

JINRONG TOUZI YU TOUJI

金融投资与投机

中 卷

法律·经济大全
青苹果电子图书系列

《金融投资与投机》

（中卷）

罗锐韧 梁海鹏 主编

《金融投资与投机》目录

(中 卷)

第五篇 债券投资

第一章 债券概述	(825)
第一节 债券的概念、性质和特征	(825)
一、债券的概念	(825)
二、债券的性质和特征	(826)
第二节 债券与相关概念的比较	(828)
一、债券与股票的联系与区别	(828)
二、债券与银行存款、储蓄的联系与区别	(829)
三、债券与日常资金借贷的联系与区别	(830)
第三节 债券的分类	(830)
一、按发行主体分类	(830)
二、按期限长短分类	(831)
三、按发行的区域分类	(831)
四、按利息的支付方式分类	(832)
五、按发行方式分类	(832)
六、按有无抵押担保分类	(832)
七、按债券是否记名分类	(833)

八、按债券发行时间先后分类	(833)
第四节 债券的历史发展	(834)
一、债券的形成过程	(834)
二、有关债券的主要理论	(835)
第五节 债券制度的作用	(835)
一、债券制度的历史作用	(835)
二、债券制度在现实经济生活中的作用	(836)
 第二章 债券发行市场	(837)
第一节 发行债券的目的	(837)
一、政府发行债券的目的	(837)
二、企业发行债券的目的	(839)
三、金融机构发行债券的目的	(840)
第二节 债券发行市场的构成	(841)
一、债券发行市场的参加者	(841)
二、债券工具	(846)
三、债券发行市场的组织方式	(850)
第三节 债券发行的条件	(850)
一、发行金额	(851)
二、期限	(851)
三、偿还方式	(851)
四、票面利率	(852)
五、付息方式	(853)
六、发行价格	(853)
七、收益率	(854)
八、债券的税收效应	(855)
九、发行费用	(855)
十、有无担保	(856)
 第三章 债券发行方式	(857)
第一节 债券发行方式	(857)
一、根据发行对象的范围划分	(857)

二、按照是否有证券发行中介机构的参与划分	(861)
三、根据发行条件及其投资者的决定方式划分	(862)
第二节 债券发行程序	(864)
一、公司债券的发行程序	(865)
二、政府债券的发行程序	(866)
第三节 债券发行成本	(869)
一、发行价格与票面面额	(870)
二、债券印制费	(870)
三、承购包销及代理手续费	(870)
四、宣传广告费	(871)
五、律师费	(871)
六、担保费用	(871)
七、资信评级费用	(871)
八、其他有关费用	(872)
第四章 债券的评级与审核制度	(873)
第一节 债券的信用评级	(873)
一、债券信用评级概述	(873)
二、债券的评级方法	(874)
三、各主要西方国家的评级制度	(877)
第二节 债券发行的审核制度	(880)
一、注册制与核准制	(880)
二、中国的债券发行管理制度	(882)
第五章 债券交易市场	(883)
第一节 债券交易市场的概念	(883)
一、债券交易市场	(883)
二、债券交易市场与发行市场的关系	(883)
第二节 债券交易市场的功能	(884)
一、促进短期闲散资金转化成长期建设资金	(884)
二、维持债券的合理价格	(884)
三、调节资金供求,引导资金流向,保证社会资金的最佳使用	(884)

四、为国家从宏观上了解国民经济状况提供依据	(884)
第三节 债券交易市场类型	(885)
一、证券交易所	(885)
二、场外交易市场	(886)
三、第三市场	(887)
四、第四市场	(888)
第四节 债券交易市场的中介机构	(888)
一、证券商	(888)
二、证券经纪商	(890)
三、投资银行	(892)
四、证券公司	(894)
 第六章 债券上市	(897)
第一节 债券上市与上市债券	(897)
一、债券上市制度	(897)
二、债券上市作用	(899)
三、上市债券与非上市债券	(899)
第二节 上市债券的标准	(901)
一、公司债	(901)
二、公司债以外的债券	(901)
第三节 停止债券上市	(902)
一、违犯有关法律的公司债券	(902)
二、因经营状况不佳的公司债券	(902)
三、其他情况	(903)
第四节 债券上市的程序	(903)
 第七章 债券交易程序	(905)
第一节 联系证券经纪人	(905)
一、注意证券经纪人的信誉	(905)
二、应选择对投资项目熟悉的经纪人	(905)
第二节 开立帐户	(906)
一、含义及作用	(906)

二、开户需要填写的内容	(906)
三、帐户的种类	(906)
四、帐户的处理	(907)
第三节 委托买卖	(908)
一、委托买卖业务	(908)
二、经纪人的权利、义务及指令	(911)
第四节 交易过程	(912)
第五节 交割和过户	(914)
一、交割	(914)
二、过户	(914)
第六节 柜台市场的债券交易程序	(915)
一、柜台交易的特点	(915)
二、柜台交易业务	(916)
 第八章 债券的偿还	(917)
第一节 债券的偿还期限	(917)
一、长短期债券的分类	(917)
二、设置偿还期限的参考因素	(918)
第二节 债券的偿还方式	(919)
一、债券利息的支付	(919)
二、债券本金的偿还	(920)
 第九章 国债基础	(922)
第一节 金边债券	(922)
第二节 国家债券为何被称为“金边债券”	(923)
一、国家债券风险最小	(924)
二、国家债券流动性最高	(924)
三、国家债券收益最为稳定	(924)
第三节 中国的国债 = “超金边债券”	(925)
一、中国的国债已成为一种重要的投资对象	(925)
二、国债、投资、储蓄与股票投资的比较	(926)
三、中国的国债 = 超金边债券	(928)

第十章 国债的种类.....	(929)
第一节 国债的分类方法	(929)
一、按偿还期限划分,分为短期国债、中期国债和长期国债	(929)
二、按流通与否可分为可转让国债和不可转让国债	(930)
三、按举债方法可分为强制国债、爱国国债和自由国债	(930)
四、按发行区域可分为国内国债和外国国债	(931)
五、国债的其他分类方法	(932)
第二节 国债的主要形式——可转让国债	(932)
一、国库券	(933)
二、中、长期债券	(934)
三、预付税款券	(936)
第三节 不可转让国债——国债的补充形式	(940)
一、对居民个人发行的储蓄债券	(940)
二、对特定金融机构发行的专用债券	(943)
第四节 种类多样化——当今世界各国国债的突出特点	(946)
第十一章 国债的发行条件.....	(947)
第一节 面值的确定	(947)
第二节 利率的确定	(948)
一、金融市场利率水平	(948)
二、国家的信用状况	(948)
三、社会资金供应量	(948)
四、国债的付息方式	(948)
五、国债的期限与偿还方式	(949)
第三节 发行价格	(951)
一、平价发行	(951)
二、折价发行	(951)
三、溢价发行	(952)
第十二章 国债的发行方式.....	(953)
第一节 国债发行方式的分类	(953)

一、强制发行和公开发行政	(953)
二、直接发行和间接发行	(954)
三、招标发行和非招标发行	(955)
第二节 世界各国主要的国债发行方式	(957)
一、公募招标方式	(957)
二、承购包销方式	(957)
三、向个人直接发售	(957)
四、“随买”形式	(957)
第三节 我国国债发行方式的演变	(958)
一、行政摊派为主	(958)
二、行政摊派与市场发行相结合	(959)
三、逐步走向市场化	(959)
第四节 以公募招标方式为主:改革的方向所在	(960)
 第十三章 国债的交易	(962)
第一节 交易方式	(962)
一、国债的现货交易	(962)
二、国债的期货交易	(964)
三、国债的回购交易	(966)
四、国债的期权交易	(967)
第二节 交易价格	(968)
一、国债理论价格的确定	(968)
二、不同交易方式下的国债实际价格	(970)
三、影响国债交易价格的因素	(971)
第三节 交易程序	(972)
一、场内国债交易的程序	(973)
二、场外国债交易的程序	(977)
三、案例:大和银行事件	(978)
 第十四章 国债投资的成本与收益	(982)
第一节 国债投资的成本	(982)
一、国债投资的成本	(982)

二、影响国债投资成本的直接因素	(982)
第二节 国债投资成本的计算方法	(983)
一、发行市场上的国债投资成本的计算	(983)
二、二级市场上的国债投资成本	(984)
第三节 国债投资成本与国债融资成本之间的经济关系	(984)
第四节 国债投资的收益	(985)
一、国债投资的收益	(985)
二、影响国债投资收益率的因素	(986)
三、国债投资收益率的计算方法	(987)
第五节 国债投资市场的购买力风险与投资收益	(989)
 第十五章 国债投资的技巧	(990)
第一节 国债价格走势	(990)
第二节 国债投资策略	(991)
一、追求投资收益的策略	(991)
二、保证投资安全的投资策略	(992)
三、保持流通变现能力的投资策略	(993)
四、寻求买卖价差收益的投资策略	(993)
第三节 国债投资组合策略	(996)
一、固定金额投资计划法	(996)
二、固定比率投资计划法	(998)
三、可变比例投资计划法	(999)
 第十六章 国债的兑付	(1000)
第一节 制度、方式与时机选择	(1000)
一、国债的兑付制度	(1000)
二、国债的兑付方式	(1001)
三、国债的付息方式	(1003)
四、国债的偿还时机	(1004)
第二节 资金来源与偿债额的计算	(1005)
一、国债兑付的资金来源	(1005)
二、西方各国的减债基金制度	(1006)

三、国债偿债额的计算	(1007)
第三节 我国国债的兑付	(1008)
一、国家债券的兑付规程	(1008)
二、行政事业单位、地方政府兑付国家债券本息的会计帐务处理方 法	(1010)
三、完善我国国债兑付机制的建议	(1012)
第十七章 国债的贴现和抵押	(1014)
第一节 国债的贴现问题	(1014)
一、国债的贴现	(1014)
二、国库券贴现的有关规定	(1015)
第二节 国债的抵押问题	(1016)
一、国债的抵押	(1016)
二、抵押的办理	(1016)
三、抵押风险	(1018)
四、抵押债券的处理	(1019)
第十八章 国债的调换和整理	(1020)
第一节 国债的调换	(1020)
一、调换国债的原因	(1020)
二、国债调换的方式	(1021)
三、国债调换的形式	(1023)
四、如何看待国债的调换	(1023)
五、国债调换应注意的问题	(1024)
第二节 国债的整理	(1025)
一、进行国债的原因	(1025)
二、国债整理的方式	(1025)
第十九章 金融债券	(1027)
第一节 金融债券概述	(1027)
一、我国金融债券发行的历程	(1027)

二、金融债券发行的种类.....	(1028)
三、金融债券发行的特点.....	(1029)
四、金融债券发行的规定.....	(1029)
第二节 普通金融债券	(1030)
一、普通金融债券的特点.....	(1030)
二、普通金融债券的收益.....	(1030)
第三节 累进利息金融债券	(1031)
第四节 贴现(贴水)金融债券.....	(1032)
第五节 金融债券的还本付息方式	(1033)
第六节 西方国家金融债券的发行	(1034)
一、日本金融债券的概述.....	(1035)
二、日本贴现金融债券	(1035)
三、日本的付息金融债券.....	(1038)
第七节 海外地区金融债券的发行规定	(1039)
 第二十章 公司(企业)债券	(1041)
第一节 公司(企业)债券概述.....	(1041)
一、公司债券的一般特点.....	(1041)
二、公司债券的种类	(1042)
第二节 中国的重点企业债券	(1043)
一、1987 年的重点企业债券	(1043)
二、1988 年以来的重点企业债券	(1044)
第三节 地方企业债券	(1045)
一、付息票企业债券	(1045)
二、利随本清的存单式企业债券	(1046)
三、产品配额企业债券	(1046)
四、有奖债券	(1046)
第四节 企业短期融资债券	(1046)
一、发行目的	(1046)
二、发行条件	(1047)
第五节 可转换公司债券	(1047)
一、可转换公司债券的特点	(1047)
二、转换条件	(1048)

三、转换价格	(1048)
第六节 美、日、欧公司债券的发行特征及发售方式	(1049)
一、美国公司债券的发行特征及发售方式	(1049)
二、日本公司债券的发行特征及发售方式	(1051)
三、欧洲公司债券的发行特征及发售方式	(1052)
 第二十一章 国际债券	(1054)
第一节 国际债券分类	(1054)
一、国际债券的概念	(1054)
二、国际债券的发展历史	(1055)
三、发行国际债券的原因和目的	(1055)
四、国际债券的特点	(1056)
五、国际债券的法律和税金	(1056)
六、国际资本市场证券化的原因	(1058)
第二节 外国债券	(1058)
一、外国债券的发行方式	(1058)
二、外国债券的发行条件	(1059)
三、美国的外国债券	(1064)
四、日本的外国债券	(1064)
五、瑞士外国债券	(1065)
第三节 欧洲债券	(1066)
一、欧洲债券的概述	(1066)
二、欧洲债券的发行条件	(1067)
三、欧洲债券的发行程序	(1068)
四、欧洲债券的种类	(1069)
五、几种主要货币的欧洲债券	(1070)
 第二十二章 债券投资收益分析	(1072)
第一节 影响债券价格的因素	(1072)
一、影响债券发行价格的主要因素	(1072)
二、影响债券转让价格的主要因素	(1073)
第二节 债券转让价格的计算	(1075)

一、债券转让价格计算的基本理论	(1075)
二、债券转让价格的计算公式及总结	(1076)
第三节 债券投资收益率的计算	(1078)
一、债券收益率概述	(1078)
二、付息票债券收益率的计算	(1079)
三、贴现债券收益率的计算	(1080)
第四节 债券投资与其他投资的收益比较	(1082)
一、债券投资与存款投资比较	(1082)
二、债券投资与股票投资比较	(1083)
 第二十三章 债券投资风险分析	(1084)
第一节 构成债券投资风险的因素	(1084)
一、市场风险	(1084)
二、违约风险	(1085)
第二节 债券投资风险的测定	(1086)
一、债券投资风险测定的理论依据	(1086)
二、债券投资风险测定的具体方法	(1086)
第三节 债券投资风险的防范	(1089)
一、债券投资风险防范的预防措施	(1089)
二、债券投资风险防范措施	(1090)
第四节 债券投资时机的选择	(1091)
一、在投资群体集中到来之前投资	(1091)
二、随市场行市投资	(1092)
三、在银行利率调高后或调低前投资	(1092)
四、在消费市场价格上涨时投资	(1092)
五、避开银行利率波动时间投资	(1092)
六、在某一债券新上市时投资	(1093)
七、综合时机的选择	(1093)
 附录 债券投资最新法规	(1094)
中华人民共和国债托管管理暂行办法	(1094)
银行间债券回购业务暂行规定	(1098)

实务国债中托管业务(暂行)规则 (1100)

第六篇 公司购并

第一章 公司购并概述 (1109)

第一节 购并的概念 (1109)

一、购并的一般解释 (1109)

二、购并的定义 (1111)

第二节 公司购并的类型 (1112)

一、按购并的出资方式划分 (1112)

二、按行业相互关系划分 (1113)

三、按购并是否通过中介机构进行划分 (1114)

四、按购并是否取得目标公司的同意与合作划分 (1115)

五、按收购公司收购目标公司股份是否受到法律规范强制划分 (1116)

六、按购并是否公开向目标公司全体股东提出划分 (1117)

七、按是否利用目标公司本身资产来支付购并资金划分 (1117)

八、按购并双方在购并完成后的法律地位划分 (1118)

九、按收购公司与目标公司是否同属一国企业划分 (1118)

十、其他特殊的公司购并形式 (1118)

第三节 公开收购要约 (1119)

一、公开收购要约的定义 (1119)

二、联邦证券交易法对于公开收购要约的一般性规定 (1120)

第二章 公司购并的操作程序 (1122)

第一节 公司购并一般操作程序 (1122)

一、关于购并的董事会决议和股东决议 (1122)

二、购并合同 (1122)

第二节 上市公司购并程序 (1123)

一、聘请财务顾问	(1123)
二、保密和安全	(1123)
三、事先在股市上收购	(1124)
四、确定关联交易	(1124)
五、确定报价时间	(1124)
六、确定出价的方法	(1124)
七、向反托拉斯的权力机构进行咨询	(1125)
八、预备性的通告	(1125)
九、确定的通告	(1125)
十、出价期间交易	(1125)
十一、独立等级和潜在的权益	(1126)
十二、准备出价文件	(1126)
十三、出价文件的发送	(1126)
十四、目标公司的反应	(1126)
十五、防御策略	(1127)
十六、在出价期间的行动	(1127)
十七、对目标公司董事会的限制	(1127)
十八、第一个结束日	(1127)
十九、出价的延长	(1128)
二十、对出价价格的修改	(1128)
二十一、终止通知	(1128)
二十二、接受的撤回	(1128)
二十三、无条件接受	(1128)
二十四、股东会议	(1129)
二十五、所有条件的满足	(1129)
二十六、支付方式	(1129)
二十七、强制性购买法	(1129)
二十八、安排计划	(1129)
二十九、购买后的审计	(1130)
第三节 非上市公司购并程序	(1130)
一、意向书	(1130)
二、调查	(1130)
三、董事会批准	(1131)
四、政府部门批准	(1131)

五、谈判.....	(1131)
六、收购决议	(1131)
七、交换合同	(1131)
八、声明.....	(1132)
九、核准.....	(1132)
十、特别股东大会(EGM)	(1132)
十一、董事会改组	(1132)
十二、正式手续	(1133)
十三、重整	(1133)
第四节 公司购并的途径	(1133)
一、途径一	(1134)
二、途径二	(1134)
三、途径三	(1134)
第五节 选用收购途径时应考虑的重要因素	(1135)
一、税收.....	(1135)
二、财务.....	(1135)
三、转移财产	(1135)
四、接收负债	(1136)
第六节 公司购并案例精选	(1136)
一、宝安举牌延中	(1136)
二、恒通公司收购棱光公司	(1138)
三、山东渤海集团股份有限公司兼并济南火柴厂	(1146)
四、中资企业香港“买壳上市”实例	(1151)
五、南电收购亚电 :香港最大的收购事件	(1152)
六、波音兼并麦道	(1156)
七、IBM 收购莲花公司	(1162)
八、土洋之争——英资败北 ,华资凯旋	(1166)
 第三章 对上市公司的评估	 (1170)
第一节 资产评估概述	(1170)
第二节 帐面价值调整法	(1170)
一、对资产项目的调整	(1171)
二、对负债项目的估算与调整	(1171)

第三节 收益分析	(1172)
一、收益和每股收益	(1172)
二、传统的短期分析	(1172)
三、传统的短期分析中所固有的问题	(1173)
四、以未来收益为基础的评估	(1173)
五、收益分析中应考虑的其他问题	(1175)
第四节 市场比较法	(1176)
一、评估目标公司的资本	(1176)
二、市场效率性	(1176)
三、市场比较法的前提	(1177)
第五节 资本资产定价模型	(1178)
一、CAPM 模型的内容	(1178)
二、CAPM 模型的优缺点	(1179)
 第四章 对非上市公司的评估	 (1180)
第一节 三种主要的估算模型	(1180)
一、拉巴波特模型(Rappaport Model)——贴现现金流量法	(1180)
二、沃斯顿模型(Weston Model)——公式评估法	(1181)
三、杜邦模型(Du Pont Model)	(1182)
四、估价方法的实际运用	(1182)
第二节 影响非上市公司评估的因素	(1183)
一、非上市股票的交易市场	(1183)
二、非上市股票的市场能力	(1184)
三、公司和产业分析	(1185)
第三节 非上市公司的评估方法	(1185)
一、资产价值基础	(1185)
二、收益法	(1186)
三、股利法	(1187)
四、折现现金流量分析法	(1187)
第四节 商誉及其评估方法	(1189)
一、商誉	(1189)
二、超额利润法	(1189)
三、美国对商誉的评估	(1190)

第五章 公司购并的资金来源.....	(1191)
第一节 现金收购.....	(1191)
一、现金收购的特点	(1191)
二、现金收购的影响因素.....	(1193)
第二节 股票收购.....	(1194)
一、股票收购的特点	(1194)
二、股票收购方式的影响因素	(1195)
第三节 综合证券收购	(1196)
一、公司债券	(1197)
二、认股权证	(1197)
三、可转换债券	(1197)
四、其他方式	(1198)
第六章 公司购并的策划与技巧	(1199)
第一节 公关技巧.....	(1199)
一、组成工作小组	(1199)
二、做好重点人群的公关工作	(1200)
第二节 谈判技巧.....	(1200)
一、谈判价格	(1200)
二、影响谈判力量的因素.....	(1201)
三、谈判技巧	(1202)
四、谈判中其他注意事项.....	(1204)
第三节 投标技巧.....	(1204)
一、竞标的过程	(1204)
二、竞标中可采取的策略.....	(1205)
第四节 收购后付款技巧	(1205)
一、现金支付	(1205)
二、换股支付	(1206)
三、卖方融资支付	(1206)

第七章 公司购并的法律问题	(1208)
第一节 购并涉及的法律问题	(1208)
一、委托书	(1208)
二、收购要约(Tender Offer)	(1209)
三、内幕交易	(1210)
第二节 境外国家和地区对购并的法律监管	(1211)
一、美国对公司购并的法律监管	(1211)
二、英国对企业购并的法律监管	(1216)
三、香港地区对收购的法律监管	(1217)
第三节 公司购并中的法律实务	(1219)
一、善意购并上市公司中的法律实务	(1220)
二、敌意购并活动中的股东表决权争夺战	(1222)
第八章 公司购并中的会计问题	(1224)
第一节 公司购并的形式及其会计处理	(1224)
第二节 公司合并会计报表的方法	(1225)
一、联营法(Combination Method)	(1225)
二、购买法(Purchase Method)	(1225)
第三节 被控股公司部分股份的合并报表	(1230)
第四节 联营法与合并业务的会计处理	(1231)
一、联营法下的会计处理	(1231)
二、联营法的适用条件	(1232)
第五节 商誉的会计处理	(1232)
一、商誉的性质	(1232)
二、商誉的摊销	(1233)
第六节 股权取得日后合并会计处理	(1233)
一、控股公司对被控股公司的投资核算方法	(1234)
二、投资收益的会计处理	(1234)
第七节 有关合并会计报表问题的总结	(1237)
一、对不同经营项目的合并方面	(1237)
二、具体了解企业的个别经济和财务状况方面	(1237)
三、会计信息的可靠性方面	(1237)

四、关于跨国公司的合并会计报表处理	(1237)
第九章 公司购并的税收问题	(1239)
第一节 税收与购并	(1239)
一、概述	(1239)
二、选择方式	(1240)
第二节 目标公司	(1241)
一、公司税	(1241)
二、资本收益税	(1241)
三、封闭式公司(Close Company)	(1242)
第三节 目标公司股东	(1242)
第四节 兼并公司	(1243)
一、公司税	(1243)
二、资本收益税	(1243)
三、其他税	(1243)
第十章 公司购并后的管理	(1244)
第一节 购并后经营管理的主要问题	(1244)
一、购并后的人事问题	(1244)
二、购并后的经营问题	(1246)
三、购并后的协同与整合问题	(1246)
四、购并后的理财手段	(1247)
第二节 对目标公司经营政策的调整	(1248)
一、经营政策的调整	(1248)
二、收购后的经营重点	(1249)
三、购并后转售图利	(1249)
第三节 协同与整合	(1250)
一、制度的整合	(1250)
二、经营上的整合	(1251)
第四节 就业和养老金	(1252)
一、就业问题	(1252)
二、养老金问题	(1253)

第十一章 杠杆收购与垃圾债券	(1254)
第一节 杠杆收购.....	(1254)
一、杠杆收购的概念与机制	(1254)
二、杠杆收购的发展历程.....	(1256)
三、杠杆收购的类型	(1258)
四、杠杆收购的融资体系.....	(1260)
五、融资的创新 表外工具	(1264)
第二节 垃圾债券.....	(1264)
第十二章 跨国购并	(1265)
第一节 跨国购并的涵义和作用	(1265)
一、跨国购并的涵义	(1265)
二、跨国购并的作用	(1266)
第二节 跨国购并的法律环境	(1267)
一、美国的跨国购并的法律环境	(1268)
二、英国的跨国购并的法律环境	(1269)
三、法国的跨国购并的法律环境	(1270)
四、德国的跨国购并的法律环境	(1271)
五、日本的跨国购并的法律环境	(1272)
六、加拿大的跨国购并的法律环境	(1273)
七、巴西的跨国购并的法律环境	(1274)
八、菲律宾的跨国购并的法律环境	(1274)
九、新加坡的跨国购并的法律环境	(1275)
十、欧洲经济共同体(EEC)的跨国购并的法律环境	(1275)
第三节 买壳上市.....	(1276)
一、买壳上市的概念和作用	(1276)
二、买壳上市应注意的问题	(1278)
三、国务院有关主管部门对买壳上市的规范性意见	(1278)
四、香港地区有关主管当局对买壳上市的公告及监管条例	(1279)
第四节 跨国购并案例精选	(1280)
一、中策现象	(1280)

二、并购到美利坚	(1284)
----------------	----------

第十三章 公司购并中的投资银行与反购并策略

(1297)

第一节 投资银行概述

(1297)

一、投资银行简史

(1297)

二、投资银行定义

(1301)

三、投资银行业概貌

(1303)

第二节 投资银行的业务

(1305)

一、证券承销(Underwriting of Securities)

(1305)

二、证券交易(Trading of Securities)

(1308)

三、私募发行(Private Placement)

(1309)

四、兼并与收购(Merger & Acquisition ,M&A)

(1310)

五、基金管理(Fund Management)

(1312)

六、风险资本(Venture Capital)

(1313)

七、风险控制工具的创造与交易

(1314)

八、咨询服务(Advisory Service)

(1314)

第三节 购并中的投资银行

(1314)

一、作为买方代理策划购并

(1315)

二、作为卖方代理实施反兼并措施

(1316)

三、参与购并合同的谈判 ,确定购并条件

(1316)

四、协助买方筹集必要的资金

(1317)

五、投资银行购并业务的收入

(1318)

第四节 反购并策略

(1318)

一、股份回购

(1318)

二、诉诸法律

(1319)

三、寻求股东支持

(1320)

四、“白衣骑士”

(1320)

五、“金色降落伞”

(1321)

六、“毒丸计划”

(1322)

七、固特异的被购并与反购并战

(1323)

八、莫名其妙——土地也要喝牛奶

(1343)

九、固若金汤——强硬的面包车

(1358)

十、梅开二度——港灯两度易手

(1365)

十一、咄咄逼人——包玉刚大获全胜	(1368)
十二、崭露头角——能达收购战	(1373)
十三、鹬蚌相争——华人置业争购战	(1376)
十四、龙虎智斗——嘉道道卫冕成功	(1382)
十五、虎口余生——刘銮雄大难不死	(1386)
十六、乘胜追击——瑞菱讯科对簿公堂	(1393)

第十四章 企业改组

第一节 企业如何改组为有限责任公司

一、确定企业的改组方案	(1398)
二、进行资产评估	(1398)
三、制定公司章程	(1399)
四、认缴出资及验资	(1399)
五、召开公司创立大会	(1400)
六、注册登记	(1400)
七、公司的组织与管理	(1400)

第二节 企业如何改组为股份有限公司

一、申请试点资格	(1401)
二、拟定股份制改组方案	(1401)
三、对企业资产进行清产核资	(1403)
四、聘请中介机构	(1404)
五、开展资产评估和财务审计	(1405)
六、申请公司名称预先核准	(1406)
七、全面开展文件准备工作	(1406)
八、申请股份公司设立审批	(1408)
九、提出股票发行复审申请	(1408)
十、发行股票	(1409)
十一、公司注册登记和股票上市	(1410)

第三节 企业如何改组为股份合作制

一、改组需要报送的文件和实施步骤	(1411)
二、如何进行产权界定	(1412)
三、如何设置股权	(1416)
四、如何进行收益分配	(1417)

五、股份合作制企业的管理体制	(1417)
六、改组总体方案的设计	(1419)
第四节 企业如何改组为控股公司	(1420)
一、国有控股公司及其组建的重要性和原则	(1420)
二、国有控股公司设立的方法和程序	(1429)
三、控股公司的法人治理结构及其财务制度	(1432)
第五节 企业重组案例精选	(1435)
一、上海石化的企业重组	(1435)
二、东方电机的企业重组	(1439)
三、昆明机床的企业重组	(1441)
四、马钢的企业重组	(1442)
五、青啤的企业重组	(1444)
六、天津渤海的企业重组	(1446)
七、仪化的企业重组	(1448)
八、北人的企业重组	(1451)
九、广船的企业重组	(1453)
十、镇海石化的企业重组	(1456)
十一、成都电缆的企业重组	(1457)
十二、哈电的企业重组	(1460)
十三、上海海运的企业重组	(1461)
十四、洛阳玻璃的企业重组	(1462)
十五、庆铃汽车的企业重组	(1465)
十六、东北输变电的企业重组	(1468)
十七、吉化的企业重组	(1470)
十八、华能国际的企业重组	(1472)
十九、山东华能的企业重组	(1474)
二十、珠海华丰的股权国际化	(1476)

第七篇 房地产投资

第一章 房地产概论	(1482)
第一节 房地产与房地产业	(1482)
一、地产	(1482)
二、房产	(1485)
三、房地产业	(1486)
第二节 房地产经营管理	(1488)
一、房地产经营的概念	(1488)
二、房地产经营的作用	(1488)
三、房地产经营思想和经营目标	(1489)
四、房地产管理	(1491)
第三节 房地产经营体制和经营方式	(1492)
一、房地产经营的形式	(1492)
二、房地产经营方式	(1494)
第二章 房地产经营决策	(1496)
第一节 房地产经营决策概述	(1496)
一、房地产经营决策的概念	(1496)
二、房地产经营决策的内容与特点	(1496)
三、房地产经营决策的原则	(1497)
四、经营决策的类型	(1498)
第二节 房地产经营环境分析	(1500)
一、房地产经营环境	(1500)
二、房地产经营环境的结构	(1500)
三、房地产经营环境的特点及分析方法	(1501)
第三节 房地产经营决策程序和方法	(1502)
一、经营决策程序	(1502)
二、经营决策方法	(1505)

第四节 房地产经营决策的条件与要求	(1512)
一、决策者应有的修养	(1512)
二、搞好房地产经营决策的条件	(1513)
三、怎样进行房地产经营决策	(1513)
 第三章 房地产开发	(1515)
第一节 房地产开发概述	(1515)
一、房地产开发的概念	(1515)
二、房地产开发的基本程序	(1516)
三、城市规划与房地产开发	(1516)
第二节 城市土地开发与房屋开发	(1518)
一、城市土地开发	(1518)
二、房屋开发	(1522)
第三节 房地产综合开发	(1525)
一、房地产综合开发的意义	(1525)
二、房地产综合开发的特点	(1528)
三、房地产综合开发的主要内容	(1528)
第四节 房地产项目开发的效益评价	(1530)
一、房地产开发项目的社会效益评价	(1530)
二、房地产开发项目经济效益评价	(1530)
三、房地产开发项目的环境效益评价	(1532)
 第四章 房地产交易	(1534)
第一节 房地产交易的特点与形成	(1534)
一、房地产交易的特点	(1534)
二、房地产交易的形式	(1535)
第二节 城市地产交易	(1536)
一、土地所有权买卖	(1536)
二、土地使用权出让	(1536)
三、土地使用权转让	(1539)
四、土地使用权出租和抵押	(1540)
五、土地价格构成与形成	(1541)

第三节 房产交易	(1543)
一、房屋买卖	(1543)
二、房屋租赁	(1547)
三、房屋抵押、典当、交换	(1552)
 第五章 房地产估价	(1554)
第一节 房地产估价概述	(1554)
一、房地产估价的概念	(1554)
二、房地产估价的意义	(1554)
三、房地产估价的原则	(1555)
四、房地产价格的种类	(1556)
第二节 房地产估价的基本程序	(1559)
一、申请评估的受理	(1559)
二、估价资料搜集与整理	(1559)
三、现场查勘	(1560)
四、资料的综合与分析	(1561)
五、编写估价报告	(1561)
六、估价的复核与审批	(1562)
第三节 房地产价格评估的方法	(1562)
一、市场比较法	(1562)
二、成本估价法	(1564)
三、收益还原法	(1567)
四、剩余法	(1569)
 第六章 房地产市场	(1570)
第一节 房地产市场概述	(1570)
一、房地产市场概念	(1570)
二、房地产市场特点	(1570)
三、房地产市场构成	(1572)
第二节 房地产市场管理	(1573)
一、房地产市场管理的意义	(1573)
二、房地产市场管理的内容	(1574)

三、房地产市场管理手段.....	(1577)
第三节 房地产中介服务机构	(1579)
一、房地产中介服务机构类型	(1579)
二、房地产交易所	(1580)
三、房地产经纪人	(1580)
第七章 房地产产权产籍管理.....	(1581)
第一节 产权产籍管理概述	(1581)
一、产权产籍管理的概念.....	(1581)
二、产权产籍管理的任务与作用	(1582)
三、产权产籍管理的历史沿革	(1583)
第二节 房地产产权管理的内容	(1584)
一、房地产产权的发生和灭失	(1584)
二、房地产的他项权利	(1585)
三、房地产产权管理的方法	(1586)
第三节 房地产产籍管理的内容	(1589)
一、房地产产籍的内容	(1589)
二、房地产产籍管理的质量要求	(1590)
三、房地产产籍管理的方法	(1590)
第八章 房地产产业管理	(1591)
第一节 房地产产业管理概述	(1591)
一、产业管理的概念	(1591)
二、产业管理的作用	(1592)
三、产业管理的原则	(1593)
第二节 房地产产业管理的内容	(1594)
一、产业数量管理	(1594)
二、产业质量管理	(1595)
三、产业价值管理	(1596)
四、产业资料管理	(1597)
五、产业保护管理	(1597)

第九章 房地产物业管理	(1598)
第一节 房地产物业管理概述	(1598)
一、物业管理的意义	(1598)
二、物业管理的特性与原则	(1599)
第二节 物业管理的内容	(1600)
一、物业管理的内容	(1600)
二、搞好物业管理 ,应做好以下几项工作	(1602)
第三节 物业管理的发展趋势	(1603)
一、物业管理的几种模式及其特点	(1603)
二、现代物业管理的发展趋势	(1603)

第五篇

债券投资

第一章 债券概述

第一节 债券的概念、性质和特征

一、债券的概念

债券是一种有价证券,是各类经济主体为筹措资金而向债券投资者出具的、承诺按一定利率定期支付利息,并到期偿还本金的债权债务凭证。

作为一种债权债务凭证,债券包含以下几个基本要素。

1. 债券的票面价值

债券的票面价值包括两个基本内容:

(1)票面价值的币种,即以何种货币作为债券价值的计量标准。币种的选择主要依其发行的对象和需要来确定。若是对内发行,债券的币种自然就是本国货币,若是在国际上筹资,则一般以债券发行地国家的货币或国际通用货币如美元、英镑等币种为其计量标准。债券发行者一般都是根据货币市场的实际情况和当时本身的需要来选择最合适的币种。

(2)债券的票面金额。票面金额的大小不一。票面金额大小的不同,对于债券的发行成本、发行数额和持有者的分布,具有不同的影响。票面额较小,小额投资者也可购买,持有者分布面广,但票券印刷及发行工作量大,有可能增加发行费用;票面金额过大,小额投资者无力认购,购买者仅为少数大投资者,一旦这些投资者积极性不高不予认购,往往导致发行失败。

2. 债券的价格

理论上,债券的票面价值就应是它的价格,但事实上并非如此。由于发行者的种种考虑以及债券市场供求关系的不断变化,在发行债券时,有可能以低于票面价值的价格出售,此时为折价发行;有时则可能以高于票面价值的价格出售,是为溢价发行;自然,也有以与票

面价值相同的价格出售的,此时便为平价发行。此外,当债券经由发行市场进入流通市场之后,债券的市场价格则更常常脱离它的票面价值。因此,债券的票面价值是在发行时即已固定不变,而其价格则随行市的变动而不断变化。债券的票面价值对于发行者来说具有较为重要的意义。发行者即是以它来计算所支付的利息和偿还本金的,它直接决定发行者筹资成本的高低。

3. 债券的偿还期限

即从债券发行日起至偿清本息之日止的长短时间。债券的偿还期限各有不同,一般分为三类:一是偿还期限在1年以内的,为短期;二是偿还期限在1年以上、10年以内的,为中期;三是期限在10年以上的,为长期。

根据不同情况选择确定债券期限,对于发行者来说,同样具有很重要的意义。发行人在确定债券期限时,首先要考虑自己使用资金的周转期的长短,从而保证在规定的时间内有相应的资金可作为偿还的来源,既维护发行者的信誉,也便于发行者从容地调配使用所筹资金,发挥最佳效益。其次,要考虑未来市场利率的发展趋势。一般情况下,当市场利率是下降趋势便多采用短期形式,而当市场利率呈上升趋势则应多发行长期债券,这样,既可避免利率风险,又可减少因市场利率上升引起的筹资成本的增多。再次,要考虑流通市场的发达程度,流通市场发达,债券变现力强,购买长期债券的投资者多,发行长期债券既有销路,也可使自己将资金用于一些大型重要的项目,充分发挥资金的使用效益。反之,在不发达的流通市场中,转让、变现能力差,既给投资者在急需资金时收回资金带来不便,也有可能因通货膨胀等原因而造成损失。这时若发行长期债券就难以销售。此外,投资人的投资意向、心理状态以及市场上其他债券的期限构成,也是发行者在确定债券期限时所要考虑的重要因素。

4. 债券的利率

即债券的利息与债券票面的价值的比率。例如,某种债券利率为10%,即表示每认购100元债券,每年便可得到10元的利息。债券的利率主要受银行利率、发行者的资信、偿还期限、利息计算方式和资本市场资金的供求情况等的影响。银行存款利率上升时,债券利率也将随着上升,如果债券利率跟不上银行存款利率的增长速度,人们就会把钱存在银行里,而不会去购买债券。债券发行者的资信好,债券等级高,投资者众多,债券的利率可定得低些。反之,信用级别低的债券,则要相应提高票面利率,以作为投资风险较大的补偿,增强吸引力。期限较长的债券,流动性差,变现能力弱,利率一般应高些,短期债券,变现力强,风险小,利率可相应低些。另外,债券利息的不同计算方式也影响利率水平的高低,一般地,按单利计息的债券,其票面利率应高于按复利计算的票面利率。在确定债券票面利率时,还要考虑资本市场的资金供求状况。市场上资金充裕时,投资者众多,债券的利率可以低些;反之,资金不足,筹资困难,为增加吸引力,就应确定较高的利率。

二、债券的性质和特征

债券是债务人为筹集资金、向债权人承诺按期支付利息和偿还本金的有价证券。它在本质上是一种债权债务证书。与其它有价证券一样,它只是一种虚拟资本,而非真实资本,

是一种生产中实际运用的真实资本的证书。从投资者的角度看,债券具有如下四个方面的特征:

1. 偿还性

即必须规定债券的偿还期限,债务人必须如期地向债权人支付利息、偿还本金。不过也有例外的情况,如无期公债或永久性公债。这种公债不规定到期时间,债权人也不能要求清偿,但可按期取得利息。无期公债在一定意义上已不是信用形式,具有较大的负作用,不在万不得已的情况下是不会发行这类债券的。历史上,只有英、法等少数国家在战争时期为筹措战费采用过。

2. 流动性

亦即变现力,是指它迅速变为货币而在以货币计算的价值上不蒙受损失的能力。如果一种债券在转换为货币时需要花费较长时间,由于其市场价值下降或由于转换时所感到的不便以及经纪人费用、交易商折扣等要付出一定代价而蒙受了损失,则这种债券就有一定程度上的非流动性。债券的实际流动性部分地取决于市场对它所提供的便利,而有些债券虽然不能出售,但仍然具有较强的流动性。如美国联邦政府的储蓄债券的所有权是不能转让的,但这种债券不费什么麻烦就能得到偿付。一般地说,具有如下两个特点的债券更可能获得高度的流动性:

(1) 它的发行者即债务人具有及时和全部履行其各项义务的信资;

(2) 它是短期债务,由于期限很短,市场利率的上涨只能轻微地减少其价值。

另一方面,由于流动性要求短的期限,这就使持有者的意愿与发行者的意愿相冲突。因为期限短可能使发行者很快地就必须在不方便的情况下偿还债务,或是不得不在不利的市场上按高利率再筹借资金。

3. 安全性

指免于债券的市场价值下跌的风险程度。具有高度流动性的债券同时也是高度安全的,因为它们不但可以迅速地转换为货币,而且还可以按一个稳定的价格转换。但有些缺乏流动性的债券也可能较为安全,因为它们经过较长的一段时间后就可以收取现金或不受损失地出售。

使债券本金价值遭受损失的风险包括两类:

(1) 不履行债务的风险。也即不能充分和按时履行约定的利息支付或偿付本金的风险。发行者不同,其不履约的风险也各异。一般的情况是国家债券和地方政府债券的安全性高于金融债券和公司、企业债券。不过,同一个债务人在不同情况下发行的债券由于它们对资产或收入或这两者的要求权的先后顺序,而使包含的不履约风险也可能大不相同。

(2) 市场的风险。即债券的市场价格因市场利率上升而跌落的风险。债券的市场价格与市场利率呈反方向变动。当利率下跌时,债券的市场价格便上涨;而当利率上升时,债券的市场价格则下跌。债券距离到期日越远,其价格受利率变动的影响越大;反之,所受的影响则越小。

4. 收益性

债券的收益性表现在两个方面:

(1) 债券可以获得固定的、高于储蓄存款利率的利息收入；

(2) 债券可以通过在证券流通市场上的买卖交易，获得比始终持有、期满偿还更高的收益。正如前面所述，债券的市场价格随市场利率的升降而上下波动，两者呈反向变化。投资者只要根据债券市场的行情，于价格较高时卖出，较低时买进，便可获得比将债券一直持有到期更高的收益。

债券的偿还性、流动性、安全性、收益性之间呈一定的相逆关系。也即作为某一具体的债券，在一般情况下是很难同时具备上述四个特征的。比如某种债券的安全性高、变现力强，人们便会争相购买，于是该种债券价格上涨、收益率降低；反之，当某种债券的风险性大、流动性较差，则购买者相对较少、债券价格也较低，其收益率也就较高。因此，对投资者来说，可以根据自己的投资目的、财务状况及其对市场的分析预测，在这四者中间选择所需的重点，形成最佳的组合。

第二节 债券与相关概念的比较

一、债券与股票的联系与区别

1. 债券与股票的联系

债券与股票同属于有价证券，是一种虚拟资本，本身并无真实的价值。不过，由于它们都是生产中实际运用的真实资本的证书，持有证券便可有权获取一定量的收入，并能进行权利的发生、行使和转让等活动。因此，作为有价证券，债券和股票都具有安全性、流动性和收益性的特征，成为筹资的手段和投资的工具。

2. 债券与股票的区别

债券与股票的区别主要表现在如下几个方面：

(1) 作为筹资手段，无论是国家、地方政府、团体机构，还是工商企业、公司组织，一般都可发行债券，而股票，则只有实行股份制的公司、企业才可以发行。并且，发行债券是为了追加资本，其所筹措的资金列入公司（企业）负债，而股票的发行是股份公司为筹集自己资本的需要，其所筹措的资金列入公司资本。

(2) 债券是债权的证书，购买债券等于向发行者贷出一笔款项，无论企业经营状况的好坏，债券的持有者都可以定期地得到固定数额的利息，在期满时收回本金。倘若债务人破产不能偿还本金而变卖财产时，债券持有者拥有比公司股东优先索取财产的权利。但是，债券的持有者无权参与公司的经营管理。股票，作为公司所有权的象征，是一种出资形式，购买股票便成为公司的股东，拥有按其所有股份分享公司收益和参与公司经营管理的权利。股息与红利的获得，依公司经营状况的好坏而多少不定，倘若公司破产，很可能连股本都收不

回来。因此,债券与股票的购买者之间其所担当的责任与风险以及所能获取的收益都呈明显的差别。

(3)债券利息的分配是累积性的。债券如在到期前卖出,其投资人除可收回本金外,还可以获得持有期间的利息。如某人购买了一张3年期的债券,持有2年后将其卖出,这时他除可收回本金外,还可得到2年的利息。而股票的股息是按股权分配的,股票一经抛出过户,原投资者便不再享有领取股息的权利。

(4)股票是没有期限的永久性证券,投资者一经入股,便不能从公司抽回股本,而只能通过市场转让的方式收回资金。而债券是发行者的债务,除了永久性公债(无期公债)之外,各种债券都明确规定偿还的期限,期满时必须偿还本金。

(5)债券的利息是公司的固定支出,计入成本,股票的股息及红利则是公司利润的一部分,公司有盈利时才能支付。因此,即使有盈利,股息及红利的支付也必须在债券利息支付之后进行。

(6)债券和股票都具有很强的兑换性,由于债券规定有固定期限,其兑换性强于股票。

(7)由于债券的利息固定,偿还期限固定,债券的市场价格也较为稳定,而股票无固定的期限和利息,受到公司经营状况、国际形势、国内政局、公众心理、市场供求等多种不断变化的因素的影响,其市场价格涨落频繁,变动幅度较大,具有较大的投机性。

二、债券与银行存款、储蓄的联系与区别

1. 债券与银行存款、储蓄的联系

(1)两者都可以收取预定的利息。

(2)都规定有固定的期限,期满后都能收回本金。

(3)在纳税问题上,债券利息与存款利息的征税,大体上同等对待。

2. 债券与银行存款、储蓄的区别

(1)期满前变现的方式不同。银行定期存款、储蓄若在到期前解约取出,银行将付给存入的本金加上存入期间的利息,因此,本金是一定全部返还的。但是在期满前出售债券,其本金却不一定全部返还。这是因为,债券的售价由当时的行市决定,行市看涨,收回的现款多于本金,行市跌落,就会亏本。

(2)担当的风险与获取的收益水平不同,债券比银行存款、储蓄具有更大的风险和收益。银行存款、储蓄总可以收回本金,而债券则因行市的影响而有可能损失本金。此外,债券的利率一般高于银行存款、储蓄的利率。因为债券是对筹资者的直接投资,而银行存款、储蓄是必须经过金融机构进行的间接投资,金融机构要在从所得收益中扣除了各种费用之后,才将其中一部分作为存款利息支付。

(3)期限的长短不同。存款、储蓄大多是比较短期的,而债券一般说来中长期的居多。

(4)转让的条件不同。除了可转让的定期存单(CD)外,银行存款、储蓄不能转让给他人,而债券可以按当时的行市转让,接受转让的人成为新的债权人。

(5)债券是多数投资者用均一的条件投资,存款、储蓄则只是为投资作准备,且有可能

用于消费。

三、债券与日常资金借贷的联系与区别

债券与日常资金借贷都是一种债权债务关系。不过,一般的资金借贷,是以借方和贷方的借贷合同为基础进行的,借方仅向贷方支付利息和到期偿还所借款项。而债券,由于可以流通、转让,在市场上出售后,债权人也就随之转移,借款人只能将债券的持有者看作贷方,并向债券持有者支付利息和本金,因此两者的区别也很明显。

第三节 债券的分类

债券可以从各种不同的角度进行分类,并且随着人们对融通资金和证券投资的需要而不断创造出各种新的债券形式,尤其是高度发达的金融市场上,债券的种类几乎是无限的。就目前而言,债券可以有如下的分类:

一、按发行主体分类

根据发行主体的不同,债券分为政府债券、金融债券、公司债券等几大类。

1. 政府债券

政府债券又可区分为中央政府债券和地方政府债券,此外,还有政府保证债券。

(1)中央政府债券。也称公债券或国库券,它是由中央政府发行的。各国中央政府发行的债券有不同的名称,但发行的目的都是为了弥补国家财政赤字和进行大型工程项目的政府投资。如美国的国库券、日本的国债、英国的金边债券、加拿大的联邦政府债券等。中央政府发行的债券有各种不同的期限。一般将它们分为短期、中期和长期三组,这些债券大多是免税的。在证券市场上中央政府债券的发行量和交易量均占有相当的比重,对货币市场和资本市场的资金融通起着重要的作用。特别是短期国库券,作为货币市场的一种工具,具有“近似货币”的性质,风险小,流动性强,收益率高,是最受投资者欢迎的金融资产之一。

(2)地方政府债券。即由各级地方政府机构如市、县、镇等发行的债券。发行这类债券的目的主要是为地方建设筹集资金,因此都是一些长期性的债券。美国的市政债券、日本的地方债券、英国的地方当局债券等,均属此类。

(3)政府保证债券。它是由一些与政府有直接关系的企业、公司或金融机构发行的债券。这类债券均由政府提供担保,但不享受中央和地方政府债券的利息免税待遇。如日本发行的首都高速公路债券、住宅债券、北海道东北开发债券、地区振兴整备债券、石油开发债券等,都属于政府保证债券。美国联邦政府主办的进出口银行、田纳西流域管理局、联邦中

期信贷银行等发行的债券,也都由联邦政府提供担保。

2. 金融债券

金融债券是银行或其它金融机构发行的债券,这些金融机构都具有雄厚的资力,信用度较高,利率也较高,一般要高于同期银行存款的利率水平,而且持券者需要资金时可以随时转让。金融债券的期限一般为1~5年,其发行的目的是为了筹集长期资金。为确保安全,在发行前都必须经过国家的特别批准。日本的附息金融债券、贴现金融债券,美国的国民银行、第一花旗银行等发行的从属债券,我国的普通金融债券、累进利息金融债券、贴现(贴水)金融债券等,都属此类。

3. 公司债券

公司债券是由股份公司发行并承诺于一定时期还本付息的债权凭证。发行公司债券的目的是为了筹集长期建设资金,一般都有特定用途,期限多为10~30年。公司要发行公司债券,必须先参加信用评级,级别达到一定标准才可发行。与政府债券相比,公司债券的风险相对较大,因而其利率一般也较高。

二、按期限长短分类

债券根据其偿还期限的长短,分为短期债券、中期债券和长期债券。各国对短、中、长期债券年限的划分不完全一致,一般的划分标准是:期限在1年以下的为短期债券,如美国、英国国库券、日本的短期国债等;期限在1年以上、10年以下的为中期债券,如美国的中期国家债券、日本的中期附息票国债和贴现国债,以及我国的国库券、国家重点建设债券、财政债券、国家建设债券等;期限在10年以上的债券为长期债券,如美国的长期国家债券、日本的长期附息票国债等。

