当了。

第三,管理和创业能力。这不仅指企业拥有这种促进跨国化的卓越才能,而且也出于它的

管理能力在该企业发展的某些阶段上未被充分利用。例如,企业经营规模在没有达可一定程度以前,那些高度专门化的管理人员的劳务就不能被充分利用,而进入国外市场或扩展其国外市场规模,就可以进一步利用管理资源。

第四,资金和货币。包括:

(1) 通货变动的影响。跨国企业通常可以获得比东道国企业更高的收益率,是因为资本出口国的通货相对坚挺,存在一个通货溢价。如假定一家美国跨国企业在英国从事经营活动,且假定美元相对坚挺,人们偏好美元,那么美国在英国的子公司所承担的实际借款利息就会比英国当地企业低。

(2) 廉价资本。公司的资金实力和它已确立的信用等级,能使其国外的子公司能在当地资本市场筹资时获得较优惠的条件,并且,某些发达国家的货币市场(如欧洲货币市场)不向当地竞争对手开放。

第五,获得特殊原材料的特权。

但是,垄断优势论还不能充分说明企业为什么要采用对外直接投资而非出口或许可证的方式,而内部化理论对这一点恰好作了补充说明。

## 二、内部化理论

内部化理论是罗纳德·科斯关于市场交易成本观点在跨国公司理论中的运用。该理论认为,中间产品包括知识、信息、管理专长等的市场是不完全的,由于存在这种市场缺陷(Market Imperfection),企业之间通过市场发生买卖关系就可能出现时滞和较高的交易费用,这就不能保证企业获利。因此,将中间产品市场在一个厂商中内部化,即将市场上的买卖关系纳入企业内部生产活动中去,就可避免时滞、讨价还价、购买者的不确定性并将政府干预的影响降低到最低限度。

可以举例说明。如美国胜家缝纫机公司首次在苏格兰的投资,虽然该公司生产了高质量的缝纫机,但要发挥其特殊优势,还得配有与机器相关的服务。该公司需提供如何使用机器的指导者、示范者和信用贷款,以便当地一般的家庭主妇都能购买和使用缝纫机。因为胜家公司在美国已有过发放许可证效果不佳的经验,所以该公司不仅在国内市场扩张时趋向建立拥有全部股权的销售网点,而且在向外国扩张时也采取直接投资经营的方式。后来其他美国企业也采用了同样的方法。如柯达公司在国外有加工子公司,海因茨公司在国外有销售网。同样人们也可以理解用许可证方法可以建立一个新的钢铁厂而不能建立一家计算机公司,因为适应顾客要求的售后服务和软件是计算机产品营销的重要组成部分,单靠发放许可证却做不到这一点。而象肯德基炸鸡、假日旅馆和麦克唐纳快餐等,趋向于接受申请领取许可证者在国外从事经营活动,因为它们可以详细规定后作各方的责任和义务,并达成彼此同意的价格。

内部化不可避免地也要付出成本,如需要增加计算和控制信息的成本,增加通讯成本,以及东道国厌恶跨国企业所带来的负面影响,因而也要把政治歧视的成本考虑进去。因此,从企业内部化所得到的净利益看,内部化进程所得到的优势必须抵消并且要大于这些成本。

### 三、区位理论

企业拥有某种优势并不能单独说明为什么直接投资优于出口。企业拥有某些特殊优势,可以不向外直接投资,而只是在本国生产,然后通过出口赚取利润。区位理论解释了一个企业为什么会不辞劳苦,并承担风险到国外去从事制造经营活动。区位因素在对外直接投资中的作用表现为:

(1)劳动成本。国际劳动力市场被切割,如妨碍各国之间劳动力流动的移民管制,导致实际工资成本的差别。特别是当技术已是标准化时,那些纵向一体化的企业把某些装配活动转移到发展中国家就成为可行的选择。如某些发达国家企业把电子元件的装配工序安置到韩国、新加坡、香港、台湾等地,其目标就是使总生产成本最小。

(2)贸易壁垒。当东道国有贸易壁垒时,如二战后欧共体的建立,它在内部减免关税,对外则有关税壁垒,这就刺激外国企业到东道国内开设生产厂家进行经营活动。

(3)市场购销因素。东道国市场规模、市场增长、发展阶段及当地竞争程度都影响直接投资决策。如果东道国市场规模较小,在那里投资设厂就不可能达到规模经济,则采取出口或发放许可证方式也许更为可行。如果东道国市场规模较大,并有较高的增长潜力,则在当地直接设立规模较大的生产厂家就较为可行。

除了上面简单介绍垄断优势理论、内部化理论、区位理论,还有所谓产品周期理论,它把一种产品的生命周期划分为“崭新”阶段、“成熟”阶段、“标准化”阶段,解释了一些发达国家把一些处于“成熟”或“标准化”阶段的产品移往海外发展中国家生产的事实。

### 第三节 跨国兼并收购动因分析

跨国兼并收购和单纯的国内兼并收购动机相似,但在下列方面有特殊的表现:

(1)增长。①达到长期性的战略目标;②寻求饱和的国内市场以外的增长;③对外扩展市场和已有的国内市场份额保护;④有效的全球竞争需要规模经济。

(2)技术。①充分利用已有的技术优势;②获得所需要的技术优势。

(3)产品优势和产品的多样化。

(4)政府政策。①绕过保护性的关税、配额等;②减少出口依赖性。

(5)汇率。①受国内国际兼并的相对成本影响;②受返还利润额的影响。

(6)政治和经济局势的稳定性。

(7)劳动力成本和劳动生产率。

(8)追随客户(特别对银行业方面而言)。

(9)分散经营。①通过生产流水线;②地理位置上的差别;③降低系统风险。

(10)资源短缺国获得稳定的资源供给。

下面我们具体来讨论这些动机。

### 一、增长

增长可能是跨国兼并收购最重要的动机,增长关系到任何企业的生死存亡,兼并收购可以达到即时增长,而国际兼并收购又为这些即时增长提供了一个全新的领域。研究表明,目标市场的规模是决定跨国兼并收购的决定因素。投资者注重的是即时而非潜在的将来的增长。目标市场的增长速度对外来投资有什么影响,激发企业为经济增长而进行跨国兼并收购的因素有以下几点:

(1)国内经济增长缓慢情况下,盈利企业在满足其国内投资需求前提下,为资金寻找出路。这样,在其它条件相同的情况下,将剩余资金投向经济增长较快的国家比经济增长缓慢的国内更有意义。

(2)母公司的国内市场可能已饱和,或者国内经济规模、市场规模太小而不能适应该公司的高速增长,如荷兰皇家壳牌石油公司(ROYAL DUTCH SHELL)和尤利勒弗公司(U-NILEVER OF THE NETTERLANDS)销售额的大部分及公司的增长来源于国外市场。

(3)由于规模经济,国内市场的主导企业可能有低成本优势,海外扩张有可能使中等规模的企业达到必要的规模,从而提高竞争能力,虽然传统的日本企业不愿与外国企业合并,但近来却发生中等规模的日本企业与美国企业兼并的事件,因为这些日本企业把这种活动当作是一种扩大规模从而降低成本,以提高它与国内大企业竞争能力的一种手段。

(4)即使拥有最有效的管理和技术,市场的全球化仍要求能进行全球经营的企业必须达到某一绝对规模水平,而这一规模使企业能提高在全球范围内有效的竞争能力。

### 二、技术

技术因素从两方面影响跨国兼并收购:

(1)有技术优势的企业为充分发挥其技术优势而对外实施兼并收购;

(2)技术落后企业为加强它在同内国际上的竞争能力而收购海外有技术优势的企业。

一个可以接受的投资计划(即收购国外企业),收益现值一定会超过成本现值。如果目标企业的资产是正确定价,那么收益现值应等于成本现值。在净现值为正的情况下,兼并企业一定能以低于它的收益现值的价格买下目标企业(即目标企业的现值被低估),或者通过兼并后,超过它当时的水平,增加未来收益的能力。由于低估的情况并不经常发生,因此,兼并收购企业一般通过提高目标企业的未来收益能力,或者通过获得资源互补产生协调效应而获得收益。

在国内兼并收购中,当兼并企业的先进管理知识应用于目标企业时,经常会产生额外的收益。在国际兼并收购中,兼并企业会有一些一般管理方面的优势,如计划、控制、研究及发展等,但是专业的管理才能,如市场营销和劳资关系等,是与特定的环境相联系的,并且不易随环境的改变而改变。基于这种原因,我们可以解释为什么英国和加拿大是美国的主要兼并伙伴,他们有共同的语言与文化传统以及相似的商业实践。这些大大减少了相互兼并的障碍,使得这种特殊的优势更易转化。

另一方面,技术优势是一种无需很多文化载体便能转化且更容易被加以利用的优势。因此兼并方会谨慎地选择一个因技术落后而失去市场份额和市场价值的企业,通过对被兼并企

业注入技术,兼并方就能够在国际上提高其竞争能力和盈利能力。

还有一种兼并者虽然资金充裕但技术落后,它是试图通过兼并得到必需的技术以在国际舞台保持竞争者的地位。

### 三、产品优势和产品的多样化

一个在国内市场上以生产优质产品著名的企业在国外市场也同样被承认。如本世纪二十年代的美国汽车工业大量向欧洲出口汽车,当然那时这些国家的汽车工业才开始发展,后来虽有高额的外国关税,但是由于大规模生产的优势使美国的汽车价格低廉。这种状况后来发生了变化,首先是德国的大众汽车打入美国市场,接着日本的汽车又在美国市场引起强烈反响。紧接着,外国制造商在美国市场开展了自己的制造业。确实,外国产品和制造商的入侵可能会加剧东道国的市场竞争。现在,大多数美国主要产业都面临着国际竞争。在企业的垄断和寡占地位不复存在的情况下,企业的竞争已完全演变成价格竞争,低成本成为取胜的关键。此时,一家企业能寻到成本低的产品生产区位将在竞争中处于有利地位。于是,跨国公司选择劳动力成本低的发展中国家成为最佳生产区位,纷纷把需要大量劳动投入、对外部条件依赖较小、产品需求弹性高的标准化产品转移过去。

### 四、政府政策

政府政策、法规、关税和配额在很多方面影响跨国兼并收购。因为出口国会受到进口国为保护其国内产业而设置的关税及削减配额的影响,所以这种限制实际对跨国兼并起了刺激作用,特别是当市场保护气氛很浓时,如日本的巨额出口盈余,就导致了自身的出口被限制,这也成为其对外直接投资上升的一个因素。

政府政策的变化使兼并收购活动在不同的国家产生不同的吸引力。如加拿大政府为了减少外资对加拿大能源的所有权,在1981年颁布了有关政策,政策规定政府给予本国能源公司优惠政策,补贴其勘探与开发费用等,由此导致了美资及其他外资企业的竞争能力的下降,同时也降低了他们的盈利能力及市场价值。这一政策使得外资企业转向对加拿大能源公司的兼并,有人批评加拿大政府政策应对大量加拿大能源公司被外资收购负有直接责任。

### 五、汇率

汇率从许多方面影响跨国兼并收购。有限制的浮动汇率风险是多国公司经营的附加成本,本国货币与外国货币的相对强弱会影响兼并企业所支付的有效价格和融资成本、被兼并企业的生产成本以及返加母公司的利润。1987年日本兼并美国企业的市值达60亿美元,其中日元对美元的升值是形成这种兼并的原因之一,低廉的股价与美元相对于其他许多主要货币的贬值使美国资产比其它国家资产更有吸引力。

### 六、政治或经济局势的稳定性

政治经济局势的相对稳定是吸引外国购买者的重要因素。政治或经济不稳定可能会大大增加本来就有的比单纯的国内投资与兼并风险更大的对外投资风险。兼并企业必须考虑政府改组的频率、权力移交的平稳程度,以及一个管理层到另一个管理层的政府政策的差异程度,包括执政党之间的分歧,他们还须评价政府上下干预的相似性质(如一方面是补贴贷款担保,另一方面是完全没收财产)。基于政治稳定的考虑还有战争的危险,必要的经济因素包括较低的,至少是可预期的通货膨胀。工会作用的大小,汇率是否稳定也是经济考虑的一个方面。

### 七、劳动力成本和劳动生产率

稳定的劳资关系使投资的经济环境更具吸引力。因为劳动力状况影响生产成本,但劳动力成本与劳动生产率更应值得注意,美国劳工的高工资与低生产率一直被认为是美国吸引外资的一大障碍,然而1975年至1980年间,美元对外贬值实际上相对降低了美国的劳动力成本,刺激了外资对美国企业的兼并收购。管理制度也会影响劳动生产率。与被关闭的通用汽车公司的弗莱蒙特加利福尼亚分厂被日本丰田公司购并后,管理上的差异使旷工减少并且大大提高了劳动生产率。

### 八、追随客户

长期银行关系的重要性是银行业跨国兼并收购的一个主要因素。如果大量的银行客户转到国外,那么银行就有必要也向国外发展,海外投资的企业一般都希望同其长期合作的国内银行保持业务往来,如果外国银行没有为其客户服务的分支机构,那么它就会面临被更加方便的当地银行抢占业务的危险。

例如,有时候在美国经营的外国银行确实比美国银行有优势,特别是在跨州经营银行业务方面。它们被允许在多个州内设立分支机构,而美国银行不能跨州设立分支行。多年以后,它们的竞争领域变得更平等。在美国的外国银行业务的增长速度十分惊人。40年代初期,在美国的外国银行资产只有110亿美元,到1979年底达1684亿美元,贷款额从1972年的142.5亿美元增长到1979年的940亿美元,更加引人注意的是,1979年在美国经营的外国银行有59%是通过兼并方式进入美国的。有统计分析,在1981年至1985年间,银行与金融业是外国企业兼并美国公司的五大目标行业之一,占交易总数与交易总值的5%。

### 九、分散经营

跨国兼并收购不仅在地域上而且在生产线上为分散经营提供了多种可能性。但是,以生产多样化为目的的国际混合兼并比较少见。企业一般不愿冒既处于陌生环境又经营新产品的双重风险。因此,以纵向兼并方式实现产品多样化更具普遍性且日趋流行。由于各国经济并非完全相关,跨国兼并收购可降低仅依赖于一国国内经济状况而产生的收益风险。

## 十、资源供给

这是纵向兼并的一个重要动机,特别是对资源贫乏国的兼并企业而言,兼并是针对原材料进出口障碍而采取的先发制人的方式。但在战略原材料方面,这种方法是不适用的,因为许多国家都限制外来企业对该种资源的占有。

综上所述,跨国兼并收购会造成如国内兼并收购同样的影响,然而它们也带来独特的冲击和机会。当一家公司选择跨国兼并收购时,它显示了公司已得出这样的结论,即跨国兼并收购比其它达到目标的契约形式成本低、生产率高。横向兼并中,无形资产发挥重要作用。开发一项无形资产,如知识,正是由于该资产在公司内具有公众商品性质而引发兼并,而试图开发缺乏合并条件的无形资产需要签订复杂的合约、费用和认识的不完整性(特别是有关外国环境问题)都可能导致业主利益的浪费。同样的,纵向兼并公司也存在国内和国际水平上的中间产品的市场内部化问题。

影响跨国兼并收购甚于国内兼并收购的特殊因素是关税壁垒和汇率关系。在一个关税壁垒范围内操作是取得一个大市场竞争优势的唯一方式。汇率是一项重要的影响因素。坚挺的美元使美国产品在国外相对昂贵,但却降低了收购外国公司的成本,美元疲软则导致了相反情形,激励美国出口和外资对美国公司的收购。

虽然在国外环境中操作风险很大,但可能通过仔细计划或逐步进入外国市场的方式来降低风险。另外,由于外国经济不能与国内经济完全适应,所造成的整个公司的系统风险可通过国际分散化来降低。

生产市场上日益增强的竞争的全球化迅速蔓延至兼并收购市场的国际化。达到公司扩张目的的最好目标不再是国内公司而是外国公司。跨国的兼并收购活动的不断发展和将来继续发展,是一个既定的事实。

## 第四节 跨国兼并收购与创建的比较

跨国公司采用直接投资方式可有两种具体做法,这就是兼并收购和创建。此前,我们分别论述了企业国外直接投资和跨国兼并收购的动因。但在很多时候,要扩大海外生产规模或扩大市场,也可以通过到海外创建新企业的方式,并且它与兼并收购有时又可相互替代。下面,我们将对这两种对外直接投资方式加以比较。

### 一、跨国兼并收购较之创建的明显好处

#### 1. 进入时间

对制造业来讲,兼并收购可以省去建厂的时间,迅速获得现成的管理人员、技术人员和设备,并能有效的抓住市场机会。有关研究发现,绝大部分企业在兼并收购年份和兼并收购后重新开始生产的年份之间没有时间滞差。收购方可以迅速获得收益,缩短投资回收期。

然而,创建一家新企业进入的时间则要慢得多。筹建一家资本密集的工厂至少要 2~3 年,待投产时,市场情况可能又发生了变化,故多有时滞。

### 2. 扩大产品种类

如果一家企业试图步入新的产品领域,则兼并收购与本公司生产产品类别差异很大的企业是个较好的办法。如以生产剃须刀片著名的美国吉利(Gillete)公司,自 70 年代以来在国外收购了许多企业,迅速步入许多新产品市场。美国电报电话公司(ATT)在脱离电话业务后,通过收购一举进入电子计算机工业。

但新建一个与本公司生产产品不相关的新产品企业,则比兼并收购花费得多,可行性也相对较差。

### 3. 管理制度和人员

显而易见,通过兼并收购可以迅速获得现成的管理制度和管理人员,并可避免由于对当地情况缺乏了解而引起的各种问题。并且,通过兼并收购方式学习外国先进管理方式,尤其是人力资源的管理,不失为一种有效的方法。

### 4. 技术

对于没有相对技术优势的企业,通过兼并收购是迅速获得技术优势的有效途径。但对于已拥有技术优势的企业,它既可考虑兼并收购一个失去技术优势的企业以注入技术,当然也可考虑新创一个企业。

### 5. 销售渠道

通过兼并收购,跨国公司可以利用被收购企业在当地市场的分销渠道,以及被收购企业同当地客户、供应商多年往来所建立的良好信用,并且还可以借此把跨国公司的其他子公司产品引入该地市场。

创建的新企业则相反,它必须投入相当的广告费,以打开产品市场。如对外资限制较严的日本市场,美国制药厂商一向难以进入,后来美国著名的默克(Merck)制药公司收购了日本两家制药公司,利用其销售渠道,使自己的产品顺利地进入了日本市场。

### 6. 竞争

兼并收购方能够消除竞争者。在非常典型的情况下,跨国公司通常收购一家作为竞争对手的企业,然后将其关闭。

相反,通过创建方式建立的企业需要占据一个新的市场份额,涉及到市场份额在相关企业之间的重新分配。因此,必然会加剧竞争,甚至可能招致其他企业的抵抗。

### 7. 商标

兼并收购现有企业,往往可利用其商标的知名度。美国的 Specs 公司的运动鞋是国内名牌之一,1978 年该公司遇到财务危机,韩国一家公司收购了这家公司。由于 Specs 的招牌仍很响亮,故其产品仍然深受欢迎。

### 8. 筹资

同创建方式相比,兼并收购方式更容易争取到资金融通。因为兼并收购方式的不确定性较小,而新建一家企业往往要经过较长的酝酿期,时间长,风险也较大。

### 9. 成本

从成本角度考虑,兼并收购有时比新建为低。这主要有三种情况:①被收购企业低估了自己的某项资产的重置价值;②低价购买不盈利的企业,利用对方的困境趁机压价;③利用股票

暴跌之机收购。比如 1987 年 10 月下旬美国发生股市危机,在随后的 6 个月中企业的兼并收购比上年同期增加两倍以上。

综合上述比较,兼并收购较之创建确有许多优点,但兼并收购也有一些不足,易使操作发生困难。所以许多跨国公司也常使用创建方式进行直接投资。

### 二、跨国兼并收购方式的操作难点

#### 1. 价值评估的困难

在兼并收购中所遇到最为复杂的问题是对目标企业的价值评估,其复杂程度远甚于在创建前对所需资本的估算。主要有以下三个原因:

(1)不同的国家有不同的会计准则。此外有些目标企业为了逃税漏税而伪造财务报表,有的目标企业不愿透露某些关键性的商业机密,对很多问题加以隐匿,这就大大增加了收购时价值评估的难度。

(2)有关国外市场的信息收集常有障碍,可靠性也稍差。故对兼并收购后该企业在当地的销售潜力和远期利润的估计也多有困难。

(3)对于商誉等无形资产,很难予以准确估计。

#### 2. 失败率相对较高

经验数据表明,通过兼并收购而设立的子公司失败率大大高于创建的子公司的失败率。在 1951~1975 年间 180 家美国跨国公司通过兼并收购而建立的 5914 家海外子公司中,有 22.5% 被母公司清理或出售,有 13% 被并入其他的子公司。而同期,这 180 家美国跨国公司通过创建而设立的 6438 家海外子公司中失败率为 25.6%,较之兼并收购失败率 35.5% 远为要低。

兼并收购方式失败率相对较高的一个重要原因是如果被收购企业原有的管理制度不适合收购方,则收购方必须对此加以改造,然而习惯于原有管理制度的管理人员和员工往往会对外来的管理方式加以抵制。

#### 3. 企业规模和选址上的问题

创建一家新企业跨国公司常可以选择适当的生产地点并可按自己期望的规模筹建,但采用兼并收购方式往往会因一些阻碍而不尽人意,在市场机制不发达的发展中国家,这个问题尤为突出。

#### 4. 原有契约或传统关系的束缚

现成企业往往同它的客户、供给者和员工具有某些已有的契约或传统关系。如现有企业可能同某些老客户有长期特殊关系,结束这些关系通常要花费不小的代价,而继续这种关系可能会被其他客户认为是差别待遇。

兼并收购还可导致人力资源管理上的麻烦,整顿重组后的企业往往会产生一定的剩余人员,对这些人员的安置和报酬,或在企业的经济效益上或在道义和法律上都会碰到一些麻烦。

总之,当一个企业试图跨出国界,对外进行直接投资,应根据各种内外部环境和相关的客观条件仔细权衡,然后选择最适合自己的投资方式。

## 第十二章 公司购并合同的签订

### 第一节 收购合同

收购合同是指收购方与被收购方之间就公司收购事宜协商一致的意思表示。收购合同在公司购并活动中居于重要的地位。这是由于公司购并是一项持续时间较长、交易数额大的买卖活动,而且交易标的物公司的结构成分复杂、令人难以把握,这样就使得任何一项购并交易都会程度不同地充满了风险。买卖双方成交前都相当审慎,为规避风险,签订收购合同就成为保障双方利益的一种必要的法律手段。特别对收购方而言,由于在对收购公司信息的掌握上处于劣势,便更倾向于通过收购合同的签订,来保护自己的利益。

收购方与被收购方开始洽谈后,如果双方都有交易的意向,就会达成初步协议,这时会签署所谓的意向书(Letter of Intent)或者备忘录(Memorandum of Understanding),以双方所达成的交易意向,作为今后继续进行磋商的基础,同时可依此作进一步的对目标公司的审查工作。意向书是否对双方未来的行为构成有效的约束力,要视双方当事人当时的意思,在意向书内予以约定。一般而言,意向书中的若干条款,往往具有约束力(如保密条款、费用分摊条款、不准再与他人洽商收购条款等),而其他条款则不具约束力。

通常意向书只是提供正式收购合同的框架,因此,签订意向书后,双方即有一个具体的洽谈构架,买方除了继续深入对卖方的资产、负债、营运状况作审查外,同时也开始和卖方洽谈正式的收购合同的内容。

在收购全部股权时,买卖双方须签订“股权收购合同”或“股份转让合同”,若只收购一部分股权,须再签订“股东协议书”或“合资合同”。至于若是认购增资股,一般则签订“认股协议书”及“股东协议书”。而若收购资产,则只签订“资产收购合同”即可。

需特别指出的是,目前我国实行的股份制有许多不同于国外的地方,国有资产、国有股权在股票交易中处于十分微妙而又独特的地位,因此,若收购方或出售方是国有资产(或股权)占优势地位的公司,则在公司协商收购合同时,应与该公司的上级国有资产管理主管部门联系,取得同意后再作进一步的收购洽谈,并根据国有资产管理法规与国有资产管理主管部门签订“国有资产转让协议”。

在签订股权收购合同的同时,也常签订很多互有关联而且必须同时洽商定案的合同。例

如在完全股权收购下的人员留任及人事安排合同,或禁止卖方再经营同业的合同,甚至包括在形成合资企业下的技术授权、供应或销售合同。但是,在资产收购合同中,一般重点在于各项财产的详细说明,并将之列为附件。

## 第二节 股权收购合同

股权收购合同是收购合同的一种,其主要内容包括以下几个方面。

### 一、陈述与保证条款

一般股权收购合同都相当长,其中有相当一部分让被收购方(卖方)的“陈述与保证”条款占用了。它要求卖方对目标公司任何一事物作详细而真实的“陈述”;同时,还要求卖方对于有关的公司文件、会计账表、营业与资产状况的报表与资料的陈述,均应保证其真实性。尤其关于公司负债状况,买方应要求出卖人就公司对第三者所负的债务,开列详细清单,并保证除所交割清单上所列债务外,对其他人不再负任何债务。而且还要规定,如果卖方的这些陈述有错误或有不实之处,卖方应如何赔偿买方。

陈述与保证条款是股权收购合同中最重要条款之一,该项条款的制定与法律效力如何,直接关系到其他条款的效力。在陈述与保证条款的基础上,买卖双方就买卖标的物、价款及其支付方式进行协商,最终达成买方同意购买该目标公司的股份的协议。

### 二、履行合同期间的义务条款

收购合同签订后即可履行,即卖方交付标的物(如股票)而买方交付价金。但是可能基于某些理由,而使收购合同签订后却尚未完成交割或支付价金。其理由可能是因须等待政府有关机关核准,或者此项股权移转需债权人同意才能有效,或者买方还须再作一番审查后才交割。此外,也可能须取得供应商、客户、房东的同意,因为可能在该公司的合同中规定,如公司控制权有变须经其同意,方得延续卖方与该第三人原有的合约,否则可终止合同。

在实践中,在买卖双方磋商收购合同的过程中,买方仍会继续其对目标公司的审查工作,以便更深入地了解目标公司状况,及早发现现存的或潜在的问题,以利于收购合同的签订。

股权收购合同的签订,是整个交易行为的开始,而在交割日,双方移转股份及交付价金时,才为交易行为的终结。这一期间是双方一个相当敏感和慎重的过渡时期。对买方而言,因股权尚未正式转移,未能取得股东的合法身分,从而无法直接参与目标公司的经营,就卖方而言,其可能因为股权即将移转而降低经营意愿,从而影响公司的收益。因此,为了避免双方的权利义务于这段期间内发生变动,应在合同中写明双方当事人于此期间的义务。

在这一敏感的过渡期,双方应注意以下事项。

(1) 双方应尽快取得涉及本项交易或与本项交易的实施有关联的第三方的同意、授权及核准。

(2) 卖方应承诺在此过渡期内妥善经营管理该公司的一切业务。

(3) 为维持目标公司的现状,防止卖方利用其尚为目标公司之机,变相从公司获取其他利益,使公司资产价值减少;而且卖方在此期间内,不得进行股利或红利的分派,并不得将其股份出售、转移、抵押等。此外,非经买方同意,亦不得与第三者从事任何对目标公司的营运或财务状况有损害的行为。

(4) 双方对于收购合同所提供的一切资料,均负有保密的义务,以免节外生枝,并确保双方权益不受侵害。

### 三、合同履行的条件条款

股权收购合同中,常将合同的签订与股票及付款日期分开,因为签订合同只表示双方已同意收购股份,然后只有双方履行一定义务及一定条件完备后,方才移交股票和付款。这里合同履行的条件是指:如果一方没有履行约定的条件,他方有抗辩的权利,可以在对方尚未履行约定的条件前,暂时拒绝履行自己的义务(即完成交易)。

合同履行的义务与条件主要包括以下几点。

(1) 至交割日,双方于本次交易行为中所作的一切陈述及保证均属实。

(2) 双方均以根据收购合同所订的条款履行其义务。

(3) 此案已取得第三者一切必要的同意、授权及核准。

(4) 双方均已取得本项收购股权一切行为的同意及授权,尤其是各该董事会及股东会关于收购行为的决议。

(5) 待一切条件及义务均履行后,双方才开始分别负有转让股份所有权及支付价金的义务,卖方应于交割日将股份移转的一切有关文件交付买方。同时,买方也应依约支付价金给卖方。

至于交割日的订定,在签署收购合同时,双方都难以预测交割条件什么时候能够具备,即无法确定交割日。因此一般作法是在合同中规定,于交割条件成熟时,买方以书面通知卖方,指定交割时间。但双方须在合同中规定交割的期限,逾期仍无法交割者,除双方另有延长的协议,否则此合同即失去其效力。

### 四、股票及价款的提存条款

提存在这里是指双方将尚未转移过户的股票及价款,提存给双方所同意的第三者保管,除双方指定授权的代表外,任何一方不得从保管者处取回股票或价款。

股权收购合同签署的目的,是为了保证当合同所约定的条件及义务履行后,双方均能依约转移股票及支付价款。通常在跨地区,甚至跨国性的收购活动中,若双方并无足够的信赖关系,为了防止欺诈产生,确保双方均能诚信履约,可在合同签署的同时,在相应的条款中约定,交易时双方将股票与价款提存给第三者,如银行或律师等。

## 五、交割后公司经营管理条款

收购者如能取得目标公司的全部股份,则取得对该公司的绝对的控制权,日后关于公司的经营管理,可在法令许可的范围内商定。如果仅收购目标公司的部分股份,则买方与目标公司中未转让股权的股东间就形成了合资关系,如果另有合资合同的约定,就要按公司章程,根据取得该公司股份的比例,来决定行使经营管理的权限。此外,在一些经济发达国家,雇主与从业人员间常订有严格的雇佣合同。因此,在收购合同上,应明确规定如果内部雇佣人员的经营业绩无法达到某一既定标准,或无法达到某一既定的成长率时,买方有权加以更换。

## 六、损害赔偿条款

在收购的协商过程中,损害赔偿条款(Indemnification)常是最不易取得妥协的项目之一。如果某方违反合同规定,另一方可要求赔偿损失。例如,如果卖方“陈述及保证”条款中表明其拥有某项资产,结果后来发现并没有此项资产,则买方可就此项资产的价值要求卖方作相应的赔偿。

在股权收购合同中,买方常要求将部分价款寄存在第三方处,如果卖方违反保证而须偿付买方时,可直接用以偿付损失。此外,在实践中,对于某一违约行为的损害赔偿额究竟为多少存在认定上的困难,通常双方在签约时就预先约定相应的损害赔偿金额。

另外,股权收购合同中还应规定提取股票及价金的方式、此项交易所发生的税金及费用由哪方负担等。

## 第三节 资产收购合同

资产收购合同与股权收购合同类似。但购买目标公司所拥有的资产,买方一般不承受目标公司的债务关系,因其着重点在于资产的转让,而与目标公司的经营管理无直接关联。因而在签订收购合同时,其约束性条款与股权收购相比略简单些。但是,若买方收购资产的目的是想在异地借该资产重新进行生产经营,则在签订收购合同时,除关于目标公司的经营管理的约定外,其他条款一般与股权收购合同大同小异。然而应注意,资产收购合同的重点,应在于目标公司资产的转移,因此,要特别注意有关资产的盘点交割,并要求卖方将目标公司的一切有形、无形资产开列清册,以供审查核对。

在资产收购合同中,陈述及保证条款是最重要的条款,买方可要求卖方的某个人,如主要经营或大股东作此项保证。

在风险的承担方面,虽然买方不承受债务,但还要承担其他方面的义务。主要包括:①卖方的欠税;②在同一处所继续使用同一资产,则对卖方原来所发生的环境污染仍应负责;③对卖方原来所雇员工仍有一定的义务;④对卖方原来所生产的产品,若有伪劣产品出现,仍可能负一定责任;⑤必须以合理及相当的价款支付来取得资产,否则可能被撤销其让渡行为,而且

须返还资产。

#### 第四节 关于风险分担条款的说明

由于股权收购中的风险极高,因而买卖双方都想在签订合同时规避或转嫁风险,以使自己受益。但是双方若能达成协议、签订收购合同,则合同上的许多条款必然表现出双方在各项风险分担上已达成共识。一方对无法接受的风险,往往试图借这些条款将其转嫁给对方,因此这些条款的协商,往往是整个协商的重点。

卖方为限制本身可能会由于未知晓全部公司情报而承担过多风险,故希望在合同中以“就卖方所知”作陈述。当然双方可对这里的“所知”进行界定,如卖方从目标公司内部人员所知的范围。

对于损害赔偿问题,卖方也常要求买方在交割后某期间内发生不实时予以赔偿,如1年。但是买方会要求更长时间的保证期间,甚至依不同的“陈述与保证”及发现不实的困难大小,分别制定不同的保证期间。此外,卖方也常要求订定赔偿金额不可超过某一额度,或者赔偿金额须达到某一额度时才赔偿,若只是轻微损失则不必追究。

买方常希望滞后支付一些价款,以备交割后发现资产不足或负债增加时用以抵销。当然也可获得卖方承诺,以本身的资产作为担保,以保证负责此项损害赔偿。

在股权收购合同中,买方最关心的应是或有负债的承担。或有负债包括股权收购前,卖方公司因车辆出车祸、客户在公司营业场所受肉体或名誉损害等正进行的诉讼的潜在赔偿,或因过去侵犯商标或专利权、劣质产品对客户造成伤害等未来可能发生的损害赔偿,这些均不是卖方故意不揭露或自己也搞不清的负债,而是发生损失概率未定或赔偿金额未定的潜在负债。

因此,在风险分担的商议中,买方所争取的是与卖方划清责任,要求在正式交割前的或有负债完全由卖方承担。此外,收购后若发现有任何以前卖方未揭露的负债,不管是故意或过失,均由卖方负责。但是,仍要注意的是,公司股权的转移并不影响债权人求偿的对象,买方收购目标公司后,仍须先清偿该债务,再依股权收购合同向卖方求偿。但是卖方届时是否具备清偿能力,尤其要注意。

总之,由于买方对目标公司真实状况的“无知”,而须获得卖方的保证,但是否卖方愿在合同上答应给予保证,要视双方协商时的谈判力量及价格上的调整。在某种低价上,买方会同意放弃一切保证,在某种高价上,卖方也会同意一切保证。事实上,买方对风险的控制,除了在陈述与保证条款与损害赔偿条款上明确约定外,还可以通过“支付价款”的妥善安排,来达到目的。

## 第十三章 公司兼并收购法律和公共政策

### 第一节 证券法规概述

#### 一、绪论

证券交易和企业兼并收购的联系非常紧密。本章中,首先将介绍美国政府和各州政府颁布的有关证券交易和企业兼并收购的法规,使之有一个大的框架。事实上,本世纪30年代初期所颁布的有关企业兼并收购法规构成了美国最初的证券法的一部分。同时,我们还将介绍一些案例,通过具体的实例来说明美国证券法的本质和立法的意图。

其次,我们还将介绍风险套利和内幕交易,介绍对这种活动的评价。因为,从某种意义上讲,套利活动同其他证券交易活动没有区别,但从另一角度看,套利活动又经常在企业兼并收购过程中扮演着重要角色。许多大的投资银行和经纪公司都有自己的套利部门。与之配套的还有一个公司融资部门,这个部门是从企业兼并收购部门派生出来的。风险套利活动的特点是,或者大笔赚进,或者大笔损失。但问题在于,当一家投资银行在帮助企业策划兼并收购活动时,它能否遵守法律规定而不向自己的套利部门或有关的套利商泄露消息。对此,有许多专家学者发表了不少支持或反对内幕交易使市场更有效的观点,争论未休。

#### 二、主要证券法规

在一般情况下,股价的大幅波动似乎都与股市上的兼并收购活动有关。在这方面,美国法律和公共政策关注的焦点在于投资者能否得到公平的对待。因此,近数十年中,美国立法机构一直在不停顿地完善本世纪30年代颁布的证券法中有关企业兼并收购的内容,主要是使信息能够得到及时和全面、公正的披露。在一个“公平的竞赛场”上进行“有规则的游戏”。

##### 1. 证券交易的特殊性

正因为证券交易和一般的商品交易有很大的区别,所以监管证券交易的法规相应复杂得多。证券交易和一般商品交易的区别在于:

(1) 购买证券是购买一种权利。这种权利是在一定条件下,可在将来定期取得一定的收入。而购买一般的商品和劳务,其价格取决于该商品或劳务的物质特性或用途。购买的证券只是一些以纸张(证券)作凭证,甚至在采用计算机作记录后,连这种纸的凭证也没有了。发行数以几千万、上亿元的证券,其发行成本就变得极小。因此,证券立法的目的之一,是保证这些发行的纸张有坚实的经济基础。

(2) 投资者在购买证券后,并不能象消费食物一样把它消费掉,而是在二级市场通过流通和转让实现价值。通常二级市场的容量比新股发行市场(一级市场)要大得多。因此,证券立法的另一个作用是确保那些影响股票流通价格的信息流能及时公正地得到披露。

(3) 证券在二级市场上的流通价格的决定因素之一是投资者对发行该股票的公司前景是否看好。但是,这种预期很容易被一些人为操纵的欺骗性信息所误导。

(4) 众多的证券商参与在证券的买卖过程中。他们拥有证券买卖的专业知识,为投资者代理买卖或为自己买卖证券。因此,他们有责任为顾客提供高效、安全、可靠的交易方式。证券的买卖是隐去真实姓名的,买方和卖方都不知道自己的交易对手是谁,谁也不知道对方买卖证券的目的是什么。

(5) 因为证券交易中很容易产生欺诈行为,所以立法也为欺诈行为制订了惩罚性条款,违反者将受惩罚。这样就增加了市场的高效和公平。但由于法律的执行依赖于执法者对有关法律的理解和解释,在实际过程中,往往有可能产生争议。美国实施的是普通法。按照普通法的习惯,对法令的解释,必须以该法令制订以来法院所做的一系列判例为依据。

### 2. 联邦证券法

主要有7个,其中6个是在1933年至1940年之间颁布的。这7个法律是《1933年证券法(SA)》、《1934年证券交易法(SEA)》、《1935年公用事业控股公司法(PUHCA)》、《1939年信托契约法(TIA)》、《1940年投资公司法(ICA)》、《1940年投资咨询法(IAA)》和《1970年证券投资保护法(SIPA)》。自美国1929年股市大崩溃之后,证券市场连续几年处于低迷之中,大批投资者在股市中遭受亏损。为此,美国国会举行了长时间的意见听取会,以找出证券市场低迷的原因。这些会议广泛地听取了社会各方面的反映,并据此制订了《1933年证券法》和《1934年证券交易法》。

《1933年证券法》主要针对证券公募。该法规定,凡需要公开发行的证券,事先必须在证券交易委员会注册登记,以建立一个申请公募公司的档案记录。所有申请注册的公司,必须在注册登记表中详细说明自己的财务、经营管理情况、发行证券的目的。并且申请人要对任何错误和重要遗漏承担法律责任。

《1934年证券交易法》建立了美国证券交易委员会,并授权该委员会对证券交易活动进行监管。

《1935年公用事业控股公司法》的立法目的之一,是为了改变当时电力及煤气等公用事业控股公司的融资及经营管理状况,促使其公司结构简单化,并且可以达到所必须的经济规模。美国证券交易委员会实施《1935年公用事业控股公司法》的权利在50年代得以补充。

《1939年信托契约法》主要适用于金额在500万美元以上的债券发行。该金额是在1988年得到重新调整。所谓发行债券,其实是有着一系列被称为契约的复杂条款的期票。该法规定了受托人(通常是一家商业银行)的责任和义务,并且信托契约中应包括一些必须的条款,以保护委托人的利益。1987年9月,美国证券交易委员会向国会提交了一些该法规的补充条

款,以确立新的信托契约利息标准,并采用一些金融新工具。

《1940年投资公司法》用于监管公众持股的从事证券投资和买卖的公司。这类投资公司要接受证券交易委员会所颁发条例的约束。1970年又对该法进行了修订。主要加强了对管理层补偿制度及销售费用的控制。

《1940年投资咨询法》制订了有关投资咨询方面的条例,并要求咨询公司必须经过登记。该法于1960年作了修订。

按照《1970年证券投资保护法》建立了证券投资保护组织(SIPCO)。政府授权该组织监管股份公司破产后的清算工作,并安排对债权、债务的清偿。

在经历了长达4年之久的对证券市场的变化进行调查研究之后,美国在1975年通过了《证券法修正案》,取消了证券商最低佣金的规定,这要归功于整个市场计算机联网后效率的大大提高。政府授权证券交易委员会和交易证券商一起,通过采用各种技术设备,使全国形成一个统一证券大市场,使各种证券的报价和交易都在全国范围内集中进行。这样,可以促进市场公平竞争并使投资者通过集中竞价以较低价格买入证券。

自1978年开始,美国证券交易会开始精简登记手续。知名度较高的大型公司,可以简化其注册登记表。在作此项简化前,一般登记要7个星期,而简化之后,只需2天时间。

1982年3月,四百一十五条例规定企业可缓行注册(Shelf Registration,或称暂搁注册),允许公司在证券公开出售前,在两年时间内履行注册要求。有了“缓行的”注册,公司只需向证券交易委员会定期递交年度、季度及有关报告,就可在市场条件有利时,以最低限度的必要准备进入市场。缓行注册给发行公司带来机动性,公司可节省相当的时间和开支。

根据规定,一个公司计划发行债券总额的60%和股票总额的10%都可采用缓行注册的办法发行。

### 3. 证券法的实施

《1933年证券法》首次建立了证券发行的审核登记制度。该法的第五部分明文禁止没有在证券交易委员会填写注册登记表的公司公开发售股票。第八部分规定:在计划发行证券的公司向证券交易委员会提交注册登记表的20天后,若证券交易委员会没有提出异议,则视为该注册登记表自动生效。但若证券交易委员会认为有必要,它有权要求该公司提供更详细的材料,并延长20天的等待期限。

《1934年证券交易法》为企业兼并收购提供了依据奠定了基础。该法第十二部分第二条规定,如果发行公司违反了该法规中任何一条,证券交易委员会有权撤销或搁置证券的登记注册。在第十三部分,证券交易委员会还应该要求发行公司定期发布有关报告。这些报告是:①10-K表,年度报告;②10-Q表,季度报告;③8-K表,有重要大事件发生的当月报告。第十四部分是有关代理请求的。在每次股东大会召开前,必须发给每个股东一份特定的代理委托书。证券交易委员会允许公司有一个争夺代理权的过程。根据第一百四十九条,在代理委托书中,任何股东可在代理委托书中提出意见或建议,并要求得到实施。如果公司管理部门反对这项建议,则该建议也必须在有关的代理材料中以不超过200字的长度得到陈述。

### 4. 标购条例——《威廉斯法》

在60年代末以前,绝大多数的公司合并是以收购形式进行的,尤其是通过两个或更多公司“友好”协商之后进行的。在60年代的混合兼并浪潮中,公司兼并收购活动开始兴起,其中一部分敌意收购和非公开接管震动了社会各界。

鉴于此,1965年10月,参议员哈里森·威廉斯试图通过立法保护受攻击的目标公司。他的努力终于在1967年获得成功。《威廉斯法》形式上是对《1934年证券交易法》的补充,在1968年7月29日获得通过。该法规旨在防止目标公司被迅速地秘密收购。主要通过三条途径:①要求收购方公司在收购活动中披露更多信息。这样,目标公司的股东和经理层可更充分地对形势作出比较判断;②要求公开标购期不得少于某一最低期限。这样可以延长标购时间;③给目标公司以控告攻击方公司的权利。

按《威廉斯法》第十三部分规定,凡取得任何公司公开发行股票10%或10%以上的当事人,必须在取得份额的10天内向证券交易委员会提交13D表格。该法在1970年作了修正把取得的份额降低到5%。此外,当事人还须向该股票挂牌的(如果是挂牌股)交易所和发行股票的公司提交13D表。该表的内容包括:购买股票的资金来源、购买者的背景和对目标公司的未来规划。制订13D表格的作用之一是对目标公司的股东的管理层提出收购警告。

但是,下述情况可免于提交13D表:如果当事人在前12个月中,购买某种股票不超过其发行额2%。因此,有些当事人可以通过数年的耐心积累获得某种股票较大的份额。而且,机构投资者(注册登记过的证券经纪人、银行、保险公司等)可以选择13D表的简化表——13G表来代替13D表。

但自80年代连续发生证券内幕交易的丑闻后,把5%份额和10天提交13D表再降低和缩短的呼声日益高涨。但是,有调查表明,缩短提交13D表期限的做法并不能有效地阻止“寄投”(Parking)行为。“寄投”本指购买者在未考虑好其他投资方式以前,把资金暂时投在安全性高的资产上。这里指在期权市场上购买某股票以逃避监管。收购者可以与证券商合谋,避开持有5%份额就必须宣布这一规定。

在填写13D表后,如有任何重要变化,则必须立即填写13D表的补充表格,使用语言应尽量清楚明白。

《威廉斯法》的第十三部分(d)条和(g)条适用于大宗股票收购行为,即无论是公众公司或私营公司,针对25%以下股东发出的标购邀请。在第十四部分(d)条下,持股超过5%必须宣布的规定仍然适用,任何当事人若向一部分股东提出标购,并且假定标购后持股数量超过5%(所购入股票必须是按规定登记过的),则必须向证券交易委员会提交14D表。14D表即标购登记表。在表中标购方必须说明标购意图,对目标公司将来发展的规则、目标公司被标购后与标购方公司的关系,14D表必须在发出标购要约开始就提交给证券交易委员会。14D表的复印件还必须提交给目标公司及其他竞争对手。有关的股票交易(或全国证券商交易协会的柜台交易)必须通过电话通知,并随即寄出14D表。

如果发出标购要约的是目标公司自己的管理层,则在他们向证券交易委员会提交表格之前不能向股东提出有关收购的参考意见。目标公司的管理层则要提交14D-9表,这个表是一个对标购表明态度的表格。通常,在目标公司管理层尚未决定是否接受标购之前,只能奉劝股东不要急于卖出手中的股票。相反,如果管理层同意被收购,也要在14(d)-1表中表明态度,这样股东可以较早知道管理层的态度,以便审时度势,决定是否卖出手中股票。《证券交易法》第14(d)的4-7条规定,公开标购期限不得少于20个交易日,在该时间内股东有权要求索回已卖给标购者的股票,标购者必须购买每一个股东愿意出售的股票。14(d)还对标购方中途改变标购条款作了规定。当然,14(e)还禁止在标购中有任何越权代理、信息未充分披露或任何欺诈、操纵行为。

## 5. 关于内幕交易

《证券交易法》中第 14(e)—3 条是有关内幕交易的。尤其是发生在标购事件中的内幕交易。但直到今天, 证券交易委员会仍未明确定义何为内幕交易。但规定了在三种情况下, 可视为非法: ①内幕交易; ②欺诈; ③非法利润。第 10(b)—5 条重点是欺诈, 第 14(e)—3 则更多地运用于标购, 而《1984 年内幕交易制裁条例》(The Insider Trading Sanctions Act of 1984) 更普遍地适用于内幕交易。证券交易委员会正是根据这三种不十分清晰的法律条文, 对证券市场进行管理。

有关内幕交易的传统法规, 是《证券交易法》中的 16(a) 和 16(b)。其中 16(a) 适用于政府官员、董事、公司领导者或拥有某公司股份 10% 或 10% 以上的股东。16(a) 规定, 上述这些人员必须向证券交易委员会呈报其每个月的该种股票成交情况。制定 16(a) 的前提是: 上述这些人员有机会通过与公司高层接触了解到公司一些内幕, 而一般股东则很难得到这些信息。因此, 证券交易委员会要对这些人士买卖股票的情况进行监管。16(b) 条则规定, 公司或公司任何一个持股者都可要求公司内幕交易者把从前 6 个月内完成的内幕交易中获得的利润返还公司。

下面列出了《证券交易法》中有关内幕交易的内容:

### 第 10(b)—5 条

“以下是非法的: ..... 使用任何州与州之间的商业设备或通信或任何全国证券交易而使用的设备来达到以下目的:

- (1) 阴谋进行欺诈;
- (2) 制造不真实的信息或事实或省略必须陈述的材料;
- (3) 在进行任何证券交易时, 从事欺诈活动。

### 第 14(e)—3 条

在有关消息如标购尚未公布之前, 首先获得该消息的知情人士不得买卖有关证券。所谓知情人士, 指那些能直接或间接从标购方当事人、证券发行方、任何官员、董事、合伙人、公司职员、标购方或目标公司的代理人那儿获得尚未公布信息的人士。交易必须在有关信息公布以后进行。

### 1984 年内幕者交易制裁条例

利用内幕消息进行交易的人员, 必须返还从非法交易中获得的利润, 并要被处以 3 倍的罚款。

在这里, 我们还应提及美国的《1970 年反欺诈和腐败组织法》。(RICO, the Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act of 1970)。该法专门针对那些欺骗消费者、投资者或市政府甚至国家的公司组织。RICO 法允许法院在审理这类案件时, 查封这被告公司的所有资产。这个规定对被告公司的压力极大。因为查封意味着该公司几乎所有的商业活动都必须停止。即使经过一段时间调查后, 法院宣布被告无罪, 长达数月甚至数年的查封也会给公司造成无法弥补的损失。

以上我们大致介绍了美国的证券法规, 下面对此作一简单归纳:

条例 10—5 禁止与证券交易有关的欺诈、披露错误信息、省略重要事实。

13(d) 向企业及其股东发出有被收购的可能性的警告, 如 5% 的份额限制、10 日内提交表格、大宗收购必须申请。

14(d)—1 把 13(d) 的要求扩展到所在的公开标购活动。任何向目标公司股东发出标购要约的当事方必须向证券交易委员会提供有关详细材料。

14(d)—4~7 对标购的具体做法作了规定。如：标购的最低期限(20 个交易日) 股东有权索回已向标购方售出的股票等。

14(c) 禁止在标购中欺诈、滥用代理权。其中 14e—3 禁止利用内幕消息从证券交易中牟利。

16(a) 要求内幕知情人士向证券交易委员会定期提交自己买卖本公司股票的情况。

16(b) 允许公司或股东请求内幕交易者把在 6 个月内从交易中获得利润返还。

《1984 年内幕者交易制裁条例》对内幕者处所获得利润 3 倍的罚款。

《1970 年反欺诈和腐败组织法》对被告欺骗消费者、投资者的公司, 法院有权查封其公司资产, 对被宣判违法者处以 3 倍罚款。

### 6. 案例分析

《1934 年证券交易法》10(b)—5

《1934 年证券交易法》10(b)—5 是一个一般性的反欺诈法规。违反 10(b)—5 必须包括下列条件：

(1) 必须有与证券交易有关的欺诈、错误叙述、遗漏材料等。

(2) 误述或遗漏易导致投资者作出错误决策。如果公司对未来收益或发展前景预料不精确明朗, 也有可能被控告。

(3) 这种错误叙述或省略对任何有理性的投资者的决策必须有重要影响。

(4) 原告必须证明, 自己确实相信了这种误导, 并把它作为投资决策的重要参考因素。

(5) 原告必须真正买入或卖出了有关证券。

(6) 被告的欺诈必须与证券交易密切相关。这样法院才能确认原告的证券买卖与被告的错误有关。

(7) 原告必须证明被告是有“知识技巧”的。这意味着, 仅能证明被告的疏忽是不够的, 还必须证明被告有一定程度的知识, 并有意作出这种欺骗行为, 法院才能宣判被告为自己的行为后果负责。

只有同时满足了上述条件, 原告才有可能胜诉。

1961 年, 某证券公司的合伙人之一, 从科蒂斯·怀特(Curtiss·Wright) 公司的一个董事那里听说, 该公司董事会已投票决定削减当年的红利分配。于是, 该合伙人赶在消息公布之前卖出公司的股票。这样, 他被以触犯 10(b)—5 条例的罪名起诉。

发生在 1965 年的德克萨斯高尔夫·沙夫尔公司案, 则可称为经典案例。该公司 1963 年 11 月勘探发现了一处埋藏大量铜、锌、银的矿山, 但公司不仅没有把这个消息对外公布, 反而千方百计加以隐瞒, 时间长达 5 个月之久。该公司甚至于 1964 年 4 月在报上发布消息, 说市面上流传的发现富矿的说法不真实。但同时, 所有知道真相的人如董事、公司经理层、职员都大量买入本公司的股票。在该公司的“辟谣”文章发表的第 4 天, 真相还是被揭穿了。在法庭上, 该公司的辩护人说, 之所以隐瞒事实, 是因为公司需要时间充分勘察该矿山, 以弄清矿藏的数量和质量。但诉讼终于以其失败而告终。

1971 年的“投资者管理公司”案。一家航天器材制造公司向其债券的主承销商透露, 该公司当年的利润完成情况要比年初公布的预测数低得多。于是, 这消息传到该承销商的市场销

售部(Sales Department,指在二级市场向顾客提供买卖股票咨询的部门),再传到了它的主要机构投资者那里。这些机构立刻大量抛出该航天器材公司的股票。该案最后以证券交易委员会胜诉而告终。

但下面的两个案例,被告却被宣判无罪。其中之一牵涉到著名的摩根·斯坦利公司。当时有一家铜材公司意欲收购一家名叫奥林(Olinkraft)的造纸公司。摩根代表这家公司同奥林谈判,但最后铜材公司放弃了收购计划。但摩根公司在与奥林谈判中获得的有关该公司的资料内容被摩根的另一家客户约翰逊——马威尔公司得到。经分析,这家公司有意收购奥林公司。在这种情况下,摩根公司大量购入奥林的股票,并在约翰逊——马威尔公司真正标购奥林时,获得了可观的利润。

据此,证券交易委员会起诉摩根公司,但法院却认为摩根公司并没有触犯10(b)-5条例。因摩根公司加上了自己的预期才购买该股票,故起诉不成立。

另一案例是一名纽约的投资分析员从一个曾在“美国股票筹措公司”任高级职员的人士处获悉,该公司对公众极大地夸大了自己的利润。这位分析员经调查证实了这一说法。他一方面把这个情况向证券交易委员会和《华尔街日报》作了披露,另一方面则建议他的客户卖出该公司股票。但证券交易委员会认为,当事人在获得内幕消息后,可以披露但不可以参与相关证券的买卖。但美国高等法院认为,只有是内幕人士获得内幕消息后参与有关股票买卖才是非法的,但在这个案子中“美国股票筹措公司”的前高级职员仅仅透出该信息并未违法,故这个投资分析员也没有犯规。

但在另一个案例中,被告被宣判犯规。一个名叫纽曼的证券商从一个在摩根·斯坦利任职的朋友那里获悉,某公司将被另一公司收购。于是,该证券商购买了大量目标公司的股票并获利。之后,他把利润分给为其提供消息的朋友。纽曼同样被证券交易委员会起诉。法院认为,他的行为使顾客对摩根斯坦利这样的投资银行部门的保密工作发生怀疑,损害了该公司的名誉。同时,该证券商还欺骗了那些把股票低价卖给他们的不知情者,故违反了有关法规。

### 7. 兼并收购法规对兼并收购活动的影响

调查表明,通过对企业兼并收购活动的立法,实际上对兼并收购活动产生了较大影响。首先在《威廉斯法》通过之后,标购的平均价格水平被大大抬高(从平均高于市价32%增至53%),这直接导致了兼并收购成本的提高以及收购方公司获利的减少,并且使企业以现金方式收购的比例降低。立法的本意,是想减少有害的企业兼并收购活动,但从实施效果看,它同时也减少了不少有益的企业兼并收购行为。甚至还有调查报告认为,该法案使收购方股东利益受到了损害。自1969年以后,收购方股东从收购中所获得的收益平均减少了2.6%,甚至从1981年1月到1984年12月,收购方公司从收购中的获利是-3%。

### 8. 其他规定

(1)其他披露要求。除了联邦法和各州的法规之外,各个国家级的或区域性的证券交易所也有各自的规定。其目的无非是要求上市公司尽量迅速及时地披露信息,以保证市场的公开、公正性。尤其当有重大消息出台时,证交所甚至通过停牌一段时间,让市场消化。同时,当一家公司面临被收购的威胁时,也可申请停牌,以便有时间采取反收购行动或寻找一个“白衣骑士”。但纽约股票交易所(NYSE)规定,可以给企业30分钟的时间停牌宣布消息,至于停牌多少时间,则由证交所决定。(因为停牌期间,机构投资者仍然可以从“第三市场”上购买被停牌的股票。)

(2)对收购谈判的披露。1988年4月4日,美国高等法院通过一项决议:如果一家公司否认其正进行兼并收购的谈判,但随后又发生了兼并收购活动,在谈判期间卖出股票的投资者可以索赔。因为这种否定实际上是散布了错误信息。但当有兼并收购消息被传播时,当事人保持沉默则不算非法。

(3)各州对于兼并收购的法规。在《威廉斯法》通过之前,各州对企业兼并没有专门立法。甚至直到1974年,也只有7个州颁布了有关法规。1982年,美国高等法院宣布,伊利诺斯州的法律无效,因为它的法律对被收购方公司的管理层有利,从而损害了收购方和股东的利益,并且该法还妨碍了州际间的商业活动。根据美国联邦法律规定,凡是妨碍州于州之间商业活动的地方规定无效。

但是,印第安那州1987年通过法律却得到了支持。该州的法律规定,即使标购者已持有目标公司相当份额的股票,但他在董事会中是否有投票权仍然需经其他大股东们同意。这些大股东不包括目标公司的高层管理者和与标购有密切关系的董事。在此,标购者可以要求在50天内召开公司会议。

对于各个州法,也有人指出,反兼并收购法往往会损害股东的利益。例如,不少公司的标购价格降低11.5%以上,而在俄亥俄州标购价格平均下降3.2%。在该州通过了对兼并收购作限制性的条款后,该州被兼并收购的公司少收入15亿美元。因此,有人建议,对反兼并收购的立法,必须寻找到一个平衡点。既要在一定程度上保护目标公司股东的利益,又不能对兼并方作出过于苛刻的限制,否则会打击其积极性。

## 第二节 反托拉斯法

### 一、绪论

反托拉斯是对于垄断的抵制。美国所经历的金融大波动,曾经引起了社会各界广泛的关注。有人指出,企业大肆进行兼并收购,会降低市场竞争的有效性,并加剧金融市场的波动。但也有人认为,企业之间的兼并收购是市场力量的自然反映,通过兼并收购,不仅可以提高目标公司的经营管理效率,而且可以促进资源合理配置,从而提高国际竞争力。美国政府有关政策正是这两种相互对立的观点争论的结果。

### 二、《谢尔曼法》、《克雷顿法》、 《哈特—斯科特—罗德尼法》、《反欺诈和反腐败组织法》

#### 1. 1890年《谢尔曼法》

1890年颁布了《谢尔曼法》。第一部分禁止妨碍正常商业活动的合同、企业合并或协作。第二部分禁止已在进行或正在计划之中的垄断。按照法院的解释,根据这一法律,法庭有权命令解散已在某一行业或地区形成垄断的公司。

### 2. 1914 年和 1950 年《克雷顿法》

《克雷顿法》最初于 1914 年颁布。其中第七部分涉及企业兼并收购。当美国联邦贸易委员会认为某个企业被兼并收购会导致市场竞争程度降低时,它有权禁止该兼并活动。但在实际执行这法规时,其有效性却在一定程度上被削弱。因为法院在作法律解释时认为,一方面企业可通过直接购买目标企业资产或者先购买其股票再购买资产的方式,就可避开《克雷顿法》的规定。另一方面,只要美国联邦贸易委员会(FTC)没有对通过购入股票而实现“有害”兼并的企业及时提起诉讼,企业等于没有受制于《克雷顿法》。鉴于这种情况,1950 年 12 月,又对该法作了两点补充。其一是 FTC 有权阻止财产或股票交易。其二是当 FTC 认为某项兼并收购最终导致竞争降低时,它有权阻止该项兼并收购活动。

### 3. 1976 年《哈特—斯科特—罗德尼法》(Hart — Scott — Rodino Act of 1976, HSR)

该法律于 1976 年 9 月 30 日通过,包括三个部分:

(1) 美国司法部有权要求展开与反托拉斯法规定有关的调查。

(2) 对收购前的通知作出要求。它规定:在企业向 FTC 和司法部提交收购报告后,必须等待 30 天。若两个部门均未提出异议,才能继续其收购行动。假如上述两个部门中的任何一个对该项收购提出疑问,则还应延长 20 天。在标购开始前,按规定有 15 天等待期,也有可能再延长 10 天。

(3) 允许州律师协会接受自然人股东委托,向违反《谢尔曼法》的公司要求 3 倍于损失的补偿。

### 4. 1970 年《反欺诈和反腐败组织法》(RICO)

虽然《反欺诈和反腐败组织法》涉及面并不宽,但在 70 年代后期却被大量运用,使这部法律显得越来越重要。按照该法律,政府、个人都可作为原告提起诉讼。

## 第三节 结构理论和动态竞争理论

### 一、绪论

在过去的几十年中,关于产业组织最流行的是结构理论。该理论的主要观点是:某一行业如果过于集中,那么这个行业内的竞争就会减少。即如果某一行业内产品的生产和销售都集中于少数几个大公司,那么这几个竞争对手对彼此的情况包括下一步的策略会比较清楚,它们会根据对手的做法确定自己下一步地计划。这样,每个公司的决策都不是独立作出的,而是依赖于其竞争对手。这种情况实际上会在竞争对手间形成一种默契,如即使产品成本降低,但几个寡头仍一起保持较高的价格水平。所以按照结构理论,反托拉斯法可对较集中的行业实施限制性的措施。

但近年来,经验数据却对结构理论提出了挑战。新的动态竞争理论(Dynamic Oligopoly and Strategic Competition)越来越为人们所接受。在本节中,我们将作一一介绍。

## 二、结构理论和动态竞争理论

结构理论源于古典经济学中的完全竞争模型。该理论不仅曾在学术界广为流传,而且也极大地影响过美国的公共政策。结构理论的前提假设如下:

(1)完全竞争市场包括大量的买方和卖方。在这样一个巨大的市场中,任何单个的买方或卖方都无法左右市场的产品数量 and 市场价格。

(2)规模经济已得到较充分的利用。厂商不论其规模大小,生产成本大致相当。

(3)能较容易地进入该行业,并且所有厂家都可以开发或利用最新的技术成果。

(4)该行业不断有技术创新和新产品问世。因此不存在不能解决的产品质量问题。

(5)关于行业生产和销售方面的知识无需花费成本便可得到。(在完全竞争市场中,广告的作用无足轻重。)

在这样的市场中,产品价格等于边际成本,产品价格只受边际成本变动的影响。任何一个厂商都只能赚取平均利润。从长期看,不可能存在超额利润。

由经济模型建立的经济理论,其作用不仅在于较接近地描述现实,而且可以对未来的经济走势作出预测。因此,完全竞争市场模型曾被广泛地运用于许多经济政策中。但是,对于产业组织问题,仅有古典完全竞争市场理论是不够的,因为它没有充分考虑到商业竞争对手之间相互影响的动态竞争。

新的研究表明,在实际经济活动中,企业需要作出决策的不仅有产量、价格,还有技术领先、产品质量、产品多样化、推销产品的努力程度、相对成本效率(Relative Cost Efficiencies)——所有这些企业战略将影响企业利润。新的动态竞争模型将这些因素通盘考虑,并且也影响到如何制定政策。

动态竞争理论认为,企业的管理水平相当重要。不同的企业,存在着管理水平上的差异,这个差异最终会导致成本和利润的差异。另外,成本和产品质量的差异也不容忽视。成本低、质量好的产品,其市场份额最终会扩大,生产该产品的厂家会逐渐成为该行业的“大户”。这样,市场份额的扩大,最终导致产品生产集中,由此可以看出,恰恰是较高等度的竞争导致该行业的生产向效率高的厂家集中。

动态竞争理论还认为,大企业之间要达成默契,在实际经济中是相当困难的。因为这种默契缺乏约束力,故而缺乏稳定性。并且革新产品技术领先、降低成本都会使企业获得丰厚的回报。因此,它们会积极采取上述竞争行为。大公司的经理往往倾向于认为,提高竞争能力往往比与竞争对手达成默契以维持较高价格所获得的利润多。

此外,动态竞争理论还认为,企业通过保持其生产技术的优势,也可以在较长时间内获得超额利润。因此,应把这种超额利润和由垄断获得的超额利润加以区别。

## 三、结构理论在兼并收购案例中的运用

在1950年对《克雷顿法》作补充时,结构理论正占据统治地位,因此,这个理论也在实践中得到运用,阻止了不少大规模的横向兼并和纵向兼并。

在1962年的布朗肖案件中,高级法院认为,通过垂直兼并会导致收购方企业效率提高,而

该行业其他企业却不能得到这个好处。最终法院判决禁止兼并。

1963年发生的PNB(费城国家银行)案件是一个横向兼并案。由于美国政府对商业银行在其他州设立分支机构有严格限制,于是,PNB为进入华盛顿地区,采用了在华盛顿地区兼并其他商业金融机构的做法。经过辩论,法院认为PNB收购有效。因为除商业银行外,还有大量的融资公司、储蓄贷款协会、保险公司、商业中介融资、投资银行等金融机构。市场的竞争力不会因一家商业银行被兼并而致削弱。

### 第四节 监管企业兼并收购的原则

#### 一、1968年监管企业兼并收购原则

1968年,美国政府制定了一个衡量行业集中程度的标准:把某一行业中产品份额占市场前四名的占有率相加,如果相加之和低于75%,在某一收购方公司产品市场占有率接近25%时,它可以兼并产品市场占有率1%左右的企业;如果前四名厂家产品市场占有率超过75%,则兼并方企业本身市场占有率不超过15%时,可兼并产品市场占有率1%左右的企业。这个标准称为“四厂家集中程度比例”。

尽管制定了上述适用于横向兼并的原则,对混合兼并的限制却宽松得多。因为一般的混合兼并,兼并方公司不会通过这种兼并在某种产品市场占有率达到垄断的程度,因而一般不会触犯反托拉斯法。

#### 二、监管兼并收购活动的新原则

自70年代开始,美国法院在审理兼并收购案时,其焦点不再仅仅局限于传统的行业集中程度。1974年颁发的《一般动态决议》集中体现了这种变化。美国高等法院规定,判断一起兼并收购活动不仅要看行业集中程度,还要广泛参考各种经济和商业状况,以便综合评价一起兼并收购是否会减少竞争,形成垄断。

80年代,美国司法部(DOJ)和联邦贸易委员会(FTC)都逐渐调整了其监管政策。其中美国司法部于1982年6月14日颁布的新指导原则显得更加重要。在这个新原则中,放弃了采用“四厂家集中程度比例”来衡量一个行业的集中程度的方法,而采用了HHI指标。(Herfindahl-Hirschman-Index)。该指标在计算时把所有厂家的市场份额均列入考虑范围。如果行业中有10个厂商,每个厂商占有市场份额的10%,则HHI指标为: $10 \times (0.1)^2 = 0.1$ 。而DOJ把该计算式变形如下:

$$10 \times (10)^2 = 1000 \text{ (括弧里的10为每个厂家所占百分比)}$$

又如:在某一市场中,一个厂商占57%,另有43%分别被43个厂家占据,每个厂商占1%的份额,则该市场的HHI指标为: $(57)^2 + 43 \times (1)^2 = 3292$

但若采用“四厂商集中程度比例”则为:

$(57 + 1 + 1 + 1)\% = 60\%$

由此可见, HHI 既考虑了某市场份额的分散程度, 又考虑了集中程度。

另外, HHI 还可以和另一个衡量垄断程度的指标——价格成本边际相联系( 价格成本边际 = 价格 - 边际成本/价格 )两个指标关系如下 :

$$\frac{P - MC}{P} = \frac{HHI}{E_m}$$

其中  $P$  为价格,  $MC$  为边际成本,  $E_m$  为需求弹性。在一个完全竞争的市场,  $P = MC$ , 则等式左边为 0。这是一个基点, 若  $\frac{P - MC}{P}$  越大, 则表明垄断利润越高。但在实际会计中, 由于会计人员并没有把股东成本作为成本, 并且也不计算边际成本和区分长期边际成本和短期边际成本, 故  $P \neq MC$ 。

随着经济学的发展, 经济学家认为, 在建立市场模型时, 不仅应考虑市场需要弹性, 还应考虑各竞争对手的供给弹性、各厂家的市场份额、各厂家的相互作用、各厂家不同的成本和风险等。于是, 有人将上面的式子修改如下 :

$$\frac{P - MC}{P} = \frac{HHI(1 + K)}{E_m + E_r S_r}$$

其中 HHI 是所衡量市场上占统治地位厂家,  $K$  是厂家间相互影响程度,  $E_m$  是市场价格弹性,  $E_r$  是次要厂家的供给弹性,  $S_r$  是次要厂商的市场供给量。其中  $-1 \leq k \leq 1$ , 如果  $k > 0$ 。表明各厂商之间向同一方向相互作用, 若  $k < 0$  则表明各厂商向相反方向互相影响。例如, 某一厂商企图减少产量以提高价格, 但另一厂商却增加了其产量, 使前一厂商的提价计划未能实现。此时  $k < 0$ 。如果两者刚好完全抵消, 则  $k = -1$ 。

根据上述原则, 对横向兼并而言, 若兼并后  $HHI < 1000$ , 则该兼并不引起垄断。若  $1000 < HHI < 1800$ , 则属于适度集中; 此时如果兼并只使 HHI 提高 100 左右。或者兼并后  $HHI > 1800$ , 但只使 HHI 提高 50, 也不会被起诉。但是, 如果兼并使 HHI 值提高超过 100, 则有可能被起诉。

对于非横向兼并, 上述原则也基本适用。包括市场定义、对市场集中程度的衡量、进入某市场的难易程度等等。不过一般而言, 非横向兼并引起市场垄断的可能性较横向兼并来得小。

## 第五节 风险套利、内幕交易及其法规

### 一、风险套利

套利, 是指在一个市场上买入股票后再很快再以高价卖出, 即利用同一市场或两个市场间瞬间价格差, 获取利润。当套利商大量购买某种股票时, 该股票价格被推高; 与套利商大量抛出某种股票时, 该股票价格又被压低。对同种股票而言, 套利商的行为往往能消灭该股票在两个市场间价格差别。此种情况下, 套利商以较小的风险即可获取利润。这里我们将介绍兼并收购活动中的风险套利。

### 1. 兼并收购中的风险套利

(1) 概念。在兼并收购领域中,存在着一个专门为此而设的风险套利商。当某套利商估计该项标购行动有可能成功时,他就会大量买入目标企业的股票,待标购正式开始时,再以高价卖出。在成功的标购中,套利商平均可获得 20% 以上的利润。因此,在兼并收购活动中套利商所赌的就是对目标企业控制的争夺是否成功。套利商所冒的风险是较大的,一旦标购失败,套利商损失也往往是巨大的。

(2) 套利程序。当某一收购消息宣布后,市场价格会很快上涨至接近标购价格的水平(标购价一般比市场高出不少)。如 B 公司股票价格为 100 美元,现在,它宣布将以每股 60 美元的价格买入目前市价为 40 美元的 T 公司股票(标购溢价为 50%)。消息宣布后,某套利商 A 大量买入 T 公司股票。假设 T 公司股票上升至每股 55 美元(市价之所以与标购价存在差额是因为标购是否成功仍未确定)。如果标购成功,风险套利商可以以每股 60 美元的价格把 T 公司股票卖给标购方,每股赚取 5 美元。即使标购失败,但如果又有其他标购者介入,T 公司股票仍不会大幅下跌,反而可能被新的标购者推得更高,套利商 A 可获更多利润。这里需要指出的是,标购开始后,B 公司股价一般会下跌,因为它承担了标购可能失败的风险。若标购确实失败,B 公司股价很难回复原来水平。因为市场认为它已在准备标购过程中花费了大量人力、物力进行研究、筹资、组织策划等工作,这些投入也被视为一种经济上的损失。

但是,在 1987 年 10 月的股市崩溃中,绝大多数投资银行的套利部门都遭到了巨大的损失。在股市崩溃时,无论收购方公司还是被收购公司,股价在标购期间都会下跌,若套利商不及时“斩仓”,想通过长期持有目标公司股票挽回损失,只会输得更惨。因为在股市状况极糟时,目标公司股价往往跌得更多。投资者认为收购方随时有可能降低标购价格或宣布退出收购。

自 70 年代以来,采用现金支付方式的敌意收购逐渐增多,也为风险套利商提供了更多的获利机会,并使套利商的队伍急剧扩大。不完全统计称,套利商从 1976 年的 24 家增至 1986 年的 300 家。其中既有独立套利商,也有合伙的,更有经纪公司或投资银行和其他金融机构套利部门。著名的伊万·勃斯克(Ivan Buesky)领导的套利基金,该基金 1975 年开始设立时只有 70 万美元,到 1986 年 11 月,已增至 10 亿美元,平均每年增加 93.6%。

### 2. 风险套利的性质和作用

(1) 性质。正因为风险套利并不以通过长期持有股票来获利,套利商们自然不会关心目标企业的财务状况、经营状况甚至市场风险。他们唯一关心的就是标购能否成功,在什么价位上成交。如果标购失败,套利商手中剩下的只是大量的以高于目前市价买入的“套牢”股票,即便标购成功,如果价位不够高,套利商扣除交易成本也所剩无多。因此,套利商为了降低风险,减少损失,往往用购买买入期权的方式代替直接买入股票。

一般而言,套利商在某一收购消息宣布后就会立刻作出反应,如分析目标公司的资产数量、收购成功的可能性、收购方公司各潜在的竞争对手、目标公司的防御策略。但通常套利商没有时间对这些资料作出充分的分析,他们必须及早动手以抓紧转瞬即逝的机会,因为目标公司的股价在正式消息宣布前就开始上涨。

信息是套利商最重要的资源。套利商花很大精力去分析所有公布的文件、财务报告、各公司提交给证券交易委员会或有关机构的文件。套利商还花钱从咨询专家、律师、产业专家那里购买建议。另外还雇佣投资银行家替他们对标购作出评估。套利商还尽可能从代表收购方企

业和目标企业的投资银行那里获取信息。但这种拚命打听情报的行为,常常使套利商进入一个灰色区域——内幕交易的边缘。

近年来,风险套利商认为,通过对各企业状况作出评估,选择购买那些可能成为目标公司的股票,可以增加他们的利润。他们的注意力主要集中在那些价值被市场低估的企业,因为这些企业对收购者有吸引力。他们还要注意市场价格的变化情况。某个股价异常上涨意味着可能有人在收集该股票,通过价格分析,套利商希望尽可能在收购消息正式宣布前(收购者持有目标公司5%股票后必须宣布)就发现目标公司,以尽早动手。但基于这种分析而采取行动,往往要冒很大的风险。

(2)作用。风险套利活动的存在,其作用在于为目标公司的股东提供了这样一种服务:他们可以在收购交易完成之前以较高价格卖出手中股票。因为许多股东缺乏有关经验,时间来仔细分析他们所面临的标购。例如,某股东曾以每股10美元的价格买入目标公司的股票,则他很愿意以每股15美元的价格卖给风险套利商而不必非要等到最后以每股18美元的价格卖给标购者。因为一旦标购失败,股价会立即下跌到最初的10元一股,股东宁愿少赚也不愿冒一分不赚的危险。因此,风险套利商实际上扮演了为股东承担风险的角色。

另外,风险套利商也间接为不愿过早卖出被标购股票的股东提供了服务。因为套利商甚至比一般股东更关心标购的结果,他们希望以尽可能高的价格卖出手中股票。并且,他们有准确估价目标公司资产的知识与与收购方进行价格谈判的技巧,这样,风险套利商为自己的利益所作的努力也使最后把手中股票卖给标购方的股东受惠。作为标购一方,一般也愿意风险套利商的存在,因为风险套利商为了自己的利益会把手中股票卖给愿意出最高价的标购者。而目标公司经理层一般鼓励自己的股东与公司建立“长期”、“忠诚”的关系,而风险套私商则只为利益所驱动,只想尽快卖个好价钱。有时,标购者为促使风险套利商为自己积累目标企业的股票,甚至与其共享信息。当然,这也存在一个危险,风险套利商可能把股票卖出价更高的标购者。

## 二、内幕交易

### 1. 可能涉及内幕交易的人员

内幕交易理论认为,可能卷入内幕交易的人员有八类:

(1)收购方和被收购方企业的高级经理、董事会成员、董事会秘书;

(2)投资银行家、高级经理、风险套利部门、研究分析员、秘书;

(3)法律部门:策划该行动的律师、与之商议的人员、秘书;

(4)银行及其他贷款方:参与贷款的银行高级经理、秘书;

(5)金融中介机构:独立的套利部门、经纪商和交易商、证券分析人员、撰写商情报告书的人员;

(6)其他中介机构:记者、代理、印刷企业;

(7)机构投资者:保险公司、投资公司、银行的信托部门、养老基金;

(8)独立投资者。

### 2. 对内幕交易的争论

对内幕交易有两种截然相反的看法,支持内幕交易的观点认为,内幕交易可使市场价格、

证券市场运作更加有效率,并且内幕交易还提供更多的效率补偿。其理由如下:

(1)内幕交易可以有效地传播交易信息。因为在内幕交易进行时,这种买卖行为本身所表达的信息就会使股价上涨或下跌,使之趋向于自己的真实价位。如果禁止内幕交易,知情内幕人士也会通过其他方式传递有关内幕信息,但这往往使社会成本增加。

(2)交易者的供需行为会影响证券价格。在内幕者得知某一尚未公开的信息后,就会相应大量购买某种股票。这样,对该股票需求增加,导致价格上涨。这会使不知情者意识到,围绕该种股票可能有一些特殊原因,从而引起注意。

(3)有时,当某公司有了新的技术、生产或市场方面的重大进展,而又一时不愿公布,其股票价格往往被低估。这时,该公司宁愿把消息泄露给证券分析人员,让他们在商情报告书中以自己的口气推介公司的股票,促使其价格上涨。

(4)为经理层提供额外经济补偿。若允许公司经理层进行内幕交易,他们就会从中获得额外收入。有时,这会激发他们的经营热情,勇于冒险。

而反对内幕交易的人认为:

(1)内幕交易不一定使市场更加有效率。因为内幕交易可以通过各种间接交易的方式掩盖交易。并且,当一些低层职员获得某一信息后,为了他们自己的利益,会隐瞒该信息,不向高级管理层通报。

(2)通过内幕交易给予高级经理们额外补偿只会产生低效率。因为没有任何机制可以保证经理们在得到额外补偿后就会更加努力地为公司出力。相反,为了牟取私利,他们甚至可能损害公司的利益。

(3)内幕交易会使得投资者对市场的公正性失去信心,从而减少总的交易活动,导致市场低效率。

### 3. 公共政策

尽管有上述争论,公众和立法者仍然普遍反对内幕交易。有关公共政策也试图禁止内幕交易,以下三个观点被广泛接受:

(1)内幕交易者——违法。因为他们利用了内幕信息。

(2)利用内幕消息的外界人士——违法。因为他们滥用内幕信息。

(3)目标企业的权益——《证券交易法》14e—3条。

我们在前面已提到过,10b—5条例和14e—3条例在其范围和适用性方面有些模糊。但正因为这种模糊性,赋予了证券交易委员会以广泛的权力,对各种交易活动进行有效监管,并成为起诉罪犯的有效依据。

### 4. 内幕交易案例

美国历史上最著名的内幕交易案发生于1985年。当时,美林证券公司收到一封匿名信,信中怀疑在卡罗斯( Caracas )和维内佐拉( Venezuela )收购中,存在内幕交易。美林证券把这个信息传递给了证券交易委员会,最后使丹尼斯·列文( Dennis Levine )被牵涉其中。他是德雷塞尔( Drexel )银行的投资银行家。1986年5月12日,证券交易委员会起诉丹尼斯,控告他利用内幕消息进行非法交易,从中获取了1200万美元的利润。1986年6月5日,丹尼斯承认违法并支付1160万美元的罚金,且被判2年有期徒刑。

在该案中,丹尼斯还供出了其他内幕交易者:雷曼兄弟银行( Shearson Lehman Brothers )的投资银行家伊拉·索克洛( Ira Sokolow ),他把内幕消息泄露给丹尼斯并由此获得12.25万美

元(后被迫退回12万美元的非法所得并处以9万美元的罚款,同时监禁366天);戴卫·布朗,高诚证券的投资银行家,他把内幕消息泄露给索克罗,并由此得到了3万美元的报酬(布朗同意交15万美元的罚金,并被监禁30天加300小时的社区服务);汉·理查(Han Reich),凯茨律师事务所(Wachtell, Lipton, Rosen & Katy)的律师,也曾把内幕消息泄露给列文(被判以366天监禁并取消律师资格)。

罗伯特·维尔凯斯,哈顿银行的投资银行家(Lagand Freres and E. F. Hutton)泄密给列文(判了366天监禁)。由此案还牵涉了兰多·塞克拉(Rondall Celola),哈顿的分析员。他曾把消息透给了维尔凯斯、瑞士银行分部的官员伯哈德·米尔等等。

最重要的是,在丹尼斯的交待中还卷入了套利商伊万·勃斯克(Ivan Boesky),他在国内外有许多公司,是华尔街上的风云人物。1986年11月14日,伊万交还5千万美元非法利润,并被罚5千万美金。1987年4月23日,伊万还被指控犯有欺诈罪,他同意与证券交易委员会合作。

由伊万还揭露了另两人——马丁·斯格尔(Martin Siegel)及杰佛瑞公司的奠基人——勃埃德·杰佛瑞(Boyd L. Jeffoies)。

根据伊万提供的材料,德雷塞尔银行被起诉。1988年4月27日和28两日,该行总裁弗雷德瑞克和米切尔·密尔肯被迫出席了一个内幕交易听证会。同年6月,即有小报说德雷塞尔银行和密尔肯将被起诉。9月,德雷塞尔银行、密尔肯及另一个拥有多家大公司的投资家被正式起诉。他们被指控在证券交易中有欺诈行为。SEC在起诉中认为,在1984—1986年期间,以密尔肯为首的德雷塞尔银行同伊万合作,在多次交易中有违法行为。起诉还认为:弗雷德瑞克和他的儿子史迪文还为伊万提供各种便利条件。密尔肯的贴身助手也为这些指控提供了证据。

1988年12月21日,德雷塞尔银行愿意承认六项指控,并为此付出六亿五千万美元的罚款。

当时,有人发表文章认为,在指控中还遗漏了以下两点:①德雷塞尔银行操纵市场价格;②有“寄投”活动(Parking,寄投,本指在未考虑好其他投资方式以前,把资金暂时投在安全性高的资产上。这里指客户把自己的股票或资金寄放在他人或经纪人的账户上,以逃避监管)。当然,在相当长时期内,“寄投”的做法相当普遍。德雷塞尔银行之所以很快认罚,是因为它怕更有受损失的人要求三倍的索赔,这样,该行的损失将更多。

另一串戏剧性的案子是密尔肯案。1989年3月29日,曼哈顿的一个联邦法院起诉密尔肯、其兄洛维尔、德雷塞尔前交易商布鲁斯三人有内幕交易及违法的欺诈行为。根据RICO中有关惩罚条例,法院有权要求违法者交出违法期间个人收入、利润以及持有的任何非法公司的股票。根据RICO,政府在审理案件期间有权冻结德雷塞尔银行的资产。因此,最后三人交出15.8亿美元,密尔肯还面临被判300年监禁的危险。

### 5. 英国、日本等其他国家的内幕交易

几个世界著名的金融中心——纽约、伦敦、东京的股市都是紧密相连的,内幕交易是个国际性问题,但各国对它的管理却各有差异。

英国在1980年才通过立法反对内幕交易。其法律规定,某个人必须是“敌意”卷入内幕才算违法。因此,只有本人亲自坦白他故意参加了内幕交易,否则很难判罪。但对勃斯克事件的调查,却导致了英国金融界最大的丑闻曝光:归里斯·布鲁因(Guinness Brewing)银行与阿吉·格

鲁(Argyll Group)银行为争夺迪斯蒂尔(Distillers)公司而进行的“战争”。这次曝光导致了归里斯银行的董事长、总经理、公司融资经理摩根·格里弗(Morgan Grenfell)及归里斯商人银行董事长的下台。触犯的法律主要有:向其提供非法服务的个人付钱,在收购前和收购后购买归里斯股票。与勃斯特合伙投资1亿美元则是该案被揭露的线索。在丑闻发生的1986—1987年期间,正是伦敦证券交易所放松管制的时间。该放松管制计划是希望各市场主体以自律为主,辅以各行政部门的监管。在这次丑闻曝光后,英国政府加强了管理,主要赋予这些政府部门更广泛的调查和监管权。

而在日本,对内幕交易的管理却非常宽松。长期以来,公众一直在批评日本官方对内幕交易的宽容态度,以为负责这方面工作的财政大臣不够尽职。日本政府要保护的并不是个人投资者,而是要扶植证券行业的发展。尽管公众明知存在内幕交易,他们却仍然购买股票,日本股市的成交量仍然一直非常高。

但随着一系列股市内幕交易被充分揭露,日本国会于1988年修改了有关证券及交易法,该法于1989年春正式生效,主要是赋予财政部更多的调查权及行使法律的权利。根据新法,被判有内幕交易者将被最高处以3737美元的罚金和6个月的监禁。财政部组成了一个17人的委员会,管理操纵股市价格、内幕交易、期货和期权交易及制订新的交易法规。

### 6. 问题的扩展

尽管不时有内幕交易的报道,但真正确凿无疑的事件并不如人们想象的多。1987年,由美国证券交易委员会下面的经济学家小组进行的一项调查表明,收购消息宣布前,目标公司股价上涨,在很多情况下并不是由非法交易引起的而是由众多投资者的合理预期引起的。平均来讲,在收购消息宣布前3天、2天、1天,目标公司股票朝着收购溢价方向上涨幅度平均为:27.7%、27.6%、38.8%。调查者举出不少例子证明,即使从公开的媒介报道,猜测到收购方公司、目标公司向证券交易委员会提供信息,任何会分析的投资者都会较准确地找出目标公司,何况还有华尔街上众多的“专职人员”每天都在密切注视某些公司经理日常活动、会议、旅行等。他们还有极其精密复杂的计算机监管系统,监督每种股票的累计成交量或不寻常的大笔交易。并且,他们还积极收集各种产业信息,分析目前最热门的兼并行业,试图从中寻找下一个兼并目标。

然而,也有人认为,无论信息是以怎样正当的手段得来,只要还没有向所有投资者公布,就不能根据此信息进行交易。但反对者则认为内幕交易有利于加快信息传递。

事实上,二级市场的消息经常被提前“消化”,以致于当消息真正被公布,有关股价却没有剧烈波动。因为在消息公布前已剧烈变动过了。同时,那些不知道内幕消息,但正好在收购消息宣布前以低价买入的人,如因基金的投资组合、投资组合重新调整流动性需要而买入目标公司股票和那些打算长期持有目标公司股票的股东都不会因内幕而受害。只有那些卖出股票的投资者才会遭受损失。关于公共政策,也有不少争论。对于“内幕交易”,证券交易委员会没有明确定义。于是有人认为,是证券交易委员会故意使这个概念模糊不清,这样可以更加广泛地对各种交易行为进行监控。然而,还是在许多“灰色区域”。例如,一个公司袭击者对自己的下一个袭击目标心中有数,那么,在他宣布自己的收购计划之前是否也不能购买目标公司的股票呢?而这样做会使股票价格上涨,收购成本增加。又如,上市公司经常有计划地在市场上悄悄回购自己的股票,假如要求它们提前宣布自己的回购计划,势必引起股价大涨,回购成本随之上升。再如,收购公司甚至希望投资银行把收购消息泄露给套利商,在套利商大肆购买目标公

司股票后,收购就变得相对容易。那么,投资银行是否应为顾客服务呢?证券交易委员会究竟该怎么做呢?有人认为,只要认真执行现在的法规就足够了。而另一些国会议员则认为应制订更多的法规加强管制。然而,为了保持投资者对证券市场的信心,证券交易委员会并不希望制订一些相互矛盾、繁琐的法律条文。而且,即便有最好的法律,也不可能抓住所有的内幕交易者,何况许多法律条文的运用,依赖于法院对它的解释和由判例形成的习惯法。不少人认为,不从字面上精确地定义“内幕交易”的好处在于,可防止交易者在遵守字面规定的同时违背法的精神。

## 第十四章 公司购并后的经营管理

无论收购企业的目的是为了改善和扩大经营,还是为了套利出售,收购者都有一个共同的目的,即力争获取最大化的利润。从这个意义上来说,收购者完成收购,取得了被购并企业的经营控制权,只是走完了第一步。如何改善经营管理,提高母公司和子公司的共同业绩,以期达到利润最大化的目的,是摆在收购者面前的艰巨任务。

公司的经营管理涉及到很多方面的问题。从企业的人事政策到财务政策,从企业的生产、原材料供应到产品的销售,都需要做出恰如其分的安排。在市场竞争趋于白热化的当代经济生活中,各种管理思想、管理方法和模式可谓层出不穷,并且都各自有成功范例为佐证。企业管理者在进行经营决策的过程中,不宜墨守成规,而应充分考虑根据企业自身的条件,如何在不断发展变化的特定环境中选择一种或多种经营管理模式,以获取利润。本章讨论完成收购后,收购者对被购并企业进行经营管理的主要问题。

### 第一节 购并后经营管理的主要问题

#### 一、购并后的人事问题

收购者在完成公司购并之后,首先要解决的是被购并企业中人的问题。因为人是任何企业生产经营的主体,企业人才主观能动性的充分发挥,是企业能够维持生存和发展并取得优良业绩的根本保证。甚至可以说,在现代社会的市场竞争中,人才的竞争已成为当务之急。试想,如果公司购并完成后,被购并公司原有的管理人才、技术人才纷纷离去,原有的客户和资金、原材料供应者纷纷断绝与被收购公司的业务联系,甚至使其经营业绩大不如前,则可以肯定地说,此项收购为失败之举。因此,如何处理好购并后的人事问题,就成为购并公司管理层首先要考虑的问题。

根据对国内外大量企业购并案例的分析,人事问题应主要做好以下几个方面的工作。

##### 1. 被购并企业主管人员的选派

收购完成后,收购者取得了被收购企业的控制支配权。收购者可以通过定期审核各种报表资料,了解被购并企业的业务开展情况,而实现对其的控制。但这毕竟只是间接的控制,难

免会使被购并企业独立性过强而留有失控之患。而选派具有专业管理才能,同时忠诚可靠的人前往被购并企业负责经营管理,可以在很大程度上避免这一隐患。特别是在买方的收购动机是着重于双方整合效果的发挥所产生的利益的情况下,这种直接的人员控制,尤其能够确保整合效果的发挥。

收购者选择委派前往担任被购并企业的主管人员,必须具备专业管理才能。这一点对避免人才流失、客源减少是至关重要的。无论是从收购者内部还是外部选聘人才,都需要不仅精明强干,而且值得信赖。在跨行业收购的情况下,如果对被购并企业的业务不很熟悉,收购者也可以考虑留用该企业原主管,而通过各种报表及时掌握该企业的经营状况,但如前所述,这种方式有较大风险。如日本企业大举进军好莱坞时,曾相继买下了米高梅、哥伦比亚和拉哥等影业公司,并且并未派员接任,而让其原主管享有充分自主权,但由于种种原因影片公司经营不善,又不得不忍痛卖掉。

### 2. 购并后的人员沟通

企业购并完成后,被购并企业内部的工作人员往往士气不振,有离职打算。只有进行人际沟通,设法消除这种戒备和悲观的情绪才不会使人才流失。因此,在收购宣布后,收购者需派代表到被购并企业,与该企业人员进行交谈沟通,想方设法留住人才,如应让该企业员工知道股权的变化、谁是新任主管、未来经营方向如何等。还应澄清员工们的种种顾虑,如工作地点迁移状况、裁员还是扩员、福利状况等员工们关心的问题。因为人力资源在企业生存发展中的重要性,收购者在进行沟通前,必须对该企业内部人员的基本情况进行深入了解,并力争取得他们的认同,同时努力消除双方企业的文化差异所造成的障碍,共建企业文化。也只有如此,才能充分发挥整合效果,取得  $2+2>4$  的效应。

### 3. 进行必要的人事调整

在对被购并企业的人员状况有了深入详实的了解之后,就可以判断哪些员工属于企业发展必不可少的精明强干之辈,哪些员工则属于庸碌无能的冗员。一般来说,购并后企业中最可能离职的是那些富于才能的管理人员和技术人员,因为他们不管在何处任职,必然都是各家公司竞相网络的对象。在作人事调整的决策时,要首先考虑留住这些人才,委以重任,并取得他们的信任和忠诚。而对那些没有能力和特长的人员,则要根据公司的实际情况,适当予以裁减。

### 4. 稳定人才

收购后,人员离职往往是因为担心对新环境能否适应。经营权的易手,总会使未来产生一些不确定性。尤其是对那些经营状况不佳的公司而言,股权转让后,收购者为缩小营运规模经常会进行人员裁减。被购并企业的原有人员会感到现实的威胁而造成沉重的心理负担,因为失业的压力存在,会使他们始终难以安心。

这时,收购者的首要任务就是尽快解除被购并企业内部人员的后顾之忧,制定出稳定人才的政策,以便激励职员在新领导下勤奋工作。这种稳定人才的政策需要有实质性的激励措施相配合,从个人的切身利益上为该企业员工考虑,给予其优厚的任用条件。在美国,一项普遍实行的激励措施是员工认股,即让员工有机会以低于市价的价格购买本企业的股票,尤其是对那些必不可少的人才给予一定数额的“股票选择权”,使其在一定年限内均可以特定价格购买股票。当业绩优异使股价狂升时,则可行使此权利而赚取价差。如日本三菱公司就曾以高于市价 40% 的每股 26 美元,收购美国钢铁公司所属的艾里斯化学公司 85% 的股权,其余 15%

留给原公司管理层,并要求该公司管理层的高级职员们继续留任。

总之,企业购并完成后,如何制定合理的人事政策,充分发挥员工的才能和经验,是收购者需要考虑的首要问题。

### 二、购并后的经营问题

购并后很容易造成的一个不利局面是和企业原有客户的关系有可能恶化。客户是企业的衣食父母,如果他们对企业产品供应的持续性以及质量、价格和服务等是否改变持怀疑态度,就很可能给原被购并企业的竞争者以可乘之机。这样,原有客户因为被购并企业的不稳定性而不再继续发订单,市场就很可能被竞争者掠夺。因此,购并后应当立即发函给主要客户,阐明收购者对该企业日后经营所将实施的政策。而原企业的业务人员理所当然地成为向客户传播公司经营思想和战略的媒介,他们应努力向客户证明,公司的产品和服务只会比原来更好。公司与客户的关系也只会比原来更好。对主要客户,可以考虑提供更优惠的条件,使客户对公司前途充满信心。

对于业绩不佳的企业,被购并后首先要处置闲置资产,对于不能一下子撤回的投资,也应逐步减少投入,或者将其转让给另一家公司,对于公司的内部组织机构要重新调整,精减不必要的部门,该撤销的撤销,该合并的合并,裁减冗员,以降低管理费用,减轻财务压力。

若购并双方是生产性质相近的企业,则购并方也可将自己的一些产品的订单交对方承担;或将双方的生产线连为一体,提高同一条生产线上上下游产品的衔接度,或者根据购并方的发展战略将对方的一些项目加以改造。例如山东渤海集团股份有限公司对济南火柴厂的购并。购并完成后,渤海集团投资逾千万元,将济南火柴厂在建的办公大楼改建成为具有三星级规格的渤海大厦,原有的占地约3,600平方米的仓库,被用来与日资合作经营娱乐中心;地处黄金地段的得天独厚的条件,又使部分闲置场地得以出租给证券公司开办证券交易大厅。

有时,收购企业的目的在于减少竞争对手,提高市场占有率,收购者就更应该把精力放在维持销售渠道和销售网络的稳定性方面,以使购并后取得整体最优效果。同时,也可以在产品和服务的质量上多做文章,在留住原有客户的同时,吸引更多的新客户。

有时,购并目的在于套利,或者是将经营不善的企业扭亏为盈后出售,或者将其资产拆开来卖而获利。这种情况在美国尤为常见。

### 三、购并后的协同与整合问题

购并之后在内部管理方面的整合与协同,主要是在管理制度、经营方式及企业文化等方面的融合,主要涉及组织公司内部各项新旧业务的串连运行,监控各分公司、各部门的运作,对企业内部的各种矛盾和冲突通过协商的方式加以解决。这里一个关键的问题是将收购者企业和被购并企业的企业文化融为一体,这是非常必要的,但却不可能迅速实现。因为企业文化的融合是一个涉及到多方面的复杂过程,它不仅表现在管理层的发展战略、经营思想、管理哲学等方面,也表现在企业员工的工作作风、精神风貌、对公司总体目标的认同和自觉贯彻执行等。所以收购企业的领导层在着手解决这一问题时,切勿操之过急,必须制定周密详实的计划,在企业内部和外界广泛开展宣传教育工作,使全体员工对企业文化达成共识,同时也在公众中树

立良好形象。

### 四、购并后的理财手段

购并对双方企业来说,都是涉及大笔资产转移的重要项目,因此需要相应的理财手段相配合。许多收购者早在收购企业之前便制定出资产重组计划,以及与公司发展战略、组织管理等密切相关的理财策略。

#### 1. 套利出售

一般而言,被收购者的短期投资较少受到市场风险的影响,便于买方融资和进行财务处理,而其长期投资部分则由于周期长、回收流动性差会带来较高的市场风险和财务风险。收购者在接手资产流动比率欠佳的企业后,应妥善处置其资产,对流动性不同的资产区别对待。原则上应将不符合买方经营方向的某些资产售出,从而部分抵销筹资所引起的债务。因为在市场经济条件下,投资的唯一目的是为了获取利润,购并后如果带来亏损,就会与收购者的初衷背道而驰,因此应将成本大于收入的产品或资产售出,或伺机在企业股价升值之际,售出持股获利。反之,则可能会被亏损拖累,影响整个企业的综合利益。台湾省宏基公司或许在这方面可以提供一个因对被购并企业资产处置不当而被拖入泥潭的很好的例子。80年代末期,宏基公司曾在3年中接连收购了美国3家亏损的高科技公司,但是由于这些公司不但缺少流动性强的金融性资产,而难于再继续经营。没有财务综效,却由于宏基扩展过快,反受海外企业亏损拖累以致于造成了逾8亿美元的巨额亏损。宏基公司在理财手段上的失误和教训,是值得认真总结的。

#### 2. 撤资方式

在有些情况下,收购者会发现,整合的结果与原来设想制定的战略规划并不相符合,或可能由于企业的外部环境骤变而使购并活动失去其原有的意义。这时,往往采用“放弃分析”方法,以决定是否撤资。

实际上,公司进行撤资的原因是多种多样的,既可能是为了处置掉那些无利可图的资产,也可能由于资产绩效无法达到公司的预定标准,也可能是需要资金来进行投资、偿债等活动,还有些是因为要避免违反某些法律规定,如美国的反托拉斯法案。

概括起来,公司撤资主要有两种方式。①公司分割(Spin-Off),将准备裁掉或撤销的公司分割成为一至数家独立的公司,同时允许外来资本介入,用权益转让的方式将公司股票按股东的出资比例进行分配;②资产出售(Sell-Off),把打算裁撤的公司卖出,如美国的Beatrice公司曾一度网罗了一大批业务各异的企业。其中包括租车服务公司、装瓶厂、服装公司和食品加工厂等。在此情况下,Beatrice的管理层毅然作出决定,卖掉这些毫不相关的部门,将自己的业务集中在乳酪和肉类等食品方面,从而保证了公司经营运作的灵活性。

在具体的实施中,撤资往往采取更为灵活的形式,如进行资产分割时,既可以保留母公司的名分,也可以将其撤销,这取决于收购者对实际情况的考虑及其决策。

#### 3. 收购后的会计处理

企业购并完成后,主要有两种不同的账务处理方法。方法不同,对公司账面利润、每股收益的影响也不同。①联营法。把收购的各公司的资产负债表简单相加,形成一个统一的资产负债表。该方法适用于收购方向被购并企业支付股票而非现金的情况,其缺点在于合并资产

负债表时没有考虑双方公司的普通股票转换率。②购置法。以实际支付价格作为被购并企业的账面价值,在此基础上再合并各方资产负债表。这种处理方法由于实际支付价格有可能背离被购并企业的账面价值,其结果有可能与联营法的结果有所差别。这种方法对以现金和以债券、股票的支付方式均可适用。

一般来说,采用购置法,被购并企业的资产往往会增加,导致以后各期较高的折旧费、商誉摊销,甚至使存货账面价值升高导致较高销售成本。但对股东来说,成本的增大却可以减少应纳税额。实际上,会计方法的选择并不完全取决于收购者,而应视具体情况而定。

## 第二节 对目标公司经营政策的调整

如前所述,在企业购并活动中,收购后如何进行经营比如何取得控制权更为重要,它是企业实现赢利的关键步骤,因此,必须在收购前就作好规划。收购完成后,要根据双方公司的情况(尤其是母公司的战略需要)和企业外部环境相应地调整经营政策,以获取最大利润。

### 一、经营政策的调整

通常的情况是企业购并完成后,原收购者与被购并企业之间形成了互补关系,这种关系既可能是横向的,也可能是纵向的。在这种情况下,收购者必须要有长期发展的战略眼光,逐步调整被购并企业的经营策略,提高其获利能力,使之纳入整个公司的营运轨道。例如某些产品的生产线不符合收购后整体策略发展的需要,或者双方的某些设备和生产线存在重复设置的问题,需要加以归并;也可能是由于某些部门、机构的设置和功能与总体规划不符合,而需要裁并或新设等。这些问题都需要按照收购者的经营意图加以解决。

具体的做法多从调整产品策略入手。例如,美国福特汽车公司曾高价收购了多年亏损的英国 Jaguar 汽车公司。当时,一个艰巨的问题摆在了福特公司管理层面前,如何既维护 Jaguar 在公众心目中的高级轿车形象,又要提高其汽车销量,似乎成了一个两难选择。而福特公司如果自行研制开发新型高级轿车,同样需要巨额投入,并且要经历漫长的研制开发过程,即便如此,也无法保证很高的成功率。经过大量的调查、分析和预测,福特公司得出了收购 Jaguar 有利公司发展的结论,于是他们果断出高价收购了该公司,并对其生产经营进行了调整,终于扭转了长期以来的颓势,不仅成功地保持了 Jaguar 的形象,也有效地扩大了福特汽车的市场占有率。可以说,福特汽车公司对 Jaguar 公司经营策略的调整是极其成功的。

对经营政策的调整,不仅局限在生产方面,供销政策也常常基于整体利益的考虑而被纳入调整范围之内。企业购并后,一个显而易见的好处是双方的纵向联合可以为整个公司带来最大利益。例如,香港昆盈公司收购英国滑鼠公司后,担负起原由台湾省奎聚公司担当的滑球供应商一职;美国宝碱公司高价收购美国氩胺集团 Shuton 公司的个人清洁品部门后,便为自己的台湾分公司取得了 Shuton 公司产品在台湾地区的经销代理权。这些都体现出收购者取得被购企业控制权后,在经济上能够带来利益。

调整变动中必须注意维护原企业的对外关系。客户是企业生存发展的最终决定者,如果

他们对公司的政策持观望和怀疑态度,就会使企业丧失竞争力而给对手以可乘之机,因此,收购方委派的企业主管及其高层人员亲自拜访客户是非常必要的。

### 二、购并后的经营重点

企业被购并后,员工们对公司的前途的担心几乎是无法避免的。对于银行、供应商和客户等来说,都亟待了解公司的发展动向。所有这些工作都是公司新管理层义不容辞的责任,需要立即着手去做。对于员工,必须消除其不良情绪,使其树立起对企业前途的信心和荣辱与共的思想,自觉地把个人利益与企业利益结合起来。对于与公司在生产、供、销方面有密切联系的企业,则需要通过各种直接有效的途径向其说明公司的经营思想和政策稳定性,使其打消顾虑,充满信心地与公司继续合作。

对于业绩和财务状况欠佳的公司,收购后首先要处置不必要的资产,迅速停止获利能力低的生产线,从各种可能的方面采取措施降低成本。例如迁移办公地点、精简机构和人员,以缓解财务紧张状况,提高获利能力。在特定情况下,甚至可以考虑利用收购方本身的资源对被购方加以扶持,使其迅速扭亏为盈,与收购方协同发挥整体效益。

### 三、购并后转售图利

购并后转售图利在国外尤为常见,因为公司的买卖之间极易形成巨额利润,但这需要战略眼光和高超的经营管理能力。具体操作大致有以下两种。

#### 1. 出售资产

即购并后将被购企业的资产拆开来出售获利。很多杠杆收购的案例都是由于看好资产售出的可观利润而进行融资收购。例如,一向以出奇制胜、快速成长而著称的香港善美电脑公司就曾经举债收购了美国胜家公司,随即展开了一系列出售活动,相继把胜家公司在我国台湾省和马来西亚、新加坡等地的分公司卖给当地公司。为降低成本,善美公司又关闭了胜家公司在意大利的工厂和在美的研究中心。

#### 2. 套利买卖

即购并后并不将被购企业资产拆开,而是委派管理专家、财务专家和各種技术专家对其改造后,再高价售出,套取利润。一般而言,其操作对象往往是那些虽具有获利能力但财务上存在危机的公司,只要收购后适当投入,经过重新包装,就会给收购方带来巨额利润。

## 第三节 协同与整合

从理论上讲,购并对企业会产生经营管理上的协同效应。所谓协同效应,是指通过收购能给企业生产经营活动在效率方面带来变化以及效率的提高,从而产生收益,因此收购后两企业的总体效益要大于两个独立企业效益的算术和,即西方经济学家通常所说的 $2+2>4$ 效应。这种效应主要表现在生产协同、经营协同、财务协同、人才技术协同等方面。而购并后在内部

管理方面的整合,主要指在管理制度、经营方式以及企业文化等方面的融合,主要涉及组织企业内部新旧业务的串连运行,监控企业内部职能部门和分支机构的流动,协商解决企业内部各部门间的利益冲突等方面。只有经过整合过程,才能更有效地发挥双方的协同效应,因此,购并完成后,如何妥善对待处理整合问题,以收到事半功倍的效果,对于收购方能否达到收购目的是至关重要的。

### 一、制度的整合

购并完成后,是否要改变被购并企业的管理制度,取决于该企业现行管理制度的优劣。对于业绩优异、财务状况良好的公司,通常无需改变其管理制度,因为改变有可能会挫伤该企业原有员工的积极性,所以宜保持制度的稳定性和连续性。对于业绩欠佳的公司,要仔细分析其经营不善的原因,是否由管理制度的弊端造成。如原有的管理制度良好,则无需加以改变;但如该制度与收购方期望的不相符合,则可以考虑把收购方企业所实行的良好制度移植到被购企业。这种过程是可逆的,双方的管理制度互相取长补短,可以充分地发挥协同效应。

事实上,新的管理制度的确立和完善绝非一日之功,是一个渐进的过程,因为其间难免会产生种种问题和冲突。例如,被购企业的经理人员和员工可能对新制度缺乏认同感而抱有抵触情绪,这只能依靠耐心的说服教育来解决,使他们认识到新制度相对于原有制度的优越性而自觉地接受。因此,在着手改变制度时,应深入了解被购企业的原有制度,比较双方制度的优劣,并根据生产经营的实际需要制定审慎的制度转移策略。

如果购并后被购企业被纳入公司整体,则制度的整合尤为必要;而如果购并的目的在于经营的多元化和规模经济的需要,可以使被购企业保持相对独立性,而没有必要强行要求制度的一致。值得指出的是,双方的财务制度是必须统一的,这样便可以在资本上结合控制,以免财务状况混乱,杜绝作弊可能。

### 二、经营上的整合

#### 1. 生产作业整合

如前所述,被购企业经营状况的好坏,以及是否能与收购方有效配合,直接决定了是否能使收购方动机得到满足,达到规模效应。因此,购并各方要相互熟悉对方的管理控制系统和方法,同时注意互相取长补短,通过各方管理部门的最优组合形成更高效的管理系统。

但是,通常情况下,生产作业整合比产品生产线的整合更难。因为常涉及设备的重复设置问题。生产作业经过整合,生产成本、存货成本、销售成本等均可降低,从长期来看,对企业的整体利益是有益无害的。

根据购并目的的不同,在具体操作过程中有可能会对某些功能进行整合。例如销售部门、研究开发部门的整合,一般的方法是由收购方委派相关人员到被购企业相应部门担任要职,进行直接管理。组织上的合并是必要的,但在收购初期,也应适当保留被购企业某些特定业务活动的相对独立,而逐渐进行整合。因为突然的变动,很容易给人造成独断专行的印象。收购目的不同,业务整合的程度和方式也有所不同。

### 2. 组织结构问题

是否应将新成员的营运作业完全融入现有的组织体系中,还是让其独立营运,就是组织结构问题中的一个方面。

假如收购者为了进入某一特定行业,精心策划并实施了一连串收购行动,那么,为了更有效地统一管理,一般来说都要将所购并的企业完全纳入其组织结构当中。收购者往往也会考虑,被购企业的规模与收购方相比有多大。如果其业务量相对于收购方来说较大而成为整个公司业务活动中不可或缺的一部分,则宜于进行整合;如果其业务有限,若要求整合,就有可能使收购方的人力资源过于分散。例外的情况是,双方现有的相似产品能够被组合起来成为一个具有可观规模的产品群,就非常适合进行组织上的整合。

### 3. 其他问题

除了上述问题,收购方还应考虑到,在被购企业的生产线上,是否需要技术和产品投入,如果需要的话,应投入哪些新技术和新产品;双方的产品差异性有多大,有没有可供其用的研究设备,是否可与其用同一个销售网络;如果予以整合,技术和资源的可得性状况如何等。总之,是否应对被购企业进行整合,以及如何进行整合,都因具体收购对象而异。

## 第四节 就业和养老金

### 一、就业问题

在本章第一节的对被购企业人事问题的讨论中已经指出,就业问题在企业购并中是一个极其重要的问题,而且很不容易处理,因为它直接涉及到被购企业全体员工的切身利益,稍有不慎,就极易引发矛盾和冲突。因此,在兼并和收购前的谈判阶段就应对此进行考虑和磋商,而在购并完成后着手解决这一问题时,就更不应掉以轻心。

企业购并完成后,收购方为了早日使所购企业恢复和发展经营运作,当然期望创造一个和谐的工作环境,于是会以一种友好的方式来吸收被购企业的原有管理人员和职工。但这是不现实的,事实上,收购方有时不得不根据公司发展的需要来决定每个人的去留。这通常会引起被购企业原有员工的敌意,因为他们会切实感受到未来充满不确定性的威胁。在这样的心理负担下,许多人很可能选择过早退休或辞职。

国外的研究表明,收购后很快离开的绝大部分都是人才市场上的佼佼者,他们有技术,有管理能力和经验,自然会受到众多竞争对手的青睐。这种人正是收购方希望留住的人,因此,收购方的任务就在于确定被购方中哪些人是关键人员,然后设法将其挽留下来。这经常需要为他们提供更多的福利和升迁机会,此外,要使他们认识到企业的美好前景而自觉将个人利益与企业利益融为一体,更加积极主动地发挥才能。

而对于另一类员工,即缺乏工作能力和创造性,不适应市场需要的人,则可以保留其中部分人员,重新安排其工作,余者遣散。在这个极其敏感的问题上,参考法律规定是十分必要的,因为西方国家的就业保护法规对此均有专门的规定,这里仅以英国为例来说明遣散员工时应

注意的问题。

英国的《就业保护法》中规定,遣散员工时,雇主有责任事先征求工会意见,其最迟期限取决于解雇人数。若人数在10~99之间,则最迟期限为解雇生效前30天;若人数在100以上,则最迟期限增加到90天。工会可以就公司对此项规定的不履行向经济法庭起诉,法庭将通过保护性裁决来补偿被解雇职工的利益。公司有责任在保护期内继续支付全额工资。雇主征求工会意见时,应提供如下书面资料:①遣散原因;②计划遣散的人数和这些人的简介;③解雇方式;④解雇职工的选择方式。同时,在《就业保护法》中,对有关服务年限和工作小时数与遣散费的标准也都作了详细规定。

总之,西方国家在被购并企业职工的处置问题上有着相当完善的法律体系可以依循,同时也有发达的劳动力和健全的社会保障体系为前提。

### 二、养老金问题

在绝大多数企业购并中都要涉及到养老金问题。从本质上讲,养老基金是一种退休福利计划,目的在于为退休的会员提供养老金和其他津贴。通常以信托契约的形式规定了基金的建立、受托人的指定及其权利和对计划的总体执行等问题。养老金一般包括退休金和“在职”支付,后者主要指因在职死亡、事故致伤致残或永远失去工作能力而支付的相应补偿。在英美,绝大多数养老基金都被核准免税,包括收入税和资本收益税,受托人的责任就在于运用雇主和雇员认缴的资金进行投资和增值。其投资范围较广,但对其仍有极其严格的规定。

在以股票购并和以资产购并的情况下,对养老金问题的处理也不相同。在前种情况下,被购并企业的全部养老金计划都要随公司转移到收购方。对于收购方来说,当然想改变被购并企业的养老金计划,以使之与己方养老金计划相一致,但这往往很难做到,因为双方的养老金计划在有关认缴和支付上都不可能完全一致,降低支付或增加认缴都可能会导致职工的不满和反对,尤其是在过渡时期,很容易造成人才流失。一个可行的办法是,收购方出资重新购买养老金,使各方养老金拉平。

在资产收购情况下,由于只是转移部分劳动力,要做出专门安排。安排的方法是多种多样的。例如,让被购企业员工退出他们目前的养老金计划而加入收购方的计划,或者把基金以及相应的养老金从被购企业计划中转移到收购方等。

在购并活动中,养老基金受托人和工会必须仔细检查基金的状况。而对于职工本人来说,由于这一问题与其切身利益关系更为密切,因此最为关心。通常在购并谈判中必须有职工代表参与职工养老金问题的磋商。

可能发生的一种情况是,被购企业的某些高级管理人员由于知悉内幕消息,有可能借机增加他们享受养老金的权利。因此工会应密切注意在购并前的短期内养老金计划是否作了改变及其改变原因。

## 第十五章 对公司兼并收购的法律监管

### 第一节 中国企业兼并收购相关法规概述

企业兼并收购是市场经济中优化资源配置的重要手段之一。市场经济是有序的经济,必须有严格的法律和法规保障。企业兼并收购涉及的方方面面很多,影响较大,因此必须在法制的轨道上进行。纵观市场经济发达的国家,其对企业兼并收购都制定了严格的法规,以保证市场的公开、公正和公平,防止内幕交易和虚假造市,保障中小股东的利益。

我国的企业兼并活动起步较晚,收购则更是在证券市场重新出现以后的事情。故有关的法规无论在系列性、配套性还是在操作性上都存在着许多不完善之处。这些法规有着明显的过渡性质,缺乏规范化和程序化。但随着市场经济体制的确立和建立现代企业制度的要求,特别是在证券市场急速发展的要求下,我国已在加速这方面的立法工作,新的《公司法》已经出台,对企业的合并做出了较明晰的规定。《证券法》已出台,其中有关企业收购的部分,与《股票发行与交易管理暂行条例》相比有很大的修改。

经过十多年的努力,我国企业兼并与收购方面的法律规定已初具规模。其中既包括由全国人大通过的某些法律中的部分条文,也有由国务院及其下属的部、委、办等机构发布的条例办法、规定,还有某些省、市制定的地方性法规,法律渊源呈多样化。这些法律择要概述如下:

#### 一、关于企业兼并方面的法律

1993年3月29日由八届人大一次会议通过的《中华人民共和国宪法修正案》对国有企业和集体经济组织的原则规定为企业兼并收购提供了基础,作出了根本法的保障;1986年4月12日六届人大四次会议通过的《中华人民共和国民法通则》中民事活动主体、民事法律行为的规定则为企业兼并这一民事法律行为奠定了一般法的基础。同时《经济合同法》与《涉外经济合同法》也在一般层面提供了必要的法律保护。

1988年4月13日七届全国人大一次会议通过的《中华人民共和国全民所有制工业企业法》和1993年12月29日八届全国人大常委会第五次会议通过的《中华人民共和国公司法》分别针对各自调整的法律行为主体规定了其具有参与合并的权利。而1992年6月30日国务院

第一百零六次常务会议通过的《全民所有制工业企业转换经营机制条例》则明确指出：“企业享有联营、兼并权。”企业按照自愿、有偿的原则，可以兼并其他企业、报政府主管部门备案。”

当前我国对于企业兼并规定最完整，构成该方面法律规定主干的是《关于企业兼并的暂行办法》和1989年2月19日国家体改委、财政部与国家国有资产管理局联合发布的《关于出售国有小型企业产权的暂行办法》。这两部行政法规都是在经济生活中自发产生的企业兼并热潮的推动下出台的。

《关于企业兼并的暂行办法》从立法指导思想适用于所有法人企业，虽属临时性的规定，但企业兼并的主要方面都被涉及到。该《暂行办法》从“企业兼并的原则”、“被兼并方和兼并方的确定”、“企业兼并的形式”、“企业兼并的程序”、“被兼并方企业资产的评估作价”、“企业兼并的资金来源和兼并后的产权归属”、“被兼并方企业产权转让的收入归属”、“对被兼并方企业职工的安置”和“兼并后企业的财政税收管理”等九大方面对企业兼并作出了比较笼统但简明的规范。

《关于出售国有小型企业产权的暂行办法》则只适用于“原则上按照国务院1984年9月10日批转财政部《国营企业第二步利改税试行办法》中关于国营小企业的标准划分的国有小型企业产权出售。该《暂行办法》对作为“调整所有制结构和深化企业改革的一项重要内容”的出售国有小型企业产权作出了较《关于企业兼并的暂行办法》中对企业兼并规范为详细的各种规定，其主要内容包括：出售国有企业的负责部门，国有小企业出售的重点，已实行承包或租赁企业的出售，产权出售形式，国有小企业产权的购买者，关于跨地区、跨行业、跨部门进行的企业产权买卖，对被出售企业资产的清查评估，被出售企业产权价格确定的原则，有关房产和土地问题，购买企业的资金来源和付款方式，出售国有小企业所得收入的归属，对被出售企业职工和在职职工的安置办法，成交后的法律手续与被出售方的所有制性质，经营范围和经营方向的变更，有关转为个人或合伙经营的小型问题等。

此外，我国还有一些与企业兼并的某些环节直接相关的行政性法规，最具代表性的是1991年11月16日国务院第91号令公布的《国有资产评估管理办法》和1992年7月18日国家国有资产管理局发布的《国有资产评估管理办法实施细则》。在企业兼并的实践中，国有企业完全可能成为被兼并方，为了防止国有资产的流失，保护兼并双方当事人的合法权益，对被兼并企业中的国有资产进行评估，是必不可少的重要一环。《国有资产评估管理办法》及其实施细则虽不是仅针对企业兼并而颁布的，但对国有资产评估的管理在国有企业被兼并的实践中是完全适用的。其结构由“总则”、“组织管理”、“评估程序”、“评估方法”、“法律责任”和“附则”等诸部分组成。

与公司兼并相关的法律、规定、办法、意见等还有很多，例如《中外合资经营企业法实施条例》中有关合营企业与其他经济组织合并的规定，《专利法》、《商标法》中对无形资产的规范与资产评估有着重要关系，《经济合同法》和《涉外经济合同法》中对于合同成立、中止、变更、解除等的规定应被适用于企业兼并的合同，《公证暂行条例》中所规范的公证事务是企业兼并得到实现所必不可少的环节，国家国有资产管理局发布的《在国有资产产权变动时必须进行资产评估的若干暂行规定》在1989年9月指出：“为了正确反映国有资产的价值量，并以此作为有偿转让和衡量经营者责任的依据，为此，在国有资产发生产权变动时，必须进行资产评估。”

由于企业兼并是市场经济中最重要主体间发生的微观最大规模产权转让，其涉及面相当广，法律关系也相当复杂，与之相关的法律并不是前文所列举的部分就能完全涵盖的。特别需

要指出的是,我国至今尚无一部《企业兼并法》,对于企业兼并行为进行调节的最主要法律形式仍是“暂行办法”,无论从法律的权威性角度,还是从规范性、精确性与可操作性角度考察,它都已难以适应日趋扩展和复杂的企业兼并实践。因此,由全国人大常委会尽快出台较为完善的《中华人民共和国企业兼并法》,对于企业兼并的进一步发展而言,确是当务之急。

## 二、关于企业收购方面的法律

与企业兼并方面的法律相比,关于具有特定含义的企业收购的法律数量较少一些,同时具有更强的专业性。企业收购方面的法律主要存在于各种证券法规之中,因为这一行为是通过股份有限公司公开发行的股票收购得以完成的。

《公司法》是企业收购的基础性法律之一。根据我国《公司法》,公司是指有限责任公司和股份有限公司。参照国外一些法律和我国的实践,公司种类中还有无限公司、两合公司和股份两合公司。以上分类是根据股东对公司所负责任的差别而作出的。本书所指出企业收购主要是对于股份有限公司中上市公司的收购。按照《公司法》第一百五十一条:“本法所称上市公司是指所发行的股票经国务院或者国务院授权证券管理部门批准在证券交易所上市交易的股份有限公司。”股份有限公司成为上市公司,必须符合较严格的条件和经过较复杂的申请审批程序。

最直接规定企业收购的法规是1993年4月22日由中华人民共和国国务院令112号发布的《股票发行与交易管理暂行条例》。该条例第四十七条至第五十二条集中规定了法人对上市公司收购的程序,这些规定虽然并不很详尽,但从规定的表述看,其精神还是与国际规范比较一致的。然而,也正是由于不甚详尽,在为数极少的收购案例中反映出了其在操作性上的一些欠缺。

除此以外,国务院证监会和证监会分别于93年8月15日和6月12日发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》和《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》也都与企业收购有着一定的关联。

无论是企业兼并还是企业收购,都不可能离开法律的保障、制约而得到健康发展,而与这两方面相关的法律也都不是独立存在的。固然,我国现在直接关涉企业兼并与收购的法律本身还不够健全,但更为基础的是,规范企业兼并与收购行为需要有良好的“综合法律环境”。在立法上,我国目前证券法、国有资产管理法、银行法、社会保险法等许多重要法规都尚未制定颁布,存在较多的法制“盲点”。虽然为了适应形势日新月异的变化出台了许多临时性的规定,但从“综合法律环境”来看,表现为环境的稳定系数较低。更进一步“律法不足以自行”,立法的结果还需通过执法的严格和守法意识增强才能得到切实的发挥。

从当代市场经济比较成熟的国家来看,企业兼并一般在公司法中加以规范,而企业收购则在证券法中加以规范。由于企业产权高度证券化,企业兼并市场与证券市场的关系日益密切。公司法、证券交易法、银行法、反垄断与不正当竞争法、破产法、土地法、工业产权法等共同构成一个完整的法律体系。即使是在以判例法为传统的英美法系国家内,对企业兼并与收购也趋向于以单行法规作原则规定。而大陆法系国家中民法典与上述法律之间关系更加谨严,对国外法律实践的借鉴无疑对于我国进一步完善企业兼并与收购的法律体系有着相当大的促进作用。而在借鉴对象的选择上,因为大陆法系的法律经济与文化背景与我国现行法律体系较为

接近,我们认为,德日企业兼并与收购的法律作为参考摹本具有更大的可行性。

## 第二节 国外企业兼并收购的有关法规

由于各国的司法制度和立法思想不同,故在与企业兼并收购相关的法规的制定方面各国间存在着巨大的差异。下面将对美国、英国、联邦德国及香港地区的有关法规作一初步介绍。在第三章中将列出美国、英国、日本、联邦德国、韩国及台湾和香港地区有关法规节选。

### 一、美国的有关法律制度

在美国,影响企业收购的主要法律是两部联邦法令:1933年证券法和1934年证券交易法。1933年证券法主要规定证券的公开发行人和出售,1934年的证券交易法涉及的面较广,包括:①证券市场、证券交易所和从事证券经营专业人员,如经纪人;②对公开招股公司强制规定报送文件和汇报的义务;③对与证券交易有关的欺诈、操纵和蒙骗行为设定的民事和刑事责任。

各州制定的法律也影响着证券的发行和交易,这些法律所规定的限制和责任在许多情况下是对联邦法律的补充。①各州的公司法,目的在于调整公司的组织和经营;②各州的证券法(也称“蓝天法”),在很大程度上重复了联邦法律的禁止条款;③关于证券转让的州级法律,它主要包括在美国统一商法典中。

另外,为防止因企业兼并出现竞争减少的现象,美国相应的反垄断法也对企业兼并收购行为产生很大的影响。这方面的法律主要有1890年谢尔曼反托拉斯法,1914年克莱顿反托拉斯法和1950年凯乐—克佛修正案。

美国1934年证券交易法对企业兼并收购的主要规定如下:

根据1934年证券交易法第十四条(d)(1)的规定,如果收购结束后,股权收购若能成为拥有同一类证券5%以上的受益所有人,收购者必须向证券交易委员会报送14D—1表格所需要的情报和证据。虽然“股权收购”(Tender Offer)在法令或规则中并无定义,但是现行的一些判例表明,有组织地购买大量股票,或有组织地向大批的预期的出售者收购股票,就可构成“股权收购”。除了向证券交易委员会申报14D—1表格外,14d—1规则要求将14D—1表格中所载的大部分情况,传送给正在被征求出售证券的持券人。

14D—1表格要求提供下列情况:①作为收购对象的证券和公司的种类;②收购人的身份和背景;③与作为收购目标的公司以前曾经做过的交易或协商;④用于购买的资金来源和数量;⑤收购的目的和收购人对目标公司的计划;⑥收购人对目标公司证券的收益;⑦关于目标公司证券和各种契约、安排、协议或关系;⑧为股权收购进行征集、推荐的雇佣人员和雇佣这种人员的条件;⑨其他重要情况。此外,如收购人非自然人时,还必须提供财务报表。对被征求出售证券的持有人来说,收购人的财务状况对其决定是否提供其股票,具有很重要的意义。

凡未曾报送14D—1表格的人提出的“股权收购”,其所进行的征购活动,就接受或拒绝收购的股东提出的推荐,由根据1934年法令第十四条(d)(4)制订的14d—4规则加以规定。

14d—4 规则要求收购人向证券交易委员会报送一份声明,该声明载有 14D 表格所指定的情况。在对该项证券收购作出推荐时,还应将 14D 表格中载明的大部分情况传送给标的公司的股东。这种有关接受或拒绝收购的推荐通常由标的公司的管理部门做出。14D 表格要求提供有关下列几方面的情况:①与推荐有关的证券和公司的种类;②申报人的身分和背景;③为该项收购进行推荐的或征询的雇佣人员及其雇佣的条件;④与申报有关的这类证券,在以前的 60 天时间内,由其发行机构及附属机构、高级职员、董事及其所属人员所进行的全部交易。

除 1934 年证券交易法第十四条(d)规定的特定的申报和公布要求外,股权收购行为也应受 1934 年法令第十四条(e)的制约。第十四条(e)并不对任何特定行为作出命令或加以禁止,而是对股权收购作出类似于 106—5 规则的一般的反欺诈规定。第十四条(e)规定,任何人对重大事实进行不真实的陈述,或漏报重大事实,或从事与股权收购有关的任何欺诈、蒙骗或操纵行为,都是非法的。第十四条(e)就其条款来讲,对任何人的行为都可适用。因此,它对收购人和标的公司的双方都是适用的。

14d—1 和 14d—4 的公示要求,对任何时候所进行的股权收购都可适用。不管该项收购是否受到标的公司管理部门的反对。与此相类似,第十四条(e)的规定,对友好的和敌意的收购亦都适用。

有关股权收购的规则,是否保证所有的股东都能参与一项涉及他们所拥有的这一类股票的收购?对于这个问题存在一些分歧。1934 年证券交易法第十四条(d)(6)的规定提供了部分保证,其方式是命令收购人按比例接受股东提供的股票,这一条款规定,如果所要收购的数量少于这一类股票正发行的全部数额,而且在收购进行后的 10 天内,股东提供的股票大于要收购的数量,那么收购人应根据每个股东提供的股票数量按比例承购这些股票。这就能保证,在规定时间内提供股票的股东,能有部分股票为收购人所购买。

按照现行法律的规定,不清楚的问题是,对少于全部股权进行的收购,究竟可以少到什么程度。一个基本的问题是,对“股权收购”这一概念,法律没有明确的定义。因此,评论家指出,且法院也明显同意:真正的私下协商转让的证券不能视作股权收购,按照这一理论,私下购买不是一般的“股权收购”,可以不向全体股东进行。决定一次交易是否属于私下交易的有关因素是:收购面对的股东数目和百分比、有关股东的资望,以及有关的公开化的程度。

即使我们假定,收购属于公开的“股权收购”的性质,而且须受 1934 年法有关“股权收购”规定的管制,也不存在明确的规则加以限定,收购必须面向全部股东。然而,第十四条(d)(1)在讲到股权收购时,使用了“对任何资本证券的任何种类”的字样,因而可以提出一种论点:“种类”一词的使用意味着“股权收购”作为一项定义,是指向规定的某种证券的全部股东进行收购。这种论点受到了证券交易委员会的“无讼信件”(No—Action letters)的支持,在“无讼信件”里,证券交易委员会表明:它将允许股权收购不向全部股东进行。在这种情况下,那些寻求无讼地位的公司对其所采取的步骤必须提出有效的共同理由。

根据 1934 年证券交易法第十三条(d)(1)制订的 13d—1 规则规定,凡取得受 1934 年证券交易法管理的、属于同一类的股份证券 5% 以上的受益所有权人,应向证券交易委员会报送一项声明,并应将该声明传送给发行证券的公司和证券上市的每个股票交易所。该声明应载明 13D 表所要求的情报。13D 表的第四项要求将取得 5% 或更多的股份的目的予以公布。特别是 13D 表第 4 项(a)要求公布可能引起“任何人对发行人所发的更多的证券”。因此,如果一个公司取得了另一个公司股份的 5%,其目的在于对那个公司进行“股权收购”,那么这种意图必

须公布。然而,如果一个收购公司通过公开市场的购买直接进行“股权收购”,而且不在另一公司的股份中占有5%或者更多的地位,那么,根据联邦证券法律的规定,并不要求在股权收购开始以前,公布其要进行“股权收购”的意图。应当注意的是,在某些情况下,反托拉斯法要求对股权收购和其它有关公司合并事项事先作出通知。

关于实现这种意图的问题,13d—2(a)规则规定了对报送的13D表的修正事项。该条规则要求,在13D表中,如果受益所有的某类证券的百分比有任何重要增加或减少,那么对13D表应作修正。与此相类似,对14D—1表的指示要求:“一旦股权收购终止,收购人对14D—1表应立即报送一份最后修正本,公布该表项目上的一切重大变化,并声明‘股权收购已经终止,终止日期和此次股权收购的结果。’”再一个指示规定,如果收购人事先已申报了同类证券的13D表,那么对14D—1表的最后修正就可满足第十三条(d)的修改要求。

除上面的公开要求外,在一些情况下,还要求收购人在收购过程中发表进度报告。14D—1表第六项要求公布有关收购人受益所有的股票情况;14d—1(b)规则规定,以上提出的事实有任何重大改变时,要求对14D—1表进行修正。证券和交易委员会认为:如果收购人意图扩大这种收购的话,这些规则要求证券发行人公布已被按照股权收购方式收购的股票数量。

所有股权收购的收购人,必须遵守1934年证券交易法第十四条(d)和第十四条(e)的规定。这些法规对本国收购人和外国收购人未加区分。对外国收购人的股权收购行为也没有更为严格的法令或规则的限制。然而,必须注意的是,外国公司根据股权收购的公布规则所需公布的情况,按其注册国家的法律通常是不需要这种公布的。这对进行股权收购可能是一种阻碍因素。另外,对外国收购人来说,要求他们提供财务报表可能有一定难度。这是因为他们的财务报表和证券交易委员会规定的财务报表的格式和内容,在会计原理或实际做法上具有差别,然而即使如此,财务报表也必须公布,而且,如果可能的话,对这些差别的影响也必须加以说明。

如果由证券交易委员会授予了豁免权,如果股权收购是由收购人作出,如果在以前12个月内同一个人对同一种证券的收购和它的收购加起来不超过2%,那么该项交易可免受第十四条(d)的要求的限制。其它的一些收购,如为清偿证券所作的收购、认股权的收购或为稳定证券价格所作的收购,也免受第十四条(d)的要求的限制。另外,如前面所讨论的,私下购买不视为股权收购,也免受股权收购的规定的限制。

## 二、英国的有关法律制度

英国的收购和兼并的法律主要有三个层次:

1. 英国对公司兼并收购的法律规定

(1) 全国的合同法、公司法和证券法;

(2) 《市收购及兼并守则》(以下简称“市准则”);

(3) 英国和欧洲联盟针对兼并对市场竞争的影响而制定的管理兼并行为的法律。

这些法规的主要目的是 ①确保股东待遇和机会的平等;②确保股东有充分的资料和意见;③禁止被兼并方公司管理层未经股东同意便采取反收购行动;④维持证券市场的正常秩序。

英国对公司兼并收购的规定如下:

有关其他公司对上市公司进行控股股权收购的规则,可以分为具有法律效力的规则(法律规

则)和由证券交易所管理委员会及专门研究小组制定的规则(法外规则)。这两种规则在下面将作详细论述。

### 2. 何时对接管进行管理

(1)对上市公司的控制权的收购通常采用的方式是向被收购的公司股东发出通告(一种“股权收购文件”)。这种收购文件的内容受法律规则和法外规则的严格控制,不论收购是否由目标公司推荐都是适用的。

(2)1958年的防止欺诈(投资)法第十三条规定,凡用明知是错误的、虚假的、欺诈的,或是粗心大意制做的,或不诚实地隐瞒了重大事实的各种陈述、许诺或预测,引诱他人同意收购或处置其证券都是一种犯罪行为。此条仅规定了刑事责任的承担,而对遭受受害人未规定民事救济。

(3)1958年的防止欺诈(投资)法案第十一条,禁止散发邀请他人收购或处置股票的任何通告,或在通告内载有可能导致这种股票交易的信息。除非该项通告是由一个公认的证券交易所的成员散发或代替其散发的,或由一个特许证券自营商(主要是金融公司、投资顾问和按照该法被特许的小银行),一个豁免的证券自营商(一般是经贸易部豁免的商人银行、票据贴现所、发行公司等)和一个公司对自己的股东散发的,或经贸易部特别许可散发的。

(4)大部分收购文件,是由豁免的证券自营商散发的(主要是商人银行)。此外,贸易部已制定了特许证券自营商的经营行为规则(1960年特许证券自营商经营行为规则)。该规则确定,特许证券自营商经办的收购或处置股票的任何收购文件,和由它散发含有被收购公司董事对其公司股票收购的任何通告,其情况都应公布。

(5)从技术上讲,特许证券自营商规则仅对特许证券自营商适用,但在实际中,这些规则的适用被扩大了。因为:

a. 贸易部把该规则作为特别许可散发通知的依据;

b. 证券交易所和专门研究小组的各项要求都以这些规则为依据,并把遵守这些规则放在重要地位;

c. 大部分通知,在实践中是由豁免的证券自营商散发,他们应服从证券交易所和专门研究小组的各项要求,而且贸易部要求证券自营商遵守这些规则。如果他们不遵守这些规则,贸易部都可以撤销对他的豁免。

(6)公司向自己的股东发出通告,推荐其接受股权收购,也应遵守这些规则和自我管理组织的要求。因此,这些通知通常由特许证券自营商或豁免的证券自营商散发。

(7)事实上,每一案件凡涉及在证券交易所上市的公司,都必须遵守证券交易所的要求和《市准则》的规定。

(8)证券交易所的各项要求被编在“证券上市许可条件”里。证券经纪人作为收购公司的代理人散发收购通告时,或被收购公司是一个上市公司时(这种情况很少),这些要求必须遵守。如收购公司是一上市公司,收购的代价是发行证券并在证券交易所上市,也必须遵守这些要求。这些规则本身必须与《市准则》相一致。

(9)《市准则》由专门研究小组执行,它严格地控制着接管和合并活动,特别着重收购文件的内容和接受或接受后又撤回的期限。再者,其规则仅适用于上市的股份公司。但下列除外:

a. 未上市公司与上市公司同样对待。但有关的证券交易所发出的通知的规定除外。

b. 私人公司之间的交易并不需要向专门研究小组汇报,虽然专门小组要求它们对《市准

则》给以注意。

c. 公司接管一私人公司,其交易详情无需向专门小组汇报,虽然《市准则》的一些基本原则(就适用的而言)应该遵守。

d. 如一个私人公司通过收购,接管一个公司,那么《市准则》的规定对两者都适用。

(10)《市准则》的第三十四条规则规定(除经过专门小组特殊许可者外),如果某人在一个时期内取得了公司有表决权的股票的30%或以上,或如果持有表决权股票的30%—50%的人在12个月的期间内又增购了股票以致其持有股票的百分比增加2%以上,那么这种人必须扩展范围,向他所持有的该类股票的所有其他持有人进行收购。第三十四条规则把认为是“协同运动”的所有当事人当作一人来对待。从广义上讲,这些当事人包括所有为取得或巩固对公司的控制权而以任何方式进行合作的人。按照第三十四条规则所进行的收购开价必须是低于收购人在前12个月内支付的最高价格,而且必须支付现金或用现金期权(Cash Option)方式支付。收购的责任一旦出现,必须立即进行公告。该公告必须含有收购公司的财政顾问或一家银行所做的确认:证实收购公司有可以动用的财力,以完全满足收购的需要。因此,这条规定,对通过市场购买来取得对公司的控制的做法,是一个很大的阻碍。因为在取得表决权的控制以前的某些阶段里,进行必要的正式公开收购几乎是不可避免的。而且,这种正式收购受上述各种规则和要求控制。

(11)在有关垄断和合并的立法里,还存在着另一种法律控制。在该法律控制下,为了防止违反公共利益,合并申请须受政府机构的审查。公平贸易局(一政府机构)在掌握了一些拟议中的合并将导致25%以上的市场股票集中于同一人手中,或合并的财产总值超过500万英镑的情况后,应为国务大臣准备一份情况摘要。国务大臣有绝对的自由决定权,决定是否把该合并申请提交垄断和合并委员会。按照专门小组的要求,所有合格的合并接管,是以未曾提交该委员会审查为条件,如果提交审查,一旦后来的调查并未得出该项接管有违反公共利益的结论,将会使初次收购受挫,虽然这种收购以后仍可恢复。

(12)垄断和合并委员会调查该合并以后,如果他们发现拟议中的合并违反公共利益,或估计可能违反公共利益,那么,该委员会可以建议国务大臣行使其广泛的权力,以补救或防止其损害。这种权力包括禁止或限制证券的收购,或命令其出售一部分产业或集团的一部分资产,以分散其营业或交易。

(13)欧洲经济共同体的规定亦对垄断与合并方面作了有限的控制。一般来说,共同体的竞争规则并不阻碍合并或收购。然而,对于一个“占统治地位的公司”来说,如强制一个较小的竞争者与其合并就会违反《罗马条约》第八十六条,或者如果合并的结果造成相关市场上的有效竞争受到排斥,也属违反《罗马条约》第八十六条。《罗马条约》第八十六条的目的是防止支配市场的大公司通过采取各种歧视办法,如规定不公平价格等,控制市场,来扭曲共同体成员国之间的正常交易。

(14)须特别指出的是,自1960年以来,为了协调合并法,一直存在一个共同体指令草案。该草案特别规定,合并应在各有关公司参加的大会上,以2/3以上的多数批准,而且应以报告一项特别是关于股票交换比率的审计结果。在英国这还不成为一种必要的条件。虽然现在共同体的规定对英国证券市场还未引起很大影响,但在以后几年里,这些规定将会起到更大的作用。

(15)关于外汇管理制的法律规则、结算对证券的收购和转让的影响已在前面讲过。

(16)总的说来,为目标公司所推荐的收购和未被目标公司所推荐的收购在适用规则上没有区别。然而,关于目标公司董事建议拒绝收购的通告不在“防止欺诈(投资)法”第十三条和第十四条规定范围之内。因此,也不在1960年《特许证券商(经营行为)规则》规定的范围之内。《市准则》中关于目标公司在给其股东的通告中应包括哪些情报的规定,对推荐接受和建议拒绝收购的通告均可适用。如果目标公司是上市公司,则该项通告还应呈送证券交易所。此外,董事因欺骗性的陈述和因过失而错误作出该陈述的,其应负的刑事责任和民事责任的规定,对提出发给拒绝收购通告的目标公司的董事也是适用的。

### 3. 股东参与接管的权力

(1)《市准则》有关接管的“法律规定”的一个重要方面在于“对被收购公司的同一类证券的全体股东,收购公司应当同样对待”的原则。《市准则》的另一个一般性原则是“当一项接管或合并的交易已在合理谋划之中(Reasonable in Contemplation),如果此时已向被收购公司的一个或几个股东提出收购,那么以后由同一收购公司或其代表进行的,或者与它协同行动的其他人所进行的全面开价收购,只要是对同一类证券的股东的,其条件不能比以前的差。”而且规定,在接管交易过程中,不能将全体股东不能获得的情报,向少数几个股东提供。

(2)《市准则》的其它规则规定,如果一个公司的资本股票有多种,那么对每一种应进行可比出价,或如果收购者或与其协同行动的人在开价收购期间以高于所开价格另行购买证券,那么就应提高收购价格以与另外购买证券所支付的最高价格相一致。而且规定,未得到专门小组的同意,收购者无论在开价收购期间,或者收购已在合理谋划之中时,都不得购买被收购公司的股票。对少于公司全部有表决权股的股票提出的收购,需经专门小组的同意。《市准则》要求对接受部分收购的人,在有关他们接受收购的问题上,给予同样对待,并禁止收购公司在收购期间,或(如果收购是成功的)以后的12个月里,进行购买。

(3)如目标公司有已发行的能转换成股票的证券,那么就要适用《市准则》的专门规则。对这些可转换证券,应提出适当的收购价格建议,在提出收购或建议时,应考虑到这种证券转换权的价值。被收购公司的董事在这方面必须象对正在收购中的股票一样,提出独立的财务上的意见,并相应地通知证券持有人。一种适当的建议可能涉及提前清偿这种证券,而不是由收购公司付款收购。

### 4. 公布收购意图的要求

(1)《市准则》规定,股权收购首先应向目标公司的董事会或其顾问提出。如果董事会接到一项表示坚定的收购意愿的通知,而这种意愿的提出是严肃认真的(不管董事会对收购是否赞同),那么董事会就应毫不拖延地登报通知股东,并应将通知迅速传播。然而,如果经过洽谈,两个公司确信谈判将取得成功的时候,或者谈判将超出少数人的范围的时候,就应立即发出宣告,宣布谈判正在进行,可能导致收购。在谈判将导致收购的情况下,如果股票价格发生不适当的波动,应立即发出通告并加以适当的评论。收购公司和被收购公司都有发出通告的责任。

(2)根据上市协议,一旦通告等文件的起草工作开始,所有送给证券持有人的各种通告的样稿必须送交证券交易所的行情处审批,另一方面,各种通知、公告等文件,在发出时应将其副本同时送给证券交易所行情处。《市准则》规定,所有公布的通告和有关接管或合并交易的各种文件,必须在这些文件公布或寄发时,同时将其附本送交专门小组。证券交易所的行情处对连续送给股东的各种通告的草稿将会加以评论。

(3)《市准则》对于为接管而提出的股权收购应被股东接受至何种程度,才能被宣布为“无

条件的(即成功的),以及在收购进程中,发表的公告时间应如何安排等,规定了详细的规则。这些规定在每一发价征购文件里都必须列入。在发价征购人未收到目标公司有表决权股票的50%以上接受书以前(包括在征购开始前已经拥有在内的),不能宣布收购为“无条件的”。在实际中,征购人通常要在接受者达到90%时,才宣布为“无条件的”以便强行收购剩下的那些不同意者的股票。

(4)一次发价征购最初必须连续公开至少21天。21天结束(“第一个关闭日”The First Closing Day),发价征购人必须立即公告已经得到的接受者已达到什么水平,特别应提到在征购以外取得的其它股票。同样情况也应在有关征购办法变更,或征购范围扩大的公告上载明。如在征购的“第一个关闭日”以后的21天内未宣布为“无条件”的,必须再行通告,已经接受收购的股东,在以后可以书面通知撤回其接受。从征购开始,经过60天以后,未宣布为无条件的,征购不再公开。

(5)此外《市准则》要求,为接管而进行的股权收购的当事人,在收购进行期间的市场上所做的股票交易必须通知证券交易所及专门小组,并应公开公告。这一要求亦适用于按照公司法对董事和股东规定的公布要求,应予公布的各种交易。这类交易的公布,应在该项交易后,次一个营业日的中午12点以前作出。

(6)按照《市准则》,对现有征购开价的修改必须按上述规定的方式通告。一特殊规则要求,如果征购人和与之协同行动的人以高于征购价购买进被收购公司的股票,那么征购价必须上调,由于上调而产生的利益应扩及到接受收购的股东,而且这一事实必须立即通告。

### 5. 股权收购文件的性质(为接管而进行收购的通告等)

(1)股权收购文件通常采用的方式是,由征购公司的董事长或商人银行,或代理征购公司的发行机构,向目标公司的股东对话;如果被收购公司的董事会推荐接受收购,则应由该被收购公司的董事长出具信函,一并寄发。在信里,应附有征购公司和被收购公司的通常的财务情况和需要在该通知中公开的其它情况(如董事持股、服务合同的详情、实物合同的详情等),以及为实施收购所必需的大会的通知。如果接管是怀有敌意的,那么征购公司的文件将只说明自身的财务情况。其后通常由目标公司董事长另发一信,拒绝收购,并附有关财务情况和需要包括的其它情况。于是,双方通过载有各自观点的一系列通告,展开了一场接管的论战。

(2)《市准则》有一条规则规定,必须让被收购公司的股东,掌握必需的事实材料,使其在了解情况的基础上,对收购的优劣作出判断。这些事实必须准确地公正地表示出来,而且要给股东以充足的时间去作出决定。这个总的规定加强了一条具体规则:目标公司的董事会必须就收购的价值,取得合格的独立的财务的咨询意见,这种意见要点必须通知被收购公司的股东。

(3)按照《市准则》提出一项征购文件的公司董事,对该文件的内容应严格负责,并有责任在征购文件里表明,他们已尽了合理的注意,保证所陈述的事实和所表示的意见都是公正的和准确的,而且没有遗漏重要事实。

### 6. 对外国收购者的限制

对外国人接管公司的限制主要是依据1947年的外汇管制法和依此法制订的规定。按照1975年的工业法,防止外国人取得对英国具有重大意义的制造业的控制权。此外,其它对外国人的规定和对英国居民的规定一样。不过,对垄断和合并委员会来说,在考虑一项拟议中的合并是否违反英国利益的时候,接管征购人不是英国居民这一事实,当然是一个重要的考虑因素。

### 7. 控制收购的规定的豁免

(1) 以上提及的法律规则, 在实际中仅适用于公司, 其中对证券上市的公司有更多的公开要求。股票交易所的规定和《市准则》都适用于对公司的收购, 而对《市准则》, 即使目标公司是未上市的公司也应遵守。已经说过, 在习惯上, 一些证券未上市的公司, 在大部分情况下, 都遵守这些规则。从技术上来说, 有时这些规则对它们是不适用的。

(2) 一个私人公司收购另一个私人公司(基本上其股东少于 50 人)不受这些规定的控制。虽然还应服从外汇管制的限制, 也有把它提交给垄断和合并委员会去审查的条件。唯一不同的是, 如果一个私人公司为一个上市公司收购, 那么上市公司应该遵守公开的要求, 并且可能还要得到股东的批准。

## 三、德国的有关法律制度

与其他西方国家不同, 德国还没有建立起统一的证券法, 也没有建立起对证券市场进行全面、广泛管理的联邦机构和州权利机构。管理证券市场的法规主要在《公司法》特别是《股份公司法》和《关于一些公司与分公司的财务报表及其公布的法律》中找到。《有限责任公司法》和《德国商法典》中包括了某些保护少数股东和外部投资者的条款。有关证券发行与交易方面的规定, 可在《证券交易所法》、各交易所的《证券交易所条例》、《银行法》、《外国投资公司法》中找到。另外, 在《贸易法》和《对外贸易法》中还有保护资本市场投资者的附加条文和规定。

德国有关企业兼并收购有以下的具体规定:

(1) 德国工业、贸易和商业的很大一部分都不是以上市公司即股份公司的形式组建的, 而大量的的是有限责任公司或两合公司的形式。

近年来, 通过公开招标的方式收购其他股份公司的控制权, 但只有为数不多的几起。由于证券市场和股份公司控制权的收购被看作是公司法的一部分, 因而不存在州的或联邦的行政管理机构。但是, 为了监督少数股东和外部股东的权益是否受到侵犯, 《股份公司法》的有关公司的规定将控制权力单独授予了司法部门。

《股份公司法》中有关收买股份公司的控制权的规定, 最近得到联邦财政部的交易专家委员会于 1979 年 1 月 16 日推荐的《准则》补充。准则中明确说明它不具有约束力, 没有强制性性质。《准则》的宗旨是汇集和反映有关兼并招标的明确的和通行的观点和惯例。根据《德国商法典》第三百四十六条规定, 在没有任何相反的明确的协议时, 协议各方当事人和法院必须将商业实践视作对法规和合同条款的有约束力的解释, 因而, 由于准则反映了这一商业惯例, 它至少具有间接的法律效力。而且《准则》仅涉及对于股份公司的股份、优先购买权和可兑现债券的收购, 而不包括对其他种类的公司的控制股权的收购。

如果控制权的收购由银行安排, 且银行是以收购者的名义并为收购者的利益在市场上或向第三方购买, 以便积累起具有控制能力的大宗股票, 银行就要遵从有关内幕交易和私下交易的附加规则。

除了普通公司法中很有限的关于少数权益的规定外, 对于股份公司以外的其他公司的接管, 还没有其他的法律规定, 也不存在行政机构或其他的控制体制。法院认为, 在《有限责任公司法》或《有限合伙法》等没有具体规定的情况下, 《股份公司法》中的强制性规定不能自动适用。特别是, 根据《股份公司法》第三百零四、三百一十七和三百二十条的规定, 少数股东和外

部投资者在接管后的几年中,并不能自动地享有得到公平合理的以现金、接管公司股票为形式的赔偿或支付最低股息的权利。

(2)上市股份公司的接管(公司规定和赔偿,包括不友好接管)。尽管《股份公司法》没有任何关于兼并前少数一般股东的权利和救济方法的特殊规定,但它却为兼并后的权利和救济方法制定了一套详尽的制度。如果某个公司被另外一个公司通过特殊协议、股权收购或其他办法所控制《股份公司法》第三百零四—三百零七条规定了特殊的估价程序以提供公平的补偿。在控制公司和受控公司之间不存在特别协议的情况下《股份公司法》第三百一十一条规定了另外的补偿办法。这时股东可以要求得到受控公司根据大股东的指示而实施的任何交易及估价方法的特别报告,以及关于受控公司和控制公司之间一切交易及其支付价格的特别报告。报告必须经公司的审计员审计。审计员须证实报告所述事实是真实的、正确的和完整的,证实两个公司之间所有的交易反映了保持距离的惯例,以及证实根据控制公司指示所实施的这些交易和计价方法并未带来重大的不利。如果持有股份数95%以上的大股东决定依据《股份公司法》第三百二十条购买其余的股份,则也有公平合理的赔偿规定,其中包括附加的告知和作价方法。持有余下的5%股票的股东不能阻止多数股东的决定,但有权得到现金或大股东的股票形式的相应补偿。

标的公司往往认为,公司法对“友好的”和“不友好的”收购出价应作区别。

(3)上市股份公司的接管应参照1979年1月16日股票交易专家委员会的《准则》。

①股票交易专家委员会于1979年1月16日公布了《挂牌股票和有管理市场上的非挂牌股票的公开招标准则》。《准则》仅针对股份公司的股票,包括可转换债券和优先购买权,但不涉及其他种类的公司例如有限责任公司,大型的上市有限合伙等的股份权益。在原则上,除了上面1中提到过的《德国商法典》第三百四十六条的规定以外,《准则》仅仅是一个建议书,不具有法律约束力。关于公开收购股权的《准则》不被看作是股票专家委员会推荐的内部人员顾问规则和条例的替代,而被看作是一种补充。

②在其他国家如英国,大股东在某些情况下有义务收购已发行股份。《准则》没有规定也没有建议持有95%以上股份的股东承担此种义务,其主要原因是公司法通过规定在受大股东控制时小股东的权利及救济方法,为少数股东提供了补充的保护。而且,这种收购其余股票的义务与《反托拉斯法》第二十三条反托拉斯委员会对合并前的控制权的规定相抵触。

③《准则》建议应指定金融机构作为股票交易的受托人及过户和付款机构。

④参予接管谈判的各方必须对谈判保密。如果有理由相信有关情况已被透露出去,买方应通过在有关证券交易所发布新闻的形式向市场公布,同时公布对交易的完成应无不利影响,且不会对有关各方和一般投资者产生重大的不利影响。

⑤买方应通知标的公司的管理部门关于公开出价收购股票的决定,包括其收购的期限和条件,并征求其意见。还应进一步将有关决定通知标的公司股票注册的股票交易所。

如果宣告了将要公开进行股权收购,则应在适当时候公布收购的限期和条件。

⑥从经理部决定要进行股权收购直到公布收购期限和条件这段时间内,无论是买方,还是任何被告知有关公开购进股权的人,或直接参加公开购进股权的准备工作的人,都不应参与标的公司或买方公司或它们的任何分支公司的股票的交易。

⑦出价应该包括下列信息和报告:

买方的名称。

购买的股票的类别和数量。

表现为现金或买方公司股份的价格。

关于购进的意图及所要达到的业务目的的信息。

用以确定开价价格的事实和数据。

关于买方在标的公司直接和间接持有股份的信息。

关于标的公司在买方企业中直接或间接持有股份的信息。

标的公司管理部门的意见。

说明收购要约是否为标的公司股东的承诺所接受,或标的公司股东出售其股票的要约仍需得到买方的承诺。

标的公司股东可以接受要约的期间,这一期间,不应少于 21 天和超过 60 天。如果在这段时间中,收购条件有变动,则招标在变动公布的 14 天之后终止。

如果准备出售的股份未达到某一最低额,买方撤销出价的保留条件。

买方准备购买的股票的最大限额。

如果在出价购进期间,标的公司的资产价值或性质受到影响以致于重大地影响了收购要约的目的,买方撤回出价的保留条件。

明确说明如果在要约有效期内出现第三方更有利的公开要约时,每个股东有撤回所作要约的权利。

如果在一定时间内此种股份转让未获得必要的政府批准。或政府最终发出禁止令,或所需的任何政府批准已被最后否定,买方撤回要约的保留条件。

买方撤回要约的其他情况。

支付购买价格的到期日。

转移和支付代理人。

说明资本转移税和银行佣金是由买方承担还是由股东承担。

如果买方在认购期或其延长期以后的 18 个月内,以更高的价格公开提出了另一新的认购要约,买方补偿已售出股票股东的经济损失的责任。

买方应同等对待所有同一类股东,不允许给予个别股东特殊利益。在管理部门决定公开认购到认购期结束这一期间,买方及其提示下的第三方只能在已向其他所有股东提出公开认购要约的条件下购进股份。

在公开认购的要约期间新发生的有害于要约定价的重大事实应予公布。

然而,只有新发生的重大事实已被普遍地通知了市场,买方和标的公司才能将消息传递给他人。

在公开认购期间,买方应避免任何有害于标的公司股票的市场价格的行动和干预。并因此不参加任何涉及该公司股票的交易,也不指示第三方参加这种交易,如果买方将自己的股票出价与目标公司的股票交换,则买方应该避免影响自己企业价值的行动和交易。

如果出售的股份多于要收购的股份,则买方应按比例收购。

(4)关于股份公司接管前后的规定和证券交易所的规则制定权。《股票交易法》第二十九条第三款规定,由经纪人定的挂牌证券的行情应反映合理的市场情形。股票交易所的理事会从这条规定得出结论,即他们有权停止、终止或撤销挂牌证券的正式报价。如果兼并招标将要进行或已为人所知,则理事会将停止挂牌证券的正式报价,特别是当有关兼并标的的消息已发

布,但要价和详情还不为市场所知的时候。

根据证券交易所的不成文惯例和做法,与前一天报价相比较,股票和可转换债券行情波动超过5%时,会暂期停止报价。停止报价是理事会斟酌决定的权力,它会引起市场对于将来的波动兼并的注意。

交易专家委员会的《准则》规定,购买和接管谈判将应严格保密。但如果从该挂牌证券的行情看,有理由相信消息已传出,购买方应立即公布其意图,并通知有关股票交易所。而且,由于金融机构的绝对优势地位,这类信息或股票交易所的通知应通过一个属于股票交易所成员金融机构的渠道发布。

(5)非上市公司的接管,特别是对有限责任公司和两合公司控制权的接管。关于有限责任公司或有限合伙公司或其他任何非股份形式公司的控制权接管,不存在法律上的限制。购买这类公司的控制权益的要约从未通过公开市场的渠道为人所知,因为有限责任公司的资本权益进入市场买卖,不表现为可买卖的证券。两合公司也是如此。甚至以有限合伙或两合公司的形式组建的大投资公司,一般也在公司章程中规定,这些公司资本份额和资本权益的转移应预先征得公司管理部门的同意,或者至少仅在商业登记处正式登记并通知该公司。

(6)反托拉斯法和劳动法对购买控制权的规定和限制。除了上面提到的对公司的限制和股票交易专家委员会的《准则》以外,还必须按照1957年7月27日《反托拉斯法》,在合并前进行通知或在合并前获得联邦反托拉斯委员会的批准。此外,1976年的《共同决定法》和1972年的《劳资关系法》有关共同决定和工人参与制的详细规定,要求提前通知预期的兼并,并要求以所谓社会计划的形式认可和保证标的公司人员的现有权利。

### 四、香港的有关法律制度

香港的有关法律制度与英国很相似。香港合同法、公司法和证券法基本与英国相同,香港的《公司收购、合并及股份购回守则》也是以英国的《市收购及合并守则》为蓝本。但从其内容来看,香港的守则还不是管理竞争的法律。

《香港公司收购及合并守则》的主要内容包括:

(1)目的:要令受收购及合并交易影响的股东得到公平的对待,使他们能在有充分资料的情况下,对提出的收购的利弊,做出有根据的决定。

(2)规则的适用对象:公众公司的董事、试图取得或巩固于一家公众公司的控制权的人、专业顾问、积极从事证券市场各种活动的人。

(3)一般原则:收购守则的条文分为两类。首先是进行收购、合并交易须遵守的一般原则。其次是一套详尽原则,其中包括一些应用的实例及合并交易程序规则。

#### 1. 一般原则

在收购守则中,一共有十项基本原则,现在简述如下:

- ①所有股东均须获得公平待遇。属于同一类别的股东必须获得类似的待遇。
- ②如果公司的控制权有所改变,通常必须向所有其他股东作出全面收购。
- ③在进行或计划收购期间,提出收购的人、目标公司和它们的顾问,不得只向部分股东提供资料。
- ④提出收购的人应以审慎及负责的态度作出考虑之后才公布收购资料。

⑤ 股东应当得到充足资料、意见及时间,让他们对收购建议作出正确的决定。有关收购及合并的文件及广告应该审慎、忠实及准确。

⑥ 所有与收购及合并事宜有关的人应该迅速披露一切有关资料,并采取所有预防措施,防止有造市的情况出现。

⑦ 行使控制权时应持诚信态度,压逼少数股东或无控制权股东的情况,是绝不能接受的。

⑧ 董事应为全体股东的利益着想,而不只是顾及本身或其家族的利益。

⑨ 当正式的收购建议已提交给目标公司的董事局,或目标公司的董事局有理由相信可能即将收到正式的收购建议时,那么,目标公司的董事会在未经股东大会批准前,不可采取任何行动意图阻挠收购建议或使股东无机会作出决定。

⑩ 与收购及合并事宜有关的人士必须与证监署通力合作,并且提供一切有关资料。

### 2. 规则细节

① 接触和保密:欲提出收购建议的人士应首先与目标公司的董事局或其顾问接触,然后才向公众公布收购建议。在公布之前,必须绝对保密。拥有机密资料(特别是容易影响价格的材料)的人必须极度小心,防止泄漏资料。

#### ② 独立意见、独立委员会和股东的批准

2.1 目标公司的董事局:如只有一间公司或一个人欲收购或提议收购目标公司,目标公司的董事局便应为股东利益着想,聘请独立的财务顾问就这个收购建议是否公平及合理等问题,向董事局提供意见。这些意见应以书面形式提交董事局。收购建议应包括在这公司向各股东发送的通告里。如果目标公司的董事当中,有人可能会因收购行动导致个人利益与公司利益冲突时,在可能的情况下,应在董事局设立一个由部份董事组成的独立委员会来执行董事会职责。该部份董事除作为目标公司股东外,不能有其它直接或间接的利益。

2.2 独立财务顾问:如果财务顾问与提出收购建议的公司或是目标公司中持有控股权的股东有关系,而这种关连可能影响它意见的客观程度的话,那么这位财务顾问通常不会被视为独立的。

2.3 有利益冲突的情况:如果提议收购的人及目标公司各自持有对方大量股份,或是有人同时身为两家公司的董事,或一个人同时是该两家公司的的大股东,便会存在利益冲突。

#### ③ 公布:

3.1 在什么情况之下,需要发出公布?

(a) 当有可靠消息证实有意收购者已向目标公司的董事局提出确实的收购建议;

(b) 当目标公司同有意收购者接触后成为谣言及投机活动的对象,或其股价出现不正常波动,或其股份成交大幅增加;

(c) 当目标公司在未与有意收购者接触但已成为谣言及投机活动的对象时,或其股价出现不正常波动,而且公司有合理理由可推断该情况是由于有意收购者的行动所致。

3.2 提出收购者及目标公司就发出公布一事的责任

接触目标公司前,发出公布的责任只由提出收购者承担。因此,提出收购者应该密切留意目标公司的股价及成交量是否有任何不正常的变动。当提出收购建议者与目标公司董事局接触后,目标公司的董事局便有责任发出公布。而董事局必须密切注意它的股价及成交量。

3.3 如果其中一家公司的股份有可能在市场未得到有关消息的情况下被买卖,董事局则应考虑要求在刊登公布前,股份须暂时停止买卖。

3.4 另外,公布的内容必须包括:

(a)收购的条款;

(b)最终收购人或最终持有控股权者的身份;

(c)任何在当时持有目标公司投票权者的详情,例如由建议收购者拥有、控制或受其指示影响的投票权比例。

④不得撤回收购建议 除非联交所同意,否则当收购建议被公布后,建议者必须继续进行该项收购建议。如果向联交所申请停止继续进行收购建议,必须提出一些非常特殊的情况。例如,有竞争者已提出较高价格而无附加条件的收购建议。

⑤向提出收购者提供资料:与目标公司向提出收购建议者提供有关该公司的资料后,如果接获任何其他有诚意收购该公司的人士的要求,它便应该将同样的资料迅速提供予该第三者。

⑥董事的义务 除非联交所同意,否则目标公司的董事不能在收购建议的截止日期或所有收购条件已得到实践前辞职。

⑦文件的时间性及内容

7.1 有关收购建议及目标公司的资料,必须尽量以同一时间及同一形式,通知所有股东。

7.2 有关收购建议的文件上所示日期不得早过发送该文件的前三天。通常应在公布收购条款后 21 天内,由收购公司或其代表寄发。如果可能不在这个期限内寄发,应该咨询联交所。

7.3 提出收购建议的文件中,应包括守则中规定的资料 and 任何其他有关资料,以便目标公司的股东有充分的资料作出决定。

7.4 目标公司应于提出收购建议的文件寄发后 14 天内,向它的股东发出一份报告,内附守则规定的资料,包括董事局对该次收购的意见及财务顾问的书面意见,以便股东有充分资料作出决定。

⑧审慎程度及责任:发出任何文件的人,必须确保内容在整个收购期内均为准确的,并必须尽速将任何重大改变通知股东。更需要注意的是所有董事都需要对文件内的资料负责。

⑨盈利预测:文件中的盈利预测必须由董事负责,以审慎及客观的态度编制。财务顾问也必须对盈利预测作出报告。

⑩资产估值:如须对公司的资产价值作出重估,重估的详情必须列入收购文件中。

⑪发出文件:所有文件在发出前,必须将两份副本呈交联交所以咨询其意见。在联交所确定不会作出进一步意见之后,才可发出。

⑫如果目标公司有超过一类的权益股份,那么收购人必须就每一类股本的股份作出同等基础的收购建议。

⑬收购时间表:收购建议在寄发当日起计,须至少有 21 天可供接纳。如果收购具附带条件,必须清楚说明提出收购者可宣布收购成为无条件的最后日期。凡有条件的建议成为无条件后,该项建议的可供接纳期限须延长至少 14 天。

⑭修订:如果提出建议者要修订收购条件,目标公司的股东均有权按经修订后的条件作出接纳。

⑮撤回接纳的权利:如果在接纳期限届满后的 21 天内,有关收购仍未成为无条件者,已接纳收购的人士有权撤回其接纳。

⑯在收购过程中发出的声明

16.1 不可发出误导声明 :当事人必须避免发出任何有可能误导股东的声明 纵使该等声明有可能与事实相符。

⑰公布要约结果 :收购人在收购建议期满后 ,必须发出声明 ,说明本身或与其一致行动的人士持有或控制的股份数量 ,及已接纳收购建议的股东的股份数量。

⑱支付代价及退回股票 :收购建议期满后 ,收购人必须尽快支付它收购了的股份的代价。无论如何 ,必须在期满后 10 天内完成。

⑲禁止在收购建议前或收购建议期内进行交易 :

19.1 由提出收购者与目标公司接触直至公布收购建议讨论终止期间 ,任何人如拥有有关该项收购建议的机密及可能影响目标公司证券价格的资料 ,均不得进行收购该目标公司证券的任何交易。

19.2 在收购期内 ,收购人及与其一致行动的人不得出售任何目标公司之证券 ,除非事先获得联交所同意。

⑳披露收购期内的交易 :在收购期内 ,所有有关的当事人及其顾问 ,和与他们一致行动的人都可自由进行交易 ,但须遵守收购规则和披露交易的资料。

㉑必须作出现金收购的情况 这情况的产生 ,就是当目标公司内收购的任何类别股份是由收购人在六个月前的期间内以现金购买 ,而且这些股份附有目标公司 10% 或以上的投票权。收购价格必须不少于收购人在发出收购前的六个月内为该类股份而支付的最高价格。

㉒高于收购价格的购买 :在收购期内 ,如果收购人以高于收购价格购入目标公司的证券 ,则他必须将收购价格提高至不低于他在收购期内所支付的最高价格。

㉓特别交易 :收购人在收购期内是不准以一些特别的而又只能令部分股东得益的条件来买卖目标公司的股票。

㉔强制收购 :

24.1 除非获联交所豁免 ,否则下列情况要进行强制收购 :

(a) 任何人取得一家公司 35% 或以上的投票权时 ;

(b) 两个或以上一致行动但只持有一家不足 35% 的投票权的人 ,当中任何一个或以上的人取得额外的投票权 ,令他们合共持有的股票权增至 35% 或以上 ;

(c) 任何持有一家公司不少于 35% 但不多于 50% 投票权的人 ,取得额外的投票权 ,令到他持该公司的投票权百分比 ,比起对过去 12 个月期间持的投票权的最低百分比计算 ,增加超过 5% 时。

24.2 强制收购只可附带一个条件 ,就是收购人必须在收购后能得到百分之五十以上的股权 ,收购才会进行。

24.3 如果收购人本身需要第三者或是本身的股东同意才可进行收购 ,那么收购人是不可以径自进行买入股权而触发强制收购。

24.4 强制收购必须以现金方式作出 ,或者附有现金选择。金额不能少于收购人在过去六个月因买入目标公司股票而付出的最高价格。

㉕收购期内 ,应尽快将转址登记 ,令股东能行使投票权。

㉖部份收购 :

26.1 如果收购不会令收购人持有 35% 或以上的投票权 ,那么联交所通常都会批准该项收购的。

26.2 如果在收购前六个月,收购人已大量买入了目标公司的股票,而目前的进一步收购会令他得到超过 35%但又低于 100%的股权,那么联交所通常是不会同意的。

26.3 在部份收购期间及其后 12 个月,收购人不可再买入目标公司的股票。

26.4 如果收购会令收购人持有不少于 35%又不多于 50%股权,联交所通常不会同意的。

⑳代表:任何股东都可以委任代表接纳收购建议。

㉑条件:通常所有收购建议必须附带的一项条件就是收购人必须在收购后拥有目标公司超过 50%股权。

㉒如果一项收购因未成为无条件而失去效力,收购人在其后 12 个月内不能再进行收购同一家目标公司。

㉓股份购回:如果因公司自己购回部份股份而令股东的股权增加,而需要进行强制收购,则应尽早通知联交所,联交所通常是会豁免强制收购的规定。

㉔有些股票的买卖是要公布的:

(a)如果所持股份因买卖而达到公司股权的 35%至 100%之间。

(b)如果已经拥有超于 10%股权,又增至 35%或以下。

(c)如果已经拥有超于 10%股权,因出售股票而降至 10%以下。

㉕如果向股东征求投票或接纳收购建议,必须发表准确及没有误导成份的资料。

## 第十六章 公司购并专题研究

### 第一节 公司购并中的税收问题

#### 一、税收与购并

##### 1. 概述

税法对个人和公司的财务决策有着重大的影响,不同类型的资产征收的税率是不同的,股息收入和利息收入、营业效益和资本收益的税率有很大的区别。由于这种区别的存在使公司能够采取某些财务处理方法,达到合理避税的目的。公司购并中的税收问题是一个很复杂的课题,税收在公司收购交易的后果中是相当重要的。首先假设买方公司用现金购买目标公司的股票或资产。这样假设目标公司的股东们有股票收益的话,他们就必须在同一年付税。买方公司购买目标公司股票的基础是买方公司的收购价值,同时目标公司财产的基础不变,如果买方公司所支付的价值超过目标公司转移财产的价值和负债的总和时,目标公司必须在同一年付税。其次假设买方公司用自己的公司的普通股购买了全部目标公司的股票或购买了全部目标公司的财产。这样在买方公司从目标公司的股东处直接购买控制权或全部股票时,交易是免税的,目标公司的股东不必付税,只有等到他们卖出买方公司的普通股后才须付税。在买方公司以收购目标公司大部分或全部的财产来控制目标公司的业务时,目标公司不付税,买方公司新买的财产的基础也不增长。

公司可以利用税法中亏损递延条款达到合理避税目的。所谓亏损递延指的是如果某公司在一年中出现亏损,该公司不但可以免付当年的所得税,它的亏损还可以向后递延,以抵销以后几年的盈余,公司根据抵销后的盈余交纳所得税。因此如果公司在一年中严重亏损,或该公司连续几年亏损,公司拥有相当数量的累积亏损时,这家公司往往会被考虑作为收购对象。

##### 2. 选择方式

当公司 A 购买或兼并公司 B 时,如果 A 公司不用现金购买 B 公司股票,而是把 B 公司的股票按一定比率换成 A 公司的股票,由于在整个过程中, B 公司股东既未收到现金,也未实现资本收益,这一过程是免税的。通过这种收购方式,在不纳税的情况下公司实现资产的流动和

转移,资产所有者实现追加投资和资产多样化的目标。在美国 1963~1968 年的购并浪潮中,大约有 85% 大型购并活动采用这种方式。

可供选择的另一种方式是,公司不是将被购并公司的股票直接转换为新的股票,而是先将它们转换为可转换债券,一段时间后再将它们转化为普通股票。这样做在税法上两点好处:①公司付给这些债券的利息是预先从收入中减去的,税额由扣除利息后的盈余乘税率决定,可以少交纳所得税;②公司可以保留这些债券的资本收益直到这些债券转化为普通股票为止。由于资本收益的延期偿付,公司可以少付资本收益税。

任何兼并与收购都可能建立或改变企业间的关系,所以在介绍购并税收的时候,有必要考虑公司集团的分类。从纳税的角度来看,与兼并收购有关的公司集团可分为三类,分类的主要依据是母公司持有子公司股份的比例,不论这种持股是直接持有还是间接通过其他公司。

(1) 预缴公司税集团。这种集团要求母公司拥有子公司 50% 以上的股份,在存在这种关系的集团内,为了抵销子公司的税负,母公司可以缴还由它为子公司缴付的预缴公司税,在这种集团内的公司可以选择支付红利,这样可以得到所得税税基扣除。不支付集团内预缴公司税的主要好处是支付红利不需要提前纳税日期。此外,因为由子公司扣留的预缴公司税刚好相等于母公司得到的税款抵免,因此也就节约了管理费用。更多的好处是避免了剩余预缴公司税和投资所得在集团内自由流动而不被减免的可能性。

(2) 集团减免集团。当母公司拥有子公司 75% 的股份时,财务减免可以使营业亏损在集团的公司内转移。亏损可能是由于营业亏损、额外费用、某个投资公司管理费超支、子公司经营失败等原因。只要母公司拥有子公司的股份是作为投资而不是营业资产,这种偶发的亏损就可以在母公司与子公司之间,或子公司与子公司之间进行转移。

(3) 资本收益税集团。这种集团也要求母公司拥有子公司,或子公司拥有孙公司至少 75% 的股份。资产可以在集团内转移,但资本收益和亏损则不能。所以可以通过资产的转移来转移资本收益或亏损,只是通常当这些资本转移出集团时,这种资本收益或亏损才明显地被人们意识到。集团减免集团为了获得集团减免,必须拥有至少 75% 的子公司或孙公司的实际控制权。但与资产收益税集团的控制方式有所不同,它可以通过下面的方式来达到对子公司的有效控制(参见图 1.16.1)

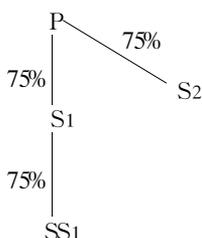


图 1.16.1

这里母公司 P 拥有 S<sub>1</sub> 和 S<sub>2</sub> 两个子公司的 75% 的股份,另外子公司 S<sub>1</sub> 又拥有孙公司 SS<sub>1</sub> 的 75% 的股份。因为母公司实际只控制孙公司 56.25% (即 75% × 75%) 的股份,所以不符合集团减免,由母公司 P 来弥补,但可以用子公司 S<sub>1</sub> 的利润来冲销孙公司 SS<sub>1</sub> 的亏损。而事实上孙公司 SS<sub>1</sub> 是在资本收益集团内的。为了避免把规则复杂化,需要确定资产是属于 S<sub>1</sub>-S<sub>2</sub> 集团还是 P-S<sub>1</sub> 集团。

## 二、目标公司

### 1. 公司税

如果目标公司在被收购前是某个集团的一部分,那么它从收购之日起不再有集团减免和预缴公司税缴还的资格。一旦目标公司被兼并,它就作为新的纳税集团的一部分,可以在兼并后的会计期间内缴还或得到集体减免。兼并事件把目标公司的会计期间一分为二,目标公司的赢利或亏损和应税收益,在这两个期间内按比例进行分配。集团减免仅适用于目标公司已成为新集团成员的那个会计期间。在许多情况下,预缴公司税往往不能被缴还,也不能为新集团公司所利用。

另一种情形是目标公司已处于亏损状态,兼并公司为了获得减免,必须在未来继续经营,使之盈利。在公司业务已中止的情况下,任何过去的应计亏损不具备集团减免的资格。

为了利用亏损结转,兼并公司必须使用目标公司扭亏为盈,当然这往往要冒风险。在亏损自然增长后,目标公司应继续经营,否则国内税务署可能会认为企业经营不连续,而不允许进行亏损结转。

在本世纪60年代,税损公司的兼并与收购是一个很兴旺的行业,为了阻止或至少大量减少此类活动,英国1970年税法又附加了两项条款,如果符合这些条款,那么公司就不能结转应计亏损。第一条是3年内公司产权有了改变,公司的业务处理和公司有实质性变化;第二条是:虽然公司的业务有很小的变化,但它在盈利前产权已发生了变化。所以在购买税损公司时有许多容易犯错误的地方,作为一种防范措施,可以把这个不确定性反映在收购价格里,或者等到各种状态完全明了之后。上述两项条款对目标公司有剩余预交公司税的情况也适用。税务管理部门已注意到:一旦公司被接管,带有大量剩余预缴公司税的公司可能是很有用的,因为如果公司经营是连续的,且产权在至少3年内没有主要的变化,那么所有剩余预缴公司税在将来可以结转和减免。所以较合适的办法是:把收购价格部分递延至剩余预缴公司税的情况明了之后。另外要注意的是对于预缴公司税集团,缴还的预缴公司税不能结转到公司离开集团后的会计期间。

### 2. 资本收益税

在资本收益税集团内资产可以在集团内转移而税收不变。这就产生一种避税方法,因为把带有资本收益的资产转移给另一个集团成员可以不必纳税。倘若获得资产的子公司在6年内离开集团,集团内的资产转移就认为是以市场价值出售这部分资产。例如,A公司和B公司结成一个集团,A公司以10万元的代价把某项资产转让给B公司,这时该项资产的市场价值是15万元,接着A公司在6年内把它在B公司的股份出售给C公司,在这个时候,该项资产的价值为18万元,那么B公司产生的资本收益为5万元。

### 3. 封闭式公司(Close Company)

封闭式公司指由5个或5个以下参与者控制,而这些人又是董事的一种股份不公开公司。刚出售公司的前股东对未分配所得的高税率负有责任,尤其是在销售变现、大量流动基金的情况下。

### 三、目标公司股东

除非股票和债务是作为营业资产持有,或这种股票、债券的转让是公司重组活动的一部分,否则为资产收益目的,股东出售股份与债券是需要纳税的。只有在以下两种情况,股票或债券转让被作为重组的一部分。①A公司的股票和债券被B公司的股票和债券交换;②公司原有股票取消,股东根据原有的股份获得新发行的股票和债券。在这两种情况下重组必须是真正出于业务目的而不是避税计划的一部分。

另外,股票交换还需满足另外两个条件。①A公司必须现在拥有,或者在股票交换之后拥有B公司25%以上的普通股。②作为向B公司的成员或所有普通股股东出价的结果,股票或债券的发行必须由A公司承担,而在第一种情况下,A公司要控制B公司。当上述条件满足,A公司和B公司就当作相同的公司,相当于单一公司的资本重组。这样就不把股东看作为了获得资本收益而出售其原始股份,股东最后的盈亏要根据原来所持有股份的价值与现在的价值来计算。

若收购的是部分股票或债券,那么就把这种交易看作是部分出售,换言之股东已收到或被认为已收到除新股外的其他回报,同时也卖掉了部分原来拥有的股权。出售部分的比例是 $A/(A+B)$ ,这里A代表出售部分当时的市场价值,B是剩余部分的市场价值。

### 四、兼并公司

#### 1. 公司税

根据所获得的目标公司股权的比例,可以把目标公司包括在集团内,并获得税收减免。但是,在某个会计期间内,子公司加入或离开集团,亏损的结转有一些限制,特别是在考虑目标公司公司税时,也要求把利润或亏损在会计期内按时间进行分摊。简言之,只要有关规则运用不是“不合理”或“不正当”,在子公司加入集团时,将继续使用按时间分摊的原则。

#### 2. 资本收益税

兼并公司出售目标公司,收购的附带成本和出售目标公司的附带成本可以打入公司成本。

如果目标公司在收购后以原始成本出售一项应税资产,并且由于前面的展期,纳税成本低于原始成本,其实际资本收益就要比预期高,但是应注意到所有公司集团成员的交易被看作是单独的交易,收购公司和目标公司由此获得的收益可以分别展期到收购公司和目标公司新的资产上。

通常,所谓展期减免规则要求新旧资产用以由同一个人进行的交易中,但并不要求相同的交易。出于集团的目的,所有集团成员进行的交易都看作是单独交易。这允许某个集团成员将资产销售出集团所得的应税收益展期到被集团以外的另一个成员购买的资产中,并允许以低于市价的价格购买资产。

#### 3. 其他税

关于投资补贴和增值税,有许多税收方面问题。在重组中兼并公司往往希望对目标公司的业务活动,有时甚至是自身的业务活动进行合理化与重整,所以经常会使资产在兼并与被兼并公司之间转移,出于公司税的考虑,资产转移被认为以市价进行,故可能会引起加税补偿

(Clawback)。在税额的削减价值低于厂房、设备成本和销售净收入时,提供给厂房设备的投资补贴可以平衡出售资产时的费用。

关于增值税,由于兼并与被兼并双方是作为一个集团,负有连带责任,所以在这个意义上讲,兼并公司在接管前对目标公司未缴增值税也负有责任。

对于兼并公司的股东,在兼并中并不存在税收方面问题。

## 第二节 公司购并中的会计问题

### 一、公司购并的形式及其会计处理

公司购并就其实质而言,是公司之间权益的重新分配和组合的过程。在此过程中,会涉及购并公司与被购并公司双方的资产、负债及所有者权益等一系列会计要素的变化,从而产生用合理的会计方法来揭示和处理财务变动问题。

公司购并是公司为了达到某种经营目的,通过兼并、控股等形式控制和操纵其他公司经营活动的行为。其主要包括吸收合并、创立合并和控股合并等三种形式。

吸收合并是指两家或两家以上的公司合并成为一个企业,其中一家公司保留法人资格,其他公司则宣告解散,其法人资格随着合并而消失。公司合并后,合并公司对所有的被合并公司的原有资产实行直接控制和管理。在吸收合并的情况下,被合并的公司清算解散,合并后的公司仍然是一个单一的法律主体和会计主体,其合并后会计报表的编制与合并后的公司相同,只不过是会计报表反映的对象有所改变而已,不涉及到合并会计报表问题。

创立合并是指几家公司协议合并组成一家新公司。在创立合并的情况下,原来的公司均不复存在,组成一家新的公司,原公司的资产全部转由新公司控制。创立合并后,创立后的公司与普通公司一样,仍然是一个法律主体和会计主体,也不涉及到合并会计报表的问题。

控股合并是指公司通过收购或购买其他企业的股份,达到对其他公司的控制的一种合并形式。在控股合并的情况下,控股公司与被控股公司均为独立的法律主体,分别编制自身的会计报表。但由于它们相互之间存在的控股关系,在经营决策和财务决策上控股公司与被控股公司可以成为事实上的一个整体。为反映这一整体的财务状况,使控股公司的债权人及股东对该公司的财务状况有所了解,控股公司需另外编制会计报表,这就是合并会计报表。

合并会计报表首先是为控股公司的股东及债权人提供完整的财务信息,并为公司的经营管理者提供决策依据。如果只从控股公司的投资账户中反映对被控股公司的投资情况,而不了解被控股公司的情况,那是远远不够的。实际上,控股公司与被控股公司虽在法律上是不同主体,但两者是密切相关的。如果在公司购并过程中不对会计报表进行合并,不对控股公司的报表作财务处理,那么股东及债权人就无法了解公司的经营及财务状况,因而也就无法据以进行投资决策,公司管理者也就无法进行科学的组织和管理。

## 二、公司合并会计报表的方法

公司合并会计报表的方法有两种,一种是联营法或权益入股法;一种是购买法或收买法。

### 1. 联营法(Combination Method)

当一家公司用自己的普通股去交换另一家公司的全部普通股时,这时实际上是把另一家的普通股全部集中于本公司,从而取得对另一家公司的完全控制权,使其成为它的子公司,实行双方权益的集合。

用联营法方式的合并,由于控股公司不需要支付现金或其他资产,股份的交换成为事实上的联合体。因而可以按照控股、被控股公司账面金额为基础,编制合并会计报表。联营法下,被控股公司的股东放弃了原来的股份,成为控股公司的股东。权益合并的公司被看作一个整体,其各个组成单位仍如合并前一样继续各自的经营,原来的管理者仍负相应的职责,实际发生的变化是原来分别开设的各公司法律名义的变化。在此方式下,参与合并各公司的资产、负债、收入和费用按账面价值相加,构成合并实体的资产及负债,取得控股权的公司对被控股公司的投资应以其换得被控股公司股票的面值正确计价。控股公司账面登记换出自身股票的差额与账面登记的换入对方被控股公司股票金额之间的差额,以调整公司的股东权益。

任何一个在合并中使用联营法的公司必须报告在合并发生期间的经营成果,如合并是在期初发生的,则期初各个公司的资产负债表和其他财务信息也应呈交。前几年的各个公司的财务报表和财务信息,应以合并后的公司为基准重新作出报告,以便提供比较信息,所有的重新报告的财务报表和财务汇总资料的数据,应以合并企业为比较基础。

### 2. 购买法(Purchase Method)

所谓购买法,是指控股公司用现金、票据、其他资金来收买被控股公司的股份并达到一定规模,从而取得其控制权。采用这种形式合并的控股公司应按购买法编制合并会计报表。

在采用购买法合并公司时,所购公司经核查属实的资产和负债,应当按照购买的公平价格重新计价,即按照公平市价来重新确定被收买公司的资产净值。购买法下是把公司合并视为与处理普通购置资产相同的原则处理。采用购买法,买方计算收购公司成本时,应按成本原则以股权取得日的公允价值对核实的所购并公司的资产和负债改记账面金额,即购并公司双方经过协商后确定买价,这种买价是一家控股公司所发行股票的市价和所获得被控股公司股份的市价。

如果某公司购并使用购买法,控股公司的财务报告中必须注明购并的目的、日期、包括报酬的种类在内的购并费用、商誉和与购并有关的意外开支和承诺。而且控股公司必须披露如下预计的经营成果:①若期初发生购并,应披露本期内的经营效果;②若发生在前期期初,在公布财务报表时,应披露前期的经营效果。

两种合并方法的会计处理不同。收买法对被控股公司的计价采用公平市价,一般会高于该公司的账面价值,两者之间的差额作为商誉价值。而联合法一般不产生此差额。因此收买法下合并资产负债表的资产价值通常要高于联合法。收买法将净资产视为被收买,并已按公平市价列入合并报表,因此被控股公司合并前的留存收益不列入合并报表,而联合法的合并报表的留存收益为合并前控股公司与被控股公司留存收益之和,所以收买法的合并资产负债表的留存收益要低于联合法的留存收益。此外,联合法还会显示较好的财务状况(现金余额较大

## 公司购并

和负债收益比较高) ,在未来的经营期间还将报告较高的收益( 无需摊销商誉和资产升值 ) ,因此易于为企业采用。为防止对联合法的滥用 ,美国财务会计准则委员会对联合法的应用制定了一系列的限制性条款。近年 ,美国公司合并大多使用收买法 ,联合法的使用比例大大减低。

为了便于阐述 ,举例说明控股公司和被控股公司的合并资产负债表的编制。假设某控股公司及被控股公司在 1994 年 12 月 31 日分别编制的资产负债表如表 1.16.1 所示。

在收买公司时 ,根据取得股权份额和收买价格( 投资成本 )与被控股公司账面净资产及其与公平市价之间的关系 ,分为以下几种情况。

表 1.16.1 P 公司及被控股公司 S 公司合并前资产负债表

1994 年 12 月 31 日

单位 美元

项 目	P 公司	S 公司
资产		
现金	48 000	6 000
应收账款	30 000	3 600
存货	24 000	7 200
固定资产	108 000	12 000
资产总计	210 000	28 800
负债及所有者权益		
短期借款	12 000	4 800
应付账款	9 600	3 600
应付债券	20 000	
实收资本	124 000	18 000
留存收益	44 400	2 400
负债及所有者权益总计	210 000	28 800

( 1 )购买全部股份时 ,投资成本等于被控股公司的账面价值。

[ 例 ]假设 P 公司于 1995 年 1 月 1 日以 18 000 美元现金和 2400 美元公司债券取得 S 公司 100% 的股份。

收买 S 公司 100% 股权时 ,作会计分录如下 :

借 :长期投资——对 S 公司投资	\$ 20 400
贷 现金	\$ 18 000
应付债券	\$ 2 400

S 公司被 P 公司收购全部股份。为了便于编制会计报表 ,通常利用合并资产负债表工作底稿的方式( 见表 1.16.2 )。这时 S 公司的资产负债表并不因收购而受影响 ,但是在 P 公司的资产负债表上则发生了变化 ,其中对 S 公司的投资增加了 20 400 美元 ,同时现金和应付债券分别减少了 18 000 美元与 2 400 美元。

表 1.16.2 P & S 集团公司合并资产负债表工作底稿

1995 年 1 月 1 日

单位 美元

项 目	个别资产负债表		调整及消除分录		合并资产 负债表
	P 公司	S 公司	借方	贷方	
货币资金	30 000	6 000			36 000
应收账款	30 000	3 600			33 600

第一篇 公司购并理论

项 目	个别资产负债表		调整及消除分录		合并资产 负债表
	P公司	S公司	借方	贷方	
存货	24 000	7 200			31 200
对 S 公司投资	20 400	-			
固定资产	108 000	12 000			120 000
资产总计	212 400	28 800			220 800
短期借款	12 000	4 800			16 800
应付账款	9 600	3 600			13 200
应付债券	26 400				26 400
实收资本	120 000	18 000	18 000		120 000
留存收益	44 400	2 400	2 400		44 400
负债及所有者权益总计	212 400	28 800			220 800

工作底稿中调整和抵销分录栏用来抵销资产负债表上的某些项目,这些项目分别列示在各自公司的资产负债表上时是正确的,但在合并资产负债表上就不宜列示了。调整和抵销分录只是为编制合并报表时在工作底稿上所作的核算分录。

(2) 投资成本高于被控股公司的账面价值。控股公司购受被控股公司股份时所付的价款,在多数场合下与被控股公司的账面价值是有差异的。在被控股公司账面上的会计处理并无错误的情况下,控股公司愿意以其投资成本高于被控股公司净资产的账面价值购受,可能是由于被控股公司的某些资产在购受日的评估确认价值高于其账面价值,或某些负债在购受日的评估确认价值低于账面价值;也可能是由于控股公司已预料到将集团公司作为一个经济实体来经营之后能实现更大的利益而愿为此投资。

假定 P 公司于 1995 年 1 月 1 日以现金 15 600 美元和 12 000 美元公司债券取得 S 公司 100% 股权。也就是说 P 公司用高于所购股份的账面价值 7 200 美元收购 S 公司。这个价差可能来自 S 公司某些负债计价偏高,或某些资产按历史成本计价而偏低等原因。购买法要求按实际收买价格入账,因此要参照市价确定某些资产项目的升值,然后将 S 公司资产的公平市价与购买价的差额计作商誉。

本例确认存货应升值 2 160 美元,固定资产升值 2 400 美元,仍有差额 2 640 美元(27 600 - 20 400 - 2 160 - 2 400)作为商誉处理。应作调整 S 公司资产升值及商誉的会计分录如下:

①借:存货——S 公司           \$ 2 160  
     固定资产——S 公司       \$ 2 400  
     商誉                       \$ 2 640  
     贷:长期投资——对 S 公司投资       \$ 7 200

母子公司间内部往来项目应予以消除,以避免重复计算。S 公司资产视为被收买,并以公平市价列入合并会计报表。因此,实收资本和留存收益将予以消除,合并会计报表的留存收益只反映 P 公司的留存收益。作有关的消除内部往来项目的消除分录如下:

②借:实收资本(S 公司)       \$ 18 000  
     留存收益(S 公司)       \$ 2 400  
     贷:长期投资——对 S 公司投资       \$ 20 400

编制合并会计报表,通常使用工作底稿(见表 1.16.3),工作底稿包含了上述主要内容。

## 公司购并

### 表 1.16.3 合并资产负债表工作底稿

1995 年 1 月 1 日

单位 美元

	个别资产负债表		调整及消除分录		合并资产 负债表
	P 公司	S 公司	借方	贷方	
货币资金	32 400	6 000			38 400
应收账款(净值)	30 000	3 6000			33 600
存货	24 000	7 200	①2 160		33 360
对 S 公司投资	27 600			①7 200 ②20 400	-
固定资产(净值)	108 000	12 000	①2 400		122 400
商誉			①2 640		<u>2 640</u>
资产总计	<u>222 000</u>	<u>28 800</u>			<u>230 400</u>
短期借款	12 000	4 800			16 800
应付账款	9 600	3 600			13 200
应付债券	36 000				36 000
实收资本	120 000	18 000	②18 000		120 000
留存收益	<u>44 400</u>	<u>2 400</u>	②2 400		<u>44 400</u>
负债及所有者权益总计	<u>222 000</u>	<u>28 800</u>			<u>230 400</u>

根据工作底稿即可编出合并资产负债表(见表 1.16.4)

### 表 1.16.4 P & S 公司合并资产负债表

1995 年 1 月 1 日

单位 美元

资 产	负债及所有者权益
流动资产	流动负债
货币资金	短期借款
应收账款(净额)	应付账款
存货	流动负债合计
固定资产(净额)	应付债券
无形资产	负债合计
商誉	所有者权益
	实收资本
	留存收益
	所有者权益合计
资产总计	负债及所有者权益总计

(3) 投资成本低于被控股公司的账面价值。控股公司在购并被控股公司股份时支付的价款低于被控股公司净资产的账面价值,在被控股公司账面上的会计处理无错误的情况下,其原因可能是由于被控股公司的某些资产在购受日的评估确认价值低于其账面价值,或某些负债在购受日的评估确认价值高于其账面价值,投资成本低于账面价值的差额,若应归属于可确认的被控股公司资产的,应对其资产项目作相应的调整;若不确认,可按比例减少被控股公司非流动资产的账面价值,余下的投资成本低于账面价值部分,另外在合并资产负债表中单独列作

一项,可用“递延贷项”予以表示,并在以后估计受益期间分期摊销。

### 三、被控股公司部分股份的合并报表

当控股公司只拥有被控股公司部分股份,而被控股公司的其余股份属于外界其他股东时,由于其他股东所拥有的股份只占被控股公司全部股份的少数,因此称为少数股权。在这种情况下,仍需编制合并报表,并在报表上反映少数股权的权益。控股公司的购受成本高于或低于被控股公司的账面价值时,其差额应在合并报表上作为一个项目单独列示,少数股权则不受其影响。

如上例,若 P 公司收买 S 公司的股份不足 100%,只收买 80%的股份,则 S 公司仍有一部分其他小股东。存在少数股权时编制合并报表的方法与上述步骤基本相同,仅存在两点区别。

(1)在作调整、清除两笔分录时,应按收买比例计算。此例中可在原有数字基础上乘以 80%,若 P 公司以现金 10 080 美元和公司债券 12 000 美元收买 S 公司的 80% 股权,则收买日作会计分录如下:

①借:长期投资——对 S 公司投资(27 600×0.8)	\$ 22 080
贷:现金	\$ 10 080
应付债券	12 000

作调整分录调整 S 公司资产升值及商誉如下:

②借:存货(S公司)(2 160×0.8)	\$ 1 728
固定资产(S公司)(2 400×0.8)	\$ 1 920
商誉(S公司)(2 640×0.8)	\$ 2 112
贷:长期投资——对 S 公司投资(7 200×0.8)	
	\$ 5 760

作消除分录如下:

③借:实收资本(S公司)	\$ 18 000
留存收益(S公司)	\$ 2 400
贷:长期投资——对 S 公司投资(20 400×0.8)	
	\$ 16 320
少数股权(20 400×0.2)	\$ 4 080

被消除的子公司所有者权益中 80% 属于 P 公司对 S 公司的投资,20% 属于少数股东。

(2)合并报表中包括少数股东,它一般列于资产负债表的负债与所有者权益之间。为保护公司小股东的利益,少数股权应单独列出,以反映少数小股东对 S 公司净资产的权益。其他工作,如按照会计分录入账、编制合并资产负债表等与收买 100% 股份相同,不再赘述。

### 四、联营法与合并业务的会计处理

#### 1. 联营法下的会计处理

在联营法下,控股公司只通过发行自己的股票换取子公司的股票,将几个公司的权益集合

## 公司购并

起来。

仍沿用上例资料,若 P 公司和 S 公司资产负债表中实收资本的构成全部为普通股股票。S 公司拥有面值 10 美元的普通股 1 800 股, P 公司以面值 8 美元的普通股, 换取 S 公司的 1 800 股普通股票( 100% 权益), 双方普通股面值差额 3 600 美元作为 P 公司超过面值的实收股本入账, S 公司的留存收益作为一个单独项目转入 P 公司留存收益账户。以面值 8 美元的普通股换取 S 公司面值 10 美元的全部普通股, 应作会计分录如下:

借: 长期投资——对 S 公司投资	\$ 20 400	
贷: 实收资本——P 公司普通股面值( 8 × 1 800 )		\$ 14 400
实收股本超过面值部分( 2 × 1 800 )		\$ 3 600
留存收益——P 公司		\$ 2 400

过账后, 权益合并前、后的资产负债表参见表 1. 16. 5

表 1. 16. 5 P 公司资产负债表 单位: 美元

	<u>1994. 12. 31.</u>	<u>1995. 1. 1.</u>
<b>资产</b>		
现金	48 000	48 000
应收账款	30 000	30 000
存货	24 000	24 000
长期投资——对 S 公司投资		20 400
固定资产	<u>108 000</u>	<u>108 000</u>
资产总计	<u>210 000</u>	<u>230 400</u>
<b>负债及所有者权益</b>		
短期借款	12 000	12 000
应付账款	9 600	9 600
应付债券	24 000	24 000
实收资本( 普通股 )	120 000	134 400
实收股本超过面值		3 600
留存收益	<u>44 400</u>	<u>46 800</u>
负债及所有者权益总计	<u>210 000</u>	<u>230 400</u>

S 公司的资产负债表不变, 内部往来项目消除分录为:

借: 实收资本( S 公司 )	\$ 18 000	
留存收益( S 公司 )		2 400
贷: 长期投资——对 S 公司投资		\$ 20 400

合并后的资产负债表工作底稿和资产负债表参见表 1. 16. 6、1. 16. 7。

表 1. 16. 6 合并资产负债表工作底稿

1995 年 1 月 1 日

单位: 美元

	个别资产负债表		调整及消除分录		合并资产 负债表
	P 公司	S 公司	借方	贷方	
货币资金	48 000	6 000			54 000
应收账款( 净款 )	30 000	3 600			33 600
存货	24 000	7 200			31 200

第一篇 公司购并理论

	个别资产负债表		调整及消除分录		合并资产 负债表
	P 公司	S 公司	借方	贷方	
对 S 公司投资	20 400			20 400	
固定资产(净额)	108 000	12 000			120 000
资产总计	230 400	28 800			238 800
短期借款	12 000	4 800			16 800
应付账款	9 600	3 600			13 200
应付债券	24 000				24 000
实收资本	134 400	18 000	18 000		134 400
实收股本超过面值	3 600				3 600
留存收益	46 800	2 400	2 400		46 800
负债及所有者权益总计	230 400	28 800			238 800

表 1.16.7 P & S 公司合并资产负债表

1995 年 1 月 1 日

单位 美元

资 产		负债及所有者权益	
流动资产		流动负债	
货币资金	54 000	短期借款	16 800
应收账款(净额)	33 600	应付账款	13 200
存货	31 200	流动负债合计	30 000
固定资产(净额)	120 000	应付债券	24 000
		负债合计	54 000
		所有者权益	
		实收资本	134 400
		实收资本超过面值	3 600
		留存收益	46 800
		所有者权益合计	184 800
资产总计	238 800	负债及所有者权益总计	238 800

## 2. 联营法的适用条件

由上可见,联营法在处理资产负债表过程中,既不考虑用资产评估确定其价值,又不确认资产的增值,控股公司在记录以交换子公司的股权所新发行的股票时,被控股公司的留存收益就应按被集合的股权份额归入控股公司的留存收益中。因而在公司吞并后往往能立即改变整个集团公司的盈利面貌,这种变化是由于公司合并引起的,而非公司经营状况的改善。

为了防止联营法的滥用,以美国为代表的国家对该法的使用作了严格的限制。根据美国合并财务报表的规定,使用联营法必须满足以下条件。

(1) 合并公司方面。每个合并公司都是自愿的,在合并计划开始两年内不是另一个公司的子公司或分公司,且每个合并公司独立于其他公司。

(2) 股权合并方面。合并应是一次完成的,或是在合并计划开始后的一年内遵照确定的计划完成的。这样就排除了通过分次发行股票,部分作为收买,部分作为权益集合的做法。在合并计划完成时,控股公司只能发行其权利与外发有表决权普通股并无差别的普通股,来交换被控股公司几乎全部的具有表决权的普通股。

(3) 计划经济业务方面。合并后两年内,已合并公司不能故意或计划处置刚刚合并公司资产的大部分。

我国至今还没有有关这方面的会计准则出台,以上有关购买法和联营法会计的阐述是根据美国合并报表写的,仅供参考。

### 五、商誉的会计处理

#### 1. 商誉的性质

一家企业由于所处优越的地理位置,或在顾客中有良好的信誉,或由于悠久的历史,或由于先进的技术和掌握的技术诀窍,或由于其他的原因而形成的无形价值,通常理解为商誉。它一般表现为购买成本超过收购企业在所购可辨认资产和负债的公允价值中的股权份额的部分,即超额收益的价值。

若收购企业在所购可辨认净资产的公允价值合计数中的股权数超过购买成本,则为负商誉,作递延收益处理。

公司兼并时要解决的一个重要问题是商誉的计价,公司的购买方通常要对商誉付出一定代价。它付出代价并不是为了目标公司过去的超额收益,而是为了未来预期的超额收益。即商誉是购买公司付给目标公司的总价和目标公司净资产总额之间的差额。这个差额可由双方未经正规计算而相互商定,也可以由双方根据过去的收益和可能取得的未来收益而协商决定。过去的收益往往是计算未来可能收益的重要参考数据,所以通常是根据过去的净收益来估算未来的收益。

具体的计价方法有:①按购并前若干年的超额收益计价;②按购并前若干年的平均超额收益计价;③按收益的本金额减净资产计价;④按贴现净额计价等。

#### 2. 商誉的摊销

商誉应在其有用年限内以确认为费用的方式加以摊销,购入的商誉不能列为公司资本公积金。在摊销商誉时,应采用直线法。摊销期一般不应超过5年;如果超过5年但不超过10年的期限(自购买日起算)更为恰当时,也可以作例外处理。负商誉的摊销期限与商誉的摊销期限相仿。

随着时间的推移,商誉应于其有用年限内按系统方法记入费用。在估计商誉的有用年限时,一般应考虑以下因素:①企业可以预计的寿命;②产品过时、需求变化等其他经济因素;③单个或集体关键雇员的预期服务年限,影响有用年限的法律和合同规定等。

### 六、股权取得日后合并会计处理

在取得目标公司之日,只编制合并资产负债表。在这些关联公司已作为一个经济实体从事经营以后,控股公司除了要编制合并资产负债表外,还须编制合并利润表和合并利润分配表。与此相对应,合并工作底稿的编制也需分为三张,或者将三张表的内容纳入一张工作底稿,分为利润表、利润分配表和资产负债表。在工作底稿中,除资产负债表项目如前所述应调整抵销外,利润表和利润分配表中的有关项目也需相应调整抵销。

以下简单介绍控股公司对被控股公司的两种投资核算方法。并说明在权益法下,控股公

司与被控股公司间有关分派股利和控股公司的会计处理。

### 1. 控股公司对被控股公司的投资核算方法

控股公司对被控股公司的投资核算方法有两种：权益法和成本法。

(1) 权益法。控股公司采用权益法记账时，其“对被控股公司投资”账户上要记入三方面内容：①当被控股公司每期经营发生收益（或亏损）时，就要按照控股公司持有被控股公司股份的比例增加（或减少）计入被控股公司的投资额；②集团公司建成时，控股公司应以被控股公司净资产的评估确认价值按所持股份比例记入投资账户，被控股公司账上仍保持净资产的账面价值，这两者的差额，应按有关资产的使用情况进行摊销，增减投资额，并调整记入投资账户的被控股公司利润；③当被控股公司宣布发放股利时，则增加应收股利，同时减少投资额。

权益法符合权责发生制的原则，因为控股公司对被控股公司的投资核算在被控股公司发生盈亏时即记入控股公司投资账户，并不是等到被控股公司发放股利时控股公司才作为收入入账。权益法重视控股公司与被控股公司关系的经济实质，在会计上认为整个集团公司已构成一个独立的经济实体。被控股公司发放股利决不能看成控股公司因此得到收入，而只能被视作收回部分对被控股公司的投资。

(2) 成本法。控股公司采用成本法记账时，其“对被控股公司投资”账户上应按投资的成本入账。被控股公司经营发生收益（或亏损），控股公司不予确认，也不予入账，直至被控股公司发放股利时才作为投资的收入入账。如果被控股公司发放的股利是用与控股公司组合成集团公司前的未分配利润，则控股公司收到这种股利不能看成是进行投资的收入，而应冲减组成集团公司时对被控股公司的投资额。

### 2. 投资收益的会计处理

不论是采用权益法还是采用成本法编制的合并财务报表，各个项目的金额是相同的，只是在合并财务报表的工作底稿上抵销分录的内容有所不同。这里以权益法为例，说明控股公司与被控股公司间有关分派股利和控股公司确定投资收益的会计处理，进而说明股利取得日后合并报表的编制程序。

依上例，说明股权取得日以后使用权益法编制合并会计报表的程序。

(1) P公司和S公司关于子公司股利分派的记录。若S公司于1993年11月24日分派现金股利1800美元，并于1994年2月10日支付该项股利。

P公司应作如下会计分录：

①S公司宣布发放股利减少投资额时（P公司应得股利1800美元的80%）。

借：其他应收款——应收股利（S公司）	\$ 1 440
贷：长期投资——对S公司投资	\$ 1 440

②收到S公司宣布的股利时。

借：现金	\$ 1 440
贷：其他应收款——应收股利（S公司）	\$ 1 440

S公司应作如下会计分录：

③S公司宣布发放股利时。

借：未分配利润	\$ 1 800
贷：应付利润——P公司	\$ 1 440
应付利润——少数股权	\$ 360

## 公司购并

④支付股利时。

借: 应付利润——P 公司	\$ 1 440
应付利润——少数股权	\$ 360
贷: 现金	\$ 1 800

(2) P 公司确定投资收益的记录。P 公司应摊销购买子公司时所确认的资产升值和商誉的价值, 假设 1994 年度存货全部售出, 存货增值 1728 美元应全部注销, 并调整 S 公司本年度销货成本。固定资产升值按 10 年分摊, 年分摊额的 80% 为 153.6 美元(  $1\,920/10 \times 80\%$  ) 计入营业成本, 20% 为 38.4 美元(  $1\,920/10 \times 20\%$  ) 计入管理费用, 商誉按 10 年摊销, 年摊销额为 211.2 美元(  $2\,640/10 \times 80\%$  ) 计入 P 公司的管理费用。

P 公司年终应作如下会计分录:

①S 公司收益表利润总额 8 400 美元, P 公司应分享收入 6 720 美元(  $8\,400 \times 80\%$  ), 在权益法下按投资比例增加 S 公司的权益。

借: 长期投资——对 S 公司投资	\$ 6 720
贷: 投资收益	\$ 6 720

②将本年度摊销额 1 881.6 美元(  $1\,728 + 153.6$  ), 冲减对 S 公司的长期投资, 因此数归入营业成本作为冲减收益处理。

借: 投资收益( 营业成本)	\$ 1 881.6
贷: 长期投资——对 S 公司投资	\$ 1 881.6

③摊销固定资产增值和商誉应计入管理费用的部分(  $211.2 + 38.4$  ), 即摊销应计入管理费用的固定资产增值和商誉, 冲减对 S 公司的投资。

借: 投资收益( 管理费用)	\$ 249.6
贷: 长期投资——对 S 公司投资	\$ 249.6

④结转投资收益。投资收益 6 720 美元减去年度摊销额 2 131.2 美元(  $1\,728 + 153.6 + 38.4 + 211.2$  )。

借: 投资收益	\$ 4 588.8
贷: 本年利润	\$ 4 588.8

(3) 编制合并会计报表。取得日后合并报表的编制和取得日合并报表的编制在原理和程序上并无不同, 即相同项目相加, 调整和消除公司的内部往来项目, 同样应采用工作底稿。只是经过一个会计期间的经营活动, 发生变化的项目较多, P 公司和 S 公司间的交易也许增加, 在编制股权取得日后的合并报表时, 应分析有关账户, 找出全部需调整和消除的项目。本例应作有关调整及消除分录如下:

①调整与 P 公司‘长期投资——对 S 公司投资’账户相对应的 S 公司有形资产的升值和确认的合并商誉等。

借: 营业成本——S 公司	\$ 1 881.6
管理费用——S 公司	\$ 249.6
固定资产( 净额)——S 公司	\$ 1 728.0
商誉	\$ 1 900.8
贷: 长期投资——对 S 公司投资( P 公司)	\$ 5 760.0

其中 1 728 美元(  $1\,920 - 192$  ) 为固定资产增值未摊销部分, 1 900.8 美元(  $2\,112 - 211.2$  )

为未摊销商誉。

②消除与子公司所有者权益相对应的母公司对子公司投资和少数股权账户。

借:实收资本——S公司	\$ 18 000
未分配利润——S公司	\$ 2 400
投资收益——S公司(本年数)	\$ 4 588.8
贷:长期投资——P公司对S公司(年末数)	\$ 19 468.8
现金股利(S公司本年数)	\$ 1 800.0
少数股权	\$ 3 720.0

这里,长期投资为 19 468.8 美元(18 000 + 2 400) × 80% + 4 588.8 - 1 800 × 80% ;少数股权为 3 720 美元(18 000 + 2 400) × 20% - 1 800 × 20% ]

借:少数股权应享权益	\$ 1 680
贷:少数股权	\$ 1 680

这里,少数股权应享权益为 1 680 美元(子公司本年度利润总额 8 400 × 20%)。

③消除公司间往来交易的分录。假设母、子公司间 1993 年度销货净额为 \$ 43 680 元,公司间销货系按成本计价。有关消除分录如下:

借:营业收入——公司间销货收入	\$ 43 680
贷:营业成本——公司间销货成本	\$ 43 680

公司间交易项目还包括母、子公司之间的应收、应付股利。消除分录为:

借:应付利润——P公司股利(S公司)	\$ 1 440
贷:其他应收款——应收股利(P公司)	\$ 1 440

如前所述,调整及消除分录是登记在工作底稿上的。P&S 集团公司合并会计报表工作底稿如表 1.16.8 所示,其中应包括 P 公司和 S 公司 1994 年末编制的收益表和资产负债表,为了节省篇幅,这里不再单独列示 1994 年的个别会计报表。

表 1.16.8 合并资产负债表工作底稿

1994 年度

单位:美元

	个别资产负债表		调整及消除分录		合并报表
	P公司	S公司	借方	贷方	
收益表					
营业收入					
对外销货净额	629 640	130 680			760 320
公司间销货净额	43 680		④43 680		
收入合计	673 320	130 680			760 320
营业成本及费用					
对外销货成本	463 320	94 800	①1 881.6		560 001.6
公司内销货成本	43 680			④43 680	
营业税金	21 480	3 600			25 080
管理费用	66 867.6	15 480	①249.6		82 597.2
其他费用	32 276.4	8 400			40 676.4
成本费用合计	627 624	122 280			708 355.2
营业利润	45 696	8 400			51 964.8
对S公司投资收益	4 588.8		②4 588.8		
利润总额	50 284.8	8 400			51 964.8

## 公司购并

	个别资产负债表		调整及消除分录		合并报表
	P 公司	S 公司	借方	贷方	
未分配利润	444000	2 400	②2 400		44 400
1993 年 1 月 1 日					
少数股权应享权益			③1 680		1 680
合 计	94 684.8	10 800			94 684.8
现金股利	11 400	1 800		②1 800	11 400
未分配利润	83 284.8	9 000			83 284.8
1993 年 12 月 31 日					
资产负债表					
货币资金	14 107.2	8 880			22 987.2
应收账款(净额)	21 192	7 440			28 632
其他应收款——					
应收 S 公司股利	1 440			⑤1 440	
存货	94 431	10 718.4			105 149.4
长期投资——				①5 760	
对 S 公司投资	25 228.8			②19 468.8	
固定资产(净额)	101 520	10 560	①1 728		113 808
商誉	—	—	①1 900.8		1 900.8
资产总计	257 919	37 598.4			272 477.4
短期借款	10 000	7 000			17 000
应付账款	8 634.2	1 798.4			10 432.6
应付利润——					
P 公司股利		1 440	⑤1 400		—
少数股权		360			360
应付债券	36 000				36 000
少数股权				②3 720	5 400
				③1 680	
实收资本	120 000	18 000	②18 000		120 000
未分配利润	83 284.8	9 000			83 284.8
负债及所有者权益总计	257 919	37 598.4			272 477.4

### 七、有关合并会计报表问题的总结

以上概述了股权取得日和股权取得日以后的合并报表编制及会计处理方法。合并会计报表的实质,无异于把控股公司及被控股公司视为单一公司中的总公司和分支公司那样来列示联属公司集团的财务状况和经营成果。它主要是反映控股公司的股东在整个联属公司集团中的权益,从这个角度来说,合并报表比被控股公司的个别报表更具有意义,对公司的债权人、股东及经营管理者进行决策并及时了解公司财务状况都有极大的帮助。但同时合并会计报表也有其局限性。

#### 1. 对不同经营项目的合并方面

由于许多公司的合并,是着眼于物质资源的控制、科技力量的吸收、市场份额的扩大以及那些有竞争力的产业部门,因而所合并企业的对象往往是跨地域、跨行业的,以致控股公司与被控股公司之间所经营的业务范围和性质存在着很大的差别。对不同经营项目进行合并,会造成概念上的模糊,从而不利于正确地进行分析和实行有效的控制。例如对于制造业和金融业合并的公司来说,对其所合并的某些财务项目是没有意义的。

### 2. 具体了解企业的个别经济和财务状况方面

合并会计报表虽然也能从企业整体上了解财务全貌,但却难以具体了解企业个别的经济和财务状况。在这种情况下,仍需要用个别企业的会计报表作为合并会计报表的附件。

### 3. 会计信息的可靠性方面

合并会计报表所产生的会计信息,其可靠性是相对的。因为控股公司掌握了被控股公司的控股权,并不等于绝对能够实施有效的控制。特别对于跨区域、跨国界的被控股公司,即使拥有其100%的股权,也会受到所在区域,特别是所在国法律和外汇管制等诸因素的影响,以致被控股公司无法把经营获得的收益全部汇回控股公司。

### 4. 关于跨国公司的合并会计报表处理

对于跨国公司的合并会计报表所反映的财务信息,是按照不同国家的货币和一定的汇率折算出来的,而这种汇率并不能正确反映当地的购买力水平。这也使得合并会计报表所提供的数据存在着某种模糊性。

因此在采用合并会计报表的会计方法时,还必须根据个别企业的具体条件和不同情况,采用多种补充形式加以说明。

企业合并的会计处理和合并报表的编制方法等方面,都是比较新的领域,中国的公司购并才刚刚开始,许多购并企业的会计处理方法还没有严格按国际会计惯例进行。今后,随着产权改革的深入,公司购并活动的不断增多,特别是跨国购并活动的大量涌现,我国购并会计必将与国际惯例接轨,走向国际一体化。

## 第三节 公司合并

公司合并是股份公司的法律行为,在各国的公司法中都有明确的规定。在了解了有关合并的策略性步骤之后,有必要了解公司合并的法律性操作程序。

### 一、公司合并的含义与特征

所谓公司合并是指两个或两个以上的公司通过订立合并协议,依据法律和法规的规定,而变成一个公司的法律行为。其特征如下。

#### 1. 公司合并是公司之间共同的法律行为

公司合并是通过公司之间订立合并协议的形式而出现的。一般是由准备合并的公司各方的法定代表人或法定代表人的代理人以公司的名义,就合并事宜而签订公司合并的协议,依据协议来进行公司的合并,同时双方代表人签订的合并协议要先经过股东大会或董事会的授权。未经股东大会或董事会特别授权的法定代表人或其代理人对所签订的合并协议无效。对此我国《公司法》及其他有关法律法规都作了明确规定。

#### 2. 公司合并是公司之间的自由合并

在公司合并时,不仅股份有限公司之间可以合并,股份有限公司与其他种类公司也可以进行合并。其合并结果可以是股份有限公司,也可以是其他类型的公司。我国有关法律对合并

后的公司和什么样的公司之间可以合并均未作出规定。因此就目前来说,在我国公司合并是自由合并。

### 3. 公司之间的合并是依法进行合并

在我国,任何公司之间的合并都要依据《民法通则》、《公司法》等法律、法规及规章的规定进行。如果违反上述法规中有关合并条款的规定,其合并无效。

4. 公司合并是一种为进行竞争、免除解散、清算程序复杂的两个或两个以上公司之间的合并

公司合并,其目的是要减少竞争对手,使合并的公司立于不败之地。对于那些无力继续经营的公司可以进行合并,无须立即对公司的财产进行债权、债务的清偿和财产的处分,这样可以避免支付解散和清算费用。

### 5. 合并之后并不取消股东资格,公司主要股东或董事会不会易人

公司合并后,原公司的股东仍然存在,或者因合并而成为存续公司的股东,或者因合并而成为新设公司的股东。除非股东自己退股,合并后股东资格一般仍存在,为保持生产经营连续性,一般情况下,原公司董事人员仍保留,但在特殊情况下,不排除易人的可能性。

## 二、公司合并的形式

根据我国《公司法》第一百八十四条规定,公司合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式。

### 1. 吸收合并

吸收合并也叫存续合并,在美国公司法中称为兼并。它是指两个或两个以上的公司进行合并时,其中一个公司存续,另外一个或一个以上的公司则被解散,不复存在,其财产转到存续公司的法律行为。存续公司承受被合并公司的所有财产、权利和义务,继续经营。在法律程序上,合并其他公司的那个公司,应当于公司合并以后到工商行政管理部门办理变更登记手续,继续享有法人资格公司的地位,被合并的公司应当宣告停止,缴销其营业执照,到工商行政管理部门办理注销登记手续,该公司被注销以后,以被合并的公司的一部分进行自己的经营活动。在实务上,若A公司要吸收合并B公司,A公司可以用现金购买B公司的一切财产,B公司再以所得现金付给各股东,从而B公司不再存在。A公司也可以发行股份给B公司,换取它的各项资产和负债,B公司再将A公司的股票分配给它的股东,从而原来B公司的股东就变成A公司的股东,B公司从此不再存在。

### 2. 新设合并

新设合并又称作创设合并,美国公司法将这种合并称之为“联合”。新设合并是指两个或两个以上的公司同时解散,没有一个存续,在此基础上合并另行创立一家新公司的法律行为。在实务上新公司通常会发行新的股份给原有各公司的股东,而原有各公司的股东因新旧股票交换而成为新公司的股东。同时,一旦新设合并后,原合并各方应当到工商行政管理部门办理注销登记手续,新设立的公司应到工商行政管理部门办理设立登记手续。

### 3. 吸收合并与新设合并优劣比较分析

实行吸收合并的优点在于:①可以节省合并费用。由于在吸收合并时,不必把全部当事公司都解散,只需解散被合并公司,这样在清理财产、编制财务表册、转换股票或股份中的费用以及更换招牌、销售发票、公司标志、工作服、会计账簿等方面的费用都大大节省。②手续简便。

由于吸收合并在法律上视为原公司业务的扩展,而非新公司的设立,因而它的法律手续要比新设合并简单得多。③保证经营的连续性。在进行吸收合并的过程中,存续公司始终处于运营状态,它的业务活动不会因公司合并而发生中断。被合并接收的公司也可以在运营不中断的状态下并入存续公司,避免由于公司在名称上的更换而给公司业务活动造成混乱或中断。由于吸收合并的上述优点,它已成为公司合并的主要形式,即便是财产状况和收益能力基本相同的各公司,在合并时也普遍选择吸收合并的形式。缺点是合并存续公司与被接收公司职工间的关系易造成磨擦。

实行新设合并的好处在于:由于各当事公司是通过解散后才实行融合的,公司的合并过程就是新公司的设立过程,因而易于公平地协调公司间职工和高级职员的关系。但是却因而丧失了吸收合并的好处,即由于所有公司都须先解散,再设立新公司,易造成业务活动的混乱和中断,破坏了公司营运的连续性和效率。而且设立新公司手续复杂,因为新设立在法律上被视为新公司的设立,所以一切手续均须按新公司设立来办理,须重新注册,重新发行股票,并且因全部公司都要因此解散而造成的合并费用也大大提高。

### 三、公司合并的条件

公司合并的条件是指公司之间合并的有效条件,亦即公司合并在何种条件下才能发生法律效力。一般来说公司合并须具备以下条件,方能发生法律效力。

#### 1. 有公司最高权力机构作出公司合并的决议

公司合并是公司的重大问题,它涉及到股东的权益,应由股东大会或全体股东讨论及董事会决定,并作出决议。一般情况下,公司设立股东大会的由股东大会讨论决定,作出合并决议;公司未设股东大会的由全体股东或董事会讨论决定。例如我国公司法规定,有关公司合并的决议,须由出席股东大会的有表决权股东 2/3 以上通过才具法律效力。

#### 2. 应有公司间的自愿合并协议

公司合并系公司间的法律行为,所以任何一方均不能强迫另一方签订合并协议。合并协议须通过双方或者多方的协商,最终达成一致的意见,从而订立公司合并协议。公司合并须按公司合并协议进行。

#### 3. 应为合法的合并

合法包含内容合法与程序合法。内容合法即指合并双方或者多方所约定的合并协议内容合法,不能有违反国家有关禁止垄断和不正当竞争的规定。程序合法是指公司合并过程中要依照法律、法规所规定的程序进行。

### 四、公司合并协议

公司合并协议通常指由两个或两个以上的公司就公司合并的有关事项而达成的一致的书面意见。

关于公司合并协议应记载的有关事项,我国《公司法》没有明确规定,但按照惯例,并结合国家体改委于 1992 年 5 月 15 日制定的《股份有限公司规范意见》中关于公司合并协议的内容,公司合并协议至少包括以下几项内容:①合并的公司名称与住所。主要包括合并前各方公

司的名称、住所和合并后存续公司的名称与住所,或者新设立的公司名称与住所。②存续公司或新设公司因合并发行股份的总数、种类和数量。③合并时的换股比率。即对解散公司股东所持的股份,进行兑换时用什么样的股份和多少数量进行分摊。④合并交付金。即决定把金钱支付给解散公司的股东时所记载的事项。⑤合并各方合并前的现有资本及对该资本的处理方法。⑥合并各方的现有债权、债务及其处理方法。⑦存续公司的公司章程是否变更,新设立公司的章程如何订立及其主要内容。⑧合并决议的日期。⑨合并的日期。⑩公司合并各方认为应载明的其他事项。

对于公司所订立的合并协议,其内容不能违反法律、法规及其他有关规章的规定,否则该协议无效。因协议无效而造成的损失应由过错方承担。

在实务操作时,合并各方协商订立协议会十分艰难,有些关键事项常是影响合并继续进行的因素。下面对某些重要事项进行解释。

### 1. 关于换股比率的订定

对当事人权益而言,合并时采用的换股比率,为该合同契约中最重要的事项,如同收购中的股权或资产的交易价格一样。

一般地换股比率的计算依被解散公司的资本额与存续公司的配发新股的比率而算出的。但应注意,存续公司与被解散公司的股票面额若不同,则应在合并协议上说明,是以何种面额所计算的换股比率。

此外存续公司所配发给被解散公司股票的新股,其权利、义务是否与存续公司原股东相同,都应说明。一般应说明因合并增加发行的新股是否与原有已发行股份相同,是否能一样享受前年度的盈余分派。

在合并协议上通常会以“过去”某一日期为双方净值计算基准日来计算换股比率。由于股市波动,要求同时在协议上订明在合并基准日时,受损的一方应得到另一方的补偿。

### 2. 合并协议的生效

在公司合并的法律程序上,合并决议必须经合并各方股东会同意才能生效。各方公司的代表可先共同签订合并契约,然后再分别提请各家公司及股东大会决议,假如股东会没通过合并决议,则合并协议即不生效力。另外,也可由各公司董事会先拟定合并契约,股东在股东会上审查契约,必要时可要求修改契约,然后经股东会通过后再共同签署合并契约。在那些经营权与所有权分离的公司里,合并通常采用后一种方式。对于合并协议的成立及生效日,在拟定合并协议时应予留意。一般的作法是在各方代表人经协商后拟定的合并协议中应载明该协议须股东会通过后才能生效的项目说明。有的甚至订明最后一个公司的股东会通过之日为该协议生效日。

### 3. 合并基准日的确定

合并基准日的确定,一般是等合并协议生效后决定。在我国若是涉及到国有股占一定比重的公司合并,合并基准日的确定还要经过国有资产管理局或其他有关部门核准后由双方董事会再确定。

### 4. 其他经常记载的重要事项

合并协议为表示公司合并的法律效力,也常载明:自合并基准日起,被解散公司的所有资产负债和一切权利义务,均按照合并基准日账面价值,由存续公司概括承受,而且最好也在协议中订明合并后存续公司的董事会在依法完成公告债权人程序后,即召开合并后股东大会,报

告有关合并事项及变更公司章程、改选董事、监察人等事宜。

一般协议还会订明：合并后被解散公司员工全部由存续公司继续雇佣并承认其原来的工作年限及工资水平。合并协议一旦订立后，对于协议如何执行也可在合约上载明。例如可订明：本协议签订后由双方推派代表共同负责办理各项合并事宜，被解散公司于本协议生效后至合并手续完成前应委托存续公司经营。

为了完备起见，合并协议的最后一条应规定：本协议若有未尽或须修订事宜，由双方董事会依法令及主管机关的规定办理。

### 五、公司合并的法律程序

在实务中，公司合并涉及到很多法律和政策性问题。从公司法角度来看，公司合并应经过如下法律程序。

#### 1. 订立合并协议

合并协议应由合并各方的法定代表人或其代理人根据本公司的股东大会或者全体股东的决议来进行。协议应当以书面形式出现，协议内容应当载明法定或约定的重要事项。

#### 2. 股东会通过合并决议

在订立协议前，公司内部必须对公司合并与否作出同意或否决的意见。这不同于公司代表人代表公司签订合并协议，是一种内部的法律行为，而订立合并协议则是对外的法律行为。合并决议是合并协议生效的条件，只有形成了同意合并的合并决议，合并行为才能成立，合并协议才有效。

我国《公司法》第一百零六条规定，股东大会对股份有限公司合并作出决议，必须经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过才具法律效力。第一百八十三条规定，股份有限公司的合并还必须经国务院授权的部门或者省级人民政府批准。合并决议可以在订立合并协议之前作出，也可在合并协议之后作出，但按惯例一般是在订立合并协议之后作出。

#### 3. 对债权人的通告及其权益保障

公司合并经股东大会或者全体股东同意后，合并各方应当在法定期限内通知债权人，债权人应当自接到通知后在法定期限内提出合并异议，如果超过法定期限，债权人未提出异议，即可视为承认公司的合并。

