

哈佛百科之

哈佛公司购并管理

HAFO GONGSI GOUBING GUANLI

法律·经济大全
青苹果电子图书系列

哈佛公司购并管理

目 录

绪 论

第1章 公司购并概述.....	2
本章概要.....	3
本章目标.....	3
1.1 购并的概念.....	3
1.1.1 购并的一般解释.....	3
1.1.2 购并的定义.....	4
1.2 公司购并的类型.....	5
1.2.1 按购并的出资方式划分.....	5
1.2.2 按行业相互关系划分.....	6
1.2.3 按是否通过中介机构划分.....	8
1.2.4 按购并是否取得目标公司的同意与合作划分.....	9
1.2.5 按收购目标公司股份是否受到法律规范强制划分.....	10
1.2.6 按是否公开向目标公司全体股东提出划分.....	11
1.2.7 按是否利用目标公司本身资产来支付购并资金划分.....	11
1.2.8 按购并双方在购并完成后的法律地位划分.....	12
1.2.9 按收购公司与目标公司是否同属一国企业划分.....	12
1.2.10 其他特殊的公司购并形式.....	12
1.3 公开收购要约.....	13
1.3.1 公开收购要约的定义.....	13
1.3.2 联邦证券交易法对于公开收购要约的一般性规定.....	14
1.4 西方国家企业购并历史.....	15

1.4.1 美国企业购并历史	15
1.4.2 英国企业购并历史	23
要点回顾	26
案例及应用	26
第2章 购并理论与动机	27
本章概要	28
本章目标	28
2.1 西方企业购并理论	28
2.1.1 篇首案例:花旗银行兼并旅行者金融公司	28
2.1.2 效率理论	30
2.1.3 信息理论	33
2.1.4 代理与管理理论	33
2.1.5 自由现金流量假说	34
2.1.6 市场势力理论	35
2.1.7 税负考虑	36
2.2 企业购并的动机与效应	37
2.2.1 企业购并的一般动因	37
2.2.2 企业购并的成长动因	40
要点回顾	48
案例及应用	49
第3章 购并的法律环境	50
本章概要	51
本章目标	51
3.1 购并涉及的法律问题	51
3.1.1 篇首案例:波音购并麦道	51
3.1.2 委托书	52
3.1.3 收购要约(<i>Tender Offer</i>)	53
3.1.4 内幕交易	54
3.2 西方国家有关企业购并的法律规定	55
3.2.1 美国法律	56
3.2.2 英国法律	56
3.2.3 日本法律	58
3.2.4 德国法律	59
3.2.5 法国法律	61
3.2.6 欧洲经济共同体法律	61

3.3 购并的法律监管	62
3.3.1 美国购并的法律监管	62
3.3.2 英国对企业购并的法律监管	68
要点回顾	69
案例及应用	70

第1篇 公司购并的操作

第4章 公司购并的资金来源	72
本章概要	73
本章目标	73
4.1 现金收购	73
4.1.1 篇首案例:化学银行购并德克商业银行	73
4.1.2 现金收购的特点	74
4.1.3 现金收购的影响因素	76
4.2 股票收购	76
4.2.1 股票收购的特点	76
4.2.2 股票收购方式的影响因素	77
4.3 综合证券收购	79
4.3.1 公司债券	79
4.3.2 认股权证	79
4.3.3 可转换债券	80
4.3.4 其他方式	81
要点回顾	81
案例及应用	81
第5章 公购并的操作程序	82
本章概要	83
本章目标	83
5.1 一般操作程序	83
5.1.1 篇首案例:置地购并牛奶	83
5.1.2 关于购并的董事会决议和股东决议	86
5.1.3 购并合同	87
5.2 上市公司购并程序	87

5.3 非上市公司购并程序	93
5.4 公司购并的途径	96
5.4.1 途径一	97
5.4.2 途径二	97
5.4.3 途径三	97
5.5 选用收购途径时应考虑的重要因素	98
5.5.1 税收	98
5.5.2 财务	98
5.5.3 转移财产	98
5.5.4 接收负债	99
要点回顾	99
案例及应用	99

第2篇 公司购并的评估

第6章 购并的调查和财务分析	101
本章概要	102
本章目标	102
6.1 购并前的调查	102
6.1.1 篇首案例 美国机床联合公司购并石油回收设备公司	102
6.1.2 调查的意义	104
6.1.3 调查的范围	105
6.2 目标公司的商业调查	107
6.2.1 商业调查的意义	107
6.2.2 商业调查内容	108
6.3 企业购并的财务分析	112
6.3.1 公司价值评估	112
6.3.2 现金购并的财务分析	118
6.3.3 股票收购的财务分析	127
要点回顾	136
案例及应用	136
第7章 公司购并价值评估	138
本章概要	139

本章目标.....	139
7.1 决定价格的定量模型	139
7.1.1 篇首案例 米特勒公司收购兰诺公司	139
7.1.2 折现现金流(DCF)	144
7.1.3 市场价值	146
7.1.4 合并的市场价值	147
7.1.5 账面价值	147
7.1.6 市盈率(P/E)	148
7.1.7 财产清理价值	148
7.1.8 不动产价值	149
7.1.9 清算价值	149
7.1.10 预见的增长	149
7.1.11 协同作用价值.....	150
7.1.12 投资价值	150
7.1.13 持续经营价值.....	150
7.1.14 竞争价值	150
7.1.15 重置价值	151
7.1.16 再生产价值	151
7.1.17 替代价值	151
7.1.18 对乘数值的估算方法	151
7.1.19 估算预期收益	152
7.2 价格的修正	152
7.2.1 交易的可能性	153
7.2.2 融资能力	153
7.2.3 财务结构	154
7.2.4 税收优惠	154
7.2.5 资本成本	155
7.2.6 流动性.....	155
7.2.7 竞标	155
7.2.8 防卫	156
7.2.9 控制	156
7.2.10 理解	156
7.2.11 愿望	157
7.2.12 协同作用	157
7.2.13 经营时机选择.....	157
7.2.14 付款时机选择.....	157
7.2.15 收购时机选择.....	157
7.2.16 一般风险	158

7.2.17 评估定价在实践中的综合	158
7.3 购并公式	160
7.4 对购并出价的评估	161
要点回顾.....	162
案例及应用.....	163
第8章 对上市公司的评估.....	164
本章概要.....	165
本章目标.....	165
8.1 资产评估概述.....	165
8.1.1 篇首案例:收购新概念	165
8.1.2 概述	174
8.2 帐面价值调整法	175
8.2.1 对资产项目的调整	175
8.2.2 对负债项目的估算与调整	176
8.3 收益分析	176
8.3.1 收益和每股收益	176
8.3.2 传统的短期分析	177
8.3.3 传统的短期分析中所固有的问题	177
8.3.4 以未来收益为基础的评估	178
8.3.5 收益分析中应考虑的其他问题	179
8.4 市场比较法	181
8.4.1 评估目标公司的资本	181
8.4.2 市场效率性	182
8.4.3 市场比较法的前提	182
8.5 CAPM 模型.....	183
8.5.1 <i>CAPM</i> 模型的内容	184
8.5.2 <i>CAPM</i> 模型的优缺点	184
要点回顾.....	185
案例及应用.....	185
第9章 对非上市公司的评估.....	186
本章概要.....	187
本章目标.....	187
9.1 主要的估算模型	187
9.1.1 篇首案例:汽车交易的特许商之间的并购	187
9.1.2 拉巴波特模型(<i>Rappaport Model</i>)	190

9.1.3 沃斯顿模型(<i>Weston Model</i>)	191
9.1.4 杜邦模型(<i>Du Pont Model</i>).....	192
9.1.5 估价方法的实际运用	193
9.2 影响非上市公司评估的因素	193
9.2.1 非上市股票的交易市场.....	193
9.2.2 非上市股票的市场能力.....	194
9.2.3 公司和产业分析	195
9.3 非上市公司的评估方法	196
9.3.1 资产价值基础	196
9.3.2 收益法.....	197
9.3.3 股利法.....	197
9.3.4 折现现金流量分析法	198
9.4 商誉及其评估方法	200
9.4.1 商誉	200
9.4.2 超额利润法	200
9.4.3 美国对商誉的评估	201
要点回顾.....	202
案例及应用.....	202

第3篇 购并的问题

第10章 购并的税收问题	204
本章概要.....	205
本章目标.....	205
10.1 税收与购并	205
10.1.1 篇首案例 购并伍尔沃思公司后的协同与重组	205
10.1.2 概述	210
10.1.3 选择方式	211
10.2 目标公司	212
10.2.1 公司税	212
10.2.2 资本收益税	213
10.2.3 封闭式公司(<i>Close Company</i>)	213
10.3 目标公司股东	213
10.4 兼并公司	214

10.4.1	公司税	214
10.4.2	资本收益税	214
10.4.3	其他税	215
	要点回顾.....	215
	案例及应用.....	215
第 11 章	购并中的会计问题	217
	本章概要.....	218
	本章目标.....	218
11.1	购并的形式及其会计处理	218
11.1.1	篇首案例 投资收益的确定	218
11.1.2	会计处理	219
11.2	公司合并会计报表的方法	220
11.2.1	联营法(<i>Combination Method</i>)	220
11.2.2	购买法(<i>Purchase Method</i>)	221
11.3	被控股公司部分股份的合并报表	226
11.4	联营法与合并业务的会计处理	227
11.4.1	联营法下的会计处理	227
11.4.2	联营法的适用条件	227
11.5	商誉的会计处理	228
11.5.1	商誉的性质	228
11.5.2	商誉的摊销	229
11.6	股权取得日后合并会计处理	229
11.6.1	控股公司对被控股公司的投资核算方法	229
11.6.2	投资收益的会计处理	230
	要点回顾.....	232
	案例及应用.....	232
第 12 章	其它问题	233
	本章概要.....	234
	本章目标.....	234
12.1	中介顾问	234
12.1.1	篇首案例 扬斯顿钢管公司收购案	234
12.1.2	收购经纪人与财务顾问	236
12.1.3	会计师事务所.....	240
12.1.4	律师事务所	241
12.1.5	投资集团	241

12.2 企业购并的人事安排	242
12.2.1 购并后的人事问题	242
12.2.2 就业问题	244
12.2.3 养老金问题	246
12.3 企业购并后的经营管理	247
12.3.1 购并后的经营问题	247
12.3.2 购并后的协同与整合问题	248
12.3.3 购并后的理财手段	248
12.3.4 购并的经营策略调整	250
要点回顾.....	251
案例及应用.....	252

第4篇 公司购并策略

第13章 购并策划	254
本章概要.....	255
本章目标.....	255
13.1 市场预测	255
13.1.1 篇首案例 <i>Koppers</i> 公司对 <i>BNS</i> 的反收购法律策略	255
13.1.2 购并前的信息收集	258
13.1.3 购并的市场分析与预测	259
13.2 积极式购并与机会式购并	264
13.2.1 积极式购并	264
13.2.2 机会式购并	265
13.2.3 两种购并形式比较	265
13.3 企业购并的策划	266
13.3.1 购并计划	266
13.3.2 提出与明确购并目标	267
13.3.3 确定购并对象.....	268
13.3.4 挑选资产评估机构	269
13.3.5 选择购并方式.....	272
13.3.6 选择购并中介.....	273
13.4 决定购并策略的因素	277
13.4.1 公司自我评估.....	277

13.4.2	备选目标的基本情况分析	278
13.4.3	购并依据分析	278
13.4.4	购并可能性分析	279
13.4.5	经济效益与社会效益评估	280
	要点回顾	281
	案例及应用	282
第14章	购并策略	283
	本章概要	284
	本章目标	284
14.1	公关技巧	284
14.1.1	篇首案例 谈判的技巧使用	284
14.1.2	组成工作小组	285
14.1.3	做好重点人群的公关工作	285
14.2	谈判技巧	286
14.2.1	谈判价格	286
14.2.2	影响谈判力量的因素	288
14.2.3	谈判技巧	289
14.2.4	谈判中其他注意事项	290
14.3	投标技巧	291
14.3.1	竞标的过程	291
14.3.2	竞标中可采取的策略	291
14.4	收购后付款技巧	292
14.4.1	现金支付	292
14.4.2	换股支付	293
14.4.3	卖方融资支付	293
	要点回顾	295
	案例及应用	295
第15章	杠杆收购与垃圾债券	296
	本章概要	297
	本章目标	297
15.1	杠杆收购	297
15.1.1	篇首案例 杠杆收购七喜公司	297
15.1.2	杠杆收购的概念与机制	298
15.1.3	杠杆收购的发展历程	300
15.1.4	杠杆收购的类型	302

15.1.5	杠杆收购的融资体系	304
15.1.6	融资的创新 表外工具	309
15.2	垃圾债券	309
	要点回顾	310
	案例及应用	310
第16章	购并中的投资银行与反购并策略	311
	本章概要	312
	本章目标	312
16.1	投资银行概述	312
16.1.1	篇首案例 MCI 公司与世界电信公司联姻	312
16.1.2	投资银行简史	318
16.1.3	投资银行定义	322
16.1.4	投资银行业概貌	324
16.2	投资银行的业务	327
16.2.1	证券承销(<i>Underwriting of Securities</i>)	327
16.2.2	证券交易(<i>Trading of Securities</i>)	330
16.2.3	私募发行(<i>Private Placement</i>)	331
16.2.4	兼并与收购(<i>Merger & Acquisition</i>)	332
16.2.5	基金管理(<i>Fund Management</i>)	335
16.2.6	风险资本(<i>Venture Capital</i>)	335
16.2.7	风险控制工具的创造与交易	336
16.2.8	咨询服务(<i>Advisory Service</i>)	337
16.3	购并中的投资银行	337
16.3.1	作为买方代理策划购并	338
16.3.2	作为卖方代理实施反兼并措施	339
16.3.3	参与购并合同的谈判 确定购并条件	340
16.3.4	协助买方筹集必要的资金	340
16.3.5	投资银行购并业务的收入	341
16.4	反购并策略	342
16.4.1	股份回购	342
16.4.2	诉诸法律	343
16.4.3	寻求股东支持	343
16.4.4	“白衣骑士”	344
16.4.5	“金色降落伞”	345
16.4.6	“毒丸计划”	346
16.4.7	锡伞降落	347

16.4.8 强制发盘	348
16.4.9 稳定持股结构	350
要点回顾	350
案例及应用	350

绪论

-
- 第1章 公司购并概述
 - 第2章 购并理论与动机
 - 第3章 购并的法律环境

本 篇从购并的基本理论着手,论述了购并的理论、购并的动机,以及购并的法律环境,为以后购并的操作、收购、反收购以铺垫。

公司购并概述

关键词 *key word*

购并(*Merger and Acquisition M&A*)
标购(*Tender Offer*)
营运中企业(*Going Concern*)
重组(*Restructing*)
横向购并(*Horizontal Merger*)
纵向购并(*Vertical Merger*)
杠杆收购(*Leveraged Buy - out*)

本章概要

- 1) 购并概念
 - 购并的一般解释
 - 购并的定义
- 2) 公司购并的类型
- 3) 公开收购要约
- 公开收购要约的定义
- 联邦证券交易法对公开收购的一般性规定
- 4) 西方国家企业购并历史
 - 美国企业购并历史
 - 英国企业购并历史

本章目标

在学完本章内容以后,您将能够:

- 1) 了解公司购并的各种类型;
- 2) 通过对美、英国企业购并历史了解,掌握购并概念;
- 3) 理解公开收购要约的定义。

1.1 购并的概念

1.1.1 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得前者的财产、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。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。

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。

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。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。这种标购的目的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。

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。

7. 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。

8. 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7条明文禁止兼并竞争对手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”(Aquisition),取得全部股份或资产因为结合而受该法条规范,仅取得部分资产或股份亦构成“购并”而在该法条适用范围之内。

1.1.2 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。

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, 甚或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转移) 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, 所变者只是外部形式的“重组”。

1.2 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。

1.2.1 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,被收购公司接购买法(*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消灭。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未臻完善,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纯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。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。

1.2.2 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商品的分销售之间的购并。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业已初步形成,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。

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7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。

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。”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。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。

1. 2. 3 按是否通过中介机构划分

按是否有中介机构介入,公司购并可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换为现金、证券和其他财产形式的条件;④购公司如何及从何时起调整会计帐目,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。

1. 2. 4 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表征与金钱游戏?这样的问题正引起广泛的争论。

1.2.5 按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26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段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有一个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任何持有有一个公司不少于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有一个公司不少于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人的主要成员(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48条指出:“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)。

1.2.6 按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。

1.2.7 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。

1.2.8 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。

1.2.9 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。

1.2.10 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。

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,企业资产只在中同一层次的不同主体间转移。

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。

1.3 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。

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。

1.3.1 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。

1.3.2 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加以规范。依该法案规定,在1934年证券交易法第13条中加入(D)、(E)2项,在第14条中加入(D)、(E)、(F)3项。

依1934年证券交易法第13条(D)项以及联邦证管会依该项规定所制定的行政规章13D—G(Regulation 13D—G 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12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14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12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13条(E)项以及上述联邦证监会所制定的*Reg. 13DG*中,制定了3项“规定”(Rules),专门用以规范在发行人买回自己所发行有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,向联邦证监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资料内容正确,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14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良行为,联邦证监会依据1934年证券交易法第14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14条(F)项以及联邦证监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,因为上述原因而发行变动时,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。

1.4 西方国家企业购并历史

1.4.1 美国企业购并历史

美国公司的兼并收购浪潮开始于上世纪末本世纪初。自那时起至今,已掀起过五次大规模的兼并浪潮。兼并收购对美国经济和美国公司均有重大影响。诺贝尔经济学奖得主斯蒂格勒甚至认为,没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并成长起来的,几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。

1. 水平兼并浪潮(1899~1903)

第一次购并浪潮发生在世纪之交,其高峰时期为1899~1903年。从多方面看,它是诸次购并浪潮中最重要的一环。美国著名经济学家、经济史学家A. D. 钱德勒认为:在从本世纪开始时的大兼并运动到美国参与第一次世界大战的这段期间内,美国工业完成了自己的形成时期,到1917年,大部分的美国工业都已具备了自己的现代结构。此后,大企业继续集中在那些它们于1870年时就已集中于其内的相同的工业组中,而且相同的公司继续保持其在这些组的各该集中的工业中的优势地位。”正如马克思所说:“资本集中的主要途径是资本家通过兼并的方法,把分散的较小的资本合并为统一的较大的资本,而引起个别资本的增大。”

1895~1904年,企业购并浪潮第一次席卷和冲击了美国企业产权领域。被购并企业总数达3010家,购并资产总额达69亿美元,其中仅1899年就有1028家企业被兼并收购,兼并资产额达到22.4亿美元。在这次购并浪潮中,美国100家最大公司的规模增长了4倍,并控制了全国工业资本的40%。其中,一大批巨型公司如美孚石油公司、阿拉康达铜业公司、国际收割公司、杜邦公司、美国烟草公司、美国钢铁公司、美国橡胶公司和美国罐头公司等由此应运而生。

第一次企业购并有以下特点:

(1)大量中小企业合并为一个或少数几个大型企业,这些企业在各该部门占据统治地位。

此前,大多数经济部门是为数众多的中小企业,没有形成占统治地位的大公司。合并高潮的到来,实力有限的中小企业和处于倒闭状态的中小企业成为少数富有企业的兼并对象,很快就形成了一些大型企业。1895~1904年,数家公司合并为一家大公司占公司合并总数的83.5%,大公司兼并小公司的比例仅为16.5%。10年后,这两个比例分别为52.5%和47.5%,1915~1920年,分别为34.5%和65.5%。

(2)横向兼并为主要形式。

南北战争后的半个世纪里,美国出现了自由放任的经济思潮,随着工业革命的进程,企业自由竞争特别激烈。尤其是同一行业内,过度的竞争使生产者蒙受了巨大损失。因此,以消除竞争为目的的横向兼并便成为主要形式。横向兼并既扩大了企业的生产经营规模,又提高了市场控制份额。当时,美国工业委员会研究了22起企业兼并收购,每起兼并收购后的企业所控制的国内市场份额平均达71%。穆迪列举了316个大企业,1897年成立的只有82个,其余都在1898—1903年成立。其中有78家大公司控制着各部门产量的50%以上,有26家控制80%以上。美国钢铁公司兼并了169家中小钢铁公司,控制着美国65%的钢铁产量;美国烟草公司兼并了162家中小企业,控制着美国香烟的90%;摩根银行控制着摩根公司、国民商业银行、第一国民银行等规模庞大的商业银行,

掌握着纽约人寿保险公司、互惠人寿保险公司等大保险公司。可见,兼并竞争对手成为大型企业不仅可以获得规模经济,还可以获得巨额垄断利润。

(3) 资本集中遍及各个经济部门。

19世纪末,生产力的发展促使生产资料的各个部门迅速发展,这些部门要求有更大规模的企业组织生产。1895~1907年,美国制造业各部门合并资产共62.5亿美元,其中重工业占70%。合并公司资产额占各该部门资产总额的比重较高的前三位是:金属冶炼、运输设备和机器制造,均属于重工业部门。轻工业部门中,食品和烟草两个部门的合并规模也相当可观。食品工业的合并公司数达671家,位于第一,只是企业中小型居多,其资产比重较小。烟草工业的公司合并数占该部门公司总数的24.2%,名列第三。纺织工业平均每家合并公司的资产额比电机、石油制品和化学等重工业部门的规模还要大。

(4) 兼并活动在地区上的集中程度相当高。

美国东北部地区从工业化开始就成为主要工业基地。这里的面积仅占全国面积的11%,而制造业产值在本世纪初就占全国总产值的80%以上。大湖区和宾夕法尼亚州的大量铁矿和煤矿,为发展重工业提供了有利的物质基础。这里是摩根、洛克菲勒等大富豪的发祥地,还是铁路和海运枢纽。总之是工业、金融、运输等部门集中的地区。在美国垄断资本形成过程中,一般都是以某一地区某个富豪家族为主,在该地区进行某一部门的资本集中,形成一个部门在不同地区分别为许多大资本家控制的局面。

2. 垂直兼并浪潮(1922~1929年)

在美国经历了第一次企业兼并收购之后,美国经济由自由竞争进入垄断阶段,形成了金融资本的统治。金融寡头的统治一经形成,就为垄断资本家获得垄断利润提供了条件,大大加速了垄断资本的积累。紧接着爆发了第一次世界大战,带来了战时经济的繁荣。垄断企业通过战争获得了大量军火利润,资本集中程度又有了很大发展。1915~1930年,美国发生了第二次企业购并浪潮,有近12000家企业被兼并收购。1928、1929两年达到高潮,每年企业被购并数分别达到1058和1245家。涉及公用事业、银行、制造业和采矿业。在26个行业里的1591家连锁店兼并了10519家零售店。

与第一次兼并收购浪潮相比,主要有以下几个特点:

(1) 第一次购并浪潮主要是把大量分散的中小公司合并为少数垄断公司,这些垄断公司在各个部门中占据统治地位;第二次购并浪潮主要是一些已经形成的垄断公司,凭借它们的强大优势,采取“大鱼吃小鱼”的办法兼并大量中小公司,这种情况占购并公司的76%,以达到加强经济实力,扩展垄断势力范围的目的。1919~1931年,美国最大的200家制

制造业公司兼并收购资产达 137 亿美元。1925 年最大的 100 家公司资产额占制造业资产总额的 35.6% ,1925 年上升到 39.1% ,增加了 3.5 个百分点 ,其中 3.2 个百分点是由于兼并增加的。大垄断公司兼并大公司的方式也时有发生 ,1930 年大通国民银行兼并了资产额超过 10 亿美元的公平信托公司。这是第二次世界大战前金融界最大一次购并 ,震动了当时整个美国金融界。

(2)纵向购并为主要形式。横向兼并形成的垄断企业对市场竞争的破坏作用日益明显 ,由于反托拉斯法的实施 ,追逐垄断的动力有所收敛 ,而人们普遍认为纵向兼并和发展经济有利。钱德勒在总结这段历史时常说 :“在美国 ,横向联合并不是一种在生意上常见而可行的长期策略 ,开始时以合并方式变大的公司之所以能够维持利润 ,只是因为它们在合并之后接着又采取了纵向结合的策略”。大规模纵向兼并以福特汽车公司最为典型 ,通过这次兼并 ,形成了一个生产焦炭、生铁、钢材、铸件、锻造、汽车零部件、装配以及运输、销售和金融等环节的统一联合企业 ,拥有 7.5 万工人 ,占地 1000 多英亩 ,厂内铁路运输线 93 英里 ,成为当时美国规模最大的联合企业之一 ,有力地促进了该公司的发展。

(3)重工业部门在经济中的地位和作用日益加强。第一次购并浪潮中 ,各个经济部门都争先恐后地形成本部门的垄断统治。生产资料和消费资料各部门同时进行大规模合并 ,而这次合并部门主要集中在重工业。工业部门中合并公司数占前 4 名的顺序是 :钢铁、机器制造 ,石油和非金属。第一次购并高潮时 ,重工业部门前 4 名合并公司数占合并公司总数的 43.5% ,这次上升为 58%。20 年代资本主义相对稳定时期 ,新技术的广泛应用 ,一系列新兴工业部门的兴起 ,特别是汽车、电气、化学等部门的发展 ,一般都是集中在少数大型企业。大垄断公司控制着美国各个经济部门的生产 and 市场 ,1937 年 ,有 248 家公司年利润在 500 万美元以上。它们占公司数的千分之一 ,却占利润总额的 40%。重工业部门的集中程度相当高。1937 年 ,美国最大的 50 家制造业公司中 ,重工业各部门的分配情况是 :钢铁 10 家 ,石油 7 家 ,运输设备 5 家 ,化学 4 家 ,非金属 4 家 ,机器制造 4 家 ,轻工业公司则为数较少。

3. 混合兼并浪潮(60 年代)

第三次购并浪潮发生于第二次世界大战后的整个 50~60 年代 ,其中以 60 年代后期为高潮。战后 ,西方国家政治、经济处于一个相对稳定时期 ,加之战后的重建因素 ,刺激了经济的增长。产业结构面临新一轮的调整 ,即由重工业化向高加工度化发展。在科学技术的推动下 ,生产力有了巨大发展 ,垄断资本的实力大大加强 ,强大的垄断资本一方面掀起了固定资本投资高潮 ,另一方面又推动了巨大的兼并收购高潮。第二次购并高潮的 1925~1931 年 7 年合并高潮期间 ,合并公司数为 5846 家 ,平均每年为 835 家 ,比第一次高潮的 1897~1903 年的 7 年间的合并总数 2864 家

和每年平均数 40 家都要高出一倍。而第三次购并高潮比第二次高潮的规模又增加了一倍。1965 ~ 1971 年 7 年间合并公司数增加到 10575 家, 平均每年为 1511 家。合并高峰的 1968 年共购并公司 2407 家, 是前两次合并高峰(1899 年 1208 家, 1929 年 1245 家) 的一倍。

第三次企业购并的特点 :

(1) 被购并企业不限于小企业而进一步发展为大垄断公司购并大垄断公司的方式。1945 ~ 1968 年, 美国制造业、矿业被购并公司为 17000 家, 其中年产在 1000 万美元以上的为 1276 家, 占 1000 万美元以上大公司总数的 38%。60 年代 10 年中, 资产在 1 亿美元以上的大公司被兼并的有 117 家, 资产达 310 亿美元, 其中有 8 家超过 5 亿美元, 1951 ~ 1968 年, 美国最大的 1000 家公司有近三分之一被兼并, 其中有一半以上是被最大的 200 家公司兼并的。“这种大鱼吃小鱼”的兼并方式不仅发生在购并高潮阶段, 而且贯穿着整个战后时期。1952 ~ 1966 年, 美国制造业、矿业资产在 1 亿美元以上的被购并公司数平均每年约为三家, 最高峰的 1968 年为 30 家。70 年代后半期, 资产额在 1 亿美元以上的被购并的大公司大幅度增长, 1978 年高达 80 家之多。1981 年, 杜邦公司兼并了销售额达 183 亿美元, 位于美国工业公司第 14 位的大陆石油公司, 等于吞掉了葡萄牙这样一个国家(1981 年, 葡萄牙 GNP 为 18 亿美元) , 规模之大, 实在骇人听闻。在战后的年代里, 资本积聚与资本集中的比例一般是 10 : 1, 在购并高潮阶段, 这一比例有明显上升, 1968 年为 10 : 4, 主要是在大垄断公司的资本增大中, 资本集中占有重要地位。

(2) 流行的购并形式是混合购并。这个时期购并的另一个特点是横向购并和纵向购并数目减少, 而混合购并的数目则大大增加。第二次浪潮期间, 混合购并只占 27.6%, 60 年代以后, 这个比例逐渐倒过来了, 在购并高潮的 1968 年, 横向购并与纵向购并两项只占 17.3%, 而混合购并高达 82.6%。如表 1.4.1 所示。

企业购并形式的变化不仅是执行反托拉斯法的结果, 还由于在这个时期, 管理科学得到迅速发展。计算机在企业里逐渐得到广泛应用, 现代大公司“看得见的手”更加完善, 使得经理人员对大型混合企业的有效管理成为可能。

同时混合兼并有利于大公司多样化发展战略的实施。回避经营风险, 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, 从而也导致企业本身的组织结构又一次发生新的转变。

(3) 银行购并加剧。在这次购并浪潮中, 银行间的购并使得银行资本更加集中, 从而使得银行在整个经济中的作用日益重要。例如, 1970 年, 拥有资产在 10 亿美元以上的银行已增加到 80 家, 并有 7 家资产超过 100 亿美元。银行资本的集中还可以从各大银行分支行数目的迅速增长反映出来。例如, 美国商业银行战后初期在国内仅有分支机构 4100 多

家,到1977年,已经增至33000家,几乎增长了7倍。

表 1.4.1 美国各类购并形式占购并资产额比重(%)

购 并 形 式 年 份	横向购并	纵向购并	混合购并
1948 ~ 51	38.8	23.8	37.4
1952 ~ 55	39.3	11.5	49.3
1956 ~ 59	32.3	20.0	47.7
1960 ~ 63	21.3	23.8	54.9
1964 ~ 69	20.1	8.9	71.0
1968	10.1	7.2	82.6
1969	22.5	7.7	69.8
1970	19.4	4.5	76.1
1971	22.6	3.2	74.2
1972	31.0	6.6	62.4
1976	21.1	3.4	75.5

4.“以小博大”浪潮(70年代中期~90年代初)

第四次兼并收购浪潮发生于1975~1992年间。这次购并浪潮相对稳定,购并数量变化不大。1975年购并总数有2297起,1985年为3000多起。1988、1989年达到全盛,1988年购并交易达3500亿美元左右。但购并资产的规模则达到了空前的程度。1978年以前,10亿美元以上的大型兼并收购事件甚是罕见。自从1979年起,此类交易开始增多,1984年为18起,1985年达到32起。1981年杜邦公司以87亿美元收购了大陆石油公司,1984年德士古石油公司以101亿美元收购了格蒂石油公司,美孚石油公司创纪录地以185亿美元的巨额费用兼并了海湾石油公司,1985年底,通用电气公司以60多亿美元收购了美国无线电公司,1986年4月下旬,纽约麦迪逊大街上三家广告商合并,创立了世界上最大的广告公司,资产达50亿美元。美林投资银行每年对资产在100万美元的公开兼并收购活动进行统计表明,1992年,有2574起收购交易,其平均价格约1亿美元。自70年代中期以来,每年都有2000~4000起企业兼并收购事件。1993年在美国最大的20起企业并购中,美国贝尔大西洋集团

以 294 亿美元兼并美国电信公司 ,名列第一 ,美国电话电报公司以 174 亿美元收购麦考蜂窝通信公司 ,QVC 有线电视公司以 99 亿美元收购派拉蒙文化交流公司 ,哥伦比亚保健公司以 55 亿美元收购美国医院有限公司等 ,都是位于前列的大型兼并收购事件。

第四次购并浪潮的主要特点是 :

(1)企业购并形式多样化。这次购并与过去三次迥然不同 ,即对前三次购并形式加以综合利用 ,取其所长 ,去其所短 ,使横向、纵向和混合三种形式互补 ,以达到最大优势 ,从总体上调整资产存量 ,优化资源配置 ,促进生产力发展。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。因为在过去许多兼并无关产业的混合联合大企业中 ,在经过一定时期的实践后 ,发现自己陷入指挥不灵、造成亏损的被动局面。在被调查的 58 家对象中(大部分是混合联合企业) ,至少有 28 家在 1972 ~ 1983 年期间收益下降或出现亏损。60 年代有三分之一这类企业最后均告解体。因此 ,有计划的“放弃”本企业无利可图 ,而又与本企业的长远利益相矛盾的子公司或经营业务 ,成为一种合理化的方法。如美国的富奎公司发展了“张缩型”战略 ,在兼并一些企业后 ,又清理一些无发展前途的子公司 ,并将其改组甚至出卖给别的公司。

(2)出现了“小鱼吃大鱼、弱者打败强者”的现象。1969 年 ,制造业和矿业的购并(被并购公司资产在 1000 万美元以上)共 138 起 ,被合并公司的资产比合并公司资产大 1 倍以上的有 20 起。1977 年 ,一个销售额为 56 亿美元的联合工艺公司于销售额为 12.5 亿美元的麦克德英特公司为了争夺销售额为 18 亿美元的巴布科克—威尔科克斯公司展开了一场激烈的争夺战 ,最后联合工艺公司这个强者还是为销售额只有该公司五分之一的弱者——麦克德莫特公司所击败。1968 年 ,里阿斯科公司的收益还不到 5000 万美元 ,却吞并了比它大七倍的信托保险公司。第二年该公司又试图控制资产额上百亿美元的位居美国第六家商业银行的化学银行 ,这次购并虽未成功 ,却震动了华尔街金融界。“小鱼吃大鱼”现象在 50 年代初还只是偶发性的 ,50 年代中期以后 ,这种购并占购并总数的 10% ,60 年代购并高潮时 ,这一比重已接近 20%。

产生这种现象的主要原因是 :①有的公司属于衰老部门 ,貌似强大 ,实则弱不经风 ;而有些公司 ,尽管规模不大 ,但却处于上升阶段 ,因此可以通过购并取得而代之 ;②有的公司掌握了先进的科学技术 ,迅速增强了实力 ,从而有可能兼并原来实力强 ,但技术装备落后的公司 ;③有的公司虽然本身实力有限 ,但有强有力的金融支柱做其后盾 ,在购并中予以全力支持 ,就能吃掉“大鱼” 。④有的公司靠投机活动 ,买空卖空的办法购并“大鱼” 。60 年代以来 ,林·特姆科·沃特公司就是以投机活动进行“以小吃大”而闻名。1953 ~ 1970 年间 ,该公司通过 30 多次购并 ,从一个小型电子公司扩大为拥有资产 43.3 亿美元的巨型多样化混合公司 ,即现在的

LTV 公司。

(3) 购并企业范围十分广泛。从食品到烟草、连锁超级市场、大众传播媒体、汽车、化学、银行、医药品、医院、太空航空、资讯通信、电子、石油、钢铁等各种产业。根据《华尔街日报》1985年8月15日所发表的问卷调查显示,总公司设于北美的850家大企业中,有398家已实施改革方案,其中346家自动实施,52家以收购别家公司求生存,收购对象除上市公司、国内及海外企业外,甚至普及到各企业的营业部门或子公司。收购的形式多种多样,如资产分割、事业转换、扩充规模等等。从根本上说,这是一种把全部精力投资到核心事业的战略。

(4) 购并的目标逐渐扩展到国际市场。传统的公司战略只是在国内范围。随着外国企业竞争力在美国及国际市场上的增强,公司的目标日益转向国际市场。整个50年代,美国跨国公司资本进入东道国,一半以上的子公司是用新建方式进行的,到了60年代,新建企业比重下降,兼并方式上升到50%左右,从50年代上半期到60年代下半期,美国跨国公司在东道国的子公司,用新建的方法只增加2倍,采用兼并的方式,子公司增加了6倍多。1975年,美国制造业公司总数为1546家(销售额2000万美元以上的企业),在海外设有子公司的986家,占63%。其中,10亿美元以上公司210家,191家在海外设有子公司,占91%。1992年,美国跨国公司发展到2972家,海外子公司数达15341家。数字表明垄断公司的规模愈大,在海外子公司就愈多。1980年,在美国最大的50家制造业公司中,有33家列入最大的50家跨国公司行列,在最大的10家制造业公司中,有8家属于最大的10家跨国公司,其中有5家的国外资产占公司资产总额的一半以上。

5. “巨型化”兼并浪潮(90年代以来)

1992年美国企业兼并收购耗资总额1239亿美元,比1990、1991年分别下降39%和9.7%。有分析家认为,美国企业购并活动看来已比较稳定。但1994年以来,美国购并风潮骤起。据美国《时代周刊》统计,1~7月美国公司宣布的购并交易金额达1716亿美元,比1993年高出50%,到9月份兼并交易额累计已达2200亿美元。1995年以来购并浪潮再起。1995年7月31日,美国迪斯尼公司宣布兼并大都会—美国广播公司。1995年8月1日,美国西屋电气公司兼并哥伦比亚广播公司。1995年9月,美国化学银行兼并大通曼哈顿银行,并将于1996年组成全美最大银行—新的大通曼哈顿银行。同一天,克利夫兰花旗银行宣布将以21亿美元兼并匹兹堡的因特格拉金融公司……美国《商业日报》近日援引毕马威国际会计公司的统计报道,1995年,跨国购并、联合投资和少数股投资创记录5952宗,总额达2290亿美元,比1994年上升了12%。美国公司作为最大买家,在澳大利亚、英国、法国和加拿大花费640亿美元收购了公用事业、化学、能源等项目。与此同时,加拿大、德国公司耗资600亿美

元,在美国收购了诸如生物制药、食品、化学、能源等行业的项目。因此,可以确切地说,自1994年以来,美国购并掀起了第五次浪潮。

这次购并浪潮的主要背景是:世界经济全球化的大趋势迫使公司扩大规模,联合经营,以增强总体竞争实力,降低成本;克林顿政府在建设信息高速公路、调整金融业和改革医疗保险体制方面的设想和行动,迫使有关企业作出战略性调整;美国政府在反托拉斯方面的态度比以往有所缓和;美元对日元和马克等西方主要货币汇率的暴跌,极大地吸引了德国、日本等工业发达国家的公司投入企业兼并收购活动。

分析本次浪潮的特点,可以看出:

(1)行业分布出现新的特点,购并项目有三分之二以上分布在金融服务业、医疗保健业、电讯业、大众传播和国防工业等五个产业。如国防工业,1986年以来,政府大幅度削减了国防预算,使许多军工企业通过兼并、合并组成大公司,可以减少运营成本,又不会丧失其竞争力。对于购并趋势愈演愈烈的美国银行业,今年已有213起兼并收购,动用资金242亿美元,推测还会有200起左右。银行购并的驱动力,一是兼并竞争对手有利于扩大业务范围和规模,以降低成本,改善经营状况;二是加强高技术投资,采用新出现的电子传输系统,以适应未来的竞争,而覆盖面越广就越能尽快回收投资;更重要的是,银行业的技术性投资每年将以21%的速度增长,大大超过银行利润增长的速度,选择兼并、合并就成为银行快速增强实力、保证技术性投资的捷径。

(2)从世界范围看,此次兼并收购浪潮极大地促进一批巨型、超巨型和跨国大公司的产生和发展,完成资产规模的迅速扩张和增值,推动产业结构和资产结构的全球范围内的优化配置,建立起一体化国际生产网络,推动世界经济的发展。

(3)与策略联盟的驱动有关。在市场竞争日趋激烈的今天,奉行昔日那种视竞争对手为仇敌、彼此势不两立的竞争原则决非上策。企业欲在竞争中确保其生存,最好的途径乃是寻求某种竞争的新模式。目前,策略联盟正成为西方工业化国家的时尚,欧美大公司的50%到60%销售额来自策略联盟。联盟已超越时空,不受地区及行业限制,成为美国企业扩大市场、增强本身竞争力的重要策略。一定程度的注资与换股,更能建立密切的关系,而收购,更是这场联盟热潮中的重要形式。

1.4.2 英国企业购并历史

作为市场经济发展产物的企业兼并,最早出现于英国。首次热潮发生在19世纪末20世纪初。那时形成了一连串的多个企业的兼并。兼并不多发行在纺织品行业,使原先存在的效率很低的卡特尔被新的公司取代。其他行业也有大规模的企业兼并发生。但由于兼并后形成的企业往往十

分松散,配合不佳,并且在规模上也比美国现代企业兼并热潮中所形成的公司要小得多。例如,这时期雇佣工人最多的优质棉花纺织机联合体,也只有 30000 工人,而且在最大企业的排名中,大都是酿酒企业和纺织工业企业,至于一些新兴产业,如钢铁、化工和电机行业则相对比较落后。因此,从某种意义上讲,首次兼并热潮产生的效果有限。

步入 20 世纪之后,英国又发生了三次比较重要的企业兼并浪潮。第一次是在 20 年代。20 年代的兼并活动应归功于产业活动的性质和组织形式的变化,这次兼并浪潮对绝大多数制造行业都产生了重要影响。在食品和饮料行业,商标和市场营销日益重要,如尤尼莱佛和迪斯提乐其这样的企业,就是出于获取商标和扩大产品市场的动机而进行大规模兼并后形成的。电机制造业的 GEC、英国电器、电器行业联合体也是一系列企业兼并的产物。从今天看,可以说 20 年代的这次浪潮在很大程度上形成了英国公司经济的基本轮廓,这种轮廓一直延续至今。这个时期形成的重要企业,诸如 ICI 和尤尼莱佛公司,至今仍控制着联合王国的制造行业。在绝大多数行业,兼并使得集中的程度不断增加,并且每一重要的制造业部门,都至少有一个是在国际上占重要地位的领导性企业。而政府在这次兼并浪潮中,采取超然的态度,即使企业兼并成为第一次世界大战末期的利率波动的因素之一,政府也没有明确限制企业兼并的行为。相反,蒙特古·诺曼先生还在英格兰银行建立了银行家工业发展公司。这个公司对那些不遵守整个行业发展计划的个别企业提出警告,不向其进行融资,从而支持工业向合理化规模发展,这就使政府得以间接地支持企业兼并。

20 世纪的第二次兼并热潮发生在 60 年代晚期。被兼并企业数量最多的年份是 1964 年和 1965 年,兼并资产价值最高的年份是 1968 年。这一时期,联合体和大多数行业的集团化趋势得到了进一步发展。在整个时期,制造业各部门受到日益增长的国际间竞争的强烈影响,兼并活动日益加剧,原因主要是第二次世界大战后一些国家经济的恢复与高速增长。根据关税与贸易总协定(GATT)规定的关税的削减,欧洲自由贸易联合体(EFTA)及欧洲经济共同体(EECC)等的进一步发展,同时一些新兴工业化国家加入了国际贸易行列。这一阶段大多数的企业兼并是为了达到更大的经营规模,部分原因是规模扩大被看成规模经济和降低成本的必要条件,更重要的还是为了同海外的制造商们就规模和资源进行竞争。政府对重新构建产业结构的一系列参与活动,使得拥有一个规模更大的企业的愿望得到了强化。包括对特殊行业的特定计划以及 1966 年成立的产业重组公司(IRC)——其宗旨是鼓励制造业部门规模的合理化。这次兼并热潮的主要特征,就是各种类型的兼并在不同的行业中都有所表现,这点在制造业中尤为突出。

在 70 年代,英国兼并热潮开始衰退,人们都看清了许多兼并没有带

来原先期望的结果。例如,制造行业兼并后不能有效地进行市场竞争,日益增长的对企业兼并的经典研究表明,这种兼并既不能普遍增加企业利润,也无法提高企业的生产效率。1971年,JRC解散之后,垄断和兼并委员会在制定政策方面的作用日渐重要。

整个70年代,几乎很少有大型的兼并提案出现。这在一定程度上反映了时尚的变化,也有兼并的申请往往受到冷遇或反对的原因。公众的兴趣和爱好日益多样化,这包括企业家们富有进取心的个性,把公司的总部设在苏格兰的渴望,以及有能力的不断变化的经理班子,使委员会经办的多数兼并案例都对竞争状况影响极小或没有任何影响。同时,城市商业区的竞争产生了咨询专家——他们经常是根据咨询产生的效益计收费用的,他们促成企业兼并,帮助人们排除兼并中的障碍。为支持或反对委员会而进行游说活动,也成为他们的重要工作之一。因为各种因素的作用和影响,要判断兼并理论的合理性,预测兼并效果已变得日益困难,咨询专家的作用便越来越大。

由于上述因素,形成了80年代初期兼并的危机。垄断和兼并委员会也被许多批评性报告所弹劾。人们对委员会的作用发生怀疑,一些兼进行为也就避开委员会进行。例如 *Charter Consolidated* 公司和 *Anderson Strathclyde* 公司兼并的案例,国务大臣就跨越了固定的程序而直接根据少数人的意见允许了这次兼并的进行。同时,地区经济的影响、跨国兼并的设想及适当管理的建议,促使垄断和兼并委员会订立了新的政策。但新政策转而成为兼并一方为了自己的申请能得到委员会的同意,或至少不受到敌视并可利用的战略。其中最成功的例子是 *Sothebys* 公司,它的管理方式与美国要求的不同,但它利用政策上的空隙,成功地取得了委员会的认可。这期间该公司从容地安排了一个更为合理的方案,这一案例并没有涉及竞争问题,仅仅是对一个纯粹的英国公司管理方式的敌视。

垄断和兼并委员会对由此所引出的一系列问题,及其涉及范围太大表示担心,这一点在 *Sothebys* 兼并案例中,它对公共利益表现出粗暴的拒绝得以反映出来。而在 *Lonrho* 公司与 *Fraser* 公司兼并中又特别强调公共利益。根据官方对兼并政策的看法,美国政策以前是,将来仍是,对企业兼并的评估和论证的重点放在对竞争条件的影响上。兼并政策再一次成了竞争政策的同义语。随后的绝大多数论证都关心横向一体化和纵向一体化的兼并,主要的例子就是 *Elders LXL* 公司与 *Allied* 公司的兼并。此例的情况是,不管对公司的未来将会发生什么样的危害,只要凑足资金就可进行购买。委员会的结论认为这是和政策有关的法律问题,尽管以前还从未有过针对某一案例提出正当批评的情况。

到了80年代中后期,英国20世纪的第三次兼并热潮勃然兴起。新的兼并政策对竞争的重视与以往广泛分析关注的情况形成了更为鲜明的对比。为数众多的大型的、朝气蓬勃的兼并协议在主要的公司之间出现

了。它们不仅不向委员会提出申请,在许多案例中企业甚至被允许自行重新安排自己的资产,以避免因进行论证估算而推迟兼并活动的进行。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。一般而言,如果兼并政策只关心对竞争的影响,并且一次兼并的安排保证了有效竞争,那么有关各方皆大欢喜。可是,由于原先的兼并政策,委员会把注意力主要放在一些细节和讨价还价上,竞争者之间管理方式的差异仍然十分突出和明显。

要点回顾

- 1)讨论《联邦证券法》对公开收购要约的一般性规定;
- 2)按照不同的标准,对公司购并有不同的分法,能加以分析、叙述。

案例及应用:炼油厂能否实行垂直购并?

一座炼油厂是一份资产,如果它只能加工海湾原油,而不能加工其他来源的原油,那么这座炼油厂对海湾石油有很大的依赖性,或者说这座炼油厂是为特定的海湾石油所设计的。这就是所谓的资产特定性很高。一旦海湾石油供应商“卡脖子”,再高价供应原油,炼油厂的老板要么忍气吞声,接受高价;要么重新设计炼油设备,以使其能加工其他来源的石油;要么就关闭。后两者将会给炼油企业带来巨大的损失。另一方面,如果炼油设备设计成可以加工各种来源的石油,则炼油厂的资本特定性就很低。不依赖市场的风险,则潜在交易费用就很小,炼油企业就可以按竞争价格购买任何来源的石油,任何供应商都无法“卡脖子”。考虑炼油厂是否应实行垂直购并?

第 2 章

购并理论与动机

关键词 *key word*

内幕交易(*Insider Trading or Insider Deal*)
风险套利(*Risk Arbitrage*)
创新(*Innovation*)
价格/收益比率(*Price/Earning PE*)

本章概要

- 1)西方企业购并理论
 - 篇首案例 :花旗银行兼并旅行者金融公司
 - 效率理论
 - 信息理论
 - 代理与管理理论
- 自由现金流量假设
- 市场势力理论
- 税负考虑
- 2)企业购并的动机与效应
 - 企业购并的一般动因
 - 企业购并成长动因

本章目标

- 在学完本章内容以后 ,您将能够 :
- 1)对西方企业的购并理论(共六种)有一个清晰的认识 ;
 - 2)理解企业购并的动机与效应。

2.1 西方企业购并理论

2.1.1 篇首案例 :花旗银行兼并旅行者金融公司

1998 年 4 月 6 日 ,美国金融保险业巨头旅行者金融公司和美国第二大银行花旗银行达成协议并宣布 ,将组成世界上最大的金融服务公司 ,这将是美国历史上最大的一次合并。

花旗银行执行长官约翰 · S. 里德和旅行者公司执行长官桑富德 · 威尔称 :“ 花旗银行同旅行者的此次合并将把金融行业中最优秀的一些人汇聚到一起 ,并为顾客创造一种无人能及的服务资源。我们的集团将是一个全球金融服务公司 ,一家优秀的全球性银行 ,一家全球物业管理大公司 ,一家著名的全球投资银行和贸易公司和一家覆盖面极广的保险公司。我们给个人、公司、团体和政府机构提供服务无人能及。我们合并的时机现在已经到来。”

花旗与旅行者的合并交易金额 ,以 6 日两公司股票的收盘价计算达到近 820 亿美元 ,创造了迄今世界企业购并的最高纪录 ,它使去年公布的世界通信与 MCI 通信 370 亿美元的兼并相形见绌。合并后的公司总资产达 6970 亿美元 ,超过任何一家国际公司 ,其 1600 亿美元的市值也在上市金融服务公司中遥遥领先。而原来 ,美国最大的银行大通银行的资产

为 3660 亿美元 ,与东京三菱银行的 6500 亿美元和汇丰控股的 4710 亿美元都有较大的差距。纽约的银行分析家托马斯·汉雷说 ,他已经从业 25 年 ,这是他看到的最大的企业购并。

如果此宗合并交易能够获得监督当局的首肯 ,那么花旗和旅行者这两家上个世纪诞生的金融業者 ,将共同缔造一项新的世界纪录 :合并后的花旗集团公司将成为全球资产最大的金融服务集团 ,它将为企 业购并树起一个新的坐标。

更加引人注目的是 ,花旗集团将花旗银行业务和旅行者公司的投资、保险业务集于一身 ,开创了美国金融界“一条龙服务”的先河 ,实现了行业内的纵向一体化。

在美国 ,由于法律规章把银行业、金融服务业和保险业的业务分开 ,因而至今阻碍美国公司进行跨业界的合并。但是 ,随着经济的发展和金融一体化的加强 ,使这种障碍逐渐变得淡薄。

尤其是近年来 ,美国国内的银行兼并在方兴未艾的企业兼并浪潮中更加突出。去年银行兼并交易额达创世纪的 953 亿美元 ,今年头两个月的购并总额就达 249 亿美元。这种现象的出现 ,主要原因是在经济持续增长的过程中 ,由于社会财富的增加 ,银行有了提供大量资金的可能。而且许多生育高峰期出生的人指望银行提供多样化的金融服务 ,使积攒的资金增值 ,以满足子女上学和自己退休的需要。

在此背景下 ,银行界迫切希望吞并同业以迅速扩展业务 ,提高竞争能力。而花旗集团的兼并新闻一出现 ,银行、证券和保险界的巨头就似乎听到了警钟 :它们如果不去努力扩大规模而墨守单项作业的成规 ,将难以维持往日的地位。目前已有传闻说 ,大通—曼哈顿银行正与美国第一大证券公司美林商谈联合事宜 ,其他类似的跨行业金融兼并谈判也正在进行之中。

据估计 ,美国 30 年代所制定的不许银行兼作保险、证券业务的法规不久将会被打破。总之 ,花旗和旅行者的合并 ,可能会刺激金融行业的一系列合并和收购 ,因为其他银行和保险公司肯定会跟上一这趋势。

据悉 ,这宗合并的最大阻力来自美国国会。美国不同其他国家 ,它的银行不允许从事保险业务。1993 年的格拉斯—斯蒂格尔法案规定 ,为了达到金融稳定的目的 ,银行和保险业的业务不得混淆。前不久 ,对这项法案的修改一事陷入了僵局 ;同时 ,这项合并也必须得到联邦储备委员会的同意 ,这一关也许并不难过。在得到许可后 ,花旗集团将在两年内由子公司继续它原来的业务 ,然后在以后的三年中每一年由联邦储备委员会准许它将业务扩大。我们相信 ,花旗和旅行者的合并 ,必将带动整个金融业的大发展 ,预示着一个新的金融业购并高潮的到来。

2.1.2 效率理论

效率理论认为,公司兼并和资产再配置的其他形式,对整个社会来说是有潜在收益的,这主要体现在大公司现管理层改进效率或形成协同效应上。所谓协同效应,指的是两个企业组成一个企业之后,其产出比原先两个企业产出之和还要大的情形,即俗称的“ $2+2>4$ ”效应。效率理论在解释兼并的动机方面是强有力的,但是,兼并动机到底起因于何种意义上的协同效应和效率改进,则是尚需深入考察和分析的。在效率理论的标题下,我们将评述管理协同效应理论、营运协同效应理论、财务协同效应理论、多样化经营理论以及市场低估理论。

1. 管理协同效应理论

如果甲公司的管理比乙公司的更有效率,在甲公司兼并乙公司之后,乙公司的管理效率提高到甲公司的水平,那么,兼并就提高了效率,这种情形就是所谓的管理协同效应。按照管理协同效应理论的观点,如果某家公司有一支很有效率的管理队伍,其管理能力超过了管理该公司的需要,那么,该公司就会通过兼并那些由于缺乏管理人才而造成效率低下的公司的办法,使用这支管理队伍。通过这种兼并,整个经济的效率水平将会得到提高。

这种理论所难以解释的一个问题是,极而言之,在经过一系列兼并之后,整个国家的经济最终将会为具有最高管理效率的公司所兼并。但是,由于任何能干的管理队伍的管理能力都是有限度的,所以,在这一情形出现之前,公司内部的协调问题就会变得非常突出,从而阻止兼并的进一步扩大。

对于具有过量管理人才的兼并方来说,如果能采取简单的形式释放出这批人才的能量,那么就不必去兼并别的公司。但是,如果这批人才只有作为一个整体才能体现出其效率,那么,采取解聘形式释放能量将是不可行的。此时,兼并方很可能会瞄准同行业中管理水平低的公司作水平兼并。如果由于该行业需求条件不佳,或由于受政府的反垄断政策影响,那么,兼并将不作水平兼并,而是进入别的产业。如果兼并方不具备进入别的行业的技术力量,那么,兼并别的行业的公司就不一定能使兼并方获利。

对于管理效率低的一方来说,可以通过直接聘用经理,或与其他公司签订合同请其提供服务的形式来改进管理效率。这里的问题在于,直接聘用的经理不一定能在某个时间段内组成有效的管理队伍。采取合同的办法,由于其他公司不一定熟悉本公司运作情况,所以也不一定合适。

总之,管理协同效率理论除了在水平兼并方面有一定解释力之外,在其余方面的解释缺乏说服力。

2. 营运协同效应理论

营运协同效应也叫做营运经济,是指由于经济上的互补性、规模经济或范围经济,而使得两个或两个以上的公司合并成一家公司,从而造成收益增大或成本减少的情形。营运协同效应理论的一个重要前提是,产业中的确存在规模经济,且在兼并之前没有营运在规模经济的水平上。

规模经济是由于某种不可分性而存在的,譬如,把人员、设备以及一般管理设施等等的费用分摊到大量的产出上,将会增大单位投入的收益。制造业中通常会存在这种规模经济。

将现有几个企业合并成一个企业的一个重要问题是,如何合并和协调这些企业的有利部分,又如何处理那些不需要的部分。理想的例子是,如果公司甲在研究开发方面很强但在市场营销方面很弱,而公司乙在市场营销方面很强但在研究开发方面很弱,那么,两公司具有互补性,二者合并在一起将会产生协同效应。仔细分析起来,我们可以发现,这个事例的实质在于,某些企业已有生产要素得不到充分利用,而另一些企业生产要素则缺乏合理的投资。

此外,按照交易成本理论通常的分析,通过纵向一体化,也可形成营运协同效应。譬如,将那些同一产业中处于不同生产阶段的企业合并在一起,可以降低或避免讨价还价、通讯联络等方面的交易成本,克服机会主义倾向,从而提高企业营运效率。

但是,营运协同效应理论面临如下两个主要挑战:其一,在混合兼并中,企业管理层的管理能力很难在短时间内迅速提高到足于管理好分属于不同行业的数家公司的程度;其二,企业管理层的管理才能在相同或相近产业中是很容易扩散和转移的,而混合兼并则只涉及到那些互不相关的产业,此时管理才能却很难扩散和转移。

3. 财务协同效应理论

财务协同效应理论认为兼并起因于财务方面的目的。这种理论认为,在具有很多内部现金但缺乏好的投资机会的企业,与具有较少内部现金但很多投资机会的企业之间,兼并显得特别有利。因为,在企业外部募集资金,需要很大一笔交易费用,而通过兼并,就可以低成本地促使资金在企业内从低回报项目流向高回报项目。通常,有许多混合兼并的例子被这种理论引以为据。这种理论事实上阐明了资本在兼并企业的产业与被并企业的产业之间进行再配置的动因。

这种理论还认定,在一个税法完善的市场经济中,一个合并企业的负债能力,比两个企业合并前各单个企业的负债能力之和要大,而且还能节省投资收入税。此外,这种理论还认为,起因于财务目的的兼并,会取得节省筹资成本和交易成本两个方面的好处。因为,企业合并虽然规模显著增大,但其筹资成本和交易成本却不会同步地增大,甚至可能与兼并前其中某个企业在这方面的成本差不多。

财务协同理论在解释混合兼并的原因时具有较强的解释力,但在解释水平兼并和垂直兼并的原因时却显得比较苍白无力。

4. 多样化经营理论

所谓多样化经营,是指公司持有并经营那些收益相关程度较低的资产的情形。对一个公司来说,多样化经营可以分散风险,稳定收入来源。通常情况下,公司员工、消费者和供应商等利益相关者比股东更愿意公司采取多样化经营战略。这是因为,第一,股东可以通过在资本市场上分散持股的办法来分散风险,而公司员工的劳动收入来源却很难多样化,他们的知识和技能大都对本公司有用但对别的公司就不一定有用,所以公司经理和一般员工更希望公司稳定,不希望公司冒太大的风险。第二,公司通过广告、研究开发、固定资产投资和员工培训等途径,一般都与消费者和供应商形成稳定的关系,由此而形成公司的信誉。多样化经营可以降低公司破产的风险,并有助于保持公司信誉,从而保持与消费者和供应商的稳定关系。但对于公司股东来说,则分两种情形:一种是将大部分投资集中于该公司的,另一种是将投资分散于不同公司的。如果公司破产,那么前者所受影响可能会大于后者所受的影响。但风险有可能带来收益也有可能引致亏损,所以股东们总的说来对分散化经营会有各不相同的态度。

多样化经营可以通过内部增长和兼并这么两种途径来实现,但在许多情况下,兼并的途径可能会更有利,尤其是当公司面临变化了的环境而调整战略思想时,兼并可以使公司在时间较短的条件下进入被兼并公司的行业,并在很大程度上保持被兼并公司的市场份额以及现有各种资源。

不过,既然并非所有的股东都会赞成多样化经营战略,那么,这种理论在解释兼并现象时就会大打折扣了。

5. 市场低估理论

市场低估理论认为,兼并的动因在于股票市场价格低于目标公司的真实价格。造成市场低估的原因主要有:第一,公司现管理层并没有使公司达到其潜在可达到的效率水平;第二,兼并者掌握了普通投资者所没有掌握的信息,依据这种信息,公司股票价格应高于当前的市场价;第三,公司的资产市场价格与其重置价格之间存在一定差距。在西方经济理论中,衡量这种差距的一个重要指标叫做 q 值(也叫托宾的 q 值),这个比值被定义为公司股票的市场价格与其实物资产的重置价格之间的比值。据估计,美国在70年代末80年代初股市的 q 值约在0.5至0.6之间。

在这里,我们不妨看一看一个简单的例子。如果目标公司的 q 值为0.6,而兼并该公司的溢价为市场价的50%,那么,收购价与重置价的比值为0.9,这就意味着收购目标公司的价格还是比该公司的重置价格低10%。

但是,并非所有被低估了价值的公司都会被兼并,也并非只有被低估

了价值的公司才会成为兼并目标,所以这一理论也遇到了很大的挑战。

2.1.3 信息理论

在以信息理论解释兼并动机的学者中,有三种不同的看法。第一种看法认为,在收购股权的活动中,无论兼并成功与否,目标公司的股价总会呈现上涨的趋势。其原因在于,收购股权的行为向市场表明,目标公司股价被低估了,即使目标公司不采取任何对策,市场也会对其股价进行重估。或者,兼并方的收购发盘将会使目标公司采取更有效率的经营策略。第二种看法认为,在不成功的兼并活动中,如果首次收购发盘之后五年内没有后续的收购要约,那么目标公司的股价将会回落到发盘前的水平,如果有后续的收购要约,则目标公司的股价将会继续上涨。当目标公司与兼并公司作了资源的合并,或目标公司的资源已转到兼并公司的控制之下时,目标公司的股价才会被不断重估,呈上涨态势。这种看法认为,收购股权活动并不必然意味着目标公司股价被低估,也不意味着目标公司一定会改善其营运效率。第三种看法是与公司资本结构的选择行为相关的,认为作为内部人的经理,拥有比外部人(或称局外人)更多的关于公司状况的信息,这种情形也就是所谓的信息非对称性。在这种情况下,资本结构选择并非如莫迪利亚尼和米勒(简称MM)所说的那样与企业市场价值无关,而是在下列条件下存在最佳资本结构:第一,企业投资政策是通过资本结构选择行为向市场传输的;第二,经理报酬与资本结构信号的真实性和相关性。这样,如果一家公司被标购,那么市场将认为该公司的某种价值还没有被局外人掌握,或者认为该公司的未来现金收入将增加,由此推动股价上涨。当兼并公司用本公司股票收购另一公司时,这将会使被兼并公司和其他投资人认为,这是兼并公司股票被高估的信号。当某一公司回购其股票时,市场将会视此举为一个重要信号,表明该管理层认为本公司股价被低估,或者表明该公司会有新的增长机会。

在信息理论中,非对称信息的假设比较接近现实,而且从方法论上看也是崭新的,所以该理论有良好的前景。但是,在现实生活中,经理与其他人员勾结起来,向市场输送错误信息,从而使自己赢利的行为,是该理论中所无法解释的。

2.1.4 代理与管理理论

詹森和麦克林提出的代理问题,是在经理人员只拥有公司股权的很少部分的情况下产生的。因为在上述情形下,经理人员可能会不那么努力地工作,或者消费更多的奢侈品,如豪华办公室和小轿车等等,而这些消费的成本的大部分,是由其他股东来承担。况且,在股权分散的大公司

中,一般的个人股东也缺乏足够的激励,花费一定数额的资源去监督经理的行为。从根本上讲,代理问题是由于经理与所有者之间的合约不可能无成本地签订和执行而产生的。在这里,经理被认为是决策或控制的代理人,而所有者则被认为是风险承担者。由此造成的代理成本包括(1)构建一组合约的成本(2)由委托人监督和控制代理人行为而带来的成本(3)保证代理人将作最优决策,否则委托人将需得到补偿的成本(4)剩余亏损,也就是由代理人的决策与使委托人福利最大化的决策之间的差异而使委托人承受的福利损失。当然,剩余亏损也有可能是由于完全执行合约的成本超过收益而引起的。

解决代理问题,降低代理成本,一般可以考虑两个方面的途径:其一是组织机制方面的制度安排,其二是市场机制方面的制度安排。通常的做法是将市场与组织两种途径相结合,或者说使其共同起作用。

法马和詹森(Fama and Jensen, 1983)指出,在企业的所有权与控制权分离的情况下,将企业的决策管理(如提议与执行)与决策控制(如批准与监督)分开,能限制决策代理人侵蚀股东利益的可能性。股东在保留决定董事会成员、兼并与新股发行等权利的同时,将其余控制职能交由董事会去执行。

通过报酬安排以及经理市场可以减缓代理问题(Fama, 1980)。比如,可以通过设立奖金与股票期权的办法,将报酬与绩效联系起来,由此调动经理人员为企业绩效努力工作的积极性。经理市场,会在经理们的绩效声誉的基础上确定他们的收入水平。

股票市场则为企业股东提供了一个外部监督机制,因为股价集中体现了经理的决策带来的影响,股价水平低会给经理带来改变其行为并更多地为股东利益着想的压力(Fama and Jensen, 1983),从而降低代理成本。

当这些机制都不足于控制代理问题时,接管将可能是最后的外部控制机制(Manne, 1965)。通过公开收购或代理权争夺而造成的接管,将会改选现任经理和董事会成员,使原来那些潜在的经理和董事取而代之。麦纳还强调指出,如果由于低效或代理问题而使企业经营业绩不佳,那么,兼并机制使得接管的威胁始终存在。所以,也可以认为,代理成本一方面继承了麦纳在兼并问题上的观点,同时扩展了麦纳的观点。

代理成本理论为我们深入探讨在所有权与控制权分离情况下,所有权通过何种途径监督和制约控制权,控制权又以何种方式追逐自身利益的问题,提供了一个强力的理论框架。但是,虽然兼并机制可以降低代理成本的观点是正确的,但仍然不够。

2.1.5 自由现金流量假说

詹森在代理成本理论的基础上,进一步构建了闲置现金流量假说

(Jensen ,1986 ,1988)。他认为 ,由于股东与经理之间在闲置现金流量派发问题上的冲突而产生的代理成本 ,是造成接管活动的主要原因。这个问题可以分成两个方面来理解。一方面 ,股东(委托人)与经理(代理人)在企业战略选择上是有严重的利益冲突的 ,代理成本是不能妥善地解决这些利益冲突而产生的。当这种代理成本很高时 ,接管将有助于减少这些成本。这与代理成本理论是一致的。但另一方面 ,代理成本又恰恰可能是由兼并造成的 ,因为经理可以运用闲置现金流量来兼并别的企业 ,营造“ 独立王国 ”。

所谓闲置现金流量 ,是指在公司已有现金流量中 ,扣除掉再投资于本公司中的可赢利项目的开支之后 ,剩下的现金流量。詹森认为 ,如果企业是有效率的、并且希望股价最大化 ,那么 ,这部分闲置现金流量就应该派发给股东。闲置现金流量的派发 ,将会减少经理控制之下的资源规模 ,并相应缩小经理的权力。这样可以降低代理成本。当经理试图通过发行新股来融资时 ,他会在更大程度上受制于资本市场的监督和约束。但是 ,经理常常并不将这些闲置现金流量派发给股东 ,而是投资于回报率很低的项目 ,或大举兼并别的企业 ,以扩大企业规模 ,由此造成更高的代理成本。除了当前这部分闲置现金流量的派发问题 ,会引起股东与经理矛盾之外 ,经理承诺支付的将来现金流量 ,也是一个问题。在詹森看来 ,如果以发行债券来取代股票 ,那么 ,经理所作的将来支付现金承诺 ,会比其他任何股利政策(即将来支付股利给股东的承诺)有效。但是 ,增加负债比例会增大破产可能性 ,这也可以看作是债务的代理成本。因为 ,当企业选择高风险的项目时 ,是以增大债权人的风险为代价而使股东受益的。沿着詹森的理论逻辑 ,我们可以看出 ,他所定义的最佳债权股权比率 ,是在债务的边际成本等于债务的边际收益之时出现的。

闲置现金流量假说运用“ 闲置现金流量 ”的概念来解释股东和经理之间的矛盾冲突 ,并进而解释兼并行为的起因 ,的确使理论的研究更深入一步。但是 ,正如詹森本人所承认的 ,他的理论不适于分析成长型公司 ,因为这种公司确实需要大量的资金投入。这就不能不使这种理论的适用范围受到很大的限制。况且 ,用增加负债的办法来约束经理行为 ,减缓股东与经理的矛盾 ,减小不必要的兼并活动 ,从而降低代理成本 ,是以增大企业风险为代价的。这种办法即使对某些行业是可行的 ,对其他行业也未必可行。

2.1.6 市场势力理论

市场势力理论的核心观点是 ,增大公司规模将会增大公司势力。在这个问题上 ,许多人认为兼并的一个重要动因是为了增大公司的市场份额 ,但他们却不清楚增大市场份额是如何取得协同效应的。如果增大市

场份额仅仅意味着使公司变大,那么我们实际上是在谈论前面已阐述过的规模经济问题。事实上,增大市场份额是指增大公司相对于同一产业中的其他公司的规模。

关于市场势力问题,存在着两种意见相反的看法。第一种意见认为,增大公司的市场份额会导致合谋和垄断,兼并的收益正是由此产生的。所以,在发达的市场经济国家里,政府通常会制定一系列的法律法规,反对垄断,保护竞争。但第二种意见却认为,产业集中度的增大,正是活跃的激烈的竞争的结果。他们进一步认为,在集中度高的产业中的大公司之间,竞争变得越来越激烈了,因为关于价格、产量、产品类型、产品质量与服务等方面的决策所涉及的维度是如此巨大,层次是如此之复杂,简单的合谋是不可能的。这两种相反的意见表明,关于市场势力的理论,尚有许多问题还没有得到解决。在“政府对兼并收购的控制”那一章中,我们还将深入探讨这个问题。

2.1.7 税负考虑

再分配理论的核心观点是,由于公司兼开会引起公司利益相关者之间的利益再分配,兼并利益从债权人手中转到股东身上,或从一般员工手中转到股东及消费者身上,所以公司股东会赞成这种对其有利的兼并活动。

从某种程度上说,税收效应也可以看作是兼并利益从政府(一般公众)到兼并企业的利益再分配。这种税收效应理论认为,某些兼并以追求税收最小化的机会而产生的。但是,税收效应是否真的会导致兼并的产生,取决于是否还有得到与税收效应的益处等价的其他途径。

在税法完备,执法严格的成熟市场经济国家里,通过兼并取得税收效应的主要途径包括:第一,营运净亏损的结转与税务抵免;第二,增大资产基数以扩大资产折旧额;第三,以资产收益替代普通收入;第四,私有企业和年迈业主出于规避遗产继承税方面的考虑等。

总之,税收既影响兼并过程也影响兼并动机。有人认为出于税收考虑的兼并是针对国库的零和博弈,也有人认为这种兼并由于可消除税收亏损而引致更有效率的行为。

一般来说,在公司兼并过程中,以及在以债权换股权的情形中,因债权人受损而使股东受益的情况是不多见的。但是在杠杆收购活动中,由于公司的负债股权比过高,因而,有些时候可能会损害债权人的利益。至于公司员工,如果在兼并后的重整过程中,公司为了增强竞争力而采取裁减员工或降低工资率的措施,那么员工将会因此而受损。

2.2 企业购并的动机与效应

企业购并行为是微观经济主体——企业——实现资本扩张的重要手段,是企业之间存量资源合理流动的有效途径。企业购并行为的产生有其深刻的内在动力和外部原因。在现实经济生活中,购并的原始动力是以各种不同的具体形态表现出来的,实际的购并过程是一个多因素综合作用的结果。从购并企业和被购并企业两个角度来看,其动因又各不相同。

2.2.1 企业购并的一般动因

1. 股东利益

传统企业,不论是个体业主制企业还是合伙企业,都是在业主的个人财产的基础上营运的,对于企业的成长造成很多障碍。公司则是由出资人(股东)入股组成的法人团体,在其法人财产的基础上营运,因而历史上真正的企业购并也都是在公司制企业之间进行的。

对于公司制企业,企业的目标是什么?这似乎是一个简单的问题,而实际上又是一个十分复杂的问题。在西方的企业理论与公司财务研究中人们较为一致的看法是:公司企业应该力图使股东在企业中的财富价值最大化。也就是说,企业普通股价格即企业市场价值的最大化。企业是出资者(股东)投资创办的,出资者之所以出资创办企业是让企业为其创造财富,使其财富增殖。出资者利益的最大化就是出资者财富的最大化。而出资者财富的衡量标准对于上市公司而言,就是股票价格。股票价格反映了股东及其潜在的投资者对企业(上市公司)价值所作出的评价。

公司资产来源于股东权益和负债,因此,所有者与贷款者之间也存在着潜在的冲突。如果公司干得很好,普通股的价值就会上升,企业债务的价值不会受到影响;如果公司干得很差,债主就要还债,普通股价值会大幅度下降。从这个意义上说,股票价值也即衡量公司业绩效果好坏的评价指数。

证券市场上的运动规律提供了股票价值的明确目标模式。经营较优的企业有了较高的股票价格,便能以更有利的条件获得追加资金,便有实力向目标公司挑战,以比目标公司股市价格更高的价格提出购并,甚至能取得目标公司的股东或经理的承认和支持。资金流入股票价格较高企业的倾向,利于股东资本增殖和经济资源的有效利用。

2. 管理阶层的追求

现代公司制度的出现,由于股东所有权与经营管理权的分离,股东并不参与公司的高层管理决策,甚至也不具有影响力,或者股东本来就缺乏知识和经验,缺乏参与决策的基本素质。个别股东对公司经营发展决策感到不满,也难以联合足够的力量来推翻经理的决策,因此只能通过卖掉手中拥有该公司的股票即“用脚投票”。相反公司经理在很大程度上控制着公司的经营决策权,尤其是在股权公散的大型上市公司中,经理几乎享有公司经营管理和发展的一切决策权。

在股份公司中,公司目标(股东目标)与管理者目标(经理目标)在许多地方是不一致的。西方学者的经理理论认为,经理的主要目标是谋求公司的快速发展,而并非获得利润最大化。原因是,公司的发展会使经理获得更高的工资和地位,更大的权力和职业保障。目前发展相当迅速的公司,是最有可能进行兼并收购活动的,同时规模庞大的公司也不易被人兼并收购。美国学者辛格通过调查表明,能够兼并收购别家企业的公司,其发展水平要比被购并公司高得多。参与兼并收购活动的正是这些发展迅速的公司。弗思于1980年调查发现,一个公司兼并收购另一家公司以后,其董事的工资大大增加了,董事长工资在兼并收购的两年里平均增长了33%,而在没有从事兼并收购活动的公司里,管理集团成员的工资只增加了20%。

美国佛罗里达大学的尤金和路易斯在《美国中级财务管理》一书谈到经理个人动机时说:“许多人包括企业领导人无不好大喜功,经营大企业当然比屈居小企业更有权势,显然没有一位经理会承认在其一系列兼并活动的背后自我实现是一个基本原因,但明察秋毫的学者们早已认定经理的自我意识在兼并决策中确实起着举足轻重的作用。”