三、按发行的区域分类

债券按发行的区域划分,可分为国内债券和国际债券。国内债券,是国内公司、金融机构及中央政府、地方政府等,以本国货币为单位在国内金融市场上发行的债券;国际债券则是公司、政府、金融机构以及国际金融组织等,以外国货币为单位,在国际金融市场上发行的债券。国际债券又具体分为欧洲债券和外国债券两个亚类。欧洲债券是指在欧洲市场上发行的、不以发行所在国货币,而以另一种可自由兑换的货币标值并还本付息的债券,欧洲债券除可用美元、英镑、德国马克、法国法郎、瑞士法郎、日元、加拿大元等单独货币发行外,还可以用特别提款权、欧洲货币单位等记帐单位发行。其期限通常为3~5年,长者多达20年。外国债券,则是指由国外筹资人发行的、以发行所在国货币标值并还本付息的债券,如美国“杨基债券市场”上的美元债券,日本“武士债券市场”上的日元债券。外国债券期限一般都较长,所筹的外汇资金可以自由运用,不过在发行时要受到政府的严密检查和严格控制。

四、按利息的支付方式分类

根据利息的不同支付方式,债券一般分为付息债券和贴现债券。

1. 付息债券

它是在券面上附有各期息票的中长期债券。息票上标明利息额、支付利息的期限和债券号码等内容。通常息票以6个月为一期。息票到期时,从债券上剪下来凭以领取本期的利息。由于息票到期可获取利息收入,是一种有价证券,因此它也可以流通、转让。

2. 贴现债券

亦称“贴水债券”,是券面上不附息票,发行时按规定的折扣率(贴水率),以低于票面金额的价格发行,到期时仍按面额偿还本金的债券。这种债券的发行价格与票面金额(偿还价格)之间的差价即为利息。

付息债券与贴现债券的区别,在于前者是债券在发行以后才逐步支付利息,而后者在发行时便一次支付完毕,具有预付的性质。在日本,期限2年的金融债券、期限5年的国债、期限10年的电信电话债券等,都是按贴现方式发行的。中国工商银行在1987年发行的期限为3年零3个月,面额100元、售价75元,面额500元、售价375元,面额1000元、售价为750元的金融债券,即是贴现债券。

五、按发行方式分类

按照债券是否公开发行来分类,可以分为公募债券和私募债券。

1. 公募债券

它是按法定手续,经证券主管机构批准在市场上公开发行的债券。这种债券不是向指定的少数投资者出售,而是通过证券公司向社会上所有的投资者募集资金。由于发行对象是不特定的广大投资者,因而要求发行主体必须遵守信息公开制度,向投资者提供多种财务报表和资料,以保护投资者利益,防止欺诈行为。

2. 私募债券

是以少数与发行者有特定关系的投资者为募集对象发行的债券。私募债券的发行范围很小,不采用公开呈报制度,债券的转让也受到一定程度的限制,流动性较差,但其利率水平一般较公募债券要高。私募债券的投资者大多数为银行或保险公司等金融机构,它们以其雄厚的财力、丰富的经验和专业技能对发行者的资信进行调查,判断投资风险,进而有选择性地投资。

六、按有无抵押担保分类

债券根据其有无抵押担保,可以分为信用债券和担保债券。

1. 信用债券

亦称无担保债券,是仅凭债券发行者的信用而发行的、没有抵押品作担保的债券,一般包括政府债券(国债、地方债)和金融债券。少数信用良好的公司也可发行信用债券,但在发行时须签订信托契约,对发行者的有关行为进行约束限制,由受托的信托投资公司监督执行,以保障投资者的利益。

2. 担保债券

担保债券指以抵押财产为担保而发行的债券。具体包括:

(1)抵押公司债券。它是以土地、房屋、机器、设备等不动产为抵押担保品而发行的债券。当筹资者在债务到期不能履行还本付息义务时,债券持有者有权变卖抵押品来清偿抵付。抵押公司债券在现代公司债中占有最大的比重,也是公司债券中重要的一种。这种公司债券与有担保品公司债券一样,即当以同一不动产为抵押品多次发行的公司债,可按发行次序分为第一抵押公司债和第二抵押公司债,第一抵押公司债对于抵押品有第一留置权、第二抵押公司债则只有第二留置权,也即在第一抵押公司债清偿后,它才能以其余额偿付本息。所以,第一抵押又叫优先抵押,第二抵押又叫一般抵押。

(2)抵押信托债券,它是以公司的其他有价证券(股票和其他债券)为担保品而发行的债券。发行这种债券的公司一般属于那些全资附属机构,通常以其总公司的证券作为担保。作为担保品的有价证券通常委托信托人(多为信托银行)保管,当该公司到期不能清偿债务时,即由受托人处理其抵押的证券并代为偿债,以保护债权人的合法利益。

(3)承保债券。是由第三者担保偿还本息的债券。担保人一般为公司的主管部门或银行,个别的由政府担保。发行这种债券,可以提高发行公司的信誉,增强投资者信心,扩大债券销路,并可减轻发行公司的利息负担。

七、按债券是否记名分类

根据在券面上是否记名的不同情况,可以将债券分为记名债券和无记名债券。

1. 记名债券

它是指在券面上注明债权人姓名,同时在发行公司的帐簿上作同样登记的债券。转让记名债券时,除要交付票券外,还要在债券上背书和在公司帐簿上更换债权人姓名。投资者须凭印鉴领取本息。这种债券的优点是较为安全,缺点是转让时手续复杂、流动性差。

2. 无记名债券

它是指券面未注明债权人姓名,也不在公司帐簿上登记其姓名的债券。无记名债券在转让同时随即生效,且无须背书,因而具有较强的流动性。在一般情况下,无记名债券的持有者还可以请求公司将债券改为记名债券。

八、按债券发行时间先后分类

根据债券发行时间的先后,可以分为新发债券和既发债券。

1. 新发债券

它指新发行的债券。新发债券有公募与私募之分,一般的投资者所能购买到的都是公募债券。凡是新发行的公募债券,都规定了招募日期,投资者在购买新发公募债券时,不需支付任何手续费。

2. 既发债券

指已经发行并交付给投资者的债券。新发债券一经交付投资者便成为既发债券。既发债券随时都可以购买,其购买价格就是当时的行市价格,它受供求关系等的影响,价格每天都在发生变化。在证券交易所购买既发债券时,不仅要向证券公司支付较高的手续费,还必须支付债券的经过利息(仅对付息债券而言),以保护在债券期满前出售债券的人的应得利息收入。因为大部分的付息债券都是按照规定日期半年支付一次利息,也就是说,除当初规定的利息支付日和本金偿还日外,都不支付利息。这样,若不将持有期间的经过利息支付给出售债券的人,他就要失掉从上次利息支付日到债券出售日这段时间的利息,而购买者将要领取整整半年的利息,这显然是不合理的。

第四节 债券的历史发展

一、债券的形成过程

债券是证券市场的重要工具。债券发展到今天,经历了漫长的历史过程。

公债券是历史上最早的债券形态之一,它在奴隶制时代即已产生。恩格斯曾经指出:“随着文明时代的向前进展,甚至捐税也不够用了,国家就发行期票,借债”。据有关文献记载,公元前4世纪,希腊和罗马就出现了国家向商人、高利贷者和寺院借债的情况。在封建社会公债得到进一步的发展,许多封建主、帝王和共和国每当遇到财政困难,特别是发生战争时便发行公债,当时公债券还常常被用来缴纳租税。12世纪末期,在当时经济最发达的意大利城市佛罗伦萨,政府曾向金融業者募集公债。以后,热那亚、威尼斯等城市相继仿效。15世纪末16世纪初,美洲新大陆被发现,欧洲去往印度的航路开通,世界市场进一步扩大。为进行战争,争夺海外市场,荷兰、英国等竞相发行公债,筹措资金。1600年设立的东印度公司,是历史上最古老的股份公司,它除了发行股票之外,还发行短期债券,并进行买卖交易。美国在独立战争时期,曾发行多种中期债券和临时债券,这些债券的发行和交易,形成了美国最初的证券市场。19世纪30年代开始,美国各州大量发行州际债券,外国资本、尤其是英国资本大量流入。19世纪40~50年代由政府担保的铁路债券的买卖迅速增长,有力地推动着美国铁路建设。19世纪末到20世纪,欧美资本主义各国相继进入垄断阶段,为确保原料来源和市场,建立、巩固殖民统治,加速资本的积聚和集中,股份公司发行大量的公司债,并不断创造出新的债券种类,形成了多样化的债券体系。

二、有关债券的主要理论

伴随债券的产生与发展,逐渐形成了多种有关债券的学说。其中以公债理论较为系统和成熟。在论述公债的学说中,主要有两大学派:古典学派和凯恩斯学派。古典学派主张国家财政应力求收支平衡、避免赤字。他们认为应通过租税来筹措资金,而不应以发行公债来代替租税。古典学派的主要人物亚当·斯密认为:“当国家费用由举债开支时,该国既有资本的一部分,必逐年受到破坏,原来用以维持生产性劳动的若干部分年生产物,必会被转用来维持非生产性劳动。”他举例说,意大利各共和国、西班牙、荷兰等过去的强国都因为举债而走向衰弱和荒废。大卫·李嘉图则认为:“公债的负担不在于利息的转移分配,而在于公债减少了生产资本。如果国家这个巨大的借主不向市场伸手,私人借主就可以很从容地进行资金融通。他把公债当作‘空前无比的灾祸’,主张应采取一劳永逸的办法迅速彻底的偿清。萨伊、穆勒等人也都认为公债扩大了消费支出,是夺取产业资本的最恶劣的财政手段。凯恩斯学派则认为,公债是国家经济发展必不可少的成分,能够促进经济的发展,可以随经济的发展而不断增长。他们还认为,应把公债与私债区分开来,外债的借入与偿还表示着资源在不同国家间的流出流入,而内债则只表示资源在国内不同使用项目之间的流动。内债是政府欠自己人民的钱,是‘左右口袋’的事情,对整个国家来说,并不存在债负担。他们还反对‘公债会造成下一代人的负担’的说法,认为:内债从物质内容上看,是把资源从一种用途转到了另一种用途,本期资源用途的改变是不会影响下一代负担的,老一代人不仅留下了债务,也留下了债券;下一代不仅继承了债务负担,也继承了支付债务的手段。”

第五节 债券制度的作用

一、债券制度的历史作用

债券是以信用为基础的债权债务证书。不同种类的债券因其本身的性质而有不同的作用。在私有制国家里,政府发行公债,其基本的目的是满足国家日益扩大的非生产性开支需要,弥补财政赤字,尤其是中央政府发行的债券,其所筹措的资金并不作为资本进行投资,由于债券本金与利息的支付以税收收入作担保,使其具有虚拟资本的性质,通过金融市场的活动便能发挥虚拟资本的职能。在地方政府及政府有关部门(国有企业、公共团体)发行的债券中,其所筹措的资金,大多通过国有企业作为国家资本投资,用以举办各种大型公共工程和生产、生活基础设施。这使得国家不仅从外部对再生产过程进行干预,还使国家资本深入到了再生产内部。由政府提供担保的政府保证债券,即以税收收入作为支付本利的担保,还

由中央银行保证债券的信用和流动性。这样,在金融市场上,这些虚拟资本证券便成为最为重要的交易对象。而中央银行通过其所创造的信用的媒介作用渗透到金融市场的各个方面,并深入到资本的再生产过程与积累过程。

私营企业也发行各种债券,其中最重要的是公司债券。它是股份公司筹措资本的重要形态,可以自由买卖流通。股份公司发行债券便有可能将社会上的生息资本作为他人资本集中起来,而金融机构等通过对公司债券的购买,也就把自己的资本渗入到产业中去。债券的多样化,使资本的集中与控制技术趋于登峰造极的地步。

二、债券制度在现实经济生活中的作用

在我国社会主义公有制经济条件下,债券制度同样具有重要作用。

首先,债券制度为各级政府、社会团体机构和工商企业提供了一条筹集资金的重要渠道。社会主义国家具有管理国家行政和组织社会经济的双重职能。随着社会的进步与发展,国家用于内政、外交、军事、科学、教育、经济建设等方面的支出日益增加,国家财政往往出现支大于收的赤字情况,为了保证各项事业发展的资金需要,必须采取多种形式增加财政收入。通过发行债券的方式筹集一部分社会闲散资金便可缓解财政困难。同样,各社会团体机构、工商企业,在举办各项事业,从事生产、经营活动时,也会不时地面临资金紧张的问题,通过债券制度筹集所需资金、不失为一种有效、可行的途径。

其次,通过债券制度,促进经济的横向联合,以及各生产要素的有机组合。专业化协作是社会化大生产的主要标志,地区、企业间的横向联合是其必然的要求。在现代商品经济社会,这种联合不只表现在物资、技术、劳务的相互协作,更重要的还在于通过资金的自由流动与有机组合,实现和加快各生产要素的合理、有效的配置。债券制度正是为资金在全社会范围内的高效、有序的流动提供了便利。

再次,债券制度为社会闲散资金提供了良好的投资渠道,有助于资金使用效益的提高。因为,债券投资既可以获得比银行储蓄存款更多的利息收入、减少因通货膨胀造成的资金损失的风险,又可以获得比股票更有保障的收益,减少因企业经营造成的投资风险,这在对政府债券的投资方面表现得尤为突出。

最后,债券制度有利于实现国家的宏观调控意图。国家通过发行债券将分散于各地方、企业、居民的闲散资金集中起来用于国家重点建设,可以缓解消费膨胀的压力,促进国民经济比例结构的协调;中央银行通过公开市场业务适时买卖债券,影响银根的松紧,调节货币流通。

此外,债券制度还为贯彻执行国家的对外开放政策,积极有效地引进外资和先进技术,促进对外经济的友好合作与往来提供现实的途径。

第二章 债券发行市场

第一节 发行债券的目的

债券发行是资金需求者向资金供应者直接或间接筹措资金的一系列过程。发行债券的主体有政府、企业和金融机构。发行债券的主体不同,目的也就不一样。一般来说,政府发行债券的目的是为了弥补财政赤字、扩大政府投资、解决临时资金需要;企业发行债券的目的有筹集资金、灵活运用资金、降低资金成本、减少税收支出、增加企业收入、维持对企业的控制权;金融机构发行债券的目的是为了负债来源多样化、获得长期资金来源和扩大资产业务。下面来分别介绍各债券发行主体发行债券的目的。

一、政府发行债券的目的

政府有中央政府和地方政府之分,它们两者发行债券的目的完全相同。

1. 弥补财政赤字

政府债券发行的主要目的是为了弥补财政赤字,并且发行政府债券也是弥补财政赤字的基本方式,与增加税收、增发货币的财政赤字弥补方式比较,发行政府债券有着明显的优越性。政府发行债券,虽然也是国民收入再分配的一种方式,但这并不是象税收和货币发行那样是一种强制的、无偿的再分配方式,而是一种自愿的、有偿的再分配方式。从政府债券发行方即政府方看,得到了补充的收入来源,满足了支出的需要;从购买方看,不但经过一定时期可以收回本金,而且还可以获得利息收入。由于发行政府债券只涉及资金使用权的让渡,而所有权不变,因此政府通过发行债券来筹集资金,较易被社会公众所接受。

早在18世纪,西方各国如英、法、德、美等国在发生战争或遇到自然灾害时,政府财政入不敷出,出现财政赤字,这时就通过发行政府债券来筹集资金,以弥补赤字。不过那时的商品货币经济还不很发达,政府职能比较单一,政府支出规模还不很庞大,发行政府债券弥补

财政赤字只是比较偶然的事情,政府债券发行额也很小,如美国直到1799年,发行的政府债券总额才8298万美元。以后随着商品货币经济的发展,靠“看不见的手”指导的自由竞争经济已不能实现充分就业,经济危机时有发生,政府已不再仅仅充任“守夜人”的角色,而成为社会经济的管理者,具有管理宏观经济、干预整个社会的经济活动的职能。政府通过用“看得见的手”实施经济干预,以稳定经济,减少经济波动。政府职能逐渐扩大,从较单一的维持社会秩序、防御外来侵略等社会管理职能,发展到支持基础设施建设、举办社会福利事业、实施财政补贴、支持海外贸易等社会、经济管理兼而有之,并且经济管理逐渐强化,这就使政府财政支出逐渐扩大,经常出现入不敷出的现象,发行政府债券以弥补财政赤字已成为经常性的行动,且数额逐渐扩大,到1987年末,美国联邦政府发行的债券余额达1.9万亿美元,联邦政府、州和地方政府发行的债券余额突破3万亿美元大关。

我国自1979年实行改革开放政策以后,国民收入分配格局较改革前发生了很大变化,其中变化之一就是政府财政收入占国民收入的比重大幅度下降,使财政收入不能保证财政支出的需要,出现了财政赤字,为了弥补财政赤字,国务院决定从1981年开始,每年发行一次国库券,1981~1990年共发行国库券604亿元。1990年末国库券余额485亿元,1998年,国家又决定发行财政债券、特种国债和保值公债,3项债券合计,1988、1990年累计发行额达338亿元。这些政府债券筹集的资金主要是为了财政赤字,但也有一部分用于国家经济建设,成为公共投资。发行债券筹集财政收入已成为我国弥补财政赤字的主要手段。

2. 扩大政府公共投资

扩大政府公共投资也是政府发行债券的目的之一,政府所属的一些公共机构为了修建公路、铁路、机场、水坝、供水、供气、供热工程,进行大江大河治理,支持能源建设,等等,可以发行一部分债券来筹集资金,促使这些项目得以如期建成。这些项目建成投产后一般说来能够获得一定的经营收入,虽然盈利不大,但偿还债券本金问题不大,只要财政给予适当的利息补贴,支付债券利息也就有保证了。这种于国于民有利的事情,通过发行政府债券来筹集资金予以解决是行之有效的方法之一。世界上多数国家为了兴建这类公共工程,每年都要发行一部分这种建设债券。我国早在1954~1958年就发行过“国家经济建设公债”,以筹集一部分建设资金,用于国家经济建设。改革开放以后,为了筹集国家建设资金,保证能源、交通、原材料等重点项目的资金需要,开始发行政府债券。除了国库券、财政债券、特种国债和保值公债筹集资金的一部分用于经济建设外,1987年,我国首次发行了55亿元国家重点建设债券,1988年又发行国家建设债券30亿元,基本建设债券80亿元,截止1990年底,基本建设债券共发行95亿元。通过发债筹资,在一定程度上保证了国家重点建设资金的供应,改善了投资结构,促进了经济的协调发展。

3. 解决临时资金需要

政府的开支在一年中是比较均匀的,但收入往往在后期才能取得,有时支出在前、收入在后,但一年内从总体上讲收支是平衡的,这就需要在一年中的前期发行国库券筹集资金,以应付临时性的资金不足局面。

二、企业发行债券的目的

企业发行债券的目的较多,归纳起来有以下几个方面

1. 筹集资金

筹集资金是企业发行债券的主要目的。当企业需要资金时,在向银行等金融机构借款或发行股票筹资等渠道受到限制时,可以通过向社会发行债券来筹措资金。在西方国家,通过债券筹资已成为企业向外部筹资的重要方式之一,而在一些国家则成为主要方式。在我国,自改革开放后,企业通过发行债券筹集的资金逐年增加,并且增长速度较快。1986年以前,我国企业发行债券筹集的资金有100亿元(系指1986年以前的累计数),1986~1990年共筹得资金461亿元,年均递增46.5%;1990年末,仍留存于企业的债券资金有250亿元。

2. 灵活动用资金

企业发行债券筹资,主动权完全操在自己手中,企业自己可以灵活确定债券期限、数量,而贷款的期限、数量则需要谈判、协商才能确定,有时不能完全达到自己的目的。发行股票涉及到企业产权的分配、重组等实质问题,灵活性相对较差,企业可以使债券的期限与资金的使用时间一致,并可根据资金的需求量确定筹集量,避免出现过剩资金。即使以后出现意外情况,企业在债券到期时仍需继续占用资金,也可用发新债还旧债的办法予以解决。总之,企业可随时根据自己需要资金的时间、数量决定是否发行债券、数量多少、到期期限和发行频度,以及时满足资金需要。

3. 降低资金成本

企业债券的收益比较稳定,市场价格的波动幅度不大,到期又可收回本金,风险相对较小。而股票的收益则随企业盈利状况的变化而变化,价格变动比较剧烈,企业不需还本,风险较大。因而,虽然企业债券付息较低,但仍受到一部分投资者,特别是部分机构投资者如养老基金、退休基金、保险公司等的欢迎。就同一企业的债券和优先股看,投资者一般比较偏爱债券的低收益,而不是优先股的收益。企业债券既受投资界的青睐,又只支付较低的利息,这就降低了企业的筹资成本。

4. 减少税收支出

在西方国家,在计算企业的收入时,债券的利息可以扣除,而股票的股息、红利则不能扣除。因此,企业发行债券可以减少纳税负担,又可使股东或其他债券投资者获得好处。

5. 增加企业收入

购买企业债券的投资者,只能获得按事先规定利率计算的利息收入。如果企业发行债券等集的资金获得的收益高于债券利率,则高出的部分便成为企业的收入。当然,如果企业经营不善,或出现经济萎缩,这笔债券利息会使企业背上沉重的包袱,并使企业的收益减少。然而,无论在何种经济环境下,敢于发债筹资的绝大多数企业对自身的经营能力和发展前景总是充满信心的。股东或经理们总是相信,他们企业的经营收益将高于债券利率。因此,发行债券对企业来说,既可筹集资金扩大生产,又可增加企业收入和股东的股息收入,是一种极有吸引力的筹资方式。

6. 维持对企业的控制权

企业债券不象股票那样拥有企业决策投票权(有投票权的债券当然例外),债券持有人与企业之间只存在债权、债务关系,债权人不能参与企业决策,无权参加企业的经营管理,也没有参加企业利润分配的权力。被股东们戏称为“沉默的多数”。因而,以发行企业债券的形式来筹集企业资金,不会改变现有企业股东的结构和投票权的分配,从而不会影响现有股东对企业的控制权。

三、金融机构发行债券的目的

金融机构是经营货币资金的特殊企业,通过对负债与资产进行科学管理,以使负债与资产实现最佳组合,从而达到资金的流动性、安全性和收益性三者统一之最终目的。通过发行金融债券是进行负债与资产管理的一个方面,一般来说,发行金融债券可达到如下三个目的。

1. 促使负债来源多样化,增强负债的稳定性

金融机构的负债有各种存款、同业往来、向中央银行借款、金融债券资金等,存款资金来源众多,此存彼取、互相交错,川流不息,稳定性差,一旦经济、金融形势骤变或谣言四起,容易发生挤提存款的现象,这时甚至有可能迫使金融机构破产的危险,虽然这不是由于金融机构经营不善造成的。同业往来与存款的性质相似,向中央银行借款,数量有限,非长久之计。金融债券在到期以前,债券持有人不能提前要求兑付,只能在证券市场转让,期限固定,稳定性强,金融机构无挤兑风险。从而,金融机构可以通过发行不同期限,包括短期、中期、长期在内的金融债券筹集资金,以增加负债来源,增强负债的稳定性。

2. 获得长期资金来源

金融机构的存款、同业往来等活性资金,此存彼取、相互交织、川流不息,在运动中会形成一部分沉淀资金,这部分沉淀资金可以视为可用的长期性资金。当活性资金来源的种类、客户数量增加时,沉淀部分占活性资金的比重会相应扩大;当活性资金总额增加时,沉淀资金会随之增加。然而,这部分沉淀资金毕竟是有限的,量比较少,吸收长期资金,主要还得靠发行长期金融债券。日本通过制定《长期信用银行法》规定日本长期信用银行、兴业银行、债券信用银行三家长期投资银行可以发行其资本金30倍的长期金融债券,通过金融债券筹集的资金占其负债总额的比重高达60%以上。我国的建设银行是一家经营中长期信用业务为主的专业银行,今后通过发行金融债券筹集资金也应该成为主要筹资渠道之一。

3. 扩大资产业务

当企业向金融机构要求贷款或金融机构想要进行直接投资,等等,而金融机构的资金又不足时,金融机构可以发行金融债券筹集资金予以解决,这样就扩大了资产业务。我国金融债券所筹资金全都用于发放特种贷款,贷款主要用于经济效益较好的在建项目扫尾工程、竣工投产后的流动资金以及企业自有流动资金不足30%的部分。另外,也可发放少量的国家计划内基本建设和更新改造特种贷款,用于经济效益好,有还款能力的能源、原材料、交通基建项目和产品为社会所急需的计划内更新改造项目。1985年,我国金融机构利用金融债券

筹集的资金发放特种贷款只有 5 亿元,以后逐年增加,1985~1990 年共发放特种贷款 285 亿元,到 1990 年末,特种贷款余额仍有 90 亿元。

第二节 债券发行市场的构成

债券发行市场是由参与债券发行市场的主体、债券工具和发行市场的组织方式构成的,参加者、工具和组织方式是构成债券发行市场的三大要素。

一、债券发行市场的参加者

按照债券发行市场参加者扮演的角色,可以把其划分为发行者、投资者、中介机构和管理者四类。

1. 发行者

债券的发行者是指通过发行债券形式筹措资金的企业、政府或金融机构。

(1)企业从总体上讲,是资金的最终需求者,虽然有时也有一些剩余资金,因此,它首先是筹资者,不论何种企业,总会因各种原因不断产生短、中、长期资金不足,需要采取措施弥补。企业弥补资金不足的方式不外乎两种,一种是筹措内部资金,动用企业的内部积累,或减少股息、红利分配,把留下的利润用于再投资。一种是筹措外部资金,在向银行等金融机构申请贷款或在证券市场发行股票筹集资金不能满足需要,或者遇到某些限制,或者与贷款、发行股票筹资相比,发行债券筹资显示出某些优越性时,就可以发行债券来筹集资金。各国证券管理当局对企业债券的发行都有一定的规定,只有财务状况良好,经营业绩稳定,并经过金融机构担保后,才能进入市场发行债券筹措资金。如日本对发行公募债券要求很严,只有取得美国的信用评级机构或日本的信用评级机构的“AAA”级信用者才能直接进入日元公募债券发行市场,否则,必须首先发行日元私募债券,因为日本对日元私募债券的发行限制很少。

(2)政府部门是证券市场上资金的主要需求者,政府为了解决临时资金需要,弥补财政赤字,或扩大政府开支刺激经济增长,都要靠向证券市场发行政府债券来筹集资金以弥补财政收入的不足。政府既在短期债券市场上发行国库券,又在中、长期债券市场上发行各种公债券、地方政府债券和政府机构债券等。政府债券在所有有价证券中信誉最高,它以国家信用为保证,安全性最大,风险极小。在金融市场比较发达的国家,政府债券的买卖也较自由,变现比较容易。另外,大多数国家对购买政府债券所得的利息收入免征所得税。还有,政府债券的期限、利率、档次较多,可满足金融市场上各种投资者的不同需要,因此,政府债券对企业、个人、事业团体和金融机构都有很强的吸引力。以美国为例,政府债券是由联邦财政部、州、地方政府和政府所属机构发行。联邦财政部除发行 3 个月、6 个月、9 个月、12 个月

的短期国库券以外,还发行1~7年的中期政府债券和7年以上的长期政府债券。州和地方政府为了弥补财政赤字或投资兴建公共事业,可以发行短、中、长期债券。政府机构,包括国防部、邮政局、联邦房屋管理局、进出口银行等,可以发行短、中、长期债券筹措资金,这些机构发行的债券全部由联邦政府担保。一般而言,政府债券占债券发行市场的份额很大。在我国,从1981年到1990年,政府债券发行额占债券发行总额的比重高达60.1%。

(3)金融机构是证券市场上资金的中间需求者,而不是最终需求者,它筹集资金是为了向企业、个人、事业团体或政府部门供应资金,即筹资是为了供资。金融机构要向金融市场供应资金,仅靠自身的资本金是远远不够的,它还必须事先向外部筹措资金,发行金融债券是其中的重要方式之一。发行金融债券筹资的有商业银行、融资公司、投资银行、控股公司等。金融机构通过发行金融债券筹集资金,然后通过贷款、投资等形式把这部分资金运用出去,以获得收益。

2. 投资者

在现实经济生活中,总有一些经济主体收小于支出现赤字,也总有一些经济主体收大于支出现盈余,当这些经济主体用自己的剩余资金购买债券时,就成了债券投资者。债券投资者包括:

(1)个人投资者。个人并不是指某一个人,而是指众多的参加债券市场的个人或家庭。个人或家庭一般都是收大于支的投资者,是债券发行市场主要的资金供应者。个人参与债券市场的目的主要是为了调整自己的金融资产结构,追求消费的最佳效果和收入最大化。个人投资者的目的不同,选择债券的种类也就不一样。有的个人以安全第一,那么,他就会投资信誉卓著的大企业的债券和政府债券,这些债券风险较小,但利率率相应也较低。有的个人投资的目的是为将来的某种特定用途,如子女教育、购买住房、养老等,那么他所要选择的就应当是既安全,又能有较高收益的长期债券。有的个人投资的目的是为了获得高额利息收入,他就会投资于一些低级债券,相应的他要承担的风险也就很大。另外,一些人为了使自己的货币收入找到短期出路,他就投资于期限较短、品质较高的国库券。

(2)企业。企业一般说来是资金的需求者,但有时在生产经营中也会形成一部分暂时闲置的货币资金,或将来要进行某项投资,但现在所积聚的资金没有达到相应的规模时,企业就可以把这部分没有特定用途的货币资金的一部分投资于债券市场,或投资于股票市场。当企业有了临时的或新的资金用途时,就可以把购买的债券、股票出售出去,以获得现款。另外,也有一些企业自有资金日益累积,长期剩余,而成为债券市场的一贯投资者。

(3)机构投资者。机构投资者是集聚社会公众分散的资金投资于各种债券,以降低投资风险和提高投资收益的专门机构,包括商业银行、投资银行、储蓄机构、信托投资公司、保险公司、养老基金会、共同基金公司、持股公司等。与个人投资者相比,机构投资者有着明显的优越性。第一,它能广泛集聚社会公众的零星款项。第二,它能充分发挥自己的专业优势。机构投资者拥有经验丰富,精通投资业务的专业人才,可以为个人投资者提供服务。第三,有利于分散投资的风险。个人投资者由于财力所限只能投资于一种或少数几种证券,承担较大风险。通过机构投资者聚集的相当数量的资金,就能同时投资于各种证券,这就分散了风险,另外还可确保获得平均收益。在西方,机构投资者在债券市场上的地位早已超过了

个人投资者,以1984年为例,机构投资者拥有政府长期债券占政府长期债券总额的比例美国为88%,英国为80%。

①商业银行的资金除了主要用于发放贷款外,其次就是投资于各种债券。80年代,美国商业银行的债券投资额有几千亿美元。债券是商业银行的二级准备资产。商业银行的现金准备是非盈利资产,准备过多,会影响收入,准备过少又不能保证支付,于是许多商业银行就把债券投资既作为盈利的手段,又作为随时能够变现的二级现金准备的手段。

②投资银行以经营各种股票、债券为主要业务,它既为工商企业发行或包销证券,充当中介机构,又用自己的资金购买证券,充当机构投资者。投资银行名义上虽被称为银行,其实它并没有经办多少存、贷款业务,而这是银行最主要的业务。投资银行最主要的业务还是从事证券包销、投资业务,在各国一般被称为某某证券公司,如美国的梅利尔·林奇证券公司,日本的野村证券公司等。证券公司通过用自己的资本金,发行股票、债券所筹集的资金投资于各种政府、企业债券或公司股票,以兼取利润。证券公司是债券市场的主要投资者之一,如野村证券公司一家1988年在日本债券市场的占有率就高达19%。

③储蓄机构包括储蓄与贷款协会、互相储蓄银行、邮政储蓄局等一些合同式储蓄机构,这些机构的资金期限一般较长,增长也比较稳定,是中、长期债券的重要投资者。

④信托投资公司是指专门经营信托投资业务的金融机构,它接受社会公众的信托和委托,一般都根据信托、委托人和受托人签订的“信托契约”的规定从事经营。它的收益除本公司留存以外,还按一定比例分配给信托人和委托人。从事股票、债券投资是信托投资公司的主要业务之一,如日本专业信托银行1980年末有价证券投资占总资产的比重达到33%,1985年末仍达到26.1%,其中大部分是债券投资。日本证券投资信托公司1980年债券投资占总资产的比重高达51.9%,1985年进一步上升到70.4%。

⑤保险公司为补偿因自然灾害或意外事故所造成的经济损失而和许多个人和单位缔结了保险契约,并按一定的标准向投保人收取保险费,当契约中规定的不测事件发生后,保险公司按契约支付保险金。因此,保险公司的积聚资金数量十分庞大且比较稳定,自然成为债券市场的机构投资者之一,并发挥着重要作用。如日本生命保险1985年末债券投资占总资产的9.8%,损害保险公司1985年末债券投资占总资产的26.8%。

⑥养老基金会通过对职工或企业收取一定标准的收入,待职工退休(退职)后,按一定标准支付退休(退职)职工的养老金。养老基金的资金来源增长比较稳定,在西方国家数额也十分庞大,把资金投资于债券是其业务的重要选择之一。

⑦共同基金公司是一种“开放型”的投资公司,这类投资公司对其所发行的股票,承担按照收回时公司资产净值的比例赎回的义务,因此,股东持有的股票随时可以变现。共同基金投资的对象是股票和债券,共同基金与单个个人的资金相比,数额要大得多,它能投资于多种证券,既减少了风险,又能确保获得平均收益,因此,它颇受投资者的欢迎。近十几年来,美国的共同基金公司数量日益增多,积累的资金也日益增长,在债券市场的地位愈来愈重要。

(4)政府。当政府出现财政盈余时,也会把盈余的一部分资金投资于各种企业债券和金融债券,或政府为了支持某些行业的发展而购买这些行业的债券以提供资金。

(5)中央银行。中央银行参与债券市场的目的与个人、企业、机构投资者的目的有着本质的区别,它购买债券不是因为出现了临时剩余资金,也不是为了获得利息收入,而是为了调节资金供求,当中央银行为了放松银根,刺激经济增长和增加就业,就可在债券发行市场上直接购买政府债券、企业债券或金融债券,以增加货币供应。

3. 中介机构

中介机构自己并不直接进行债券投资,而是替债券发行者与投资者牵线搭桥,帮助发行者把债券卖给投资者。债券发行的中介机构包括:

(1)干事承购公司。干事承购公司的职能是接受债券发行人的委托,办理债券的承购和分销业务。干事承购公司是债券发行市场的核心和中介机构,是联接筹资者和投资者的桥梁。干事承购公司在债券发行市场中起重要作用。第一,证券公司能够帮助发行者开辟筹资渠道,扩大资金来源,有利于降低发行费用,减少筹资成本,能够强化债券信用,保证金融稳定,还能够协助发行者进行财务处理。第二,能够增强投资者信心,引导投资方向,降低投资风险,促进金融资产增值。第三,从国民经济发展方面看,能够促进资源的合理配置,减少资源的闲置与浪费,诱导投资方向,促进投资结构合理化和产业结构的高度化,推动经济增长。干事承购公司在代理发行者销售债券时,采取以下3种方式:推销承购、助销承购和包销承购。

推销承购是指干事承购公司只负责按发行者规定的条件发售其债券,干事承购公司不垫付资金,只管推销,对于卖不掉或以后减价销售的风险,完全由发行者单独承担。这种方式手续费较低。

助销承购又称余额承购,是指干事承购公司在推销发售债券时,在规定的时间内若有推销不掉或剩余的债券,由助销者全部买进或按其余额向发行者提供贷款,以保证发行者筹资计划的顺利实现。由于在这种方式中助销者要承担发行过程中的各种风险,所以助销者在收取推销手续费后,还要收取一定的助销费,作为对可能承担的风险的补偿。

包销承购也称总额承购包销,是指承购公司一开始就用自己的资金承购全部债券,然后根据市场条件将其转卖给投资者。在这种方式下,若有未销售出去的债券,干事承购公司或自己持有到期,或以后减价出售,全部发行风险由包销者承担;发行者可以最快的速度一次获得全部所需的资金,等于在债券发行期间,发行者事先得到了一笔无息贷款,没有必要等到发行结束后才能收到所筹的资金,因此,包销费要大大高于推销费和助销费。在包销承购中,根据包销者的人数和风险的分担形式不同,可分为独家承购、俱乐部承购和银团承购3种。①独家承购是由一个承购公司包销发行者全部的待发行债券的包销方式。发行风险由该承购公司独自承担,手续费也全部归这个承购公司。②俱乐部承购是由若干承购公司合作包销,每个承购公司所包销的份额、承担的风险以及所获得的包销费都均匀分摊。③银团承购是由一个包销者(在欧美称为经理公司,在日本称为主干事公司)牵头,若干承购公司参加包销活动,以竞争的方式确定各自的包销份额,并根据包销的份额规定包销费率的高低,组成包销银团的一种包销方式。对在发行中出现的各种风险,均由各承购公司按其包销的份额承担。

发行者在准备发行公募债券时,首先要做的工作就是选择、指定干事承购公司。在干事

承购公司中,代表其他干事承购公司,具体负责从发行开始到发行完毕的所有手续和为发行后公开信息而制定有关文件等,发挥主要作用的通常被称之为主干事公司或经理公司。主干事公司或经理公司要负责完成以下任务:

①调查、分析发行者的资信状况,包括:发行者所在行业的现状、竞争对手、发展趋势、产品或服务的市场前景;发行者本身的规模、结构、发展历史和未来计划;董事、经理及雇员情况;劳资关系;主要产品、业务分布;利润分配等情况;发行者的财务状况,主要有:资产负债表、损益表的分析;存货、产品(服务)订单分析;税收状况分析;与银行关系的分析等。

②研究预测债券市场的变化情况,向发行者提出有关发行条件、发行时机等方面的建议。

③代表发行者就有关发行条件、发行时间以及能否发行等问题同有关证券管理当局进行交涉。

④动员和组织投资者认购所要发行的债券。

⑤编写和制定发行说明书,签订债券认购合同及债券条款等合同文本。

(2)受托人。受托人根据同债券发行人签订的合同,负责如下各项事务:印制债券的本券,办理包括缴款在内的各种有关募集债券的事务手续;保护债券条款中所规定的投资者的权利;办理债券偿还事宜等。在日本,受托人的手续费,国际机构发行债券时规定为发行总额的0.09%,一般企业发行债券时规定为0.23%,其他种类的债券为0.135%。

(3)财务代理人。财务代理人接受发行者的委托,负责向债券投资者支付本金和利息。在日本,发行者通常选择20家左右的银行和10家左右的证券公司,通过其分支机构在全国范围内定期向债券持有人还本付息。一般来说,受托公司也是财务代理公司,并兼任财务代理公司的牵头人,财务代理人的手续费规定为所支付利息的0.3%和支付本金的0.2%。

(4)担保人。为了增强债券的信用,吸引投资者购买,企业在发行债券时,往往需要一个第三者出面担保,保证债券按时还本付息,担保人通常由银行、非银行金融机构、另一家公司或政府担任。在子公司发行债券时,母公司常充当债券按时还本付息的保证人。

(5)律师。律师是债券发行过程中不可缺少的人物。在债券发行过程中,要制定许多合同文件,其中有很多问题要在法律上加以明确。发行者聘请律师以帮助发行者准备登记表、销售书等文件,帮助发行者同经理公司、干事承购公司和承销公司谈判。经理公司也要聘请律师,帮助制定有关承购合同及其条款,代表经理公司同有关法律机构接触,以及为经理公司提供法律咨询等。

4. 管理者

(1)证券管理机构。各国都设有专门的或兼管的证券管理机构从事证券的募集、发行、买卖等经营行为的管理监督,对债券的募集、发行进行管理是其重要职能之一。美国的“联邦证券管理委员会”是专门行使证券管理职权的管理机构。这一机构的权力涉及对美国国内的证券发行、证券交易所、证券商、投资公司等的管理监督。下设的公司财务处,负责对发行证券申请人的各种报告的分析、审查和评价;公司管理处根据有关法律对发行证券公司管理监督;地区办事处负责本地区关于证券问题的实地调查,贯彻执行各项有关法律,处理证券注册等事宜。在联邦政府监督下,美国各州也有制定证券有关法律、管理证券的机构,同

时,在政府监督下,证券商公会亦具有相当的自主权。这种联邦、州和专业团体多层次的证券管理是美国证券管理机构的特点。

设立专门的证券管理机构的还有加拿大、巴西、阿根廷、日本、印度、新加坡、马来西亚、菲律宾等国。

设立兼管的证券管理机构对债券等证券行使管理监督职能的有英国、德国、荷兰、意大利等。英国政府无专门的证券管理机构,证券发行的登记是由英国贸易部下的公司登记处兼管。英格兰银行只是根据金融政策的需要,才对一定金额以上的证券发行行使审批权。

(2)债券发行审核。世界各国证券主管机关对债券发行都采取审核制度,审核方式主要有两种,一种叫注册制,一种叫核准制。注册制是指发行者在发行债券之前,必须先向主管机关申请登记注册。登记注册书的主要内容有发行日、发行价格、所筹资金的用途、资产负债表和损益表等各种财务报表,以及董事、主要管理人员的履历、资信等。登记注册书经主管机关审查,如发现有严重失实、遗漏、虚报,则发出终止命令,终止其注册生效。如属一般情节,则通知注册人加以纠正。在未予注册之前,发行者不得发行债券。对政府债券、政府批准的其他债券和私募债券则免于注册。核准制是规定若干核准条件,包括:发行者的经营性质、管理人员的经营资格、能力;发行者的资产负债结构是否健全合理;发行中介机构所得报酬是否合理;债券的权利、义务;事业有无合理的机会;公开的资料是否充分、真实等。主管机关对发行者按核准条件审查许可后,债券才能发行。

在我国,对债券发行行使管理监督权的是中国人民银行。中国人民银行对企业、金融机构发行债券实行集中管理、分级审批制度。企业申请发行债券,应当向中国人民银行总行或其分支机构报送下列正式文件:发行债券的申请书;营业执照;企业主管部门同意发行债券的证明文件;计划部门准予进行固定资产投资的批准文件;企业发行债券的章程或办法;企业上两个年度和上一个季度经主管部门或者会计师事务所签证的财务会计报表;中国人民银行要求提供的其他资料。中国人民银行对企业报送的资料、文件审查批准后,企业才能发行债券,否则,不得发行。各银行和非银行金融机构申请发行金融债券,也必须向中国人民银行总行或其分支机构报送有关正式文件,经审查批准后,才能发行金融债券,否则,不得发行。

二、债券工具

债券工具是债券发行市场的又一构成要素,随着债券市场的扩大,筹资手段和技术的发展,债券工具日趋多样化。根据不同的标准,我们可以把债券工具划分成不同的种类。

1. 按发行主体分类

这是最常用的分类方法。按发行主体分类可把债券分为政府债券、企业债券和金融债券。在政府债券中,由中央政府发行的叫国家债券,由地方政府发行的叫地方政府债券,由政府所属机构发行的叫政府机构债券。如前所述,政府发行债券的目的主要是为了弥补财政赤字,筹集建设资金,解决临时性的资金需要。

2. 按债券的偿还期限长短分类

按债券的偿还期限可把债券分为短期债券、中期债券、长期债券三种。短期债券是指偿还期限在1年以内的债券,包括国库券、企业短期融资券等。中期债券是指偿还期限1至7年的债券。长期债券是指偿还期限7年以上的债券和无偿还期限的无期债券,如美国的H债券、英国的永久公债以及一些大公司发行的不偿还本金的债券均属无期债券。

3. 按债券发行的方式分类

按债券发行的方式可分为公募债券和私募债券两种。公募债券是向不特定的多数投资者进行广泛募集的债券。公募债券流通性强、可以在证券交易所或柜台上市,公开进行买卖。政府债券的发行通常采用公募的形式。私募债券是指向与发行者有特定关系的少数投资者募集的债券,私募债券不能在证券市场上交易。

4. 按债券形态的不同划分

(1)定息债券。即每年在规定的时间内支付固定利息的债券,这种债券的券面上印有“息票”,作为每次支付固定利息时的凭据。

(2)浮动利率债券。筹资者为了增加中长期债券的吸引力,以预先选定的某一种市场利率为参考,随参考利率的波动而相应变化,一般而言,当市场利率低于规定的下限时仍按规定利率付息,这就使投资者有安全感,减少持有债券的损失,从而增加了债券的吸引力。

(3)贴现债券。也称无息债券或零息债券。是指债券上不附有息票,按面值折价发行,到期按票面价值偿还的债券。发行价格与面值之间的差价即为利息,因此,它的利息支付方式是采取利息预扣的形式。

(4)可转换公司债券。这是附有专门规定、允许持有人可在一定时间内以一定价格向发行公司换取该公司股票的公司债。债券持有人不希望转换成股票时,也可继续持有,直至债券到期。这种公司债券对发行公司和投资者双方都比较有利:投资者在发行公司利润率不高,股息、红利不高时稳得公司的固定利息,又可在公司盈利大幅度增长,股息、红利水平提高时把债券换成股票,以获得较高的股息、红利收入。而发行公司因向投资者提供了这样的优越条件,就可以把可转换公司债券的利率定在低于其他债券利率的水平上,以便使用较低的筹资成本获得长期资金,又可以使一部分债券转换成股票,减轻还债压力。

(5)附认股权债券。是指在一定条件下,债券持有人有权认购发债公司新发行的股票的债券。公司在发行公司债券时规定,持有人可以在规定的时间内,按预先规定的价格和数量认购公司的股票,从而成为公司的股东,原有的债权人地位保持不变。

(6)参加公司债券。债券持有人除了可以得到事先规定的利息外,还可以参加公司的盈余分配,分配的方式和比例事先已得到规定。

(7)收益公司债券。这是一种利息收入取决于公司收益水平的非固定利息公司债券。发债公司只有在获得净利润后才能支付利息,如不足时可以只支付部分利息,如没有盈余也可以不付息。

(8)附股票权公司债券。债券持有人在拥有债券时有一定的投票选举权,投票选举公司的董事,一般在股份公司组建时发行这种债券。

5. 按债券有无担保划分

(1)担保债券。这又分为由第三方担保的债券和以发行者本身的财产作抵押担保的抵

押担保债券。第三方担保的债券是指发行者发行的由第三方作为还本付息担保人的一种债券,第三方担保人一般由政府、银行等金融机构、大的公司担任。投资者购买债券,最关心的就是发行者能否还本付息,如果保证人的信誉很高,那么,发行者发行的债券安全程度很高,投资者乐于购买。抵押担保债券一般是指企业用自己的财产如工厂、机器设备、不动产、动产及各种证券作抵押而发行的债券。当债务人在债务到期不履行还本付息义务时,抵押人对抵押财产有较其他债权人优先受偿的权力。抵押担保债券一般可分为不动产抵押债券、动产抵押债券。不动产抵押债券是以对实际不动产的留置权为担保的债券,在发债企业不履行偿债义务时,抵押债券的持有者可获得所抵押财产(如机器设备、土地、房屋等)的留置权,可依照法定程序拍卖抵押物受偿。如果以同一不动产为抵押品多次发行债券,可按抵押的顺序分为第一、第二、第三等抵押债券,第一抵押债券对抵押品有第一留置权,第二抵押债券则只有第二留置权,只能得到第一抵押清偿后的余额,依次类推。动产抵押债券是以各种动产如证券、原材料、产成品等流动资产作抵押担保所发行的债券。

(2)无担保债券。完全以发行者本身信用为保证发行的债券,债券本息的偿付没有第三方或以任何财产担保。国债、地方政府债券及大金融机构发行的金融债券都是无担保债券。这些债券由于其发行者的绝对信用而具有坚实的可靠性。满足一定财务条件的信用良好的企业也可发行无担保债券,但往往受到种种限制。一般而言,只有那些信誉卓著的大企业才有资格发行无担保债券,因为大企业的实力雄厚、盈利多、知名度高,发行此种债券容易被投资者所接受。

6. 按债券是否记名划分

(1)记名债券。记名债券是将购买者的名字注明在债券背面上,并将债券购买人的名字登记在企业的帐簿上,企业只承认被登记的债券持有人,债券的利息、本金只付给被登记的持有人。记名债券在转让时,债券持有人和受让人在债券背面上签名转让,受让人出示正式转让文件重新到企业登记,以更换债权人姓名。

(2)无记名债券。无记名债券在券面上不注明债权人的姓名,也不在公司登记注册,发债企业可向任何持券人支付应付的利息和本金,无记名债券可在交易市场自由转让,无须背书和在公司帐簿上变更债权人姓名。

7. 按债券利率高低划分

这种划分没有明确的标准,一般是将当时发行的债券的利率与同期的市场利率水平作比较,利率水平相对高的就被称为高息债券,相对较高的被称为中息债券,相对较低的被称为低息债券。高息债券一般是由一些中、小型企业发行的,它们的信誉相对较差,故只能以高息来吸引投资者,中息、低息债券一般是由政府、大企业、金融机构发行的,它们的信誉颇佳,还本付息没有太大问题,故利息相对低些,仍能吸引投资者购买。

8. 按债券发行地区的不同划分

(1)国内债券。指在某一个国家内由这个国家的政府、企业或金融机构发行的债券,包括政府债券、企业债券、金融债券。

(2)国际债券。指由外国政府、企业、金融机构和国际机构在某国发行的债券。国际债券的特点是发行者与投资者分属于不同的国家,发行者是在外国进行筹资活动。国际债券

可分为外国债券和欧洲债券两大类。①外国债券是由外国筹资者在某一国家(东道国)的债券市场以该国的货币标价发行,并首先出售给该国居民的债券。如中国在日本发行的日元债券就属于该种类型。外国债券是由债券发行所在国的证券承销商承销的,并且发行外国债券要得到东道国的同意,并受该国金融法令的管理。如在日本发行外国债券须得到日本大藏省的批准,在美国要在证券管理委员会注册。外国债券市场是一种传统的国际债券市场,早在19世纪就已存在,英国伦敦就曾是世界最大的外国债券市场。现在,世界上主要的外国债券市场有美国杨基债券市场、日本武士债券市场、德国马克债券市场、瑞士法郎债券市场、法国法郎债券市场等。②欧洲债券是由外国筹资者在某一国家使用该国以外的货币标价发行的债券。如我国在德国法兰克福发行的面值以日元计价的债券就是欧洲债券。欧洲债券的承销商和投资者可来自许多国家,可同时在几个国家发售,分销通常不需要预先得到批准或登记注册,受各国金融法规的约束较少。欧洲债券根据面值货币种类可作进一步细分,如欧洲美元债券、欧洲日元债券、欧洲英镑债券、欧洲马克债券等。此外,欧洲债券还包括一种复合货币债券,叫欧洲货币单位债券。