我国《公司法》第一百八十四条规定，公司应当自作出合并决议之日起 10 日内通知债权人，并于 30 日内在报纸上至少公告三次。债权人自接到通知书之日起 30 日内，未接到通知书的自第一次公告之日起 90 日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。不清偿债务或者不提供相应担保的，公司不得合并。

在实务上一般债权人获知债务人欲进行合并时，是否要求提供担保，甚至清偿，主要视其对债务人财务状况是否具有信心。有时即使财务状况不佳，债权人若认为合并有助于公司经营绩效的提高，可能也不会提出异议，使合并顺利通过。

#### 4. 办理合并申请登记

公司在缔结了合并协议后的法定期限内，必须持必要的文件向公司登记主管机关申请变更登记、解散登记或设立登记，并进行公告。公司在向登记机关申请登记时必须提供下列文件：

- (1) 合并申请书；
- (2) 政府授权部门批准文件；
- (3) 合并各方股东会同意合并决议；
- (4) 合并合同；
- (5) 存续公司或新设公司章程；
- (6) 经注册会计师验证的合并前后各方的资产负债表、利润表以及注册会计师的查账报告等；
- (7) 应当提交的其他文件。

公司在办理上述手续后须进行公告。

此外,合并各方还应在按规定报经政府授权部门批准后 30 日内,持上述有关文件向税务机关申报办理变更登记、重新登记或注销登记。

由于在某些情况下,公司合并会形成对市场的垄断,抑制公司间的平等竞争,影响经济的活力,产生限制市场竞争的效果。对此,国外有些公司法或反托拉斯法中有相应规定,在审查公司合并时,对这种情形法律有时采取禁止的态度。

## 第四节 公司购并与投资银行

### 一、投资银行概述

#### 1. 投资银行界定

投资银行,在西方金融理论中的一般称谓是“Investment Bank”或“Merchant Bank”。投资银行的核心业务是证券的发行与推销。从本质上讲,投资银行就是证券承销商(Merchandiser of Securities),即在证券发行人和投资公众之间提供中介服务的非储蓄金融机构。

(1) 1929 年以前投资银行的发展。从发展史上看,投资银行与商业银行可谓同出一源,其原始形态都是欧洲专事货币经营业务,偶尔也利用业务之便帮助商人们进行资金融通的金匠。之所以说这些金匠是近现代投资银行的原始形态,是因为金匠们还为商人提供票据的兑现和各类证券的抵押放贷与转让,以及财务和经营的咨询等服务,这与近现代投资银行的业务相联系。但真正意义上的现代投资银行是在本世纪 30 年代西方经济大危机后产生的。19 世纪末 20 世纪初,证券市场在世界范围内的“亢奋”和经济利益的驱动,不仅使投资银行家发了大财,商业银行家也利用自己雄厚的资金实力“大刀阔斧”地活跃在证券市场上,此时的投资银行与商业银行已没有了业务界限,两者业务的交叉融合,使得大量的短期资金被运用于风险较大的证券投资上,最终导致了一场严重的金融危机。1929 年 10 月美国证券市场崩溃后,从 1930 年 10 月开始美国又爆发了空前的银行大危机:1930 年有 1 350 家银行倒闭,1931 年 2 300 家银行倒闭,1932 年有 1 450 家银行倒闭,1933 年情况恶化到了极点,美国经济衰退达到历史最低纪录,全国有 1/4 的劳动力失业,公众对金融体系的稳定性失去了信心,银行倒闭风潮加速进行(1933 年计有 4 000 多家银行倒闭),许多州甚至宣布银行停业。

1929~1933年的经济大危机使银行业尤其是投资银行业遭受了沉重的打击,但亦因此促成了商业银行和投资银行的分野,以及现代投资银行的产生。为消除银行体系的不稳定性和恢复公众的信心,使银行能尽快重新开业,1933年3月9日美国国会通过了1933年银行法,即通常所说的《格拉斯-斯蒂格尔法》。该法的贡献在于,它在银行业与证券业之间设置了一道“金融防火墙”,标志着现代投资银行和商业银行分野格局的形成,同时亦标志着纯粹意义上的投资银行和商业银行的诞生。《格拉斯-斯蒂格尔法》明确规定,商业银行以存贷款为主要业务,同时必须出清各自的投资银行业务,投资银行则以证券承销和证券经纪为主要业务,同时必须中止它们的存放款业务。《格拉斯-斯蒂格尔法》颁布后,美国许多间接经营投资银行业务的商业银行(如花旗银行和大通银行等)不得不丢掉其证券附属公司而退回到自己的商业银行领域,一些直接经营投资银行业务和商业银行业务的金融机构,也不得分成相互独立的两部分。例如摩根公司分为J.P. 摩根公司和摩根·斯坦利公司,前者专营商业银行业务,后者则专营投资银行业务。1948年,日本制定《证券交易法》,对证券业与银行业的分离作了法律上的规定,促成了日本商业银行和投资银行(证券公司)业务上的正式分离。第二次世界大战后,许多国家亦开始走上了商业银行与投资银行业务分野的格局。

以上论述表明,投资银行与商业银行本出一源,但现代意义上的投资银行则产生在两者分野之后。因此可以说,1929~1933年经济大危机是初始投资银行与现代投资银行的分水岭。

概言之,1929年以前投资银行的发展具有以下特点。

①业务的本源特征鲜明:证券承销。

②初始投资银行业务的发展过程,也就是在与商业银行业务的融合—分离—融合中产生和发展的过程。

③1929年以前世界经济的快速增长,使企业的直接融资规模不断扩大,为投资银行业务的飞速发展提供了可能性。

④投资银行业务发展初期的回报很高,既可获发行价差,又可获佣金。高额利润驱使各类金融机构,尤其是商业银行全面向投资银行领域渗透,商业银行与投资银行没有了业务界线,1929年之前二者已融为一体。

⑤商业银行参与投资银行业务的主要途径是:通过对公司的债权或股权投资,参加竞争企业债券和股票的主承销权,并从银行的信贷和股权参与部门中分出证券推销部门来专门从事投资银行业务。

⑥在业务上的激烈竞争和高额利润的驱使下,各银行机构四处筹集资金,变本加利地拓展各类业务,当时的证券金融机构已发展成了业务万能机构。

(2)现代投资银行。现代意义上的投资银行在本世纪30年代与商业银行分道扬镳之后,其实力自然也受到了一定的影响,投资银行的包销证券业务也曾一度出现萧条。但较长时间以来,世界各国对金融机构业务范围依然按证券法的规定实行明确划分和严格限制,投资银行亦得以独揽证券市场天下并得到不断发展。与此同时,投资银行业的创新层出不穷,投资银行业务迅速膨胀,已不再囿于证券承销、证券经纪的狭窄框架。与初始投资银行相比,现代投资银行的发展呈现出了鲜明的特点。

①投资银行业务的多样化。现代投资银行不但经营着自己传统的证券业务,而且还发展了公司理财、资金管理和投资咨询等业务。

②投资银行业务的专业化。现代投资银行在业务拓展多样化和交叉化的同时,也各有所

长地向着专业化方向发展。例如,美国的摩根·斯坦利公司擅长于包销大公司证券;美并证券公司善于组织项目融资、产权交易;第一波士顿公司则长于组织辛迪加包销证券,安排私募和策划公司购并;所罗门兄弟公司长于政府债券交易和商业票据的发行。

③投资银行的集中化。第二次世界大战后,各大财团的竞争与合作,使得金融资本越来越集中,投资银行也出现了积聚和集中的发展趋势。

④投资银行业务的国际化。随着世界金融一体化、全球化的发展,现代投资银行也走出了国界,经营越来越多的国际业务。进入80年代以来,投资银行的国际业务更是取得了惊人的进展,许多成为全球性的投资银行。这主要表现在:全球业务网络的建立和逐步完善;国际业务规模的迅速膨胀;国际业务的管理机构已经比较完善。

(3)从投资银行的内涵对投资银行发展历史作动态巡视,有助于看清它的起源和本质,看清它和商业银行融合与分离的原因和过程,看清初始投资银行与现代投资银行的联系和区别,认识到投资银行业务的狭义与广义之分。至此,可以给投资银行的内涵作一更全面的概括:

①投资银行实质上即证券承销商,作为证券承销商,其最主要的业务是在证券发行市场上的承销业务和二级市场上的经纪业务。所谓狭义投资银行业务,就是指投资银行作为证券承销商的这两项最本源的业务,亦是投资银行与其他金融机构的本质分界点。“金融防火墙”就是依据是否经营证券业务而将投资银行与商业银行分隔开的。

②从广义上说,投资银行的业务还包括公司购并、项目融资、资金管理、投资咨询、创业资本融资,甚至货币经营等。投资银行是资本市场的“心脏”,资本市场上的一切业务投资银行几乎都涉足了。

③所谓投资“银行”,实际上并不是一般意义上的“银行”,只是金融理论中的通称,之所以还称之为银行是由于历史的惯性使然。在实践中,具体的投资银行一般称为“××证券公司”或“××公司”,而并不称为“××投资银行”。

④投资银行与商业银行从产生开始就一直存在着紧密的联系,最近的趋势又是向着合的方向发展,因而有必要指出两者间的差别。a. 从本源上看,商业银行就是存(贷)款银行,投资银行就是证券承销商。b. 从业务上看,商业银行的核心是资产负债业务,投资银行则无明显的资产负债管理特点。c. 从功能上看,商业银行为间接融资提供中介服务,而投资银行为直接融资提供中介服务。d. 从利润构成看,商业银行主要是存贷利差收入,投资银行则主要是发行价差和佣金。e. 从经营方针看,商业银行强调稳健和安全性,投资银行则是稳健与开拓性并重。

### 2. 投资银行的主要业务

投资银行的活动几乎涉及资本市场的所有业务,包括证券的认购与推销,证券的公开交易与私下交易、公司理财、兼并商人业务、建立风险控制工具以及资金管理,甚至抵押贷款、租赁等。但一个具体的投资银行并不一定经营上述的所有业务,这要取决于它的信誉、规模、在市場中的表现和客户的基础。

(1)证券承销。这是投资银行传统的亦是最重要的业务。当一个客户试图在一级市场上发行证券筹集资金时,一般都会雇用投资银行帮助它做出各种安排。这时投资银行的作用主要体现在以下两个方面:

①投资银行通过经济分析帮助客户作出“证券选择”,例如是发行股票还是债券、何种债券、期限多长、利息多高等。目的是为客户设计证券以减少其借入成本并保证对投资者具有吸

引力。

②当客户根据投资银行的建议作出“证券选择”后,投资银行会依据双方议定的方式从发行者手中取得证券并将证券推销给市场上的投资者。

在证券承销业务中,投资银行的收入主要是证券发行的总价差(Gross Spread),即从证券发行人处认购证券和出售给公众的价格之差,以及咨询和代理佣金。

表 1.16.9 所列的是依据出售规模所列示的总价差。

表 1.16.9 依据出售规模的总价差

单位:百万美元

普通股出售		初次公开出售		固定收入出售	
10	6.0%~8.0%	5	8.0%~10.0%	20	1.3%
15	5.7%~7.5%	10	7.5%~9.0%	25	1.2%
20	5.0%~7.0%	15	7.0%~8.0%	30	1.0%
30	3.5%~5.0%	20	6.5%~7.0%	50	0.7%
50	2.0%~5.0%	30	5.5%~7.0%	100	0.7%
100	2.0%~4.5%	50	5.0%~7.0%	150	0.7%
150	2.0%~4.0%			200	0.7%
200	2.0%~4.0%				

资料来源 杨海明、王燕著《银行和其他金融机构的管理》,上海人民出版社 1995 年版,第 33 页。

(2) 证券经纪与做市(Making Market)。在二级市场上投资银行为投资者提供经纪人服务,接受投资者的委托指令代理证券的买进和卖出。经纪人业务是投资银行之所以能够顺利开展包销业务的一项基础性业务,受客户委托代其买卖证券,不但为投资银行带来了大量的日常佣金收入,而且还使投资银行与众多的投资者建立了广泛的联系,从而为开展证券承销业务提供了良好的条件。

投资银行一般还会在二级市场上扮演“做市商”(Market Maker)的角色。所谓做市指的是为活跃某种证券的交易而随时公开报告该证券的买价和卖价,以维系特定证券的交易活动。在这种业务中,投资银行担负着创造市场(交易)的功能,因而被称为做市商。在场外交易市场从事该业务的称为市场制造者(Market Maker),在交易所内则称为特种经纪商(Specialist)。

(3) 购并业务。购并业务是除证券业务之外投资银行的另一核心业务。目前,西方国家的公司购并活动大多由投资银行策划完成,因而,可以说投资银行促成了世界各国企业的收购与兼并。关于投资银行的购并业务,参见本章第二节。

(4) 创业资本投资。所谓创业资本(Venture Capital),简单说就是公司在创业初期或成长早期所融通的资金。创业资本成功的概率很小,但一旦成功就可以得到很高的回报率,由于创业资本这种高风险性与高回报率的特点,吸引了不少投资银行的参与,成为现代投资银行股权投资业务中的一个极为引人注目的内容。

投资银行参与创业资本投资,主要是通过它的创业投资部来进行。投资银行不仅作为中介者为新兴公司融资或管理创业基金,而且也直接对新兴公司进行股权投资。投资银行直接投资于新兴公司,其目的除了获取高回报率外,一般还有将新兴公司推介上市的打算。除了少数比较有进取心和冒险精神的投资银行介入早期的创业资本投资外,大多数投资银行一般偏向于向成长后期的新兴公司提供创业资本。如二级资金、桥梁资金和借贷收购资金等。

投资银行进行创业资本投资的典型业务流程为:审阅新兴公司的发展计划→实地调查→

估计成活率和收益率→谈判创业资本投资合同→注资或撤资→推介上市。

(5)公司理财顾问。公司理财顾问实际上就是投资银行作为客户的金融顾问或经营管理顾问而提供的一种咨询。这种咨询业务分为两类：①根据某公司、个人或政府的要求，对某个行业、某个市场或某种产品、某种证券进行深入的分析研究，提供决策参考资料，然后按照研究时间、研究成本等收取咨询费；②由于宏观经济环境发生变化，某些公司的发展遇到困难而希望改组时，投资银行往往受到邀请或主动地向有关公司提出建议，诸如重新制定发展战略、重建财务制度、出售分公司等建议。

(6)项目融资。项目融资往往要涉及到许多股东个人、金融机构、政府机关和外商，在如此复杂的工作中，投资银行往往是不可缺少的财务顾问。由于投资银行在长期的经营活动中，与当地的各类股东和公共部门之间已建立了广泛和深入的联系。因此投资银行可以发挥自己的优势在项目融资中作为中介人，把项目融资中的有关各方联系在一起，并组织会计师、工程师和律师一同进行项目的可行性研究，进而组织项目投资所需融通的资金（组织辛迪加贷款向来是投资银行的拿手好戏）。

(7)资金管理。作为承销商和经纪人，投资银行不仅在经营活动中为客户提供投资方向、投资规模和投资时机的咨询，而且往往还由于它在证券市场中的特殊地位，由于其丰富的专业知识和理财经验，接受客户的委托为个人或机构投资者建立附属机构，管理他们的资金，如养老基金。例如，第一波士顿资产管理公司是第一波士顿公司的附属机构，野村投资管理公司是野村证券的一个附属机构，一个日本投资银行公司。资金管理业务的酬金收入，是以委托管理的资产百分数为基础的。

(8)资产证券化。证券化(Securitization)是当今国际金融领域发展的总趋势和主要方向，亦是投资银行业务的最新发展动态。从内容上看，证券化可分为融资证券化和资产证券化两大类。前者指的是资金筹措者通过发行证券而不是向金融机构借款的方式筹集资金，亦即金融理论中所谓的“脱媒”(Disintermediation)或“非中介化”。后者则是指将缺乏流动性的资产转换为金融市场上出售的证券的行为，实际上就是以一组集团资产(A Pool of Assets)作担保发行证券。自1985年以来，非抵押资产亦实现了证券化，这种证券叫做资产支持(Asset-backed)证券，常见的如由汽车贷款、信用卡贷款和应收账款作担保的证券等。

当一个投资银行代理客户证券化其资产并进行认购和发行，即可得到来自于总价差的收入。若投资银行购买客户的资产并创立证券，然后出售该证券，投资银行得到的将是发行证券和购买资产之间的全部价差利润。

(9)建立风险控制工具。期货、选择权(期权)、利率掉期保值等金融衍生产品都是可以用来控制投资者证券风险的工具，投资银行往往通过建立此类风险控制工具来为投资者规避风险或控制交易中自身存在的“存货风险”。具体而言，投资银行此项业务能带来以下三个好处：①与客户买卖证券时会为投资银行带来佣金收益一样，客户买卖衍生金融工具也会为投资银行带来佣金收入；②投资银行为其客户创造衍生金融工具时，有时会作为协议中的一方，由于投资银行成了交易的一方当事人，为避免资本损失的风险，它要为客户寻找交易的另一方，若找到了另一方投资银行就能获得差额收入；③金融衍生工具也可作为投资银行自身套期保值、规避风险的有效工具，从而保护投资银行自身在交易中少受或不受价格反向变动的影响，使其收益能稳定在一定的水平。

进入80年代以来，分离模式发生了变化，投资银行与商业银行出现了混合发展的倾向。

随着信息技术的发展、金融领域的创新和金融管制的放开,投资银行业务与商业银行业务的区别日渐模糊,过去严格明确的分离体制已经严重削弱。一方面,由于投资银行业的创新层出不穷,投资银行业务迅速膨胀,开始蚕食原属于其他金融机构的业务领域,尤其是对商业银行的资金存贷市场展开了猛烈的攻势。而随着金融管制的放开,商业银行在 30 年代后获得的各种特权却正在逐步失去,其作为贷款者的重要性也日渐下降,各种融资方式,尤其是投资银行开拓的直接融资方式正在不断取代商业银行的间接融资方式而占据重要地位。越来越多的资信高的公司纷纷转向证券市场,通过发行股票、债券和商业票据获取资金,导致商业银行的资产质量大幅下降,呆账、烂账和坏账的比例明显上升,贷款收益率严重下降。同时,在证券化的浪潮下,商业银行为了自身的生存和发展,他开始大量介入投资银行业务。商业银行利用其广泛的业务网络、高水平的金融人才、丰富的业务经验和熟练的金融技能,在投资银行的业务领域展开多方面的竞争,甚至在投资银行的两大关键业务——证券和购并业务中已取得积极的进展。这样,规范和划分投资银行业务和商业银行业务的“金融防火墙”已经越来越矮小,投资银行业务与商业银行业务出现了混合发展的趋势。在全球金融自由化的浪潮之下,应以发展、动态的眼光注视投资银行的业务及其最新发展,前面所列亦不足以包罗投资银行业务的全部。参见“中国国际金融公司的主要业务”与“摩根·斯坦利公司的主要业务”。

表 1.16.10 中国国际金融公司的主要业务

1. 人民币普通股票、人民币特种股票、境外发行股票、境内外政府债券的承销；
2. 人民币特种股票、境外发行股票、境内外政府债券的自营买卖；
3. 人民币特种股票、境外发行股票、境内外政府债券的代理买卖；
4. 基金的发起和管理；
5. 企业重组、收购与合并顾问；
6. 项目融资顾问；
7. 投资顾问及其他顾问业务；
8. 外汇买卖；
9. 境外企业、境内外商投资企业的外汇资产管理；
10. 同业拆借。

表 1.16.11 摩根·斯坦利公司的主要业务

投资银行:为遍布全球的公司客户提供资本筹集和咨询服务,主要包括公司融资、兼并、收购和重组业务,资本服务、项目与固定资产融资等业务。

证券:在全球主要的证券市场,组织证券发行与销售,促进证券流动和提供证券交易等业务。

固定收益债券:提供国内和国际固定收益债券销售、交易和税收服务。

商人银行:通过摩根·斯坦利资本伙伴和合资伙伴,评价、组织和管理私人资本和风险资本投资。

资产管理:为全球主要机构和私人投资者提供投资管理和信托服务。

摩根·斯坦利服务:为全球机构和金融服务公司提供证券交易、清算、监管、市场指数与信

息服务。

外汇 :提供外汇产品以管理相应的货币风险。

商品 :从事商品风险管理 ,包括扮演为客户全面服务的对手角色 ,提供套期保值工具和商品现货交易。

研究 :对全球市场、行业和公司进行及时、第一手的分析预测。

公司财务、管理和运作 :包括信息技术、公司风险管理、运作、控制、财务、税收、法律和公司发展等服务。

---

## 二、投资银行在公司购并中的作用

公司购并是投资银行的一项十分重要的业务 ,被视为该行业中“财力与智力的高级结合”。投资银行发展到今天 ,其购并业务可分为两大类 :①购并策划和财务顾问业务。在这类业务中 ,投资银行不是购并交易的主体(或当事人) ,而只作为中介人为购并交易的兼并方或目标企业提供策划、顾问及相应的融资服务。这是投资银行传统“正宗”的购并业务。②产权投资商业业务。在这类业务中 ,投资银行是购并交易的主体 ,它把产权(公司)买卖当作一种投资行为 ,先是买下产权 ,然后或直接整体转让 ,或分拆卖出 ,或整组经营待价而沽 ,或包装上市抛售股权套现 ,目的是从中赚取买卖差价。在我国 ,这类业务被通俗地称作“炒产权”或企业倒卖。关于投资银行的这两类购并业务 ,可以作一个不甚恰当但能很好地帮助人们理解的比喻 ,就像证券商在证券交易中的自营业务和经纪代理业务一样 ,投资银行的这两类购并业务可以被视为购并自营和购并代理。

投资银行在其购并业务兴起之后 ,在相当长一段时间内都是担当购并策划和财务顾问的角色 ,产权投资商业业务是在晚些时候才出现的。作为产权投资商开展公司买卖业务 ,尽管常常给投资银行带来高回报 ,且越来越受到各家实力雄厚的投资银行的重视 ,但它并不是标示投资银行特点的那一类特色业务 ,购并策划和财务顾问才是投资银行的特点。因而在通常情况下 ,所谓投资银行的购并业务往往就是指购并策划和财务顾问业务。

投资银行在公司购并中的积极作用表现为多方面。对企业购并中的买方来说 ,投资银行的购并业务可帮助它以最优的方式用最优的条件收购最合适的目标企业 ,从而实现自身的最优发展。而对企业购并中的卖方来说 ,投资银行的积极作用则表现为帮助它以尽可能高的价格将标的企业出售给最合适的买主。对敌意购并中的目标企业及其股东而言 ,投资银行的反购并业务则可帮助它们以尽可能低的代价实现反收购行动的成功 ,从而捍卫目标企业及其股东的正当权益。若从宏观经济发展和社会效益的角度看 ,投资银行购并业务的积极效用表现为 :投资银行购并业务的产生、发展和成熟提高了购并效率 ,加速了购并进程 ,节约了企业购并过程中的资源耗费(人、财、物等投入) ,极大地推动着公司的合并与收购运动 ,从而 :①促进存量资产的流动、经济结构的调整和资源配置的优化 ;②加速大资本集中 ,实现企业经营的规模经济和协同效应(Synergy) ;③革除企业管理中的官僚主义和肥私行为 ,有助于解决代理问题和改进企业的管理效率 ,维持现代企业制度的活力和生命力。如果说企业购并是一种在市场经济条件下打破交易刚性、促进结构调整、提高资源效用的经济增长机制 ,那么投资银行的购并业务应该说是这种经济增长机制运转过程中不可或缺的润滑剂和助推器。

### 1. 作为买方代理策划购并

大多数投资银行都设有购并部门(一般从属于公司金融部),专门从事购并业务。这些部门平时致力于搜集有关可能发生的兼并交易的信息,包括查明有哪些持有超额(剩余)现金的公司可能想收购其他公司、哪些公司愿意被收购兼并、哪些公司有可能成为引人注目的目标公司等。也就是说,投资银行手里握有大量潜在产权交易的信息。由于信息和投资银行长年积累起来的购并技巧及经验等方面的优势,购并中的双方一般都会聘请投资银行帮助策划、安排有关事项。

例如,如果一个石油公司决定扩张到煤矿业,那么这个企业很可能要得到投资银行的协助,帮助它确定被兼并的煤矿,并组织谈判。同样,经营状况恶化的企业,其持有异议的股东也可能暗中要求投资银行帮助对该企业进行兼并。

当一家投资银行受聘为购并方的财务顾问后,它所要进行的工作主要是:①替购并方寻找合适的目标公司并加以分析;②提出具体的收购建议,包括收购策略、收购的价格与非价格条件、收购时间表和相关的财务安排等;③和目标公司的董事或大股东接洽并商议收购条款;④编制有关的购并公告,详述有关购并事宜,同时准备一份寄给目标公司股东的函件,说明收购的原因、条件和接纳收购程序等;⑤提出一个令人信服的、兼并方有足够财力去完成的收购计划。

西方上市公司的收购行为中有一种独具特色的类型——上市公司私有化。所谓私有化(Privatization)是指由上市公司大股东作为收购建议者所发动的收购活动,目的是要全数买回小股东手上的股份,买回后撤销这家公司的上市资格,变为大股东本身的私人公司。在多数情况下,大股东和被私有化的股东都会聘请投资银行作为财务顾问。投资银行作为大股东的财务顾问,主要是向大股东提供以下建议:私有化的方式、私有化的价格及非价格条件、私有化成功的机会、编制有关私有化计划的文件。作为小股东的财务顾问,投资银行的工作主要是就私有化建议是否合理,向独立董事(与大股东没有关联)和小股东提供意见。

投资银行在提出他们的建议时,应考虑的因素主要是:公司近期股价的表现、私有化价格的市盈率和股息率、私有化价格对公司资产净值的溢价或折让水平、大股东发动公司私有化的动因及公司的前景等。

### 2. 作为卖方代理实施反兼并措施

在购并交易中,目标公司为了防御和抵抗敌意收购公司的进攻,往往请求投资银行设计出反兼并与反收购的策略来对付收购方,增加收购的成本和困难度。常见的措施有寻求股东支持、股份回购、诉诸法律、白衣骑士、毒药丸子和驱鲨剂等。

作为目标公司的代理或财务顾问,投资银行的工作主要是:①如果是敌意的收购,和公司的董事会定出一套防范被收购的策略,例如向公司的股东宣传公司的发展前景,争取大股东继续支持公司的董事和持有公司的股票等;②就收购方提出的收购建议,向公司的董事会和股东作出收购建议是否公平合理和应否接纳收购建议的意见;③编制有关的文件和公告,包括新闻公告,说明董事会对建议的初步反应和他们对股东的意见;④协助目标公司董事会准备一份对收购建议的详细分析和他们的决定,寄给本公司的股东。

投资银行在进行上述工作时应考虑到:①如果目标公司为上市公司,它的股价表现,包括股价近期有没有异常的变动、股票的交易状况等。②市盈率。收购价的市盈率是否合理,这需要和市场上类似的公司相比较,同时亦应考虑目标公司未来的发展前景。③股息率。收购价

的股息率应和当时的市场利率和市场上类似公司的股息率作比较。④公司的资产净值。收购价是高于还是低于公司的资产净值,公司资产净值的计算应包括有形资产和无形资产(专利、商誉等)。⑤公司的发展潜力。收购价格是否反映了公司的前景,包括公司所处行业的前景、公司的竞争能力和公司管理层的素质等。

### 3. 参与购并合同的谈判,确定购并条件

有人曾形象地把购并活动比喻为维多利亚时代的婚姻(或许某种程度上是错误的)第一个关心的问题是祖先及出身,然后是双方互相评价,如果同意,那么接下来的就是关于“嫁妆”的艰难谈判。这里“嫁妆”指的就是购并的条件。在公司购并活动中,如何确定购并条件确实是一件让人头痛的问题,而且往往直接关系到购并活动的成功与否。

投资银行一般在善意购并活动中为两个公司确定兼并的条件,包括兼并的价格、付款方式 and 兼并后目标公司的资产重组等。大多数情况下,购并交易的双方都会聘请投资银行作为各自的财务顾问和代理人就兼并条件进行谈判,以便最终确定一个公平合理的、双方都能够接受的兼并合同。

在恶意购并中,投资银行也会事先帮助收购方确定其收购出价,因为恶意兼并成功与否的一个重要条件就是收购方的出价。若收购出价太低,对目标公司股东没有吸引力,收购行动往往会失败;若出价太高,又会影响到收购方公司股东的利益。因而,聘请投资银行制定收购价格至关重要。

### 4. 协助买方筹集必要的资金

投资银行在作为收购方公司购并的财务顾问的同时,往往还作为其融资顾问,负责其资金的筹措。这在杠杆收购中表现得最为突出。

所谓杠杆收购(Leveraged Buy Out, LBO),实质上就是收购公司主要通过借债来获得目标公司的产权,又从后者所产生的现金流量中偿还负债的购并方式。与其他购并方式一般是“大鱼吃小鱼”不同,杠杆收购的最大特点就是增加公司的财务杠杆来达到“小鱼吃大鱼”的目的。根据美国德崇证券公司的调查,从事杠杆收购的美国公司的资本结构大致为:股本 5%~20%、垃圾债券 10%~40%、银行贷款 40%~80%,杠杆比率一般在 1.5 到 1.20 之间。

投资银行依据杠杆收购中的买方主要使用债务资金“以债换权益”(Debt-for-Equity)和要求保密的特点,可从以下三方面去开展工作:①建议收购;②安排资金融通;③安排过渡性资金筹措——桥梁性融资(Bridge-Financing)。

在“安排资金融通”工作中,投资银行的主要作用体现在协助购买方设计和组织发行“垃圾债券”(Junk Bond)。“垃圾债券”简单说指的就是高收益高风险的投资级以下(从 BB 级到 CCC 级)的债券,最早起源于美国,在五六十年代主要被用作小型公司筹集开拓业务之用的资金的融资工具。进入 70 年代以后,随着杠杆收购的兴起,垃圾债券的用途已从最初的拓展业务,逐步转移到了用于公司的收购与兼并上来。利用垃圾债券举债收购最成功的例子可以说是 1988 年底,亨利·克雷斯对雷诺烟草公司的收购。当时,该笔收购的价码高达 250 亿美元,但克雷斯本身动用的资金却仅为 1 500 万美元,也就是说在整个收购过程中,高达 99.5% 的资金均是靠发行垃圾债券筹得的,收购者所出的本金不足投资总额的 0.6%。美国的德雷克塞尔公司就是一家专门为杠杆收购提供融资的公司,该公司在著名的“垃圾债券之父”迈克尔·米尔肯的率领下,曾经为美国上百家小公司的兼并,尤其是杠杆收购发行垃圾债券提供收购的资金来源,为此,该公司获得了上亿美元的佣金收入,同时亦推动了 80 年代席卷美国的企业购

并热潮。后来在 1989 年华尔街股市风波的冲击之下,德雷克塞尔公司宣布破产,其他投资银行于是纷纷收缩这方面的业务,大举退出对杠杆收购的融资,市场萎靡不振,一直到 1995 年此种业务才又重新活跃起来。

所谓桥梁式融资指的是,在长期债务资金筹措完成之前的临时短期资金借贷。投资银行在为兼并方安排桥梁式融资时,有时亦会提供其自有资本,而在购并方偿还出现暂时困难或其他特殊情况下,亦可以将这种过渡性短期贷款转为中长期融资。

### 5. 投资银行购并业务的收入

在购并活动中,投资银行所得到的酬金,主要取决于其对该项交易的介入程度及该项交易的复杂程度。投资银行可能只简单地吸取一些预聘费或咨询费,但较常见的是,投资银行将收取以出售价的一个百分比为基础的酬金。这种情况下,酬金有三种类型:①较高的出销售价格,百分比可以下降;②不管出销售价格如何,可能是一个固定的百分比;③如果交易价格超过某一特定水平,在议定的百分比基础上再加上一笔鼓励酬金。其中,第一种酬金类型采用以下结构,即 5~4~3~2~1“雷曼公式”(Lehman Formula)。采用这种结构的投资银行将对第一个 100 万美元收取 5%,第二个 100 万美元收取 4%,第三个 100 万美元收取 3%,第四个 100 万美元收取 2%,以后超出的任何部分均只收取 1%。从这三种酬金结构总起来看,投资银行在购并业务中一般收取交易价的 2%~3%。

## 第五节 公司购并中的股东权益

公司的收购包括资产收购和股权收购。其中股权收购直接涉及到企业所有权的转移,从而直接影响股东权益。本章仅对公司购并中的股东权益问题做一简要探讨。

### 一、收购对双方股价的影响

#### 1. 收购对上市公司股东的影响

当上市公司间的收购发生时,波动最为剧烈的当首推收购双方的股价。由于公司的股价可以体现股票的供求关系、投机程度,又可以体现公司的收益变化。确定收购对企业股东权益的影响时,主要是通过股价走势来确定的。

一般情况下,被收购企业在收购宣告前后会为其股东带来收益,其股价在收购后较收购前会有显著上升。其原因可根据讯息信号假说(Information and Signaling)来解释:当目标公司被以股票收购时,股票市场将重新评估此公司的价值。包括重新评估其被低估的资产和其可能带来的更有效率的经营。在上海延中被宝安收购时,由于其原有的资产、经营潜力及投机操作,9月30日股价从 12.05 元一路炒升至 19.99 元的水平,最后以 15.60 元报收,此未完成的收购当天便使其股价涨幅达 30.12%。而香港“船王”包玉刚斥巨资收购“九龙仓”,九龙仓股价在收购初期仅 10 港元,12 个月后在包玉刚与置地争购下升至 67.8 港元。至 6 月“船王”最终完成收购,其股价高达每股 105 元,升幅也十分惊人。

被收购公司在收购股权要约(Tender Offer)的溢价收购下,其公司股东财富呈必然增加的

趋势,但对于收购企业本身的影响,根据 Jensen & Rvbacp 于 1983 年对美国股票市场主要的收购进行研究后得出以下结论。

(1)对经营成功的公司进行收购或兼并,如采用在公开市场购买股票(多为现金收购)方式,收购公司的股价有超过正常股价波动的 0%~4% 的变化,如采用换股方式,收购公司则毫无收益可言,如采用委托书竞争的方式,股价也有超过正常股价波动近 8% 的变化。

(2)对经营不成功的公司进行收购,如果采用公开市场收购,收购公司有低于正常股价波动的 1% 的变化,如采用兼并的方式,收购公司有低于正常的 5% 的变化,如采用委托书竞争方式,则使公司股价有超过正常股市波动 8% 的变化。

由此可知,收购方式的不同在收购宣告前后的较短时期内会对收购公司股价起到不同的影响。同样,收购是属于何种类型,相关收购或非相关收购,会对公司股价产生不同的影响。相关收购一般指性质和行为上趋于一致性的企业间的收购,非相关收购是指相互间没有联系的企业之间的兼并。理论上,相关收购较非相关收购可取得经营的协同效益大,但在我国台湾省、美国的诸多实际收购案例中,收购宣告前后反而是非相关收购带来收购公司股价的上升。相关收购却使收购公司股价不变,甚至呈负向变化。事实上,相关收购与非相关收购孰对股东财富有较大影响还不能就此定论,收购的潜在优势必须经过几年的经营管理才可体现出来。

### 2. 实例分析

下面分析美国梅尔维尔和吉尼斯科这两家制鞋公司,其中一家成功地扩大了业务,另一家却因扩大业务而失败。详细情况如下:30 年前,梅尔维尔只为其自营的汤姆·麦坎鞋店制作男鞋。后来,公司在其他商场,尤其是 K 超级连锁商场内租借鞋类柜台,生意也就越做越大。1962 年 K 超级连锁商场发展迅速,梅尔公司也随之大大盈利。公司积累了多年鞋业廉价零售的经验,开始了一系列的收购活动。它的作法是一项收购得以成功之后,再进行下一次收购。梅尔维尔于 1969 年买下廉价药品公司 CVS;1976 年买下廉价服装连锁店马歇公司;1981 年买下凯一比玩具公司。在这一时期内,梅尔维尔减少了它的制鞋工厂;1965 年它有 21 家制鞋厂,到 1982 年仅剩一家。于是,一家制鞋公司慢慢地,但却是成功地变成了一家多种经营的零售公司。吉尼斯科的情况则不然。从 1956 年开始,吉尼斯科公司先后收购了邦威特·特勒、亨利·本德尔、蒂法尼、克雷斯等公司,继而又开展了股票咨询及男女首饰、针织材料、纺织、牛仔裤以及其他许多零售和批发业务,同时仍然抓住制鞋业不放。从 1956~1973 年这 17 年间,吉尼斯科公司收购了 150 家企业。这些收购使得吉尼斯科公司的销售量大增。从账面上看,它的规模越来越大,但公司的基础却越来越不稳固。

梅尔维尔和吉尼斯科两家公司的不同战略最终在各自的收益和股票行情上表现出来。两家公司的股票都受到 1973~1974 年空头市场的冲击。但梅尔维尔的收益稳步增加,其股票也迅速回升,到 1987 年股价已上涨 30 倍。而吉尼斯科的财政状况在 1974 年后继续恶化,其股票也一跌不起。

基于以上的分析可以得出结论:上市公司之间的股权收购影响着收购双方企业的股价。对于被收购企业来说,收购往往会使股价显著上升,具体升幅因事而异。对于收购企业来说,在收购宣告前后较短时期内,其股价波动幅度较被收购企业为小,并因收购目标、收购方式和收购类型等的不同而不同。如果双方因此爆发收购战,双方股价波动将更为剧烈。其短期变化因收购或反收购的措施而异;从长期来看,收购对收购公司股价的影响主要取决于收购动机、收购成本和经营管理等因素,同等情况下,相关收购较非相关收购更能取得较大的协同经

济效益。

## 二、公司私有化对股价的影响

### 1. 私有化的原因

公司私有化是指上市公司的大股东及管理层以为私有化公司更易管理,于是提出私有化建议,向交易所申请,其实是公司大股在收购自身公司。国外的研究认为,提出私有化建议的原因可以归纳为以下几类。

(1) 减税。例如公司私有化后所带来的新增折旧额,或是私有化后所带来的税务优惠。

(2) 财富重新分配。当公司私有化后,债项对资本的比率便相对增加(因为资本减少),部分股东原有的收益会由债主转移到私有化后的新公司。

(3) 信息的不平均分配。特别是管理层所提出的私有化建议,因为私有化要大量购入公司股份,管理层相信是有利可图,才会作出这些建议,而小股东所拥有的信息未必及他们所知的多。

(4) 受股市久沉影响,公司股价长期偏低,导致股票不能发挥正常的集资功能,借上市后配股或发行新股来集资收益退减,失去了上市原来的意义。

(5) 其他。例如降低成本,因为上市要每年向交易所缴交上市费用,要印发年报等。私有化可减低股价波动的风险,免除遵守上市公司的严格会计准则,以及改在其他地方上市以吸纳外国资金。

### 2. 私有化对股价的影响

香港浸全学院财务及决策学系欧阳耀辉和麦萃才先生抽取 1988 年 10 月至 1992 年间香港上市公司宣告私有化的建议作分析,其中有成功以及不成功的建议。通过 CAPM 模型计算出私有化建议宣告前 30 天及后 30 天的不寻常回报率,利用 CAPM 模型的原因,是要把大市的影响剔除,余下公司特有的影响(Firm-Specific)。

图 1.16.2 所示的是所有私有化建议出现前后的结合结果。纵轴表示累积不寻常的回报率,横轴所示的是私有化建议公布之前后 30 天。从建议公布前 30 天开始累积不寻常回报率,直至建议公布后 30 天为止,可以发现,在私有化公布之前 14 天左右,累积不寻常回报率开始大幅攀升,建议公布后在 20%~25% 区域徘徊。从另外一个角度去理解图 1.16.2,被宣告私有化公司的股价在建议宣告之前波动不大,直至建议宣告完毕之后,股价波幅收窄。

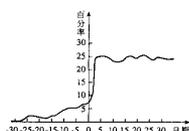


图 1.16.2

股价在私有化宣告当天大幅攀升的原因,是因为私有化的建议要由小股东所接纳,把手上的股票出售。如果要使他们接纳私有化建议,收购价必须高于市价,以提高吸引力。研究样本中,私有化提出的收购价比宣告前30天的股价,平均高出36.6%;而收购价比建议宣告前一天的市价,平均值亦高出21.8%,这显示出假若把上市公司私有化,要提出比市价颇高的升水。小股东有权否决公司的私有化。香港《公司守则》一百六十六条中表明小股东绝对有否决公司私有化的权力。如果要使小股东放弃其否决权,收购价必须能够有吸引力才行。

对成功建议与不成功的建议分别进行分析,可以发现:图1.16.3所示的是成功建议的累积不寻常回报率曲线。图1.16.3结果与图1.16.2差不多,累积不寻常回报率在建议公布前当天才大幅攀升。显示没有严重的内幕交易或严重消息泄漏,假如有内幕交易或严重消息泄漏,累积不寻常回报率应在公告之前多天便大幅攀升。因为通常收购价会高于市价,得到内幕消息的人可在市场上吸纳股份,然后等待收购而从中获利。所以如能预早获知私有化消息,公司股价便会攀升至收购价左右。因此当收购建议宣告后,公司市价立即弹升至收购价水平,这是造成累积寻常回报率徘徊不前的原因。

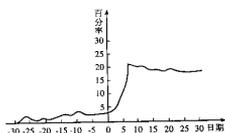


图 1.16.3

不成功私有化的累积不寻常回报率曲线与图1.16.3不同。如图1.16.4所示,在建议宣告之前十几天,累积不寻常回报率开始不断攀升,而这情况在公告之后仍然持续。这反映出在建议宣告后,股价不断攀升,甚至高于收购价,最后以致私有化不成功。

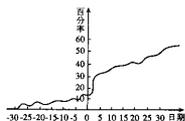


图 1.16.4

### 3. 私有化建议成功的关键

私有化的成功与否,除了看收购价与市价的差距外,还须看公司每股资产净值与收购价的差距。如果收购价高于市价以及收购价与每股资产净值相仿,私有化建议获接纳的机会便会增加。但有时收购价高于市价,私有化的建议也未必能获接纳,因为把公司清盘,股东所能分

配的远比私有化的收购价还高,所以小股东通常会运用其否决权反对,或者在市场上继续吸纳股票,使股价高于收购价,使私有化建议失去吸引力。这一点可解释图 1.16.4 的曲线为何在建议宣告后继续攀升。

另外,私有化能否成功也与大股东持股量的多寡、街头持股量的分布、公司的市值规模等因素相关。

### 4. 对一般股民的启示

根据以上分析,可得出以下结论。

(1) 无论是在成功或不成功私有化建议前,股价不会大幅度波动,这显示内幕交易消息的泄漏并不严重。

(2) 如果是成功的建议,股价在宣告后立即跃至收购价水平,之后股价会在收购价左右徘徊。

(3) 如果是不成功的建议,股价在宣告私有化之后,则继续攀升。

这一点对于小投资者尤为重要,因为假如私有化不成功,股价通常大幅回落。其原因有二:①既然私有化失败,股价便会缺乏支持,回落至原先的水平;②如果私有化建议由大股东或管理阶层策划,他们可用配股来恐吓小股东:假若私有化失败便大幅配股,使得股价进一步滑落,小股东便损失更大(虽然不是每个大股东都会这样做,但这威胁确实存在)。

所以,当发现股价在宣告私有化后继续攀升,私有化便有很大机会不能成功,因此小投资者应趁机把股份在市场上出售,以保全其利益。相反,如果股价在宣告私有化后停滞不前,小股东便可选择市场上套现或接受收购建议。这一策略也适用于其他公司对目标公司的收购要约,由于其难度比私有化建议要大,股价升幅将不止 25%。

## 三、股民在收购中的策略

### 1. 寻股策略

寻找容易被国内及国际投资者寻机收购的公司,及早做好对其的分析和投资。

(1) 从我国股市现状来看可流通股本占总股本比例较大(一般应至少超过 50%),最大股东持股比例较小(一般应至少不超过总股本 50%),其股票大多数为社会公众所持有,这样的公司一般可列作我国的“收购概念股”。例如沪市的延中、申华、大小飞乐、深市的深发和振业等(参见表 1.16.10)。随着法人股的流通及国有股角色的设定,可列入收购范畴的上市公司将更多。

(2) 小盘股与大盘股相比,小盘股的企业较易为人所收购。深沪股市中,小盘股可以从上市公司发行在外的总股本和可流通的股份总量两方面来界定,总股本小于 1.5 亿股且流通量小于 5 000 万股的可近似称为小盘股。在深沪股市发生的真假收购中,“延中”、“申华”、“小飞乐”以及“苏三山”等皆可属小盘股范畴。收购小盘股兼具便宜、方便的特点。收购市值小的公司的原因是:①看中其丰厚的资产;②可借收购注入资产发展;③利用其上市地位吸纳公众资金(参见表 1.16.12)。

## 公司购并

表 1.16.12 收购概念股

公司		总股本 (万股)	国家股		法人股		公众股		B股		上交交易 股份比例%
			股数	比例%	股数	比例%	股数	比例%	股数	比例%	
上	延中实业	3 000	—	—	270	9.00	2 730	91.00			91.00
	兴业房产	4 000	—	—	1 295	32.37	2 705	67.63			67.63
	飞乐音响	1 000	—	—	82	8.18	918	91.8			91.82
	爱使电子	1 071	—	—	323	30.19	748	69.81			69.81
	申华实业	2 700	—	—	231	8.50	2 467	91.44			91.44
海	飞乐股份	6 690	1 231	25.95	1 080	16.19	3 859	57.86			57.86
	爱建	15 000	—	—	6700	44.67	8 300	55.33			55.33
	东北华联	6 980	1 477	21.16	1 803	25.83	3 700	53.01			53.01
深 圳	深发 A	26 393	1 580	11.40	12 053	44.74	14 886	55.26			63.13
	振业 A	5 570	2 083	37.4	55	0.98	3 432	61.62			61.61

资料来源 根据各公司 1992 年度报告及 1993 年中期报告有关数据整理。

(3) 应注意具有以下特点的公司, 这些公司相对而言容易成为收购目标。①股票的账面价值较时价为高的公司; ②业种属于成长型, 而业绩却一直无起色的公司; ③股价较不稳定的公司; ④部下对公司负责人颇多怨言的公司。

### 2. 持股策略

一般而言, 较明确的企业收购战中宜以继续持股为稳妥, 但由于实际上企业收购真假难辨, 应持警惕态度, 随时根据情况调整持股策略。

(1) 区别收购、参股、控股、兼并等的区别, 判断收购的类型、方式, 以决定持股策略。例如, 收购与参股, 收购往往是势在必得, 股价因此而持续上扬, 股东应持股, 而参股目的在于股权投资而获利, 股价不会涨得太高, 初期宜跟进, 但获利应回吐。

(2) 在股市收购期间, 由于双方都对自己的行动保密, 因此谣言满天飞, 在不能分辨真假的情况下, 还是按股市的老格言: “于传闻时买进(卖出), 于真相时卖出(买入)”。意思是: 在消息尚未证实时, 不妨将之信以为真, 根据消息好或坏而买进或卖出, 而到消息证实时, 则根据好或坏而作相反的买卖, 方能先入一步, 跑赢股市。

(3) 对收购过程中收购公司或被收购公司资产的转移变动要密切注意, 时刻提防自己的股票“渗水”, 注意股票实际价值的变动。另外, 由于收购中常常动用大笔资金, 股民们还需提防公司的负债水平、偿债能力的变化。尤其对长期投资者而言, 务必对这些实质问题心中有数。

(4) 在收购中, 收购公司或被收购公司的高层决策人员起着异乎寻常的作用。要对其经营水平、行事风格、意志作风有一定了解, 揣摩公司高层决策人员心理, 有助于判断其决策。

(5) 收购一般出现在低迷市场中。大市红红火火, 收购无从谈起, 大市低迷不振, 收购应运而生。因为在熊市中, 被收购公司的股价往往低于其实际价值, 这便使收购公司虎视眈眈; 相反在牛市中, 股价抬高, 对收购者来说, 成本也高, 当然不易进行。1993、1994、1995 年是深沪股市大规模扩大容量的时期, 由于供求结构是影响股价的重要因素之一, 再加上法人股出台, 使一些小盘公司的流通股比例变大, 在这两种情况下, 估计有大量收购事件发生, 使清冷的市场有层出不穷的炒作题材, 无论是真是假, 股民切忌盲目跟风, 要培养自己的独立判断能力。

(6) 注意寻找股市收购“黑马”, 留心炒作题材。在“宝延”风波中, 有不少投资者获利甚丰, 其中既有意坐上轿子歪打正着的, 也有发现行情异常后果断追涨而获利的, 更有大胆炒作其

他“收购”概念股而捞上一把的。凡此种种获利手法,最终均是依靠了宝安收购延中这一题材。

(7)注重风险防范。收购战中真真假假,变化莫测,即使收购宣告之后,也会遇到诸如收购失败、获利回吐、第三者介入收购等风险,中小股东应对此时刻保持警惕,及时调整持股策略。

(8)切勿追高。在收购中由于炒手的热烈炒作,往往将收购公司的股价炒作得远远偏离其实际价位,如延中在“宝延”风波中曾创下42.20元的天价,其实明眼人一看便知,如果以此价全面收购另外的2460万股,需另动员10亿多资金,这根本是不可能的,延中若要以此价作反收购,更是天方夜谭,故投资者切勿被眼花缭乱的行情所迷惑,在一个过度投机的市场中往往有着巨大的风险。

### 3. 谨防假收购

正因为收购能够带来股价的骤升,所以借“收购”而趁机欺诈、投机炒作、炒高出货等事也所见不鲜。深圳股市就曾发生过“苏三山”事件。某人以“北海正大公司”名义投书《海南证券报》,说其已持“苏三山”股份超过5%,趁股价炒高而顺利脱手自己的股票,这属“造市”行为,已触犯法律。一般股民由于消息来源单一,不能辨别真假时,切勿追高,或采取2、3、3、2、2的策略,对一些传闻需寻根究底,追究收购者是否有此动机,其目的是什么,多思多想,不和大家一样陷入某种狂热,骗局是不难被识破的。

## 第六节 公司购并中的中介机构

### 一、收购经纪人与财务顾问

#### 1. 收购经纪人的任务

在收购过程中,搭桥牵线,筹划交易过程,为交易筹措资金,参与交易谈判等都需要丰富的经验,于是作为收购交易中间人的经纪人应运而生,尤其是在杠杆收购中,经纪人起着巨大的作用。充当经纪人的往往是一些经营顾问公司,一般来说,收购经纪人有如下任务。

(1)筹划兼并交易,为兼并交易筹措资金。由于收购经纪人通常都具备筹资经验,与债权人、投资者有良好的私人关系,便于为杠杆收购进行筹划,能更快地获得交易所需资金。

(2)参与交易谈判。因为公司经理人员作为被收购公司雇员,他必须对被收购公司的股东负责,同时公司经理人员在杠杆收购中,通常又要取得股份。为避免这种利益关系的冲突,通常选择外部中间人作为第三者参与交易谈判更为适宜。

(3)监督公司的经营。因为在杠杆收购中,债权人、投资者的资本风险都很大,因而在收购交易完成之后,常常要有一位有管理经验的中间人来监督公司经营。特别是在杠杆收购完成之初,公司经理人员可能还不习惯于管理财务杠杆率高的企业,此时中间人也可起辅助管理的作用。

#### 2. 财务顾问的任务

公司购并活动中,收购经纪人固然地位重要,但比起充任双方公司高级参谋角色的财务顾问,仍是稍有不及。这是由于,虽然大量的公司购并活动是以善意、协议方式进行的,但敌意的

进攻性的兼并收购由于其社会影响及其对股市造成的震动之强烈而非常引人注目,以致某些人把收购仅仅看成是敌意收购行为。于是,为了在这场没有硝烟的战争中击垮对手,立于不败之地,双方公司求助于精于公司购并业务的财务顾问,就成了一件必不可少而又顺理成章的事情,许多信息搜集、整理、决策的作出及收购活动中财务的控制等都由财务顾问来负责。

(1) 协议性购并活动中买方财务顾问的主要活动。

① 协助买方(要约人)明确目标公司或遭兼并的公司的情况。包括卖方公司的股本总额、结构、董事会成员、公司业务范围、经营状况、地理位置、该公司所在行业状况、竞争程度等。

② 对目标公司进行财务调查与分析。

a. 与买方人员一起,到数据库收集信息,并听取目标公司管理层的报告。

b. 检查并修订由目标公司管理层编制的有关盈利及经营状况、公司前景等预测的报告。

③ 对目标公司进行估值分析。

a. 与同类上市公司进行类比分析与估值。这需财务顾问协助搜集有关公司资料,并协助进行分析与估值。

b. 与同类被购并的公司进行类比分析与估值。这也应由财务顾问参与信息搜集,整理与决策工作。

c. 对现金流量贴现的分析与估值。这需由财务顾问协助进行(假定目标公司被接管后)每年现金流量预测,编制现金流表,再估计预测的时间,估测兼并收购者的资本成本。

④ 评估兼并收购对买方的影响。

a. 基于预测,审定收购兼并后对公司的影响。

b. 评估财务及经营上协同作用及对公司福利总水平的影响。

c. 分析出现的费用摊销的影响。

d. 明了兼并收购后的实体的财务需求情况,帮助分析今后可能出现的财务上的不利影响,及可以采取的补救措施。

⑤ 帮助买方参与谈判过程。

a. 制定与对方公司进行谈判的策略与技巧。

b. 拟订明确的兼并收购建议。

⑥ 建立一套保障买方权益的机制。帮助买方决定适当的“锁定协议”、“协议悔约费”、期权或损股交易协议,以保障协定交易得以完成。

⑦ 向买方董事会提供公平的意见书。买方的财务顾问可能会应要求发表公平意见,声明所支付的代价,从财务角度而言对买方股东是公平的。

⑧ 预测重要机构的反应。预测证券研究分析人员、股票、债券机构投资者及信用评级机构对该项收购的反应。

要从事以上的活动,必须做好一项基础性工作,即财务顾问必须组织对目标公司的调查与信息搜集活动。其目标是使要约方能更清楚地了解目标公司情况,以便作出科学的决策。这种调查过程包括以下几个环节:

① 公司资料,主要包括以下内容:公司历史、公司产品说明、主要的客户分布情况、供应商的情况、设备情况及价值、促销与分销策略、研究及开发的情况、扩展计划、重要的新产品。

② 管理阶层及雇员的情况,如主要管理人员的背景、经历及现状,劳资关系及工会活动。

③ 行业情况,如有关行业的市场情况,行业内部竞争情况及竞争对手的资料,该行业发展

趋势。

④负债及责任 :包括潜在可能会出现负债及责任 ,诉讼的可能性及由此带来的影响。

⑤宏观环境报告及审计资料 :包括机会评估、风险评估、监管问题。

⑥历史及预测的财务数据 :包括以往及现行的营业报表、预测的财务业绩、未偿的债项、固定资产的评估、存货的资料等。

(2)在协议性购并中卖方(受要约人)的财务顾问的主要活动。

①决定销售的目的 ,即为卖方(受要约人)寻求最高价格 ,并将出售的公司卖到最适合的买方手中。

②为出售的公司进行估值分析。

a. 与同类上市公司进行类比分析与估值。

b. 与同类已被收购的公司进行类比分析与估值。

c. 折扣现金流量的分析与估值。

③协助决定最佳的销售策略(这在后面将具体涉及) ,一般这项工作由以下各方面因素决定。

a. 潜在的买方的数目及性质 ,即竞争性要约收购活动中销售策略决定的问题。

b. 公司内部资料的敏感性。

c. 卖方在时间上要达到的目标与要求。

④帮助编制合适的销售文件。包括公司说明备忘录详细说明公司的业务 ,这是销售过程中的主要文件资料。

⑤确定与分析潜在买方(要约人)的范围。

⑥积极帮助向潜在买方推销公司。

a. 联络已选准的潜在买方 ,发出简单的概要文件。

b. 与有兴趣的各方签署保密协议 ,并呈送公司说明备忘录。

⑦从有兴趣的买方收集初步的投标。卖方及卖方的财务顾问慎重选取有兴趣之买方 ,组成首选名单进行下一轮的销售工作。

⑧协助草拟管理层报告及协调信息调查与搜集活动。

a. 有限的几个在财力上合格的申请人可选择出来与卖方会谈。

b. 在卖方场地设立数据室 ,内存一些公司重要的或保密的财务、法律及其他文件。

⑨从有兴趣的买方收集正式的要约报价。

a. 卖方及卖方的财务顾问从要约报价情况决定接受哪一家。

b. 开始与一名确定下来的买家进一步会谈并起草购并协议。

⑩财务顾问负责向卖方董事会提供“公平意见” ,从财务角度证明已支付的代价对卖方的股东是公平的。

⑪预测重要机构的反应 ,包括研究分析员、股票及债券机构投资者及信用评级机构对这项收购的反应。

⑫监督交易的完成。财务顾问在帮助达成协议后还要监督协议执行 ,直至交易完成。

(3)关于敌意收购与兼并活动中公司财务顾问的工作。

①在公司收购或兼并中财务顾问的主要工作是以上论述的一些内容 ,但涉及敌意收购或进攻性兼并中 ,其工作性质及内容可能会发生一些变化。

②敌意收购中,买方财务顾问比较重要的工作主要有如下几方面。

- a. 帮助买方搜集有关上市公司资料,组织有关情况的暗地调查。
- b. 帮助买方确定潜在收购目标的备选名单。
- c. 帮助买方根据购并对象的具体情况,分析决定采取现金支付方式还是换股的方式。
- d. 帮助买方确定要约价格的定价基础,确定最高的及合理的要约价格。
- e. 帮助买方决策最佳筹资方式。
- f. 帮助买方安排财务活动,控制财务支出,估测未来债务及确定应付临时性财务困难的应急性措施。
- g. 接管公司后帮助买方清理资产与债项,安排财务活动,避免可能出现的财务危机。

③敌意收购中卖方财务顾问有以下几项比较特殊的工作。

- a. 帮助搜集袭击者的有关信息及公司资料。
- b. 帮助分析收购者的要约出价是否合理,是否具有吸引力,即帮助董事会对收购要约作出评判。
- c. 帮助目标公司筹措资金用于反击。
- d. 帮助确定有关反收购的措施,并从财务角度分析财务负担问题及资金费用上的可行性。
- e. 帮助在反收购期间控制财务支出,安排财务活动,保证反收购活动能顺利进行。

## 二、会计师事务所

会计师事务所是收购舞台上不可缺少的台柱。他们在买收合并中扮演审计查账的角色,组织收购专门小组,和投资银行并行参与顾问的事务。美国活跃的会计师事务所亚瑟·安得逊、彼得·马威克、米契尔、陶休·罗斯、普荣士·浩斯等,被称为六大会计师事务所,他们各拥有一支收购的专门队伍。例如亚瑟·安得逊就将有关收购的服务当成服务项目之一。由于他们经常接触庞大数量的顾客及审计的场合,自然会参与收购事宜。会计查账不仅是数字的世界,里面也有战略,并且经常和经营战略联系在一起。

会计师事务所所接办的业务和投资银行及顾问公司都有重复之处。但是在这一连串的流程之中,会计师事务所将业务重点放在收购审计和税务专案(Tax Planning)上。

所谓收购审计,是买卖双方决定好收购条件,制定合并的准协议之后所进行的审计查账工作。其中,包括营业绩效、设备状况、详细的财务分析等,一切大小事宜都要经过审查。万一审计的结果与事前情报有很大的出入,也可以修正收购的金额。

此外,所谓的税务专案,是有关买方企业处理税务的事宜。这项工作在美国是非常慎重的,因为被收买企业的资产在会计上应如何处置,和税金有很大的关系。因此,会计师事务所的角色在此阶段就显得特别重要。

它的工作从企业的收购调查、收购前的检查一直到特定情报的收集,以及与案件相关企业间的税务对策等,再加上证券交易法上的会计规则,以及收买成立后制作准财务报表等。此外,为了实现收购的目的,会计师事务所还提供资产分割或防御等计划,以及达成目的后在预算上、财务上、经济上、税务上的专门知识。

### 三、律师事务所

关于律师事务所在公司购并中的地位和作用。律师事务所在公司购并中一个重要的工作就是参与诉讼。收购兼并可以说是和诉讼不分家的。尤其是在恶意收购的情况下,买卖双方都会各自及早提出诉讼。律师还要参与一些更有知识性、参谋性的工作。收购本来就不是一个容易的工作,由于它是实务性的业务,因此专门的法律知识是不可或缺的。

#### 1. 律师在收购交易中的重要任务

- (1) 汇整商业谈判的基础,使谈判中的重要内容均能符合法律规定;
- (2) 协调、参考所有相关的调查报告及分析结果,并将之反映在合同条款中;
- (3) 将商业谈判的最终结果纳入最后合同中。

#### 2. 律师在公司收购的不同阶段中的作用

(1) 购并前阶段。律师的工作首先是协助买方公司完成购并前的准备工作,包括审查卖方公司的章程等,以确定是否有重大障碍阻止收购案的进行。

(2) 审查评鉴。律师的首要工作是确定卖方公司依法有完成收购交易的能力,并协助买方依法可获取收购的利益。因此,律师应分析公司法、税法、证券法、反不正当竞争法等相关法律,以确定交易的合法性。

(3) 谈判阶段。律师工作在于协助买卖双方顺利进行谈判,甚至必要时,变更整个交易的法律构架(如税负),以符合买卖双方的需求。至于税负,一般来说,只要能达到合理租税成本的安排即可。

(4) 完成收购阶段。包括协调股东、主要债权人与金融机构间的关系,例如取得卖方公司股东委托书、对少数股东抗拒收购所提出的诉讼等。在调度收购资金时,律师检查与资金供给者所订的合同,向政府等管制机构申请收购许可等,也包括在内。

### 四、投资集团

在美国收购产业中,比较特殊的角色是投资集团。虽然称为投资集团,但决非像日本投资者那样的小额持股者集体。他们都是想拥有百分之百的股份,或以掌握企业经营权为目的的大投资家。一旦顺利地掌握经营权,下一步就是调整经营层和整理资产,在企业增添附加价值之后再卖掉,从买卖之中赚得利润。

美国投资集团中,最有名的是KKR集团,KKR是三位经营者共同组织的。他们首先将自己的资金和其他投资家的资金汇集为基金,使用杠杆收购的方法来买收企业,稍加整顿后再卖出,从中获得利润。卖出的利益还给投资人,而KKR也赚得和投资银行等量的顾问费。KKR在1985年用这个方法做了60亿美元以上的投资,据说成本—收益比高达46.8%。

投资集团一般须具备四大能力:①拥有说服客户的能力。②拥有改造企业的经营管理能力。他们把企业买下再加以改造,然后出售,这就有赖于经营层强而有力的管理能力。③卓越的资金调度能力。调度资金能力是致胜的关键。就美国的整体社会来说,由于他们以保险及企业的年基金当作资金来源,导致资金流动性提高,调度力也随之提高许多。④将企业改造后再出售的能力。这点非常重要,因为这正是投资集团利益所系。

## 第十七章 深圳市企业购并的发展

深圳的企业收购与兼并有相当部分是通过深圳市产权交易所完成的。

深圳市产权交易所是 1993 年 2 月正式运作的。几年来,经过产权交易所的艰苦努力,推动了产权交易市场的健康发展,交易量逐年增长。过去企业收购与兼并都是企业自发交易或通过政府牵线搭桥,每年只有几千万元的交易额,市场不够活跃。深圳市产权交易所运作以后,深圳市 1993 年的企业购并成交额就相当于 1990 年至 1992 年三年的交易额的总和,1994 年的交易额比 1993 年增长了 50%,1995 年的交易额又比 1994 年增长了 55%。

深圳市产权交易所一手抓产权市场的活跃,一手抓产权市场的规范运作。深圳市产权交易所的同志们清醒地认识到,产权市场的活跃和规范是一部车上的两个轮子,如果企业购并不规范,势必导致产权市场的混乱,从而阻碍企业购并的正常发展。深圳市产权交易所制定了交易规则、交易程序、规范的交易合同范本,还会同深圳市政府、人大等有关部门草拟了《深圳经济特区企业产权交易规定(草案)》。在企业购并中坚持资产评估,有效地保护了国有资产的安全和当事人的合法权益,同时妥善地解决了企业购并中职工安置、债权债务处理等一系列复杂的问题。

深圳市产权交易所努力建立联结全国各地和海外的企业购并网络,使深圳成为连接海内外两个产权市场的桥梁。深圳市产权交易所积极开展与各省市产权交易机构的合作,与石家庄、哈尔滨、芜湖、湖南、四川、江西、辽宁等省市的产权交易机构签订了合作协议,已有近千家内地企业在深圳市产权交易所挂牌交易。深圳市产权交易所还与美国、英国、日本、澳大利亚以及香港地区的大财团、投资银行、投资基金等建立合作关系,并就外资进入中国产权市场、中国企业进入海外产权市场进行了尝试。

### 第一节 深圳市企业购并的发展过程 和深圳市产权交易所的建立

深圳市产权交易所是深圳市企业购并发展到一定阶段的必然产物。说深圳市产权交易所的建立,不能不回顾深圳市企业购并的发展过程。

深圳的企业收购与兼并大致经历了三个发展阶段。第一个阶段是从 1980 年到 1989 年,这是企业购并开始萌芽和自发发展的阶段。深圳经济特区从一建立起,深圳企业的格局一直

大致是三分天下：国有企业、外商投资企业、内联企业大致各占三分之一。外商投资企业和内联企业从一开始基本上就是按照有限责任公司形式组建的，这就形成了企业收购与兼并的土壤。有限责任公司的股东为了寻求新的合作伙伴，或者为了换一个领域发展，就要将自己的股权转让出去，或者去收购别人的股权。这一阶段的企业购并，绝大部分是企业内部股东之间的股权转让，也有一些企业之间的股权转让，这些股权转让都是自发的。就是这种原始的、自发的股权转让，使得生产要素经常流动、重组，促进了这些企业的发展，也促进了整个深圳经济的发展。

但是，和内地的情况一样，深圳国有企业的生产资源还是处于凝固状态。这就产生了几个矛盾：一方面，一些好的企业需要发展扩张，却苦于没有资金、场地、设备；另一方面，一些没有发展前途的企业的场地、设备等生产要素却大量闲置；一方面，一些商品供不应求，另一方面，一些商品却大量积压，同时占压资金。国有经济生产资源这种不合理配置，造成了深圳市国有企业的大量亏损。深圳的外资企业、内联企业和国有企业的发展过程从正反两方面证明，必须使国有资产从凝固状态变为流动状态，使它总是从经济效益低的地方流向经济效益高的地方，在流动中发展、增值。使国有企业变为商品，成为交易对象，进行收购与兼并。

和其他改革一样，把企业变成商品需要政府来推动。从1989年到1992年底，深圳的企业购并进入了第二个发展阶段：政府积极推进的阶段。1989年4月，深圳市政府制定了《深圳市国营企业产权转让暂行规定》，对产权转让的对象、形式、出让方与受让方、产权转让的程序、资产评估、转让价格的决定，产权的交接方式、债权债务的处理、职工的安置等作了具体规定。深圳市政府专门成立了一个产权转让领导小组和一个产权转让办公室，指导和协调企业购并工作。

深圳市有组织的企业购并工作，一开始的重点是解决国有亏损企业问题。具体做法是，产权转让办公室对市属企业进行排队，对亏损企业分析亏损原因，根据它们的实际情况，选择转让和受让对象，为它们牵线搭桥，进行自愿、平等、有偿的产权转让。经过几年的努力，深圳市通过企业收购与兼并挽救了一批亏损的国有企业，盘活了一批国有存量资产，引进了一批外资和内地资金，部分调整了产业结构和产品结构，同时也锻炼出一批资本经营的人才。

深圳的企业购并虽然起步了，碰到的最大问题是缺乏社会中介，靠政府牵线搭桥毕竟不是长久之计，企业产权流动和重组迫切需要形成一个市场。

1992年7月，国务院颁布了《全民所有制企业转换经营机制条例》，提出企业转换经营机制，政府转变职能，政府要大力培育各种要素市场，为企业创造一个良好的经营环境。于是从1993年初开始，深圳的企业购并进入了第三个发展阶段即市场化阶段。深圳市政府组建了专门为企业购并提供各项服务的深圳市产权交易所，是企业产权流动和重组进入市场化的一个重要标志。从此，企业产权流动从多少还带有政府行为变成了完全的企业行为和市场行为。

## 第二节 深圳市产权交易所的运作

深圳市产权交易所成立以后，产权交易也就是企业购并如何运作，经历了一个摸索的过程，在摸索过程中也逐渐弄明白了一些问题。

### 一、交易的对象

产权交易的对象是什么？这是产权交易中需要弄清楚的一个重大的理论和实践问题。

产权,是指财产所有权。凡是财产,都有产权。房屋的所有权是产权、机器设备的所有权是产权、知识的所有权是知识产权、企业的无形资产所有权是产权、我国的土地使用权在某种意义上也是产权,甚至私人家庭财产的所有权也是产权。这些产权是不是深圳市产权交易所交易的对象呢？显然不是。上述产权,基本上都是企业生产要素的产权,它们的交易有专门的生产要素市场,如房地产交易有房地产市场、知识产权有技术市场、机器设备的交易有专门的生产资料市场和设备调剂市场,还有动产拍卖行和不动产拍卖行。我们要进行的产权交易的对象是这些生产要素的有机结合体——企业,也就是把企业作为商品来买卖。这个市场是高于生产要素市场的更高形态的市场。当然,这个市场可以进行企业整体产权交易,也可以进行企业部分产权的交易,但这个企业部分产权不是指企业的设备、厂房、无形资产等生产要素,而是指企业整体产权的一定比例,或者企业的一定出资额。

可见,产权,有广义和狭义两个概念。广义的产权,泛指一般的财产所有权,狭义的产权,专指企业所有权,具体到我们国家的实际,狭义的产权表现为四种形式:上市公司的股票,非上市股份有限公司的股权,有限责任公司的出资额,非公司制企业的所有权。

上市公司的股票有其专门的交易市场,证券交易所。因此,深圳市产权交易所的交易对象就定位为:非上市股份有限公司的股权、有限责任公司的出资额、非公司制企业的所有权,以及上市公司中的不能在证券交易所流通的国有股和法人股。交易的对象确定以后,也就是确定了产权交易所的主要业务,虽然产权交易所也开展了一些闲置设备调剂等生产要素的交易,但都把它们作为“副业”。

由于对“产权”概念的理解不同,我国各地的产权交易机构在交易对象、运作机制和运作方法上有很大差异,有些地区的闲置设备调剂为主,有些地区则将非公司制企业的所有权拆细,走变相上市股票交易的路子。

正是由于“产权”这个概念有广义狭义之分,容易混乱,我们主张用“企业产权”这个限制性名词专指狭义的“产权”,用“企业产权交易”来专指企业的买卖,或者直接用国际通用的提法:“企业收购与兼并”。

### 二、交易的主体

产权交易的对象是企业,那么产权交易的主体当然是多种所有制企业主体了。前面说过,深圳经济结构一直是三分天下:国有企业、外商投资企业、内联企业大致各占三分之一。多元化的所有制结构和多元化的企业组织形式,必然有多元化的企业购并的主体,也正是有了多元化的企业购并主体,才能把企业作为商品,自愿、平等、有偿地进行交易,试想,如果我们的所有制结构是单一的全民所有制,交易的主体是单一的国有企业,就不可能、也没有必要把企业作为商品自愿、平等、有偿地交易,企业存量资产的调整最多只能通过行政性的“关、停、并、转”来完成。因此,企业购并的主体只能是多种所有制和多种组织形式的企业。也就是说,各种所有制和各种组织形式的企业都是产权交易所的客户和“上帝”。

需要特别指出的是,所有的国有企业都是一个所有者,国有企业之间本不存在企业购并的基础。要使国有企业成为商品,进入产权市场进行交易,一定要改革国有资产管理体制,在国有资产体系内部形成不同的利益主体。这就要求把国有资产的“大锅饭”改造为“中锅饭”、“小锅饭”,使国有资产的“大一统”改为分级分层次管理,在一个地区和一个行业内,可以在一个管理部门的领导下,形成若干个利益独立、互相竞争的国有资产经营公司,这样,即使在国有企业之间也可以进行市场意义上的企业收购与兼并了。

企业交易的主体不仅是多种所有制和多种组织形式的企业,而且必须是企业的所有者,一般而言,也就是企业的投资者。在企业产权交易的发展初期,在一些地方,出现过企业自己卖自己的情况,这就是搞错了交易对象。“产权”可以分为广义和狭义两个概念,同样是企业存量资产的调整,可以通过企业生产要素的转让和企业所有权或部分所有权的转让两种途径来完成,前者是企业资产的转让,后者是企业的购并。除了企业章程有特别的限制以外,企业资产的转让,像买卖一台设备、一条生产线或一座厂房,这是企业经营者的权利,经营者就有权处置,而企业所有权的转让,是企业所有者的权利,经营者只是企业雇员,岂有越俎代庖之理?出现企业自己卖自己的现象,是因为在原来的国有企业体制下,企业的所有权和经营权混淆了。

那么国有企业的所有者究竟是谁呢?在国有资产内部形成不同的利益主体的条件下,谁投资谁就所有,谁就是交易的主体。企业购并无非是将企业资产由实物形态转化为价值形态,当然是直接投资者才有权处置。从尊重和保护企业法人权益的角度来说,即使是直接投资者的母公司,也无权越过直接投资者充当交易的主体,它的意志只能通过直接投资者的行为来实施。当然,由于历史的原因,有些老国有企业曾出现过管理体制上的多次变迁,投资者不是现在的管理者,现在的管理者也不是投资者,这是一个特殊的情况,这里有一个资产产权界定的问题,超出了本书的讨论范围。

### 三、交易的方式

为了保证产权交易的规范运作,1993年1月,深圳市政府以5号令形式颁布了《深圳经济特区贯彻〈全民所有制工业企业转换经营机制条例〉实施办法》,同时还发布了《关于简化审批程序减少审批环节的若干规定》,为保护国有资产的安全,1995年7月,深圳市人大通过并颁布了《深圳经济特区国有资产管理条例》。

企业购并有多种交易方式,在深圳市产权交易所交易,主要采取以下几种方式。

#### 1. 委托交易

委托交易是在客户授权的价格、期限和其他条件的范围内,由深圳市产权交易所全权代理寻找交易对象、洽谈、签约成交。如果成交价格高于客户委托的价格,高出的部分可由产权交易所与客户协商分成。

客户委托产权交易所代理产权交易,应与产权交易所订立书面委托交易合同,约定委托事项、委托价格、委托期限,双方的责任和义务、费用的负担、成交后的佣金、高于委托价格以上部分的分成比例等事宜。

产权交易所代理客户交易过程中,应遵守有关企业购并的各种法规,在客户委托范围内自主进行交易活动,并根据客户的要求,为客户保守商业秘密。由于在委托交易中委托双方之间必须有很高的信任和默契,所以委托交易不是一种主要的交易方式。

### 2. 协议交易

协议交易是通过产权交易所作为媒介,由客户直接与交易对象洽谈成交。产权交易所的媒介主要通过其信息服务系统和在长期工作中建立起来的社会关系网络来完成。交易双方主要就被转让企业的转让标的物、价款、支付期限、支付方式;企业是否抵押、承包、租赁;企业的重大合约;债权债务的处理;职工的安置方式;企业的交接方式;违约责任;纠纷的解决等一系列问题进行反复协商,最后达成协议,双方签订企业转让或企业股权转让合同。

在协议交易中产权交易所虽然只扮演“红娘”的角色,但要当好“红娘”也不容易,必须尽可能广泛地传播交易信息,使交易双方有更大的选择余地。在交易双方协商过程中,产权交易所还提供政府、法律方面的咨询,使双方在协商中尽可能少走弯路。

### 3. 竞价交易

竞价交易是当多个客户对在产权交易所挂牌交易企业表示受让意向时,产权交易所会同委托人以适当的形式组织竞价,选择出价最高或者其他受让条件最优的客户成交。

深圳市新亚贸易公司的转让便是一个例子。深圳市新亚贸易公司是深圳市惠华集团公司下属的一个严重亏损企业,惠华集团委托深圳市产权交易所对其实行转让,并承诺,新亚贸易公司转让以后,原来公司的债权债务全部转由惠华集团负责处理,原来公司的职工也可以由惠华集团负责安置。深圳市产权交易所对新亚贸易公司作了资产评估,并据此与惠华集团一起确定了转让底价,编写了《深圳市新亚贸易公司转让说明书》,然后在《深圳特区报》、《深圳商报》、《经济日报》等报纸上刊登公开出售新亚贸易公司的公告。100多家企业对受让新亚贸易公司产生兴趣,到产权交易所登记,并索取转让说明书。产权交易所组织这些企业到新亚贸易公司进行了实地考察,最后有10多家企业表示了竞买意向。产权交易所以适当的形式组织了竞买,最后选定了一家出价最高、付款最快的企业成交。

竞价交易是最能形成公平市场价格的交易形式,因而是一种最理想的交易形式。但竞价必须形成同时有多个买家的局面,在现实中不易出现,因而竞价交易也不多见。

### 4. 委托拍卖

委托拍卖是受客户或人民法院的委托,由产权交易所对委托拍卖的企业进行资产评估,确定拍卖底价和其他拍卖条件,进行公告,组织公开拍卖。拍卖收入扣除拍卖费用后,交委托客户或人民法院处理。

与竞价交易不同的是,拍卖委托人应与产权交易所签订《委托拍卖合同》,合同一经确立,产权交易所就成为“拍卖人”,委托人则退出拍卖关系。而且,即使没有多个买主,也可以进行拍卖。

内地的一些企业产权交易机构模仿证券交易的做法,采用了电脑撮合交易的方式,与它们的做法不同,深圳市产权交易所一直没有采用这种交易方式,这主要是基于以下两个方面的考虑。

(1) 电脑撮合不适应产权交易所的交易对象。前面说过,狭义的产权有四种表现形式:上市公司的股票、非上市股份有限公司的股权、有限责任公司的出资额、非公司制企业的所有权,其中后三种才是产权交易所的交易对象。上市公司的股票是一种标准化、证券化了的产权,它经过严格的审计、评估,经过高度的抽象,只表现为每股的净资产是多少,而且股份公司是以资合为特征,不考虑人合的因素,因此在交易时只有价格一个变量,再加上交易时间的先后这个变量,一共只有两个变量,根据“价格优先第一,时间优先第二”的原则,用电脑很容易撮合。其

他形式的企业产权则不同了,在交易时不但要考虑价格,还要考虑付款方式、付款期限、债权债务的处理、职工的安置方式、企业的重大合约、企业交接的方式等等因素,有限责任公司还要考虑人合的因素,总之,交易的变量太多,靠电脑是无法撮合的,只有通过谈判协商来解决。

(2)不经济。电脑交易的前期投入很大,平时维持其正常运转的成本也很高,一定要有较高的交易量,收取的手续费才能维持其正常运转并收回投资。事实上,上市公司以外的企业产权交易的量是非常有限的,靠这点交易量的收入是根本不够维持电脑系统运转的,更不要说收回投资了。如果交易的收入不抵交易的成本,产权交易机构本身就面临着生存问题。试想,连生存都有问题的产权交易机构怎么能推进企业购并健康发展呢?为了生存,于是,一些搞电脑撮合的产权交易机构便拼命设法在证券市场上分一杯羹,从而成为企业产权交易运作不规范的一个根源。

### 四、交易的区域

深圳市产权交易所位于深圳,首先应该立足于搞好深圳的企业交易,这是不言而喻的。但是,生产资源的流动是不受地域限制的,因而产权市场就不应该是封闭的市场,而应是一个开放的市场,努力促进跨地区的企业购并交易。基于这种认识,深圳市产权交易所与石家庄、哈尔滨、芜湖、湖南、四川、江西、辽宁、大连、沈阳等全国各地的几十家产权交易机构、与全国各省市的国有资产管理部门建立了业务合作关系,欢迎全国各地的企业来深圳挂牌交易。全国各地先后组织了近千家企业来深圳推销或寻求合作,对于宣传当地经济,让人们了解当地资源、投资环境和政策,促进存量资产的调整起了积极的作用。

于此同时,深圳也向外地推销自己的企业,利用外地的优势,寻求优势互补,共同发展。深圳市深日织布厂是一家亏损企业,该厂建厂时间不长,从国外引进了无纺布生产设备,由于技术力量跟不上,原材料供应和产品销售的渠道不畅,长期亏损,无力偿还到期的银行外汇贷款,企业处境危急,深圳方面主动向国家特大型企业江苏仪征化学纤维公司抛去绣球,经过认真的考察分析,仪征化学纤维公司整体收购了深日织布厂,利用该厂现成的场地、职工和最新引进的成套设备,利用仪征化学纤维公司的技术、管理、原料和销售渠道,半年就还清了银行外汇贷款,第二年就实现了盈利,此后的经济效益一直非常好。这例跨地区的企业购并,对投资者来说,解脱了一个亏损企业的包袱;对仪征化学纤维公司来说找到了一条投资少、见效快、无建设周期的投资新路子;对银行来说,收回了呆滞资金;对政府来说,增加了税收,真是一举多得的好事情,何乐而不为?

深圳市大西洋焊条厂原是深圳市机械工业公司与四川自贡焊条厂合办的内联企业,深圳方有地缘优势,自贡方有技术和品牌优势。在合作经营过程中,由于焊条的主要原料钢材价格太高,影响了产品的竞争力和利润,大西洋焊条厂的股东主动向上海宝钢集团公司出让部分股权,欢迎宝钢集团参股大西洋焊条厂,宝钢集团为企业带来了优质廉价的钢材,使企业效益迅速提高,一年的利润就相当于原始投资额。

跨地区的交易非常重要,所以全国许多地方的产权交易机构都力图使自己成为区域性的交易中心。跨地区的交易不是深圳市产权交易所专有的特长,因此,深圳市产权交易所给自己的市场定位是连接国内外两个产权市场的桥梁,这是深圳最接近国际产权市场的优势决定的。这种接近,不但是地理位置接近,别人无法替代,而且经济环境、经济体制更接近国际惯例,

企业购并的做法更容易与国际接轨。这个优势是国内任何一个城市都无法替代的。

事实上,确实需要建立一个连接国内外两个产权市场的桥梁。企业购并和其他任何交易一样,当事人总是希望以最小的交易成本获取最大的收益。内地有许多大型企业、老企业,有生产能力,有原料,有市场,但缺乏资金;境外的一些企业有资金需要寻找高回报的出路,但缺乏市场,利用外资,改造嫁接国内的一些老企业是一条必由之路。如果国内企业在两眼一摸黑的情况下贸然到海外去推销企业,如果海外的企业在对国内各地的投资环境、政策、法律、企业情况不明的情况下贸然到内地寻找收购对象,只能是事倍功半,甚至是只付出交易成本,没有任何收益。这就需要深圳的产权市场成为连接海内外两个产权市场的桥梁。内地的企业可以把资料、录相交由深圳市产权交易所向外长期推介;海外的客商也可以通过深圳产权交易所这个窗口,了解内地的投资环境、企业情况等各种信息,作出初步的判断和选择,然后再有针对性地到内地去考察,与内地企业接触谈判,这样对双方来说都可以大大降低交易成本,提高企业购并的成功率。

确定了深圳产权交易所的市场定位,深圳产权交易所大力发展与海外大公司、投资银行、投资顾问机构、企业购并的中介服务机构的联系,已与国外一些大的投资银行、律师事务所、会计师事务所建立了业务渠道,开展海内外产权市场的沟通工作,力图使深圳市产权交易所成为一个永不闭幕的企业购并的国际交易场所。

### 第三节 深圳市产权交易所的功能

企业产权交易机构的建立、生存和发展一定要建立在为社会提供有效服务的基础上,提供的有效服务越多,功能越齐全,发展也就越快。经过一段时间的发展,深圳市产权交易所具备了多方面的功能。

#### 一、交易的功能

##### 1. 为交易的当事人提供一个交易的场所

如果没有这样一个场所,买家就不知道到哪里去找卖家,卖家也不知道到哪里去找买家,有了这样一个场所,企业要寻找交易对象,就不会像没头的苍蝇到处碰了。

##### 2. 为交易当事人进行撮合

交易当事人不一定在交易所马上碰到合适的交易对象,产权交易所就对这些交易当事人进行登记,然后进行分析整理,根据他们的交易意向进行配对撮合,促使其成交。

深圳市产权交易所除了把企业所有权作为主要交易对象以外,还正在逐步增加一些相关的交易品种,主要是一些生产要素的交易,如企业闲置设备的调剂,促使企业存量生产要素流动起来。

## 二、监督的功能

### 1. 政策监督 即监督企业购并是否符合国家的产业政策

比如对关系国计民生的企业 ,对基础产业中的企业 ,对涉及国家安全的企业 ,对限制性经营的特殊行业的企业 ,对于能否进行收购与兼并 ,购并者的资格等问题进行严格的审查 ,保护国家和人民的根本利益不受侵犯。随着市场经济的进一步发展 ,今后还可能对企业购并后其产品的市场份额进行监督 ,以保护竞争 ,防止垄断。

### 2. 法律监督 保护交易当事人和第三者的合法权益

主要监督交易是否合法 ,出让方对被交易的企业或股权是否合法拥有所有权或依法拥有处分权 ,被交易的企业或股权是否设置抵押权或其他担保权 ,交易双方的责任和义务是否对等 ,有无显失公平之处 ,债权人的合法利益是否得到保障 ,如果被交易企业正在承包或租赁经营 ,则承包人或承租人的合法利益是否得到保障 ,以及违约的责任、交易合同的变更和解除、争议的解决等交易合同条款是否符合国家的有关规定。通过这种监督 ,促使当事人依法交易 ,一旦出了问题 ,也便于通过法律的途径来解决。

### 3. 对国有资产安全的监督

国有资产处于凝固状态 ,会造成国有资产的低效率和亏蚀 ,毫无疑问 ,让国有资产流动起来会大大提高国有资产的效率 ,但是事物总是有两个方面 ,国有资产的流动确实存在着国有资产流失的可能 ,因为一般来说 ,其他企业出让方当事人就是企业的所有者 ,他们是统一的利益主体 ,所以自己会保护自身的利益 ,而国有企业的出让方当事人并不是企业真正的所有者 ,两者的利益可能产生分离 ,就不能排除因台下交易、幕后交易而低价出售国有企业或高价收购非国有企业 ,从而造成国有资产流失的可能。因此 ,产权交易所义不容辞地负有在企业购并过程中保护国有资产安全的责任。

在企业交易中保护国有资产安全的最好办法就是公开挂牌交易。公开挂牌交易透明度高 ,买者多 ,避免了台下交易 ,形成的价格是真正的市场价格 ,以市场价格成交就不存在国有资产流失问题 ,即使成交价低于企业资产评估净值 ,也应予以认可 ,因为资产评估的价值是公平市场价格的镜子 ,前者是以后者为依据的。经过公开挂牌交易已经形成了企业的公平市场价格 ,资产评估的结果只能作为参考 ,或者应该据此进行修正。正是因为公开挂牌交易是在企业交易中保护国有资产安全的最好办法 ,所以建立产权交易所这样的有形市场便是非常必要的。尽管建立无形的产权交易市场可能也有必要 ,但只要国有经济的主体地位存在 ,无形市场就不可能取代有形市场 ,这就是市场经济的中国特色。

由于种种原因 ,也有一些企业交易不适宜采用公开挂牌交易的方式 ,在这种情况下 ,保护国有资产安全主要靠资产评估 ,国有企业交易的价格原则上不得低于资产评估净值。这样 ,资产评估就显得非常重要。在资产评估中一定要严格把关 ,坚持独立、客观、公正、全面的评估原则 ,不但要评有形资产 ,而且要评无形资产。如何搞好资产评估 ,如何监管好资产评估机构 ,这又是一篇大文章了。

### 三、服务的功能

产权交易所要想吸引客户,留住客户,增加客户,扩大交易量,就必须为客户提供优质的服务和配套服务,让客户感到你是它们进行企业购并的好参谋,好助手,希望得到你的帮助,你就成功了。深圳市产权交易所为企业购并提供这样一些服务。

#### 1. 为企业充当投资顾问

投资顾问的服务是广泛的,这里说的投资顾问主要是指企业购并的投资顾问,就是告诉你的客户,应该去购并什么样的企业,怎样去购并,采取什么形式,什么策略,怎样筹集购并资金,怎样调整股权比例,怎样进行企业重组等等,总之,使产权交易所由一般的中介进一步发展成为企业的顾问和朋友。要成为企业的投资顾问,首先要取得企业的信任,对企业的发展战略和经营策略有充分的了解,其次要熟悉各项有关的政策法规,熟悉企业购并的各种谋略和办事程序,再次要熟悉和了解同行业其他企业的情况,充分掌握行业的发展信息和动向,做到知己知彼,才能为客户提供有真知灼见的意见。

投资顾问是用头脑为客户提供服务,所以一定要拥有一批高素质的人才,要具有经济、法律、财务、金融方面的知识,精通外语,最好再具有某些行业的专业知识。要搞好投资顾问服务,关键是抓好人才队伍的建设。总之,使产权交易所逐步具有国外的投资银行、商人银行、投资顾问公司那样的功能。

#### 2. 建立信息网络

产权交易所一定要成为企业购并的信息中心。客户要购买哪个行业的企业,多大规模的企业,国内哪个地区的企业或者哪个国家的企业,通过信息网络都能迅速准确地查到资料。这就要求做好信息的收集、整理、发布和反馈工作。信息的收集主要靠与全国各地的产权交易服务机构、国有资产管理部门、证券商、行业协会、一些大型企业,以及海外的一些投资银行、投资顾问公司等机构建立信息交换关系,充分掌握企业购并的意向。

信息的整理就是将收集来的大量信息分门别类、浓缩并储存入电脑,及时删除过时的信息,补充最新的信息,在整理信息过程中及时发现供求双方的需要,捕捉商机。

整理好的信息还要及时发布出去,成为有用的信息。深圳市产权交易所目前通过这样几个途径发布信息:一是通过交易所的电子显示屏显示;二是办《深圳企业转让信息简报》,向信息网络会员单位定期传送;三是在《深圳特区报》、《深圳商报》等大众传媒上开辟企业交易信息专栏;四是通过计算机交互网络传递企业购并信息。

发布完信息之后,还要及时收集反馈的信息,捕捉商机。总之,通过信息的收集、整理、发布和反馈,使深圳市产权交易所有了千里眼和顺风耳,可以大大提高交易所的服务功能。

#### 3. 一条龙配套服务

企业购并在产权交易所之后并不算完成,只有买卖双方履行了企业购并合同,在工商管理部门进行了工商变更登记,或者股份有限公司的股权交易在证券登记部门进行了股权变更登记和结算交割,企业购并才算完成。在企业交易成交后到进行变更登记之前,还有许多工作要做。例如,涉及特殊行业的企业购并,要经政府原审批机关的批准;外商投资企业的转让,还要经过公证。在企业购并之前,要对被购并企业进行资产评估。许多企业缺乏企业购并实际操作的专门知识和专业人才,为满足企业的需要,深圳市产权交易所提供资产评估、代办公证、代

办工商变更登记或股权变更登记、代理税务登记等交易前后的一条龙配套服务,使企业通过产权交易所就能办完企业购并的所有手续,感到企业购并非常方便,是一条快捷高效的投资渠道。

#### 4. 企业购并后的跟踪服务

企业购并后,效果怎么样?生产要素是否最大限度地发挥了作用,在企业购并中还存在着哪些政策法规方面的问题需要进一步完善,企业购并后在运作上还有哪些问题,是否需要进一步进行企业结构的调整,如何进行调整,这些就是产权交易所提供的企业购并后的跟踪服务。通过这种服务,一方面可以作好政府的参谋和助手,另一方面,可以与企业结成长久的朋友,使企业成为产权交易所长久的客户。

## 第十八章 深圳企业收购与兼并的发展前景

和国内其他地方的情况一样,深圳在企业购并中也碰到一些问题。对于这些问题的处理,有的已积累了一些经验,有的还在进一步探索中。

### 第一节 深圳企业购并中的问题

#### 一、关于被购并企业职工的安置

在国内许多地方,被购并企业职工的安置是第一大问题。内地的大多数企业,特别是国有老企业,老职工多,退休职工多,由于长期在旧的经济体制下形成了企业办社会的局面,职工除了工作以外,在住房、医疗、退休养老、子女入托入学甚至就业等方面对企业的依赖性特别强,企业的历史包袱特别沉重,这也是相当一部分国有老企业经济效益不好的重要原因之一,在企业购并中如何安置好职工,不仅是企业购并成功与否的关键问题,而且是关系社会稳定的政治问题。

深圳在企业购并中处理职工安置问题分两种情况。一种是企业部分股权,特别是非控股权的收购,在这种情况下因为一般不改组公司的经营班子,所以一般不涉及企业职工的重新安置问题,企业职工仍在原工作岗位,不发生任何变化。这就像上市公司的股票交易一样,不管股票在股民之间如何转手买卖,只要控股权不发生变化,就不影响公司的正常运作,职工照常上班,不存在安置问题。

另一种情况是企业整体收购或企业控股权收购,这就可能涉及职工重新安置问题了。深圳的企业职工安置不是一个令人十分头痛的问题,这是深圳比较特殊的经济环境决定的:首先是深圳人口年轻,平均年龄不到30岁,企业的退休职工很少,甚至没有,不存在大量安置退休职工的问题。由于企业职工年轻,再就业也就不太困难。其次是深圳的就业机会比较多,目前深圳仅外来劳务工就有200多万人,而深圳的户籍人口仅有100多万,所以如果不是过分挑剔工作的话,再就业机会还是很多的。第三,也是最重要的一条,深圳的社会保障体系比较完善,企业不必办社会,职工对企业的依赖相对较小,职工的住房基本上实行了商品化,没有住房的,可以向住宅局申请购买微利商品房,企业没有解决职工家庭住房的义务。职工看病有医疗保

险,即不管职工服务于什么企业,由职工个人和他所服务的企业按照他的标准工资的一定比例,向社会保险局缴纳医疗保险费,保险费的一部分进入个人医疗专户,另一部分进入社会共济基金。职工看病的医药费,一部分从个人医疗专户中支付,另一部分由职工个人现金支付。如果得了重病,个人医疗专户的资金不够支付医疗费,则可申请从社会共济基金中支付。这样,不管职工服务于什么样的企业,全民的也好、集体的也好、私营的也好,医疗问题都由社会统筹解决了。深圳职工的退休金不由企业发放,职工在岗时,企业和职工向社会保险局缴纳养老保险费,职工退休后按月向社会保险局领取养老金。这些措施极大地方便了职工流动,安置被购并企业职工困难就少多了。

尽管安置被购并企业职工的困难不多,但也需要认真处理。深圳的做法是:双方协商,依法处理。就是由企业购并的出让方和受让方在签订的《企业产权转让合同》中明文约定被转让企业的职工由哪一方负责安置,如何安置。例如被转让企业的合同工,在合同期满以前,可由出让方或者受让方来安置,如果合同期满,可由职工与企业重新签订劳动合同,给职工和企业一次重新选择的机会。如果签订《企业产权转让合同》的一方当事人不按合同的约定履行安置职工的义务,职工则可以依法向法院起诉。

### 二、关于被收购企业债权债务的处理

企业兼并债权债务的处理比较简单。企业兼并后,被兼并企业不复存在,其债权债务自然合并到兼并企业中去了,由兼并企业来承担。企业收购债权债务的处理就复杂的多了。企业收购后,被收购企业作为独立的民事行为主体,其债权债务均由其独立承担。企业被收购后,收购者也只是在注册资金的范围内对被收购企业的债务承担有限责任。

在企业收购实务中,收购方往往担心出让方有意或者无意地隐瞒了被转让企业的债权债务,特别是担心隐瞒了债务,给收购方造成经济损失。在国外,为了避免这种损失,有的聘请核数师对被收购企业的债权债务进行认真核查,有的干脆只收购被收购企业的资产,或者还包括被收购企业的商标、品牌、字号、销售渠道等无形资产,统称收购“生意”,然后新注册一个企业,这样就可以避开恼人的“隐含债务”问题,办一个干干净净的企业。这就是收购企业与收购企业资产的区别。

在深圳的企业收购实务中,由于种种原因,收购者往往更倾向于收购企业而不是收购企业资产。在企业的股权收购中,特别是在企业原有股东之间的股权收购中,收购方往往选择债权债务继续由被收购企业承担,收购方在被收购企业的注册资金范围内按其股权比例承担有限责任。但是在企业整体收购中,由于收购方对被收购企业的资产负债情况不甚了解,特别担心出让方有意或无意地隐瞒被转让企业的债务,害怕上当受骗,往往选择由出让方承担被转让方企业的债权债务,买一个干干净净的企业。这样做,实际上被转让企业的债务发生了转移,由被转让企业转移到出让方企业。为了保护债权人的利益,按照《中华人民共和国民法通则》的规定,债务转移要征得债权人的同意,否则转移无效。所以,如果选择被转让企业的债务由出让方企业承担,一定要征得债权人特别是银行的同意。事实上,由于出让方企业是被转让企业的母公司,一般来说,总是比被转让企业更有经济实力,债权人一般是会同意这种债务转移的。此外,为了防止因企业收购而损害债权人利益,要求出让方和受让方在签订企业收购合同时,一定要对被收购企业的账外隐含债务和或然债务落实责任。如果责任不落实,一旦出现了隐

含债务和或然债务,责任实际上还在被转让企业身上,这就可能引起债务纠纷。

在企业收购实务中,尤其是在以承担被收购企业的债务的形式收购企业的案例中,应特别警惕收购者可能蓄意损害债权人利益,从而达到吞食国有资产的目的。深圳许多国有企业在创办时国家没有原始投资,全靠银行贷款负债经营,滚动发展,企业的资产负债比例一般都很高。经营好的企业通过将利润转为资本,逐渐形成了企业的自有资产,经营不好的企业很容易陷入资不抵债、利不抵息的困境,债务成为越背越重的包袱。为了尽快甩掉包袱,这些企业的主管单位一般都很愿意低价将它们卖掉。如果是资不抵债的企业,可以象征性地用一元钱转让,甚至可以分文不取,以收购方承担被收购企业债务的形式将其转让。一般而言,这种以承担被收购企业债务的形式收购企业也属正常,但是结合到我国国情来看,就不那么简单了。上面提到的那些国有企业,国家虽然没有提供原始投资,但国家银行都提供了原始信用贷款。这种信用贷款本身就是这些国有企业的一种资源,是非国有企业不可能得到的一种资源。一些非国有企业正是看中了这种资源,它们通过以承担债务收购国有企业的方式获得了它们本来无法获得的资源。如果仅仅是利用银行资金发展企业,搞“借鸡生蛋”,只不过是利用了国有企业的特殊资源,也无不可,但是不能排除一些非国有企业利用被转让企业仍然是独立的法人实体,其债权债务应该由转让后的企业继续承担的法律关系,并不对被转让企业的债务承担实际责任,它们可以通过各种各样的途径转移被转让企业的资产,将其挖空,成为一个空壳,然后申请其破产,通过损害债权人特别是国家银行的利益,达到吞食国有资产的目的。为了防止这种情况发生,对非国有企业以承担债务的形式收购国有企业一定要格外慎重,最好是征得债权人的同意,将被转让企业的债务直接转移到收购方企业身上,防止收购方逃避责任。当然,这种做法并不是企业收购中必不可少的程序,操作起来也比较麻烦。还有一种做法,就是在签订企业转让合同中,要求受让方企业对被转让企业的债务承担连带责任,这对债权人是双重保障,但这种做法的法律依据似嫌不足。看来这还是一个有待于经济界和法律界人士共同探讨、进一步完善的问题。

### 三、关于企业购并中房地产的处理

许多企业都拥有自己的房产和地产,企业购并难免会涉及房地产的处理问题。房地产转让本身是有一套办法的,从进房地产市场到房地产评估、签订转让合同、公证、缴纳各种税费、产权变更登记,有一套完备而复杂的程序。交易当事人要缴纳营业税、城市维护建设税、所得税、印花税、契税,还要缴纳相当于房地产增值部分20%的土地增值费,还有公证费、转移登记费、变更登记费等费用,交易成本很高。如把这些税费全部加起来,对出让方来说,相当于出让房地产的收益减去购置房地产成本的差额部分的百分之四五十。国内许多地方和深圳市的一些部门,把企业购并中的房地产处理等同于一般的房地产交易,一些从事企业购并的同志感到很困惑:一般企业都是资不抵债、难以生存才进行收购和兼并,在处理被购并企业的房地产时交这么多税费,企业还有多少收益?它们哪里还有进行购并的积极性?这样怎么能推动企业存量资产的流动和重组?看来,被购并企业房地产的处理是一个理论、实践和法律上都亟待解决的问题。

弄清这个问题的关键是前面已经提到过的要正确区分企业和企业资产。企业是一个法人实体,企业资产是构成企业的各种要素,包括有形资产、无形资产、人力资源等等。企业交易的

对象是企业法人实体,这种行为属于企业所有者的职权,企业资产的买卖是企业的经营行为,这种行为一般在企业经营者的职权范围内。企业的房地产是企业资产的一部分,企业房地产的买卖属于企业资产的交易,交易完成后,房地产应过户到新的所有者名下,企业交易是企业法人实体的所有者发生了变化,由这些所有者的企业变成了那些所有者的企业,这种变化通过工商变更登记最终完成,而作为企业法人资产一部分的企业的房地产本身,并没有改变所有者,仍然是这个企业的法人资产,不需要过户到新的所有者名下。也就是说,在企业作为一个法人实体被交易的时候,企业的房地产和其他企业法人资产本身并没有发生交易。

弄清了这个问题,再来看企业购并中房地产的处理,应该区分为企业兼并和企业收购两种不同的情况。企业兼并是被兼并企业的资产并入兼并企业,被兼并企业解散,不再是一个独立的法人实体。被兼并企业的房地产必须到房地产管理部门办理过户登记手续,由被兼并企业的名下变更登记到兼并企业的名下。这时,企业的房地产发生了转让,变更了所有者,应该按照有关房地产转让的规定,缴纳前面提到的各种税费。企业收购是把一个独立的企业法人实体作为商品来买卖,买卖的结果是企业更换了所有者或股东,必须到工商管理部门办理工商变更登记。由于被收购企业的法人地位继续存在,被收购企业的房地产仍然是这个企业的法人财产,房地产本身没有发生转让,没有更换所有者,仍然在被收购企业的名下,不需要到房地产管理部门办理房地产的过户登记手续,这时,不需要按照房地产转让的规定缴纳税费,只需要按照企业转让的规定,缴纳有关的税费就可以了。

事实上,只要参考一下上市公司的股票交易,就不难理解企业转让与企业房地产转让的区别了。上市公司的股票天天都在证券交易所交易,天天都在更换股东,而上市公司的房地产仍然是它自己的房地产,并不因股东的变化而发生变化,也不需要因股东的变化而到房地产管理部门进行变更登记。上市公司的股票交易只须缴纳印花税和交易手续费,而不必像房地产交易那样缴纳那么多的税费。

一般而言,企业转让缴纳的税费要比纯粹的房地产转让缴纳的税费要低的多,世界各国和地区莫不如此。因为企业转让后还要从事生产经营,纯粹的房地产转让很可能是一种投机行为,例如香港,企业转让只需要交印花税就可以了,而房地产转让,除了交印花税和契税以外,还要对房地产的增值部分交增值税。

综合被收购企业债权债务的处理,全面地分析如何进行企业存量资产的调整,不管选择企业转让还是企业资产转让,哪一种方式都是一把双刃剑,有利有弊。企业转让避开了企业房地产的交易过户,可以合理避税,降低交易成本,但是收购方企业必须冒承担被收购企业账外债务和或然债务的风险,企业资产转让,受让方企业收购的是被转让企业的资产,清清白白,干干净净,不承担被转让企业的任何风险,但交易双方可能因企业房地产的转让而缴纳很高的税费,从而增加交易成本,降低收益。在实际运作中究竟选择哪种转让方式,应根据被转让企业的具体情况进行具体分析,权衡利弊,再做决定。

## 第二节 深圳企业购并的有形市场和无形市场

企业购并市场可以是有形市场,也可以是无形市场。有形市场是有一个固定的交易场所,

买方和卖方都到那里去寻找物色交易对象,进行洽谈。有形市场是企业购并的信息中心,买方和卖方都集中在这里,容易形成一个公开、公平、公正的市场环境,企业买卖可以形成市场价格。深圳市产权交易所就是企业购并的有形市场,产权交易所是按照有形市场的思路建立和发展起来的。

无形市场就是没有一个集中固定的交易场所,买方和卖方通过自媒,或通过一些中介组织和专业代理机构为媒介,撮合成交。这些中介组织通常是律师事务所、会计师事务所、测量师行,它们在日常的业务中,与客户建立了广泛的联系,都有一个庞大的社会关系网,有能力帮助卖家找买家,或者帮助买家找卖家。如果在自己的社会关系网络里不能解决,则可以通过同行的其他中介组织及其社会关系网络,寻找客户,撮合成交。专业代理机构一般是投资顾问公司、投资银行或商人银行等,专业代理机构首先必须具有若干名有投资、收购、兼并方面的专业知识,熟悉某个或某几个行业的情况,有从事这方面工作的经验,经政府考核并授与执业资格的顾问,成为企业购并的专业代理机构。投资银行,或称商人银行,是从商业银行分离出来的,它本身不做存贷款业务,专门做投资、企业购并咨询、证券承销等业务,它比一般的投资咨询公司的优势是,可以为客户购并企业提供融资服务。

在企业购并业务中,专业代理机构一般只充当买卖双方中某一方的代理人,为其利益服务,并向其收取佣金。也就是说,在企业购并中,买卖双方各自聘请各自的专业代理机构,专业代理机构各为其主。在具体操作中,投资顾问公司和商人银行一般扮演总策划的角色,由它来组织律师事务所、会计师事务所、测量师行,为企业购并提供法律、查账核数、资产评估等方面的专业服务。在许多情况下,即使是企业自媒找到了购并对象,也聘请专业代理机构作为其谈判顾问,帮助其讨价还价,在谈判中唱“白脸”。

无形市场和有形市场各有特点。无形市场中的企业交易是分散的、个别的、非标准化的、非连续性的,有形市场中的企业交易是集中的、有竞争的、尽可能标准化的,并通过做市商尽可能使交易保持连续。从经济的角度来看,无形市场没有固定的交易场所,专业代理机构是自生自灭,市场容量可大可小,有形市场要有固定的交易场所和设施,要天天开门营业,没有较大的交易量很难维持。股票市场作为证券化了的企业交易市场,是一种更高形态的市场,而且是一种特殊的市场,不在这里的讨论范围之内。

与国外的情况相反,深圳企业购并市场是从成立产权交易所这种有形市场开始起步的。这是中国特色,是由中国的国情决定的。中国是以国有企业为主的国家,国有企业进入企业购并市场后,有权处置国有企业的人实际上并不是国有企业真正的所有者,这一点与私有制企业有着本质区别。私有企业处理企业购并当事人与所有者的利益是一致的,而国有企业处理企业购并的当事人与所有者是二元利益主体,这就不能排除台下交易和幕后交易,通过牺牲所有者的利益来满足当事人的利益。为了避免台下交易和幕后交易造成国有资产的流失,最好的办法就是通过公开交易、集中交易来发现市场价格,这就是建立有形市场的初衷。

但是只有有形市场是不够的。只有有形市场意味着只有产权交易所一家有推动企业购并的积极性,其他社会中介机构没有这方面的积极性,不能参与到这项工作中来,企业购并市场就不会太活跃,就不能更有效地推动企业存量资产的流动和重组。因此,还必须努力形成无形市场,调动更多机构的积极性,推动企业收购和兼并。于是从1995年开始,深圳市政府积极开展非上市公司股权交易投资顾问机构代理制的改革试点工作。在借鉴国外和香港做法的基础上,制定了《深圳市非上市公司股权交易代理制暂行规定》,根据这个规定,已取得全国认可的

某种专业资格,如注册会计师、注册律师等,有一年以上相关经验,以往无不良行为纪录,或有三年以上相关经验,以往无不良行为的记录并参加深圳市投资顾问专业资格考试,成绩合格者,经过本人申请,并经有关监管部门审查同意后,发给《深圳市投资顾问资格证》,成为注册投资顾问。拥有五名或以上取得投资顾问资格的专业人士、注册资金在100万元以上的专业机构,如律师事务所、会计师事务所、财务顾问公司、证券公司等,并经有关监管部门审查同意后,发给《深圳市投资顾问机构许可证》,方可从事非上市公司股权交易代理业务。非上市公司可以在自愿的基础上委托投资顾问机构代理股权交易业务。前者与后者之间是委托人与受托人的委托代理关系,在完成委托的工作时,根据双方自愿平等协商,后者向前者收取一定的佣金。投资顾问机构代理股权交易的主要业务是接受客户委托,提供有关股权交易的顾问意见和分析报告,从事咨询和策划服务,接受客户委托,为客户寻找交易对象,接受客户的委托,代办股权交易的有关手续。投资顾问和投资顾问机构要接受有关监管部门的监管,监管部门可以对投资顾问机构进行处罚,直至撤销执业资格。

深圳市有关部门选择了十几家证券公司、财务顾问公司、信托投资公司和近百名专业人士进行投资顾问机构和投资顾问的试点。举办了投资顾问培训班。聘请了美国、香港的一些专业机构对深圳参与试点的单位和个人进行培训,经考核合格后授予了执业资格证书。目前,各试点单位正与一些非上市公司加强联系,争取为它们在企业收购、兼并和重组方面提供策划、顾问甚至融资等方面的服务。

深圳企业购并的有形市场与无形市场之间不是相互排斥、相互取代的关系,而是相互配合、相互补充的关系。两个市场各有特点,各有其功能,无形市场能调动社会各方面的积极性,广泛参与这项活动,有利于活跃市场;有形市场更能形成合理的市场价格,运作更加规范,便于控制和监管,有利于保护国有资产安全,因此,非国有企业的购并,可以在无形市场完成,国有企业或公司制企业中国有股权的购并,应尽量在有形市场完成。有形市场应成为一个市场中心,无形市场是有形市场手脚的延伸,两个市场结合起来,能更好地达到活跃企业购并和规范企业购并两个目的。

建立了无形市场,在深圳经济特区这个改革开放的试验场,就形成了由上市公司的股票交易市场、非上市公司企业购并的有形市场及企业购并的无形市场组成的企业购并的市场体系,使各类企业在进行购并时都能找到与它们相适应的市场,从而能够更加有力地推动企业存量资产的优化组合,更加有力地促进深圳经济高速发展。

### 第三节 推动企业购并的功夫在题外

从1993年开始,全国的企业购并发展很快。各地纷纷成立产权交易所、产权交易中心之类的企业购并机构,许多地方还举办一定规模的产权交易会,地方政府有组织地推出一批企业供国内外客商收购兼并。这股企业购并的热潮打破了长期以来国有资产一潭死水的局面,有力地推动了国有企业存量资产的流动和重组。但是,由于企业购并在中国是一个新生事物,缺乏经验,而且国有企业的购并,也没有现成的经验可以借鉴,一些地方在推进企业购并时出了一些偏差。主要是两个问题,一是企业购并的做法不能规范,如由谁来出售国有企业不明确,

甚至出现企业自己卖自己的情况,出售国有企业收入的归属和用途不明确,有将生产资金转化为消费资金的情况,在资产评估和成交价格的决定方面也存在着问题,有可能低价出售国有企业,企业购并程序不够健全完善,有可能影响政府产业政策的贯彻落实等等,归结到一点,企业购并不规范有可能造成国有资产的流失。二是一些地方的企业购并出现了证券化交易的趋势,将企业拆细,如将酒店拆细成一间间的客房,将企业的土地拆细成一亩一个单位,先通过一级市场出售给个人,再在社会公众之间通过产权交易中心电脑撮合,炒作交易,试图通过产权交易的形式,在当地开办继上海、深圳之外的第三个证券交易所,扰乱了国家的金融秩序,也给监管带来了麻烦,搞不好会引发社会问题。

在这种情况下,各地在改革中诞生不久的产权交易机构普遍有一个困惑:产权交易机构应该怎样组建和运作,才能促使企业购并既活跃又健康地发展下去。回顾深圳企业购并走过的路子,总结深圳几年来企业购并发展的经验,答案很简单:推动企业购并,功夫不在题内,而在题外。就是说,不能单纯的就企业购并抓企业购并,不应把主要精力放在如何建立产权交易机构上,而应把主要精力放在营造企业购并的市场环境上。前者是企业购并的硬件,后者是软件。软件比硬件更重要。

怎样营造企业的购并的市场环境呢?

### 一、建立多元化的经济结构,按现代企业制度组建公司制企业

如果没有多元化的经济结构,只有国有企业的一统天下,就很难产生市场意义上的企业购并活动。因为国有企业的所有者都是一个,就是国家,而一个所有者是不足以构成市场交易主体的,它通过行政性划拨来调整企业资产存量就可以了。因此,要形成企业购并市场,就必须以建立多种所有制企业并存的多元化经济结构为前提。

公司制企业是两个或两个以上出资者,以契约形式组织起来,出资者以其出资对企业债务承担责任,公司以其注册资金对社会承担有限责任的企业。企业的最高权力机构是股东会或董事会,出资者以其出资比例在股东会或董事会享有表决权。这是一种组合起来的企业,公司成立后不允许退股,出资者只能通过股权转让来调整出资。比起传统的独资企业,公司制企业本身就具有股权流动的内在要求,出资者通过股权转让,使其投资向高回报的企业流动,还可以通过股权转让获得企业的控股权和经营权。所以,普遍建立了公司制企业,不要外力推动,出资者自己就会进行股权流动,想阻止它流动都困难。

### 二、适应市场经济的要求,改革国有资产管理体制

过去国有资产管理是政企不分,而且在国有资产内部不分彼此,吃的是“大锅饭”,所以在国有企业之间,很难形成市场意义上的企业购并。多年来,深圳在国有资产管理体制改革方面花了气力,下了功夫,目标是打破国有资产管理的大一统局面,建立分级分层次的国有资产管理体制。具体地说,就是建立三个层次的国有资产管理体制,实现三个分离。

(1)建立深圳市国有资产管理委员会,这是市政府的一个专门机构。市长兼管委会主任,其常设办事机构是国有资产管理办公室,它的主要职能是,代表市政府对全市的国有资产进行专门的统一管理,其他的政府职能部门只有经济管理职能,不再管理国有资产。在这个层次

上,实现了政府的经济管理职能和国有资产管理职能的分离,改变了过去在经济运行中政府既当“交通法规制定者”,又当“警察”,又当“司机”,集多种职能于一身的局面。

(2)建立若干家国有资产经营公司,代表国有资产管理委员会具体经营国有资产,使其经营的国有资产保值增值。由于有若干家国有资产经营公司,国有资产管理委员会赋予国有资产经营公司一部分所有者的职权,各经营公司在经营划分给它的国有资产时,势必会形成相互竞争与合作的关系。在这个层次上,实现了国有资产管理职能与经营职能的分离,即国有资产管理委员会只具有代表政府管理国有资产的职能,不具有经营的职能,国有资产经营公司本身是企业,只具有经营国有资产的职能,不具有政府的管理职能。这就解决了过去政企不分的问题,使政府职能和企业职能彻底分离。

(3)众多的国有企业或含有国有资产的公司,它们的职能是充分利用国有资产经营公司授予的企业法人财产权,独立核算、自主经营、自负盈亏,通过生产经营活动,创造利润,上缴国有资产经营公司。这样每个国有企业都是独立的利益主体。在这个层次上,实现了企业所有权和企业法人财产权的分离,国有资产经营公司行使国有企业或公司制企业中国有资产部分的所有权,企业拥有和行使法人财产权和经营权。国有资产经营公司主要从事资产经营,企业主要从事生产经营。当然,企业也可以从事资产经营,但必须报经国有资产经营公司同意后才能进行。

建立了这样一个分级分层次的国有资产管理体制,在国有资产内部就构造成了多个相对独立的利益主体,这样就可以把不同所有制之间的企业购并引入到国有企业中来,使国有企业通过经济的手段,而不是通过行政的手段,优化国有资产的配置,优胜劣汰。特别是建立了多个国有资产经营公司,它们的主要任务就是通过资产经营,使划分给自己的国有资产保值增值,这样,外有压力、内有动力和手段进行企业购并,何愁国有资产流动不起来?

### 三、建立和完善社会保障体系,实行职工住房商品化

社会保障体系是指社会待业保险、医疗保险和养老保险,资金来源是企业和职工个人,由社会保险部门统筹安排使用。职工住房商品化,就是职工住房由个人到房地产市场去购买或租赁。这就要求在职工的工资中将职工住房的开支考虑进去。当然,职工的住房要完全商品化还有一个承受力的问题,要有一个过渡过程。深圳的做法是,企业职工每个家庭可以购买一套微利商品房,微利商品房是一种准商品房,是政府划出专门的土地由开发商统一兴建的,政府基本不收地价,开发商也只是在建筑成本的基础上收取微薄的利润,银行还可以实际按揭,分期付款。所有这些措施都是为了降低房价,使职工买得起,住得起。为了防止投机,在微利商品房与商品房并轨之前,暂不允许进入房产二级市场交易。

有了社会保障体系和职工住房商品化,就改变了企业办社会的局面,不仅大大减轻了企业的负担,更重要的是可以改变职工对企业的依赖关系,使职工和企业有进行双向选择的更大空间,从而减轻企业购并中职工安置的压力。

### 四、创造和完善企业购并的法律环境

市场经济是法制经济,只有制定好企业购并的法规,企业购并的当事人、被购并企业、社会

中介组织、投资顾问机构才能够明确应该做什么,怎样做,有关政府部门也可以依法行政,避免办事的随意性。这几年,深圳市制定了《深圳经济特区贯彻全民所有制工业企业转换经营机制条例实施办法》、《关于简化外商投资主项审批程度的试行办法》、《深圳经济特区国有资产管理条例》、《深圳市非上市公司股权交易代理制暂行规定》等一系列法规,其中都有涉及到企业购并的内容,再加上《中华人民共和国公司法》,基本上能满足规范企业购并行为的需要,使企业在游戏规则的范围,最大限度地发挥自己的能动性和创造性,才上演了一幕幕企业购并的威猛活剧。

但是,深圳在企业购并法规建设方面还存在不足,主要是缺乏一部关于企业购并的完整法规。现有的关于企业购并方面的行为规范,分散在上面提到的那些法规中,比较零乱,而且不同法规的规定之间还有出入,使得一些当事人和行政执法人员感到无所适从。有鉴于此,深圳有关部门正积极草拟《深圳经济特区企业收购与兼并条例》,力图对企业购并过程进行全面规范,相信这个条例出台后,可以使企业购并更加规范。

创造企业购并的法律环境,不单是制定法规,还要建立一个良好的法律服务体系,使一些原来通过行政途径来解决的问题可改由法律途径解决。例如,解决被购并企业职工安置问题,过去由政府来解决,成为政府最头痛的一个问题,搞不好就会引发请愿示威,转化为政治问题。现在通过法律途径来解决,把职工安置作为当事人的责任和义务,如果不履行义务,职工可向法院起诉,义务人要承担法律责任。这样,政府就从企业购并的具体事务性工作中解脱出来,专心从事宏观政策性调控,企业遇到纠纷到法院解决,干净利落,也避免了一些政府部门办事推诿扯皮,使问题久拖不决的毛病。

### 五、大力发展社会中介组织

进行企业购并,需要有人给当事人提供信息服务、咨询服务、法律服务甚至融资服务,对被转让企业进行审计、资产评估,这些工作需要通过信息咨询公司、财务顾问公司、律师事务所、会计师事务所、审计师事务所、资产评估公司等社会中介机构来完成,这些机构会随着企业购并的增多而发展起来,它们的发展壮大反过来又会进一步活跃企业购并活动。可以说,社会中介组织是企业购并活动的润滑剂,所以,大力发展社会中介组织是推进企业购并的一个必不可少的条件。

大力发展社会中介组织分质和量两个方面。从量的方面说,要使社会中介组织与经济发展的规模和水平保持一个合理的比例,而且社会中介组织的规模也应不断扩大。从质的方面说,社会中介组织要树立良好的职业道德,特别是会计师事务所、审计师事务所、资产评估公司要独立、客观、公证地揭示被购并企业的真实情况,要在工作中排除各种主观因素的干扰,更不能故意弄虚作假。要提高社会中介的服务质量,一方面要通过行业协会进行行业自律,另一方面要加强政府监管和社会监督。

通过以上几个方面的努力,营造出企业购并的市场环境,就为企业搭起了一座舞台,再加上专门从事企业购并机构的策划导演,企业一定会演出一幕幕威武生动的企业购并大戏来,从而促进国民经济迅速健康地发展。所以,与其把人力物力财力用在建立企业购并机构上,不如花大力气营造企业购并市场环境,相信一定会取得事半功倍的效果。

## 第十九章 本篇附录

### 第一节 国外公司购并十例

#### 1. 皇家荷兰壳牌集团

又名英荷壳牌石油公司,是英国和荷兰私人资本合资的资本主义第二大石油垄断集团,经营的石油和天然气约占全世界的8%。该集团也是世界市场上化工产品 & 非铁金属原料的重要供应商。1983年的销售额为805.51亿美元,在资本主义世界最大公司中居第二位。资产额为708.10亿美元,雇佣职工15.9万人。总部设在荷兰的海牙和英国伦敦。

该集团于1907年由皇家荷兰石油公司和英国壳牌运输与贸易公司合并而成。合并之前,这两家公司是相互独立的。1907年前后,由于石油价格下跌导致世界石油贸易的不景气,皇家荷兰石油公司和英国壳牌运输与贸易公司都面临严重的财政困难。为了度过难关,这两家公司在充分酝酿的基础上合并,并于该年正式成立皇家荷兰壳牌石油公司集团。在该石油公司集团中,皇家荷兰石油公司占全部股份的60%,英国壳牌运输与贸易公司占40%。两家公司合并后,生产经营状况逐步好转,利润额逐年增长。在合并后的几十年中,皇家荷兰壳牌集团的业务种类和范围遍及整个世界。

#### 2. 通用汽车公司

是由美国人杜兰特发起组成的。杜兰特原是一个马车制造商。1904年他买下了别克汽车公司。为了在汽车市场上站稳脚跟,他把当时的一些生产、销售汽车及零部件的厂商合并起来,于1908年秋成立了通用汽车公司。被合并的公司包括:生产、销售汽车的别克、奥兰、欧兹莫比尔、凯迪莱克等4个大汽车公司以及5个较小的汽车公司、3个卡车制造公司、10个汽车零部件公司。

通用汽车公司不仅在国内搞兼并,而且在国外也搞兼并。1925年通用汽车公司以2573251美元的价格兼并了英国的伏克斯豪尔公司,1925年又以3336200美元的价格取得了德国亚当·奥佩尔公司的所有权,1926年在澳大利亚成立通用汽车澳大利亚分公司,并于1932年在当地收买了霍尔登公司,把它与通用汽车澳大利亚分公司合并,成立了通用—霍尔登汽车公司。

目前,通用汽车公司、福特汽车公司与克莱斯勒汽车公司三分美国汽车业天下。

### 3. 莫比尔公司

成立于 1882 年。它是仅次于埃克森公司的美国第二家最大的石油公司,也是美国最大的第三家工业公司,总部设在纽约。1983 年公司销售额为 546.1 亿元。

该公司在石油行业中是通过兼并活动而逐渐发展壮大起来的。早在本世纪 20 年代,它就经过一系列横向兼并,大大扩充了自己的实力。其规模较大的是兼并了马格诺利亚石油公司、通用石油公司和白鹰石油冶炼公司。到 30 年代,莫比尔公司兼并的欲望与日俱增,在美国实业界的兼并浪潮的推动下,莫比尔公司继 20 年代兼并的公司之后,它又相继兼并了真空石油公司、标准真空运输公司、白星冶炼公司、润滑油冶炼公司、南美海湾石油公司和哥伦比亚石油公司等。到 40 年代末,莫比尔公司已经成为美国最大的五家工业公司之一。到 60 年代,莫比尔公司的兼并具有了某种不同于以往的特点,那就是兼并的范围从原来的石油工业伸向了贸易行业。

莫比尔公司就是这样靠兼并发家,通过“大鱼吃小鱼”弱肉强食的吞并手段不断发展壮大起来,终于成为美国第二家最大的石油公司、第三家最大的工业公司,其业务范围不仅仅局限于石油业而且还扩展到贸易业。

### 4. 尤尼莱费公司

是英国与荷兰垄断资本共同经营的企业。它是国际上公认的“世界食品之王”。该公司已有上百年的历史。在某种程度上说,该公司的历史是一部不间断的兼并史。

该公司的前身是 1885 年同英国利物浦杂货商莱费创立的莱弗兄弟公司。莱弗兄弟公司原是一家族公司。1920 年,莱弗兄弟公司购买了皇家尼日尔公司和非洲东方贸易股份有限公司。从此开始了它的兼并历史。1930 年莱弗兄弟公司兼并了向它供应牛奶和人造黄油的尤尼马芝莲公司,从这时开始,莱弗兄弟公司更名为尤尼莱费公司。1961 年,尤尼莱费公司购买了妙幽默公司,从此,尤尼莱费公司的兼并欲望不断膨胀,手段更加高明,兼并步伐也日益加快。1968 年尤尼莱费公司兼并了联合啤酒公司;1969 年购买了猫食商尤逊产品公司的产权;1970 年兼并了在前联邦德国、意大利的冰冻食品与冰淇淋业务;1972 年 2 月又获得联合商标公司在加拿大 ANDW 食品公司的产权;1973 年 2 月获得罗伯特·B·梅塞公司出售的 55% 的股票;6 月获得该公司的全部产权;同年 9 月获得弗里戈集团在西班牙的大部股权;1977 年 8 月获得卡文哈姆公司的茶叶销售权;1987 年 5 月,国家淀粉和化工公司并入尤尼莱费公司。从此,尤尼莱费公司的事业如日中天,一发不可收拾,逐渐登上了“世界食品之王”的宝座。

### 5. 西方石油公司

是美国最大的石油垄断公司,总部设在洛杉矶。该公司成立于 1920 年。50 年代中期已初具规模,但因经营不善、管理层次过多、官僚主义泛滥等原因,曾一度处于不景气状态。不久,著名实业家阿曼德·哈默接管了这家公司。在哈默的领导下,于 1963 年西方石油公司兼并了主要经营氮肥产品的贝斯特化学公司,从而使西方石油公司进入了化工领域。1964 年,该公司又以 1500 万美元的优惠价格买下了美国第三家最大的硫磺公司——杰斐逊莱克硫磺公司。1982 年该公司又兼并了由摩尔财团控制的一家石油公司——城市服务公司,从而大大强化了其经济实力。

西方石油公司在享有盛誉的实业家哈默的统帅下,通过兼并之路不断发展壮大,成为洛杉矶企业界的一颗耀眼明星。

### 6. 美国钢铁公司

最初由卡内基钢铁公司和联邦公司合并而成。卡内基钢铁公司是由美国钢铁大王卡内基于 1864 年创办的。1899 年卡内基钢铁公司吞并了当地的钢铁公司。但到 20 年代初,已经扩大了规模的卡内基钢铁公司被摩根财团以 14 亿美元的价格买下,而且在谈判过程中,摩根财团财大气粗,连另外的 10 家小钢铁公司也吞并了,从此冠以美国钢铁公司的招牌。以后美国钢铁公司像一只贪食的巨蟒又买下了大湖钢铁公司,并先后吞并了 50 多个独立的黑色冶金公司及有关部门。1982 年美国钢铁公司大出血本,以 65 亿美元的巨款买下了美国第 17 大石油公司——马拉松石油公司,并通过多样化的经营解决了马拉松石油公司当时所面临的困难。从此,美国钢铁公司这只巨轮在美国经济的海洋中乘风破浪,势不可挡。

### 7. 英国通用电气股份有限公司

其前身是老通用公司,创办于 1889 年。在早期,该公司产品品种少,技术相对落后,不仅出口少而且对外投资也仅限于英联邦国家,以致长期以来发展缓慢。为了改变这种状况,英国政府与公司首脑都认为只有通过联合之路才能摆脱困境,走上腾飞之路,于是,由老通用公司牵头,将联合电气工业公司和英国电气公司合并,改组为通用电气股份有限公司,随后,通用电气股份有限公司又兼并了马可尼有限公司和伊立奥特有限公司,从而使它成为门类比较齐全的大型电气工业公司和有名的跨国公司。

### 8. 通用电气公司

是法国电气、电子和信息工业中最大的垄断集团。同其他大公司一样,通用电气公司是通过兼并等方式控制同一部门或其他部门的许多公司而发展起来的。1922 年,通用电气公司控制了蒂多尔蓄电池公司,1925 年它吞并了永磁发电公司,1938 年通用电气公司控制了迪南电力蓄电池公司和电话工业公司;与此同时,通用电气公司还进行了许多参股活动或同其他工业公司一起共同建立子公司,如同汤姆逊—豪斯顿公司等一起建立了电灯泡公司,同昂班公司一起共同建立了巴黎压缩空气设备公司。从 1970 年起,通用电气公司的兼并活动又蓬勃开展起来,它先后采取各种方式吞并了阿尔斯通公司、乔费鲁瓦—德洛尔公司等其他电缆制造方面的各种专业公司,逐步发展成为法国电气、电子和信息工业中最大的垄断集团,堪称法国实业界中的“大哥大”。

### 9. 达特和克拉夫特公司

是美国最大的食品工业公司。该公司由克拉夫特和达特公司合并而成。早先,克拉夫特公司是美国最大的乳品制造商,还生产多种菜油,并渐渐渗入包装业。克拉夫特公司的前身是国民乳制品公司(1923 年成立)。20~30 年代,它在美国进行一系列横向合并,兼并了几十家乳品公司;50 年代又购买了休姆科公司;60 年代购买了加拿大的多米年乳品公司;70 年代,该公司又进入包装业和多种金属工业。达特公司是 1903 年成立的雷塞艾药材公司和化学商店的继承公司。第二次世界大战后通过兼并企业而得到扩张。1958 年达特公司购买了达珀韦尔公司;60 年代又购买了数家塑料和药品公司。随着食品工业的发展,达特公司和克拉夫特公司愈益感到联合的必要性,只有联合起来,才能充分体现社会化大生产的优越性,产生规模效益,进而获取更多的超额利润,于是两家公司合二为一,携手并肩,在美国食品工业中独霸一方。达特公司和克拉夫特公司合并之后,于 1981 年 4 月又买下了霍伯特公司,1982 年在英国买下玻璃瓶企业,从此,达特和克拉夫特公司实力更加雄厚,成为美国最大的食品工业公司,雄踞美国食品加工领域。

### 10. 联合公司

是美国一家经营化工、石油、电气等部门的联合公司,1920年12月14日在纽约成立。该公司当时由五家公司联合而成。第二次世界大战后,联合公司凭借其雄厚的实力,在国内外兼并其他企业,扩充经营范围。1962年联合公司兼并得克萨斯天然气公司,后来又兼并得克萨斯石油公司,从而进入石油工业领域。70年代联合公司向电气、电子工业投资,1979年购买了爱尔特拉公司,1981年又获得伯克尔罗姆公司,1982年联合公司将新近购置的这两家公司合并成伯克尔罗姆—爱尔特拉公司。从此,联合公司进入世界100家大公司的行列,其经营范围扩展到化工、石油、电气、电子等领域,发展速度也日益加快。

## 第二节 美国公司合并的目标 操纵市场

几乎没有预兆,美国已进入一个大企业的新时代。根据证券数据公司,自1995年初以来已宣布了价值2700多亿美元的合并和收购。这可能标志一个合并浪潮的开头,这股浪潮也许会使80年代的合并狂热相形见绌。大通银行与化学银行、迪斯尼公司与美国广播公司、时代—沃纳公司与特纳公司的合并仅仅是朝着联合和合并走的一个经济范围行动的开端。

今天的交易不是80年代居支配地位的那种由财政驱使的收购和全部收买。如今,在合并中乘风破浪的是美国的公司领导人。他们的目标是获得规模和资金,以便在国内外进行竞争,投资于新技术和新产品,控制经销渠道,保证进入市场,压倒一切的目标是操纵市场。莱曼兄弟公司的私营客户集团的首席投资战略家史蒂文·纳戈尔内说:我们正在走向一个巨型公司的时期,在这个时期,在某些经济部门将有一些跨国公司。

在传播媒介行业确实是这种情况,在这个行业,控制诸如电视和有线网之类的主要经销渠道的竞争达到更加疯狂的程度。市场操纵目前还驱使药品行业的合并。麦金西公司的医药业务部主任诺曼·塞尔比说:在你的竞争对手发展得越来越大时,你几乎不得不发展得越来越大,以便平起平坐,那是连续不断的你追我赶的竞争。

另一些合并受美国公司作为全球竞争者的影响。化学银行和大通银行的合并产生一家在美国居第一位的银行,但是按照资产,它在世界上仍居第21位。厄普约翰大药厂(又称普强大药厂)和瑞典的大药厂的合并将成立一家巨厂,但这家巨厂在全世界制药厂中在销售方面仅列在大约第9位。

除了扩大纯粹的规模外,收购能提供立即进入外国市场的机会。斯科特纸张公司被金伯利—克拉克公司收购,在很大程度上因为斯科特纸张公司在欧洲拥有金伯利—克拉克公司所没有的实力。费城的皇冠瓶塞封腊公司最近说,它将购买法国的卡诺尔金属盒公司,以便创建一家全球包装大公司。

如果今天在华盛顿没有自由放任的气氛,这些合并之中有许多本来是不可能的。由于共和党控制国会而克林顿政府处于守势,公司已不再害怕反托拉斯警察敲门了。联邦贸易局局长罗伯特·皮托夫斯基虽然指出有些交易是令人烦恼的,但是认为,这些合并之中有许多不是竞争者之间的合并,而代表某些行业,特别是那些生产能力大大过剩的行业的一次健康调整。

公司目前正利用取消管制条例进行越来越大的合并。例如,取消对州际银行业的限制的

新规则的生效,将引发新一轮的全国合并浪潮。而建议取消审查铁路合并的州际商业委员会,可能在铁路运输公司中引起更多的合并,如诺福克南部铁路公司收购联合铁路公司。

这股新的合并浪潮对美国经济是否有好处,有理由持怀疑态度。这些合并产生的不可避免的结果是新一轮的缩小规模和裁员。也许更大的危险是事实将证明规模带来的许多好处是虚假的。虽然经理人员奋力吸收他们新的资产,但是他们可能易受到机智的企业家的损害。

### 第三节 引人注目的美国银行业兼并浪潮

进入 90 年代,世界银行业在调整与改革中动荡发展。1995 年,美国银行业兼并浪潮一浪高过一浪。6 月,美国第一联合银行与美国第一保全银行的合并轰动一时;7 月,美国第一芝加哥银行和底特律国民银行合并;8 月,美国化学银行与大通曼哈顿银行宣布合并,成为美国有史以来最大的银行兼并案;11 月,美国第一商业银行收购美国第一州际银行。从 1 月~8 月,全美 1.05 万多家银行共发生 277 宗合并事件。

#### 一、面对挑战的共同选择

美国银行业兼并之风和席卷全球的银行业兼并之风与企业兼并之风是分不开的。在英国,1995 年 3 月,英国的老字号银行——巴林银行因从事金融衍生工具交易不当而破产,被国际荷兰银行集团收购;10 月,英国劳埃德银行与英国信托储蓄银行两大银行合二为一,资产规模为 233 亿英镑,跃居为英国第三大银行。在日本,3 月,日本三菱银行和东京银行合并,资产规模达 5300 亿美元;11 月,日本大和银行受到美国国债交易风波的影响而宣布与住友银行合并,以总资产 6100 亿美元规模跃居世界之冠。这说明全球银行业在金融风波迭起、竞争激烈的环境中面对挑战所作出的共同的选择。此外,银行历来与企业关系密切。90 年代以来全球企业兼并风起云涌。仅以美国为例,1993 年美国企业兼并金额为 1180 亿美元,1994 年为 2122 亿美元。而 1995 年第一季度兼并金额即高达 782 亿美元,比上年同期增加 36%。企业兼并之风自然也影响着银行业。

#### 二、高科技与竞争导致兼并

导致银行兼并活动的首要原因是受高科技的影响。许多合并银行包括化学银行和大通曼哈顿银行都声称他们合并是由于向信息技术行业投资的考虑。美国厄恩斯特—扬公司的一份研究报告预计,从 1994~1997 年,美国银行业技术性投资每年以 21% 的速度增长。1995 年这方面投资达到 163.5 亿美元,而 1997 年将增至 198 亿美元。金融电子服务已摆到议事日程上来了。银行与客户传统关系开始动摇,银行与客户之间的交易将通过电话、电脑和自动出纳机(ATM)等电子技术手段进行。许多传统式的银行支行、营业部将不复存在,被电子设备构成的“虚拟银行”(指消费者在家中通过电脑与银行连线以获得金融服务)所取代。从长远角度看,技术方面的投资可降低成本,并为银行业增加有价值的金融创新服务。

美国金融服务领域内竞争愈演愈烈。美国银行业正在把它们在美国金融资产中所占份额丢给共同基金和其他投资机构。银行业与其他投资机构之间业务界限正逐步打破。从1992~1994年,美国银行业经过80年代末期危机之后,连续创造新的经营纪录,但在现有手段和现有规模基础上,追求高额利润已很难实现。以大通银行为例,1995年该银行非利息收入虽比去年增长3.5%,但它的贷款利息收入比去年下降了4.5%,为37亿美元。资本的目的是追求利润,合并的目的就是为了追求利润。而竞争并不排除垄断,竞争导致垄断,垄断又使竞争更加激烈。合并前的化学银行与大通曼哈顿银行在美国分别排名第4位、第6位,可谓“势均力敌”的合并,合并后的银行资产高达2970亿美元,超过美国银行业之首的花旗银行而成为美国第一号的商业银行。通过合并还可以利用规模经济效益来加强竞争力,降低成本,避免重复投资。合并还使其形成强大规模,足以提供金融创新服务。合并后的新大通银行,其业务广及衍生金融商品、货币和有价证券交易、零售银行业务、全面保管业务、豪华汽车融资以及抵押贷款服务等。合并使新大通银行增加8%的市场份额,因而,合并也是银行增加客户、拓展业务的一条捷径。

政府对银行业兼并风潮置之不管起了推波助澜作用。美国政府在10年前开始放宽对跨州银行兼并活动限制性规定,近年来又陆续取消规定。目前对银行兼并活动基本上采取听之任之的态度。

### 三、“友好”合并推动市场垄断

目前的兼并并不是银行间相互吞并的“敌对”收购,而是更多从银行自身发展战略出发的“友好”合并。一方面,大银行欲阻止中等银行相互合并以免合并后机构过于庞大而不利于它们再收购;另一方面,一些银行选择“平等合并”,建立一家更大的银行,从而不易为敌手接管。例如芝加哥第一银行与底特律国民银行两家大小规模相同,进行收购的银行以咄咄逼人之势出价而不像以前那样等待对方作出出售决定。

合并浪潮使美国银行业出现了规模趋大、数量趋少的趋势。美国市场资本集中,市场垄断的趋向有加剧之势。美国银行业通过兼并正在形成若干实力雄厚的超级银行,这就使得其操纵市场的能力加强。预计在今后的5~7年内美国银行总数将由目前的1万多家减少到5000~6000家。合并后的银行有更大的力量去夺取消费者和银行业务的更大份额。由于合并后的银行机构重组与裁员,造成一系列社会问题。化学银行和大通曼哈顿银行合并使一部分分行取消,约2万人被解雇。据称此举可每年节省成本15亿美元。据美国德卢瓦特—图什公司的一份研究报告预测,今后10年美国5.9万家分支机构将有一半关门,银行业就业机会将失去45万个。因此,兼并所带来的失业问题将成为未来经济发展的隐患。

但应承认,合并为银行业同高科技电脑、电信业结盟奠定了物质基础,从而造就一个充满活力的和潜力的新市场。

## 第四节 “宝延”风波

宝延风波是深圳宝安集团经过详细、周密策划,在中国证券市场上实施的第一例收购事件。1993年9月29日,宝安上海公司通过场上交易,已经秘密持有延中公司股票4.56%;在此之前,其关联企业宝安华阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司在9月28日所持有的延中股票已分别达到了4.52%和1.57%,合计持有6.09%。因此,9月29日宝安上海公司及其关联企业持有延中公司股票实际为10.65%。在已经远远超过法定报告比例的情况下,宝安上海公司于9月30日下单扫盘(无论价位多高一概买入)。至此,宝安上海公司作出公告,其持股比例已超过5%。实际上,3个公司合计持有的延中股票已经达到17.07%。

由于宝安公司明显地违犯了《股票发行与交易管理暂行条例》第四十七条的规定:“自法人直接或间接持有上市公司发行在外的普通股达到5%的那一时刻起,其有作出报告和停止买卖该种股票的义务。”因此,中国证监会、上海证券管理办公室、上海证券交易所对此事件进行了调查,并就此事件作出了结论。

中国证监会宣布决定,宝安上海公司所获延中股权有效,但该公司及其关联企业在买卖延中公司股票过程中存在着违规行为。经研究,对宝安上海公司及其关联企业作出如下处理。

(1)截至1993年9月30日,宝安上海公司及其关联企业合计持有延中公司发行在外的普通股已经达到延中公司总股本的17.07%,10月6日宝安上海公司又买入2.73%。到目前为止,宝安上海公司及其关联企业所持有的延中股票已占延中总股本的19.80%。按照《股票发行与交易管理暂行条例》第四十七条的规定,宝安上海公司及其关联企业最早应当于1993年11月4日方能持有上述比例的股份。据此,宝安上海公司及其关联企业在1993年11月4日以前,均不得再行买入延中股票。

(2)依照《条例》第三十八条的规定,股份有限公司的董事、监事、高级管理人员和持有公司5%以上有表决权股份的法人股东,将其所持有的公司股票在买入后6个月卖出或者卖出后6个月内买入,由此获得的利润归公司所有。宝安上海公司的关联企业宝安华阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司于1993年9月30日卖给社会公众的24.60万股延中股票所获得的利润归延中公司所有。

(3)依据《条例》第七十四条第一款第八项的规定,对未按照规定履行有关文件和信息的报告、公开、公布义务的宝安上海公司给以警告处分,罚款人民币100万元,对其关联企业宝安华阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司给以警告处分。

## 第五节 光大标购玉柴法人股

与深沪股市相比,STAQ系统(全国证券交易自动报价系统)由于开户的限制(只允许法人机构入市),一直显得默默无闻,交易清淡。尤其是1994年3月下旬,深沪股市连连下探,

STAQ 法人股市场也探新低 3 月 24 日 ,STAQ 指数最低下探 74.55 点 ,市场投资者信心极其脆弱。正在此低迷之际 ,STAQ 中的玉柴股票开始变动起来 3 月 28 日至 4 月上旬的两周中 ,市场交投显著放大 ,玉柴的日成交量最高达 1826 万股 ,每股价格也从 3.18 元劲升到 7 元 ,同时也带动起 STAQ 行情 4 月 8 日 ,STAQ 指数上升 96.94 点。

到 4 月 15 日 ,玉柴连续劲升三周多的谜底终于被打破 :中国光大国际信托投资公司正式向 STAQ 系统提出申请要求标购玉柴 ,此时光大已持有玉柴 1800 多万股 ,占玉柴总股份的 4.65%。4 月 18 日光大以公告形式宣布 :光大国投以每股不超过 6.30 元的价格协议标购玉柴法人股。在公告中 ,光大明确表示 ,光大购进的玉柴法人股将作为光大对玉柴的长期投资 ,长期持有而不再参与 STAQ 系统的流通。

广西玉柴机器股份有限公司是 STAQ 法人股市场的佼佼者 ,1991 年税利总额 2700 万元 ,1992 年是 8059 万元 ,是上年的 2.98 倍 ,1993 年完成税后利润 30910 万元 ,又是上年的 3.83 倍 ;1993 年计划每股税后利润是 0.40 元 ,实际实现 0.79 元 ,该公司预测 1994 年税后利润总额 4.2 亿元 ,每股 1.10 元 ,玉柴这样具有雄厚经济实力、利润呈几何级数连年翻番的高增长企业 ,在我国大型工业企业中是极为少见的。然而由于 1994 年开春股市低迷 ,如 1994 年 3 月 22 日收盘价只有 3.20 元 ,按 1994 年预测每股税后利润 1.10 元计 ,市盈率仅为 2.9 倍。光大寻准玉柴为投资对象 ,是极富长远眼光的。从玉柴的 1993 年度报告上看 ,光大在 1993 年 12 月 31 日前对玉柴的持股量为 800 万股 ,占其总股本的 3.95% ,是玉柴排名第 6 的大股东。4 月 15 日 ,光大持股增至 1813.25 万股 ,可见其中有 1000 万股是在 STAQ 低潮之际暗中吸纳的。

光大的标购期为 1994 年 4 月 18 日后市至 4 月 20 日 ,此间玉柴暂停挂牌交易 ,至标购期结束 ,光大共持有玉柴 8000 万股可流通法人股中的 6952.49 万股 ,占可流通盘子的 86.91% ,占玉柴总股本的 17.84% ,成为玉柴排名第三的大股东。

光大证券部副总经理陈利明在接受记者采访时说 :作为玉柴法人股的做市商 ,光大对玉柴公司的各种情况比较了解 ,并且在融资、咨询等方面与玉柴公司有较为密切的合作。玉柴这几年发展得很快 ,并且盈利潜力很大 ,光大国投看准这一点 ,愿意长期投资玉柴以期获得较为稳定又较高的投资回报。陈利明强调说 :“协议标购”的方式与通常的收购最主要的区别在于前者并不追求参与被购公司的管理和控股 ,主要的目的是获得较高的投资回报率。选择这种方式还考虑到不给法人股市场带来不必要的剧烈震荡 ,从而减少和避免可能会给其他中小股东带来的损失 ,达到正确引导投资行为的示范作用。之所以把标购协议价定在每股不超过 6.30 元 ,是综合分析玉柴公司市盈率及其他股东认购成本和市场供求状况后确定的。并且 ,这种方式也大大降低了收购成本。

另外 ,在标购中 ,作为当事双方的光大和玉柴的领导层皆对此保持低调和沉默 ,有关人士猜测这可能是光大事先与玉柴有所沟通 ,使标购消失了敌意。

STAQ 系统执委会主任章知方在充分肯定这次标购行为后指出 :“协议标购”方式在发达国家股市里较为普遍 ,这种方式引入我国证券市场 ,事实证明至少有几个好处 :①有助于正确引导投资者的信心 ;②标购方式比简单的收购行为更利于市场稳定 ,确定协议指导价一方面可以减少股价的大幅波动 ,最大限度地保护全体投资者的利益 ,另一方面也可以使标购方大大降低购买成本 ,同时还给其他投资者留出了充裕的选择余地 ;③避免了达到总股本 5% 以后 ,标购方被动地完成购买目标 ,如果按收购规则每增加 2% 后申报一次 ,时间拖得太长 ,可能会导

致市场捕风捉影的猜测,对买卖双方、对市场稳定均不利。章知方还表示,这次标购行为对系统本身的规范化建设有一定的促进作用,我们将进一步完善和细化有关规则,以适应市场迅速发展的需要。有关专家分析说,光大这次成功标购玉柴的一个显著特点是,大部分成交是在场外以协议转让方式进行的。场内的价量变化虽然也有所反映,但与沪深股市过去的宝延、万申等风波的影响均不可同日而语,市场闻风跟进者较少,股价变化也比较平稳。光大以较低的代价完成了对玉柴这样一个素质良好的企业的部分股权控制,从而开创了中国证券市场企业产权转让先河。

### 第六节 恒通受让棱光国家股

珠海经济特区恒通置业股份有限公司是国有法人发起成立并控股的国家体改委试点公司,成立于1981年8月,其法人股于1992年7月在全国证券交易自动报价系统挂牌交易。该公司以房地产业为核心业务,并投资航运、通讯、电子仪表、制表、纺织和影视业。1993年10月,恒通与上海棱光进行初步接触,提出受让较大部分国家股的初步构想。

上海棱光实业股份有限公司于1992年5月由国有企业上海石英玻璃厂改制设立,1993年4月上市。该公司是我国目前最大的半导体用硅多晶生产企业。1993年来,公司股本3379.9万股,其中国家股1979.9万股,占55.26%,均为上海建材(集团)总公司所持有,法人股400万股,占11.83%;个人股1100万股,占32.55%。

三家公司经过协商,并由国家有关部门批准,于1994年4月28日正式签署公司合同。在协议签署仪式上,双方联合宣布,根据国家有关政策法规规定,经有关部门批准,建材集团作为国有资产产权主体将所持有的部分上海棱光实业股份有限公司国家股有偿转让给恒通公司,转让股数为1200万股,转让价格为每股4.30元。在完成转让后,恒通公司将成为棱光实业的第一大股东,所受让的国家股将转换成法人股,占棱光实业总股本的35.5%。

恒通公司通过这次转让,拥有的棱光公司发行在外的股份已超过30%,根据《股票发行与交易管理暂行条例》应当向棱光公司的全体股东发出收购要约。但鉴于这次转让的股份为棱光公司发行在外股份中的不可流通部分,恒通公司向国家证监会书面申请要求豁免其全面收购义务,并得到批准。

上海建材集团和恒通公司在《关于转让上海棱光实业股份有限公司部分国家股份的公告》中透露了这次转让的有关情况:

(1) 经过近10年的试验与发展,中国的股份制改革已进入深入发展阶段,上市公司数量逐步增加,经营业绩亦不断改善。在目前深化企业产权制度改革、确立现代企业制度形势下,如何搞活企业国有资产存量,实现国有资产的保值与增值,加快企业产业结构的调整,逐步提高上市公司素质,是当前棱光公司乃至所有上市公司所面临的重要课题。至此,建材集团、恒通公司和棱光公司已达成共识,并同意共同做出努力,在此方面进行探索。

(2) 棱光公司和建材集团,自成立以来,就在以上领域内进行了积极探索。为了适应上海改革开放的需要,实现上海市政府提出的“一个龙头,三个中心”的目标,也为了实现建材集团自身的发展战略。建材集团决心在未来的经营中花大力气搞好自身产业结构、产品结构的调

整。从这一基本思路出发,迫切需要盘活国有资产量,按照现代企业经营的国际惯例,充分发挥现有资产的营运效益,依靠自己的力量,在战略方向及重点项目上加大投资力度,以求获得规模经营的效益。同时,逐步使集团内各企业的资产责任进一步明晰化,产权关系进一步规范化,就本次转让的结果来看,会有条件使棱光公司作为一个股份有限公司的独立的权、责、利相应地得到明确,并最终使棱光公司成为一个依照国际惯例运作的现代企业。

(3)恒通公司自1992年以来,陆续在上海及其周围地区进行了多方面的投资,投资的领域包括成片开发、房地产、商业设施、通讯服务、贸易、影视、服装等产业,并与上海财经大学合作开办了上海财经大学恒通工商管理学院。至1993年12月止,恒通公司在上海及其周围地区的累计投资已达3亿元以上。从进一步发展的目标考虑,恒通公司迫切需要利用上海地区良好的工业配套条件和高素质的人力资源,以进一步推动其高科技工业的发展,目前,由恒通公司研制开发成功并已经投放市场的电子式电能表正处于需要扩大生产能力的阶段,更有必要充分利用上海发展工业所具有的得天独厚的条件。恒通公司决定受让棱光公司国家股,通过棱光公司发展电子式电能表,并与建材集团携手共谋发展,是恒通公司着眼于未来长远发展的一项重大决策。

(4)从以上目的出发,经过对棱光公司的经营状况及发展前景的反复研究,为切实改善棱光公司的长期稳定发展,双方一致认为有必要对棱光公司的股份结构、投资结构进行调整,以推动棱光公司产业结构、产品结构的调整。双方一致认为,恒通公司的参与有助于棱光公司发展新的在国内国际市场上有较强竞争力、有较为广阔的市场前景的高科技工业产品。同时,双方相信在此次股份转让完成后,恒通公司与建材集团作为棱光公司的两个最大股东,各自发挥各自的优势和影响力,应当能够为实现改善棱光公司的素质、保障棱光公司各方股东的最大利益的目标做出更大的贡献。

恒通公司取得棱光第一大股东地位,实际已达成收购目标,在接受记者采访时,恒通副总经理张少杰透露准备改组董事会,棱光公司董事会11人中,大部分是原来的厂级和部门干部,不改组则很难改变公司传统的经营方法和思想。初步商定的改组方案是,董事会由9人组成,建材2人、恒通4人、1名法人股东、1名职工代表,这样在董事会上就能听到各方意见,当然这还需要提请股东大会表决。

同时在公告中还透露了恒通对棱光1994年发展计划的调整:

(1)重点发展电子式电能表,使其能够尽快成为棱光公司的主导产品。计划通过下述方式加快棱光公司在此产业中的发展:①恒通公司将其下属全资子公司珠海恒通电能仪表公司50%以上的股份转让给棱光公司;②由棱光公司在上海投资兴办一电子式电能表的组装厂,并负责产品的国内外销售。

(2)继续发展硅多晶及石英玻璃制品。

(3)进一步发展棱光公司已有的出租车业务。

(4)与恒通公司合作,适当参与一些房地产业务。

棱光董事长吴永强对恒通的受让股权行为表示欢迎,他认为,股份制公司股权的合理调整有利于体现同股同权同利原则,通过这次置换也可把一部分沉淀的国有股资本搞活,同时棱光实业自身也有加快发展的要求,但在现有股权结构、资本条件下还无力调整产品结构,恒通置业有此实力和愿望,是一件对各方都有利的好事。

有关人士对此事件评论道,棱光公司改制以来,尽管取得了较好的经济效益,然而其主导

产品硅多晶及石英玻璃制品均属高科技产品,受整个行业景气的影响,主营业务利润甚微,经营艰难,要走出困境,要调整产业结构,靠自身力量很难。恒通置业公司在这当口,愿出资买下棱光 35.5% 的股权,成为棱光最大股东,帮助棱光寻求新的发展,这种善意的收购,对棱光来说,称得上雪中送炭。

同时,有关人士也指出:在棱光之前发生的三起收购、控股的事件,均发生在流通市场,耗资均在亿元以上,所控股权比例均不高,最高的宝安控股延中也不过 19%。这次恒通收购棱光,每股只花 4.30 元,只是二级市场 13 元的 33%。若恒通要在二级市场完成 35.5% 的控股比例,则违规超购,至少也要约 2 亿元资金,现在只花了 1/4 的资金,舍去了二级市场的风险,一举成为棱光的第一大股东,是一条收购、控股新捷径。

恒通的收益远非如此。将其生产主导产品的全资子公司珠海恒通电能仪表公司 50% 以上的股份一举转让给棱光公司,既给棱光引进了主导产品,又进一步降低了控股成本,更主要的是为其拳头高技术产品日后占领上海市场奠定了坚实的基础。恒通善意收购棱光,无异于为其日后产品上市做了一个极有效益的大广告。

美国大陆公司买香港上市公司壳子的市值已达 300 多亿港元,由于都是在二级市场上完成,成本相对较高。恒通开了在沪市一级市场低价协议收购上市公司壳子的先例。

### 第七节 君安倡议改组万科

1994 年春,深圳股市正处于低迷市道,一件非同凡响的新事件爆发了,这便是君安万科风波。

1994 年 3 月 28 日,深圳市新一代实业有限公司等 4 家万科主要股东授权君安证券有限公司作为财务顾问。

3 月 29 日,万科召开第四届董事会第六次会议,新一代公司、海南省证券有限公司、中国新技术创业投资公司等与会,新一代等提出对万科现行经营状况作调整,董事会形成共识。

3 月 30 日,君安代表新一代公司、海南省证券公司、香港俊山投资有限公司和创益有限公司(4 家共持万科股份占其总股本的 10.73%)召开新闻发布会,向万科全体股东倡议:对万科产业结构及董事会作重大改组。君安称此行动已事先上报深圳证券主管机关及万科董事会。君安发言人何伟解释,君安只是作为这 4 家公司授权委托的财务顾问处理以上提议,而君安本身没有直接或间接持有万科 A 股。君安曾作过万科 B 股的主承销商,由于后来 B 股市场起变化,君安公司履行承销职责,由其关联公司认购了剩下的 B 股。

君安总裁张国庆也在会上表示,这次只是代表股东对万科提出合理的建议行动,不会涉及万科的分红派息。张国庆还谈到,这次 4 家公司中原包括中国新技术创业投资公司,其持股占万科股本的 2% 左右,但其后来退出。

在君安公司介绍情况后,万科公司董事长兼总经理王石应记者要求发表了意见。他首先表示不希望此事给市场造成万科被收购的假象。王石认为君安对万科的研究报告具有专业水平。但是他指出,万科 1993 年度房地产利润有所下降,股权投资利润所占比例相应提高,是正常的市场互补行为,而万科房地产盈利水平仍维持在一个较好的水平。会议结束时,万科董事

会秘书郁亮当众宣读新一代公司的声明(复印件)新一代不参与君安此次活动。

当日深圳股市掉头向下,自187点跌至183.6点,然而万科股票上午开盘后即表现坚挺,有一定的收集行为。下午开盘不久即从12.6元跳空而起,直冲13.9元。之后虽受到大量抛盘打压有所回落,但在13元附近有较大支持,收市上升11%以上,成为当日股市上的“明星”。

3月30日,君安代表部分万科股东举行新闻发布会后,万科两次向深交所提出停牌申请,并就有关情况予以公告。深交所也接受其申请,使其A股停牌两天,B股停牌一天,让大量投资者获得知晓信息的机会,并避免了万科股价不正常波动。

3月31日,君安在《中国证券报》、《深圳特区报》上发布关于万科业务重组的改革建议,其中有许多新见解。

万科企业股份有限公司以贸易起家,目前已发展成为一家涉足房地产开发、股权投资、贸易、工业及文化产业等的多元化集团公司。1993年万科的上述各项业务全面展开,而房地产开发是预定的主营项目。但据悉,该项利润实际上并未达到预期水平。为此,君安提出“业务透明度”的概念,对多元化经营的利弊发表了与众不同的意见。

君安认为,根据现代企业管理理论,业务透明度指一家上市公司的利润来自其主营业务的比重,以及主营业务的集中程度和稳定性。在国内上市公司中,南玻被国外投资人士评为业务透明度最高的公司之一,1993年该公司90%以上利润来自单一的玻璃制品生产这一主营业务。而万科业务多元化,房地产作为主营项目的利润只占总利润的35%左右(1993年实际估计数),复杂的多元化经营结构分散了公司的资源和决策层的经营重心,已不能适应现代市场竞争。对此,倡议书提出了收缩其他业务,扩大主营项目比重的具体措施。

股权投资是万科的另一特色。万科在国内上市公司中较早进行股权投资,对公司资本积累起到积极作用。但君安认为,股权投资获利丰厚的历史即将过去,随着国内股市低迷、调整和供求关系变化,股权投资利润率也大大降低,将此带有很大随机性的业务作为主营方向已不再合理,应有一个稳妥的了结。

另外,万科1993年股权投资的重大举措之一——参股申华,亦受到君安的质疑。君安认为,万科在上海的业务比较成功且已具规模,无需参股申华即可达到进一步开拓上海的业务的目的。而“宝延”风波后参股市盈率达50倍以上的“收购概念股”申华,亦是在错误的时间选中了错误的对象,对万科没有好处。

当日下午2:00,万科召开情况说明会,否定君安起草的改革倡议并出示新一代公司的两份文件:一份是撤销对君安的授权委托,另一份是委托万科董事长王石全权代表新一代负责此次事件的善后处理工作。

4月1日,深圳新一代实业有限公司举行记者招待会,主要发言人张西甫宣读一份发言,声明新一代已退出授权君安的活动。

同日,在君安证券公司与部分证券商的座谈会上,发言人何伟表示:只要持有1股的股东委托我们“改革倡议”行动就将继续。假如委托君安的股权不是法定可以提出议案的数量,君安可以发起征集股民签字授权的活动,以达到10%以上的股权要求。

4月2日,万科董事长王石得到特发公司(新一代公司的母公司)的正式授权,作为新一代(万科最大的股东)的代表处理此事,王石在记者采访时透露,新一代公司全力支持万科公司的管理层,如有必要,新一代随时准备增持万科股份。

4月4日,深交所副总经理柯伟祥约见君安证券公司总经理张国庆和万科董事长王石,希

望双方就近日所谓“君万之争”本着友好合作的态度尽量努力将事态向积极的方向推进。双方均表示接受这一建议。

在随后召开的深圳上市公司股权代表座谈会上,王石和上市公司的代表讨论了这件事给上市公司、股东和股市管理层带来的各种影响。王石认为,从当天的万科股价表现上看,“君万之争”已告一段落,但类似的事情将会继续在市场上出现。以后上市公司股东向公司的管理层提意见,到底应该采取何种方式,这是一个值得探讨的问题。

自此,在管理层的出面调解下,“君万之争”没有演变成西方流行的“委托书收购战”,而以握手言和告终。

### 第八节 北海正大假收购苏三山

1993年11月6日,海南《特区证券报》头版头条发布了“北海正大置业致函本报向社会公告收购苏三山股票”的消息,并全文刊载了广西北海正大置业有限公司致特区证券报编辑部的函件。该函声称,到11月5日下午3时30分,北海正大置业公司已经持有250.33万股江苏昆山三山公司股票(苏三山股票),占该公司流通股的5.006%,并表示“将按规定程序继续收购该公司的股票”。这一报道引起了社会各界的广泛关注,并且引起了苏三山股票价格的较大波动。

证监会立即对此进行调查,并于11月9日发表谈话说:截至11月9日,中国证监会和深圳证券交易所均未收到广西北海正大置业公司购买三山股票的口头或者书面的报告;北海市工商行政管理部门没有广西北海正大置业公司的企业登记记录;深圳证券交易所和深圳证券登记公司均没有北海正大置业公司开户和交易记录。

此发言制止了进一步的“造市”,到12月19日,证监会公布了所谓“北海正大置业有限公司大量买入江苏省昆山县三山股份有限公司股票事件,是一起精心策划的骗局”。

1993年5月上旬,湖南省某县物资局某干部动用其工作单位货款100万元在深圳某证券公司营业部以个人的名义开户从事股票交易,并于10月7日、8日分别以9.85元和9.60元的价格买进苏三山股票共150万股,其后进行了一系列违法活动:10月18日,该人以北海一投资公司的名义向深圳证券交易所邮寄匿名信,陈述所谓“收购苏三山”的虚假意向。11月2日、5日该人分别采取邮寄信函、发传真、打电话等手段,以所谓“北海正大置业有限公司”的名义多次向江苏省昆山县三山股份有限公司、《深圳特区报》编辑部、海南省《特区证券报》编辑部通报所谓“收购苏三山”的虚假消息,要求予以公布,在有关的信函和稿件中均盖有其本人非法雇佣他人篆刻的“北海正大置业有限公司”印章。该人于11月3日下午,当在深圳证券交易所交易的苏三山股票价格从开盘价8.30元升到临近收市前11.40元时,抛售苏三山股票9500股。由于中国证监会和深圳证券交易所于11月8日、9日通过调查掌握初步事实后,采取了有力措施,制止了事态的扩展,抑制了苏三山股票价格上涨,该人于9日将其持有的剩余苏三山股票以9.45元的价格抛出。

证监会从11月8日至27日对所谓的“收购苏三山事件”进行了认真细致的调查,在有关方面的积极配合下,发现了大量事实,掌握了违法分子的有关证据和线索。事实表明,该人的

行为已违反了我国法律法规的有关规定。国务院颁发的《股票发行与交易管理暂行条例》第七十四条规定“对以‘散布谣言等手段影响股票发行、交易的’予以处罚”；第七十八条规定“违反本条例规定，构成犯罪的，依法追究刑事责任。”国务院证券委员会的《禁止证券欺诈行为暂行办法》第七条规定：“禁止任何单位或者个人以获取利益或者减少损失为目的，利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场，影响证券市场价格，制造证券市场假象，诱导或者致使投资者在不了解真相的情况下作出证券投资决定，扰乱证券市场秩序”；第八条规定“操纵市场行为包括以散布谣言等手段影响证券发行、交易。该人竟然不顾以上法律法规的规定，极其恶劣地欺骗社会投资公众并企图牟取暴利，严重破坏了证券市场秩序，侵害了社会投资公众的财产权益，必须受到法律的制裁。公安机关于11月22日接受报案后，立即依法立案侦查，于11月24日已将该人依法收容审查，并将依法对此案进行审理。

同时经调查核实，在此次事件中，海南省《特区证券报》编辑部在收到传真稿后，有关人员“对‘北海正大置业有限公司’的情况作出了并无确凿根据的肯定，对传真稿的内容没有对照有关法规进行认真的核查，对该稿中多处有悖于法律规定和证券业常识的陈述未加辨别，导致虚假信息的公开传播并造成恶劣影响。尽管该报编辑部在发现受骗后采取了一系列补救措施，但是由于该报以头版头条刊登违法分子提供的虚假消息，并加上不切实际的标题和编者按，为虚假消息的传播起到了推波助澜的作用，对证券市场和社会各界产生极坏的影响。为此，证监会建议海南省政府有关部门依照有关行政法规对海南省《特区证券报》编辑部及其有关责任人员予以处罚，处理结果应公布于众。证监会提醒各新闻单位，在报道有关证券市场新闻时，务必严格遵守国家有关法规和新闻道德，严格按照国家证券管理部门的要求，依法披露证券业信息。

## 第九节 安卡莎收购华新标购要约

1994年2月21日香港《信报财经新闻》刊登安卡莎经销有限公司(新加坡)收购华新公司的标购要约，附录于后，可供参考。

香港联合交易所有限公司对本公布之内容概不负责，对其准确性或完整性亦不发表任何声明，并明确表示概不就因本公布全部或任何部分内容而产生或因依赖该内容而引致任何损失承担任何责任。

WALSIN INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED  
ANGKASA MARKETING ( SINGAPORE ) PTE. LTD.

(在香港注册成立有限公司)华新·安卡莎经销(新)有限公司(在新加坡注册成立有限公司) (收购人)

有条件须予披露及关连交易及由惠信亚洲有限公司(惠信亚洲, CARR INDOSUEZ ASIA LIMITED)代表收购人提出：

收购华新全部每股面值1.00港元已发行股份(已由收购人拥有及将由收购人有条件同意收购的股份除外)的有条件现金收购建议。

联合公布

## 1. 绪言

华新及收购人各自的董事会联合宣布,已于1994年2月18日订立下列有条件协议:

(1)由(其中包括)(I)收购人与(II)华新丽华股份有限公司(一家在台湾注册成立的公众上市有限公司)间接拥有的全资附属公司Apse International Limited,Chery Investments Limited及Delicacy Holdings Limited(统称控股股东)订立之有条件买卖协议(股份出售协议),据此,控股股东有条件同意向收购人出售而收购人有条件同意购买118836300股股份(待售股份)(“收购事项”)。待售股份约占华新全部已发行股本56.56%。控股股东为所有待售股份的法定及实益拥有人,且不会于紧随完成(定义见下文)后持有任何股份。

(2)由华新与Walsin Hong Kong Corporation Limited(WHK,华新丽华股份有限公司一家在英属维尔京群岛注册成立的间接全资附属公司)订立的有条件出售协议(出售协议),据此,如下文所述,华新同意出售或促使出售而WHK同意购买或促使购买华新若干附属公司已发行股本,现金代价合共80697354港元。

(3)由华新与华新国际管理有限公司(华新管理,华新一家在香港注册成立的全资附属公司)订立的有条件管理协议(管理协议),据此,华新同意委任华新管理向华新及其附属公司(华新集团)提供行政、会计及财务服务。

(4)由(I)广国投资有限公司(华新一家在香港注册成立的全资附属公司)及华新丽华(香港)有限公司(华新丽华)(II)广伟发展有限公司(华新一家在香港注册成立的全资附属公司)及华新管理就分别租用中华人民共和国(中国)上海玉兰花园建兰公寓11楼A至F室及香港中环金钟道89号力赛中心百富勤大厦16楼1601室而订立的两项有条件租约协议(租约协议)。

## 2. 股份出售协议

收购人就待售股份应付予控股股东的总代价乃按公平原则厘定,为536427058港元,等于每股待售股份4.514港元。总代价已计及华新集团于1994年2月4日的未经审核资产净值(已就华新集团权益的独立估值作出调整)及溢价186000000港元(按华新100%的股本计算),并按公平商业条款厘定。

收购人已于签署股份出售协议时支付按金53642706港元(约占总代价10%)予控股股东。余款须股份出售协议完成(完成)时支付,预期股份出售协议将于1994年4月17日(或各方书面同意的其他较后日期)或以前完成。

股份出售协议须待“条件”一段所述的条件达成后方可落实。

## 3. 出售协议

根据出售协议,华新同意出售或促使出售,而WHK同意购买或促使购买下列各项:

(1)华新的全资附属公司广宜投资有限公司(广宜,一家在香港注册成立的公司)的全部已发行股本,广宜的唯一资产为香港中环金钟道89号力赛中心百富勤大厦18楼全层。

购买代价为79577453港元,乃按公平商业条款厘定,为广宜于1994年2月4日的未经审核资产净值,并已计及重估广宜拥有的物业所产生的增值55900000港元。该物业于1994年2月4日的市场估值为182000000港元,乃由独立专业物业估值师简福饴测量行及梁振英测量师行共同评定。计算重估增值时,按公平原则商讨后,只计及市场估值的95%。

(2)华新的全资附属公司广鸿发展有限公司(广鸿,一家在香港注册成立的公司)的全部已发行股本。广鸿的唯一资产为间接拥有南京兴宁房地产开发有限公司10%权益。南京兴宁

房地产开发有限公司为一家由广鸿拥有 20% 股权的联营公司与中国南京外贸工程建设总公司在南京注册成立的合营公司,两者各占该公司 50% 权益,并各占位于中国南京一个占地约 3700 平方米的商业物业发展地盘的一半纯利。

购买代价为象征式 2 港元,理由为广鸿于 1994 年 2 月 4 日这未经审核资产净值为负数。

(3) 华新管理的全部已发行股本,华新管理的唯一业务为提供管理服务。现时,华新管理为一家向华新集团提供管理服务的管理公司。

购买代价为 988881 港元,此乃华新管理于 1994 年 2 月 4 日这未经审核资产净值。

(4) 华新的全资附属公司华新丽华(一家在香港注册成立的公司)的全部已发行股本。该公司经营买卖电缆、电线及相关产品以及机械的业务。

购买代价为 131018 港元,此乃华新丽华于 1994 年 2 月 4 日的未经审核资产净值。

WHK 根据出售协议应付的总代价为 80697354 港元。有关代价将于出售协议完成时以现金一次支付,以作为华新的额外营运资金。

#### 4. 管理协议

管理协议的有效期由 1994 年 4 月 1 日起计 6 个月。华新的全资附属公司华新管理(亦为出售协议所述者)现时向华新集团提供管理服务,并已同意继续以其现时的部分雇员向华新集团提供行政、会计及财务服务,以便收购人更有效地履行上述职权。华新将向华新管理每月支付 80000 港元作为所提供服务的代价。

#### 5. 租约协议

华新的全资附属公司广国投资有限公司同意将中国上海玉兰花园建兰公寓 11 楼 A 至 F 室(建筑面积为 7286 平方英尺)租予华新丽华,租期由 1994 年 4 月 1 日起计两年,首年月租为 7000 美元,次年月租则为 12600 美元(按公平原则商讨后厘定)。该物业目前由华新丽华占用及使用,作为上海代办处。

华新的全资附属公司广伟发展有限公司同意将香港中环金钟道 89 号力赛中心百富勤大厦 16 楼 1601 室(建筑面积为 3381 平方英尺)租予华新管理,租期由 1994 年 4 月 1 日起计 1 年,月租为 150000 港元(按公平原则商讨后厘定)。该物业目前由华新占用及使用,作为其注册办事处。

华新丽华及华新管理均由控股股东的最终控股公司华新丽华股份有限公司实际拥有或控制。

#### 6. 条件

股份出售协议须待下列条件达成后方可落实:

(1) 完成当日及以前的任何时间,股份仍然保持在香港联合交易所有限公司(联交所)的上市地位(只有于完成后公众人士所持的已发行股本百分比过低者属例外),但为避免产生任何疑虑,于该段期间暂停买卖将不构成取消上市资格;

(2) 完成当时或以前并无接获证券及华新事务监察委员会(证监会)或联交所的正式通知或明确指示,致使股份在联交所的上市地位将因完成或出售协议完成或因股份出售协议或出售协议的条款而被撤销或拒绝(或遭附加不寻常及繁重条件);

(3) 除控股股东及收购人和其他等一致行动的各方及根据联交所证券上市规则(上市规则)不得就此投票的人士以外的本公司股东(独立股东)在股东特别大会上批准出售协议、管理协议及租约协议,以及通过一项决议案,更改本公司的名称,使名称不包括“华新”及“丽华”的

字样；

(4) 获取证监会公司财务部执行理事(执行理事)关于出售协议的同意,以及执行理事并无于完成或之前要求根据香港《公司收购及合并守则》(《香港守则》)付出任何较 4.514 港元为高的价格,只有因购买股份或由收购人或与其一致行动各方做出的其他行动引致者除外；

(5) 出售协议已签订,并在各方面成为全面条件,只有股份出售协议成为无条件所需的任何条件除外。

(6) 根据马来西亚 1953 年《外汇管制法》第 8 节,股份出售协议的总代价余款获马来西亚国家银行同意或批准汇出。

上文第二项条件可由收购人豁免。倘任何条件未能于股份出售协议日期(或股份出售协议订约各方书面同意的较后日期)起两个月内达成(或豁免),股份出售协议订约各方的一切权利、义务及责任将会停止及终止(除有关上文所述偿还按金者外),各方之间不得进行任何索偿。完成日期将为最后须予达成的条件达成(或豁免)当日的后 3 个营业日内。

出售协议、管理协议及租约协议须待完成后方可落实。

#### 7. 收购建议

惠信亚洲将代表收购人根据《香港守则》第二十六条,按以下基准提出收购所有已发行股份(收购股份)(待售股份及已由收购人拥有及将由收购人有条件同意收购的股份除外)的有条件现金收购建议(收购建议),所收购者合共 91263700 股收购股份：

每股收购股份(收购价) 现金 4514 港元

任何人士如接纳收购建议,将视为该(等)人士向收购人作出一项保证,即根据收购建议所收购的股份乃由任何该(等)人士出售,不受任何第三者权益、留置权、抵押、衡平权益及繁重负担所限制,并可享受其现时或日后附带的一切权利,包括有权收取于 1994 年 2 月 18 日的后宣派、作出或派付的一切股息及分派。

收购建议须待完成后方可落实。

收购建议将评定所有已发行股份的总值约为 948391400 港元。收购价与股份于 1994 年 2 月 17 日(本公布刊发前的最后一个交易日)在联交所的每股收市价 4.05 港元比较,高出约 11.5%。收购价亦比 1993 年 4 月 30 日的经审核每股资产净值(根据华新最近发表的经审核账目计算)每股 2.53 港元高出约 78.4%,而与 1994 年 2 月 4 日的未经审核资产净值每股 3.67 港元比较,则高出约 23%。

接纳收购建议的人士须付收购建议引致的卖方价印花税,并将从根据收购建议应付的代价中扣除。

#### 8. 收购人之资料

收购人为一家在新加坡共和国注册成立的私人有限公司,其为马来西亚金狮集团关系企业成员公司合营制钢有限公司(合营制钢)的全资附属公司,与控股股东、其个别的董事、主要行政人员或主要股东,或其任何附属公司,或其他任何联系人等概无任何关连。金狮集团关系企业为马来西亚的多元化大集团,核心业务包括制造钢材、汽车及电脑产品、金融服务、物业发展、建造及投资、贸易、零售及种植场。金狮集团关系企业的 8 家公司,包括收购人的控股公司合营制钢,均在吉隆坡证券交易所(吉隆坡证交所)上市,另 2 家公司则在雅加达证券交易所(雅加达证交所)上市。根据 1994 年 2 月 17 日合营制钢的股份收市价 4.40 马来西亚林吉特(林吉特)或按 1 林吉特兑 2.86 港元换算,约为 12.58 港元)计算,合营制钢的市值约为 27.5

亿林吉特(约为78.7亿港元)。根据1994年2月17日的股份收市价计算,在吉隆坡证交所上市的8家公司及在雅加达证交所上市的2家公司的总市值约为48.6亿林吉特(约为139亿港元)。

截至1993年6月30日止财政年度,合营制钢集团的经审核综合营业额为23.2亿林吉特(约为66.5亿港元),除税后盈利为88200000林吉特(约为252200000港元),而股东应占盈利为77300000林吉特(约为221100000港元)。1993年6月30日,合营制钢的股东资金为949900000林吉特(约为2716700000港元)。合营制钢现时的董事为丹斯里拿督再因哈欣、丹斯里钟廷森、陈殷宝、丹斯里那士路丁默哈默、钟廷基及拿督钟荣铨(钟廷基的替任董事)。

1994年2月18日,收购人的董事确认,收购人及与其一致行动的任何各方拥有或实际控制2142000股股份,约占已发行股本的1%,而于前6个月内亦无以高于收购价的价格收购任何股份。

### 9. 华新日后之计或及前景

根据收购人的董事现时的意向,华新的主要业务将保持不变,而华新将继续从事物业投资及证券买卖的业务。待完成后,收购人将评估华新现时持有的物业组合,并决定是否还需要再作收购或出售,从而改善华新的长远增长及盈利能力的合送投资机会,而此等投资或会扩展至其他方面的业务,借以进一步增加盈利。

联交所已表示,日后华新的任何收购或出售将受上市规则规定所限制。根据上市规则,联交所可要求华新就任何规模的收购或出售建议,尤其是该等收购或出售偏离华新的主要业务时,向股东发出有关的通函。联交所也有权根据上市规则将华新的一连串收购或出售合并考虑,而任何该等收购或出售在任何情况下均可能导致华新被当作申请新上市处理,且须受上市规则有关申请新上市公司的规定所限制。

### 10. 董事的委任及辞职

完成时,控股股东承诺促使华新所有现有董事辞职,由紧随收购建议首个截止日期后首日或《香港守则》第7.1条适用的其他较后日期起生效。收购人将于同日委任下列4名新董事加入华新的董事会:

钟荣光先生,37岁,按计划将出任华新的执行董事。钟先生修毕工商管理课程,并为特许秘书及行政人员公会附属会员。他在金融及财务连作以及制造业及物业发展方面拥有逾12年的经验。他是德昌实业私人有限公司的董事。德昌实业私人有限公司为一家在新加坡注册成立的公司,并为金狮集团关系企业的成员公司,主要在新加坡从事物业发展业务。他亦为在耶加达证交所上市的金狮五金工业有限公司的监理委员会成员。

朱兆平先生,44岁,按计划将出任华新的执行董事。朱先生持有新加坡大学理学士(建筑)学位。他于1986年加入金狮集团关系企业,现时为金狮集团关系业务部执行董事。他亦为金狮集团关系企业在吉隆坡证交所上市的成员公司金狮置地有限公司的董事。他在物业发展及投资业拥有逾15年的经验。

方雪茵女士,40岁,按计划将出任华新的非执行董事。方女士自1982年起为香港执业律师。她毕业于英国布兰尔大学,并在英格兰获取律师资格。方女士亦曾担任马来西亚公会在香港的荣誉法律顾问多年。

黄炯南先生,66岁,按计划将出任华新的非执行董事。黄先生为香港居民,并为一位在商业及贸易方面拥有丰富经验的商人。他是在1972年成立的香港大地集团公司的创办人。现

时为大地集团的董事总经理,参与农产品、农业化学品及物业投资业务。黄先生在物业投资拥有逾 20 年的经验。

收购人亦拟在适当时候委任其他拥有有关经验及专长的人士进入华新董事会出任执行董事。

### 11. 上市

收购人的董事拟维持股份在联交所的上市地位,华新的新董事及收购人的董事将就此共同及个别向联交所作出承诺,将于收购建议截止后采取适当的步骤,以确保不少于 25% 的已发行股份由公众人士持有。联交所已表示,倘于收购建议截止后,公众人士持有的已发行股份不足 25%,则联交所会密切监察股份的买卖。倘联交所相信股份出现或可能出现造市情况,或公众人士持有股份的数目不足以维持市场秩序,则联交所会酌情考虑暂停股份的买卖。

### 12. 一般资料

惠信亚洲已就收购建议获委任向收购人提供意见。惠信亚洲认为,收购人具充足财政资源,可提供收购建议获全面接纳时所需的资金。

一名独立财务顾问(独立财务顾问)将获委任,向独立董事委员会(其成员包括华新的独立非执行董事赵完旗先生)及独立股东就出售协议、管理协议、租约协议及收购建议的条款提供意见。百富勤融资有限公司已获委任向控股股东提供意见。

出售协议须予披露及关连交易。根据上市规则,管理协议及租约协议构成关连交易。因此,华新的股东将召开股东特别大会,以根据上市规则就上述交易征求独立股东的批准。此外,根据《香港守则》第二十五条第四项,出售协议构成一项“特别交易”。根据《香港守则》,执行董事通常会同意本项交易,独立财务顾问须作出公开声明,认为本项交易的条款为公平合理,交易并且在华新的股东大会上获得批准。

鉴于控股股东于华新拥有权益,控股股东有收购人及其联系人等将不会在建议举行的华新股东特别大会上就有关批准出售协议、管理协议及租约协议的决议案投票。

载有收购建议详情及本公布所述协议,连同独立财务顾问的意见,召开必需的股东特别大会的通告及接纳及过户表格的综合文件,将尽快送呈华新各股东。

股份已于 1994 年 2 月 18 日暂停买卖,预计于 1994 年 2 月 21 日复牌。

承董事会命

承董事会命

WALSIN INTERNATIONAL 安卡莎经销(新)有限公司

HOLDINGS LIMITED

董事总经理

董事

焦佑衡

钟廷基

香港,1994 年 2 月 18 日

本公布中有关华新及收购人的资料分别由华新有收购人的董事提供。华新及收购人各自的董事愿分别就本公布所载有关华新及收购人的资料的准确性共同及个别承担全部责任,并于作出一切合理查询后,确认本公布中所表达而其他须负责的意见乃经审慎周详的考虑后方始作出,而本公布亦无遗漏任何其他事项,以致本公布所载任何声明产生误导。

## 第十节 固特异公司标购战

固特异轮胎与橡胶公司(Good Year)在世界轮胎行业中独占鳌头。1986年,轮胎方面的营业额达90多亿美元。公司创立80多年来,通过一系列投资兼并,经营范围扩展到航空、石油、天然气及输油管线等领域,为美国工业巨头之一。80年代中期,由于油价下跌等因素,公司在石油、天然气等领域出现严重亏损,公司股票价格从每股50多美元跌至32美元,在交易所地位急剧下降,甚至超出危险警戒线。华尔街一些拥有固特异股票的机构大户早就对于固特异多角化经营大为不满,他们只希望固特异专心发展其优势的轮胎行业,股价大跌令其大为恼火。专事袭击的投资银行家戈德日·史密斯串通几个同伙在通过美林证券公司等渠道购进固特异股票达到11.5%时,致信并约见固特异董事长,戈氏扬言,固特异必须将其轮胎行业以外的航空能源等多种经营部门全部出售,否则将以每股至少49美元对余下的88.5%股份发动标购。标购成功后同样要改组固特异,恢复股价。戈氏已联系了27亿美元的银团贷款及19亿美元的垃圾债券融资,加上合伙人8亿美元,共计54亿美元的标购资金,此番威胁决非戏言。

固特异公司自然不甘按魔笛跳舞。他们联系并得到工会、所在城市的社会公众及舆论、当地政府及州政府等多种政治力量强有力的支持,甚至引致地方法律修正,允许其采用歧视性的股票回购计划,高价从戈氏以外的股民中回收2000万股股票,但这一计划将使固特异财政捉襟见肘,难以抵抗有强大金融支持的戈氏控股标购。固特异公司只好壮士断腕,自行调整经营业务,免受日后戈氏宰割。固特异陆续出售航空、石油、天然气部门,与戈氏标购威胁中的改组要求相差无几。

最终,戈氏受制于地方及州的政治、法律,且已达到初始目的,放弃了标购,按协议向固特异以每股49.5美元出售手中股票,净获9000万美元,没有吃亏。固特异幸免于难,但劫后余生,帝国瓦解,往日风采已如过眼烟云。

## 第十一节 利信达集团有限公司收购要约

LE SAUNDA HOLDINGS LIMITED

利信达集团有限公司

(于百慕大注册成立本有限公司)

### 一、主要交易

#### 1. 绪言

利信达集团有限公司(本公司)董事会宣布,于中华人民共和国(中国)注册成立之顺德市

投资控股总公司(卖方)与于香港新注册成立并由本公司拥有 78% 权益之庆华企业有限公司(庆华)于 1994 年 2 月 8 日订立一项有条件买卖合同(该协议)据此,除其他事项外,庆华将向卖方收购其于顺德特种变压器厂(目标公司)之 70% 权益,目标公司亦为于中国注册成立之公司(收购事项)。目标公司其余 30% 权益将由卖方持有。目标公司之主要资产为一家位于中国广东省顺德市大良镇红冈工业发展品工厂。待收购事项完成后,庆华及卖方须个别将各自于目标公司之 70% 及 30% 权益注入一家新成立的中外合资公司(合资公司)内。合资公司将由庆华拥有 70% 及卖方拥有 30% 股份。本公司将因此拥有合资公司 54.6% 权益。卖方曾进行招标,而庆华就收购事项出价人民币 280000000 元。

卖方及庆华另外两位少数股东(彼等合共拥有庆华 22% 权益)均为独立第三者,与本公司或本公司或其任何附属公司董事、主要行政人员及主要股东或各自的联系人士概无关联。

## 2. 代价

收购事项之代价为人民币 280000000 元(假定汇率为 1 港元 = 人民币 1.12 元,相当于 250 000 000 港元),而上述代价可根据该协议之规定在若干情况下予以调整。庆华已于签订该协议时向卖方支付为数 75 000 000 港元(假定汇率为 1 港元 = 人民币 1.12 元,相当于人民币 84 000 000 元),即代价 30% 作为定金。代价余额将于交易完成时支付,而有关交易预期于 1994 年 4 月 26 日或其后 15 天内完成。由于本公司拥有庆华 78% 权益,故本公司应支付代价其中约 195 000 000 港元。

庆华就收购事项出价竞投时,曾考虑由卖方委聘独立人士根据卖方所提供资料而编制合作邀请书所载下列因素:

( I )目标公司于 1993 年 10 月 31 日未经审核财务账目显示,除税后溢利约为人民币 33 978 000 元,而资产净值为人民币 43 665 000 元,但在计及目标公司的物业与厂房设备及机器重估后,资产净值则调整为人民币 66 619 000 元;

( II )目标公司于截至 1991 年 12 月 31 止年度之未经审核除税前及未计入非经营项目之合并纯利为人民币 2175000 元,而未经审核除税后及未计入非经营项目之合并纯利为人民币 2175 000 元,至于截至 1992 年 12 月 31 日止年度则分别为人民币 12 380 000 元及人民币 12 240 000 元;

( III )在中国只有 4 家公司制造类似目标公司所造的产品;

( IV )目标公司在中国市场占有率约达 33.3% ;

( V )目标公司发展迅速及潜力丰厚;

( VI )目标公司于 1988 年 12 月 10 日与德国注册成立 May & Christe GmbH 订立一项由 1988 年 12 月 10 日起计为期 10 年协议,据此,目标公司购入制造“ Maylamid ”变压器之技术,以及在中国及中国以外特定地区出售目标公司采用上述技术制造“ Baylamid ”牌变压器权利。在上述协议届满或终止后,目标公司将有权继续采用根据上述协议转让技术,且毋须支付任何费用。

上述合作邀请书并不包括目标公司物业与厂房设备及机器的独立估值报告。

由庆华委聘精算师(精算师)对目标公司之财务进行详尽的审阅。在精算师进行详尽审阅完成后,尚结果显示与该协议附表一及三所载目标公司于截至 1993 年 10 月 31 日止 10 个月的未经审核除税后盈利的数字相差 10% 或以上,则庆华及卖方将有权撤销该协议。

本公司拟以内部资金及银行融资拨款支付收购事项中其应支付的代价。庆华另外两位少

## 公司购并

数股东合共拥有庆华 22% 权益,将由各自的内部资金拨款支付收购事项中应支付的代价。本公司董事预计两位少数股东将不会未能支付上文所述各自应支付的代价。

### 3. 条件

收购事项条件如下:

(1) 该协议附表六所载所有法律文件(包括但不限于下列各项)于 1994 年 4 月 26 日或其后 15 天内由卖方提交庆华。

- a. 中国有关部门及当局发出将卖方于目标公司 70% 权益转让庆华批文;
- b. 中国有关政府当局发出批准成立合资公司批文;
- c. 由中国注册合资格精算师编制目标公司的物业及资产于 1993 年 12 月 31 日估价报告;
- d. 倘法律规定,由中国顺德市有关政府部门发出关于目标公司上地及物业作价批文;
- e. 合资公司营业执照。

(2) 由精算师审阅目标公司于截至 1993 年 10 月 31 日止 10 个月未经审核除税后盈利,与该协议附表一及三所载数字的相差额,并未达 10% 或以上;

(3) 提交证明,显示根据目标公司与广东发展银行订立贷款协议(贷款协议),目标公司欠广东发展银行所有款项已悉数偿退,而抵押在广东发展银行的目标公司 15% 权益已依据贷款协议解除抵押;

(4) 于完成日期或之前中国法例并无任何致使合资公司丧失两年全免及三年减半宽免所得税之改变。

除上文第二项条件下,倘上文所载任何其他条件未能于 1994 年 4 月 26 日或(在适用情况下)其后 15 天之前达成,庆华将有权终止该协议。倘上文第二项条件未能达成,则庆华及卖方均有权终止该协议。

### 4. 进行收购事项的理由

本公司董事认为收购事项将增强本公司及其附属公司(本集团)的财政实力。由于庆华并无变压器业务专门知识,在交易完成后,卖方将继续向合资公司提供有关技术专门知识。本公司董事会预期合资公司赚取溢利将对本集团来年业绩作出贡献。本公司主要业务将仍为零售及制造皮鞋。

### 5. 一般事项

遵照香港联合交易所有限公司证券上市规则,收购事项属于本公司主要交易。因此,作为李子彬单位信托基金受托人之李子彬信托基金集团公司,作为李强单位信托基金受托人之李强信托基金集团公司、李子彬先生及何辉仪女士(彼等合共实际拥有本公司已发行股本约 52.45% 权益)已就收购事项发出不可撤回的同意。有鉴于此,本公司毋须召开股东大会以批准收购事项。载有收购事项进一步评值通告,将尽快寄于各股东及各持股证权持有人参阅。该通函将包括目标公司会计师报告及目标公司物业主估值报告。

承董事会命

董事

吕妙兰

香港 1994 年 2 月 15 日

## 第十二节 可口可乐与百事可乐的收购战略

可口可乐能发展至仅低于万宝路的世界第二品牌,其经营战略中重要的一条便是收购。

可口可乐最早历史可追溯到 1886 年,随后,通过特约装瓶厂(几乎遍设各个国家),使其生产的软饮料得以畅销全球。直至 1960 年,该公司基本上是一家单一产品的制造商。60 年代,公司陆续兼并、购进了其他一些企业的股权,才逐步向多种经营业务发展。1960 年购进了密纽特·梅德冷冻果汁公司;1961 年又购进了邓根食品公司(主要经营咖啡业)及其他一些企业。随着多种经营业务的不断发展,不仅单纯从事一些软饮料及其他食品的生产,而且还从事其他工业生产活动。例如,1970 年购进了化学溶液公司,从而开始水净化系统的业务;1977 年又购进了普莱斯托产品公司,增加了塑料薄膜包装材料的生产业务。特别是在 1977 年购进了泰勒酿酒公司后,公司业务突飞猛进,一跃而成为美国第五大酒商。在 70 年代,该公司陆续买进了各国好多家装瓶厂,为其产品行销全球奠定了稳固基础。

到戈伊祖艾塔担任可口可乐公司总裁时,他认为要保持可口可乐的竞争优势,必须进一步增添可口可乐的文化品味,加强其美国经典象征的形象,于是一再坚持公司战略应进一步向娱乐进行分化。收买哥伦比亚制片公司的决定被认为是精明之举,尤其是《幽灵爆破者》在票房上一炮打响之后。

1985 年,可口可乐公司买下了使者通讯公司的全部产权,它是几家主要的电视节目制作公司。不到一年,即 1986 年春天,他们又买下了默芜·格里芬制作公司。华尔街被戈伊祖艾塔一系列举动震动起来,同样的可口可乐股票在戈伊祖艾塔出任主席的那天以 29 美元的价格出售,而在 5 年之后要卖到 100 美元以上。在 1978 年《商业周刊》曾经认为可口可乐公司已防卫不住百事可乐的挑战,然而,现在它承认戈伊祖艾塔是“一度守旧的企业中勇于改革的经理人”。

对可口可乐的主要竞争对手来说,百事可乐曾以其富有潮流感的广告及形象步步抢占汽水市场可口可乐的地盘。同样,收购也是百事可乐增强资源优势,扩大市场份额的有效手段。

七喜(7up)是美国汽水中继可口可乐、百事可乐后的第三品牌,以其“非可乐”的市场定位而深受顾客喜爱。1986 年,百事可乐决定从菲利普·莫里斯公司收买七喜。如果收购能成功,百事可乐公司旗下的各种品牌市场占有率将超过可口可乐。

可口可乐公司急忙进行回击,立刻与市场中的第四位“佩珀博士”公司进行秘密谈判,准备收购这家公司,以对付百事可乐的挑战。这笔交易的谈判只用了不到 1 个月时间。1986 年 2 月 23 日,可口可乐公司宣布同意出 4.7 亿美元购下“佩珀博士”公司,并等待联邦反垄断机构的批准。

这两桩收购最后都没有成交。因为在反垄断机构的官员们看来,如果这两桩生意成交,那么就会有 80% 的市场掌握在这两家大公司手里,结果只有将它们一并否决。

在汽水市场上,可口可乐与百事可乐保持 4:1 的比例,然而百事可乐公司却并不把自己认为是“可口可乐的竞争者”,百事可乐的总裁韦恩·卡洛威(Wayne Calloway)认为:百事可乐在美国的市场已相当成熟,而可口可乐又力量雄厚,除非不惜成本,否则要抢后者的汽水市场是

极不可能的。反观世界上那些目前迅速工业化的地区,人们的饮食习惯正逐渐改变,市场潜力不可限量。于是在他的领导下,百事可乐逐渐向一家多元化的食品和饮料公司发展。目前,百事公司的制造部门每天生产价值3000万元的薯片和其他小食品,4300万元的意大利薄饼、墨西哥式杂米饼和炸鸡,以及7000万元的百事可乐和其他饮料,饮品只占百事公司业务的35%。

百事公司的食品工业的发展,许多是依靠收购实现的。目前百事旗下拥有塔科·贝尔(Taco Bell)墨西哥式快餐店连锁店,必胜客(Pizza Hut)薄饼店以及著名的肯德基家乡鸡连锁快餐店等。这些进行国际化拓展的快餐店在中国、俄罗斯等都大受欢迎,百事可乐已成为世界上最大的快餐店集团。卡洛威充满信心他说:这些初步成功告诉我们,我们可以沿着这条路走下去,我们甚至还未真正起步呢。在美国以外,我们有施展拳脚的广阔天地。

百事通过拓展全球性业务,在5年时间内把海外资产增加了一倍,达到560亿美元。1993年,百事先后收购了一个墨西哥餐厅连锁集团和一个同级的意大利薄饼餐厅连锁集团。

在饮品市场上,百事可乐也将收购作为一种快速攻击市场的方式。可口可乐一般与各地独立的瓶装厂商建立合作,由它提供浓缩料,由后者负责投资兴建瓶装生产线,购置运输卡车和管理销售网。这样的做法是使可口可乐用十分低的投资而获得非常高的利润。与此相反,百事可乐喜欢拥有本身的瓶装厂,这样就需要大量投资。1966年,百事可乐与费列图·雷(Frito Lay)合并,这家庞大的食品厂使百事可乐获得了长足发展。

让我们来看百事可乐最近进行的一次“快速攻击”,这次攻击名为“沙漠风暴行动”,发生在墨西哥的蒙特雷。蒙特雷是个干旱得像沙漠一样的地区,每个居民平均每年汽水消耗量为1114瓶,高居世界首位,可口可乐在其市场中占九成。但该地还没有塑胶瓶装的汽水饮料,1992年12月,百事可乐从(Eupo Protexa)集团手中收购蒙特雷市的百事汽水厂49%股权,从而控制了该厂。百事可乐调入250辆新卡车,并运入50万箱新玻璃瓶,200万个2公升装塑胶瓶,8000个冷藏柜。同时要1150名新职员接受16天的严格训练。百事可乐通过收购以创纪录的速度兴建了一家新灌装厂。

4月27日,收购瓶装厂4个月后,百事可乐在街头和广播中展开宣传攻势,两个月内,百事可乐的销售点由6900个,即市场的30%,激增至186000个,即市场的81%,百事可乐推出的新瓶装要比可口可乐便宜23%,结果一下子将市场占有率提高了3倍,达到了24%。

百事可乐发展食品业,目前已拥有全球快餐店22万家,总营业收入达250亿元,1993年纯利高达16亿元,普通股每股值2美元,1994年增至2.38美元。对比之下,可口可乐普通股的总市值为570亿元,几乎是百事的两倍多,而可口可乐1993年的税前利率为22%。

## 第十三节 收购石油回收设备公司分析

### 一、公司背景

总部设在美国伊利诺斯州奥克布鲁克的 CAMVAC 联合公司,于 1943 年开业,主要生产高度专门化的各式机床。公司由索尔·坎帕尼克(Soul Campanic)和雷蒙·瓦肯(Raymond Vaccan)两人联合成立,因而公司名称 CAMVAC 取两人姓氏首音节合并构成,下面简称“机床联合公司”。公司成立前这两位机床或母机制造方面取得了数项专利技术,由此联合成立自己的公司专营生产。由于第二次世界大战期间机械定货空前高涨,公司业务直线上升,公司的专利技术和机器生产也为赢得战争出了大力。

机床联合公司的发展史可以分成三个阶段。1943 年至朝鲜战争结束,公司主要产品即各种车床的销售额呈直线上升趋势,甚至到了 1955 年仍旧保持在 3 800 万美元的高水平上。第二个阶段由 50 年代中期到 70 年代末,公司销量稳定但经营规模有所扩大,主要是通过逐步收购芝加哥地区小型车床公司实现的。母公司原有产品系列增长不算很快,1970 年销售额为 4900 万美元,仍可算作稳中有升。

80 年代初以来的近 10 年间,公司销售总额呈持续上升局面,翻了一番多。比较典型的年度 1985 年销售额达 1.11 亿美元。但是这种增长并不在于原来的主流产品,因为母机销售仅达 2500 万美元。第二阶段的大幅度增长主要来自经营多样化,这既与社会化大生产的经济模式发展趋势相适应,也是公司实施协调发展、多样经营的决策方针的直接结果。根据这一方针,公司逐步吞并了十几家生产各种创新型、改进型工业机器和设备的小公司,产品门类涉及机器人制造、自动化起重机及钢板锻压等。

机床联合公司购买的对象,必须是具有某一技术优势和独特产品的公司。这一类公司中有些或者资金短缺、财务困难,或者管理差劲、生产混乱,或者销售乏力、产品积压。这种情况下只要机床联合公司获悉,就会设法买下或者通过控制多数股票收购过来。

一个典型的例子是现属机床联合公司的克雷斯皮机器子公司。这家子公司原来的主人斯坦利·克雷斯皮(Stanley Crespi)设计出了一种机器,能够精确地把钢板切割为极窄的钢板和板条。而在他的机器研制成功之前,窄钢板的制造只能是通过热轧钢丝的方式获得,工艺比较复杂,质量却不尽人意。按说技术先进、产品优异,理应销售畅旺,大获其利,可其实不然。因为克雷斯皮既缺乏流动资金也没有管理经验,况且他本人也承认,自己的主要兴趣在于机器设计,丝毫无意于奔走推销。该公司转给机床联合公司后,后者全盘接管,利用现成渠道很快为新产品打开了市场销路,而且与本公司原有技术结合,将这种切割机配上了电子控制系统,更是成功地实现了技术飞跃,克雷斯皮先生也乐得其所,一心一意搞起了产品设计。

### 二、问题背景

公司总经理莫斯比总是注意可能的收购对象,了解到印第安那州克朗在特小城(Crown Point,或意译为皇冠点镇)有家公司有意出售。这家公司生产石油回收设备,名字就叫“石油回收设备公司”。公司主人埃弗里特·曼利当初发明了这种设备并成立了专门制造公司,这时打算退休,到佛罗里达州赋闲养老。莫斯比亲自到该公司实地考察了一番,回来后指定三个下属共同负责起草一份收购报告。其中马克·惠特默主管生产,琼·塞利格负责销售。最后由唐纳德·怀特考查该公司的财务及购买价格。这三位都是公司管理部门的助理人员,执行这一任务必须向总经理直接汇报。莫斯比提出了最低要求,其中的重点是该公司的销售状况。

机床联合公司收购每一家公司的第一个要求就是该公司被接管后,其销售额必须达到机床联合公司年销售额的10%,至少必须具备达到这一指标的潜力。机床联合公司去年的年总销售额为10500万美元,这就意味着石油回收设备公司应该起码具备1100万美元的销售额。可是该公司现在的年销售额只有300万美元,它是否具有成倍扩大销量的潜力,是调查人员必须回答的首要问题。

第二个要求是利润指标要有明确规定。一般税前利润应该处于销售总额的15%到20%之间,但在许多情况下,净额利润与销售额并不总是成正比关系,因此需要有明确规定。销售金额与利润净额共同提出,往往能够发现被收购公司的市场看好,或者具有其他优势,被接管后无需立即投入大笔资金用于生产和促销宣传,这一利润要求也是可以暂缓提出或者降低要求的。

第三条要求非常重要,这就是销售额和利润率两项指标的增长潜力,存在于哪些方面,幅度多大,如何挖掘,成本多少等。一般来讲,机床联合公司要求某种特定产品的上述两项指标,应在易手后的6~10年中年增长率达到20%左右,换句话说,大约每4年就应翻一番。

最后一条是看这一产品或产品的市场地位如何,即市场需求的大小,市场占有率的高低,市场预测的好坏等。每种通过收购一家公司而获得的产品技术或产品线,必须具备某种(任意一种)竞争优势,而且不会被竞争对手很快学去复制。现代的国际市场上,即使一种新产品获得专利并形成产品系列,也往往躲避不掉被仿冒的危险。有鉴于此,要求中的优势必须是独特的、容易保护的。

因为机床联合公司自身没有产品研究和开发部门,被收购的公司必须拥有自己的科研开发部。否则,它带过来的主要产品,就应当保持至少5年时间无需在技术上做太大改进。可以认为,为了保证机床联合公司不致因体积增大而影响竞争力,这些要求都是必需的。收购或控制新的公司或收罗子公司,绝不是贪大求多,每一新进成员只能是为母公司添砖加瓦,而不是增加负担,只能是促进整体活力的发挥,而不能使机构臃肿。同时,提出这些要求,也是双方洽谈时的一种策略或艺术。

大企业所面临的危险就是生意做得太大,这和成长太快的新企业所遭遇的危险一样。理论上,大部分公司都希望在一年内能使利润增加一倍。然则实际上很少能做得到,而且大部分经营效率很好的公司也不会有这种企图。公司亏本的原因之一,就是妄想吃下大笔生意。大企业必须负担庞大的固定开支,因此往往去争取一些明知不可能赚钱的生意。公司费尽心机争取到的一项合同,经费总额可能比公司的固定开支高一倍,但对公司的利润却没有多大贡

献。公司往往因为担心发生这些情况,便进行多元化经营。然而想要成功地达到多元化经营的目标,仍需要考虑许多事情。企业界的竞争是一场永无终止的竞赛。在这场竞赛中,没有人能够真正取得最后的领先优势,竞争对手永远有机会追赶上来。

惠特默等三位报告起草人深知这些要求,也知道公司总裁的雄图大略,更了解调查现场应该关注什么、放过什么。他们经过实地查访、论证后提出了一份报告。报告分为四个部分:一是石油回收行业的整体综述;二是收购对象的主要产品的简单描述;三是这种产品的长处和优势;最后是提出的建议。

### 三、行业前景

据美国环境保护局计算,美国采油工业生产的废油,每年在12亿加仑左右。其中约有5.2亿加仑作为粗制燃油被取暖锅炉烧掉了。其余的除少部分实在无法回收以外,尚有5亿加仑的废油可供回收利用。废油其实不废,只是成分复杂,杂质较多,无法供工业使用而已。加工废油好处很多。一可以减缓环境污染;二可以充分利用资源;三可以缓解燃料、化工原料的缺乏;还可以提供就业机会。所以石油回收作为一个行业,处于方兴未艾的上升阶段。而对机床联合公司这个企业来说,首先关注的当然是该行业赚不赚钱、利润高不高,以及潜力大不大等现实问题。对此就需要走出公司,离开车间,作一番广泛的了解。

据《世界经济导报》报道,1987年世界石油储量为948.91亿吨,比上年减少0.4%;美国石油储量33.41亿吨,比上年减少12.3%;英国12.24亿吨,减少8.71%;另外,俄罗斯、沙特阿拉伯、尼日利亚、挪威、印尼、中国等产油大国储量均有下降;只有科威特、墨西哥、伊朗等稍有上升。同年各国原油精制能力方面,意大利、法国、英国、加拿大、联邦德国、荷兰、西班牙等国均有下降。只有美国(0.5%)、日本(3.8%)、中国(2.3%)、墨西哥(6.3%)、巴西(1.2%)、沙特阿拉伯(0.9%)稍有增长。

从1986年的第三季度到1987年中期再到1988年底,世界市场西得克萨斯、阿曼、布伦特和迪拜等四种主要石油都经历了如下过程:价格跌至谷底的平均每桶10美元左右,而后爬升到20美元的高价,又降到新的最低点。1988年底到1989年春,油价转而陡涨,于4月份到达峰顶,美国西得克萨斯中质原油一度超过每桶24美元的高价,接着便急转直下,重新开始又一个轮回。1989年以来,美国石油产量降至每日760万桶,下降5.5%,国产油从占消费总量的60%以上降至55%,为60年代以来的最低水平;英国北海油田产量每日减少70万桶~80万桶;苏联头3个月的产量比上一年同期减少32.5%。

市场波动是持续的,而且从宏观看它不受人的支配。但与行业市场密切联系的具体公司则必须准备统筹战略,尽可能做到着眼未来,临危不乱。尤其吸引惠特默等三人的是以下综合情况。美国现在是世界最大的石油精炼国,年精炼能力1987年为76290万吨(世界合计361300万吨),又是最大的石油进口国。它有意无意在将自己丰富的石油蕴藏保存在大地深处,以待世界石油资源枯竭时再去开采。1987年美国进口原油的资金总额是470亿美元。如果减少石油进口,据估计汽油价格就将上涨约3倍,甚至会实行限量购买,而塑料制品、化工产品和尼龙服装等价格也会水涨船高。总之造成了废油加工的广阔市场,而且随着世界产油大国的石油资源的枯竭,国际上废油回收也将成为一个大市场。

以英国的北海油田为例,已探明的储量在53亿桶~154亿桶之间,约占世界总储量的

2%。北海油田于 60 年代开始勘探、开采,1975 年大规模生产,到 1985 年的生产高峰期,平均日产原油 260 万桶,1988 年估计 10 年后日产量将下降到 100 万桶,20 年后将降到仅仅 50 万桶,不用多少年英国将再次成为石油进口国。美国的情况也不容乐观。据英国剑桥大学能源研究所的一份报告讲,美国中部地区的轻油和低硫油即将枯竭,未来美国国内的原油生产将不断下降,这也正是西得克萨斯中质原油供应越来越紧张,油价始终高出迪拜、布伦特等原油的根本原因。

与此相联系的另一因素是,油价波动和油价偏低必然使得高成本油田的再生产遇到更多的困难,油田设施维修费用的减少又必然使得老油田的事故发生率明显增高。因此产生的后果显然既多又大,其中之一便是废油回收行业的机会增加、投资效益增大。另外,技术的进步也是废油回收业有利可图的一大优势。新的技术开发通过回收和利用废油废物,减少了一次性原材料、燃料的消耗,合成成品和替代品与自然资源开展竞争。技术发展使得人们更好地开发地下资源,增加可使用资源,而且更好地利用已开发出来的资源。这一方面,废油回收技术理应当仁不让地先行发展,结果必将大获其利。

### 四、技术特点

整个 80 年代,国际市场上对润滑油的整体需求增长缓慢,年增长率约在 1% 左右。但是由于各国炼油厂的开工不足(最好的年份 1987 年美国炼油厂开工率也只是 90%,而这还是两伊战火纷飞、中东局势紧张的情况下),由原油提炼厂供应的润滑油增长将会更慢,所以可以肯定这类油制品的市场价格不会随原油的下跌而降落,倒会随原油价格上涨而上涨。原因很简单:市场短缺。

石油回收技术显然极大地延长了未消耗油料的产品寿命。这种资源的经济优点在于:只需要相当于开采石油成本的一半甚至更少就可变为成品油;由于回收机器的全部工作是在现场将废油中的水分和微粒分离出去,所以这一行业的“生产机器”的寿命要比采油钻探等生产机械长得多,结果必然是生产成本相对较低。另外,原油中含有大量污染物质,它们能够降低液压油中的润滑特性和冷却特性,从而给生产机械造成严重损伤。

另外一大优势便是回收废油带来的环境效益。现场回收废油既没有泄漏原油、抛弃废油造成的巨额开支,也不会违反环境部门关于漏油污染场地的有关规定。环境保护局准备把废油也列为危险的废料,所以任何一个公司在处理废油过程中,无论是运输、加工、储存,还是回收、处置,都得严格遵守各项规定。但是,现场回收废油避免了异地回收加工必需的巨额开支,与此同时,也避开了环境保护条款。这方面现在的一个难题是,根据有关规定,如果一个公司废弃了石油,不会因为另一个公司加以回收利用而不负污染环境的责任。这种情况下,废油回收公司的废油来源也许会成为问题。不过这与“石油回收公司”的产品没有直接关系。

### 五、产品特征

石油回收公司设计和生产回收设备,并不参与工业化石油回收业务。所以说公司的名称与其实际业务可能令人产生误会。该公司生产的设备有三种型号或类型。回收工艺是该公司的专利“产品”。这项工艺包括过滤、加温、真空分离等不同手段。针对客户的不同需要,石油

回收公司将同一种生产工艺改造成了不同类型的回收方式,采用不同型号的机器设备。这就是以上说到“回收设备”的三种“型号”和“类型”的原因。简单地讲,石油回收公司这项已获专利的回收工艺的工作原理大概如下所述。

废油经过一道每平方英寸 100 目的滤网后流进密度加温容器,然后穿过其他过滤装置。各种过滤网筛上的微粒杂质积聚到一定程度,就会造成回收速度的自动降低。下一个环节,经过过滤的石油流进一个液体—气体分离容器,容器里面始终保持真空状态。水一类的挥发性液体污染物受热蒸发,空气一类的气体性污染物由真空泵抽出,剩下的便是经过净化的石油,通过抽油泵排出容器,为下一循环准备空间。

回收公司的三种产品类型中,最小的一种名叫“回收 10”,常与主要机械设备固定相连,以保证回收过程持续不断地进行下去。依据它与配套使用的机器类型,每台售价在 3500 美元~6000 美元之间。第二种回收设备是“回收 100”,它可以从固定设备上拆下,从一个地方运到另一个地方。“回收 100”每小时处理 100 加仑的石油,流率大约为 600 加仑,单机售价 25000 美元。石油回收公司正在计划生产一种定名为“回收 60”的处理机,每小时加工 60 加仑,流率每小时 300 加仑,预计售价 18000 美元。

最大的石油回收单机是“回收 2000”,是为那些在工业地区独立工作的石油回采服务公司特制的。这种机器可与卡车直接相接,售价每台 150000 美元,每小时通过能力为 2000 加仑,加工能力每小时在 300 加仑~500 加仑之间。大的原油生产现场近来出现了对回收技术的需求。他们希望在其采油联合体中增加回收机械部分。具体的体积、加工能力和单机特性将根据客户提出规格以后再定。届时石油回收公司的公司角色将主要是设计而非制造了。

## 六、产品优势

使用石油回收公司的产品,第一个优势便是成本低、收益大。与开采原油相比,回收石油的成本最高也不过 1/2。换句话说,最低的成本效益为 50%,一家使用这种机器回收了大量废油的客户报告说,与开采石油相比,它节省了 80% 的投资。除了这一明显的节约之外,由于无需运输,也不需要处理开采过程中造成的废油,因而没有遭到环境保护局巨额罚款的危险,所以从这三个方面节约的成本也很可观。

另外一笔节省下的资金,直接来自污染被压到了最低限度。这样既减少了时间损失,也无需对雇员支付补偿金。石油回收设备最大限度地减少了操作人员接触废油的机会和时间,从而减少了造成人体皮肤和肺脏损伤的可能性。在劳务费用昂贵的工业化国家,由此节约的资金比率无疑构成了石油回收机械设备在市场上的又一竞争优势。

与普通的输油设施相比,废油回收无需运输,也就无需支付土地或管道使用定金,运输费、过境费等,更无必要获得有关部门的许可。石油回收公司生产的回收设备可以加工处理的油品种类很多,包括润滑油、切削油、液压油、密封油、轴承油和齿轮油等。这种回收设备不能接受的油品主要是易于爆炸的、酸度过高的,以及沸点低于华氏 300 度的某些特种油。

废油回收设备的产品优势中,还有一个便是操作方便。这类设备采用的技术无疑属于尖端精密领域,可是雇员无需特别训练便可上机操作。无数次试验、测验证明,经过该公司生产的回收设备加工的油品纯净无味,质量上乘,清除了所有的污染物质,对人体皮肤没有什么有害影响,与此同时,采用该公司回收设备的各家公司均有报告,说这种工艺和配套机器寿命长,

检修停工期限很短,成品油质量高,油料使用量比同类产品可节省 15% 以上。

### 七、市场潜力

这类废油回收设备的市场有两个。一是生产设备附属市场。任务是从石油开采、提炼、储存等关系密切的各类公司购买一些回收设备作为主要生产的一个附属部门。二是专业从事石油回收的公司构成的回收设备市场。在前一个市场上,石油回收公司只能销售两种型号的回收机器。如果对“回收 10”定价每台 5000 美元,对“回收 100”定价 25000 美元,那么只要售出 2000 台“回收 10”或者 400 台“回收 100”,就可取得 1 000 万美元的可观销售总额。但实际上石油回收公司开业 4 年来,两种型号的回收设备销售均未超过 50 台。

车载回收机即“回收 2000”的销售量最小,主要原因在于价格相对而言比较昂贵(每台 15 万美元)。4 年当中总共卖出 8 台,去年又售掉 3 台。有人提出单独改变对“回收 2000”的销售方法,即根据加工油品的加仑数收取工艺特许权使用费和设备使用费,可以认为是一种形式的租赁。不能说这是真正意义上的租赁,是因为涉及到已获专利的回收工艺问题,并非单纯的设备租用,假设一台车载回收机每天加工 1 000 加仑(实际上加工速率的设计能力为每小时 300 加仑~500 加仑,一天加工 11000 加仑的假设可以说是最保守的数字),每年工作日按 200 个计算。如果成品油的平均价格为每加仑 1.25 美元,那么 1 年至少生产 20 万加仑的回收油,总收入将是 25 万美元。特许机使用费和设备使用费合计为每加仑回收油 0.25 美元。这样算来,4 年时间即可收回这台“回收 2000”的生产成本加利润总和,也就是正常零售的价格。

### 八、服务成本

惠特默等三人发现,机床联合公司收购石油回收公司显然具有大获其利的潜力,但是如果机床联合公司设立自己的石油回收服务部,所需投资则十分巨大。据估计,1 台车载回收机运转 1 年需的开支包括(单位:美元):

购买卡车(25 000 美元,4 年付清)	6 250
保险费	5 000
汽车行驶费用(汽油和润滑油)	10 000
汽车保养	5 000
许可证、过路费等	1 500
司机工资+各种补助(工资的 25%)	24 000+6 000
助手工资+各种补助(同上)	15 000+3 750
回收机维修费	12 000
滤网及其他配件	20 000

另外,还有司机和助手奖金,其计算如下:基本定额每年 10 万加仑,按每加仑付给司机 0.05 美元作为奖金,完成定额后每加仑奖 0.075 美元,助手奖金每加仑 0.02 美元。如因操作不当造成损失,损失费用的一半从两人奖金中扣除,司机兼管回收机操作。

### 九、项目评估

石油回收公司现在拥有的生产设备和厂房(位于印第安那州克朗波因特)等设施远远不够,无法实现一天三班制,所需的生产量也很难取得。加工机械和多数附属设备运转状况尚好,但又远远谈不上行业理想程度。为了保证一定比例的净额赢利(按机床联合公司兼并其他公司时的既定标准)销售总额必须达到1100万美元。为了达到这一目标,需要很快拿出大约400万美元作为投资。雇工人数需要增加50%,生产空间也需要扩大。

首先,目前的生产属于劳动密集型,生产成本达到所销产品售价的60%以上,尚不包括经营费用、销售费用等其他成本。其次,为了真正提高生产效率,工厂生产需要实现机械化。而要实现机械化,就需增加基础设施和其他机器的投资。第三,石油回收公司的雇工均未参加工会组织。一旦由机床联合公司接管过去,各类雇员就会被收进各自相应的工会中去。他们现在的平均工资为每小时5美元,加入工会后工资将会提高到每小时8.85美元~13.63美元。如不尽快采用劳动节约型设备,实现机械化、自动化,仅工资增加一项就会使产品单位售价的生产成本由60%提高到72%,公司获利的机会势必进一步减少。

在现场石油回收设备和服务的市场上,石油回收公司尚无直接竞争对手。如果算上全部同类企业的回收业务,只有石油精炼业的重油再提炼业务可以认为是竞争因素,但以加工的加仑数计算,它们总共才占这一部分市场的8%。再提炼厂家多是地方经营的小公司。就石油和废油回收设备市场而言,竞争势力似乎可以忽略不计。当然估计数字因人而异,但据现有资料可以假定,没有一家公司的市场份额超过1%。由此形成的客观结果是相当大比例的现存废油或者当粗燃料烧掉,或者非法地直接排入了水道。也有一部分回灌到了大地深处,也有的非法地用于木材涂抹(以防木材腐烂)。

惠特默等三人受命进行了上述调查。公司决策人士认为资料丰富,分析得当,剩下的问题便是决策了。这一收购业务可行与否,如何协商,怎么着手等,则是下一步的事了。

### 第十四节 通用发行新型普通股

为了避免股东行使普通股的投票权,美国通用汽车公司曾创造了E种普通股和H种普通股。

1984年通用汽车公司以20亿美元购并电子资料系统公司(Electronic Data System)并创造E种普通股时,规定E种普通股仅拥有部分的投票权,股利的支付视电子资料系统公司在成为通用汽车公司的附属公司后的经营绩效而定。通用汽车公司使用E种普通股的理由是:①限制股东的投票权,以避免电子资料系统公司成为其他公司的购并对象。②由于股利支付视公司经营的绩效而定,公司的成败与大家的利益息息相关,遂使电子资料系统公司的员工和股东能以积极的态度直接参与公司的经营。如果通用汽车公司直接使用该公司的普通股购并电子资料系统公司,就无法达到上述目的了。

通用汽车公司发行E种普通股获得成功,增加了它创造出新型普通股的信心。接着在

1985年,通用汽车公司又发行价值50亿美元的H种普通股,并用以购并了休斯飞机公司(Hughes Aircraft)。通用汽车公司所发行的新型普通股,由于投票权不完全,故违反了纽约证券交易所的规定。但通用汽车公司自恃其强大的财力,断然表示:如果纽约证券交易所不允许它发行具有限制投票权的新型普通股,从此以后,它所有的股票将不会在纽约证券交易所挂牌买卖。经过一番审慎的考虑后,纽约证券交易所认可了通用汽车公司的做法,并为此还取消了“禁止具有限制投票权的股票上市”的规定。

### 第十五节 英特诺斯收购贝尔可

1983年,英特诺斯公司(Inter-Norta)准备收购贝尔可石油公司(Beico Petroleum)。投资专家指出,如果英特诺斯公司使用大量的现金来收购贝尔可石油公司,则贝尔可石油公司的股金将立刻需要支付大量的资本利得税。然而,如果英特诺斯公司若作为它本身的优先股来交换贝尔可石油公司的股票,以达到收购后者的目的,则此种换券交易就不必课税。这样不但可使贝尔可石油公司的股东获得固定收益证券,而且同时可使英特诺斯公司得以延缓资本利得税的支付。

本例中,英特诺斯公司实际上提供了两种优先股(纯粹优先股和可转换优先股)给贝尔可石油公司的股东选择。那些对收益较感兴趣的股东可以接受纯粹优先股,而其他较重视资本利得的股东则会选择可转换优先股。其中,纯粹优先股的收益率为11%,而可转换优先股的收益率仅为7.5%,但后者使持有人有机会享有资本利得。事实上,由于英特诺斯公司的普通股持续上涨,到1985年,该公司可转换优先股股价从100美元上涨到了150美元,年收益率约高达30%,而由于市场利率上升,英特诺斯公司的纯粹优先股反而由每股100美元下降至97美元,其年收益率不到10%。

### 第十六节 垃圾债券

垃圾债券(Junk Bond)是一种具有高风险与高报酬特征的债券,经常在收购活动中用于买下其他公司的筹资场合中。例如泰德·特纳试图收购比自己的CNN大几倍的哥伦比亚广播公司时,就曾打算发行垃圾债券,以替换该公司股东所持有的股票。

所有发行垃圾债券的公司都具有非常高的负债比率,因此债券的购买者所要担的风险几乎和股东一样,但相应作为回报的是,垃圾债券提供相当高的收益率。如特纳的垃圾债券所提供给你的哥伦比亚广播公司股东的效率率为16%。

垃圾债券80年代曾在美国风行一时,热衷于发行便宜债券以接收其他公司的人士认为,有些公司虽成立已久但却绩效不佳,主要是融资方式过于保守。因此,他们想要将这些公司接收过来再予重新改造。为了协助上述有心人士筹资,以进行其接收工作,兰伯特证券公司(Drexel Burnham Lambert)旗下的投资银行开展了一系列积极的促销活动,以说服某些机构购

买其债券。它们成功的原因在于：①具有与股票同报酬率的吸引力使投资机构乐于购买；②可以产生足够的现金流量以支付债息。因为债息可以抵减所得税，而且发行垃圾债券后，又能使发行公司的现金流量增加。垃圾债券在重塑美国金融舞台的过程中发挥了重要的作用。它一方面直接导致了海湾石油公司和其他数以百计的公司的独立权的丧失；另一方面，它也给像哥伦比亚广播公司这样作风保守的公司以强烈的震撼。热衷于这项服务的兰伯特证券公司也一下子由 70 年代的无名小卒摇身一变为 80 年代末全美排名第二的投资银行。不过进入 90 年代后，时过境迁，垃圾债券遭到人们的唾弃，垃圾债券市场面临崩溃的趋势，人们对多种债券又开始了重新认识。

## 第十七节 可转换证券在收购中的应用

近年来，可转换证券（尤其是可转换优先股）被一些兴旺发达的西方企业广泛用来收购其他企业。可转换证券的适应性，有助于收购企业按照被收购企业的股息制度支付而不变更其自身的股息方针。例如，收购公司一般来说其股息占收益比重较低，而被收购公司一般来说其股息占收益比重较高，因而若收购公司想用它的普通股去交换被收购公司的普通股，纵然其他条件均合适，也将被后者的股东所拒绝，因为这样将减少其股息收入。而发行可转换优先股可解决这一问题。

请看下面一例。

GS 公司普通股每股售价 50 美元，每股收益 20 美元，以其中 1 美元作股息。LS 公司普通股每股售价 30 美元，每股收益 2 美元，以 0.6 美元作股息。现 GS 公司建议以其 8 股交换 LS 公司 10 股，收购结果见附表 1。附表 1 显示，收购后每股收益比原先两个企业中任何一个都要高。但是，假若 LS 公司每股 2 美元收益中有 1.60 美元用作股息，这时若 GS 公司仍然用其 8 股交换 LS 公司 10 股，则 LS 公司股东股息收益下降（由 1.6 美元降至 0.8 美元），LS 公司于是反对这项收购。财务人员为克服上述困难，决定发行可转换优先股，规定每一股可转换优先股股息为 1.60 美元，且可以转换 0.8 股 GS 公司普通股。这种交换的结果见附表 2。从附表 2 的普通股每股收益来看，收购效果更好（可以与附表 1 相比较）。

附表 1 GS 公司收购 LS 公司分析表

单位：美元

	收购前		收购后
	GS 公司	LS 公司	
税后收益	8 000 000	2 000 000	10 000 000
股票数目(股)	4 000 000	1 000 000	4 800 000
每股收益	2.00	2.00	2.08
市场价格	50.00	30.00	50.00
股息	1.00	0.60	1.00

附表 2 GS 公司与 LS 公司转换优先股时的合并分析

单位:美元

税前收益	10 000 000
减:优先股股息 ( \$ 1.60 × 1 000 000 )	<u>1 600 000</u>
普通股收益	<u>840 000</u>
普通股发行总数	4 000 000
普通股每股收益	2.20

## 第十八节 NORWAY 公司筹资方案选择

NORWAY 公司为筹集 4 000 万美元资金,面临三种方案 (A)发行可转换公司债 (B)发行附有购股权证的一般公司债 (C)发行普通股票。相关财务资料如下:可转换公司债利率 6%,转换价格 50 美元;一般公司债利率 7%,且每 1 000 美元公司债可获 3 股 60 美元购股权证,普通股现行市价为每股 40 美元。

附表 3 表明各种筹资方案对公司资本状态的影响:在所有可转换公司债转换后,普通股由于增加了 80 万股而达到 380 万股,而公司资本总额未变仍为 1 200 万美元;购股权证持有人行使权证时,以每股 60 美元买了 12 000 股普通股,总计 720 万美元,而此时公司债仍然未改变,故资本总额由于增加 720 万美元达到 12 720 万美元。当然可换证券的转换(80 万新股)较之购股权证的行使(12 万新股)对普通股有更大的掺水作用。

附表 3 NORWAY 公司筹资方案分析

单位:百万美元

	吸 收 资金前	普通股	可转换公司债		附权证公司债	
			转换前	转换后	行使前	行使后
公司债			40	40	40	40.0
普通股(面值 10 元)	30	40	30	38	30	31.3
缴入公积		30		32		6.0
留存收益	50	50	50	50	50	50.0
净值	80	120	80	120	80	87.2
资本总额	80	120	120	120	120	127.2
普通股发行数(百万股)	3.00	4.00	3.00	3.80	3.00	3.12

附表 4 表明三种不同筹资方案对 NORWAY 公司每股收益的影响。假定:①这 4 000 万美元能获得税前收益的 20%;②本期税前收益总额为 2 200 万美元。与直接销售普通股相比较,采用可转换证券或附有购股权证的公司债的每股收益均比前者高,而后两者之间每股收益差别并不明显,这是因为每股收益取决于购股权证(或公司债)是否已购买(或已转换)了普通股。若股票市价上升足够高,以诱使权证持有者行使权证,那么相比之下,方案 B 较好。