购并扩大了企业规模,提高了企业发展速度,扩大了企业资源,经理能控制更大范围的资产、更多的职工、更多的产供销渠道,从而扩大了经理的权力空间、巩固了经理的宝座和更多的工资报酬及自我价值的实现,即实现了个人利益的最大化。

3. 政府调控手段

世界上万事万物都有自己的“最高权威”,皇帝是封建社会的“最高权威”,上帝是神学领域的“最高权威”,竞争则是市场经济的“最高权威”。马克思说:“社会分工则使独立的商品生产者互相对立,他们不承认任何别的权威,只承认竞争的权威,只承认他们互相利益的压力加在他们身上的强制。”

竞争的作用就是“优胜劣汰”。在市场经济社会中,竞争犹如一只强有力的看不见的手,推动着整个人类社会经济不断地从低级走向高级,从落后走向繁荣。亚当·斯密认为:“一种事业若对社会有益,就应当任其自由,广其竞争。竞争愈自由,愈普遍,那事业亦就愈有利于社会。”

但是,正如马克思所说:“竞争使资本主义生产方式的内在规律作为外在的强制规律支配着每一个资本家。”这种外在的强制“迫使资本家不断扩大自己的资本来维持自己的资本”。而扩大自己资本的最迅速、最有力的办法便是集中,或是把分散的资本结合成一个巨额的股份资本,或者并吞掉竞争对手而扩大自己。

列宁说:“集中发展到一定阶段,可以说,就自然而然地走到垄断”。垄断又会导致经济绩效的下降,走向了竞争的反面。

因此,市场经济国家,其政府的作用,就是在垄断与竞争中寻求一种平衡。

市场集中度,是反映市场垄断和竞争程度的最基本指标。市场集中度是指某一特定市场中,少数几个最大企业(通常是前四名或前八名)所占市场总销售额的比重。一般说来,市场集中度越高,少数最大企业在市场中的支配势力就越大,市场竞争程度就越低。政府对企业购并控制应该越严,企业购并的活动发生就越少,反之亦然。

1988年,按最大的100家制造企业计算的销售收入集中度,中国仅为8%,远远低于美国、日本、西德、英国、韩国,在70年代末的数字,如表2.2.1:

工业化国家的一般集中度(不是从个别市场,而是从国民经济甚至世界经济的全局反映大型企业对市场的控制程度)虽然因各国情况不同而有所不同,但总的发展趋势是上升的。

表 2.2.1 最大 100 家制造业企业的一般集中度(%)

国别	中国	英国	日本	西德	美国	韩国	欧共体
年度	1988	1977	1979	1973	1977	1981	1986
集中度	8.0	35.0	26.6	45.4	41.0	46.2	29.5

一般来说,市场集中度的提高,主要是通过企业兼并与收购形成的。市场集中度越高,企业对市场的垄断能力越强,从而其垄断利润就越多,企业兼并收购的效益就越好。当然兼并收购的竞争也越激烈。因此,政府政策的制定既要保证市场经济的适度竞争,同时也要照顾到市场的集中度水平。尤其是面对国际市场的激烈竞争,政府常常实行鼓励企业购并的政策。二战以后的一个时期,联邦德国和英国为了对付美国和欧共体各国的竞争,市场集中度得到了迅速提高。相反,由于美国实行了比较严格的反垄断政策,企业间的横向购并就受到了很大限制。

2.2.2 企业购并的成长动因

在激烈的市场竞争中,只有不断发展壮大,才能生存下去。企业成长一般遵循着生命性的运动轨迹,从小企业、中企业、大企业到超级跨国企业。但是由于选择的路径不同,也可以跳跃式发展,迅速提高企业成长速度。企业成长的途径一般有两条,一是靠内部积累不断扩展,二是通过外部扩张迅速成长。美国著名的经济学家乔治·勒蒂格勒通过对美国兼并收购历史的考察后指出:“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并收购而成长起来的,几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。”因此,许多企业购并动因的解释都与企业的成长有关。

1. 经营协同效应

所谓协同效应,就是 $2+2>4$ 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。

并工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、运输成本和充分利用生产能力。

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,单位产品管理费用可以大大减少。②多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。

2. 财务协同效应

所谓财务协同效应,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的作用而产生的一种纯金钱上的效益。主要表现在两个方面:

(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,另一种则同兼并形式紧密相关。

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,以抵消以后几年的盈余,企业根据抵消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。

当一个企业 *B* 兼并另一个企业 *S* 时,如果 *B* 企业不是用现金购买 *S* 企业的股票,而是把 *S* 企业股票按一定比率换为 *B* 企业的股票,由于在整个过程中,*S* 企业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。

兼并的另一种方式是,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,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,也就是价格/收益比(*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*B*企业兼并另一个企业*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*S*企业的*PE*值低于*B*企业的*PE*值,但每股收益高于*B*企业的每股收益时,说明市场由于种种原因对*S*企业评价偏低。兼并后,企业*B*平均了*S*企业的每股收益,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*B*企业和*S*企业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 or Insider Deal*)”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。这种情况同称为“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。但股票市场上,对这种投机利益的追求反过来又极大地刺激了兼并的开展。

3. 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由于原有企业同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,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,或政府的优惠政策等。

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建设新的生产能力,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产亏损。

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着特别重

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。

虽然兼并的方法是一种更有效率的发展方法,但它存在很大局限。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。

4. 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。下面章节我们将提到,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权力,但它们的影响方式有着很大不同。

(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了垄断,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,为防止为竞争对手所控制,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权力有何明显影响,混合兼并这方面的影响,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,往往是同他们原有产品相关的经营领域。在这些领域中,它们使用同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,同原市场或新市场的竞争者进行价格战,采用低于成本的订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。企业市场权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,但问题是,有时很难确切地说企业通过兼并就是为了获取垄断,兼并的各种后果往往是混合在一起

的。

5. 企业发展战略动机

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——哥伦比亚影片公司一例中,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这一动因的重要性。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。

正如我们前面讨论过的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,企业就可以有效地降低这种进入壁垒。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、各分部之间实现共享或取长补短,实现互补效应。我们试以菲利普·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浓厚浓香口味的“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,企业逐步开始对食品行业开拓,于1969年兼并了米纳·布鲁因(Miller Brewing)啤酒公司。该公司同菲利普·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的市场,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已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及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,菲利普·莫里斯公司已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。面对日本的有力攻击,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个下降到了7~8个。

6. 大企业技术创新效应

美国著名经济学家熊彼特在1912年出版的《经济发展理论》中首次

提出了创新(*Innovation*)的概念。他认为不是资本和劳动力,而是技术创新,才是资本主义经济增长的主要源泉。所谓技术创新是指把一种从来没有过的关于生产要素的“新组合”引入生产体系内。这种“新组合”包括以下内容:引进新产品,引进新技术,开辟新市场,控制原材料的供应来源,实现工业的新组合。

在现代经济环境中,技术主要来自企业内部的创新部门,技术创新会使企业获得超额利润,企业因此得以壮大发展,形成暂时的垄断。熊彼特认为,现代企业会把建立一个研究开发部门作为首先要做的事;“其间每个成员都懂得他的面包和黄油取决于他所发明的改进方法的成功。”而成功的创新将会是一个正反馈,使该企业重视研究和开发活动。在现实生活中,一个必须接受的事实是:大企业“已成为经济进步的发动机”。创新是一项不确定活动,除非有足够实力敢承担创新风险,否则创新是无吸引力的,而大企业恰好为企业家提供了这种担保,故大企业是创新的先决条件。而且正是大企业对垄断利润的期望,给创新提供了激励。

世界著名的管理学家杜拉克说:“1900年以来,公司改变了世界经济”。在现代经济史上,大企业是技术创新的主体,奇迹般地创造着人类的现在和未来。德国西门子公司实现了法拉第的思想,创造出了发电机;爱迪生电器照明公司(现为美国通用电气公司)发明了电灯;威斯汀豪斯公司推出了交流电技术;美国贝尔电话电报公司发明了电话和晶体管;IBM推出了集成电路电子计算机;英特尔生产出了微电脑;杜邦公司发明了人造橡胶和尼龙;英国帝国化学公司则创造出了聚乙烯,奠定了三大合成材料的基础……但是,当今技术创新费用十分高昂,只有大公司才能担负得起。美国芝加哥大学经济学家施蒂格勒指出:“在现代经济史上,一个突出的现象就是一个企业通过兼并收购其它企业后成为巨型企业。”企业的生命力在于技术创新,技术创新又是有成本的,一个企业要获得一项新技术,一是自行研究或委托开发;二是依靠引进;三是通过购并其他企业而获得该企业的技术。日本汽车业战胜美国汽车业的一个重要原因是:日本的汽车制造业广泛采用机器人进行生产。面对来自日本的竞争,1982年,美国通用汽车公司新任总裁罗杰密斯上任后,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。兼并,使通用公司成功地实现了全面计算机化和机器人。

要点回顾

在解释“许多企业购并动因都与企业成长有关”时,应考虑到企业的经营协同效应、财务协同效应、企业发展动机、市场份额效应、企业发展战略动机诸方面。

案例及应用 :收购后的协同应收益有多大

公司 A 的总市价为 \$ 0.5 亿 ,拟收购公司 B ,总市价 \$ 0.15 亿。公司 A 估计合并后由于经营效率等提高 ,公司价值将达到 \$ 0.75 亿 ,公司 A 的投资银行建议付 \$ 0.06 亿的溢价给公司 B。兼并的成本和费用为 \$ 0.01 亿。

- 1 公司 A 的股东能获得多少净收益 ?(\$ 0.03 亿)
- 2 公司 A 收购 B 后能带来多大的协同效应效益 ?(\$ 0.1 亿)

购并的法律环境

关键词 *key word*

投资环境(*Investment Climate*)
东道国(*Host Country*)
指令(*Directives*)
表决权争夺战(*Proxy Fight*)
受益股权(*Beneficial Ownership*)
逐步收购(*Creeping Acquisitions*)
《谢尔曼法》(*Sherman Antitrust Act of 1890*)
公司社会责任(*Corporate Governance of Accountability*)

本章概要

- | | |
|--------------------|------------------|
| 1) 购并涉及的法律问题 | 3) 购并的法律监管 |
| • 篇首案例 波音购并麦道 | • 美国对购并的法律监管 |
| • 委托书 | • 英国对购并的法律监管 |
| • 收购要约 | 4) 公司购并中的法律实务 |
| • 内幕交易 | • 善意购并上市公司本的法律实务 |
| 2) 西方国家有关企业购并的法律规定 | • 恶意购并活动中的股东表决战 |

本章目标

在学完本章内容以后,您将能够:

- 1) 了解西方国家有关企业购并的法律规定,法律监管;
- 2) 掌握公司在购并中的法律实务;
- 3) 理解公司在购并中涉及的一系列法律问题。

3.1 购并涉及的法律问题

3.1.1 篇首案例 波音购并麦道

1996年年底,波音用133亿美元兼并了麦道,引起了金融界和企业界的广泛关注。大企业之间的购并,经常关系到一国甚至几个国家产业的兴衰,而某些战略性产业的兴衰,又直接影响国家的经济、技术和军事发展等战略的实施能力,因此,通过对国际上大企业之间购并案例的精心剖析,我们会得到对我国国有企业改革至关重要的启示,同时,对于市场经济体制改革的深化,也具有十分现实的和重要的意义。

1996年12月15日,世界最大的航空制造公司——美国波音公司,宣布购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波音股份,总价值133亿美元。购并实施以后,除了保留100座MD—95的麦道品牌,民用客机一律姓了“波音”。从此以后,有76年飞机制造历史,举世闻名的麦道公司不复存在。波音现任总经理,1997年2月出任新波音的主席和总经理,2/3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。预计在

1998年,新波音公司可望有530亿美元的进帐,从而牢牢稳住世界民用和军事飞机制造企业的龙头老大的地位。

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”。

3.1.2 委托书

委托书是指上市公司的股东委托代理人行使股东大会表决权而让代理人出示的证明文件。委托书具有如下功能。

(1)代理出席股东大会。这是委托书最原始和传统的功能。

(2)现代大型公司召开股东大会的方式。现代大型公司股东分散,股东众多,即使勉强聚集一堂也无法对议案进行实质性的讨论,于是传统集合一定场所召开股东大会的方式,已转为委托书征求的过程,在征求中以决定公司经营权的归属及经营方向。一般授权委托书的格式与召开年度股东大会的公告同时刊登,其形式如下:

“兹委托×××先生(女士)代表本人出席×××股份有限公司××年度股东大会年会,并代行使表决权。

委托人(签章)	委托人股东帐号:
数:	委托人持股数:
受委托人(签章)	委托日期:

(3)公司经营权的争夺工具(*Proxy Fight*)。通过收购股份而取得较多的董事会席位以控制董事会,需要动用大量资金,这不如征求委托书的成本低廉。

(4)管理层控制公司的方式。公司管理层往往利用其优势地位,比在野者更易征求委托书,从而长期控制公司,因而有的美国学者认为:只要公司能够继续营业,要改组一个董事会比改组政府一个部门还难。

(5)实现公司社会责任(*Corporate Governance of Accountability*)的方式。委托书的规范对公司制度及股东权益(尤其是小股东)的保障有着重要的意义。其规范的方法,在于根据公开原则,通过征求委托书的公开,使委托他人出席股东会的股东,有机会了解公司的业务以及股东会讨论的议案,并阻止经营者违法滥用权力的行为。

就发挥委托书的功能而言,委托书的规范应注重征求者征求竞争行为的公平性,不应偏惠于经营者,也不应只让大股东有征求的机会,在实

际的征求竞争条件中,经营者及大股东本已有较优势的地位,故法律规范注重小股东或具社会责任理念的征求者的权益保障。

美国的《证券法》(1934)第14条(A)款规定,上市公司不得违反基于同条订定的规则来征求委托书。美国SEC据此制定既能保护投资者又符合法律要求的广泛而详细规则。征求委托书时应在对股东发送委托书说明书、委托书用纸及相关资料的一定日期以前,向SEC申报,并详细具体地订定应记载事项。管理方针近来已明显朝向促进股东参与公司控制,加强董事会监督功能等方向。

3.1.3 收购要约(Tender Offer)

收购要约是指在标购中,收购者将收购价格、数量及有效期等予以公开,而对不特定多数人为大量取得证券的要约行为。此种行为在美国称为Tender Offer,英国称为Take Over Bid(TOB),日本法则称为公开买付。

与“征求委托书”相比,“收购要约”有以下优点:

(1)收购要约可长久取得公司经营权,而征求委托书仅于当次股东会获得优势,以后再开股东会仍须重为征求,就此观点而言,具投资性质的公开要约,实比征求委托书费用低。

(2)收购要约的要约人可自行限定要约的有效期限,逼使受要约人或目标公司迅速决定,而征求委托须赖繁琐的股东会召开成功,始生征求效果,就此而言公开要约的程序较简便快速。

(3)收购要约的失败,往往是因竞争对手以更高价格而为要约,此时原要约人可将已购得的证券转售予此竞争者。虽未获利也不会损失,但征求委托书者如未得足够的委托书,多难以转售,则其须负担征求费用,其损失的风险大。

(4)收购要约不必像征求委托书须先行取得股东名册或为一定的申报及通知,也不必协商或先取得目标公司的同意,可于经营者毫无准备的情况下,股价上涨前收购股权,所以公开要约有行动隐匿的特点。

收购要求被各国法规承认,其原因是标购能使上市公司管理层关注于经营,如经营不善而导致股价过低,甚至低于资产值,则很可能被收购,且在标购时股东得以高于市价之价格,出售予他人,使公司经营权更易转移,以淘汰经营不善的公司或其员工。

为了保障股东权益,收购要约必须受到严格的规范。美国、英国、日本等的证券市场主管机构对此作了非常详尽的规定。例如香港《公司收购及合并守则》仅有关的信息披露的规定就达几十条,这些法规大致相同,都是为提高证券市场的透明度,保护小股东的利益,维护证券业的健康发展。

3.1.4 内幕交易

如果收购要约的消息事先走漏,那么股价即会上涨。在开始发动收购时目标公司的股票常常以高于市价的价格转手。如有人利用内幕消息囤积目标公司的股份,待收购建议公开时,以收购价格或更高价位抛出从中牟取暴利。这种方法可能使目标公司的股东失去其应得的利益,也可能迫使企图收购的公司付出更大的代价才能实现目标。因此各国法律一般称此种行为为内幕交易(*Insider Trading*),并且在立法上禁止之,同时赋予损害赔偿请求权。其立法理由如下:

(1)使证券交易公平进行一方知悉有关交易事项的重大消息,未向他方透露,而他方对此一无所知,显失公平。

(2)禁止利用未经公开的重要消息,将促进公司公开有关信息,使证券市场信息的流传更为迅速有效,有利于公平价格的形成。

(3)正当利用公司资产。公司内部消息是公司的资产,仅能为公司目的而加以利用,不得挪为私用而图私利。

(4)促进公司内部决策程序健全,公司内部信息传达正确而迅速,才能使决策有效,如果承办人员为利用内部消息谋利而延迟传递,将影响正当决策程序。

为此禁止内幕人士交易,对保障投资者利益、维护投资者对证券市场信心以及投资公平性,均有重大的意义。美国著名证券交易法学者罗斯教授曾幽默地说,如果允许内幕人士交易,则就像玩牌时允许一个人在牌上做记号,结果是除此人之外无人再愿意玩牌。

以美国为例,对于公司董事、主要股东等利用未公开的内部情报买卖自己公司股票的交易,早在本世纪初习惯法就制定出初步规范,嗣后经联邦证券诸法加以制定而法律化。一是1934年《证券法》第16条规定内部人员6个月以内买卖自己公司股票所获利益应归还公司,如果公司忽略了请求归还,赋予股东代位诉讼的权利,同时规定内部人员负有报告持股数额变动的义务。二是适用1933年《证券法》第17条107项,1934年《证券法》第10条(B)项,15条(C)项等禁止诈欺规定,尤其是依据1934年《证券法》第10条制定的规则10B-5为中心,从而确立了“公开内部信息否则放弃交易”的二者择一原则。关系到禁止诈欺规定时,内部人员的范围扩至凡能直接、间接获得情报者;更进一步,根据内部人员违背信赖义务的共同法理,获取内部信息者也要依法追究。1987年,美国华尔街传出“列文和鲍斯基泄露内情罪”的丑闻,列文任职于莱赫曼兄弟银行,专门从事收购中的套利生意,他化名在巴哈马开设一个证券帐户,利用自己对华尔街收购内情的熟悉而大肆买卖证券套利。另外,他还经常给著名的套利商鲍斯基提供内幕情报,并从中收取佣金。狼狈为奸

的二人一系列的内幕交易终被联邦调查局人员发现,由此锒铛入狱。

另外,各证券交易所禁止各种“造市”行为,造市是指在市场上制造一些谣言或幻想,使市场人士对有关股份的供求、价格趋势或对有关上市公司的财政状况有误解。

3.2 西方国家有关企业购并的法律规定

国际资金的流动,以有利的投资环境为前提。包括跨国收购在内的海外投资面临的各种风险,投资者只有在分析投资东道国的投资环境并进行评估后,认为有利于资金运转,能确保投资的盈利与安全时,才会作出投资决策。所谓投资环境(*Investment Climate*)是指足以影响国际资本能否有效运行、能否发挥资本的基本职能以及资本能否增值的一切外部条件和因素。投资环境是一个由各种外部条件和因素有机结合而形成的综合环境,它包括自然的、社会的、政治的、经济的、法制的、文化教育的、科学技术的乃至民族意识、人民心理、历史传统、风尚等各种条件和因素在内的一个综合体系。投资环境有“硬环境”、“软环境”之分。前者指物质环境或有形环境,包括自然环境、自然资源、基础设施等;后者指社会环境或无形环境,包括政治环境、法制环境、经济环境、社会条件及意识环境。

法制环境是投资环境中最具决定性和影响力的重要因素,是外国投资能否进入一国、能否被允许进入一定行业领域进行经营以及能否受到保护与鼓励的前提条件,也是外国投资者现实和潜在权益的根本保证。所谓法制环境,指接受投资者即东道国(*Host Country*)通过有关法制和立法所体现的对外国投资的一般态度(积极的或消极的),特别是对外国投资者期待的利益可能给予的影响。例如关于外国投资的行业范围;外国投资者的权利与义务;外国资本投资企业的经营管理权限;对特定投资项目的鼓励、限制或禁止以及对外国投资企业的税收优惠、对政治风险的保障等。这些都是通过一定法律形式作出明文规定予以保护的。

具体到跨国购并的法律环境(法制环境),指一个国家或地区的足以直接或间接影响外国收购公司投资权益、投资活动及组织的有关法律制度和法律规范的总称。跨国购并包括三个层次的法律环境:①东道国对外资进入证券市场的管制及对外资收购上市公司控制权的限制,这是法律环境的核心层次;②东道国证券法的其他方面,如证券交易和证券市场的管理形式、证券市场的性质、政府管理和证券业自律管理的相互关系、新证券的发行、信息的持续披露、内幕交易及其他证券欺诈行为的处罚、法律顾问的作用、对上市公司控股权的收购等,是法律环境的中间层次;

③与购并有关的其他重要法律规范,如公司法、企业法、反托拉斯法、外资法、外汇管理法、税法等,是法律环境的外部层次。

以下将就跨国购并法律环境的核心层次,分美国、英国、法国、德国、日本、加拿大、巴西、菲律宾、新加坡及欧共体简单加以说明。

3.2.1 美国法律

1. 对外资进入证券市场的管制

(联邦证券法)(1933年证券法和1934年证券交易法)基本上未对美国人和外国人进行区别对待。但是,希望投资于美国企业的外国人,不论是购买现行公司的全部或部分股份,还是建立一个新的企业,都会感到美国的管理规定远比想象的要繁琐和麻烦。例如,1934年法令对取得一个上市公司已发行股份5%以上的个人或公司,规定了必须报告和公布其重要情况的要求。这些规定,曾对本国或外国经济实体广泛实施。这对习惯于通过银行或其他中介进行投资,并且连其身分都不愿分开的外国人来说,可能会带来一些问题。按1934年法令制定的规则,不仅要求在该情况下公布投资者的身分,而且要求投资者公布其背景材料和营业情况。虽然各种证券法律并未禁止外国人投资,但对一些战略性工业部门,如航空、商业银行、交通、能源、政府订货等方面,通过其他法令禁止或限制外国人投资。联邦和州的法令在某些情况下也对外国人拥有不动产加以限制。

2. 对外资收购上市公司控制权的限制

所有股权收购的收购人,必须遵守1934年法令第14条(D)和第14条(E)的规定。该规定对本国收购人和外国收购人未加区分,对外国收购者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,对外国收购者来说,要求他们提供财务报表可能是更加难以负担的。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的各种差别,都必须公布。而且,如果可能的话,这些差别的影响也必须加以说明。

3.2.2 英国法律

1. 对外资进入证券市场的管制

(1)英国对外国人投资的控制一般是根据1947年的《外汇管制法》来执行。该法的施行主要依靠禁止某些种类的交易,它授权给财政部,财政部又授权给英格兰银行,根据一般条件或经特殊申请,批准某些交易。

英格兰银行被授权制定各种外汇管制规则 ,特别是对证券交易有影响的规则。

(2)在英国的股票向(或由)非下列地区居民(现在英国的海峡群岛、爱尔兰共和国、马恩岛和直布罗陀)转让或发行 ,以及英国公司的控制权从英国居民手中转出 ,都应得到财政部的批准。作为财政部的代理人 ,英格兰银行被授权对特定的交易进行批准 ,它本身也可以根据 1947 年外汇管制法通过普通许可和作出指示的方式将各种权力授予部分商业银行 ,这种银行称为外汇指定银行 ,并可授权给股票经济人、律师和其他主要与证券交易有关的人 ,这些人统称为指定受托人。这些授予的权力使指定银行和指定受托人无须得到特定的许可 ,就能对某些证券交易进行监督。

(3)非英国居民的证券投资 ,如果购买者只是有兴趣对有关公司进行投资 ,通常包括在一般许可之内 ,相反 ,如果一非英国居民认购了一个英国公司 10% 以上的股权(而且参与公司的管理) ,这种由外国进入的直接投资 ,通常应取得英格兰银行的特别批准。一般来说 ,非英国居民在英国投资是受欢迎的 ,只要这种投资资金开始不是来源于英国 ,不会造成英国储备金的损耗。然而 ,对制造业的公司来说 ,为了其在英国经营 ,即使被非英国居民所控制 ,通常允许其在英国借入英镑。如果那个公司经营一项对英国经济有特殊重要意义的业务 ,则可以对它作特殊考虑。

(4)对外国人投资的控制 ,除了外汇管制方面外 ,1970 年《所得税与公司税法》第 482 条关于公司移往外国及其业务的规定中 ,还有一项限制。这一条规定某些交易除非是经过财政部批准经营的 ,否则便是非法的。这种批准的方式 ,可以是依据财政部公布的一般批准原则 ,以适用于特定情况 ,也可以是对该项交易作出专门批准。

(5)对违反 1970 年《所得税与公司税法》第 482 条规定的处罚是严厉的 ,而且对于有这种行为的各当事人 ,因为他们明知自己的行为会导致购成一系列行为的一部分 ,而这一系列行为合在一起 ,其结果会造成一项违反第 482 条的事件。

(6)经 1970 年《所得税与公司税法》第 482 条规定为非法的(无需得到财政部批准)那些特定的交易 ,概括地说 ,是指下列各种交易 :

①英国居民的公司将其交易或业务的一部分转让给非英国居民的公司 ,如果出让者为投资控股公司 ,则还包括其子公司的业务或其他投资的转移 ;

②英国居民的公司促使或允许一个它所控制的非英国居民的公司创立或发行股票或债券 ;

③除了为使一董事能持有必要的股份以符合董事资格外)英国居民的公司可将它控制的一个非英国居民公司的股票或债券 ,转让给他人 ,或促使或允许将该项股票或债券转让给他人 ,而该项股票或债券是这个英国居

民公司所拥有的,或该公司对之有股份的。

(7) 财政部根据以上第 482 条的规定,颁发了一般性的批准事项。有关上述(6)中②的最重要的一般性批准事项是指下列情况:非英国居民公司用现金支付的全部对价发行股票,或以它取得一项业务或一宗财产作为全部对价发行股票。有关以上(6)中③的唯一的一般性批准事项适用于:一个英国居民公司将它所控制的一个非英国居民公司的股票,转让给另一个英国居民公司,除非其结果是出让股票的公司不再对非英国居民公司享有控制权。

(8) 本节所叙述的各种控制,体现了对各种交易的控制的主要部分,这种控制是为了防止未经主管机关事前批准的各种交易。它们是对 1973 年《公平交易法》规定的禁止不适当的合并的权力的补充,也是对 1975 年《工业法》规定的防止向海外转让有关重要制造业的控制权的补充。这就保证了向政府机关公开更名的重大交易并使主管当局能防止对英国经济和其储备的不利后果。

2. 对外资收购上市公司控制权的限制

对外国人接管公司的限制主要是依据 1947 年的《外汇管制法》和依此制定的规定。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,其他对外国人的规定和对英国居民的规定一样。虽然,就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。

3.2.3 日本法律

1. 日本对外资进入市场的控制

为实施资本移动自由化方案,日本内阁先后于 1967 年、1975 年通过了《对内直接投资自由化决议》及《关于技术引进自由化决议》,大大放宽了对外国资本和技术的限制,在外资政策方面迈出了新的一步。1980 年修订《外汇与外贸管理法》(简称《外汇法》),废止旧外资法,实施了新的外资政策,将原有关于外资的部分规定,在新的政策基础上加以修订,纳入《外汇与外贸管理法》中,列为第 5 章《对内直接投资》。

新法一般不采取审批制度(许可制),但要求外国投资者须进行申报,即自动许可。凡合于法律规定的内容,合格投资者依法定程序进行申请,即可获得自动认可,开始投资。依法律规定合格申报者(投资者)包括 ①作为非居住者的个人;②依外国法律设立的法人或其他团体,或者在外国有主要事务所的法人或其他团体;③如为公司,其所直接拥有的股份数额或出资金额,或通过其他公司所拥有依政令所定的股份数额或出资金额的总计,其比例达到该公司发行股份总数或出资总金额的 50% 以

上者(4)在上述第2项法人或团体以外的法人或团体中,作为非居住者个人,占有该法人或团体负责人或负责人中有代表权的过半数以上者。

应进行申报的合格投资为直接投资,其内容为①非上市公司股份或持股的取得,不论该公司是既存的,还是新建的,也不论是独资子公司,还是同日方建立的合营企业;②从非居住者受让其持有的非上市公司的股份或持股;③取得上市公司股份的10%或以上;④关于公司事业目的的实质性变更的同意(但限于拥有占该公司已发行股份总额或出资总额的1/3的股东)或出资者所为的同意(5)在日本设立分公司或变更分公司的种类或对其事业目的所为的实质性的变更(6)对在日本有主事务所法人给予超过法定金额的贷款(7)依法令规定准许用于上述各项内容之一的行为(8)同日本公司订立技术转让契约。

2. 对外国公司投资的法律限制

依日本法律规定,外国投资者提出投资申报30天后,即可进行投资,如该申请投资项目被认为无其他问题,这段期间还可缩短。在多数情况下,外国投资者一般可在提出申报之日起开始投资。但如该投资项目有可能被认为(1)不利于维护国家利益及公共秩序和安全(2)严重影响日本本国事业、企业活动及日本经济的发展(3)如该投资来自同日本无双边投资保护条约或其他国际协定关系的国家,为使日本向该国投资在实持上获得同等待遇,有必要中止该项投资或变更其内容者(4)从资金使用及其他情况看,该投资相当于须经个别审批的资本交易,认为有必要中止该项投资或变更其内容者。如经审查,确系有上述情况之一,可劝告其中止投资或变更其投资内容。但该个别审查期间,最长不得超过4个月,在这段时间内,不得开始投资。

技术引进契约的申报,有上述两种情况的,可劝告其中止或变更其契约内容。

3.2.4 德国法律

1. 法定规章制定权和机构

根据《外贸法》,联邦政府享有规章制定权和行政权,可以对包括证券投资在内的外国投资采取限制措施。在本质上《外贸法》的有关规定允许出于国内证券、货币状况以及收支平衡等原因实行限制。自从1958年取消资本交易方面的限制,并采用完全可兑换货币制度以后,联邦政府很少运用这种权力。

联邦政府并不具有禁止外国在德国投资的普遍的、绝对的权力,特别是在考虑投资是否有益于国家,是否由于政治原因而有利等方面,如同其他国家的外国投资法一样。

2. 现有限制及公布材料的要求

除了要求事先经过允许并提前通知或对所有性质的证券(包括德国公司的股份及其他产权利益)的受益所有权或法律所有权的特别定期报告不适用于德国投资者的规定以外,目前对外国在德国的资本投资没有实行货币兑换方面的和其他的限制。

(1)主要的限制是在1972年根据《外贸法》制定的《关于现金存款的规定》,对由于美元危机造成的资本大量流入施加的限制,1974年9月取消了现金存款的规定,但是,任何时候都会由于国际收支的原因而重新采用。

(2)目前《外贸法》对证券交易的唯一限制是,对用德国马克表示的国内票据和汇票,以及包括国库券在内的国内记名和不记名债券,销售给非居民的限制(假如该种债券和票据从转移给非居民时起将在4年内到期,或者年金或其他协议等将在4年内归还)。这类记名和不记名债券和国库券的转移要预先经联邦储备银行同意和批准。这就要求公布和报告受益所有权,假如这种所有权不同于持有者的法定所有权。这种实质性限制仅仅是出于国际收支平衡的原因,是为了防止对短期和中期金钱证券的投机性投资,而不是根本拒绝外国资本对股票或货币工具的投资。

(3)由于统计上的原因,《外贸法》要求公布外国在德国投资情况,为联邦储备银行在货币和流通方面的决策提供统计数据。但对任何个人投资者的数据必须保密,不能用于进行个别性的限制。

(4)在某些受控制的行业,例如民航提供中长途服务的卡车运输公司、保险公司以及矿业开发企业等,通过购买证券获得产权要受限制。在报告和公布资料方面的要求以及接管前的控制,依具体情况而有所不同。出于国民保障的原因一般限制较少,但如果是着眼于行业管理以及调节国内的同外国的运输公司、民航、保险公司之间的竞争,以及出于严格控制自然资源的原因而施加的限制则较多。

3. 外国在德国市场投资和发行证券的自我限制和自我管理

(1)目前仍没有为阻止外来投资的全面和任意性的投资控制,尽管在1973年石油危机和来自石油美元国家的大量投资资本流入以后,关于这个问题曾有过严肃而激烈的讨论。虽然不存在法律义务,但人们认为,今天德国的银行业机构和工商业应支持大规模的外国收购,也就是将德国大公司出售给外国投资者,而只需要预先非正式通知联邦储备银行,并向联邦储备银行公开这些交易。如果任何这类交易是在一个德国银行赞助下开始的(若无一家银行的帮助与参与,很难有机会获得一个大公司的多数股份),银行会自动地通知有关政府部门,尽管银行在任何时候都明确表示最后决策取决于它们自己的判断以及它们对于其业务伙伴的责任。

(2)外国发行者在德国市场上发行和销售债券和信用债券(除在转

销不记名债券和记名票据的情况下预先取得正式批准者以外),可能根据中央资本市场委员会的推荐适用自我限制和自我管理。这类推荐不具有法律约束力,但作为自我限制的惯例,银行业机构自觉听从。

3.2.5 法国法律

1. 外国投资法的一般规定

法国无统一的外资法,法国政府以前对设立新公司或支公司,既存设备的扩大、收买法国企业等从外国进行的直接投资(不进行营业活动所设立的驻派员、办事处不认为是直接投资),原则上须经经济部事前批准。但自1984年11月29日法令公布以后,对事前批准的规定已有所变更,作为申请事项的内容,仅以关于投资者的情报、投资项目、投资效果等的记载为必要。至于是否批准,视投资项目的情况而定,如关于武器、健康、安全等有关特定产业的投资,要求延长投资期限者,则可拒绝。至于这类产业以外的其他企业,可望在开发地区创造就业机会者,一般能及早地获得批准。又持有尖端技术的公司(含先进的尖端制造设备或研究机构),也较易获得批准,但仅以贩卖、利用先进技术的机器设备为目的而活动的公司,则较难获得批准。再者,以前外国企业在法国的直接投资,只要在500万法郎以下,仅仅对法国政府主管部门进行事前报告,即可获得批准,但自1985年2月以后,这一规定又有所放宽,其限额也改为1000万法郎。在程序方面也予简化,以前外国企业的进出、审查各类报表需时甚长,现已基本上确定在10天之内予以处理。由于增资或借款、既存设备的扩大等已完全自由化,故依据外汇管理法判断特定投资是否为从国外进入的直接投资,其基本标准是看非居住者是否拥有超过法国公司股份的20%。还可考虑其他因素,如贷款保证、特许权的有无及其影响等等。但收买法国企业超过500万法郎的,仍属须事前批准的项目。关于收买企业的批准与进行新投资的程序不同,所有企业的收买,必须即付现款,凡取得上市公司的股份资产之10%以上者,所有情报必须公示。

2. 对外资进入证券市场的管制

法国调整此类证券交易的条例相当灵活,非常住居民也可以购买法国证券。但是,如果非常住居民购买的证券足以达到控制一家法国公司的程度,则这种交易应受到严格限制。证券的发行、广告、销售以及通常情况下把外国证券引入法国,都需要经过财政部部长的事先明确批准。

3.2.6 欧洲经济共同体法律

自法国、前联邦德国、意大利、比利时、荷兰和卢森堡6国于1957年正式签订《罗马条约》并建立欧洲经济共同体(以下简称欧共体)以来,该组织已颁布了一系列协调其成员国(目前已有12国)证券市场的指令(Directives),企业购并直接适用《欧洲经济共同体条约》中的反托拉斯规

则,从而对成员国境内发生的购并行为产生了以下重要影响。

1. 《欧共体主要股权指令》(*Major Shareholdings Directive*)

1988年颁布的主要股权指令规定了上市公司主要股权交易的公布责任,其目的是通过强制性的充分信息披露来促进对投资者的保护,由此增强投资者对于欧共体证券市场的信心并确保证券市场的正常运作。该指令已由各成员国在1991年1月1日前执行。该指令要求自然人和法人将有关证券的取得或转让,以及该项取得或转让导致由其控制的表决权达到、超过或低于某具体界限等情况,通知发生上述交易的公司和有关主管机构。它未要求收购公司公布其有关表决权持有量、目标公司或对目标公司证券的进一步取得意图等情况。但各成员国基于非歧视性原则,可规定其他的或更严格的披露要求,各成员国亦可发布对专业证券交易商遵守以上要求的豁免。自然人或法人在完成有关证券的取得或转让的7天内应发出通知,有关公司在接到通知后9天内,应在其股票正式上市的交易所所在成员国向公众公布有关证券交易情况。为了尽快向公众提供上市公司重要股权的完整情况,该指令要求上市公司在指令生效时应公布其现有的主要股权情况。因此,上市公司在其设立地所在成员国实行该指令的3个月内应召开股东大会,拥有公司10%以上表决权的人应将其拥有的表决权比例通知公司和有关主管机构,这一资料还应在股东大会召开后的1个月内向公众公布。

2. 《欧洲经济共同体条约》中的反托拉斯条款

1971年,欧共体委员会第一次通过企业购并适用《欧洲经济共同体条约》第86条的规定,美国大陆包装公司(*Continental Can Company*)通过它的比利时子公司(*Europemballage Corporation SA*)取得了在当时具有行业领导地位的前联邦德国金属包装制造企业(*Schmal - bach - Lubeca - Werke AG*)的多数股份,进而申请购并包装行业中的一个更大的荷兰包装企业(*Thomassen & Drijver - Verblifa W*)。欧共体委员会认为,美国大陆包装公司采用购并方式取得了对它的一个重要竞争者的控制权。因而滥用了它在欧共体市场上的优势地位,造成欧共体内包装行业中竞争的消失。于是,欧共体委员会限令美国大陆包装公司解除购并,恢复欧共体市场范围内包装行业的原有竞争状况。欧洲法院对此也作出了相应判决。

3.3 购并的法律监管

3.3.1 美国购并的法律监管

美国对公司购并的法律监管主要是从反托拉斯法开始的。美国经济

中的基本商业公共政策是促进和维护竞争,以此作为最理想的资源配置手段。美国实施反托拉斯政策源于经济中的反动垄断保护竞争。反托拉斯法规定,对竞争的不正当限制、垄断、图谋垄断和不正当的竞争方法均属违法行为。反托拉斯法作为美国政府对公司兼并进行管制的工具,在历史上曾经对美国的企业兼并活动发展有过重大影响。

1. 美国的反托拉斯法和兼并准则

美国的反托拉斯政策主要体现在国会通过的反托拉斯法和司法部制定的兼并准则上。

(1) 反托拉斯法。美国历史上的反托拉斯法主要有以下几个:

①《谢尔曼法》(*Sherman Antitrust Act of 1890*)。1890年,联邦政府通过了《谢尔曼·反托拉斯法》这个法规是反托拉斯法的基础,它是保护贸易和商业不受非法限制和垄断侵害的法案。它规定:“凡是限制几个州之间的贸易或商业活动的合同,以托拉斯或其他形式进行兼并或暗中策划”都是非法的。它还规定:“任何人对商业的任何部分实行垄断,或企图实行垄断,或暗中策划垄断”都是违法的。这一法案的不足之处在于没有给“限制贸易”和“垄断”下精确的定义,而把解释权交给了法院。尽管如此,作为美国第一个反托拉斯法,它从法律上禁止了竞争者联合起来控制价格,实行商业抵制和划分市场势力范围。它对于限制处于垄断或接近垄断地位的大公司势力的扩张起了重要作用。

②《联邦贸易委员会法》(*Federal Trade Commission Act of 1914*)。由于《谢尔曼》法案的某些不足,国会于1914年又通过了《联邦贸易委员会法》和《克莱顿法》。

《联邦贸易委员会法》的目的是要防止商业中的不公正竞争和不公正的或欺骗性行为。之所以要禁止不公正的竞争方法,是因为如果对这种不公正的竞争方法不加以限制,就有可能使企业获得垄断地位。根据《联邦贸易委员会法》成立了联邦贸易委员会,负责执行《联邦贸易委员会法》和《克莱顿法》。联邦贸易委员会有权调查不公正的商业行为,提供实施法令的程序,并具体决定哪些商业行为是合法的、哪些是非法的。

③《克莱顿法》(*The Clayton Antitrust Act of 1914*)。就在《联邦贸易委员会法》被批准的几天后,《克莱顿法》获得批准。《克莱顿法》比较详细地解释了《谢尔曼法》所没有表达的细节,它的着眼点在于防止垄断力量的形成和积累。对兼并来说,《克莱顿法》中最重要的是第7条。它规定公司之间的任何兼并,如果“其效果可能使竞争大大削弱”,或“可能导致垄断”都是非法的。《克莱顿法》后来经过《罗宾逊-帕特曼法》和《塞勒-凯弗维尔反兼并法》的修正,成为美国政府管制兼并活动最主要的法令。

④《罗宾逊-帕特曼法》(*The Robinson-Patman Act of 1936*)。1936年美国国会通过了《罗宾逊-帕特曼法》。《罗宾逊-帕特曼法》对《克莱

顿法》的第2条进行了修正,主要是为了反对价格歧视,即反对同样的产品对不同的顾客收取不同的价格,因为这种价格歧视有可能大大削弱竞争,导致垄断。

⑤《塞勒-凯弗维尔法》(Celler-Kefauver Amendment)。原来《克莱顿法》的第7条只是规定禁止大公司大量购买竞争者的股票,如果这种购买会大大削弱竞争或导致垄断的话。但它仍允许大公司购买竞争者的资产,即使这种购买会大大削弱或导致垄断,这是《克莱顿法》的漏洞。为了堵住这个漏洞,1950年美国国会通过了《塞勒-凯弗维尔法》,对原来《克莱顿法》的第7条作了修正。修正后的《克莱顿法》规定:禁止任何公司购买其他公司的股票或资产,如果这个购买有可能导致竞争的大大削弱或产生垄断的话。

这里需要指出的是,修正后的《克莱顿法》关心的是“保护竞争,而不是竞争者”。有些兼并虽然消灭了竞争者,但并没有削弱竞争,反而促进了竞争。例如两家小公司之间的兼并就有利于它们与大公司进行竞争,这种兼并对于工业的集中并不会有多大影响。又如一家濒临破产的企业,被一家经营得法的竞争对手所收购,对于前者来说,由于资源经费耗竭,除了把自己出售之外别无出路。因此,修正后的《克莱顿法》对上述情形的兼并是允许的。

(2)兼并准则。为了便于执行反托拉斯法,美国司法部每隔若干年颁布一次兼并准则,用来衡量什么样的兼并可以被批准,什么样的将得不到批准。第一次颁布兼并准则定在1968年,此后在1982年重新颁布了一次,1984年对1982年的兼并准则做了修正。需要说明的是,在这期间,反托拉斯法和对它的解释并没有变,只是准则所体现的标准变了,这种变化反映了产业经济学更加完善和政府对于执行反托拉斯法的措施有了变化。

①1968年兼并准则。1968年的准则主要是根据法院依据《克莱顿法》所判的一些重大案例来制定的。它规定了一系列标准,用以说明什么样的兼并将得不到批准。标准用市场份额和市场集中度来表示。市场集中度是指某一市场中4家最大企业所占市场份额之和。准则规定:对横向兼并来说,如果市场集中度超过75%,则如表3.3.1所示市场份额的企业之间的兼并,将得不到批准。如果4家最大企业在市场中所占份额小于75%,则如表3.3.2所示市场份额的企业之间的兼并将得不到批准。

1968年兼并准则对纵向兼并的限制有一些,对混合兼并则基本上没有限制,除非这种兼并严重地影响了市场竞争。

②1982年兼并准则。1982年司法部颁布了一套新的兼并准则。与1968年准则相比,首先它提出一套新的划分市场范围的方法和规则,即哪些产品、哪些企业应该划归同一市场。为此,1982年准则提出了一个

“5%规则”,即如果价格提高5%,在一年内顾客将转向哪些供应商,这些供应商就应当包括在这一市场之内;如果价格提高5%,在一年内,哪些生产者将开始生产这种产品,这些生产者也应当属于这一市场。其次,1982年准则引进了一种新的指数(赫芬德尔-赫希曼指数)来代替1968年准则使用的四企业集中比率。 HHI 指数等于市场中每个企业市场份额为10%,那么其 HHI 指数为 $10 \times 10^2 = 1000$ 。所以选用这种指数是因为它不仅能反映市场内大企业的市场份额,而且也反映了大企业之外的市场结构,但仍把较大的权数赋予大企业的市场份额。

表 3.3.1

收购企业	被收购企业
4	4 或以上
10	2 或以上
15	1 或以上

表 3.3.2

收购企业	被收购企业
5	5 或以上
10	4 或以上
15	3 或以上
20	2 或以上

司法部根据市场的 HHI 指数以及兼并方案预计会引起的 HHI 指数的上升值来决定该兼并“不可能”、“可能”或“很可能”得到批准。假如企业A与企业B兼并,那么兼并引起的 HHI 的上升值等于 $2 \times$ 企业A的市场份额 \times 企业B的市场份额。准则把市场集中度分为三类:低集中度的市场(HHI 低于1000);中等集中度的市场(HHI 在1000~1800之间);高集中度的市场(HHI 高于1800)。在低集中度(兼并后)的市场内,不管兼并企业的市场份额是多少,一般都可以得到批准。在中等集中度市场里如果兼并会使 HHI 上升100以上,就可能得不到批准;如果 HHI 上升少于100,一般可以得到批准。在高集中度的市场里,任何兼并如果会使 HHI 上升100以上,就不会得到批准;如果 HHI 上升在50~100之间,有可能得不到批准;如果 HHI 的上升少于50,一般会得到批准。

准则还对市场内的依靠企业作了特殊规定。如果依靠企业的市场份额超过 35% ,同时它比市场内次大的企业规模大两倍或两倍以上 ,再如果被兼并企业的市场份额大于 1% ,那么这种兼并就很可能得不到批准。

对于非横向兼并(纵向兼并和混合兼并) ,准则认为虽然它们对竞争的影响较小 ,但也不是始终无害的。在批准非横向兼并时 ,准则规定除了要考虑到横向兼并也适用的规则外 ,还要考虑其他因素 ,如是否会消除潜在的竞争者进入市场的障碍或使串通更加容易等。

③1984 年的兼并准则。1984 年的兼并准则是 1982 年准则的延伸。例如划定市场范围的总的方法 ,两个准则是一样的 ,但 1984 年准则强调在运用“ 5% 规则 ”时 ,外国供应商也应当包括在市场内。1984 年准则还强调 ,是否批准某个特定的兼并方案不能仅仅根据对 HHI 指数的数学计算。就是说 ,1982 年准则中的一些定量的标准仍然需要 ,但 1984 年准则还规定要考虑一些定性的因素 ,如市场条件的变化、企业的财务状况、新企业进入的难易以及众多小企业扩大产量的能力等。特别要考虑兼并后的效率问题 ,包括规模经济性、生产设施的一体化、工厂专业化、降低运输成本等。对于那些能大大提高经济效率的兼并 ,在批准时应适当放宽。

2. 美国对上市公司收购的法律规定

1933 年美国《证券法》对以股换股的收购要约作出要向美国证券交易委员会注册的规定。美国有关上市公司收购问题的最早规定是 1968 年的《威廉姆斯法案》(*Williams Act*) ,以后将其补充进了《证券交易法》的 13D 及 14D 条款。因而在 1933 ~ 1968 年期间 ,现金形式的收购基本上处于无人监管状态。很多上市公司在不知不觉中其控股权就被转移 ;中小股东对其所持有的股票的未来走势的认识较大股东来说非常落后 ,处于被动地位。面对这种情况 ,美国国会通过了《威廉姆斯法案》对通过证券交易所逐步收购(*Creeping Acquisitious*)和通告发出收购要约(*Tender Offer*)一次性收购作了详细的规定。

《威廉姆斯法案》要求收购的发盘人在取得目标公司股权 5% 或 5% 以上时 ,在 10 天之内向证券交易委员会和目标公司各呈递一份表格 ,详细描述溢价收购的条件、收购者背景、现金来源 ,以及收购人在接管后发展公司的计划。该法案还规定购买了其他公司 5% 以上股票的任何人或公司也必须在 10 天内提交相同资料。该法案同时规定发盘期至少为 20 天 ,而且还应给股东 15 天的时间来慎重考虑其决定 ,若收购股份数小于应盘数额 ,就必须在应盘股东中按比例分配。

《威廉姆斯法案》的目的并不是为了保护上市公司的管理层 ,而是通过一系列的信息披露 ,使广大投资者在作出股票投资决策时 ,平等地享有与该投资决策有关的重要信息。之后各州也纷纷通过了有关的法案 ,但都以联邦立法作为规范。下面就《威廉姆斯法案》的 13D 和 14D 条款作一简单介绍。

(1)13D 条款。该条款是要求持有一个上市公司 5% 以上股票的股东披露其持股情况的条款。这一条款要求一个股东在成为 5% 以上股东之后的 10 个日历日内向美国证监会、证券交易所(如该公司还在全美证券商自动报价系统上市,则还需向全美证券商协会)以及该公司备案。美国证监会为该备案制定了 BD 表格,表格的内容包括该股东的持股数量、持股意图及其他相关事项。一个股东在作了 13D 备案后,其买入或卖出每 1% 以上的该种股票,或其购股意图有改变,都要及时(一般认定为 1 天之内)向上述机构补充备案。美国证监会和证券交易所都有现代化的通讯系统和工具,可以迅速将这些备案信息传播出去。

13D 表格要求 5% 以上股东备案的主要内容有:1)所购股票的名称、种类,该股票发行人的名称及主要决策机关的地址;2)该股东的身分及背景资料,包括其主要职业、过去 5 年的刑事记录以及违反证券法规的记录;3)该股东所欲购及股票的资金来源,如果需要贷款,还要提供贷款方的名单;4)购股目的,对公司的经营发展有何计划,尤其是有无将公司购并、重组或解体的计划;5)该股东持有该种股票的总额以及过去 60 天内买卖该种股票而订立的合同、协议,所达成的默契、关系等。

(2)14D 条款。13D 条款对通过证券交易系统逐步收购某种股票的信息披露作了较为具体的规定,14D 所管辖的是通过发出收购要约一次性收购一个上市公司的程序和要求。美国法中并没有明确规定“收购要约”的概念,一般认为,如果一个投资者向多个人发出收购股票的邀请,并且收购价格比市场价格高,就构成了一个收购要约。该投资者必须按照法律的规定填送 14D—1 表格送美国证交会备案,并同时通知该公司和该股票上市的证券交易所。

值得注意的是,美国法并没有因一个股东持股的数量较大而强制其发出收购要约的规定。只有在投资者实际上是以大规模收购的方式向许多人发出购买股票的要求时,法律才要求其发出收购要约,按照法定程序收购某一股票。除此之外一个股东不论持有多少股份,都没有义务向其余股东发出收购要约。在美国股票市场上发生的上市公司收购事件,大多数都是由收购人自愿发出收购要约。

14D—1 备案的内容除了 13D 的内容之外,还需披露收购要约的内容,包括收购股票的数量、收购价格、要约有效期、付款方式、收购人的财务状况等。

收购要约的有效期不得低于 20 个工作日。受要约的股东有权在收购要约开始后 15 个工作日内撤回其承诺。如果同期有第二个收购要约公布,那么受要约的股东在第二个收购要约公布后 10 天之内有权撤回其对第一个收购要约的承诺。即使收购要约期已经结束,只要收购要约人没有实际购买该股票,承诺要约的股东也有权在要约开始后的 60 天内撤回其承诺。这给予中小股东以充足的时间去考虑是否接受一个收购要

约。

收购要约必须向其余所有股东发出。如果接受要约的数量超过要约人意欲购买的数量,收购要约人必须按比例从所有接受要约的股东中强制收购该种股票。收购要约的主要条件有了变化,该要约的有效期必须延长 10 个工作日以上。在收购要约的有效期内,收购要约人不得以收购要约以外的条件购买该种股票。

3. 关于受益股权和信息披露

美国法中还有一个受益股权(*Beneficial Ownership*)概念。受益股权即一个以上的股东直接或间接地通过任何形式的合同、协议,或达成某种默契、某种关系等,取得对某一股票的控制股权。这时将认定这些股权都由一个“受益股东”持有。“*Parking Arrangement*”即一个股东把其股票暂时放置于别人名下,日后再转回来,便是认定受益股东的一个例子。这一概念对 13D、14D 条款都适用。它对于防止几个人联手控制某一个公司的股权有很大作用。

美国法律中的这些规定并不是为了保护目标公司,但它却给了收购目标公司的管理层一个发表意见的权力。在收购要约开始后 10 天内收购目标公司的管理层必须通过填报 14D-9 表格,向其股东阐明其对于该次收购的态度。这可为中小股东提供参考。

美国法律还就收购要约过程中信息披露的真实性、准确性和完整性以及惩治收购过程中的内幕交易行为作出了规定。这一系列的规定对于管理证券市场上的收购问题、保护中小投资者的权利起了很大作用。但是美国证券界、法律界的许多人士对这些规定并非十分满意。例如 13D 的规定允许一个(或者数个享有受益股权的)股东在购进某个上市公司 5% 以上股票后的 10 天内继续买进,直至第 10 天才去备案,就受到了许多的批评。美国证交会曾提议将 10 天的期限改为 2 天,但没有通过。

3.3.2 英国对企业购并的法律监管

英国对上市公司收购问题的法律监管是通过《伦敦城收购及兼并守则》来实现的。《伦敦守则》由英国证券业委员会颁布并由其属下的收购与兼并庭具体执行。它详细地规定了英国上市公司收购兼并的办法。英国的证券业委员会由英格兰银行、证券交易所理事会及证券业有关的一些协会的代表组成,这些成员的支持使得《伦敦守则》具有强制力。

《伦敦守则》是由英国证券业委员会基于以下目的而制定的:①确保待遇与机会均等;②确保有充分的资料和意见;③禁止未经股东同意便采取阻碍行动;④维持市场秩序。

确保待遇与机会均等。其含义为:①要约发出人提出的收购价格对所有股东来讲都是一样的;②在提出要约期间或者考虑提出要约的时候,

无论要约人、受要约公司或其各自的财务顾问,都不能向某些股东提供其他股东所没有的信息 ③行使控制权时必须信实,受要约公司的董事或多数股东不得欺压少数股东。

《伦敦守则》的主要内容是 持有一个上市公司 30% 以上股权的股东必须向所有其余股东发出购买其余股票的强制性收购要约。为了防止投资者在持股达到这一比例之前,就趁人不备偷偷买进。《伦敦守则》还作了以下修订:一个投资者意欲 7 天之内购买某种股票达该种股票总额的 15% 以上,或者在购买之前就已达 15% ,则他在这 7 天之内的购股就必须通过向其余所有股东发出收购要约进行。以上规定使中小股东能够在掌握公开信息的情况下,以较高的价格将自己的股票出售,从而保护中小投资者的利益。

上述规定中的一个突出特点就是有大量强制性收购的规定。强制性收购迫使有收购意图的股东以较高的同一价格向其余所有股东收购某种股票,从而体现了英国证券监管机构对维护证券市场的公开的、公平性的政策。

除此之外,英国公司法还规定了大股东的报告义务,即一个股东购买上市公司股票达 5% 以上时,必须按规定进行备案,并通知该上市公司;一个股东持有一上市公司 15% 股票时,必须在第二天的中午以前,将这一事实通知该上市公司和该股票上市的证券交易所;持有 15% 以上 30% 以下股票的股东,其以后每购买 1% 以上的该种股票,也必须按其持股 15% 时的方式报告。

英国对收购要约还有以下主要规定:①收购要约必须首先向被收购公司的董事会发出。该董事会有权检验收购人是否有能力执行该要约,并且应将董事会对该收购的意见与收购要约同时向股东公开。②除了收购要约人在收购结束后,其持有的该种股票不到该种股票总额的 30% 这一情形外,收购要约一般来说不能只是收购部分股票,而是应收购整个公司。③收购要约有效期不得少于 20 天。收购要约期满,接受要约的股票总额如未超过公司股票总数的 50% ,则受要约人有权撤回其承诺;但如果超过 50% ,受要约人则无权撤回其承诺。

要点回顾

1)对上市公司收购,成熟股市都有严密的法律监管,涉及问题主要有委托书、收购要约、内幕交易等方面;

2)讨论在善意购并上市公司中的法律实务有:在签订买卖合同前注意事项、收购交易中注意事项、须向股东披露的事项及须股东批准事项、证券交易规则。

案例及应用 : 摩根公司为什么被宣告无罪 ?

讨论为什么下面的案例 , 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 , 摩根公司大量收入奥林的股票 , 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相关条例。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。

第 1 篇

公司购并的操作

第 4 章 公司购并的资金来源

第 5 章 公司购并的操作程序

本 篇从公司购并的操作出发,论述公司购并的操作程序,以及公司进行购并的三种方式:现金收购、股票收购、综合证券收购,并着重论述了三种方式的影响、制约因素。

公司购并的资金来源

关键词 *key word*

股权集合方式(*Pooling of Interests*)
购买接管方式(*Purchase Acquisition*)
合理市场价值(*Fair Market Value*)
可转换债券(*Convertible Bonds*)
认股权证(*Warranty*)

本章概要

- 1) 现金收购
 - 篇首案例 : 化学银行购并德克商业银行
 - 现金收购的特点
 - 现金收购的影响因素
- 2) 股票收购
 - 股票收购的特点
- 股票收购方式的影响因素
- 3) 综合证券收购
 - 公司债券
 - 认股权证
 - 可转换债券
 - 其他方式

本章目标

在学完本章内容以后 , 您将能够 :

- 1) 理解现金收购、股票收购的特点和影响因素 ;
- 2) 理解综合证券收购的方式。

4.1 现金收购

4.1.1 篇首案例 : 化学银行购并德克商业银行

1987 年 , 化学银行兼并德克萨斯商业银行时 , 应用了混合支付方式。其具体方案如下 : 每股的德克萨斯商业银行股票可以交换 : ① 7 美元现金 ; ② 1 股可调整股息率的化学银行优先股 ; ③ 0.09 股化学银行的普通股 ; ④ 1 股国民贷款银行的股票 (其用意是使德克萨斯商业银行的 3 亿美元非营运性的贷款成为可流通) ; ⑤ 1 股化学银行 B 级股票 , 按化学银行 28% 的红利或德克萨斯商业银行平均年收益率的 25% 予以支付 , 取其中的高者。四年后视德克萨斯商业银行作为化学银行子公司的业绩表现而定 1 股化学银行 B 级股票可转换成 0.3 股或 0.45 股化学银行普通股。化学银行的这一方案虽使购并交易变得繁琐 , 使德克萨斯商业银行的每股价值难以确定 , 其波动区域在 26.75 美元 ~ 36 美元之间 , 但也使风险套利的难度大大提高 , 减少了风险套利者插足的欲望 ; 同时 , 化学银行也在混合购并中减低了风险 , 以免会受到德克萨斯商业银行不良经营的拖累。

4.1.2 现金收购的特点

现金收购是公司购并活动中最清楚而又最迅速的一种支付方式,在各种支付方式中占很高的比例。这主要是因为:现金收购的估价简单易懂,对卖方比较有利,常常是卖方最愿意接受的一种出资方式,因为以这种方式出资,他所得到的现金额是确定的,不必承担证券风险,亦不会受到兼并后公司的发展前景、利息率以及通货膨胀率变动的影 响,便于收购交易尽快完成等。

一般而言,凡不涉及发行新股票的收购都可以被视为现金收购,即使是由兼并公司直接发行某种形式的票据完成收购,也是现金收购。在这种情况下,目标公司的股东可以取得某种形式的票据,但其中丝毫不含有股东权益,只表明是对某种固定的现金支付所作的特殊安排,是某种形式的推迟了的现金支付。若从兼并方的资本使用角度看,可以认为这是一种卖方融资,即直接由目标公司的股东提供融资,而不是由银行等第三方提供。

现金收购是一种单纯的收购行为,它是由兼并公司支付给目标公司股东一定数额的现金,借此取得目标公司的所有权。一旦目标公司的股东收到对其所拥有股份的现金支付,就失去了对原公司的任何权益。这是现金收购方式的一个鲜明的特点。对于兼并公司而言,以现金收购目标公司,现有的股东权益不会因此而被“淡化”,但却是一项沉重的即时现金负担。因此,兼并方必须决定是动用公司现有的现金,还是专门筹集额外的资金来支付收购费用。在这两种方法之间进行选择的时候,需要考虑许多因素。如果现有的现金已经安排作为预期的流动资本,或者是用作内部资本投资的,那么就有必要为支付收购费用另外筹集资金,若筹集遇到困难,还可作出特殊的安排和变通,如采用延期或分期支付等卖方融资方式(这在后面还将涉及到)。

税务管理问题是现金收购方式所涉及的一个重要问题。目前,世界上绝大多数国家都奉行这样的税务准则,即公司股票的出售变化是一项潜在的应税事件,它涉及到投资者的资本损益,在已实现资本收益的情况下,则须交纳资本收益税。因此,若目标公司的股东接受现金收购的出资方式,就需要交付资本收益税。在延期支付的情况下,目标公司的股东滞后得到现金支付,也就意味着推迟了资本收益税的负担,直到实际得到支付的现金,方才承担资本收益税。

在公司购并交易的实际操作中,有两个重要因素会影响到现金收购方式的出价 ①目标公司所在地管辖股票的销售收益的所得税法;②目标公司股份的平均股权成本,因为只有超出的部分才应支付资本收益税。例如,一宗以现金支付的收购活动发生在荷属安德烈岛,目标公司是在当

地注册的,那么目标公司的股东就不会面临课征资本收益税的问题,兼并方的现金出价就是他们实际得到的数额。但如果目标公司的注册地是英国伦敦,则目标公司的股东所得到的资本收益将可能被课以30%的所得税。因而,兼并方在以现金收购方式收购目标公司时,必须考虑到该项收购活动是否免税,因为这将对自己的出价产生重要的影响。此外,由于某种原因,目标公司的股东得到的价格可能不会高于他所拥有的股份的平均股权成本(每股净资产值),在这种情况下,接受现金支付亦不会产生任何税收负担。如果兼并方确认现金出价会导致卖方承担资本收益税,则必须考虑可能减轻这种税收负担的特殊安排。否则,卖方也只能以自己可能得到的净收益为标准,作出是否接受出价的决定,而不是以买方所支付的现金数额为依据。通常情况下,一个不会引起税收负担的中等水平的出价,要比一个可能导致有惩罚性税收的高出价更具有吸引力。

即使资本收益税是不能免除的,但也可以通过分期支付得以减轻。在支付期限内,卖方可以得到年度减让的好处,从而减轻纳税负担。下面举例说明。

假定甲公司以每股160\$报出收购价格并以现金形式一次性支付,股票的每股净资产值为50\$,进而假设要对资本收益征收30%的税款。同时,乙公司亦以相同出价(每股160\$)向相同股东购买,但采取的是以承付票据的形式按10年期分期付款。两种情况下目标公司股东的税收负担如表6.5.1所示。

表 4.1.1

单位:元

	由甲公司收购	由乙公司收购
收购价	160	160
支付方式	一次性付清	按10年期分期付款
每股净资产值	50	50
年度免税额	10	100*
应税收益	100	10
纳税额	30	3

* 前10年的免税额 = $10 \times 10 = 100$ (\$)

可见,采用推迟或分期支付的方式与采用一次性付清的方式相比,有两个优点:①可以减轻现金收购给兼并方带来的短期内大量现金负担,而且以后的支付来源还可以转向目标公司的经营成果;②可以给目标公司

的股东带来税收上的好处,他们通常愿意有一个减轻资本收益税的机会,而推迟支付安排可以给他们提供更大的弹性来安排其收益,从而可能支付量少的税额。

4.1.3 现金收购的影响因素

兼并方在决定是否采用现金收购方式时,应围绕兼并方的资产流动性、资本结构、货币问题和融资能力等几个方面来考虑。

1. 短期的流动性

现金收购要求兼并方在确定的日期支付一定数量的货币,立即付现必然会在资产负债表上产生现金亏空,因此有无足够的即时付现能力是买方首先要考虑的因素。

2. 中期或长期的流动性

主要是以较长期的观点看待支付的可能性,有些公司有可能在很长时间内难以从大量的现金流出中恢复过来,因此兼并方必须认真考虑现金回收率以及回收年限。

3. 货币的流动性

以上两点并没有涉及货币本身的问题。在跨国购并中,买方还须考虑自己拥有的现金是否为可以直接支付的货币或可自由兑换的货币,以及从目标公司回收的是否为可自由兑换的货币等问题。

4.2 股票收购

股票收购指的是收购方通过增加发行本公司的股票,以新发行的股票替换目标公司的股票达到收购目的的一种出资方式。

4.2.1 股票收购的特点

股票收购区别于现金收购的主要特点是:①买方不需要支付大量现金,因而不会影响兼并公司的现金状况。②收购完成后,目标公司的股东不会因此失去他们的所有者权益。只是这种所有权由目标公司转移到了兼并公司,使他们成为该扩大了的公司的新股东。也就是说,当收购交易完成之后,目标公司被纳入了兼并公司,兼并公司扩大了规模。并且扩大后的公司的股东由原有股东和目标公司的股东共同组成,但是兼并公司的原有股东应在经营控制权方面占主导地位。

由于股票收购的上述特点,因而有必要区别公司的兼并与合并。公

司的合并是指两家相互独立的公司的股东同意通过替换股票组成一个扩大了的公司实体,亦即通过发行一种全新的股票,组成一家新的大公司。虽然从形式上看两者都以发行新股票为手段,同时亦保留了原股东的所有者地位,但它们之间的区别还是比较明显的:企业兼并中的买方占据主导地位,所发行的是买方本公司的股票,交易的结果是把目标公司纳入本公司,本公司保留原有的法人资格,目标公司的法人资格将不复存在,而公司合并中的双方处于对等的地位,合并中所发行的不是任一交易当事人的股票,而是一个共同拥有和经营的新公司的股票,交易的结果是合并各方原有的公司消失,组成一个新的合并公司。

由于在股票收购中,目标公司的股东仍保留自己的所有者地位,因此,对兼并方而言,这种出资方式的一个不利影响是股本结构会发生变动。例如,一家上市公司采用股票收购方式来兼并另外一家股权集中的非上市公司,则可能会导致收购公司控制权发生转移的情况,即被收购的目标公司的股东通过上市公司所发行的新股票取得了对上市公司的主导性控制权。这种情况一般被称为逆向收购。对于买方而言,收购是为了取得目标公司的控制权,因而一般不允许公司的主导控制权地位为他人所得。所以逆向收购只能是公司购并中的极端现象,但在买壳上市中常常运用。尽管如此,逆向收购亦可以说明股票收购方式会给买方带来的影响:新增发的股票改变了原有的股权结构,导致了股东权益的“淡化”,股权淡化的结果甚至可能使原有的股东丧失对公司的控制权。

4.2.2 股票收购方式的影响因素

在决定是否采用股票收购方式时,一般应从以下几个方面进行考虑。

1. 兼并方的股权结构

由于股票收购方式的一个突出特点是它对原有股权比例会有重大影响,因而兼并方必须首先确定,主要大股东在多大程度上可以接受股权的淡化。

2. 每股收益率的变化

增发新股可能会对每股收益产生不利的影 响,如目标公司的盈利状况较差,或者是支付的价格较高,则会导致每股收益的减少。虽然在许多情况下,每股收益的减少只是短期的,长期来看还是有利的,但无论如何,每股收益的减少仍可能给股价带来不利的影 响,导致股价下跌。所以,兼并公司在采用股票收购方式之前,要确定是否会产生这种不利情况,如果发生这种情况,那么在多大程度上是可以被接受的。

3. 每股净资产值的变动

每股净资产值是衡量股东权益的一项重要标准。在某种情况下,新股的发行可能会减少每股所拥有的净资产值,这也会对股份造成不利影

响。如果采用股票收购方式会导致每股净资产值的下降,兼并方需要确定这种下降是否会被原有股东接受。

4. 财务杠杆比率

发行新股可能会影响公司的财务杠杆比率。所以,兼并方应考虑到是否会出现财务杠杆比率升高的情况,以及具体的资产负债的合理水平。

5. 当前股价水平

当前股价水平是兼并方决定采用现金收购或是股票收购的一个主要影响因素。一般来说,在股票市场处于上升过程中,股票的相对价格较高,这时以股票作为出资方式可能更有利于买方,增发新股对卖方也会具有较强的吸引力。不然的话,卖方可能不愿持有,即刻抛空套现,于是情况进一步恶化,导致股价进一步下跌。因此,兼并方应事先考虑本公司股价所处的水平,同时还应预测增发新股会对股价波动带来多大影响。

6. 当前股息收益率

新股发行往往与兼并方原有的股息政策有着一定的联系。一般而言,股东都希望得到较高的股息收益率。在股息收益率较高的情况下,发行固定利率较低的债权证券可能更为有利。反之,如果股息收益率较低,增发新股就比各种形式的借贷更为有利。因此,兼并方在收购活动的实际操作中,要比较股息收益率和借贷利率的高低,以决定采取何种出资方式。

7. 股息或货币的限制

在跨国购并中,如果兼并方要向其他国家的居民发行本公司的股票,就必须确认本国在现在和将来都有不会限制股息的支付或外汇的支付。外国居民在决定接受股票收购方式之前,也需要得到这种确认。

8. 外国股权的限制

有些国家对于本国居民持有外国公司或以外币标值的股权证券实行限制,也有的国家不允许外国公司直接向本国居民发行新股。也就是说,在跨国购并中采用股票收购方式有时会遇到某些法律上的障碍,这是买方必须予以注意的。

9. 上市规则的限制

对于上市公司而言,不论是收购非上市公司还是收购上市公司,都会受到其所在证券交易所上市规则的限制。有时候,在购并交易完成以后,由于买方(上市公司)自身发生了一些变化,很可能要作为新上市公司重新申请上市。这样一来,兼并方就可能会由于某种原因自此失去上市资格。所以,作为买方的上市公司在决定采用股票收购方式完成购并交易时,要事先确认是否与其所在证券交易所上市规则的有关条文发生冲突。若有冲突,还可考虑请求证券监管部门予以豁免。

从会计结果来看,以股票作为出资方式,兼并公司可以从中得到好处,因为在假定满足某些条件的情况下,公司就可以使用股权集合方式

(*Pooling of Interests*)来对这一交易进行会计处理。在这种会计方式下,两个公司的资产负债表只是简单地项目对项目地加在一起;与这种免税方式相对的是购买接管方式(*Purchase Acquisition*)。在购买接管方式下,购买公司把目标公司视作一项资产,并把对其资产所支付的超出合理市场价值(*Fair Market Value*)的溢价部分作为商誉反映在资产负债表中。由于在股权集合方式下的报告收益较高,所以与购买接管方式相比,大多数公司偏爱股权集合方式,尤其是商誉项下的金额相当大时更是如此。在美国,只有满足下述条件,才能被视为股权集合方式。

(1)在兼并前,两公司至少有两年时间处于独立经营状态,而且其中任一公司在过去不能拥有另一公司10%以上的股票;

(2)兼并必须是在一次性交易中完成,或在计划订立后一年内按计划完成,不允许任何应急付款;

(3)购买公司必须发行其正常普通股,以替换目标公司90%以上的普通股;

(4)购买公司不准随后赎回或再赎回在兼并时所发行的普通股,不准改变原股东的利益,并且至少在两年内不准处理兼并后目标公司的大部分资产。

4.3 综合证券收购

在公司购并活动中,买方不仅可以采用现金收购、股票收购等出资方式,而且还可以采用综合证券收购(或称混合证券收购)方式来完成购并交易。所谓综合证券收购,指的是收购公司对目标公司提出收购要约时,其出价有现金、股票、认股权证、可转换债券等多种形式证券的组合。

4.3.1 公司债券

公司债券作为一种出资方式,必须满足许多条件,一般要求它可以在证券交易所或场外交易市场上流通。与普通股相比,公司债券证券通常是一种更便宜的资金来源,而且向它的持有者支付的利息一般是可以免税的。对买方而言,它的一个好处是,可以把它与认股权证或可转换债券结合起来。

4.3.2 认股权证

认股权证(*Warranty*)是一种由上市公司发出的证明文件(或证权证

券)赋予它的持有者一种权利,即持有人有权在指定的时间内即有效期内,用指定的价格认购由该公司发行的一定数量(按换股比率)的新股。值得注意的是,认股权证本身并不是股票,其持有人不能视为公司股东,因此不能享受正常的股东权益(如分享股息派发、投票权等),对公司现行经营政策亦无从左右。购入认股权证后,持有人所获得的是一个换股权利而不是责任,行使与否在于他本身的决定,不受任何约束。

对收购方而言,发行认股权证的好处是,可以因此而延期支付股利,从而为公司提供了额外的股本基础。但由于认股权证上的认购权之行使,会涉及到公司未来控股权的改变,因此,为保障现行公司股东的利益,公司在发行认股权证时,一般要按控股比例派送给股东。股东可用这种证券行使优先低价认购公司新股的权利,也可以在市场上随意将认股权证出售,购入者则成为认股权证的持有人,获得相同的认购权利。

一般而言,收购公司在发行认股权证时,必须详细规定认购新股权利的条款如换股价、有效期限及每认股权证可换普通股的股数(换股比率),为保障持有人利益,此等条款在认股权证发出后,一般不能随意更改,任何条款的修订,需经股东特别大会通过方能算数。

投资者之所以乐于购买认股权证,主要原因是:①投资者对该公司的发展前景看好,因此既投资股票,也投资认股权证;②大多数认股权证比股票更便宜,一些看好该公司而无能力购买其股票的投资者只好转买其认股权证,而且认购款项可延期支付,投资者只需出少数款额就可以把认股权证转卖而获利。

4.3.3 可转换债券

可转换债券(*Convertible Bonds*)向其持有者提供一种选择权,在某一给定时间内可以某一特定价格将债券换为股票。可转换债券发行时应事前确定转换为股票的期限,确定所转换股票属于何种类型股票和该股票每股的发行价格(兑换价格)等。

从收购公司的角度看,采用可转换债券这种支付方式的好处是:①通过发行可转换债券,公司能以比普通债券更低的利率和较宽松的契约条件出售债券;②提供了一种能以比现行价格更高的价格出售股票的方式;③当公司正在开发一种新产品或一种新的业务的时候,可转换债券也是特别有用的,因为预期从这种新产品或新业务所获得的额外利润可能正好是与转换期相一致的。

对目标公司股东而言,采用可转换债券的好处是:①具有债券的安全性和作为股票可使本金增值的有利性相结合的双重性质;②在股票价格较低的时期,可以将它的转换期延迟到预期股票价格上升的时期。

4.3.4 其他方式

收购公司还可以发行无表决权的优先股来支付价款。优先股虽在股利方面享有优先权,但不会影响原股东对公司的控制权,这是这种支付方式的一个突出特点。

综合起来看,兼并公司在收购目标公司时采用综合证券收购方式,既可以避免支付更多的现金,造成本企业的财务状况恶化,又可以防止控股权的转移。由于这两大优点,综合证券收购在各种出资方式中的比例近年来呈现出逐年上升的趋势。

要点回顾

- 1)在综合证券收购时,采用的证券组合包括公司债券、认股权证、可转换债券等类别;
- 2)影响现金收购方式因素有资产流动性、资本结构、货币问题、融资能力。

案例及应用:实现公司收购的三种基本方式

1. 两公司计划兼并,兼并前,收购方每股收益为 \$5,市盈率为 20。被收购方每股收益为 \$2,市盈率为 10。收购方有 1 000 万股股票,被收购方有 500 万股。

a. 若股票按各自市价交换(即无溢价),收购方必须用多少股来交换被收购方的一股?

b. 计算兼并后收购方每股收益。

c. 计算兼并后收购方市盈率。

d. 从 b 和 c 能得到什么结论?