9. 按债券本位划分

可将债券分为货币债券和实物债券。货币债券以货币表示债券票面价值,并用货币支付利息和偿还本金。货币债券是商品货币经济的产物,只有在商品货币经济发展到一定水平时,货币债券才会产生和发展。货币债券有一个缺陷,就是当货币贬值比较严重时,同一货币数额的债券代表的实际价值在发行日和还本付息日会产生很大差异,债权人会因此遭受经济损失,因而不愿购买债券,特别当通货膨胀严重时更是如此。为了解决这个问题,有些国家的政府、企业等便发行实物债券。实物债券以实物为本位,分为直接实物债券和间接实物债券,直接实物债券直接以实物为本位,用实物偿还本金。如1949年我国广东北江革命根据地北江第一支队所发行的“胜利”公债,直接以稻谷为本位,分为50、100和150斤3种,年利2分。这种债券计量方法简单,但适应性较差。

间接实物债券用货币表示债券票面价值,并按事先确定的商品折价,本金用相当于还本时实物价值的货币偿还。我国于1950年所发行的“人民胜利折实公债”就是一种间接实物债券,又如墨西哥发行的石油债券也是一种间接实物债券。

10. 按债券票面额所使用的货币单位划分

可把债券分为本币债券和外币债券。以本国货币为面值的称作本币债券,以外国货币为面值的称作外币债券,如以人民币计价的债券叫人民币债券,以美元计价的债券叫美元债券,以日元计价的债券叫日元债券,等等。这类债券本金的偿还和利息的支付都使用债券票面额所使用的货币。随着债券市场的发展,后来又出现了一种双重货币债券、货币择权债券和与另一种货币挂钩的债券。

(1)双重货币债券。这是一种发行时使用的面额货币是一种货币,付息也用这种货币,而还本时用另一种货币的债券。面额货币折成还本货币的汇率在签订债券发行合同时事先确定了,这就避免了外汇风险,对发行者和投资者双方都有利。

(2)货币择权债券。这是欧洲债券市场的一种创新债券,投资者可以在每次利息支付日之前,选择支付利息的货币。而选择的货币以及货币的汇率都在债券发售时确定。如某

投资者购买美元—英镑择权债券,支付利息可选择美元,也可选择英镑,开始确定汇率是 \$ 1.50/£ 1.00。如果本金是 \$ 1000,利率是 10%,当现在的汇率变成 \$ 2.00/£ 1.00 时,投资者会选择英镑作为付息货币,此时可获得利息 £ 66.67,按现在的汇率换得 \$ 133.34,比原先汇率多得 \$ 33.34 利息。如果现在汇率变成 \$ 1.2/£ 1,投资者便选择美元支付利息,仍得 \$ 100 利息。这对投资者而言便避免了汇率变动的风险。

(3)与另一种货币挂钩的债券。该种债券的面值为一种货币,而发行和与将来偿还都按挂钩的另一种货币计算,如果投资者因汇价变动受到损失,由发行者补偿。该种债券由世界银行首次发行,为欧洲美元债券,为期 7 年,年利息为 6.625%,购买和将来偿还都用美元结算,同时规定美元与瑞士法郎挂钩,若期满时美元贬值,世界银行要支付美元补偿投资者的损失。

三、债券发行市场的组织方式

债券发行市场有了参加者,债券工具,还需要一种把参加市场的双方联系起来,以便把债券工具销售或卖出去的市场组织方式。债券发行市场用“有形”的柜台和非特定的“无形”市场组织方式销售债券。

1.“无形”市场组织方式

“无形”市场组织方式包括筹资者自己直接发行债券的方式,当筹资者自己直接向投资者推销债券时,没有特定的场所,可在街头及其他公共场所销售债券或直接同单位达成债券成交协议。在非特定的场所也包括筹资者同证券承购公司、受托人、财务代理人、担保人联系、谈判、达成某种业务协议的方式,还包括证券承购公司在非特定的场所销售债券的方式,等等。

2.“有形”柜台方式

柜台方式是指在柜台上销售债券的方式(又称店头方式)。当筹资者委托证券公司、银行、信托投资公司承购推销债券时,这些金融中介机构向投资者推销债券多在柜台上进行,当然也有通过电话、电报、电传、电脑等电讯设备成交的,或去街头等公共场所向投资者推销债券。

第三节 债券发行的条件

债券发行条件是指债券发行者在以债券形式筹集资金时所涉及的各项条款和规定。债券的发行条件包括许多内容,有发行金额、期限、偿还方式、票面利率、付息方式、发行价格、收益率、发行费用、税收地位、有无担保 10 项内容,下面依次加以介绍。

一、发行金额

债券的发行金额的确定与筹资者所需资金的数量、资金市场供求情况、债券种类、该种债券对市场的吸引力以及筹资者的资格、信用、知名度等有密切关系。发行额多少为适主要由承购公司根据自己的专业性判断向发行者提出建议,如果发行额定得过高,不但影响其他发行条件,还会造成销售困难,对该种债券以后进入流通市场也不利。发行金额一般都是事先确定的,但在市场行情经常变化的情况下,也有在发行前几天增减发行额的现象,在一些国家,银行等金融机构发行金融债券,往往不事先确定发行金额,而是卖出去多少算多少,把金融债券作为经常性的筹资工具(如同储蓄、存单)使用。

二、期限

从债券的发行日起到还本日止的时间,称为债券的期限。筹资者在决定债券的期限时,要考虑的因素主要有:

1. 筹资者的资金需求性质

债券发行者发行债券是为了满足特定的资金需求。企业发债筹资投资建设生产项目,在该项目投产盈利以前本金是很难偿还的,偿还时间一般不会短于项目建设的时间,除非它另有资金来源可用于还债。因此,债券的期限一般要等于或长于项目建设时间。企业发债筹集流动资金时,其期限就相应短些。因此债券的期限一般与资金的需求性质相适应。

2. 筹资者对未来市场利率水平的预期

如果预测市场利率今后将会下降,筹资者就会考虑尽量缩短债券的期限,发行短期债券,以便在将来以较低的利率发行新的债券,从而降低整体筹资成本。如果预测市场利率今后将会上升,筹资者就会倾向于发行期限较长的债券,以避免市场利率上升而带来新的筹资成本的上升。

3. 交易市场的发达程度

证券交易市场是否发达,是影响债券期限设置的主要因素之一。证券交易市场发达,变现容易,投资者就敢于购买长期债券,在手头资金短缺时可以很方便地将债券变换成现金。如果证券交易市场不发达,债券难以转让,投资者存在后顾之忧,长期债券就难以推销,筹资者只能发行期限较短的债券。

除以上三个主要因素外,物价变化情况、债券市场上其他债券的期限构成以及投资者的心理状态、储蓄倾向也是债券发行者在确定债券期限时需要认真考虑的因素。

三、偿还方式

债券的偿还方式是由债券发行者发债时公布的章程、备忘录或说明书明确规定的偿还条款决定的,有还本、债券替换、转换股票三种方式。

1. 还本方式

还本方式又可分为期满还本、期中还本、滞后还本三种方式。

(1) 期满还本。期满还本是指在债券到期时偿还债券本金的一种方式。

(2) 期中还本。期中还本是指在到期日之前偿还债券本金的一种方式。主要有：

① 强制性赎回。举债者在发行债券时就明确规定强制性赎回条款。目的是为了保证公司拥有一定的现款时,减少负债,从而减少利息支出。

② 选择性赎回。这是指发行者享有在债券到期之前以相当于或高于票面值的价格直接向债券持有人赎回部分或全部债权的权力。采用这种方式,有利债券发行者随时根据自己的财务状况调整其债务结构,有利于在市场利率下降时,发行者能够赎回按较高利率发行的债券,再按较低的利率发行新债券,减轻其利息支出。

③ 提前售回。发行者在发行债券时就明确规定投资者有权选择在债券到期前的几个指定日期,按约定价格将债券回售给发行者。这就给了投资者一种选择权,便于投资者调整资金运用策略,这就增加了债券的吸引力。

④ 定期偿还。这是指债券发行后,经过了宽限期后,每隔一定时间定期偿还一定金额,到债券到期时,还清剩余部分的一种方式。期限较长的债券一般都采用这种方式偿还债券本金。

(3) 滞后还本。滞后还本是发行者在发行债券时就规定了投资者有权在债券到期后按原定利率继续持有债券,直到一个或几个指定日期再偿还本金的一种方式。这一规定对筹资和投资者双方都有利,它使筹资者在需要继续发债和投资者愿意继续持有时,省去新发债券的麻烦,也使投资者能够灵活地调整资金运用结构。

2. 债券替换

债券替换是指用一种到期日较迟的债券来替换到期较早的债券。一般是用新发债券兑换未到期或到期的旧债券。债券替换的目的主要是:在市场利率下降时用利率较低的新债券替换原来利率较高的旧债券,以减少举债者的利息负担;用期限较长的债券代替期限较短的债券以延长债务期限,肃清对发行者有不利因素的旧债券。

3. 转换股票

转换股票是指举债公司用自己的股票来兑换债券持有人的可转换公司债券。采取这种偿还方式的举债公司,必须在发行债券时就规定转换条款,确定这种债券在转换应兑换的股票种类,兑换价格及可选择的兑换时间等条款。

四、票面利率

债券的票面利率是指发债者一年向投资者支付的利息占票面金额的比率。票面利率的高低直接影响着债券发行者的筹资成本,是债券发行条件的重要内容。债券发行者在确定票面利率水平时要考虑的因素主要有：

(1) 债券期限的长短。期限较长投资者负担的市场风险较大,票面利率也就较高一些;反之,期限较短,投资者负担的市场风险较小,票面利率也就相应较低。

(2) 市场利率水平。这主要是考虑多数投资者可以接受的利率水平,避免票面利率定得过高。

(3) 债券的信用。如信用级别高,则可以相应降低票面利率;反之则相应提高利率。若市场上无公开评级制度,就应考虑发行者本身的社会知名度、有无担保条款等来确定票面利率水平。

(4) 利息支利方式。单利、复利和贴现利率对投资者的实际收益水平和发行者的筹资成本的影响是不同的。到期一次付息和分期付息对投资者实际收益水平和发行者筹资成本影响也是不一样的。在实际收益水平已定的情况下,按单利计息的票面利率应高于按复利计算的票面利率;到期一次付息的票面利率应高于分期付息的票面利率。

(5) 证券管理当局对票面利率的管理和指导。

五、付息方式

债券的付息方式是发行者在债券的有效期间内,一次或按一定的时间间隔分次向债券持有人支付利息的方式。发行者在选择债券付息方式时,要把降低筹资成本与增加债券对投资者的吸引力结合起来。一般把债券的付息方式分为一次性付息和分期付息两大类。

(1) 一次性付息。一次性付息又有两种形式,利随本清方式,即在债券到期时利息连同本金一次付给债券持有人;利息预扣方式,即投资者在购买债券时就获得了利息,以后只能获得本金。此种情况下,投资者购买债券时只交付票面额与利息收入之间的差额的款项。

(2) 分期付息。分期付息有按年、半年和按季付息三种形式,分期付息对筹资者和投资者双方都有些好处。对筹资者来说,分期付息可以减轻集中付息的压力,能在债券的有效期内平均分摊利息负担。对投资者来说,每年都能获得现金利息收入,有利于调整资产结构。

六、发行价格

债券的发行价格,是债券投资者认购新发行的债券时实际支付的价格。举债人在准备发行债券时,通常要按市场收益率来确定债券的票面利率,但资金市场的利率是不断变化的,市场收益率也随之不断发生变化,市场收益率在短时间内可能上升或下降。从而使事先确定的票面利率与债券发行时的市场收益率发生差异,如果仍按票面值发行债券就会使投资者得到的实际收益率与市场收益率不相等。因此,需要调整债券发行价格,以使投资者得到的实际收益率与市场收益率相等。债券发行价格的计算公式随利息支付方式的不同而不同,下面仅以单利计息、按年付息的方式来说明债券发行价格的计算公式:

$$\text{发行价格} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{年利息}}{(1 + \text{市场收益率})^i} + \frac{\text{面值}}{(1 + \text{市场收益率})^n}$$

式中 n 为债券期限。

设有 10 年期债券,面值为 100 元,票面利率为年息 6%,按年付息。当市场收益率正好等于票面利率时,则发行价格等于:

$$\sum_{t=1}^{10} \frac{6}{(1+0.06)^t} + \frac{100}{(1+0.06)^{10}} = 100 \text{ (元)}$$

这时发行价格正好等于面值,投资者花 100 元买进这张债券,便可获得与市场收益率相等的收益率。这种按面值发行债券的方式叫平价发行。

当市场收益率高于票面利率时,如为 10%,投资者不会按面值购买债券,因为按面值购买债券,投资收益率等于票面利率,低于市场收益率,投资者无法接受。若发行者想出售自己的债券,必须按低于面值的价格发售,以使投资者获得与市场收益率相等的投资收益率。此时债券的发行价格应为:

$$\sum_{t=1}^{10} \frac{6}{(1+0.1)^t} + \frac{100}{(1+0.1)^{10}} = 75.5 \text{ (元)}$$

这种按低于面值发行债券的方式叫折价发行。

当市场收益率低于票面利率时,如为 4%,仍按面值发行债券,投资者必然乐于购买,但发行者就要承担不必要的筹资成本。此时就要相应提高债券的发行价格,仍然保证投资者得到与市场收益率相同的投资收益率。提高后的债券发行价格为:

$$\sum_{t=1}^{10} \frac{6}{(1+0.04)^t} + \frac{100}{(1+0.04)^{10}} = 116.2 \text{ (元)}$$

这种按高于面值发行债券的方式叫溢价发行。

七、收益率

债券的收益率是指投资者获得的收益同投资总额的比率。按年计算的比率叫年收益率,按月计算的比率叫月收益率,按日计算的比率则叫日收益率。通常用年收益率来表示债券的收益率。投资者在购买新发债券时,首先要考虑的就是购买该债券的收益率如何,只有将该种债券的收益率同其他种类的金融资产的收益率进行比较才能决定投资该种债券是否有利,以决定是否购买该种债券。决定债券收益率的因素主要有利率、期限和购买价格。一般来说,不同债券,以上三个要素是不同的,因此其收益率也就不一样,债券的收益包括三个部分:利息收入、资金损益、利息再投资收益。只计算利息收入同投资本金的比率叫现行收益率,计算公式为:

$$\text{现行收益率} = \frac{\text{年利息额}}{\text{债券发行价格}}$$

如一张面值 100 元,票面利率为年息 9%,按年付息,发行价格为 98 元的债券,其现行收益率为:

$$9/98 = 9.18\%$$

现行收益率是一种简略的、局限性很大的简单收益率,它只考虑在购买债券时支出多少本金,能获得多少利息,而忽略债券在偿还与购买时所发生的资金损益与资金时间价值两个重要因素。

把资金损益也考虑在债券收益中,在利息收入中加上资本损益而计算出的收益率叫最

终收益率。其计算公式为：

$$\text{最终收益率} = \frac{\text{年利息} + \text{资金损益} / \text{期限年数}}{\text{债券发行价格}}$$

如在前面的例子中,最终收益率为：

$$(9 + 2/10) / 98 = 9.39\%$$

在利息收入、资金损益中再加上利息再投资收益而计算出的收益率为实效收益率。其计算公式为：

$$\text{实效收益率} = \frac{C + C(1 - \frac{1}{N})^N + \frac{R}{N}}{P}$$

式中 :N 为期限 ;P 为发行价格 ;R 为资金损益 ;C 为年息 ;I 为年息再投资收益率。如在前面的例子中,设年息再投资收益率为 8% ,则实效收益率为：

$$\frac{9 + 9 \times (1 - \frac{9}{10}) \times 0.08 + \frac{2}{10}}{98} = 10.05\%$$

八、债券的税收效应

对债券收益征税的税率高低是影响债券收益的重要因素之一。涉及债券收益税收的有利息预扣税(或收入所得税)和资本税。利息预扣税是支付利息的人在向债券持有人支付利息时预先就扣除债券持有人应向政府缴纳的税款。然后将扣下的税款集中上交当地税务部门。一般来说,各国都对政府发行的政府债券免征利息预扣税,对一些金融债券,企业债券也免征利息预扣税,而对另一些债券则征收利息预扣税,当然税率有高有低。我国对购买国库券、金融债券所得的利息收入免征利息收入所得税。

资本税是指出售债券时对卖出价格(或持有到期满时偿还价格)与买入价之间的差额收益所征收的资本收益税,这些资本收益税主要是对自然人征收的。

债券的税收作用与债券的收益关系很大,投资者在考虑购买债券时,十分关心债券投资所获得的收益在扣除税款后的净额。如果甲、乙两种债券其他方面的条件相同,但甲债券的利息和资本收益税率较乙债券低,投资者就会购买甲债券而不是乙债券,或甲债券票面利率较乙债券低,但甲债券的利息预扣税率,比乙债券低,甲债券的利息收入扣除税款后的净利息所得比乙债券高,投资者也会购买甲债券而不是乙债券。这就是为什么一些投资者乐于购买利率较低的政府债券,而不去购买利率较高的企业债券的原因之一。

九、发行费用

发行费用是指债券发行者支付给有关债券发行中介机构、服务机构的各种费用,包括最初费用和其中费用两种。最初费用有干事承购团的手续费、支付机构的手续费、登记费、印刷费、担保费、广告费、律师费、上市费等。期中费用有利息支付费、每年的上市费、本金偿还

支付费等。在债券发行费用中,干事承购团手续费、支付机构的手续费等各项费用,在债券市场上都有明确的规定。这些费用主要是根据发行者的信用等级、债券期限确定的。例如发行日元债券,在东京市场上承购手续费为本金的1.5~1.6%,在欧洲市场上为1.75~2.0%,都是比较固定的收费标准,发行者应该遵守。但印刷费、广告费、律师费等其他费用并没有规定的收费标准,发行者应当尽量争取减少这方面的费用开支。债券发行费用种类繁多,既有一次性的也有多次性的,因此,债券发行者在发行前就应该同债券发行有关各方认真谈判,取得一致意见,并书面记录在协议中,以避免日后同有关各方发生争执。

十、有无担保

发行的债券有无担保是债券发行的重要条件之一,由信誉卓著的第三方担保或发行者用自己的财产作抵押保证债券的还本付息对投资者来说,安全性大,风险小,购买比较放心。无担保债券一般是由政府、大金融机构、大企业发行的,这些发行者信誉卓著,投资者比较乐于购买这些发行者发行的无担保债券,而中小企业发行的无担保债券对投资者来说,安全性相对差些,风险较大,投资者购买的积极性不高。因此,中、小企业一般都发行有担保的债券。

第三章 债券发行方式

第一节 债券发行方式

债券的发行是指把债券从发行者手中转移到投资者手中的过程,其方式有三种分类:从发行对象的范围大小看,分为公开发行的(公募)与私下发行(私募);从是否有证券发行中介机构的参与看,分为直接发行与间接发行;从发行条件及其投资者的决定方式看,分为招标发行和非招标发行。

一、根据发行对象的范围划分

公募与私募的划分其基本依据是债券发行对象的多寡。

1. 公募发行

以不特定多数人为募集对象公开发行债券,称作公募发行。其涵义包括两点:

(1)债券发行的对象面不是少数的、有限的某些投资者,而是多数的投资者。各个国家对“多数”的规定不一样,如美国要求在35人以上;日本要求在50人以上。

(2)多数的投资者应是不特定的对象。所谓不特定,就是不明确、不限定哪些人是债券的发行对象,而是任何投资者都可以购买。

由于公开募集债券涉及到众多的投资者,其社会责任和影响都很大,为了保证投资者的利益,各国都对其发行规定比私下发行更多的限制,要求具备更高的条件。为了防止发行者虚报情况,进行欺诈,给投资者造成损失,许多国家的法律都规定在发行公募债时,必须向主管机关提交债券发行注册申报书,公开公司内部财务情况,以供投资者作出适当的投资决策。要求接受证券评级机构的资信评定,有时需要提供抵押或担保,或者要求发行者的某些财务指标必须达到规定的标准等等。

公募发行债券的这些限制和要求,自然会提高发行者的发行成本。虽然如此,但是,它

可以提高发行者在证券市场上的知名度,扩大社会影响,可以分散债务,避免大的债权人或持股者干预、控制集资者,可以筹集到巨额资金等。因此,其优点是主要的。很多发行者正是基于以上考虑,尽量创造条件,力争获准公募发行。另外,从市场经济的角度考虑,它真正体现了开放性、市场性的原则,可以通过众多投资者的市场选择,达到社会资金的合理流动和合理配置。由于债券具有市场性,它易于进入债券流通市场进行买卖转让,具有较高的流动性,这使公募发行易于被社会投资者所接受。

公募发行债券是世界各国通常采用的方式,尤其是和股票发行相比,债券绝大部分采取公募方法发行。因为债券的发行者不限于股份公司,发行对象也不必局限于公司股东或少数特定的第三者。美国证券交易委员会甚至强制要求某些债券,如电力、煤气、电信电话、制造等企事业的债券必须通过公募方法发行。美国债券中国债的发行是百分之百的公募发行,公司债中大约70%是公募发行(1965~1983年平均数)。日本的债券发行中公募的比例很大,但在很多场合并不是对不特定的多数投资者发行债券,而是对特定的为数并不多的投资机构发行债券,因此,并不是通常意义上的公募。这是公募发行中的特例。

公募有直接和间接公募之分。发行者不通过中介机构直接向众多投资者公开募集即为直接公募,也称“自己公募”,而经由中介机构公开募集就是间接公募。直接公募最典型的例子是日本的“卖出发行”。所谓“卖出发行”就是发行者预先不确定债券发行总额,只规定债券发行条件和发行期间。在发行期间,譬如半个月、一个月内的任何时候,投资者都可以购买其发行的金融债券。到期实际发售的数量为本次证券发行的总额。卖出发行不存在证券发行失败的风险,对发行者比较有利。不过,这种方法适用性不广,因为有些集资者筹集资金特别强调其时间性、完整性。此外,发行者通过招标形式直接推售其证券时,采取的也是直接公募方法,这就是所谓的“公募招标”方法。证券在公募发行时,往往发行金额大,手续复杂,不依赖专门的发行中介难以完成。所以,在各种证券发行方法中,间接公募是最基本、最规范和最常被采用的一种方法。间接公募又有许多种具体的方法,如代销公募、助销公募、包销公募以及招标公募等。间接公募最典型的是日本。日本的债券发行多数情况下由金融机构组成辛迪加承购团来承购。而金融机构吸收存款来购进债券,大多数金融机构从事整批而大量的债券投资。因此,公司债发行市场比较狭小,仅局限于金融机构范围内。所以,在日本,对于公司债的投资,都不是个人的直接投资,而是金融机构运用各种存款的证券投资。例如1984年由各种金融机构消化的债券中长期附利国债占45.5%,地方债占59.1%,政府保证债占69.4%,事业债占26%,金融债占12.7%。其原因是基于:其一,由于历史的原因,人们习惯于购买间接证券,而不愿意冒风险从事长期性固定投资。其二,日本证券市场尚未发达。

2. 私募发行

私募是相对于公募的一个概念,它指向特定的少数投资者发行债券。这里所谓“特定的”投资者,一般指与证券发行者有某种关系的对象,概括起来大致有二类:一类是个人投资者,例如使用发行单位产品的用户或发行单位自己的职工;另一类是机构投资者,如大的金融机构或是与发行人有密切业务往来关系的企业、公司等。私募发行方式具有以下特征:

(1)可以节省发行时间及注册费用。因为,不必向证券管理机关办理发行注册手续。

(2)可以节省承销费用。私募发行一般多采用直接销售方式,故承销费用可以节省。

(3)发行得到保证。私募发行有确定的投资人,所以一般不会发生发行失败的事情。

(4)私募债券一般不允许转让。但是有些国家规定,私募债发行后,经过一定时间后也可以转让,不过有一些限制条件。例如,日本规定:①私募债券发行后两年内不能转让;②两年后若要转让,只限于在同行业的机构投资家之间转让;③转让必须事先征得发行者的同意。

(5)发行者要向投资者提供高于市场平均条件的特殊优厚条件,由于私募债的转让受到限制,而且在发行前发行人需要同投资人直接商谈,这样,投资者往往要求发行人提供一些特殊的优惠条件。

由于“少数”的界限则不好划定。投资者人数多少才算多数,多少才算少数,实际难以绝对化,由于这个限定概念不明确。公募和私募的区别也不是绝对的。例如,在欧洲债券市场上,几乎无法区分公募和私募的界限。

但在某些国家,因为法律上规定了私募投资者的人数限额,公募和私募的界限还是十分明确的。美国和日本就是这样。美国证券交易委员会规定,向35人以下的投资者募集证券为私募。日本证券交易法规定:“向未滿50家的机构投资者募集”证券为私募。

私募发行的对象人数少,而且投资者对发行者的资信大都有所了解,尤其象股东、员工及金融机构等投资者容易获得发行者的有关财务信息,所以发行者不必像公募发行那样向社会公开内部信息、向主管部门提交发行注册申报书,也没有必要取得证券资信级别评定。在免受这些限制的同时,私募发行要接受另外一些限制。例如美国法律规定:

(1)投资者若超过35人,则这些投资者必须是“对投资的价值以及风险具有识明能力”的投资者(后改为“自卫力认定投资者”),它们包括:①银行、证券公司、保险公司等金融机构;②15万美元以上的大投资者;③纯资产超过100万美元,或年收益在20万美元以上的个人投资者;④具有500万美元以上资产的慈善团体等。

(2)发行者不得利用广告等形式公开募集劝诱;

(3)投资者购买的私募证券两年之内不得转让。

债券私募与公募发行一样也可分为直接私募和间接私募。但由于私募发行的债券,发行量都比较少,再加上应募者特定而有限,私募债券一般都由发行者自行办理发行事务,发行中介机构只作一些辅助性或服务性的工作。有些国家则明文规定,债券私募不得通过中介机构,例如美国。因此,在特定场合下,私募发行指的是直接发行。在美国的债券发行市场上,如表所示5.3.1,私募债券发行量是很少的。日本也有少量私募债券,它们有时称为“缘故债券”。所谓缘故债券,顾名思义,是向与发行者有某种缘因关系的投资者发行的债券,它包括四类:①缘故地方债,是没有资格发行公募债券的地方政府发行的债券,主要向当地金融机构发行;②私募公司债,是那些证券没有资格进入流通市场的中小企业发行的债券;③非政府保证券,是公社、公团、公库等公共机构发行的未经政府提供担保的债券;④私募日元外债,是在日本国内发行的外债中、信用度、知名度比较低下、不适合公募发行的超长期债券。在日本,由于私募债券的投资者基本上是金融机构,所以它实际上是贷款的一种变形。

我国发行的债券也是公募居多,例如各类国债和金融债基本上是公募性质的。只有少量债券,如企业内部集资发行的债券,以及电力债券、冶金债券等重点企业债券接近于私募性质。

和公募相比较,私募除以上讲的可以节省发行时间和费用之外,还有以下一些优点:

(1)投资者数量有限,发行者可以按照特殊需要设定债券的金额、期限;

(2)可以使财务条件较差,不具备公募发行资格的集资者也能采取债券形式筹资。发行私募债券的企业往往是在公募发行市场上竞争力低、信誉差的中小企业。采用私募发行可以使其能按照需要筹集到资金。当然,也有些非常出名的大企业,它们利用与大机构投资者和金融机构的密切业务关系,也经常发行巨额私募证券,一来借此加强协作关系,二来可以节省发行费用。

表 5.3.1 美国债券公募与私募的比例
(单位 100 万美元,括号内为百分比)

年度	普通公司债		可转换公司债		合 计	
	公募	私募	公募	私募	公募	私募
1975	30162(74.8)	10166(25.2)	1331(99.5)	7(0.5)	31457(76.0)	10173(24.0)
1976	25220(61.2)	15990(38.8)	869(87.2)	129(12.8)	26089(62.0)	16119(38.0)
1977	23717(57.3)	17689(42.7)	489(57.6)	372(43.3)	24206(57.0)	18061(43.0)
1978	20065(54.2)	16960(54.8)	401(95.9)	17(4.1)	20466(55.0)	16977(45.0)
1979	25609(64.0)	14383(36.0)	865(100)	0(0)	26414(65.0)	14383(35.0)
1980	39985(77.5)	11599(22.5)	4665(99.6)	20(0.4)	44650(79.0)	11619(21.0)
1981	34344(83.1)	6975(16.9)	4271(99.6)	17(0.4)	38.615(85.0)	6992(15.0)
1982	41696		3075		44771	
1983	43401		5866		48967	
1984	56207		3407		59614	

私募发行的缺点是:

(1)不利于提高发行者的社会知名度和信用度;

(2)需要向投资者提供高于公募债券的利率;

(3)债券一般不能公开上市交易,缺乏流通性;

(4)因债务集中,发行者的经营管理易受少数投资者的干预。

二、按照是否有证券发行中介机构的参与划分

1. 直接发行

直接发行就是债券发行人不委托专门的证券发行机构,如证券承销商或投资银行,而是直接向投资者推销债券。直接发行具有一些优点,如不必向中介机构支付代理发行或承销包销费用,可以降低筹资成本,省时省力。但直接发行也有很多缺点,主要是:直接发行债券所筹的资金有限,即发行债券的数量有限。而且,债券集中在少数人手中,当发行人欲购回时,不易达到目的。另外,直接发行所涉及的事务很繁杂,从申报登记、资信评估、证券宣传到债券印制、运送、发售、登录和收款收转等,需要专门的知识和技术经验以及众多的销售网点,花费大量的时间和人力。这对于一般的集资者来说,并不是件容易的事。特别是有些国家有这样的规定:如果集资者预定发行的债券数量在限定的发行期间不能如数发售出去,则发行不能成立。所以当公司欲发行的债券数量很大,而且债券级别不是很高,公司又缺乏这方面必要的技术、经验和销售网点,则采取直接发行方法,就有可能冒发行失败的风险。因而,只有那些信誉特别高的大企业和网点分布很广的金融机构才敢于采用直接发行方式来发行债券。象美国一些大企业,内部就设立有专门推售本企业证券的部门,拥有一批证券市场分析专家和证券推销员,有条件依靠自己的力量发售自己的证券。

2. 间接发行

间接发行是指债券发行人通过证券中介机构进行的发行。随着债券筹资规模的扩大,发行者直接发行债券面临越来越大的困难。与此同时,在证券业中逐渐分离出一些中介机构,这些专门的机构利用其拥有的资金实力、机构网点、专门人才和信息情报,代理集资者发行债券,可以使债券发行得更迅速、更可靠,使债券发行市场运转得更顺利、更有效率。所以,在当今世界许多国家,筹资者大多需要证券发行中介机构的媒介,把债券卖给广大投资者,即采取间接发行方法。在间接发行的情况下,债券发行市场是由发行人、中介人和投资人三方面组成的。

间接发行债券,发行者要与发行中介机构签订发行契约。按证券中介机构承销责任的不同,间接发行又有以下两种形式:

(1)委托发行。又叫代理发行或代销。英文记作 best efforts selling 就是根据契约规定,发行中介机构只代理发行者推销债券,发行者向发行中介机构支付一定的委托手续费。但中介机构与销出多少不负责任,销不出去的部分仍返回发行者,发行中介没有购买余额或承诺包销的义务。远用这种方法,发行者虽然可以省去诸多事务,但仍有可能承担发行失败的风险。而对中介机构来说,这种方法虽然承担的风险小,但与包销相比,其收入也少。因此,中介机构一般不愿承揽非包销发行业务。实际上,这种发行方法在各国都很少采用。

(2)包销。英语为 underwriting 就是发行中介机构保证债券发行成功。包销又分两种形式。一种是“承购包销”,也叫“买入包销”或“总管包销”。在这种情况下具体过程是:发行者与中介机构之间不是代理关系,而是买卖关系。中介机构赚取的不是发行者支付的手续费,而是转卖债券的差价。发行者与发行中介签订购买合同,由中介机构先把发行者计划

发行的债券全额买下,然后中介机构再全力卖出。卖不出去剩余的部分由中介机构保有。承购包销方法为那些信誉较差而又急需筹到资金的发行者提供了方便,但发行者必须付出较高的发行费用。包销的另一种形式是“余额包销”,又叫助销,它是在发行者与中介机构签订发行契约时明确规定:中介机构先代理发行者推销债券,如实际推销的结果未达到发行契约所规定的发行额,其剩余部分都由中介机构买进。这种方法是先代理发行,后承购包销,是代销与包销的结合。它的特点是既能保证债券发行总额的完成,又能减轻发行者的费用负担和中介机构的风险压力,所以这种方法在外国很流行。美国和日本的企业发行证券多采用余额包销方法。

间接发行有很多优点,如可以使发行者省去直接发行的繁杂事务,筹集资金迅速、可靠;可利用中介机构的信用,扩大发行者及其债券的影响等。但是,间接发行的筹资成本要高于直接发行。从整个社会来看,由于间接发行的发展,促进了证券融资的专业化和高效率,因此,就整个社会而言,间接发行的发展会降低社会筹资的成本。

三、根据发行条件及其投资者的决定方式划分

1. 招标发行

(1) 招标发行概述。招标发行是债券发行者通过招标的方式来决定债券的投资者和债券的发行条件的发行方法,一般只适用于债券。招标发行是公开进行的,属于公募性质,故亦称“公募招标”。公募招标有时通过证券发行中介机构,有时发行者直接办理。

招标发行包括下面几个步骤。第一步,债券发行人为公开招标做准备工作,其中包括制订发行工作时间表,刊登招标公告,准备有关文件以及在适当的时候举行参加投标各银行经理会议,说明债券发行的有关情形。但是,发行人一般不接受银团投标条件。第二步,承销商参加投标。承销商必须按有关规定按时将标书寄送发行人或其代理人。第三步,发行人开标并决定承销所发行债券的承销商。

招标发行债券,对债券发行人有一些有利的方面:①发行人不仅能自由地决定发行条件,而且还能获得最高的发行价格。②可以发行数量较大的债券。

对发行人不利的地方是:①发行公司必须切实把握进度时间,不能中途变更或终止。②所需的费用比协商议价高。③如承销商认为市场情况对它不利,发行人所得的发行价格不一定比协商议价高。④在此种方式下,发行人需作出更多的推销努力。

招标发行分为两种形式,一是价格招标,二是利率招标。

(2) 价格招标。价格招标也叫“竞价发行”,就是发行者只确定债券发行额和债券票面利率,发行价格和认购额则由投资者投标,发行者从最高报价顺次选定投资者,直至达到预定的发行额。中标的投资者各以其出价认购所报出的认购额。若中标者的认购额超过了预定发行额,则按比例分配。价格招标对于投标者来说,投标技术很关键。如果报价过低,则有可能落标,但若报价太高,又会增加投资成本。下面是价格招标的一个具体事例。

事先确定:债券利率 8.0%。发行总额 5000 万元。债券面额为 100 元。

招标结果,发行额 5000 万元、发行价格 99.95 元、99.80 元、99.65 元。

上例中,出价 99.50 元的投标者,因报价太低,未能购得债券;出价 99.65 元的投标者,因报价较低,未能如数购得债券;而出价 99.95 元和 99.80 元的投标者,虽招标金额全部中标,但由此支付的价款也比较高。

表 5.3.2 价格招标指示

投标价格	投票金额(面额)	中标金额(面额)
99.95 元	1000 万元	1000 万元
99.80 元	2000 万元	2000 万元
99.65 元	3000 万元	2000 万元
99.50 元	4000 万元	0

(3)利率招标。利率招标就是发行者只确定发行总额,利率则由投资者投标决定。发行者从投资者报出的利率中选出其中的最低利率作为债券发行利率;从最低利率起顺次选定投资者及其投资金额,直到达到预定的发行金额。若以某一中标利率投标的金额超过了预定发行额,则按比例决定各自的应募额。发行价格公式如下:

$$\text{发行价格} = \frac{\text{期限(日数)} \times \text{利率} + 36500}{\text{期限(日数)} \times \text{最低投标利率} / 100 + 365}$$

利率招标与价格招标的一个不同之处是:它对所有中标的投资者都按统一的价格和利率发行。现举一个具体事例说明:

发行预定额 6000 万元

期限 3 年(1095 天)

招标结果:发行额 6000 万元

利率 8.0%(取至最低投标利率的小数点后第一位)

发行价格 99.76 元。

表 5.3.3 利率招标

投标利率	投标金额(面额)	中标金额(面额)	购得数占投标数的比例
8.00%	3000 万元	3000 万元	100%
8.02%	3000 万元	2000 万元	67%
8.06%	2000 万元	1000 万元	50%
8.10%	3000 万元	0	

上例意味着,所有中标者均以 99.76 元的价格购买年息率为 8% 的债券;报出 8.10% 利率的投资者因要求利率太高而未能购得债券;报出 8.03% 和 8.06% 利率的投资者因利率高

于最低者 8.00% 的利率,故只分别购得全部投标债券金额的 63% 和 50%。但报出最低者 8.00% 利率的投资者虽然投标金额全部中标,但所接受的发行价格却与 8.00% 的利率相比有些高了,因此,将会增加销售困难或者减少利润。但其他报出较高利率的投资者却并不因此而增加投资成本。

从以上看出,招标发行对发行者和投资者双方都是公平的,不过,一般只有那些信誉很高,对其证券有相当自信的筹资者才敢采用招标方法。在美国,一些公共、公益部门的债券被强制要求公募发行,如政府短期证券、政府长期国债等市场性公债以及电力、煤气等公司的债券。日本政府从 1978 年 6 月始,2 年、3 年和 4 年期的中期付息国债也采用了公募招标方法发行,其具体程序是:①大藏大臣先提出招标的有关事项,进行国债投标的动员;②投标参加者向承办招标事务的日本银行提出投标金额、价格或利率;③大藏大臣根据日本银行的报告决定招标结果,然后由日本银行通知应募者。目前,被准予参加投标的全是金融机构,包括 13 家城市银行、3 家长期信用银行、64 家地方银行、44 家保险公司、23 家证券公司和 104 家其它金融机构。

2. 非招标发行(又称协商议价发行)

非招标发行是债券发行人与债券承销商或投资银行直接协商发行条件,以便最适合发行人的需要和现行市场状况。债券发行人可以根据以往发行债券的经验、类似的发行报告以及有关投资银行的帮助,与承销商确定最好的发行条件。

协商议价的公开发行包括四个步骤。第一步,发行人选择一家投资银行(又称主干事银行),商议募集资金的条件、方式、期限等。第二步,投资银行对债券发行者的资信、资金状况、发行要求等方面情况进行审核,以决定是否承销该笔债券。第三步,投资银行和债券发行人在意见一致的前提下,共同商议非正式的合同条件。合同内容涉及有关债券发行的各个方面,如发行数量、金额、初次发行的数量、金额、向有关证券管理机构申请办理登记的手续、债券的发行日期与结束日期以及对发行人多方面的限制等。第四步,投资银行邀请其他证券承销商成立承销辛迪加,并与发行公司订立“购买契约”。

协商议价公开发行的好处有以下两方面:

(1) 承销商与发行人直接商洽,可以更多地了解发行人的情况,容易了解和掌握发行人的真实情况,这对于承销商来说,可以减少承销的风险,因而易于接受。

(2) 对发行人而言,协商议价比公开招标更合理,证券的推销与利润把握性更大。这种发行方式的不足之处是:以协商议价发行债券时,发行者给予承销的补偿比公开招标高,他们对市场状况并非十分了解,因而很难取得优惠的发行价格。

第二节 债券发行程序

债券的发行程序因债券种类而有所不同,大致可划分为两类:一是公司债券的发行程

序 ;二是政府债券的发行政序。

一、公司债券的发行政序

公司债券的发行程度以发行人与承销人谈判为界 ,可以分为两个大阶段 :第一阶段为债券发行的准备阶段 ,主要是公司内部就发行债券的金额 ,用途等问题进行研究决策 ;第二阶段为债券发行的实施阶段。

1. 公司债券发行的准备阶段

发行公司欲发行债券必须就以下问题进行研究、决定。

(1)制定发行文件。发行文件主要包括债券发行金融资金用途、期限、利率、发行范围、发行方式、公司现有资金、收益分配状况、筹资项目的可行性研究或经济效益预测、还本资金来源等。发行文件是债券发行实施阶段的基础 ,尤其是与承销机构进行谈判 ,确定发行内容的主要依据。制定发行文件是发行的首要环节 ,需要公司周密研究、科学决策。

(2)董事会决议。发行公司债 ,需要经董事会通过决议 ,而且要由 2/3 以上董事出席以及超过半数的出席董事通过方与有效。董事会的决议应决定公司债券发行的总额、券面金额、发行价格、利率、发行日、偿还期限和偿还方式等内容。董事会的决议必须在公司债发行前形成(实际中 ,董事会会议往往要与发行谈判穿插进行 ,因此 ,在时间上与以下过程有交叉)。

2. 公司债券发行的实施阶段

发行债券的公司在董事会就发行的主要事项形成原则性决议之后 ,就进入了债券发行的实施阶段。一般需经过以下几个步骤。

(1)债券的信用评级。公司发行债券首先要由证券评级机构对其所发行的债券进行评级。债券的信用评级 ,就是证券评级机构根据对债券发行人的基本经营状况分析评级。如对获得能力、资产价值 ,收入的安全性和稳定性以及公司的管理水平和公司前景等所作的统计分析 ,对债券的还本付息等适当地分类 ,并加以相应的符号代表其等级。

对于发行债券是否进行信用评级 ,各国要求并不一致。美国对发行债券的信用评级非常重视 ,规定发行债券必须经过评级机构的评级 ,否则不予批准。日本从 1973 年发行无抵押转换公司债以来 ,对发行此类债券的评级也做了严格的要求 ,就发行者而言 ,较高的信用评级对公司债券的销售无疑是一个再好不过的广告宣传 ,投资者一般愿意购买那些信用评级高的债券。不过 ,信用评级的实际影响远非这一点。较高的信用评级对于公司的进一步筹资 ,甚至公司产品的销售都会有很大的帮助。对于投资者来说 ,信用评级能起到保护他们利益的作用。不过 ,评级机构一般只对投资者负道义上的义务 ,不负法律上的责任。债券评级机构只是对发行者信用等级的评定 ,不是向投资者说明该项投资是否合适 ,更不是对购买、销售或持有某一债券的褒贬。信用评级只是针对某一次债券发行而言 ,发行者在一定时期内发行几次债券的信用评级就不一定相同。

(2)发行人与承销人谈判、确定发行的主要内容。发行人与承销人(在美国多是投资银

行,在日本则多是证券公司)就承销问题举行各种会议,以决定发行的主要问题。

①决定发行债券的总额。一般都由发行公司与投资银行协商最后确定。

②决定债券的发行方式。决定是直接销售还是公开发行。直接销售对发行公司有利,不仅能迅速获得资金,而且发行成本低,在利率一致时,公司倾向于直接销售。不过,相对来讲,公开发行有使发行利率降低的功能,在发行金额巨大时更是如此,哪种发行方式更合适,须发行公司会同投资银行等协决定。

③就发行条件达成协议。投资银行与发行公司进一步就发行条件协商达成协议,该协议中应包括发行数量、债券到期日、利息率及投资银行的报酬等。发行债券利息率的高低,依公司的财务状况及公司已发行债券利息率水平等因素决定。

④确定承销方式。选择决定投资银行承销债券的方式。对投资银行(或证券公司)而言,当债券风险太大时,选择非包销发行更有利。如发行公司地位稳固,债券对投资者吸引力大,选择全额包销方式发行销售债券更合适。

(3)组织承销辛迪加。如果发行债券的数量颇巨,投资银行将组成承销辛迪加。在发行债券数额非常巨大时,参加承销辛迪加的银行则可能多达100家。

(4)申报发行及办理各种发行手续。在多数国家,公司发行债券都须向主管部门申请注册,未经批准不得发行债券。申报发行多是由承销机构代为发行人办理。在美国,管理证券发行和交易的机构是证券交易委员会。该委员会的职责是管理证券发行,通过向公众提供有关发行人的资料,保护投资者的利益。根据委员会的有关规定,发行公司在正式销售债券前20天就应向该委员会提交有关文件,未经批准,任何公司不得发行任何债券。

具体要办理以下几种发行手续:

①呈报债券发行申报书。

②债券发行公告。由债券承销团干事证券公司与受托银行组成发行会(起债会),对所发行的债券种类、发行条件等内容作最后的审核确认,然后正式向社会公告。于此同时,募集也正式开始。

③印制债券认购申请书。有的国家要求承购者必须填写认购申请书,如日本商法301条规定:“债券认购者应于债券认购申请书上添写认购债券的金额、住所并以署名”。所以,必须印制债券认购申请书。申请书通常由承销机构印刷。

④公布发行公告。

(5)向公众出售债券。在正式销售开始前,投资银行就可以与一些可能的投资者达成暂时的协定。债券的正式公开出售也称作“开帐”。同股票的发行一样,开帐后,管理人接受对发行债券的预约。若需求甚多,则帐册立即关闭,并宣布发行已超额预约,称该笔发行为“飞出窗户”。反之,则可能延长发行期限。若银行对市场判断完全错误,或者利息率在发行利息率决定后上升,银行则可能降低债券的价格,并承担一切损失。

二、政府债券的发程序

政府债券与公司债券相比有很多不同之处,其主要特征是发行数量大、信誉高,发行次

数多,因此,无论在发行方式上还是在发行程序上都有独特之处。

1. 政府债券的发行特征

(1)发行量大。西方国家的政府债券的在证券市场上占有重要地位,例如1980年10月美国政府短期债券(国库券)和政府机构短期债券未偿金额共达13410亿美元,约是货币市场的79.7%。政府中、长期债券1983年达14110亿美元,占资本市场的18.8%。80年代初平均每年新发行国债券达数千亿美元。日本长期附利国债1984年发行6.03兆日元,地方债和政府保证债共达3.4兆日元。以上表明,西方国家每年都发行数量很大的政府债券。

(2)承销机构多。由于政府债券的发行量大,仅由几家机构承销是不可能的。因此,各国承销政府债券的机构很多。例如日本的国债由于每次发行数量很大,因此必须由许多金融机构应募承销。1966年1月发行的一笔国债的承销辛迪加,就是由29个不同类型的金融机构组成的。其中除4家证券公司外,仅都市银行就多达13家。至于政府担保债券的发行,则以长期信用银行等为募集受托公司,组成承销辛迪加。地方债券的发行,以银行为募集受托公司,承销辛迪加的参加者包括证券公司和银行。美国的情况也是如此,往往是很多投资银行联合起来承销一次政府债券的发行。据统计,美国新发行的国库券大约有2/3是由大银行和经营政府债券的证券商购买。

(3)发行次数多。日本的长期国债每月都发行,中期付息国债发行时间不固定,国家视情况随时都可以发行。短期国库券每周一、三、五发行。美国的国库券每周的星期四发行3月期和6月期国库券各一批,1年期国库券每月发行一次。美国中长期国债2年期债券每月20日发行,4年期债券每季度每2个月的月底发行。3年、7年、10年、25年及30年的债券在每个季度的季中日发行。

(4)多采用公募的方式发行。日本公债多采用公募发行,但特殊债(特殊债是指集团企业基于特殊法律所发行的债务。其中包括公共企业、公团、公库等政府机构发行的公共事业债券、公团债券和公库债券等。金融债除外)多采用非公募发行。美国的国债绝大部分采用公募发行。

(5)公募发行以公开投标方式为主。美国的中长期国债有两种发行方式,一种是认购方式,一种是拍卖方式。以后一种为主。国库券也以公开投标的方式发行为基本形式,有关发行的事宜均由纽约联邦储备银行代为办理。投标分为两种:其一是竞争性投标,其二是非竞争性投标,就是投标人在标书中写明其愿意购买国库券的价格。竞争性投标对投标人的好处是,能够事前知道投资人从该笔国库券的收益。其缺点是,投标人有时报价可能太低,有不能中标的风险,财政部有拒绝接收投标的权利。所谓非竞争性投标,就是投标人在标书中不明确规定其购买国库券的购买价格,该投标人的购买价格以财政部所收到的竞争性报价的平均数为基准。这种方法对投标人的好处是,投标购买的数量一般能得到满足。因为财政部一般都接收非竞争性投标。非竞争性投标的缺点是,投标人对于投资于该笔国库券的收益到底是多少,在开标前无法知晓。日本中长期国债采用公募投标和私募定率两种发行方式,大部分是前者。短期国债全部采用公募投标方式发行。

2. 日本政府债券的发行程序

日本政府债券分三大类:即长期国债、中期国债和短期国债。

现分别介绍各自的发行程序：

(1)长期国债的发行程序。长期国债的发行程序大致如下：

①大藏大臣(财政部长)根据《国债法》决定每月的发行额和发行条件。

②举行起债(即发债)例会。长期国债每月都发行 ,故例会为每月一次。例由参加承购集团的金融机构的常务董事和高级常务董事一级的人员参加 ,在该会议上对国债的发行额、发行条件等按惯例进行审核。

③签订承购合同。经审核并取得认可后 ,由作为国家代理人的日本银行与承购集团之间签订承购合同。

④签订承购集团内部合同。

⑤正式开始发售债券。

⑥发行结束后 ,到了付款日 ,日本银行接受承购集团成员交来的债券款项 ,并将款项汇总一并上缴国库。

(2)中期付息国债的发行程序(采用公募投标方式时)