附表 4 NORWAY 公司各种筹资方案对每股收益影响

	吸 收 资金前	普通股	可转换公司债		附权证公司债	
			转换前	转换后	行使前	行使后
税前收益(百万美元) (含利息)	22	30	30.0	30	30.0	31.44
公司债利息(百万美元)			2.4		2.8	2.80
税前净收益(百万美元)	22	30	27.6	30	27.2	28.64
公司所得税(百万美元) (50%)	11	15	13.8	15	13.6	14.32
税后净收益(百万美元)	11	15	13.8	15	13.6	14.22
普通股发行数(百万)	3.00	4.00	3.00	3.80	3.00	3.12
每股收益(美元)	3.67	3.75	4.60	3.95	4.52	4.60

## 第十九节 KKR 收购雷诺·纳比斯科

美国 KKR 公司是世界有名的专门作杠杆收购的公司。该公司向外大量举债,专找营运绩效欠佳,但确很有发展潜力的公司,经收购由股票市场及股东个人到取得公司所有权。对于拥有资产众多而又经营不善的公司,一旦入主后,通常将部分资产出售,整顿后再以高价卖出。

KKR 其实是三位创办人姓氏第一个英文字母的组合。公司发起人之一柯柏格(Kohlberg),在 1965 年替 Bear Stearns 工作时,已经开始进行“杠杆收购”,到 1976 年另立门户和卡拉维(Kiavis)与罗伯斯(Roberts)共同建立 KKR&CO。现在,柯柏格已脱离 KKR,另起炉灶,从事较低风险的业务。目前 KKR 实际主持人是长驻纽约的卡拉维,自成功收购雷诺·那比斯科后,他已被誉为“卡拉维之王”(King Kravis)。

KKR1988 年以 250 亿美元收购雷诺·纳比斯科(RJR)最为轰动。RJR 股价一直偏低,主要是因为该公司主力产品烟草业过去有多家公司受吸烟人要求损害赔偿,而使投资人对该产业没信心。该公司最高执行主管即以 MBO 加上 LBO 方式,通过协利银行协助,以每股 75 美元要约(市价 55 美元),其资金即以银行贷款及发行垃圾债券偿付。该主管也打算购后将出售一些资产来偿债,且已接洽过潜在买主。

但此消息传出,KKR 即以 90 美元出价参与收购竞争,股东及董事会立即宣布重新择期竞标。之后 KKR 首先将要约升至 94 美元,RJR 公司最高执行主管遂提出 100 美元竞价,KKR 后出价 106 美元,并且承诺原公司大部事业不出售,并对员工提供更多福利与保障。最后由 KKR 以 109 美元得标,成交金额为 251 亿美元。虽然该主管提出 112 美元的收购价格,但由于 KKR 上述非金钱承诺被认为相当有价值,RJR 公司落标。此案中 KKR 仅出资 15 亿美元,约 50%~70%由两家投资银行及银行团贷款,其余为垃圾债券。

此案中 RJR 股东是最大获利者,投资银行协助筹资手续费 35 000 万美元,商业银行贷款比一般加收 1.4%的手续费,垃圾公司债利息则达 14.5%。但是谁是受害者?RJR 以前已发行的公司债约 55 亿美元,如今身价下跌了 20%,损失 11 亿美元,持有人美国电话电报公司及大都会人寿保险公司即因此向法院控诉该公司,出售公司债前未说明与出售公司的有关事宜,

违反了证券管理办法。

### 第二十二节 LBO 收购的教训

据美国《商业周刊》1991年第1期的专题报道:在80年代,以LBO形式收购的公司共2800多家,比在纽约交易所挂牌的公司数目(1713家)还要多。

LBO在管理报酬的补偿方面树立了新的标准。在早期的LBO中,每1美元自有资本所承担的债务为9美元,管理人员占有的资本份额为10%~20%。根据哈佛大学迈克尔·詹森的计算,LBO中股票价值每增加1000美元,高级经理们的个人财产便增加64美元。与此相反,在那些为许多股东所拥有的上市公司里,高层管理人员在自己公司里所持有的资本份额却微不足道:公司股票价值每增加的1000美元,他们的个人财富平均才增加3.25美元。

正因LBO的高额利润,迫使收购者在经营管理上下功夫。哥伦比亚大学教授弗兰克在考察了大约1000家在1980~1986年卷入LBO收购的工厂。LBO收购的工厂生产率要比非LBO收购的工厂高出14%,同时在现金流转、营业收入和营业利润等方面,均有所改善。

但调查也发现,有些重要的财务指标,特别是资本投资未见改善,这是因为LBO收购的公司有大量债务需偿还,在研究开发、技术改造等方面的投入不足。调查表明,LBO收购的公司投资第一年比行业正常水平低36%,第二年底33%,这就削弱了公司的长期竞争力,许多公司在收购后因此而倒闭。

LBO收购中的高额利润使华尔街为之侧目。银行、经纪人、套利者纷纷参与角逐,使交易价格大大提高,并冲击一些周期性强和脆弱的企业。例如1987年收购特需科尔公司中占用资金8.66亿美元,经纪商从中获利10%,但这家公司由于利息支出超过现金流量,不久便濒临破产边缘。

批评家们指出,LBO是让少数老练的金融家发财而玩弄的危险的金融游戏,总有一天会以债务爆炸而告终。1989年10月13日,美国华尔街股市一天狂跌190点,创下跌市纪录,主要原因便是联合航空公司管理层欲通过发行垃圾债券收购自己的公司(MBO方式)失败,引起投资人失去对市场的信心,纷纷抛售联航股票,从而殃及其他股票,造成恐慌而引起股市狂跌,为LBO收购作出了一个最客观的评价。

### 第二十一节 目光短浅的收购

1984年,LTV公司董事长雷蒙德·海在签署了收购共和钢铁公司的合约之后,曾经预言说,在他的公司里将出现成本的大量节约和效率的广泛提高。他还颇有点洋洋自得地对股东们说,LTV规模的戏剧般的扩大将不仅使它成为全国第二大钢铁生产商,而且在关键性的产品生产领域,还会坐上第一把交椅。

结果呢?规模的确很大,但并不像海所说的那样好。LTV对“共和”的收购以全国最大的

破产申请案之一而告终 :仅仅在这桩交易达成两年之后 ,LTV 就诉诸《破产法》第十一章的保护 ,并且欠下了 26 亿美元的债务。更加糟糕的是 ,它还低价售出了 20 亿美元的短期政府养老金债券。

海坚持认为 ,这场交易是为了拯救两家正在“ 出血 ”而不能单独生存的公司。他责怪这一失败是由无法预见的外部因素造成的。例如 ,钢的价格急剧下跌以及司法部对反托拉斯的关切 ,使这桩交易拖延了 9 个月之久。他说 :“ 如果当初知道我们现在所知道的一切 ,我就不认为有什么理由要进行这场收购。”

但是 ,问题并非那么简单。钢铁问题专家、经济联合公司的唐纳德·巴尼特说 ,这场交易是目光短浅的。两家萎靡不振的工业公司的合并 ,本来应当造就一个较强的竞争者 ,但是 ,1984 年钢铁工业的情况是反常的。面对外国钢铁潮水般涌入 ,美国钢铁业的应付办法应该是加强现代化 ,而不是扩大规模。而当 LTV 忙于收购“ 共和 ”公司的时候 ,其国内竞争对手却在设法“ 减肥 ”了。

多年来 ,LTV 管理水平低劣 ,同样没有起到好的作用。在 70 年代和 80 年代初 ,LTV 及其他美国钢铁生产商都没有加强在最新炼钢技术方面的投资。相反 ,LTV 却背上大量的债务去收购从军用车辆到油田设备等。1978 年曾经出现过一个“ 亮斑 ” :LTV 收购莱克斯公司 ,获得了它下属的扬斯敦钢板与钢管公司。尽管莱克斯公司有 6.59 亿美元的债务 ,但是由于美国经济处于上升阶段 ,交易显示出一片兴旺的景象。这使得海盲目乐观起来 ,以为在共和公司问题上 ,他可以如法炮制。

海购股 7.14 亿美元 ,收购了共和公司。但是 ,他也接过了该公司 7 亿美元的债务 ,仅利息支出一项 ,每年将增加成本费用 1.64 亿美元。虽然他原本是能够从新公司的成本开支中节省出 3 亿美元的。但是这种节省却因钢铁价格的下跌而成为泡影。

LTV 与共和之间 ,围绕地盘和战略问题争论不休。到 1986 年中 ,LTV 亏损高达 18 亿美元 ,只好申请按《破产法》第十一章处理。

## 第二十二节 收购伍尔沃思公司后的协同与重组

1982 年 11 月 ,当帕特诺斯特国际财团从伍尔沃思的美国母公司手中收购该公司时 ,这位巨人已经是英国零售业中的“ 病夫 ”了。无论在供应商和英国公众的眼中 ,伍尔沃思公司的形象均不很佳。

经过调查和研究经营数据 ,公司新的领导班子认识到以下的严重问题 :公司成了“ 陈年滥货仓库 ” ,顾客来此的平均购货率低得令人难以接受 ;陈旧过时的零售观念 ,在 1 000 多个零售商店中 ,不是在新兴中心地区的铺面太小 ,就是在衰退地区铺面太大 ;大约 8 000 个供应商送来的是劣质商品 ;商业同行和传播工具并不认为本公司是一个管理良好的零售商 ;3 万多呆板麻木的职员服务质量低劣。

新的领导班子自 1986 年 3 月决定进行一次挽救行动 ,高举的大旗是“ 行动集中于目标 ” ,包括 :关闭在潜力不大的地区的微利零售商店 ;挑选发展新的有希望地区的网点 ,并调整已有商店的规模 ;一项耗资数百万英镑的重新装修计划 ;到 1987 年 ,已将 160 个商店全部装饰一新

(营业面积共计 230 平方英尺),其余的商店也调整了经营项目,树立新的商业观念,集中于五个繁荣的商业地区,重建在重要地区的专门连锁店的形象,将供应商减少到只有 1 000 多家;经过一系列特别设计的、耗资几百万英镑的员工培训和发展计划,使企业机构和文化都发生了深刻的变化。

新领导班子认识到富有主动精神的高效率的员工在此抢救计划中的重大作用。事实上,在上街商业销售争夺战中,员工的创造力表明,优质服务往往是一个零售商战胜另一个零售商的唯一法宝。因此,公司的变革也是朝着为顾客服务,满足顾客需求方面进行的。

### 一、员工态度和商店管理

公司曾进行了一次回复率为 85% 的服务态度调查,其结果最能说明问题:经理们不与他们的员工沟通,员工们害怕公开表示他们的想法,因担心遭到报复,售货员害怕顾客,他们是雇来的木头人,放在柜台里充数的,工作中没有信心,职员们缺乏自尊心,经理们认为他们是维护原有的制度、规程和货品的,职员们是供被驱使、指挥和用纪律约束的。

总之,伍尔沃思的管理方式是行政命令式的,靠恐惧来维持的。职员们只能按指示行事而不能问任何问题。

其结果是售货员变成敷衍塞责,觉得工作沉闷无聊。顾客自然也会清楚地感觉到的。

### 二、业务和人事经理的态度

在业务经理和人事经理中,也进行一类似的调查,看看他们是否认为人事工作能对公司的工作效率起重要作用。

业务经理们认为人事部门应在下列三方面更好地满足他们的要求:挑选和招收人员,训练和培养员工;总体支持和指导。

业务经理把对顾客的服务和对公司的积极作用视作人事工作是否完美的基础。如果人事部门真想为业务需要服务得好些的话,他们自身就要改进工作态度。

### 三、人事制度结构

伍尔沃思公司过去一贯是通过职业介绍中心招收员工。招工面谈大约 10 分钟,报到手续也只需 20 分钟,培训都是在职进行。

一直到 1985 年,伍尔沃思没有董事会一级的人负责人事工作。人事管理员向商店业务经理报告工作。大区人事经理向大区业务经理汇报工作,并在那里领工资。结果是大区人事经理成了为大区业务经理“提皮包”的人。一个区域的人事处长甚至还要向低一级的地段业务经理汇报。因此,存在的问题可归结为:人事部职能受业务部束缚,所以不能制定或掌握住自己的标准;招工和培训手续不恰当;在商店经理层中存在严重的态度问题;人事部经理本身也需要进行重新训练。

#### 四、采用新哲学

根据以上调查的结果,伍尔沃思决定重新订立人事战略。公司对员工、对顾客的新哲学归结为一句话:“人人为人”。在突出了三个重要性后即能实现上述目标。

(1)关心顾客:在商店里创造这样一种气氛,即顾客们感到他们在这里是受欢迎的,所以下次还想来此地购物。

(2)关心员工:充分认识到售货员的作用最为重要,因为与顾客接触首先是他们。

(3)关心当地社会:有必要去证明伍尔沃思公司能在当地的社会中起重要作用。

#### 五、改组人事体制

由于1985年新的人事部长的任命,人事部门控制权就由业务经理手中转到大区人事经理那里,并且直接向人事部长负责。

向大区人事经理汇报的地区人事部门被命名为地区人事培训部门,并负有提高人员素质的特别责任。

为了提高每个商店的服务水准,增加了地区人事培训部的人手,并对原有的人事培训部人员进行了重新培训。每个人事培训部人员要负责12个商店门市部,并规定至少每7天要巡视一遍。

需要指出的是,伍尔沃思设了地区人事培训部的制度和训练了100个优秀办事员,这项工作从蕴酿到办成只花了4个月的时间。

最后,地区人事培训部的职责范围被总结为简单易记的PITA,即招工、报到、训练和教导。

#### 六、重组管理体制

由于“行动集中于目标”的实施,伍尔沃思有必要重新改组基层商店一级的管理。

商店里的商品也进行了调整,集中在五个“目标地区”的主要商店里。管理的基层单位确定为“商业组合”,即每个目标地区一个,由地区经理领导。

商店经理助理和人事经理两者的并存,分担了商店经理对员工所负的责任。这两个职位的设立,使得地区经理有了“真正”的工作,这是机构简化、职责分明的结果。

新的结构突出了个人的责任,小组工作也更有施展的余地,更自主,更开放,更利于交流。

每个零售商店都根据“行动集中于目标”计划进行了重新装修,派小组进去对员工进行新任务、新行为的特殊训练。向所有职工发放了新的漂亮的制服,换下了旧的大褂。

总的成效是所有员工都有了新的认识,明确自己的职责和在全公司今后的成功中的重要作用。员工们又都有了对自己工作的敬业精神,面对顾客也恢复了自信心。

### 七、经理训练

研究结果表明,经理们在本质上都是官僚主义的,体现在管理制度、商品和工作程序等方面。所以,如果伍尔沃思要实现为顾客服务的目标和使新的机构能运转,就得从根本上改变经理们的态度和提高其素质。

伍尔沃思在全公司范围内提出一个明确的口号:管理就是行事准确,领导就是正确行事。

具体的表现就是伍尔沃思在三年内将所有1200个经理——包括在总部和在商店工作的经理都分期送到亨联管理学院进行管理课程的培训。重点在于:领导与工作小组;领导和顾客;领导和业务。

这些脱产学习的课程是结合业务并专门为培训经理的领导技能而设置的。

在努力奋斗、共同胜利的旗帜下,商店和地区经理都学会了如何带领一班人工作,如何鼓励职工,如何进行双向交流。最重要的是能与各级挑选出来的代表磋商讨论问题。

### 八、招工与分配的新办法

根据对业务经理的调查,公司现在对招工和分配人员的工作给予了高度的重视。公司不仅为招工面试工作提供了必要的设施,还对招工面试人员作了训练。同时还做了各式高档的广告以吸引求职者。

商店或地区经理负责招工事宜,而那些聘用来的面试工作人员都已受到有关面试技能和鉴别人才的训练。

被选中的新员工第一天并不去商店,而是参加报到分配仪式,包括:

- (1)伍尔沃思的欢迎会,介绍公司的商业信条和崇高的社会地位;
- (2)讲明对顾客提供优质服务的重要性、售货员的职责范围以及能从公司内部其他职能部门得到的支持等。

伍尔沃思公司还出版了一本内部刊物,名叫《伍尔沃思概况》,发给所有分配工作以前的新员工。这是一本印刷精美、可读性强的材料,不仅列出了售货员工作的“行”与“禁”,而且还告诉你有关化妆、仪表、饮食和公司结构、工种等情况。

### 九、优质计划

优质计划开始于1987年,目的是奖励公司内那些成绩和业务进展达到优秀程度的个人和集体。整个优质计划可分为两部分。

第一部分:技能与表现

E. 报到时:欢迎新员工来到伍尔沃思公司,使之认识到来本公司工作是有趣而有意义的。

X. 感情:帮助员工达到自我感觉良好,对顾客、对同事态度积极,从而改善整个商店的气氛。

C. 操作技能:包括处理顾客购物时的种种情况、售货技能和订购货物的技能。

E. 二次售货:鼓励职工通过更好的服务态度和更为悉心的照顾和接触,吸引顾客愿意购

买更多的货品。

### 第二部分 :商品知识

这部分训练计划包括了对商品的全面知识 ,教会职工如何正确处理每一种商品和在同一货区辨别各种不同商品。

- L. 娱乐用品 ;
- L. 礼品和糖果 ;
- E. 儿童用品 ;
- N. 美容用品 ;
- C. 厨房用品 ;
- E. 居室和庭院用品。

员工通过一项考试即得到一个字母。当他们达到 EXCEL 时 ,就会拿到奖金。当员工完成了所有三部分的训练时 ,就不光会拿到更多的奖金 ,还会得到一块“优秀”结业奖牌。

## 十、结果

优质计划的结果是伍尔沃思公司每周接待的 950 万顾客对公司的服务越来越满意。这是从在推行计划之前和之后进行的深入的调查中得出的结论。按周统计的顾客投诉率的统计也同样显示出这点 :一年中的投诉率比前一年同期相比要减少 21%。

对位于莱斯特的零售商店装修前后的调查表明 :售货员友善 ,有礼貌 ,随时恭候 ,乐意服务 ,顾客感到服务水准较以前大有提高 ,顾客感到售货员的制服既时髦又好看。

伍尔沃思的员工训练计划在外界也得到了承认。一些大公司如雷恩之家和哈罗兹也都受到影响 ,纷纷向伍尔沃思公司请教 ,如何为他们的员工进行类似的训练。

3 万名奋发前进的员工为伍尔沃思创造了很大的利润 :自从引进了“行动集中于目标”的计划 ,公司的税前利润已由 1984~1985 年度亏损 500 万英镑到 1987~1988 年度盈利 4500 万英镑。

每平方英尺营业面积的销售额平均每年增长 15%。

凡进行员工培训计划的零售商店 ,销售额均有增加。如装修过的南港商店里 ,得“优秀”奖牌的员工最多 ,销售额增长超过了 16%。

## 第二十三节 台湾宏基收购美国康点

1987 年宏基以 2 亿新台币的价格 ,收购生产微型电脑的康点( Counter - Pointer ) ,借以取得迷你电脑研制开发、生产的技术。根据宏基董事长施振荣的电脑金字塔理论 ,位于底部的个人电脑厂商若想摆脱激烈竞争 ,必须升级往中、大型电脑发展 ,而为了突破技术发展的极限 ,收购康点是取得技术的捷径。在此之前 ,宏基曾收购美国 Sontek 公司 ,使宏基比其他国内电脑公司早一年到半年熟悉 32 位元的系统环境 ,进而确定宏基在个人电脑技术领先者的地位。由此 ,成功的经验使宏基认为收购是技术移转的特效药。

然而收购之后由于管理上的问题,使康点研究人员流失,造成康点实力趋弱,而康点争取大订单失利,32位元个人电脑(网络)对微型电脑产生严重压力,内忧外患使康点经营每况愈下,3年的累积亏损高达4亿~5亿美元,损失的巨额金额的一部分来自人员遣散费等各项费用支出。到1989年6月,宏基只好撤资,将康点与宏基科技公司(Acer Technology)合并,成立宏基美国分公司(Acer American),简称美国宏基。

究竟什么原因造成康点收购后出现的管理问题呢?从麦金塞(Mchinsky & Company)的7S来看,首先管理技巧(Skill)应不成问题,因为康点的总裁梁佩玲(Pauline Alhe)是美国人,而且在此之前曾担任高科技公司的行销副总裁,并因绩效佳而于1984年获选全美最杰出销售经理。

有人认为企业文化差异,7S中的“共同价值观”(Shared Value)是罪魁祸首,以致造成收购后康点大部分研究人员离去。但事实证明并非如此,由于收购前宏基曾与康点员工工作数次沟通,因此收购后康点员工流动率低,在撤销康点之后,这些高薪的研究人员才造成宏基沉重的人事费用负担。

宏基认为真正的失败原因在于“人员聘用”(Staffing)——成功的公司必须能够聘用有能力的人并将他们安置于适当的工作上。无论收购前后,康点皆发生人才断层的危机,因此才造成亏损。而宏基缺乏国际企业管理人才,无法派员填补此组织缺口。这印证了德鲁克所提出的收购成功条件之一:“购并后一年内,买方须有人才可替代卖方的高阶主管”。

吃一堑,长一智。1990年8月宏基收购美国阿图斯(Altos Computer System)公司,对管理可行性的评估更谨慎,在评鉴阶段,宏基确信阿图斯的高阶主管对此收购表示欢迎,不致在收购后有人才流失的困扰。收购后,在刘英武的协助下,阿图斯原任总裁康威进行人事、制造与研究部门的整合,百余位研究人员仅裁掉十多名不胜任者。

## 第二十四节 美国联碳公司的“阵地保卫战”

1984年,美国联合碳化物公司(以下简称联碳公司)在印度博帕尔的一家工厂发生了严重的毒气泄露事件,这场致使2000人丧命的悲剧使公司付出了巨额赔偿,联碳公司一时负债大增,财务困难,公司股票价格下跌且一蹶不振。一家名为GAF的公司趁火打劫。从1985年夏天开始陆续购进大量联碳公司股票,1985年9月,GAF公司突然宣布它已拥有联碳公司10%的股份,并向纽约证交所公开收购意向。此时的联碳公司本来就焦头烂额,遭此袭击,董事会、经理班子一时六神无主,只好向摩根士丹利投资银行求救,并请了一家反收购经验丰富的律师事务所共商对策。

1985年12月7日,GAF公司宣布出价每股68美元,全部支付现金收购联碳公司。这一报价遭到联碳公司董事会拒绝,董事会认为每股至少值85美元,GAF出价太低。董事会考虑了三种对策:①寻找另一家乐意充当“白衣骑士”的公司,替代GAF收购本公司;②借助摩根士丹利等银行支持,并进行杠杆融资,反过来收购GAF,杀个回马枪;③采取交换报价方式,以每股85美元(其中现金25美元、债券60美元),回购35%的公司股票,加上本公司目前控制的股票以保住公司控制权。

一家名为 KKR 的公司愿充当“白衣骑士”，以比 GAF 公司更高的报价收购联碳公司。但其条件是要更换联碳公司现行的管理班子，这与 GAF 收购联碳进行的人事改组并无不同，对联碳公司经理们来说，无异于前门拒狼，后门入虎，理所当然遭到强烈反对。与此同时，由于联碳公司已被博帕尔毒气泄露事件伤了元气，自知资金不足，外部筹资又不易。而 GAF 公司本身的股票自从提出收购报价后不断暴涨，身价大增，联碳公司的回马枪战实为心有余力而不足。何况即使筹得大量外部资金去杀回马枪也是风险极大，若有闪失，按照章程将追究经理们的个人责任。因此，对联碳公司来说，只剩下了第三种可能了，即采取交换报价回购股票的方式，与 GAF 公司在股市上争购股票。

圣诞节后，GAF 将收购报价提高到每股现金 74 美元，之后又表示如果联碳公司董事会友好协商，可将报价提高到每股 78 美元。此提议仍遭联碳公司董事会拒绝。但 GAF 的出价水平及全部现金支付条件对于一般股民特别是机构持股者增加了吸引力，形势对联碳公司颇为不利，GAF 收购的份额有所增加。联碳公司董事会不得不忍痛割爱，决定出售公司生产名牌产品的几家摇钱树企业，并把回购股票的份额提高到 55%，增加剩余股票的分红派息水平。

联碳公司此举使其争购能力大增，股票纷纷回购。GAF 公司感到再难为敌，于是，于 1986 年 1 月，撤回报价，放弃了收购行动。

这场历时近半年的较量以联碳公司反收购成功而告终。一家陷入财务困境的公司以经济手段挫败了全部以现金支付的收购报价，在美国企业收购战中是破天荒的第一次，被称为企业兼并史上的一个里程碑。但是在此过程中，GAF 公司顺手牵羊掠走了联碳公司 310 万股股票和每年 1.35 亿美元的潜在税前利润，投资银行、律师也从中渔利，大捞了一把，大约 7400 万美元的佣金等费用流入双方的投资银行、律师的钱包。只有联碳公司旧病未愈，又添新伤，债务增加 1 倍，摇钱树企业卖予他人，股东权益的账面值减少了 1/4，损失惨重。

### 第二十五节 尤诺卡公司的“焦土战术”

1985 年 2 月，美沙石油公司已拥有尤诺卡公司的股票 1700 万股，股份达 9.8%，成为该公司的首席股东。美沙决心对尤诺卡进行收购。

美沙找到能提供 30 亿美元的 130 名投资家，又从商业银行贷出 10 亿美元，准备好收购金额后，在《纽约时报》上公布，以每股 54 美元收购尤诺卡 2000 万股股票。这样美沙就能取得过半数的股份，剩下的股票则以每股 54 美元的保证价格买进。

尤诺卡立即进行反击，提出以每股 72 美元买回 5000 万股的“自我股权收购报价”，但是美沙如果不先买尤诺卡的股票，他们就不买回。这实在是个妙主意，他们也知道尤诺卡的股票没有 72 美元的价值，提出这个报价，只是为了不让股东将股票卖给美沙而已。如果美沙先买，尤诺卡就以 72 美元的高价买回美沙所买剩的股票。这样一来，尤诺卡公司就陷入了濒临破产的状态。这就是所谓的“焦土战术”，不论什么样的股东，一定会在报价最高时脱手。

尤诺卡还有一招杀手锏，宣称最大股东美沙合伙公司并不在“自我股权收购”之列，这显然违反必须平等对待所有股东的法定原则。尤诺卡的报价只是做个样子罢了，他们把美沙摒除在外。又说美沙不先买，他们就不买回自己公司的股票。他们知道美沙不会最先买进，因为尤

诺卡隐藏着“债务炸弹”，会因为以过高价格买进股票而导致公司倒闭。

美沙公司只有诉诸法律，向证监会（SEC）控告尤诺卡，认为根据股东平等原则，尤诺卡要买回自己公司的股票，美沙手上的股票也必须包含其中，结果经长时期的争执，法院判决美沙胜诉。

随后经过艰苦的谈判，美沙同意签订 25 年期的维持现状协定，尤诺卡同意美沙加入该公司的股权收购，美沙手上剩余的股份则保留 1 年。

这次收购战，美沙因尤诺卡的焦土战术而使其收购未能成功，但却在这场收购战中赚了几个亿的利润。

## 第二十六节 日本油墨化学工业公司的跨国收购

日本油墨化学工业公司（DIC）自创业以来就以国际眼光从事经营，历经三代首脑，都继承了“事业无国境”的经营哲学。他们提出了主导产品——印刷油墨要控制世界市场 30% 的远大目标，并不断向这个目标迈进。

DIC 在打入发达国家的时候，已经考虑到，收购已建成的当地优秀企业，效果最佳，风险也最小。

该公司于 1979 年 2 月，以 7 200 万美元（当时约合 140 亿日元），收购了美国的波里库罗姆公司。这个金额的规模，大体相当于当时 DIC 一年中的设备投资额。

波里库罗姆公司在胶印 PS 版生产技术和相关领域的技术开发能力方面特别出色。DIC 断定，要是由自己开发这些技术并使其企业化，至少需要 10 年的时间和 200 亿日元的资金。

DIC 充分估价了这种出色技术，围绕收购波里库罗姆公司，DIC 与法国头号化学纤维厂家罗奴·普兰公司之间，展开了国际性的公开收购大战。

公开收购大战之初，波里库罗姆公司的股价为 13 美元～14 美元，后来涨到原来的两倍左右，每股达 26 美元，结果 DIC 以每股 26 美元买下，因此，有人认为“太贵了”。

然而，波里库罗姆公司除了拥有出色的技术能力以外，还是一个在美国拥有 3 个工厂，在英国和前联邦德国各有 1 个工厂的多国籍企业。由于得到了 5 个建于发达国家的生产厂点，还取得 DIC 原来没有掌握的胶印用 PS 版的生产技术，所以说，140 亿日元之多的大型收购，决不是太贵了。为了筹借收购资金，DIC 以全球性眼光，作出最佳选择，采用低息的瑞士法郎，经发行可转换公司债券，筹集到 100 亿日元。

7 年以后的 1986 年，DIC 又用 5.5 亿美元（当时约合 870 亿日元），收购了世界头号印刷油墨厂家美国的萨·凯米卡尔公司。

关于这次大型收购，最高领导层的商谈起始于 1985 年夏天，当时萨·凯米卡尔方面表示：“能卖 6 亿美元就行”。那时日元与美元的汇率为 1 美元等于 250 日元，所以是一笔 1 500 亿日元的大买卖。DIC 想用 3 亿～3.5 亿美元买下来。双方谈来谈去差距很大，颇费了些时日。

可是，1985 年 9 月 22 日西方五国市场协议达成以后，日元急剧升值，到了 1986 年 6 月份左右，1 美元等于 158 日元，于是双方以 5.5 亿美元（约合 870 亿日元）取得一致意见，DIC 收购了萨·凯米卡尔公司。

附带说一下,这个 870 亿日元即 5.5 亿美元的金额,几乎跟 1985 年夏天 DIC 所设想的 3.5 亿美元(以当时的汇率约合 875 亿日元)相等。

收购萨·凯米卡尔公司是当时日本企业历史上规模最大的海外大型收购,正是由于日元急剧升值促成了这次收购。它作为一个充分发挥日元升值的有益效应的无国境战略的事例,颇受世人瞩目。

DIC 收购萨·凯米卡尔公司所用资金的大部分,是靠伦敦发行了 2.5 亿美元附有股份收买权的可转换公司债券筹措起来的,其实际利息只有 2.1%。

通常,靠借钱搞了这样大宗的企业收购以后,在相当长的时期内,由于受到沉重的利息负担而影响收益能力。

然而, DIC 却不是这样,靠无国境战略在世界范围内寻找最佳方法,通过低息的可转换公司债券来筹集资金,因此,避免了利息负担的重压之苦,成功地发挥出企业收购的好处。

### 第二十七节 中资企业在香港“买壳上市”实例

1993 年,香港出现中资企业“买壳上市”的热潮,使“红筹股(中资股)”中又出现“红筹壳股”这一小家族。据悉,到 1993 年 11 月底,香港“红筹股”共 37 家,其中 19 家是壳股。

中资企业在香港买壳上市始于 1984 年初。当时香港最大的上市电子集团公司——康力投资有限公司,由于财务危机而濒临倒闭。中银集团与华润集团联手组建新琼企业有限公司,先后向康力公司注资 4.37 亿港元,获得 67% 股权。由此拉开了中资企业在港买壳上市的序幕。

中资企业早期在港买壳上市的两个典型企业是粤海企业集团和中信公司。1987 年 2 月,广东驻港的粤海企业集团通过属下公司取得对友联世界公司的控股权,随后将自己所属的新国泰酒店的资产注入,并于 1988 年改名为粤海投资有限公司,成为粤海企业集团控股的上市公司。1992 年初,粤海投资有限公司又以 459 万港元向控股的粤海企业集团购入佳境环保服务有限公司 51% 股权。年中,再以 1.26 亿港元购入金联商业中心的股权。10 月以后,通过配售新股集资 5 亿多港元向控股公司粤海企业集团购入广东旅游(香港)有限公司、永顺泰公司及番禺 510 万平方米的土地开发权。中信香港公司于 1990 年初,筹资 4.5 亿港元,购入泰富发展公司 51% 股权,从而泰富公司成为中信的上市公司,中信公司也就能利用泰富公司的上市地位开展股份融资了。随后,中信便接二连三地将其非上市公司的资产注入泰富。最先是 5.5 亿港元购入中信的大角嘴中心及葵涌裕林工业 C 座做干货仓及冷冻仓之用。接着又发行 3.1 亿新股向中信购入港龙航空公司 38.3% 股权。1991 年 6 月,泰富融资 25 亿多港元,购入中信名下的国泰航空 12.5% 股权和澳门电讯 20% 股权。1991~1992 年期间,泰富又融资 69.4 亿港元购入恒昌行集团 97.12% 股权。

首钢是我国率先在香港买壳上市的内地国有企业。1992 年 10 月,首钢收购东荣钢铁集团有限公司 51% 股权,1993 年 4 月收购了三泰实业有限公司 46.1% 股权。5 月,首钢利用东荣公司大规模供股集资,筹集资金达 18.81 亿港元。

近年来,我国内地企业在港买壳上市形成热潮。中国有色金属进出口总公司 1992 年 10

月收购百利大公司 30% 股权,1993 年 3 月收购罗氏地产公司 54% 股权;中国航天工业总公司 1993 年 4 月收购康力投资公司 51% 股权;中国石油天然气总公司 1993 年 5 月购入 PARAGON 逾 35% 股权;中国粮油食品进出口总公司驻港机构鹏利集团拥有 70% 股权的鹏源发展公司 1993 年 5 月收购海嘉实业有限公司 55% 股权;中国人民建设银行购入香港大新金融旗下的工商银行四成股权。如此等等,不一而足。

香港证券界人士普遍认为,内地企业在港买壳上市,这一现象是正常的,也是健康的。内地企业在港买壳上市,纯粹是一种正常的商业活动,并不造成国有资产流失的问题。这是因为:①内地企业在港买壳上市后,空壳公司的股价都要明显上涨,内地企业所购买的股份市值从而可获得大幅度增加。②内地企业通过掌握上市公司的多数股份,控制上市公司的经营活动,这样上市后的资产仍为我国企业所控制。③内地企业在港买壳上市后注入资产,资产要按国家规定和国际惯例进行评估,且收购高于资产额,资产并未损失。④通过股票上市,可提高资产利用效率,有利于形成新的固定资产,促进国内固定资产增值。

## 第二十八节 华闽收购香港海裕公司要约

《信报财经新闻》1993 年 11 月 1 日发布了华闽有限公司对香港海裕控股有限公司进行收购的要约,全文附后,以供参考。

海侨控股有限公司 华闽(集团)有限公司 SEAPOWER INTERNATIONAL  
(前称森马宝秘能源有限公司)(于香港注册成立之有限公司) HOLDINGS LIMITED  
(于香港注册成立之有限公司) (海裕国际控股)(于百慕大注册成立之有限公司)

由海裕融资有限公司

代表

华闽(集团)有限公司及 SEAPOWER INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED

就海侨控股有限公司所有已发行股份

(华闽(集团)有限公司、SEAPOWER INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED

及与彼等一致行动之人士已拥有者除外)

所提出之

有条件现金收购建议

### 1. 绪言

海侨控股有限公司(“海侨”)董事会宣布,自海侨每股面值 0.01 美元之股(股份)于 1993 年 10 月 26 日在香港联合交易所有限公司(联交所)恢复买卖,而由 Seapower International Holdings Limited(海裕国际)、汉京发展有限公司(汉京)及海侨于 1993 年 5 月 15 日订立之认购协议(经修订)(认购协议)之所有其他附带条件已于 1993 年 10 月 26 日获履行或豁免后,认购协议之所有附带条件已于当日获履行。因此,认购协议已经完成,而合共 560 000 000 股股份(认购股份)亦已于 1993 年 10 月 20 日配发及发行,其中 110 000 000 股予海裕国际,120 000 000 股予汉京,其余 330 000 000 股则予华闽(集团)有限公司(“华闽”),并连同海裕国际及汉京

合称为“财团”)。认购股份占海侨股本中目前全部已发行股份 1 427 542 392 股中的 39.23%。由于认购协议已经完成,因此在本公布刊发之日,华闽拥有股份 330 000 000 股(约占海侨现有已发行股本的 23.11%),海裕国际(连同其一全资附属公司)拥有股份 124 019 620 股(约占海侨现有已发行股本的 8.68%),而汉京则拥有 120 000 000 股(约占海侨现有已发行股本的 8.41%),即财团合共拥有 574 019 620 股,约占海侨现有已发行股本的 40.21%。

根据香港《公司收购及合并守则》(《香港守则》)所下定义,财团各成员乃“一致行动的人士”。因此,认购协议完成后,财团或财团之主要成员即有责任遵照守则之规定,就海侨股本中所有已发行股份(财团及与其一致行动的人士已拥有者除外)以每股 0.0773 港元现金价提出有条件全面收购建议(收购建议)按于 1993 年 10 月 29 日 1 美元兑 7.73 港元之比率计算,该价格即根据认购协议应付每股认购价港元等值。

依照由华闽、海裕国际及汉京于 1993 年 10 月 29 日订立之协议,华闽及海裕国际(收购人)已同意根据下文所列之条款提出收购建议。此外,华闽亦已同意购入依照收购建议而可能被收购所有股份中 75% 的股份,而海裕国际则已同意购入余下 25% 的股份。

### 2. 收购建议

为符合《香港守则》之规定,海裕融资有限公司(海裕融资)现代表收购人按下列基准就全部已发行股份(收购人及与彼等一致行动之人士已拥有者除外)提出收购建议:

每股股份 现金 0.0773 港元

卖方须就接纳收购建议而缴付从价印花税,税率为有关接纳所应付代价中每 1000 港元(或不足 1000 港元)缴纳 1.50 港元,概由接纳收购建议海侨股东支付,并将根据收购建议应付予该等股东现金款额中扣除。

1993 年 10 月 29 日,海侨董事 Edward S. Soeryadjaya 承诺不会就其根据海侨于 1989 年 11 月 3 日采纳优先认股计划所获授可认购合共 5 000 000 股股份优先认股权(彼可借行使该等优先认股权而购得 5 000 000 股股份之权益)接纳收购建议。除本公布所披露者外,截至本公布发表之日为止,本公司概无任何已由董事会按该优先认股计划授出惟尚未行使之优先认股权。因此,有关方面将不会向上述优先认股计划中获授优先认股权持有人提出收购建议。

海侨任何股东如接纳收购建议,将被视为已向收购人作出保证,根据收购建议而购得股份乃购自此等股东,不受任何第三者权利、留置权、索偿权、抵押、衡平权所限,并享有所附带的一切权利,包括收取 1993 年 10 月 29 日或之后宣派、作出或付一切股息及分派权利。

### 3. 收购建议条件

收购建议须持收购人所接获及并无于收购建议首个截止日期(预计为 1993 年 11 月 25 日)或收购人可能决定较后日期前遭撤回(如获准)的有效接纳股份数目,连同收购人(一致行动的人士)并非因收购建议而已购入股份合计,将使收购人及与一致行动的人士持有可于海侨股东大会上行使股票权 50% 以上,方可作实。

### 4. 有关收购建议资料

以每股 0.0773 港元收购价计算,海侨全部现有已发行股本估值约为 110 000 000 港元(按目前发行股份为 1427 542 392 股计算),较海侨于 1993 年 9 月 13 日致股东通函所载于各项建议完成后每股备考资产净值溢价 0.2%。海侨乃联交所上市公司。股份于 1993 年 10 月 29 日在联交所收市价及截至 1993 年 10 月 29 日收市价折让约 75.46%,并较截至 1993 年 10 月 29 日止四个交易日平均收市价折让约 77.01%。

## 5. 收购人背景

如上所述,于1993年10月29日,收购人连同一致行动的人士实际拥有574019620股股份,约占海侨现有已发行股本的40.21%。

## 6. 华闽

华闽于1980年10月在香港注册成立,由中华人民共和国福建省政府全资拥有。华闽乃福建省政府在香港成立机构,为福建省所有经济实体总代理,负责统筹及管理福建省政府在港澳市场进行一切经贸业务。

在福建省与香港日益蓬勃经贸活动中,华闽在闽港之间发挥桥梁作用,致力促进两地经济合作。最初,华闽主要为所有福建省外贸公司担任在香港出口代理商;如今,华闽的业务已包括贸易、航运、旅游、金融、建筑及工业各个环节。

华闽已在美国、加拿大、日本、匈牙利、秘鲁、泰国及澳洲分别设立公司或合营企业。在福建省内,已有70家企业通过福建省有关部门与香港地区、台湾省及其他国家投资者合作而得以成立。此等企业业务包括轻工业、纺织、制药、冶金、食品、运输、旅游及水产养殖。

过去10年,华闽致力与港澳台三地投资者建立联系,积极推销福建省的产品,吸引外资,开拓海外市场,发展及加强闽港两地的经贸合作。

## 7. 海裕国际

海裕国际是一家在百慕大注册成立的公司,其证券在联交所上市。海裕国际通过其附属公司在香港主要从事物业投资、冷藏粮库、证券、黄金及商品期货经纪业务、商人银行、印刷及出版等业务。

## 8. 有关海侨资料

海侨主要业务为根据一项于1982年11月10日由Mainline Resources(O.S.)Limited与Pertamina就印尼宝如油田而签订第二次开采合约(经修订)(第二次开采合约)而生产原油。

海侨董事会一直在物色可并肩作战的合作伙伴,以便加强海侨资本基础,使其可享东南亚地区在勘探及发展碳气化合物资源方面所提供各种扩展及多元发展机会,并改善本集团旗下的技术支援服务。1993年8月20日,中国海洋石油总公司(“中国海洋”)与海侨订立一项有条件技术合作及选择权协议(经于1993年9月24日订立补充协议作出修订);据此,中国海洋同意(其中包括)向海侨提供技术支援,而海侨则向中国海洋授予一项可认购344 385 598股股份选择权。

海侨董事会相信,华闽、海裕国际及中国海洋所具备有关经验,将令海侨获得重要额外技术知识、营运经验及财政实力。此举将有助海侨通过勘探及新发掘第一次及第二次生产机会而扩大其资产基础,以及通过提供油田及技术支援(包括供应设备及进行原油市场推广)而扩大其业务基础。海侨董事会相信,此乃确保海侨长期及将来业务多元化之重要因素。

## 9. 收购人对海侨未来意向

收购人现时无意对海侨主要业务作任何重大改变。

根据收购人现时意向,海侨将会专注发展其根据第二次开采合约而生产原油现有业务,同时收购人亦拟在出现适当时机将海侨在东南亚地区天然资源资产基础拓展至碳氧化合物资源勘探及发展方面。

收购人拟继续聘用海侨及其附属公司现有雇员。

## 10. 上市

若收购建议成为无附带条件,收购人拟维持股份在联交所上市地位。因此,收购人将向联交所承诺于收购建议截止后采取适当措施,以确保不少于 25% 海侨已发行股本由公众人士持有。联交所已指出,鉴于收购建议截止后,公众人士所持有海侨已发行股本不足 25%,则联交所将会密切注视股份买卖。若联交所认为股份买卖存在或可能存在假市情况,或公众人士所持股份数量不足以维持一个有秩序市场,则会考虑行使其酌情权,暂停股份买卖。

## 9. 一般资料

海裕融资已获收购人委聘代其提出收购建议。海裕融资确信,收购人已具备全面实施收购建议所需财政资源。

摩根建富亚洲(香港)有限公司(“摩根建富”)已获海侨独立董事委员会委聘为独立财务顾问,就收购建议向独立董事委员会提供意见。载有收购建议详情连同摩根建富意见以及接纳及过户表格综合文件将会尽快寄发予海侨各股东。

承董事会命	承董事会命	承董事会命
海侨控股有限公司	华闽(集团)有限公司	Seapower International Holdings Limited
董事	董事	秘书
Rinto Harahap	周惠源	王慧娜

香港,1993年10月29日

海侨董事愿就本公布所载有关海侨资料(与海侨及其附属公司前景有关资料除外)的准确性共同及个别承担全部责任,并于作出一切合理查询后确认,就彼等所深知,本公布所表达有关海侨意见(与海侨及其附属公司前景有关资料及意见除外)乃经审慎周密考虑后始行作出,且本公布并无遗漏任何其他与海侨有关事实,以致本公布中任何有关海侨声明含有误导成分。

本公布所载有关华闽及海裕国际资料乃分别由华闽及海裕国际董事提供。华闽及海裕国际董事原就本公布所载有关华闽及海裕国际资料准确性共同及个别承担全部责任,并于作出一切合理查询后确认,就彼等所深知,收购人于本公布所表达有关华闽及海裕国际的意见乃经审慎周密考虑后始行作出,且本公布并无遗漏任何其他事实,以致本公布中任何有关华闽及海裕国际之声明含有误导成分。

# 第二篇

## 第二篇

# 借壳上市

# 第一章

# 第一章 企业购并大时代

## 第一节 企业购并 :世界潮流

以美国为最具代表性的世界性购并浪潮正迎面向我们扑来。美国第一联合银行和第一忠诚银行的合并,购并总资产达 1237 亿美元。德国奔驰集团和美国克莱斯勒公司的合并,涉及金额达 920 亿美元。美国福特和英国美洲虎、美国通用和日本五十铃及瑞典绅宝、意大利菲亚特和法国雪铁龙已经或正在商谈合并事宜……企业购并,挡不住的世界潮流。

企业购并是市场经济条件下的一种正常的、普遍的企业行为和市场行为。市场经济先行国家的发展史,从一定意义上说就是一部企业购并史。购并作为迅速实现资本集中和企业规模扩张的有力杠杆,对于促进市场经济的发展居功至伟。发达市场经济国家已经历过了轰轰烈烈的四次购并浪潮,而世界范围的第五次企业购并浪潮又正向我们迎面扑来。

### 一、四次购并浪潮

作为世界性的购并浪潮,最有代表性的就是美国。美国是一个产权交易极为活跃的国家,企业购并频率之高、规模之大堪称世界之最。购并是建立工业帝国的典型美国手段。一位学者这样写道:“在美国,企业家之所好是收购对手的股票,把对方的厂房资产全部接管起来,把各种截然不同的企业融化在一个新的、令人惊异的复合组织中。”迄今为止,美国历史上已出现过四次购并浪潮:

#### 1. 第一次购并浪潮

19 世纪末 20 世纪初,美国掀起了第一次企业购并浪潮,它使美国工业从一个新生儿迅速成长为巨人。从 1895 年到 1904 年,约有 3000 家企业在横向兼并中消失,其中包含 5 家以上企业的合并占 75%,包含 10 家以上企业的合并占 26%。由此而导致了在某些部门控制本部门生产不低于 50% 的 98 家托拉斯和控制生产不低于 60% 的 57 家托拉斯以及控制生产不低于 80% 的 26 家托拉斯的建立。美国钢铁公司、国际收割机公司、美国橡胶公司、杜邦公司等著名大公司都在这次浪潮中崛起,这些大垄断组织对后来美国经济结构的变化产生了深远的影响。

这次企业购并浪潮的主要形式是同行业企业之间的购并,即所谓横向兼并。其目的主要是为了取得市场上的垄断地位。而工业股票的大量上市和企业购并“促办人”的出现,成为这次购并浪潮中引人注目的特点。工业股票的上市,为企业购并提供了新的手段——股权收购,以及新的场所——证交所,据统计,这一时期60%的购并事件是在纽约股票交易所完成的。企业收购“促办人”是以促成企业购并为手段从而获取佣金的人员,类似于现在的经纪人。他们的出现降低了企业产权产易的费用,推动了企业购并的发展。

### 2. 第二次购并浪潮

第二次购并浪潮发生于本世纪20年代。这一时期在工业中共有4029次购并,其中1929年一年即发生1245起,为历年之最。这次购并浪潮的主要形式是纵向兼并,即产品生产过程中处于两个相邻生产阶段上的企业的兼并,如在制铜工业中,铜冶炼企业与铜加工企业之间的兼并。投资银行家在这次购并浪潮中发挥了重要作用。投资银行一方面通过融资向收购方提供足够资金,另一方面又雇佣了一些受委托人员,专事寻找可能进行购并的对象。当时人们一致认为在兼并活动中十次有九次都是投资银行家起了核心作用。

在这一阶段,许多购并活动不是出于垄断动机,而是企业家通过收购或转让产(股)权进入或退出某一行业的一种经营活动。此后,企业产权的买卖日渐成为企业家们日常经营业务的一部分,资本运营理念日益盛行。

### 3. 第三次购并浪潮

第三次企业购并浪潮发生于本世纪五六十年代,持续时间长,规模空前。据统计,1960年—1970年间,购并数目达25598起。特别是在60年代末达到了高潮,仅从1967年至1969年,被购并的企业就达10858家。这次浪潮的主要方式是不同行业企业之间的购并,即混合兼并。1966—1968年间,横向兼并仅占7.7%,而混合兼并占81.6%。这种方式上的巨大变化并不仅是执行反托拉斯法的结果,更重要的是企业为降低经营风险,实行多元化经营的结果。同时,在这次浪潮中为了规模经济或追逐垄断而进行产权买卖的动机已退居次要位置,更多的是将“经营产权”作为一种企业经营的方式。

### 4. 第四次购并浪潮

第四次购并浪潮始于本世纪80年代,规模之大令人瞩目。1980—1987年企业产权交易总数已突破2万起,平均每起购并的交易额在1989年达4797.4万美元,10亿美元以上的购并在1985年达37起。超级规模的购并在石油、化工等行业屡见不鲜,最有代表性的有:

1984年3月,谢夫隆石油公司以133亿美元购进美国第5大石油公司海湾石油公司;1986年初,壳牌石油公司以365亿美元购进美国贝里奇石油公司的全部资产;1985年底,通用电气公司以60亿美元买下美国无线电公司;1986年4月,纽约3家广告公司通过购并创立了资产达50亿美元的世界最大广告公司。

在这次浪潮中,战略驱动型的交易取代了混合兼并而成为主要形式。多样化战略是这次战略驱动型交易的具体形式。而且这次多样化战略集中于相关产品之上,不再像第三次浪潮那样进行单纯的无关兼并。

金融工具的创新在这次浪潮中起了巨大作用。为了满足大规模企业购并对巨额资金的需要,金融界大量发行一种资信低、风险大、利率高的债券,这种债券被称为“垃圾债券”。垃圾债券的出现,可以使小公司用杠杆融资方式筹措巨资,进行收购活动。例如,亨利·克莱维斯为了收购雷诺烟草公司,由米尔肯为其发行垃圾债券筹资,结果以250亿美元的高价买下了雷诺烟

草公司,其中靠发行垃圾债券筹得的资金占 99.04%。

### 二、最新一次购并浪潮又扑面而来

第四次购并浪潮到 1990 年,已渐近尾声。但随着美国经济景气回升,1992 年企业购并风云再起,1993 年企业购并出现了历史上第三个高记录,1994 年购并总金额达 3360 亿美元,比 1993 年增长 40%,1995 年企业购并 9170 起,金额达 7591 亿美元,1997 年企业购并交易额达到创纪录的 9190 亿美元。其中交易金额较大者有:①美国第一联合银行和第一忠诚银行以交换股票方式进行合并,成为美金融史上最大的银行购并案,购并总资产达 1237 亿美元。②贝尔大西洋公司同 NTMEX 公司的购并,合同金额达 213.4 亿美元。③英国电信公司同美国微波通信公司的购并,合同金额 212.7 亿美元。④SBC 通信公司同太平洋电信公司的购并,合同金额 165.2 亿美元。⑤世界通信公司同 MFS 通信公司的购并,合同金额 135.6 亿美元。⑥波音公司同麦道公司的购并,合同金额 133.4 亿美元。⑦迪斯尼公司与美国 ABC 广播公司的购并合同金额 190 亿美元。

华纳公司亦不甘落后,以 80 亿美元的价格购并了特纳广播公司。⑧美国第一洲际银行以 103 亿美元购并第一商业银行,其交易额创美国银行购并的最高纪录。

近年来,汽车工业的购并活动最为引人注目。1997 年全球汽车工业有 700 多次购并活动,交易总额达 280 亿美元。1998 年 5 月 7 日,世界汽车工业两大巨头德国奔驰集团与美国克莱斯勒公司宣布合并为“戴姆勒/克莱斯勒汽车公司”,成为最具轰动性的新闻。这一合并行动所涉及的市场金额高达 920 亿美元,堪称是有史以来规模最大的工业合并。戴姆勒——奔驰公司是德国最大的工业集团,克莱斯勒是美国第三大汽车制造公司。按 1997 年的销售额计算,两公司合并后年销售额可达 1330 亿美元,将是仅次于美国通用和福特之后的世界第三大汽车制造公司。两公司合并后一只脚踏在欧洲,另一只脚踏在美国,各有各的市场,且又互相利用双方多年经营起来的销售网络,同时又集中了科研和财政力量,当使双方都收益匪浅。据奔驰公司估计,仅每年节省的费用就可达 50 亿马克之巨。《南德意志报》的评论说,这次合并是经济全球化的一股“射流”,它说明“谁要成为当今‘全球大角色’,谁就再也不能依赖出口,必须和别人联手,以便掌握世界市场,抵御风险。”

目前的种种迹象表明,汽车工业的重大调整才刚刚开始,新的合并案将不断涌现。据一些媒体透露,已经或正在商谈合并的著名汽车公司有:德国奔驰与日本日产、意大利菲亚特和法国雪铁龙、美国福特和英国的美洲虎、德国大众和英国吉普罗孚、美国通用和日本五十铃及瑞典绅宝;日本本田公司据说也在悄悄物色对象。从长远看,随着更大规模的合并案水落石出,像今天航空工业那样的寡头垄断局面,也有可能出现在汽车工业出现。

与历次购并浪潮相比,最新一轮购并浪潮呈现出新的特点:

(1) 购并的资产规模巨大。购并额在百亿美元以上的购并案已出现数十起。

(2) 跨国购并比例显著提高,且规模巨大。如日本索尼公司对美国哥伦比亚影业公司的收购,松下公司对美国 MCA 公司的收购,韩国现代集团对美国 AT&T-GTS 公司的收购,美国普强公司对瑞典法玛西亚公司的收购等。

(3) 此次购并浪潮并非一般的市场投机行为,而是一种带有全球战略和长期目标的投资行为,反映了当代企业经营的新趋势,被称为“理知购并”。

(4) 第三产业成为购并重点。其中,金融、电信、交通运输业成为大公司竞相角逐的领域。

(5) 混合购并比例提高,进一步打破了行业界限,突出了“增强企业实力、分散经营风险、提高竞争能力”的战略思想。

在 21 世纪将临之际,西方国家掀起的席卷全球的这股规模空前、声势巨大的企业购并浪潮,有其深刻动因:①企业购并是生产和资本进一步集中的必然要求,是经济全球化、企业无国界化的必然产物。②世界经济的复苏为企业购并创造了客观条件。③降低高额交易费用的迫切要求。④企业为谋求长期发展而采取策略联盟计划,力图控制和垄断市场。⑤政府管制的放松,起了重要推动作用。

但是,经济规模并不等于规模经济,企业购并必然会造成垄断,从而不利于市场竞争,尤其跨国垄断组织的日益扩张,势必导致国际不公平竞争,发展中国家将面临发达国家行业巨头来势愈益凶猛的“抢滩”和“攻城掠地”的严峻挑战。

## 第二节 借壳上市:中国新时尚

借壳、借壳,借壳上市潮涌华夏大地。

从香港到内地,从上海到深圳,借壳上市好戏连台。

前所未有的规模,日新月异的发展速度,灵活多变的方式,有人说,这仅仅是序幕拉开。

最近一个时期,在中国内地,企业并购、资产重组也成了一种时尚,人们纷纷仿效,趋之若鹜,并在全国范围内演化成为一股势不可挡的资产重组狂潮。尤其是 1997 年以来,在全国上下一片抓大放小的鸣响中,更是高潮迭起,宣布进行资产重组、收购兼并、产权置换的新闻此起彼伏,令人眼花缭乱,目不暇接。在这一潮流中,沪深股市的上市公司则以实际行动冲在最前面,充当了潮头和排头兵的角色。据统计,1997 年中沪深股市上市公司因实施资产重组、收购兼并及股权转让而发布公告的超过 200 家,占上市公司总数的四分之一。其中半数以上的公告是在下半年发布的,而仅赶上末班车在 1997 年 12 月 31 日发布资产重组公告的沪市上市公司就有 10 家之多。资产重组在牛年牛气大发之后,势头更劲,在进入 1998 年之初便尽显虎威。目前,上市公司控股、购并行为已由简单走向成熟,从不规范逐渐走上正规,重组题材也受到了投资者的普遍重视。现在你随便走进一家证券营业部问问投资者:

“你最关心的市场题材和板块是什么?”得到的回答肯定是“资产重组”。而在资产重组题材中,“借壳上市”和“买壳上市”又是重组潮流中的最令人关注的一道风景,是热点中的热点。

### 一、大幕首先在香港拉开

借壳上市是企业兼并收购方式的一种,也是筹措资金的一种特殊方式。作为企业购并的一种新概念,借壳上市在我国的运作首先是被用于购并香港企业,以达到使我国企业在香港上市的目的。国企在香港借壳或买壳上市最早可追溯到 1984 年,这段时间主要是注资购买财政上出现问题的香港上市公司。例如,1984 年初,香港最大的上市电子集团公司——康力投资有限公司由于财务危机而濒临倒闭,华润集团和中银集团联合成立了新琼企业有限公司,先后

向康力注资 4.37 亿港元,收购了其 67% 的股份,从而拉开了国企在香港借壳上市的序幕。

此后,在 1986 年 4 月,中国国际信托投资公司又相中当时陷入财务危机的上市银行——嘉华银行。中信公司向嘉华注资 3.5 亿港元,取得嘉华 92.5% 的普通股及全部优先股。随之,招商局又与美国兆亚集团以 68:32 的股权比例成立新思想有限公司,并通过该公司斥资 4 亿港元,收购了当时处于财务危机的友联银行,拥有了该行 61% 的股权及 5000 万优先股。

这段时间以买壳形式上市的中资企业还有许多,如 1987 年 2 月广东驻港的粤海企业集团收购了友联世界的控股公司——雅集贸易,取得了对这家上市公司的控股权,随后又注入了自己所属的新国泰酒店的资产,并于 1988 年改名为粤海投资有限公司,成为粤海企业集团控股的上市公司。1987 年 3 月中银集团、华润集团、亚洲旅行社、鑫隆集团等中资企业联合新鸿基直接和间接组成天安中国投资有限公司,收购了联合食品的空壳公司而获得上市地位。同年 9 月,中国建筑工程(澳门)有限公司、中国包装进出口公司及华润集团联合组成和茵有限公司,收购了上市的华伟企业,并改名川河集团。但总的来看,这一阶段中资企业的收购活动一直进展比较缓慢。

进入 90 年代以后,中国企业在香港的买壳上市活动变得频繁起来,其中粤海投资、中信泰富、首钢的借壳上市举动不仅在香港引起震动,也引起了世界的注意。

如上所述,粤海的借壳行动始于 1987 年,1992 年初,粤海投资又以 459 万港元向控股的粤海企业集团购入佳境环保服务有限公司 51% 股权。年中又斥资购入金联商业中心的权益、广东旅游(香港)有限公司、永顺泰权益及番禺 610 万平方英尺土地开发权,开创了内地企业、内地资产通过中资上市公司间接上市的先河。

香港中信集团首先在 1990 年 2 月收购上市的泰富发展有限公司,并注入自己拥有的港龙航空公司的 38.3% 的股权和两项物业,取得泰富 49% 的股权,成为泰富的控股公司。1991 年 7 月,泰富又斥资购入国泰航空 12.5% 的股权和澳门电讯 20% 的股权,同时更名为中信泰富有限公司。从 1991 年 9 月开始,中信泰富又陆续收购了恒昌企业,使其成为中信泰富的全资附属公司。并使中信泰富市值跃升为香港第 20 名之内的大型上市公司。

首钢在香港的借壳上市活动开始于 1992 年。1992 年 10 月,首钢与李氏长江实业、加拿大怡东集团联合收购了香港东荣钢铁集团公司,首钢拥有 51% 的股份。1993 年 4 月,三家又联合收购了三泰实业有限公司 67.8% 的股权。1993 年 5 月,首钢又收购了开达投资有限公司 70% 以上的股份和认股证,并于 8 月将其改名为首钢四方集团有限公司。

1993 年,中国光大(集团)有限公司也加入了香港买壳上市的行列,先后收购了宁发国际有限公司、恒华控股有限公司、明辉发展有限公司和新加坡高登有限公司等。此后,中国航天工业总公司又收购康力投资 51% 股权,中国粮油食品进出口总公司所属的鹏源发展收购海嘉国际 55% 股权,中国对外贸易经济合作部也宣布收购香港第一太平银行 25% 的股权。这一连串的活动被香港金融界称之为“大陆购壳上市热浪”。

国企在香港借壳上市的运作对企业发展的积极作用是显而易见的。由于在香港直接上市对申请人资格审查标准严格,手续繁复,需要投入极大的人力物力和财力。借壳上市不仅省却新申请人需办理的繁琐手续,节省人力、物力和财力,而且还能节省时间,较快地把资产注入到上市公司,实现资产整现,达到筹资的目的。它的成功运作为国内证券市场的借壳上市提供了范例。

### 二、内地借壳上市连台好戏

在1990年以前,虽然内地企业在香港借壳上市运作得红红火火,但内地股市和产权交易尚处于孕育阶段,根本谈不上证券市场上的公司购并问题。进入90年代以后,随着股份制改革的推进,特别是1990年12月上海证券交易所和1991年7月深圳证券交易所的成立,使内地企业在证券市场上进行购并成为可能。1993年的“宝延事件”则真正开启了中国证券市场上对上市公司股权收购的先例。

1993年9月30日11时15分,延中股票突然停牌,电脑屏幕上出现深圳宝安上海分公司已经拥有延中发行在外的普通股达5%以上的公告。10月4日,上海宝安再次公告,截止9月30日,公司已拥有延中16%的股权,并表示将继续收购并长期持有延中股票。与此同时,延中公司聘请香港公司作顾问,进行反收购。结果延中股票10月6日猛升34.43%,10月7日又狂涨57.46%。“宝延风波”之后,上海证券交易所又披露深圳万科公司收购上海中华股权、深圳天极争购“小飞乐”的新闻。此后,涉及股权收购与转让、资产置换与重组以及谋求买壳或借壳上市者不少,但由于证券市场本身尚未完善以及政策理论等方面的原因,使得这些探索性的重组只是单个孤立案例,市场化程度不高,社会影响也有限,而且成功的案例也不多。

较早地在内地证券市场进行借壳上市运作并取得成功的代表之一是上海强生经济发展(集团)公司。强生集团公司是一个拥有32个全资子公司、控股子公司、参股公司和关联企业的大型企业,近年来,随着公司的迅速壮大,资金短缺矛盾日益成为发展中的制约因素。在间接融资有困难的情况下,公司经过分析,决定通过借壳上市的做法,通过股市直接融资。具体运作步骤是:强生集团公司先向其控股30%的浦东强生公司注入优质资产,促使其实现足额配股,然后对强生集团实行反向收购。从1993年8月起,强生集团公司已多次向浦东强生注入优质资产,置换了大量发展资金,既盘活了资产存量,又实现了国有资产的保值增值和效益的大幅度提高。

如果说强生集团的借壳上市还只是一种尝试的话,1994年、1995年轰动全国的珠海恒通集团股份有限公司有偿受让(收购)上海建材集团总公司持有的上海棱光实业股份有限公司1200万股国家股,成为棱光第一大股东的恒棱事件和康恩贝—凤凰资产重组的康凤事件就已经是较成熟的运作了。

恒棱事件主要涉及恒通集团、棱光公司、建材集团和恒通电表四方,其中恒通电表为非独立交易方。恒棱事件牵涉到两笔交易。第一笔交易发生1994年4月29日,当时珠海恒通集团斥资5160万元,以每股4.3元的价格收购上海建材集团总公司所持的棱光公司1200万股国家股,占棱光总股本的35.5%,成为棱光公司的第一大股东。珠海恒通与上海棱光是分属不同地区的企业,经营内容也几乎相同,恒通之所以收购棱光,主要就是看中棱光公司有上市公司的壳,期望通过借壳上市来融通资金,满足自身发展的需求。因此,恒通收购棱光之举完成后,1995年又进行了第二笔交易——以1.6亿元的价格将恒通集团属下的全资子公司恒通电能仪表有限公司转让给棱光公司,这次交易实际上就是恒通在买壳后所进行的反向收购。棱光公司在恒通电表注入后,顺利实现了产品结构、业务收入、利润结构调整目标,主营业务收入大幅增长,恒通集团则获得了大量的发展资金,达到了借壳上市进行融资的目的。

1994年的另一有影响的借壳上市案例是浙江康恩贝有偿受让浙江凤凰国家股,1995年

12月凤凰公司又反向收购康恩贝集团制药有限公司,但这一运作在经历了短暂的辉煌后,最后以康恩贝的退出而告终,为人们留下了更多的深思余地。

在经过一系列尝试性的运作后,借壳上市在国内越来越受到青睐,尤其是在我国经济成功地实现了软着陆后,更成了资产重组、企业购并中的新宠。而党的“十五”大对股份制改革的肯定和提出的“以资本为纽带,通过市场形成具有较强竞争力跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团”的要求,使我国企业的借壳上市运作在1997年达到一个新高潮,借壳上市、关联交易好戏连台。而已经买壳或借壳上市公司的成功运作又吸引了更多的非上市公司加入到买壳和借壳上市的行列,买壳上市和借壳上市必定会愈演愈烈,壳资源也更为走俏。纵观已经成功完成借壳上市的公司的运作,十分明显地分属以下几种类型:

一是大型非上市公司入驻小型上市公司。其中比较有影响的事件有中远(上海)置业入主众城实业、天津泰达集团收购天津美纶股份并更名为泰达股份、深圳粤海实业控股新亚快餐、南京国有资产经营(控股)有限公司取代南京化纤原南京化学纤维厂第一股东的地位及北京和德成为国嘉实业最大股东、钢运股份的资产置换、环宇股份的资产置换等。这些事件的共同特点是买方大多势力雄厚,而被控方则业绩较差,最高每股收益不到0.1元,或是亏损企业,股本也较小,流通股一般都不超过5000万股,股权结构较分散或国家股或法人股的股东占绝大多数,没有一家是通过二级市场进行收购的,股权转让全是清一色的场外交易,即主要通过法人股或国家股的股权变换,这种场外股权转让又分为三种形式:

### 1. 法人股的有偿转让

众城实业、新亚快餐、国嘉实业属于此类。中远置业分两次分别耗资1.45亿和2.53亿元购买众城实业原发起人中国建设银行上海分行第二营业部和上海国际信托投资公司所拥有的法人股4834.4246万股,及第一大股东陆家嘴持有的3868.288万股法人股、中房上海所持有的2813.184万股法人股而成为众城实业的第一大股东,持股比例达68.37%,完全实现了对众城实业的控股。新亚快餐与国嘉实业则是一次性转让法人股而使最大股东更换。

### 2. 国家股的无偿转让或划拨

由于我国目前的许多上市公司都是国家股处于控股地位,因而国有资产管理局对该上市公司的国家股拥有处置权,可以根据情况选择国有股的所属法人,可以在国有法人之间进行转让。这种方式从理论上讲并不会造成国有资产的流失,只是更换了不同的国有法人。如泰达集团接受原天津美纶公司的国家股,同时美纶股份更名为泰达股份,主营业务也发生了重大变化。

### 3. 上市的“壳”公司与买壳方的资产置换或上市的子公司与控股的母公司之间的资产置换

母子公司之间的资产置换以钢运股份为代表,钢运股份在公告中宣布,该公司以其全部净资产等值置换了其母公司上海交运(集团)公司控股下的上海交通机械总厂净资产和上海高速客运有限公司51%的股权,并更名为上海交运股份有限公司,简称“交运股份”。另一类型资产置换的代表是环宇股份。它将原属山东省临沂市国有资产管理局的4545万股环宇国家股先划归国有独资企业——山东兰陵企业(集团)总公司持有,这部分国家股占该公司总股本的51.9%。接着又进行了一系列的资产置换,环宇股份出让其所属鲁南大厦、人民商场和国贸公司给兰陵集团,同时分别从兰陵集团受让平邑县酒厂、郯城酒厂和山东兰陵美酒股份有限公司20.6%股权,同时完全改变主营业务,改营饮料酒、饮料、食品、酒及化工产品的生产与销售,公司名称也更改为山东兰陵陈香酒业股份有限公司,成了我国证券市场上首例资产构成、主营业

务、所处行业、控股股东、公司名称都发生彻底变化的上市公司。

二是上市公司兼并或合并非上市公司。这种类型对于上市公司来说,是一种兼并,对于被兼并的非上市公司来说仍属借壳上市的一种方式。而其中上市公司兼并非上市公司在资本市场比较司空见惯,上市公司与非上市公司的合并则并不多见。但在十五大召开前夕,先后由仪化与扬子等四家企业,TCL与河南美乐电视,北京西单商场与友谊商场的合并引起了理论界、舆论界以及证券市场的广泛关注。这几个案例的共同点是当事者都受到市场竞争的强大压力,最后从相互竞争走向联合。

目前股市借壳上市虽然高潮迭起,但从长远来看,仍只是一个序曲,随着时间的推移和国家有关法律法规的出台与逐步完善以及企业改革的推进,借壳上市必会再上新台阶,再掀新高潮。而目前深沪股市丰富的壳资源又无疑为借壳上市提供了进一步发展的空间。从股市炒作来看,资产重组与借壳上市在牛年倍受关注之后,虎年更成为市场主流,其魅力不仅不会随时间推移而消退,而且由于借壳上市往往有点石成金的功效,反而会更受重视。从已发生的借壳上市的公司来看,无论是广西虎威嘉丰、辽物资、众城,还是泰达股份、交运股份、环宇股份等,均取得了实质性的成效。通过买壳注入优质资产,公司的业绩短期内就会出现质的飞跃,其股价由于其实际价值的提高也必会一路高歌,表现出极强的抗跌性。如环宇股份、广西虎威等都表现出极大的抗跌性,一举跳出低价三线股行列。在当前全国资产重组热潮方兴未艾的情况下,所有的上市公司包括业绩优良者都可能实施资产重组,如实行强强联合、对非上市公司进行兼并等,但其股价翻番的可能性不大,原因就在于绩优股原本价位就已很高。而借壳上市的公司却恰恰相反,作为壳资源的被借之壳往往都是原本效益较差或亏损的公司,原来的股价也很低,一旦实施借壳上市,借壳上市的公司大都是业绩优良者,经过对壳公司注入优质资产或剥离不良资产,进行资产置换以后,会使壳公司的基本面发生根本性的转变,从持股比例、主营方向、管理人员到业绩和二级市场的表现都脱胎换骨,昔日的丑小鸭转瞬就可能变成白天鹅。而随着借壳上市运作的不断规范和借壳上市的炒作价值的逐渐被认可,投资者对借壳上市公司的炒作必将更趋热烈。

### 第三节 借壳上市 时代蕴育

充满希望的时代,伟大英明的决策,空前稳定的发展环境,为借壳上市造好了船。

僧多粥少的发展局面,额度式的管理方式,丰富的壳资源,互利互惠的最佳方式,为借壳上市做好了帆。

有了船,有了帆,借壳上市启航了!

目前风行中国大陆的借壳上市并不是一个偶然事件,而是有着客观的政治经济背景的。这其中既有宏观的政治经济因素,也有我国经济运行中一些微观方面的原因,从某种意义上说它又是一种市场选择的结果。

### 一、宏观经济面向好,为借壳上市运作提供了良好条件

自改革开放以来,尤其是党的十四大以来,我国的经济建设发展迅猛,取得了令世人瞩目的成就,尤其是1992年邓小平同志南巡讲话和党的十四大以来,我国经济驶上了加快建立社会主义市场经济的快车道。从1992年到1996年,我国国内生产总值年平均增长12.1%,既实现了经济高速增长,又有效地抑制了通货膨胀。改革开放也取得了新的突破,按照建立社会主义市场经济体制的要求,大步推进了财政、税收、金融、外贸、外汇、计划、投资、价格、流通、住房和社会保障等体制改革,市场在资源配置中的作用明显增强,宏观调控体系的框架初步建立。国有企业改革按照建立现代企业制度的总思路,从“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”四个方面整体推进,取得了积极成效,以公有制为主体,多种经济成份共存与发展的格局进一步展开,对外经济、技术合作与交流继续扩大,对外贸易和利用外资均大幅度增长,国家外汇储备显著增加。

1997年我国经济在诸多不利因素纷至沓来的情况下,克服了亚洲金融风暴所带来的不利影响,国民经济仍实现了“高增长、低通胀”和“稳中求进”的总体要求,主要经济指标基本达到了国家宏观调控的预期目标。这主要表现在国民经济保持适度快速增长,全年国内生产总值较上年增长8.8%;市场价格涨幅持续走低,呈现出涨幅低、波动小的特征,全年商品零售价格比上年上涨0.8%,居民消费价格上涨2.8%,劳动就业工作有所加强,国际收支状况良好,经营项目和资本项目继续保持“双顺差”的格局,外汇储备持续增加。这一切无疑为资本运作创造了良好的经济条件。

### 二、党的十五大为借壳上市运作创造了适宜的政策环境

借壳上市是企业购并方式的一种,说到借壳上市自然就脱离不了中国产权交易,企业购并的大环境。通常,人们认为,我国改革开放后的企业购并始于80年代。80年代初期,我国企业的兼并正处于萌芽阶段,兼并是由企业谋求自身发展引起的,兼并双方并无明确的兼并意识,只是为了本企业的长远发展,增强竞争力,扩大市场占有率。兼并也只是单个企业的自发行为。1984年10月党的十二届三中全会作出《中共中央关于经济体制改革的决定》后,部分省市将企业兼并纳入了改革的总体方案。1988年国务院有关部门开始有意识地对产权转让等进行了一些探讨。在全国七届人大一次会议上通过的《政府工作报告》中,明确提出了要实行企业产权有偿转让,并将其列为深化企业改革的四项重要内容之一,这样企业购并才初步摆脱了“摸石头过河”的状况,逐渐在最高决策层的指导下,由点到面地发展起来。进入90年代以来,企业购并与产权交易发展势头更加强劲。

1993年,党的“十四大”正式提出了建立社会主义市场经济新体制,为企业购并和产权交易提供了理论依据:市场经济是一种被证明最能实现资源有效配置的经济,其本质特征就是社会资源的优化配置必须通过市场来实现,企业购并与产权交易正好体现了市场经济的这一特征。“十四大”提出的建立现代企业制度意味着产权交易有了更大发展的可能性,进一步促进了企业购并与产权交易的发展。由于企业是否是商品的观念障碍已被突破,企业产权在市场流动中可以被买卖已成为现实。市场经济大环境的逐渐形成和社会保险等配套措施的日臻完

善,使企业购并市场火爆。根据 1993 年的统计数字,当时在“十四大”召开后仅一年时间,全国已有一万多家企业被兼并,各种层次、各种形态的企业交易市场、产权交易市场以及为企业产权交易服务的各种中介机构正迅速发展,初步形成了企业产权交易网络,并陆续出台了有关企业买卖、企业兼并的配套法规、法律,如《企业法》、《关于企业兼并的暂行办法》、《股份制企业规范意见》、《国有资产评估管理办法》等。同时随着股票市场的建立,市场上股权变动、资产重组、收购兼并也开始出现。

为了进一步促进企业兼并和国有资产重组。1996 年八届人大四次会议制定的“九五”计划和 2010 年远景目标纲要,在提出“两个根本转变”的同时,提出“依靠市场竞争,促进现有资产合理流动和优化重组”。在八届人大五次会议上,李鹏总理在《政府工作报告》中提出:要加大大国企改革步伐,集中力量抓好大型国企和企业集团,发展跨地区、跨行业、工技贸相结合的大型企业集团,进一步放活国有小企业,采取改组、联合、兼并、股份制合作制、租赁、承包经营和出售等形式,对企业进行改组和改造,规范破产,鼓励兼并,对国企实行调整改组,促进资产重组,提高国有经济的整体素质。

1997 年 9 月中共十五大的召开,为推进国有企业改革进一步指明了方向。十五大报告明确指出:建立现代企业制度是国有企业改革的方向。要按照“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的要求,对国有大中型企业实行规范的公司制改革,使企业成为适应市场的法人实体和竞争主体。进一步明确国家和企业的权利和责任。国家按投入企业的资本额享有所有者权益,对企业的债务承担有限责任,企业依法自主经营,自负盈亏。政府不能直接干预企业经营活动,企业也不能不受所有制约束,损害所有者权益。要采取多种方式,包括直接融资,充实企业资本金,培育和发展多元化投资主体,推动政企分开和企业转换经营机制。把国有企业改革同改组、改造、加强管理结合起来。要着眼于搞好整个国有经济、抓好大的,放活小的,对国有企业实施战略性重组。以资本为纽带,通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团。采取改组、联合、兼并、租赁、承包经营和股份合作制、出售等形式,加快放开搞活国有小型企业的步伐。

十五大报告为大规模的资产重组指明了方向,尤其是其中关于“以资本为纽带,通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团”的理论,为资本运作和借壳上市提供了理论依据和政策保障。

### 三、证券市场的建立和发展,使借壳上市运作成为可能

所谓借壳上市就是非上市公司通过对上市公司的控股达到间接上市目的的一种市场行为和企业行为。证券市场是借壳上市之依托,没有证券市场就不会有借壳或买壳上市。

众所周知,我国证券市场是在 90 年代才建立起来的。1990 年 11 月 26 日,上海证券交易所经中国人民银行批准正式宣告成立,作为中华人民共和国成立后的第一家证券交易所,它于 12 月 19 日正式开张营业。据统计,上海证券交易所自开业到次年 2 月底止,实际开市 49 天,31 种上市证券共成交 13850 笔,交易量累计达 8.15 亿元。而 1990 年我国上市交易股票 13 种,交易总额达 20 亿元人民币。几乎在上海证券交易所开张营业的同时,为了使我国的股票交易活动一开始就进入规范化运作,使股票市场健康有序地发展,上海市人民政府发布了《上海市证券交易管理办法》,不仅严格了交易秩序,也限制了股票市场的非法黑市交易。在上海

证券交易所成功运作一段时间之后,1991年初,经中国人民银行批准,深圳证券交易所也正式营业了。

但是深沪两证交易市场在成立之初,虽取得一定成绩,但因为刚刚起步,发展速度较慢,上市公司也较少。1992年邓小平南巡讲话后,随着我国企业股份制改造的速度明显加快,上市股份制企业迅速增加。1992年,深圳、上海两地上市公司已达53家,股本总额为70.57亿元,成交37.95亿股,金额达681.24亿元,而市场总额已达1048.13亿元。在1992年2月21日,我国第一个人民币特种股票——上海真空B股在上海证券交易所挂牌上市,标志着中国证券市场迈出了国际化的第一步。1992年7月1日,国务院证券管理办公会议制度正式建立。后来又成立了证券交易委员会,同时,一系列有关股份制改造及管理的法律法规相继出台,使我国股票交易市场逐步完善。

1993年沪市出现了中国证券市场的第一例公司购并事件,这就是宝安集团收购延中事件,从而拉开了利用股市进行公司购并和借壳上市的大幕,同时也推动了我国的证券立法工作。“宝延风波”之后,证监会对有关收购的法制问题进行了迅速的健全和完善。

到目前为止,我国股份制企业逾万家,而深沪两市的上市公司已达800余家,为购并提供了广阔的空间。随着证券市场规模的扩大功能的深化,证交所的重组功能日益凸现,即由于证券商品的标准化、流动性、可分性,证券市场提供了成本的重组机制。

### 四、借壳上市的具体成因

借壳上市是一种市场行为和企业行为。尽管从一般意义上讲,股权收购有强制收购(恶意收购)和自愿收购(善意收购)两种形式,英美等国以前者居多,但由于我国目前已发生的借壳上市案例都是通过场外交易即协议转让大宗股权完成的,应归于善意收购之列。因此,从根本上说,借壳上市是基于买方和转让方反复论证、深思熟虑、达成共识后的理性抉择行为。具体说来,有以下原因:

(1)“壳”是宝贵的稀缺资源,是有巨大价值的无形资产,这是市场内外普遍的共识。“壳”的价值在于:①利用证券市场筹资优势,这是非上市公司所难达到并梦寐以求的;②广告效应,公司挂牌上市可大大提高公司知名度;③政策扶植优势,各地政府对本地上市公司莫不珍惜万分;“三千宠爱于一身”,为其提供税收、贷款等种种优惠;④资本放大效应,即上市公司可以较少资本支配和控制较大社会资本;⑤资产变化能力强,股票上市后以其标准化、可分性、流动性为资产迅速变现提供了便利条件;⑥资源配置能力强;⑦机制优势明显,上市公司作为企业改革的先行者,率先实行企业制度创新,其组织结构、运行机制都比较适应市场经济的要求。因此,公司一旦上市即荣登龙门,身价倍增,机遇多多,这是非上市公司对壳公司青睐有加,趋之若鹜之关键。

(2)就买方而言,其借壳动因有五:①无法造壳,只好借壳。对非上市公司而言,其最佳选择是直接上市,但上市额度的限制每令英雄气短,壮志难酬,直接造壳不成,乃“曲线救国”迂回上市之路,即通过借壳间接上市,既可绕过政策壁垒、打破额度限制,更能借鸡生蛋,搭船下海。②“不入虎穴,焉得虎子”。买方深知愿意让壳的只能是那些绩效差甚至亏损公司,但买家看重的并非壳公司的有形资产,而是“壳”本身,买家更对自身实力及“育”壳能力信心十足,壳公司纵然陷入困境成为空壳,但只要施以猛药,通过大手笔的注资、重组等回春妙术,完全可以

使壳公司起死回生、重振雄风。买方对自身实力及搞好壳公司的坚定信心,是其不惜血本、不顾一切、坚决入驻的原动力。③借壳是为了用壳。借壳虽要付出高昂成本,但只要育壳成功,使壳公司成为筹资吸管,则长期所得远大于短期所失,买方审时度势,利害相关,又何乐而不为?④通过轰轰烈烈、大张旗鼓地借壳活动,可以向市场显示自身实力和胆略,等于做巨型广告。⑤借壳不仅可间接上市,而且能附带获得壳公司的优质地产;⑥如果买方直接参与二级市场炒作,还可获得巨额投资(机)收益。

(3)就壳公司而言,其让壳动因有三:①非让壳不足以保壳。壳公司亦深知壳之可贵,但因陷入困境,如沉病缠身,百计腾挪无力回天,面临失壳之危险。在此生死关头,与其坐以待毙,不如起而挣扎,既不能自力重生,则只有借外力以图强,虽失去控股权,但引进强有力外援,获得优质资产之注入,从而保住上市公司这块壳。因此,强烈的求生愿望和忧患意识是其肯于让壳的一大动力。②非让壳不足以提升业绩与竞争力,不足以发挥壳的功能。一些上市公司虽无摘牌之忧,但备尝无权配股、股价低落、市场形象不佳、资产质量差之苦。为了优化资产质量,改善市场形象,重获配股资格,提高企业竞争力,这些公司也有让壳之意。③非让壳不足以实现产业结构大转换和产品结构大调整。一些上市公司因所处行业不利或产品结构不佳,出现业绩滑坡甚至亏损,解决之道只有实行产业转换和结构调整。但这些公司普遍缺乏向新行业渗透扩张能力和结构调整能力,而只有走让壳之路,通过让壳对公司资产、经营范围及方向、发展战略等进行脱胎换骨式改造。例如,山东环宇通过让壳于兰陵集团,实现了从零售业向利润率很高的白酒生产的转换。天津美纶通过让壳于泰达集团,实现了从纺织业向基础设施及公用事业为主的综合类企业的转换。

(4)借壳上市日益风行并非偶然的现象,而是市场经济改革不断深化的必然结果,其所依托的大背景是:①国有企业加快股份制改造和建立现代企业制度步伐;②国有经济战略性重组的呼声日益高涨;③证券市场不断发展且功能日趋深化;④企业资本经营意识觉醒,纷纷打出资本经营牌;⑤优胜劣汰的市场竞争日趋激烈,劣势企业生存环境愈益恶劣;⑥收购兼并活动愈演愈烈。

(5)政府的扶持、鼓励。由于借壳上市涉及大宗国有股权转移,因此作为国有股权代表的政府机构的态度、举措至关重要,在一定程度上可以说决定了交易的成败。尤其地方政府从本地区利益出发,千方百计保住本地上市公司的壳以发挥壳的功能,面对本地一些上市公司陷入困境而空壳化,有心施救,苦无良策,于是为借壳上市大开方便之门以根治痼疾。

## 第四节 借壳上市:点石成金

一夜之间,壳公司由丑小鸭变成了白天鹅。由此引发的不断狂升的股价,让人眼红的收益,成为挡不住的诱惑,这就是借壳上市的魔力。借壳上市扮演的正是点石成金的角色。

借壳上市在我国证券市场中的闪亮登场,是市场经济发展、企业资本运营意识和股权运作意识强化、证券市场功能深化的集中体现,它的产生所带来的积极效应是显著的。借壳上市扮演的是点石成金的角色。

(1)为股票二级市场注入新鲜题材,从而有利于市场的活跃。尽管借壳上市是在二级市场

之外进行的,但由于借壳上市为市场提供了壳公司资产重组、业绩提升、价值突变的想象空间,投资者基于壳公司基本面改观的心理预期,热烈追捧壳公司股票,势必推动股价上扬和交易活跃。如山东环宇股份由5元/股升至十几元,国嘉实业更由5元多飙升至40多元。对壳资源的充分发掘和利用,激活了整个低价股板块,市场热点不断,黑马奔腾,交易踊跃。美国道琼斯指数数年来迭创新高,与收购兼并这类消息刺激有很大关系。可以说,借壳上市是市场永恒的题材,大牛股、大黑马往往是从这些有实质性资产重组,目前价位极低而有巨大上场空间的个股中产生。因为借壳上市对股价的影响不同于一般的收购活动,我国证券市场以往发生的多起收购事件往往只是一种短期投机行为,导致股价在短期内大起大落(因纯粹以投机为目的收购活动,并不会使公司资产与业绩出现实质性变化,甚至毫不相干),而借壳上市大多是一种长期投资行为,即注重提升壳公司的业绩和资产质量,从而支撑股价沿着上升通道稳步推进。

(2)借壳上市有可能形成“双赢”结局。对壳公司而言,可望通过让壳得以保壳,通过脱胎换骨式改造获得新生和壳资源的充分利用;如众城实业(现名中远发展)1997年中期每股收益0.005元,1997年报显示,每股收益暴增至0.477元,净资产收益率也由1966年的0.27%增至23.778%。对借壳方而言,可望通过借壳实现间接上市,通过精心育壳使壳公司重获融资能力从而成为买方的筹资吸管。因此,借壳上市有可能形成双方优势互补、各得其所、共同发展的双赢局面而不是零和博弈。

(3)借壳上市可以推动国企深化改革,促进国有经济实现战略性重组,盘活存量,优化结构,实现两个根本转变,提高国企素质,改进资源配置效应。

(4)借壳上市有利于形成优胜劣汰的竞争机制,增强上市公司的忧患意识,生存意识。因为壳公司让壳乃万不得已之举,控股权易手和改换门庭并非是件愉快的事情。借壳上市有利于形成这样一种竞争机制、压力机制,经营不善就失去“壳”的价值,就不得不将控股权拱手让人。从而督促经营者努力搞好生产经营。

(5)借壳上市有利于提高上市公司质量,从而优化股市结构,夯实证券市场基础,降低市场风险。上市公司是证券市场的基石,上市公司素质高低决定着证券市场的质量,上市公司素质低下是证券市场的最大风险。惟业绩上乘、素质高超、运作规范的上市公司方构成证券市场的坚强脊梁。我国上市公司良莠不齐,其中固不乏如长虹、海尔、上海汽车之类的绩优股,但整体素质不高,一些上市公司已成空壳,从而造成我国证券市场基础不牢、潜在风险较大,吸引力不强、功能弱化。借壳上市有利于将劣势企业淘汰出局和优势企业买壳上市,从而提高壳公司素质、优化上市公司结构、充实证券市场基础。

(6)借壳上市有利于保护投资者利益。空壳公司囊中羞涩,无红可分,投资者颗粒无收,利益自然受损。国外成熟市场淘汰机制充分发挥作用,连续亏损公司必遭摘牌甚至破产。而我国目前投资者承受能力较差,没有摘牌的心理准备,通过借壳上市是现实条件下解决上市公司业绩与投资回报问题的一种可行方式。成功的借壳上市势必提升壳公司盈利能力和分红能力,并可能通过股价上扬为投资者带来较多的市场机会和资本利益。例如:国嘉实业1997年中期每股亏损0.025元,1997年报每股盈利剧增为0.52元,并推出每10股送3.2股转增6.6股的优厚分配方案,其股价也从1997年8月1日的6.58元涨到1998年4月2日的45.09元。

(7)借壳上市有利于重组和优化我国不合理、不规范的股权结构。我国上市公司股权结构的不合理主要表现在国家持股比例过高及国有股、法人股的非流通性上。国家持股比例过高

不利于股权多元化和公司法人产权独立化,而国有股、法人股的非流通性更使资产长期“沉淀”、“滞死”。通过买壳上市等股权置换方式,有利于国有股权的适度分散和转移,有利于通过场外交易方式解放长期、套牢”的公有股权,使其在一定程度上恢复流通性。

(8)借壳上市有利于重新配置壳资源,有利于壳功能的恢复和有效发挥从而实现壳资源价值最大化。我国相当一部分上市公司因业绩差丧失了配股资格,从筹资角度上说失去了上市的意义,其存在本身浪费了宝贵的壳资源和经济资源。如上海本地 100 多家上市公司中,有 42 家在 1994 年或 1995 年净资产收益率低于中国证监会规定的 10% 的要求,从而失去配股资格。其中 20 多家上市公司的收益率处在同行业下游水平,1996 年所有上海市本地股中净资产收益率超过 10% 的只有 58 家,这实际上是一种资源浪费。通过买壳上市、资产重组有利于重新发挥上市公司“壳”的作用,实现壳资源配置的帕累托最优。截至 1998 年 4 月 10 日,在公布年度报告的 67 家上海本地股中,净资产收益率超过 10% 的仅有 61 家。

### 第五节 借壳上市 :留份清醒

借壳上市,其现实意义和影响不言而喻,但是在实际运作中也存在着诸多问题,对其本身也有意见和看法的分歧。因此如果能从负面角度多想想,可能对借壳上市的运作更容易让我们保持一份清醒。

#### 一、借壳上市的风险

成功的借壳上市,其判断标准应包括:①控股;②成本最小化;③成功的企业重组;④壳公司实现价值突变。但并非所有的借壳上市都是成功的,暂时的成功并不一定是真正的成功。因为借壳上市是一项高级、复杂的资本经营活动,运作过程中充满着变数,不确定性和风险,失败的概率是很大的。据英美 1972—1983 年的购并案例研究,61% 的案例是失败的,其投资回报,小于股权资本成本。借壳上市的风险表现在:

(1)买壳公司的风险。包括:①买壳失败风险,即买方实力不济却好大喜功、不自量力,导致收购失败的风险。买壳上市对买壳方有很高的要求,不仅需要充裕的收购资金,还需要相当完备的收购策略。在资金无保证、收购策略不当的情况下,收购必然失败。一旦收购失败,买方将遭受巨大的损失或背上沉重包袱;“打虎不成反被虎伤”。②重组风险。买壳只是第一步,买壳后对壳重组、改造、利用才是成功之关键。如果买壳方无育壳能力或举措失当,不能保证重组和整合质量,则壳公司经营状况无实质性改观,仍为低效空壳,仍无配股资格,买壳方等于花钱买累赘。③巨大的磨合成本。由于企业文化背景的差异,收购过程中的磨合成本会比预计的大。这一成本可以表现为时间耗费,也可以表现为资金支出。④投机失败风险。假冒的买壳上市即以投机为目的的买壳上市,由于庄家形势估计错误,进场时机不利或无人跟风响应,将深度套牢,损失惨重。

(2)壳公司的风险。主要来自:①遇人不淑,误托终身。壳公司本欲择良婿而嫁,即让壳予优势企业,但不幸遇到的是非优势企业,结果所能得到的支持极为有限。如康恩贝入主浙江凤

凰前总资产只有 2.1 亿元,与浙江凤凰的 2.06 亿元相差无几,康恩贝对浙凤的扶持能力也就可想而知。②注资不利。壳公司本欲通过让壳获得优质资产注入,孰料买方或因吝啬或因无优质资产或因别有所图(如套现获利)注入的不是优质资产而是一般资产甚至劣质资产,壳公司的资产质量和经营业绩不升反降。如浙江凤凰在让壳于康恩贝之后,反而在 1996 年每股亏损 0.61 元。③剥离不利。壳公司本欲通过让壳剥离不良资产,但买壳方或因别有所图或因无消化吸收能力,未能将壳公司的不良资产剥离出去,壳公司依然背着不良资产的负担,无由获得新生。④恶化市场形象。壳公司本欲通过让壳改善市场形象,恢复投资者信心,但由于注资、重组、整合不利,经营业绩未有实质性改观,结果徒然让出控股权而未得到任何好处;“可怜无补费精神”,市场形象反而进一步变坏。

(3)投资者的风险。其风险主要是市场风险,源于:①过度预期;②不辨真伪,盲目跟风;③庄家造市,诱人上套;④过度炒作。买壳上市在为市场带来新鲜题材和较大机会的同时,也不可避免地会带来较大的市场风险。因为买壳上市所带来的壳公司价值突变,只是一种可能性,而不具有必然性;业绩的提升也要有一个过程,而不是立竿见影;资产重组本身并不创造任何价值。如果市场对其预期过度、炒作过度,致使其股价远远背离其真实业绩水平,则预期一旦落空或有较大差距,暴涨之后必有暴跌。股价剧烈波动有庄家人为拉抬因素,也有散户盲目跟风、狂热追捧因素,还可能有公司有意误导,大搞假冒伪劣的因素。一些上市公司为了谋取投机暴利以弥补主营亏损,施放让壳烟幕,令投资者上当,后知后觉、信息不对称的投资者往往不辨真伪,成为刀上之俎。因此投资者应擦亮眼睛,理性抉择,少一份盲动,多一些清醒,在切实弄清买壳方实力与背景、注资质量及重组质量后,谋定而动。

值得注意的是,近期以来市场出现恶炒绩差股现象,所有绩差股统统被赋予买壳上市概念,被市场轮番炒作,股价和市盈率被推上不正常的高度,而绩优股中价股和国企大盘股则备受冷落。买壳上市如果演化为单纯投机,则完全失去意义,而且会扭曲投资理念和市场功能,加重市场泡沫,泡沫成分越重,则泡沫破裂的风险越大。其实,并非任何一家绩差公司都可以成为买壳对象,买壳上市本身也不是灵丹妙药,而让一家濒于死亡的企业起死回生,更是一项非常艰难的工作,投资者不可不察。

## 二、借壳上市的难点、问题与对策

借壳上市绝非易事,尤其在目前我国条件下,借壳上市颇多障碍:

(1)政策障碍。海外企业在购壳后壳公司可通过增发新股等方式筹资以便尽快购入买壳方企业优质资产,加快整体发展步伐。但我国目前政策上不允许因购壳行为而增发新股,上市公司配股也受到严格限制,这就给企业购壳后的整体发展造成一定困难,在一定程度上抑制了非上市公司买壳上市的冲动。

(2)法律障碍。有关企业购并行为的法律法规建设滞后,对买壳上市过程中涉及的大量关联交易,目前亦无法规,造成盲目性和随意性。

(3)既得利益障碍。壳目标主要定位于一批经营无方的劣势企业,这势必触及方方面面的利益。同时,买壳上市等资产重组行为旨在打破原有的行业、条块限制,实施更大范围内的资源重新配置,因此更需要各方协同配合,其难度之大,可想而知。

(4)观念障碍。壳公司将壳拱手让人,被认为是“丧权辱国”,很不光彩的事情。让壳后原

壳公司领导层可能也要调整,这种既得利益障碍和患得患失的心态,使一些部门一些经营者宁愿壳资源在自己手中烂掉,也不愿转让。

(5) 融资障碍。海外企业购壳可通过发行垃圾债券、贷款等方式解决融资问题,我国金融政策则不能获得类似的支持,购壳所需的巨额资金支出,每每使买壳方裹足。

(6) 富余人员安置障碍。富余人员安置问题,是买方对壳公司资产重组、业务重整、组织重整、人员重整的一部分,由于我国社会保障制度不健全,富余人员安置困难重重。

(7) 技术障碍。如信息收集困难,交易信息没有任何公共渠道可供搜集。再如对整体方案设计、具体运作缺乏必要的经验与专家。

(8) 机会主义障碍。买方最想购买的壳是既优质(无财务问题,无人员包袱)又低成本(小盘、低转让价),壳公司则想以劣换优,甩包袱。双方各有怀抱,互相盘算,意志难合拍,也构成障碍。

受现实条件的约束,我国证券市场上发生的买壳上市活动尚有很多不如人意处,有些问题还比较突出:

(1) 信息披露不规范,交易欠透明,资产评估缺乏公正性和透明度,有些转让价格不公布,类似于“黑箱”作业,局外人很难真正了解其中的内幕。从而导致内幕交易和操纵行为。某家上市公司6月份签订股权转让协议,9月份才公告披露,而此时股价已经大幅度走高。这种情况并不少见。不少投资者都有这样的感觉:一些长期处于弱势地位的股票突然放量上攻,且连续大幅攀升,直到股价翻了一番甚至数番之后,有关公司才公告披露股权转让事宜。投资者对这种明显违背游戏规则的内幕交易行为无不感到气愤而又无奈。

(2) 价格形成的不合理。由于买壳上市是在二级市场之外通过公股协议转让完成的,而公股受让交易是通过一对一的协商谈判方式进行的,价格往往决定于双方的议价能力而非股权内含的价值。由于公股不能流通且缺乏竞争,价值确定缺乏市场依据,一些股权的受让价确实过低,使得公股的价值不能充分实现。因此,买壳上市在盘活存量的同时,也存在国有资产流失的可能。

(3) 不规范的关联交易问题。买壳方为了重塑壳公司形象,重获配股资格,往往以大大高于净资产值的价格收购壳公司资产,或以净资产值收购壳公司属下的不良资产。例如,已成功实现买壳上市的中远(上海)置业发展有限公司出资整体收购壳公司众城实业下属一合资子公司,该公司总资产4932万余元,其中净资产3088万余元,负债1843万余元,1997年上半年税后利润仅4.5万余元,净资产收益率只有0.15%,而中远公司以高出净资产值一半的价格4633万余元受让了该公司。壳公司以高价将不良资产甩给了买壳公司,买壳公司以低价向壳公司注入优质资产,这种行为被人戏称为“送皮夹子”和“收旧货”。尽管这种以买壳公司让利为特征的关联交易明显有利于壳公司业绩的迅速改善,但毕竟不符合市场经济条件下的等价交换、公平交易原则,属一种为达到配股再筹资目的而进行的过度包装行为和利润转移行为,这种行为有可能损害国有股东的利益,并不利于证券市场的健康发展。因为“包装”出来的业绩是一种短期的、不稳定的甚至可能是虚假的业绩。如果仅仅是通过清理不良资产而无优质资产注入,由于未能形成新的、长久的、稳定的利润增长点,其业绩的改善有可能成为昙花一现;至于通过“卖家当”即通过土地置换、房地产销售所获得的收益更是短期的、一次性的,而不能构成稳定的利润来源,因为“家当”毕竟是有限的。如果是纯以投机谋利为目的而进行的所谓“买壳上市”,这种关联交易更具有欺骗性和“过江龙”性质,即仅仅是一种账面收益的划拨游

戏,当庄家出局后,其“优质资产”依然可以顺利划出,壳公司业绩无任何实质性改善,留给市场的只能是恶性投机的闹剧。

(4)二级市场的过度预期和过度炒作,使买壳上市、资产重组有演化为投机题材之隐忧。目前市场上对这类题材的炒作已被演绎得如火如荼,庄家借题发挥,疯狂拉抬,散户捕风捉影,狂热追捧,一时间“垃圾股”鸡犬升天、黑马狂奔,从1998年初到4月上旬,低价股板块(大盘国企股除外)平均涨幅已高达70%以上,个股业绩被严重透支,股价与内在价值的不对称已被夸张至极致,市场急功近利的浮躁心态凸现无遗。这表明我国证券市场及投资者远未成熟,表明人们对买壳上市的认识颇多误区。证券市场的每次剧烈动荡均以发掘热点始,以狂炒热点终。殷鉴不远,难道我们还要一次次地反复上演“勃然而兴、忽焉破灭”的悲喜剧(吴敬琏语)!

对于当前方兴未艾的买壳上市、资产重组热,我们既要解放思想,大胆探索,充分肯定其积极意义,并在政策、法规、融资、中介机构培育等方面予以大力扶植;又要实事求是,规范纠偏,正视其中的问题与隐忧,规范运作,依法治市,切实保护投资者利益,维护证券市场秩序,防止片面性和一哄而起,防止扭曲变形,防止国有资产流失。当前应把重点放在规范上,即要加强法制建设、强化监管、改进信息披露制度、严惩内幕交易、人为造市和操纵市场行为,规范关联交易。

### 第六节 借壳上市:众话短长

专家学者:借壳上市前景广阔

企业家:绝知此事要躬行

券商:借壳题材,借题发挥

记者:借壳的世界很精彩

当借壳上市的运作进行的如火如荼的时候,理所当然地,它也就成了市场瞩目的热点和社会各界最关心的话题。中国借壳上市的前途如何?社会舆论界对它当前的运作是如何评价的?在此,我们选择一部分较有代表性的意见供读者分析参考。

#### 一、专家学者:借壳上市意义重大

1. 上海交通大学管理学院教授、博士生导师、上海亚洲商务投资咨询公司董事长陈琦伟从股权运作对企业发展的作用方面作了探讨

股权运作,在广义上,可以说是现代企业融资行为的基本组成部分,因为股权的易手,意味着企业资本来源的改变,它自然产生一系列长远影响:

首先,频繁发生的股权通过市场交易而换手,已经以实例佐证了现代企业制度的一个重要特征,即所有权与经营权的分离。从而有可能从不同角度折射出当事方的利益和意图所在。

所有权通过市场交易而获得,可以更准确地因交易成本而反映出目标企业的真正价值,股权投资者可以籍此有效地获得对目标企业的资产权益,公众也可籍此感觉和判断股权投资者投资行为的真实意图,从实际发生的案例来看,这种权益和意图往往体现在两个方面,一是投

资收益,即通过股权运作,直接从市场上及目标企业的经营回报上获益。然而更重要的,则是控制权力,特别是大宗股权投资,最终只有和对目标企业的控制权结合起来才能说是成功的投资。

再深一层观察,由于以上市公司为典型代表的现代企业的所有权与经营权是分离的,又自然意味着股权的所有者与经营管理者的利益不尽相同。现代企业理论认为,如果把股权所有者作为外部人的话,经营管理层具有内部人控制的特点。但内部人虽然掌握着企业正常运作的责任和利益,外部人却可以通过控股权的获得而对内部人的利益产生决定性的影响。这一利益冲突机制的存在,既可对经营管理层有鞭策、警示作用,也可能产生消极影响。而积极或消极影响的最终承受者,则是目标公司的全体股东利益。因此,引申到实际操作案例中,特别是涉及收购、兼并的股权运作的所谓善意和非善意之分,其真正含义在于,善意的股权运作对目标公司现有管理层的冲击较小,全体股东的未来利益亦相对具有确定性,非善意的股权运作一般会直接冲击目标公司的现有管理层,全体股东的未来利益也较具有不确定性。当然,如果一家上市公司的现有管理层对增进业绩的作为平平,或者新的大股东握有明显的新的利润增长点,那么即使以非善意收购的方式强行控股,也可能达到通过调整上市公司的经营方向和经营团队,从而增进全体股东利益的目的。

其次,股权运作的过程本身,也折射出现代市场经济制度的一个重要特征,那就是信息的不充分性和契约的不完备性。通俗地讲,一般的中小股东对在日常股票投资中信息的不充分性已有切身体会。而在大宗股权交易的情况下,只有大宗股权交易的直接当事人,才相对握有最充分的信息,但公众却难以在一开始就准确判断某一项股权运作的真实目的和影响。这种因市场特征而存在的信息的不充分性,在制度上又成为大股东在从事股权运作中可以享受的一项优惠,或者说特权。从保护中小股东和投资者利益的角度,对股权运作行为及过程进行必要的监管和规范就变得十分必要了。

由于股权运作形式本身是目标上市公司有关的各投资方,以及上市公司所处的证券市场的利益结构大幅调整的一种根本形式,因此,这就带出了第三个更加重要的问题:股权运作是怎样影响目标企业的发展方向?

通过观察分析成熟证券市场上发生的大量购并案例,可以发现由于存在着股权交易(或者说争夺)的市场,又自然产生出两方面的影响,一是对于股东(或潜在的股东)来说,他们对目标企业运行状况、以及证券市场提供的机会的警觉性(或者说敏感性)提高,从而增强了对上市公司进行(公众)监督的效率。另一方面,经营管理层虽然因为顾虑到股权结构的不确定性,而会偏向使企业重视短期收益,但同时也会增强对股权结构的关心和参予程度。一种既能重视企业短期利益,又能有经营管理层更多参予股权运作的股权结构和管理结构,恐怕是比之由少数大股东“黑箱”运作股权,要健康得多的企业制度结构,这种结构对企业发展方向的良性作用是显而易见的。

由此可见股权运作的种种特点:利益调整、透明度、激励机制、激发新的利润增长点、监管要求、效率、减少风险能力等等,人们不难发现,这些无一不是当前我国国有企业改革中面临的重大迫切问题。形象地比喻:如果说不断改善和提高经营管理和销售能力,是保障企业实现一种可预期的线性增长方式,从而是企业增长之一翼;新技术的发展和采用,是可能带动企业跳跃式发展之另一翼的话,那么股权运作涉及的就是企业的躯体,是企业之本。躯体笨拙臃肿,徒有灵巧有力的双翼,何以腾飞?反之,企业的活力就有了根本保证了。

2. 国家国有资产管理局科研所所长魏杰从政府在借壳等资本运营中应该起什么作用进行了探讨

资产重组从本意上讲是属于资本经营范畴,是市场交易行为,因而我们应该充分发挥市场的基础性作用,通过市场调节实现资产重组。但是我们应该看到,在我国目前的条件下,政府也是资产重组的极为重要的主体,其所使用的行政手段对于资产重组具有特殊的意义。

首先,资产重组虽然是属于资本经营与产权的市场交易行为,但它必须要有政府的政策导向,即政府要制定科学的产业发展政策及有关宏观政策,为资产重组提供政策导向与基本框架。同时,政府要用行政手段为资产重组创造良好的宏观环境,包括构造有利于资产重组的财税制度、金融制度及产权交易市场等。尤其是政府要支付资产重组中的各种成本,资产重组中所发生的有关社会稳定的一系列问题,都需要政府通过行政手段予以解决。

其次,政府应该利用行政手段打破资产重组中的条块分割,这可以称之为“以毒攻毒”。也就是说,当资产重组中企业的主管政府机构从己方或部门利益出发而阻碍重组时,企业的主管机构的上级政府部门就可以运用更高层次的行政手段,消除企业主管机构的阻滞,对企业资产进行强行重组。

3. 中国法学会民法经济法研究会副会长、华东政法学院经济系主任顾功耘则从法律的角度对规范借壳上市运作和加强股权意识方面作了论述

关于上市公司的股权运作,我国有一系列的法律、法规和规章依据,《公司法》中有关于股权转让的规定,《股票发行与交易管理暂行条例》中有关于股票的交易、收购、保管、清算和过户的规定,《公开发行股票公司信息披露实施细则》中有关于股份变动报告的规定,《股份有限公司国有股权管理暂行办法》、《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》中有关于国有股股权转让、收入管理的规定等。现在的问题是,为数不少的投资者热衷于市场的炒作,上市公司的董事经理关注于资本金的到手,管理部门的同志则专心于审批之类的活儿,对于如何宣传和学这些股权运作的法律法规,树立正确的股权意识,规范股权运作的程序,加强股权运作的执法监督,进一步完善股权运作的政策和法律,则无暇顾及或很少顾及。在有的人头脑中,法律的规定是一回事,而行动则是另一回事。一些“赛球不用规则”的做法给我们的市场已经带来不小危害。

(1)规范上市公司股权的运作是证券市场有序发展的需要。证券市场是投资者的投资场所,它要为所有的投资者包括法人投资者提供公平竞争的环境。这里,首先要有法制环境。上市公司流通股的转让要依法,非流通股的转让也要依法,政府对于转让的各种审查更要依法。不讲法,不依法,谈不到公平竞争,没有公平竞争,市场配置资源的作用也就丧失殆尽。

(2)规范上市公司股权的运作是上市公司有效管理的需要。上市公司股权转让,尤其是大宗股权转让在一定程度上影响公司组织机构的稳定性和管理的效率,因而,必须受到法律的制约。

(3)规范上市公司股权的运作,也是密切维护投资者权益的需要。哪些人的股权可以转让?在什么条件下转让?哪些人可以受让?受让又需履行哪些程序、遵守哪些规则?这些均涉及法律问题,任何随意,都有可能招致行为的无效或撤销,带来不必要的损失。另外,国有股股权的运作,关系国有资产的保值增值,需要严格遵守国家国有资产管理部门的规定。广大的中小投资者在股权运作中,也需防止大股东的操纵和欺诈压制,运用多种法律手段维护自己的权益。

除了上述从宏观的角度对借壳上市、股权运作进行评论外,不少学者和专家还就某些借壳的个案进行了研究评价。

#### 4. 复旦大学经济学院院长黄亚钧就环宇的运作进行评述

像环宇股份这样的上市公司,其经营效益滑坡时,不是申请破产或除牌,而是采取换壳的形式,这是现实条件下解决上市公司业绩问题的一种可行方法。国外成熟市场的投资者对上市公司破产和除牌有较强的承受能力,但在国内,目前投资者抵抗此类风险的能力还是比较弱的。不过,也要防止上市公司因有这道“最后防线”,竞争机制被削弱,成为温室中的花朵,而投资者对上市公司破产和除牌的风险意识今后也应注意培养。

环宇股份的壳用于一个新的行业,这对搞活上市公司壳资源很有好处。这样做使壳资源很有好处。这样做使壳资源的重新配置无疑就更有效率,上市公司壳资源的“隐性死亡”也更容易避免。

另外,环宇股份国家股从国资局改由国有独资的兰陵集团持有,国家股实际上仍由国家持有,只是资产授权单位发生了变化。这种变化有助于加强国家股的经营能力,促进国有资产在流动中保值增值。

## 二、企业家 绝知此事要躬行

企业家们大都是躬行君子,是借壳上市的具体实践者。那么他们又是怎样看待当前的借壳上市风潮的呢?

#### 1. 兰陵集团总经理、兰陵陈香董事长崔学文对于借壳运作有着深刻的认识

众所周知,上市公司最大的优势就在于拥有一个直通资本市场的融资渠道。在目前我国上市仍受计划控制的情况下,上市公司之“壳”就成为重要的稀缺资源。利用控股环宇股份,通过资产置换,实现上市,并利用上市公司的融资功能,筹集资金发展兰陵,是我们此次重组的重要目的。可以说,此举即是贯彻落实十五大精神搞活国企的要求,也是兰陵集团自身扩张的需要,同时也是证券市场优化配置资源功能的体现。兰陵借壳上市后,我们将通过改善经营,努力提高净资产收益率,尽快达到配股条件,恢复环宇股份的再融资功能,为兰陵的高速发展创造条件。

2. 中远(上海)置业发展有限公司董事长、上海众城实业股份有限公司董事长李建红在接受记者采访时,对本公司入主上海众城一事是这样认识的

资产重组、资本经营在香港及其他发达市场经济中的地位与作用早已得到了普遍的关注与重视,在仔细研究资产经营理论与实践的基础上,面对几十年来中远集团在国内积累下来的巨额存量资产,为适应当前集团总体经营战略调整的需要,中远集团首先在香港开展了依托资本市场,重组存量资产的实践,目前已取得了较为理想的经营效果。中远集团作为我国特大型、战略型国有企业,既要做好主业,又要能适应激烈多变的市场竞争需要,同时也要保障既有存量国有资产的保值增值,在当前国内外经济环境下,就必须要提高资产的流动性与变现能力。根据现代经济运作的实践,资本市场是优化资源配置的有效途径,只有通过资本市场,才能实现资产质量的有效衡量,资产价格的有效评估。不依托资本市场,不了解资本运作,就不能成为名符其实的现代大型企业集团。

### 3. 原天津美纶股份有限公司董事长张春亭从另一个角度谈了企业家对借壳上市的认识

大家都知道,从某种意义上讲,企业经营和发展有两个重要途径或战略。一个是通过改善经营管理,提高企业内部资源配置的有效性来增强企业在市场中的竞争能力,即所谓内部管理型战略;另一个是通过资本市场寻求企业重组和扩张,其中最主要的方式是合并、兼并与收购,这是更大范围、更高层次的资源重新配置,即所谓交易型战略,它的内容、形式和过程都要复杂得多。与内部管理型战略不同,交易型战略强调的是通过资本运营,包括组建合营企业、吸收外来资本、开展技术转让、战略联盟、长期融资、进行合并、兼并与收购等,来实现企业的超常规发展。仔细考察当今世界实力雄厚的大财团、大公司的成长史,我们首先会发现它们无一不是通过交易型战略的多次成功运用才取得今天的规模、市场份额和持久之竞争优势的。其次,还会发现,企业的规模越大,交易型战略对下步的发展就越关键,企业家越成熟,就越渴望实施交易型战略。

在国外,以及在时下之国内,实施交易型战略的通常作法之一是买壳、借壳上市或与上市公司合并。买壳、借壳上市或与上市公司直接合并的目的是通过“壳”使自己立即成为上市公司,从而可以迅速地不间断地从证券市场上筹集发展所急需的资金。因此,“壳”便成了名符其实的诱人资源。

在买壳、借壳或合并的过程中,不能不提及“壳”公司本身。它们卖壳、让壳或合并,有的出于被动无奈,有的则属于主动出击。对前者这里不予置评。而后者,实际上也是对交易型战略的一种运用。通过资产重组,公司得到飞跃,事业更上一个台阶。因此,上市公司通过合并等形式主动借壳给一个更具实力的公司,从而产生一个新的前途无量的集团公司,这确实是一种超越自我的,把事业、大局置于首位的,应该大书特书的战略主动行动。在实际运作时,必然要涉及到价格,即控制“壳”公司的代价。上市公司的壳确实是有价值的。谁要想控制这个“壳”,就必须付出代价,这完全是合情合理的。但在具体操作中,情况又千差万别。因此,在美纶划归泰达控股的过程中,最重要的还是从大局出发,站得高一点,看得远一些,抛开个人、企业、行业、条条块块等局部利益,由政府主管部门具体牵头,进行国有资产的重组或企业间的合并,而非企业之间的“壳”交易,不仅成本低,事好办,而且其后的磨合也比较容易。这样,最后受益的肯定是大家、国家。

作为美纶新的控股单位,天津泰达集团实际上是代表天津开发区行使经济管理职能的特殊的国有公司,从某种意义上说,泰达其实可以视为开发区本身。开发区建立12年以来,取得了令人瞩目的经济成就,拥有数十亿元的优良资产,有很多很好的题材,有广阔的发展前景,但是开发区没有一家上市公司。所以,泰达作为开发区的经济代表,其与美纶合作的主要出发点,是要“借壳上市”,即泰达变为美纶国家股的持股单位,然后陆续将其优良资产注入美纶,从而通过美纶达到间接上市之目的。在这种合作中,美纶将借助泰达(即开发区)的全力支持,迅速提高自身的实力,充分发挥上市公司的优势,赢得了新的机遇,实现超常规发展。这不正是交易型战略的一种运用吗。

## 三、券商 借壳上市 借题发挥

### 1. 华夏证券有限公司副总裁林义相是这样评述借壳上市的

所谓借壳上市,无非是利用上市公司股票在交易所挂牌交易的便利,将一些资产注入到上

市公司中,由上市公司在股票市场上增资发行相应价值的股票,以发行收入支付所注入的资产的价格。对于所注入的资产的所有者来说,如果简化掉中间环节,借壳上市相当于以其资产发行壳公司的股票,发行收入归资产的所有者,而不归壳公司,其实质正是存量发行。当然,新注入资产的所有者可以将其收入作为投资投入壳公司,这另当别论,并不能否定借壳上市的存量发行的实质。有趣的是,人们在股票发行市场上害怕国有资产流失,害怕私有化而不敢采用或不许采用存量发行方式,但是,对于资产重组中的存量发行却大声叫好(本来确实应该叫好!),令人费解的是,国有资产借壳上市卖给非人民币投资者,不算(本来确实不能算!)国有资产流失或私有化,而在A股市场以存量发行方式卖给中华人民共和国的公民们,反倒有国有资产流失和私有化的嫌疑。

显然,借壳上市不是一种直接的存量发行。所谓的直接的存量发行,是指在明确界定国有企业资产的基础上,根据资产评估的结果确定企业的资本存量或股本结构,将一部分股票或资本直接通过资本市场出售给投资者,与直接的存量发行相比较,借壳上市这种间接的存量发行有何利弊?

我们不讨论意识形态、行政管理体制、以及操作便利程度等因素,单从价值运动过程来看,一个中性的借壳上市活动,资产买卖的价格等于其价值,上市公司买入的资产的价格等于其价值,同时等于它为获得这部分资产而支付的价格,上市公司的净价值不会因此而发生变动。但是,很少有壳公司愿意做这样的无利买卖,即使是受注入资产的所有者控制的壳公司,通常也要求从借壳上市中获得一定的好处,这些好处可以来自于新注入资产与壳公司原有资产结合而产生的外在经济和整合优势,但通常有一部分好处来自注入资产的价格低于壳公司增发股票的价格。这种价格差并不是不等价交换的结果,而是因为入壳前资产的定价标准通常低于上市公司资产的定价标准,这种定价标准的差别很容易理解,就以我国股票市场为例,最差的上市公司也可以卖到它的利润的十几倍或二十倍左右,好的上市公司可以卖到利润的数十倍到上百倍,但是对于没有上市的资产,根本就不可能按这么高的价格利润比出售。不能按照上市公司资产的价格标准出售资产,而只能以较低的价格将资产注入到上市公司中,这就是借壳上市相对于直接存量发行的代价。付出这样的代价是否值得,在很大程度上取决于不能直接采取存量发行的原因。当然,相对于长期沉淀无法发挥应有效益或无法实现优化配置的资产来说,借壳上市不失为资产管理方面有利可图的明智之举。

### 2. 申银万国研发中心的廖舒天则专门论述了国家股划拨对借壳上市的推动作用

证券市场的一个重要功能是对资源进行优化配置,目前我国上市公司的股票被划分为国家股、法人股和社会流通股。这种股权分割状态限制了这一功能的充分发挥。

由于社会流通股在上市公司股权中的比例不到三分之一,再加上二级市场投机性较强,通过二级市场的收购来进行资源配置成本很高。因此,通过国家股、法人股的协议转让是目前我国证券市场上资产重组的主要方式,但这种转让受交易对象、转让价格等条件限制,增加了产权交易成本。

从近期资产重组案例中,我们发现资产重组又有新的动向,即通过国家股的无偿划拨来完成企业间的重组。例如,原美纶股份和上菱电器(600835)的资产重组就是两个典型的案例。笔者认为这是在我国证券市场现状下的一个值得推广的做法。

首先,由于我国现在是各地国有资产管理局代表国家行使国家股的股权管理,因此在同一地方无偿划拨国家股就较为简单易行。如美纶股份重组过程中,天津市经委仅用了五天就形

成了正式文件将天津市纺织工业总公司管辖的国家股无偿划拨。

其次,由于大多上市公司中第一大股东为国家持股,因此国家股的无偿划拨往往能很方便地改变上市公司的第一大股东。如上述两个案例中泰达集团和上海电气(集团)总公司在股权无偿划拨后都成为两个上市公司的第一大股东,这有利于股权划拨后进一步的资产重组。

第三,上市公司目前在我国还是一种稀缺资源,一些国家重点扶持的大型企业集团,完全可以通过这种重组方式,使得上市公司得以注入优质资产,并在证券市场上更好地发挥“壳”的作用。上菱电器的国家股无偿划拨就是典型的一例,本次重组中上海电气(集团)总公司是国家计划单列的57家国家级企业集团之一,集团总资产已达500亿元,重组后,整个集团将实行母子两级公司的滚动式发展。

第四,由于股权的无偿划拨是一种政府行为,是在同一所有权主体之下换了一个股东,这一方式相对于股权协议转让等其他方式来说大大降低了成本。股权划拨后企业就更有实力向重组后的上市公司注入优质资产。

第五,随着产业的升级换代,一些传统行业已无法适应市场的变化,再加上各地的重复投资、重复建设,造成了我国现在的整体经济布局不合理,股权无偿划拨,也是政府调整产业结构的一种方法。

在我国现在证券市场分割的状态下,政府通过国家股的无偿划拨是一种新的尝试。通过这种方式进行资源配置要特别注意避免政府的“拉郎配”,应该让那些成长性好的企业拥有上市公司这种稀缺资源。

更多的人则从另一个角度对买壳上市中存在的问题进行了反思,并对借壳上市等股票的市场炒作价值进行了探讨。

### 3. 国泰证券深圳分公司的临风则探讨了买壳上市后需解决的问题

(1) 债务的处理。如果上市公司的债务负担比较重,将会成为公司继续发展的最大障碍。如果债权比较集中,债权变股权后就有可能影响到购买方企业第一大股东的地位。另外,这种方法要面临的一个比较现实的问题就是在一般企业的债务结构中,很大一部分是银行的借款,而我国现行的《商业银行法》规定,商业银行不得向非银行金融机构和企业投资,这就使大多数上市公司的债务无法转成股权。另一种变通的方式就是与借款银行重新订立还款协议,适当推迟公司的还款期限,降低借款利息或分批清偿。

(2) 企业历史遗留问题的处理。虽然上市公司在上市之前都进行过股份制改造,但许多历史遗留问题并没有得到彻底解决。如离退休职工的安置,不良资产的清理等。后者可能只是一个技术上的问题,作起来比较容易,但离退休职工的安置就显得比较复杂。因为在原有的国营企业构架中,职工所有的福利都是由国家提供的,其工资构成中不包括退休基金这一块。也就是说,本来应发给个人的职工福利却仍然留在了企业,成为国有资产的一部分。在进行股份制改造后,如果离退休职工的工资全部由企业承担,就会损害其他股东的利益,使企业背上沉重的负担。而且以职工原有的工资水平,也远远不能应付目前物价水平下的生活需要。解决这一问题的一个可行办法就是将一部分国有资产转成职工的离退休基金,使得企业可以一次性地解决现已退休或即将退休的人员安置问题。

(3) 如何提高上市公司的效益。企业在购买上市公司的“壳”之后,只有注入新的成长活力,这种购买才对双方具有实际意义,否则只是表面上的炒作而已。而改善企业的状况,需要根据上市公司已有的基础,找到公司目前经营中存在的问题。如果是上市公司本身的财务状

况还可以,只是缺乏有较高回报率的项目,那么购买方可以将自己已有的预期盈利率较高的项目转让给上市公司来承提。如果上市公司缺少的项目资金,那么购买方企业可以通过自己的渠道为企业融资,总而言之,企业在购买了上市公司的“壳”之后,须妥善经营,创造出更好的效益,才可以充分利用“壳”本身的许多无形资源,真正达到预期的目的。

#### 4. 北京新民理财顾问公司的谭博对借壳运作中的政府行为谈了自己的看法

毕竟“壳”资源是珍稀的,如何利用这些“壳”是各地政府特别关注的一个问题,被摘牌既是壳资源的一种损失,对当地政府首脑也不是件光彩的事。所以一些地方政府成为资产重组的热心推动者。这本无可厚非并应大加称颂,问题是有些重组中政府太过热心而“包办婚姻”,“拉郎配”色彩浓厚。资产重组是企业行为,其决策主体是企业而非政府。政府在资产重组中的正确定位应是通过建立产权交易市场,制定产权交易法规,把握购并的优惠政策,监督重组的规范运作来引导、扶持、保证这项活动的良性运行,而非越俎代庖。市场经济中,政府调节经济的手段是“看不见的手”。须知,一个坏企业与一个好企业的结合未必是一个好企业;“买壳”也好;“借壳”也罢,上市未必是企业发展的最佳选择。

从黄河科技到中川国际,在帮助上市公司扭亏过程中,当地政府投入了巨大的精力,给予企业以极优惠的待遇,可谓用心良苦。在承认其良好初衷的同时我们也应认识到,这种优惠措施救得了一时救不了一世。且不说这种带有明显施舍色彩的措施对其他企业而言,如果不能在改变经营机制,苦练内功、发展主业、开发新产品、提高附加值等下大力气,再多的优惠政策也是“治标不治本”。政府原来是国有企业的保姆,现在不能再当上市公司的保姆了。放开手由它去吧。“不经历风雨怎么见彩虹?”

#### 5. 北京新民生的熊志刚也对包括借壳上市在内的资产重组的计划经济痕迹发表见解。

与成熟市场经济国家的企业资产重组相比,我国国有企业资产重组呈现明显的计划经济痕迹:

(1) 由于政府对企业购并进行行政干预,企业购并的兴起大部分是为了替一批严重亏损企业寻找出路,企业自身缺乏竞争下的扩张动力。

(2) 我国股权结构不合理,上市公司购并缺乏法律上的操作性,使得我国企业很难利用证券市场公平、合理地进行资产重组:

① 利用二级市场购并成本太高,买壳上市是购并的主要动机之一,尤其是像在中国这样上市额度成为一种稀缺资源的情形之下。由于股权结构的分割,我国股市现阶段形成的“收购概念股”,除了“宝安”取得了对目标公司的控制权,成功改组了“延中”董事会外,其余几家事实上并未取得对目标方的控制权。

② 购并在很大程度上只是作为二级市场的炒作题材。购并方一开始就没有收购或控股的意图,却在二级市场掀起炒作波澜。这样的购并概念虽能使局部兴奋,但投机性极强,资产重组在很大程度上丧失了它应有的含义。

③ 企业国有股、法人股进行协议转让,成功率较大。由于法规和股本结构的特殊性,二级市场购并受到许多因素制约,以协议转让方式购并能以较小的成本获取控制权,但信息透明度较差。

(3) 各种利益磨擦阻碍了企业的产权整合。国有企业实行按行政级别划分隶属关系均分级管理制度,造成条块分割,没有形成统一的、公平的市场机制来真正规范企业的资产重组,缺乏法律保证。各部门各地区管理国有企业的机构,往往会出于部门利益的考虑,对有损于自身

利益的资产重组活动态度不积极。

资产重组迫切需要解决以下几个问题：

(1)政府参予资产重组时应注意：首先，在利用行政手段干预资产重组活动时，必须要将政府行为建立在市场发挥主体作用基础上；其次，政府资产重组中不能将政府目标带入其中，必须要以企业目标为重点。

(2)尽快出台《证券法》，给予股权交易在法律上的保证。理顺资本市场管理机制，将股票市场、债券市场与产权交易市场内在地联系起来，以法治市、公开公平，杜绝等寻租行为进入产权交易。

(3)大力发展以投资基金、投资银行为代表包括会计师事务所、律师事务所和资产评估公司等在内的中介机构，将有效地推动企业资产重组，降低经济运作成本，培育完善资本市场。

6. 海通证券的吴福明则辨析了狭义的借壳上市与买壳上市运作的差异

上市公司作为目标公司的购并。主要有借壳上市与买壳上市二种，前者主要表现为上市公司的控股集团公司借助资产重组逐步实现整体上市，如天津港通过配股等形式借“津港储运”上市即属此类，还有一种看似借壳上市又不同于借壳上市的行为。通常，某一行业的实力企业集团通过购并与资产重组，将其资产拆开分步上市，比较成功的有“一汽轿车”与“华源集团”。几年来，“一汽集团”跨地区跨行业兼并、控股 25 家企业，盘活呆滞的国有资产 200 亿元；近 5 年间，“一汽轿车”产量增加两倍半，销售额和利税分别增加 7 倍和 10 倍。1995 年，“一汽集团”出资 5.6 亿元收购上市的沈阳金杯公司 51% 的股权，进入资本市场，1996 年在一汽集团组建一汽四环股份有限公司上市，1997 年又选择四个优势专业厂组建一汽轿车股份有限公司，并将其推向资本市场。“华源集团”则收购兼并 22 家国有纺织与机械企业，并通过重组，首先将“华源股份”与“华源发展”推向国内外资本市场，走出了一条传统行业国有企业振兴之路。

至于买壳上市则更多的偏重于市场行为。今年年初，“粤海投资”控股“新亚快餐”随后“中远集团”入主“众城实业”等都属于买壳上市行为。上述购并重组成功的关键在于收购方能否在不太长的时间内对目标公司资产进行有效的整合，使之尽快走出困境。

买壳公司的基本策略与行动步骤如下：①详细调查选择目标公司，一般都是选择一些目前经营状况不佳，但公司在某一领域有潜力可挖的上市公司。②通过法人股协议转让与二级市场收购争做第一大股东。目前部分企业参股资金过多，急于套现，正好为买壳公司带来了机会。③以净资产为基础，以法人股当初购买的价格为依据，并考虑利息与股票市价等因素，确定法人股受让价格。④时机成熟时进一步增持目标公司的股份达到绝对控股地位。⑤修改目标公司章程，利用买壳公司系统的庞大网络与经营优势，对目标公司主业进行调整。⑥收购方资产的注入。

7. 蔚深证券的殷秉华则从市场炒作的角度来看借壳上市、资产重组

借壳上市等重组题材仍将大放异彩。本世纪政府和企业的重任。也是股票市场的热点。国企重组将放出巨大的潜能，这种潜能既正面影响我国的基本经济运行，也理所当然地为证券市场的发展带来活力及题材。这一点，我们从粗略分析上述个股的重组中的特征即可看出。实际上，目前市场上的重组概念可分为以下 5 类。

第 1 类 相关企业合并。以仪征化纤为例，这将大大降低生产成本，扩大生模，预期业绩可望大幅好转。

第 2 类 通过股权转让，优化主业。以环宇股份为例，将竞争激烈赢利能力较差的主营业

务百货业转让,受让赢利能力较强的酿酒业,主业方向改变。

第3类 通过资本运营优化产业结构。以琼南洋为例,96年4月18日,公司原最大股东海南省海运总公司将其持有的法人股转让给海南成功投资有限公司,后者接管琼南洋后,优化公司产业结构。具体措施是组建赢利能力较强的化工运输船队,使97年中期业绩从96上的亏损到赢利每股0.30元。

第4类 转让优质股份,获取即时收益,以莱英达为例,将其持有的赢利能力较强的优质股份金威啤酒和光大木材转让,一次性实现可观收入。而即时收益又为该公司调整投资结构,增强发展后劲提供了基础。

第5类 注入优质资产。以泰达股份为例,公司原控股股东为国企股,地处天津开发区的泰达集团受让国企股后便成为公司最大股东。泰达集团在其管理和经营的天津开发区内有诸如雀巢集团、摩托罗拉等跨国公司,有不少优质资产。泰达集团受让国企股后,达到借壳上市的目的,并承诺在合适时机注入优质资产,这样可使原从事化纤行业的壳公司(原称美伦股份)得到实质性的改善。

对于三线股来说,重组可起到点石成金的作用,上面所举的4只个股即是生动的案例。对于绩优股,重组则可锦上添花。如深康佳、春兰空调等。因此重组题材在以后的行情中将继续异彩纷呈。

### 8. 江苏证券的潘伟荣等都将大牛股的产生寄托在借壳上市的公司身上

谈到近期的大牛股,人们首先会想到的是新股及次新股板块中的天大天财、漳泽电力、北新建材、湘酒鬼、哈高科等。但笔者这里所要分析的是低价股中因资产重组或有资产重组意图而出现的一些大牛股,如环宇股份、西南药业、深深宝、莱英达、原美伦股份等等。环宇股份从上涨幅度达100%以上,西南药业上涨幅度达80%以上,深深宝股价翻了一番多,莱英达上涨幅度也达90%,现在的问题是,资产重组为什么能使这些低价个股股价出现大幅上涨呢?

众所周知,虽然决定股价的因素相当多,但业绩及其成长性是最为重要的,低价股之所以为低价股当然在于其业绩较差或成长性不如人意所决定的,但资产重组无疑为低价股业绩提高找到了出路,所谓资产重组就是对上市公司的资产进行较大改组,并使其业绩能得到提升,目前资产重组的方式很多,有资产托管型、有资产转让型(这里又分为不良资产剥离和注入优良资产两种类型)等等,当然,资产重组促使上市公司业绩的提高并不能一蹴而就,但从购买股票就是看好上市公司未来的角度看,如果上市公司实行资产重组,虽然其业绩并未立马得到提高,但在市场预期影响下,股价却往往会大幅走强,因此换一个角度看,资产重组实际上也可理解为上市公司的另一种成长性,不过这个成长性主要表现在资产方面,近期陕长岭向计算机产业的进军自然促使其股价频频走强,再如环宇股份及四川制药在大酒厂介入下,其业绩在未来也很可能有较大改观。

从沪深股市的走势看,绩优上市公司虽然也实施资产重组,但其股价翻番的可能性不大。原因当然在于绩优股在本价位较高,相反,低价股由于原本股价较低,一旦通过资产重组,业绩得到提高,给人的想象空间相对较大。

光大证券研究所的陈守红也说,近来,股市资产重组风起云涌,其涉及范围之广、对二级市场影响之深是中国自有股市以来绝无仅有的,类似于广西虎威、山东环宇、珠海鑫光等在重组后股价如火箭般上窜的现象已成了吸引众多股民的一道最亮丽的风景线,可以预期,随着国企改革进一步深化,资产重组在将来可预见的很长一段时期内都会是股市里最有吸引力的题

材之一。

对于券商们来说,他们从投资者的角度来看借壳上市,无疑对此种题材的炒作前景抱有很大信心。

### 四、记者:借壳的世界很精彩

面对一浪高过一浪的借壳潮,记者们的反应是很敏锐的,涉及面也较广。

1.《上海证券报》记者李威认为,借壳上市是顺应改革需要,凸现市场功能的重要举措,必须注意为买壳与借壳创造条件

我国证券市场经过7年多的发展已经初具规模,到1997年10月底,共有730家公司上市,为企业筹集了大批急需的建设资金,充分体现了证券市场筹资功能,但同时也应看到,此前证券市场的另一重要功能资源优化配置未能得到有效显现,如一些公司由于经营业绩较差,使其丧失了配股资格,从筹资角度来说失去了上市的意义,其存在本身浪费了宝贵“壳”资源和经济资源。而当前正在进行之中的资产重组,正是证券市场资源优化配置功能的进一步深化,如效益不断下滑的美纶股份1995年和1996年连续两年净资产收益率未达到10%,虽然取得了上市公司的地位,但却丧失了配股资格,而天津泰达集团通过资产重组借壳上市,把大量优质资产注入到美纶股份,不仅使美纶“重获生机”,同时也使自己得到了重大的发展机遇。中海集团近日决定对中海海盛注入优质资产、环宇股份出售所有资产后购买一个实力较强的酿酒企业等等都是优化资源配置的具体体现。相信随着时间的推移,作为重组的产物,一批焕然一新的上市公司将出现在广大投资者面前,成为上市公司中的新生代。

发生在当前的资产重组成功案例,在冲破现有的行业条块分割、突破企业的地方分割和部门封锁,使国有资产能够自由流动、优化组合等方面作出了有益探索。如美纶股份与泰达集团本不属于同一行业,不隶属于同一主管部门,通过一跨行业、跨地区的资产重组,天津开发区的大量国有资产得以盘活,同时也使上市公司由原来的主业纺织业快速转至国家基础设施建设领域,产业结构得以迅速调整。

当前资产重组热表明,证券市场在规模扩大、存量资产增加以及筹资功能进一步强化的同时,资源优化配置功能开始显现。从效果看,近期已经实施的资产重组有了成功案例,实现上市公司优胜劣汰和产业结构战略性调整,给证券市场注入了新鲜血液。

在证券市场较发达国家,企业间购并大都通过股市来实现,买壳上市也是非上市公司寻求上市的捷径。一般而言,欲买壳上市的企业首先要以最小的成本收购一个壳公司,通常要求流通盘子偏小,没有不良债务负担的“壳”,购壳成功后即着手进行“反向收购”,壳公司以发新股方式筹资购入买壳方的资产和业务,这样买壳方借助壳公司筹资便捷等优势,展开新一轮整合发展,从而达到买壳上市的目的。

近年来,我国部分企业进入香港市场就是巧用买壳上市的方式,由于这些买壳上市行动涉及资金巨大、影响面广、购壳后发展迅速引起了世界的广泛关注和业内人士好评。中信收购泰富51%股权,随即注入其所拥有的港龙航空38.3%股权及债务权益,泰富则以发行新股方式筹资3.73亿港元支付购买港龙所需,此后,中信又多次将自己培育的优质资产注入泰富,使其盈利保持持续增长,从而保证泰富在香港市场绩优股的良好形象及上佳的市场表现。与此同时,泰富连续三次大规模增发新股,集资72亿港元用以支付购买中信资产所需。这样,在短短

两年时间内,中信泰富以市值 285 亿港元跃居香港 20 大上市公司的第 14 位,被港人称作红筹股第一。

### 2.《中国证券报》记者郑文明通过兰陵陈香案例,对借壳上市的意义作了阐述

此次重组取得了良好的社会效益。一方面对于环宇而言,卖出不良资产,购进优质资产,从而能够摆脱困境,进入一个新天地。另一方面对于兰陵集团来讲,能过资产置换,低成本取得了宝贵的壳资源,实现了借壳上市,从而跨入了资本市场,为企业的持续快速发展,创造了契机。而对于广大投资者来讲,重组后的环宇资产质量明显提高,盈利能力大大增强,必将给投资者带来丰厚的收益。

### 3.《上海证券报》记者李政则对借壳上市的前景和目前借壳上市运作尚存在的障碍等作了分析

在“壳”置换中,不受股本结构,企业规模的限制,对绩差企业实行换“庄”,新“庄”面对的首先是“购买力”的问题。它需具备相当的规模与财力。同时要有能力、有条件对原“壳”的内质加以改造、利用。目前,大多数市场人士对买“壳”者的搜寻,仅停留在一批中央级、市一级的大型企业集团上,其实,还有一支可能成为购“壳”生力军的队伍,这就是近年来蓬勃兴起的区县经济。

最近两年,上海市各区、县在经济发展中的作用日益受到重视。继实行“两级政府三级管理”以来,1996年,上海市又实行了向区县划转市属小企业的改革,并向卢湾、徐汇、普陀、嘉定等7个区授予了国有资产管理权,充分发挥各区县的积极性,利用各区在资源配置方面的综合优势,发展经济。其中,一批区、县级的企业集团已经拥有了收购“壳”的实力和用好“壳”的需求。

以各区的一些房地产开发企业为例,80年代后期至90年代初期,这批企业实力获得了飞速发展,同时也有了进一步拓展的客观需求。这些企业期望通过买“壳”,来达到自己的目标,这种发展目标主要包括三个方面:首先是获得目标区域的土地。比如,以区内绩差夕阳工业类上市公司为主要目标进行买“壳”,不仅可以获得土地,同时还能打通在证券市场上的融资渠道,并可发挥其物业管理、商业网点开发等社区配套服务,同时提高对人员的综合安置能力。

其二是更快地实行原定的向其他行业渗透的战略。随着城市居住格局和居民消费方式发生的变化,商业网点开发已成为不少小区开发中必要的一环,房地产企业若以雄厚的资金实力购买一家商业类上市公司的控股权。显然能够加快其向这一行业的渗透,实现企业业务的拓展。

其三是对企业前期所获利润进行合理的阶段性运用。目前不少房地产企业持有大量现金利润,但却并不看好现时的同行业投资市场,因此需要有一个具有良好发展前景的投资渠道。此时,如购买一家优质的、乃至资金或产品结构等方面暂有困难,却有前景的上市公司,当不失为资金找到了一条良好的出路。

另外,区、县经济中的优势企业绝非房地产类一种,还有一批效益好的投资公司和综合性企业集团,也完全有实力,有能力发挥自身在资金、市场或其他方面的优势,既帮助部分上市公司走出困境,也为自己赢得长远发展的机会。

区、县经济正在崛起,随着资本经营观念的逐步深入人心,随着资产兼并收购的进一步深入人心,随着资产兼并收购的进一步开展,区、县经济有能力也有必要在企业资产重组这个舞台上一展身手。

从目前上海证券市场的实际状况来看,“壳”资源重组将主要的“壳目标”定位于一批经营无方的劣势企业。这必将要触及方方面面的利益,同时,以“买壳”为主的资产重组方式旨在打破原有的行业、条块的限制,实施更大范围内的资源重新配置,因此更需要各方的大量配合与协调工作,其难度是可想而知的。

从“壳”置换的实际推进情况来看,仅买“壳”方就有不少难题。从买方角度来看,购买的“壳”最好是既优质(无财务问题,无人员包袱)又低成本(小盘、低转让价)的,这显然与置换出劣势企业的“壳”的设想是有距离的,而对于因急于筹资而加入买“壳”队伍的企业集团而言,更存在着买“壳”上市与直接申请发生A股、发B股或申请海外上市等诸多方面的利弊比较问题。买“壳”上市,虽不受额度限制,却要先“予”后“取”,若是绩差股,还得至少三年方可配股,在此期间还要向“壳”公司注入优质资产,保证其达到配股条件,然而对这些优势企业而言,一部分企业已完全具备申请境内或境外上市的条件。

而从卖“壳”、让“壳”方面看,阻力更大,将“壳”卖给其他集团,在目前仍被视为不很光彩的事,而被卖“壳”后,原“壳”公司领导层的位置是否也要被“置换”掉呢?凡此种种心态,使得一些部门,一些个人情愿“壳”资源在自己手中烂掉,也不愿转让。

从技术操作来看,难题也不少,首先,我国目前对上市公司“壳”资源的分析几乎是一纸空白,这为有心买“壳”的企业带来许多实际困难,其二,对“壳”目标公司如何加以运用,我国并无太多先例,进行收购后的协调运作整体方案设计缺乏必要的经验与专家,只能靠摸索。其三,在具体的法规、政策配套方面,还有待进一步协调、完善、细化。

看来,“壳”资源重组的过程将是复杂的,而重组结果反映到企业业绩中,又将需更长的一段时日。但无论如何,对“壳”资源的重新配置这项工作必须而且也终将在中国证券市场上展开,这不仅是因为一批劣势企业被淘汰出局、一批优势企业买“壳”上市,是符合投资者、符合证券市场、符合中国经济发展利益的,也是因为这是证券市场功能的重要组成部分,是证券市场发展的必经之路。买“壳”上市、借“壳”上市这类探索,将为在我国证券市场上开展企业资产重组提供有益的经验。

4.《上海证券报》记者许峻则对包括借壳上市在内的资产重组主要模式及优势等进行了论述

上市公司的资产重组进入新的发展阶段,从主要围绕固定资产和子公司进行的资产型重组模式,到借助资本手段的资本型重组模式,以及更具灵活性的股权型重组模式,三种方式共同构成了资产重组的全方位概念。

资产型的重组模式成为上市公司进行资产重组的首选方式,并在实践中日益丰富和发展。资产重组最初主要涉及的是界定明确的、独立的公司,如棱光实业收购恒通电表。但是,今年以来的资产型重组明显复杂化了,重组标的开始出现投资项目、生产线、房地产、分公司、所属厂等等,资产型重组的广度大大拓宽了。同样,资产型重组的深度也大有进展,特别是那些“换壳”的上市公司,重组资产占总资的比例高,新旧资产差异巨大,有的甚至处于完全不同的行业,苏三山、联农股份、众城实业、泰达股份等,都是这样的例子。特别值得一提的是环宇股份,该公司重组将出售绝大部分原有资产,完全转变主营业务,充分显示出资产型重组能够达到的彻底性。

运用资本运作的手段,通过调整和优化资本结构、财务状况而施行的资本型重组,如今也是越来越多了。宏业集团日前宣布,将收购汕头市几处物业,以抵除两家公司拖欠的部分往来

款 这是债权重组的例子 ;广电股份出售两家下属厂 ,资产虽有 10 亿之巨 ,但净资产仅增加 0.68 亿元 ,公司的主要收获是资产负债率有所下降 ,这是债务重组的例子 ;资本型重组最典型的例子是黄河科技 ,该公司的重组共调出资产 41852 万元 ,其中 27627 万元是流动资产 ,同时划转短期借款 40866 万元 ,冲减应付款项 ,重组使黄河科技的资本结构和财务状况大为改善。另外 ,当前上市公司以承担债务方式兼并企业频频发生 ,这种重组几乎未增加公司净资产 ,但负债率上升 ,总资产增加较多 ,其资本含义也是很浓的。

股权型的重组模式 ,由于其对象是界定明确、转让方便的股权 ,因而特别具有灵活性 ,随着越来越多的企业资产转化为股权 ,这种模式的重组无疑是大势所趋。申能股份涉及 10 亿元资产的 8 家公司之所以能够顺利出让 ,关键在于这些资产都是股权 ,资产评估和交割比较方便。其他的例子还有深天地和南方摩托 ,其重组涉及的数亿元资产的几十家公司也因为这些资产是股权。另一个突出的例子是最近的丽珠集团 ,该公司通过转让股权退出一家无控制权的企业 ,又通过追加投资保持在扩股后药业公司的持股比例 ,一进一出 ,充分体现股权型重组的灵活性。

此间观察家认为 ,上述三种重组模式都是企业在实践中的产物 ,随着国企改革的进一步深入 ,资产重组的方式也将变得更为丰富。

股权变更也使得有关上市公司的股权结构逐渐优化 ,股东构成更有利于公司发展 ,如中远(上海)置业发展有限公司受让众城实业法人股后 ,也使众城实业的前三名股东都成为房地产企业 ;四川峨铁将其所持部分乐山电力法人股转让给四川信都建设投资开发有限责任公司 ,在乐山电力股东中引进专业的建设投资企业。

### 5.《上海证券报》记者蔡云伟对借壳公司发展前景进行了分析

第一大股东股权转让导致上市公司“换壳”的现象剧增 ,至今已有约 40 家上市公司的第一大股东易主 ,从而为这些上市公司实施较大力度的资产重组奠定了基础。对于这些公司今年的业绩影响 ,既有像众城实业那样立竿见影的情况 ,也存在像新亚快餐那样重组步子较慢的现象 ,但从这些公司的长远来看 ,先“换壳”后重组对他们都有深远的影响。其次 ,国家股通过转让或划拨转为国有法人股或法人股的现象增多 ,由于这些公司的第一大股东 ,由原来的国资局等政府部门转变为大集团、大企业或国资经营公司 ,从而步入了一个资产经营、资本运作的新领域。此外 ,上市公司之间持股变动也较醒目 ,比如四川峨铁和川盐化转让乐山电力法人股、大众出租转让浦东大众法人股 ,陆家嘴退出众城实业、飞乐股份减持飞乐音响股份、康达尔入主涪陵建陶、深宝安增持黔中天和甘长风股份 ,等等 ,均会对相关公司今年的财务情况产生一定的影响。上市公司的资产经营和资本运作、对相关公司今年的业绩以及长远的发展会有较大的影响 ,今年上市公司从事资产经营的意识更强、力度更大 ,一些公司已经走上了产品经营和资产经营并举的轨道 ,上千万元的收购兼并、资产转让和资产置换案例比比皆是 ,其中涉及资金上亿元的资产经营就超过了 20 起 ,比如辽通化工的兼并、天津海运的收购、申能股份的转让、钢运股份的置换等举措 ,都引起了证券市场乃至社会各界的强烈关注。资产经营的直接效果就是资产结构的变化 ,并进一步导致上市公司资产数量和质的变化。资产结构的优化 ,资产质量的提高 ,有利于公司降低负债比例和成本费用 ,从而提高经济效益和经营业绩 ;一批兼并亏损、破产企业的上市公司 ,尽管承担了人员安置、债务等方面的负担 ,但同时也享受到一定的政策优惠 ,量力而行的购并亏损、破产企业 ,对相关上市公司今年的业绩应该不会产生较大的冲击。

### 6.《上海证券报》记者张学森则从规范借壳上市运作上提出了自己的看法

纵观现有的资产重组案例可以看出,运作的规范化程度正在逐步提高,当然,不足之处仍属不少,值得有关各方予以关注和改进。就现有的情况来看,资产重组要取得成功,一个十分重要的因素就是其运作过程必须力争规范化,即要自始至终依法行事,运作应不断市场化,建立科学、合理的法人治理结构,有效防止国有资产流失,信息披露要及时,充分等等。

自1993年“宝延事件”开创我国证券市场收购兼并、资产重组的先河以来,通过股权运作与转让、资产经营与重组,谋求“壳”或“借壳”上市的事例并不少见,但其成效明显者却不多见,真正成功者凤毛麟角。究其原因,一方面是我国当时还不具备进行大规模资产重组的经济改革和政策导向上的大环境,另一方面即是对资产重组的认识和经验都显不足,运作过程的规范化、市场化程度较为低下,就像早些时候国有企业改制上市却不“转制”一样,以往的资产重组之中不规范甚至违规现象也曾迭出,如相关法律手续欠完备、信息披露不及时等,引起市场有关方面的颇多微辞。资产重组之后,上市公司治理结构少有改善,业务经营未见起色,甚至造成国有资产流失等。有关人士认为,如此不规范的运作行为,不能算作是真正意义上的资产重组。

而此番上市公司资产重组热的情况已大有改观,除我国经济改革进一步深化为之提供了大背景支持、企业为迎接跨世纪竞争发展已有更加迫切的需求外,一个最大的特点就是资产重组在具体运作上的规范化和市场化程度正在日益提高。

毋庸讳言,当前资产重组热中还有不少公司在运作上存在不规范之处,比如信息披露不及时,资产评估缺乏公正性和透明度,母公司与子公司间存在“送皮夹子”或“收旧货”之类的关联交易行为等。某家上市公司发生国有股转让,6月26日签订股权转让协议,却迟至9月22日才公告披露,而期间其股价一路上涨,许多投资者直呼“看不懂”。第一时间的信息披露已成为市场的普遍呼声,更是资产重组有关各方在规范方面的最起码要求。

令人欣慰的是,近期出现的几个资产重组的大手笔中,如众城实业、泰达股份、环宇股份等,在规范化与市场化运作上表现出较高的水准,这也是它们成功的一个方面。如此看来,规范运作是当前和未来资产重组取得成功的根本保证,是毫不为过的。有关专家指出,上市公司资产重组大有风起云涌之势,只要当事各方严格依法行事,厉行规范运作,其对于我国国企改革和企业进步,对于我国证券市场持续、健康的发展与繁荣,必将发挥越来越重要的积极促进作用。

以上社会各界对借壳上市的评论虽然只是一小部分人的观点,却基本代表了当前社会各界对借壳上市的认识。可以预见,随着有关法律法规的健全和借壳上市运作的不断规范,借壳上市的市场前景会进一步看好。

## 第二章 公司购并大运作

### 第一节 创智搭台五一文

两大软件园的借壳上市,是最新借壳上市的典范。与四川托普入主川长征相比,湖南创智科技则显得更为稳健和精明。

托普入主川长征,经历了上市公司兼并非上市公司,再向非上市公司控股上市公司的大转折,而湖南创智科技瞄准五一文已有的配股生命线,试图通过借壳上市,利用资本市场获得低成本资金,目光则显得深邃而幽远。

#### 一、文化搭台 经济唱戏

湖南五一文实业股份有限公司前身为长沙五一文化用品商场,是在长沙市文化用品公司下属综合服务总店的基础上发展起来的,于1980年成立,当时称为“五一文化用品商店”,1985年正式更名为“五一文化用品商场”。至1993年改制前,“五一文”经营的文化用品及现代办公设备,发展到了十大系列、八千多个品种,电脑设备、复印设备、乐器等商品的经营在湖南市场占有率达40%以上,成为全国最大的文化用品专业商场。改制后,1993年3月,经湖南省人民政府湘体改[1993]70号文批准,由主发起人长沙五一文化用品商场与长沙市工矿综合商业公司、长沙市调料食品公司、中国工商银行长沙市信托投资公司(其所持股份现已全部转让给中国工商银行长沙市分行银工装饰公司)、中国农业银行湖南省信托投资公司(其所持股份现已全部转让给湖南省昌龙房地产公司)采用定向募集方式成立“湖南五一文实业股份有限公司”,成为湖南商贸系统第一家股份公司,公司从此进入一个飞速发展时期。至1997年6月26日上市时,公司的经营范围已十分广阔,主营:百货、副食、饮料、烟、酒(零售)、劳保用品、日化产品、服装、鞋帽、针纺织品、家用电器、金银首饰、珠宝玉器、文化用品、办公设备。兼营:音像制品、通讯器材(不含发射设备)、饮食、书报杂志、儿童娱乐、维修仓储服务。可以说,这时的五一文已由一个文化搭台、经济唱戏的大腕儿,发展成为一个靠商贸起家的百货巨子。靠着内部挖潜管理,稳健规范的发展,五一文连续三年净资产收益率超过10%,取得了上市公司极为宝贵的配股生命线,加上总股本8935万、流通股仅2500万的中小盘子,成为上市公司中极为稀有

的壳资源,从而为将来创智科技的入主打下了伏笔。

### 二、强强联合 连锁经营

伴随 1997 年下半年的商业萎缩,五一文限于经营范围的狭窄,在商业发展上已有点力不从心。如何更好地拓展主业并进入另一个新天地,就成为当地政府、券商及上市公司的关心焦点。而湖南创智科技作为我国四大民营软件园之一,自然成为首选目标。

1998 年 4 月 3 日,春意盎然,万物皆孕育着新绿。五一文与湖南创智科技展开了首轮会谈并很快达成了转让法人股协议。由于双方都是基于一种理性发展的共识,所以迅速结成了战略同盟,从而走上了强强联合、连锁经营的阳光大道。随后于 98 年 4 月 15 日进行了公告:根据《股票发行与交易管理暂行条例》和有关信息披露的规定,现就湖南五一文实业股份有限公司第一大股东——原长沙五一文化用品商场集体资产管理协会,以股权作为出资投资的有关事项公告如下:

(1) 经湖南省证券监督管理委员会湘证监字(1998)33 号文批准,协会以其拥有的 1315.15 万股本公司法人股(占本公司总股本的 14.72%)股本作为出资,折计出资金额 4165 万元,与湖南创智软件园有限公司(以账面部分净资产作为出资,折计出资金额 4335 万元),共同投资设立湖南创智科技有限公司;协会和湖南创智软件园有限公司分别占“创智科技”股份的 49%和 51%。

(2) 协会与“创智科技”于 1998 年 4 月 3 日签订了《股份出资协议》。根据该协议,“创智科技”受让“协会”持有的本公司 1315.15 万股法人股,成为本公司的第一大股东。

仔细研读此公告,可以很清楚地看出创智软件园借壳上市的思路,先与五一文第一大股东成立创智科技,由软件园控股创智科技,再由创智科技受让五一文第一大股东法人股,让创智科技成为五一文第一大股东,从而通过创智科技控股五一文,达到了借壳上市的目的,思路清晰简洁,却又深邃而幽远,给人以稳健的同时让人有耳目一新的感觉。而五一文则借创智昂首进军高科技产业,为公司未来的发展奠定了坚实的基础。

### 三、工欲善其事 必先利其器

与川长征的空壳相比,五一文的壳资源更为丰富,可以说是质地优良。可以这么说,正是基于五一文连续三年净资产收益率过 10%这条宝贵的配股生命线,双方才能一拍即合。让我们再仔细分析一下五一文公司董事会于 1998 年 4 月 21 日召开的第二届董事会第五次会议内容,即可窥到其中精髓,此决议于 98/4/23 公告,主要内容为:

(1) 关于更换公司部分董事的议案。

由于股权变动,郑文斗先生不再担任公司董事,经创智科技有限公司推荐,由丁亮先生任本公司董事,丁亮先生持有本公司 0 股。

(2) 实施产业结构调整,逐步投资高科技行业议案。

根据公司长期发展战略,适时逐步调整产业结构,公司决定逐步投资高科技行业。

(3) 按公司 1997 年 6 月上市时总股本 8935.01 万股为基数,向全体股东每 10 股配售 3 股,共可配 2680.50 万股,其中,法人股股东可配售 1630.50 万股,内部职工股股东可配售 300

万股,社会公众股股东可配售 750 万股,公司本次配股价格范围人民币 6-9 元,公司本次配股所募集的资金主要用于:为适应公司长期发展战略需要,调整公司产品结构,拟与湖南创智科技有限公司合作共同投资创智软件园第二期建设,补充公司流动资金。由此决议可以看出,五一文公司在公司运作方面深明工欲善其事、必先利其器之理,先拓展主业,向高科技进军,再利用配股资格,低成本募集资金,充分地利用了资本市场的筹资、转制、资源配置功能,为公司的健康持续发展奠定了坚实基础,从而成为继托普入主川长征之后,我国又一民营软件园借壳上市的典范。展望五一文的未来,前景将十分广阔。创智科技董事长、五一文新任董事丁亮在接受记者采访时称,控股五一文的根本目的是为了通过资本市场获得低成本资金,专注于创智软件事业的发展,而不是想盲目地多元经营,他希望被控股的五一文会逐渐朝高科技方向发展。

由此可见,五一文虽然目前主营商业,主要由五一文商场和文化用品连锁店构成,但创智科技控股后,五一文将实行产业结构调整,逐步向高科技行业倾斜,寻找新的利润增长点。五一文将利用创智在高科技领域的优势,涉足高科技产业。目前,五一文公司正在制定具体方案,拟将五一文文化用品销售连锁店集中起来,并派有关人员赴美国学习计算机电器商场经营的成功经验,此项计划 1998 年内即可实施。而五一文配股资金投资于创智软件园的二期建设主要有四个目标,一是将创智软件园长沙开发基地建成一个积极参与国际竞争和对国内软件业起示范作用的产业基地,使火炬计划成果、863 成果及其他软件成果向社会应用各方面辐射,在软件研究与软件产业之间架起桥梁;二是在国内的北京、上海、长沙及美国、日本与一流的科研院所联合建立 6~8 个高水平应用软件产品和软件技术 R&D 机构,使创智紧跟国际先进水平,保持世界领先地位;三是建立一批分支机构,形成以北京为中心辐射全国延伸海外的市场销售体系和以长沙为中心的技术支持、售后服务体系;四是以投资、入股、购并等多种资本运作形式,与创智在技术和产品上优势互补的企业联合,所募资金将 30% 用于新产品的研究开发,30% 用于销售体系的建立。可以预见,随着五一文涉足高科技产业,其业绩无疑将会有新的提高。

## 第二节 托普踏上长征路

信息产生部的成立,标志着信息产业将成为 1998 年一道亮丽的风景,而四川托普入主川长征,则象征着非上市公司高举信息高科技产业的大旗,通过收购上市公司股权的方式,踏上了资本市场之路,从而拉开了九八股市借壳上市的序幕。

### 一、小荷才露尖尖角

1997 年 11 月 27 日,已是隆冬将至,中国股市也如临冬季,进入阶段性顶部,开始了为期三个月的漫漫熊途。但川长征第四届董事会第十次会议气氛却很热烈,一扫股市的低迷不振气象。围绕着川长征今后的前途,与会代表正热烈地进行着一次史无前例的会议。

川长征作为主营机床及相关产品的一家上市公司,属于夕阳行业,自上市以来,连续三年净资产收益率低于 10%,已失去了宝贵的配股资格。由于盈利甚微,又缺乏筹措资金的能力,

1998年的川长征将不可避免地面对亏损、重组甚至摘牌的可能。要么在沉睡中死亡,要么在沉睡中爆发,已成为川长征人的共识。经过一致表决,公司选择了后者,形成了关于授权董事会购买成都科技股份有限公司股权的议案,并同意提请1997年12月29日召开的临时股东大会审议通过。此决议于1997年11月29日在《证券时报》上公告。

1997年12月29日,川长征临时股东大会按时召开,审议通过以授权董事会购买四川托普科技发展公司持有的成都托普科技股份有限公司的部分股权。由于经评估后的托普科技净资产太高,川长征股东大会将原购买数量由原来的1200万股变更为1050万股。根据四川评估事务所出具的截止1997年11月30日的评估报告,经与“托普发展”协调,同时依据托普科技的每股净资产、净资产收益率等因素,川长征购买托普发展持有的托普科技1200万股的1050万股股权,购买价格为7.42元/股,川长征采用现金方式购买,共计支付人民币7791万元,至此,川长征持有托普科技53.85%的股权,对托普科技拥有绝对控股权。此消息于1998年1月12日公告。

四川托普作为我国四大民营软件园之一,成立于1995年,主营计算机软硬件、网络开发、电子系列产品及技术服务,属于西南地区最大的高科技信息产业区,发展前景甚为广阔,川长征意欲控股托普,无疑想走拓展主业的思路,利用资本运营为将来的发展带来了勃勃生机。

## 二、柳暗花明又一春

随着川长征与四川托普发展公司的转让协商的实质性探讨,双方对于先前股权转让方式发生了分歧。究竟是川长征收购托普科技的控股权,还是托普科技受让川长征国家股成为川长征第一大股东,正悄然发生着变化。协商一时处于停顿之中。这从1998年1月14日《证券时报》上刊登的川长征董事会的提示性公告即可窥见一斑,原文如下:“近一段时间以来,本公司股票涨幅较大,市盈率非常之高,有关本公司购买托普科技股份有限公司部分股权的有关事项已刊登在1998年1月12日的《证券时报》上,此外,本公司没有任何应予披露而未披露的信息,请投资者详细阅读,进行理性投资”。

理性的思考有助于更好的发展。随着川长征与托普的实际性进展,二者之间的股权转让终于给人一种柳暗花明又一春的感觉。

1998年4月1日,川长征发布警示公告:“近段时间,本公司股票涨幅较大,市场传闻较多,为此,本公司郑重声明:公司没有应公开披露而未公开披露的信息,同时,本公司就公司股权转让的问题作如下说明:本公司第一大股东自贡市国有资产管理局与四川托普科技发展公司就本公司国家股股权转让事宜,双方尚在协调之中,目前,本公司未收到任何具有法律效力的资料 and 文件,在此特提醒广大投资者注意投资风险。”

细读1998/4/1公告与1998/1/14公告,可以看出,川长征与托普科技的股权转让已发生了实质性变化。1998/1/14公告为川长征收购托普股权,1998/4/1公告则为托普受让川长征国家股,二者虽同为两公司间股权转让,但已有了质的区别,1998/1/14公告需川长征出资,且仅占托普83.85%股权,即托普科技收益的53.85%,将归川长征,且公司以现金收购成本高;1998/4/1公告则预示着托普将收购川长征法人股,与前者相比,川长征不但将得到托普的现金注入,还将得到托普科技的优质资产注入,两者相比,无疑后者对川长征更有利。

1998年4月8日,川长征的股东大会决议公告则最终让不明真相的旁观者大白,请看川

长征决议公告摘要：“公司国家股转让事宜已经有关部门批准，现将有关事宜公告如下：经四川省人民政府函（1998）8号文件批准，自贡市国有资产管理局与四川托普科技发展公司签订了国家股股权转让协议，将其持有的长征机床股份有限公司国家股全部转让给四川托普科技发展公司，此次转让价格为每股人民币2.80元，同时自贡市国有资产管理局向四川托普科技发展公司按每股人民币0.5元，收取无形资产补偿费，转让股份为4262.43万股，占长征机床股份有限公司总股本的48.37%。”

经此，四川托普科技发展公司已成为川长征第一大股东并入主川长征董事会，川长征也由主营机床产品，摇身一变为主营计算机软硬件、网络开发。丑小鸭变成了小天鹅，迎来了它股市上的一个春天。

### 第三节 中远登陆众城

中远入主众城，是协议转让模式，也是先剥离再注入典型案例之一。势力雄厚的中远，将收编众城视为其“下海、上天、登陆”总体发展战略的关键一战，采用了步步为营、稳步推进、先控股而后大手笔优化其资产的运作方式，达到了一石三鸟的预期。

#### 一、业绩大幅滑坡的众城实业

上海众城实业股份有限公司，成立于1991年10月28日，属浦东地区首批崛起的股份制企业之一。系由上海市陆家嘴金属贸易开发区公司、上海国际信托投资公司、中国人民建设银行上海市信托投资公司、中房上海房地产开发总公司共同组建，以各发起人投资5180万元折为面值10元的518万股发起人股，于1992年3月2日至1992年3月15日发行社会公众股94万股，内部职工股6万股，总股本达618万股，后拆细为6180万股，每股面值1元，1993年4月7日，众城实业A股在上海证交所上市交易。

众城实业是一家以房产开发、经营为主，集餐饮、娱乐、商贸为一体的实业公司。其在房地产和实业的投资上结构比较单一，主要集中于开发高档涉外办公楼、外销房和大型娱乐场所。虽然众城也兼营钢材、木材、建材、建筑五金等，但也大都局限在与主业相近的狭窄领域内，缺少拓展性。作为一家房地产公司，其发展与整个房地产业的宏观形势是密切相关的。1994年前后，在房地产业一片繁荣的时候，众城实业也曾有过良好的业绩。

1994年以后，我国房地产业普遍不景气，房地产市场持续疲软，加之公司某些投资决策的失误，导致众城房产销售困难，经营业绩连续大幅滑坡。其净利润1994年为6510万元，1995年为2670万元，1996年为93万元；每股收益由1994年的0.49元、1995年的0.16元，大幅度地降为1996年的0.0055元；其净资产收益率也相应地从1994年的29.5%、1995年的7.99%，降到1996年的0.28%；企业的年增长率分别为-89.38%和-90.08%。

由于房产滞销，其经营日趋困难，而大量的资金沉淀在房产上，又使公司难以抽资调整产业战略，从而形成了恶性循环。至1997年，众城实业的资产积淀高达两亿多。

中远旗舰——中远（上海）置业中远（上海）置业发展公司，成立于1997年3月27日，是隶

属于中远集团的大型控股公司,是此次借壳行动中的主角。其组建时间虽短,却是来自于我国海运的巨型舰队——中远集团,称得上是中远集团进军上海舰队中的旗舰。因此,我们了解了中远集团,也就了解了中远置业。

中国远洋运输集团总公司,成立于1961年。从成立之初就担负着振兴祖国远洋运输事业的历史重任。27年以来,特别是改革开放以来,在党和国家的关心支持下,中远集团加快了发展的步伐,艰苦创业,勇于开拓,目前已发展成为一个拥有现代化、多功能、种类齐全的近600艘船舶、1700万载重吨,年运量亿吨以上的世界级大型航运企业,现拥有五百多条航线,遍布全球150多个国家和地区的1200多个港口;中远集团目前的资产总额近1000亿元人民币,集装箱的箱位总量位居世界第四位。中远集团在国务院批准组建的全国100家大型企业集团中排名在前五位,是列入全国国有大企业改革综合试点的55家企业之一。

作为一家从计划经济体制下驶来的大型舰队,中远的领导层的观念转变和战略思想的调整是非常及时而成功的。因此中远并没有像有些国有大型企业一样,在市场经济的海洋中显得无所适从、尾大不掉、走向僵滞,反而在市场的大海中劈风斩浪,发挥出了大型舰队经得起风雨、经得起颠簸、形得成规模、撒得起大网的优势,如鱼得水,积极经营,发展神速。而其资本运营战略亦早已实施,并屡战屡胜,不断为企业的扩张创造了机会。

1994年底,中远(香港)集团推出了旗下以货柜租赁业务为主的佛罗伦集团有限公司(现名中远太平洋有限公司),并在香港成功上市。随后,中远集团不断向佛罗伦注入优质资产,使其很快成为香港红筹股中的佼佼者。中远太平洋(原名佛罗伦)在上市之初,市值仅29.38亿元,每股价格为2.88港元。由于优质资产的注入和经营效益的不断增长,中远太平洋股价大幅上涨,市值在1997年6月6日已达到244.6亿元,比上市时增长7.6倍。

1996年底,为实现中远集团海陆空并举的发展战略,中远(香港)集团将收购的目标对准了主要从事建筑业并因外在原因处于困境的香港顺成集团,以6350万元的价格收购了顺成集团30%的股权,以通过顺成集团在香港地区发展房地产业务。1997年2月,中远再斥资1.5亿元收购了顺成31%的股权,至此中远共计持有顺成61%的股权,成功控股,并改名为中远国际,成为该集团在香港的第二家上市公司。中远国际的主要业务是建筑、房地产、基建、工业能源及贸易,并拟在适当时机向其注入中远在香港和内地的地产和基建等资产,此外,还计划将中远国际的总股本由目前的10亿股增至30亿股。由于中远国际借壳顺成集团后,前景看好,加之香港回归这一重大政治形势的来临,中远国际的股价从1996年底的0.315元,上升到1997年2月中远控股61%时的0.72元,到1997年5月每股股价已高达5.5元。

在港借壳上市运作的成功,使中远尝到了甜头,并对日趋成熟的国内资本市场产生了兴趣。

## 二、抢滩上海 觊觎众城

早已对国内资本市场存有觊觎之心的中远集团,把扩张的目标对准了上海。

上海不仅是国际贸易和金融中心,而且还日益成为国际航运中心。近年来,上海港国际集装箱运输发展迅速,年增长率连续七年达到25%以上,并且从1996年开始试运行国际集装箱转运业务,至1997年上半年这一试运行的力度不断加大,不久将正式启动,已有数家境外运输公司明确表示欲将其在其他港口的第三国转运业务迁移到上海港来。国际集装箱转运业务的

展开和拥有众多跨国公司的浦东地区的高速发展,必将极大地促进上海港集装箱业务的“枢纽”地位。上海作为我国最大的港口城市,建立航运中心,会使集装箱的运输量迅速增长,带动与此相关的仓储等业务的发展,对我国航运事业和整个华东地区经济的发展具有重要的意义。

面对上海港运业务良好的发展前景,国内外航运企业反应强烈,都有抢滩上海的要求。作为“航界巨子”的中远早就有进军上海的计划,在此竞争对手奔向上海抢滩的情况下,自然不甘落后,并且中远在长江中下游不断发展的业务也需要在上海有一个地区指挥总部。所以,作为中远战略部署的重要组成部分,中远必须在上海抢滩,夺取自己的“桥头堡”,并使其成为中远以后在上海开展货运和仓储业务的基地。此外还有一点,事实上在此前后交通部已基本决定将中远集团的集装箱总部迁至上海,因此中远进军上海的意图基本确定。对中远来讲,在上海设置桥头堡的方式有多种,倘若自己申请土地建设物业,审批程序繁琐,而且周期长,投入高,这显然不符合中远对抢滩的诸多要求。擅长资本运营的中远集团很自然地想到了“一石三鸟”的方法,就是在证券市场上收购一家上市公司,如此以来,既可以迅速建立桥头堡,又可以因得到一只金壳而获得融资渠道,并且还可以使中远一夜之间扬名九州,起到一般广告手段难以达到的效果。

经过精心的了解、分析和研究、比较,精明的中远人选择了众城作为收购目标。做此决策主要地基于以下几点考虑:众城总股本不及1.7亿股,规模适中,众城的形象尚可,作为一家我国首批股份制改制企业,众城也曾具有良好的投资价值和市场形象,虽然业绩连年滑坡,但其潜在价值并未丧失殆尽,众城人员比较少,负债比率低,有利于收购后的资产重组。更重要的一点是,众城实业地处上海陆家嘴金融贸易区繁华地段,这对中远集团实施抢滩上海、落脚浦东的战略具有重要意义。

最为诱人的是众城实业投资2亿元在陆家嘴金融贸易区建造的众城大厦,这是浦东新区首幢落成的高档涉外写字楼,非常符合中远在上海登陆想要树立的形象。而中远要想在同一地段建造同样的楼宇,不仅工期漫长,而且投资也会超过3亿元,而经过测算即使收购众城50%的股权的花费也不过3亿元,对中远来说如若收购成功,是一笔十分合算的交易。

### 三、入主众城 成功登陆

众城实业,在资产重组前,其前四名股东陆家嘴公司、上海国际信托投资公司、中国建设银行上海市分行第二营业部、中房上海房地产开发总公司持有众城实业股的比例分别为22.97%、16.70%、16.70%和16.70%。其中的上国投和上海建行都是金融机构,对资产的流动性要求高,但众城实业外销房困难,存货居高不下,大量资金沉淀在卖不出去的房产上。在目前央行不断强调规避“金融风险”的形势下,通过资产重组,将沉淀数年的发起人法人股套现,以提高资产的流动性,避免出现呆账坏账的风险,是上述两家金融股东的共同心愿。同时,其对众城的收益已明显低于其贷款而获取的收益,将众城转让,亦可使其在资本市场上另外寻找新的盈利机会,何乐而不为呢?

中远对众城的收购行动分两个阶段实施。

1997年5月27日,经中远置业与上海建行、上国投多次谈判,签署了有关协议,内容是中远置业一次性受让众城实业发起人法人股共4834.4265万元,每股转让价格为3.00元(净资产的1.5倍),总共耗资1.45亿元。

7月17日,众城实业召开董事会,改选、调整了董事、监事和总经理。8月18日,众城实业召开股东大会。至此中远已取得了众城实业的实质经营权。此为第一阶段。

第二阶段,中远入主众城后,在财务顾问上海亚州商务投资咨询公司的协助下,制订出缜密、切实可行的资产重组方案和众城实业中长期业绩及股本增长规划。在短短的两个半月内,众城的经营状况明显改善,此时,中远置业又不失时机地做出了增持众城股份的决定。1997年10月,经与陆家嘴和中房上海的多次谈判,最终达成协议,中远置业一次性受让众城实业发起人股共6681.412万股,占公司总股本的39.67%,由于众城实业基本面好转,第二次股权收购的成本高于首次的收购成本,每股价格为3.79元,中远共斥资2.53亿元。

至此,经过两个阶段的运作,中远置业的众城股份持有量为68.37%,成为众城实业的绝对控股公司,达到了借壳上市,抢滩上海的目的。

随后大手笔的资产重组运作展开了。在1997年12月5日召开的临时股东大会上,通过了一系列的相关决议,其主要内容是:

公司行业类别由原来的房地产类调整为综合类,公司的名称亦拟改为“中远发展股份有限公司”或“中远投资股份有限公司”,决定以协议方式一次性将上海众城外高桥发展有限公司整体转让给中远(上海)置业发展有限公司,协议转让价格为46333866.85元人民币;决定转让上海众城大酒家,转让价格为18258093.05元人民币,其中,中远房地产开发公司受让90%,中远酒店物业管理有限公司受让10%;决定转让上海众城俱乐部,转让价格为21006079.65元人民币,其中,中远房地产开发公司受让90%,中远酒店物业管理有限公司受让10%;决定将上海众城超市公司转让给上海远洋船舶供应公司,转让价格为人民币100万元;决定与上海远洋广场置业发展有限公司共同合作成立“上海众城花苑房产开发有限公司”,双方各按50%的比例投资。在大手笔进行资产优化的同时,公司还决定用公司的资本公积金,向全体股东以10:3的比例转增股本,这对投资者来说真是喜上加喜。

中远对众城的资本运营才刚刚开始。中远将把自身的优质并且具有国民经济主导产业性质的项目和资产注入众城,并极有可能利用其在境外资本市场上成功运作的丰富经验,充分发挥众城这只“金壳”的筹资功能,为盘活其巨额资产,为实施中远集团“下海、上天、登陆”的总体发展战略而酝酿新的举措。

### 第四节 阳光洒向虎威

阳光控股虎威,是深圳市协议转让借壳的典型案列,所表现出的跨地区跨行业重组的大思路和一加一大于二的强强联合特点,可以给我们很多有益的启迪。一个是南疆小康,手头充裕,很有发展眼光;一个是京城贵族,囊中有馐,身具多种优势。两强走向联合,阳光洒向虎威。

#### 一、广西卧虎

广西虎威股份有限公司,成立于1993年1月,由原广西北流县水泥厂独家发起,采取定向募集方式组建。公司于1996年9月5日,以每股4.10元向社会发行了总数为1550万股的社

会公众 A 股 ,该次发行的有效申购户数为 296174 户 ,总有效申购股数为 2674625000 股 ,认购中签率为 0.579520% ,发行后形成总股本 6055 万股。

1996 年 9 月 19 日 ,广西虎威 2000 万股 A 股(含 450 万股内部职工股)在深圳证券交易所挂牌交易。其主营业务为水泥生产与销售。

在众多的上市公司中 ,与其他经营不善的“壳”公司不同的是 ,广西虎威是一只不错的“壳”。其 1995 年每股收益为 0.158 元 ,1996 年为 0.141 元 ,1997 年中期的每股收益为 0.1172 元。据了解 ,广西虎威是国内首家能够用立窑生产高标号普通水泥的企业 ,生产规格和产品质量也得到市场的认同 ,其机械立窑水泥生产线的技术改造项目已经竣工并投产 ,企业的生产经营形势比较乐观。在财务管理方面也比较理想 ,公司资金较为宽松。这样的一个公司 ,如同卧虎 ,假以时日 ,必能增其生机 ,扬其雄威。

## 二、京城贵族

内业人士大都知道 ,由于北京的政治、经济和文化地位特殊 ,京城的房地产业始终处于一种供给奇缺、需求旺盛的不均衡状态中。不仅如此 ,为避免过分的房地产炒作 ,保证房地产业的质量 ,京城有关主管部门对房地产的行业准入方面有着非常严格的限制。目前 ,京城的房地产专营公司包括“北京阳光”在内 ,仅有 40 家 ,其他的企业或公司要从事京城的房地产开发必须与专营公司合作 ,才能取得相应的资格。

在重重宫墙的保护下 ,北京的房地产业几乎成了经营贵族。他们不仅因此而一度获取了高额利润 ,而且其特殊的行业身份也是一般企业可望而不可及的 ,自有其独特的商业价值。

然而 ,贵族也有贵族的苦恼 ,像北京阳光这样的京城房地产公司 ,在享尽了天时地利和财旺人羡的同时 ,因为整体经营环境的不断变化 ,也面临着资金方面的挑战。一方面是京城的房地产业已经从零星开发过渡到成片开发 ,资金需求剧增 ;另一方面 ,房地产金融政策发生了重大改变 ,贷款倾斜对象由原来的开发商转为房地产的消费者。从而使开发商筹措资金的难度加大 ,急切需要开辟新的融资渠道。

在这种情况下 ,北京阳光把借壳一家上市公司 ,作为其融资和寻求发展的重要战略。

## 三、强强联合

1997 年 9 月 22 日 ,广西虎威发布公告称 ,广西北流市国有资产管理局于 1997 年 6 月 26 日与北京阳光房地产开发公司签订协议 ,将其持有的广西虎威股份有限公司部分国有股转让给北京阳光房地产综合开发公司。根据转让协议 ,并经国家国有资产管理局批准 ,此次转让价格为每股人民币 2.44 元 ,转让股数为 1780 万股 ,占广西虎威股份有限公司总股本的 29.4% ,其股权性质为法人股。

经过此次转让 ,北京阳光房地产公司成为广西虎威的第一大股东 ,达到了其控股上市公司、介入国内资本市场的目的 ,开通了在资本市场长期融资的渠道。而广西虎威也借助阳光 ,实现了一次跨地区、跨行业的飞跃。其主营业务由单纯的水泥生产销售的公司演变成主营水泥、房地产和高科技产业的综合性公司 ,并将因此次资产重组而大大拓展其在北京的各项业务 ,特别是分享京城房地产业的诱人果实。

北京阳光与广西虎威的资产重组在 1997 年 11 月份已基本成形,其主要内容:一是增加了公司的经营范围;二是决定投资北京大型综合楼的建设项目;三是制订了收购北京房地产公司的计划;四是确定了投资高科技产业的计划;五是公司与北流市第二水泥厂共同投资设立了北流市虎威水泥有限责任公司,其注册资金 2000 万元人民币,并拟以设备投资 1960 万元,占新组建公司的 98%;六是公司股东广西北流市国有资产管理局以协议方式将其所持有的广西虎威股份有限公司 1100 万股国有股(占公司总股本的 18.17%)中的 200 万股(总股本的 3.3%)转让给北京日新经贸发展有限责任公司。

由此看来,这一借壳行为的最大特点是一加一大于二的强强联合,而这种联合所进行的资产重组,对优化资源的配置、增强企业特别是国有资产的增值能力、拓宽企业的发展空间并使企业的资本运营战略找到用武之地都有十分现实的意义。这对我国众多的效益尚可、但规模偏小的中小上市公司而言,具有一定的典范作用。并且也不失为实现我国目前倡导的企业集团化发展战略的一种间接或直接的方式。

### 第五节 兰陵喝进环宇

在 1997 年的借壳运作中,环宇的运作被视为经典案例。一是其通过国有股的划转而使兰陵借壳上市,二是实现了资产的彻底置换。兰陵“喝进”环宇,一只股市丑小鸭——亏损商业类公司,立即蜕生为一只投资者竞相赞美的白天鹅——知名的酒类企业兰陵陈香。

#### 一、来自革命老区的“环宇”

沂蒙山区是我国著名的革命老区之一,山东环宇股份有限公司就座落在临沂市区,这是一家以经营批发零售业务为主的商业公司。

该公司于 1988 年 10 月经人民银行临沂地区分行批准发行股票 40 万股,每股面值 100 元,其中,向社会公开发行的股票 20 万股。自 1988 年 10 月 25 日—1988 年 2 月 25 日,发起人临沂纺织品站认购 20 万股,社会公众实际认购 18.721 万股。其最初的股份总额为 38.721 万股。1992 年 3 月,公司对个人股 1990 年、1991 年的股利按 2:1 的比例派送红股,股本总额增加为 48.0815 万股。1992 年 10 月,公司将股票面值由每股 100 元拆细为每股 1 元。1992 年 12 月,临沂地区国资局综合考虑了社会个人股股票 1992 年已按 2:1 的比例派送红股和资产评估增值等多种因素,决定国家股股本为 3030 万股。至此,公司的股本总额为 5838.15 万股。1996 年 7 月 26 日,经国家体改委批准,做为历史遗留问题股,其社会公众股 2808.15 万股在上交所上市交易。

环宇股份有限公司在成立最初的几年里,由于在股份制改造方面先行一步,以其良好的机制取得了较好的经济效益。但是这种良好的发展势头并没有持续多长的时间,随着市场经济的深入发展,市场的多元化发展步伐加快,专营批发业务的市场迅速增多,仅临沂一地便有四十余家之多,竞争之激烈可想而知。面对市场给予的巨大冲击,环宇在经营理念和经营机制上并没有顺应市场的变化和要求而及时转变和调整,其内部管理和对外经营多有不尽人意之处,

与之俱来的自然是企业效益的连年滑坡。其销售收入和利润连年下降,1994年利润为1678万元,1995年为733万元,1996年仅为106万元,而到1997年中期其亏损额高达441万元。致使公司的基本运转都难以为继,陷入了极度的窘境。其每股收益九六年为0.01元,1997年上半年为-0.048元,净资产收益率也由1996年的0.8%锐减为1997年上半年的-3.2%。至此,环宇股份也就失去了通过配股融资而为企业振兴输血的基本资格。

在如此境况之下,环宇自身的素质和机制决定了自身的命运,它已被市场机制无情地推向破产的边缘,环宇真是徒具其壳了。作为山东革命老区的唯一一家上市公司,环宇的命运让人惋惜和关注。

## 二、饱涵华夏历史文化的千年古酒——兰陵

兰陵美酒,是一个享誉海内外的民族品牌,具有较高的市场认知度和良好的品牌形象,这本身就是一笔丰厚的无形资产。作为历史名酒,它距今已有两千多年的悠久历史。1995年在徐州汉墓中发现的10坛已有2148年历史的兰陵美酒确立了其不争的历史名酒地位。唐代著名的浪漫主义诗人李白,曾诗誉其美,而明代医药大家李时珍更从医学角度高度评价。在1915年的巴拿马万国博览会上,兰陵与国酒茅台一起荣获金质奖。五六十年代兰陵美酒还是国家领导人出访时的馈赠佳品。

山东兰陵企业(集团)总公司,是以酒业为龙头的集科、工、贸于一身的大型经济联合体。旗下有山东兰陵美酒股份有限公司中美合资海南兰陵饮料有限公司,兰陵集团平邑酒厂,兰陵集团郯城酒厂和蒙阴、苍山、沂南、德州分公司,北京兰陵酒业有限公司,平邑兰陵金银花保健饮料有限公司,山东兰陵包装制品有限公司,兰陵柯斯达制罐有限公司和兰陵矿泉水有限公司等17家大中型企业以及分布于全国各大中城市的26家经贸公司,属于航空母舰型的企业。

兰陵集团是国家大(一)型企业,经济效益连续六年居中国500家最好工业企业之列,其排名亦由第四百八十二位上升至第二百五十一位,并连续六年位居山东省同行业第一。在国家经贸委和统计局1995年度中国工业企业综合评价最优500家排序中居第三十四位,中国轻工业第四位,中国酿酒企业第一位。

高素质的人才队伍、科学的管理体系和一流的技术设备充分体现着兰陵的巨大优势。集团拥有高中级专业技术人才二百余名,专业技术员三百余名。与一流专业生产设备相配套的还有大型工业闭路电视控制系统、大型MIS联网管理系统、大型WJK自动化计量系统、微机勾兑系统和国际先进的质量检测系统,以及国内生产能力最大的包装流水线。上述优势通过生产质量的全过程管理已经转化为良好的品牌效应。其产品已经形成优质系列,有兰陵美酒、兰陵陈香酒、兰陵喜临门酒、兰陵特曲酒、兰陵郁金香酒等。

近年来兰陵集团积极适应市场经济的发展和产业政策的变化,立足长远发展的目标,在对企业进行未来预测的基础上,从超前思维、超前决策的角度,及时调整了自身的产业结构,寻求新的发展道路,制定了使公司长期立于不败之地的发展规划。其主要内容一是扩大以兰陵陈香为主的优质低度白酒的生产,占领市场;二是扩大历史名酒兰陵美酒的生产规模,使之成为公司新的利润增长点;三是开发高档干红、干白等系列的葡萄酒生产;四是进行矿泉水及金银花深加工;五是实施具有广阔前景的酒精深加工化工工程。由此,兰陵集团提出的目标就是要建成以酒业为主,以饮料、矿泉水、金银花茶、包装制品、酒精化工为重要产品的现代化大

型企业集团。

### 三、同是老区人 金壳配金身

山东环宇股份有限公司为了生存和发展做出了多方面的努力,都以失败告终,虽然处境艰难,但它却有着许多企业可望而不可得的金壳,就是上市公司的资格。在回天乏力的情况下,公司的决策层对十五大精神中有关章节的认识和理解是相当深刻的,最终,他们把寻求资产重组做为扭转企业生机的唯一机会。

此时,与环宇同处一地的兰陵集团,为谋求企业的更大发展,正在积极实施资本运营战略,寻求上市途径。

环宇的处境引起了省市政府和有关部门的极大关注。做为革命老区的临沂,环宇股份是当地的唯一一家上市公司。临沂市为保证上市公司宝贵的壳资源不流失,对环宇和兰陵的情况进行了认真的了解、分析和研究,并由临沂市体改委出面就两家公司进行资产重组一事出面撮合。事情进行的相当顺利,两家公司的老总一谈即合,迅速达成了共识。

他们首先取得了各级政府的大力支持,省市国有资产管理局确定将环宇股份中的国有股无偿划拨给兰陵集团持有,与此同时,临沂市各有关部门全力支持,协同作战,规范运作,一路绿灯。

有关的资产评估工作也在紧锣密鼓地进行。

1997年12月20日,山东环宇股份有限公司召开了九七年度临时股东大会,就资产重组问题修改、审议并通过了一揽子议案,并于12月23日发布了股东大会公告,其审议并通过的议案主要有:一、《关于改选公司董事的议案》,对公司的董事会人员进行了调整,新的董事会7名成员中,6名来自兰陵集团,原董事会成员中有一人留任,新的董事会选举兰陵集团总经理、兰陵美酒董事长崔学文任董事长;二、《关于改选公司监事的议案》,调整了公司的监事;三、《关于修改公司章程的议案》,修改公司名称为山东兰陵陈香酒业股份有限公司。修改公司地址为山东省临沂市沂蒙路426号。修改公司经营范围为主营饮料酒、饮料、食品及酒化工产品的生产与销售,兼营商业、进出口贸易、服务业、投资及养殖业务。修改了公司经营宗旨。修改国家股持法人为山东兰陵企业(集团)总公司;四、关于《授权公司董事会进行资产经营议案》,此一议案使董事会在1998年度内对3500万元以下的资产运作拥有处置权和投资权;五、《关于出售公司资产的议案》;六、《关于收购山东兰陵企业(集团)总公司平邑县酒厂、山东兰陵企业(集团)总公司郯城酒厂的议案》;七、《关于购买山东兰陵美酒股份有限公司20.6%股权的议案》;八、《关于变更公司经营范围的议案》。

上述公告的发布标志着兰陵借环宇之壳而上市的成功。

### 四、资产彻底置换

兰陵借壳环宇一案的最大特点,是全部已有资产的彻底置换。

经对环宇进行的资产评估确认,其全部经营性资产人民商场、鲁南大厦、国贸公司等,资产净值作价为14512万元转让给兰陵集团。

兰陵集团则以所属的两家全资公司平邑酒厂和郯城酒厂以及其控股的兰陵美酒股份公司

经评估后进行等价置换。评估后两家酒厂的净资产分别作价 3631 万元和 3765 万元。这两项加上兰陵美酒股份 20.6% 的净资产作价 7116 万元,以上三项的净资产合计为 14512 万元,与环宇的净资产总值相等。

此次借壳上市运作中的关键,即是双方资产的等价置换,兰陵向壳内注入的全部都是优质资产。兰陵美酒股份有限公司现有总股本 13000 万股。公司成立三年以来经济效益连年以较高的速度增长,1997 年预计实现利润 4500 万元,并且目前已经着手实施的发展规划,有望给公司带来新的利润增长点。平邑酒厂和郟城酒的生产经营形势比较喜人,经营业绩良好。

此次资产重组引起了市场的广泛关注,认为如此彻底的资产重组,是近年来少见的,可称得上是资本运营的一种创新。同时,这一借壳上市的举动也具有良好的现实意义和经济效益。兰陵通过资产的彻底置换,得到了求之已久的宝贵的壳资源,实现了借壳上市、借船出海的目的,从而直接置身于资本市场,为盘活企业的巨额资产,保持企业的持续发展赢得了重大的机遇。而对于众多的投资者和应当增值的国资来讲,重组后的上市资产质量明显提高,盈利能力大大增强,其未来的收益也必定十分丰厚。

## 第六节 泰达开进美纶

泰达的借壳,是去年开创的通过国资股划转而实现借壳上市这一方式的经典案例之一,也是先注入后剥离这一资产重组模式的代表案例。

天津泰达集团公司为天津开发区国有资产授权经营机构,从一定意义上说,代表了天津开发区。泰达开进美纶,并为美纶栽种了“滨海大桥”这棵百年不倒的摇钱树。

### 一、在风浪中飘摇的天津美纶

天津美纶股份有限公司,前身是天津市毛毡厂,当时是以生产工业用毡为主的厂家。于 1983 年开发生产长丝,企业效益一年比一年好。1992 年 7 月 20 日,经天津市经济体制改革委员会和中国人民银行天津市分行批准,改造成为股份制公司,通过定向募集股份成功地发行了股票,使企业发展速度进一步加快。1996 年 11 月,美纶成功地在深交所挂牌上市。

客观地讲,美纶成立十几年来,有过创业的艰辛、成功的喜悦。在天津纺织总公司的关心、扶持下,企业通过不断深化改革,由小到大、由弱到强、到成为上市公司,也算得上是众多企业中的佼佼者。然而市场经济就如同汹涌的大海,并不是所有的企业和公司都能够成为不沉的舰船。近年来国内化纤行业不景气,效益普遍滑坡,美纶也难逃此劫。在化纤行业中,美纶的规模属中等偏小,形不成规模效益,在外部环境恶化、竞争形势严峻的情况下,美纶受到了巨大的冲击,效益连年滑坡,1995~1996 年连续两年净资产收益率在百分之六、七徘徊,1997 年中期的净资产收益率也仅为百分之六。作为上市公司,这就意味着已经丧失了配股资格。

困境中的美纶,急需注入新的活力,急需资金进行新产品的研制开发、进行企业的技术改造和扩大生产规模。可是一家上市公司若丧失了配股资格,也就断了融资的主要渠道,也就失去了良性循环的基本条件。在这种情况下,公司的发展是以生存为前提的。怎么办?

### 二、势力雄厚的天津泰达集团有限公司

天津泰达集团是 1996 年经天津市委市政府批准,严格按照现代企业制度建立起来的跨行业大型企业集团,是天津经济技术开发区国有资产授权经营机构,是天津开发区最主要的企业载体,在天津开发区中有着特殊的地位。据称“天津经济技术开发区”的英文简称为“TEDA”,音译为“泰达”,此即公司名称的来历,由此可以看出,从某种意义上说,泰达其实可以视为天津开发区本身。因此,要全面了解泰达公司,就不能不对天津开发区的情况予以关注。

天津经济技术开发区是我国著名的沿海经济开发区之一,也是我国目前发展最好的开发区之一。1984 年 12 月 6 日经国务院批准成立的天津开发区占尽了发展的天时地利,它充分利用国家给予的各项优惠政策,制定了可行的经济可持续发展战略,积极开拓,高速发展,负债经营,滚动开发,做到了“投入 1 元人民币、吸引 2 美元投资、产出 3 美元经济效益”,14 年来,已开发土地 24 平方公里,积累了几十亿元国有资产,形成了良性循环的发展模式,在“八五”期间以近百分之百的年均增长速度保持着经济规模与经济效益同步发展的良好势头。

目前,天津开发区可谓精英荟萃,生机蓬勃。有 66 个国家和地区的 2788 家三资企业在此落户,投资额高达 87 亿美元。其中不乏颇有国际影响的跨国公司,如摩托罗拉、可口可乐、AT&T、松下电器、大众汽车、雀巢等。在区内设立的内资企业有近万家,企业总注册资本近 200 亿元人民币。

泰达集团是这个势力雄厚、发展迅速的开发区自己培育而成的大型国有企业,代表开发区行使国有资产的投资与经营职能,在开发区中占有举足轻重的地位,成立时间虽然不长却得到了快速的发展。现在已发展成为具有相当规模和发展势力的多功能、综合性的现代化企业集团,公司总资产达 12 亿元。

泰达的优势在于:一是公司完全按照现代企业制度的模式建立,具有走市场、闯商海的运行机制;二是公司地处黄金宝地,有得天独厚的发展环境;三是公司有天津开发区在人、财、物和政策等方面的高度支持;四是开发区 14 年成功的发展,为泰达提供了难得的经验和高素质的经营管理人才。以上优势已在泰达成立不长的时间内得到了明显的体现。

今天,泰达已经实现了经营领域的有效开拓和资产规模的快速增长,成为工业投资、知识产业、房地产、进出口贸易、酒店业、金融等多业并举的现代产业集团。在工业方面,为完善开发区投资环境,泰达通过招商引资,吸引了一大批国外企业在开发区投资置业,同时还在轻工、电子、建材、化工、医药、食品等行业领域,培植了一个参资、控股企业群体,其中包括与著名跨国公司合资合作建立的天津雀巢牛奶有限公司、天津斯坦雷电气有限公司、天津电装电子有限公司等;在商业贸易方面,泰达与国外几百家客户建立了稳定的贸易关系,在国内开拓了广泛的业务渠道,在国内贸易方面形成了相当的规模,成为开发区工业产品走出天津、走向世界的重要桥梁;在房地产方面,泰达公司在商用房屋、民用住宅、通用厂房等方面均有不凡的举措,其开发的天津泰达国际会馆、天津泰达大厦、天津泰达发展大厦等项目,为开发区实体形象的完善做出了重要的贡献。

毋庸置疑,天津开发区和泰达良好的发展趋势、发展前景和发展潜力在改革开放力度不断加大的未来会得到进一步的验证,而泰达的飞跃才刚刚开始,而这种飞跃本身是与扩张分不开的,如何盘活开发区和泰达数以亿计的存量资产,如何实现飞跃和扩张呢?

### 三、美纶嫁泰达

如同一位美丽的少女,美纶在深交所为她提供的舞台上也有过靓丽的表演,然而,时间仅只一年,美纶便仿佛一现的昙花,走向潦倒,青春不再。要么继续潦倒,为生存而挣扎,要么嫁与富郎,共谋前程。对此,美纶的高层人士十分清醒地选择了后者。美纶的决策者们从本世纪最伟大的股票投资家——沃伦·巴菲特成功收购哈撒韦公司,并使其大获发展、股价高达每股36000美元的经典运作中大受启发。他们将美纶当前的处境与哈撒韦收购前的困境作比,渴望奇迹出现。他们对美纶的必由之路、对自己的“壳”价值、对“壳”的借与卖有自己的考虑。

他们认为,对美纶进行资产重组应具备一定的客观条件,一是作为“壳”的美纶公司管理层要与公司的股东在重组这一问题上形成统一的意见;二是资产重组取得各方领导的认可和支持是必不可少的;三是要通过重组达到使美纶重新崛起、高速发展的目的,必须选择有实力、有发展前途的合作企业。

在对借壳这一问题上,美纶是属于主动型的,是站在超越自我的高度上参与运作的,力图通过主动借壳给一个更具实力的企业而实现自身的再发展,这不能不说是一个英明之举。他们明确提出,上市公司的“壳”是有价值的。谁要想控制这个“壳”,就必须付出代价。但在具体运作中,他们从站得高一点、看得远一点的、抛开局部和个人利益的角度出发,更多的是依靠了政府和政府主管部门的撮合和牵线,并最终实现了国有资产的重组。他们认为如此借壳不仅成本低、事好办,而且以后的新旧磨合更容易。

那么泰达为何对美纶情有独钟呢?

14年的飞速发展,使天津开发区重造了一方黄金地,24平方公里的开发区土地,万余家企业,数千亿投资,一幅发展宏图。仅其自身的优质资产就高达数十亿。然而如此发达的区域内却没有一家开发区的上市公司,数额巨大的存量资产无法盘活,势必会影响其自身的后续发展。而一旦有了自己的上市公司,就可以实现资产与货币的置换,死水变活水,实现更大的发展。

此外,天津开发区的良好发展趋势和环境,在国内国际享有盛誉,已成为国际经济界关注的焦点。来开发区考察的数十万来宾中有外国总统、资深政要、财团巨子和众多的企业家。在十余年的经营中,也造就了一大批属于泰达的年轻的商业精英,塑造了价值无量的泰达概念。实现借壳上市,可使泰达概念这一无形资产实现其市场价值。

郎要娶妻,女要嫁人,政府做红娘,一纸批复成全了有情人。1997年9月,根据天津市政府“关于将天津美纶股份有限公司划归天津泰达集团有限公司的批复”,原由天津市人民政府授权天津市纺织工业总公司经营管理的天津美纶股份有限公司的全部国有股份划拨给天津泰达集团有限公司经营管理。股权划拨后,天津泰达集团有限公司持有美纶公司的国家股53113284股,加上其已持有的美纶公司的法人股915886股,共持有美纶公司54029170股,占美纶公司总股本的39.94%。至此,泰达已完成了对美纶的实质性借壳。

### 四、资产重组 “妻更夫名”

1997年10月17日,深交所发布信息公告,内容如下:经天津市政府批准,天津美纶公司

的国有股股权无偿划归天津泰达集团有限公司经营管理,并经天津市工商行政管理局批准,公司注册登记内容自1997年10月20日起作如下变更:①名称由“天津美纶股份有限公司”变更为“天津泰达股份有限公司”。②法定代表人由张春亭先生变更为刘惠文先生。③注册地由天津市北辰区引河南道变更为天津开发区黄海路3号。④经营范围变更为“交通、能源、化纤、高科技工业投资、空气液体净化过滤材料等”。自1997年10月20日起由“美纶股份”变更为“泰达股份”,证券代码仍为0652。天津美纶股份有限公司的全部债权债务均由更名后的天津泰达股份有限公司承担。

如果将此视为美纶与泰达的婚礼的话,两者的婚前恋曲也是颇为动人的。双方的天作地合虽然是由政府出面撮合,并且以无偿划拨的方式为后者陪送了丰厚的嫁妆,但这种嫁娶也绝非没有感情。在此前的一时期,双方已有了频繁的接触和商洽,对公司资产重组的具体运作进行了充分的分析研究和筹划。其中对公司进行初步的资产重置,为公司今后的发展寻找最基本而可靠的保障,成为双方的当务之急。

中国有句古话:“来而不往非礼也”。也许是做为对丰厚嫁资回报,婆婆给媳妇的见面礼也是沉甸甸的。那分明是一棵摇钱树,一棵千年不倒的摇钱树。

1997年9月23日,美纶发布重要公告,声称与天津经济技术开发区国有资产经营公司和天津经济技术开发区财政局分别签订了购买滨海大桥以及集中收费的合同。

这一举措是公司资产重置的有机组成部分。合同的各项规定十分优惠,虽然涉及金额巨大,但出资金或者承担金融资信的显然不是美纶,而美纶却是未来当然的受益者。

合同规定,购买该大桥的价格为4亿元人民币,将分期支付。第一期支付时间为1997年10月31日之前,支付金额为1亿元人民币,第二期支付时间为1998年3月31日之前,支付金额为1亿元人民币,第三期支付时间为1998年6月30日之前,支付金额为2亿元人民币。

滨海大桥于1994年9月建成投入使用,位于天津开发区内、京津塘高速公路延长线上,紧邻天津港保税区。大桥采用上下行分流的多架桥方案,全长约1800米,贯穿开发区规划中的繁华地带,属于交通干道,从经济角度上看,其增值潜力无法估算。经天津会计师事务所评估,认定该桥可使用年限为870年。

投资大桥的回报主要是收取过桥费,然而为保持开发区良好的投资环境,自滨海大桥建成后,开发区管委一直未收取车辆的过桥费。对此,合同中使用了集中收费的表述方式,并规定,公司暂不向过往车辆直接收取过桥费,而统一向天津经济技术开发区财政局集中收费,1997年集中收费定为6000万元人民币,1998年至2017年每年集中收费基数定为8000万元人民币,且从1997年为第一年算起,自第五年之后每五年递增百分之五,当该公司直接向过往车辆收取过桥费,且实际收费低于集中收费额时,不足部分由天津经济技术开发区财政局向公司补足。同时,合同中还规定,诸如广告费、冠名权等其它收入,均不包含在上述收费标准中。

美纶购买大桥合同的签订,使公司业绩的稳步提高有了充分的保证,也等于为风雨飘摇中的公司上了保险。而公司通过此次资产置换,迈出了资产重组至关重要的第一步,实现了产业结构的调整和优化,而“美纶”变“泰达”更使公司找到了坚实的经济后盾,增强了自身的竞争实力,毫无疑问,公司将踏上这座金桥走上新的发展道路。

不仅如此,十月十七日,公司更名为“泰达股份”。十二月十五日,泰达股份将持有的天津北方建筑材料商贸股份公司七百五十万股权转让给天津市经济技术开发区总公司,天津技术开发区工业投资公司和浙江永利实业集团公司。北方建材公司的经济效益一直不佳,原美纶

所持的 22.5% 的股份并没有相应的回报,此次收让方之一的开发区工业投资公司是泰达的子公司,另一家经济技术开发区总公司是开发区国有资产经营单位,可以说也和泰达集团有高度密切的联系,他们此次接收股权的主要目的还是为了支持上市公司,以提高股份公司的资产质量。就这样,一个主营化纤的夕阳公司脱胎换骨为主营交通能源及高科技工业投资的朝阳企业。

不负众望,泰达 1997 年的业绩比上年大幅提高,每股收益达到 0.53 元,净资产收益率超过 28%,股价也从 5 元左右直涨到 17 元,使股份公司和投资者都得到了良好的回报。

## 第七节 钢运回炉再造

交运借壳上市,是典型的母子借壳模式,而其资产的彻底置换,更是沪深市场为数不多的几大典范案例之一。钢运在“交运”之前,颇不走运,而且到了无以为继的地步。因此,钢运决心回炉再造,脱胎换骨,交运集团成全好事,钢运一朝成“交运”。

### 一、不太走运的钢运

钢运是上海市钢铁汽车运输公司的子公司。其母公司成立于 1984 年 9 月,1993 年开始进行股份制改组,将原有公司净资产折为 3583.83 万股国家股,于 1993 年 8 月 6 日至 9 月 30 日发行职工股 200 万股,法人股 500 万股,公众股 800 万股。1993 年 9 月 28 日“钢运股份”(A)股在上海证券交易所上市交易。

钢运股份主营钢铁类货物的运输。近几年来,由于主客观方面的原因,运输业务市场极度萎缩,公司经营业绩数年不尽人意。其净利润 1994 年为 1034 万元,1995 年为亏损 2324 万元,1996 年为 20 万元,1997 年中期为亏损 560.3 万元;每股收益 1994、1995、1996 年分别为 0.20、-0.38、0.0033 元,1997 中期为 -0.092 元,净资产收益率也连续多年在 10% 以下,1994 年为 8.6%、1995 年为 -22.7%、1996 年为 0.196%,到 1997 年中期为 -5.75%。按照有关规定,钢运将无法获得配股资格。在这种情况下,公司也意识到,单靠自身内部的运作已经是无力回天。为扭转困难局面,公司在 1996 年度股东大会上提出,依托大股东交运集团进行资产重组。

钢运股份的这一思路与其集团公司的资本运营愿望不谋而合。上海交运集团作为国有资产的授权经营单位,有进一步扩张发展的要求,希望通过资产的重组和优化实施其“大运输”发展战略。因此,他们对于借壳上市、打开集团走向资产市场渠道早有意向。

### 二、借壳更名 彻底整全

实现借壳上市的方式很多,但最为酣畅淋漓的当属对企业资产的全部接手,并施以彻底的整全手段对原有资产进行重组和优化。交运对钢运的运作就属于这一种,经过整全实现了对钢运的全身大换血。

钢运股份于 1997 年 12 月 8 日召开的 1997 年临时股东大会通过如下议案：

审议通过了《公司与上海交运(集团)公司实施资产重组的议案》,同意公司用现有经评估确认的全部净资产等值置换上海交运(集团)公司经市政府授权经营国资范围内经评估确认的上海交通机械总厂的净资产和上海高速客运有限公司 51% 的股权,置换值为 10841.4019 万元,基差额部分 1690 万元作为上海钢铁汽车运输股份有限公司对上海交运(集团)公司负债。重组后,上海钢铁汽车运输股份有限公司股本结构不变,第一大股东持股数不变；

审议通过了《关于更改公司名称的议案》,同意将原‘上海钢铁汽车运输股份有限公司’(简称钢运公司)更名为‘上海交运股份有限公司’(简称交运股份)；

变更公司住所为上海市延安西路 704 号；

审议通过了《关于调整公司董事和监事会成员的议案》。

这一重组行动旨在调整现有的经营结构,提高公司的资产质量和经营业绩,实现产业结构和经营结构的战略性转移。由于此次资产置换的日期为 1997 年 7 月 1 日,因此,上海交通机械厂下半年的经营利润和高速客运公司下半年经营利润的 51% 将归钢运股份所有。这样一来,公司重组的当年其净利润、每股收益等指标即可获得较大幅度的增长。据称,公司预测 1997 年的净利润和每股收益将分别达到 2026 万元和 0.33 元,比去年同期分别增长 100.3 倍和 100 倍,并超过历史最好业绩的 1994 年度。

### 三、好运在前

公司业绩的大幅提高令许多业内人士惊呼:钢运变交运交了好运。实际上以交运的发展前景看,好运在前,不仅于此。

交运集团是上海市现代企业制度试点和重点扶持的大型企业集团,总资产 25 亿元,持有钢运股份 70.94% 的股份。用集团内部优质资产支持上市公司进行资产重组旨在确保国有资产的保值增值,实现集团及钢运股份的中长期的发展战略。此次注入的资产均为集团的优质资产,其造血功能明显优于原来的钢运股份。

上海交通机械总厂是具有国际 90 年代先进水平的轿车零部件生产企业,进行此次资产重组时进行了资产剥离,在剔出几个亏损企业之后,剩下经营状况良好、发展潜力巨大的三个子公司和一个中美合资企业,特别是占有一半股份的上海龙神马汽车座椅有限公司产品独家为上海大众公司桑塔纳轿车、中国一汽集团奥迪轿车和红旗轿车配套前后汽车座椅骨架总成、座椅调角器总成等汽车零配件。1996 年销售收入 2.1 亿元。此外该公司还通过了上海通用汽车公司及德国奔驰汽车公司的潜在供货商质量体系评审,实际上公司已经开始向通用上海公司供货,并获得其亚太地区配套资格。预计公司 1997~1998 年的主营业务收入分别为 9452 万元和 1.53 亿元,净利润分别为 2026 万元、2239 万元。上海高速客运公司是上海市目前最大的一家高速客运公司,属上海客运集团的优质资产。目前占有沪宁高速公路客运的百分之六十的市场份额。高速客运在我国刚刚起步,随着各个方面的完善,高速客运业也在逐步走向繁荣。明年沪杭高速公路通车后,公司的市场机会增多,发展前景美好。

经过这次借壳上市,公司的主营业务范围得到了较大的拓展,增加了汽车及机械配件制造、销售,工程机械及专用汽车制造、销售,这些资产的注入完全改变了原有的资产结构和经营结构,并随着决策层的更新带来了崭新管理手段和经营理念,使其经营业绩在短时间内得到大

幅提高成为可能。

## 第八节 津港借壳出海

做为母子借壳的典型案列,天津港借助津港储运之壳,驶入了上市公司行列。虽然津港借壳纯属“家务事”,却也引起了众多企业,特别是那些“家族”成员多并且其中有“壳”的企业之兴趣和关注。

家有其壳的“港”字号家族进行的这一运作,并非同室操戈,而是为了更为充分地挖掘其壳的内在潜力,优化其资产,扩大其规模,以实现其壳与整个“港”字号集团企业的更大发展。

### 一、天津港务局、津港储运和天津港货运公司

这三个名称个个有“港”,实际上也是一家人,其中天津港务局是“母”,后两者是“子”。天津港是北方第一大港,中国第二大港,其综合实力位居全国国有企业500强中的第六十六位。

天津港务局是津港储运的国家股东,也是最大的股东。1992年底,由天津港务局做为发起人,以其下属的经营实体津港储运公司的全部净资产经评估后折股,通过定向募集的方式,设立了津港储运股份有限公司,成为全国沿海34个港口及其所属企业中首家股份制企业。

天津港货运公司,是天津港务局所属的全资子公司,成立于1990年,现有职工110人,主要从事全国沿海船舶代理业务,其所属的全资附属企业——天津港货运中心,主要从事沿海进出口货物代理业务。天津港货运公司,目前已开辟天津——赤湾、天津——厦门、天津——海口、天津——汕头等多条定线班轮。此外,公司还与七十多家船舶公司和三十多个港口保持常年业务关系,代理的船舶及货物通达国内沿海各港口,1996年1~9月份,实现税后利润927万元。天津港货运公司执行33%所得税税率。

津港储运是天津港务局下属的近30家企业之一,从这个角度上讲,津港储运的资产规模和业务结构仅仅反映出了天津港务局的一个组成部分。作为拥有完整港口业务的天津港务局还包含着港口装卸、口岸管理、集装箱、货运客运管理等其它利润回报率较高的企业。由于政策、法规以及上市额度等方面的限制,天津港务局只改组了津港储运成为股份制企业,并争取到了上市地位。由于上市公司享有的融资便利、政策优惠、管理体制先进等方面的优势条件是其它类型企业所无法比拟的,所以天津港务局希望将其拥有的良好资产注入这一上市公司,以享受相关的各种优惠条件。正是基于这一企业发展战略的良好愿望,天津港务局采取了先部分资产改造上市,得到一个宝贵的“壳”,然后再将其它资产以重组的方式注入到已上市的“壳”中,达到借壳上市的目的,并得以盘活其大量的资产,实现企业的扩张发展战略。

由于此次的借壳上市和资产重组纯属“家务事”,不仅使各项工作进展的困难大为减少,而且也引起了众多企业,特别是那些“家族”成员多并且其中有“壳”的企业之兴趣和关注。

### 二、重组资产

这次借壳上市的运作,最早显露于1996年8月12日召开的津港储运1995年度股东大会。当时的公告决议称,将公司的业务重心由港口物资集疏逐步转向集港口装卸、储运及配套服务的全方位多功能的港口经营。股东大会还决议将在上交所挂牌交易的“津港储运”改为“天津港”。公告发布的次日,公司召开新闻发布会,天津港务局局长兼津港储运董事长王恩德对此进行了更为充分的说明,就是要把现有天津港务局所属的一些业绩较好的企业组合进现在的津港储运。

由此可以看出,在这次股东大会上,天津港务局就已经决定采取资产重组的方式,将其下属的主要的港口经营业务注入津港储运,并改变上市公司的名称,实施借壳上市战略。由于1995年度的股东大会授予了董事会相应的处置权,公司的重组工作有条不紊地展开了。1996年12月19日,公司第十三届董事会作出了《关于收购天津港货运公司90%股权的决议》,并按照有关法律开始实施收购工作。

一九九七年三月三十一日,公司第十五次董事会研究,决定正式收购天津港务局所属的天津港货运公司90%股权,并与天津港务局签署了《天津港储运股份有限公司收购天津港务局所属天津港货运公司90%股权协议》,并就有关事项发布了公告:一是对天津港货运公司进行了简要介绍,并就有关的资产评估情况进行了说明,以1996年9月30日为评估基准日的天津港货运公司账面资产总值为人民币2913.38万元、负债账面总值为人民币2034.54万元、净资产账面值为人民币878.85万元,资产评估总值为人民币4125.56万元、负债评估值为人民币2034.54万元、净资产评估值为2091.02万元;二是公布了收购标的及价格,指出本公司向天津港务局本次收购天津港货运公司90%股权,天津港货运公司将被改组为有限责任公司(津港储运占90%,天津港务局占10%),成为本公司的控股子公司;本次收购以净资产值法为作价依据,根据资产评估基准日至《天津港储运股份有限公司收购天津港货运公司90%股权协议》签署之日止天津港货运公司的资产、经营情况的变化等因素,本公司以人民币2250万元作为本次收购天津港货运公司90%股权的成交价格。

特别值得指出的是,在这一公告中,公司阐明了本次收购的目的和意义。强调这次收购是实施公司1995年股东大会确定的“将公司业务重心由港口物资集疏逐步转向集港口装卸、储运配套服务的全方位多功能港口经营”战略目标的第一步。通过本次收购,公司的经营范围能迅速拓展、业务重心有所调整,综合势力和市场竞争能力进一步增强。同时,收购也为公司的资本经营、最大限度地发挥天津港的优势和参与天津港的建设积累了经验。并且通过将天津港货运公司组建为有限责任公司,建立现代企业制度,促进企业的发展,为天津港务局盘活存量资产,确保国有资产的保值、增值作了积极的探索。

### 三、撩开家族式借壳的面纱

同为“港”字号家族的母子公司之间为何还要相互借壳呢?