2. 描述实现公司收购的三种基本方式,并说明各自的显著特点。

公司购并的操作程序

关键词 *key word*

投资银行(*Investment Bank*)
股东大会(*EGM*)
保证书(*Letter of Comfortable*)
反三角兼并(*Reverse Triangular*)
购置法(*Purchase Method*)
股权联营法(*Pooling of Interest Method*)

本章概要

- | | |
|-----------------|-----------------|
| 1) 一般操作程序 | 4) 公司购并的途径 |
| • 篇首案例 : 置地购并牛奶 | 5) 选用收购途径是应考虑因素 |
| • 关于购并的董事会议和股东会 | • 税收 |
| 议 | • 财务 |
| • 购并合同 | • 转移财产 |
| 2) 上市公司购并程序 | • 接收负债 |
| 3) 非上市公司购并程序 | |

本章目标

在学完本章内容以后 , 您将能够 :

- 1) 掌握公司购并的一般操作程序 ;
- 2) 掌握上市和非上市公司购并程序及途径 ;
- 3) 理解在选用收购途径时应考虑因素。

5.1 一般操作程序

5.1.1 篇首案例 : 置地购并牛奶

1972 年香港置地公司收购牛奶冰厂 , 这是香港股市有史以来 , 首宗广为人知的收购战 , 这场收购战爆发时 , 轰动全城 , 将股市推上了 1700 点的历史性高峰。

怡和与置地集团的主要大股东都是凯瑟克家族(*Keswick*)。怡和 1832 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 , 香港土地自然有价 , 在香港经营地产必有可为。于是两人便携手合作 , 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” , 在 1886 年由苏格兰籍医生文逊以及五名香港商家所创立。他们在香港的薄扶林地区买下了一大片土地 , 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。

在1972年10月30日,在市场上爆发了置地公司对牛奶的收购战,它属于混合购并行为,即置地公司要在购并牛奶的土地同时,继续经营牛奶产品。置地公司在1972年10月31日,在香港的中文报刊上全版刊登,香港置地有限公司董事长宣布,怡和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港元的置地公司股票,交换一股面值7.5港元的牛奶公司股票的建议。

1972年10月27日股市收盘时,双方的股票在香港证券交易所的收盘价为:置地每股94港元;牛奶公司股东的资本价值增值约40%。

置地公司董事会坚信,为广大股东的利益着想,置地公司应加强并扩展目前已具有雄厚实力的房地产业,并希望在酒店业及饮食业有更大的发展,所以将建议对牛奶公司进行购并。购并后牛奶公司的管理人员和职工的利益将受到保障。

合并后的酒店、饮食及食品集团,将成为太平洋地区最重要的同业集团之一。它将向双方的股东提供机会,参与业务分散又有连带关系的集团,其资源分别投资于本区内三种发展最迅速之行业——地产、娱乐及饮食业。

上述集团的财力增强以后,在适当时候将可鼓励牛奶公司的业务得以扩展。置地公司历来被公认为经营有方的地产专业公司,这一点足以协助牛奶公司剩余的地产物业获得长期有益的发展。双方集团拥有股权的机构和地理分布形势及分别在各地树立的地位将提高双方在广阔区域内发展业务的能力。

另外,置地集团为了加强公司股票的吸收力,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充为公司资本,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港元,增长26%;1973年全年股息1.5港元,股息增长25%;1974年增幅高达35%,每股股息高达2.02港元。

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港元,以188港元的价值高开,那时候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,其后股价便越抬越高,才如梦初醒。结果牛奶股票最后以196港元收市,上升56港元,升幅约9%。

从整体上看,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,许多股票都被带动上升,入市的资金大幅度增加,当日交易额创下了新纪录,达4.43亿港元,恒生指数全日急剧升高43.67点,以623.66

收盘,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,结果价位越抬越高,一发不可收拾。

随后,双方进行了收购与反收购的斗争。自1972年10月30日起,置地公司与牛奶公司的股份争夺战持续了四个星期仍未分胜负。

虽然距离最后换股期限仅有两天,但这场收购战非但没有缓和下来的迹象,反而更加白热化。置地公司使出“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就像一条诱人的大肥鱼。

按照这种送股比例,也就是说,牛奶公司股东一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。

11月29日,置地公司通过报纸公开宣布,置地公司成功收购牛奶公司。置地公司根据截止11月28日前接受换股的统计数字,已持有51%以上的牛奶公司的股票,取得了控制权。在11月30日,置地公司正式宣布,截至29日,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延至12月15日下午3时。

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,履行最新许下的承诺,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迟,最后此事胎死腹中。

1972年12月15日下午3时止,置地公司共计收到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,牛奶冰厂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,战况激烈的程度也可以是空前绝后的。

(1)混合购并企业的可兼容性。

以置地购并牛奶为例,正是由于置地在地产方面拥有丰富的经验,才能有效地发挥牛奶企业在地产方面经营的缺陷,使并购后企业的效益迅速上升,有效地降低了行业壁垒的限制。

(2)交易方式的灵活运用。

置地购并牛奶,没有花一分钱,而只是通过印制股票来实现,所以交易方式的选择尤为重要。

(3)广告宣传的作用。

为了提高购并企业的声誉,必须加强宣传,扩大舆论影响,进而为公司股票价格的走势提供利好消息,促使其股价迅速上扬。

(4)公司业绩的披露。

在公司业绩的披露方面,要采取一定的方式手段,选择合适的评估方法对公司的财产进行评估,合理披露公司的财务状况,灵活加以包装。当然,对于我国来说,资产评估必须委托专门的资产评估事务所来完成,并加盖两名以上注册评估师的签章及法人印,以加强其规范性和合理性。公司财务状况的披露必须按照《股票发行与交易管理暂行条例》的要求来进行,不准弄虚作假。

5.1.2 关于购并的董事会决议和股东决议

购并双方的公司董事会应各自通过购并的决议。其主要内容包括:①拟进行购并的公司名称;②购并的条款与条件;③把每个公司股份转换为存续公司或任何其他公司的股份、债务或其他证券,全部或部分地转换为现款或其他财产的方式和基础;④关于因购并而引起存续公司的公司章程的任何更改的声明;⑤有关购并所必需的或合适的其他条款。

新设合并决议必须载明:①拟进行联合的诸公司的名称及拟联合成立的公司名称;②联合的条款与条件;③把每个公司的股份转换为新设公司的股份、债券或其他证券,全部地或部分地转换为现款或其他财产的方式及基础;④就新设公司而言,依公司法设立的公司章程所必须载明的所有声明;⑤被认为对拟进行合并所必需的或所合适的其他条款。

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。

美国公司法一般规定在获得有表决权的多数股份持有者的赞成票后决议应被通过。德国的公司法规定,凡股份有限公司的购并协议,需要全部有表决权的股东的3/4多数通过方为有效。

5.1.3 购并合同

兼并购各方应应签订购并合同。购并合同必须经各方董事会和股东大会的批准。购并合同应载明如下事项:①存续公司增加股份的总数、种类和数量;②存续公司对被并入公司的股东如何分配新股;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的具体规定;⑤兼并各方召开股东大会批准合同的时间;⑥进行兼并的具体时间。

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新设公司的资本额和公积金的规定;⑤合并各方召开股东大会批准该公司的时间和进行合并的具体时间。

购并合同一经股东大会批准,应在限定时间内到政府部门登记。这时存续公司应当进行变更登记,新设公司应进行设立登记。注册后,被解散的公司应进行解散登记。只有在有并政府部门登记注册后,购并才正式生效。在德国等西欧国家,购并事项在上报商业注册处后必须予以公布。购并一经登记,因购并合同而解散的公司的一切资产和债务,概由存续或新设公司承担。

5.2 上市公司购并程序

在西方公司购并活动中,上市公司的购并活动非常活跃,是公司购并的主流。各国上市公司购并程序不完全相同,但大致可以分为以下几个阶段:准备阶段、谈判阶段、公告阶段、交接阶段、公司重整阶段。各个阶段并不是整齐划一的,而是相互交叉进行的。现以英国的上市公司收购程序为蓝本就上市公司收购全过程作一介绍。

1. 聘请财务顾问

一般来说,在准备收购一家上市公司时要有一家投资银行(*Investment Bank* 或 *Merchant Bank*)提供帮助。换句话说,必须聘请投资银行担任财务顾问,为公司购并的运作提供财务咨询和建议。聘请投资银行担任财务顾问有利于处理可能产生的复杂的法律和行政管理事务。例如,准备并分发给股东们的出价文件、征求股东关于支付价值的合理的意见、

参与兼并的谈判、提供有关建议等。不过聘请投资银行担任财务顾问有一个前提,就是应确信该投资银行与购并各方没有任何联系和利益冲突。关于财务顾问的具体业务操作详见本书第二十五章。

2. 保密和安全

当某一投资银行担任财务顾问一经确定,财务顾问就有义务提醒自己的客户关于购并的保密和安全事宜。任何一个参与购并计划并知道开价情况的人都应该保守秘密,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,所有参与购并计划的人都应当小心谨慎,以便把泄密机密的可能性减小到最低限度。另外应特别注意证据和证明的打印,要采取任何可能的预防措施以确保机密。在购并开价宣布之前,执行人不能交易本公司股票,也不得建议其他人交易该公司的股票。

3. 事先在股市上收购

经验表明,在收购某个公司之前,先购买它的一小部分股份作为下一步整体报价的一个跳跃,是十分有利的。这一小部分股份或者说一定量股份可以通过第三者去谨慎地收购,一般不会影响某个公司的股票价格,但一旦这种一定量的股份收购达到或超过某公司资产的30%时,收购计划就可能泄漏或被对方发现,因此收购者需要尽快地在市场上积聚到比对方公司稍少于30%的股份,这一数量是收购审查委员会对收购一个公司全部股份进行开价所必需的。然而那时候关于大量股票购买的新规则使最初防备措施的有效性减弱,这些规则规定在任何7天的时间内最多只能购买股本的5%,英国1985年4月公布的有关股票增值的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数额为10%。但是原有的规则能在一定范围内有效,这就使购买股票的百分比提高不会那么迅速。

4. 确定关联交易

除了收购量的限制外,收购一家公司还有些额外的限制和障碍。由出价者或被出价者的“合作团体”、“同谋者”、“一致行动人士”、“关联公司”进行的股票交易均构成关联交易,应受到限制。所以,收购方应事先对收购将产生的关联交易限制到最小程度。

5. 确定报价时间

获得一定量的股份数额的潜在好处是,获得一定量的股份可以使收购方在目标公司董事会获得一个席位,这就为出价者下一步购买公司获得更多的信息,并为全面报价确定一适当的时间。国外公司法一般都规定,公司的股份登记应是公开的,且每个成员均有权得到副本。出价者可以根据记录查到是否有一些大的事业机构股东的支持,这对确定一个报价时间并使报价获得成功是必需的。

6. 确定出价的方法

出价者首先应将出价提交给被出价公司的董事会即目标公司董事

会。如果该步骤有一个投资银行以一个出价者名义进行,出价者的身分在一开始就应该公布。如果该出价由出价者的附属机构或出价者的“媒介物”来提出,最终的公司的身份也应宣布出来,接收出价的委员会有权确定出价者是否处于全面的、真实的出价位置上。

司被收购。

目标公司董事会收到出价以后,根据证券法规的规定一般要采取一些步骤。例如聘用一个投资银行为其顾问,对出价收购进行仔细讨论,发通告给自己的股东,以使股东知道收购建议的主要内容。如果报价被推荐,那么推荐信息也应该包括在发送给股东的出价者文件之中。

在一个出价被宣布之前,目标公司的股票价格如果出现一种上升的趋向,这表明存在着情报泄露,甚至内幕人士交易的可能性。如果有这种泄露发生,董事会应立即公布出来,并向股票交易所提出对目标公司股票交易停牌要求。

7. 向反托拉斯的权力机构进行咨询

在一注册公司正在出价购买另一个公司的情况下,很可能会涉及到反托拉斯方面的问题。如参考垄断委员会的规定,出价者可能会希望与公平交易署进行非正式的磋商以表明其观点。这种讨论的时机确定,基本上靠判断,它一般应在向目标公司提供出价前进行。如果报价受到目标公司的欢迎,则与公平交易署进行联合讨论会有一些好处。如果报价不受欢迎,目标公司自己就会找公平交易署,并指出出价者的购买违背公共利益。

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停股票交易时,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,出价者的金融顾问在这一方面也承担责任。例如,在英国,通告宣布以后,出价者就要做以下事情:①向公平交易署提交一个正式的合并通知;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合并通知;③提出获得特定管制许可的申请,包括在国外管辖区所必须的许可。

10. 出价期间交易

在某一预定或可能的出价通告被宣布后,当事人仍可以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问都应通报。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。

然而对这类交易行为仍有一些限制。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% 的界限,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之日起的 28 天内寄出。这种文件将会很长且很复杂,但应使它看上去像说明书那样内容准确。出价文件的详细内容应包括:出价者聘请的购并顾问(如投资银行)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。

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检查。在出价文件发送前,购买公司的每一董事必须在写给投资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负的责任。

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的主要内容,董事会也应该对出价者、对目标公司及其雇员的声明和打算发表评论。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。有关股份持有和合同的特点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。例如股份回购、诉诸法律、甚至吞食毒丸等。因此收购方还必须考虑目标公司可能做出的种种防御措施。在美国一个不受欢迎的出价者会发现,目标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》,目标公司

董事会在没有得到全体会议上的股东同意的情况下的任何有可能阻止诚意的出价,或剥夺被收购公司的股东根据出价的优劣进行决定的机会的行为都是被禁止的。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,或至少在把价格提高到可接受的水平上的能力方面建立信誉。

16. 在出价期间的行动

一旦被购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战斗,激烈的竞争就开始了。这通常包括发布更多的给目标公司的股东的好斗性的通知,其中重要的地方均以醒目的或带颜色的字样标出

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它的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,这种指导一般由投资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,目标公司的董事会应在出价寄出后的 30 天内,宣布交易结果、利润或红利预测、资产估价和红利支付的建议。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,根据一般责任不可以采取可能破坏这一真诚出价的行动。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,而不应以牺牲它的股东的利益为代价采取攻击性的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 天内或更长一些时间。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

在一些场合下,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、修改或是延长之中的任何一项,收购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,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知。然而不论修改与否,任何出价都不能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,既当其出价被要求修改时,这个出价还处于强制性有效的状态。

21. 终止通知

如果一个出价不是被推荐的,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,大意是它的出价是最后的,不会提高,而且在一定日期肯定终止。

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地接受的时候为止,这种撤回的权力都有效。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到低于所要求水平,因此出价者应严格信守该规则所确定的职责。

23. 无条件接受

所有的出价者应确保接受一个足够的数目,以获得足够数量股票。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%,除非出价者已经拥有或控制超过 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,这种购买须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。在没有争议的情况下,这些会议参加的人数不会太多,一般限于董事或出价者的代理人,这样决议很容易被亲自参加会议的大多数通过。在一次需要投票的会议中,存在强烈反对或威胁的可能,出价者董会应小心行事,通过游说那些较为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

一旦出现被无条件接受,任何还存在的先决条件(如列出股份清单)的实现一般是程式化的事情。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,否则该出价将失效。

26. 支付方式

假定出价已获成功,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出价的股东。而这些股东在出价文件规定的时间期限内,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. 强制性购买法

1985 年的英国公司法包括如下规定: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。如果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股票),对购买者来说下一步骤是根据通过法令向持不同意见的股东(或者那些在某些情况下已经消失、更换地址或死亡的股东)发出通知的方式,对剩下的股票采取强制性购买。

28. 安排计划

一个出价者能实行强制性购买做法的情形并不经常发生,出价者不一定能够在 4 个月期间内获得被出价公司的 90% 的股东支持。

29. 购买后的审计

在被购买的公司已被重新组织、重新改造或与购买公司业务合为整体的时候,购买者将希望进行事后检查,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。

以上是对上市公司购并程序的描述,这一过程一般都是由投资顾问、律师、会计师、出价人和股东共同完成的。

5.3 非上市公司购并程序

1. 意向书

这是一个有用但不是必需的步骤(法律上对此无强制规定),它能表达双方的诚意,并在以后的谈判中相互信任,以便节约时间和金钱;采取这一步骤,卖主能够使他准备透露给买主的机密不至于被外人所知。意向书中一般表示,出于双方的要求,通常需要作进一步的调查并且核准资本消耗。然而意向书又是双刃剑,收购双方往往会因为要花大力气解释意向书中不太确切的允诺过的条款,而陷入困境。因此意向书应该尽可能地简短,只要对每一方总的意向予以肯定即可。

2. 调查

买方通常指派一名注册会计师(通常是他的审计师)进行调查。这能使买方得到一个专家独立作出的对被收购方财务、商业和行政事务的

评价。虽然一份典型的调查报告很容易理解,但明确会计师所用术语的含义十分重要

同时,买方的律师应当对公司的账册(如关于借贷情况的摘要)和地方特许权(如果土地和建筑物是关键资产)作一次特别调查,并且检查所有的原始合同、保证书和许可证等。这些很可能是因公司将被收购而安排的。买方律师还希望调查卖方雇员的雇佣条件、工会的意见、工厂惯例和退休金安排等。买方律师应特别注意是否有什么关键的要约(如许可证、经销或专利许可)会因为公司被兼并而终止。每一方的退休金顾问都应该调查退休金计划的资金来源,以及考虑如何支付应付的金额。

3. 董事会批准

如果一项收购或转让由一家独立公司,或由一个企业集团的核心公司实施,通常在签订法律上不可变更的协议之前,需要得到董事会全体成员的批准。如果买者或卖者是企业集团的附属公司,在签订合同前,也需要准备一份项目报告,取得与之有关的母公司董事会的许可。

4. 政府部门批准

在英国如果收购达到垄断指控的标准,收购双方就应该考虑通知公平竞争考规则中办公室(OFT),以一种受到信任的方式与其作非正式接触,或者将收购通知呈交给OFT以取得国务秘书的同意。对于很大的收购交易,还需要考虑是否符合欧共体标准,是否应该向欧共体委员会提出申请,以便根据欧共体兼并管制法规得到许可。在美国则要取得证券交易委员会(SEC)的批准,并提防反托拉斯法。

5. 谈判

很明显,谈判主要涉及交易的方式(股权或资产)、补偿的方式和数额(在企业转手的情况下补偿金如何在资产中分配)。然而与其他事情相比,谈判更需花费时间来统一意见的有:明确买方能够提供的特许条款和税收抵免的范围。

收购双方经常失望地发现,他们在原则上达成协议而好不容易建立起来的商誉和良好的合作势头,会因接下来在一些似乎深奥的鸡毛蒜皮小事上(有时是苛刻的)的争论不休而被毁掉了。尽管转售协议需要较长的篇幅,是个复杂的文件,但没有理由耽搁。使用现代的文字处理技术,一份原则上达成协议的合同草案能在一两天内完成,此后谈判应该紧扣一个经过仔细计划过的时间表。

6. 收购决议

7. 交换合同

在交换合同时,收购双方都必须作出承诺,从无条件交换合同之时起,买方成了公司的受益所有者。因为他此时仍有风险,出于保险的考虑,他必须确保投入足够的保险金以保护企业。

8. 声明

在交换合同的时候,收购双方通常会向新闻界发表声明(根据证券交易规则也可能确实需要这样做)。根据英国1981年企业交易(雇佣保护)管制规则,也需要发表这样的声明。这个声明需要细心准备。雇员们不应首先从报纸上或从工会代表那里知道这桩交易,这显然非常重要。同样的道理,主要的客户和供应商应该在私下里通过电函得到通知。先召开一次高级管理层人员会议,再安排一次会议把所需要的信息传达给基层。在任何一个这样的会议上,都很可能提出关于以后雇佣情况的问题,但是即使以后没有裁员和重新安排工作的计划,作出任何一个这方面的承诺都是很明智的。

9. 核准

合同交换后买主的律师一般会提出调查卖方土地的产权,或者卖方的律师自己也会提供买方所能信赖的产权证明书或报告。在通常证券交易的情况下,要求股东核准一张通知函及其特别股东大会的通知,同时代理委托书也将送到买方股东手中。这一切都在合同交换后进行。这部分程序可能要花大量的时间、精力和费用,要求收集、处理和组合大量信息。它要求每天同印刷商、专业顾问联络,无休止地召开起草会议和定期向证券交易所递交未得到认可的草稿的校样。

同时,所有合同中所要求的特别许可或权威机构许可,都是在这一阶段申请的。例如,如果收购牵涉到像保险业那样的受到管制的行业,那么获得DTC的许可必不可少,如果牵涉到一个持有英国在北海开采石油的特许证的企业,那就需要获得能源部的批准。交换合同以后,如果存在这种危险,即国内税务局怀疑交易的动机和效果,或者对是否会遇到减税存在某些疑问,那么还需要申请税收票据交换。在“文件对文件”(Paper for Paper)的收购中,或者在出卖拥有地产的公司时,或者在税务局有能力反对他们,认为是出于避税考虑的购并的情况下,对税收票据的交换应当是很谨慎的。

10. 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,收购方的股东还需要批准股东的增加和补偿股的发行。

11. 董事会改组

这一步通常是被收购的公司召开董事会会议,通过即将离任的董事辞职和任命收购方提名的人员以改组董事会。股权证和把股票从卖方转到买方的过户表格,将经过被收购方董事会的重新登记和盖章。公司的法定帐簿、被兼并证明、地契、动产和其他有关的全部文件都将上交给收购方。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,井然有序以后,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。

12. 正式手续

改组后,应在限定时间内到政府部门登记,存续公司应当进行变更登记,新设公司应进行设立登记注册,被解散的公司应进行解散登记。只有在有关政府部门登记注册后,收购才正式生效。在德国等西欧国家,收购事项在上报商业注册处之后必须予以公布。收购一经登记,因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。

完成交易后,可能会给顾客、供应商和代理商等发出正式通知,必要的时候还将重新安排契约。报告书将存档,股权转移的凭证要存放好,以便支付印花税。

正常情况下,完成日期过后,卖方会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(或可能是卖方董事)的保证书或慰问信(*Letter of Comfortable*)提供担保,那么出售协议会要求买方或买方集团中的其他公司提供保证书或其他担保,以解除卖方的这些义务。所以,买方在完成收购后需要立即依靠银行,以保证履行这些承诺。买方还可以利用这个机会,向目标公司的银行家提供载有新提名人选签名的新的委托书。

就证券交易的第一类情形而言(不要求股东批准),一般在收购完成后向股东发送解释的通函,而不是在交换合同时发送。在这种情况下,通函的目的只是向股东提供信息,而不是争取他们的同意。

13. 重整

收购完毕后,买方要走的下一步是向被收购公司的全体高级管理人解释买方目前的打算和管理企业的常用方法、向谁报告工作,这都需要明确,职权也要界定清楚,新的银行委托书要填好。通常收购方的会计人员会很快解释买方将来所需的财务报告要求。只有完成了所有这些正式步骤以后,一体化的工作才正式开始,对于这些具体的操作,本书将在第十六章中详细阐述。

5.4 公司购并的途径

世界上较成熟的产权交易国家在公司购并中,买方公司常采用以下三个途径收购目标公司。

5.4.1 途径一

买方公司从目标公司的股东那里直接购买控制权或者全部股票。如果目标公司有为数不多的股东或其本身就是一个子公司,购买目标公司股票谈判过程就比较简单,直接与目标公司的大股东进行购并谈判商议买卖条件即可,这时收购公司通常要买目标公司的全部股份,因为这样购买公司就不需要应付其他目标公司少数股东所提出的要求了。

如果目标公司是个公开发行股票的公司,收购程序就相当复杂,进行收购的买方公司就应该按照事先议定的“公开投标收购要约”规定的程序来购买大部分或全部目标公司的股票。但是在美国没有任何规定强迫买方公司收购目标公司所有的股票。

5.4.2 途径二

买方公司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。在美国没有任何法律规定买方公司在购买目标公司财产的同时也必须接收目标公司所有的负债。所以收购财产和接收负债是买卖双方洽谈交易中的重要条件。如果买方公司收购几乎全部目标公司的财产,则必须经过目标公司的股东同意。在这样的交易中,如果目标公司是一个公开发行股票的公司,两个公司就必须起草一个信息披露文件,让目标公司的股东们明确了解交易所包含的重要信息。

5.4.3 途径三

公司兼并。一般来说,兼并有三种形式。

(1)向前兼并。进行向前兼并,买方公司与目标公司合并后,买方公司成为存续公司,而目标公司已被消灭,其独立法律形式已经不存在了,所有的财产和负债都进入买方公司。

(2)三角兼并。进行“三角”兼并,目标公司同买方公司的一个子公司兼并后,这个子公司成为存续公司,而目标公司的独立法律形式也就不存在了,所有的目标公司的财产和负债都进入了这个子公司。

(3)反三角兼并(*Reverse Triangular*)进行反三角兼并,买方公司的子公司与目标公司合并后,目标公司也变成买方公司的子公司,而原先子公司的独立法律形式不复存在。通常情况下只有用反三角兼并的方式进行兼并才保护了目标公司的独立法律形式。

在兼并交易中,买方公司可以用现金、债券或股票来购买目标公司。

5.5 选用收购途径时应考虑的重要因素

5.5.1 税收

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,在第一条途径中,假设目标公司的股东们有股票收益的话,他们就必须在同年付税。买方公司在购买目标公司股票基准是买方公司的收购价值,同时目标公司财产的基准不变。

5.5.2 财务

公司购并活动对财务的影响对税收的影响不一定相同,要用不同的规则去分析。在收购交易中,所涉及的有关财务准则是比较复杂的,所以客户必须尽早请一个会计事务所来分析交易的结构并提出他们的建议。

一般说来,进行财务处理可有两个途径(1)购置法(*Purchase Method*)适用于一家公司简单地购买另一家公司(2)股权联营法(*Pooling of Interest Method*)适用于两个完全平等的公司合并。如果用股权联营法,就要把目标公司和买方公司的资产负债表相加起来,这样目标公司财产的基准价值能保留下去。如果用购置法,由于收购公司像购买任何资本资产一样,必须以收购公司的现金、负债或股票偿付。如果收购公司支付的价格刚好等于目标公司的净资产价值合并后的资产负债表同股权联营法一样。如果支付价格超过目标公司净资产价值,合并后的资产价值应该增加,以反映实际支付的价格,如果支付价格低于净资产价值,资产价值应该减少。

5.5.3 转移财产

在选择收购途径中考虑相当大的因素之一,是有时需要涉及此项收购交易有关第三者的批准。在这种情况下,第二条途径困难最多。如果收购公司直接购买目标公司的财产,而很多财产受到目标公司的许多合同(包括租约、贷款抵押)的限制,为了转让目标公司的合同权力,一般必须得到合同对方的同意。有的时候,为得到第三者的批准要多花钱,因为第三者可能有不少附加条件,如必须增加租约费等。有的时候目标公司

的权力是不可转让的,如政府的许可证等。如果政府不愿意再向收购公司发放一个新的许可证,收购公司就没有办法经营被收购的业务。还有的时候,根据合同的具体条件,在有些兼并形式下(如反三角兼并),目标公司的独立法律形式还存在,所以不需要新的政府许可证,也可能并不需要合同对方的同意,这时的购并就显得相对容易些。

5.5.4 接收负债

如果目标公司有相当大的或有负债(如目标公司的环境污染严重)必须清理,但目前根本不知道要花多少清理费,因此买方公司要避免接收这些债务。在这种情况下就必须选择第二条收购途径,即收购目标公司的财产。但是如果由于其他的原因,买方公司认为不能用第二条途径进行收购,而要保留目标公司的独立法人形式,可以选择第一条途径或第三条途径。在第二条途径中,买方公司只接收在收购合同中明确写出的目标公司的负债,这样双方详细谈判有关负债的责任就十分重要了。

要点回顾

- 1)讨论买方公司收购目标时常采用的三种途径有:直接购买控制权或全部股票、收购目标公司全部财产、兼并;
- 2)当买方公司在选用收购途径时,应考虑税收、财务、转移财产、接收负债等因素。

案例及应用:收购迪安的苦果

西尔斯—罗巴克公司收购迪安公司后,迪安公司的股票经纪人被派往西尔斯—罗巴克公司在全国各地的850家零售店中的300多家做推销,迪安公司的经纪人抱怨这种“在卖袜子的同时卖股票”的市场战略,认为要从那些为了买服装、吸尘器和剪草机而进商场的人身上做股票生意是很困难的。在几年之内,西尔斯—罗巴克公司使迪安公司的经销点减少了2/3以上。

讨论为什么在收购迪安后,反而不能实现规模经济?

第 2 篇

公司购并的评估

第 6 章 购并的调查和财务分析

第 7 章 公司购并的价值评估

第 8 章 对上市公司的评估

第 9 章 对非上市公司的评估

在公司购并过程中,对目标公司的评估、调查以及财务分析直接关系到购并后公司的经济价值与经营状况。因而本篇分类详述了对上市公司与非上市公司的评估、购并价值的评估,以及购并的调查和财务分析。

购并的调查和财务分析

关键词 *key word*

收购调查(*Purchase Investigation*)

研究与发展(*Research and Development R&D*)

市盈率(*Price - to - Earnings Ratio P/E Ratio*)

本章概要

- 1) 购并前的调查
 - 篇首案例 美国机床联合公司购并石油回收设备公司
 - 调查的意义
 - 调查的范围
- 2) 目标公司的商业调查
 - 商业调查的意义
 - 商业调查的内容
 - 商业调查的范围
- 3) 企业购并的财务分析
 - 公司价值评估
 - 现金购并的财务分析
 - 股票购并的财务分析

本章目标

在学完本章内容以后,您将能够:

- 1) 掌握在购并前要进行调查的内容、意义、范围;
- 2) 理解企业购并的财务分析意义;
- 3) 理解现金购并、股票购并、财务分析的含义;
- 4) 了解西方国家企业购并商业调查清单的内容。

6.1 购并前的调查

6.1.1 篇首案例 美国机床联合公司购并石油回收设备公司

1. 购并企业自身的市场定位

机床联合公司由美国的索尔·坎帕尼克和雷蒙·瓦肯两人联合成立,于1943年开业,主要生产高度专门化的各式机床。由于公司成立前两位创始人在机床和母机制造方面取得了数项专利技术,所以在二战期间机械定货高涨的时候,公司业务额直线上升,尤其是80年代以来的十多年间,公司总销售额翻了一番多,在1985年达到11100万美元。到目前为止,年销售额已达到近70000万美元。机床联合公司购并的对象,必须具有某一技术优势和独特产品的公司,这样才能为机床联合公司所采用和加以大发展。

2. 目标公司的分析

石油回收设备公司,由埃弗里特·曼利创建。在当时,石油回收设备公司具有独特的产品技术优势,受到了许多购并企业的垂青。

(1) 石油回收设备公司所在行业分析。

当时,美国采油工业每年生产的废油达 12 亿加仑以上,其中又有约 5.2 亿加仑作为粗制燃油被取暖锅炉烧掉了,其余的除少数部分实在无法回收外,尚有 5 亿加仑的废油可供回收利用。废油的回收,不仅能减少环境污染,而且能充分利用资源,缓解化工原料和燃料的匮乏,并能提供足够的就业机会。所以,石油回收作为一个行业,处于方兴未艾的上升阶段。因此,它引起了机床联合公司的充分注意。

(2) 石油回收的技术优势。

石油回收设备公司的回收技术,在当时与之相竞争的企业寥寥无几。所以,该技术具有明显的市场优势,同时,又具有技术优势。即石油回收技术不仅极大地延长了未消耗油料的产品寿命,而且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,所以生产成本相对较低。同时,石油回收技术又能够带来较好的环境效益,会受到政府及有关各界的支持和扶持。

(3) 产品优势。

使用石油回收公司的产品,首要的优势就是成本低、收益大。与开采原油相比,回收石油的成本最高也不过 1/2。也就是说,最低的成本效益为 50%,最高的情况下将会达到节省 80% 投资的诱人收益。除了这一明显节约的优势之外,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。此外,由于污染较小,这就既减少了处理污染的时间损失,也节省了大量的需要对雇员支付的补偿金。这样,石油回收设备公司最大限度地减少了操作人员接触废油的机会和时间,减少了造成人体皮肤和肝脏损伤的可能性,节约了一定的劳务补偿费用,从而具有较强的产品优势。

(4) 市场潜力分析。

这类废油回收设备的市场有两个。一个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。二是专门从事石油回收的公司构成的回收设备市场。无论是在前一个市场上,还是在后一个市场上,石油回收设备公司都具有较大的潜力,具有一定的竞争力。例如,在前一个市场上,石油回收设备公司就能够销售两种型号的回收机器,从而具有较强的市场潜力。

(5) 购并石油回收设备公司后,机床联合公司的服务成本将大为降低。

如果是机床联合公司设立自己的石油回收服务部,则所需投资巨大。据估计,一台车载回收机运转一年将要花费近 12 万美元,再加工各种费用及补贴,服务成本将特别昂贵。但是,如果由机床联合公司对石油回收设备公司进行购并,那么所花费的成本将特别小,有利于双方的经营发展。

(6) 目标公司的财务分析。

a. 年销售额。石油回收设备公司年销售额只有 300 万美元,它是否具有成倍扩大销售量的潜力,将是决定购并成功与否的关键。对于机床联合公司来说,它要求被购并的企业年销售额必须达到它本身年销售额的 10000 万美元的 10% 即 1000 万美元的水平。所以,对年销售额要认真进行分析和预测。

b. 销售利润率。一般税前的利润要达到销售总额的 15% ~ 20%,而石油回收设备公司虽没有达到这个水平,但前景看好,所以成为购并的对象。

c. 利润增长率。如果一个目标公司的年利润增长率远远高于同行业的平均资金利润率,那么它就会取得长足的发展。石油回收设备公司由于为市场所看好,在最近实施购并的 6 年 ~ 10 年中,年利润增长率将达到 20% 左右,即大约每四年就能翻一番,这么好的经营业绩怎么能够不吸引机床联合公司去购并它呢?

总之,正是由于石油回收设备公司具有上述的优点和长处,才成为机床联合公司购并的首选目标。

6.1.2 调查的意义

为了确定一项收购业务是否象它所显示的那样好,收购方应该进行必要的调查和核实。我们一般把这项工作称之为“收购调查”(Purchase Investigation),它是由一系列持续的活动组成的,涉及到事实的收集、检查、分析和核实。

为什么收购调查是如此重要呢?原因是,如果不进行调查,收购中所固有的风险就会迅速增加,在缺少充分信息的情况下购买一个公司可能会在财务上导致重大的损失。尽管这些基本的道理听来似乎非常简单,但是在实际中却常常会发生违背这些原则的事例。

我们可能会遇到在一些事例中,购买调查似乎是无效的,它不能为正确地评价潜在的目标公司和作出正确的决策提供必要的信息。导致这一结果的原因可能是多方面的,可能是缺少信息沟通、对信息产生误解、缺少认真细致的计划、责任不明或相互之间缺乏协调等多种原因,然而最重要的原因可能是由于调查中经常只注意取得信息的数量,而忽视了信息的质量所造成的。

例如,有关市场营销信息,收购方不应该仅仅注意市场占有率或市场增长的统计,还应该重视那些有助于它们评估为什么潜在的目标公司在其市场上能够取得成功,它的竞争战略是否将继续可行等方面的信息。又如,对有关财务信息,收购方应该注意财务报告中揭示的主要问题、变化趋势和非正常财务特征,而不仅仅是注意财务报表中的每一个项目。

6.1.3 调查的范围

在准备收购一家公司时,必须做一番审查工作,以了解将要收购的目标公司是一个什么样的公司。具体讲是先从外部取得资料作初步分析,然后再实际接触,取得精确的报表资料,作进一步的分析评估。如果收购对象肯合作,提供详尽的内部报表资料,则可在有关专家的审查下尽快对收购对象作出较为准确的评估。

真正仔细的审查需要一定的时间和人力投入,因为在有限时间内往往只能对买方特别关注的几项问题作审查。在审查中必须认真仔细,丝毫马虎不得。买方必须慎防卖方提供虚假或错误的财务报表。审查的结果是为了协助订价和了解收购后影响营运业绩及公司价值的机会与障碍何在,以决定收购与否。审查并非单纯的查帐,而是试图找出与此项交易有关的问题来。所以,参与审查工作的成员必须了解收购者的动机,才能有效地完成审查的目的。

审查的重点一般包括营运、法律、财务等方面。

1. 产业方面的审查

即对收购对象营运方面的审查。这里首先要依据买方的收购动机和策略的需要,调查衡量收购对象是否符合收购标准。如果想通过其行销资源来扩展市场,则应了解其客户的情况、客户购买动机、产品质量、有无竞争力,还应该了解其生产、技术、市场、行销能力、管理能力,以及其他经营方面与本公司的配合程度有多大。

在业务上除了调查其利润与销路情况外,更重要的是应查明收购后原来有利的供求客户是否会流失。

在整个审查评估过程中,由于收购目的不同,则评估重点各异。如果收购的目的是想利用收购对象现有的生产设备,则要注意 ①拟收购企业的生产设备新旧程度、保养状况如何。②自己设立同类工厂与收购现有生产设备相比,在资金上、时间上的损失程度有多大,而时间往往是一个难以量化的成本因素。

2. 法律方面的审查

对于收购对象法律方面的审查,首先必须审查的是公司组织、章程中的各项条款,尤其对于重要的决定,如像收购、合并或资产出售方面的认可,须经百分之几以上股权同意方能进行的规定,要予以十分的注意。此外,公司章程中是否有特别投票权的规定和限制也应予以注意。除公司章程外,像股东会及董事会的会议记录,也应加以审查。如果是资产收购,则应取得股东会同意出售的证明文件。

除了法律文件外,买方还应取得主要财产清单,了解其所有权使用限制及重置价格,并了解其投资情况及公司财产投保范围。该公司若有租

赁资产则应注意此类契约的条件是否有利。

审查对外书面合约更为重要。买方应审查被收购公司任何使用外界商标及专利权、或授权他人使用的权利义务的约定,还有租赁、代理、借贷、技术授权等重要契约。审查中要注意在控制权改变后契约是否继续有效。

在债务方面应审查公司所涉及的一切债务关系,注意其偿还期限、利率及债权人对其是否有何限制。例如维持某种义务等,对此应及早了解。其他问题如公司与供应商、代理销售商之间的契约上的权利义务,企业职工劳务合同、工资福利待遇,都应予以审查。

除了详细调查公司对外的有关契约、所有权凭证、公司法律文件外,还应对目标公司过去的诉讼案件加以了解。

3. 财务方面的审查

对收购公司财务方面的审查可以聘请外界会计师事务所协助进行。此项工作非常重要。因为只有卖方状况符合各种条件,才会签订协议。所以财务审查的目的,在于使买方确定卖方所提供的财务报表是否准确地反映了该企业的财务状况。如果不是这样,卖方必须将财务报表作重大调整。通过财务审查,可能发现一些可疑之处,例如通过各种周转率的分析,可以发现有无虚列财产价值或虚增收入等现象。

在资产科目的审查方面,应收帐款应按其回收率估列适当的备抵呆帐,存货应提列损耗,长期股权投资则要注意投资公司的财务状况,而建筑物、设备等固定资本及无形资产的价值评估等可以根据双方事先商议的方式进行。

在负债方面,买方应尽可能查明未记录的负债,进而要求卖方开立证明,保证若有未列负债出现应自行负责。

此外还应进行税务审查。如在收购前该公司欠缴税款,被收购后税务部门仍催缴税款,而由收购公司缴纳,实属不合理。所以应予注意。

在整个财务审查工作中,最主要的是要剥去目标公司提供的经过装饰了的财务报表的外衣。要注意资产评估的方法,是否采用提前认列收益的会计处理、不合理地冲销各种损失备用金、将费用大量资本化等。因此对于资产负债、获利能力、现金流量的变化情况,应予以深入核查,找出异常现象即予以调整。

6.2 目标公司的商业调查

6.2.1 商业调查的意义

在收购过程的开始阶段,收购方需要得到有关目标公司经营情况的充分信息,以便决定是否继续进行收购,商业检查可以实现这一需要。

商业检查涉及收集和分析目标公司的财务和会计报告或其他可以得到的信息,通常没有独立的审核人员参加。收购方的经理人员可以参与,也可以不参与这一检查。在谈判的过程中可以就各个不同方面的问题进行一次或多次的检查。商业检查可以使我们广泛了解目标公司业务的所有方面。它包括以下各个方面:

- ①产业信息;
- ②营销方式;
- ③制造和分配方式;
- ④财务报告系统和控制;
- ⑤劳资关系;
- ⑥公司财务报表、会计资料和税收;
- ⑦研究和发展(R&D)计划;
- ⑧公益管理部门的报告要求;
- ⑨国际业务;
- ⑩法律问题。

除了要取得有关目标公司的信息外,商业检查也包括对这些信息进行检查和分析。检查和分析的范围通常取决于交易的性质和收购方的特殊需要。通常需要对会计税收准则和实务进行深入的检查,需要特别强调其中与收购相关的问题。收购方与它的独立会计师在开始时就必须在这方面达成一致,收购方必须理解这部分检查的目的和局限性。

由于从商业检查中通常可以得到大量的信息,因此,管理人员应该事先为目标公司准备一份问题调查表。可以按照下面所讲的内容来设计,对其中一些内容可以根据需要增加或删除,以便适合于特定的情况。例如,如果已经得到了目标公司的特定产业的分析,那么,就可以将产业分析部分删掉。又如,如果R&D与收购不是很相关的,就可以将这一部分省略掉。如果公司从事跨国经营,那么,可以增加国际因素部分。

6.2.2 商业调查内容

商业调查,无论是单独执行还是结合核实和审计程序来执行,都应该包括一组有关目标公司的基本信息。它应该调查和分析下面列举的内容。在商业检查之后,如果怀疑信息的可靠性,或者收购方想提高保险程度,那么就需要进行全面的收购审计或其他的核实程序。

1. 公司背景和历史

在调查的开始阶段,应该收集公司的总体性质、主要分配和设施、历史以及类似的信息。此外,通常还要取得有关经理人员、董事和外部顾问的信息。在可能的情况下,还应该包括公司的最新发展、未来的计划和主要问题(例如,诉讼案件、政府限制、环境问题等)方面的信息。

2. 产业分析

如果提出的收购方案对收购方来说是一个新的产业,那么就应该进行详细的产业检查。这一检查通常是在对某一特定公司调查之前进行。

在产业分析中通常包括以下因素:

- ①来自产业内和产业外的竞争和相对市场占有率;
- ②产业的销售和利润增长率(过去的和预计将来的)和影响产业增长和赢利能力的外部因素;
- ③该产业中的兼并与收购情况——以便确定公司合并对该产业的继续生存和增长是否是极其重要的;
- ④政府管制——程度和趋势;
- ⑤专利、商标、版权等——对该产业内的公司来说是重要的;
- ⑥成功的关键因素、进入壁垒和威胁。

在很多情况下,公司可能需要聘用产业专家和顾问来帮助进行产业分析。

3. 财务和会计资料

比较公司主要业务部门在最近几年中的财务比率,以便确定其重要的发展趋势是有用的。这些比率通常至少包括以下一些:资产收益率和股东投资收益率、毛利、销售利润率、固定费用倍数、流动比率、速动比率、负债—产权比率。还应该取得有关通货膨胀或经营周期的信息,公司在这种环境中经营的能力以及现时价值和重置成本的资料。

取得并分析上一年的资产负债表、收入表和财务状况变动表,以及预算和对未来的预测也是有用的。了解预测的现金流和这一预测中所运用的前提假设也是极其重要的。此外,了解目标公司遵从的会计准则和实务的任何不同,或其中存在的问题也是重要的。最重要的差异和存在的问题通常是有关下面一些内容:坏帐准备、库存估价、折旧、长期合同会计处理、年金和雇员利益会计处理等。

4. 税收

应该对目标公司的纳税申报单和税收检查情况进行检查,通过对目标公司税收状况的检查应该使购买方确信,它们正在收购的公司的纳税义务都已正确地反映在其帐簿上。

纳税义务检查主要要回答这样的问题,出售方是否已经按照目前的税基交付了公司的所有税收?对在收购的进展过程中和各税务主管机关将来的审计中,可能产生的未知的和预期的调整是否已经作了充分的考虑?尽管能够满足这些问题的程序依目标公司规模、出售方特殊的税收状况的复杂程度不同而有所变化,但是一般需要对存档(至少三年)的纳税单进行检查和分析,特别需要注意财务报表和应税收入之间的核对,还要对各税务主管机关所作的最新调整的报告进行检查。在检查过程中不但要注意联邦收入税问题,而且也要充分考虑州和地方的税收。

依据交易类型的不同,税收检查也应该包括税基分析和潜在的增大的可能性的评估。如果购买方正在考虑通过出售目标公司的某项资产,来为潜在的收购筹集资金,那么应该仔细检查在出售那些资产时潜在的到期的税收,应该考虑到资产的税基通常小于帐面价值这一事实。

5. 人力资源和劳资关系

购买方必须对出售方管理人员的能力作出评价,特别是在购买不相关产业的公司时更应该如此。购买方应该会见目标公司的高级职员和经理人员,检查他们过去的工商经历,调查他们的背景,比较补偿金的水平和计划,因为它们在工作中经常会发生变化。

购买方应该检查工会协议、罢工历史和相关因素,以便发现任何存在的问题。因为有劳工协议使得许多削减人员的计划都不可能实现。还必须检查年金、利润共享和其他的雇员利益计划,以便确定对公司合并以后的业务将会产生怎么样的影响。如果出售方有许多长期雇员,且在没有建立年金基金而又必须向他们支付退休金时,将会减少购买方的现金流。相反,如果目前许多年金基金有剩余的话,则会使收购费用减少。

6. 市场营销

购买方应该取得并分析有关下面各种产品和营销因素的信息:

- ①销售量,利润和产品线上的积压;
- ②主要产品和新产品开发的介绍;
- ③年度和月销售历史(长期趋势和季节性或周期波动);
- ④政府销售额;
- ⑤主要顾客;
- ⑥营销和销售组织,包括专门的赔偿安排;
- ⑦销售计划和预测的方法;
- ⑧广告和促销的费用及方法;
- ⑨分销渠道和战略;

- ⑩顾客满意情况和购买力；
- ⑪主要竞争对手的市场占有率；
- ⑫产品生命周期和技术水平；
- ⑬定价战略；
- ⑭竞争战略；
- ⑮新产品开发。

应该把公司的发展趋势与产业的平均发展水平相比较,以便确定公司的相对绩效。应该调查具有竞争性的和潜在竞争性的新产品,因为它们对目标公司未来的前途会产生不利影响。

应该把市场营销情报和目前的产品销售信息与库存分析作比较,以便查明过量的和已废弃的库存。在公司收购之后再对库存进行处理可能是要花费很大代价的。

7. 加工制造和分配

对加工制造和分配领域的检查应包括：

- ①各生产设施(名称、分布、是自己的还是租赁的、帐面价值、公平市价、生产能力、从业员工、现有条件、目前使用情况、其他用途等)；
- ②制造过程；
- ③主要原材料供应；
- ④实物分配方式(购买、公司内部转移、向顾客的最终销售)；
- ⑤制造效率。

8. 研究与开发

购买方应该分析过去的 *R&D* 项目(费用和实际的或估计的利益),当前的和将来的项目(估计的费用和利益),*R&D* 中使用的人员和设备、*R&D* 的会计处理方法。

9. 财务和管理控制系统

了解出售方内部的报告和控制系统的总是非常重要的,尤其是当出售方属于不同产业的公司时更是如此。收购方在收购完成以后可能在很大程度上需要依靠出售方现有的系统,因为在两个公司建立一致的系统通常是不可能的。这可能是由于两个公司在经营和管理理念上的不同,也可能是连接两个系统需要较高的成本。生产和原材料控制系统、指挥系统都是特别重要的,因为这些系统的失效可能会严重影响到公司的正常运转。此外,基本的会计控制也是重要的,因为它们对报告的准确性和雇员欺诈产生潜在的影响。

10. 公益管理部门的报告要求

需要特别注意各公益管理部门颁布的报告要求,因为它们对公司的业务有很大的影响。忽视这些要求可能会导致巨大数额的罚款,或者陷入经营困难的境地。收购方必须确信出售方的设施遵守了各公益管理部门(如环境保护局、职业安全与保健管理总署等部门)颁布的各种规定和

标准。

11. 国际因素

如果目标公司从事于国际贸易或其他的国际业务,那么收购方应该充分了解这些国际业务,以及它们对公司的总体业务产生什么样的影响。应该注意有关国际投资环境、贸易和投资限制、外汇管制、通货膨胀等方面的问题。虽然利润汇回对偿付收购债务是必要的,但是,外汇管制或出售方的国际赋税抵免限制问题却可能阻碍了利润的汇回。

12. 可自行处理的费用

购买了可以在短期内延期某些费用,如研究与开发费用、维修与维护费用等,但这样做可能会产生长期的不利影响。仔细检查这些可自行处理的费用,可以避免将来可能发生的未预期的资本费用,导致收购成本的上升。

下面是在商业检查或其他类型的调查中没有包括进去的一些常见的财务和会计问题,在调查中注意这些问题是非常重要的。

(1)私人公司为减少税收而低估库存品的价值,这可能会导致扭曲收益趋势和潜在的税收评估的结果——这种低估通常是通过保守的定价、过量的废品登记和不准确地清点库存数量来实现的。

(2)由于没有记录废弃的库存品而产生的库存高估——这可能是由于产品过剩、销售退回和折让、技术变化、新产品开发和产品到达成熟和衰退期而引起的,甚至在大量的 *LI-FO* 储备的情况下,也会产生这一问题。

(3)诉讼——很少有公司能够避免诉讼。最常见的诉讼来自于产品上的麻烦,这往往在收购完成之后才出现。

(4)在出售公司之前“包装”财务报表——这一手段包括递延 *R&D* 费用和维修与维护费用、“取消”库存储备或储备不足、错误估计、或估计或假设的改变(例如,坏帐准备、年金会计处理、销售退回和折让、购股权证、滞料和过量库存等)、没有披露的变化等。

(5)帐面上的不能收回的应收帐款——没有为疑帐、现金和商业折扣、过期的应收帐款、销售退回和折让提供充分的准备。

(6)经理人员的品质——通常需要进行私人调查,以便得到有关经理人员的充分信息,据此,可以确定他们是否胜任工作或是否值得信任。

(7)或有税收——这是收购领域的一个非常重要的问题。大多数公司在准备纳税申报单时都倾向于具有很大的挑战性。应该仔细地检查过去年份和当年的纳税申报单和税务署的报告,要注意其中的任何非正常项目。

(8)某些不能变现的投资——股权投资和非证券投资只有在“长期亏损”,而不是在暂时亏损的情况下,才要求减记资产的帐面价值。在使用了放宽的调整之后,就可以避免对长期亏损的确认。

(9)未记录的债务——可能包括假期工资支付,销售退回,折让和折扣(数量和现金),年金债务等。

(10)“关系户”业务——在私人公司中经常会发生。在公司易主的情况下对公司业务有较大影响。

(11)不完善的财务控制——包括定价和成本政策不当,预算和控制制度薄弱。

(12)主要的客户或合同——失去一个就会对公司的经营产生大的影响。

(13)对未来的重大支出的需要——这些可能包括工厂迁址或扩建,过时固定资产的重置和新产品开发。

(14)国际业务——这些可能会产生许多问题,包括劳工、管理人员、经营困难,以及财务性质问题等。

(15)非正常业务和非常项目,如资产的出售——这些常常会改变目前的发展趋势,应该予以确认并认真地进行评估。

前面所述的是商业检查和其他类型的调查中没有包括的一些常见的财务和会计问题。

6.3 企业购并的财务分析

企业购并不是一种慈善事业,不是通过优势企业去“解困”、“扶贫”、“帮带”濒于破产的亏损企业。相反,购并是一种投资行为,因此也要讲求经济效益。追求利润是投资者的原始动力和出发点,企业目标首先是企业财富最大化。因此,一项企业购并活动,不仅要考虑操作上的可行性,而且更为重要的是要注重经济上的合理性。

无疑,一项好的企业购并,可产生扩大生产规模、加强对市场的控制能力、挤进新的行业或新的市场等效应,但最终还是要通过公司财务反映企业购并的综合绩效,以此作为企业是否采取购并行动的决策依据。

6.3.1 公司价值评估

在公司购并谈判中,买卖双方谈判的焦点无疑是被购并公司的价格的确定。而公司价格确定的基础却是购并前交易双方公司本身价值的认定。

在收购过程中,一般只需买方对卖方公司的价值作用估算。但在双方以交换股权来进行的交易中,则要估算双方股票的价值。现代公司财

务理论认为：收购公司价值的自我评价具有特别的意义。①尽管一家公司可能把自己看成一个收购者，任何公司也不能完全排除被他人收购或接管的可能性；②自我评价过程可能会引起管理部门对战略性扩售资产的机会的注意；③自我评价为有收购意图的公司对确定是用现金收购还是通过交换股票收购提供的决策依据。

在进行公司购并时，公司的价值如何估算呢？公司价值的确认有两个依据：一种是根据公司盈利水平评价；另一种是按照公司资产价值评价。前者认为在市场经济条件下，利润最大化是企业的经营法则，因此盈利能力大的企业当然具有较高的价值；后者适用于以获得或出售资产为目的的企业购并，即将企业的净资产作为企业的价值，它等于资产负债表上总资产减总负债后的净值，即股东权益。

按盈利水平评估公司价值的方法有两种：即现金流量法和市场价值法；按企业资产价值评价分为三种：即帐面价值法、重置价值法和清算价值法。下面分别加以介绍。

1. 现金流量法

现金流量法，也称现金流量现值法或现金流量贴现法，即指在考虑资金的时间价值情况下，将发生在不同时间的现金流量折算成现值再相加的方法。用这种方法衡量企业价值的公式为：

$$V = PV - L$$

式中： V ——企业价值；

PV ——历年现金流量的总现值；

L ——公司债务。

其中，历年现金流量总现值的计算公式为：

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+i)^i} + \frac{D_n}{(1+i)^n}$$

式中： F_i ——第 i 年公司现金流量；

i ——公司资本成本，也称贴现率；

n ——现金流量的预测期限；

D_n ——预测期末企业残值。

其中， $1/(1+i)^i$ 称为现值系数或贴现系数，贴现现金流量技术的一个基本特点，是它明确考虑到今天收到的 100 元要比一年后收到的 100 元更值钱。因为今天的钱可以用于投资，从而在这期间获得报酬。“时间就是金钱”这句话恰当表达了货币价值是一个动态的概念。

用现金流量法估算公司的价值，要受以下四个因素的影响：

(1) 现金流量的多少，即公司未来的获利能力。

现金流量，是指公司货币形态的资金的实际流入、流出量。公司现金流量由两部分组成：①由经营引起的现金流入量。其计算公式如下：

由经营引起的税后现金流入量 = 税前利润 - 所得税额 + 折旧费支出

在现金流入估算上，卖方一般依自己若继续经营的未来获利的现值计算公司的价值；买方则会按购并后的经营情况，来估算未来现金净流入的现值。

②由投资引起的现金流出量，其计算公式为：

由投资引起的税后现金流出量 = 追加的固定资本投资额 + 追加的流动资本投资额

公司收购后追加的固定资产投资额包括迁移厂房或投入大量新的设备进行技术改造等投资；追加的流动资本一般是指公司购并后所需增加的营运资金等。

事实上，买方估算的公司的未来获利会与卖方有所差异，这也正是双方讨价还价相互协商的开始。关于公司未来获利的估算，步及到公司未来的经营外部环境、公司自身的运营能力以及双方谈判地位和进行交易的动机。估算一个可行的公司价值，才能为双方所接受，达到收购的成功。

(2) 公司的残值。

设备残值的估算比较简单，即为设备在投资计划期结束时的残余价值。但是，公司作为一个永续经营的整体，其残值即为计划年限终止时公司作为整体的价值，对其估算却难以用一般的残值估算方法。

残值估算的方法很多，较严谨的方法是假定计划年限终止时，公司进入成熟期，其现金流入将按一个较稳定且比较低的比率无限期增长。公司的残值是计划年限终止后的第一年的现金流入乘上一个系数，该系数为折现率减去年现金流入增长率的倒数，即

$$D_t = \frac{F_n + 1}{i - g}$$

式中： F_{n+1} ——计划年限终止后第一年的现金流入

i ——贴现率

g ——年现金流入增长率

但是，实际上预测5年或10年后公司的价值本身是很复杂的，因为难以为人所控制和预测到的不确定因素很多。所以，在估算残值时还是要慎重为好。

(3) 公司计划年限。

事实上，公司的生命可能是无限的。但是具体估算公司价值时，还是要预测公司计划经营的年限。在通常情况下，要根据决策者较有把握的状况来决定，也与行业性质和经营特点有关。如高科技企业，可能是3年，钢铁企业可能是10~20年，一般则以5年或10年居多。一种更好的解释是：现金流量的预测期只应持续到用以支持预期的销售增长的追加投资的预期报酬率等于资本成本时为止。也就是说，如果公司的投资报酬率仅等于资本成本，或等于市场所要求的、最低的、可接受的、

经过风险调整的报酬率，公司的价值将不受企业成长的影响。

(4) 资本成本，即贴现率。

资本成本，是指资本的价格。从投资者方面看，它是投资者提供资本时要求补偿的资本报酬率；从筹资者方面看，它是企业为获取资金所必须支付的最低价格。所以，资本成本，就是提供给公司资本的成本，或公司所必需的收益率，即公司的资本所有者所要求的最低的收益率。

公司资本来自长期负债和股东权益。长期负债包括长期借款、应付长期债券和长期应付款等。股东权益包括优先股、普通股以及留存盈利等。不同的资金来源，其资本成本的计算方法也不尽相同。

对公司价值进行估算时，公司资本一般采用的估算公式是：

$$K = aK_e + (1 - a) \cdot K_d(1 - t)$$

式中： K ——公司加权平均资本；

K_e ——股本资本成本；

K_d ——负债成本，即债券利息率；

t ——公司所得税率；

a ——股本资本占公司总资本的比率，则举债所占比例为 $1 - a$ 。

一般来说，股本资本的成本较难估计，其计算公式为：

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

式中： R_f ——无风险投资报酬率（通常指国库券利率）；

R_m ——资本市场的所有投资个体（如各种股票）按一定比例所形成的投资组合的报酬率，也可视为资本市场的报酬率；

β ——风险系数， $\beta > 1$ ，表示投资风险较高， $\beta < 1$ ，表示投资较安全。

从公式中可以看出，股本资本成本是由无风险利率和风险报酬率两部分组成的，这里的风险，包括经营风险、财务风险和市场性风险。

资本成本的大小，直接关系到公司价值的估算，如果资本成本也即贴现率很高，则用现金流量估算出的公司价值可能会低于按帐面价值调整法算出的价值。也就是说，贴现率与公司价值或现金流量现值成反比。

在企业购并过程中，究竟是以买方本身的资本成本还是以目标公司的资本成本作为贴现率呢？通常会采用目标公司和买方两方的资本成本作为贴现率，来估算两种公司的价值。甚至双方在协商价格时，买方若谈判力量强，则可能要求以两者中较高者作为价值估算的依据。

2. 市场价值法

一个公司的股票价格反映了关于未来收益和股息的期望，所以现行市场价值可以指望具有一种对购并条件强有力的影响。

换言之，股票的市价是市场将股票未来股息和股票增值折算成现值的一种估计。

设： P_n ——股票第 n 年后的价值；

D ——每年股息；

R ——股票预期收益。

则股票现值 P_0 的计算公式为：

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n-1} \frac{D}{(1+R)^t} + \frac{D+P_n}{(1+R)^n}$$

投资者一般要求的股票收益率一定会高于银行利率，因为股票有风险。所有股票由两部分构成：

股票收益率 = 无风险的或政府公债利率 + 股票风险补偿率

由于对将来的股价不好预测，所以最常用的衡量股价的数据是市盈率，即股利润比例。

$$P/E = \frac{\text{股票市价}}{\text{每股利润}}$$

市盈率 (P/E) 的意义有以下几点：

(1) P/E 表达了股票投资回收期，如 $P/E = 10$ 的股票，说明投资该股票需要 10 年才可以收回投资。

(2) P/E 是对公司将来利润的一种预测。一家公司 P/E 的高低要和同行业进行对比，才能评价这家公司的 P/E 是太高、太低，还是接近行业平均值。成长迅速的电子工业的平均 P/E 就应该比老化成熟的冶金工业的平均 P/E 高。如果股民对某公司寄予厚望，认为今后盈利增长会比以往更快， P/E 值就会很高。如果企业盈利今后每年增长 10% 的话，原来需要 10 年才能回收的投资只要 7 年半就可能收回了。

(3) P/E 是衡量股价和一个公司赚钱能力的尺子。大致说来， P/E 应相当于公司的利润增长率。如某公司的利润增长率为 15%， $P/E < 15$ ，则购买该股票较为合算， P/E 低的股票往往是慢成长股。稳定成长股的 P/E 一般是 10~15，快速成长的热门股其 P/E 可达 15~20 甚至更高，选择股票的要诀之一是寻找那些预测利润增长率高，但 P/E 尚低的股票。但不要买 P/E 过高的股票。

因此，公司的市场价值可以有两种表示方法：

$$\text{公司市场价值} = \text{每股股票价格} \times \text{公司股票数量}$$

或

$$\text{公司市场价值} = \text{市盈率} \times \text{股东可获收益}$$

如果说，公司账面价值反映的是公司历史成本，有时历史成本与资产目前的获利能力、资产的实际价值和产生偿付债务的现金流量的能力关系不大，仅有很少的参考作用。而市场价值却总是能够很好地反映公司的获利能力、现金增值和偿还债务的能力。

3. 账面价值法

公司的每一会计年度的资产负债表最能集中反映公司在某一特定时间的价值状况，揭示公司所掌握的资源，所负担的债务及所有者在企业所持有的权益。因此，资产负债表上各项目的净值，即为公司的帐面价值。

但若估算目标公司的真正价值，尚须对资产负债表的各个项目作必要调整。

如对资产项目的调整，应注意公司外贸业务的汇率损失，公司有价证券是否低于帐面价值、应收帐款可能发生的坏帐损失、机器设备、厂房、土地的折旧方式，尤其是在无形资产方面，有关专利权、商标权、公司的商誉等估算弹性很大。

对负债项目的调整，应该审查是否有未入帐的负债如职工退休金、预收货款、预提费用等，是否发生担保事项和或有负债以及未核定的税负等。

对目标公司财务报表审查评估后，买卖双方即针对这些资产负债，逐项协商，也许会找到双方均可接受的公司价值。

4. 重置价值法

这种估算方法适用于购并者以获得资产为动机的购并行为。公司资产重置价值有两层含义：一是复原重置价值，一是更新重置价值。

复原重置，是指以当前价格水平重建造一个同被评估资产完全相同的全新资产的成本。

更新重置，是指以当前的价格水平建造一个与被评估资产具有同样用途但功能更新的全新资产的成本。

测定重置价值有三种方法：

(1) 重置核算法。用公式表示：

$$\text{资产重置价值} = \sum (\text{料、工消耗量} \times \text{现行价格及费用定额})$$

(2) 物价指数法。用公式表示：

$$\text{资产重置价值} = \text{资产的原始价值} \times \text{物价变动指数}$$

(3) 功能价值法，用公式表示：

$$\text{资产重置价值} = \text{参照资产价值} \times \text{被评估资产的生产能力} \div (\text{参照资产的生产能力})^q$$

式中： q ——规模指数，经验数值为 0.6 ~ 0.8

5. 清算价值法

清算价值，是指若公司破产或因其他原因需要停止清算时，将资产拍卖出售，公司可能得到的收入。清算价值一般要低于重置价值。一是由于在清算时企业资产一般只有压价才能售出；二是由于清算时，还有一笔清算成本。这种方法适用于以出售资产为目的的企业。

6. 公司价值估算法的运用

事实上，价值的估算只能作为制定价格的参考，在实际运用中，可能用不同的方法，各自对同一公司算出很多不同的价值。

公司的价值，往往存在于购并后所产生的综合效应，买方基于这种“综效”，可能愿付比市价更高的价格买入目标公司。

公司的价值既然是对于公司未来获利的预测，预测的结果就有不确定性，据此投资就有一定的风险性。

在实际应用中，既然是估算，有时也可以用简便的方法，即直接将当年的税后净利润除以某一资本化率（计划年限的倒数）来估计公司的价值。收购价格的决定，也可将各种不同评价方法计算出的价值加以加权计算。

应该说，对公司了解的越详尽，对公司价值的估算就越准确。各种外在因素和不确定性因素以及公司经营风险的大小等等都会影响公司价值的确认。

6.3.2 现金购并的财务分析

假定公司 A 拟收购公司 B ，设 V_A 为公司 A 的市场价值； V_B 为公司 B 的市场价值， V_{AB} 为购并后联合公司的市场价值，则成功的购并前提条件是：

$$V_{AB} > (V_A + V_B)$$

也就是说，购并后公司的现金流量现值应大于购并前两个公司现金流量现值之和，并购才应进行。从公司 A 的角度而言，购并后带来的收益应该高于购并所付出的成本，否则，购并就失去了经济合理基础。

现金收购是一种由收购者支付一定数量的现金，从而取得收购公司的所有权的收购行为。

收购是否经济合理，其判定的条件是：

$$NPV = (V_{AB} - V_A) - P_B \geq 0$$

式中：

$V_{AB} - V_A$ ——收购公司 A 股东所得，即购并后新公司价值减去购并前公司 A 价值之差。

P_B ——公司 A 为收购公司 B 所付出的代价，由于收购行为常常引起公司 B 股票价格的上升，因此， P_B 主要包括公司 B 的原市场价值 V_B 和溢价部分。

如果公司 B 被收购后，不是组成新的联合公司，而是在公司 A 的控制下独立经营，那么成功收购的判定标准是：

$$V'_B - V_B + \Delta V_B = V_B (1 + v)$$

式中：

V'_B ——公司 B 在公司 A 控制下的公司市场价值。

ΔV_B ——公司 B 因被收购所引起的溢价。

v ——溢价率

当然，对公司 A 而言，也应有 $V'_A = A_A$

由此可以推出，公司 A 收购公司 B 的最低和最高收购价格标准：

最低收购价，是在既定投资报酬率条件下公司 B （包含溢价）的市场价值。即

$$P_{min} = V_B(1 + v) \\ = \left(\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1 + i_H)^t} + \frac{F_{n+1}/(i_H - g)}{(1 + i_H)^n} - L \right) (1 + V)$$

最高收购价，应是公司 B 在公司 A 控制下所能形成的新的市场价值，即

$$P_{max} = V'_B \\ = \sum_{t=1}^n \frac{F'_t}{(1 + i_H)^t} + \frac{F'_{n+1}/(i_H - g')}{(1 + i_H)^n} - L'$$

当然，在既定的收购条件下，也可以通过收购后所形成的新的投资报酬率（ i' ）与既定的投资报酬率（ i_H ）进行比较，如

公司收购成功，则 $i' > i_H$

美国学者阿尔弗兰德·拉巴波特在《怎样对收购企业进行财务分析》一文中，通过对美国 70 年代中期以来的企业购并现象的分析后指出：“近来有不少收购并没有使收购者股东的股票升值。终究，收购者股东的股票价值不取决于目标公司在兼并前的市场价值，而是取决于对比被收购公司对合并后公司所作的现金流量贡献，收购公司实际支付的价格是多少。”

这篇文章最有说服力的是通米特勒公司收购兰诺公司的财务分析，详细说明了现金收购和股票收购的操作和论证过程，下面据此进行一下简述。

米特勒公司在工业品包装和材料处理市场上是领先的制造者和批发商，最近一年的销售额为 6 亿美元，拟收购一家有相似的营销特性，有类似的生产技术、或有相似的研究和发展方向的公司。兰诺公司是一家销售额为 5000 万美元的企业，在工业品包装新产品开发方面曾经给人以深刻的印象，特别适合于米特勒公司总的收购标准。兼并前，米特勒公司和兰诺公司的财务状况如表 6.3.1 所示。

表 6.3.1

兼并前米特勒公司和兰诺公司的财务状况

单位：百万美元

损益表（截止到 12 月 31 日）	米特勒	兰诺
销售额	600.00	50.00
经营成本	<u>522.00</u>	42.50
经营利润	78.00	7.50
债务利息	<u>4.50</u>	<u>0.40</u>
税前收益	73.50	7.10
应交所得税	<u>36.00</u>	<u>3.55</u>
净收入	<u>37.50</u>	<u>3.55</u>
流通在外的普通股的数量（百万）	10.00	1.11
每股收益	3.75	3.20
每股股息	1.30	0.64
财务状况（年终）		
净流动资本	180.00	7.50
有价证券	25.00	1.00
其他资产	2.00	1.60
财产、厂房、设备	216.00	20.00
减去累积折旧	<u>(95.00)</u>	<u>(8.00)</u>
	<u>328.00</u>	<u>22.10</u>
负担利息的债务	56.00	5.10
股东权益	<u>272.00</u>	<u>17.00</u>
	<u>328.00</u>	<u>22.10</u>

用现金收购分以下六个步骤：

第一步，进行现金流量规划。

前面提出的现金流量公式可以用另一种形式表达如下：

$$CF_t = S_{t-1} (1 + g_t) (P_t) (1 - T_t) - (S - S_{t-1}) (f_t + W_t)$$

式中： CF_t ——现金流量；

S ——销售额；

g ——销售额年增长率；

p ——销售利润率；

T ——所得税率；

f ——销售额每增长 1 美元所需追加的固定资本投资（全部固定资本投资扣除折旧）；

W ——销售额每增长 1 美元所需追回的流动资本投资。

只要得出 g 、 p 、 T 、 f 、 W 五个变量的估计值，就可以对现金流量进行规划。

表 6.3.2 是米特勒公司管理部门对兰诺公司的经营状况（假定兰诺公司在米特勒公司的控制之下）做出的最可能的估计值。

表 6.3.2 对兰诺公司在米特勒公司控制下经营状况的最可能估计

项 目	年 份		
	1—5	6—7	8—10
销售额增长率 (g)	0.15	0.12	0.12
销售利润率 (P)	0.18	0.15	0.12
所得税率 (T)	0.46	0.46	0.46
追加的固定资本投资 (f)	0.20	0.20	0.20
追加的流动资本投资 (W)	0.15	0.15	0.15

表 6.3.3 是由此作出的兰诺公司 10 年的现金流量规划。

如第一年现金流量为：

$$CF_1 = 50 (1 + 0.15) (0.18) (1 - 0.46) - (57.5 - 50) (0.20 + 0.15) = 2.96$$

表 6.3.3

兰诺公司 10 年现金流量规划

单位：百万美元

项 目	年 份									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
销售额	57.50	66.12	76.04	87.45	100.57	112.64	126.15	141.29	158.25	177.23
经营费用	47.15	54.22	62.34	71.71	82.47	95.74	107.23	124.34	139.26	155.96
经营利润	10.35	11.90	13.70	15.74	18.10	16.90	18.92	16.95	18.99	21.27
现金所得税	4.76	5.48	6.30	7.24	8.33	7.78	8.70	7.79	8.74	9.78
税后经营利润	5.59	6.42	7.40	8.50	9.78	9.12	10.22	9.16	10.25	11.49
折旧	1.60	1.85	2.13	2.46	2.84	3.28	3.74	4.25	4.83	5.49
减去追加的固定资本投资	(3.10)	(3.57)	(4.12)	(4.74)	(5.47)	(5.69)	(6.44)	(7.28)	(8.22)	(9.29)
减去追加的流动资本投资	(1.13)	(1.29)	(1.49)	(1.71)	(1.97)	(1.81)	(2.03)	(2.27)	(2.54)	(2.85)
从经营中获得的现金流量	<u>2.96</u>	<u>3.41</u>	<u>3.92</u>	<u>4.51</u>	<u>5.18</u>	<u>4.90</u>	<u>5.49</u>	<u>3.86</u>	<u>4.32</u>	<u>4.84</u>

除了对兰诺公司最可能的估计之外，米特勒公司的管理部门还提出销售额增长和销售利润率的三点估计方案。如表 6.3.4。

表 6.3.4

销售额增长和销售利润率的不同方案

方 案	销售额增长 (g)			销售利润率 (p)		
	年 份			年 份		
	1—5	6—7	8—10	1—5	6—7	8—10
保守的	0.14	0.12	0.10	0.17	0.14	0.11
最可能的	0.15	0.12	0.12	0.18	0.15	0.12
乐观的	0.18	0.15	0.12	0.20	0.16	0.12

关于预测期 10 年的确定，基于这样一点考虑：对现金流量的预测，只限于在所期望的追加投资报酬率超过收购的最低可接受的报酬率时期内。因此，需要确定收购可获得最低可接受报酬率 (K) 所需的最低的、增量的税前销售利润率，即增量临界利润率 (ITM)

$$ITM = \frac{(f + W)K}{(1 - T)(1 + K)}$$

在第二步分析中，可推测出 $K = 13\%$ ，且 W 由 15 美分增大到 20 美

分时， $T=50\%$ ，这样用 $T=50\%$ ， $f=0.20$ ， $W=0.20$ ， $K=0.13$ 代入公式得：

$$ITM = \frac{(0.20 + 0.20 \times 0.13)}{(1 - 0.5) \times (1 + 0.13)} = 0.092$$

由表 3.7、表 3.9 可以看出，未来 10 年内，税前销售利润率不会低于 9.2%，因此，预测期为 10 年有其合理性。

第二步，估计收购的最低可接受报酬率，即资本成本。

假定，政府债券无风险报酬率为 8.8%，市场风险补偿率为 5.2%，米特勒公司风险系数 β 为 1.0，则米特勒公司估计的股本资本为

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta(R_m - R_f) \\ &= 0.088 + 1.0(0.052) = 0.140 \end{aligned}$$