①大藏省根据资金需求情况以及市场情况决定发行时间、发行额度和招标的有关事项。

②通过日本银行向有关的金融机构和证券公司发布招标时间、数额、条件等。

③委托日本银行组织招标。

④投标机构填写投标意向书。参加投标的机构要填写投标意向书 ,在意向书中写明自己所希望的承购价格或收益率以及承购额度。

⑤裁定中标者。日本银行汇总投标情况 ,将投标结果报告大藏省 ,大藏省根据日本银行的报告 ,裁定中标者。

⑥日本银行将中标结果通知中标者。

⑦中标者向一般投资家销售债券。

⑧到了付款日 ,日本银行接受各承购单位交来的债券款项 ,并将款项汇总一并上缴国库。短期国债发行程序与中期国债的发行程序相差不多。

3. 美国政府债券的发行程序

美国政府长、中、短期债券的发行程序差别不很大 ,现以国库券的发行程序为例 ,说明美国政府债券的发行程序。

国库券的发行程序大致如下(参见 金颖等著《债券的发行与转让》,中国金融出版社 ,1990 出版)。

(1)认购者索取投标单。美国财政部通常于每星期四宣布七日后发行国库券的数量、期限等情况 ,愿意认购者可以向联邦储备银行或其分行索取投标单。投标单主要包括下列各项内容：

①所希望购买的国库券数额。

②注明期限别 ,如3个月、6个月或1年期等。

③注明参加竞争性投标或非竞争性投标 ,如果为竞争性投标 ,则要注明年收益率。

④注明所购买的国库券到期时 ,是否愿意再进行投资。

⑤投标人的姓名及通讯地址。

⑥投标人的社会安全号码。

⑦投标人在一般营业时期中的电话号码。

投标单填好后,投标者可将投标单自行送到各联邦储备银行或其分行,也可以委托他人或金融机构代为提出,另外也可以用通讯投标方式将投标单直接邮寄到联邦储备银行。采用通讯方式时,必须在信封下端注明“参加国库券投标”字样,以利及时处理。直接向联邦储备银行提出,则不收取任何费用,通过其他金融机构代为提出要收取一定的服务费。

(2)联邦储备银行接受投标单。美国各联邦储备银行在每一个营业日的上午9时至下午3时,接受国库券的投标单。但是最迟在下周星期一纽约时间下午1时以前,投标单必须送到各联邦储备银行,下午1时以后,即停止接受投标。

(3)决定中标者及中标价格。联邦储备银行及其分行停止受理投标以后,即将投标单按照年收益率从低到高的顺序加以排列,提请财政部进行分配。财政部首先分配给准备继续投资的外国政府机构及联邦储备银行,以替换即将到期的旧国库券,其次分配给所有非竞争性投标者,而后再分配给竞争性投标者,按照收益率由低到高的顺序分配,直到原定的发行数额售完为止。竞争性投标者按照各自中标的收益率认购债券,最后中标者其收益率最高。然后再根据竞争性投标者的中标价格计算平均价格,作为非竞争性投标者的中标价格。

(4)由财政部宣布投标结果。财政部于星期一晚上宣布投标结果,宣布内容包括各方标购的数额以及财政部接受的数额,最高、最低和平均收益率以及接最高收益率中标者认购数额的比例。以上内容通常刊载于次日的报刊上,同时由联邦储备银行通知投资者是否中标。

(5)财政部正式发行国库券。投标结果在星期一宣布之后,财政部于同一周的星期四正式发行国库券,中标者必须于该日或该日前,向联邦储备银行交款。交款的方式有两种:①以现金或联邦储备银行的付款支票缴纳;②以到期的国库券调换新发行的国库券,其差额多退少补,多退少补部分支付现金。

认购者交款后,财政部为每一个认购者开设一个帐户,登载其购买国库券的数额等,并于国库券发行日后,四至六周内,给认购者邮寄一份对帐单。

由于国库券是以登记形式发行的,因此到期时可以自动赎回。财政部委托银行将相当于该国库券面额的支票邮寄券商购入国库券时,到期时款项的支付按照投资人在购入时的约定办理。

第三节 债券发行成本

债券发行成本是指发行人为筹集一定的资金所支付的除了债券票面利率以外的各项费用。债券的发行成本可以分为广义与狭义,所谓广义的发行成本包括支付债券的利率和为使债券到达投资者手中所发生的费用两部分,狭义的发行成本是指后一部分,我们这里的发

行成本集中研究狭义内容。债券发行成本费用的范围包括发行价格与票面面额的差价,发行与收回债券手续费、印制费、宣传广告费、担保费及其它有关必须支出的费用。

一、发行价格与票面面额

发行价格与票面面额是两个不同的概念。发行价格是指以一定的价格在证券发行市场上出售证券。债券面额是指用于计算利率的金额,二者往往是不一致的。发行价格可以低于或高于债券的票面金额。这与发行者和承销机构的信誉、市场供求状况以及债券利率的高低等情况有关。发行价格低于票面金额称为低价发行,在多数情况下,债券是低价发行(股票则很少有低价发行的),低于票面金额部分实际上是发行成本的构成部分之一。如果债券发行价格高于票面金额出售,称为溢价发行,溢出部分实际上降低了发行成本。如果债券发行价格与票面金额一致,则称为平价发行。那么发行成本中就无需考虑这个因素。目前国内一般是按票面金额发行,即平价发行。

二、债券印制费

债券印制费是指印制债券书面凭证的费用。债券的印制费与债券印制质量的好坏有关。债券印制费中包括债券设计费、制版费、纸张费、油墨费等。债券印制费中设计费、制版费与债券面额的种类有关,面额种类多,这类费用就大。在债券面额种类一定的情况下,印制费用与印制数量有关,印制数量越多费用越大,但分摊在每一债券上的费用则越低。面额数量一定的情况下,债券版面的大小与印制费用有关,版面越大费用越高。在面额、数量、版面一定的情况下,纸张质量与印制费用有关,质量高费用大,质量差费用低。债券如采取息票支付方式,即每年凭息票支付利息。那么还应包括息票的印制费用。此外如果发行日期紧迫,需加班印制,还应考虑支付印制加急费用。

三、承购包销及代理手续费

承购包销及代理手续费是指发行人支付给承销机构的发行费用。发行债券手续费是由发行者按发行债券的总金额的一定比例支付给债券发行的金融机构。此外手续费中还有记名式债券如已转让,还须支付过户手续费给办理该项工作的金融机构。手续费的多少与债券发行方式有关。在一般的情况下受托单位的发行责任越大,手续费就越高。

在欧洲债券市场上承购包销手续费,固定利率债券一般占发行额的2-2.5%;浮动利率债券一般占发行额的1.25-1.75%。承购公司实报实销费用通常是7万美元左右。财务代理人费用(初期加上期中)通常是6000~10000美元。手续费还包括支付利息手续费和偿还本金手续费,在欧洲债券市场上前者通常占支付利息额的0.25%。后者通常占偿还本金的0.125%。

四、宣传广告费

为了使广大社会公众了解发行人,扩大影响,保证发行债券公司能及时发行债券。筹足所需资金,必须要花费一定的宣传广告费用,特别是一些社会公众不够了解的企业更是如此。宣传广告费用根据企业的社会知名程度,宣传广告的范围和形式,债券发行额的大小所决定。在一般的情况下,企业知名度低这类费用就高。广告的范围广,债券发行额大,企业的宣传广告费用支出就大。宣传广告的形式不同,支付的费用也不同。如报刊杂志、电台、电视台的广告收费各不相同。支付一定数额的广告费用不仅对于债券发行有利,而且对于促进企业的生产发展也有积极的作用。

五、律师费

发行债券涉及到很多法律问题,因此,发行人在发行过程中必须聘用律师来处理有关的法律问题,为此需要支付一定的费用。律师费的高低与所聘律师的社会影响知名度、能力有关,也与发行人的企业规模、社会影响以及发行数额有关。例如,在欧洲债券市场上发行债券的律师费用通常是3~5万美元。

六、担保费用

企业发行债券如采用其它经济实体担保发行的方式,由于担保企业承担了发行债券企业到期如果无力归还时由其偿还的责任,因此发行债券企业需根据担保额支付一定比例的担保费用。

七、资信评级费用

资信评级费用是发行人为发行债券而进行评级的费用。资信评级费用一般与发行额无关,以次计费,如日本国家具有国际影响评级机构的费用是:

(1)评级摸底:亚洲地区——150万日元,亚洲以外地区——200万日元;

(2)预评级加上正式评级(第一次):亚洲地区——600万日元,亚洲以外地区——700万日元。

(3)第二次评级:①在上次评级的一年之内,亚洲地区——150万日元,亚洲以外地区——200万日元。②与上一次评级相隔一年以上,亚洲地区400——万日元,亚洲以外地区——500万日元。

八、其他有关费用

为了有利于债券的发行,发行债券企业往往附加各种优惠条件,如提供优惠价的商品、旅游等等。这些优惠部分的费用,实际上也是证券发行成本的构成部分之一。除了上述费用外,还有发行证券所需的一些费用,如发行证券工作人员的工资开支,办公场所等各项不直接计入发行成本费用中的支出。

以上各项发行债券的支出构成了债券发行的成本。由于各个发行债券企业和发行债券种类不同,企业信誉不同、发行额不同、债券印制质量的要求不同。因此各项费用支出的水平也各不相同。在上述各项费用中有些费用除了债券证发行外,还对企业的经营,产品的销售起到积极的作用。

第四章 债券的评级与审核制度

第一节 债券的信用评级

一、债券信用评级概述

1. 债券信用评级概念

债券信用评级是由专门的信用等级评定机构根据发行者提供的信息材料,并通过调查、预测等手段,运用科学的分析方法,对拟发行的债券质量、信用、风险进行公正、客观的评价定级活动。

2. 债券信用评级制度

信用等级评定机构都是不受政府控制并独立于债券发行者、投资者以及中介人之外的私营企业。它评定出的信用等级之所以得到广大投资者的信任,是因为证券评级机构的评级服务是在对有关资料进行广泛分析,保持独立决策程序和严守被评估者机密的基础上进行的。在评估时,评定机构要认真研究债券发行者的借款用途、期限、偿还方式以及偿还能力等,涉及到外国政府和企业发行的债券,还要对其进行国家风险分析,最后对债券的信用情况做出公正评价。评级机构对投资人有道义上的义务,无法律上的责任。它对某些债券所定的较好资信等级并不是向投资人推荐这些债券,同样,对某些债券所定的较差的资信等级也并不是阻止投资人购买这些债券,它所评定的信用等级只是帮助投资人在可对比的基础上对投资做出判断和决定。

债券的评级制度最早起源于美国,迄今为止,美国证券市场对证评级的要求也最严格。1909年,美国人约翰·穆迪(John Moody)在《铁路投资分析》(Analysis of Railroad Investments)一文中首先运用了证券评级的分析方法。从那以后,证券评级的方法便推广开来,并为许多国家采用。现在,在世界上一些主要的金融市场上发行证券,一般都要经过国际知名

的信用等级机构的评级,事实上,许多国家的证券法并不强迫发行者必须取得债券评级,但是由于在发达的证券市场上,没有经过评级的债券往往不被广大的投资者所接受,难于销售,因此,在债券市场上公开发行业券,除了信誉很高的国家政府债券发行者外,其他债券的发行者都自愿向证券评级机构申请评级。

3. 债券评级作用

(1) 保护投资者的利益。债券评级的作用是通过将发行者的信誉以及偿还的可靠程度公诸于众,来保护投资者的利益。因为虽然证券法规定了发行者要公开与债券发行有关的财务信息及有关情况,但由于市场上证券品种多,公开的信息专业性强,所以除了专业性的证券商或证券研究分析家,一般的大众投资者往往无暇仔细查阅,也缺少专业知识去分析这些公开的资料。因此,证券评级机构使用简单易懂的符号,如 A、B、C 等。向投资者提供有关债券风险性的实质情况,供投资者作为债券投资的参考。有了证券评级机构对债券信用情况做出的评定,投资者即便不去查阅那些繁琐的证券发行说明书,只要参考和比较各种证券的信用级别及其变化情况,就能够根据自己的意愿来选择投资对象。比如,稳健的投资者可以投资于信用级别较高的证券,这样少冒风险,当然收益相对较低;着眼于收益率高的投资者可以选择级别较低的证券,其代价是冒较大的风险。可以说,证券评级是对信息公开制度的一种补充,其作用是为大众投资者正确选择证券服务,为保护投资者的利益服务。

(2) 提供发行参考依据。债券评级的作用之二,是在发行市场上,为确定债券的发行价格或利率提供参考依据。由于投资者都追逐级别较高的证券,因此,债券的评级结果对债券的发行价格有决定性的影响。级别越高,债券还本付息的安全性就越好,所付的利息少,利率就越低。相反级别被定得越低,拖欠的可能性也越大,利率也就越高。

二、债券的评级方法

1. 评级程序

(1) 提出申请。债券评级首先由发行单位或其代理人向评级机构提出评级申请。例如,计划在美国发行长期公募债券的发行者,在向证券交易委员会申请登记发行之之前,大都事先与标准·普尔公司取得联系,提出评级申请,同时,为接受评级审查准备资料,而评级机构开始组织负责这项评级的工作小组。小组成员由二人组成,一名是研究该产业情况的专家,另一名是财务分析专家。如果债券发行者是外国企业,还要找一名研究该国经济的专家参加该小组。

(2) 讨论确定。债券发行者提交资料后,评级机构要用一至两周时间进行讨论,之后评级小组与债券发行者一起座谈,提出问题并要求逐一解答,以完成最后的分析,最后拟出评级草案提交评级委员会讨论。评级委员会由 5 至 7 名成员组成,通过投票评定出债券的级别,并同发行者联系征求意见。如果发行者同意,则此级别就被确定下来了。如果发行者不同意评级机构的评定时,可申明理由提请重评更改级别。这种要求重评的申请只限于一次。第二次决定的级别是不能再更改的。

(3) 跟踪检查。评级机构对评定级别后的发行者,要对从发行到还清债券为止的整个

过程进行追踪,并且做定期检查,以确定是否有必要修正债券的级别。如果认为有必要更改,评级机构将做出新的评定并将结果通知发行者和予以公开。对债券等级重新估价的程序与初次评级的程序完全相同。

2. 债券发行者向评级机构提交的资料

债券发行者需向评级机构提交的资料包括以下几方面:

(1)发行概要。

(2)发行债券的用途。

(3)长期债务与自有资本的内容。

(4)企业状况,包括企业的沿革、经营目标、组织机构、经营者、事业内容、销售情况、财务政策和管理。

(5)财务情况。提供财务报表、资本结构、偿还长期债务的计划、筹措资金计划等。

(6)发行条件的要点。如果债券发行者是外国的企业或公司,还要另外提供下述三个方面的资料:①说明会计方针与会计处理方法;②说明发债者与国家的关系,重点是与发行债券有关方面的政策和态度;③与发债国同行业企业之间的经营比较。

3. 分析方法

(1)产业分析。产业分析包括两方面的内容:一是判断该企业所属的产业是“朝阳产业”,还是“夕阳产业”。是在经济环境变化中稳定的产业,还是对变化十分敏感的产业。透过产业分析对企业的发展前景做出判断。二是评价该企业在同行业中的竞争能力。分析企业生产经营的各个主要方面,如生产设备利用效率、生产率、技术开发力量、销售量等方面在同行业中所处的地位以及今后的趋势。

(2)财务分析。对企业财务状况的分析,是评级机构在进行信用评级的重要一环。分析的项目主要有四个方面的指标:

①收益性。反映企业收益性的指标有下述三个:

销售利润率:

$$\text{销售利润率} = (\text{净收益} + \text{利息费用}) / \text{销售净额}$$

该比率表示支付使用资本的费用(折旧费、利息)及缴纳所得税前的收益率。它也是一个表现销售价格和生产费用函数的指标,反映当销售数量发生变化时,收益率所发生的变动。

投资盈利率:

$$\text{投资盈利率} = (\text{净收益} + \text{利息费用}) / (\text{长期负债} - \text{股东权益})$$

该比率反映企业资本的运用效率和企业的经营效率。

利息支付能力:

$$\text{利息支付能力} = (\text{净收益} + \text{利息费用} + \text{所得税}) / \text{利息费用}$$

该比率直接反映企业以经营收益来偿付借款利息的能力。

②长期负债比率。反映长期负债情况的指标也有三个:

$$\text{长期负债比率} = \text{长期负债} / (\text{长期负债} + \text{股东权益})$$

$$\text{负债构成比率} = (\text{长期负债} + \text{短期负债}) / \text{全部资产}$$

负债比率 = 全部负债 / (股东权益 - 无形资产)

以上三个比率不一定是越低越好。在负债管理中,举债经营可以降低资金成本,提高自有资金利润率,反映了企业管理者的进取精神和举债经营的能力。如果企业营业风险很小,负债比率即使偏高,也能够获得较高的评定等级。

③财务弹性。财务弹性指标反映企业偿还债务能力具有的弹性。企业用营业所得的资金偿还债务、解决资金需求的能力越大,企业的财务弹性也越大。财务弹性用以下四组指标表示:

资金流动比率 = (营业净收益 + 固定资产折旧费 + 应缴税金) / 长期负债

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (现金 + 有价证券 + 应收帐款) / 流动负债

营运资金比率 = 营运资金 / 长期负债

应收帐款周转率 = 销售额 / 应收帐款余额

库存资产周转率 = 销售成本 / 库存资产

④清算价值。清算价值反映了当企业处于清算全部资产的局面时,偿付完持有优先股股东的权益后,企业还能剩下多少资产偿付其他长期债务

清算价值 = 净资产 / 长期负债余额

净资产 = 全部资产 - 无形固定资产 - 应付款项 - 流动负债

(3)信托证书的分析。信托证书是规定债券发行人和债权人权利和义务的文件。对此进行分析也是评级机构的评级内容之一。这一分析主要包括财务限制条款和债券的优先顺序两方面的内容。

①财务限制条款是防止企业的财务状况出现恶化的限制条款。在信托证书上通常将其视为保护债权人利益的特约条款。它由债券发行公司和承购公司共同制定,内容概要如下:

防止财力状况出现恶化时的限制条款:对债务方面的限制;对企业分红的限制;对营运资金的限制;对投资的限制。对 AAA 级以外的所有企业都要进行这一条款的分析。

增加抵押品等负担的限制条款:对提供抵押品的限制;对子公司财产优惠措施的限制。

处理资产的限制条款:公司主要经营单位处理资产的限制;子公司处理股票及其债务的限制等。

②债券的优先顺序。债券的优先顺序是指当债务人不履行偿债义务时,法律上对债权人清偿权力的优先顺序。这种顺序一般为:有抵押的债券、有金融机构担保的债券、设有减债基金的债券和劣后地位的债券。

同是一个企业,当发行不同顺序的债券时,得到的评级结果是不相同的。顺序越是靠前,级别越高。

(4)国际风险的分析。当一国政府、金融机构、企业公司在其他国家或国际金融市场上发行债券时,需要对其进行国际风险的分析。一个国家偿还债务的能力和愿望是由其政治、社会和经济结构状况决定的。因此,国际风险的分析涉及下列两方面的内容:

①政治风险的分析。包括政治制度、社会情况、国际关系。分析的目的是为了确定债务国政府的稳定性和偿还债务的能力与意愿;了解借款国的多边贸易和参与国际金融活动的

情况;另外通过分析借款国与其他国家友好关系的持续性,衡量该国在多大程度上愿意为保持这种外交关系而偿债。

②经济风险的分析。主要分析债务国的外债情况、国际收支状况、经济结构与经济增长以及经济总实力。通过分析,了解该国的外债负担和国际储备是否充足;国家管理债务的方式方法;别国在借款国的直接投资情况;经济的增长水平、产业结构以及资源情况,等等。

③定性结论。通过对一个主权国家的政治风险和经济风险的分析,最后对其提出定性结论。这种定性结论归结为下列五类之一。

及时偿还外债的能力很强。

及时偿还外债的能力很强,但略受不利因素的影响。

及时偿还外债的能力较强,但排除不利因素的能力较弱。

可以及时偿还外债,但在不利情况下缺乏最基本的防御能力。

不具备还本付息的能力,并有可能拖欠债款、要求重新安排债务或违约还款。

三、各主要西方国家的评级制度

1. 美国的评级制度

(1)评级机构。美国的债券评级机构主要有:标准·普尔公司(STANDARD & POOR'S CORPORATION)、穆迪投资服务公司(MOODY'S INVESTORS SERVICE)、菲切投资公司(FICH INVESTORS SERVICE)、达福·费尔帕斯公司(DUFF & PHELPS)和麦克阿瑟 C. M. 公司(MC—CARTHY C. M.)。这五家评级公司的工作程序非常相似,也通常获得同样的评估资料,但评定的结果往往各不相同。进入美国证券市场的第一步,是从美国这些评级机构取得信用评级。50年来,这已成为必经之路。

(2)长期债券评定系统。美国的评级机构一般都有长期债券和短期债券两套评定系统。

长期债券的评级对象按证券发行市场可分为三种:①在美国境内市场,标准·普尔公司对发行额在1000万美元以上的所有公募债券或优先股票,无论发行单位是否提出申请,均予以评级,评级结果是否公开取决于发行单位。但对经营历史不满五年的企业公司发行的长期债券原则上不予评级,对无保险的银行存款单不予评级。②在美国境外市场发行的长期债券,根据发行单位的请求也予以评级。这种评级只是对按债面币种能否按期还本付息的评价,而不包含对汇率风险的评价。③对欧洲债券的评级,是从1982年开始的。其评级对象,对曾经取得过标准·普尔公司评级的长期债券发行单位发行的欧洲长期债券,不论发行单位是否提出申请,标准·普尔公司均在发行之前予以评级。对于未提出评级申请的,不予征收手续费。未曾得到过标准·普尔公司评级的,发行单位提出申请后予以评级,并征收手续费。

表 5.4.1 标准·普尔公司评定公司债券的等级

级别	内 容	利息支付能力和本金偿还能力
AAA	最高级	支付利息和偿还本金的实力非常雄厚。
AA	高级	支付利息和偿还本金的能力很强 ,与最高级只有些微小差别。
A	中上	虽然比前两个等级的债券易于受环境和经济条件变化等不利影响 ,但仍有较强的还本付息能力。
BBB	中级	有充足的还本付息能力 ,但不利的经济条件或环境改变可能导致这一级债券支付本息的能力削弱。
BB B CCC CC	中下 投机级	这四个等级的债券具有很强的投机因素。BB 级表示最低程度的投机 ,CC 表示最高程序的投机。这种债券尽管伴随一些保护措施 ,但一旦出现不利条件 ,就有重大风险。
C		这一等级仅适用于不支付利息的收益债券
DDD DD D	不履行债务	违约债券 ,利息支付或本金清偿已受到了拖欠。

表 5.4.2 穆迪公司评定公司债券的等级

级 别	内 容	利息支付能力和本金偿还能力
Aaa	高级 最佳品质	利息有极大的保障 ,本金也相当安全。
Aa	高级	还本付息能力很强 ,与前一个等级一起构成高级债券
A	中上级	充分保障本金与利息的安全 ,但保障因素有可能受损害。
Baa	中级	利息和本金保障目前看来还够充分 ,但经不起时间的检验。有冒险的特征。
Ba	中下投机级	有冒险成分 ,利息和本金的保障也非常有限。
B	投机级	还本付息的力量十分薄弱。
Caa		也许会违约。
Ca		高度冒险。
C	最低级	永远得不到实际的投资地位。

(3)短期债券评定系统。短期债券评级对象主要是提出评级申请的美国以外的发行单位发行的短期债券。

(4)评级机构原则。美国的各评级机构都实行“政府等级的上限原则”。即凡是美国以外发行单位的债券评级,均以发行者所在国政府的债券等级为上限。也就是说,发行单位的等级最高不得超过美国评级机构对发行者所在国政府债券所评定的等级。但从事国际范围业务活动的跨国公司,可不受这一原则限制。对于政府债券未取得评级的国家,其国内发行者向美国评级机构申请对其发行的债券进行评级时,评级机构首先评出该国政府等级的上限值,即假定该国政府将发行债券,在对其具体情况分析研究后,评定出该国政府债券的信用等级。之后,再对申请评级的债券进行等级评定。

表 5.4.3 商业票据等级

菲切投资公司： F - 1 = 最高级 F - 2 = 投资级 F - 3 = 良级 F - 4 = 不予推荐
穆迪投资服务公司： prime - 1 prime - 2 prime - 3 不列级
标准·普尔公司 A - 1 = 最高投资级 A - 2 = 高投资级 A - 3 = 中投资级 B = 中级 C = 冒险 D = 可能违约

2. 其他国家的评级制度

(1) 日本评级制度。在日本公认的评级机构有:日本公社债研究所(JBRI)、日本投资家服务公司(NIS)和日本评级研究所(JCB)。这三家评级机构的评级各不相同,评级标准也不公开。日本评级机构的评级与美国的主要区别之处是:日本是对发行者进行评级,发行者一旦获得评级,在这一年之内发行任何债券都可以使用这一级别。而美国是对所发行的某一债券种类进行评级,同一发行者一年之内所发行的不同种类的债券可以得到不同的等级。

(2) 加拿大评级制度。加拿大的评级机构有两家:一家是加拿大债券评级公司(CBRS),设在蒙特利尔市。该公司的评级工作侧重于分析企业的动态经营情况,并对企业经营提供技术上的指导。另一家是多米宁债券评级公司(DBRS),设在多伦多市。该公司的评级侧重于分析企业的财务状况。这两家公司的评级对象是国内的企、事业债券和商业票据。它们的经营不受联邦、州政府的行政指导和管制。

(3) 英国评级制度。英国的资信评级机构主要是国际银行业和信贷分析公司(IBCA)。侧重于对欧洲和亚洲的银行进行评级。它也是对机构和公司本身信用做出评价,而不是对某一种类的债务形式评级。评定的信用级别分为A、B、C、D、E五类。

A级:名望最高,其收益率持续高于平均水平的银行。

B级:信贷条件有利,没有发生重大问题,较安全的银行。经营业绩一般与同业持平或略高于同业平均水平,收益不佳常是短期的或不足以影响大局。

C级:信贷记录一般,可能引起偿债风险。

D级:在一些主要业务方面业绩不佳,资产负债的状况低于平均水平,收益不佳。

E级:有严重问题的银行。

第二节 债券发行的审核制度

一、注册制与核准制

世界各国对证券发行的审核主要有两种制度。一种是注册制,即所谓的“公开原则”;另一种是核准制,即所谓的“实质管理原则”。前者以美国联邦证券法为代表,后者以西欧国家的公司法和美国一些州的证券法为代表。这两种制度并不是完全对立的,有时可以互相补充。事实上,多数国家在证券发行管理上也是综合运用这两种原则,只是着重点不同而已。

1. 注册制概述

(1) 注册制的概念。注册制是发行人在发行证券之前,首先必须按照法律规定申请注册。美国1933年证券法规定,初次公开发行的公司必须登记注册,并向公众公开发行公司

的发行注册书,公开说明书和其他有关的附件。依据美国 1934 年证券交易法关于注册的规定,所有在证券交易所上市的公司都应依法登记注册;店头市场上资产额超过 100 万美元、任何一种股票的股东人数在 500 人以上的公司也应注册。不合此规定的公司可自愿注册。

(2)注册书的内容。发行注册书的一般内容有:①公司营业的开始日期和过去 5 年的进展情况,主要产品市场及行业的竞争情况等;②发行公司过去 5 年的财务资料与逐年的审计分析报告;③公司的财产情况;④公司董事及主要职员资历、报酬情况;⑤公司过去的法律诉讼情况;⑥公司普通股的股价、股利等情况。

(3)注册书的审核。一般说来,注册书于登记时内容毫无问题的情形比较小,绝大多数的注册书都须经过证券管理委员会审查,指出缺点后再加以修改、补充。如果注册书表面上有明显的重大缺陷,则证券管理委员会应于注册生效前发出拒绝命令,阻止其生效,直到其依照规定修正为止。如注册书有重大的不实、遗漏或错误,则证券管理委员会应随时发出停止命令,阻止其生效。这种正式的行政程序必须给予注册人以申辩的机会,并准许其上诉至有管辖权的联邦诉讼法院。对于一般的注册书,证券管理委员会不使用正式行政程序,而只由该委员会公司财务部里的会计师、律师和其他专家对其进行审核。如果提交的注册书过多,证券管理委员会通常以下列三种方式进行处理:①不予评论。如注册书准备不充分,或有其他严重问题,则委员会通知注册人的律师,对此申请不再予以审核和评论,并拒绝其提前生效。②初步审查。对注册书进行初步审查后,通知其律师,并不再给予口头与书面的评论。③详细审查。其余的注册书接受正常的审核程序。公司财务部的专家将审核发现的问题以补正通知书的形式通知注册人予以补正。注册书于补正书到达 20 天起正式生效。

(4)发行注册的阶段。依照美国证券法的规定,发行注册可分为三个阶段:①注册书送到前的阶段。在注册书送到证券管理委员会之前,除发行人与承销人或承销人相互之间可进行初步的谈判外,不得有任何推销证券的行为,也不得组织分销集团或发表与此次发行有关的新闻,以及作有关的市场安排。但对股东所作的通常或规定报告及发表消息不在此限。②等待阶段。即注册书已收到但尚未正式生效这段时间。依照美国证券法的规定,注册书于送到证券管理委员会后 20 天起自动生效。但须补正者,则于补正书送达后 20 天起正式生效。此外,证券管理委员会有时也可酌情允许某些注册书提前生效。在等待阶段,发行人虽仍不能做实际的证券买卖,但它可用口头要约、简单广告、初步的公开说明书的形式发出买卖要约。③生效阶段。发行公司在注册生效与契约正式成立的同时或以前,应先交付符合规定的正式公开说明书,其他有关的附件资料也可以同时提交。

2. 核准制概述

核准制是所谓的“实质管理”。在公开原则下,是以投资者能够看懂“公开说明书”为前提,但实际上,许多普通的投资者并不具备这种能力。因而投资仍然具有一定的盲目性,导致上当受骗,蒙受损失。有鉴于此,西欧各国又规定若干核准条件,经主管机关审查许可,证券才能发行。这些实质性条件规定在各国的公司法里。

二、中国的债券发行管理制度

我国的债券发行实行计划管理,对于各种债券的发行数额、认购对象、利率水平、债券期限以及发债筹集资金的用途等,国家都有规定,发行单位不得违背。

1. 企业债券的发行管理

企业发行债券,必须在发债的上一个年度向所在地的省、自治区、直辖市或计划单列市人民银行、计委申报发行计划。并按规定报送有关文件,以及按计划发行总额的一定比例支付发行注册申请费。需报送的文件主要有:

(1)发行债券申请表。

(2)债券发行章程或说明书。

(3)发行单位的工商注册登记执照副本。

(4)经会计师事务所或审计事务所审核签证的上两个年度和上一个季度的财务报表。

(5)如发行债券用于固定资产投资,还应提供有权部门批准进行固定资产投资的文件。

(6)如公开发行,还应提供中国人民银行及其分支机构指定的资信评估机构出具的债券等级证明。

(7)如公开发行债券,还应提供发行者与承销证券单位签订的债券承销合同。

此外,审批机关可根据发债企业的特殊情况,要求报送其他有关文件。如发行担保债券时要出具担保书等。

2. 金融债券的发行管理

我国金融债券的发行是纳入国家综合信贷计划,严格实行计划管理的。

金融债券发行计划的确定,主要考虑各专业银行新增特种贷款的实际需要量以及需要偿还当年到期的金融债券的数量。各专业银行在考虑上述两个因素的基础上,提出各自发行金融债券和发放特种贷款的计划和办法报送人民银行总行,人民银行综合平衡后,统一确定金融债券发行总额。同时批准下达各家银行及其他金融机构发行金融债券和发放特种贷款的指标,各行在执行中不能突破。

人民银行总行在下达指标后,制定并下达统一的发行管理办法。

3. 财政部债券的发行管理

财政部债券包括国库券、财政债券、重点建设债券、国家建设债券、保值公债、特种国债等。这些债券的发行,通常由财政部根据当年财政预算情况,提出各种财政部债券的发行数额、利率、期限等,与人民银行、国家计委协商,在综合安排各方面资金后,统一意见,由国务院审核批准,并颁布发行条例据以执行。

第五章 债券交易市场

第一节 债券交易市场的概念

一、债券交易市场

债券交易是指一切买卖、转让既发债券的活动。而债券交易市场则是指既发债券买卖、转让、流通的场所。债券交易市场又称为债券流通市场或债券二级市场。

交易市场的基本作用是为在一级市场发行的债券提供流动性。当债券持有人需要资金时,可以到二级市场上出售或抵押其债券,以取得现金。与债券发行市场的本质区别的是,债券交易市场上买卖流通的债券,只代表现有债券的债权债务关系的转移,这种债券所有权和资金的易位与原发行者无关,并不创造新的实际资产或金融资产,也并不代表着社会总资本存量的增加。债券交易市场的另一个作用是为债券发行市场反馈信息,交易市场上债券价格的升降变化对发行市场上的发行者和投资者都有重要的影响作用。

二、债券交易市场与发行市场的关系

债券发行市场和交易市场是构成债券市场、缺一不可的组成部分,它们是相辅相成、互相依存的有机整体。发行市场是债券发行流通全过程的基础环节,因为任何债券,不论期限长短,都要在发行市场上发行,没有发行市场,无处发行,需资金的人无法去筹集资金,投资人也无处购买。从这个意义上说,发行市场是交易市场的前提,没有发行市场就不可能有交易市场。但是交易市场又是发行市场的重要保证。因为债券的变现性或流动性是人们选择投资的重要衡量标准之一。如果没有流通市场,债券不能随时卖出,转让收回本金或改换投资目标,投资者则无法灵活运用自己的资金,就会裹足不前、无人愿意持有债券,最终将阻碍

债券的发行。所以只有在发行市场上为已发行的债券提供良好的组织服务设施、各种资料信息并保证债券能够灵活、迅速合理地买卖,才能引起广大公众投资者的兴趣。因此健全的交易市场是发行市场得以发展的保证。当然,交易市场的交易存在着不可避免的投机性,要加强对其管理。总之,只有发行市场和流通市场都能高效率地运转,才能创造一个活跃的证券市场。

第二节 债券交易市场的功能

债券交易市场的主要经济功能在于:

一、促进短期闲散资金转化成长期建设资金

资本市场的特点就是提供长期资金,在市场上发行债券以筹集资金的公司或企业必定要长期占用资金,而购买债券的人出于各种原因并不希望他的资金长期成为“死钱”,交易市场使债券随时变现成为可能,也使投资者解除了“活钱变死”的后顾之忧。

二、维持债券的合理价格

交易市场为债券买卖双方提供各种服务,使买卖双方在同一市场公开竞价,直到双方都得到认为满意合理的价格才成交,能够保证买卖双方的利益。正是由于债券交易市场为买卖双方的竞价提供了场所和条件,因此,才使得债券得以维持合理的价格。

三、调节资金供求,引导资金流向,保证社会资金的最佳使用

交易市场上债券的供求状况决定债券价格的变化,当债券供大于求时,其价格必然下跌,由此势必减少初级市场上的发行量。反之,债券供不应求,价格上升,势必增加债券发行量。通过这种调节,使社会资金供求趋于平衡。另外,交易市场上每天公布债券交易行情,使投资者了解发行者的经营情况和获利能力,以使他们决定买卖,从而促进资金向最需要,使用效率最高的方向流动。从而使社会资金得到最经济的使用,提高了投资资金的使用效率。

四、为国家从宏观上了解国民经济状况提供依据

交易市场上的价格指数的变动能反映出整个国民经济情况。若价格指数波动大,说明

国民经济或物价不稳定,或反映出经济比例失调。如果是某种债券价格变动,可以反映出该发行企业经营情况的变化。

第三节 债券交易市场类型

债券交易市场主要由集中交易的市场——证券交易所和场外交易的市场——店头(或称柜台)市场所组成。近十年来又出现了所谓的“第三市场”和“第四市场”。因此,债券交易市场可以划分为四种类型:即证券交易所、店头市场、第三市场和第四市场,前两种类型是基本的。

一、证券交易所

证券交易所是债券交易市场的组成部分之一,与场外市场(或店头市场、柜台市场)相区别。证券交易所是有组织的证券市场,既可以交易债券,也可以交易股票以及股票、债券期货、期权等。其基本特点一是交易地点固定——交易厅;二是参加交易的人固定,即证券交易所会员(分为证券经纪人、自营商和专业会员)。

证券交易所是一个买卖金融资产的集中市场,其特征表现在:

1. 证券交易所是个证券交易的场所

证券交易所本身既不持有证券,也不买卖证券,更不能决定证券的价格,它只是为证券买卖双方成交创造条件,提供服务,并对双方进行监督。证券交易价格是由证券买卖双方以公开竞价方式决定的。

2. 证券交易所中的证券买卖完全公开

证券交易所要求所有申请上市的证券发行者必须真实地公布其经营情况和财务状况,被批准后方能上市。同时,交易所定期公布各种证券的行情表和统计表,以使投资者选择投资目标,使证券持有者决定保留还是转让证券,换回现金。证券交易所中的每笔买卖公开,记录在案,在交易所上市的证券不仅在上市前要公开有关情况,而且在上市以后还要定期公布其经营和财务状况。

3. 证券交易所具有严密的组织和规章制度

证券交易所有严密的组织,不论是会员组织形式还是公司组织形式都有自己的一套组织方式,凡参加者都需具备一定的条件,有一定的审批手续。交易所的交易者必须是其会员(会员组织形式)或其成员(公司组织形式)。一般投资者不能直接进去交易。证券交易所对成交价格、成交单位,成交后的结算都有严格的规定,并且对于交易所的内部人员利用内部情报、操纵价格、垄断欺诈等行为规定了严厉制裁措施。

二、场外交易市场

债券流通市场的另一组织形式为柜台交易。在许多国家债券市场上,有相当数量的债券交易不是在交易所完成的,而是在许多分布广泛的证券中介机构如证券公司中进行的。很多证券公司设有专门的证券柜台,通过柜台买进投资人想出售的证券,并把买进的这些证券卖给想购买它们的投资人。这种通过证券公司柜台而进行的证券买卖交易,就是所谓的柜台交易市场。也可称“店头交易市场”,或“场外交易市场”。

1. 场外交易市场的作用

有价证券的柜台交易,是以很多家证券公司作为转让中介进行的。每家证券公司都或多或少地同时经营若干种有价证券的柜台交易。和证券交易所中的代理买卖制不同,有价证券的柜台转让是从证券公司先行垫入一笔资金买入一些证券作为库存而告开始。在建立了足够的库存之后,证券公司便对自己经营的有价证券同时挂出两个价格:一个是证券公司购买这种证券的价格,称为买入价格,另一个是证券公司出售这种证券的价格,称为卖出价格。当有投资人到证券公司要求交易时,证券公司开始并不知道投资人要买还是卖,因此,公司的买入价格和卖出价格要同时挂出。证券公司挂出价格后,无论是投资人要按买入价格出售还是要按卖出价格购买,证券公司都不得拒绝。而投资人若不同意证券公司挂出的价格,双方还可以进一步讨价还价。

证券公司在交易时同时挂出的买卖双价是不同的,卖出价格略高于买入价格,两者之差为证券公司许的经营收入,称为价差。证券公司在调整报价时是双价齐调,以保持一定的价差。而价差的幅度也要根据交易证券的种类、交易额、市场状况及有关管理规定不时调整。

可见,有价证券转让市场的柜台组织形式,实质上是证券公司用自己的资金从投资人手中买入未到期证券,再以略高的价格将其卖给想购买这些证券的投资人,从中赚取价差。和经纪人公司不垫资金的代理行为相区别,证券公司的这种用自己的资金为卖而买,从而沟通投资人之间有关有价证券转让活动的交易方式,我们称为自营交易。

2. 场外交易市场的特点

相比而言,有价证券转让市场的柜台交易组织形式,具有和证券交易所组织形式完全不同的几个特点。

(1)此类转让市场活动不是由一个或少数几个统一的机构来组织,而是由很多各自独立经营的证券公司分别进行的。因此,这些交易活动分散于各家证券公司,而无一个集中的交易场所。证券公司既是证券转让柜台市场的组织者,又是直接参加者。它们通过参加市场交易来组织市场活动。为有价证券创造转让市场。因此,证券公司被称为市场创造者,故证券柜台交易的组织形式又叫做“市场创造制”。

(2)在证券转让的柜台市场上,绝大多数交易都是在投资人和证券公司之间进行的。证券的实际出售人是将证券卖给证券公司,实际购买人是从证券公司买入证券。通过证券公司的自营买卖,有价证券的转让才得以在投资人之间实现。因此,用这种方式组织的证券转让市场基本上是采取自营制的。

(3) 柜台交易形式下的证券转让是在证券公司和投资人之间协商议价的过程中进行的。每笔交易的参加双方都只是证券公司和—个投资人。这种被称为“—对—”的交易方式不可能产生买方内部和卖方内部的出价要价竞争,因此这种交易形式从证券公司的角度被称为“买进卖出制”。

(4) 柜台市场上的证券转让价格是由证券公司确定并报出,并根据投资人是否接受加以调整而形成的。每笔证券转让的交易价格,都是用上述方法在证券公司和投资人之间协商议定。这种价格形成过程被称为“议价制”。

三、第三市场

第三市场是指在柜台(店头)市场上从事已在交易所挂牌上市的证券交易。近年来由于这部分交易量增大,特别是其中的债券交易量增加的更多,其地位日益提高,以至于许多人都认为应该把它变成一个独立的市场。严格地说,第三市场既是场外交易市场的一部分,又是证券交易所市场的一部分,即它实际上是“已上市证券的场外交易市场”;因它是指已在正式的证券交易所内上市却在证券交易所之外进行交易的证券买卖市场。

第三市场的出现是与证券交易所固定佣金制密切相关的。固定佣金制使大批大量的证券交易(其中主要是债券)的成本非常昂贵,而交易所之外的证券商却可不受证券交易所固定佣金制的约束,因而大批量证券都在交易所之外——“第三市场”上展开。

由于各国证券交易法都明确规定:只有那些属于交易所正式会员的证券商、经纪人才能在交易所内代客或自行买卖证券,在交易所里买卖的债券必须是经批准挂牌上市的,加之买卖这此债券还有最低佣金的限制,使得交易费用较高。而从60年代以来,大额投资者(主要是机构投资者)迅速发展起来,在证券交易市场上的地位日益上升。例如,日本长期国债的持有者中,1980年非银行金融机构占15.4%至1985年上升为39.9%。美国人寿保险公司在1960~1981年间资产增加3.4倍,1981年底,人寿保险公司持有37%的公司债券和9%的未偿抵押债券。进入80年代以来,他们的资产正以每年460亿美元以上的速度增长。这些机构投资者拥有的巨额资产使他们必须千方百计寻找投资场所,而证券市场正是他们理想的投资场所。他们在证券交易所里大笔的买进卖出遇到了一个难以逾越的障碍,即证券交易所的固定佣金制。而场外交易的非固定佣金制对于他们来说具有很大的吸引力。在这些机构投资者看来,在第三市场上,较之于有组织的交易所,其债券买卖业务成本较低,又能得到较好的价格且成交更加迅速。这是因为机构投资者拥有专门的证券知识与专门人才,可以在不用证券商的帮助下自行完成交易,他们需要证券商提供的服务只有成交与清算两个环节。机构投资者如果在证券交易所进行交易,证券商就要收取固定佣金,而固定佣金是证券商向客户提供的一整套服务(委托的执行、清算、调查、提供信息、提供咨询、保管证券等)的报酬,这样,机构投资者自然就吃亏了。在柜台市场上,一些非交易所会员的证券商为了招揽业务,赚取较大利润,常以较低廉的费用吸引机构投资者,在柜台市场上大量买卖交易所上市的债券。虽然证券商从第三市场交易中获得的利润率较低(只及证券交易所交易的一半左右),但由于每笔交易的数量一般都很大,因此其总收入还是相当可观。这样

首先在美国就形成一种新型的债券买卖市场——第三市场。

四、第四市场

所谓第四市场,是指各种机构投资者和很富有的个人投资者完全绕开通常的证券商,相互间直接进行的债券买卖交易。第四市场目前只在美国有所发展,其他的一些国家正在尝试和刚刚开始出现这种市场。第四市场的交易通常只牵涉到买卖双方,有时虽然也有帮助安排交易的第三方参与,但他不直接介入交易过程,第三方作为中间人,毋需象交易所、场外交易市场以及第三市场的证券商那样向证券管理机构登记,也毋需向公众公开报道其交易情况。第四市场的主要吸力在于:

(1)交易成本很低。这是因为买卖双方直接交易而不需要中间人;有时即使需要通过第三方来安排,佣金也要比其它市场少得多。据统计,在美国利用这种方式进行场外交易,比在交易所进行交易可节省佣金70%

(2)由于买卖双方直接谈判,所以可望获得双方都满意的价格,且成交迅速。

(3)有利于保持交易的秘密性。

证券第四市场的发展正方兴未艾,有着很大的潜力。同时,它也对证券交易所内的和场外的大批量债券交易,产生了巨大的竞争压力,促进这些交易以较低的成本和更直接的方式进行。因此,第四市场的存在和发展,对债券交易活动方式,也有着不可忽视的重要影响。由于第四市场双方直接进行债券的买卖交易,其规模、深度的统计,即使在统计资料最齐全的美国,也是十分缺少的。

第四节 债券交易市场的中介机构

一、证券商

证券商是以证券的发行、流通等为其经营业务的从业者,它可以是个人,也可以是机构,但大部分都是机构。例如,我们所说的经纪人,一般都不是自然人,而是指团体机构(法人)。

1. 证券商分类

证券商按其活动的范围可分两大类,一类是证券发行市场上的证券商,另一类则是证券流通市场上的证券商(请参见下图)。证券发行市场上的证券商,在美国主要是投资银行,在日本则叫证券公司。他们属于证券承销商。证券流通市场上的证券商,又可分为两类,一类是证券交易所的证券商,另一个是场外交易市场的证券商,投资银行、证券公司同时又是

证券交易市场上的重要券商(见图 5.5.1)。

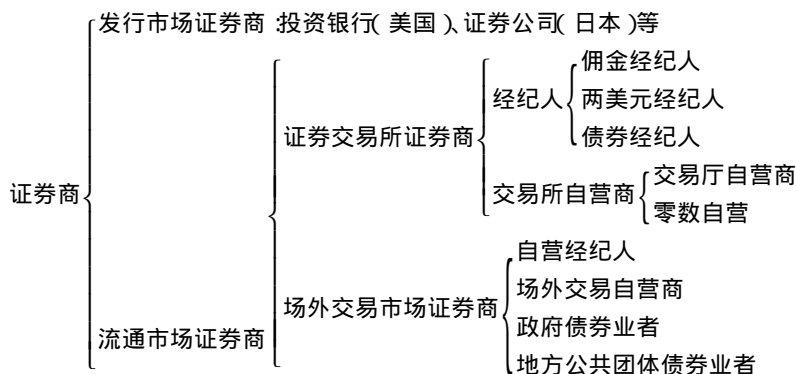


图 5.5.1 券商分类图

2. 发行市场券商

发行市场上的券商主要是指证券承销商。证券承销商指任何以再出售为目的,从发行人处购买证券,或代为他人购入证券与出售证券,或直接、间接地参与证券首次销售的人。证券承销商不包括仅从承销人或证券商处获取通常代销佣金的人。美国法律对承销商所作的主要限制与管理措施有:

(1)禁止商业银行参与公司证券的承销,这种规定的目的是为了阻止商业银行利用其证券附属部门及存款进行投机牟利;

(2)对承销商作出定义,并使其受美国证券法第5条的限制;

(3)承销人对公开说明书的虚伪、欠缺负有民事责任,但因证明已尽义务而免责;

(4)必须公开承销契约与承销人报酬的情况;

(5)承销商在承销期间如从事稳定价格的行为必须依照证券管理委员会的规则行事。

3. 流通市场中的证券交易所券商

证券交易所券商分为三类,即经纪人、交易所自营商、自营经纪人。

(1)经纪人。经纪人又可分为三类即佣金经纪人、两美元经纪人与债券经纪人。①佣金经纪人。佣金经纪人与投资公众直接发生联系,其职责在于接受顾客的委托后在交易所交易厅内代为买卖,并在买卖成交后向委托客户收取佣金。佣金经纪人是交易所的主要会员。大多数投资者均委托佣金经纪人代为买卖。②两美元经纪人。两美元经纪人不接受一般客户的委托,而只在佣金经纪人业务繁忙或其业务处理发生困难时才接受佣金经纪人的委托,从事证券买卖。此外,两美元经纪人亦可自行买卖证券。但为了保护投资者利益,证券交易所一般规定禁止两美元经纪人从事与客户所委托的同一证券的同一价格的买卖,尽管两美元经纪人可以高于客户委托人价格买进或以低于客户委托的价格卖出证券。③债券经纪人。债券经纪人是以代客买卖债券为业务,以抽取佣金为其报酬的证券商,另外,债券经纪人亦可兼营自行买卖证券业务。

(2)交易所自营商。交易所自营商是自行买卖证券,独立承担风险的证券商。自营商

又可分为交易厅自营商、零数自营商两类。①交易厅自营商。交易厅自营商不与投资者发生直接联系,而是在证券交易营业时间内在交易厅内自由活动,争取买卖机会、追求利润,同时自承担风险。交易厅自营商的买卖不限于特定的品种,所以没有象自营经纪人那种维持市场的公平合理责任。有鉴于此,证券交易所一般都对这类证券商进行严格的资格限制,这类证券商在证券交易所中的重要性因此也较小。例如,在纽约证券交易所的1366个正式会员中仅有38个自营商,其交易比重也由原来的2.7%下降为0.7%。②零数自营商。证券交易所买卖的证券大都以100股为一个成交单位,而零数自营商则专门从事不足一个成交单位的证券买卖。

(3)自营经纪人。自营经纪人介于自营商与经纪人之间,自营经纪人兼营证券的自营与代客买卖业务,但以代客买卖业务为主,并且往往有较强的专业分工。自营经纪人买卖业务具体如下:①自营经纪人的顾客只限于交易厅里的经纪人与自营商,而不与投资公众发生直接联系,这一点与经纪人中的两美元经纪人相同。②自营经纪人在交易厅内是在按专业分类的专业柜台里进行证券交易,自营经纪人对于其专业经营的数种证券,可自行决定其开盘价。③自营经纪人有一个重要职责即创造市场,以自有资金买进或卖出证券,以防止其价格发生暴跌或暴涨的现象,随时稳定其价格。也就是说,自营经纪人自营证券的目的并不象交易厅自营商那样追逐利润,而是为其所专业经营的几种证券维持连续市场,不使进出报价差距过大,并使价格波动限于一个合理的范围内。自营经纪人在证券交易所中有相当重要的地位,由此,证券交易所对自营经纪人的行为也进行了较严格的界定。