我们可以先看一下,壳的优势:通过配股或增发股票融资;股权的流动性便于资源的优化配置;优惠的政策倾斜,如减免税、政策扶持等;先进科学的企业管理机制。壳所具备的这些优

势对企业的发展都是至关重要的,得之便如虎添翼。这也是众多企业公司对上市之壳垂涎的主要原因,同样,如果幸运地拥有了这样一只壳却不能充分挖掘出其内在的潜质是十分令人遗憾和惋惜的。

也许就是为了不出现这种遗憾,天津港务局才决定借津港储运这只壳,将其下属的其他资产注入后改组上市。为达到这一目的,天津港务局做了大量的工作,主要包括:

修改利润分配方案,1995年度利润分配方案由原来的十送二改为大比例的十送四;

将上市企业名称改为“天津港”;

积极争取地方政府支持,降低公司现在的33%所得税率,力争与天津市乃至全国绝大部分上市公司一样,享受15%的所得税率;

加快进行被列为国家和天津市重点项目的天津港南疆通用散货码头建设,将其作为整个资产重组计划的第一步首先展开。

作为资产重组,上述几项工作看似平常,却也掩盖不了天津港务局急于实现其股本扩张的意图。此前,津港储运的股本太小,总股本仅为9977.98万股,不利于以后的资产运作。比如,公司如增发B股,天津港就可能保持不了50%以上的绝对控股地位。所以便在增发B股前通过送红股的形式实现国家股股本的扩张。其次,天津港务局和津港储运相比,两规模相差悬殊。1995年末天津港总资产近60亿,而津港储运只有2.5亿左右。天津港即使将其资产的一半甚至更少比例的资产注入其中,也数倍于津港储运的资产,这样的规模显然与天津港务局欲借壳注资的初衷相差甚远。从另外的角度看,津港储运盘子太小,流通盘子也不大,这对于天津港务局以后通过配股筹措资金的数额也是一个限制。津港储运的规模愈大,其运营资本、盘活资产的能力就愈大。

可以预计,津港储运在以后将会不断加快其股本扩张的速度,在大比例的送配中,天津港务局可以通过国家股东实物认配的方式将其所属的优质资产不断注入到津港储运中去,同时,把以间接方式将存量资产转化成的大量资金投入到新项目的开发中去,培植新的利润增长点,从而实现其制定的企业发展战略。

## 第九节 北大入主延中

虎年之春,证券市场中掀起了企业购并及资产重组的热潮,而其中最引人注目的购并案,莫过于北京大学及所属关联企业举牌并成功入主延中事件。这一事件作为二级市场购并的典型案列,无论其更加市场化、规范化操作的过程,还是其代表的科技产业与金融资本相结合的市场意义,都值得思考和借鉴。

### 一、宝安减持延中

延中实业,是沪市“老八股”之一,其特殊的股本结构注定了它不平凡的发展历程,1993年的“宝延风波”就成为新中国证券史上的第一例二级市场购并案,此后宝安以占总股本19.8%股份的第一大股东身份入主延中,宝安入主延中后并未给公司生产经营带来实质性转变,延中

实业净利润除 1994 年超速增长之外,近年来经营处于相对稳定期,至 1997 年末,延中总股本已达 1.0368 亿股,公司净资产 3.17 亿元,主导产品包括饮用水、办公用品、及包装材料等,房产经营也有一定规模。

应当说,宝安集团是一家利用资本经营实现迅速扩张战略较为成功的集团公司,控股延中就是其杰作之一,但是近年来,在新的经济形势下,公司战线拉得过长,产业结构、资产结构过于分散,致使利润出现大幅滑坡,1997 年中报显示其主营出现亏损,在这种状况下,宝安自 1997 年始连续进行了一系列的资产变现工作,以求摆脱困境。减持延中实业也是该公司收缩投资战线,调整产业结构和资本结构的重要举措之一。自 1998 年 2 月 18 日起,宝安先后分别于 2 月 18 日、3 月 18 日、3 月 25 日、4 月 7 日、4 月 25 日五次宣布减持延中股份,共减股份在 1000 万股,持股比例由原有的 19.8% 减持至 9.8005%。宝安通过减持延中,套现资金估计达 1.3 亿元,早年收购成本悉数收回,获利亦颇丰,可算是“光荣撤退”。

当然,宝安减持股份后,仍以 9.8005% 的股份位居延中第一大股东,其是否真的甘心淡出延中,抑或是与收购方达成某种默契,尚为市场悬念,但是宝安的减持行为确实为新的机构入主延中提供了契机。

## 二、北大入主延中

延中实业是典型的“三无概念股”之一,全部股份均上市流通,并且享有配股权,具备再筹资能力,控制延中实业的资金杠杆效应十分显著;同时,延中实业又是另一“三无概念股”,使股份第一大股东,入主延中可以直接或间接控制两家上市公司,可谓“一石二鸟”,正是因为上述原因,延中实业一直是市场中理想的收购目标之一,只是由于先入为主的宝安集团持股比例高达 19.8%,且宝安实力雄厚,发动收购战难度较大,成功的可能性也相当小,许多机构也只能望而却步。如今宝安数次减持股份似有淡出之意,并且延中董事会适逢换届选举,此时自然成为新主乘虚而入的收购良机,即便如此,若非实力雄厚的知名企业也难以成功入主;“时势造英雄”,收购方北大终于走到了前台。

1998 年 5 月 11 日,北京大学及其所属企业北京北大科学技术开发公司、北京正中广告公司发布公告,宣布截至 1998 年 5 月 8 日,北京大学所属上述两公司共购入延中股份 5184001 股,占延中总股本的 5%,加上北大方正集团及北大资源集团购入股份,持股比例超过 5%,北大及其所属校办企业成为延中的第二大股东,紧接着,在 5 月 25 日召开的延中 1997 年股东大会上,北大实现以少胜多,仅以 5% 多一点的第二大股东身份成功入主延中,占据 9 人组成的延中董事会多数,并在新一届董事会上,北大校产管委会副主任兼北大方正董事长张玉峰成为延中新任董事长,北大此番入主延中创造了举一次牌就获成功的先例。

应当说,北大校办产业是国内高校最具有规模、实力最雄厚的校办产业之一,1997 年全年的销售额达到 60 亿元,利润 4 亿多,总资产已达 20 多亿,目前,北大校办产业的五大支柱企业已初显轮廓,它们是北大方正集团、北大资源集团、北大未名生物工程集团、北京北大青鸟有限责任公司以及北大维信生物科技有限公司等,另外还有许多合作企业,这些企业已各自形成较强的独立运作能力,而其他产业已延伸到新材料、生物工程、化工、新能源、光机电一体化等领域,可谓实力雄厚,人才济济。北大也正是赖此及自身名牌才不战而屈人之兵,以少胜多成功入主延中。

北大方面也表示：“北大企业在促进科技成果转化，促进产学研一体化尽快发展的过程中，已经意识到科技产业与资本市场结合至关重要，没有资本市场的支持，科技产业很难获得规模效益。”此次能够入主延中，为苦于没有上市额度的北大企业尽快地参与到国内资本市场中来铺平了道路。当然，对广大的延中中小股东而言，北大如果能够依靠其雄厚的实力和科技优势，以其独特的概念，运用配股资金收购好的项目，完成优质资产的注资，实现北大高新技术的转化，才能真正不负中小股东之期望。

### 三、市场启示

北大入主延中作为一个典型案例，为二级市场购并提供了一些有意义的启示和思路：

(1) “三无概念股”的壳价值值得重视。目前，以协议收购国家股法人股的方式实现买壳上市较为普遍，这种方式确实具有收购成本低廉的优势，但也存在诸多不利之处，如国家股、法人股暂不能上市流通，收购方所持股份被锁定，成本和风险自然大大增加，并且收购方在配股融资时，其认购配股部分股份仍不能上市流通，无疑也进一步增加了持股成本，并且，国内上市公司可流通股份占总股本比例较小，平均仅在30%左右，而自愿认购配股者一般只是那些可流通股份持有人，因而以协议转让方式收购的一般上市公司，其配股筹资能力也是非常有限的，而“三无概念”上市公司则不然，由于其股份全部上市流通，配股融资时杠杆效应就非常大，并且收购方所购股份及其由此派生的股份均可上市流通，变现能力强，“壳优势”也就非常明显，另外，通过二级市场购并方式收购“三无概念股”，具有操作相对规范、简单，能够直接迅速实现借壳上市，可以大大扩大企业知名度等优势，可见“三无概念股”确实是一个理想的收购目标，“壳价值”值得市场重视。

(2) 控制“三无概念股”上市公司，未必需要很高的控股比例。“三无概念股”由于股份全部流通，其股权结构也相对分散，多数股东为中小股东，在这种状况下，如果管理层的经营才能和技术创新能力成为公司的最重要的价值时，现存管理层对公司的控制权就非常强大，同样，当某一股东的参与对公司发展至关重要并得到认同时，它可能会以较低的持股比例而取得对公司的控制权。正如北大此次入主延中，就经5%多一点的持股比例取得了延中的控制权。当然这与北大的名牌效应和雄厚的科技实力是分不开的。也正是由于北大的加入，才使延中凭添高科技概念股的风采，股价高居不下，这从另一方面也大大增加了后来的“潜在收购者”的收购成本和风险，无形中又进一步加强了北大对延中的控制权。

目前，北大举牌并入主延中事件已风平浪静，暂告一个段落，但市场仍留下许多悬念，北大入主延中能否焕发新颜，人们仍拭目以待。

## 第十节 借壳上市通达之路

条条大路通罗马。

条条大路通借壳。

一条大路，股权转让——借船出海；

一条大路“母借子壳”——资产置换；

一条大路 二级市场并购——真刀实枪地干；

在中国证券市场不算长的历史上,收购兼并、股权变动、资产重组其实一直是或隐或现的焦点之一。从1993年“宝延事件”开创中国证券市场上对上市公司股权收购、兼并重组的先例后,涉及股权的收购与转让、资产的置换与重组甚至谋求买壳或借壳上市的事例并不少见,却鲜有真正的成功者。其原因除了当时我国在改革深度、政策理论导向以及证券市场自身的建设等各方面都还未具备大规模实施资产重组的大环境外,有关各方在认识上的局限和偏差也使得探索性的重组成为单个的孤立案例,市场化程度也不高,社会影响有限,证券市场实现资源优化配置的功能在相当长时间里受到忽视甚至曲解。

令人欣慰的是,目前出现的资产重组热潮的背景与几年前已发生了根本的变化。十五大提出的“以资本为纽带,通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团”的理论,为大规模的资产重组指明了方向,可以预见,随着买方市场的到来,企业主观上欲寻找资产运作和资本经营的新增长方式,客观上又有低而平稳的通货膨胀率,应该说目前正是实施大规模资产重组的最好时机。

截止1997年底,我国上市公司(A、B)已达821家。上市公司资产重组(包括买壳上市和借壳上市)共计263家,占深沪两市上市公司总数的32.03%。据统计,仅1997年我国证券市场发生上市公司资产重组多达343起。其中,买壳上市收购行动达25起,借壳上市收购行动达27起,反映出上市公司资产重组、买壳上市与借壳上市“来者不善”,构筑起中国证券市场上—道亮丽的风景线。

### 一、风景线之一:股权转让模式——借船出海

股权转让,包括有偿转让和无偿划转两种形式,后者主要表现为国有股无偿划转。应该说,企业在改制上市之后,本应同时实现两个功能:一是死钱变活钱,即把原来投给企业并且凝固在土地、厂房、机器设备上的资金转化为股票从而成为可流动的资产;二是小钱变大钱,即通过股票上市,按市价出售国有股、法人股的股票,从而在运动中实现资产的增值。但是,在我国占上市公司股本总额的70%的国家股、法人股是不能上市流通的。因此,不管股票在二级市场上如何涨落,这部分国有资产并不能真正实现增值,而且由于以往场外的股权交易不活跃,上市公司国有股、法人股权协议转让也较为困难。显然,如何使沉淀已久的国有股、法人股以某种形式流动起来,已成为一个迫切需要解决的问题。自1997年以来,随着“重组热潮”的方兴未艾,国家股、法人股有偿转让开始逐渐增加并呈现加快发展势头。

#### 1. 股权有偿转让

股权有偿转让是指并购公司根据股权协议价格受让目标公司全部或部分股权,从而获得目标公司控制权的并购行为,有时亦称股权有偿协议转让。股权有偿转让一般是善意并购,即在并购前事先征得目标公司的同意,双方就有关并购价格、支付方式、双方的法律地位、富余职工的安排等内容协商一致并签订协议。股权转让的对象一般是指国家股和法人股。

在股权有偿转让的案例中,股份出让方的主要目的在于非流通股的兑现,减少公司负债,调整投资方向和投资结构,实现优化资源配置,排除公司经营危机。股权有偿转让分为并购性股权有偿转让和非并购性股权有偿转让。在此主要介绍一下并购性股权有偿转让是怎么一回

事。

按照并购的对象划分,股权有偿转让主要分为两类,即上市公司作为并购公司的股权有偿转让和上市公司作为目标公司的股权有偿转让。由于上市公司的股权结构中大多数公司的国有股处于控股地位,加上国家也希望通过上市公司作为并购公司的并购促进国有企业资源的优化配置。因而上市公司作为并购公司的股权有偿转让无论现在还是将来都会是重组性股权有偿转让的基本表现形式。下面以“万向钱潮”为例进行个案评析:

### 2. 万向钱潮案例

万向钱潮股份有限公司是著名企业万向集团下属的一家上市公司,在我国汽车零部件产业中有突出的地位,1996年10月15日,万向钱潮公司董事会第11次会议通过了该公司收购万向集团下属的与自己有着产业关联的浙江万向机械有限公司、万向集团浙江特种轴承公司、万向集团浙江汽车轴承公司等3家公司60%股权的收购方案。

在收购过程中,由浙江省资产评估公司对三家公司进行资产评估,确定浙江万向机械有限公司资产总值为人民币18038.68万元,负债总额为6246.54万元,万向钱潮公司收购其60%的股权,协议转让价为每股人民币1.81元,总计为5996.60万元。

确定浙江特种轴承公司的资产总值为人民币5270.52万元,负债总额为1893.14万元,股东权益为3383.39万元,每股净资产为人民币1.69元,万向钱潮公司收购其60%的股权。协议转让价为每股人民币1.3元,总计1560万元,确定浙江汽车轴承公司资产总值为6421万元,负债总额为4012万元,股东权益总值为2409万元,每股净资产为1.75元,万向钱潮使用收购60%的股权,协议转让价为每股1.32元,总计1093万元。

万向钱潮以贷款方式筹集了此次收购所需的8650万元资金,使公司的资产负债率由17%上升到28%,在为此召开的公司临时股东大会审议投票时,万向集团公司作为关联方,不参加对此表决,而由其他法人股股东和社会公众股股东自行表决,结果获100%的赞成票,另外,作为转让方,万向集团还作出承诺,为支持万向钱潮公司的发展,将放弃1996年以来上述三家公司转让部分股份的权益的利润,归万向钱潮公司所享有。

#### (1) 个案评析:

1996年世界汽车零部件的市场总容量已超过4000亿美元,成为各国经济中的一个重要组成部分。据预算,到2000年,世界汽车零部件的年销售额总计将达到5700亿美元。

在汽车工业发达国家,汽车零部件工业普遍是按照专业化大生产的方式进行的。日本汽车厂家自制率一般只有20%—30%,70%—80%靠社会零部件专业厂供给,因此超大型企业占据了世界汽车零部件市场的绝大部分市场。

近年,外国主要零部件厂商一致看好中国市场,于是市场零部件企业紧步汽车制造业的后尘,蜂拥而至,他们一方面是为辅助汽车企业在中国的经营,为了利用中国生产要素成本低的优势,更重要的是为了有效地开拓中国市场。

而我国目前的汽车零部件的现状是散、乱、差,全国生产汽车零部件的企业约有500家,产品重复生产严重,规模小,专业化程度低,技术落后。低质量、老旧车型和卡车的零部件供过于求,而轿车和引进车型的零部件主要依赖进口,民族汽车零部件工业正面临严峻挑战。

万向钱潮公司在收购之前有总资产4.5亿,员工2300多名,主要生产为汽车和各类工程机械配套的万向节总成系列,形成了年产2000万套的生产能力,在国内主机配套产品市场上,该产品占有65%的份额,社会维修市场占15%左右,出口量占总产量的40%左右,遍及30多

个国家和地区,该公司在国内同行业里,暂时领先,但相对于国外企业来说,仍然存在着生产规模偏小的差距。

因此,万向集团是站在战略发展的角度来操作这一收购项目的。迅速扩大企业生产规模,刻不容缓,只有扩大生产规模,企业的零部件生产才能达到大批量专业化生产的要求,从而达到工厂规模经济;只有扩大生产规模,企业的管理费用、营销费用才能在更多的产品上分摊,大幅度降低单位产品的管理、营销费用,从而达到企业规模经济。

公司通过收购的方式扩大生产规模,既丰富了产品的整体结构,提高了抗风险能力,同时又在各个子公司各个工厂实现产品的单一化生产。一方面可利用专业化生产的优势降低成本,另一方面专业化生产可以提高生产技术、工艺水平,推动其产品向纵深领域发展。公司通过收购的方式,还有效地集中了科研开发的力量,避免了因科研力量分散而重复研究开发,从而使研究开发水平迅速提高。只有掌握了强大的研究、开发力量,产品才能不断更新换代;只有专业化的生产,才能不断提高产品的质量水平,从而提高企业的信誉;只有大批量的生产才能够有效地降低生产成本。总而言之,只有通过并购的方式实现企业规模扩张,才能使企业在市场竞争中立于不败之地。

### (2)模式评析

首先,万向集团的股权转让方案颇值得玩味,万向集团公司以低于每股净资产的价格向万向钱潮转让三家公司的股权,若以企业净资产价格计算,万向集团向万向钱潮少收取1901万元,看似受到了一些损失,但实际上并不尽然。

1996年12月31日,万向钱潮总股本为15690万股,万向集团持有65.82%的股权,若以这一天的收盘价计算,万向钱潮的市盈率为32倍。此次收购的3家公司总资产额为27842万元,若资产收益率为10%,则3家公司每年可产生利润2784万元,对万向钱潮的利润贡献为1620万元,每股可增加收益0.10元。0.10元/股乘以32倍市盈率,则可算出,公司股价增加3.20元/股。若以每股流通股价格乘以总股本确定公司价值的话,万向钱潮公司价值增加50208万元,万向集团作为第一大股东,自然从中获益匪浅。可见在此次收购中,万向集团可能不但未受任何损失,反而是最大的赢家。

用现金收购股权来达到控股的目的,是企业实行收购兼并时最常用的手段之一,也是最具杀伤力的手段之一。因为货币是世上所有商品交换的媒介,是最常用、最为普遍接受的。但在我国由于资本市场不发达,融资的方式有限,因而在所需资金量不是特别庞大的情况下,用银行贷款的方式去收购股权,也是企业进行资产重组时切实可行的手段之一。在运用这种方式时要注意以下几个方面:①使自身的资产负债结构保持在一个合理的范围之内,不能因为收购兼并而过度负债。②精确地测算现金流量,保证企业在收购、兼并后的调整期及今后正常运营时,所产生的现金流量足以支付到期债务。③对所收购的企业合理定价。万向钱潮公司均以低于每股净资产的价格收购了3家公司。因为万向钱潮所收购的是其母公司的3家关联企业,万向钱潮公司才能以较低的成本成功实现重组。若收购的是毫无关联的企业股权的话,对所收购企业的定价便是双方争夺的焦点,也是决定收购兼并成败的核心内容。

表 2.2.1 深沪上市公司有偿股权协议转让的典型案例

证券代码	上市公司	转让时间	控股比例	基本内容
0008	深锦兴	1997.04	22.85%	深圳市商贸投资控股公司受让天俊公司持有深锦兴 22.85% 的股权,成为第一大股东
0015	深中浩	1996.06	15.00%	深圳尊荣集团有限公司受让 3 家发起人持有深中浩 2358.2 万股股权,成为深中浩第一大股东,尊荣集团总经理成为其董事长
0503	海虹控股	1996.12	24.83%	中海恒分别受让琼海虹原大股东海南省开发建设总公司等 3 家股东持有 5000 万股法人股,成为琼海虹的第一大股东
0504	港澳实业	1997.07	29.00%	海南国邦集团以每股 1 元的转让价受让港澳信托等 3 家公司持有的 29% 的股权,成为第一大股东,港澳信托降为第二大股东
0517	甬中元	1996.05	28.00%	东方电脑收购甬中元的法人股使其持有甬中元的股份增加到 28%,成为第一大股东
		1996.11	24.40%	宁波市财政局受让 3 家单位持有其法人股共 252.5 万股,之后宁波财政局持有甬中元股份由 21.59% 增加到 24.40%
		1996.12	30.50%	宁波市财政局收购法人股,使其持有甬中元的股份增加到 30%,又成为了甬中元的第一大股东
0518	苏三山	1996.12	17.40%	海南泛华实业有限公司使其持有的股份从 7.1% 增加到 17.4%,成为第一大股东
		1996.12	20.00%	深圳创世纪投资发展有限公司受让其法人股 2674 万元,成为第一大股东
0556	琼南洋	1996.04	28.87%	海南成功投资有限公司协议受让 3961 万股法人股,至此共持有其股份 4427 万股,占 26.7%,为其第一大股东
0571	新大洲	1996.08		海南桂林洋农场协议收购中国工商银行海南信托投资公司 and 深圳市宝安区摩托车销售维修中心各持有新大洲法人股 1223.04 万股,使其持有新大洲的股份由 19.76% 增加到 30.06%,成为了第一大股东,轻骑集团持有 27.36%,成为了第二大股东
		1996.11		轻骑集团协议收购香港万乐佳工商持有的新大洲法人股 611.52 万股
		1997.02	30.00%	轻骑集团和海南桂林洋农场各持新大洲 30% 的股份
0688	涪陵建陶	1997.08	28.10%	康达尔收购计 2010.3545 万股国家股从而成为其第一大股东
600607	联合实业	1997.06	29.00%	上海实业以每股 3.88 元收购联合实业 29% 的股份
600609	一汽金杯	1995.02	51.00%	一汽集团收购其国家股 49562.38 万股

证券代码	上市公司	转让时间	控股比例	基本内容
600613	永生股份	1996.12	28.00%	英雄股收购永生股份国家股 3131.45 万股,成为第一大股东
600641	众城实业	1997.06	28.70%	中远上海置业收购众城实业
600647	新亚快餐	1997.03	41.80%	深圳粤海投资公司受让其法人股 2237 万股
600885	双虎涂料	1996.12	36.64%	海南赛格实业控股公司收购双虎涂料 2613 万股

表 2.2.2 深沪上市公司的股权有偿转让后经营业绩改善的典型案例分析

证券代码	目标公司	受让公司	收购时间	收购前的业绩表现	收购后的业绩表现
0008	深锦兴	深圳市商贸投资控股公司	1997.04	1996 年每股亏损 0.23 元	1997 年中期扭亏,发展前景较佳
0504	港澳实业	海南国邦	1997.07	以房地产为主业,业绩平平	以石油和石化为主业,前景较佳
0518	苏三山	深圳创世纪公司	1996.12	1995 年和 1996 年分别亏损 1429 万元和 2862 万元,1997 年面临“领红牌”的危险	1997 年上半年税后利润 2772 元,净资产收益率高达 13.3%,发展前景极佳。
0556	琼南洋	海南成功	1996.04	1996 年亏损 2755 万元,每股亏损 0.17 元	1997 年上半年税后利润 5045 万元,每股盈利 0.304 元,净资产利润率 14.62%,发展前景极佳
600609		一汽金杯	1995.02	1995 年每股亏损 0.261 元,发展前景不佳	1996 年扭亏,其发展纳入一汽轻型车发展规划,经营状况大有改善

### 3. 股权无偿划转

上市公司的股权无偿划转是我国产权重组中一种特殊的借壳形式,它是指政府(上市公司的国家股的所有者)通过行政手段将上市公司的产权无偿划归并购公司的产权重组行为。股权无偿划转一般由地方政府和行业主管部门牵头实施,无偿划转的股权性质是国有股,股权的持股者变动对上市公司的持有者(政府或控股公司)没有利益损失。股权无偿划转通过改变股权的持股者来强化上市公司的直接控股股东对上市公司的经营和管理,提高资产运营的效率。股权无偿划转的目标公司一般是上市公司或其控股公司,因为上市公司不可能作为并购公司无缘无故地“无偿”得到其它资产。

在股权无偿划转的案例中较多的是政府将控股权交给上市公司以前的所有者,如地处江苏但属于不同主管部门的四家大公司即仪征化纤集团(仪征化纤的控股公司)、金陵石化公司、扬子石化公司和南化集团公司于 1997 年 8 月合并组建石化产业集团,就是打破条块分割进行股权无偿划转的典范。一般说来,上市公司在股权无偿划转后的管理层将发生较大的变化,如

深特力,新的控股股东必然以新的利益取向、产品结构、经营观念、改革力度和管理方式来发展公司,从而为公司的发展带来新的机遇。

股权无偿划转的主要优点在于:a.将业绩欠佳的上市公司划转给大型国有控股公司,以利于控股公司对上市公司的“扶持”,从而得到业绩改善,同时也利于国有控股公司壮大实力,利于政府培养“大公司”;b.政府将国有股权转让给其它资产经营实体,有利于减少政府对上市公司的直接干预;c.优化行业内部组合。

股权无偿划转比较适应于以下几种情况:a.国有股的持股者是政府部门的上市公司;b.组建大型国有控股公司;c.业绩欠佳并需要大公司从经营思想到产品发展等方面进行“扶持”的上市公司。

#### 4. 嘉丰股份案例

1997年最后一天,嘉丰股份(600606)以其大规模脱胎换骨动作,不但将此起彼伏的资产重组热浪推向了最高潮,而且承前启后拉开了1998年证券市场的帷幕,在比比皆是的重组案例中,嘉丰与众不同的手笔,直接影响公司下一步动作发展,因而令市场格外关注。

嘉丰资产重组与环宇股份(600735)股权无偿划转的最大不同在于,公司国家股一次性转让比例高达74.69%,成为国家股转让比例最大一次。由于上市时间早、改制不彻底,嘉丰的股本结构颇为独特,国家股几乎占总股本75%,没有法人股。此次重组,嘉丰原国家股东上海纺织控股公司将所持有6478.1992万股全部转让给上房集团,可谓干净彻底。上房集团一次性实现对嘉丰绝对控股,成为其第一大股东。

虽然嘉丰与环宇、众城一样都是跨行业重组,但嘉丰的关联交易从头至尾围绕三方面展开,即上房集团、纺织控股和嘉丰,上房集团出资1.7亿元从纺织控股手中收购嘉丰,实质要到达借“壳”上市的目的,因此收购后随之而来的是改变嘉丰主业方面,以提高嘉丰的业绩,使其尽快恢复证券市场融资能力。以房地产业为主、兼营建材业的上房集团对嘉丰的纺织主业不会感兴趣,肯定要卖掉这部分资产,卖给谁?极可能再卖给纺织控股,因为嘉丰毕竟曾是纺织控股所属企业,其纺织部分资产对纺织控股仍有利用价值,所以纺织控股有可能用套现所得1.7亿元中部分资金再回购嘉丰纺织资产。

目前嘉丰拥有净资产1.4亿元左右,通过计算,上房集团这一买一卖,实质收购嘉丰的金额不过3000多万元,3000多万元买个“壳”,又无形中做了广告,上房集团实在划算,至于上房集团下一步准备将什么样的优质资产注入进嘉丰,种种迹象已经表明将是建材类新兴领域的资产,由此看来嘉丰将彻底“换骨”。脱胎换骨,这一点倒是与环宇、众城没有什么两样。

上市公司波澜壮阔的资产重组尽管手法不一,目的都只有一个,实现业绩飞跃,与环宇、众城以及交运、泰达等不同,嘉丰重组意在长远,因为上房集团97年利润有可能不会体现在嘉丰1997年税后利润上,由此来看上房集团将实施长远发展战略,即在对嘉丰业绩大幅度提升,并体现在1998年以至1999年。不过,上房集团董事长徐林宝表示,最后的决定取决于股东大会,因此,上房集团下一步动作对嘉丰的质变至关重要。

## 二、风景线之二:资产置换模式——“母借子壳”

资产置换是指上市公司将亏损或微利的资产置换出去,再注入优质资产,从而达到提高上市公司资产质量的目的,为上市公司增添新的利润增长点。通过资产重组,上市公司可能得到

三项收益：①转换不良资产可减少亏损；②新注入的优质资产成为公司新的利润增长点；③有时可能通过高价转让不良资产获得一次性的转让收益。

1997年以来，不少上市公司由于业绩平平而难以配股筹资，负债率越来越高，其控股公司认识到，不注入优质资产，上市公司就难以发展，上市公司稀缺的“壳”资源也难以发挥优势。重组后上市公司不但业绩上升明显，且往往使其主营业务也发生极大的变化，因此此类重组明显有“买”壳上市的目的。由于资产置换在剥离了不良资产的同时，又注入了优质资产，往往可以收到点石成金、立竿见影的效果，一些亏损或效益不佳的上市公司短时期内业绩就会有极大改善。市场人士将这种重组模式称为“送钱包”和“收旧货”。

在这种重组模式中，最具代表性的当属“交运股份”和“津港储运”的资产置换案。由于在前面章节中已对“交运股份”、“津港储运”的资产置换情况有非常详尽的叙述，这里不再介绍，而只把东方集团和浦东强生做为个案进行评析。

### 1. 东方集团案例

1996年6月4日东方集团董事会发布公告，上市公司东方集团股份有限公司以协议方式受让东方集团实业股份有限公司持有的三家公司股权，分别为黑龙江东方建筑设计有限公司的全部60%股权，黑龙江东光建设监理有限公司的全部100%股权，哈尔滨东光装饰工程有限公司的51%股权，受让价格总计为287.23万元。东方集团股份有限公司同时将该公司持有的哈尔滨东方弹性树脂有限公司、东方医疗研究所附属医院、黑龙江省东方旅游服务公司3家公司的全部股权以协议方式转让给东方集团实业股份有限公司，转让价格总计为157.37万元。

#### (1) 个案评析：

通过资产置换，东方集团一方面将房地产开发、设计、监理、装饰等业务单位置于同一公司中，实现了业务职能配套的“一条龙”式纵向整合，另一方面将不成规模、不符合未来发展方向的资产剔除，使企业经营中的财务、人力、物力更加集中。

#### (2) 模式评析：

这种以资产置换资产，余额用现金补齐的方式，可使公司在资产重组过程中节约大量的现金，同时公司可借此进行有效的资产结构调整，将不良资产或是对公司整体收益效果不大的资产剔除出去，将对方的优质资产，或同自己的产业关联度较大的资产调整出来，从而优化资源配置效率，提高自身行业中的整体竞争能力。

但是，这种资产重组方式的最大限制在于：置换对象难以寻找。因为既然是市场经济下的交易行为，就是“公平合理”，如果想要置换对方的优质资产，自身也要付出较高的代价，很难占到“便宜”。只有在置换对方急需自己的某一部分资产，使自己处于讨价还价的优势地位，或是自己在同对方“等价”置换后，得到的资产对自己的整体的生产经营能够起到有效补充，提高效率。这种置换才有利可图。

在我国市场经济不发达，通讯手段相对落后，信息交流不充分的情况下，到市场上去寻找这样的置换对手，是极困难的。但是像东方集团那样与母公司或自己的关联企业进行置换，还是切实可行的。

### 2. 浦东强生案例

上海强生集团公司作为上海市首批现代企业制度试点企业之一，1995年由市出租汽车公司改制而成，是浦东强生的最大股东。

1993年8月,浦东强生公司通过每10股配9股方案,获得配股资金8000万元,用其中的5000万元整建制购买强生集团下属的第五劳动分公司,随后又花3000万元新增加更新营运车辆,使浦东强生出租汽车的规模从100辆迅速扩大至700辆,而强生集团则以5000万元资金支付浦东强生配股所需资金1880万元,并用余款新增200辆营运车辆。

1994年10月,浦东强生再度配股获得近8000万元资金,并以8600万元整建制购买强生集团公司第二营运分公司,使其出租车规模迅速扩大,成为浦东新区经营规模最大的出租车企业。

1996年10月浦东强生实施第三次配股,获得配股资金1.1亿元,浦东强生又将配股资金整体收购强生集团下的第三汽车场、修理调度中心。

浦东强生通过证券市场连续筹资,为资产重组获得了资金支持,通过资产重组,强生集团也迅速扩大了规模,提高了效益,又为继续筹资准备了条件。

### (1) 个案评析:

出租汽车行业的特点是投资周期短、现金流量大、资金回收快、收益稳定,因此竞争也是异常激烈的。

在众多的竞争对手中,如何体现自己的优势所在呢?浦东强生不仅仅局限于一般性的生产经营,而是将企业经营的手段提高到产权组织、经营的高度,通过资产重组,迅速扩大规模,取得了关键性的竞争优势,因为规模比较大的企业,相对而言具有非常显著的优势。

从企业发展的角度来讲,以上海市为例,由于出租车行业企业过多过滥,既浪费资源,增加道路压力,又不利于推动城市交通发展。上海市政府已通过了一系列措施,将重点扶持10家2000辆以上的大型出租汽车企业,规模大的企业,由于整个行业、市场举足轻重,容易得到政策之优惠、便利。

目前,上海市有3家出租汽车公司挂牌上市,分别是大众出租、浦东大众和浦东强生,分别拥有车辆1800辆、450辆和2100辆,浦东强生通过利用配股资金收购母公司资产的方式,大大节约了运营成本,使得营业成本远远低于大众出租和浦东大众。

当然,长期置于集团母公司的庇护之下,也可能使企业缺乏积极进取的开拓精神和自主投资的决策能力。从浦东强生近年来资产负债率明显低于大众出租和浦东大众这一事实就可以看出浦东强生的经营稳健有余而开拓不足,但总的权衡利弊得失,浦东强生的资产重组方案称得上是相当成功的。

### (2) 模式评析:

通过新股上市募集资金或配股的方式,母公司将优质资产不断地注入子公司,子公司获得资产,母公司筹得资金。

对于上市子公司来说,收购母公司现成的优质资产的方式,见效快,风险小,因为母公司对其注入的资产多半都是已经建成或即将建成的资产,上市公司既不必承担项目建设中的风险,又不必支付时间成本溢价;对于母公司来说,可用置换资产所得资金配股,既不用自己拿出这笔配股资金,又可减少股权比例。若置换所得资金所得配股权外还有剩余,还可投资,培育新的利润增长点,为今后再向子公司注入新的优质资产作好准备。这样便形成了一种良性循环,由母公司向子公司注入的优良资产越多,子公司的盈利能力越强,子公司业绩越好,股价便越高,股价越高,配股时从证券市场募集的资金也就越多,资金越多,股份公司就越能从母公司手中购买更多的优质资产,母公司就越能培植和孵化出更多的优质资产。

目前我们国家股票上市,还是采用由证监会审批额度的方式,证监会批给的上市额度的大小决定了公司上市时流通盘的大小,根据公司法“向社会发行的股份达公司股份总数的25%以上”,因此,也就决定了公司在上市前改制时,其发行主体的总股本不能超过证监会所批准额度的3倍,由于这一限制在股份制改制及上市时造成两点影响,一是母公司手上的许多优质资产不能装进上市公司,二是上市公司未能筹集足够的资金。

由此造成在我国证券市场上子母形式的资产重组案例较多,比如近期就有中视股份将60%的募股资金收购母公司太湖影视城名下的水浒城;葛洲坝在11.4亿元的募股资金中有4.05亿元用于收购集团公司旗下三号窑水泥生产线及生产经营权;五矿发展将58%的募股资金用于收购原属五矿总公司的51%北京香格里拉饭店股权。

这种母借子壳的使用范围只限于:母公司对于子公司绝对控股且拥有较多的优质资产。在我国目前实际情况中,具备这样条件的上市公司并不在少数,而且子公司的高层领导往往同时在母公司集团中担任高级职务,这样便于企业领导层从母公司和子公司长远发展及相互利益的协调来通盘考虑,有利于提高资产重组的成功率。

附表:深沪上市公司资产置换的典型案例

证券代码	公司名称	发生时间	出让资产	受让资产
0503	海虹控股	1994.12	500万人民币和1040万股法人股	湖南洞庭湖水泥厂87.52%的股权
0594	内蒙宏峰	1996.06	林西糖厂	赤峰市红花沟金矿
600615	丰华圆珠	1997.12	上海丰华工商联合销售98%的股权和流动资产8800万元	冠生园(集团)有限公司资产
600661	南洋实业		兼有教学实习任务的分厂和家具教具厂	
600810	神马实业	1996.05	平顶山神马地毯有限公司的股权	在建的年产2万吨捻织浸胶项目
600811	东方集团	1996.06	弹性树脂公司、医院和旅游服务公司	建筑设计、建筑监理和装饰工程公司
600837	农垦商社	1997上半年		前卫柑桔公司51%的净资产

### 三、风景之三:二级市场并购模式——雾里看花

二级市场并购是指并购公司通过二级市场收购上市公司的股权,从而获得上市公司控制权的并购行为。《股票发行与交易管理暂行条例》第四章规定,任何法人直接或间接持有一家上市公司发行在外的5%的股份时应作出公告,以后每增加或减少2%的股份,需再作出公告;但持股比例达到发行在外股份30%时,应发出收购要约,收购要约期满后若持股比例达到发行在外比例的50%,则视为收购成功。反之,则视为收购失败。

#### 1.“宝延风波”拨头彩

深宝安于1993年9月通过其上海的子公司和两家关联企业大量收购企业延中实业的股票,在持有股票数量达延中实业10.65%的股本后作出公告,到1993年9月30日持有其股份

达 17.07% ,到 1993 年 10 月 6 日持有其股份已达 19.80%。于是 ,深宝安要求延中实业召开董事会 ,重新选举董事会 ,延中实业拟聘请顾问实施反收购但未能如愿 ,这起家喻户晓的“宝延风波”是我国第一起二级市场收购个案。宝安成为延中第一大股东后 ,对其所有组织结构与经营策略都做了调整 ,正式地把延中纳入到宝安集团这个大系统中来 ,特别是把延中原有的资产与宝安集团的部分资产进行重组 ,在短时间内以最快速度壮大了延中的实力 ,不到一年时间就使其资产规模翻了一番。

### 2.“申华实业”续新篇

沪市老牌上市公司申华实业在证券市场上绝对是属于不甘寂寞的那一类。作为一家股份全部上市流通的“三无”公司 ,几年前就在市场中赢得“四朵金花”的美誉 ,正因为它是一个无国有股、法人股、职工股的“三无”公司 ,一切都毫不掩饰地暴露在证券市场当中 ,所以也就时刻散发着迷人的魅力 ,引来一束青睐的目光。

继宝安控股延中之后的第二幕收购剧中 ,申华实业成为当之无愧的主角。1993 年 11 月来自深圳的万科公司通过二级市场收购方式收购申华实业 5% 的股票 ,一跃成为申华实业的第一大股东。一年之后开始大量减股 ,1994 年持股比例减到 1.7% ,从第一大股东变为第二大股东。1995 年底持股比例到 0.4% 以下 ,从上海打道回府 ,退出了申华实业的主要股东行列 ;1996 年 ,“养在深闺”中的申华实业再次被人“相中”。同年 ,广州三新公司两度举牌申华公司 ,持股比例为 7.038% ,成为申华公司第一大股东 ,正当申华公司高层内部为如何对待三新公司两度举牌的事争论不休的时候 ,另一位不速之客悄然而至。1996 年 11 月 20 日 ,君安投资发展有限公司发布公告 ,称其已有申华公司股票 903 万余股 ,占申华公司总股本的 5.045%。成为第二大股东。11 月 25 日 ,君安投资再次举牌 ,称其持有申华公司股份上升到 7.063% ,坐上了第一大股东的“宝座”。随后 ,君安投资又四度举牌公告收购申华实业 ,拥有申华 15.19% 的股权。至此 ,二级市场并购大战告一段落。

同上市公司作为目标公司的股权有偿转让相比 ,二级市场并购有以下不足 :①并购成本比较高。一般而言 ,通过股权转让的方式控股 ,其每股支付的成本只是高于每股净资产的价格 ,中远上海支付了 1.45 亿元就控股了众城实业。二级市场收购时每一次公告市场价都要大幅上扬 ,从而增加收购成本 ,如君安证券 1996 年底第一次公告的平均价是 10 元/股 ,第二次公告平均价竟达 21.43 元/股 ,连续 6 次公告收购申华实业 ,共使用资金 49353.89 万元 ,持有其发行在外 15.59% 的股份。尽管如此 ,君安证券只是成为了申华实业的第一大股东 ,还没有达到法规上规定的“收购成功”。②完成并购的时间长。国有股的股权比较集中 ,并购公司在二级市场上收购中持股比例达到 30% 的连续公告是 14 次 ,这至少需要 26 个工作日 ,收购要约的有效期限是 30 个工作日。显然 ,二级市场的收购比股权转让的收购需要更长的时间。③二级市场并购的目标公司远远少于股权有偿转让的目标公司。近年来二级市场并购案例主要表现在沪市几家股份均为流通股的“三无”公司 ,就表明通过二级市场收购的目标公司非常少。④二级市场实质性收购少。二级市场操作性的“假收购、真套现”多。如康恩贝并购浙江凤凰后注入控股公司资产套现 5421 万元。像深宝安和君安证券“论持久战”的案例很鲜见 ,而股权转让一般则是实质性收购。

附表 深沪二级市场并购的典型案列

证券代码	目标公司	并购公司	发生时间	基本内容
600601	延中实业	深宝安	1993.10.06	持有延中实业普通股 19.80% 以上 ;1996 年底持有 1926.63 万股 ,占 18.56%
600603	兴业房产	云南恒丰	1995.12 1996.05	云南恒丰集团股份有限公司公告持有兴业房产发行在外普通股 388 万股( 5.052% ) 公告增持 150 万股共持有 538 万股( 占 7.005% )
600651	飞乐音响	深圳天极	1993.12	深圳天极光电公司收购飞乐音响 5.2% 的发行在外普通股
600652	爱使股份	延中实业	—	1995 年底持有其股份 4.99% ,成为第一大股东
600653	申华实业	深万科	1993.11	公告持有申华实业普通股 135 万股 ,占其发行在外普通股的 5%
600653	申华实业	广州三新	1996.10.23 1996.11.04	广州三新实业总公司公告持有申华实业发行在外普通股 900 万股( 5.028% ) 公告增持 360 万股共持有 1260 万股( 7.038% )
600653	申华实业	君安证券	1996.11.20 1996.12.11	公告持有申华实业发行在外普通股份 903.2215 万股( 5.045% ) 随后又连续 5 次公告 ,到 1996 年 12 月 11 日共持有 2719.19 万股( 15.19% )
600686	厦门汽车	厦门远华	1997.09	厦门远华从 3 月 11 日至此后半年内 5 次发布公告 ,持有其股份 1268.38 万股 ,占总股本的 12.55%( 其中协议转让 716 万股法人股 ) ,成为了第二大股东
600711	龙舟股份	深宝安	1996.08	成为龙舟股份第一大股东 ,深宝安常务副总经理出任龙舟股份董事长

## 第十一节 壳里乾坤

什么样的公司会成为壳公司？什么样的公司能借壳？

这也是需要精研的学问。

只要你掌握了基本的原则 ,再多加研究有关案例 ,相信你会胸有成“壳”。

美国著名经济学家 ,诺贝尔经济学奖金获得者乔治·斯蒂格勒在《通向垄断和寡分之路——兼并》中提到“一个企业通过兼并其竞争对手的途径成为巨型企业是现代经济史上的一个突出现象”。“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的 ,几乎没有一家大公司不是靠内部扩张成长起来的”。

物竞天择、优胜劣汰是《物种起源》告诉我们的进化法则。然而西方世界的杠杆兼并、垃圾债券的出现 ,却宣告了这种法则被摧毁。如著名的美国通用汽车公司就是通过多次的兼并合

并而形成的。

近几年来,随着中国经济体制改革的进行,企业兼并也出现了。尤其是伴随着中国证券市场的逐步兴起、发展和完善,上市公司的兼并收购亦成为必然。1993年下半年,上海证券市场先后出现的“宝延风波”、“申万风波”以及后来在深圳证券市场出现的“君安万科之争”、“苏三山假收购案”,STAQ法人股市场出现的“光大收购玉柴现象”,不仅对中国股市和投资者,尤其对中国的各个企业——特别是给上市公司的老板带来了前所未有的冲击和震撼。现实告诉我们,企业兼并不仅仅是收购那些实力不大、股份交换不理想的公司,而且对于那些实力雄厚的大企业,也不敢保障不被“骚扰”。因此,弄清壳公司和借壳公司到底是怎么一回事,就非常必要和急迫。

### 一、壳公司

所谓壳公司,是指在证券市场上,拥有和保持上市资格,但相对而言,业务规模小或停止,业绩一般或无业绩,总股本与可流通股规模小或停牌停止交易,股价低或股价趋于零的这种上市公司。“壳公司”又可细分为“实壳公司”、“空壳公司”和“净壳公司”。

“实壳公司”是指保持上市资格、业务规模小、业绩一般或不佳,总股本与发行在外的可流通股规模小、股价低的上市公司。它必须具备两个基本条件:业务规模小,股票流通量小。如:1997年买壳上市典型案例中的新亚快餐、合金股份等,都属此类“壳”。卖壳前,新亚快餐总股本为5300万股、流通股2100万股,而合金股份总股本为5169万股、流通股仅为1400万股。

“空壳公司”是指业务有显著困难或遭受重大损害、公司业务严重萎缩或停业,业务无发展前景,重整无望,但股票仍在股市流通交易、股价持续下跌至很低,或股票已经停牌终止交易的上市“壳公司”。它必须满足两个基本要求:趋于停业或停业,股价很低。如环宇股份1997年由于周边商业网点扩容较快、行业竞争日逐激烈,再加上企业资产结构和库存结构不合理,导致其重整无望,股价持续下跌。最终成为兰陵集团买壳上市的目标公司。

“净壳公司”是指无负债、无法律纠纷、无违反上市交易规则,无遗留资产的上市“空壳公司”,全称为上市“干净空壳公司”。两个基本要求是:不违法、不负债和无资产。

### 二、壳资源的价值

上市公司是一种宝贵资源,一般来说,在证券交易所挂牌上市的股份有限公司,都是各地推荐的优秀企业代表,许多还是行业“领头羊”。而且,上市公司也是企业改革的先行者,率先实行政企分开,探索建立现代企业制度,建立与社会主义市场经济相适应的运行机制。从这个角度来考察,上市公司所提供的成功经验,无疑是十分宝贵的。同时,上市公司还具有继续利用证券市场融资的条件。由于现行的规定对股份有限公司公开向社会发行股票实行总量控制,限报家数,以在实际使上市公司日益成为另一种“稀有资源”。所以,要充分利用和发掘好上市公司这个资源,已经逐渐成为市场内外普遍的共识。

股票市场中壳资源的价值可以从以下两个方面来理解:

(1)壳所代表的资产价值。壳的资产价值会由于购买“壳”淘汰的用途的不同而差异很大,可以是其清算价值,也可以是其在不同购并目标下的相关收益。而在壳资源众多且相互之间

公平竞争、待价而沽的情况下,只能理解为净资产值。

(2)纯粹由于壳资源稀缺、拥有壳资源就代表着拥有直接融资、增资配股等垄断性权力所代表的价值,是净资产之上的价值。

通常我们研究的壳资源价值是指后者,即企业上市流通股由于资源稀缺而产生的价值。它产生于企业为争取上市所花费的成本和资源稀缺的价值,代表着上市流通的权利,是纯粹由市场行为决定的价值,代表着上市流通的权利,是纯粹由市场行为决定的价值,随着二级市场的不同而变化。二级市场价格越高,壳价值也必然越高。因此:

(1)壳价格仅与流通股有关。在完全竞争的、自由市场经济的理想情况下,壳价值 $s=0$ ,由此也可以认为任何实际市场的上市公司均具有壳价值,只不过在数量上有差别而已;上市公司的非流通股并不具有壳价值。

(2)不同流通股所包含的壳价值是相同的,即每一流通股的壳价格相等。

### 三、“壳”的价格分析

“壳”的价格在转让交易中最容易引起争议,是非常关键的一个问题。因此,如何确定“壳”的价格成为转让交易成功与否的基础。一般情况下,一个公司的股票价格是由三种相对的价值层次所决定的,即:

(1)股票的第一价值层次是指私人持有的零星股票的价值。投资这些股票的目的仅仅是为了享受其分红,其价格单纯是其对应的投资价值或旧企业价值的表现;

(2)股票的第二价值层次是指20%—50%左右的机构持股的价值。持有一家公司20%—50%的股票,持有者一般可以进入公司董事会,甚至参与企业经营管理,对企业的经营管理施加自身的影响,使企业的经营行为向有利于自身的方面倾斜,所以这部分股份的价值应该比处于第一价值层次的股票为高,高出的这部分价值可称之为影响溢价;

(3)股票的第三价值层次是指50%以上的机构持股的价值。当一家公司持有另一家公司60%以上的股份时,它有权改变这家公司的政策,包括公司的名称、注册地、资产结构、发展战略和经营方针等,从而获得投资收益以外的许多东西。所以,这个层次的其股票每股价格超过处于第一、第二层次的股票每股价格,高出部分称为控制溢价。自然,控制溢价要高于影响溢价。

所以,“壳”的价值应该等于控制权所对应的企业价值与控制溢价之和,也就是说从卖“壳”方的角度出发,他能够接受的最低价格绝对不会低于企业的内在价值。由于股票价值层次的存在,持股的边际价值是不断增长的,购股的边际成本也是不断增长的。

正是由于存在控制溢价,所以在对二级市场公开上市公司的兼并中,其并购估价一般比公开市场估价要高,特别是在资产管理不善或随着收购价值增高的情况下。一般来说,对于股票全部公开上市的股东,股票的市价是其所持股票最直接的价值表现,这就要求收购方提出的收购价格必须高于目标公司的现行市价,否则,股东宁愿将股票以现行市价抛出也不会出售给收购方。

### 四、借壳公司

借壳上市又称买壳上市,是目前国内比较流行的一种收购与兼并方式,其实是股权或产权交易行为。借壳公司是指非上市公司按照国家有关法规和股票上市交易规则,通过协议方式或二级市场收购方式收购上市公司,即壳公司,并取得控股权,然后借壳方对壳公司的人员、资产、业务实行重组,向壳公司注入自己的优质资产与业务,实现自身资产与业务的间接上市;同时,加强对壳公司的经营管理,改善经营业绩,从而推动壳公司的股价上升。壳公司可以通过配股或发行新股来募集资金,扩大生产,最终实现借壳方的长期发展目标和生产资源的优化配置。

在实行借壳上市之前,借壳公司应从自身的经济实力、所在行业的发展前途、发展战略以及在发展中的机遇与挑战等方面进行详尽的分析与评估,以确定借壳公司可采取的借壳方式与收购标准。借壳公司应当具有较强的资金实力和资产实力,较强的资金实力可以顺利支付收购价款及其他费用,较强的资产实力可以置换壳公司的不良资产,以提高壳公司的资产与业务质量,改善经营业绩,带动股价上升。如“兰陵集团”便是以其雄厚的资金实力和资产实力,一举收购了已无回天之力的上市公司——环宇股份,并通过注入的部分优质资产,使“环宇股份”摇身变为“兰陵陈香”后,一改过去低价绩差股形象,而成为市场追捧的中价绩优股。

### 五、借壳的目的

企业用巨资开展并购业务,是企业发展战略中的重大举措。因此,任何企业开展并购都有其特定的目的。并购的原因千差万别,但基本目的是一致的。具体表现在:

(1) 追求协同效应。系统论认为,只要内部组织结构合理,两个或两个以上的个体结合形成一个系统能产生更强的功能。一是通过并购,扩大企业规模,实现规模经济效益。并购几家同行业规模小的公司组建大型公司后,通过扩大规模,降低单位产品的固定成本。规模的扩大,产品市场的控制能力提高。水平收购的动机是追求规模经济效益;二是通过并购,将两或两个以上的公司之间的市场交易关系转换为同一公司的内部交易关系,降低交易费用,减少不确定性。垂直收购的最深动机是追求交易费用的节省;三是通过并购,吃掉竞争对手,直接占有目标企业原有市场份额,加强并购企业的市场竞争地位。

(2) 买壳上市。一般来讲任何证券市场对上市公司都有较为严格的准入条件,而上市公司最为直接的好处是为日后的筹资提供了便利。因此,一些非上市公司便可通过对上市公司的并购,取得对上市公司的控股权,以达到买壳上市的目的。

(3) 突破进入壁垒,减少投资成本。一个公司向新领域新市场谋求发展时,往往会遇到进入壁垒,如进入新行业的最低规模要求,进入我国市场需面对高关税和东道国的种种限制。同时,通过并购进入新领域新市场时不会引起供需变化,从而减少价格战。1995年日本五十铃公司参股北京北旅,目的就是绕过我国对汽车进口设置的高关税。

(4) 获取高新技术和尖端技术。一般来说,以引进和购买许可证的办法获得的技术,往往不可能是尖端技术。因此,一些公司通过对拥有尖端技术的公司购并,从而获得先进设备和尖端技术。

(5)快速实现战略目标转移。任何一个企业、产品、行业都有其生命周期,当公司欲从某行业退出进入新的行业时,可通过企业并购快速进入新的行业,实现其战备目标的较快转移,缩短战略目标转移的时间,直接对目标公司还在经营的业务直接纳入公司的发展规划中。

### 六、借壳收购程序

借壳公司在作出并购策略之前,首先要考察许多与公司购并有关的问题,如公司购并所涉及的法律、法规,企业为什么要进行公司购并?其对企业的成长有哪些好处?等等。然后,收购行业才能付诸实施。

#### 1. 市场搜寻与机会选择阶段

确定了并购策略后,就可以调查、捕捉兼并收购的目标公司。这个阶段是企业并购管理中具有决定性意义的阶段,对企业日后的生存、发展、获利直接产生非常重要的影响。调查的类型取决于管理人员对信息的需要、潜在目标公司的规模和相对重要性、已审计的和内部财务信息的可用性、内在风险的大小、所允许的时间等多方面的因素,同时还要了解目标公司的意图、取向和政策。一般地,在选择目标企业时要遵循四个原则:一是要选择自己所擅长领域的企业;二是要选择有优秀人才的企业,要看被收购企业的管理是否有经营头脑和领导才能;三是要选择生产盈利或有盈利潜能的企业;四是选择自己所擅长领域的企业,切忌盲目扩张。

然后,要对可供选择的对象进行评价和比较,选定目标公司。一般评价和比较包括以下六项内容:

(1)财务经营状况:包括销售额、成本、利润、现金流量、资本结构等各种财务指标及资产负债的详细情况。

(2)抗风险能力:为了更真实地反应企业在经济周期不同阶段的竞争性和抗风险能力,一般会引入BETA( $\beta$ )系数,其含义是将一个企业在不同经济周期的主要财务指标的变动率与反映行业或经济总量的股票指数(如工业指数、标准普尔指数)的变动率进行比较。如果所得的结果接近1,说明该企业经营相对稳定,大于1,则说明该企业在不同经济周期波动较大。

(3)产品市场需求状况:包括质量、产品销售量、市场占有率、市场分布状况、产品生命周期所处的阶段和产品市场的进入障碍等。

(4)发展环境:包括行业的现状与发展趋势、以及该行业在国内、国际市场上的竞争状况等。

(5)法律评价:目的是为了确认收购和经营企业的法律风险。首先应仔细审查目标公司的组织章程及招股说明书中的各项条款,尤其对于重要决定要特别注意。如合并或资产出售的决议,须百分之多少以上股权通过才能进行的规定。以免收购过程中受到阻碍,也应注意公司章程是否有特别的投票权的规定及限制。若是资产收购,还应取得股东大会同意此项出售决议的文件。其次买方还应取得目标公司的主要财产清册,了解其所有权归属、使用限制及重置价格,还有对外投资情况和公司财产投保范围等。此外,目标公司的对外书面合约更不可或缺的审查内容。在债务方面应审查目标公司所牵涉到的重大债务偿还情况,注意偿还期限、利率及债权对其是否有任何限制等。一般应聘请律师对这些问题提出法律意见。

(6)技术进步潜力:包括劳动者素质、研究开发能力、资源丰裕程度,以及有无重要的新产品开发计划等。

综合各方面因素,选定目标公司后,在此基础上还需要进行市场机会筛选,以便最后确定最佳收购对象和时机。

### 2. 对目标公司进行评估阶段

评估的目的是为确定价格。并购价格的确定,要求买方对所要并购的公司进行充分、周密、可靠的评估。目前主要采取的方法有成本法、市场比较法、净现值法等。

(1)成本法。是对目标公司有形资产的估算,是收购方并购后再行出售的最低价格。其主要计价方法有三种:一是清算价值,也称清算价值,即目标公司破产、拍卖的价值;二是净资产价值,即总资产减负债后的权益净值;三是重估账面价值,即重置现行资产的全部成本与所评估资产贬值的差额。

(2)市场比较法。是根据证券市场真实反映公司价值的程度来评定公司价值的方法。其比价标准可分三种:一是与类似的已上市公司比较分析显示股市为上市公司所确定的市盈率等指标;二是与类似的已被收购公司比较分析,可以反映出在企业并购市场上同类公司的价值,这个价值通常真实反映了买卖双方就控股或整体收购而进行的谈判及达成的协议价格;三是参考新上市公司的发行价值。

(3)净现值法。又称现金收支折现法,是目前世界各国多数企业并购采用的方法,它通过估计目标公司未来的净现金流量来计算目前的净现值。它的优越性在于能够全面地反映现实:①考虑到竞争和战略方面的因素;②衡量可用于偿付债权人和股东的资金数量;③直接考虑打开资本的时间价值;④考虑到再投资的需要。

由于公司未来的净现金流量的估算不仅涉及行业前景,而且涉及到目标公司的盈利能力。买方可以根据过去的财务资料加以预测,但必要时应加以调整。此外,根据收购的目的不同,并购的价格确定还可以采取盈余倍数法、盈余资本化法、股东价值分析法等。

### 3. 并购方式设计阶段

购买企业与购买一般商品的重大不同点是,后者是一个动态的开放的(生产)系统。在商品交易活动中,买卖双方谈判的要点是规格、批量、价格、交货期、付款方式这样几个问题。而在企业购并交易中,除了价格和付款条件外,很重要的一点是购买结构。所谓购买结构,是指买方或卖方为了完成一个企业的交割,对该企业在资产、财务、税务、法律等方面进行重组,设计出一个更为市场所接受的“商品”。在许多情况下,经过结构设计的这个“商品”与它的原形已发生了相当程度的变化,是更有吸引力的“商品”了。

结构设计是一项复杂的工程,它在很大程度上受到企业原形和客户要求的制约。只能“量体裁衣”,具体问题具体分析。

(1)购买整个公司与购买公司的资产,或购买大部分资产同时接管负债。

(2)让卖方企业与买方企业的子公司合并。可以采取两种方式:一是三角兼并,即买方企业的一个子公司对目标企业实施兼并,从而买方的子公司成为承续企业。这对买方企业来讲,可以控制由兼并而带来的经营和财务风险。二是反三角兼并,即买方企业的一个子公司对目标企业实施兼并后,该子公司丧失独立的法人形式,而目标企业的独立法律形式则存续下来,成为买方企业的子公司。这种方式可以保留目标企业长期经营形成的商誉、特许权等无形资产,有利于兼并完成后企业的持续经营。

(3)从原有股东手中购买股份与通过购买企业发的新股来获取股权。兼并双方通过有关兼并决议阶段,内容包括:①拟进行兼并的公司名称;②兼并的条款和条件;③把每个公司股份

转换为存续公司或新设公司、或其他任何公司的股份、债券或其他证券,全部或部分地转换为现款或其他财产的方式;④公司章程更改的声明;⑤兼并所需的其他条款。

### 4. 股东大会批准阶段

董事会将通过的决议提交股东大会讨论,并由股东大会予以批准,一般在获得有表决权的多数股份持有者的赞成后,决议就获通过。

### 5. 双方签订兼并合同阶段

实际上,公司的并购过程,在一定程度上也是买卖双方讨价还价的过程。当收购前各项准备工作结束后,便进入实质性的关键阶段——谈判。

谈判是成交前最后的、也是最艰苦的一关,其基础是双方的实力地位与并购条款。但投资银行在其中的策略、技巧对最终的成败有着特殊的作用。卖方的重点一般是掩盖那些有损于交易价格的不利事项,并运用一定的谈判手段,把握应给买方揭露信息到何种程度;而买方则尽可能多地了解卖方情况,以判断该项交易的价格是否合理,并运用谈判技巧,争取在讨价还价中占优势地位。

并购活动最终表现为大量的法律文件,其中最重要的是兼并合同。兼并合同必须经各方董事会和股东大会的批准。在兼并合同中,应载明有关事项:存续公司增加股份的总数、种类和数量,或者新设公司的股东分配新股和支付现金的规定,或者新设公司对合并各公司的股东分配股份或现金的规定,存续公司增加资本额和关于公积金的事项,或者新设公司的资本额和公积金的事项,合并时间及新设公司的总部所在地等。兼并合同的登记,兼并合同经股东大会批准后,在规定时间内到政府有关部门进行登记,存续公司进行变更登记,被解散公司进行解散登记。

企业的重组:以大规模股权转移为特征的并购行为完成后,对买方来说,接下来面临的就是对目标公司的重组。首先,是对公司章程的修改与完善。公司章程是公司的宪法,解决了这个前提条件,也就解决了企业重组的法律障碍。在修改过程中应牢记两个原则,一是要利于巩固大股东地位和控制的合法化,二是要利于重组的合法性加速重组过程的推进。其次,要确定重组的策略,包括机构重组、人事重组、财务重组、产业重组、战略重组等。

## 第十二节 借壳上市运作精要

本篇中的经典案例,本章中的运作精要,如果能深研细读,再加融会贯通。说不定,一不小心,也让你给攒出一家借壳上市公司来。

资产重组,顾名思义就是对上市公司的资产结构进行重新组合。它的根本目的,是通过股权更换的方式,对一些上市公司注入优质资产,使面临困境的企业重新焕发活力。而对于注入优质资产方来说,则可以获得“上市公司”这样一种稀缺资源以及这种资源所带来的相关收益。

借壳和买壳是进行资产重组的两种主要形式。借壳方式一般发生在母子公司之间,即上市公司的母公司(集团公司)通过将主要资产售予(注入)到上市公司中去,来实现母公司实质性的上市。借壳上市的基本思路就是在各方面条件受到限制的情况下,特别是在现行的股票发行上市实行额度管理的环境下,集团公司或某个大型企业先将一个子公司或部分资产改造

后上市,然后再将其他资产注入,实行重组上市,从而得以规避现行的额度管理。

买壳上市就是非上市公司通过收购上市公司,获得上市公司的控股权之后,再由上市公司收购非上市的控股公司的实体资产,从而将非上市公司的主体注入到上市公司中去,实现非上市的控股公司间接上市的目的。

我国证券市场首例借壳上市和买壳上市皆发生于上海证券市场,借壳上市的典型案例是天津港将主要资产注入到子公司——上市的津港储运公司,买壳上市的典型案例是康恩贝公司通过收购浙江凤凰,再由浙江凤凰收购其主体企业来实现实质性上市。

但无论通过哪种方式进行资产重组,对于成为重组对象的“壳”上市公司,其积极意义都是不言而喻的。采取借壳方式的上市公司,由于有了强有力的母公司支撑、扶持,业绩可望登上新的台阶;采取买壳方式的上市公司,由于有了充满生机活力的新大股东,注入了相应的优质资产,拓展了新的更有发展前景的项目和产品,从而实现脱胎换骨的大翻身,经济效益和对股东的回报同样也有望出现根本的改观。尽管这种改观可能在重组后的数月,甚至几年后才能得到体现,股市对基本面作出的相应反应总是超前的,股价因此而出现重新定位的现象,应是合情合理的。

### 一、如何“买壳上市”

买壳公司的基本策略与行动步骤如下:

(1)选择上市公司。对上市公司的选择应考虑以下因素。首先,上市公司的经营结构要与购买方企业的未来发展方向一致。如果企业仅将上市公司作为“壳”来利用,以备购买后注入新的盈利项目,那就应选择那些可以在较容易地进行行业转移的上市公司,该公司中的固定资产如机器设备等在资产总额中所占的份额越小越好。就上市公司本身的经营而言由于连续三年净资产收益在10%以上的上市公司才可以获得配股资格,所以,购买方企业当然希望选择那些经营状况较好的上市公司。但另一方面,这些上市公司的原有股东一般也不愿意出售其持有的股份。所以,在选择上市公司时,也要充分考虑原有股东持有股份,特别是放弃其控股权的可能性。

(2)选择购买股票的种类。股票按其发行对象的不同,分为国有股、法人股、普通股。为保证广大中小投资者的利益,维护证券市场的相对稳定,国家对普通股的大宗买卖作了较为严格的规定。而对于上市公司国有股和法人股的购买,则要宽松得多。所以,如果企业持有一家上市公司一定的股份,达到控股的规模,一般应以国有股或法人股作为考虑购买的对象。当然,上市公司股本结构中只有流通股的除外。

(3)通过国有股、法人股协议的转让与二级市场收购争做第一大股东。国有股、法人股协议转让是指在二级市场以外,由双方订立一个转让协议,制定一个转让指导价,进行国有股和法人股的转让,从而达到参股或控股的目的。它是与二级市场购并相对应的一种方式。在西方发达国家,企业并购的主要方式是二级市场并购。但是,在我国,由于法规和股本结构的特殊性,二级市场并购受到诸多因素制约。国有股、法人股协议转让则表现出明显的优势,已成为我国企业并购和资产重组的主要形式。

从1994年6月中侨投资受让绍兴百大6.27%的法人股,首开非流通股份协议转让之先河。此后,上市公司的股权转让已在股市中频频亮相。1997年有关上市公司重组的题材满天

飞,多达 343 家。其中涉及上市公司国有股、法人股股权协议转让的就占 1/3 还多,而且呈现出转让规模越来越大、涉及行业地区越来越多、发生频率越来越高的特征。国有股、法人股转让之活跃程度空前。

(4)以净资产为基础,以法人股当初购买的价格为依据,并考虑利息与股票市价等因素,确定法人股受让价格。请参见下列 1997 年深沪部分上市公司股权每股转让价格情况一览表:

表 2.2.3 深沪部分上市公司 1997 年股权每股转让价格情况

证券代码	上市公司	受让方	转让价格(元/股)	上市公司每股净资产
0504	港澳实业	海南国邦集团	1.00	1.69
0546	吉轻工	吉林国投	2.05	2.05
0688	涪陵建陶	康达尔	2.68	2.55
600607	联合实业	上海实业	3.88	2.20
600635	浦东大众	上海大众企业管理局	4.30	3.24
600637	广电控股	上海仪表控股	2.00	1.54
600641	众城实业	中远上海实业	3.00	2.00
600647	新亚快餐	深圳粤海投资公司	2.50	1.24
600737	新疆屯河	新疆石油管理局	2.85	2.62
600879	武汉电缆	海南华银国投	2.14	1.62

(5)修改目标公司章程。利用买壳公司系统的庞大网络与经营优势,对目标公司主业进行调整。

(6)购买方式:①现金购买。这种购买方式一般适用于资产大于负债的企业,其购买价格为上市公司的净资产。②股权置换式。即以购买方企业所拥有的其他企业的股份作为变换条件,来置换上市公司的股份。

(7)争取地方政府的支持。我国大多数上市公司都是由原来的国有企业经过股份制改造后形成的,所以,在其结构中国有股占有相当的比重。而持有这些国有股的大多是地方国有资产管理局、投资管理公司或原企业集团。如果企业想购买上市公司的国有股,就需要获得地方政府的支持,这是购买成功的前提,也是最重要的因素。

## 二、资产如何重组

一家非上市企业往往仅对上市公司的“壳资源”感兴趣,希望通过收购股权以达到“买壳上市”或“借壳筹资”的目的,因此对上市公司本身的资产并不感兴趣。更重要的是,收购盘小绩差的上市公司往往使用的资金相对较小,能够用较小的资金收购一家上市公司是非上市企业的主要目的。同时,业绩较差的上市公司的原有大股东转让股权的意愿也较为强烈,容易发生股权转让行为。而通过资产重组,往往可以使“壳”公司的业绩发生较为明显的改观。但如何进行资产重组呢?下面介绍三种方式:

(1)资产置换式:即剥离上市公司原有不良资产,同时将新股东的优质资产注入上市公司,如联合实业。上海实业及一家香港公司分别从联合实业的原股东处受让 29%和 25%的股权,上海实业成为第一大股东对联合实业进行资产重组,将联合实业原有不良资产剥离后,上海实业

可获得一次性转让差价收益 500 多万元。同时上海实业还将高科技企业注入联合实业,为其每年带来近千万元利润,联合实业的主营业务也将逐步从纺织行业转向高科技行业。

(2) 资产注入式:其主要内容是将新股东的优质资产注入上市公司,通过资产重组,上市公司主要得到的收益是优质资产所产生的新利润。此类资产重组由于上市公司本身实力较差,缺少资金,因此重组中往往是向上市公司注入一笔资金,然后上市公司利用这笔资金进行资产收购行为,这样获得的优质资产可为其带来新的利润。但由于上市公司原有的不良资产没有剥离,因此旧的亏损仍将发生,且重组资金的借入将给上市公司带来一定的财务负担。所以此类资产重组的上市公司在达到配股资格后,需通过配股以改善企业的财务结构。案例如国嘉实业,北京和得实业与一家美资公司分别从国嘉实业原股东处受让 36% 和 29% 的股权,北京和德实业首先向国嘉实业提供 2 亿元委托贷款,其中 80% 用于资产重组,然后又将下属一家高科技公司与国嘉实业下属的两家经营状况不佳的子公司进行资产置换。重组前该公司的 1997 年中期亏损 220 万元,重组后 1997 年全年预计达 0.45 元/股。而且随着 2 亿元贷款的逐步到位,该公司还将有进一步的资产收购行为。可以预计国嘉实业未来的业绩会很诱人。

(3) 资产剥离式:其主要内容是剥离上市公司原有的一些不良资产或积压资产,使上市公司通过转让不良资产减少亏损,通过高价转让资产还可获得一笔可观的差价收益。更为重要的是通过将上市公司原有的一些非经营性资产或非主营业务重点资产的转让,以使上市公司将资金集中于主营业务方向。因此,该类重组往往发生在一些主营业务前景较好只是副业或不良资产的拖累造成经营不善的上市公司。在此类资产重组中,上市公司短期业绩的改善主要靠资产转让的一次性差价收益,而上市公司的长期经营状况能否好转,取决于上市公司的主营业务能否借此良机摆脱不利局面,进入良性发展轨道。如上菱电器,虽然该股总股本 3.2 万股,但是上海电气集团通过无偿划转方式获得上菱电器的国有股权,因此不受该公司总股本大小的影响。其资产重组方案的主要内容是剥离了上菱电器原有的 4 家经营亏损子公司、合资公司的股权,使上市公司摆脱了不良资产对其业绩的不利影响,并且剥离了一些土地、房屋等非经营性资产,进一步盘活了资金。上菱电器还将把 6—7 亿元转让资金逐步投入其主营业务的生产和研究,以后借助上海电气集团的实力进一步加强主营业务的发展。另外上菱电器还可以通过转让获得相当的差价收益,使其业绩短期内有较明显的改观。

### 三、并购资金如何解决

目前,在利用证券市场优化国有资源配置方面存在一个矛盾,一方面需要通过上市公司购并来促进国有资源的资源优化配置;另一方面不少上市公司由于多方面原因经营业绩不佳,负债率较高,从而难以按照现有的法规获得并购资金。同时,公司业绩往往存在行业性业绩不平衡问题,如钢铁行业、汽车行业、轻工行业和房地产业上市公司的业绩普遍较差。这就需要上市公司在并购资金的取得上进行制度创新,采取积极措施解决上市公司购并的资金来源问题。

从国际经验来看,上市公司可以从如下三个方面进行鼓励并购的创新。

(1) 允许上市公司发行新股、发行可转换债券和发行公司债券等筹集并购资金。这方面的法规已经比较多,当前实施的案例并不多。目前可以对所处行业需要重组但行业性业绩较差的上市公司,如钢铁类上市公司、大型化工类上市公司等给予这方面的政策优惠。

(2) 鼓励上市公司进行杠杆并购。杠杆收购(LBO)亦称举债式并购,是指收购方式以目标

公司资产作为抵押,通过大规模的融资借款对目标公司进行收购的一种手段。在西方杠杆收购中,常由投资银行先借给收购者一笔“过渡性贷款”去买股权,取得控制权后,安排由目标公司发行大量债券筹款来偿还贷款。由于发行债券后公司负债比率过高,而使信用评级低,因而发行利率一般高达15%以上吸引投资者。收购成功后,收购者再用被收购公司的收益或依靠出售其资产来偿还债券本息。成功与否取决于并购后目标公司经营的收益率与借入资金成本的对比,若收益率大于成本,则可以大幅度提高并购方的收益;反之,则会大幅减少并购方的收益。

深金田并购林州火电厂和棱光股份并购恒通公司电表厂的付款方式实际上有杠杆并购的性质。深金田并购林州火电厂的分期付款方式是8094万元的并购价格自1998年12月起分三年完成,棱光股份支付给恒通公司的并购价格共1.6亿元,首期支付0.8亿元,其余0.8亿元3年分期付款支付。

(3)根据实际情况鼓励上市公司利用国有股进行股份并购。

### 第十三节 借壳上市代价几何

有业内人士讲,1997年买一个壳,即取得控股权的代价是6000万元。1998年是10000万。

当然这是一种仅供参考的说法。实际操作起来,借壳的代价应是因借壳而引发的一系列代价的总和。而且,对其操作也是一门很精深的艺术。

一般人只想到借壳的种种好处。但康凤重组失败案例,则告诉您,借壳“借”不好,也会让您倍尝自酿的苦酒。

借壳上市要付出代价,这是很自然的问题,但代价付出的多少却是一门艺术。采取不同的经营策略的公司对借壳的看法不同,目的就不同,因而他们对成本的取向也存在很大的差异。显然,“为卖而买”与为长期投资而买壳的公司会有不同的重点。对于“为卖而买”的公司而言,他们更重视对壳的包装及短期效益的取得,虽然也要向壳注入资产,但其目的更多是为了调整其“账面价值”,并不打算对其进行长期性的改造。因此,其对代价考虑主要注重“壳”的控股成本,多以提高“壳”的市值为出发点,以便在将来卖个好价钱;而对于将“壳”作为沟通与资本市场联系,吸纳资本的“吸管”的买壳公司而言,则不但重视“壳”的短期效益的取得,更重视从壳的长期发展对进行培植。他们的代价考虑更为全面,不仅有短期投入,更有长期投入,将壳作为其长期资金的渠道进行精心的培育。

#### 一、借壳成本代价

借壳上市作为一种资本运营方式,其代价付出不仅包括借壳公司的直接付出,也包括“壳”的成本付出。因为公司买壳后“壳”的效益也是间接影响公司股权利益的重要因素,所以成本不只是普遍的财务概念,而应作为公司借壳而引发的一系列代价的总和。一般情况下,公司借壳有以下几方面的代价:

## 公司购并

(1) 获得控股权的代价: 获得控股权则意味着要取得“壳”的相对多数的股权, 这对于买壳公司而言是一笔不小的现金付出。从我国已有的购并案例看, 上市公司的购并主要采取以市价收购和协议收购二种方式。其中, 在二级市场收购易演化成敌意收购而导致目标公司的强烈反对, 同时市场反应也较为敏感, 使得这种收购方式成本较高, 也较难成功, 而协议收购则是在双方协商基础上的股权善意转让与受让, 市场反应较为平静, 而且从光大收购玉柴法人股, 恒通受让棱光国家股以及奥海集团受让新亚快餐法人股来看, 对这种收购, 证监会是持鼓励态度将豁免其强制收购要约的义务的。可见, 从控制成本看, 采取协议方式收购上市公司法人股和国家股应为公司买壳的首选方案。我们可以从下面表格(2.2.4、2.2.5)案例中得到启示。

表 2.2.4 国家股、法人股重组型购并事例举要

序号	名称	控股对象类型	最多持股比例	结果	备注
1	恒棱事件	国家股	35.50%	成功	棱光后反向收购恒通子公司
2	中绍事件	法人股	9.21%	退出	中桥于 97.2 公告股份全部转让
3	金杯事件	国家股	51.00%	成功	一汽跨地区收购金杯
4	北旅事件	法人股	25.00%	成功	日商联手跨国收购
5	一工事件	国家股	31.11%	成功	辽工集团受托管理国家股
6	永生事件	国家股	28.00%	成功	英雄购并永生

表 2.2.5 国家股、法人股重组型购并受让价一览表

序	股票名称	受让价(元)	公告日	同期市场价	价格倍数	同期每股盈利	受让价市盈率	市场价市盈率	市盈率倍数
1	棱光实业	4.30	94.04.29	12.11	2.80	0.24	17.90	50.45	2.82
2	绍兴百大	1.60	94.06.03	5.70	3.56	0.23	6.96	24.78	3.56
		1.30	95.06.10	5.60	4.31	0.15	8.67	37.33	4.31
3	浙江凤凰	2.02	94.06.04	5.37	2.66	0.10	20.20	53.70	2.67
4	金杯汽车	1.15	95.02.08	1.80	1.57	-0.26			
5	北京北旅	2.03	95.08.11	8.50	4.19	-0.19			
6	上海永生	3.38	96.10.29	11.78	3.37	0.18	18.78	65.44	3.48

注: 1. 同期市场价为公告日或第一个交易日收盘价  
 2. 价格倍数 = 市场价/受让价  
 3. 同期每股盈利为受让当年年度财务报告公布的数据  
 4. 市盈率倍数 = 市场价市盈率/受让价市盈率  
 5. 资料根据《上海证券报》相关数据计算、整理

(2) 控股后注入优质资产的代价。即公司将自身的优质资产以一定比例折价注入上市公司, 以图在短期内改善期经营状况及财务状况。这种注资方式目的在于“壳”获得了宝贵的优质资产, 又照顾到了“壳”公司的承受能力。既有利于上市公司短期内业绩回升, 又有助于其长期发展。如, 中国国际信托投资公司 1990 年 1 月收购泰富 51% 的股权之后, 将大角嘴中心、裕林工业中心及冷冻仓库等优质资产注入泰富, 仅前两项就价值 6.2 亿元, 但中信只作价 5.5 亿元。虽然折价成本在亿元以上, 但这为泰富当年就盈利 1.53 亿元, 较上年增长 100% 的骄

人业绩奠定了坚实的基础。

(3)重新运作代价。公司买壳后,要对“壳”进行重整,小则要调整人事结构,改善经营方式;大则要改变主营业务,重建销售网络大刀阔斧地进行资产重组。这将付出以下代价:一是控股后对“壳”的不良资产的处理成本。现实的情况是大多数买壳成功的案例都不同程度的存在“壳”的经营管理不善,经营面临困境的问题。公司买壳后对其进行改造所需面临的首要问题是怎样处理其原有的劣质资产,特别在公司决心改变“壳”的主营方向时,对其实物资产的处理更是一个较为棘手的问题。解决的方法无非是多提坏账准备,加折旧和折价转让,这对买壳公司的股权是一个抵减,应视作成本。二是控股后如作重大人事变动,则会带来原有人员的解聘费用和增聘人员及人员培训的费用。这虽然直接是壳的财务费用,但这也同样影响着控股公司的股权利益和经营状况迅速改观,为保证“壳”的经营和业绩的稳定,控股公司实际上最终要支付这笔费用。三是“壳”形象重塑成本。壳的经营战略的变化,优质资产的注入,财务及人事调整都是对壳的重新包装。而这些信息要充分传达给投资者,在其心目中树立起上市公司的崭新形象,重建投资者的投资信心,都要靠公司大力宣传,由此也会带来一定的成本、费用支出。

(4)控股后保持壳业绩的代价。保持高比例送配被认为是绩优的表现,因此,公司买壳后,为了使“壳”公司股票在二级市场上得到更多投资者的青睐和追捧,营造好的筹资范围,往往在财务和经营策略上对“壳”采取倾斜政策,如以较高的价格收购“壳”公司的产品,以低价供应原料的方式使其保持较高的利润等。

(5)维持“壳”持续经营的代价。如果公司买壳不是“为买而买”,而是为了获得与证券市场的沟通,发挥“壳”的筹资功能,就必须从长计议,为“壳”的持续增长作长远的扶植和帮助的打算。因此,公司要不断地给予投入,即使在“壳”已具备了自我扩张能力之后,也要以某种投入的方式保持这种良好的合作关系。同时,面对市场上形形色色的可供选择的上市公司,还须通过以下三个内容进行评估所付的代价。一是“壳”的市场形象问题:①“壳”的历史定价影响着上市公司配股定价的高低,因而在一定程度上影响了其筹资的能力。②“壳”历史业绩影响着壳的未来分配政策为使公司保持壳的绩优形象,不得不尽量实施不差于原来的分配方案。③“壳”的市场表现不佳,交投不踊跃,将使投资者对其兴趣冷淡,导致公司配股发生困难;二是“壳”的财务状况:①资产负债比例失调,财务费用过多,间接抵减公司控股权益。②净资产的缺乏使公司必须以某种方式(现金支付、股票互换)无偿注入资产以保证其持续经营和保持一定的扩张能力;三是“壳”的行业及产品前景。如果“壳”所在的行业是“夕阳行业”或长线行业,“壳”原来的产品在其生命周期中已处在后成熟期或衰弱期,其市场份额正日益缩小,买壳公司就要对其作转业考虑,从而造成一些间接成本支出。

总之,以最小的投入获取最大的收益并非易事。但只要借壳公司依据上述三个内容对“壳”资源进行全面、客观地评估,并量力而行,想必是会达到其预期目的的。

## 二、借壳失败的代价

借壳上市作为一种资本运营方式,使用不当也会前功尽弃或损失惨重。因此,在我国证券市场上“百炒不厌”的资产重组案中也是“几家欢乐几家愁”,许多教训值得深思。请看下列个案:

### 1. 康恩贝——浙江凤凰资产重组失败案例

在康恩贝集团出让其所持全部浙江凤凰(600656)股份,退出浙江凤凰,华源集团、交联电缆等新股东入主之后,我国证券市场最早的股权转让和资产重组案例之一——“康凤事件”就此划上了一个并不圆满的句号。对浙江凤凰来说,这只是企业日常运作中一个新的开始。然而,仔细分析我国证券市场上具有历史意义的“康凤事件”,总结一下这个案例的教训,这对当前众多上市公司和非上市公司的资产重组来讲,都是非常有意义的。其教训主要有五个方面:

(1) 运作环境不佳。毫无疑问,在我国证券市场上,“康凤事件”是开风气之先的。浙江凤凰国家股权转让发生在1994年6月,收购康恩贝集团制药有限公司发生在1995年12月,浙江凤凰与康恩贝集团的合并是1996年下半年提出的。在当时浙江凤凰股权转让和资产重组的思路,都是具有相当的开拓性的。但是同样不可置疑的是,当时的大气候、大环境,还没有形成对资产重组的支持和配合,既缺乏扶持的政策,有关企业资本运作和重组的技巧也不成熟,仅靠企业单枪匹马的努力,资产重组显然难以奏效。

(2) 收购方实力单薄。“康凤事件”表明,实力强大的母公司是上市公司资产重组成功的关键。尽管国外不乏“小鱼吃大鱼”的重组案例,但这是建立在完善的融资市场和熟练的重组技术之上的,国内证券市场尚不具备这样的条件。在“康凤事件”中,康恩贝集团在入主浙江凤凰前一年,即1993年,总股本为8100万元,总资产为2.1亿元,股东权益13326万元,税后利润2014万元,而当年浙江凤凰总股本5214.5万股,总资产2.06亿元,两家规模差不多,母公司对于上市公司资产重组的支持也就十分有限了。特别是在两家企业效益同时滑坡时,母公司自然无法注入更多的优质资产来维护上市公司的业绩,从而处于一种无能为力的境地。对此,一位“康凤事件”的当事人作了生动的描绘:“康恩贝集团效益不错,但已经拖不动浙江凤凰这条又大又破的船了。”

(3) 剥离与资产注入同样重要。“康凤事件”的失利告诉我们,在资产重组过程中,资产剥离与资产注入同样重要,甚至更加重要。1995年,重组后的浙江凤凰确实一度辉煌,创下每股收益0.31元的佳绩。但好景不长,一旦注入的资产——制药公司盈利能力下降,浙江凤凰原先的不良资产迅速发生作用,结果不仅吞蚀了新资产的盈利,更产生巨大亏损,1996年每股收益为-0.61元。这个教训提醒所有上市公司,在资产重组中绝不能忽视不良资产巨大的负作用,而应该尽量做到轻装上阵。

(4) 管理体制未理顺。在康凤资产重组的操作过程中,两者的不完全合并以及管理体制未理顺也造成了不小的负面影响。浙江凤凰收购康恩贝集团制药公司95%产权后,未能理顺上市公司——制药公司——康恩贝集团的经营管理体制,使得制药公司的销售受到影响,成本费用上升,直接影响了效益,牵制了浙江凤凰的业绩增长。

(5) 入主时机不成熟。“康凤事件”还提醒上市公司要注意资产重组的时机把握。康恩贝入主浙江凤凰时,我国宏观经济处于调控期,康恩贝集团和浙江凤凰的业绩同时滑坡,而此时要改善浙江凤凰的业绩,可谓回天乏力。而如果资产重组发生在宏观经济周期启动时期,两家公司的业绩处于上升期,浙江凤凰的业绩提升,资产重组的成功,自然要理想和容易得多。

应该说,作为沪市“老八股”之一、且最早在异地上市的公司——浙江凤凰两次资产重组的失败经历和教训,值得所有已借壳或拟借壳公司认真吸取。

## 第三章 公司购并大表现

### 第一节 延中实业 再为投资者上课

由于股本结构特殊,股份全部上市流通,总股本也较小,延中实业一直成为股权争夺之焦点,93年的“宝延风波”就曾经使延中实业名噪一时,股价震荡之大也令人叹为观止。时至虎年之春,借北大参股之威名,延中实业以其优秀的表现又为投资者上了生动的一课。

#### 一、平静的前奏

由于延中实业业绩一般,公司经营也处于相对的稳定期,加之宝安入主延中后,股权结构相对稳固,题材也相应趋于平淡,故其市场表现颇为一般,特别是在自1997年5月至1998年1月长达8个月的时期中,延中实业股价经历了一个相当平静的低迷期。1997年5月12日沪市大盘汹顶1510点之后,延中也接连下挫,一路低走,其间大盘虽有反复,但该股的股价却一直萎靡不振,交投也异常清淡。到1997年9月份,延中股价由11元平台再下一个台阶,在9月底至98年初长达4个月的时间中,延中股价基本围绕在9元左右波动,市盈率也即在30倍左右,甚至在1997年11月25日至1998年1月8日、沪市大盘上扬幅度超过10%的情况下,延中实业股价却仍在9元附近踏步。

伴随着股价的低迷,延中成交也明显清淡,日成交量基本维持在几十万股的水平,最低时仅有10余万股,这对一个拥有上亿股流通盘的个股而言,这个成交量水平显然是太平静了,平静地像一潭死水。也许正应了像“不在沉默中死亡,就在沉默中爆发”这一句名言,延中实业过份地低迷整理,引起了少数嗅觉灵敏、富有经验的人士的警惕,而其特殊股本结构和购并概念,显然也更引起了资金主力的关注。静极必动,也许,一场惊心动魄的策划就在此时悄悄展开了,1998年1月13日,伴随着大盘的剧烈震荡,延中实业久盘的股价以进一步探低8.39元完成了最后一跌,也完成了技术上的诱空过程,好戏就要开始了。

## 二、一飞冲天

好戏是从 98 年春节后开始的,应当说,节后大盘近一个半月的持续低迷,为资金主力发动袭击提供了有利的契机。2 月 9 日,节后第一个交易日,伴随着大盘高开,延中实业也高开高走,终盘报收于 9.89 元,拉出一条中阳线,与股指高位收阴形成鲜明对比,值得注意的是,该股的成交量一改节前二、三十万股的水平,异常放大到 158 万股。第二个交易日,延中在略有探低后,更是一反大盘疲弱走势,继续高举高打,强大的买盘将股价推至 10.88 元的涨停板位置,成交更放出天量 659 万股,列当日沪市资金流向的前列。

成交量的异常放大,股价的异常坚挺,明显显示出实力资金拉高吸筹的意图,但沉浸于熊市心态的多数投资者仍仅仅将其视作是延中超跌反弹的结果,并未敢作更高打算,一些持有者的持筹信心,也开始动摇,陆续被震仓出局,特别是在此后的几个交易日中,延中股价一直维持小幅盘升的走势,小阴小阳间或排列,每日涨幅均不超过 7%,资金主力一方面利用此机会继续小幅加仓,另一方面也通过这种盘中震荡对浮筹进行清洗。与此同时,爱使、小飞乐等其它几只“三无概念股”也有明显的资金入驻迹象,涨势也颇引人注目;“乱花渐欲迷人眼”,周边个股的炒作,在一定程度上也掩盖了主力建仓延中的真正动机。精明的市场人士可以看出,延中这一阶段的成交量一直维持在一个较高的水平,K 线组合也非常具有攻击性,主力建仓的欲望非常强烈,至 2 月 17 日,延中收盘价已达 11.75 元。

终于,1998 年 2 月 18 日,延中题材开始露出冰山一角,延中第一大股东宝安集团发布公告,宣布减持延中股份,减持比例为总股本的 1.9999%,减持后宝安持股比例由原有的 19.8% 减至 17.8001%。消息既出,引起市场种种猜测:在大股东抛售股份的情况下,股价居然大幅上涨,究竟是收购之战,控股之争,还是纯粹的市场炒作,市场莫衷一是,各种传言也不胫而走。正当市场纷纷揣度、怀疑之时,延中当日复牌后大幅低开,引发一些恐慌性抛盘涌出,但随即被主力大笔买单接走,当日以 12.10 元高价报收,成交达 443 万股,第一次减持股份消息的出台,又一次成为主力吸纳的良机。随后的几个交易日中,延中股价继续一路走高,成交量更是空前放大,2 月 19 日、20 日、23 日、24 日几个交易日的日均成交量达到 800 余万股,2 月 25 日,延中发布风险提示性公告,这丝毫没有阻滞主力吸筹的步伐,当日收盘价达到了 14.65 元的高价。距 1997 年 5 月份高点 16.65 元仅有 2 元,股价开始面临冲关问题。

延中股价冲击前期高点时的表现充分显示了资金主力的强悍和有备而来。冲关前,市场热情已经被充分调动起来,北大欲控股延中的消息也开始在市场中流传,延中股价累计涨幅也超过了 50%,资金主力开始意识到,利用冲关契机有必要对前期浮筹作一次彻底的清洗。于是借助市场热情,主力先是奋力拉高冲关,2 月 26 日、27 日两个交易日均拉出长阳,日成交量也首次突破 1000 万股大关,原高点被踩在脚下,然而,紧接着的 3 月 2 日,主力利用大盘低开低走的颓势,刻意打压震仓,主力在震仓时也显示出了无比的实力和决心,延中当日冲高回落,股价竟被打压至跌停板报收,这种震仓手段确实较为罕见,许多中小散户及机构认为风向倒转,消息有变亦纷纷杀跌,恐慌盘汹涌抛出,恰好落入了主力的圈套。

在此之后的十多个交易日内,延中主力继续利用宽幅震荡震仓洗筹,股价也基本在 14~17.6 之间作宽幅箱体运动,似乎一切均已风平浪静,但仔细观察这一阶段的成交量,可以发现延中成交量又突然萎缩到 20 万股左右,筹码锁定程度显然进一步提高。即使 3 月 18 日,宝安

第二次宣布减持延中股份 1.9999% ,当日成交量也表现平平 ,市场热情的逐渐降温 ,成交量的逐渐萎缩 ,资金主力显然对洗盘效果较为满意 ,持筹量也达到一定水平 ,认为冲关的契机到了 ,1998 年 3 月 23 日 ,延中突然放出 759 万股的大成交量 ;将股价推至 15.96 元的涨停位置 ,次日顺势上扬 ,宝安集团此时的减持步伐显然也在加快 3 月 25 日 ,宝安第三次发布减持股份公告 ,持股比降至 13.8003% ,当日延中复牌后又被大笔买单拉至涨停板 ,股价的上升空间被打开了。

有关延中的传闻在愈来愈强的市场走势中逐步得到证实 ,而此时 ,大盘也开始在重组题材的带动下终于走出颓势 ,发动上攻 ,延中实业也成为购并大军的一面旗帜。在后市的上涨中 ,由于市场信心大大增强 ,筹码锁定率高 ,延中并未放出大量 ,股价一鼓作气冲破 20 元大关 ,至 4 月 3 日已达到 21.70 元高位 ,较原始启动价位已达到翻番的目标。这时主力持筹在手 ,已然高枕无忧 ,静待消息明朗后拉高。这一阶段 ,消息也在市场中逐步得以扩散 ,一些中小散户和机构也开始关注并介入 ,而大的主力已没有大的建仓动作 ,延中股价也呈小幅盘升的走势 ,成交量萎缩带有明显的散户行为。这期间 4 月 7 日、4 月 25 日 ,宝安集团又两次宣布减持延中股份 ,持股比例降至 9.8005% ,两次消息公布后 ,延中成交量反而出现萎缩 ,这也一定程度上显示出筹码锁定性较高的特征 ,主力胸有成竹 ,万事俱备 ,只欠东风了。随着消息的逐渐明朗 ,最激动人心的一幕终于来临了。

### 三、水落石出

随着延中股东大会的临近 ,消息离水落石出的日子也越来越近了 ,5 月 5 日 ,延中小幅杀跌诱空后 ,5 月 6 日、7 日、8 日 ,一改平日盘升走势 ,延中股价大幅拉升突破 ,5 月 8 日更是以涨停板 26.70 元报收 ,5 月 11 日 ,神秘的面纱终于揭开了 ,北京大学及其所属两家企业发布举牌公告 ,宣布截止至 5 月 8 日 ,北大所属企业北大科学技术开发公司和北京正中广告公司分别购入占总股本 3.2964% 和 1.7036% 的延中实业股份 ,加上北大方正和北大资源集团购入的股份 ,北大所属关联企业合并持有延中实业股份超过 5% ,成为延中实业的第二大股东。该消息公布当日 ,延中复牌即拉涨停 ,并在北大以少胜多入主延中实业之后 ,更是创出了 34.99 元的天价。北大成功入主延后 ,使延中成为与清华同方、天大天财等并列的高科技概念股 ,无论如何 ,其目前的高定位已得到了市场的普遍认同 ,三个月来 ,延中股价实现了 200% 的升幅 ,市场主力获利丰厚 ,可算是功德圆满。

延中的飚升走势已暂告一段落 ,但困扰市场的几个悬念依然对其后市发展有着重要的影响 ,如 :宝安会否淡出延中 ,北大会否增持延中股份 ,北大如何重组延中等等 ,后市的风险与机遇并存。总之 ,通过北大举牌延中这一事件 ,“三无概念股”以市场中罕见优良的股本结构 ,更具有优势的“壳资源”价值足应引起投资人士的重视和重新认识。

## 第二节 兰陵陈香 香溢股市

小商业摇身成为美酒飘香。在去年借壳上市的个股中 ,兰陵陈香二级市场的表现一直被

尊为典范之一,可谓香满股市。

### 一、上市后,一直未有良好表现

兰陵陈香的“壳”是山东环宇。这是一家于1989年3月正式成立的山东省第一批公开发行股票的股份制试点企业。该企业经过四年的股份制运作后着手进行整理规范,并于1996年7月26日在上交所正式挂牌交易。

该股上市伊始,因其隶属商业板块,业绩和行业前景均属中流,加之1996年6月至7月之间正是扩容高峰期,所以首日仅创出11.27元的最高价位,收出一根带有长长的上下影线的小阳星,说明原始股东变现欲望强烈。当日换手率达53%,也说明抛压比较重。随后该股在连收三阴的态势下逐级滑落,直至9月22日始终围绕着9元上下波动,成交量萎缩显示出交投比较清淡。我们知道这一时期正是深市热热闹闹大炒高成长绩优股的时候,所以报表显示业绩略差的环宇肯定不会引起投资者的兴趣。9月23日该公司实施了1995、1996年度10送5股的分配方案,希望快马加鞭迎头赶上,但是盘中显示除权后的较低股价仍缺乏吸引力,虽然成交量缓慢放大予以配合,也收出过三阳夹一阴的攻击形态,可始终突破不了7元的阻力位。因此,从9月份到11月份中旬环宇又进行了横向整理。而此时,深市风云突变,投机商们开始将目光对准了低价三线股,一时间垃圾股鸡犬升天,东北电曾经一日内暴涨137%,低价股炒作的机会降临。

在沪深两市风风火火狂炒三线股的风暴中,山东环宇迎来了其上市后的第一个春天。股价一举突破了7元的压力,迈向9元大关。但好景不长,12月16日,人民日报发表了评论员文章并设定了涨跌停板制度将狂热的投资者从梦想中拉回到现实中来。二级市场一片愁云惨淡,虽然在12月12日已有部分消息灵通人士大举抛售,导致环宇收出一根长阴,但是大盘三个跌停板,像环宇这种被株杀的三线股还是在劫难逃。最低在跌至4.7元之后,环宇股份止跌并进入到恢复整理期。但是暴跌之后的修复工作是十分艰巨的。尤其是被声讨的低价股更是没有扬眉吐气的机会。此时的环宇已不折不扣地被划分到三线股中,投资者也不敢将热情倾注到这一板块。

### 二、行情萌动

1997年春节过后,主力改变操作策略,将投机的矛头指向高价绩优股。在这一板块涨幅甚者达到300%的情况下,市场又趋疯狂,导致管理层再次连续出台降温措施,抑制过度投机。环宇股份随大盘亦步亦趋连续下次低。7月3日创出上市后的新低3.96元,这不仅与其业绩大幅滑坡,1997年中期亏损达447万元有关,而且与公司领导层没能锐意进取,使公司连最基本的运转都难以维持密切相关。至此,山东环宇已丧失了配股资格,希望从二级市场筹资摆脱困境的梦想已破灭,公司资产重组的意向和压力萌动。此时部分先知先觉的机构开始入场吸货。盘中显示,7月中下旬该股在底部放量,并很快脱离了底部区域上涨20%步入到4.5元以上构筑的平台区域。值得重点关注的是,这一横盘将近两个月的平台,是先知机构吸得最低价的筹码的阶段,成交量始终不是放的很大,基本上保持每日平均3000手,而且此时我们知道正是大盘在经历了以仪征化纤为代表的大盘低价H股很快扬升之后,自1260点下挫至1025.13

点,这一牛、熊难辨,市场暂失风向标的迷惘时期,而环宇股份在上涨了20%之后不仅站稳了4.5元大关,而且从盘面观察,每日均有大的卖单出现,压盘吸货的迹象比较明显,而且盘中抛压较轻,根本没有把股价打压下来的意愿。

应该说这一时期介入的投资者是获利最大的赢家,但是他必须耐得住两方面的考验:一是横盘时间较长并且丝毫没有随时拉升的痕迹;二是消息面比较平静,除了公司上层领导以及市政府有关要员外,投资者对于项目详细情况与进展程度知之甚少。大资金轻率的介入也面临着两种风险。第一种是如果项目进行顺利,年终收益是否能够体现出业绩上的改观?如果项目失败了,年终亏损是必然,所以报表风险比较巨大。第二种是如果大资金全面介入,对于每日仅30万手的成交量而言势必造成一种冲击,抬高市价。这一风险在7月31日曾经得到过体现,该日以99万手的成交量瞬时冲高到5.3元,着实令投资者大开眼界。可以看出环宇股份自3.69元上冲到5.3元,这40%的升幅充分表明在消息面平静,大资金还没大举介入的背景下,仅仅凭借朦胧的重组传闻市场就显示出了强烈的介入特征并产生了良好的预期效果。这当然与十五大以后资产重组在全国形成了强大的冲击波,资本市场成为万众瞩目的焦点密切相关。

8月26日环宇股份1997年中报正式公布,主营收入大幅滑坡,主营利润-478万元,每股亏损0.048元。当日下午复牌后,该股股价应声而破,一度下挫4.16元,注意此时正好成为消息灵通人士入场吸货的绝妙良机,因为阻碍其入场的中报风险已释放,股价不仅没有跌停,而且成交量较前日放大近一倍,大主力在中报公布的当天已正式开始大规模入场抢筹了。紧跟着的三个小红兵又将股价推至平台之上,成交量不减。经过一个交易周的压盘吸纳,主力已显出急不可耐的焦躁情绪,因为在市场普遍看好,公布了亏损中报后该跌不跌的状况下,持有者大都紧按住筹码不撒手,压盘吸货的操作策略已不能满足大资金的需求,时间就是金钱,谁最先毫不迟疑地抢得廉价筹码,谁就会在这场游戏中获得取胜的更大把握。

9月8日,出征的号角正式吹响,在以4.7元开盘后,稍有回探即迅速展开了强劲的上攻行情,成交量急剧放大,盘中三位数成交单屡见不鲜,当日以涨停报收时成交量达339万股。应该说部分触觉敏锐的投资者已闻到了一丝火药味,除主力对敲拉升股价以使得不明就里的中小投资者,抛出手中看来已稳获得超额利润的筹码外,盘中跟风者亦络绎不绝。但是随后第二日跳空高开,仍然没有吃足底部仓位的主力摆出一幅霸王硬上弓的姿态,快速冲高后即在均线附近横盘,既像拉高出货,又似盘整吸筹,致使前期入场的低位筹码大有获利变现,落袋为安之意。消息面仍无风吹草动,此时获利出局对于中小散户来说应该是对自己的资金负责之举,而这正中主力调虎离山之计,特别是午后一波快速打压远离均线,演了一出落荒而逃的闹剧,更加坚定了散户的抛货决心。

主力现在已达到了拉高震仓吸筹的目的,并于当日放出5月份以来最大的日成交量781万股,其巨额建仓,基本已持仓60%,可运筹帷幄,游刃有余了。需要指出的是经过主力资金梳络之后,环宇股份资产重组的消息基本在业内人士之间互相传播。我们知道1997年下半年,资产重组由原来的一种简单的“题材”或“概念”上升成为一个被市场认同,既充满希望又不失理性的投资理念,并被投资者认为是企业改善业绩增长利润,转换行业属性的一种重要且有效的企业经营行为。而且临沂市政府大力支持,各职能部门积极撮合,一个拥有宝贵“壳”资源的老总和一个实力雄厚企业老总一谈即合,迅速达成了共识。随即聘请南方证券公司担当重组财务顾问,着手进行环宇股份的资产评估及法人股的转让等工作。所以在市场预期进一步

提高,主力掌握的信息越来越完备的后一个交易周里,环宇的股价基本上保持一种小幅攀升,大幅震荡的格局。这时主力所考虑的问题是重组消息尚未公布,大幅飙升还没有市场基础,而且也很容易造成一种穷凶极恶的技术形态,所以保持震荡攀升,既可考察市场对其股价定位的认同,又可使均线系统带量跟上以吸引更多的资金入场夺筹。主力在锁定低位筹码之后,可任凭市场的力量推动股价向上。一切都如主力所预料的那样进行,当环宇创出6.39元的新高后,为减小上行阻力,主力再次高位震仓,当日成交376万股,表明一批浮筹出局。紧跟着一根中阳又创出新高,令场外的人懊悔不已。急匆匆冲入场内,庄家这次手可不软,连续两天大幅回调,连破5日、10日均线似有做出头部的态势。但是我们应该注意到虽然连拉两根长阴,但成交量萎缩的十分厉害,主力在9月9日创出781万股的量,其成本应该在4.8-5.2元之间,此时出货实在是蝇头小利。所以在此震荡的目的只有一个,即高抛低吸降低成本。当然对于大多数信息闭塞的散户来说怕只怕重组夭折,胎死腹中所以脚下抹油也是常理。其实只有主力心里明白,距消息正式披露的日期越来越近了。

第二天也就是9月24日,一根中阳线使股价再次站到均线系统之上,成交量仅144万股,显示主力已不用花费太大的精力,在创出6.64元的新高后,获利盘涌现,抛压比较重,庄家却在6.5元附近一并收筹。此时已从各种渠道传出环宇重组的消息确凿无疑,只要省政府、体改委大力支持及证监会同意后即可实施。但对于大部分投资者而言,面对环宇6.5元的股价,觉得涨幅已颇大,再行介入只能吃到鱼尾,所以观望情绪浓厚。此时主力资金锁定筹码按兵不动,同时引导市场力量,环宇的走势平稳阴阳小星交错,成交量也比较稳定,基本上保持每日140万手的交易量。10月15日,在没有任何前兆的前提下,环宇股份第一次刊出公告,称山东环宇股份有限公司董事会会议于1997年10月13日在本公司会议室召开。到会董事一致通过以下决议:一、定于1997年11月15日召开本公司临时股东大会。二、临时股东大会审议的议题:1.改选董事会;2.改选监事会;3.修改部分公司章程;4.审议变更公司经济方向的议案,将公司现行“商业批发、零售业与外贸”转变为“酒类生产与销售”;5.关于授权董事会进行资产经营的议案:本次股东大会后,授权董事会有6000万元以下资产经营处置权;6.关于出售山东环宇股份有限公司部分资产的议案:分批出售本公司所属鲁南商业大厦、人民商场、国贸公司等资产,具出售价以评估确认值为准;7.关于收购山东兰陵企业(集团)总公司部分下属公司资产及股权的议案:收购山东兰陵企业(集团)总公司所属平邑分公司、蒙阴分公司、郯城分公司、苍山分公司、沂南分公司中的2—3个分公司及山东兰陵美酒股份有限公司23%的股权。

应该说至此重组的步伐已迈出了第一步,环宇股份作为革命老区临沂市唯一一家上市公司,具有宝贵的壳资源。临沂市为保证这一资源不被流失,各有关部门通力合作。同时,严格按照有关政策法规、规范运作。当日下午复牌后,环宇不负众望,开盘价7.36元几近涨停,但是很快就被见利好出货的获利盘打压下来。成交量204万股略有放大。说明只有对借“壳”上市缺乏深入理解的散户在没有认识到环宇即将由商业行业转变成成为酿酒行业,其基本面业绩即将发生重大改观的历史意义,而仅仅看到股价业已翻番,没有大戏可唱,所以减仓抛售。实际上深沪两市酒类行业黑马频频爆出,除业绩较差的山西汾酒股价在6元外大都归属于高价绩优股。所以股价尚不足7元的环宇仍大有可为。主力就是怀着这一心态在经过两日缩量洗盘后持续放量拉升,在十一个交易日里,股价扶摇直上,突破了8元、9元大关,应该说此时市场心态还是比较浮躁的,沪深两市在1200点大关前构筑平台,冲关夺隘的呼声一浪高过一浪,

个股行情延绵不断,但就是缺乏领涨板块率领大盘向上突破。而环宇股价不仅翻倍,而且成交量始终没有放大,说明主力仍对环宇的后势看好。

### 三、悬念迭现

距11月15日环宇召开大会日期越来越接近,股价开始滞涨并出现了高位震荡下挫的现象。但持有者心态比较稳定,都希望在股东大会召开时看看葫芦里卖的什么药。11月12日山东环宇股份有限公司发出董事会公告,称相关资产的评估工作尚未结束,也为了保证本公司资产重组的顺利进行,经董事会研究,原定11月15日召开的本公司临时股东大会推迟到11月25日召开。注意第一个悬念已经出现,虽然大家相信经过“浙康风波”之后,上市公司对重组问题会慎之又慎,但是若再出现“理解文件出现偏差”没能依法办成好事,也会令持有者的利润大打折扣。所以11月12日旋即收出一根中阴,已显短期头部的特征,11月15日在创出9.62元(上次高点9.58元)新高后,环宇的股价开始随大势回落,沪市的状况是在久盘无援兵的情况下选择了向下突破,致使投资大众一片悲声。

11月22日雪上加霜,山东环宇股份有限公司再次公告,称因公司及相关企业的资产评估、确认工作尚未结束,以及部分股东大会议案的后期准备工作未完善,经董事会研究决定,原定于11月25日召开的公司临时股东大会再次推迟到12月20日召开。第二个悬念出现,持有者开始恐慌了,股东大会再三推延是否意味重组工作遇到了阻力或者是已有夭折的可能呢?因而当日的一根长阴可证明不少心虚胆小亦或稳健者撤出局外,而长期看好又不愿追高手中无货的投资者却有适时介入的迹象。随着大盘的回档,环宇的股价一跌再跌,距其召开临时股东大会还有将近一个月,投资者的市场热情明显降低。此时我们必须注意成交量的变化,股价连连走低而成交量却越来越萎缩,证明主力仍具信心重仓尚在局中。12月2日环宇创出7.02元的低点,一个大的头部呈现在K线图上,斩仓盘涌现,但仍集中在部分对该股重组的细节和进程缺乏了解的散户身上,主力筹码锁定良好,且经过震荡洗盘,持仓成本再度降低,12月5日,在阴阳交错的三根十字星构筑型态,止跌启稳的基础上,主力发动了攻势。盘子很轻,想弃局出逃的早已逃之夭夭,留下的是既具有耐心又慧眼识珠的高度关注并看好“壳资源”的投资先锋。实际上一而再,再而三错过吸筹的投资者应该从这根长阳上得到些启示了,股价无量空跌而周围诸如辽物资、广西虎威、交运等个个在重组的大氛围中搞的声势浩大,如火如荼,股价连窜带跳接近翻倍,那么环宇大V型反转也不足为奇了。目前阻碍股价再上一台阶的直接原因还在于12月20日即将召开的临时股东大会能否如期顺利举行,而且大会能否确定诸如重组方式、重组原则、主营业务、公司名称等实质性的内容。当然9.6元这一前期双头的阻力也为技术派人士做为指手划脚的谈资津津乐道。所以自12月12日以来的六个交易日,主力以一种平静的心态将股价维持在9元附近波动,等待股东大会的召开。

### 四、拨开迷雾 美酒飘香

12月20日环宇股份终于停牌如期召开了临时股东大会。第二天公布的临时股东大会公告,将投资者心中的迷雾拨开。首先公司原由临沂市国资局持有的国家股划转给山东兰陵企业(集团)总公司。其次公司名称改为山东兰陵陈香酒业股份有限公司,主营相应变更为饮料

酒、饮料食品及酒化工产品的生产与销售。同时公司的上层领导均发生了重大变更,如此彻底的资产置换,是近年来市场所罕见的。不仅引起业内人士广泛关注而且受到有关专家的高度评价,这次重组产生了良好的社会效益,一方面使环宇集团卖出不良资产,购进优质资产,摆脱了困境;另一方面兰陵集团通过资产置换,低成本取得了宝贵的“壳”资源,借壳上市跨入了资本市场。广大投资者清醒地意识到,如果兰陵集团把握住这一可促使企业持续、快速发展的契机,盈利能力大大提高,那么势必会给自己带来丰厚的回报。

在舆论一片看好声中,12月24日,环宇股份复牌,全日仅用21万股成交量就稳稳地封到涨停板上,除庄家对敲开盘造出成交量以外,抛售者风毛麟角,追涨者蜂涌而至,当日若想在涨停板上吃货,实在是难上加难。这不仅由于散户处于技术上的劣势,如跑道不通畅,计算有偏差,而且更为重要的是根本没实力与机构大单争机会。第二天,情形依然,只是成交量放大6成。勇敢的投资者虽然还敢杀入,但是也有些忐忑不安,当然也只有那些竞价时即下定决心吃货的人才能尝到这口美酒。俗话说事不过三,一鼓作气,再而衰,三而竭。第三日各路人马已做好弃局出逃的准备了。应该说这一天早晨竞价(较昨日收盘高填5%)是最明智的选择。毕竟这只股票从底部上来翻二倍有余,即使今后有大的作为短线风险也已大。主力的思路亦是如此,早盘开出11.96元的价位,没有涨停,旋即在巨大的抛压盘的打击下股价快速回落,盘中虽然反复,但基本在均线附近围绕收盘作挣扎。

从盘面看主力对敲造成一种高位出货的表象,其实这根堆积了1581万股成交量的长阴没有这么简单。首先,环宇即将更名兰陵陈香,作为一家实力雄厚,业绩优良的酿酒类公司,风传年终业绩可达每股0.4元,那么11.96元的价位肯定不是其价值的峰顶。其次,大资金认准一个好的项目操作一次不会轻易将筹码拱手相让,即使是获利丰厚,也不会轻言出局,况且还可以进一步挖掘上市公司的潜力,如借“三高”题材的发挥再造高峰。最后,在市场已共识环宇股份中有实力超凡的大主力在运作,其它机构怎愿高位接手替他人抬轿子呢!所以说当日巨大的成交量是主力对敲所为,当然其中定然也有高抛低吸的筹码。接下来的四个交易日,环宇股份基本上以酒类股的身份进行市场定位,11元的股价基本被市场所认同。主力已帮助环宇股份顺利地通过了二级市场这一重要关口。

1998年1月6日,主力曾经试图再度拉升股价,但由于大盘受东南亚及香港汇市、股市巨幅下挫的影响一度走软,盘中追高跟风意愿不强,所以就住手,顺势而为,1月13日也随几近跌停的大盘创出10.01元的低点。但是这只活力四射、弹性十足的股票也是第二天率先翻红高收的活跃股之一。1月14日,环宇股份正式更名为兰陵陈香,美酒飘香创出13.38元的历史高点后,这场由借“壳”引发的运作基本告一段落。

### 第三节 泰达股份演绎着美纶传说

由夕阳行业向朝阳行业转变是挡不住的历史步伐,泰达集团正是以此为目标,才先声夺人地完成了根本性转变,从此步入龙争虎斗的股票市场,营造出一片亮丽的天空,演绎着美纶的传说。

1997年10月16日,深交所发布的信息公告称,天津美纶股份有限公司更名为天津泰达

股份有限公司；美纶股份（0652）改名为“泰达股份”。第二天，美纶股份董事会发布公告，其法定代表人、公司注册地均变更，经营范围发生较大变化，由原来的主营涤纶长丝，变更为交通、能源、化纤、高科技工业投资、空气液体净化过滤材料等，至此，天津泰达股份借壳上市成功，美纶股份脱胎换骨，其在二级市场的表现，也就格外惹人注目了。

原天津美纶股份有限公司的招股日期为1992年7月20日，于1996年11月28日在深圳证券交易所上市，当时总股本6938万股，可流通股为2362万股，上市第一天，该股开盘价12.00元，最高价15.50元，最低11.68元，收盘价14.25元。成交量1261.95万股，当日换手率达53.4%。

由于深沪两市正处于异常火爆的非常时期，深成指于1996年12月11日升达4504点巅峰，沪指冲上1258.68点高度，作为新股美纶股份，也在上市后的第10天，即1996年12月11日，迅速飙涨，创下26元的最高价。但物极必反，由于管理层对股市异常火爆的极端现象深为忧虑，在连续警示不起作用的情况下，断然采取一系列措施，发布人民日报特约评论员文章，实施涨跌停板制度，加大扩容规模和加快扩容压力，一时间大盘巨幅下挫，股市迅速降温，美纶股份股价也应声跌落，迅速由26元高位跌至12.63元低位。

随后，深沪股市虽然在震荡中呈现反弹走势，该股亦有所企稳，在摸高17.50元最高价后，尽管有每10股送8股的优厚分配方案，但1997年3月8日除权后，该股却步入漫漫下跌熊途，至1997年7月8日该股股价跌至5元最低价。随后借助大盘强劲反弹之势，一改牛市熊股的面貌，开始向上反弹，主力似有利好配合，采取高举高打的手法建仓，7月9日、10日两天拉出平行小阳线，分别报收5.45元、5.39元，次日以中阳报收于5.93元，成交量相应放大至119.8万股，数倍于在此之前的日成交量。但这仅仅是开始，7月14日以56.35万股的日成交量，跳至涨停板，并维持到收市。翌日再次高开报收小阳，成交量放至283万股，市场对此纷纷认为是反弹，主力借机依靠日线横向整理数日后，于7月底再度小幅拉升，8月5日摸高8.55元，8月7日公布了仅9元的中期业绩，而该股却低开高走，攀5日线而上，一举高摸10.10元，8月18日，股价翻番，不明就里的短线盘杀出，股价相继击破5日、10日线回落至8.90元，8月26日，该股又推出10股送0.833股的十分微薄的分配方案，但是不改其牛股的新貌，其核心力量，就是来自于“借壳上市”这一源泉。

1997年9月3日，深交所发布公告称，天津泰达控股天津美纶，原美纶股份在此时间前后，出现迅猛飙升行情，到1997年已由7月初的5元价位，升至11.30元。涨幅达120%多，成为一逆市飘红为数不多的大牛股。随着消息的明朗，该股阶段性行情暂告一段落，步入盘整阶段，5日、10日线相继走平。半年时间涨幅266%。

1997年9月23日，美纶股份发布董事会公告称，作为资产重组活动的有机组成部分，该公司已与天津经济技术开发区国有资产经营公司和天津经济技术开发区财政局分别签订了购买滨海大桥及集中收费的合同。伴随资产重组活动的逐步进行，美纶股份并未出现明显的见利好出货的股价下跌行情，而是保持了一种高位横盘整理代替深幅回落的强劲走势。泰达集团是天津开发区最主要的企业载体，代表开发区管委会行使国有资产投资经营职能。目前，其已发展成为工业投资、知识产业、房地产、进出口、酒店、金融等多业并举的现代化企业集团，总资产达12亿，公司经营方式是以经营为特征，重视产业资本与金融资本的有机结合，运用产权交易，资产重组和实业投资等手段，实现国资保值增值，购买滨海大桥即为泰达入主美纶股份第一个动作，今后泰达还将为美纶股份注入优质资产，为美纶进一步调整经营方向，向大型基

建项目方面发展,在为时月余的盘整结束后,随资产重组步骤的进一步深入,主力在强制性洗盘结束后,开始了进一步推高,而支持其上行的就是又一个传闻。

到1997年10月16日,天津美纶股份有限公司董事会公告称:“天津美纶股份有限公司”更名为“天津泰达股份有限公司”;“美纶股份”脱胎换骨为“泰达股份”;“泰达集团”借船出海,实现了借壳上市的目标。因此此次的重组为脱胎换骨式,昔日的美纶在市场上已不复存在,市场诞生了一个全新的个股并对其进行了新的价值定位和对题材的进一步炒作。悉知消息的主力早已开始上拉,10月22日上摸12.5元,其后随减息的消息获利回吐,10月27日下踩30日线最低10.90元,主力岂可就此罢休,回归其内在价值是唯一的选择,与此同时,10月31日第一笔购桥款到位,这也是国内首次银行主动向重组企业贷款,人气再次大振,主力一鼓作气,将价位推到15.30元,当时为11月17日,而16日美纶更名为泰达,18日收购华信商厦37%股权,回吐盘再次杀出,此时股价已翻三倍,似乎题材已尽,价位深幅回落至30日线,11月25日探至12.88元,主力深知心急吃不到热豆腐,上行必须深幅洗盘。因此在12月2日摸高15.19元后,主力刻意打压,迫使股价一路小幅缩量下滑,至12月17日方企稳回升。其后再借1月14日公告出让750万股北方建材商贸公司股权的题材摸高18.44元,之后再度步入横向整理,至此,泰达初步重组的市场表现暂告一段落。其股价已远远超越了除权前的26元高价,创出了上市以来的实际新高。

半年时间该股股价涨幅高达266%,而与此同时深成指却震荡下行,泰达的走势已自成一派。

回顾泰达重组时的市场表现,题材不断,重组效果明显是股价持续上升之关键,当然其题材并未完全结束。随着时间的发展,其后市题材还会爆出,相信泰达还会有更好的明天。

## 第四节 川长征 奏响长征路上的摇滚

四川托普入主川长征,堪称非上市公司借壳上市的经典之作。与川长征资本运营相呼应,二级市场上川长征的各路诸侯亦八仙过海,各显其能,奏响了长征路上的摇滚。

### 一、藏于九地之下动于九天之上

在川长征关于购买成都托普科技的1997年11月27日董事会公告之前,先知先觉的主力已先行进场悄然吸纳。1997年11月24日至11月26日,短短三天,川长征成交量创下850万的巨量,虽连拉三阳,但主力成本仅为5.20元/股。一扫川长征成交量蛰伏半年之久的弱势,此前川长征日成交量仅几十万股。至11月27日川长征董事会召开当日,川长征主力则演出了一幕冲高回落逐步探底然后再拉高的态势,开盘价5.49元,瞬间冲至涨停5.62元,然后逐步下探5.32元,至尾市收盘则急速拉升至5.48元,日K线图上成功地做了一条阴十字星出来,典型的诱空行为,但相对于前日的收盘价5.20元/股来说已有5%的涨幅,聪明的散户并没有被这条假阴吓着,当日成交量亦没有有效放大,仅为28381手。随着11月29日董事会公告的刊登,川长征的主力再演诱空之戏,12月1日与12月2日连拉两阴,但司马昭之心,路人

皆知,两日成交量分别为 19602 手与 10597 手,量缩价跌,主力诱空迹象明显。排除主力对敲、换仓行为,其实成交量有限。

发觉筹码不易收集,川长征主力开始了快速拉升的吸筹,川长征股价亦表现出了进三退一态势,量价配合合理,呈价升量增态势,并于 1998 年 1 月 9 日、1 月 13 日连接三个涨停,成交量亦放大至 500 万手、440 万手与 1051 万手,川长征股价进入狂拉猛拽阶段,至 1 月 24 日川长征首次刊登提示性风险公告,收盘价为 13.99 元/股,且成功地于公告当天再做出阴线诱空,瞬间探高涨停价 14.47 元,收出一条上影线较长的阴线,一个半月的时间,川长征股价涨幅达 2.7 倍。与川长征股价形成鲜明对比,两市大盘震荡盘跌,基本的宏观面亦不起色,正处于阶段性熊市,不明就理的散户初尝解套甚至获暴利的味道,将筹码大量抛给了机构主力,充分显示了川长征主力藏于九地之下,动于九天之上的控盘技巧,如果说此时已落袋为安的股民初尝战果,坐在家里津津有味地数着票子,那么接下来川长征与四川托普的股权协商迟迟不决则让拿到接力棒的中小散户如坐针毡,深尝主力的敲山震虎之苦。

### 二、食之无味弃之可惜

相对于 1997 年 11 月 27 日至 1998 年 1 月 14 日一个半月的快速拉升阶段,接下来一个多月川长征股价的表现则让中小股民大尝鸡肋的味道。受大盘震荡筑底的影响,基本的宏观面亦无利好出台,川长征的主力借坡下驴,顺势采取了为期一个月零 10 天的震仓洗筹过程。特别是 1998 年 1 月 14 日刊登的川长征董事会提示性风险公告,犹如雪上加霜,令刚抬轿子的股民大呼上当,自 1 月 15 日至 1 月 21 日,川长征股价由 13.76 元跌至 11.65 元,呈典型的四阴夹一阳的下降通道,由此再震荡盘升至 3 月 24 日的 13.68 元/股,基本没有什么获利盘,令抬轿的股民寂寞难耐而割肉平仓出局,市场各路诸侯则瓜分了川长征大部分的流通股。

实际上,股价不大起大落充分说明市场主力或按兵不动观望,或前期少数主力换庄,充当冤大头的仅是缺乏钓鱼心小股民。主力所做的只不过是震仓洗盘,清理浮筹,以便为进一步的冲高蓄势而已。

### 三、天马行空任庄驰骋

随着川长征与四川托普股权转让的渐趋明朗,川长征主力借着完全控盘的能力进入了边拉升边出货边吸货的阶段,与此相对应,川长征的股价表现亦是一波三折。三月底四月初,股市已进入实质性利好,基本面宏观面一致向好,新政府的组建及各项启动经济政策的出台,投资基金的组建及入主,利率的再次下调,都为股市的中期向好提供了支持,股市开始回暖并启动。在此支持下,川长征的各路诸侯开始了逐鹿中原的过程,量价配合合理,3 月 24 日、3 月 27 日、3 月 30 日,断续的三个涨停,使川长征股价更上三层楼,分别为 13.68 元、16.28 元、17.9 元,至 4 月 8 日川长征股权转让协议签定并公告,又拉出两个涨停,分别为 4 月 8 日 20.91 元,4 月 9 日 22.21 元。至此,川长征已演绎了股市之上的又一神话,股价已涨了 4.4 倍。市场做多氛浓烈,大有一去不回头之势,令前一段斩仓出局的股民后悔不迭,纷纷重新杀回抢盘,仿佛又看到国嘉第二的影子。

但川长征主力并未就此罢休,随着川长征 1998 年 4 月 8 日最后的股权转让决议公告,川

长征的主力则又让市场做空人士大跌眼镜,不得不再重新审视这只长征路上的摇滚。

利好出尽是利空。川长征的主力深明其理,并于随后的一个多月至今屡试不爽,请看1998.4.10至1998.5.19的川长征的股价走势。1998年4月10日23.9元/股至4月27日19.07元/股至5月19日27.27元/股,川长征主力成功地先进行了诱空行为,并进而做多。可以说,川长征的主力对于川长征股价的走势的把握很为成功。托普入主川长征,正使川长征发生了质变,由丑小鸭变成了天鹅,毕竟全国仅四大民营软件园,而托普又是其中之一,因而市场主力不会拼命砸盘,却成功地运用了股民心理,欲做多先诱空的策略被发挥得淋漓尽致。由24元跌至19元,股价已跌25%,令做多者斩仓出局,却又扶摇直上,由19元涨至27元,涨了50%,令做空的中小股民踏空,一来一回,又赚了75%,操盘策略与手法深为老道,应该说,这种犹抱琵琶半遮面的手法是相当成功的,不管如何,作为川长征的主力,借基本面与宏观面东风,借股市扬帆的大船,加之与川长征的各种消息面对应,深谙势而为的道理,并将之发挥得淋漓尽致。而川长征由收购非上市公司股权转为被非上市公司借壳上市,亦为股市上的资本运营带来了一个新的话题,二者皆堪称经典之作,而川长征短短半年股价由1997.11.27的5.09元/股涨至1998.5.19日的27.27元,亦翻了5.4倍,从而制造了股市之上的又一神话。

四川托普入主川长征,不仅给股民带来了财富的增值,更为今后的非上市公司借壳上市留下了无尽的启示。

## 第五节 国嘉实业 牛年第一牛股

牛年第一牛股,国嘉当之无愧。从97年开盘5.90元,至97年收盘16.90元,年涨幅为186%。股市中人看国嘉牛年K线图,正如球迷看NBA的精彩投球或世界杯精彩射门,让人感到酣畅淋漓。

国嘉何以得到股市中人如此赞许,关键是主力会搞“打、砸、抢”——打压、砸盘、抢盘。

### 一、以拉涨停完成吸货过程

1997年沪市在5月12日创出了1510点高点,深市创出6103点新高后,随后进行了单边调整,而国嘉实业在大市调整时,却逆市而行。沪指从1997年2月份855点上涨到1997年5月12日1510点,于1997年9月23日调整到1025点,其调整幅度为74%,国嘉实业从1997年5月份5.50元逆市上行到1997年9月23日10.40元,涨幅达89%。

在1997年的最后一个季度里,该股仍维持着已持续4个月的上升态势,上升通道仍很稳健,以1997年年K线看,开盘5.90元,收盘16.90元,涨幅为186%。因此,在1997年个股涨幅中,该股当之无愧的称为第一。同时,在资产重组题材的炒作中,该股也是少有的炒作最成功的个股之一。

国嘉的炒作成功,我们首先从其自身的情况谈起,它是沪市工业类板块的上市公司,主营生产激光、光电、精密机械等高科技产品,是集科研、生产、经营于一体的高科技开发公司。但由于该公司开展投资、开发、参股、兴建宾馆和商场等第三产业,并涉足房地产业、证券投资业

及其它行业,投资较分散,再加上宏观经济紧缩的影响,主营业务徘徊不前,一直位于亏损的边缘,1995年每股收益0.04元,1996年每股收益0.011元,净资产收益率分别是1995年1.924%,1996年0.83%,因此在资产重组以前一直位于低价股行列,急需注入增量资金或盘活存量资产,而资产重组的春风正好为其带来了第二次生命。

大盘从1258点跌到855点时,国嘉也从9.17元跌到5.50元,并在6元以下盘整了近三个星期,由于大盘1996年12月冲高1258点时,该股并无太大涨幅,一直在5.50元至9.00元之间作箱形震荡,5.50元为其1996年的底部,所以该股从1258点下调以来,在5.50元的历史低位受到支撑,在跌无可跌的情况下,缩量整理了三个星期,此期间,大盘已探底855点,止跌走稳在底部形成小“W”底后,开始了缓慢的小幅爬升,不论从大盘背景讲,还是从个股走势讲,国嘉此时已具备反弹条件,万事俱备,只欠东风。这东风很快在1997年1月18日吹到了该股,18日国嘉刊登重大事项披露:上海国嘉大厦有限公司为一家在中漕路106号批租地块开发经营高档商住大厦的中外合资企业。注册资本1800万美元,上海国嘉实业股份有限公司占51%股份。该公司中方资金已经到位,外商资金尚未到位,一直在积极寻求新的合作伙伴。上海国嘉实业股份有限公司与新加坡政府投资公司(GZC)、新加坡远东利明士顿有限公司于1997年1月16日在香港签订了共同开发上海中漕路106号地块的合作协议,并组建中外合作上海派期堡德丰中心发展有限公司。新组建的中外合作公司将代替该地块的原发展商上海国嘉大厦有限公司在该地块开发、建造、经营高档外销办公室及出租公寓,项目总投资8200万美元,注册资本2800万美元,其中上海国嘉实业股份有限公司占30%股份(以美元现金投入)。注册资本及项目总投资差额将通过股东贷款及对外融资的方式解决。

在此消息的刺激下,1月19日下午复盘后国嘉实业就达涨停板,盘中有一次回调,也仅到6.05元(涨幅仍为5.22%)。随后又返回涨停板,并维持到尾市收盘,全天成交32万股,第二天继续开在涨停板上,全天成交92万股,比第一天涨停板块成交量放大1.88倍。从成交量方面看,第二天的抛盘量开始加大,这主要是受大盘的影响,沪指从1258点受政策面调控,跌下来刚刚止跌走稳,稳定在一个较小的上升轨道中,每天的波动幅度仅十点左右,市场信心尚在恢复的初始阶段,该股受利好消息的影响,率先启动,涨幅已大大超过大盘,投资者心绪未稳,想落袋为安,所以第三天,即1月22日价位仅在第二天收盘6.96元的基础上上涨7.75%。即开盘价为7.50元,开盘即为当天最高价。这主要因为第二天的涨停已引发一部分投资者的抛盘,没有抛售的投资者只等第三个涨停时,坚决出售,第三天开盘也就达不到涨停盘,这又反过来加大投资者的抛售行为。所以该股1月22日基本上是投资者出货行情,全天成交115万股,对于庄家而言,却是利用这两个半的涨停行情完成了吸货过程。由于当时大盘刚从1258点跌下来,没有割肉的投资者在小的涨幅面前仍会舍不得割肉。只有较大的涨幅使投资者感觉到风险的加大才会割肉出局,庄家虽丧失掉眼前的利益,却赢得了时间,用最短的时间获取到了足够的筹码,为后期行情的炒作奠定了基础,同时,庄家以涨停吃货,说明对后市上升空间较为乐观。

庄家的吸货目的,从随后的调整中明显的表现出来。第一,调整幅度较小,在第一个涨停板处就止跌走稳。第二,调整中成交量大幅萎缩,平均每天成交仅200万股左右。第三,日K线组合呈小阴小阳状态,这种组合在底部属吸货形态,在调整中属于下跌抵抗形态。

此时的市场背景是大盘消化完评论员文章的因素后,开始了在一个较缓和的上升通道内运行,每天波动幅度较小,但每天的底部又有小幅的抬高,使筹码换手充分。空方在每次抛售

后,只有在更高的价位上追回筹码,这种滚动操作,也使得这条上升通道基础更加踏实、稳固,个股炒作热点主要针对低价股,由于1258点时评论员文章主要批判的就是一些高价股投机性太强,价位已大幅偏离价值,而引发了三天的爆跌,投资者对高价股已一朝被蛇咬,十年怕井绳,庄家也不会顶风而上。因此,机构便把炒作热点自然而然的转到低价股上,国嘉实业便是其中之一,且盘小,易于控制,又在消息面的配合下庄家掌握到足够的筹码,企有不炒之理。所以该股便在牛市的 market 背景下和低价股的炒作氛围中展开了一轮上升行情。

该股在此轮行情炒作中,采取了和大盘相同的炒作手法,即在一个缓和的上升通道中运行主要特点是:①每一波的拉升幅度都不大。②每一波拉升后都有充分的调整。③成交量充分配合,这轮上升行情共运行九波,每一波的换手都较充分,且量价配合,有效地带动了市场人气。在第九波的上升中上涨幅度明显大于前几波,阳线实体加大,大阳线数量多于前几波的阳线数量,且在超越第八波的高点时,出现了上涨以来的第一个跳空缺口,一改前几波的温和态势,此现象说明市场人气达到疯狂阶段,走势已达到顶部,机构采取大幅拉高的态势开始了出货。97年4月14日创出上涨以来的天量后,随后三天,量价背离,股指仍大幅拉高,而成交量只有4月14日成交量的2/3,这种成交状况一连维持三天,表明庄家在这三天内完成了出货任务。

4月22日,便出台了利空消息,1996年年报报告刊登,每股收益0.01元,较前年下降75%。此消息出台后,不用庄家砸盘,股价便大幅下调。

这一轮行情的展开,主要是得益于低价股的炒作,但此轮行情却为随后一轮资产重组题材的炒作奠定了基础。第一,从庄家的出货情况看,庄家与国嘉实业有着密切的联系,使得庄家能根据消息面的情况调节操作;第二,这一轮行情的炒作特点与后期资产重组题材的炒作风格相同,除了说明庄家与该股长期合作外,也说明庄家已完全控制了该股;第三,此次调整主要是受年报业绩不佳影响,大市方面仍处于向好态势,而当大市从1510点下调时,国嘉却横盘整理,其逆市而行说明后续题材未尽,前期的炒作是顺市而为,为后续题材的炒作开了个好头。

## 二、第二轮行情出演

国嘉在横盘整理时,一直围绕在7元上下,6月27日除权(10送1股)达5.50元的低位,又到达前期低点,但实际上该低位是由除权造成,并非真正的调整,此误解却为庄家展开第二轮行情又创造了一次低位吸货的机会。

大盘在7月8日创下1066点的最低点,即走出了反弹行情,国嘉却在7月份走了一圆顶形态,在构筑圆顶的后半部分时,日止跌向上突破,三根阳线便突破圆拱顶的顶部。此形态明白无误的告诉投资者,圆拱形态属骗线,庄家又完成了一次低位吸货过程,这不仅仅表现在图形的骗线上,还表现在与大盘的逆市而上,这期间也加速了不坚定浮码的割肉过程。国嘉在突破圆拱顶后,短线上方面临除权缺口的压力,同时连拉三根阳线突破底部,也需稍做调整,所以三根阳线后,便以圆拱顶部为支撑,整理四天于8月7日开始放量上升,再度连拉三根大阳线,站在了6月27日之前横盘整理的平台之上,彻底脱离了第二次底部——吃货的成本区域,此后,股价便开始了其上涨的牛市行情。

1997年8月28日,国嘉刊登中期报表,每股税后利润为-0.025元,此时股价已升至8元,在这一利空消息出台后,下午开盘股价却大幅上扬,其牛股特征已表露无疑,支持其走牛的

原因便是还未被证实的传闻——资产重组题材，中报消息再度被庄家当成洗盘的“筹码”。

股价于1997年9月4日后进入10元以上，该价位已到达4月份行情的高点。此后股价便在此处整理近两个月，从图形上看，股价在前期高点处受阻回落，而实际情况是庄家借机调整以便在消息出台前进行最后一次震仓，也是所用的震仓方式中最后一道“筹码”，使技术分析人士大跌眼镜。

11月7日国嘉结束调整，又开始了上升行情，这次突破后四天，便公布了资产重组的消息，公告称国嘉实业的中方发起人法人股中，中信兴业信托投资公司已以协议方式，一次性向北京和德实业有偿转让其持有的发起人国有法人股3130.9543万股，占公司总股本36.15%，每股转让价2.36元，本次转让后，和德实业成为第一大股东。

11月14日再度刊登公告，国嘉境外发起人，法人股东香港大成发展有限公司，以协议方式一次性向美国U.S.I.I公司有偿转让其所持有的境外发起人法人股2477.6789万股，占公司总股本28.61%，每股转让价2.36元，美国U.S.I.I公司成为第二大股东。

至此，国嘉实业终于揭开神秘的面纱，站在了广大投资者面前，但行情的炒作并未到此结束，反而开始了其真正的上升主浪，采取2—4月份行情的炒作风格，在一个接近45度角的上升通道内稳健上升，至98年2月份已走完7波，进入到20元的高价区。

以波浪理论划分国嘉走势，至1997年底，共行走三浪。第一浪是从1997年7月2日的5.50元到1997年9月22日的11.20元，第二浪从11.20元调整到1997年10月31日的8.07元，第三浪是扩延浪，从8.07元到98年资产重组题材为背景展开的走势讲，可分为四个阶段，第一阶段是价值发掘阶段，在股价走势上表现为1997年初到1997年4月份的行情，股价随整个市场而起落，但难以突破当时的市场定位区间，第二阶段是价格回归阶段，即从1997年7月份到9月份，此阶段市场开始流传目标公司重组的“利好”信息，股价走势游离于大势而表现坚挺，第三阶段是价格投机阶段，即从1997年11月份到98年初，市场公告资产重组的利好，交易再度异常活跃，价格波动幅度加剧，第四阶段是价格定位阶段，此阶段的主要表现是：在能准确预测资产重组后新公司的发展前景的情况下，股价迅速到位，进入新的所谓“板块”序别，但在不能准确预测目标公司新的发展前景的情况下，价格定位则是漫长的。

影响以后市场定位的因素主要有：①股本扩张情况，国嘉是沪市少有的袖珍股之一，流通盘仅1464万股，总股本也仅8661万股，具有较大的股本扩张潜力，其股价能从5.50元上涨到20元以上，也和其股本特小有较大关系，股本小决定了资产重组时，借壳方所花费的成本较小，和德成为国嘉第一大股东，以2.36元的溢价受让法人股3130.9343万股，花费资金为7300万元，成本大大低于收购一中盘股的成本，因此国嘉的壳价值在沪深上市公司中应名列前茅。②国嘉与和德股权置换，投资结构调整后的发展情况。1997年12月27日，国嘉曾刊登临时股东大会公告。公告称国嘉所享有的科技权益自1997年12月4日计，和德集团所享有的锡兴钢铁公司和国嘉发展公司的权益自1997年10月31日起计，预计1997年度合并报表净利润将达3900万元，也就是每股收益达0.45元，因此今天的国嘉与昔日的国嘉不可同日而语。

## 第六节 中远发展 鲤鱼跳龙门

从事远洋运输的中远集团梦想着将“下海、登陆、上天”的经营战略付诸行动,面对众城实业这个各方面条件都相当不错的“壳”,鳄鱼不禁张开了大嘴,购并的结果,众城实业重获生机,不仅取得骄人的业绩,而且市场形象大改,可谓鲤鱼跳龙门。

### 一、众城不“城”

中远发展的壳是“众城实业”。上海众城实业股份有限公司是于1991年10月28日在浦东地区成立的第一批股份制企业之一。公司于1991年发行人民币普通股,1993年4月7日在沪挂牌上市。是一家以房地产开发、经营为主,集娱乐、餐饮、商贸为一体的实业公司。其在房地产和实业的投资上结构较单一,主要集中于开发高档涉外办公楼、外销房和大型娱乐场所,由于1994年以来我国房地产产业不景气导致的市场疲软及一批投资决策失误,众城实业外销房销售困难,经营业绩连续大幅滑坡,每股收益从1994年的0.488元、1995年0.16元,迅速降至1996年的0.0055,净资产收益率相应地从1994年的28.45%降至1995年的7.99%,再降至1996年的0.28%,年增长率为-89.38%和-90.08%,资产沉淀有两亿多,真是众城不“城”了。

由于公司经营业绩的不佳,加之上市以来市道低迷使其在走势上呈现出一种下跌的趋势,这种趋势一直持续至1996年年初,于当年1月26日和2月9日两次探底7.18元后,才跟随大盘转呈上升之势,并于6月中旬创出12.18元的高点后,展开震荡走势,后来在8月上旬,12月上旬分别摸高12.37元和12.40元,但摸高当日的收盘价均在12.18元之下,未能对12.18元形成有效突破,基本确认了1996年度12.18元的强阻力位,当过度投机的大盘在1996年12月16日受管理层调控翻身落马时,众城实业0.0055元的业绩自然无法支持其高达12元的价位,更何况覆巢之下岂有完卵,股价直落则是必然。

当股价于1996年12月下旬于8元附近止跌后,开始了其为时两个多月的横向盘整,其间股价曾瞬间下探7.20元距7.18元仅有二分钱之差,最终确认了历时一年有余7.18元-12.18元的1996年的大箱形整理。一旦对其突破,从技术上量度其升幅,应在19.18元、24.18元(注:价格应以1997年中期未除权的价位为准)。

### 二、鲤鱼跳龙门

众城实业虽然经营情况欠佳,但因其适度的股本规模、优越的地理位置(地处上海陆家嘴金融贸易区繁华地段),较高的资产含金量(负债率不到30%),加之又是地产类上市公司的壳,使其成为一个条件相当不错的“壳”公司。这些令在资本运营方面相当老道,谋求“下海、登陆、上天”经营策略的中远集团慧眼相中,并开始了紧张的运作。

中远入主众城后对众城影响在于:①众城实业下半年业绩会有改善,壳资源进一步发挥作

用。买壳的目的之一是要通过证券市场进行筹资,为此中远必将加快重组力度,尽量盘活存量资产,利用中远的海外窗口作用吸引外资购买,这将直接影响到其业绩。②中远注入的资产将直接影响到众城的定位和发展,中远会将自身的优质资产,即具有国民经济主导产业性质的项目和资产注入众城,使其以后的主营业务将由货运、仓储、国贸和房地产构成。

而中远的购并意欲尽可能多地持股,先用1.45亿元收购其28.7%股权,控制了一个有数幢高档写字楼、公寓,市值25亿,负债率不到30%的公司,随着众城业绩和市场形象的好转,持股比例、重组实施力度亦可加大,使重组计划得以落实,股权比例越高就可分得更多的综合收益,于是有了第二次收购。因此,众城的前景一片光明。

中远得以如此干净利落地运作,决非仅凭一时冲动,应该讲蓄谋已久,而与此同时部分消息灵通人士,已经早早开始行动,购并传闻使部分人士在1996年末就有所行动,在12月16日的暴跌之前就有主力活动迹象,并成功地做出一个小小的短差,当股价于1996年12月中旬至1997年1月末在8元附近以极小的幅度进行盘整,是主力利用这种闷局迫出短线客悄然吸纳的痕迹,其中1997年1月24日股价一度急探7.20元后被拉回的走势将主力的行为暴露无遗。

中远收购意图日趋明显,主力却不愠不火地在2月份将股价小幅推至9元附近,在此还进行了一次小型的浮筹清洗,步入3月,中远置业这一大型控股公司筹备之时,主力开始小幅推高,其节奏与大盘相仿,并未引起市场太多注意,而3月21日众城突然以接近涨停的长阳报收于11.18元后进行了为期四日的小幅盘整,正当投资人困惑之时,3月27日,中远置业宣告成立,购并众城已如箭在弦上。此时市场主力则已顺理成章地将股价再上台阶,众城当日报收11.68元,次日12.08元,第三个交易日,即3月31日收盘于12.30元,首次突破12.18元,多空双方围绕着这一价位展开激烈的争夺。与此同时,中远的购并行动正紧锣密鼓地进行。在当时高价绩优股如火如荼的升势中,众城实业显然不是市场的热点,加之消息面上暂时处入真空,新高是否能得以确认的担忧,使其走势显得过于“慢牛”,于是部分投资者对众城有点失去耐心,盘中浮筹开始增多,股价的震荡开始有加剧趋势,股价反复反抽12.18元,后来主力一度于4月11日、14日连续两日以长阳向上突破,最高推至13.85元,但立即遭遇到抛盘打压,走势有形成头部的迹象,按照当时的市况可以解释为随着指数的升高,市场风险加大,同时对绩优的追捧已步入疯狂,众城实业这一非主流股自然遭到抛压,股价下挫。股价于4月28日探至10.98元后,中远首次购买28.7%股权的消息传来,主力连拉2个涨停并跟随疯狂的大盘创出16.60的年内新高。

5月8日,大盘步入跌途,众城实业则以一等腰三角的形态代替了逐浪下行,但覆巢之下,岂有完卵?在阶段性利好兑现后,有碍于当时大盘利空不断,众城中报也一定不会很乐观的情况下,主力放出部分获利筹码,并随“七一”之后的暴跌而最终被迫下探9.85元,之后再次利用三角型整理的走势进行了一番“空头回补”。

8月16日,众城公布中报收益0.005元/股,18日公布中报重要补充,对资产重组事项进行了强调。19日众城低开后展开了新一轮升势,从此众城步入自己价值回归过程,走势脱离大盘自成一派,市场对“十五大”的反应并未对众城造成太大影响,众城实业在经过中远的一定程度的改组后市场形象有所改观。在此基础上,众城牛股的迹象开始显露,成为抗跌并率先修复下跌创伤的个股之一,在中远第二次收购股权传闻的影响下,股价连续摸高,23日公告第二次收购之后,短线客再度退场,人们纷纷认为行情告一段落时,28日10股转增3股的预案推

出后,股价在稍做震荡之后再度上冲抢权,12月15日众城转增方案实施,而前面所提到的第一目标位19.18除权后应为14.75元,目前已经达到,第二目标位除权后在18.6元也指日可待,众城已令人刮目相看,可谓鲤鱼跳龙门。

中远对众城的购并重组是成功的。我们可以看看中远置业和众城实业的董事长李建红先生讲过的话:“众城将依托中远集团的资源优势和在海外资本市场成功运作经验,发挥上海金融中心、航运中心及浦东开发等各种优势,合理规划和调整公司经营结构,以资产经营方式,争取到本世纪末,实现主营业务收入20亿元,利润3亿元以上,股东权益在原有基础上增长4倍以上,净资产收益率维持在10%以上”。我们期待着众城的成功!

### 第七节 广西虎威 虎虎生威

北京阳光入驻广西北流,一片阳光遍洒大地,虎威的价格连翻了3倍,虎虎生威令人叹为观止。市场主力操盘手法老道,“养虎”放虎“恰到好处,市场运作游刃有余。

#### 一、七月主力先头部队进场

广西北流县水泥厂是广西虎威的前身。该厂原是国内首家能够大规模稳定生产高标号普通硅酸盐水泥的立窖水泥企业,享有较高的声誉,并受到广西壮族自治区经济体制改革委员会及北流县人民政府的高度重视,1992年进行了股份制改组,1993年5月24日,广西虎威股份有限公司正式成立。经中国证监会批准于1996年9月5日上网以4.1元的定价发行2000万公众股,9月19日在深圳证交所正式挂牌交易。

1996年第三季度正是深圳股市经过长期低靡、一跃而起、大盘飚升的时期。广西虎威以生产销售水泥为主要业务,此类板块在二级市场上的表现并不突出,所以2000万股的流通股开盘后仅创出8.9元的高价。当然在炒新股热的狂潮中,每只新上市的个股只要业绩不致太差,总有一级市场持有比例较大的主力予以关照,加之96年下旬正是万马奔腾,个股活跃超常发挥的年代,在主力资金的引导及拉抬下,该股曾于12月9日创出17.25元的上市后天价。这一时期成交量均匀放大,显示交投还是比较活跃的,当然这应该说仅是一种炒作行为,与96年中期每股0.15元的收益关系不大,随后12月暴跌来临,投机的面纱被无情地撕开。股价快速向其价值中枢靠拢。泡沫挤压之后,广西虎威被定位成一只11元左右的中价股。

1997年春节之后,两市在绩优股的带动下小幅攀升。广西虎威亦步亦趋上攻,但明显缺乏大资金的配合,所以在4月1日升到14.68元之后即进入了疲弱期。即使在深市4月底连创年度新高后,该股仍然没能止住阴阳交错逐波盘落的步伐。4月29日广西虎威公布了年终报告,每股收益仅为0.141元,利润暂不分配,对于一支刚刚募集上市,流动资金比较充裕的公司,当年业绩就出现大幅度滑坡,对投资者而言实在是个打击,因此短线抛售压力比较大,直至6月11日才止住跌势。

这里需要特别指出的是,1997年6月2日广西虎威公布了第五次股东大会决议。公告中除对公司有关财务决算,预算及利润分配预案进行了正常披露外,仅有关于以现金形式投入

2000万元参股北宝高级公路股份有限公司议案的提出。这表明6月份虎威公司尚没有重组的意图和准备。而且在6月30日的业绩报告及下半年业务展望中提出五点打算,无论是拓展销售渠道、加大销售力度、争取进出口权还是学“邯钢”、抓管理、降成本、增收节支均是以水泥生产销售为中心,丝毫没有进军房地产和高科技的意图。但是我们注意到进入7月份以来,广西虎威股票成交量突然持续放大,在沪深大盘破位下行的背景下逆势上行,在14个交易日中收出12根上涨小阳线。股价很快从10元升至14元,主力先头部队已经进场了。应该说北京阳光房地产公司有意购买广西虎威这一事件,发生的比较突然,且行动比较隐密。在市场正在为大盘牛、熊难辨、年线争夺争论不休的盲动时期,主力锁定10元附近吸得的廉价筹码,横盘大规模吸货。鉴于当时市场氛围不景气,如果成交量特别放大,势必会引起市场人士的广泛关注,而且当两个公司刚刚接触的初级阶段,虽然北京阳光凭借其雄厚的实力受到当地政府的支持,但万里长征刚刚迈出第一步,所以自7月23日到8月21日,主力基本上以5日、10日均线为轴心,压盘吸货,成交量骤减,较前期缩小了将近5成。此时,主力正在焦急万分地等待重组工作的进一步可靠消息。8月18日,两地大盘探底回升,主力趁势放量推升股价,击破13.5元的平台区域。对于一只流通盘仅为2000万的小盘股,每日成交100多万,可以说交投十分活跃了。此时,市场开始有各种重组“利好”的传闻。面对股价已明显脱离同类股的广西虎威,投资者开始用新的目光去衡量其价值。但是除了主力和相关人员,普通投资者难以掌握到确凿的、完备的信息,所以跟风盘不是很踊跃。加之9月22、23日大盘巨幅下挫,大部分个股纷纷落马,主力做好了充分的准备工作,耐心守候。一方面将股价维持在15.5元等待实质性消息的批露;另一方面震荡洗盘清理浮筹。

### 二、养虎三月

9月22日广西虎威发布公告,称经国家国资局批准,广西北流市国资局目前将其持有的占公司总股本29.4%的1780万股广西虎威国有股协议转让给北京阳光房地产综合开发公司,转让价格为每股人民币2.44元,股权性质为法人股。至此广西虎威资产重组正式拉开帷幕。但是下午虎威以15.8元低开后,走势并不坚挺,不仅一度探底15.3元,而且最高仅冲至15.9元,成交量仅放大4成。应该说当时市场对虎威的这一重组并未高度关注,法人股转让司空见惯,而且北京阳光仅成为第一大股东并非绝对控股,所以跟风者若没有仔细考察公告内容就会觉得仅为法人股转让意义不是很特别,但是成交量没有特别放大,主力肯定志在长远,不动声色。那么后继仍会有题材。

果然,9月24日广西虎威股份有限公司公告将于10月28日召开临时股东大会。会议内容包括审议增加公司营业范围议项,修改公司章程,审议下一步投资计划,改选董事、监事。此公告一出就意味着广西虎威不仅仅是股权变动,其经营范围,高层领导及投资意向均会发生大的变化。那么北京阳光就已经具有了进入资本市场,改造重组壳公司谋求高速发展的意图。当日下午复牌后,主力果真发威,因为已具有了良好的市场预期,投资者表现得比较踊跃,虽然盘中成交量大部分是对敲所为,但是当日收盘达186万股也说明此次重组具有很大的诱惑力。

应该说虎威的主力控盘技巧高超,在9月24日之后长达一个月的时间里,基本上又围绕5日、10日均线构筑了一个大平台。这期间成交萎缩得十分厉害,筹码被牢牢锁定。与此同时沪深两市在1025点及3661点触底后,受基本面的刺激,展开了放量上行的攻势,深市一举攻

至 4750 点。而虎威虽不是纹丝不动,但也升幅有限。众多的投资者面对股价整体升幅达 100% 的广西虎威心理不免有些心虚。同时又思考两个问题:一是大盘涨它不涨,这种滞涨现象的发生是否意味着主力借大势造好而悄悄地减仓呢?二是临时股东大会即将召开,北京阳光在仅是第一大股东并不具有绝对控股权的情况下能否受到重视且接管经营大权也未可知,如果公司今后在主业及投资方向上没有根本的改观,这种重组就不会收到预期效果。

10 月 15 日,广西虎威开始放量,股价小幅攀升,持有者的信心再次被坚定。10 月 29 日临时股东大会如期举行,第二天发布公告称股东大会审议通过以下预案:一、公司在原有经营范围的基础上,增加房地产和高科技产业有关的经营范围。二、修改公司章程。三、修改公司新的投资计划的议案。投资计划包括投资北京大型综合楼的计划、拟收购北京房地产公司的计划、投资高科技产业的计划。同时董事会、监事会发出公告称董事长、副董事长、董事会办公室主任、董事会秘书、总经理、副总经理、财务负责人及公司监事全部重新改选。

下午复牌后,广西虎威高开 0.09 元,最高冲至 18.3 元即掉头向下,尾市以 17.97 元收盘,留下 0.33 元上影线。但成交量却放大至 187 万股。在市场一片看涨声中,第二天主力却给投资大众浇了一盆冷水,开始震荡洗盘,一根长阴令人胆颤,散户又开始踟躇不前,不知所为了。

恰在此时,也就是 11 月 22 日广西虎威有限公司董事会再次发出公告,称广西虎威与北流市第二水泥厂共同投资设立了北流市虎威水泥有限责任公司。公司注册资金 2000 万元人民币,本公司以设备投资 1960 万元,占公司股权的 98%。好消息一出成为主力拉升股价的绝妙契机。一方面广西虎威自 9 月 1 日以来将近三个月始终在 16 元左右进行横向整理,其间因重组消息的公布有过两次放量补涨的动作,使得对该股重组题材缺乏深入了解的部分投资者弃仓出局,主力在洗盘充分后,厚积薄发一举突破平台,赚出超额账面利润。另一方面广西虎威股本结构较为合理,资本公积金较高,在阳光公司入驻成为第一大股东后前景更加灿烂。加之广西虎威是国内著名的高标准水泥生产企业,即使在 1997 年建材市场不景气的条件下,仍能保持每股 0.12 元的中期收益,说明其水泥的生产销售能力还是很强的,所以此次组建北流市虎威水泥有限责任公司应该是仍大有可为,而且前景光明。

### 三、狐假虎威 步入主升浪

在这诸多因素的影响下,广西虎威的股价步入了主升浪。连续七根阳线,表现惊人。不仅如此,在创出 22.77 元的天价后,仍然没有放出很大的成交量。普通散户已经开始考虑逢高派发了。因为虽然虎威公司资产重组的信息已正式公告,但是在投资项目尚未实行的状况下,对公司今后的发展前景仍缺乏足够的资料予以预测。再者北京阳光房地产公司虽然有北京市政府直接领导的首都创业集团为后盾,在人才、资金和商业机会方面有一定的实力,而北京的房地产业处于一个供给稀缺,需求旺盛的非均衡状态,但是在微观环境不是太景气的氛围中,也很难在短期内创造出高额利润。同时由于政策面的变化,阳光集团急需大量的资金进行房地产业成片开发,又不能享受贷款的优惠政策,因此阳光公司注入优质资产的目的仍然是希望在资本市场上获得更丰厚的回报。主力摸透了投资大众的心理,开始了大幅震荡洗盘更多的散户被震出场外。但是值得深思的是,虎威的股价在震荡中并没有趴下而借机小幅扬升,那么重组信息肯定没有完全公布完,后续仍有题材。

果然,12月27日,广西虎威公告再次转让法人股。北流市国有资产管理局以协议方式将其持有的广西虎威股份有限公司200万股国有股转让给北京日新经贸发展有限责任公司,至此在广西虎威前十二名大股东中,已有五家北京的企业,其中包括三家房地产开发公司和2家经贸发展公司。这样说来,广西虎威重组仅仅是个开始,好戏还在后面!主力在重组计划知之甚详的情况下,步步将股价推升至27.88元的高位,令市场内人士瞠目结舌,98年1月13日董事会公告将于1998年2月15日召开第一次临时股东大会,届时将对以下事项进行审议:

一、为有利于公司获得各方面信息,开拓市场,搞好经营,并利于公司与深圳证券交易所等机构的联系,会议决定公司在深圳设立办事处。办事处主要负责业务经营的联系,收集市场信息等工作。

二、由于北京中华会计师事务所出于工作安排原因不能安排对我公司进行1997年度财务审计工作,我公司董事会决定提请股东大会批准聘请深圳中诚会计师事务所进行审计,并决定于近期召开公司1998年第一次临时股东大会(通讯方式),提请大会审议批准董事会聘请深圳中诚会计师事务所对我公司进行1997年度财务审计工作的议项。

在一个个包袱被抖开的情况下,虎威的股价再度飚升。应该说广西虎威的重组事宜虽然安排的较晚,但其重组计划都十分完备,而且主力操盘手法老道、游刃有余。估计日后,该股仍将有进一步的题材陆续公布,年终业绩大幅度改善也自不必待言,投资者可拭目以待其价格合理定位。

## 第八节 交运股份牛年交牛运

钢运股份连年亏损,市场形象一落千丈,母公司忧心忡忡,果断改组。但说好事多磨,交运股份的母借子壳上市,也是曲折,悬念频生。有了曲折、悬念,正好为主力借用顺势吸货、洗筹,也令“交运”的市场表演更加出色。

只看到“交运”的出彩还远远不够,看够了热闹,也该多看出些门道来,如果对已有的借壳个股的市场运作都能看出些门道来,那么也就能在借壳个股身上大交牛运了。

### 一、主力建仓

交运股份的前身为上海钢铁汽车运输公司,1993年该公司经过股份制改造后,经济实力增长较快,成为我国交通运输行业中的大型骨干企业,主要经济指标在同行业中名列前茅。公司主要承担着上海各钢厂和宝山地区码头、车站的陆运短途货物运输业务,拥有稳定的客户和货源。1993年9月28日,钢运股份在上交所正式挂牌交易,主营汽车机械配件制造、销售、工程机械及专用汽车制造、销售。目前流通盘仅有1200万股。以该公司近年来分红配股情况看,1994、1995年度开始大面积地亏损,所以该股价格由18.94元一路盘下,即使在疯狂暴炒低价三线股的1996年年底,钢运股份达到8.37元的高点,随后随大盘跌至4.69元启稳。从12月25日开始在底部区域进行了修复整理工作,底部逐渐抬高,至1997年1月31日开始脱离盘局向上盘升,在深沪两市稳健上涨的带动下,股价迅速回升至暴跌前的水平,并在8元附

近展开了拉锯。

此时正在面临着 1996 年终报告的公布,对于这个曾经亏损,又没有进一步实际行动使业绩有所改观的公司而言,在绩优股大行其道的时代不可能有什么出色表现。4月24日,钢运股份公布了 1996 年终报告,可喜的是实现了扭亏,但每股收益仅为 0.003 元。当日收出一根较长的小阳线,成交量基本上仍然维持在 66 万股左右。考虑到公司今后仍面临着巨大的压力及挑战,投资者还是不太看好其前景,所以第二天即拉出一根长墨,成交量虽然没有放大,而且有萎缩的趋势,但是股价却脱离 3 月份以来形成的平台,快速下调。

5月29日,钢运股份在连收七阴的情况下刊登了高层人事变动的公告,称经公司于 1997 年 5 月 27 日召开二届一次董事会和监事会审议决议通过,公司董事长、总经理、副总经理、财务主管、董事会秘书及董事会办公室主任均发生了更换。由于没有有关公司发展的重大规划和新的投资项目决议的公布,所以钢运的股价稍有反弹至 6.5 元即又下台阶。6月25日深沪两市快速回落,受此影响钢运股份 7 月 8 日跌至年内低点 4.75 元。随后大盘止跌进入底部区域,钢运股份缓慢回升至前期 6 元附近的平台。

我们注意到 8 月 13 日—15 日该股出现了放量上攻的行情,三日累计成交量达 150 万股。应该说此时主力介入迹象已较为显露。但是拉高建仓是要冒巨大的风险。风险一,导致建仓成本太高,使今后的进一步运作面临较大的阻力。风险二,在消息面没有实质性题材公布的情况下,主力拉高只会解放投资大众。由此 8 月 18 日股价又快速盘落,造成一种冲高受阻,主力有所不支的假象,将散户手中的廉价筹码震出。8 月 27 日钢运股份公布了 97 年中期报告,每股又亏损 0.092 元。当日复牌后,股价发生了大幅震荡,开盘 5.99 元,最高上摸 6.64 元,最低 5.72 元,成交量 23 万手。主力希望依靠亏损中报的公布诱空建得初级仓位。但是我们注意到,此阶段成交量始终没能放大,平均每日仅有 15 万手左右成交量,那么排除每日震仓及散户跟风盘,主力建得的仓位还远远不够。因此,9 月 5 日主力在沪市由低价 H 股板块率引已有一波上扬的情况下再次上攻。成交量迅速大幅放大,9 月 9 日曾放出 194 万手的成交量。那么,主力积极建仓的目的已显露得更加明显了。

9 月 11 日沪市在上摸 1260 点之后大幅下挫,主力趁机砸盘,在 9 个交易日中从 7.09 元回落至 5.4 元,成交量均速放大。经过这次天降神运,主力基本上建成了基本仓位,那么后一步行动顺利进行就游刃有余了。随后几日主力基本上以大盘为基准亦步亦趋。10 月 8 日随着有关重组消息公布的临近,钢运股份放量上攻向前期高点 7.05 元迈进。10 月 16 日报纸刊登了上海市委副书记黄奇的讲话,称在发行新股时要择优上市,而且将业绩排在后 10 位企业的“壳”腾出来,为优秀企业上市提供机会。如果我们将《中国证券报》与中国诚信证券评估有限公司评出的两个业绩综合排序,即“中国上市公司 1996 年经营业绩综合排序”和“中国上市公司 1997 年中期经营业绩综合排序”来看,两大综合排序后 10 位的上海本地股中钢运股份排在第四位。受此消息影响,钢运股份 10 月 20 日向上突破至 7.33 元。这说明资产重组题材已成为改变企业命运解决企业矛盾,使企业摆脱困境日益壮大的有效途径之一。投资者在认识到其重要性后,开始对这一板块青睐,跟风盘将股指推高到 7.68 元。春光初露。

10 月 31 日钢运股份公布了二届三次董事会决议和 1997 年召开临时股东大会的通知,讨论通过了如下事项:

- 一、关于公司与上海交运(集团)公司实施资产重组的方案;
- 二、关于更改公司名称的议案;

三、关于调整公司董事会成员的议案；

四、关于调整公司监事会成员的议案；

五、关于修改公司章程的议案；

六、召开 1997 年临时股东大会。

临时股东大会有关事项公告如下：

1. 会议时间：1997 年 11 月 24 日（星期一）

2. 会议议题

（1）审议关于公司与上海交运（集团）公司实施资产重组的方案；

（2）审议关于更改公司名称的议案；

（3）审议关于修改《公司章程》的议案；

（4）审议关于调整公司董事会、监事会成员的议案；

如果这些议案得以实施，那么钢运股份将脱胎换骨，摇身一变成交运股份，那么投资者就应该以全新的眼光去关注这只股票。并根据重组题材的力度及消息公布的进度进行市场定位。当日下午复牌，主力并没有像大多数投资者所预期的那样高开高走，相反以 7.3 元平开，上冲 7.36 元后即告回落，收盘仅 6.97 元，大幅洗盘后给散户造成一种后继题材缺乏，见消息出货的假象。果然部分散户争相抛售。主力见目的已达到，10 月 24 日又杀了个回马枪，一根中阳将昨日阴线几近吞食，令踏空或斩仓的投资者后悔不迭。随后在 5 日均线缓慢上升的支撑上，股价震荡向上，并在 8 元附近形成了平台等待临时股东大会的召开。

11 月 13 日深沪两市经过连续多日的横盘整理，向上突破的呼声一浪高过一浪，于是开始在缺乏大资金的配合下展开攻势，钢运股份亦迅速脱离 8 元左右的平台区域上摸 9.25 元，成交量较前期放大 3 倍。因有 11 月 24 日即将召开临时股东大会的利好支持，所以股价理应看涨，但从盘面看却是不涨反跌最高仅至 9.19 元。随后二日大盘倾泻而下，钢运缩量整理，但很快就有临时股东大会可能不能如期进行的消息传出，立时，股价自 11 月 20 日开始快速回落，11 月 22 日刊登了关于延期召开 1997 年临时股东大会的公告，上海钢铁汽车运输股份有限公司原定于 1997 年 11 月 24 日召开的公司 1997 临时股东大会因有关事项正在报批之中，故决定延期召开。已办理出席会议的股东股权登记继续有效，召开日期将另行公告。此消息一刊出，投资者立刻比较警觉，特别是延期原因为有关事项正在报批之中，如果报批的事项未通过审批，重组计划一旦夭折，那么前期介入的资金将全部被套住。虽然这一题材是永远的诱惑，但是只有保存实力才能赢得最后的胜利，留得青山在不怕没柴烧，所以三十六计走为上策，大部分散户在主力对倒洗盘的引导下大都不能坚守了。当日复牌收出第三根中阴后，头部态势已显露无遗。特别是均线系统毫无支撑作用，也很是令人心惊。但是第二天却收一止跌小十字星，成交量也萎缩三成，这样说来主力并没有撒手不管，相反护盘迹象比较明显，那么重组有可能有进一步进展。

我们知道作为一名普通投资者，对准确的信息无法及时捕捉到时，只能凭借股价的波动进行猜测。如果重组工作困难重重，那么这根小十字星只能是下跌途中的一次停顿或者主力稍加拉抬旋即又会放量下挫，如果 12 月 8 日会议能如期举行，那么主力应该将股价拉升至前期 8 元附近的平台，维持强势整理。在有了这种分析之后，我们来观察股价，阴阳相间的两颗小星将股价推上 30 日均线，紧接着两天稍有放量，钢运股份即做出大 V 形反转上涨至 8.8 元。

12 月 2 日上海钢铁汽车运输股份有限公司董事会公告：上海钢铁汽车运输股份有限公司

原延期举行的 1997 年临时股东大会,现定于 1997 年 12 月 8 日下午 2 时正,在上海市新华路 730 号上海交通大学交通会堂召开。会议议题不变,原已办理参加会议股权核准登记的股东,凭本公司寄发的会议通知出席会议。此公告一出,投资者大受鼓舞,只要临时股东大会不一拖再拖,重组就大有希望。下午开盘后,志在长远的主力并没有急攻,如果那样不仅短期乖离率较大,而且容易造成一种急功近利的感觉,再者毕竟临时股东大会未开,在此清洗浮筹,为今后的上行扫清路障,所以连续三日震荡,特别是 12 月 5 日,急冲 8.85 元,下探 8.02 元,收盘 8.31 元,着实让投资者心惊胆寒,疑是要有利空爆出。

## 二、“新股”重新定位

12 月 9 日,临时股东大会准时召开后发表公告摘要如下:关于“钢运股份”与“交运集团”实施资产重组联合公告 1、根据市府领导批示和市国资办沪国资预(1997)335 号文件批准,上海钢铁汽车运输股份有限公司与控股公司上海交运(集团)公司 1997 年 12 月 8 日签署合同,根据协议,上海钢铁汽车运输股份有限公司将现有经评估确认后的资产与上海交运(集团)公司持有上海交通高速客运有限公司 51% 股权进行等值转换,转换值 10841.4019 万元,其差额部分 1690 万元作为上海钢铁汽车运输股份有限公司对上海交运(集团)公司负责。重组后,上海钢铁汽车运输股份有限公司股本结构不变,第一大股东持股数不变。同时临时股东大会决议公告,同意将公司更名为“上海交运股份有限公司”并相应地修改公司章程,主营范围,最后公司董事会董事和监事会监事均做了重大变动,公司董事会、监事会亦发表公告,称董事长、副董事长、总经理、副总经理、总经理助理、总会计师、总工程师、董事会秘书、监事长、副监事长亦重新选举任命。

这一公告表明是上海交运集团以完全彻底的置换方式,成功地在上交所上市。从某种意义上说,此等“脱胎换骨”式的大举动,似乎并未引起市场人士的广泛重视。大多数人认为,这与中远入主众城、全兴入主川药、福州自义更名大通、美纶股份更名泰达股份无甚区别,大同小异,故对此案例漠然视之。其实,此例资产重组是抛开子公司,母公司直接上市的成功范例,换句话说,等于新股重新上市!因此,自 12 月 9 日起,钢运股份已今非昔比,实际上钢运股份已成为“交运股份”,投资者必须以全新的目光重新审视其二级市场价格合理定位。

如果完全以新股的视角加以分析,该股盘子极小仅 1200 万股,每股公积金 0.98 元,净资产 2.09 元,净资产收益率为 15.98%,含金量较高,每股公积金达 0.98 元,每股预测收益应属中上游水平,此类小盘股较为合理的开盘价的市盈率当在 30—35 倍,即 9.90 元~11.55 元之间。但是 12 月 9 日虽然以涨停报收,股价却大幅震荡探底,最低 8.55 元,收盘也仅 9.1 元,市盈率为 27 倍,成交量 51 万,市场人士一片困惑,新组进来的两个公司资产状况良好,并且具有相当的发展潜力,而且随着沪空高速的进一步发展,也会给公司带来很多的市场机会和机遇。特别重要的是,置换完毕后,该公司预测今年利润将比去年同期有较大幅度的增长。在这种背景下,景钢运股价怎么没有一个重新定位的过程呢?果然,钢运股份快速进行了飞跃,第二天报收涨停,同时放出 330 万的成交量,该交易周换手率高达 51.83%,这主要由于主力掌握较多筹码并且锁仓未动,故换手率已相当充分。值得注意的是,凡是借壳上市的公司都有一个共同之处,即把竭尽全力尽早取得配股资格当做上市后最重要、最迫切的首要目标,这就需要公司每年都推出送转方案,扩大配股基数,待条件达标后在二级市场获取更多的配股资金。因此,

对交运股份来说,年报后推出 10:5 以上的送转方案是完全可能的。因此目前价位介入的风险远小于收益。在“抓大放小”的大背景下,该股显得格外注目。所以,12月15日该股再次被主力拉升至 10.92 元,并围绕 10.5 元做震荡蓄势巩固市场基础,并且为市场所追捧与认同。

12月19日,钢运股份公布变更公告称钢运股份董事会经临时股东大会授予全权办理公司名称、住所、法定代表人及扩大经营范围等变更登记事宜,具体变更事项为:公司名称:上海交运股份有限公司简称交运股份。公司住所:上海市延安西路 704 号。公司法定代表人:刘才。公司经营范围扩大:“汽车机械配件制造、销售,工程机械及专用汽车销售”项目。公司股票简称 12月23日起变更为“交运股份”,原股票代码不变,至此钢运股份正式变为交运股份,并成为一只地地道道的新股。

### 第九节 粤海发展 市场表现也“快餐”

广东的公司看上了上海的“快餐”,接着就大口把“快餐”吞了下去。但是在没有实质性举措以改变公司疲弱面貌的状况下,公司的股权转让只能成为主力拉升股价的工具,而且价值的再发现,也成为昙花一现的瞬间。

#### 一、主力思路“快、准、狠”

新亚快餐是由原上海新亚(集团)股份有限公司和上海二纺机股份有限公司共同发起,并以募集方式设立的。作为全国首家专业中式快餐公司和全国餐饮行业首家股票上市公司,实行规模生产、连锁经营、标准化管理。1993年5月4日在上海证交所正式挂牌交易的新亚快餐目前仅有 2100 万股的流通盘,主营快餐食品、速冻食品、糕点。

由于近年来中式快餐行业受到西式快餐的严重冲击,业绩有所滑坡。即使在风起云涌的 1996 年,上海股市中的本地二线股也没有什么上佳表现。1996 年底也就是暴跌前有过一波小幅攻击,但攻击力度明显不足,实属随波逐流的行为。并在 12月24日创出 6.03 元的低价。但随后明显止跌启稳并以平均每日 20 万股的成交量很快就攻击到 8.3 元的价位。应该说此时已有重组意向在上层领导者之间传播。因为 1997 年 1~2 月份市场刚刚经历过大暴跌的洗礼,人气濒临溃散,那么单纯的股价反弹对于一只上海二线股来说不可能有那么大的推动力,1997 年 2月21日,新亚快餐的成交量忽然放大至 189 万股并且高开高走收出一根光头长阳,主力已经获得了确实的消息入场吸货了。

其实在此之前的 1~2 月主力已谨慎获得初级筹码,但是大仓位的建立取决于重组题材正式公布时间以及项目进展程度,那么此时时机已到。应该说新亚快餐的主力操作思路是本着“快、准、狠”,一方面新亚快餐属于比较早的重组个股,市场对这一题材的认识程度以及预期还不是很高。另一方面当时刚经历过 96 年深股爆炒的逼空行情。主力的思路仍停留在短期获暴利的短线行为中。所以 2月21日之后经过 4 个交易日的横盘整理,又开始了上行步伐,连续 5 根阳线,成交量稳步放大,特别是 3月6日在 251 万股成交量的配合下曾创 10.85 元的高价。但是 10 元附近面临着巨大抛压,所以当日仅收于 10.18 元,随后连续 3 个交易日阴阳交

错,一方面在 10 元附近清理浮筹,另一方面再加码持有以便在今后的拉升中游刃有余。

3 月 12 日,主力再次发威,连续 3 天对敲放量拉升股价很快远离了成本区域。此时重组的消息已逐渐传播,市场上虽然没有人能够获得准确、及时的第一手资料,但是鉴于对这一题材的深刻认识,新亚快餐 10.8 元的价位被市场认同。所以 3 月 14 日在创出 13.7 元的价位即回落收一根长十字星的基础上,股价仍维持在 12 元附近等待消息面进一步进展,成交量萎缩得比较厉害,激动人心的时刻快要到来了。3 月 26 日在得知重组消息即将公布主力着手打提前量,成交量迅速均匀放大,股价攀升至 13.3 元,并在均线系统乖离较大的背景下高位震荡三天。但是消息面并没能顺利配合,主力就此高抛低吸再洗浮筹,股价就此回落。

### 二、公告出来是个“快餐盒” 主力也来仿制“快餐盒”

4 月 2 日新亚快餐终于刊登了公告,称深圳粤海实业投资发展有限公司以协议方式一次性受让上海新亚(集团)股份有限公司所持有的上海新亚快餐食品股份有限公司所持有的发起人法人股 1029 万股,二者合计 2237 万股,占总股本的 41.8%。由此可见 3 月 26 日发动的连续快攻乃灵通人士所为,但也是后知后觉的投资者为了建仓,在主力的引导下做了一次轿夫。因而面对 15 元的股价,又没有实质性投资方案披露,新亚快餐借壳重组方案,只是为其粘了一个快餐盒,并没有把饭装进去。所以当日开盘仅有 14.5 元,下探 13.4 元,收 13.48 元,成交量没有放大。这样说来主力尚无出逃的意愿。因为 3 月 13 日放出的这根近期天量最高为 11.88 元,虽较其 10 元的成本而言,已有 30% 的获利空间,但主力想就此全身而退还得费些周折,因而在接下来的 12 个交易日中主力小心控盘将股票维持在 14 元附近平台整理,做出一副蓄势上攻的态势,实际上手中部分筹码已在悄悄派发。

4 月 21 日,主力造出一种盘整后向上突破的假象,对敲上攻,吸引了部分认为后续题材即将公布的投资者,实际上主力是为了抢在年报公布前减仓。4 月 29 日新亚快餐公布年报 1996 年每股收益 0.011 元,利润暂不分配,应该说这个报表没有任何吸引力,但是下午开盘股价却大涨最高达 15.8 元。这样看来股价上涨有两种原因,一种就是主力急攻近利,见消息出货不准备长期运作;另一种即是稍后有实质性题材爆出。随后其股价上冲 18.3 元即告大幅下挫,且力度和幅度空前绝后,12 个交易日跌幅达 42%。这说明,主力也只是为投资者赶制了一个诱人的快餐盒,而敢接这个盒子的投资者当然就惨了。那么在消息面平静的状况下,前一种行为被肯定。高位入场的投资者不幸被击中,主力在距成本 20% 的价位附近开始鱼贯而出,迅速变现。5 月 23 日虽然止跌反弹,但是 5 月 31 日公布 1996 年利润暂不分配以及 6 月 3 日公告新亚快餐包括董事长、总经理、董事会秘书、监事长等高层人士变动成为股价下跌途中的一次憩息。6 月 11 日股价再探 10.5 元,在没有做出 W 底的情况下,新亚快餐的股价随走软的大盘倾泻而下。

应该说其大跌有以下几个原因,一是虽然高层人士变动,但是并没有实施什么具体方案及项目将公司的经营搞上去;二是主力在获得暴利后,已将筹码出掉大半,大幅拉高既危险又无大意义;三是已传出公司重组后的业绩无根本改变。果然经过 2 个月的回落,8 月 29 日新亚快餐公布 1997 年度中期报告,每股亏损 0.305 元,并且成为每股净资产低于股价面值的三家公司之一。短暂的购并告一段落,粤海发展收购之后是否还会有进一步的动作,我们可拭目以待其佳音。

### 第十节 借壳个股投资精要

世界上没有无缘无故的爱,也没有无缘无故的恨,股市也同此道理。

如果有一天,一只绩劣股突然在阶段性底部放量,或在一段时间内逆市上扬,你就要注意了,说不定,一场借壳上市的好戏就要开演了。

#### 一、借壳个股投资秘诀

1. 仔细分析上市公司的基本面状况,包括财务状况、股本结构、经营形势等,寻找极有可能成为“壳”公司的个股,以便提前对其股价运行状况加以留意研究,随时准备于第一时间买入一个上市公司成为“壳”公司通常是在公司连续经营不善、面临困境时所产生的,但并不是所有经营极差的公司都能成为“壳”,它还要满足其他条件,如:①企业基础不差,其困境多由外部因素形成;②从财务状况上看,其净资产接近二级市场的股价水平,换言之,股价已跌至净资产附近,或者拥有较高的公积金;另外负债率最好较低,债务包袱不重。③从股本情况上看,一般流通股不超过5000万股的中小盘股,股权结构较分散,国家股或法人股的股东占绝大多数,以有利于通过场外法人股或国家股的转让进行资产重组活动。

例如:1996年7月26日在上交所上市的以经营批发零售业务为主的商业类公司环宇股份(600735),由于较早地进行了股份制改造,取得了较好的经济效益。但随着公司所在地临沂市40多个专业批发市场的迅速崛起,市场形势发生了较大变化,给环宇股份的经营形成了很大冲击。公司净利润由1995年的773万元,下降至1996年106万元,至1997年上半年亏损达441万元。重组前,每股净资产1.475元,有2715万元的资本公积金;其总股本8757.225万股,除单一的国家股东临沂市国资局持股51.9%外,其余4212万股均为流通股。这有利于后来的临沂市国资局一次性将其持有的环宇股份国家股4545万股全部转让给兰陵集团。

在中远——众城资产重组案例中,众城公司是一家房地产类上市公司,投资结构比较简单,主要集中于开发高档涉外办公楼、外销房等。由于1994年以来我国房地产行业不景气导致市场疲软,使众城实业的房产销售发生困难,经营业绩大幅滑坡。但分析其财务状况可知,其负债率较低,仅为23%左右;该公司作为浦东陆家嘴金融开发区内的房地产公司,其投资2亿元的众城大厦及众城公寓、众城商厦等项目的升值潜力巨大。目前若在陆家嘴地区再建一同等规格的写字楼,撇开批地中涉及的繁琐审批手续及造楼所花工期不谈,就成本而言,价格都不止3个亿。只是由于外部因素的原因,使这两亿多的资产沉淀,不能转化为公司的销售收入,且该公司尚有1.23亿元的资本公积金,流通股也仅有3024万股。而中远置业也有在“九五”期间投资房地产60亿元的发展目标,且欲在上海建立一个“桥头堡”,如此看来,二者可谓珠联璧合。

2. 在通过第1步基本面分析后,对于筛选出来的有可能爆发借壳题材的重点个股,密切观测其股价及成交量的异常变化

一般来说“借壳”概念个股的市场价值实现是一个逐渐展开的市场化过程,这一过程可以

客观地反映在其股价走势图上,大部分借壳股都有这样的特征,那就是:较低的股价突然无缘无故的反复上扬,没有任何业绩题材支撑。这往往是处于重组前期的热身运动阶段。其后开始逐渐出现一些传闻,有关资产重组的具体事宜开始逐渐被市场朦朦胧胧地了解,此时股价就会出现放量大涨的走势,再其后股价慢慢回落走稳,成交量极度萎缩,注意这时候成交量通常是萎缩的,而且萎缩得比较大,市场会随之对该股逐渐失去了兴趣,股价一般渡过小幅波动期两期以上。

再到后来成交量又开始缓缓放大,并且价格出现了新的突破,甚至神话般地创出了历史天价,资产重组的消息进一步明朗,特别在公布资产重组消息的前后几交易日,股价将会出现比较大幅度的放量上扬。至此,圆满完成借壳股的价值初步实现过程。当我们熟悉了这样的过程以后,就能够比较明确地把握一些资产重组股的走势。

一般而言,在没有任何传闻支撑下的上扬可以尝试跟进,上扬之后无量盘整则可以继续观察,同时关注相关信息,一旦再次突破就可以加码买进,直到消息兑现后才做进一步的了结。

由于资产重组牵涉面较广,消息保密较为困难,少数先知先觉的主力机构往往在重组消息正式公布前,已开始有建仓行为,这必定会在股价及成交量上得到反应。如在阶段性底部突然放量,或股价一段时期内逆大市上扬。这背后都蕴藏着某种信息。投资者此时应根据市场表现的情况,结合公司基本面,争取尽早嗅出“大战”前夕所暗含的隐隐杀机,与主力抢吃筹码。从1997年几只经典的资产重组个股的k线图中,我们可得到印证。

如泰达股份,在深成指7月17日至8月18日下跌15%左右时,它却由7.46元上涨至9.96元,涨幅达32%,在深成指由9月11日的4466点跌至9月23日的3698点,跌幅达20%时,泰达股份的股价却在10元~11元附近筑起平台。其明显强于大盘的走势,说明主力不肯轻易地抛出手中的筹码,反而趁人心慌乱之时,大笔吃货。

又如环宇股份,从1997年7月17日开始至9月5日近两个月的时间里,股价基本上在4.5元—5.00元之间窄幅波动,而沪指却有两波下跌浪。9月8日环宇以一天成交339万,突破前期平台收于5.18元(如此吉利数字也有些意味深长),较9月5日41.6万的成交量放大8倍有余。9月9日成交量再度达到781万,9月10日成交量为377万股,而其流通股份总额也不过4212万,这三天共成交1697万股,换手率达40%。尽管环宇的董事会在97年10月中旬才公布有资产重组的行为,直到12月中旬正式公布重组内容,但我们从介绍该公司重组过程的一篇新闻报道中却发现正是从1997年9月开始聘请有关证券公司充当财务顾问,开展重组前的各项准备工作。这绝不是简单的巧合。

### 3. 注意把握资产重组个股价格运行过程中的信息公布效应对股价的影响

信息主要是指业绩信息(如中报、年报)及资产重组信息。由于资产重组个股一般都是效益大幅滑坡,若在重组过程中要经历中报或是年报公布阶段,此时往往成为主力庄家震仓吸筹的有利时机。不少资产重组个股均是经历过这痛苦的一跌后,利空出尽,庄家便可利用一段时期内的业绩消息面真空期,无所顾忌,大干一场。如环宇股份1997年8月25日公布中期财务报表,每股收益-0.04元,较1996年底大幅下降,比上年同期亏损300多万元。8月26日复牌后,最深跌幅达8%,股价跌破一个月以来的平台,但随即便被快速拉起。27、28、29日接连三根小阳线,重回升势后股价便一去不回头。仔细分析:从招股说明书及已公布的96年年报中可知,环宇股份的净利润由1994年的1600万,降至1995年的773万,1996年下滑至106万,其作为商业类公司,1997年上半年亏损应在意料之中,而其股价在公布中期业绩之前,始

终在 4.5 元附近窄幅波动达一个月有余,且当时大盘走势基本上呈下行趋势,不难推测该股庄家极有可能早已掌握了重组信息,只是顾忌到 8 月份要出中报,不便大幅拉升,但又不能把股价打低,以防便宜筹码被别人吃去;故只能先稳住股价,等待中期亏损消息一出,快速打压震仓,便开始大举行动。

另外,当资产重组工作进行一段时间后,很可能会公布一些相关信息。其方式可能是分段公布消息,即所公告内容只是重组开始后的初步性阶段内容,还会有进一步重组动作,也可能一次即将全部内容公布完毕。如美纶—泰达置换案中,1997 年 9 月 3 日公布泰达受让美纶股份的国家股,9 月 22 日公布泰达控股后的美纶收购泰达集团属下的滨海大桥,进行优质资产注入。中远—众城购并案中,1997 年 6 月 9 日、1997 年 10 月 23 日,中远分两次公布购入众城的四家法人股股权。由于资产重组是一个较复杂的过程,其重组方式是先注入后剥离,还是先剥离后注入,均是分阶段分步实施,且重组个股往往是主业变化或是有实力机构参股,这都意味着公司的发展前景和效益水平会显著提高。这也意味着真正意义上重组个股的运作不仅仅简单地见利好即出货,而是有一定的持续性,这就要求投资者仔细分析公告内容,判断其有无后续题材,而不会被庄家利用见利好出货的市场惯例震荡出去。如:泰达股份 9 月 22 日公布资产注入消息后,9 月 23 日复牌,高开低走,当天震幅达 20%,给人一种利好出货的感觉。但随后股价稳步上扬,至 1998 年 1 月 23 日为止,这 4 个月内,泰达的股价已由(9 月 23 日的) 10.38 元,上涨至 17.40 元,涨幅达 70%。

再如广西虎威,9 月 22 日公布北京阳光房地产公司受让 29.4% 的国家股消息,9 月 23 日股价为 15.70 元,其后近二十几日内,股价一直呈缩量平台整理,未有出货迹象,而在这一段时间内大盘基本上呈反复走低的态势。这种消息公布后,股价长时间波动较小的现象,也暗含着某种原因,果然该股 11 月底继续向上突破,在 1998 年初该股已达 31 元,涨幅超过 100%。

## 二、独特的投资策略

随着国企改革的不断深入,借壳案例在沪深两市上市公司中仍将层出不穷,对投资者来说,不仅要从投资理论上接受,还应掌握其与普通成长股不同的特性:

(1) 资产重组”是国有企业发展到一定阶段进行结构调整的有效形式之一,与之相呼应的证券市场强势表现并不能完全等同于“投机炒作”,有的上市公司重组后业绩大幅增长,其市场价值亦必然随之增值。

(2) 正是由于资产重组成功的上市公司其市场价值会出现大幅增长,因此在投资时不能套用正常股市波动情况下“高抛低吸”的做法,尤其是对“市盈率”这一指标应辩证看待。

如原“美纶股份”重组前预测全年收益不到 0.20 元/股,按 40 倍市盈率计应定位在 8 元/股左右,但该公司重组后变为“泰达股份”,通过收购滨海大桥等,营业收入至少可以增加 6000 万元,若投资者在该股突破 8 元~10 元/股价位区间就抛售显然是不明智的,正确的操作是持股或追加买入。因此,笔者认为买壳重组信息公告后,股价突破原价位区间时,应该买入而不是卖出,而且应该放弃原市场价值情况下的市盈率指标。

(3) 在目标公司市场价值不能重新准确测定的情况下,也就是“资产重组”信息未正式公告前不宜卖出。

由于目前股票市场并不非常规范,部分实力投资者凭借资金实力和掌握的内幕消息,往往

持有上市流通股相当份额的筹码,为了达到最大赢利目的,机构投资者经常采用“震仓”的手法“洗盘”,为进入过度投机阶段的拉升做准备。因此,投资者应持投资的心态参与“资产重组”目标公司的投资,而不应计较股价非理性波动所带来的价差收益。

(4)价值发现是参与“资产重组”投资的关键,投资者应具备良好的专业素质,尤其是对目标公司市场价值的重新认定必须具备一定的专业水准。

为此应鼓励培育理性的投资者,尤其是投资基金应在价值发现这一至高投资领域里发挥引导作用。

## 第四章 “借壳”上市前景预测

### 第一节 借壳上市行业预测

借壳上市主要集中于国家行业政策调控力度较大的行业、主要集中于赢利能力较差的纺织、商业、自行车、机床制造、电冰箱、纺织机械、玻璃制造等行业。特别是由于国家对纺织业上市公司重组政策上的倾斜,今年纺织业的借壳运作会尤为集中。

未来借壳上市也会逐渐趋向一些规模较小但行业利润高的朝阳行业,如医药、高科技农业等。

#### 一、我国股市发展的基本特征

随着我国企业改革进程的加快和广大企业家直接融资意识的进一步增强,资产重组题材将会是激发我国证券市场发展的重要支撑点。借壳上市将会继续深入发展。越来越多的企业家会认识到壳资源的珍贵,借壳上市工作也将会更加趋于规范,竞争也会越来越激烈。谁能早了解借壳上市的一些操作技术及相关的法规,了解借壳上市易发生的行业特征、区域特征及企业特征,谁就能在激烈的竞争中占据优势,实现借壳上市的愿望。

借壳上市成功的关键在于存在壳资源,而上市公司成为壳的条件之一是行业因素。在未来企业购并过程中,一些行业的壳源仍然因效益的低下而会较多的出让;医药、汽车、化工、机械等行业将通过购并的形式逐渐发展壮大其规模,参与世界竞争;电力、酿造、地产、交通等行业会越来越的通过借壳手段实现直接融资的目标。

随着我国企业改革进程的加快和广大居民投资意识的进一步增强,1997年我国股票市场继1996年经历了高速发展的一年之后,又在市场建设和容量扩张等方面取得了巨大的成就,概括起来主要表现在以下几个方面:

(1)市场规模进一步扩大,上市公司数量继续猛增,为借壳操作提供了广阔的空间。截至1997年底,1997年新增上市公司215家,数量上已超过历史上扩容速度最快的1996年(1996年全年共发行新股173家)。大量新股的发行与上市,不仅使我国股市的容量进一步扩大,上市公司总数为745家,我国的股票市场向成熟市场迈进了一大步,更重要的是,通过新股的发

行与上市,为众多的企业(其中主要是国有企业)募集了大量资金(据统计,仅新股发行即募集资金580亿元之多,另外配股也还在市场筹集了超过100亿元的资金)。同时,通过对企业的股份制改造,也大力推动了企业经营机制的转变,为我国企业制度改革提供了有力的支持。

(2)新股发行进一步向重点产业倾斜,既反映了国家产业结构调整的战略思路,又使上市公司的产业比例进一步合理化。通过1997年的扩容,大批钢铁、冶金、旅游、港口、化工、电子、汽车、电力、能源等基础产业与支柱产业的企业通过改制成为上市公司,股票市场为国家产业结构调整作出了重要贡献,也大大改变了上市公司的产业比例,使证券市场真正成为支持国民经济发展的场所。

(3)新股发行的规模进一步扩大,大批行业龙头的加盟,使证券市场与国民经济的关联程度大大加强。使企业间更广泛的借壳重组活动会更加活跃。从今年新股发行的情况看,至98年5月底A股流通股本大于8000万股的新股达到40多家。占新上市公司总数的15%,其中1亿股以上的大盘股达20多家。大批行业龙头企业葛洲坝、一汽轿车、东方航空、唐钢股份、辽通化工、上海汽车、本钢板材、鞍钢新轧、齐鲁石化、虹桥机场、扬子石化、辽河金马等都已成功发行与上市,为股票市场真正成为“国民经济晴雨表”作了扎实的准备。

(4)股价结构调整仍在继续,市场机会将更多体现在市场的股价结构调整之中。去年以来,绩优高成长股始终受到投资者的青睐,股价走势明显强于大盘,使股价结构进一步合理化,但同时,也应当看到,目前股市的股价结构仍有调整的余地,大批高绩优成长股市盈率水平仍然偏低,其投资价值有待进一步挖掘。

(5)上市公司的资产重组案例大量增加,公司资产质量进一步优化。今年以来,上市公司的资产重组不断推出;“壳”资源受到广泛的重视。且目前,已有众城实业、浙江凤凰、环宇股份、苏三山、广西威虎等一大批公司通过大宗股权的转让,控股股东易人之后,新的控股股东通过对上市公司进行资产整合和置换,使公司的资产质量大为提高,为上市公司提供了有力的后盾,另一方面,仪征化纤、上海石化、华北制药等大型企业集团通过合并、兼并、收购等形式,进一步扩大企业规模,增强企业自身的竞争实力,为今后发展打下了良好的基础。

## 二、目前上市公司的行业发展前景分析

### 1. 目前上市公司的基本状况

通过七年的发展,目前沪深股票市场在行业和地域分布上正逐步趋于合理,使得股票市场上上市公司的发展成为分析和研究行业与区域经济的重要依据。

从行业上看,根据97年业绩报告的统计,不同行业的上市公司在利润水平、赢利能力等方面差距甚大。从97年的报告情况看,两个市场的平均赢利水平在每股收益和净资产收益率两项指标上分别为0.24元和9.73%,较96年同期分别增长4.44%和1.5%。

其中,每股收益排名居前的行业有彩电设备、计算机、金融、制酒业等,净资产收益率居前的行业为金融、计算机、制酒业等。相对而言,赢利能力较差的行业主要有自行车、机床制造、纺织、玻璃等。

从地域方面看,去年上市公司的区域分布进一步合理化,全国各省市、自治区均有上市公司,宁夏、青海、西藏、贵州相对数量较少,可以说,各地上市公司在本地都是比较有影响的企业,其经营状况在一定程度上代表了地区经济发展的情况。

从各省、市、自治区板块的业绩比较情况看,地区间的差距也是比较大的,湖北、江苏、山东、湖南等地的上市公司平均业绩情况较好,其每股收益、每股净资产、净资产收益等指标都名列前茅,北京、河北、浙江等地因1997年新上一批质量较好的上市公司,其排名较上年有较大提高。深、沪、川、辽、渝地区的情况则明显不如人意。

从企业规模看,企业效益与企业的规模成反比的状况仍未见明显改观,上海石化、马钢股份、吉林化工、仪征化纤、渤海化工等超级大盘股的赢利能力仍处下降趋势,但值得指出的是,这种现象一方面与这些公司所处的行业整体不景气有关,更重要的是因为行业的特点,这些公司的规模仍是较小,并未能形成规模优势。正是有鉴于此,才会有仪征化纤集团与其他三家同行业集团合并之事,其目的正是为了进一步扩大企业的规模,增强企业的竞争力,同时,吉林化工的情况也具有一定代表性,公司负债比率过高,企业自有资本不足,财务负担沉重,很大程度上影响了公司的业绩,同时,流动资金不足又对企业发展形成阻碍,从这个角度看,这些企业的出路也许不是想办法压缩成本,减员增效,相反,而是想办法进一步扩大规模,形成合理的规模效益。

从新老上市公司的比较看,新上市的上市公司业绩大大好于老上市公司,这里所谓新、老公司是根据1997年上市和1997年前上市来区别的。从1997年报可以看出,老上市公司的经营状况进一步恶化。在上年A股32家亏损的基础上,1997年已发展到38家,其中1997年新发股票只有2只。老上市公司的赢利能力不断下降值得注意,这里既有部分上市公司历史负担沉重、企业转制不彻底的原因,也有部分公司为上市过度包装,原有业绩水份太大的问题,红光实业、吉诺尔都是上市半年后即出现亏损的。

### 2. 上市公司发展的前景分析

对上市公司而言,其发展前景主要取决于以下几个方面的因素:

(1) 行业发展前景,所处行业是否具有高成长性,是否有超过各行业平均的利润率,是否在国家产业政策上能取得支持是企业能否有较好发展前景的重要前提。就目前的上市公司所处行业看,电子、高科技、信息、通讯、软件等行业具有较高的成长性,但对企业而言,所面临的风险也较大,家电行业仍是未来三至五年内具有较大增长潜力的行业,但由于该行业已进入寡头垄断阶段,少数名牌企业占据份额的现象越来越明显,这使得企业业绩两级分化的现象也将进一步显现出来。

消费品行业的发展前景仍可十分看好,其中服装、制酒行业仍可望在未来有较高且比较稳定的增长。制酒业、服装业上市公司业绩整体较好并不是偶然的。旅游业是一个正在悄然崛起的行业,随着人们生活水平的提高和消费观念的转变,这一行业的前景十分广阔,但目前沪深市场的资源型旅游业类上市公司并不多,归入旅游类的酒店则面临十分激烈的竞争。

化肥制造业是十分值得注意的行业,由于我国是农业大国,且农业问题一直是国家在制定政策时首先要考虑的问题,因而这一行业的发展是具有较高成长性的,前两年因为盲目的大量进口,对国内的化肥制造企业形成了一定的压力,但今年以来,大幅减少进口,直至最近明确限制进口的国家政策对这类企业无疑是一大福音。能源、电力、交通、港口等公用事业类公司无论是在国外还是在国内都属稳定增长的企业,由于我国的产业政策因素影响,这类公司在稳定增长的同时,因成本、产品价格的波动,常会在股票市场上对股价的波动产生一定的影响,但这只是企业稳定增长表现出的另一面,对这类企业的长期高速增长抱太多期望是不现实的,以电力类公司为例,虽可能因电价提高会对上市公司某一年的业绩产生大的影响,但不可能电价

每年都提高而使每年的业绩都有大的增长,事实上,电力类上市公司近年来业绩的变化已清楚表明这一点。

医药行业是一个企业拼规模、拼科技实力、竞争日趋白热化的行业,尤其是化学制药企业,市场竞争将更加残酷,行业发展前景不太乐观,相对而言,中成药、保健药生产企业具有一定短期优势,中长期看,整个医药行业所面临的形势是十分严峻的。

商业行业近年来,一直在走下坡路,近期日本八百伴企业集团的破产可以说为我国的商业企业敲响了警钟,虽然说我国宏观调控的“软着陆”成功,使我国国民经济发展具有重要的意义,但对商业企业而言,近几年内仍很难摆脱困境,且随着外商企业正逐步打破国家的行业壁垒,慢慢逼近我国的商业零售业竞争前沿,我国的商业企业的前景是不容乐观的。

钢铁、石化、冶金等行业是我国的基础产业,虽然有国家政策的扶持,今年以来上市的一批企业业绩也普遍较好,但由于行业利润率普遍低,且目前仍受成本上涨、技术老化、产品科技含量较低等因素制约,其发展前景令人担忧。

机械制造、造纸业等行业目前也明显处于十分不利的境地,上市公司业绩普遍滑坡、恢复起来并非一、两年所能办到的,房地产、建材、汽车、等行业是具有明显的周期性特征的行业,从目前来看,我国房地产行业正在逐渐走出低谷,建材行业也处于低谷徘徊阶段,但复苏有待时日,汽车行业属国家重点保护的民族工业,目前正处于发展初级阶段末期,合理的企业规模正在逐步形成,但面临的形势也是十分严峻,同时,这三大行业的发展受国家政策的影响十分明显。

(2)企业的产品,企业的产品是企业发展的关键,一个企业有没有具有优势的产品,其产品市场有没有大的潜力是它能否生存和发展的决定性因素,从某种意义上讲,世界上不会有夕阳行业,只有夕阳企业。以纺织行业为例,它是目前被众人认为的一个夕阳行业,但事实上,高成长的纺织企业也同样存在,因为它提供的是人们最基本需求的原料,只是随着人们消费观念的不断转变和产品的不断更新换代,导致大量企业因未能跟上时代要求的步伐而步入困境。事实上,我国纺织、化纤行业上前所面临的问题是产品结构调整和产品创新的问题,而不是行业萎缩的问题。

从企业产品的因素考虑,目前上市公司中最具发展潜力的企业主要有电子、高科技、通讯、计算机、家电、服装、酒类等行业的企业,医药、纺织、化纤化工等行业的企业主要取决于公司的产品调整与产品的科技含量,家电、服装业企业的名牌效应将越来越明显。电力、能源、交通、港口等公用事业类企业的发展将会呈现稳步增长的势头,行业风险较小。

(3)企业的扩张能力。一般而言,一个企业总有起步——高速成长——稳定——衰败的成长过程,其中,最具投资价值的企业应当是刚刚步入或即步入高成长阶段的企业。从这个角度看,企业的扩张能力是分析公司成长性的重要因素。事实上,从沪深股票市场中的上市公司分析,近几年来发展较快的公司如四川长虹、东大阿派、实达电脑、湖北兴化等均是在上市前后步入高速成长阶段的公司。因此,在分析了企业的行业、产品之后,最值得注意的就是企业的扩张能力了。目前来看,具有较大潜力的上市公司应当是前述具有良好行业发展背景、产品市场广阔,企业规模又相对不大,总股本在3亿元以下,流通股本5000—7000万元以下的公司。值得注意的是,今年以来上市的公司中,不少钢铁、冶金、汽车、化工等行业的企业,虽然其业绩普遍较好,但成长性却具有明显的不足。

## 三、98 资产重组概率最大的纺织行业

纺织行业作为 98 新政府进行资产重组的重点,其行业的独特之处令人不得不关注。

从 1997 年全国国有纺织企业来看,其负债总额为 2854 亿元,同比增长 6.6%,其中流动负债额为 2002 亿元,同比增长 10.4%,资产负债率为 76.1%,同比下降 0.8 个百分点。1997 年国有纺织企业利润总额为-44.86 亿元,同比减亏 33.7%。乡及乡以上纺织企业实现利润总额约 50 亿元,1997 年国有企业减亏幅度较大,在出口和市场带动以及国家在企业兼并破产政策倾斜下,效益有一定回升,但另一方面国有企业的潜亏十分严重,据不完全统计,1997 年当年新增潜亏达 137 亿元,到 1997 年末,未分配利润高达-300 亿元,国有纺织企业的实际净资产已微乎其微。非国有企业的整体效益状况有所下降,利润总额减少约在 30 亿元左右,在激烈的市场竞争中,产品销售利润率明显下降。

面对严峻的形势,纺织企业奋起迎接挑战,企业资产重组力度加大,国有纺织工业退出速度加快。在进行大规模的产业结构调整的背景和政策引导下,大企业、优势企业主动参与了行业调整,如中国华源集团的“华源股份”和“华源发展”近几年并购了多家纺织企业,实现了低成本扩张。据不完全统计,仅 1997 年纺织企业集团的组建重组资产规模就达 355 亿元。1997 年纺织行业共实现冲销银行呆账准备金 80 亿元,1998 年这一规模预计可以达到 120~140 亿元。企业规范破产进展也较顺利,1997 年完成破产终结的国有纺织企业达 120 家左右,近几年纺织国有企业破产已超过 300 家,1998 年破产企业数不低于上年,大量的国有企业实施规范破产,逐渐退出国营经济领域,可以缓解国有企业的困难。在这一过程中,不少企业实施了整体压缩,通过 3 年的调整,在优胜劣汰机制的作用下,将有一批优势企业、大型企业成长为稳定行业经济运行的骨干力量。

在证券市场上,国家针对纺织行业上市公司的重组也采取了倾斜政策。对纺织行业的重组可以改变主业,因此得到了欲借壳上市的非上市公司特别青睐。可以肯定,纺织业的重组将是今年借壳运作中最突出的行业。

表 2.4.1 纺织行业上市公司一览表(据 1997 年年报)

股票名称	流通股 (万股)	每股收益 (元)	每股净资产 (元)	净资产收益率 (%)
中纺投资	3000	0.35	2.97	10.82
浙江富润	2400	0.30	2.14	11.29
鼎球实业	4200	0.42	3.41	9.65
多佳股份	3000	0.41	2.72	15.22
华源 A 股	4000	0.46	3.11	12.86
二纺机	7118	-0.31	1.71	-18.01
嘉丰股份	2195	0.03	1.63	1.95
联合实业	2677	0.42	2.12	17.82
中纺机	2574	0.01	1.69	0.68

## 公司购并

股票名称	流通股 (万股)	每股收益 (元)	每股净资产 (元)	净资产收益率 (%)
联华合纤	900	0.05	1.67	2.79
申达实业	2584	0.18	1.68	10.02
龙头股份	2700		1.67	0.14
福建福联	3183	0.02	1.42	0.95
无锡太极	9240	0.09	2.36	3.63
鞍山合成	8470	0.08	1.47	5.75
四川广华	8000	0.01	1.72	0.61
浙江中汇	8208	0.11	1.44	7.76
上海三毛	1100	0.06	2.61	2.29
辽源得亨	4614	0.01	2.01	0.23
辽宁成大	3224	0.99	4.31	21.14
幸福实业	3992	0.50	2.02	20.52
华源发展	4500	0.56	2.25	20.97
北京中燕	4032		1.51	0.23
综艺股份	4400	0.54	2.89	18.7
新潮实业	3603	0.62	2.28	22.12
民丰实业	2700	0.28	2.41	10.88
轻纺城	2925	0.62	3.09	18.58
浙江天然	4800	0.51	4.26	10.02
河南神马	8580	0.70	3.59	16.76
海欣股份	2145	0.59	2.51	16.77
仪征化纤	20000		2.06	0.06
南京化纤	3000	0.32	2.46	11.81
深华新	2475	0.22	2.18	10.23
深中冠	2023	-0.07	1.78	
深惠中	3785	-0.29	1.33	-21.43
深纺织	2217	0.11	2.54	4.29
凯地丝绸	2882	0.29	2.49	11.57
吉林化纤	7446	0.21	2.06	10.13
丹东化纤	6000	0.38	3.23	9.95
琼海虹	6979	-0.8	1.26	63.27

股票名称	流通股 (万股)	每股收益 (元)	每股净资产 (元)	净资产收益率 (%)
川天歌	7738	-0.34	1.93	-17.5
苏三山	7590	0.04	1.39	3.12
粤美雅	16619	0.48	4.71	10.1
黔凯涤	2188		1.68	0.129
琼海德	4032	0.24	2.3	10.49
湖北金环	1948	0.46	3.24	12.98
九江化纤	1948	0.21	2.04	10.27
美纶股份	6449	0.53	1.84	28.68
经纬纺机	2300	0.1	1.75	5.51
保定天鹅	7500	0.43	3.17	13
宝丽华	2500	0.38	2.28	16.44
泰康股份	3003	0.14	1.31	10.23
三毛派神	4496	0.45	3.57	9.45
美亚股份	2500	0.2	3.23	6.547
美达股份	10000	0.62	5.01	10.51

## 第二节 借壳上市区域预测

由于壳资源的价值日益为政府及企业自身所重视,所以未来企业借壳操作在同行政区域内的可能性最大。异地发生的借壳操作将会主要集中在壳资源较为丰富的省市内,如上海、四川、辽宁等。

以借壳操作为主要内容的企业购并向中西部转移的趋势越来越明显。

为了实现企业的迅速发展,借壳上市是最好的选择之一。它能够帮助企业迅速实现规模扩张,安全稳妥地实现多元化经营,甚至迅速实现主业转换,但是,在浩如星海的公司中搜寻收购目标,并不是件易事。除非有公司自愿要求被收购,或某公司有意洽售子公司或部门,一般情况下,猎手公司和它的投资银行财务顾问需耗时耗力,积极主动地去发现目标公司。

在我国现行的并购活动中,或多或少都带有一定的随机性,没有经过周密的调查与绩效分析工作,也没有流程筛选工作,缺乏主动性与科学性。实际上购并标的选择需要缜密的研究与分析,特别是对于一些跨区域购并尤其如此。若确定一个工作流程将会使购并效果明显提高,申华实业提出的行业战略、区域战略、媒体战略及公司战略的四流程筛选不失为一个可供参考方案。企业可从自身的发展目标出发,确定各自相应的筛选标准,并最终得到合适的购并对

象。在这四大战略中,区域战略应是一个最基本的战略,它可以相当于一个大的筛网对购并方案进行第一次选择。因为,中国地域辽阔,经济区划明显,而且政府的产业政策地域观念也明显,因此考虑区域因素必将提高购并效率。

由于我国股份制改革进程的各地区差异性,使各省市上市公司产生了较大的差别。上海、深圳、辽宁、四川、山东等省市上市公司较多,其中有一批效益较差的企业成为壳资源。从97年亏损公司地域分布也可以看出,在40家亏损公司中,深、沪、辽、川分别占到10家、5家、5家、3家。另外,尽管有些省市上市公司较少,但因各种主客观因素的影响,上市公司也沦为壳资源,这主要分布于甘肃、宁夏、内蒙等边远省份。同时,中部经济区域内资产购并业务也会越来越活跃,借壳上市必将成为其重要内容。

由于壳资源的价值日益为政府及企业自身所重视,所以未来企业借壳操作在同行政区域内的可能最多。在壳资源的处理上,往往会受当地政府和主管部门的影响,一般都会本着“先内后外”;“先国有后集体或私营”等原则。尤其上市公司中,国有股比重超过50%由国资局控股的企业,受政府行为影响的程度最大。

从中国的区域经济分布及现行产业政策出发,我们认为中国大多数企业在未来进行购并业务时,更应该将目光投向我国的中部地区及华北、东北区,这主要是因为:

1. 中部地区,尤其是东北、华北及华中地区资源丰富,有利于购并方以低成本获得稳定的生产原料来源

中部地区与沿海相比,土地辽阔、资源丰富。山西和内蒙两省区的煤炭储量均超过2000亿吨,为特富煤区,贵州、宁夏、安徽、河南、河北、山东、黑龙江均为富煤区,煤炭资源量大质优,是全国最为理想的煤炭和能源基地;大庆、胜利、辽河、华北、大港、吉林、河南、江汉及稍后开发的中原油田等油量富足,具有很大的开发潜力;东北区铁矿储量全国第一,有色金属相当丰富,华北区的铁矿石和生铁含量基本可满足区内炼钢和铸造部门的需要,焦炭资源也相当丰富。这些区域内由于具备丰富的自然资源,重工业得到了很好的发展。东北区是我国建成的第一个重工业基地,钢铁工业及机械制造是该区的强项,尤其是运输机械业非常发达,大连是海洋轮船、机车车辆、矿车的制造中心,长春是汽车、客车的制造中心,哈尔滨是内河船舶制造中心,齐齐哈尔也是机车车辆制造中心,华北区是我国重要的能源工业基地及重要的钢铁基地,华中地区是我国最大的有色金属矿区,水资源丰富,是经济开发最早地区之一。丰富的资源优势及区内因开发较早而具备的较强的技术与设备基础,为并购方进行跨区域下游兼并提供了一个最佳的选择区域。同时内地因管理不善,经营效率较低,存量资产过多,又存在并购与重组需求,因此这个区域是重工业行业内的优秀企业进行跨区域并购的理想区域。

2. 中部地区市场潜力巨大

人口是构成消费市场的前提条件,我国中部地区尤其是华中区,是全国人口多、密度大的区域之一。高密度的人口分布提供了一个潜在的消费市场。随着经济往来的密切,沿海地区的生活方式已经给中部地区人们起了一个示范作用,受消费的“从众效应”影响及“棘轮效应”影响,一旦该区经济发展,居民收入上涨后,必将形成一个大的消费浪潮。目前,由于该区丰富的资源优势及国家产业政策的支持,外资正大量拥入这些区域,这势必带来经济发展,加速该区市场消费能力的增长,因此,若选择在这些区域进行购并,一些轻工业企业、商业企业均将获益匪浅。

3. 中部地区具有政策优势,是国家产业政策重点投资区,购并企业存在较大的拓展空间

中国的产业模式是一个“T”字型结构,即东部沿海地区开发及中部沿长江的轴线开发,“九五”以前以沿海地区为主的经济开发已经基本完成,目前已开始转向轴向的开发,即长江干线的开发,进而再向南北延伸。至今为止,国家已经进行了几个大项目的投资,如三峡工程的动工兴建,京九铁路的营运,欧亚大陆桥和南昌铁路的铺通均表明了国家的产业政策。因此,若在这些区域内选择购并对象,将使企业获得政策扶持,拥有较大的拓展空间。

正是由于中部地区丰富的资源优势、市场优势及政府扶持优势,使得中部地区可以成为购并区域战略的首选地区。当然,不同的企业发展目标不同,因而具体的区域战略也各有特色。

在我国上市公司目前的一些购并案例中,已开始出现这一区域战略的购并案件,其效果颇为不错。如1997年1月16日的胶带股份整体兼并南昌橡胶制品总厂就是一个成功的案例。为了进一步扩大上海胶带股份有限公司的生产规模,增强市场竞争能力,公司董事会与南昌市化工局签订了《企业兼并协议书》,以整体兼并的方式兼并南昌橡胶制品总厂,经南昌资产评估所对该厂96年6月30日的资产进行评估确定,总资产为50143870.22元,负债为37383513.60元,净资产为12760356.12元,兼并后净资产转增胶带股份的资本公积金,兼并后该厂成为“胶带”在南昌的合资子公司。公告发出之日(97年1月16日),胶带股份收盘价为7.06元,当日涨幅5.06%,97年11月21日收盘价高达15.28元。确实,此次兼并后公司通过对该厂进行产品结构的适当调整、技术改造,通过人员分流,在较短时间内使该厂扭亏为盈,有利于公司占领江西橡胶制品市场,胶带股份也因此实现了业绩增长,股票价格也一再上扬。

总之,企业意欲取得良好的购并效果,资产重组不再成为昙花一现,精心选择购并对象是非常重要的。在购并对象的筛选时,应确立合理的区域战略进行筛选,根据中国现行的经济形势,我们认为企业应将目光投向中部地区。

### 第三节 借壳企业特征预测

壳企业仍然会主要集中在经营业绩连续几年较差、流通股本较小的企业,特别是未重组的ST公司和纺织行业公司;但从未来发展看,壳企业将会越来越多地产生于流通股比重较大、法人股分散的上市企业和股本规模较小、但行业前景看好的行业企业中。

#### 一、借壳的影响因素

关于壳资源的讨论,兴起于1993年。有人根据股本结构的考察,排列出了可能成为“壳”公司的顺序。最初主要选择“三无”公司,即无国家股、无法人股、无外资股公司。例如:申华、爱使、延中和飞乐音响等。其次人们又注意流通股比例占绝对优势的公司。再次选择国家股、法人股股权较为分散的公司。

时至1997年,上海市政府出台一系列实施资源优化配置举措,将壳目标主要定位于一些经营业绩差,远低于最低配股要求,在同行业中缺乏竞争能力,处于中下游水平的上市公司,如二纺机、嘉丰、龙头、丰华、永生、永久、轻机、工缝、新亚快餐等。

对这种“壳”资源的定位,有关专家表示了异议,认为有连续筹资能力即有配股资格的上市公司才是比较理想的壳,因为控股三年内失去筹资功能的公司,资金紧张,回旋余地太小,改变“弱者恒弱”的成本实在太高。当然,从另一方面来看,当前愿意转让壳的上市公司中,大都因为经营状况处于亏损或濒临亏损,失去其应有的筹资功能,面临被摘牌的危机而不得不出手让壳,而真正具有配股资格的上市公司接受让壳则必然会使买壳者付出高昂的成本。如君安投资数亿控股申华便是明证。

因此,我们认为对于上市公司这一紧缺资源,“壳”的选择关键不在于有无配股能力,而在于能否通过“借壳上市”来改变资源配置不合理的根本矛盾,其中,根本问题是注入优质资产前必须清理、剥离“壳”公司的不良资产,从本质上改善公司业绩,为日后恢复配股能力或股权进一步转让创造条件。

根据以上分析,我们认为在未来借壳上市操作中壳资源的选择主要受以下因素的影响:

### 1. 政府行为的影响

目前我国沪深两个证券交易市场有 750 余家,并在未来会有越来越多的企业上市。由于行业特征及政策变化的影响,其中必然有一定比例的企业成为壳企业。在目前及今后相当的时期内,壳资源仍然是一稀缺资源。因此,政府部门必然要进行调控。

另外,由于各地政府越来越重视税收,就业等问题,在借壳后企业运行的方式(包括注册地、就业等)也是政府关心的要素,在借壳操作过程中也应该考虑到政府的行为。

### 2. 壳企业的资源主要集中在上市公司相对较多的省市内

如沪、深、辽宁、四川、山东等地市。因为在最初上市较早的企业群中,由于股份制改造的步伐差异而使上市公司数量的分布也存在差异,辽宁、山东、四川等省市在全国股份制改革试点企业最多,而上市公司数量都在 40 家左右,上市企业越多,对壳资源的“稀缺”程度就相对越低。

### 3. 壳企业会越来越产生于一些朝阳行业中流通股较大或法人股相对集中的上市公司中

未来选择壳企业时,等待企业亏损严重而要摘牌的壳将会越来越少,而相反应注意企业“行业规模小”,流通股较大的企业,便于运作成功。法人股较集中,便于企业在较短时间内完成收购工作,防止泄密,有利于二级市场上操作。如上市公司中的药业板块,作为医药业是一个潜力很大的行业,尤其是我国传统的中成药技术,创造价值的潜力很大。但这一行业的上市公司中,与国外跨国医药企业相比,规模太小。而我国企业要想真正走向世界,就必须组建规模巨大的行业集团,参与世界竞争。所以,类似的行业板块中,买壳与让壳的机遇将越来越多。

### 4. 壳企业的选择过程中,应考虑股本规模较大、法人股相对较多的企业

在近几年,人们已经开始注意法人股控股企业的优势,即成本低、便于操作。在上市企业中,有些企业股本规模较大,法人股较小,在这些企业中,也有一些业绩一般、行业不突出,也适合于借壳。

## 二、壳资源的选择

### 1. 业绩较差、流通股较小的企业

根据目前我国目前已经成功的一些借壳上市案例,其中大部分由于上市公司的经营状况

## 第二篇 借壳上市

出现困难或较差而促成的。如环宇股份、四川制药等。在未来,借壳企业应该首先关注业绩连续几年较差、流通股较小的企业。特别是未重组的 ST 企业,因为这些企业重组让壳的压力更大。

表 2.4.2 “ST 公司”95-97 年主要业绩指标——览表

代码	简称	每股收益(元)			每股净资产(元)			净资产收益率(%)			备注
		97	96	95	97	96	95	97	96	95	
0015	深中浩	97	96	95	97	96	95	97	96	95	
		-1.26	0.06	-0.07	1.03	2.29	2.23	-122.51	2.45	-3.28	
0413	宝石	-0.872	0.228	0.671	1.65	2.44	2.12	-52.7	9.33	31.66	
0506	峨眉集团	0.122	-0.59	-0.29	0.975	0.83	1.42	13.45	-	-	已重组
0511	辽物资	-1.16	-0.23	0.07	1.08	2.24	2.77	-107.11	-10.38	2.25	
0515	渝钛白	-0.24	-0.10	0.02	0.93	1.18	1.28	-25.92	-8.62	1.71	
0518	苏三山	0.3	-0.214	0.107	1.389	1.338	1.562	3.12	-15.99	-6.84	已重组
0548	湘中意	-0.26	-0.32	10.05	1.05	1.48	2.2	-40.54	-21.71	2.29	
0558	辽房天	-0.87	-0.15	0.12	1.22	2.09	2.42	-70.96	-7.25	4.98	
600083	红光实业	-0.863	0.136	0.196	3.148	1.281	1.145	-27.4	10.6	17.16	
600633	双鹿电器	-1.36	-0.52	0.135	0.83	2.19	2.72	-165	-23.56	4.95	
600647	奥海发展	-0.4921	0.0111	0.0967	0.7486	1.24	1.23	-65.74	0.897	7.86	已重组
600670	东北华联	-0.989	-0.842	0.047	0.648	1.64	2.48	-152.75	-51.34	1.89	已重组
600813	鞍山一工	-0.6788	-0.174	0.0075	1.08	1.76	2.16	-62.73	-9.87	0.35	
600831	黄河科技	0.052	-2.1	-0.85	0.51	0.13	2.57	10.18	-455.43	-33.02	已重组
600837	农垦商社	-1.6786	-0.3967	0.0252	0.1195	1.7981	2.1948	-1404.9	-0.2206	0.0115	
900935	金泰 B	-0.115	-0.037	0.097	1.85	1.97	2.00	-6.21	-1.88	4.83	
600606	嘉丰股份	0.03	-0.27	0.04	1.63	1.74	1.90	2.34	-15.29	1.95	已重组

表 2.4.3 沪市 1997 年每股收益低于 0.1 元,流通股较小的上市公司

代码	公司名称	流通股(万股)	每股收益(元)	每股净资产(元)
600711	厦门龙舟	1512	-0.65	1.21
600775	南京熊猫	2800	-0.49	2.03
600847	重庆万里	3989.7	0.07	2.45
600845	钢管股份	1320	0.02	2.32
600836	界龙实业	2875	0.02	2.16
600691	自贡东碳	3321.6	0.02	2.08
600673	成都量具	4554	0.03	2.26
600627	电器股份	5100	0.02	1.71

## 公司购并

代码	公司名称	流通股(万股)	每股收益(元)	每股净资产(元)
600873	西藏明珠	5020	0.03	2.8
600826	兰生股份	7029	0.37	2.34
600843	工缝股份	1560	0.03	2.58
600822	物贸中心	1210	0.03	2.58
600801	湖北华新	4800	0.03	2.16
600606	嘉丰股份	2195.2	0.03	1.63
600869	青海三普	3000	0.05	1.95
600686	厦门汽车	3840	0.04	2.25
600885	双虎涂料	1800	0.05	2.99
600831	西安黄河	4634.5	0.05	0.51
600617	联合化纤	900	0.05	1.67
600829	哈天鹅新	3327.5	0.07	3.22
600714	山川股份	2500	0.06	1.92
600689	上海三毛	1100	0.06	2.61
600695	大江股份	2145	0.07	1.92
600614	胶带股份	759	0.07	2.27
600613	永生制笔	793.5	0.08	2.78

表 2.4.4 深市 1997 年每股收益低于 0.1 元,流通股较小的上市公司

代码	公司名称	流通股(万股)	每股收益(元)	每股净资产(元)
0503	琼海虹	6979.9	-0.88	1.26
0669	吉诺尔	1600		1.44
0014	深华源	4492.5	0.02	2.12
0618	吉林化工	5000	0.03	1.74
0588	粤金曼	4257.0	0.04	4.95
0032	深桑达	3630	0.04	2.05
0517	甬中元	2780.5	0.06	2.18
0502	琼能源	5715.9	0.06	2.29
0013	深石化	5120.5	0.07	2.36
0613	大东海	1400	0.08	1.52
0560	昆百大	6240	0.08	2.15

### 2. 上市企业股本结构中流通股较大的企业

企业借壳上市操作中,如果借壳方企业经济势力雄厚,可直接从二级市场上分次分散购买

企业的流通股,直至达到控股目的。而要从二级市场上操作,壳资源一般是流通股比重较大、股本规模较小的上市公司。

1996年在沪市发生的“郑州百文”并购案例颇有参考价值,并给人以诸多启发。

郑州百文于1996年4月在沪市挂牌上市。其股本结构如下:

总股本	10348.01 万股	100%
国家股	1561.01 万股	15.08%
法人股	3638 万股	35.16%
公众股	5149 万股	49.76%

主要股东持股情况:

(1)郑州市国有资产管理局	1561.01 万股	15.08%
(2)郑州投资合作基金公司	341.78 万股	3.30%
(3)郑州市市区信用合作联合营业部	150 万股	1.45%
(4)河南证券登记公司	130 万股	1.56%
(5)河南省信托投资公司郑州铁路分公司	110 股	1.06%
(6)海南浙琼信托投资公司	100 万股	0.97%
(7)河南豫银贸易公司	100 万股	0.97%
(8)郑州市人保公司汽车修配中心	100 万股	0.97%
(9)河南省石油公司	77.4 万股	0.75%
(10)郑州市管城回族区人民路信用社	70 万股	0.68%

由此看出,除国家股占15.08%,为第一大股东外,另有35.16%股份分散在数十家法人单位手中,十大股东中除第一大股东,其余9家持股比例都很低。这种股权结构非常有利于潜在收购者。

果不其然,在郑州百文上市的第十天以后,其成交量就开始不断放大,而且价格跟着大涨,呈价升量增趋势。5月9日,郑州百文异常波动终于有了结果。

5月9日,金昌公司发表公告:公告称截止1996年5月9日,该公司通过上海证券交易所的交易系统,共购入郑州百文股份有限公司普通股7,124,797股,占郑州百文股份总额的6.88%。北京金昌投资咨询服务公司系北京建昊实业公司下属全资子公司,具有独立法人资格。北京建昊实业公司是一家综合型的集团性公司,业务主要涉及“三高”农业、制药、生物工程、工程建设、宾馆、餐饮、旅游等,资产总值10亿多元。

5月11日,事件又有了令人感到惊奇地发展,据上海证交所和“郑州百文”公司分别发布的公告,除北京金昌投资咨询公司已持有“百文”6.88%的A股外,另有个人投资者袁敬民(实际为李石借用袁敬文股票账户操作)也已持有该股票7685445股,占到“百文”公司总股本的7.34%,由于一个个人投资者在二级市场上“举牌”特有一家上市如此大额股份,在中国证券市场上尚属首次,尤其是个人投资者和机构投资者几乎在同时对同一家上市公司“举牌”,更引起了市场投资者的关注。

证监会对此事件的最终处理结果是,对金昌公司和李石处以警告、罚款,强令李石在30个交易日售出其超比例持有(按规定个人最高持股千分之五)的“郑州百文”股票。但对金昌公司,则默认其对郑州百文的6.88%的持股。

“郑州百文”事件虽然最终没有发展成控股借壳,但已让人清楚地认识到,类似的股权结构

是非常有利于潜在收购者的。用北京金昌公司总经理的话说,郑州百文一级市场过于分散,收集起来非常吃力,通过二级市场就比较规范。

表 2.4.5 1997 年末深市企业中流通股比重较大的企业

代码	企业名称	流通股	总股本
0004	深安达	4166	8397.67
0005	世纪星源	16375	34534.5
0006	深振业	14346	23053.78
0009	深宝安 A	57921	95881
0014	深华源	4522	8964.68
0040	深鸿基	11031	20170.43
0507	粤富华	19556	34499.74
0510	金路集团	19319	29287.61
0511	辽物资	6892	12988.10
0527	粤美的	18222	33094.12
0557	银广厦	10809	22020.33
0564	西安民生	12762	20200.70
0573	粤宏远	21867	39970.65

表 2.4.6 1997 年末沪市流通股比重较大的企业

股票代码	企业名称	流通股	总股本
600072	江南重工	6000	13201
600101	明星电力	4060	8655.25
600603	兴业房产	13516.8	13516.8
600643	爱建股份	16733	30240
600651	飞乐音响	8112	8112
600652	爱使股份	10109	10109
600654	飞乐股份	17345	23423.32
600658	北京天龙	9032	16702.31
600669	鞍山合成	8470	13229.11
600804	工益股份	7196	11661.12
600811	东方集团	24351	35478.59
600868	梅雁股份	18735	27776.29

### 3. 上市企业中股本规模较小的企业

由于壳企业及其主管部门日益认识到壳自身的价值,所以,借壳成本越来越高,逐渐成为

“买壳”。在未来的企业收购活动中,由于需要付出的较高的成本,借壳者会越来越重视壳企业的股本规模,较小规模的壳企业往往会更受青睐。

1993年9月发生在上海的“宝安收购延中”案例,就是一个很好的例证。

宝安集团选择延中公司的原因,除看好上海浦东的地理位置外,主要是由于延中公司独特的股本结构为宝安顺利实施收购战略提供了便利。该公司当时总股本3000万中既没有国家股和内部职工股,法人股也只有270万,仅占总股本的9%,其社会公众股达2730万,占91%,这就是说,只要购入10%的社会公众股就可成为延中公司第一大股东。

1993年9月30日,中国宝安集团在上海的报纸、电视上同时发布公告:“本集团之全资子公司——中国宝安集团上海公司于本日已拥有延中实业股份有限公司发行在外的普通股5%以上的股份,现根据国务院《股票发行与交易管理暂行条例》第四章上市公司的收购,第四十七条规定,特此公告”。

宝延收购风波正式登台亮相,国内股市收购与兼并的序幕拉开了。

当天,上海“延中实业”飞涨30%以上,其成交量、成交金额、股价涨幅等3项指标均居该日沪市榜首,不仅延中实业股份有限公司的管理经营人员受到震惊,股市投资者也大受震动。

10月4日,宝安上海公司已持有延中16%的股份,从此成为延中实业股份有限公司的第一大股东。

在未来的借壳操作进程中,对小壳企业要注意协议收购法人股与市场收购流通股的相互配合。

表 2.4.7 深市企业中股本规模较小的企业

代码	公司名称	流通股	总股本
0060	有色中金	2000	8000
0061	农产品	2565	6841
0402	重庆华亚	3000	7869.15
0426	富龙热力	1683	6083
0516	陕解放	1857	6686.13
0519	蓉动力	2727	7097.11
0526	厦海发	2283	7925.03
0591	重庆中药	2000	6338
0593	成都华联	1820	7000
0598	蓝星清洗	3250	7550
0606	青海明胶	1500	5150
0615	湖北金环	1558	6238.56
0616	大连渤海	1250	5000
0619	红星宣纸	2550	7500
0626	如意集团	1500	6000
0631	长春兰宝	2520	6240

## 公司购并

代码	公司名称	流通股	总股本
0635	民族化工	2000	5180
0650	九江化纤	1950	7800
0660	南华西	1750	7000
0665	武汉塑料	1648	6011.2
0669	吉诺尔	1600	6167
0671	石狮新发	1663	6382.29
0672	铜城集团	1759	6500
0675	银山化工	1950	6726.49
0676	河南思达	1250	5000
0685	佛山兴华	1840	6900
0686	锦州六陆	1820	7254
0710	天兴仪表	1750	6000
0711	龙发股份	2839	6583.2
0719	焦作碱业	1478	5176.5
0731	四川美丰	2300	7523.4
0736	重庆实业	2000	6000
0739	青岛东方	3000	6300
0752	拉萨啤酒	2500	6600
0776	延边公路	3000	8000
0777	中核苏阀	2700	7500
0796	宝商集团	3000	6228.74
0829	赣南果业	2250	7500
0838	西南化机	1755	6511.99
0863	北商技术	1170	5001.93

(注:表中数据截止 1997 年 12 月 31 日)

表 2.4.8 沪市企业中股本规模较小的企业

代码	公司名称	流通股	总股本
600771	同仁铝业	2025	7911
600777	新潮实业	2002	7341.62
600785	新华百货	2550	5100.00
600787	中储股份	1881	5679.30
600792	云南马龙	1500	5100
600794	大理造纸	1750	5608
600796	钱江生化	1255	5006.27

## 第二篇 借壳上市

代码	公司名称	流通股	总股本
600797	浙江天然	3000	8000
600803	河北威远	3888	7548.24
600825	时装股份	1513	6050
600837	农垦商社	1638	6524.49
600850	华东电脑	1250	5000
600862	南通机床	2599	7435.20
600880	四川电器	2080	7232.23
600055	万东医疗	1350	5000
600066	郑州客车	3500	7300
600070	浙江富润	2400	6720
600071	凤凰光学	2200	5560
600079	当代科技	2000	5750
600081	东风电仪	1125	5000
600090	啤酒花	3000	8000
600093	禾嘉股份	3000	7500
600109	成百集团	2750	7098.27
600118	中国泛旅	2407	6580
600120	浙江东方	1250	5000
600616	第一食品	2341	7261.41
600634	海鸟电子	3016	6606.61
600636	三爱富	2880	7440
600657	天桥百货	3907	7631.89
600687	国泰股份	2435	6342.91
600691	东新电碳	3322	7727.45
600700	百隆股份	2832	7300.15
600706	长安信息	1763	6737.76
600711	龙舟股份	1512	6036
600721	百花村	3750	7659.38
600724	宁波富达	1742	6942
600746	江苏索普	2025	7562.70
600749	西藏圣地	1500	5000
600753	冰熊股份	2000	8000
600768	宁波华通	1360	5160

(注 表中数据截止 1997 年 12 月 31 日)

## 第五章 本篇附录

### 第一节 有关法律、法规

#### 《股票发行与交易管理暂行条例》(节选)

(1993年4月22日国务院第112号令发布实施)

#### 第四章 上市公司的收购

第四十六条 任何个人不得持有有一个上市公司千分之五以上的发行在外的普通股,超过的部分,由公司在征得证监会同意后,按照原买入价格和市场价格中较低的一种价格收购。但是,因公司发行在外的普通股总量减少,致使个人持有该公司千分之五以上发行在外的普通股的,超过的部分在合理期限内不予收购。

外国和香港、澳门、台湾地区的个人持有的公司发行的人民币特种股票和在境外发行的股票,不受前款规定的千分之五的限制。

第四十七条 任何法人直接或者间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到百分之五时,应当自该事实发生之日起三个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。但是,因公司发行在外的普通股总量减少,致使法人持有该公司百分之五以上发行在外的普通股的,在合理期限内不受上述限制。

任何法人持有有一个上市公司百分之五以上的发行在外的普通股后,其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的百分之二时,应当自该事实发生之日起三个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。

法人在依照前两款规定作出报告并公告之日起二个工作日内和作出报告前,不得再行直接或者间接买入或者卖出该种股票。

第四十八条 发起人以外的任何法人直接或者间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到百分之三十时,应当自该事实发生之日起四十五个工作日内,向该公司所有股票持有人发出收购要约,按照下列价格中较高的一种价格,以货币付款方式购买股票:

(一)在收购要约发出前十二个月内收购要约人购买该种股票所支付的最高价格;

(二)在收购要约发出前三十个工作日内该种股票的平均市场价格。

前款持有人发出收购要约前,不得再行购买该种股票。

第四十九条 收购要约人在发出收购要约前应当向证监会作出有关收购的书面报告,在发出收购要约的同时应当向受要约人、证券交易场所提供本身情况的说明和与该要约有关的全部信息,并保证材料真实、准确、完整、不产生误导。

收购要约的有效期不得少于三十个工作日,自收购要约发出之日起计算。自收购要约发出之日起三十个工作日内,收购要约人不得撤回其收购要约。

第五十条 收购要约的全部条件适用于同种股票的所有持有人。

第五十一条 收购要约期满,收购要约人持有的普通股本未达到该公司发行在外的普通股总数的百分之五十的,为收购失败;收购要约人除发行新的收购要约外,其以后每年购买的该公司发行在外的普通股,不得超过该公司发行在外的普通股总数的百分之五。

收购要约期满,收购要约人持有的普通股达到该公司发行在外的普通股总数的百分之七十五以上的,该公司应当在证券交易所终止交易。

收购要约人要约购买股票的总数低于预受要约的总数时,收购要约人应当按照比例从所有预受收购要约的受要约人中购买该股票。

收购要约期满,收购要约人持有的股票达到该公司股票总数的百分之九十时,其余股东有权以同等条件向收购要约人强制出售其股票。

第五十二条 收购要约发出后,主要要约条件改变的,收购要约人应当立即通知所有受要约人。通知可以采用新闻发布会、登报或者其他传播形式。

收购要约人在要约期内及要约期满后三十个工作日内,不得以要约规定以外的任何条件购买该种股票。

预受收购要约的受要约人有权在收购要约失效前撤回对该要约的预受。

### 《中华人民共和国公司法》(节选)

#### 第四章 股份有限公司的股份发行和转让

##### 第一节 股份发行

第一百二十九条 股份有限公司的资本划分为股份,每一股金额相等。

公司的股份采取股票的形式。股票是公司签发的证明股东所持股份的凭证。

第一百三十条 股份的发行,实行公开、公平、公正的原则,必须同股同权,同股同利。

同次发行的股票,每股的发行条件和价格应当相同。任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同价额。

第一百三十一条 股票发行价格可以按票面金额,也可以超过票面金额,但不得低于票面金额。

以超过票面金额为股票发行价格的,须经国务院证券管理部门批准。

以超过票面金额发行股票所得溢价款列入公司资本公积金。

股票溢价发行的具体管理办法由国务院另行规定。

第一百三十二条 股票采用纸面形式或者国务院证券管理部门规定的其他形式。

股票应当载明下列主要事项：

- (一)公司名称；
- (二)公司登记成立的日期；
- (三)股票种类、票面金额及代表的股份数；
- (四)股票的编号。

股票由董事长签名,公司盖章。

发起人的股票,应当标明发起人股票字样。

第一百三十三条 公司向发起人、国家授权投资的机构、法人发行的股票,应当为记名股票,并应当记载该发起人、机构或者法人的名称,不得另立户名或者以代表人姓名记名。

对社会公众发行的股票,可以为记名股票,也可以为无名股票。

第一百三十四条 公司发行记名股票的,应当置备股东名册,记载下列事项：

- (一)股东的姓名或者名称及住所；
- (二)各股东所持股份数；
- (三)各股东所持股票的编号；
- (四)各股东取得其股份的日期。

发行无记名股票的,公司应当记载其股票数量、编号及发行日期。

第一百三十五条 国务院可以对公司发行本法规定的股票以外的其他种类的股票,另行作出规定。

第一百三十六条 股份有限公司登记成立后,即向股东正式交付股票。公司登记成立前不得向股东交付股票。

第一百三十七条 公司发行新股,必须具备下列条件：

- (一)前一次发行的股份已募足,并间隔一年以上；
- (二)公司在最近三年内连续盈利,并可向股东支付股利；
- (三)公司在最近三年内财务会计文件无虚假记载；
- (四)公司预期利润率可达同期银行存款利率。