米特勒公司当前的税前利率为 9.5%，所得税率 46%。因此其借入资本的税后资本为

$$\begin{aligned} K_b &= K(1 - T) \\ &= 9.5\%(1 - 46\%) \\ &= 5.1\% \end{aligned}$$

由于米特勒公司的目标债务/股东权益比率是 0.30，在公司全部资本中，债务占 23%，股东权益占 77%，则米特勒公司的加权平均资本为：

$$K_w = 0.23 \times 0.051 + 0.77 \times 0.140 = 0.120$$

而被收购的兰诺公司 $\beta = 1.25$ ，税前债务利税为 10%，其他条件与米特勒公司相同，则

兰诺公司的股本资本成本为：

$$K_e = 0.088 + 1.25(0.052) = 0.153$$

其借入资本税后成本为：

$$K_b = 10\%(1 - 46\%) = 0.054$$

加权平均成本：

$$\bar{K}_w = 0.23 \times 0.054 + 0.77 \times 0.153 = 0.130$$

第三步，计算最可能接受的现金价格。

表 6.3.5 显示了对最可能方案的最高可接受的现金价格的计算过程。结论是兰诺公司的最高价格是 4×51 万美元，或每股 40.10 美元，仍可获得 13% 的最低可接受的收购报酬率（兰诺公司股票市场现价是 25 美元，若按每股 40 美元支付，则溢价 60%）。

表 6.3.5

以 13% 的贴现率收购兰诺公司的
最高可接受的现金价格—最可能方案

单位：百万美元

年 份	从经营中获得的现金流量	现值	累计现值
2	3.41	2.67	5.29
3	3.92	2.72	8.01
4	4.51	2.76	10.77
5	5.13	2.81	13.59
6	4.90	2.35	15.94
7	5.49	2.33	18.27
8	3.86	1.45	19.72
9	4.32	1.44	21.16
10	4.84	1.43	22.59
残值	11.48	26.02*	48.61
加当前经营中不需要的有价证券			<u>1.00</u>
公司总价值			49.61
减去债务			<u>5.10</u>
最高可接受的现金价格（股东股票价值）			<u>44.51</u>
每股最高可接受的现金价格（每股股东股票价值）			<u>40.10</u>

* 第 10 年税后经营利润/贴现率 × 第 10 年的贴现系数 = $\frac{11.48}{0.13} \times 0.2946 = 26.02$

表 6.3.6 显示了在不同的贴现率情况下，三个方案中的每一个最高可接受的现金价格。如为了获得 13% 的报酬率，按保守方案，米特勒公司可以支付最高价 3800 万美元（每股 34.25 美元），按乐观方案，可以支付最高价达 5300 万美元（每股 47.80 美元）

表 6.3.6 不同贴现率下三个方案的最高可接受的现金价格

方 案	贴 现 率				
	0.1	0.12	0.13	0.14	0.15
1. 保守的：	48.84	42.91	38.02	33.93	30.47
总价格（百万美元）	44.00	38.66	34.25	30.57	27.45
每股价格					
2. 最可能的：					
总价格（百万美元）	57.35	50.31	44.51	39.67	35.58
每股价格	51.67	45.33	40.10	35.74	32.05
3. 乐观的：					
总价格（百万美元）	68.37	59.97	53.05	47.28	42.41
每股价格	61.59	54.03	47.80	42.59	38.21

第四步，计算各种价格和方案的报酬率。米特勒公司管理部门认为，收购兰诺公司的可望成功的最低出价是 3500 万美元，或每股 31.50 美元（溢价 26%）。而米特勒的投资银行估计，出价可能高达 4500 万美元，或每股 40.50 美元（溢价 62%），表 6.3.7 显示了三种估计方案在从 3500 ~ 4500 万美元的四种价格下所能获得的报酬率。

表 6.3.7 各种不同出价和方案下的报酬率

出 价 \ 报 酬 率	总价（百万美元）	35.00	38.00	40.00	45.00
	每股价格（美元）	31.53	34.23	36.04	40.54
1. 保守的		0.137	0.130	0.126	0.116
2. 最可能的		0.152	0.144	0.139	0.129
3. 乐观的		0.169	0.161	0.156	0.144

第五步，分析现金收购的可行性。

假定收购兰诺公司的适当价格是在 3500 ~ 4500 万美元，那么全部用现金支付是否可行？

由于用现金收购，收购者股东权益不变。因此，兼并后对米特勒公司而言，

$$\text{负债能力} = \text{股东权益} \times \text{目标债务} / \text{股东权益比率}$$

$$= 27200 \times 0.30$$

$$= 8160 \text{ 万美元}$$

$$\text{未使用负债能力} = \text{负债能力} - \text{合并后负债金额}$$

$$= 8160 - (5600 + 510)$$

$$= 2050 \text{ 万美元}$$

另有两家公司有价证券 2600 万美元 (2500 + 100)，因此，可用于现金购买兰诺公司的最大资金数量为 4650 万美元 (2050 + 2600)，可以满足 3500 ~ 4500 万美元的定价要求，现金收购可行。

第六步，评估收购对米特勒公司每股收益和资本结构的影响。

如表 6.3.8 所示。对此要注意以下几点：

(1) 收购与不收购对预期每股收益的影响要在公司预测期内进行全面评价。短期收益标准并不是评价收购能否在事实上为股东带来增值的可靠基础。

(2) 只要投资的边际报酬大于或等于新债务的利率，公司可以通过举债提高每股收益；但如果投资的边际报酬低于经过风险调整的资本成本，尽管增大了每股收益，公司价值亦将会下降。

(3) 根据未使用负债能力的分析，不论米特勒公司收购兰诺公司与否，管理部门都要有所警惕。

表 6.3.8 米特勒公司在收购或不收购兰诺公司情况下的预期每股收益、债务/股东权益比率和未使用的负债能力

年份	每股收益		债务/股东权益		未使用的负债能力 (百万美元)	
	不收购	收购	不收购	收购	不收购	收购
0	3.75	4.10	0.21	0.26	25.60	20.50
1	4.53	4.89	0.19	0.27	34.44	9.42
2	5.09	5.51	0.17	0.28	44.22	7.00
3	5.71	6.20	0.19	0.29	40.26	4.20
4	6.38	6.99	0.21	0.30	35.45	0.98
5	7.14	7.87	0.24	0.31	29.67	-2.71
6	7.62	8.29	0.26	0.31	22.69	-7.77
7	8.49	9.27	0.27	0.32	14.49	-13.64
8	9.46	10.14	0.29	0.33	4.91	-22.34
9	10.55	11.33	0.31	0.34	-6.23	-32.36
10	11.76	12.66	0.32	0.35	-19.16	-43.88

* 假定收购兰诺公司的现金价格为 3500 万美元。

6.3.3 股票收购的财务分析

1. 换股率对每股收益的影响

企业购并的目的，在于最大限度地增加股东的长期财富。因此采用股票收购方式进行企业购并时，必须兼顾购并双方股东的利益，其衡量标准是：公司股票的市价是否超过其购并前的水平。因此，在确定调换比率时，购并双方通常关注的是购并对每股收益（ EPS ）的影响。每位股东都希望购并使其 EPS 得到增加，而不希望被稀释，购并价格（换股比率）对 EPS 的影响如图 6.3.1 所示。

也就是说，购并后每股收益（ EPS_m ）随购并价格（ AP ）的提高而不断下降。

图 6.3.1

当 $AP < AP^*$ 时， EPS 增加；

当 $AP > AP^*$ 时， EPA 下降，也即购并方股票价格被稀释。

那么临界购并价 AP^* 是由什么决定的呢？

设： E_m ——购并后的收益总额；

S_a ——购并方购并前所发股票数；

P_a ——购并方企业的股票市价；

AP ——协商的购并价；

AP/P_a ——购并方为实行购并而必须新发行的股票数。

则 购并后每股收益计算公式是：

$$EPS = \frac{E_m}{S_a + AP/P_a}$$

其中购并价格

$$AP = \zeta S_b P_a$$

式中： ζ —换股率；

S_b —被购并方购并所发股票数；

令 购并后 EPS_1 与购并方购并前 EPS_0 相等。

$$\text{即} \quad E_m/S_a + AP/P_a = E_a/S_a$$

$$\text{或} \quad E_a + E_b/S_a + \zeta S_b P_a/P_a = E_a/S_a$$

经整理：满足 $EPS_a = EPS_b$ 的换股率

$$\zeta^* = E_b/S_b/E_a/S_a = EPS_b/EPS_a$$

因此，由 ζ^* 所决定的购并价，就是临界购并价。

即：

$$\begin{aligned} AP^* &= \zeta^* S_b * P_a \\ &= EPS_b/EPS_a \cdot S_b P_a \end{aligned}$$

下面通过一个案例进行说明。

假设有两家上市公司：A 和 B。A 公司是购并方，B 公司是目标企业，A、B 两家公司并购前有关数据见表 6.3.9。

表 6.3.9

项 目	A 公司	B 公司
股票发行总数（万股）	1000	6000
税后利润（万元）	800	360
每股税后利润（元/股）	0.80	0.60
股票价格（元）	7.20	7.20
市盈率（倍）	9	1.2

A 公司拟通过一定的交换比例换取 B 公司的所有股份。假定，购并后企业的盈利水平与购并前保持一致。则换股比例不同，购并后的每股收益也不相同。如分以下三种情况分析。

第一种情况是：换股比例 1：1，即 A 公司再发行 600 万股普通股股票换取 B 公司的原股票。则，购并后的每股收益为 0.725，低于购并前 A 公司的 0.80，但 B 公司的 EPS 由 0.60 上升到 0.80。如表 6.3.10。

表 6.3.10

项 目	并 购 后
股票发行总数 (万股)	1600
税后利润 (万元)	1160
每股税后利润 (元/股)	0.725
其中原 B 公司股东	0.80 (100% × 0.8)

第二种情况：换股比例 1 : 1.5，则 A 公司只要用 400 万股新股便可换取 B 公司 600 万股的股票，购并后，A 公司的 EPS 由 0.80 上升到 0.83，但 B 公司的 EPS 却由 0.60 降到 0.55 ($400/600 \times 0.83$)，见表 6.3.11。

表 6.3.11

项 目	并 购 后
股票发行总数 (万股)	1400
税后利润 (万元)	1160
每股税后利润 (元/股)	0.83
其中原 B 公司股东	0.55 ($2/3 \times 0.83$)

第三种情况：换股比例为 3 : 4，即 A 公司以 450 万股，换取了 B 公司的 600 万股，则 A 公司的 EPS 保持不变，B 公司按老股设计，仍为 0.60 元 ($450/600 \times 0.8$)，见表 6.3.12。

表 6.3.12

项 目	并 购 后
股票发行总数 (万股)	1450
税后利润 (万元)	1160
每股税后利润 (元/股)	0.80
其中原 B 公司股东	0.80 (75% × 0.8)

通过曲线表示，如图 6.3.2。

图 6.3.2

$$\text{因为 } \frac{EPS_b}{EPS_a} = \frac{0.60}{0.80} = \frac{3}{4}$$

所以临界换股率 $\zeta = 3/4$

2. 盈利增长率对每股收益的影响

如果购并决策仅凭购并对购并初期 EPS 的影响进行，则只要购并初期的 EPS 被稀释，购并方就不会采取购并行为。但从动态分析的角度，企业盈利的增长率也是判定是否收购的重要因素。从短期看，购并方每股盈利可能被稀释；但从长远看，若被兼并公司或购并后的新公司有较高的盈利增长率，则可能会给股东带来更多的财富。

仍以上述 A 、 B 公司数据为例，在第一种情况下， A 公司购并前每股收益为 0.80 元，并购后为 0.725 元。若 A 公司在购并前后盈利增长率保持在 10%，而 B 公司在购并前盈利增长率为 10%，购并后在 A 公司的管理下其增长率可达 25%，则 A 公司购并 B 公司后的综合盈利增长率为

$$800 \times 10\% + 360 \times 25\% / 800 + 360 = 14.65\%$$

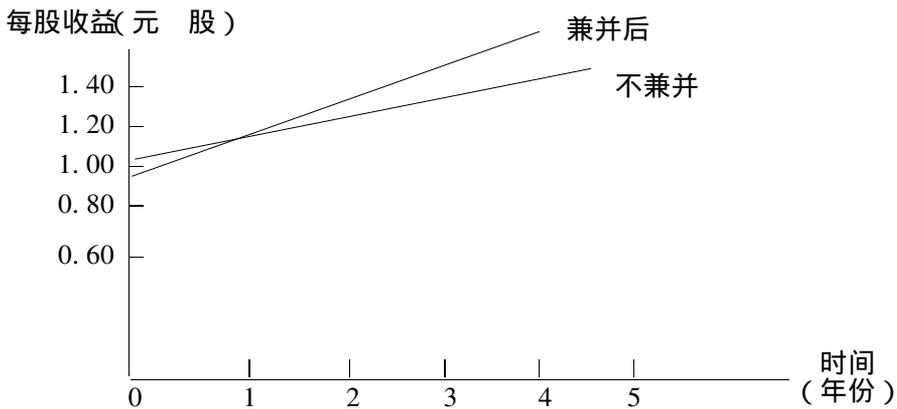
在不同的盈利增长率条件下， A 公司购并前后的每股收益的变化如表 6.3.13 所示

表中数据说明，购并初期 A 公司每股收益虽然有所下降，但由购并后有较快的盈利增长率，3 年后，每股收益就超过了购并前的水平。如图 6.3.3 所示。

表 6.3.13

每股收益 年份	兼并后 (增长率 14.65%)	不兼并 (增长率 10%)
0	0.725	0.8
1	0.831	0.88
2	0.953	0.968
3	1.093	1.065
4	1.253	1.171
5	1.437	1.288

图 6.3.3



若想求出购并前后每股收益水平相等的时点，也可利用以下公式。

设：

EPS_0 ——购并前每股收益；

EPS_1 ——购并后每股收益；

v_0 ——不购并公司盈利增长率；

v_1 ——购并后公司盈利增长率；

t ——经营期（年）

$$\text{则有} \quad EPS_0(1 + v_0)^t = EPS_1(1 + v_1)^t$$

$$\text{经整理} \quad t^* = \frac{\ln EPS_0 / EPS_1}{\ln[(1 + v_1) / (1 + v_0)]}$$

3. 估价率对购并决策的影响

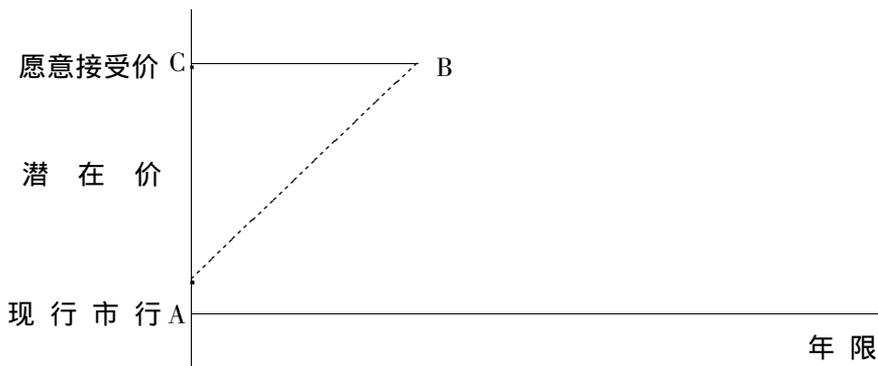
股票的市场价格也是影响购并决策的重要因素。它是企业盈利能

力、经营能力、发展前景的综合反映，是股东对公司未来收益的预期。尤其是在股票市场上股票的市场价格是购并双方交易谈判的基础，是双方确定换股比率的依据，从而也是购并后影响每股收益的因素。从历史上看，购并方的报价一般都高于目标公司股票市场价格的 10 ~ 20%，甚至达到 50%。

为什么购并方有时愿以高出目标公司的市价来获得对目标公司的控制权？

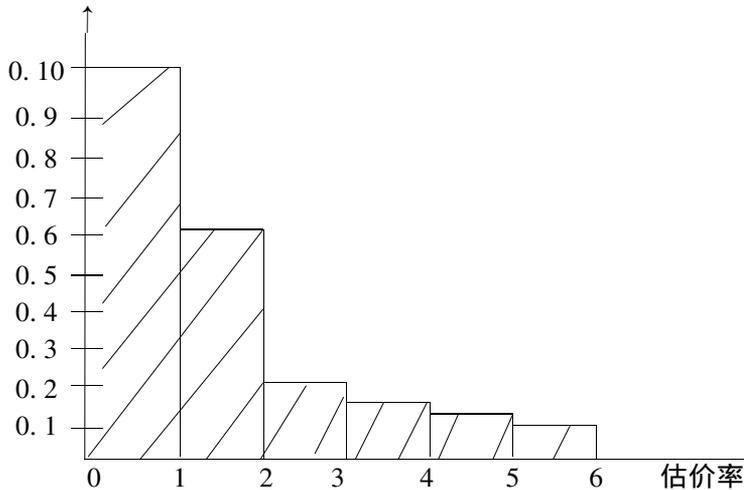
一种情况是：被购并的企业除了有市场价格外，还具有一定的潜在价值。这种潜在价值包括：企业尚待形成规模效益；新技术、新设备尚未发挥很好的效益；购并后的协同效应等。因此，企业的相对潜在价值越大，购并的可能性也越大。这时购并方愿以较高的代价收购目标企业。购并后，通过对被购并企业的管理使其能产生更大的效益。购并方所支付的代价最终从效益的大幅度提高上得到补偿，如图 6.3.4 所示。

图 6.3.4



还有一种情况是，每股帐面价值大大超过了每股市场价格，造成了股票价格的低估。企业的资产也许过去都是较低的盈利水平，但在有效的管理下，很有可能达到较高的盈利水平，由此，公司的市场值就会上升。库恩研究了 1975 ~ 1969 年英国 3500 多家公司（占证券交易所挂牌公司数的 88%），得出了估价率与被购并可能性之间呈逆反关系，这是对此最有力的证明。如图 6.3.5 所示。

图 6.3.5



$$\begin{aligned} \text{估价率} &= \text{股票市场值} / \text{资产值} \\ &= \text{股票数} \times \text{股票价格} / \text{资产帐面价值} \end{aligned}$$

4. 股票收购的案例分析

仍以米特勒公司收购兰诺公司为例。用股票分析的前两个步骤，即规划兰诺公司的经营现金流量和确定贴现率与现金收购方式相同，股票收购的其余步骤是：

(1) 估计米特勒公司的股票价值

米特勒公司在进行全面的自我评价时，首先对其经营状况作了最可能的估计，如表 6.3.14 所示。表中，根据 12% 的资本成本所需要的最低增量临界利润率 10.9%，推定预测期为 10 年。

表 6.3.14 在不收购的情况下对米特勒公司经营状况最可能的估计

项 目	年 份		
	1—5	6—7	8—10
销售额增长率 (g)	0.125	0.120	0.120
销售利润率 (p)	0.130	0.125	0.125
所得税率 (T)	0.460	0.460	0.460
追加固定资本投资 (f)	0.250	0.250	0.250
追加流动资本投资 (W)	0.300	0.300	0.300

表 6.3.15 显示了对米特勒公司股东权益值的计算过程。它估计每股价值为 36.80 美元，但其市场价值仅为每股 22 美元，可以说，市场低估了它的股票价值，对采用股票收购方式不利。

表 6.3.15 以 12% 的贴现率估计在最可能的方案下
米特勒公司的股东权益现值 单位：百万美元

年 份	从经营中获得的现金流量	现值	累计现值
1	6.13	5.48	5.48
2	6.90	5.50	10.98
3	7.76	5.53	16.51
4	8.74	5.55	22.06
5	9.83	5.58	27.63
6	10.38	5.26	32.89
7	11.63	5.26	38.15
8	13.02	5.26	43.41
9	14.58	5.26	48.67
10	16.33	6.26	53.93
残值	128.62	345.10*	399.03
加当前经营中并不需要的有价证券			25.00
米特勒公司的总价值			424.03
减未清偿债务			56.00
米特勒公司的股东股票价值			368.03
米特勒公司的每股股东股票价值			36.80

* (第 10 年的税后经营利润 ÷ 贴现率) × 第 10 年的贴现系数 = (128.62 ÷ 0.12) × 0.32197 = 345.10

假设米特勒公司准备报价 3500 万美元用现金收购兰诺公司，根据最可能方案分析，最高可接受的现金价格是 4451 万美元，由此米特勒公司的股东会增值 950 万美元。

但是若按 3500 万美元的股票来收购兰诺公司，则米特勒公司股东将会损失 1210 万美元。原因是，在现金收购方式下，米特勒公司的股

东权益比例不变。而在股票收购方式下，将拿出部分股权让位于兰诺公司股东。如米特勒公司股票市价为 22 美元时，公司必须用 159 万股，才能达到收购兰诺公司所需的 3500 万美元。现在已在外发行普通股票 1000 万股，因此购并后，米特勒公司的股东只拥有 86.27% 的股权 $[1000 / (1000 + 159)]$ 兰诺公司的股东将占有 13.73% 的股权 $(159 / 1159)$ 。由此，米特勒公司损失 1210 万美元，计算如下。见表 6.3.16。

表 6.3.16 米特勒公司股东损失的计算 单位：百万美元

米特勒公司得到了兰诺公司 44.51 百万美元现值的 86.27%	38.4
米特勒公司损失了其 368.03 百万美元现值的 13.73%	(50.5)
米特勒公司的股东股票价值减少额	12.1

(2) 计算米特勒公司能进行交换股票的最大数量

在每一种方案和不同的贴现率下，能用来交换的最大可接受的数量如表 6.3.17。

表 6.3.17 三个方案在不同的贴现率下能用来交换的股票的最大可接受的数量 单位：百万股

方案	贴 现 率				
	0.11	0.12	0.13	0.14	0.15
1. 保守的	1.327	1.166	1.033	0.922	0.828
2. 最可能的	1.558	1.367	1.210	1.078	0.967
3. 乐观的	1.858	1.630	1.442	1.285	1.152

在 13% 报酬率的情况下，最可能方案，用每股 22 美元的市场价格，米特勒公司动用 121 万股股票的价值仅为 2662 万美元，低于目前兰诺公司的市场价值 2775 万美元 $(25 \text{ 美元/股} \times 111 \text{ 万股})$ 。显然，用股权收购对米特勒公司不利。

(3) 评价两种收购方式对米特勒公司每股收益和资本结构的影响

假定收购兰诺公司的价格是 3500 万美元，各项比较数据见表 6.3.18。

表 6.3.18 米特勒公司的预期每股收益、债务/股东权益比率
和未使用的负债能力—现金与股票交换的对比

年 份	每股收益 (EPS)		债务/股东权益		未使用的负债能力 (百万美元)	
	现金	股票	现金	股票	现金	股票
0	4.10	3.54	0.26	0.21	20.50	25.60
1	4.89	4.37	0.27	0.19	9.42	35.46
2	5.51	4.93	0.28	0.17	7.00	46.62
3	6.20	5.55	0.29	0.18	4.20	48.04
4	6.99	6.23	0.30	0.20	0.98	46.37
5	7.87	7.00	0.31	0.21	-2.71	44.29
6	8.29	7.37	0.31	0.23	-7.77	40.90
7	9.27	8.22	0.32	0.24	-13.64	36.78
8	10.14	8.98	0.33	0.26	-22.34	29.90
9	11.33	10.01	0.34	0.27	-32.36	-21.79
10	12.66	11.17	0.35	0.29	-43.88	-12.29

通过比较，可以得出以下几点结论。

- ①用现金收购的每股收益的预期值总是高于股票交易的每股收益预期值。
- ②股票交易的债务负担明显低于现金交易，至少在 10 年预测期内，都有未使用的负债能力，不会在短期内发生筹资问题。
- (3) 如果收购的投资报酬高于负债利息率，通过两种收购方式的对比，还是采用现金交易方式为好。

要点回顾

- 1) 在收购目标公司时，审查工作的重点方面为营运、法律、财务；
- 2) 讨论在对公司价值评估时采用评价方法：
 - ①按盈利水平分为现金流量法和市场价值法；
 - ②按资产价值分为帐面价值法、重置价值法和清算价值法。

案例及应用：混合兼并的利与弊

1. 如果公司 A 和公司 B 合并，两个公司合并的现金流量就可以偿

债。由于合并，在经济衰退时债权人也可获得全额偿债。事实上，公司 *B* 保证了公司 *A* 的偿债能力。这种保证叫作兼并的共同保险效应 (*coinsurance effect*)。假如两个公司都有负债，则它们可互为保证。

合并后公司的股东权益为 \$ 0.7 亿。每个公司的股东权益之和为 \$ 0.71 亿 ($=0.6+0.11$)，两个公司的股东共同损失了 \$ 0.01 亿 ($=0.71-0.7$)。这 \$ 0.01 亿价值转移给了债权人。他们的债权更值钱了，因为无论经济处在哪个阶段他们都可获得全额偿付。通过共同保险效应兼并把价值从股东身上转移到了债权人身上。

讨论：为什么混合兼并有利于债券持有人而牺牲了股东利益？

2. 高负债的公司 *A* 拟收购无负债的公司 *B*，两公司以各自的公平市价交换股权，为什么公司 *B* 的股东可能会反对这项收购？

公司购并价值评估

关键词 *key word*

折现现金流 (*DCF*)
内部收益率 (*Internal Rate of Return , IRR*)
净现值 (*Net Present Value , NPV*)
税后纯利润 (*NPAT*)
利税前收益 (*EBIT*)
有序的出售 (*Orderly Sales*)
甩卖 (*Firesales*)
供价市场利率 (*Evaluated Market Rate*)

本章概要

- 1) 决定价格的定量模型
 - 篇首案例：米特勒公司收购兰诺公司
 - 兰诺公司
- 2) 价格的修正
- 3) 购并的公式
- 4) 对购并出价的评估

本章目标

在学完本章内容以后，您将能够：

- 1) 理解决定价格定量模型和定性因素；
- 2) 了解影响购并估值定价的交易性/财务性因素；
- 3) 熟练运用收益增长率、折现率、收购估价公式；
- 4) 对购并出价会作评估。

7.1 决定价格的定量模型

7.1.1 篇首案例：米特勒公司收购兰诺公司

这是一则用现金流量模型估价的实例分析。

米特勒公司在工业品包装和材料处理市场上是领先的制造者和批发商，在实施并购的前一年，其销售额为 6 亿美元，拟收购一家有相似的营销特性，有类似的生产技术或有相似的研究和发展方向的公司。兰诺公司是一家销售额为 5000 万美元的企业，在工业品包装新产品开发方面曾经给人以深刻的印象，特别适合于米特勒公司总的收购标准。兼并前，米特勒公司和兰诺公司的财务状况如表 7.1.1 所示。

1. 进行现金流量规划

让我们用另一个现金流量公式来估价

$$CF_t = S_{t-1} (1 + g_t) (P_1) (1 - T_1) - (S_t - S_{t-1}) (f_1 + w_1)$$

式中： CF_1 ——现金流量

S ——销售量

g ——销售额年增长率

P ——销售利润率

T ——所得税率

f ——销售额每增长 1 美元所追加的固定资本投资

w ——销售额每增长 1 美元所需追回的流动资本投资

表 7.1.1

兼并前一年米特勒公司和兰诺公司
的财务状况

单位：百万美元

损益表	米特勒	兰诺
销售额	600.00	50.00
经营成本	522.00	42.50
经营利润	78.00	7.50
债务利息	4.50	0.40
税前收益	73.50	7.10
应交所得税	36.00	3.55
净收入	37.50	3.55
流通在外的普通股的数量（百万）	10.00	1.11
每股收益	3.75	3.20
每股股息	1.30	0.64
财务状况		
净流动资本	180.00	7.50
有价证券	25.00	1.00
其他资产	2.00	1.60
财产、厂房、设备	216.00	20.00
减去累积折旧	(95.00)	(8.00)
	328.00	22.10
负担利息的债务	56.00	5.10
股东权益	272.00	17.00
	328.00	22.10

只要得出 g 、 P 、 T 、 f 、 w 五个变量的估计值，就可以对现金流量进行规划。

表 7.1.2

对兰诺公司在米特勒公司控制下
经营状况的最可能估计

项目	年份		
	1~5	6~7	8~10
销售额增长率 (g)	0.15	0.12	0.12
销售利润率 (P)	0.18	0.15	0.12
所得税率 (T)	0.46	0.46	0.46
追加的固定资本投资 (f)	0.20	0.20	0.20
追加的流动资本投资 (w)	0.15	0.15	0.15

如第一年现金流量为：

$$CF_1 = 50(1 + 0.15)(0.18)(1 - 0.46) - (57.5 - 50)(0.20 + 0.15)$$

$$= 2.96 \text{ (百万美元)}$$

表 7.1.3

兰诺公司 10 年现金流量规划

单位：百万美元

项目	年份									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
销售额	57.50	66.12	76.04	87.45	100.57	112.64	126.15	141.29	158.25	177.23
经营费用	47.15	54.22	62.34	71.71	82.47	95.74	107.23	124.34	139.26	155.96
经营利润	10.35	11.90	13.70	15.74	18.10	16.90	18.92	16.95	18.99	21.27
现金所得税	4.76	5.58	6.30	7.24	8.33	7.78	8.70	7.79	8.74	9.78
税后经营利润	5.59	6.42	7.40	8.50	9.78	9.12	10.22	9.16	10.25	11.49
折旧	1.60	1.85	2.12	2.46	2.84	3.28	3.74	4.25	4.83	5.49
减去追加的固定资本投资	(3.10)	(3.57)	(4.12)	(4.74)	(5.47)	(5.69)	(6.44)	7.28	(8.22)	(9.29)
减去追加的流动资本投资	(1.13)	(1.29)	(1.49)	(1.71)	(1.97)	(1.81)	(2.03)	(2.27)	(2.54)	(2.85)
从经营中获得的现金流量	2.96	3.41	3.92	4.51	5.18	4.90	5.49	3.86	4.32	4.84

假定，政府债券无风险报酬率为 8.8%，市场风险补偿率为 5.2%，米特勒公司风险系数 β 为 1.0，则米特勒公司估计的股本资本为：

$$\begin{aligned} K_e &= R_F + \beta (R_m - R_F) \\ &= 0.088 + 1.0 (0.052) = 0.140 \end{aligned}$$

米特勒公司当前的税润率为 9.5%，所得税率 46%。因此，其借入资本的税后资本为：

$$\begin{aligned} K_b &= K (1 - T) \\ &= 9.5\% (1 - 46\%) \\ &= 5.1\% \end{aligned}$$

由于米特勒公司的目标债务/股东权益比率是 0.30，在公司全部资本中，债务占 23%，股东权益占 77%，则米特勒公司的加权平均资本为：

$$\bar{K}_* = 0.23 \times 0.051 + 0.77 \times 0.140 = 0.120$$

而被收购的兰诺公司 $\beta = 1.25$ ，税前债务利税为 10%，其他条件与米特勒公司相同，则

兰诺公司的股本资本成本为：

$$K_e = 0.088 + 1.25 (0.052) = 0.153$$

其借入资本税后成本为：

$$K_b = 10\% (1 - 46\%) = 0.054$$

$$\text{加权平均成本：}\bar{K}_\pm = 0.23 \times 0.054 + 0.77 \times 0.153 = 0.130$$

除了对兰诺公司最可能的估计之外，米特勒公司的管理部门还提出销售额增长和销售利润率的三点估计方案，如表 7.1.4 所示。

表 7.1.4

销售额增长和销售利润率的不同方案

方案	销售额增长 (g)			销售利润率 (P)		
	年份			年份		
	1~5	6~7	8~10	1~5	6~7	8~10
保守的	0.14	0.12	0.10	0.17	0.14	0.11
最可能的	0.15	0.12	0.12	0.18	0.15	0.12
乐观的	0.18	0.15	0.12	0.20	0.16	0.12

2. 计算最可能接受的现金价格

表 7.1.5

以 13% 的贴现率收购兰诺公司的最高
可接受的现金价格——最可能方案

单位：百万美元

年份	从经营中获得的现金流量	现值	累计现值
1	2.96	2.62	2.62
2	3.41	2.67	5.29
3	3.92	2.72	8.01
4	4.51	2.76	10.77
5	5.13	2.81	13.59
6	4.90	2.35	15.94
7	5.49	2.33	18.27
8	3.86	1.45	19.72
9	4.32	1.44	21.16
10	4.84	1.43	22.59
残值	11.48	26.02	48.61
加当前经营中不需要的有价证券			1.00
公司总价值			49.61
减去债务			5.10
最高可接受的现金价格 (股东股票价值)			44.51
每股最高可接受的现金价格 (每股股东股票价值)			40.10

$$\frac{\text{第 10 年税后经营利润}}{\text{贴现率}} \times \text{第 10 年的贴现系数}$$

$$= \frac{11.48}{0.13} \times 0.2946 = 26.02$$

此表对最可能方案的最高可接受的现金价格的计算。结论是兰诺公司的最高价格 4 × 51 美元，或每股 40.10 美元，仍可获得 13% 的最低可接受的收购报酬率。兰诺公司股票市场现价是 25 美元，若按每股 40 美元支付，则溢价 60%。

表 7.1.6

不同贴现率下三个方案的
最高可接受的现金价格

方案	贴现率				
	0. 1	0. 12	0. 13	0. 14	0. 15
1. 保守的：					
总价格（百万美元）	48. 84	42. 91	38. 02	33. 93	30. 47
每股价格	44. 00	38. 66	34. 25	30. 57	27. 45
2. 最可能的：					
总价格（百万美元）	58. 35	50. 31	44. 51	39. 67	35. 58
每股价格	51. 67	45. 33	40. 10	35. 74	32. 05
3. 乐观的：					
总价格（百万美元）	68. 37	59. 97	53. 05	47. 28	42. 41
每股价格	61. 59	54. 03	47. 80	42. 59	38. 21

表 7.1.6 显示了不同的贴现率情况下，三个方案中的每一个最高可接受的现金价格。如为了获得 13% 的报酬率，按保守方案，米特勒公司可以支付最高价 3800 万美元（每股 34.25 美元），按乐观方案，可以支付最高价达 5300 万美元（每股 47.80 美元）。

3. 计算各种价格和方案的报酬率

米特勒公司管理部门认为，收购兰诺公司的可望成功的最低出价是 3500 万美元，或每股 31.50 美元（溢价 26%），而米特勒的投资银行估计，出价可能高达 4500 万美元，或每股 40.50 美元（溢价 62%），表 7.1.7 显示了三种估计方案在从 3500 万 ~ 4500 万美元的四种价格下所能获得的报酬率。

表 7.1.7

各种不同出价和方案下的报酬率

出 价 报 酬 率	总价（百万美元）	35. 00	38. 00	40. 00	45. 00
	每股价格（美元）	31. 53	34. 23	36. 04	40. 54
1. 保守的		0. 137	0. 130	0. 126	0. 116
2. 最可能的		0. 152	0. 144	0. 139	0. 129
3. 乐观的		0. 169	0. 161	0. 156	0. 144

假定收购兰诺公司的适当价格是在 3500 万 ~ 4500 万美元，那么全部用现金支付是否可行？

由于用现金收购，收购者股东权益不变。因此，兼并后对米特勒公司而言，

$$\begin{aligned}
 \text{负债能力} &= \text{股东权益} \times \text{目标债务/股东权位置比率} \\
 &= 27200 \times 0.30 \\
 &= 8160 \text{ 万美元}
 \end{aligned}$$

另有两家公司有价证券 2600 万美元（2500 + 100），因此，可用于现

金购买兰诺公司的最大资金数量为 4650 万美元 (2050 + 2600) , 可以满足 3500 万 ~ 4500 万美元的定价要求, 现金收购可行。

· 评估收购对米特勒公司每股收益和资本结构的影响
 我们可以通过表 7. 1. 8 来说明这个问题。

表 7. 1. 8 米特勒公司在收购或不收购兰诺公司情况下的预期每股收益、债务/股东权益比率和未使用的负债能力

年份	每股收益		债务/股东权益		未使用的负债能力 (百万美元)	
	不收购	收购	不收购	收购	不收购	收购
0	3. 75	4. 10	0. 21	0. 26	25. 60	20. 50
1	4. 53	4. 89	0. 19	0. 27	34. 44	9. 42
2	5. 09	5. 51	0. 17	0. 28	44. 22	7. 00
3	5. 71	6. 20	0. 19	0. 29	40. 26	4. 20
4	6. 38	6. 99	0. 21	0. 30	35. 45	0. 98
5	7. 14	7. 87	0. 24	0. 31	29. 67	-2. 71
6	7. 62	8. 29	0. 26	0. 31	22. 69	-7. 77
7	8. 49	9. 27	0. 27	0. 32	14. 49	-13. 64
8	9. 64	10. 14	0. 29	0. 33	4. 91	-22. 34
9	10. 55	11. 33	0. 31	0. 34	-6. 23	-32. 36
10	11. 76	12. 66	0. 32	0. 35	-19. 16	-43. 88

7. 1. 2 折现现金流 (DCF)

折现现金流 (DCF) 一般被看作是 企业估值定价在理论上最有效的模型, 因为企业的经济活动就表现为现金流的流入和流出。DCF 在购并中的应用, 源于它最初在评价资本预算计划时的应用 (比如, 是购买一套大型工业机床还是建造一个新的生产厂)。折现现金流 (DCF) 在购并时被讨论得很多, 尽管大多数投资银行家都承认它已很少使用。

折现现金流 (DCF) 的内在机制很简单。正象我们已谈到的, 它是通过权衡为收购而投入的现金量与这一投资所有未来能产生的净自由现金的数量和时间 (扣除折旧、资本支出、营运资金需要等) 来运算的。这一计算可得出内部收益率 (IRR) (实际上就是令现金流入量现值等于现金流出量现值时所得到的内含折现率)。

另外, 未来现金流量也能折算成现值 (利用经过适当选择的折现率, 尽管这样做有些随意) 并与原始投资作比较。这一计算得出的是净现值 (NPV), 即 (在现值条件下) 你支出的和你预期能得到的金额之间的差。

要注意, 内部收益率和净现值两者之间的重要差异在于, 内部收益

率是通过设定现金流入（负）和现金流出（正）的现值之间彼此相等来测算内含的折现率，而净现值则是使用单独挑选出的贴现率来比较同样这些现金流量的净现值的。

不管是用内部收益率还是净现值，折现现金流都要求估算出一个最终的价值额（利用不同的增长模型），年限一般是7到10年以上，从那时起折算到现在。这一逻辑与固定资产残值的计算类似（如，一件设备）。

折现现金流分析很大程度上取决于折现率的选择。一个百分点的差别都可能是起决定性作用的。确定适当的折现率的方法通常有四种：

（1）选择收购方现在的加权资金资本（负债与权益）作为基准折现率，然后将它调高几个百分点（因为新的项目应当比已有的运作有个更高的要求收益率）。

（2）选择收购方历史上的资产收益率作为基准折现率，然后象上面那样将它调高几个百分点。

（3）利用当前对未来预期利率的估计作为基准折现率，然后将它根据产业、公司及财务结构等相关的风险因素加以提高。

（4）利用对类似公司的加权资金成本（根据公开数据）的当前估计作为基准折现率，然后也象上面一样根据风险因素调高。

当然，折现现金流（*DCF*）的主要问题，就是其估计和预测的固有的不确定性。未来仍是未来，预测也只是预测。由于必须对许多有关市场、产品、定价、竞争、管理、经济状况、利率之类作假定，信心因而大大减弱。由于这一连串多种的不确定性，这种方法的数字上的精确可能会成为它最大的危险——也就是说，它外表的完善和控制的错觉可能既具有欺骗性又具有麻醉性。折现现金流分析法可能是精确的（即可重复验算）而不是正确的（即与现实不符）的情形。理解精确与正确之间的差异是至关重要的。

不过，在每次购并中，人们都应该使用 *DCF*。这一过程本身是重要的，因为它把注意力集中最重要的假定和不确定性上。其结果也是重要的，尤其当它用于为买方确定最高定价时。例如，如果一个潜在购买者的分析显示，即使实际结果按预想的轨迹发展（它们绝不会如此），收益率仍不算太高，那么这价格肯定太高了。

敏感性分析在所有分析性评价中都是必须做的。在这儿，通过评定你的评价模型输入变化引起的敏感程度，可以对各种不同的方案进行研究。前面已经提到过，折现率的选择对分析的结果有着巨大影响。事实上，人们常常发现，敏感性分析中最大的变动是由对不同折现率的试验引起的。

另外，由于 *DCF* 从根本上基于资金的时间价值，因此它很大程度地受到现金流人和流出时点选择的影响。由于复合效应，并不存在明显

的数学对称：你可以肯定，利润率单独减少 15% 并不会导致价值也简单地减少 15%。

人们必须认识到在决定收益率时，时间所具有的特性：复合的曲线对收益和成本起了促进作用。在几乎每一购并分析中，不管企业的运营情况如何，在最初几年后预期收益率都急剧下降——这实际上是这种方法的一个概念上的缺陷，而不是真正的价值亏损。因为，按照绝大多数预测的规律，在扩张时期公司的股权基数（即等式中的分母——大部分是未分配的利润）有很大的膨胀，所以要维持过高的收益率实际上是不可能的。公司的财务人员宁可十年里都保持一个 25% 的复合年收益率，而不愿意保持一个 40% 的收益率仅仅三年。

7.1.3 市场价值

对公开上市公司来说，股票市场每天都在对其价值进行评估。股票公开交易公司当前的市场资本总量是购并定价的核心因素——股票价格乘以所发行的股票数量，再以适当的升水（一般从 20% 到 100% 或更高）加以调整，一般来说，这对拥有相对流动性较强的股票的公开上市公司的收购来说是必不可少的。

投资者支付溢价以取得控制地位：这种股权控制（并不一定要超过 50%）能够解决在职的所有者和管理者拖后腿的问题，并挫败潜在对手提高竞争性购价的企图。由于投资银行家的独立“公正意见”的需要，以低于市价购买一个公司是几乎不可能的，因此，市场价格对公开上市公司的定价显然是必需的。但仅有市场价格常常是不够的。股票定价法是基于有效市场理论的，这一理论认为：市场对每家公司的所有信息都在不断地进行评估，并将其结论用公司股票最新的现金开价和还价表示出来。

然而，对收购分析来说，这里仍有一个致命的缺陷。股票市场投资者和购并活动家在概念上并不是以同样的财务基本原则为依据的，因而理所当然地需要不同的分析。股票市场投资者并不是在购买整个公司，他们购买的是小的、流动性高的、少量的股权。投资者希望通过市场力量而不是个人管理上的影响来获得利益，并能够随时抛售其多余股份（消除头寸）。另一方面，真的购买了整个公司的购并活动家虽然不能享受这样的流动性和灵活性，但反过来说，他们可以通过管理上的控制来决定公司未来的经营。这些不同的概念，就需要不同的模型来分析。

获得公司控制权的结果通常会带来巨额的溢价，但溢价既可能比公司真正的价值高，也可能比它低。所以，有必要将市场价值方法与其它技术同步或结合在一起使用。市场价值方法显然适用于上市公司，但也可以通过比较而用于对非上市公司的评价（见合并的市场价值）。

7.1.4 合并的市场价值

在合并的市场评价模型中，我们对类似公司的价格进行的比较，很像在购买一件消费品时在类似的零售商店进行比较一样。在合并的市场价值方法中，对类似的交易（也就是说，类似拉业、公司规模、财务结构、时间范围等）进行了合理的组合，然后用这些价格来判断目标公司的相对价值。投资银行家偏爱这种方法，列出长长的单子将各种交易加以比较，向买方和卖方客户双方提出建议。

从理论上讲，购并市场是愿买者和愿卖者之间当时的相互作用的真实反映。但在现实世界中却很少出现这种情况。公司并不是黄色铅笔，能迅速地堆好，也很容易码起。对复杂的情形进行真正的比较是非常困难的——实际上每次购并交易都可以或多或少地看成特殊或异常的。另外，购并市场还常常有失常的表现——遇到不利境况时，公司售价太低；而当狂热或愚蠢的买方过于急切地想购买时，公司售价又太高。近年来购并狂潮的愈演愈烈——对协同作用的寻求以及怀有敌意的接管战——已经使许多购并价格抬高到了不现实的水平。

7.1.5 账面价值

账面价值是传统的净资产会计决定方法。它是一个反映特定时点（原文为“*Snap - Shot*”）公司的会计核算价值的、定期的、确定的数字。账面价值之所以重要，是因为它是按通用会计原则（*GAAP*）计算得出，并由独立的第三方提供的。但也正是这种表面的精确使账面价值相当富有欺骗性，也就相当危险。

账面价值往往不说明任何问题，还可能具有可怕的欺骗性。当马克萨姆集团（*Maxxam Group*）公司收购太平洋木材（*Pacific Lumber*）公司时，后者在老红木行业中的世界支配地位在账面上反映出的价值，还不到它真实价值的5%。（数十年前价格下的历史成本——按照*GAAP*的原则——远低于目前的市场价值）。另一方面，由于害怕账面价值损失太大，许多公司维持着破旧的工厂和毫无价值的存货。在这种情况下，账面价值将大大高于真实价值。

账面价值有时被用来增加交易的税收优惠。比如，如果购买价格能定得低于账面价值，那么，通过纳税亏损转回或亏损结转就可得到额外的现金——对买方来说，这项交易的经济价值那时就可以通过其它种种方式（如咨询合同等）得到增加了。

7.1.6 市盈率 (P/E)

市盈率所反映的是公司按有关折现率计算的盈利能力的现值。用公式表示出来就是 P/E 乘数，它是折现率的倒数。某一产业损益表上的适当数字（如企业利税前收益 $EBIT$ 或税后纯利 $NPAT$ ）乘以适当的市盈乘数就可算出价格。（ $EBIT$ 是不考虑融资和财务结构时公司的运营盈利能力，而 $NPAT$ 就将包括融资和财务结构在内的所有流动因素都考虑在内了）。

市盈乘数由所在行业和公司的特征共同决定，以预期增长率作为主要变量。的确，价格收益比率其实是预期增长率用假定的风险因子调整后得到的一个替代值。收购交易的市盈率经常用于一段时期（大约三到五年）平均收益的计算。这对新建的公司当然不适用。在这里，市盈率也许能用来计算当前的甚至预期的收益。较高的市盈率值（或较低的折现率）只有在收益有较高的预期增长时才是合适的（以严格的财务标准来衡量）。当评价类似的公众公司的行业中状况稳定的公司时，价格收益比率最合适（于是一个平均的市盈率就可以得出来了）。

我们注意到，市盈倍数可以用来评价和比较公司的价值也正是引起华尔街对每股收益（ EPS ）指标格外着迷的原因。因为每股收益 EPS 乘上市盈倍数就等于每股的售价。

7.1.7 财产清理价值

财产清理估价模型评定公司的累计净资产，它通过全部出售公司的各部门和硬资产（通常是在多项交易中），再扣除公司的应付债务后的净收入得到。财产清理估价一般用在两个方面。第一，它可以当作在万一预期战略未能出台时的防卫措施。第二，它可以作为购买方特定的、事先计划好的战略（通常用在怀有敌意的接管中）。

有些公司确实是难以为继、生不如死。它的单个部门的价值比整个公司合在一起的价值还要高。这种情况往往出现在公司各部门之间很少或没有业务上的协同作用，平庸的经营中也还有获得大量收益记录的情形。很多混合公司属于此类。

财产清理价值模型估算的是不同的部门或资产作为可经营企业独立出售时能够得到的价格。通常，这样的一类企业对那些愿为它们支付可观溢价的潜在的收购公司来说是非常合意的（但他们对购买整个公司不感兴趣）。某些收购公司的如意算盘是通过出售掉目标公司的一部分，来收回大部分或者全部购买价款，以便收缩经营，以保留某些合意的部门来进行满意的投资。

7.1.8 不动产价值

不动产价值确定公司所有硬资产的市场价值——能从工厂、财产和设备、各种自然资源或储备等方面得到的东西。这不包括获利能力或各部门所产生的经营报酬。不动产价值确定了一个基准，一个最低限额，据此，清算价值模型就可以估算了。

7.1.9 清算价值

清算价值模型可以用作定价的基准，或任何目标公司最低的实际价值。这里的关键因素是按以下程序评定的公司可变现净资产价值：所有资产分别出售以取得可能得到的最佳价格，所以债务均要求偿清——假定资产的出售和债务的清偿都按一个有秩序的、企业喜欢的方式运行。（注意，有序的出售（*Orderly Sales*）与火灾后的甩卖（*Firesales*）之间的差别是惊人的。）从理论上说，剩下的应该接近于账面价值——但因为涉及的方面很广，如果有很大的差异也不足为怪。

这一分析通常并不把保留任何部门或附属公司假定为一个持续经营。公司只是简单地清理其原始资产：索取应收款项，出清存货，将固定资产（包括有利可图的租赁在内）交给经纪人出售或拍卖——所有资产均兑换成现金。（不要忘记诸如专利、商标之类的无形资产）。

然后，从债务中减去因限定收购价格的最低额而可能获得的现金金额。不要忘记象资金不足的年金计划、退休人员医疗福利和其他意外事故等这样的隐性债务。绝不要低估清算的成本和难题——就象一个公司就要倒闭之前那样运作——从应收款项难以收集（人们就是不想付款）到管理缺乏积极性的职员。记住：债务是确定的，而资产则未必。

清算模型应在估算一家公司的最低价值时使用（“跌到谷底”）——尤其当收购陷于困境的公司时使用。在评估任何公司时，对最低限额取得某种认识是可取的。*DCF*方法和其他持续经营技术都没有考虑资产出售，因而无法提供对有关清算价值的任何认识。清算分析常常需要估价员、经纪人和统计员的帮助。

7.1.10 预见的增长

预见增长与实际增长不同。在这一模型中，预测和估计是起决定作用的——因而这里是急切想要收购公司的买家真正能欺骗自己的地方。在这样的情况下，购买者必须支付比历史上或当前的收益能够支持的价格更高的价格。其价值是什么，其合理性如何，能够提出什么样的价

格？假设是关键，计算机屏幕上的数字本身不能说明任何问题。许许多多的可能性都必须考虑：市场增长、竞争地位、潜在的替代者和变化中的技术等，不一而足。

7.1.11 协同作用价值

为一家公司的潜在的协同作用价值而购买它是危险的。大笔大笔高昂的资金一次又一次地浪费在想入非非的计划上。这一评估过程评价了拟议中的收购会给购买方的现有企业经营带来的影响。

要考虑这一合并是否能给收购公司或目标公司或者同时二者都带来好处。目标公司的销售人员能销售收购公司的产品吗？一方的顾客会买另一方的产品吗？收购公司的工厂能生产目标公司的产品吗？我们的经常开支能支持他们的需求吗？我们的管理部门能帮助他们，他们的管理部门也能帮助我们吗？2加2会等于5吗？——还是象经常出现的那样，只等于3？

这样的反协同作用是购并本身难以避免的疾病。一切都太常见了，尤其是有的收购公司完成许多交易，顽固地想达到不切实际或不可能的协同作用的企图，有可能破坏两家公司原先的健康经营。

7.1.12 投资价值

投资价值模型是以一种相当被动的态度看待收购，在评价目标公司时，似乎它仅仅是属于大量投资证券组合的少量股票购买。尽管这一分析方法要用上面讲到的许多技术，但态度和方式将会不同。热情会少些，对管理的神奇功效的假定也会少些。在这里，收购公司一方面忘记了协同作用的价值，另一方面也忘记了财产清理价值。

7.1.13 持续经营价值

持续经营评价模型是一个混合体。首先，它作出资产净额预期（不管是财产清理价值，或是清算价值），然后，加上任何企业经营预期的超额收益率。这一方法既注重资产又注重收益。

7.1.14 竞争价值

竞争力评价模型用于评价目标公司对竞争者价值有多大。为减少竞争、增加股份、支持价格——来挫败你，公司愿意支付的金额是多少？举个例子，杂志有时会被竞争对手买下后立即停办——这是为了使获得

的订单并入购买者现有订单，以扩大购买者的所有权。竞争力评价一般适用于实业界人士而不是金融界人士（尽管金融界人士可以用竞争力模型来估计隐含的再出售价值，特别是在一些经营和市场份额情况得到改善后）。

7.1.15 重置价值

重置价值模型将目标公司用全新的工厂、设备、原料等进行更新的成本——这显然要比以下两种类似的评价模型计算出的花费要高得多。重置模型评价只适用于需要目标公司的设备并且（或者）要进入目标公司的经营领域的行业公司。

有两种重置价值分析：①只考虑资产（固定和流动资产）和②考虑当前企业的全部经营状况，例如人员的聘用与培训、设计和生产新产品、建立市场、编制顾客名录及建设服务项目、安装控制系统等等。这一分析类似工业制造企业的“自制或外购”的决策。

7.1.16 再生产价值

再生产价值是对完全按现状复制目标公司所需成本做的一个估计。假定在他们目前的情况下购进类似的工厂和设备，开展聘用和培训人员、设定新产品名称等工作。这种方法，与前一模型或后一模型一样，主要是由打算进入目标公司行业的收购公司使用。

“自制或外购”的分析应伴随所有的公司收购计划，我们应当确定购置正在经营的公司与重新建立一个类似企业两者的相对优势。时间迟滞、资产利用率、人员的培训以及市场的认可都是成本比较中非常关键的因素。

7.1.17 替代价值

替代价值模型是对在无需购买其特定生产要素的情况下，购买目标公司现在所生产的同一产品所需成本的一个估计。这显然是个比较节省的建议——尽管没有证明这一点。

7.1.18 对乘数值的估算方法

以上所述的各种确定价格的定量模型都要与通行的估算方法相结合，将数字结果转换成实际定价。从定义上说，这些方法都是根据经验常识和持续观察来研究市场的产物。

估算方法一般以乘数来表达——诸如税后纯利润 (*NPAT*)、企业税前收益 (*EBIT*) 和自由现金流量净额等特定行业运营数据的整数倍乘数。它们还被表示为诸如能源公司的储备石油价格、医院的平均床位价格或有线电视公司的用户平均付费等特定行业单价的整数倍乘数。

经验估算法难以掌握，而且多半不可靠。程序和特征在变，乘数也在变，人们必须与最新的概念保持一致。更重要的是，在一个给定的行业中，并不是所有公司都是相同的。市场份额、商品名称、声誉、管理、成本结构和无穷尽的其他因素的差异都是至关重要的。某一行业领导人愿意支付相同的乘数价格将为后继者带来不可思议的价格。定量技术得出的数字结果是了解某些情况所必不可少的手段，要决定最终的价格却还不够。为此，我们必须观察数字以外的东西。

7.1.19 估算预期收益

在购并的估值定价中，对未来收益的估算非常重要。毕竟，上述定量模型中的乘数还必须和一些什么东西相乘才行。人们应当运用五年的财务数据，调整它在会计原则、并购、偶发事件等方面的变动，使它标准化。要计算比例，以便更容易发现变化的趋势。

在整个五年期间、特别是在近两年间的大趋势以及对这些趋势的偏离，应加以注意。要特别注意销售额（按生产线）的增长、毛利润、总成本、管理成本以及所有传统的比率，比如，流动性比率、财务杠杆比率、经营效能比率和盈利性比率等。

通过将前五年的情况纳入趋势分析之中，人们便能对下一个五年可能是个什么样子有一个初步的估计。最根本的假定，当然是未来和过去相仿——我们知道这是在最好的条件下所作的危险的决策。通过对收益的估算，增长率和折现率也就能计算出来（参见本章的附录）。然后，这些就可以转换成适当的乘数，在定量模型中使用（举个例子，对于市盈率模型，替代的增长率可以用来计算净收入；对于 *DCF* 模型，折现率可以用在年度现金流的计算上）。

7.2 价格的修正

购并的估值定价，如果离开了所做交易的背景便不可能进行。了解为什么要做某项交易后，才更容易理解那些定量模型和定性因素的考虑。例如，产业资本和金融资本在追求同一交易时会有不同的动机，因而会作出不同的评估，愿意支付不同的价格。所以，客户的动机对投资

银行家进行评估是非常重要的。

客户追逐购并的动机有很多种：

(1) 财务型购并——例如，股票增值、资产负债表/收益的改善、融资购并（也称杠杆收购）、经营购并和转为私人控股。

(2) 战略型购并——例如，横向合并、纵向合并、市场占有率增长、产品/市场保护、生产能力提高、经常开支摊销、追求技术飞跃和多元化经营。

(3) 管理型购并——例如，公司改组、预期增长、主要/资深的管理人员的利益、以及个人野心。

价格是国际购并经济中的全球“硬通货”。一个价格如果过高或是过低，即使它是用计算机算出来的，用激光机打印出来的，也不会给购并的参与者——无论买方还是卖方——带来附加价值。

一般来说，影响价值的定性因素有两类——经营性的因素和交易性/财务性的因素。这两类是相关的，在大多数的交易中，收购公司对二者带来的益处都会寻求。经营性因素——例如市场地位和假定的协同作用——容易与特定时期的特定公司有关，而不容易受到一般原则的影响。因此，我们主要讨论交易性/财务性因素。

以下都是影响购并估值定价的交易性/财务性因素。每一种都必须放在特定的收购公司和目标公司的背景里去评价。

7.2.1 交易的可能性

这是我的首选——所列单子最首要的因素。交易能够做成吗？不管条件多么吸引人，也不管价格多么合适，交易必须具有可行性。事实上，确实有数不胜数的原因使得交易不可行——即使在价钱和条件都已经谈妥之后。

交易怎么就走向破裂了呢？无论什么都可能关闭交易成功之门——从糟糕的莫名其妙的个人不满，到过分热心的律师和潜在的官司，到企业条件和利率的改变。交易的瓦解，甚至在最后一刻都可能发生。推翻几十个有吸引力的情况比起仅仅完成它们中的一个都要容易得多。

人们怎样来评估交易可能性呢？这既没有什么神奇的配方也没有特殊的现成模型可供参考。最好的建议就是设法使双方利益最大化，努力做到简单明了，并且估计主要的破坏因素（交易的杀手）——还得用你的鼻子（“嗅一嗅”这笔交易的“味道”对不对？）。

7.2.2 融资能力

收购融资的能力通常取决于两个因素：购买方的总体信誉和作为贷

款人和（或）股权拥有者的信用；金融机构对所拟议中的交易能够走向成功的信心。（如果收购公司和/或目标公司文件中的股息是准备用作报酬的，这个问题就变得不重要而可能就不再讨论了。）

收购公司和目标公司的最初财务实力是至关重要的。需要考虑的因素包括收益记录、资产质量、债务不动产。由于利息和本金的分期偿付的现款保证金来自预期收入，所以，必须对后者进行详细核查。（始终记住负债不是用盈利，而是用现金偿付的，所以现金流量永远比会计收入来得重要。）公司的预测应当进行证券估值折扣（对估算进行削减），以便使放款人能够放心，他们的放款即使在不利的情况下也是安全的。

7.2.3 财务结构

如果收购价格不受财务结构的制约，就会引入歧途。交易如何融资，可能在很大程度上影响定价的合适。例如，完全以三年期优先债务融资得到的完全现金的支付，交易双方从买方的观点来看，只有在价格很低时才值得，而如果用所有者持有的票据、无息票债券、优先股股票等来进行同一交易融资的话，将会承受一个高得多的价格。

有时，一笔交易的实际价值会超过购买方的支付能力。在众所周知的一次价值十亿美元的对某天然资源公司的收购中，其杠杆程度很高的财务结构的应付息额高达收购前现金流量的两倍。如果不是大量使用无息票债券，这一交易是不可能成交的——这种债券要经过一个15年的期间，目标公司的资产能够完全变现时才会到期。

现代购并的发展包含了新兴金融工具的创造开发，这些创新工具使公司的现金流量与债务需求达到了均衡，并且为不同层次的放款人和投资者平衡了风险和收益。三种传统级别的债券——优先债务、“次优证券”和股票——常在较大型及较复杂的交易中被分割成许多系列。

7.2.4 税收优惠

纳税在所有的购并交易中都是个大问题，它既带来机会又带来风险——还导致高的业务成本。

对买方来说税收问题包括：预期税款对提供给公司运作和分期偿还债务的自由净现金的影响如何？所购资产的新税基将是多少，它们将如何分配？该行业或公司有没有什么特殊的税收优惠？有任何隐性税负吗？有任何超额补征吗？有任何计入后期的经营净亏损吗？

对卖方来说税收问题包括：引起税后可实现的自由现金净额的是什么？能将税负减至最低限的最有效的结构是什么？免税条件的交换、导

致亏损的可征税交易、分期付款结构、资本收益处理、有偿支付、咨询安排、清算、让产易股、还有一揽子的税收豁免，这些情况都怎么样呢？对由于类似行使选择权和推定红利收入而带来的付税，通常最重要的是时机选择：例如，何时按照行使选择权和推定红利收入，税款变成了应付科目；最坏的情况就是现金收入与所得不符，结果造成了税收负担，但却没有获得支付税款的资金。

许多交易的关键都是要找到一个双赢结构（即对策论中的“以不赔对有赚的原则”），从而使购买方和股份出售者的共同税收负担都达到最低限。这样，就会得到更多价值可供双方间进行分配。

7.2.5 资本成本

一家公司的资本成本是它的基本特性之一，其中包含着债务和权益的加权成本。预期的收益率必须根据收购公司的资本成本来评价，而且，如果有类似新的、有更大风险的项目所带来的那些高于资本成本的额外收益也必须作为因素考虑在内。

最低收益率，即公司必须超过的估算收益率，却没有一定之规。在市场上按一个高的市盈率进行出售的公司，较之类似的按低市盈率出售的公司，能付得起更高的价格（用现金或是股票）。从定义上说，市盈率较高的公司其资本成本较低。（隐含的假设，尽管并不是完全确实，认为公众市场将以同样高的倍数将汇集起来的未来收益资本化。）相反地，如果公司或投资基金的资金因低收益的、短期的金融工具而逐渐丧失生机，那么，潜在的收购所具有的最低收益率就可能比较低。

7.2.6 流动性

对买方来说，流动性因素包括两类——经营性的和交易性的。经营方面的流动性问题包括：包括营运资金（季节性变动）和资本支出在内的企业经营的直接现金需求有多少？许多新所有者原来只计算收购的直接成本，结果结账的第二天就发现自己非常缺乏经营所需的现金。交易方面流动性的问题包括：将企业转换为现金的前景如何？它能比较容易就出售吗？能公开上市吗？或再筹资？（卖方的流动性问题仅仅只在结清时没有拿到全部支付时才有意义）。

7.2.7 竞标

对买方来说竞标因素包括：竞标者们有多大实力？他们有多么认真？他们的主要动机是什么？如果一个竞争对手公司的购并利益与你自

己的公司的购并利益有互补性的话，可否进行诸如同意拆散目标公司，以使每位参与者都获得自己的想要的部分而又使整体价格保持在合理范围内之类的合作努力呢？如果竞争者的利益并不具有互补性，他们保持收购兴趣的可能性有多大（若因能收购目标企业，收购者是否会改变主意或寻求快速获利）？在公开竞争的场合上引起了高成本之后，要冒多大的高出价的风险？你能牢牢地控制住目标公司的某些股票或主要资产吗？

对卖方来说竞争性因素包括：价格能够通过竞标而提高吗？如果进行正式拍卖是否合适？怎样才能鼓励竞标者都参与这一进程？

7.2.8 防卫

对买方来说防卫因素包括：能通过收购目标公司来使购买方减少风险吗？——也许用反周期变动办法，用保护主要市场和客户的办法，或用保证供应来源的办法，会有可能吗？或者，收购后会产生一家有更高的经营成本、面向一个既定市场的更具风险（除更高的财务紧张之外）的公司吗？

7.2.9 控制

对买方来说控制因素包括：有什么特别需要进行控制的因素吗——比如其它公司的股票、市场占有率、主要的顾客关系、长期供应合同或重要的不动产？只购买在目标公司中的控制地位而不购买整个的公司会有什么好处吗？（比如，预留一个经营净亏损（*NOL*）计入下期——经过一个百分之五十以上的所有权变化，*NOL* 变得非常小了。）如果只追求控制地位而非整个公司，就需要进行另外不同的分析。任何类型的控制都很有价值，而控制得到的报酬则是共同的。

7.2.10 理解

令人震惊的是，购买者经常不了解他们所购买的企业。大量的时间浪费在交易的完成上，只有很小的一部分时间用在评估企业或者它的战略上。对收购者来说，理解因素包括：你对这个企业了解吗？从企业自身特性到其中的重要人员？如果现在的企业管理部门辞职的话，你能够经营接管目标吗？购并的历史充满了好交易变糟的混乱，正是因为收购公司并不了解一个陌生的企业或组织中的起决定作用的问题。

7.2.11 愿望

如果认为个人愿望对购并决策并不产生重要影响，那是自欺欺人。由于拥有新公司，这不仅对总经理，而且对全体管理人员来说，都是现代社会中了不起的自我实现之一。绝不要低估提高权力和威信的重要性。

对买方来说，愿望的因素包括：想要的或者需要的目标如何强烈？你的公司离达到目标还有多远？它对公司地位的重要性如何？对总经理和经理人员的利益有多么重要？

7.2.12 协同作用

对买方来说协同作用因素包括：如果与预想中的目标公司结合，对现在的公司有什么好处？在收购公司和目标公司之间产生计划的协同作用的程序、时间框架、障碍和危险是什么？有什么会破坏这个希望中的边际收益呢？如果协同作用不能实现，交易还应继续吗？（如果协同作用增加收入或者削减成本，是支持购买价格及其融资的整个计划的一部分的话，这点就特别重要）。

7.2.13 经营时机选择

对买方来说经营时机选择的因素包括：公司的收购是在经营周期的适当阶段吗？如果是在最高点，你付最高价格吗？如果是在经营周期的谷底，目标公司现在的业务展望如何？发展趋势如何？随着时间的推移，对目标公司的相对经营成本可能发生什么情况呢？比如，与国外竞争对手相比，劳动力价格会越来越高吗？

7.2.14 付款时机选择

对卖方来说付款时机选择的因素包括：提前付现金重要性如何？你愿意收回票据吗？即使在价格和市场的收益率相等时，等待全额支付的卖方，由于内在风险存在的假定，可以要求一个更高的价格（现价）。

7.2.15 收购时机选择

对买方来说，收购时机选择的因素包括：你的行动必须有多快？你能够有多快？必须从新的第三方筹资吗？或者说现在便于建立信用机构

吗？

对卖方来说，收购时机选择的因素包括：交易应当多快完成？谁承受的时间压力更大——是买方还是卖方？

7.2.16 一般风险

对买方来说一般风险因素包括：经营和财务上的预期不可能满足的可能性有多大？行业和多公司的多变性怎样？环境的和竞争的威胁是什么？经营部门人员的重要性怎样？他们的态度是怎样的？如果他们辞职会发生什么情况？

对卖方来说一般风险因素包括：接受一个更好的出价的可能性是什么？现在最好的出价取消的可能性是什么？如果交易不是全额现金，不能获得全部支付的可能性有多大？在任何情况下，交易完成的可能性有多大？

7.2.17 评估定价在实践中的综合

购并的估值定价没有简单的公式。无论是买方还是卖方，在决定企业的最佳价格时，必须进行一个范围广泛的富有创造性的分析。这种分析必须对广泛的各种不同刺激作出反应：只有周期性的、循环的、面向系统的和有机的探讨，才能避免简单的或者欺骗性的结论。

例如，一个收购公司能够根据对收购目标所做“尽可能乐观”（*Best - Guess*）的预测进行折现现金流（*DCF*）分析。但是，一个精明的收购者应当把自己束缚在计算机模型得出的价格上吗？大可不必。*DCF* 价格可能是股票市场的两倍——所以为什么要付两倍的价钱呢？另一方面，*DCF* 可能远远低于企业的财产清理价格——其它公司可以来谋求不同部门的有战略意义的溢价——可是，交易怎么会失败呢？

各种可选的评估方法在评定收购定价策略和伴随的风险时，可能是相互关联的。一个如果/那么（*If/Then*）的分析，根据通常已知的条件寻找一组行动建议。考虑下面的逻辑：如果购并市场可比价格低于清算价格，那么收购风险是极小的；但是如果市场价格高于 *DCF* 和财产清理价值，那么收购风险又是巨大的。如果/那么的分析，既不那么新鲜也不那么神奇了。倒不如说，如果/那么反映了收购公司在考察研究潜在交易时存在的复杂过程。严肃认真的买方一直愿意使用复杂精巧的定量方法，但是精明谨慎的买方从不被它们制约。他们总是愿意在评估过程中加入一定的直觉和定性的因素。

通过一系列情景设计的练习来确定对方的立场，对于买卖双方来说，是个很好的实践——绝对最差的情形、可能的最小需求、期望的交

易水平、以及现实最好的情形。其它公司也应当包括在分析中。买方可以评价竞争对手会支付给目标公司什么（以及为什么这样做），以及其它公司对收购可能采取的一个更好的候选方案。卖方也应当进行类似的工作，研究所有可能的买家。即使他们是有问题的，购并交易给予选择的可能性，也会使得买卖双方成为更好一些的交易者。

一个完整而且有效的评估和定价分析，应当包括大量决定价格的定量模型和修正价格的定性因素多种多样不同组合的使用。一个对应着另一个，模型对应着因素就构成了矩阵；而其中每个交叉的点都隐含着新思路的产生。然后，就可以设计多维的矩阵，使得每个单元里包含着几个共同起作用（或者互相排斥）的模型和因素。

表 7.2.1 1995 年美国十大购并案

买方	买 方 卖 方	卖 方 交易 价格
主营领域	所在国 主营领域	所在国 (亿美元)
迪斯尼公司 游乐场；娱乐业	美国 大都会广播公司 (ABC) 电视、广播业	美国 190
第一银行系统 商业银行	美国 第一州际银行 商业银行	美国 103
化学银行 商业银行	美国 大通曼哈顿银行 商业银行	美国 94
金伯利 - 克拉克公司 生产纸巾系列产品	美国 斯各特纸品公司 生产个人卫生用品	美国 94
时代华纳公司 书刊出版；电影娱乐	美国 特纳广播系统公司 有线电视网	美国 75
赫司特公司 制药	德国 道化学公司 制药	美国 71
普强公司 制药	美国 Pharmacia A. B. 制药	瑞典 70
第一数据公司 信息处理	美国 第一金融管理公司 金融信息服务	美国 66
西屋电气公司 电气设备及零部件	美国 哥伦比亚广播公司 (CBS) 广播电视	美国 54
第一联合银行公司 商业银行	美国 第一忠诚银行公司 商业银行	美国 54

敏感性分析应当对许多模型和因素的使用有指导作用，测试在不同的条件下会出现什么情况（例如，销售下降 20%，毛利减少 15%，利率升高到 17%）。这种在计算机上进行的分析能够分析共同作用（或相

互排斥)的各种变量的交叉影响。这样,一个更合适的价格就可以实现了。经营中渗透的洞察力也就能够获得。

综上所述,购并的估值定价需要许多不同层次的思路和方法。只允许一种方法主宰思维是错误的。反过来说,在每一次交易时都去计算所有的定量模型、权衡所有的定性因素是做不到的。应当选择那些更适合的模型和因素,进行深入的分析研究。在实践中磨炼产生的好的判断,能够使投资银行家们估计出什么模型和因素可用、怎么去用。然而,我们一直建议你去尝试一些非常不大起眼的模型和因素来开阔视野。你永远无法预知,你可能会怎样意想不到的发现。

7.3 购并公式

1. 收益增长率公式

决定收益增长率的公式是:

$$(1 + g)^t = e_t / e_i$$

其中:

g 代表通过预测 t 期间(例如 5 年)所得出的增长率;

e_t 代表第 t 期(例如第 5 年)的税后纯收益;

e_i 代表第 i 期(第 1 年)的税后纯收益。

在求解 g 时,我们发现,如果 5 年期间的收益增长 1 倍,那么,这相当于约 15% 的年度复合收益增长率;如果收益增长 2 倍,则约为 25%;如果是 3 倍,则约为 32%;如果是 4 倍,则约为 38%;如果是 5 倍,则约为 43%;如果是 6 倍,则约为 48%。

2. 折现率公式

计算 DCF 的相应折现率反映了收购的风险情况。一般的公式是:

$$d = rf + rp$$

d 是相应的折现率;

rf 是无风险的收益率(通常按现行短期国库券的最高收益率调整而来);

rp 是风险溢价,即收购公司为承受进行收购所固有的风险而必须赚得的收益增值率(高于无风险收益率)。

关键的问题是决定 rp , 风险溢价或者说必需的收益增值率。各种有

理论根据的方法都可使用；这些方法通常与资本资产定价模型 *CAPM* 和/或股票市场的 *Beta* 值有关：

①资本资产定价模型显示了风险溢价与预期收益值之间的关系，以及风险溢价与公司现有资产组合的收益率的标准差之间的关系；

②进行 *Beta* 加权调整显示了风险溢价与股票市场 *Beta* 之间的关系，它确定了目标公司普通股股票的超额收益率和市场有价证券组合的超额收益率之间的关系。（超额收益率仅仅是预期收益率与无风险收益率之间的差额。）*Beta* 仅仅是代表公司无法避免的风险——这一风险与公司本身有内在联系，因而不能分开。

正如以上所述，现实世界的绝大多数公司不能使用这些理论上非常严谨、但缺少实践的方法。倒不如说，它们规定了一种与它们现有资本成本或过去资产收益率有关的最低收益率，并且根据新项目所固有的更高风险将二者作了上调。

3. 收购估价公式

对一个企业进行估值有许多公式。绝大多数是以现金流量和/或收入的折现率和/或资本化率为依据的。（差别之处与所选的变量和变量之间的相关性有关。）以下是我所偏爱的模型（至少目前是这样）。

公司的收购价值（现值）为 AV_{pv} ，等于它的净自由现金流的现值 CF_{pv} ，加上在现金流量期末永续价值现值 TV_{pv} 。

$$\text{即} \quad AV_{pv} = CF_{pv} + TV_{pv}$$

收购公式严格地从收购公司的观点来对目标公司进行估值。因此，第一项（ CF_{pv} ）用所产生的净自由现金流的现值，表示收购公司能够从收购后的公司拿到的实际现金和肥东拥有期间向股东派发的红利，再用适当的折现因素折成现值。

第二项（ TV_{pv} ）表示在现金流量期末（通常是在公司被出售或假定被出售时）最终的价值，然后这个最终值再折回现值。这个终值经常是基于收益（不是现金流量）的，因为收入乘数方法是用来评价公众市场和第三方销售中的公司的。

7.4 对购并出价的评估

由于在交易完成时，除开现金总额外，许多的交易都涉及到报酬问题，所以，都需要目标公司的投资银行家评估绝对的和相对的报酬价值（尤其是在竞争情况下，不同的出价通常都具有不同的特征）。基本的做法是要使总的报酬与现金等价物的现值相等。