4. 流通市场中的场外市场证券商

场外市场的证券商主要是自营商。在场外交易的双方也是依靠证券商来进行交易,其方式主要是自营商购进某一证券后,再转给客户或其他自营商,买卖的差价构成了自营商的佣金。

二、证券经纪商

证券经纪商(又称证券经纪人)是证券商的一类,指在证券市场上专为买卖双方充当中介、代理买卖而收取佣金的人。他们的特点是本身并不经营证券,只是为完成委托人以最低价购进或以最高价卖出证券的委托。证券经纪人是证券市场的中坚力量,起着极为重要的作用。因为首先,在交易所中,每天都有成百上千种证券挂牌买卖,普通投资者面对着纷繁复杂、瞬息万变的市场行情,很难选择到合适的证券。其次,交易所虽然是证券买卖最终成交的地方,但如果众多的投资者都直接进入交易所自行交易,这是不可能。因此,各国的有关法令都有规定:一般的证券投资人不得进入交易所亲自参加交易,必须由经纪人代理交易,同时规定,只有经纪人或其助手才有权进交易所正式市场经营业务。但是经纪人只是办理委托,代理买卖,与交易本身并无直接关系。除客户的信用风险以外,不承担其他风险。其收入来源主要是佣金,佣金并非是盈利收入,其性质属于手续费收入,而不是利润。

1. 对证券经纪商的法规概述

由于证券经纪人与公众的接触最多,责任也较大,为了保护公众的利益,法律上对其限

制也特别多。

(1) 证券经纪人营业的核准。对证券经纪人的营业一般有二种法律规定。一种是以美国为代表的登记制,另一种是以日本为代表的特许制。美国以前采取的是自由登记制,没有资历与最低资本的限额。1964年证券法修正后,增加了关于证券经营者资历与最低资本额的规定;日本等国对证券商的营业采取特许制。申请经营者除必须符合一定条件外,还必须得到主管机关的特许。

(2) 证券经纪人的资格。日本规定证券商必须是公司形式,而其他许多国家,如美英等国均无此限制。但近年来这些国家也开始采用公司形式,所不同的是,这些公司的主要负责人仍须负无限责任。对于证券从业人员的资格,各国都有一定的资格规定。

(3) 证券经纪人的资本。主要是两个方面,一是要求证券商按其营业的性质维持最低的营业资本额。二是要求证券商维持资产负债表上各项目之间的适当比率。

2. 经纪人与客户的关系

在证券买卖活动中,经纪人与客户之间一般有下列三种关系:

(1) 授权代理关系。客户是授权人,经纪人为代理人。客户授权要经纪人进行证券买卖,经纪人接受委托后,根据客户的要求和意愿,如买入的最高价和卖出的最低价的范围,风险大小等限制条件代理买卖证券,从中收取佣金或手续费。有些国家还规定,经纪人的职责只限于代理,不得诱劝投资者买或卖何种证券,也不得向投资人推荐某种证券。

(2) 债权债务关系。在保证金信用交易中,客户与经纪人的关系,扩大为债务关系。当客户购买证券只缴付一部分保证金,不足部分由经纪人贷款或垫付证券时,经纪人就成为债权人,客户成为债务人。在此关系中,还包括抵押关系。即当客户急需用钱而其证券尚未售出时,客户可将证券存放在经纪人手中,充作抵押,取得借款,等证券售出后,经纪人可自行扣除借款,经纪人也可将客户的证券向商业银行再抵押以取得贷款。

(3) 名誉信用关系。客户与经纪人是相互信任,属于一种名誉信用关系,无任何财产关系。客户相信经纪人的诚实和责任心,而将其资金或证券委托经纪人代理买卖。这时经纪人成为客户财产的受托人。但经纪人不得利用客户的财产以谋取自身利益。同时,经纪人也应对客户有充分的了解和信任。在执行委托买卖时,客户能否守信用,买入时能否付出钱,卖出时能否有货等,都应有把握。经纪人可根据他们每天与市场打交道的经验,向客户提供情况信息,但没有代客决定之权。

3. 经纪人的分类

经纪人主要分为几种类型:

(1) 佣金经纪人。即一般所说的证券经纪人,他们是证券市场上数量最多、最为活跃的经纪人,是交易所中的主要会员。他们根据客户的委托在交易大厅内完成交易后,按成交额收取一定比例的手续费。

(2) 自营经纪人。这类经纪人介于自营商与佣金经纪人之间,既代客买卖证券,也自营买卖证券,自担风险,赚取买卖价之间的差额,但以代客买卖业务为主。

(3) 两美元经纪人,又称交易厅经纪人或居间经纪人,是美国证券市场特有的一种经纪人。他们专门代交易所其他会员买卖证券并收取佣金的证券经纪人。“二美元经纪人”是

由当初他们每买卖 100 股收取二美元佣金而得名。两美元经纪人的大部分业务是为佣金经纪人服务,因为佣金经纪人在一天内的委托业务十分繁忙,他们常常把那些未完成的或不易完成的委托请两美元经纪人再代为买卖,由两美元经纪人从中帮助,以便尽快完成交易。

(4) 专家经纪人。这也是美国证券交易所特有的一种会员,他们兼有经纪人和自营商的双重身份。这种特别经纪人的作用有两个:首先,他们具有维持证券市场价格稳定、维持交易正常进行的责任,并把这种责任置于其盈利目标之上。所以,他们必须主动、自觉地针对市场的问题,作出判断,用自己的资金买进或卖出证券,缩小市场上的供求差距。其次,他们是经纪人的经纪人,即他们只接受佣金经纪人的各种证券买卖业务,而不直接接受客户的委托业务。

(5) 零股经纪人。这是专门经管不满一个交易单位的零股交易的经纪人。他们的客户是佣金经纪人。佣金经纪人接受的不够一个交易单位的零星业务,就交给零股经纪人经营。

许多国家在有关的法律或“交易所法”中都制定严格的监督管理制度,以规范证券经纪人的行为。证券经纪人大多是一些声誉可靠、有较高教育水平和专业训练有素、作风可以信赖的人。许多国家的证券经纪人都是通过严格考试后批准的。

三、投资银行

投资银行是美国法定的专门从事证券买卖业务的金融中介机构。在其他西方国家也有类似的机构,但在业务范围和名称上略有差异,例如,在日本叫证券公司(日本的证券公司兼有证券发行机构和证券投资机构的性质),在英国叫投资信托公司。投资银行的首要职能是推销新发行的证券。投资银行的兴起,首先起源于美国。1929 年开始的美国经济大恐慌后,美国对商业银行经营证券买卖作了严格的规定,1933 年国会通过的银行法规定,商业银行与投资银行业务公开,禁止商业银行从事债券、股票的包销、买卖业务,而由投资银行独立承担。从此投资银行就成为金融市场上最重要的中介机构之一。证券发行者通过投资银行来发行证券,投资者通过投资银行进行证券买卖。投资银行的主要职能是:

1. 购买和包销新证券的职能

投资银行通过包销或其他方法购买新发行的证券以便再转售。投资银行做为证券发行人与投资者中间人,首先要购买和包销新证券,然后才能向公众销售。购买的方式有二种,一是包销,又称肯定承诺包销。即由投资银行向发行证券的企业保证筹资的金额,投资银行按比证券面额稍低的价格包下来,然后按面额或稍高的价格向公众销售,发行人不承担发行失败的风险,卖不出去的部分由包销的投资银行负责。二是不包销,即尽力推销,投资银行对于历史不长、知名度不高或规模不大的企业,没有把握全部销尽时,往往只允诺尽力而为,不保证发行数量,能卖多少算多少,卖不出去仍退还给发行人,由发行人自己承担发行失败的风险。对此发行的企业也可以采取对策,即“要买全买,否则全取消”的方式,因为如果投资银行不能筹集发行所需的全部资金,将不能解决发行人对资金的需求,故宁可取消,另想办法。

2. 销售新证券的职能

投资银行通过向其他证券商批发,或向公众零售的方式,推销其先前购进的证券,除自己直接销售给客户部分证券外,大部分证券销售的主要方法是投资银行组织销售集团,这些销售由各地的证券商组成(有时可能多达几百人),他们应邀根据协议的授权分担零售证券业务。

3. 新证券发行的职务职能

主要有①为私募发行服务。所谓私募,是指新发行的证券,不公开上市,而由少数的投资者集体购买。投资银行在私募业务中,一方面为发行者出谋献策,一方面组织投资者,起中介作用。②为合并与收购服务。在公司合并的情况下(有时两个机构合并成为一个新机构,也有时一个机构并入另一个机构而消失),其实现过程又称之为收购,收购则由收购一方用现金收买被买机构的股票(或以新股票换旧股票)以取得被买机构的所有权。投资银行的任务是在事前进行调查研究分析与组织工作。

4. 咨询职能

为筹集资金的公司、企业提供筹资咨询,为寻找投资对象的投资者提供投资咨询,从中收取咨询费。咨询业务包括:提供货币市场和资本市场行情,有关(国家、地区)经济情况分析,资金供求关系和变动趋势分析,比较各种筹资或投资方式,帮助制定筹资或投资计划、提供公司资产构成方面的意见等。现在,许多投资银行都有专门的研究机构从事对各种经济情况的分析、研究、收集信息。

除以上四项主要职能外,投资银行近几十年来还在其他方面发挥自己的作用,例如,做房地产投资及经纪人。这部分业务包括充当房地产买卖的经纪人、筹资的代理人或顾问,建筑、财务等方面的顾问,提供有关发展的咨询,安排中、长期借款,房地产出售后的租回业务,有关房地产的信托业务等。投资银行还作为经纪人代客买卖证券或作为自营商自行买卖证券。投资银行的业务,近年来日益扩大,他们可以在很多问题上为客户提供技术方面的协助、财务方面的建设和支援。在证券的流通上,投资银行可以充当发行公司的注册过户代理人。在发行抵押债券上,投资银行可以充当受托人,代理债权人掌握抵押品,并代为保管、分配偿债基金,等等。

由于投资银行在金融市场证券的发行与交易中都占有极为重要的地位,因而政府当局对投资银行的管理也极为严格。各国对投资银行类的机构的监督、管理都有详细规定,包括:

(1)对投资银行的登记、注册管理;

(2)对投资银行经营活动的管理,要求投资银行实行经营报告制度、纯资本比例制度、经营收费标准制度、投资经营管理制度、交纳管理费制度等;

(3)对投资银行的过度风险投资,人为抬高筹资成本,投机经营等采取严格的预防措施。美国证券法中的反垄断条款,反假冒欺诈条款,反内部沟通条款,就专门起到这些作用。

另外,由于投资银行的主要业务活动集中在证券市场上,风险性很大,这就不可避免地影响到投资者的利益,因而在对投资银行的管理当中,也包括对投资者利益的保护。1970年,美国“证券投资保护法”规定了保护投资者利益的制度,其后建立了保护投资者协会以保护投资者的利益。

四、证券公司

证券公司是日本的证券投资的专门机构(在其他国家也有证券公司这类机构,但各有差异)。根据证券交易法(1948年施行),所谓的证券公司是银行、信托公司、大藏省“证券交易法施行会”规定的金融机构以外的金融机构。它经营有价证券的:①买卖;②买卖中介、经销或代理;③市场上买卖交易的委托中介、经销或代理;④承购;⑤卖出;⑥办理募集或出售等业务。

日本设立专门的机构来经办证券投资业务,以与银行相区别的作法,即有受美国影响的因素,又有日本国本身历史传统的因素。战前(指二次世界大战)日本的法律上并没有关于银行与证券分离的规定,但由于商业银行主义观念,认为银行不应染指超过银行附带业务范围的证券业务这种想法占了主流地位,证券业务多是由证券公司办理。战后的证券交易法明确规定了银行与证券分离的原则。证券交易法第65条实际上是植入了美国的银行法,但战前日本的银行与证券分离的惯例是植入美国银行法的基础。

1. 证券公司的正式业务

证券公司的正式业务分为买卖相关业务(零售业务及经纪人业务)和发行相关业务(认购业务及经销业务)两部分。

(1)买卖相关业务。证券公司的买卖相关业务可分为以买卖差价为收入来源的零售业务和在柜台媒介一般顾客的买卖、向证券交易所代销;从而收取手续费为收入来源的经纪人业务。日本的证券公司,大部分兼营这两种业务,但在股票买卖中证券交易所的经纪人业务是主体。另外债券的买卖大部分是柜台零售业务。就有价证券的种类来看证券公司的买卖额,过去股票占有最大比重,但是从60年代后半期起企业债券购回交易活跃起来,加上70年代国债的大量发行,近年来债券买卖额远远地超过了股票买卖额。一般顾客通过证券公司进行有价证券买卖所支付的委托手续费,依有价证券的种类、买卖额等由各交易所的规则(受托契约准则)来确定。

(2)发行相关业务,证券公司的发行业务有有价证券的认购业务和经销业务。认购业务就是在有价证券发行时,根据契约以出售为目的从发行者手中购买全部或部分证券以及认购有价证券发行时产生的余额。与此相对的经销业务是证券公司受有价证券的发行者、所有者或承购证券公司的委托向一般投资家推销其证券,但没有承担证券余额的义务。长期付息国债,政府保证债,事业债通常由证券公司但更多的是由银行等金融中介机构来认购发行的。长期国债由银行、保险公司、证券公司等组织的银团募集、认购,证券公司认购的比重自1975年以后平均为20%。另一方面。关于事业债,因禁止银行等金融中介机构认购,所以组织了以包含4大证券公司的所谓6家正规公司为中心的银团来募集认购每次发行的债券。但是该债券的消化实际上却是以银行为中心进行的。企业债发行市场上的这种业务,过去中心内容是电力债的认购和金融债的经销。但是,随着国债的大量发行,其中心转到了国债认购业务和包括在国债之内的高利率企业债投资信托(中期国债基金、无红利型国债基金等)经销业务。作为市场国际化的反映、伴随着欧洲债券(特别是转换债形式的)发行,认

购业务增加了,促进了与发行相关业务的多样化。关于股票发行,过去多是按票面价格,无偿还地由股东及至相关者分摊,但是近年来证券公司认购或募集的公募时价发行急剧增加。

日本证券公司的资金来源和运用可从下表看出。

表 5.5.1 日本全国证券公司的主要资产负债科目(1985 年末)

单位:亿日元

资 产			负 债		
项 目	金 额	构成比(%)	项 目	金 额	构成比(%)
现金转存款	13986	10. 0	短期借款	36222	25. 8
短期贷款	2609	1. 9	其中金融机构借款	23853	17. 0
商品有价证券	24246	17. 3	存款	5355	3. 8
其中股票	3837	2. 7	借贷信用交易借款	7313	5. 2
信用交易贷款	29496	21. 0	信用交易贷股认购款	2932	2. 1
保管有价证券	55032	39. 2	借入有价证券	5679	4. 0
投资有价证券	3841	2. 7	收入的保证金	50172	35. 8
其他资产	11093	7. 9	特定专用基金	1676	1. 2
			资本科目合计	23868	17. 0
			其中资本金	4768	3. 4
			其他负债	7086	5. 1
合计	140303	100. 0	合计	140303	100. 0

注:不包括经纪人会员证券、东京联合证券、日本协荣证券、日本相互证券、日本零售证券、外国证券公司在日分公司。

资料来源:日本证券业协会《证券业报》。

2. 日本对证券公司的限制

为了“国民经济的合理运转”和“保护投资家”,根据证券交易法及其他有关法令,证券公司要受各种规则制度的约束。其内容可大致分为有关业务上的限制与有关财产、经理的限制两种。

(1) 关于业务管制。上述证券公司的 4 种业务哪一种未经大藏大臣许可都不得营业(许可制),日常业务经营必须保护投资家确保公正交易。①业务并营的限制(并营零售时,经纪人的证券公司申明交易资格和禁止介入其它业务;认购业务相并营时对承担人信用供给的限制和严格与证券公司承购成员相关的情报管理等);②对不合理交易的限制。

除了前述关于证券公司业务范围的兼营限制外，还禁止常务董事兼职。再有，为调整证券公司和银行等金融中介机构的业务领域，禁止证券公司经营属于银行等业务范围的企业债募集的受托业务。

(2) 关于财产、经理的限制。证券公司在被认为于维持财务状况健全性方面出现问题时，必须遵从大藏大臣关于变更业务方法、停止业务的命令，提出财务状况报告和资料，接受介入公司内部的检查。证券交易法规定在以下 3 种情况下证券公司应该服从上述大藏大臣的监督命令，①负债比率（负债合计额与纯财产额的比率）超过大藏省令的规定（10 倍）；②现金或证券的借入、受托、贷款或证券及其他资产的持有违反大藏省令规定的健全性准则（例如，有价证券的持有限度在纯财产额的 40% 以内等）；③需要纠正财产状况（纯财产额不足于资本额、经营收支状况恶化、不良资产达到相当数额）。

证券公司为充实内部留成，维持财务的健全性，有义务积累特别准备金（利益准备金、买卖损失准备金、证券交易责任准备金）。

日本的证券公司在 1985 年末有 224 家，其中全国 8 个证券交易所的正式会员公司有 127 家，正式会员中，特别是野村、日兴、山一、大和四大证券公司在资本金占（63.8%），职员人数占（38.7%），有价证券办理额（占 69.2%），与同系统公司的证券投资信托业务（占 63.5%）等方面都占有绝对优势，是日本证券业的支柱。其中野村证券公司列 1988 年国际债券市场包销商排名榜首，其资本已经超过 60 亿英镑，成为国际证券巨人。

第六章 债券上市

第一节 债券上市与上市债券

一、债券上市制度

所谓债券的上市，是指证券交易所承认并接纳某种债券在交易所市场上交易。所谓债券的上市制度，是证券交易所和政府有关部门制定的有关债券上市的一系列规则。

债券上市制度是证券上市制度的组成部分，很早以前就出现了。早在 1869 年，纽约证券交易所就设立了“股票上市委员会”，负责办理有关上市的业务。此后不久又对债券的上市开始制定一些规定。一百多年来，这些规定逐渐形成一定的制度，并成为世界各国证券交易所进行债券交易的先决条件。

债券上市制度主要包括以下内容；

1. 上市申请

上市分为两种：发行者自愿申请债券上市称作任意上市；由政府机关或证券交易所命令上市称作强制上市。西方国家一般以任意上市为原则，债券上市由发行者自行申请。作为例外，国债可无条件上市。

债券任意上市又分申报上市与许可上市两种。申报上市是由证券交易所掌握证券上市决定权，只须向政府主管部门申报即可。许可上市必须等待政府主管部门的许可后才能上市。

债券发行者如果想将债券上市，必须向证券交易所递交上市申请书，申请书的主要内容是：

- (1) 公司的业务性质及产品目录；
- (2) 债券未上市之前的债券情况；

(3) 反映过去若干年的财务状况的会计表册(资产负债表和损益表);

(4) 股权与公司债债权分散表;

(5) 董事、监事和经理人员的名单及薪金、地位等。

交易所根据申请书中记载的内容,按一定的审查基准进行审查,如同意上申请。

上市公司新发行的债券,原则上承认上市,新发债券并入已发行债券进行交易。

2. 上市审查基准

证券交易所从维持公正的价格、确保证券的流通性及保护投资者利益的角度出发,制定了债券上市审查基准。

(1) 规模基准。表示规模的指标,各国的证券交易所各有所不同,有使用债券发行量的,也有公司资本额或将债券发行量 and 公司资本额并用的。

交易所确定上市债券规模基准,是考虑到如果上市债券数量达不到一定规模,潜在的交易量也不会太多,因而不能支付上市费用的可能性也较大。新上市的债券没有交易量数据,债券发行量就成为替代指标。此外,证券交易所是集中证券交易的场所,如果上市公司规模小或上市债券数量小,不仅带来管理上的困难,债券行市也易于波动。还有,资本雄厚的公司不易破产,债券的安全度高。

(2) 经营基础基准。上市债券的发行者必须具备一定的成立年限和一定数额的纯资产额、纯利润额等,这些指标是反映发行者的经营收益性和稳定性的指标。采用这些指标,可以提高证券投资的安全性。

(3) 债券持有分布基准。设立债权分布基准主要是从以下两个方面考虑:一是交易量的前景。如果债权分布不均、范围很小,有相当部分集中在少数的个人或法人(如金融机构、基金等),那么即使债券发行量很大,潜在的交易量也不会太大。所以,可以认为持有分布基准是规模基准的补充。二是债权人的风险。如果债权过份集中,公司若破产会使投资者蒙受重大损失,证券交易所的声誉也会受到影响。

(4) 其他基准。其他基准包括:①前三年的帐务报表中没有虚假记载,财务报表经公认会计认证;②没有债券转让限制等;③制做的债券符合法定要求。

3. 上市公司管理

债券上市后,为保证上市债券的流通性、价格稳定性、证券投资的收益性及降低投资风险,需要对上市公司进行必要的监督管理。各国证券交易所都做出相应的规定要求上市公司在遇有影响经营和影响债券价格的重要事件时,必须及时向证券交易所通报事实真相。重要事件包括下列问题:

(1) 银行拒付,票据失效;

(2) 变更经营内容;

(3) 公司重整;

(4) 公司合并;

(5) 因灾害造成重大损失;

(6) 发行证券;

(7) 收益分配;

- (8) 资本减少;
- (9) 停止营业活动;
- (10) 股票的分割或合并;
- (11) 新设、变更及废除对股东的优惠措施;
- (12) 变更发行债券的信托合同、委托募集合同、承销合同等。

证券交易所根据上述事实,采取必要措施,对上市公司进行管理。

4. 停止上市基准

为维护交易所的信誉和保证上市证券的安全性,证券交易所制定了一些停止上市基准。

凡发生基准规定的情况的公司,其债券停止上市。交易所停止某一公司或某一债券上市的决定一旦形成,这个公司或这一债券必须转为“整顿阶段”,一定时间之后完全停止上市。

二、债券上市作用

债券上市对于债券发行者和投资公众都有好处。

1. 债券上市对于债券发行者的利益

- (1) 上市债券是符合一定基准的,信用度较高,能卖较好的价钱。
- (2) 债券上市后,投资者容易了解发行公司的情况,该债券易于为大众所接受。
- (3) 各种新闻媒介每天报导上市债券和发行者的情况,等于不用花钱做广告有助于提高发行者的知名度。
- (4) 上市债券供求集中,流通性强,成交速度快,能够吸引投资者的注意。
- (5) 债券上市对于发行者有促进其加强经营管理、提高经济效益的作用,因为,只有这样才能维持债券长期上市,保持其价格稳定上升。

2. 债券上市对投资公众的利益

对投资公众来说,债券上市后,有下列利益:

- (1) 买卖便利。投资者可随时委托经纪人买进或卖出某种上市债券以迅速成交。
- (2) 成交价格比较公平合理。由于上市债券的买卖都是经过买卖双方的竞争才能成交的,因此,证券交易所里的成交价格远比场外市场里的成交价格公平合理。
- (3) 交易行情可马上知道。证券交易所利用现代化的电讯设备,可随时宣布上市债券的成交行情。这样,投资者就能马上了解市价变动的趋势,作为投资决策的参考。
- (4) 投资风险较少。上市证券的公司由于符合交易所的上市标准,而且上市后,须定期公布相关会计表册,所以其经营状况是公开的,这样大大减少了投资者的投资风险。

三、上市债券与非上市债券

1. 分类

上市债券是指经有关机构审查可以在证券交易所买卖的债券。具体地说,就是已向某一证券交易所注册,因而有资格在该交易所交易的债券。公司要在某一交易所注册,必须符合注册的条件,并且遵守该交易所的规章制度。作出这样的规定是为了防止欺诈、保护投资者以及维持证券交易所的正常运转。

凡不符合上市标准的债券为非上市债券。非上市债券就品种数量而言,要占所有债券很大的比例,具体的比例又与各国上市标准严格程度有关。例如在美国,由于上市标准较严格,因此,非上市债券占比例很大,据1982年统计,非上市债券大约在1.5万种以上。因此,美国的场外市场(店头市场)是最发达的。而英国则由于其上市标准不很严格,所以大部分债券都在交易所交易。日本的情况是债券的80%左右是非上市债券(股票的95%是上市股票)。值得注意的是,债券的上市与债券的注册并不是一回事。债券的上市是指申请上市公司使其债券在交易所挂牌上市进行的活动。申请债券上市的公司必须满足交易所有关规定,并保证在以后的日子也遵守债券上市的要求。债券的注册登记则指按证券交易管理当局的规定,将有关资料以特定的形式向管理当局呈报。债券注册登记并不意味着管理机关已同意该公司债券的上市。而非上市债券并不是不允许交易,只不过是允许在证券交易所交易罢了。

2. 其它情况

(1) 非上市债券并不都是不符合上市标准的。有一些完全符合上市标准的债券的发行公司出于以下几种原因而拒绝上市:①不愿公开其业务与财务状况,多是怕竞争对手了解自己的情况;②不愿自己的债券成为投机者投机的对象;③公司资本规模较小,没有必要利用债券交易所来募集资金。

(2) 上市证券并不一定都在证券交易所交易。各国都有一些上市债券不在证券交易所交易,这是近十年来世界证券流通市场发生的重大变化之一,尤以美国为最突出。所谓的第三市场即是上市证券(包括债券)在场外交易的市场。

第三市场的出现是与证券交易所固定佣金制密切相关的。固定佣金制使大批大量的证券交易的成本非常昂贵;而交易所之外的证券商可不受证券交易所固定佣金制的约束,因而大批大量证券都在交易所之外——“第三市场”上展开。

第三市场是适应大额投资者(主要是机构投资者)的需要发展起来的。机构投资者(又称团体投资者,例如人寿保险公司、财产责任保险公司、养老基金会、互助基金会等)近几十年迅速发展,在证券流通市场上的地位日益上升。例如,日本上市股票中,金融机构(非银行金融机构占较大比重)所有的份额在1970年为38.9%,到1985年为41%。长期国债的持有者中,1980年非银行金融机构占15.4%,至1985年上升为29.9%。美国人寿保险公司在1960—1981年间资产增加3.4倍,1981年底,人寿保险公司持有37%的公司债券和9%的未偿抵押债券。他们的资产正在以每年460亿美元以上的速度增长。这些机构投资者拥有的巨额资产使他们必须千方百计寻找投资场所,而证券市场正是他们理想的投资场所。他们在证券交易所里大笔的买进卖出遇到了一个难以逾越的障碍,即证券交易所的固定佣金制。债券交易费用很高,而场外市场则没有固定的佣金,在柜台市场上,一些非交易所会员的证券商为了招揽业务,赚取较大利润,常以较低廉的费

用吸引机构投资者，在柜台市场上大量买卖交易所上市的债券和股票。虽然证券商从第三市场交易中获得的利润率较低（只及证券交易所交易的一半左右），但由于每笔交易的数量一般都很大，因此其总收入还是相当可观。

除了第三市场外，还有证券商通过电脑直接进行联系而进行交易的第四市场，其中也有一些是上市证券。证券流通市场的这些变化虽然给区分上市债券与非上市债券带来了一些困难，但其原本含义上的区别还是清楚的。

第二节 上市债券的标准

债券上市的标准各国及各证券交易所都不一样，我们以日本的情况为例来说明。

日本可以在证券交易所上市的债券有：长期国债、电力电信债、武士债、转股债（可转换公司债）以及部分有代表性的公司债、政府担保债、金融债、地方债等。下面介绍一下东京证券交易所债券上市的审核标准。

一、公司债

1. 上市债券的发行者必须符合下列条件

- （1）纯资产额在 500 亿日元以上；
- （2）已发行的所有债券，其未偿还面额总额在 70 亿日元以上；
- （3）必须是在证券交易所挂牌的公司。

2. 上市的债券必须符合下列条件

- （1）已发债券的未偿还面额总额在 10 亿日元以上；
- （2）上市债券的券面总额占该债券未偿还面额总额的 10% 以上，并且该债券被认为是深受非特定法人及个人欢迎的；
- （3）该债券发行后，其经过年数在三年以内；
- （4）该债券是按照本交易所的规定印制的。

二、公司债以外的债券

日本的国债中只有长期付息国债属于上市债券，可以在证券交易所交易。中期付息债券均不在证券交易所上市，到期前可以在某些金融机构的柜台上进行买卖，每周星期四由日本证券业协会公布买卖的行情。

长期付息国债发行后可以在证券交易所上市，但要在第一次利息支付结束以后才能上市。因为超过了最初的利息支付日以后，不论是 1 月、2 月还是 3 月发行的债券，其利息

支付日和偿还日都是相同的。如果1~3月期间国债的发行条件没有变化,它们就成了完全相同的债券,这样在二级市场上便于计算转让价格。

第三节 停止债券上市

世界各国的证券交易所都有停止债券上市的规定。上市公司在债券上市后,若出现法规中明确规定的情况,由证券交易所呈报主管机关——证券管理委员会核准后,交易所可停止某种上市债券的买卖甚或终止其上市。

按情况的性质,大致可分为以下几类:

一、违犯有关法律的公司的债券

(1) 公司设立登记后,如有违法等事项而经法院通知公司注册主管机关撤销其注册登记者。

(2) 公司有下列事项之一而经注册主管机关命令解散者:①公司设立满一定期限而尚未营业,或开业后自行停业一定期限以上者;②公司董事或执行业务的股东,有违反法律或章程之行为且经警告不改者。

(3) 公司注册登记事项有违法律或有不实之记载,或因事项有变更但未在期限内纠正者。

(4) 公司发行公司债券或股票经核准后,若发现其申请事项有违反法律或有不实记载,经证券管理委员会撤销核准者。

(5) 有违法行为或有不实记载而足以影响其证券价格,以致影响市场秩序或损害公共利益者。

(6) 违反证券交易所章程、营业细则,或未缴付上市费,或未能履行上市契约规定的义务者。

二、因经营状况不佳的公司的债券

(1) 公开发行股票或公司债的公司,因财务困难而经其关系人(股东、债权人等)申请,由法院核准予以重整并禁止记名股转让者。

(2) 公司的经营有显著困难或重大损害时,经股东申请而由法院裁定解散者。

(3) 上市公司发生下列事项之一而由证券委员会命令停止其债券全部买卖者:①遇有诉讼或非诉讼事件,其结果足以使公司解散或变更,资本、业务计划、财务状况或停止生产而影响市场秩序或损害公共利益者;②遇有重大灾害、签订重要契约、发生特殊事

故、改变营业计划的重要内容，其结果是使公司财务状况有显著变化而影响市场秩序或损害公共利益者；③上市证券的市场价格，发生连续暴涨或暴跌，并使其他上市证券随之非正常涨跌，而有影响市场秩序或损害公共利益者；④发生其他重大事情而足以影响市场秩序或损害公共利益，经过证券管理委员会停止其上市证券的买卖者。

(4) 经法院裁定宣告破产者。

(5) 历年累积亏损已使股东权益只达到公司实收资本总额一定比率以下而限期内未予改善者。

三、其他情况

(1) 公司组织与营业范围有重大变更而不宜继续上市，经规定限制其上市证券的买卖或变更其交易方式或另定交易方式后，仍未能改善其情况者；

(2) 债券发行期满而应终止上市者；

(3) 基于其它理由，认为有停止买卖或终止上市必要者。

以上停止上市的条件，一般都记载于上市契约中。

第四节 债券上市的程序

各国对债券上市都有一定的标准，一个公司债券上市过程也就是各有关机构对其债券审查是否达到标准的过程。一般的债券上市的程序如下：

1. 发行公司提出上市申请

发行公司申请上市时，应出具书面申请，并附具下列文书：

(1) 证券管理委员会核准公开发行证券的证明副本；

(2) 公开说明书（含债权分散情况）；

(3) 董事会有关债券上市决议的记录副本；

(4) 已签证的欲上市债券的样本（包括董事印鉴及董事会授权签字的决议副本）；

(5) 委托董事与交易所订立上市契约的决议副本；

(6) 若上市债券欲委托承销者包销或代销，则发行公司与承销者订立的契约副本；

(7) 经会计师签证的最近年度的会计表册（上市日期在下半年者应包含上半年会计表册）；

(8) 证券交易所认为必要的其他文件。

2. 证券交易所初审

证券交易所收到上述申请书及相关文件后，依照上市标准进行审核，若审查合格，在上述申请书上加附审核意见后，连同相关文件一并送达证券交易管理委员会。

3. 证券管理委员会核定

证券交易管理委员会收到证券交易所转送的上述文件及初审意见后进行核定，若合格，则通知证券交易所允许上市。

4. 订立上市契约

证券交易所收到证券管理委员会的核定文件后，与发行公司订立上市契约。上市契约的内容分两类：一类是上市公司向交易所及时通报公司在营业、雇员、财务、担保品等方面所发生的一切重大变化及其影响的保证；一类是上市公司按时提供一切与公司财务与业务有关的财务报表和统计资料的保证。如：公开其财务状况及有关事实；向证券交易所报告其盈余情况及股息分配情况；经过会计师鉴证的会计表册的定期报送；证券交易所要求的其他事项。

5. 发行公司缴纳上市费

6. 确定上市日期

7. 挂牌买卖

已上市公司若欲增发新债券，可同样按上述程序办理，但须办理有关增加资本的手续。

第七章 债券交易程序

第一节 联系证券经纪人

利用证券经纪人进行债券买卖首先要联系证券经纪人。

联系证券经纪人要注意的问题

一、注意证券经纪人的信誉

证券经纪人很多，信誉程度也各不一样。应该寻找那些信用可靠并能提供有效服务的证券经纪人。例如，在日本、野村、日兴、大和、山一四大证券公司都是信誉卓著、历史较长的证券公司。在美国较大证券公司和投资银行都是可信赖的证券经纪人。这些机构都有较丰富的证券买卖知识和技术，其中绝大多数的证券公司都是交易所的会员，可以在交易所内为客户代理买卖证券。加之二次大战后，在证券市场发达的国家，证券公司、投资银行已拥有许多素质较高的专门人才，同时在道德水准方面也有所提高，因而是可以信赖的。当然，也不排除投资者对证券公司指定的经纪人有不尽人意的时候，这时，投资者完全可以要求公司调换或重新选派经纪人；假如对一家公司的服务或佣金不满意，投资者仍可以继续选择，直至满意为止。

二、应选择对投资项目熟悉的经纪人

由于投资是具有风险性的，倘若你要投资于某项目，又看不准该项目是否能获得预期的效益，如果此时为你服务的经纪人对此项目很有研究或者了如指掌，为你出谋划策，这无疑对你来说是很好的事情，因此，在选择经纪人时，了解经纪人的特点也显得尤为重要。

第二节 开立帐户

一、含义及作用

所谓开立帐户，是指债券投资者在证券经纪人处开立委托买卖帐户。其作用就在于确定投资者的信用，即保证客户在其购买指令执行后能如期付款和防止欺诈等非法行为的发生。购买债券时，确定投资者有能力支付价款和佣金；出售债券时，确认他是债券的持有者。同时，开立帐户后投资者如果采用信用交易方式，可以取得证券公司的贷款或债券。

二、开户需要填写的内容

债券投资者在经纪商处开立帐户后通常被称为客户。客户在初次申请开户时，必须有介绍人。介绍人通常是与经纪商有买卖往来关系、又无不良记录的老客户。凡申请开户者必须填写“证券买卖契约”一式三份，经纪商、申请人和介绍人各执一份。

个人开户需要填写的内容包括：委托人真实姓名、性别、年龄、籍贯、住址、身份证编号、申请人已成年的确认书、投资目的、电话号码、职业、职务、工作单位及其地址和电话号码等，除此之外，还有有关与之资金往来的银行的情况，以及以前与其他经纪人的帐户等等。如果是买卖期权，则所需的内容会更多，如个人收入、资产投资经历等。一般而言，每个帐户均应有管理帐户的注册代表及有关管理者的签字。

机构开户需要填写的内容包括：机构名称、机构的性质及类别、机构所在地、机构主管人的姓名及职务、委托买卖业务代理人的姓名及主要经历，机构电报、电话号码等。

个人或机构投资者除以上填写内容外，还应填写下列内容：委托交易方式（即现货交易或信用交易等等）；经纪人通知客户的方法；介绍人真实姓名及地址；应遵守的其它营业细则。

全部内容填写完后，交由经纪商审核，审核无误后，经纪商予以编列帐号，并填写“开户帐卡”交予委托人，开户手续即告结束。

三、帐户的种类

1. 基本种类

帐户的种类很多，但最基本的有两类，即现金帐户和保证金帐户（也称信用帐户）。还有几种很少使用的帐户，如联合帐户、信托帐户、随机帐户等等。

(1) 现金帐户。它是指在购买债券时,客户必须以现金支付的帐户。客户不得借此帐户从事保证金信用交易。现金帐户要求客户在交割日或交割日前以现金全额支付购买债券价款。以现金帐户出卖债券的顾客则须于交割日或交割日前将债券交给经纪人商行,但是后者一般只是在交割日才支付现金价款,当然特殊情况除外。此类帐户开立容易,且开妥帐户后,客户只须与经纪人所指定的具体经办人联系,即可委托买卖。

(2) 保证金帐户。包括经纪人贷款与贷券两种信用交易的帐户,其开户手续甚为严格,需要签订“保证金合约”并缴存保证金。保证金帐户开设以后,客户购买债券只需支付部分费用(其比例称保证金比率,各国规定不同),其余部分由经纪人垫付,因此,开设此种帐户时经纪人特别要了解客户的资信状况。美国的证券公司通常要求开设保证金帐户必须存足2000美元以上的款项,以避免在交易中承担过大的风险。经纪人垫付的部分可视为他对客户收取利息的长期贷款。“保证金合约”十分重要,它详细规定借款人借款购买债券的义务。其中规定,贷款人可以借款人借款所购债券为担保物向银行借款,以用于支付借款人借款所购证券的价款或其它方面的价款。纽约证券交易所规定,经纪人能用于作为担保物的债券价值应以借款人的负债为限。在贷款人和借款人签订的合同中还要规定借款人保证金数目的大小。保证金分为两类,一类是最低限保证金,另一类是初始保证金。通过控制保证金多少,一国政府能实现对经济,特别是对证券交易的影响和控制。

一般情况下,符合交易所规定的人均有权开立证券买卖帐户,但有些人如交易所会员组织的雇员、银行、信托机构雇员等,未经特别允许,经纪人无权接受他们要求开立帐户的请求。

2. 其它种类

除以上两种基本帐户外,还有下面不常用的三种帐户。

(1) 联合帐户。即两人以上共同开立的帐户,开户时需订附加契约。通常情况下,联合帐户多为夫妇联名开设,一旦其中一人死亡,另一人无须等待法院调解决定财产权的归属问题即可出售债券。但由于税务补偿问题和各种法律原因,夫妇双方开设联合帐户前需委托一名律师。联合帐户还可由几个人联合开设,以便集中资金合作投资,减少交易佣金。

(2) 信托帐户。是指专门为未成年人开立的帐户,这是为了禁止保护人以其自己名义进行债券买卖而设立的帐户。

(3) 随机帐户。在这一帐户下,客户给经纪人公司的代表以有优先权的书面批准,准其事先不同投资者商量即可进行交易。交易的时机、所选的债券及价格和数量,均由经纪人决定。

四、帐户的处理

一旦顾客与经纪人开立了证券买卖帐户,顾客就可以通过经纪人在交易所买卖债券了。一般情况下,顾客都通过电话向经纪人(通过经纪人所属的经纪人商行)提出委托。经纪人收到顾客委托后,注册代表将把委托内容填入特制委托书上做成正式的顾客委托。

委托执行后,注册代表还要把成交情况电话通知委托人。证券买卖帐户的处理一般包括以下几方面内容。

(1) 确认书。每执行完委托后,经纪人商行均应向委托人寄送交易确认书。确认书包括:①成交日期;②交割日期;③债券名称;④债券金额;⑤成交价格;⑥成交地点;⑦本人或代理人交易;⑧代理人佣金;⑨应付利息;⑩应付给顾客或经纪人的包括全部费用的净余额。

(2) 月度明细表。经纪人应每月向顾客报告当月的交易情况,如某月没有成交,则至少每季向顾客报告。

(3) 现金余额。一般而言,经纪人对顾客并无最低现金余额的要求,经纪人对顾客存放在的帐户内现金也不支付利息。经纪人通常要求初次通过他买卖债券的顾客存入与第一次交易足额或不足额的现金或作为保证金用的债券。纽约证券交易所规定金额(即初始保证金)是2000美元。

(4) 股息与利息。由于债券票面的保存人多数情况下都是经纪人,所以,当债券发行者支付利息时,一般直接付给经纪人。经纪人在收款后立即将收到的利息贷记开帐户即真正的所有人所开立的帐户,并由顾客选择决定该笔收入的支付方式。如果顾客开立的是现金帐户,则该收入就变成一笔闲置余额;如果顾客开立的是保证金帐户,则帐户内的借方余额自动减少。

(5) 债券质押。经纪人就顾客应付的佣金、利息等有权对顾客的债券行使质押。为行使质押权,经纪人在顾客支付应付费用之前有权停止债券的交割,甚至出售债券以赔偿应支付的费用。

(6) 借方余额的利息支付。借款人对于为购买债券所借的款项应支付利息,每种利息每月复利一次。当借款人收到利息时,其借方余额等比例减少,其应付利息也相应减少;如果贷方余额不增加,每月的利息则使借方余额相应增加,下月的利息则相应变大。

第三节 委托买卖

一、委托买卖业务

证券委托买卖业务包括股票和债券的委托买卖,两者基本上没有什么不同。因此,这里我们介绍统一的证券买卖业务。为了介绍的方便,我们统一以股票为例来说明。

委托是顾客向证券经纪人发出的表明顾客以某种价格购买或出卖一定数量的某种证券的请求。证券委托买卖业务是证券经纪人接受和完成顾客的委托买卖的具体过程。投资者无论是在证券交易所还是场外进行证券交易,一般都需要委托证券经纪人来进行。一

般委托应包括的内容有：①委托时间。②购买还是出售证券。③买卖证券的名称。④买卖证券的数量。⑤经纪人商行的名称和交易所电话号码（有时可仅列电话号码）。⑥其它方面，如有效期的长短、成交价的高低等。上述六项只是委托的一般内容，在实际业务中，委托常因顾客的需要不同而包含不同的内容。根据委托内容的差异，委托可划分成许多类型。

1. 按委托的交易数量划分

（1）整份委托。整份就是证券交易中交易的基本单位。一般情况下，整份多指 100 股股票，除此以外整份有时也指 25 股或 50 股股票。最后，整份还指 10 股股票。不过，只有那些价格高、交易量小的股票才以 10 股作为交易整份。整份委托就是交易数量是整份或整份的倍数的委托

（2）零数委托。零数就是证券交易中低于单位交易额零星交易量。零数委托就是交易数量是零数的委托。如果交易整份是 100 股，那么买卖 1—99 股的委托都是零数委托。

2. 按委托的交易方式划分

（1）购买委托。

（2）出售委托。

3. 按委托的限制条件划分

（1）随行就市委托。随行就市委托就是证券成交的价格以委托到达交易厅时最优惠的价格为准的委托。在这种情况下，投资者只能确定买卖何种证券。而不能确定以什么价格来买卖。随行就市委托是最常见的委托，有时所有委托中，随行就市委托可多达 85%，而且多属出售委托。随行就市委托的好处，其一是成交的迅速性。这种委托由于不具体规定成交的价格，一般都能迅速成交。其二是成交的把握性大，只要不出现意外，该种委托一般都能得到执行。

（2）限价委托。限价委托与随行就市委托不同在于委托人在委托中事先规定了他认为合适的成交价格。这种委托，委托人要冒其委托可能执行不了的风险。经纪人在执行委托时应以比委托价格更优惠的价格成交，如是出售限价委托，委托最终执行的成交价应等于或高于委托价；反之，如是购买限价委托，其最终执行的成交价应等于或低于委托价。限价委托的好处其一是，顾客能以比提出委托时的市场价格更优惠的价格成交；其二是当证券价格变动幅度很小时，提出限价委托很有利。限价委托的缺陷就是有时执行不了。因为，顾客所规定的价格可能太高或太低，因而无法按规定价格成交。如何确定现价委托中的成交价格是一个技术性非常强的工作。一般而论，购买限价委托的价格一般比市场价格低；出售限价委托则往往比市场价格高。

在一般情况下，一旦收到顾客的限价委托经纪人应马上在交易所交易厅执行收到的委托。当经纪人无法在短时期内执行限价委托时，经纪人就会将限价委托转而交给专业会员代为执行，因为经纪人有许多委托需要办理，所以，没有时间等着执行这种委托，专业会员一般能较快地完成经纪人转来的限价委托。

在委托买卖中，除随行就市委托外，运用最多的就是限价委托了，在一般情况下，无

论是整份交易还是零数交易，限价委托几乎占有所有委托的 50% 左右。

4. 按委托有效期的时间划分

(1) 当日委托。所谓当日委托就是指在委托提出的当天交易时间结束时自动失效的委托。在一般情况下，如果没有特别说明，所有的委托均被视为当日委托，这种委托只在提出委托的当天或提出委托时至交易时间结束时这段时间有效。上述随行就市委托就是当日委托，限价委托则可能是也可能不是当日委托。

(2) 一周期委托。这种委托的有效期按日历周计。在美国，一周期委托在星期五下午 4 点自动失效。一般而言，专业会员不接受一周期委托，不过经纪人有时倒可能接受。从顾客的角度看，提出一周期委托并没有什么特别的好处，所以一般用得很少。

(3) 一月期委托。这是一种在每月最后一个营业日结束时就自动失效的委托。同一周期委托一样，这种委托对委托人没有什么特别的用处和好处，因此也用的很少。此外，专业会员一般也不接受这种委托。

(4) 撤销前有效委托。顾名思义，这种委托在被执行之前，一直有效。顾客提出这种委托是基于其对市场未来情况的自信，他相信市场价格可能与其委托的价格相一致，所以不急于执行其委托。

在上面介绍的四种关于时间的限制性委托中，最常用的是当日委托，撤销前有效委托居第二，一周期和一月期委托用得都比较少。

5. 特殊种类

除以上介绍的一般委托外，还有许多较特殊的委托。这些委托往往是顾客为了特种目的而设的，种类尤其繁多，下面仅就一些比较常用的做简单介绍。

(1) 限价补进或卖出委托。这种委托可细分为两类：其一是限价买进委托；其二是限价卖出委托。当市场价格达到或超过委托的限价时，经纪人应该立即象执行随行就市委托那样执行有关委托。具体而言就是，限价买进委托在市场价格达到或高于委托价格时变成随行就市委托。

限价补进或卖出委托在不同场合有不同的作用，总结起来，有六个方面的作用。

①保护顾客多头购买已有的利润；例如，有一投资人以 100 元一股的价格买进了 1 万股，后来价格上涨到 110 元一股，得到帐面利润 10 万元。但投资人分析认为，这种股票的价格可能下跌，于是他向证券经纪人发出限价卖出委托，即如果股票市价下跌到 106 元就卖出 1 万股股票，经纪人届时执行委托，每股可盈利 6 元，从而保障了投资人的投资利润。

②保护空头卖出者交易已有的利润。例如：有一个投资人预测某种股票价格要下跌，便以每股 100 元的价格卖出 100 股，如果股票在一段时间后下跌到 90 元一股，该投资人就会获得帐面利润 1000 元。这时，该投资人又担心股票价格上涨使利润减少，他出限价补进委托，当股票价格回升到每股 95 元时买进 100 股，如果证券经纪人执行了这一委托，按照每 95 元一股的市价买进 100 股，那么投资人在这笔交易中可获得帐面利润每股 5 元。

③防止或减少多头购买的损失。例如，有一投资人预计股票的市价将上升，于是他以 100 元价格购买了 100 股股票。但该投资人同时又想到证券市场的千变万化，因此他向证

券经纪人发出限价卖出委托,指出如果价格下跌到 97 元一股,证券经纪人可以将其股票售出,这样他的损失只限于每股 3 元而已。

④防止或减少卖空交易的损失。例如,有一投资者认为股票市场价格最近将呈下降趋势,他以每股 100 元卖出 1000 股股票,并预计当股价降低时再买进 1000 股。但为了防止股价上升可能蒙受的损失,他向证券经纪人发出限价补进委托,即如果股票价格在每股 100 元或当时最佳可能的价格如 102 元时,就买进 1000 股,从而避免股票价格上升过高遭受更大的损失。

⑤在市场处于强势条件下进行多头购买;

⑥在市场处于弱势条件下进行卖空交易。

(2) 限价及限价补进或卖出委托。顾客使用这种委托的目的有两个:一方面取得限价补进或卖出委托的好处,另一方面事先确定买卖股票的价格。所以,这种委托能获得限价委托及限价补进或卖出委托两者的好处。不过事实上,在实际业务中,该委托用得很少。

除上述两种特殊委托外,还有许多种委托。这些委托不仅用得少,而且也较易于理解,所以在此不多赘述。为了方便读者,只将这些委托罗列如下:以开盘价为成交价的委托、以收盘价为成交价的委托、经纪人自主委托、立即执行余额作废委托、执行或取消委托、必须全部接收的联合发价、不得降价委托、可替代委托、转换交易委托、价格序列委托、以现金交易委托以及撤销订货委托等。

二、经纪人的权利、义务及指令

(1) 经纪人的权利。当顾客委托买卖的债券多于交易单位时,经纪人有权部分接受该项委托,委托人则应支付或接收已履行的那部分委托。在债券市场上,债券一般以 1000 元作为一个交易单位。例如,某顾客委托 A 公司债券(面额为 100 元) 105 元的价格买进 100 张,经纪人甲在交易所按要求的價格购买了 50 张,那么该顾客应确认此笔委托。当顾客委托买卖的数量低于 1 交易单位时,经纪人则无权部分履行。

(2) 经纪人的义务。

①在执行委托过程中,经纪人应运用适当的技巧,使交易尽量有利于顾客;

②经纪人应依顾客委托的要求执行委托;

③经纪人必须在交易大厅内以公开叫价的方式达成买卖交易。

(3) 买卖债券的指令。指令就是顾客买卖债券时对他所委托的经纪人提出的要求。根据这些要求,指令可以分成许多种,其中主要有:

①市场指令:指顾客要求经纪人立即执行的指令。经纪人接到这种指令,应立即为顾客买卖债券,不管当时债券价格怎样。当然,为了信誉,经纪人应力争以对顾客最有利的价格完成交易。

②限价指令:当顾客要求经纪人以高于(或不低于)一定价格买(卖)某种债券时,他就向经纪人发出这种指令。经纪人接到这种指令,如市场上债券价格符合要求,他就应

为顾客立即成交。如债券价格不符合要求，他就应等待。顾客发出限价指令通常都有时间限制，超过限定时间，指令自动作废。在纽约证券交易所，如无特别声明，顾客的限价指令以一天为限。

③停止损失指令：这是顾客向经纪人发出的一种保护性指令。根据这种指令，经纪人要在某种债券下跌（或下跌）到某一价格时，为他卖出（或买进）该种债券。顾客发出这种指令的目的是为获取尽可能多的盈利，蒙受尽可能少的损失。

第四节 交易过程

交易所里的经纪人一接到顾客的指令（多是通过顾客委托的证券公司），就迅速到买卖这种债券的交易柜台（在交易厅内）去执行指令。由于买卖某种债券的都是多家，因此，买卖是通过双边拍卖形式完成的。即在买卖过程中，竞争不仅发生在买主之间，在卖主之间也有竞争。世界各证券交易所进行双边拍卖主要有两种方式：口头交易和牌板交易。美、英等国的交易所多采用口头交易，即买卖各方的出价和要价都通过口头表达。现以纽约证券交易所的股票交易过程（债券交易过程与股票差不多，只是在一些细节上有所区别）为例来说明这种方式：经纪人来到交易柜台，首先要了解他所要买或卖的债券的交易情况，就是要问清当时这种股票的卖主们的最低要价和买主们的最高出价。回答他的通常是几个数字，比如

回答是：“100 3/8 和 100 6/8，20 对 40”。前面两个数字代表买主中间的最高出价为 100 3/8 美元，卖主中间的最低要价为 100 6/8 美元，两者相差 3/8 美元。后两个数字表示按当时的最高出价和最低要价，买主和卖主美元。后两个数字表示按当时的最高出价和最低要价，买主和卖主愿意买进和卖出的交易单位数，20 代表 20 个交易单位，40 代表 40 个交易单位。因为纽约证券交易所的交易单位为 100 股，所以上面回答的全部含意是，当时有人愿以每股 100 3/8 美元买进 20000 股股票；有人愿以每股 100 6/8 美元卖出 4000 股股票。情况清楚后，这位经纪人就要参加讨价还价了。如果他是代顾客买股票，就应从当时的最高出价逐渐往上加价；若是代顾客卖股票他就应从当时的最低要价逐渐往下减价。纽约证券交易所规定每次加价和减价都是 1/8 美元，这 1/8 美元就是纽约证券交易所的价位。当有的买方和卖方对价格满意决定成时，他们就简单说个“买”或“卖”字，这笔交易就算完成，场内工作人员将成交资料输入电子计算机。债券交易与股票的区别是交易单位不一样，公债券及公司债券一般以面额 1000 美元的债券为 1 个单位。

澳大利亚、香港和东南亚一些证券交易所大都采用牌板交易。买方和卖方的最高出价和最低要价不是口头回答，而是通过在牌板上书写来表示。现以澳大利亚悉尼股票交易所为例来说明这种交易方式。假定该交易所的 90 号经纪人（在这个交易所的交易厅内，每个经纪人都有自己的代号）接到要买 ACE 公司股票的“市场指令”，他应先在交易牌板上看一下 ACE 公司股票的交易情况。比如当时 ACE 股票的交易情况如下（我们只截取交

易牌板上有 ACE 股票的一行)：

.....							
ACE	87	154	156	37 45	157	158	156
						155	
.....							