公司以当年利润分派新股,不受前款(二)项限制。

第一百三十八条 公司发行新股,股东大会应当对下列事项作出决议：

- (一)新股种类及数额；
- (二)新股发行价格；
- (三)新股发行的起止日期；
- (四)向原有股东发行新股的种类及数额。

第一百三十九条 股东大会作出发行新股的决议后,董事会必须向国务院授权的部门或者省级人民政府申请批准。属于向社会公开募集的,须经国务院证券管理部门批准。

第一百四十条 公司经批准向社会公开发行新股时,必须公开新股招股说明书和财务会计报表及附属明细表,并制作认股书。

公司向社会公开发行新股,应当由依法设立的证券经营机构承销,签订承销协议。

第一百四十一条 公司发行新股,可根据公司连续盈利情况和财产增值情况,确定其作价方案。

第一百四十二条 公司发行新股募足股款后,必须向公司登记机关办理变更登记,并公

告。

### 第二节 股份转让

第一百四十三条 股东持有的股份可以依法转让。

第一百四十四条 股东转让其股份,必须在依法设立的证券交易场所进行。

第一百四十五条 记名股票,由股东以背书方式或者法律、行政法规规定的其他方式转让。

记名股票的转让,由公司将受让人的姓名或者名称及住所记载于股东名册。

股东大会召开前 30 日内或者公司决定分配股利的基准日前 5 日内,不得进行前款规定的股东名册的变更登记。

第一百四十六条 无记名股票的转让,由股东在依法设立的证券交易场所将该股票交付给受让人后即发生转让的效力。

第一百四十七条 发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起三年内不得转让。

公司董事、监事、经理应当向公司申报所持有的本公司的股份,并在任职期间内不得转让。

第一百四十八条 国家授权投资的机构可以依法转让其持有的股份,也可以购买其他股东持有的股份。转让或者购买股份的审批权限、管理办法,由法律、行政法规另行规定。

第一百四十九条 公司不得收购本公司的股票,但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。

公司依照前款规定收购本公司的股票后必须在 10 日内注销该部分股份,依照法律、行政法规办理变更登记,并公告。

公司不得接受本公司的股票作为抵押权的标的。

第一百五十条 记名股票被盗、遗失或者灭失,股东可以依照民事诉讼法规定的公示催告程序,请求人民法院宣告该股票失效。

依照公示催告程序,人民法院宣告该股票失效后,股东可以向公司申请补发股票。

### 第三节 上市公司

第一百五十一条 本法所称上市公司是指所发行的股票经国务院或者国务院授权证券管理部门批准在证券交易场所上市交易的股份有限公司。

第一百五十二条 股份有限公司申请其股票上市必须符合下列条件:

(一)股票经国务院证券管理部门批准已向社会公开发行;

(二)公司股本总额不少于人民币 5000 万元;

(三)开业时间在三年以上,最近三年连续盈利;原国有企业依法改建而设立的,或者本法实施后新组建成立,其主要发起人为国有大中型企业的,可连续计算;

(四)持有股票面值达人民币 1000 元以上的股东人数不少于 1000 人,向社会公开发行的股份达公司股份总数的 25% 以上;公司股本总额超过人民币四亿元的,其向社会公开发行股份的比例为 15% 以上;

(五)公司在最近三年内无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载;

(六)国务院规定的其他条件。

第一百五十三条 股份有限公司申请其股票上市交易,应当报经国务院或者国务院授权证券管理部门批准,依照有关法律、行政法规的规定报送有关文件。

国务院或者国务院授权证券管理部门对符合本法规定条件的股票上市交易申请,予以批

准,对不符合本法规定条件的,不予批准。

股票上市交易申请经批准后,被批准的上市公司必须公告其股票上市报告,并将其申请文件存放在指定地点供公众查阅。

第一百五十四条 经批准的上市公司的股份,依照有关法律、行政法规上市交易。

第一百五十五条 经国务院证券管理部门批准,公司股票可以到境外上市,办法由国务院作出特别规定。

第一百五十六条 上市公司必须按照法律、行政法规的规定,定期公开其财务状况和经营情况,在每会计年度内半年公布一次财务会计报告。

第一百五十七条 上市公司有下列情形之一的,由国务院证券管理部门决定暂停其股票上市:

- (一)公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件;
- (二)公司不按规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载;
- (三)公司有重大违法行为;
- (四)公司最近三年连续亏损。

第一百五十八条 上市公司有前条第(二)项、第(三)项所列情形之一经查实后果严重的,或者有前条第(一)项、第(四)项所列情形之一,在限期内未能消除,不具备上市条件的,由国务院证券管理部门决定终止其股票上市。

公司决议解散、被行政主管部门依法责令关闭或者被宣告破产的,由国务院证券管理部门决定终止其股票上市。

## 第二节 环宇的有关公告

### 山东环宇股份有限公司与山东兰陵企业(集团) 总公司关于资产重组的联合公告

#### 重要提示

根据山东省人民政府鲁政字 1997 1295 号文批复,山东环宇股份有限公司以 14512 万元出让所属鲁南大厦、人民商场和国贸公司给山东兰陵企业(集团)总公司;同时以 3631 万元、3765 万元和 7116 万元分别从山东兰陵企业(集团)总公司受让平邑县酒厂、郯城酒厂和山东兰陵美酒股份有限公司 20.6% 的股权。就本次资产相互受让,双方已经于一九九七年十二月十日签署合同。

本次重组已经山东环宇股份有限公司一九九七年临时股东大会审议通过。

本次重组已经得到中国证监会同意,重组过程中得到省市各级管理部门的支持。

双方董事会相信本次重组符合公平、公正、公开原则,但由于重组过程时间较长,山东环宇股份二级市场价格已经受到该事件的影响,建议投资者充分考虑这一因素。

### 一、释义

本报告所引用的下列简称作如下释义：

山东环宇 指山东环宇股份有限公司

兰陵集团 指山东兰陵企业(集团)总公司

兰陵美酒 指山东兰陵美酒股份有限公司

郯城酒厂 指山东兰陵企业(集团)总公司郯城酒厂

平邑县酒厂 指山东兰陵企业(集团)总公司平邑县酒厂

临沂市国资局 指山东省临沂市国有资产管理局

基期 指资产审计、评估及资产转移的基准日,为1997年6月30日

### 二、相关各方

本次资产重组主体:山东环宇股份有限公司

山东兰陵企业(集团)总公司

国有资产管理部门:山东省国有资产管理局

资产评估部门:山东省会计师事务所、山东省审计师事务所

资产审计部门:湖北大信会计师事务所、山东省临沂市会计师事务所

资产评估确认部门:山东省国有资产管理局

### 三、基本动因和目的

#### 1. 山东环宇股份有限公司

山东环宇系1996年上市的历史遗留问题股份公司。上市后经营业绩下滑,1996年税后利润106万元,1997年1—6月份经营亏损419万元。由于临沂市大流通批发商业对山东环宇公司的零售商业造成很大冲击,使企业处于亏损状态,在可以预见的未来这种状况无法改变。因此山东环宇公司董事会提出公司经营的战略转移。

#### 2. 山东兰陵企业(集团)总公司

山东兰陵企业(集团)总公司是全国酒类生产重点企业之一。兰陵集团公司实施大集团战略,在优良的生产管理基础上,通过兼并收购等手段,大力拓展资本市场运作。此次兰陵集团控股山东环宇是集团资本运作的重要措施,通过资产重组,利用上市公司的宣传效应和融资渠道,发挥“兰陵”的名牌优势,进入全国性资本市场,同时,实现国有资产的保值增值。

### 四、重组内容

#### 1. 本次资产重组遵循以下原则：

- (1)实现战略转移原则；
- (2)提高净资产收益率、获得配股权,实施资本良性循环原则；
- (3)公开、公平、公正原则；
- (4)维护社会稳定原则；
- (5)保护中小股东的原则；
- (6)市场化原则。

#### 2. 重组方式

(1)山东环宇出售所属人民商场、鲁南大厦和国贸公司,按照评估确认之资产净值14512万元,按重置成本法和现行市价法,鲁审事评字[1997]第453号,转让给兰陵集团。

(2)山东环宇以评估确信之资产净值作价受让兰陵集团所属的平邑县酒厂和郯城酒厂,分

别为 3631 万元和 3765 万元 ,合计 7396 万元( 按重置成本法和现行市价法 ,鲁会评字第 32 号 )。

(3) 山东环宇以基期评估确认之净资产值 2.6569 元/股 ,协议受让兰陵集团所持兰陵美酒股份有限公司股份 2678.3093 万股 ,占兰陵美酒总股本的 20.6% ,受让总金额 7116 万元。

山东环宇享受郯城酒厂和平邑县酒厂本年度下半年的收益 ,以所持股权 20.6% 的比例享受山东兰陵美酒股份有限公司 1997 年的收益。

#### 五、山东环宇关联企业及关联交易

关联企业及关联关系如下 :

关联公司名称	与山东环宇关系
兰陵集团	拥有山东环宇 51.9% 的股权
兰陵美酒	20.6% 平邑酒厂
100% 郯城酒厂	100%

截至山东环宇一九九七年临时股东大会公告之日 ,兰陵集团及其控股、参股及关联公司在本次重组中无任何买卖环宇股份股票的行为 ,山东环宇和兰陵集团及其控股、参股公司的董事、监事及高级管理人员在本次重组中无买卖山东环宇股票的行为。

#### 六、风险因素与对策

风险 :

投资者评价本次资产重组后的环宇股份股票时 ,除本公告披露的其他资料外 ,应特别认真地考虑下述各项风险因素 :

##### 1. 经营风险

(1) 原材料供应的风险 :目前本公司主要以生产白酒系列为主 ,白酒的主要原料是粮食 ,粮食价格波动会影响公司产品的成本。

(2) 产品结构风险 :由于本公司目前主导产品为白酒 ,产业结构相对集中 ,这在一定程度上不利于公司在经营上回避和平衡风险。

##### 2. 行业风险

目前国内白酒生产企业众多 ,白酒产量已近饱和 ,企业间的竞争十分激烈 ,尽管本公司的产品属于名优产品 ,但行业内存在的竞争仍可能增加生产成本。

##### 3. 市场风险

白酒是我国传统消费用品 ,尽管消费需求很大 ,但近年随着消费者对啤酒、“洋酒”的需求逐步增加 ,国内白酒市场的容量仍然是有限的 ,这会给公司产品的市场扩张增加一定难度。

##### 4. 政策风险

本公司属名优白酒企业 ,产品在国内外有较高的知名度和声誉 ,长期以来一直受到政府以及有关部门的扶持 ,尽管如此 ,国家在税收、信贷、价格等方面对白酒生产和销售实行的宏观调控 ,白酒行业产业政策仍可能会对公司发展产生不利影响。

##### 5. 股市风险

股票市场瞬息万变 ,国内外政治、经济形势的变化 ,国家金融政策的调整 ,公司的经营业绩及发展前景 ,以及股市中的投机行为等都会使股票的价格产生波动。针对上述风险 ,本公司将采取以下对策 :

(1) 针对原料供应风险本公司将巩固已有的粮食供应渠道 ,与其保持长期、稳定、良好的合

作关系,并开辟新的供应渠道,拓宽供应面,同时科学合理地组织实施采购计划,降低供应成本;另外,本公司所在的山东临沂市是重点酿酒原料产区,从满足供应和采购成本等方面与全国同行相比均居优势。

(2)针对产品结构和行业风险,本公司将实施“酒业为主、多元经营”的发展战略,根据集团总体规划,发展具有三千年历史的低度营养酒兰陵美酒的生产,并开发干红葡萄酒的生产。在坚持发展酒业的前提下,调整产品结构,注意分散行业风险,并加强科研投入,完善生产工艺,提高原料出酒率,降低生产成本,同时运用现代企业管理手段,以期降低销售成本,增加产品市场竞争力。

(3)针对市场风险,本公司将进一步发挥兰陵的名牌优势,调整优化产品结构;同时加快技改步伐,开发新产品,提高产品的质量档次,并扩大高附加值产品的生产,使兰陵品牌在市场上独树一帜。并进一步推行销售的总代理制,既有利于提高产品的市场覆盖率和占有率,也有利于打击假冒伪劣产品,维护兰陵品牌形象。

(4)针对政策风险,公司将严格遵守国家现有法律、法规和政策,至于国家经济政策的调整可能给本公司经营活动造成的影响,本公司力求以加强对国家经济政策信息的搜集及谋求加强与国家、地方有关部门的沟通,并采取相应措施控制风险。

(5)针对股市风险,公司将严格按《公司法》的《股票发行与交易管理暂行条例》等法规的要求,规范公司行为,及时公开披露信息,加强与投资者的信息沟通,树立公司的良好形象,提高公司股票在二级市场的抗风险能力。

### 七、公司重要合同及重大诉讼事项

(1)由环宇股份承继尚在履行的重要合同。

(2)平邑县酒厂、郯城酒厂与山东邹城九州集团等90家酒类销售公司的销售合同。

(3)山东环宇没有尚未了结或直接可能的诉讼和仲裁,也无其他任何法律禁止的行为。

### 八、股利分配政策

除股东大会会有特别决议外,环宇股份股利每年派发一次,采取现金股利和股票股利两种形式,每一年度的具体分配由董事会提议,并经股东大会批准。

根据环宇股份章程所载的利润分配政策,公司当年的净利润,按下列顺序和比例分配:

(1)弥补上年亏损;

(2)提取法定公益金10%;

(3)提取公积金5—10%;

(4)提取任意公积金;

(5)支付普通股股利。

公司无盈余时不得派发股利,但公司已用盈余公积金弥补亏损后,经股东大会特别提议,可用盈余公积金采取股票形式分配股利,但分配股利后公司法定盈余公积金不得低于注册资本的百分之二十五。

### 九、董事会和留任及新增董事承诺

环宇股份董事会和留任及新增董事将严格遵守《中华人民共和国公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《上海证券交易所市场业务试行规则》和有关法律、法规的规定,股票上市期间作出如下承诺:

(1)按照法律、法规的规定程序和要求披露重大的信息,并接受证券主管机关、上海证券交

易所的监督管理。

(2)及时、真实、准确地公布中期报告和年度报告,并备置于规定场所供投资者查询、阅读。

(3)股份董事、监事及高级管理人员如发生人事变动或持有本公司股票发生变化时,在报告证券主管机关和上海证券交易所的同时,向投资者公布。

(4)在任何公共传播媒介中出现的消息可能对环宇股份股票的市场价格产生误导性影响时,公司知悉后将及时对该消息予以公开澄清。

(5)环宇股份董事、监事及高级管理人员将认真听取社会公众的意见和批评,不利用自己获得的内幕消息和其他不正当手段直接或间接从事股票买卖活动,在本次资产重组过程中无任何买卖环宇股份股票的记录,新增董事、监事及高级管理人员的均不持有环宇股份股票。

#### 十、咨询机构

山东环宇股份有限公司董事会办公室

地址:山东省临沂市沂蒙路426号

电话(0539)8322568—3058

传真(0539)8315880

联系人:陈光辉 肖磊

股东接待日:每周三、五上午8:30—11:30

特此公告

备查文件

(1)山东省政府关于环宇股份国家股改由兰陵集团持有的批复;

(2)山东省政府关于环宇股份进行资产重组的批复;

(3)证监会关于环宇股份资产重组的同意函;

(4)环宇股份与兰陵集团资产置换合同书;

(5)环宇股份等4家公司的资产评估报告书;

(6)环宇股份等4家公司的资产审计报告;

(7)山东省国资局对环宇股份资产评估确认书;

(8)其他有关文件。

山东环宇股份有限公司 山东兰陵企业(集团)总公司

一九九七年十二月二十日

附一:兰陵集团、兰陵美酒、平邑县酒厂、郯城酒厂资料

#### 1. 兰陵集团

兰陵集团是经山东省人民政府同意,经临沂市人民政府批准设立的国有独资公司,集团成立于1995年10月30日,注册资本19844万元,现有资产10亿元,拥有全资母、子公司12家,控股公司5家和分布全国各大中城市的26家经贸公司。

公司主营酒类、饮料、食品、酒化工产品以及易拉罐的生产与销售,并涉及商业、贸易、服务、投资等多项业务,公司产品销往国内29个省市、9个国家和地区。酒类商品产销量达13万吨,居全国第一位,经济效益连续6年居山东省第一位,并居中国500家最大工业企业之一。

公司现拥有“兰陵”、“喜临门”两大系列品牌,主要产品兰陵陈香、喜临门酒、兰陵美酒、兰陵特曲等深受广大消费者欢迎。

近年来,公司响应国家政策,大力推进具有三千年历史的低度营养酒——兰陵美酒、金银

花茶、矿泉水为主导产品的结构调整,促使企业具备良好的发展前景。

### 2. 兰陵美酒

山东兰陵美酒股份有限公司系经山东省体改委以鲁体改生字[1993]425号文批准,由原山东兰陵美酒厂改组设立的定向募集公司,公司总股本8000万股。公司成立以来,取得良好的经济效益,1994年实现税后利润4373万元,1995年实现税后利润5673万元,1996年实现税后利润5980万元,成立三年来,完成招股说明书中对股东的承诺。受原料价格大幅上涨影响,1997年预计实现利润4500万元。

公司主营业务为酒类、饮料、食品生产与销售,公司积极发展具有三千年历史的低度营养酒—兰陵美酒的生产能力,以在激烈的市场竞争中取得良好效益。

### 3. 平邑县酒厂

山东兰陵企业(集团)总公司平邑县酒厂系兰陵集团全资企业,1994年6月加入兰陵集团后,1994年、1995年、1996年分别实现利润—30万元、217万元、1855万元,预计九七年实现利润1141万元,其中下半年可实现利润700万元。

### 4. 郯城酒厂

山东兰陵企业(集团)总公司郯城酒厂系兰陵集团全资企业,一九九七年四月加入兰陵集团,以前该厂多年亏损,经过整顿后,经营状况迅速好转,预计1997年下半年实现利润500万元。

## 附二 环宇股份 1995年至1997年6月经营业绩及重组后1997年、1998年经营预测

### 1995年至1997年6月经营业绩

项目	单位	1995年度	1996年度	1997年1-6月
主营业务收入	万元	29928	18243	5385
净利润	万元	774	106	-419
总资产	万元	20998	20768	21046
股东权益	万元	13230	13336	12917
每股收益	元	0.13	0.01	-0.048
每股净资产	元	2.27	1.52	1.48
净资产收益率	%	5.58	0.79	-3.248
股东权益比率	%	63.016	4.21	60.00

### 重组后1997年度和1998年度经营预测(未经审计)

项目	单位	1997年度	1998年度
主营业务收入	万元	22185	35600
净利润	万元	3510	3780
总资产	万元	27014	33500
股东权益	万元	16846	20626
每股收益	元	0.40	0.43

## 公司购并

每股净资产	元	1.92	2.36
净资产收益率	%	20.8	18.3
股东权益比率	%	62.366	1.57

### 资产评估报告表

企业名称 :山东兰陵美酒股份有限公司 1997年6月30日 单位 :万元

资产	账面值	评估值	增加值	每股净资产
流动资产	41865.27	50334.13	647.47	
长期投资	709.62	714.96	5.34	
在建工程	336.03	336.03	0	
房屋建筑物	9584.68	12749.07	3164.39	
机器设备	4699.28	5219.55	520.27	
无形资产	919.61	1884.55	964.94	
其他资产	1425	1425	0	
资产总计	59539.49	72663.29	5302.4	
负债总计	30301.62	38123.00		
净资产	29237.87	35540.29	5302.41	2.6569

### 资产评估报告表

企业名称 :郯城酒厂 1997年6月30日 单位 :万元

资产	账面值	评估值	增加值	交易值
流动资产	2789.582	791.21	1.63	2791.21
长期投资	8.5	13.73	5.23	13.73
在建工程	21.36	21.360	21.36	
房屋建筑物	1266.61	2065.77	799.16	2065.77
机器设备	441.29	538.03	96.74	538.03
土地使用权	1268.41	1336.40	67.99	1336.40
无形资产	0	32.85	32.85	6799.35
资产总计	5795.75	6799.35	1033.60	6799.35
负债总计	3034.49	3034.49	0	3034.49
净资产	2761.26	3764.86	1033.60	3764.86

第二篇 借壳上市

资产评估报告表

企业名称:平邑酒厂 1997年6月30日 单位:万元

资产	账面值	评估值	增加值	交易值
流动资产	6026.48	6230.31	203.83	6230.31
长期投资	2.70	2.92	0.22	2.92
在建工程	531.88	531.88	0	531.88
房屋建筑物	1787.22	1830.83	43.61	1830.83
机器设备	1000.49	1100.29	99.8	1100.29
土地使用权	182.14	1427.50	1245.36	1427.50
其它资产	18.68	18.68	0	18.68
资产总计	9549.59	11142.41	1592.82	11142.41
负债总计	7511.13	7511.13	07511.13	
净资产	2038.46	3631.28	1592.82	3631.28

损益表

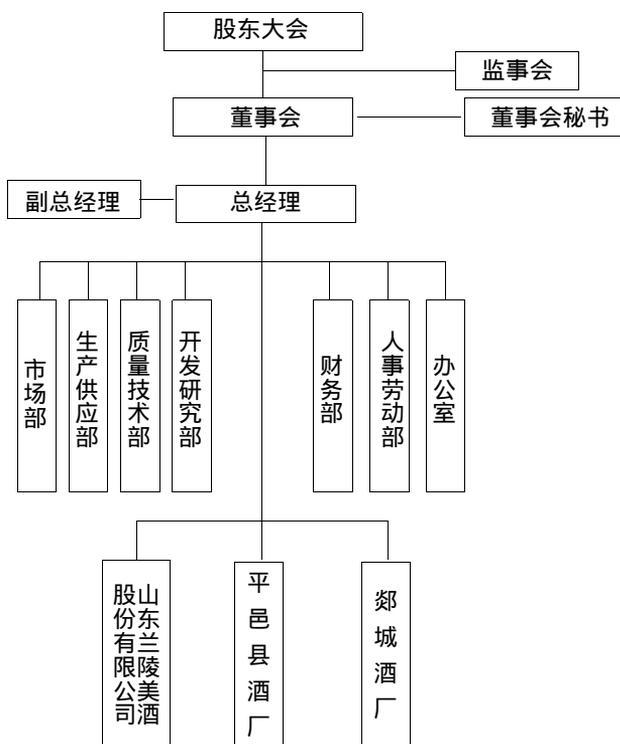
企业名称:山东兰陵美酒股份有限公司 1997年1—6月 单位:元

项目	行次	1997年1—6月
一、产品销售收入	1	304438229.31
减:产品销售成本	2	204787792.24
产品销售费用	3	43406150.45
产品销售税金及附加	4	35058532.15
二、产品销售利润(亏损用“—”表示)	5	21175854.47
加:其他业务利润(亏损用“—”表示)	6	1028358.73
减:管理费用	7	5309308.73
财务费用	8	7065174070
三、营业利润(亏损用“—”号表示)	9	9839629.77
加:投资收益(亏损用“—”号表示)	10	
补贴收入	11	
营业外收入	12	501693.38
减:营业外支出	13	281198.42
加:以前年度损益调整(亏损用“—”号表示)	14	
四、利润总额(亏损用“—”号表示)	15	10060124.73
减:所得税	16	
五、净利润(亏损用“—”号表示)	17	10060124.73

## 公司购并

### 损益表

企业名称:平邑县酒厂	1997年1—6月	单位:元
项目	行次	97年1—6月
一、产品销售收入	1	75141326.61
减:产品销售成本	2	51132335.81
产品销售费用	3	3784346.65
产品销售税金及附加	4	5458220.21
二、产品销售利润(亏损用“—”表示)	5	14766423.94
加:其他业务利润(亏损用“—”表示)	6	227056.90
减:管理费用	7	3231704.89
财务费用	8	7253841.39
三、营业利润(亏损用“—”号表示)	9	4507934.56
加:投资收益(亏损用“—”号表示)	10	
补贴收入	11	
营业外收入	12	30784.42
减:营业外支出	13	42132.50
加:以前年度损益调整(亏损用“—”号表示)	14	
四、利润总额(亏损用“—”号表示)	15	4495585.48
减:所得税	16	1483873.54
五、净利润(亏损用“—”号表示)	17	3012712.94



## 山东省临沂市国有资产管理局公告

根据山东省人民政府鲁政字 1997 265 号“关于将山东环宇股份有限公司国家股改由山东兰陵企业(集团)总公司持有的批复”,原由山东省临沂市国资局持有的山东环宇股份有限公司的全部股份 4545 万股,占山东环宇股份有限公司总股本的 51.9% )改由山东兰陵企业(集团)总公司持有。山东省临沂市国资局不再持有山东环宇股份有限公司国家股。我局对原持有的山东环宇股份有限公司国家股享有完整的权利,无质押和其他法律争议。

山东省临沂市国有资产管理局

一九九七年十二月二十三日

## 山东环宇股份有限公司董事会公告

根据山东省人民政府鲁政字 1997 265 号“关于将山东环宇股份有限公司国家股改由山东兰陵企业(集团)总公司持有的批复”,原由山东省临沂市国资局持有的山东环宇股份有限公司(以下称本公司)的全部股份改由山东兰陵企业(集团)总公司持有。山东兰陵企业(集团)总公司为本公司的控股公司。山东兰陵企业(集团)总公司持有本公司国家股 4545 万股,占本公司总股本的 51.9%。

1. 此次股权变更后,本公司的股权性质及总股本未发生变化,股本结构及前十名股东变化情况如下:

本公司股结构:

(1) 尚未流通股份	变更前	变更后
股数 比例	股数 比例	股数 比例
其中:国家股	4545 万 51.9%	4545 万 51.9%
尚未流通股合计	4545 万 51.9%	4545 万 51.9%
(2) 上市流通股份		
社会公众股	4212.225 万 48.1%	4212.225 万 48.1%
流通股份合计	4212.225 万 48.1%	4212.225 万 48.1%
(3) 股份总计	8757.225 万 100%	8757.225 万 100%

主要股东持股情况

5% 以上股东名称	持股数	持股比例
山东兰陵企业(集团)总公司	4545 万	51.9%

其他前十名股东为社会公众股东。

2. 本次国家股变更持股单位后,本公司董事、监事及高级管理人员持股数量无变化。

3. 备查文件:

山东省人民政府鲁政字 1997 265 号“关于将山东环宇股份有限公司国家股改由山东兰陵企业(集团)总公司持有的批复”。

山东环宇股份有限公司董事会

1997 年 12 月 23 日

## 山东兰陵企业(集团)总公司公告

根据《股票发行与交易管理暂行条例》和有关信息披露的规定,现将原由山东省临沂市国资局持有的山东环宇股份有限公司的全部股份改由山东兰陵企业(集团)总公司(以下称本公司)持有的有关事宜公告如下:

1. 根据山东省人民政府鲁政字 1997 265 号文件的批复,原由山东省临沂市国资局持有的山东环宇股份有限公司的全部股份改由本公司持有。本公司持有山东环宇股份有限公司国家股 4545 万股,占该公司总股本的 51.9%。

2. 本公司是临沂市人民政府批准,依照《公司法》设立的国有独资公司。注册资本金 19844 万元,法定代表人崔学文先生。住所为山东省临沂市沂蒙路 426 号。经营范围:生产经营酒类、饮料、食品及酒化工产品生产与销售,商业贸易、服务、投资等业务。公司经济效益连续 6 年居山东省同行业第一位,1996 年排在中国 500 家最大工业企业第 251 位。

3. 在此公告日及此公告日前 6 个月内,本公司及所属子公司和本公司对其投资超过 20% 的关联企业以及相关的高级管理人员,均未持有,买卖山东环宇股份有限公司的流通股,也没有接受他人委托,代其行使任何股东权利。

4. 本公司及所属子公司和本公司对其投超过 20% 的关联企业承诺在未来三年内不增持山东环宇股份有限公司股份,也不委托他人行使此次持有股份的权利。

5. 到此公告日为止,本公司与山东环宇股份有限公司其他股东均无关联关系。

6. 本次股权变更后,本公司作为山东环宇股份有限公司的控股股东,承诺在未来十年内不转让本次所获持有的股份,将致力环宇公司的发展,完全充分地履行股东义务,保障中小股东的合法权利。

7. 备查文件:

山东省人民政府鲁政字 1997 265 号“关于将山东环宇股份有限公司国家股改由山东兰陵企业(集团)总公司持有的批复”。

山东兰陵企业(集团)总公司

一九九七年十二月二十三日

## 山东环宇股份有限公司 1997 年度临时股东大会公告

山东环宇股份有限公司 1997 年度临时股东大会于 1997 年 12 月 20 日在山东省临沂市陶然居大酒店召开,出席本次股东大会股东及代表七人,代表股数 45660399 股,占公司总股本的 52.14%,符合《公司法》和《公司章程》规定程序。经出席股东投票选举和表决,本次股东大会依法通过以下决议:

一、审议并通过《关于改选公司董事的议案》选举崔学文、王龙祥、张兴华、赵铭会、栾玉才、王平昌、崔学明七位先生为公司董事会董事,杨树杰、孙德武、邓兰松、渠立忠四位先生不再担任公司董事。

二、审议并通过《关于改选公司监事的议案》,选举任洪志、王景俊、马千里三位先生为公司监事,邵泽朴、李宗霞、李咏梅三位不再担任公司监事。

三、审议通过《关于修改公司章程的议案》,主要包括:

1、修改公司名称为:山东兰陵陈香酒业股份有限公司

2、修改公司地址为:山东省临沂市沂蒙路426号

3、修改公司经营范围为:主营饮料酒、饮料、食品及酒化工产品的生产与销售,兼营:商业、进出口贸易、服务业,投资及养殖业务。

4、修改公司经营宗旨为:“凝聚”团结、拼搏、严谨、创新”的企业精神和消费者至上的理念,致力于形成组织、管理和技术上的先进,促进公司长远发展,维护股东利益,努力取得良好的经济效益和实现资产的保值增值。

5、修改国家股持有人为:山东兰陵企业(集团)总公司。

6、公司董事会由七名董事组成。

四、审议通过了关于《授权公司董事会进行资产经营议案》,决定授权公司董事会在1998年度内对3500万元以下的资产运作有处置权和投资权。

五、审议通过了《关于出售公司资产的议案》,决定将公司原人民商场、鲁南大厦、国贸公司等资产以1997年6月30日评估确认值14512万元作价出售给山东兰陵企业(集团)总公司。

六、审议通过了《关于收购山东兰陵企业(集团)总公司平邑县酒厂、山东兰陵企业(集团)总公司郯城酒厂的议案》,决定用公司出售资产收入7396万元,购买山东兰陵企业(集团)总公司平邑县酒厂和山东兰陵企业(集团)总公司郯城酒厂,按评估后净资产作价分别为3631万元和3765万元。

七、审议通过了《关于购买山东兰陵美酒股份有限公司20.6%股权的议案》,决定用公司出售资产收入7116万元,购买山东兰陵美酒股份有限公司26783093股(每股评估净资产2.6569元)占该公司总股份的20.6%。

八、审议通过了《关于变更公司经营范围的议案》,决定公司经营范围变更为:主营:饮料酒、饮料、食品、酒化工产品生产与销售,兼营:商业、进出口贸易、服务业、投资及养殖业务。

以上新任董事、监事均未持有本公司股票。

山东环宇股份有限公司

1997年12月23日

### 附:新任董事简历

崔学文,男,46岁,研究生学历、工商管理硕士,高级经济师,中共党员,1970年参加工作,历任郯城酒厂常务副厂长,郯城县经委副主任,郯城纸板厂厂长。1986年9月任山东兰陵美酒厂厂长兼党委书记,现任山东兰陵企业(集团)总公司总经理、党委书记、山东兰陵美酒股份有限公司董事长。山东省白酒协会副会长,全国劳动模范,八届全国人大代表。

王龙祥,男,36岁,研究生学历、工商管理硕士,高级工程师,中共党员,1982年7月入山东兰陵美酒厂工作,历任技术员、车间副主任、主任、技术质量科科长、副厂长常务副厂长、兰陵美酒股份有限公司副董事长兼常务副总经理,现任山东兰陵企业(集团)总公司常务副总经理、党委副书记、山东兰陵美酒股份有限公司副董事长。

张兴华,男,42岁,研究生学历、工商管理硕士,高级经济师,中共党员,1970年参加工作,曾任山东省郯城县化工厂厂长,郯城县经委主任等职,现任山东兰陵企业(集团)总公司副总经理,山东兰陵美酒股份有限公司常务副总经理、党委书记。

赵铭会,男,35岁,大专文化,会计师,中共党员,山东省一轻会计协会理事,1982年参加工

## 公司购并

作,曾任山东兰陵美酒厂副厂长兼对外经贸部部长,山东兰陵美酒股份有限公司副总经理,现任山东兰陵企业(集团)总公司证券部部长。

栾玉才,男,36岁,大学文化,学士学位,高级工程师,中共党员,曾任临沂棉纺厂副厂长等职,现任山东环宇总公司副董事长,山东环宇股份有限公司董事长兼总经理。

王平昌,男,41岁,大专学历,经济师,中共党员,1977年参加工作,曾任山东省平邑县财政局副局长,平邑县酒厂厂长,现任山东兰陵企业(集团)总公司郯城酒厂厂长、党委副书记。

崔学明,男,40岁,大专文化,经济师,党员,1976年参加工作,曾任山东省郯城县酒厂销售科长、副厂长,现任山东兰陵企业(集团)总公司郯城酒厂厂长、党委副书记。

### 新任公司监事简历

任洪志,男,51岁,1962年参加工作,中专学历,高级政工师,中共党员,曾任郯城县经协办主任,山东兰陵美酒股份有限公司副总经理、党委副书记,现任山东兰陵集团总公司党委副书记。

王景俊,男,42岁,1976年10月参加工作,经济师,曾任山东兰陵美酒股份有限公司办公室主任,企业管理处处长,现任山东兰陵企业(集团)总公司企业管理部部长。

马千里,男,43岁,中共党员,大专文化,经济师,曾任山东郯城县酒厂副厂长,现任山东兰陵集团总公司审计监察部副部长。

## 第三节 借壳个股简介

### 一、联农股份(600620)

#### 1. 借壳双方公司基本情况

##### ①联农股份:

上交所综合类上市公司,主营交通运输、房地产开发、餐饮、农副土畜产品等,基本情况如下(97.6.30)

总股本 万股	国家股 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产	净资产 收益率(%)		
					95	96	97
8892	2139	4072	2682	2.65元	8.06	1.98	1.81

主要股东情况如下:

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1、上海市锦绿发展总公司	1209.5976	13.6
2、上海展览中心友谊实业总公司	365.54245	4.11
3、上海市牛奶公司	240.994	2.71
4、上海农口房产公司	227.24	2.56
5、上海农业展览馆	225.01843	2.53
6、上海氯碱化工股份有限公司	209.3	2.35
7、上海华联商厦股份有限公司	209.3	2.35
8、上海县房地产总公司	172.5	1.94

②上海县房地产总公司

该公司是城市房地产综合开发国有企业,成立于1984年,公司注册资金1亿元人民币,公司主营为商品住宅的开发,拥有从普通商品房到高级公寓、别墅和成片开发的经济实力和技术实力,为全国房地产百强企业。

2. 股权转让过程

1997年10月22日,联农股份发布公告,称上海县房地产总公司已以协议方式一次性受让上海市锦绿发展总公司所持有的联农股份发起人股、法人股共计1209.5976万股(占联农股份总股本13.6%),每股受让价格为4.00元,加上公司原持有联农股份172.5万股,合计1382.0976万股,占总股本15.54%,经过此次转让后,上海县房地产总公司成为联农股份第一大股东。

3. 资产重组展望

上海县房地产总公司是全国房地产百强企业,该公司入主为联农股份加快发展,实现“二次创业”既定目标提供了良好的机遇。据称,1998年联农股份将发挥重组优势、落实产业定位,积极开拓市场,盘活存量资产,推进结构调整,优化资源配置。公司在重组后业绩将有明显提高,上海县房地产总公司正着力于把部分优质资产注入到公司内部,确保公司净资产收益率在10%以上,尽快恢复在资本市场的融资功能,促进国有经济实现战略性改组。

二、联合实业(600607)

1. 借壳双方公司基本情况

①联合实业

上交所一家老牌上市公司,主营纺织业,基本情况如下(1996.12.31)

总股本 万股	国家股 万股	社会公众股万股	每股净资产	净资产 收益率(%)		
				96	95	94
10494	7919	2575	2.09元	11.74	12.22	12.67

主要情况如下：

持股人名称	持股数(万股)	总股本所占比例(%)
1. 上海纺织工业经营开发公司	4273.8	40.72
2. 香港联沪毛纺织有限公司	3170.184	30.21
3. 上海爱建股份有限公司	475.056	4.53

## ②上海上实(集团)有限公司

该公司是经上海市人民政府批准设立的国有独资性质的有限责任公司,注册资本达185900万元,主营实业投资、商业贸易、投资控股、参股等资产经营业务。其拥有上海申实进出口公司、上海上实房地产有限公司、上海广电集团有限公司等控股、参股企业。

### 2. 股权转让过程

1997年6月16日,联合实业发布公告称,其中方发起人股东上海纺织工业经营开发公司已以协议方式一次性向上海上实(集团)有限公司有偿转让其所持有的联合实业发起人国有法人股3043.20万股,占公司总股本的29%。其港方发起人法人股股东香港联沪毛纺织有限公司已以协议方式一次性向CITY NOTE HOLDINGS LTD有偿转让其所持有的联合实业港方法人股2623.449万股,占公司总股本的25%,每股转让价格均为3.88元。在此次股权转让完成之后,上海上实(集团)有限公司成为联合实业第一大股东,达到买壳上市之目的。

### 3. 资产重组过程

上实控股联合实业之后,进行了一系列资产重组活动

根据1997年7月26日联合实业公司二届四次董事会和监事会的提议,公司临时股东大会审议通过了提交的全部议案,全数改造了公司董事会,大比例改选了公司监事会,通过公司1997年度增资配股预案,决定以配股募集资金全额注入上海实业(集团)公司对一地产子公司的首期出资及其相应权益,参与上海南市区的旧城改造项目。

根据1997年8月29日临时股东大会授权,对以下资产进行处置:

①将公司持有的上海联合制衣有限公司60%的股权转让给上海上实(集团)有限公司,转让价格为人民币1175万元。

②将公司持有的上海联川毛纺织有限公司42%的股权转让给上海上实(集团)有限公司,转让价格为人民币974万元,28%的股权转让给上海置业集团(上海)有限公司,转让价格约为人民币649万元。

③将公司持有上海百乐毛纺织有限公司中25.28%的股权转让给上海上实(集团)有限公司,转让价格约为人民币1658万元。并于1997年12月27日临时股东大会中同意公司出资4250万元人民币以现金支付方式含权受让上实投资所持有的上海实业科华生物技术有限公司25%的股权,公司以其持有的科华公司25%股权按同样比例分享1997年度科华公司的全部权益。

上海实业科华生物技术有限公司是卫生部肝炎疫苗试剂的定点生产单位,具有很高的科技含量和优良的经济效益;公司目前总资产达1亿多元人民币,资产负债率约为28%,前三年平均净资产收益率在30%以上,发展前景极为广阔。

此次受让上海实业科华生物技术有限公司的股权,将极大改善上海联合实业股份有限公

司的资产结构,为公司带来可观的经济效益。

经过一系列的重组活动,联合实业初步形成了传统制造业、高科技产业和城建基础产业三足鼎立的格局,同时有效地形成了稳健的盈利结构,顺利地实施了第一轮资产重组计划。

### 三、新亚快餐(600647)

#### 1. 借壳双方公司基本情况

##### ①新亚快餐

上交所商业类上市公司,主营快餐、食品业,基本情况如下(1996.12.31)

总股本 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产	净资产 收益率(%)		
				97	96	95
5352	3252	2100	0.93元		0.897	7.86

主要股东情况如下:

持股人	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1. 上海新亚(集团)股份有限公司	1475	27.56
2. 上海二纺机股份有限公司	1029	19.23
3. 华风实业公司	98.85	1.85

##### ②深圳粤海实业投资发展有限公司

该公司是深圳市粤海企业(集团)公司属下公司,深圳粤海集团创办于1982年,借助其“母体”香港粤海集团的良好商誉和影响,在香港这个广大的国际资本市场筹资,在工业、房地产、贸易、酒店和基础设施等领域投资兴办了数十个项目。其母体粤海企业(集团)有限公司是广东省政府驻港的最大商贸机构,也是中资驻港的五大机构之一。

#### 2. 股权转让过程

1997年4月2日,新亚快餐刊登公告,称深圳粤海实业投资发展有限公司已协议受让上海新亚(集团)股份有限公司所持有的发起人法人股1208万股(占总股本的22.57%)和上海二纺机股份有限公司所持有的新亚快餐发起人法人股1029万股(占总股本的19.23%)。转让后,上海新亚(集团)股份有限公司持有发起人股从1475万股减少到267万股,持股比例从27.56%下降到4.99%,上海二纺机股份有限公司不再持有发起人法人股,而深圳粤海实业投资发展有限公司共持有新亚快餐股份2237万股(占总股本的41.8%),成为新亚快餐第一大股东。

#### 3. 资产重组展望

自1997年4月新亚快餐公告,深圳粤海控股新亚快餐以来,至今尚无大的资产重组动作,但控股新亚快餐作为粤海集团进军国内资本市场的一大举措,相信后期将有一系列的资产重组措施出台。98年3月7日,新亚快餐宣布更名为上海粤海企业发展股份有限公司,发出了一个令人期待的信号。

#### 四、丰华圆珠( 600615 )

##### 1. 借壳双方公司基本情况

###### ①丰华圆珠

属于制笔工业板块 ,由于全国笔类产品市场进一步萎缩 ,主营业务面临严峻挑战 ,销售下降 ,效益滑坡。

基本情况如下 ( 97 年 6 月 30 日 )

总股本 万股	国家股 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率( % )		
					97 中	96	95
12936	6886	3473	2022	2.57	1.812	10.07	12.96

主要股东情况如下 :

股东名称	持股数( 万股 )	占总股本比例( % )
1. 上海轻工控股(集团)公司(国家股)	6885.7704	53.23
2. 上海龙头股份有限公司	31.68	2.45
3. 上海国际信托投资公司	207.36	1.6
4. 上海申银万国证券公司	194.76	1.51
5. 中国纺织机械股份有限公司	126.72	0.98
6. 上海东方明珠股份有限公司	103.68	0.8
7. 上海第一百货股份有限公司	95.04	0.73
8. 上海豫园商城股份有限公司	79.2	0.61
9. 上海商业网点股份有限公司	79.2	0.61
10. 皖国际信托投资公司	77.76	0.6

###### ②冠生园(集团)有限公司

该公司是由上海轻工控股(集团)公司控股的综合性的特大型食品集团公司 ,现有净资产 5.8 亿元 ,总资产 46 亿元。拥有 100 余家控股、参股子公司。

##### 2. 资产置换过程

1997 年 12 月 31 日丰华圆珠刊登资产置换的公告 :

丰华圆珠置换入资产之一 :冠生园(集团)有限公司所拥有的冠生园集团上海有限公司 41.16% 的股权(原出资额 9000 万元)。

置换入资产之二 :冠生园(集团)有限公司所拥有的上海冠生园置业发展有限公司 100% 股权。

丰华圆珠置换出资产 :丰华圆珠所拥有的上海丰华工商联合销售公司 98% 股权(原出资额 2550 万元)和资产 8800 万元。

### 3. 资产重组展望

丰华圆珠属于制笔工业板块,由于全国笔类产品市场进一步萎缩,主营业务面临严峻挑战,与冠生园有限公司的资产量换,一方面盘活了存量资产,另一方面拓宽了公司的业务范围,有望形成新的经济增长点,该股已连续三年净资产收益率达10%以上,有向社会融资的配股资格,本身股本又小,因此股本扩张方面有较大的潜力。此次通过资产置换,调整了产业结构,为公司提高资产质量走出了决定性的一步。

## 五、烟台华联(600766)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①烟台华联

属沪市历史遗留问题上市公司,于1996年10月28日上市。公司自1990年7月正式营业至今,先后成立五交、百货、副食、服装、针纺鞋帽、装饰家具六个专业商场和投资了对外经贸、家电和音响等公司,成为一家大型商贸企业。基本情况如下(97.12.31)

总股本 万股	国家股 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
					97	96	95
5341	2598	1070	1673	2.06		7.82	10.71

主要股东情况如下:

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例%
1. 烟台市国有资产经营公司	2598	48.65
2. 中国糖业酒类集团总公司	800	14.98
3. 建行芝罘区支行西南河办事处	100	1.87

#### ②深圳市德庐投资发展有限公司

该公司是1995年8月16日成立的从事国内实业投资的投资管理企业,注册资本6000万元,公司经营范围为:投资兴办实业、国内商业、物资供销业、各类经济信息咨询、进出口业务等。

### 2. 股权转让过程

1998年1月7日,烟台华联发布公告称:

烟台市国有资产经营公司以协议方式将1530万股烟台华联股份转让给深圳市庐德投资发展有限公司,转让股份占烟台华联总股本的28.65%,转让价格为3元/股,转让后,烟台市国有资产经营公司所持股份减至1068万股,退居第二大股东,而深圳市德庐投资发展有限公司持有烟台华联股份1530万股,成为第一大股东。

### 3. 资产重组展望

据悉,深圳德庐公司成为烟台华联第一大股东后,其有意调整烟台华联的资产结构,改变其单一的零售主业,将重点发展房地产、生物医药、精细化工、金融、基础设施及零售药业,经过

此次股权重组和资产优化,烟台华联力争有飞速的发展。1998年1月23日,在刚刚发生重大股权转让之后,烟台华联又迅速推出1998年配股预案,有关人士认为,这是烟台华联发挥“壳”价值的第一步。

## 六、武汉电缆(600879)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ① 武汉电缆

公司前身武汉电线股份公司是由武汉电线厂、武汉电线四厂、武汉长江电缆电气成套工程公司共同发起。于1995年11月15日在上交所上市,主营电线电缆制造及其设备制造和安装。基本情况如下(96.12.31)

总股本 万股	国家股 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)	
					96	95
7687	3319	618	3750	1.62	12.66	11.44

主要股东情况如下:

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
武汉国有资产经营公司	3319.07	43.18
武汉爆破线厂	157.23	2.04

#### ② 海南华银国际信托投资公司

该公司是经人总行于1988年9月批准设立的全民所有制非银行金融机构,公司注册资本1.5亿元人民币,公司主要从事信托存贷款、投资业务、委托存贷款、融资业务、有价证券业务、金融租赁、经济担保和信用见证、经济咨询业务等。近几年来,公司在诸多业务领域取得了巨大的发展。

### 2. 股权转让过程

1997年6月6日,武汉电缆刊登股权变动公告:公司国家股持有者武汉国有资产经营公司向海南华银国际信托投资公司协议有偿转让其所持有的武汉电缆国家股2229万股,占公司总股本的29%,每股转让价格为人民币2.14元。转让后,海南华银国际信托投资公司成为武汉电缆第一大股东。

### 3. 资产重组措施

武汉电缆在完成股权转让调整之后,为调整产业结构,盘活资产存量、扩大经营规模,公司于1998年2月23日临时股东大会中审议通过了《公司与湖北万绿原实业股份有限公司进行资产置换的议案》,公司将电磁线生产设备及相关流动资产折合人民币7714.16万元与湖北万绿原企业股份有限公司所属黄石电缆集团公司经营性净资产包括厂房、机器设备及流动资产以及土地使用权折合人民币7714.61万元进行了等价资产置换(差额部分用现金补足)。

万绿原所属的黄石电缆集团是机械部电线电缆产品定点生产企业,是湖北省电缆产品三强企业之一,1997年营业收入7000多万元,净利润420万元,此次资产置换使武汉电缆走上

了低成本快速扩张的道路,促进产品结构和技术结构的调整,经过资产置换后,武汉电缆已完全具备了为电力部门提供全系列电线电缆产品能力,同时也改善了武汉电缆总体资产质量,可以进一步提高武汉电缆的市场竞争力,有效地抵御市场风险。

## 七、浙江凤凰(600656)

### 1. 借壳双方公司基本情况:

#### ①浙江凤凰

上交所第一家异地上市公司,主营日化工业,近年来,公司业绩滑坡严重,围绕其资产重组活动也层出不穷,基本情况如下(97.6.30)

总股本 万股	国家股 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
					97	96	95
9321.844	395.4456	3830.4	4132	1.035		亏损	18.07

主要股东情况如下:

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1. 浙江康恩贝集团股份有限公司	3830.4	41.09
2. 兰溪市财政局	395.4456	4.24

#### ②中国华源集团有限公司及浙江交联电缆有限公司

该公司是原纺织总会(现为国家纺织局)为参与浦东开发开放、联合对外经贸部和交通银行共同创办,是经国家经贸委批准成立的国家大型企业集团。1992年7月18日注册于上海浦东新区,注册资本金4.78亿元。中国华源创建几年来得到了超常规、跨越式的发展,营业规模、资产总值、出口创汇以连年翻番的速度增长。中国华源已初步形成了以国家级高新技术产业开发带——中国纺织国际科技产业城为主体的高新技术产业群;以纺织、机械、化工、建材为依托的制造业;以八大专业进出口公司和中国纺织保税贸易中心为主力的国际贸易体系;以上海华源投资集团为核心的房地产业,以及以证券、期货、产权交易为重点的金融投资业五大板块,1996年7月和10月成功组建了上海华源股份有限公司和上海华源企业发展股份有限公司两家上市公司,截至1997年6月底中国华源资产总额已达80亿元,净资产28亿元。

浙江交联电缆有限公司(简称浙江交联)是由创建于1969年5月的浙江兰溪电缆厂于1994年8月改制而成。浙江交联是国家二级企业,系机械部、铁道部和石化系统电线电缆定点生产企业,浙江省机械工业重点骨干企业,浙江省最大经营规模之一和最佳经济效益企业之一,兰溪市财政支柱企业以及浙江省现代企业制度试点单位。

### 2. 股权转让过程

1997年11月29日,浙江凤凰发布公告:

浙江康恩贝集团股份公司同意将所持浙江省凤凰化工股份有限公司股权分别转让给中国华源集团有限公司和浙江交联电缆有限公司,有关事宜如下:

(1)浙江康恩贝集团股份公司同意将所持浙江凤凰3830.40万股股份以协议方式分

别转让给中国华源集团有限公司和浙江交联电缆有限公司。

(2) 根据协议规定,中国华源集团有限公司以每股 1.925 元的价格受让浙江康恩贝集团股份有限公司所持浙江凤凰股权 2711.7787 万股,计价 5220.1740 万元,浙江交联电缆有限公司以每股 1.925 元的价格受让 1118.6213 万股,计价 2153.346 万元,总计收购价款为 7373.52 万元。

(3) 转让过户完成后,中国华源集团有限公司为本公司最大股东,占公司总股本 29.08%,浙江交联电缆有限公司为本公司的第二大股东,占公司总股本 12%,其所持股份性质仍为法人股。

### 3. 资产重组措施

浙江凤凰在宣布公司股权重大转移的同时,进行了一系列的资产重组活动:

为盘活存量资产,优化资产结构,充分发挥资源优势,经公司与浙江省兰溪市经济建设投资公司协商,于 1997 年 11 月 29 日签订《凤凰城出让协议》,决定将公司所有的占地面积为 6237 平方米的凤凰城(未完工程)产权转让给兰溪市经济建设投资公司,转让价格以该工程账面成本 2307.8 万元(注:该项目从 1992 年底开工建设,其目前账面价值不含资金成本)并再行溢价为依据转让凤凰城产权,共计收购价款为 5000 万元,公司将出让资金用于主业发展,为摆脱经营困境确保股东权益的有效增长创造有利条件。

与此同时,为了改善公司资产结构,增强资产盈利能力。经与中国华源集团有限公司协商,公司于 1997 年 11 月 29 日与中国华源集团有限公司签订了《关于受让中国华源有限公司所持上海中国纺织国际科技产业城发展公司部分股权的协议》。公司以协议方式受让中国华源集团有限公司所持上海中国纺织国际科技产业城发展公司股权 3830 万股,占该公司总股本 38.30%,为该公司的最大股东,根据协议规定,每股受让价格为 1.175 元。总计受让价款为 4500.25 万元。

上海中国纺织国际科技产业城是由中国纺织总会发起创立,经国务院授权,国家科委批准,集科、工、商、贸、金融于一体的国家级高科技园区。组建于 1994 年 4 月,注册资金 1 亿元,其主营业务是:高新技术项目投资经营、配套服务及设施和开发与经营,并兼营房地产开发经营、项目咨询代理、建材批发零售、装潢工程施工,其总资产为 5.51 亿元,1997 年 1 至 10 月份主营业务收入达 2.1 亿元,净利润达 2169.3 万元。

中国华源集团作为新入主的大股东,利用其集团优势,将优质资产注入浙江凤凰,为浙江凤凰未来发展打下了良好的基础。

## 八、国嘉实业(600646)

### 1. 借壳双方公司基本情况:

#### ①国嘉实业

沪市工业类上市公司,主营开发生产激光、光电、精密机械的技术产品,以及房地产。基本情况如下(97.6.30)

## 第二篇 借壳上市

总股本 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
				97中 亏损	96	95
8861	7197	1464	1.81	0.53	1.92	

主要股东情况如下：

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例%
1. 中信兴业信托投资公司	3130.9543	36.15
2. 香港大成发展有限公司	2477.6789	28.61

### ②北京和德实业公司

该公司是于1992年11月由和德养殖厂与中化国际化工品有限公司(各占50%的股权)成立的全民所有制联营企业,主要从事贸易、科技开发、养殖、种植等业务。新的联营期为15年(1997年—2012年)新的联营方为和德养殖厂与中国海外贸易总公司。

#### 2. 股权转让过程

1997年11月12日,国嘉实业发布公告：

公司中方发起人法人股东中信兴业信托投资公司已以协议方式一次性向北京和德实业公司有偿转让其所持有的发起人国有法人股3130.9543万股,占公司总股本36.15%,每股转让价格2.36元,本次转让后北京和德实业公司成为国嘉实业第一大股东。

#### 3. 资产重组过程

1997年12月20日,国嘉实业与和德(集团)有限公司签订《股权置换协议》,经双方协商同意,用公司所持的上海国嘉发展公司80%的股权(其作价为2419.67万元)和无锡锡兴钢铁股份有限公司12.11%的股权(其作价为4745.29万元),与和德(集团)有限公司置换其所持北京国软科技有限公司80%的股权(其作价为7164.96万元),公司所享有的国软科技的权益自1997年12月4日起计。

置换后,国嘉持有北京国软科技有限公司80%的股权,持有上海国嘉发展公司20%的股权,持有无锡锡兴钢铁股份有限公司9.53%的股权,和德(集团)有限公司持有无锡锡兴钢铁股份有限公司12.11%的股权,持有上海国嘉发展公司80%的股权,不再持有北京国软科技有限公司的股权。

1997年12月2日,国嘉实业在北京和德的协助下,与美国硅谷高科技商用网络开发商IMS—Netcorp签订了“德‘R’商品交易系统的中国独家特许经营权协议”,此举将大大增加公司主营业务的高科技含量,成为国嘉实业进行资产重组调整业务结构的重要举止。

## 九、广华化纤(600672)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①广华化纤

公司前身为四川广汉涤纶总厂,于1993年9月17日在上交所上市。主营各种规格的涤纶长丝生产、化纤织造等业务并涉足第三产业,基本情况如下(1997.6.30)

## 公司购并

总股本 万股	国家股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
				97	96	95
13781	5781	8000 万股	1.77		0.735	-3.90

主要股东情况如下：

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1. 广汉市国资局	5780.5300	41.95

### ②四川省国有资产投资管理有限责任公司

是由四川省国有资产管理局单独投资设立的国有独资有限责任公司,成立于1997年5月6日,注册资金11264万元,经营管理授权范围内的省级国有资产及投资形成的经营项目。

江西华财实业投资公司是江西财经大学出资设立的全民所有制公司,成立于1992年11月26日,注册资金8269万元,主营房地产开发与代理、综合技术服务、装饰、建筑材料、医疗器械、电子产品及通讯设备等。

江苏省强新企业发展有限公司,公司成立于1994年6月1日,经营高科技产品的研制、开发、生产及销售等。

### 2. 股权转让过程

1997年12月30日,四川广华董事会公告:四川广汉国资局将其持有的广华化纤5202.487万股国家股分别转让给四川省国有资产投资管理有限责任公司、江苏华财实业投资公司和江苏省强新企业发展有限公司,三家公司分别受让2202.487万股,2000万股和1000万股,占广华化纤总股本的15.98%、14.51%及7.26%,转让价格均为1.9元/股,转让后三公司分别成为第一、二、三大股东,原第一大股东四川广汉市国资局所持股份降至4.19%。

### 3. 资产重组展望

由于公司经营情况一直不佳,广华化纤国家股股东深感公司应采取资产重组大动作从根本上改良业绩,但苦于自己实力不够,在向外商转让国家股受挫之后,国资局就在国内寻找受让方。国资局的考虑,一是盘活国有资产存量,二是引进有实力的公司入主广华化纤,充分利用广华化纤的壳资源。据了解,广华化纤新的大股东有意对公司进行资产重组,以改善和提升广华化纤的业绩,尽管没有绝对控股的大股东,但广华化纤新的三位大股东关系良好,它们共同行动、统一协作,努力提升广华化纤的业绩。

## 十、贵华旅业(600791)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①贵华旅业

公司原名为贵州华联(集团)股份有限公司,主营日用百货、针纺织品、服装鞋帽、文体用品、交电等,后在1997年11月组建了由集团公司控股、旅游景点及相关旅游单位参股的“贵州华联旅业有限责任公司”。遂改名“贵州华联旅业(集团)股份有限公司”,在原主营业务不变的情况下,又增加了进出口业,基本情况如下(1997.6.30)

## 第二篇 借壳上市

总股本 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
				97中	96	95
6600	2068	1650	1.802	5.067	23.71	22.29

主要股东情况如下：

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例%
1. 贵州省国有资产管理局	2068	31.33
2. 中国商业建设开发公司	330	5
3. 珠海富华集团股份有限公司	220	3.33
4. 贵州侨谊酒店	178	2.69

### ②海通证券有限公司

该公司是我国证券史上最早成立的证券公司之一,注册资本为10亿人民币,是上海证券交易所、深圳证券交易所等全国各重要交易所的会员,已成为我国最大的证券公司之一。

#### 2. 股权转让过程

1997年10月22日贵州华联发布国家股股权转让公告:贵州省国有资产管理局将持有的国家股2068.93万股(占公司股本的31.35%)中的1000万股(占公司股本总额的15.15%)转让给海通证券有限公司,每股转让价格为2.70元人民币。此次股份转让完成后贵州国资局持有的贵州华联国家股减为1068.93万股,占贵州旅业股本总额的16.20%,仍为第一大股东,海通证券持有贵州华联国有法人股1000万股,占股本总额的15.15%,为贵州华联的第二大股东。

通过第一次股权转让,海通证券未达到控股地位。于是1997年12月底再度进行股权转让,此次海通证券分别与贵州侨谊酒店、珠海富华集团有限公司、中国商业建设开发公司和贵州风华实业公司签订股份转让合同,以协议受让方式分别受让前述四家公司所转让法人股分别为178.2万股(占股本总额的2.7%)、220万股(3.33%)、280万股(4.24%)和55万股(0.83%),每股转让价格分别为2.16元、2.10元和2.20元,海通证券由原来的1000万股(15.15%)增加为1733.2万股(占26.26%),成为贵华旅业的第一大股东。

#### 3. 资产重组展望

贵华旅业总体经营状况一般,在同板块中位居中、下游水平,而海通证券曾经持有该公司的流通股,目前依规清盘避嫌转持1000万股由国家股转变过来的国有法人股和一部分法人股,一个证券公司肯这样花钱买一个上市公司的“长期未来”,其未来前景应值得乐观,同时,通过本次股份转让,海通证券也进一步拓展了在西部的业务,探索了一条证券公司为上市公司服务的模式。

## 十一、云南保山(600883)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①云南保山

## 公司购并

属沪市工业类上市公司,主营砖盐水泥、水泥熟料及空心砌块的制造、销售。在当地是数得着的好企业,但与同行业的其它上市公司相比,年产量只有 9.7 万吨,是典型的小水泥厂,情况如下(1997.6.30)

总股本 万股	国家股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
				97	96	95
6800	4000	1800	1.379	4.02	4.35	7.81

主要股东情况如下：

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例%
1. 云南省保山实业集团公司	4000	58.82
2. 北京中鼎创业科技发展股份有限公司	500	7.35

### ②北京中鼎创业科技发展股份有限公司

该公司是一家以技术开发、技术转让、技术服务、投资咨询、建筑材料、商用自动化为主的新技术企业。1993 年向境内法人机构公开募集普通股份,总股本 3900 万元,北京中鼎拥有本公司股份 2366.4 万股,占总股份的 60.68%。

#### 2. 股权转让过程

1997 年 11 月 26 日,云南保山刊登公告:公司发起人国有法人股东云南保山建材实业集团,将持有的云南保山 4000 万股(占总股本的 58.82%)以协议方式转让给北京中鼎创业公司 880 万股、洋浦新九洲实业有限公司 800 万股、海南展视贸易公司 520 万股,转让价格皆为每股人民币 1.40 元。转让后云南省保山建材公司持有云南保山国有法人股由 4000 万股减为 1000 万股,股权比例由 58.82% 下降到 14.71%。

北京中鼎创业公司原持有保山水泥法人股 500 万股,本次转让结束后,北京中鼎将持有云南保山法人股 1380 万股,占总股份的 20.30%,取代云南保山建材实业公司,成为云南保山第一大股东。

#### 3. 资产重组展望

云南保山最大的缺陷是规模小,在水泥行业中,搞小水泥成本高,已是无争的事实;其次资本运营效率很低,资本结构不合理,1997 年中期年报显示,总资产为 1.13 亿元,净资产为 0.93 亿元,在总资产中,固定资产为 8644 万元,流动资产仅为 1912 万元,流动资金明显不足,所以其已连续 3 年业绩出现大幅度滑坡。由于资产收益率连续 3 年低于 10%,已失去了从证券市场筹资的功能。

北京中鼎是一家以技术开发、转让、服务为主的新技术企业。如能针对云南保山的缺陷给予帮助,云南保山仍大有希望走出低谷。首先,云南保山虽规模小,但主营利润率在同板块中位居首位,具有发展的基础。其次,公司多项工程将于 1997 年底完成,另准备筹办云南省澜沧江啤酒集团保山有限公司,有望形成新的利润增长点。第三,云南保山在当地仍是一家好企业、大企业,易得到当地政府的支持。

## 十二、绍兴百大(600840)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①绍兴百大

是一家主营百货零售与批发的商业公司,是绍兴地区最大的商业零售企业之一。基本情况如下(1996.12.30)

总股本 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
				97	96	95
8470	4130	3901	1.682		5.035	9.43

主要股东情况如下:

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1. 绍兴市财务开发公司	1334	15.76
2. 上海中桥投资股份有限公司	780	9.21
3. 绍兴市国有资产管理办公室	453	5.41
4. 绍兴咸亨集团股份有限公司	242	2.86

#### ②浙江省商业集团

该公司是国有独资企业,成立于1996年,注册资金2.83亿元,经营范围有:国有资产经营管理、百货、五金、石油制品等。

#### 2. 股权转让过程

(1)1997年5月31日绍兴百大发布公告:绍兴百大原法人股股东绍兴财务开发公司、绍兴咸亨集团股份有限公司将所持有的绍兴百大法人股1334.99万股和142万股转让给浙江省商业集团公司,浙江商业公司持有绍兴百大法人股1576.99万股,占公司总股本的18.62%。

(2)1998年1月浙江省财务开发公司将所持有的绍兴百大法人股199.65万股(占总股2%)全数转让给浙江省商业集团公司,每股转让价格1.68元。

(3)以上两次转让后,浙江省商业集团公司所持绍兴百大法人股1934.33万股,占公司总股本的20.76%,成为第一大股东。

#### 3. 资产重组措施

绍兴百大为盘活存量资产,将持有的绍兴咸亨集团股份有限公司股权432.1万股以每股2.03元转让给宁波昌达贸易有限公司,合计作价877.163万元,股权转让收益400.363万元列入97年投资收益。

公司通过股权置换和盘活存量资产积极调整经营结构,使1997年业绩大幅上升,1997年净资产收益率达到16.44%,比96年提高2.26%。

### 十三、上菱电器( 600835 )

#### 1. 借壳双方公司基本情况

##### ①上菱电器

前身是国家一级企业上海上菱电冰箱总厂,是中国最早生产家用电冰箱的企业之一。公司于 1993 年 8 月和 1994 年 1 月分别发行了 A 股和 B 股,其基本情况如下表( 1997.6.30 )

总股本 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率( % )		
				97 中	96	95
32838.11	21198.11	2160	3.58	0.933	0.893	15.28

主要股东情况如下：

持股人名称	持股数( 万股 )	占总股本比例( % )
1. 上海轻工控股( 集团 )	21198.108	64.55

##### ②上海电气( 集团 )总公司

公司是 96 年 10 月由原上海电气( 集团 )总公司和上海机电控股( 集团 )公司全部国有资产联合重组而成的,是国家计划单列的 57 家国家级企业集团之一。目前,集团总资产已达 500 亿元,以设计、制造、销售电站设备、工程机械、机床、通用机械、基础件等为主、能承包设备总成套、工程总承包的特大型企业集团。

#### 2. 股权转让过程

1997 年 12 月 15 日上菱电器发布公告：

根据国家国有资产管理局《关于转让上海上菱电器股份有限公司国家股权有关问题的批复》精神,上海轻工控股( 集团 )公司所持有的上海上菱电器股份有限公司 21198.108 万股国家股股权划转到上海电气( 集团 )总公司,由上海电气( 集团 )总公司持有并行使股权。划转后,上海上菱电器股份有限公司的总股本为 32838.108 万股,其中上海电气( 集团 )总公司持有的国家股股权为 21198.108 万股,占总股本的 64.55%,境内上市人民币普通股( A 股 )为 2160 万股,占总股本的 6.58%,境内上市外资股( B 股 )为 9480 万股,占总股本 28.87%。

经过此次划转,上海电气( 集团 )总公司成为上菱电器的控股公司。

#### 3. 资产重组措施

1997 年 12 月 15 日,上菱电器发布公告：

鉴于上菱电器近年来在激烈的市场竞争环境中,为保持市场占有份额而形成大量应收账款数额,以及投资项目未达到预期的目标所造成的资金沉淀问题日益突出。公司计划借助各方面政策上的支持,通过部分资产及股权的剥离,使公司调整产品结构,加速资金回笼,形成新的市场竞争能力。

本次资产重组内容如下：

( 1 )转让公司在上海上菱空调机电器有限公司所持股权。

上海三菱空调机电器有限公司是公司与日本三菱电机株式会社的合资公司,成立于1995年12月28日,注册资金为4000万美元,该公司主要生产及销售空调机、燃油取暖器。由于市场竞争激烈,公司经营尚未形成规模经济,短期内无法形成新的利润增长点。

公司将所持的1%股权以原出资额40万美元的价格转让给日本三菱电机株式会社,所持的49%股权以原出资额16306万元人民币的价格转让给上海三菱家用电器(集团)总公司,转让后公司不再持有该公司股权。

(2)关于转让公司在上海三菱天安电冰箱有限公司所持股权的方案。

上海三菱天安电冰箱有限公司是公司的全资子公司,成立于1992年7月2日,注册资金为1000万美元,该公司主要生产及销售家用电冰箱。由于集团产品经营结构调整的需要。为此,公司董事会提出将公司在该公司所持的50%股权予以转让。

公司将所持的50%股权以原出资额4150万元人民币的价格转让给上海三菱家用电器(集团)总公司,转让后公司不再持有该公司股权。

(3)关于转让公司在上海三菱电机上菱微波炉电器有限公司所持股权的方案。

上海三菱电机上菱微波炉电器有限公司是公司的合资公司,成立于1995年12月28日,注册资金为1000万美元,该公司主要生产及销售微波炉等小家电产品。与上菱空调机电器有限公司同样原因,并为了理顺与日本三菱电机株式会社合作关系,公司董事会提出将公司在该公司所持的50%的股权予以转让。

公司现将所持约50%股权以原出资额6048万元人民币的价格转让给上海三菱家用电器(集团)总公司,转让后公司不再持有该公司股权。

(4)关于转让公司在上海三菱新事业发展总公司所持股权的方案。

上海三菱新事业发展总公司是公司的全资子公司。成立于1993年9月18日,注册资金为2000万元人民币,拥有八家子公司。该公司主要从事第三产业投资,现为了盘活公司资产存量,理顺上菱家用电器(集团)总公司与公司的关系,公司董事会提出将公司在该公司所持的100%股权予以转让。

公司将所持的100%股权以2465万元人民币的价格转让给上海三菱家用电器(集团)总公司,转让后公司不再持有该公司股份。

(5)关于转让公司部分资产的方案。

为了更好地调整公司的产品结构的重新布局,根据市场状况有效组织生产,降低成本,提高效益,公司拟对现在的生产经营场所予以调整并重新规划。为此,董事会决定将公司部分资产(含土地、房屋但不包括从事生产经营的设备)以39620万元人民币的价格转让给上海三菱家用电器(集团)总公司。

本次重组实施后,上菱电器大量的存量资产得以盘活,整体资产质量明显提高,使公司重新又有了竞争活力。公司将以本次资产重组为契机,优化产业结构,加强主营业务发展,从而使上菱电器步入一个新的发展时期,公司设想调整资产后,将借助新大股东的实力,购入其部分优质资产,以确保公司在未来几年的发展。

## 十四、河北威远( 600803 )

### 1. 重组前公司基本情况

河北威远实业股份有限公司是由石家庄地区建筑材料一厂、石家庄地区建筑材料二厂和石家庄地区高压开关厂共同发起,于1992年6月成立的股份制企业,于1994年1月3日在上交所上市,主营建材、机电产品。基本情况如下(1997.6.30)

总股本 万股	国家股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
				97	96	95
7548.241	3660.24	3888	2.51	4.17	9.59	5.38

主要股东情况如下(1997.6.30)

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1. 石家庄市国有资产管理局	3660.24	48.5
2. 广信基金	265.5612	3.5

### 2. 资产重组过程及措施

1997年8月5日河北威远企业集团宣告成立。河北威远企业集团是由河北威远实业股份有限公司国有股权与石家庄化工厂全部国有资产合并组建的国有独资的集团有限公司。集团公司总资产4.92亿人民币。河北威远集团有限公司受权经营集团内全部国有资产。至此,占河北威远实业股份有限公司总股本48.5%的国有股权将由河北威远企业集团受托经营管理。河北威远企业集团成立之后,对河北威远实业股份有限公司采取了实质性的资产重组措施,1997年11月14日河北威远实业股份有限公司发布公告,提出资产重组议案称:当地国资局已同意,该公司与河北威远集团有限公司以部分资产减去部分负债的净资产按评估值进行等价置换,集团公司置换到股份公司的为威远化工公司黄磷车间等8个车间占用的资产和部分负债;股份公司置换出的为部分长、短期投资和部分应收款以及高压开关厂等8家单位占的全部资产和负债,经有关机构评估和确认(评估值以1997年7月31日为基准)。集团公司置换到股份公司的资产9839万元,负债4880万元,净资产4945万元;股份公司置换出的资产7852万元,负债2893万元,净资产4945万元。

### 3. 发展展望

经过资产重组之后,河北威远主营方向将转变为“精细生物化工、农药及建材”,此举彻底扭转了公司所属水泥行业不景气、自身规模小给公司发展造成的不利局面,河北威远实业股份有限公司有了新的发展方向和新的发展空间,河北威远企业集团(含石家庄化工厂)也达到了借壳上市之目的。

## 十五、浦东大众( 600635 )

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①浦东大众

## 第二篇 借壳上市

沪市公用事业类的上市公司,主营出租汽车服务,是由大众出租汽车公司、上海煤气公司、交通银行上海分行、上海申华电工股份有限公司共同发起设立的。基本情况如下(1996.12.31)

总股本 万股	国家股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
				97	96	95
10442	5801	4641	3.24	13.34	13.76	

主要股东情况如下(1997.6.30)

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1. 上海大众出租汽车股份有限公司	4297	41.15
2. 上海市煤气公司	537	5.15

### ②上海大众企业管理有限责任公司

该公司是在上海市注册的有限责任公司,主营业务为经营出租汽车及相关产业、输出管理、向其他企业提供咨询服务等。

#### 2. 股权转让过程

浦东大众的第一大股东上海大众出租汽车股份有限公司,以协议方式一次性向上海大众企业管理有限责任公司转让所持有的上海浦东大众出租汽车股份有限公司法人股 2600 万股,占公司总股本 20.08%;向上海市煤气公司转让所持有的上海浦东大众出租汽车股份有限公司法人股 650 万股,占公司总股本的 5.02%;向上海大众万祥汽车修理公司转让所持有的上海浦东大众出租汽车股份有限公司法人股 260 万股,占公司总股本的 2.01%,以上转让价格均为每股 4.30 元。转让后,上海大众出租汽车股份有限公司仍持有浦东大众法人股 787 万股,持股比例由原来的 41.15% 降为 6.08%。上海大众企业管理有限责任公司成为浦东大众的第一大股东。

#### 3. 资产重组措施

浦东大众自上市以来表现很不错,股本扩张得较快,在资产重组中,除上述大宗股权转让外,还组织了由一名主要领导挂帅的收购兼并小组,开展了在行业内部对中小出租汽车企业的收购兼并活动,从而扩大了主业规模。同时,持有交通大众客车股份的 10%,投资高科技生物医药工程、参加大众保险公司的配股,使公司的投资收益上升较快,是一个值得长期看好的股票。

## 十六、湘火炬(0549)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①湘火炬

公司主营火花塞、电热塞、机械密封件、特种工业陶瓷的制造与销售,公司“九五”火花塞发展规模被列入机械工业部汽车关键零部件骨干企业发展规划,国内市场占有率为 43%,基本情况如下(1997.6.30)

## 公司购并

总股本 万股	国家股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
				97中	96	95
9704	4114	5600	2.02	4.47	0.88	4.34

主要股东情况如下：

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1. 株洲国有资产管理局	4114	42.31
2. 谢少平	52.309	0.88
3. 国泰财务顾问有限责任公司	52	0.87

### ②新疆德隆国际实业总公司

该公司1992年注册成立,注册资本2亿元人民币,主要出资人分别为:乌鲁木齐德隆房地产开发有限公司,出资额为1.3亿元;新疆德隆农牧业有限责任公司,出资额为2000万元。

#### 2. 股权转让过程

1997年11月26日,株洲火炬火花塞股份有限公司发布公告称:株洲市国资局将其持有的湘火炬部分国家股2500万股转让给新疆德隆国际实业总公司,转让价格为2.8元/股,转让股份占总股本的25.71%,经过此次转让,新疆德隆国际实业总公司成为湘火炬第一大股东,而株洲市国资局以16.10%的股份降为第二大股东。

#### 3. 资产重组措施及展望

新疆德隆公司的收购目的是看准了汽车零配件市场前景,在控股沈阳合金后再次控股湘火炬,并以此两公司为桥头堡,努力扩充未来的汽车零配件国内外市场份额,因此,本次湘火炬国家股股权的转让,对湘火炬的长远发展将产生深远的积极影响。

公司在发挥上市公司的优势,做好资产重组后,继续做好资本运营工作,盘活存量资产。1997年12月30日董事会发布公告,其将持有的深圳宇华实业股份有限公司(非上市公司)150万股法人股转让,每股转让价格人民币2.00元,转让完成后,公司不再持有深圳市宇华公司的股份,并且转让协议签定后,转让款就全部到账,疏通了公司的融资渠道,进一步提高了经济效益和净资产收益率。

## 十七、合金股份(0633)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①合金股份

公司前身为沈阳合金厂,于1996年11月12日在深交所上市,公司主营铜镍合金材料,金属测温材料制造、铂铑制品加工、合金技术咨询等,基本情况如下(1997.6.30)

## 第二篇 借壳上市

总股本 万股	国家股 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
					97中	96	95
5168.5	2568.5	1200	1400	1.46	7.12	11.89	11.01

主要股东情况如下：

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例%
1. 沈阳资产经营有限公司	2568.5	49.69
2. 厦门金汇达贸易有限公司	500	9.67
鞍山市信托投资股份有限公司	400	7.73

### ②新疆德隆国际实业总公司

公司于1992年注册成立,注册资本2亿元人民币,主要出资人分别为乌鲁木齐德隆房地产开发有限公司,出资额为13000万元,新疆德隆农牧业有限责任公司,出资额2000万元。

### ③北京总府置业有限公司

公司是一家以生产、贸易、投资为主综合性发展的有限责任公司,于1993年注册成立,注册资金800万元人民币,公司主要出资人为西安东方经济文化有限责任公司及北京三足通讯技术有限责任公司。

### 2. 股权转让过程

1997年7月17日,合金股份发布公告称：

1997年6月6日,沈阳资产经营有限公司分别与新疆德隆国际实业总公司和北京总府置业有限公司签订协议,将其持有的合金股份部分国有股权转让给上述两公司,转让价格为3.11元/股,转让股份为2068.5万股,其中新疆德隆国际实业总公司受让1500万股,北京总府置业有限公司受让568.5万股,分别占沈阳合金股份有限公司总股本的29.02%和11%,股权性质为法人股,此次转让后,新疆德隆及北京总府置业分别成为合金股份第一、二大股东。

### 3. 资产重组措施

沈阳合金于1998年1月21日发布1997年度配股说明书,据称,此次配股实际可配得资金7488.53万元,将主要用于企业搬迁、技术改造和动感电影成套设备投资,搬迁后公司生产能力将有显著提高,同时公司还将发展储氢合金,形状记忆合金和复合材料等高附加值产品,配股资金的一个重要投资项目是合资组建动感电影成套设备制造企业,投资利润率非常高,投资项目完成后,合金股份的产品技术含量将发生根本性的改变,从而将为公司带来显著的经济效益,这是继合金股份股权结构变动之后,公司向多元化领域拓展的一个重要举措。

## 十八、岳阳恒立(0622)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①岳阳恒立

公司主要发起人是岳阳制冷设备总厂,于1996年11月7日在上交所上市,主营制冷空调设备制造、安装、维修与销售,基本情况如下(1996.12.31)

## 公司购并

总股本 万股	国家股 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
					97	96	95
6240	2425.2	1174.8	2640	2.28	12.48	14.26	14.48

主要股东情况如下：

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例%
1. 岳阳国资局	2425.2	38.87
2. 工行信托	240	3.85
3. 建行信托	240	3.85
4. 湖南证券	120	1.92

### ②华诚投资管理有限公司

公司是一家以工业、高科技产业、投资开发、企业兼并与改造、投资管理为基础的综合性的企业集团企业,目前有总股本8亿元,主要出资人为中国华诚财务公司,占总股本的51%。

#### 2. 股权转让过程

1997年11月24日,岳阳恒立发布公告,称岳阳市国资局以协议方式将1800万国家股转让给华诚投资管理有限公司,占岳阳恒立总股本的28.84%,转让后,岳阳国资局持有股份减至625.2万股,占总股本的10.01%,而华诚投资管理有限公司成为岳阳恒立第一大股东。

#### 3. 资产重组展望

岳阳恒立自上市以来,经营业绩快速增长,企业发展前景十分广阔,华诚投资成为其第一大股东后,岳阳恒立将利用华诚的优势,为其保持高速增长提供现实的财力扶持,并在空调市场的开拓、资本市场的运作、新产品的开发方面进一步发展壮大自己。

## 十九、吉轻工(0546)

### 1. 借壳双方公司情况

#### ①吉轻工

公司为集科工贸于一体的综合型企业,前身为吉林省轻工业进出口公司。主营不锈钢制品,另投资房地产开发等,基本情况如下(1997.6.30)

总股本 万股	国家股 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
					97	96	95
16951	1756	6692	8502	2.08	1.40	10.55	5.73

主要股东情况如下：

## 第二篇 借壳上市

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1. 吉林省国有资产管理局	1755.6	10.36
2. 深圳投资基金管理公司	1320	7.79
3. 海南顺兴房地产开发公司	1320	7.79
4. 海南顺丰股份有限公司	1056	6.23

### ②吉林省国际信托投资公司

公司成立于1985年,注册资本8000万元,公司行政上隶属于吉林省人民政府,业务上直接接受人行吉林分行指导监督,属非银行金融机构。

### 2. 股权转让过程

1997年7月26日,吉林省国有资产管理局以协议方式转让其持有的吉林轻工集团股份有限公司国家股1755.6股(占总股本的10.36%)给吉林省国际信托投资公司,转让完成后,吉林省国际信托投资公司持有吉轻工法人股由264万股增至2019.6万股,占总股本的11.92%,成为吉轻工的第一大股东。

### 3. 资产重组展望

吉轻工1997年上半年主营业务巨额亏损,如没有来自房地产的投资收益,其亏损惨重。由于公司主导产品不锈钢制品销售不畅,而新利润增长点又没有形成,如果不采取资产重组等大的措施,前景很难乐观。吉轻工在完成股权结构调整之后,于97年10月21日公告,以协议方式转让其持有的吉林延边敖东药业(集团)股份有限公司法人股500万股(占总股本的5.8%),受让方为深圳市恒安信企业托管有限公司,转让价为3.40元/股,此次转让走出了盘活存量资产的第一步,后期吉轻工依托第一大股东吉林省国际信托投资公司,有望通过一系列资产重组活动逐步走出低谷。

## 二十、琼海德(0576)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①琼海德

公司是深市纺织行业类的上市公司,主营涤纶化纤、化学纤维品、纯化纤纱等的生产、销售。近几年由于受纺织行业不景气的影响,连续亏损两年,重组前步履已十分艰难。基本情况如下(96.12.3)

总股本 万股	社会公众股 万股	法人股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
				97	96	95
10080	4026	6048	2.06	-13.42	-16.38	

主要股东情况：

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1. 海口市经济技术开发区总公司	2447	24.28

## 公司购并

2. 海口市对外经济发展总公司	1680	16.67
3. 海南联合贸易公司	408	4.05

### ②海南国泰实业投资公司

该公司经济性质属于全民所有制,注册资本 2.2 亿元,主营业务为农业开发,房地产开发、进出口业务等。

#### 2. 股权转让过程

琼海德第一大股东海口市经济技术开发总公司以协议方式转让其持有的海南海德纺织实业股份有限公司(以下简称本公司)法人股 1500 万股(占总股本的 14.88%)给海南国泰实业投资有限公司,海口市对外经济发展公司以协议方式转让其持有的本公司法人股 806.4 万股(占总股本的 8%)给海南国泰实业投资有限公司,海南省联合贸易公司以协议方式转让其持有的本公司法人股 408.24 万股(占总股本的 4.05%)给海南国泰实业发展总公司。至此,海南省联合贸易公司持有的本公司法人股全部转让完毕,海口经济技术开发总公司部分转让后尚持有本公司的法人股 947.256 万股,占总股本 9.40%;海口市对外经济发展公司部分转让后尚持有本公司的法人股 873.6 万股,占总股本的 8.67%;由于海南国泰实业投资有限公司是海南国泰实业发展总公司的全资子公司,此次转让后,海南国泰实业发展总公司直接和间接持有本公司法人股 2714.64 万股,占本公司总股本的 26.93%,海南国泰实业投资有限公司受让后持有本公司法人股 2306.4 万股,占总股本的 22.88%,成为直接持有本公司股份的第一大股东。海南国泰实业发展总公司受让后直接持有本公司的法人股 408.24 万股,占总股本的 4.05%。

#### 3. 资产重组展望

海南国泰实业投资有限公司重组后,琼海德第一大股东马上担当起本公司的经营管理重任,新的经营班子围绕着“扭亏增盈,重振海德”的基本目标,大刀阔斧地进行改革——重构经营管理体系,实行股份经营、目标管理等措施,在较短的时间里,形成了强大的共振效应,促进了员工思想观念的转变和企业经营机制的转换。为了实现扭亏增盈,海南国泰实业投资有限公司收购了本公司的沉淀资产——3.1 万平方米房地产项目,使公司 1997 年上半年实现了扭亏增盈。

1997 年下半年推进多元投资,优化资产结构,公司以参股形式投入效益较好的企业——海南伟图国际影视俱乐部,增加即期获利能力;以出租土地方式,兴办第三产业,增加即期收益;另投入海南子午线轮股份公司,培育新的主营结构。

## 二十一、深华新(0010)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①深华新

公司是全国纺织行业第一家股份制企业,于 1995 年 10 月 27 日上市,主营纺织品及原料、工艺首饰品、塑胶、国内商业、物资供销业、进出口项目等,基本情况如下(1997.6.30)

## 第二篇 借壳上市

总股本 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
				97中	96	95
5865	3961	1904	2.01	2.53	10.11	10.77

主要股东情况如下：

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1. 华联纺织(集团)有限公司	1017.3184	17.35
2. 深圳运通实业发展有限公司	837.6	14.28
3. 惠州大亚湾运通企业集团公司	525.7728	8.96
4. 深圳中农信投资实业有限公司	291.2	4.96
5. 深圳市南山建设开发实业公司	291.2	4.96
6. 深圳亿银达工贸公司	232.96	3.97

### ②广东省顺德市容奇镇经济发展总公司

该公司于1989年注册成立,注册资本1000万元,主要出资人为顺德市容奇镇镇政府,主营家用制冷电器、空气调节器、电风扇、厨房电器具、针织品、摩托车及零部件及上述产品的批发零售。

#### 2. 股权转让过程

1997年10月29日,深圳华联纺织(集团)有限公司及深圳市亿银达工贸公司分别与顺德市容奇镇经济发展总公司签订协议,其中深圳华联纺织(集团)有限公司将其持有的1017.3184万股深华新法人股全部转让给容奇发展公司,转让价为3元/股,深圳亿银达工贸公司将其持有的232.96万股深华新法人股全部转让给容奇发展公司,转让价为3.2元/股,此次转让后,顺德市容奇镇经济发展总公司持有深华新法人股由291.2万股增至1541.4784万股,占总股本的26.29%,成为深华新的第一大股东。

#### 3. 资产重组展望

连续几年来,深华新资产质量没有实质性突破,业务拓展也不够充分,经济效益也没有大的增长,但该公司历年净资产收益率均在10%以上,拥有配股权,今后在实力雄厚的顺德市容奇镇经济发展总公司的支持下,通过配股等手段,努力发挥资产重组和资本运营的优势,发展前景还是较为乐观的。

## 二十二、港澳实业(0504)

### 1. 借壳双方公司基本情况

#### ①港澳实业

公司是由原海南国际房地产发展有限公司经股份制改造后成立的一家公众公司,于1992年12月8日在深交所上市,主营房地产及对外投资,基本情况如下(1996.12.31)

## 公司购并

总股本 万股	法人股 万股	社会公众股 万股	每股净资产 元	净资产 收益率(%)		
				97	96	95
31158	22482	8676	1.69			
					-18.39	-1.4

主要股东情况如下：

持股人名称	持股数(万股)	占总股本比例(%)
1. 海南港澳国际信托投资有限公司	12468.3664	40.02
2. 海国投工业开发股份有限公司	4642.7737	14.90
3. 太原兆和投资发展有限公司	1496.2632	4.80
4. 深圳平安保险公司	1008.8694	3.24

### ②海南国邦集团有限公司

该公司是一家以石油及石化产品的开发储运、销售为主业的企业集团，于1995年注册，注册资本2亿元人民币。

#### 2. 股权转让过程

1997年7月19日，港澳实业发布公告：海南港澳国际信托投资有限公司、海国投工业开发股份有限公司、澳门雄昌发展有限公司于1997年7月5日分别与海南国邦集团有限公司签订协议，将他们持有的部分港澳实业法人股转让给海南国邦集团有限公司，根据转让协议并经海南省证管办批准，此次转让价格为每股人民币1.00元，受让股份为9034.6274万股（股权比例29%），其中海南港澳国际信托投资有限公司转让4122.1227万股，海国投工业开发股份有限公司转让4642.7737万股，澳门雄昌发展有限公司转让269.7310万股。

转让完成后，海南国邦集团有限公司成为港澳实业第一大股东。

#### 3. 资产重组展望

海南经济进入调整期，使海南房地产业陷入困境。前几年一度取得较好业绩的港澳实业业绩出现大幅滑坡。1997年以来，公司一面规范公司运作，盘活存量资产，一面通过股权转让谋求新的发展。海南国邦集团通过股权转让获得港澳实业29%股权，成为公司第一大股东，相信港澳实业在海南国邦的扶持下会逐步走出困境。

目前，海南国邦已重新确定了港澳实业的总体发展战略，改变单一房地产为主的产业格局，确立以石油及石化产业为主导，以房地产、旅游、金融为辅助的产业结构。经过资产重组后，石油及石化行业的资产将占总资产的50%以上，并积极发展旅游业，以土地折股投资，成立旅游公司。

第四节 1994—1996 年买壳、借壳上市典型案例

代码	简称	公告时间	买壳上市控股公司	控股比例
600629	上海棱光	94.4	珠江恒通集团股份有限公司	35.5%
600656	浙江凤凰	94.6	康恩贝集团股份有限公司	50.86%
600609	一汽金杯	95.12	中国第一汽车集团	51%
0556	琼南洋	96.4	海南成功投资有限公司	25.87%
600603	兴业房产	96.5	云南恒丰集团股份有限公司(二级市场收购)	7.005%
0517	甬中元	96.5 96.12	宁波东方电脑设备有限公司 宁波市财政局	29% 30.5%
0015	深中浩	96.6	深圳尊荣集团有限公司	15%
600621	上海金陵	96.7	上海仪电控股公司	25%
0571	新大洲	96.8	海南桂林洋农场	30.06%
0503	海虹控股	96.12	中海恒实业发展有限公司	24.83%
0518	苏三山	96.12 96.12	海南泛华实业发展有限公司 深圳创世纪投资发展有限公司	17.4% 20%
600613	永生股份	96.12	英雄股份有限公司	28%
600885	双虎涂料	96.12	海南赛格实业控股公司	36.64%
600653	申华实业	96.12	君安投资发展有限公司(二级市场收购)	15.19%
			借壳上市控股公司	
600886	湖北兴化	96.2	荆门石化总厂	11.53%
600831	黄河科技	96.8	长岭黄河集团	53.195%
0013	深石化	96.10	深圳石化综合商社	54.2%

第五节 1997 年买壳、借壳上市典型案例

代码	简称	公告日期	买壳上市 控股公司	总股本 万股	流通股 万股	控股 比例
600647	新亚快餐	94.4.2	深圳粤海实业投资发展公司	5300	2100	41.80%
0008	深锦兴	97.4.28	深圳市商贸投资控股公司	7365	3529	26.53%
600635	浦东大众	97.5.7	上海大众企业管理有限公司	25897	11510	20.08%
600840	绍兴百大	97.5.14	浙江省商业集团公司	8470	3901	18.62%
600897	武汉电缆	97.6.6	海南华银国际信托投资公司	8400	4100	29%
0567	琼海德	97.6.7	海南国泰实业投资有限公司	11080	4026	22.88%
600641	众城实业	97.6.10	中远上海置业	10494	2231	28.7%
600607	联合实业	97.6.19	上海实业(集团)公司	16844	3024	29%
0633	合金股份	97.7.17	新疆德隆国际实业总公司	5169	1400	29.02%
0504	港澳实业	97.7.19	海南国邦集团有限公司	31100	8617	29%
0546	吉轻工	97.7.26	吉林国际信托投资公司	16951	6769	11.92%
0652	泰达股份	97.9.3	天津泰达集团投资公司	12488	4256	
600620	联农股份	97.10.22	上海县房地产总公司	8892	2682	15.54%
600646	国嘉实业	97.11.14	北京和德实业公司	8661	1464	36.15%
0622	岳阳恒立	97.11.24	华诚投资管理有限公司	5200	1300	28.84%
0639	株洲庆云	97.11.26	福建万时红成飞摩托车公司	5605	2993	19.66%
0549	湘火炬	97.11.26	新疆德隆国际实业公司	9724	5601	25.71%
60883	云南保山	97.11.26	北京中创业科技发展公司	6800	1800	20.3%
0010	深华新	97.11.28	顺德容奇镇经济发展有限公司	5865	1904	26.28%
0696	成都联益	97.10.29	广东飞龙集团有限公司	8554	3224	41.09%
600656	浙江凤凰	97.11.30	中国华源集团有限公司	9322	4132	29.09%
600735	环宇股份	97.12.23	山东兰陵企业(集团)总公司	8757	4112	51.9%
600672	广华化纤	97.12.30	四川省国有资产投资管理公司	13771	8000	15.98%
600791	贵华旅业	97.12.30	海通证券有限公司	6600	1650	26.26%
600606	嘉丰股份	97.12.31	上海房地(集团)公司	8673	2195	74.69%
600616	丰华圆珠	97.12.31	上海冠生园(集团)公司	12936	2022	53.23%
			借壳上市			

## 第二篇 借壳上市

代码	简称	公告日期	借壳上市 控股公司	总股本 万股	流通股 万股	控股 比例
600716	耀华玻璃	97.4.17	中国耀华玻璃集团	32400	8100	母公司 与子公司 资产 置换
0404	华意压缩	97.12.5	江西华意电器总公司	14000	3500	
600676	钢运股份	97.12.9	上海交运集团	6101	1200	
600717	津港储运	97.4.2	天津港务局	13969	3650	上市公 司收购 母公司 产权
600810	神马实业	97.5.7	中国神马集团	264000	8580	
600860	北人股份	97.5.26	中国北人集团	40000	5000	
0786	北新建材	97.8.25	北新建材集团	15500	4050	
600757	华源发展	97.9.2	中国华源集团	18000	4500	
600743	幸福实业	97.9.5	幸福集团	16000	3990	
2706	瓦轴 B 股	97.11.8	瓦房店轴承集团	3300	13000	
0025	深特力	97.4.30	深圳特发集团	22028	3429	行政划 拨重组 母公司
600859	王府井	97.4.25	北京市京泰(京联发)公司	29771	14795	
0506	川盐化	97.5.15	乐山资产经营公司	24910	14425	
600871	仪征化纤	97.8.2	中国东联石化集团	400000	20000	
600803	河北威远	97.8.6	河北威远集团	7548	3888	
600723	西单商场	97.9.5	北京西单友谊集团	24912	6578	
60073	上海梅林	97.9.25	上海梅林正广和集团	27000	10000	
600874	渤海化工	97.10.16	天津渤海华东集团	133000	11250	
600877	中国嘉陵	97.10.16	中国嘉陵建设摩托集团	41206	10400	
0738	南方摩托	97.10.16	中国南方航空动力机械公司	28500	7650	
600835	上菱电器	97.12.15	上海上汽(集团)	32838	2160	
0422	湖北宜化	97.3	宜化集团	12750	3188	国资控 股权划 转母公 司
0535	猴王股份	97.3	猴王集团	30272	14779	
0569	长城特钢	97.3	长钢集团	66204	12375	
0026	飞亚达	97.8	中航实业	13851	3340	
0050	深天马	97.8	中航实业	9135	1331	

# 第三篇

## 第三篇

# 公司购并实务

# 第一章

## 第一章 胜者为王的世界并购经典

近年来,伴随着世界经济全球化和信息化趋势,国际企业兼并引人注目。今年,受美元坚挺和股市上扬的支持,美国继续在企业兼并的浪潮中独领风骚。欧洲也大刀阔斧、雷厉风行地推行联合经营的战略联盟政策。拉美和东欧不甘落后,开始同亚太地区竞争,成了企业兼并和收购的新战场。

企业兼并在西方国家的经济发展历程中涌现过数次,但近年来,企业兼并呈现范围广、数量大、力度大、巨额化、跨国化等一系列全新的特点。从数量上看,去年世界企业兼并案达22700多起,创历史最高记录。今年上半年世界企业兼并案更是直线攀升,有增无减。美国公司已宣布上半年达成了683笔企业兼并和收购交易,这比去年同期增长了12%。从力度上看,由于各国政府的直接干预和大力推动,企业兼并之风越演越烈,并出现了“强强联合”的新趋势。如日本东京银行和三菱银行、美国波音和麦道公司的合并,都是在政府的积极干预下迅速实现的。从金额上看,企业兼并后的资本总额迅速膨胀,实力大增,成为无可匹敌的国际性超级企业,其总资产高得令人瞩目。例如日本东京和三菱银行合并后的总资产就高达7200亿美元,成为首冠全球的超级银行。从跨国化来看,去年全球有5540起是通过跨国兼并和收购进行的。可见,金融资本的触角正通过跨国公司伸向世界各地。跨国兼并正成为全球化经营的一个显著特点。

企业兼并潮对各国乃至世界的经济结构和全球市场态势正在产生不可低估的影响。同时,它也迫使一些国家的国有企业和众多的中小企业采取各种相应对策,以适应形势的迅猛发展。

今日世界企业兼并潮之所以产生,并具有上述规模和全新的特点,有着深刻的经济和政治原因。其一,在经济全球化和政治多极化两种趋势的相互作用下,采取“强强联合”的“巨无霸”企业兼并战略,已成为世界许多国家凝聚综合国力、集中财政实力、占领国际市场的重要经济手段。因此,很多国家大力扶植大企业发展,使之成为国民经济的中坚力量。例如,近年来,美国为进一步增强本国在世界民航市场上的竞争力,积极推动波音公司兼并麦道公司,兼并后的巨型客机公司独霸了世界民航市场,并虎视欧洲空中客车公司,引起了英法等国的疑惧。又譬如,去年,法国为加强在西方大国中的经济地位,宣布了对军工企业进行彻底改组的庞大计划。其二,这也是经济发展的客观规律和市场经济的客观要求使然。为迎接经济全球化、区域集团化和信息化的挑战,西方国家正争先恐后对本国的产业结构实行重大调整,其中企业兼并是一种主要的方式。因为,从经济学的角度讲,企业通过兼并实现优胜劣汰是市场经济的客观要

求。只有如此,才能迅速积聚资本、扩张实力,完成企业的更新换代,并对资源进行最佳配置,实现规模经济。

### 第一节 波音兼并麦道

1996年12月15日,世界最大的航空制造公司——美国波音公司宣布兼并世界第三大航空制造公司——美国麦道公司。每一份麦道股份变成0.65份波音股份,总价值133亿美元(按1996年12月13日收盘价计)。兼并以后,除了保留100座MD-95的麦道品牌外,民用客机一律姓了“波音”,有76年飞机制造历史、举世闻名的麦道公司不复存在。波音原任总经理于1997年2月出任新波音的主席和总经理,三分之二以上的管理干部由波音派出。新波音拥有20万员工、500亿美元资产,净负债仅仅10亿美元。1997年,波音可望有480亿美元的进账,成为世界最大的民用和军用飞机制造企业。

#### 一、伏首称臣

该兼并计划已经讨论了三年,麦道曾经两次拒绝波音。然而,在过去的六年,在与波音和空中客车的激烈竞争中,麦道一路败北,世界市场份额从22%下降到不到10%,1996年麦道只卖出40架民用客机。1996年10月,麦道承认自己的300座MD-11无力与波音的400座747竞争,12月,麦道放弃了自己440座MD-11计划,开始作为波音“下承包商”,帮助波音生产550座“加长型”747客机。麦道曾经是世界最大的军用飞机厂商,生产著名的F-14、FA-18和“猎兔狗”战斗机。1996年11月,麦道在美国新一代战机“联合歼击机”的竞争中,再度铩羽而归。11月16日,五角大楼宣布,新战机将从拉克西德·马丁和波音样本中选择。所以,麦道总经理无奈地承认:“麦道作为一家独立的公司,已经无法继续生存”。

麦道为什么不能继续生存?

1994年,麦道资产122亿美元,雇员65760人,销售额132亿美元。尽管1996年不景气,但仍旧具有强大的实力。1996年,麦道产量上升。麦道在与空中客车的竞争中,收获甚丰,110架订货中有106架来自欧洲。由于德国汉莎公司的订货,麦道最大的机型MD-11的订数大增,同时,麦道70%的利润来自军用飞机,仅与美国海军1000架改进型FA-18战斗机的一项订货,就要今后20年才能作完。1996年1~9月,麦道民用客机的销售虽然从上年同期的30亿美元下降为19亿,但麦道公司不仅没有亏损,反而赢利9000万美元,是上年同期的两倍多。这样一家历史悠久、实力强大的盈利公司,不能作为独立公司继续生存,而沦落到连名字都保留不成的地步,原因竟是个头太小、产品系列过窄!

就民用客机而言,分析家们普遍认为,今后,由一家公司提供从100座到550座的完整客机系列,包括统一的电子操作系统,可以大大节约航空公司培训、维修和配件的成本。如今,波音用50亿美元开发出“加长型”747,空中客车用80~100亿美元开发550座A330。所以,麦道自己的大飞机不上去,就算是眼下仍旧盈利,日后还是没戏。在军用飞机方面,麦道原来一直是龙头老大。1994年,美国拉克西德与马丁·玛瑞塔合并,组成拉克西德·马丁与麦道展开

激烈竞争。1996年,拉克西德·马丁又用91亿美元,吞并了劳若“三合一”的年销售额达300亿美元,为麦道的两倍。新一代战机“联合歼击机”作为美国空军、海军和海军陆战队以及英国海军的主要装备,将有3000架订货,麦道虽然全力以赴,志在必得,结果却被五角大楼淘汰出局。对麦道来说,这不仅是一次重大商业机会的丧失,而且意味着麦道将无力保持技术上的前沿地位。军民两方面能力上不去,麦道公司能否独立生存,在航空制造业人士眼里,只是一个时间问题了。

波音总经理说,飞机制造业在成长,波音需要更多的技术员工和生产能力。1996年是波音和空中客车6年来订货最多的一年。去年,波音平均每月生产8.5架737,1997年1月达到每月10架,第四季度要达到21架。兼并麦道,明显有助于波音扩大生产。

## 二、竞争图什么

波音兼并麦道之后,空中客车成了硕果仅存的唯一对手。空中客车总裁幽默地自我安慰说,1997年波音将忙于对麦道以及数以千计的零部件企业的重新整合,没有时间卖飞机。其实,空中客车自己也在忙于公司改制,即在1999年实现从四国联营到有限责任公司的体制改革。其中,四国企业和政府之间错综复杂的利益关系,远比公司整合更令人头痛。

1970年,英、法、德、西班牙四国政府用各自的国有航空制造企业跨国组成空中客车。当时以波音为首的美国公司,占领了世界市场的90%,欧洲任何国家的航空制造企业,都无法与之抗衡。要挽救欧洲的航空制造业,跨国联合是唯一的出路。从那时起,不算种种秘密补贴、固定补贴和免税优惠,只开发机型一项,空中客车直接得到政府100~200亿美元的补贴。依据“战略贸易理论”,80年代末和90年代初,经济学家们众口一词地批评空中客车浪费纳税人的钱,论证说不用政府补贴,空中客车也能盈利。在一片指责声中,经过25年的努力,到1995年,7个机型1300架空中客车在天空翱翔,市场份额从零增长到30%。1994年,空中客车的订货首次超过波音,占市场份额的48%(波音为46%),俨然成长为旗鼓相当的竞争对手。《经济学家》感而慨之:“空中客车挽救了欧洲濒临灭绝的民用航空工业”。空中客车的雄心壮志是,到2000年时,占领50%的世界市场。目前,波音在400座以上的巨型客机方面,处于领先的垄断地位,这种客机,按价值计相当于四分之一的世界市场份额。波音从这些巨型客机上每架赚回3500万美元利润,以支持其他机型的竞争。1995年,波音曾经花了整整一年的时间,苦口婆心地分头劝说空中客车的几家公司,一起开发800~1000座的新一代超巨型客机,结果是导致空中客车与波音在450~650座客机上的公开竞争。在已有747—400和777客机的基础上,波音“仅仅”投入50亿美元,就可以在2000年,使第一架550座“加长型”747投入使用。由于起点低一大截,空中客车要用80~100亿美元,最早在2003年,才能开发出550座A330。为了赢得这场550座客机的战斗,欧洲各国政府承诺再度补贴“启动资金”(国际贸易组织允许政府补贴不超过30%)。这仅仅是新一代超巨型客机的“前哨战”。要想真正稳住阵脚,立于不败之地,空中客车只集欧洲四国企业和政府之力,已嫌不够。1996年7月8日空中客车决定在1999年以前,将封闭的四国联营改制成开放的股份有限公司。其基本考虑是开放式地筹集更多的资金,放手直接兼并更多的企业,与多国政府和多国企业展开合作,包括与意大利、中国、新加坡以及俄罗斯合作,以求大幅度降低成本。1996年7月11日,空中客车的两家公司以及意大利的阿联尼那与中国和新加坡签订了联合开发AE—100客机项目,空中客

车将该项目看成是自己新战略的重要步骤之一 ;因为中国约 1000 架客机、价值超过 200 亿美元的市场潜力和廉价劳动力 ,对空中客车与波音的“搏斗” ,具有毋庸置疑的战略意义。

换言之 ,谁又能说波音兼并麦道 ,不是对空中客车抖擞精神、不惜一战的回应呢 ?

### 三、竞争拼什么

民用飞机制造与军用飞机制造 ,具有相依为命的密切联系。而且 ,前者往往依赖后者为生存的根基。不难想象 ,民用飞机制造可以从政府的巨额军事订货中 ,直接和间接地得到资金、设备 ,特别是技术开发上的种种好处。二战结束后 ,波音就是用政府所有的 B—52 轰炸机的厂房和设备生产波音—707 ,一举奠定了波音大型客机的世界垄断地位。二战之后 ,波音用了整整 20 年时间 ,才从民用客机盈利 ,不再完全仰仗军事订货为生。直到 1989 年 ,波音的军事订货仍占其销售总额的 23%。目前 ,波音的军事订货相当于麦道的一半 ,是波音 20% 的收入来源。波音兼并麦道 ,不仅使波音民用客机的市场份额一下子成了空中客车的两倍多 ,再次拉开了空中客车辛苦追赶 25 年、刚刚缩短距离 ;而且 ,波音再次军民合一 ,军用产品年销售额超过 150 亿美元 ,成为世界上最大的军用飞机公司。如今波音和拉克西德·马丁任何一家公司的军品销售额 ,都是欧洲最大军工企业的两倍以上。波音与麦道的“合二为一” ,拉克西德·马丁·玛瑞塔与劳若的“三合一” ,对整个欧洲军用航空工业的生存 ,提出前所未有的严峻挑战。

欧洲各国的军用航空制造企业一直保持广泛而密切的合作 ,空中客车的四家公司 ,同时就是本国最大的军用飞机制造企业。如今 ,德国的 DASA 的 70% 的军工生产 ,是与欧洲其他国家的合作项目。1996 年 ,法国政府 34% 的军工开支 ,用于欧洲其他国家(主要是英、德和意大利)的合作项目。然而 ,再紧密的合作也难以匹敌空前强大的对手。英国 BAe、德国 DASA、西班牙 CASA 和意大利 Alenia 联合集资 624 亿美元为 2000 年研制“欧洲战机” ,至今已经花了 250 亿美元 ,还没有进入试产。预算超支 ,交货时间推迟到 2002 年~2005 年。这时 ,法国在研制自己的新战机——“狂飙” ,瑞典在研制自己的格瑞喷。同时 ,美国政府推出有 1700 亿美元订单的“联合歼击机”项目 ,由波音或拉克西德·马丁制造 ,计划 2010 年开始服役。美国用在导弹和军用飞机的开支 ,是上述西欧六国总和的两倍。于是乎 ,挪威和荷兰积极参加。英国已经用了两亿美元参加美国项目 ,希望“联合歼击机”替换皇家海军的“海上猎兔狗” 。英国 Rolls - Poyce 与波音合作 ,希望参加发动机制造。德国的 DASA 也决定部分参加.....

在过去十年里 ,美国军用飞机出口在世界市场的份额 ,已经由三分之一上升为二分之一。今天 ,面对“二合一”的波音和“三合一”的拉克西德·马丁 ,摆在欧洲军用航空工业面前的 ,是空前惨淡的前景 :“欧洲的军事工业将被排挤到过小和没有吸引力的角落 ,卖飞机和技术给一些美国不屑一顾的国家。随着出口减少 ,为本国生产的少量战机 ,成本必然上升。四国联合制造的“欧洲战机”和法国的“狂飙”将成为最后一代欧洲设计的战机”。《经济学家》认为 :“欧洲大型军用航空公司面临的仅有选择是 :要么分头被美国公司兼并 ;要么 ,自己联合成一个或两个泛欧洲的巨大联合企业”。

当然 ,波音总裁豪情满怀 :“这次兼并 ,为我们的国家、我国的企业和人民的未来 ,带来巨大的机会”。

## 四、五角大楼的观点

五角大楼怎么看这次兼并？麦道的收入 70% 来自军用，飞机制造，在竞争“联合歼击机”项目时，麦道拉进英国 BAe 和 Morthrop Grumman，又出钱又出力，志在必得。直至 1996 年 11 月，麦道总裁还踌躇满志地声称“必胜”，甚至想也没有想过，会在这个项目上“栽”在波音手上。因为麦道加上英国公司，拥有 F—15、FA—18 和“猎兔狗”等著名的战斗机以及战斗直升机生产的强大系列，有设计和制造战斗机的悠久历史。麦道的改进型 FA—18，开始在今后 20 年内，由麦道生产，分批进入美国海军服役。而且，英国的投资和英国最大军工企业的参加，更使皇家海军对“联合歼击机”的订货顺理成章。两相比较，波音只有设计制造轰炸机的历史，50 多年里，没有一架成功的战斗机设计。出人意料的结果是，11 月 16 日，五角大楼正式宣布由波音或者拉克西德·马丁研制“联合歼击机”，并给两家公司各 11 亿美元去设计样机；紧接着，12 月 15 日，波音宣布兼并麦道。美国国防部在这次兼并中的主导地位 and 关键作用，一望而知。

尽管波音、麦道、拉克西德·马丁以及空中客车，都是政府组织和扶持的产物，西方各国越来越强烈地反对政府扶持“不公平”的竞争，理直气壮地激烈地互相指责。譬如，美国政府一直严厉地批评欧洲政府对空中客车的补贴，欧洲各国则强烈要求美国回到国际贸易组织关于民用客机间接补贴的谈判桌上来。1994 年 2 月，克林顿不惜亲自出面，帮助波音和麦道取得了沙特阿拉伯的巨额订单，接着，美国政府又在沙特掏钱的财务安排中，扮演了重要角色。

欧洲军事工业的重新整合，已刻不容缓。其实，在这之前，欧洲的军工早就在大幅度地跨国整合，特别是在卫星、火箭制造工业。空中客车的公司改革，本身就牵扯到德、英、法、西班牙四国最大军工企业的重新整合。其中，讨论最多的是英国 BAe 与德国 DSAS 的合并，因为两家公司同时参加了空中客车和“欧洲战机”项目。不仅军事工业，欧洲的电讯（1998 年欧共体开放电讯市场）、化工等战略性产业，都在大规模地整合。这当中，既有企业根据市场原则的主动行动，又有政府从国家利益出发的积极参与。

## 五、空中客车何去何从

当空中客车抱怨波音的竞争优势时，这家欧洲制造厂清楚自己话中的含义，欧洲的行内经理们都说，最首要的就是，空中客车应当而且也必须变得更像它的美国对手。

一位经理说：“当你位居第二的时候，仿效不是坏办法。”他心里所想的是一个欧洲版本的那种大合并——那种把美国客机制造厂家和现在的一家大军用航空业者聚在一起成为一个统一的波音公司的大合并。

### 1. 意见分歧

并不是每个人都接受这一观点，关于空中客车公司未来的意见已激化，巴黎和波恩之间在工业上和政治上摊牌。而这还只是这两个政府在为欧洲统一应付出什么代价的问题一系列分歧中最近的又一分歧。

空中客车的命运可能在本月法国的社会党政府制定其工业和防务政策的确定。当然，拖延并不会扼杀空中客车，它现在已经有大约 8000 架客机在世界各地服役。紧迫性主要在政治

上。法国的一位前航空官员解释说：“如果我们拖久了，德国和英国就会不耐烦而自做安排。法国就会被撇到一边，而空中客车也就会失去把欧洲飞机团结到一起的机会。”

对重大改组的反对意见主要来自法国的航空工业界，他们为在欧洲航空工业界处于领导地位、而法国又是唯一还能自行研制现代军机的欧洲国家而感到骄傲，很多法国的决策者们不愿把他们的独立性和工业能力拱手让给一个欧洲联合企业。

另一方面，这三个国家如果在重组空中客车上取得成功，就会为解决欧洲军工企业联合的难题做出重大贡献。这三国是空中客车的主要伙伴，而且绝非巧合的是，它们也是欧洲仅有的三个主要武器生产国。它们之间的裂痕将会使一个统一的跨越国界的国防工业基础的前景黯淡起来。

### 2. 波音的挑战

几个月来这种三向拔河赛一直在各国政府部门和各公司董事会会议室内暗中进行着。但关于空中客车是否需要改变和需要多大改变的问题因波音兼并麦道而骤然紧迫起来。

新的波音公司将是一位巨人——价值 600 亿美元，而空中客车只有 200 亿美元。作为美国唯一的客机制造商，波音对客户和对供货商来说都有特殊的份量。

波音新的军品生产能力，也意味着它可以利用关键的技术基础的优势，零部件和工艺可以互换和共用。此外，这家美国公司将能较平稳地度过军机民机订货常不均衡的业务周期。

欧盟使波音做出了某些让步才允许它在欧洲做生意。但一位法国官员私下承认，那些限制相当于“一个喘息间隙”，对空中客车绝非长久之计。

具有讽刺意味的是，这一挑战对空中客车来得如此突然。空中客车一直被认为是欧洲合作的样板。

这一挑战被概括进空中客车的德国股东戴姆勒—奔驰公司的首脑约尔根·施伦普的一句话里。施伦普先生说，波音的行动没有改变规则，也没有扭曲竞争，但波音的大动作对空中客车重组为一个真正的公司加大了压力。

他说，要和新的波音公司对垒，空中客车必须转向投资者，因为政府不可能提供足够的补贴去维持这一欧洲企业。换句话说，空中客车只有变成欧洲航空工业的核心才能具有竞争力地存在下去，但它距此尚远。

### 3. 现状分析

首先，空中客车并不是一家真正的公司，它是欧洲四个国家支持的一个财团，各国的飞机制造厂家都入股其中，德国的戴姆勒—奔驰公司占 37.9% 的股份，法国航空航天工业公司占 37.9%，英国航空航天公司 20% 和西班牙的飞机制造公司 4.2%。有关空中客车的重大决策须四方一致同意。

空中客车自身有一个小的中心管理班子，但制造工作基本由 4 家分担。它们的工业资产，即使是与空中客车有关的运作，都从未集中过。相反，各家都为每架空中客车飞机制造某些部件——例如，英国航空航天公司制造机翼，然后将成品运到法国航空航天工业公司的图鲁兹厂，或戴姆勒—奔驰公司的汉堡厂去总装。

销售空中客车飞机的收入按预订比例分给各厂家。这里没有基于实际成本的统一核算。各家自己的账本上记的是各自计算的数字。他们甚至谁也不公布在空中客车的赢利或亏损数，直到戴姆勒才首次这样做。

空中客车有自己的一个设计小组和商业人员。但各家都保持自己的工程和营销力量，因

为它们各家在总的航空生意中也都同时作为潜在的竞争对手运作着。

#### 4. 重组的利弊

据一位熟悉空中客车运作的人士估算,如果这些欧洲公司能从美国发生的事态中得到启发,将各自与空中客车有关的部分合并起来成为一个单独的独立公司,这一新的企业将能从减少重复浪费中每年节省近 50 亿法郎(8 亿美元)。这一数字约占空中客车年销售额的 10%,可能与波音预期从接手麦道公司所达到的节省幅度在同一范围。

另一个重要的好处将是,空中客车的决策周期将会统一并可能加快。而知情者说,空中客车常常受制度上需产权所有者二次决策之苦。

正如一位人士解释的那样:“每次空中客车提出一项商业计划或一项工程建议,每一家产权公司都要经自己的营销部门或设计部门审查后才肯在上面签字。”

在未来新的空中客车公司中,目前的伙伴们将成为真正的持股者,他们将只要空中客车的经理们对结果负责,而不干预他们的每一项业务决策。

公司将不依靠政府补贴,重大项目将靠银行贷款或去证券市场筹款,如果世界上其他国家和航空公司能够投资,这将更能刺激他们购买空中客车飞机。按此方针所做的任何改变,不管听起来多么合理,对空中客车的产权所有者们都将是痛苦的。

它不仅影响敏感的军品部门,也需要精简机构——有些是象征性的精简,有些是实实在在的精简。

一位德国官员说:“这将牵涉到一些人的工作,更糟的是,它将牵涉到一些人事的大变动,在法国尤其如此。”但在戴姆勒公司和英国航空航天公司,越来越多的人认识到,这一举措是长期生存的希望所在。

## 第二节 世界橡胶大王反收购战

世界橡胶大王——美国固特异轮胎和橡胶有限公司位于俄亥俄州的亚克利市。其股票历来都是热门货,任何个人都可以随意买进卖出,进行大宗交易。麦克·伯利茨坦是固特异轮胎和橡胶公司投资关系部的负责人,他懂得有时候,某一投机者囤积各部分证券,以制造一种人为的股市上涨,然后抛出以获厚利。他也熟知如何识别类似交易,遇到类似危机,幕后操纵的大亨们会通过可靠的中间人传出话来。华尔街会暗示麦克:“买主可是一些不善的来者……”。这一回,情况迥然不同了,9月底就拉响过第一次警报。25日那天,美林证券公司的一名掮客一天之内就吃进固特异公司 5600 万美元的股票,一阵短暂的平静过后,10月18日,可疑的交易活动重又开始。再者,麦克的关系户之一,美林证券公司有关部门的分析专家拒绝对此发表评论。麦克认为其中必有蹊跷,美林证券公司肯定参与此事,捕猎之网已在暗中铺开。考虑到近年来一股收购的狂潮正席卷美国大地,一幅最可怕景象从伯利茨坦的脑海中闪过:他所在的固特异轮胎和橡胶集团,尽管规模巨大,实力雄厚,但很可能已经成为某一位股市袭击者窥伺的猎物。世界轮胎冠军此刻或许正面临着被人以野蛮方式进行控制和任意摆布的威胁。

一次来去匆促的纽约之行加深了利伯茨坦的疑虑。不管是交易所里专门从事固特异股票业务的掮客,不管是金人银行——固特异集团的开户银行,也不管是纽约消息最灵通的活动分

子,没有任何人能向他提供可靠线索。可以想见,这次大规模的交易,其做法是异乎寻常的。市面上流传得最厉害的谣言披露,盖夫化学集团的海门先生将会有所合作。然而,作为化学家出身的麦克,对这一流言却将信将疑。一则是固特异集团的化学分部与盖夫集团的化学分部业务并不对口,再说,人们也不可能通过收买占集团10%业务范围的一个分部来并吞规模如此庞大的公司集团。除此之外,还有一点值得琢磨,那就是部分股票是通过某家外国银行这一中间环节而易手的。那么,这家外国银行又是谁呢?是英国的汉森信托银行?还是一家市面上盛传的澳大利亚收购公司?或者是那位无所不在的伊万·鲍斯基——究竟如何才能搞清呢?

10月初,对这几笔股票的易手感到担忧的并不只是伯利茨坦一人。英法血统的金融大亨戈德史密斯·詹姆士爵士早已选定固特异轮胎和橡胶集团作为他攻击的靶子,只不过尚未开启收购的绿灯,还未发起袭击的行动而已。对麦克·伯利茨坦来讲,事态的发展越来越快。10月16日星期四,价值160万美元的股票易手,第二天,210万……固特异这一传统投资场所的股票一瞬间变成了华尔街的抢手货,待轮到风险套利商加入这场套利华尔兹舞的时候,局面更加混乱了。事件发生前一直在32美元上下徘徊的股票价格,猛地跃过了40美元的大关……一场浩劫已经在所难逃,固特异被卷进了漩涡。

神不知鬼不觉,市场也为詹姆士爵士的“春天”起着推波助澜的作用。“春天”是交易所的一句行话,意即包含10个工作日的一个阶段,自发动收购者手中握有的目标企业的股票金额超过5%的时刻算起,直到他必须公开声明为控制该企业而公开出价收购的第10天止。一般来讲,在这段时间到来之前,收购者为了避免哄抬行情,大都悄悄地通过不同渠道抢购股票。在美林证券公司内部,詹姆士爵士的股票购进统一由一名交易员协调指挥。只有交易员一人知道他为谁买进这些股票。当他试图不引起任何人注意的时候,他就通过不同的小掮客们来出面。从10月中旬起,美林证券公司加快了速度。

### 一、处变不惊

10月17日星期五,罗伯特·默瑟,固特异橡胶公司的董事长兼总经理正坐在自日本返回的飞机客舱里。八个月以前,金人银行——公司的开户银行曾经向他担保说固特异与这家银行保持着良好的业务关系。它的拿手业务是为企业发行可转让的债券,像这样的银行是不会为收购者提供服务的。

当天,默瑟刚刚抵达芝加哥奥黑尔国际机场,一个报警电话便把他猛地推进了这野蛮收购的境地。

10月18日星期六清晨,他在固特异总部召集了紧急会议。在会上,罗伯特·默瑟毫不迟疑地部署了反击。固特异公司受到威胁,董事长决心不惜一切代价进行反击。诚然,华尔街所定的酬金太高,简直咄咄逼人,但他还希望身边能有最出色的专家们帮他出谋划策。固特异公司董事会方面马上做出迅捷的不寻常的决定,财务上需要支出多少就支付多少,不能丝毫扰乱董事长的部署。通过高价聘请,默瑟一个一个地争取到了大名鼎鼎的股东表决权争夺高手唐纳德·卡特的智囊班子……固特异通讯联络部的头头威兼·纽克也不得不强忍傲气,请求纽约的布朗恩公司伸出救援之手。为了万无一失,纽克还向克利夫兰的迪克斯·伊通公司提出请求协助的要求,此外,还有金人银行、德雷塞尔银行。“在那个阶段,我们尚清楚将需要哪种类型的财政资金。”伯利茨坦解释道。总而言之,固特异对筑成这样的一道防线是相当满意的。

### 二、固特异集团的幻想

尽管做了上述一切防范准备,要渡过这场公司开创以来的最大劫难,固特异公司仍然从开始就处于非常不利的地位。屈指数来,公司是有 88 年历史的老字号,在获得成功的美国大企业中名列榜首。在世界轮胎行业中,位居法国的米西林橡胶集团和日本的桥石集团之先,独占鳌头。早在第一次世界大战之前,公司就拓展了航空方面的业务。至于石油方面,则是最近几年才开始发展的。1983 年兼并了塞勒隆石油和天然气公司。依照董事长罗伯特的主意,又创建了“全美”输油管线公司。因为在实际经营中,动力与石油副产品占每个汽车轮胎生产成本的 26%。

1983 年,早在第三次石油危机尚未来到之时,默瑟就考虑要确保固特异能源产品分支的发展前景,并对其整体设想已有具体部署。连接加利福尼亚海滨和德克萨斯湾若干炼油厂的崭新油管中,1987 年底将流出第一滴黑色的金子……从长计议,默瑟认为塞勒隆公司的业务将占到固特异集团全部收入的 1/4,并以此来弥补轮胎工业经营结果毫无规律的不足。这一战略设想的本身或许相当不错,可惜具体实施的时间安排却糟糕透顶。扩大能源产品的经营吸收了巨额的投资,仅输油管线一项即需投入十多亿美元……而选择的时机恰恰是在石油价格全面崩溃的当口。所以,1986 年第一季度,由于其石油分部经营不善,固特异集团出现了公司开创以来第三次不容忽视的严重亏损,金额达 1060 万美元。集团在交易所的地位顿时一落千丈,于是乎,自然而然地引起了“鲨鱼”们的注意。

对于险情,固特异集团并非毫无警觉。1986 年 6 月,公司董事会通过了一项抵制收购的“毒丸计划”,可惜未付诸实施。不言而喻,威胁确实存在。不过默瑟内心并不相信危险真会降临,因为,不管怎么讲,固特异轮胎和橡胶公司总是个庞大的经济实体,集团拥有 12.1 万名职工,1986 年营业额达 90 多亿美元。集团的投资已经开始产生经济效益,经营着若干个掌握尖端技术的工厂。这些装备了美国最先进技术工厂只需要 10 分钟就能产生出合格的轮胎,而其他外国竞争者制造相同的轮胎则需要 25 至 50 分钟。“凭借如此的先进技术,我们可以经受住每小时支付 20 多美元的工资,并和韩国每小时支付 1.6 美元的竞争相抗衡。”这成了董事长喜爱的口头禅。

在收购的怪风吹开之前,美国工业界的大亨们对其股票在华尔街的行情并未养成日思夜虑的习惯。如果说有所了解的话,也只是知道昨天或今天的行情价格而已。固特异集团直至 1984 年才建立了投资关系部。

庞然大物的固特异轮胎和橡胶公司实力雄厚,财大气粗,是亚克朗市的靠山。整个亚克朗市对固特异集团的名称本身、它的经营效果以及它的至高无上,都感到自豪。作为战略计划部门原先的负责人,麦克曾经积极鼓吹兼并石油和天然气公司,殊不知恰恰正是这一兼并在后来引起了那些既凶狠又贪婪的人们对集团的垂涎。

### 三、选定目标

詹姆士爵士决意要阻止固特异集团在经营石油产品的路上继续滑下去。1986 年 8 月,詹姆士爵士和几位朋友在安达卢齐亚自家的农场晒太阳时,他们虽远离俄亥俄州,心却一直惦记

着华尔街。好几个月以来,他日夜都在筹划某项重大的行动。罗兰特·富兰克林,他的美国助手曾前来向他汇报情况。9月初,美林证券公司一个精干的工作班子前往巴黎与詹姆士爵士共同商讨战略问题。詹姆士腰缠万贯,希望做桩惊天动地的大买卖。当时曾经考虑过三个攻击对象:固特异集团、联邦连锁商店和桑塔非南太平洋铁路公司。但纽约交易所行情看涨,其他两个攻击对象要付出的代价太大,于是,詹姆士拍板敲定了主攻对象:固特异集团。

如果詹姆士能如愿确实实地控制住固特异集团,富兰克林设想先要大权独揽经营一段时间,第二步将其他部分卖出去,继而集中力量经营轮胎分部。按粟弗里的说法,固特异集团即将重开炉灶,脱胎新生。当然,迄今为止,这些计划还停留在纸面上,或者说还停留在电子计算机的显示屏上。

### 四、股市剖析

在美林证券公司高耸入云的墨黑色大厦的第46层上,并购部的银行家们正在自由厅内紧锣密鼓谋划计策。他们日复一日地泡在厅里摆弄着有关交易参数,每天都要呆上12至15小时。甚至18小时。首先是股票的价值。由于经营多样化,固特异集团在交易所的股票的确已经大幅度跌价。所有的策划都是在绝密的情况下进行的,任何人,包括那些分析员在内都不得探听其中的所以然。其次是对这笔交易提供财政资助的可能性。被收购对象,包括其所欠债务在内,大约需要60亿美元。60亿美元绝对不是一笔小数,通常此类规模的交易均要求寻找贷款以支付巨额的费用。其财政资助结构与金字塔的形状倒很相似。在基础层,戈德史密斯及其盟友提供部分本金,他们握有约8亿美元资本,根据每次交易的不同,戈德史密斯选择各种合适的盟友。在固特异集团这桩买卖中其主要盟友英国汉森集团的瓦特爵士、美国大房地产公司的费希欧兄弟、法国人民银行的达维德及其他朋友们……金字塔的最上部,根据华尔街的传统作法,1/3以上求助于银行的商业贷款。涉及到固特异的具体买卖,则几乎占了一半,约为27亿美元。两者之间,通常被文雅地称作:中介融资。这一层通常由高利风险债券组成,或者从字意上说也可称其为垃圾债券,在固特异这笔交易中涉及19亿美元。从技术的角度来讲,美林证券公司还准备采用更大胆的方式,它随时可以中继贷款的名义签署一张19亿美元的支票,然后这笔短期贷款再通过发行高利风险债券的形式来获得。这些高利风险债券本身,待固特异集团多种经营部门被处理清偿之后,再由袭击者们自行购进。

在收购企业的交易中将企业的本金抵押进去,是华尔街那些实力雄厚的公司最新采用的办法之一。1987年4月,勃朗松接替米勒,担任美林证券公司购并部经理。他目光狡黠,反应敏捷,年轻有为,聪明绝顶,哈佛商业学院毕业后,立即成了华尔街受欢迎的人物,金融界的佼佼者……他投身金融界已有14个年头,其中7年是在美林证券公司就职。这一资历已将他造就成公开收购业务方面的“年轻老手”。

第三点是可行性。被收购对象是否拥有防卫手段:固特异集团拥有“毒丸”计划这类法律规定阻止收购,可否仅仅通过1/3票数便能确定董事人选?不行。是否制定了至少应有超过60%股东同意才能通过有关决议的规定?没有。除此之外,还必须审核俄亥俄州现行有效的各项规定。联邦政府的干预可能(如果涉及影视、航空、运输、国防等,政府将自动地进行干预)。当然还不能不考虑雇员股东制的结构及董事会组成等问题。特别是还需要了解,企业“内部”对领导层能起影响的董事究竟有多少人?“外部”能起影响作用的人物究竟又是些什么

人：头面人物、大学教授、其他企业的董事长、总经理……还必须预测上述人物中每个人可能做出的反应。在某些情况下，为了调查某事，银行还要求助于外部的有关机构。统算起来，预测可行性研究一般需要二至三个月。

美林证券公司的交易员们当飞往巴黎密商的时候，对上边提到过一家可能收购的对象展开了有关调查。戈德史密斯则联络妥当若干富有的朋友，组好了班底，这批人马已经达到了可在交易所里对固特异小施影响的水平。一旦收购对象最终确定下来，就必须核定银行财政支付方案。开始，当股市袭击者向美国第一家商业银行——花旗银行开口求助时，它曾经允诺过……可是，时不多久，它就宣布退出。因为固特异集团毕竟是该行的多年客户。如此，稍稍逊色的几家，如芝加哥第一银行，马林内陆银行等随即乐颠颠地填补了这一空缺。詹姆士爵士的传统盟友，法国的里昂信贷银行以及它的法国控股公司和西方通用集团亦破天荒地做好了参与这笔大买卖的各种准备。法国里昂信贷银行的一名职员带着嘲弄的口吻解释：该公司的信条是“大批量、低利润、无风险”，这次却一反常态，偏离了传统的行事方针，它备受了一批 2.5 亿美元的大额信贷。

至于法国巴黎荷兰银行，它采取了通过分行直接参与的形式：巴黎荷兰银行卢森堡分行准备了 5000 万美元，巴黎荷兰银行瑞士分行也准备了 5000 万美元。

## 五、驱散迷雾

直至 1986 年 10 月 24 日，固特异集团才探明袭击者的庐山真面目。这又是一个星期五，董事长罗伯特·默瑟向集团所有员工发出了第三封公开信。自从 10 月 8 日起，默瑟就面对袭击者掀起的危机开始部署了一系列有计划的公司应急措施。在他第一封信里，他曾表示“尚未摸清任何收购企业的意图”。这一回，在刚刚过去的几周之内，集团 20% 的资本易手。极有可能“某一个人正在囤积股票”，他承认道。“面对现实，我们不会毫无作为。”他向全体雇员保证。同时，他要求属下对流言不该妄加猜测和评论。可惜，没过多长时间，袭击已不再是一句简简单单的流言：10 月 25 日星期六的亚克朗《灯塔报》上登出了戈德史密斯·詹姆士爵士的大名，一下子打乱了俄亥俄州这一小镇上人们安静的思绪。戈德史密斯的名字充塞了一切：商店、出版物、饭店以及家人们谈话。自然，詹姆士爵士的名字曾经不止一次地在美国大地上回响。之所以有如此大的反应是因为固特异集团是亚克朗市的象征，三代亚克朗市民都赖其谋生。在历史上集团最强盛的膨胀年代里，公司曾经为全体职工提供了住房。公司组织的圣诞节日在本地区孩子们的心中被公认是一年中最重要的事件。

除去公司总部、技术中心以及分布在市镇周围的航空和化学工厂之外，仅仅占据亚克朗市本身的下属机构就直接雇用职工 1.2 万名，相当于当地劳动力总和的 10%，并占亚克朗市财政收入的 16%。幸亏有了固特异的支撑，失业率才没有超出 8%。同时，固特异集团意味着市政大厅、市剧院、公园喷水池、钟楼……公司还扶植各种公益事业、交响乐团，慷慨地资助各类传统的展览会、文娱活动、体育比赛……“在收购之前，我总觉得公司给地方的资助过分慷慨大方”，麦克·伯利茨坦开玩笑说：“不过，在这之后，我的观点改变了。”

### 六、门庭若市

这年10月底,固特异和亚克朗市的男男女女突然间产生了一种强烈的求知欲望,这位戈德史密斯究竟何许人也?他究竟要把我们怎么样?袭击股市的具体步骤有哪些?“所有的人们开始阅读《华尔街日报》——这本贸易界的圣经。”这还不算,亚克朗这方小天地内的男女百姓感到新闻媒介满足不了他们的要求。莫拉所著的一本书中有关詹姆士爵士的人物介绍,该书马上变成了亚克朗的畅销书。威廉·纽克还派出专人到英国去收集有关材料。

罗伯特·默瑟四处打电话请教,如何才能避免厄运……他还打电话给过去的汽车赛跑运动员杰克·默瑟以了解詹姆士爵士在英国人眼中到底是个什么人物。他甚至找到一本书,书中描述以前不太走运的年代里,戈德史密斯因诽谤英国一家杂志社而打的一场官司。默瑟在书中发现一段使亚克朗市民斗志倍增的段落:戈德史密斯,此公极端迷信,厌恶所有橡胶制做的物件。在美国杂志上刊登的詹姆士爵士的照片的背景是白色的游艇和加勒比海的礁湖。他的欧洲国籍,动乱的私人生活……还有他讨厌橡胶的恶习。这一下,可称了大家的心,亚克朗市无处不充塞着橡胶的气味,一个世纪以来,亚克朗都是以橡胶为生的。

董事长罗伯特·默瑟却不像别人那么乐观。他知道,回旋余地极为有限。要想从鲨鱼口中把固特异抢救出来,必须把戈德史密斯握有的股票赎回来(当然此时他并不清楚戈德史密斯手中到底掌握了多少股票)继而采取严厉措施以重振集团雄风,使股票的价格得以回涨……或者,能够找到一位救世主,一位白马骑士,用更高的价格与黑马骑士竞争。不管哪种解决办法都像刀尖似的刺着他的心。他此刻的境遇就好似面对难题的一位医生:要救孩子,就不得不牺牲母亲。“我此刻的反应”,默瑟解释道,“根本不像攻击者们歪曲的那样,如何保全自己的地位、自己的面子。人到此时此刻,不会再有这种心境了……”董事长考虑更多的则是如何拯救企业本身,保住公司的雇员、公司的客户、公司的供货人以及如何为美国人均国民生产总值贡献的问题。

### 七、单刀赴会

10月30日星期日,将近中午时分,罗伯特·默瑟按响了第80条大街116号的门铃。这是他与戈德史密斯的第一次晤面。

固特异集团的董事长有心见识这位死对头,看看他到底住在什么样的巢穴里。赴宴之前,他特意通知戈德史密斯下午1点30分还有其他公干,谈话不能超过这一预定的时间,他极力避免正面冲突。罗伯特·默瑟殚精竭虑地领导着公司集团,使之一直名列前茅并设想着更加灿烂辉煌的蓝图……猛然间,从凯门鳄鱼岛中冒出来这么一个家伙。这位袭击专家,虽然对轮胎工业一无所知,但成天琢磨瓜分这个并吞那个,毫不客气地一下子扑向他的集团……打从星期一开始,固特异集团的董事长就在心理上作好了迎战准备。赴宴前夜,他在给职工的公开信中写道:“诸位请专心致志地工作,尽可能地讲求效率。至于我本人,我向大家保证董事会将竭尽全力,在力所能及的范围内,奋力击退野蛮的收购进攻。”

戈德史密斯举止温文尔雅,一副绅士派头,头脑机敏清晰,心中很有主见。“固特异集团错就错在偏离了公司的基点——轮胎。”他在熏沙蒙鱼和羊排配时菜的上菜间隔向默瑟解释说。戈

德史密斯狼吞虎咽地吃着喝着，默瑟却只喝一点水，吃得很清淡。董事长极力捍卫着自己经营多样化的方针，戈德史密斯却一只耳朵进一只耳朵出，漫不经心地听他讲完。随着双方的一问一答，默瑟最最担心的事终于得到了证实。

为什么非看中固特异集团呢？罗伯特·默瑟问。“因为你们被列入了名单。”对戈德史密斯来讲，固特异只是他们准备“积极投资”的可能候选对象之一。这个答复如同一道深渊把两人分隔了开来。戈德史密斯甚至承认根本不知道固特异集团自1911年起就开始了航空方面的业务，可现在他却要把固特异集团像牛排似的吞掉。惊呆的默瑟不由想道，戈德史密斯已握有11.5%的股票。如果固特异不将其除轮胎以外的部分全部卖掉的话，詹姆士爵士威胁要对其余下88.5%的股票发动收购。他有钱，他有足够的钱来发动收购。上星期一，默瑟曾经见过证券与汇兑委员会的主席沙德先生，沙德曾向他解释过，如果詹姆士的所作所为符合现行规定并照章办事的话，那末没有任何办法可以阻止这场“掠夺”。戈德史密斯会将固特异吃掉，默瑟想……而且会像挤柠檬似地任意压榨固特异集团。下午一点钟分手之际，两个人仅就一点达成了协议：不管发生任何情况，都不采取高价购回股权的“美钞讹诈”的办法，因为这样就会损害其他股东的利益。

第二天，正值传统的万圣节。詹姆士爵士向证券与汇兑委员会递交了“第13式表格”。虽然他素来喜欢悄悄行事，但这回却别无选择。“第13式表格”是一套必须填写的公开文件，包括投资者的身份，董事会的同意意见，该项交易的财务支付方式，拥有股权的多少、行情、意图等等，总而言之，一句话，要讲透明度。

有道是君有政策我有对策，虽然第13式表格要求精确具体，华尔街的法律专家们仍能应付自如。该糊涂的地方自能巧妙地避开，搞得含混不清。布劳克，戈德史密斯聘用的该交易负责律师，同样毫不例外。就这样，10月30日星期五，华尔街得到了如下信息：詹姆士爵士及其朋友们，手中已握有11.5%的股票，不排除要接手整个集团的可能……但是考虑到目前的行情，尚不提出收购。当时的实际情况是固特异的股票在交易所已经涨破47美元。但仍十分抢手，市场很坚挺，大宗股票买进卖出热闹异常。舆论认为提出收购时股票将达到50美元。此外，戈德史密斯在表格中还声明，如能掌握该集团的话，将售出航空、能源等多样化经营分厂的全部股票，与此同时，大力加强固特异轮胎方面的业务，他并保证不会关闭工厂。

11月3日星期一，默瑟的办公桌上摆着可怖的对手寄来的友好信件，信中概述了10月30日谈话内容。信的开头是这样写的：“非常高兴能与您见面并共进午餐……”信的结尾强调：“待您考虑停当，我们再见一次面……”默瑟心中非常清楚，虽然“紧缩计划”使他心碎，但他不得不为固特异集团着手制定的一项无情的紧缩计划了。结构改革会博得华尔街的欢心，改组后可保证固特异股票在交易所长时间地维持在50美元的水平。“我谨向诸位证实戈德史密斯正密切注视着我们的一举一动”，在11月4日的公开信中，默瑟写道：“自今日起二周之内，我将提出一项改组计划。该计划将特别包括出售赛勒隆航空分厂和购回股票这两部分内容。”

## 八、展开宣传攻势

“致全体职工的公开信”立即被各新闻媒介刊登，这一招委实管用，相当有效。“它将不可能在官方公报中发表的东西传播了出去。”威廉·纽克指出，这对敌手无疑是当头一棒。在这场战斗中，纽克是固特异集团独一无二的发言人。“形势演变得如此之快，”他解释说：“简直把我

忙得四脚朝天。”我并不乐意搜肠刮肚地拼凑这些空话,但以前我对新闻专业确实十分钟爱。”

威廉·纽克的眼中闪着光芒,沉浸在曾给敌手造成难堪的回忆之中:出其不意地抢在敌手之前发出了若干消息,甚至还玩弄着文字游戏。“在描写‘暂时休战’状况时,人们曾经使用过‘停顿’一词”,他不无自豪地解释。然而在交易所的行话中,“停顿”却极其精确地意味着股票买卖的冻结,这当然与事实不符,于是在纽约的敌方阵营一下子炸了锅,人人都像疯子似的:“他们不得不在各种报纸上刊登更正,辟谣息事。”而当他们到亚克朗市来查证时,纽克就装糊涂。

双方激战中,真正了解内情的也就不过极其有限的几个人,防卫战略只有几位终日泡在作战室内的核心人物清楚,所谓的作战室也即默瑟的办公室。这个干练精悍的参谋组成人员除了谙熟华尔街事务的专家外,还有掌管财政大权的沙菲、公司的法律顾问梅那斯以及公司董事及原财务部副总裁格拉斯。

### 九、群起反击

固特异集团在奋力拚杀,但决不是孤军作战,整个亚克朗市倾城出动,回击“侵略者”。全体市民、工会组织以及政界人士,所有的人都似疯了一般,调动着在美国能够调动的一切手段,同仇敌忾,决心在“固特异大战”中与公司共存亡。詹姆士爵士在事后曾称上述反应是“使他最害怕的三方联盟”。这种政府、贸易和地方工会力量的三方结合能使工业上的竞争力消失殆尽,也能使戈德史密斯必败无疑。65万亚克朗人众志成城,齐心御敌。“在这一段,任何人都不能容忍对固特异领导层哪怕是最轻微的批评指责。公司有位干部指出,某职工告诉我说把堂兄赶出了门外……仅仅是因为他讲了固特异的坏话。”当戈德史密斯向固特异集团发起攻击时,默瑟喜欢重复:他不是简单地攻击某个企业,而是触犯了一个古老的、令人肃然起敬的团体。”

洛琪,这位祖祖辈辈为固特异集团忠实服务了200年的亚克朗姑娘,前后背了两块标语牌在市中心游弋:“请购买固特异的股票。团结则胜,分裂则败。”亚克朗全城到处都张挂着各种口号:“戈德史密斯,滚回英国去!”在主要街道可以看到这样的标语。“别跟自家人过不去。拯救亚克朗。购买固特异的股票!”西大街也竖着如此内容的标语牌。每辆汽车玻璃上都贴着“拯救固特异”的标签。学校里学生们制做戈德史密斯的模拟像:肿胀的脑袋,张着贪婪的大嘴——对着固特异的大轮胎,简直就是十恶不赦的坏蛋。学生们纷纷提笔写信给议员们,给美林证券公司的负责先生们……

11月6日早晨,在可控气球库房里,固特异集团公开声明出售其航空分部。亚克朗市群情激愤。固特异航空分公司自1911年起就属于固特异集团,公司在当地雇用5000名员工。为了稳定群众的情绪,公司老板克拉克这一天先给大伙吃了颗定心丸:既不降低工资也不裁减工人。话是这么说了,亚克朗人心里还是不踏实,人们东奔西走,竞相活动。不仅居民和有关的民事组织、宗教组织拒绝出售手中的固特异股票(每股已达48美元以上,如果出手,就可以赢得一笔可观的收入),而且,反过来他们还互相凑钱,进一步购进。当地汽车经销协会一家就认购了200股,连学校的孩子们也都把储蓄罐砸碎了。购进股票在亚克朗变成了工会发出的口号,决不让戈德史密斯多一张股票……尽管每人心里都清楚,聚拢的钱同华尔街这一无边的大海洋比较,只是微不足道的一滴水。

## 十、忧心忡忡

《灯塔报》收到了成百上千来信,人们对各自的养老金、退休问题,以及赖以生存的饭碗忧心忡忡,这张地方日报每天登载满满两大版的读者呼声。有的发出恐怖的尖叫:“失去食欲、恶心、郁闷、失眠等等,都是固特异职员们在大祸临头前出现的症状……”有的表示回天无力:“我除了呆坐哭泣之外,实在无能为力……”有的提出警告:“如果戈德史密斯吞并固特异集团,我就让他白刀子进,红刀子出,拼个你死我活”。也有的感到世界末日仿佛来临。

地方电台亦不甘落后,他们将读者的呼声怨言制成磁带,直接寄给了戈德史密斯。宗教界也涉足进来,牧师们布道反对詹姆士和支持他的银行,称他们为“美林的走狗们”。

整个亚克利市并不满足于祈求神的保佑,还投入了实际的战斗。人们了解到戈德史密斯对橡胶有过敏的毛病,就通过邮局给他寄送橡胶轮胎。人们还在亚克利大学协助下发动了一次请愿,征集到36000个签名,转交给了华盛顿当局。本地居民逮不着收购者本人,就转向他的盟友——美林证券公司这个叛徒解气。“他们对固特异集团,对公司的职工,对众多依赖公司而生存的城镇缺乏最起码的同情。美林的立场令我们惊愕。”固特异的一个分厂长对支持美林证券公司的美国第二大投资银行的纽约大老板写信质问道:“你们贪得无厌,不知羞耻,迫使我们别无其他选择。我只能将全部资金从美林证券公司抽出。”其他人也相继效仿,抵制“卑鄙”银行的行动。一些个人、一些工会,甚至亚克利市警察也都相继撤走了各自在美林证券公司的银行账户。

打那以后,一切都急转直下了,人们不再满足于把存款从美林公司抽出,他们在其公司前,组织一次又一次的示威活动。

威廉·纽克,在他那战斗岗位上,鼓励煽动和指挥控制着这些自发的抗议活动:请愿游行,组织车赛,召开茶话会,展开义卖活动……广大民众数不胜数的支持活动使固特异领导层大为欣慰并增强了决心。在致职工的公开信中,默瑟没有忘记向职工们表示谢意。

还有更加严肃的计划,纽克曾考虑把分布在全国各地支持亚克力的力量集结起来。他在市政府协助下组织了一次电话会议,通过卫星把有固特异生产工厂的美国三十多个城市政治和工会负责人联络起来了。“我们的力量所在就是要显示出,在所有这些城市中,固特异公司都是一个重要的雇主。”刚刚当选的亚克利市长汤姆,更是劲头十足地在亚克利到处游说,成天发表讲话。光支付“为了固特异”这场演出,就花了6万美元。但是,正如默瑟在一次电视采访中表示的那样:“固特异为了其生存而战斗”,为了达到目的,一切代价在所不惜。

## 十一、工会参与

亚克利抵抗运动中最精彩的,莫过于工会参与了。这一手确实确实使固特异领导阶层惊讶不已。汽车玻璃上的不干胶标语,汗衫上印制支持口号,举行车赛,在美林证券公司门前设置纠察。“我们竭尽全力来帮助固特异集团。”橡胶工作者工会亚克利地方分会负责人比尔·布莱斯林绘声绘色地讲述。地方分会在这场保卫中进攻意识相当强:“我们甚至把四个星期的工资全部贡献出来来购买固特异的股票,”布莱斯林指出。在一位银行家建议的启迪下,他还组织了一次工会活动分子会议,设想把固特异集团的航空分部全部买下来,做法本身显而易见。

太不切合实际。不过，敢于这样设想就足以提高大家的士气。

应该指出的是，危机发生之时，固特异领导层与地方工会正处在针锋相对、斗得不可开交的战斗状态。自然，情况与30年代的罢工已经不同。从1981年起，地方工会就把工作规定、合同分包、解雇等数百件纠纷递交法院要求仲裁；在60%的诉讼中，工会获得胜诉。”

幸亏，最上边还有默瑟先生。他是“我们从未遇见过的最好的董事长。”布莱斯林认为。工会对默瑟施行的多种经营表示出好感，认为“他这个人，至少对其从事的工作充满信心。他是真心实意为地方操劳。”

看得出来，固特异老板的人品在这里起主导的作用，致全体职工公开信这一创新的做法赢得了广泛的好感。

## 十二、一只替罪羊

实际上，布莱斯林并不傻，哪能轻易受骗上当呢。戈德史密斯失败的收购行动从某种角度来看，恰恰为固特异领导层所利用。“说到底，领导层可借此在谈判中与工会讨价还价。他们本身不必费什么力气……而雇员又能得到某些好处、优惠。”就此意义上说，戈德史密斯抱怨自己只不过是一只替罪羊，这话亦不无道理。“他们撤换了某些领导，换上了更加开放的人员。他们甚至屈尊光临地方工会来与我们讨论问题。”比尔对此感到不胜惊讶。

戈德史密斯在这次收购活动中，造成失败的一个最重要的原因是：其双足从未踏上过固特异的这块领地。“他失策了。”固特异的一名职员说：“凭他的能力，他来这里肯定能赢得群众……实际上《灯塔报》对他的采访已经使他在亚克朗市民的眼中变得带有一点人情味了。”这次电话采访刊登在11月6日的所有地方报纸上。戈德史密斯解释说：“公司被出售并不意味着失去就业机会，我不是经营家，我没有任何标榜自己熟悉轮胎工业的意思……但我可为企业提出某些战略方面的设想。”他讲话相当自信，甚至富有煽动性：“众所周知，固特异集团是世界上最好的轮胎制造厂家。”我们丝毫没有考虑过产生一个新的领导班子，我们将和现在的班子合作共事。”

所有这一切对亚克朗来说都来得太晚了。其实收购者的公共关系顾问凯斯特公司早有此意，公司赞成戈德史密斯到当地的地区去做说服解释工作，他应该去会见市长、头面人们、法律工作者、工会工作者……应该让亚克朗都知道他也是一个有血有肉的人，而并不是专事诽谤中伤、冷酷无情的魔鬼。戈德史密斯失策是没有及时到亚克朗去，使得反对戈德史密斯的运动达到一定规模，随之势不可挡地冲毁了一切。11月初，俄亥俄州已全州动员起来抵制戈德史密斯。

第一个回合的较量，以戈德史密斯的失败而告终。

第一个回合失败后，第二回合的较量在固特异的盘内展开了。1986年11月5日，星期三晚上，双方在纽约的一栋大楼中一套不起眼的公寓房内会晤。这栋大楼的产权属于联合国，平时由固特异集团租用。这一次，双方阵容齐全，两位领队带来了各自有队员、顾问、银行家及律师……

罗伯特·默瑟感到浑身不自在，这是因为双方与会者都是知根知底的老熟人。“他的人”——斯凯登律师事务所的费洛姆、金人银行的明代尔以及德雷塞尔银行的西格尔——和戈德史密斯的谋士们，如富兰克林、布劳克律师，以及美林证券公司的先生们，原本都在一个圈内

摸爬滚打,同属于从华尔街交易老手中间严格挑选出来的俱乐部成员。默瑟不是圈中人,他觉得自己如同俄亥俄州一个羽毛未丰的小伙子,坐在一帮终日豪不厌倦地玩弄收购这副牌的职业赌徒中。

当天早上,戈德史密斯曾给固特异集团负相当责任的一位先生挂过电话,他在电话中宣读了一遍预备发给默瑟的信件草案。这封信是4日晚上写的,说他同几位将于“股票值达到49美元时发动收购……或者固特异集团考虑结构调整使股票值高于49美元,我们将转而支持固特异所作的努力”。这是积极投资者——詹姆士爵士的传统工作方法。事后,詹姆士曾经表示,那些认定上述立场只是一种虚张声势吓唬对方的人们并未正视他一贯的所作所为:“以柯尔盖特牙膏公司为例,当时我已做了发动收购的一切准备,但该公司董事长同意实施我的战略设想,并寻求我的支持,于是我拉了他一把。我从未设想过趁人之危从中渔利,对固特异集团,我完全一视同仁。”

### 十三、忍痛割爱

实际上,11月5日下午,全体董事批准默瑟着手实施已宣布了调整措施:从市场上流通的固特异1亿股股票中,重新购回2000万股,与此同时,出售固特异的轮胎工厂和石油、航空分部。

经过上述部署之后,当戈德史密斯在公寓楼会议上公开这一信件的时候,固特异集团董事长的立场已很明确,毫不含混,他把实质问题向袭击者挑明了,要么你让我们自行改组调整,要么等着你的将是一场恶战,根据罗伯特·默瑟的意见,机构改组将使“每股行市涨破49美元。”詹姆士爵士用力吸了一口大雪茄,要求与其顾问私人协商一番,他看来有点心慌意乱。进攻者或许低估了固特异做出反应的速度。“被人逼迫着给自己开刀”,对一个大集团的老板来说,无疑是最残酷最痛苦的事情。一位银行的收购专家指出:“董事长亲自选定了多种经营的方针,亲自任命了各分部的头头脑脑……配齐了自上而下的整套人马,继而在袭击者的压力下全盘否定自己。这实在太难了。”加上限时限刻地完成,更是难上加难。但是,固特异集团请来了德雷塞尔银行,仅此一点足以证明它的决心之大和反应之快。因为这家银行素来以办事迅捷、干脆利落著称于世。不管怎样,美林证券公司的银行家们自那天起就感觉到,如果固特异能在华尔街将股票值推到49美元以上,收购就很可能流产……戈德史密斯与某谋士在小会议厅内磋商良久,始终下不了决心,“今天就讨论至此,明早我再通知各位。”离开之前,他声明说。

6日,星期四早上,固特异集团公开宣布了调整改组方案:“一剂苦药使集团规模‘消瘦’了12%,所负债务一下子膨胀26亿多美元。从表面上看,固特异集团几乎完全按照收购者的意图行事。但是,戈德史密斯‘真正的药方’却还要苦涩得多。”他们每年才只挤出2.7亿美元,”詹姆士表示,“这点钱只能刚刚凑合支付赎回股票所负债务的利息而已。按照我们的估算,公司起码能拿出4亿美元,”公司“油水还足得很”,可以断言,一旦落入詹姆士爵士手中,集团遭殃就肯定无疑,尤其是固特异集团对外关系部更是首当其冲,准保第一个倒霉。正如商定的那样,11月6日星期四上午,戈德史密斯给默瑟挂了电话。他暂时放弃了立即发动收购的打算,“大阔佬”给固特异留下两周时间以实施它的改组计划。

趁此暂时休战间歇,默瑟赶紧邀请有意购买的候选人来其航空分厂察看洽谈。固特异航空和航天公司的职员们得到通知进行大扫除……以便给人一个好的印象。

### 十四、“讨厌的”法律

这段时间内,抵制戈德史密斯的动员工作蒙上了一层更格外浓厚的政治色彩。国会议员赛柏令要求他的朋友俄亥俄州州长理查德·塞莱斯特给予关注。11月10日,位于首府哥伦布的俄亥俄州参议院司法委员会针对收购的法律着手进行三项修正。这些修正案将有助于固特异更好地防卫。修正的有关规定则将允许固特异董事会完成三件大事:一方面它可以发动反攻势,将其他股东的股票以高价收买下来。当然,戈德史密斯手中握有的股票除外。如此将大大冲淡戈德史密斯的参与比重。其次,无需股东担保,公司即可为“朋友们”发行一批具有多票表决权的新优惠股票。如此,亦将“稀释”戈德史密斯的参与。最后,公司可以贷款形式来资助一项投资盟友的购买股票计划。从法律的角度上,即便将来这些盟友付不出钱的话,董事们也不承担任何责任。

“我们并未呼吁求援,是政府主动征求意见,看如何能帮助我们。”默瑟指出。修正案对手并非致命一击,董事长认为,只是设置的“一个障碍”。因为这些条款在联邦的一线极有可能被视为非法,类似情况在密执安州已经发生。

塞莱斯特州长认为,俄亥俄州的法律草案是本届政府制定的最好法律,并于10天之后正式签署了修正案。截然相反的是,在戈德史密斯看来,这是一部“可耻的法律……十分令人厌恶”……戈德史密斯向他的谋士们请教:为阻止这部法律出台,我们应该向联邦法院提出起诉。在与俄亥俄州政府较量的这场官司中,我方胜诉的可能性有多少?答复:有60%胜诉的可能。德雷塞尔银行的律师,若·费洛姆,虽然受雇于固特异集团,他亦向他的“朋友”詹姆士转达如下信息:如他在法院与俄亥俄州打官司的话,案件的审理将连续若干年地拖延下去。“弗洛姆虽然身在‘曹营’,戈德史密斯对他还是信任的。”一位观察家指出。

### 十五、有力的回击

戈德史密斯还面临最严酷的考验:在国会作证。事情的起源始于亚克朗为了刹住袭击者冲击势头而展开的宣传战役。随着时间一天天流逝,默瑟越来越清醒地意识到没有任何东西能够阻挡戈德史密斯的进攻。“现在你们可以看到,”他解释说;“固特异毫无防卫手段。”戈德史密斯及其盟友拥有11.5%的股票,风险套利者手中掌握20%以上的股票,两者相加,固特异集团1/3以上的股票在华尔街受到了威胁。“根据并合表决的规定,袭击者在董事会中占有三到四个席位。”默瑟指出。除此之外;他“还具备了物质手段。”在汉森信托公司……和美林证券公司等银行间”默瑟补充说;“他们可以集拢70来亿美元。而在交易所只需35亿美元就可欺负我们集团。”……如何才能阻止敌手的进攻呢?对固特异的董事长来讲,唯一可行的办法是引诱对手决定放弃收购企图或者对其失去兴趣。如果做出决定仅仅取决于戈德史密斯的话……那么固特异集团可以它独特的方式促使其下这个决心。默瑟看得很透,在公众心目中,戈德史密斯的虚荣心将使他成事不足、败事有余。在其演说中,他雄心勃勃地要拯救美国经济,所以,一旦他发现13万之多的民众根本不赞成他的作法,就可能受到致命的一击。国会听证会将固特异的设想朝前推动了一步。实际上,组织听证会并不是默瑟的主意,而约翰·赛柏令倒是一名积极分子,他是俄亥俄州的国会议员。

约翰·赛柏令是固特异轮胎与橡胶公司的创始人。赛柏令担任固特异集团的法律顾问历时17年之久,而今作为国会议员,对收购问题始终非常敏感。早在1985年,接着又在1986年,他曾两次试图制定有关法令以减缓这股收购狂潮,不过,当时他并未获得当局的支持。

现在赛柏令不由心中大喜,终于抓住了一个极好的例子。与袭击者声称的恰恰相反,事实是他们袭击了若干管理堪称典范的企业,他非常得意能把戈德史密斯搞得哑口无言,狼狈不堪。狂妄的投机家竟然不知道他祖父就是固特异的祖师爷,他还非常高兴美林证券公司“搬起石头砸了自己的脚”。赛柏令确信,这一回,默瑟肯定也是胜利者。

俄亥俄州的国会议员在下次会议时就被刚刚当选的亚克朗市长汤姆·沙耶替换下台了……离任前夕,能在他作为成员的垄断委员会组织一次听证会是赛柏令求之不得的。机会真是太巧,时间选择也太妙了。他确信听证会一定会取得成功。这次能有全美国的人民作为观众和听众,是“除去”袭击者的最后一个良机,委员的主席不能前来?这有什么关系?约翰·赛柏令自任主席。

## 十六、伺机反扑

周末,为了准备在这次庄严的大会上答词,戈德史密斯隐居到了巴哈马群岛。

对詹姆士爵士来讲,不可避免的议会答辩十分重要。亚克朗和固特异的朋友们把声势搞得太大,说实在的,袭击者及其顾问们并未预料到会搞得如此满城风雨。戈德史密斯并非必须出席听证会,这件事明摆着是个陷阱。有一刻,他曾犹豫过是否接受出席的邀请。谁心里都清楚听证会充塞着大大小小的圈套。不过,应该作为一股平衡和抵消的力量参加,消除谣言以正视听。听证会首先是一个调解的机会,当然亦是一场戏。所以应该参加这场演出。戈德史密斯做出决定,并将信息传出去。

戈德史密斯素来喜欢秘密行事,对于接受采访并无嗜好,但在整个固特异事件中,他却一反常态,为了维护自己形象,特意做了努力。他会见各报记者,同意在报刊杂志上大量登载他的照片,并一开始就选择了《华尔街报》。他之所以这样做是因为确信自己掌握着真理:听证会不恰好是向全美国宣传光大这一真理的机会?当然他也意识到这次在国会的演说并不会带给他“特别的欢悦”。正像当年对克朗·塞勒巴克公司发动收购总攻时那样,听证会舞台总的气氛对他充满敌意……尽管如此应该承认,面对强大的敌阵并作为一种意识形态的代表,其英雄本色及诱人之处依然不减当年。“两天之内,他拟就了演说稿,”一位顾问说;“在讲演艺术的方面,他能直截了当地触及辩论核心,提出切意的论据。在这一点上,其他人简直望尘莫及……他思维尖锐敏捷,如同激光束一般。”他的联络顾问对演说稿找不出任何可以挑剔的地方,而他自己仍孜孜不倦、津津有味地修改不止。哪些地方还要提得更加策略委婉一些,哪些地方要故意提几个难堪的问题鼓动一下听众情绪,就好像一名拳击运动员参赛前夕仍不停息地坚持着训练。

## 十七、听证会上

11月18日星期二上午,“拳击比赛”在华盛顿众议院办公大楼拉开帷幕。整个美国在战斗的气氛中拭目以待。“固特异集团遭到了外来侵略的威胁”《华尔街日报》广告版上眩人眼目

地用大号字体突出刊登了令人心碎的标题。遍布美国各地的固特异轮胎经销商们自发凑钱刊登广告支持他们供货商。“你们或许可以买下一个大公司,但你们绝对买不了我们的忠心!”在一篇充满排外气息的文章中,经销商们庄严宣告(在文章中一连用了5个“外国人”的字眼),在固特异大本营,人们感到格外感激与欣慰。

詹姆士爵士在国会的亮相方式果然不同凡响,9点30分左右,他带着几位助手不张声势地乘着出租汽车来到了。他没有乘坐自己的高级超豪华轿车,他的两位突击队长紧随左右:罗兰特·富兰克林代表着纽约东方通用跨国公司,吉尔帕特·博代表着巴黎西文通用公司。戈德史密斯神态潇洒自如,皮肤被热带的太阳晒成了铜色,身穿白衬衣,挺括的珠灰色西装,天蓝色的领带,海蓝色的眼睛。好几百名固特异的退休工人赶来了,他们挤满了好几辆大轿车。显得疲惫不堪的亚克朗人是连夜赶到的,他们戴着固特异的帽子,焦虑不安地等待着袭击者。他们要见见他,听听他的讲话,他们希望了解,亦希望能发表自己的见解。

与此同时,橡胶之都的男男女女都围拢在收音机的周围收听转播的听证会实况,俄亥俄州的工厂、办公室、商店,以至普通人的家庭中,人人都极难得地破例注视着国会的这一时刻。尽管戈德史密斯的良苦用心和好意早已刊登在《灯塔报》的一篇采访记中,但是工人们并不相信他的表白。

詹姆士爵士站在人群前急切地挥着手,从侧面看去,倒好似罗马皇帝。“请你们先不忙指责我。听完我的发言再评论吧。……”他在大厅的第一排找了个座位坐下,面前就是议会大厅的专席,木质的长条桌子漆得很亮。在座位上,他与邻座默默握了握手,并朝他礼貌地微笑了一下。

足足有半个多小时,带有各种政治色彩的议员们一个接一个地发表了讲话。约翰·赛柏令声调沉闷,然而语气十分肯定,他舞动着有3.6万人签名的反收购请愿书,给听证会定下了基础。继俄亥俄州的宇航员、参议员格菜恩发言之后,那些议员们——俄亥俄州或马里兰州的男士或女士们——争先恐后、乱哄哄地或数落或揭发“瓜分企业的阴谋分子”的险恶用心、收购袭击者的“贪得无厌”、“自由企业制度的掠夺成性”、“工业海盗行径”的严重危害……以及泄露内情罪。他们用夸张的语调重复着美国工业衰退的那些可悲的老生常谈:失业、家庭悲剧、外来的威胁……絮絮叨叨的每个议员都要讲一整套,因为在他们的选区内至少有一个固特异工厂。

好不容易,轮到了戈德史密斯发言。他犹如一名坐在课桌前好动的学生,已经急不可耐。他觉得这场演出真是“蹩脚透顶”;人们反对我本身倒没有什么,事后他解释说;但是他们引用的依据实在太蛊惑人心!”

“事实应该得到澄清。”他一开始就宣布,他一项一项地列明依据所在,声音洪亮,语速极快,发言的第一部分,他的观点就与赛柏令截然相反:议员不是开口传统、闭口传统吗?那么请看事实:保尔·利齐弗尔德,固特异公司的首任董事长,在他任期的30年内,将公司治理得欣欣向荣。他指出,利齐弗尔德给企业规定了明确的奋斗目标:生产优质轮胎,价格低廉,尽力销售。”自从管理方面出现偏差以来……在既费钱又不合理的多样化经营中,浪费了股东的资金。”戈德史密斯认为,这几十亿美元,应该投入到改进生产方面,新建一些能生产更优质的轮胎的工厂,加强固特异集团的技术优势,使之可与进口轮胎相抗衡,而“不管这些进口轮胎来自何方。”

说到正题,詹姆士爵士的话锋越来越尖锐——按《灯塔报》的说法应是“狂妄”——手势亦越来越有力。他的思绪如江水般汹涌奔腾。显而易见,他对“企业官僚主义可谓恨之入骨。这

些不称职的管理人员,逃避自由市场的竞争,乞求政府的援助,嚷嚷着新的反收购法律的出台,要求高筑保护主义的壁垒。固特异集团的领导人当然亦不例外。然后,戈德史密斯又情绪激昂地引经据典:“对竞争的最好答复,就是竞赛……而不是寻求人为的保护。”所以必须改组,精简掉企业人浮于事的部分,把主要精力集中到生产优质轮胎、价格低廉和更好的销售方面……接下来,詹姆士爵士的话题转到亚克隆一边,他将把多种经营的工厂都卖掉,此话不假,但现有售货员编制不会缩小,职工不会解雇,而是恰恰相反……约翰·赛柏令试图打断他,戈德史密斯已经大大地超过了预定的发言时间。但是,他那经济思想的闸门一经冲开,再想堵住又谈何容易,他越讲越激动。“主席先生,这里,我有事实。……袭击者讲述了80年代初收购国际钻石公司的例子。一些解脱出来的卫星企业,在别的企业家手中,搞得生气勃勃,还增添了新的就业机会……官僚主义的大企业中,数以百计的分部过去找不到活路,如今都得到了解脱……事实就是如此,我建议对这些企业进行一番分析研究。”戈德史密斯坚持提出。

在发言快结束的时候,他面色严峻,强劲有力的讲话达到了高潮,俨然一副平民演说家的派头,他那奇特的牛津口音回荡在美国政治舞台这一享有特殊权利的大厅之中。

最后,戈德史密斯激昂地表示:“总有一天,固特异集团会发现在我的领导之下,赚钱会更容易,工作会更方便,虽然这一天尚未来到。……”他第一次把攻击的目标指向了罗伯特·默瑟。

约翰·赛柏令的反击并不那么咄咄逼人……但也远非不尖刻、不辛辣。固特异集团的捍卫者虽然显得有点窘迫,神情有点忧郁,但讲话还是慢条斯理、从容不迫:“你自己解释说对轮胎工业一无所知……但现在又试图教训固特异集团的领导人!如此所作所为恐怕可以载入收购的史册了。说到这里,我愿请问戈德史密斯先生,你到底算个什么人呢?”听众席上一片哗然,响起了雷鸣般的掌声。俄亥俄州的人们的内心,全亚克隆的老百姓所要提出的就是这个问题。

“赛柏令先生,”戈德史密斯反驳道:“我也要鼓掌。你的问题提得很妙……但是,带有明显的欺辱性,让我给您解释一下为什么……”他很快地镇定下来,但看来这一枪确实正中目标。他的助手们肯定没有事先准备回答类似的问题。

这是一个“转折点”;戈德史密斯开始动摇了。“罗伯特·默瑟断言。他坐在椅子上,注视着舞台上每时每刻的变化。约翰·赛柏令强调的问题并未经过预谋,而是自然而然提出来的。不过,他又带着恶作剧的神态赶紧补充说:“对于缺乏礼貌的提问方式,我倒确实是存在的!”还在戈德史密斯讲话的时候,约翰·赛柏令就已经愤怒得满腔热血沸腾,脸上的青筋都暴了起来,“就得有个人来教训一下这个狂妄的家伙。我恨不得把他引得发疯发狂……”赛柏令带着胜利者的口吻说。“他还真上了我的当。希望电视机的摄像镜头能暴露出这个家伙的本来面目:妄自尊大、自命不凡、贪得无厌、思想卑劣”。

当戈德史密斯喋喋不休地发言时,赛柏令虽然对他不抱任何幻想,但仍以坚定的语气两次打断了他的讲话。后来戈德史密斯对照着“管理”的意思解释了“积极投资者”的定义。他与赛柏令唇枪舌箭,寸步不让,一抓住机会就毫不犹豫地向前面的会议主席发起反击。当赛柏令讲:“你之前的作为,纯粹只是为了赚钱……为了你自己,戈德史密斯先生”。詹姆士马上反驳:“在生意场中,我不清楚除了赚钱的目的以外,还有其他站得住脚的理由……”听众席上一片笑声。“我倒真切希望,建立在这一思想基础上的美国永远忠实地执行同一个原则。”詹姆士对其从事的职业并不感到理亏脸红,他是一个资本主义的金融家:有利可图就干。

罗伯特·默瑟的证词恰恰相反。他的发言正宗传统、四平八稳,既无惊人之处,亦无丝毫过

度,连语气都显得干巴巴的,一点都不生动。董事长的通篇演说就是“顾客即国王”的理论翻版,与“市场即国王”的理论针锋相对。不过,董事长在讲话中还是发泄了心中的愤慨。他忘却不了戈德史密斯家中的那顿午餐,在这位凶狠贪婪的人眼中,固特异轮胎和橡胶公司——他所有的天地——只是其攻击黑名单中的一个编号。他不由想到,有多少美国的企业家夜不能寐,害怕上了戈德史密斯或者其他鲨鱼的黑名单。

罗伯特·默瑟觉得有责任揭露这场收购将给他的集团带来危害……当然也是给全美国带来的危害,他回忆说,自从公司创建 88 年以来,固特异集团一直采用传统方式经营赚钱;面对股东,它肩负着不可推卸的义务与责任。“它靠的是“强有力的职业道德”……亦靠着它的雇员,它的供货商及它的顾客。

在默瑟看来,一个老板不仅仅对企业的股东负责,对企业赖以生存的所属城镇也同样负有责任。因此,在这些相互矛盾的利益中间,必须寻求一种平衡,找出一块合适的地盘。罗伯特·默瑟的心中有个信念:“如果单纯考虑短期效益,对新技术不进行生产性投资,那么在国际市场上,任何美国工业都不能保住它的竞争力。”

默瑟驳斥说,固特异集团并没有等待戈德史密斯的到来才进行结构上的改革。为了企业的现代化,固特异集团十年以来投资了大约 15 亿美元。对于雇员,亦并没有简单粗暴地解雇了事,而是采等待老职工退休后再自然替补的方法。他向议员们介绍,这些努力得到了补偿:一部分是从市场方面……另一方面也体现在华尔街交易所。虽然与市场相比,效果还不显著,但从 1980 年以来,固特异的股票已经平均增值 14%,前不久,默瑟还亲自批准为改善德克萨斯州一个分厂的设施投资了 2.5 亿美元。尽管他心中清楚上述努力只有在三年或四年后才能获得经济效益。不幸的是,这些正在致力于长期建设的企业却被收购者当成了攻击的对象……结果是,从短期来看,就变成了专横暴虐行为的牺牲品。

罗伯特·默瑟认为企业领导人不应过多地拥有本集团的股票:“人们不能一面治理一个企业……而另一面却像一个股东那样思维。企业领导人应像一名顾客那样思考问题。”没有顾客,也就没有企业。从长远来看,如果顾客满意了,那么,股东亦将会满意……治理一个企业如果光考虑在交易所的价值,那问题就再简单不过了。“但是,衡量企业效益的好坏是它的市场,而不是华尔街交易所。”金融市场的扰乱分子们正好相反,他们人为地制造紧张局势,逼迫别人为了对付突如其来的、有害的机构改组而负债累累。戈德史密斯逼迫他做的与此如出一辙,而他又不得不违心地顺从詹姆士的旨意。当他回到公司或亚克朗的时候,默瑟就常常郁闷地想道,这下固特异的竞争者应该高兴得拍手了。怪不得人们还传说在法国的克勒蒙费朗市,米其林橡胶集团正准备为詹姆士树一尊塑像呢!随后,约翰·赛柏令关于“生息”问题的话又给他一个解释的机会:“多样化经营对固特异集团本来就不是一件新鲜事。想当初,利刘弗尔德董事长本人就已经创建了规模巨大的棉花种植园,开展了可控气球方面的生产业务!对戈德史密斯逼他搞的那种“野蛮”改组的理论依据,默瑟从来没有承认过,不仅当时没有承认,即使是 1987 年 8 月,股票值实际达到 70 美元的时候,他也没有承认。

1986 年 11 月 18 日,如同第二年的 3 月份一样,在参议院银行委员会中已成为活动分子的固特异老板大声疾呼制定一部有关反收购风潮的新法规……他在听证会上发言:“我恳求你们遏制这种活动,它正日复一日越来越严重地破坏着美国的工业生产力。”现在是应该正视这些问题的时刻了。”罗伯特·默瑟做出结论:“对固特异集团可能已经太迟,但我希望对我们国家来讲不算太晚。”这一呼吁,在全国那些最大的企业中间引进起了广泛的反响。“也不知怎么

的，德雷塞尔银行的董事长弗瑞德·约瑟夫笑着指出：“那些最大的公司，在收购者眼里都变成了攻击的对象，它们现在都在拚命喊叫刹住收购风。”

## 十八、听证会后

在听证会场的出口，如同晚上的夜蛾围着发光的灯炮一般，戈德史密斯再一次受到亚克隆人群的包围……《灯塔报》精彩地描述了这一场面：抗议示威者有之，起哄胡闹的亦不乏其人。“我敢出席就不怕你们讥笑、喝倒采。”詹姆士爵士挺着那 1.92 米的大个子，使劲地大声叫喊。“你一点儿也不管我们老百姓的死活。”一位妇女抱怨着。“实际情况完全不是这样。”他反驳道。一位退休工人紧紧地抓着衣袋中的橡胶带，如同一个小男孩正在筹划一场恶作剧，他真想把带子当面交给詹姆士，他的心脏呼呼乱跳，好像怀里揣了个小兔……终于，他没敢拿出来：“我怕他心脏病当场急性发作。”

尽管戈德史密斯身上带有政治家的气质，但他仍然很不习惯置身于国会的人山人海之中。

罗伯特·默瑟心中明白，鲨鱼已经被群众的对立情绪搅得心神不宁。在听证会场的出口，戈德史密斯惊魂未定，拼命打听这些带着标有固特异字样帽子的究竟是些什么人？来自何处？他想弄清楚为何赛柏令在会上如此对待他……“因为他不喜欢你”。默瑟回答他说，这是明摆着的，你向其家族苦心经营的公司发起了攻击。

听证会之后，戈德史密斯与默瑟按照事先商定的协议在海·亚当斯旗馆共进午餐。他对戈德史密斯的“出色表演”表示祝贺：“我很遗憾你没有把聪明才智用在更富于生产力的东西上边。如果能有机会和你在同一个战壕里战斗，那我将感到很荣幸。”

戈德史密斯承认对俄亥俄州政府炮制的“臭不可闻的”法律特别关注。至于阴谋诡计的具体内容，他只在本月初到达巴哈马群岛的时候才刚刚获悉。默瑟对他讲：“你明明知道根本不可能把可控气球打下来，但你还是朝他开了火……”如果第三天反收购法律在俄亥俄州首府哥伦布获得通过，戈德史密斯的行动就彻底泡汤了。因此，他考虑必须马上行动作出反应：要么，在投票前，也就是明天以前，发动收购；要么就趁早偃旗息鼓，另找出路。

当天下午，詹姆士爵士为发动收购采取了所有必要的措施，包括向银行预付了 2000 万美元保证金，在《华尔街日报》和《纽约时报》上留出了版面以便第二天一大早就刊出收购通告。他知道默瑟想采取拖延战术，以待这部反收购法律在戈德史密斯发动收购前得以通过。

在这顿午餐上：“我第一次看到他局促不安，神色惊惶……”默瑟说。于是，董事长想试试他的运气，他用手指指着詹姆士：“你的股票到底卖不卖？”对方表示可以商量，但首先他想看到固特异的改组计划。

## 十九、高挂免战牌

晚上，两员大将重又回到了各自的工作班子中间。从 11 月 18 日星期二晚上一直到 19 日星期三，双方谋士们通宵达旦挑灯夜战。固特异集团一方提了计划，双方银行界人士达成一致的分析意见，认为这次固特异改组实践中可使股票值在华尔街交易所“突破”50 美元大关。戈德史密斯做出了鸣鼓收兵的决定，后来他解释说：“听证会的气氛使我信服。如在法院就俄亥俄州的法律打官司的话，我方必败无疑。”

星期三凌晨,拟就了协议草案,固特异集团将把戈德史密斯拥有的股票以每股49.5美元的价格买回来,另外再加3.76万美元的手续费。11月20日,戈德史密斯在一项新闻公报中宣布:“除了接受这一安排,我们别无其他抉择。”上述解决办法使他及其盟友净赚9000万美元。此外,双方还一致同意:不准采取高价购回股权的办法。袭击者享受的待遇不能优于小股股票的持有者。据此,对于尚在流通领域的40%债券,固特异定为每股50美元,这一揽子的解决办法最终须由董事会正式批准。

11月9日星期三,固特异董事会在纽约召开了整整一天会议,会上辩论气氛异常活跃。由于戈德史密斯极不耐烦,一再催促立即拿出决定,协议好几次险些推倒重来。若·弗洛姆曾经三次离开会场,打电话给詹姆士,希望他耐心等待;可是,袭击者声称,如果会议拿不出具体结果,他仍维持发动收购的原计划。新闻媒介的报纸版面保留了星期三一整天并延续到星期四早晨……在戈德史密斯的阵营里甚至流传着这样的戏言:在国会正举行听证会的那会儿,詹姆士爵士就想公开宣布收购。星期三,华尔街已经传开了达成协议的消息。11月20日星期四凌晨两点,所有细节终于全部商妥……并在稍后一些时间向外界作了宣布。正像罗伯特·默瑟所说的:“我要是处在他的位置,也会同样接受这9000万美元,然后尽快脱身。”

## 二十、苦涩的胜利

在亚克朗,人们放下了心上的石头。“我们把这混账东西轰了回去。”在紧接到来的星期六,美国的星条旗飘扬在固特异钟楼的塔顶,原定这一天举行的“拯救固特异”汽车拉力赛也改成了欢庆胜利的拉力赛……人们载歌载舞,满城欢腾。报纸上充满了“固特异获救了”、“侵略者卷铺盖回去了”一类的标题。那一天的几位英雄,沙耶、赛柏令和默瑟受到人们长时间的热烈欢迎。星期四,默瑟在给职工的公开信中写道:“我们保住了固特异的名号,我们还将保护固特异的公司名称,珍惜这一名称。”

然而,这种宽慰并不代表真正的胜利。当协议尚未达成时,亚克朗众志成城,到处都是斗志昂扬的支持者,但欢庆胜利的人群与此相比就大大地逊色了。默瑟自己也实在找不出什么可以炫耀的东西。虽然,亚克朗已经向袭击者有力地表明了“固特异家族”是从不随便任人欺负的家族,企业在经历了华尔街掀起的磨难之后幸存了下来。但是,在这欢庆的时刻,默瑟反复提到的只是“痛苦的”那天,他把自己比作一个“活死人”。攻击者虽然放了他们一条生路,但正像他后来说的,已经把企业内部搅得一塌糊涂、“乌七八糟”。固特异再也无法恢复先前的那种日子了。

第二个星期,亚克朗传出了解雇680名工人的消息。

## 二十一、恼恨的套利商们

这一边,固特异集团做好了充分的思想准备,公司上下同心协力度过空前的紧缩阶段。那一边,华尔街却还在对这笔交易继续考查,因为不少疑点没有找到答案。首先,是否存在高价购回股权的做法?默瑟的根本是:我们的股东享受到比袭击者“优惠的待遇”在任何情况下,固特异都不会将公司百分之百的股票买回来……“袭击者发动的是部分股票的收购,随着公司改组,余下的股票上升到了每股66美元。”戈德史密斯因他的撤退亦没有从集团后来的腾飞中捞

到什么好处。在固特异轮胎公司分部人们解释说：“他在桌子上留下了 1.32 亿美元。”当然，要确定是否美元讹诈还取决于从什么角度来分析：“戈德史密斯迅速撤离了……对其手中的股票，他有把握卖个好价。当时其股东尚被蒙在鼓中，这就是高价购回股权，也就是美元讹诈。”华尔街的一位银行家就如此斩钉截铁地认定，风险套利商们完全赞同这种看法。当攻击目标公开时，他们以高价买进固特异股票，某些人就曾以一股高于 48 美元的高价吃进。后来，交易失利时，股票在交易所一直围绕 43 美元上下徘徊。尽管固特异集团买回了一部分自己公司的股票，但风险套利商手中还攥着余下的部分。由于大部分风险套利商都是以借来的资金做这种投资买卖，所以他们不能死守固特异的股票，承担风险，不能把宝全部押在固特异结构改革可能带来的交易所效果上面。于是他们不得不亏本抛出……他们叫嚷这就是“美元讹诈”。默瑟带着嘲笑的口吻评论：“这是个计时问题，人们不会平白无故地称他们为风险套利商”。

戈德史密斯也不喜欢这些“套利商”。在他眼中，套利者只是些“没有头脑的母鸡”，听到一声吠就慌得六神无主。一般来说，收购者对其攻击的对象，从来都“一是一、二是二”，很少有出高价购进股票的现象。这样的话，就直接减少了职业风险套利的利润收益。

风险套利商败兴、气恼，并非特殊的例外。大为恼火的还不乏其人。在美林证券公司，戈德史密斯的撤离伤了收购部经理凯恩·米勒和该计划总负责人票弗里·勃朗松的元气，今后的升迁发迹、宏图大业一古脑儿被付诸东流。支持戈德史密斯的这家投资银行看上去便倾向于下述意见：在那座公寓内举行的纽约会议后应立即发动收购。对美林证券公司来讲，控制或不控制固特异的的意义并不在于能否拿到 1600 万美元的“小小”佣金以及作为投资者的一分子去分享大篮子里的那 2 亿美元。其着眼点放在：“这桩大买卖将把美林公司推上华尔街各大金融机构之首的宝座，使之稳坐收购业务的头把交椅”。

在纽约的法国里昂信贷支行，也是一片惊愕沮丧。“整整两个星期，大家始终马不停蹄地谈判财政资助协定。”法国支行的一位负责人讲，为了这笔前所未闻的大买卖，法国里昂信贷银行美国支行动员了好几位律师。它的巴黎总部才不过聘请五位律师，而纽约支行也雇佣了五位律师整天筹划计谋，合同的准备一直在秘密之中进行。同时采取了习惯的保护措施：召开秘密会议，名称全部采用代号。遇到周末，有关函件都经铅封后送到谈判者中，而且随时要求送交当事人过目……“大家都高高兴兴地期待着收到结算有关费用的担保信函。谁料到 19 日星期三等到了如此结局。”一位负责人回忆道。

在里昂信贷银行范围内，对本年度“最大的买卖”人人都确信胜券稳操万无一失。好不容易难得这么一回。里昂信贷银行作为牵头银行，得意洋洋地通报其各美国姐妹银行，邀请他们合伙提供贷款。这是在超级竞争天地里一次胜利，19 日晚上纽约支行内，香槟酒像白开水似地流淌着。星期四一早，晴天一声霹雳，交易取消了。

## 二十二、疑惑不解

周末的时候，詹姆士爵士无精打采，满脸苦相。有人证明：“那天我与他一起用午餐。詹姆士根本不像刚刚赚到 9000 万美元的样子。他得意时候的神态——嘴上叼着雪茄，眼睛放着光芒——消失得无影无踪。”詹姆士爵士感到失望，非常失望。这点是一目了解的。那么，他为什么不发动收购呢？为什么不能像对待克朗·塞勒马克公司那样坚持到底？

甚至在詹姆士爵士的盟友中间，也有好几位观察家表示怀疑：戈德史密斯是否真正地想控

制固特异集团？或者说，他为什么听任形势变化而“毁了”这笔交易？有位当事人认为：“如果詹姆士爵士内心里真想拥有固特异集团的话，如果他在协定达成前二周就发动收购的话，那末今天他早成了固特异大老板了。”

那么，情况究竟如何呢？……对轮胎巨人的这场攻击不应该自一开始就是大轰大嗡、虚张声势的空架子吧？戈德史密斯以发动收购相威胁，占领固特异这块阵地，不应只是为了将股票提高到49美元……然后再轻而易举地赚它几百美元？那些喋喋不休的诽谤者唠唠叨叨地解释似乎将问题看得过于简单了。仅仅为不到1亿美元的赚头（对戈德史密斯集团来讲，只能分到不足5000万美元）不至于动员那么强大的律师和金融家队伍，亦不会因此调动60亿美元的资金，不会只为了教训一个美国大老板，去招致如此的公众谴责。人们得出结论：“兴师动众只落得如此结局，未免太得不偿失了。这根本不能说是一次成功。”

在1987年7月以前一直负责戈德史密斯王国法国业务的女银行家吉尔伯特，分析戈德史密斯的具体情况，她认为是吃了“举止文雅、心慈手软”的亏，既然固特异集团认为是吃了“举止文雅、心慈手软”的亏，既然固特异集团已经改组，他就没有坚持非要控制该集团不可的理由。于是乎，他完成了“经济上的使命”。股票也得到了令人快慰的增值……但是，他错过了商业生涯中最大的一笔交易。

余下还有一个问题就是：戈德史密斯的资信如何？究竟靠得住还是靠不住？要寻找一个绝对的答案实在太困难了。完全相信任何一种说法都不可取。真真假假，说到底，只有戈德史密斯独自一个人心里明白，而戈德史密斯自始至终守口如瓶——他本来就是一个孤独的人。

在固特异这笔交易中，可以肯定地说，周围的气氛起了重要的作用。在做生意方面，戈德史密斯的决定历来受到当时总的政治和经济环境的牵制。1986年11月底，由于突然披露了鲍斯基丑闻，提出了华尔街的“腐败堕落”，美国公众舆论开始转向反对袭击者。……考虑到这些背景，金融家断定，与俄亥俄州政府打这场官司冒的风险就太大了。还有一个因素，下的赌注实在闻所未闻。或许还有一个形象的问题，当时，戈德史密斯正考虑买下法国的第五电视台。毫无疑问，他很关心自己的绅士形象，并给人以廉洁的印象。

固特异回合之后，戈德史密斯当众表示：他不再有意在美国发动带有敌意的公开收购了。

## 第二章 以我为主的多元兼并

1988年某月,比利时通用财团的股票几天之内突然被匿名人大量收购,舆论为之大哗。后来匿名人露了面,原来是大名鼎鼎的意大利奥利维蒂公司董事长德·贝内德蒂。比利时实在无法接受自己最大的财团被人以这样突然袭击的方式收购,于是主动与东方汇理银行联手,击败了德·贝内德蒂。当然,后者通过一进一出赚了不少钱,但通用财团还是保住了控股权。

这一例子表明,在企业兼并上存在着两种不同的方式,或者说两种不同的“兼并文化”。比利时通用银行首席经济学家普拉特指出,两种“兼并文化”分别以美国和欧洲为代表,其主要区别是:美国强调灵活性,欧洲强调稳定性;美国采取“退场”法,欧洲采用“协商”法。美国兼并的基本模式是:A企业由于经营管理不好,其股票价值持续下跌,当跌到一定程度时,B企业就以突然袭击方式在股市收购A企业股票,成为A的主要控股人。然后B企业以自己的经营管理班子和员工重组A企业。这种强制并吞和改造方式可以使A企业在较短时间内适应新的技术和管理,从而提高效益,增强竞争能力,缺点是A企业的许多员工一下被赶进了失业队伍。所以美国职工的流动性远比欧洲大。由于在美国这种兼并方式比较普遍,美国企业的员工一般都没有长远观点,不为企业作长远打算。反过来,企业也就不愿意为职工培训进行投资。

欧洲的情况不同,企业之间的收购和兼并大都是以友好协商方式进行的。被收购和兼并的企业照样具有发言权,可以向收购和兼并者提出种种条件。当然,条件越多越苛刻,企业的价值也就越低。这种方式的好处是可以避免产生太大的震荡,有利于社会稳定,缺点是谈判时间相对要长,兼并难度加大,整个经济结构调整的速度也自然要慢一些。

美国企业并购比欧洲和日本要活跃得多。今年上半年,美国企业收购和兼并共4636起,总金额达到3630亿美元。欧洲的企业兼并活动虽然也在增加,但无论规模还是金额都不能同美国相比。根据欧盟委员会的报告,去年欧盟国家的企业兼并和收购活动共1682起,总金额为470亿欧洲货币单位,其中72%是本国兼并,18%是欧盟内兼并,国际兼并只占18%。日本1988~1994年每年平均兼并额只有11亿美元,1995年也不到15亿美元。

当然,美国式的兼并在欧洲也有发生,以友好协调实现兼并在美国也不是没有。普拉特认为,很难说哪一种模式更好,主要是欧洲同美国有着不同的企业文化背景和不同的经济模式。

看来,现在企业本身也已经变成了“商品”,可以自由买卖。但布鲁塞尔一家国际咨询公司的德巴盖先生指出,企业毕竟不是一般商品,不是简单的厂房+机器+技术+工人。要实现企业的价值还必须加上管理。德巴盖先生强调,企业兼并时必须明确的一点是,企业的真正价值在未来。因此,最重要的是,在明确企业经营战略的前提下,加强和改善企业的经营管理。

一个股份制企业,由于股东往往是几万甚至几十万,实际上股东很难对总经理进行监督和

控制。美国的一个做法是给包括总经理在内的企业经营管理人员发企业股票,而且规定5年之内不得转让。这样就把企业效益同管理人员的利益联系起来,迫使经理们兢兢业业管理好企业。近几年还有一种比较通行的办法是,企业董事会另外聘请独立人士组成监督委员会,以加强对总经理的控制。

### 第一节 法国圣戈班入主福耀

法国圣戈班集团,世界玻璃行业的大哥大。当世界兼并浪潮风起云涌之时,它悄悄登陆中国,以它娴熟的兼并技巧,老道的股市操作手笔,迅速果敢,其对时机的把握,政策法规的规避,甚至使一向极为敏感的股市媒体,都反应不及。

#### 一、取道香港,暗渡陈仓

1996年1月30日福建耀华玻璃工业股份有限公司发布临时股东大会决议公告,其中重要的一条为:重组福建省万达汽车玻璃工业有限公司投资结构并增资,其结构组成为:本公司原控有万达汽车玻璃工业有限公司股权75%,现出让26%给法国圣戈班工业集团;同意原香港森鑫投资有限公司持有的福建省万达汽车玻璃工业有限公司25%股权出让给法国圣戈班工业集团。

1996年3月18日福耀发布董事局公告,有公告3月11日第十六次董事局会议通过的决议内容,其中重要的是:根据公司股东三益发展有限公司、香港鸿侨海外有限公司改派董事的请求,同意改派法国圣戈班工业集团 Mr. Eric HAUTEFEUILLE(平板玻璃集团公司总裁)、Mr. Jacques ASCHENBROICH(安全玻璃公司总裁)、Mr. Michel HUE(圣戈班工业集团驻华代表处总代表)、Mr. Jose-Luis RemIREZ(安全玻璃公司财务总监)为董事,并同意由上述两公司推荐两位人员出任公司独立董事,经改组后的董事局主席王宝光先生、副主席 Mr. Michel HUE、首席执行官曹德旺先生,同意福耀集团公司参与法国圣戈班工业集团公司在上海组建挤边玻璃厂,受让该项目圣戈班工业集团公司49%的股份。此公告一出,即有人提出这是一次间接控股。实际上,法国圣戈班集团通过福耀前两位大股东,对此是否应发出收购要约应有个明确的说法,如果是豁免也是个说法。但是在市场和媒体上对此仍几乎是无人置一词。

1996年6月11日福耀在《上海证券报》上发布6月9日通过的第九次股东代表大会公告,正式通过了3月份的董事局第十六次会议。6月12日,再次刊登更正启事,将前次公告中的“股东代表大会”改为“股东大会”。

6月11日,在公告刊登的当天,只有《中国证券报》在第一版发了“福耀最大股东易主”的消息,称“福耀首席执行官兼集团总裁曹德旺6月9日在公司股东大会上宣布,法国圣戈班工业集团已成为福耀的最大股东,持有股份占42.166%。曹德旺介绍说,法国圣戈班工业集团于今年3月在香港依法收购了福耀两家外资法人股东——香港三益发展有限公司、香港鸿侨海外发展有限公司,从而占据了福耀的间接控股地位。据介绍,圣戈班集团作为世界玻璃行业的最大企业,1995年度拥有330家控股公司,在欧洲主要股市均有集团所属的上市公

司。”

该报披露了“在成为福耀集团第一大股东之前,圣戈班公司已通过受让股权形式控制福耀最大的子公司——万达玻璃工业有限公司的51%股权”。但是,该报没有提及“福耀集团公司参与法国圣戈班工业集团在公司在上海组建挤边玻璃厂,受让该项目圣戈班工业集团公司49%的股份。

至此,市场和媒体才开始对福耀的购并案例发出小声的谈论和异议。

## 二、公司基本情况

1. 公司名称:福耀玻璃工业集团股份有限公司

注册地址:福建省福清市融侨经济技术开发区福耀工业村

2. 公司法定代表人:王宝光

公司执行董事兼行政总裁:曹德旺

公司信息披露人员:陆洁

通信地址:福建省福清市华林路257号福侨大厦8层

3. 所属行业:汽车

经营范围:设计、生产、销售汽车用安全玻璃;建筑安全玻璃、装饰玻璃等各种工业技术玻璃安装业务,以入股方参与证券业和房地产投资。

4. 律师事务所:福建省对外经济律师事务所

5. 证券发行中介机构

1991.8 首次发行 闽发证券公司

1993.6.10 上市推荐 闽发证券公司 福建兴业银行证券交易营业部

1993.10~11 1993年度配股 福建兴业银行证券业务部

1995.9 1995年度配股 君安证券有限公司

6. 公司成立日期:1991年7月29日

股票发行日期:1991年8月22日至1991年8月28日

股票上市日期:1993年6月10日

7. 公司沿革

(1)前身:中外合资“福建省耀华玻璃工业有限公司”。

(2)改制为股份有限公司:1991年6月改制为股份有限公司。

(3)股票发行:1991年8月22日~1991年8月28日发行。

(4)上市:1993年6月10日个股在上交所上市。

(5)更名:1996年1月30日更名为“福耀玻璃工业集团股份有限公司”。

## 三、经营情况

1. 主要的经营发展历程

(1)公司上市前三年,适逢中国汽车工业发展的高峰时期,作为国内最大和技术水平最高的福耀公司主营业务收入和净利润连年翻番。同时增长速度在公司1993年上市时达到最高

点,此时期,福耀公司的经营重心除了汽车安全玻璃市场外(主要是定点厂家配套玻璃和维修),另外开始组建福耀工业村项目,从事土地成片开发。

(2)1994年度,主营业务收入继续维持中等程度增长,但在主营业务内部,各部业务增幅不一:汽车配套玻璃销售收入增长较缓,而由于年初组建了“福耀汽车配件有限公司”从事汽车玻璃维修销售,1994年度汽车玻璃维修销售收入增幅在100%以上的增幅。1994年度利润来源的重要一项还有出让福耀工业村项目的投资收益。1994年度投入巨资建设万达汽车玻璃项目。

(3)1995年度,中国汽车工业处于调整蓄势发展阶段,产业政策和未来发展规划进一步明朗。福耀公司在外部经济条件不利和自身产业再调整的形势下,各项经济指标有进一步回落,绝大部分财务指标呈现负增长,经过内部的产业再调整(即以万达玻璃为核心,增强主营业务建设),福耀已成为一个主营业务相当鲜明突出的企业。1995年是福耀朝着主营汽车玻璃及相关工业发展,调整经营方向的第一年。

(4)1996年上半年,国内汽车产销仍疲软,但是,汽车产量不足,汽车玻璃销售滞后,所以公司各项利润指标又有进一步回落。但是,在主营业务收入其他组成部分下降的同时,出口销售收入再度大幅增长,增幅在100%以上;另外万达汽车玻璃项目具有世界先进水平,也于1996年上半年完成对母公司的股权重组,世界汽车玻璃行业最具实力的法国圣戈班集团入主福耀。

### 2. 产业地位和市场份额

福耀公司是目前我国规模最大的汽车玻璃生产企业,主要产品为汽车安全玻璃、装饰玻璃和其他工业技术玻璃及玻璃安装。

汽车玻璃市场,该公司经营OEM(汽车安全玻璃)、维修配件和出口三大市场。

(1)OEM市场:该公司占市场份额的50%,是一汽集团(奥迪、捷达、高尔夫)、二汽集团(雪铁龙、东风)、天津汽车工业公司(夏利、大发)、北京切诺基、广州标致、江西江铃集团、重庆长安奥拓等汽车玻璃定点配套厂家。

(2)配件市场:该公司占市场的40%,在全国范围内建立有效完善的销售网络,拥有38间销售分公司。

(3)出口市场:出口地美国、加拿大和香港等国家和地区。

(4)OEM市场主要通过“万达汽车玻璃工业有限公司”进行发展,配件市场主要通过“福建省耀华汽车配件有限公司”进行发展,海外出口市场主要通过“美国绿榕公司”和“福耀(香港)有限公司”进行。

(5)万达汽车玻璃“基础项目第一期投资于1994年底至1995年底进行,仅用一年时间完成了处于世界先进水平的万达汽车玻璃工业有限公司一期工程的建设,形成了为100万汽车提供前挡风玻璃的配套能力,已于1996年1月投产。1996年将继续进行万达二期工程:钢化玻璃生产线的建设。建成年产250万平方米,计700万片钢化玻璃(含边窗、后挡风)的生产能力,从而形成万达年产100万套整车汽车玻璃的配套能力。该项目预计1996年底建成,建成后将成为福耀核心资产。

(6)福耀将与法国圣戈班工业集团共同在上海组建挤边玻璃厂。1996年将完成前期工作,从而开拓新的OEM市场,为上海大众公司提供相应配备产品。

(7)税率:技术先进型企业,目前享所得税率10%的优惠税率。

## 四、资产重组历程

### 1. 历次募集资金及投向

(1) 1991年8月。首次发行股票,每股发行价1.50元。

1991—1993年主要资金投向:

- a. 投资福耀工业村开发有限公司,占其注册资本35%,为其最大股东。
- b. 投资南方证券,占其注册资本1%。
- c. 投资母公司汽车玻璃扩大再生产。

(2) 1993年10月~11月。1993年度配股,配股比例10:5,因中外法人均声明弃权,为此,只按配股时个人股1739.46万股配售,共配出869.73万股。

1993年度配股资金投向(1)(据1993年年报):

- a. 投资“福耀工业村”开发建设项目,股权比重上升至50%。
- b. 用于引进设备。
- c. 用于国内配套厂房、水电。

1993年度配股资金投向(2)(据1994年10月29日第六次股东大会(临时)决议)

- a. 支付投资五期夹层玻璃生产线。
- b. 购买设备:六期水平钢化炉和垂直钢化炉各一台。

(3) 1995年度配股。1995年9月配售比例10:2.3,中外法人股弃权,社会公众股5087.92万股参与配股。

资金投向:全部用于追加福耀公司在“福建省万达汽车玻璃工业有限公司”的资本金。

### 2. 主要子公司及关联企业变化

(1) 股票上市前。

长期投资:

福耀工业村开发有限公司	投资额	占35%
南方证券有限公司	投资额	占1%

(2) 1993年度。

a. 子公司及长期投资:

福耀工业村开发有限公司	投资额	占50%
南方证券有限公司	投资额	占1%
福耀装饰工程有限公司	投资额	占30%

b. 变化:福耀工业村项目的当年投资收益以权益法计入股本,故比重上升至50%。

(3) 1994年度中期。

a. 子公司及长期投资:

福耀工业村开发有限公司	投资额	占75%
南方证券有限公司	投资额	占1%
福耀装饰工程有限公司	投资额	占30%
福建万达汽车玻璃有限公司	投资额	占75%(前期)
福耀汽车配件有限公司		占75%。

b. 变化：

收购福耀工业 25% 股份，控股比例上升至 75%。

1994 年 1 月 1 日成立“福耀汽车配件有限公司”。

(4)1994 年度。

a. 子公司及长期投资：

福耀汽车配件有限公司 占 75% 股权

万达汽车玻璃有限公司 占 75% 股权

福耀(香港)公司 占 100% 股权

香港森鑫公司 占 100% 股权

b. 变化：

以 1.36 亿元出让福耀在福耀工业村中的 75% 股权予香港港华发展有限公司，转让于 1994 年底前完成。

以投资成本加投资期利息的价款出让福耀在福耀装饰工程公司的 30% 股权予福耀工业村开发有限公司。

成立福耀(香港)公司及香港森鑫公司作为全资子公司。

通过全资子公司森鑫公司投资美国绿榕公司，控股 85%。

1994 年 4 月开始筹建福建省万达汽车玻璃有限公司。

## 五、重组分析

(1) 经过几次股权转让(主要是 1994 年 10 月香港三益受让股权行为中部分中资法人股转变为外资股)尽管法人股历次配股都放弃参配，但外资比重仍呈上升情况，由最初的 34.09% 上升至 42.16%。

(2) 几次股权重组最终导致了控制股权集中度的加强，主要表现是：

① 主要大股东持股比重上升。第一名大股东持股比重由最初的 13.87% 上升至圣戈班集团的间接控股 42.16%(若按直接持股算，则为香港三益 24.89%)。

② 大股东数量减少。由最初中资法人股东 10 家、外资法人股东 6 家，下降至中资法人股东 3 家、外资法人股东 2 家(实际只有圣戈班集团一家)。

(3) 历次的股权重组一般都伴随着福耀内部的资产重组。

① 1994 年 10 月香港三益受让外法人股权。

几乎同时，香港三益将其参与福耀工业村、福耀汽车配件有限公司、万达汽车玻璃有限公司等三家企业各 25% 的股权分别转让给香港港华、香港福辉贸易有限公司和香港森鑫投资有限公司。

② 1994 年底，香港港华受让美国田纳西股权。

与此同时，香港港华收购福耀公司所持的福耀工业村 75% 股权。至此，香港港华持有福耀工业村所有的股权。

③ 1996 年 5 月，法国圣戈班间接收购福耀。

在此之前，福耀将万达汽车玻璃工业有限公司增资后将香港森鑫(福耀子公司)持有的 25% 和福耀自身持有的 26% 股权出让给法国圣戈班。万达公司股权比例形成法国圣戈班持

51%和福耀持49%的格局。与此同时,法国圣戈班同意福耀参与在上海合资建设挤边玻璃厂,福耀受让该项目圣戈班工业集团公司49%的股份。

## 第二节 置地收购牛奶冰厂

1972年置地公司收购牛奶冰厂,是香港股市有史以来,首宗最为广泛的收购战。这场收购战爆发时,轰动全城,把股市推上1700点的历史性高峰,种下日后狂泻的祸根。

在这场收购战中,当时香港无论是股民、交易所还是监管机构,对这方面的认识程度不深,事情假如在今天才发生,相信其轰动性以及在大市的影响程度会减轻许多。在未正式谈及这场收购战之前,且先让我们看看置地公司和牛奶公司这两家历史悠久的大企业的历史背景。

### 一、追本溯源

怡和与置地集团的主要大股东都是凯瑟克家族(Keswick)。怡和1932年在广州成立,1842年迁移到香港,自此与香港结下了不解之缘。怡和集团曾掌握着香港经济的命脉!

1889年,怡和集团董事之一詹姆斯·凯瑟克与友人保罗·查特均认为香港地理环境优越,日后会发展成为世界重要港口之一。如果香港能成为世界主要商埠,香港土地自然升值,在香港经营地产必有可为,于是两人始携手合作,成立“置地公司”。这就是置地创立的因由。

牛奶公司早年称之为“牛奶冰厂”,1886年由苏格兰籍医生文逊以及五名香港商家所创立。他们在香港的薄块林地区买下一大片土地,饲养乳牛,然后出售鲜奶。其后该公司股票上市,发展到70年代初期,已是一家极具规模的大企业,拥有员工超过2000名。

### 二、以股换股收购

70年代初,香港股市尚处于初生阶段,但普通市民较以前容易接触到股票,因此股票交易日趋旺盛,大市以及各股价格也在越来越多人的追逐下节节上升,到1972年底,恒生指数已升到500多点的水平。和1967年中的58点最低点比较,5年里指数已长10倍,因此当时市场的升幅是十分惊人的。可是大市并没有调整,反而继续上升。1972年10月25日,牛奶公司股票价格升了14元,以137元收市,而置地公司股票也上升到95元的新高峰。

那时候社会的信息传播媒介没有今天这样发达,报刊并没有报道牛奶股价上升的原因,只知道当时投资者十分热衷于股票买卖,投资者买卖股票也比较盲目。1972年10月30日(星期一),市场终于爆发了置地和牛奶的收购战。置地公司于翌日(10月31日)才在报刊上刊登全版广告宣布有关收购条件。很奇怪,有关这样重大的收购事项发生,置地以及牛奶这两家公司的股票竟然不需要停牌,可见当年证券市场的发展尚未成熟,有关方面的监管不足。那时候,熟悉股票规则的投资者可以混水摸鱼,从中谋利。

置地公司周二在中文报刊的全片广告中刊出——

香港置地有限公司董事长宣布:怡富有限公司和获多利有限公司现正草拟文件,准备于

1972年11月7日左右分别寄给牛奶冰厂有限公司各股东。文件内将载列——以两股面值5元的置地公司股票,交换一股面值7元5角的牛奶公司股票的建议。

1972年10月27日股市收市时,双方的股票在香港证券交易所的收市价为:置地每股94元;牛奶公司股东的资本价值增加,增值约40%。

我们从置地公司提出的收购条件可以看到,在这项收购行动中,置地只有采取以股换股的方法进行。换言之,整项收购不必动用分毫现金,和现在的绝大部分以现金进行的收购形式截然不同。也许当时一般投资者对这些收购游戏的手法不太认识,也许当时人们只喜欢股票,不喜欢钞票,因此对这次收购建议很冷落,刺激这两支股票价格扶摇上升。

另外,置地公司建议用两股置地股票换一股牛奶股票,并以置地股票当时的市价每股94元,因而得出牛奶股东可以从这宗收购中,资本价值增加40%。然而,置地公司董事并没有任何承诺或保证置地股票股价在某一阶段之内决不会低于94元的水平;为什么置地股票不以牛奶股票的市价每股135元计算,因而得出结论每股置地股票的市价只值67.5元?接受收购建议之后,置地公司所有股东资本将全减值28%?可见这收购建议颇具奥妙。

### 三、股权合并真对双方有利

为使大家更为深刻地了解当时的真实情况,我们将置地公司提出换股建议的原因,原文抄录如下:

“置地公司董事会坚信,为股东利益着想置地公司应加强并扩展目前已具有雄厚实力之酒店及饮食业。与牛奶公司合并之建议成为符合此政策之进一步行动。牛奶公司现时行政人员及职工之利益受到保障,而加入扩大之集团后,将使他们之前程更美好。维持牛奶公司独立而自成一体之地位及素质亦为该集团方针。”

“合并后之酒店、饮食及食品集团,将成为太平洋地区最重要之同类集团之一。它将向双方之股东提供机会,参与业务分散又有连带关系之集团,其资源分别投资于本内三种发展最迅速之行——地产、消遣及饮食业。”

“上述集团之财力既增强,于适当时候将可让牛奶公司之业务得以扩展;置地公司历来被公认为经营有方之地产专业机构,此点足以协助牛奶公司剩余之地产物业获得有利之长期发展。双方集团拥有股权之机构之地理分布形势及分别在各地树立之地位将提高双方在广阔区域的发展业务能力之地位。”

另外,置地集团因为加强了公司股票的吸收力,重估资产超过17.5亿港元,而且将部分因重估公司地产物业价值而获得的盈余拨为公司资本,派发了数量可观的红股。虽然置地公司董事会并没有保证其股份在某段时间内不低于某一水平,但在派息方面却作出了一定的承诺。置地公司董事会保证1972年度全年每股派息不少于1.2元,增长26%;1973年全年股息1.5元,股息增长25%;1974年增幅更高达到35%,每股股息高达2.02元。

### 四、牛奶股份急升

置地公司收购牛奶股票的消息使1972年10月30日(星期一)的香港股市沸腾起来,当日牛奶股票开市便比前日收盘价高出48元,以188元的价值开出。那时香港股市很少有收购战

发生,大部分经纪人都缺乏有关经验,顿时瞠目结舌,以为眼睛看错,其后股市便越抬越高,才如梦初醒。结果牛奶股票最后以196元收市,上升56元。

在整体大市方面,市场的投资气氛极为乐观,置地公司的收购引起投资者的憧憬,许多股票都被带动而上升,入市的资金大幅度增加,当日交易就创下了新纪录,达4.4303亿元,恒生指数全日急剧升高43.67,以623.66收市,升幅为7.5%。

牛奶股价的上升,除了受到收购刺激之外,市场还有小道消息传闻,说是一大户估计错误,在市场上大量卖出该股,已卖出的牛奶股票被迫高价补回,结果价位越抢越高,一发不可收拾。

1972年10月31日(星期二)牛奶公司股价进一步升到200元的新水平,市场焦点仍然集中在有关的收购方面,投资气氛炽热。不知道是牛奶公司董事会缺乏应付收购的经验,还是对置地公司所提出的收购建议不予以重视,第二天,报上登出牛奶公司董事会还没有就此事召开董事会议,研究有关收购建议。当时有消息说置地公司董事会主席亨利·凯瑟克在上周末曾与牛奶公司董事会周锡年爵士会晤,面谈有关收购计划。凯瑟克对收购极表诚意,大肆赞扬周锡年德高望重,希望在成功收购之后,周锡年能继续留任主席的职位,而自己则居副位,但周锡年丝毫不为其承诺所动心,于是收购的步伐渐渐慢下来了。11月2日,牛奶股价下跌7元,达191元。置地公司发出通告表示将于11月7日左右把建议书寄往牛奶公司各股东,牛奶公司发出通告已接到置地公司的收购建议,并且正在研究之中。

11月3日,牛奶公司正式对置地公司的收购建议做出反应,牛奶公司向各股东表示董事会仍继续聘请国际知名的财务公司“罗富齐父子(伦敦)有限公司”为财经顾问,研究置地公司目前的“接管建议”。采取这项措施是为全体股东的最佳利益着想;另外,牛奶公司总经理兼执行董事柯伦也匆匆返回香港,就这件事采取应变措施。一场精彩的收购战从此展开!

## 五、拒绝收购掀起高潮

11月4日(星期六),牛奶公司在《星岛日报》刊出了全版广告,这是牛奶冰厂有限公司和罗富齐父子公司致全体股东的初步通告,内容主要呼吁各股东在做出任何决定前,先等董事会发出进一步通知再行动。

11月8日,牛奶公司正式就置地公司收购一事件做出答复,在当天的报纸刊出广告表示:牛奶公司董事会将不会接受这次收购建议,有关反对的理由将会在短期内公布,并继续呼吁股东不要接受收购建议。

至于置地公司方面,则希望能以快刀斩乱麻方法完成收购美梦。同日上午11时在置地公司董事会议室里,怡富有限公司以及获多利有限公司举行记者招待会,向报界发表这次收购的有关事项,其中包括催促新买入牛奶股票的投资者尽快到过户处办理转名手续,接纳收购者必须在11月29日前把股份寄往或亲自前往香港华打街14—16号的“中央登记处”登记,而接纳收购建议人数将于次日(30日)公布。

由于双方正式进行交战,牛奶公司董事会的反抗行动引起投资者美丽的憧憬,市面上盛传置地公司将会提供更好的换股比例,于是刺激投资者更加疯狂,牛奶股价在11月7日便涨升22元,升到228.2元的历史最高水平,置地股也水涨船高,长高4.5元,以104元收市,整体大市上升了700点新水平,许多股票如九巴、和记洋行、怡和等均被带动而上升。11月9日(星期四)晚上,牛奶公司举行记者招待会,出席者都是牛奶公司要员,其中包括周锡年爵士,牛奶

公司执行董事柯伦、董事祈德尊爵士,另外“财经顾问”罗富齐父子公司的首席董事李柱也到会。记者招待会上,李柱代表牛奶公司董事会提出三大反对理由是:

第一,若牛奶公司接受收购建议,将削减牛奶股票股息。按1972年计算,牛奶股票每股股息3元,置地股票两股股息才2.4元,按股息得益计算,接受收购对牛奶公司股东不公平。

第二,1972年牛奶股票每股盈利3.65元,置地股票两股才盈利2.85元,若收购牛奶公司,置地股票每股盈利增加到2.79元,而换股后牛奶公司股东相当于每股盈利减少0.81元。罗富齐父子公司发言人表示,他在世界各地办理过很多换股协议,对这方面极有经验,但从没有做过这种让牛奶公司股东难堪的事,所以一定要拒绝收购。

第三,置地公司欲扩展业务范围,想凭借牛奶公司已有的优厚条件。牛奶公司在各方面有良好的声誉,以本身实力条件,当然拒绝换股建议。

李柱充满信心地表示:置地公司这次换股建议将不会成功。当时出席牛奶公司董事会的还有会德丰银行董事会主席马登以及和记洋行祈德尊,他们站在牛奶公司这一边,增强了对置地公司的实力。

## 六、针锋相对

针对置地公司的换股建议,牛奶公司董事会也提出了一系列吸引股东的条件。11月10日(星期五),牛奶公司刊登了半版广告,广告原文如下:

敬启者,董事会将于短期内致函阁下说明:

- (1) 开股:每股分为五股;
- (2) 红股:分股后每股发一红股;
- (3) 目前持有一股者共得到十股;
- (4) 1972年度收益除税后之纯利预计不少于2670万元整,较1971年度高35%;
- (5) 1972年度股息预计每股港币3元整。1971年度股息为每股港币1元8角整;
- (6) 拒绝置地公司换取建议之详细理由。

为保证股东有上述权益,请各股东对置公司的建议不要采取任何行动。

牛奶公司的这一招果然奏效,要知道当时一般投资者知识水平不高,每逢送红股及拆股股价必然大升,牛奶公司董事会采取此举无疑是投其所好,让一般小股东欣喜万分,而双方的争夺更让投资者感到“鹬蚌相争,渔人得利”,他们认为置地公司肯定会提出更吸引人的条件。因此当日牛奶股价开市就被抢高,最高价达290元,最后以268元收市,全天长高了50元。牛奶公司股价自从置地公司提出换股建议以来,短短十天内便升高了接近一倍!如果以该公司每股盈利3.65元计算,市盈率高达73.4倍,而全年股息率则只有1.1厘,当时市场的疯狂程度,大家可想而知。

置地公司,股价也被抢高,当日大升到127元的历史新记录,其市盈率高达98.45倍,而全年股息率下跌到不足1厘!对这种不正常的情形,当时的市场毫无警觉,人人都被这两家公司的争斗所迷惑,整体大市狂升到759点的新水平,成交额高达7亿港元的新记录。

## 七、奋起反击

置地公司面对牛奶公司的抵抗,第二天(11月11日)就在报刊上刊登了一则广告,广告中竟自称为“股王”。广告标题为“牛奶公司股东应考虑下列事项”,对牛奶公司董事会提出了许多项质询,其中包括:“为什么现在才开股及送红股?并指出这项措施对牛奶公司的资产毫无改变,只不过是把每股值268元的股票,化为十股每股值26元8角的股票而已!另外也对牛奶公司的增长率表示疑问,置地公司指出:牛奶公司董事会预测1972年度盈利较1971年度高出35%,其实已把1972年5月牛奶公司供股所得的供股缴款计算在内了,如果排除这供股款项不计,实际增长率,不过才21%而已。”

广告中第三项质询是“未来怎样”。牛奶公司在反置地公司收购中,并没有对1973年的盈利作出估计,而置地公司的换股建议中,则对未来三年盈利进行展望,其增长率分别为1972年25%、1973年27%和1974年36%,而1973年和1974年的增长率的均远远超过牛奶公司过去的实际增长率。

最后,置地公司还威胁到,在该公司提出换股之前,牛奶公司股价仅是135元,假如置地公司一旦停止行动,牛奶公司股东的股票就会由268元下跌到135元,共下跌99%。所以置地公司提醒牛奶公司股东不要不顾后果,对这次事情的演变妄加猜测,置地公司董事会不会承担这方面的责任,并表示置地公司无意“改善”其本来已是很慷慨的换股条件。

置地公司不提高换取比例以增强吸引力,反而“出言恐吓”,使人大感意外,原因是当时市场盛传置地公司可能会派送红股,这谣言曾使置地股价在周五(11月10日)收市时一度抢高到154元。

## 八、风云突变

虽然置地公司不肯为收购牛奶加码,但投资者们仍想入非非。当时市场盛传牛奶经过拆股和送股之后,可能会公布今后的发展计划,这个发展计划是与和记洋行紧密联系的,即以三股和记股票换一股牛奶股票。消息虽没有获得证实,但由于人们憧憬收购战好戏还在后头,市场投资气氛热火朝天,故恒生指数再升至759点的新高峰。

但股市风云突变,11月13日(星期一),大市突然狂跌87点,跌幅前所未见,幅度高达11.5%,同样也创了记录,创下了当时单日最大跌幅记录!牛奶股票当天开市便回落到240元,最低时更跌至202元,最后以212元收市,跌幅超过20%;至于置地股价更大跌33元,跌幅高达23%。当时市场投资者买卖股票如坐过山车,其惊险程度可想而知。

当日大市无端急跌,造成这种局面,罪魁祸首要归咎于汇丰银行主席沙雅。他向公众发出警告,表示“香港股市已形成了纯投机性活动,许多股价上升已超过合理程度”。这番言论引起了市场的即时反应;另外,由于置地公司与牛奶公司在收购战中争持不下,双方的言论均对股东不利,例如什么“收购不成股价将会下跌99%”、“收购对牛奶公司股东不公平”等,对投资者产生心理威胁,而且市场也担心两家财团的“白刃战”会使股市遭殃。总之,所有以前的利好消息都成为现在利空借口。

幸亏股市这场大跌没有恶化成股灾,第二天大市又呈回复升势,这可算是这场收购战中的

一段小插曲。

### 九、广告大战

一般的收购财团都大掷银弹来致对方于死地,但这一场“置牛大战”,对方却不是以钱伤人,而是互相以理由去攻击对方。他们最初互相痛陈利害来争取牛奶股东的支持,后来又转而互斗文采,展开一场灿烂的宣传战!

11月13日深夜,各大报刊收到置地公司的广告稿,是“连续性广告”,一连三天在报纸上全版刊登,文笔犀利,且针锋相对,主要是针对牛奶公司以前在广告中批评置地公司“缺乏经验,公司会降低收益”。11月14日,置地公司的广告部分内容“……人尽皆知,荒山野岭只能长青草,绝对不会长盈利,阁下当然深知其中道理……能在地皮上建筑向高空发展的摩天大厦,方能使股东盈利直冲霄汉……”11月15日,置地公司的另一段全版广告则以“名列世界三大地产公司”为标题,标榜置地公司在地产发展方面的骄傲业绩,报纸上写明:“……过去五年业绩每年直线上升,所以论‘已’往业绩,是置地,论将来寄托,也是置地!”11月16日,置地公司的全版广告,继续沿用这些广告技巧,以同样的设计手法和排版,展示该公司未来的前景,就像广告的标题上写的那样:“今后三年大发展,谁人能与共比肩?”

这三个广告同出一辙,号召投资者:“加入置地股东行列,是时候了!”

在满是铜臭味的商业收购战中,竟然有这样的高文化以及艺术设计水平的广告点缀其间,可以说使整个收购战增色不少。

面对置地公司排山倒海式的广告大攻势,牛奶公司方面也不敢怠慢,立刻刊出相应的广告奋起还击。

广告内容是让各股东注意几个问题:

- (1)置地公司的收购建议是以股票换股票,不是以现金换股票;
- (2)股票市价可以降低,也可以高涨;
- (3)股民必须异常慎重地判断香港置地公司换股建议的价值。

牛奶公司在广告中请股民等牛奶公司董事会进一步通知后再采取行动,并指出如果股民于11月29日前采取行动,可能会失去未来的一切利益。

置地公司牛奶公司双方虽没有提高条件去吸引公司小股东,但口舌战却是寸土必争,各不相让的。牛奶公司小股东可以从这场宣传攻势战中选择自己的前途,却不能在鹬蚌相争中得益了。

面对牛奶公司董事会的负隅顽抗,置地公司奋起应战。在11月13日、14日、15日一连三天晚上,置地公司最高层人士深夜在举行马拉松式机密会议,其中周一(13日)晚上的会议时间最长,与会者们个个“神采飞扬”,看来他们对收购行动已是成竹在胸了。会议后,置地公司表示当时接纳股的成绩已十分理想,基本上不须改变其“换股条件”,但可能提前派发可观的红股。但是,人们奇怪的是既然接受换股建议已取理想成绩,为什么置地公司又要提前派发“可观的红股”?而且还更进一步加强舆论攻势?置地公司在报纸上致函牛奶公司各股东并提出了九大问题。

置地公司这九大问题全都是针对牛奶董事会提出的,除了反驳牛奶公司呼吁各股东应考虑的事项外,置地公司还提出了新的质询。

第一个问题,牛奶公司为什么不透露 1973、1974 年度盈利展望?而置地公司在提出换股建议时列明 1973、1974 年的盈利预测,但牛奶公司在反击战中却一直绝口不提,所以这一点成为置地公司攻击对方的第一目标。

第二个问题,牛奶公司为什么不透露其资产值?当时置地公司股票每股的资产保守估计为 28 元,但牛奶公司却没有将有关数据公布,因此置地公司便在这方面做文章。

第三个问题,为什么需要大幅度增加法定股本?这一点置地公司是重复以前对牛奶公司拆股的指责。

第四个问题,到底是谁真正“不欢迎”置地公司的换股建议?置地公司认为,只是牛奶公司董事会不欢迎他们的换股建议,而不是牛奶公司股东不欢迎。

第五个问题,则重复第三条的质询,问题是“股票在股市中的交易活力是不是一项值得研究的问题?”这一点主要是一再斥责牛奶公司的拆送股措施只是数字游戏,和换股没有关系。但奇怪的是置地公司也同样考虑拆股和送股。

第六个问题,牛奶公司对地产的专长是什么?牛奶公司以往曾经出售大部分具有发展潜力的地产,究其原因何在?

第七个问题,置地公司的业务是否局限于香港?问题其实就是答案,通过广告战说明置地公司的业务遍布世界各地,以此表明置地公司强大的实力。

另外,置地公司在提出换股建议时就清楚地说过,换股如果成功,置地公司将会保留牛奶公司的所有员工,所以行政管理方面不会有问题。

最后,置地公司指出牛奶公司董事会相信换股成功之后,置地公司股票将会跌价,但如果换不成又怎样呢?言下之意,无论换股成功与否,这两支股票均会跌价,所以接纳换股建议怎样会有额外的危险呢?

十分奇怪,置地公司与牛奶公司均明确表示,无论换股建议成功与否,事件结束后,这两支股票都会下跌,甚至可能大幅度下跌。但当时投资者沉迷在这场收购战之中,并没有趁机套现,实令人感到莫名其妙。

## 十、置地资产净值骤升

面对置地公司排山倒海的舆论攻势,牛奶公司董事会也不甘示弱,立刻奋起还击。11 月 18 日(星期六),牛奶公司在报刊上刊出一段广告,广告中简单地画了一个线形图,第一条柱代表牛奶公司,上面所写的阿拉伯数字 80 是指牛奶公司的每股资产值为港币 80 元。以两股置地股票计算,资产值合计才不过 56 元,当然较 80 元净值的牛奶公司还矮了一大截。广告文字简洁地写着:

请细心缜密衡量事实:

- 每股收益减少
- 每股股息减少
- 每股资产值减少

这则广告所表达的信息再明白不过了。置地公司一直攻击对方不肯透露资产值的弱点,竟成为对方反攻的目标。战事发展至此,可以说已经到了白热化的阶段。当晚深夜,置地公司便立刻对牛奶公司这封“公开信”展开反辩,该公司发言人批评牛奶公司不将其物业收益的估

计公开？换句话说就是置地公司对牛奶公司公布的资产数字的真实性表示怀疑。

此外，置地公司又指出牛奶公司不是地产公司，只是一个贸易机构，拥有货仓、超级市场等都比不上具有发展能力真正的地产。言下之意，牛奶公司的地产中看不中用。

当时牛奶公司在薄块林地皮的市价引起市场的猜测，这也竟成为置地公司刁难对方的借口。

最后，置地公司认为，牛奶公司的资产净值共 5.92 亿港币，而当年利润仅 2670 万港元，盈利率为 4.5%，实属偏低。总之，从置地公司的分析来看，牛奶公司标榜的高资产净值，既不值得相信，也对股东不利。

面对牛奶公司强硬的抵抗，置地公司丝毫不敢怠慢，一方面除了舌战之外，另一方面马上“以牙还牙”，竟立刻把公司的资产重估！然而最令人吃惊的是牛奶公司在报上便刊出同样的资产净值重估的广告，就是说置地公司的资产重估在短短 24 小时之内就完成了，还包括广告的制作时间在内，其办事效率令现在的同行们恐怕也会自叹不如吧！

11 月 12 日（星期一），置地公司公布该公司每股资产净值，经由资产评估机构估值后，每股为港币 51 元。

人们还记得“奔达国际”股在香港上市时的情形吧，当时该公司董事长亚伦·奔达在一次记者招待会上竟信口雌黄，胡乱报称自己公司的净资产值，其数额与上市招股说明书上的数字大相径庭，结果惹来了各方面的批评指责，演出了一幕有名的“奔达失言”闹剧，吓得亚伦·奔达赶紧公开道歉，事情才告平息。

置地公司在短短 20 天里，每股资产值从 28 元升到 51 元，其荒谬与“奔达失信”相比有过之而无不及，奇怪的是当时四家交易所竟不提出批评，港府也置之不理。这又一次暴露了当时证券管理条例是多么的不健全。

幸而牛奶公司当时与置地公司正进行“殊死战”，这一条自然成为牛奶公司攻击的弱点，投资者才可以从双方的舌战中，了解置地股每股股票值 51 元的根由。

## 十一、龙争虎斗

置地公司与牛奶公司的广告战进一步升级。11 月 21 日（星期二），各大中文报刊竟出现三面全版广告，其中两版由置地公司刊出，另外一版由牛奶公司刊出，双方继续在资产净值问题上争论不休。这样的广告大战在香港股市所有的收购战中是从未有过的，其场面实可称得上是“空前绝后”。

那天牛奶公司刊登的广告是该公司董事会致置地公司各股东的一封公开信。为使读者对当时这场绝无仅有的广告战有一深刻了解，我们将全文摘录如下给读者。其公开信内容为：

敬启者：本公司同仁已研究，贵公司昨日刊登于各报广告之内容，对于下列两点尚希贵公司加以详释：

第一，本年 10 月 30 日，贵公司宣称按董事局近日按标准计算，置地公司之流动资产净值少于 17.5 亿元，约合每股股票值港币 28 元，唯昨日广告却指出置地公司股票每股值港币 51 元，亦即流动资产合计约为 32 亿港元。贵公司可否解释流动资产值于数星期内增加港币 14 亿元是怎么回事？

第二,贵公司声言,置地公司将来给予牛奶公司股东更多之收益及股息(或指与牛奶公司比较而言)。敢问,贵公司此说有无依据?本公司至今仍未发表数字以作为贵公司此项声明之根据,而贵公司于10月30日已发表详细数字可供本公司作计算之基础。

再者,贵公司并未向牛奶公司股东说明置地之接受换股仍定于11月29日结束,而牛奶股东若因等待本公司董事会进一步通知直至该日期仍未换股者将无任何损失。

除了上述这则广告是由牛奶公司登出的之外,另外两则广告是由置地公司刊出的。其中的一则广告标榜置地公司的资产值大幅增加;另外一个广告则是教牛奶公司股东和牛奶股票执有人怎样去兑换置地公司的股票。为争取牛奶公司股东的支持,置地公司宣布凡接纳换股者4日之内可以收到置地公司的新股,并把原来的接受换股以不少于牛奶公司已发行股份90%为基准,或由香港置地公司决定较低的百分率这一附带条件取消。

双方利用报纸广告你来我往,互不相让,想不到这场鹬蚌相争,得利的渔人竟是报社。在这场广告战中报社获利不薄。

11月12日(星期二),置地公司董事长亨利·凯瑟克立即就牛奶公司的质询进行澄清:在有关资产估值标准方面,置地公司表示在1972年10月30日公布的数字,乃是置地公司董事会采用保守的估值方法,将该公司流动资产净值作出估价,已发展的物业按投资原则估价,而发展中的物业,应该根据当前市场适当进行调整,以此来作为估价标准才更合理。

至于11月20日在报上宣布的置地公司每股净资产值为51元,乃是由估价专家特许测量师公布的该公司地产的公司市值价作出的估量,而且还由另一所独立的估值专业机构证实无误,这两家公司各自进行估计工作,并没有受对方的左右,因此其估价值是可信的。

因此亨利·凯瑟克强调:在上述报告之中,香港置地公司的地产,是以公开市价作了估价标准与当初以投资原则作为估价票标准自然不同,所以所得的资产值,也因而不问”。亨利·凯瑟克就凭“投资原则估价”和“公开市价估价”这两条名词,化解了牛奶公司董事会攻来的这致命的一击,此外,亨利·凯瑟克还顺水推舟,顺势回敬了牛奶公司一招。

## 十二、门庭若市

亨利·凯瑟克还发表声明说,虽然牛奶公司还没有公布对其公司估价值所按的标准,但置地公司认为他们以专业人士进行估价的准则,牛奶公司在进行资产估值时同样也会采用此法,投资人应该了解,一家地产公司能按公开市价对其资产做出公共的估价,但一家贸易机构如果将赖以维持其业务的物业出售,作为发展之用,那么该公司是很难向股东交待的。简单地说,亨利·凯瑟克在声明中认为牛奶公司的物业不能变卖,否则其零售业务便没法继续下去,既然物业难以变卖,用市值(即所谓“公开市价”或账面值计价),也没有重大区别。换句话说,牛奶公司的资产净值只能维持原数,不能再变了。”

关于牛奶公司在公开信中对股息及利润的质询,亨利·凯瑟克是这样答复的:

“香港置地公司的换股建议书中预测可增加未来收益及股息,并对牛奶公司的未来营业展望也做出了估计,在牛奶公司未发表数字前(例如1973年盈利预测),那么置地公司日前的估价应当是确实无误的。”

亨利·凯瑟克自辩不忘反驳,又还了一招,他指出牛奶公司声明它至今仍未发表任何数字以作为置地公司此项声明的根据,而置地公司于10月30日发表详细数字可供牛奶公司用作

计算的基础,牛奶公司迄今所公布的只是预测 1972 年度盈利(预测数字为 2670 万元港币),并准备派发相当于 80% 以上盈利的股息。那么请牛奶公司股东考虑一下,为什么牛奶公司董事会至今尚未透露来年盈利率?如派高息牛奶公司怎么能扩展业务呢!