估价现金容易——现金就是现金，因此，全部付现就是按 100% 的

价格支付（除非发生任何意外事件）。估价票据和其他付息金融工具，必须要根据它们的期限、设定的息票、支付时间表（利息与本金）、契约条款、级别、担保、违约可能性、无偿付能力的可能性、补偿和信用程度（如果适用的话）。这种分析导致了对票据的独立的估价市场利率（*Evaluatedmarket Rate*）的产生。如果这一市场利率低于票据设定的息票利率，那么，这一票据便需根据其差额打折扣，从而使其价值低于票面值。

估价普通股股票也依据类似的原理。如果这种股票属于大型上市公司的股票，而且不受限制，那么，它的估价将是接近于市场价值，但略低于市场价值。（即使是最热门的蓝筹股票也不可能准确地按市场价值进行估值，因为，市场在任何时候都可能发生变化；而且，就算这一股票的价格攀升起来也向下跌时那样容易，那么，就是这一易变性本身也要打折扣。）如果这种在某次购并交易中取得了补偿的股票并未公开交易，或者买卖得很少，或者说，存在有任何类型的限制，那么，便要酌情打较大的折扣。

意外偿付款（当收购私人公司时，往往用作报酬的组成部分）估价起来是最复杂的，因为，根据定义，它基于未来的事件，所以是不确定的。投资银行家对主要行业、企业和运作的标准作出合理的假设，然后，将所得出的数字打较大的折扣，以补偿这种本质上的不确定性和风险。

从上述分析可知，权益结合法对实施合并企业的财务报表产生了有利的影响，它避免了较高的资产折旧基础和商誉的出现，合并以后各期的收益相对比购受法下的收益要高，给报表阅读者以企业增长的感觉，此法深受实施合并企业的欢迎。通常认为，采用权益结合法，对公司股票价格的走向是有利的，换言之，公司股票的价格将呈上升趋势。但是，若投资者对处理合并业务的两种方法的经济影响有了充分的了解，那么会计方法的采用对股价的变动影响不会很大。美国一些会计学者曾对1954—1964年间美国所发生的企业合并案例进行调查研究，结果发现，那些采用权益结合法的企业，其股价并没有发生不正常的变动。相反，某些采用购受法的小企业，其股价倒出现了上涨的趋势。这就说明，一旦投资者认识到会计方法的经济影响，那么会计方法的选用对股价的影响反而小了。

要点回顾

- 1) 讨论客户追逐购并的动机主要为服务型、战略型、管理型；
- 2) 在购并出价的评估中，基本的做法是使总的报酬与现金等价物现值相等。主要是现金、普通股票、意外偿付款等三种类型进行评估。

案例及应用

一公司拥有两家工厂，系 10 年前以 \$ 5 000 000 购买。两工厂已折旧为零，但当前公平市价为 \$ 6 000 000。一收购者出价 \$ 8 000 000 购买该公司。收购后，将在 5 年内按直线法折旧。收购方所得税率为 40%，它新发 5 年期债券利率为 12%。卖方公司有两股东，对其股份的税基为其购买两工厂时的 \$ 5 000 000 原有投资。他们的资本利得税率为 28%，而且他们把多数资金投到了收益率为 7% 的市政债券。他们原计划两年后卖出公司退休。但这一 \$ 8 000 000 的开价令人难以拒绝。

a. 计算增记工厂的税基带来的避税额的净现值，收购方是否更愿意选择应税交易？

b. 计算应税交易的净增成本。卖方是否更愿意选择免税交易？

c. 计算应税交易的净效益。从免税交易中收购方和卖方是否会共同受益？

对上市公司的评估

关键词 *key word*

收益(*Earnings*)
每股收益(*Earnings Per Share*)
收益率(*Earnings Yield*)
预期的净可保持收益(*Forecast Net Maintainable Earnings*)
非常项目(*Extraordinary Items*)
递延税收(*Defened Taxation*)永久性差额(*Per - Manent Differences*)
时间性差额(*Timing Differences*)
弱式效益性(*Weak - Form Efficiency*)
资本资产定价模型(*Capital Assets Price Model , CAPM*)

本章概要

- 1) 帐面价值调整
 - 篇首案例 :收购新概念
 - 对资产项目的调整
 - 对负债项目的估算与调查
- 2) 收益分析
 - 收益和每股收益
 - 传统的短期分析
 - 传统的短期分析中所固有的问题
- 以未来收益为基础的评估
- 收益分析中应考虑的有关问题
- 3) 市场比较法
 - 评估目标公司的资本
 - 市场效率性
 - 市场比较法的前提
- 4) CAPM 模型
 - CAPM 模型的内容
 - CAPM 模型的优缺点

本章目标

在学完本章内容以后,您将能够:

- 1) 能对资产项目和负债项目进行帐面价值的调整;
- 2) 进行收益分析,评估;
- 3) 理解市场比较法的实际运用;
- 4) 了解 CAPM 模型的内容和优缺点。

8.1 资产评估概述

8.1.1 篇首案例 :收购新概念

沃伦·巴菲特堪称为世界级的“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 美元买一股他的投资公司的股票,到 1993 年,这一股就值 17000 元了。巴费特的投资公司——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 160 亿美元左右,他是仅次于微软总裁比尔·盖茨、连续两年排名世界第二的亿万富翁。今年(1996 年)65 岁的巴菲特从 9 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 元的股票。不久股票下跌到 27 元 , 姐姐担心自己全部的积蓄化为乌有 , 每天责怪巴费特不该让她上当。后来股票回升到 40 元 , 巴费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 美元一般。从这件事 , 巴费特得出了两个教训 :

- (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。

巴费特 5 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。巴费特不喜欢华盛顿 , 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 元。接着他们成立了一家公司 , 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。巴费特的小公司每星期能赚 50 美元。到中学毕业时 , 他一共赚了 1 200 美元。巴费特爱好数学 , 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的。 ” 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。巴费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绝。后来进入宾夕法尼亚大学的沃顿管理学院。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管理学院就读。

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。巴费特毕业后在那里工作了 2 年。格莱姆退休后 , 投资公司解散 , 巴费特回到奥马哈 , 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到什么企业好 , 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。因为巴费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%。

1. 青出于蓝而胜于蓝

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。他根据企业所在行业的前景、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。他不懂生物工程、电脑软件、激光纤维,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,不过一般说来不会太久。好企业股价偏低的不正常现象不会持久,如果价值 10 元一手的股票只卖 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 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,作了一系列投资。举其荦荦大者如下:

1973 年,他以 1,060 万美元买下 9% 的《华盛顿邮报》的股票,到 1989 年这些股票已价值 48,600 万元;

1973 年,他以 4,500 万元买下了一家政府雇员保险公司,到 1989 年这些股票价值 14 亿美元;

1983 年,他以 6,000 万美元买下了价值 8,500 万元的一家家具公司;

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;

1989 年,他以 10 亿美元购下可口可乐公司 6.3% 的股票,到这年年底,这些股票已价值 18 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 万。巴费特在半年前拥有的 32 200 万美元的股票已值 49 100 万美元了。

他的成功使其一举一动都受到别人的注意，不少投资者索性相信他的点金术，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作条件，向给购屋者提供贷款的银行在万一购屋者无法支付本息时提供担保。

2. 特殊商品型企业和一般商品型企业

巴费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。

巴费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，更多的商品就会产生出来。商品一多，价格就下跌。商品的高价格会无限制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吃食店。如果这家生意兴旺，在附近又可能有人开一家。

特殊商品指独此一家这种产品，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。巴费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，损失很大，帐面上几乎没有净资产了。巴费特却认为美国运通公司基本垄断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，而这两种业务也没有竞争者与之敌，仿佛周围有一道壕沟在保卫。巴费特从来不把 1/4 以上的资本投入一个公司，这次一反常态，把所有资本的 40%—1 300 万元购买 5% 的美国运通公司的股票。2 年后，他卖掉这些股票时净赚了 2 000 万美元。

他投资的几家广告公司，垄断了全美的广告业，等于寡头统治差不多。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。巴费特同时投资在这七八家广告公司，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,建立起名声。读者熟悉一家报纸的专栏作家的文字风格与牌面安排。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1,060万美元下了该报10%的股票,到1985年,这些股票已值25,000万美元。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了,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,迟迟不作决定,这家电视台终于被另一家公司收购了。当巴菲特又获悉一家电视台出售时,就干脆先投标1,290万美元将它买下,然后再为学院筹措资金。1984年,格林奈尔学院以5,000万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,成为全美最富有的大学之一,仅次于基金人均18万美元的哈佛大学。

3. 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独占性。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怕竞争。

(2)企业经理人员对本行的热爱几乎到了疯狂的程度。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,绝不弄虚作假谎报军情。

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名列于美国《幸福》杂志500家最大公司名次的前茅,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)利润不应该是账面数字,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,剩下来可供分投息的利润不多,故巴菲特不喜欢这类工业。这类工业即使有再好的经理才干,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)企业投价低,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收购,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作新的投资,发展有前途的行业。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尽早从老化、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策干扰的国家如改革开放前的中国恰恰相反,它用国民的钱支撑那些没有竞争力、老化、无效率的工业,这是何等的浪费。

4. 现代投资理论的理亏处

巴菲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,巴菲特本人的成绩作了最好的驳斥。在1959年到1969年的10年里,美国股市的平均收益率为8%一年,但是巴菲特投资的收益率达30%,即使扣除投资管理费后也有24%。

巴菲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跌再跌,有时又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。巴菲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跟的。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悲观的投资者的影响。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帐面价值的股票，然后等待股市纠正自己的错误而获利。

巴费特不理睬 β 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达的今天，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，而是因为这种学究发痒，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 β 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8 000万美元。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4 000万美元，按 β 值理论来说，风险岂不是更大了吗？但是如果能以4 000万美元购买原市价为8 000万实值为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8 000万美元购买值4亿美元的公司，基本上没有风险，而以4 000万美元买的话，就更没有风险了。

5. 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。但不能过于接近价值的价格去购买企业。例如花8 000万美元去购买价值8 300万美元的公司，安全系数就未免太小一些。

巴费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，风险小收益未必小。风险与收益的正比关系，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,所以首先关心的资本的回收,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元买下价值100元钱的财产,你的投资系数就更高一些。花70元、60元甚至50元买下100元钱的资产,投资安全系数就越加高了。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元买下100元的资产后,又发现你用60元买到价值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,却可赚到40元了。

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,可是人性中有某种乖僻,喜欢把简单的事情弄得复杂,把容易的事情弄得很难,所以股市上价格和价值之间的差异时时出现,给投资者以可乘之机。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作多元投资。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了。如果投资者能做到真正熟悉几个工业后作大量投资,是可以获得巨利的。人的一生中,只要做几件事就成了。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,等市场降温之后再说。

6. 成功的投资者的条件

巴菲特认为一个成功的投资者应该做到:

(1) 希望赚钱,但不能利欲薰心,不能贪心过重,不能性急。如果投资者不爱财会缺乏应有的动力,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。要是你的信息正确,判断正确,就不用担心。如果你没有充分的信息,就不要作决定。

(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。如果你认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。

7. 远离尘嚣

巴菲特一直住在内布拉斯的奥马哈市,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。纽约的刺激太多常使人被迫作出反应,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20.3%。

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。”那年至1976年他的收益率达59%。

过去26年,巴费特的投资年均收益率超过29%,巴菲特目前经营的资金有100多亿美元。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。”他只有9个助手,办公室里也没有电脑,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问题起来,也应该像一个投资者。

1983年,巴费特购买了一家在布拉斯加深受顾客欢迎的家具公司。这家公司创建于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亩,年销售额1亿美元以上。创办人罗斯·布拉姆是一位俄国移民,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。原来他早已认准这家家具公司值多少钱了。巴费特和布拉姆金从此成了好朋友。

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多岁的老母亲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、福特基金或卡内基基金。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。”

8.1.2 概述

资产评估是运用经济、财会法律、税务等方面的知识与技能在进行大量的调查、评审和分析的基础上,对公司的有形资产和无形资产进行详细的科学分析与评估。通常,资产评估定义为:由专门的机构和人员,依据国家有关规定和数据资料,按照特定的评估目的,遵循适用的评估原则、程序、计价标准,运用科学的评估方法对资产价格进行评定估算的过程及其管理活动。

资产评估作为对公司资产价格评定估算的过程与管理活动,具有以

下几个基本特征。

- (1)资产评估是将公司资产商品化和市场化的社会经济活动；
- (2)资产评估是专业人员模拟市场对资产价格所进行的评定与估测；
- (3)资产评估及其结果只是对资产在某一时点上价格的估计和说明。

根据目标公司的不同类型和收购股本占总股本比例的大小,可以选择不同的评估方法,也可以综合使用几种评估方法得出结果。

8.2 帐面价值调整法

根据我国《公司法》规定,任何公司必须在每一会计年度终了时制作反映企业财务状况和经营成果的财务报表。其中资产负债表最能集中反映公司在某一特定时点的价值状况,揭示企业所掌握的资源、所负担的债务及所有者在企业中的权益。因此资产负债表上各项目的净值,即为公司的帐面价值,通过审查这些项目的净值,可为估算公司真实价值提供依据。

通常,买方公司在收购前聘请注册会计师,审查目标公司提供的资产负债表的真实性。此种审查过的报表,可反映当时真实的财务状况,但是若要估算目标公司的真正价值,仍须对资产负债表的各项目作必要调整。

8.2.1 对资产项目的调整

在资产负债表上,资产分为流动资产、长期投资、固定资产、递延资产和其他资产。对这些项目都要进行详细的审查估算,并作相应的调整。

如公司有外贸业务,则应注意因汇兑产生的损失;对于有价证券,则应注意市价是否低于帐面价值;对应收帐款应比较帐龄长短及标准销售信用期,再计算可能发生的坏帐损失,如有可能,最好能一一与客户联络,确定债仅的存在性;即使为应收票据,亦应查明到期无法兑现的可能性有多大。当然买方也可要求在契约上约定,日后若收不到若干比例的应收款,卖方应负责赔偿。通过契约上的保证,可减少审查上的成本。至于存货,买方应由本身或找到有足够能力的人员进行实地盘点,并估算其目前市场价值。

机器设备、厂房、土地的估算,也需要由有专业能力的人员进行评估,一般采用公证鉴证机构(如资产评估机构、会计师事务所)的报告为准。除了真实市价的考虑外,也可因为选用与以前不同的折旧方法而作调整,

以反映真实价值。此外,还可利用资产评估的重置成本法来估算建筑物及机器设备的价值,即以现行市场上重新购置这些资产的市价为基准,再扣除已使用年数之折旧,所得的差额,就是这些资产的真实价值。

同时还包括对无形资产的评估,包括专利权、商标权、商誉、技术诀窍等。

8.2.2 对负债项目的估算与调整

对于负债,会计制度把它分为流动负债和长期负债。流动负债具体包括短期借款、应付票据、应付帐款、预收货款、应付工资、应交税金、应付利润、其他应付款、预提费用等。长期负债包括长期借款、应付债券、长期应付款等。

在审查各项负债时,对所有负债项目的明细科目详细列明,以供核对是否漏列,而且对于已发生而未入帐的负债应予估算后列示,如职工退休金、预收货款、预提费用等。对于已发生的担保事项或各项或有负债更应列明,如涉诉案件、法院尚未终审判决的或有负债项目以及未核定税负等。

8.3 收益分析

8.3.1 收益和每股收益

在财务会计上,收益(*Earnings*)是由当期损益表中收入减去费用后的余额表示的。在收入减去费用支出时,按其扣去费用性质不同分为几种不同的收益。例如在净销售收入中减去生产成本和销售费用以后的剩余,称为付息纳税前收益(*EBIT*);付息纳税前收益减去利息之后称为税前收益(*EBT*);税前收益减去所得税后称为税后收益,税后收益减去优先股股利才是属于普通股所有的净收益。

根据英国的《标准会计实务公报》第3号(*SSAP3*)的规定,每股收益(*Earnings Per Share*)是指每张普通股股票应分得的公司利润额。它是按支付了税收、利息和优先股股利之后的净收益额计算,每股收益是估价股票前景的重要统计数据。

8.3.2 传统的短期分析

传统的收购分析是以价格—收益比率和每股收益为基础的,这种方法在一定程度上仅依赖于一年的收益,因而是一种短期分析。

公司的价值是由市场对其收益资本化后所得到的资本化价值来反映的。换句话说,每股股票的价格是可归于每股股票收益的一个倍数。这一关系称为价格—收益比率(*Price - Earning Ratio* PE),可以用公司现在的每股收益去除股票当前的市场价格得到,通常以倍数表示,因此,价格—收益比率有时也被称为价格—收益乘数(*Minltipler*)。价格—收益比率反映的是投资者将为公司的赢利能力支付多少资金。一个高 PE 比率说明市场认为股票的收益很可能是迅速增长的,投资者对股票的前景抱乐观态度,愿意为每股收益投入的资金多;一个低的 PE 比率,说明股票未来的预期收益是不景气的,投资者怀悲观观望心理。一般来说,一个具有增长前景的公司,其股票的 PE 比率一定较高;反之,一个前途暗淡的公司,其股票的 PE 比率必定较低。收益—价格比率可以按每种普通股票分别计算,也可以按各部门、各行业计算平均比率,作为对比的标准。 PE 比率在不同时期和不同部门之间都有差异。

价格—收益比率的倒数,通常称为收益率(*Earnings Yield*),也是评价股票的一个指标,表示投资者从普通股票投资中所得到的总收益,包括在每股收益中公司为投资者保留在公司内的部分和以股利形式发放给投资者的部分。

在 20 世纪 60 年代和 70 年代, PE 比率被认为是衡量公司绩效的一个最重要的股票市场指标,因而对公司的收购有着重要的影响。在用收购方公司的股票交换目标公司股票来进行收购的交易中,一个公司能够通过另一家 PE 比率比自己低的公司来提高它自己的 EPS (在这里假定以高于目标公司目前资本化率的资本化率来对其收益进行资本化)。

8.3.3 传统的短期分析中所固有的问题

由于到目前为止我们所运用的分析方法是短期分析,主要集中于分析对股东在短期内所产生的影响,不考虑长期的影响,并且假定市场以较高的 PE 比率对被收购公司的收益进行资本化,这些假设在某些情况下是合理的,但却不能保证它们始终是正确的。正是这些假设中的缺陷限制了上述分析方法的应用。

1. PE 比率选择的合理性问题

在上述传统的短期分析中,假定市场以较高的 PE 比率对被收购公司的收益进行资本化。对这一假定有些人提出了质疑。他们认为新的

PE 比率的合理选择应该是以收购公司和目标公司收益的加权平均求得。这样对收购公司的股东来说,显然没有从中获得收益,相同目标公司由于存在市场交换比例,也没有从中获利。由此可以揭示出:如果采用以收益为基础的加权平均所得到的 PE 比率,对收益进行资本化,那么就意味着对收购公司和被收购公司股东所产生的影响是中性的。但市场通常并不是以这种方式作出反应的。由于规模经济和协同效应的影响,必须对收购后所形成的新的公司的赢利能力和有效使用资产的能力作出重新评估,才是真正合理的。

国外曾有人对收购前和收购后 PE 比率之间的关系作过实证研究。根据这项研究的结论,出价后所观察到的 PE 比率与第一次出价前的 PE 比率之间的关系,可以分别由三个线性回归方程式表示,它们分别反映在出价公司的 PE 比率与目标公司 PE 比率。

2. 缺乏对长期影响的考虑

在前面分析中存在的另一个问题是缺乏对长期影响的考虑。实际上,在任何一次收购活动中不仅需要判断即刻所产生的利益,而且还要考虑因此而产生的长期影响,假如收购公司的收益的年增长率为 10%,目标公司的收益的年增长率为 5%,从长期来看,10 年后收购公司的 EPS 高于收购公司与目标公司的 EPS 之和,之所以会出现这种结果的一个简单原因是收购公司的收益增长是目标公司的 1 倍,目标公司实际上在一定程度上阻碍了新的集团公司收益的增长。在收购时市场反映了这一点。

在考虑了收购所产生的长远影响之后,由此又会带来另外一些问题,其中最大的不足之处是没有考虑资金的时间价值。

8.3.4 以未来收益为基础的评估

正是因为以历史收益为基础来进行评估有一些内在的不足,因此有必要通过对公司未来收益的预测来构建一个更有用的收益模型来对购并进行评估。目前更常用的方法是:对预测的净可保持收益(*Forecast Net Maintainable Earnings*)进行资本化。在运用这一方法时有两个问题需要仔细考虑,即确定预测的净可保持收益和选择适当的资本化率。

1. 预测的净可保持收益

净可保持收益是指目标公司在被收购以后继续经营,可取得的净收益,它可以目标公司留存的资产为基础来计算。如果目标公司的一些资产是不需要的,则可以将这些资产变卖,在评估目标公司价值时,首先应该以留存下来继续经营的那部分资产(有时也称为有效资产)为基础的收益进行资本化,然后再加上变卖资产的价值。

在任何一个评估过程中,得到一个可靠的预测的可保持收益是非常

重要的。实际上,比较大的公司一般都有自己的预测技术和系统,可以依靠它们来比较准确地预测五年期,甚至更长期的利润变动趋势。尽管如此,预测总是不可能完全准确的,尤其在时期较长的情况下更是如此,因此,可取的做法应该是准备一组可保持的收益。由于一般要对公司的收益征收税款,因此还有必要预测公司税率的变化。

2. 资本化率的选择

PE 比率的倒数被称为收益率,反映的是投资者从普通股股票投资中所得到的总收益,包括股利和股价升值。因此如果收购方要求得到税后 11.1% 的投资回报,那么投资的价值将是净收益的 9 倍。例如,当单位为 1000 美元时,公司的资本化价值为 7672.5 美元,其计算过程如下。

净可保持收益	1 800.0
减:贷款利息	
2 5 00 000 美元 × 10%	250.0
税前利润	1 550.0
税款(税率为 45%)	697.5
税后净收益	852.5
<i>PE</i> 比率	9
要求的收益率	11.1%
公司的资本化价值	7 672.5

这是根据要求达到的收益率来确定资本化率。在实际中,还可以采用其他方法来得到资本化率。一般来说,如果公司过去曾进行过类似的交易,那么管理人员能够比较容易地确定一个合理的资本化率,如果公司没有进行过类似的交易,那么将它与竞争对手所进行的交易进行比较是有益的。

此外,还可以利用一些报刊上公布的资料,为了能够使选择的 *PE* 比率更准确,通常需要找出一些类似的公司作为参考。有关信息资料来源包括:各种产业发展报告、证券交易所年鉴,以及目标公司过去年度的年度会计报告。在通常情况下找出一个恰当的 *PE* 比率是比较困难的,但是找出一组比率却是可能的,因此评估过程的下一步应该是:设计一个可以把预测的净可保持收益与估计的 *PE* 比率联系起来的表格,以便判断它们对评估的影响。

8.3.5 收益分析中应考虑的其他问题

因为收益分析的基本内容对于一个潜在的投资者来说,购置任何一项资产应付的价格不会高于购买与该项具有相似风险因素的同类资产在预期的将来能得到的收益现值。显然收益途径是通过估测由于获取资产所有权而带来的预期收益现值,来确定该项资产重估价值的一种途径。

在以收益为基础的分析中,收益的高低直接影响到对目标公司的评估,因此在分析目标公司的财务报告时,充分考虑下列一些因素对收益的影响是非常重要的。

1. 非常项目(*Extraordinary Items*)

《标准会计实务公报》第 6 号(*SSAP6*)对非常项目是这样定义的:“非常项目是这样一些项目,它们产生于正常业务活动之外的事件或业务,它们是重要的,但预期不是经常或正常发生的。”由于对上述定义存在着不同的理解,使得同一产业中的公司往往使用不同的方法来处理这类问题。在前面的分析中没有涉及非常项目的处理问题,下面举例说明非常项目对计算 *EPS* 的影响。

A 公司和 *B* 公司是酿造业中的两个公司,*A* 公司 1992 年的年度报告显示其税前利润提高了 2.6%。从上一年的 133.2 万美元增加到 136.7 万美元,其中包括财产和投资处置所得 11.5 万美元(占税前利润的 8.4%) ,与 1991 年税前利润中这项所得 7.6 万美元相比,有 51% 的上升。如果在这里把它作为非常项目来处理,那么 *A* 公司的正常业务利润则下降到 125.2 万美元,与 1991 年相比下降 0.3%。又如,*B* 公司 1992 年的年度报告显示的税前利润是 73.2 万美元,比上一年度的 66.4 万美元增长了 16.2%。但是在 *B* 公司中,财产和投资所得被看成是非常项目,在上述利润中不包括这项所得,而该公司 1992 年这项所得是 8.1 万美元,1991 年是 9.6 万美元。如果不把这些项目所得看作是正常项目,那么其税前利润仅上升 7.0% ,从 1991 年的 76.0 万美元增加到 1992 年的 81.3 万美元。从上面的例子可以看出,把财产和投资所得当作利润处理往往会造成一种假象,在计算 *EPS* 时清楚这一点是重要的。

2. 递延税收(*Defened Taxation*)

在计算每股收益(*EPS*)中涉及的另一问题是由递延税收造成的。之所以产生递延税收的问题,是因为在应税利润和会计利润之间存在着永久性差额(*Per - manent Differences*)和时间性差额(*Timing Differences*)。由于公司某些实际开支为税法所不允许(如招待费),致使帐面利润与税法规定的应纳税所得额之间出现差额,这种差额称为永久性差额。时间性差额是由于某些收入和支出在财务会计处理上被认为是某一期间发生的,但从税收上考虑被认为是发生在另一期间,致使税前利润和应税所得额之间产生差额。这种差额只发生在一定时期内,最终可以被抵销,因而被称作时间性差额。由于时间性差额的存在,即使每年的会计利润保持不变,对各年所征收的税款可能也是不同的。

时间性差额可以通过引入递延税收帐户来处理。设置这一帐户的目的是试图保证把向股东报告的公司税征收额与向股东报告的利润联系起来。处理递延税收的方法主要有两种,即债务法和递延法。债务法,顾名思义就是把递延税收看作是取消时间性差额时所实现的债务,在资产负

债表中把它看成是递延债务,并依照最新的公司税税率来计算。与此相反,当时间性差额发生的时候,递延法则使用当年的公司税税率计算。由于递延税收的存在,使得在计算税款中存在着较大的主观因素,这将最终会影响到 *EPS* 的计算和对公司的评估。

3. 会计政策

在计算 *EPS* 中所涉及的另外一个问题是:不同公司,甚至同一产业中的不同公司,往往采用不同的会计政策。因此在不同公司之间进行比较时必须记住这一点。

尽管对可保持收益进行资本化这一评估方法存在着不足,但是它仍是实际中对上市公司进行评估的最常用的方法。有人曾作过一项调整,要求机构投资在回答他们认为那些财务信息在他们的投资活动中是最有帮助的,大多数人的回答是 *EPS*。

当然,有些人不是简单地依赖于公司财务报告中的数字,而是对这些数字进行必要的调整,从而计算出他们自己的 *EPS* 来对目标公司进行评估。证券交易所一般也认为 *EPS* 必须被看作是评价公司绩效的最重要的投资标准之一,对挂牌上市公司而言更是如此。

8.4 市场比较法

市场比较法通常是将股票市场上与目标公司经营业绩相似的公司最近平均实际交易价格作为估算公司价格的参照物的一种方法。它是根据证券市场真实反映公司价值的程度(市场效率性)来评定公司价值的方法,这种方法在尚未成熟的股市中还不能应用,因为许多上市公司中的股价远远偏离实际价格。

8.4.1 评估目标公司的资本

在实际使用市场比较法来评估目标公司的资本时,一般先是找出产品、市场、目前获利能力,未来业绩成长趋势等方面与目标公司类似的公司,将这些公司的净利等各种经营绩效与股价的比率作参考,计算目标公司大约的市场价值。例如可选定五家与目标公司类似的公司,先将其股价分别与“每股税后净利”及“不计利息、折旧摊销、所得税的每股净利”之比的倍数进行加权平均,所得的两个倍数再分别乘上目标公司的“每股税后净利”及“不计利息、折旧摊销、所得税的每股净利”即可得出两个股价,作为估算目标公司价值的“上下”限范围。

8.4.2 市场效率性

西方财务理论家一般认为市场效率性可以分为三种类型:弱式效率性(*Weak-Form Efficiency*)、次强式效率性(*Semi-Strong-Form Efficiency*)和强式效率性(*Strong-Form Efficiency*)。所谓弱式效率性,即在该市场中所有包含过去股价移动中的资料和信息,并没有完全反映在股票的现行市价中,因此投资者在选择股票时,并不能从与股价趋势有关的资料和信息中得到任何有益的帮助;若市场中股票的现行市价反映出所有已公开的信息,则该市场就具有次强式效率性。在一个具有次强式效率性的市场中,投资者即使彻底分析股票、仔细阅读年度报告或任何已出版的刊物,也无法赚得超常利润。然而公司的内幕人士如董事长、总经理却能利用他们的地位取得其他投资者所无法得到的资料,买卖自己公司的股票,从而赚得超额利润。强式效率性的涵义是:股票的现行市价已反映了所有已公开或未公开的信息,因为任何人甚至内线人也不例外,均无法在股市中赚得超常报酬。

8.4.3 市场比较法的前提

这里市场比较法的前提假设为证券市场为次强式效率市场。由于证券市场处于均衡状态,因此股价反映投资人对目标公司未来的现金流量与风险的预期,于是市场价格会等于市场价值。市场比较法依公司股价或目前市场上有成交公司的价值来作为公司比价标准,不但容易计算且资料可信度有所提高。

值得注意的是,若以股票市场上的少数股权持有者所持股票的价值,来估算收购股票未上市公司大多数股权时的股票价值时,应考虑到取得公司经营权的“控制价值”,及不具备股票市场流通性的“价格折扣”。当然此价值的增加与减少在估算时不免掺杂主观因素。

比较标准可分为以下三种。

1. 公开交易公司的股价

尤其是未公开上市公司股价可根据已上市同等级公司股价作为参考,据以计算市价。此法资料可靠,且可根据分析者目的不同,采用有同的比较标准(如营业收入、净收入、税后净利等),使目标公司的市价更为合理。但使用此法对公司管理部门和董事公要求较高,需要一定的经验与技巧,常见的错误是高估目标公司的经营价值,或者是低估其公司清算价值,甚至可能低估目标公司的未来机会或隐含价值。

2. 相似公司过去的收购价格

尤其是在股权收购的情况下,此法公认为最佳选择,本法在理论上具

有以下优点。

(1)使用收购公司自由支付的真实价值。

(2)继续经营的溢价与清算折旧均已包括在公司收购的成交价格中。

(3)通过上市公司与非上市公司收购间的差额,可计算清算折价比率。

(4)可以使用多种资料评估类似的收购业务。

但是运用比较法很难找到经营项目、财务绩效、规模等相似的公司,且无法区分不同的收购公司对目标公司溢价比率的估计。因为有些收购公司认为单独考虑目标公司价值,无须因收购后收购公司能创造出综合效益而多支付一部分报酬。

3. 新上市公司发行价

常用于公司股票公开发发行时,对于目标公司是公开发发行公司时,依照公开发发行公司的初次公开发发行股价,与依此计算出的公司市价作为比价标准,也许比以上市公司市值为计价标准更加贴切,此外目标公司也可将公开发发行市价与出售、清算或继续经营下的公司市价进行比较,以作出最有利的决策。但是很多初次公开发发行股票公司刚刚成立,利润低,因此其股价的有用性大为降低,且公开发发行(股票)市场的发行量、价格变化大,往往比股票集中交易市场还具有投机性,而且股价更易被操纵,以致股价脱离其实际价值,所有这些都影响了市场比较法的应用。

与此类似,在公司价值的估算上,也可以最近公司购并交易中成交几件同类案件的平均倍数作参考对象,但这些买方常考虑到控制公司后的综合效益,因而成交价格可能会高于股票市价。如果在股票市场上的敌意收购为了达到收购成功的目的,买方出价往往超过此类股票在股票市场价格的几倍。若以这样的价格作为估价参考,未免会显得过高,对买方十分不利。因此运用市场比较法估价,通常用正常股市交易情况下的同类公司的交易价格作参考来估算目标公司价值。

8.5 CAPM 模型

事实上,价值在估算中只是作为价格制定的参考,任何一种估算方法均有利有弊,本身并无优劣之分,公司应按照实际情况选择适当的估价方法或估价方法组合。例如,股东价值分析法、盈余资本化、盈余倍数法、净现值法、成本法等仅为公司收购时价格制定的参考,由于上述方法或多或少有不足之处,因此许多学者仍努力致力于改进之。例如美国纽约市大学 *Barch* 学院经济学博士于贻彰先生同时考虑到公司价值的供需力量,

在供给方面用会计方式计算,在需求方面采用修正的 *CAPM* 模型,即资本资产定价模型(*Capital Assets Price Model*)以计算股票价值。实际上此法与有限成长模型(*Limited Growth Model*)精神相符,认为公司价值为公司现有资产的贡献与公司未来投资机会的现值,而股价所反映的即公司价值的现值。

8.5.1 *CAPM* 模型的内容

资本资产定价模型(以下简称 *CAPM* 模型)是描述包括上市股票在内的各种证券的风险与收益之间关系的模型,它帮助人们能够以资产组合的方式有效地持有各种股票。投资者总是厌恶风险的,他们一般用标准差来衡量股票的总风险。总风险是由非系统性风险和系统性风险两部分构成的,非系统性风险产生于某一特定股票本身价格波动,影响这一特定股票价格的因素可能是工人罢工、公司的经营状况、提出兼并的提议等公司自身的因素;系统性风险产生于综合市场指数的变动,是受整个市场变动的影响所造成的。

CAPM 的核心内容是现代资产组合理论(*MPT*),而现代资产组合理论的基础是分散化。如果一个投资者持有一组分散化了的资产组合,即持有一组不同的股票,那么某一种股票的非系统性利润将会被另一种股票的非系统性损失所抵销,即对于一个持有分散化的资产组合的投资者来说,从总体上讲只有资产组合的市场或系统性风险是重要的。市场从本质上讲不为接受个别股票的非系统性风险提供回报,但是可以通过持有分散化的资产组合来消除这一风险。

根据现代资产组合理论的研究,只要分散持有 15 ~ 20 种股票,就可以消除非系统性风险,因为持有有效资产组合的投资者将消除不必要的风险,取得与其资产组合的 β 因素相适应的回报。 β 因素通常可以根据过去的绩效来确定,但是如果认为这样还不够充分准确的话,还可以通过对未来绩效的预测来估计,一旦估计出了变量 β 的大小,就能够决定所要求达到的收益率,可以把这一要求达到的收益率与预期的收益率作比较,如果后者大于前者,那么就意味着这一购并是值得的。

8.5.2 *CAPM* 模型的优缺点

CAPM 模型这一评估方法是来自于财务理论的发展。在美国,它是一种常用的评估上市公司的工具。它的主要优点是:提供了一系列分析购并的合理步骤,在分析过程中考虑了风险和收益的关系,使收购者能够在各种可能的行动方案中作出适当的选择。

实际上,使用 *CAPM* 这一模型来对目标公司进行评估还存在着许多

困难,经济状态出现的概率和各种状态下的收益率都是主观变量,要准确地估计它们可能是非常困难的。此外,该模型的一些重要假设前提可能是不真实的。例如,假定在完全资本市场中,各个投资者因而都同意有关证券的将来前景,投资者只关心证券的风险和收益,税收对投资者没有显著的影响等。为了使模型具有更大的实用性,可以假定目标公司的 β 值在未来将是持续不变的。对大多数挂牌上市的公司来说, β 值都可以从有关的资料库中得到,或者根据历史统计数据 and 经验概率用数理统计方法测定。在美国、英国等市场经济发达国家一般有专门机构帮助测定和提供各种证券的 β 值。

本章并未列举穷尽用于资产评估的一些实用方法,只是对一些作者认为相当重要的经济模型进行了阐述。以收益分析为基础的评估方法,尤其是以预期的可保持收益为基础的更成熟的模型是实际中广泛使用的方法。随着现代投资组合理论的发展,市场模型和CAPM模型两种评估方法也将得到广泛使用。

要点回顾

- 1) 在测定目标公司价格时,比较标准有公开交易公司的股价、相似公司过去收购价格、新上市公司发行价等;
- 2) 在进行收益分析时,产生影响的因素为非常项目、递延税收、会计政策。

案例及应用:花园制药公司如何选择收购的价格标准

花园制药公司现有流通股1 000万股,每股价格\$27。所以花园制药公司的市值为\$2.7亿(=1 000×27)。皇家国立制药公司的财务人员认为不存在购并投机和其他能使花园制药公司股价上升的因素。(如果有,皇家国立制药公司的财务人员将减少其支付给花园制药公司股东的溢价。)皇家制药公司,选择了10家最近被收购的制药公司的数据,这10家公司和花园制药公司有相同的规模、业务和财务特点,其中6家像花园制药公司一样是特许专营的制药公司。

把支付给10家公司的倍数和溢价与支付给6家公司特许专营公司进行比较,可以发现,指定公司享受较高的支付倍数和溢价。皇家国立制药公司的财务人员因此决定以指定公司的数据为基础来确定收购价格。

从成长性及其他特点看,花园制药公司均好于6家指定制药公司。经计算分析,6个重叠的价位在\$414百万~\$448百万之间。每股收购价在\$41.4(=414/10)和\$44.8(=448/10)之间。任何落在这一范围之内的价格都是合理的价格,否则就是不合理的。这也符合行为准则。

根据以上案例在收购时,如何选择标准。

对非上市公司的评估

关键词 *key word*

拉巴波特模型(*Rappaport Model*)
增量临界利润率(*Incremental Threshold Margin , ITM*)
沃斯顿模型(*Weston Model*)
杜邦模型(*Du Pont Model*)
综效(*Synergy*)
场外交易市场(*Over - the Counter Market ,OTC*)
商誉(*Goodwill*)
营业净利(*Net Operating Income*)
息税前盈余(*Earnings before Interest and Taxes , EBIT*)

本章概要

- 1)主要的估算模型
 - 篇首案例 汽车交易的特许商之间的并购
 - 拉巴波特模型
 - 沃斯顿模型
 - 杜邦模型
 - 估价方法的实际运用
- 2)影响非上市公司评估的因素
 - 非上市股票的交易市场
 - 非上市股票的市场能力
- 公司和产业分析
- 3)非上市公司的评估方法
 - 资产价值基础
 - 收益法
 - 股利法
 - 折现金流量分析法
- 4)商誉及其评估方法
 - 商誉
 - 超额利润法
 - 哈佛对商誉的评估

本章目标

在学完本章内容以后,您将能够:

- 1)了解对非上市公司评估时,三种主要的估算模型;
- 2)理解非上市公司进行评估的方法;
- 3)理解商誉及其评估方法。

9.1 主要的估算模型

9.1.1 篇首案例 汽车交易的特许商之间的并购

这是一则用市盈率模型估值的实例。

目标公司是收购公司收购要的目标。收购公司和目标公司都是从事大宗汽车交易的特许商,但分散在英国不同地区。

1. 并购原因

(1)两家公司在不同的制造商交易关系和区域扩展上的经营是相互补充的;

(2)并购后企业扩大规模有助于增加其讨价还价能力,增进其同制造商的购买条件;

(3)并购可以帮助每家公司扩大产品范围和地理范围;

(4)收购公司可以通过改善管理和出售技术改进目标企业的盈利能力;

下面,我们通过模拟一个公司的运行状况来进行分析。

表 9.1.1

目标公司收入表

单位 :百万英镑

营业额	150.0
销售费用	138.0
总利润	12.0
行政管理费	7.5
联属公司亏损	0.5
经营利润	4.0
支付利息	1.0
公司税(33%)	1.0
普通股股东净收益	2.0

A 公司预期收入乘以其未来市盈率就可以得出该企业的独立价值。我们拟定收购前的目标企业市值也是其独立价值。为使股东从收购中获得收益,收购公司需要将目标企业经营得比过去的管理层更好,提高其独立价值。

在收购后,收购公司希望目标企业在营业额、成本、资产等方面产生的下列变化:

表 9.1.2

目标企业平衡表

(百万英镑)

固定资产		
工厂、土地和设备	30.00	
对附属企业的投资	3.00	33.00
流动资产		
股票	12.00	
债权	11.00	23.00
总资产		56.00
流动负债		
应付帐款	2.00	
贷项	16.00	18.00
长期贷款		9.00
普通股股东的基金		29.00
每股净值(便士)		290.00

- (1) 增加产量和销售额, 预计营业额年增长率为 8% ;
 - (2) 减少销售费用, 预计利润率(利息和税前利润)是 4% ,比目前的利润率提高 2. 67 个百分点 ;
 - (3) 以帐面价值出售亏损的附属企业 ;
 - (4) 出售目标企业领导用的办公楼 ;
 - (5) 改进固定资产的周转, 减少新固定资产的支出, 从增加销售额中的 20% 降至 17%。固定资产的目前比例不包括投资在附属企业的销售额 ;
 - (6) 减少新流动资金投资, 使目前的流动资金与销售额的比例(流动资金 = 库存 + 负债 - 贷款), 从增加销售额中的 4. 7% 降低为 4%。
- 尽管一些目标企业的计划改进措施将会使收购公司获益, 增加他自己的收益。然而, 在这个例子中, 所有收益均取决于目标企业, 体现在收益中。

表 9. 1. 2 提供了目标企业的平衡表。

表 9. 1. 3

在收购公司管理下的收入表

(百万英镑)

营业额	162. 00
销售费用	147. 00
总利润	14. 58
行政管理费	8. 10
经营利润	6. 48
支付利息	1. 00
公司税(33%)	1. 81
普通股股东净收益	3. 56

表 9. 1. 3 提供了在收购管理之下目标企业的收入表, 收购后设计的利润比收购前高很多, 收购前目标企业的未来市盈率为 10。它直接的竞争对手的平均市盈率为 12, 部门平均市盈率为 9。

在挑选可供选择的标准市盈率中, 收购公司评价目标企业, 它的竞争对手、部门平均市盈率以及收购的后果, 都可以使目标公司的风险和增长性预期比部门平均企业更大, 收购企业对目标企业收购后, 也有信心提高它相对于竞争者的业绩。所以, 合适的标准市盈率为 12。

为了达到持续收益的规划水平, 收购公司估计, 它必须要投资兴建一个新的货品陈列室、一个库存控制系统和一个新的交易商网络。这项投资支出规划是 900 万英镑, 为维持一个较高的销售水平增加的流动资金

投资是 200 万英镑。所以,新投资总计预计是 1100 万英镑。这项投资以目前确定的价值为基础,在 5 年内分摊(见 7—12)因为收购公司收购后的计划涉及到目标企业的合理化,所以预期的多余成本是 200 万英镑。

表 9.1.4

收购公司对目标企业的估价

(百万英镑)

从市盈率模型持续收益的估价 (未来收益 3.67×12)	44
加	
附属企业剥离	3
目标企业领导办公楼出售	6
养老金剩余的再募集	1
减	
新固定资产投资	9
增加流动资金投资	2
多余成本	2
	41

收购公司计划剥离亏损的附属公司,其投资帐面值是 300 万英镑。另外,目标企业目前的领导人办公室关闭,它的功能转移到收购企业领导人的办公室。所以,领导人办公室的房产是多余的,在交纳了资本收益税后以 600 万英镑处置掉。收购公司从企业剩余的养老金中获得一个税后资金 100 万英镑,所以,收购公司轻而易举能够支付给目标企业最大的价格由表 7—12 构成。

收购企业收购前的价值是 2000 万英镑,所以从收购公司的角度看,收购潜在的增加值是 2100 万英镑。收购公司支付的控制溢价不能超过这个增加值。如果收购企业的股东想从收购中获利,那么还必须减少上述溢价。

9.1.2 拉巴波特模型(*Rappaport Model*)

这一模型是由美国西北大学阿尔弗雷德·拉巴波特创立的,又称贴现现金流量法。无论是收购兼并还是购买普通的有形资产,其交易的经济实质是相同的。不论哪种情况,均须根据预期未来的现金流量进行现在的支出。贴现现金流量不仅适用于内部成长的投资(如增加现有产生能力)而且也适用于公司外部成长的投资(如收购)。

使用贴现现金流量法必须考虑以下几个影响因素。

1. 现金流量

该现金流量应是目标公司在被收购后对收购公司现金流量的贡献。

该估计结果显然不同于目标公司作为一家独立公司时的现金流量。一方面是因为收购公司可能获得目标公司独自所不可能获得的经济效益；另一方面是由于收购一般会带来新的投资机会。现金流量的计算公式为：

$$\text{现金流量} = \text{经营利润} \times (1 - \text{税率}) + \text{折旧和其他非现金支出} - (\text{增加的流动资本投资} + \text{支出现额})$$

也可以用字母表示为：

$$CF_t = S_{t-1}(1 + g_t) \times p_t \times (1 - T_t) - (S_t - S_{t-1}) \times (f + w_t)$$

式中， CF 为现金流量； S 为销售额； g 为销售额年增长率； p 为销售利润率； T 为所得税率； f 为销售每增长 1 美元所需要追加的固定资本投资（全部固定资本投资扣除折旧）； w 为销售额每增长 1 美元所需追加的资本投资； t 为某一时点。

只要得出 g 、 p 、 T 、 f 、 w 5 个变量的估计值，就可以对现金流量进行规划。

2. 预测期

一般是逐期预测现金流量，直到其不确定的程度使管理部门难以作更进一步的预测。虽然这种做法随着行业背景、管理部门政策和收购的具体环境不同而不同，但在很多情况下将预测期定为 5 年或 10 年。一种公认较佳的方法认为，现金流量的预测只应持续利用以支持预期销售增长的追加投资的预期报酬率等于资金成本时为止，也就是说，如果公司的投资回报率仅等于资金成本或等于市场要求的基准回报率，则公司价值将不受企业成长影响，为此，需要计算收购后获得最低可接受回报率所需的最低的税前销售利润率，即增量临界利润率（*Incremental Threshold Margin ITM*）。增量临界利润率计算公式为：

$$ITM = \frac{(f + w)k}{[(1 - T)(1 + k)]}$$

式中 k 为公司最低可接受回报率；其他变量含义同前。

为简化此问题，该模型假定折旧额可用于投资维持公司生产能力，即公司实行对公司价值无影响的零增长，其残值等于从预期后第一年开始的现金流量年金的现值。

3. 资金成本

如果未来目标公司的风险被认为与收购公司总的风险相同，那么目标公司现金流量的贴现率即为收购公司的资金成本。资金成本用税后债务成本和股本成本的加权平均值计算。需要指出的是，只有当收购不会影响收购公司的风险时，收购公司用自己的资金成本去贴现目标公司的现金流量才是适当的。

9.1.3 沃斯顿模型（*Weston Model*）

沃斯顿模型由美国加州洛杉矶大学弗瑞德·沃斯顿创立，又称公式

评估法。在现实生活中,几乎每个公司都会随着其生命周期的起伏而经历各种不同的成长阶段:公司早期的成长率要高于整个经济体系的成长率;公司中期的成长率等于经济体系成长率,而公司晚期的成长率明显低于整个经济体系的成长率,沃斯顿模型就建立在公司经历零增长后超常增长时期的假设基础上。该模型目前已逐渐为欧美各公司广泛采用,同时还为公司进行有效的计划与决策提供了理论结构。该估价模型如下:

$$V_0 = X_0(1-T)(1-b_s) \sum_{i=1}^n \frac{(1+g_s)^i}{(1+k)^i} + \frac{X_0(1-T)(1+g_s)^{n+1}}{K(1+k)^n}$$

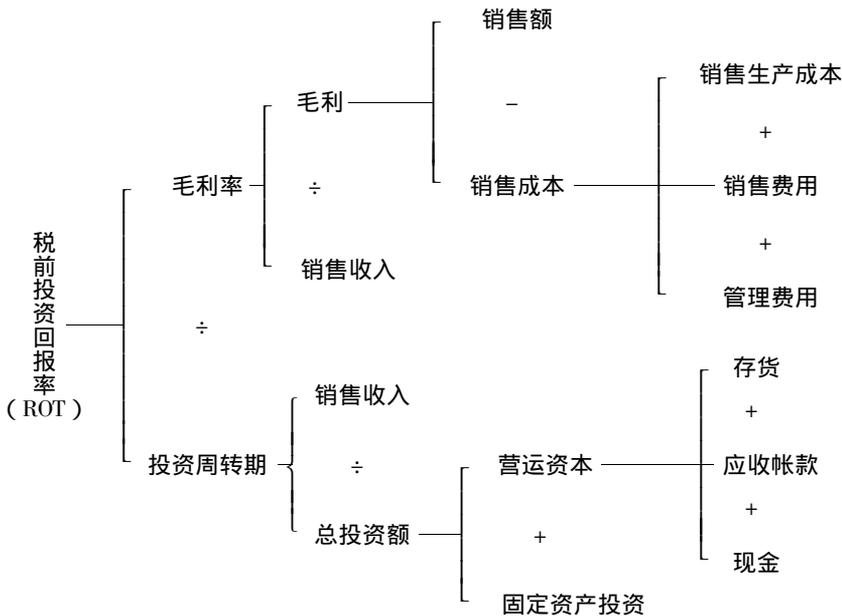
式中 X 为营业净利 (Net Operating Income) 或税前息前盈余 (EBIT) g 为营业净利或税前息前盈余增长率 k 为边际盈利率 K 为加权边际资金成本 b 为税后投资需求或投资机会 n 为超常增长持续期 T 为边际所得税率。

该模型表面简单,但经过变更后却能适应公司成长各种不同形态的需要,其重要的估价参数有:营业收入增长率、投资盈利率、超过资金成本率的正差值、投资机会、所得税率等。

9.1.4 杜邦模型 (Du Pont Model)

杜邦财务评估模型认为税前投资回报率是所有比率中最综合最有代表性的指标。与前面两种模型相比较,其实质均为以价值为基础的财务筹划。杜邦财务评估模型如图 9.1.1 所示。

图 9.1.1 杜邦模型



在杜邦模型中充分地反映了成本控制、降低营运资金和固定资产投资对投资回报率的影响。道纳德逊·布朗(*Donaldson Brown*)成功地将杜邦财务评估模型运用于通用汽车公司,取得了巨大经济效益。

9.1.5 估价方法的实际运用

正如在本书的其他地方不断强调过的,事实上价值的估算只是作为制定价格的参考,任何一种估价模型本身并没有对错之别。公司的价值往往存在于与另一家公司合作后,才可产生的利益,即所谓的综效(*Synergy*, 指互相分立的企业在联合后所产生的总数果大于各自分立时的效果之和)。至于报偿(*Premium*),是指当买方基于综效,而愿付比市价更高的价格买入目标公司,如果没有加上此项报偿,也许卖方即不愿卖。事实上在上述三个估价模型中很难评价其优劣,虽然方法不同,但各有千秋。同时在投资风险的评估上,目标公司的价值若是依照未来获利的现金流入估算,应对目标公司营运利润及其本身资金成本的不同假设下所得到的不同公司价值,作所谓的敏感性分析,以供收购决策参考之用。因为公司的价值既然是对于未来获利的预测,那么在进行预测时,即应作一种动态假设。换方之,对未来预测的正确性,并不是采用预期收益折现法的主要前提,其重点在于利用不同的营运状况与结果,来衡量对公司价值的影响。

此外在实务上,收购价格的决定也可将各种不同评价方法计算出的价值加以加权计算;权数的确定,视收购目的而定。在实际操作中,各种混合算法均可行,甚至可采用某种算法,再按一定比例加上另一种算法所估的价值。

必须注意,在估算公司真正的价值的同时,必须对目标公司作详细的审查,才能确定真实的公司价值。由于各种外在因素和不确定性因素的影响,必须确定出目标公司的经营风险的大小,在最后估价时即可因此风险而对所估的结果再打个适当折扣,以反映目标公司对买方的可能价值。

9.2 影响非上市公司评估的因素

9.2.1 非上市股票的交易市场

非上市公司区别于上市公司的首要特征,是非上市公司的股票不存

在一个像证券交易所那样高度组织化的市场。从证券市场的角度来看，并不是所有股份公司的股票都可以自由地进入证券交易所公开挂牌交易。许多国家和地区的证券法和证券交易所规则对上市公司都有相当严格的要求和管制。因此，事实上能够在证券交易所公开挂牌交易的股票仅仅是少数，绝大多数公司的股票都不具备这样一个市场条件。这些非上市公司由于不会受到相关当局对信息披露的强行要求，因此往往在获得信息上比上市公司困难。

在美国，除了在证券交易所进行的上市公司挂牌交易外，还存在一个场外交易市场（OTC），它是专门为不在证券交易所交易的非上市公司证券提供的一个证券买卖市场。据调查，目前约有 40000 种不同的政府和公司证券在这个市场上进行交易，其中有 75% 是公司股票。在场外交易市场中交易的股票，大部分是小公司和知名度不高的公司发行的，或者是为一个家族所控制的公司的股票。由于 OTC 是一个松散的市场，从事交易的经纪商行分布各地，对某种证券各自开价不同，价格的形成没有经过许多投资者、经纪商和交易商的激烈竞争，因而投资者和交易商或经纪商很难了解哪一个价格更合理。它们并不像证券交易所那样是一个正式的、有组织的统一市场，而且这种市场也不是全面的。由于非上市公司的股票缺少一个正式的市场，再加上持有这些公司股票的股东人数相对较少，从而影响了对它们的评估。

9.2.2 非上市股票的市场能力

股票的市场能力，是指股票转让所受的限制程度。一个公司的股票缺少市场能力，就意味着需要对该公司的评估结果打折扣。结果是提高了要求达到的收益水平，降低了资本化率，最终影响到对公司的评估。折扣的多少一般随着公司股票转让受公司限制的大小而变化。在证券市场上必须强调一种观念，有控制权的股票比没有控制权的股票有价值；能上市流通的股票比非上市流通的股票有价值。上市公司股票的转让一般不受公司的任何限制，而非上市公司却不然，这些限制通常包括在公司章程中。除此之外，非上市公司可能还对持有股票人的各类股票的投票权和董事会决定发行新股的能力加以限制。在某些私人公司中，董事长事实上可以拒绝签署股票的转让。在实际中，折扣的多少可以在 0% ~ 50% 之间变化。虽然折扣的多少是一个主观问题，但是通过收购需要达到的持股水平却是决定折扣多少的一个重要因素。表 9.2.1 列出了各种不同持股水平时股东所拥有的权力。

表 9.2.1

持有有投票权股票的百分比	权 力
90 以上	· 如果出价被 90% 以上的股东接受，那么出价人可以同样的条件强制收购余下的股票
75 以上	· 能修改公司章程或使公司自愿解散
50 以上	· 能够控制公司的管理和股利政策
30 以上	· 对公众公司而言，已经可以控制公司，要求发出接管要约
25 以上	· 能在很大程度上影响公司的管理和股利政策，能阻止修改章程和防止清算
20 以上	· 依照《公司法》可以推定它是一个关联公司
15 以上	· 如果在出价前 12 个月内以现金购买了 15% 以上的有投票权股票，那么必须作出一个现金出价
10 以上	· 能避免公司被完全接管
5 以上	· 一个公众公司的投资者在收购了 5% 以上有投票权股票时，必须发出公告

9.2.3 公司和产业分析

公司分析的一个重要内容是公司的财务状况和赢利能力。需要收集有关公司过去、现在和将来绩效的信息。即要与公司过去的绩效进行比较，又要与同一产业中的其他公司进行比较。市场占有率、公司的主要客户、主要的供应商和主要的竞争对手直接关系到公司的生存和发展。

一旦了解了有关目标公司的有关事实以后，接着就需要收集目标公司所在产业的信息。首先需要知道的是目标公司所在产业是高速增长、有发展前景的产业，还是正面临着发展困难的“夕阳产业”。政府和证券经纪商的统计报告通常是获取产业发展信息的有效来源。此外，还要对产业的性质，特别是它的季节性或周期性进行认真的评估。对同一产业中的主要竞争对手作出评价也是必要的。

9.3 非上市公司的评估方法

9.3.1 资产价值基础

资产价值基础，是指通过对公司所有资产进行估价的方式来评估公司价值的方法，要确定公司资产的价值，关键是要确定合适的资产估价标准。目前国际上通行的资产估价标准有帐面价值、市场价值、清算价值、续营价值和公允价值。

1. 帐面价值

是指在会计核算中帐面所记载的资产价值。这种估价方法不考虑现时资产市价的波动，也不考虑资产的收益状况，因而是一种静态的估价标准。这种估价标准只适用于该资产的市场价格变动不大或不考虑其市场价格变动的情况。

2. 市场价值

与帐面价值不同，它是指把资产作为一种商品在市场上公开竞争，在供求关系平衡状态下确立的价值。它已将价格波动因素考虑在内，适用于单项资产的评估计价。

3. 清算价值

是指在公司出现财务危机而导致破产或歇业清算时，把公司中的实物资产逐个分离而单独出售的资产价值。清算价值是在公司作为一个整体已丧失增值能力情况下的一种资产估价方法。当公司的预期收益令人不满意，其清算价值可能超过了以收益资本化为基础的价值时，公司的市场价值已不依赖于它的赢利能力，这时以清算价值为基础来评估公司的价值可能是更有意义的。

4. 续营价值

与清算价值相反，是指公司资产作为一个整体仍然有增值能力，在保持其继续经营的条件下，以未来的收益能力为基础来评估公司资产的价值。由于收益能力是众多资产组合运用的情况下产生的，因此续营价值标准更适用于公司整体资产的估价。

5. 公允价值

反映了续营价值和市场价值的基本要求，指将公司所有的资产在未来继续经营情况下所产生的预期收益，按照设定的折扣率折算成现值，并以此来确定其价值的一种估价标准。它把市场环境和公司未来的经营状况同公司资产的当前价值联系起来，因此非常适合于在收购时评估目

标公司的价值。

以上五种资产估价标准是目前国际上通行的用来估价资产价值的方法，它们各有其不同的侧重点，因而也就各有其适用范围。就公司收购而言，如果收购目标公司的目的在于其未来收益的潜能，那么公平价值就是一个重要的标准。如果收购目标公司的目的在于获得其某项特殊的资产，那么以清算价值作为标准可能是一种恰当的选择。

9.3.2 收益法

在使用收益法对非上市公司进行评估，有些方面有区别于对上市公司评估方法的作法。

就评估程序而言，是相当接近的。首先，需要确定目标公司的可保持收益，一般可以通过预测得到。其次是要为目标公司选择一个合适的资本化率（*PE* 比率）。由于非上市公司缺少一个由市场确定的 *PE* 比率，因此需要找到一个与目标公司相近的上市公司作为参照物，以它的 *PE* 比率作为目标公司的 *PE* 比率。由于非上市公司的股票缺少市场能力，从而提高了要求达到的收益水平，降低了它的资本化率，因此对这一 *PE* 比率还要进行必要的调整，才能应用于对非上市公司的评估。

在此可能会面临着这样一个问题，在实际中要想从证券交易所的上市公司中找到一个与目标公司相近的公司通常是比较困难的，即使可以找到，也必然面临着由于采取不同的会计政策所产生的其他一些问题。为了能够得到一个可靠的 *PE* 比率，通常可以选择一组公司，从经营和财务方面来看，这组公司的各个公司与目标公司都是可比的，通过分析这些可比公司的财务和股票绩效，来确定一个适合于目标公司的 *PE* 比率。当然完全的可比几乎是不存在的，特别是在评估多角化经营的目标公司时。在这种情况下，应该选择几组可比的公司作为参照物，其中的各组公司分别对应于目标公司的主要业务部门。尽管这种方法在实际操作中会遇到种种困难，但是由于这种方法相对于其他评估方法而言既易于理解又便于应用，而且它是可以可比公司财务前景的市场一致性为基础的，不仅仅依赖于对公司未来的预期，因此仍不失为一种有益的评估方法。

9.3.3 股利法

可以用来代替收益法的另一种方法是：通过折算将来股利的方法确定公司目前的价值。我们知道，对某个投资者而言，他的收益是由股利和出售股票时的资本利得（*Capital Gain*）两部分构成的。但是这个投资者所获得的资本利得仅仅是其他投资者为了取得将来的股利而愿意支

付的股票价格的一部分。因此，从长期来看，投资者关心的只有股利，包括在清算的情况下投资者所得到的任何现金。由于如果某一股东持有较大比例的有投票权股票，就可以确保他对股利政策的控制，因此用股利代替收益没有任何优点。这种方法一般更适用于对少数持股的公司评估，在这种情况下，在可以预期的将来，不可能得到对公司的控制权。

这种方法是首先确定一个合适的可保持股利，然后用股利率来对它资本化。如果是非上市公司，可以按照一个相近的可比上市公司的股利率来对它资本化。由于非上市公司缺乏市场能力，因此在这里也要使用一定的折扣。

9.3.4 折现现金流量分析法

在论述公司收购评估的专业文献中，绝大部分都认为，折现现金流量（*DCF*）分析是最科学、最成熟的公司评估方法。这种方法同时适用于对上市公司和非上市公司的评估。在这里公司的经济生命被描述成现金流入或流出，即现金流。在考虑时间和风险因素的基础上将预期的现金流折成现值，并与投入公司的原始资金作比较，来进行收购决策。*DCF* 分析最初是用来评估资本预算的，而后被引入到兼并与收购的评估中。

DCF 分析可以用公式表示如下：

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

式中， t 为以年表示的时间， $t=0$ 则表示现在； CF_t 为在未来的 t 年里预期产生的净现金流； r 为适当的折现率，它与预期的现金流的风险相联系； PV 为各年现金流的现值。

为了更好地理解 *DCF* 分析在公司收购评估中的应用，现将上述公式中变量的确定分述如下。

1. 净现金流（*FCF*）

它表示目标公司各年产生的净现金（正现金流）或各年必须投入到目标公司的净现金（负现金流）。除下面将要阐述的初始现金流表示收购方的初始投资外，各年的 $FCF = (1)$ 净收入 + (2) 非现金提成（如折旧、无形资产和递延税收的分期摊销等）+ (3) 财产剥离而产生的净收入 + (4) 除现金以外的营运资本的净变化 - (5) 资本费用支出。

初始的现金流 CF_0 ，表示收购的净成本。净收购成本 CF_0 等于以下四项之和： (1) 收买目标公司普通股和由可转换证券、购股权证产生的普通股所实际支付的现金 + (2) 目标公司任何未支付的或要由收购方支付的债务和优先股的公平价 + (3) 交易费用 - (4) 目标公司资

产负债表中的任何超额现金。

前面给出了计算未来各年净现金流的公式，但是很明显，要准确地确定未来各年的现金流，即 CF_1 到 CF_n 是比较困难的，因为这些现金流代表的是一些预测值。这些预测应该反映出一旦目标公司并入收购方或由收购方来管理所产生的预期结果。由于目标公司将不再继续独立经营，因此预测不应该仅仅以目标公司的预期绩效为基础。这些预测必须考虑到：任何预测的管理费用的减少；遣散和关闭费用；规模经济或协同效应；动态竞争力的变化和从财产剥离中获利的净收入。

2. 终值 (TV)

DCF 分析是以投资的整个生命期中的现金流为基础的，从继续经营看，投资的生命期可能是永远的，但实际上这是不可能的，因此有必要计算终值，它表示未来某一点对目标公司的估价。这一价值和这一时点以前各年的预测的净现金流一样，也要折算成现值。在考虑到终值以后，前面的公式可以改写成：

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

式中， TV 为目标公司在第 n 年的估价。

与确定公司现有价值一样，可以用许多方法得出目标公司的终值，但以下两种方法较常用。

(1) 永久增长模型。从理论上讲，永久增长模型是与 DCF 最一致的方法。这种方法假定从计算终值的那一年开始， FCF 是以固定的复年率增长的。 TV 的计算公式为：

$$TV = \frac{CF_t}{(K-g)}$$

式中， CF_t 为计算终值那一年期的 FCF ； K 为加权平均的资本成本，即投资决策中资金使用的机会成本，可按公司债券和各类股票成本的加权平均数计算； g 为计算终值那一年以后 CF_t 的预期的增长率。

在使用永久增长模型时， TV 的计算结果对 g 的取值非常敏感，而 g 的取值也是很难预测的，但是应该记住一点，就是公司过去或目前的增长率不是必然地要保持到永远。否则一个月前以 50% 的年增长率发展的小公司，其产值在不久的将来一定会超过一个国家的 GNP。

(2) PE 比率法。经常用来计算 TV 的另一种方法是简单地用一个合适的 PE 比率乘以计算终值那一年的净收入。与增长率一样，一个高的 PE 比率也不可能在一个延续的时间内始终保持下去。

3. 折现率

公司收购使用的折现率必须反映有关目标公司的边际资本成本，而不是收购方的总体资本成本。如果是用来评估高技术公司的投资，那么折现率必须反映高技术公司项目投资中所固有的风险。DCF 分析高度

依赖于折现率的选择，一个百分点的差异都是非常重要的，甚至会导致完全不同的结果。一般可以采用以下几种方法来确定折现率的大小。

(1) 选择收购公司目前的加权资本成本作为基数，然后向上作适当调整（因为新项目与目前的业务相比，应该有一个更高的要求达到的收益率）。

(2) 选择收购公司过去的资产收益率作为基数，然后向上作适当调整。

(3) 使用当前对未来利息率的预期作为基数，然后根据产业、公司和财务结构等风险因素向上作适当调整。

(4) 以可比公司的加权资本成本作为基数，然后根据以上风险因素向上作适当调整。

DCF 分析从理论上讲是一种最科学、最成熟的评估技术，因而它有许多优点，特别是在与其他方法结合起来使用时，它能够用来检查从其他方法中得出结果的合理性程度。然而不可否认 *DCF* 分析方法也存在着一些不足，首先，要准确地预测将来的财务结果是非常困难的，特别是在只能依靠公众可以得到的信息进行预测时；其次，计算的结果对终值 *TV* 太敏感。最后，在使用永久增长模型时，*TV* 自身采用的可持续的增长率是非常敏感的，而这一增长率也是很难预测的。

9.4 商誉及其评估方法

9.4.1 商誉

在公司购并的会计核算中，超过公司净资产价值的续营价值被视为一种无形资产，称为商誉 (*Goodwill*)。商誉一般理解为公司的良好企业形象，良好的顾客关系以及较高的雇员道德水准和其他能转化为增加企业高于正常赢利能力的类似因素而形成的无形资产。但这种无形资产没有独立的市场或清算价值。美国通用会计准则规定，超过一定的时间商誉将被注销，商誉由于具有区别于公司其他资产的上述特点，因些需要运用专门的方法来评估它的价值。

9.4.2 超额利润法

超额利润法通常被用来评估商誉价值，可以用公式表示为：

$$V = A + \frac{P - rA}{m}$$

式中， V 为公司的价值； A 为公司净有形资产的续营价值； P 为将来可保持的利润； r 为预期的资产正常的收益率； m 为对超额利润进行资本化的资本率。

这种方法的理论依据是：不仅要依据于公司净资产的续营价值，而且要依据于超过这些资产正常价值的价值来评估公司的价值。如果估计出公司将来可保持的利润，从中减去资产的正常收益，就可以得到超额利润的概念（ $P - rA$ ）。如果接着用代表购买超额利润年数的系数对超额利润进行资本化，就可以得到商誉的价值。

9.4.3 美国对商誉的评估

根据美国国内税务署（*IRS*）的规定，在美国有形资产可以折旧，而且折旧可以扣税；而无形资产则不同，不但不能对无形资产折旧，而且也不能扣税。因此在收购公司时就产生了在无形资产和有形资产之间如何分配价格的问题，因为这直接影响到公司的税负。*IRS* 在处理这种分配方法时认为，在以公司继续经营为前提进行评估时，应该将相当大部分的购买价格分配到无形资产上去。*IRS* 使用契约法、差数法和公式法进行商誉估价。

1. 契约法

使用这种方法时，商誉是在合同中确定的，但是只有当协议是在公平交易中，而不是为了逃避部分税收的情况下才能被 *IRS* 接受。如果合同中没有载明各个别资产的价值，那么就必须运用其他的评估方法。

2. 差数法

由有形资产和无形资产的公平价值和购买价格之间的差数来表示商誉的价值。

3. 公式法

在购买价格低于资产的公平价值时，*TRIS* 可以使用公式法把议定的价格在资产和商誉之间分配。

（1）确定有形资产的公平价值；

（2）找出这一产业中这种类型公司的适当的收益率；

（3）将（1） \times （2）；

（4）计算最近 5 年的平均税后收益；

（5）将（4） $-$ （3）；

（6）按照适当的资本化率对归于无形资产的收益进行资本化，得出无形资产、商誉的价值。

要点回顾

- 1) 在拉巴波特模型中，使用贴现现金流量法时，应考虑现金流量、预测期、资金成本等因素；
- 2) 对非上市公司在评估时，使用方法有收益法、股利法、折现现金流量分析法三种。

案例及应用

1. 假设你目前正打算收购一家非上市公司，你将如何打算？
2. 当你为一项收购做现金流分析时要避免哪些陷阱？
3. 什么是收购分析中的最终价值？它是怎样计算的？

第 3 篇

购并的问题

-
- 第 10 章 购并的税收问题
 - 第 11 章 购并中的会计问题
 - 第 12 章 其它问题

在

购并的过程涉及到诸多的问题 税收问题、会计问题、资金筹集问题，以及购并后的人事安排、人事问题

.....