上表从左向右的第一栏是股票名称：第二栏是在当时出价最高的买主（经纪人）号码；第三栏是买主出的最高价格，154 表示每股出价 1.54 澳元（下同）；第四栏是卖主的最低要价；第五栏是在当时要价最低的卖主号码。栏内有两个号码，表示有两个卖主愿以这个价格卖股票；第六栏是当日第一笔成交的价格；第七栏是在 90 号经纪人接到指令时，ACE 股票当日成交的最高和最低价格；第八栏是最近一次成交价格。看了 ACE 股票的交易情况后，90 号经纪人知道，要想成交，必须高于 1.54 澳元的价格。这个交易所的价位为 0.01 澳元，于是他可以 1.55 澳元，并把它连同自己的号码写在牌板上，同时擦掉 87 号和 1.54 澳元，因为它已不再是当时的最高出价了。这时，交易牌板上 ACE 一行的变化如下：

.....							
ACE	90	155	156	33 45	157	158	156
						155	
.....							

这时如卖方有人如 46 号愿以 1.55 澳元一股成交，他便可直接找 90 号经纪人联系并办理成交手续，一笔交易即告完成。这时，交易牌板的 ACE 一行变成下面的样子：

.....							
ACE			156	37	157	158	156
						155	
.....							

除了口头和牌板交易处，有些证券交易所，如东京证券交易所和美国股票交易所（设在纽约的另一家交易所）等还辅之以手势。

近年来，随着电子计算机的广泛应用，有些交易所已逐渐用计算机代替上述传统的交易方式。如伦敦证券交易所从 1986 年 10 月下旬起采用电子计算机代替交易厅内的口头交

易。

第五节 交割和过户

一、交割

交割指买卖债券成交后，买主付出现金取得债券、卖主交出债券取得现金的手续。有些交割在买卖成交后立即完成，这种交割多发生在卖方急需现金、买方急需债券的情况下。有些交割是在成交后一定时间内（几天至几十天）完成的。

交割手续通常通过清算公司办理。一个投资者有时既买债券又卖债券，有些帐目可以互相抵销，最后只交付或收取净差额即可。

交割要经过下列程序：

（1）送帐单给客户。证券公司在成交后，要送帐单通知客户。客户应在规定的交割期内进行清偿，逾期不交割的，证券公司有权出售其债券，发生的亏损由投资者负责。

（2）支付佣金。投资者委托经纪人买卖债券要支付给经纪人佣金。

（3）证券公司寄送月报表。每个月证券公司都寄送月报表给客户，月报表记录了一个月交易的情况，包括交易日数、交易数量、债券名称、成交价格、存款数量以及客户所拥有的债券数目等。

二、过户

交割完毕后，就要进行过户。就是将债券的所有权从一个所有人的名下，转移到另一个所有人的名下。“过户”只对记名债券或记名股票有意义，由于公司债券和政府债券多为无记名形式，所以，一般讲债券交易需要过户的数量很小。

投资者进行证券投资要支付一定的费用，这些费用可以分为三类：

（1）佣金。顾客委托经纪人买卖证券应支付的第一项费用就是佣金。佣金的多少依交易所的不同而不同，而且即使是同一交易所，佣金的多少也因时间的不同而有所差异。以美国纽约证券交易所为例，在1975年5月1日以前，顾客支付的佣金多少，交易所有特殊的规定。其实行的是固定佣金制度，顾客应付佣金的多少可从特制的佣金表查得。在1975年5月1日后，该交易所开始采用竞争性佣金制度。出现这个变化的原因主要是：机构投资家，如人寿保险公司、养老金基金等的发展，加强了投资者的谈判力量；场外市场的竞争使交易所证券交易量日趋萎缩，在总的证券交易中的地位相对减弱。这样，交易所不得不进行改革，以增强竞争力，其结果就是各个大证券公司的佣金表取代了交易所统

一的佣金表。1985 年,英国伦敦证券交易所也实行了同样的变革。

(2) 税收。美国有的州,对证券的买卖和转让还要征收一定的税收。一般而言,这种赋税都由卖方支付,税率的高低依债券价格高低而定,每次交易征税的最高限额是 350 美元。除此之外,美国证券交易委员会还要对每 500 美元的证券交易征税 1 美分。

(3) 其它费用。主要包括:①顾客以保证金购买证券时应付的利息;②交易行为引起的证券及单据的邮寄费、保险费等。

第六节 柜台市场的债券交易程序

柜台交易是指在证券交易所以外的市场的债券交易。这种交易是在证券公司之间或在证券公司与客户之间直接进行的,柜台交易的债券大多为未在交易所挂牌上市的债券,但也包括一部分上市债券。70 年代以后,世界范围的柜台交易有了迅速的发展。目前,美国和日本债券交易的相当大部分是在以柜台交易方式进行的。

一、柜台交易的特点

柜台交易与交易所交易相比,具有一些特点:

1. 交易场所和交易时间都不固定

不像交易所集中的交易大厅,柜台交易市场是由分散在各地的,规模大小不等的证券交易营业部以及电话、电子计算机网络所构成。有在证券交易营业部内的面对面交易,但更多的是通过电话、电传、计算机网络等通讯设备构成的市场网络来进行的。其中有不少是专线电话,还有覆盖全国的计算机网络(如美国的全国证券商自动报价协会就是通过一部安装在康涅狄格州的特鲁姆布尔大楼里的电子计算机,将全国 6000 多家证券商联系起来,及时准确地提供全国场外市场的行情,随时可以进行交易)。

2. 交易手续简便,交易规则比较灵活

柜台交易与交易所相比,手续比较简便。首先,上市债券不用经过严格的审查和批准,上市比较灵活、方便。其次,零星的小额交易也可以成交,而不象在交易所那样只能进行整数交易。交易规则也较灵活,比如对参与交易的证券商的限制就比在交易所内交易的证券商少得多,而且,个人可以直接参与交易,而不必像交易所那样必须经过证券经纪人。

3. 采用协商议价的方式进行交易

柜台交易的债券价格不象交易所交易那样通过公开竞争决定,而是由买卖双方协商议定。投资人可以直接与证券公司议价买卖,也可以委托经纪人与一家或数家证券公司议价买卖,这种协商议价的方式亦可称为私人议价。

二、柜台交易业务

由于以上特点，决定了柜台市场的交易程序具有简单、多样化、灵活的特征。

柜台交易分为自营买卖和代理买卖两种业务，其中自营买卖所占比重较大，代理买卖的比重较小。也就是说，柜台交易是以自营买卖为主的。

1. 自营买卖的交易程序

自营买卖，指证券公司作为交易商为自己买卖债券，赚取价差。基本程序是：证券公司以批发价格从其他证券公司买进债券，然后再以零售价格将债券出售给客户，或者，证券公司以零售价格向客户买进债券，然后再以较低的价格批发给其他证券公司。证券公司通常设有证券交易营业部，在营业厅内对自己经营的债券同时挂出两个价牌：一个是证券公司购买这种债券的价格，称为买入价格，另一个是证券公司出售这种债券的价格，称为卖出价格。两者的差额即为价差。价差是证券公司经营自营业务的利润。证券公司推出价格后，无论是投资人要按买入价格出售，还是要按卖出价格购买，证券公司都不得拒绝。而投资者不同意证券公司推出的价格，双方还可以进一步讨价还价。

2. 代理买卖的交易程序

代理买卖，指证券公司作为经纪人，根据客户的委托，代理客户买卖债券，赚取佣金，即手续费。客户委托经纪人的程序与交易所交易委托的程序差不多，只是没有后者那样严格。经纪人接受委托后就在证券交易营业部内进行代理买卖。由于柜台交易是以协商议价方式进行交易，因此，委托的指令也很简单，一般只有限价委托（但给予经纪人较多的自主权），特殊情况下有少量的随行就市委托。证券公司依照想买入债券的客户委托的买价或依照想卖出债券的客户委托的卖价，尽可能以对客商最有利的价格成交，然后向客户收取佣金。例如：当某客户想买入债券时，即与他的代理商行（某证券公司）接洽，该代理商行立刻用电话向几家证券公司打听行情，然后将其打听到的各家证券公司的报价告诉客户，如果客户认为满意，便可委托该代理商行代为买进。该代理商行用电话与有关的证券公司进行磋商，议定可能的最好买价（按打电话当时的行情定价，几分钟以后行情就有可能发生变化，但已议定好的价格不能再更改），并按此价格买进，交易即告成功。代理商行按规定向客户收取合理的佣金。

自营买卖所赚价差的多少和代理买卖所收佣金的多少，均由各国证券公司行业协会统一规定。

第八章 债券的偿还

第一节 债券的偿还期限

一、长短期债券的分类

1. 分类

债券和股票不同，它是一种债务凭证，发行者要按期偿本付息，因此，它有一个多长时间后还本付息的问题。由于债券的利息，按照约定，或是在偿本之前分期支付，或是在还本时一并还清，所以一般来说，从债券发行日起到还本日止这段时间，叫做债券的偿还期限，简称债券期限。期限在 1 年以内的债券可归于短期债券，1 年以上的算作长期债券，将 20 年或 25 年以上的债券称作超长期债券。也有人主张将长期债券再做细的分类，将 2 至 5 年的债券称为中期债券。中期和超长期的时间概念并无统一标准，不同国家的金融市场有不同的划分惯例，都是沿袭传统和习惯。

2. 短期债券

短期债券的发行者主要是企业和政府，金融机构中的商业银行因以吸收存款为其主要资金来源，而存款中有很大比例是一年期以下的存款，所以没有必要发行短期债券，一些投资银行所需的资金大都是较稳定的长期资金，所以一般也不发行短期债券。

(1) 企业发行短期债券。企业发行短期债券大多是为了筹集临时性的周转资金需要。短期债券以美国 CP 最具代表性。CP 是英文 commercial paper 的缩写，中文译作商业票据。在美国，商业票据狭义地指高信用级别的公司为满足季节性资金需要而发行的资筹工具，代替向银行借款，购买者主要是非金融公司。美国的商业票据市场可追溯至 19 世纪早期，但直至近 20 年，特别是 80 年代以来才有大发展。商业票据的未清偿价值 1979 年有 1110 亿美元，1986 年 8 月有 3230 亿。商业票据多数是无担保的，商业票据的发行不需在证券

交易委员会注册,但要经过一家美国评级机构评级。到期日在9个月以内。发行人有工业公司、商业公司、银行持股公司,以及外国子公司。主要购买人有工业公司、货币基金、银行等。在我国,随着金融市场的逐步兴起,开始有一些企业发行短期债券(即企业短期融资债券)筹集短期临时周转资金。到1989年,累计发了39.72亿元人民币的企业短期融资券。按现行管理规定,企业短期融资券的期限分为3个月、6个月和9个月三个档次,最长不得超过9个月。

(2) 政府发行短期债券。政府发行短期国库券是为了平衡预算收支。美国财政部国库券的期限都在1年以下,分3个月、6个月、9个月和12个月四种。3个月和6个月的国库券于每星期一在12个联邦银行的分行出售。9个月和12个月的国库券每月发行一次。国库券的主要持有者有联储银行、商业银行、非金融公司、州和地方政府及个人投资者。国库券由于信誉高,流动性强,商业银行将其作为流动性资产,而且是二级储备的重要部分。国库券的偿还期限从91天到1年。我国从1981年开始发行国库券,但品种较单一,期限较长,一般为3年以上,实际上是长期国债,这和国际上一般通行的分类不同。

3. 中长期债券

中长期债券的发行主体有政府、金融机构和工商企业。发行中长期债券的目的是为了获得长期稳定的信用资金。美国联邦政府发行的中长期国债品种较多。中期国债分2年、3年、4年、5年、7年和10年六种,长期国债年限在10年以上,30年以下。日本的中长期国债,中期国债期限在5年以内,分贴息债和付息债两种。贴息债期限5年,每隔1月向个人投资者发行。付息债有2年期、3年期和4年期三种,采取公开投标方式发行。长期国债一般期限为10年,每月以付息方式发行,投资者是商业银行和大藏省资金运用部。超长期国债。1983年开始,日本政府以信托基金、养老金、互助公积金和保险准备金为对象发行了期限为15年和20年的超长期国债。

企业和金融机构也可以发行长期债券。进入80年代以后,西方金融市场上筹集和融通资金出现了证券化趋势,发行长期债券的数额越来越大,债券品种也越来越趋于多样化。本章不再一一列举。

二、设置偿还期限的参考因素

债券发行人确定所要发行的债券的期限长短时,要考虑以下几个因素:

1. 资金的使用和偿还计划

资金的使用和偿还计划包含两方面的内容:其一是资金需求的性质,即发行债券筹集的资金用来做什么。如果要为兴建一个建设项目,或者用于企业改建、扩建,或者尚需补充一部分生产所需的最低限度的流动资金,那么,满足这种需求的资金应当是长期资金,如果是为季节性、临时性需要发债筹资,应当是发短期债券。其二是综合发行单位的资金来源和运用情况,确定可以偿还债券的时间。在其他资金来源增加,或者资金占用减少的情况下,可以缩短债券的偿还期限。

2. 筹资成本

粗略地说,筹资成本包含两部分:一部分是利息;一部分是发行成本(包括发行手续费、证券印制费、宣传广告费、信用评级费用、担保费用、其他有关费用)。在考虑发行多长期限的债券的使得所支付的利息比较划算时,涉及对未来市场利率水平的预期。如果预期市场利率今后要下降,筹资人通常愿意发行期限较短的债券。这样,若市场利率果然趋降,筹资人便可再以较低利率发行新债券,以减少全部筹资利息支出。反过来,如果预期将来市场利率上升,则筹资人会倾向于发行期限较长的债券,以避开市场利率上升阶段,使筹资成本不随市场利率的上升而增加。在考虑利息成本的同时,也要考虑发行成本。发行成本项目大多是一次性固定费用,债券期限越长,年度单位资金成本就越低。综合考虑筹资成本,就可以将在预期将来市场利率下降时,缩短债券期限会减少的成本与债券发行成本相比,如果节省的利息支付大于发行成本的增加,那么,从成本角度看,缩短债券期限是适宜的。反之,如果节约的发行成本少于利率提高增加的利息支出,缩短债期是不必要的。在二者相当的情况下,债券期限的设置就不需考虑成本问题了。

3. 交易市场是否发达

证券交易市场是否发达,是影响债券期限设置的重要因素。交易市场发达,信用等级高的债券可以很方便地买卖,增加了债券的流动性,债券持有者需要资金或者变换证券品种时,可以随时将其变现,便敢于购买长期债券。如果交易市场不发达,无疑增加了债券持有者的投资风险,长期债券就会难于推销,迫使筹资人只能发行期限较短的债券。

另外,还有投资者的偏好、消费倾向,以及证券市场上其他债券的期限构成,也是筹资人在选择期限时要考虑的因素。

第二节 债券的偿还方式

一、债券利息的支付

债券按利息的支付方式分类,可分为不记名债券和记名债券两种,不记名债券又可分为付息债券和贴息债券。

记名债券要在券面上注明债权人姓名,同时在发行公司的帐簿上登记,转让记名债券时,除要交付债券外,还要在债券上背书和在公司帐簿上更换债权人姓名。记名债券的债息一般由发行者按期以支票方式付给债券购买者。

不记名债券是指券面不注明债权人姓名,也不在公司帐簿上登记姓名的债券。不记名债券有贴现债券和付息债券两种。贴现债券亦称贴息债券或贴水债券,这种债券券面上不标明利率,以低于面额的价格发行,到期时以面额价还本,发行价与面额之差即为利息。

很显然, 贴现债券的利息是发行者在卖出债券时就已付给购买者了。付息债券一般是按面额发行, 发行后按照一定的时间间隔分期支付利息, 并以面额还本的一种债券。采取满期前分期付息的债券大都是中、长期债券, 持券者可将利息再行投资, 取得复利收益。付息间隔期通常为半年一次。付息债券附有称为息票的小纸券, 记录着付息日期和金额, 持券人按期持券到指定的付息处, 剪下息票换取利息。待剪完全部息票时, 即全部利息付完, 债券到期, 遂行还本。

二、债券本金的偿还

债券是一种债权凭证, 除永久性债券外, 到期债务人必须偿还本金, 但偿还方式可以不同。债券的偿还方式, 大致可以分为满期偿还、期中偿还、延期偿还三种。其中偿还按偿还的数额比例又可分为金额偿还和部分偿还。部分偿还按偿还时间又分为定时偿还和随时(任意)偿还。期中偿还时, 偿还方法可以采用抽签偿还和买入注销两种方式(参见图 5.8.1)

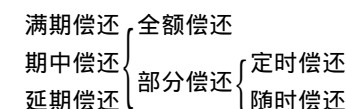


图 5.8.1 债券本金偿还方式

1. 满期偿还

满期偿还就是按发行债券时所规定的还本时间, 在债券期满时一次全部偿还。我国目前发行的企业债券、3 年期的国库券, 都是属于满期一次偿还。

债券在期满之时偿还本金是由债券的内在属性所决定的, 是购买和售卖双方在一般情况下不言自明的约定。如果筹资人在发行债券时考虑到债券不一定全部在到期日还本, 即可能期中偿还或延期偿还, 必须在发行前, 规定特殊的还本条款, 也就是做出特殊还本约定。

2. 期中偿还

期中偿还是在最终偿还期之前部分或全部偿还本金的偿还方式。

(1) 部分偿还, 部分偿还一般是从发行日起, 在经过一定期间(宽限期)后, 将发行额按一定比例偿还给投资者, 以日本为例, 公司债的宽限期长短因偿还期限的长短不同而有所区别。15 年债券的宽限期为 8 年, 12 年债券为 5 年, 10 年债券为 3 年, 7 年债券与 6 年债券为 2 年。一般而言, 每隔半年或一年偿还一批, 目的是减轻发行人一次偿还的负担。债券还本的期限越长, 利率也越高, 以示公平。

部分偿还按照偿还时间划分, 又可分为定时偿还和随时偿还两种方式。定时偿还也称分割偿还, 是在债券到期前, 分次在规定的日期按一定偿还率偿还本金的偿还方法。一般

是在宽限期后的每次利息支付日,连同利息一起偿还给债权人。定时偿还的偿还日期、偿还率、具体偿还方式(抽签偿还还是买入注销)是在发行债券时就确定了的,并且需要在发行条件中注明。随时偿还是一种由发行者任意决定偿还时间和偿还金额的偿还方式。采用这种方式完全凭发行者的意愿,会损害债权者的利益,所以在实际中不常见。若采用这一方式,也必须在发行条件中注明。

(2) 全额偿还。全额偿还是在债券到期之前偿还全部本金的偿还方式。发行者采用这种偿还方式,主要是出于以下两种考虑:一是发债后,由于种种原因,资金出现过剩,这种情况下采用提前全额偿还方式,可以避免不必要的利息负担;二是发债后,市场利率下降,发债时所确定的利率显得过高,在这种情况下,发行人提前偿还全部债券,发行利率较低的新债,可以降低筹资成本。金额偿还往往对投资人不利,因为市场利率下跌后,再投资已没有获取高利的机会,因而债券发行人的兑回价格常高于票面价值,其差额称为期前兑回溢价。全额偿还的具体办法,一种是发行人委托有关机构在二级市场上购回所发债券,这种办法不损害投资人的利益,可以简单迅速实现偿还计划。不过,这种方式受债券流通市场上价格和供应量的限制,有时不能达到偿还目标。特别是在偿还数量较大时,更加难以把握。另一种办法是事先设置选择性赎回条款,规定发债人拥有在所发债券到期之前以相当于或高于面值的价格直接向持有人赎回债券的权利,使债券发行人可以随时根据自己的财务状况调整债务结构。上述两种方法虽然都可以起到返还本金的作用,但二者的法律性质是不同的。前者是按照买卖自愿的原则达到返还本金的目的;后者是不考虑债权者的意志,按照约定的条件偿还本金的行为。

3. 延期偿还

债券发行人发债时可以设置延期售回条款,赋予投资人在债券到期后继续按原定利率持有债券直至一个指定日期或几个指定日期中的一个日期的权力。这一条款对债券发行人和购买人都有利,它使筹资人在需要继续发债和投资人愿意继续购买时省去新发债券的麻烦,债券持有人也可以据此灵活地调整资产组合。

第九章 国债基础

第一节 金边债券

在我们的身边，存在着各种各样的有价证券。从大的方面说，有股票、债券和投资基金证券。若细分一下，股票中又包括有普通股股票、优先股股票、记名股股票、不记名股股票，有面值股股票、无面值股股票、有表决权股股票和无表决权股股票。债券也可进一步区分为：企业债券、公司债券、金融债券、国家债券、短期债券、中期债券、长期债券、永久债券、附息债券、公募债券、私募债券、信用债券、抵押债券、担保债券、记名债券、不记名债券、固定利率债券、浮动利率债券，等等。

诸如此类的有价证券还可列出许多。但是，有一种证券颇为与众不同，那就是被人们通常称之为“金边债券”的国家债券。

像我们自己的家庭，我们所在的企事业单位经常要从外部借入一部分钱（或资金）用于满足生活、生产或其他业务活动的开支需要一样，政府也需要借债。

政府之所以要借债，是因为，在当今的社会经济生活中，政府担负的职能极为广泛，要做的事情越来越多。你只要稍加留意，便不难发现，政府的作用几乎遍及国民经济的各个领域和社会生活的所有方面。

政府要负责提供从国防、外交，到公安、司法、环境保护等社会经济活动所必需的外部条件：

政府要负责进行能源、交通、通讯等一系列重点投资，为国民经济的发展建立起强大的物质技术基础；

政府还要承担大规模的基础科学和重要应用科学的研究，以及教育、文化、艺术、卫生等项事业的发展责任；

政府要负责为国有企业提供发展生产之必需资金，为农业生产提供各种援助资金，为不发达地区提供各种补助费用；

政府要为城镇发展提供经费，为商品流转提供经费，为社会福利和抚恤事业以至为城镇青年就业提供所需经费；

政府还要介入经济生活的宏观调节，担负国民经济合比例稳定发展之重任。介入社会生活，担负调节人民群众收入水平、消费模式等职责。

可以摆出来的项目几乎是没完没了的，一个重要的标志，就是政府的财政支出往往要占到我国国民生产总值的 $1/4$ （在西方有些国家，这一比重甚至达到 $1/3$ ）。

政府要工作，就得要花钱。政府要履行如此广泛的职能，要做如此繁多的事情，没有大量的财政资金作为后盾是不行的。那么，政府所需要的钱是从哪里来的呢？

在社会主义市场经济条件下，政府取得财政资金的途径大体可分为无偿的和有偿的两种形式：

政府以社会管理者的身份，凭借政治权力取得财政资金和以资产所有者身份，凭借财产所有权取得财政资金，是无偿的形式。如课征税收、收取国有企业利润和规费等。

政府以债务人的身份，依据有借有还的信用原则取得财政资金，是有偿的形式。如发行国债、向中央银行借款等。

这就是说，国债是政府取得财政资金的一种有偿形式。政府发行国债的目的，是为了满足和我们每个人、每个企事业单位都息息相关的整个社会的公共需要。只要我们的社会经济生活有这种公共需要，政府就要为此而工作，而花钱。而政府所花的钱的一部分，就是通过发行国债来取得的。

政府发行国债总要利用反映债权债务关系的载体形式。老百姓认购国债，也不能没有一个能载明资金转让条件的有形契约。所以，政府发行国债往往表现为在金融市场上发行债券的活动。老百姓认购国债，亦常常表现为在金融市场上以手中货币换回政府所发行的债券的活动。

政府所发行的债券，叫做“政府债券”。由于政府有中央政府和地方政府之别，中央政府和地方政府又都可以作为债务人分别在金融市场上发行各自的债券，政府债券也就可进一步区分为中央政府所发行的债券和地方政府所发行的债券。中央政府所发行的债券，就是我们这里所谈的国家债券。

第二节 国家债券为何被称为“金边债券”

从历史上看，最早把发行国债作为筹集财政资金的一种形式的国家，应首推英国。当时通过英格兰银行代表英国政府所发行的债券。券面四边为金黄色。为了把英国政府所发行的债券和其他的债券相区别，人们便按照它的券面特征将其称作“金边债券”。“金边债券”一词也就由此产生并流传开来了。

不过，“金边债券”的扬名并在世界范围内广为流传的原因，不能仅仅归结于它的历

史渊源。更为重要的原因还在于：国家债券有着不同于一般有偿证券的独特之处。

一、国家债券风险最小

人们时常这样提醒自己，任何形式的投资都潜在着一定的风险，绝对没有风险的投资对象是不存在的。但是，在牢牢记住这一点的同时，请您也不要忘记另外一点：不同的投资对象在风险程度上有着极大的差别。

就债券投资来讲，风险的大小是与发行者是谁，发行者又以什么作为承担还本付息责任的基础直接相关的。

前面我们已经说过，国债是作为政府取得财政资金的一种有偿形式而由政府出面发行的。既然它的发行者是政府，政府依据国家信用发行国债，国家信用的基础又是国家的主权和资源，显而易见，由政府以国家的主权和资源作为承担国债还本付息责任的基础，国债几乎没有不按时还本付息的可能。相对于其他的有偿证券来说，投资于国家债券的风险是最小的。

二、国家债券流动性最高

流动性是有价证券的灵魂所在，没有流动性的证券，是没有生命力的，但不同的有偿证券有着不同程度的流动性，这同证券发行者的情况在多大程度上、怎样的范围内为投资者所知晓以及证券发行者的信誉如何，有直接的关系。

国债是由政府所发行的，政府的情况又为我们每一个人所周知。几乎没有人会怀疑政府到期还不了债，也没有人担心政府会赖债不还。所以，人们无论是在一级市场上认购国家债券，还是在二级市场上买卖国家债券，都无需审查债务人的信用情况。也正因为如此，国家债券可在证券市场上通行无阻，具有其他任何有偿证券无法比拟的流动性。

三、国家债券收益最为稳定

投资者从债券的认购到偿还期间内所得到的利息，就是债券的投资收益。

我们知道，收益相对稳定是债券投资区别于股票投资的一个重要特点。这也往往是人们宁愿选择债券而不选择股票的理由所在。然而，说债券投资的收益稳定，并不意味着所有债券的收益稳定程度都是一样的。我们经常看到的情况是，有的债券收益率高度稳定，有的债券收益率则免不了波动。有些债券收益波动的幅度相对高一些，有些债券收益波动的幅度相对低一些。但不管怎样，国家债券在诸种债券中的收益率最为稳定，则是一个普遍认可的事实。这是为什么呢？

原来，一种债券的收益率稳定与否，决定于该种债券的市场行情是否经常发生变动。债券的收益率与其市场价格成反方向变化。如果我们按照既定的利息率（票面利率）和既定的价格购入债券，其后，该种债券在市场上的行情看涨了，那么，相对于我们已购入

的债券来说，这种债券的收益率实际上就下跌了。因为，按照既定的利息率计算的收益额和眼下的债券价格两者力量之比，发生了不利于前者的变化。相反，如果购入债券后，债券的市场价格下跌了，那么，相对于我们已购入的债券来说，这种债券的收益率实际上是上涨了。因为，按照既定的利息率计算的收益额和眼下的债券价格两者力量之比，发生了有利于前者的变化。

所以，债券的市场价格不易变动或变动较小，是决定其收益率稳定程度大小的重要因素。国家债券由于风险最小，安全可靠，政府又有着高度的信誉，其市场价格发生波动的可能性，相对于其他债券来说，通常小得多。由于其市场行情相对稳定，国家债券的收益率也常常处于相对稳定状态。只要国债到期，投资者一般都可稳获既定利息收入，并收回本金。即使是较长期限的国家债券，当投资者遇有资金急需或投资目标发生变化时，也往往可立即拿到市场上转让他人，取得现款。在正常的情况下，不会因中途转让而在收益上受到多少损失。

正是由于国家债券所具有的风险最小、流动性最高和收益最为稳定这三个方面的独特之处，它就成为倍受投资者青睐的对象。也正是因为它在众多的投资对象中占有明显的优势，它也同时赢得了“金边债券”或“无风险债券”的美称。

第三节 中国的国债 = “超金边债券”

一、中国的国债已成为一种重要的投资对象

如人们所知道的那样，早在建国初期的 50 年代，我国政府就曾发行过“人民胜利折实公债”和“国家经济建设公债”。那两种国债的发行，对于当时国民经济恢复任务和“一五”计划的胜利完成，有着不容忽视的意义。但在 1959 年以后，政府有长达 20 年的时间未发行任何国债。其中的原因是多方面的，从 50 年代后期起，“左”的错误思想在我国逐渐处于支配地位，以至于人们将政府发行国债视为有损于社会主义国家声誉和形象的事情，便是一个极为重要的原因。

党的十一届三中全会以后，随着以减税让利为主调的经济体制改革在全国范围内的展开，中国的国债也开始获得了新生，而重新回到了我们的生活之中。1981 年向社会公开发行的为数 48.66 亿元的国库券，便是一个好的开端。从那以后，它的发展势头极为迅猛。人们对于国债的认识，亦有了质的飞跃。我们现在谈发行国债的时候，已经不再把它当作一件不那么正常的事情，而是把它视作一项长期的国策，视为政府财政收入的一个稳定的来源。不仅在经济困难或财政困难时要发行国债，经济繁荣或财政相对充裕的形势下也要发行国债。也正是在经历了如此重大的转变之后，中国的老百姓开始把国家债券视作

一种可供选择的投资对象了。

二、国债、投资、储蓄与股票投资的比较

那么，我们在将国家债券作为一种投资对象加以选择时，应当如何看待它所具有的诸方面特性呢？

这就需要比较。从国家债券同其他投资对象的比较中来认识国家债券，从比较中来把握并做出自己的投资决策。

在此，我们想要告诉读者朋友的是：国家债券是一种在各方面均有其明显优势的投资对象。

为什么这样说？

先来看一下国债投资与银行同期存款的比较。

生活中有了“余钱”，最简便且可带来收益的办法，就是把它存入银行，存入银行的钱通常不会有什么风险，银行也会按照你的钱存入期限的长短付给你相应的利息。在我国，付给你的利息的多少，目前是根据中国人民银行所颁布的利息率标准而决定的。活期存款有活期存款的利息率。定期存款有定期存款的利息率。短期存款有短期存款的利息率，长期存款有长期存款的利息率。你可以从经办储蓄业务的国有商业银行、邮政储蓄机构或信用社的门前或大厅内所挂贴的各种储蓄存款利率表，来计算自己可以获得的利息收入为多少。

但是，你不要忘记了，把你的“余钱”投放于国家债券，可以比存入银行获得更多的利息收入。当然，它也是几乎没有任何风险的。从1985年以后，我国所发行国家债券的利息率，始终保持着高于银行同期存款1—2个百分点的格局，这也成为一种大家所熟知的事情。同样一笔钱，存入银行和认购国债，会得到数额不同的利息收入，在风险情况基本无异的条件下，明智的投资者当然要把钱投向于获利较高的投资对象。就拿1995年发行的3年期凭证式国库券来说，投资者只要持满3年，就可获得高于银行同期储蓄存款利率1.76个百分点的利息收入。依此算来，如果你有10000万元的“余钱”，认购国债和存入银行两种选择的利息收入之差，3年下来，便是528元。

利息收入之间的差额，大家可能已经清楚地感受到了。但有一个更为重要的问题恐怕还未意识到。按照我国现行的银行储蓄制度规定，定期存款，如果遇有特殊情况提前支取，不论你已存入时间有多长，都是要按活期存款计算利息的，从而要白白丢失一笔本可以得到的利息收入。不管你有多么紧迫的需要，还是遇到了多么好的投资机会，不受“降低利息”的处罚就想提款，是不可能的事情。国债投资则不存在这样的问题。即使是较长期限的国家债券，只要持有了一定时间（通常以发行期结束为准），当投资者遇有资金急需时，完全可拿到市场上按照当时的行情转让他人，或者拿到原购买的发售网办事提前克取且按相应的持有期限，获取高于银行同期储蓄存款的利息。在正常的情况下，投资者不会因此而受损失，而且还可能从中获利。

还有以1995年发行的3年期凭证式国库券为例来说明。这种国家债券于1995年3月

1 日开始发行, 期限 3 年, 年利率为 14% (银行同期储蓄存款年利率为 12. 24%)。到期后一次还本付息, 并在持满 3 年后实行保值。在发行期结束后, 即从 1995 年 8 月 1 日起, 投资者便可视自己的需要, 随时到原购买的发售网点持“国库券收款凭证”和证明本人身份的有效证件兑取现金。兑取现金时利息计算公式为:

(1) 持满 3 年到期兑付时, 银行以对月对日按年利率 14% 计付利息。例如, 某投资者 1995 年 4 月 5 日购买金额为 1000 元的“国库券收款凭证”, 1998 年 4 月 5 日才算 3 年期满, 届时到银行兑取时, 银行支付利息为 $1000 \times 3 \times 14\% = 420.00$ 元, 再加保值贴补额。

(2) 持有时间不足半年者, 兑付时银行不计付利息。例如, 某投资者 1995 年 4 月 1 日购买金额为 1000 元的“国库券收款凭证”, 1995 年 10 月 5 日到银行提前支取, 银行不计付利息, 并要从本金中扣除 2‰ 的手续费即 2.00 ($1000 \text{ 元} \times 2\text{‰}$) 元, 实际付给投资者 998 元。

(3) 持满半年 (含半年), 不满 1 年的, 兑付时银行按实际持有天数以年利率 9.36% 的利率计付利息。例如: 某投资者于 1995 年 3 月 1 日购买金额为 1000 元的凭证式国库券, 1995 年 10 月 10 日兑取, 银行应支付利息为 $1000 \text{ 元} \times 9.36\% \div 360 \times 219 = 56.94$ 元; 扣除手续费为: $1000 \text{ 元} \times 2\text{‰} = 2$ 元, 实际支付给投资者的本息为 $1000 \text{ 元} + 56.94 \text{ 元} - 2.00 \text{ 元} = 1054.94$ 元。

(4) 持满 1 年 (含 1 年) 不满 2 年的, 兑付时银行按实际持有天数以年利率 11.34% 计付利息。例如: 某投资者 1995 年 5 月 10 日购买金额为 1000 元的凭证式国库券, 1996 年 5 月 20 日到银行提前兑取, 银行应支付利息为: $1000 \text{ 元} \times 11.34\% \div 360 \times 370 = 116.55$ 元, 银行扣除手续费为: $1000 \times 2\text{‰} = 2.00$ 元, 实际支付给投资者的本息为: $1000 + 116.55 - 2.00 = 1114.55$ 元

(5) 持满 2 年 (含 2 年) 不满 3 年的, 兑付时银行按实际持有天数以年利率 12.42% 计付利息。例如: 某投资者 1995 年 4 月 1 日购买金额为 1000 元的凭证式国库券, 1997 年 5 月 1 日到银行提前兑取, 银行应支付利息为: $1000 \text{ 元} \times 12.42\% \div 360 \times 750 = 258.75$ 元; 银行扣除手续费为 $1000 \text{ 元} \times 2\text{‰} = 2.00$ 元, 实际支付利息为 $1000 \text{ 元} + 258.75 \text{ 元} - 2.00 \text{ 元} = 1256.75$ 元

再来看一下国债投资与其他证券投资如购买股票的比较。

一旦进行这种比较, 国家债券的优势就更为明显了。我们已经知道, 国家债券是由中央政府发行, 并以国家财力和国家信誉为担保的债券。这就意味着它是绝对安全可靠的, 只要国家债券到期, 投资者便可以稳获既定的利息收入, 并收回本金。

相比之下, 股票则是一种具有高风险特性的投资对象。且不说其收益率常常飘忽不定, 遇有企业破产或倒闭时, 投资者手中的股票就会成为一张废纸。在中国, 目前尚未出现过上市企业破产或倒闭的问题 (这与目前上市的企业大都是实力较好和国家从各方面给予支持有关), 但随着现代企业制度的建立, 这种风险是迟早要出现的。而且, 从我国股份制试点迅速推进的势头来看, 股票的发行和上市已经由当初的供不应求、大量资金追逐少量股票的状况转向供求基本平衡甚至供大于求的状态。股市上那种曾经靠股票一夜暴

富的情形几乎已经不复存在。近几年，连原始股被套牢赔钱的事实也屡见不鲜。除此之外，股票交易的成本费用亦较高，包括标准佣金、印花税、过户费、远程通讯费等等，不论投资者盈亏，都是必须支付的。

还须值得一提的是，股市上的资金本身也有个机会成本问题。即使没有亏本，若不增值，相对于认购国债或存入银行来说，也意味着投资者因此而丢掉了一笔利息收入。

至于企业债券，表面上看有的利率很高，但有的企业则到期无力偿还，有的甚至连本都保不住。其风险也是较大的。

说到这里，认购国债、存入银行和股票投资的比较利益，读者肯定已经有所感触了。

三、中国的国债 = 超金边债券

在前面已经多次说过，由于国家债券在同诸种投资对象比较中所显现出来的多方面优势，它赢得了“金边债券”的美称。

然而，如果按照“金边债券”所具有的意义来衡量中国的国家债券的话，就会发现，“金边债券”这一在国外所广为流行的美称，是不能涵盖中国国家债券所具有的相对优势的全部内容的。

在国外，国家债券之所以被称为金边债券，主要是就其无风险和收益稳定而言的。但它的收益率（利息率）相对于其他投资对象来说，并不高，反而还要低一些。这是因为风险和收益本来就是互为条件的。高收益和低风险，通常难以同时并存。我国政府近些年所发行的国家债券，则的确是无风险和高收益同时并存。国库券的利息率甚至比银行的同期储蓄存款利息率还要高。这在国外是非常罕见的。

所以，中国的国家债券作为一种投资对象的相对优势，已经大大超出了本来意义的金边债券，考虑到这一点，用“超金边债券”来形容中国的国家债券，是再恰当不过的。

第十章 国债的种类

第一节 国债的分类方法

一、按偿还期限划分，分为短期国债、中期国债和长期国债

国债从发行之日起，到归还本金时止，为国债的偿还期限，偿还期限短的叫短期国债，偿还期限长的叫长期国债，介于两者之间的叫中期国债。但所谓短期、中期和长期，都只是一种相对的概念，世界上并没有绝对的划分标准。在目前，较为通行的划分标准是：

偿还期限在1年之内的国债为短期国债。这种国债通常因政府预算在年度执行过程中发生收不抵支的现象而举借，其形式一般是由政府发行短期国债券（如国库券），或向银行临时借款。这种国债目前在世界各国国债总额中的比重较大，且有日益增长的趋势。

偿还期限在1年以上至10年之内的国债为中期国债。除了与短期国债的期限长短不同之外，它也不是为了弥补预算年度以内的暂时的收支不敷而发行的，而实实在在是用于弥补整个预算年度的财政赤字。其形式主要是由政府发行附有息票的国债券，如美国联邦政府发行的财政部债据以及我国50年代发行的人民胜利折实公债、国家经济建设公债等，均属于中期国债。

偿还期限在10年或10年以上的国债为长期国债。这种国债通常是在国家遇有突然变故（如战争或经济危机）或重大的经济建设项目投资等，需有巨额的资金支付，而政府财政在数年之内又无力偿还的情况下发行的。它实际上包括两种形式：一种是有期的长期国债，即它的偿还期限虽在10年以上，但规定有具体的偿还时间，到期必须进行本息的偿付，债券持有人有收回本金的确信；另一种是无期的长期国债，亦称永久国债或统一国债。这种国债发行之时，不规定还本期限，平时仅按期支付利息。债券持有人有权按期取

得利息，但无权要求清偿。政府则可视财政宽紧情况随时从市场上购回这种债券，但法律上只有按期付息的责任。如英国的全部国债中约有 15% 就是由所谓无期国债构成的。

短期国债、中期国债和长期国债各占国债发行额或国债累积总额的比重，称为国债的期限结构。国债的期限结构，既直接决定着政府对国债收入运用时间的长短，也直接决定着国债投资者投放于国债上的资金所占用时间的长短。所以，这种分类方法无论对政府还是对投资者，都十分有用。

二、按流通与否可分为可转让国债和不可转让国债

可在金融市场上（主要指证券交易场所和银行柜台）自由流通买卖的国债称为可转让国债，亦称上市国债。认购者在购入这种国债后，可随时视本身的资金需求状况和金融市场行情，而将债券拿到市场上出售，转让他人。也就是说，这种国债的认购者不一定是债券的唯一或最终持有者。各国目前大量发行的大都是可转让国债，在西方工业化国家中可转让国债往往占到全部国债的 70% 以上。随着我国逐步开放国库券转让市场，并相应允许特定年份或特定形式的国库券拿到市场上买卖，我国国债的结构也已趋向于以可转让国债为主。

不能在金融市场上自由流通买卖的国债称为不可转让国债，亦称不上市国债。认购者在购入这种国债后，即使遇有资金急需，也不能将债券及时拿到市场上脱手转让，兑付现金。但通常可在持有一定期限后向政府要求提前偿还（当然所获利息会大大减少）。也就是说，这种国债的认购者就是债券的唯一或最终持有者。由于这种国债不具流动性，推销余地较窄，故在各国国债总额中所占比重不大。

这是被世界各国普遍采用的一种最为基本的分类方法。它可使政府区分不同国债发行对货币流通造成的不同影响，从而制定相应的国债管理政策。也可使投资者根据自己手中资金的情况，选择适当的国债种作为投资对象。

三、按举债方法可分为强制国债、爱国国债和自由国债

所谓强制国债，是政府不管认购者是否愿意，而利用政治权力强行发行的国债。这种国债一般是以认购者的财产或所得为计算标准强制分摊认购，也可随同工薪发放进行扣除或搭配一定数额的债券。不管怎样，一旦摊销对象和摊销数额确定，被确定的承受者（即认购者）便不拒绝，只能被迫交款接受。强制国债在形式上与其说是国债的一种类型，还不如说是税收的一种变型，所不同的仅是政府承担将来按期还本付息的义务。19 世纪时，德国和比利时政府都曾发行过强制国债。第一次和第二次世界大战中，美国和英国政府也曾分别发行过强制摊派的战时储蓄国债，并采取了向纳税人强行借款（在征收所得税时加征）的办法。由于这种国债不但会剥夺人民的自由意志，在市场经济条件下较难推行，而且也易造成负担的不公平，故现今国家除在紧急需要货币资金的战时等特殊情况下偶尔发行外，一般已很少使用。

所谓爱国国债，是指政府利用认购者的爱国热情和政治觉悟，而不是利用其对经济利益的追求所发行的国债，亦称“准强制国债”。这种国债多在战争或财政发生特殊困难的条件下发行。它的发行利率一般较低，人们通常不是将其作为投资对象加以认购，而是把它与爱国，帮助国家度过暂时财政困难联系在一起，对国债本身所具有的价值则考虑较少。如第二次世界大战期间各参战国在国内发行的国债，就多半属于爱国国债的类型。我国 50 年代发行的人民胜利折实公债和国家经济建设公债，实质上也具有爱国公债的特征。但是，这种国债政府通常只在特殊情况下偶尔采用，不宜将此作为经常或长期性的举债之策。原因在于，认购者的爱国热情和政治觉悟虽可以支配其行为于一时，但不能维持长久。从长期来看，经济利益总是人们从事任何经济活动（其中当然包括认购国债）的基本动机。

所谓自由国债，是指政府依据市场经济的要求所发行的由认购者自主决定购买与否的国债，也称作任意国债或普通国债。这是国债的最为普遍的形式。国债既然是一种信用形式，就应以借贷双方自愿互利为基础，按一定条件结成债权债务关系。就是说，国债的发行在正常情况下必须建立在认购者自愿承受的基础上。这种国债一般采取在金融市场上公开推销的办法，认购者或根据国债的发行条件到发行机关自愿认购，或根据自身的经济条件进行国债认购投标（向政府申报自己所愿购买的数量及付出的价格），政府则根据金融市场行情灵活确定国债的发行条件，以使国债能顺利、足额地推销出去。目前世界各国发行的国债绝大部分属于这种类型，我们在现实生活中所见到的国债，基本上都是自由国债。因为只有它才能适应政府在市场经济条件下将国债作为财政资金的一种长期稳定来源的需要。也只有它才能为广大人民群众作为一种投资对象而乐于在较长时期内连续地认购。

按照这种方法进行分类，可以区分国债发行对认购者的不同心理影响，从而准确地把握国债市场行情的动向，也可研究确定或者预测政府在各种情况下所能采取的举债方策。

四、按发行区域可分为国内国债和外国国债

凡属在国内发行的国债为国内国债，简称“内债”。国内国债的债权人多为本国人民（包括本国的银行、企业、行政事业单位、各种经济团体和非经济团体、以及居民个人等）其还本付息均以本国货币支付。政府按照规定的程序和方式，在国内办理国债的发行和还本付息事项。国内国债是一国国债总额的主要组成部分。我们通常所认购的国债，基本上都是国内国债。

凡属在国外发行的国债为外国国债，简称“外债”。外国国债的债权人多为外国政府，也有一部分为外国银行、企业、各种团体与组织、以及个人。它即可经双方约定成立，也可在国外市场上直接（或委托）发行，但一般均以外国的通货、债权国通货或第三国通货计算发行并还本付息。外国国债是一国国债总额的不可或缺的一部分，但一般所占比重低于国内国债。

按照这种标准进行分类，可以区分国债收入的资金来源及还本付息对本国经济的不同

影响，从而对国内外的金融市场行情做出较为恰当的预测。

五、国债的其他分类方法

除了上述四种常用的分类方法之外，还可依据其他一些标准对国债进行分类。例如：

1. 按担保品之有无，可分为有担保国债和无担保国债

有担保国债是政府指定以某种财产或特定国库收入，专作偿付国债本息之用的国债。无担保国债则是不指定任何担保品，而以国家信用为偿还担保，且每年将应偿付本息列入预算，以财政收入偿付国债本息之用的国债。其中，前者通常只在政府债信发生动摇时才偶尔采用，如1922年我国北洋军阀政府发行的以盐税为担保的“一四库券”和1927—1928年国民党政府连续三次发行的以江海关、津海关的关税附加为担保的“二五库券”都属于担保国债。无担保国债是现代各国国债的主要形式。

2. 按本息之偿付方法，可分为普通国债和有将国债

普通国债的利息和本金分别计算，认购者在国债期满时，既可获得本金偿付，也可获得利息收益。一般是利息定期支付，最后期满本金一次偿还，目前各国所发行的国债多属此类。有奖国债不像普通国债那样按期付息，一般不给利息或仅给小部分利息。而以省下的利息移充奖金，对债券持有人实行抽签得将，以奖代息。中签者既可得奖金（即利息的再分配），也可收回本金。未中签者则只退还其本金。而由于“各个人对自己的运气，天然有几分自信”，这种有奖国债的发行常能获得极大的成功。