对牛奶公司在公开信中质询最后换股日期的问题,亨利·凯瑟克的答复如下:

“正如牛奶公司所指出的,接纳本公司换股建议的最后日期为 11 月 29 日,然后等到最后关头方才采取行动的牛奶公司股东,可能发觉其条件不符合,因而无法以牛奶股票换取置地股票,因此置地公司已尽量设法使牛奶公司有机会在截止日期前办理换股手续。”

经过以上广告大战,也许是置地公司雄辩滔滔,也可能是置地公司的换股建议有吸引力,前景灿烂,在双方进行唇枪舌剑之时,接受换股者不乏其人,简直让置地公司接纳不暇。

战情发展至此,胜负依然无法预料。牛奶公司也像置地公司那样,利用广告宣传自己公司过去辉煌的业绩,牛奶公司甚至在报纸上宣称根据本公司以往的成绩以及 1972 年与 1973 年的预测,牛奶公司五年内的增长率远远超过置地公司的增长率;牛奶公司还投其所好,公开表示三天之内让股东了解有关牛奶公司地产发展的内容。

当时牛奶公司董事会深知愿意接受置地公司换股建议的人,肯定是认为地产发展的收益高于零售业务的收益,这样,牛奶公司与其把股权拱手让给他人,让别人发展自己拥有的物业,倒不如自起炉灶,成立地产发展公司,这当然不失为吸引股东的一个方法。

正所谓你有千条妙计,我有应变之招,置地牛奶双方无论用计还是舌战,都是半斤八两,各不相让,恐怕连局外人也会被这场收购争夺战所吸引。但是股市不再因这场无结果的收购战而上升,反而由当时部分小银行收紧银根,加上利率也调高了半厘,使股市笼罩一片阴云,只有这两只“斗法股”依然闻风不动。

### 十三、重打锣鼓另开张

置地公司与牛奶公司的股份争夺战持续了三个星期仍未分出胜负,11 月 23 日一份中文报纸的记者就此事走访牛奶冰厂的“财经顾问”吾得。在采访中,吾得澄清了当时市场上盛传的有关置地公司已持有 51% 牛奶公司股份的谣言,并且表示有很多持大量牛奶公司股票的大股东,特来造访他,坚决表示他们支持牛奶公司,拒绝置地公司换股的建议。

同样,置地公司也表示胜券在握,而且置地公司董事长亨利·凯瑟克郑重声明换股成功并不是有意取代周锡年在牛奶公司的地位,而是甘愿做周的副手。他表示换股成功后不准备改变公司的人事结构,只是利用置地公司的专长,协助牛奶公司的人事结构,只是利用置地公司的专长,协助牛奶公司在贸易和地产方面有所发展。他还认为牛奶公司过去又懂得卖地,地产发展经验相当不足。这番话似乎显露了亨利·凯瑟克意图并吞牛奶公司的真正目的。最后,亨利·凯瑟克说置地公司纵然不能取得牛奶公司控制权,该公司也不会把手上的牛奶股票在市场上抛售。看来亨利·凯瑟克对牛奶公司确是“情有独钟”。

11 月 22 日(星期三),当日股市开市初表现淡静,午市过后形势突然转佳。这时市场上传说置地公司可能二送一红股,然后再拆细;牛奶公司方面则盛传有大机构加入其中辅助发展地产。于是这两只股票立即被抢高,收市时达到高潮。

随后牛奶公司宣布 11 月 24 日下午 2 时在利圆酒家召开记者招待会,宣布重大发展计划。这消息立即刺激牛奶股票股价上升,最高升到 240 元,置地公司股票价格也随之上升,带动了

整个大市看好。

当天各大中文报纸除了刊出置地公司全版有关饮食业的广告外,竟出现一幅罕见的“华懋置业有限公司”的全版广告。你知道和牛奶公司做发展地产的公司是那家?就是华懋置业有限公司!

牛奶公司在该记者招待会中宣布与香港权威地产集团华懋置业公司已达成合作发展的协议,新公司已经组成并定名为“牛奶地产有限公司”,新公司股票的25%将分送给牛奶公司股东,并在香港各证券交易所挂牌上市。

华懋公司将以港币1.24亿港元换得新公司24.9%的股份。这款项包括华懋公司现有地产收益的港币840万元及现全港币4000万元,而牛奶公司则以东区下亚厘毕道和荃湾的地皮换取新公司75.1%的股份,而且免费派给股东的新股也在此拨出,假设免费派赠的25%新公司股票价值与华懋公司所持有的“牛奶地产”股票价值相同。这就是说“牛奶地产”股票每股价值约17元。

牛奶公司董事会表示,牛奶地产股票分送给牛奶公司股东之后,牛奶公司股票的资产价值及盈利收益因而增高,这就是牛奶公司董事会拒绝与置地公司换股的理由。牛奶公司在11月25日的全版广告中,踌躇满志地表示:“此项对牛奶公司极为有利的发展地产协议是项亿万港元的交易,不能在一夜之间达成。对牛奶公司发表声明重要性理解不深不透的极少数股东,不幸已接受香港置地公司的换股建议,现在他们将失去享有上述利益的好机会”。广告中还以套红大字印上:“接受香港置地公司换取建议,即失去免费领取牛奶地产有限公司股票的权利。敬请阁下切勿采取同样的错误行动。”

一般来说,香港广告不准有直接性比较广告出现,例如,百事可乐不能在广告中指名道姓说可口可乐比自己差。牛奶公司的这则广告是否有值得商榷之处?人们对此表示怀疑。

#### 十四、各有千秋

对于牛奶公司成立牛奶地产有限公司一事,置地公司董事长亨利·凯瑟克认为此举不会成功,因为置地公司的换股工作进行得十分顺利,他们已收购许多牛奶公司股票,他认为换股一定会成功,而他们也可能会想办法阻止牛奶公司与华懋公司合作。但凯瑟克始终不肯透露持有牛奶股票的实际数量,只是表示决不会把换股的最后期限延长。

关于牛奶地产公司,凯瑟克用否定的语气指出:“对于这家刚成立的新公司,我们认为毫不足虑,它是不会成功的。因为华懋公司对于发展牛奶公司现在所掌握的地皮毫无经验,这家公司以往只是在葵涌、九龙以及新界其他一些地方发展房地产。牛奶公司这次可以说是找错了对象,无形中也是把这些地皮浪费了,这种做法对牛奶公司本身毫无利益,甚至有损。故此,我们深信这次牛奶公司董事会的交易一定不会成功。事实上,作为牛奶公司大股东的置地公司也会阻止这项交易,因为我们接纳转让的股份已经足够能将此事加以否定。”

凯瑟克甚至认为,牛奶公司与华懋公司的合作是一种不负责任的行为,他接着宣布将在11月27日(星期一)公布有关送股细则。

虽然牛奶公司公布了重大的发展计划,但牛奶公司股票当日并没有停牌,这也许是因为当时股市上没有停牌的做法。事实上,当牛奶公司宣布成立牛奶地产公司之后,牛奶股非但没有上升,反而从开市的238元到收市时跌到226元,难怪亨利·凯瑟克认为这是投资人士对牛奶

公司的地产发展计划缺乏信心的表现。

市场分析家认为牛奶公司此举无疑已是“意气之争”。他们指出假如牛奶公司要发展地产,为什么不与地产界享有盛名的置地公司合作?牛奶公司未免为了反收购而反收购了。

置地公司刚开始时只是提出对牛奶公司进行善意的收购,孰不料事态竟发展到恶性争夺,这是大家意料不及的。虽然距离置地截止收购的最后期限仅有四天,但双方还是迭出新招,使人目不暇接。

置牛大战之初,市面上曾一度盛传和记洋行及会德丰集团有意插手这场换股之战。不过,在牛奶公司宣布成立地产公司的记者会上,列席的祈德尊爵士却解释说,和记洋行百分之百支持牛奶公司拒绝换股的行动,而无意插手此项纠纷之中,以免产生误会以及引起不必要的麻烦。看来英资财团在香港的商业竞争中,是尽量避免“自己人打自己人的”。

置地公司连续性的宣传广告仍毫不放松,一个紧接一个而来。继“今后三年大发展,谁人能与共比肩?”的广告之后,又有“扩大发展饮食业,何以置地也成功?”以及“超级市场欠地点,虽是神仙难发展”等广告词纷纷出现在报纸上,每一个广告都是那样的精彩,为这场收购战更添风采。

可以看出,置地公司对牛奶公司每一招都不怠慢,11月27日马上发出致牛奶公司股东的公开信,就牛奶公司成立地产公司一事施以还击,呼吁更多的牛奶公司小股东加入置地公司的行列并称为维护股东本身利益,置地公司将在最短时间内,采取适应行动。不用说,这个“适应行动”当然是希望以自己手上持有的牛奶公司的股票,投票反对牛奶公司的“牛奶地产”上市了。

牛奶公司和华懋公司对此事也加强宣传以增强股东信心,华懋公司继续刊出全版广告,介绍该公司曾发展过大厦物业;“自资、购地、发展、兴建、经售”就是华懋公司广告中的标语。

至于牛奶公司的广告,更是佳作纷呈,与置地公司相比可以说是互相辉映、各有千秋。

### 十五、口角仍频

牛奶公司在11月27日所刊出的广告用语堪称“神来之笔”的绝妙佳作,这一段“敬请全体股东注意”的广告,首段文字为“婚前情侣口角仍频,婚后怎能有美满家庭生活?”经营商业与家庭生活的同座右铭:“家和万事兴”。这几句话实在妙不可言,完全道出了牛奶公司董事会的心声。置地公司的“逼婚纵然成功,日后双方也难以合作,无幸福可言”。为使读者能更深刻地体味牛奶公司的心境,现将其广告佳作的全文摘录如下:

“因此,牛奶公司与华懋置业有限公司忠诚合作发展地产,前途非常乐观。倘香港置地公司换股不成,华懋公司的专门人才,以及1.24亿港元之物业和现金将加入牛奶公司集团内协力坚持牛奶公司独立自强。”

“香港置地公司之换股建议,其性质迥然不同,一方面,撇开董事局及管理当局直接向牛奶公司股东建议换股;另一方面,又谓需要牛奶公司董事局及管理当局继续主持业务。香港置地公司欲以贱价收购牛奶公司的资产。”

“本公司董事局对香港置地公司毫无成见,事实上置地公司之业务亦良好;在五年内之成绩几乎可以与牛奶媲美。因此,本公司认为:业务兴隆端赖于忠诚合作,口角争执决非生财之道。”

刚开始牛奶公司的广告“诱之以利”，采取拆细、送红股、分拆上市等等措施，希望借此换回小股东的离心，但这一次牛奶公司的广告却“动之以情”，明确宣称双方日后必无法携手合作，希望小股东不要只贪图当前的利益得失，而应顾及以后牛奶公司的长远经营问题。

## 十六、再出绝招

虽然距离最后换股期限仅有两天，但这场收购战情非但没有缓和下来的迹象，反而更加白热化。置地公司再出“绝招”，宣布大派红股！而且派红股的比例也异常惊人。当时，市面一直传言置地公司派红股的比例是二送一红股，现在置地公司公布的派送比例竟是一股送五股。这对许多牛奶公司股东来说真如诱人的一条大肥鱼。

按照这种送股比例，牛奶公司股东每股牛奶股票可以换到十二股置地股票。一般股民的心态，就是认为手上股票愈变愈多，对自己就愈加有利，所以为什么每逢拆细、送红股，股价必定上升，就是这个道理。所以，置地公司的送股消息公布之后，牛奶公司股东都排长队接受换股，牛奶公司形势更加恶劣了。

不过，股市不但没有因受到这个消息的刺激而上升，反而下跌了。置地股票在派红股消息公布后曾一度扳升到每股 132 元，但只是昙花一现，随之迅速向下滑落，当时收市价为 107 元，较上日跌了 8 元。至于牛奶股票价同样下跌，全日下跌了 16 元，以 210 元收市。

理论上，这种利好的消息应该刺激大市繁荣，市场反其道而行之的原因是人们对置地公司的送股方案表示怀疑，只因置地公司只宣布送股，并没有保证派息，投资者担心送股后每股派息减至二角，那么所谓的送股只是玩了个数字游戏，投资者并没有实际得益。有关这一点，置地始终三缄其口，不肯做出解释或保证。

此外，当时市场有造谣者制造谣言，说某大机构将大量抛售置地公司股票，人们也担心换股战告一段落之后市道回落，于是争相抛售置地股票，使大市未升反而下跌。

牛奶公司面对置地公司的新绝招似乎再也想不出应对之策，只继续以广告来尽最后的努力，呼吁各大小股东“悬崖勒马”，所以战情发展到最后一天，依然刺激紧张，充满火药味。

## 十七、最后一天

11 月 28 日（星期二），牛奶公司在各大报纸刊出全版广告。这是牛奶公司在本次收购战中最后一个广告，广告这样写道：

“牛奶公司虽然拥有庞大的地产，但本质上是一家食品贸易公司，其贸易是由一批专门人员管理，彼得之工作过去已有良好成绩，且已订立在西太平洋区的进一步发展计划。牛奶公司董事会深信此批专门管理人员主持一家独立的公司，所获成就定必胜过主持一家附属于地产公司的贸易公司，特别是附属于不谋合作但求取得绝对控制权的置地公司。”

“牛奶公司对置地公司经营地产的能力毫不置疑。事实上，置地公司若正式与牛奶公司商讨联合发展地产，牛奶公司当然慎重考虑其建议。牛奶公司宁愿与华懋公司协议合作，是基于下列理由——”

· 牛奶公司要单独经营管理其食品贸易。

· 华懋公司只占有牛奶公司拨交牛奶地产公司物业的 24.9%，即谓牛奶公司对拨出的地

产仍然保有控制权。

·牛奶公司并非出卖其物业，华懋公司是以 1.24 亿港元的物业及现金注入牛奶公司资产之内，实际上增高了资产总值，因此，牛奶公司能够赠送给牛奶公司股东每股约值港币 17 元的新公司股票，不必减低利润及资产价值。”

广告最后还计算出 1973 年度置地公司的市价以及盈利收益比率为 65 倍，而牛奶公司的市价盈利收益比率则在 40 至 44 倍之间，因此牛奶公司董事会认为置地公司提出与牛奶公司的换股建议不合理，置地公司的市价已超出其实际价值，所以置地公司是耍了花招。广告中最后一句说：“牛奶公司董事会仍然深信牛奶公司股票每股价值远超过置地公司股票两股加起来的价值”，这是牛奶公司董事会誓死捍卫控股权的最根本原因。

牛奶公司在收购战最后一天仍然积极反抗，大有战到最后最后一兵一卒的味道，无论捍卫战成功与否，这种精神是令人钦敬的。

11 月 29 日(星期三)，虽然时节已踏入冬季，但天气仍然很暖和，当日天空云彩密布，间或有阳光洒落，这天气就像牛奶公司董事会诸君的心情一般忐忑不安。当天报纸已经做出报道：置地公司成功收购牛奶公司！置地公司根据截止 11 月 28 日之前接受换股的数字统计，已持有 51% 以上的牛奶公司股票，取得了控制性股份，一场惊天动地的经典收购战已届进入尾声！当日股市没有因此而回软，人心普遍回稳，当日恒生指数反而上升 23.62，以 631 点收市。

### 十八、十四年后再上市

11 月 30 日，置地公司立刻刊出全版广告，这则广告上联是“牛奶公司股东公鉴”，下联则是“香港置地公司鞠躬”，广告中有副对联，对联为：

置地公司招朋立己立人延寰层楼增异采

牛奶公司携手同心同力芬馨丰席享嘉名

这幅对联的意思应该是祝贺自己收购成功，但对联却又“赠予”牛奶公司股东，不知道究竟是“炫耀”，还是“同贺”了？

另外，置地公司正式宣布截止 29 日止，共拥有 80% 牛奶公司股份，此次收购计划大获全胜。置地公司还宣布，将接纳换股建议的最后期限退延到 12 月 15 日下午 3 时止。

11 月 29 日晚上 6 时，置地公司就此事召开记者招待会，当时列席者除董事长凯瑟克之外，还有置地公司其他董事如利铭泽、简悦强、罗文惠以及金融界报界人士等达数百人，场面极为隆重。关于牛奶公司的前途问题，凯瑟克表示牛奶的原有名称和经营方式维持不变，牛奶公司将“独立自强”。

虽然置地公司主要是垂涎牛奶公司的大量土地，但也颇有诚意继续维持牛奶公司的零售业务。亨利·凯瑟克于成功收购牛奶公司之后，履行许下的承诺，保留周锡年爵士在牛奶冰厂中的主席地位，自己愿屈居任其副手。这是一企业收购中较少的，可见亨利·凯瑟克颇具大将风度，公私分明，虽然在收购战中大家拼个你死我活，但依然希望彼此在商业上会有合作机会。

可是周锡年眼见江山已失，无意在公司继续留恋下去，遂与祈德尊二人一起辞去牛奶公司董事职位。牛奶公司本来打算召开特别股东大会商议分析“牛奶地产”上市一事也因此要无限期推后，最后此事胎死腹中。

1972 年 12 月 15 日下午 3 时止，置地公司总共收购 90% 的牛奶公司股份，根据香港《公司

法》第 168 条规定,置地公司必须于第二年 3 月 9 日向余下的小股东发出通告,在 4 月 8 日进行“强制性收购”。至此,一家历史悠久的华资老牌公司,就这样落入英资手中,牛奶公司的上市地位也被取消了。

整个收购战历时一个月,置地公司没有动用分毫现金;只是印制股票,便把另一家大公司吞并,创下香港收购战的纪录,其后的收购战无人能比。另外,整个收购战中,双方采用的广告宣传攻势,也可以说是“前无古人、后无来者”的,还有双方在收购战中大量送股拆股,战情灿烂的程度也可说是空前绝后的。

事隔 14 年,置地公司决定把牛奶集团独立,于是将之分拆上市,把牛奶股份按账面资产售于置地股东,每持有两股的普通股或优先股可配一股牛奶股,每股认购价为 86 元,牛奶股票于 1986 年 12 月 3 日恢复上市买卖。于是,牛奶公司又一次成为一家上市公司,只可惜公司已是“桃花依旧,人面全非”了。

## 第三节 中巴保卫战

如果把股市比作战场,相信是最适合不过了,因为市场经营会爆发不同形式的“金钱战争”。“中巴保卫战”便是其中一例。

颜成坤家族的中巴公司被收购发生在 1981 年,这也是香港股市上一次有名的战役。在该收购战期间,战情错综复杂,而且对香港证监条例也作出了挑战。整个过程可以说是高潮迭起,精彩绝伦,值得大家重温事件的经过。

当中巴公司知道被收购之后,大股东颜氏家族使用尽种种方法,或动之以情,或诱之以利,为保江山不被吞噬。

在介绍这场收购战之前,先让我们看看中巴公司的一些历史背景。

### 一、水之源头

中巴公司全名为中华汽车有限公司,创立于 1933 年,许多人都知道始创者为颜成坤,其实该公司还有另一位创始人——黄旺财先生(已故),两家姻亲关系,但后来由于一些缘由,黄家不断出售中巴股份,大股东就落在了颜氏家族的手中。

颜成坤年轻时是个抬轿员,拥有大量坐轿,在香港岛半山区租轿给轿夫接送富人出入,赚到了一笔资金,至于黄旺财先生,则是经营船务运输业务,所以经营中华汽车有限公司可以说是顺理成章的事。

许多人都认为中巴公司主要在香港岛区内经营,其实这是后来的事。中华汽车有限公司创立初期,是在九龙市区及红勘一带经营,后来香港当局把香港岛以及九龙两地的交通服务分隔开来,早年香港岛区的发展比九龙快,于是中华汽车有限公司便选择了在香港岛发展。

颜氏家族保守的作风一直为人们所议论,但中巴公司早年买下的厂房,随着香港地价不断上涨而获益颇厚,因此使中巴公司每股的资产净值大大高于其市价,在这种情形下,便惹来了第三者的垂涎。

1981年中巴公司被第三者收购就是在这种情形下发生的。

1981年7月17日,是该次股市牛市的尽头,然而大家都知道熊市初期市场依然毫无迹象,投资者仍然热衷于股票的投资。就在这段时间,市场上突然盛传中巴公司可能会被收购的消息,使中巴股股价在7月份从29元辗转升到34元。当时消息传得有鼻子有眼,甚至连收购价都定出来了——每股35元,而收购者则是百利保公司。此消息搞得股市上人心慌慌。

7月22日(星期三),香港股市在银行宣布加息1厘之后开始下跌,不过中巴公司的股份则在收购传言的支持下仍然持续上升。那天天气炎热,烈日当空,不少人都飞往外地避暑,不过在德道中远东发展大厦20数百利保投资有限公司的会议室里,一个高度机密的高层会议正在进行,一群投资界精英包括百利保的董事总经理罗旭瑞、副董事总经理罗嘉瑞、公司医生韦理、前香港上海汇丰银行董事牟诗礼等正在计划策动一次收购战。

由于市面上对此已经有所传闻,于是不少记者打电话给百利保投资有限公司要求给予证实,但都未得到肯定的答复。

当天晚上7时,百利保投资有限公司高层会议结束后,随即向公众发表了收购中巴的建议。建议宣称:百利保投资有限公司通过全资附属公司阿瑟龙有限公司,以每股现金35元价格,收购1350万股中巴公司正在发行的股份,约占中巴公司民发行股份的36.5%,而用资金约4.72亿多港元。此外,百利保投资有限公司还宣布已持有7561635股中巴股份,约占中巴公司股份的20%左右。

一般来说,收购者都是提出全面的收购,但这一次百利保投资有限公司提出收购中巴公司46%的股份,开创了“局部收购”的先河。

为什么百利保公司会提出“局部收购”,而不向全体小股东提出全面收购?原来根据香港公共巴士服务条例规定,公共运输行业必须维持一家公众上市公司,才能取得专利权,因此百利保公司只希望收购到足够取得中巴控制权的股数,百不提出全面收购。

百利保投资有限公司宣布收购中巴公司之后,中巴公司董事兼副经理颜杰强大为惊讶,于是立即通过一家财经报刊借取百利保公司的收购建议的影印副本,连夜赶往财务顾问宝源投资公司开会商讨对策。这个紧急会议一直到晚上11点左右才结束。

当时颜氏家族占有中巴公司股份超过35%,而百利保投资有限公司只有20%,按占有股份数量百利保公司不如颜氏家族,但由于这次只是“局部收购”,只需小股东同意,颜氏大股东的地位便摇摇欲坠了。

## 二、有备无患

代替百利保公司进行收购战的阿瑟龙有限公司,在这次收购爆发前三个月方才成立,公司的董事长是香港著名的公司医生韦理,董事会成员包括牟诗礼、罗旭瑞、罗嘉瑞以及副董事长吕高华等等。

由此可见,百利保公司这次的收购行动是“有备而战”,并非是狙击手,而百利公司董事总经理罗旭瑞也表示阿瑟龙公司邀请韦理和牟诗礼出任董事,是想借助他们重组公司的专才。言下之意,是想在成功收购中巴公司之后,把中巴公司的经营作风进行改革;罗嘉瑞当时也明确表示即使收购失败,百利保公司也不会抛售中巴股份来套现。

其实,百利公司部署这次收购行动,早在1981年初时就悄无声色地开始了,可以说是处心

积虑。1981年2月24日百利保公司从富豪酒店方面购入2522190股中巴股份,每股的交易价为22元,此外,百利保公司在1月25日至6月10日这段时间,还在市场上吸入198145股中巴股份。然而,促使百利保公司提出收购中巴公司的主要原因,是黄耀南(黄旺财之子)家庭同意售出手上所持有的中巴股份,从而使百利公司有可乘之机。

1981年6月11日,百利保公司向黄耀南家族购入3088090股中巴股份,每股作价约30元左右,到此为止,百利保公司拥有中巴公司的股份约20%左右,共动用了1.7亿多港元的资金,于是百利保投资有限公司便从暗中吸纳中巴股份转而成为公开收购。

百利保投资有限公司主要经营地产投资生意,忽然接触公共运输业,自然令人联想到该公司收购中巴公司的真正目的是觊觎中巴公司大量优质可供发展的廉价土地,这将会给其成功收购增添困难。因此,百利保公司在这方面也下大工夫,首先百利保公司不断吸入中巴股份,成为中巴公司最大小股东,期间再不断向中巴公司董事会提出改善中巴公司管理与效率的建议,可惜以上建议均未被中巴公司接受。而百利保公司也曾与当局高层官员作过多次接触,香港当局方面表示对中巴公司控制权易手并没有任何异议。于是百利保投资有限公司在取得收购及合并委员会的批准后,便马上掀起了这场收购战。

第二天(7月23日),由于这涉及到中巴公司重大股权转让,因此,中巴公司董事会申请将该股停牌一天。当天下午4时,阿瑟龙在富丽华酒店就此宗收购事件召开记者招待会,对外界阐明这次收购的动机与目的。

### 三、以不变应万变

与此同时,中巴公司也就此事作出应对之策,该公司董事成员在颜氏家族坚尼地道的住宅里与宝源投资公司的财务顾问举行了紧急会议,会后颜杰强在北角的中巴公司总写字楼向新闻界公布该次董事会决议。这次董事会会议通过三项议案,分别为:

(1)接受原董事黄耀南以及黄仁的辞职报告,即时生效。

(2)正式委任宝源投资有限公司为中华汽车有限公司的财务顾问。会后颜成坤与颜亨利立即成立一个特别小组,以便就此次收购行动对股东发表意见。

(3)中巴公司董事会指出百利保公司的收购建议绝对不受欢迎,也不能充分反映中巴集团的真正价值,且不符合中巴公司股东及公众的利益,更不切合实际。

虽然中巴公司方面不欢迎百利保公司的收购,但他们却又没有提出反收购,这就是说中华汽车有限公司在采取以“不变应万变”的态度注视着事态的发展,看来颜氏家族是想看看小股东究竟有多少人是自己永远的忠实的朋友,能够长期持有中巴股份,忍受中巴公司董事会不思进取的保守经营作风而置百利保公司的收购无动于衷,另一方面,中巴公司不采取行动也可能是因为颜氏家族准备在市场上争购更多的中巴股股份,因此不提出反收购价。

百利保公司的收购建议虽然获得证监处同意,但证监处仍然就此事开会讨论研究。

7月24日(星期五),中巴股票复牌买卖,不知道是因为股市已开始处于跌势,还是投资者对“局部收购”不明白,所以复牌后交易并不见活跃。开市时中巴股为34.5元,最高上升到35.5元,收市价则为34.75元,成交总额为335560股。当天百利保公司和中巴公司发表的文件中均显示出该日颜氏家族确实在市场上以每股35元以上的价格,购入15万股中巴股票。

碰巧当时城市设计委员会发表北角区计划大纲修订草拟图则,中巴公司刚好位于北角英

皇道内地段 5532 及 7178 号的露天停车场,而按照该计划大纲修订草拟图则,中巴公司所占用的露天停车场及车房处的地皮可以从“工业用地”改为“综合重建区”。这两块地面积共达 30500 平方米,经修订后的价值自然大为提高,因此中巴公司方面的颜杰强批评百利保投资有限公司提出的收购价是非常不合理的。中巴公司董事会还发表声明宣称已经委托仲量行对中巴物业资产进行重估,还呼吁小股东不要接受百利保公司的收购建议。中巴公司认为这场收购并不是为公众利益着想,收购所提出的要点也不符合经济原则。

百利保方面则反驳道:按 35 元的收购价收购中巴股份是根据中巴的物业估值,以及前景分析之后才小心制定的,并把城市设计委员会批准更改中巴北角车厂用地也预计在内了。罗旭瑞甚至认为收购价格略为偏高。

7 月 28 日中巴公司发表最新的物业估值报告,竟计算出中巴公司物业的资产净值高达 15.7 亿港元,即中巴股平均每股股价为 42.5 元。

### 四、双方再度舌战

自从中巴公司董事会发表其新的物业估值报告后,中巴公司与百利保双方都就中巴股份每股的资产净值又展开舌战。罗旭瑞表示中巴公司董事会的估值报告是“不切实际”的,并有取巧之嫌,因为该报告中假设那些物业不再作为中巴公司厂房,属于待实现的利益,而阿瑟龙公司所提出的是实质利益,显示出其出价十分合理。此外,百利保公司还驳斥中巴公司提出的三项指责,建议中巴小股东接受每股 35 元的现金收购。

第二天,中巴公司的颜杰强马上对百利保公司罗旭瑞的批评做出回答,另外更正了估值的数字。更正后中巴公司每股的资产净值不是减少,反而进一步增加到 42.86 元!另外,中巴方面还找到摩托车职工总会香港巴士会为其摇旗呐喊,该职工总会香港巴士分会则表示支持中巴公司原有的董事会,并对公司的遭遇寄以同情,看来颜氏家族还想利用舆论的力量捍卫自己的半壁江山。

颜氏家族除了“动之以情”以外,还想出另一方法,就是“诱之以利”。7 月 31 日中巴公司董事会曾在致股东函件中提前宣布中巴公司董事会曾在致股东函件中派发末期息每股 0.35 元,从而使该年度全年派息额达每股 0.45 元,比 1980 年全年股息每股 0.29 元,增长 55%!在股息大幅增长之后,中巴公司股东是怎样地“艰苦”求生存的,如果不是爆发这场股权保卫战,也许中巴公司小股东的派息待遇不需要再争取。

为了赢取小股东的支持,中巴公司董事会还表示日后将每年纯盈利的 50% 拨作股息派给中巴公司股东。在这份股东函件中,中巴公司董事会还透露了有关方面的持股量,宣称各董事及其合伙人已持有 1400 余万股份,占中巴公司已发行股份的 37.94%。

百利保公司方面则说他们对收购仍然大有信心,而且承认已经和持有相当中巴公司股份的投资者进行了洽商。所以中巴公司虽然控有近 40% 的股权,大股东的位子是否能坐稳?这还是一个未知数。

说到“持有相当中巴股份”的投资者,当时廖氏家族中一名成员廖列武约占 5% 至 10% 的中巴股份,他的所作所为也引起当时市场的关注。

中巴公司方面曾指责阿瑟龙公司对香港经营巴士业务方面毫无经验。8 月 1 日下午,阿瑟龙公司董事长竟然亲自启程飞往澳洲,与英国一家公共运输管理顾问公司“联合海外运输公

司”的负责人会晤 ,准备在成功收购之后 ,由该公司协助管理中巴公司业务。

## 五、半路杀出“程咬金”

百利保公司和颜氏家族在中巴股权方面互相舌战 ,争持不下 ,持续了将近一个星期。8月4日事情出现了突破性的进展 ,新昌地产公司从半路中杀了进来 ,仗义帮助颜氏家族 ,与他们合作成立了一家名为斯诺派克的新公司 ,并提出要以每股 38.5 元的价钱 ,收购中巴公司 260 万股 ,约占中巴公司已发行股份的 7%。这也是另一项“局部收购”的活动。

当时斯诺派克公司在收购建议文件中披露 ,颜氏家族实际上持有中巴公司 1163 万余股 (约占中巴公司已发行股份的 31.4%) ,而其中一名董事黄炽光则持有 10.9 万多股 (约占中巴股份的 0.3%) ,中巴公司合伙人则共持有 419 万多股 (约占 11.3%)。换句话说 ,颜氏家族方面已经控有 42% 的中巴股权 ,所以斯诺派克公司只需要购入 7% 的股权 ,就可以保住中巴公司的江山了。

颜氏家族所持的中巴股份比市场的估计要多 ,是因为颜氏家族在中巴公司宣布被收购之后 ,曾在市场上高于 35 元的价格买入了 15 万股的中巴股份。其实 ,在 1981 年 3 月以前 ,颜氏家族所持的中巴股份只有 28% 左右。换句话说 ,在 1981 年上半年 ,颜氏家族已开始提防被人收购的危险而开始增购中巴股份了 ,只是按照香港股市的有关规定 ,当时大股东的持股量以及市场买卖情形不必公布出来 ,所以这种做法不为人所知。

由于涉及到反收购 ,中巴股票于是又停牌一天 ,而这个收购行动而转成为阿瑟龙公司和斯诺派克公司之间的争夺战了。

新昌地产公司愿意协助颜家 ,将来在中巴公司物业发展方面 ,新昌地产公司自然占有优势 ,不过斯诺派克公司所提及的反收购建议是否照顾到中巴公司所有小股东的利益 ? 而且颜氏在提出收购建议之后 ,仍在市场上只收中巴股份 ,是否违反收购合并条例 ? 这些均引起收购及合并委员会的关注。该委员会多次召开会议 ,接见收购双方的代表。

## 六、反戈一击

阿瑟龙公司的财务顾问获多利公司向收购及合并委员会做出投诉 ,投诉的主要内容是 :

(1) 斯诺派克公司只接纳收购 7% 的中巴股份 ,不能真正照顾少数股东权益。

(2) 新昌地产公司触犯了收购及合并守则中“一致行动”的规定。

(3) 英国方面任何团体提出“局部收购”建议之后 ,有关方面均不准在市场只收被收购的股份 ,但颜氏家族却在阿瑟龙公司提出收购建议之后在市场上继续买入中巴股份 ,这样做有违守则精神。

可是这个投诉并没有被收购及合并委员会接受 ,该委员会没有对斯诺派克公司采取任何行动。

面对颜氏家族的保卫战 ,百利保公司不但没有知难而退 ,反而愈战愈勇。8月5日(星期三) ,百利保公司与获多利公司在上午召开了紧急会议商讨对策 ,傍晚便立即宣布反“反收购”把原本每股现金 35 元收购的 1550 万股中巴股份价格提高到每股收购价 41 元 ,并声明这是与斯诺派克公司看齐 ,百利保公司有权在市场买卖中巴股份或采取其他方法买卖中巴股份。

直到这时中巴股权之争似乎渐渐发展到意气之争,双方均利用当时监管条例不足之处挑战对方,而收购及合并委员会则受到收购双方的抨击,可谓吃力不讨好,该委员会主席麦恩就表示香港无须以英国的收购合并守则作为准绳。由于指引不明朗,因此使当时的这场争夺战愈趋复杂。

就在战事进行得如火如荼之际,收购及合并委员会根据香港收购及合并守则第三十条的规定,公布了中巴股份的交易情形,原来当阿瑟龙公司提出收购后的第7天,百利保公司一方曾在市场出售了398000股的中巴股票。

记得收购之初,百利保公司曾明确宣布即使收购失败也不会售出中巴股份,但现在却在市场上抛出,此举实在让人费解。中巴公司发言人解释说,百利保公司出售这批股票主要是试探中巴公司方面的反应,他们相信有大部分已流入颜氏家族或新昌地产手上。不过,市场上有部分人士则认为百利保公司的这个做法可能是想把中巴股价压低到35元以下,以增强当时的收购价的吸引力。

### 七、会议无结果,中巴不复牌

由于证监处以及收购及合并委员会在这次收购战中的处理手法引起各方面不满,因此收购及合并委员会继续就“中巴收购战”一事举行会议讨论,并邀请中巴公司董事会和百利保公司的财务顾问出席,而且收购及合并委员会也就这件事举行内部会议。不断的会议竟然持续了差不多一个星期,而中巴股票由于收购及合并委员会的会议没有具体结果而迟迟不能复牌,于是这种情形又使市场人士十分不满,香港证券交易所主席莫应基就此事批评证监处做法老土,认为有关方面处事不当,剥夺了其他股东出售中巴股份的权力。

就在收购及合并委员会不断开会商讨期间,百利保公司方面仍然在为这次收购尽量做出最后的努力。8月11日(星期二),中巴公司董事颜杰强致电英国联合海外运输公司总部,查询该公司是否有兴趣与阿瑟龙公司合作,参与收购中巴公司的行动。说到“联合海外运输公司”,我们给读者介绍一下该公司的一些历史背景,以及与香港两家巴士公司的渊源关系。

联合海外运输公司主要是向客户提供公共交通方面的管理服务,其业务并不仅仅局限在英国,还远至中南美洲、非洲、印度以及亚洲太平洋等地,该公司均可以为当地提供交通服务。

1973年间,香港交通咨询委员会认为香港的两家巴士公司业务经营素质差,于是向香港政府建议由英国联合海外运输公司及香港两个英资财团来接办两家公司,否则在1975年两家公司专利合约期满之后,香港政府就中止与两家巴士公司续约。当时联合海外运输公司曾派要员来香港,与两家巴士的负责人接触,并提出以换或买入形式,换取九巴公司45%的股份和中巴公司30%的股权,通过这种形式参与香港的巴士经营业务。然而,两家巴士公司对这个建议表示强烈的不满,坚决反对与外国财团合作,抱着“宁为玉碎、不作瓦全”的态度拼命抗争,使联合海外运输公司的美梦落空,于是联合海外运输公司就知难而退了。阿瑟龙公司受到“没有巴士管理经验”的指责后,邀请联合海外运输公司在收购成功后参与管理的建议也加强了阿瑟龙公司的收购力量。

阿瑟龙公司与斯诺斯派克公司就中巴公司的股权收购争持不下,而收购及合并委员会也没法就这件事做出合理和公平的仲裁,于是这场收购战陷入僵局。

## 八、最后仲裁

8月13(星期四),事件终于出现突破性的发展,证监处和收购及合并委员会主席麦恩于当日下午2时30分举行记者招待会,宣布该委员会连日来会议的结果,他表示,这是香港首宗“局部收购”事件,因此这场“游戏”对各方面来说都是很新鲜的,而有关方面均须对其中的“误会”负责任。

麦恩主席说:“局部收购”本质上是十分不公平的,原因是双方原来的持股量已不相同,又不向其他股东提出全面收购,这是不公平的。经过这次经验之后,收购及合并委员会将不会再批准类似的“局部收购”建议。

该委员会经过马拉松式的会议之后,采取的解决方法是:保留双方可继续在市场上自由购买或通过其他途径购买中巴股份的权利。不过斯诺斯派克公司则必须根据收购建议,按比例收购最少160万股的中巴股份,而买入价则应该是收购结束前6个月该公司曾购入中巴股份的最高价。

另外,有关颜氏家族和新昌地产公司是否涉及有关违反“一致行动”?麦恩称经过仔细调查之后,证实有关方面并没有违反这项守则。

收购及合并委员会的公告发表后,阿瑟龙公司董事长立即做出反应,对有关的裁决极为不满,猛烈抨击收购及合并委员会对这件事处理不当。

韦理指责收购及合并委员会准许斯诺斯派克公司在市场吸收中巴股份,将会打击阿瑟龙公司的收购,也会妨碍股东在两项收购建议中的取舍,而且当问题发生后,没有采取适当的措施保障所有股东能够享有公平待遇。

可惜,事件发展到这种地步已难以挽救,收购及合并委员会的决定使百利保公司的收购没有机会成功。第二天8月14日,中巴公司股票经过9天停牌后再度恢复买卖,股价从停牌前的34.75元一直跌到28元才有成交,不过,当天香港股市的第一宗交易价则是41元,成交数量为493208股,而四会当天上午成交的中巴股数共778978股,占中巴公司已发行股数的2.1%。

上午收市后,证监处知道斯诺斯派克公司以每股41元买入巴股份,于是要求中巴股票再一次停牌,斯诺斯派克公司应该把收购价提高,颜氏家族便依照收购及合并条例打算以每股41元的价格购入中巴股份160万股,至此,颜氏已稳操胜券;“中巴保卫战”也告一段落。8月24日,百利保公司通过获多利公司公布,由于接纳阿瑟龙公司收购建议的中巴股份不足,收购正式宣布失败。

这一场股权争夺战从1981年7月22日开始,直到8月24日结束,历时达33天,百利保公司虽然失败,但在这一战役中大约可获得三千万港元的收入,利润算是不俗。颜氏家族及其合伙人为了保住控制权,最后共持有52.1%的中巴股份,部分的买入价高达41元,付出的代价也是不小。尤其是后来遭遇股市大跌,中巴股价更是跌到5.5元的价位,颜氏家族为保江山,当时其账面上损失也不薄!

至于新昌地产公司,当年仗义助颜氏一臂之力保住了江山,但今天中巴公司发展北角旧厂地皮,新昌地产竟未能占益,是中巴公司不念“旧情”?还是新昌公司“施恩不望报”?这不是局外人的能搞清楚的了。

## 第四节 美国石油界的“吃油”烽火

1952年,意气风发的年轻地质学家皮根斯到菲利浦石油公司工作不久,便被派到得克萨斯州的考普斯地区。在那里,他发现了一处石油矿藏。然而研究结果表明油层异常狭小,甚至没有钻井的必要,开采出来的石油还抵消不了钻井的成本。皮根斯的意见是尽早停止,一走了之,本地区地质负责人也同意他的观点。可是,巴特市公司领导做出了相反的决定。他们命令投产,并投资30万美元……开工仅两个星期,油井枯竭了。皮根斯很难受,他百思不得其解。“在做出如此重要决定的时刻,巴特市总部领导丝毫不考虑我们的意见,那我们在此兢兢业业地苦干又顶屁用?”

菲利浦公司领导做出了上述决定并非有意与其地质工作者过不去,而是从总体的官僚主义逻辑思维发出考虑问题:油井只要一投产,在会计账目上,成绩就自动计入收益栏内,至于其本身是否亏本,则可忽略不计……当时菲利浦公司官僚主义盛行,在公司,哪家生产厂商向管理人员行贿,公司就只买该厂商的器材。有位同事对皮根斯说:“在这里,如果你想有所出息,首先就必须学会沉默寡言……”这种种腐朽、偏执和等级森严的现象很快使得得克萨斯的年轻人不能忍受。

皮根斯希望能“有所出息”,但决不会接受“沉默寡言”,1954年,经过三年五个月零二十一天,他彻底地离开了石油官僚主义的王国,得克萨斯的地质工作者天生就是个不安分守己的人。刚工作不久,他就成了“局外人”。命运本来安排他成为菲利浦公司的一名管理人员,可他却好赖不干,偏要去摸经济“禁区”的老虎屁股。三十年之后,他对石油七姐妹之一的一家美国石油公司发动收购,在美国石油史上写了永不磨灭的一页。

年轻地质工作者生来就是墨守陈规的死对头。在美国石油工业这块吉利的经济领地上,他确实可以“海阔凭鱼跃,天高任鸟飞”。面对黑色金子价格的急剧波动,庞大的石油公司不知如何是好,物质和思想都毫无准备,但是,反过来讲,两次石油危机及其反响给人们创造了千载难逢的良机。于是,在美国这块井架林立的大地上聚然掀起了收购的袭击浪潮。而皮根斯就是这帮袭击者社团的祖师爷。

### 一、年轻的地质学者

皮根斯生来不善辞令,自小就极为腼腆。26岁那年,皮根斯离开菲利浦石油公司,开始经营石油的冒险生涯。当时,那些大公司将某些地区的开采权转让给愿意独立钻井的人们。皮根斯起家时,作为中间人做些转手买卖。他先验证哪几块地确有石油矿藏资源,继而转让做些转手买卖。再往后,他自己借钱往那些油井投资。遗憾的是,二三十年代那种“井架喷油”的黄金时代早已一去不复返了。皮根斯解释说:“50年代中期,那种靠独立经营石油一下子暴发成百万富翁的现象已经消失”。但是,许多“石油研究者”——具有企业思想的冒险家却仍奔波在得克萨斯和俄克拉荷马干旱的地区,希望有一天突然看到大股大股的黑色金子喷涌而出。

在这段时间里,皮根斯成天泡在那辆蓝白二色相间的福特牌货车里,从这口井流浪到那口

井,连刮胡子也在汽车加油站的盥洗室里……他在阿马里约租了一间小办公室,代价是给房东做若干小时的地质工作。他发出的信件都是自己在打字机上敲出来的……在当地,皮根斯与其他地质学者相比,年龄相差二十多岁,但“要价不高,干活麻利。”

## 二、让那些陈规陋习见鬼去吧

皮根斯的脑海里始终转着袭击、收购的念头。1956年,他创建了一家小小的石油公司。1964年,小公司变成股份公司,取名为梅萨石油公司。梅萨这个词,在地质学上意即方山。因为他在得克萨斯出生,对这块生他养他的土地感到无比自豪,所以就取了梅萨这个富有西部高原特色的名字。皮根斯在家中是独生子,父亲原先当律师,后改行搞石油,母亲是土地测量及登记局的雇员。

梅萨公司的董事长兼总经理青春年少,志比天高,他雄心勃勃、跃跃欲试,丝毫不满足现状。对一个石油公司来讲,最迅速最简便的发展方式莫过吞并另一个公司。在60年代,收购非常普遍,但一般都采取“友好的”方式。

1968年初,皮根斯遇到了天赐良机:哈戈通公司,一家很有发展潜力的公司。公司领导极不得力,他们目光短浅,对探明新石油储量的大事不抓、不闻、不问,却只管廉价出售天然气。哈戈通拥有的石油储量比梅萨的多得多,如换个进取心强一些的领导班子,公司一定大有可为,皮根斯这样想。他把哈戈通公司的董事长兼总经理请到梅萨来,里里外外看了个遍,并试图说服对方,两个公司是天生的一对,应该合在一起干。“我们共同来描绘它们的前程。”他梦想着……,但是,哈戈通公司领导拒绝了这个建议。皮根斯失望透顶。哈戈通公司难道不能给他提供某个机会!

他的脑海中渐渐生成一个毫不含混的念头:他要强行做这笔交易。让那些陈规陋习见鬼去吧。不管对方乐意还是不乐意,皮根斯将吞并哈戈通公司。于是他开始了以梅萨公司股票作为支付手段的公开换股收购行动。他一方面耐心说服拒绝出售股票的大股东;另一方面,堵死了准备赶来援助哈戈通的一位“白马骑士”的营救计划。

经历了长达数月的苦战,1969年4月7日,梅萨公司终于吞并了哈戈通公司。其时,皮根斯正当年华——40岁,他取得了生平第一个野蛮的换股收购行动的成功。

70年代,皮根斯受到梅萨公司找不到新油矿的困扰。石油公司如果只停留在原有的矿藏中“采”而没有新的发现,那它就是一垂死的公司。这是石油工业严酷的法律,为了寻找出路,他围绕着中等规模的石油公司部署了一系列的收购行动:面对苏桑德石油公司,他却成功地吞并了波勃柯公司;针对阿兹坦柯公司的行动,就差一点火候……皮根斯不是天生的袭击者,他并不侵略成性,却总是咄咄逼人:1976年的同一天内,他就向四个不同城市的公司发出了四个友好的收购建议!但是,他遇到了一堵不理解的坚壁,那些目标企业的领导差不多都这样反驳他:如果你不满意我们的管理,那就请你把掌握的股票出手好了。这种观念荒谬之极,皮根斯认为,好比你不喜欢园丁整理草坪的方式就要将整栋房子卖掉一样。他从来理解不了这些董事长兼总经理和董事们的精神状态,他们对自己没有参股的公司是那样地不信任。

### 三、大喜过望

1979年的第二次石油危机从根本上搅乱了石油行业,原油价格从每桶13美元急速涨到30美元,继而跳到了40美元。一下子把石油公司养得个个脑满肠肥。这时候,世界经济的其他行业都渴得伸长了舌头,唯独石油巨头们搂着溢满的钞票不知派什么用场。他们开采的石油越来越少,只顾尽情地享受天赐的意外礼物。

石油危机带来的舒适、惬意掩盖了许多“罪孽”,尤其是延迟了那些必要的调整。1981年秋,价格重新回跌,所有的美国公司都大大超编……其收入下降之快远远大于生产成本减少的速度,石油工业进入了有史以来最严酷的结构调整阶段。虽然公司的石油储藏仍然相当诱人,但公司在交易所的行市却如同油价一样直线下降。许多石油公司在纽约交易所的开价只相当于公司股票价值的40%,甚至30%。

于是,一直为公司扩展感到苦恼的大企业又一哄而上扑向石油和天然气公司,收购热横扫油田就像一场大火席卷地中海区的常绿灌木丛。日历刚刚翻到1981年,规模庞大的柯诺公司就被杜邦化学集团吞并了。1982年,美国钢铁集团吞并了马拉通石油公司。至于那些独立的小公司,无论实力还是资金都远不及“主要的”石油公司,其境遇自然更加不妙,下场更加悲惨。梅萨公司亦不例外。

为了东山再起,皮根斯不得不在敌对的收购风潮中使出吃奶的力气。他开始打城市服务公司的主意,可是,这家比梅萨公司规模整整大6倍的猎物回转身差一点反过来把它吞掉了。后来,城市服务公司投入了“白马骑士”——海湾石油公司的怀抱。不得已,皮根斯又转而向美国石油总公司和超级石油公司提出了有关建议……可惜,结果都是竹篮打水一场空,没有任何公司需要他的“保护”。

### 四、心比天高

在走投无路、到处碰壁的情况下,皮根斯决定铤而走险,脑子里的攻击计划渐渐考虑成熟了,目标指向石油超级王国——海湾石油公司。尽管此时梅萨公司本身尚缺3亿美元资金,反正3亿美元对于他的宏大计划亦是杯水车薪,即使有这3亿美元也解决不了什么问题。海湾石油公司,人称“石油七姐妹”之一,在石油领域内长期以来占据统治地位;或许我吃了豹子胆,竟然敢做出进攻海湾石油公司的决定。

从客观上讲,所有沦为猎物的条件,海湾公司倒是占全了:交易所价值被低估,多样化经营的失利,富有吸引力的收益,然而,公司身大力不亏,余威仍旧咄咄逼人,同时不乏抵抗办法和手段。为了对付讨厌的不速之客,公司动员“整个华尔街”的力量,雇用私人侦探,将皮根斯当作“机会主义”的“鲨鱼”认真对付。华尔街上的新星,德雷塞尔投资银行(后变成了袭击者最大的盟军)瞅准这是个好机会,打算使用高利风险债券从财政上来辅佐皮根斯的收购。不过,皮根斯终究没能用上这批雄厚的资金。海湾石油公司为了摆脱他的纠缠,竟和加利福尼亚的标准石油公司合并了。这是一笔前所未有的大交易,金额达132亿美元!美国的石油版图在一名得克萨斯攻击手的威胁下变换了形状。在华尔街,只要传出皮根斯对某公司发生兴趣的只言片语,这家公司的股票即刻就会上涨。

尽管皮根斯对海湾公司的攻击未经发动便流产了,标准石油公司照样付出了沉重的代价:支付海湾公司每股股票 80 美元……而在皮根斯威胁之前,该股票一直在 40 美元以下的水平上徘徊。转手之间,皮根斯作为主要股东发了一笔不大不小的财。海湾公司潜在价值 65 亿美元得到了“解放”,不仅给小股东带来了福音……从税收方面来讲,国家财政的口袋也鼓起来了。

1984 年的收购热中,国会中众多证人在电视屏幕上的频频露面给攻击者提供了机会,给人们留下了“小股东救世主”形象。皮根斯在华尔街变成了“伸张正义的英雄”、股东民主的捍卫者,他杀富济贫,夺取狂妄自大又无能力的巨富手中的钱财施舍给穷困潦倒的、受骗的小股东。1985 年,他跑遍了美国各个角落,平均每周以收购为主题发表两次讲演。在这名副其实的“十字军东征”中,他受到了感激万分的股东们热烈的欢迎。

实践中,皮根斯本人通过梅萨公司亦做出了表率。1979 年 3 月的一天,他突然做出决定:将梅萨公司石油储量的一半直接分到股东手中。他采取把公司的一部分含量变成“资源所有权信托”的方式,一份份地分到梅萨股票持有者手中。这样,除去公司掌握的经营开支费用以外,后者可以直接分享到 90% 的利润。虽然,梅萨公司的规模虽然压缩了一半,但从此可以轻装前进,不必为更新自己的石油储量而困惑。皮根斯认为:“规模大小无关紧要,经营好坏才是关键”。他的思维方式与那些“大石油公司”董事长兼总经理追求的“越大越好”的模式截然不同。

“只持有少量公司股票的董事长兼总经理不会全心全意地关心本公司的股东。”愤愤不平的皮根斯认定这个理。为了股东的权益,他发起组织了股东联合会。自然而然地,在其诽谤者眼里,上述观点和演讲都是蛊惑人心的异端邪说与欺人之谈,和任何一个骗子并无两样。

## 五、回报

皮根斯的进攻设想虽然连连破灭,但是,他还赚了一点小钱……小打小闹并不是增加梅萨公司石油储量的百年大计,在油价下跌、石油便宜似水的情况,光靠找几口饮井实在于事无补,在攻击海湾石油公司的计划流产之后,皮根斯开始了又一次尝试。1984 年秋天,皮根斯对菲利浦石油公司发起了收购攻势。对皮根斯来讲,选择菲利浦作为攻击对象有着不同一般的象征性意义。30 年代经济萧条,独立的石油经营者纷纷破产,走投无路之际,皮根斯的父亲进入了菲利浦公司。皮根斯本人更忘却不了官僚主义的恶梦,进公司必须系领带,上下班由铃声严格管制……梅萨公司的副手达维德也曾经受过菲利浦公司的煎熬,他的父亲早年也为菲利浦公司卖命,他的弟弟现在仍在菲利浦公司工作……

在菲利浦所在的巴特尔市煽动革命,岂不等于公开申明袭击者意在摧毁公司及整座城市?于是,菲利浦进行了顽强的抵抗。最终,菲利浦公司通过一项代价昂贵的改革计划才算摆脱了皮根斯的利爪。改革计划规定,除去其他措施以外的公司必须购回皮根斯手中握有的大批菲利浦股票。然而,华尔街对此解决办法并不满意,没过多久,菲利浦的行情又再次大幅度下跌。为了摆脱困境,菲利浦公司不得不对自己再次资本化计划又一次的加码。经过这场“胜利”,公司获得了独立……然而已经到达“垂死”的边缘,菲利浦欠下了 70 亿美元债务,一直到今天刚刚喘过气来。

## 六、难驯服的猎物

皮根斯也有过失,在与乌考尔公司的交锋中,皮根斯被打得丢盔弃甲、头破血流。得克萨斯的袭击者在任何行动中从未遭到过如此惨重的失败,乌诺考尔公司的董事长兼总经理弗莱德·哈特雷是一位可怕的敌手。事实上,哈特雷宁可放一把大火把公司烧成灰烬,也不愿把公司拱手让给皮根斯。1984年12月初,菲利浦石油公司的董事长兼总经理都斯,乌诺考尔公司的哈特雷和德士古石油公司的金雷,三人一起在西班牙打猎。他们应一家和其有业务关系的建筑公司邀请,乘坐公司自备的喷气机飞到了这里。都斯和哈特雷二人忧心忡忡,这该死的皮根斯是否正在捉摸对二人中的某一个搞突然袭击?尤其是哈特雷,他的头脑中怎么也驱不散这团阴影。都斯劝慰他说:“咱们先想想打猎的事吧。”天要下雨,娘要嫁人,是祸早晚躲不过。”12月2日,当他们正在安静地共进晚餐时,都斯接到了美国的长途电话:他的财务总管报告他皮根斯向菲利浦发起了进攻。都斯在飞回纽约前对哈特雷说:你放心吧,没有你的事,皮根斯攻击的是我们。

哈特雷可能松了口气,暂时得到解脱。但是,他们的心中非常明白:乌诺考尔公司的经营结果糟糕透顶,在这些年石油领域风行一时的机构改革浪潮中,哈特雷的公司是几家漏网的公司之中的一个……很长时间以来,乌诺考尔公司早就上了皮根斯想“采购”的黑名单。

不出数月,哈特雷的担心即得到了证实。1985年2月14日,菲利浦风波尚未平息,皮根斯在递交给证券与汇兑委员会的第13式表格中正式宣布它已握有乌诺考尔公司7.9%的股票。尽管皮根斯一再强调只是一笔“纯粹的投资”,哈特雷却依旧警惕万分,并不相信他的鬼话。回到家中,他就对妻子讲:“我出生在第一次世界大战期间,是第二次世界大战的幸存者,今天我必须准备接受‘第三次世界大战’的考验。”实际工作中,乌诺考尔公司开始了全面应战的各项准备:法庭上的较量,公关战线的争夺,主动征求股东的委托权……哈特雷对金融司法界的“雇佣军”怀有天生的戒备,所以一开始,他就决定绕开华尔街,将大本营设在洛杉矶。

山姆·辛德,乌诺考尔的专职律师,对公司真是忠心耿耿。他在公司尽力服务逾30载,甘愿为公司赴汤蹈火。尽管公司从未与敌对的袭击者发生过直接瓜葛,他一直没有等闲视之,不敢有丝毫的松懈,自打石油行业刮起收购风起,他就研究所有的防卫可能,甚至建立了查询收购现象的名副其实的资料数据库。在这里,他储存了所有直接有关人员的资料,包括金融家和律师、财务方面的战术、司法方面的可能性。他也储存了具体案例的分析研究资料:如海湾石油公司、菲利浦公司等……一句话,他早已严阵以待了。

此外,乌诺考尔公司还聘请了一批传统上始终站在袭击者对立面的银行作顾问。公司预约了三家律师事务所:一家在洛杉矶,一家在华盛顿,另一家在纽约,商定由辛德负责总的协调工作。因此,尽管辛德平时并不喜欢电话,数月以来,他一直坚持在乌诺考尔总部主持召开一天两次的电话会议。每天上午7点、下午3点,他与分散全国各个角落的人员分析问题、交流情况。

企业配备了各种抗击“鲨鱼”的武器:“毒丸”计划——分期分批地更新董事会,规定了合并须绝大多数票通过的章程……万事齐备,只等正式开战了。

## 七、猛烈的反击

哈特雷的班子经过仔细审查,发现了袭击者的一大弱点:乌诺考尔公司长期以来的开户银行——洛杉矶太平洋安全银行参与了收购阴谋,它们向皮根斯提供5400万美元的资金援助。为了断绝袭击者的粮草供应,3月12日哈雷决定将自己的银行送上法庭的被告席,以起到杀一儆百的作用。这些受尊重的银行表面上资助企业,背后却与“鲨鱼”勾结,支持他们挑动你争我斗的残杀。

乌诺考尔的董事长兼总经理哈特雷并不仅仅满足于将太平洋安全银行送上法庭,他又撰写一封措词强硬的信件,寄给权势极大的美国中央银行总裁保尔·沃克,同时抄送皮根斯的所有开业银行经理以及国会议员。他披露了“威胁国家经济福利的收购狂潮”,要求沃克采取紧急措施结束这种“滥用信贷”的做法。

哈特雷的御用公关公司,希尔·诺尔通公司的董事长谢奈说:“哈特雷先生广泛宣传敌对性收购及其财政资助方式的危险性。我们觉得十分重要。”希尔·诺尔通公司将信件装在最简单的空白信封内发出,而不使传统的印有公司名称的信封。这样的发送方式吸引了收信人特别的注意,因为他们猜不透是谁寄出的信。这样做的效果使皮根斯大为恼火。所以,在反收购战中,有时很不起眼的独特细节往往会产生意想不到的效果。

在这种强大的攻势下,皮根斯公开表示可以重新考虑其投资的初衷,但是哈特雷拒绝双方对话,乌诺考尔的董事长兼总经理视皮根斯为金融界的野蛮人,一味地咒骂他为骗子!被逼无奈,皮根斯决心向乌诺考尔发动收购。1985年2月底,他掌握了对对方9.8%的资本,哈特雷依旧坚持不谈机构改革问题。1985年3月26日,皮根斯又抓住一大把股票,使他的参与成份达到了13.6%……

## 八、事出有因

皮根斯早就认识哈特雷。1980年,加利福尼亚州的埃尔多拉多乡村俱乐部举办高尔夫球锦标赛之际,哈特雷第一次结识了皮根斯。在此之前,他还从未听说过皮根斯及其公司。当他知道皮根斯领导着梅萨公司之后,哈特雷不无自豪地吹嘘起乌诺考尔的规模,乌诺考尔是美国排名第14位的大公司。“你们整个预算为7亿美元,雇用2.2万名员工,我们梅萨的预算为4亿,但雇员只有600人。”皮根斯反击道:“难道你从未想过贵公司人浮于事、效率低下?”哈特雷听到此语,不由得目瞪口呆,脸颊变得通红。

自那以后,哈特雷对新闻界报道的袭击者的功绩一直嗤之以鼻。1984年一次业务演讲上,当皮根斯上台发言的时候,哈特雷索性把椅子调了个头,面壁而坐。在谈到对海湾公司发动的攻击时,哈特雷责备他:“你毁了一家好声誉的老字号公司。”对于皮根斯“资源所有权信托”的独创,即将石油储藏量赋予股东所有的做法,哈特雷更是武断地认为是“从未听说过的大蠢事。”和同事们一谈起皮根斯,他总是充满了敌意。

一提起美国石油大老板,人们就想到哈特雷的形象,连漫画中也是这样画的,皮根斯厌恶的就是这种人。他把异常封闭的美国石油大老板俱乐部的成员称做“那帮小孩子”。依他之见,俱乐部聚集了一批与现实世界隔绝的狂妄自大分子。

皮根斯 40 岁以前 , 曾被介绍进石油大老板的社交圈中。他曾经认为这些大老板们都是得天独厚 , 极其优秀的企业家 ; 但他却发现 , 根本不是这么回事。皮根斯在自传中写道 : “ 这帮人实在不聪明。他们看不起手下的同事 , 一天到晚在公司股东出钱租用的打猎场所或钓鱼胜地消磨时光 , 互相攀比谁的猎枪性能优良、谁家的舞厅富丽堂皇 ”。

相反梅萨石油公司的气氛却极为轻松 , 一切都较灵活、机动 , 老板也随和 , 从来不摆架子。一位与他共事多年的公共关系专家认为 , 皮根斯人很实在 , 从来不搞虚情假意的一套 , 但是 , 在事业中 , 他对同事要求极其严格 , 手把手地教他们学习经营之道 , 对雇员的管理非常严格。

### 九、冲锋号吹响了

皮根斯经过与著名的弗洛姆律师协商之后 , 决定于四月初发起双重攻击。一方面 , 他计划发动一场股东表决权的争夺 , 征求股东投票同意将股东大会推后一个月。如此 , 他可以有时间准备自己的候选董事名单供表决通过……另一方面 , 他准备强行发动敌对性的收购。为此 , 他与德雷塞尔银行的技术人员紧锣密鼓地磋商。在洛杉矶召开的德雷塞尔银行年会间隙 , 他曾向迈克·米尔肯请教。此公在高利风险债券方面小有名气。

1985 年 4 月 7 日星期天 , 正值复活节的周末 , 哈特雷刚一打开《纽约时报》就发现了皮根斯对其公司发动突然袭击的消息。这真是一个残酷的突如其来的消息。发动攻击最有利的选择往往选择在周末或假期 , 华尔街将敌对性收购称之为“不寻常的星期六之夜”。敌对性收购真称得上是一门挖空心思的艺术 , 这次皮根斯也如法炮制。

皮根斯在报上建议每张股票 54 美元 , 50% 以现金支付 , 另外一半则由相等金额的高利风险债券代替。付款方式相当奸诈 : 股东争先恐后地以比较优惠的第一种现金方式出手股票。这样袭击者可有把握速控制企业……而后 , 不足的 50% 资金再以几张“风险”证券来填补。认为这种办法不是光明正大的 , 所以后来以 100% 的现金支付。这样一来 , 法律上的争议就小得多了

### 十、飞蛾扑火

乌诺考尔公司被搞得稀里糊涂 , 昏头昏脑的它哪里想到 : 皮根斯为了支付发动收购这笔钱 , 拿出了公司全部现金的 50%。反击随即展开。4 月 9 日 , 哈特雷决定发起“如原子弹爆炸般的”反攻。如果皮根斯像他声称那样购买 50% 的股票 , 那么 , 乌诺考尔将再次发动一场部分收购 , 以每股 72 美元的代价夺回自己的股票……公司所有的股东均可认购 , 唯独不准皮根斯问津。如此 , 袭击者就会陷入绝境。因为企业高价购买自己的股票 , 使其负债累累濒临崩溃 , 这是自杀性的反击措施 , 具有强大的威慑作用 , 哈特雷冷静地拉响了“债务炸弹”的导火索 , 威胁着同归于尽 : 自己和公司 , 以及袭击者。皮根斯高声惊呼受到歧视。很明显 , 将梅萨排除在乌诺考尔的自我收购之外是站不住脚的。皮根斯经过和弗洛姆的长时间密谋磋商 , 决定和乌诺考尔对质公堂 , 向德拉威尔和洛杉矶两家法院提出起诉。他要求将这种前所未闻的不光彩的做法暴露于光天化日之下。

与每次敌对性收购一样 , 在控制乌诺考尔的这场战斗中 , 属于收购组成部分的法律方面的争论起着举足轻重的作用。山姆·辛德用尽一切办法 , 在不同场合攻击皮根斯 , 揭露他在递交

的第13式表格中不公采取了瞒天过海的欺骗手法,而且违反了反托拉斯的有关法律……4月,梅萨公司晕头转向的律师们被要求于同一天在不同的城市提出申诉理由。皮根斯本人也通过司法机构强烈反击遭到了乌诺考尔“歧视性”的待遇……现在,收购的结局就完全取决于法院的判决了。

皮根斯预料对乌诺考尔这场官司获胜可能性很大,因为哈特雷明目张胆地违反了对所有股东一视同仁原则,于是把重点放到委托权的工作方面,力争推迟股东大会的召开。几个星期以来,双方宣传人员间的“舆论”运动达到白热化的程度,股东大会的召开日期只不过是一个借口而已。重要的是,在投票过程中,股东对袭击者的表态是赞成还是反对……。

在乌诺考尔事件中,为皮根斯赴汤蹈火、冲锋陷阵的是唐纳德·卡特律师事务所,而哈特雷则选聘了传统色彩更浓的金律师事务所。股东表决权的争夺权与收购密切相连,争取到委托代理权的任务至关重要。所以面对股东,一方面要动员会部宣传力量用尽全力以压倒对方。熟悉选举战的专业人员,在摸清股东详细情况后,就要编撰“战书”——选举传单,并监督散发,紧接着为配合函电,还要协调规模壮观的电话动力;招聘数百名临时宣传员,由代理律师事务所负责现场培训。这些临时宣传员便马不停蹄地从上午时起至晚上9时,不厌其烦地打电话劝说股东“正确”投票。

## 十一、昙花一现

1985年5月13日,哈特雷和皮根斯分别在股东大会上阐明了自己观点,但是悬念并不在会议大厅,而在特拉华州。在做出了有利于皮根斯的一审判决后,特拉华州法院必须对乌诺考尔在“自我收购”中把梅萨公司排除在外的合法性正式表态。在位于洛杉矶的乌诺考尔总部召开的股东大会即将落下帷幕之际,有关消息传到大会议。有人与公司律师山姆·辛德悄悄耳语……无精打采的乌诺考尔的股东亦忙得接耳不迭地互相转告:特拉华州法院刚刚确认了皮根斯的胜利。

当天,皮根斯和哈特雷都熟识的一位朋友向公众传说乌诺考尔的董事长兼总经理希望与他会面。皮根斯掩饰不住内心的喜悦,乌诺考尔输掉官司,准备举白旗投降了。第二天,双方的班子在洛杉矶的新渥太尼旅馆摆开阵势准备谈判。经过谈判,双方达成了草案。

“您没有把我当傻瓜看待。”哈特雷说。“您亦没有指责我狂妄自大。”皮根斯说。

可惜,翌日清晨,瞬间的密云便烟消云散。乌诺考尔提出的书面建议变得面目全非。皮根斯说:“他们把双方达成的一致意见全都推翻了。”袭击者的答复也毫不含混,绝无谈判余地,他决心已下,不惜任何代价,强行实施他的收购计划。

## 十二、风云突变

1985年4月17日出现了戏剧性的变化。17日清晨,皮根斯及其合伙人达维德和律师弗洛姆共进早餐,电话铃声响了起来。达维德拿起听筒,约摸过了一分多钟,他做了个已经失败的手势:“上帝,不能相信这是事实。”皮根斯大叫起来。特拉华州最高法院推翻了一、二审关于乌诺考尔自我收购的做法“不合适”的判决;乌诺考尔有权排除皮根斯。这样一来,袭击者手中握有的股票即刻贬值,净亏损金额达3亿美元。

这不仅仅是百战不败的皮根斯本人第一次财政方面的失利,对整个袭击者阵营亦是一场灾难。皮根斯受挫的道理也很简单:政府运用法律手段站到本州企业一边。任何美国的公司,不管其总部所在地在洛杉矶还是纽约,均可在特拉华州合法注册。美国 500 家主要公司企业中一半以上可以套用这一规定。因此,它们都得到了保护性法律的庇护并且享有法院谅解的优惠判决。通过如此做法,政府不但赢得了声誉,而且保证了税务收入。

1985 年 11 月,特拉华州高级法院对国际家族公司将“毒丸”计划正式列入公司章程的做法也宣布有效。为此,倾向于袭击者的律师不禁会发问:一个州级司法机关就如此重要的问题给美国法律定下上述框框的做法是否正常?

不过,皮根斯却打定主意咽下这口气就此鸣金收兵了。他表示:“达成协议时机已经成熟。”袭击者握有 13.6% 的股票,留在企业内部斗争或许比在外边更为适宜。于是,乌诺考尔同意他以每股 72 美元的价格,通过自我收购售出其三分之一的份额。从理论上讲,在乌诺考尔事件中,皮根斯亏损了大约 1 亿美元。不过,他原地一转身又设法捞回来了。他在会计和税收方面动了一番脑筋,两个月后账面上又多出了 8300 万美元。说起来,这笔税务上获得的意外好处还要归结于梅萨公司体制上改成合作伙伴式的变革,改革减少了税务支出,大幅度地增加了股东的红利,同时也提高了公司股票的身价。对皮根斯来说,1986 年夏天,他在乌诺考尔受到创伤已经彻底愈合了。因为美国证券与汇兑委员会公开表态认定自我收购的做法是歧视性和不合法的,乌诺考尔的自我收购中排除最大的一位股东也是歧视性和不合法的。不过,这对皮根斯来讲已经是马后炮了。

### 十三、辉煌一生

乌诺考尔事件之后,皮根斯通过友好的方式吞并了另一家独立的公司:先锋公司。此外,在石油领域,他只对一家钻石石油公司发动了成功的收购并对其进行了大刀阔斧的改组。综观皮根斯这些年的实绩,他的事业方兴未艾,正值举旺发达的高峰。自从 1981 年以来,每年除去各项税收,他总共获得净利 4 亿美元以上……至于他个人的财产,据估计亦达到了 1 亿美元以上。所有的迹象表明,他本人并不打算激流勇退。

1987 年,得克萨斯的袭击者又开创了皮根斯公司,专门从财政上资助在石油以外领域发展的收购。1987 年 8 月,他囤积了一批重要航空公司(如波音飞机等)的股票,使整个华尔街大吃一惊。他还对国内生产黄金规模占第二位的能源和矿产联合企业发动了有节制的收购。在这段时间里,皮根斯的足迹踏遍了美国。他于 1987 年的春天用两个月时间走访了全国 25 个城市,巡视的目的不是游说,也不是宣传他的股东民主,而是推销他自己:他的自传。休斯敦的米芙林出版社已经给他预支了 150 万美元,所以必须起码售出 40 万册才能收支相抵。这不又是皮根斯的一笔交易吗?

## 第三章 华尔街兼并之神

长期以来美国是世界经济的“火车头”。从上世纪末至今,前后出现的五次企业兼并浪潮,都是先在美国兴起,进而席卷全球的。资本主义企业制度演变为以股份制为主之后,兼并收购活动掀起了一次又一次的巨浪,对资本主义经济和产业结构产生了深远的影响。

### 1. 第一次兼并浪潮(1898~1903年)

第一次兼并浪潮发生在世纪之交,它是诸次兼并浪潮中最重要的一次。它促使美国工业具备了现代结构,完成了工业集中化的过程,100家最大公司的规模增长了4倍,并控制了全美工业资本的40%。这次兼并活动的特点是:

(1)横向兼并为主要形式。所谓横向兼并,是指同行业的兼并,即从事同一产品或同种产品经营的企业兼并。美国南北战争之后的半个世纪里,自由放任的经济思潮达到高峰,使竞争之风盛极一时。但是过度的竞争使生产者蒙受了巨大的损失,而最激烈的莫过于同行业的竞争。因此,同行业兼并——以减少竞争激烈程度为目的的横向兼并成了第一次兼并浪潮的主要形式。

(2)追求垄断力量和规模经济为主要动机。大量横向兼并的结果是,某些巨型公司在其行业市场上形成一定的控制能力。兼并企业一方面获得巨大的规模经济效益,另一方面获得了巨额的垄断利润。

(3)证券市场和银行起了促进作用。有的学者研究证明,1897~1902年间所形成的大量的不规则兼并,起源于对证券的疯狂投机浪潮。投资银行的角色亦十分重要,它们一方面提供兼并的所需资金,一方面又充当兼并促成者而从中谋利。

第一次兼并浪潮的结果是形成一批巨型企业,它们取得了规模经济和垄断地位,另外,企业的所有权更加分散了,导致所有权和经营权的分离得以实现。这次浪潮中生存下来的大企业,支撑起了美国的工业结构,对美国后来的经济发展起着举足轻重的作用。

### 2. 第二次兼并浪潮(1920~1929年)

本世纪20年代发生的第二次兼并浪潮,较少引起学者们的注意。但其规模却大过每一次浪潮,约近12000家企业因兼并活动而从美国消失,26个行业里的1591家连锁商店吸收合并了10519家零售商店。这次兼并收购浪潮的特点有:

(1)不少采用纵向兼并的方式。纵向兼并是指兼并与本企业有前后工序关系的企业。正是由于实行纵向兼并,这次浪潮并不是像头一次那样过分抑制竞争。人们发现,大规模的横向兼并对竞争有破坏性的影响,并且受到反托拉斯法的制约。所以纵向兼并的兴起是很自然的。

(2)经营性的兼并交易出现。由于20年代的证券投机狂潮,人们对兼并的过分追逐,使得

一部分兼并非不是横向兼并非,也不是纵向兼并非,而是一种经营性的交易,某些人专门从事企业的倒买倒卖,从中获得暴利。

(3) 出售企业成为一种主动行为。有些企业家主动出售企业,变卖资产,以求退出某一行业。这与上次浪潮的“吞并”式兼并非,被兼并非企业的被动状态是不同的。总之,这次浪潮一方面加强了上次浪潮所形成的集中,同时又增强了市场的竞争强度。

### 3. 第三次兼并非浪潮(60年代)

其实,第三次兼并非浪潮发生在大战之后的整个50~60年代,在60年代后期达到高潮,并于1969年股市崩溃时结束。这次浪潮中出现了不少巨型兼并非活动。1967—1969年间,涉及金额1000万美元以上的兼并非活动仅占总个案的3.3%,但涉及的总资产量占了42.6%。这次兼并非浪潮的主要特点是:

(1) 混合兼并非方式盛行。混合兼并非,是指兼并非与本行业无关(甚至是负相关)的企业。混合兼并非在60年代后期占兼并非方式的70%以上,它使得企业的多元化发展得以形成,从而使企业的目标及活动范围延伸到许多与本企业毫不相关的领域。

(2) 股票市场的兴旺是导致兼并非大量出现的原因。60年代中期股票市场出现许多价格“上升”的信号,投资者为此而倍受鼓舞,导致大量兼并非活动的出现。

(3) 通过兼并非活动,寻求企业集团经营上的保障。人们开始相信,掌握互不相干,甚至是负相关的证券品种,可以分散他们的风险。因此,企业进行的混合兼并非,已经不能单从规模经济和追逐垄断地位来解释,而且还要考虑低风险。

1969年,人们纷纷谴责各大企业集团60年代的疯狂收购行动,是导致这一年股市崩溃的原因,这种解释当然是不尽合理的。

### 4. 第四次兼并非浪潮(1975~1989年)

第四次浪潮的序幕于1975年慢慢地拉开,差不多维持了15年之久,1988、1989年达全盛时期,1988年全年的收购兼并非交易额达3500亿美元,涉及10亿美元以上的个案开始增多。1984年为18起,1985年为32起。并且,兼并非的浪潮席卷全球,跨国兼并非收购日益增多,尤其是日本企业在美国从事兼并非收购行动,场面壮观,激动人心。这次浪潮有如下特点:

(1) 相关产业的兼并非为主要形式。这次浪潮是以多样化战略为具体形式,但集中于相关产品,不再像第三次浪潮那样进行单纯的无关兼并非。

(2) 杠杆收购方式兴起,导致许多“小企业兼并非大企业”的现象出现,为了迎合杠杆兼并非的需要,金融业还创造出一种“垃圾债券”(Junk Bonds)的融资工具,这种债券资信极低,风险很大,利率很高,以满足某些“赌博式”收购者的要求。

(3) 跨国兼并非日益增多。跨国兼并非的主角不是美国公司,而是日本公司。由于1985年起日元升值,使得日本出口不利,但由于日元购买力相对上升,方便日本企业进行跨国兼并非,日本本国的兼并非收购非常罕见,但却在美国大量收购,引起全球的关注。

美国麻省理工学院的经济学家保罗·高曼(Paul Krugman)认为,80年代收购兼并非热潮比以往更加疯狂,发展方向不甚明确,对美国的经济造成一定的伤害。疯狂以后,造成了一批收购合并的袭击者(Raider)及一部分投资银行家。这批人在80年代共赚取了600亿美元的报酬,却令很多企业债台高筑,甚至倒闭,美国经济受此拖累久久不能复苏。

### 5. 第五次兼并非浪潮(1993年刚刚开始)

由于“垃圾债券”成了真正的垃圾,90年代初各银行对兼并非活动的贷款尽量减低,借贷条

件亦相当严格,杠杆收购受到抑制。直到1993年上半年,数据显示,兼并收购的交易额比上年上升40%多。尤其是10月中旬,美国最大的电话公司“贝尔大西洋企业”(Bell Atlantic Corp.)与全美最大的有线经营商“电讯集团”(Tele-Communications Inc.)宣布了一项达220亿美元的合并行为,为有史以来最大宗交易,影响深远。1995年10月,美国康柏公司以3.72亿美元兼并了专门从事交互网络业务的内特沃思公司,这是康柏公司继收购托马斯—康拉德公司后不到一个月的时间兼并的第二家网络公司。据美国证券数据公司指出,1995年1月到9月美国国内的并购金额为3080亿美元。从近来的事实观察到的第五次浪潮有如下特点:

(1)内部发展缓慢,跟不上竞争的需要。

世界局势趋于稳定,重新出现经济复苏迹象,但是各大企业由于机构庞大,行政运作不灵,内部发展日益缓慢。所以,利用外部收购作为内部改组的契机和动力,是不少兼并行为的特征。其特点是,兼并收购不仅仅是为了规模扩大,而且还是为了促进企业结构的调整和变革,改善整体的盈利能力。

(2)银行和基金寻求出路,为兼并收购提供了资金来源。

过去两年,美国股市投资回报率不理想,各大基金纷纷寻求出路,而由于过去两年经济不景气,公司股价均偏低,正适合收购的要求。

(3)企业联盟是兼并收购的主要形式。

以往的兼并收购是以一方战胜另一方为特征的,但最近的个案反映的是企业间联盟的趋势,即并非以谁吃掉谁为目的,而是共同合作,共同发展。各类企业四处寻求联盟的对象,与合适的伙伴做一定程度的换股、注资,以增强契合力。

第五次浪潮还没有到达顶峰,其表现仍不充分,但是,其势头是健康的,因为它主要是以创造价值为目标的。

在每一次浪潮中,站在浪尖上的总是华尔街。可以这样说,华尔街是世界金融市场的温度计和晴雨表。全世界的银行信贷的紧缺,股市行情的涨落,都受华尔街的影响。华尔街,一只生金蛋的母鸡。在这片土地上,在这五次浪潮中造就了一批批的金融奇才和亿万富翁:J·P·摩根、安德烈·梅耶、米尔肯、巴费特、彼得·林奇、罗杰斯、索罗斯……他们都是投资银行家更是兼并之神!

## 第一节 米尔肯:小鱼吃大鱼的垃圾债券大王

收购大企业需要大量资金,筹措自然比收购中小型企业难,所以大企业在某种程度上有一定的免疫力。大企业的管理人员相对来说较少受到市场的制约。如果他们业绩平平,吃亏的还是股东。但是到了80年代这种局面改变了。这要归功于一个名叫迈克尔·米尔肯的金融家。

### 一、“垃圾债券”称王

美国市场上的各种债券有穆迪和史坦达及普尔公司根据它们的偿债能力和信用度予以评

级。债券的投资风险大小取决于发行债券的政府或公司支付利息偿还本金的能力。优秀的公司如通用电气公司、美国电报电话公司(AT&T)等发行的债券能得到债券评级公司的最高打分。稍次一点的公司债券打分也稍次一些。如果某个企业发行的债券被认为风险很大而不及格,则一分也打不上,只好属于无评级。债券的利率取决于其风险的大小,故而评级低的债券不得不付较高的利率来吸引投资者。

70年代中期,评级低的债券或无评级的债券在市场上流通很少,一般投资者根本不沾边。投资银行对它们也不感兴趣,因为承包后推销不掉会影响自己的名声。

早在念大学的时候,米尔肯就对低级债券(或称“次级债券”)感兴趣。他认为人们对低级债券偏见太多,担心过分,但实际上其发行价格低廉,收益率相对提高。他的观点得到了一项研究的证实。

这项研究分析了从1900年到1965年发行的每一种非投资级公司债券后,得出结论说这类债券的收益高过风险。唯一的缺点是它们流通性不强,万一投资者想出售低级债券,不一定马上能找到愿意购买的人。

米尔肯决心把这项理论推广到实践中去。他首先对发行低级债券的公司做透彻的分析,了解有关发行公司的一切情况,判断其偿还债券本息的能力,然后决定债券究竟值多少。当时的低级债券票面额往往打上30%到90%的折扣。米尔肯认为购买低级债券比股票有意思。因为股票的价值取决于所有投资者对企业将来收入的集体性预测,不管你对股票的分析如何透彻,你没有一份合同写明股票将来某年某月某日的价值将为多少,但是公司债券却有归还本息的固定日期。如果你对公司做过分析,确证它有偿债能力,就可以肯定到时收得到本息。并且如果你分散投资低级债券,就能降低风险却不降低收益,就像分散投资股票一样。

从70年代早期开始,米尔肯在德雷塞尔银行成立了专门买卖低级债券的高收益(高风险)债券买卖部。

米尔肯有超人的记忆力和广博的市场知识。谁有什么低级债券,债券发行者是哪家企业,债券何时到期,利率多少,谁愿意买,他都了如指掌。他经手买卖的低级债券年收益率达50%。一些胆子大的集团投资者先被米尔肯说服,后来更多的保险公司、退休金管理公司也觉得米尔肯的论点不无道理。随着购买低级债券的投资者增多,债券流通性不强的问题迎刃而解。凡有人想脱手低级债券,只要找米尔肯都可以卖掉。于是原来几乎没有流通市场的低级债券有了流通性。凡从米尔肯处购买到这种债券的投资者都获得了巨利。当时华尔街其他证券公司对这种低级债券不屑一顾,所以米尔肯主管的德雷塞尔银行债券买卖部本身就成了一个低级债券的交易市场。米尔肯本人在1977年已是华尔街公认的高收益债券市场执牛耳者。

米尔肯起先只是买卖市面上现成的低级债券。80年代初,他从单纯买卖现成的低级债券来了一个飞跃,他开始为中小型企业承销低级债券以及为收购企业的投资集团包销收购企业所需的低级债券。在美国2万多家企业中,只有800家大企业发行的债券够得上投资级,其余的企业只能发行低级债券。尽管如此,低级债券期限比银行贷款长,代价比股本资金低,限制性条款较少,因此中小型企业爱用它。一般投资银行向来不愿过问,于是德雷塞尔就成了这些发展中企业的财神,为它们的成长壮大助了一臂之力。因米尔肯之助而得以成长壮大的公司中,最著名的有现在与美国电话电报公司分庭抗礼的MCI电话公司以及从小小一家亚特兰大的地方电视台发展为拥有CNN等5个电视广播网的世界级电视公司——特纳通讯公司。米尔肯认为美国经济的成长和就业机会的创造主要靠的是中小企业。他的观点持之有据。

本来收购企业者最难的,是夹在股本和一级贷款中间的次级贷款。由于米尔肯的帮助,这困难给解决了,为买卖企业带来了无穷的方便和自由。

这样,一方面有一批极欲收购企业的投资家,另一方面又有一批尝到了甜头,愿意购买低级债券的资金提供者。这两批人通过米尔肯的枢纽中介掀起了席卷全美的企业收购热潮。米尔肯左右逢源,几乎控制了全局。

年复一年,米尔肯的部门为雷塞尔银行创造的利润比任何一家投资银行都多。他的成功,使原来看不起低级债券的华尔街别的公司垂涎三尺,这些公司群起效法,为企业收购的热潮推波助澜。但是德雷塞尔银行始终占据低级债券市场的垄断地位。米尔肯债券买卖部的经纪人个个成了百万富翁。此时,米尔肯已在储蓄银行、退休金管理公司、保险公司有了一批忠实的信徒。他一个电话就能为收购企业的投资集团筹措到上亿的债券资金。那些先前购买米尔肯的低级债券获了大利的投资者,对米尔肯的判断力深信不疑,自然热情购买德雷塞尔证券部包销的新债券。米尔肯曾夸下海口说,他要收购通用汽车公司也不是办不到。1986年企业收购高潮时,德雷塞尔包销了1250亿美元的低级债券。米尔肯的固定薪金为每周1000美元,从未变过,那年他的奖金高达55000万美元。

借债收购企业虽然不是米尔肯的发明,但是他提供的低级债券对企业收购热起了巨大的推动作用,因为一则以企业资产为担保的银行贷款有限,再则收购企业的投资集团不愿或不能投入过多的股份资本。于是低级债券发挥了桥梁作用,为企业收购填补了空白。垃圾债券的威力很快受到重视。可以说没有垃圾债券就不可能有80年代席卷美国的“企业买卖热”。米尔肯当之无愧地得到“垃圾债券王”的称号。

德雷塞尔银行企业合并买卖部帮助客户收购企业当然必须米尔肯的债券部的默契配合,如果米尔肯同意为收购项目包销夹层债券的话,德雷塞尔证券部就给客户一封信,声明“有高度信心”为收购企业提供必需的资金。这封信的威力无比。此信一寄出,没有一家在证券交易所上市的公司可以幸免被人收购。股东看见有人愿出高价购股,自然愿意卖掉股票。即使公司经理不喜欢也没有用。股东的利益高于一切,公司的董事会作为股东权益的代言人没法拒绝出高价收购者的要求。因此,不愿被人收购的公司的管理人员对米尔肯的“有高度信心”的信,莫不胆战心惊。

低级债券的威力使得小公司有了收购大公司的能力。下面举一个著名的小鱼吃大鱼的例子。

露华浓化妆品公司是美国最大的保健用品和美容化妆品公司之一,有10亿美元的净资产,营业收入稳定。1985年,一家名不见经传的,资产有15000万美元的超级市场公司宣布有意收购露华浓公司。露华浓公司的总裁伯杰赖克根本瞧不起这家名叫潘特里的公司,断然拒绝了潘特里公司总裁佩尔曼的收购建议。

70年代早期,伯杰赖克曾任国际电报电话公司欧洲部总经理,3年内使营业额增加了1倍达到50亿美元。以后又应露华浓公司创始人查尔斯·赖弗逊的聘请担任露华浓公司的总裁。他接手后,在4年内将营业额增加了1倍半,但到80年代中期露华浓的业绩有所下降,股价经常徘徊在30美元左右不肯上去。分析家认为股价低于拍卖资产的实际价,因而引起了企业收购者的兴趣。连伯杰赖克自己都曾想合同收购露华浓,只是担心董事会不同意而作罢。

佩尔曼宣布他有意以47.50美元一股的价格收购露华浓公司的股票。当时露华浓股票为30美元一股。佩尔曼一开始就声明收购后将只保留美容化妆品部,而把其他的部门都卖掉。

卖价估计可达 19 亿美元,正好相当于收购露华浓公司的价格,等于让佩尔曼白白得到露华浓公司的美容化妆品部。

伯杰赖克一开始以为像潘特里公司这样的小角色企图吞掉露华浓公司,简直是痴人说梦。他第一次见到佩尔曼时就讨厌这个人。他宁可让别的公司收购露华浓,也不愿被潘特里公司收购。露华浓公司采取了一系列防御措施,企图挫败佩尔曼。他们用每股 57.50 美元的价格收购了 1000 万股自己公司的股票,相当于总发行量的 1/4。但佩尔曼有米尔肯撑腰,不甘罢休。露华浓公司又暗下与纽约一家专门物色企业的投资集团福斯特曼·立特尔公司达成以 56 美元一股的价格出售公司股票的协议。协议中还规定万一外人以高价竞争而使福斯特曼公司买不成露华浓公司的话,福斯特曼公司有权在外人控股达到 40% 时以 3 亿美元的代价买下露华浓的两个分公司。

协议公布的翌日,佩尔曼宣布他愿以 56.25 美元一股的价格购买露华浓公司。同时声称已取得 5 亿美元银行贷款,德雷塞尔银行表示将认购 35000 万美元的低级贷款并保证将很快筹集到另外 35000 万美元作为收购露华浓的备用金。佩尔曼又上法院控告露华浓公司在与福斯特曼公司达成协议时,没有给股东以公平的机会就决定把公司卖给谁,因而损害了股东的利益。法院判佩尔曼胜诉,宣布原协议无效。福斯特曼公司被迫把购股价提高到 57.25 美元一股。

最后佩尔曼以 58 美元一股的价格购下了露华浓公司。伯杰赖克被迫离职。收购后 2 个星期,佩尔曼就把露华浓公司的 2 个部门以 10 亿美元的代价卖掉。

米尔肯资助的企业收购当然远不止露华浓一家。假如没有米尔肯提供的低级债券,资产达 42 亿美元的环球航空公司是不可能易手的。华尔街历史上最大的一宗企业收购项目——售价为 250 亿美元的 RJR 纳比斯可烟草食品公司也绝无希望成交。一些收购企业的投资者原来做梦也想不到能吞掉比自己大几倍、十几倍的公司,自然对米尔肯感恩戴德。应当指出,上述那种敌视性的企业收购只占少数,多数的企业买卖均出于双方自愿,不带强迫性。

从某种意义上说,米尔肯使资本市场民主化了。他给美国的金融市场带来了深刻的变化,被认为是自摩根以来美国金融界最有影响的人,而他开始从事低级债券融资时,年纪才三十出头。1990 年,米尔肯因被控利用次级债券操作市场,借用他人名义购股,以及谎报控股权等,违反了美国证券法。在一次极有争议的审判后,被判处 10 年徒刑,最终导致德雷塞尔证券公司停业。但是实用主义的华尔街并未以人废言。米尔肯推广的低级债券作为一种金融工具已被广泛接受。它成了成千上万中小企业的一个重要资金来源,也是收购企业的金融工程技术中不可或缺的一环。

米尔肯于 1993 年初获假释,虽然他被罚款 10 亿美元以上,但他的财产估计仍有 5 亿美元左右。米尔肯于 1982 年设立“米尔肯家族基金”,迄今已捐出了 5 亿美元资助教育事业和残疾学生学习。一年一度,全美有 120 名教师获得 25000 美元的“米尔肯杰出教师奖”。他正在与热心教育事业的歌星迈克尔·杰克逊合作创办一家以教育青少年为主的电视台。他认为历史将判他无罪而且有功。

## 二、垃圾债券的功过是非

垃圾债券是“双高债券”,高风险高收益是适应市场经济发展的正常现象。这种“双高”并

存的特点决定了垃圾债券的双重性质。

其积极的意义在于：

第一 垃圾债券并非债券垃圾 在充分流动的情况下 仍有较高的投资价值 尤其是在传统的融资渠道无法满足对资金的巨额需求的情况下 相比之下 用高额收益发行债券吸引资金 既可以迅速筹资 加快企业重组和产业结构的调整步伐 又能拓宽筹资渠道 转移投资风险。

第二 垃圾债券有其独特的循环轨迹。在生产要素市场十分发育的条件下 只要企业并购后能产生积极的协同效应 有稳定的利润收入和目标企业的分流转让收入 就足以偿付巨额的债务。

第三 垃圾债券为担保债券 且有投资者、银行、发行公司等共同分担风险 在杠杆并购中 可以提高并购的力度。尤其应用一些中小企业进行战略扩张。

但是 垃圾债券并非一种真正的投资型债券 其消极的影响有以下几方面：

(1) 许多人购销这种债券并不在于长期投资 而是陶醉于狂热的投机。特别是以垃圾债券为手段所进行的高负债收购 带有大量的投机成分。

(2) 商业银行、证券公司、投资银行等金额投资机构及众多投资者 在金融投机过程中往往会置金融风险于不顾 加剧了垃圾债券的极度膨胀。一些素质低下的债券纷纷出笼 会加速证券市场的混乱。

(3) 垃圾债券易进入恶性循环。随着垃圾债券发行 供过于求的局面逐步形成 发行与销售的竞争会日趋激烈 越是竞争 越是要提高债券的利率。利率越高 风险越大。最终陷入一种恶性循环的怪圈 坐以待毙。

80年代以来 美国高利风险债券信誉江河日下 垃圾债券市场危机四伏。不仅发行商出现资金周转困难 无力支付到期的高额利息和赎回债券过去为发行垃圾债券的公司提供担保的商业银行也纷纷撤回担保 造成投资者一片恐慌。1989年12月13日 德雷塞尔终因负债累累 无力偿还到期债务 被迫申请破产保护。

### 三、攻击者的舞会

1987年4月1日 星期四 被财政金融界的新闻搅得人声鼎沸的贝弗利山庄热闹异常。整个华尔街的目光紧紧盯着加里福尼亚：今天将举行德雷塞尔银行——“袭击者的银行”年度报告会的开幕盛典。这是“攻击者的舞会”开幕式 高利风险债券商的节日。

今天 这一盛会受到新闻界极端重视。一个接一个的悬念紧紧扣住民众的心弦 就如同即将颁发奥斯卡电影金奖一般。好几个星期以来 暗地里不断有流言 传说美国政府自去年11月以来一直在调查德雷塞尔银行的所作所为。政府选择开幕这一天作为向其发动致命攻击的总攻日。很可能就在众目睽睽的客户面前给德雷塞尔银行年轻银行家迈克·米尔肯及其同伙戴上手铐拘捕归案。

德雷塞尔银行的“小个子天才”迈克·米尔肯在四名保镖的簇拥下来到了会场 他就日本对美国金融市场造成的威胁发表过精彩的分析。开幕式没有邀请新闻界人士出席。少数几名记者就像通过如临大敌的国际机场检查一般 躲过了安全检查关。他们在大厅里来回转悠 探听消息。在报告会大厅里 人们交头接耳地低声嘀咕联邦调查局人员已经混了进来……

终于 会议使那些追求耸人听闻消息的人们大失所望：负责追捕华尔街犯罪分子的国家检

察官鲁道夫·久里亚尼的手下并未使参加庆典的与会者扫兴。大家不由松了口气。圈子里的人差不多都到齐了：客户企业的代表、基金管理机构的投资者……还有那些著名的攻击手，如卡尔·艾卡恩、埔纳·皮根斯、罗纳德·彼里尔曼、索尔·斯坦伯格、伊尔文·雅各布、纳尔逊·彼尔兹、杰弗里·斯坦纳等。

从表面上看，这次报告会获得了圆满的成功。与会人数开创了新记录。社会名流如美国石油大王哈默等出席会议。星期五晚上的盛大晚宴上，人们向迈克频频欢呼致意。但是，今年的报告会并不是一次为敌对性收购庆功的祝捷会。

相反地，银行大亨讨论的重点放到了“高利风险债券”的主要作用上面：从财政上资助小型企业。德雷塞尔银行帮助美国制定的最新的银行广告宣传片定下了大会发言的基调。好几个月以来，新闻界透露的证券与汇兑委员会协同检察机关所做的调查把德雷塞尔银行搞得灰溜溜的，一直抬不起头来。这次必须重振银行的雄风；当然1987年报告会也可能是最后一场舞会，华尔街天空中转瞬即逝的一颗流星，就像他们的竞争者所希望的那样。因为现在在华盛顿的大公司老板和美国的金融家们已经勾结成一家，盼望德雷塞尔银行早日垮台。回首往事，银行开创初期，两位杰出的银行家弗瑞德·约瑟夫和迈克·米尔肯在不到十年的时间内就使这家银行跻身华尔街名流的行列里。

### 四、追本溯源

说起德雷塞尔银行的历史，就要追溯到1935年。那一年，年轻的托比·伯哈姆开创了伯哈姆银行。

70年代，伯哈姆银行需要通过股票买卖壮大自己。1973年，银行吸收了德雷塞尔·怀尔史东银行，这家银行原来很有名气，但最近却连年亏损。三年之后，伯哈姆银行又吸收了朗贝尔银行。

三家合并以后，德雷塞尔·伯哈姆·朗贝尔银行就形成了可观的规模，在股票买卖方面也积累了一定的专门知识，有了一点名气，但是当时银行几乎没有什么客户。碰巧，这时的大企业对传统银行产生了离心倾向：各家银行必须拚命工作才能保住老客户并争取到新客户。德雷塞尔银行在不知不觉中抓住了一张关键性的王牌，他们开始研究一种高利风险债券，当时还没有任何人对此感兴趣。高利风险债券是公司发行的一种债券。一般来讲，借款人的名气都不太好——净是些濒临破产的工业公司。

### 五、崭露头角

1984年当弗瑞德·约瑟夫刚进德雷塞尔银行的时候，该银行在同业21家大投资银行中排在最末一位，纯粹是古老的伯哈姆和古老的德雷塞尔银行平庸无奇的大杂烩。约瑟夫认为：“我们要想使银行的排名往前靠，必须开发一种特殊业务，掌握一门专业知识。我们应该确定一个业务领域，一个能使自己大有可为的用武之地。”

弗瑞德·约瑟夫是波士顿一位出租司机的儿子。他自哈佛商学院毕业后，进了希尔松银行。在跳槽进入德雷塞尔银行时，他雄心勃勃，决心大力开拓企业金融资助部门的业务，他设想在15年内使自己的银行成为可同重要的金人银行分庭抗礼的强者。

弗瑞德·约瑟夫认为,银行工作重点可以放在为一个特定地区特定的工业部门提供金融资助上面,掌握某些业务的专有知识并就某些领域进行深入超前的研究。当时德雷塞尔金融研究和重点放在投资基金管理机构方面,主要和那些大企业一起搞原料买卖,而忽视了一批小企业客户。自弗瑞德·约瑟夫加盟后银行开始为小型企业改革服务,为若干小企业发行了股票。约瑟夫指出,为了将来更大发展打好基础,选准这批小企业非常重要。

德雷塞尔银行第二方面的突破是:为这一类企业发行高利风险债券。当时被称为“六家银行俱乐部”的华尔街第一流“贵族”投资银行几乎垄断了所有“高贵的”债券发行业务,只有它们才能为675家具有清白历史和良好经营的大企业发行债券。德雷塞尔银行被排斥在外,根本没有发行债券的权利。此外,未经借款资格审查机构同意的无数小企业和某些经营不善的重要企业集团也统统不能涉足借贷一类的资金。针对这一情况,弗瑞德·约瑟夫认为:“我们深信可以做得比借款资格审查机构更好”。

实际工作中,迈克·米尔肯极力说服投资者购进某些大企业或虽名不见经传但有发展前途的小企业发行的高利风险债券,宣传高利风险债券至少具有与“高贵”债券相同的优惠。因为迈克发现,一方面,高利风险债券利率方面的不足并不令人惊慌,一个企业只要有稳定的收入,加上正常的订单就足以成为可被接受的债务人,而不在乎它的雇员人数多少,另一方面,高利风险债券15%左右的高利率足以弥补这类债券带来的风险。若干年以后,迈克这不同寻常、不落俗套的分析竟打乱了整个美国的经济秩序。

## 六、一支新秀

当时,高利风险债券市场还处于萌芽状态,但德雷塞尔银行却已经当成了一件大事来抓。迈克·米尔肯和12个来自费城及纽约的同事们对它进行了认真的研究。此外,莱赫曼兄弟银行也在不知不觉中把德雷塞尔银行推上了研究高利风险债券市场权威的宝座。1977年,莱赫曼银行负责替经营不善的泛美航空公司等发行了第一批高利风险债券,并将债券推销给了传统的客户。这部分客户嫌高利债券名声不佳,长期握在手中恐有风险,便忙不迭地将其出手,卖给了唯一愿意接收的迈克·米尔肯,迈克·米尔肯吃进后又轻而易举地转卖出去。

干了几次以后,米尔肯和约瑟夫渐渐受到启发:既然可以代销莱赫曼银行的债券,为什么不能销售我们自己的债券呢?从这时起,他们便怀着坚定不移的信念,毫不气馁地一次次说服他们的客户——投资基金管理机构,宣传采用高利风险债券进行投资的好处。他们就这样一步一步地培植起一个真正的市场,并留有充足的流动资金以供购买者能顺利地进行高利风险债券的交换。通过这些措施,德雷塞尔银行变成了为美国工业的“新星”大规模发行债券的第一家银行。高利风险债券概念不再局限于“经营不善的”企业。

表面上看来这一新做法无足轻重,但实际上却开拓了富有生机勃勃的新局面:如果资本在2.5亿美元以上的公司也发行债券,那未可以说97%以上的美国公司都加入了发行高利风险债券的行列。1977年,高利风险债券发行成风,刚开始莱赫曼银行名列榜首。但是到了1978年德雷塞尔银行就取而代之,坐了第一把交椅,并且自此以后从不间断地保持着独占鳌头的地位。随着企业客户的不断增多,德雷塞尔债券的发行也变得越来越重要。

在弗瑞德眼里,投资银行的王牌是员工良好的素质。从1975年起弗瑞德着重招收“工作踏实,有开拓精神”的年轻人。1976年才只有30来个从事企业金融资助和商业管理的专业人

员,1978年就变成了40来个,到1982年已经超过80个。

### 七、新的尝试

弗瑞德·约瑟夫现在是德雷塞尔银行的总经理。由于迈克·米尔肯直到1987年8月以前还一直拒绝和记者会面,所以始终是弗瑞德代表他发表意见,保护他并为他辩护。

弗瑞德·约瑟夫是华尔街的大红人。在美国所有金融杂志上都可看到他的照片。

弗瑞德喜爱打猎,但又否认生性好动。弗瑞德说,他喜欢静静地呆在一个地方,接连几个小时观赏大自然的风光。生活中弗瑞德喜欢猎豹子。这一想法后来改变了小公司的命运,打破了美国工业界大老板生活的平静。这一想法开创了“核金融”的新纪元,把大老板们吓得魂飞魄散。他的新想法就是:为什么不用高利风险债券从财务上来资助收购呢?

1982年,德雷塞尔银行开始通过高利风险债券形式采用较大比例的贷款来吞并整个的企业,具体办法就是:一部分用现金支付,另一部分为银行贷款。位于两者中间部分则为中介融资。从传统的角度看,这一部分通常由资金雄厚的保险公司手中的不可转让的债券组成。这类债券既不可转让也不能变成现金用来周转。

德雷塞尔银行却发明了一种高利风险债券的中介融资。首创者发行一种可在真正的公共市场上自由交换的、有公开牌价的高利风险债券。他们可以用很少一部分自有资金和大部分贷款买下看中的企业。由于认购者人数众多,也很分散,所以不可能对借款人任意发号施令。

这种高利风险的债务变成了一种金融杠杆。其代价并不昂贵,但非常有力。所以后来变成了一种时髦。现在,大部分企业都通过发行高利风险债券方式提供资金,然后通过被吞并公司的现金往来进行偿还。

### 八、惊人的想法

1983年,德雷塞尔银行极力开拓收购业务,与前一年相比,仅佣金一项即增长了50%。然而,弗瑞德·约瑟夫并不感到满足,收购业务的收益却占了30%至40%。1983年底,他决定举办一个研讨会,重点讨论收购问题。德雷塞尔银行与会者花整整两天时间,讨论如何发挥德雷塞尔银行在提供资金方面的优势,帮助开拓收购部门的业务。哪一种类型提供资金难度最大?经过研讨结论是敌对性的收购。因为这种收购,收购者只掌握一些公开的资料,企业领导根本不提供任何情报。收购者对能否成功心中无底,所以也不知道究竟需不需要贷款。

此外,收购者甚至连确切需要多少钱都不清楚,很可能被别人赚了大头。加之金融家对潜在的投资者不便轻易摸底(一般来讲,如果消息走漏,股票就会上涨进而危及整个交易的成败),所以在研讨会会场,约瑟夫表示:“我们已经得出了这件事可能成功的结论。”

这一天,在贝弗利山庄,德雷塞尔银行12位年轻的少壮派终于发明了威力最大的现代金融武器,这一武器引起了轰动。在此以前,他们从未想到金融杠杆可以致别人于死地,也从未有过刮起一场交易龙卷风的奢想。

使用高利风险债券对收购者提供资金,银行家并不按照借款拥有资金的多少来放款,而主要看攻击企业拥有多少资产。从此以后,皮根斯和艾卡恩就可能对美国工业界的大家伙们下手,小金鱼就有办法反过来吞掉大鲸鱼。他们甚至可以毫不费力地每年吃掉一个大企业。

虽然如此,据《华尔街日报》报道,当时还没有一个人相信这种做法能够奏效。实际上,到1983年底,这一金融的革命尚处于萌芽状态,只是在纽约和贝弗利山庄几个年轻的少壮派头脑中来回转悠。又经过一年以后,德雷塞尔银行及其袭击者朋友们才真正地打扰起美国大亨们的美梦。

## 九、初试锋芒

1984年12月,皮根斯筹划了一场收购。这场收购后来使他名声大振……他的梅萨公司在墨西哥湾这个无底洞里投进了大把大把的现金,一时间搞得资金枯竭,连正常的经营都维持不下去。因此,要么他发动一场新的标购,要么就是全军覆没,彻底破产。皮根斯思前想后,索性一不做二不休,瞄准了一家公司,比梅萨规模大20倍的大公司。他做好了向禁区冲击的一切准备,突然袭击“石油七姐妹”之一的海湾石油公司。在一个投资集团配合下,他积聚了“靶子”企业13%左右的股票。但为了发动敌对性的标购,他还需寻求其他补充资金。可是他的开户银行莱赫曼兄弟银行却无意陷得过深。

不过,当时和皮根斯合伙的一些投资者已经成了德雷塞尔银行的客户。看到梅萨公司的计算资料,德雷塞尔银行的少壮派意识到经受第一次考验的时机已经成熟。这次将是对他们借助高利风险债券发起进攻的理论付诸实践的考核。德雷塞尔银行下定决心坚决站在皮根斯一边,准备用高利风险债券这一新式武器来支持他。为了收购成功,皮根斯的梅萨公司先要发行一批高利风险债券,通过德雷塞尔银行的途径事先置于投资者手中。皮根斯再拿这部分钱来买下海湾公司的股票。然后以非常便宜的价格从华尔街交易所买下海湾本身极其丰富的石油储量来偿还所欠的债务。

那么,为了梅萨公司的利益,德雷塞尔银行能否成功地轧出这批债券呢?这是考验他们很久以来策划的战略设想在实践中能否行得通的关键。按照预算,必须保证向皮根斯提供17亿美元的资金,也就是说要发行高达17亿美元的高利风险债券,当然,不见兔子不撒鹰,在未摸清收购能否成功的前提下,决不能把这笔巨款放下去。于是在绝对保密的情况下,德雷塞尔年轻的银行家迈克·米尔肯开始试探其投资客户网络意向,询问他们在向海湾公司发动收购情况下,是否对购买梅萨公司可能发行的高利风险债券一事感兴趣。在得到客户的肯定答复后,德雷塞尔银行又采取了吸引这些可能购买高利风险债券的投资者,并使之不变卦、不翻悔的措施,即投资者在承诺购买债券的条件下,收到了一笔保证金,如果最终皮根斯没有发行这批债券,保证金即归投资者所有。这套灵活的机制将敌对性收购中那些变化不定因素粘合在一起。

但是,在迈克·米尔肯收到客户的保证函件之前,消息已经泄漏了出去。海湾公司在交易所的股票牌价当即直线上升。皮根斯不得不放弃了他的进攻计划。不过,经过这次试验,德雷塞尔银行变得乐观起来。德雷塞尔的银行家弗瑞德·约瑟夫说:“市场的变化表明我们获得了成功。”数月之后,在对迪斯尼乐园发动的袭击中,迈克·米尔肯在实践中证实了他有能力为索让·斯坦伯格提供7亿美元资金。那次,高利风险债券最终也没有发行。迪斯尼乐园不惜重金买下斯坦伯格手中的股票,避免了这场收购。

### 十、信心十足

通过几次实践德雷塞尔银行对进一步简化程序已有了相当信心。它可以以书面的形式保证自己有“100%的信心和能力”为收购提供必要的资金。有可能购进高利风险债券的买家不需再递交正式的保证信函。1985年初,当卡尔·艾卡恩向菲利浦石油公司发动收购时候,银行第一次出具了这类信件。当时,在法庭上还引起过一场司法方面的辩论。菲利浦公司的辩护律师声称光凭如此单薄的金融资助许诺根本不能发动收购,但在法庭听众席上传出了迈克·米尔肯掷地有声的对袭击者的坚决支持,保证说到做到。

虽然这一回菲利浦石油公司再次成功地渡过了难关,德雷塞尔银行也没有真正动用有关资金。但它终于已经掌握了这种办法,可以在数天之内为任何人筹集10亿、20亿、30亿甚至100亿美元。自此之后,迈克·米尔肯及其班了变成子华尔街最可怖的雇佣军。从此,德雷塞尔银行开给客户信中的几个简单单词“100%的信心”对“靶子”企业就如同一道催命符,而对各式各样的风险套利商和投机者就是开始吃进股票的绿灯;“靶子”企业在交易所的股票牌价也就马上飞涨。华尔街完全听任这些魔术大师的操纵指挥。

对迈克·米尔肯来讲,他已经开创了一个“新的金融宇宙”,国界对他失去任何意义。由于有了高利风险债券,这就如同银行可以“印制自己的钞票”。德雷塞尔银行终于找到了寻求多年的用武之地。银行变成了最大胆的袭击者的享有优先权的金融靠山。据此,那些对泛美航空公司等公司发动敌对收购的设想变成了真正的可能。

翻看银行的客户名册如同查阅袭击者名人大全一样。从皮根斯到戈德史密斯,从山姆·海门到伊尔文·雅各布,从索尔·斯坦伯格到卡尔·艾卡恩。德雷塞尔银行通过这一法宝赚进大把大把的美元,使华尔街最厉害的投资银行相形见绌、垂涎欲滴。高利风险债券很快变成了激烈争夺的对象。美林证券公司、波士顿第一银行等马上发起反击,毫不犹豫地率先抛出合乎法律手续的、面值几十亿美元的支票以替代德雷塞尔那种“100%信心”的保证函,然后回过头来再发行高利风险债券为这些支票提供资金。通过这种竞赛,它们配合袭击者可以对任何最大胆交易提供财务资助,与此同时,也赚进了数额极可观的佣金。

### 十一、天方夜谭故事

在美国大公司老板看来,米尔肯和约瑟夫都是十恶不赦的流氓和不开化的野蛮人,他们敢于冲破向“庞然大物”开火的禁区,虽然赢得了“杀手”的美称,但对公司也开始产生了一些副作用。

自从1986年11月以来,德雷塞尔银行的头头为了提请人们注意几件在收购热宣传浪潮中早已被人遗忘的事实而整天忙得不亦乐乎,累得精疲力尽。一方面,约瑟夫辩解道,高利风险债券业务只是附带地与敌对性收购连到一起。报纸杂志成天披露收购方面的新闻,但是自从1984年该行发行高利风险债券以来,用来为收购提供的资金只占其营业总额的20%,其中资助敌对性的收购只占6%。此外,在为非友好收购提供资金的总数中,只有10%的业务是德雷塞尔银行做的。其他的高利风险债券发行单位也占10%,而商业银行做的业务却占到了60%,商业银行不爱声张,但在具体业务中却异常积极。另一方面,约瑟夫指出,德雷塞尔银行

的经营范围非常广泛。国库券交易方面,它排名第4位;抵押证券方面,它排名第3位;原料市场业务方面,它事实上占据首位。除上述业务,它还通过引人注目的宣传广告运动,努力扩大那些个体客户的银行业务。

根据统计,在德雷塞尔银行的1万名雇员中,约有100来位专职人员控制着高利风险债券市场。他们赚取的利润目前占到总利润的20%以上。这一市场本身现有的规模约有1300亿美元左右。1986年银行并购部实现的营业额为1985年的两倍半多一点。1986年获得净利5.355亿美元,而1985年只有3.042亿美元。1986年德雷塞尔银行首次在华尔街赢利最多的企业中名列榜首,超过了苏罗门兄弟银行、美林证券公司等规模最大的银行。自高利风险债券配合收购发明以来,如此馋人的实绩使得银行间的竞争变得更加激烈。妒火中烧的同行们纷纷将鼻子凑近“收购”这块美味的“奶酪”。

实际上,借助高利风险债券发动的收购袭击就像一种真正的赌具老虎机一样。比如说,一项收购计划需用资金20亿美元的话,德雷塞尔银行能够收到各种名目的手续费、佣金等至少达9500万美元。开始时,要收取100万至200万美元的咨询费。然后,还有一笔承担出资义务的佣金约1100万美元(这笔佣金是与答应购进债券的买家分享)。如果行动受挫,那么银行得到的好处就此为止。但是如果收购成功,高利风险债券确实发行的话,那么银行雁过拔毛,能够放进腰包的钱可以达到6000万美元,约为放款总额的4%。然后德雷塞尔银行用这些债券开展有钱可赚的经纪业活动,最后还可收取一些与出售“靶子”企业资产有关的佣金。这些资产通常售给德雷塞尔银行的其他客户。

## 十二、突飞猛进

刚开始的时候,迈克几乎垄断了大部分的高利风险债券业务。其他任何人都不能像他那样有效地进行证券买卖。因为只有他一个人清楚债券在何处,哪位投资者对什么东西感兴趣。他是能够对高利风险券发盘的唯一掮客。这一资格又反过来巩固了他在发行新债券时的支配地位。

就这样,德雷塞尔银行在10年中发展并完善了对那些想发行高利风险债券的小企业的资格审查办法,掌握了这项无与伦比的专业。许多行动,只要它认为搞不成,就拒绝为之提供资助,而这些遭到拒绝的客户往往就转向其他竞争银行求助,这些竞争银行有时也会接受,但客户通常是以失败告终。在绝望中那些被沉重的高利风险债务压得喘不过气的小企业又向米尔肯求援。鉴于德雷塞尔银行是市场能提供全套“售后服务”的唯一银行,他们会设法对“垂死企业”的债务重新组织和调整,即将老债券换成对借款人来讲条件更加灵活的新债券。一般情况下,高利债券的认购者都会立即接受这一尽量减少损失的安排。因为少收一些总比一旦债务人破产,一个子儿捞不回要强得多。

这种急救业务本身也是非常赚钱的买卖。由于高利风险债券这项肥缺,德雷塞尔银行的赢利突飞猛进:1980年底收入为5亿美元多一点,1986年底达到了50多亿美元。在这段相同的时间里,银行的资本从不到2亿美元一下子膨胀到了12亿多美元。

### 十三、自成体系

因为运用高利风险债券发动收购并不仅仅是一种为攻击提供资金的精明灵巧的新技术，所以迈克·米尔肯建立了一个真正的体系：一个既是客户又是朋友的网络。通过各种交叉的金融行动，他们组成了内部关系错综复杂的小团体，而米尔肯则是常务协调人。迈克并不是一位单纯的银行家，他一人身兼数职：既是天才的交易员、卖家、分析家，又是交易设计者、企业家的投资者。

为了实现“你中有我，我中有你”，德雷塞尔银行拿出一部分资金在为其客户筹划的行动中进行投资。为了这个目的，它与部分客户一道，其中包括加拿大的巴斯家族和他们以前的老伙计理查德，共同设立了一笔特别投资基金。日常业务中，他们总是向袭击者客户要求分享“靶子”企业的一部分股票，有时也要求在董事会分得一个席位。

此外，对于发行高利风险债券的客户，不管他们是否发动收购，银行始终友好地为他们提供方便。比如，放的款要比实际需要数多一些。客户再用剩余部分购买别家的高利风险债券。另一方面，德雷塞尔银行还鼓励不要拒绝为其他客户的收购行动提供资金。简而言之，米尔肯圈子里的任何人都被错综复杂的联系所束缚。从某种意义上讲，客户之间都有相互依存的关系。

迈克通过培植这个金融小集团更新了收购的观念。德雷塞尔银行与这个小集团相辅相成，也与这个金融小集团一起赚取大量的利润。在德雷塞尔的对手眼中，米尔肯体系犹如一条金融锁链，因为它们总在不断地加长，所以尚能维系，但是一旦行情变化，碰上风暴雨雪就会马上瓦解崩溃。

### 十四、双重身份

纳尔逊·波尔兹，三角集团的董事长兼总经理，是米尔肯一手扶植培育起来的，经得起风雨，好胜心极强。他认为三角集团没有高利风险债券，就不会有今天事业的成功。波尔兹对迈克和德雷塞尔银行充满了感激之情。对纳尔逊·波尔兹来讲，“纯粹为了赚钱受美元左右的袭击时代已经结束。因为这样做并不能产生真正的经济效益。”他认为，追求的目标应是成为“一种新型企业家”，只有真正想拥有一家公司，才通过发动收购来得到它。他绝不需要艾卡恩或皮根斯心目中的那类公司。世界之大，五花八门，人各有所好，各取所需。波尔兹和他的朋友兼伙伴彼得一起，在不到3年的时间里创建了世界第一的罐头包装集团。

这家集团具有与众不同的三个标志：吞并性极强，通过高利风险债券解决资金问题，负债率高。它有一个特点：发动收购的主要出发点是工业生产方面的，偿还债务的办法是增加生产，而不是割卖靶子企业。它把提供资金的现代化与发展工业生产的传统观点非常吸引人地结合了起来。波尔兹的战略目标是“让三角集团的3个公司，在日益增长的市场中成为世界上最强者。”也就是说产品的生产成本最低。三角集团主要的产品是：铝盒、铜丝、电缆、瓶子、自动电唱机的零部件。3年以前，集团还是一个名不见经传的小公司，今天它却幸运地以一年40亿美元的营业额跻身美国250家大企业的行列。

三角集团是德雷塞尔银行典型的令人满意的客户。4年前，当纳尔逊·波尔兹买下三角集

团时,公司不只亏损,而且还欠下3500万美元的债务。他说:“好几家的银行劝我立即将铜丝和电缆部分卖掉以清偿债务。但是我拒绝了。”这时,波尔兹请迈克·米尔肯为他在市场上发行了高利风险债券。于是,波尔兹不但还清了欠银行的债务而且在1984年就开始获取大量的利润,并给弗吉尼亚西部偏僻地区提供了1200个就业机会。

随你怎么说,三角集团的领导人总归还是企业家。所以,他们不能不卖掉部分资产。必要的时候,也不能不解雇工人,按照分工,波尔兹主管财务和方针、政策,经理梅依负责处理日常事务。

在实践中,波尔兹和梅依并没有畏首畏尾,前怕狼后怕虎。1985年3月,他们以4.21亿美元的代价吞并了国家罐头公司。集团的规模发生了实质性的变化。这一着棋和迈克·米尔肯最擅长的一类业务——属于银行内部两位客户之间的证券交换极其相似。当时,国家罐头公司还牵制着另外一家公司——维克多·波斯奈。它是德雷塞尔银行的老客户。银行占有该公司38%的资本。为了协助波尔兹和梅依发动收购,银行施展绝技为他们提供了财务资助。并吞了国家罐头公司之后,三角集团为了仅仅5000万美元资金而欠下8亿美元的债务。很正常地,这样一个比率关系将三角集团径直引向了漩涡之中,它在华尔街的行情也屡屡下跌。

然而,经过投资和合理布局之后,国家罐头公司东山再起,迅速复兴。波斯奈公司减少了损失。德雷塞尔银行也获益匪浅并控制了三角集团16%的股票权。而波尔兹和梅依则拥有了一个足迹遍布20个国家的集团,这是神话呢还是运气?真有点说不清。还是波尔兹说得好:只要领导得力和设法多挣现金解决偿付问题,那么金融杠杆可使企业变得更加出色,竞争力更强。现在三角集团已将高利风险债券换成了利率较低的银行贷款。

纳尔逊·波尔兹和梅依两人拥有三角公司一半以上的资本。这使弗瑞德·约瑟夫的理论大放异彩。“美国最大的300家企业领导人都只拥有本公司1%不到的股票。而我们银行的客户情况却不同,比例达到26%。业主兼老板要比非业主老板工作效率高。”

## 十五、互相帮助

迈克·米尔肯帮助20来个纳尔逊·波尔兹白手起家,建功立业。杰弗里·斯坦纳又是一个例子。他是波尔兹和卡尔·艾卡恩的好友和搭档。斯坦纳原籍奥地利,1985年以友好协商的方式买下了生产航空零件和轮胎的巴纳工业公司,并刚刚结束了一场对莱克斯诺特公司的袭击。莱克斯诺特公司生产机械部件,规模比巴纳公司大6倍。杰弗里·斯坦纳说:“要是没有德雷塞尔银行协助,我是不会这样做的。”

哈罗德·西蒙也是一位。他是得克萨斯东部一位教书匠的儿子。1961年他辞去一家商业银行中层职位,创建了自己的家业:达拉斯的一家杂货铺。现在他已经发展到了由100家商店组成的连锁商店。1967年西蒙发起了第一次敌对性的收购,他与德雷塞尔紧密合作,配合默契,真是天生的一对。最近的3年里,银行为西蒙的4项行动大开绿灯,放款10亿美元,由此收入佣金910万美元,在被称为得克萨斯收购杀手的苏格公司拥有股票选择权,并在董事会享有一个席位。

波尔兹、斯坦纳和西蒙在结识德雷塞尔银行之前都已经是大胆的企业主和袭击者。但是银行使他们的规模扩大得以变为现实。德雷塞尔银行的死对头喜欢称他们为傀儡和没有主见的人。实际上,他们并不是高利风险债券主人的木偶,大部分情况下,他们都是自己选定和分

析自己的靶子。有时对德雷塞尔银行牵头发行的高利风险债券也拒绝承担认购义务。不过毫无疑问,他们都是迈克的朋友;“米尔肯行星”的卫星,对德雷塞尔这个大家族感激涕零的企业家。

### 十六、不肯炫耀的人

第一批对米尔肯的采访记录发表在1987年7月份和9月份《福布斯》杂志和《曼哈顿》杂志上。在此以前,除了向金融新闻界提供过几幅照片以外,他从未同意透露过更多的细节,不接受采访,也不让别人发表有关评论。从无记者获准进入并参观这位神童的圣殿——德雷塞尔银行的高利风险债券交易大厅。

迈克非常腼腆。作为一个平常人,米尔肯不愿意抛头露面。为了避开新闻界,他采取了安全保护措施。

迈克不爱出风头,不贪图虚名。他希望能够正常地培养他的孩子们,对他们一点也不娇惯溺爱。德雷塞尔银行的年度报告中也从未出现过迈克·米尔肯的照片。自然而然,与大肆吹捧明星的做法相比,越是严守秘密,保持缄默,其宣传效果反而越佳。“卓越的米尔肯”;“一个人一场革命”;“高利风险债券之王”……记者真不知该找些什么溢美之词才能表达他们介绍这位“现代摩根”的心情。

但是说到底,迈克·米尔肯首先是其伟大杰作的奴隶:高利风险债券市场。他的位置就在经纪大厅。负责高利风险证券市场的工作班子,清晨5点30分就要到达办公室,6点30分准时与纽约同时开张营业。在洛杉矶德雷塞尔银行工作的100来位专门人才——交易员、分析员、营业员都是水平极高的年轻人。有时,银行不惜花极大的代价聘用。弗瑞德·约瑟夫解释说:“为了保持我们的领先地位,我们从其他银行寻找最优秀的人才,然后高价收买聘用。”

在市场营业时间,迈克一概不接待来访客人。他的脑子不能容忍开哪怕几分钟的小差。他常常清晨5点钟就开始安排商务方面的约会。在德雷塞尔的办公楼里,迈克甚至没有一间办公室,他的位置仿佛已经永远固定在那些市场连网电子计算机的后面。人们传说,他缺席一天,银行就要损失3000万美元。

一位熟悉内情的欧洲金融家说:“迈克在大厅里来回踱方步。他欠身按着一位交易员的肩膀指示:‘你可以多吃一些’。当有电话找他的时候,人们就在大厅里高声喊他……他的弟弟维尔也是德雷塞尔银行的职员。不过与他哥哥不同,他有自己的办公室。专长是组织工作。按照保守的估计,迈克每天工作18至20小时,这已经形成习惯。在开往华尔街的郊区列车上,他借助固定在前额的矿灯阅读有关文件。今天他乘坐配有专职司机的奔驰210轿车上班……。”

迈克和他妻子罗莉生活在一起。两人是在大学相识的。孩子们放在他们夫妻俩长大的故乡,在一所历史悠久的学校寄宿。他的生活方式非常简单,极少外出。他拥有“财产的唯一标志”是三四位形影不离的保镖。迈克对安全问题非常关注,他的资产也要求他这样做。在德雷塞尔银行,人们从不谈收入问题。银行1万雇员不管职位高低,平均工资每年为17万美元。这是按照德雷塞尔银行做出的报告指数从宽套算的。迈克是银行第三大股东,他拥有银行4%的股票,加利福尼亚总部的一部分地产,并通过透明度很差的几家控股公司在许多公司参与了股份。这些公司大多是一些公共股票投资基金和其客户吞并的企业。即使不算他的职务

工资和家产,他的个人资产至少达到5亿美元。

迈克唯一的消遣是打网球。在华尔街人们传说:他的教练星期日清晨5点到他的私人球场来授课。迈克一直有规律地与得克萨斯的金融家哈罗德·西蒙打球。

## 十七、风雨欲来

两年以前,在一次与泛美公司的老板李克里斯共进工作早餐时,迈克·米尔肯向他宣布,德雷塞尔银行及其客户控制着泛美公司。李克里斯大惊失色:“怎么?我拥有公司40%的股票。”“不错……但是我控制着泛美公司1亿美元的债券,”米尔肯回答说:“如果你敢拖欠一次付款,我们就吞掉泛美公司。”

这是德雷塞尔银行的惯用手法。它是华尔街最有进攻性的一家银行。以往报道中并不乏这样的例子:客户要求其银行做高利风险债券的共同发行人。但是德雷塞尔的银行家大笔一挥就把别人轻而易举地除了名。很显然这样的做法非常普遍。“当别人邀请你作为共同牵头银行的时候,你只梦想着一件大事,那就是大权独揽,争得唯一的发行权。”当地六大银行之一的一位雇员承认说。

在华尔街,关于德雷塞尔银行的流言,人们可以听到很多。因为它是左右市场的主要权威,舆论注视和评论的重点。

竞争是如此激烈,歪曲宣传亦是战争的一个组成部分。只要看一看德雷塞尔的竞争银行如何利用斯太雷事件的方式,人们就会对此有深刻的认识。

1987年3月,银行并购业务的竞争者抛出了引起当时人们争相传看的杰作:由斯太雷公司炮制的,向法院控告德雷塞尔的诉状。斯太雷公司的律师在一个长达70页的文件中叙述了德雷塞尔如何在没有通知对方的情况下,通过预谋的敲诈勒索和欺骗活动,积聚了斯太雷公司5%以上的股票(德雷塞尔的银行家解释说,正式通知对方从业务的角度来说,有百害而无一利)。根据这一指控,德雷塞尔银行打算对其发动敌对性的收购。

德雷塞尔银行全盘否定了这些指控,并要求斯太雷公司撤回起诉。“在这份诉状中,并没有什么了不起的事情……所有的银行家都是这么干的。你怎么能要求他们在竞争异常激烈的环境中循规蹈矩呢?”一位金融记者证实说。

华尔街的其他“食肉动物”也没有错过这个机会。一些竞争对手不厌其烦地进行策反,鼓动德雷塞尔银行为数众多的客户们跳槽。竞争对手还为他们之中的大多数免费提供至少一份斯太雷公司的诉状复印件。其中有一个客户甚至收到4份复印件:2份装寄自署名的银行,还有2份在未署名的信封里。

1987年最初的几个月内,外界流传各式各样的谣言。有人甚至说,德雷塞尔银行即将宣告破产,银行必须向政府支付高达5亿美元的损害赔偿,其中某些负责人也即将被捕……

很久以来,金融新闻界对德雷塞尔银行和迈克·米尔肯有罪的怀疑越来越强烈。然而一直没有见到对于银行的任何正式指控。银行的某些职员和客户被正式要求出庭作证,但这并不意味着认定他们有罪,而只涉及调查工作中技术方面的要求。

两位银行家,德尼斯·列文和马丁·西格尔,被认定犯了泄露内情的轻罪。在两人被捕时候,他们是德雷塞尔银行的职员。

### 十八、久经考验

德雷塞尔银行只是想成为金融界最活跃的一家银行。这算不上犯了什么大错,德雷塞尔的朋友们为银行辩解。爱德华·艾泼斯坦写道:“德雷塞尔的罪过是政治性的。”

此外,艾泼斯坦丝毫不怀疑调查人员取得的成绩:在这么偏激的气氛中,怎么会找不到德雷塞尔的差错?至少它犯有违反现行有效法律的技术上的小错误。他认为,这些可能性的小错误肯定将会被利用,作为攻击德雷塞尔的炮弹。欲加之罪,何患无辞。他们之所以大肆渲染这些流言,使人老怀着上述悬念,其目的只是为了损害投资银行最珍贵的王牌之一:银行的信用。

即便在这种情况下,上述目标也没有真正达到。经营实绩证明银行的健康状况极好,一直生机勃勃,兴旺发达。尽管高利风险债券市场曾经受到干扰,某些大宗交易付诸东流,但德雷塞尔又重新长齐了丰满的羽毛。仅就高利风险债券而言,1987年第一季度,德雷塞尔占有的市场份额就已超过50%,而1986年只占45%。

不过近年来,高利风险债券市场上的竞争确实比以前更加激烈。其他银行也逐渐明白这一市场大有可为。它能满足小企业的需要,能为其提供需要的资金,而且银行本身也有利可图。

当然应该承认,也有一些明显的反常现象。据管人事的头头反映,德雷塞尔招收新人与以前相比困难要大得多了。除此之外,或许银行希望能做成的某些业务,结果只落得竹篮打水一场空。

### 十九、重振士气

无论怎样,德雷塞尔对诽谤活动还是做出了反应,发起了反击。银行聘用了一些擅长政界交际的咨询顾问和善于摆脱困境的广告专家。1987年4月1日,在洛杉矶“攻击者的舞会”的会议开幕那天,《华尔街日报》和其他日报上都整版整版地充满了高利风险债券这个单词。但“高利风险”却粗暴地被黑线划掉了。“对于支撑着美国95%的贸易,使之得以顺利运转的债券,能否找到一个更合适的名词”,舆论界提出问题。能否将其称之为“增长”债券、“发展”债券、“开创就业”债券呢?……自从1986年秋天以来,德雷塞尔银行为了争得新客户已经展开过若干次宣传攻势,发出了强劲有力的号召。

在银行内部,弗瑞德及其同事必须加强宣传教育,肃清流毒。为此,银行抽出了4名宣传职员专职处理这一“危机”。每天上午召开20分钟的例会,讨论内部和外界的信息以及调查进展,因为德雷塞尔的领导层对政府的调查进展也很不摸底。

为了重振士气,还建立了一套切实可行的机制。在纽约,在德雷塞尔总部以及所有的地方分支机构中,全部会议大厅和许多办公室都配备了电话对讲装置。弗瑞德·约瑟夫和银行其他高级领导人规律地通过这一渠道和职员们进行对话。他们向职员们通报情况并解答有关问题。“人们信任弗瑞德”,银行一位女职员说:“对于他专门抽出时间与职员直接对话,大家都很赞赏。”此外,银行领导也注意为职工组织联欢活动,以实物作奖品的摇彩,银行成立25周年纪念会餐,各种竞赛等,还有最重要的一项——银行保证职工1987年的奖金与1986年的奖金持

平,不会降低。

通过采取以上种种措施和手段,德雷塞尔银行在激烈竞争中,在各种压力下,不但没有垮下去,反而士气大振,事业蓬勃向前发展。

## 第二节 摩根:改变华尔街方向的人

众所周知,华尔街发展成当代世界金融中心,是与摩根家族的成功分不开的。可以说摩根家族的成功,是华尔街成功的契机和缩影。摩根家族创就的“摩根化的经营管理体制”至今仍继续统治和影响华尔街的一切。在摩根家族励精图治,披荆斩棘,不断创造经济奇迹的发展史中,J·P·摩根无疑起了承上启下、继往开来的作用。他不仅是摩根家族,而且是华尔街的基石。他的经营思想与战略,是资本主义经济由幼年迈向壮年的体现和反映。

J·P·摩根,天生聪颖,从父亲那里,他承袭了果断的性格,而他的母亲则给了他火一般的热情和文雅的举止。他是一个富家子弟,但他从不知道什么是温床,有的只是生活的磨炼。他的锐利的目光,审视世界的神态,表明他决非等闲之辈。即使在他极为悲痛时,他那肌肉强健的身体也似乎正显示着火一般的激情与用不完的精力。

他从少年时代就开始游历于北美与欧洲,受过各种良好的教育。17岁求学于德国哥丁根大学,哥丁根大学校园使他感受到世界脉搏的跳动,J·P·摩根为哥丁根而感到骄傲。

使摩根更为自豪的是:俾斯麦20年前曾就读于此,并在那时创立了一个延续至今的“学生团”的组织。出于对俾斯麦的崇拜,摩根成了学生团的积极参与者与支持者。这个组织有一个特殊的项目:拿一根很长的泥烟管吞吐烟雾,浓烈的烟草呛得人鼻涕眼泪横流,辣得嗓子火烧火燎。这是勇敢者的项目。年轻的摩根非常热衷于此。每当有此项目,他便头戴用羽毛做的帽子,身穿皮革背心,腰间系上宽宽的皮带,挎着腰刀,手捧着烟管,无论如何辛辣,他都兴奋地吞吐吸食着浓烈的烟草,他感到此时,他可以征服一切,他能够改变世界。摩根的拼搏精神就是从这里诞生的。

从哥丁根大学毕业后,J·P·摩根来到邓肯商行任职。J·P·摩根特有的素质与生活的磨炼,使他在邓肯商行干得相当出色。但他的过人的胆识与冒险精神,却经常害得总裁邓肯心惊肉跳。

一次,在摩根从巴黎到纽约的商业旅行途中,一个陌生人敲开了他的舱门:“听说,您是专搞商品批发的,是吗?”

“有何贵干?”摩根感觉到对方焦急的心情。

“啊!先生,我有件事有求于您,有一船咖啡需要立刻处理掉。这些咖啡原是一个咖啡商的,现在他破产了,无法偿付我的运费,便把这船咖啡做抵押,可我不懂这方面业务,您是否可以买下这船咖啡,很便宜,只是别人价格的一半。”

“你是很着急吗?”摩根盯住来人。

“是很急,否则这样的咖啡怎么这么便宜。”说着,拿出咖啡的样品。

“我买下。”摩根看了一眼样品答道。

“摩根先生,您太年轻了,谁能保证这一船咖啡的质量都与样品一样呢?”他的同伴见摩根

要轻率买下这船还没亲眼看见质量的咖啡，在一旁提醒道。这位同伴提醒并非不必要，当时，经济市场混乱，坑蒙拐骗之事屡见不鲜。光在买卖咖啡方面，邓肯公司就数次遭暗算。

“我知道了，但这次是不会上当的，我们应该签约，以免这批咖啡落入他人之手”。摩根相信自己，相信自己的眼力。

是的，摩根判断是正确无疑的，而不论成功与否。因为，无论干什么，都必须使自己有敏锐的洞察力和判断力，并确信自己的能力，这样才能最终成功。摩根勇敢地迈出了这一步。

邓肯听到这个消息，不禁吓一身冷汗。

“这混蛋，拿邓肯公司开玩笑吗？”邓肯严厉指责摩根：“去，去，把交易给我退掉，损失你自己赔偿！”邓肯吼道。

面对粗暴的邓肯，摩根像一条被激怒的斗牛：“老子就买下了，而且还要买下其他的咖啡！”

摩根决心一赌。他写信给父亲，请示父亲助他一臂之力。在望子成龙的父亲默许下，摩根还了邓肯公司的咖啡款，并在那个请求摩根买下咖啡的人的介绍下，又买下了许多船咖啡。最后，摩根胜利了。在摩根买下这批咖啡不久，巴西咖啡遭到霜灾，大幅度减产，咖啡价格上涨二三倍。摩根旗开得胜。这时，邓肯也不得不啧啧赞叹。

### 一、是爱国者还是投机商

与邓肯公司分道扬镳后，在父亲资助下，J·P·摩根在华尔街独开了一家商行。

与众多白手起家的大财阀的发迹史一样，摩根财产的聚敛，首先也是从投机钻营开始的。

在一座破旧建筑物的地下室里，昏暗的气灯发出“磁磁”的声响，把室内照得一片惨白。这里是被叫作煤炭厅的黑市交易所，屋内有两个青年正在酝酿一个重大的投机计划。这两个青年人，虽然不久前才加入到投机行列中，但从他们的谈话中可知道对于投机他俩并非外行。

“让伦敦匹保提和你的商行以共同付款方式，秘密买下500万美元的黄金。一半先汇往伦敦，另一半留下来，只要把汇款消息稍微泄露一下……到那时，我们就把留下来的那一半抛出去！”

“你这个主意跟我不谋而合。现在还有一个良机，那就是我国军队准备进攻查理斯敦港。如果现在黄金价格猛涨，那么这场军事行动就会受到影响，这样就又会反使黄金上涨。”

“这回我们可要大赚一笔了！”

这两个谈话者一个是摩根，另一个是他的同伴克理姆。果然，当摩根与克理姆“秘密”地向伦敦汇款时，这消息走漏了，结果引起华尔街一片恐慌。当然摩根、克理姆坐收渔翁之利。对于金钱的追求，使他们敢于藐视一切，包括国家、法律、民族利益。两个初出茅庐的牛犊，与美国政府、经济巨头开了一个不大不小的玩笑。美国政府不得不对这次经济恐慌的原因，组织人员进行调查。调查结果写道：“导致这次经济恐慌的根源，是一次投机行为。据调查是一个叫摩根的青年人背后操纵的。《纽约时报》为此发表评论：“一个投机商，不惜美国的生存而导演了金价的疯狂暴涨，以林肯总统武器输入计量的代价去换取非法利益。议会应赶快建造断头台，将这些非法者斩首示众。”

刚刚赢得一次投机胜利的摩根，又踌躇满志地盘算着再一次的投机。此时是1862年，美国内战正酣。由于北方军队准备不足，前线的枪支弹药十分缺乏。在摩根眼中，这又是赚钱的好机会。

“到哪才能弄到武器呢？”摩根在宽大的办公室边踱步边沉思着。

“知道吗？皮柏，听说在华盛顿陆军部的枪械库内，有一批报废的老式霍尔步枪。怎么样，买下来吗？大约 5000 支。”

克理姆又为摩根提供生财的消息了。

“当然买！”这是天赐良机。5000 支步枪！这对于北方军队来说是多么诱人的数字，当然使摩根垂涎三尺。枪终于被山区义勇军司令弗莱蒙特少将买走，56050 美元的巨款也汇到了摩根的账下。

“这是比南军更可怕的武器。”由于错买了这些废枪，被以渎职罪免去司令职务的弗莱蒙特少将发出了这样的感叹。同年，北军总司令格兰特向国民揭露道：“一些不法承办商送来的枪支中，有许多是非常危险的……”。这终于激起了爱国舆论对不法商人的一致声讨。但既然政府并没有指名点到摩根的头上，摩根依然我行我素，按照计划干着他认为必要干的事。

“哈哈……我们现在又是爱国者了！”窗明几净的摩根商行的办公室里，摩根开心地笑着，与克理姆侃侃而谈。看得出，此时摩根神态怡然，情绪极佳。

“我向你表示祝贺，你创造了一个经济奇迹。”克理姆向摩根恭维道。

这是怎么一回事呢？原来，联邦政府为了挽救开始恶化的经济和进一步购买武器，必须发行 4 亿元的国债。在当时，数额这么大的国债，一般只有伦敦金融市场才能消化掉，但在南北战争中英国支持南方。这样，这 4 亿元国债便很难在伦敦消化。如果不能发行 4 亿元债券，美国经济就会再一次恶化，不利于北方对南方的军事行动。政府的代表问及摩根，是否有法解决。摩根自信地回答“会有办法的”。对于别人一筹莫展的事，摩根却津津乐道。别人千方百计躲避的困难险阻，对他却有着无穷的诱惑力。他随后毅然决定帮助政府消化其中的 2 亿元国债。摩根对自己的自信并不过分。他的确有着与众不同的谋略手段。一开始他并未急于推销。他首先向美国的报界、新闻界施加影响。他经常主动出席有着众多报业、新闻界人物参加的各种聚会。他向这些人宣讲，阐明自己对美国经济发展趋势，以及战争会产生何种变化的看法。由于他的口才，以及精辟的分析、有条不紊的逻辑推理，使这些舞文弄墨的新闻报业人士也不不得不对他刮目相看。这样，新闻报业界开始越来越多地阐发他的观点。摩根的观点，通过宣传媒介为更多的美国人所认识。另外，对于那些在美国有着巨大影响的报纸，摩根向他们资助重金，使这些报纸最终能有力地、不失时机地配合他的推销活动。现在推销的条件已经具备，摩根开始行动了。摩根从缅因州到弗吉尼亚州，从纽约州到加利福尼亚州进行一系列的火一般的游说演讲。他在美国人民中，努力宣讲爱国主义，激起为民族独立、为正义而战的烈火。在这里他带头为前线捐款，在那里亲自走街串巷大声疾呼，同时辅以新闻界的推波助澜。美国人民被动员起来，各地都开展了不同形式的支持南北战争的运动。当然，购买国债成为表现爱国主义最好的体现，很快，这 2 亿美元的国债在美国本土奇迹般地消化掉。当国债销售一空时，摩根也理所当然名正言顺地从政府手中拿到了一大批酬金。事情到这里还没有完，舆论界对于摩根，开始大肆吹捧。摩根现在成为美国的英雄，白宫也开始向他敞开大门，摩根现在可以以全胜者姿态出现了。正是由于他的成功，联邦经济发展被有力地推动了，北方的军事进程开始加快，摩根也昂首阔步向另一个目标迈进。

## 二、摩根成功的战略

摩根之所以成功，正是因为他有着比别人更胜一筹的谋略。

向困难挑战，是一切成功者的特点。它对于摩根同样是重要的。同时，又由于摩根特有的战略战术，他又赋予挑战以新的涵义与内容。

从投机开始发迹的摩根，现在已聚敛了一大笔财富。此刻，他的精力已从简单的商业投机转移到进行银行投资业的开发上。希望与困难并存，当摩根企望在银行投资业大展宏图时，现实又给他出了一道难题。

1871年，普法战争以法国的失败而告终。法国因此陷入一片混乱。给德国50亿法郎的赔款，恢复崩溃的经济，这一切都需要有巨额资金来融通，法国政府要维持下去，它就必须发行2亿5000万法郎的巨债。

巴黎，一个豪华的别墅中，摩根与为发行国债而来的法国密使的谈判正在进行着。

“关于这5000万美元——2亿5000万法郎债券推销的事，你是否问过罗斯查尔男爵与哈利男爵？”

罗斯查尔男爵、哈利男爵分别是法、英两国的银行巨头。密使苦笑着摇摇头：“他们不肯答应。”

摩根早已预料会是这样的。这么大的一批国债发行，在当时，买国债仍只是有产者的专利的年代中，是哪家大银行都不能独立完成的。何况，现在法国政局如此不稳，巴黎公众又闹得如此凶，谁也保证不了梯也尔政府到底能维持多久，如此说来，这批国债的发行充满危险。但直觉敏锐的摩根感到，在当前这些年代，政治经济的动荡是会时时发生的，各国政府要想不垮台，就要发行款额巨大的国债。所以，以后这项业务将成为投资银行证券交易的重头戏，谁能掌握这项业务，谁将在未来金融界称雄。“那么就从现在开始吧！”摩根决定承揽推销这批国债的重任。但是如何办好这件事呢？

能不能把华尔街各行其是的所有大银行联合起来，形成一个规模宏大、资财雄厚的国债承销组织——“辛迪加”，这样就把需由一个金融机构承担的风险分摊到众多的金融组织头上，这5千万美元，无论在数额上，还是所冒的风险上都是可以消化的。当他把这种想法告诉亲密的伙伴克理姆时，克理姆大吃一惊，连忙惊呼：“我的上帝，你不是要对华尔街的游戏规则与传统进行挑战吧？”

克理姆说的一点也不错，摩根的这套想法从根本上开始背离了华尔街的规则与传统。不，应该是对当时伦敦金融中心和世界所有的交易所投资银行的传统的背离与挑战。当时的规则与传统是：谁有机会，谁独吞；自己吞不下去的，也不让别人染指。各金融机构之间，信息阻隔，相互猜忌，互相敌视。即使迫于形势联合起来，为了自己最大获利，这种联合也像春天的天气，说变就变。各投资商都是见钱眼开的，为一己私利不择手段，不顾信誉，尔虞我诈。整个金融界闹得人人自危，提心吊胆，各国经济乌烟瘴气。当时人们称这种经营叫海盗式经营，而摩根的想法正是针对这一弊端的。各个金融机构队伍组织起来，成为一个信息相互沟通、相互协调的稳定整体。对内，经营利益均沾；对外，以强大的财力为后盾，建立可靠的信誉。其实摩根又何尝不知这些呢？但他仍坚持要克理姆把消息透漏出去。摩根凭借着自己的胆略和远见卓识看到：一场暴风雨是不可避免的，但事情不会像克理姆想象得那样糟，机会是会来的。

如摩根所预料的那样,消息一传出立刻如在平静的水面投下一颗重磅炸弹,引起一场轩然大波。“他太胆大包天了!”金融界的疯子。’摩根一下子被舆论的激流卷入这场争论的旋涡中心,成为众目所视的焦点人物。摩根并没有为这阵势吓倒,反而越来越镇定,因为他已想到这正是他所预期的,机会女神正向他走来。在摩根周围反对派与拥护者开始聚集,他们之间争得面红耳赤。而摩根却缄口不言,静待机会的成熟。《伦敦经济报》猛烈抨击道:“法国政府的国家公债由匹保提的接班人——发迹于美国的投资家承购。为了消化这些国债并想出了所谓联合募购的方法,承购者声称此种方式能将以往集中于某家大投资者个人的风险,透过参与联合募购的多数投资金融而分散给一般大众。乍看之下,危险性似乎因分散而减低,但若一旦发生经济恐慌,引起的不良反应将犹如排山倒海般快速扩张,反而增加了投资的危险性。”而摩根的拥护者大声呼吁:“旧的金融规则,只能助长经济投机,这将非常有害于国民经济的发展,我们需要信誉。投资是靠光明正大获取利润,而不是靠坑蒙拐骗。”随着争论的逐步加深,华尔街的投资业也开始受到这一争论的影响,每个人都认为华尔街前途未卜,都不敢轻举妄动。“舆论真是一个奇妙的东西,每个人都会在你的脚下动摇。”软弱者在舆论面前,会对自己产生疑问。而只有强者才是舆论的主人,舆论是强者的声音。”在人人都感到华尔街前途未卜,在人人都感到华尔街不再需要喧闹时,华尔街的人们开始退却。“现在华尔街需要的是安静,不要论什么规则。”这时,人们把平息这场争论的希望寄托于摩根,也就是此时,人们不知不觉地把华尔街的指挥棒给了摩根。摩根再次受到机会女神青睐。

舆论是人们相互影响相互作用的产物,任何人都躲避不了舆论的影响。利用舆论达到自己的战略目的,是摩根此次成功的关键。摩根说得好:“只有强者才能控制舆论。”摩根对于舆论的利用,不仅说明他对舆论有独具慧眼的认识和娴熟的战术技巧,更反映了无论是他的战略思想,还是敏锐的洞察力决断力,都是超乎寻常的。他能在山雨欲来风满楼的情形下表现得泰然自若,最后取得胜利。这一切都表明,他的胜利是一个强者的胜利,而不仅仅是利用舆论的胜利。

善于用人,是企业经营成败的又一关键。这似乎是老生长谈了,但真正追究一下,每个成功者用人之道又是仁者见仁,智者见智。那么摩根用人之道是什么呢?“今天就要预测到明天需要什么方面的人才”,这是摩根用人之道。

桑缪尔·史宾塞,曾在乔治亚大学攻读工程学。在当时,学习工程学是很稀罕的。19世纪末20世纪初,资本主义经营仍基本属于粗放经营。厂商、银行家们对科学知识、管理之道不是非常重视的。学习工程学的人,只是在一些生产规模较大、工艺生产设计流程复杂的部门才能找到就业门路。工商界高层次管理人员中很少有攻读工程学的。这样,大多数自命不凡的人都热衷于很早就从商,以便有一天能大捞一笔,自立门户。学习工程学的人,在当时人的心目中是缺乏天赋和魄力的。但摩根对于史宾塞却大加提拔使用。摩根之所以这样做是感到:投机既可使人迅速聚敛财富,又可使人输个精光,产业才是一切财富的基础。在摩根刚步入华尔街时,就开始打算通过投资银行控制产业界了。而史宾塞正是可以承担起这个任务的入选。他通晓工程学,同时在金融投资方面也工作得十分出色。正因为如此,他被摩根视为心腹。在日后摩根对铁路的吞并中,史宾塞协助摩根把一个个濒临倒闭的铁路公司收购下来,并重新进行了整顿,使它们又充满活力。

摩根的另一个得力助手是查理士·柯士达。他一直是摩根商行的职员。他被重用,并非他有着比别人优越的天赋资质或高超的经营谋略,而是因为谨慎、勤勉与对人的忠诚。通常他早

上6点左右就出门上班,一直工作到深夜,有时甚至还将更多的工作带回家做。虽然在一些有着远大抱负的人的眼中,他缺乏追求与魄力,但摩根却十分敬重他。在摩根看来,一个人的信誉便是他的一切。的确,摩根没有认错人,当摩根发出使铁路摩根化时,他便开始不分昼夜地奔波于各个铁路公司之间。摩根要对哪个铁路公司进行整顿,他便一定会花上一个月左右的时间调查这条铁路。他不仅乘火车观察,甚至走下月台,静坐在急驰而来的列车旁,详细察看枕木与铁路状况。

摩根非常器重这两位心腹,把他们当成自己的双手,加以灵活使用。他俩的参与,成为铁路摩根化成功的关键。

### 三、他改变了华尔街的方向

辛迪加成立了,法国国债消化了,下一步将把华尔街带向何方呢?J·P·摩根陷入深深的沉思中。这时传来了一个震惊华尔街的消息:杰伊·科克破产了。杰伊·科克是当时美国最有影响的金融投资家。他在商业投机中也曾无数次创造出一个个奇迹。他是白宫的常客,是政府与金融界打交道的中间人。因此,无论是政府还是华尔街都对他十分敬重。他掌握有当时最雄厚的资金和强大的宣传媒介。在当时人们的眼中,他是华尔街的领袖,他就是信誉。他发出的各种债券,人们都争先购买。

当时,科克打算投资北太平洋铁路,于是发行了1.6亿美元债券。为了攫取最大利润,他开动了归属于他的所有宣传媒介。但终因投机数额太大,无法收回对铁路的过剩投资而破产。他的破产,在华尔街引发了一场经济恐慌,相继又有40多家公司倒闭。

一个智者的高明之处就在于能及时地从别人的失败中吸取教训,摩根就是这样一个智者。从科克的倒闭中,摩根看到旧的华尔街投资的弊端:此时的华尔街金融界的投资,与其说是投资于产业部门,不如说是投机于产业部门。他们的投资并非意在促进产业部门的发展,而首先是利用投资并通过宣传,扩大影响以多多发行巨额股票,从中获利。科克的惨败清楚地反映了这点。一代华尔街巨子就这样殒落了。一个记者问摩根:“科克的殒落,您是否认为这意味着世代交替?”J·P·摩根默然颌首,他笑了。是的,一个新华尔街发展的蓝图,已成竹在胸。“今后的金融投资家,首先应重视投资对于产业界的促进,以后金融家的财源应是进行投资的产业界,而不是投资本身。谁占领未来美国的支柱产业,谁才真正成为金融霸主”;“今后美国支柱产业是什么呢?”“铁路、钢铁、石油”。“利用银行辛迪加再组织一个铁路、钢铁的辛迪加,然后再把两个辛迪加组织成一个更为强大的大联合体——托拉斯”。摩根一连串地产生了这样的购想。正当摩根为新的计划踌躇满志之时,老天赐予了他一个良机。

由于过去华尔街投资商们,投资于产业界只是为了投机获利,并不考虑产业界经济发展前景和经济效益,所以,许多产业的经济状况不佳。其中,尤以华尔街投资最多的铁路更明显暴露出这种投资的弊病。这时,美国铁路已覆盖了重要的经济地区,但这些铁路为不同的铁路公司所有。投资商们对这些铁路的投资只是为了投机赚钱,所以铁路总里程很大,但相互不衔接,没有形成一个整体的运输网。同时铁路的重复建设,使各公司为了竞争,都竞相降价,以求生存,结果整个铁路系统奄奄一息。

随着美国第23任总统哈利生的上台,政府颁布了“白银购买法”,以回报支持共和党上台的银矿产业者等团体。于是在美国经济中,劣币驱逐良币的金融悲剧发生了,大量黄金外流,

美国经济陷入了危机。早已喘息微弱的铁路哪里经得起这样的打击,全国大约有 30 多家铁路公司倒闭,破产的公司急于折卖。摩根统合铁路的机遇到了……

在这同时,老天还为摩根提供了另一个统合铁路的有利条件。

在当时,铁路是美国产业界运输体系的支柱,但分散的各段铁路不能胜任这等重任。要想把分散的铁路连接成网,组成一个铁路联合体,仍要向铁路注入大量资金。这样,铁路对于投资银行的依赖程度表现得相当突出。随着生产的发展,企业社会化程度越来越高,各公司的联合与并吞也越加频繁,借贷的资金额也越来越大。这就要求投资银行不仅有雄厚的财产,更要有很高的信誉。过去“海盗式”的经营方式早已被人唾弃。在这种形势下,摩根创立的银行辛迪加成为新时期银行投资业的经营管理的典范。正是由于摩根的远见卓识,使他在金融业一枝独秀,银行业务突飞猛进地增多。并借“海盗式”银行难以维持之机,大举并吞,成为金融业新时代独领风骚者。

众多破产的公司企业面对美国的经济危机,无力自拔,现在都寄希望于摩根,希望他收购他们公司。

“万事齐备,又借东风”,摩根向铁路业宣战了。他这次采取“高价买下一切”的战略,以便能迅速整合美国铁路。无论是西海岸被称为能吞金 7000 万的“西部铁路”,还是那些早已陈旧不符合当时要求的铁路,他都统统买下。

摩根为什么要制订这样一个战略呢?这是事出有因的。这次收购铁路的过程中,摩根并非没有对手,这个对手便是洛克菲勒。为了避免洛克菲勒染指铁路,就必须开出洛克菲勒所不能开出的价格迅速地收购铁路。只有这样摩根才能独揽铁路,以求最大的获利。

那么摩根的高价购买策略,会不会使他步科克的后尘呢?这是不会的。这也是反映摩根策略威力的地方。摩根的大量投资,是针对促进铁路发展这一目的的,他并非投机。首先,摩根不把投资本身带来的多少利益作为投资多少的标准,而是以投资多少才能促使这些铁路恢复正常运行作为根据。其次,摩根认为产业的收益才是未来银行界财源的真正后盾,所以,这次他开出了打败所有竞争对手的价格,是出于他并不想靠这次投资获利,他可以把一部分利益送与卖方。摩根这次投资的巨大利益是在购买之后,立刻派史宾塞与柯士达进行整顿,加强管理,从铁路的运营中得到补偿。第三个原因,也是最重要的原因是摩根认为:如果铁路这一未来产业经济的支柱被别人占去,那么他在金融界刚刚夺得的霸主地位只能是昙花一现。“谁掌握未来经济的支柱,谁才是未来金融界的真正霸主”,为此他值得一搏。这次摩根对铁路的大整合,标志着美国经济由重视开发的初创阶段,进入了现代的重视经营管理阶段。可以说正是摩根的战略,转变了美国传统的经营战略与思想。他的成功,改变了美国经济的发展方向。在华尔街则更是这样,他的经营思想与管理方式成为华尔街纷纷效仿的模式,其影响力至今尚存。

随着摩根对铁路的整合,《纽约时报》做了以下报道:“随着纽约方面投资银行家对铁路的大规模并吞,美国 4 大铁路公司,以及芝加哥至路易斯安那以西的所有铁路公司,惨遭‘滑铁卢’失败,此后自我毁灭式的削价竞争全面停止,面临倒闭关头仍互不相让的铁路业现在完全归于投资银行家了。”

保守的《商业财政年刊》写道:“这一历史性的大吞并,使得曾因经济危机一下子跌至谷底的铁路运费再度抬升。摩根的介入消除了铁路各企业之间的竞争,纽约、芝加哥等地运费涨了 20 倍。”

在经历了从“海盗式”经营到组成辛迪加,进而再到托拉斯转变后,华尔街从过去投机商的乐园,转变成为美国经济的中枢神经。华尔街成为美国经济的晴雨表,而为此做出不可磨灭贡献的便是 J·P·摩根。

随着历史将跨入 20 世纪,美国的政治经济都得到了突飞猛进的发展,将成为新世纪霸主的迹象已初露端倪。作为美国新时期经营战略的创始人摩根,现在摇身一变成了国际投资家,为美国经济的扩张大显身手。在美国政治沿着“门罗主义”指引的道路缓步前行时,摩根成为美国经济扩张的急先锋。为了美国利益,在阿根廷扶植亲美政府,镇压那里的革命,他亲自为阿根廷推销国债;为了美国的利益,在墨西哥他以取得对墨西哥的石油开采权筑路权为条件,向墨西哥贷款;同样也是为了美国利益,他在世界各地大放高利贷。

在历史距 20 世纪不到一年时,一个为美国经济掀开新的一页的历史性机遇,又落到了摩根的肩上。

1899 年,英国的殖民地布尔地区再次爆发反抗英国殖民统治的起义。布尔是当时世界的黄金钻石的生产基地,是英国的摇钱树,英国是绝不会放弃这块宝地的。英国政府派了大批军队前去镇压,但军队没能像预想的那样速战速决,而是被拖入了长期的消耗战中,英国政府军费大大超支。与此同时,随着德英两国对立情绪的加剧,英德双方在军备方面展开了激烈的竞争。这时的英国,其国民产值早已落在美国、德国的后面,而居世界第三位,现在它感到了财政困难,不得已只得发行国债。“过去我帮助法国政府,看来现在又要帮助英国政府了!”摩根通过罗斯查尔银行,开始了与英国政府的磋商。对于英国政府,不知是摩根有怜悯之心,还是急于完成这笔历史性的交易,他明知在伦敦金融中心不能消化这笔国债,但并没有借机索要更高的条件,便认购了 1500 万美元。数月之后,又认购 2800 万美元,后来又追加认购 2000 万美元。实际上,摩根总共认购 1 亿 8000 万美元。这次交易是美国在国外认购的最大数额的国债。而且更不同凡响的是,这个认购对象是拥有着世界金融中心的英国。通过这次认购,伦敦金融中心与华尔街的地位发生了微妙的变化。如果说此时华尔街与伦敦间的相互地位发生逆转还为时过早的话,那么,我们说华尔街从此迈开了要问鼎世界金融霸主的步伐则丝毫不过分。而带领华尔街迈出这一步的,毫无疑问是 J·P·摩根。

摩根作为开创华尔街新纪元的金融业巨子,他一生都在追求金钱中渡过,他赚的钱不下百亿,但他死后其遗产只有 1700 万美元。摩根从投机起家,却对投机深恶痛绝,并因此成功地针对华尔街的这一弊端加以改造,创就了符合时代精神的经营管理体制。他为聚敛财富而不择手段,而他却又敬重并提拔待人忠诚的柯士达。

摩根在他将渡过 76 岁生日时死去,他的成功的经营战略,至今仍影响着华尔街。

### 第三节 迈耶:重塑美国经济

安德烈·迈耶的确成就了一番事业。他的一位朋友曾说过:“安德烈·迈耶在投资银行界就如同霍罗维茨弹钢琴,毕加索画画一样,得心应手,成就斐然。”大卫·洛克菲勒称他为“我们这个时代投资银行领域中最高创造力的金融天才”。前国防部长和世界银行总裁罗伯特·麦克纳马拉则称迈耶为“一个巨人,绝对独一无二”。

## 一、把自己塑造成天才

迈耶是一个求生维艰的巴黎印刷推销员之子,他1914年16岁时离开学校,成为巴黎证券交易所的一名送信员。30岁时,他已是赫赫有名的拉扎尔兄弟银行的合伙人。40岁时,他以妙计挽救了摇摇欲坠的汽车界巨人雪铁龙,还创立了法国第一家消费者金融公司,并被授予荣誉勋位勋章。纳粹占领期间,他作为犹太人被迫流亡移民美国,接管了拉扎尔的纽约公司。他是战后投资银行界的一代宗师,以足智多谋、交际广泛而著称,权倾一时。

他还是世界上最精明干练的私人投资者之一。除了他的至亲,没有人知道他的财产的确切数字——这是他保守最为严密的一个机密但较为亲密的合伙人们估计最少有3亿美元,或许达到8亿美元。当他于1979年以81岁高龄辞世时留下了大约9000万美元的遗产。这是他在过去10年将其财产的大部分以各种家庭信托形式分散,以免国内税收机构的高额征税后的财产数目。

一位拉扎尔同事有一次戏称迈耶为“获得艺术的天才”。大卫·洛克菲勒说：“他的与众不同之处在于其创造性、判断力及高超的谈判艺术。当人们试图做一笔把数亿美元拢起来的生意时,需要的就这三样东西。他是超凡绝伦的。”他能把握住一笔生意的本质所在,看到其潜在的价值,判断值得不值得去做。然后,凭着画家从调色板上信手涂鸦般的直觉技巧,他赋予那本质一种形体,一种结构,能让他以最小的风险来获取最大数额的金钱。他称这种方法为“金融工程学”,这也成了迈耶经营艺术的代名词。

他还是一位技艺高超的谈判老手。“安德烈和每个人都谈判,”一位前拉扎尔同事评论道,“和他的合伙人,他的秘书。他整天都在谈判,根本闲不住。”迈耶的谈判技巧根植于他对人类动机的精明而又尖刻的评价,正如其被保护人菲利克斯·罗阿丹(他也不是谈判庸手)所说:“安德烈像剥香蕉一样剥人”。它具有所有真正伟大的谈判家都具有的罕见本领,得到他所需要的同时又让对方相信他们也得到了他们所需要的。

迈耶成功的另一根本因素是他连续工作的能力,他一贯从早上4、5点钟工作到晚上6、7点钟。他的周末和晚间的社交活动,与洛克菲勒一类人物在一起的时间,实际上也被他用来积累信息,扩展交际,这两点是他生意经营中最为重要的润滑剂。他从不休假。“假期意味着去恢复元气”,他的儿子菲利普说:“而他不需要也不想去恢复元气。他的态度是呼吸并不能使人恢复元气。”罗伯特·麦克纳马补充道:“我所知道的唯一像安德烈一样努力工作的人是约翰逊总统。”

“生活即是一种修行”,迈耶经常这样告诫他的同事。没有一个人比安德烈更加修行有方。“他有非凡的控制自己行动的能力,”一位前拉扎尔合伙人说道:“他每次举起刀叉转动一下都是有目的的。”一个经常引用的说明他深思熟虑的事例是他如何对待鸡尾酒会邀请。他通常会接受邀请,但并不出席,只是在酒会的最后一分钟给主人发个电报表示歉意和惋惜。不可避免地,这纸电报给主人留下的印象比所有出席酒会的宾客要深刻得多。

这种形象塑造是迈耶的第二天性,很少有投资银行家像他这样刻意修饰自身和公司的外表。迈耶人为地为自己创造一种神秘的光环,为他的公司造就出一种势利性。他不无道理地论述着,越是不容易接近的东西,世人就会越发起劲地寻找它,并将其奉为至宝。他创立了一家上层人士的、由上层人经营的、为上层人服务的公司。在拉扎尔,就像在J·P·摩根公司一样,

普通大众的生意不再受欢迎了。

安德烈·迈耶做事喜欢遮遮掩掩,甚至到了变态的程度,尽管对投资银行家来说,讲一点机密性还是可取的。他以一种拜占庭式的回旋反复的方法来安排他的私人金融事务,没有人(除了他所相信的儿子以外)能整理出他全部经营活动的范围。一位拉扎尔合伙人可能知道他石油钻探方面的业务,另一位可能了解不动产方面的情况,但没有人知道全面的情况。几乎所有的业务他都是亲自出面或打电话办理的,他小心谨慎,从不留下一丝一毫记录和文件,以防他生前所严守的秘密在他死后被人揭开。

尽管他有那么多有权有势的朋友,尽管他深受人们的尊敬,但是迈耶永远不能摆脱掉他是一个局外人,一位闯入者和美国社会的移民这样一种感觉。

金钱就是成功的象征,吸引他的也就是这种象征,而不是其实际应用。他的一些合伙人说他们是他们认识的人中最不幸福的一个。

他们许多人钦佩他,甚至喜欢他。他们所欣赏的是安德烈·迈耶的独创性。“我在这一行干了25年,还从未见到像他那样一心一意的人,”前合伙人莱蒙德·特鲁布说;“当他需要什么时,他就决心促成此事。”他的竞争对手认为他是“世界上最伟大的谋略家”,一个喜欢最复杂的策划的人——“越复杂越好”,一位合伙人这样说。

谋略家+顾问+金融巨头——这些,还有更多,就是安德烈·迈耶。

## 二、入主雪铁龙

1927年,在他加入拉扎尔一年后,安德烈·迈耶成为“拉扎尔兄弟”的合伙人。

尽管引起拉扎尔注意的是他的交易才能,但迈耶心中已有更高的追求,他想成为一名真正意义上的投资银行家为公司出谋划策、安排交易和筹措款项,同时为公司寻找有利可图的投资机会,这种意义上的投资银行业务才是拉扎尔的主要活动所在,而证券经纪业无论多么的有利可图,都不应是其主流。对安德烈·迈耶来说,从事股票证券和通货交易显然是不够的。

在第一年的试用期,他尽其所能地工作着。一俟合伙人资格到手,他立即开始寻找更为广阔的职业范围。1928年,他的机会来了。

此时雪铁龙尚处于其创始人安德烈·雪铁龙控制之下。他是一位干劲冲天的改革家,经常令那些怀疑他的伟大构想的人目瞪口呆。1919年,当第一辆雪铁龙开出组装线,他宣布制造3万辆汽车的计划时,人们告诉他根本没有办法卖掉这些汽车。雪铁龙不仅将其销售一空,甚至在它们生产出以前就已卖光。当他雄心勃勃地宣布每天要生产100辆汽车时,人们都说他这是做梦,但到1924年,他每天能生产300辆。似乎没有他做不成的事情。

雪铁龙首次向法国汽车工业引进了赊销汽车的方法,这是通过雪铁龙的一家子公司,即“赊销汽车公司”,法文简称为“索瓦克”来实现的。安德烈·雪铁龙只将“索瓦克”看作是促进其汽车销售的工具,安德烈·迈耶却看得更远。既然“索瓦克”能够赊销汽车,那么它为什么不能赊销主要家用器具,甚至房间和住宅呢?

因为拉扎尔刚刚成为雪铁龙汽车公司的财务顾问,迈耶的意见很快得到安德烈·雪铁龙的关注。他给雪铁龙的建议是:拉扎尔与其他两家公司一道买下“索瓦克”,并把它变成一个基础宽广的消费品赊销公司,这在法国还是第一家。它将继续赊销雪铁龙汽车——实际上它答应不赊销其他厂家的汽车,但也将从事其他领域的业务。对雪铁龙来说此举的好处在于:“索瓦

克”的转手使它不必再负担为开办这家相当于银行的公司提供资金。鉴于雪铁龙业已吃紧的资金来源,此举倍受欢迎。同时“索瓦克”还将扮演其主要角色,鼓励法国公众购买他的汽车。30岁时,迈耶成功地策划了他的第一笔大买卖。

当然,事情并未结束,还有一些问题尚待解决,包括选择其他两家投资者的事宜。迈耶眼界颇高,想方设法把该行业两家最强有力的支持者弄到手。一家是“商业投资托拉斯”,当时美国最大的消费品赊销公司之一;另一家是J·P·摩根公司,世界上最负盛名的投资银行。每家都答应购买其1/3的股份。然后,为了寻求使用“索瓦克”作为其赊销机构的商业客户,迈耶求助于贝拉一家的老朋友乔治·盖伊。迈耶告诉盖伊先到德国和美国学习一番。在柏林呆了一个月后,盖伊接到迈耶的电话:“学习到此为止,现在开始启动。”

盖伊四处活动,几乎立即就跟著著名的美国电器制造公司凯尔文·耐特签订了合同。这样,“索瓦克”开始运转。它持续不断地带来滚滚的利润,即使在大萧条时期最困难的日子依然如此。它的成功使得其他无数法国公司在二战前后投身于消费品赊销。“索瓦克”被迈耶称为“同类中的典范”。时至今日,它仍然财源不断,势力强大。

“索瓦克”的成功提醒了迈耶的拉扎尔同事和巴黎金融界,他不仅是一位精明能干的商人,他不仅能设想出宏大的构想,而且还表现了使这构想得以实现的坚韧的决心。

30年代初期,雪铁龙又出现麻烦。随着大萧条的日渐深入,安德烈·雪铁龙的固执和他对金融状况的不予理睬埋下了祸根。与其他市场一样,汽车市场很不景气,但雪铁龙的公司照常运转,以为大萧条不过是一声咳嗽。1933年中期,有数十家公司在他的身边倒闭,雪铁龙仍发起了一项耗资1.5亿法郎的机器改造工程以加快生产速度。他债台高筑,到1934年初已有2100位债主,包括欠法国政府的2000多万法郎。雪铁龙将工资缩减30%以求减少开支,但结果却是工人罢工,工厂瘫痪,他愈陷愈深,不能自拔。

1934年3月初,雪铁龙的债主们按捺不住,终于插手此事,要求拉扎尔想办法挽救这家公司。起初是大卫的儿子彼埃尔·大卫—韦尔着手调停,但随着危机的加深,迈耶介入了。他入选雪铁龙的董事会,立即采取措施减慢雪铁龙的生产节奏,缩减管理费用,估计公司实际的金融形势。到1934年12月份,他和其他监督雪铁龙公司的同仁下结论说,情况远非不可救药,如果债务总额压缩到1300万法郎以下,如果有足够的新贷款来维持限量生产,雪铁龙还会再次赢利。然而,要实现上述几点,是一漫长而又沉重的任务。更为简便快捷的办法则是另一家公司接管雪铁龙——最好是一主要债权人,准备偿清债务,并向其注入新的资本。

迈耶开始与米舍兰轮胎公司协商。这是雪铁龙最大的债权人,债权额为660万法郎。最后,令各家银行、法国政府和雪铁龙的劳动大军长舒一口气的是,米舍兰同意接管,大萧条期间法国最严重的工业危机之一最终得到解决。

此时的迈耶声誉鹊起,已显示出真正的投资银行家的本色。他还是那样永不安分。十几年前在鲍尔银行工作时的老习惯——早上4点钟起床,电话搬到饭桌上——却依然如故。有一次,盖伊清晨两点钟回到家,发现电话铃在响。他拾起话筒,原来是安德烈·迈耶打来的。“你很幸运能找到我,”盖伊告诉他说,“我一分钟前刚回来。”迈耶回答说这可不是什么幸运的问题——他从晚上8点开始每隔15分钟给盖伊挂一个电话。

### 三、同政界搭上线

迈耶不但生意做得很成功,而且在政界也组织了一张有力的关系网。他的朋友中有外交部长乔治·博内及其下任保罗·博杜安。30年代后期,他已名声显赫,功绩卓著,被法国政府授予荣誉勋位勋章。在法国,很少有几位投资银行家能如此迅速地爬升到如此高的地位。他在巴黎的前景似乎是无可限量的。也许日后不久,他会步大卫—韦尔的后尘,成为法兰西银行的董事,也许更高。这时,德国人来了。

安德烈·迈耶到美国后就计划彻底打破旧机构,重建“拉扎尔兄弟”。拉扎尔的混杂经营——这种规模的商行就是如此——他认为的无组织和不挣钱的大杂烩。至少对他来说,拉扎尔的合伙人和办事人员,是一群懒惰的庸人。在这两方面,他都毫不迟疑地进行大刀阔斧的改造。到1945年,所有的老合伙人都被解雇。到1948年,商行关闭了它在波士顿、费城和芝加哥的营业所,重又专做投资银行核心业务。

迈耶讨厌这些分部有两点原因:首先,它们增加了管理费,他的意图则是尽量经营不带枝蔓的精干组织;其次,它们主要经营代客买卖证券业务,也就是说它们与普通大众打交道。安德烈·迈耶不想让拉扎尔与普通大众做生意。他想要纽约商行成为原先巴黎商行的模式:一个非常隐秘、非常上流的商行,其主顾是公司、金融机构和本商行老板的少许几位富有的朋友,应提倡排外性,甚至一种势利性。

弗雷德·威尔逊于1946年开始在拉扎尔供职。他说当时迈耶“为商行制定了雄心勃勃的计划。他想把它建设成此行业中的领头雁,这并不是在其规模上,而就其杰出性而言。他曾多次讲过类似的话。”

但同时迈耶也清醒地意识到自身的弱点。他对美国的大公司和金融系统的投资银行家几乎一无所知。为了得到他所寻求的主顾,他需要一位门路熟,在美国就像他在法国那样著名且受尊敬的人。幸运的是,他几乎马上就找到了这样一个人物。他名字是乔治·默南。

在与安德烈·迈耶联手时,默南在投资银行界已是一位传奇式的人物。作为“李·希金斯公司”的头面合伙人之一,他赢得了超级交易商的赞誉,其决心与勇气无人能出其右者。有一则故事讲述的是他安排由凯尔文内特购买纳什公司一事。签字时纳公司总裁临阵畏缩。“我不能签。”他说;“这是我的公司我不能卖掉它”。身体矮小的默南登时大怒,走近那人抓住他的衣领,摇晃着他吼道:“你这狗娘养的。给我坐下来签字,就在这里,现在就签,否则的话我对上帝起誓,我会用双手杀死你。”那人乖乖地签了字。

默南给迈耶带来了几乎每个美国投资银行家都会羡慕的关系网。他是联合化工染料和美国钢铸西公司的董事,还是比利时两工业巨头索尔维和博尔的主要美国顾问。而且,他还是许多美国主要玻璃公司的主要投资银行家。他的声誉是如此之高,他所到之处生意便蜂拥而至。这样,拉扎尔突然之间拥有了它从未有过的一大批客户。迈耶长驱直入地进入了美国企业界。

事实上,默南是拉扎尔商行中除彼埃尔·大卫—韦尔之外,迈耶承认能与他匹敌的唯一的人。他需要乔治·默南远比乔治·默南需要他强烈得多。莫南的儿子小乔治·默南(他后来也成为拉扎尔的合伙人)说:“我父亲是安德烈不能主宰的几个人之一”。

费迪南德·艾伯斯塔特的一生是辉煌的一生,他先前曾是一名成就不凡的华尔街律师,后来于1923年与迪龙·里德一起转向投资银行业。5年后,他帮助实现了克莱斯勒公司对道奇

兄弟公司的兼并。他还是现款——股票互换业务的先驱,并于1938年创办了化工基金(自然,专门经营化工投资)。他的公职生涯也极为显赫:1929~1930年欧洲赔偿大会上任欧文扬的助手(年轻的安德烈·迈耶在该大会上是法国代表团成员),二次世界大战期间任战时生产委员会副主席,战后武装力量改组的设计师,1946年联合国原子能委员会美方两代表之一(另一位是伯纳德·巴鲁克)。

尽管他可谓功成名就,费迪南德·艾伯斯塔特虽届花甲之年仍颇不安分,雄心勃勃。他最希望得到的东西就是钱,并不是他需要钱,大萧条时期他为中小公司发行公债已挣下相当大的一笔钱。对费迪南德·艾伯斯塔特来说创造财富就是世界上在智力和情感两方面最刺激的运动。“艾伯斯塔特喜欢猎获金钱”,一位同时代人写道:“他专注的目光就像一个人沉浸在比赛中一样”。简言之,他与安德烈·迈耶有许多共同之处。

艾伯斯塔特比迈耶年长11岁,满面红光,是迈耶这位法国投资银行家有理由崇拜的对象,但他像迈耶一样分分秒秒都急于做生意。因此,也就不难理解为什么他们两人会成为亲密的商业合伙人。

迈耶总是在寻找共同冒险者。他需要他们的资本,需要他们各种的联系,尤其需要他们的主意。“世人都认为他坐在那里好主意就层出不穷。”一位拉扎尔合伙人在数年之后说:“他并非如此。他的天才在于统率别人的能量和天分。”

除了费迪南德·艾伯斯塔特,迈耶也求助其他人。其中之一是路易斯·格林,“大联盟”超级市场集团的主席和主要股东(他的儿子威廉·格林是代表曼哈顿第15区的国会议员),一位热衷于买卖公司的人。格林和迈耶成为帕克——伯尼特艺术馆的重要股东,并在1964年一次重大拍卖交易中起了关键作用。迈耶与格林一道参与了50年代对洛斯商行的大量投资,洛斯后来发展成为一个主要的联合大企业,在烟草工业、旅馆业及其他许多公司中拥有股份。但格林发现迈耶并不是最坚定忠诚的合伙人。在某些紧要的关头,迈耶会临阵退缩,不去支持格林的计划。但格林并没有表现出怨恨。在以后许多年里两人仍然是意气相投的合伙投资者。迈耶在50年代初期寻求的另一位投资银行家是阿瑟·罗斯,一家大型的进行各种贸易和投资的公司——“中央全国公司”的年轻主席。他们第一次见面结局并不太好,迈耶想接管该公司,但遭到了罗斯的拒绝。“我认为让他成为一位最亲密的合伙人比他来经营这家公司要好得多。”罗斯委婉地解释道。一旦两人释弃前嫌,全心全意很快达成了有利可图的合伙关系。罗斯也迅速地掌握了与迈耶交往的诀窍。

“在与安德烈发生了一两次小冲突后,”他说:“我意识到,如果要想把我们的合伙关系保持下去。就得让他当同事中的一把手。”罗斯在做每一笔生意时,迈耶总会告诉他有关的一些情况,但不是很多。这是秘密的一部分不让你什么都知道,这是以一种很微妙的方式进行的。你并不觉得因为你获得信息而吃了亏。如果你问他一些情况,他会这样说:“我可能下周三会跟你谈一下。”有时迈耶会履行诺言,有时则不会。

与费迪南德·艾伯斯塔特的关系则非如此。迈耶和他彼此平等对待——考虑到他们相识时各自地位,他们理应如此。这并不是说他们是很好的朋友。“那不是‘咱们一起喝一杯吧’这样的关系”,艾伯斯塔特的女婿彼得·卡耐尔说:“他们都不是很热情的人,他们就像发展到一种非常特殊的关系的一对苏联棋手。”

他们彼此提防,坚持把他们经营关系的每一个方面都记录在案。纳尔逊·劳德,艾伯斯塔特商行的一位头面合伙人,他明确指出:“我们从第一笔生意起都是如此,那时我们彼此还不够

了解。而据我所知,我们也从未脱离这一办法,即把各自的权利、特权和目的——写在纸上。”在生意关系上,至少就迈耶和艾伯斯塔特来说,好围墙的确造就了好邻居。

采取了这些预防措施后,迈耶和艾伯斯塔特合伙做 20 年的生意而没有发生过一次严重的争吵。“他们尊重彼此的领地,”费·艾伯斯塔特另一位合伙人罗伯特·波特说;“今天在华尔街没有人尊重别人的领地。但是安德烈和艾伯斯塔特宁愿共同做一件生意,而不愿你争我夺。他们过去曾让其他人参与到他们的生意中,但他们最终还是说;我们跟那些人合不来。’他们总能弥补彼此的不同之处。”

### 四、投资规则

若论在 50 年代赚钱的艺术,迈耶和艾伯斯塔特可谓英雄所见略同。两人都喜欢华尔街传统的代客买卖证券业务和保险业务。尽管这些业务有利可图,但战后经济繁荣财源滚滚真正的原因不在此。他们更乐于发现一批小公司。以便借经济繁荣之力对其进行投资,然后利用他们投资者的身份干涉公司的未来。他们希望扩展公司规模,拓展其业务范围,最好是通过合并其他的小公司。“在 50 年代,”纳尔逊·劳德说;“有许多人以低于固定资产总额的极低价格购买公司,设想着他们总能资产变现,在很多情况下他们做到了这一点,即将资产变现。但我们却不是清算人。我们是建设者。”

另一方面,迈耶和艾伯斯塔特并不想把那些公司中的股份留给子孙后代。在坚持把公司发展 to 一定实力后,他们就会抛售股票并转向其他的业务。如果他们继续持有该公司的股票 5~10 年的话,或许能够挣更多的钱,但他们认为也许会全部亏掉。“安德烈的态度是,”一位拉扎尔合伙人说;“如果你挣了钱,就把它装在口袋里,不要自作聪明。”他又说;“安德烈想确保能把股票卖掉。怎样才能确保这一点呢?他把它们卖掉。”

有一次艾伯斯塔特说道;“当我开始一轮新的冒险时,我想知道返程车票得花多少钱。”——换句话说,如果投机不像他希望的那样成功,得花多少钱才能脱身。艾伯斯塔特和迈耶都不是真正意义上的赌徒,他们只对确有赢利的打赌感兴趣。(如果说迈耶没能够教给儿子别的东西,这倒是家传)。他们的投资仅仅可能赢利还不够,必须是很可能。

艾伯斯塔特的前合伙人对迈耶—艾伯斯塔特的投资哲学做出如下的总结:“你浏览一番,说‘这个机会是否有吸引力?’如果有吸引力,你就问‘那么让我们看一看它的吸引力有多大。’到这一步,你想确保(1)你能赚到钱后脱身(2)你购买股票不仅为持有它,把它闲置起来,它得有极大的潜力,否则的话,别去理它。”

“这是任何一位风险投资者必须遵循的规则。如果我的钱在一年之内不能翻番并从此以几何级数增长,那就让它见鬼去吧!”

迈耶和艾伯斯塔特的特殊才能在于,他们能够透过他们购买时公司的现状看到它有何发展前景。例如,看到一家小型专卖药公司能够建设成为一家主要的药品联合企业。或者意识到乔治亚州一些粘土矿的小公司能被改造成世界性的规模巨大的矿产交易和冶炼公司。虽然他们无法预料这些公司具体发展到何种程度,但他们能规划出如何使各种公司组合起来,整个组织越来越大,越来越有吸引力。而且,他们知道他们有能力,公司经营者也愿意把这些不同的公司协调起来。

### 第三节 巴菲特：天才理财家

沃伦·巴菲特堪称世界级的“天才理财家”。如果在1956年,他刚开始从事投资管理时你给他1万美元,以后再也不加,到13年后的1969年你的投资将达到30万美元。如果你在1975年花上40美元买了一股他的投资公司的股票,到1993年,这一股就值17000美元。巴菲特的投资公司——伯克夏公司的股票现在是纽约证券交易所最昂贵的股票。巴菲特本人的财产现达83亿美元左右,他是美国最有钱的人,也是美国唯一靠股市投资成为亿万富翁的人,今年(1993年)62岁的巴菲特从八九岁开始就对股票市场感兴趣。父亲是股票经纪人,巴菲特从小就有机会在父亲的办公室里玩,对证券之类的事耳熟能详。

他8岁的时候,曾劝14岁的姐姐买一家名叫“城市服务公司”的每股38美元的股票。不久股票下跌到27美元,姐姐担心自己全部的积蓄将化为乌有,每天责怪巴菲特不该让她上当。后来股票回升到40美元,巴菲特赶快卖掉姐姐的股票,付掉1美元手续费后,他自己赚了5美元。但是这家公司的股票紧接着上涨到200美元一股。从这件事,巴菲特得出了两个教训:

1. 投资不能什么都听人指挥;
2. 为客户投资可以,但不应该在投资的当时向客户每事必报。

巴菲特15岁时,父亲竞选国会议员获胜,举家从内布拉斯加州的奥马哈市迁往华盛顿。巴菲特不喜欢华盛顿,中学的成绩很差。他在华府念中学时和另一个同学花了25美元买了一架弹子球机器(一种把小球打入插针木板上的凹洞里的游戏机,香港俗称之为“波子机”),安装在他们经常去的理发店里供顾客玩,第一天就赚了4美元。接着他们成立了一个公司,专门在各理发店里安装弹子球机器。结果,一些理发店欢迎这种玩艺儿。巴菲特的小公司每星期能赚50美元。到中学毕业时,他一共赚了1200美元。巴菲特长于计算,让父亲在国会图书馆借了关于赛马的书,自己编印出版了一张关于赛马消息的小报。他说:“我一直知道自己会有钱。”果然,他在20岁时就已经赚了1万美元。40年代的1万美元超过现在的10万美元。除了足够支付上大学的费用之外,他还有钱在家乡内布拉斯加州东北部买了一个40英亩的农场。巴菲特在内布拉斯加大学毕业后,申请入读哈佛大学经理学院,与哈佛招生组的成员谈了10分钟的话,被认为不够资格而遭拒。后来进入宾夕法尼亚大学的沃顿经理学院。他读了本杰明·格莱姆写的《聪明的投资者》一书后,深受启发,决定前往格莱姆任教的纽约哥伦比亚大学经理学院就读。

格莱姆的投资方法以企业本身的价值为基准。至于企业是什么行业倒无关紧要,只要股价低于企业的真正价值就行了。格氏认为市场迟早会认识到企业真正的价值而抬高股价,弥补它与实价之间的距离。这时原先的投资者就能获利。格莱姆自己有一家投资公司,年收益率达19%,几乎完全如格莱姆所预测。巴菲特毕业后在那里工作了2年。格莱姆退休后,投资公司解散,巴菲特回到了奥马哈,当时他25岁,个人资产已有14万美元。

那时有亲友询问他投资什么企业好,于是他在1956年组织了一个合伙投资公司,由他负责投资。他告诉投资者,他将像管理自己的钱一样去管理他们的钱,但是不打算经常向他们汇报,解释他投什么,为什么投。因为巴菲特认为一来投资人不一定懂,二来这样太麻烦、费时,

占用了本可以用来研究企业潜心投资的时间,而且他会受到这些人的影响,就像外科医生在动手术的时候不能和病人谈话一样,他不想多费口舌解释。他与投资者约定:在投资者收回资本及相当于6%的年利率后,其余的利润,投资者得3/4,巴费特得1/4。

从1956年到1969年的13年,巴费特使投资年收益率达到30%。

### 一、青出于蓝胜于蓝

巴费特没有让老师的条条框框束缚住自己。格莱姆过于注重财务数字的分析,巴费特则更加深入地分析企业本身,不只是看企业的账面价值。他宁可以中等价格投资购买一家优良企业的股票,而不以低价购买一家业绩平庸的企业的股票。

巴费特投资的灵感来自阅读大量的公司年度财务报告、金融新闻和专业杂志。他根据企业所属行业的前景、产品和企业经理人员使用资金的能力,对企业进行分析,判断企业的内在价值,然后估计企业将来可以赚多少钱,来确定企业股价应该为多少。

一般投资者可以根据企业今后赚钱的能力对它进行估价,也可以根据企业现有的资产能卖多少钱来给企业估价。巴费特认为这两种表面上似乎不同的方法,其实是同一事物的两个不同方面。比如花2倍的钱购买股票,即使收益率有10%,实际上只不过5%,如果债券利率也是5%,那么投资股票就不合算。

巴费特只投资于自己熟悉的公司。如果自己不知道如何对企业估价,别人再怎么推荐,他也不投。他不懂生物工程工业、电脑软件工业、激光纤维工业,他就不投。

一家企业的真正价值迟早会在股价上反映出来,问题在于时间的长短,不过一般来说不会太久。好企业股价偏低的不正常现象不会持久,如果价值10元一股的股票只卖6元,股市迟早会升它到10元,更可能超过10元。

股价过高时,他不投。1969年,美国股市过热,巴费特找不到适当的投资机会,于是决定卖掉累积了13年的股票,把钱发还给投资者。一下子,奥马哈市有50多个人成了百万富翁。

1973年,美国股市低落,巴费特又重新入场,进行了一系列投资。举其荦荦大端如下:

1973年,他以1060万美元买下了9%的《华盛顿邮报》的股票,到1989年这些股票已价值14亿美元;

1974年,他以4500万元买下了一家政府雇员保险公司,到1989年这些股票已价值48.6亿美元;

1983年,他以6000万美元买下了价值8500万美元的一家家具公司;

1986年,他以5亿美元购买了18.7%的美国广播公司的股票,到1986年年底,这些股票已价值8亿美元;

巴费特最近的投资是1992年中以74美元一股购下435万股美国高技术国防工业公司——通用动力公司的股票,到年底股价上升到113元。巴费特在半年前拥有的32200万美元的股票已值49100万美元了。

他的成功使其一举一动都受到别人的注意,不少投资者索性模仿他的点金术,他买什么也跟着买什么。

1993年1月,巴费特以8亿美元购买了大量美国联邦房屋抵押贷款公司的股票。消息公布后,该股票立即上涨3%。联邦房屋抵押贷款公司的核心业务是把零零碎碎收来的购屋者

的贷款汇总在一起,使之证券化,变为债券这种方便的投资形式以卖给投资人。同时也以收取一笔费用为条件,向为购屋者提供贷款的银行在购屋者万一无法支付本息时提供担保。

## 二、收购对象论

巴菲特认为大多数企业是不值得投资的,股价一般都太贵,但少数优秀的企业股票偶尔会很便宜。

巴菲特把企业分为两大类:一种是一般商品型企业,一种是特殊商品型企业。

一般商品指消费者总是能买得到的商品,如马铃薯、铁矿石、咖啡之类。如果商品的价格提高,更多的商品就会生产出来。商品一多,价格就下跌。商品的高价格会无限止地吸引竞争者制造商品,直到无利可图为止。如果十字路口的小吃店赚钱的话,不久在附近很可能又会出现另一家小吃店。如果这家生意兴旺,可能在附近又有人开一家。

特殊商品指独此一家生产这种产品,他人没有能力竞争。一个大城市的日报(报纸作为一种商品)是最好的例子。又如生产名牌雪茄的烟厂也是。外来的竞争者很难与特殊商品型企业竞争。这类企业地位十分巩固,仿佛四周有一道壕沟保卫它一般,他人难以攻克。巴菲特喜欢的就是这类特殊商品的企业。

1963年,美国运通公司因为一家子公司的丑闻,股票从60美元一股暴跌到34美元一股,损失达64万美元,账面上几乎没有净资产了。巴菲特却认为美国运通公司基本垄断的全国旅行支票的业务与美国运通公司的信用卡业务,两者都没有受到丑闻的影响,这两种业务也没有竞争者与之为敌,仿佛周围有一道壕沟在保卫。巴菲特从来不把四分之一以上的资本投入一个公司,这次一反常态,把所有资本的40%——1300万美元购买5%的美国运通公司的股票。两年后,他卖掉这些股票时净赚了2000万美元。

他投资的几家广告公司垄断了全美的广告业,和寡头统治差不多。这几家广告公司在世界各地都有业务。跨国公司如可口可乐公司要做广告往往在各国同时进行。可口可乐公司如果不找原来为自己做广告的公司,它仍要再找一家有国际规模的广告公司。而具有国际规模的广告公司为数不多,因此客户换来换去还是这几家广告商。巴菲特在这七八家广告公司同时投资,就保证了利润不会漏到圈子外面去。

一千几百家美国的地方独家报纸也是属于这种性质的企业。大小工商企业不管经济情况如何,都要在读者最多的地方报纸上登广告,而且经济不好时还要多登一些广告促销。一份独家报纸要花很长时间才能在当地站住脚跟,使名声响亮。读者熟悉了一家报纸的专栏作家的文字风格与版面安排,读该报成了习惯以后,另一家欲竞争的报纸要立足就非常困难。第一流的报纸利润极高,即使一份办得并不好的报纸,只要是独此一家,有读者,也能吸引到广告。

1973年,当《华盛顿邮报》的股价下跌到4美元一股时,巴菲特花1060万美元买下了该报10%的股票,到1985年,这些股票已值35000万美元。他的利润差不多是当时投资的20倍。

巴费特的朋友请他担任俄亥俄州格林奈尔学院的校董。他平时不大参加学院的活动,就是参加也只喜欢与校董会的同事谈投资方案。1976年,他获悉一家电视台寻求买主。因为他购股的《华盛顿邮报》拥有电视台,按联邦政府反托拉斯法的规定,巴菲特不能再购买电视台,所以他建议格林奈尔学院把它买下来。但学校方面反复讨论,迟迟不能决定,这家电视台终于被另一家公司收购。当巴菲特又获悉另一家电视台出售时,就干脆先投标1290万美元将它买

下,然后再为学院筹措资金。1984年,格林奈尔学院以5000万美元将该电视台卖给“报业大王”赫斯特公司,使该学院的基金按学生人均计算达13万美元,成为全美国最富有的大学之一,仅次于基金人均18万美元的哈佛大学。

### 三、优秀企业的特征

巴菲特认为优秀的投资对象,一般有以下一些特征:

(1)企业有特殊商品性质,产品成本上涨后能提高售价而不至于失去客户。这类企业带有垄断性或少数几家控制整个行业的寡占性。如电视台、大保险公司、大广告公司、地方独家报纸等都是。有特殊产品的企业不相竞争。

(2)企业经理人员对本行的热爱几乎到了狂热的程度。他们不一定是管理天才,但思考问题要像企业的所有者一样。他们应该能干、诚实、不贪,一心一意减低生产成本。绝不利用职权谋取私利。绝不好大喜功,无端扩大规模。绝不以企业为赌注,用大量人力、财力投入某种新项目,以致万一项目失败会导致企业垮台。企业经理应向投资者开诚布公,绝不弄虚作假报军情。

有些大企业的管理人员患了“《幸福》500家综合症”,一心巴望自己的公司能在美国《幸福》杂志500家最大公司排行榜上名列前茅,而不惜成本地收购别的企业。巴菲特最讨厌那些唯唯诺诺、才干平庸、尽管因工作踏实最后爬上高位而滥用职权的人。

(3)企业的业务不宜过于复杂,太难管理,以致限制了管理人员抉择的范围。

(4)利润不应是账面数字,应是现金利润。

资本密集型的工业如钢铁、采矿、汽车、石化等工业必须不断地再投资才能保持竞争力,剩下来可供分股息的利润不多,故巴菲特不喜欢这类工业。这类工业的经理即使有再好才干,也好不到哪里去,其根本原因在于行业本身。

(5)企业的投资收益率高。库存货品周转快,机械设备利用率高。利润的成长率倒在其次。

(6)企业股价低,债务低。

(7)有的投资者愿意购买一家发生毛病的企业,只要价钱便宜,然后在必要时插一手,协助经理班子经营。巴菲特不想卷入这种局面,他只想投资业绩优良的企业。何况优良的企业也有便宜的时候,那时你投资下去要比购买有问题的企业再加以整顿容易得多。

巴菲特认为企业只有当把利润用于再投资,能产生更高的利润时才有使用本来属于股东的利润。如果不能得到满意的投资收益率,就应该把利润以股息方式发还给股东或者干脆收购自己企业的股票。有的企业本身的行业前途黯淡,如果能收购一家有前途的企业当然是很好的。有的企业经理收购别的企业,结果很不满意,这不啻在滥用职权。收购自己企业的股票一般按股东持股的比例,因此收购股票后,股东所有的股份百分比不变,却得到额外的现金。股东又可以把这笔钱做新的投资,发展有前途的企业。这种做法,有助于资金从成熟、老化的工业流向高成长、高技术的工业。

美国多半靠市场经济体制促使资金迟早从老化、无效率的企业里流出来,进入有前途的工业里去。而日本政府则有意识地催化这个过程。但是经济体制受到严重政治干扰的国家如改革开放前的中国却恰恰相反,它用国民的钱支撑那些没有竞争力、老化、无效率的企业,这是何

等的浪费。

#### 四、现代投资理论的理亏处

巴费特不同意现代股市效率理论中那种认为“股价反映了市面上所有的信息”的观点。照这个观点,获得超过股市的利润是不可能的,因而投资者不用花时间去分析企业。对此,巴费特本人的成绩就是最好的驳斥。在1959到1969年的10年里,美国股市的平均收税收益率为一年8%,但是巴费特投资的年收益率达30%,即使扣除投资管理费后也有24%。

巴费特认为股市就像我们周围的世界一样,不一定按严格的逻辑规律运转,不遵循一定的程序。股市的行为与其用经济学来解释,还不如用人类学来解释才对。有时恐慌降临,股价在没有任何原因的情况下一跌再跌,有时可受股民的贪婪所驱使,股价涨了又涨,高到没人敢想象的程度。巴费特认为股市实际上极无效率,劝人相信股价反映了企业的一切信息,等于叫人打牌时不看牌就出牌一样荒谬。

试想,把股价是所有已知信息的反映这套理论搬到学术界,岂不等于宣告学术界的辩论是多余的吗?因为已知的知识都印在书本上,学者专家的意见应该能统一,只要组织一个专门的委员会写一本反映大家统一意见的书就行了。显然,这种理论是站不住脚的。事实上,有的投资者总是能取得超过市场平均数的收益率。

巴费特信奉的格莱姆投资法的中心思想是:当企业的市面价格低于其价值时即投资。投资者并不关心什么时候买,星期一也好,星期四也好,1月份也好,7月份也好,只要股票价格比企业价值低就买。

价值投资者最关心的是价值,而不是季度预测利润、年度预测利润。从本质上来说,他们购买的不是股票而是企业本身。巴费特认为股票的市价走势经常缺乏理性。市价往往受到最容易动感情或最贪婪或最悲观的投资者的行为影响。所以股市价格有时比内在价值高,有时比内在价值低。

在巴费特看来,股市常常失去理性,在股价上涨时人们往往争相购股,在股价下跌时又不假思索地抛出。理性的投资者要找的是“睡美人”,找那些价格低于企业账面价值的股票,然后等待股市纠正自己的错误而获利。

巴费特不理睬 $\beta$ 值,也不理睬投资组合中不同股票结合在一起会发生什么影响。他不懂为什么人们对于在什么时候投这么关心,他关心的只是所投每家企业的股票价格及其内在价值。他认为之所以有这么多关于成交量、股价走势、买卖时机等所谓的技术分析,是因为在电脑技术发展的今天,关于股票的信息数据已无穷无尽,理论家可用数学、统计学技术从各种角度分析这些股票。并不是因为这种分析有什么实用,而是因为这些学究技痒,就像对一个手拿榔头的人来说,每样东西看上去都像一颗钉子。

至于 $\beta$ 值的荒谬,巴费特举了一个例子说明:

华盛顿邮报公司在1973年的市价值8000万美元。该公司拥有《华盛顿邮报》、《新闻周刊》和观众很多的几家电视台。巴费特认为,它至少值4亿美元(10年后该公司值20亿美元)。如果它的股价下跌到4000万美元,按 $\beta$ 值理论来说,风险岂不是更大了吗?但是如果能以4000万美元购买原市价为8000万实值为4亿美元的公司,风险怎么可能变大了呢?任何稍微有点价值概念的人都会明白,以8000万美元购买值4亿美元的公司,基本上没有风险,而

以 4000 万美元买的话,就更没有风险。

### 五、投资的安全系数

投资者需要懂得如何去估计企业的内在价值。但不能用过于接近价值的价格去购买企业。例如花 8000 万美元去购买价值 8330 万美元的公司,安全系数就未免太小了些。

巴菲特认为风险和收益的关系并不像局外人所想象的那么公允。风险大未必收益大,风险小收益也未必小。风险与收益的正比例关系,也许可以用于赌博,不过巴菲特不是赌徒。他在股市下注时,是只有他这一方有把握赢的时候才下,而且是下大注。他从来没有忘记自己是在管理别人的钱,首先关心的是资本的回收,而后才是投资的收益率,因此投资时注重安全系数。他说股市有点像上帝,只帮助那些自助者。但股市又不同于上帝,因为它不原谅无知者。当你花 90 元钱买下价值 100 元的财产,你的投资就有了一点儿保险的余地,如果你花 80 元买下 100 元钱的资产,你的投资安全系数就更高一些。花 70 元、60 元甚至 50 元买下 100 元钱的资产,投资安全系数就更加提高。投资者的安全系数越高越好,这好比一座载重量最高 30 吨的桥,有一辆 10 吨重的汽车通过是很安全的。投资者投资时就要像过这座桥一样安全。当然,如果你花 80 元买了 100 元的资产后,又发现你用 60 元就能买到价值 100 元的别的资产时,你应当卖掉原来的投资,买进新的资产。你虽然赚不到 20 元,却可以赚到 10 元。

巴菲特认为这种机会目前已越来越少,但有时也会冒出来。他说价值投资法不是什么祖传秘方,也不那么艰深难懂。格莱姆的书已经问世半个多世纪了,可是人性中有某种怪癖,喜欢把简单的事情弄得复杂,把容易的事情弄得艰难,所以股市上价格和价值之间的差异时时出现,给价值投资者以可乘之机。巴菲特不爱谈论自己投什么,很注意保密。他愿意谈的只是自己的投资原则。

巴菲特投资奉行少而精的原则。他认为大多数投资者对所投企业的了解不透彻,自然不敢只投一家企业而要多元化投资。但投资的公司一多,投资者对每家企业的了解就相对减少,充其量只能监测所投公司的业绩。多元化投资就像诺亚方舟一般,每种动物带 2 只上船,最后变成了一个动物园。

巴菲特主张只投自己真正熟悉的十几家公司,因为人的一生能真正熟悉的东西毕竟有限。所以他不主张投资组合体的投资过于分散。他认为,投资多元化说穿了是投资者对所投对象了解不足的一种保护性措施。如果投资者真的了解所投对象是优秀企业的话,就没有必要过于分散投资。如果投资者能做到真正熟悉几个工业后做大量投资,是可以获得巨利的。人的一生中,只要做对几件事就成了。要当专家,不当通才。比如一年只熟悉一两个工业,然后选购股票。有的投资者喜欢动,一听到什么消息就身上发痒,买进卖出。但是过于经常的买卖,结果是有害无益。投资者要有耐心,不能因为时间一长就改变标准。如果股市太热、股价过高,投资者大可歇上一阵子,等市场降温之后再谈。

### 六、成功信条

巴菲特认为一个成功的投资者应该做到:

(1) 希望赚钱,但不能利欲熏心,不能贪心过重,不能性急。如果投资者不爱财则会缺乏应

有的动力,如果太爱财则有可能失败。投资者对投资过程必须比投资的结果——钱,有更浓厚的兴趣。

(2)投资者要有耐心。投资的前提是因为企业真正有价值。首先确定企业值多少钱,再决定每股股票值多少钱,然后决定买不买。不要猜测股价的运动,只要公司真正有价值,股价便宜,买好后就不应该担心。即使证券市场关闭几年也无关紧要。

(3)要能独立思考,不要因他人而轻易动摇。别人赞不赞同并不等于你对或者你错。要是你的信息准确,判断正确,就不用担心。如果你没有充分的信息,就不要做决定。

(4)要有自信。自信来自知识。头脑不要顽固,不能草率鲁莽。知之为知之,不知为不知。对自己懂什么、不懂什么绝对诚实。不要投自己不懂的企业或行业。即使股价便宜,如果你不懂或者不喜欢这个企业或行业,也不要投。如果你以为买下一种自己不想要的股票以期卖给一个比你笨的人,那受害的往往会是你自己。

(5)不要借债投资。

(6)由于很难发现好的公司,发现后就不要轻易卖掉。不能贪图便宜去买不好的公司,也不能为了占一点便宜而把手里的好公司卖掉。一般公司的业务很少按计划进行,全靠领导班子能干。在选股时要选自己愿意长期持股的公司,但也要相机而动。一旦发现股价已超过潜在的价值就应该卖掉。

## 七、兼并家具公司

巴菲特一直住在内布拉斯加州的奥马哈市,住的仍是25年前花3万美元买下的普通房屋,远离纽约、芝加哥等大城市的尘嚣。他觉得奥马哈比纽约好。纽约的刺激太多,常常使人被迫做出反应,有时甚至还会逼人发疯,而住在安静的奥马哈市容易让人开动脑筋。投资这一行在巴菲特看来是一种要求人们动脑筋的有趣的游戏,而且又不太难赢。他的嗜好是玩具火车,有时读读英国哲学家罗素的作品消遣。在从事投资管理的专业人士中,巴费特的机智和学问很少有人能与之匹敌。他每年亲自撰写的年度报告,常常引用托尔斯泰、歌德、帕斯卡尔、凯恩斯等人的警句名言。他的投资组合里有广播电视报纸业、软饮料业、制造业、保险业、银行金融业和消费品业等。1991年度的收益率为39.6%,1992年为30.3%。

对普通人来说,投资年收益率能达到20%就应该开瓶香槟酒庆祝了。但巴菲特谈到1992年的收益率时说:“这比我们的平均收益率低,简直不能跟我们最好的年头相比。”那年——1976年他的收益率达59%。

过去23年来,巴费特的投资年均收益率为29%。巴菲特目前经管的资金有100亿美元。他说:“管这么多的钱,就像指挥一艘船一样,虽然还能行动,但动起来不如以前那样快了。”他有9个助手,办公室里并没有电脑,也没有显示股价瞬间变化的电视屏幕。但他的同事说他思考速度比电脑还快,别人都跟不上。办公室墙上的条幅上写着“愚人和他的钱到处受到邀请”的醒目语句。

巴菲特常说,一个优秀的投资者应该像企业经理那样考虑问题,而一个优秀的企业经理思考起问题来,也应该像一个投资者。

1983年,巴菲特购买了一家在内布拉斯加深受顾客欢迎的家具公司。这家公司创业于1937年,当时只是一家地下室,后来这家公司占了整整3条街,面积达40英亩,年销售额1亿

美元以上。创办人罗斯·布拉姆金是一位俄国移民,从未受过正式教育。巴费特见到她的时候,她已经是90高龄,但仍精力充沛地每天上班,坐在打高尔夫球用的三轮车上在公司来回奔波。她经营的宗旨是:“诚实无欺,物美价廉。”曾经有一家与之竞争的家具公司到法院告她买卖不公平,因为她公司的价格太低。布拉姆金在法庭上为自己辩护说,让顾客买到便宜的东西没有什么不好。法官认为她没有错,退庭后还去她店里花了一千几百元买地毯。

有一天,巴费特到她店里问她愿不愿意把她的家具公司卖给他,她当即开价6000万元。巴费特没有还价,径直回到办公室开了一张6000万元的支票给她。布拉姆金问他怎么没有请律师和会计师,巴费特说他相信她。在清点存货时,她才发现家具公司值8500万元。不过布拉姆金一言既出,驷马难追,不愿悔约。只是非常吃惊,因为巴费特当时似乎想都没有多想一下。原来他早已认准这片家具公司值多少钱了。巴费特和布拉姆金从此还成了好朋友。

巴费特的子女没有步他的后尘,大儿子搞农业,二儿子是音乐家,女儿在出版社工作。巴费特只给每个子女几十万美元的基金,不愿再给他们更多的钱。他害怕金钱的腐蚀作用,认为子女应该在世界上找到自己的立足之地。他说:“我支持他们,但不想给他们够一辈子用的财源。”他80多岁的老母和子女都赞同他的做法。

巴费特认为自己的成就应归功于允许他成功的社会,所以也应该回馈给社会。他成立了巴费特基金,目前的宗旨是赞助计划生育。他将把绝大部分财产留给巴费特基金。以这位当代投资超级明星之豪富,其基金的规模无疑将超过洛克菲勒基金、福特基金或卡尼基金。他说:“就谋生来说,我是世界上最幸运的人。因为我干的这一行我极其喜欢,任何人也不能叫我做我不愿做的事。我也不必跟我不喜欢的人共事。”

## 第四节 索罗斯:国际超级投资家

乔治·索罗斯是当今首屈一指的国际超级投机投资家。巴费特和林奇的投资立足于美国市场,基本上以企业股票为主,乔治·索罗斯的投资则遍及全球。他管理的名叫“量子基金”的投资基金在1992年9月短短一个月里赚了15亿美元,打破了任何世界记录。索罗斯的个人资产达10亿美元以上。

### 一、量子基金创始人

乔治·索罗斯,出生于匈牙利的一个犹太律师家庭。二次大战期间,德国占领了匈牙利,索罗斯一家用了伪造的证件,化名寄居在友人家中,才侥幸活了下来。大战结束后,匈牙利为苏军占领,索罗斯逃往瑞士,后来到了英国进入伦敦经济学院念书。毕业后默默无闻地在伦敦和纽约干了几年股票分析推销工作。

1969年,索罗斯脱颖而出,成立了取名为“量子基金”的私募投资合伙基金。以“量子”为基金命名乃表明他赞成德国物理学家、量子力学创始者海森堡所提出的测不准原理。就像微粒子的物理量不可能同时具有确定数值一样,在索罗斯看来,市场也经常处于不定状态。投资者如果能对明显的事物打个折扣,而把赌注放在别人意想不到的事物上,则必将获得大利。

索罗斯的投资是全方位的,同时又是多方向的。他投资的对象种类繁多:有芬兰的股票、香港的房地产、日本的铁路;有债券期货、商品期货、货币等等。他动用的技巧复杂,套数多变,以少量保证金做大量投机性买卖,如卖空、期权买卖等样样都来。一般人难以捉摸,更不用说去效法了。

索罗斯并不花费很多时间去研究经济或阅读股票分析报告,他主要是通过阅读报刊来形成自己的见解和判断,又经常与世界各国的权威人士保持联系。和巴费特一样,他不相信证券市场有效率,认为证券的技术分析没有任何理论根据,真正有用的是基本分析。

“量子基金”的前进道路绝非一帆风顺,而是大起大落。例如在1981年有近半数的投资者退出量子基金,1982年量子基金收益率却达57%。1987年,索罗斯虽然预见到股市将狂跌,但错过了退场的时机,在几天里损失了8.4亿美元,相当于“量子基金”账面值的1/3。索罗斯因此说:“只预见到某种事物会来临还不够,还要能准确地把握住事物变化的时机。”如果不知道它什么时候会来临,则仍然无济于事。耐心的长期投资者如果真正懂得所投对象的价值,花50元买下几年内会值100元的东西,就用不着担心是否能准确地把握时机了。

## 二、英镑终结者

索罗斯最引人注目的举动是1992年那次“炒外汇”。下面就介绍一下“量子基金”于1992年是怎么会一下子获得天文数字的利润的。

欧洲经济共同体在1979年把11种货币的兑换率联系在一起,组成一种欧洲货币汇率连环保,允许各国货币在不偏离规定的“中央汇率” $\pm 2.25\%$ 的范围内上下浮动。如果某国货币汇率超出这一范围,各国中央银行就一致行动,出面干预市场,以保持欧洲货币汇率连环保的稳定。

然而欧洲各国的经济发展不均衡,政策不统一,货币受到当事国利率和通货膨胀率的影响或强或弱,连环保的安排不啻迫使各国中央银行买进疲软的货币,卖出强劲的货币以遏制外汇买卖活动造成的不稳定。目前世界外汇交易量每天达7000亿美元,相当于纽约证券交易所2个月的交易量,这就使得各国中央银行在市场发生狂飙时心有余而力不足。

索罗斯早在1989年11月柏林墙崩溃、东西德统一后,就认为欧洲货币汇率机制已无法继续维持。因为这种机制要求欧洲各国经济发展齐头并进,但是德国的统一使德国经济发展超过了所有邻国,因而其他欧洲国家指望依靠德国的货币政策是不适当的。

1992年9月,英镑对德国马克的汇率已降至上述范围的下限,尽管德国中央银行和英格兰银行大量买进英镑,仍无法制止英镑的下跌。当时英国经济处于不景气状态,利率已经很高,用提高英镑利率的办法支撑英镑,会严重损害英国经济,于是英国要求德国降低马克的利率以减轻对英镑的压力。但是德国统一后,因重建东德,造成经济过热、开支过高,德国政府不得不维持高达10%的年利率藉以降温,所以德国中央银行拒绝了英国的这个要求。该行行长在《华尔街日报》上发表谈话,称欧洲货币体系的不稳定,只有通过贬值才能解决。他虽然没有点明希望英镑贬值,原意是希望重新组织欧洲货币,但是精明的索罗斯识破了这篇谈话的涵义,认为这一次德国中央银行不会出面支持英镑了。本能和经验告诉他,千载难逢的好机会来到了。于是他放手大量卖空英镑并买进马克。

英格兰银行终于被迫宣布提高英镑的利率,但是外汇市场认为这是一种恐慌的表现,因为

英国的经济困境不可能维持高利率。英格兰银行提高利率的效果适得其反,反而导致英镑一再下跌。

按照法律英格兰银行必须买进英镑。但是在汇率大跌、外国投机者狂抛英镑的情况下,索罗斯判断英格兰银行已无法维持这种购买,没有力量挽狂澜于既倒,唯一的出路是停止硬撑英镑而让汇率自由落体到可以自我维持的水平。当时索罗斯以5%的保证金方式大量借贷英镑,购入马克,以期在英镑下跌后再买进英镑还债而净赚一大笔马克。这种保证金方式的借贷使1亿美元能够发挥20亿美元的威力,于是原来10%的利润率就会变成200%。所谓“四两拨千斤”说的就是这种情况。而索罗斯当时动用了“量子基金”的10亿美元做担保,使之发挥了极限作用。

果然英国被迫退出欧洲货币机制,英镑重跌,欧洲各中央银行损失了相当60亿美元。索罗斯的卖空相当70亿美元的英镑、买进相当60亿美元的马克的操作,使他在短短1个月赚了15亿美元,创造了世界纪录。

索罗斯又更上一层楼地预见到随着欧洲货币汇率机制的瓦解和货币重组,欧洲股市将不振,进而利率将下降,于是他再接再厉,在卖空英镑的同时购进了5亿美元的英国股票。他认为英镑下跌后,英国股票会增值。他又购入德国债券和法国债券而卖空这两个国家的股票。他认为德国马克和法国法郎的升值将对股市不利,但对债券有利,因为升值会引起利率下降。

简单地说,这是基于马克和法郎的升值将使德国货与法国货变贵,影响德法两国的出口。德国和法国的经济是出口型,出口的下降将削弱整个经济,从而将迫使德国和法国政府降低利率以刺激经济。

事态的发展果然正如索罗斯所料,英镑下跌10%,马克法郎增值7%,伦敦股市上升7%,德国和法国的债券增值3%,而这两个国家的股市则处于不振的状态。

由于索罗斯的胜算和一系列的动作,“量子基金”的资产在1992年8月为33亿美元,到10月份已有70亿美元。短短一个月,奇迹般地翻了1倍多。

索罗斯认为目前好的投资机会很难发现,只有中国、墨西哥和拉丁美洲等国才有。他最近(1993年春夏)的投资重点是黄金和房地产。

### 三、成功哲学

索罗斯不但是一个投机投资家,对哲学也有一定的爱好。读书时深受伦敦经济学院教授、哲学家卡尔·波珀的影响。60年代初曾花了3年时间试图写一本哲学方面的书,结果以失败而告终。1987年出过一本《金融炼金术》,可惜看得懂的人很少。

索罗斯说,第二次世界大战给他最大的教训就是:期待出乎意料的事物发生并做好准备应付它。他认为每个人都因一些先入之见妨碍他们正确地认识现实。证券市场、外汇市场并不总是反映现实。股票的价值和外汇的价格取决于人们的主观认识。这种现实与对现实的认识之间的差距,就创造了有利可图的机会。重要的不是你的判断是对是错,而是在你正确的时候,你能最大限度地发挥出你的力量来。这有点像孔子所说的:“君子藏器于身,待时而动,何不利之有?动而不括,是以出而有获,语成器而动者也。”(《周易·系辞下》)

索罗斯的投机原则是确定自己能承担的风险大小,在开始的时候投入少量资金,当某种倾向逐渐明显时再慢慢加大筹码。投资者不必事事了如指掌,只要比别人更了解某种事物,就不

难以有限的资金、有限的信息胜人一筹。

他创立了一种“反射论”，认为人们的认识会改变事物，而事物的变化又会改变人们的认识。例如如果投资者认为美元会上涨，就拼命购买美元。他们的行为本身就会使美元上涨，从而降低美元利率，刺激美国经济，倒过来使美元的增值有了根据。如果投资者认为国际电报电话公司的股票会上涨而大量购买，使股价上升，国际电报电话公司的管理人员就可以利用高价股票以有利的条件收购别的公司，反证国际电报电话公司的股票增值有理由。这就是索罗斯所谓的现实和对现实的认识两者之间的互动关系。好比战场上有大雾，你无法获得所有的信息，等到你有了所有的信息时，战局又起了变化。

在他看来，投机者的一窝蜂行为不能用经济学中的价格供求论去解释。市场往往受到群体情绪的冲击时上时下。在现实世界里，买卖的决定取决于人们抱有怎样的预期。如果商品生产者预期产品会跌价那么在价格下跌时他会多出售一些，而不是像经济学原理所预言的少出售一些。同样，如果价格上涨，按书本理论，这时供应量会增加，需求量会下降，从而制止价格上涨。但如果人们预期价格还会上涨得更高，则供应量反而会下降，需求量反而会增大。

索罗斯感兴趣的是所谓“经济繁荣和萧条”的交替循环过程。最初某种不为人们所认识的倾向逐渐自我强化，形成一股潮流，后来愈演愈烈到达高潮，造成人们的错觉，但终于无法维持到最后而自我逆转。他举出80年代初里根当总统时重建美国军事力量、降低税率、实行赤字筹资，使美国经济大振。当时美元地位加强，股市飞扬，国外投资者纷纷进入美国市场，使美国经济进一步繁荣，美元更加升值。但是美国债台高筑使得这种局面无法维持下去，肥皂泡于是破掉，整个过程逆转，引起经济下降。前两年开始的美国经济不景气，似乎印证了索罗斯的论点。

索罗斯的思维近似中国传统思想中物极必反，否极泰来的观点。不过，在经济发展过程中的这种循环，不能理解为回到原地，重新起步。而是每次繁荣的高峰都比前一次高，每次萧条的落点也比过去要高。否则何来进步？

索罗斯也是一位大慈善家。1984年以来，他在20个国家设立了35种基金。1992年，他曾捐出1亿美元成立基金资助俄国自然科学家的研究，又捐出5000万美元给战事不断的前南斯拉夫的难民。

他认为政府的援助一般没有效率，受益的多是捐款者而非受捐者，而私人捐助能够直接帮助需要者。1993年，他将再捐出1亿美元给各种慈善事业。

索罗斯一旦发觉自己有错误，决不固执己见，将错就错，他会刻不容缓地完全改变自己的动作方向。对于自己的成功，这位具有大将风范的，了不起的投资家说过这样一段话：“如果自己以为是成功的，那么你将会丧失使你成功的过程。一个人必须愿意承认错误，接受痛苦。如果犯了错误不承认，不愿意接受痛苦，甚至不再感到错误的痛苦，那么你就会再犯错误，就会失去赢的优势。”

## 第五节 罗杰斯：股市兼并之父

杰姆·罗杰斯是美国最有远见的国际投资家，也是最成功的投资家之一。他首先预见到中

国现代化的重大意义。

他出生于美国南部的阿拉巴马州。在耶鲁大学历史系毕业后,又赴牛津大学攻读政治学、哲学和经济学。不久他爱上了投资管理这一行业。1970年他与另一位著名投资家乔治·索罗斯组成了华尔街最成功的投资管理公司。他们两人经营的投资组合——“量子基金”连续10年每年收益率超过50%。索罗斯负责买卖证券,罗杰斯负责证券分析。除他们两人以外,公司开始时只用一名秘书。“量子基金”从1970年的1200万美元到1980年增长为25000万美元。

1980年杰姆·罗杰斯决定从公司“退休”。他管理“量子基金”应得的一份利润达数千万美元,而当时他只有37岁。从那以后,罗杰斯的理财术为他积累了一笔巨大的财富。

### 一、股市之父

罗杰斯的投资范围极广,从疗养院到成衣商,从保险公司到钢铁厂,从葡萄牙到非洲的博茨瓦纳,从新加坡到秘鲁都投。当他相信某个国家的发展前景比一般人预料的更为看好时,就先声夺人地在那里投资。例如1984年奥地利股市跌落到1961年的一半,奥地利的股市信息外界极少了解。罗杰斯实地考察后购买了大量奥地利企业的证券。翌年,奥地利股市指数上升了145%,他因而被誉为“奥地利股市之父”。1987年日本股市的涨势停了下来,1988年罗杰斯开始卖空日本公司的股票,结果他卖空的每种证券都跌价,从而获利。

1987年上半年罗杰斯预见到美国股市将暴跌因而卖空股票。股市崩盘的10月19日恰逢他的生辰,带给他一份丰厚的生日贺礼。罗杰斯曾预言布什会将因美国的经济问题竞选总统连任失败,又预言美元将下滑,果然均被言中。

罗杰斯认为独立思考是非常重要的。他和索罗斯向来都不重视华尔街的一班证券分析家。罗杰斯说:“这些人随大流,没有人靠随大流而发财的。”“量子基金”的成功原因在于理财者有预知别人尚未觉察的重大长期性变化而非商业周期变化的本领。罗杰斯感兴趣的不是一个企业在下一季度将盈利多少,而是社会、经济、政治等宏观因素将使某一工业的命运发生何种变化。要是某种股票的市价与他预见到的变化之间差异很大,这就提供了赚钱的机会。

例如,1974年洛克希德航空公司谣传濒临破产。罗杰斯收购了大量该公司的股票,成为洛克希德公司外最大的股东。因为他注意到1973年阿拉伯以色列战争中,埃及空军出奇制胜,打破了以色列空军在飞机性能和驾驶员素质方面的优势。苏联向埃及提供了美国无法向以色列提供的电子设备。由于越南战争,美国穷于应付日常军需而无暇顾及长期性的技术研究。于是罗杰斯认为美国非迎头赶上不可。而洛克希德航空公司正好生产国防用的最优良电子设备。果然洛克希德公司的股票由2元剧升到120元。罗杰斯还购买了洛克希德公司同行竞争者的股票。他的投资方法是一旦发觉某种长期性或政策性变化对哪个工业有利时就购买那个工业里的所有公司的股票,一如他购买自己喜欢的哪个外国证券市场上所有的股票那样。

### 二、读万卷书,行万里路

罗杰斯博览群书,学识广泛,既读哲学、历史,又读公司年度报告,还读百种有关的期刊、专业杂志和各国的重要报纸。骑摩托车旅行世界是他一生的梦想。他说:“骑在摩托车上旅行最

好。你会看到听到许多新鲜东西,是坐在汽车里无法得到的一种享受。我最喜欢的就是探访新地方,体验新事物,会见新人物。”他也敦促他的学生通过旅行以扩大眼界,因为旅行能帮助他们更好地认识人生,认识自己的国家。