如何妥当处理好这一系列的问题 ,关系到公司购并是否顺畅 ,购并后是否稳定、发展。本篇围绕以上问题分别讨论。

第 10 章

购并的税收问题

关键词 *key word*

封闭式公司(*Close Company*)
加税补偿(*Clawback*)

本章概要

- 1) 税收与购并
 - 篇首案例 购并伍尔沃思公司后的协同与重组
 - 概述
 - 选择方式
- 2) 目标公司
 - 公司税
- 3) 目标公司税务
 - 资本收益税
 - 封闭式公司
- 4) 兼并公司
 - 公司税
 - 资本收益税
 - 其它税

本章目标

在学完本章内容以后,您将能够:
理解在公司购并中税收的正确处理方法。

10.1 税收与购并

10.1.1 篇首案例 购并伍尔沃思公司后的协同与重组

1982年11月,当城市金融的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。

1. 购并前 经营不善 濒临绝境

(1) 新的领导班子认识。

① 公司成了“陈年滞货仓库”,顾客来此的平均购货率低得令人难以接受;

② 陈旧过时的零售观念;

③ 在1000多个零售商店中,要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;

④ 大约8000个供应商送来的是劣质商品;

⑤ 商业同行和传播工具并不认为公司是一个管理良好的零售商;

⑥ 3万多呆板麻木的职员服务劣质。

(2) 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:

① 经理们不与他们的员工沟通;

②员工们害怕公开表示他们的想法 ,因担心遭到报复 ;

③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 ;

④职员们缺乏自尊心 ;

⑤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。

(3)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 :

①人事部职能受业务部束缚 ,所以不能制订或掌握住自己的标准 ;

②招工和培训手续不恰当 ;

③在商店经理层中存在严重的态度问题 ;

④人事部经理本身也需要进行重新训练。

2. 购并后 :改革进取 ,重振雄风

(1)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 :

①关闭在潜力不大的地区的微利零售商店 ;

②挑选发展在新的有希望地区的网点 ,并调整已有商店的规模 ;

③一项耗资数百万英镑的重新装修计划 :到 1987 年 ,已将 160 个商店全部装新过(营业面积共计 230 平方英尺) ,其余的商店也调整了经营项目 ;

④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 ;

⑤将供应商减少到只有 1000 多家 ;

⑥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 ,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,员工的创造力已经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。

(2)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能在下列三方面更好地满足他们的要求。

- ①挑选和招收人员;
- ②训练和培养员工;
- ③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为人事工作是否完美的基础。如果人事部门真想要为业务需要服务得好些的话,他们自身就要改进工作态度。

3. 采用新哲学

(1)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备受欢迎的,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会起重要作用的。

(2)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”——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,结果使得地区经理有了“真正”的工作——一种机构简化、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。

(3)改组人事体制。

由于在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平,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RITA——即招工、报到、训练和教导。

(4)经理训练。

研究结果表明经理们在本质上都是官僚主义的——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新的机构能运转,就得从根本上改善经理们的态度和提高素质。

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:

- ①领导与工作小组;
- ②领导和顾客;
- ③领导和业务。

这些住校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,进行双向交流。最重要的还是能与各级挑选出来的代表磋商讨论问题。

(5)招工与分配的新办法。

根据对业务经理调查,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,还在各地做了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等。

伍尔沃思公司还出版一本内部刊物,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、饮食和公司结构和工种等情况。

(6) 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

①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

②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。

③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。

④二次售货: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。

①娱乐用品;

②礼品和糖果;

③儿童用品;

④美容用品;

⑤厨房用品;

⑥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 *EXCELLENCE* 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。

(7) 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。按周进行的顾客投诉率统计也显示出:一年中的投诉率比前一年同期相比要减少21%。

对在莱斯特的零售商店装修前后的调查表明:

- ①售货员友善,有礼貌,随时恭候,乐意服务;
- ②顾客感到服务水平较以前大有提高;
- ③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本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,销售额增长也超过16%。

一个成功的案例就是一本最丰富的教材,从伍尔沃思购并后整合运营的成功可以更加充分地体现出购并在当今经济生活中的生命力。同时,也为我们提供了一个很好的范本,如何参阅它,结合自己的实际情况,将购并产生的效果作到最佳。

没有人能总结出一个万能的模式,去适应千变万化的市场和各个不同背景的企业,这就要求我们结合企业的具体背景,以存在的问题进行分析,针对矛盾,提出具体的解决方案。例如,伍尔沃思公司的“行动集中于目标”计划,分别具体在管理体制、员工态度、商品管理及人事制度结构上做出了突破,使企业起死回生。

可见,根据企业内部条件,发展规划和外部竞争环境,适时调整和重组资本结构,既可巩固前期内部发展和外部交易成果,又为下一阶段的发展战略构筑了较为坚实的基础。

10.1.2 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,他们就必须在同年的付税。买方公司购买目标公司股票基准是买方公司的收购价值,同时目标公司财产的基准不变,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,目标公司必须在同年的付税。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准也不增长。

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。

10.1.3 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换为普通股票。这样做在税法上有点好处: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。只要母公司拥有了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。

10.2 目标公司

10.2.1 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,如果符合这此条款,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出适用。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。

10.2.2 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。

10.2.3 封闭式公司(Close Company)

封闭式公司指由5个或5个以上参与者控制,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。

10.3 目标公司股东

除非股票和债务是作为营业资产特有,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。

10.4 兼并公司

10.4.1 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。

10.4.2 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。

10.4.3 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(*Claw-back*)。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。

要点回顾

通过对具体案例的详细分析,讨论了在公司购并中如何利用税法合理避税。

案例及应用

拉德罗出版公司想从迈阿密媒体集团那里收购艾克赛尔出版公司。拉德罗公司估计在折旧补税前的净收购成本为 \$1.25 亿。拉德罗公司估计艾克赛尔公司的净增自由现金流量目前为 \$0.15 亿,在不考虑资产增值的情况下,未来还会以每年 15% 的速度增长。拉德罗公司认为它在第 10 年末可以净增自由现金流量的 $8\frac{3}{5}$ (= 125/15) 倍的价格售出艾克赛尔公司。迈阿密媒体集团一年前以 \$1 亿购入艾克赛尔公司,这就是它对艾克赛尔股票的当前税基。艾克赛尔公司资产的税基为 \$0.25 亿,因为其资产主要为商誉。拉德我公司的边际所得税率为 40%,该收购的资本成本为 16%。

a. 假设拉德罗公司能将艾克赛尔公司的资产增值至 \$0.5 亿,并只支付 \$0.1 的折旧补税,计算用 \$1.25 亿现金收购艾克赛尔公司普通股的净现值。

b. 计算拉德罗公司用价值 \$1.25 亿的普通股票收购艾克赛尔公司普通股时的净现值。(提示:交易免税)。

c. 迈阿密媒体集团愿意实行应税交易还是免税交易？计算在应付税款上有何差别。

d. 你会建议迈阿密媒体集团和拉德罗公司如何设计该交易：应税还是免税？

第 **11** 章

购并中的会计问题

关键词 *key word*

联营法(*Combination Method*)
购买法(*Purchase Method*)

本章概要

- 1) 公司合并会计报表的方法
 - 篇首案例 投资收益的确定
 - 联营法
 - 购买法
- 2) 被控股公司部分股份的合并报表
- 3) 联营法与合并业务的会计处理
- 4) 商誉的会计处理
 - 联营法下的会计处理
 - 联营法的适用条件
 - 商誉的性质
 - 商誉的摊销
- 5) 取得股权日后的会计处理
 - 控股公司对控股公司的投资核算方法
 - 投资收益的会计处理
- 6) 有关会计报表问题的总结

本章目标

在学完本章内容以后,您将能够:

- 1) 理解公司合并后会计报表的合并方法;
- 2) 掌握联营法下合并业务的会计处理;
- 3) 掌握商誉的性质及会计处理方法;
- 4) 理解在股权取得日后的会计处理。

11.1 购并的形式及其会计处理

11.1.1 篇首案例 投资收益的确定

P 公司应摊销购买子公司时所确认的资产价值和商誉的价值。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($1920/1.0 \times 80\%$)计入营业成本,20% 为 38.4 美元($1920/10 \times 20\%$)计入管理费用,商誉按 10 年摊销,年摊销额为 211.2 美元($2640/10 \times 80\%$)计入 *P* 公司的管理费用。

P 公司年终应作如下会计分录:

(1) *S* 公司收益表利润总额 8400 美元, *P* 公司应分享收入 6720 美元($8400 \times 80\%$),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	\$ 6720
贷 :投资收益	\$ 6720

(2) 将本年度摊销额 1881.6 美元(1728 + 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)	\$ 1881.6
贷 :长期投资—对 S 公司投资	\$ 1881.6

(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 6720 美元减去年度摊销额 2131.2 美元(1728 + 153.6 + 38.4 + 211.2)。

借 :投资收益	\$ 4588.8
贷 :本年利润	\$ 4588.8

11.1.2 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、控投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投关系,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投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帐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。

11.2 公司合并会计报表的方法

11.2.1 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,实行双方公益的集合。

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,股份的交流成为事实上的联合体。因而可以按照控股、被控股公司帐面金额为基础,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、收入和费用按帐面价值相加,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价值正确计价。控投公司帐面登记换出自身股票的差额与帐面登记的换入对方被控投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。

11.2. 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帐面金额,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帐面价值,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和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11.2.1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)与被控股公司帐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 11.2.1 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
应收帐款	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
应付帐款	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帐面价值

[例]假设 P 公司于 1995 年 1 月 1 日以 18000 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 11.2.2)。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 20400 美元,同时现金和应付债券分别减少了 18000 美元与 2400 美元。

表 11. 2. 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	30000	6000			36000
应收帐款	30 000	3 600			33 600
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
应付帐款	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帐面价值

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帐面价值是有差异的。在被控股公司帐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帐面价值购受, 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帐面价值, 或某些负债在购受日的评估确认价值低于帐面价值, 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 15600 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帐面价值 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帐,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11.2.3),工作底稿包含了上述主要内容。

11.2.3

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	32400	6000			38400
应收帐款(净值)	30000	3600			33600
存货	24000	7200	①2160		33360
对S公司投资	27600			①7200 ②20400	-
固定资产(净值)	108000	12000	①2400		122400
商誉			①2640		2640
资产总计	<u>222000</u>	<u>28800</u>			<u>230400</u>
短期借款	12000	4800			16800
应付帐款	9600	3600			13200
应付债款	36000				3600
实收资本	120000	18000	②18000		120000
留存收益	<u>44400</u>	<u>2400</u>	②2400		<u>44400</u>
负债及所有者权益总计	<u>222000</u>	<u>28800</u>			<u>230400</u>

根据工作底稿即可编出合并资产负债表(见表 11.2.4)。

表 11.2.4

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	38400	短期借款	16800
应收帐款(净额)	33600	应付帐款	<u>13200</u>
存货	33360	流动负债合计	30000
固定资产(净额)	122400	应付债券	<u>36000</u>
无形资产		负债合计	<u>66000</u>
商誉	26400	所有者权益	
		实收资本	120000
		留存收益	<u>44400</u>
		所有者权益合计	<u>164400</u>
资产总计	<u>*230400</u>	负债及所有者权益总计	<u>230400</u>

3. 投资成本低于被控股公司的帐面价值

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帐面价值,在被控股公司帐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高于其帐面价值,或某些负债在购受日的评估确认价值高于其帐面价值,投资成本低于帐面价值的差额,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帐面价值,余下的投资成本低于帐面价值部分,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。

11.3 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帐面价值时,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 12000 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)	\$ 22080
贷:现金	\$ 10080
应付债券	\$ 12000

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)	\$ 2112
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,如按照会计分录入帐、编

制合并资产负债表等与收买 100% 股份相同 ,不再赘述。

11.4 联营法与合并业务的会计处理

11.4.1 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起来。

仍沿用上一例资料 ,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(100% 权益) ,双方普通股面值差额 3600 美元作为 *P* 公司超过面值的实收股本入帐 ,*S* 公司的留存收益作为一个单独项目转入 *P* 公司留存收益帐户。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 <i>S</i> 公司投资	\$ 20 400	
贷 :实收资本— <i>P</i> 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— <i>P</i> 公司		\$ 2 400

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(<i>S</i> 公司)	\$ 18 000	
留存收益(<i>S</i> 公司)	2 400	
贷 :长期投资——对 <i>S</i> 公司投资		\$ 20 400

11.4.2 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。

11.5 商誉的会计处理

11.5.1 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按贴现现金额计价等。

11.5.2 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。

11.6 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。

11.6.1 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帐时,其“对被控股公司投资”帐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帐户,被控股公司帐上仍保持净资产的帐面价值,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,并调整记入投资帐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帐户,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帐。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帐时,其“对被控股公司投资”帐户上应按投资的成本入帐。被控股公司经营发生收益(或亏损),控股公司不予确认,也不予入帐,直至被控股公司发放股利时才作为投资的收入入帐。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。

11.6.2 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:

(1)S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)	\$ 1440
贷:长期投资—对S公司投资	\$ 1440

(2)收到S公司宣布的股利时。

借:现金	\$ 1440
贷:其他应收款—应收股利(S公司)	\$ 1440

S公司应作如下会计分录:

(3)S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	\$ 1440
应付利润—少数股权	\$ 360

(4) 支付股利时。

借: 应付利润—P 公司	\$ 1440
应付利润—少数股权	\$ 360
贷: 现金	\$ 1800

2. 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,应分析有关帐户,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”帐户相对应的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	\$ 1881.6
管理费用—S 公司	\$ 249.6
固定资产(净额)—S 公司	\$ 1728.0
商誉	\$ 1900.8

贷: 长期投资—对S公司投资(P公司)

\$ 5760.0

其中1728美元(1920—192)为固定资产增值未摊销部分,1900.8美元(2112—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帐户。

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)

\$ 19468.8

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19468.8美元[(18000+2400)×80%+4588.8-1800×80%];少数股权为3720美元[(18000+2400)×20%-1800-×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1680美元(子公司本年度利润总额8400×20%)。

(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

关键词 *key word*

税务专案(*Tax Planning*)
公司分割(*Spin - off*)
资产出售(*Sell - off*)

本章概要

- 1)中介顾问
 - 篇首案例 扬斯顿钢管公司收购案
 - 收购经济人与财务顾问
 - 会计师事务所
 - 律师事务所
 - 投资集团
- 2)企业购并的人事安排
 - 购并后的人事安排
 - 就业问题
 - 养老金问题
- 3)企业购并后的经营管理
 - 购并后的经营问题；
 - 购并后的协同与整合问题；
 - 购并后的理财手段；
 - 购并后的经营策略调整。

本章目标

在学完本章内容以后 ,您将能够 :

- 1)掌握企业在购并后如何进行人事安排 ;
- 2)理解企业在购并后 ,如何进行经营管理 ;
- 3)了解中介顾问在收购过程中的地位、作用。

12.1 中介顾问

12.1.1 篇首案例 扬斯顿钢管公司收购案

美国扬斯顿钢板钢管公司(*Youngstown Sheet&TubeCompany*)——70年代美国排名第八位的钢铁公司 ,拥有三个主要的炼钢厂 ,两个座落在该公司总部所在地俄亥俄州的扬斯顿城 ;一个位于印第安那州密歇根湖的南端。该公司还拥有煤矿、铁矿业务以及一个生产和销售油田钻井设备的子公司。

1. 经营历程

(1)1956 年 ,扬斯顿公司试图兼并伯利恒钢铁厂(*BethlehemSteel*) ,因1958 年反托拉斯裁决 ,未成。

(2)60 年代中期改造自身企业 :

- ①改进在印第安那港的炼钢厂 ;
- ②改造在扬斯顿城的两家较陈旧的炼钢炉 ;

(3)60 年代末 ,投资约 5 亿美元建起氧气炼钢炉、鼓风机、冷轧厂以

及在 80 年代中期仍属先进的 84 英寸热轧厂。

2. 经营失败原因

- (1) 技术落后于其他同行企业；
- (2) 生产赢利不高；
- (3) 新轨钢厂初期操作问题；
- (4) 进口钢材和国内钢材销售日益不佳。

这种公司的普通股的价值下降到 3.08 亿美元不足公司净资产帐面价值的一半,使扬斯顿成为兼并袭击的主要对象。

3. 购并过程

- (1) 挫败了西格约尔集团公司(*Signal Companies*)的兼并企图；
- (2) 击退了赖克斯公司(*Lykes Corporation*)的两次收购要求；
- (3) 寻找“白衣骑士”未果；
- (4) 最后由扬斯顿公司于 1962 年 2 月同意被赖克斯公司兼并；
- (5) 方式：一笔价值 5.40 亿美元复杂的企业证券交换。

4. 赖克斯公司背景介绍

- (1) 综合型兼并企业的后起之秀；
- (2) 经营范围不广,规模不大；
- (3) 在经营海洋运输业方面颇有成就,并涉足保险业、银行业和电子工业。

5. 购并后整合运营失败

赖克斯公司为收购扬斯顿公司的普通股,新增债务 2.37 亿美元,新发行约 2.25 亿优先股。每年的利息和管理费用达 3200 亿美元。扬斯顿公司在被收购之前,每年支付的股息为 1900 万美元。

1970 年—1973 年,即在扬斯顿被兼并之后,平均每年收入还不足以支付被兼并时借债的利息与管理费,经营不断亏损。其主要原因：

(1) 扬斯顿公司大批有经验的高级职员因年龄和对赖克斯公司许可的“金色降落伞”补偿金不满,而纷纷离职。1968 年扬斯顿公司的 15 名高级职员到 1974 年只剩下两名,新被任命的管理人员在经验和管理能力方面不足。

(2) 从赖克斯公司挑选出的人员在担任扬斯顿公司的首席执行官期间,大部分时间都在赖克斯公司在新奥尔良市的总部,其遥控管理扬斯顿公司的效果自然不佳。

(3) 扬斯顿公司的利润一直居高不下,而赖克斯公司又急需资金,使扬斯顿公司被迫过度缩减开支。在兼并后的七年里,赖克斯公司把来自扬斯顿公司的纯收入的 80% 作为股息留下,且先前计划改造俄亥俄州的扬斯顿公司两家工厂的事宜一直没有兑现。

(4) 扬斯顿公司的生产效率每况愈下。工厂资金开支一减再减,无力拥有主要设备的零配件存货,当新型的轧钢车间出现技术故障,没有备

件加以修理替换时,只好停工停产,等待生产备件进行修理。

这种自上而下的官僚式管理打消了职工的积极性,以致其先进的设备利用率只有68%,而附近的小厂则高出2%。这使得虚弱的扬斯顿公司无力对付1975年大萧条之后美国钢铁市场的不景气和国际市场竞争的压力,不得不进行了又一次的兼并。

赖克斯公司对扬斯顿钢铁钢管公司购并后整合运营的失败从反面告诉我们,兼并对于被购并的企业不一定仅是灵药,有时也会是一枚“毒丸”。

“创业难,守业更难”。体现在购并之中的含义在于一个企业在完成了对目标企业的兼并收购之后,并不意味着收购企业或被收购企业就会一帆风顺地经营下去。相反,有时会因兼并之初的盲目或兼并之后的经营不善。而使之步履维坚。从扬斯顿公司收购后经营失败的案例中,我们可以得到以下启示:

(1)必须尽快确定购并后企业的经营方向,同时配合收购企业的经营发展战略,找出两者最佳的结合点。积极引导被收购企业的战略部署,纳入收购企业的统一规划,才能发挥出更大的效益。

(2)对于被收购企业高层管理人员的去留必须做好认真的安排,像扬斯顿公司几乎85%的高层管理人员流失,使得原公司的管理体系在短期内解体,加之新任总裁的懈怠,可预见公司的发展前景不会很好。

(3)收购之后企业可以说依然是一个独立的经济实体,这就是企业利润最大化的目标依然存在,并且还是企业的发展目标。无论是在“金色降落伞”下,而是依靠“白衣骑士”企业都必须以自身实力的发展壮大为前提。

不可否认,购并是企业占领市场的一条捷径,它与新建企业相比明显占优势。并可以充分利用原有企业的生产设备、专门技术、产品品牌、销售网络、原材料供应渠道、管理经验与企业文化等,大幅度降低企业发展的风险与成本,尤其是当企业决定向另一个陌生的行业拓展时。但购并后的整合运营却是不容忽略的,当一个完全独立的企业进入另一个企业之时,难免会产生“抗体”,如何尽快消除对抗因素,使之迅速融合,还有很多值得我们去探讨的地方。

12.1.2 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,仍是稍有不逮。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。

3. 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。

① 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。

② 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。

① 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。

② 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。

③ 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。

- ①基于预测,审定收购兼并后对公司的影响。
- ②评估财务及经营上协同作用及对公司福利总水平的影响。
- ③分析出现的费用摊销的影响。
- ④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。

- ①制定与对方公司进行谈判的策略与技巧。
- ②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。

4. 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。

- ①与同类上市公司进行类比分析与估值。
- ②与同类已被收购的公司进行类比分析与估值。
- ③折扣现金流量的分析与估值。

(3)协助决定最佳的销售策略。一般这项工作由以下各方面因素决

定。

①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。

②公司内部资料的敏感性。

③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。

①联络已选准的潜在买方,发出简单的概要文件。

②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。

①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。

②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。

①卖方及卖方的财务顾问从要约报价情况决定接受哪一家。

②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。

4. 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。

①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。

②帮助买方确定潜在收购目标的备选名单。

③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。

④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。

⑤帮助买方决策最佳筹资方式。

⑥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。

⑦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。

①帮助搜集袭击者的有关信息及公司资料。

②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。

③帮助目标公司筹措资金用于反击。

④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。

⑤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。

12.1.3 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,被称为五大会计师事务所,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。

12.1.4 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。收购本来就不是项容易的工作,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。

12.1.5 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。

12.2 企业购并的人事安排

12.2.1 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 ,而实现对它的控制。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,股权转移后,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。

12.2.2 就业问题

就业问题在公司兼并与收购过程中是一个非常重要的问题,同时也是一个非常棘手的问题。它直接关系到被兼并公司人员,包括职工和管理人员的切身利益,在兼并与收购前的谈判阶段和兼并后的开始阶段都将面临这一问题。

在谈判阶段,双方公司的高层管理人员应该重视并着手处理这一问题,以便找出相互之间不受能协的冲突,确定双方公司管理人员的风格是否能够和谐地相处,如果不能的话,应该怎样才能使他们和谐地相处。此外,在兼并后,公司过去的权力划分和报告制度也要随之发生变化,因此,应该充分考虑在新的公司中应该建立什么样的权力划分模式和报告制度,这关系到接管之后,公司是否能够正常地运行,因而也是一个非常重要的问题。

在兼并和收购完成之后,就业问题依然存在。从收购方的观点来看,其目标是以一种友好的方式吸收目标公司的原有职工和管理人员。然而,这可能是非常困难的,收购方有时不得不根据公司发展的需要决定哪些人留下,哪些人应该离开。因此,目标公司的职工和管理人员常常把兼并看成是对他们工作的一种威胁,兼并对他们来说充满了不确定性和不安全感。这可能会使他们感到不满意,最终导致他们过早地退休或辞职。

研究表明,收购后很快离开的人往往是那些受市场欢迎的技术人才,特别是一些高级技术人才,而这种类型的人正好是收购方在成功地完成兼并之后需要留下来的人。因此,收购方确定目标公司中哪些人是关键人员,并设法把他们挽留下来是非常重要的。有时即使向这些人作出保证,保证他们的工作不会受到威胁,也不能被他们接受。要希望这些人能够留下来,一般可以向他们提供最低工资保证,并答应他们,在不久的将来,他们新的公司中一定能够得到升迁的机会。这些措施对说明在新的公司中有才能的人都将有好的发展机会,是非常重要的。此外,还要使他们感到,有才能的人都能够新的公司中找到他们要追求的事业。

一旦当技术和人才继续留在公司的问题得到解决之后,接下来要处理的就是被称为“无用之人”的那一类人员。这类人员一般都是缺

乏工作能力、没有创造性和不适应市场需要的人,因此,他们一般都不愿意离开公司,但又不是公司需要的人。处理这类人的方法是将其中的部分人员保留下来,重新安排他们的工作,其余的人则遣散掉。需要注意的一个问题是,在收购或兼并一家公司的时候,原公司中的雇用合同也随之划拨过来,因为虽然更换了股东,但作为雇主的公司仍存在,收购方一般不能因此而选择哪些人留下来,哪些人该离开,所有的人都将随公司转移过来。在英、美等国的就业保护法规中对此都有专门的规定。当然,如果工作条件发生了大的改变,那么雇员则有权通过辞职来终止就业合同。如果雇主由于经济、技术或组织原因需要解雇职工,只要其行为是合理的,那么也被认为是公平的。在这种情况下,法律规定应该向雇员提供遣散费。

处理员工遣散的程序包括在英国的《就业保护法》中,该法规定,在遣散职工的时候,雇主有责任事先征求工会的意见,征求意见的最迟期限取决于解雇职工的人数。如果人数在10~99之间,那么最迟在第一次解雇生效之前30天应向工会征求意见,如果涉及的人数在100人以上,那么最迟期限则增加到90天。如果公司不遵守这一规定,工会可以向经济法庭提出申诉,如申诉得到法庭支持,那么法庭将通过采取保护性裁决来保证被解雇职工的利益得到补偿。公司有责任在保护期内继续向这些被解雇的职工支付正常的工资。雇主在向工会征求意见时,应当向工会提供相当数量的书面资料,其内容包括:①遣散的原因;②计划遣散的人数和这些人的简介;③打算采取的选择解雇职工的方式;④打算采取的执行解雇的方式。

在英国的《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作了详细的规定。一般情况下,一个人必须至少工作两年,每周工作16小时以上,或者至少工作5年,每周工作8小时以上,18岁之前的服务年限一般不计算在内。利用完全的服务年数乘以以各年为基础的周工资,来计算遣散费。例如,在各个完全的服务年数中,职工的年龄在41~60岁(女)或65岁(男)之间,那么应得到的遣散费是:周工资 $\times 1.5 \times$ 完全的服务年数;在年龄为22~41岁之间时,应得到的遣散费是:周工资 \times 完全的服务年数;年龄在18~22岁之间时,应得到的遣散费是:周工资 $\times 0.5 \times$ 服务年数。此外,还对计算遣散费的最大服务年数和周工资的上限作了规定,分别是20年和每周152英镑。

上面我们以英国为例介绍了西方国家在兼并和收购中,对被兼并公司职工的处置问题,这是以发达的劳动力和健全的社会保障体系为前提的。

12.2.3 养老金问题

在考虑收购和兼并中将要涉及的养老金问题之前,首先有必要对养老基金作一简单介绍。养老基金从本质上说是一种退休福利计划,其目的是在其会员退休以后,向他们提供养老金和其他津贴。养老基金一般是通过信托契约的形式结合在一起的。信托契约规定了信托基金的建立、受托人的指定及其权力和对计划的总体执行等问题。通常以一个解释性的小册子来说明信托契约的主要特性,将小册子散发给会员。向会员提供的养老金通常包括退休金和“在职”支付;“在职”支付一般是由于在职死亡、由于事故造成损失或永久失去工作能力而造成的。此外,许多基金还向其会员提供用他们每年的年金折算成一次总支付的权利,有些基金还允许其会员减少部分年金。

在美国和英国,绝大多数养老基金都是“核准免税的基金”,即可以免除收入税和资本收益税。一般必须事先向税务当局申请,才能得到免税。法律规定,基金开业之后就不能停止信托,还规定了最多允许支付的养老金数额,目的在于防止有人利用养老基金逃避税收。

养老基金受托人的责任是,通过投资和运用雇员和雇主认缴的资金,使其增值,以此保证满足对基金的将来需求。一般可以有以下两种方法来实现这一要求,一是通过购买保险单来提供足够的保证金,二是直接投资于各种有价证券以便得到收入。实际中通常是将上述两种方法结合起来运用。

虽然受托人的任务是保证足够水平的投资,但是要准确地计算每个会员需要认缴的资金数通常是不可能的,因为证券的收益水平和利率水平、基金中有多少人将要达到退休年龄和他们的生存率等都是不确定的因素。由于这些不确定性,因此需要定期对基金进行精算评估,以便确定基金的状况。

在大多数公司兼并和收购中都要涉及到养老金问题,而且在通过收购股票兼并和通过收购资产兼并这两种情况下,需要处理的问题是不同。如果通过收购股票来兼并另一家公司,那么被兼并方的全部养老金计划都要随着公司转移到收购方。然而,收购方很可能希望对其进行某些改变,使之与现有雇员的养老金计划相一致。这可能是比较困难的,因为被兼并公司的养老金计划与现有雇员的养老金计划,在有关认缴额和养老金支付上不可能是完全一致的,降低养老金的支付或增加认缴比例都可能会导致职工的不满和反对,特别是在人员队伍不稳定的时期更是如此。为了使所有各方都感到满意,收购方可能不得不重新购买养老基金,使各方的养老金拉平。

在资产收购的情况下,只是转移部分劳动力,因此需要做出专门的安

排。有许多处理这一问题的方法。其中的一种方法是,让目标公司的职工退出他们目前的计划,加入收购方的养老福利计划;另一种方法是,把基金以及由此而产生的养老金从目标公司的计划中转移到收购方公司。这就要涉及到计算有多少归那些职工所有的基金需要转移。这可能是一件很困难的事,因为精算评估依赖于精算师的假设,不同的假设可能会产生不同的估价结果。为了解决各精算师之间可能产生的不一致问题,通常需要在兼并协议中指定一个仲裁人员来对此作出裁决。

由于养老金计划的形成关系到职工的福利,因此在兼并情况下,受托人和工会有必要仔细地检查基金的状况。然而,工会特别是职工本人通常更关心由于兼并而产生的不确定性,特别是对他们工作的影响。职工代表应该努力保证在出售方和收购方之间的谈判中,充分讨论职工享受养老金权利问题。工会还应该注意的另一个问题是,在兼并前的短时期内,养老金计划是否作了改变,因为可能会发生这样的情况,目标公司的某些高级管理人员由于得知内情,可能会借此机会增加他们自己享受养老金的权利。

12.3 企业购并后的经营管理

12.3.1 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。

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。

12.3.2 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行动,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。

12.3.3 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,因此需要相应的进财手段相配合。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個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。

12.3.4 购并的经营策略调整

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。

1. 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氰胺集团 *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并企业控制权后,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。

2. 购并后的经营重点

企业被购并后,员工们对公司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。

3. 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国的研究中心。

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、财务专家和各种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。

要点回顾

1)收购经济人在收购中肩负以下任务:筹划兼本交易、参与交易谈判、监督公司的经营;

2)在人事安排上应注意以下工作:被购并企业主管人员的选派、购并后人员的沟通、必要的人事调整、稳定人才;

3)企业购并后的经营管理,包括经营管理、购并后的协同与整合问

题、理财手段、策略调整等方面。

案例及应用

根据以下案例讨论：公司在制定购并计划与购并策略时应考虑哪些因素？

两个公司想通过股权交换进行兼并。它们是在业务上毫无关系的两个行业，所以不具有协同效应。公司 A 股本 0.01 亿股，每股 \$ 40；公司 B 股本 0.03 亿股，每股 \$ 20。每个公司都无负债。公司 B 拟以每 2 股新股（每股 \$ 20，总计 \$ 40）换公司 A 1 股，每股 \$ 40（在此案例中无收购溢价）。每个公司的总市值是其在可能的三种经济状况下市价的加权平均值。例如，公司 A 的价值计算如下：

$$\text{公司 A 的价值} = 0.4(0.5) + 0.5(0.36) + 0.1(0.2) = \$ 0.4 \text{ 亿}$$

公司 B 的价值计算也可如此处理。混合公司的价值是其各自价值的加总。混合后的公司总市值为 \$ 1 亿（= 0.4 + 0.6）。因为有 0.05 亿的股本，所以每股 \$ 20（= 100/5）。

假设有一个股东兼并前持有公司 A 的 1 000 股股票、公司 B 的 500 股股票。其股票价值为

$$\$ 50\ 000 = (40 \times 1\ 000) + (20 \times 500)$$

兼并后，这个股东持有公司 B 的股票 2 500 股（原先持有的 500 股加上以 1 000 股公司 A 的股票换来的公司 B 的股票 2 000 股），兼并后的公司总市值依然是 \$ 50 000（= 20 × 2 500），股东的权益并未改变。

第4篇 公司购并策略

第13章 购并策划

第14章 购并策略

第15章 杠杆收购与垃圾债券

第16章 购并中的投资银行与反购并策略

了解公司购并的基础知识、购并运作的程序等的前期准备工作，还需要在购并过程采取适当、正确的技巧、策略，这些策略、技巧的运用，在收购的进程中往往能起到“奇兵”的作用。

关键词 *key word*

数据流(*Datastream*)
伊斯忒尔(*Extel*)
投资回报率(*Return on Investment ROI*)
净现值法(*Net Present Value NPV*)
现值指数法(*Net Present Value Ratio NPVR*)

本章概要

- 1) 市场预测
 - 篇首案例 *Koppers* 公司对 *BNS* 的反收购法律策略
 - 购并前的信息收集
 - 购并的市场分析与预测
- 2) 积极式收购与机会式收购
- 3) 购并策划
 - 购并计划
 - 提出与明确购并目标
- 4) 决定购并策略的因素
 - 确定购并对象
 - 挑选评估机构
 - 选择购并方式
 - 选择购并中介
 - 公司自我评估
 - 备选目标情况分析
 - 购并依据分析
 - 购并可能性分析
 - 经济效益与社会效益评估

本章目标

在学完本章内容以后,您将能够:

- 1) 理解购并前如何进行市场预测;
- 2) 了解购并策划的内容;
- 3) 理解决定购并策略的因素;
- 4) 了解积极式购并与机会式购并的含义。

13.1 市场预测

13.1.1 篇首案例 *Koppers* 公司对 *BNS* 的反收购法律策略

BNS 公司是一家合伙公司,是由英国的上市公司 *Beazer* 与美国专事投资银行及证券业务的 *Shearsonlehnman* 公司和 *Countynatwest* 有限公司共同组建的。

KOPPERS 公司是一家总部位于宾夕法尼亚州的匹兹堡市的美国上市公司。

KOPPERS 公司对 *BNS* 的收购,主要采取了两项法律措施,即诉讼证券交易法及反拉托斯诉讼法,对 *BNS* 的收购起到了一定的反击作用。虽然最终以失败告终,但却给我们留下了深深的启迪。

在融资问题上,*BNS* 作了充分准备,它开辟了三条融资渠道:股票融

资、SLBHI(SHEARSON 公司的子公司)融资和银行融资、股票融资,即向 BRIGHT 公司(一家生产混凝土集料的公司)发行 A 级优先股, BRIGHT 公司以现金和其拥有的 KOPPERS 股票进行购买,银行融资,即通过花旗银行为牵头行的辛迪加贷款融资,本次收购耗资甚巨,最终完成要约所需资金高达 17.3 亿美元,但多条融资渠道为其收购成功奠定了良好基础。

依法律规定, BNS 完成收购的方式有两种,一种是与目标公司达成合并协议,这种方式下因 KOPPERS 公司董事会同意合并,于 BNS 最为有利;另一种方式称 Short - Frommerger,这是由州公司法规定的当母公司拥有了公司的绝大多数股票时将该子公司并入母公司的特别规则,它通常由三个步骤完成:母公司通过合并协议,给所有子公司寄送一份合并方案副本,向州务卿提交合并协议并由其签发合并证书。这一类型的合并无需目标公司董事会和股东大会的批准,较之普通合并更为节省金钱和时间,如果 BNS 要采取这种方式,其前提是通过要约能获得 90% 的 KOPPERS 股票。

发出收购要约后, BNS 总裁便频频致信 KOPPERS 公司总裁,表示股票收购价格可以商量,希望能就合并问题进行会谈。

BNS 自 1987 年 10 月始,经半年的市场活动,到 1988 年 3 月,已握有 7.5% 的 KOPPERS 普通股,1988 年 3 月 3 日, BNS 便以高于市价 2 美元的价格发出了收购要约,试图收购 KOPPERS 公司的所有股票,包括面值 1.25 美元的普通股,面值 100 美元的累积优先股以及根据 1986 年的权利协议(Rightsagreement)股东享有的优先股购买权。

面对 BNS 的收购攻势, KOPPERS 公司运用如下法律策略进行了反击。

1. 诉诸证券交易法

1987 年 3 月 11 日, KOPPERS 公司向美国宾夕法尼亚法院提交了一份题为 KOPPERS, V. AMERICAN EXPRESS 的起诉书,该起诉书将 AMERICAN EXPRESS, SHEARSON, SLBHI, BNS, BRIGHT 和 BEAZER 等公司列为被告,原告诉称,被告在收购过程中违反了 1934 年第 7. 10(b)、7. 14(d)和 7. 14(e)条以及有关细则。

起诉书特别指出, SHEARSON 和 AMERICAN EXPRESS 是证券交易法第 14(d)条所称的“收购者”(Bidder),因为收购要约是由他们发出或为他们的利益而为的,但是要约并未公开他们的财务及其他信息,此外,上述两被告都因未向 SEC 提交表 14D—1 而违反了第 14(d)条,再次,收购要约还因为公开下述信息而违反了第 14(d)与 14(c)条:① SHEARSON 公司的一家子公司因诈骗活动已服法;② 某些被告及其雇员面临法律诉讼和 SEC 的调查;③ 有关的经纪公司及其于公司的信息;④ SHEARSON 公司有权不提供某些贷款的信息。

起诉书进一步指出,已提交的表 14D—1 系重大错误和误导,因为它

未揭示：①融资条件模糊而富投机性；②这些条件违反了证券交易法第七条的保证金规则(*Marginrule*)；③SHEARSON 公司在 1987 年 10 月 17 日到 1988 年 3 月 3 日购入并卖出了 KOPPERS 股票；④SHEARSON 曾愿向 KOPPERS 公司提供反收购帮助；⑤存在刑事、民事或行政的调查，因此，这一行为违反了证券交易法 14(d)和 14(e)条，起诉还称，上述第三点违反证券交易法禁止内幕交易(*Insidertrading*)的第 10(b)条。

KOPPERS 公司请求法院禁止被告继续收购要约，并要求被告赔偿损失。

可见，作为目标公司的 KOPPERS 公司对收购公司做了周密的调查和研究，从中找出其中的失误和违法之处，在法院加以有力攻击，作为反收购的一个重要战略，由于美国的证券交易法对信息公开给予充分关注，因此这一诉讼措施十分有力。

2. 诉讼反托拉斯诉讼法

KOPPERS 公司提起的另一诉讼是继美国反托拉斯诉讼后在加利福尼亚中区地区法院提起的反托拉斯诉讼，KOPPERS 公司请求法院发出禁令，禁止 BNS 完成要约，这一诉讼暂时顶住了 BNS 第二次提价的压力。

1987 年 3 月 18 日，司法部反托拉斯局向加利福尼亚中区地区法院提交了题为 *UNITED STATES V. BNS INC. AND GIFFORD - HILL & COMPANY* 的起诉书，这一诉讼为民事诉讼，反托拉斯局诉称，BNS 和 GIFFORD - HILL 公司各在加州的 IRWIDALE 拥有用于提炼、加工和销售混凝土集料(*AGGREGATE*)的设施，而集料的加工和销售构成了克莱顿法意义上的“商业流程”(*Line of Commerce*)；其次，两被告生产的集料均在 IRWIDALE 销售，一旦 BNS 收购成功，控制了 KOPPERS 公司在 IRWIDALE 的集料厂之后，该地区集料市场的竞争将被实质性减弱，反托拉斯局请求法院发布禁令，要求被告分散他们的已有利益或即将获得的 KOPPERS 公司 IRWIDALE 集料厂的利益。可见，这一诉讼的目的不在于制裁，而是通过改变市场结构性质来恢复竞争局面。

在民事反托拉斯诉讼中，迅速处理案件和减少双方诉讼费用开支的方法是反托拉斯局与被告之间就如何解决问题达成一项协议，根据协议，被告将停止进行政府所指控的违法活动，如果双方同意，地区法院将就双方协议的判决意见归档备案，如该意见获得法官批准，法院就会发布一个“同意令”(*Consentorder*)。

BNS 按照上述要求进行了操作。达成的协议和同意令要求 BNS 和 GIFFORD - HILL 出售他们已有的集料厂或将获得的 KOPPERS 公司的 IRWIDALE 集料厂中用于集料提取、加工、销售的所有动产、不动产利益分给一家或多家买主，该项销售须于 1989 年 1 月 1 日之前完成，如果期满仍未完成，法院将任命托管人(*Trustee*)进行此项交易，在资产出售前，命令要求 BNS 和 GIFFORD - HILL 公司继续正常经营，维持公司资产良

好状态。此外,同意令还涉及出售资产的方法与帐簿的维持与检查条款。

1974年的反托拉斯诉讼程序和惩罚法对同意令程序规定了几项公开措施,协议判决和书面评论以及政府对此的任何反应须在地区法院归档备案,并且至少得在协议判决生效前的60天公布在“联帮登记报”上,备案和公布的材料是一份能表明协议判决对竞争的影响的报告(Competitive Impactstatement),其他内容应包括在有关协议判决对竞争的影响的简要陈述内,具体有六个方面:①这种程序的性质和目的;②它宣布的违反反托拉斯的做法;③这种救济方法对竞争的预期影响;④被告违法行为的受害者的私人救济措施;⑤协议判决的修改程序;⑥对协议判决的评论。

协议判决在发表后60天内并不成为最后判决(Finaljudgment),因此,自判决发表后60天内,公众可以就这些问题向反托拉斯局发表评论,反托拉斯局必须予以答复,至BNS与KOPPERS公司订立合并协议时止,这一判决尚未生效。

13.1.2 购并前的信息收集

企业购并活动中的信息比一般商品市场的信息重要得多。企业购并的实质是资产存量的流动、生产要素的重新组织、产品结构的调整。这就犹如一项系统工程,需要设计几个方案。这些方案需要在掌握大量信息的前提下,反复进行比较、筛选后才能产生。为此,企业在进入购并市场前,至少应搜集与掌握如下的一些信息资料:①企业购并的市场趋势及其市场条件、社会保障、法律环境;②企业购并的前提条件、程序与形式;③企业购并中的中介机构及其资产评估与资产处理;④同行业企业等待购并者的数量及分布范围和不同行业企业希望被购并的情况;⑤等待购并企业的规模、经营管理组织模式、主管部门的态度;⑥购并行为的可行性以及购并后善后措施的大概情况,等等。总而言之,企业在进入购并市场前,主要是搜集购并的各种市场机会、新技术的发展趋势、购并的竞争伙伴、中介方、政府及市场环境等各方面的资料、数据等,借以分析判断,权衡利弊。

我国改革开放初期的企业购并,主要是同行业、同地区间的购并。由于资产存量的流动范围比较狭窄,操作既过于行政化又不规范,信息多是纵向传递的,反馈很慢,信息量也很有限。同时,由于企业的市场观念与利益观念还没有真正建立起来,也不可能深切感受到信息的重要性。随着市场经济的发展,企业市场观念与利益观念的建立,跨行业、跨地区的购并市场的发展,购并信息的搜集工作将会愈来愈得到企业的重视与加强。

一个公司如果具备进入购并市场的资金、信誉、经营状况,并且具有

较强烈的购并意向,应当如何开展购并前的信息搜集工作呢?如果购并的目的旨在获得额外的市场占有率,购并方对于主要竞争对手、目标企业的一举一动都要了如指掌。购并方若对这些信息一无所知或知之甚少,应当通过行业公会、企业协会或专业性咨询服务机构进行咨询,通过参考商业目录和本行业的报刊等途径得到填补,可以从银行获得金融信息,必要时可以聘请专家进行估算与预测。例如在英国,如果购并方想了解竞争对手或被购并方是一家上市企业(或是一家大的私人企业),就可以从数据流(Datastream)和依期忒尔(Extel)信息服务及金融出版物中得到有关信息。

1. 政府部门

主管部门往往掌握一部分有关企业本身的信息资料,同时,还可以收集一些政策对于购并政府、贷款政策、资产管理政策、土地使用政策等与购并有关的资料,减少购并的盲目性。

2. 咨询服务机构

一个优秀的咨询服务机构,除了备有国家的各种法律、法规、政策资料外,还应有健全的企业购并服务网络和强有力的专业人才网络。

向咨询服务机构进行咨询,购并主体可以了解到购并政策与法律、购并程序、购并工作如何开展、购并操作技巧等必备知识,尤其是能掌握目标企业的有关信息,达到信息搜集之目的,为企业进入购并市场服务。

3. 借助于报纸、杂志、广播电视等大众传播媒介搜集目标企业及购并相关信息,也是行之有效的方法之一

市场信息纵然瞬息万变,大众传播媒介也能反映其中一部分。

知己知彼,方能百战百胜。现代经济发展历程用许多鲜明生动的例子向人们展示了信息的重要性。作为市场重要组成部分的企业购并市场,信息作用极大。企业在进入并购市场前,要想了解竞争对手与使用伙伴的情况,就需要采取多种多样的形式与手段搜集信息,采取现代存贮设备充实信息库,为购并作决策参谋。

13.1.3 购并的市场分析与预测

企业在掌握了大量充分的购并信息后,就要接着利用这些信息,对购并市场进行分析与预测。从表面看,在购并中有的企业愿拍卖,有的企业愿购买,一个愿卖,一个愿买,这个过程似乎很容易就能实现。其实在现实生活中,这个问题并不那么简单,因为市场是在不断变化、不断创新之中。在这千变万化中,既有机会,也有陷阱。因此,必须对购并市场予以全面的分析,作出准确的预测。

1. 市场机会与陷阱

市场机会是指在市场上一切未满足的需要,就是客观存在的环境机

会。西方企业家有句名言：“哪里有未满足的需要，哪里就有做生意的机会。”购并市场也是如此。比如：甲企业有新技术，有充足的资金，但缺少发展的适宜场地；乙企业有场地有技术，但缺少发展的资金；丙企业有寸土千金的场地，但没有技术，也没有资金……等等。这一切需要就构成了购并市场的环境机会。而这些环境机会能否变成企业的市场机会，一是要看是否能适应企业的目标和资源，能否使企业扬长避短发挥优势；二是要看企业是否愿意有所作为，勇于行动，把握机会。企业都有自己特定的任务和业务范围，有自己发展的战略。为了得到一个市场机会，企业必须进行专门的调查研究和分析，千方百计地寻找、发掘，看看那些机会是否对企业适用并有利可图。也就是说，一个市场环境机会能否成为企业的机会，要在充分全面分析的基础上才能得出结论。象真理向前迈一步就是谬误一样，机会向前迈一步就会是陷阱。有些企业由于不敢主动出击，很容易就失去了转瞬即逝的机会，也有一些企业由于过于“积极”而陷入困境。这就是市场机会中的陷阱。在购并市场中，因错误地分析前景而买进其他企业，就会给自身的正常发展带来麻烦和困境。常见的情况有：

(1)有的企业出于开展多样化经营的考虑，购并了一些属于其他行业的企业，但对被购并企业内部情况缺乏了解，造成对成本变化的分析困难，对变化的市场条件未仔细研究，错误地认为原来的发展趋势会继续下去。

(2)有的企业出于发展的考虑，但忽视了市场的变化。如某企业为了扩大自己产品的市场占有率而购并了几个生产同类产品的企业，但市场上却出现了用新技术、新设备生产的新产品，原有的产品市场占有率不但没上升反而下降了。这家企业就会因拥有太多的旧设备而裹足不前。

(3)有的企业看到竞争中的被购并方的软弱地位，存在用低价买进大量资产的可能性，但没有充分估计到自身改变这种落后企业的资源和能力做出了错误的选择。

所以，充分全面的市场分析和准确预测，能使企业家保持清醒的头脑和认识。企业家们从市场分析中既可鉴定市场机会，适时选择购并目标，又可留意市场环境的变动，以防落入陷阱，还可及时发展各种创新机会与空间，以便在竞争中立于不败之地。

2. 购并市场环境的分析

从某种程度上讲，企业购并成败的关键在于企业能否适应不断变化的购并市场环境。购并市场环境由企业、竞争对手、公众、市场规则、技术环境、法制环境、经济杠杆等因素组成。这些因素的变化都或多或少地带动整个市场环境的变化。分析购并市场环境的目的，在于寻求有利的购并机会和避免环境威胁。所谓环境威胁，就是购并环境中对企业并购不利的趋势。对此若无适当应变措施，则可能导致企业购并的无序化。下面仅就购并市场环境中的一般性因素进行分析与预测。

(1)企业。一个企业的购并不是孤立的。作为购并主体的企业要面对购并市场中众多的竞争者与挑战者。企业作为购并主体,受利益原则的驱使,往往会存在“不识庐山真面目”的局势而误入歧途。所以企业既需要分析自身能力和资源,也要分析目标企业的内、外部情况,还要分析市场变化的趋势和走向,这样才能做出正确的决策。企业最高决策层对企业购并的目标、任务、战略和政策起决定作用,它只能根据自身实力作出各项决策。购并势必影响企业的产、供、销、人事、资产、职工福利等多方面的变化并在购并方或被购并方内部引起矛盾。这些企业内部环境的变化对购并市场环境必定造成一定影响。

(2)竞争伙伴。每个企业在购并活动中,都面临着几大类型的竞争者:①平等竞争者,即购并市场中某一相同市场机会下的几个竞争者。平等竞争者的存在会影响到购并价格,尤其是购并方的竞争者的增加会使购并的价格随之上涨。②敌意竞争者,指对某一企业的购并市场机会进行包围性竞争,通过包围性竞争破坏该企业的市场机会,抬高并购费用。③同一购并形式的竞争者及赞成同一购并形式的竞争企业,同样愿意以承担目标企业债务的方式进行竞争。④同行竞争者,即竞争方与此企业是同一行业,如甲、乙两厂均系纺织行业,同时竞争要求被丙厂购并。现代购并市场竞争激烈,竞争种类繁多,在竞争中取胜的关键在于知己知彼、扬长避短、发挥自身优势。因此,对竞争伙伴的分析和预测十分重要。

(3)公众。公众是指对一个企业实现购并目标的能力具有实际或潜在在利害关系和影响力的任何团体与个人。购并企业面临的公众包括以下几类:①金融公众,指关心并可能影响企业购并获得资金能力的团体,如银行、投资公司、证券交易所等。这类公众对企业的购并具有重大影响,因为它们的实力非常强大。②政府,指有关的政府部门。企业在制定购并计划时必须充分考虑政府的发展政策与目标,以便在购并中正确处理与政府的矛盾。③内部公众,指参与购并企业的员工。因购并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,内部公众对购并市场环境影响很大。④大众传播媒介,主要指广播、电视、电台、报刊等传播媒介。它们能沟通信息渠道,反映购并动态,传递并购信息,对企业购并具有重要作用。

(4)技术环境。由于新技术革命的兴起,为许多新的行业带来了新的市场机会,也冲击和淘汰了许多行业,形成了相应的市场陷阱。每个企业家都应密切关注技术环境的变动和发展趋势,以便一方面抓住新的市场机会,一方面防止在购并市场上落入陷阱。

(5)法制环境。主要是指与企业购并有关的各种法规以及有关的管理机构。企业并购的法制环境在促成购并、防止垄断、改变与规范购并方式方面作用极大,它对带来不良后果的购并具有抵制作用,同时又能有效地促进购并市场应有的繁荣。

3. 卖方市场的分析和预测

在购并市场中,买卖双方市场都很重要。目前,我国除了政府干预的购并类型外,更多存在的是被购并市场即卖方市场,这主要是由于我国长期以来存在着一大批生产经营不善、技术落后、设备陈旧或产品结构不合理需要调整和淘汰的企业,这些企业中的一部分构成了购并市场中的供方,企业购并中的买方市场形势一直看好。因此,对企业购并中卖方市场的分析和预测就较为关键。对卖方市场的分析主要包括两个方面:

(1)当期卖方市场需求的估算。掌握当期的市场需求及本企业的实力情况,是企业制定购并计划和开展购并活动的前提。对企业的决策者来说,通常要估算总的市场需求、地区市场需求、被购并企业在产权交易市场中的占有率。①总市场需求。在一定区域、一定时间以及一定的购并环境和一定行业购并水平与市场要素组合的条件下,将被购并的企业总量算出。估算市场需求时,最重要的是不能把这一需求看成是一个固定不变的量。它事实上是各种条件决定的一个变量,或者说是具体变量的函数。企业购并需求总量是大市场环境变化影响的结果。②地区市场需求的估算。购并所面临的难题之一,是如何选择潜力最大的地区市场。因此需要测算和比较各不同地区的市场潜力。方法有两种:一种是估算主要用于为生产资料生产企业提供购并的企业;另一种是估算主要用于为消费资料生产企业提供购并的企业。这两类企业的需求估算对企业购并十分重要。③被购并企业在产权交易市场中的占有率。各种行业协会通常收集和发表全行业的待购并企业情况。企业可通过这个途径,参照同行业企业进行自我评估。另外还可以通过对市场调查组织向企业提供购并状况调查资料的分析,比较被购并企业市场占有率,了解自己和竞争企业的购并情况的变化趋势。需要强调的是,影响企业购并市场占有率的因素有:第一,企业与竞争者购并价格的差异;第二,企业与竞争者各自不同的优势;第三,企业与竞争者的组织系统功能发达与否。

(2)未来卖方市场需求预测。需求预测的意义和程序。除了一些需求绝对水平或发展趋势相当稳定的行业,或不存在竞争关系(如公用事业)或虽有竞争但处于完全垄断的行业的购并的未来需求预测较容易外,在大多数购并市场上,总需求与企业要求购并数量都相当不稳定。对未来需求的预测是否准确,是企业购并成败的一个关键问题。购并需要越大的企业,对预测准确性的要求也越高,也越需要慎重从事。发达国家一般采用三段式程度来进行购并需求预测:①根据经济周期、失业率、利率、储蓄、投资、政府开支、国家净出口额等情况的变动,得出对国民生产总值的预测;②在上述预测的基础上再进行并购市场预测,即在已知的购并市场环境和既定的购并实力下,购并行业预期被购并市场需求量;③根据本企业的购并市场占有率,作出本企业的购并预测。

(3)企业购并预测的方法。常用的方法主要有:①征求专家与咨询

机构意见。购并企业为分析和预测购并市场形势,常求助于专家或咨询机构估计未来的需求。这些专家包括金融学家、会计师、经济师、律师及行业协会成员。另外,经济预测专业公司也常成为企业购并咨询的对象,因为这些公司较一般企业掌握更多有价值的情报资料,雇有较多的预测专家,较一般企业对市场的需求有更全面的了解。

②时间序列分析。许多企业根据过去的购并情况分析和预测未来购并的发展趋势,通过统计分析的方法证明企业历来参与购并的因果关系,对未来购并的发展趋势作出预测。

③购并方意向调查。在购并的环境和条件既定的情况下,预测购并方可能购买些什么。这在企业购并意向非常明显时作用很大,但往往因购并方的不合作而显得困难较大。

④综合分析内部员工意见。企业内部员工的想法与意向十分重要。企业在参与购并前对内部员工应进行调查分析,把分析结果综合概括,也能得出市场形势发展状况。不过要注意,由于员工个人所处地位的局限性,通常使之意识不到宏观经济的发展变化及其影响以及企业整个经营计划对未来市场购并的作用。如果企业能掌握员工认识的这种片面性,调查的最后修正结果也会相当可信。

4. 购并市场调研过程

企业进行购并调研有两种方式:一是由企业自己的调研部门进行;二是委托企业外的专门调研部门进行。无论采用何种方式,购并的决策者与调研人员都应密切配合,保证调研项目的顺利进行。调研过程如下:

(1)确定问题及调研目标。这是购并调研的第一步。决策者应最了解购并中存在的问题和应作出的决策,也应最了解哪些信息对市场购并决策最重要,而调研人员则最了解如何得到这些信息。

确定问题是购并中最困难的一步。决策者可能知其然而不知其所以然。所以,首先应分析购并中存在的问题是什么。在确定了购并前企业存在的问题后,决策者和调研人员应共同确定调研目标。调研有三种,即探索性调研和描述性调研、因果分析调研。探索性调研是指购并企业对需要调研的问题尚不清楚,无法确定应调查哪些内容,只能收集一些有关资料并进行分析,找出症结所在,然后再作进一步调研;描述性调研是如实地记录并描述诸如企业的购并市场潜量、购并目的及可选性等方面的资料;因果调研则是为了弄清企业为何会走向购并市场等而进行的调研、分析与预测。

(2)制定调研计划。企业购并调研过程中的第二步就是制定调研计划。计划包括以下三方面内容:①确定所需要的购并信息;②收集已发表过的二手购并资料;③收集购并原始资料。

(3)执行调研计划并解释和报告调研结果,为企业购并提供依据。

市场分析与预测是购并中必不可少的一环,这一环的正确与否很可能直接影响到企业购并的成败。

13.2 积极式购并与机会式购并

13.2.1 积极式购并

1. 积极式购并的含义

在积极式购并下,企业可根据购并的目标,制定明确的收购标准。在此标准下,企业可主动寻找筛选出几家目标公司,并开始进行个别购并洽谈。这些标准与条件一般包括:产业类别、企业规模、财务状况、地理位置、技术水平、市场地位等。另外还有一些其他标准,如不从事用人过多的行业、不从事与现有客户竞争的行业。

2. 购并标准的制定

收购标准的制定,并没有一套固定的形式,一般每个决策者针对自己企业的状况与发展目标而制定与自己关系较密切的标准,而且标准的制定,必须能切实反映出策略目标的方向。例如某家生产西服的服装公司,其属于中档西服生产者,现欲扩大规模收购其他服装企业,但在其收购标准的制定上,究竟应定位在购并中档西服生产企业上还是高档西服上呢?这就需要进行细致的考虑。若追求短期效益,则应把目标公司定在中档生产企业,以利用现成营销关系使收购公司的销售量大增。若从长远发展战略考虑,则应定在高档服装生产企业,通过逐步消化吸收,提高企业的产品档次。在短期上,对方的营销关系可能对中档品的销售产生不了帮助,且不易提高目前的产量。因此在制定标准时,应考虑到购并策划上究竟以短期目标还是以长期目标为重的问题。

此外,在制定购并标准时,除了策略性目标外,还需要制定被收购公司的价格范围标准(如要求所购的公司价值在1000万元~5000万元的范围),要根据公司的财务状况而定。同时,在企业进行跨国或跨地区收购时,还需要考虑本身是否有能力和资源去控制并经营好被收购公司。目前许多企业经营管理人才普遍不足,这样在考虑公司收购时,对所收购的公司究竟采取何种经营与控制方式,才能达到自己的购并目标就显得尤为重要。

从理论上讲,收购标准定得过于细致,会失去很多好的机会。但就整体配合性而言,定得越详细,找到的目标公司也最符合策略上的需要。因此通过利用投资银行、会计师或律师事务所等专业咨询机构的帮助,制定出明确的收购标准,才能使收购顺利进行。

一般而言,假如企业将收购标准定得明确,则不需要外界咨询机构的

协助,即可很容易确定出哪几家公司是最好的收购对象,并可主动去找收购对象商谈双方交易的可行性。在主动寻找目标公司时,可能根本无一家公司欲出售,或者不愿花高价钱去收购,这样就一直谈不成,因此只好一直等待合适的被动收购机会。事实上,在某些标准下即使主动寻找到目标公司,亦可能不易谈成。例如,所制定的收购标准若是要百分之百的全额收购,不愿合资,而在一般情况下收购对象多是经营不善的公司,若要求全额收购,则价格常不易谈拢。但是若只想投资目标公司少数股份,而又想取得对方某项资源的配合补充,则业务合作的方式确定不下来,此项交易可能一直无法成交。

对于被动的机会,必须评估该目标公司是否符合既定标准,若符合,才能继续审查其财务报表的真实性和进行其他方面的审查。即使不是完全符合,但可能仍是个求之不得的好机会,为了此机会,企业即需再衡量原来所定的标准,是否值得为此机会而改变。也许整个企业内部人力资源,并不易配合整体策略的改变,因此在做此项调整时应特别予以注意。

寻找一家合适的收购对象,不论是完全的股权收购,还是仅收购部分股权而形成合资企业,开始时应设定许多标准,并且按重要性进行排列,依此标准去寻找,往往交易的成功率比较小。

13.2.2 机会式购并

机会式购并,是指企业在其整体性策略规划里,没有进行具体的购并策划,而只是在被动地得知同业间有哪家公司欲出售,或从专业购并中介机构中得到有出售公司的消息后,企业才依目标公司的状况,结合本企业的策略考虑来进行评估,以决定是否进行公司收购。

因此当企业得到收购机会时,应先评估与其既定的整体性策略的配合程度,若与其既定策略不符,则根本不必去考虑收购。

一般地说,具有强烈成长意识的企业对于被动收购机会的评估,即使策略上不很配合,也应重新评估整体性策略是否可因此而改变,以掌握一个来之不易的成长机会。不过在这种机会式的规划方式下,可能会因为不是积极式规划方式,使收购活动因须调整策略性成长方向而不会很快进行。在机会式购并中,除了对机会的掌握外,还会基于市场竞争威胁的考虑,而必须对与已争夺目标市场的公司进行收购,达到统一市场的目的。

13.2.3 两种购并形式比较

一般而言,在公司购并里,在主动规划去寻求收购对象的方式下,必然花费不少时间、人力去进行筛选与评估,而所选定出的对象可能均不愿

出售,因而往往开价过高。被动机会下的收购,只要卖方开的价钱不太高,交易谈成的可能性就较大。

因此,大致比较起来,主动规划下经筛选、评估所收购的公司,短期上可能价格较高,但就长期而言,由于是经公司长期性策略规划下所选出的收购对象,故策略上的配合度较高,容易产生长久性的综合效益。

不过在被动机会的收购决策里,为防范卖方提供不真实的财务信息,须花费相当多的专家费用作查证工作,而卖方若很久前开始准备出售,不仅可能财务报告不实,而且很多设备均可能缺乏保养,这些均不易在短时间内察觉,投资风险颇大,或须支付较多的专家费用去分析、消化这些风险。一般而言,经营多年的同业公司或上下游企业,不管是采取主动还是被动收购,由于对其公司了解深入,投资风险相对会减少,专家费用也较省,购并也较易成功。

13.3 企业购并的策划

企业购并是一种复杂而又富于技术性的市场行为。在完成对市场的分析及预测的基础上,有关购并的策划技巧正确、实用与否是购并成败的关键。企业购并的策划,主要表现在提出、论证与选择购并方案的过程中。

13.3.1 购并计划

购并计划是购并方案中最为重要的部分。计划首先是从确定购并目标、审查购并战略开始,它要求企业根据企业整体经营战略来确定购并的目标方向。在此之前,有必要对企业本身的长短处和企业的政治、经济和交通、运输等技术环境作出客观分析与评价,规定企业发展和多样化经营方向。就企业自身而言,应主要考虑以下几个问题:①本企业主要从事哪些经营活动?发展趋势如何?②本企业经营目前处于哪一个发展阶段?企业发展的潜力如何?在创新改革中它的经营有何前景?③科技的发展趋势如何?企业将面临哪些机遇与挑战?④企业的竞争地位及今后的变化趋势如何?⑤企业的发展是否要扩展到新的经营领域中去?⑥企业应在什么领域内寻找目标企业?

在以上分析的基础上,企业再提出一组购并标准。在提出购并标准时,主要应考虑以下问题:①目标企业应具有什么样的规模?②目标企业在其所属的领域中应处于一个什么样的地位?③目标企业应该处于什么样的地理位置?④目标企业应具备什么样的技术水平、人员素质?⑥目

标企业应具有怎样的销售网络?等等。在购并标准中,还常常包括一些对行业参数的说明,如预计市场购并的增长率、政府的管制对购并的影响、新企业进入购并市场的难易程度、资金来源以及资本和劳动的密集程度等。此外,管理部门的素质、市场份额、盈利能力、资本结构等标准,也是购并计划必须考虑的内容。

13.3.2 提出与明确购并目标

在购并活动中,无论是购并方还是被购并方,其参与购并所要达到的购并目标一般是:①投资环境良好。尽管目标企业存在着这样或那样的劣势,但只要目标企业的投资环境良好,便可能成为购并方确定的购并目标。良好的投资环境包括很多因素,诸如价格低廉的水电条件、并不昂贵的土地使用价格、优惠的投资政策、便利的交通等。②可利用价值大。比如目标企业有一定面积的闲置土地,有可利用的厂房、办公楼等建筑,在产品结构、新科技项目、技术力量、行业竞争能力等方面具有潜在的可利用性。也就是说对并购企业而言具有相当的利用价值,则可被选为被购并目标。③规模大小适中。优势企业购并劣势企业,在企业规模上也是有明确要求的。规模太大,购并后无法消化,反而遭受损失,被购并“撑死”;规模过小,从效益上讲不合算,无法满足自己发展的需要。只有目标企业规模与购并方企业的现有能力及发展规模相适应,购并才是既高效又合适。④行业相同或相近。同行业较为熟悉,购并操作方法相对简单,购并后企业一般不需作大的调整和改造,能很快得心应手地进行经营管理。同时,产供销环节与渠道更为扩展,使购并后的企业能更快高效地扩大企业规模,利用 $1+1>2$ 的协同效应,谋求企业的更快发展。

在购并市场上,待购并企业多以减少亏损为目的。为减少亏损,需要购并方有能力在企业购并完成后改善经营管理、提高生产效率、扩大市场能力等。为此,被购并方的目标就是要求购并方具有如下优势:①全面调整与改善管理能力。由于企业间原先固有的组织结构、产品结构、资金运用方式等方面的差异,两企业合一之后,存在着一个互相协调的过程。只有购并企业的组织管理系统的运作具有科学性、技巧性、高效性,才能把被购并的企业纳入组织系统之内,使新的企业整体提高生产效率。②产品具有竞争力,能扩展市场。如果被购并方产品无竞争力,购并方产品则应在市场上占有优势。否则,两个毫无市场竞争能力的企业组合后,只能导致经营的失败。③要有购并能力。这种能力包括资金运筹、生产规模、销售渠道、原料供应、社会关系网络等多项内容。待购并企业的目的是为了摆脱困境、转向新的发展方向,投靠一个具有购并实力的企业,借风行船。对购并能力各项指标的考察与评估,是待购并企业必须关注的问题。

综上所述,虽然参与购并活动的双方的动机各不相同,但其主要目标

都是为了减少亏损,或是为了获取高额利润,具体表现为减少风险、扩大市场占有率、提高资金利用率、改善企业经营管理状况等。尽管这些具体目标之间是相互联系的,但对于企业而言,最为重要的目标一般只有一到两个。购并方案的设计是为了减少购并中的盲目现象,因此,明确企业购并目标,应是企业购并寻找利益的最佳选择。

值得注意的是,企业购并目标是企业购并中所要达到的目的,这种目的既包括有形财产方面的增加,也包括无形资产的增殖。有形资产与无形资产具有同等重要的地位,在设计购并方案时应将两者区分开来,不宜混同。国内企业购并中大多把有形资产与无形资产一并接管,笼统计价,实际上抹杀了无形资产的地位与价值。

13.3.3 确定购并对象

确定购并对象,就是通过系统的方法确定一个可供购并的最有希望的企业名单,并根据购并目标与标准,从多种可能性中选出几个最好的可供购并的对象。为此,应首先了解那些潜在的能作为购并对象的企业的特点,并据此列出一份可供购并的企业的清单。这类企业在财务、经营或资产运用上往往具备这些特点:

(1) 资本价值的低估。对于上市公司而言,股票价格是估价公司资本价值的尺度。当一家公司的市值低于其净资产值时,该公司很容易成为被收购对象,因为此时收购成本与新建一个类似的企业相比要低得多,即所谓的“在华尔街打井比在德克萨斯打井更经济”。这种现象往往出现在股市低迷、股价不振的熊市时期。

(2) 企业具有尚未发现的潜质。一家公司具有富有潜质的资源或物业等,或公司具有的部分资产的重置成本低于其市价成本,而这些优势在其经营中未充分发挥,在财务报表上也未反映或充分反映,造成股价偏低。具有这一特点的公司也容易成为收购对象。美国1981年发生的杜邦收购柯诺克公司的案件就是一例。柯诺克公司是一家经营煤炭与石油的公司,1981年前后其股价在43~71美元之间,被收购前的股价约为50美元。这一价格与其经营业绩相符,但与其拥有的煤炭与石油资源储量和物业设备相比明显偏低,因此先后有多家公司对其发出收购要约,最后杜邦公司以每股98美元的标价收购成功。

(3) 企业经营保守。一家实力虽然强,但经营作风保守、经营业绩与其公司实力不相称,同时公司经营的行业又是极具发展前景的企业,容易成为欲以购并完成经营战略转移的企业的俎上鱼肉。

(4) 企业实行多元化经营不当,拥有一批出售后不影响企业现金流量状况的子公司或物业。这类企业最易遭到以购并为经营性套利交易的投机商的袭击。如1986年美国最大的轮胎橡胶制造商因经营过于分散

而遭袭击,最后不得不出售其航空、石油等分部以筹得大量资金来获得反收购的成功,但其袭击者在这次交易中获利近九千万美元。

(5)企业因经营不善或其他原因造成财务困难,而其行业本身发展前景良好。这类企业往往被购并方趁火打劫,却因财务困难往往无力反击,因而此种购并容易取得事半功倍的效果。

(6)公司股权过于分散,容易给袭击者造成可乘之机。如上海延中公司即因股权过于分散而被宝安集团收购19%的股权。

购并方在选择购并对象时,如果是上市公司,除了要考虑购并对象的以上特点外,还应特别注意被购并目标公司的股权结构状况。因为购并一家公司能否成功,关键是看其股东是否接受收购要约,而这往往取决于目标公司的股本结构。在国外,有些公司往往使本公司大量的股份掌握在与本公司具有良好长期关系的企业和个人手中,一旦发生本公司成为收购目标的情况,至少这些关系企业和个人股东不会把股份卖给收购方,这样就能给购并方制造困难以挫败收购。在我国,根据目前情况,股份有限公司的股权基本上由国家股、法人股、个人股三部分构成。国家股一般由这些公司的原上级主管部门或单位持有,因此一般情况下不会接受收购要约,而且《股票发行与交易管理暂行条例》规定,国家股的转让,必须经国家批准。因此,如果目标公司的股权结构中国家股占很大比重的话,要约收购一般没有成功的希望。法人股是法人机构作为公司设立发起人认购的或者是在公司募股时认购的公司股份,在一般情况下,作为公司设立发起人的法人股不会接受收购要约,因为,公司发起人认购的股本数额不少于公司拟发行的股本总额的35%,并且自公司成立之日起三年内不得转让。因此,如果公司股权中法人股占的比重过大,要约收购也不易成功。所以在确定购并对象时应注意了解目标公司的股权结构状况。

13.3.4 挑选资产评估机构

在企业购并中,挑选资产评估机构的目的在于确定企业的交易价格。因为确定企业交易价格很重要,资产评估机构的挑选也事关重大。选择资产评估机构有三个标准:一要看是否具有公正性和权威性,二要看评估能力,三要看合法性。目前在国内评估实践中的资产评估机构,有时是政府的权威部门,有时是会计事务所,有时则是民办机构。

资产评估中要注意的是:①无形资产的评估同有形资产的评估同样重要;②资产评估中要对全部债务予以核实;③企业在购并过程中转换成股份制企业,也要进行资产评估;④重置成本法、市场法、收入法等资产评估作价方法,可以互相检验,也可单独使用。

关于企业的交易价格,尽管它在资产评估机构进行资产评估时就已确定,但这种交易价格若不是由国有资产管理部确认,或由企业资产所

有者根据投标方案的可行性和投标价格的高低选择转让对象时得到确认,且这种价格不低于投标价格时,该交易价格只能作参考。正是因为资产评估机构与企业交易价格的这种关系,使得交易价格的确定有必要列入购并方案中并加以突出。

企业交易价格是企业购并市场中企业价值的表现。由于价格与价值并不完全一致,使得企业交易价格的变化有时很凌乱。这里要注意的是,资产评估是对企业全部资产的全面核算,交易价格应是企业价值的市场表现,但只要这种价格是双方自愿的,就应该得到尊重与许可。为排除买卖双方勾结起来损害国家利益,政府有时也会出面干预交易的价格。

交易价格一般有个最高限度。关于确定企业交易最高价格的方法,发达国家大多是由购并方依据贴现现金流量技术,对购并进行分析后确定交易最高价。购并同任何产权交易一样,经济实质大部相同,无论哪种情况,都要根据预期的、未来的现金流量进行现在的支出。就是说,贴现现金流量准则不仅适用于内部成长的投资(如增加现有的生产能力),也适用于外部成长的投资(如购并)。贴现现金流量技术的一个基本特点,就是要考虑今天的一元钱要比以后的一元钱更有价值,因为今天的钱可以用于投资以获得报酬。在估算企业的最高交易价格时,现金流量是一个极为重要的因素。为了用这个方法确定最高可接受的购并价格,资产评估机构或购并方本身要估计:①企业为进行新的投资,市场要求的最低、可接受的报酬率;②由于购并引起的期望的现金流量增量。假定未来并购对象的风险与购并方总的风险相同,那么,被购并方现金流量的适当的贴现率,就是并购方的资本成本。资本成本或新投资的最低可接受的报酬率,是以投资者投资于别的风 险相同的证券可望获得的报酬率为基础的。只有购并不会影响到自身风险时,购并方用自己的资本成本去贴现被购并方的计划现金流量,才是恰到好处的。

贴现现金流量技术分析,一般有以下六个步骤:

(1)进行现金流量规划。现金流量是企业的现金支出和现金收入增加的数量。现金流量可用下式来计算:

$$CF_t = S_{t-1}(1 + g_t)P_t(1 - T_t) - (S_t - S_{t-1})(f_t + W_t)$$

式中:CF——现金流量;S——销售额或营业收入;g——销售额年增长率;P——销售利润率;T——所得税率;f——销售额每增加一元所需追加的固定资产投资;W——销售额每增加一元所需追加的流动资产投资;t——年份。

要注意的是,所得税率是指现金税率,而不是账面税率,后者往往包括递延支付部分。要确定现金流量,首先必须对g、P、T、f、W等五个变量作出估计(因为S可以从公开资料中获得),估计出最可能的值之后,就可以计算出目标公司在若干年内的现金流量。在此可以多做几种可能的估计,以便验证。

(2)估计收购的最低可接受报酬率。在报酬率与资本成本相等时,可以认为其是最低的可接受的报酬率。资本成本用债务成本或股本资本成本的加权平均值来计算。

由于债务利息在计算所得税时可以扣除,公司资本结构债务部分 ψ 为使普通股东获得收益所必须获得的报酬率是税后债务成本,所以债务成本 = 税前利率 \times (1 - 所得税率)。

股本资本成本的估计要复杂一些。股本资本成本可以认为是吸收股东持有本公司股票所必需的最低报酬率,它显然应该在与政府债券的当前收益率相当的无风险报酬率之上,再加上为承担股本风险而得到的补偿率。

在证券投资中,由于可以通过对整个市场有广泛代表性的有价证券组合进行投资,因此有可能把所有非系统风险(即单个公司的特殊风险)分散掉。所以,有价证券往往只在为投资者补偿不可分散的市场风险(即整个市场波动的系统风险)的基础上定价。整个市场的风险补偿率是指有代表性的市场指数(例如股票综合指数)的预期报酬超过无风险报酬率(通常即选用政府债券的收益率作为无风险报酬率)的部分。

由于股东持有的是本公司的股票,而在单个证券上投资一般与在一个广泛的市场有价证券组合上投资相比,风险是不一样的。这种风险可能更大、也可能更小。因而在估计单个证券的股本成本时,必须适当调整市场风险补偿率。一种证券的风险补偿率等于市场风险补偿率与这种证券的系统风险(由 β 系数测定)的乘积。

β 系数是测量证券系统风险的一个标准,它表示相对于整个证券市场的收益水平来说,某种证券的收益变化情况。对整个证券市场而言 $\beta = 1$,如果 $\beta > 1$,说明该证券的风险程度大于整个市场的风险程度 β 值越大,说明这种证券与其他证券相比风险就越高;若 $\beta < 1$,表明该种证券的风险程度小于整个市场的风险程度 β 值越小,表明这种证券与其他证券相比风险就越小。

了解了上述几点,就可知股本资本成本该如何计算了,它可用下式表示:

$$K_e = R_F + \beta(R_M - R_F)$$

式中 K_e ——股本资本成本; R_F ——无风险报酬率; β ——风险系数; R_M ——有代表性的市场指数; $(R_M - R_F)$ ——市场风险补偿率。

如果本公司的资本结构中,债务部门所占比重为 r ,则本公司资本成本就可以通过下式计算出来:

$$\text{资本成本} = r \times \text{债务成本} + (1 - r)K_e$$

由于目标公司的债务成本和股本成本与收购公司的未必相同,所以必须用和上述同样的方法,估算出目标公司的资本成本。这个资本成本,即为收购的最低可接受报酬率。

现金流量的预测期应该是多长呢？它应该只限于所期望的追加投资报酬率超过收购的最低可接受报酬率的时期内。为此，需要计算收购上获得最低可接受报酬率(K_e)所需的最低的、增量的税前销售利润率，或称增量临界利润(ITM)。其计算公式是：

$$ITM = \frac{(f + w)K_e}{(1 - T)(1 + K_e)}$$

有了这个数据，可以估算一下目标公司在未来多少年内可能保持这个税前销售利润。能够保持这个利润率的年数，即为应有的预测期。

(3) 计算出最可能接受的收购价格。这一步包括使用第一步建立的现金流量规划，并用在第二步得到的贴现率（即最低可接近报酬率）对它们进行贴现。收购的残值即为预测期后第一年开始的现金流量年金的现值。由此即可得到目标公司的累计现值，累计现值再加上目标公司的其他资产（例如经营中暂不需要的有价证券）即可得到目标公司的总价值。这个总价值减掉债务，就可得到最高可接受的现金价格，从而也可以得到每股最高可接受的现金价格。

(4) 计算各种不同方案的收购价格与报酬率，以便决定出价高低和风险所在。

(5) 分析现金收购的可行性。在根据第四步计算出不同收购价格的同时，收购方还必须根据本公司目前的变现能力和目标公司债务与股东权益的比率，分析全部用现金收购是否可行。收购目标公司所能获得的最大资金数量等于收购完成后两个公司的负债能力减去未收购时两个公司的债务，再加上未收购时两个公司的有价证券总额。

(6) 评估收购对本公司的每股权益和资本结构的影响。

在以上的分析当中，可以设立几套估计值，例如在现金流量的计算中，可以对其中的参数设立保守的、乐观的以及最可能的三种估计，对目标企业的出价也可以考虑几个方案。

在估计预期现金流量时，要充分考虑到两企业合二为一后的现金流量对企业经营的影响，购并方可能获得卖方独自不可能获得的经济效益。此外，购并后新的投资机会也会增大预期现金流量，对此种现金流量的估计要准确，这样才能根据各种经济要素分析被购并企业的最高价格。资产评估机构的根据正是现金流量与预测期的长短等多种因素。

13.3.5 选择购并方式

购并方式多种多样，主要有购买式、承担债务式、参股式、控股式四种。

如果购并主体双方不属于同一所有制性质，或者购并方实力雄厚，或者虽然资金不够，但经过有偿购并对企业发展确有帮助，或者是破产企业

在宣告破产后的核定价格较低,则购并方以购买式购并为宜。

如果被购并方的资产与债务等价,或者能为被购并方提供技术、管理及偿还部分债务,或者为避免产权市场不健全情况下资产价格难以确定的矛盾,或者资金来源不足而希望以分期偿还的方式购并,购并方应采取参股或控股的方式进行企业购并。

如果被购并企业具有较大的潜力或还有可观的可利用的资源,购并方可以考虑采用承担债务式。这种方式的特点是:购并企业将被购并企业的债务及整体产权一并吸收,以承担被购并企业的债务来实现购并。这种购并行为的交易不是以价格为标准,而是依债务及整体产权价值之比而定。

除了正常的企业购并方式,在有的国家(比如中国)中企业购并实践中还出现了抵押式购并等情况。所谓抵押式购并,即先将企业的资产作价抵押给最大的债权人,实现所有权首次转移,企业法人资格自行消失,债务挂帐停息,再由债权人和企业主管部门协商利用原企业一切资产,改变产品结构,组建新企业,聘请新的法人代表,利用企业利润偿还债务、赎回所有权。这种购并方式与濒临破产的企业在和解整顿期间取得成功相似,只是后者在产权问题上不作任何变化,而这种购并方式实质上不过是企业名称与法人代表等组织机构的一次大变化。