3. 按证券之有无，可分为证券国债和登录国债

证券国债以证券（债券）为证据，券上载明发行条件与面额之类，持券者可将证券自由买卖。登录国债亦称登记国债，它以政府的国债帐簿为凭据，认购者认购国债时，可将其姓名、住址、金额等登载于帐簿之上，到期再按帐簿记载予以偿还。

4. 按计算标准，可分为本币国债和外币国债

本币国债是以本国货币为本位币（即计算标准）而发行的国债。这是现今各国国内国债的普遍形式，如我国1981年后连年发行的国库券就是以人民币为本位币，美国的联邦政府债券则是以美元为本位币。外币国债是以外国货币为本位币而发行的国债。它是各国发行外债的普遍作法，外债的举借或发行，一般多以债权国的本位币为计算标准，如我国1987年在联邦德国发行的3亿联邦德国马克外债，就是以债权国联邦德国马克为本位币的。

第二节 国债的主要形式——可转让国债

上一节我们只是概括说明了国债的分类情况。既然是概括性的说明，读起来，难免使

人有粗犷之感。看来,很有必要在初步掌握了国债分类的大致轮廓之后,将视野引向更深的层次。这一节和下一节就来完成这个任务。

我们将从国债的基本分类——可转让国债和不可转让国债入手,把各种国债所具有的诸方面特性,尽可能一一呈现在读者面前。

如前所述,可转让国债的特点是能在金融市场上自由流通买卖。它是各国国债的主要形式,其比重往往在 70% 上下。

可转让国债通常按还本期限的长短分为四种:国库券、中期债券、长期债券和预付税款券。

一、国库券

国库券是短期国债的最主要形式,期限有 3 个月、6 个月、9 个月、最长不超过 1 年。其面额多样,可大可小,如美国联邦财政部发行的国库券就分为 5000、10000、15000、50 万和 100 万美元等若干种面额。其他国家也是按本国的货币单位,在国库券的面额上拉开档次,这当然是为了尽可能多地吸引社会游资。

国库券一般不记名,不按期付息,债券上只有票面金额,而不载明利率。但出售时按票面金额打一定折扣发行(折扣率按当时的市场利率灵活确定),到期按票面金额十足还本,等于预扣利息。例如,票面金额为 1000 元的国库券,6 个月到期,按九七折发行。认购者只需付 970 元即可买到票面金额为 1000 元的国库券,过 6 个月还本 1000 元,等于预扣利息收益 30 元,合年利率为 6.18%。

国库券是资金市场(短期金融市场)上的主要流通工具,在货币和信贷资金的融通活动中占有重要地位。这首先是由于它的安全可靠性。国库券是政府的直接债务,是风险最低的投资,只要不发生特大意外事故,到期马上可以还本;其次是由于它的高度流动性。国库券在金融市场上随时可以出售变现,当投资预期发生变化或遇有资金急需时可及时脱手,有“仅次于现金的凭证”之称;第三,国库券又是一种可以带来利润的资产,发行时打折扣买入,到期十足还款,二者的差额便是一笔可观的收益;第四,国库券的面额多样,可大可小,无论是资本实力雄厚的富商,还是持有零散资金的一般居民,都可在国库券上投资。正由于上述原因,国库券在资金市场上就为人们所广泛接受。

国库券发行的目的主要是为了调剂政府财政收支过程中的季节性资金余缺(亦称“政府现金管理”)。前面说过,由于政府财政收入流入国库的速率和财政支出进行的速率存在着不同步的情况,即使从全年来说财政预算平衡的,在个别月份财政部门也会出现收不抵支的现象。为弥补这种纯属季节性的赤字,各国政府大都把发行期限在 1 年以内(短的仅为几个月)的国库券,作为一种季节性的资金调剂手段。正是因为它的发行属于国库内部财政收支的正常调剂,不会影响整个预算年度的财政平衡,其性质不是弥补财政赤字,而只是解决暂时用款的困难,故被冠之以“国库券”之名。这里应顺便指出的是,我国 1981 年后连年发行的国库券,多数为期长达 10 年、5 年、短到 3 年、2 年,已远远超出 1 年的界限,与国际上通用的“国库券”的含义差别很大。它们实属于中长期国债,

并不是这里所说的国库券。

国库券的承购者主要有三类：一是中央银行（在我国为中国人民银行）。中央银行负有调节经济中的货币供给量之责任，而调节货币供给量的一个重要手段就是以其拥有的国库券进行买卖，来影响短期借贷的供求，因而需要大量购入国库券，成为国库券的最大承购者；二是商业银行（类似于目前我国的工商银行、农业银行等专业银行）。商业银行主要经营的是短期存放款业务。它的大部分负债需要随时支付，而且每周、每天变化很大。它如果不能应付这类资金外流，则意味着破产倒闭或至少信誉受到损害。这就要求商业银行在选择其投资构成时，必须在取得收益和保持流动性之间求得平衡，即要求其投资对象必须能很方便地变成支付的手段（现金）。而国库券转手方便，期限短，还可随时将其向中央银行要求贴现，适合商业银行要求较高流动性的特点，因而自然就成为它的重要投资对象；三是居民个人，这是因为国库券的面额多样，可大可小，且期限很短，特别适合于居民个人的各种闲散资金投资。

国库券的发行一般采用公募拍卖方式。财政部门事先公布每次发行国库券的数额，拟购者则要在正式拍卖之前将要购买的数量和愿支付的价格通知发行机构。然后由发行机构汇总，最后依出价高低依次出售，这叫非竞争性出价。通常是先决定非竞争性出价承购数额，然后将剩下的数额出售给竞争性出价者（投标者）。

由于国库券期限较短，又具有较高的流动性，政府往往出售时不发给正式库券。除了那些按法律规定必须发给正式库券的机构外，其余由财政部门发给收据代替国库券，然后在财政部门帐户上注册登记。国库券的买卖如在同一地区进行，就凭收据办理结算，如属异地成交，则可通过银行转帐。

发行国库券会对经济产生三个方面的影响：从其流动性较高的特点看，国库券由于具有较高的流动性，其流动性程度在各类资产中仅次于货币，人们通常称之为“近似货币”或“仅次于货币的支付手段”，发行国库券也就相当于在一定程度上增发货币；从其与利息率的关系看，在市场资金供给量及其期限结构一定的条件下，大量发行国库券会使短期资金需求相对大于供给，而长期资金供给相对大于需求，造成长期利率相对降低，进而刺激投资和消费的增加；从其主要的承购者来看，国库券是商业银行的主要投资对象和中央银行调节货币供给量的主要工具，发行国库券可在很大程度上导致银行信用规模的扩大。所以，总的来说，国库券的发行对经济有扩张性或膨胀性影响。

二、中、长期债券

中期债券（在有些国家亦称“财政部债据”）和长期债券（亦称“政府债券”，也有国家将其连同中期债券统称为“政府债券”）是中长期国债的主要形式。中期债券的期限通常为1至10年，10年以上的为长期债券。但各国采用的期限分类标准并非完全一致，如澳大利亚将中期债券的期限定为4至5年，而长期债券的期限定为5年以上。在加拿大，则是把期限在20年至25年的定为长期债券。这两种债券的面额也是多样性的，但一般要大于国库券，特别是长期债券的面额更大。

中长期债券分记名式和不记名式两种，记名式券面写明债券所有人的姓名，在债券转让时须作移转登记；不记名式券面不书写姓名，以债券持有人为所有人。但不管怎样，这两种债券一般都不采取打折扣方式发行，而是附有利息（利息率通常高于国库券折扣率），政府定期付息。在很多国家，这两种债券都是采取剪息票付息方式。即在中长期债券上附有可凭以按期领取利息的票券，其上载明兑付利息的时间和金额。债券持有人按期持券到付息处，剪下息票，兑付息款。我国 1954 年发行的国家经济建设公债，就是附有息票，按剪息票方式兑付利息的。

中长期债券是资本市场（长期金融市场）上的主要流通工具，在长期资金的融通活动中居于重要地位。这是因为它和国库券一样，都是政府的直接债务，而政府债务几乎没有不能还本付息的风险，是一种具有高度安全可靠性的投资。即使它的期限较长，流动性程度低于国库券，但在投资预期发生变化或遇有资金急需时，往往也可及时在金融市场上脱手兑现（只不过因其期限较长，市场利率的波动有可能使债券持有人受到一些损失）。特别是它的利息率一般远远高于国库券的折扣率，收益较之国库券更为可观。所以，中长期债券便成为资本市场上人们所广为接受的投资对象，尤其是那些对流动性需求不大，将主要目标放在赚取投资收益的企业单位，居民个人或其他机构，更是乐于在中长期债券上进行投资。

与国库券发行有所不同的是，中长期债券的发行不是用于弥补预算年度内各季节间财政收入的淡旺差额，而实实在在是为了实现整个预算年度的财政收支平衡。无论发行中长期债券的初衷是筹集建设资金，还是执行调节经济政策，或是基于其他别的方面的考虑，都会表现为整个预算年度的财政赤字的弥补，其实都是为了实现整个预算年度财政收支的平衡。这也正是中长期债券超过 1 年甚至长达几十年的原因所在。这里还应重复提及的是，我国 1981 年后发行的大部分国库券，无论从期限特征（超过 1 年），还是从发行目的（弥补整个预算年度的财政赤字）来看，实际上都应属于中长期债券的类型。

中长期债券，其中主要是长期债券的承购者主要是非银行的金融机构：一是专门经办储蓄业务的储蓄银行（西方发达国家大都设有这类银行，我国目前则是由工商银行、农业银行等兼营这种业务）。如美国的互助储蓄银行主要经营的是长期存放款业务，它的大部分负债期限较大，且一般只根据 30 天或 60 天的通知付款。而且，在一定时期内付款的规模和频率是较为稳定的，它通常可以确切地知道在什么时间要付款。所以它的投资对象选择不必要求较高的流动性，取得较高收益才是主要目标，而中长期债券恰能满足它的这种要求；二是保险公司。保险公司的业务一般是和顾客签订合同，根据合同要求客户在较长期中定期进行储蓄。而且，保险公司对保单持有者的付款通常也能够十分准确地预计，可事先知道下年度或下季度必须要支付的保险金额。因此它在选择投资对象时对流动性的要求也不高，较高的盈利是其投资的主要目的。这样一来，政府的中长期债券自然就成为其认购的重点；此外，一些养老基金和靠年金生活的个人，以及拥有较多收入并未雨绸缪为将来而进行长期储蓄的单位或个人，也往往要在中长期债券上进行投资。

中长期债券的发行，通常采取固定收益出售和公募拍卖两种方式进行，其中前者是按预先确定的发行条件（即债券的息票利率与票面价格相联系固定不变）出售债券，认购

者所能做的仅是根据既定的发行条件确定自己的购买数量，而不能对债券的出售价格或利息率发生什么影响。后者则采取在金融市场上公开招标的办法，即认购者对预定发行国债的收益和价格进行投标，推销机构根据预定发行量，通过决定中标者名单（依出价高低决定）被动接受投标决定的收益和价格条件。就是说，债券的发行条件完全交由认购者通过投标来决定。认购者不仅可确定自己的认购数量，而且还能通过投标影响债券的发行价格及利息率（具体实行方法详见第7章）

发行中长期债券的经济影响也可从三个方面来考察：从其流动性相对较低的特点看，发行中长期债券换取流动性最高的货币，等于在一定程度上减少货币供给量（略去政府将国债收入转作财政支出的影响不论）；从其与利息率的关系来看，在市场资金供给量一定的条件下，大量发行较长期的债券会使长期资金需求相对大于供给，而短期资金的供给相对大于需求，从而抬高长期利率。由于长期利率较之短期利率对投资和消费需求的影响更为直接，因而将造成投资和消费的下降；从其主要的承购者看，较长期债券的承购主要是非银行的金融机构和居民个人等。它的发行一般不致引起银行信用扩大，同时由于短期债券的发行相对减少（多发期中长期债券的结果），也会在一定程度上导致银行收缩信用。所以，总的来说，中长期债券的发行对经济的影响一般是紧缩性的，或至少是非扩张性的。

三、预付税款券

预付税款券是一种临时性的短期国债。发行这种债券的目的是吸收企业准备用于纳税而储存的资金。

这是因为，各国政府的所得税大都实行分季征收、年终汇算清交的办法。如美国联邦所得税1年征收4次（我国的企业所得税亦每年征收4次，年终再予汇算清交）。一些规模较大的企业为了能及时纳税，须事先将税款准备好。但这部分资金如果闲置不用，不能生息，对企业便是一种损失。即使存入银行，因存款利息远低于其他方面的投资收益，对企业也是不合算的。从政府这方面看，让企业的税款能较均匀地流入国库，使政府在税收淡季也可收入一部分资金，到了纳税旺季，还可避免集中在一个时间缴税，过度收缩市场信用。无论从政府财政本身还是从整个国民经济着眼，都是有利的。预付税款券就是为了解决这个问题而设计发行的。

预付税款券与国库券有许多相似之处，它的期限也是短的几个月，最长不超过1年，而且，同样是按票面额打折扣发行，预扣利息。它的特点在于，其认购者主要是一些规模较大的企业，债券到期日通常为各种重要税收的缴纳日期。所以，企业可在税收淡季为储存纳税资金而事先以折扣价购入这种债券，到税收旺季，即所得税集中缴纳之时，可用这种债券按票面额抵付税款。例如，假设某企业需在某年的第二季度初缴纳所得税100万元。为此，该企业可提前3个月以97万元的价格购入为期3个月、面额为100万元的预付税款券。到第二季度初需要缴税时，企业便可用持有的预付税款券（也恰是债券的到期日）向政府抵付应缴纳的100万元税款。这样，企业既可避免了因储存纳税资金而可能蒙受的无息或低息之损失，也可保证及时、足额地缴纳税款。同时，还有助于实现政府

税收的均匀入库,使税收淡季不“淡”,旺季不“旺”。

至于发行预付税款券的经济影响,由于它在期限较短、流动性较高等方面与国库券区别不大,因而在经济影响上同国库券也有某些方面的相似之处。只不过它的承购对象主要是规模较大的工商企业,一般不会引起银行信用的扩张,其扩张性影响因之要大大小于国库券的发行。

目前各国政府发行的可转让国债的情况可参看表 5.10.1。从表中可以看出,尽管因国情的不同,各国采用可转让国债种类的侧重点有所区别,但几乎所有的经济合作和发展组织国家,都同时采用了国库券、中期债券和长期债券作为筹集财政资金的手段。特点是作为可转让国债重要形式之一的国库券,在除卢森堡之外的所有的成员国中更是得到了广泛采用。至于预付税款券,虽在表中只能看到美国采用,但实际上这种用途的债券在其他国家也是存在的,只不过有些国家不使用“预付税款券”这个名称,而是以“国库券”或其他名称加以代替。也有些国家因其在总债务额中所占有比重不大,而常常在统计中忽略不计。

表 5.10.1 经济合作与发展组织国家发行的可转让国债概况

期 限 国 别	1 年以内	1—10 年	10 年以上
澳大利亚	国库券 —13 周期 —26 周期	政府债券 —1 年 2 个月至 3 年期短期债券 —4 至 5 年期中期债券 —5 年以上期中期债券	
比利时		政府公债 —1 年以上期	
加拿大	国库券 —3 个月期 —6 个月期 —12 个月期	政府债券 —1 至 3 年期资金市场债券 —3 至 5 年期中期债券 —10 年期中期债券 —3 至 5 年期可延期债券和 3—7 年期选择性延期债券	政府债券 —20 至 25 年期长期债券

期限 国别	1 年以内	1—10 年	10 年以上
丹麦		国库券 —1 年零 80 天期 —2 年零 80 天期政府债券 —3 至 10 年期	政府债券 —10 年至 20 年期有奖债券 —30 年以内期
芬兰		政府债券 —5 年期 —10 年期	
法国	国库券 —3 至 18 个月期	政府债券 —6 至 10 年期	政府债券 —10 至 15 年期
前联邦德国		国库券 —1 年期 —2 年期 财政部债据 —3 年期 —4 年期 —5 年期 政府债券 —6 至 10 年期	政府债券 —10 至 15 年期
意大利	国库券 —3 个月期 —6 个月期 —12 个月期	财政部债据 —2 年期 —3 年期 政府债券 —2 至 9 年期	

期 限 国 别	1 年以内	1—10 年	10 年以上
日本	国债券 —60 天期	中期有息债券 —2 年期 —3 年期 —4 年期 中期贴现债券 —5 年期	长期有息债券 —10 年期
卢森堡		政府债券 —7 年以上期	
荷兰	国库券 —1 至 12 个月期	财政部债据 —1 至 5 年期 政府债券 —6 至 10 年期	政府债券 —10 至 20 年期
新西兰	国库券 —13 周期 —26 周期	政府债券 —1 至 10 年期	政府债券 —10 至 15 年期
西班牙	国库券 —6 至 18 个月期	政府债券 —3 至 10 年期	
瑞典	国库券 —3 至 7 个月期	政府债券 —1.5 年至 10 年期 政府有奖债券 —5 至 10 年期	政府债券 —10 至 15 年期
瑞士	国库券 —3 个月期 —6 个月期	财政部债据 —5 至 7 年期 政府债券 —8 至 10 年期	政府债券 —10 至 15 年期
英国	国库券 —91 天期	政府债券 —5 年以内期 —5 至 10 年期	政府债券 —10 至 40 年期

期限 国别	1 年以内	1—10 年	10 年以上
美国	国库券 —13 周期 —26 周期 —52 周期 预付税款券 —几天至 6 个月期	财政部债据 —1 至 10 年期	财政部债券 —10 至 30 年期

注：因各国采用的期限分类标准不一致，故在债券名称和中长期债券的区别上不统一

第三节 不可转让国债——国债的补充形式

不可转让国债是不能在金融市场上自由流通买卖的国债。它是各国国债的补充形式，其所占比重一般在 25—30% 左右。

不可转让国债按发行对象大至可分为两类：对居民个人发行的储蓄债券和对特定金融机构发行的专用债券

一、对居民个人发行的储蓄债券

储蓄债券是专门用于吸收居民个人持有的流动储蓄金的债券。它是不可转让国债的最主要形式，在许多国家有着多年的历史。法国和意大利从 19 世纪开始发行这种债券，美国和加拿大则是从第二次世界大战发行这种债券。至今储蓄债券已在世界各国中普遍采用。

储蓄债券的期限尽管各国不一，但大多较长，一般均在几年或十几年以上。如在澳大利亚为 7 至 8 年，在美国为 8 至 10 年，在前联邦德国为 6 至 7 年，在卢森堡为 7 年以上，最短的也在 3 年以上，1 年左右的期限的极为少见。不过，在期限上与一般国家债券有所

不同的是,储蓄债券的持有者拥有相当广泛的期限选择权。就是说,这种债券的持有者在遇有资金急需或投资预期发生变化时,可不受债券期限的限制,而提前向政府要求兑现(当然提前兑现要损失一定的利息)。这是因为,储蓄债券本身是不能转让的,而相对较高的流动性又是吸引居民家庭储蓄资金的不可或缺的因素。在此情况下,若能通过允许持有者要求提前兑现的办法,来使储蓄债券具有一定程度的流动性,则无疑会提高储蓄债券的吸引力。不过,这里应当指出的是,为了避免过多的债券回流,特别是在发行之后的较短时间内回流,各国对提前兑现往往要规定一定的限制条件,如规定必须持有一定期限方可要求兑现,等等(参见表 5.10.2)。

储蓄债券的发行条件通常较为优厚,其表现一是它的利息率较高,一般高于可转让国债和同期银行存款的利率;二是它的发行价格低于票面额,从中可得到一定的折价收益;三是它的利息收益可免缴或少缴所得税。如在英国,国家储蓄债券、有奖储蓄债券和从源扣除储蓄契约(Save—As—You—Earn Contract)的利息收益,免纳所得税和资本利得税。在瑞典,政府储蓄债券的奖金收益,免纳所得税(对其他利息收益仍征税)。在美国,来自储蓄债券的利息,免纳州和地方所得税(仍缴联邦所得税)。在意大利和卢森堡,对来自储蓄债券的利息,更是完全免税。而且,在美国,储蓄债券的持有者还可延期申报利息所得,直到债券兑现再予纳税。其结果,债券持有者若将兑现时间一直拖延至退休后,便可因退休处于较低的税率档次而取得相当的税收优惠。此外,更值得提及的是,为了避免储蓄债券因期限较长、不能买卖而可能遭受的通货膨胀或利率波动损失,各国对储蓄债券利息的计算方法大都实行复利制,并在偿还时依通货膨胀率进行相应调整。这样,既有利于吸引居民家庭储蓄金的投资,也不必定期向持券者支付利息,有助于减轻财政部门的工作负担。

储蓄债券实际上是专为居民个人投资者,特别是为小额储蓄者而设计的。它不在公开市场上发售,只在政府机关登记购买,而且一般只对居民个人发行,并限制其他投资者或单位购买。如在美国,明文规定禁止商业银行认购储蓄债券。在法国,则是禁止所有的金融机构认购储蓄债券。在卢森堡,储蓄债券更是只限于出售给个人。即便对非居民个人认购控制不十分严的国家,也往往要通过规定持有这种债券的最高限额的办法(如美国的 E 类储蓄债券,就规定每个投资者的年认购额最高不得超过 15000 美元),来阻止工商企业或其他机构在这种债券上投资。

表 5.10.2 对储蓄债券提前兑现的限制规定

国别和债券名称	规 定
澳大利亚	
政府储蓄债券	必须提前 1 个月发出要求兑现通知
加拿大	

政府储蓄债券	如果在发行之初的前两个月内兑现，将不支付任何利息
法 国	
政府储蓄债券	在认购之初的前 3 个月内不准兑现
前联邦德国	
国库券	不允许提前兑现
政府储蓄债券	在发行之初的前 12 个月内不准兑现；提前兑现的数额每人每月不得超过 10000 联邦德国马克
意大利	
邮政储蓄债券	可在任何时间兑现；但如果持有时间不足 1 年便要求兑现，不支付任何利息
卢森堡	
政府储蓄债券	可在每年的利息支付日要求兑现，对提前兑现采取无利息惩罚（指少付或不付利息）措施
新西兰	
政府有奖债券	在债券持有 1 个月后，提前两周发出要求兑现通知，便可在任何时间兑现
指数化储蓄债券	只能在下述情况下提前 1 个月发出要求兑现通知方可兑现： —债券持有人年龄在 60 岁或 60 岁以上；
新西兰	
政府有奖债券指数化储蓄债券	—债券持有人使用兑现收入为自己购买第一套住宅、第一个农场或第一艘商业渔船； —债券持有人死亡或被宣告破产
瑞 典	
政府储蓄债券	可在任何时间兑现
英 国	
国家储蓄债券	须提前 8 天发出要求兑现通知，但如果持有时间不足 1 年，便不支付任何利息
有奖储蓄债券	提前 8 天发出要求兑现通知后，可在任何时间兑现

从源扣除储蓄契约	可在任何时间要求兑现。如果持有时间满 1 年，利息按每年 6% 计算，但不实行指数化。
美 国 政府储蓄债券 (E 类和 H 类)	在发行之初的前 6 个月内不准兑现

二、对特定金融机构发行的专用债券

各国政府专门向金融机构发行的不可转让债券，种类繁多，名称各异，有的叫国库券（如澳大利亚），有的叫登记债券（如芬兰），有的叫投资债券、政府债券（如西班牙和联邦德国），还有的叫特别发行（如美国）。为了简化起见，我们将这类不可转让债券统称为“专用债券”。

专用债券是专门用于从特定金融机构（主要包括商业银行、保险公司和养老基金等）筹集财政资金的债券。它是不可转让国债的一种形式，也是许多国家债券收入的一个重要来源。在芬兰，政府以相当大的规模向养老基金和保险公司举借；在前联邦德国，联邦政府通过这种债券向商业银行系统大规模筹资；在美国，联邦政府则是利用这种债券从联邦政府管理的几个信托基金帐户筹集资金。

专用债券的期限较之储蓄债券更长，最长期限达 10 年或 20 年以上；如芬兰专用债券的期限为 10 至 15 年；前联邦德国专用债券的期限为 1 至 25 年；荷兰专用债券的期限为 6 至 25 年；西班牙专用债券的期限为 10 年。这种债券通常也可在持有一定时间后，提前要求兑现。但对兑现前的必须持有期限规定较长，大大高于储蓄债券。如芬兰专用债券在持有几年时间后才可要求兑现；荷兰专用债券要求提前兑现的必须持有期限则高达 7 至 15 年。

专用债券是专为从特定金融机构吸收资金而设计的，一般不向其他单位或个人推销，而且推销方法在许多国家都带有某些强制性。即是说，这种债券的发行一般不是采取自由买卖的办法，而是由政府按照某种标准，强制摊派给这些特定金融机构。例如，美国联邦政府是根据各个信托基金帐户的盈余数额，向其摊派专用债券；西班牙政府是根据商业银行和储蓄银行的存款增加额，向其摊派专用债券。但不管怎样政府的摊派数额一旦确定，便具有法律效力，这些金融机构必须如数认购。这显然是为了能从这些金融机构稳定地取得财政资金来源（同时还有可能获得调节货币供给量的效果）。

正由于专用债券是专为特定金融机构设计，且主要采取强制摊派的办法推销，专用债券的发行条件通常要低于储蓄债券，有的甚至还低于可转让的诸种债券。

应当说明的是，各国政府发行的不可转让国债的情况是非常复杂，且差异很大的。即使按照上述的较宽分类（对居民个人发行的储蓄债券和对特定金融机构发行的专用债券），也显得有些武断，每个国家的不可转让国债都有自己的特点，这就要求我们对于不

可转让国债，还应当从共性与特性的结合上，进行具体的分析。

表 5.10.3 经济合作与发展组织国家
发行的不可转让国债概况

发行对象 国 别	居 民 个 人	金 融 机 构
澳大利亚	政府储蓄债券—7 至 8 年期	
比利时		国库券—1、2、3、6、9、和 12 个月期 —其余期限由借贷双方协商确定 外币国库券—期限不固定
加拿大	政府储蓄债券—7 年期（分每年付息和计算复利两种）	
芬兰		登记债券—10 至 15 年期；直接推销
法 国	政府储蓄债券—5 年期	
前联邦德国	国库券—2 年期 政府储蓄债券—6 年期；每年付息一次 —7 年期，计算复利	政府债券—1 年以内至 25 年期； 主要出售给商业银行
意大利	邮政储蓄债券（由邮政机构代替财政部出售）	
卢森堡	政府储蓄债券—7 年以上期	国库券—1 年以内期

发行对象 国 别	居 民 个 人	金 融 机 构
荷 兰		政府债券—6 至 25 年期；专向有组织的集体投资者（包括商业银行）出售
新西兰	政府有奖债券—4 年期 指数化储蓄债券—5 年以上期	政府储蓄债券—4 年期
西班牙		投资债券—10 年期；根据法律规定每月向商业银行和储蓄银行强制推销
瑞 典	政府储蓄—3 至 7 年期	政府债券—4 至 6 年期；专向有组织的集体投资者、商业银行和其他金融机构推销
瑞 士		国库券—3 至 24 个月期；专向银行发行
英 国	国家储蓄债券—5 年期 有奖储蓄债券—期限不固定；利息以奖金的形式支付 从源扣除储蓄契约—5 年期；指数化	
美 国	政府储债券—8 年期；计算复利—10 年期；每半年付息一次	

第四节 种类多样化——当今世界各国国债的突出特点

主要出于顺利地发行国债方面的考虑，政府往往将国债种类设计的多样化作为国债管理的一项重要目标加以追求。

这是因为，在当今的市场经济条件下，国债基本上是以自由买卖的方式发行的，买与不买或购买多少，都要随资金持有者的意愿而定，政府一般不能把债务强加于谁。由于资金持有者的收入档次不同，对投资的预期不同，以及持有资金的“暂息时间”不同，其投资要求是多种多样的。只有根据不同的投资要求相应设计不同的国债种类，才能吸收和动员尽可能多的社会资金。也只有对不同的投资者发行不同条件、不同期限的多样化债券，才能保证将国家债券顺利地推销掉以及国债形式筹集起来的资金具有一定的稳定性。

正由于此，当今世界各国的国债种类结构，可以说大都呈现出多样化的特点。仅此国债的期限种类结构为例，据统计，经济合作和发展组织国家目前所采用的国债期限种类数字是：澳大利亚 31 种，加拿大 20 种，英国 17 种，瑞典 8 种，芬兰和瑞士 7 种，比利时和新西兰 6 种，丹麦和前联邦德国 5 种，最少的法国也在 3 种以上。

当然，这里所说的国债种类多样化，不仅仅是指国债的种类通常按多种期限来设计，即期限种类多样化。除此之外，它还包括着多方面的多样化，如面额种类多样化（债券的面额设计可小至几元、几十元，大至上千元、上万元）、条件种类多样化（拉开流动性和收益率的档次，既采用流动性高但收益率低的国债，也采用流动性低但收益率高的国债）、名称种类多样化（同时设计国库券、中期债券、长期债券、储蓄债券、专用债券等等）、付息方式种类多样化（同时采取按面额打折扣发行和按年剪息票付息以及以奖代息等多种方式）等几个方面。

站在国债投资者的立场上考虑问题，不论从哪方面说，国债种类的多样化都是一件好事情。它不仅能够适应各类投资者的各种各样的需要，在投资对象上拥有巨大的选择余地。而且，还可使投资者根据国债市场行情的变化，在各种国债间随时进行资金的调整、转移，以获得最大的投资效益。

第十一章

国债的发行条件

政府发行国债，总要事先将国债发行的一些基本条件，如国债的面值、利率、发行价格、付息形式、偿还期限等，以法律形式作出明确的规定。了解这些条件是怎样规定的，在此基础上，清晰地加以把握，是国债投资中的一个必不可少的步骤。

第一节 面值的确定

国债面值，即国债票面金额的简称，它是指由政府核定的一张国家债券所代表的价值。

国债面值的大小，一般是根据国债发行的对象、国家经济发展水平和国民富裕程度、日常交易习惯及国债发行的数额等情况加以确定的。

首先，国债面值的大小受发行对象的影响。如果发行对象以企业、单位、财团等为主，适合发行较大面值的国债。如果以居民个人及各类小额投资者的发行对象，适合发行较小面值的国债。

其次，国债面值的大小受国民生活水平的影响。如果国民生活水平较高，闲置资金充裕，可以采用大面额的形式发行，如果一国国民生活水平较低，没有过多的闲散资金，则适宜采用较小面额的形式发行。

第三，国债面额的大小还常常受到人们日常交易习惯的影响。如果国民在日常交易活动中习惯以较大单位的货币进行结算，适合发行大面额国债。如果国民在日常交易活动中习惯以较小单位的货币进行结算，则适宜发行小面额的国债。

现代经济条件下，各国政府发行国债的规模比过去有显著的增长。国债已成为各国政府筹集资金的重要来源。为了顺利推销国债，各国政府在国债面值的设计上越来越倾向于多样化，使国债面值的大小能适应认购者的不同要求，既有为资金实力雄厚的企业、单位、财团等设计的大面值的国债，也有为小额投资者设计的小面值的国债，还有为中等收入者设计的面额适中的国债。

第二节 利率的确定

国债利率，就是政府举债所应支付的利息额与借入本金数额之间的比率。

国债利率的高低，通常受金融市场利率水平、国家的信用状况、社会资金的供应量以及国债的期限长短与付息方式等因素影响。

一、金融市场利率水平

国债的利率决定于金融市场的利率，也就是说国债的利率必须与金融市场的利率水平相一致。国债利率之所以受金融市场利率水平的影响和制约，是因为，若国债利率的确定不考虑市场利率水平，定得过高会增加国家财政的负担，而且还可能引起市场利率的上扬，抑制经济发展；定得过低，则会使国债难以找到投资者。因此，政府发行国债必须参照金融市场利率水平来决定国债利率。

二、国家的信用状况

在决定国债利率时，政府还必须充分考虑国家的信用程度。若国家信用很好，国债利率可定得低些。这是因为信用好，意味着风险小，收益稳定而可靠，即使利率低一些，投资者也愿意投资于国债。若国家信用差，意味着风险较大，则国债利率须定得高一些，因为国债投资者如果不能取得较高的利息补偿，是不会愿意购买信用较差的国债的。

三、社会资金供应量

国债利率的高低与社会资金供应量的大小有密切联系。若社会资金供应量充足，国债利率可定得低些；若社会资金供应量缺乏，则国债利率须定得高一些，经济越发达，则社会资金就越多，国债利率就越低。所以说，国债利率的高低受社会资金多寡的影响。

四、国债的付息方式

国债利息的支付方式也影响着国债的利率水平。利息支付方式一般分为一次性付息和分次付息两种。

一次性付息又分为单利计息和复利计息两种：

(1) 单利计息是指到期还本时一次支付所有应付的利息，国债利息按本金计算，到

期前应付的利息不加入本金计算。这种计息方式简单、便利。

(2) 复利计算是指到期还本时,将国债未偿还前所生利息加入本金,逐期增加计息基数的计息方式,即人们常说的利滚利。

单利计息的公式为: $F = P(1 + ni)$

复利计息的公式为: $F = P(1 + i)^n$

式中字母的含义为:

F——本利和

P——本金

i——利率

n——年限

例:某人购买3年期的国债20000元,年利率为10%。

若单利计息,则3年后本利和为:

$$\begin{aligned} F &= P(1 + ni) \\ &= 20000(1 + 3 \times 10\%) \\ &= 26000 \text{ 元} \end{aligned}$$

若复利计息,则3年后本利和为:

$$\begin{aligned} F &= P(1 + i)^n \\ &= 20000(1 + 10\%)^3 \\ &= 26620 \text{ 元} \end{aligned}$$

分次计息,一般有按年付息,半年付息和按季付息三种。分次计息对于投资者来说有现金流性和相当于复利计息的好处。但这种付息方式对发行人来说较为繁琐。

由于单利计息和复利计息对投资者的收益率有不同的影响,所以在实际收益率相等的情况下,单利计息国债的票面利率一般会高于复利计息的票面利率。

五、国债的期限与偿还方式

除上述因素外,国债利率的高低还受到国债期限及偿还方式的影响。国债的期限是指国债发行日到偿清本金、利息日止的这段时间。一般将期限在1年以内的国债称为短期国债;期限在1年以上、5年以下的国债称为中期国债;期限在5年以上的国债称为长期国债。

国债期限的长短由于对投资者的收益及资金的流动性、安全性有重要影响,所以决定着国债的利率水平。若国债期限长,意味着投资的风险很大,因而必须将国债的利率定得高一些,才能吸引投资者。若国债期限短,意味着资金的流动性好,而且风险较小,所以可将利率定得低一些。

国债的偿还方式是指偿还国债本金的形式。由于它决定了债券的实际偿还期限,所以通常作为一个重要的条款在国债发行时予以明确。国债的偿还主要有期满偿还和期满前偿还两种方式,另外还可以根据投资者的要求延期偿还。

1. 期满偿还

期满偿还是指债券到期时一次偿还本金的方式。

2. 期满前偿还

期满前偿还,也称期中偿还,是指国债到期之前就开始偿还本金的方式。它又可以分为定期偿还、任意偿还、买入注销和提前售回四种方式。

(1) 定期偿还。定期偿还,是指国债发行后,经过规定的宽限期,每隔半年或1年定期偿还一定金额,期满时,还清剩余部分。如我国1985年以前发行的期限的10年的国库券,规定从发行后第6年起开始偿还本息,每年偿还发行额的20%,期满时还清。定期偿还通常由发行者,通过抽签方式决定应偿还国债的号码进行偿还。

(2) 任意偿还。任意偿还是指国债发行后,经过规定的宽限期,发行者可以自由决定偿还时间,任意偿还国债的一部分或全部。

定期偿还方式会缩短国债的平均偿还年限。其计算公式如下:

若每年定期偿还两次

$$\text{平均偿还年限} = \frac{\text{国债期限} - \frac{\text{定期偿还额} \times (\text{期限} - \text{放置时间}) \times (\text{期限} - \text{放置时间} - 1)}{\text{发行总额}}}{1}$$

例:政府1995年发行国债200亿,期限10年,从发行后第6年起开始偿还本金,每年偿还两次,每半年偿还发行额的10%,国债到期时全部还清,那么,

$$\text{该期国债的平均偿还年限} = 10 - \frac{20 \times (10 - 5) \times (10 - 5 - \frac{1}{2})}{200} = 7.75 (\text{年})$$

若每年定期偿还一次,则

$$\text{平均偿还年限} = \frac{\text{国债期限} - \frac{\text{定期偿还额} \times (\text{期限} - \text{放置时间}) \times (\text{期限} - \text{放置时间} - 1)}{\text{发行总额} \times 2}}{1}$$

继续上例,

国债的平均偿还年限 =

$$10 - \frac{20 \times (10 - 5) \times (10 - 5 - 1)}{200 \times 2} = 10 - 1 = 9 \text{ 年}$$

(3) 买入注销。买入注销是指政府按照市价从证券市场购回国债,从而使该债务归于消失的方法。一般在国债市价低于票面价格时采用此法。

(4) 提前售回。提前售回,是指国债持有者有权在国债到期前的一个或几个指定日期,按照事先约定的价格将国债回售给政府。这种方式便于投资者进行资金调度。

3. 延期偿还

延期偿还,即延期售回方式,是指国债持有者可以延长国债到期日,在国债到期后继续按原定利率持有国债,直到某个或几个指定日期,再回售给政府。

不同的偿还方式,直接影响国债的实际偿还期限,进而对国债的利率产生影响。

国债的票面利率并不一定就是国债投资的实际收益率。当投资者以票面金额购进国债，其票面利率等于实际收益率，当投资者以低于票面的价格购进国债，其实际收益率便高于票面利率；而当投资者以高于票面的价格购进国债，其实际收益率便低于票面利率。

国债票面利率一旦确定并印在券面上以后，到发行时，无论市

第三节 发行价格

国债的发行价格，是指国债的出售价格或购买价格。

国债的发行价格不一定就是面值，它可能高于或低于面值。在国债市场上，受供求关系的影响，国债的发行价格围绕着票面价值上下波动。根据国债发行价格与面值的关系，通常可将国债的发行价格分为三类：平价发行、折价发行和溢价发行。

一、平价发行

平价发行就是国债的发行价格与面值相同，即国债按面值出售。这种情况下，国债发行收入与日后偿还本金的支出相等。例如，面值 1000 元的国债，按 1000 元的价格卖出，到期按 1000 元偿还本金。我国发行的内债，迄今为止都是采取平价形式发行的。我国 1981 年开始恢复发行国债以来，虽然国债的利率一般都高于同期银行储蓄利率，但仍然采取平价形式发行国债，这主要是为了增强国债的吸引力。

二、折价发行

折价发行是指国债的发行价格低于面值，即国债按低于面值的价格出售。例如，面值 1000 元的国债，按 960 元的价格卖出，国债到期时，按面值偿还本金。这种情况下，国债的认购者除得利息外，还得到发行价格与面值之差的额外收益。政府按折价取得收入，按面值偿还本金，国债的发行收入低于偿还本金的支出。采取这种形式发行国债，主要是因为国债的票面利率低于实际的市场利率，政府必须降低发行价格，使发行价格低于票面价格的部分，可以补偿投资者因票面利率低于市场利率，才能吸引投资者。

由于折价行使国债偿还本金的数额高于投资者购买国债时的支付额，因而有利于增强国债的吸引力。在国债票面利率低于市场利率，或国债推销任务繁重时，政府往往会采取这种价格形式，以实现国债的顺利推销。

三、溢价发行

溢价发行是指国债的发行价格高于面值，即国债按高于面值的价格出售。例如，面值1000元的国债，以1020元的价格卖出，国债到期时按面值偿还本金。这种情况下，国债的购买者按高于面值的价格购买国债，政府按溢价取得收入，国债的发行收入高于偿还本金的支出。出现这种情况，主要是因为国债的票面利率高于市场利率，投资者乐于把资金投向这种国债，导致供不应求，从而使得发行者能够以高于面值的价格发行国债。

国债发行价格的高低，受多种因素的影响，主要有：

1. 票面利率水平

如前所述，国债的票面利率是政府根据国债本身的特点以及对金融市场行情的判断而决定的。票面利率与金融市场利率的相对变动，决定了投资者的投资取向，因而票面利率是决定国债发行价格的首要因素。

2. 国债的期限长短

国债的期限长短，一般来讲，与国债的利率水平成相同方向变动，即期限长，利率高，期限短，利率低，但是与国债的发行价格成相反方向变动，即期限长，应降低发行价格，而期限短，则可以提高发行价格。这是因期限长的国债风险较大，因而只有降低发行价格才能吸引投资者。而期限短的国债风险较小，所以较高的发行价格仍能找到购买者。

3. 政府的信用程度

政府的信用程度与国债的发行价格密切相关。政府信用高，使投资国债风险小，收入可靠而稳定，对投资者吸引力很大，因而国债的发行价格可定得高一些。相反，政府信用较差，使国债投资风险增大，则只能降低国债的发行价格。

上述影响国债发行价格的因素，一般都通过国债的票面利率来影响国债的发行价格。然而，国债的票面利率一旦确定下来，并被印在票面上便不更改，政府必须按票面上所标明的利率支付给投资人利息。由于票面利率的确定，到国债的印制、发行有一个时滞的存在，在这期间，金融市场的利率可能发生变化。票面利率与实际市场利率的不一致，必然影响国债发行价格的高低，因为如果市场利率已变，再按票面价值发行国债显然不行，因而需要根据票面利率与实际市场利率的差异，并参照国债的期限，发行方式、计息方式等多种因素，对国债发行价格作适当调整，其公式为：

$$\text{发行价格} = \frac{\text{面值} + \text{面值} \times \text{票面年利息} \times \text{偿还年限}}{1 + \text{市场利率} \times \text{偿还年限}}$$

现举例说明：

假定政府发行面额为1000元的5年期国债，票面年利率为12%，当国债发行时，实际市场利率已升至15%，则该国债应折价发行，其发行价格为：

$$\begin{aligned}\text{发行价格} &= \frac{1000 + 1000 \times 12\% \times 5}{1 + 15\% \times 5} \\ &= 914.29 \text{ 元}\end{aligned}$$

第十二章 国债的发行方式

1981 年我国开始恢复国债的发行，此后经过不断地改革，国债发行工作取得了较好的成绩，出现了发行对象、发行品种、发行渠道、国债期限多样化及发行方式逐步市场化的局面。就发行方式来讲，1991 年以前我国每年采取行政分配的方式发行国债，1991 年试行由证券中介机构承购包销的方式发行国债，取得了很大成功，同时亦出现了柜台销售，直接面向个人等发行方式。

国债的发行方式决定国债的运行机制，选择多样化及逐步面向市场的发行方式就变得越来越重要了。

第一节 国债发行方式的分类

一、强制发行和公开发行

一般来讲，将证券发行方式分为强制发行方式和公开发行方式。所谓强制发行，即通常所说的强制行政摊派和变相行政摊派。由于国债是国家发行的有价证券，国家作为政权机构完全可以指令各级行政力量，向企业、单位和职工个人摊派国债，而其他有价证券，如股票、公司债券，就不存在强制发行的主观条件。所谓公开发行，指把国债视同其他有价证券而推向市场，也即以自愿认购为特征的发行方式。国债的公开发行也有多种形式，但大体上可归纳为两类：即直接发行和间接发行。直接发行系指国家财政部门自行负责而直接推销的一种方法。间接发行则是先由银行（包括中央银行和商业银行等）和证券公司依据合同大量承购，由承购者负责包销，在市场上对社会公众出售。

我国自 1981 年开始发行以国库券为名义的国债，基本上采取的是强制发行方式，强制发行的优点是不存在市场销售风险，不管利率、价格如何变化，都能在一定时间内完成发行任务，便于计划安排，资金回笼以及及时满足财政开支的需要。但强制发行的弊病更

为明显，它违背了自愿购买、公平交易的商品经济原则，人为地扭曲了国债的商品属性，导致国债信誉下降，不利于国债的经济、健康运行，阻碍了国债市场的建立和长期发展。因为行政摊派往往顾及不到购买者的实际承购能力，违背购买者的意愿，容易产生逆反心理，增加了发行和摊销的困难。而且，国债的实际使用主要用于弥补财政赤字，不与具体经济项目挂钩，虚拟性较强，这也必然要影响承购者的积极性。自 1990 年以来，我国开始把市场机制引进了债券发行，国债发行由强制发行逐步向公开发行转变。

二、直接发行和间接发行

以是否有证券发行中介机构参与为标志，国债发行方式可分为直接发行和间接发行。

直接发行即发行者不借助于专门的证券发行中介机构，而是自己向投资者推销证券。其优点是发行者不必向中介机构支付有关费用，可降低筹资成本。其不足之处在于筹资时间较长，不能及时满足国家预算对资金的需求。

间接发行，即发行者借助于专门的证券发行中介机构，而非亲自向投资者推销证券，间接发行虽然会增加筹资成本，但由于这种方式，能够使发行者省去诸多事务和不便，能利于中介机构比较迅速、高效率地筹集资金。采用间接发行方式，发行者与中介机构要签订发行合同。依据合同条款的不同，间接发行又可分为代销、包销、助销：

代销，又叫委托发行或代理发行，就是发行者向中介机构支付一定的手续费，中介机构代理发行者推销国债，代销的特点是：①发行者支付的手续费较低，有利于降低发行成本；②中介机构仅根据合同在发行期内发行国债，到期如果不能全部售出，则将剩余部分退还给发行者。

包销，就是发行者与中介机构订立发行合同后，中介机构即按合同规定的日期向国库缴款，即所有的国债全部由中介机构先收购后再发行。包销的特点是：①发行风险全部由中介机构承担；②发行者能及时，全额地取得所筹资金；③由于中介机构要承担风险并垫付资金，因而发行者为此支付的费用较高。

助销，亦称“余额包销”，就是中介机构先代理发行者推销国债，在实际推销结果未达到合同所规定的发行额时，剩余部分都由中介机构买进，这种方式是代销与包销的结合。即先代理发行，后承购包销，其特点是即能保证完成证券发行总额，又能减轻发行者的费用负担和中介机构的风险压力。所以，助销方式或承购包销方式在国外很流行。如日本、加拿大等国的国债发行主要采取此种方式。

我国国债的公开发行，究竟是采取直接发行方式，还是采取间接发行方式，要取决于国债的发行目的，国债数额，推销时间，推销成本以及国债期限等一系列因素，在国债发行总额不大，推销时间较长或发行目的明确，金融宽松，个人与企业闲置资金充裕的条件下，宜采取直接发行的方式。反之，则宜采取间接发行的方式。

首先，就国债数额看，自 1981 年开始发行国库券，至今已累计发行 3000 多亿元，从发行总量看，目前国债无论是就财政还是就整个经济而言，都已占有相当的比重，1989 年国债发行额占当年财政支出的 8.8%，占当年国民生产总值的 1.7%。据统计，在近

年来已发行的各种债券中，国库券约占 60%，是数量最多的一种债券，而且随着经济的不断发展、财政支出的规模将越来越大，国债的规模也会越来越大，从而决定了在国债发行方式上应以间接发行为主，直接发行为辅。

第二，就推销时间而言，能否有一个较长的延滞推销时间，主要取决于国债资金的用途。从以往的情况看，通过发行国债所吸收的资金大致投向三种用途，一是直接弥补财政赤字，准确地说，是用于弥补上年中央财政的“硬赤字”，如 1981 年发行的国库券，1988、1989 年发行的财政债券，国家建设债券和保值公债；二是平衡当年财政收支；三是直接用于国家重点建设。从上述使用情况看，很难允许缓慢而渐进的推销，不宜采取直接发行的方式。

第三，再就国债的目的来看，在上述三种用途中，目的明确的一种是用于国家重点建设，如 1987 年发行的 52 亿元重点建设债券，全部用于能源、交通运输、邮电等国家重点行业建设，这就比较适宜采取直接发行的方式。但除此以外，大多数国债资金的用途界限不清，透明度不高。国债资金被用于弥补或平衡财政收支，不仅不利于国债的正常管理和资金的使用效益提高，而且使购买者不能明确地看到这笔资金的归宿，影响他们的投资信心，从而对直接发行形成很大的阻力。

第四，从发行成本看，直接发行似乎比间接发行成本低，但实际情况并非如此。发行国债的纸张费、印刷费一般不存在发行方式上的差别，区别主要在于发行费用。在直接发行的情况下，如由财政部门直接出售，发行成本则取决于手续费、补贴费；如由银行代销，则又取决于“折扣率”的高低。如采取间接发行的方式，首先由银行和证券公司依据合同价格大量承购，然后再以适当价格向一般公众出售，而承购价格和出售价格的差额即成为银行和其他中介机构的收益，这项收益与政府无关。过去采取强制发行方式，财政每年下拨 3‰ 的手续费，3‰ 的发行费，加上地方财政拨款补贴不低于 5‰，这样一个乡要补贴 600 元左右，一个县要补贴 3—4 万元，一个市要补贴几十万元，因此，就发行成本而言，在发行数额大、时间短的情况下，间接发行的成本要低于直接发行。

三、招标发行和非招标发行

以国债发行条件及其认购者的决定过程为标志，国债发行方式可分为招标发行和非招标发行。

招标发行，是一种通过招标来决定发行条件和认购者的发行方式，一般只适用于债券发行。招标发行是公开进行的，属公募性质，故亦有“公募招标”之称。采用招标发行方式发行债券时，先由各国债经营商、投资者招标，提出报价或要求利率，然后由发行者按出价由高到低，或按要求利率由低到高依次配售，直到售完预定发行额为止，采用招标发行方式，发行条件不是由发行者单方面决定，而是由发行者与投资者双方通过市场竞争来决定，这样决定的发行条件最能体现出公平合理的市场原则，也能真实地反映出供求关系决定的市场水平。所以，招标发行也可叫做竞争招标或拍卖招标。在招标发行中，招标的项目主要是价格或利率，由此形成了价格招标和利率招标。

价格招标也叫“竞价发行”，这是发行者先确定债券发行额和券面利率，发行价格和认购额由投资者核算，发行者从最高报价开始，依次选定投资者，直至售完预定的发行额。中标者则分别按自己的投标价格认购所报出的认购额。如果中标者的认购额超过了预定发行额，则按比例配售。对于投资者而言，投标技术很重要，因为如果报价过低，则有可能落标，但若报价过高，又会增加投资成本。