1988年罗杰斯骑摩托车游历了中国,他的历程摄成了电视系列片《远行》,在世界各国播映过。

从1990年到1992年的22个月的时间里,罗杰斯再次骑摩托车周游列国。这次他走遍了六大洲,行程104700公里,打破了吉尼斯世界纪录。他把投资的乐趣和旅游的娱悦结合起来,从一个严谨的投资者角度去观察所访问的国家,在与各国政界、商界人士的接触中撷取对投资有用的第一手信息。

1990年5月罗杰斯再度访华,亲眼看到中国史无前例的改革开放。罗杰斯认为,20年后中国将傲立于世界上最成功的经济强国之列。中国人勤劳刻苦,有创业建业精神,海外华人的成功经历就是最好的范例。罗杰斯认为,21世纪无论如何将是中国的世纪。所以,他建议美国人让自己的孩子学习中文。

自从1983年以来,罗杰斯在哥伦比亚大学教工商企业管理硕士课程。他所教的《高级证券分析》课是哥伦比亚大学管理学院最热门的课程,以致学生不得不通过抽签才能踏进他讲课的课堂。他把学生分为两班,每班仅15人,以利学习。每个学生选择一个工业做分析,然后在课上陈述买进卖出或卖空哪家公司股票的理由。罗杰斯和他的两名助教(他以前的学生,现在从事投资管理)尽量鼓励、督促、激发学生思考,争辩,深入分析,以提高学生的能力。每次上课都像马拉松式的。上课内容丰富多采,使人毫无倦意。课堂上机智横溢,幽默丛生,妙语连珠,笑声不绝。难怪理财大家沃伦·巴菲特听完一次罗杰斯讲授的课后宣称它“简直太好了、太轰动了”。目前罗杰斯在美国有线电视台CNBC主持人《你的投资组合》节目是最受观众欢迎的节目之一。前几年,他曾主持哥伦比亚广播公司所属WCBS电视台和有线电视台——金融新闻台有关投资管理的节目。《华尔街日报》、《幸福》杂志、《福布斯》杂志、《巴伦》杂志等经常采访他。他的事迹还见诸美国出版的几种有关投资大家的书。他的新作《与罗杰斯一起做投资旅行》1994年由蓝登书店出版。书中发表了他传奇般的10万公里摩托车旅行中对经济、政治、社会和投资方面的精辟见解。对这些不感兴趣的读者则会发现这是一本洞察国情、民俗、历史、地理的风趣生动的环球游记。

罗杰斯说:“我一直想有钱,并不是因为有了钱可以买许多东西,而是有了钱可以买到自由。我读过马克思的书,我对马克思的理解是:资本的自由是最大的自由。如果你能使人们富裕起来,他们通常会比较幸福。我总算买到了自由。”这使人想到美国作家克利斯托弗·莫雷的一句名言:“只有一种成功:你能够以自己选择的方式度过人生。”

## 第六节 彼得·林奇 现代派投资家

巴费特的投资法当然不是唯一的致富途径。巴菲特基本上是属于着眼实值股和成长股的长期投资者。有些相当成功的现代派投资家不同于巴菲特。他们持股的种类不限于实值股、成长股、绩优股或期权期货。因为当人们都熟悉实值股、成长股、绩优股之后,赚钱就难了。现

代派投资家不管什么行业的证券,只要有利可图就买,一旦证券价格超过其价值就卖。他们的操作手法多变,速度快,不拘一格。他们不停地扫描股市全体,以图发现哪怕是很小的,可以利用的价差。他们试图及早发现所谓“工业趋势”的发展方向。激光纤维的发展、政府对环境污染的新限制、天然气储量的减少、日本汽车的竞争力等,都是决定工业趋势走向的因素。现代派投资家希望顺势投资,以求水涨船高,从中获利。现代派投资家还放眼世界,到中国、日本、东南亚、拉丁美洲和欧洲去寻找新的投资机会。

### 一、多多益善

现代派投资家的最佳实践者是主管波士顿忠实投资管理公司麦哲伦基金的彼得·林奇。麦哲伦基金的资金达 100 亿美元,是美国最大的共同投资基金。投资者达 100 万人。1977 年,当林奇开始主管麦哲伦基金时,如果你投资 1 万美元的话,到 1990 年你就有 28 万美元了。林奇将 100 亿资金分散投资于 1400 家公司。

麦哲伦基金大致有 4 类股票:

- (1) 林奇希望能够收益 200%~300% 的成长股;
- (2) 股价低于实值的价值股,林奇希望在股价上涨 1/3 时脱手;
- (3) 绩优股如公用事业、电讯、食品、广告公司的股票。这类股票带防御性,经得起经济不景气的打击;
- (4) 特殊情况如再生股。

林奇的工作量超人,从每天上午 8 点工作到晚上 7 点,周末也难得休息,自称只有刷牙的时候才有空。他每月打电话 2000 次,一年旅行 16 万多公里到各处实地考察。不过他只有两个分析员做助手,一个专门负责收集华尔街的信息及出席各种会议,另一个专门打电话和走访公司。

林奇无休止地寻找投资机会。当一家企业有新产品或者营业额比去年好,或某项政策对企业有利,他就购买这家企业的股票。如果总的趋势对某一工业有利,他不像巴菲特那样只买最好的,而是买一批能从中受益的公司股票,也许几家,也许十几家。他不一定做深入的调研,就买下股票,然后待这些股票升值时再筛选最佳的公司保留下来,把其余的卖掉。他不限止于某类股票或行业,成长股、实值股可以,金融业、制造业也行。他认为如果投资集中于某一类型的股票,当这类股票价格大涨后,投资者如不卖掉,就失去了赚钱的机会。但如果卖掉去投自己不熟悉的行业,往往又会出问题。所以他说要有灵活性,要多元化。

林奇以娴熟的技巧把投资从一个方向引向另一个方向,并不等待彻底的分析以免错过时机。例如当日本汽车打入美国市场后,美国三大汽车公司的股票大跌。林奇未做详尽的研究即大量购买这三家公司的股票,等到股价上涨后又悄悄卖掉。他经常改变投资方向,就像赛艇比赛一样见风使舵。因此,麦哲伦基金的多数公司只在投资组合体里停留一两个月,而整个组合体里的公司一年至少翻检一次。林奇认为也许应该翻检得更勤一些。他自称购买的股票如果在 3 个月后其中有 1/4 仍值得保留,就很满意了。

在他投的 1400 家公司中,最大的 100 家企业占所投资金的一半,其次的 100 家企业占 17%。林奇每天要卖掉 5000 万美元的股票,又买进 5000 万美元的股票。当发现有的公司股票稍稍超过应有的价值时,就立刻卖掉,有的股票稍低于应有的市价时,就马上购进。他毫不

犹豫地追求哪怕是很小的利润。

林奇喜欢积少成多。如果甲公司股票是 20 美元一股,乙公司股票是 30 美元一股,他先买进甲公司股,当它上涨到 30 美元时即卖掉。那时乙公司股价已下跌到 20 美元一股,他又买进乙股。6 次 30% 的利润就等于把投资收益翻了一倍。他感到每天做一些小决定的犯错机会,要比一下子做几个大决定的少。

## 二、以变应变

企业发生变化,竞争局面会变化,工厂也可能出现问题。一旦情况改变,就要采取行动。即使企业本身没有什么变化,股价变了也会促使林奇行动。如果他买了一家公司的股票,希望它升值却未升,他会立即将它卖掉。如果他喜欢的一家公司股票原价 20 美元,现在跌到 16 美元,他又会趁机多买一些。

林奇试图在一个企业发生重大变化时及早掌握信息。从一个企业发生变化到这种变化反映到股价上来,往往有 1 个月到 1 年的间隔。林奇希望抢在人先,利用这个间隙做买卖。他经常找所投资的企业经理通话。这要比等到财务报告出来后再分析,在时间上更有利。因为他可以及时掌握第一手信息,迅速决定股票是买还是卖。他坚持走访所投资的企业,即使是走马观花,久而久之也会对公司有一个感觉,对企业的经理有一个感觉。

他访问所投资的企业时,往往询问管理人员对竞争者的看法。如果管理人员对竞争者表示敬佩,林奇说不定会投资竞争者。

他非常注意企业内部管理人员买卖股票的举动,认为他们买股票的原因只有一个,就是赚钱。所以管理人员大量购买自己公司股票的企业很少会破产。

林奇最喜欢中小型的成长股公司,因为中小型公司股价增值比大公司容易。一个投资组合里只要一两家公司收益率极高,即使其他的赔本,也不会影响整个投资组合的成绩。例如,如果 1000 美元分别投 5 种股票。其中 3 种赔本,股价下跌了 75%,一种上涨 20%,一种上涨 900%,总的结果将是:

赔本	赢家	投资组合体总结果
(1)	$200 - 150 = 50$	(4) $200 + 40 = 240$
(2)	$200 - 150 = 50$	(5) $200 + 1800 = 2000$
(3)	$200 - 150 = 50$	
600 变成 150	400 变成 2240	1000 美元变成 2390 美元

林奇认为投资成功的关键是思想开阔,不怀偏见,尽可能多研究些企业。他认为多数人的头脑不够灵活,思想不够开阔,偏见太多,偏重某些行业,而忽视另一些行业。但是行行出状元,每个行业里都有杰出的公司。

林奇在逛街购物时随处留心新事物,以期发现新的投资主意。他看报纸时不但注意好信息,而且特别注意坏消息,因为灾难性的坏消息往往带来异乎寻常的机会。林奇说他选购许多的股票常常是先从 12 美元一股下跌到 6 美元,然后再上升到 30 美元。这一点投资者应该有

思想准备。投资者如果对于某个企业特别了解,特别喜欢,那么在市场下跌时反而应该多投一些。在没有发现能吸引你的公司之前,干脆把钱存入银行。

只要所投公司的业绩好,大可以持股五年十年不变。林奇说:“我投资组合里最好的公司往往是购股三五年后才利润大增,而不是在三五个星期后。”林奇注重的是企业的根本业务,而对宏观经济的预测、利率的变动等并不关心。林奇宁可投资一家不受人欢迎的工业里经营有方的企业,而不投一家热门工业里的热门企业。越是热门的行业,竞争越是激烈,结果人人都赚不到钱。

至于什么时候卖股票,林奇认为有两种情况。一是公司业务从根本上恶化,二是股价已上升过高,超过了盈利的增长。这时卖掉它之后再买另一种股票可以获得更高的收益率。他认为显示过去一二十年内的股价波动的技术图表很有参考价值,可以帮助他判断目前股票市价是否太高或者是否太低。

尽管林奇的投资方法属于现代派,他和巴菲特一样认为现代投资理论的那一套关于市场有效率、股价反映一切信息的观点是荒唐的。

林奇于1990年退休,在他管理麦哲伦基金的13年里,基金总收益达2700%,即年均收益率29%。

林奇退休后,麦哲伦基金两度易手,现在主管它的是哈佛经理学院毕业的杰弗里·维立克。维立克在学校里平时不爱多说话,就是对股市投资有浓厚的兴趣。他毕业后一直在波士顿忠实投资管理公司工作。

## 第四章 港台企业兼并风云

### 第一节 九龙仓之战

置地公司和包玉刚爵士争夺九龙仓的控制权之战,虽是多年旧事,但双方策略精密,争夺过程奇峰突出,高潮叠起,实在是香港收购战史上最为精彩的一役,亦是香港华资及英资集团势力消长的转换点。

#### 一、事出有因

在英国作家许斯(Richard Hughes)的《借来的地方,借来的时间》一书中,曾打趣的说香港权力中心依次是马会、怡和公司、汇丰银行和港督。随着香港的经济的发展,华资势力日渐抬头,“四行”之首的怡和公司(另外三行是和记、会德丰和太古)已无一方独大之势。主要原因是怡和对香港前途信心不足,在七十年代全力分散投资,进行国际化经营,给予华资坐大的机会。怡和洋行早在1932年在广州成立,开展对华贸易,自此一帆风顺,在中国建立了怡和帝国,业务包括进出口贸易、航运、铁路、矿山、码头仓库、保险、房地产及工业制造等。但自1949年新中国成立后,怡和在中国的业务发展便走进了死胡同,自“三反、五反”运动后,怡和即完全撤离大陆,损失惨重。有此教训,怡和对共产党政权存在戒心,故此对香港九七问题亦抱有悲观态度,改而努力拓展海外投资,在香港自然错过了不少黄金机会,以致其他财团有机可乘。与怡和相反,船王包玉刚爵士则对前景表现得信心十足,包爵士不甘心于已建立的世界上最大之独立船队,因而积极推行他的上岸大计。不断寻求新的投资机会及购入有发展潜质的产业及股票。而包爵士上岸后第一块猎物便是怡和系的九龙仓。

九龙仓于1886年由渣打爵士成立,起初业务只限于货仓经营。现时尖沙咀海运大厦一带即是百多年前由渣打爵士向政府投得作为货仓码头之用。经过百多年的发展,九龙仓的业务亦越向多元化,除收购了海港企业51%的股权外,亦收购了天星小轮和电车。而且将货运业务送入葵涌,全力发展尖沙咀的地皮作为商业大厦,而此等位于尖沙咀的优质地皮是九龙仓未来发展的皇牌,亦是惹来包爵士收购的主要原因。

### 二、两雄相斗

在70年代初期,九龙仓为应付多个大型收购项目和发展计划而大量发行新股,结果是造成大股东置地的拥有权下降和九龙仓股价极度偏低。在1978年初,置地拥有九龙仓的股权只有10%左右,而九龙仓股价亦徘徊在12~13元之间。基于这两个因素,包玉刚爵士便选中九龙仓为收购对象。包爵士首先购入李嘉诚所拥有的九龙仓股权,并随即在市场上大手吸纳九龙仓。在1978年中,包爵士约拥有15%~20%的九龙仓股份,九龙仓董事局即邀请包玉刚及其女婿吴光正加入九龙仓董事局,但事情并未因此而完全了结。包、吴二人在董事局提出的一连串发展大计均被董事局一一拒绝,以致双方关系日益紧张。怡和及置地以邀请包玉刚及吴光正两翁婿入董事局作为缓兵之计,暗地里积极购入九龙仓,以保卫其控制权。在1979年尾,置地更宣布收购怡和证券所持有的全部九龙仓股份,令置地亦拥有近20%的九龙仓股权。(即和1978年中包玉刚所有的比率相近)。置地这边正力挽狂澜之际,包玉刚爵士欲寸土必争,绝不退让,当知悉置地暗中吸纳九龙仓之际,立刻采取相应行动,同时在市场内收购九龙仓,令其拥有权增到30%,仍是九龙仓的最大股东。当时一般人均觉得包玉刚爵士已占先机。置地的“保卫战”已迟了一步。

在1980年4月,包玉刚更将手上的九龙仓股权(30%左右)卖给其控制的隆丰国际,再由隆丰供股集资,以便减轻个人财务负担,保留足够实力和置地周旋到底。

当时怡和及置地所处的正是“进亦难,退亦难”的局面。虽然几经辛苦增加手上九龙仓的持股量,但船王绝不退让,并且步步进迫,仍然保持九龙仓大股东的地位。在可见的将来,隆丰及包先生极有可能再增加其持有量及进一步分享九龙仓的管理权。如果置地要争持到底,和包先生斗买九龙仓,则置地又恐力不从心,当时九龙仓在双方抢购下已升到67元,要增购至包玉刚同等持股量需要超过7亿元(因九龙仓必定进一步上升超过70元的关口),当时利率高,最优惠利率亦达14厘半,向银行融资购入九龙仓极不划算,因为九龙仓之周息率只有1.8%(以1980年3月最高值66.50元计),此次将会对集团之财政结构有不良影响。如通过增加发行股本以筹集资金增购九龙仓,则又恐重蹈九龙仓之覆辙,造成流通大、股价低,极有可能令到华资大户改打怡和及置地之主意,变成保车弃帅之局,而事实上后来怡和及置地的控制权数度受到挑战,证明此点并非过虑,为解决当前困局及为怡和集团长远利益着眼,怡和主席纽璧坚及置地常务董事鲍富达只有来一招“金蝉褪壳”之计,实行迫使包先生高价买九龙仓。

置地一经拿定主意,便开始部署,策略是先发制人,首先提出增购九龙仓股权至49%。定49%的原因有二:第一是避过当时的收购合作守则规定,拥有51%或以上的股权,须要提出全面收购;第二是因为九龙仓为上市公司,拥有49%已算很“稳阵”,除非对手可以完全买下其余股份,才有机会压倒置地,但是对手到时又要全面收购了。此举目的是要迫使包玉刚做出同样行动增购九龙仓,然后以高价将持有的九龙仓卖回给包玉刚,从此切断与九龙仓的关系,并将得回的大量现金作其有利的投资。

置地在1980年6月20日(星期五)掀开战幕。公开宣布增购九龙仓股份,由20%增至49%。增购条件是以两股作价12元2角的置地股份(6月16日星期一收市价),加上一张面值75元6角,1984~1987年还本、周息十厘的无抵押债券,合共值100元的代价来换取一股九龙仓股票。增购建议书即日寄出,而九龙仓股份的在四间交易所停止持牌。

置地此安排有几个重要意义：

第一，置地争取主动，开口价 100 大元。换言之是迫包玉刚以 100 元左右的价钱提出增购九龙仓。置地最初持有的九龙仓股票甚为便宜，约是 10 元左右，其后增购，价格升 20%，亦约 40~50 元，如果包玉刚正如所料，以高于 100 元提出增购，置地股东笑开颜矣。

第二，置地以俩券和股票的形式进行增购是比较安全的，万一“妙计”不能得逞，真正要购入 29% 的九龙仓，亦不必大量增加置地股票。而应付债券的 10 厘息亦较当时最优惠利率 12 厘为低。万一购回债券遇到困难，大不了由九龙仓卖掉部分物业，以现金红利派回股东供置地还款。但包玉刚先机已失，要提出比置地更有吸引力而又可以即时实行的计划只有现金增购。对置地而言，现金交易，正中下怀矣。

第三，置地选择 6 月 20 日星期五来宣布计划，亦是一绝。当时包先生正在欧洲参加独立油轮船东会议，更准备在下周一与墨西哥总统会晤。而且接连周六周日，安排资金等亦会有一些问题。置地此招表面上是攻其无备，希望杀包氏一个措手不及。但实际上是一着攻心计，其一可以掩护置地出售九龙仓的真正目的，其二是有意无意激怒包先生，须知上海人爱面子，购入九龙仓是包先生上岸的头一炮，如果给置地成功增购，船王面子也不好过。再来一招背后偷袭，惹起船王怒火，为“争口气”，包先生多数中计矣。其后有小道消息传出，包氏的财务顾问获多利建议以 103 元现金增购至 49% 时，包先生说：“俾够齐头 105 蚊喇！”船王豪气，增加 2 元，置地增加了 2000 万。

船王包玉刚接到置地增购的消息后，立刻推掉与墨西哥总统的约会，由巴黎飞往伦敦部署反击，并通过长途电话向小股东表示置地条件繁复及无吸引处，要求拒绝置地之建议。包氏本人在 6 月 22 日返抵香港，并在希尔顿酒店租下会议厅作临时办公室。到傍晚 7 时半，包玉刚召开记者招待会，提出以个人及家族名义，作价每股 105 元现金收购 2000 万股九龙仓股份（49%），但限期星期一及星期二两天，涉及资金 22 亿元，支持主要来自汇丰银行。22 亿在当时是一个天文数字，置地在 1979 年的纯利是 3 亿 5 千多万，包爵士一挥手即六倍置地盈利，而所需的准备时间只有两天。包先生魄力强劲，当真是人所不能。

包玉刚的增购是有条件的，就是不买入怡和及置地名下的九龙仓股份。此举也证明包玉刚怀疑置地的意图，外间估计置地一腔心血付东流之际，纽璧坚及鲍富达正密谋计划，进行第二步的行动。

星期一早上 9 时 30 分，获多利在中环的办事处挤满了九龙仓的股东，他们正等待一笔小横财。上午 11 时 30 分，耐心等候的小股东却听到了个令人泄气的消息，2000 股的收购额已经完成认购。失望的小股东只好回家再等奇迹出现，或寄望置地再用高价收购。增购 2000 万股在两小时完成，即是要每分钟收购 16 万股，其效率之高当可打破世界纪录。其实在包玉刚宣布反对计划之后，包氏和获多利已接到不少电话表示支持，包氏阵营为求以快打慢，均接受各大经纪及代理人公司的电话卖盆，故此在星期一当天只有少量九龙仓小股东可以在获多利卖出其股份，而纽璧坚及鲍富达亦将包玉刚以私人名义增购而又不收买置地名下九龙仓股份这一着算在内。置地早已通过怡富安排好，将名下九龙仓股份经大经纪行及代理人公司存放，一待包玉刚宣布增购之后，便通过其代理人及经纪行夜以继日地致电支持包先生，任凭获多利及包玉刚天大本领，也无法知道这批以经纪行及代理人名义持有的九龙仓股票竟是死对头置地所有。兵法有云：“多算胜，少算不胜。”纽璧坚与鲍富达就是多算一着而稳操胜券矣。

根据资料显示，置地在 6 月 16 日共持有 2300 多万股九龙仓，但在 6 月 24 日只持有 1300

万股,即是置地成功地卖出1000万股,套现10.5亿元。该批股票平均购买价是37.5元,以1.05元出售,即获利7亿元。在6月24日置地收取了为数10.5亿元的现金支票后,便正式宣布置地增购失败,一场奇迹突出的收购战便暂告一段落。

## 第二节 荣智健的三大并购战

1980年,荣毅仁的公子荣智健进入人生的第二个阶段——独自来港创业。此时,他的父亲虽然对他的事业起着一定的作用,但他更主要的还是靠自己。从此,他才真正做回他自己——荣智健。

他首先利用父亲在香港的一些资产,将近30年没动过的那笔纺织股息资产做启动资金,用这笔本钱和两个在香港做生意的堂弟开办了一家电子厂,生产集成电路和电脑随机存储器。由于他熟悉国内电子产品市场,产品销路不畅,之后他又将该产品的销售利润投资在电子产品的研究开发上,才几年时间,这家电子厂就颇具规模。不久,这家与堂弟合办的电子厂让一家美国电子公司高价收购,荣智健获利5600万港元——这是他来香港掘的第一桶金。

但荣智健更成功的是1982年在美国搞的一项创业投资,从事电脑辅助设计,其最初的投资包括贷款200万美元,他占六成,后来他出售部分股权。1984年合并上市,成为美国此类公司上市的第一家。不久他又全部出售该上市公司的股权,换回4800万美元,加上出售香港电子厂所得5600万港元的资金,他个人的资产即增加到数亿元。

1985年,对荣智健来说是个“幸运”之年——

1979年邓小平授意创办的北京中国国际信托投资公司在香港开设“窗口”——中国国际投资(香港)有限公司(又称中信香港);

此时,荣智健在香港已居住7年,顺理成章地成为香港永久居民;

同年,荣智健开始以“局外人”的身份为中信香港做些策划性工作,初步涉足中信香港的事务。

1986年,中信有人提议让荣智健正式加入中信香港的队伍,这也是他人生经历中的又一重要转折。随后,中国国际投资(香港)有限公司改组为中信集团(香港)有限公司,荣智健任副董事长兼总经理。而他出任此职前提出了两个先决条件:一是由他选用人才,二是拥有相当的权力,不须事事请示。他的条件得到满足。这一点同当年北京中信总公司成立时,邓小平给荣毅仁的条件一样——“人由你找,事由你管”。

从此,中信(香港)在荣智健的驾驭下,在香港“倒海翻江”。荣智健主持中信香港10年,成就不可谓不辉煌,而当中最为人称道的则莫如他一手策划的“三大战役”。

### 一、空战

香港国泰航空公司是老牌的英资公司,也是世界著名的国际性航空公司。1987年,香港中信成立之初,香港股市、地产及世界航运业尚处于低潮。中信香港经过慎重研究分析,决定收购国泰的部分股权,这是中信香港的首项大投资。

荣智健说：“我们分析了差不多6个月，觉得国泰的盈利前景看好，经营完善，而且有一支优秀的管理队伍。我们就把自己的想法向北京总公司汇报，结果不到5天就得到批准。”国务院为此借贷8亿港元，作为中信香港的运作资金。

为何要选择国泰航空？荣智健认为，香港要稳定繁荣，处处都要靠运输，不是船就是航空，而在航空方面“国泰”已有几十年的经验。他还说：“要在香港发展，不但要跟华资合作，也要加强同英资的合作，我跟‘国泰’、‘太古’合作，是觉得他们有一套系统，双方很容易有共同语言，后来我们成了好朋友，而且不光是在生意上。”于是，中信香港以19亿港元收购国泰航空12.5%的股份——这仅是荣智健商场“空战”的第一步。

紧接其后的是收购香港的另一家航空公司“港龙”。他毅然动用5亿港元购入当时并不景气的港龙航空46.3%的股份，并同时吸纳国际一流的国泰航空为股东并参与“港龙”的经营管理，换取“港龙”由香港飞往北京、上海以及部分亚洲区的航线，使“港龙”与“国泰”由长期的竞争对手转为合作伙伴。中信香港参股后，“港龙”两个月便奇迹般地转亏为盈：1990年盈利1100万港元，到1996年盈利超过10亿港元，7年间盈利升幅为几十倍。

## 二、借壳上市，收购泰富

此是中信香港的第二大战役。

中信香港经过几年的发展，实力渐大，急需找一家现成的上市公司将中信香港上市。荣智健的目光盯在了“泰富”。泰富发展公司是一家香港的上市公司。而中信要收购“泰富”并维持其上市地位，大约需要付出3.7亿港元，收购条件，包括“泰富”购入中信香港持有的港龙航空及两项价值共5.7亿港元的货仓物业。为此，荣智健通过香港著名的财务顾问公司百富勤作连串发新股、换股、配售、资产套现、资产互换等安排，他也从中得以领略资本市场的“财技”。1990年1月，中信香港在完成收购泰富发展之后，即以之为集资渠道，不断配售股份，其间面临几次大的财政危机，均靠荣智健的朋友香港富豪李嘉诚、郭鹤年等从旁相助才度过险关。

中信香港收购泰富发展后，即易名为中信泰富有限公司，成为中信香港旗下的上市机构，荣智健亲任“中信泰富”董事局主席，此后他不断地将中信香港的资产注入中信泰富，使之成为中信香港集团的旗舰。这次的收购并取得控股及管理权，是中信香港发展壮大的重要转折点，为此，荣智健亲自为“中信泰富”制订了经营策略：其一是高层次地参与构架稳固、管理优良的公司，购入股权后，只在董事局层次参与；其二是合作参与，如合作投资基建和房地产项目，由具备专业知识的合伙人负责运作；其三是全权参与，如其后收购的恒昌企业就是采取这种方式。

## 三、“蛇吞象”

恒昌企业(集团)是香港一家大型的多元化的上市公司，在华资综合企业中地位显赫，被商界喻为“银行中的恒生”(香港本地最大的华资银行)。“恒昌”旗下有7家全资子公司，其核心企业经营汽车和零售业的大昌行，当时年营业额便高达100亿港元，它在日本、美国都有分公司，实力雄厚，此外，集团名下各类物业所值1990年便超过30亿港元。

因此，有人形容中信泰富收购“恒昌”是“蛇吞象”，其意义之大有如1978年李嘉诚的“长江

实业”从英资的“汇丰”取得和黄股权。

当时,荣智健要收购庞大的恒昌企业也面临诸多障碍。首先是中信泰富没有如此庞大的资金,最后中信香港只得同意收购恒昌 36% 的份额,余者由荣智健个人会同李嘉诚、郭鹤年、郑裕彤、百富勤投资合购。后来,荣智健对此说:“我有一条界线:应该是国家的钱,就属于国家,我不赚。”

收购“恒昌”,引来四方风雨,但荣智健联合李嘉诚等人的力量,终于在 1991 年 9 月成功收购恒昌 97.2% 的股权。

为进一步全面收购“恒昌”,荣智健再展财技,将“恒昌”名下的优质物业(恒昌大厦)及投资股份(恒生银行等)高价出售,分派现金股息。虽派息后“恒昌”股值大减,但中信泰富有 11.7 亿元的现金回笼。至 1992 年 1 月,中信泰富发新股及以现金换取李嘉诚等人手上的全部“恒昌”股份;不久,便完成全面收购资产值 70 亿元的恒昌企业,而成本交易额才 40 亿元,旋即中信泰富和恒昌企业发布联合公告:“恒昌”从此成为中信泰富的全资附属公司。

### 四、武装“旗舰”,注资“泰富”

经过三次大的收购战役,荣智健在香港名声大噪。1992 年 10 月,新上任的港督彭定康创立“总督商务委员会”,由全港 18 名工商界翘楚组成,来港创业仅 14 年的荣智健便位列其中。

一连串的收购战后,荣智健又酝酿着新的更大的宏图。在此之前,中信香港收购参股的几家大公司均属控股性质,实际参与具体运作者不多。商场如战场,唯有进取才能立于不败之地。如果说“三大战役”是荣智健商战中的第一心愿,那么,使中信泰富尽早壮大成为国际级企业,并实际操作其名下的恒昌企业,便是他的第二心愿。

于是,荣智健陆续将中信香港的部分资产注入中信泰富,使其成为中信香港的主要运营公司。他首先加强中信泰富汽车代理和中国贸易的业务,亲自带领手下往日本拜访当地汽车商,取得“总统”车系列在香港的代理权,并为日本汽车维修技术引进中国大陆铺路。

中信泰富在发展汽车代理及维修业务的同时,其名下的大昌行在国内汽车维修中心的数目也不断增多。至此,荣智健早已谋划的大昌行分拆上市的部署也渐趋成熟。他先安排将大昌行名下的物业资产内部转移到中信泰富名下,并在中信泰富成立了房地产部。

1993 年 3 月,中英就香港政权问题发生争拗之际,中信泰富与英资的太古集团地产联手投得香港九龙又一村一块贵重商业用地,成交近 28.5 亿元,计划建 120 万平方米的商业中心,1997 年落成。

1993 年初,中信泰富配股集资 70 亿元向母公司香港中信购入 12% 的香港电讯股,另调拨作又一村地皮的备用资金。

大昌行有多处物业具有重建的价值,其商业价值甚高,为此荣智健进一步着手部署分拆大昌上市。首先他将位于港岛东部的鱼涌大昌贸易行汽车服务大厦以及九龙长沙湾大昌贸易行汽车服务大厦和荃湾停车场三项拟重建物业(1994 年估值 130 亿元)转移到中信泰富名下。

至此,中信泰富跻身于香港上市公司头十名内,也荣坐香港“红筹股”(即中资股)的头把交椅。

此外,中信泰富还投资 20 亿元用于地产、航运、香港东区隧道及收购澳门电讯 20% 的股份。

近年来,中信泰富还积极地参与香港当地的各项建设。

1995年的第4季度,中信泰富参与的财团和参股公司分别投得香港新机场铁路青衣站上盖地皮的发展权和新机场空车站的专营权。

同年12月,中信泰富参与的财团还投得了西九龙垃圾转运站的经营权。

在拓展香港本地业务的同时,中信泰富还致力于中国内地的基础设施建设。目前在中国各地和各行业都有中信泰富的投资:如上海的杨浦大桥、南浦大桥、打浦路隧道、沪嘉高速公路、延安东路隧道、徐浦大桥、浦东电厂;江苏的利港电厂、江阴兴澄电厂、无锡通菱电厂、无锡华达电机厂、江阴兴澄特种钢厂;河南的新力电厂、开封电厂等。

1996年11月,中信泰富董事总经理范鸿龄曾透露,该公司目前正与中国联通总公司洽谈合作开发内地电讯市场,如果成功,中信泰富将出资50亿港元投资内地电讯业。

## 五、企业形象本地化

在香港众多的中资企业群体中,企业的领导层和专业人士大都由内地派出,而唯独中信香港例外——从高中层领导至专业人员几乎是清一色的港人或洋人。

对中信香港这种较为本地化的企业形象,外界认为这与集团主席荣智健的用人原则有关。荣智健曾表示,在北京邀请他当中信香港的董事总经理时,他就要求有人事权及根据香港的规矩办事。而他自己也认为自己在这方面很成功,公司内大部分员工都是香港人,而专业人才均是在香港聘请。如中信泰富的董事总经理范鸿龄、恒昌行行政总裁柳代风等高层核心的位置都是由港人或外籍人士担任。多年来,中信香港不断地招纳有经验的专业人士,正如荣智健所说:“恰当的人才是一家企业成功的首要因素,企业管理并不是一个人的事,全凭整体分工合作。”这是他以自创事业的经验之论。

## 第三节 不同凡响的中策之路

### 一、建立中策家族

香港中策投资有限公司从1992年4月以来,先后在泉州、大连、杭州、宁波、无锡等地向企业投资。在短短的一年多时间里,中策在大陆注册的合资控股企业已近200家,涉及的产品多种多样,包括糖、酒、味精、面粉、汽车配件、中成药等。注入资金已逾30亿人民币。所有合资企业通过调整结构、技术改造,都开始走出困境,并不同程度地有了盈利,中策最满意的杭州4家合资企业经济效益均有较大幅度提高。如1991年1~7月,中策啤酒有限公司实现利润1390余万元,比上年增长72.6%,跃居全国同行业第4位,中策橡胶有限公司实现利润4700多万元,比同期增长453%。1993年中策在大陆投资的企业总额约3亿人民币。他们将所有盈利又转向大陆投资,使“中策家族”在中国成为一个庞大的企业群体,日益显示出巨大魅力。

## 二、自己鲜明的特色

中策在大陆投资之所以能迅速获得很大成功,因为它与一般外资的输入方式有所不同,带有自己鲜明的特色。

(1)在投资对象上,中策没有去赶炒房地产的浪头,而是选择国有大中型企业为主。为什么做出这样的战略决策?公司董事长黄鸿年坦诚相告:①如何搞活国有大中型企业,一直是困扰中国政府领导的心病,因为只有把国有大中型企业搞上去了,中国经济才有希望。我们来大陆投资,不仅仅是为了赚钱,而在很大程度上为了迎接挑战,输入外资,进行“嫁接”改善,能不能搞活国有大中型企业?我们想同大陆有关人士共同探索,求得最佳方案。②由于搞活国有大中型企业历来受到中国各级领导重视与关怀。有诸多优惠政策,也给境外资本创造了不少的机遇。③国有大中型企业过去受到偏爱,技术人才济济,是个巨大的财富宝库。大陆一个工程师的月薪仅及国外同类人员的周薪水平,堪称“价廉物美”。过去因体制上的弊病,这批人才资源的不可估量的潜能,未充分发挥出来。瞄准它进行开发,必将受益匪浅。④国有企业是中国政府直接投资的产物,地位重要,各类资产的监管机制比其他企业要好。国有企业中还有完善的共产党组织和工会组织,有强有力的思想政治工作。积累了一套经验。有了这些基本条件,外资投入就比较放心。我们正是看准了这些而放手大干的。

(2)投资一律采取控股方式,每家企业中策的控股比例均在51~55%之间。黄鸿年说,这主要是为了取得绝对自主的经营管理权,用董事会领导的形式,割断原来国有企业对政府的依赖关系。众所周知,过去政府对国有企业干预过多,企业实际上成为政府附属物,是搞不活的一大原因。所以输入大量外资后,必须营建真正的自主经营机制。否则,外资仍会被“大锅饭”吃掉。

事实上,动用这种控股方式“嫁接”改造,的确在短期内便取得转换机制的效应。与中策合资的合资企业负责人普遍感到有了真正的自主权。原杭州橡胶总厂要上一个年产25万套子午线轮胎项目,向上级争取了8年之久,资金仍然难以落实,一直立不了项。合资后,外方注入1500多万美元,这一项目很快上台,并扩展到100万套规模。过去要搞这么大的技改项目,从市到省、部,不知要经过多少关卡。现在总经理策划,董事会拍板,省却许多环节,充分显示了让企业作投资主体的必要性。企业自主经营后,内部改革步伐也大大加快,杭州与中策合资的四家公司,都大刀阔斧精简了管理机构,实行利润总承包、计件工资等分配制度,收入上不封顶,下不保底,凭贡献、效益计薪,形成了既有压力又有动力的激励和竞争机制。

(3)实行大规模、大面积的资本输入,并建起资金运行的良性循环,不断扩大投入。中策的具体做法是:①投资面涉及很广。北到辽宁、山西,南到浙江、福建,均有其足迹。有些地区还实行全行业嫁接改造。这在外商投资中是极为罕见的。②以中策这样有声望和信誉的大财团作中介,广泛联系国际资本,大规模招股,向大陆倾斜。这种“外—外—中”的合股投资,是加快国际资本流向中国的一种新的有效方式,值得我们各级领导关注。③凭借合资企业的良好经济效益,将所控股的一部分在美国等国际股市上市,以获取更多资金,再投向大陆,形成良性循环,使中策的大陆合资企业真正地进入市场经济运行圈,原来“缺血”老化的国有企业燃发了青春。杭州橡胶总厂实行合资后,股份在美国上市,获近1亿美元的资金,有力地增强了发展后劲,合资后1年的技改投入为“六五”、“七五”10年总投资的3倍,取得了惊人的效益。原来该

厂年税利 6000 万元左右,在合资后将超过 1 亿,猛增近 1 倍。

(4)投资的产业结构选择,以搞实业为主,而且大都是国家宏观产业政策鼓励发展的产业,因此在国家宏观调控过程中,其投资的企业没有大起大落,而且还连锁带动了我们的政府机构改革,如中策与泉州所有国有企业合资后,该市原主管这些企业的重工业局、轻工业局、化工局等 10 多个政府机构都随之撤销。大连也出现了类似情况,中策与该市轻工局实行全行业“嫁接”,创办 102 家合资企业后,轻工局精简了。

(5)用人方面,强调“疑人不用,用人不疑”,用人只看有无经营才能,能否为企业创造效益,而不论其年龄、学历、专业。杭州橡胶厂原厂长傅冬明已快 60 岁,有人说,他该退休了。中策董事长黄鸿年了解后认为,他有搞橡胶的专业知识,有管理国有大型企业的经验,因此合资后继续聘任。杭州电缆厂原厂长为人朴实,两袖清风,但经营上办法不多,多年来业绩平平,在困难面前却步不前。而原副厂长卢元功懂经营管理,1985 年调任低压电器总厂任厂长后,年年超额完成承包任务,8 年利润翻 4 番多。黄鸿年经权衡后,建议市里调卢兼任中策电缆有限公司总经理。卢到任后锐意改革,使一个连续两年亏损企业一举扭亏为盈。黄鸿年说:“就是要用这样的人,光老实巴交而不会经营有何用?企业为了盈利,不是为了休闲。”

他一旦选准企业经营带头人,就放手让他们干。他说:“我只抓两条:一是用人,二是决策,包括资金运筹和财务监督。我不懂具体产品怎么搞,这让专家们来管就行了”。他对厂长、经理的唯一要求是实事求是,绝不要隐瞒,也不能一味叫苦。厂长经理们一致反映,现在权力比过去大了,但压力也更重了。因此个个励精图治,出现了令人振奋的“中策效率”。

### 三、中策成功的外因

中策在华投资之所以能获得成功,除了公司董事长黄鸿年具有振兴中华民族经济、深切关注搞活大陆国有企业的爱国热忱、远见卓识外,还由于我国不少开放地区努力创造条件,提供了良好的投资土壤。

(1)我国 10 多年的改革开放实践,特别是在小平同志 1992 年南巡讲话后形成的新一轮改革开放热潮,使中策公司投资决策者看到了前所未有的机遇。而中国高层领导的多次接见、鼓励,有关地方党政领导实事求是,解释思想,转变观念,大胆推出一批产品有前途的国有企业吸引外资“嫁接”,则帮助投资者进一步树立了大干快上的信心。杭州市在近两年新一轮改革开放的高潮中,果断地把杭州橡胶厂、杭州啤酒厂等一批产品优、利税高的国有企业向外国投资者开放。当时,曾引起非议。有人攻击这是“卖国”;有的疑虑重重,担心假如国有企业都去搞合资,我们国家将会出现一种怎样的前景?市委领导敏锐地注意到了这些思想倾向,以邓小平建设有中国特色的社会主义理论为指导,作了实事求是的分析,指出:在对外开放、引进外资中要克服三种“左”和旧的思想干扰:一是动不动以姓“资”姓“社”来衡量我们的工作,不敢大胆利用外资,引进国外的先进生产方式来建设社会主义;二是先怕肥水外流,怕别人占了便宜;三是把引进外资作为权宜之计,找不到它在我国企业机制转换和经济发展中的深刻作用。市里通过学习小平同志南巡讲话,开展大讨论,澄清了是非,使大家意识到:发展才是硬道理,三个“有利于”是检验我们工作的唯一标准,合资企业是社会主义经济的有益补充,利用外资归根到底是为了发展社会主义。他们算了一笔账:长期由于旧体制的影响,全年财政收入 16~17 亿元,3/4 左右要上交,自留仅 4 亿元左右,自身发展没后劲。而按国民经济 1:4 的投入产出率计,

杭州要实现翻两番,至少得投入 200~300 亿元,其中缺口 100 亿元。光靠市财政,100 年也搞不起来。过去思路窄,只盯住财政一块,发展缓慢。利用“外资嫁接”改造国有大中型企业,才能确立新的经济增长点,实现全市经济上新台阶的宏伟目标。在统一战略思想的基础上,该市出台了一系列鼓励外商投资的具体政策。如合资过程中评估国有资产时,改变了以往把坛坛罐罐和折旧完毕、淘汰禁用设备都算进去的做法,采取收益现值法、重置成本法、现行市价法、清算价格法等合理的办法;允许合资双方对国有资产进行选择,确认为不需要的资产可以到市场出售,突破对外方投资比例的控制,允许外方以高于中方股的比例控股经营。正是这些有利于外资经营的举措,加速了“嫁接”步伐,产生了良好的连锁反应。近年杭州市平均每年批准 3 家合资企业,形成良好的投资气候。黄鸿年表示,杭州的投资环境最为满意。因而准备把中策的大本营——中策大厦建在杭州。

(2) 中方企业家有良好的素质,对发展外向型经济有迫切的愿望,浓厚的兴趣,高度的工作效率,才能引起投资者的认同感。黄鸿年说,引进外资光有上面的积极性不行。还必须有企业的积极性。上下一致,合作才能成功。哪个企业家和我谈得拢,对合资有兴趣,我就与他合作。他 1992 年 5 月到杭州考察投资环境,在一次宴会上喝到西湖啤酒,赞美“这酒不错”。在场的市领导立即提出:“搞个啤酒厂怎么样?”因原定考察安排中没有这个项目,黄以为只是说说而已。可杭州啤酒厂领导反应快,对“嫁接”热情高,闻讯当天下午就携带详细的合资计划从远郊赶来洽谈,并盛情邀请黄去工厂考察。黄为厂领导强烈的外向型意识所感染,最终达成合作协议。他说:“这就是缘分”。所谓缘分,实质上就是中方搞开放的热忱和高效,进一步激起外资投资积极性而显示出的中外合作凝聚力。

## 第四节 香港华润兼并北京华远

1994 年香港华润创业有限公司(以下简称“香港华创”)联合香港太阳世界有限公司和美国国泰财富有限公司在英属维尔京群岛共同设立、注册坚实发展有限公司(Strong Foundation Development Limited)。同年 12 月,坚实发展有限公司认购了北京市华远房地产股份有限公司(以下简称“北京华远”),新发行股份 40625 万股,成为控股北京华远 52% 的控股股东。1996 年,北京华远再次扩股 21875 万股,坚实发展有限公司追加认购其中 21874.72 万股,到目前为止,坚实发展公司共持有北京华远总股份的 62.5%。而在坚实发展有限公司 1994 年股本结构中,香港华创持有 57% 的股份,香港华创以坚实发展有限公司最大持股人的身份,间接购并了北京华远房地产股份有限公司。

### 一、购并双方概况

华润创业有限公司(香港华创)是华润集团有限公司(华润集团)旗下的主要附属上市公司,在香港华创的股权结构中,华润集团占 51% 的股份。1992 年,香港华创上市后,靠其优异的业绩,被香港股市追捧为红筹股,目前香港华创的市值约 84 亿港元。香港华创的经营范围主要集中在物业投资、货仓储运和冷业以及策略性投资业,随着香港归期的临近,香港华创利

用其母公司华润集团与大陆的密切关系,广泛地选择国内投资前景好快的行业作策略性投资,其中包括销售玩具产品,制造及销售办公家具、空调器用压缩机以及啤酒酿造业等。

华创的母公司华润集团是香港华创的坚强后盾,华润集团自1948年在香港成立以来,一直是中国各大对外贸易总公司在香港的总代理,亦肩负代表中国对外贸易合作部的重任。华润集团经多年来不断地多元化发展,今已成为业务广泛的跨国集团,包括贸易、物业投资、运输业、货仓业、零售业、基本建设等。华润集团凭借其雄厚的财力和与中国政府的密切关系为香港华创大陆业务的拓展铺平了道路。

北京华远的前身为北京市西城区华远建设开发公司,1987年12月成立,注册资本1500万元。公司自成立到1993年股份制改组前,华远建设开发公司已先后建成了北京华威大厦、西单北大街市政管网工程、月坛北小区等重大项目。开始时,公司虽小,可业务不少,公司成长仅靠自身的积累远远满足不了华远建设开发公司业务扩张的需要。北京华远房地产股份有限公司,成立于1993年4月17日,1994年12月改组为中外合资股份有限公司。公司注册资本为人民币78125万元(1996年3月统计数字)。全部资本划分为等额股份,由中国法人股东、公司职工个人股东和外资股东持有。公司的营业范围为:老旧城区及希望改造、市政设施建设、土地开发、工商业及民用住房的建设与经营(包括出租、出售和管理公司拥有的物业等)、建筑材料的生产和销售。

在香港华创购并北京华远前,北京华远集团公司、中国银行北京信托咨询公司、北京市正阳实业发展总公司、北京市华远自动系统公司为北京华远的主要股东,而华远集团公司为北京华远的控股股东。

## 二、购并的目的及经过

香港华创自从上市以来,经精心开展的多元化经营,其在香港与中国大陆的业务都得到了充分的发展与壮大,香港华创的惊世表现不但使它在香港股市身份不凡,而且日益成为华润集团开展融资与投资业务的主要支柱。为进一步加强香港华创的融资与投资功能,华润集团仍不断地挑选潜质优厚的资产注入华润创业,在为香港华创奠定坚实资产储备的同时,也为华润创业分散资产风险、多元化经营,在保证资产安全性的前提下获取尽可能高的优厚回报提出了要求,为能够尽快地涉足大陆内地的高收益、新兴产业,香港华创制订了周密的大陆投资计划。

香港华创经充分的论证和研究,深信中国大陆的经济将持续、稳定、迅速增长。伴随着经济的高速发展,中国大陆是香港华创的最佳投资区域,并且华创母公司华润集团与中国大陆历史悠久的联系,给香港华创中国业务的开展提供了不少方便,1993年9月,香港华创便同华润集团认购了华润(潘阳)压缩机有限公司75%的股权,香港华创其中30%股权。1993年12月,香港华创又和潘阳啤酒厂协议,认购华润(潘阳)雪花啤酒55%股权,注入资本2.3亿港元。对于当时迅速发展的大陆房地产业,香港华创已密切关注,因预见到大陆房地产业丰厚的获利前景,香港华创采用间接购并的方式进入大陆市场便是其分散经营风险、获取潜在市场利润的一个重要步骤。

与此同时,北京华远却面临着公司规模急骤扩张而带来的融资问题,可以说北京华远发展的历史是一个公司急速成长而带来的不断融资的历史。

当时,中国大陆的房地产业因中国经济改革的不断深化,中国经济的快速增长,居民收入

不断提高,从而进入了高速发展阶段。房地产业是投资回报高,发展前景乐观的产业,特别是中国大陆首都北京地区,因各省、市、自治区的驻京机构多;各大企业、工矿、外商、外企驻华分支机构多;中直机关、各大部委、各部委直属企业及家属多;外地进京流动人员多;使北京的房产市场需求旺盛,容量增大。而对于房地供给来讲,因土地管理严格,批租手续冗长,再加上房地产业投资建设周期长,供给很难在短期内满足市场的需求。因此房价、地价一涨再涨。

北京房地产供求的极端不平衡使北京房地产市场出现了罕见的火爆场面,各主要房地产公司都发展很快,北京华远也获利颇丰,但北京华远却从自己公司的快速发展中体会到对公司前景的忧患。因历史的原因,北京华远曾受政府委托以行政划拨的方式取得土地开发权。目前即使可开发土地的有限性、原始土地市场的进一步完善,以及潜在竞争者的不断介入等不利因素存在,华远以划拨方式取得土地的可能性仍然较大。随着房地产业竞争的加剧,华远人意识到企业规模的急速扩张以及有计划的土地储备才是华远立于不败之地的保证。

为在这个百年一遇的黄金时期尽快扩大自己的市场占有率,为获取充足的企业发展土地储备,北京华远仅靠自有资金是远远不够的。华远虽采取负债经营战略(企业资产负债经营已达40%—50%)以增加自己可支配的资产,但仍满足不了企业急骤扩张的资金需求。于是,华远开始了艰难的融资尝试。1992年,北京华远经有关部门批准申请到了发行公司债券3000万人民币的额度(10.1%的利息,3年半到期)。可后来,由于政府的调控和管制,北京华远再也没能得到公司发行债券的额度。1993年,北京华远借邓小平南巡讲话之后全国掀起的改革大潮,经充分调查和论证,确定以募集的方式将公司改组为股份公司,以此来解决公司迅速发展过程中对巨额资金的需求问题。

1993年4月17日,北京市华远集团公司(以原北京市西城区华远建设开发公司作为主要资产)、中国银行北京信托咨询公司、北京市正阳实业发展总公司、北京市华远自动化系统公司共同作为发起人,借公司股份制改组,通过走向募集的方式使华远的注册资本扩展到25000万元,总股本25000万股,又通过1993年末的分红送配股,公司股本扩大到375000万股。经这一次大规模的融资行动,虽公司的可支配资产有很大提高,但对于成长期的北京华远来讲仍是杯水车薪。

按北京华远规划,到本世纪末的7~8年时间内,北京华远要完成300万平方米已有储备土地的施工任务,按每平方米投入2500元计,这8年内共需资金750亿元,每年需近10亿元的资金投入(这期间并未计入公司每年土地储备占款)。为筹措发展所需资金,看来仅靠一定向募集是不够的,更大规模的走向募集,以及持续的融资渠道是北京华远快速发展的必备条件。

1994年初,经北京华远股东大会的充分酝酿,公司扩股融资势在必行,为了公司的长远发展,北京华远的最大控股股东华远集团也忍痛割爱,同意出让控股权。

北京华远基于各种各样(包括税收、资金实力等)的原因,决定在大陆境外寻找一合适的合作伙伴作公司外资股东,以达到公司进一步融资的目的。公司为寻找外资股东认购公司新发行股份,曾先后多次与外商接触,先后与香港光大国际、美国Ploma基金、新加坡国家投资公司、香港华创等十几家外商洽谈过。外商也聘请了毕马威会计师行对公司项目进行了三次审计,并请香港梁振英测量师对公司项目进行了评估,估价方法为市场价值法(未计入无形资产价值)。双方律师也进行频繁而艰辛的谈判。

1994年11月,香港华创联同香港太阳世界、美国国泰财富共同出资,在英属维尔京群岛

注册坚实发展有限公司(香港华创为坚实发展公司的最大股东)准备投资入股北京华远。考虑到北京华远并购后进一步用资的要求,方便坚实公司在港上市的需要,华远集团同意坚实公司占有北京华远 52% 的股份。(香港法律规定,母公司若以子公司的业绩上市,必须拥有子公司 51% 以上的股份)。

同月,坚实公司与北京华远签订了认购北京华远股份并将公司转为中外合资公司的合同,外方以公司每股净资产 1.613 元为认购价,认购北京华远 40625 万股外资普通股。经外贸部 1994 年 12 月 9 日批准(批文号[1994]外经贸资函字第 678 号;批准证书号:外经贸资审字[1994]199 号)于 1994 年 12 月 29 日在北京市工商行政管理局办理完毕中外合资股份有限公司登记注册手续,并领取了《中华人民共和国企业法人营业执照》(工商企合股京字 9371 号),注册资本 78125 万元,全部资本为 78125 万股,其中坚实发展有限公司占有 52% 股份,原控股股东,华远集团公司股份份额降到 16.8%,国内股东合计占有 48% 股权。购并后公司净资产增至 129 亿元,公司总资产超过 260 亿元。

1996 年,北京华远又经股东大会同意并经北京市体改委同意,按 28% 比例对全体股东配股,共 21875 万股,每股售价 2.85 元。坚实公司因对北京华远经营业绩比较满意,联合其他股东,将 94、95 分得股利约 2100 万美元,并追加 5400 万美元,认购其中的 21874.72 万股,1996 年 10 月,配股完毕,公司注册资本扩大到 10 亿元。股东 10 亿元,净资产 22 亿元,坚实公司持股比例扩大到 62.5%,中方股东持股合计约 37.5%。

1996 年坚实公司内部的股东结构发生变化,香港太阳世界出让其在坚实公司持有的股份,其份额分别由香港华创以及新加盟坚实公司的美国高盛公司认购。到 1996 年 8 月,香港华创持坚实公司 73.5%,美国国泰财富持 14%,美国高盛公司持 12.5%。

### 三、购并方的上市意图

坚实公司的全部资产为所认购北京华远的股份,作为坚实公司最大股东的香港上市公司香港华创深谙公司上市的好处,坚实公司的其他股东也有同样的想法。坚实公司的上市不但能使坚实所有股东享有股票变现的好处,而且为进一步给子公司融资打开了方便之门。可以说坚实公司购并北京华远前,便对此进行了周密的谋划,1994 年购并完成后,香港华创即着手坚实公司在港上市的准备工作。1996 年在坚实公司股东结构变更的同时,坚实公司已在香港紧锣密鼓地完成了资产评估、财务审计、上市法律意见书等一系列上市准备工作。应香港联交所的要求,坚实公司注册地因不符香港上市公司的有关规定,现三家股东按同样的持股比例已在开曼群岛另行注册华润北京置地有限公司,该公司 100% 持有坚实公司股票。坚实公司的母公司华润北京置地有限公司将于近期在香港联交所上市,预计筹资 1.5 亿美元(1996 年 11 月实际筹资 1.1 亿美元)将全部作为股东贷款贷给北京华远,并将在 1997 年适当时机以 3.3 元/股的价格转为北京华远的股份。

### 四、购并的经济效益

购并为北京华远和香港华创都带来了良好的经济效益。北京华远购并前经营业绩就很好,购并带来了巨额资金,使北京华远各项经济指标都有了进一步的提高。

丰厚的回报增加了其长期投资的信心,将其分得的大部分利润再次投资,并追加投资认购北京华远新发行股份。到目前为止,香港华创已持有北京华远 45.94% 的股份。

### 五、购并前后的公司治理结构

北京华远是改革开放时期创立的公司,从成立时起,北京华远便具有新型的企业内部机制,公司自主经营,自负盈亏,自主决策,社会负担和行政干预都很少。股份制改组后,北京华远实行董事会领导下的总经理负责制,公司的治理结构完全符合现代企业制度的要求。购并后,香港华创经广泛调查并经和原北京华远最大的控股股东北京华远集团多次磋商,最后以北京华远经营班子的稳定为前提,决定设华远董事 11 名,外方 6 名,中方 5 名,外方基本不参与公司日常的经营管理,公司董事长兼总经理仍由购并前的北京华远董事长兼总经理任志强先生担任,并续签聘约到 2000 年,公司的管理班子并未发生明显变化,外方派驻一名财务总监进行财务监督。

购并后的北京华远仍是董事会领导下的总经理负责制,公司的董事长兼总经理等管理人员虽和购并前无多大的差别,但公司的控制权却因公司控股股东的变化而发生了变化。在公司购并前任志强先生是北京华远控股股东华远集团的中方选任董事、北京华远董事长兼总经理,购并后虽任先生仍是北京华远的董事长兼总经理,但这是经现北京华远最大控股股东坚实发展公司聘请任志强先生为坚实公司董事,经董事会选举重新选任的,按照现北京华远的公司章程规定,股东大会是公司最高权力机构,有选举和更换董事的权利,6 名董事应从外资股东提名的候选人中选出(其中一人为董事长或副董事长),5 名董事应从中国法人股股东所提名的候选人中选出(其中一人为董事长或副董事长)。董事会由这 11 人组成,董事会是公司的常设权力机构,董事会重大事项由董事会会议决定,董事会会议实行一人一票的表决制度。董事会有制定、修改章程的权利,选举公司董事长、副董事长的权利,有任免和罢免公司的高级管理人员的权利,包括总经理、副总经理(其中一名副总经理应从外资股东提出的候选人中任命)、财务总监的权利等。公司章程还规定,公司设投资委员会,投资委员会由三名委员组成:董事长、财务总监、副总经理(财务总监应从外资股东所提名的候选人中任命)。在董事会休会期间,投资委员会对公司超出董事长授权范围的投资和贷款行使决定权。由章程规定可见,外资股东控股北京华远后,已从制度和组织上为行使控制权奠定了基础。

### 六、购并前后的公司经营

香港华创购并北京华远后,对公司的经营状况比较满意,并未进行过任何整合,也未对公司原有的经营方针、战略,进行过任何调整。既保持了公司原有的经营决策体系、人事报酬制度,又保留了工作人员的业绩考核与企业管理制度。故而在购并后,北京华远仍然保留着购并前的经营特点:①土地资源储备充裕;②产品多样化;③经营方式灵活;④利润来源多样;⑤公司营运充满效率。

北京华远所有的这些经营特点使北京华远 1993—1995 年的经营利润保持在北京房地产业首位。外资方对此非常满意,购并后,为保证合作顺利,显示外资股东对华远经营工作的肯定和支持,特聘请任志强先生担任坚实公司董事。

综上所述,香港华创购并北京华远,在京城房地产拥有了无可争辩的地位。

## 第五节 垂直收购 瑞菱和讯科的收购攻防战

瑞菱国际和讯科国际同属工业股,在香港股市中并不太为投资者注意,不过,1990年7月,在黄周旋收购爱美高期间,瑞菱与讯科也同时爆发了一次收购攻防战,而且双方更对簿公堂。这一场“战役”规模虽然不大,但其中的过程也紧凑刺激,值得事后再回顾一番。

瑞菱国际主要经营录像带、录像带零件的生产及销售业务,1986年在中国大陆设合营公司,又在马来西亚以及英国设立录像带制造厂。此外,该集团还合资经营电视录像出版社,出版录像带杂志。1989年4月公开发售7500万新股上市。

讯科国际则在1988年7月发行1.15亿股上市,每股售价7角。该公司从事设计、研究及制造彩色电视机、音响系统及电讯设备,以及塑料注塑成型及泡沫塑料包装等有关业务。最初,双方股东十分融洽,在1990年2月,瑞菱甚至购入1860万股讯科股权作长期投资,占讯科发行股数的一成。

1990年7月5日(星期四),讯科国际股价回落到1.15元的水平,突然又反常地出现回升,至7月10日(星期二,中间仅经历三个交易日),该股一度升到1.98元,但当天即迅速回落到1.47元收市。同一天,瑞菱国际发表声明,表示在7月6日(星期五)在市场上吸收了809.4万股讯科国际,每股做价约在1.13元至1.15元之间,动用资金约930多万,使瑞菱所持的讯科的股权增加到10.9%的水平。

实际上,当时股市中已传出讯科可能会被收购的消息,因此其股价才会出现大幅度波动的局面,瑞菱增加对讯科股的持有量,也可以说是初露端倪。

事隔一天,7月11日,瑞菱以及讯科两种股票同时在联合交易所申请停牌,当天瑞菱国际提出全面收购讯科国际股份,收购建议以每10股讯科股份换取2股瑞菱股份另加4.5元现金。整项收购所需现金约5.58亿港元,而收购价相当于每股讯科1.81元,比讯科停牌前的1.47元有23.1%的溢价。瑞菱公司主席颜炳焯及有关人士已经持有1.1389亿多股讯科,约占发行股的27%左右。

谈到这次收购的动机时,瑞菱表示讯科可以补充其生产和市场的网络,而瑞菱则提供技术和市场,帮助讯科拓展业务,双方可以达到互惠的效果。

由于收购部分以换股的形式进行,所以股市的反应十分审慎,复牌后瑞菱股价保持在6.8元,比换股价7元稍低。讯科股价虽然受这个消息的刺激而上升,但只是升到1.6元低于收购价1.81元。这一现象除了反映市场对收购是否成功抱怀疑态度外,也反映出对换股价格的不信任。

瑞菱主席颜炳焯在此期间再三向公众表示,对讯科的收购合乎两家公司的利益,可以达到互惠互利的效果。不过,讯科的董事们对此事却大表不满,于7月19日发给瑞菱一封函件,在信中指责瑞菱的收购建议违反了自己作出的口头保证,即瑞菱在未征求讯科意见或在双方未取得协议的情况下,将不收购讯科的股份以取得讯科的控制权。而瑞菱则没有表示是否早先和讯科有口头协议,只是反驳说讯科的行动是企图破坏一次普通的收购计划。

由于瑞菱和讯科的董事局态度强硬,各执一词,互不退让,结果双方对簿公堂,讯科于1990年7月19日对瑞菱国际提出诉讼,其起诉除了涉及其他事项以外,还指出收购建议违反了若干声称曾代表瑞菱方面作出的口头保证。这项保证表示,瑞菱在未经讯科提出要求或者未征得讯科同意之前,将不会通过收购讯科的股份而取得这家公司的控制权。

瑞菱主席颜炳焕则表示,根据他们的法律顾问的意见,讯科提出的诉讼全无真凭实证,瑞菱将对此全力抗辩。收购行动竟然诉诸法律诉讼,在香港股市的收购史上实属罕见。

瑞菱并没有因此而中止收购计划。7月25日,它将收购建议书如期寄发给各小股东,在文件中继续对讯科的小股东们作出呼吁,指出收购建议的最终目的在于促进两家公司的业务增长,希望成为欧洲电子消费产品的一股庞大力量。

另外,收购文件也指出,若收购成功,将使讯科的股东们在经济上大为获益。每手2000股讯科股份的资本值将会增加23.1%,应占盈利也有41.2元,升幅为206%,整项收购建议的最后期限为1990年8月16日下午4时整。

这场收购战在当时并没有引起人们太广泛的注意,部分原因除了这两种只是香港股市的二、三线股份外,另一原因是当时股市上几起收购事件同时发生,尤其是黄周旋收购爱美高更是转移了大部分投资者的注意力,加上海湾危机爆发,更使这场收购战黯然失色。

瑞菱收购讯科的过程十分沉闷,在此期间讯科股价反复回落1.45元左右,反映出股市上无人对收购寄予任何希望。即便如此,瑞菱主席颜炳焕却对收购事件不遗余力,不断地通过媒介公开游说讯科的小股东,同时也对讯科所提出的指控进行了一番解释。

颜炳焕认为瑞菱和讯科两家公司的矛盾,其始因可追溯到1990年4月11日。当时讯科通知颜炳焕,将要配售1.2亿新股,每股做价0.62元,其中的6000万股将配售给讯科的董事局成员,另一半则配给经纪人。但颜炳焕考虑到其股权会因此而被摊薄,所以投了反对票。他估计这件事可能就是他与讯科董事局成员关系恶化的导火线。讯科主席张子东3月份在香港的一份中文报纸上也曾表示,讯科与瑞菱之间的一切合作计划都已告吹。

关于讯科的指控(即说瑞菱曾作出口头承诺在未征得讯科同意前,不会收购讯科的控股权),颜炳焕声称已查明一点真相。调查结果确认渣打(亚洲)银行的代表根本没有向讯科做出过任何表示、保证或承诺。颜炳焕认为这一做法只不过是讯科想借此阻挠瑞菱的收购行动而已。然而,颜炳焕认为在这个薄弱的基础上提出起诉,则未免有些不负责任,而对这次诉讼的评价,他觉得是讯科唯一的“防御工事”。

与其他的收购战没有区别,瑞菱在讯科的业绩走下坡路时提出收购,并以其劣绩作为攻击的理由。但讯科也不甘示弱,于8月9日发出文件作出签发,说讯科是一个“高瞻远瞩”的集团。不过同时,讯科主席张子东在公司业务下跌时不断出售自己的股份,这就难以自圆其说了。

8月14日,法庭对讯科提出的诉讼进行听证,讯科申请禁止令,阻止瑞菱进行收购讯科股份建议,然而它所申请的禁止令无效,收购建议也如期进行。

此外,瑞菱在8月14日的股东特别大会期间,通过从主席颜炳焕手中购入6700多万股讯科,约占讯科总发行股数的29%,加上截至8月16日止,瑞菱在市场上吸入,以及其他小股东接受收购建议的股份共1.1亿多股,使瑞菱所持的讯科股份增加到53.21%,于是收购建议成为无附加条件。瑞菱把收购建议再延长十四天,直到1990年8月30日下午4时才正式截止。

既然收购已无任何附加条件,理论上讯科的股价应接近收购建议价的水平,可是讯科股只

是在瑞菱宣布消息后的一天曾达到 1.6 元,此后便一直反复下跌,8 月 22 日更跌到 1.1 元水平。就连瑞菱股份也难幸免于难,只是跌幅就温和多了。原来讯科董事局成员包括主席张子东在内,在股市上抛售自己的股份。不过,他们在市场上实际抛售的数量并不大,最后各人都接受了瑞菱的收购建议。很明显,他们的做法是要瑞菱纵然收购成功,至少也吃了眼前亏,按市价计算,是一宗蚀本的生意。

展延期限到期时,瑞菱共获得 89.37% 的讯科股份,成功地收购了讯科这家公司。然而瑞菱仍然维持讯科的上市地位,讯科在上市后短短的两年里,就完全改弦换辙了。

## 第六节 华人置业争购之战

刘銮雄在商界中能有今日的成就,弃工业从金融是他成功的主要关键。此外,刘銮雄能在 1986 年初成功收购华人置业,也是他事业成功的里程碑。这起收购,使他在股市中能够自成一家,壮大了他的实力。

华人置业远在 1922 年由香港两大世家李冠春和冯平山家族建立。公司的业务十分简单,只是持有贵重物业和有价证券,其中包括中区的华人置业属下还全资拥有一家华人置业财务有限公司,该公司除了拥有香港上市公司的股票之外,还在一些非上市的地产发展公司进行投资。

虽然华置是一家老牌的上市公司,但由于其股价长期缺少成交,因此不大为人所注意。从成立以来,李、冯两个家族轮流担任华置公司的董事局主席,双方一直相安无事。

1986 年 3 月 21 日,华人置业召开每年例行的全体股东大会。会议长达 3 个小时之久,并且选出新的一届董事局成员,这九名成员分别是:冯秉芬、冯庆麟、冯庆锵、冯庆昭、韩达成、韦理、傅礼梗、傅楹和罗宜基。公司的另一大股东李氏家族竟然没有一个成员进入董事局,事情有些非同寻常。不过有关方面则澄清李福兆退出华人置业,并非因为意见不合。但到底为了什么原因,有关方面却没有进一步说明。

除了华人置业董事局出现重大变动之外,冯秉芬和韦理的《亚洲投资》也公布,他们已经以司马高公司的名义购入将近 35% 的华人置业股份。

华人置业全体股东大会后的第三天即 3 月 24 日,冯永祥以新鸿基附属公司的名义,和李福树、李福庆合组巴仙拿公司,提出以每股 16 元的现金,收购华人置业 13 584 400 股,涉及资金共 2.17 多亿元,附带条件是收购必须超过 50% 或以上方可生效。在此之前,巴仙拿已拥有 5 651 600 股华置股份,约占发行总数的 31.3% 左右。

对于巴仙拿的收购建议,冯秉芬委任怡富证券公司为财务顾问,研究华人置业的资产总值以及公司未来的业务方向。冯秉芬还认为冯、李两家仍属好友,这一决定属于商业性质,不会妨碍彼此浓厚的感情。

李福树则表示,提出全面收购主要是希望华置董事局成员全是中国人,他并不知道韦理已经加入董事局,是冯永祥主动联络他后才发起这场收购的。然而,外界则揣测因为冯、李两家不和,李氏在华置董事局中受到排挤,所以才会爆发这次收购战。

巴仙拿提出收购的当天,华人置业和中华娱乐两种股票立即在股市上暂停买卖。复牌以

后,华置始终摆脱不了交易沉闷的局面,并没有受到收购消息的刺激而买卖转活,不过该股牌下却有一个不知名的买家长期购入。

4月9日,华置牌下有4000股成交,成交价为17.5元,比巴仙拿大公司提出的收购价高出1.5元。第二天,该股又有3000股成交,成交价更进一步升到17.6元。这一迹象表明有人可能会提出反收购,或者是企图阻止巴仙拿公司的收购行动,因为接受收购的股东在股市上套现时,自然会考虑较高的出价,故而比接受巴仙拿的收购建议更为合算。

收购事件并没有进一步的发展,由于华置股票只属于二、三线股份,并没有引起广泛的注意。

不过,关于华人置业公司的资产净值,却曾一度引起有关双方的争执。事情缘于4月8日,巴仙拿寄出收购华人置业的文件。文件指出,华置通过中华娱乐所持的娱乐行,经估值后应为2亿港元,重建准则为2.15亿港元,因此包括华置所持的股票市值和现金计算在内,华置的净值应不止此数,并且表示已经委任魏理士进行重估。

然而巴仙拿的财务顾问新鸿基国际投资有限公司则反驳说,它的估值是由一家国际特许的测计公司提出的。言下之意是此乃权威人士之言,并非凭空杜撰。巴仙拿还说它所提出的收购价已经充分反映了华置的价值,收购的截止时间确定在4月29日。

双方之言孰是孰非,很快地便因爱美高的介入而给予了一个公平的答案。

4月11日(星期五),华人置业与中华娱乐再次申请在联交所停牌,当天爱美高宣布以每股16.5元的代价收购华人置业的全部股份,附带条件是必须持有超过五成的华置股份。而在此之前,爱美高手中没有一股华置股票。收购倘若成功,爱美高必须动用3.3亿港元的现金。

爱美高突然介入两大家族的收购战中,使这场战争变得更加复杂。当时爱美高提出的新收购价仅比巴仙拿的高出3.125%,并不十分具有吸引力,况且还低于华置停牌前17.6元的价格,加之爱美高手中没有一股华置,爱美高此举是想混水摸鱼,在此役中尝些甜头。尤其是刘銮雄在收购能达科技时曾迫使对方以高价买回自己的股票,更令人疑心它可能是故技重施。

代表爱美高提出收购建议的万国宝通国际的副总裁梁伯韬则解释说,爱美高一直在研究华人置业,但因为不是股东,对该公司的状况了解有限,所以等到巴仙拿发出收购文件之后才开始行动。他称华置没有负债,财政状况良好,是一项合理的投资。

当被问到没有持股而进行收购是否会吃亏时,梁伯韬认为股东会考虑出高价者,而华置市价虽然比他们提出的收购价高,但却从未能够反映出公司的实际资产状况。不过如果巴仙拿再提高收购价,爱美高也会考虑再提高的。

巴仙拿和华置董事局对爱美高的介入立即作出了反应。

巴仙拿提出了一个弹性收购方案。这个弹性方法就是,巴仙拿仍以每股16元的价格收购各股东的股份,而股东暂时不必填写收购文件中的接受和过户表格,在未来六个月内如果有第三者提出无条件收购华置的建议,而价格又高于16元时,巴仙拿将会把高于16元之上的差额补付给各股东。

换言之,股东可先收取16元现金,与此同时又不必担心可能错过有以更高价被收购的机会。这种情况下对华置的股东是十分有利的。

代表华置董事局的财务顾问怡富证券则表示,华置董事局已就爱美高的收购建议开会讨论,由于收购价低,故决定不接受任何收购建议。

巴仙拿所提出的弹性方法很快便受到质疑,因为在巴仙拿提议的弹性方法的安排下,股东

只有在巴仙拿本身也接受更高价的收购建议时才能得到补付差额的“优惠”。华置的独立董事和怡富均认为,巴仙拿的这份声明可能有误导成分,也可能违反了香港公司收购及合并守则第31条的规定,因此将事件提交证监专员办理处处理。

就在这件事尚未解决之际,收购战又奇峰突起,由冯秉芬家族和亚洲投资公司所控制的私人公司——司马高,于4月12日提出以每股17.2元的价格收购华置,并委任标准渣打(亚洲)银行为财务顾问,于是使这场大战掀起新的高潮。

分析当时的形势,论出价,司马高的出价最高,比爱美高16.5元的收购价高出4.24%,比巴仙拿提出的16元更高达7.5%,所以在这方面司马高稍占优势,论控股量,司马高约控有华置26%的股权,巴仙拿的控股量则上升到35.8%,爱美高却一股也没有,所以这方面巴仙拿则是暂时领先。

无论以哪一方面来看,爱美高都是处于最下风的。

由于涉及收购与反收购,华置与中娱必须再多停牌一天,直到4月15日(星期二)才又恢复买卖。复牌后华置股价大幅度地跃升,最低价也达到18.3元,并以全天最高价18.7元收市,比停牌前的17.6元高出6%,更超过了这三个财团所提出的收购价。只是交易量依然不大,全天仅有4500万股转手。

证监处对巴仙拿提出的以弹性方法处理收购的事宜作出了答复。证券监理事员证实巴仙拿及其顾问在守则方面并没有不正当的行为,于是巴仙拿在收购战中又增添了一分优势。

4月19日(星期五),收购战突然急转直下,爱美高提出把收购价提高到每股18元。最令人感到意外的是原本没有持任何华置股份的爱美高成为持有42.8%股权的大股东,原来巴仙拿和华置的一些大股东已经接受了爱美高新的收购建议。

收购战爆发以来,巴仙拿占有一定的优势,而且这场收购战也是它掀起的,现在却出人意料地最先打起了退堂鼓。

巴仙拿在作出解释时说,它在估计过华置的资产净值和对其后的股市变动作出调整后,对出售华置股份的条件感到满意。至于接受巴仙拿弹性方法处理收购的股东,除了得到16元现金以后,还可获得巴仙拿给予爱美高每股18元的差额补偿,股东甚至可以撤回其接受书,保留出售股份的权利。

至此,收购形势出现了一百八十度的变化,目前只剩下爱美高和司马高争夺华置的股权,也就是说,现在由刘銮雄与韦理一对一拼杀,这两个人都是股市上的高手,因此收购战并没有因为巴仙拿的退阵而失色,反而更加精彩。

看形势,爱美高现在的持股量比司马高多,收购价格也比司马高所提出的高出0.8元,所以司马高可以说是完全处于下风。要挽回败局,司马高唯一的办法就是再提高收购价。

果然,司马高在4月21日(星期一)立即作出反击,宣布把收购华置的价格再提升至每股18.5元,并且已经在市场上以此价格买入108,900股华置股份,使持股量进一步增加到26.55%的水平。司马高方面表示,对华置的资产作出的最新估计是每股19.2元,所以新的收购价十分合理,对小股东极具吸引力,估计爱美高也可能接受。

虽然司马高把收购条件提高,但持股量仍然远远落后于爱美高。因此,爱美高的反应是以不变应万变,暂且按兵不动。

华置在司马高反收购后复牌。这次该股再也不像上次那样复牌后跃升,只是以18.9元稍有微升,随后股价便辗转低移,最后以18.6元收市,交易依然平静,反映出该股现在的价格已

十分接近于资产值,或者是人们预计收购价不会再提高,故而不敢再抢高。

形势发展至此又出现了微妙的转变。该收购价是司马高占优,论持股量却是爱美高占上风。当时爱美高已持有超过四成的股份,而司马高持股则不足三成,这就是说还有三成的股份被其他股东持有。假如其他小股东将股份全部售给司马高,司马高就可以超过爱美高而成为华置的最大股东。因此,司马高尚有一线希望。

然而爱美高不再把收购价提高。它除了考虑华置的实际资产净值以外,也有其自己的打算。在它看来,司马高未必会收购超过50%的华置股份。这样一来,收购建议就不会转而成为“无条件收购”。另外,当时爱美高可能也在观望司马高是否会继续提高收购价,当利润理想时,还可以将自己持有的华置股份出售获利,正如它在收购能达科技时所采用的做法。

收购战进入相持阶段。司马高继续在股市上吸收华置股份,使持股量进一步上升到28%。到4月29日,司马高又出新招,向华置股东表示可直接把股份售予司马高,每股价格18.5元,而不须接受双方的收购。这个做法使华置的小股东不必担心司马高因收购不足五成股份而把收购建议作废。(一般而言,收购作废后,该股股价在股市上大多会下跌)。

越来越多的人看中了华人置业的股份。5月2日万国宝通国际的梁伯韬证实又有第三者对华置产生了兴趣,主动接洽购买爱美高手上的华置股份。这第三者包括了百利保的罗旭瑞和辉煌太平洋公司。

这时候,爱美高终于表明了自己的真实目的:如果价格理想,将会考虑出售。是否有新的第三者加入了角逐?实情一时难以明白。不过,华置股份买卖的成交价依然略微高出司马高最后提出的收购价,表明很可能有人在市场上继续收集该股。

收购战陷于胶着状态之际,司马高的股权突然出现了重大的转变。冯秉芬家族把手上所持有的50%的司马高股份全部卖给了韦理的亚洲投资公司。经过这一转变之后,亚洲证券合资就拥有了司马高,而冯氏家族则全身而退。不过,司马高照旧维持原先的收购条件。

中国兵法认为“阵前易将”乃败阵的先兆。司马高在战情最为紧张的时刻出现股权变化,实在不是一个好兆头。

5月16日爱美高收购华置的最后限期届满,但在此期间没有任何股东接受,因此宣布收购失败。爱美高仍然持有43.5%的华置股份,尚未决定进一步的行动。

三天后(5月19日),爱美高终于做出了决定,决定保留手上的华置股份,并要求派代表进入华置董事局,委任额外十六名董事,但同意冯秉芬继续留任主席。此外,它还要求召开特别股东大会,但建议遭到华置董事局的拒绝。他们解释原因时称司马高仍然在收购华置,在这个时候董事局不宜有新人加入。

爱美高看来的确有意在华置长期投资。除了要求入局之外,还要求多买5%的华置股份。此事获得了收购及合并委员会的同意。

司马高也向对方放出风声,表示如果收购不成功,也愿意与爱美高合作。这番话有两种理解:一是向对方作出友好的姿态,二是向对方暗示不会罢休,希望对方知难而退。

正当华人置业收购战绩僵持不下之际,忽然间又节外生枝。5月27日爱美高的财务顾问万国宝通证券的董事袁天凡强烈反对收购及合并委员会的判决。这项判决表明司马高在收购华置股份超过35%时,仍然可以用18.5元收购余下的其他股份。原来,香港收购及合并守则第三十三(四)条规定,当某家公司收购超过35%的股权时,就应根据其在6个月内曾买入的最高价作为收购价。而司马高在当时六个月内,曾以22.21元的价格买入华置。这就是说,司

马高应以 22.21 元价格收购余下的股份方才合理。

可是有关方面的答案让人颇为吃惊。第二天副证券监管官员梅辉贤表示,收购及合并委员会无意就批准司马高豁免提高收购价一事作出任何解释,而且上述决定也不会改变。显而易见,证监处在处理此事时,利用职权偏袒其中一方。

这件事只是整个收购过程的一个小插曲,对收购战没有产生任何影响。在此期间没有任何新消息传出,收购过程变得沉闷乏味。华置的财务顾问则一再公开发表意见,建议小股东接受司马高的收购建议,认为收购价已经充分地反映了该股的真正价值。

6月3日,距离收购的截止日期还剩下最后两天,司马高的持股量已增加到 30.3%,依然未能达到 50%的附带条件持股水平。

6月5日,收购行动正式截止,又有 5%左右的股东同意接受司马高的收购建议,使其持股数字上升到 35.8%,但由于未能成为无条件收购,所以司马高决定再把收购的最后期限延长 14 天,即延至 6 月 19 日才正式结束。

在这 14 天里,收购并没有突破性发展。爱美高方面既无意将手上的股份卖出获利,也无意再推出新的方案反收购。而司马高在此期间只收到 5000 股同意接受收购的股份,和 50%的目标仍相差一大截。

最后,司马高宣布收购无效,只保留 30.64%的华人置业股权,余下的股份退回给接受收购建议的股东。由于持股量比爱美高低,韦理只能作小股东(或称之为第二大股东)一名,和大股东爱美高“忠诚合作”。

古谚说:“两虎相斗,必有一伤。”这场收购战最终能和气收场,实属罕见。

## 第七节 刘銮雄:一个收购造就的亿万富豪

刘銮雄成功地收购了华人置业后,在股市中自成一系,而且他们所控制的股票市值迅速膨胀,以一个小实业家暴发成为香港的亿万富豪之一。

刘氏之所以能够成功地收购华人置业,除了有赖于李氏家族的“赐与”之外,还应感谢小股东们的支持,爱美高收购华置时,虽然已经持有 43.5%的华置股份,但如果其他的小股东愿意接受司马高的收购建议,爱美高也只能落得小股东一名而已!其他的小股东之所以不接受司马高的收购建议,也许是慑于刘氏当时收购他人的气势,寄希望于紧跟刘氏,凭借其才干使公司盈利。

不过,刘銮雄得到华置后却并没有厚待小股东,反而不断地向股东伸手要钱。不仅华置如此,刘氏的其他公司也“难逃厄运”,大比例轮流供股。例如,以 1986 年底到 1987 年初的半年里,爱美高就曾经要 5 股供 3 股和 2 股供 4 股;华置在 1987 年 5 月时,就试过 1 股供 4 股,外加 1 供 1 优先股,中华娱乐更创下 1 股供 7 股的记录。

由于董事会不断地集资又集资,许多小股东纷纷抛售,其他投资者则不敢沾手,使刘氏手下各股份长期不合理偏低,资产净值也出现大幅度的折让。此外,因为小股东不断的抛售压低了股价,使持有这些股票的其他小股东也蒙受了市价下跌的损失,小股民莫不怨声载道。

正是上述第一个原因招致了第三者对刘氏股份的垂涎,从而引发了 1990 年台湾商人黄周

旋策动的一场爱美高和华人置业的收购战，而第二个原因则使大部分投资者在这场收购战中，抱着“幸灾乐祸”的心理纷纷作壁上观。

其实，1990年7月台商黄周旋所策动的那场收购战本来并无可观之处，但仍然能够引起市场的瞩目，最主要的原因是刘銮雄素以收购他人企业而闻名，现在收购者反被收购，应验中国的一句老话：“剃人头者人亦剃其头”。自然引来不少人“看热闹”，使整个事件平添不少新闻价值。此外，不少股民也借此事渲泄心中对爱美高的不满。有一份杂志就曾以“替天行道”为标题，报道这起收购事件，所以这场收购战也曾轰动一时，广为人知了。

现在就让我们回顾一下整个事件的经过。

就在这起收购事件爆发之前，大约是在1990年7月初，市场上忽然盛传新界发展集团将联合台湾商人组成财团，在市场上吸收爱美高股份。尽管这一传言没有得到证实，仍然使爱美高股价立即狂升。

当时股市所传的台湾商人除黄周旋之外，还有蔡辰男。由于台湾当年股市狂升，经济发展势头强劲，台商给人留下了“腰缠万贯”、“一掷千金”的印象，所以香港股票凡是和“台湾”二字沾上关系的，无不大幅狂升。而且当时确有一些台商有意在港进行收购，因此这条消息倒也不是空穴来风。

然而，根据爱美高1989年年报的记录，刘銮雄家族共持有2.82亿股爱美高股权，约占总发行股数的48%左右。刘銮雄也就谣言公开作出声明，表示手中持有的爱美高股权已超过50%，在这种情况下，第三者若要收购，似乎是不可能的事。

由于爱美高股价突然急升，而且收购传言在股市上不胫而走，所以所有刘氏企业的股份包括爱美高、华人置业、中华娱乐以及保华等四种股票在1990年7月9日星期一停牌一天。据消息买通人士说，黄周旋将独立收购，而不与其他财团合作。

不过，有关的新闻却未见公布。第二天爱美高等股份复牌，各种股票涨跌不一，其中华置上涨三个价位，以2.075元收市，保华也上升五分，以1.42元收市，爱美高却是不升反跌，收市价为3.925元，下跌0.125元。接着有关的传言完全销声匿迹，这几种股票的交易也渐渐平淡下来，似乎并无被收购的迹象。

于是一些报刊的专栏便揣测这场对爱美高的收购会以私下和解的方式收尾，原因是股市对这场收购的反应欠佳，而且也有消息说台湾基金对收购爱美高等股票的兴趣已经减小，黄周旋有可能会把他已吸收的爱美高股份，售回给刘銮雄兄弟。

此后，股市依旧风平浪静，没有出现新的发展迹象。

7月18日，证监会宣布，爱美高出售11,068,000股华人置业的股份，每股做价2.025元。爱美高为什么在这个时候出售华置？假如果真有第三者觊觎刘氏股份，这一举动是否表示对自己稳持控股权有十足的信心？还是想把江山拱手让与他人？虽然出售的股份占华置总发行股数的比重不大，但这一做法却令人出乎意料。

当时有些人认为爱美高减小对华置的股权，主要原因是希望把华置的附属公司转为联营公司，这样就可以分开计算董事的酬金。

虽然当时股市上盛传有人意欲收购爱美高，但刘銮雄仍把手上华置的持股量降低，一方面可以看出他“艺高人胆大”，另一方面也可以反映出刘銮雄家族的确持有足够的控股量，不怕第三者的挑战。

事态逐渐平静下来。

直到7月30日(星期一),爱美高、华人置业突然应收购及合并委员会的要求停牌,事情似乎又出现波澜。

8月1日(星期三)凌晨时分,台湾商人黄周旋终于证实收购爱美高股权的消息,收购情况如下:

黄氏委任获多利公司财政顾问,通过下属的英属维京群岛的注册公司超力物资有限股份公司,以每股4.8元的价格收购爱美高;每股3角收购爱美高1990年认股证;每股0.57元收购1994年爱美高认股证。至于华人置业的收购价,普通股每股3.35元,1991年认股证每股0.54元,1993年认股证每股0.24元,而1995年认股证则是每股1角。

黄周旋透露,他本人并未持有任何爱美高股份,但与其联合造市的团体则持有5.14%的爱美高普通股,2.87%爱美高1990年认股证,以及2.4%的1994年认股证。全部收购行动的附加条件,是必须持有不少于90%的有效接受收购建议的股份。

黄周旋在全无持股的情况下提出收购,正如刘銮雄所说:“动机难明”。至于所提出的收购价,刘銮雄认为“毫无吸引力”,家庭成员不会接受。

不过,黄周旋看来并非信口雌黄,他除了准备随时动用60亿元的融资外,还推迟了北上浦东的行程,似乎是有意和刘銮雄一决高下。

另外,证监会对黄周旋的收购也作出了一些解释,表示黄周旋的收购意图只是想取得爱美的控股权,由于爱美高持有华人置业一个相当大的比例,所以也须同时收购华人置业。至于华置虽然持有50%的中华娱乐股权,但只占华置资产净值的26%左右,低于法定要求,因此黄周旋不须同时收购保华和中华娱乐。

爱美高等股票复牌后,各股并没有因为这一消息而大升,其中爱美高股价更比停牌前下跌5分,以3.87元收市,当天全日最高价也仅为4.175元,大大低于收购建议价4.8元。华人置业全日最高价也只有2.7元,同样也大大低于3.35元的收购建议价,最后以2.425元收市,和停牌前的收盘价相同。而这两种股票的认股证除华置1991年认股证之外,其余的均纷纷下跌。倒是整个股市则由于这一收购事件的刺激而上升。

从股市冷静的反应可见,投资者对黄周旋能否成功地收购爱美高并不盲目乐观,尤其是附加条件规定必须收购90%才有效,更使投资者们望而却步。

1990年8月2日,伊拉克突然入侵科威特。消息传来,震惊了整个世界金融市场,美元升值,金价看涨,而股市却下跌。

海湾局势紧张的消息刚刚传来时,爱美高和华置的股票也难以幸免下跌,不过,在8月6日恒生指数狂跌249点的当天,这两种股票仍能稳定,华置1991和1993年认股证更是稍有上升。收购消息使这两种股票对跌市产生了免疫作用。

股市下跌对提出收购者当然较为有利,股市整体水平下跌,持有爱美高和华置股票的股东自然愿意接受收购。这样一来,至少他们手上的股票不会由于跌市而减值,而且还可以套现以后以较低的价格买进其他股票。

爱美高方面,并没有作出任何反收购的行动,看来刘銮雄相信自己的股权已是稳如泰山,所以临危不惧。

8月13日,证券及期货事务监察委员会宣布,收购及合并委员会曾就黄周旋向华置和爱美高提出的收购建议,阐明香港公司收购及合并守则规定,并表示在执行时,委员会不负责审核或评估收购建议在财务上的优劣或成功可能性。证监会为什么会作出这一声明?是意味着

收购建议不可行或有问题存在？还是为了防止日后产生误会？原因难明。

收购行动至此全无高潮，人们也渐渐不再关注此事。

8月21日，一些爱美高的小股东组成小股东委员会赞成收购，但后来并无进一步行动。

在这起收购事件尚未明朗化之时，股市中忽然传出有关华置的新消息，说华置名下的皇室大厦已被以39亿元的价格售予了日本财团，获利23亿，华置董事局立即辟谣，声明仍在与几家财商进行洽谈，尚未达成协议。

除了华置出售皇室大厦的消息外，8月30日当天爱美高还有其他的新闻。中华娱乐和保华建筑联合宣布：中华娱乐拟用每股2元的价格把保华私有化，私有化价格比市场价高出13%。在当时的情况下，华置手上的投资出现重大变化，自然难免让人联想到这可能是刘銮雄的应变之策，此举或许会使华置变买资产之后现金更多，资产净值更高，而使黄周旋提出的收购价显得毫无吸引力。

不过，黄周旋当天接受报纸采访时，仍然表示对成功地收购爱美高和华置充满了信心，他已准备了90多亿现金以便随时动用。然而他不打算再提高收购价，对华置出售手上的资产也不表示反对，认为爱美高是华置的最大股东，有权做出任何决定。最后黄周旋只强调若收购成功，对大家都有利。

当时，股东仍然对海湾紧张的局势和美国的介入深表不安，投资者们担心美伊之间可能爆发战争，从而将疲弱的美国经济拖跨，所以世界各地的股市都表现低沉，香港股市也不例外。加上刘銮雄在这次收购事件中并无任何反应，以不变应万变，更使收购过程十分沉闷，毫无精彩可言。

事情拖至9月9日，黄周旋发出了有条件收购爱美高的收购建议书，文件中指出爱美高的种种弊端，其中包括公司董事的酬金不合理地偏高，而公司业务令人失望。另外，华置的股本结构迅速改变，股本变动集资活动频繁，减少了小股东的利益。一切表明，这次收购行动正为小股东提供套现的良机。

当初刘銮雄在收购能达科技时，在收购建议书中列举了能达董事局的种种不是，而这次黄周旋收购爱美高，收购建议书同样地指出爱美高自1983年8月上市以来，股价表现远差于股市整体水平的事实，手法同出一辙，可谓是“以其人之道，还治其人之身”。

黄周旋的收购建议书指出，爱美高除了在上市后的8个月中以及1987年10月股灾之前三个星期外，其股价从未超过他所提出的4.8元的收购价。另外，黄周旋更用实例来证明长期持有爱美高的股票进行投资，蒙受的损失极大。

他指出爱美高1983年8月上市时，以每股2元的价格公开发行了7500万股，假如当时以2000元买入1000股，经过送股，两资供股和四股合一股之后，投入的总资金为5285元。如果以当时的市价计算，其市值（送出的认股证计算在内）只值4938.3元，即损失了6%左右。

假如在同期买入与恒生指数表现相近的股票，同样投入5285元，直到当时投资增值会达9595.87元，即升值了81%。

可是收购依然缺乏高潮，刘氏股份的股价持续下降，大概是因为投资者估计收购成功的机会不大，提不起兴趣。收购的最后期限是10月1日下午4点整。

在收购期限截止之前，爱美高和华置于9月20日公布了该年度截至6月30日的半年业绩报告，其中华置的盈利极为理想，6个月中纯利近亿元，比去年同期增长75.8%，但爱美高却出现亏损，半年亏损980万元，然而最令人大感意外的是爱美高竟在有亏损的情况之下派息，

虽然派息每股只有1角,但以百分比计算,增幅比去年同期多出一倍!考虑到爱美高董事局的作风,这几乎是不可能的事,所以也使分析家们大吃一惊。

很明显,爱美高的做法是希望改善过去在股民心中留下的印象,并且希望能够得到更多小股东的支持,拒绝黄周旋的收购。

这次收购中,爱美高和华置委任百富勤公司为财务顾问。在过去的每一起收购事件中,刘銮雄都是与梁伯韬合作,这次当然也不会使人感到意外。不过,这次百富勤竟是建议小股东接受黄周旋的收购建议,实在令人大感诧异。百富勤发生的意见书指出:在香港公司的主要资产如物业者,其市价比其总资产净值都有大幅度的折让,因此黄周旋所提出的收购价应是可以接受的,并建议股东接受其收购建议,或者在股东上出售有关股份,只是必须注意收购如果不成功,则无法成为无附加条件,有关股东的股价以及其认股证的价格都有可能下跌。

有关收购爱美高的附加条件是必须持有不少于90%的股权,建议方才有效。也正是基于这个原因,爱美高的财务顾问才敢“直言”吧。这份意见书在爱美高董事局中,只有张悦文同意,刘銮雄没有发表意见。

在这份收购建议书中,百富勤指出唯一不应接受收购的,就是华置1995年认股证的持有者,因为1分的收购价不合理。

至于爱美高和华置股份的资产净值,截止到1990年6月30日,经调整后前者每股值5.99元,而后者则值4.61元。

黄周旋对于收购建议作出的反应是,他估计上述股份的市价将不会高于他提出的收购价,因此百富勤的“若卖出的收益高,应在市场脱手”的建议,倒不如接受他的收购建议。另外,黄周旋也指出,刘銮雄及有关人士持有的爱美高股份其实只占31.6%,爱美高即使不接受收购,黄周旋只要收购到其余股份的七成半,就可以使收购建议成为无附加条件。

其实刘銮雄通过爱美高而持有华置,使其所持华置的实际数量更少,而华置所发行的认股证更多,如果所有的认股证全部行使以后,所产生的摊薄作用更大。此外,华置的另一个主要股东韦理手上仍持有二成股份,假如韦理将它们全部卖给黄周旋,则后者取得华置控股权的可能性就不容忽视了。不过当时的股市并没有考虑到这一点,所以华置的股份及其认股证的价格也就“不为所动”。

10月1日的收购期限到期,黄周旋属下的超力公司收到同意接受收购建议的股份占扩大发行的股本的25.4%,占摊薄后18.8%。从理论上讲,这次收购算是失败了,但黄周旋锲而不舍,把收购期限延长两个星期,拖至10月15日止。

黄周旋把收购期限延长,对爱美高和华置的股价立即形成利好刺激,看来是因为市场对黄周旋的收购诚意增加了信心。此外,如果没有有利的条件支持,黄周旋若是知道自己胜算的机会不大,也不会延长收购期限。

于是,爱美高和华置的股价第三天双双看涨。爱美高从上月的3.2元的收盘价升到3.625元收盘,升幅达13%左右,而华置也有相似的升值,从上月的1.93元涨升到2.175元收盘。至于认股证也同样是水涨船高。

又过了一天10月3日,爱美高与华置的股价出现了截然相反的变化。华人置业的股价继续攀升,有关认股证升幅更大,尤其是华置1991年认股证,上日收盘价仅为0.197元,第二天就升到0.275元收盘,升幅将近四成。相反,爱美高股价却是不升反跌。

黄周旋主要是收购爱美高,但华人置业反而成为市场的焦点目标。原因在于人们终于窥

到了刘銮雄控制爱美高的弱点,知道华人置业发行认股证过滥,一旦全部行使,将会使其控股权被严重削弱,而刘銮雄并没有持有华置的认股权证,如果黄周旋买入所有的认股权证后行使,就会动摇刘氏的大股东地位。

此外,韦理的动向也可以左右事态的发展。当时股市上时常有谣言传说刘銮雄与韦理不合,更令人相信华置易手的可能性很大。

当时市场上的确是谣言满天飞,刘銮雄的太太刘宝泳琴对这件事的态度也成为市场的焦点之一,素来低调不愿意在传媒中曝光的刘銮雄,竟也破例主动地公开辟谣。

10月5日,爱美高的股价继续回落,华人置业的股价也开始掉头,只有华置1991年认股证价格继续上升,而且交易量活跃。这种情况只有一个解释,就是有人在股市上大力吸收这些认股证,到底是谁在吸收华置股票及其认股证?

证券及期货事务监察委员会公布:爱美高在10月3日买入华人置业2702万股,买入价在2.275元至2.475元之间;又买入华置1991年认股证309万,买入价在0.27元至0.28元之间,另外1993年认股证在0.191元至0.25元之间亦购入7429万股。

很明显,刘銮雄也意识到他表面上虽然持有足够的华置控制权,但过去滥发认股证留下了祸根,此外从前过于轻敌,以为对方对自己无可奈何而减少了手上的华置股份,结果给了对手可乘之机,只得被迫在市场买回,而且买得更多。

当初爱美高出售华置的价格是2.025元,而如今的买入价约在2.3元至2.4元之间,显然是吃了亏。

华置董事局在股价急升之际发表声明,敦促各股东注意收购建议的附加条件。这个声明果然奏效,另一个交易日是10月8日,华置股份迅速回落,以2.125元收市,其认股证跌幅更大,1991年认股证跌至0.229元收市,跌幅高达二成。

由于当时消息众说纷纭,因此华置及其认股证价格大起大落,跟风的投资者都认为不容易获利。接着爱美高继续在市场上吸收华置股份及其认股证,10月8日买入433.2万股,买入价在2.1元至2.275元之间;10月10日又再买入334.8万股华置股份,买入价格在2.25至2.325元的范围,另外又以0.27元的价格买入1670万股1991年认股证。

虽然刘銮雄在市场上不断地吸收华置股份,但华置市场价格远远低于3.35元的收购建议价,认股证的价格也是一样,反映出市场对于这起收购是否能够成功仍然缺乏信心。

刘銮雄似乎对此事不敢掉以轻心,在市场上依然吸收有关股份。10月11日再吸入390多万华置普通股和1.47亿多华置认股证。10月12日,距离最后收购期限还有3天,股市有消息传出收购失败,使有关股票股价受压,进一步低于收购建议价水平。

10月15日,黄周旋正式宣布收购建议流产,接受收购建议的股份共4434万余股,连同他属下公司持有的3000多万股,总共加起来也仅占爱美高发行股数的14.3%,接受收购的华置股份较多,共有5.2亿多,约占总数的34%,由于不符合最低要求,所以收购落空。

事后有记者问刘銮雄是否为保卫股权成功而感到高兴,他说没有这种感觉。当问到他所收的董事酬金是否过高时,刘銮雄则避而不答,但他并没有把酬金调低,相信大家已从事实中得到答案了。

## 第八节 香港首例‘局部收购’案

1981年发生的中巴收购案是香港股市上一次有名的收购战。战情错综复杂,而且对香港的证监条例提出了挑战,整个过程可谓是高潮迭起,精彩绝伦。

中巴的全名是“中华汽车有限公司”,创办于1933年,创办人为颜成坤。当时该公司还有另外一位创办人——黄旺财先生(已故)。两家有姻亲关系,但后来由于一些问题,黄家不断出售中巴股份,大股东的地位就落到了颜氏家族之手。

颜成坤年轻的时候当过抬轿员,拥有大量坐轿,在香港半山区租轿给轿夫接载富有人家出入,赚到了第一笔钱。

黄旺财当时则经营船务运输生意,来往于香港以及广东沿海一带。两人的背景均是经营运载的业务,所以经营中巴是顺理成章的事。

如今中巴主要经营港岛区的交通线路,而创立初期,中巴在九龙市区及红勘一带活动,后来政府把港岛以及九龙两地的交通服务公开。早年港岛区的发展比九龙快,于是中巴便选择了在港岛发展。

颜氏家族保守的作风一直令人不满,但中巴早年买下的厂房,则随着香港地价的不断上涨而获益,因此使中巴每股的资产净值大大高于其市价。在这种情况下,便不难惹来第三者的垂涎。

1981年中巴被第三者收购就在这种情况下产生了。

1981年7月17日,是该次牛市的尽头,不过众所周知熊市初期股市依然是全无迹象,投资者仍继续热衷于股票的投资。就在这时,股市忽然盛传中华汽车可能会被收购的消息,使该股股价在7月份以29元辗转升到34元。当时消息似乎颇为确凿,甚至连收购价也知道定于每股35元,收购者就是“百利保”。

7月22日(星期三),那时港股在利率上升1%之后开始下跌,而中巴的股份则在收购传言的支持下上升。当天在德辅道中远东发展大厦二十楼百利保投资有限公司的会议室内,一个高度机密的高层会议正在进行,一群投资界的精英包括百利保的董事总经理罗旭瑞,副董事总经理罗嘉瑞,前香港上海汇丰银行董事牟诗礼等人正计划策动一场收购战。

由于人们已得知消息,不少记者打电话给百利保以求得证实,但均不得要领。

当天晚上七时,百利保高层会议结束,随后向公众发表收购中巴的建议:

百利保通过其全资附属公司艾斯隆有限公司,以每股现金35元,收购1350万股中巴正发行的面值为2元的股份,约占中巴已发行股份的36.5%,涉及资金约4.72亿多港元。此外,百利保宣布已持有7,561,635股中巴股份,约占中巴股份的两成左右。

一般而言,收购者都会提出全面性的收购,但这一次百利保只是提出购中巴(56%)的股份,开创了“局部收购”的先河。

为什么百利保会提出“局部收购”,而不向全体小股东提出收购?原来根据公共汽车服务条例规定,中巴必须保持一家公共上市公司的地位,才能取得专利权,因此百利保只希望收购到足够取得中巴控制权的股权,而不提出全面收购。

当百利保宣布收购中巴之后,中巴董事及副经理颜杰强大为惊讶,于是立即通过一家财经报刊借到百利保收购建议的影印副本,连夜赶往其在中环的财务顾问宝源投资公司开会商讨对策。这次紧急会议一直到晚上11点左右方才结束。

当时颜氏家族总共占有的中巴股份超过35%,而百利保只占有20.4%。按所占股量而言,百利保不及颜氏家庭,但由于这只是“局部收购”,只要外面的小股东同意,颜家大股东的地位就随时不保了。

代百利保进行这场收购战的艾斯隆有限公司,在这次收购爆发前三个月方才成立,公司的主席就是香港著名医生韦理,艾斯隆的董事局成员还包括牟诗礼,罗旭瑞,罗嘉瑞以及副主席吕高华等等。

由此可见,百利保的这次收购行动是“有备而战”,而百利保的董事总经理罗旭瑞也表示,艾斯隆邀请韦理和牟诗礼出任董事,是想借助他们重组公司的智囊团。言下之意,是想在收购中巴成功之后,改革中巴的经营作风,罗嘉瑞当时也表明即使收购失败,百利保也不会抛售中巴股份套现的。

其实,百利保部署的这次收购行动,早在当年1981年初就已悄无声息地开始了,可以说是处心积虑。当年2月24日,百利保从富豪酒店方面购入2,522,190股中巴股份,然后又从鹰君方面买入664,060股中巴股份,从罗旭瑞买入116,250股,以及从罗嘉瑞买入747,500股中巴股份,每股的成交价为22元。此外,百利保在1月25日到6月10日这段时间里,从股市吸入198,140股中巴股份。然而,促使百利保提出收购中巴的最主要原因,是黄耀南(黄旺财之子)家族同意出售手上所持的中巴股份,使百利保有可乘之机。

1981年6月11日,百利保向黄耀南家族购入3,088,090股,每股作价约30元左右。至此,百利保拥有中巴约两成的股份,共动用了1.7亿多港元资金,于是使从暗中吸收转而成为公开收购。

百利保主要经营地产投资生意,忽然染指公共运输业,其收购中巴背后的真正目的,是觊觎中巴大量优质可供发展的廉价土地,这将会给收购成功增添困难。因此,百利保在这方面也下足工夫。首先百利保不断吸入中巴股份,成为中巴最大的小股东,同时不断向中巴董事局推出改进中巴的管理与效率的建议,不过这些建议均未被采纳;另一方面,百利保也与香港政府的高层官员作过多次接触,香港政府方面表示对中巴控制权易手并无任何异议,于是百利保在取得收购及合并委员会的批准后,就马上发动了这场收购战。

第二天7月23日,由于中巴涉及重大股权转移,因此中巴董事局申请将该股份停牌一天,当天下午四时,艾斯隆在富丽华酒店就这宗收购事件召开记者招待会,对外阐明这次收购的动机与目的。

与此同时,中巴也就此事做出应对之策。公司董事局成员在颜氏家族坚尼地道的住宅内与宝源投资公司的财务顾问举行紧急会议,会后颜杰强在北角的中巴总写字楼三楼向新闻界公布这次董事会决议。会议通过了三项议案,分别为:

(1)接受原董事黄耀南以及黄仁的辞呈,即时生效;

(2)正式委任宝源投资有限公司为中巴的财务顾问。会后颜成坤与颜亨利立即成立一个特别小组,以便就收购行动向股东提供意见;

(3)中巴董事局指出艾斯隆的收购建议绝对不受欢迎,不充分反映中巴集团的真正价值,而且不符合中巴股东和公众利益,更不切实际。

虽然中巴方面不欢迎百利保的收购,但他们却又无意提出反收购,而是以“不变应万变”的态度注视着事态的发展。

百利保的收购建议虽然已经获得了证监处的同意,但证监处仍在就此事开会讨论研究。

7月24日(星期五),中巴复牌买卖。不知是否因为股市已开始处于跌势,抑或是投资者对“局部收购”尚不明白,所以复牌后的交易并不活跃。开市时为34.5元,最高升到35.5元,收市价则为34.75元,四会成交总额为335.560股,当天百利保和中巴发布的文件中都显示出该日颜氏家族的确曾以每股35元以上的价格,购入15万股中巴股票。

适逢当时城市计划委员会发表北角分区计划大纲修订草案。根据这个草案,中巴位于北角英皇道内地段5532和7178号的露天停车场,以及车房办事处的地皮可以从“工业用地”改为“综合重建区”。这两块地面积共达10万平方英尺,经修订后的价值自然大为提高,因此中巴方面的颜杰强批评百利保所提出的收购价更显得不合理。

中巴董事局又发表声明,说已委托专家对中巴的物业资产进行重估,一再呼吁各小股东不要接受百利保的收购建议,认为这一收购没有为公众利益着想,收购所提的要点也不符合经济原则。

但是,百利保方面则反驳道,35元的收购价是根据中巴的物业估值以及前景分析经过慎重考虑之后才确定的,而城市计划委员会批准更改中巴北角车厂用地也早在预计之内。罗旭瑞甚至认为收购价已略为偏高。

7月28日中巴董事局发表最新的估值报告,计算出中巴物业的资产净值高达15.7亿多港元,即平均每股42.51元。

于是中巴和百利保双方就中巴每股的资产净值又开始了争论。罗旭瑞表示中巴董事局的估值报告是“不切实际”的,并有投机之嫌,因为该报告假设那些物业不再作为中巴的厂房,乃属于仍待实现的利益,而艾斯隆所提出的是实际利益,表明其出价十分合理。此外,百保利还驳斥中巴所提出的三项指责,建议小股东接受35元的现金收购。

第二天,颜杰强马上对罗旭瑞的批评作出回应,并更正了估值的数字,更正后中巴每股的资产净值不是减少,反而进一步增加到42.86元。

另外,中巴方面还找到摩托车业职工总会香港巴士分会,说服他们表示支持中巴的原董事局,并对公司的遭遇寄予同情。中巴的这一做法,是想利用舆论的力量来捍卫自己的半壁河山。

除了“动之以情”外,颜氏家族还想出了另外一个办法,就是“诱之以利”。7月31日,中巴董事会在致股东的函件中提前宣布,建议派发末期股息每股0.35元,使该年度全年派息额达每股0.45元,比1980年全年每股0.29元的股息增加了55%。在股息大幅度增加以前,中巴股东每年只收到不足二厘的股息,与当时近二十厘的最优惠利率相比,这个数字实在是不足挂齿的。如果不是爆发这场股权保卫战,也许中巴小股东的派息待遇还有待争取。

为了赢得小股东的支持,中巴董事会还表示日后将每年度溢利的50%拨作股息派给股东。在这份致股东函件中,中巴董事局还透露了有关方面的持股量,声称各董事及其合伙人已持有1400多万股中巴股份,占中巴已发行股份的39.4%。

百利保方面则说对收购仍充满信心,并且承认已经和持有相当中巴股数的投资者进行了协商,所以中巴虽然控制将近四成的股权,其大股东之位是否可以坐稳,仍然是个未知数。

所谓的“持有相当中巴股数”的投资者,指的是廖创兴家族中的廖烈武。他手上约持有

5%至10%的中巴股份,所以他的决定也引起广泛的关注。

中巴方面曾指责艾斯隆公司对于在香港经营巴士业务全无经验。于是8月1日(星期六)下午,艾斯隆公司的主席亲自启程飞往澳大利亚,与英国一家公共运输管理顾问公司“联合海外运输公司”的负责人会晤,准备在收购成功之后,由该公司协助管理中巴的业务。

百利保和颜氏家族在中巴股权方面争论了将近一周,仍然相持不下。8月4日,事情出现了突破性的进展;“新昌地产”从半路中杀了出来,帮助颜氏家族,与他们合组了一家名为“斯诺斯帕克”的新公司。并提出以每股38.5元的价钱,收购中巴260万股,约占中巴已发行股份的7%,也是另一项“局部收购”行动。

当时“斯诺斯帕克”公司的收购建议文件中披露,颜氏家族实际持有中巴1163万多股(约占中巴已发行股份的31.4%,另一名董事黄炽光则持有100,900多股,约占中巴股份0.3%),其合伙人则持有419万多股(约为11.3%)。换言之,颜氏家族方面已控有43%的中巴股权,所以“斯诺斯帕克”公司只需要购入百分之七的股权,就可以保住江山。

颜氏家族所持的中巴股份比人们的估计要多,这是因颜家在中巴宣布被收购之后,曾在股市上以高于35元的价格买入15万股中巴股份。其实,在1981年3月之前,颜氏家族所持的中巴股份只有28%左右,换言之,在1981年上半年,颜氏家族就已为了预防被人收购的危险而开始增购中巴股份了。只是当时大股东的持股量以及市场买卖情况不必公布出来,所以这一做法并不为人所知。

由于涉及反收购,中巴便又停牌一天,而这次收购行动也转而成为艾斯隆公司和斯诺斯帕克公司之间的争夺战了。

新昌地产的主要股东叶谋遵与颜家已有20多年的交情,而且过去也有合作的先例。这次新昌地产愿意协助颜家,将来在中巴物业发展方面,新昌地产自然会占优势。不过,斯诺帕克公司所提及的反收购建议是否能照顾所有小股东的利益?而且颜氏在提出收购建议之后,仍在股市上吸收中巴股份(较早时候颜氏家族曾公开否认),是否违犯收购合并条例?这些问题均引起收购及合并委员会的关注,并且多次召开会议,接见收购双方的代表。

艾斯隆公司的财务顾问获多利公司向收购及合并委员会提出投诉,投诉的要点有三:

(1) 斯诺帕克公司只接受收购7%的中巴股份,未能真正照顾少数股东的权益;

(2) 新昌地产触犯了收购及合并守则中“一致行动”的规定;

(3) 英国方面规定,任何团体提出“局部收购”建议之后,有关双方均不准在市场吸收被收购的股份,但颜氏家族却在艾斯隆公司提出收购建议之后在市场上继续买入中巴股份,有违守则精神。

然而这一控诉未被收购及合并委员会接受,委员会没有对斯诺帕克公司采取任何行动。

面对着颜氏家族的保卫战,百利保不但没有知难而退,反而愈战愈勇。8月5日(星期三),百利保与获多利公司在上午举行了紧急会议商讨对策,傍晚便立即宣布反“反收购”,把原先每股现金35元收购的1550万股中巴股份提高到41元,并声明与斯诺斯帕克公司看齐,保留在股市场上或采取其他办法买卖中巴的股份的权利。

中巴股权之争似乎渐渐发展为意气之争,双方均利用当时监管条例的不足之处向对方挑战,而收购及合并委员会则受到收购双方的抨击,可谓吃力不讨好。该委员会主席麦恩就表示香港不必以英国的收购合并守则为准绳。由于指引不明朗,因此使当时的争夺战愈趋复杂。

就在战事进行得如火如荼之际,收购及合并委员会根据香港收购及合并守则第30条的规

定,公布中巴股份的交易情况。原来当艾斯隆公司提出收购后的第7天,百利保的一方曾在股市出售39.8万股中巴股票。

在收购之初,百利保曾明言纵使收购失败也不会出售中巴股份,但现在却在市场抛出,此举实在耐人寻味。中巴发言人解释说,百利保出售这批股票主要是试探中巴方面的反应,他们相信大部分股票已流入颜氏家族或新昌地产手上。不过,部分人士则认为百利保的这种做法可能是想把中巴股价压低到35元以下,以免当时的收购价失去吸引力。

由于证监处和收购及合并委员会在这场收购战中的处理手法引起了各方面的不满,因此收购及合并委员会继续就“中巴收购战”一事举行会议讨论,并邀请中巴董事会和百利保双方的财务顾问出席。而收购及合并委员会也就此事举行内部会议。不断的会议再会议持续了将近一个星期,而中巴股票由于收购及合并委员会的会议未有具体结果而迟迟不能复牌,于是这种情况又使有关人士十分不满。香港证券交易所主席莫应基就此事批评证监处的做法,认为有关方面处事不当,剥夺了其他股东出售中巴股份的权利。

就在收购合并委员会不断的开会商讨期间,百利保方面仍然在为这件事尽最大的和最后的努力。8月11日(星期二),中巴董事颜杰强致电英国联合海外运输公司总部查询该公司是否有兴趣与艾斯隆公司合作,参与收购中巴行动。而对方的回答是该公司有兴趣为艾斯隆提供巴士管理服务,但无意参与中巴的收购行动。

“联合海外运输公司”主要是向客户提供公共交通的管理服务,其业务并不局限在英国,它的服务区域,远至中南美洲,非洲印度以及亚太等地。

1973年,香港交通咨询委员会认为香港的两家巴士公司业务经营素质差,于是向香港政府建议由英国联合海外运输公司及香港两个英资财团接管这两家巴士公司,否则在1975年两家公司专利权合约期满之后,香港政府将中止与其续约。当时联合海外运输公司曾派要员来港,与两家公司的负责人接触,并提出以换股或买入的形式,换取九巴45%的股份和中巴30%的股权,通过这种形式参与香港的巴士经营业务。

然而,两家巴士公司对这项建议表示强烈的不满,坚决反对与外国财团合作,抱着“宁为玉碎、不为瓦全”的态度,使联合海外运输公司的美梦落空,该公司于是知难而退。

艾斯隆公司邀请联合海外运输公司提供巴士管理服务,以事实驳斥了颜氏家族的“没有巴士管理经验”的指责,也加强了艾斯隆公司的收购力量。

艾斯隆公司与斯诺斯帕克公司就中巴的收购争持不下,而收购及合并委员会也无法就此事作出公平合理的仲裁,于是这场收购战陷入了僵局。

8月13日(星期四),事情终于出现突破性进展,证监处和收购及合并委员会主席麦恩于当日下午2时30分举行记者招待会,宣布该委员会连日会议的结果。他表示这是香港首起“局部收购”事件,因此这场“游戏”对各方面来说都是颇为新鲜的,而有关三方面都应对其中的“误会”负起责任。

麦恩同意“局部收购”本质上是十分不公平的,原因是双方原来的持股量已不相同,又没有必要向其他股东提出全面收购,经过这次经验之后,收购及合并委员会将来将不会再批准类似的“局部收购”建议。

委员会经过马拉松式的会议后,取得的解决办法是:保留双方继续在股市上自由购买或通过其他途径购买中巴股份的权利。不过斯诺斯帕克公司则必须依照收购建议,按比例收购最少160万股中巴股份,而买入价则应是收购结束前六个月该公司曾购入中巴股份的最高价。

另外,关于颜氏家族和新昌地产是否涉及联手造市的问题,麦恩称经过仔细调查之后,证实有关方面并没有违反这项守规。

收购及合并委员会的会议结果发表后,艾斯隆公司主席立即作出反应,对上述裁决表示极度不满,猛烈抨击收购及合并委员会对这件事处理不当。

韦理指责收购及合并委员会准许斯诺斯帕克公司在市场上吸收中巴股份,会打击艾斯隆公司的收购,并会妨碍股东在两项收购建议中的取舍,而且当问题发生后,委员会没有采取适当的措施保障所有股东享有公平待遇。

但是,事情发展到这一地步已难以挽救,收购及合并委员会的决定使百利保方面的收购失去了成功的机会。第二天8月14日,中巴经过9天的停牌后再度恢复买卖,股价以停牌前的34.75元一直跌到28元才有成交。不过,当日香港会的第一笔交易价则是41元,成交股数为493,208股,而四会当天上午共成交的中巴股数共778,978股,占中巴已发行股数的2.1%。

上午收市后,证监会获悉斯诺斯帕克公司曾以每股41元买入中巴股份,于是要求中巴再停牌,而斯诺斯帕克公司也应把收购价提高。颜氏家族便依照收购及合并条例拟以每股41元购中巴160万股。至此,颜氏已稳操胜券;“中巴保卫战”也告一段落。

8月24日,百利保通过获多利公司公布,由于接受艾斯隆公司收购建议的中巴股份不够,收购正式宣布失败。

这场股份争夺战以1981年7月22日开始,直到8月24日结束,历时共33天。百利保虽然失败,但在这一役中可获利约3000万港元,利润颇为不俗。颜氏家族及其合伙人为了保卫控制权,最后共持有52.1%中巴股份,部分股份的买入价更高达41元,付出的代价也是不少,尤其是后来遭遇股市大跌,中巴股价更曾跌落到5.5元的低位。颜氏家族为保江山,其账面上的损失也不菲。

至于“新昌地产”,当初协助颜氏一臂之力以保江山,但今天中巴发展北角旧厂地皮时,新昌地产却未能得到好处。

## 第九节 空前绝后的广告心理战

1972年置地收购牛奶之战,在香港股市发展史中写下了重要的一页。这是香港股市有史以来,首次最为人知的收购战,不仅把股市推上一千七百点的历史性高峰,而且种下了日后狂泻的祸根。

先让我们看看置地和牛奶这两家历史悠久的大企业的历史背景。

众所周知,怡和与置地同属一系,长久以来,这两家集团机构的主要大股东都是凯瑟克家庭(KESWICK)。怡和于1823年在广州成立,1842年因为政治背景关系迁移到香港,从此与香港结下了不解之缘,曾经一度掌握着香港经济的命脉!

1889年,怡和董事之一詹姆士凯瑟克(James J Kesiwick)与友人保罗查特(Paul Chater)均认为香港地理环境优越,日后会发展为世界重要港口之一。

如果香港能成为世界的主要商埠,香港的土地自然有价值,经营地产必然大有可为。于是詹姆士凯瑟克和保罗查特便携手合作,成立了“置地公司”,这就是置地创立的因由。

至于牛奶公司的创立过程,只知道该公司早年称之为“牛奶冰厂”,于1886年由苏格兰裔医生文逊以及五名香港商家所创立。他们在香港的薄扶林地区买下一大片土地,饲养乳牛,挤鲜奶出售。发展到七十年代初期,已是一家极具规模的大企业,拥有员工超过2000名。

接下来,就让我们来看看这场收购战的具体过程。

70年代初,香港股市还在初生阶段,但由于远东会的成立,大众市民比以前更容易接触到股票这东西,因此股市交易日趋旺盛,大市以及各种股票的价格也在越来越多的股民的投资推动下节节上升。

等到了1972年底,恒生指数已经升到了500多点的水平,和1967年中的58点最低点比较,5年里指数已升了10倍,升幅是非常惊人的。可是大市并没有调整,反而继续上升,1972年10月25日,牛奶公司股票无端升了14元,以137元收市,而置地亦上升到95元的新高峰。

当时报纸并没有报导牛奶股价上涨的原因,只知道投资者十分热中于股票买卖,为买股票而买股票而已!

1972年10月30日(星期一),市场终于爆发了置地和牛奶的收购战。

置地在第二天才在报刊上刊登全版的广告宣布了有关的收购条件。奇怪的是,有关这样重大的收购事件发生,置地和牛奶竟然都不需要停牌。可见当年证券市场的发展尚未成熟,有关方面的监管不足,相信那时候已熟悉股票规则的投资者应可得到混水摸鱼之利。

让我们先看看置地所提出的收购条件。

置地在周二的中文报刊的全版广告中刊出——

香港置地有限公司董事会宣布:怡富有限公司和获多利有限公司现正草拟文件,准备于1972年11月7日左右分别寄与牛奶冰厂有限公司各股东。文件内将载列以两股面值5元之置地公司股票,交换一股面值7元5角之牛奶公司股票之建议。

1972年10月27日收市时,双方的股票在香港证券交易所的收市价为:置地每股94元;牛奶每股135元。换股建议使牛奶股票每股价值达188元,牛奶公司股东的资本价值增加,增值约40%。

从置地提出的条件可以看到,在这一收购行动中,置地是以换股的方法来进行的。换句话说,整个收购不必动用分毫现金,这和现在绝大部分以现金进行的收购形式截然不同。也许当时的一般股民对这种收购游戏的手法不很熟悉,也许当时人人只爱股票,不爱钞票,因此对这一收购建议大为欢迎,刺激了这两个股票价格一齐上涨。

另外,置地建议用两股置地换一股牛奶,并以置地当时的市价每股94元计算,因而得出牛奶股东可从这一收购中,使资本价值增加40%。然而,置地公司董事并无任何承诺或保证置地股价在某一阶段之内不会低于94元的水平,为什么置地不以牛奶的市价每股135元来计算,因而得出结论每股置地市价只值67元5角?因而接受收购建议之后,置地所有股东资本将会减值28%?可见这一收购建议颇为取巧。

关于置地推出换股建议的原因,现把原文抄录如下:

“置地公司董事会坚信,为股东利益着想,置地公司应加强并扩展目前已具有雄厚实力之酒店及饮食业。与牛奶公司合并之建议将成为符合此政策之进一步行动。牛奶公司现时行政人员及职工之利益受到保障,而加入扩大集团后,将使他们之前程更为美好。维持牛奶公司独立而自成一体之地位及素质亦将为该集团之方针。

“合并后之酒店、饮食及食品集团,将成为太平洋区最重要之同类集团之一。它将向双方

之股东提供机会,参与业务分散而又有连带关系之集团,其资源分别投资于本区内三种发展最迅速之行业——地产、消遣及饮食业。

“上述集团之财力既增强,于适当时候将可让牛奶公司之业务得以扩展。置地公司后来被公认为经营有方之地产专业机构,此点足以协助牛奶公司剩余之地产物业获得有利之长期发展。双方集团拥有股权之机构之地理分布形势及分别在各地区树立之地位将提高双方在广阔区域内发展业务能力之地位。

董事会肯定,建议中之股权合并对双方之股东至为有利。”

另外,置地为了加强公司股票的吸引力,于是重估资产超过 17.5 亿港元,而且将部分因为重估公司的地产物业价值而获得的盈余拨充为公司资本,派发“数量可观的红利。虽然置地董事局并没有保证股价在某段时间内不会低于某一水平,但在派息方面却作出了一定的承诺。它保证,1972 年度全年每股派息 1.5 元,股息增长 25%,而 1974 年增幅更高,达到 35%,每股股息多达 2.02 元。

置地收购牛奶的消息使 1972 年 10 月 30 日(星期一)的香港股市沸腾起来。当日牛奶刚一开市便高开 48 元,以 188 元开出,当时香港股市很少有收购战的发生,大部分经纪人都缺乏有关的经验,顿时瞠目结舌,还以为是看错了。其后股价越开越高,这才好梦方醒。结果牛奶最后以 196 元收市,上升 55 元,升幅高达 28.6%。至于置地,升幅居然没有牛奶大,但仍上升了 9 元,以 104 元收市,升幅约 9%左右。

从整个大市来看,市场的投资情绪极为乐观。置地的收购引起了投资者们普通看好心理,许多股票都被带动大升,入市资金大幅增加,当日四会的交易量就创下了新的纪录,达到 4 亿 4 千 3 百零 30 万元,恒生指数全日大升 43.67,以 623.66 收市,幅度为 7%。

牛奶股价的上升,除了受到收购刺激之外,市场还有小道消息说,有一个大户估计错误,在市场大量抛出该股,已经抛出的牛奶股票被迫以高价再补回,结果价位越抢越高,一发而不可收拾。

1972 年 10 月 31 日(星期二),牛奶公司的股价进一步上升到 200 元的新高水平,市场的焦点仍然集中在有关的股票,投资气氛十分炽热。

不知道是因为牛奶公司董事局缺乏应付收购的经验,还是因为对置地所提出的收购建议不予以重视,第二天报纸刊登了有关牛奶董事会尚未就此事召开董事会议,研究有关收购建议的消息。另有消息说置地董事局主席亨利·凯瑟克在上周末曾与牛奶董事会主席周锡年爵士会晤,面谈有关的收购计划。凯瑟克对收购极表诚意,并大赞周锡年德高望重,希望收购成功之后,周氏能继续留任主席之职,而自己则居副位,但周氏并不为之所动。

由于收购缺乏新的进展,11 月 2 日牛奶股价下跌了 7 元,为 191 元。置地发出通告表示将于 11 月 7 日左右把建议书寄往牛奶各股东,而牛奶也发出通告说已经接到置地的收购建议,并且在研究中。

11 月 3 日,牛奶正式对置地的收购建议作出回应,向各股东表示,董事局仍将继续聘请国际知名的财务公司“罗富齐父子(伦敦)有限公司”(L. M. ROTHSCHILD & SON LTD. London)为财经顾问,研究置地的“接管建议”,采取这个措施是为了全体股东的最佳利益着想。

另外,牛奶公司总经理兼执行董事柯伦也匆匆回到香港,就这件事采取应变措施。一场精彩绝伦的收购战正式展开了!

11 月 4 日(星期六),牛奶公司在《星岛日报》刊出了全版广告,这是牛奶冰厂有限公司和

罗富齐父子有限公司致全体股东的初步通告,内容主要是呼吁各股东在作出任何决定前,先等董事局发出进一步通知。

11月8日,牛奶公司正式就置地收购一事作出答复,在当天的报刊刊出广告表示:牛奶董事局将不会接受这次收购建议,有关反对的理由将会在短期内公布,并继续呼吁各股东不要接受收购建议。

至于置地方面,则继续希望能以快刀斩乱麻的方法实现其收购美梦。同日上午11时在置地董事会议室,由怡富和获多利举行记者招待会,向报界发表这次收购的有关事项,其中包括催促新买入牛奶股票的投资者尽快到过户处去办理转名手续;接受收购的人必须在11月29日前把股份寄往或亲自前往香港毕打街14至16号的“中央登记处”登记,而接受收购建议的人数将于第二天(30日)公布。

由于双方正式进行交战,牛奶董事局的反抗行动引起了投资者们的美丽的憧憬,市场盛传置地将会提供更好的换股比例,于是刺激投资者更加疯狂。牛奶股价在11月7日便涨了22元,升到了228.2元的历史性新高,而置地也水涨船高,升了4.5元,以104元收市。整个大市升上了700点的新高水平,许多股票如九巴、和记洋行、怡和等均带动大升。

11月9日(星期四)晚上,牛奶公司举行记者招待会,出席者均是牛奶公司的要员,其中包括周锡年爵士、牛奶执行董事柯伦、董事祈德尊爵士,另外“财经顾问”罗富齐父子公司的首席董事李柱也到场了。席间,李柱代表牛奶董事局提出了拒绝置地收购的三大理由。

牛奶公司所提出的三大反对理由是:

(1)如果牛奶公司接受收购建议,将会削减牛奶股票的股息。1972年计算,牛奶每股股息3元,置地两股股息总共才2.4元。以股息得益计算,对牛奶公司的股东不公平。

(2)1972年度牛奶每股盈利3.65元;置地总共盈利2.58元,合并牛奶之后,置地每股盈利增加到2.79元,而换股后牛奶股东相当于每股盈利减少了0.81元。罗富齐发言人表示,他们在世界各地办理过很多换股协议,对这方面极有经验,但没有做过这样使牛奶股东难堪的事,所以一定要拒绝。

(3)置地想要凭借牛奶已有的优厚的条件,来扩展其业务范围。而牛奶在各方面已经有了良好的声誉,所以从本身的实力和条件来看,牛奶当然是拒绝收购建议。

李柱信心十足地认为,置地这次的换股建议不会获得成功,当时,会德丰主席马登以及和记洋行的祈德尊均参与了牛奶的董事局会议,令人相信他们是站在牛奶这一边的,以增强应付置地的实力。

为了打击置地的换股建议,牛奶董事会也提出了一系列的吸引股东的条件,11月10日(星期五),牛奶公司刊登了半版广告,广告的原文如下——

敬启者,董事局将于短期内致函阁下说明:

(1)开股:每股分为5股。

(2)红股:分股后每股发一红股。

(3)目前持有一股者共得到10股。

(4)1972年度收益除税后之纯利预计不少于2670万元,较1971年度高35%。

(5)1972年度股息预计每股港币3元。1971年度股息为每股港币1.8元。

(6)拒绝置地公司换股建议之详细理由。

为求保有上述权益,请各股东对置地之建议勿采取任何行动。

拒绝换股建议的理由已在上文述及，这里不再重复。牛奶的这一招果然奏效，要知道当时一般的投资者的知识水平不高，每逢送红股和拆股股价必然大升，而牛奶董事局的这一举动无疑是投其所好，令小股东们如痴如醉，加上双方的争夺更令投资者们以为“鹬蚌相争、渔翁得利”，置地将会提出更吸引人的条件。因此当奶牛奶一开市就被抢高，最高价竟被抢到 290 元，最后以 268 元收市，全天大升了 50 元。牛奶公司股价由置地提出换股建议以来，短短的十天里便涨了接近一倍！如果以该公司每股盈利 3.65 元计算，市盈率高达 73.4 倍，而全年股息率只有 1.1%，当时市场的疯狂程度，也就可想而知了。

置地方面，股价同样也被抬高，当天也大升到 127 元的历史性新高峰，其市盈率更高达 98.45 倍，而全年股息率就跌到不足 1%！可是，这样不合理的情形，当时的市场毫不惊觉，人人都被这两家公司的争斗所迷惑，使得整个大市狂升到 759 点的新高水平，四会成交量更高涨到 7 亿的新纪录。

面对牛奶的抵抗，置地第二天（11 月 11 日）在报刊上刊登了一则广告，广告中竟自称为“股王”。广告标题为“牛奶公司股东应考虑下列事项”，对牛奶董事局提出了多项质问，其中包括：“何以现在才开股及送红股？”并指出这个措施对牛奶公司的资产值毫无改变，只不过是把每股值 268 元的股票，化为十股每股值 26.8 元的股票而已！另外还质问：“牛奶公司增长率，确实无误？”因为牛奶公司董事局预测 1972 年度盈利比 1971 年度高出 35%，其实已把 1972 年 5 月牛奶供股所得到的供股缴款计算在内，如果不算上这些供股款项，实际增长率，不过是 21% 而已！所以这一增长数字容易使人产生错觉。

至于广告中的第三项质问是“不顾将来”，牛奶公司在反对置地的收购中，并没有发表 1973 年度的盈利估计。而置地在换股建议中，则发表了未来 3 年的盈利展望，其增长率分别为——1972 年 25%；1973 年 27% 和 1974 年 39%，而 1973 年和 1974 年的增长均远超过牛奶昔日的实际增长率。

最后“股王”置地还提出恐吓，表示在该公司提出换股之前，牛奶公司的股价仅是 135 元，假如置地一旦停止行动，牛奶股东的股票“应由 268 元下泻 135 元，共下跌 99%”。所以置地提醒牛奶公司股东不要不顾后果，对这次事情的演变妄加忖测；“股王”置地董事会不能承担这方面的责任，并且说，置地无意“改善”其本来已经很慷慨的换股条件。

置地竟然不提高换股的吸引力，反而“出言恐吓”，使人大感意外，因为当时市场正盛传置地可能会派送红股，这个谣言曾使“九龙会”置地股价在周五（11 月 10 日）收市时一度推高到 154 元！

虽然置地不肯为收购牛奶加价，但投资者凡事都朝好的方向想。当时市场盛传牛奶经过拆股和送股之后，可能会再宣布今后的发展计划，这个发展计划是与和记“紧密合作”，以 3 股和记换 1 股牛奶。消息虽然没有能获得证实，但由于认为收购战好戏还在后头，市场投资气氛热火朝天，所以恒生指数再次升高到 759 点的新高峰。

不过，股市骤然不变，11 月 13 日（星期一），大市忽然狂跌 87 点，跌幅前所未见，幅度高达 11.5%，同样是创造了纪录，创下了当时一天内最大跌幅纪录！这天，牛奶刚一开盘便回落到 240 元，最低更跌到 202 元，最后以 212 元收盘，跌幅超过二成。至于置地更是大跌 33 元，跌幅高达 23%，当时市场投资者买卖股票恍如坐过山车，其惊险程度可想而知。

那天大市无端急跌，其罪魁祸首是汇丰银行主席沙雅，他向公众发出警告：“香港股市已形成了纯投机性活动，许多股价已升至超过合理程度。”这番话引起市场的即时反应，另外，由于

置地与牛奶在收购战中争执不下,双方的言论均不利于股东,例如什么“收购不成股价将会下跌99%”;“收购对牛奶股东不公平”等,对投机者产生心理威胁,而且市场还担心两大财团的“白刃战”会令股市遭殃。总之,所有以前的利好消息都成为现在的利淡借口。

幸而,这一大跌没有恶化成为股灾,第二天大市又再回复升势,只算是这场收购战中的一段小插曲。

一般的收购战,财团们会大掷银弹来致对方于死地,但这一场“置牛大战”,双方却不是以钱伤人,而是互相以理由去攻击对方。双方最初是凭借互陈利害去争取牛奶股东的支持,后来更转而互斗文采,展开了一场精彩的宣传战!

11月13日深夜,各大报刊收到置地的广告稿,性质属于“连续性广告”,一连三天在报刊全版刊登,稿文用语尖酸,而且针锋相对,主要是针对牛奶较早前在广告中对置地的“缺乏经验,公司会降低收益”的批评。11月14日置地的广告中说“……人尽皆知,荒山野岭只能长青草,绝对不会生长盈利,阁下当然深知其中道理……能在地皮之上建筑向高空发展的摩天大厦,方能使股东盈利直冲云霄……”,11月15日置地另一段全版广告则以“名列世界三大的地产公司”为标题,标榜置地公司在地产发展方面的骄人业绩;“……过去5年业绩每年直线上升,所以论已往业绩,是置地,论将来寄托,也是置地!”至于11月16日置地的全版广告,继续沿用这一广告技巧,以同样的设计手法和铺排,展示该公司的未来前景,诚如其广告的标题所言:“今后3年大发展,谁人能与其比肩?”

这三个广告都有同一口号,就是:“加入置地股东行列,此其时矣!”

面对着置地排山倒海式的广告大攻势,牛奶也不敢怠慢,立刻刊出以下的广告反击——各股东应考虑:

- \* 建议内容是以股票换股票,不是以现金换股票;
- \* 股票市价可以降低,亦可以高涨;
- \* 阁下因此必须异常慎重判断香港置地换股建议之价值。

请待等董事局进一步通知,倘阁下于11月29日前采取行动,可能失去未来一切权益。”

置牛双方虽然没有提高条件去吸引牛奶小股东,但是骂战却是寸土必争,各不相让。牛奶小股东只可以从骂战中选择自己的前途,都未能在鹬蚌相争中得益。

面对着牛奶董事局的负隅顽抗,置地也奋而应战,在11月13、14、15日一连三晚,置地最高层人士连夜举行马拉松机密会议,其中以周一晚(13日)的会议时间最长,超过了午夜12点会议才结束。

经过这三次会议商谈之后,报刊以“神采飞扬”四字形容与会者的神态,看来他们对收购行动已是成竹在胸。

会议后,置地表示当时在争取接受换股股东上,已取得了十分理想的成绩,基本上无须改变其“换股条件”,但可能提前派发可观的红利。

奇怪的是,既然接受换股建议已有理想的成绩,为什么置地又要提前派发“可观的红利”?而且还进一步加强舆论攻势,致函牛奶各个股东,提出了九大问题。

置地的这九大问题全是针对牛奶董事局而提出的,除了反驳牛奶呼吁各股东应考虑的事项之外,还提出了新的质问。问题第一条是“牛奶何故不透露1973、1974年度盈利展望?”,由于置地在提出换股建议时已经列明1973、1974年的盈利预测,但牛奶在反击中却一直绝口不提,所以成为置地攻击的首要目标。

问题第二条是“牛奶何不将其资产值透露？”当时置地每股的资产值保守估计为 28 元，但牛奶却没有将有关的数据公布，因此置地便在这方面大作文章。

问题第三条是“何以需要大幅度增加法定股本？”这一点则是重复置地较早前对牛奶拆股送股的指责。

第四条问题是“谁人真正‘不欢迎’置地的换股建议？”置地方面认为，他们的换股建议只是不受牛奶董事局的欢迎，而不是牛奶股东不欢迎。

第五条问题则是重复第三条的质问，问题是“股票在股市中之交易活动是否是一项值得研究之问题？”这一点主要是一再斥责牛奶的拆送只是数字游戏，和换股没有关系。

问题第六条是“牛奶公司对地产的专长何在？牛奶以往曾出售大部分具有发展潜力之地产，究竟原因何在？”

第七条是“置地业务是否局限于香港？”问题其实就是答案，说置地的业务遍布世界各地。

另外，置地在提出换股的开始就已经清楚地说过，如果换股成功，置地将会保留牛奶的所有员工，所以“行政管理它会成为问题？”

最后，置地指出牛奶董事局相信换股成功之后，置地股票将会跌价，但换不成又如何？言下之意，无论换股成功与否，这两种股票均会跌价，所以“接受换股建议何来额外的危险性？”

十分奇怪，置地与牛奶都明确表示，无论换股建议成功与否，这件事结束后，这两种股票就会下跌。可是，当时的投资者们却沉迷在这场收购战之中，并没有趁机抛售取利，令人感到莫名其妙。

面对着置地排山倒海的舆论攻势，牛奶董事局也不甘示弱，立刻还以颜色。11 月 18 日（星期六），牛奶刊出了一段广告，广告中简单地画了一个柱线图，第一条代表牛奶，上面所写的阿拉伯数字 80 是指牛奶的每股资产值为港币 80 元，而另外的一条柱则由两条小柱叠成，每一条小柱代表每股置地的资产值——28 元，以两股置地计算，资产值总共才不过 56 元，当然比 80 净值的牛奶还矮了一大截。广告文字简洁地写着：

请细心缜密衡量事实：

- \* 每股收益减少
- \* 每股股息减少
- \* 每股资产值减少

这广告所表达的意思最明白不过了，置地一直攻击对方不肯透露资产值的弱点，竟成为对方反攻的目标，战事发展到这里，可以说已经进入了白热化的程度。

当晚深夜，置地便立即对牛奶的这封“公开信”展开反驳。该公司发言人批评牛奶的资产评估标准和方法没有明确公布，为什么牛奶不能将其物业收益的估计公开？换句话说，就是置地对牛奶公布的资产值数字的真实性有所怀疑。

另外，置地还指出牛奶不是地产公司，实际上是一家贸易机构，拥有货仓、超级市场等不具有发展可能的地产，如果除去这些物业，将会影响其原来的业务。言下之意，牛奶的地产中看不中用。

最后，置地方面认为，牛奶的资产净值共 5.92 亿港元，而当年利润仅为 2670 万港元。盈利率为 4.5%，实在是偏低。总之，从置地的分析来看，牛奶的高资产净值，既不值得相信，又对股东不利。

面对牛奶强横的抵抗，置地丝毫不敢怠慢，一方面除了舌战之外，另一方面马上“以牙还

牙”，竟立刻把公司的资产重估！然而最令人吃惊的是牛奶在周六才刊出这个广告，置地竟可以在周一便刊出同样的资产净值重估广告，假设这广告是“隔夜稿”，那就是说置地的资产重估在短短 24 小时之内便可以完成！还包括广告稿的制作时间在内！其办事效率之高实在惊人。

11 月 12 日（星期一），置地公布了该公司每股资产净值为港币 51 元！

还记得“奔达国际”在香港上市时，该公司主席亚伦·奔达意气风发，在一次记者招待会中竟信口雌黄，胡乱报称自己公司的资产值，与上市时招股书上所列举的数字大相径庭。结果惹来了各方面的批评指责，演出了一幕有名的“奔达失言”闹剧，吓得亚伦·奔达匆忙公开道歉，事件才告平息。

这一次，置地在短短的 20 天里，每股资产值从 28 元骤升到 51 元，其荒谬程度比“奔达失言”有过之而无不及，奇怪的是当时四间交易所竟不提出批评，港府也置之不理，可见当时证券条例的不健全。

幸而牛奶当时与置地进行“殊死战”，这一点自然成为牛奶攻击的弱点，投资者才可以从双方的骂战中，知道置地每股 51 元的来由。

置地牛奶的广告战进一步升级，11 月 21 日（星期二），各大中文报纸竟出现三页全版广告，其中两版由置地刊出，另外一版则由牛奶公司刊登，双方继续在资产值问题上争论不休。这样的广告大战在历来香港股市所发生的收购战里再没有出现过，因此真可以说是“空前绝后”了。

这天牛奶刊登的广告是该公司董事局致香港置地有限公司各股东的公开信，内容全文如下——

敬启者：本公司已研究，贵公司昨日刊登于各报刊广告之内容，对于下列两点希贵公司加以详释：

（1）本年 10 月 30 日，贵公司宣称按董事局近日之估值标准计算，置地公司之流动资产净值不少于 17.5 亿港元，约合每股港币 28 元，唯昨日之广告却指出置地公司股票每股值港币 51 元，亦即流动资产合计约为 32 亿港元。贵公司可否解释流动资产净值如何能于数星期内增加港币 14 亿元？

（2）贵公司声言：置地公司将来能给予牛奶公司股东更多之收益及股息（此或与牛奶公司比较而言）。敢问，贵公司此说有何依据？本公司至今仍未发一任何数字是以作为贵公司此项声明之根据，而贵公司于 10 月 30 日已发表详细数字可供本公司用作计算之基础。

再者，贵公司并未向牛奶公司股东说明置地之接受换股仍定于 11 月 29 日结束，而牛奶公司股东若因等待本公司董事局进一步通知直至该日期仍未换股者将无任何损失。

此致

香港置地有限公司各董事

除了上述广告外，另外的两个广告则是由置地刊登的，其中的一个是标榜置地的资产值大幅增加；另外的一个则是教牛奶股东和牛奶股票持有人怎样去兑换置地的股票。为了争取牛奶股东的支持，置地宣布凡是接受换股者 4 天内可收到置地的新股，并把原来的附带条件“接受换股以不少于牛奶公司已发行股份 90% 为准，或由香港置地决定较低的百分率”这一项取消。

11 月 21 日（星期二），置地公司主席亨利·凯瑟克立即就牛奶的质问作出澄清，在答复有关资产估值标准方面，置地表示在 1972 年 10 月 30 日公布的数字，是置地董事局采用保守的

估值方法，给公司的流动资产净值作出的估价。对于已经发展的物业，按投资原则估价，而在发展中的物业，则以适当调整后的原则来估价。

至于11月20日宣布的置地每股51元资产值数字所得，是按该公司地产的公开市价作出的估价，并由另一家独立的估值专业机构证实无误。

所以亨利·凯瑟克强调：“在上述报告之中，香港置地的地产，是以公开市价作为估价标准，与当初以投资原则作为估价标准，自然，所得的资产值，也是不同的。”

亨利·凯瑟克就用“投资原则估价”和“公开市价估价”这两个名词，化解了牛奶董事局攻来的这致命的一击。此外，他还顺水推舟，乘势回敬牛奶一招。

“虽然牛奶公司仍未公布对其公司估值所按标准之细则，但本人相信，本公司引以为根据之专业人估价准则，与牛奶公司所引用者大致相同。投资人应了解，一间地产分公司能按公开市价对其资产作出公允之估价，但一间贸易机构若将赖以维持之物业出售，作为发展之用，则该公司实难向股东交待。”简单地说，亨利·凯瑟克认为牛奶的物业不能变卖，否则其零售业务无法维持，既然物业难以变卖，用市值或账面值计价，也没什么重大区别。

关于公开信中牛奶对股息及利润的质问，亨利·凯瑟克的答复如下：

“香港置地于换股建议书中预测可增加未来收益及股息，本公司对牛奶公司之未来营业展望亦作出估计，然在牛奶公司未发表数字前（例如1973年盈利预测），则本公司日前之估计中当确实无讹。”

亨利·凯瑟克自辩不忘反驳，又再还了一招。“牛奶公司声明：本公司至今仍未发表任何数字足以作为贵公司此项声明之根据，而贵公司于10月30日发表详细数字可供本公司用作计算之基础。牛奶公司迄今所公布只是预测1972年度盈利（预测数字为2670万港元），并拟派发相当于80%以上盈利之股息。本人敬请牛奶股东考虑，何以牛奶公司董事局于今日尚未透露来年盈利率？如派发高息之后，牛奶公司将如何扩展业务？”

对牛奶公开信关于最后换股日期的问题，亨利·凯瑟克的答复如下：

“正如牛奶公司所指，接纳本公司换股建议之最后日期为11月29日，然而待至最后关头方才采取行动之牛奶股东，可能发觉其条件不符合，因而无法以牛奶股票换取置地股票，因此，本公司已尽量设法使牛奶股东有机会于截止日期之前办理接纳手续。”

也许置地方面雄辩滔滔，也许是置地的换股建议吸引人，接纳换股的人很多，使置地又在别处增设了分处。

战情发展到这里，胜负仍然不可预料，牛奶也象置地一样，利用广告宣传自己过去的辉煌业绩。并且投股东所好，三天内通知股东有关牛奶公司地产发展的内容。

相信牛奶董事局当时深知愿意接受置地换股建议者，必定是看好地产的发展收益高于零售业务的收益。与其把股权拱手他人，让别人发展自己拥有的物业，倒不如自起炉灶，成立地产发展公司，这当然不失为吸引股东的一个方法。

置地与牛奶的股份争夺战持续了三个星期仍未分胜负，11月23日一份中文报纸特地就此事走访了牛奶冰厂的“财经顾问”伍德（J. M. A. Wood）。伍德澄清了当时市场盛传置地已持有51%牛奶股份的谣言，并表示有多位持大量牛奶股票的大股东，特来访他，坚决表示他们支持牛奶和拒绝置地换股建议。

不过，置地方面则表示胜券在握，而且亨利·凯瑟克郑重声明换股成功并不是有意取代周锡年在牛奶公司的地位，而是甘愿做周的副手。他表示不准备改变牛奶的人事组织，只是利用

置地的专长,协助牛奶贸易和地产的发展。他还认为牛奶过去只懂得卖地,地产发展经验相当不足。这番话似乎展露了亨利·凯瑟克意图吞并牛奶的真正目的。

最后,亨利·凯瑟克说置地纵然不能取得牛奶的控制权,该公司也不会把手上的牛奶股票在市场上抛售,看来亨利·凯瑟克对牛奶确是“情有独钟”。

11月22日(星期三),当天股市开市初期很平静,午市过后形势突然转好,市场有传言说置地可能二送一红股,然后再拆细。牛奶方面则盛传有大机构加入辅助发展地产,于是这两种股票立即被抢高,收市时更是再没有人抛售了。

牛奶宣布在11月24日午2时在利园酒家召开记者招待会,宣布重大发展计划。这消息立即刺激牛奶股价上升,最高升上240元,置地也如影随形上升,带动了整个大市。

当天各大中文报纸除了刊出置地全版有关饮食业的广告外,竟出现一幅罕有的“华懋置业有限公司”全版广告,原来和牛奶发展地产的竟是华懋置业有限公司!

牛奶公司在该记者招待会上宣布与香港权威地产集团,华懋置业公司已达成合作发展地产协议,新公司已经组成并定名为“牛奶地产有限公司”,新公司股票的25%将分送给牛奶公司股东,并于港九证券交易所挂牌上市。

华懋公司将以港币1.24亿港元换取新公司24.9%的股份,这款项包括华懋现有地产收益港币8400万元及现金港币4000万元。而牛奶公司则以东区下亚厘毕道和荃湾的地皮换取新公司75.1%的股份,而免费派发给股东的新股则在这里拨出。假如免费派送的25%新公司股票价值与华懋所持的“牛奶地产”股票价值相同,这就是说“牛奶地产”每股价值约17元。

牛奶董事局表示,牛奶地产股票分送给牛奶股东之后,牛奶公司股票资产价值及盈利收益因而增高,这就是董事局拒绝与置地换股的理由。牛奶在11月25日的全版广告中,踌躇满志地表示:“此项对牛奶公司极为有利之发展地产协议是关及亿万港元的交易,不能在一夜之间达成。不明了等待牛奶公司发表声明重要性之极少数股东,不幸已接受香港置地公司换股建议者,将失去享有上述利益的好机会。”广告中还以套红大字印上:“接受香港置地公司换股建议,即失去免费领取牛奶地产有限公司股票之权利。敬请阁下切勿采取同样之错误行动。”

对于牛奶公司成立牛奶地产一事,亨利·凯瑟克认为不会成功,因为换股进行得十分顺利,他们已收购了许多牛奶公司股票,换股一定会成功,而他们也会想办法阻止牛奶与华懋的合作。但凯瑟克始终不肯透露持有牛奶股票的实际数量,只表示决不会把换股的最后期限延长。

对牛奶地产公司的看法,凯瑟克用否定的语气指出:“对于这家刚成立的新公司,我们认为毫不足虑,而且是不会成功的。因为华懋公司对于发展牛奶现在所有的地皮毫无经验,这家公司以前只是在葵涌、九龙以及新界和其他一些地方发展房地产。牛奶这次可以说是找错了对象,无形中也是把这些地皮浪费了。这种做法对牛奶公司本身毫无利益,甚至有损。所以,我们深信这次牛奶董事局的交易一定不会成功。事实上,作为牛奶公司大股东的置地公司也会阻止这项交易,因为已接受转让的股份已足够加以否决。”

凯瑟克甚至认为,牛奶与华懋的合作是一种不负责任的行为,并宣布将会在11月27日(星期一)公布有关送股细则。

虽然牛奶公司有重大的发展计划公布,但该股当天并没有停牌,也许当时市场没有停牌的做法。当日牛奶宣布送出牛奶地产之后,该股非但没有上升,反而从开市的238元跌到226元收市,难怪亨利·凯瑟克认为这是投资人士对牛奶的地产发展计划缺乏信心了。

市场分析家也认为牛奶此举已经是“意气之争”,假如该公司要发展地产,为何不与地产界

亨誉盛名的置地合作？牛奶未免有点为反收购而反收购了。

置地开始只是提出善意收购，谁知事件竟发展到恶性争夺，这是人们没有料到的。虽然距离置地截止收购的最后期限仅有四天，但双方还是迭出新招，使人目不暇接。

置牛大战的初期，市场曾一度盛传和记以及会德丰集团有意插手这场换股战，不过，在牛奶宣布成立地产公司的记者会上，列席的研德尊爵士却解释，和记百分之一百支持牛奶，但无意插手此项纠纷，以免引起误会以及不必要的麻烦。

置地连续性宣传广告仍然毫不放松，一个紧接一个，继“今后三年大发展，谁人能与共比肩？”之外，还有“扩大发展饮食业，何以置地也成功？”以及“超级市场欠地点，虽易神仙难发展”等等。每一个广告都是那样的精彩，为这场收购战更添色彩。

置地对牛奶公司每一招都不怠慢，11月27日马上发出致牛奶公司股东的公开信。就牛奶组建地产公司一事施以还击，呼吁更多的小股东参与置地行列，维护股东本身的利益，置地将于最短的时间内，采取适当的行动，不用说，这个“适当行动”当然是希望以自己手上所持的牛奶股票，投票反对牛奶分拆“牛奶地产”上市。

牛奶和华懋对此事也加强宣传以争取股东的信心，华懋继续刊出全版广告，介绍公司曾发展过的大厦物业：“自资购地、发展、兴建、经售”，就是华懋广告中的标语。

至于牛奶的广告更是佳作纷呈，与置地可说是互相辉映，各有千秋。

牛奶在11月27日所刊出的广告可以说是“神来之笔”的绝妙佳作，这一段“敬请全体股东注意”的广告，首段文字为“婚前情侣口角频仍，婚后怎能有美满的家庭生活？经营商业与家庭生活的同一座右铭：家和万事兴。”这句话实在可圈可点，完全道出了牛奶董事局的心声。置地的“迫婚”纵然成功，日后双方也难以合作，无幸福可言。

虽然距离最后换股期限仅有两天，但战情非但没有缓和下来的迹象，反而更加白热化。置地再出绝招，宣布大派红股！而且派红股的比例也比市场一直传言的二送一股要多，竟是一股送五股！

在这个送股比例之下，就是说，牛奶股东每一股牛奶可以换到12股置地。一般股民的心态，就是以为手上股票越变越多，对自己就愈加有利，为什么每逢拆细，送红股股价必定上升，道理即在于此。所以，置地送股消息公布之后，牛奶公司股东排起长龙接受换股，牛奶董事局的形势更加恶劣。

不过，股市非但没有受到这消息的刺激而上升，反而下跌。置地股于消息公布后曾一度爬升到每股132元，但只是昙花一现，股价迅速向下滑落，当天收市报107元，比前一天跌了8元。至于牛奶股价也下跌，全天跌了16元，以210收市。

从理论上说，这样的利好消息应该刺激大市向好，然而市道却反其道而行，原因是人们对置地的送股态度存有疑心，因为置地只宣布了送股，并没有保证派息，投资者担心送股后每股派息减到2角，那么所谓送股只是玩弄数字游戏，对投资者并无实际利益。关于这一点，置地当局始终三缄其口，不肯作出解释或保证。

另外，当时市场有做空者制造谣言，说某大机构在大量抛售置地，市场也担心换股战告一段落之后市道回落，于是争相抛售，令大市不升反跌。

牛奶面对置地的新绝招似乎再想不出应对之策，只有继续以广告作出最后努力，呼吁各大小股东“悬崖勒马”，所以战情发展到最后一天，依然刺激紧张，充满爆炸性。

11月28日（星期二），牛奶冰厂在各大报纸刊出全版广告，这是牛奶在这次收购战中最后

的一个广告,广告这样写道:

“牛奶公司虽然拥有庞大地产,但本质上是一间食品贸易公司,其贸易是由一批专门人才主理,彼等之工作过去已有良好成绩,且已订立在西太平洋地区的进一步发展计划。牛奶公司董事局深信此批专门管理人员主持一家独立的公司,所获成就必胜过主持一家附属于地产公司的贸易公司,特别是附属于不谋合作但求取得绝对控制权的置地公司。

“牛奶公司对置地公司经营地产的能力,毫不置疑,事实上,置地公司若正式与牛奶公司商讨联合发展地产,牛奶公司当然慎重考虑其建议。牛奶公司宁愿与华懋公司协议合作,是基于下列理由——

(1)牛奶公司要单独管理经营其食品贸易。

(2)华懋置业有限公司只占有牛奶公司拨交牛奶地产公司物业的24.9%,即牛奶公司对拨出的地产仍然保持控制权。

(3)牛奶公司并非出售其物业,华懋公司是以1.24亿港元的物业及现金注入牛奶公司资产之内,实际上增高了资产总值。因此,牛奶公司能够赠送给牛奶公司股东每股约值港币17元的新公司股票,不必减低利润及资产价值。”

广告最后还计算出1973年度置地的市盈率为65倍,而牛奶的市盈率则在40至44之间,因此牛奶董事局认为置地提出与牛奶的换股建议不合理,置地的市价已超出其实际价值,广告中最后一句话说“牛奶公司董事局仍然深信牛奶公司股票每股价值远超过置地公司股票两股加起来的价值”,这是牛奶董事局誓死捍卫控股权的最根本的理由。

牛奶在收购战最后一天仍然积极反抗,大有战到最后—兵—卒的精神,无论成败与否,这点实在令人钦敬。

11月29日(星期三),当天报纸已经作出报导:置地成功收购牛奶!置地根据截至11月28日之前接受换股的数字统计,已经持有51%以上的牛奶股票,取得了控制性股份,一场惊天动地的经典收购战已进入尾声!当天股市并没有因此而回软,人心普遍回稳,全日恒生指数反而上升了23.62,以631点收市。

11月30日,置地立刻刊出全版广告,这广告上款是“牛奶公司股东公鉴”,下款则是“香港置地公司鞠躬”,广告中有副对联,对联写道:

置地公司招朋立己立人延环层楼增异彩,  
牛奶冰厂携手同心同力芬馨丰席享嘉店。

另外,置地正式宣布截至29日止,共拥有80%牛奶公司股份,收购计划完全成功。置地并且宣布,将接受换股建议的最后期限延至12月15日下午3时止。

11月29日晚上6时,置地就此事召开记者招待会,非常隆重。关于牛奶前途问题,凯瑟克表示牛奶原来的名称和经营方式维持不变,牛奶公司将“独立自强”。

虽然置地主要是垂涎牛奶的大量土地,但也颇有诚意继续维持牛奶的零售业务,亨利·凯瑟克于成功收购之后,履行最初许下的承诺,保留周锡年爵士在牛奶冰厂的主席地位,自己愿屈居副手。这是一般企业收购中较少见的,可见亨利·凯瑟克颇具大将之风,公私分明,虽然在收购战中大家拚个你死我活,但依然希望彼此在商业上会有合作机会。

可是,周锡年眼见江山已失,无意在公司继续留恋下去,于是与祈德尊二个一起辞退牛奶董事职位。

1972年12月15日下午3时止,置地总共收到90%的牛奶公司股份,根据香港公司法第

一六八条规定,置地必须于第2年3月9日向余下的小股东发出通告,在4月8日进行“强制性收购”,至此,一家历史悠久的华资老牌公司,就这样落入英资手中,牛奶冰厂的上市地位也告取消了。

整项收购战历时共一个月,置地不必动用分毫现金(只是印制股票)便把另一间大机构吞并,创下了香港收购战的纪录。另外,整个战斗中,双方采用的广告宣传攻势,也可说是“前无古人,后无来者”。还有,双方在收购战中大量送股拆股,战况空前绝后。

事隔14年后,置地公司决定把牛奶集团独立,于是将其分拆上市,把牛奶股份按账面资产值售给置地股东,每持有两股普通股或优先股可得到一股牛奶,每股认购价为86分,于1986年12月3日恢复上市买卖。于是,牛奶公司又再成为一间上市公司,只可惜公司已“桃花依旧,人面全非”了。

## 第十节 香港大酒店收购历险记

被称为“香港企业收购大王”的刘銮雄在收购能达科技获得初次成功之后,尝到了甜头,于是开始了企业收购生涯,侥幸地每一次都能得偿所愿,有所“斩获”。不过,他的敌意收购却招致许多富豪家族的反感,不惜耗费巨资与之周旋以求保住江山不被侵占。在刘氏众多收购战役中,以香港“大酒店”一役最为激烈,也最富戏剧性,双方各展奇谋,令战情高潮迭起,实为近代收购战中最出色的一役,值得存记。

香港大酒店是香港一家历史悠久的酒店,其股票也是酒店股中的领导性股票,该公司名下拥有半岛酒店,原浅水湾酒店及现在的九龙酒店,另外也经营地产、山顶缆车及饮食业。

该公司有雄厚的资产,但董事会的经营作风却嫌保守。有人计算过,该公司于1980至1989年被收购之前,平均每年的盈利增长(以复式计算)不足18%,1982年度盈利甚至还下降5%,1983至1985年间每年增长不足一成。由于股价是以盈利为基础的,在这种情况下,该股便出现了“高资产、低市价”的现象,正适合作为收购对象。

长期以来,大酒店的第一大股东为梁仲豪及其家族。该家族在未出售手上股份之前,约持有大酒店3100多万股,占总发行股数34%左右。第二大股东则为米高·嘉道理,共持有1023万股,占14—18%左右。

由于董事会已持有控制性股权,加上股东之间一向相安无事,从理论上说,第三者是难以介入的。

1987年3月2日,中华娱乐以及丽新制衣于晚上忽然宣布买入大酒店股份,两者的买入价均为每股53元,两者同是向梁仲豪及其家族购入。中华娱乐买入约2000万股,共斥资10.6亿港元,付款办法为首期订金一成,余款将在一个月内由该集团通过内部储备及商业信贷清偿。

丽新集团则是通过一间名为“俊岳”的公司购入1000万股,动用资金共5.3亿港元,而付款方法与中华娱乐完全相同。

这两家公司虽然同时宣布、同时购入以及以同样的方法付款,但他们均异口同声表示“所有雷同,实属巧合”,否认是一场“一致行动”(Acting in Concert)。然而令人感到奇怪的是,两

家公司所雇用的财务顾问,竟也巧合是万国宝通银行。

刘銮雄是有名的“企业收购大王”,买入大酒店的股份自然引起市场的关注。不过刘銮鸿却公开表示,买入大酒店是因为看好该公司的前景。他称买入后将作长线投资,不会短期出售,也不排除在价格更低时会再买。他还表示会派两人进入大酒店董事会。

丽新方面,董事曹广玉也同样表示会派员进入董事会。这两家公司在所有行动上均如此巧合,连派人进入董事会的想法都如出一辙。

中华娱乐及丽新制衣宣布购入大酒店股份的当日,大酒店的收市价为每股50元。消息公布后,该股市价立刻标升,市场迅即谣言四起。有人称嘉道理家族在刘氏得到20%的大酒店股份之后,马上在市面增购。当然也有人说刘氏继续在市场吸纳大酒店股份。

4月11日,中华娱乐公开其大酒店持股量,表明在这一个月期间,该公司确在市场继续吸纳该股,而且使持股量进一步上升到25.9%,共计持有2550万股。

以中华娱乐的持股量来说,被邀进入董事会是很合理的。可是在当时最近的一次股东周年大会中,刘銮雄和林百欣家族一个也没被邀请进入董事会,引起他们极大的不满,于是各展奇谋,与嘉道理一方进行抗衡,掀起了这场收购战的高潮。

5月4日大酒店股东大会,刘銮鸿以及丽新董事林建名竟双双出席这次大会。他们在这次大会中投票反对重选米高·嘉道理连任大酒店董事。这次出席投票的股东或其代表人士竟占公司总股东人数85%之多,可见双方均有备而战,双方均十分重视这次投票的结果。

点票结果显示,支持米高·嘉道理连任的票数共42,600,000票,反对票数则为40,529,323,刘氏及林氏家族终以微弱劣势,被拒诸大酒店董事会门外。

事情至此,争做董事一幕应已告终。奇怪的是,在股东大会后数日,大酒店当局竟然宣布点票出现错误,其中把支持嘉道理的130万票重复多点了一次。不过经更正之后,赞成的票数变为43,306,840票,仍然高于反对票数,结果依然没有改变。

嘉道理的一方点票出错,立刻给刘銮雄可乘之机,中华娱乐提出上诉。据5月13日报纸报道,中娱主席刘銮雄发出一份对大酒店股东函件的内容显示,指责嘉道理所控制的董事局于5月9日发出的文件给股东有误导性指示,中娱已控有大酒店25.92%的股权,现在要求加入三位董事,是十分合理的要求,而且不会影响现在董事会的控制权。信中还指出大酒店在周一点票出错,直到周六方才公布,而且缺乏具体的解释,有欠公允。

至于有关“一致行动”方面的指责,中娱一再强调与丽新没有一致行动,同时也表示没有计划全面收购大酒店。

丽新方面也同样发出通告,澄清没有与中娱联合行动,只因看好大酒店前景而投资,并转而聘请罗富齐父子(香港)公司为财务顾问。

然而,嘉道理也不甘示弱,还以颜色。首先,大酒店表示,除非中娱及丽新向全体股东收购,否则公司的控制权是不会改变的。嘉道理力拒刘銮鸿入局,除了知道刘氏的收购非善意,入局之后公司在行政决策上将会处处受到限制之外,相信与双方的社会背景有关。

嘉道理家族在香港不但富甲一方,而且曾经封爵,在香港可称得上是名门望族,在上流社会人缘好得很,否则也不会只持有约15—18%的大酒店股份,在董事会投票中仍能以微弱票数优势压倒刘銮鸿。至于刘銮鸿和刘銮雄,只不过是近几年来才冒起的“暴发户”,嘉道理家族自然不愿意与之合作。

米高·嘉道理对刘氏要挑战他在大酒店董事的地位有这样的评论:“我认为说他们低估我

们的实力并不过分,我的家族和大酒店已有八十年的关系!”虽然许多人都指责嘉道理经营大酒店的作风是“不思进取”,然而到了关键时刻,似乎大家都乐于给嘉道理家族几分薄面。

另外,嘉道理家族的代表更向证监处投诉,坚持说中华娱乐与丽新制衣“一致行动”,并列七项理由来证明这一说法,其中的指责包括两个集团在同一天,同一价格购买该批股票;两个集团也以相同条件及付款方法获得这批股票;两集团同样聘请万国宝通银行为财务顾问;两集团公布的有关新闻大同小异,可能是出自同一手笔。更有趣的是投诉中竟指责他们在最近的大酒店周年股东大会中,两集团的董事同坐在一起和财务顾问商议事项,而且同样地投以反对米高·嘉道理连任主席之票。

至于回答中娱的指责“周一点票出错,迟至周六才宣告”的一点,负责点票的毕马域蕨曹会计师就此事发表一项声明,表示这是笔误所引致的票数偏差。由于股东大会之后大酒店顾问要求分析选票,期间发现监察过程有笔误,使其中的一百三十万股支持嘉道理的票数重复多了一次,于是在周四和周五两天之内立刻作出修正,周五晚上才送给大酒店董事局,有关方面已于周六第一时间把事情真相公布出来。

由于嘉道理的一方认为中娱和丽新行动是一致的,因此他们实际上已拥有超过35%的大酒店股份,根据收购及合并条例规定,中娱及丽新应以大酒店过去六个月来曾达到的最高价——80.5元向所有股东提出全面收购。

和其他敌意收购没有两样,双方互相指责互相攻击,使收购不但充满刺激性,更充满娱乐性,大家都很想知道这场龙争虎斗究竟是收购从未失手的刘氏双雄得胜?还是在香港扎根将近一个世纪的老牌家族力保不失?6月2日,收购及合并委员会开会后,决定在6月9日起聆讯大酒店股权纷争事宜。至于大酒店董事局虽然有两名董事梁仲豪以及简悦强请辞,但因为收购及合并委员会未能裁定中娱及丽新是否“一致行动”,所以董事局不打算提名填补这两个空缺。听说当时刘銮雄为求能够进入大酒店董事局,曾与嘉道理方面磋商达八次之多,可惜其诚意依然未能打动嘉道理的铁石心肠。

6月9日聆讯开始,经过连续两天的聆讯之后,收购及合并委员会于10日作出裁决:中娱以及丽新在购入大酒店股权中,并没有“一致行动”!换句话说,嘉道理的上诉失败。

聆讯虽然结束,但聆讯期间曾出现一段小插曲可能为人所忽略,值得一提。收购及合并委员会在聆讯完毕之后曾发表声明,指责梁仲豪不出席聆讯委员会会议,使该部门没法得到其充分合作以向公众作出交代,令人感到遗憾。

梁仲豪于是在7月2日作出反驳,发表声明指自己曾与委员会充分合作,委员会所指的仅是6月9日及10日的会议而已。梁仲豪更表明不出席聆讯会是因为委员会曾经恫吓他说,会向他质询无关的事项和采用对证人不公平的程序,因此不愿意出席该会。这使收购双方出现骂战之外,再有一场小骂战。

由于收购及合并委员会裁定中娱及丽新没有一致行动,中娱及丽新又没法进入大酒店董事局,嘉道理依然未能取得绝对性控股权,战事于是陷入僵局,投资者均观望这三个集团的动向。至于大酒店的股价也因为收购形势不明朗而节节下跌。

事件差不多拖了一个月,到了6月29日(星期一),爱美高、华业置业以及中华娱乐三间公司同时停牌,当时市场立即传出爱美高正计划把中娱的股份售予一个澳洲财团,在达成这项交易之前,嘉道理须将中娱所持有的大酒店股份以一个指定的价格购回,但为了防止触及大酒店的全面收购点,嘉道理仅负责包销股份,却不会持有。

由于中娱收购大酒店全力以赴,不断出售其他资产,又发行新股集资,使中娱只剩下大酒店股份这唯一的资产,加上当时东亚华资正向投资界寻求大买家,而华人置业主席韦理又身往澳洲,因此这种说法颇为可信。不过,万国宝通银行方面则澄清有关的谣言。

除了这一谣言之外,市场又有传言说嘉道理以及九龙仓打算以每股75元向丽新制衣购入所持有的12%大酒店股份。此说也令人可信,原因是中娱与丽新既用苏秦和张仪的“合纵”之计对付嘉道理,嘉道理以“连横”之计来破它也不是没有道理。假如嘉道理买下丽新的股份之后,持股量便会上升到三成以上,但又低于35%的收购点之下,中娱少了丽新的持股量之后,已不足以动摇嘉道理的大股东地位,进入大酒店董事局的机会更加渺茫,嘉道理也就可以安枕无忧了。

当时爱美高以及大酒店方面均没有新闻公布,大酒店的股价也只不过徘徊在67元之间,这种说法的可信度实在令人怀疑。市场还有传言说嘉道理向韦理收购亚洲证券,企图借此控制华人置业,间接持有大酒店。总之,当时谣言满天飞,众说纷纭,莫衷一是。

其后,有消息说嘉道理买回刘銮鸿手上的大酒店股份,但由于未达成协议,有关公司打算先行复牌,但没有被有关方面接受。证监处认为爱美高系股份可能会引起波动,联交所也要刘銮鸿书面解释和嘉道理的交易过程,因此没有被允许复牌买卖。

这个传言在7月3日得到证实,爱美高方面确实要出售大酒店股份,但没有达成协议,有关新的协议将于数周内完成,至于停牌股份可望于7月6日复牌。

复牌后,中娱市价立即下跌6.82%,以1.76元收市,华人置业也下跌6.4%,以1.61元收市,大酒店股份继续辗转偏软,只有爱美高股份能够保持稳定。事实证明市场当时的反应十分正确。

7月24日爱美高和中华娱乐双双宣布,以每股平均65元的价格,出售了34.99%大酒店股权给宝源投资所安排组成的银团金克劳斯和汇丰一家全资附属公司TKM(远东)有限公司,交易将于7月30日完成。该银团主要包括法国里昂信贷银行,恒生银行,英国米特兰财务公司,百达基(香港)有限公司,东亚,以及宝源投资公司,以这一阵容接下刘氏手上的大酒店股份,也可说是独一无二了。

银团接下大酒店股份之后,并非长期持有,该协议还附带由嘉道理控制的一家公司通过一项安排,可在10月30日前随时行使选择权,以上述相同的价格买入这些大酒店股份,嘉道理会在未来的三个月内再配售给长线的投资者。换句话说,嘉道理是为了回避触发全面收购,于是假手第三者,迂回接下这些股票。

以大酒店当时的盈利能力计算,刘銮鸿65元的出售价,市盈率约升到了24倍左右,因此能以这价钱出售应该是喜出望外的收获。不过,由于其后刘氏曾在市场高价吸入该股,使得其平均买入成本很高,根据后来该公司公布的获利数字计算,平均成本价约在61元左右,换句话说,在五个月里利润仅为6.5%而已!

1987年10月之前,是香港牛市最旺的时候,只要入市买任何一种股票,半年的时间赚取超过这盈利百分比可真是易如反掌,看来刘氏炒股的技巧未必胜过一般散户!

在这一战役中,爱美高获利约4200万港元,而中娱则获利9400万港元,数字上中娱较多,但出售价则爱美高较高,看来刘氏确是特别关照爱美高的小股东的。至于丽新,自始至终只是这场收购战中的配角,主角谢幕,配角也就自顾自找寻买家去了。

“大酒店龙虎斗”从3月2日开始,到7月24日正式告终,前后共历时五个月,记得收购之

初刘氏说是作为长线投资，原来他们“长线”的定义就是五个月。

### 第十一节 两度易手的香港电灯有限公司

香港上市各公共事业机构中，经常出现收购传闻的股种首推“中华巴士”。该股在香港股市每一次爆发大规模的收购战时，便会谣言四起，搞得人心惶惶，可是至今仍是颜氏家族紧握着控制权，无人能动摇其大股东的地位。而另一个公用事业股票——香港电灯有限公司，也是当年经常流传收购消息的公用事业股票，其主要控股权在80年代初期两次出现变动。第一次由置地公司购得，成为“英资股”，其后李嘉诚名下的和记黄埔从置地手上买得控制权，使该股摇身一变，成为“华资股”。80年代初期，怡和公司由纽壁坚执掌大权。当时怡和对香港极其看好，竟在当时股市和地产业不景气的情况下大举投资香港。例如，1981年12月，置地公司以9亿港元的代价收购34%的电话股权，次年2月又以47.5亿港元的创纪录价格夺得中区地王的地位，港灯的控制性股权也是当年买入。可惜碰上了香港前途问题的谈判，结果只好被迫出售非核心的业务，而和黄就在这时候接过了港灯的股份。港灯的这两次只能算是股权易手，而不能称之为“收购战”，因为在易手的过程中并没有出现第三者的争夺，因此无“战”发生。然而，港灯股权的这两次易手，都是轰动一时的新闻，而且对当时股市的影响很大，加上港灯是一家广为人知的公众上市公司，因此，重温这一易手的前后过程，还是颇有价值的。

下面就是这两次易手的经过。

1982年4月26日(星期一)，香港电灯公司的股价突然急升，当日最低价为6.3元，较之上周五的5.13元的收购价高出1元多。而最高价更是升到了6.75元的水平，全日成交量激增，最终以6.35元收市。接着怡富有限公司便宣布当天已代表客户购入了超过2.22亿股的港灯股份，价格介乎于每股港币6.3元至6.7元之间，怡富将会继续代表其客户在市场吸入港灯股份，但总数将不会超过港灯公司已发行股本的35%。

怡富公司所代表的客户就是指置地，虽然当时市场盛传参与者还有长江实业以及佳宁集团，但事后证明这些仅是谣言而已！

当时，置地之所以只购入不超过35%的港灯股份，原因是为了避免触发全面的收购战，所以怡富有限公司的发言人表示这次行动不算是收购，也不会有公开收购港灯余下股份的意图。另外，这次购入港灯无须政府批准，因为洽购的过程是通过交易所依法进行的，而且洽购建议也没有期限，一旦购入了足够的数量，便会立即停止购入。至于港灯的认股证，约占发行量的二成左右。

置地买入港灯的价格比市场价高出了31%，因此市场反应极为良好，购入行动迅速得以完成。其实，就在置地正式对外宣布有关收购事项的前一个星期五，收市后，突然有人在暗中积极求货，这表明消息已经外泄，因此，星期一股市重新开盘时，置地便立即采取行动。

当时，置地表示其购入港灯是用作长线投资的，不料不足三年便将它出售了。

1985年1月20日(星期二)和记黄埔有限公司下午宣布动用29.03亿港元的现金，收购置地公司所持有的4.5亿多股港灯股份，每股价格为6.4元，收购程序于2月23日完成，于是和黄持有了港灯34.6%的股权，成为港灯的最大股东，港灯也从“英资股份”摇身一变，成

为“华资股份”了。

这次股份转让行动,有关的股票并非在当日全日停牌,而是在中午12点15分左右,和记黄埔、置地以及港灯自动要求四家交易所停止买卖,这停牌的时间当日曾引起部分投资者的不满,原因是当时四会尚未合并,每一间交易所都按照自己的规定停牌,当四间交易所收到停牌的申请后,各自暂停交易的时间略有不同,大概是一分钟之差。众所周知,投机市场是争分夺秒的地方,一分钟之差可以改写整个历史,据当时的某报刊专栏说,某一交易所的一位负责人接到这消息之后,立即嘱咐经纪人先在市场内扫货,然后才把消息传达,接着才宣布停止有关交易。

所以当时有人问,反正还有15分钟便收市,为什么不等上午收市后才公布消息?尽量减少不公平机会?这话也不无道理。然而,“塞翁失马,焉知非福”,有关的三种股票复牌之后全部下跌,原因是有关的消息其实早已在市场流传颇久,所以消息所引起的冲击力已减到最低。另外,和黄是以折让价买入港灯,因此市场的反应自然和上次置地购入时的反应截然不同了。

当时,市场分析家认为这宗买卖对三方面都是有利的,在置地方面,由于当时投资失误,使公司濒临破产的边缘,从这宗交易可以得到现金近30亿港元,对改善负债有帮助。至于和黄方面,能够以折让价购得港灯的控制权,首先在账面上已立即产生利润,此外和黄也解决了当时的资金出路问题,还提供了稳定的收益来源,因此对和黄来说更是有利的。

这一收购行动,是李嘉诚在短短的16个小时内便作出的决定,行动之迅速令人咋舌。《信报月刊》第95期对这个收购过程有过颇为精彩的描述:

“1985年1月21日(星期一)傍晚7时,中环很多办公室已经乌灯黑火,街上的人潮及车龙早已散去,不过,置地公司的主脑仍为高筑的债台伤透脑筋,终于派员前往长江实业兼和记黄埔公司主席李嘉诚先生的办公室,商讨转让港灯股权问题。结果16小时之后,和黄决定斥资29亿元现金收购置地持有的34.6%的港灯股权,这是中英会谈结束后,香港股市首宗大规模收购事件。”其实,早在两年多前,李嘉诚便已反复研究港灯,并于1983年中与置地主席西门·凯瑟克商谈收购事宜,但因条件不合而没达成协议。在正式宣布收购的半年前,市场也曾传出有关谣言,但后来又沉寂下来。李嘉诚表示:“我们不象买古董,没有非买不可的心理。”就凭这两句话,结果李嘉诚以13.5%的折让价(收购前一天的收市价为7.4元)买入港灯股权,较之当年置地以27%以上的溢价抢入港灯,手法确是高明了许多!

## 第十二节 针锋相对 结果却输多赢少

收购战在股市中并不鲜见,牵涉的资金动辄百数十亿港元。能达收购战发生在1985年底。此役规模原本不大,收购与被收购双方也只是股市中三、四流的上市公司,在当时更是属于投资者不屑一顾的冷门股,然而这一收购战却是港股中有名的战役之一,迄今仍为人们津津乐道。

1985年底,恒生指数又重上1700点水平,当时港股经大跌之后元气初复,投资者对熊市的惨状境况记忆犹新,加上1700点在当时又似乎是一道股市“鬼门关”,每次大市攀升到这一

水平必回头下跌,所以投资者们心情忐忑,使得股市也裹足不前。

11月11日,万国宝通银行代表爱美高向庄士提出有条件收购,以现金每股0.42元收购已发行的庄士股份,总计7900万股;另以现金0.70元收购所有的能达股份。涉及资金共达1.57亿港元,但收购附有条件:必须收足90%股份方才有效。

当时爱美高、庄士集团、庄士置业及能达四种股票升市之后三十分钟便宣布停牌。能达所提出的收购价较停牌之前高出9.4%,庄士集团的收购价则提高了31.3%。

爱美高的收购理由是:收购能达乃看好香港的工业前景,能达在美国的发展可配合(我公司)在美的业务网。”然而明眼人都知道这不过是表面的借口,尤其是后来爱美高不断削减工业方面的投入,把公司转向金融业方面,更证明了这一点。

为了弄清爱美高收购能达的真正动机,且先研究一下能达的历史。能达科技于1983年8月上市,上市价约2.80元。其实香港股市正处于低潮,但工业股(不单单是能达一家)却一枝独秀。这类新兴工业股不同于传统的落后工业股,无论是公司作风还是管理层都有令人耳目一新之感。再加上港元汇价下跌,香港出口工业蓬勃发展,使这类公司的盈利大增,因此已倍受投资者青睐。

当时,正碰上美国放宽对电话用户使用的电话机的品种限制,能达在美销售量骤增,截止到1984年4月底的年度盈利较上一年增长40%。因此能达上市之后,其股票为众多散户一致看好,股价一度升到1984年初最高时的5.50元水平,但随后即跌入漫无止境的熊市。

上市之初,庄士集团拥有能达75%的绝对性控制权,也许庄士集团能未卜先知,料到能达业务将会下降,所以上市之后不断在市场上抛售,降低持有量。1984年3月底,庄士集团手中的能达股份已降到44%,1985年持股量更是跌到29%。也许当时市场上还未有专事收购兼并公司企业的“企业狙击手”出现,也许庄士集团大股东对能达的前景完全绝望,又也许是庄士的大股东被胜利冲昏头脑,完全没有察觉到已身处险境,江山随时有可能不保。尤其是当1985年地产市场复苏,该公司的市价跌得低于资产净值时,引来第三者垂涎是毫不奇怪的。

那时候,香港上市公司大股东的持股量可以不公布,庄士集团出售能达股份也该是“神不知、鬼不觉”的,但爱美高不知为何这般神通广大,早已洞悉此中秘密,而且更为“神不知、鬼不觉”地在市场上收集能达股票,策动了这场有名的收购之战。。

其实这两家公司市价并不高,在港股中亦排不上号,这场收购战之所以出名,是因为其过程充满火药味,双方互相攻击,互出奇谋,高潮迭出,所以广受瞩目。

话又说回来,爱美高提出收购条件之后,庄士方面立即应战,翌日(11月12日)马上发表声明,指出爱美高的收购价不能够反映他们两家公司的资产净值,劝告小股东不要接受这一收购价,并声称不排除提出反收购的可能。庄士集团委任标准渣打银行为财务顾问,而能达则委任宝源亚洲公司为财务顾问,这些顾问为各自的主顾出谋划策,展开了一场金融大战。

由于可能出现反收购,所以这几家停牌的股票复牌之后大幅攀升,能达复牌之后当日收盘价0.82元,较之所提出的收购价高出17%;庄士集团收盘价0.54元,高出收购价28.5%。至于爱美高的股价更是从0.55元上升到0.80元,升幅达40%。

现任百富勤董事梁伯韬当年任职于万国宝通银行,是这次收购战的核心人物之一,也是代表爱美高一方的发言人,此外,当年袁天凡也在万国宝通银行,而现在这两人在金融界均是独挡一面,所以这场争夺不愧是一场极有份量的战役。

对于庄士集团所发表的声明,爱美高的财务顾问立即作出反应:“……庄士集团和能达对

爱美高收购价偏低之意见是不成熟的,他们的财务顾问未检讨有关的资产及前景,公布缺乏足够证据的资料,董事会的意见似乎着眼于个人利益……”言词极具挑衅性,而且毫不客气。庄士集团方面亦毫不示弱,作出反辩,并称庄士集团及能达分别委任不同的机构为财务顾问,正是照顾小投资者利益的明证。

11月15日,爱美高更咄咄逼人,向能达提出在11月22日的股东大会中加入6位董事。从这一举动来看,似乎刘銮雄收购能达的目的倒确实是从长远出发,要整顿该公司的业务以重振雄风。可是几天之后,即11月19日,刘氏兄弟却又和庄士集团接触,表示愿意出让手中21.30%的能达股份,但并未有结果。翌日各大报刊均有报导,能达总经理兼董事庄绍绥亦承认其事。由此可见其进入董事局不过是一种进攻策略。

双方无妥协余地,于是在11月20日爱美高正式发出收购建议文件,并在文件中毫不留情地攻击对方,指责能达在现在的管理层指挥之下业绩不佳,前景黯淡。还登出能达股价及恒生指数走势图作对比,同时指出能达股东的应占溢利从前年度的4150万港元大跌到340万港元,跌幅竟达到90%之巨。这一收购建议文件不但竭尽挖苦之能事,更令收购之战充满火药味。这使庄士集团管理层十分恼火,董事兼总经理公开表示,一旦爱美高收购成功,他将不再留任董事兼总经理一职。

尽管当时爱美高指责能达业绩低劣,其实自己也好不了多少,可谓“五十步笑一百步”。1983年上市之后,爱美高的股价从1.64元炒到1984年最高时的4.40元,接着便大跌到1985年11月最低点的0.52元,跌幅高达88%!而能达科技从1984年的最高价5.50元跌到1985年的0.48元最低价,跌幅91%,也比前者多出3%而已。所以有的报纸戏称爱美高与能达实为“难兄难弟”,倒也不过份。

“难弟”为应付“难兄”的收购,拟发行10%的能达新股,以冲减爱美高的控股量,但在股东大会上未能获得通过。

正与双方相持不下之际,突然又峰回路转。12月3日能达宣布:正在与爱美高以外的另一家机构商议,或许可能导致一项收购能达的建议的提出。”于是涉及的四家公司又再度停牌,证券临理专员也将原来的能达必须对爱美高的收购文件作出反应的14天期限加以延长。

收购战终于出现突破性进展,翌日(12月4日)庄士集团宣布以每股0.88元买入刘銮雄及其附属公司所持有的21.30%的能达股权,以及向基金购入约21.4%的股权,出价比爱美高的收购价高25.7%。于是庄士所持的能达股权增至73.9%,根据香港的收购合并条例,庄士集团必须无条件地向其余小股东提出全面收购。假如庄士集团全面收购能达,需要资金约为7000万港元,而刘銮雄在此役中获利约650万港元。至于小股民及基金,假如能够以最低价买入能达股份,应可获利85%,但这样的好事少之又少。而假如他们当年是以5.50元买入的,则要损失84%!所以大多数投资者在此次收购战中只能祈求少受点损失而已,根本谈不上获利。

### 第十三节 竞争性收购:第三者插足获利

这是一起竞争性收购的实例,STM公司与SSMC公司达成《合并协议》,STM公司发出了

收购要约,收购 SSMC 公司流通在外的普通股。不料,在要约结束前,Berjaya 公司(以下简称 B 公司)介入,也发出了收购要约。由于 SSMC 公司的最大股东胜家公司的幕后活动,使两公司几经竞价,情势迷离。最后三方协议,达成和解,由 STM 公司收购 SSMC 公司,而胜家公司和 B 公司亦获相当利益。

以下是事件发展进程的时间表:

- |                |   |
|----------------|---|
| 1989 年 2 月 2 日 | STM 公司发出收购要约,收购 SSMC 公司 77% 的流通在外普通股,每股 30 美元。  |
| 2 月 6 日        | B 公司公告其已拥有 5% 以上的 SSMC 公司普通股,并在市场上继续购买。2 月底,该公司持股达 9.9%。                                |
| 2 月 8 日        | B 公司发函向 SSMC 公司索要某些未公开信息,以作参与竞争收购之参考。   |
| 2 月 13 日       | SSMC 公司宣布实施股权计划,旨在阻止 B 公司持股超过 10%,并宣布同意向 B 公司提供某些未公开信息。                                 |
| 2 月 27 日       | B 公司发出收购要约,收购 SSMC 所有普通股,每股 33 美元;B 公司与胜家公司达成协议。  |
| 3 月 2 日        | STM 公司修改要约,将每股收购价提到 34 美元。  |
| 3 月 8 日        | STM 公司董事会建议股东接受 STM 公司的要约。  |
| 3 月 10 日       | 胜家协议终止。   |
| 3 月 11 日       | 胜家公司与 STM 公司达成协议。   |
| 3 月 15 日       | B 公司修改要约,以每股 37 美元的价格收购 77% 的 SSMC 公司普通股。   |
| 3 月 16 日       | SSMC 公司董事会撤回对 STM 公司要约的推荐,但并未向股东推荐 B 公司的要约。   |
| 3 月 17 日       | STM 公司的要约于当晚 12 点钟期满;B 公司将要约数量提高到 100%,并向法院起诉,指控胜家协议违法,法院中止 STM 公司的要约,并定于 3 月 23 日开庭审理。 |
| 3 月 22 日       | STM 公司与 B 公司达成协议;B 公司终止其要约。   |
| 3 月 23 日       | STM 公司修改要约,将每股收购价提到 38 美元。  |

### 一、参与公司与收购前交易

#### 1. 参与的公司

涉足这场竞争性收购的公司主要有四家:香港的 STM 公司及其关联公司,马来西亚的 B 公司及其关联公司,SSMC 公司和胜家公司。下面对这四家公司作简要介绍。

(1) STM 公司及其关联公司。STM 公司是一家香港公司,总部设在香港,公司总裁是 James H· Ting。该公司主要从事技术转让,微电子产品、电讯产品和耐用消费品的制造与销售,以及电子消费品的开发、设计和制造。其普通股在香港证券交易所上市交易。

STM 公司的子公司国际微电子技术公司(简称“Semi—Tech Canada”)是一家加拿大公司,它通过其完全所有的子公司掌握了 STM 公司 51% 的普通股。该公司主要从事计算机及相关技术的开发。Semi—Tech Canada 公司的普通股在多伦多证券交易所上市交易,James H

·Ting 握有其流通在外普通股的 34.6%。

“STM 控股公司”是 STM 公司为收购 SSMC 公司而专门在美国设立的一家子公司,该公司同其它许多公司一样,在美国特拉华州登记注册,总部设在香港。STM 控股公司是纯为收购目的而设立的,除与收购有关事务外,不从事任何其它业务。在具体收购过程中,出面收购的始终是 STM 公司,为叙述方便,文中一并称为 STM 公司。

(2) B 公司及其关联公司。B 公司是一家马来西亚公司,公司总裁是 Vincent。该公司主要从事钢丝与相关产品的制造与销售,租赁业务和贷款业务,保险业,房地产开发等,以及使用“胜家”商标的耐用消费品的营销,纺织品的制造与销售。

Sports Tot(以下简称 S 公司)是 B 公司的一家子公司,其 55% 的普通股由 B 公司持有。S 公司的另一大股东是 Raleigh 公司(以下简称 R 公司),它是 B 公司与 SSMC 公司的合营公司。R 公司握有 S 公司 33% 的普通股,但该公司已允诺将其拥有的股票全部转让给 B 公司。

此间的关键人物是 Vincent Tan,他在上述几家公司中均占有重要地位。

跨太平洋兼并公司(Inter-Pacific Acquisition Company,以下简称 A 公司)是 B 公司为了收购目的在美国特拉华州登记注册的一家子公司,除与收购有关的活动外,这一子公司也不从事任何其它业务。在收购活动中,出面收购的即为 A 公司,为叙述方便,一并称 B 公司。

(3) 胜家公司(Singer Company)。胜家公司是一家世界闻名的跨国公司,登记注册地亦为特拉华州,主要从事缝纫机、家俱的制造与销售,以及家用电器等耐用消费品的销售。该公司是 SSMC 公司的最大股东,在整个收购过程中,扮演着幕后操纵者的角色。

(4) SSMC 公司。SSMC 公司于 1986 年 4 月由胜家公司组建,在特拉华州登记注册,总部设在美国康涅狄格州谢尔顿市。两个收购公司均在特拉华州注册,原因在于与目标公司注册地一致可以避免法律适用上的麻烦(美国的公司法基本上是州法)。1986 年 7 月,胜家公司将其握有 SSMC 公司约 85% 的股票出售给其股东之后,SSMC 公司正式开始独立经营,其经营的业务主要为缝纫机产品和家俱的制造和销售。该公司拥有全球性的营销网络,在东亚、东南亚、欧洲等地区拥有大批子公司,是世界上家用缝纫机的主要制造商和经销商,同时也是工业缝纫机的主要分销商之一。公司在远东的子公司还是电视、冰箱等耐用消费品的主要经销商之一。公司的产品使用“胜家”商标销售。公司股票在纽约证交所上市交易。

SSMC 公司独立经营后,经营状况欠佳。1987 年,公司总收入约 6.51 亿美元,净收入为 1240 万美元,平均每股净利为 1.49 美元。1988 年,全年总收入上升到约 6.68 亿美元,然而净损失达 1550 万美元。这一损失主要是由于公司在欧洲经营失利所致,整顿公司在欧洲的子公司耗尽了公司的收益。此外,美国借款利率的提高,在拉美的汇兑损失和巴西的物价管制的负效应等也加剧了公司的财务危机。公司股票市价由最高点第一季度 30 美元下降到第四季度 24 美元。

SSMC 之所以成为目标公司,除因其经营不善外,还因为公司资产基数大,负债比率低,现金流量大。股东权益与公司负债之比约 1:1,较为恰当。另外,公司股票每股的账面价值可达 30 美元左右,而市价仅 25 美元左右,市场低估了股票的价值。

#### 2. 收购前的交易

SSMC 公司独立经营后,胜家公司保留了约 15% 的普通股,后来又以无投票权的可转换优先股换取了另外 12% 的普通股,SSMC 公司与胜家公司约定,由优先股转换所得的普通股与其它普通股同样的投票权。因此在收购前,胜家公司共拥有 SSMC 公司 27% 的普通股。

1988年2月3日,由 Paul A·Bilzerian 控制的胜家兼并公司(Singer Acquisition Company)通过收购要约购买了超过90%的胜家股票,并用现金换取了剩余的股票。其时,Bilzerian先生的关联公司共握有约94%的胜家股票,因而他实际上有权间接影响胜家公司的决策,因而也可影响SSMC公司。他既是胜家公司的总裁,又是SSMC公司的一名董事。

1988年4月,胜家公司向SSMC公司表达了希望在短期内出售SSMC公司股票的意向。在1988年度,SSMC公司的代表同公司财务顾问摩根·斯坦利公司的代表多次和第三方商议对SSMC投资事宜,投资方式即为购买胜家公司意欲出卖的股票。一些公司由此获得了SSMC公司的一些未公开信息。到11月份,这类接触发展到了出卖整个公司的讨论,有些公司甚至还和SSMC公司签订了秘密协议。

## 二、STM公司的收购活动

1988年11月下旬,STM公司总裁Ting先生开始同SSMC公司总裁Andrew接触,讨论SSMC公司的经营状况和发展前景,并索取了SSMC公司的一些未公开信息。12月底到1989年年初,Ting先生先后考察了SSMC公司在马来西亚和泰国的子公司之后,于1989年1月18日表达了合并意向,并于1月25日正式向SSMC公司董事会发出要约,并随寄了一份合并协议草案和向金融机构融资的意愿书(Commitment Letter)副本,要求SSMC公司于次日下午5:00之前予以答复。SSMC公司董事会经讨论,在STM公司对合并协议条款作了部分修改之后,一致同意接受合并,合并协议遂告成立。在SSMC公司董事会的表决中,Bilzerian先生弃权。

在合并协议中,双方就以下问题作了详细约定:

- (1)收购要约的发出、条件以及各类股东所享有的权利;
- (2)应提交的各类文件和股东的投票权;
- (3)合并期间目标公司(SSMC)的业务经营;
- (4)雇佣合同的处理;
- (5)合并的限制条件;
- (6)合并协议的终止;
- (7)有关的费用和开支;
- (8)股东有要求加价的权利。

由于合并协议内容复杂,无法在此一一介绍。

该合并协议要求STM公司最迟不得晚于2月2日发出收购要约。收购完毕后,合并协议经股东大会批准并满足其它条件(如反托拉斯法、证券法等规定的期限、要求)的情况下,STM控股公司并入SSMC公司,此即所谓三角合并。在收购要约结束前后,STM拟建立一个或几个子公司持有STM控股公司的股票。当STM控股公司并入SSMC公司后,其股票以1:1的比例换成SSMC公司股票,转由另外设立的子公司持有,此后合并协议的有关权利义务亦由该子公司承担。

1月27日,SSMC公司公布了合并协议,并向股东推荐STM公司的收购要约。1月30日,STM公司尚未发出收购要约,SSMC公司的部分股东便针对合并协议在特拉华衡平法院提起集团诉讼(Class Action),他们诉称每股30美元的要约价格不尽合理,股东未能得到他们

在公司中的合理利益,公司董事会违反了对股东的信托义务(Fiduciary Duty)。

尽管如此,STM公司仍于2月2日发出了收购要约。此时2月1日收盘价已涨到了28.75美元,而STM公司的要约价格仍是合并协议所商定的30美元。要约的股数最高为543万普通股,约占普通股总数的77%。同时,该要约附有以下条件:

(1)最低限额条件。要约期满前,有效提供的股票至少达到375万股,约占流通在外普通股的50.1%,否则,要约失效。这可视为一种类似承诺条件的规定。因此,要约所需提供的股数介于50.1%与77%之间。

(2)STM公司的撤销权。如果STM公司经过审慎权衡,认为合并无益,则可于2月13日之前通知SSMC公司,撤销要约。

要约的有效期为一个月,如未延长,将于纽约时间3月2日午夜12点到期。只要在到期日之前有效提供股票,股东均享有同一要约价格,而不论时间先后,如果所提供的股票超出要约数,则成交股数在股东之间按比例进行分配,股东在期满前可随时取回其提供的股票。

据STM公司估计,这次收购所需资金为1.7亿美元。除0.5亿美元可从STM公司拨出外,该公司还从AOHL公司(亚太证券公司的控股公司)获得了承诺信,并正准备签订紧急贷款协议,从而取得另外的1.2亿美元。如果该项贷款协议未能达成,STM公司将与AOHL公司签订承销协议,出售本公司的债券或股票,以筹措所需的资金。

可以看出,STM公司采用的兼并(或合并)方法,正是八十年代盛行的“两步走”收购。首先通过收购要约用现金收购股票,从而掌握目标公司的投票控制权,然后,依据已为股东大会所批准的合并协议,以目标公司的优先股或高收益债券换取余下的普通股,将少数股东排挤出去,从而获得对目标公司资产的完全控制权。本案中特殊之处在于,STM公司打算在购到77%股票之后,以本公司而不是目标公司的优先股换取余下的23%股票。

### 三、B公司的介入

1984年7月,胜家公司和B公司签订了合营协议,在马来西亚建立一家合营企业R公司,产品使用胜家商标进行销售。根据该协议,B公司拥有R公司48%的股票(后增至51%),SSMC公司(胜家公司的继受者)拥有R公司49%的股权。在正常的商业活动中,B公司曾就有关合营事项与SSMC公司进行过接触和协商。

STM公司发出收购要约后,B公司的关联公司联合向美国证券交易委员会(SEC)提交了“13D表”,宣布已持有SSMC公司股票70万股,超过了5%,并声明购买股票的目的在于控股。所谓“13D表”,是按1934年证券法第一节要求制定的表格。凡取得了任何公司公开发行股票5%以上的当事人,必须在这一事实发生之后10个交易日内提交13D表。其内容包括:购买股票的方式、购买者的背景和对目标公司的未来计划、资金的来源。收购者在这十天内还可买进股票。制定13D表的目的是防范有害的接管行为,同时收购的数量变化须及时报告,因而也能使公众随时了解到股价变动的背景因素。之后,这些公司继续在公开市场上购买股票,到二月底,联合持股达9.9%。一般而言,收购要约发出后,由于部分股票提供给要约公司,市场上的股票与参与者均有所减少,股价将下跌,但由于B公司的吸纳,股价反而一路上涨,到2月24日(星期五),股价已攀升到了31.6美元。B公司之所以只购到9.9%为止,除因下面将述及的秘密协议外,还因为美国证券法对于持股在10%以上的大股东有严格的限制。

2月9日,原在1月30日提起的股东集团诉讼扩大被告人数,把Biizerian先生和STM公司也列入了被告范围。

2月11日,SSMC公司同B公司达成秘密协议,双方约定:①SSMC公司向B公司提供某些未公开信息;②B公司保守协议秘密;③B公司承诺不采取任何活动,以高于30美元的价格购买SSMC公司的股票。

2月12日,SSMC公司公布了一项股权计划(“Rights Plan”)——即通常所说的反收购措施之一“毒丸”。该计划由无利害关系的外部董事组成的委员会负责实施。

2月13日,STM公司和胜家公司举行秘密会谈。胜家公司表示,在STM公司的收购要约结束后,胜家公司愿将“胜家”商标使用权转让给STM公司或合并后的SSMC公司,条件是STM公司将SSMC公司的子公司美国胜家家俱公司(SFC)转让给胜家公司,并承担胜家公司在缝纫机业务上的部分负债。STM公司拒绝了这一建议,而表示愿意在收购要约结束后同胜家公司就有关事项进行协商。这一事项在STM公司2月16日修正后的14D—1表中公布。14D—1表在STM公司发出收购要约当日即向SSMC公司和证交所提交,有其它竞争性收购公司的情况下,还须向竞争公司提交。其内容主要包括:目标公司及其股票的情况和市场现状,收购公司的情况,收购公司与目标公司间的协议内容,收购资金及其来源,收购的目的和未来计划,收购公司握有股票情况和过去60天的任何交易情况等。如有重大变化须及时报告。

2月21日,B公司的关联公司开始同胜家公司谈判,并于2月27日订立了协议(胜家协议)。协议的主要内容如下:

(1)胜家公司不向STM公司提供股票,其持有的27%普通股由B公司收购。作为回报,胜家公司将从B公司获得价值7000万美元的票据,并可购买B公司15%的普通股票。

(2)如果B公司的收购要约获胜,则

(a)B公司将把美国胜家家俱公司(SFC)的全部流通在外股票以4000万美元的价格卖给胜家公司:

(b)B公司控制下的SSMC公司将购买胜家公司在世界范围的“胜家”商标权和标志权,在20年内分期付清许可证使用费。

(c)B公司将出卖SSMC公司在马来西亚合营企业R公司中拥有的49%的股份,由其一子公司以5000万美元的价值购买。

(3)本协议将于下列时间终止

(a)B公司发出的收购要约修改从其价格超过33美元或另一新购要约发出之后的第六个工作日;

(b)如要约失败,则为要约终止之日或期满之日。

在股票市价已超过30美元并且协议可望签订之后,B公司于2月27日发出了收购要约,以每股33美元的价格收购SSMC公司的全部流通在外普通股,要约到期时间为纽约时间3月24日午夜12点,其它内容与法定限制条件(STM要约中内容)相同。同时该要约附有以下条件:

(1)最低限额条件。要约期满后,有效提供的股票达一定数量,使B公司拥有的股票占多数。加上B公司已拥有的股票,其所需股票为50.1%至100%;

(2)股权条件。这一条件针对SSMC公司的反收购措施“毒丸”提出,它要求在收购要约

的范围内,股东的股权证权利——即低价购买股票的权利,尚不能行使;

(3)批准条件。SSMC公司董事会批准这一要约,并同收购公司或其关联公司达成双方均满意的合并协议。

其中后两个条件可由收购公司斟酌决定是否必须具备。

实际上,收购或合并还受到反托拉斯法的限制,在此不予介绍。

收购资金方面,B公司预计需1.5亿美元。其子公司S公司将向出面收购的A公司提供4700万美元,以换取A公司的普通股。B公司从C公司获得了贷款意愿书,可望获得1.1亿美元贷款。B公司的还款安排是,兼并SSMC公司之后,将出卖其部分资产,其中包括将美国胜家家俱公司卖给胜家公司和将R公司中的股份卖给在马来西亚的子公司。

SSMC公司拟采用的兼并策略在美国称Any-And-All Cash Offers,即以现金购买所有目标公司的股票,在收购要约结束后,对于余下的股票也是用现金获得,而不以股票或债券换取。这种方式需要大量现金,在1987年后流行。B公司打算,在收购要约结束后,A公司80%的流通在外普通股将由S公司持有,12.5%由一家胜家公司高级职员新近在特拉华州成立的有限合伙控制,约5.5%由B公司在马来西亚的一家子公司持有,约2%由Vincent Tan持有。

#### 四、SSMC公司的反收购机制

一个目标公司的反收购机制往往由两部分构成,一为章程中的规定,一为反收购战斗中采取的战术。一个有被收购危险的公司往往在组建时便挖壕固守,选择收购法规严格的州登记注册,在章程中对有关投票权作了严格限制。另一方面,公司董事会往往在收购侵略者有所动作时,采取诸如“毒丸”、“焦土政策”等措施,降低本公司的吸引力,或寻找忠于公司的大股东或其它善意的实力雄厚的公司,由他们购进股票。这两方面政策在本例中均有体现。SSMC公司章程第七条、第八条即是反收购措施之一。另外,2月12日公司的股权计划也是该机制的一部分。

根据章程第七条,公司董事分三批,每期任期三年,每年的股东年会只可更换一批。这样,两年之后,收购公司才能在董事会获得多数,从而批准兼并协议。另外,特拉华州的公司法规定,非经董事会批准不得修改章程。公司章程对自身的修改也规定了严格程序,章程的修改须获90%以上赞成票,且赞成票须由股东亲自在股东大会作出,不得由代表代为行使。

根据章程第八条,合并协议须经股东大会90%以上赞成票方可批准,除非已经董事会同意。在董事会表决中,有权投票的董事须满足两个条件:①与收购公司无关联;②收购公司获得本公司5%以上股票时已在职。

公司合并在美国有反托拉斯的限制,合并协议达成后,必须向反托拉斯局和联邦贸易委员会提交报告,在经批准后,须等待10天以上方可结束要约。此外,SSMC公司的一些借款协议也规定,非经贷款人同意,不得进行合并。对于B公司而言,STM公司与SSMC公司的合并协议还规定,除非本协议终止,SSMC公司不得与其它任何公司订立合并协议。

另一方面,SSMC公司于2月13日公布的“股权计划”是针对B公司采取的一项强有力的反收购措施,其目的在于阻止B公司收购股票。公司宣布,凡2月23日营业结束时记录在册的股东都将按股配得股息,该股息与股票分离,由另外发行的权利证书证明,除收购公司外,持有该证书的股东有权从本公司低价购买股票。这一权利的行使受到限制:

- (1) 该权利证书在“股权计划”公布后第十天开始发行,发行日之后方可行使该项权利;
- (2) 在发行日之前,公司可以每股 0.001 美元的价格收回这一权利,权利证书不发放;
- (3) 如果收购公司用现金以每股 30 美元的价格收购至少 77% 的股票(包括其要约前已握有的股数),并承诺在要约结束后依同等价格用其股票换取余下的股票,那么该“权利计划”授予的权利不得行使。

显然,这一措施有利于 STM 公司。

总而言之,SSMC 公司董事会的态度至关重要,对于 B 公司的敌意收购,采取抵制的态度。

## 五、STM 公司与 B 公司的较量

2 月 28 日,在 STM 公司的要求下,STM 公司、胜家公司和 A 公司举行会谈。STM 公司表示愿同胜家公司和 A 公司签订协议,在要约结束后,把美国胜家家俱公司卖给胜家公司,R 公司中的股权卖给 A 公司,但这一建议未被接受。

就在当日,股市收盘价已达约 33.12 美元。3 月 1 日(星期日),STM 公司通知 SSMC 公司,同时向新闻界宣布,每股收购价提到 34 美元,并于 3 月 2 日向股东发出了修改文件。除价格外,要约的其它条件不变,截止时间推迟到纽约时间 3 月 14 日午夜 12 点。依照美国证券交易法,有关要约的修改将导致至少 10 天的展期,自修改之日起算。

3 月 8 日,SSMC 公司董事会再次建议股东向 STM 公司提供股票,并建议股东不向 A 公司提供股票。

3 月 10 日,即 STM 公司修改要约后第六个工作日,因要约价格已超过 33 美元,胜家公司同 B 公司的协议自动终止。当日股价攀升到 33.75 美元。

3 月 11 日,STM 公司与胜家公司达成协议,协议约定:

(1) 一旦 STM 公司的收购要约成功结束,

a. STM 公司将以 4000 万美元现金的价格把美国胜家家俱公司卖给胜家公司;

b. 胜家公司将把“胜家”商标权和标志权在全球范围的使用权转计给 STM 公司,许可使用费根据将来使用“胜家”商标的产品和 SSMC 公司正利用胜家公司营销网销售的产品的销量提成支付。商标权和标志权的转让在 STM 公司在 SSMC 公司董事会占居多数之时即进行。

(2) 双方约定,除非本协议终止,任何一方不得同第三方就同一内容进行商讨或订立协议、备忘录,也不得向第三方提供或出卖股票。

(3) 本协议将于下列时间终止:

a. 现存要约修改或另一收购要约发出后第十一年工作日;

b. STM 公司终止要约之日。

该协议于 3 月 13 日公布,同时 STM 公司还将要约到期日推迟到 3 月 17 日午夜 12 点。

3 月 14 日,股市收盘价继续上扬,攀升到了约 33.6 美元。当日营业结束之后,B 公司与 STM 公司进行会谈,讨论交易的可能性:由 STM 公司获得 SSMC 公司,然后 STM 公司把 SSMC 公司在 R 公司中的股份卖给 B 公司的子公司,但讨论未达成任何协议,B 公司还表示不愿就此同 STM 公司进一步谈判。

3 月 15 日,A 公司针对 STM 公司的要约修改和胜家的协议,也对要约作了相应修改。要

约价格由每股 33 美元提到 37 美元,要约数量由流通在外普通股的 100% 减低到 77%。这样做一方面是由于 STM 公司抬高了要约价格,另一方面则因其与胜家公司的协议已于 3 月 10 日终止,无法获得胜家公司握有的股票。要约的其它条件不变,到期日相应推迟到 3 月 28 日午夜 12 点。

3 月 16 日,SSMC 公司董事会撤回了 3 月 8 日向股东提出的建议,决定不向股东推荐任何一家收购公司。

3 月 17 日,B 公司以 STM 公司、胜家公司、Bilzerian 先生为被告,在纽约南区地区法院起诉,控告他们违反证券交易法 10(b) 部分和 14(d)(7) 部分以及 106-B 法规,并要求法院发出禁止 STM 公司于当晚 12 点终止要约的命令。法院于当日发出了临时性禁令,并定于 3 月 23 日开庭初审。随后,B 公司再次修改要约,将要约股数由 77% 提高到 100%,到期日延长到 3 月 31 日午夜 12 点。

在起诉书中,B 公司认为 STM 公司同胜家公司签订的协议违法。首先,106-B 法规禁止收购方私下达成购买正被要约的股票的交易,而胜家协议即属这类私下交易,因为 STM 公司的收购要约正在进行;其次,14(d)(7) 部分要求所有目标公司的股东一旦有效提供股票,即应得到有效补偿。而胜家协议间接地提高了对胜家公司的补偿。第三,胜家协议剥夺了股东获取更高利益的权利。毫无疑问,B 公司的要约价格明显高于 STM 公司,但股东们清醒地认识到,STM 公司只需有效获得 50.1% 的股票,即可成功结束要约,而胜家公司就提供了 27%,再加上 STM 公司自身拥有的股票,成功可能性很大。要约成功后,STM 公司便可促使 SSMC 公司的股东大会通过合并协议,以本公司的优先股换回余下的股票,不向 STM 公司提供股票的股东将无法获得现金。因此,尽管向 STM 公司提供股票不合其最佳利益,股东们将不愿冒这一风险。为减少风险计,他们必须向 STM 公司提供股票以换取现金。这样,股东几乎被剥夺了选择权,并且 B 公司更为优惠的收购要约失败。

3 月 21 日,B 公司再次修改要约,放弃了批准条件,到期时间延长到纽约时间 4 月 5 日午夜 12 点。

## 六、结局

3 月 21 日到 22 日,STM 公司、B 公司和胜家公司进行了协商,并达成了协议(Berjaya Agreement)。协议规定:

(1) A 公司终止收购要约,STM 公司依合并协议规定得到 SSMC 公司同意,将要约价格提高到每股 38 美元,单独进行收购;

(2) STM 公司的收购要约结束后:

a. STM 公司将把 R 公司中的 49% 的股份以 3000 万美元现金的价格卖给 B 公司;

b. R 公司获得“胜家”标志在马来西亚的使用权;

c. B 公司以账面价值获得 SSMC 公司在马来西亚的子公司马来西亚胜家家俱公司;

d. Bilzerian 先生将向 STM 公司提供 1500 万次级债务,以资助其获得因提价而增加的收购资金。

(3) 在下列时间之前,B 公司将不另行发出收购要约,或试图控制 SSMC 公司:① STM 公司的收购要约因未购得股票而期满终止;② 1989 年 6 月 30 日的终止日为 STM 公司发出收购

要约后的法定最后结束期限；

如果终止日已到，STM 公司在此后一年内不得另行发出收购要约或试图获取 SSMC 公司的控制权。

3 月 22 日，遵照协议，B 公司撤回起诉，股东集团诉讼各方原则上同意调解，但并未撤诉，因为以上协议为大股东间的妥协结果，小股东仍难免受损。

3 月 23 日，STM 公司修改要约，将每股要约价提高到 38 美元，到期日相应延长到 4 月 5 日午夜 12 点，其余条件不变。股市收盘价从 3 月 22 日的 36.5 美元回落到约 35.87 美元。STM 公司终于达到了收购目的。

这场历时一个月的收购竞争在此降下了帷幕。

## 第五章 中国大陆并购热潮

从 80 年代中期开始的企业兼并,正以迅猛之势在中国大地扩展,一些经济学家称此是对放权让利和实行承包经营之后企业改革的“第三次浪潮”。

从宏观的角度来说,企业兼并就是企业买卖。企业兼并的互动过程就是企业的买卖过程。总结企业兼并的理论与操作,可以得出结论:企业买卖,在理论上,是中国经济改革迈向飞跃的启动力;在实践上,是一个新兴的产业正在中国崛起。

从中国经济改革的理论逻辑考察,再使企业成为市场竞争的主体,实现市场经济的有效运行,应该把握三个相互关联的逻辑环节,即企业界定、企业经营和企业买卖。界定是市场经济有效运转的前提。解决企业界定问题,实际上就是要解决国有产权归属问题,使国有企业成为有效经营资产的独立主体,成为真正意义上的法人。企业经营是各个市场法人主体在市场多变的环境下,按照市场的规则进行平等的竞争,实现资产的安全和增值。而企业买卖则要求通畅的资产形态转换机制,使存量资产的配置趋于合理,使社会资源的组合不断优化。

我国传统的计划体制已经运行了许多年。在建立市场经济体制过程中,企业界定、企业经营等难点问题的解决,遇到了很大障碍。现实可能的选择是使上述三个理论逻辑的环节颠倒一个次序,进行改革的突破,即经过一个企业买卖→企业经营→企业界定的过程,使企业买卖成为中国现实改革的先导环节,让企业在市场中的转让、流动,成为中国经济增长迈向飞跃的启动力。

企业买卖为何发生?这可以从企业生产过程的资源配置非均衡运动中去寻找答案。企业的运行,实质上是资源配置的过程。当企业法人主体即企业所有者确认资源的任何一种配置已经不能为他带来理想收益,甚至还要承担一定风险,就会将企业及其产权以商品形式让渡、出售,从中获得另外一种产权形式:货币产权以及兼并的绩效。当企业的买方用他的货币资本来购买企业比直接投资建厂收益更快更大时,在比较效益驱动下,购买企业的设想则会转化为购买企业的行动。在市场竞争中,总有一部分企业陷于困境,生产能力闲置,生产要素沉淀,而另一部分企业则发展迅速,充满扩张欲望,急需增加各种生产要素,扩大经营规模。不论西方还是东方,这是市场经济的共同现象。解决这个问题的关键或者说唯一选择,就是企业买卖。

中国企业买卖的实践证明,企业买卖的确解决了中国现实经济中的许多棘手问题,很可能成为进一步深化改革的突破口。企业买卖的长远意义在于启动了我国的产权机制,为改革的成功开辟了广阔的前景。

企业买卖是中国经济改革迈向飞跃的启动力。除此之外,企业买卖还会给中国经济增长带来许多宏观、微观的预期效应。

### (1) 实现资源配置的优化。

企业在买卖中流动,要遵循价值规律、供求规律和竞争规律,要坚持等价交换,随行就市,市场面前人人平等,以使生产要素流向最需要、最能产生效益的地区和企业,使生产要素在不断流动中实现最佳的优化组合,使企业重新选择新的经营方式,从根本上打破企业原所有者手中已形成并难以改变的僵局,对原有企业进行认真改组、改造与改革,使企业获得新生,提高企业的经营效益和效率。

### (2) 推动产业结构、产品结构和企业组织结构的调整。

### (3) 加快存量资产向社会出售的步伐,使企业资产结构发生变化。

### (4) 推动中国企业与国际市场接轨的进程。

企业,作为诸生产要素的组合物,是最具潜力的生产要素,也是一种最具有再次开发价值的商品。令人欣喜的是,企业买卖作为一个新兴的产业,正逐渐在中国崛起。

企业买卖作为一个新兴产业,崛起的标志有以下几方面。

第一,企业是否商品的观念障碍已被突破。企业作为法人主体在市场竞争中,作为客体在市场流动中已成为活生生的现实。市场经济的大环境正在形成,社会保险等配套措施正日益完善。

第二,企业兼并市场日益活跃。根据 1993 年年初的数字,我国目前已有 1 万多家企业被兼并,各种层次,各种形态的企业买卖市场、产权市场以及为企业产权交易服务的各种中介机构正迅速发展。

第三,企业产权交易网络已初步形成。1993 年 4 月,在四川省成都市召开了全国企业产权交易网络会议第四次年会,北京、天津、广州、深圳、成都、重庆、沈阳等 16 个城市体改部门的代表参加。1993 年 5 月初,由深圳市体改办、深圳产权交易所和深圳蓝天国际经济交流中心共同发起了全国企业产权转让与兼并交流会。来自国内外近 100 名代表参加了此次会议。1993 年 9 月,北京思源兼并与破产咨询事务所与国有资产管理局、中国工业经济协会等单位联合发起举办“全国企业兼并与破产洽谈研讨会”。一个全国性的企业买卖的市场网络正在形成。

第四,有关企业买卖、企业兼并的配套法律、法规正日益健全。近几年来,我国立法部门和行政部门相继颁布有关企业买卖和兼并的法律及行政性法律、规章有《企业法》、《全民所有制企业转换经营机制条例》、《关于企业兼并的暂行办法》、《关于出售国有小型企业产权暂行办法》、《股份制企业规范意见》、《国有资产评估管理办法》、《关于国营企业兼并财务处理的暂行规定》,等等。

第五,企业买卖正与国际市场接轨,一整套较规范的做法正日趋成熟。这套较规范的做法是以“自愿、有偿、平等、公正、公平、竞争、诚实、信用”等原则为宗旨,经过企业买卖的市场分析与预测、专家咨询、策划方案、企业诊断、资产评估、兼并方式选择、财税处理、人员处理、洽谈交易、成交公证等一整套操作过程进行企业兼并买卖。另外,跨国的企业买卖活动在中国也日渐增多。

企业买卖作为一个新兴的产业,还需要进一步突破一些政策障碍,加速中国经济改革的步伐。我国现有国有企业 11 万多家。国有资产净值 2 万多亿元。因此,通过企业买卖市场出售国有企业,是中国经济改革中一项重要的战略举措,必须大胆且慎重。国有制应从小企业中逐步退出,政府没精力也不应管理众多的小门店、小企业,应采取企业买卖的形式,将这些小企业

分期分批地拍卖出售给社会。经济效益很差,亏损严重没有起色的国有大中型企业可以整体出售和出让股权。当然,首先要加速国有企业股份化的进程。就是效益好的不关系国计民生的国有企业,也可以使它在市场中流动起来,或转让部分股权,或整体出售,使国有资产在市场中实现保值增值,使整个社会的企业竞争、企业交易市场充满生机和活力。

## 第一节 TCL 集团进军港资

当各类传媒大呼“狼来了”,警告我国始终处于被洋品牌兼并之中的彩电行业之时,1996年6月,广东TCL集团公司斥资1.5亿港元,出人意料地兼并了香港陆氏(蛇口)实业有限公司,使“佳丽彩”改嫁“TCL王牌”。此举在我国电子行业尚属首例,开创了我国国有企业兼并港资公司并使用国产品牌的先河。

众所周知,我国目前的彩电行业生产能力过剩,“白热化”的竞争已使众多国有企业处于停产、半停产状态。TCL为何不选择那些“掉了”的国企而花那么多钱去兼并一个港资企业?值得吗?“佳丽彩”作为香港和大陆最早的彩电企业之一,而今却甘为人后,是真的敌不过TCL还是另有高谋?兼并已有半年,TCL怎么样了?……一时间成为电子行业中人们关注、议论的焦点。

兼并半年,TCL彩电的生产规模迅速扩大,市场竞争力明显提高。岁末统计,TCL集团实现产值及销售均较上年增长28%。彩电全年产销量比上年增长58%,由上年的全国同行第6位上升至第3位。公司另一主导产品TCL电话机仍保持产销量全国第一。兼并使TCL集团实力更加雄厚,品牌声誉进一步提高。

事实已然诊释,TCL集团兼并陆氏,是国企兼并港资企业的一个范例。

### 一、事出有因

TCL集团公司是靠5000元借款与外商创办合资企业起家并逐步发展起来的国有企业。多年的与外商合作经验,使其掌握了成熟的“外交”技巧:始终注意保持自身的独立性,坚持引进消化以我为主。一方面引进外资,利用外资创办自己的企业,并积极向外商学习、借鉴搞市场经济的有益知识和成功经验;另一方面,坚定不移地掌握生产经营的主动权,同时努力调动外商的资金、技术和其它积极因素来为发展自己的TCL品牌服务。此“技巧”的应用贯穿于从TCL电话机到TCL王牌彩电的发展过程。

由于TCL电视机在国内市场立足较早,TCL王牌彩电借助了这一优势,因而在起步初期就具有了自己的品牌和较为完善的营销网络。但缺乏充足的资金,没有独立的生产基地。曾有一家跨国大公司希望与TCL合资,条件是由他们控股并使用其商标,被TCL断然拒绝。步入90年代,TCL看上一家港资企业:香港长城电子集团。该公司有多年生产彩电的经验和一定的海外市场,但没有知名品牌、缺乏打开市场的营销能力。结果双方相见恨晚,一拍即合。TCL利用长城集团的技术、海外市场和资金,结合自己强大的销售网络,迅速在全国市场上提高了自己品牌的知名度。在此次由“长虹”掀起的彩电降价风潮中,TCL快速反应,采取适当

下调价格,强化售后等措施,不但经受住了考验,而且保持了市场占有率的连续攀升。

香港陆氏实业有限公司创建于1975年,现主要经营房地产业和彩电业。1979年,陆氏开始在大陆生产电视机,1982年在深圳兴建了蛇口彩电生产基地,是国内最早的彩电生产企业之一。经过十多年的发展,该基地已拥有年产80万台彩电的生产能力,技术力量雄厚,具备完整的科研开发设施。在国内彩电行业中率先通过了ISO9002认证,并第一个获得向美国出口彩电的资格,有较强的海外开拓能力。自90年代起,国内市场竞争异常激烈,陆氏(蛇口)佳丽彩”生产渐趋萎缩,面临被淘汰出局的危险。

## 二、优势互补,进展神速

作为近年来我国彩电行业后来居上的一匹“黑马”,TCL王牌彩电推向市场3年来,其销售收入和创利以每年翻一番的速度增长。如此高的发展速度不要说在竞争激烈的家电行业,就是在其他行业也是极为少见的。然而TCL也有两点“不安”:其一是彩电市场的“白热化”竞争愈演愈烈;“大鱼吃小鱼”众多的落伍企业将被优势企业所吞并,最终形成几大集团鼎立,掌控国内彩电市场势所必然。稍慢一拍而由昔日明星变成“今朝落花”的案例已不鲜见。TCL面临着如何尽快扩大生产规模,扩张市场的问题。其二是,我国沿海的外向型企业,历来在“出口戏”中扮演着几乎清一色的“打工”角色。以前TCL与香港长城合作生产的彩电,50%销往海外,但在“打工”角色上也概莫能外,海外市场的经营中心和效益中心都握在外方手中。如何尽快拓展海外市场,构建以自己为经营中心的海外市场体系,是TCL面临的又一大问题。

寻求着新的增长方式和增长点的TCL“众里寻他”,一眼相中香港陆氏(蛇口)实业有限公司。TCL看中陆氏原因有:其一,陆氏具有10多年研制、开发、生产彩电的历史,有一支技术力量雄厚、经验丰富的开发队伍,同时其“佳丽彩”年生产能力已达80万台。其二,陆氏具有较强的海外市场开拓能力和较好的海外市场网络基础。

而此时的陆氏由于其“佳丽彩”每况愈下,也正急于寻找一家市场开拓潜力大、有实力的公司合作,以保持其在彩电领域的投资得到较好的回报。他们认为TCL集团的经营管理和市场营销能力均属上乘,市场发展潜力大,因而希望TCL兼并其彩电项目。

交易双方“情投意合”,优势互补,自然使合作开展顺利。此次TCL集团公司兼并香港陆氏实业有限公司的彩电项目,合作总投资2.5亿港元。其中TCL方面出资1.5亿港元,占60%,香港陆氏以其在深圳的有效资产作价1亿港元作为其出资,占40%。兼并工作分为三部分实施:一是将原陆氏(蛇口)实业有限公司改组为深圳TCL王牌电子有限公司;二是在惠州兴建新的彩电生产基地;三是在香港设立合资公司,负责海外信息收集及市场开拓和原材料采购。

由于不涉及原蛇口陆氏的债权债务,兼并工作相对单纯,进展顺利。1996年6月19日,惠州TCL王牌电器有限公司剪彩奠基。该基地年产彩电能力达120万台,基地从规划、设计到厂房修建、生产线安装,全部按国际90年代先进水平进行实施。兼并前夕,原蛇口陆氏“佳丽彩”生产萎缩至月产1万台左右,7月TCL派出人员开始改组公司,并投资1200多万元,新购置多台先进设备,大规模进行技术改造,生产迅速恢复正常,产量逐月猛增,至12月份月产量已达10万余台。8月,与陆氏公司合资的TCL香港电子有限公司开业。9月,深圳TCL王牌电子有限公司正式挂牌运营,兼并后,TCL的技术力量大为增强,开发速度明显加快。在短

短几个月时间里 ,TCL 王牌成功地开发生产了 13 个系列 20 多种型号的彩电新品种 ,已投入市场的新品种款式新颖 ,价格适宜 ,深受消费者欢迎 ,供不应求。而今 ,迅速扩大的 TCL 王牌彩电 ,年生产能力已达 200 万台 ,成本下降 5% 以上 ,使其产品在价格上更具竞争潜力 ,充分显示了集约经营的优势。TCL 在兼并“佳丽彩”的同时 ,还吃进了陆氏在香港及海外的相应彩电机构和市场 ,成功地拓宽了 TCL 打进国际市场的销售渠道。现在已有近万台的 TCL 王牌彩电外销东西欧、中东及南美。

不难看出 ,此次 TCL 兼并陆氏是市场竞争下的客观需要 ,明智选择。它使 TCL 利用优势互补重组资产 ,以相对小的投入迅速获取大得多的可支配资源 ,使 TCL 品牌成功地做到了低成本扩张 ,并获得了一个新的生长点和增长点。

可以说 ,TCL 企业从 5000 元起家到有今天的辉煌 ,TCL 产品品牌从电话机扩展至彩电领域 ,与其树立民族品牌并始终坚持自己品牌为主导地位 ,科学成功的利用外资是分不开的。它给人的启示是 :在市场经济的今天 ,一个企业要想获得成功 ,要想发展壮大 ,不但要有产品经营的能力 ,而且还得具备资本运营的能力。企业在进行资本运营的过程中 ,其实质就是以最低的资产成本 ,获得最大的资产经营权。

## 第二节 首钢购并秘鲁铁矿

首都钢铁总公司于 1992 年 11 月 5 日中标 ,以 1.2 亿元购并秘鲁铁矿公司 ,在国内外引起巨大的反响。

### 一、特点明显

首钢购并秘鲁铁矿公司 ,有比较明显的特点 :

(1) 首钢购并秘鲁铁矿公司是出于经济发展战略的需要。首钢的发展目标是在本世纪末产钢 2000 万吨以上 ,挤进世界十大钢铁企业。1990 年经国务院批准 ,准备在山东济宁地区建设一个钢铁基地 ,近期目标年产钢量达到 500 万吨 ,并很快向 1000 万吨发展 ,因此需要大量的矿石。而国内铁矿厂供应能力远远不能满足首钢发展的需要 ,因此向外拓展利用国际矿石资源 ,已成为首钢发展的必然之路。冶金工作会议早就提出 ,要大力弥补国内矿山衰减能力 ,不足部分要依靠扩大利用外资来解决。如果就以前首钢的兼并 ,如对十几家工矿企业的兼并等 ,很大程度上是行政磋商的结果 ,从经济上考虑较少 ,那么 ,此次购并完全出于企业发展战略的需要 ,着眼点完全在经济本身。

(2) 首钢购并秘鲁铁矿公司 ,使首钢的跨国经济迈出一大步 ,开创了海外投资的新途径。首钢自改革开放以来 ,一直注重海外经营 ,出口额年年增长 ,并从商品出口发展到海外经营 ,如购买麦斯塔设计公司股份、建立海外经营点等等。但以前的海外投资 ,以商业渠道为主 ,且规模较小。此次购并 ,一是投资规模大 ,达 1.2 亿元 ,不仅是首钢最大的投资行为 ,也是我国工业企业迄今为止最大的海外投资活动 ;二是此次海外投资直接投向铁矿这一基础性资源产业 ,不仅贯彻进口矿产来发展我国钢铁工业的基本国策 ,而且对首钢的多元化经营和跨国经营起到

不可估量的作用；三是打开拉美地区门户，首钢已成为秘鲁第三大的外国投资者，提高了中国人在秘鲁的地位，巩固和密切了两国的友好合作关系，并使两国的经济合作进入了新阶段。

(3) 首钢购并秘鲁铁矿公司是多方选择的结果，自1995年开始，首钢有关人员先后考察过澳大利亚、印度、巴西、玻利维亚、越南、俄罗斯等国，但因种种原因不能投资。在得知秘鲁铁矿公司拟出售的消息后，首钢总公司先后派出三批专家到该矿进行详细考察，经过反复比较和充分论证，才决定参加国际投标并一举中标的，这是一次深思熟虑的决定，是经过多方选择后的行动。

## 二、分析猎物

秘鲁铁矿公司(又称耶鲁铁矿，简称秘铁)原为秘鲁国营企业，1953年开始建设，先后投资达10亿美元，有完备的采选设备和配套设施，是集采、选、球团、发电、海水淡化、港口运输、机构修理于一体的大型矿山企业。为了加快秘鲁国有企业私有化进程，改变秘铁连续两年亏损局面，秘鲁政府决定通过第一波士顿银行，采取国际招标方式整体出售秘铁的全部资产。

在得知秘铁出售信息后，首钢先后派出三批专家，到秘铁进行详细考察，经过反复比较和充分论证，认为秘铁综合条件较好，储量大、资源条件好、开采条件优越，秘铁整个矿区达600平方公里，共有大小矿床117个；在已探明的150平方公里内，勘探63个，有开采价值的53个，储量14亿吨，可满足年产1500万吨的钢铁厂40年的需要，是一个可靠的原料基地。该矿全部露天开采，采剥比(采得的矿石与开采时剥离的石料之比)只在1:1.3，国内矿山都在1:3以上，该矿的原矿品位高，为51%~57%，而我国多是贫矿，首钢迁安矿原矿品位只有27%，我国最好的海南矿为54%左右。秘铁精矿粉含铁量为65%~69%，比我国产品的含量高。该矿有齐全的采矿、磁选、浮选设施等主体设备63台，其中34台设备完好，29台待修。矿山紧靠大海，拥有能停靠20万吨级船的深水码头的使用权，并有15.3公里的运输皮带直通港口，每小时装搬能力4500吨，还有装机容6.5万千瓦的自备电站，日处理能力2000吨的海水淡化厂，年产量350万吨的球团生产设备。秘铁曾是美国企业，后收归国有，其管理组织比较健全和合理，管理人员大部分在美国进行过培训，经验丰富、水平较高，可以留用。

购并秘铁之前，有关人员做了可行性分析，并与海外投建厂比较。直接收购海外企业有如下优点：①采用购买方式兼并外国企业，可省掉建厂时间，迅速获得现成的管理人员、技术人员和生产设备，迅速建立国外的产销据点，进入东道国市场。如冶金部在澳大利亚合资创建的恰那铁矿，谈判3年、建设2年共5年，于1990年1月1日正式投产，当年产矿300万吨。而秘铁的考察、谈判、签约、接管只用了3个多月，当年产矿500万吨，比直接建厂要快得多。②购并方式作为直接投资，可利用原企业现有的管理组织、管理制度和管理人员，并对之作合理的改革，不必为设计和建立适应当地情况的管理制度而投入大量的时间和精力，首钢接管秘铁后就是这样做的。③购并还可以利用秘铁的原分销渠道，获得企业原来占有的市场的份额。由于秘铁的产品出口，首钢能顺利地进入日本、韩国等发达国家和工业新兴国家。④由于秘铁铜矿资源丰富，贵金属和稀有金属也有埋藏，必将促进首钢多元化经营的发展。

基于对秘铁的了解和以上分析，首钢下决心收购秘鲁铁矿公司。经过充分准备，在国际公开招标中，首钢向严重短缺资金的秘鲁铁矿提供了1.2亿美元的现金，战胜了以智利和墨西哥以及日本三菱组成的财团，成为秘鲁第三位最大的外国投资者。

## 三、购并后的经营与释疑

首钢出于经济发展进行海外投资,购并秘铁后必然加强经营管理。1993年初,首钢正式接管了秘铁,经过艰苦创业,克服了资金短缺、设备失修等困难,使连年亏损、濒临倒闭的旧秘铁初露生机。1993年,全年产成品矿512万吨,比1992年增加83%;销售500.8万吨,销售收入9398万美元,比上年净增59.7%,创利润500万美元,实现了扭亏为盈。

接管后,首钢矿业公司组织了包括董事长、经理以及技术、管理人员在内的65人的班子奔赴秘铁,开始了跨国经营的艰苦创业。他们把首钢的管理经验与秘铁的实际相结合,把承包制引入秘铁,大胆地改革不适应秘铁发展的规章制度,理顺了各种关系,把各项工作分解承包,健全了责任制,效果明显。如过去采购物资实施代理制,实际操作中存在着搞不正当交易、中饱私囊、谋取贿赂的现象,首钢接管后,重新订立规章制度,规定了采购人员的权限和资金审批手续,并严格落实执行,纠正了不正当的交易,降低了成本,提高了效益。

面对秘铁设备失修、故障频繁的不利因素,在秘铁的首钢工作者全力以赴强化设备的改造和更新。采矿7号电铲接管前拆得七零八落,首钢工矿小分队精心施工,仅用12天就修好了。秘铁1号球团烧结机从1963年投入生产以来,从未生产过直还球团,早就被经营该矿的美国人判了“死刑”。首钢人认真组织抢修,于当年6月生产出合格产品,比计划提前两个月。该矿厂已由年初开4个系列增至8个系列,设备作业率达到71%,比1992年提高了35%。同时,在采矿主体设备上进行了投资,修复了多种机械,并增加了运矿卡车、装前装机、装药车等设备,维修了码头,恢复了港口的正常使用。

为拓宽产品销售,首钢管理人员广泛走访,结交了日本、韩国等国客户,疏通了销售渠道,并根据以往客户提出的质量异议,组织首钢及秘铁的工程技术人员共同对工艺流程进行逐个分析,提出了具体措施,提高了质量,价格也恢复了,减少了200多万美元的损失。

1994年,秘铁成品矿计划生产675万吨,增长35%,其他各项经济指标也有很大的增加。1995年秘铁生产经营的实际情况也比较理想,事实证明购并秘鲁铁矿是正确的。

现在,人们主要的疑问是:收购秘铁是否合算?