实践中还有多种多样的企业购并方式,比如先承包后购并、接管式购并、无偿式购并、先破产后购并等。不过,这些购并方式都或多或少带有政府行政干预的因素,是不符合市场化规则的。它们是企业购并市场尚不完善情况下的产物,是在向市场化转轨中的一些过渡形式。

13.3.6 选择购并中介

中介的作用在市场经济中日益增大。企业购并中介,是指为促使企业购并成交而进行的中间联络活动。一个好的中介组织机构,在企业购并中能够挖掘资金来源,综合利用购并信息,提供购并咨询服务,其作用就如同媒人在求偶双方中的作用一样。企业购并中介的主体,即企业购并中介组织机构主要有以下几类:

1. 银行

银行作为金融机构,不是一般的经营单位,而是通过信用中介,动员和集中闲散资金贷给企业,影响企业的发展。银行作为经营货币资本的企业,在购并市场中扮演了三种角色:①可以作为购并主体进入购并市场。作为企业的银行,基于追求资本增殖的根本动机,受市场规则的驱动,自身就有一个购并与集中的趋势。②可以作为购并伙伴进入并购市场。在新技术迅速发展、设备快速更新的情况下,企业对银行的依赖日益增强,同时银行为了加强自身实力,转移风险,常以伙伴身份与企业共同

完成购并。③可以利用自己的特殊地位和优势,向企业提供多项购并咨询,作为购并中介协助企业完成购并过程。④为购并提供融资。

银行之所以能够作为企业购并中介是由于其活动的特性来决定的。银行能够通过人事组合、资本参与、贷款等方式参与企业的生产经营活动,从而对各类企业的经营管理与盈亏情况了如指掌。而企业购并行为要涉及资产评估与市场预测等问题,购并主体双方一般都请银行对目标企业进行估算与谈判,确定一个合适的接管价格,以利于企业购并的顺利进行。

银行在企业购并中最重要的中介作用是代企业进行资产评估。企业购并的一个关键问题是合理确定产权转让的价格,而银行由于与企业经济关系密切,一般对企业的资产负债状况都相当了解,而且资产评估工作需要会计、统计、法律、金融等多种专门人材,银行的专业人材能够满足这些需求。市场预测工作更是这样。由于银行是大多数经济行为的交接点与枢纽,预测市场的能力也是其他机构无法比拟的。

银行还可以为购并方或被购并方寻找合适的目标企业。在市场环境中,银行最有能力看清各企业的经营管理状况,预测各企业发展前景,因而在接受企业受托后,能比较容易找到目标企业。

2. 政府

政府参与企业购并的目的很多:在经济上,通过加强管制来防止垄断,排除非市场因素的干扰,提高市场公平竞争的程 度;希望通过放松管制加快生产集中的程度,加强本国大企业与外国资本的竞争力;希望通过政府干预调整产业结构,使各部门、各产业均衡发展。在政治上,希望通过奉行取信于民的经济政策,以获得民众的支持。在社会目的上,则希望防止社会动荡,处理好公平与效率的关系,发展社会福利,解决职工就业安置问题,解决债权、债务产权转移问题,等等。

(1)经济手段。政府对企业购并活动应更多地采用财政、信贷、金融等经济杠杆进行间接调控。

(2)行政手段。战后发达国家的政府对小企业的重视、扶植与引导,是国家干预的一项新内容。

(3)法律手段。通过制定反垄断法限制企业购并活动;通过制定购并法,规范购并程序、购并方式与手段。这种干预以国家名义进行,具有普通约束力。

3. 产权交易组织

产权交易组织是企业产权转让的中介组织。企业产权,作为诸生产要素的组 合体,是最具潜力的生产要素,是一种最具有再次开发价值的商品。根据市场经济体制的要求,企业产权同样也应该在全社会范围内优化组合,使产权流向最需要的、更能发挥作用的部门或企业。因此,必须使产权能在不同的所有者、经营者之间根据等价交换的原则转让,即实现

产权的购买或出售。从世界经济的发展过程来看,大企业的发展历史,实际上就是一个通过产权的不断转让实现投资方向、结构与规模调整,不断壮大的过程。当前,产权转让仍被发达国家企业作为企业发展与竞争的重要手段,产权交易市场是其市场体系不可缺少的一个组成部分。

产权交易组织是市场经济条件下企业购并不可缺少的中介。作为企业购并的中介,它的工作程序大致可分为:

(1)登记挂牌。由有转让和购买意向的单位先填写“买方登记表”或“卖方登记表”,内容包括营业执照复印件、法人代表资格证明及授权委托书、法人代表身份证或受委托人的身份证,卖方还要提交被转让企业的资产评估报告。

(2)洽谈。通过产权交易组织牵线,产权转让双方面对面洽谈,了解双方的资信及待购并企业的资产、债务、人事、经营方式、范围等情况。

(3)资产评估。双方经过洽谈达成产权转让的初步意向后,委托产权交易组织向被并购企业提供参考价格,完成资产评估步骤。

(4)签订转让协议。产权转让双方在资产评估确定的价格基础上,可就转让的成交价格、付款方式、人事安排、债权债务的处理等,做进一步洽谈以签订产权转让的正式协议。产权转让合同由产权交易机构提供标准范本,并在其指导下完成签订。

(5)变更登记。产权转让双方凭产权转让组织出具的标准合同、资产评估报告、双方营业执照、产权单位证明等,到工商行政管理部门办理变更登记。

(6)公告。由工商行政管理部门对已完成的产权转让行为进行公告确认。

产权交易组织实际上是推动企业购并全面市场化的机构,它能促使购并行为质量好、效益高、合法性强,使企业购并朝着有序化方向发展。

4. 企业购并咨询机构

企业购并咨询是同现代大生产方式和领导决策观念的变化相联系的。那些站在企业购并前沿的企业领导者,大都渴望获得国内外关于购并方面的新经验和可靠的购并信息。这些信息正是专业咨询服务部门凭借自身优势和现代化的收集、加工、整理、分析、传递的工具容易提供的东西,加上企业购并咨询机构的经济、法律人才的操作经验和购并策划能力,足可代理企业购并中的具体事宜。

具体地看,企业购并咨询机构的任务,就是利用自身强大的经济、法律人才优势,为企业购并提供咨询,帮助行将进入购并市场的企业进行资产评估、选择购并对象、策划购并技巧、协助购并谈判、接受委托代理服务等等。通过购并咨询,使客户在企业购并中获利。

5. 投资公司

投资公司在企业购并中的中介表现为:作为购并双方的共同投资者,

把需要购并的双方联系起来。投资公司大都是大企业集团或财团所设立的发展部门。投资公司作为企业购并中介有如下优势：

(1) 投资公司资产雄厚, 人才资源充足, 信誉好。大多数投资公司有相当实力, 集经济法律人才于一体, 中介能力强。

(2) 了解与自身有关的企业的经营情况, 能从宏观上把握购并行为的优劣。

(3) 能以自身雄厚的资金实力帮助一方购并另一方, 并且还能以自身实力帮助企业抵制某些不利的购并。

(4) 利用自身人才优势开展购并咨询服务, 进行方案论证、资产评估、企业诊断与购并策划等。

6. 企业购并经纪人

所谓企业购并经纪人, 是指那些在企业购并市场上为购并双方充当中介而收取佣金的商人。经纪人是市场经济日益发达、流通环节加速运转的客观需求。企业购并个体经纪人行业的兴起, 反映了在购并市场中从事个体购并中介活动的存在。这些个体经纪人大多是凭面子、关系进行购并中介活动, 一旦事情促成, 便由行政主管部门和机关出面中介, 或被引向购并市场, 或向银行、政府、产权交易组织、企业购并咨询服务机构介绍。达成购并后, 个人收取中介费。从某种程序上讲, 这是一种黑市交易。现实经济生活中存在的隐性购并市场, 大多数是个体购并经纪人的“杰作”。

不可否认, 这样的个体购并经纪人行业的存在, 扰乱了正常的购并市场, 给市场经济带来了这样或那样的干扰。但这些个体经纪人也往往能够促使企业走进购并市场, 推动购并活动的繁荣。在这方面, 迫切需要解决的是关于企业购并经纪人的合法化、规范化、制度化问题, 即: ①建立一个全国性统一的大市场及信息反馈系统和国家级管理机构, 使企业购并市场统一化并得到良好管理, 个人购并经纪工作也能因此提高效率。②加强对购并经纪人的管理, 以法律认可购并经纪人的合法性, 打击非法的个人经纪行为。③加强对经纪人收益的规范, 按国际惯例, 经纪人要在企业购并交易组织公开进行交易, 在交易完成后, 交易各方到独立的结算机构结算, 经纪人收益应与交易挂钩。④建立经纪人行业组织, 尽快改变经纪人在组织、管理、考核、审查等方面都控制不严的状况。

总之, 企业购并经纪人的合法化、规范化、制度化十分必要。在健全法制的条件下, 我国购并经纪人队伍将会庞大起来, 从而推动企业购并市场的发展, 促进企业购并活动的效率的提高。

企业在具体选择购并中介时, 要注意: ①中介机构是否有中介能力; ②中介机构的权威性和信誉如何; ③中介机构本身的组织管理如何; ④中介机构所能提供的中介服务是否确为本企业所需。

7. 上级主管部门

国有企业的购并,还必须征得主管部门的同意与认可。只要这种手续不成为主管部门过多干预的借口,主管部门的认同便十分必要。上级主管部门为了行业利益和地区利益,会采取行政措施对企业购并施加影响。这种影响有时是必要的。

8. 资金来源

对购并方而言,如何获得购并所需要的资金,关系到购并的成败。对于资金来源前面已进行了详述(参见第4章)

9. 被购并企业产权转让的归属

企业购并后的产权归属,原则上是谁出资归谁所有。因此,企业购并后的产权归属问题似乎极易解决。但实践中,由于企业购并情况各不相同,涉及因素较多,产权归属问题仍然难以解决。实践中,大致有以下几种情况:

- (1)用国有资产折旧基金、大修理基金购并的,产权属于国家;
- (2)用股票购买的资产,所有权属股东;
- (3)企业留利用于购并,产权归企业;
- (4)企业用承租期结束后的风险基金结余进行购并,产权归企业;以国家优惠政策的收益用于购并,产权依比例分属国家与企业;
- (5)国家投资的产权归国家;
- (6)集体、私营企业购买国有企业资产,所有权属集体、私营企业。

13.4 决定购并策略的因素

购并目标选择决策主要应考虑以下五个重要方面:①公司的自我评估;②备选目标基本情况分析;③公司购并依据分析;④公司购并可能性分析;⑤经济效益和社会效益评估。

13.4.1 公司自我评估

公司自我评估主要包括以下内容。

(1)公司的经济实力。在进行公司收购决策,选择收购对象之前,收购者都要作一番深刻的自我反省:收购公司目前资金实力如何?业务水平如何?市场上产品份额占多大?利润率高吗?公众形象与资信级别如何?公司经济实力在股票市场上表现为股价高低,如果在上市公司中,某公司市盈率一直很高,公众对其股价长期看好,该公司就有实力充当收购者,否则极有可能被人收购。

(2)公司所在行业的发展前途。对所属行业的现状、前景的评估也是自我评估的重要方面。因为它将影响决策者对以下问题的决定:是继续在本行业谋求发展,还是放弃本行业发展而进入其他行业发展。

(3)公司对发展战略的考虑。发展战略考虑不同,确定的收购兼并对象亦不同。公司购并有横向购并、纵向购并、混合购并之分,是出于发展战略不同之故。

(4)科技的发展趋势及本公司在发展中会面临哪些机遇与挑战。对科技力量的考虑,也是选择目标的一个考虑因素。例如,一个急需获得技术力量上优势的公司可能会收购一些高科技产业及一些研究所。

13.4.2 备选目标的基本情况分析

(1)目标公司面临的行业环境、国内外竞争状况。

(2)目标公司拥有市场份额与实力的大小。

(3)目标公司利润水平及前景。

(4)企业所有制性质、财政隶属关系;政府对该企业或该企业所代表的行业的现状与前景所持的态度;是否会出现政府干预收购或支持收购的行动。

(5)企业净资产规模、资产、负债等情况。

(6)企业经营管理水平,管理者素质的高低。

特别要注重对目标企业产品市场需求的调查研究。这种调查主要是要搞清楚以下几方面问题:①产品的用途及发展趋势;②客户的现状及将来的分布情况;③市场的需求量和产品的销售量及其发展潜力;④企业产品市场占有率及有无开发新产品的能力;⑤企业的产品是否有替代品的威胁,其竞争情况及发展趋势;⑥产品的现行价格及今后趋势。

以上这些问题可以借助一些市场调查技术来得到答案。

13.4.3 购并依据分析

(1)分析公司购并双方的优势与不足,包括财务经济、市场销售能力、市场分布状况、生产能力、产品质量、产品销售量、技术潜力等。要做到优势互补,扬长避短。

(2)确定公司购并的类型,通过双方工艺技术相关性判定采取何种购并方式。

(3)分析协同作用,通过分析购并后协同效应大小来决定是否进行收购。协同作用主要有两种:①功能性协同效应。例如一家推销能力很强的企业收购一家生产能力很强,但缺乏推销技能的企业,就会产生巨大功能性协同效应。功能性协同作用还可以表现于技术领域、制造工艺领

域、研究和开发领域。②财务性协同效应。例如：一家资金雄厚的公司收购一家具有发展潜力但资金有限的公司；从税收上考虑，一家经营得法、收入丰厚的公司收购一家有一定潜力但处于亏损状态公司，可以减少盈利额，达到减税目的。如果 B 公司收购 S 公司不采取现金支付，而采取转换公司债券或股票交换方式取得 S 公司股权，还可以得到减、免税的好处。

(4)分析财务、物力设备。指收购者资金实力及筹措资金能力大小、原材料、设备等。

13.4.4 购并可能性分析

公司购并可能性包括两方面含义：一是目标企业自身具有被收购或兼并的可能性；二是目标价格高低及要约人(买方)承受能力大小。如果目标价格是在要约人可承受能力范围内，就有购并可能性。

(1)目标公司本身的因素。这主要应考虑：①公司股本结构。以我国为例，股权设置分国家股、法人股、个人股、外资股。如果股权结构不合理，则可能遭到收购。如1993年9月30日开始的“宝延”风波中，延中为何遭受打击，一个主要原因是股本结构中没有国有股，法人股仅占总股数9%，而个人股占91%。②盘子小，极易受操纵。如延中实业股份有限公司注册资金2000万元，是极易受人操纵的。目前，中国人热衷于炒“收购概念股”，列入名单的有延中、小飞乐、爱使、中华等。③大股东控股权不稳，予人以可乘之机。④公司有“宝”，或发展与盈利的潜力，或市价低于所值，或拥有可观物业等而吸引掘金者。⑤公司虽有发展前景，但经营欠进取，引起能人伸手。⑥目标公司的估价率异常低下。

公司购并决策中常用“估价率”这一术语。

$$\begin{aligned} \text{估价率} &= \frac{\text{股票市值}}{\text{资产值}} \\ &= \text{股票价格} \times \frac{\text{股票数量}}{\text{资产帐面价值}} \end{aligned}$$

如果一家公司由于股票价格低于资产而被低估了价值的话，它极有可能成为购并的首选目标。因为对方通过购买股权可以用很便宜的价格取得目标公司资产。股票价格低下，公司股票市场值也必然很低，估价率降低就会遭人接管，高估价率会使收购者望而却步。例如，英国莱德房地产公司购买多萝西帕金斯妇女服装连锁商店的股票，就是因为后者的市场值低于其资产值造成估价率偏低之故。收购者把该连锁商店拥有的地产转卖出去就从中赚到丰厚利润，剩下部分于1982年卖给了伯顿集团。由此可见，估价率与被吞并的可能性是高度相关的。库恩在研究了1969~1975年英国35000多家公司后，得出估价率与被购并可能性之间呈逆

反关系的结论,是对此最有力的证明。

(2)对要约人而言,他有没有能力吞下这头猎物,主要取决于其自身实力。主要衡量标准是目标价格。如果目标价格高于公司所能承受的最高收购价格,则对买方而言,收购可能性不太大,因为他没有必要用高昂的代价作此冒险;反之,收购可能性就大。

13.4.5 经济效益与社会效益评估

一项购并活动只有经济上具有合理性,即有利可图,才有可能实行。追求利润是投资者原始动力和出发点。购并活动尽管客观上起到调整经济结构的作用,但收购者是不可能干无利可图的生意。美国的购并专家卡尔·艾卡恩说:这就如同为民除害打老虎一样,经过一段时间,如果老虎没打着,村子没得救,那么可想而知,等待他们的将是血肉横飞,天下大乱。当然,为了报答打虎英雄保护手无寸铁的弱小村民的大恩大德,村民自然要重重酬谢他们——购并专家们。所以,在购并活动中获取的利润是市场对努力进行结构调整的人们的酬劳。

1. 经济效益评估

经济效益评估有静态分析法与动态分析法两种。

(1)静态分析法。包括投资回收率法、返本期法(投资回收期法)、追加投资回收期法等。

①投资回收率(ROI)法。指甲公司收购乙公司后取得年净收入的增加额与购并总投资之比。

$$ROI = \frac{A}{K} \times 100\%$$

式中 A 为年净收入增加额; K 为购并总投资。

②返本期法又称投资回收期法。其计算公式为:

$$T = \frac{K}{A}$$

式中 T 为返本期。

③追加投资回收期法。为了从经济角度选出最优方案,就需要用追加投资回收期这一指标。追加投资,这里指不同投资方案之间的投资差额。对收购而言,即收购 A 公司与收购 B 公司其投资额不同,其差额可看成一种追加投资。其计算公式为:

$$T = \frac{K_1 - K_2}{C_2 - C_1}$$

式中 T 为追加投资回收期; K_1, K_2 为采取收购不同目标公司的投资额; C_1, C_2 分别代表收购不同目标的不同经营成本。

追加投资回收期也可用下面公式计算:

$$T = \frac{K_1 - K_2}{A_1 - A_2}$$

式中 A_1 、 A_2 分别代表收购不同目标公司带来的年净收入增加额。需要说明的是静态分析没有考虑时间因素。

(2) 动态分析法。动态分析法包括净现值法、现值法和内部收益法。

① 净现值法 (NPV)。其计算公式为：

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t}$$

式中 CF_t 为第 t 年现金净流量增加， t 为年份， i 为投资收益率， n 为企业寿命。

这种分析用于收购者购并某一项目或企业后打算长期经营此企业的收购效益分析。一些收购者购入企业后马上转手出售，则不必采用此公式。 $NPV > 0$ 说明收购方案可行。 $NPV = 0$ 说明投资正好能得到市场回报率水平，亦可行。 $NPV < 0$ 说明收购者投入资金是不可行的。

② 现值指数法 (NPVR)，所谓现值指数，即净现值与收购总投资现值之比。 $NPVR$ 值大者为优。其计算公式为：

$$NPVR = \frac{NPV}{PVI}$$

式中 PVI 为投资总现值。

③ 内部收益率法 (TRR)。内部收益率指方案净现值等于零的贴现率。其计算公式为：

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+I)^t} = 0$$

式中 I 为内部收益率，可利用式

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+I)^t}$$

采用试差法求 I 。

2. 社会效益评估

社会效益也是收购者必须考虑的一个问题。如果选定的收购目标在社会效益上很差，甚至可能构成对公益侵害，就可能引起公众反对，甚至引起政府干预。

要点回顾

1) 企业实行购并，如何收集以下信息：政府部门、咨询服务机构、传媒；

2) 企业购并的策划，是一个提出、论证与选择方案的过程，其内容包括购并计划、提出与明确目标、选择购并方式、中介、评估机构、确定购并

对象等；

3)在实施、决定购并策略时,应充分对自我的评估、备选目标情况分析、购并依据、可能性分析、经济效益和社会效益因素,然后才能采取相应的抉择。

案例及应用

根据以下案例讨论:公司在制定购并计划与购并策略时应考虑哪些因素?

两个公司想通过股权交换进行兼并。它们是在业务上毫无关系的两个行业,所以不具有协同效应。公司A股本0.01亿股,每股\$40;公司B股本0.03亿股,每股\$20。每个公司都无负债。公司B拟以每2股新股(每股\$20,总计\$40)换公司A1股,每股\$40(在此案例中无收购溢价)。每个公司的总市值是其在可能的三种经济状况下市价的加权平均值。例如,公司A的价值计算如下:

$$\text{公司A的价值} = 0.4(0.5) + 0.5(0.36) + 0.1(0.2) = \$0.4 \text{ 亿}$$

公司B的价值计算也可如此处理。混合公司的价值是其各自价值的加总。混合后的公司总市值为\$1亿(=0.4+0.6)。因为有0.05亿的股本,所以每股\$20(=100/5)。

假设有一个股东兼并前持有公司A的1000股股票、公司B的500股股票。其股票价值为

$$\$50\,000 = (40 \times 1\,000) + (20 \times 500)$$

兼并后,这个股东持有公司B的股票2500股(原先持有的500股加上以1000股公司A的股票换来的公司B的股票2000股),兼并后的公司总市值依然是\$50000(=20×2500),股东的权益并未改变。

第 14 章

购并策略

关键词 *key word*

重置价格(*Replacement Price*)
走开价格(*Walk Away Price*)
力量基础(*Power Base*)
结盟(*Coalition*)
不竞争契约(*Noncom - petition Agreement*)
卖方融资(*Seller Financing*)

本章概要

- | | |
|-----------------|---------------|
| 1) 公关技巧 | • 谈判中应注意的其他事项 |
| • 篇首案例 :谈判的技巧使用 | 3) 投标技巧 |
| • 组成工作小组 | • 竞标过程 |
| • 重点人群的公关工作 | • 竞标策略 |
| 2) 谈判技巧 | 4) 付款技巧 |
| • 谈判价格 | • 现金支付 |
| • 影响谈判力的因素 | • 换股支付 |
| • 谈判技巧 | • 卖方融资支付 |

本章目标

在学完本章内容以后 ,您将能够 :
理解在公司收购过程中技巧的使用。

14.1 公关技巧

14.1.1 篇首案例 :谈判的技巧使用

美国有位谈判专家想在家中建个游泳池 ,建筑设计的要求非常简单 ,长 30 英尺 ,宽 15 英尺 ,有温水过滤设备 ,并且在 6 月 1 日前做好。谈判家对游泳池的造价及建筑质量方面是个外行 ,但这难不倒他。在极短的时间内 ,他不仅使自己从外行变成了内行 ,而且还找到了质量好价钱便宜的建造者。

谈判专家先在报纸上登了个想要建造游泳池的广告 ,具体写明了建造要求 ,结果有 A、B、C 三位承包商来投标 ,他们都拿给他承包的标单 ,里面有各项工程的费用及总费用。谈判专家仔细地看了这三张标单 ,发现所提供的温水设备、过滤网、抽水设备、设计和付钱条件都不一样 ,总费用也有差距。他接下来的事情是约这三位承包商来他家里商谈 ,第一个约好早上 9 点钟 ,第二个约定 9 点 15 分 ,第三个则约在 9 点 30 分。第二天 ,三位承包商如约而来 ,他们都没有得到主人的马上接见 ,只得坐在客厅里彼此交谈着等候。

10 点钟的时候 ,主人出来请第一个承包商 A 先生进到书房去商谈。

A 先生一进门就宣称他的游泳池一向是造得最好的,好的游泳池的设计标准和建造要求他都符合,顺便还告诉主人 B 先生通常使用陈旧的过滤网,而 C 先生曾经丢下许多未完的工程,并且他现在正处于破产的边缘。接着又换了 B 先生进行,从他那里又了解到其他人所提供的水管都是塑胶管,他所提供的才是真正的铜管。C 先生告诉主人的是,其他人所使用的过滤网都是品质低劣的,并且往往不能彻底做完,拿到钱之后就不管了,而他则是绝对做到保质保量。

谈判专家通过静静的倾听和旁敲侧击的提问,基本上弄清楚了游泳池的建筑设计要求及三位承包商的基本情况,发现 C 先生的价格最低,而 B 先生的建筑设计质量最好。最后他选中了 B 先生来建造游泳池,而只给 C 先生提供的价钱。经过一番讨价还价之后,谈判终于达成一致。

14.1.2 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。

14.1.3 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。

14.2 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。

14.2.1 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,甚至不必多花时间进行财务评估,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专营权,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。

14.2.2 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,卖主就会不急于出售,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。

14.2.3 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,事实上作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帐户,用以倘还可能的欠税等或有负债及一定比例以上收不回的应收帐款。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年内方负责赔偿,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帐。保证不予竞业(*Covenants to Competition*)的费用在美国可被税捐机关承认为费用分年摊销,因此要另外签订“不竞争契约”(*Noncom - petition 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。

14.2.4 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。

14.3 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。

14.3.1 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。

14.3.2 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。

14.4 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,因此具体的收购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。

14.4.1 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。

14.4.2 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。

14.4.3 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正价值付款。

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。

要点回顾

在收购中应掌握这样一些技巧:公关技巧、谈判技巧、投标技巧、卖方融资技巧。

案例及应用

哈利·艾米斯是一家座落于一个大城市金融区的小印刷厂负责人。他是监工,但也是固定时间外出提高营业额的推销员。有一天他在一家地方饭馆午餐,与一位态度和善的人士谈天。此人告诉哈利,他是一家拥有授权的大公司的采购代理机构,他购买大量的公司表格。哈利问他是否也可以参加竞价投票。他的“新朋友”打电话给他,说他喜欢他的出价,愿意让哈利承包一些生意时,哈利真是手舞足蹈高兴万分。但是当他的新朋友提到唯一条件是他不愿如哈利估价单所示在三十天之内付清货款。他一向都是九十天内付清印刷货款,而且他必须保持这付款条件。他提醒哈利,他可是一位有信用的大客户,然后随即挂断电话。

哈利真是进退维谷左右为难。这生意量将使他整个生意提高百分之四十。这可使营业额大量提升。他可以买更多现代化设备,雇用更多的成员。不过他仔细研究帐目,结果知道他实在没法扩大信用给予对方的缓付期限——事实上可能不只延九十天,帐单总是会延期偿清的,偏此顾客竟然一开始就要求九十天。最后哈利打电话给他的朋友,告诉他很抱歉,他实在无法给予对方如此长的缓付期限。他的出价可以再低一点,少赚对方一点,可是在三十天之内,货款一定得付清。

结果,事实证明哈利做得聪明。这采购代理机构是个老狐狸,深知象哈利拥有的这种小印刷厂常常有破产的可能。他愈延迟付款的时日,愈有可能根本无须付款,假如对方破产的话,他连用同样伎俩再与其他三、四家小印刷厂交易。因为哈利的正直肯愿意放弃不愿意放弃不能做的生意,退出谈判,哈利才能免受一次可能危害极大的损失。

根据以上的案例讨论:哈利·艾米斯在电话谈判中对谈判的技巧是如何把握?如果你是MBA经理,你怎样看待这件事。

杠杆收购与垃圾债券

关键词 *key word*

杠杆收购(*Leveraged Buyout*)
垃圾债券(*Junk Bond*)
夹层债券(*Mezzanine Layer*)
高度信心书(*Highly Confident Letter*)
包销(*Bought Deal*)
过渡贷款(*Bridge Loan*)
公开杠杆收购(*Public LBO*)
杠杆资本结构重构(*Leveraged Recapitalization*)
高级债务(*Senior Debt*)

本章概要

- 1)杠杆收购
 - 篇首案例 杠杆收购七喜公司
 - 概念与机制
 - 发展历程
- 收购的类型
- 融资体系
- 表外工具
- 2)垃圾债券

本章目标

- 在学完本章内容以后 ,您将能够 :
- 1)了解杠杆收购的含义及发展历程 ;
 - 2)掌握杠杆收购的类型和融资体系 ;
 - 3)理解垃圾债券的含义。

15.1 杠杆收购

15.1.1 篇首案例 杠杆收购七喜公司

1986 年夏天 ,菲利普·莫里斯公司决定出售连续亏损的全资子公司——七喜(*Seven - up*)公司。起初 ,百事可乐公司有意收购 ,但由于美国联邦贸易委员会所阻 ,只购得七喜公司的海外部分。菲利普·莫里斯公司延请摩根·斯坦利公司来卖掉七喜公司的国内部分。

在摩根·斯坦利公司举行的拍卖中 ,H&H 公司、DLJ 投资银行、花旗银行风险资本有限公司(英文简称 *CVC*)组成的集团达成了这项收购交易 ,交易价格是 2.4 亿美元 ,加上交易费用和支出 ,收购方共需集资 2.6 亿美元来完成杠杆收购。H&H 公司是收购集团的牵头人 ,在它的努力下 ,银行家信托公司承诺提供 0.8 亿美元的银行贷款 ,DLJ 投资银行承诺提供 1.4 亿美元的从属过渡贷款 ,CVC 和经理层以及其他机构则提供了 0.45 亿美元的普通股股权资本。

出资 2.4 亿美元购买前四年连续亏损 ,至 1986 年才被预期能带来很少的营运现金流量的七喜公司确实有点不可思议 ,因为收购价格对营运现金流量的倍率几乎是无穷大 ,而市场上通行的杠杆收购这一倍率不过 7 倍 ~8 倍而已。但投资集团在做详尽的考察后 ,认为这笔交易是可行的 ,原因有二 :其一 ,软饮料业的行业前景相当光明 ,估计能以 5% 以上的

年增长率持续增长 20 年 ;其二 ,七喜公司与另外的软饮料公司合营的话 ,能够大幅减少存货、生产、厂房设备 ,并可大幅裁减雇员以节省开支。

H&H 公司在收购七喜之前 ,已经分别从福斯特曼投资公司和 CVC 手中收购了德佩伯公司和 A&W 饮料公司。收购集团决定七喜公司与德佩伯公司实现合营 ,让德佩伯公司的许多高级经理协同管理七喜公司 ,收购集团估计这能使七喜公司在短短几年内就将年营运现金流量提高到 0.3 亿美元以上。

合营开始后 ,七喜公司的总部从圣路易斯市闹区迁往达拉斯 ,原办公楼出售净赚 0.14 亿美元。接着 ,七喜公司管理人员由菲利普·莫里斯公司统治时期约 600 人左右降到 300 人左右 ,库存由 0.35 亿美元压缩至 0.18 亿美元 ,营运所产生的现金流量大大提高。1987 年 ,七喜公司通过 DLJ 投资银行发行了高收益债券来取代过渡贷款 ,4 月 1 日债券发售结束 ,年收益率约为 12.25% ,反映了市场中投资者对新七喜公司和其管理层能力的信心。

1987 年中期 ,七喜公司推出了两项新产品并初获成功。当年的营运现金流提高到 0.48 亿美元。据此推算 ,收购价格对现金流量的倍率仅有 5.4 倍 ,考虑到七喜拥有强大的全国特许权 ,2.6 亿美元的收购代价就显得相当低廉了。

1988 年 4 月 13 日 ,七喜公司与德佩伯公司宣布合并 ,培基证券公司下面的一个基金以 6 亿美元购买了合并后新公司约 49% 股权。这就意味着 ,德佩伯七喜公司的价值已达 13 亿美元左右 ,比 1986 年翻了一番。七喜公司后来成了可口可乐和百事可乐公司之外的第三大饮料公司 ,市场份额达到了 11% 左右。

15.1.2 杠杆收购的概念与机制

在 80 年代 ,美国投资银行最伟大的创举就是发展了“ 杠杆收购 ”(*Leveraged Buyout*) ,将企业界和金融界带入了“ 核金融 ”时代 ,直接引发了 80 年代中后期的第四次并购热潮。

何为杠杆收购 ? 这一神奇的收购方式其本质就是举债收购 ,即以债务资本为主要融资工具。这些债务资本多以猎物公司资产为担保而得以筹集 ,故颇似房地产抵押贷款。借款人以房产作抵押向银行贷款购下所有权。应用债务杠杆收购公司 ,其资本结构有点像倒置过来的金字塔。在这个金字塔的顶层 ,是对公司资产有最高级求偿权的一级银行贷款 ,约占收购资金的 60% ;塔的中间是被统称为垃圾债券(*Junk Bond*)的夹层债券(*Mezzanine Layer*) ,约占收购资金的 30% ;塔基则是收购者自己投入的股权资本 ,约占收购资金的 10% 。

杠杆收购的兴盛不是偶然的 ,因为杠杆收购这一模式天生具备两大

优势：

1. 极高的股权回报率(ROE)可能

假设某收购者以0.1亿美元的股权资本和0.9亿美元的债务资本收购了一家价值1亿美元的公司。我们看到,这儿的资本结构是股东权益比率为10%。四年后,在已经偿还了0.9亿美元债务中的0.2亿美元的情况下,收购者将原猎物公司以1.3亿美元的价格出售。结果呢?收购者在偿还了剩余的0.7亿美元债务后,获得了0.6亿美元的净值。这时,我们计算出来最初的0.1亿美元股权资本的报酬率竟高达600%,这相当于复利计算的情况下,年回报率高达56%(不计税收)。难怪人们对杠杆收购趋之若鹜。

当然,这其中忽略了时间因素对股权回报率的负面影响。通常,在杠杆收购实现后的前两年,股权回报率显得相当之高,然后,股权回报率就随着时间的拓展而逐级快速回落。这种趋势的产生并不是因为原猎物公司在被收购后效益一年不如一年,而是因为随着公司每年产生现金流和偿还债务,公司的资本结构在发生改变,股东权益比率提高和债务资本比率的下降减弱了资本结构的杠杆效应。但无论如何,杠杆收购下的股权回报率还是远高于普通资本结构下的股权回报率。

2. 税收优惠

杠杆收购来的公司债务资本往往占公司全部资本的90%~95%。由于支付债务资本的利息可以在计算收益前扣除,故政府相当于间接地给予杠杆收购公司以补贴。再者,猎物公司在被收购前若有亏损,这部分亏损亦可递延,冲抵被杠杆收购后各年份产生的盈利,从而减低纳税基础。税收上的种种优惠对被收购公司的股本持有者(即收购者)来说,可谓无往而不利。

当然,高收益与高风险共存。由于资本结构中债务占了绝大比重,杠杆收购公司的偿债压力也极为沉重。鉴于杠杆收购的高风险性,债务资本供应者皆要求有较高的利率作为补偿,而且附有苛刻的条件,像以同类证券作支付的债券明显地带有有利滚利的高利贷特征。若收购者经营不善,或是收购前规划和收购后现金流规划出了纰漏,收购者极有可能为债务压垮。加拿大亿万富翁坎波就是杠杆收购了弗德雷特百货公司后,不堪高额债务重压而被消灭的。

杠杆收购是项复杂、高难度的交易,它的达成需要投资银行、经理人员和其他参与设计、融资、供资的机构具备自信、热情和对收购交易各方面敏锐而细致的观察。只有当大部分债务如期清偿、股权投资的价值充分实现时,杠杆收购才可以说大功告成。成功之道取决于良好的投资判别和信贷决策、杰出的公司运作和业绩、景气的经济环境和市场条件等等,其中,收购完毕后的公司重组是决胜的关键。重组是长期战略考虑和短期现金管理的产物,它的思想核心是卖掉市盈率或价格对现金流比率

超过收购整个猎物公司所形成的市盈率或价格对现金流比率的各项资产、部门或子公司,同时保留两项比率低于整个公司购买比率的各项资产、部门或子公司。

杠杆收购系列过程的尾声是股权投资的套现,也就是收购者的撤资问题。套现有两条基本途径可取,一是公开招股上市,一是私下售与另一位新买家。在短期内,如经过3~5年后的重组和经营,将杠杆收购公司携去上市是每个杠杆收购投资者的梦想。如美国前财政部长威廉·赛门组织的投资合伙集团在1982年杠杆收购了吉布逊贺卡公司后,1984年即让吉布逊公司重新挂牌上市,短短一年半中,赛门本人33万美元的投资变成了6600万美元。但是,公开上市可行与否还取决于股市的“时间之窗”,即使杠杆收购公司已适合于上市,股市的萧条也会让上市之举成为泡影。通过再出售一途实现撤资亦不少见。专门收购企业的著名投资集团KKR公司于1975年与经理人员联手,杠杆收购了罗克威尔公司的一个制造过滤嘴、齿轮等部件的分工厂后,1980年复将该厂售与某外国公司,收益高达初始投资的22倍。

15.1.3 杠杆收购的发展历程

杠杆收购在80年代得以爆发兴盛还得感谢60年代的美国第三次并购浪潮。在那次并购潮中,许多大公司匆匆扩张,藉收购本行业或行业外的企业变成了跨行业的综合性大公司。盲目并购非但未产生协同效应,而且造成了因规模偏大而形成的营运、管理不经济。为摆脱这一困境,提高股本收益率,多数大公司到了70~80年代不得不低价出售以前收购的非主营部门或子公司。这就为杠杆收购提供了大量有利可图的收购对象。

杠杆收购的最初兴起得益于投资集团和投资银行的探索。1979年,KKR公司构造了四层债务资本和两种股权资本,集资3.7亿美元杠杆收购了豪得乐(Houdaille)实业公司这间大型上市公司。美国的一些超级大银行、保险公司和养老基金参与了此次收购的融资与投资。这次收购拉开了当代意义上所说的杠杆收购运动的帷幕。由于70年代末和80年代初利率高。经通胀调整的企业真实收益就低,这个时期的杠杆收购还不活跃,收购价格一般维持在猎物公司税息前收益或营运现金流的5倍的水平上,而且,收购过程相当繁琐,一起杠杆收购通常要经历3~6个月才可达成。

从1982年和1983年起,杠杆收购迅速活跃了起来,一是因为利率大幅下滑,收购价格对猎物公司收益的比率可以有所提高,从而将更多的公司列入可被收购对象,二是因为投资银行积极介入杠杆收购,为收购者提供了极大的融资便利和支持,提高了收购的速度和容量。从事并购融资

的集大成者当然得数德雷克塞尔公司和该公司的迈克尔·密尔肯。正是这家投资银行和这位投资银行家,在1983年推出了“高度信心”书(*Highly Confident Letter*),极大地拓展了高收益债券,也即垃圾债券的市场。如果密尔肯领导下的德雷克塞尔投资银行的债券部同意为杠杆收购项目包销夹层债券,该家投资银行的企业合并买卖部就给客户一封这样的安慰信声明,它有高度的信心为收购提供必需的资金。“高度信心”书给杠杆收购市场带来了革命性的变化。首先,它改变了资本结构,一级银行贷款的比重从早期的70%降至了40%~50%,而附属债券或垃圾债券市场提供的资金由20%升到了30%~40%。其次,它提高了杠杆收购交易达成的可能性,亦将交易所需时间由早期的3~6个月降至了1~3个月,大大加强了杠杆收购的威力。再者,它提高了融资能力,使收购价格对税息前猎物公司收益的比率(亦称市盈率)由早期的5倍提高至1983年的6~8倍。

杠杆收购的高回报率吸引着资金,一些投资银行、投资公司纷纷从保险公司、商业银行、公司和政府的养老基金以及个人投资者处集资,建立起专事杠杆收购的基金。据估计,在杠杆收购的高峰期1988年,大约有250亿美元的杠杆收购基金在四处游动。这笔巨大的货币资源中,杠杆收购业巨头KKR公司握有56亿美元,福斯特曼·里特公司握有27亿美元,摩根斯坦利集团握有16亿美元,美林公司第二期资本增值基金握有15亿美元,其他大投资银行,如培基证券和黑石集团等,也持有6~15亿美元的杠杆收购基金。收购资金的充裕,私募和公开债券市场的兴起发展,投资银行的巨大参与热情,推动着杠杆收购市场的迅速膨胀。

杠杆收购基金聚集的闲资需要出路,收购者之间的价格竞争愈演愈烈,这两大因素造就了1986年“包销”(Bought Deal)方式的产生。德雷克塞尔公司发明的“高度信心书”支持的收购交易须耗时1~3个月,且很容易遭到其他杠杆收购基金支持下的竞价者的袭击而落空。为了控制交易,投资银行开始投入自有资金,这就诞生了“过渡贷款”(Bridge Loan,直译为桥梁贷款)。过渡贷款使杠杆收购避免受制于第三者融资,再度提高了杠杆收购的速度,有的交易时间甚至缩短至一周。过渡贷款由杠杆收购后在公开市场上发行债券所筹的资金偿还。

杠杆收购市场的扩大、竞争的加剧,造成收购价格对猎物公司税息前收益的比率逐级上升,至1986年,这一比率已高达8~12倍。收购成本的大幅提高令收购者难以负担沉重的债务。为了使收购方在完成杠杆收购后有一喘息的机会,也为了给杠杆收购提供良好的交易环境和条件,投资银行又创新出两种债务工具,即以同类证券支付的证券和零息债券。这两种债券允许杠杆收购者将本息支付推迟至并购完成3~5年之后,从而大大减少即期付息的负担。

上述种种杠杆收购融资创新推动了杠杆收购,但也造就了杠杆收购

市场的过热,为后来的崩溃埋下了种子。过多的资金追逐过少的合格收购对象,收购价格和收购成本的急剧上升,债务负担的加重(特别是使用以同类证券支付的债务融资工具无异于饮鸩止渴),种种弊病在股市和经济繁荣期还能一俊遮百丑,然在熊市和萧条期则暴露无余。杠杆收购市场的脆弱在1987年10月的股灾中已有所体现,到80年代末大牛市和经济景气终结时,市场终于急转直下。其间,垃圾债券之王米尔肯因操纵垃圾债券市场爆出丑闻被捕入狱,更令市场雪上加霜,背负恶名。1990年米尔肯的被捕最终导致杠杆收购市场头号投资银行德雷克塞尔公司的破产歇业,其他投资银行也纷纷收缩这方面业务,保险公司、基金、商业银行亦纷纷退出杠杆融资,1990年和1991年市场规模严重萎缩。这一境况到了1995年始随整个收购兼并活动的迅速复苏而有所改观。1995年1月份以来,美国垃圾债券市场所增规模为17亿美元,相当于1994年全年的市场资金流量。

15.1.4 杠杆收购的类型

杠杆收购的种类形式繁不胜举。下面我们仅从收购对象、收购者、收购态度这三方面,试对杠杆收购作简单的划分,以使读者对杠杆收购有一概括的了解。

1. 根据收购对象所作的分类

杠杆收购对象可以是上市公司,也可以是私人公司,亦可以是大公司拟脱手的子公司或部门机构。

对上市公司发动杠杆收购并将其私有化在西方并不少见,这类杠杆收购在两种情况下发生:一是公司外的收购者或公司内的收购者欲借此实现股东财富最大化,二是为使公司不落入未经征询、带有敌意倾向的外部收购者之手,公司内的管理层藉杠杆收购之力赎出公司转为私有。在前一种情况下,股市对猎物公司的估值偏低,激起收购者杠杆收购的欲望,藉收购后重构公司,提高动作和管理效率,实现公司的潜在价值。如纽约最大的百货商店麦锡公司就是据此被杠杆收购私有化的。在后一种情况下,猎物公司管理层深谙公司价值和潜力所在,当他们认为外部猎手公司或投资个体的要约价过低时,就会以比外部收购者更高的价格向股东发出收购要约。1987年,美国的超级市场总公司就是这样被管理层杠杆收购并私有化的。在KKR公司收购RJR纳比斯科公司时,后者的管理层也提出过杠杆收购的议案,但最终因要约不如KKR公司提高后的要约具有吸引力,未获成功。

杠杆收购私人公司多因私人公司股东寻求套现而起。私人公司股东套现股份可以寻求公开招股上市,也可以将公司售给大公司而实现,但这两条途径均不完美。在前一种方案下,股权只具部分的流通性,抛售全部

股份一则为法律限制,二则可能引起价格剧烈下挫。在后一方案下,买主通常是同行业的竞争对手,公司出售后就再无独立性可言,原来的董事会、经理层恐怕统统得离职。这样,私人公司的管理层和部分股东可能就会与投资银行、信托公司联手,杠杆收购这家私人公司。如此,经理层可以留任,欲套现的股东亦可以不菲的价格出售所持有的全部股权。

当大公司出于战略考虑欲脱手某子公司或所属部门时,子公司或部门的经理层若觉得子公司的价值在母公司的售价以上,他们就会与金融机构联手,杠杆收购该子公司或部门。这样的收购可以使收购对象的动作免遭冲击,而且经理层在成为大股东后,从自身利益出发,当会更尽心尽力地经营。1982年,当美国无线电公司出售属非核心的业务的吉布逊贺卡公司时,该子公司的经理层就与赛门的公司联合,杠杆收购了吉布逊贺卡公司。杠杆收购后,赛门的公司控股70%,吉布逊公司的经理层和职员拥有其余30%的股权。

2. 根据收购者所作的分类

根据猎物公司经理层有无参与对本公司的收购,可以将杠杆收购分为经理收购(*Management Buyout*)和非经理收购。

经理收购是杠杆收购中很常见的一类。在经理收购下,股权投资者与经理层一道组成一个收购集团,与猎物公司或猎物公司的母公司的董事会在友好的气氛下洽商收购的条款,达成后即实施杠杆收购。经理收购下,风险投资基金和投资银行等股权投资者常赠送给经理层一些股权,以作勉励,更好地构筑命运共同体。比如,经理层只提供股权资本的15%,但却得到了30%的股权。经理收购的最终成功依赖于经理层在收购后的优秀管理。所有的股权投资者均期望良好经营一段时期后,将猎物公司再行出售,实现巨大的投资收益。

在经理收购的交易中,收购的非经理方发起人(*Sponsor*)发挥着重大的作用。担任发起人的多为投资银行或专事杠杆收购的投资集团,它们充任着集资、策划、交易谈判、融资工具发行等工作。经理层和发起人为寻找合适的伙伴均得四处奔波。一般说,经理层从以下几条标准来选择作为发起人的投资银行:发起人拥有雄厚的资本实力,有发达的证券销售网络,愿意赠给经理层更多的股权或赋予他们廉价购买股权的优惠,不干涉公司的日常运作。投资银行选择作为伙伴的经理层亦有较高的要求,以保证杠杆收购这种高风险交易和投资的成功。首先,投资银行会尽力要求经理层自己投入更多的资本,从而使后者能竭尽全力地去经营公司。其次,投资银行希望融资的期限尽量压缩,从而能提高资金的流动性和周转速度。投资银行要想成功地充任发起人介入经理收购,既要拥有广泛的公司方面的客户基础,又要拥有深远的投资者方面的客户基础以保证杠杆收购资金的充足。

除了经理收购和非经理收购外,还有一种杠杆收购形式值得一提,这

就是被称为公开杠杆收购(*Public LBO*)的“ 杠杆资本结构重构”(*Leveraged Recapitalization*)。严格地说,它并不是收购行为,只是因其机制酷似杠杆收购而被纳入广义的杠杆收购之列。它的实施方不是别人,而是上市公司自己。上市公司发行债券筹集资金,然后将所得资金以特别股息形式返还给股东。这一举动提高了债务资本比率而降低了股东权益的比重,从而有效地强化了资本结构中的杠杆效应。由于不带来追加的股权资本,债权人在资本结构重构后风险增大,故杠杆资本结构重构能筹集的债务资本较普通的杠杆收购为少。美国的联合碳化公司曾经应用过杠杆资本结构重构。

3. 根据收购态度所作的分类

我们已经知道,并购中根据猎手公司接触猎物公司的态度可将并购分为敌意和善意两大类。同样,杠杆收购中也存在敌意收购和善意收购。一般说,经理收购中收购集团均持善意收购的态度,但当纯粹由外部投资者组成的收购集团涉足杠杆收购时,后者就有可能强硬地、敌意地发动标购。

敌意杠杆收购的发展是公开垃圾债券市场扩张的产物。由于敌意收购风险颇高,几乎没有一个传统的夹层债券投资者愿意参与。事实上,差不多所有的敌意杠杆收购资金得自分开的夹层债券的发行。最为出名的敌意杠杆收购是梅萨(*Mesa*)石油公司对海湾石油公司一役,1984年,皮根斯领导下的梅萨公司在德雷克塞尔公司的安排下,发行了20亿美元的高利风险债券(即垃圾债券),据此对规模大于其6倍、市值63亿美元的海湾公司发起了敌意杠杆收购。虽然梅萨公司最终未能如愿以偿,但也迫使海湾公司售与加利福尼亚州的标准石油公司。较为有名的敌意杠杆收购的成功案例当数1985年彼里尔曼对莱夫隆(*Revlon*)发动的标购。这次战役中,德雷克塞尔公司的米尔肯为标购筹资而设立了一笔7.3亿美元的“盲目债券基金”,购买这些高利风险债券的投资者在认购时尚不知猎物公司究竟是哪家。

15.1.5 杠杆收购的融资体系

成功的融资体系设计不但能帮助杠杆收购者筹集到足够的资金来守成交易,而且还能降低收购者的融资成本和今后的债务负担,是杠杆收购取得最初的成功、最终的成果的基础条件之一。投资银行在杠杆收购中所作的重大贡献,就是设计了多层次的融资体系,并为这个体系创新出许多前所未有的融资工具和证券。融资体系的构造往往最能反映出投资银行的匠心独具,是投资银行家智慧的凝聚。

每次杠杆收购的融资体系具体构造会有所差异,表15.1.1中所展示的是较为典型的一个融资和用资体系。表中的融资体系基本上包括了常

见的杠杆收购融资工具和相关证券。

表 15.1.1

杠杆收购的融资结构和资金投向

单位 :百万美元

资 金 来 源	金 额
(1)循环信贷额度	\$ 200
(2)抵押贷款或出售租回贷款	100
(3)高级长期贷款	600
(4)利率爬升票据(<i>Increasing Rate Notes</i>)	250
(5)高级从属债券(<i>Senior Subordinated Debt</i>)	100
(6)次级从属债券(<i>Junior Subordinated Debt</i>)	75
(7)次级零息债券(<i>Junior Zero Coupon Notes</i>)	50
(8)优先证券(以同类证券支付)	50
(9)优先证券(可转换)	50
(10)普通股	25
筹资总计	\$ 1 500
资 金 投 向	金 额
(1)购买普通股	\$ 815
(2)购买优先股	50
(3)现存债务再融资	460
(4)交易费用与支出	50
(5)补充营运资本	125
用资总计	\$ 1 500

我们看到,表 15.1.1 展示的杠杆收购资本结构如下:包括第(1)、(2)、(3)项在内的一级银行贷款占收购资金的 60%,包括第(4)项至第(9)项的夹层债券占了收购资金的约 38%,而以普通股形式表现的股权资本(狭义)仅占收购资金的 2%。若将可转换证券计算在内,广义的股权资本亦不过占收购资金的 5%。这个资本结构并不是确定的,而是随垃圾债券市场景气、整个经济和信贷的繁荣、投资者对风险的态度而时时改变的。在 80 年代末,0.5 亿美元左右的中型规模杠杆收购中,一级银

行贷款、夹层资本、股权资本分占 65%、30% 和 5% ,到了 90 年代初 ,这一结构就调整为 50%、30% 和 20% ,反映了信贷紧缩和投资者对风险的规避。

下面 ,我们就来看看杠杆收购下的各类融资工具及其参与者的操作。

1. 高级债务

高级债务(*Senior Debt*) ,即一级银行贷款 ,是杠杆收购资本结构中的上层融资工具。它的提供者多为商业银行 ,其他金融机构如储贷协会、商业金融公司、保险公司等与进有参与。高级债务的供资方所面临的风险最低 ,因为高级债务供资方对收购得来的资产有一级优先 ,而且 ,商业银行等供资方对贷款额度的设定均持审慎态度。但是 ,风险的降低也意味着收益的降低。高级债务有供资方所能获得的最高收益率一般在杠杆收购融资体系中处于末位。

商业银行在提供一级银行贷款时多遵循以下规则 :第一 ,按基准利率。如伦敦银行同业拆放利率(*LIBOR*) ,再加一个百分率定出贷款利率 ;第二 ,贷款期限不超过 7 年 ,平均的贷款期限不超过 3 ~ 4 年 ;第三 ,按销收帐款和应收票据的 80%、存货的 50%、厂房机器设备的 25% 这些比例设定贷款额度 ,以有效控制倒帐风险。在某些情况下 ,商业银行还会提出一些附加的约束性条款 ,如对收购者发行其他债券的支付股息等作出限制。

商业银行参与杠杆收购供资有三种方式。其一 ,充任收购者的一级贷款经办人。这是最积极的参与方式 ,经办银行负责筹集一级贷款 ,往往自己也是一级贷款的最大供资银行。杠杆收购者和策划的投资银行宜寻找声誉卓著的商业银行来担任经办人 ,以藉后者的资信提高杠杆收购的资信度和成功概率 ,从而使其他的投资者有信心来参与供资。其二 ,参与杠杆收购的一级辛迪加贷款。在绝大多数超大规模杠杆收购下 ,一级贷款经办银行为分散风险和投资 ,会邀请其他商业银行级成银团 ,共同向杠杆收购者提供一级贷款。其三 ,购买其他银行转售的一级贷款。这是介入程度最浅、风险最低的一种杠杆收购参与方式。

2. 从属债券

从属债券(*Subordinated Debt*) ,也即那些以夹层债券为表现形式的债务融资工具 ,是杠杆收购融资体系中内容形式最为丰富的一族。

(1)过渡贷款(*Bridge Financing*)。投资银行为促成杠杆收购交易的迅速达成 ,常以利率爬升票据等形式向收购者提供投资银行自有资本支持下的过渡贷款。该笔贷款日后由收购者公开发行的新的高利风险债券所得款项或收购完成后收购者出售部分资产、部门所得资金偿还。

过渡贷款的期限通常为 180 天 ,但也可应收购者要求再延期 180 天。投资银行提供过渡贷款时先要收取 1% 左右的承诺费 ,然后再依过渡贷款的实际支取金额加收 1% 左右的附加费用。过渡贷款的利率设计多取

攀升式,如利率爬升票据可能会设定为:头个季度利率为基准利率(如 *LIBOR*)加 500 个基点,以后每一个季度加 25 个基点。这种设计方法能有效地鼓励收购者加速还款。

投资银行发放过渡贷款承担着巨大的风险。为促成杠杆收购交易的达成,策划收购的投资银行常不惜发放单笔金额相当之高的过渡贷款。由于投资银行本身的资本结构中的杠杆比率已相当之高,这些占投资银行净资产不低比例的过渡贷款成本和风险的变动很容易令投资银行业绩和财务表现大起大落。由于过量发放贷款会带来投资银行信用评级被调低和融资成本上升的不良后果,投资银行不得不控制过渡贷款总量,过渡贷款的市场规模因此难有大的拓展。

(2)从属债券和延迟支付证券。从属债券的清偿在一级银行贷款之后,其到期年限多在 8~15 年之间。根据求偿权的优先级别,从属债券又可分为高级从属债券和次级从属债券。

高级从属债券的利率一般比一级银行贷款高出 200 个基点。它的利息是按期计付的,但它的本金通常在几年后才开始返还,如八年期的高级从属债券可能是在第 6 年、第 7 年和第 8 年等额偿付本金(当然以一级银行贷款完全清偿已毕为条件)。债券发行者可以行使早赎权,但须为此向投资者支付一个溢价,如按债券平价的 108% 这一价格水平执行早赎。次级从属债券由于其求偿权在高级从属债券之后,投资者承担了更高的风险,所以它的利率较高级从属债券又高出了 50 个基点。次级从属债券期限一般长于高级从属债券,其本金的偿还也在高级从属债券之后,如 9 年期的次级从属债券是在最后 3 年等额返还本金。遇到早赎,投资者也能行到一个溢价。早赎越晚,溢价也就越低。

延迟支付证券(*Deferred Pay Securities*)指的是那些在约定的期限内不支付现金利息或股息,过了约定期限才开始按照在发行时已拟订好的条件支付现金利息或股息的债务融资工具或优先股融工具。延迟支付证券导入杠杆收购一可以减轻收购交易刚完成的前几年收购者所承担的现金利息负担,二可以使收购者更容易筹措到求偿次序在延迟支付证券之先的一级贷款和夹层债券。延迟支付证券最常见的两种表现形式是零息债券和以同类证券作支付的证券(*Pay-in-Kind Securities*,简称 *PIKs*)。

零息债券是指不支付利息而以低于其面值的很大折扣出售的债券。杠杆收购者在规定的到期日以面值赎回,购买者从其所谓的增值中得到收益。杠杆收购融资体系中的零息债券的求偿权在一级银行信贷和其他从属债券之后,故它的期限通常也较之为长,如以 10 年为期。由于零息债券的风险更高,故零息债券发行价格和面值价差中暗含的利率亦通常要较次级从属债券高出 100 个基点。零息债券是所有固定收入证券中价格波动最剧的一种,同按期付息的债券相比,在利率上升时,零息债券

的价格会下降得更凶,而在利率下降时,零息债券的价格上升最快。零息债券发行的折扣是到期年限的函数,离到期的年数越多,投资者支付的购买价越少,所产生的杠杆力亦越大。例如,10年后到息的零息债券,购买者可能只需支付其面值的八分之一价款,相当于用了8倍的杠杆力。当然,杠杆收购者也因此获得了10年的宽限期。以同类证券作支付的证券可以是债券,也可以是优先股,以同类证券作支付的优先股提供给投资者高达15%~20%的股息率,但这些股息不以现金而以优先股作支付工具。以同类证券作支付的债券亦然,在一个事先约定的年限到来之前,利息以同类债券作支付,过了这个年限,发行者始以现金付息和到期还本。以同类证券作支付的证券其求偿权比零息债券还低了一级,几乎是所有垃圾债券中风险最高、潜在收益最大的一种。RJR收购一案中就涉及了110亿美元的零息债券和以同类证券作支付的证券的发行,这两种高利风险债券最早得在1994年才开始支付现金利息。延迟支付证券有强烈的“利滚利”的色彩,它很有可能陷收购者于悲惨的境地。在1989年下半年,KKR公司(KJR的收购方)的一家名为希思布罗的子公司就是因为不堪以同类证券作支付的证券带来的过重负担而宣告破产的。

夹层债券既可以私募发售给大型保险公司或“夹层”基金等金融机构,也可以通过高利风险债券市场作公开发行。由于所购债券期限长、流通性差,通过私募购买垃圾债券的投资机构通常要求获得部分股权作为报偿,发行者为了推销这种垃圾债券,对购买者的多赠以无表决权的普通股来吸引投资者,这样私募债券购买者所得的回报率一般要比同种期限的国债高出大约1000个基点。私募夹层债券的利率通常在供资方作出购买承诺时即予以确定。

公开发行高利风险债券需要投资银行承担承销工作。提任承销商的投资银行通常就是策划杠杆收购的、身兼发起人的投资银行。公开发行要求发行者和承销商作好登记申请表和办理好其他发行手续。夹层债券的承销毛利大约是发行总金额的3.5%,投资银行在收取这笔丰厚的承销佣金时,也要付出代价,这就是它必须作出充任债券上市后的做市商这一承诺。公开市场上做市商的存在使债券购买者毋须提心夹层债券的流通性。公募夹层债券购买者的风险因债券流通性的创造而较私募夹层债券购买者承担的风险为小,通常,发行者不必赠送股权以作诱引。公募夹层债券的发行价格和利率视实际发售日的市场条件而定,这对杠杆收购者是较为不利的,因为在杠杆收购交易期间到债券公开发行日之间的那段日子中,不能排除利率突然提高之可能。

3. 股权资本

股权资本证券是杠杆收购融资体系中处于最下层的融资工具。股权资本证券包括优先股和普通股,普通股是整个体系中风险最高,潜在收益最大的一类证券。股权资本的供应者多为杠杆收购股权基金、经理人员、

一级贷款和夹层债券的贷款者。一般说,杠杆收购股权资本证券不向其他投资者直接出售,而只供应给在杠杆收购交易中发挥重要作用的金融机构或个人。在很多情况下,杠杆收购后形成的公司其控股权落在担任发起人的投资银行或专事杠杆收购的投资公司手里。

15.1.6 融资的创新 表外工具

为了使杠杆收购能顺利完成,高成本暂时不宜列示在猎手公司的资产负债平衡表上,投资银行在实际操作过程中发明了表外工具。表外工具的机制就是令猎手公司在收购完成时对猎物公司或猎物公司的控股公司(*Holding Company*)不具有50%或50%以上的控股权,从而使后二者的报表无需与猎手公司的报表进行合并,等后者因杠杆收购而负的债务已清偿了很大一部分后,猎手公司再提高股权至50%以上,实施“收购”并合并报表。在猎手公司提高控股权之前,通常由安排整个收购交易的投资银行来接管控制杠杆收购控股公司的大部分股权。也就是说,控股公司的资产负债先归于投资银行项下。

15.2 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哥伦比亚广播公司股东的效益率为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成为 80 年代末全美排名第二的投资银行。不过进入 90 年代后 ,时移事易 ,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。

要点回顾

- 1) 杠杆收购下的各类融资工具和参与者的操作有高级债务、从属债券、股权资本 ;
- 2) 杠杆收购的类型 根据收购对象分为上市公司、非上市公司、根据收购者分 经理收购、非经理收购 ;根据收购态度分、恶意收购、善意收购。

案例及应用

1987 年 ,接到 CBS 公司杂志分部经理层发出的参与经理收购的邀请。根据 CBS 公司杂志分部经理层的报告 ,培基证券公司自己的实地考察和两家从外部延请的顾问所作的评估 ,培基证券公司决定参与这次经理收购 ,同意给经理层提供 7 亿美元的一揽子融资和融资安排。由于收购价格相当之高 ,CBS 杂志分部的经理层和培基证券公司达成共识 ,在从 CBS 公司收购杂志分部后 ,杂志分部所辖的部分杂志将予以出售 ,以减轻本次杠杆收购所筹债务资本带来的承重利息负担。收购是通过建立一个名为 DCI 的控股公司来实施的 ,培基证券公司安排的 7 亿美元融资中有 1.2 亿美元是次级从属票据 ,它们的偿还资金即是由收购后出售部分杂志来筹集的。

在签订杠杆收购杂志分部的协议和收购交易终结之间的那段时间 ,培基证券公司和杂志分部的经理层就开始着手各类杂志的评估和接洽可能的买家。收购交易刚告完成 ,DCI 公司就将从 CBS 公司收购过来的 21 家杂志中的 5 本卖与了另一家出版媒体公司 ,在 1987 年底 ,又有 2 本杂志出售 ,这 7 本杂志的出售价格对它们营运收入的倍率远远高于 DCI 公司以 CBS 手中购买 21 本杂志所付的平均倍率 ,7 本杂志总计售得 2.35 亿美元 ,清偿 1.2 亿美元的次级从属票据后还绰绰有余。在出售部分杂志之余 ,DCI 公司大力精简管理费用和其他的间接成本费用 ,这使 DCI 公司产生了更多的现金流 ,债务偿还速度有较大提高。

根据以上案例分析 :在实施杠杆收购过程中应如所操作。

第 16 章

购并中的投资银行与反购并策略

关键词 *key word*

证券投资者保护协会(*Securities Investors Protection Corporation, SIPC*)

证券承销(*Underwriting of Securities*)

辛迪加(*Syndicate*)

毛利差额(*Gross Spread*)

私募发行(*Private Placement*)

毒药丸子(*Poison Pill*)

锡伞降落(*Tin Para Chute*)

股份回购(*Share Repurchases*)

绿色勒索(*Greenmail*)

股权推进(*Equity Kicker*)

咨询服务(*Advisory Service*)

本章概要

- 1) 投资银行概述
 - 篇首案例 :MCI 公司与世界电信公司联姻
 - 投资银行简史
 - 投资银行定义
 - 投资银行业概貌
- 2) 投资银行业业务
- 3) 购并中的投资银行
- 作为买方代理策划购并
- 作为卖方实施反兼并措施
- 参与购买合同谈判 ,确定购买条件
- 协助买方筹集资金
- 业务收入
- 4) 反购并策略

本章目标

在学完本章内容以后 ,您将能够 :

- 1) 理解投资银行在收购与反收购中的地位与作用 ;
- 2) 理解如何实施反购并策略。

16.1 投资银行概述

16.1.1 篇首案例 :MCI 公司与世界电信公司联姻

公元 1997 年 11 月 10 日(星期一)被誉为发动世纪之末国际商战的美国 MCI 公司与世界电信公司郑重宣告 :两家公司董事会均已同意并最终通过了世界电信提出的购并方案。

根据世界电信提出的最新方案 ,世界电信公司将以每股 51 美元的价格 ,用本公司的股票置换 MCI 公司 80% 的股份 ,与此同时 ,世界电信还将以现金购买英国电信名下 20% 的 MCI 股份 ,这意味着 MCI 售价高达 370 亿美元。

MCI 是美国的第二大长话公司 ,也是 80 年代美国电信业自由化以来 ,美国电信霸主 AT&T 是主要的挑战者 ,而到了 1996 年 11 月 ,MCI 确定与世界第五大电信公司英国电信(BT)合并 ,从而成了一家跨越大西洋的国际特大型电信公司 ,新公司的名称定为“ 协奏曲公司 ”。

英国电信与 MCI 的“ 协奏曲 ”从 1993 年就早有“ 序曲 ”出台。这一年 ,大西洋两岸的两大电信巨头签订了合作协议 ,由英国电信买下 MCI

公司 20% 的股份 ,成了后者持股量最大的股东。1996 年 11 月双方正式签约合并 ,由英国电信以总价约 210 亿美元的本公司股票置换 MCI 其余 80% 股份 ,协奏曲公司的构想正式走入前台。

这几乎成了世界电信领域最有影响 ,而且已成定局的事件。尽管收购原定在 1997 年底完成 ,但几乎从 1997 年初起 ,国际电信业的格局就因英国电信与 MCI 的联盟而发生了改变。英国电信在购并 MCI 之后 ,又与拉美最大的电信公司西班牙电信联盟 ,成立“ 协奏曲联盟 ” ,或译“ 音乐会联盟 ”。

合并本身的发展也相当顺利。MCI 和英国电信的股东大会在 1997 年 4 月分别通过此项交易。美国联邦通信委员会(FCC)和欧洲联盟也相继批准了两大公司的合并协议。

岔子出在 1997 年夏季。7 月 1 日 ,MCI 的中期报表表明 ,这家公司因拓展地方电话业务投入过大 ,可能出现巨额亏损。

美国自 1984 年电信自由化以来 ,实行的是长途电话业务的自由竞争与地方电话业务垄断经营的“ 双轨制 ”。MCI 则是一家在自由竞争中发展起来的大型长话业务公司 ,目前 ,在美国长话市场的份额占 15% 左右 ,在 AT&T 之后排名第二。1997 年初 ,美国通过新的电信法案 ,允许长话公司进入地方市场 ,自由竞争之门全面敞开 ,MCI 从 1996 年 11 月始 ,为进入地方市场进行大规模基础设施建设。新业务拓展困难重重 ,近期盈利前景无法乐观。按 1997 年 7 月公布的数字 ,MCI 将因发展地方电话业务导致年内 8 亿美元亏损 ,到 1998 年 ,此项亏损有可能达 10 亿美元。

消息公告以后 ,MCI 股价大跌 ,英国电信的股东顿感忧虑万分 ,纷纷指责英国电信当初在交易中 ,对 MCI 地方业务亏损估计不足 ,一场讨价还价重新开始。1997 年 8 月 ,双方公布了新的交易条款 ,MCI 的价码跌了 25% 左右 ,以此来算的话 ,MCI 股东每股将损失 3.2 美元 ,并且失去了原来领取英国电信 1997 年股息的机会。

新合约再次打击了 MCI 的华尔街形象。一度高达 40.6 美元/股的股票跌至 29.3 美元/股 ,下跌 30%。相当一批股东对 MCI 决策层感到不满。

1. 柳暗花明 :世界电信愿意支付 300 亿美元

按照美国相关法律 ,在公司购并交易中如有重大反面情况出现(*Material Adverse Condition* ,即 MAC) ,交易一方可以要求修改条款 ,放弃承诺。不过 ,MCI 到底值多少钱 ? 一时间成了市场议论的焦点。1997 年 10 月 1 日是华尔街一个普通的星期三。这天清晨 ,世界电信总裁别奈德·埃伯斯在纽约一家酒店拨通了 MCI 主席别特·罗伯斯的电话。罗伯斯还没有上班。8 点 30 分 ,罗伯斯从华盛顿的办公室打电话给埃伯斯。他听到了这样的建议 :世界电信愿以总价 300 亿美元的股票购买 MCI。

这个价格 ,相当于比英国电信的最初报价还高出约 90 亿美元 ! 具体

交易价是一个复杂的公式,出自最基本的原则加上投资银行专家通宵达旦的精确计算。那么,90亿美元从何而来?在纽约召开的新闻发布会上,埃伯斯算了一笔组合效益(*Sinergy*)的帐,道理相当明白,*MCI*亏损就亏在地方业务的基础设施投资过大,而世界电信恰恰拥有较强的地方业务网络。这家公司于1984年成立,1989年上市。完全靠购并发展壮大,现已成为美国仅次于*AT&T*、*MCI*、*SRRINT*的第四大长话公司,并在最有前途的国际交互网(*Internet*)市场中占有优势。1996年,世界电信收购了美国第二大地方电话公司*MFS*,进而在美国50多个地方有了自己的地方网络,为此,埃伯斯坚信自己的公司与*MCI*联姻,可以产生和“英国电信+*MCI*”不同的组合效益。在1999年以前,两者合并后的成本组合效益(*Cost Synergies Before revenues Enhancements*)保守估计可达25亿美元,五年后的总和至少为15亿美元。

华尔街传来一派对埃伯斯的叫好之声。从中我们可以分析到:

(1)*MCI*的决策最终必须符合股东的最大利益,由于世界电信的报价远远高于英国电信的可能出价。所以,*MCI*的董事会根据受托责任无权拒绝此项建议。

(2)虽然,世界电信的规模小于*MCI*,但世界电信长期经营有方,深受投资者信任,多年来股价扶摇直上,此次交易的组合优势十分明显,以股权置换完成交易完全可行。

(3)目前,有部分人士认为世界电信与*MCI*合并可能会遇到反垄断法的阻碍,但事实上两家电信公司现有长话的市场份额相加才25%,仍大大低于*AT&T*的50%,世界电信已占优势的国际交互网作为发展中的市场,现在也还谈不上垄断之虞,所以,一旦合并提议被*MCI*接受,完全可能获得联邦通信委员会批准。

埃伯斯宣告交易打算的当天,英国电信的股票上升了10%,表明市场对于其退出合并的支持态度。世界电信的股票略有下降,但此后就出现了连日上升的局面,到了周五收盘时,世界电信的股价已经突破历史最高点了。

2. 后发制人 :GTE 主席查里斯提出提议

本来,无论世界电信的交易最终是否成功,埃伯斯这几天已经成了美国商界的英雄。他身穿牛仔服、驾驶小卡车的照片刊登在美国商业杂志的封面上,世界电信总部所在地密苏里杰克逊城,一个过去名不见经传的小城,也成了记者云集之处。

虽然*MCI*和世界电信还未正式接招,但世界电信有备而来,已觉胜利在握。

华尔街中此事直接参与这些交易的知情人更是对世界电信充满信心。

可惜故事不愿到此结束,到了1997年10月15日,美国另一家老牌

但并不很大的电话公司，GTE 主席查里斯·李又向 MCI 主席别特·罗伯斯发出一封重要信件，提出了另一项建议：以每股 40 美元，亦即总价 280 亿美元的现金收购 MCI 股票。李的信函不仅言之凿凿，而且亲切动人，他对别特·罗伯斯直称其名，一开头就说：“多少年来我们一直在讨论合作事项。”李对英国电信加入合作也相当热情。所以，美国一些分析家说，GTE 的收购显得更为“友好”。

GTE 收购提议发布之时，华尔街一片惊叹。华尔街一位分析家说，GTE 的收购提议比世界电信更令人吃惊。这是因为 GTE 提出的现金数额数字之大，已在美国公司收购史上破了纪录。此外，GTE 虽然是一家经营良好的大型地方电话公司，但在强手如林的美国电信市场上的地位并不那么醒目，按有些媒体的说法只能算“一顿平常的午餐”，距被人看重的晚饭“正餐还差得很远”。

更主要的是查里斯·李一向坚持单打单干的风格。近年来，电信业兼并势头汹涌澎湃，GTE 目睹周围同业之间合纵连横的局面，从未表示与任何人联手之意向。直至 10 月 15 日致信别特·罗伯斯，人们才看到了李和 GTE 战略姿态的改变。

可以想象，由于 GTE 此番收购后发制人，所以 GTE 在憧憬 GTE 与 MCI 合并前景时，测算的数据也更富于冲击力。这一回，GTE 拿出来的不是所谓组合效益数字，而是直截了当的财务数据。据称，合并后的 GTE—MCI 到 1999 年总收入将达到 550 亿美元，地方电话业务客户为 210 万户，长话业务客户为 240 万户，无线电话业务客户为 500 万户。预期公司年收入的增长幅度将达到 12%，每股收益增长 18%~20%。

3. 购并幕后 投资银行冤家路窄

面对两大买家出场的局面，英国电信通过提高价格以维持“协奏曲照常演出”看来已无可能。英国电信与 MCI 日前已正式表态，双方将各自就下一步交易分别与世界电信及 GTE 两大买家相商。还有一种分析认为，在新的商战格局下，MCI 的第一买家兼大股东英国电信实际上有了更多的选择，其中包括考虑让 MCI 和 GTE 与世界电信同时联手。

在 GTE 与世界电信相争不下的局面中，究竟哪种结合更有利于 MCI？未来交易前景如何？

一时间，华尔街分析家们众说纷纭，难有统一结论，更专业的眼光则直接关注到交易幕后。他们指出，如此规模的企业购并照例要请高水准的投资银行出场策划，在此次 MCI 争夺战的幕后，事实上正是美国最有实力的投资银行购并顾问之间进行的实力较量。

世界电信在此次交易中的购并顾问为美国所罗门兄弟公司。所罗门兄弟是华尔街六大投资银行之一，近年来，因为开展业务比较趋向于专门化，在华尔街上素有投资银行“专卖店”之称。其业务强项之一就是电信购并及股票上市业务。据可靠消息，所罗门兄弟此次为完成世界电信

——MCI 交易案倾注全力,志在必得,投入了大量的人力资源与时间。《华尔街日报》的报道还证实,世界电信已经承诺,如果这笔总值 300 多亿美元的交易得以完成,所罗门兄弟公司可获 3300 万美元的业务费。

不过,GTE 的财务顾问之一,为当今公认最有实力的投资银行之一高盛公司。据了解,自 1997 年 8 月 22 日英国电信宣布降低对于 MCI 股票收购价之后,世界电信即开始咨询所罗门兄弟,着手新的收购策划。以此推算,GTE 属意 MCI 很可能也在 8 月下旬或 9 月初,此后的准备工作则是由高盛及另一家投资银行 BEAR STEARNS COS 协助筹划运行。如果不是技术性原因或判断失误使 GTE 的收购报价晚于世界电信,完全可以设想那正是高盛及 BEAR STEARN SCOS 别有用意的策略性建议:后发制人,以求全胜。

现在还不知道 GTE 对于此次顾问费的承诺,不过,据华尔街分析家们的估计,如果 GTE 获胜,最后的费用不会低于世界电信拟付所罗门兄弟的数额。更重要的是,据说高盛对此次交易求胜心切,还包含更多的考虑因素。作为与美林、摩根·斯坦利并驾齐驱的世界三大投资银行之一,高盛近年在电信购并领域的业绩并不很突出。按美国“证券数据”的排名,高盛去年在世界电信业购并顾问业务中排名第 17 位,而在 1995 年和 1994 年,高盛的位置分别为第 12 位与第 5 位。

由于电信业购并举足轻重的地位,相关领域业绩平平直接影响了高盛在整个投资银行购并业务中的排名。在去年世界投资银行业的购并顾问业务排名中,高盛只能屈居第三。而在 1995 年,高盛在购并业务中的排名为第二,1994 年则是第一。今年以来,高盛为扭转不利局面重新进行人力布局,目前该公司在电信购并业务中的排名已跃居第一。

我们可以从这个角度再体会一下高盛在 GTE 收购 MCI 案中的良苦用心。

须知一旦收购成功,随之而来的融资安排和重组策划,又是投资银行大展身手的舞台。还须知英国电信收购 MCI 案的财务顾问之一,正是 1996 年在投资银行业购并业务中排名第一的摩根·斯坦利——高盛公司的老对手。这样想来,就觉得围绕 MCI 的收购战更加错综复杂,耐人寻味了。

4. 谁笑到最后:MCI—世界电信联姻

事件演进到 1997 年 11 月,还难以了解此次收购幕后的故事,唯有到 1998 年夏季世界电信——MCI 购并案正式完成之后,才能有可能披露关于三方投资银行实际运作的部分细节。

不过,一个事实已经十分清晰:在此次前台有英国电信、世界电信、GTE 争斗,后台有摩根·斯坦利、所罗门兄弟、高盛公司较劲的特大型购并案中,最终的胜利者是前台的世界电信,以及后台的财务顾问所罗门兄弟。除了协议中的 3300 万美元,面临如此错综复杂的购并案,所罗门兄

弟的酬劳一定会增加,更重要的是它再次赢得了投资银行业所需要的名声。

关于购并案本身,华尔街传媒眼下所描述的故事结局是极富戏剧性的:

在世界电信与 GTE 分别提出报价之后,身价陡增的 MCI 花费了两周时间,分别了解两大美国公司介绍各自公司的财务信息,商讨合并交易细节。到 1997 年 11 月的第一周中,即 11 月 5 日左右,接触告一段落。世界电信和 GTE 开始等待最后的财务评估阶段(*Due Diligence Analysis*),即审查 MCI 的文件和财务状况。

就在此时,世界电信总裁别奈德·埃伯斯出人意料地迈出一步。11 月 7 日晚上,星期五,他从密西西比河畔的杰克逊城给在首都的 MCI 主席别特·罗伯斯拨通了电话,直截了当提出:别在意世界电信每股 41 美元的报价,忘记 GTE 的 280 亿美元现金的报价。现在,世界电信的新报价是每股 50 美元。

当时,英国电信的要员们正在纽约进行计划中的短期访问,罗伯特立即要求他们不要踏上归程。他决心单方迈出重大步骤。与此同时,他也告诉 GTE,世界电信提出了新的报价,当然没有说出具体的数字。

星期六清晨,世界电信把一张软盘送到了纽约曼哈顿城中的辛普森·撒切尔 & 巴莱特律师事务所,那是 MCI 的特约律师所在地。软盘上的文件提出了新方案的条款。从那里起,世界电信与 MCI 开始和英国电信谈判,要求英国电信退出 MCI。

英国电信最初准备反击,声称可以阻止世界电信的收购,至少可以诉诸法律。而世界电信最初只打算以股票方式兑付英国电信手中的 20% MCI 股票。最后,到星期六下午,埃伯特与英国电信的两名高级经理面晤,终于做出让步,同意以 74 亿美元的现金收购这部分权益。此外,世界电信还将为 MCI 与英国电信毁约,向后者支付 4.65 亿美元的赔偿费。

英国电信最终认可了这笔交易。结束与 MCI 的“婚约”无疑是极痛苦的,这意味着英国电信失去的是它在美洲大陆最重要的合作者。不过,这笔交易意味着英国电信在三年半的投资之后,获得了 22.5 亿美元的税前收入。这无疑符合股东的最大利益。

此外,谈判还明确规定,英国电信与 MCI 合资成立的“协奏曲通信服务网络”将独立存在,英国电信不仅继续保有其 75% 的权益,而且可以在世界电信—MCI 合并完成后,收购 MCI 手中 25% 权益,这意味着英国电信仍然具有在美国发展的最有力王牌。可以说,这一仗,世界电信赢了,但英国电信也没有吃亏。

至于 GTE 一方,直到星期六下午,查里斯·李及其顾问才出现在 MCI 的律师面前。李提出,如果能再给他几天时间,GTE 可以给出每股 45 美元以上现金的新报价。而此时此刻,列车已经驶出站台了。

星期一,世界电信提出了更高的报价:每股 MCI 股票升至 51 美元。据罗伯特后来解释,MCI 最终接受世界电信,还有比金钱更重要的原因:两家的公司文化更为接近。不少分析家则认为,在 MCI 的选择背后,更深层的原因是与公司的股市表现联系在一起。因为世界电信一直是一支表现良好的股票,而 GTE 则差了许多。为了使投资者重振对 MCI 的信心。投靠一家在华尔街更为走红的公司相当重要。

故事演变至今,一波三折的 MCI 购并还是没有最后落幕。不过,其结局已经可以窥知大概了。如果没有新的意外竞争,而此次收购又能获得监管当局的批准,一家全新的、特大规模的美国电信业特大型公司将出现在世界经济舞台上。新公司将原 MCI 股东持股 45%,其余为原世界电信主股东所有;公司总市值将达 600 亿美元,1998 年收入可望达到 320 亿美元。

完全可以预知,美国电信巨擘 AT&T 面对如此对手,将更加急切地通过购并增加竞争力。执意跨过大西洋寻求更大发展的英国电信,也将在自由化程度最高的美国土地上寻找新的“协奏曲”盟友。已经准备通过购并提升自身地位的 GTE,更有可能在近期新的购并战中改变命运。在今后一两年中,世界电信业还是会战火不断、好戏连台。

世界电信,这家总部座落在美国密西西比河畔的电信业新星最终赢得了 MCI 购并战的胜利。而此次世界电信、GTE 和英国电信对 MCI 的购并之争和其幕后的投资银行的较量,以数量之庞大、拼抢之激烈、后果之深远,在世纪末的世界商战中显示出极突出的地位和深远的影响。理层持股易于变现以及对管理层的报酬可以更多地使用股票或与股价相关的其他品种,劣势则在于,由于外部股权并不集中,所以需要较高的监督成本和调节成本。

16.1.2 投资银行简史

1. 投资银行的起源及其早期发展

溯本逐源,我们会发现最早的投资银行型业务可追溯到大约 3000 多年以前,当时,在美索不达米亚地区就存在着一种投资银行业务的原始形态。这种初始的投资银行业务在古希腊与古罗马时代得以继续发展,那时某些富有的商人不仅为王公贵族和教会提供贷款,而且还帮助他们管理财产、制定策略——这种业务活动与今天投资银行的基金管理、咨询服务等职能有惊人的相似之处。

现代意义上的投资银行最初产生于欧洲,主要是由 18、19 世纪众多的销售政府债券和贴现企业票据的商号演变而来,其中大多数为商人在经营其他业务时所兼营。英国的投资银行是在承兑所的基础上发展起来的,它是一种由私人银行业者设立的家庭企业。当时,在欧洲,著名的投

资银行家有曾经帮助美国政府购买路易斯安那州的亚历山大·霸菱,还有沃伯格、罗斯柴尔德等。随着美洲大陆的殖民扩张和经济的迅速崛起,在美洲也出现了投资银行业务。美国最早的投资银行是1761年由T. A. 汤毕尔在费城建立的,而公认的美国投资银行业的创始人则是18世纪90年代到达华尔街的撒尼尔·普赖姆。

投资银行这种新兴的、符合资本主义经济发展要求的金融机构在欧美出现之后,便立即迅速地发展和壮大起来。在投资银行的早期发展中,以下几个因素起了突出的重要作用:

(1) 证券与证券交易。投资银行诞生伊始,就同证券结下了不解之缘,而证券交易及证券交易所的发展,更是投资银行迅猛壮大的催化剂。1773年在英国伦敦柴思胡同建立的伦敦证券交易所、1792年几个美国人在纽约的一棵梧桐树下商定成立的纽约证券交易所和1878年成立的日本东京证券交易所等,为各国投资银行的发展提供了广阔的天地,投资银行逐步奠定了其作为证券承销商和证券经纪人在证券市场中的突出地位。同时,投资银行及其开拓性业务的发展也极大地促进了证券市场的发展。

(2) 战争。以美国为例,在美国独立战争中,美国的战时国会、各州和军队都发行了各种各样的中期债券和临时债券。战争结束后,美国联邦政府为了取信于民,就以发行联邦债券的形式承担了这笔共达8 000万美元的债务。在发行债券进行筹资的过程中,投资银行作为中介机构起了重要作用,同时通过经营批发业务、安排证券发行、进行证券承销等,投资银行的自身业务也得到了飞速发展。

(3) 股份公司。股份公司是资本主义经济发展的必然产物,它在16、17世纪随着西欧各国海外贸易和殖民扩张的兴起而兴起,在18、19世纪逐步完善发达。股份制的出现,带来了西方经济体制中一场深刻的革命,也使投资银行作为企业和社会公众之间资金中介的作用得以确立。

(4) 基础设施。资本主义经济的迅猛发展,给交通、能源等基础设施造成了巨大的压力,为了缓解这一矛盾,18、19世纪欧美掀起了建设基础设施的高潮。例如,1840年左右,美国在密西西比河和太平洋之间修建了9条铁路,北部、中路和南路的铁路线也在当时开始动工,从东北部的平原到墨西哥湾的南北主干线也在修筑,在同一时期内有900条铁路线在施工。在此过程中,资金的需求十分巨大,这是任何个人所无能为力的,于是,投资银行业务在筹资和融资过程中得到了突飞猛进的发展。

(5) 企业兼并。资本主义的发展始终伴随着企业之间的兼并与联合。仍以美国为例,在1898~1902年间,美国企业界掀起了一次横向并购的浪潮,1897年仅有4起并购事件发生,而在1898~1902年间,则有360起并购事件发生。为了帮助企业融资并促进并购活动的完成,投资银行在1897年发行了62起可转换成其他证券和资产的债券,在1898~

1902年则迅速增加到了3 026起。在此浪潮中,投资银行不仅拓展了其在收购、兼并方面的顾问业务,而且获取了可观的利润。

1929年以前的经济持续繁荣带来了证券业的高涨,证券投机商的野心极度膨胀,在“永远繁荣”的舆论鼓吹下,他们把西方主要证券市场的繁华交易变成了一种狂热的货币投机活动。然而,当时投资银行与商业银行并没有严格分开,商业银行凭借其雄厚的资金频频涉足于证券市场,甚至参与证券投机;同时,当时各国政府对证券业没有专设的管理机构,也没有制定有效的法律来规范证券业的发展,对证券市场中极为猖獗的操纵价格、欺行霸市的行为置若罔闻,熟视无睹。这一切,都为1929~1933年的金融和经济危机埋下了祸根。

2. 1929~1933年的投资银行

1929年10月28日这个被西方人冠以“大崩溃”、“黑色星期一”的可怕一天,拉开了整个世界30年代大萧条的序幕。在这一天中,华尔街上市的钢铁公司股票下跌了18点,通用电器公司的股票下跌了48点,纽约证券交易所的股票平均下跌了50点,然而这仅仅还是开始,在此之后,股市狂跌不止。从1929~1930年,纽约证交所上市的股票价值下跌了82.5%,从892亿美元下跌到156亿美元。

股市的崩溃,是经济危机的导火索,从股市崩溃到1932年,世界经济一直呈螺旋形下降,世界历史上空前持久和深刻的经济危机爆发了。从危机前最高点(1929年5月)到危机时的最低点(1932年7月),美国的工业生产下降了55.6%,退回到了20世纪初的水平。在危机中,英国生铁生产下降了52.9%,钢下降了46%,造船业下降了91%。德国的工业生产降低了40.6%,其中生产资料生产指数下降53%,消费品生产指数下降25.3%,分别退回到19世纪末和20世纪初的水平。在这个史无前例的危机中,无数银行、工厂破产倒闭,成千上万的工人失业,数以亿万计美元的财富付诸东流,生产停滞甚至回到19世纪。在这一灾难中,投资银行当然是首当其冲的受难者——无数投资银行倒闭,证券业极度凋敝萎靡。

在对证券市场和银行业务活动进行精密的调查之后,美国政府认识到银行信用的盲目扩张和商业银行直接或间接地卷入风险很大的股票市场,是1929年股市大崩溃的罪魁祸首。一旦处于全国经济核心的银行倒闭(1930~1933年美国共有7.736家银行倒闭),整个经济便不可避免地陷于崩溃。因此,美国国会通过了《1933年银行法》,其中第16、20、21和32条就集中地对证券投资活动的布局和渠道作了大规模调整,制定了证券投资活动的根本原则。这些原则通常被称作《格拉斯·斯蒂格尔法》(Glass Steagall Act),它将商业银行业务和投资银行业务截然分开,从而根本上确定了投资银行的概念及其在国民经济中的地位。同样,在认识到投资银行与商业银行混业经营、混业管理的缺陷之后,英国在1933年

也将投资银行和商业银行业务分开,并进行分业管理。从此,一个崭新的、独立的投资银行业在大危机的狼藉中崛起。

投资银行和商业银行分业经营之后,许多既从事商业银行业务又从事投资银行业务的大银行将两种业务分离开来,成立了专门的投资银行和商业银行。例如,著名的摩根银行便分裂成两大银行,其中摩根·斯坦利(*Morgan Stanley*)成为专门的投资银行,而*J. P. 摩根*则成为专门的商业银行。还有些银行在两者之间,根据自身情况挑选一种而放弃另一种,成为专门的投资银行或商业银行。例如,花旗银行和美洲银行成为专门的商业银行,而所罗门兄弟公司(*Solomon Brother*)、美里尔·林奇(*Merrill Lynch*)和高盛(*Goldman Sachs*,又译哥德曼·萨赫)等则选择了投资银行业务。

3. 大危机后投资银行的发展

经历了大危机之后,美国经济乃至世界经济在罗斯福“新政”的刺激下开始复苏。1934年,以美国华尔街为代表的世界证券市场逐渐从“黑色星期一”的阴影中走出,沉寂多时的投资银行又重新活跃起来。可惜不久以后,欧洲和日本便陷入了战争的灾难之中,其证券业的发展受到严重制约。相反,远离二战主战场的美国的证券市场则在日趋完善的法律的护航下平稳地发展了数十年。50年代末,美国的股价和交易量同步增长,1963年股票交易量首次超过1929年的水平,从1963~1968年交易量增长了3倍。在此过程中,美国投资银行获得了迅猛的成长,为其成为世界上最具典型性、实力最雄厚的投资银行奠定了坚实的基础。投资银行和商业银行分别在证券领域和存贷领域,为美国经济发展和成为世界头号强国作出了卓越的贡献。

但是,随着证券交易额的大幅上升,证券交割制度的落后就愈显突出,并对美国投资银行的发展造成了严重伤害。1968年12月,未交割金额达41亿美元,清算的差错率高达25%~40%,人工交割的落后和未交割业务的堆积使100多家投资银行因此倒闭。这次投资银行危机促使了证券业电子技术的普遍运用。此外,美国政府于1970年颁布了《证券投资者保护法》,设立了与商业银行存款保险制度有异曲同工之妙的“投资银行保险制度”,并在此基础上建立了“证券投资者保护协会”(*Securities Investors Protection Corporation, SIPC*)。

70年代以来,为了同其他金融机构竞争,投资银行不断在市场上推出各种各样的金融创新产品以争取顾客。例如70年代初开始出现的抵押债券;由美里尔·林奇公司创办的一揽子金融管理服务(*LBO*, 杠杆收购 *Leveraged Buyout*)及其相关金融产品;期货、期权、互换等金融衍生工具等等。投资银行开拓性的工作,使得金融行业尤其是证券行业变成了变化最快、最富革命性和最富挑战性的行业之一。同时,金融创新的突飞猛进,也反映了投资银行、商业银行、储贷机构、保险公司、信托公司等正

在绕过传统的严格的分业管理体制的约束,互相侵蚀对方的地盘,金融竞争已经白热化。面对这种形势和不断加剧的来自国外金融机构的竞争,实行分业管理的国家都不得不重新审视以往的金融管制政策,投资银行和商业银行业务的再度融合,似已是大势所趋。在国内金融市场较趋饱和的前提下,发达国家投资银行积极向新兴证券市场如墨西哥、新加坡、韩国、印度、印尼等国乃至中国的台湾、香港地区及大陆内地的证券市场进军,并取得了可观的利润。

16.1.3 投资银行定义

正是因为投资银行业是一个日新月异的行业,对于投资银行的界定就变得极为困难。美国著名的金融投资专家罗伯特·库恩(*Robert Kuhn*)根据投资银行业务的发展和趋势曾对投资银行下过如下四个定义:

(1)任何经营华尔街金融业务的银行,都可以称作投资银行。这是针对投资银行的最广义的定义,它不仅包括从事证券业务的金融机构,甚至还包括保险公司和不动产经营公司。

(2)只有经营一部分或全部资本市场业务的金融机构才是投资银行。这是针对投资银行的第二广义的定义。这里所说的资本市场是货币市场的对称,即指期限在1年或1年以上的中长期资金的市场。因此,证券包销、公司资本金筹措、兼并与收购、咨询服务、基金管理、创业资本及证券私募发行等都应当属于投资银行型业务。而不动产经纪、保险、抵押等则不应属投资银行业务。

(3)更狭义的投资银行业务的定义仅包括某些资本市场业务。例如包销业务、兼并收购等,另外的资本市场业务例如基金管理、创业资本、风险管理和风险控制工具的创新等则应排除在外。

(4)最狭义也是最传统的投资银行定义仅把在一级市场上承销证券、筹集资本和在二级市场上交易证券的金融机构当作是投资银行。这一定义排除了当前各国投资银行所现实经营着的许多业务,因而显然已经不合时宜。

罗伯特·库恩认为,上述第二种观点最符合美国投资银行的现实状况,因而是目前投资银行的最佳定义。不过,他根据“以为公司服务为准”的原则指出,那些业务范围仅限于帮助客户在二级市场上出售或买进证券的金融机构不能称作投资银行,而只能叫作“证券公司”或者“证券经纪公司”(*Security Firm or Brokerage Firm*)。

库恩对投资银行和证券(经纪)公司的区分是有其深刻的道理的。这是因为投资银行在一国经济中最根本和最关键的作用是其在资金短缺者(筹资者)和资金盈余者(投资者)之间的纽带和媒介作用。证券(经纪)公司在证券市场中仅起了“交易润滑剂”的作用,不能称作投资银行。

从这一角度来考虑,我国目前存在的众多证券经营机构中,能够称得上“投资银行”的还是寥寥可数,这是我国证券业尚不完善的重要标志之一。

不过,仅从库恩所同意的上述第二种定义考虑,我们会发现投资银行与商业银行之间的差别实际上很模糊,例如许多商业银行也经营着基金管理、咨询服务等业务,那么它们是否同时可以被称作投资银行?而且,库恩没有说明他所讲的“资本市场”中是占包括中长期资金的借贷市场,如果是,那么投资银行和商业银行实际上已混为一谈。从前面对投资银行历史的介绍,读者应当能够看出,投资银行是在与商业银行分分合合的过程中发展起来的,因此,我们认为,孤立地谈投资银行及投资银行型业务的意义并不很大,对投资银行这一概念的理解必须建立在区别投资银行和商业银行的基础之上。

商业银行至今仍是一国除中央银行之外最重要的金融机构,经过几百年的发展,商业银行已经发展成为资本金额最庞大,分支机构最多,业务领域最广泛,影响最深远的金融百货公司。概括起来,商业银行的业务基本上可以分作三类,即负债业务、资产业务和表外业务。负债业务是商业银行以自有资本为基础吸收外来资金的业务,其中最主要的是存款业务,另外还有一部分借款。资产业务是商业银行运用自有资本和负债以获取收益的业务活动,主要由贷款和投资两部分构成,其中更本源的是贷款业务。资产业务和负债业务的基本情况可以在商业银行的资产负债表上反映出来,因而这两种业务又可并称为表内业务。表外业务则是在表内业务的基础上,利用商业银行资金、信息、人才、技术等金融优势发展起来的金融服务项目。由此可见,资金存贷业务是商业银行业务的本源和实质,其他各种业务都是在其基础上的衍生和发展。

投资银行则不然。虽然它的业务领域极为广泛,业务活动错综复杂,但是没有一家投资银行能够不和金融市场尤其是证券市场发生联系。正如库恩对投资银行的第四种定义所显示的,投资银行最本源的业务是证券承销(以及在承销基础上的证券经纪业务),其他任何投资银行业务都是在这—业务基础上的衍生和发展。

尽管投资银行与商业银行之间业务交叉与融合已经是人所共知的事实,但是通过上面的分析,我们可以清楚地认识到:投资银行与商业银行之间交叉和融合的业务活动乃是在不同本源基础上的衍生业务的交叉与融合,这不能改变两者的实质。

正是由于本源和实质的不同,投资银行和商业银行之间还存在其他诸多方面的差异,概括起来,可以用表 16.1.1 表示。

表 16.1.1

投资银行与商业银行的区别

	投资银行	商业银行
本源业务	证券承销	存贷款
功能(1)	直接融资	间接融资
功能(2)	较侧重于长期融资	较侧重于短期融资
业务概貌	无法用资产负债表反映	表内与表外业务
利润根本来源	佣金	存贷利差
经营方针与原则	在控制风险前提下更注重开拓	追求收益性、安全性、流动性三者的结合,坚持稳健原则
宏观管理	专门的证券管理机构或财政部与中央银行与证券交易所多层次管理	中央银行
保险制度	投资银行保险制度	存款保险制度

最后,还要指出,与“商业银行”这一名称一样,“投资银行”仅是一种概念与总称,也就是说,并非投资银行就要冠以“投资银行”四字。反过来,名称叫作“投资银行”的金融机构并不一定是真正意义上的投资银行。例如,我国就有一家曾经专营外国对华贷款的“中国投资银行”,从其业务活动和发展方向看,它实际上却是一家商业银行。

16.1.4 投资银行业概貌

在讨论投资银行的定义之后,我们回到更现实的基础上来,看看投资银行业的基本情况。

前面谈到过,投资银行的业务领域极为广泛,几乎涉足于所有的金融市场,其业务种类众多,经营着一切与证券相关的金融产品。但是,并非每一家投资银行都经营所有的投资银行业务,投资银行业与其他行业一样有着规模差异和专业分工。从世界上投资银行业最发达的国家——美国来看,投资银行业由以下几种规模大小迥异,业务活动各有特点的投资银行组成:

1. 超大型投资银行(*Bulge-bracket Firms*)

是指在规模、市场实力、客户数目、客户实力、信誉等方面卓然超群的投资银行,在美国就是指美里尔·林奇(简称美林)、摩根·斯坦利、第一波士顿、所罗门兄弟、高盛及希尔逊·莱曼兄弟公司6大投资银行。这6家投资银行的资产、资本和负债的状况如表16.1.2所示。

与美国的六大投资银行相比,英国第一层次的投资银行的实力要逊

色许多。这是由于其来源于家族银行业,到目前为止仍然难以摆脱家族势力的影响。在这一层次中,大约有 15 或 16 家银行,他们一般没有实力提供综合性的、全方位金融服务。相比之下,英国的投资银行市场是支离破碎的,没有一家银行能够全面地与美国的“六大”投资银行相抗衡。

表 16.1.2 美国六大投资银行的资产结构
(1990 年 12 月 31 日) (单位:百万美元)

投资银行	资产总额	股权资本	长期负债
美里尔·林奇公司	9 567.0	3 225.4	6 341.6
希尔逊·莱曼兄弟公司	7 499.0	2 027.0	5 472.0
所罗门兄弟持股公司	7 162.0	4 442.0	2 720.0
哥德曼·沙赫公司(高盛)	4 700.0	2 477.0	2 223.0
摩根·斯坦利集团	3 380.4	2 171.5	1 208.9
第一波士顿公司	1 612.0	707.0	905.0

在英国,投资银行习惯上被称为“商人银行”,但最近几年,许多大商人银行为了减轻自身的家族色彩并开拓全方位的业务,纷纷宣布自己为“国际投资银行”。实力最雄厚的英国著名投资银行有华宝(*S·G·Warburg*)、罗斯柴尔德(*Rothschild*)罗伯特·佛莱明(*Robert Fleming*)及施罗德(*Schroders*)等。

在日本,投资银行一般被称作“证券公司”(注意它与罗伯特·库恩所定义的证券公司的差别)。居于日本投资银行业第一层次的是野村、日兴、山一、三和 4 家证券公司,它们的规模最大,其资本金额、职工人数、业务范围与业务量、客户数目与实力等均居日本证券公司的前 4 名,是日本证券业的支柱,也是国际投资银行界的实力机构。

2. 大型投资银行(*Major Bracket Firms*)

是指也提供综合性服务,但在信誉、实力上均低于超大型投资银行的全国性投资银行。在美国是指佩尼韦伯(*Painewebber*),培基(*Prudential*),迪·威特·莱诺德(*Dean Witter Reynolds*),哈里斯·阿海姆(*Harris Upham*)等投资银行。1990 年,在资产排行榜上居于美国大型投资银行前五名的投资银行的资产状况如表 16.1.3 所示。

表 16.1.3

美国资产总额前五名的大型投资银行

(1990 年 12 月 31 日)		(单位 : 百万美元)	
投资银行	资产总额	股权资产	长期负债
佩尼韦伯集团	1 552.9	859.9	657.0
迪·威特·莱诺德	1 405.0	908.0	497.0
比尔·斯蒂恩斯公司	1 387.7	1 004.3	383.4
斯密斯·伯尼·哈里斯 ·阿海姆公司	1 012.0	773.0	239.0
多纳逊·卢佛基与詹里特	919.0	294.0	625.0

3. 次大型投资银行(*Submajor Bracket Firms*)

是指一些以本国金融中心为基地的、专门为某些投资者群体或较小的公司服务的投资银行。它们一般规模较小,并在组织上常采取合伙制。

4. 地区性投资银行(*Regional Firms*)

指专门为某一地区的投资者和本地区中小企业或地方政府机构服务的投资银行。它们一般都不设立金融中心,而且信誉和实力都比较薄弱。

5. 专业性投资银行(*Specialized Firms*)

是专门在某一业务领域进行经营的投资银行。例如仅经营和买卖某些行业证券(如钢铁公司股票、高科技股票、银行债券等)或仅进行技术性承销的投资银行。另外还有一种以高质量投资分析和投资研究著称,而投资银行业务是其投资分析和研究拓延的研究性投资银行,也可以归入此类。

6. 商人银行(*Merchant Bank*)

这里说的商人银行与英国的概念不同,在美国,它是指专门从事兼并、收购(*Merger & Acquisition, M&A*)与某些筹资活动的投资银行。有的时候,投资银行用自身资金购买证券的活动也被称作商人银行业务。美国著名的商人银行有黑石集团(*Blackstone Group*)、瓦瑟斯坦·潘里拉公司(*Wasserstein porella & Co.*)。

这些投资银行中,第一、第二类是一国投资银行业的核心,它们掌握着几千亿美元的财产,在一国经济和金融中起着举足轻重的作用。

16.2 投资银行的业务

16.2.1 证券承销 (*Underwriting of Securities*)

如前所述，证券承销是投资银行最本源、最基础的业务活动，在承销过程中，投资银行起了极为关键的媒介作用。投资银行承销的证券范围很广，它不仅承销本国中央政府及地方政府、政府部门所发行的债券，各种企业所发行的债券和股票，外国政府与外国公司发行的证券，甚至还承销国际金融机构例如世界银行、亚洲发展银行等发行的证券。

标准的承销过程由三个步骤构成：

首先，投资银行就证券发行的种类、时间、条件等对发行公司提出建议。投资银行凭着自己的丰富经验，并经过调查研究，考虑诸多有利、不利因素，向证券发行者提出最佳的发行条件。同时，投资银行应向发行者揭示该发行条件的利弊、风险状况和市场预测等信息。投资银行还向证券发行者提供其所需的相关资料，包括宏观经济分析、行业分析、同行业公司股票状况等，以供其参考。

其次，当证券发行者确定证券的种类和发行条件并且报请证券管理机构（如美国的证券交易委员会 *SEC*、中国证券监督管理委员会 *CSRC* 等）批准之后，与投资银行签定协议，由投资银行帮助其销售证券。一般情况下，投资银行采取包销的方式，即直接从发行者手中将要发行的证券全部按议定价格买下，以保证证券发行者获得所有预定筹资款。许多发行项目，尤其是政府、公用事业、铁路等的债券经常采取竞争性投标的方式来确定包销银行，哪家投资银行出价高，哪家银行便获得承销权。如果发行证券的数量与金额较大，一家投资银行难以承担承销责任，则需几家银行组成辛迪加 (*Syndicate*)，由多家辛迪加进行投标。在辛迪加中，有一家投资银行担任主承销商，若干家投资银行担任副主承销商。

如果投资银行认为将要发行的证券的风险比较大，或者发行条件过于苛刻，那么其便不愿以包销的方式承销证券，而仅愿作为发行者的代理人，以代销方式尽最大努力推销。未能售出的证券由证券发行者收回，投资银行只管收取手续费，而不负购买的责任。

第三，投资银行在与证券发行者签定协议之后，便着手进行证券分销。为此，投资银行要组织一个规模庞大的销售集团，集团中不仅包括主承销商和副主承销商，而且还包括非承销辛迪加成员的投资银行，这

便能组成一个强大的销售网络，迅速方便地将证券销售给广大社会公众。

投资银行通过承销业务获得报酬的方式有两种：一种是差价，或叫毛利差额（*Gross Spread*），即承销商支付给证券发行者的价格和承销商向社会公众出售证券的价格之间的差价；另一种则是佣金（*Commission*），按发行金额的一定百分比计算。只要报酬总额不变，采用何种方式对投资银行没有差别。从本质上看，毛利差额也是一种佣金。

决定承销报酬的因素很多，一般要考虑承销金额的大小、本次发行的难易程度、近来承销的佣金水平、竞争者价格、成本状况、发行条件、预期风险、辛迪加成员的意见等等诸多因素。在正常条件下，承销金额的大小是决定承销报酬的最主要的因素。例如，根据承销金额的大小，投资银行对首次公开招股（*Initial Public Offerings, IPO*）的公司按表 16.2.1 收回报酬。

表 16.2.1 承销首次公开发行股票毛利差额

承销金额	毛利差额
\$ 5,000,000	8% ~ 10%
\$ 10,000,000	7.5% ~ 9%
\$ 15,000,000	7% ~ 8%
\$ 20,000,000	6.5% ~ 7%
\$ 30,000,000	5.5% ~ 7%
\$ 50,000,000	5% ~ 7%

从表 16.2.1 中可以看出，如果承销金额较小，毛利差额的百分比就相对大些，这是因为规模小的发行公司往往不够稳定，风险较大，同时还因为承销中某些固定成本并不因承销金额下降而下降。

对于已发行股票，并其股票已上市交易的公司，由于其已经具有一定的知名度和投资者基础，因此，在承销这类公司增发的股票时，投资银行要求的报酬较低些。见表 16.2.2。

表 16.2.2 承销再次发行普通股票的毛利差额

承销金额	毛利差额
\$ 10 000 000	6% ~ 8%
\$ 15 000 000	5% ~ 7.5%
\$ 20 000 000	5% ~ 7%
\$ 30 000 000	3.5% ~ 5%
\$ 50 000 000	2% ~ 5%
\$ 100 000 000	2% ~ 4.5%
\$ 150 000 000	2% ~ 4%
\$ 200 000 000	2% ~ 4%

对承销债券的收费则更为复杂些,因为几乎每一次发行的发行者、风险状况、债券种类、利率、期限等都大相径庭。表 16.2.3 列示的是 A 级 10 年期公司债券的毛利差额。

表 16.2.3 A 级 10 年期公司债券的毛利差额

承销金额	毛利差额
\$ 20 000 000	1.3%
\$ 25 000 000	1.2%
\$ 30 000 000	1.0%
\$ 50 000 000	0.7%
\$ 100 000 000	0.7%
\$ 150 000 000	0.7%
\$ 200 000 000	0.7%

从表 16.2.3 中可见,债券的毛利差额要低于股票的毛利差额,这是因为股票的购买者一般是中小投资者,而债券的购买者则往往是商业银行、保险基金、养老基金等大机构,因而推销成本比较低。至于可转换债券(Convertible Bond)这类介于股票与债券之间的金融工具,其毛利差额也就居于两者之间。

从上面三个表格可以看出,通过证券承销,投资银行可以获得很高的报酬,而且对证券发行者来说,支付这一报酬比他们自己发行证券要合算

得多,由此也可见,投资银行业是一个高附加值、高效益的产业。

通过承销证券,投资银行很好地帮助企业解决了资金困难。据美国证券数据公司提供的资料,1994年美国投资银行通过承销业务为企业融资7,100亿美元,其中股票融资770亿美元,债券融资6,330亿美元。在承销市场中,执牛耳的还是六家超大型投资银行,它们的承销业务量如表16.2.4所示

表 16.2.4 美国六家超大型投资银行 1994 年承销金额

投资银行	承销金额(美元)
(1)美林(美里尔·林奇)公司	1,170 亿
(2)莱曼兄弟公司	790 亿
(3)第一波士顿	740 亿
(4)哥德曼·沙赫(高盛)公司	640 亿
(5)摩根·斯坦利	590 亿
(6)所罗门兄弟公司	570 亿

随着业务的全球化发展,投资银行的境外承销量也不断上升。例如1994年,美国哥德曼·沙赫公司借助其分布全球的业务网络,为外国企业和政府融资210亿美元,第一波士顿和美林公司则分别为200亿美元和190亿美元。美林公司曾为我国财政部发行了10亿美元的全球债券,并为上海石化总公司在纽约发行了3.43亿美元的证券。

16.2.2 证券交易(Trading of Securities)

在完成证券承销之后,投资银行与其所承销的证券的关系是不是结束了呢?回答是否定的。在承销完毕之后,投资银行有义务为该证券创造一个流动性较强的二级市场,并维持市场价格稳定。如果证券上市之后比发行价低很多,那么对有关各方都非常不利:对证券发行者来说,其信誉受损,日后想再发行证券的困难便将很大;对投资者来说,其在经济上直接受到了损失,而对投资银行来说,市价低于发行价不仅使其持有的该种证券市值下挫,而且还会损害投资银行在投资者和筹资者心目中的印象,影响以后的承销业务。因此,在证券上市之后,承销商总是尽量使其市价稳定一个月左右的时间。

投资银行的证券交易业务除了是证券承销业务的延续与需要之外,还是投资者在二级市场上买卖证券的需要。证券是在证券交易所(或场

外市场)中集中进行交易的,但是证券市场上的买卖者之间并不直接联系、直接交易,他们也不依靠证券交易所作为媒介进行交易(因为交易所仅是提供了交易场所),只能依靠投资银行促成交易。投资银行接受客户的委托,按照客户的指令,促成客户所希望的交易,并据此收取一定的佣金。

进行证券交易还是投资银行自身经营管理的要求。投资银行本身拥有大量的资产,并接受客户委托管理着大量的财产,只有通过选择,买入和管理证券组合,投资银行才能获得证券投资收益,也只能通过卖出证券才能重新获得现金,保持流动性。

在二级市场中,投资银行扮演着做市商、经纪商和交易商三重角色。同时,为了保持和提高投资收益,投资银行还在市场上进行无风险套利(*Riskless Arbitrage*)和风险套利(*Risk Arbitrage*)。

证券交易给投资银行所带来的收益,主要有客户委托买卖证券的佣金收入,证券投资收益(包括证券利息收益和证券市价波动所带来的资本利得收益)。佣金收入一般是委托交易金额的某一百分比,在许多国家(如英国)可以根据交易量大小、客户与投资银行之间关系等因素由双方商议决定。证券投资收益不仅与证券组合的选择密切相关,而且还与宏观经济状况、股市整体波动状况等密切相关。因而,在不同年份中,证券投资收益额很可能会差别悬殊。

16.2.3 私募发行(*Private Placement*)

证券的发行方式分作私募发行和公募发行两种,前面所谈到的证券承销,实际上就是公募发行。私募发行又称私下发行,就是发行者不把证券售给社会公众,而是仅售给数量有限的机构投资者,例如保险公司、共同基金、保险基金等。

私募发行与公募发行相比具有一些优点。对于发行者来说,其发行要求比较低,易为主管机关批准,所需文件、资料比较少,能节约发行时间与发行成本,支付给投资银行的承销费用也相对较低些。另外,由于私募的证券流动性比较差,发行者往往要提供较高的收益率作为流动性补偿,因此对于某些流动性要求不是很高的机构投资者而言,能带来更高的收益。

当然,私募发行亦有其缺点。首先,私募发行的证券不能向公众出售,只能在机构投资者之间交易,流动性比较差。其次,其发行面狭窄,无法获得公募发行在扩大企业知名度、提高信誉、便于日后进一步发行证券等方面的好处,如果想公开上市,则还要向证券管理部门报批。第三,在1990年之前,美国证券交易委员会(*SEC*)规定,如未在*SEC*登记,在投资者获得私募的证券以后两年之内,不能将其出售。这一规定极大地约束

了私募证券的流动性,因而严重限制了私募市场的发展。然而,在1990年4月,SEC的法令144A(*Rule 144A*)被批准生效,该法令取消了上述限制,从而大大促进了私募市场的发展。

在私募过程中,投资银行在多方面起着重要作用。首先,投资银行是私募证券的设计者,它与发行者、潜在的机构投资者一同工作,商讨和设计发行证券的种类、定价、条件等多方面事宜。私募证券具有相当大的灵活性,因此,这一市场是许多金融创新的原生地和试验场所。其次,投资银行为发行者寻找合适的机构投资者,并按优劣列示这些机构投资者,供发行者选择。第三,如果发行者自己已经找到了投资者,那么投资银行便仅作为发行者的顾问,提供咨询服务。

在私募发行中,投资银行根据其提供的服务种类、发行的金额、发行过程的繁琐程度等因素考虑收取的报酬。例如,对于中等发行难度的优先债券的发行,投资银行一般按表16.2.5收取酬金。

表 16.2.5 中等发行难度的优先债券私募发行报酬

私募金额(百万美元)	酬金比例(%)
5 ~ 10	1.5 ~ 4.0
10 ~ 25	1.0 ~ 3.0
25 ~ 50	0.7 ~ 2.0
> 50	0.5 ~ 1.5

投资银行收取的酬金大小还与证券的风险有关,例如,对于高风险的附属债券的私募发行,投资银行往往要求很高的报酬,甚至可能为表13—9所示额的2~3倍。

如果投资银行在签定私募合约时,对发行者是否真会执行私募发行没有把握,那其便会在一开始要求发行者支付相对较高的报酬和一定金额的定金。有时,如果某些非投资银行所能决定的因素(例如现行利率的大幅上升或者发行者财务状况的严重恶化等)迫使发行者放弃私募发行,投资银行则会向之收取一定的“失败交易费”(Busted-deal Fee),一般为正常私募报酬的1/3或1/2。此外,私募发行过程中的杂费(*Out-of-pocket Expenses*)即投资银行与发行者、投资者联系、协商、签订协议等的费用,以及有关的法律费用都应由发行者承担。

16.2.4 兼并与收购(*Merger & Acquisition, M&A*)

投资银行所支持的兼并与收购活动,总是一国经济中最富戏剧性、最

引人入胜之处。从资本主义经济产生的最初阶段起,企业之间兼并活动便开始滋生、发展。60年代,美国掀起了一股企业购买热,许多大公司为了变成综合型的大企业,纷纷采取“大鱼吃小鱼”的战略,收购本行业或非本行业的企业,进行扩张,希望产生“1+1>2”的效果。80年代,归功于“垃圾债券”(Junk Bond)大王迈克尔·米尔肯及其他投资银行家的努力,华尔街再次掀起了企业并购的狂潮,而且名不见经传的小公司吞并声誉卓著的“小鱼吃大鱼”、“蛇吞象”事件频频发生。90年代,华尔街企业并购战争更加激烈,而且更引人注目的是,实力雄厚的“巨象”之间的互相吞并已屡见不鲜。汽车三巨头之一的克莱斯勒公司、美国广播公司、哥伦比亚广播公司三类行业巨头都已成为并购者的猎物。

在上述企业兼并、收购过程中,投资银行扮演了极为重要的角色。投资银行可以以几种方式参与企业的并购活动:①寻找兼并与收购的对象;②向猎手公司(Acquiring Company)和猎物公司(Target Company)提供有关买卖价格或非价格条款的咨询,或者帮助猎物公司采取行动,抵御恶意吞并企图;③帮助猎手公司筹集必要的资金,以实现购买计划。

在兼并、收购过程中,投资银行不仅能为猎手公司服务,而且还能为猎物公司服务。在为猎手公司提供服务时,投资银行的工作包括:

(1)替猎手公司物色收购对象,并加以分析。

(2)提出收购建议,包括收购价、方式、策略、条件、时间、财务安排及收购后计划等内容。

(3)和猎物公司的董事或大股东接触,协商收购条款。

(4)编制有关的公告,详述有关收购事宜。同时准备一份寄给被收购公司股东和员工的函件,说明收购的原因、条件、收购后安排等。

(5)为猎手公司建立一个令人信服的收购财务计划,并着手进行财务安排。

在为猎物公司提供服务时,投资银行的工作包括:

(1)如对猎物公司进行的是敌意收购,则与猎物公司的董事、经理们定出一套防范被收购的策略,并采取行动。

(2)如对方采取的是非敌意收购,那么投资银行便就猎手公司提出的收购建议,向猎物公司的董事、股东、经理、员工等提出收购建议是否“公平与合理”及应否接纳建议的意见。

(3)编制和发布有关的公告与文件。在收到收购要约后,投资银行首先帮助董事会发布新闻公告,表明猎物公司对收购建议的初步反应和其对股东的提议。接着,投资银行协助猎物公司董事会准备一份对收购建议的详细分析及董事会决议,寄给公司的股东。

在企业兼并与收购过程中,没有投资银行是不可想象的。同样,兼并、收购业务也给投资银行带来了丰厚的收益,成为投资银行的主要业务活动之一。

在兼并与收购过程中,投资银行收取的酬金(咨询费或聘请费)根据兼并与收购交易的金额大小、交易的复杂程度、投资银行提供的服务水平等决定。一般说来,投资银行根据交易金额大小确定酬金的方法有三种。

(1)随着交易金额的上升,投资银行收取的酬金按比例下降。例如在早期兼并与收购业务中使用得很广的“莱曼公式”(Lehman Formula)就是如表 16.2.6 所示。

表 16.2.6 莱曼公式收费表

金额	酬金比例
第一个 100 万美元	5%
第二个 100 万美元	4%
第三个 100 万美元	3%
第四个 100 万美元	2%
超出 400 万美元部分	1%

假设有一个兼并与收购项目的交易金额为 450 万美元,那么投资银行按“莱曼公式”收取的酬金应为 $100 \times 5\% + 100 \times 4\% + 100 \times 3\% + 100 \times 2\% + 50 \times 1\% = 14.5$ 万美元。

为了排除通货膨胀影响,许多投资银行已经对“莱曼公式”进行了调整,例如对第一个 200 万美元收取 5%,对第二个 200 万美元收取 4%……。

除“莱曼公式”及其发展之外,另外一个流行的收取酬金方法是:对第一个 500 万美元收取 5%,对接下来的 1,000 万美元收取 2.5%,对超过 1,500 万美元的部分则收取 0.75% 的酬金。

(2)不管交易金额是多少,投资银行都按一固定比例(例如 2% 或 3%)收取酬金。这一固定比例由投资银行与其客户商讨决定。

(3)另一种越来越流行的计费方法是:先让客户对其交易额作一估计,如果最后成交额优于这一估计额则在固定比例之外增收一笔鼓励费。例如,一位卖方(猎物公司)认为其公司的市价大约是 1,500 万美元,如果投资银行斡旋之后的实际卖价超过 1,600 万美元,那么投资银行所要求的酬金则应增加一个百分点,如实际卖价超过 1,700 万美元,那么酬金又应再增加一个百分点。

由于在兼并与收购行为公布之前,投资银行作为服务机构已经知道即将发生的兼并与收购,而一旦兼并与收购行为公开化,猎物公司的股价便将狂升,因而应订立严格的法律,将投资银行的交易部门与兼并、收购部门隔离开来,防止内幕交易。

16.2.5 基金管理(*Fund Management*)

基金是一种重要的投资工具,它由基金发起人发起组织,吸收许多投资者的资金,聘请有专门知识和投资经验的专家,运用吸收来的资金进行投资,并将收益代为储存,定期按投资者所占基金份额分配给投资者。在美国被称为“共同基金”,英国则被称为“单位信托基金”,日本称它为“证券投资信托基金”,另外在其他国家还被称作“互助基金”、“互惠基金”或“基金”。基金起源于英国,但却在美国盛行,在度过30年代大危机和第二次世界大战之后,其取得了极迅速的发展。目前,从资产总额来讲,投资基金在某些发达国家已经是最庞大、实力雄厚的金融组织。例如,1993年初,美国各类基金的总价值已达约14 000亿美元,超过全美各银行同期储蓄总额,其经营机构已有3 000多家,基金数量已达16 000个。

投资银行业与基金业有密切关系。首先,投资银行可以作为基金的发起人,发起和建立基金(基金的投资者可能是个人,也可能是机构投资者);其次,投资银行可作为基金管理者管理自己发行的基金;第三,投资银行还可以作为基金的承销人,帮助其他基金发行人向投资者发售受益凭证,募集投资者的资金(这一过程和证券的承销过程很相似);第四,投资银行还常常接受基金发起人的委托,作为基金的管理人,帮助其管理基金,并据此获得一定的佣金。例如,第一波士顿公司所设立的“第一波士顿资产管理公司”,黑石集团设立的“黑石财务管理公司”与野村证券公司设立的“野村投资管理公司”都是投资银行借以从事基金管理的专门附属机构。

投资银行拥有高水平的金融投资专家、迅捷的信息渠道、先进的金融技术、广泛的金融业务网络,因而在基金管理上有得天独厚的优势。基金管理的关键是在分散和降低风险的基础上获得较高的收益,因此,证券组合投资就显得极为重要,这将在本书第五章中详细阐述。另外,关于基金发起、管理、评估等多方面技术性问题的技术性问题则将在本书第六章详述。

16.2.6 风险资本(*Venture Capital*)

风险资本又称创业资本,它是指新兴公司在创业期和拓展期所融通的资金。一般说来,新兴公司尤其是运用新技术或新发明,生产新产品,源于新思想的公司具有很大的市场潜力,只要经营管理得当,往往可以获得远高于平均利润的利润。但是,新产品研究、开发和推向市场的过程中充满着风险,新技术或新发明是否科学实用,新思想是否客观可行,都还是未知数,因此,这类公司高额潜在收益的实现过程中存在着很大的不确定性,其破产、倒闭的风险也非常大。新兴公司在发展过程中最需要资金

支持,但是在企业家自有资本有限需要外部资金的情况下,由于其规模小、资信差、风险大,很难从商业银行和其他金融机构获得债务融资。正是在这样的艰难状况下,投资银行的风险资本业务帮了他们的大忙。

投资银行的风险资本业务与私募证券业务与证券管理业务有密切关系。许多无法筹得贷款、更不可能公开发行的股票的新兴公司找到投资银行,要求投资银行通过私募发行设法为之融资。在私募发行过程中,投资银行不仅向其征收一定的发行报酬,同时,如果投资银行觉得该新兴公司潜力巨大、管理科学、财务健康,还往往投资于该公司,成为其股东。有些投资银行还专门设有“创业基金”或“风险基金”,作为专门向新兴公司提供创业资本的基金,当然还有一些非投资银行设立的创业基金,投资银行为新兴公司进行私募发行时,常将证券卖与这类基金。

由于新兴公司的风险很大,因而投资银行往往要求发行公司提供很高的私募发行报酬。一般说来,这类私募活动的平均酬金率为5%~6%,高的可达8%~10%。此外,投资银行还常常要求发行公司提供认股权证,一般要求该认股权证占私募总额的10%,并规定在私募后5年内,投资银行有权按私募发行价的120%购买该认股权证所代表的股票。这样,一旦该公司股票上市并价格上涨,投资银行就处于非常有利的地位,如果该公司经营不善,毫无起色,投资银行则可不执行认股权。在很多情况下,尤其当私募发行比较棘手时,投资银行还要求发行公司保证日后的私募发行或公开发行均在该投资银行办理。

由此可见,一旦获得风险资本的新兴公司发展良好,实力迅速壮大,利润水平迅速提高,投资银行便将会非常积极地帮助该公司发行股票,并促使其上市。一般这类股票上市后,市价均将十倍、百倍地高于其私募价格,因而投资银行可以因此获得巨利。投资银行的这种通过对新兴公司投资获取收益的安排称作股权推进(Equity Kicker)。

16.2.7 风险控制工具的创造与交易

前面说过,投资银行是创造和交易新金融工具的重要金融机构,风险控制工具就是创新金融工具中最重要的一种。常见的风险控制工具有期货、期权、利率掉期、货币掉期等,通常我们把这类风险控制工具也叫作金融衍生工具(Derivatives)。

利用风险控制工具能为投资银行带来巨大的好处。首先,投资银行可以作为经纪商,代理客户买卖这类金融工具,并向其收取一定的佣金,这与经纪人为顾客买卖股票与债券获取佣金的方式完全一样。其次,投资银行也可以获得一定的差价收入,因为投资银行往往作为客户的对方进行衍生工具的买卖,接着它寻找另一客户作相反的抵补交易,获取差价收入。第三,风险控制工具还可被用来保护投资银行自身免受损失。例

如,在进行债券承销时,如果市场利率突然上升,会造成投资银行卖出的债券价格不得不下调,给其带来损失。因此,投资银行常常通过利率期货或利率期权来规避这一承销风险。

16.2.8 咨询服务(*Advisory Service*)

投资银行作为业务广泛的综合金融服务机构,还为客户提供有关资产管理、负债管理、风险管理、流动性管理、投资组合设计、估价等多种咨询服务,为客户排忧解难。由于投资银行在人才、信息、技术等方面有很大优势,因而在提供咨询服务时总能驾轻就熟。

有时候,投资银行提供的咨询服务是包括在其他服务项目,例如承销证券、私募发行、基金管理等等之中的,当然,其报酬当然就列入其他业务中计算;有时,投资银行受客户委托为客户提供投资报告等项目服务,其收费便由投资银行与客户双方商定,也常常由投资银行根据该项目所花的人工决定;对于个人客户的咨询服务,则由投资银行按小时计算酬金。

16.3 购并中的投资银行

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现代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。

16.3.1 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,买回后撤销这间公司的上市资格,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。

16.3.2 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。

16.3.3 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、付款方式和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。

16.3.4 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 1500 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。

16.3.5 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较高的出售价格,百分比可以下降;②不管出售价格如何,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%。

16.4 反购并策略

16.4.1 股份回购

前面在杠杆兼并中曾经提到,买方企业为了兼并目标企业,常常采用发行债券筹资的方法。很显然,那些低杠杆率企业的经理为了防止自己所经营的企业被兼并,将试图确定本企业的最优债务水平,然后发行债券,用发债券所得资金回购本企业股票。这样,就可将企业实际负债率提高到该企业股票价格极大的水平,从而使该企业不再是一个有吸引力的收购目标。例如,1985年,美国爱迪生联合公司曾决定回购它的高达4亿美元的普通股,以降低股本比率。这种大规模改变资本结构的防御方法,通常被人们称做“股份回购”(Share Repurchases)。

股份回购的基本形式有两种:一是公司将可用的现金分配给股东,这种分配不是支付红利,而是购回股票;二是公司认为自己企业的资本结构中股本成分太高了,因此它就出售债券,用所得款项购回它的股票。被一个公司回购,其结果是在外的股份数量减少。假设回购不影响公司的收益,那么剩下的股票的每股收益就会上升,从而导致每股的市场价格也随之增加,因而股东的资本收益就会大于红利。

在美国,由于法律允许企业拥有本企业的股份。因此,取得自己公司的股票便成为对公开收购威胁最有力的防卫策略之一。目标公司如果就本企业的股份,提出以比收购者价格还高的出价来收购时,则公开收购者不得不提高其收购价格。这样一来,收购者必然需要更多的资金来支持,因而造成公开收购目标企业较难达成协议。例如:西格雷姆公司曾提出以每股45美元购买明尼瓦公司的普通股股票,而明尼瓦公司的经理们为此大举借债,用此借款回购其股份,每股价格定为60美元,这样一来就把西格雷姆公司挡了回去。不过,美国许多州的州公司法均认为,仅为维持目前企业经营者的对企业的控制权而取得本企业的股票是违法的。但如果是为了维护公司现行的经营方针而争取控制权,实质上是为了维护公司的利益时,则被认为合法。

在美国企业兼并浪潮中,涌现了一大批风险套利者。他们事先寻找一些目标企业,提供给一些投资银行家和收购人,一旦这些企业成为收购者袭击的目标,他们便利用手中掌握的目标企业的股票高价抛售出去,牟取暴利;或者他们给目标企业造成即被收购的假象,促使目标企业高价购买其手中持有的目标企业的股份。这种情况在美国被称做“绿色铠

甲”或者“绿色勒索”(Greenmail)。“绿色勒索”这一名词来源于两个英文单词“Greenback”(美元)、“Blackmail”(敲诈、勒索)。因此,美国一些州出台了一系列的“反美钞讹诈”法令,明令禁止“用高价购回股权”。

实质上,股份回购在西方国家之所以盛行,原因在于,它不仅仅是一种有效的防御手段,而且它对股东还有很多有利之处。因为回购所产生的利润通常按资本收益税率来纳税,而红利分配却是以个人所得税率来纳税的。所以,由于两种税率差别很大,因而这对股东来讲影响很大。在美国,平均水平的私人股东的边际所得税率在45%左右,而资本收益税率仅为个人所得税率的40%。

16.4.2 诉诸法律

在美国,目标企业的经营者为了阻止公开收购,经常以收购者违犯各种法律、法规为由提起诉讼。但是,这种诉讼对具有强烈收购欲望的收购者而言,只能起到拖延时间的作用,很难真正有效地阻止其行动。目标企业提出诉讼最常见的理由有:公开收购手续不完备、收购要约的公开内容不足等,但最为常见的则是以收购者违反反托拉斯法为名来防御。

例如,太阳化学公司(Sun Chemical Corporation)曾希望利用公开收购的方式取得哈萧化学(Harshaw chemical)35万股普通股股票。哈萧化学公司的经营者马上以该公司与太阳化学公司经营业务基本相类同为理由,认为太阳化学公司提出的巨额收购违反反托拉斯法而诉诸法庭。后来,太阳化学公司迫于外界的压力不得不退出。

这种方法常常是目标企业在遭到收购者突然袭击、措手不及采取的最基本应对方法。因为一旦提出诉讼,收购者就不能继续执行收购要约,而须由联邦贸易委员会具体裁决后,再决定可否收购目标企业。从提出诉讼到具体调理、审理,往往需要一段时间。这就给目标企业赢得了时间,使之有可能在这段较短的时间内,聘请有关方面的反收购专家,就收购者提出的收购条件和收购方的资信、经营状况以及收购者收购目标企业后的管理能力、战略方向,作出具体的分析考察,从而采取有效的措施与收购方进行顽强的抗争。例如,当安德森·克莱通公司作出出价收购捷伯公司决定的时候,后者采取了许多法律诉讼行动。法院为此对双方进行了为期五个月的法律调查,这样一来就为捷伯公司赢得了充分反击对方公开收购的时间。最后不得已,安德森·克莱通公司收回了出价。

16.4.3 寻求股东支持

目标企业的经营者对公开收购最直接的防御策略,当数对其企业股东作反对收购之呼吁。目标企业的经营者以广告或信函方式向股东表示

其反对收购的意见,希望说服股东放弃接受该项收购要约。在公开收购要约期间,一般股东最关心的是接受收购要约有利,还是继续保留其在公司的地位有利。所以,经营者在对股东提出反对收购要约的表示时,必须针对股东最关心的问题作出一定承诺,才能收到应有的效果。

16.4.4 “白衣骑士”

目标企业要求与之具有良好关系的企业以较高的价格来对付收购者提出的收购要约。以这种方式出现的第三者在美国通常被称作“白衣骑士”(White Knight)。在“白衣骑士”出现的情况下,收购者如果不以更高的价格来收购目标企业,那么收购者肯定会遭到失败。因此,收购者的收购价格必然随着水涨船高,继续上涨。

美国许多创业投资公司常常“英雄救美女”,充当“白衣骑士”的角色,甚至筹建反收购基金以保护其投资对象免遭毒手。

经营者也可考虑和其他较为友好的公司合并,以对抗公开收购者。例如,1966年2月某投资集团以一股65美元的价格表示要收购凤凰保险公司60%的股份。当时,该公司已经出现较大的赤字,而且股价低迷,经由谋求各种防卫策略后,凤凰公司的经营者乃声称已开始和保险旅行者集团公司(Traveler Group Insurance Companies)进行合并交涉。凤凰公司的经营者声称,其与保险旅行者集团公司的合并条件比收购者的出价要高,对凤凰公司的股东更有利。凤凰公司的经营者想以此迫使收购者打消收购念头。收购者也不甘示弱,重新提出收购要约,提高收购价格。几经竞争,凤凰公司最终与保险旅行者集团公司达成合并协议,后者给予凤凰公司的股东相当于73美元的保险旅行者集团公司股票。保险旅行者集团公司充扮“白衣骑士”,终于击退了收购进攻。

“白衣骑士”的反收购行动在美国屡见不鲜,比较惊心动魄的当数可诺可公司收购案。1978年,可诺可公司普通股的股价在24美元到32美元之间上下波动,这个幅度在1979年扩大到了28—50美元,在1981年扩大到41—73美元。1981年5月,多美石油公司作出了对可诺可公司普通股1400万股(占总股本的13%)以每股65美元的价格公开收购的决定。可诺可公司认为报价不充分,未能真实反映本公司实际的股价水平,因而采取了阻止报价的法律行动。1981年6月25日,一家加拿大蒸馏商西格莱姆公司对可诺可41%股票作股权收购,每股73美元。可诺可公司同样反对这个出价。最后,可诺可公司找到了美国的杜邦化学公司充当“白衣骑士”,并在1981年7月6日两家企业宣布一项合并协议。合并条款提出,杜邦公司将用现金对可诺可公司40%的股票每股支付87.5美元,余下60%的股份与杜邦公司的普通股以1:1.6的换股比率相交换,交易总金额达73亿美元。

1981年7月12日,西格莱姆公司提高其报价,对可诺可公司51%的股份每股收购出售为85美元。7月14日,杜邦公司做出相应的应对,宣布提高出价,对40%的股票每股支付85美元,余下的60%的股份每股与杜邦公司普通股的1.7股相交换,出价总金额74亿美元。7月17日,摩别尔石油公司进入角逐,提出对可诺可公司的一半普通股现金出售90美元一股,对余下的股份,以新的摩别尔公司的优先股或债券定值,每普通股为90美元。7月23日,西格莱姆公司出价提高为90美元现金。7月27日,摩别尔公司增加其现金出价为105美元一股。8月3日,摩别尔公司改变其现金出价为115美元,次日又提高到每股120美元。杜邦公司用提高其现金出价为每股98美元来对抗。经过你来我往的多次角逐,杜邦公司的“白衣骑士”终于如愿以偿,1981年8月5日上午3时45分,杜邦公司开始购买其得标的可诺可公司的55%的股份。

事实上,迫使收购者的收购资金增加、收购成本加大,从而自动打消其收购念头,是目标企业防御进攻性收购者的基本观念和方法之一。

16.4.5 “金色降落伞”

“驱鲨剂”(Shark Repellent)在这里是指目标企业为了防止被兼并,事前采取的种种预防性措施。

订立不利于收购者的合同也是目标企业在防卫策略中常常采用的手段。这种防卫之道主要有:与他人签订贷款合同,使得目标企业一旦被收购会造成贷款立即偿还的局面;或者在雇佣合同中规定控制权如有转移时,不得解雇原有公司的主要管理人员,如果要解雇原有经营者,便被视为雇佣终止之事项,公司必须支付巨额补偿金给予原来的经营者。这种防御方法,通常被称为“金色降落伞”(Golden Parachute)。“金色降落伞”策略的出现,受到美国大公司经营者的普遍欢迎。据悉,美国500家大公司中,就有一半以上的董事会通过了该项议案。例如,美国著名的克朗·塞勒巴克公司就通过了“16名高级负责人离开公司之际,有权领取3年工资和全部的退休保证金”。这笔费用对收购者来说,无疑是一项较大的负担。因为上述金额巨大,合计起来高达9200万美元。也正是由于这项原因,所以在美国,人们对“金色降落伞”的合法性仍然争论不休。

与“金色降落伞”同出一辙的还有“灰色降落伞”。它主要是向下面几级的管理人员提供稍为逊色的同类保证(根据这些工资领取者的工龄长短,领取数周至数月的工资)。“灰色降落伞”在石油行业十分流行。例如美国石油业的兼并大王博纳·皮根斯经常袭击石油行业的一些巨型企业,美国石油业的“七姐妹”之一——海湾石油公司就险些在博纳·皮根斯袭击下被吞并,最后被“白衣骑士”——加州美孚石油公司以134亿美元兼并,美孚石油公司对皮根斯看中的攻击目标采取“灰色降落伞”的

防御措施。这种策略对收购者来说,确实是代价相当昂贵。他在控制企业时,将不得不支付 2000 万至 3000 万美元的“降落”费。

至于对于敌意性公开收购的防御,还有“分期分级董事会”技术也是一种使用相当的防卫方法。它主要是在公司章程中规定取得董事资格的限制。该方法规定,企业的董事会每年只能改选少数董事。这样一来,即使兼并收购成功,他还需要冒另外一个风险,即尽管他已拥有企业一半以上的股票,却无法控制企业,权力仍握在对立的董事手中,而且,在短时间内一点辙也没有。此外,也可以采取高股价的策略。股票市场上股价如果上扬,无疑会受到股东欢迎,而且势必使欲公开收购者增加负担。促使股票价格上涨的方法多种多样,比较具体的方法一是增加红利的分配,二是就公司的固定资产进行重新评估,发表秘密研究的利多消息,引起投资者、股民对该公司股票普遍看好,从而导致股价上扬。这种策略造成股票价格不断上涨的态度,促使股东不轻易出卖自己手中所拥有的股票,以免股价进一步上涨后,自己过早抛出所可能带来的损失。

一般来讲,企业及早采取预防措施,主要是为了防止自己在毫无防备的情况下成为收购者的收购目标时,没有有效的应急措施,从而不能逃脱很快被收购者所吞食的下场。然而,并不是说采取事先的防范措施没有任何的负作用。事实上,企业有时采取一些防范措施不仅没有达到预防被收购的效果,反而使得企业自身的弱点一下子暴露无遗。例如,有的公司在其章程中规定,合并或公司章程的变更等情况,必须得到全体股东的认可或者 95% 以上的股东同意。此时,目标公司不但会感受到自己将要成为公开收购目标的威胁,而且公司的股东的任何动议都会被彻底公开出来,这实际上就等于向收购者提供本企业的情报,把自己亮在明处,让人家随时宰割。所以说,采取预防措施极有可能致使公开收购股权发生。基于此,许多企业采取预防措施时,均要对现实的预防效果进行充分的考虑,并且注意尽可能不被外界广泛地熟知,以避免降低预防策略成功的概率。

此外,采取预防措施的企业经营者,很可能会遭到期望凭借公开收购股权情况的发生,以获取收购者出价所带来的溢价收益的股东的反对,使股东追究其责任。

16.4.6 “毒丸计划”

“毒药丸子”(Poison Pill),是美国 80 年代最新出现的一种反兼并与反收购策略,它最早是由美国瓦切泰尔·利蒲东律师事务所律师马蒂·利蒲东于 1983 年发明和采用的。利蒲东是美国著名的收购与反收购事务专家,曾参与过多项大的收购、兼并与反收购、反兼并的交易活动。这一年,他为一家公司的反收购策略进行策划,便推出了一种叫做“为了股

东的权益”的防御措施。该项措施经美国的另一位年轻的反收购专家、投资银行家马西·西格尔加以完善,便成为闻名遐迩的“毒药丸子”(简称“毒丸”)防卫技术。

“毒药丸子”防御策略要求兼并的一方,必须事先承诺吞下“毒丸”,方可实施兼并。其基本内容是,目标企业被兼并后,该企业必须发行一定数额的新股票,允许其他股东(不包括兼并一方)用半价购买,以便冲淡兼并者的股权比例。“毒药丸子”防卫的形式多种多样,其中最极端方式当数债务“丸子”,它又毒又辣之处在于兼并者必须先清偿目标公司的一切债务以后,方可对之兼并。

“毒丸”反收购与反兼并策略一出笼,就备受美国大公司经理们的宠爱,一时间它几乎变成了威胁老板的救命草。从庞大的美孚石油公司一直到普通的波拉罗德摄影器材公司,300多家美国大公司都曾采用过“毒丸”技术。

由于“毒丸”可以不经股东表决即能获得通过,而且从法律角度看,“毒丸”是以股息的形式伪装出现的,因此,许多大公司的股东对“毒丸”技术表示强烈的不满。他们感觉到,“毒丸”与股东的利益明显是相互对立的。一方面,“毒丸”一经实施,企业股票价格立即就会出现下降的趋势。另一方面,“毒丸”对可能的收购起到了威慑作用,使股东丧失了有利可图的向袭击者出售股票的基本权利。因此,1987年美国一些大公司的股东曾掀起一场反对“毒丸计划”的浪潮。但是,美国大公司的“毒丸计划”并没有因此而减少。

16.4.7 锡伞降落

如果收购已成定局,目标公司的管理者就会失去往日的地位和报酬,一部分职工也可能离开就业岗位。因此目标公司董事会通常在企业被收购前要做出“金伞降落”或“锡伞降落”决议。

“金伞降落”(Golden Para Chute)就是规定公司董事会、监事会和高级管理人员在地位失去后可领取巨额退休金(或遣散费),获以较高的个人利益安全降落。

“锡伞降落”(Tin Para Chute)就是规定,一旦公司股权发生大规模转移,公司签订的聘任合同或劳动合同即行终止,根据工龄长短,必须向雇员一次性支付数周、数月甚至数年的工资或补偿金。

与金降落伞相对应,在公司控制权变换之后,对公司职员失业之后进行补偿的合约条款,则叫“锡降落伞”。

80年代初,香港羽翼渐丰的华资集团愈来愈对老牌的英资怡和财团构成威胁,其中最受华资财团垂青的是怡和旗下号称世界最大地产商的置地公司。为防范收购,怡和董事局主席纽璧坚系取互控股份的办法,通

过怡和控股及怡和证券两公司持有置地 40% 的股权。同时,又利用置地控制怡和控股公司 40% 的股权,这样,流通在外的双方股权都大量减少,双方无论哪一家受到攻击,都可较为轻易地掌握控制权。这时,香港政府修订了关于联营公司控制权的定义,将持股比例由过去的 51% 减少到 35%,从而使怡置互控的措施得以顺利进行,由于形成了这种“连环船”,华资财团不得不渐渐收敛了咄咄逼人的锋芒。

但是“连环船”有利也有弊。1983 年,因香港地产业市场崩溃,置地亏损 13 亿港元,因相互持股,怡和的纯利润也因此减少 80%。“连环船”本来是用来防御收购行为的,但在一定情况下,反会帮倒忙。环形持股形成了股权结构的稳定性,但却降低了股权结构的流动性和适应性。

16.4.8 强制发盘

当接管标购价很优惠时,也就是当发盘价高于所有未买股票的价格时,就会形成一种压力,使得现有的个人股东有可能会接受该发盘价格,这种情形就是“强制”发盘。这种优惠报价或者说强制发盘,主要包括两层发盘,部分发盘和条件发盘三种。

在两层发盘中,标购者在第一阶段(第一层)对某特定数额的股票提出其优惠的报价,与此同时还宣布,在随后的第二阶段(第二层)兼并中,将以另一种价格收购剩下的股票。在大多数情况下,第一阶段的交易是支付现金的,而第二阶段的交易则通常以股票作支付媒介,且这些股票的市值会低于第一阶段所支付的价值。在作部分发盘时,也是对某一特定数额的股票提出标购,但并不对剩余股票的安排提出意见。无论是在两层发盘还是部分发盘时,总是以购买足够掌握目标公司表决控制权所需的最小数额股票为条件的。在条件发盘中,并不确定其购买的最大数额,但如果发盘的条件得不到满足,那么将不购买任何股票。部分发盘和条件发盘中的优惠报价,通常是以现金支付的。在部份发盘中,除优惠报价之外的剩余股票通常只是按市价交易。而在条件发盘中,则按出清兼并(支取兼并)的条件支付,通常等于优惠报价的现金价格。

在两层发盘、部分发盘和条件发盘中,接管之后的剩余股票的价格,可能会低于标购价。其中,在条件发盘中,接管之后的标购,也是可能以低于标购价的条件支付给剩余股东的。因为,此时作为重要参考依据的市场价,也已比标购价要低。况且,在接管之后,兼并者还可能会稀释股东的股票价值。这种稀释,通过让兼并者与目标公司按优惠条件做交易以及将商业机会转让给兼并者等途径来完成。而对剩余股票的“支取”,是在目标公司的收益被压低之后进行的。甚至于支取兼并的时间安排,也取决于兼并者对少数股东股票稀释的能力。

所以,标购产生的压力,不仅两层发盘和部分发盘有,而且条件发盘

也有。虽然在条件发盘中,目标公司的股东被承诺所有股票都将以优惠报价交易,但这些股东还是会担心,他们持有的剩余股票将可能会被稀释。不过,在条件发盘中,这种压力较轻,因为随后的支取兼并(出清兼并)的条件,在现金额上仍会等于标购报价。吸引力的收购目标。例如,1985年,美国爱迪生联合公司曾决定回购它的高达4亿美元的普通股,以降低股本比率。这种大规模改变资本结构的防御方法,通常被人们称做“股份回购”(Share Repurchases)。

股份回购的基本形式有两种:一是公司将可用的现金分配给股东,这种分配不是支付红利,而是购回股票;二是公司认为自己企业的资本结构中股本成份太高了,因此它就出售债券,用所得款项来购回它的股票。被一个公司回购的股票在会计制度上称做“库存股票”。股票一旦被公司回购,其结果是在外的股份数量减少。假设回购不影响公司的收益,那么剩下的股票的每股收益就会上升,从而导致每股的市场价格也随之增加,因而股东的资本收益就会大于红利。

在美国,由于法律允许企业拥有本企业的股份。因此,取得自己公司的股票便成为对公开收购要约最有力的防卫策略之一。目标公司如果就本企业的股份,提出以比收购者价格还高的出价来收购时,则公开收购者不得不提高其收购价格。这样一来,收购者必然需要更多的资金来支持,因而造成公开收购目标企业较难达成协议。例如,西格雷姆公司曾提出以每股45美元购买明尼瓦公司的普通股股票,而明尼瓦公司的经理们为此大举借债,用此借款回购其股份,每股价格定为60美元,这样一来就把西格雷姆公司挡了回去。不过,美国许多州的州公司法均认为,仅为维持目前企业经营者对企业的控制权而取得本企业的股票是违法的。但如果是为了维护公司现行的经营方针而争取控制权,实质上是为了维护公司的利益时,则为合法。

在美国企业兼并浪潮中,涌现出一大批风险套利者。他们事先寻找一些目标企业,提供给一些投资银行家和收购人,一旦这些企业成为收购者袭击的目标,他们便利用手中掌握的目标企业的股票高价抛售出去,牟取暴利;或者他们给目标企业造成即将被收购的假象,促使目标企业高价购买其手中持有的目标企业的股份。这种情况在美国被称做“绿色铠甲”或者“绿色勒索”(Greenmail)。绿色勒索这一名词来源于两个英文单词“Green-back”(美元)、Blackmail(敲诈、勒索)。因此,美国一些州出台了一系列的“反美钞讹诈”法令,明令禁止“用高价购回股权”。

实质上,股份回购在西方国家之所以盛行原因在于,它不仅仅是一种有效的防御手段,而且它对股东还有很多有利之处。因为回购所产生的利润通常按资本收益税率来纳税,而红利分配却是以个人所得税率来纳税的。由于两种税率差别很大,因而这对股东来讲影响很大。在美国,平均水平的私人股东的边际所得税率在45%左右,而资本收益税率仅为个

人所得税率的40%。

16.4.9 稳定持股结构

持股结构关系到公司的决策能力、产权所有、管理体制、经营效率等各个方面。稳定的股权结构是反收购的第一道防线。为了防止上市公司的股份过于分散,在市场上流失过多,明智的公司常常采取交叉持股的股票分配形式,即关联公司、关系较密切的公司之间相互持有部分股权,一旦其中一家公司遭到收购,相互持股公司之间易于形成“连环船”的效果,从而大大增强反收购一方的实力。日本的企业不易被外人所兼并就是这个道理。其缺点是,相互持股往往要耗费较多的资金,从而影响公司的现金流量状况。

要点回顾

- 1)投资银行在购并中有如下作用:作为买方代理策划购并、参与合同谈判、确定购并条件协助筹资、作为卖方实施反兼并措施;
- 2)在进行反收购战中,可采用以下策略:股份回购、诉诸法律、寻求股东支持、白衣骑士、毒丸计划、金色降落、锡伞降落、稳定持股结构、强制发盘。

案例及应用:

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……他的梅萨公司地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,连个正常的经营都维持不下去了。因此,要么他发动一场新的标购,要么就是全军覆灭,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。他作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,他还需寻求其它补充资金。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欲到经受第一次考验的时机已经成熟。这次试验将是对他们借助高利风险债券发起进攻的理论付诸于实践的考核……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待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扎伊尔出这批债券呢?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,决不能把之笔巨款放下去。于是在绝对保密的情况下,德雷塞尔年轻的银行家迈克·密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,那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了一起。

但是,在迈克·密尔肯收到客户的保证函件之前,消息已经泄漏出去了。海湾公司在交易所的投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了。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·密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。

根据以上这场收购与反收购战,讨论在反收购中的策略。