从理论上讲,收购比创建要合算,它不仅省却建厂时间,而且可利用原企业所有的关系。实际上,由于对原企业商誉很难做到合理评价,企业售价往往被低估,尤其是亏损企业。故收购后,可充分利用其潜在的价值,特别是能大量省去公共关系的投资。从经济上算账也是合算的,可通过投资新矿做比较。以我国对澳大利亚投资兴建的恰那铁矿为例,该矿规模为1000万吨,投资2.8亿澳元,合2.1亿美元,即每吨矿投资21美元,该矿只包括采矿,产品只能是原矿,收购秘鲁铁矿为1.2亿美元,如果恢复生产,改扩建到1000万吨规模,需再投资0.57亿美元,总计1.77亿美元,每吨矿投资17.7美元,为恰那铁矿的84%,每吨节约3.3美元。而且,秘鲁铁矿有自己专用的码头,几条皮带即可连接运输,恰那铁矿则需以铁路运送385公里,到港口的运费要多一些,以离岸价比较,秘鲁铁矿是很合算的。

从1995年秘鲁铁矿产品到首钢的实际价格来看,因为秘鲁铁矿有些设备尚待修复和经营未完全恢复,以及二程倒运费用高(我国只有宁波的北仑港能停泊10万吨以上的轮船,距离首钢较远,故二程倒运费高,约占总运费的1/3,总运费比离岸价约高40%)。随着秘鲁铁矿生产经营的恢复,秘鲁产品价格有望与全国平均价持平,考虑到全国性的铁矿石资源紧张,我国每

年需进口几千万吨,预计到2000年需进口6000万吨,而且首钢自己矿山的资源有限,所以收购秘鲁铁矿不仅是必要的,而且也是经济合算的。

### 第三节 中国兼并大王的成功之道

北京东四十条立交桥边上有座港澳中心,港澳中心南面新起了一座港资建成的富华大厦。这座新建筑大约要算是目前北京最贵的办公楼了,3500美元1平方米。因为惊人的昂贵,入驻大厦办公的都是清一色外资公司。

有一天,一位年轻人来到大厦,询问房价。港商说:你们买不起。你知道多少钱1平米吗?3500美金啊!年轻人笑笑:价格也还公道,我打算买断两层楼。港商瞪着眼:你们是不是左商量右商量开完半年会以后才能最后敲定啊?年轻人又笑笑:不会,我明天就来付款。港商说:要真这样,2800就卖给你。若能一次性付清,我还优惠你。“那就一言为定!”年轻人说完,转身走了。

第二天,来了一位更年轻的小伙子,带着建昊集团公司的支票,要买断富华的3000平米。港商虽已是悔得跺脚,倒也信守诺言,每平米优惠到了2750美元。

昨天那位先生是……?港商问。袁宝璟,我们总裁。

#### 一、年轻的小伙子

1985年,袁宝璟考入中国政法大学。对于22岁的袁宝璟来说,称得上是得偿所愿了。因为在此之前,他曾连考两次,倒是都中了,但却不是他想上的重点大学,于是便放弃了。就继续补习。他家在辽宁辽阳,家境贫寒,全家只有父亲一个人挣工资。弃学补习的决定,于他并不轻松。补习期间,他干过锥工、车工,在建筑工地干过泥匠。夏天在阳光下暴晒,晒脱了好几层皮。他坚持着,只为了赚足补习的费用。最后他得偿所愿。

读大学依然苦。每月十几元钱的助学金根本不够在校的花销。远在辽阳的大哥靠外出打零工,每月给他寄钱。寄了几个月,袁宝璟便给大哥写了封信:哥,别再寄钱了,我自己能挣。于是,他想着法子找活干,给教授抄稿,在校园里摆摊卖书……虽然苦点累点,但毕竟可以自食其力了。到大学毕业时,他手里居然剩了1400元钱,外带价值3000元的书籍。都是他自己挣的。

袁宝璟说他刚上大学时,整个儿就是一土包子;“土得就要掉渣了”:电梯没见过,地铁也没见过,游乐园什么的,更是连听都没听说过。在宿舍里听那些来自大城市的同学天南海北神侃,就跟听天书一样。当时那种见识短浅、自惭形秽的感觉,直教袁宝璟铭心刻骨、没齿难忘。这或许正成了他后来刻苦自励、一心向学的动力。除了花一小部分时间抄稿、售书,他所有的精力都用在了功课上。专业课自是门门全优;而且,只要一得空,就跑到中国人民大学旁听经济学课程。其专心致志,其勤于思索、触类旁通的悟性,连本专业的学生都自叹不如。每天晚上,还要赶到故宫,念业余的书画大学。如今,他的字画,甚至被那些最专业的书画行家们誉为已至入室登堂妙境。

虽然年轻,虽然精力旺盛,一个人所能承受的生活与学业的重负,大约也就只能限于此了。所以,那时的袁宝璟,根本就无暇顾及同窗们所热衷的那些爱好与时尚,诸如午夜清谈的雅趣,诸如情侣双双的浪漫,诸如歌台舞榭的潇洒——这一切似乎均与他无缘。大二时,他是校学生会干部,周末学生会搞舞会,他放好音乐,就跑进学生会的地下室,或铺开纸练书法,或捧读专业书。楼上的喧哗,于他,仿佛是另一个世界。

人渐憔悴,斯人不悔……

1996年,已经是建昊集团总裁的袁宝璟捐资1000万元人民币,在共青团中央设立了中国跨世纪大学生奖学金基金,其宗旨是奖励、扶持那些优秀的在校大学生。当年的12月6日,第一批“十杰”“百优”大学生在人民大会堂接受了首次建昊奖学金。“能跨进大学校门的人都是经历了一番挣扎和奋斗的,就如我当初那样。他们中的大部分人也都是想有所成就的,但却缺少一些必要的机遇和条件。现在我算是走出来了,但回过头来看看那些还在苦苦跋涉的莘莘学子,我就觉得我有责任帮他们一把,至少是用一种物质的手段来激励他们往前走,而不是退下去。真退下去了,那将是件很可惜的事,对整个国家而言,则意味着一种人才的绝大浪费。我想,任何一个有良知的企业家,大概都不希望看到这样的情况发生。”袁宝璟说。

## 二、公司濒临破产

1992年,袁宝璟离开他所供职的中国建设银行,在北京怀柔注册了建昊实业发展公司,启动资金只有20万元。

创业之初的困难和艰窘可想而知。袁宝璟和公司的职员住在市区,每天都是早早就得坐上公共汽车往怀柔赶。公司的经营方式也单调,靠租地卖物种。那是一种叫作小黑麦的独特品种,其产量和营养价值是一般麦种的十多倍。公司以每亩110~130元一年的租金租用了200亩地,租期20年。当时公司的资金情况如下:到位20多万,开办费花了两三万,然后买专利又花了10万元左右,剩余的钱根本就不够租20年,千方百计与对方交涉、谈判、斡旋,结果是可以先交4年的租金。这么一来,公司的资金几乎全部用光,最后的一点钱仅够买化肥的了。那时的建昊公司,称得上是中国最贫穷的公司了,因为它的账面上,一度只有371元钱。袁宝璟和公司的职员们都不抽烟,因为省下一条烟就可以多租一亩地。袁宝璟说他当时若不是一种坚定的信念支撑着,他是真不想干了。这一说法想来是符合实际的。想想看,面对着一贫如洗的公司现状,谁又能平心静气、安之若素?

半年以后,小黑麦成熟,麦种很快就占领了全国市场,公司的经济状况开始好转。再加上那段时间里公司已将购得的几十项专利悉数售出,获利甚丰,建昊公司已非昔日刘郎,流动资金达到了数百万元。

借船出海,走出囹圄。袁宝璟渡过了他创业之初最艰难的时期,建昊公司也就拥有了步入常规发展的基础。这时,袁宝璟表现出了自己作为一个杰出企业家的超常的魄力和胆识。他以为,企业要想获得快速发展,必须打破常规,独辟蹊径。他断然决定,建昊参股一些他所看好的企业。

对于股票证券,袁宝璟是个行家。1986年读大二时,天龙、天桥证券首次发行。那时为了自食其力,他给教授抄稿,在校园里摆摊售书,还帮助推销过天龙、天桥的股票。那其实只是一种极原始的推销方式,就在崇文门、宣武门一带,跟沿街叫卖也没有太大的区别。当时许多人

都瞧不上眼,甚至有人说那是干扰和动摇国家建设。1989年,大学毕业又分配到中国建设银行证券部。在中国证券市场他曾创造过几个难以企及的纪录。他曾在一天之内成交证券额高达6700万元。目前做证券的老人,提起袁宝璟,几乎无人不晓。就凭这种与中国证券业的缘份,袁宝璟在策划建昊未来的发展战略时,首先将建昊与证券业联系起来。同时,在袁宝璟眼里,参股就是一种“借船出海”,即站在别的企业船上出海远征。建昊先后参股的企业有三九胃泰、四川蜀都大厦等,这些企业有些当时并不为人看好,很少有人买,但袁宝璟看准了,买了。不久,那些企业相继改制成功,股票纷纷上市,随后大幅度升值。此时,建昊抽身而退,看好时机,抛出股票,积累了大量资金。据此,袁宝璟又走出了他运筹帷幄的新的一着妙棋。建昊也因而成就了今日的万千气象。

### 三、“兼并”究竟有多大的魔力

未来研究建昊发展史的人将会清楚地看到,无论是1992年起死回生般地步出困境,还是1993年的“借船出海”,只能算作建昊发展的序曲,因为建昊真正蔚成气象,并从此确立了其在中国证券界及计算机与制药行业不可撼动的地位,是从1994年才正式开始的。

按照常规的发展模式,建昊在拥有了充足的资金之后,会自己开办实业、几乎所有的企业家都将办实业,创名牌视作发展的正道。袁宝璟当然亦作如是观。但是他没有去找项目、平面厂房、进机器,大张旗鼓招兵买马。他走的是一条更省时、更便捷、更能快速见出成效的路子,那就是收购企业,兼并企业最后成为自己独资经营的企业。

其时,国家的宏观调控已经开始,许多厂家都在经受着大市场最严酷的考验。优胜劣汰。有些企业很快就吃不住劲,败下阵来。有关部门开始考虑在产权制度方面实施大幅度改革的可行性,继而对严重亏损、经营不好的企业采取改组、兼并、收购、拍卖的形式,希望能为这些企业寻找到一条生存、发展之路。

袁宝璟这里便打出了他曾让许多同行为之胆颤的一张牌,事后也证明了这是建昊最为出奇制胜的一张牌:大规模收购一些行将倒闭的企业,然后予以改制,独家经营。

按当时建昊的实力,收购一两家破产企业尚还裕如,但要进行大规模收购,则力有未达,这便促使袁宝璟出色地完成了他收购行动中的成功操作,一种足可振聋发聩的大手笔:用51%的资金控制100%的资产。

第一家被收购的企业是海尔生物制品有限公司。海尔的资产是1000多万,建昊花500多万买下了海尔51%的股份,按照现代的制度,51%就可以控股,也就是说,海尔的经营、生产包括企业产权已被建昊所控制。然后,袁宝璟又看中了温阳制药厂。温阳在全国中药行业,排名第二,资产额达51%,买下温阳就需要近千万元。而建昊已经用500多万的资金控制了海尔100万的资产,建昊便以海尔作抵押跟银行贷款。买下温阳之后,再以此作抵押,将原先借银行的款还掉。

这时,建昊所要做的,就是改组企业,完善内部的经营和管理。迄今为止,建昊接收企业时,从来都没有大批往企业里派人,也未发生过接收新企业时经常会发生的骚乱。建昊的做法是只派一两个人下到企业里去,清产核资,理顺企业发展思路,调整产品结构,使之更能适应市场的发展趋势。一般职工在上岗之前,都有两个月的重新培训。除了自愿离职,建昊从未开除过一个原来企业的工人。企业的股份化,又使得职工都自觉地将自己的利益与企业的发展紧

密联系在一起,因为大部分职工都购买了企业的股票,成了企业的股东。而公司的经营与生产,已经是量化到了无法再精致的程度。比如一天要是多用一张纸,统计部门就能算出收入中将会少得多少钱。再比如药瓶的瓶盖,如果每个瓶多支出1厘钱,1年就会少挣40万元的利润。平均到每个职工头上,就等于少收入了几百元钱,所以,几乎每一个建昊购买、控股、最后独资的企业里,职工的思想相当稳定,主人翁的意识使参与企业发展规划的愿望极为强烈。建昊下属企业的工资制度是上不封顶,下不保底,完全与效益挂钩。工人一个月挣八九千块钱是常有的事,有一个工人曾在一个月挣了8万元工资、奖金,创下集团的纪录。很快,依靠企业自身的赢利就已将银行的欠款还清。而一旦条件许可,建昊就会将控股企业的另外49%也买下来,变成自己独资的企业。像海尔生物有限公司、温阳制药厂,如今早已成了建昊名下的独资公司。

袁宝璟意念中的购买、控股、独资,就是这样一步步变为现实。建昊控制、购买的企业越来越多,建昊的雪球越滚越大。到1996年秋,建昊集团在北京成立,其资产总额已高达30个亿,拥有的下属企业达60多个。“1997年建昊的目标是超过50个亿。”袁宝璟如此规划建昊一年的发展蓝图。

从1992年的20万,到1996年的30个亿,袁宝璟只用了短短4年的时间,就创下了中国企业史上最为辉煌的发展奇迹。

## 第四节 钢运回炉再造

### 一、不太走运的钢运

钢运是上海市钢铁汽车运输公司的子公司。其母公司成立于1984年9月,1993年开始进行股份制改组,将原有公司净资产折为3583.83万股国家股,于1993年8月6日至9月30日发行职工股200万股,法人股500万股,公众股800万股。1993年9月28日,“钢运股份”(A)股在上海证券交易所上市交易。

钢运股份主营钢铁类货物的运输。近几年来,由于主客观方面的原因,运输业务市场极度萎缩,公司经营业绩数年不尽人意。其净利润1994年为1034万元,1995年为亏损2324万元,1996年为20万元,1997年中期为亏损560.3万元;每股收益1994、1995、1996年分别为0.20、-0.38、0.0033元,1997中期为-0.092元,净资产收益率也连续多年在10%以下,1994年为8.6%、1995年为-22.7%、1996年为0.196%,到1997年中期为-5.75%。按照有关规定,钢运将无法获得配股资格。在这种情况下,公司也意识到,单靠自身内部的运作已经是无力回天。为扭转困难局面,公司在1996年度股东大会上提出,依托大股东交运集团进行资产重组。

钢运股份的这一思路与其集团公司的资本运营愿望不谋而合。上海交运集团作为国有资产的授权经营单位,有进一步扩张发展的要求,希望通过资产的重组和优化实施其“大运输”发展战略。因此,他们对于借壳上市、打开集团走向资产市场渠道早有意向。

### 二、借壳更名,彻底整合

实现借壳上市的方式很多,但最为酣畅淋漓的当属对企业资产的全部接手,并施以彻底的整合手段对原有资产进行重组和优化。交运对钢运的运作就属于这一种,经过整合实现了对钢运的全身大换血。

钢运股份于1997年12月8日召开的1997年临时股东大会通过如下议案:

审议通过了《公司与上海交运(集团)公司实施资产重组的议案》,同意公司用现有经评估确认的全部净资产等值置换上海交运(集团)公司经市政府授权经营国资范围内经评估确认的上海交通机械总厂的净资产和上海高速客运有限公司51%的股权,置换值为10841.4019万元,基差额部分1690万元作为上海钢铁汽车运输股份有限公司对上海交运(集团)公司负债。重组后,上海钢铁汽车运输股份有限公司股本结构不变,第一大股东持股数不变;

审议通过了《关于更改公司名称的议案》,同意将原“上海钢铁汽车运输股份有限公司”(简称钢运公司)更名为“上海交运股份有限公司”(简称交运股份);

变更公司住所为上海市延安西路704号;

审议通过了《关于调整公司董事和监事会成员的议案》。

这一重组行动旨在调整现有的经营结构,提高公司的资产质量和经营业绩,实现产业结构和经营结构的战略性转移。由于此次资产置换的日期为1997年7月1日,因此,上海交通机械厂下半年的经营利润和高速客运公司下半年经营利润的51%将归钢运股份所有。这样一来,公司重组的当年其净利润、每股收益等指标即可获得较大幅度的增长。据称,公司预测1997年的净利润和每股收益将分别达到2026万元和0.33元,比去年同期分别增长100.3倍和100倍,并超过历史最好业绩的1994年度。

### 三、好运在前

公司业绩的大幅提高令许多业内人士惊呼:钢运变交运交了好运。实际上以交运的发展前景看,好运在前,不仅于此。

交运集团是上海市现代企业制度试点和重点扶持的大型企业集团,总资产25亿元,持有钢运股份70.94%的股份。用集团内部优质资产支持上市公司进行资产重组旨在确保国有资产的保值增值,实现集团及钢运股份的中长期的发展战略。此次注入的资产均为集团的优质资产,其造血功能明显优于原来的钢运股份。

上海交通机械总厂是具有国际90年代先进水平的轿车零部件生产企业,进行此次资产重组时进行了资产剥离,在剔除几个亏损企业之后,剩下经营状况良好、发展潜力巨大的三个子公司和一个中美合资企业,特别是占有一半股份的上海龙神马汽车座椅有限公司产品独家为上海大众公司桑塔纳轿车、中国一汽集团奥迪轿车和红旗轿车配套前后汽车座椅骨架总成、座椅调角器总成等汽车零配件。1996年销售收入2.1亿元。此外该公司还通过了上海通用汽车公司及德国奔驰汽车公司的潜在供货商质量体系评审,实际上公司已经开始向通用上海公司供货,并获得其亚太地区配套资格。预计公司1997~1998年的主营业务收入分别为9452万元和1.53亿元,净利润分别为2026万元、2239万元。上海高速客运公司是上海市目前最

大的一家高速客运公司,属上海客运集团的优质资产。目前占有沪宁高速公路客运的百分之六十的市场份额。高速客运在我国刚刚起步,随着各个方面的完善,高速客运业也在逐步走向繁荣。明年沪杭高速公路通车后,公司的市场机会增多,发展前景美好。

经过这次借壳上市,公司的主营业务范围得到了较大的拓展,增加了汽车及机械配件制造、销售,工程机械及专用汽车制造、销售,这些资产的注入完全改变了原有的资产结构和经营结构,并随着决策层的更新带来了崭新管理手段和经营理念,使其经营业绩在短时间内得到大幅提高成为可能。

## 第五节 “万科”参股“申华”

王石刚刚接到报告,截止1993年11月10日下午10点30分,深圳万科企业股份有限公司(下简称“万科”)已通过上海证券交易所购入上海申华实业股份有限公司(下简称“申华”)普通股1349900股,再购入100股的话,便将控持“申华”股135万股,达到“申华”发行在外的2700万股普通股的5%。也就是说,届时“万科”必须按照国务院《股票发行与交易管理暂行条例》的规定,向上海证券交易所申报,并向社会公告。

作为“万科”的董事长兼总经理,王石此刻的心情并不轻松。“宝延风波”刚平息不久,两败俱伤的惨痛教训尚历历在目,若此时发出公告会不会给上海股市造成冲击,会不会给“万科”和“申华”公司造成震荡,会不会酿成第二次“宝延风波”,会不会……

王石在竭力预测后果,并在竭力思考对策。42年的人生路,王石当过兵,做过工,念过工农兵大学,1983年,他到深圳经济特区发展公司工作,1984年组建了深圳现代科教仪器展销中心,主要从事专业摄录像器材的进口业务,到1986年,已占领国内60%的摄录像器材市场。1988年12月,他将深圳现代科教仪器展销中心改组成今天的“万科”,并以每股1元人民币的面值向社会公开发行股票241322680股,从而成为中国大陆最早组建上市公司之一。

1990年4月,“万科”投资参股海南新能源股份有限公司,真正开始了它股权投资的首次尝试。1991年8月,“万科”与港商联合参加了上海土地国际招标,在一举中标之后,上海万科房地产公司很快便正式宣告成立。

“万科”凝聚着王石太多的心血,他的命运早已同“万科”连为一体。因此,从1992年起,王石便确立了以加速资本积累和扩大经营规模为目标,以房地产和股权投资为主要业务方向的加速实施跨地域经营的发展战略,重点向华南、长江三角洲、环渤海经济圈进行投资。而上海则是“万科”投资重点中重点。

如此便不难看出,“申华”既然成为王石首选的股权投资目标,那么王石至少应该避免的是重蹈“宝延风波”之复辙,而这就要看“申华”能否以友好的态度接受“万科”善意的参股了。

王石权衡再三终于拿定主意:如果“申华”接受,“万科”就采取和平参股的方式;如果“申华”不接受,“万科”便只能抛出已经购入的近135万股“申华”股票,以免再起“万申大战”。

当天上午大约11点钟光景,王石接通了“申华”董事长兼总经理瞿建国的电话,序幕拉开了……

## 一、“申华”早有准备

终于是应验了，瞿建国挂上电话，茫然地坐在那儿，尽管自10月的“宝延风波”发生以来，他便密切注视着上海股市动态，预感“申华”随时都有可能被卷入危机之中，可他怎么也没有料到，这场危机会来的如此迅速，离“宝延风波”平息不过近20天；“万科”就向他通报了尚差100股将达到购买“申华”全部股票5%的“警戒线”。

年将40的瞿建国出生于农民家庭，15岁进乡办木器厂学徒，以其吃苦耐劳的敬业精神由工人而厂长而经理而副乡长兼乡工业公司总经理。1986年，他一手创建了“申华”公司，并于1987年向社会公开募股100万股，1991年和1992年又连续两次增资配股，至此，“申华”股本已增至2700万股，资产总额25416万余元，每股净资产5.92元。

瞿建国对“申华”的未来充满了信心，因为它不仅是上海股市的老牌绩优股，而且又是最老的浦东概念股，自上市以来，“申华”的股价一直表现良好，被公认为上海股市“四小龙”（“兴业”、“爱使”、“小飞乐”、“申华”）之一，然而，信心十足并不意味着就可以高枕无忧，首先“申华”的全部股权均来自于民间，其次“申华”既没有国家股，又没有法人股和B股；再次“申华”的盘子小。因此，“申华”便极有可能成为“延中第二”而被“宝安第二”的“万科”收购成功。

瞿建国陷入了两难的境地，如果拒绝“万科”参股“申华”，那么上海股市便极有可能再度掀起一场腥风血雨，从而给双方均造成极大的伤害，可如果接受，从感情上来说，眼看着自己白手起家创下的产业被人收购去一块，谁的心里会好受呢？更何况瞿建国根本没有把握“万科”的胃口究竟有多大！“万科”一旦在5%的基础上再购2%的“申华”股份，到那时又该如何应对呢？

如此矛盾的心态在与“申华”条件相仿的“收购概念股”的老总中间很具有代表性。在不久前由上海市体改委研究所召集的座谈会上，“爱使”副总经理朱修就曾坦言：“‘延中’、‘爱使’，等企业的股本金不到5000万有历史原因，当我们尚未达到一定规模时，政府应有相应的保护措施，这更能体现公平竞争的原则。”

然而，事到临头，犹豫或探讨都无补于事，重要的是决策，而决策的关键则在于如何存小异求大同，它需要的是理智，它牺牲的往往是个人的感情。

瞿建国当即向王石表示：“‘申华’欢迎‘万科’的和平参股举措。‘万科’看重‘申华’是‘申华’的荣幸。”

## 二、“万科”、“申华”友好联袂

1993年11月10日中午11点30分，一个颇有纪念意义的时刻，王石、瞿建国与上海证券交易所总裁蔚文渊一同出现在上海证券交易所大厅，向社会发布如下公告：“深圳万科财务顾问有限公司和深圳国际企业股份有限公司至1993年11月10日通过上海证券交易所合计购入上海申华实业股份有限公司普通股135股，占其发行在外2700万股普通股的5%。”

随即，瞿建国主持召开了“申华”董事会，决定邀请“万科”委派1—2名代表参加“申华”董事会，并决定于11月14日与“万科”召开联席新闻发布会。

11月14日下午3点，在假座上海花园酒店召开的联席新闻发布会上，瞿建国、王石一致

认为：“万科”与“申华”携手，友好联袂是“我们中国上海成功地进行了一次举世闻名、具有历史意义的事情”，声称“万科”购买“申华”股票，并按规范要求及时向社会公开持股5%以上的行为，做法上是规范的，态度上是友好的……祝愿“万科”与“申华”的合作将为上海股市注入一点新的生机，为更多的投资者和被投资者提供一点新的生机，为更多的投资者和被投资者提供一点有益的启示。”

瞿建国当场宣读了“申华”董事会邀请“万科”委派代表参加董事会的决定，王石代表“万科”董事会欣然接受邀请，并正式宣布他和财务顾问郁亮将出任“申华”董事会。

当有记者问起对于“万科”参股“申华”两位总经理是如何考虑的时，瞿建国坦陈心迹道：“从感情上说，人家来控股，自己心里当然不好受。但从国家经济体制改革这个大方面来看，这又是很自然很正常的事情。”王石则明确表示：“‘万科’上海化是我们的一项重大决策，因此我们将本着友好合作、共同发展的原则，处理好在‘申华’董事会中的事务，绝不会改组现在的‘申华’董事会。”

至此，与“宝安”收购“延中”几乎具有相同开端的“万申事件”终于获得了友好而又圆满的解决。

值得对比的是，11月10日上午，“申华”股票以31.50开盘，前市报收33.88元，总成交625万股，在“万科”的“购股公告”发布后，“申华”股价一路高升，从下午开市的45.00元直窜至70.99元，并在短短的20分钟内，成交金额竟高达近6亿元；此后，股价逐渐回跌，终于以45.00元收盘，当日成交量2191.54万股，换手率达81.17%，成交金额9.102亿元，占当日上海股市总成交金额的41.41%。而后，“申华”股份再也没有出现大的起伏，被行家称为“股价一步到位”，避免了“宝延风波”在股市掀起的那种腥风血雨。

### 三、信号灯已高高挂起

“万申事件”引起了世界范围内的极大关注：

《华商日报》的标题为：“中国股市首宗个案，万科参股申华”；

《闪报》发表新闻述评称：“万科收购申华强调‘善意’获邀加入董事会合力经营”；

《亚洲华尔街日报》也在头版头条报导了这则消息：“Shenhua Says It Welcomes Vanke As Holder(申华欢迎万科成为股东)”；

.....

如果说：“宝延风波”尚未引起广泛关注的话，那么“万科”仅隔半月就再起波澜的事实至少向人们证实了这样一点，深圳财团即将大举北上。

信号灯已高高挂起，相信会有更多的企业通过二级市场参股控股的方式以达到其经济扩张的目的。

### 第六节 “天极”参股“飞乐”

1993年12月，上海的冬天又湿又冷，然而，最让股民寒心的并不是那海上吹来的湿冷的

空气。此时的上海股市已在一连串的利空消息打击之下，从千点之上落到了 900 余点，而 12 月 19 日证交所例会上传出的新股上市计划和上市公司送配新规定的特大利空，即雪上加霜，沪市周一即跳空 70 余点低开，满盘一片落荒而逃的悲惨景象，当日股指报收 783.79，日跌幅达 13%。所谓“收购概念”的“四小龙”跌幅尤甚，日最大跌幅均在 25% 以上。

就在这天气亦冷，人心已凉的时刻，一个充满热情与激情的计划却正在悄悄地酝酿，并乘暴跌之机实施，这便是名不见经传的深圳天极光电技术实业股份有限公司聚集上亿资财突然扑向沪市“小飞乐”于周三（12 月 22 日）公告声明已持有上海飞乐音响股份有限公司 52% 的可流通 A 股，计 52 万股。由于“飞乐音响”没有国家股，所有法人股和个人股均可流通，所以天极也就是持有了“飞乐音响”1000 万总股本的 5.2%，瞬间成为其第二大股东。顿时，沪市又沸沸扬扬起来。当日“小飞乐”报收 38.99 元，日涨幅 3.7%，最高达 46.00 元，成交量亦比前日放大两倍多。其他“收购概念股”也借题发挥，力图再现英雄本色。当然，此番参股引起的沪市震荡明显小于前两次，沪市投资者在经历了两次的“血雨腥风”后，也变得更加成熟和理智，可谓“吃一堑、长一智”，更何况已经吃了两堑了呢！

此番大规模的参股事件是上海股市继“宝延”、“万申”之后的第三起与“收购”题材相关的大举措，但股市不会机械地重复，而每一次收购、控股、参股都会有令投资者意想不到的新事物出现，这恐怕也是股市的魅力之一吧！此次参股方——深圳天极是一家非上市公司，从而首开中国股市非上市公司大规模参股上市公司之先河。

深圳天极光电技术产业股份有限公司的创立，也不过距此事不到一年的时间，其注册资本 3.98 亿元人民币，以定向募集方式创立，共有股东 186 家，主要从事国际新兴电子行业——光电记录技术的商品化、产业化和国际化工作，并是国家体改委和国家科委的国家经济和科技体制改革综合试点单位，经深圳体改委批准，已至 NET 系统申请上市。

相比“天极”；“小飞乐”早已是沪市上的“知名股”了，它属老八股之一，近期又因“宝延”之后被列入了“三元”概念的“收购概念股”，其盘小价活的个性使得其历来是股民追捧的对象，以至在沪市暴跌之后仍能处于 34.80 元的高价位（20 日周一收盘价，前收盘 42.60 元）。而且，沪市上有一只与其同名但股本是其六倍的“大飞乐”，持有其约 14% 的股权，历史原因使“大飞”成为中国股市上最早对一上市公司（“小飞”）实行控股权的公司；“大飞”目前的总经理同时兼“小飞”的董事长，更使这种控股权具有实质的意义。

然而，正是这种连带关系，使得“天极”对“小飞”的这次参股变得不那么简单，也没有就此划上句号，如果说“宝延”、“万申”只涉及当事者的双边关系的话，那么此番参股则多了一个第三方——被参股方“小飞”的控股公司“大飞乐”，并且实际上演变成了“天极”与“大飞”对“小飞”控股权之争，而“小飞”作为当事者一方，反而显得无足轻重了，中国股市争夺一家上市公司（“小飞”）控股权的“天飞之争”才刚刚拉开序幕。

在得知天极购股之事的次日，“小飞乐”的总经理即在上海电视上发表讲话，称深圳天极目前仅仅是“小飞乐”的一个股东，与其他股东没有什么区别。但是天极的总经理言辞间却透出一种不平常来，他说：“我们要争取成为飞乐音响的最重要的股东和最大的股东之一。”他称自己有一梦想——要让“小飞乐”这个上海最早的上市公司来一个飞跃。这位李峻先生曾任国家经济体制改革研究所副所长，这样的人物出任天极总经理自然有不寻常的战略构想，参股“小飞”也不过是其发展“天极”的战略目的又一预计步骤而已。而李峻的副手——副总经理王力，则更有着在证券界深厚的资历和经验，他在 5 月份前还任国家证监会办公室主任。李峻及其

同事多年来经常去深圳为宝安、万科、金田、达声等大公司献计献策,而此次,轮到他们亲自披挂上阵了,他们认为,无论宝安,还是万科,均未达到最初设计的目的。而此次“天极”购股一定向预定的目标努力。

李峻次日在接受证券界权威媒体的采访时,阐明了此次大量参股“小飞”的原因,他表示此时他的兴奋点在上海,在前台,参股“小飞”主要出于如下考虑:

首先,两家公司业务相近,参股“小飞”是“天极”自身发展的需求;

其次,上海上市公司虽经几年的发展,但盈利能力仍不高,且体制和人才一直处于封闭状态,可谓“依旧在家门口种田,自高自大”。“天极”此次参股就是要打破这种局面,提高业务发展水平。“小飞乐”目前每股利润仅0.30元左右;“天极”参与后相信能使它面目一新,这将大大有利于全体股东。

第三,现在上海的发展机会比几年前的深圳要多,这是一个鼓舞人心的现实;“天极”无疑要紧紧抓住这一机会。

第四,“天极”以体制创新为己任,期望通过参股实践来总结出一些有益于整体改革,对整个社会有意义的经验来。

听起来,“天极”参股“小飞”四点理由,虽与宝安收购延中、万科收购中华有大同小异之外,但更多地是显示出“天极”老总的独到见解,既有务实之处(如称业务相近,优势互补),亦存务虚之道(为改革提供经验)。尤其后者,不能不说是与他们的经历、背景和思想有密切的关系的。

李峻同时指出,他们并不想夺董事长和总经理的宝座,而是希望双方真诚对话,密切合作,携手实现这个中国最早的上市公司的飞跃。他更进一步明确,如果达不到上述目的,他们将再增加“小飞的股权”,不行再增加,直至实现这个目标。可以看出,“天极”在对参股“小飞”事先是做了精心准备的,包括资金上和舆论宣传上,而且时机选在股市暴跌之后,又大大降低了购置成本,这是市场的新特点。

作为“小飞”发起人单位和第一大股东的“大飞”也并没有闲着,其董事长兼总经理,也即“小飞乐”董事长的秦其斌亦于购股公告之日在沪表示:“大飞乐”有能力也有信心保住“小飞乐”第一大股东的地位。

“天极”、“小飞”的态度均已明确:一个要争取成为最重要的股东和最大的股东之一,而另一个则要保住控股权。在一般情理之中,一场不可避免的股市大战在即,但沪市投资者在不久前经历了两次收购事件后,已变得更加理性,人们静观事态发展,而避免盲目投资所招致的不必要的损失。“小飞”、“大飞”的市价表现在随后的几日中稳步地逆市而上,虽然上海指数当周跌幅7.46%;“小飞”却上涨1.85%,周收盘达43.39元;“大飞”上涨4.39%,收于15.90元,二者列入沪市当周仅有的三支上涨股之中。次周开盘,“两飞”又一路攀升;“小飞”周一报收46.50元,周二收于48.25元,后几日有所下挫,周五仍以44.00元的价位收盘,周涨幅1.40%;“大飞”则周涨幅2.20%。

由于“小飞”的全部股本均为在沪市的可流通A股,所以要想增加对“小飞”持股量和控股权,唯一的办法只有从股市上以市价购入,果不其然;“大飞”28日向媒介披露:该公司及关联公司已拥有上海飞乐音响股份有限公司可流通A股1635000股,占该公司的总股本16.3%,亦即在原持有股比例的基础上又增2%。后得知,这2%是“大飞”27日下午购入的,闻讯“天极”亦不甘示弱:当日下午开盘后十分钟,“天极”再次购入“小飞”股票722864股,亦将对“小

飞”的持有股比例又提高2%达到7.3%。

又据媒体报道：“天极”总经理李峻于27日下午已造访“大飞”，与秦其斌董事长会面半小时。“天极”方面再次表示欲参与“小飞乐”的经营管理，并以此探索股份制改革新路和扩展“天极”在华东地区业务雄心壮志。身兼大小“飞乐”董事长的秦其斌先生在做出欢迎态后，审慎地表示自己对天极公司的业务和真正意向并不了解，合作之事容日后再议，一切都应以股东利益为重，秦其斌称明年一年将出访新加坡并途经深圳，倒是李峻一行一走，“大飞”便立即做出将公司拥有的“小飞”股份增加2%的决定。

根据《股票发行与交易管理暂行条例》：“任何法人持有有一个上市公司5%以上的发行在外的普通股后，其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的2%时，应当自该事实发生之日起三个工作日内，向该公司、证券交易场所和中国证监会做出书面报告并于公告。法人在依照前述规定做出报告并于公告之日起两个工作日内和做出报告前，不得再行直接或间接买入或者卖出该种股票”。于是，“天极”和“大飞”均将于12月31日起才能再行买卖2%以下的“小飞”股份，其间股市趋于平静。

新年伊始，“天极”“大飞”均未对“小飞”股份有何操作，但沪市小幅反弹，“两飞”股价亦随势略有上扬。然而，这片刻的宁静又因“大飞”于1月10日（新年交易第二周的星期一）再购2%的“小飞”股份而打破。“大飞”方面称，由于已查知除“天极”外，有“第三者”持“小飞”股份亦逼近5%，为避免混乱和麻烦，公司再购2%。“大飞”高层人士透露，元旦期间“大飞”召开董事会，决心不管“小飞”配股比例能否突破证监会规定的30%之限，从长期投资的需要确定持股比例。当日，“小飞”涨幅达4%以上，股价从前一交易日的45.02元收盘价窜至47.02元；“大飞”亦由16.53元涨至17.26元，当日股指攀升20点，收于900.30。

此后的1月12日，出访新加坡归来的“大飞”董事长秦其斌途经深圳，登门拜访了天极公司。此举被新闻界称为自“天极”参股“小飞”事件以来双方领导层的“第二次握手”。双方会晤中，“天极”称其90年代的产品和“小飞”已有的销售网络相结合，加之双方的资源优势，“小飞”作为上市公司的影响力，即可以使“小飞”的经济效益上一新台阶，并为广大股东带来丰厚的回报，而秦其斌依然表示，对天极公司仍不够了解，有待进一步沟通。当天极公司问及秦对振兴“小飞”有何设想时，秦表示目前还未考虑这么多。双方的又一次会晤仍无结果。

此后，天极公司仍表示：不管怎样，“天极”已是“小飞”的第二大股东，这是事实。对于“小飞”的事情，“天极”不会袖手旁观。“天极”介入“小飞”是有备而来的，如果合作不成，那么只有市场上见，打打谈谈，再谈谈打打。“天极”表示有决心也有实力达到初衷。然而，说归说，做归做，“天极”日后并没有与“大飞”再打上，也没有接着“谈”什么。沪市一路盘落。

人们期待的大规模的股权之争并没有继续下去，于是不禁令人怀疑起天极公司发动此事的初衷了，除了“天极”公之于众的控股“小飞”意图的背后，是否有借机炒作之嫌？有专家指出，天极公司不过是1993年3月才成立的定向募集公司，资金积累有限，不可能宽裕，实力没有像宝安、万科等上市公司扎实，抛开欲控股“小飞”的社会效益不谈，仅从经济效益的方面考虑，若“天极”只是为了利用“小飞”的销售网络，似乎不值得花如此代价，兴师动众，掀起轩然大波。此端构成“天飞之争”中的最大疑惑。此外，亦有人猜测“天极”因国家暂停法人股上市而无法在NET系统挂牌，便试图到沪市买卖上市。此分析也不可排除其可能。

对于中小投资者，却并不关注“天飞之争”本身，而是“天飞之争”对小飞及其相关股票的价格的影响。由于人们经历了前两起收购事件的曲折，加之此时的沪市已在几番利空打击之下

处于弱市,故此间获取暴利已不可能。

后记:1994年8月,沪市反转,摆脱了长达大半年的熊市,牛市重现,沪指一路攀升。就在此时,8月5日“天极”无端减少持有“小飞”股份1464064股,持股比例由原来的7.23%下降至4.41%,使这场半年之前沸沸扬扬的“飞天之争”又有新进展,从而也引起企业界人士的新评说。显然,“天极”一次性减股2.82%有违规之嫌。在市场暴起,前景尚不明的情况下,“天极”是因恐“夜长梦多”而违规出货,以防多次公告对“小飞”股价不利。这种有意无意之举,似乎可以令明眼人看出“天极”参股“小飞”之真实动机了。

## 第七节 辽宁五公司联持爱使

上海爱使股份有限公司(以下简称“爱使公司”)是上海最早上市的公司之一,与上海大多数较早实行股份制并上市的公司一样,其总股本极小;爱使公司“股票刚上市时,其总股本仅为40万元,1992年增至270万元,1993年底为1080万元。1994年3月经过大比例送配股,其股本才达到5616万元。“宝延风波”之后,爱使公司由于盘子小,无国家股,无法入股,无内部职工股而一直被作为搭股收购的题材,其股票亦成为上海股票市场上炙手可热的炒作对象,股价始终高居不下,1994年6月8日,以辽宁国发(集团)股份有限公司(以下简称为“辽国发”)为首的五家公司大量购入“爱使公司”股票的行动,终于拉开了收购“爱使公司”股份的序幕。

### 一、“辽国发”等公司参股“爱使公司”的经过

1994年6月9日,“辽国发”在上海证券报发布公告称,至6月8日止该公司已持有“爱使公司”股票112.32万股,占“爱使公司”总股本的2%。此外,辽宁东方证券公司、国泰证券有限公司沈阳分公司(以下简称“国泰沈阳分公司”)、南方证券有限公司沈阳分公司(以下简称“南方沈阳分公司”)、中国人民建设银行沈阳市信托投资股份有限公司(以下简称“建行沈阳信投”)等4家公司,各持有“爱使公司”股票44.328万股,各占“爱使公司”总股本的0.8%;“辽国发”公布还称,这四家与“辽国发”存在关联关系的公司经充分协商,一致同意将其所持有的“爱使公司”股票的表决权全权授权于“辽国发”。这样,“辽国发”与辽宁沈阳分公司、建行沈阳信投等五家公司持有的总共290.032万股“爱使公司”股票的表决权全部归“辽国发”一家所有,于是,“辽国发”就获得了占“爱使公司”总股份5.2%的表决权。这就是所谓的“辽国发”第一次举牌。

1994年6月15日,“辽国发”在上海证券报再次发布公告称,至6月14日止,该公司增加持有“爱使公司”股票44.92万股,占“爱使公司”总股本的0.8%。此外,辽宁东方证券公司、国泰沈阳分公司、南方沈阳分公司、建行沈阳信投各增加持有“爱使公司”股票16.85万股,各占“爱使公司”总股份的0.3%;并且“辽国发”公告还称,这四家公司经充分协商,一致同意将持有和以后增加持有的“爱使公司”股票的召集股东大会的请求权,对公司章程,股东大会会议记录和财务的查阅权,对公司经营的建议权或质询权,股东大会投票表决权,特别调查请求权;

对违反法律、行政法规,侵犯股东合法权益的诉讼权,有关购股的报告,公告和新闻的发布权等7项权力全部授权于“辽国发”。这样,“辽国发”又获得了占“爱使公司”总股份2%的表决权,使得“辽国发”持有的“爱使公司”股票的表决权达到“爱使公司”总股本的7.2%,这就是所谓的“辽国发”第二次举牌。

1994年6月24日,“辽国发”在上海证券报第三次发布公告称,至6月23日止,该公司再次增加持有“爱使公司”股票22.46万股,占“爱使公司”总股本的0.4%。该公告还称,沈阳东宇集团公司、沈阳物资开发股份有限公司(以下简称“辽物资”)同意参加辽国发与辽宁东方证券公司、国泰沈阳分公司、南方沈阳分公司、建行沈阳信投于1994年6月8日首次公告以来购入“爱使公司”股份的一致行动,将其持有和以后增加持有的“爱使公司”股票的上述7项权力全权授予“辽国发”。此时,沈阳东宇集团公司和辽物资各持的爱使公司股票44.93万股,各占爱使公司总股本的0.8%,这两家公司与“辽国发”也存在着关联关系。这样,“辽国发”就又获得了占“爱使公司”总股本2%的表决权,使得“辽国发”持有的“爱使公司”股票的表决权达到“爱使公司”总股本的9.2%。这就是所谓的“辽国发”第三次举牌。

在此期间,“爱使公司”对此文件作出了反映,“爱使公司”的法律顾问董文长先后通过上海证券报发表意见称,“辽国发”等公司大量购买爱使公司行为有不规范之处。针对“爱使公司”的反映,“辽国发”方面的领导层也通过报刊进行了反驳。归纳起来,“爱使公司”和“辽国发”争论的焦点主要在以下几个方面:

(1)有关相关文件送达问题。“爱使公司”称,他们在“辽国发”公告规定送达时间内未收到此文件的正式文本(传真件已收到),并且,参与此次文件的其他4家公司的资料尚未到手。“辽国发”则坚称,公告已于6月8日当日传真至“爱使公司”,这可视为按章履行了义务,4家有关公司的资料可以立即提供。

(2)有关授权与公告先后问题。“爱使公司”认为,“辽国发”是公告在前授权在后,而“辽国发”却称,“爱使公司”的这一结论是依据6月11日4家公司对“辽国发”的第二次授权,而在此之前的6月8日,这四家公司已将表决权授予辽国发,只是辽国发未将此文在第二次授权之前通知“爱使公司”。

(3)关于表决权与持股权的问题,“爱使公司”认为,只有拥有持股权才具有发布公告的权利,而委托表决权的行使场合,只应在股东大会。“辽国发”则称,他们与这6家公司存在着关联关系,因此,具有发布公告的资格。

(4)有关关联关系是否有效的问题,“爱使公司”对“辽国发”与其他6家公司的关联关系提出疑问,要求“辽国发”提供足够的证据,“辽国发”则认为,他们与另6家企业互有参股和投资,并且一致行动,因而他们之间具有关联关系。

“辽国发”等7家企业大量购入“爱使公司”股票的事件,引起了市场的普遍关注,新闻媒介也进行了跟踪报道,一时间市场上众说纷纭,有的意见认为此例是继“宝延事件”、“万申事件”后的又一起收购上市公司的案例,有利于推动企业制度的变革和证券法规的建设,对“辽国发”等单位的行动持支持态度,而有的意见则认为此事件是大户炒作被套后的无奈之举,可能是为解套而钻法律的空子。《公司法》第一百零四条第三款规定,持有公司股份10%以上的股东请求时,公司应当在二个月内召开临时股东大会,“辽国发”等7家公司已持有“爱使公司”9.2%的股份,这就意味着,只要他们再增加持有“爱使公司”0.8%的股份,他们就有了要求“爱使公司”召开临时股东大会的权力,由于“辽国发”等7家公司持有“爱使公司”的股份已非常接近

“爱使公司”总股份的 10% 因此 整个市场都拭目以待 想看看“辽国发”等公司下步将采取什么行动。

但是 事情到此似乎突然告一段落 , 一时间曾引人注目的“国爱之争”竟无声无息地沉寂下来 没了下文 整个股票市场似乎也将此事渐渐遗忘。1994 年 7 月 29 日“辽国发”在上海证券报发布的第四次公告终于打破了持续一个多月的沉寂 该公告称 至 7 月 29 日止“辽国发”又增加“爱使公司”股票 22.46 万股 , 占“爱使公司”总股本的 0.4%。该公告还称 辽宁创业集团亦同意参加“辽国发”等 7 家公司自 1994 年 6 月 8 日首次公告以来购入“爱使公司”股份的一致行动 将其持有和以后增加持有的“爱使公司”股票及上述 7 项权力全权授权于“辽国发”。此时 辽宁创业集团持有“爱使公司”股票 80.86 万股 , 占“爱使公司”总股本的 1.6% , 这样 , “辽国发”再次获得了占“爱使公司”总股 2% 的表决权 , 使其持有的“爱使公司”股票的表决权达到“爱使公司”股本总额的 11.2% , 超过了《公司法》对召开临时股东大会所要求的持股比例 这就是所谓的“辽国发”第四次举牌。

“辽国发”等 8 家公司购入“爱使公司”股票的详细情况参见下表：

辽国发四次举牌一览表

单位 : 万股

公司名称 公告 次序及时间	辽国发	辽宁东方 证券公司	国泰沈 阳分公司	南方沈 阳分公司	建行沈 阳信托	沈阳东宇 集团公司	辽物质	辽宁创业 集团公司	
第一次 1994.6.8	113.32 2%	44.928 0.8%	44.928 0.8%	44.928 0.8%	44.928 0.8%				
第二次 1994.6.14	44.93 0.8%	16.85 0.3%	16.85 0.3%	16.85 0.3%	16.85 0.3%				
第三次 1994.6.24	22.46 0.4%					44.93 0.8%	44.93 0.8%		
第四次 1994.7.29	22.48 0.4%							89.86 1.6%	
合计	628.992 11.2%	302.16 3.6%	61.778 1.1%	61.778 1.1%	61.778 1.1%	61.778 1.1%	44.93 0.8%	44.93 0.8%	89.86 1.6%

注 本表依据“辽国发”四次公告制作

## 二、参与购入“爱使公司”股票的 8 家公司的有关情况

作为此次大量购入“爱使公司”股票的领头人的辽宁国发(集团)公司是 1994 年 6 月 1 日经武汉市体改委批准设立的定向券集股份有限公司 该公司是集科、工、贸于一体 兼营房地产开发 股权投资 证券投资的多元化经营企业集团 其注册资本为人民币 1.8 亿元。

辽宁东方证券公司原名辽宁财政证券公司 是辽宁省人民银行于 1988 年 5 月 4 日批准设立的非银行金融机构 注册资本为人民币 2000 万元 1993 年 11 月 26 日经辽宁省工商局批准 该公司更名为现在的东方证券公司 1992 年 9 月 30 日 该公司向辽宁省人民银行申请更换金融许可证 1993 年 2 月 15 日 辽宁省人民银行批准了其重新登记的申请 并报中国人民银行总行审批。

国泰沈阳分公司是 1993 年 6 月经中国人民银行沈阳市分行批准设立为国泰证券有限公

司沈阳代办处,并经沈阳市工商局批准为企业法人。其注册资本为人民币1亿元。

南方沈阳分公司是1992年12月25日由沈阳市工商局批准设立的股份制企业,其注册资本为人民币5亿元,1993年7月中旬中国人民银行沈阳市分行批准其为南方证券有限公司沈阳代办处。

中国人民建设银行沈阳市信托投资公司是1991年1月20日经中国人民银行总行批准设立的股份制非银行金融机构,其注册资金为人民币1亿元。

沈阳东宇集团公司是1985年成立的,实行独立核算,自主经营,自负盈亏的跨行业、跨地区、跨所有制的综合性经济实体。该公司是以高新技术领域的开发为主,兼营商贸、服务、建设、房产、金融和文化教育的一家民办科技企业。其总股本为3000万元人民币。

沈阳物资开发股份有限公司前身是沈阳市物资回收公司,1988年改制为股份有限公司,该公司是一以物资经营及回收加工利用为主业的综合性企业,1993年5月18日其股票在深圳证券交易所挂牌交易,目前,该公司总股本为8307万股。

辽宁创业集团公司是一家经营省级基本建设为主,兼科、工、贸、融资于一体的具有法人地位的全民所有制大型企业集团,由辽宁省投资集团公司、辽宁能源公司等28家公司组成,其注册资本为人民币16.5亿元。

这8家企业除辽宁创业集团公司外,其余7家公司之间存在一定的关联关系,他们之间互有参股或投资行为,辽宁创业集团虽然与“辽国发”之间没有关联关系,但此次也参加了“辽国发”等公司购入“爱使公司”的一致行动。

在上面4家金融机构中,国泰沈阳分公司和建行沈阳信投均是“辽国发”的发起人,各持有500万股,南方沈阳分公司则是“辽国发”的主要承销商,也是其大股东,持股400万股,东方证券公司虽非“辽国发”发起人,但持有从别处股东受让的320万股“辽国发”股票;“辽物资”亦持有“辽国发”股票300万股,反过来,“辽国发”对其他几家公司也存在参股和投资行为,例如“辽国发”投资国泰沈阳分公司300多万元,投资南方证券沈阳分公司500多万元,投资东宇集团公司下属计算机股份有限公司1000万元,并拥有“辽物资”股份100多万股。

### 三、此次“辽国发”等公司购入“爱使公司”股票所涉及的一些问题

(1)一致行动”问题。在“辽国发”的公告中曾数次提到“一致行动”这个术语,而在我国的现行证券法规中并没有“一致行动”这个概念,但是,海外一些国家或地区(如英国和香港)的证券法规中有这个提法,在他们证券法规中,“一致行动”是指各方为了取得或巩固公司的控制权而积极合作,通过一定的协议或协定来取得公司的投票权,按照笔者的理解,协议各方是为了共同的目标而一致采取行动,他们之间并不一定要有关联关系,因此,笔者认为,即使此次参与购入“爱使股票”的各家公司之间不存在关联关系,他们也可以基于共同的目标通过一定的协议而采取一致行动。也即关联关系并不是“一致行动”的前提条件。

(2)直接持有和间接持有问题。《股票发行与交易管理暂行条例》以下简称《股票条例》中有“直接持有”和“间接持有”的提法,但该条例并未具体解释何为“直接持有”?何为“间接持有”?“直接持有”这个概念还比较容易理解,而“间接持有”这个概念就比较复杂了,股票持有人将其股票的投票权授予他人,受让方是否可视为间接持有呢?现行法规对这种情况并无解释,笔者认为,所谓的“股份持有”是指对股份具有实际的支配权或处置权,虽然受让方取得了

他人股票的投票权,但受让方并未取得他人股票的实际支配权或处置权,因而,不能认为股票投票权受让方间接持有投票权所代表的股份。

(3)信息披露问题。《股票条例》第四十七条规定:“任何法人直接或间接持有有一个上市公司发行在外的普通股到5%时,应当在事实发生之日起三个工作日内,向该公司、证券交易所和证监会作出书面报告并公告”。如果“辽国发”取得其他7家公司所持股票投票权的行为被认为是“间接持有”,那么,“辽国发”理所当然应该及时公告并报告,但是,根据笔者上面的推论,“辽国发”虽然取得了其他7家公司所持“爱使公司”股票的投票权,但这并不意味着,“辽国发”间接持有这部分股票,而“辽国发”至7月19日止仅持有“爱使公司”3.6%的股份,因此,笔者认为,“辽国发”并不需要根据《股票条例》第四十七条进行公告和报告。但是,“辽国发”征集其他公司所持“爱使公司”股票的投票权,并与这几家公司一致采取行动是有关“爱使公司”的重大事件,“辽国发”必须为此而进行公告和报告。所以,笔者的观点是,“辽国发”进行信息披露的依据,在于其征集“爱使公司”股票投票权的行为,而不在于一致行动各方所持“爱使公司”股份之和超过“爱使公司”总股本的5%。

(4)金融机构资格问题。中国人民银行颁布的《证券公司管理办法》规定,证券公司的设立必须经中国人民银行审批,参与此次事件的4家金融机构中,国泰沈阳分公司和南方沈阳分公司均按人行总行1993年103号文注册为国泰证券有限公司和南方证券有限公司沈阳代办处,而代办处应是没有法人地位的,它不能以自己的名义开展业务,但是,这两家公司又在当地工商局注册为企业法人,这里显然存在着人行总行规定与工商管理部门规定不相协调的问题。并且证券经营机构的合法资格问题在全国相当普遍,因此,有关部门应尽早对此类问题作出明确规定。

目前,“国爱之争”尚未结束,“辽国发”等单位已持有“爱使公司”11.20%的股份。随时有权召开临时股东大会,事情将如何发展,人们拭目以待,尽管此事件还没有结果,但从已发生的事实来,现行法还有待于进一步完善和协调。只有这样,我国证券市场才能规范、健康、有序地发展。

## 第八节 中桥受让绍兴百大

据《中国记者报》1994年6月10日报道,上海股市大宗股权置换进入新的领域,绍兴百大320万股法人股易手,上海中桥投资股份有限公司获得了绍兴市百货大楼股份有限公司6.27%的股权,成为上海一周内发生的第三次上市公司大宗股权转移事件。法人股转让在沪市属于首次,在此之前陆家嘴、申能、哈医药等都曾有国家股协议转让于个人,但法人股存量部分发生转移还没有先例。上海大众出租汽车股份有限公司曾意欲将法人股转让给B股股东,但为中国证监会暂令停止。

被收购方是绍兴百货大楼股份有限公司,于1994年3月11日在上海上市,公司是在原绍兴市百货大楼基础上改组而设立的,为绍兴地区最大的商场型百货零售企业。原绍兴市百货大楼于1986年12月15日改制为股份制企业,是浙江省国有大中型企业中第一家改组为向社

会公开招股的股份制试点企业,1993年2月20日,经国家体改委批准继续进行规范化的股份制试点。公司的主要业务为商业零售,自1986年改制为股份制公司以来,商品销售额逐年增长,利税也逐年增加,其中在1990—1992年的三年中,尽管有两年(1991—1992)由于部分营业场所拆迁及部分时间停业装修而影响企业经营,但前三年的商品销售额仍增长41.13%,实现利税也保持持平状态,公司从1993年开始,经济效益再次恢复跃进态势,全年商品销售额11055.50万元,比上年同期增加79.91%,实现利税841.36万元,比上年同期增加244.51%,1991年实现税后利润341.36万元,尚未进行分配。预计1994年税后利润可达1621.4万元,每股税后盈利0.32元,每股净资产1.72元。绍兴百货当时股本总额为5100.12万元,其中国家股359.81万元,占总股本的7.06%,公司股票分5次发行,前4次发行价1元,第5次发行价1.30元,法人股的大部分属第五次发行,绍百公司具有盘子小,股权分散的特点,最大的股东是国家,持股比例为7.06%。绍百公司1994年预测每股税后利润0.3元,每股净资产1.72元,此次法人股转入价为每股1.6元。

收购方中桥公司创立于1994年4月中旬,是由上海市体改委正式批准设立的一家以股权投资为主的新型投资公司,主要发起者为四通集团公司、中国安泰经济发展公司、中国青春宝集团公司、上海南都期货经纪公司。公司的主要战略是充分利用中国经济增长的大背景,凭借上海及周边经济发达地区的经济优势,积极参与现代产权制度改革,绍兴百大法人股转让是该公司成立以来的第一个项目,公司副总经理周伟林表示,中桥公司此举意在大规模控股,受让的法人股在相当的时间内不会再出让。

此时,绍兴百大股东大会已通过按10:1比例送股并派发现金红利1元(含税),按10:3的比例配股,配股价2.5元的1994年分配方案,由于国家股及部分法人申明放弃配股权,并同意有偿转让,社会公众股股份可以转让的配股中按10:7比例配股,配股股权每股2.5元,转让费每股0.1元,股权登记日为6月6日,由于中桥公司股票过户为6月3日,中桥可享有绍兴百大公司1993年分红送股,周伟林表示中桥公司将不放弃配股。

### 一、风云突变

6月10日,绍兴百大部分法人股东与上海中桥股份有限公司之间的法人股转让案陡起风云,在周末上海证券交易所的新闻发布会上,绍兴百货大楼股份有限公司副总经理张丽萍向新闻界宣读了绍百公司董事会决议,决议:①持有绍兴百大股权的部分法人单位,原依据浙江省人民政府证券委员会(1993)18号文《关于浙江省证券登记中心法人股非交易过户业务暂行规定》精神,与上海中桥投资股份有限公司、萧山市商业城经纬贸易有限公司所签订的股权转让协议因未按上市公司法人股转让的上报规定程序办理,故该协议目前尚不能生效;②鉴于对浙证委(1993)18号文有不同的理解,且部分法人单位转让股权事宜已在市场上造成较大的影响,故本公司愿意积极协助出让方、受让方按照国家有关规定做好善后工作,今后凡遇重大事项,故本公司将严格按照规范化程序报中国证监会和上海证券交易所。

据张丽萍女士介绍,上述董事会决议中提及的萧山市商业城经纬贸易有限公司也从绍百公司法人股东受让了325万绍百公司法人股,占总股本的6.37%(以1993年总股本计),每股转让价1.3元。

针对绍百公司董事会决议,出席此次新闻发布会的上海中桥公司副总经理周伟林简短地

表示,协议目前尚不能生效,但中桥公司将保留进一步追究的权利,以求找到解决问题的办法,同时中桥公司又向新闻界散布一份关于中桥公司简介的打印资料,意在说明中桥公司的发展宗旨是以促进金融资本与产业资本融合生长为己任,此份材料还向社会展示了中桥公司各大股东的阵容,意在显示实力。

当天的会上,绍百公司与中桥公司的两位副总经理均未过多地向新闻界透露有关此事的背景情况,对记者们的追问提问也是躲躲闪闪,或避而不告,言辞相当谨慎,此情形一者是不愿过早向新闻界表露各自的真实想法,二则静观风向,争得时间以了解其他各方的打算,以便策划并实施下一步行动方案。

据了解,浙江证券登记中心授权整理上市公司股东名册,但在公司上市后,即将股东名册移交证交所,如遇浙江省股东遗失股票,即与上交所联系,该公司并不负有为上市公司股东转移股权过户登记的职责,此次绍兴百大法人转让所依据的《关于浙江省证券登记中心法人股交易过户业务暂行规定》主要是针对定向募集公司的,有关人员表示,如果各地登记公司都如此照办,上海证交所就无法监管了,这位人士认为,法人股是否可以转让还可以探讨,但绍百公司此次法人股在操作程序上存在问题。

## 二、申城论战

6月11日、12日是周末,对于证券界来说,周末应该是相对平静的日子,但由于周五发生的“绍百风波”那么接下来的周末将是繁忙而不平静的。

针对绍百公司董事会的6月10日的决议,星期日(6月12日)中桥公司通过新闻媒体发出了6月11日做出的郑重声明,声明如下:

“①中桥公司通过合法途径所持有的绍兴百大法人股股权无可置疑;②本次法人股协议转让是严格按照《股份有限公司规范意见》、国务院《股票发行与交易管理暂行条例》、浙江省证委93(18)号文件以及《绍兴市百货大楼股份有限公司章程》进行的,并且是由绍兴市百货大楼股份有限公司主动在浙江省证券登记中心为转让双方办妥手续,因此完全具有合法性;③绍兴百大董事会无权裁定中桥公司已经办妥过户手续的股份的有效性;④中桥公司将通过法律途径维护自己的投资权益,并对有损于本公司形象和利益的做法保留进一步追究的权利。”

6月13日(星期一),中桥公司在上海锦沧文华大酒店举行了新闻发布会,中桥公司董事长兼总经理周庆治在会上向沪新闻界披露了该公司置换“绍兴百大”部分法人股的全过程,并坚持认为中桥公司所持“绍兴百大”的股权完全合法,希望通过合作方式处理双方分歧,周庆治的讲话表明了中桥为探索法人股出路,优化资源配置所做的努力,申明了中桥选择绍兴百大作为投资对象的原因:即看好上海,看好绍百,适应绍百部分法人股东的需求,发挥中桥融合金融资本与产业资本的职能。

周庆治说,投资绍兴百大,是中桥公司为盘活法人股所做的积极探索,我们知道,法人股是我国在特定历史条件下的产物,她的命运一直受到人们的关注,目前法人股的流通存在着两种情况,怎样积极有效地促进法人股流通,优化资源配置,是包括中桥公司在内的一批以中长期投资为目标的机构投资者所期盼的一个新领域。

周庆治介绍说,中桥公司之所以这样选择绍兴百大作为投资对象,是基于这样几点考虑:第一,上海及周边地区,包括绍兴,是我国经济增长较快的地区,作为浙江省商业系统第一家实

行改制的公司,绍兴百大几年来经济效益较好,具有良好的发展潜力;第二,公司股份——国家股也只有395万股;第三,公司的部分股东出于资金流动性的需求,希望将股本进行转让;第四,中桥公司具有较强的实力,作为机构投资者投资绍兴百大,有利于上市公司平稳发展,健康成长;另外,中桥公司可以通过其股东的各种资源优势以及与国际金融机构的关系,引进现代商业理念,为绍兴百大的进一步发展创造有利的条件。

周庆治强调,中桥公司此次通过协议转让绍兴百大部分法人股,是严格按照《股份有限公司规范意见》、《股票发行与交易管理暂行条例》、浙江省证券委93(18)号文件以及《绍兴百货大楼股份有限公司章程》进行的,并且在浙江省证券登记中心办妥过户手续,因此完全具有合法性。

针对绍兴百大董事会的公告称这次转让未按证券法规的有关规定进行,故不能生效,周庆治向绍百大楼张丽萍连连质问:①绍百大董事会的公告称这次转让“未按证券法规进行”,故不能生效,请问所谓“证券法法规的有关规定”是指哪一条?②绍百副总经理张丽萍称未按上市公司法人股转让的“上报规定程序”又是指哪一个?事实上,上市公司非流通法人股的转让,从大的方面应依《股份有限公司规范意见》、《股票发行与管理暂行条例》来办,但从操作方面来看,目前证券法规对此尚未做任何规定,也没有所谓的“上报规定程序”。周庆治说,中桥公司已在此多方征询过有关证券监管部门权威人士,他们都一致肯定了这一点。

周庆治解释说,之所以在浙江证券登记中心办理过户手续,这是因为现在绍百法人股是在该中心登记报管的,能证明法人股股东身份的两个有效法律凭证:“证监存折”、“证券账户卡”是由该中心发给的,目前只有在该中心办妥手续,才能表明过户完毕。

周庆治声明,中桥公司此次持有绍兴百大法人股,一直都是在绍兴百大的全面支持配合下完成的,从开始的沟通到最后绍兴百大出面为转让办妥手续,双方的合作是富有成果的,尽管目前绍兴百大董事会改变初衷,自己否定自己为双方办妥过户手续,中桥公司还是希望通过合作的方式来处理双方之间的分歧,而不希望激化这种分歧,把这种分歧进一步演变成为控股和反控股的行为。

周庆治介绍说,今后,对于可能继续出现的问题,中桥公司将通过法律途径来加以解决,并决心用法律的手段来维护公司的合法投资权益,同时,中桥公司通过合法途径成为绍兴百大最大股东的目的不会改变。

同时,有记者通过长途电话采访了绍百公司副总经理张丽萍,询问张丽萍,绍兴百大公司改变初衷的原因。

张丽萍表示,董事会之所以宣布转让不能生效,主要原因在于,转让未控股权未按上报规定程序办理,没有及时报告上海证交所和中国证监会。此外,根据公司董事会对《浙江省证券登记中心法人股非交易过户暂行规则》的重要理解,上市公司股权转让不应在浙江省证券登记中心办理过户。

张丽萍给本报读者提供了《浙江省证券登记中心法人股非交易过户业务暂行规定》的第二条规定内容,即“本暂行规则所指法人股交易过户是指不通过交易清算和交收手续而发生的法人股权在法人之间的转移,主要是指因企业发生歇业、倒闭、重组、分立、合并、兼并等行为而引起企业法人持有股份作为企业资产之一被出售、收购、拍卖抵押、分割过户手续。”该规定第九条规定,凡非本暂行规则第二条所指的其他法人股过户,本中心不予办理过户手续。

既然《浙江省证券登记中心法人股非交易过户业务暂行规则》把绍百法人股转让过户排除

在登记中心之外,为何该中心还是为转让双方办理了手续呢?对此浙江省证券登记中心总经理柯伯杰介绍说,绍兴百大股票上市之后,其个人流通部分托管已移交上海证券交易所,而该上市公司尚未流通部分包括职工股、法人股、国家股的登记托管均在该证券交易中心,至今尚未移交,证交所也从来没有要求移交。

柯伯杰说,该中心目前再次核对绍兴百大法人股部分,仍留在该中心登记托管,他认为,目前该中心是唯一办理过户之处。

柯伯杰还表示,撇开《浙江省证券登记中心法人股非交易过户业务暂行规定》不说,我们还有浙江省政府1993(34)号文可作依据,这个《关于加强证券市场宏观管理工作若干问题的通知》第五条规定,浙江省证券登记中心为省证券委指定的公司登记机构,主要职责是对上市股票的发行和交易进行登记和统计,对省内股份公司或企业内部股权的发行转让进行登记、统计和托管。我们理解的登记包括了开户和过户两个含义。

据了解,目前还没有人来登记中心更改绍百大法人股转让手续,浙江省证券管理中心也表示不为这种要求办理更改手续。

到此时为止,上海证交所等部门尚没有对绍兴百大公司、中桥公司的争执明确态度。面对热闹一时的绍百风波,有关部门又如何看待呢?

中国证监会上市公司部负责人说,目前证券市场出现的有些问题是在所难免的,绍百事件暴露了证券管理方面存在的一些问题,这些问题将会随着实践的发展逐步规范和完善起来。当记者问起证监会对绍百事件的态度时,这位负责人说,证监会不希望成为仲裁的法院,只想调解各方的矛盾,实际地解决问题。

上海证交所有关部门负责人对记者说,绍兴百大股权转让协议没有在上交所过户,我们无从知道它的股权结构变动情况,如果各地登记均有自行过户,上交所将无从监管,况且法人股问题如果都这样转让,那不意味着流通吗,这样“四不政策”将放到哪里?

6月16日,上海证券中央登记结算公司有关负责人就“中桥”、“爱使”、“绍百”大宗法人股转让一案接受记者采访时认为,该公司是裁定“绍百”法人股股权转让过户的唯一权利机构,并且该机构拥有对过户转让的唯一解释权,这位负责人说,“中桥”和浙江省证券登记中心在陈述各自行为有效性时,曾提出“绍兴百大”法人股全部资产都托管在浙江省证券登记中心,故在该中心办理过户手续是有效的,但他认为,浙江省证券登记中心主要是代理上海证券中央登记结算公司在当地的部分业务,如为客户查询、挂失、开户等,至于交易过户业务的审批认可是在上海证券中心登记公司,尽管“绍兴百大”个人股已上市,法人股尚在浙江省证券登记中心,但这并不意味着登记中心有权为法人股转让过户,他说,“绍兴百大”的国家股、法人股同为上市股票,只是服务于现行的某些规定尚未流通,因而登记中心无权为其进行股权变动,但是,这位负责人同时也表示,尽管“绍兴百大”的转让存在操作程序的问题,但此举本身的积极意义无可非议,特别是在我国法人股市场,优化企业资源配置,解决股市历史遗留问题,推动股票市场健康发展等方面有其积极的一面。

同日,浙江省证券登记中心总经理柯伯杰对记者说,他看到有关报道说,上海证券中央登记结算公司有关人士认为,裁定“绍兴百大”法人股股权转让过户的唯一权利机构是上海证券中央登记结算公司,该机构拥有对过户转让的唯一解释权。他说,在此之前该中心没有接到任何来自上海证券中央登记结算公司有效的文件说到有关规定,如在该中心登记托管上市不流通的法人股、国家股非交易过户应怎样办理或在哪里办理的规定,并且“绍百”上市公告书上

明确其公司股票在上海及浙江两家托管,除个人股部分,其余均在该中心,尚未移交。股权转让双方及“绍百”上市公司要求办理法人股非交易过户手续,浙江登记中心是应予以服务的。柯伯杰还认为,大宗法人股协议转让是目前证券市场上所遇到的新的事情,现在问题的实质是应该考虑今后遇到诸如此类问题该如何办理,希望主管部门,包括上海证券中央结算公司也要有个规范意见或执行规定。

### 三、尾声

绍兴百大和中桥之争历时两个月之后,总算有了下文,8月19日,绍兴百货大楼股份有限公司董事会委托上海证交所信息例会发布消息,上海中桥投资股份有限公司受让的352万股法人股正式生效。

绍兴百大董事会称,该公司董事会讨论决定,并报浙江省证券委同意,上海中桥在除权从绍兴市供销合作社联合社受让的220万股,从嘉兴市郊区财政信用公司处受让的66万股,以及从中国人民建设银行浙江省信托投资公司处受让的66万股法人股,合计352万股,上海证券中央登记结算公司已据此正式为中桥办妥转让过户手续。在绍百董事会发布消息之前,中桥公司除原先在浙江省证券登记中心办理手续外,又去上海证券中央登记结算公司办理了过户手续,中桥公司副总经理称,中桥受让绍百法人股开了法人股协议转让的先河,在没有明确法规的情况下,转让中各方意见发生冲突,是一种合理的冲撞。

中桥公司原从绍百法人股外受让了320万股,由于绍百公司推出10:1送股,10:3配股方案,中桥公司接受送股并考虑配股,故除权后实际持股数达352万股,占绍兴百大公司总股本5.08%,成为绍兴百大的几大股东之一。目前绍百第二大股东为萧山市商业城经贸有限公司,其357.5万股也系受让所得,1994年6月也为绍百董事会宣布尚不能生效,此次中桥公司过关,但萧山市这家公司的持股是否生效依然没有明确宣布,看来绍百大的股权之争依然没有结束。

## 第九节 深圳发展被大量购股

从1994年3月开始,深圳超跌持续几十天。深指于4月20日最低探到128.8点,市场弥漫着极度悲观的情绪,甚至隐含着不稳定的骚动。在这种氛围中,深圳中的发展股启动,使市道露出一丝曙光。

### 一、深发展要被“收购”吗

4月18日至22日的交易周,人们从市场分析中可以看出发展股有收集行情,其标志是12天内的累计成交量约占总流通股本的10%。伴随着市场起伏开始的传闻,某家大证券公司看中深圳发展银行的金融业务,计划控股发展银行,于是,由这种在深市中首次出现的朦胧收购概念,引发了深发展A股从12.10元价位向上攀升。

据悉,深圳投资管理公司为巩固深圳发展银行第一大股东的地位,于4月27日通过深国投证券部开始在二级市场购入发展A股,当时,发展A股价位在13元左右,深指在134点,该公司的领导非常重视此次行动,亲自上阵指挥,并在收市后听取进展汇报,研究下一步行动。具体操盘人员重视操作技巧,采用逐步吸纳的方式,避免股价的大起大落。4月28日,深发展A股的日成交量急剧放大到近600万股,此后,发展A股价升量增,5月3日曾冲高到18.90元,当日成交量也达900多万股,带动大市冲过了160点心理大关,此后,发展A股价位下挫,深指也回档到150点附近。

5月9日上午10点半,“深发展”公告停牌,深交所公开解释是,深圳市投资管理公司在原持深发展股比例5%的基础上,近日通过二级市场继续增大持股比例,超过了2%,根据《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称条例)中有关规定申报停牌。中午,深圳市投资管理公司发出公告,从后台走到前台“亮相”。该公司通过二级市场购入深圳发展A股5432615股,占其总股本的2.02%,现持有发展A股26442615股,占其股份总额的9.81%。

深圳股市首例大量购股事件的披露,引起了市场各方人士的注意。深指也借机重上160点。

此后,根据公开媒介的披露,深圳市投资管理公司有关负责人明确表示,深圳投资管理公司作为深圳发展银行的第一大股东,此次增加持股比例的目的,一方面是维护其作为深圳发展银行第一大股东的绝对地位;另一方面出于稳定大市的考虑,对于大盘龙头股,深发展股的稳定,对深圳股市有积极的影响。

深圳市投资管理公司总经理李德成是深圳市委常委,该公司是深圳市政府管理市属国有企业的专门机构,是深圳发展银行和该行第二大股东深圳国投的控股公司。到公告之日,据不完全统计,深圳市投资管理公司直接持有和间接持有深圳发展银行的股份达16.66%,加之发展股价在17元左右,另外的公司(如传闻中的某证券公司)通过二级市场大量购股要超过这个比例,达到控股深圳发展银行已不现实,可以负责地说,近期深发展股被另外的公司“收购”是不可能发生的,形势已完全明朗了。

按条例规定,深圳市投资管理公司必须在公告日两天即5月11日之后才能继续买入深发展A股。5月12日,发展A股在16.30—16.85元之间波动,成交量为157万股,正如该公司的负责人表示,是否继续购入发展A股,将视市场情况而定,到目前为止,从盘口上看,该公司似乎并没有采取进一步重大行动的迹象。

## 二、有关股权重大变动的几个问题

在股市中,股权的重大变动影响极大,尤其此次深市中大盘龙头股发展A股的股权变动,此事虽然还没有完全划上句号,但有些事情还是可以加以研究讨论。

(1) 股权变动的披露。深圳市投资管理公司,是按照国务院颁布的条例第四章上市公司的收购第四十七条规定披露该公司持有发展A股的情况,这一作法的规范性无可非议。根据上述条例同一章第四十七条中,有法人直接或者间接持有的概念。笔者不清楚在法人持有有一个上市公司5%以上发行在外的普通股后,其变动的2%须公告,是否包含该法人的子公司和关联公司持有同一上市公司的股权变动情况也要公开披露。从中国证监会处理恒通公司控股棱光公司案例中看出,一致行动公司是被界定为母公司、子公司及出资比例达20%以上的关联

公司,在大量购股事件中,不披露一致行动公司的股权变动情况,容易引起人们的误解。

笔者为此曾走访深圳证券登记公司,据该公司研究人员称,登记公司是属于对股东和上市公司进行服务的公司,对每个交易日截止时点的股权情况有清楚完备的资料,并存入计算机。但是,登记公司没有披露信息的义务。此人认为,当发生重大股权变动时,超过一定的期限,没有必要对变动情况保密,越是包着藏着越容易引起人们的怀疑,认为其中有鬼。其实,一旦公开了也就没有什么了不起的了。笔者希望有关管理和监管部门建立一定的规则和渠道,使人们能够了解重大股权变动情况,有利于体现“三公”原则。

据了解,深圳市投资公司在购入发展 A 股时,从商业保密角度来看还是较好的,该公司是以平均 15 元的价格买入 500 多万股,共投入 8000 万左右资金。事过之后,以上情况已不是商业秘密,公之于众已无碍该公司的业务,但从另外方面分析,还会引出其他问题,就是对大股东交易的限制问题。

(2)为了保护广大中小股东的利益,对大股东行为应进行适当地限制。我们认为,大股东有资金和信息上的优势,中小股东无法与它进行公平竞争,为了维护证券市场的公平原则,各国都有相应的法律对大股东买卖股票进行适当的限制。另外,上市公司的董事以及高级管理人员因得知内幕信息,也要对他们的股票交易进行限制,国务院的条例第三十八条规定,上市公司的董事、监事、高级管理人员和持有公司 5% 以上有表决权股份的法人股东,将其所持有的公司股票在买入 6 个月内卖出或者在卖出后 6 个月内买入,由此获得的利润归公司所有。以上规定还适用于持有公司 5% 以上有表决权股份的法人股东的董事、监事和高级管理人员。对上述大股东和股份公司高级管理层的限制如何监管,笔者认为需要专门有关机构去做,也需要社会的监督。做到这一点,首先需要对上述人员的股权变动情况报告并向社会公开披露。这种要求并不是过分的,笔者认为,有关机构披露股权变动情况,对维护市场竞争中的公平和吸引中小投资者都是有益的,正面作用要大于负面作用。

(3)机构托市的利弊。深圳市投资管理公司通过各种方式表示将视市场情况对深发展 A 股采取重大行动。本文曾分析,该公司控股发展银行已无问题,那么继续购入深发展 A 股只有一个目的,那就是维护龙头的目的,进而达到支撑深圳大市的目的。很明显,这是属于机构托市了,其实,机构托市最早还是在上海股市的,最明显的例子是 1993 年下半年一些机构共同维持申能的价位,在长达两个月的时间里使申能价位在 8—9 元,前一段时间,深沪股市相继超跌,不断报出一年来的最低点。沪市中,一些机构购入申能、金杯、马钢等大盘,对稳定股价起了一定的作用,深市这次小行情,说到底也是机构入市起了启动的作用,由于发展 A 股有题材,深圳绩优老股有业绩,较多地吸引了异地资金,使深市有几天的交投量大于沪市。

在中国目前的状态下,熊市持续时间过长,对“改革、发展、稳定”带来不利影响。我国证券市场的管理层,通过政策的调整来影响股市是有限的,那么,机构资金直接大举入市是扭转股市行情不可忽视的力量,尤其是最近这一段时间,机构托市无疑受到大多数股民的欢迎,可以说这是具有中国特色的社会主义市场经济,从国外成熟市场的经验来看,政府可以采取调整利率、保证金比率、公开市场业务等工具来影响股市,当然还采取振兴经济的措施间接影响股市。政府是不会直接将资金投入股市的。从稳定股价的目的出发,直接投入资金做市是一级证券自营商(special dealer)的责任,如纽约证券交易所。是否应借鉴国外成熟股市的经验,考虑让一些资金力量雄厚的大证券公司当做市商,承担稳定股价的责任?从增加政府调控股市工具而言,是否试验开放垫头交易,即保证金制的信用交易?这样,管理者可以通过调整保证金比

率来活跃或控制股市。

当然,由于我国证券市场的发展仅有短短几年的时间,一些问题的处理尚存在不完善之处,有些方式方法还值得商榷。我们相信,随着市场的发展,参与股市的方方面面人士都会更加成熟,做法也会更加规范。

## 第十节 东北华联(集团)股份有限公司 兼并三家定向募集公司

东北华联(集团)股份有限公司是经中国证监会监发审字(1993)20号文复审通过的社会募集上市公司。1993年10月证监会将其按1990年底以前发行股票的企业进行复审,并予以通过。同年8月其股票在上海证券交易所挂牌上市。此后该公司在生产经营、服务、社会等诸多方面,创造了很好的经济效益和社会效益,为发展和繁荣地方经济做出了重要的贡献。该公司为了适应日益发展的需要,发挥上市公司在政策、资金、管理上的优势,使社会资源合理流动和配置,优化组织结构,经公司董事局研究股东大会(特别会议)批准,并报请吉林省经济体制改革委员会批准,协议各方在依据《公司法》、《股份有限公司规范意见》等有关法律法规的基础上,本着平等自愿的原则以吸收合并的方式在1993年3月至1994年3月间,兼并了吉林省内三个定向募集公司:原四平金龙(集团)股份有限公司、辽源一百股份有限公司和浑江五交化股份有限公司。这是中国证券市场中上市公司兼并非上市公司的首例,也被有关专家称为是目前公司合并案中最为复杂、最为典型的公司合并案。现将各公司基本情况及合并过程做如下介绍:

### 一、东北华联(集团)股份有限公司

该公司以商业为主,1993年12月底被批准为上市公司。当年12月31日的股本总额11308万元,其中国家股1624.7万元,法人股2283.3万元,个人股7400万元;总资产42810.69万元,净资产30682.48万元,每股净资产2.713元。

1993年8月26日,华联召开了第三届第十次董事会,13名董事到会,会上提出为了进一步壮大公司经济实力,促进公司多元化发展,准备投资兼并辽源百货一商店,提请股东大会审议。

1993年9月10日,华联召开了第三届二次临时股东会议,出席会议的有吉林省国有资产管理局和浑江市国有资产管理局授权代表,第一汽车制造厂财务公司代表,太原兆和投资发展有限公司代表,广州艺林公司代表及社会个人股股东共计75人,代表公司19739500股股权,占总股数的28.28%。大会经过热烈充分的讨论,对大会议案进行表决,代表19739500股权,占到会代表股权数的95.75%。对董事会提出兼并辽源百货一商店的表决结果是:同意19739500票(股)占参加表决股权100%,不同意0票(股)。

鉴于公司个人股比重较大,为充分体现股东意愿,华联决定除9月10日召开股东大会外,增加通讯会议方式,对会议内容审议表决。为此,会议工作人员在长春市公证处的监督下,分

别对 9 月 10 日股东大会及通讯会议方式议案表决投票进行了统计,结果如下:截止 1993 年 9 月 18 日,经审查,符合参加通讯表决方式连同参加 9 月 10 日股东大会有代表资格的股东,持有股权数 4717.72 万股,占总股数 6980 万股的 67.5%,符合法定要求。对董事会提出兼并辽源百货一商店:同意票 4716.72 万股,占出席大会(包括通讯方式)股份的 99.98%;不同意票 1 万股,占出席大会(包括通讯方式)股份的 0.02%。持同意票的股数占出席会议(包括通讯方式)股数的 99.98%,超过 2/3 局,兼并辽源百货一商店的议案获得通过。

1993 年 10 月 25 日,经东北华联股份有限公司第三届十三次董事会讨论通过,决定兼并四平金龙公司和浑江五交化公司。对四平金龙公司和浑江五交化公司实行吸收式合并,人、财、物三权统一、资产一体。这两个企业募集的股本,其中国家股、法人股和职工个人股待报省体改委批准后,按规定处理,具体方案将提交特别股东代表大会讨论表决,为使股东更充分行使自己的权利,特采用通讯会议方式对会议内容进行审议表决。

1993 年 11 月 6 日,华联在《吉林日报》、《中国证券报》、《上海证券报》上刊登了“东北华联股份有限公司关于召开股东大会(通讯方式)的公告”。通讯会议的内容是审议公司吸收“四平金龙企业集团股份有限公司”、“浑江五交化股份有限公司”加入东北华联事宜。参加通讯会议的对象是:截止 1993 年 11 月 5 日前在上海证券交易所登记注册,持有本公司股票 1 万股的社会个人股东、国家股股东、法人股股东。公告后附有表决单,通讯表决的截止日期是 11 月 13 日(收由戳为准),自 11 月 8 日起,至 11 月 20 日止共收到表决单,电话委托、传真共计 941 份,代表了公司 8512.42 万股股权,符合有效多数。会议工作人员在公司监事会的监督下,在 11 月 22 日以每一股为一票的方式进行了统计,其结果如下:对董事会提出兼并四平金龙股份有限公司的议案,同意 5624.3 万票,占 66.7%;不同意 2214.12 万票,占 26.0%;弃权 621.01 万票,占 7.3%。此议案获 2/3 以上多数通过。对董事会提出兼并浑江五交化股份有限公司的议案,同意 5843.08 万票,占 60.63%;不同意 2500.10 万票,占 29.37%;弃权 169.24 万票,占 2.0%。此议案获 2/3 以上多数通过。

1993 年 11 月 23 日,华联向吉林省体改委请示批准兼并三家企业。1993 年 12 月 28 日,吉林省对此事做出批复:“经研究,同意你公司吸收合并四平金龙企业集团股份有限公司、辽源一百股份有限公司、浑江五交化股份有限公司,资产并入你公司,为你公司的全资子公司。合并后,辽源一百股份有限公司,浑江五交化股份有限公司国家股并入你公司国家股;三家公司的内部职工股,折股后为你公司的内部职工股,按国家有关规定办理”。换股工作自 1993 年 12 月至 1994 年 3 月间进行,华联因合并而增加国家股 1006.6 万股,内部职工股 1075.4 万股,共计 2082 万股,补交差价款 744.62 万元,合并后华联社会公众股占总股本的 55.27%,至此,华联公司股本总额达到 13390.008 万股,股本结构为国家股:2631.3 万股,占股本总额的 19.65%;法人股 2283.3 万股,占股本总额的 17.05%;社会个人股 8475.408 万股,占股本总额的 63.30%(其中内部职工股 1075.48 万股,由新并入公司的职工持有)。

华联公司兼并三家公司,以增加 2082 万股股本和 100 万元现金支出为代价,增加了 4000 多万元的净资产,扩大了公司规模,而每股净资产基本上保持不变。而且吸收进来的是已投入动作的企业,比起华联公司重新购置固定资产,投入人力、物力,积累商誉,节省的是资金的时间价值和机会成本。同时,由于三个公司分散在吉林省内各地,扩大了华联在吉林省的市场占有率和影响,再者四平金龙公司效益比较好,在四平市商业领域有一定的影响,其新建成的三栋大楼已开始取得效益,如果进行评估,无疑会产生较高的增值。但是兼并也不可能避免地给

华联带来一定的不利影响。由于在合并时华联公司没有进行细致的资产清查,合并公司中存在的潜亏将成为华联全体股东的包袱。辽源一百 1993 年实现利润 101 万元,1993 年 12 月 31 日长期待摊费用期末余额就高达 113.35 万元。浑江五交化 1993 年 12 月 31 日旧负债总额 1932 万元,占总资产的 70%。1994 年 3 月 28 日,华联就兼并三个定向募集公司的情况上报中国证监会。1994 年 4 月 15 日《中国证券报》刊登了“东北华联集团股份有限公司第四届股东大会决议公告”,此公告称华联第四届股东大会“同意公司董事局关于吸收合并四平金龙集团股份有限公司、浑江五交化股份有限公司等三户企业股本计 2082.008 万股(其中:国家股 1006.6 万股,职工股 1075.408 万股)并入公司总股本的决议”。

## 二、四平金龙企业(集团)股份有限公司

该公司经四平市体改委 1992 年 12 月 28 日批准,由吉林省房地产开发经营总公司四平公司以其账面净资产 90.1 万元作价 91 万股国家股而发起设立的定向募集股份有限公司。原计划募集 3300 万股,分两期募集。自 1993 年 1 月 8 日至 1993 年 7 月 8 日,第一期实际募股 1670.5 万股,其中国家股 91 万股,法人股 300 股,内部职工股 1279.5 万股,法人股和内部职工股以每股 1.5 元溢价发行,加上购表成本,内部职工股每股成本约 1.8 至 1.9 元。此次募集于 1993 年 7 月 30 日经四平会计师事务所《关于四平金龙企业集团股份有限公司投入资本验证的报告书》确认。

四平金龙是跨行业、跨地区的企业集团,主要经营房地产,兼营建筑安装、商业、饮食、服务、宾馆、典当、娱乐等。公司下属四平金龙房地产开发公司、浑春金龙房地产开发公司等十二个全资子公司及驻外机构,房地产公司的年开发能力为 20 余万平方米,占四平 38 家开发公司总量的 1/3,占四平四家较大开发公司总量的 1/2,是四平房地产的龙头企业。1993 年 12 月 31 日,四平金龙的总资产 3937.57 万元,净资产 2164.2 万元,每股净资产 1.3 元。1993 年实现税后利润 246.9 万元。

1993 年 8 月 13 日,四平金龙公司以通讯方式召开特别股东大会,通过了并入华联公司的决议。

1993 年 8 月 19 日,四平市人民政府批准四平金龙公司并入华联公司。

1993 年 10 月 28 日,四平市国有资产管理局作出《关于出售金龙公司国有股的决定》,将该局持有的四平金龙公司的 91 万股国家股以 100 万元的价格一次性出售给东北华联公司。

1993 年 12 月 9 日,合并双方签定《四平金龙公司并入东北华联股份有限公司协议书》。东北华联股份有限公司(甲方)与四平金龙企业集团股份有限公司(乙方)经平等协商,乙方自愿并入甲方,甲方自愿接纳乙方,甲、乙双方就有关事项达成如下协议:乙方并入甲方后,成为甲方下属全资子公司,乙方将其现有所属全部资产以四平市国有资产局、会计师事务所的验资报告为准,经省国有资产局、会计师事务所确认后归属甲方。乙方仍为独立法人,自主经营。

乙方并入甲方后,乙方应该交纳的各项税款,仍在乙方所在地税务机关交纳。

乙方原有股本总额为 1670.5 万股,每股面值 1 元,股本结构为国有股 91 万股,法人股 300 万股,职工个人股 1279.5 万股。乙方原有股本中的国有股,采取一次性卖给甲方的方式退出股份。

乙方原有股本中的法人股 300 万股,可以按照甲方法人股配股价格折成甲方法人股,也可

以退股。

2:1 折股 :乙方原有股本中的内部职工个人股(原以 1:1.5 溢价发行 ,加上认购证券等发行费用 ,乙方原有个人股实际价值为 1.80—1.90 元左右 ,如乙方股份折变甲方股份后 ,乙方将 1670.5 万元的 1993 年红利全部计入合并后公基金 ,1993 年度不分红 ,因此乙方原有股份每股实际价值约为 2.28 元 ,按比例 2:1 转换成甲方内部职工个人股 ,上市交易待国家批准后按有关规定办理 ,上市交易前甲方再送配股及分红时 ,乙方股东与甲方股东享受同等权益。

补足差额保留股数 :乙方原有内部职工个人股若要保留原股份额度 ,可在每股 1.5 元基础上补交 3.06 元差价款 ,转换成甲方内部职工个人股 ,从补足差价款之日起与甲方原有内部职工个人股享有同等权益。

内部换股工作自 1993 年 12 月底至 1994 年 3 月进行 ,原 1279.5 万股金龙内部股折换为 638.7 万股华联内部股 ,差价款 1.224 万元。

此协议须经双方股东大会通过 ,报省体改委与四平市体改委分别批准后生效。

### 三、浑江五交化股份有限公司

该公司系经浑江市体改委 1993 年 2 月 18 日批准 ,吉林省体改委于 1993 年 3 月 15 日确认 ,由浑江五交化采购供应站改组设立的定向募集公司。成立时间是 1993 年 2 月 18 日。原计划募集 2000 万股(每股面值 1 元)其中国家股 406.6 万股 ,法人股 1193.4 万股 ,内部职工股 400 万股。自 1993 年 2 月 19 日至 7 月止实际募集国家股 406.6 万股(按浑江五交化公司账面净资产 1:1 作价入股形式) ,内部职工股 400 万股 ,共计 806.6 万股 ,募集完成后得到浑江会计师事务所的确认。

浑江五交化站是一家批零兼营的中型国有企业 ,现下设三个独立核算的批零兼营的商店 ,六个批发专业科和一个运输车队 ,一个售后维修中心 ,近三年年盈利都在 100 万元以上。

1993 年 12 月 31 日 ,该公司总资产 2781.5 万元 ,净资产 849.6 万元短期负债 1931.9 万元 ,资产负债率 69.9% ,每股净资产 1.05 元 ,1993 年利润总额 106.5 万元。

1993 年 12 月 9 日 ,浑江五交化公司与东北华联签订合并协议。协议规定合并后 ,浑江五交化公司更名为浑江华联五交化公司 ,成为东北华联的合资子公司。原由浑江市国资局持有的 406.6 万股浑江五交化公司国家股转换为 406.6 万股东北华联国家股 ,仍由浑江市国资局持有 ,不参加 1994 年红利分配。原浑江五交化公司的 400 万内部职工股可以按每 4.56 股折为 1 股华联内部股 ,也可按每股补交 3.56 元现金转换为华联内部股。原浑江五交化公司的 1193.4 万股法人股作退股处理。

1993 年 12 月 16 日 ,浑江五交化公司召开股东代表会议 ,按到会人数表决通过了并入东北华联的决议。

1993 年 12 月 28 日 ,浑江市体改委批准浑江五交化公司并入东北华联公司。

内部换股工作自 1993 年 12 月底进行到 1994 年 3 月 ,共形成 242.3 万股华联内部股 ,上交华联公司差价款 223.71 万元。

#### 四、辽源一百股份有限公司

该公司系由辽源市体改委于 1993 年 2 月 5 日批准,吉林省体改委 1993 年 11 月 3 日确认,由原辽源第一百货商店改组设立的定向募集股份有限公司。

辽源市资产评估事务所以 1993 年 5 月 20 日为基准日对一百商店的净资产进行了评估,全部资产账面净值 450.97 万元,评估后资产净值为 647.2 万元,折为 600 万股国家股。内部职工股 199.95 万股,每股面值 1 元,发行价 1 元。共计 799.95 万元。原计划发行 200 万股法人股始终没有到位。

1993 年 12 月 31 日,辽源一百股份有限公司总资产达到 1300 万元,净资产 800 万元,每股资产 1 元,1993 年实现利润总额为 100.56 万元。

1993 年 12 月 8 日,辽源一百股份有限公司召开首届股东大会,按到会代表人数表决通过了并入东北华联的决议。1993 年 12 月 25 日辽源市人民政府批准该公司并入东北华联。

1993 年 12 月 10 日,东北华联股份有限公司与辽源一百股份有限公司签订了合并协议。协议规定合并后的辽源一百成为东北华联的全资子公司更名为东北华联股份有限公司辽源华联商厦。原辽源一百的国家股并入东北华联国家股。原辽源一百内部职工股可按每 4.56 股折为一股华联内部股,也可按每股上交 3.56 元现金转换为华联内部股。内部换股工作自 1993 年 12 月底至 1994 年 3 月,共形成 194.4 万股华联内部股,差价款 519.69 万元。

根据以上有关合并协议,辽源一百与东北华联的合并协议于 1994 年 1 月 1 日生效。四平金龙和浑江五交化与东北华联的协议在 1994 年 4 月 14 日股东年会通过并报有关部门批准后生效。

评语 继东北华联兼并案后,目前已有多家上市公司开始考虑合并国有企业成定向募集公司,有的已进展到一定程度,而现行法规在诸如合并条件、审批权限、法律程序、财务管理、信息披露等各方面的规定仍很薄弱,因而,如不加以及时规范,上市公司定向募集公司这一现象,将会成为中国上市公司兼并案的主流,因为,这是定向募集公司走向证券市场的最好途径之一。

### 第十一节 卜蜂做“壳”,易初上市

由于目前我国大陆经济、法律等诸多方面的环境与西方发达的市场经济有很大差异,加之政府的政策对企业行为的影响颇大,因此境外投资者认为中国市场风险很高且很难比较准确地估价,从而使大陆的一些绩优企业直接进入国际资本市场并非易事,某些境外企业利用在中国中外合资企业的外方地位,巧妙地在境内投资、境外上市,不仅控制了一批境内企业,而且转移了投资风险,甚至还获得了丰厚的收益,可谓“一举两得”,其中卜蜂做“壳”,易初上市就是采取这种策略的典型范例。

卜蜂国际有限公司是一家在香港上市的公司,它在百慕大注册了中国易初摩托车公司并持有其 98% 的股份。卜蜂透过易初向中国大陆企业投资控股。

易初在大陆直接或间接地控股国家合资企业:

上海—易初摩托车有限公司,该公司主要从事摩托车的设计、制造和销售业务,1993年摩托车产量位居全国第四,易初中国摩托车拥有其50%的股份,另外50%股份由上海汽车工业总公司持有。

洛阳北方易初摩托车有限公司也是从事摩托车生产的公司,该公司1992年摩托车产量位居全国第六,易初中国摩托车透过其中国注册的全资子公司——易初洛阳投资有限公司持有洛阳摩托车55%的股权,其另外45%股权由中国国营企业中国洛阳嘉陵摩托车厂拥有。

上海易初通用机器有限公司,该公司是中国主要汽车空调压缩机制造商,还生产摩托车前减震器及其他汽车零件及配件。易初中国摩托车持有上海机器50%的权益,另外上海汽车工业总公司和上海县龙华乡工业公司各拥有其40%和10%的股份。湛江德利化油器有限公司,成立于1993年1月,从事设计、制造及出售摩托车用和汽车用化油器,易初中国摩托车拥有其30%权益,另外由中国湛江南方化油器厂和东风汽车公司各拥有其25%和40%的股份。

1993年6月28日,易初中国摩托车股份有限公司在美国发售股份,该次发售的股份分为两部分:一部分是易初中国摩托车发行3632000股,另一部分为卜蜂国际出售其持有的部分股份,计788000股,每股面值为0.10美元,发行价为21美元,卜蜂国际出售股份后,其将易初中国摩托车的股份比例由98%降到72%,仍具有绝对控股地位。

易初中国摩托车有限公司普通股在美国发行新股的次月,即1993年6月29日,纽约时间9点30分的纽约证券交易所挂牌上市。

此次股份发售完成后,易初中国摩托车募集资金约为70000000美元,它计划将资金的一部分用于增加合资企业的投资,约20000000美元将增拨于上海摩托车,作为兴建浦东厂房之用,约11000000美元将拨给洛阳摩托车,作为扩展及改进生产设施之用,约6000000美元拨给上海机器,以满足后者扩充计划及引进产品的资本需求,将5300000美元用于向洛阳摩托车最后一次注资。

卜蜂国际发售后收回其投资约为16500000美元,并获得易初中国向其还贷资金12000000美元(该项资金也是易初中国此次售股所得)。

分析此次发售股票各方面利益得失可以看出:

作为易初中国发起人和控股股东的卜蜂国际是受益最大的一方。第一,通过售股,其直接(股金和贷款)回收资金达2854.8万美元;第二,虽然其售出了一部分股份,但仍对易初中国拥有72%的绝对控制权,而且将继续分享易初中国未来收益的绝大部分;第三,其中易初中国的账面权益大大提高,从原来的2352万元猛至发售完成之后的6084万元,增加了259%;第四,由于其绝对控股而实际出资却占很小比例,这实际是享有大部分权益而将投资风险转嫁到接受此次售股的境外投资者身上。

易初中国通过此次售股将其股本从13088615股增加至16720615股,共募集资金达7000万美元,每股净资产从1.83美元增加到5.05美元,大大增强了其实力和抗风险能力,偿还了卜蜂国际1200万美元的贷款,改善了其财务状况。

易初中国控股的中国大陆各合资企业在这次募股后获得了易初中国再投资总金额达4231万美元,占易初中国此次募集资金的60%。

为什么会出出现似乎皆大欢喜的局面呢?仔细研究一下其根本原因在于易初中国能以高达210倍的溢价发售其股份,能有如此高的溢价水平一方面仰仗卜蜂国际的发起人东南亚一家著名的集团公司在海外的声望,更重要的是境外投资者看中了中国境内的这几家合资企业的

优良业绩和在同业中的地位和市场占有率,因此可以认为卜蜂的声望提高了易初中国的信誉,相应降低了投资者对风险的估价,而境内企业素质又对投资者获得较高的收益提供了一定的保障,溢价的高水平就是顺理成章的了。

再分析一下与易初中国合资的几家大陆企业的利益得失,易初中国对它们和投资的收益大部分将返回易初中国,所以它们并不是这次售股的直接受益人,那么“肥水”就不致于“外流”了。

但是,正因为本文开始所述之原因,大陆企业有时不得不借合资外方之“壳”以达上市之目的,细想起来,不免有些“为他人做嫁衣”的遗憾。

## 第十二节 北旅法人股转让

北京旅行车股份有限公司(以下简称“北旅公司”或“北旅”)成立于1985年12月25日,从事生产、开发中轻型客车系列产品,是经北京市政府批准成立的北京市第一家工业股份制企业,也是全国汽车工业企业第一家股份制企业。北旅于1992年被批准为定向募集公司;1993年被批准为社会募集公司;1994年4月25日,北旅公司股票在上海证券交易所挂牌上市,正式成为上市公司。

1995年7月,北旅法人股向日本五十铃公司、伊藤忠商社转让25%,计4002万股,并经主管部门批准,成为外商投资股份有限公司,这就是轰动一时的“北旅事件”。

### 一、五十铃与伊藤忠并购北旅的目的

并购北旅股份的日本五十铃自动车株式会社,在日本是继丰田和尼桑之后的大汽车公司之一,其产品世界闻名,伊藤忠商事株式会社是专门从事商贸的公司,是世界前三名的大型综合国际性公司,在世界(尤其是东南亚)具有良好的商业网络。五十铃与伊藤忠之间的关系是法人交叉持股,这也是日本企业制度的一个重要特征。

五十铃与伊藤忠收购北旅股份是为了进入中国客车市场。此前,五十铃曾与我国合资建立了“赣江铃”和“川庆铃”,但生产的都是中、轻型货车(事实上,五十铃公司在日本也是以生产重、轻型货车和柴油机见长的)。但近年来货车市场萎缩、效益下降,使得五十铃公司必须进行产品结构调整,否则,将面临更为严峻的不利局面。我们认为,收购北旅股份,从而进入中国客车市场,是五十铃公司进行经营战略调整的一个重要步骤。伊藤忠商社取得了北旅的出口权。

值得注意的是,五十铃和伊藤忠收购北旅股份是在“国家汽车产业政策”生效后发生的。该产业政策规定,本世纪内国内不再建设新的汽车厂,但鼓励零部件的合资生产。但是国家计委批准了北旅发展上万辆中型客车,形成2万辆目标的项目。

### 二、北旅作为并购目标企业的特征

首先,从财产关系的角度来看,北旅是公开上市公司,产权关系清晰,加之政府对股份制有

明确的法律规定,这些使得北旅有良好的信誉。另外,在收购之前,北旅股权相当分散,国家股所占比例只有1%—2%,国有资产相对较少,集体资产相对较多。因而,收购北旅股份也许不会受到国家有关部门过多的干预。(收购前后北旅的财产关系下文将作详述)

其次,从专业的角度来看,北旅可能会成为五十铃进入中国客车市场的捷径。在近十年时间里,北旅通过股份制及其他融资渠道,已经先后筹集了约2亿元资金,用于技术改造和技术引进。北旅已完成了冲压、焊接、涂装和装配四大生产车间及其辅助保障设施的改造,并建造了约18000平方米的北京工厂装配厂房,北旅拥有生产设备640多台,大型设备20台,其中包括从日本、德国引进的先进设备及工艺装备。这一切使北旅具有单班10000辆/年的生产能力,基本实现了底盘客车化、车身模具化、装饰档次化、产品系列化。

第三,1994年4月,国家计委批准北旅扩建开发中型旅行车项目,同意北旅在现有6600系列客车一万辆产能的基础上,发展20—30座中型客车一万辆,发展扩建形成两万辆生产规模。这可能对五十铃也极具吸引力。

第四,收购前,五十铃曾与北旅进行过合作。1993年2月,北旅引进了五十铃BL/BE中型旅行车的技术、工艺及设备,1994年2月试生产下线后,已投入批量生产。从国外引进高档中型旅行车,在全国汽车工业企业中,北旅尚属首家。

### 三、并购前北旅的财产关系与治理结构

我们首先来看并购前北旅的产权安排。

北旅的历史可以追溯到1958年8月成立的北京市丰台区七一运输合作社,属集体性质的企业。

1981年4月,经北京市经委批准,在七一运输合作社的基础上成立了北京市旅行车制造厂,隶属于北京汽车工业总公司。

1985年12月,经与北京市协商,由中国汽车投资开发公司出资200万元、北京汽车投资开发公司出资500万元、北京旅行车制造厂以其所有资产出资(评估值约2300余万元),成立了北京旅行车股份有限公司。当时,国家关于“股份制”尚无明确的法律、法规出台,因此,一切都要靠当事人“摸着石头过河”(据有关人士称,北旅公司走了一条“很不规范”的道路)。

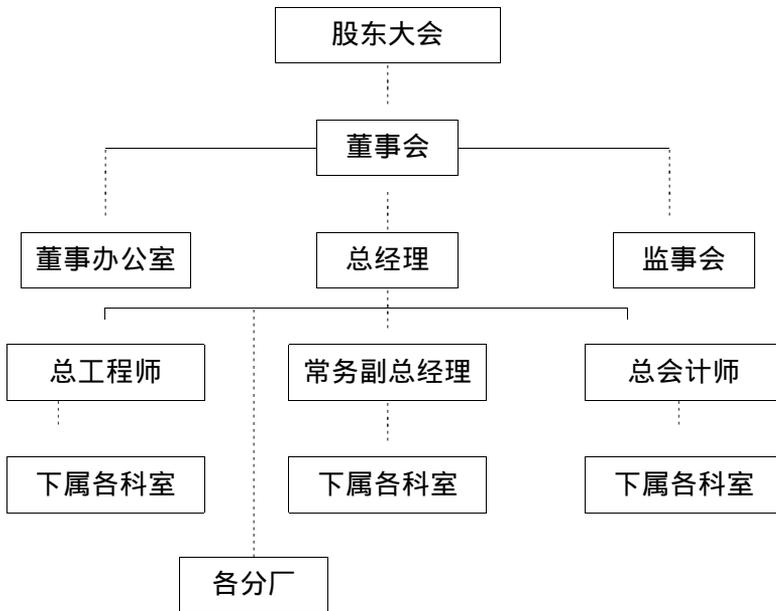
北旅成为股份公司之初,主要由总经理决定,在管理上类似于国有企业的厂长、经理负责制,总经理与上级主管部门签订承包合同(无股东大会,董事会职能较小)。在利益分配上,北旅采取了税前分利,各自纳税的方式——即北旅之外的另外两家公司在税前按出资比例获取利润,各自纳税。这引发了一个问题,即北旅自身无受益人。为了解决这个问题,北旅由其“三产”部门注册成立了北京司达旅行车有限公司作为自己的母公司、受益人。

1986年—1992年,北旅总计发行了298.9万元个人股,由国家历年优惠政策提留形成的“免税基金”208万元成了北旅的国家股。

1992年3月,国家《股份公司规范意见》出台后,北旅进行了规范化改造。公司股本总计12008万元。公司成立股东大会,确认了包括司达及国家股在内的8位法人股东,其中司达股份约为5000万余元,进行董事会改革,由司达派员出任董事长。《公司章程》规定,董事长是公司的法人代表,负责重大决策,总经理是一名执行者,接受董事会领导负责公司的日常业务。

1994年4月25日,北旅公司正式成为上市公司。

收购前,北旅的激励机制是怎样的呢?据北旅人士介绍,公司成立的职工持股会给员工提供了有力的激励。职工持股分为二个阶段,第一阶段是企业内部职工股是由职工按一定数额自愿购买的原始股,组成一种民间性职工持股会作为社团股东参加股东大会,派代表进入董事会和监事会参与企业经营决策;第二阶段是在内部职工股上市之后,职工持股会发生很大的变化,那么就改变为北旅从上到下每人缴纳一定资金,其中公司领导人员出资下限是1500元;中层管理人员可缴纳500—1000元,职工缴纳金额不得少于100元。然后,由北旅公司再注入与所缴纳的资金总额相等的资金,成立职工持股会。由于公司资金的再注入,每名员工在职工持股会中持股金额便自增加了1倍。例如,我是北旅的一名员工,我对职工持股会出资200元。如果盈利率是15%,那么,我在年终分红时就会得到 $400 \times 15\% = 60$ 元。



公司规定,职工持股会只能在二级市场收购北旅股票进行锁定,不能炒作其他股票。这样,仍能保住北旅职工占有一定的股份份额,从而仍能参加公司的经营决策,就使得职工切身利益与企业效益紧密地联系在一起了,北旅职工“人人言股”、“业余时间皆为股民”。

北旅岗位工资制所提供的激励也值得我们注意。北旅的岗位划分极其严格,每名员工每月除基本工资外,按岗位划分还可领取相应的岗位工资。据北旅公司人士介绍,岗位工资一般要比基本工资高出20%,但是,岗位工资又不是固定的。公司订立了考核制度,设立了考核机构,按每名员工的工作计划进度对员工进行考评。如果对一名员工的考核结果是他不仅按正常进度完成了自己的工作,还超额完成了50%的工作,那么他实际获取的岗位工资将是其岗位工资基准额的1.5倍。如果一名员工每月仅完成其份内的任务,则其岗位工资就会被酌情扣除。

设每名员工每月所获薪金额为 $W$ ,基本工资为 $A$ ,岗位工资为 $B$ ,完成任务系数为 $p$ 。那么,则有以下公式:

$$W = A + p \cdot B$$

这是一个线性报酬合同,其中只有一个变数 $p$ ,它是员工努力及考评公正性唯一的决定。

如果我们假设考评是公正的,则这种岗位工资制体现了多劳多得,给员工提供了较强的激励。

#### 四、并购程序与方式

五十铃委托北京万元投资咨询公司办理收购北旅股份事宜。1995年5月15日,五十铃代表与万元签定了委托合同。从委托合同部分条款中,可以看出五十铃对股权出让方非常担心。如:

“在签署个别合同时转让对象的法人股股票(以下称‘转让股票’),不存在包括第三者之担保权等一切法律权利,并且该卖主是对该转让股票持有真正的转让权的所有者,由卖主表明,保证。”

——委托合同第二条第一款

“卖主在个别合同签署之后,至转让股票名义变更为甲方的期间,转让股票不设定或不可设定包括第三者之担保权等一切法律权利,由卖主表明,保证。”

——委托合同第二条第二款

“由于卖主违反个别合同或在转让股票之转让时包括不法行为等归属卖主负责的理由给甲方带来损害时,卖主对甲方赔偿其损害,由卖主表明。”

——委托合同第二条第五款

“卖主在没有甲方的事前书面同意时,不得将个别合同的全部或部分的履行委托第三者,将个别合同的权利或义务转让给第三者接受,由卖主誓约。”

——委托合同第二条第八款

而且,五十铃也非常害怕走漏市场消息。如:

“乙方在实施委托业务时或得知有关事项,除实施委托业务之必需场合不得向第三者泄漏。”

——委托合同第八条

另外,五十铃研究了我国证监会已颁布的有关规定,对此次受让北旅公司股权无相关规定感到不妥,故强调以北旅所在地政府批准文件为依据。如:

“依据以中国法为准,在中国法无规定或是无法确认时,同意以乙方、北旅公司所在地政府批准文件为依据。”

——委托合同第二条第六款

受五十铃委托,万元的主要工作程序及内容如下:

- ①向北旅了解持股股东状况。
- ②要求北旅出具北京市体改委、北京市证监会、北京市经贸委和北京市外汇管理局等政府部门的认可性批准文件,作为转让股份操作的依据。
- ③进行委托价格谈判。
- ④制作转让合同。
- ⑤与出让方谈判签约。
- ⑥在4000万股签约股数达到后,交五十铃审查,并向它出具证明。
- ⑦建议五十铃把购股款(美元外汇)汇入北旅账户,并建议北旅聘请会计师事务所对汇入外汇验资并出具报告。

⑧由北旅将外汇调换为人民币并划入本公司账号。

⑨向签约股东支付股款。

⑩代理五十铃办理一次性过户。

⑪向五十铃及北旅提出发布公告的建议。

股份转让价格谈判是北旅股份转让中最重要的一环。五十铃聘请了中信永道会计师事务所对北旅公司重新进行了资产评估,全部结果均未向北旅透露。据万元对五十铃驻京办事处人员调查了解,五十铃认为评估结果是,北旅每股净资产约为 1.6—2 元。但万元认为这一价格是不能接受的。原因如下:

第一,1994 年底北京会计师事务所对北旅所做的资产评估结果为每股净资产人民币 2.03 元,应以此作为确定转让价格的主要依据;

第二,北旅 1992 年发行法人股时,发行价格为每股 2.00 元人民币,如果购买价过低,股东利益受到损害,购买和转让工作将难以实现;

第三,根据国家国有资产管理局的有关规定,国有股的转让价格一般不能低于公司每股净资产。此次转让虽不在此规定之列,但因为是向外资转让,故应参考执行。

据北旅人士介绍,转让价格经高层谈判,五十铃最终接受了每股 2.03 元的股份转让价格,全部出让方也同意执行这一价格。

1995 年 7 月,北旅股份转让完成,五十铃和伊藤忠并购北旅成功。北旅实际上已成了“外商投资股份有限公司”。但与我国其他外资公司相比,北旅没有通过“合资”筹集到更多的资金,只是股本结构,股权结构发生了变化。按照最终达成的协议,并购后五十铃与伊藤忠在北旅的股权要达到 25%,股本 4002 万股。如果除司达外的其他北旅股东愿意转让的股本达不到此项要求,余额要由司达来补齐。

在具体操作上,万元鉴于北旅是上市公司,股东分散,又有公众股在市场买卖,对市场重大并购事件较为敏感,同时,相关法律、法规很不健全,因此,参照国内股权转让的先例,采取了秘密签约、一次过户、一次公告的交易方式,力争避免过早走漏消息,影响市场,并取得了成功。

在交易过程中,万元具有选择出让方的权力。在了解了股权结构,对现有法人股东逐一征求意见后,最终决定,此次股权转让选择非国有法人股东作为出让方,这样做可以减少审批环节,加快转让速度。

## 五、并购后北旅的财产关系与治理结构

并购后北旅公司的股权分布如下表所示:

股份分类	国家股	法人股	外资股	社会公众股
股权所占比例	1.3%	40.6%	25%	33.1%

主要股东持股状况如下:

股东名称	持股数(万股)	持股比例	1995 年内
			股份增减(万股)
北京司达旅行车有限公司	3380.6	21.12	-421.15
日本五十铃自动车株式会社	2401.2	15	+2401.2
日本伊藤忠商事株式会社	1600.8	10	+1600.8

## 公司购并

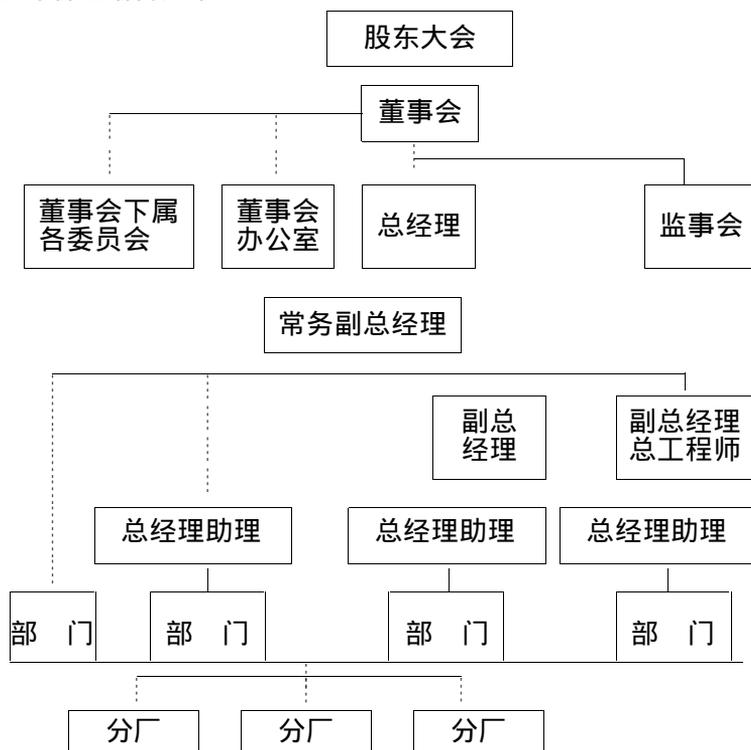
北京市南郊农场旧宫分场	823.3	5.14
北京汽车工业集团总公司	730	4.56
北京市金鹏房地产公司	500	3.12
中国汽车工业投资开发公司	367.4	2.29
国有资产	209.9	1.31
北京轻型汽车有限公司	200	1.25
中国汽车工业总公司	100	1.62

从以上我们可以看出,北旅股权相当分散。如果五十铃与伊藤忠合谋,会不会掌握北旅的控制权呢?这是一个显而易见、极易发生的事。但据北旅有关人士介绍,这是不会的。因为包括司达在内的所有法人股占股权的41.9%,远大于25%,以合谋对付合谋,被控制之忧可以无虞。

并购后,日方占有董事会15名中的4名,监事会6名中的1名,由五十铃派员出任北旅总经理,占据了新设立的总经理助理这一职位三席中的二席;在董事会中,日方也占据了副董事长中的一席。

北旅也使从前常务副总经理的地位大为增强,提高了总工程师的地位,由总工程师兼任副总经理。

并购后北旅的治理结构如下:



## 六、“北旅事件”给我们提出的新问题

五十铃与伊藤忠并购北旅股份一经公告,就引起了证券市场的剧烈波动。当日北旅股票涨幅达 72.41%,而且带动了外资并购板块的全线上扬。持批评态度的人认为公告北旅没有尽到一个上市公司应对信息作充分、完整、准确的披露的义务。

“北旅事件”对我国的法律制度提出了挑战。境外投资者直接购买上市公司的法人股,间接进入我国 A 股股票市场,“北旅事件”开风气之先。从当时的法律、法规来看,可能与之有关的法律、法规包括《公司法》、《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》和《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《暂行条例》)等。就股票交易方面来讲,《暂行条例》并没有允许境外投资者协议受让大陆上市公司发行在外的非流通法人股。因此,五十铃与伊藤忠是否要依照“任何法人直接或间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到 5% 时,应当自事实发生之日起三个工作日内,向该公司、证券交易所和证监会作出书面报告并公告”的条款,看来也是难以界定的。而《公司法》对类似“北旅事件”的情况,更无明确的规定。唯一可供参考的只有对外贸易经济合作部 1995 年 1 月发布的《暂行规定》了。根据这个规定的第二十条,股份有限公司申请转变为外商投资股份有限公司后,除要符合其他条款的规定外,还必须符合三个条件,其中一条就是境外股东以自由兑换的外币购买并持有该股份有限公司的股份占公司注册资本的 25% 以上。

但据此认为北旅向五十铃、伊藤忠转让股份符合规范显然是不够的。因为,假如北旅转股是从股份有限公司向外商投资股份有限公司的转变,那么根据《暂行条例》,它至少在事件发生之前应向外经贸部报送股东大会对转变为外商投资股份有限公司的决议、原股份有限公司的资产评估报告等,并须经外经贸部的批准。

但时至 1995 年 9 月 5 日,北京市对外经济贸易委员会才对五十铃和伊藤忠在我国进行投资的合法资格作出确认,到 1995 年 12 月 29 日北旅与五十铃、伊藤忠的转股协议书及修改的公司章程才由外经贸部批准生效。

对于转股所引发的这些问题,北旅公司人士的认识是很深刻的。用他们的话来说,就是北旅实际上是利用《暂行规定》中的二十条、二十一条和二十二条打了一个“擦边球”,但这个“擦边球”也是“先斩后奏”,致使其不得不面对以下一些新问题:

①税务部门并不认为北旅是合资企业,认为北旅不应享受对待“三资企业”的税收优惠政策,而外经贸部的批件 2 承认北旅转股的合法性,两家意见竟是如此相左。北旅人士说,北旅的纳税过程颇像是一个与税务部门杀价的过程。本应是“依法照章纳税”,但法律、规章何处觅?

②北旅成为外商投资股份有限公司后,还应不应该有上级主管部门?

③如果有境外金融机构愿向北旅贷款,该如何办理?

④作为外商投资股份有限公司,北旅应如何接受上海证交所对它的监控?

⑤外商投资股份有限公司设立新机构、并购其他企业目前都处于无法可依的状态,北旅在发展中如果遇到此类问题,将如之奈何?

“北旅事件”将把北旅导向何方,我们拭目以待。

### 第十三节 仪征化纤并购佛山化纤

1995年8月28日,仪征化纤股份有限公司(以下简称“仪征化纤”)以担保债务的方式,与广东省佛山市人民政府正式签订协议,购买佛山化纤联合总公司及其附属公司(以下简称“佛山化纤”)的全部产权。仪征化纤收购佛山化纤,是国内迄今为止规模较大、操作较为规范的收购行为,在国内外同行业、企业界、金融界和理论界引起了较大的反响。认真了解和总结仪征化纤收购佛山化纤的具体做法和经验,对于促进我国企业间兼并收购行为的规范化,具有一定的借鉴意义。

#### 一、收购前双方的基本情况

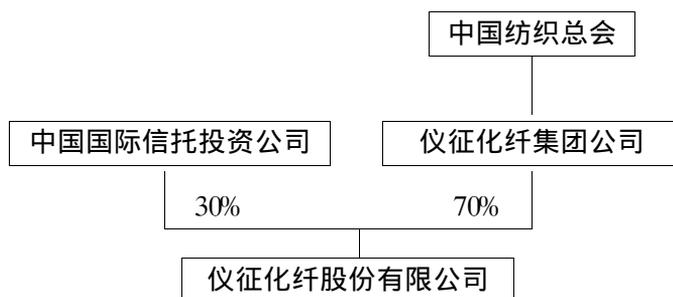
##### 第一,仪征化纤的基本情况

##### 1. 设立

仪征化纤股份有限公司是1993年12月由仪征化纤集团公司(以下简称“仪化公司”)将全部聚脂生产单位和辅助生产单位重组发起设立的,根据1993年12月国家国有资产管理局国资企函发(1993)136号《关于仪征化纤工业联合公司改组设立股份有限公司国有股权管理的复函》,同意仪化公司资产重组方案,即将生产性和直接为生产配套、辅助生产性的涤纶一厂、二厂等16个单位改组设立仪征化纤股份有限公司。将其余间接为生产服务、社会服务性的安检公司、生活服务公司等13个单位留归改组后的仪化集团公司。《复函》同意中国纺织总会与中国国际信托投资公司关于仪化公司股份改组后产权关系的调整方案,即:改组后的仪化公司为纯国有企业,中国纺织总会持有100%产权,中信公司不再享有其任何权益;通过重组新设立的股份公司在公开募股前仍由纺织总会和中信公司按7:3的比例分享所有者权益,纺织总会通过所属的仪化公司持股70%,中信公司直接持股30%。

同时,国家体改委以体改生(1993)213号《关于设立仪征化纤股份有限公司的批复》,同意仪征化纤工业联合公司作为唯一发起人,通过发起设立方式组建仪征化纤股份有限公司,并通过社会募集在境内外上市,成为上市公司。

仪征化纤股份有限公司设立时产权关系如下图:



#### 2. 主要产品产量及市场份额

仪征化纤是中国最大的化纤和化纤原料生产基地,1995年拥有近80万吨聚酯生产能力,居国内第一,全球第四。

仪征化纤拥有广泛的国内市场,在国内聚酯市场占据主导地位,国内市场占有率达到50%以上,产品畅销29个省、市、自治区。

仪征化纤在国际市场上的销售量也逐年增加,已销往美国、意大利、澳大利亚、韩国及东南亚各国等。

#### 3. 财务状况

1995年12月31日,仪征化纤主营业务收入9302438千元,利润总额1249548千元,上缴所得税196572千元,净利润1052976千元。总资产14326971千元,总负债5962142千元,股东或所有者权益8364829千元。资产负债率41.6%。股东权益比率(股东权益/总资产)58.39%,净资产收益率(净利润/净资产总值)12.59%。

#### 4. 公司组织结构

仪征化纤建立了决策层董事会及执行层经理班子。董事会成员有12名,其中董事长1名,副董事长2名,执行董事兼总经理1名。公司设有监事会,有5名成员。

#### 第二,佛山化纤集团的基本情况

##### 1. 产品及市场份额

佛山化纤是80年代中期,广东省佛山市政府自筹资金兴建的国有大型企业,主要设备从国外进口。聚酯设计生产能力为年产7.4万吨,国内市场占有率约为8%。佛山化纤集团是中国第五大聚酯生产商,在华南地区拥有稳固的客户基础。佛山化纤产品品种广泛,出口比例大。

##### 2. 财务状况

佛山化纤当初建厂时没有资本金,靠全额负债建立起来,债务负担重。后经双方共同委托的会计师事务所审计结果,截止1994年10月31日,佛山化纤账面总资产为13.9亿元,总负债为20多亿元,资不抵债近7亿元。

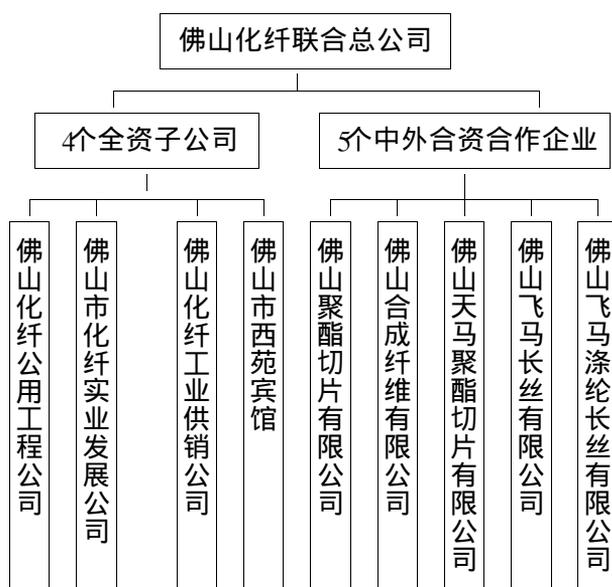
##### 3. 产权组织结构

## 二、收购动因分析

### 第一,收购方动因

①)收购佛山化纤是仪征化纤为适应国内外聚酯行业激烈竞争,扩大生产规模,增加市场份额的需要。随着国家“八五”计划的实施,“八五”初期,国家批准了9个6万吨聚酯项目。如果这9个6万吨聚酯项目全部如期开工,仪征化纤在国内聚酯市场已有的市场占有率和规模优势将大大下降。为了确保本公司在聚酯市场上的份额,巩固业已形成的行业主导地位,仪征化纤必须扩大生产规模,到“八五”末期,聚酯生产能力应达到170万吨。

仪化扩大生产规模有两种方法:一是内部发展;二是外部购并。从仪征化纤内部发展来看,80万吨甚至100万吨聚酯生产能力尚可放在仪征一地,但如果生产能力达到150万吨以上,就不能想像集中在仪征一地,因为这里存在一个生产力合理布局的问题。因此,较为可取



的一种选择是实行外部购并。

从各方面看,佛山化纤是较为理想的收购对象。佛山化纤是国内第五大聚酯生产商,具备一定的经济规模,现场管理基础好,技术、设备先进,经济效益潜力大,地理位置符合公司市场战略布局,是进一步扩大公司规模、实现公司发展战略目标理想的收购对象。此外,佛山化纤公用工程余量大,发展空间充裕,有新建聚酯装置的发展余地。据估计,收购佛山化纤后,仪征化纤聚酯生产能力在年内将由1995年70万吨扩大到80万吨。

②仪征化纤随着股份制改造的完成,公司财务结构发生了实质性变化,资产负债率下降,净资产翻番,已经完全具备向外部发展的实力。

仪化公司1991年提出股份制改造,1993年12月股份制改造完成。1994年3月10亿股在香港上市。随着股份制改造的完成,公司财务结构发生了实质性的变化,资产负债率下降,净资产翻番,仪征化纤1991-1995年历年资产负债率、净资产如下表:

年度	1991	1992	1993	1994	1995
总资产(千元)	3807514	4484755	5642683	10385261	14326971
总负债(千元)	2668733	2754871	2560255	4177461	5962142
股东或所有者权益(千元) (净资产)	1138781	1729884	3082428	6207800	8364829
资产负债率(%)	70.09	61.43	45.37	40.22	41.61

总之,仪征化纤股份公司上市后,财务结构呈现良性化,但也造成资产负债较为保守。公司完全可以通过扩大举债、应用兼并、收购方式加快企业发展。

## 第二 被收购方的动因

近年来,由于多种原因,佛山化纤在生产经营和发展中面临一系列困难,债务包袱越来越

重 企业亏损严重。佛山化纤建厂时 ,国家没有资本金 ,属全额负债经营。根据双方共同委托的会计事务所审计结果 ,截止 1994 年 10 月 31 日 ,佛山化纤账面总资产 13.9 亿元 ,总负债 20 多亿元 ,净负债近 7 亿元。在 20 多亿元负债中 ,70% 是高利 ,平均利率 20% ,最高利率达 29%。生产、经营和财务方面的危机 ,造成佛山化纤难以继续生存下去。在这种情况下 ,佛山市政府决定 ,向国内同行业转让佛山化纤。在选择收购方时 ,佛山市政府考虑到仪征化纤是世界五大聚酯生产商之一 ,又顺利完成了股份制改组 ,在资金、技术、管理和信誉方面具有综合优势 ,也曾经成功地帮助佛山化纤完成试生产 ,对佛山化纤比较了解。因此 ,佛山市政府主动向仪征化纤提出转让意向。

### 三、收购程序和方法

仪征化纤收购佛山化纤工作 ,从 1994 年 6 月佛山市政府提出转让佛山化纤全部权益的动议到 1995 年 8 月签订正式收购协议 ,前后历时 15 个月。具体收购工作大体经历了以下四个阶段 :

#### 1. 意向性接触阶段 (1994.6—1994.12)

这一阶段从第一次动议到签订收购意向书。该阶段的核心任务是仪征化纤通过对佛山化纤的实地考察 ,作出收购佛山化纤是否值得的方向性判断 ,为进一步决策提供依据。

1994 年 6 月 ,佛山市政府向纺织总会提出出让佛山化纤全部权益的动议。引起了纺织总会的高度重视。仪征化纤股份有限公司董事会召开专门会议 ,进行充分分析和研究 ,并作出收购决策。1994 年 7 月 ,仪征化纤组织了一个 6 人班子赴佛山化纤进行实地考察 ,重点是查看佛山化纤的财务报表。结果发现 ,佛山化纤财务报表问题很多。据此 ,他们向公司领导提出拒绝收购佛山化纤的建议。

1994 年 10 月 ,佛山市市委书记兼市长专程来到仪征化纤 ,再次提出出让佛山化纤事宜 ,并表示 ,佛山市政府希望由仪征化纤来收购佛山化纤。同时 ,佛山市市委书记向仪征化纤作出两项重要承诺 :一是佛山市政府承担佛山化纤一部分债务 ;二是佛山化纤占用的土地以最低价格出让给仪征化纤。在这种情况下 ,1994 年 10 月 ,仪征化纤正式组织由财务、设备、法律、股权管理等部门负责人 ,组成 23 人的收购小组 ,进驻佛山化纤。收购小组的主要工作有三项 :一是核对财务报表 ;二是工程技术人员查看佛山化纤设备新旧程度和目前运转状况 ,并用重置成本法对设备进行估价 ;三是从总体上设计和收购佛山化纤及收购后管理的方案。从事上述三项工作的目的是进一步分析收购行为是否可行。

通过一段时间的调查研究 ,收购小组认为 ,在佛山市两项承诺的前提下 ,收购行为基本可行。1994 年 12 月仪征化纤与佛山市政府共同签订了转让佛山化纤的意向书。意向书中规定了如下几个约定 :一是确定双方的工作班子和首席谈判代表 ;二是双方共同委托华振毕马威会计师行出具佛山化纤 1993 年 1 月 1 日至 1993 年 12 月 31 日和 1994 年 1 月 1 日至 1994 年 10 月 31 日的财务审计报告 ;三是双方共同委聘中华会计师事务所和香港西门估值有限公司作固定资产评估 ,评估费用双方各负担 50% ;四是经过谈判 ,佛山市政府承担佛山化纤 20 亿元债务中的 7 亿元债务 ,土地按当地最低价格每亩 15 万元计算 ,三年付清 ;五是确定了双方工作班子的工作程序。此外 ,意向书中还制定了联席会议制度和确定了双方联系人。

### 2. 基础性工作阶段(1995.1-1995.6.26.)

这一阶段的主要工作是:摸清佛山化纤资产、债权、债务详情;由中华会计师事务所和香港毕马威会计事务所分别出具评估报告和审计报告;核清其法律地位关系以及所有契约、合同效力,为双方签订收购原则协议奠定基础。

香港西门估值有限公司和中华会计师事务所对佛山化纤的资产评估得出不同结果。西门公司用重置成本法估价22亿元。后来仪征化纤委托中华会计师事务所用收益现值法评估,佛山化纤及其下属企业的资产(不含土地使用权)为15.8亿元。

在完成评估报告和审计报告的基础上,1995年6月26日,双方签订了收购佛山化纤的原则协议。原则协议约定主要如下:

第一,对审计结果加以约定。佛山市政府承担7亿元债务。

第二,土地价格及付款方式。每亩15万元,共500亩,7500万元,一周之内付1/6,三年内等金额付完。

第三,划分债务。佛山化纤债务种类繁多,既有金融性债务,又有非金融性债务。金融性债务19亿元,非金融性债务1亿多。佛山市政府承担佛山化纤7亿多金融性债务。分债原则是:大的金融机构的债务由仪征化纤承担,仪征化纤希望收购后仍与大金融机构发生往来。

第四,后过渡期双方班子委派问题。

上述原则协议,严格来讲在当时没有法律效力。为了弥补这一缺陷,双方商定,今后如对原则协议发生异议,由中国贸促会深圳分会进行仲裁。

### 3. 签订正式合法协议阶段(1995.6.26-1995.8.25)

这一阶段的主要工作是:以审计、评估报告为基础,与卖方谈判转让价格,划分债务;确定收购协议及附属系列文件的文本;与债权人就债务重组达成协议,获得债权人同意转让的确认书,从而最终签订正式收购协议。

1995年6月28日,仪征化纤股份有限公司召开董事会会议,批准了仪征化纤收购佛山化纤的原则协议。7月2日,仪征化纤除向佛山化纤派出收购小组外,又向佛山化纤派出了企业经营管理班子。经过谈判,1995年8月28日,双方签订了收购佛山化纤的正式协议。正式协议包括正文和9个附件。协议正文除上述确定的条款外,确定了转让价格为14.92亿元(不含土地使用权)。仪征化纤以承担与转让价相等的佛山化纤债务额的形式,受让佛山化纤的全部产权,实为对价收购。

正式收购协议的9个附件分别是:

- (1)审计报告;
- (2)评估报告;
- (3)借款合同;
- (4)土地转让协议;
- (5)政府批文;
- (6)固定资产设备清单;
- (7)流动资产清单;
- (8)联合会议、工作会议纪要、谈判记录;
- (9)其他;

#### 4. 完善合同的几个生效条件阶段

这一阶段的核心任务是 根据正式收购协议 ,进行营业执照、公司章程等的变更、修改等法律手续 ,完成更换合同等工作 ,以使正式收购协议生效。

### 四、并购后的产权关系与收购绩效



#### 1. 收购后的产权关系(见下页图)

#### 2. 收购绩效

收购以后 ,佛山化纤在新的领导班子和全体员工的共同努力下 ,出现了好的发展势头 ,生产实现安全稳定运行。截止 1995 年底 ,5 个月共生产各类产品 45274 吨 ,产品质量主要指标均高于年计划。5 个月共销售各类产品 39727 吨 ,实现销售收入人民币 5.98 亿元。出口产品 3385 吨 ,创汇 557 万美元。实现税前利润 177 万元 ,达到了全年略有盈余 ,不摊薄股份公司每股盈利的目标。

### 五、收购特点

#### 1. 并购类别定位

(1) 同行业横向并购。仪征化纤是我国化纤行业的龙头老大 ,产量居全国第一 ,国内市场占有率达 50% 以上。佛山化纤是化纤行业第五位生产商 ,国内市场占有率为 8%。应属强强联合及购并。此举对于提高化纤行业生产集中度 ,资本集中度 ,对于化纤行业企业组织结构调整是有较大意义的。

(2)上市公司购并国有企业。仪征化纤股份有限公司是原仪征化纤工业联合公司改组设立的,是仪征化纤集团公司最大的控股子公司,是发行 H 股的境外上市公司。佛山化纤是佛山市所属的地方国有企业。由于种种原因经营陷入困境。但其技术装备、产品类别、市场前景还是不错的。仪征化纤公司通过市场方式购并佛山化纤有可能通过企业组织结构的调整起到盘活存量国有资产的作用。

(3)对价并购。由于佛山化纤已资不抵债,仪征化纤并购方式是以承担债务方式的对价并购。并购后佛山化纤是仪征化纤的控股子公司。并购资产额达 14 亿元之多。同时联同其所属 5 个全资子公司、5 个中外合资子公司。

### 2. 并购程序规范

(1)从 1994 年 6 月佛山市政府提出转让佛山化纤全部股权的动议到 1995 年 8 月正式签订并购协议,程序规范,并购后运转正常,在国内企业并购案例中是不多见的。

(2)仪征化纤对并购作了充分的可行性研究,主要表现在三个方面:①财务状况评价。直接派出财务人员进行财务审计,摸清家底。②技术装备状况评价。主要是弄清实际资产质量。这是并购的真正标的。也是社会中介机构——资产评估事务所难以仅通过资产评估弄清楚。③总体设计中包括并购后管理运行方案。并购是一种手段,并购能否最终成功关键是并购后的管理运行。这不仅包括产品结构,管理体制的调整,还要包括企业组织结构的调整。

(3)并购双方正式委托中外社会中介机构对佛山化纤进行资产评估、财务审计。体现了并购过程的公正性、透明化,防止私下交易。

## 六、几点结论和启示

仪征化纤收购佛山化纤作为国内迄今为止并不多见的规范的购并案例之一,它的做法为我们提供了有益的经验 and 启示。

(1)企业的兼并收购行为是企业根据自身发展需要,特别是根据市场发展需要,为实现企业发展战略目标而进行的一种战略选择。

仪征化纤在自身发展过程中,为适应国内外激烈的市场竞争的需要,保持自己在行业中的主导地位,扩大生产规模,增加市场份额,作出了收购作为国内第五大聚酯生产商的佛山化纤的决策。其最终目的是利用佛山化纤先进的设备,充裕的发展空间及华南市场特殊的地理位置,发挥佛山化纤潜在的盈利能力,拓宽仪征化纤聚酯切片的品种,使佛山化纤成为新的利润增长点和华南地区的重要基地。此举使仪征化纤既可以减少一个竞争对手,又可以扩大整体规模。是存量盘活,集约化经营的范式。比增量投资形成同样规模的生产能力,无论从资金投入,还是建设周期都具有巨大的优势,是双方企业间的优势互补。仪征化纤收购佛山化纤的种种考虑完全是企业根据自身发展需要,为实现企业发展战略而作出的,完全是一种企业行为。

(2)兼并收购前,成立专职收购小组,对目标企业的生产经营、财务状况进行彻底、详细、准确的审查和判断,是收购顺利进行的组织保证和必要前提。

面对收购佛山化纤如此庞大、复杂的系统工程,没有一支专门的收购队伍,是难以完成收购任务的。仪征化纤在收购前期,组织了由公司财务、设备、法律、股权管理等部门负责人组成的专职队伍,分为财务、评估、体制和综合四个专业组,分别对口中介机构,自始至终地负责具体的收购工作。在考察阶段,公司先后 27 次组织有关人员,赴佛山化纤重点摸清佛山化纤

资产债务状况、生产经营情况、管理状况、设备技术状况、员工队伍情况和企业经营环境等。在基础工作阶段,先后三次组织 40 人次的队伍,对佛山化纤的资产进行全面的盘点、清查、登记、造册,协助会计师、评估师进行评估、审计工作。通过上述一系列工作,仪征化纤对佛山化纤各方面的情况都有了深入的了解,在谈判收购价格时,能够做到心中有数。据了解,仪征化纤通过聘请评估机构,得出佛山化纤资产评估价值为 15.8 亿元。也就是说,在谈判过程中,仪征化纤的底牌是 15.8 亿元,但谈判结果,以 13 亿多元成交,仅此一项,仪征化纤净获利润 2 亿多元。这与谈判签约前,仪征化纤组织人力对佛山化纤各方面情况进行透彻的了解有直接关系。有些企业在兼并收购过程中,不太注重对目标企业的调查摸底工作,过于相信财务报表或经会计师事务所所做的上市公司财务公告,以致收购后才发现,目标企业的财务状况远非财务公告上所说的那样,结果使收购效果受到直接影响。因此,我们认为,收购前组织专门队伍,对目标企业情况进行全面的调查摸底,必要时收购方直接选定中介机构重新对拟兼并企业进行财务审计、资产评估,是确保收购成功的关键。

成立专职收购小组,是收购成功的组织保证,也是国外企业兼并收购的通常做法。

(3) 收购后,对目标企业的一体化工作对于最终意义上的收购成功至关重要。一体化管理的核心是按照产权管理原则,由收购企业对兼并企业实行一元化管理,统一行使出资者的权利。

由于仪征化纤收购佛山化纤是企业根据自身产品、市场发展需要作出的一种战略选择,因此,收购后,为了确保企业发展战略目标实现,仪征化纤从产品、市场、财务、计划和人事管理等各方面对佛山化纤进行了一体化管理,初步实现了公司收购佛山化纤的预期目标。正是由于成功的一体化管理,佛山化纤在被收购后的 5 个月内创造的成绩使得全年略有盈余。

(4) 委聘中介机构,是规范收购工作的技术保证。仪征化纤是国内第一家国际上市公司进行收购活动者。如何保证收购工作既符合国际规范,又遵守国内外的法规是十分重要的。为此,他们决定聘请中介机构,包括国际中介组织。他们与佛山市政府共同委聘毕马威会计师行为审计师,中华会计师事务所、香港西门估值师行为评估师,分别负责审计和资产评估两项基础性工作。他们还单独委聘北京海问律师事务所为法律顾问和财务顾问,负责收购工作中涉及到的大量文件、合同的审核、撰写工作。现在看来,收购工作特别是大规模的收购,委聘中介机构是必要的。

(5) 我国在进行产业结构和经济结构调整,尤其是企业组织结构调整方面,遇到了并购资金匮乏的难题。对外开放、引进外资的一个重要目的也是想吸收国外资金解决这一问题。但同时我们要付出巨大的代价,即让出很大一块国内市场。仪征化纤并购佛山化纤案例说明,我国的大公司、上市公司通过募集大量社会资金成为战略投资者可以收到一箭双雕的效果,既减少了竞争对手,又占有了国内市场。

(6) 国家计委有关人士最近提出国家要优先发展产业投资基金。产业投资基金应由一家以上具有相当资本金、资产规模和良好资信的非银行金融机构与一家以上实力雄厚、经营业绩良好、具有丰富投资管理经验的非金融企业共同发起。产业投资基金是直接融资与间接融资相结合的一种方式。我们认为产业投资基金中的非金融企业的最好的定位就应是仪征化纤公司这样实力雄厚的行业排头兵企业。

## 第十四节 上海大江并购茸城饲料厂

### 一、发生时间

1994年6月6日签订产权转让合同。1995年1月饲料厂正式投产。

### 二、有关各方

1. 出让方 :松江县佘山镇工业公司  
出让方开户银行 :中国银行松江支行  
出让方产权经纪会员 :松江产权经纪公司
2. 受让方 :上海大江(集团)股份有限公司  
受让方开户银行 :中国银行松江支行  
受让方产权经纪会员 :松江产权经纪公司

### 三、各方基本情况

#### 1. 上海茸城饲料厂

上海茸城饲料厂创建于1988年,原是佘山镇工业公司下属的集体企业,1991年与松江县水产公司和上海水产养殖总场组成全民、集体联营企业。该企业位于松青线佘山镇北首,占地面积为79.38市亩,其中渔场占地面积为53市亩,净水面面积为32市亩,现有完整的生产标准厂房和生产饲料机械设备。该企业主要经营生产矿物质添加剂和畜禽饲料产品,年生产仅1万吨饲料,1994年开始出现亏损。

#### 2. 上海大江(集团)股份有限公司

上海大江(集团)股份有限公司(以下简称“上海大江”或“大江集团”)的前身为成立于1985年8月10日的上海大江有限公司,它由上海市松江县畜禽公司、上海市松江县饲料公司和泰国正大集团正大上海有限公司合营经营,投资总额为1609万美元,其中注册资本为600万美元,中泰双方各出资50%,合营期限为25年。公司的业务主要是制造及销售畜禽用的饲料、饲养及销售不同种类的鸡、生产及销售鸡肉。公司业务的特点为饲料生产、良种繁育、畜禽饲养、宰杀、肉类加工及在国内外市场销售的纵向综合经营。大江有限公司成立以后,创造性地采用了“公司+农户”模式,开拓了农村经济组织的创新之路。1990年度,在全部“三资”企业中,大江公司营业额居第二,出口创汇额居第四,实现利税居第三。1993年,为了建立一个符合现代企业制度规范的新型企业,大江公司于8月份向社会公众发行A股股票2500万股,扣除费用后的实收资金为人民币9870万元,同年11月份,向境外法人和自然人发行人民币特种股票(B股)3500万股,扣除费用后的实收资金为1326万美元。至此,大江公司的注册资本达到49435.28万元。

顺利地改制为上市股份有限公司,为大江事业的发展注入了新的生机和活力。改建后的“大江集团”,实行“一业为主,多种经营”的方针,以农牧业为主的多元化、多层次、多成份综合

发展的经营目标。至 1995 年,该公司全资、控股、参股企业和承包经营企业已达九十余家,其中,属于大江的非独立核算分支机构 15 家,联营企业 67 家,契约承包经营的养鸡场 9 家。有雇员 1393 名,主营业务扩展到养猪业、快餐业、饲料设备制造业及生物制药业等。大江集团已连续三届荣获“全国十大最佳合资企业”的称号,并被推选为 1994 年“全国十大外商投资高营业额企业”和“全国最佳家禽企业”等。截至 1995 年 12 月 31 日,大江集团综合资产净值为 1019436630 元,营业额 2383640000 元,税后利润 198895793 元,每股盈利 0.39 元。

#### 3. 上海城乡产权交易所

上海城乡产权交易所是上海第一家规范运作并和全国产权联网的产权交易所,1994 年 1 月 1 日批准组建,4 月 20 日投入试运作,6 月 20 日进行产权交易。按《上海市产权交易管理暂行办法》规定,凡涉及本市企业国有产权、集体产权的交易,都应通过上海城乡产权交易所进行。“集中、公开、公正、规范”是对产权交易的要求,通过这种集中进行的产权交易,有助于保证国有资产的保值增值。

产权交易所实行会员制,会员分一级、二级、三级三类,现有会员 67 家,其中一、二级会员 54 家,包括一批由市经贸委授权经营的控股集团公司。

1996 年 3 月 25 日,上海市委、市政府决定成立上海市产权交易管理办公室,并重新组建产权交易所,充实国有产权交易内容。1996 年 3—6 月产交所分二批、共推出新上市企业产权 280 家,资产总额达 24 亿元。其中本市国有企业产权 30 家,资产总额 4.5 亿元;集体企业产权 160 家,资产总额 11.3 亿元;外省市联网上市 90 家,资产总额达 8.2 亿元。

## 四、各方的并购目的

#### 1. 关于佘山镇工业公司

作为佘山镇政府所属的工业公司,该单位负有对其下属的镇办企业进行国有资产经营管理的职能。因此,当茸城饲料厂由于经营不善、产品老化而面临亏损时,工业公司就负有盘活国有资产存量、置换资金投资于其他可盈利的方向的任务。这是佘山镇工业公司实施本次出让饲料厂的直接动因。

#### 2. 关于大江集团

1994 年,国内畜禽业生产全面复兴,饲料需求急剧增长。为适应市场需求,上海大江在松江地区的多家大型饲料厂自 8 月份起,连续“三班制”运转,但仍然供不应求。解决饲料供应趋紧的问题,是大江集团收购茸城饲料厂的一个原因。

另外,收购茸城饲料厂也是大江集团全方位发展、充分利用规模经济效益的需要。大江集团拥有多家养鸡场,购入饲料厂后,生产的饲料可直接销往本公司的养鸡场,避免了从外界购买饲料的不稳定因素,节约流通费用,降低运输成本。

茸城饲料厂虽然是亏损企业,但仍具有完整的生产标准厂房和生产饲料机械设备,收购之后略作改组,就可重新投入生产,不必为新建厂家而新铺摊子、新争土地、新争规模,从而能够为大江集团的迅速发展创造条件。

## 五、并购的过程及基本情况

(1)上海茸城饲料厂在经营过程中,由于产品老化,与市场需求脱节,导致销路不畅,流动

资金周转困难,加之管理水平低下,终于导致生产能力下降,负债过多而于1993年底停产。

(2)面对亏损困境,余山镇政府、茸城饲料厂领导虽经多方努力,但仍不能扭转不利的局面。后经余山镇人民政府研究,为盘活存量资产、优化资源配置,同意转让所属的上海茸城饲料厂产权。经松江县峰泖资产评估事务所1994年4月13日的评估,确认该厂资产价值为608.96万元(其中,固定资产602.97万元,流动资产5.99万元),出让底价定为796万元。

(3)取得产权所有者同意后,余山镇工业公司委托松江县产权经纪公司(上海城乡产权交易所会员)进行此次转让活动。

(4)在上海城乡产权交易所的安排下,1994年6月6日买卖双方—余山镇工业公司(以下简称甲方)和上海大江集团股份有限公司(以下简称乙方)签订了产权转让合同。合同规定:

①甲方将上海茸城饲料厂全部土地(共79.38亩,性质非耕田,用作经营)、水面使用权、全部固定资产(含低值易耗品)以人民币7862175.38元转让给乙方,乙方在合同生效之日起三天内按所规定的货币和金额以银行转账的方式两次通过经纪会员付给甲方,具体为第一次(6月7日)付80万元,第二次(在土地使用权变更手续办妥后15天内)付清全部余额。并约定产权转让的债权债务由甲方负责处理。

②关于产权转让的职工安置方式。经约定,上海茸城饲料厂原职工(含退休工人7人)由余山镇工业公司负责安置,今后乙方所属饲料厂(余山饲料厂)在招工,在同等条件下优先录用余山镇劳动力;乙方所属余山饲料厂所需装卸工,由余山镇劳动服务公司负责安排。

③关于产权转让方式、交割责任。产权交割,由甲、乙方及甲乙双方产权经纪会员共同进行产权转让的财产交割工作,财产交割手续在产权转让合同生效后三个月内办理完毕。

④双方约定土地使用权转让年限为50年,原余山茸城饲料厂的土地使用证以及与转让物有关的一切法定权属证及许可证件仍由甲方保管。

⑤在完成上述并购后,大江集团于6月27日开始进行设备、人员的清理、重组及更新,历时6个月。12月25日试生产。

## 六、并购的基本特点

此次并购有如下特点:

(1)从转让意向看,属全部转让。标的物包括全部土地79.38亩(含建筑物8397m<sup>2</sup>)、公用设施和设备。大江集团买断了全部固定资产,并获得了50年的土地使用权。

(2)转让形式的市场性。双方通过城乡产权交易所进行转让,并由受让方支付占转让价值百分之—的手续费。

(3)主体的差异性。被转让方原属全民、集体联营企业,为人民政府所有,转让后为法人单位所有,并失去了独立核算权(转让前为独立法人,有独立核算权),生产的主要目的是为大江提供固定的原料。

(4)操作程序的规范性。协议双方委托产权经纪公司,对受让标的物进行了资产评估,并按严格的程序完成并购行为。其中包括资产认定书、财产转让合同、评估报告和产权转让合同等一系列文件证明。

(5)中介机构上海城乡产权交易所提供产权交易信息服务,具体产权交易的操作由上海城乡产权交易所下属机构完成,收费标准为标的额的百分之二。

## 七、对此次并购的总体评价

(1) 盘活了存量资产,提高了资金营运效率,提供了企业解困的一条重要通道。

余山茸城饲料厂 1994 年开始出现亏损,大部分资产处于呆滞沉淀状态。大江集团收购以后,余山镇用转让企业所得的收入,先还清银行贷款和安置好职工,多余部分用来投入好的项目。而大江公司在收购以后,追加投资近 1000 万元,把饲料厂办成一个原需投资 3 000 万元资金才能实现年产量 10 万吨的盈利企业。这样,出让方死的存量资产盘活了,受让方新增的资金用活了,亏损企业赢利了。大江公司可以利用收购的饲料厂为本集团的养殖场提供饲料,使公司的产业结构、产品结构和企业结构更趋合理。

(2) 有效地确保了公有资产的保值、增值,防范了公有资产的流失。

在并购过程中,对原饲料厂的集体资产进行了严格的评估,按照申请立项——资产清查——评定核算——验证确认程序,在评估方法上采取收益现值法(即根据被评估资产的合理的预期获利能力和适当的折旧率,计算出资产的现值,并以此评定重估价值)。整个并购过程符合产权市场“集中统一、公开公平、规范有序”的规则,既搞活了企业,又防范了权钱交易的种种弊端。

(3) 解决了长期待岗人员和闲置劳动力的就业。

在并购案例中,职工安置一向是最敏感的大事。处理不好,会妨碍社会的安定团结。此次并购之前,饲料厂共有职工 299 人,长期处于待岗状态,每月只能领取少量的补贴。并购后,出让方余山镇工业公司利用出让收入对原职工进行了安置;而大江公司招工,在同等的情况下,优先录用原厂职工和余山镇劳动力,从而使当地人力资源得以充分利用。

(4) 推动了当地经济的发展。余山镇工业公司出售茸城饲料,收入 786 万元,在归还贷款及应付账款、以及安置人员后,将剩余的 250 万元资金投入上海快乐食品厂(生产冷饮),使该厂得以扩大生产规模,并取得了很好的经济效益。

(5) 通过增加对原茸城饲料厂的投资,更新了设备,完成了技术改造,从而开辟了市场,打开了新局面。

(6) 通过企业规模扩大,降低生产成本,产量直线上升。

## 八、并购后的现状

### 1. 大江(集团)股份有限公司余山饲料厂

并购后大江集团对招聘工人进行了一个月的集中系统培训,改编后的职员焕发出了新的活力,无论从结构抑或年龄都有了较大改变,平均年龄三十五岁以下,大专生两名,高中生一名,从而结束了原饲料厂人浮于事、劳动生产率低下的状态。

1995 年 1 月,原余山茸城饲料厂在追加投资进行技术改造后正式投产,该厂可年产 10 万吨饲料,大江集团此后又于 5 月追加一条流水线,使饲料厂的生产能力迅速增加,产量直线上升。1995 年产量为 4.5 万吨,1996 年计划产量为 7 万吨。现在该厂人均收入 700 元,人均产量 921 吨。

余山茸城饲料厂并购后是非独立核算单位,受大江的计划调度,其产品主要销往本集团鸡

场,为公司提供稳定的饲料来源。从而此次收购不仅盘活存量资本,更重要的是为大江集团的长足发展提供了坚强的后盾。

### 2. 大江(集团)股份有限公司

在收购茸城饲料厂后,大江集团继续扩大规模,积极对外投资。1995年该公司投资人民币1357万元,新建快餐连锁店及重建上海通志馆快餐辅楼。1995年5月对上海大华器械有限公司增资人民币722.5万元。此外,新建、扩建了多个肉鸡场。

1994年,大江公司运用募股资金及自身积累,共投资24751万元,扩大生产规模;1995年,全年计划投资人民币11520.5万元。1995年对控股和非控股企业的投资收益为人民币5028万元,比去年增长50.2%。

据大江集团1995年的年报,大江集团在原料价格急剧上涨的不利环境中,其营业额为2552.89万元,资产总值2210.13万元,税后利润208.99万元,每股盈利0.39元,均比1994年有所增长。

## 九、一些建议

结合本案例,以及上海城乡产权交易所操作的其他案例,我们认为目前最迫切的问题是政策的相对滞后,建议有关部门加快立法,把产权交易纳入法制化轨道。

### 1. 关于土地政策问题

目前产权转让在不涉及土地所有权转让的前提下进行。但是,集体企业的土地使用权如何连同企业产权一并转让?企业产权转让后,厂房(房屋)产权为受让者持有,土地仍属集体所有,对其使用的土地,基准应怎么计算?尤其是涉及外商收购企业产权,一种意见认为外商购买农村集体工业、农业、交通、能源等企业,不改变土地用途而建立的“三资企业”,集体所有土地可以将土地使用权有期限地转让出租,期限参照不同用地的批租年限,转让租金可以一次付清也可以每年交付一次,并采用租金递减率办法计算地租,同时,承租者每年应向土地部门交付土地使用费。另一种意见则认为土地使用权转让、出租只限于国内,对外商收购企业应当办理征用或批租手续,即将集体所有土地所有权转为国家所有,然后,再采用批租办法处置。从实际操作看,为了简化交易手续,降低交易成本,保护土地资产的长远利益,拟采取第一种办法来盘活企业的存量土地。为此,建议土地管理部门能制订一个包括外商购买企业在内的集体企业产权转让中有关集体土地政策的若干补充意见,以利于盘活存量土地。

### 2. 关于资产评估问题

目前对企业资产评估的标准、评估的方法很难做到与国际惯例接轨,尤其是无形资产的评估怎样做到既科学合理,又符合国际通行办法,更是需要深入研究、制定办法。

### 3. 关于债权债务问题

目前债权债务一般由出让方负责处理,即按实物资产总额,不减负债确定出让价。但也有少数按资产减除负债确定出让价,这种做法一般是出让给经营者,有债权债务处理与收入分配使用的关系。如果转让后首先要全部归还银行贷款,则将制约出让者的积极性。所以,在政策上如何取得银行支持,是否能以核销一部分坏账进行扶持,使其有再投入新项目的可能性,这都是产权交易中“银企关系”的新问题。

#### 4. 税收政策问题

对产权转让收入征税,目前国家没有明确规定。鉴于企业产权整体转让,都属于存量资产的流动,而产权交易中大部分是亏损企业,其转让收入大部分用于处理债务和安置职工,难以维持简单再生产,不仅应给予免去新的税额,原来的税额也应予以减免。还有新成立的产权经纪公司刚刚起步,投入较多,主要是为盘活存量资产服务,对其所收手续费,所得税、营业税如何计算等,税收应实行鼓励和扶持政策,以支持盘活存量资产的产权市场的健康发展。

## 第十五节 “成工液”产权连续型转让

1994年8月8日至9月23日,成都工程机械液压件厂(简称“成工液”)的部分净资产产权在成都产权交易中心顺利发售完毕,9月26日又在该中心PRAQ系统挂牌交易。一时间,该案例成为中国产权理论界和实践者们关注的焦点。它创造了一个新的产权转让模式——企业净资产产权分割式连续型交易模式。这一案例在推动中国企业产权转让与交易、企业兼并与收购的实践方面起到了较好的示范作用。

### 一、“成工液”概况

“成工液”全称为“成都工程机械液压件厂”,系集体所有制企业,始建于1984年10月,当时注册名称为“温江涌泉机械厂”,注册资本为16万元,其中4.6万元是向乡政府借款,11.4万元是向银行贷款。1985年投产后,借款本息已全部还清。1986年6月,涌泉机械厂更名为成都液压件二厂,注册资本为40万元,全部为企业留利积累形成。1986年10月,液压件厂再次更名为成都工程机械液压件厂(现名),注册资本为140万元,也都是企业留利积累形成的。“成工液”主要生产直径从32MM—350MM的各种型号的全系列液压油缸以及齿轮泵、散热器、分配阀、刹车助力罐、弹簧制动气室等七大类130余种液压气动元件产品,产品被广泛用于装载机、挖掘机、推土机、起重机等建筑、筑路、土方等工程机械上,在农用、矿山机械等方面也应用颇广。建厂十多年来,充分发挥乡镇企业机制灵活的优势,加强企业管理,与国内科研机构和骨干企业联系密切,销路广泛,产品随主机出口美、法、日等国。“成工液”成为成都市市级先进企业和科技明星企业。

产权转让前,“成工液”有厂房5600平方米,占地22.74亩,在册职工250人,其中30岁以下的有200人,工程技术人员32人,无离、退休职工。截止1993年12月31日,该厂拥有固定资产14006146元,流动资产9412543元,总资产23418689元,实有资本11744881元,产值2200000元,利润2052400元。

### 二、“成工液”产权交易的背景及目的

1994年是中国产权改革年。北京标准股份制咨询公司把工作重点转移到产权改革方面上,积极探索企业兼并与收购,抢占产权市场。1994年3月,由北京标准股份制咨询公司与中

国经济开发信托投资公司、中国农村发展信托投资公司、中国光大国际信托投资公司、华夏证券有限公司、南方证券有限公司北京分公司、国泰证券有限公司北京分公司和海南港澳国际信托投资公司等 16 家公司联合发起成立了国内第一家产权兼并经纪公司，中西企业兼并与收购公司（刘纪鹏任董事长。）中西企业兼并与收购公司（以下简称为“中西公司”）注册地成都，在四川开始从事产权经纪活动。当时中国沿海地区的第一开发阶段已完成，深度开发成本较高，改革重点正向内地推进，出现了南资西下、看好西南的景象。1993 年国务院将成都发展蓝图概括为：要成为西南地区的三个中心（金额、商贸、科技），两个枢纽（通讯、交通）。1994 年成都又被国家体改委批准为首批综合改革试点城市。构筑西南地区资本市场时机已经成熟。此外，中西部地区有很多含金量很高的国有企业，通过兼并商和投资人在资本市场上以产权交易的方式搞活企业，是构造现代企业制度的一种尝试。中西公司取名“中西”，意在推进中国经济改革与发展从东部向西部转移，同时推动中国企业与西方企业之间开展兼并与收购活动，帮助中国企业进入到国际市场竞争大舞台，加快中国市场经济与国际市场经济的接轨。

中西公司经过筛选，确定将“成工液”产权推向市场，主要是基于以下考虑：

工程机械行业是整个机械工业中效益最好的，国家把液压件行业列入“八五”、“九五”重点发展项目，四川省、成都市也把此行业作为发展机械工业的基础支柱产业，进行大力扶持，并提出“把成都建成全国集缸、泵、阀、液压元件、机电一体化等高科技综合产业的大型液压件基地”的号召。“成工液”为全国许多著名的工程机械企业进行配套生产，如给成都工程机械厂、黄河工程机械厂、天津工程机械厂、贵州矿山机械厂、徐州工程机械厂和天津市政工程公司等大型工程机械企业配套生产，因此，“成工液”的发展前景看好。

集体企业是产权改革中较难的部分，选择集体企业作为突破口具有挑战性。1994 年 7 月 1 日生效的《公司法》中没有“集体企业”的名字；“集体企业”是传统社会主义计划体制下五十年代以来形成的中国独有的复杂的经济现象。目前全国国有企业 130 万家，集体企业 500 多万家。国有企业的股权可以由国有资产经营公司等机构持有，集体企业怎么办？

“成工液”是效益较好的集体企业。1994 年末其净资产税后利润预计为 30%，按面值计算 1994 年最后 3 个月现金分红率在 12% 左右。此外，“成工液”净资产 1400 万元，本次平价转让的可流通量只有 686 万元。企业的盘子较小，有利于二级市场的操作。

作为“成工液”本身，其战略意图旨在通过产权交易理顺产权关系，从而建立现代企业制度。建立现代企业制度的核心是建立现代企业产权制度。“成工液”存在着产权归属不清等问题，通过产权转让，明晰产权，建立产权流动机制，企业置身于市场之中，同时也有利于国际市场接轨。

从全国液压油缸市场情况看，每年需求量约为 200 多万台，而“成工液”每年产量只有 2 万多台，因此市场潜力较大。从液压油缸技术发展看，未来竞争主要在产品档次和质量上。为此，企业需要注入资金，不断进行技术改造，以促进产品档次质量更上一层楼。因此，“成工液”希望在现行的有关政策允许的范围内，通过产权转让回收一部分货币资金，解决长期困扰企业流动资金不足、无法扩大生产规模和无力进行技术改造等问题，力争使企业有更快的发展速度，走上更高的发展水平，形成更大的规模经济效益。

### 三、“成工液”净资产产权分割式连续型交易模式简介

像“成工液”这样的小型企业就当时来说还难以通过股票市场进入资本市场,而只有通过产权交易,才有可能开辟进入中国资本市场的新途径。“成工液”净资产连续型交易模式开创了改造乡镇集体企业的先河,逐步发展成为“成都模式”,在成都产权交易中心上市的15家企业后来都大致按照这一模式进行的。

首先,构造产权主体,明晰产权。

为了明确产权持有的法人主体,并考虑到产权出售后,对出让所得资产的管理和运作及对未转让部分产权进行管理,在同液压件厂磋商的基础上,构建了“成都华大经济实业公司”(以下简称“华大公司”)。华大公司按照“城镇股份制企业”模式组建,注册资金为1400万元,其净资产产权的10%界定属乡政府,其余90%均为企业职工所有。华大公司作为独立法人经济实体在出让前持有“成工液”全部产权,出让后持有部分产权。华大公司将持有的净资产中的49%计686万元的产权转让。

其次,对净资产产权进行分割。

对“成工液”的686万元可流通的部分产权在进入一级市场之前标准化,分割为6860权(1权1000元),在进入二级市场(通过PRAQ系统挂牌交易)之前又分割为686万权(1权1元)。这样使得可流通产权的每一标准权(份)都具有明确的人格化主体和产权归属的独有性。

第三,一、二级市场衔接,进行连续型交易。

通过报刊公告,向社会发售“成工液”的686万元净资产产权,此为产权转让的一级市场,接着将已发售的686万标准权的产权通过成都产权交易中心的PRAQ系统挂牌交易,此为产权转让的二级市场。这样就有了一、二级衔接的产权转让市场机制,使产权流动,为企业净资产产权的保值、增值提供了重要保障。

#### 1. 一级市场产权发售

- (1)承销商选择:选择北京的券商(中国公司股东)与当地券商共同组成承销团。
- (2)承销方式:全额包销。
- (3)产权发售价:平价发行。
- (4)产权发售时间限制在一周之内。
- (5)发售方式:在产权发售时间内,按产权出资人出资先后,开出资款收据,待产权售完后,再换产权持有证。

(6)发售区域和对象:以四川省为发售区域范围,集中在成都、温江两地。发售对象为法律规定可以持有企业产权的中华人民共和国境内的法人和自然人。

#### 2. 二级市场进行连续型交易

- (1)总代理经纪机构:中西企业兼并与收购公司。
- (2)本次转让产权为本企业部分净资产产权,转让总量为6860000份。
- (3)本次转让产权经成都企业产权交易监督指导办公室批准于1994年8月8日起,在成都产权交易中心自动报价(PRAQ)系统进行转让交易,即无纸化等量产权连续竞价交易。
- (4)本次转让产权为平价转让,转让价10.10元/份(其中0.10元为手续费)。
- (5)受让对象:在产权经纪机构办理了开户登记,并持有成都产权交易中心代码卡的法人

和自然人。

(6) 产权受让(购买)出资方式:人民币现金受让(购买)。

(7) 产权转让及交易时间:1994年8月8日起(星期六、星期日休息)。

(8) 产权转让及交易地点:成都产权交易 PRAQ 系统。

(9) 产权交易开户及购买(受让)处:意欲购买(受让)产权的法人或个人,须办理产权交易开户手续,领取产权交易代码卡,凭卡认购(受让)交易产权。

产权交易开户手续由成都产权交易中心会员公司及指定的产权交易中介机构办理。

这种模式之所以取名为“连续型交易”,是由于当时人们的改革意识还存在着某种局限,还不能完全接受产权转让这一概念。实际上“连续型”交易就是指产权转让交易。

华大公司出让产权所得资金,采取协议方式作为长期负债供给“成工液”使用,利息从优。这样既不直接改变各产权持有人的持有比例,也区别于发行股票,突出了产权转让的特殊性,实现了产权转让的目的。三年以后,华大公司可以使用本次出让产权所得资金或自筹资金对“成工液”进行追加投资,这将增加新的产权,但其他产权持有人将按新的持有比例享有对追加产权投资形成效益的同等权利。这样保证了投资人近期和长远利益。

#### 四、资产评估

1. 评估机构:蜀都资产评估事务所

2. 评估方式

(1) 对固定资产的重置现值即净值采用净值法即成新率计算方法。

(2) 对固定资产的重置完全价值采用重置成本法和现行市价法。

(3) 对流动资产的评估价值,采用历史成本法和现行市价法。

(4) 对债权、债务及所有者权益和货币资金主要是进行账目核实。

3. 评估结果

单元:元

项目	评估前	评估后	增(减)值	增(减)%
全部资产(净值)	26029084.83	28116486.37	2087401.54	8.02
减:全部负债	13721479.92	13721476.92		
净资产金额	12307607.91	14395009.45	2087401.54	16.96

其中:本年未分配利润

352348.00

4. 产权结构简况

(1) 转让前产权结构:

以1994年3月31日为基准,经成都市蜀都资产评估事务所评估后,生产经营性净资产14395009.45元,考虑到其中包含本年度1-3月未分配利润(352343.00元)等因素,注册资金为1400万元。以每份产权含净资产10元为准,液压件厂的产权分为两部分:

产权总量	1400000 份	占 100%
成都华大经济实业公司	1260000 份	占 90%
温江县涌泉乡	140000 份	占 10%

(2) 转让后产权结构：

产权总量	1400000 份	占 100%
成都华大经济实业公司	574000 份	占 41%
其他产权持有人	686000 份	占 49%
温江县涌泉乡	140000 份	占 10%

### 五、“成工液”效益及其投资回报

1991 年以来 ,成工液实现利润以每年 20% 的速度递增。1994 年该厂税后利润预测为 374 万元 ,1994 年净资产税后利润率为 27% ,转让产权的新资金注入后净资产税后利润率超过 30%。此次转让后 “成工液”确保 94 年后三个月给投资者 12% 的现金回报 ,加权平均年回报率为 48%。1994 年会计决算完成后 ,1995 年初向投资人派发红利。

其盈利预测表如下：

单位 : 元

项目	1994 年	1995 年
销售收入	31638836.00	46323681.00
利润总额	5557041.90	6550447.70
税后利润	3736600.00	4388800.00

据悉 ,企业在产权转让后运转良好 ,生产保持良好的发展势头 ,管理也有所改善。

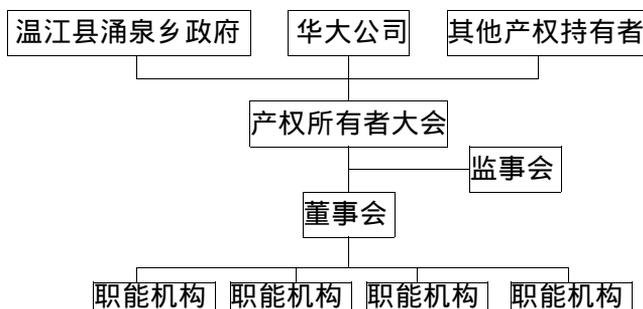
### 六、“成工液”公司制改组

此次产权转让结束后 “成工液”召开了“首届产权投资人代表大会” ,讨论并通过了公司章程 ,选举了首届公司董事会和监事会 ,以促进和完成企业由工厂制向公司制转化 ,按公司法要求规范自身。产权转让后的组织模式如下：

### 七、相关的法律及政策问题

此次成工液的产权转让与交易在某些方面做了尽可能的规范化工作。首先 ,为了进行标准化和规范化的产权转让与交易 ,参与成工液产权转让策划的中西公司与有关各方大力协调 ,制作了《成工液部分产权转让公告书》第 12 个规范性文件 ,这些文件严格遵守国家体改委体改办 [ 1993 ]192 号文件、成都市人民政府成府发 [ 1993 ]141 号、成办函 [ 1993 ]113 号文件和《成都产

权交易暂行办法》等有关规定。其次,产权转让与交易经过了产权所有人和企业职工代表大会的表决通过,并获得了成都产权交易管理机关和产权交易机构的批准。第三,成工液产权转让经过了已取得法定资格的产权转让经纪咨询机构(中西公司)、律师事务所(法律意见书)、会计师事务所(财务审计报告)、资产评估事务所(资产评估报告)、产权托管交易机械等的有关财务、法律等咨询鉴定,符合产权转让与交易市场化操作所要达到的各项规范化和标准化要求。第四,转让过程遵照了有关政策法律规定,产权转让履行了信息公告义务。如发起、召开了“企业净资产连续型交易研讨会及成工液产权分割转让发布会”,在《四川证券投资报》等地方报上刊登了《成工液产权转让公告书》等,这都体现了产权转让与挂牌交易的公平、公正与公开原则。



成工液的净资产产权分割式连续型交易属国内首创的新的产权交易模式,出现了一些值得注意和令人深思的新问题,如作为产权主体持有成工液产权而专门成立的华大公司又该如何改造?(这有待国家出台新的政策作最后的界定);产权转让和股票交易的异同,产权转让收入及企业债务的处理,转让后企业如何从工厂形态向公司制形态的转换,中介机构及产权中心如何对挂牌企业进行监管和辅导,以确保投资人的长远利益,产权市场中经纪人的资格及席位的取得,产权市场中经纪人的开户、交割及结算等等问题。

像“成工液”这样的小型乡镇集体企业,由于受到股票上市严格条件的限制,难以进行直接融资,而采用了净资产连续型交易模式。这是地方、企业为追求和推动自身发展而进行直接融资的一种变通。这一案例尽管在实践中有不规范之嫌,但很有在理论上进行进一步探讨的价值。因为任何事物的发展都有其发展过程,在中国的经济改革中尤其如此。

## 第十六节 中国一汽并购吉林轻型

1991年6月28日,中国第一汽车集团(以下简称“一汽”)以分期资金补偿的方式,与吉林市人民政府正式签订协议,购买吉林轻型车厂(以下简称“吉轻”)的全部产权。在此稍前的3月1日,一汽以同样的方式收购了长春轻型车厂、长春轻型发动机厂和长春齿轮厂等;在此稍后,又无偿兼并了哈尔滨星光机器厂。一汽收购吉轻等企业,是国内迄今为止最早的系列收购行为。这种系列收购,当时似乎没有引起在国内外汽车同行业、企业界、金融界和理论界中多大的反响。但是,在5年之后的追踪调查中,我们发现,一汽的这种系列收购形式之中寓含着

深刻内容。它不仅盘活了巨额的存量资产,提高了资本集中经营度,而且实现了产品结构的级次分工,大幅度提高了市场占有率,还以同类优质产品紧密包围的策略,完成了对上市公司的收购。

## 一、收购前双方的基本情况

### 1. 一汽的基本情况

一汽是在国家第一个五年计划期间,作为当时156个国家重点工程之一,全部由中央财政投资而建立的。从投资建成到第五个五年计划末,一汽基本上以前苏联的技术为主,几十年一贯制地生产重型汽车。第六个五年计划期间,企业着力进行技术改造,推动产品生产多样化。在国家政策的支持下,一汽开始进行自我开发、自筹资金的“第二次创业”,一举取得了跳跃式的发展。“七五”期间,为了改变我国汽车工业“缺重、少轻、轿车近于空白”的落后局面,国家计划以一汽为龙头,联合地方力量,建设一个多品种、系列化的轻型车生产基地,并同时在一汽中型车基地进行改造、扩建。1985年,国务院以(85)国函114号文批准一汽“七五”工厂扩建和改造设计任务书,要求一汽发展轻型车。根据国家建立东北、南京、北京、四川军工四个轻型车生产基地的计划,一汽应要联合地方和军工企业,统一规划、合理分工,形成东北轻型车生产基地,年生产能力要求达到6万辆。按照该项计划,一汽在老厂的西边征了近7000亩地,计划建轻型车厂。但是,由于中央与地方利益的冲突以及轻型车投放市场的有利可图,地方政府也在纷纷建造自己统辖的轻型车厂。比如说,当时吉林省内的长春市、吉林市在上马两家轻型车厂,一汽北面的哈尔滨星光机器厂和南面的沈阳金杯汽车制造厂也上马了轻型车。因此,一汽的轻型车上马后,很有可能会立即处于地方轻型车厂的四面包围之中。轻型车的这种分散上马的状况必然使轻型车的市场销售处于恶性竞争之中,而且也不利于轻型车厂的规模生产。

面对这样状况,一汽果断决定并采取了与吉林轻型车厂以及长春轻型车厂、长春轻型发动机厂、长春齿轮车厂松散联营的办法(到1986年又发展成紧密联营的合作伙伴)。联营以投资分利为主要内容,实行生产、经营、管理一体化,但资产还隶属不同的投资主体。在联营中,一汽分别向各厂派出技术人员、管理人员,但是由于存在利益冲突以及观念转变的滞后,这种紧密联营越往前发展,困难越大,以致不仅轻型车的生产规模上不去,产品质量也不尽人意。市场占有率越来越小了。一汽的紧密联营的策略走进了低谷。

### 2. 吉林轻型车厂等企业的基本情况

吉轻原为吉林市汽车工业总公司,隶属于吉林市政府,从财产性质来说,属于地方性的国有企业。80年代中期,地方政府利用出口苞米换取的外汇投资建起了吉林轻型车厂,先期以微型车为主,后转产轻型车。吉轻在被收购前的主导产品是CA6440轻型客车,该产品是90年代初从日本引进的,全部采用进口件生产,完全成本高达20.8万元,而用18万元的价位推向市场用户也不接受。在这种高成本生产机制下,企业负债率迅速增加,亏损日益严重。

长春轻型车厂(以下简称“长轻”)原为长春东风汽车制造厂,属于地方性国有企业。从70年代以来,一直以CD130型二吨轻型货车为主导产品,该产品是自己试制的,生产水平低,产品工艺管理落后,生产规模很小,利润率很低。1986年5月16日成为一汽紧密联营厂以后,本该利用一汽的技术和管理很快发展,但是由于资产所属主体的不同,产品开发、技术改造等困难重重,到80年代末和90年代初已陷入严重亏损的境地。

长春轻型发动机厂(以下简称“长轻机”)和长春市齿轮厂(以下简称“长齿”),属于地方性国有企业,主导产品为轻型发动机和变速箱,其产品属于轻型厂的主要配件。被收购前,已是一汽紧密联营型企业。

### 二、一汽收购吉轻的目的及交易方式

吉轻等三家企业在被收购前都已实现了与一汽的紧密联营,按理说这可以实现轻型车生产的社会协作和合理分工。事实上,为了早日使东北轻型车生产基地建成,一汽也是在朝着这一方向努力。一汽在与这四家企业紧密联营以后,就投入了大量的技术力量和管理干部,实现了生产经营管理一体化。但是,由于没有实现资产一体化,一汽与这四家联营厂之间的矛盾冲突越来越严重了,它们主要表现在:

(1)吉轻属于吉林市预算内企业,利税上缴吉林市财政;长轻、长轻机、长齿属于长春市预算内企业,利税上缴长春市财政;各自所属的预算体系不同,在利税的分配上存在着冲突和矛盾。而一汽属于中央预算内企业,利税上缴财政部。

(2)干部的管理属于各自不同的组织部门。虽然一汽往四家企业派去了管理人员,但是一汽的管理思想及措施不仅不能被地方企业的干部职工所接受,而且其工作还处处受到牵制。

(3)紧密联营以后,吉轻等企业仍属地方企业,企业干部和职工在心理上想成为“一汽人”的想法难以兑现,积极性调动不起来。

(4)资产重组、财务统一核算与半成品统一调拨,仍然困难重重。由于资产所属主体不同,一汽的资产既进不了吉轻这四家企业中,这四家企业的资产也置换不出来,同时吉轻与长轻、长轻机、长齿的资产互相置换也不可能。按照规模级次分工,吉轻主要生产一吨级卡车整车(其底盘由长轻提供)、一吨级11座厢式车(其底盘由长轻提供)、二吨级驾驶台,长轻主要生产二吨级卡车整车(其驾驶台由吉轻提供)、二吨级车底盘、一吨级车底盘,吉轻与长轻生产整车所需的变速箱和发动机由长齿、长轻机提供。资产隶属主体的不同,使得这种规模级次分工根本无法实现。

联营中出现的冲突与困难,使得一汽不得不改变依赖与地方企业联营建立东北轻型车基地的想法。因此,收购这四家企业的计划提上了议事日程。从形式来讲,收购可以增大一汽的资产总量(但是,这显然不是一汽的目的);其收购的真实目的在于实现存量资产重组,完成规模级次分工,使轻型车生产从单纯依赖摊子、上项目的外延扩大再生产方式转移到从存量调整为主,少投入、多产出的轨道上来。

由于一汽、吉轻等企业分属于不同的财政预算体系,因此,采取何种形式收购就显得颇费周折。当时财政部主张无偿划拨。但是这种主张,无论是吉林市政府,还是长春市政府,都不赞成。因为吉轻等企业是吉林市、长春市依靠地方财政投资建立的,无偿划拨会影响地方的财政收入。现金收购的方式也行不通,因为一汽正处于大规模产品转型时期,不可能拿出相当数量的资金去进行收购。经过多方协商及有关专家建议,决定实行“承担债务、分期补偿”的收购方式。一汽对吉林市的补偿:1992、1993年每年补偿1000万元;1994年至1996年,以1000万元为基数每年递增5%进行补偿;1997年至2011年以1996年当年补偿额为基数,每年递增10%进行补偿,补偿期截止至2011年12月31日。一汽对长春市的补偿:从1993年开始,第一年基数为500万元,每年按10%比率递增,总补偿期为15年,无论是对吉林市、还是对长春

市的补偿,其补偿金从一汽所收购企业逐年创收的利润中支出,如果所收购企业经营亏损或当年创收不足,则由一汽用自有资金补足。(补偿金实行所得税前付款。)

需要说明的几点是:

(1)关于资产评估。双方(一汽与吉林市政府、一汽与长春市政府)经过协商,一致同意不再对被收购企业的资产进行重新评估,以1987年协议书数(当时实行联营的协议资产数)和目前(1991年)的账面数额为依据。对于集体所有制资产部分不再剔出,包括在企业总资产中。地方政府所获得的补偿资金额与当时被收购企业的账面净资产基本相等。

(2)关于员工安排。吉轻与长春市三家企业的员工(1991年在册人员),由一汽全部接收,不再分流和裁员。员工的原所有制身份不变,劳动工资关系纳入一汽体系,按照一汽的标准确立。

(3)关于被收购企业原有的附属集体企业的处置。集体企业不再拨离,也不移交地方政府,一并纳入一汽,由一汽集体企业管理处归口管理,其所有制性质不变,独立核算、自负盈亏的经济实体地位不变。

(4)关于法人资格。吉轻并入一汽后,随一汽转为中央直属企业,取消原企业法人,但考虑到不影响吉林市地方税收,一汽应依法设立其为一汽属下独立核算的二级企业法人。一汽对该厂实行人、财、物、产、供、销“六统一”管理,在一汽内部调拨原材料、燃料及汽车零部件等。其税款由吉林市征收,不重复纳税,也不再向吉林市上缴利润。长轻、长轻机、长齿被收购后,被取消法人资格,与一汽各专业厂之间是内部配套关系。其财税渠道划归一汽,与长春市地方财政脱钩,不再向地方政府上缴利润,税款按国家有关规定,由一汽统一缴纳。

(5)关于债权债务。吉轻的全部债权、债务、亏损由一汽承担,长轻、长轻机、长齿的债权、债务、亏损也由一汽承担。同时,吉林市政府以退税、让利或其他方式借给吉轻使用的资金不再抽回,也不再作为市政府对该厂的资本投入。

### 三、一汽并购后的资产重组及对企业制度的改造

一汽对吉轻等企业的收购,是着眼于建设6万辆轻型厂基地这一目标。收购完成以后,一汽立即着手进行资产重组和企业制度改造。

(1)财务改造。吉轻、长轻、长齿和长轻机等4家企业被收购以后,被纳入了一汽的财务体系。(即使吉轻为一汽下属的独立核算的二级企业法人,财务仍由一汽统一管理。)统一的财务结算与管理,为一汽收购后的资产重组奠定了基础。一汽在资产重组中,确立了以资产增量带动资产存量的调整方针。存量调整表现在两个方面,一是要使4家被收购地方企业的存量得到重新配置,另一是要使一汽原有的中型车厂潜在闲置资源一并纳入调整当中,节省轻型车生产的增量投入。按照新的财务管理,一汽对19个中型车厂与4家被收购的地方企业的资产实行统一调拨。当然,这种调拨主要体现在原材料、汽车配件统一使用的价值上。通过资产重组,一汽原来的19个中型车专业厂既能为中型车配套,又能为轻型车配套。这一方面提高了这些中型车厂的生产能力,另一方面又减少了对轻型厂生产的资本投入。通过这种资产重组,使一汽轻型车基地的建设节省了4-5亿元,投产时间提前了两年。

(2)组织管理的改造。一汽收购这4家地方企业以后,给它们注入了必要的资金,更重要的是下大功夫使这4家企业在管理方式和管理水平上与一汽并轨。一汽往各家企业派出分厂

高层和分厂中层的管理干部,把一汽的管理思想带进各家企业。为了使地方企业的领导干部转变观念,接受新的管理方式,把原地方企业厂一级的干部调到一汽大本营任职1-2年,然后再派回原企业。应该说一汽的这种做法是成功的,因为凡是在一汽大本营工作过的原地方企业干部,再回到原企业时,处处会以“一汽人”的身份来自觉地贯彻一汽的管理思想。除此以外,一汽还通过各种办班形式,对原地方企业职工进行轮流培训。可以说,一汽的这种培训,比较被收购企业注入资金更加重要。经过对组织管理的改造,使被收购的4家企业,从干部到职工都明确了这样一条原则:企业的发展必须立足于先进的管理,要通过生产方式的变革推动资源的优化配置。

(3)技术改造。一汽对被收购企业的资金注入主要是用来进行技术改造。轻型车基地建设坚持走技术引进与自主开发相结合、以自主开发为主的道路。吉轻主导产品之一CA6440轻型客车原先是引进日本的产品,单车完全生产成品20.8万元,并购后,在一汽技术人员的指导下,对该车生产线进行了引进后的吸收、消化和创新改造。到1995年11月,基本上实现了部件国产化,从而单车成本大幅度下降了,CA6440轻型客车以11.8万元价位推向市场,市场占有率得以迅速提高。长轻的主导产品二吨车CA1040系列和一吨CA1020系列前后桥总成,是按照自主开发为主与必要的技术引进相结合而开发设计的,通过改进与引进技术,在结构性能、可靠性等方面有了显著进步,如采用从美国克莱斯勒公司引进的CA488型发动机,采用从日本日产公司Cabstar系列驾驶室,采用从英国引进的AP公司的带扭转减震器的膜片离合器,以及采用一汽研究所自行设计的CAS5-20B1型五档带同步器变速箱等。长轻机附件依靠自己开发,但关键设备不惜重金从国外引进,如花外汇300万美元购进法国SIFA公司两工位重力浇铸机,从而实现了CA488铝盖自动化浇铸,使产品完全合乎质量要求并顺利地通过从美国克莱斯勒公司引进的缸盖加工自动生产线;又如为生产进气歧管,特地从美国VULCAN工程公司引进90年代最新工艺消失模生产工艺和关键设备。长齿以生产变速箱为主,经过几年的技术改造,所生产的CAS5-20变速箱达到年产30万台的规模,并于1994年荣获“国家名牌产品”称号。通过技术改造,一汽生产的轻型车其外观、性能、价格已经受到用户欢迎,并显示出较强的市场竞争能力。

(4)产品结构调整。并购之前,吉轻和长轻的产品是基本类同的,就整车生产而言是小而全。并购之后,各自的轻型车产品制造被统一到一个制造体系上来,依据各自的优势,进行了结构分工。如吉轻除了生产一吨整车外,还重点生产二吨驾驶室,为长轻及全国各地其他厂家配套;吉轻除了生产二吨整车外,还重点生产底盘,所生产的二吨车、一吨车底盘,不仅为自己的整车、吉轻的整车配套,还可为其他轻型车厂配套。经过结构调整,不仅使企业可按自己的技术优势提高轻型车某一部件的质量,而且实现了规模生产,使企业形成更大范围的协作分工,最终使一汽轻型车生产在全国同行业显出较强的优势。

### 四、从一汽的系列化收购行为得出的结论

按照西方企业购并的程序,在许多环节上,一汽的系列收购行为不算十分规范。但是毕竟中国目前的经济环境和企业结构与成熟发达的市场经济国家有很大差别,因此,就中国的国情来看,一汽的系列收购行为有许多值得推广与借鉴的经验。

(1)以企业为主体的无偿(或适当补偿)兼并方式,可以从整体上推动国有资产存量的调

整。一汽的系列收购行为,自始至终是在双方协议的前提下完成的。无论是从收购方来看,还是从被收购方的投资主体来看,通过购并获取利润的动机是小的、甚至是没有的。被收购方的投资主体虽然获得一定的补偿,但这种补偿是对存量资产调整后的一种追加。就一汽来说,用对被收购企业注入的技改资金,足以重新建造一个轻型车生产厂。但是这样做的结果,会导致已有资源的大量闲置。一汽对这四家企业收购后的改造,既投入了硬件,又投入了软件,短期内花费的力气不亚于建一个新厂。就一汽的投资效率来看,在短期内是比较低的。但从社会以及较长的时间来看资源的配置效率是高的。在我国目前存量资产大量凝固的条件下,以企业为主体的无偿兼并方式,有利于盘活存量,便于用资产增量带动资产存量的调整和改组。虽然中央直属企业、地方国有企业所占用的国有资产,分别隶属不同的投资主体,但就盘活存量、搞好国有经济这一目标来说,应该是中央政府、地方政府共同努力的方向。着重于以企业为主体的无偿兼并,或许会影响地方政府的眼前利益,但就长远来看,只有整个国有经济的搞活,才能从根本上带动地方经济的发展。

(2)以产权为纽带重组国有资产,是实现国家产业结构调整、促进产业政策到位的有效途径。行业分散、重复生产、小而全是目前中国国有经济的通病。产品的高精尖低成本与资本集中密切相联,支柱产业必须有足够高的资本集中度。中国汽车产业至今难以成为国民经济支柱产业,除了起步晚以外,主要在于汽车工业的散、乱、差。这样不仅质量无法提高,级次分工也难以实现。吉轻等四家企业并入一汽集团后,使原来三个轻型车产品体系统一到一个制造体系上来了。在这个制造体系中,一汽以它先进的动力总成和底盘系列化的优势,在治理全国轻型车生产散、乱、差方面发挥了重要作用。面对一汽轻型车的强大压力,规模小、产品质量差的轻型车厂的产品被迫退出市场,具备一定规模的轻型车厂,要么被迫提高质量、扩大规模,要么主动要求与一汽联合。一汽对哈尔滨星光机器厂、沈阳金杯的兼并,就很好地说明了这一点。哈星光、沈阳金杯都是在一汽轻型车对市场大份额占领下主动要求兼并的。从表面上看,一汽对金杯的收购是强强联合。而实际上是在市场竞争中,强对弱的吞并。依赖产权这条纽带,一汽完成了对东北轻型车生产的统一。按照发展规划,哈星光、沈阳金杯这两个轻型车生产厂都要统一到一个制造体系中,实现产品系列的统一分工。一汽通过并购对轻型车生产散、乱、差治理的经验,是可以推广到轿车生产领域的。

(3)企业通过负债获得的资金应该主要用于进行技术改造,推出能够占领市场的产品,做到以负债盘活存量。一汽“六五”换型改造和“七五”轻轿基地的建设,国家本金的注入是极少的,其主要是依赖自我积累和负债来完成的。但一汽的负债主要用来进行高难的技术改造,且为了降低成本,技术改造的基点放在主要靠自己力量上。一系列占领市场的产品推出以后,一汽的经济效益开始逐年成倍甚至成数倍地增长。因此我们可以说,在目前中央财政与地方财政日渐吃紧、对国有企业本金的注入不会有大幅度提高的情况下,依靠负债盘活存量资产,是一条较好的道路。一汽成功经验,就在于把负债与开发新产品有机地结合起来。

## 第十七节 北京金昌和袁敬民收购‘郑州百文’股权

### 一、“郑州百文”事件案例背景

#### 1.“郑州百文”公司背景材料

(1)公司概况。郑州百文股份有限公司(以下简称“郑州百文”或“百文”)属一家商业企业,成立于1989年9月11日,注册地点为河南省郑州市南阳路2号,法定代表人为李福乾。1996年4月18日在上海证券交易所挂牌交易。公司的经营方式是批发、零售、进出口贸易、生产、加工和租赁等。经营范围是百货、文化用品、五金交电、油墨及印刷器材、家具、食品、针纺织品、烟酒、金银首饰、化工产品、机电产品和家电维修等。公司下设8个处室、17个专业分公司、5个进出口公司以及126个商品经营部,拥有3家合资合作企业,营业面积达48000平方米。公司自1991年以来,连续三次被评为全国500家最大服务企业之一;在1994年全国300家最大股份制企业评选中,排名批发零售贸易业第23位;1994年9月,公司获得对外贸易经济合作部批准的进出口业务经营权,开始从事本系统商品的进出口及委托代理进出口业务等。

(2)公司股票发行情况及股权形成状况在公司的历史上,曾三次发行过股票

第一次:1988年12月27日——1989年1月17日,每股200元。

第二次:1992年12月10日——1992年12月30日,国家股,每股1元,法人股和社会公众股,每股2.5元。

第三次:取得河南省1995年度新股发行额度5049万股,即本次发行。

股本变动过程如下(单位:万元)

时间	1998年12月 股份公司成立		1992年7月 股份制规范化		1992年12月 增资扩股	
	股本额	比例(%)	股本额	比例(%)	股本额	比例(%)
股权结构						
总股本	1795.6	100	1795.6	100	10348.01	100
固定持股	933.4	51.9	933.4	51.98	1561.01	15.08
企业持股	462.2	25.74				
法人持股			462.2	25.74	3638	35.16
社会公众持股	400	22.28	400	22.28	5149	49.76

经本次发行后,公司的总股本为10348.01万股,股本结构如下:

国家持股	1561.01万股	占总股本 15.08%
法人持股	3638万股	占总股本 35.16%
社会公众持股	5149万股	占总股本 49.76%

(3)公司的经营业绩及财务状况。

### 第三篇 公司购并实务

公司 1993、1994 和 1995 年度的经营业绩列示如下 (单位 :千元)

项目	1995 年	1994 年	1993 年
主营业务收入	1388518	795807	819759
主营业务利润	30619	27157	27586
营业利润	34869	29468	27586
利润总额	41305	37559	33718
减 :应缴所得税	13470	12591	11227
税后利润	27404	25129	22573

截止 1992 年 12 月 31 日 ,公司股东权益总计 221357834.12 元 ,与股东权益相关的资产总额为 :363161098.82 元 ,负债总额为 :141803264.70 元。

公司主要财务指标

指标名称	1995 年	1994 年	增长数
流动比率	1.25	1.51	- 17.2%
速动比率	0.74	0.92	- 19.6%
应收账款周转率	26.1 次	12.9 次	+ 102.3%
存货周转率	6.9 次	4.6 次	+ 50%
股东权益比率	31.91%	45.78%	- 30.3%
每股税后利润	0.26 元	0.24 元	+ 8.3%
每股净资产	2.25 元	2.42 元	- 7%
净资产收益率	11.74%	10.03%	+ 17%

公司盈利预测表(单位 :万元)

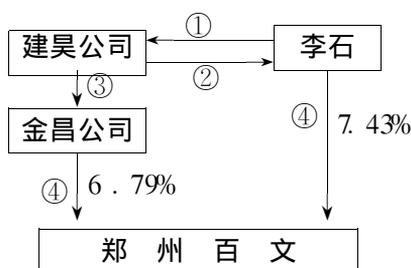
项目	1996 年度
一、主营业务收入	158263.00
二、主营业务利润	3754.60
三、营业利润	3914.60
加 :投资收益	640.00
营业外收入	96.00
减 :营业外支出	30.00
四、利润总额	4620.60
减 :所得税	1524.80
五、税后利润	3095.80

#### 2. 收购方背景材料

北京建昊实业公司是一家综合型的集团性公司 ,业务主要涉及“三高”农业、制药、生物工

程、工程建设、宾馆、餐饮和旅游等，资产总值达 10 亿余元。北京金昌投资咨询服务公司系中国建昊实业公司下属全资子公司，具有独立法人资格。

三者的关系如下图所示：



注 ①表明业务往来 ②表明融资信誉担保 ③表明全资子公司 ④表明收购行为。

### 3. 收购过程

“郑州百文”1996年4月18日在上海证券交易所挂牌上市，在上市的第十天以后，其成交量不断放大，而且价格也跟着上涨，呈现量价统一的趋势。

1996年4月29日“郑州百文”股票以每股8.5元收盘，成交量为49329409股，成交金额376838539元。

1996年5月10日，成交量3869173股，成交金额30663992元。

从每日股市行情表可以看出，从4月下旬至5月上旬，郑州百文股份的成交量、成交金额及股价都在持续放大，其成交量始终名列商业类股票的第一位。

1996年5月9日，金昌公司发表公告：公告称截止1996年5月9日，该公司通过上海证券交易所的交易系统，共购入郑州百文股份有限公司普通股7124797股，占郑州百文股份总额的6.88%。据金昌公司的人士称，金昌公司是在5月9日上午拿到交割单后才发觉持有郑州百文的股份达到该公司总股本的6.88%，因此未能在持股达5%时即时公告，由于金昌公司此次“举牌”，郑州百文于5月10日上午停牌半天。

5月11日，事件又有了令人颇感惊奇的发展。据上证交易所和“郑州百文”公司分别发布的公告称，除北京金昌投资咨询公司已持有“百文”6.88%的A股外，另有个人投资者袁敬民也已持有该公司股票7685445股，占“百文”公司总股本的7.43%。由于一个个人投资者在二级市场上“举牌”持有一家上市公司如此大额股份，在中国证券市场上尚属首次，尤其是个人投资者和机构投资者几乎在同时对同一家上市公司“举牌”，更引起了市场投资者的关注。

与此同时，对个人投资者袁敬民持有“郑州百文”7.43%的股票一事及其持有的过程也引起了其他投资者关注与疑问：主要涉及袁敬民是在什么时候，以何种方式，在多长时间里购进郑州百文如此巨额的股份？交易所和有关方面是在什么时候、如何发现这个问题的？中国的证券监管当局对这一行为将做出什么反应？

对这一收购行为，“郑州百文”领导层始终保持一种低调的处理态度，除了法律规定的日常报告（包括向上交所和证监会）和公告外，并未对外公布任何消息，也未表示出任何采取反收购行动的可能性。据金昌公司总经理袁宝憬表示，金昌公司已于5月9日给郑州百文发去传真，但对方至今尚未回音。

金昌公司有关人士在谈及此事时，认为大量购进百文股票是一种善意的参股行为，是一种

纯粹的投资行为,是受其母公司建昊集团的委派进行的股票投资行为。金昌选择郑州百文的原因是:①郑州百文的地理位置和竞争环境相当不错,本身又是含权股,分红方案也不错,建昊集团希望通过收购参股以填补其在商业上的空白;②在郑州百文的股权结构一级市场上比较分散,收购起来肯定非常吃力,因而通过二级市场来收购郑州百文相对来说比较顺利,费用支付上也不致于很艰难。

### 4. 调查与处理结果

中国证监会经过调查,认为在“郑州百文”股票交易过程中,金昌公司和袁敬民股票账户的实际操作者李石存在着违规行为,是此事件的责任者。中国证监会指出,金昌公司在5月8日所持“郑州百文”股票已占郑州百文公司发行在外的普通股的6.79%,超过《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称“股票条例”)所规定5%的公告持股比例,但金昌公司5月9日在进行公告之前仍买入该种股票,违反了《股票条例》的有关规定,属违规行为;李石在5月9日持有“郑州百文”股票占该公司发行在外的普通股的7.43%,大大超过《股票条例》中所规定的5‰的个人持股限额,属违规行为)。

同时,中国证监会还指出,金昌公司是中国建昊公司的全资子公司,其资本金由建昊公司拨付,李石与建昊公司具有资金和其他经济往来关系,此外建昊公司还为李石股票交易融资提供信誉担保。事实表明,金昌公司和李石具有共同的资金来源,他们的证券交易资金大部分是由建昊公司提供的。金昌公司和李石在4月24日至5月9日期间大量购入“郑州百文”同一种股票,已构成操纵市场行为。只是上交所和中国证监会及时发现,他们的行为才未造成股价急剧波动的严重后果。

基于以上理由与事实,中国证监会对金昌公司与李石做出三项处罚决定:

(1)对金昌公司5月9日在作出报告前仍买入郑州百文股票的行为处以5万元的罚款;

(2)对李石超比例持有“郑州百文”股票的行为处以3万元的罚款,同时强制李石在上交所监督下于30个交易日内售出其超比例持有的“郑州百文”股票,出售超比例股票如果有盈利,予以没收。

(3)对金昌公司和李石的操纵市场行为分别予以警告处分。

### 5. 事后发展

金昌公司新任总经理马君伟6月13日表示决心认真吸取百文事件教训,遵守证券市场的行为规范。10月11日,金昌公司宣布将其对“郑州百文”的持股数为6.88%下降至4.548%,并于该公告发布之日起开始出售其流通股。

中国证监会要求上海、深圳证券交易所近期内对个人持股超比例情况进行一次全面检查,以防止此类事件再次发生。

## 二、“郑州百文”事件引发的法律思考

### 1. 背景案例

郑州百文股份有限公司(以下简称“郑州百文”)是1996年4月18日在上海证券交易所上市的一家服务性公司,在上市才15个交易日(即1996年5月9日)时,北京金昌投资咨询服务公司(以下简称“金昌公司”)发表公告称该公司通过上交所的交易系统共购入“郑州百文”普通股7124797股,占“郑州百文”股份总额的6.88%,成为该上市公司的第二大股东。时隔一天,

事情又有了出人意料的变化,一位名叫袁敬民的个人投资者因拥有“郑州百文”的流通股7685445股,占“郑州百文”股权总额的7.43%,一跃成为该公司的第二大股东。对于“郑州百文”股票在二级市场被大量收购的事件,上交所公告表示已将此情况专函报中国证监会;“郑州百文”公司的公告称已向中国证监会、上海证交所作出书面报告,并向上交所提出5月10日下午继续停牌的申请。

中国证监会经过调查指出:

(1)金昌公司在5月8日所持郑州百文股票已占郑州百文公司发行在外的普通股的6.79%,超过《股票发行与交易管理暂行条例》(简称《股票条例》)所规定5%的公告持股比例,但金昌公司5月9日在进行公告之前仍买入该种股票,违反了《股票条例》的有关规定,属违规行为。

(2)袁敬民股票账户的实际操作者李石在5月9日持有郑州百文股票占该公司发行在外的普通股的7.43%,大大超过《股票条例》中的规定的5‰个人持股限额,属违规行为。

(3)金昌公司是北京建昊实业公司的全资子公司,其资本金由建昊公司拨付,李石与建昊公司具有资金和其他经济往来,此外,建昊公司还为李石股票交易提供信誉担保。因此,金昌公司和李石具有共同的资金来源,大量连续购入同一种股票,已构成操纵市场行为。

基于以上事实与理由,中国证监会做出如下处理方案:

(1)对金昌公司5月9日在作出报告前仍买入郑州百文股票的行为处以5万元的罚款;

(2)对李石超比例持有郑州百文股票的行为处以3万元的罚款,同时强制李石在上交所监督下于30个交易日融资日内售出其超比例持有的郑州百文股票,出售超比例股票如有盈利予以没收;

(3)对金昌公司和李石的操纵市场行为予以警告处分。

### 2. 值得思考的法律问题

(1)信息披露制度。上市公司购并的有关当事人必须履行信息披露义务。根据现代证券法理论,这种披露不只是形式的要求,还包括内容方面的要求,即信息的披露必须真实、准确、完整,这是证券法公开原则的实质体现。但在“郑州百文”事件中却有以下问题值得深思。

①信息披露的时间点:按照《股票条例》第四十七条规定:正确合法的披露时间点应当是在法人直接或间接持有一上市公司发行在外的普通股达5%的发生之日起的三个工作日内,且在作出报告并公告之日起二个工作日内和作出报告前,不得再行直接或间接买入或卖出该种股票。如果按照这条规定,那么其必然的逻辑结论是:金昌公司在5月9日公布持有郑州百文6.88%流通股在时间点上违反了信息披露的要求。同样,尽管对个人持股目前法律没有规定信息披露义务,但由于《股票条例》第四十六条规定:任何个人不得持有一个上市公司5‰以上发行在外的普通股,因此在事实上也存在一个时间点,超过这一时间点的交易行为便属违规。

由于目前上海证券交易所缺乏清算交割的预警系统,使得投资者在超过法定信息披露的时间点后不但无法立即知道,而且还可以继续买进或卖出该种股票。而一个善意的投资者尽管对自己的行为可以预测,但无法那么准确地判别究竟在哪一笔交易上他已经达到了法定披露义务的时间点,即究竟其交易成交与否,成交量与公司流通股部分的比例究竟有多少?由于这一事实的存在,使《股票条例》对信息披露起算时间点往往被一些技术问题所耽搁,这就产生了对违规行为处理时会难免遇到的证券法上的麻烦,即必须采取法律推定的方式,推定某一现实投资者在当时知道或者应当知道其该项交易已经达到法定信息披露的时间点,然而这种推

定在实际效果上是加大收购者的法律风险与收购成本,同时也是不合理地将外在风险转嫁到投资者的身上。

②信息披露的形式与内容:根据《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》第二十条规定:法人发生《股票条例》第四十七条所列的持股,应当按照证监会制定的准则规定的内容和格式,将有关情况刊登在至少一种证监会指定的全国性报刊上。然而证监会目前并没有专门制订出涉及法人持股达5%以后公告的有关格式与必要条款,因此它并没有解决所有相关的问题。如投资者应公布多少与其持股有关的情况为宜,是否包括其自身的背景资料、持股数量及比例?再如公告公布的时间、方式、发出公告的时机、公布的方式如何细化(如应包括存放于指定场所备查、交易所内部发布的消息、电脑联网系统显示、指定报刊公布等等)。此外还应给公众一定的时间来吸收、消化该消息(这里含该股票停牌的时间和该股东在报告后不能继续交易的时间等)然而在“郑州百文”收购事件中,收购方与被收购方(或称目标公司)均未以正式公告在指定报刊上披露有关信息(只有一些记者采访报道),因此投资者无法评价其披露内容的及时、真实、完整与否,在此似乎信息披露义务成为一种约定义务,而不再是一种强制性的法定义务。

③信息披露制度的利益平衡问题:在上市公司收购中,信息披露制度应解决两方面利益平衡问题:其一是信息充分公开,以便投资者得以根据更加充分的信息做出投资风险的判断;其二是我们又不能走得太远——限制收购,人为地使购并方提高收购成本,久而久之反而对中小股东的长远利益产生负面影响。在“郑州百文”收购事件中,金昌公司的参股行为在很大程度上是一种企业投资行为。之所以选择郑州百文,是因为其是一家新上市公司,拥有外贸经营权,且每股盈利能力较好,能够填补建昊公司在商业上的空白。

如果给善意收购(判断善意与恶意并不以行为违规与否为标准,而是以收购者目标意图为判断标准)设置太多成本或法律障碍,事实上购并方会放弃走扩展发展的道路;即便收购成功,对于购并方而言,也许并不意味着成效最优化。就在证监会对“郑州百文”事件做出处理后的1996年10月11日,金昌公司决定减少持有郑州百文流通股份,将其占有额从6.88%下降至4.548%。对于这一决定,在此并不排除其他方面的原因(如投资需求),但确能感觉到目前购并法规对一家积极进行购并的公司带来的负面效应。

(2)5%与5‰合理性的思考。“郑州百文”事件中的金昌公司与李石行为违规的主要原因是其突破了目前法律要求的披露点持股数和法律许可的持股数。《股票条例》第四十六条与第四十七条对法人与个人收购持股比例分别做出5%和5‰的规定是否合理,目前在购并事件中频繁出现的违规行为是否也反映了这一比例的合理性?这是由“郑州百文”事件引发的第二个思考。

首先,对法人持股5%的规定,就目前看来,有重新思考的必要:

①这一比例是三年前制定的,已经难以满足不断扩大的资本市场中机构投资者的投资需求;

②购并是实现资源重新配置积极方式,对收购行为加以过于严格的限制显然已不合时宜,事实上到目前为止我国证券市场发生的多起购并案例还没有一起走完全部法律程序。

其次,对个人持股5‰限额的规定,值得探讨:

①规定的可操作性差:持有巨额资金的个人投资者完全可以注册一个公司来规避5‰持股限额的限定;同时要求交易所要完全执行《股票条例》规定的个人不能超持5‰的规定,必须

要有一套监管系统(预警系统),但这种条件在目前又不具备。事实上,目前个人持股逾5%者大有人在。

②不允许以大宗持股,显然不利于培养投资者的投资意识,不利于引导投资者更多地关心上市公司。因为事实上持有一家公司100股和5%的股份,对于公司的关心程度是不一样的,投资和投机成份的比例也是不一样的。台湾东吴大学会计系马君梅教授的一项研究表明:个人和法人的持股比例越多,上市公司的经营绩效越显著,尤其在大的上市公司中更为显著。因而我们认为,过度地限制个人投资者的持股比例,从经济效益观念上也是不甚合理的。

(3)对股东身份的确认。中国证监会对“郑州百文”事件的处理结果引发了我的第三个思考:当一个法人单位在违反特定法规所定义义务的情况下购入一家上市公司的股票时,这个法人单位是否可成为上市公司的合法股东?在中国大陆,法律界人士对这一问题是很敏感的,其争论源自1993年中国证监会对大陆证券市场第一起购并事件“宝延风波”的处理。在“宝延”风波中,中国证监会并没有否定宝安公司股东身份的合法性,而是认为在按照合法程序宝安公司能够取得这一持股比例的正常时间内不得再行买入延中股票,以此作为对违规行为的处罚。这一处理方案具有重大的历史意义,因为它在中国大陆树立起行为违规并不影响股东身份合法性的先例。从1996年6月8日中国证监会对“郑州百文”事件的处理方案中,证监会又一次体现了这一基本原则倾向,没有动摇金昌公司的合法股东身份,而是对其在5月9日作出报告前仍买入郑州百文股票这一违规行为进行处罚。我个人认为这一处理方法是合理、合法的。因为法人依法通过大量买入上市公司的股票,从而成为某公司的大股东或达到控股地位,是证券市场运作中的正常现象;上市公司的股权转让受市场机制的调节和控制,证券主管部门和证交所一般不应予以干预。正如金昌公司总经理所言,大量购入郑州百文股票是一种纯粹的股票投资行为,无非看中郑州百文的地理位置,而且其股票为含权股、分红方案也不错。换言之,金昌的违规只是在信息披露上没有遵守相关规定。然而信息披露只是为使其他股东知悉股权变动的真实原因,防止大股东损害中小股东的利益,它并不意味着对一项符合法律行为要求的交易的彻底否定。从法律方面来看,其理由是:这里所谓的违规行为是一种违反商事法律的行为,即不属于法律严格禁止发生的所谓“本身违法”行为,而是基于公共利益的要求而强加于购买者的一种公告义务和使其行为延迟发生的义务。在国外称为“法定违法”行为,因而如果仅仅依此而轻率地判定一家公司购入的股票无效,不仅在技术上难以处理而且在情理上有失公平。因此我个人认为这或许是中国证监会对包括郑州百文在内的违规购并所持态度基本相同的原因。

(4)对个人违规的处罚。“郑州百文”事件是中国证券市场上首次出现个人持有一上市公司股票达到如此高比例的收购案例,那么证券监管当局也将首次面临对这种违规行为的处罚。从中国证监会对李石的处罚方案中,我们至少可以得出以下结论:

①到目前为止,中国证监会禁止中国大陆的个人投资者持有一上市公司超过5%发行在外的流通股;

②进而,中国证监会采取与法人违规持股截然相反的态度对待个人违规持股者,即否认个人违规持股者对超比例持有部分的合法股东身份;

③中国证监会对李石的处罚与《股票条例》并不完全相符。

由此引发了我们如下思考:

①对法人与个人的违规行为的法律后果采取不同对待是否与《民法通则》的平等、公平原

则相抵触?《股票条例》是特别法,《民法通则》是基本法,对同一性质行为因主体不同而采取迥然不同的法律处理方式是否有合法理由?《股票条例》的这项规定是否有违反基本法根本原则的嫌疑?如果是,那么其效力又该如何?

②《股票条例》第四十六条规定:就个人超额持股部分,由公司在征得证监会同意后,按照原买入价和市场价中较低的一种价格收购。然而证监会的处理方案却是:强制李石在上交所监督下于30个交易日内售出其超比例持有的郑州百文股票,出售超比例股票如有盈利,予以没收。问题在于(这里并没有限定必须是由郑州百文公司收购超比例部分,这样就可能包括其他一般投资者,甚至包括金昌公司(法律并没有限制它不能这么做)继续购入这部分股票;(在出售价格上,如果按《股票条例》规定处理,是不会有盈利的,因为总是按照原买入价与市场价中较低的价格收购,这对于违规个人而言,是没有选择权的,因为,选择权在公司,因此个人是不会因出售股票而有盈利的。然而证监会处罚却写上“如有盈利予以没收”,这更进一步印证了证监会没有按《股票条例》的规定处理,即使是有盈利,那么又如何界定其为非法所得或不当得利?予以没收似乎也与法无据。

(5)对操纵市场行为的法律认定。从中国证监会的处理方案(三)可以看出,金昌公司和李石的行为已构成操纵市场行为,其理由可能是因为两者有共同的资金来源,而能支持这一结论的理由可能是:

- ①金昌为建昊的全资子公司;
- ②建昊与李石有业务往来;
- ③建昊为李石股票融资提供信誉担保。

但我个人认为仅上述理由还不足以认定李石与金昌公司有共同资金来源。因为事实上许多企业之间都存在业务往来,也存在担保关系,但这与资金来源相同尚存在一定距离,因此两者在同一认定上存在问题。

在中国目前法律中尚无认定操纵市场行为的标准时,我建议采用“一致行动人”的标准。可将“一致行动人”界定为:两个以上的人通过某种协议或达成某种默契,积极地配合以取得或巩固对某公司的控股权。除非有相反的证据成立,下列几类人中的每一类人都被推定为“一致行动人”:

- ①一家公司及其母公司、子公司、并列子公司、联营及前述四类公司的联营公司;
- ②一家公司与其任何董事(包括该董事的近亲、有信托关系的公司和该近亲或公司所控制的公司);
- ③合伙人;
- ④任何个人和其近亲、有信托关系的公司或由他们控制的公司等。

“一致行动人”所持有的股份被视为一人持有,这一概念对大股东的报告义务、防止联手操纵市场行为起非常重要的制约作用。对于这一行为应实行有罪推定原则,允许当事人提出相反证据。

在郑州百文事件中有一个令人相当费解的环节,如果中国证监会对共同资金来源的同一认定成立,那么既然建昊公司有能力和李石提供资金,那么该公司为什么不把这笔资金转给金昌公司,让金昌公司经过合法途径进行收购郑州百文,这样既可以通过合法途径收购郑州百文的股份,而且可以正式发出收购要约,从而合法而光明正大地取得郑州百文的控制权,同时又可以避免联手操作之嫌疑。建昊公司为什么偏偏要走一条法律上对自己相当不利的途径为李

## 公司购并

石融资后以个人名义收购股份,而李石注定最高只能持有 5‰的合法股份,有共同的资金来源的认定对这一现象该作如何解释?

(6)从股权结构看“郑州百文”事件。为什么金昌公司选择了郑州百文作为收购目标?为什么一个个人投资者却能一跃成为一个上市公司的第二大股东?这些问题引起了我们对郑州百文公司股权结构的兴趣,在郑州百文的上市公告书中对其股权结构作如下披露:

公司总股本为 10348.01 万股		股本结构如下
国家持股	1561.01 万股	15.08%
法人持股	3638 万股	35.16%
社会公众持股	5149 万股	49.76%

### 主要股东持股情况:

郑州市国有资产管理局	1561.01 万股	15.08%
郑州投资合作基金公司	341.78 万股	3.3%
郑州市市区信用合作联合营业部	150 万股	1.45%
河南证券登记公司	130 万股	1.26%
河南省信托投资公司郑州铁路分公司	110 万股	1.06%
海南浙琼信托投资公司	100 万股	0.97%
河南豫银贸易公司	100 万股	0.97%
郑州市人保公司汽车修配中心	100 万股	0.97%
河南省石油公司	77.4 万股	0.75%
郑州市管城回族区人民路信用社	70 万股	0.68%

从上述数据可以看出,除国家股占 15.08% 为第一大股东外,另有 35.16% 的股份分散在数十家法人单位手中,可流通股本 49.76%,十大股东的其余 9 家持股比例都很低。这种股权结构造就了其在二级市场上被收购的可能性,金昌公司总经理的一席话印证了这一点:郑州百文一级市场股权过于分散,收集起来非常吃力,通过二级市场收集比较规范(见《中国证券报》1996.5.11);从另一个角度看,由于社会公众所占比例很大,对于同一个投资者以同样一笔资金购入郑州百文的股票与购入上海石化的股票,其可能达到的效果是截然不同的。因此,可以这么说,郑州百文股权结构在设计上是非常有利于潜在的市场收购者的。如果抛开违规不说,对公司十大股东的股权结构作些调整,使之处于不断变动与紧凑的背景下,这样更能对公司产生压力,促使他们因有危机感而不懈地努力,产生一种外部制约力量,这无论对公司还是对投资者都是有好处的。按照现代证券理论,法人持股或机构投资者持股是扮演一个公司监督者的角色,它有利于公司的良好决策与运营,并从股价上来督导经营,从统计数字上能表明,公司法人持股比例越高,与公司的每股利润率、每股盈利及公司资本率都有正向的关系。

(7)其他。除上述讨论的问题外,还有诸如在整个收购事件中作为被收购的上市公司郑州百文可采用的反收购举措问题,李石冒用袁敬民的股东账户进行的交易行为的法律性质及效力问题,是否必须建立个人收购持股临界的披露制度、信息披露的深度问题,购并行为合法性

的判断标准问题,对投资者利益的法律保护问题等等,这些问题都非常值得深入研究的,限于目前的资料、时间与篇幅,在此就不再赘述。

#### 3. 结论与启迪

(1) 郑州百文事件没有最终发展到全面收购,但它对证券市场的立法提出了新的课题与更高要求。尽管我国已颁布实施了《股票发行与交易管理暂行条例》和《公开发行股票公司信息披露实施细则》,但其对公司控股收购问题缺乏可供的操作细则,也缺乏关于收购中欺诈、操纵行为的认定标准和切实保护普通投资者利益的规定。这也使得中国证监会对于目前并购事件中出现的违规行为的处理缺乏可依据的一致标准。

(2) 目前的法规对证券市场中的并购总体而言持保守态度,导致收购难度加大和收购成本不断增加。

(3) 并购事件的发生使中国投资者的投资意识趋向理性化,他们有能力从研究上市公司的股权结构、个股特点及股票上涨下跌的内在原因入手,做出理性的投资决策。中国的证券立法必须体现这种趋向并保障他们的合法权益。