利率招标，就是发行者只确定发行额和面额，利率则由投资者投标决定，发行者以投标者报出的最高利率作为债券的发行利率，而从报出的最低利率开始依次选定投资者及其认购额，直至售完预定发行额。如果以某一中标利率投标的金额超过了预定发行额，则按比例配售给不同的投资者。此时，发行价格按下式算出：

$$\text{发行价格} = \frac{\text{期限(日数)} \times \text{利率} + 36500}{\text{期限(日数)} \times \text{最高投标利率} \div 100 + 365}$$

利率招标与价格招标的不同之处在于：它对所有中标的投资者都按统一的价格和利率发行。现举例如下：

预定发行额：1000 万元

期 限：3 年（即 1095 天）

投标及中标情况：见下表

表 5.12.1 投标及中标情况

投标利率	投标金额	中标金额
5.00%	400 万元	400 万元
5.01%	300 万元	300 万元
5.05%	200 万元	200 万元
5.08%	200 万元	100 万元

招标结果：发行额 1000 万元

发行利率：5%（取至最高投标利率的小数点后第一位）

发行价格：99.99 元 $\frac{1095 \times 5\% + 36500}{(1095 \times 5.08\% \div 100 + 365)}$

上例说明，所有中标者均以 99.99% 元的价格购买年利率为 5% 的债券；报出 5.08% 利率的投标者因要求利率过高，而未能如数购得投标金额，而其它投标者却并未因此而增加投资成本。

非招标发行，是一种由发行者单方面决定发行条件，由投资者自愿认购债券金额的发行方式。

第二节 世界各国主要的国债发行方式

一、公募招标方式

美国、意大利等大多数发达国家都采取这种方式。招标方式是通过投标人的直接竞价来确定价格(利率)水平,发行后投标人按款价高低进行排列,从高价排到低价(低利率排到高利率),从高价(低利率)选起,直到达到需要发行的数额为止。因此所确定的价格恰好是供求决定的市场价格及市场利率水平。

二、承购包销方式

日本、加拿大、德国等发达国家采取这种方式发行国债。一般由发行人和承销人(一般为大的财团)签订承购包销合同,合同中的有关条件是能过双方讨价还价来确定。以日本为例,由其大藏省与辛迪加集团签订承购包销合同,由于辛迪加集团的成员都是大证券公司和银行,他们对市场情况非常了解,为了分销国债,他们要求较低的价格和较高的利率,而发行人也总是要求高价格和低利率,以便降低发行成本,因此两者之间的讨价还价也常常能确定一个接近市场的价格或利率。

三、向个人直接发售

发行人和投资人直接见面,如通过代销方式在证券公司或银行的柜台销售储蓄债券。

四、“随买”形式

即根据市场情况销售,如果卖到一定程度,市场利率变化,则本期停止销售,然后调整利率,销售下一期。像“水龙头”一样,调整发行的“流量”。

世界上发达国家发行国债的模式无非是上述方式的一种或几种方式的组合。比较典型的几种模式是:

(1) 美国、意大利模式。美国和意大利属于公募招标方式和直接销售相结合的方式,以公募招标为主,或为其典型方式。

(2) 德国、日本、加拿大模式。承购包销和公募招标相结合的方式,以承购包销为主。

(3)“随买”、公募招标和直接发售相结合,以“随买”为其主要特征。

从各国的发行方式中我们可以看到以下几个特点:

(1)各国的发行方式是历史形成的,体现了共同的特点,因此没有完全一致的固定模式。

(2)发行方式不是单一的,以一种方式为主要特征,同时辅以其他形式。这主要是适应金融市场多样化筹资需要和投资需要多样化的发展。

(3)公募招标方式成为主要的和逐渐占主要地位的方式。例如,日本辛迪加集团其承销方式中逐渐增加招标的份额,这是因为公募招标方式能最有效地确定由市场供求决定的利率水平。

除以上几种主要方式外,还有一种国债发行方式:行政摊派方式,即国债的认购不是自愿而是依靠行政指令而强制认购的,这种方式在市场经济、金融市场不发达的国家较为普遍地存在。行政摊派发行方式是前几年我国国债发行的主要方式。

第三节 我国国债发行方式的演变

从1981年至今,我国恢复发行国债已有15个年头,国债发行方式由最初的完全靠行政手段分配,到80年代中期的探索试点,到1991年首次试行承购包销,1993年推出的国债一级自营商制度,进一步完善了承购包销发行方式,国债一级市场机制已形成并得到发展,国债发行方式逐步走向市场化。

综观国债发行的10多年,可以看出,我国国债发行方式的演变经历了以下三个阶段:

一、行政摊派为主

第一阶段,从1981年开始到80年代中后期。这一阶段,国债发行方式几乎完全依靠行政方式。在国债恢复发行的80年代初,人民群众对国债了解甚少,金融机构单一,金融市场刚刚起步,为了鼓励群众踊跃购买,支援国家建设,采用行政手段发行国债适应了当时的客观经济形势,为满足广大投资者的投资需要,保证国家筹资计划的完成起了积极的作用。但是,就行政手段本身来看,存在许多弊端:

(1)不能有效地吸引资金。行政分配的对象是个人、企业、机关。其中企业,机关总是资金不足的,他们不但自己不能提供资金而且需要补充资金。个人由于金融意识差,对国债认识少,多数闲余款项都存入银行,手持现金部分转向储蓄的可能性大于转向国债的可能性,因为手持现金主要是手头应急时用的,它不适合购买长期性质的债券。大宗国债直接向个人销售,必然拉长发行时间,加大发行成本,影响国库的资金需要,会影响以后各期国债的发行。

(2) 增加发行成本。行政分配必然导致发行成本的增加。这主要体现在因行政分配而使推销费用增加很多,初步匡算,1993 年全国大多数省在财政部划拨的推销费用以外增加推销费 800~1000 万元,加上其他因素,如印制成本提高等,通过行政方法增加的费用达到了 3~4 亿元,相当于利率提高 0.5%。

(3) 行政分配需要较长时间才能落实到基层,不能适应国家预算对债务资金的需要。在编制国家预算时,已经把国债作为一项收入列入预算,但由于采用行政分配方式耗费时间较长,不能及时满足预算需要。

(4) 行政分配需要较小的面值,增加了印制成本,给券面本身的周转带来困难。

(5) 行政分配造成筹资来源和个人的投资需要脱节,导致储蓄——投资渠道扭曲,不利于理顺资金关系,会造成长期资金短期使用,短期资金长期使用,甚至将预算资金用于购买国债。

显然,这种方式只是在发行任务较少,发行收入只用作预算收入的情况下,依靠人们的政治觉悟和爱国热情,不得已而采取的方法。一旦政治动员和行政分配工作遇到经济不稳定等不可预见因素,就有可能完不成任务。国债作为一种金融商品,是一种有价证券,其本质属性要求主要通过经济手段来组织发售,要求有比较健全的市场运行机制作依托。

二、行政摊派与市场发行相结合

第二阶段,从 80 年代中后期开始到 1991 年。

鉴于行政分配方式的弊端,从 80 年代中期开始,我国进行国债改革的一系列探索,作为国债发行主体的财政部积极寻找国债发行机制的改革措施,试图引进经济手段,主要的例如曾经想拿出一部分国库券在上海搞承购包销的试点,但因客观条件未成熟而没有取得成功,之后比较切实地在一定范围内开展了柜台销售。

此阶段主要是处于一种探索阶段,也是由纯粹的行政分配向国债发行市场化的过渡。

三、逐步走向市场化

第三阶段,从 1991 年至今。

进入 90 年代,客观条件有了一定改善,国债发行机制的改革进展较快。1991 年 4 月 21 日,财政部和承购包销团的主干事中国工商银行信托投资公司举行了承购包销签字仪式,承购当年国库券 25 亿元,随后又经地方财政部门 and 人民银行组织的承购包销达 40 余亿元,全年以承购包销方式发行的国库券占当年国库券发行总额的 65%;1992 年、1993 年承购包销发行方式又进一步得到巩固、扩大和发展。承购包销是发债主体与各承销商在完全平等、自愿、互利的基础上通过签订合同发行的方式,体现了国债的商品属性,表明我国国债一级市场机制开始形成与发展。这次市场化改革的成功,是基于我国证券业中介机构的发展、居民金融投资意识和能力的增强,国债流通转让范围的扩大等条件的具备和成熟。为了进一步完善承购包销发行方式,发挥金融机构在国债市场中的作用,1993 年

我国又推出了国债一级自营商制度，19家信誉良好、资金实力雄厚的金融机构获准成为首批国债一级自营商。国债一级自营商制度是指在国债市场上建立一批稳定的国债一级自营商组织（具备一定条件的金融机构），直接向财政部承销国债，再通过自身的融资活动开展分销与零售业务，将国库券最终送到投资者手中，帮助国家财政完成筹资计划，并在流通市场积极开展自营和代理交易业务，承担维护国债市场顺畅运转的义务。国债一级自营商制度的建立，标志着我国国债市场向着规范化和国际通行作法迈出了可喜的一步。1994年，我国又进一步扩大了国债一级自营商队伍，健全了对国债一级自营商的管理制度。

第四节 以公募招标方式为主：改革的方向所在

我国的国债体制一方面要根据我国的实际情况，充分体现金融业和证券业发展的历史和特点，另一方面也要走世界上大多数国家所走过的道路，就国债发行方式上看，大体上是从行政分配走向承购包销，再从承购包销走向公募招标方式。1991年我国试行了由证券中介机构承购包销的方式。公募招标方式所以为大多数发达国家所采用，是因为它体现了高效益低成本的原则，其基本特点是通过市场和供求决定发行条件，这一发行条件是投资人和发行人都认可的条件，这样就不会出现投资人的利益受到损害的情况。过去分配认购时，或者是发行人的利益受到损害；或者是个人投资人的利益受到损害；或者只有中介机构赚钱，发行人的利益和投资人的利益都受到了损害。这些情况都是我们应该避免的。1991年的承购包销也不是真正意义上的经济发行，因为发行条件是通过行政方式确定的，只是因为发行条件对中介机构有利，才使发行获得成功。承购包销是承销团直接和财政部之间通过承销合同，明确权利和义务关系的市场发行方式，对于承销集团来说，主要是通过合同形式维系利益关系，有利则争着销，无利则不干，主动权为其掌握，国债管理部门失去了左右形势和制约的能力。因而承购包销的方式也不是最理想的方式。多数发达国家历史上曾经采取过承购包销的方式，后来又过渡到拍卖的方式，如美国就是这样，日本目前仍然保留通过承购包销发行国债的方式，这是因为承销团已经基本固定，他们考虑的是长期收益而不计较一次包销国债的得失，同时利率的确定又受到市场利率水平的影响，因此这种发行方式得以存在到今天。实际上日本附息国债的集团承销正在不断增加招标的成份。由于我国目前还没有形成固定的承销团，承销团的规模在目前难以承销全部国债，可见，我国的国债发行方式必须也必然会发展到以拍卖即招标为主的发行方式。根据我国具体情况，实际招标方式销售国债需要经过几个步骤：

第一步，发展一级自营商组织，实行无券记帐和增加国债的期限品种，一级自营商制度是金融基础设施的重要内容。一级自营商在国债发行市场上具有承销和投标国债的义务。1993年我国第一次建立了一级自营商制度，在这个问题上走了第一步，但是目前的

一级自营商制度还有两个缺点：一是主要的商业银行没有参加一级自营商组织；二是一级自营商的权力没有很好地体现出来。因此，一此 1993 年批准的一级自营商不再申请参加 1994 年的一级自营商组织。1994 年银行加入了一级自营商的行列，这是一个新的进步。无券记帐可以缩短券款的运行速度，解决实物券运送时间长，因而影响发行时间的问题。无券记帐方式已经在一定范围内试行了几年，但是由于只在固定系统内实行，使得无券记帐的非实物国库券在系统外很难流通，因而出现了不同的价格。解决这个问题，当前最重要的是把国债交易的系统和银行的支付系统联网，同时各个系统之间也要联网。自 80 年代后期以来，我国国库券基本上是 3 年期和 5 年期两种中期国债。为了使国债的期限结构合理化，应该增加长期国债和短期国债，使国债具有长、中、短三个品种。长期国债可以由养老保险和农村就业保险基金购买一部分，期限为 8—10 年。这部分国债长期以来采取派购的方式，应该逐步向市场化的方向发展。由于养老保险基金要向受益人定期支付利息，所以对这部分国债应该采用按年支付利息的方式。短期国债主要应该由银行购买，除了中央银行的公开市场操作提供手段和解决国库对于短期资金的需求外，它可以为货币市场确定一个基准利率，促进短期货币市场和银行间同业拆借市场的形成和发展，而这又是国债市场发展的重要前提。

第二步，逐步实行招标方式和承购包销相结合的方式。可以对实行承购包销方式的国债的一部分实行招标，也可以先实行招标，然后再实行承购包销。

第三步，实行完全招标方式和直接向个人发售相结合的方式，这时国债市场的大宗国债以无券记帐形式通过招标方式发行。个人投资人主要在二级市场上购买可上市的二手国债，也可以购买储蓄债券。这时可以建立两条筹集资金的渠道系统：一是通过一级自营商和中介机构发行国债的渠道；二是直接向个人发行国债的渠道。前者是直接渠道，后者是间接渠道。两者的区别是：从发行规模来看，前者适用于大宗国债的发行，后者适用于小规模国债的发行；从发行手段来看，前者适用于短期、中期国债的发行，而后者适用于长期国债的发行；从发行的组织方式看，前者适用于中央财政直接和承销团签订承销合同，或财政部向一级自营商进行招标，后者适用于银行的网点、邮政储蓄的柜台和财政部门的国债服务部在柜台上向个人发售。

总之，随着经济体制改革的深化，社会主义市场经济的逐步建立和金融财税改革的深化，国债发行的方式逐步从行政发行向经济发行过渡，具体地由行政分配到承购包销，再到公开招标。但就目前来看，由于目前我国财政收支不稳定、金融市场不发达、不成熟，尤其国债二级市场不发达，所以，单纯实行经济发行方式，各方面条件还不成熟，以 1993 年为例，到 4 月末，全国最好的省份只完成计划的 11%，有的沿海开放城市仅完成 1—2%，究其原因，一是任务增幅较大，销售仅凭市场调节；二是取消小面值券，百元以下的投资者无力参与；三是银行的短期高息大额存单（1 年期利率均在 10% 以上）出台，以及地方发行债券和集资，导致资金大量分流。事实无情地宣告以市场发行取代行政分配尝试的失败。因此，目前国债发行方式应采取行政摊派、承购包销和柜台销售相结合的模式。

第十三章 国债的交易

第一节 交易方式

要进入国债流通市场，首先要了解国债的交易方式有哪些，各种交易方式具有什么样的特点，然后才能根据自身的情况合理选择交易方式，作出正确的决策。我国自 1988 年开放国债流通市场以来，到目前已经采取了三种交易方式，并且正在酝酿其他交易方式。下面按照复合分类标准，分别介绍我国国债交易的几种方式。

一、国债的现货交易

1. 现货交易的概念

国债的现货交易方式，就是指交易双方在成交后即时进行清算交割其债券和价款的方式。所谓“即时”，并不一定是成交的当时，它可以按照证券交易所通常采用的交割日期，例如次日交割等。也就是说，债券的成交日和交割日不一定是同一天，但必须相隔很近。

国债现货交易在我国始于 1988 年。由于当时我国国债二级市场刚刚开放，现货交易方式易于管理，而且正好可以满足人们投资和兑现的愿望，因此直到 1992 年底我国一直采取单一的国债现货交易方式。债券的持有者由于种种原因需要将手中债券变为现金，他便通过现货交易方式卖出手持的债券，取得价款；同时，货币持有者有投资的愿望，但又不能通过国债发行市场买进债券，便通过现货交易方式买进所需要的债券。这样，交易完成，双方各自实现了其兑现或投资的愿望。

2. 现货交易的种类

现货交易按照其进行的场所不同，可以分为场内交易和场外交易两种。

(1) 场内交易。场内交易即证券交易所交易。在我国，目前仅有上海证券交易所和

深圳证券交易所两个交易场所。在场内交易中,现货交易是通过竞争方式,按照时间优先和价格优先等原则完成成交的,其基本程序分为开户、委托、成交、清算交割和过户。场内交易比较规范,管理严格,有一定的竞争规则,因此除现货交易方式外,还可以采取其他交易方式。

(2) 场外交易。场外交易即“店头交易”或“柜台交易”,是在证券交易所以外的证券公司以及证券商办事处的交易柜台上完成的。场外交易中,现货交易方式是通过每项交易中的讨价还价方式进行的,而不采用证券交易所的竞争规则。在场外交易市场上,只能进行规则交易方式。如果允许在场外交易市场上进行非现货交易的话,证券市场的投机性就会大大增强,从而妨碍市场的稳定。我国国债的场外交易方式,依照其参与方法的不同,又有自营买卖和代理买卖两种。

① 自营买卖。国债的自营买卖方式,是指国债交易机构替自己的帐户进行国债的买卖。交易的对方既可以是投资者个人,也可以是其他证券交易机构。该国债交易机构进行自营买卖的目的就是赚取价差,以其卖出价与买入价的差额作为其业务收入,而不再向客户收取手续费。例如北京某证券交易柜台 1992 年 3 月 18 日挂出的牌价表显示,1987 年国库券的买入价为 146 元,卖出价为 148 元,其差价 2 元则作为该证券交易柜台的业务收入。投资者要进入该交易柜台进行国债买卖,则要以 146 元的价格卖出自己手持的国债券,以 148 元的价格向该柜台买入自己需要的国家债券。

② 代理买卖。代理买卖是指国债交易机构代理客户买进或卖出国债的交易方式。代理买卖与自营买卖最大的区别在于,国债交易机构不是以自己的名义买进或卖出国债,而是以委托人的名义,为投资者双方达成交易。代理买卖由证券交易机构按照交易额的一定比例收取手续费,以此作为其业务收入。我国规定国库券代理买卖每笔交易收取的手续费总额(包括买卖双方)不得超过交易总面额的 6‰。例如某 A 委托证券公司以 120 元的价格买进 1990 年国库券,正好某 B 委托证券公司以 120 元的价格卖出 1990 年国库券,那么证券公司为二人办理成交业务,由双方再向证券公司支付手续费。

(3) 现货交易方式的局限性。现货交易方式是历史上出现最早的证券交易方式,也是现代证券交易中最普遍采用的交易方式。从我国国债的流通市场发展来看,也曾一度采取单一的现货交易方式。但是,现货交易方式具有一定的局限性。随着国债流通市场的不断扩大,单纯采用现货交易方式便不能适应投资者的要求。

首先,现货交易方式限制了投资者个人信用所发挥的作用。有的投资者进行国债买卖是出于投机目的,是为了在合理预期国债价格涨跌趋势的基础上赚取最大限度的差额利润,也有的投资者并不急于迅速兑现其卖出的债券。但是由于现货交易方式强调即时清算交割,买卖双方必须按照规定的交割日期相互给付债券的现款,否则就会构成违约。

其次,现货交易方式不利于投资者稳定收益,减少投资风险。由于现货交易强调即时清算交割,投资者无法根据较长时期内的行市变动趋势,保护在未来时间进行交易的某种债券行市价格,以减少风险和稳定收益。例如,某投资者在现货交易市场以 120 元的价格买进 1991 年国库券,当 1991 年国库券行市呈下跌趋势时,投资者预计价格将跌至 90—100 元之间。如果在现货交易方式下,该投资者只能以当时的最佳价格 100 元将 1991 年

国库券抛出,损失了20元。又如,某货币持有者预计该种国库券在3个月内将回升至130元,并愿意在3个月以后以120元的价格买进。在现货交易方式下,即使国库券持有者愿意在3个月以低于120元的价格卖出其手持的国库券,双方也不可能现在成交。该国库券持有者只能按照当时的最佳价格100元抛出该种国库券,以免该种国库券继续下跌,遭受更大损失。因此,单纯的现货交易方式使投资者寻求不到规避风险的机会,无法转移价格变动带来的损失。

二、国债的期货交易

1. 期货交易的概念

国债的期货交易方式,就是指国债交易双方在债券成交以后,同意按照成交合同规定的数量和价格,在将来的某一特定日期进行清算和交割的交易方式。期货交易方式,只能在证券交易所内部进行。场外交易中,一般不采用期货交易方式。

2. 期货交易的特点

国债期货交易是比较特殊的交易方式。我国于1992年12月起在上海证券交易所开展了国债期货业务。相对于在此之前一直采用的现货交易方式而言,期货交易方式具有以下特点。

(1) 国债期货交易属于远期交易。国债的期货交易,其成交时间和交割时间相隔一段时间。通常这种时间间隔是以月为计算单位的,或者是以某年的某个特定月份的某日作为交割日期。我国国债期货交易,其交割日也往往在成交日之后的3个月甚至长达1年。

(2) 国债期货交易的标的具有双重性。标的也即期货交易的对象。在期货交易中,其标的不仅可以是国家债券本身,而且可以是国债期货合约。例如,A君拥有某种国库券20张,面值为100元。A君要在期货市场卖出这20张国库券,这时期货交易的标的就是国库券。B君在期货市场上买进A君的20张国库券,双方签订的期货合约约定3个月后交割。但B君在未与A君实际交割之前,又将该种国库券卖给C君。这时C君买进的既可以说是20张国库券,也可以说只买进了A君与B君的期货合约。

(3) 国债期货合约具有可交易性。国债期货合约是证券交易所制订的一种标准格式的合同,它载明某种国债在未来月份中交割的数量和价格,但并不要求成交后马上转移国债的所有权。因此,期货交易的买方无须获得任何人的许可,就可以再将这份合约卖出。虽然他并未真正拥有该种国债,但他仍可以进行期货交易。

(4) 国债期货交易标的具有不可分性。国债期货交易的标的有别于现货交易,是不能拆解为若干份再分别卖出的。因为在期货交易中,交易的标的是期货合约本身,而一桩期货合约所载明的国债数量、交割期限、价格都是确定的,所以卖方必须一次性将这桩期货合约卖出,而不能将其拆解。例如,某人买进国库券100张,在现货交易方式下, he 可以先卖出20张,再卖出40张,以此类推。但在期货交易方式下,由于这100张国库券是一次买进,记载在一桩期货合约上,如果该人想卖出这100张国库券,只能一次将合约卖出。

3. 期货交易的方式

期货交易方式对于卖者来说是预销,对于买者来说是预购。期货交易的买卖双方一般都不是出于兑现或投资的目的,而往往是为了从国债投机中获得收益。因此,做国债期货交易双方都无意等待指定日期到来时实际交割债券,而是希望在适当时机再买进或卖出,实现平仓,所以买方在订约时可以有现款,卖方在订约时也可以没有债券,这就是买空卖空。基于此,可将国债期货交易方法分为以下两种:

(1) 多头交易。多头交易是指期货交易参加者预计未来某一时期国债价格将上涨而采取的先买后卖的交易方式。通常地,某种国债价格预期上涨的市场状况称为“牛市”。在“牛市”条件下,投资者预期某种国债价格将要上涨,便以目前的市价买进一定的国债期货;待经过一段时间行市上涨后,再以更高的价格将期货卖出,从而赚取差价利润。例如,张某从国债期货市场上买进面值100元的国库券50张,价格为120元,交割日期为当年的10月8日。不久,该种国库券行市看涨,到9月20日已涨至130元。张某于是将手中的期货合同以130元的价格卖出,获取的收入为 $50 \times 130 = 6500$ 元。到10月8日,张某按照买进时与卖方的约定,向卖方支付的价款为 $50 \times 120 = 6000$ 元。张某通过先买后卖赚取的差价利润为500元。当然,如果该种国库券行市不涨反跌,张某就会无利可图,甚至赔钱。

(2) 空头交易。空头交易是指,期货交易参加者预计未来某一时期国债价格将下跌而采取的先卖后买的交易方式。某种国债价格预期下跌的市场状况一般称为“熊市”。在“熊市”条件下,投资者预计某种国债价格将要下跌,便以目前的市价卖出一定的国债期货;待行市下跌之后,再买进该种国债期货,从而获取差价利润。例如,张某在国债期货市场上卖出面值100元的国库券50张,与买方的期货合同上规定价格为120元,交割日期为10月8日。不久,这种国库券行市看跌,张某又从市场上现货买进50张同种国库券,价格为100元,支付给买方的价款为 $50 \times 100 = 5000$ 元。而合同到期时,张某可以从期货交易的买方手中获取价款为 $50 \times 120 = 6000$ 元。那么,张某通过先卖后买,赚取的差价利润为1000元。当然,如果张某预期失误,该种国库券价格反而上升,他要想重新买入该种国库券,就要支付比他当初卖出时的120元更高的价款。那么他要么不再买入该种国库券,要么赔钱。

在期货交易实务中,由于某一桩国债期货合同会由众多的投资者多次买进卖出,某一位投资者会在同一时期进行若干桩期货合同的买进卖出,因此期货交易的清算交割很少实现现款和债券的实际交付,往往通过平仓或对冲而了结投资者之间的价款往来。

4. 期货交易的功能

我国国债交易之所以要开展期货业务,主要是针对现货交易方式的局限性,为适应国债流通市场日益发展的需要和满足投资者保值或投机的愿望。国债开辟期货业务,说明期货交易方式具有以下功能。

(1) 套期保值功能。套期保值也就是使某种国债交易价格在未来时间内得到保证,从而稳定收益,减少投资风险。其基本的做法就是,首先在债券现货市场上买进或卖出某种国家债券,随后又在期货市场上按照同等的交易条件卖出或买进同种国家债券,通过同

时进行同种国家债券的多头交易和空头交易,以避免该种国家债券市场价格涨跌造成的损失。例如,某甲从现货市场上买进某种国库券,价格为110元,甲担心该种国家债券未来可以会跌价,于是又在期货市场上与乙签订期货交易合同,约定甲以110元的价格将该种国库券转让给乙,3个月以后交割。这期间,如果该种国库券跌价,但甲在交割日期来临时仍可以按照110元的价格与乙交割该种国库券。即使该种国库券并未跌价甚至升值,但甲并未蒙受损失(两次交易的交易成本忽略不计)。因此,甲通过买现货卖期货,将预计的投资风险转移给乙,自己的收益得到了保证。

(2) 投机功能。投机一般是指通过期货交易赚取买卖差价而进行买空卖空活动。投机者的目的就是在买卖中获得差价,因此投机者会根据市场行市的变化不断调整其作为买方或卖方的身份,既作多头交易,又作空头交易,从盈亏相抵的余额中获取差额利润。例如,王某观察到市场上6个月期和1年期的国库券价格相差值大于正常值,便利用多空套做进行投机。3月1日,王某以105元的价格买进6个月期国库券期货,以110元的价格卖出1年期国库券期货;8月1日,王某又以109元的价格卖出6个月期国库券期货,以112元的价格买进1年期国库券期货。最后,6个月期国库券的多头期货盈利4元,1年期国库券的空头期货亏损2元,盈亏相抵,王某实赚差价利润2元。可是,由于投机者的存在,套期保值者的价格风险由投机者承担了,期货交易就可以维持下去。可以说,正因为投机者的存在,其投机的目的才推动了期货市场的发展,保持了期货市场的稳定。

三、国债的回购交易

1. 回购交易的概念

国债的回购交易方式,是指卖出一种国债时,附加一定的条件,于一定期间后以预定的价格或收益率,由最初出售者再将该种国库券购回的交易方式。如果作一个与上述程序相反的交易,则称为反回购交易。在我国,国债的回购交易是从1993年12月13日起在上海证券交易所开始的。

开展回购交易,是一种新的融资方式,对于国债市场的投资者个人来说,是及时融通资金的良好办法。一方面,长期国债的持有人在债券持有期间内可能遇到临时性的资金需要,但又认为手中债券利率高,是长期投资的良好选择,所以不愿将其所有权作永久性转移,这时可以视资金需要时间长短而作一定期限的回购交易,既能满足应付暂时资金的需要,又能在回购期满后继续持有该种债券。另一方面,投资者正好有暂时的资金盈余,欲寻保险系数和收益相对较高的投资渠道,或者不想永久持有某种长期券,但又基于长期债券利率的优势,非常想将手中闲置的资金投资于长期债券,从而在短期内也能获得长期债券的收益,以充分利用和活化暂时闲置的资金,这时就可以视其闲置资金的时间作一相应期限的反回购交易,从而既满足上述需要,又可在回购期满后收回资金。例如,某甲5月1日与某乙签定回购合同,规定回购期为3个月,即期价为120元,则某甲于当日卖出手持国库券,获得120元的资金,某乙买进该种国库券,支付120元的价款。待8月1日回购期满,双方按照约定完成回购,由于合同规定回购期满的结算价为130元,因此,某甲

需向某乙支付 130 元购回其原有国库券,某乙则从某甲处收回资金 130 元。如果不考虑外部因素,则某乙由于反回购交易而赚取了 10 元的利润,某甲虽然在回购交易中蒙受 10 元的损失,但其获取的资金 120 元在 3 个月期间为其赚取的利润为 25 元,两者相抵,某甲通过回购交易实际获得的利润为 15 元。可见,国债的回购交易等于为广大持券者和资金富余者提供了一种灵活的融资与融券渠道,使国债信用工具的功能得到了充分发挥。

2. 回购交易的特点

回购交易可以说属于远期交易的一种特殊方式。它与国债的远期交易和期货交易同属于国债派生市场交易形式,但又有其特点。

(1) 回购交易是现货交易与远期交易的结合。回购交易是一种比较灵活的融资方式,作一笔回购交易,对于债券持有者来说,是卖债券的即期交易和买债券远期合同的结合;对于货币持有者来说,是买债券的即期交易和卖债券远期合同的结合。卖出债券回购合同预示着同到期时最初售出人以远期交割的方式再将债券买回,最初购买人以远期交割的方式再将债券卖出。

(2) 回购交易要发生两次券款交割。回购交易在签订回购合同的当时就有一次券款的交割,待回购合同到期时,还有一次相反方向的券款交割,交割共发生两次,而且第二次交割已经有第一次券款交割为基础,其信用风险相对较小。

(3) 回购交易的方式。回购交易方式按照期限不同可以分为隔日回购和定期回购。隔日回购是指最初售出者在卖出债券次日即将该债券购回;定期回购则是指最初出售者在卖出债券至少两天以后再将同一债券买回。

回购期限长短不同,其信用风险也不同。定期回购就比隔日回购大,在定期回购中,因回购期越长,其信用风险越大,所以在做定期回购时,回购方(即最初出售者)需交纳一定的保证金,以防止回购方到期不及时将债券买回。在上海证券交易所,回购业务收取的手续费为成交金额的 0.1%。

目前我国开展的国债回购业务,都是定期回购方式,隔日回购方式尚未开展。上海证券交易所规定回购期限为 7 天、1 个月、3 个月和 6 个月四种。由于回购期限较长,而且投资者对回购业务的原理和操作不太熟悉,所以国债回购业务尚表现为比较清淡,预计今后也将开展隔日回购,以加速资金融通。

四、国债的期权交易

国债的期权交易方式是指国债交易双方为限制损失或保障利益而订约,同意在约定时间内,按协定价格买进或卖出契约中指定的债券,也可以放弃买进或卖出这种债券的交易方式。目前我国尚未开展国债的期权交易方式,但将来必定会逐步开展期权交易。

期权交易方式相对于期货交易方式而言,其风险较小。这是因为,期权交易在订约之后,期权的买方可以在买进或不买进,卖出与不卖出之间作出选择,即使买方对期权交易中国债价格变动趋势判断失误,也仅需支付一定的期权费作为赔偿。例如,A 预测某种国库券价格看涨,遂与 B 签约,买进期权,并支付期权费。如果该种国库券价格上涨,A 有

权按协定价格从 B 处买进该债券；如果该种国库券价格下跌，A 又有权放弃买进该种债券，以避免损失。期权费则作为 A 放弃期权的代价，由 B 所得。

期权交易的方式分为买入期权和卖出期权两种。买入期权，是指期权交易双方订约，规定期权的买方在有效期内，有权按协定价格向期权的卖方买进约定种类和价格的国家债券，也有权不买进该种约定种类和价格的国家债券。前一种情况，买方需在支付期权费的同时，支付该种国债的购买价格；后一种情况，则只需支付期权费。卖出期权，是指期权交易的双方订约，规定期权的买方在有效期内，有权按协定价格向期权的卖方出售约定种类和数量的国家债券，也可以有权不出售该种国家债券。前一种情况，由期权买方向卖方支付期权费，期权卖方（国家债券的买方）向期权买方支付国家债券的购买价格；后一种情况，期权买方向期权卖方支付期权费。

综上所述，我们知道在我国，当前国债的交易方式主要有现货交易、期货交易、回购交易三种，另外期权交易则是未来将要开展的一种新的国债交易方式。投资者应当了解各种交易方式的不同特点，在其中作出正确的选择。只有结合自身进入国债流通市场的目的和自身拥有资金的状况等综合分析，才能做出适合自身情况的投资决策，从而获利。

第二节 交易价格

国债交易的价格，也称国债市场价格、实际成交价格，是指国债在流通市场上买卖双方实际成交时的价格，俗称国债行市。

国债上市交易，其实际成交价格，是不固定的，它随着国债市场的供求变化而变化，而且还要受多种主客观因素、经济因素和非经济因素的影响。但是总的来说，国债市场的价格还是有规律可循的，不像股市那样会大起大落。而且，国债交易的价格虽然受多种因素的影响，但其基础部分是可以计算的。这个基础就是国债理论价格。在国债市场上，其实际成交价格总是围绕理论价格而上下波动。下面就分析国债理论价格的确定，并分别就不同的交易方式的价格进行分析，最后分析影响国债交易价格的因素。

一、国债理论价格的确定

1. 决定国债理论价格的变量

由于国债的理论价格是指投资者为了获得债券在未来一定时期内的利率收入而在理论上应该支付的价格，因此其决定变量有三个：

（1）债券到期还本付息额。这是指国家债券到期时的总收入，包括本金和利息两部分。我国的国债一般采取附息发行，到期一次还本付息方式，因此国债的到期还本付息额计算应该是：

到期还本付息额 = 债券面额 + 到期利息

= 债券面额 + 债券面额 × 票面利率 × 有效期限

(2) 债券期限。这里的债券期限不是上面所说的有效期限,而是指国债转让时的剩余年限,即国家债券进入交易市场后由本次交易日起至最终偿还日止的时间。

(3) 社会平均利率水平。这是指债券市场上绝大多数买卖双方都能接受的利率水平。一般而言,在我国国债市场上,这种市场利率水平是以相同期限的储蓄存款利率作为标准的。

某一种国家债券的交易价格,都可以在已知上述三个变量的基础上计算出来。但是,由于市场上存在其他各种因素的影响,各种交易方式下的价格又有其个别情况。

2. 国债理论价格的决定

已知上述三个变量,如何确定国债的理论价格呢?首先我们必须设立一个假定。因为每一个国债投资者在进入国债流通市场参与交易时,都期望自己所买入的国债到期还本付息额不低于投资者将资金投向其他方面而获得的收益。假如投资者购买到的二手国债期值比他进行其它投资的收益要低,他便不会进行国债投资了。而其他投资的范围很广、种类很多,风险性和收益率各有不同,很难与国债投资的到期还本付息额比较。唯一比较稳定而且几乎没有风险的投资就是进行储蓄。因此,投资者购买国债的前提条件是,其在国债到期日获得的利息额至少应当和相同期限的银行储蓄存款利息额相等。基于这一假定,可以得出以下等式:

国债到期还本付息额 = 与国债待偿期限相同的储蓄存款还本付息额 (1)

在等式的后项中,可以看出如果投资者将等同于国债转让价格的那部分资金用于储蓄,在与国债待偿年限相同的期限内,其本息额应该为:

储蓄存款 到期本息 = $\frac{\text{国债转让价格}}{\text{投资额}}$ + 同期储蓄存款利息 (2)

将等式 (2) 代入等式 (1), 可以得出:

国债到期还本付息额 = 国债转让价格 + 同期储蓄存款利息 (3)

在储蓄存款利率为单利时,同期储蓄存款利息为:国债转让价格 × 储蓄存款利率 × 待偿年限。因此,国债转让价格确定为:

$$\begin{aligned} \text{转让价格} &= \frac{\text{国债到期还本付息额}}{1 + \text{储蓄存款利率} \times \text{待偿年限}} \\ &= \frac{\text{面值} \times (1 + \text{票面利率} \times \text{有效期限})}{1 + \text{储蓄存款利率} \times \text{待偿年限}} \end{aligned}$$

设转让价格为 P , 面值为 V_p , 票面利率为 I , 票面规定的有效期限为 M 年, 再设用相当于国债转让价格的 P 元投资于储蓄, 其期限相当于国债的待偿年限 (剩余年限), 为 m 年, 储蓄存款利率为 i , 则上述公式可以表示为:

$$P = \frac{V_p \times (1 + M \cdot I)}{1 + m \cdot i}$$

例如,某国库券面值 100 元,有效期限是 3 年,票面利率为 14%, 转让时剩余年限

为2年,2年期银行存款利率为9%,那么该种国库券转让时的理论价格为:

$$P = \frac{100 \times (1 + 3 \times 14\%)}{1 + 2 \times 9\%} = 120.34 \text{ (元)}$$

如果投资者购买时的实际成交价格低于120.34元,则他的国库券投资收益高于同期银行储蓄利息收益,反之则低。

在储蓄存款利率为复利时,同期储蓄存款利息为:国债转让价格 $\times (1 + \text{储蓄存款利率})^{\text{待偿年限}}$ 。因此,国债转让价格确定为:

$$\text{转让价格} = \frac{\text{面值} \times (1 + \text{票面利率} \times \text{有效期限})}{(1 + \text{储蓄存款利率})^{\text{待偿年限}}}$$

仍用上面的字母表示,则可表示为:

$$P = \frac{V_p \times (1 + M \cdot I)}{(1 + i)^m}$$

例如,1985年发行的国库券,面值为100元,有效期限为5年,票面利率为9%,到1988年5月1日交易时剩余的待偿年限为2.1667年,银行储蓄存款利率采用复利计算,利率为10%,那么该种国库券转让时的理论价格为:

$$P = \frac{100 \times (1 + 9\% \times 5)}{(1 + 10\%)^{2.1667}} = 117.95 \text{ (元)}$$

同样地,如果投资者购买时的实际成交价格低于117.95元,则他的国库券投资收益高于同期银行储蓄存款收益;反之则低。

这就是国债理论价格的确定,可以看出这个确定过程并未考虑交易成本,也未考虑其他因素,如供求关系、预期收益率高低以及其他政治经济因素的影响。在实际交易过程中,理论价格只是作为一个参照物,在成交价格在其上下浮动。下面分别就不同的交易价格看一看价格的变化情况。

二、不同交易方式下的国债实际价格

1. 现货交易方式下的国债实际价格

在现货交易方式下,国债的买卖又依场所不同分为场内交易和场外交易两种。

在场内交易中,国债的买卖价格,是在理论价格的基础上,通过竞价而实现的。购买者根据某种国债的供求状况、待偿期长短、转售力强弱而确定自己可以接受的买价;出售者同样根据以上因素而确定自己愿意接受的卖价。多个购买者和多个出售者报出价格以后,由证券交易所按照“价格优先、时间优先”的原则,以最低卖价和最高买价成交。

在场外交易中,分为自营买卖和代理买卖两种。自营买卖方式下,证券公司主要通过买进价与卖出价之间的差额而盈利。因此自营买卖的交易价格有买入价和卖出价两种。买入价和卖出价均以该种债券的理论价格为基础,但卖出价要略高于买入价。证券公司根据债券市场供求关系和走势、自身营运周转资金的多少、投资收益的高低、库存证券的结构和数量、债券卖出者的即期收益率与债券买入者的到期收益率的平衡以及其他政治经济因

素,分别确定其买入价和卖出价,并随时调整;代理买卖方式下,证券公司作为代理商,为委托人寻求其愿意接受的交易价格。委托时一般授予证券公司以较大的自主权,允许证券以随行就市成交。证券公司为其委托人寻找到合适的交易对象以后,按照价格优先和时间优先的原则成交,从而确定一个实际成交价格。

2. 期货交易方式下的国债实际价格

国债在期货交易方式下,其理论价格的确定也与现货交易方式相同。期货交易的双方在国债理论价格的基础上,主要考虑国家债券在未来的涨跌趋势,然后确定期货市价和未来价。但是,由于期货交易在实际交割时可能发生平仓或对冲现象,因此投资者实际支付的价格也有不同的计算方法。

如果期货合同到期时未发生平仓现象,需要进行实际的券款交割,其交易价可以按照期货合同约定的价格确认,并进行交割;如果期货合同到期时买卖双方发生了相反方向的买卖,则可以实际对冲,某投资者应付出的价格是其卖出期货的价格与其买入期货的价格的差额。在期货交易中,国债的交易价格一般都采取差额结算的方式确定。

3. 回购交易方式下的国债实际价格

在回购交易方式下,由于买卖双方要发生两次券款交割,因此需确定两种价格。一种是回购期满时的结算价,一种是签订回购合同时的即期价。我国上海证券交易所规定,国债回购交易中的即期价采用前一日现货市场的收盘价,而在此基础上再进行回购期满时的结算价的竞价。结算价的确定一般是根据即期价,加上交易所每天公布的不同券种不同回购期的收益率,以此作为投资者的定价参考。证券交易所内的会员公司可以直接参与回购业务的申报竞价;如果代理客户买卖,其佣金最高不得超过交易总金额的0.3%。

三、影响国债交易价格的因素

我们知道,国债交易价格是在其理论价格的基础上波动。那么导致国债价格波动的因素有哪些呢?作为一个投资者或投机者,应当在参与国债交易之前冷静地分析这些影响因素,考虑每个因素对价格的现价和未来涨跌趋势有何影响,然后才能为自己确定最佳的投资方案。

1. 影响国债交易价格的经济因素

国债属于财政信用,国债交易则属于金融市场上证券交易的组成部分,因此国债是经济范畴,影响国债交易价格的因素最主要的也是经济因素。

(1) 市场利率水平。投资者选择投资方案,关键要看哪一项投资的边际收益高。如果某一种资产的边际收益过高,就会吸引投资者转向该种资产,从而影响到其他资产的投资量。那么,投资者购买国债时和同样要将它与其他金融资产对比。一般地,当银行存款利率或其他金融资产的市场利率上升时,债券持有者会抛出债券转而购买高收益资产,债券的价格就会下跌;相反,市场利率下降时,债券价格就会上涨。

(2) 通货膨胀率。在通货膨胀较为严重的情况下,由于物价上涨速度很快,一方面市场利率水平提高将引起债券价格降低;另一方面,投资者会将资金转向金、银、房地产

等可以保值的资产,从而减少对国债的需求,引起国家债券价格下跌。

(3) 中央银行的货币政策。货币政策是中央银行通过一定的政策工具和传导机制,影响经济中的变量,从而达到稳定通货和货币秩序正常的目标。当国内经济高涨,通货膨胀率过高时,中央银行为紧缩货币供应,在证券市场上抛出国债,回收货币,债券价格便会下跌;当国内经济萧条,中央银行扩张信用时,会在市场上收进债券,增加货币供应,债券价格便会上升。

2. 影响国债交易价格的投机因素

在国债交易市场上,有的投机者买卖国债的目的不是进行投资,而是进行买空卖空交易,谋求债券市场价格波动的价差利益。这虽然是市场经济下合法的正常的交易行为,但由于买空卖空是在市场价格波动较大时比较活跃,而且没有债券和现款作保证,容易使交易量迅速增加,而且交易的频率加快,从而加大债券价格的波动幅度,使国债市场“牛市”与“熊市”交替出现,价格暂时脱离规律的指引。

3. 影响国债交易价格的心理因素

在国债市场上,心理因素往往会导致投资行为出现剧烈转变,致使国债价格暴涨或暴跌。相对于股票而言,国债受心理因素的影响较小。因为心理因素的影响主要是由于某种政治、经济事件的发生或者传闻和谣言,使投资者在心理上对投资收益的预期发生变化,因此对于股市变动影响较大。国债是以国家信用为担保的债券,其偿付力和信誉度都无以伦比,因此投资者持有国债时往往不会由于心理恐慌而大量抛售。但无论如何,心理因素仍可以在一定程度上对国债的价格造成影响。

4. 影响国债交易价格的政治因素

政治因素对于国债交易价格也有一定的影响。投资者在进行投资时,有必要对本国政治形势作出判断。如果社会秩序良好,政府团结有力,法律健全,投资者的收益有所保障,债券价格就会稳定会上升;如果政治局势不稳,投资人躲避风险就会出手债券,引起债券价格下跌。

第三节 交易程序

国债交易市场包括场内交易与场外交易两部分,国债交易方式在我国也已开展了现货交易、期货交易、回购交易三种。国债交易由于场所不同、方式不同,会履行不同的程序。确立合理的国债交易程序,是使国债交易顺利进行的保证。了解国债交易的一般程序,也是投资者进入国债转让市场之前的一堂必修课。

一、场内国债交易的程序

证券交易所是证券交易市场的核心，在证券交易所内部，其交易程序都要经证券交易所立法规定，其具体步骤明确而严格。相对于场外交易而言，更加严谨周密。

1. 开户

国债投资者要进入证券交易所参与国债交易，首先必须选择一家可靠的证券经纪公司，并在该公司办理开户手续。

(1) 开户合同的订立。投资者在某证券公司开户时，必须与该证券公司订立开户合同。开户合同应当包括如下事项：

①委托人的真实姓名、住址、年龄、职业、身份证号码等；

②委托人与证券公司之间的权利和义务，并同时认可将证券交易所营业细则和相关规定以及经纪商公会的规章作为开户合同的有效组成部分；

③确定开户合同的有效期限，以及延长合同期限的条件和程序。

(2) 开立帐户。在投资者与证券公司订立开户合同后，就可以选择不同的帐户类型，为自己从事国债交易作好准备。世界上各国的证券交易所允许开立的帐户类型包括现金帐户、证券帐户、保证金帐户、联合帐户、授权帐户、信托帐户以及投资计划帐户等。但在我国上海证券交易所，只允许开立现金帐户和证券帐户。

现金帐户又称资金专户或特别现金帐户，是由债券投资者存入现金而开立的帐户。证券帐户则是投资者将拟卖出的国家债券存入证券经纪商而开立的帐户。现金帐户只能用来买进债券并通过该帐户支付买进债券的价款，证券帐户只能在卖出债券时用来交割债券。但是，作为一名投资者，在进入国债转让市场之时，一般都是既要进行国债的买进业务，又要进行国债的卖出业务。因此，一般而言，都同时开立现金帐户和证券帐户。

上海证券交易所《规则》中规定，投资者开立的现金帐户，其中的资金要先交存证券商，然后由证券商转存银行，其利息收入将自动转入该帐户；投资者开立的证券帐户，则由证券商免费代为保管。例如某投资者A，在证券公司同时开立现金帐户和证券帐户，拟进行国债买卖业务。在现金帐户上存入现金2万元，证券帐户尚无余额。A首先委托证券公司为其买进某种国库券1万元，则其现金帐户上减少1万元。后来A便将买入的1万元国库券存入证券帐户，拟等待时机卖出。3日后该种国库券价格上涨，但A并不想将其全部卖出，而是卖出5000元，将另外5000元国库券继续存留在证券帐户上。卖出的5000元国库券获得价款收入6000元（因该种国库券升价），这笔价款收入将在现金帐户作为增加，同时在证券帐户上作为减少，从而完成这一笔业务的清算交割。

2. 委托

投资者在证券公司开立帐户以后，要想真正上市参加交易，还必须与证券公司办理证券交易委托关系，这是一般投资者进入证券交易所的必经程序，也是进行国债交易的必经程序。

(1) 委托关系的确立。投资者与证券公司之间委托关系的确立，其核心程序就是由

投资者向证券公司发出“委托”。投资者发出“委托”时，必须与证券公司的办事机构进行联系。证券公司接到委托后，就会按照投资者的委托指令，填写“委托单”，将投资者交易债券的种类、数量、价格、开户类型、交割方式等，一一载明。而且，“委托单”必须及时送达证券公司在交易所中的驻场人员，由驻场人员负责执行委托。

投资者办理委托，可以采取当面委托和电话委托两种方式。当面委托就是由投资者亲自到证券公司的营业场所，当面以口头形式或填写书面委托书形式委托证券公司通过其在证券交易所的驻场人员办理证券交易。一般的中小投资者都采取这种方式。例如，投资者个人可以到某一证券公司办理委托，张某到南方证券公司察看了国家债券当时的行情表后，拟卖出手持的某种国家债券，便可直接向柜台工作人员进行口头委托，工作人员为其打好委托单后，经张某验看并签名，便表示委托关系的确立。电话委托就是由投资者通过电话向证券公司发出“委托”，这通常由资金雄厚的大投资者（俗称“大户”）采用，采用这种方式主要是为了使交易的内容有一定保密性，同时防止受交易现场气氛的影响。例如某大户王某要买进面值共达50万的国库券，但不希望被人知晓，而且不愿去现场进行委托，他便可以通过电话秘密地完成委托。这种电话委托通常以该大户的信誉为保障，而且该大户的帐户密码需要报出，证券公司才予以确认。

（2）委托方式的分类。进行国债交易，办理委托的方式有很多种。根据委托内容和规则的不同，可以分为若干类型。

①买进委托和卖出委托。以国债交易的性质为标准，委托可以分为买进委托和卖出委托。买进委托就是投资者委托证券公司买进某种国家债券；卖出委托就是投资者委托证券公司卖出某种国家债券。如果证券公司违反买进委托而卖出债券，则视为违约，必须向投资者赔偿经济损失。

②整数委托和零数委托。以国债交易的成交单位为标准，委托可以分成整数委托和零数委托。整数委托是指委托交易的债券数量为一个交易单位或其整数倍数的委托；零数委托是指委托交易的债券数量不是一个交易单位的委托。例如，我国上海证券交易所规定，国家债券每1000元面额为一个交易单位，简称“一手”。投资者委托证券公司买卖1000股、2000股、3000股的债券，为整数委托；如果委托买卖1到999元面值的国家债券，则为零数委托。上海证券交易所还规定，对于客户委托的不是一个交易单位的零数委托，可以凑成一个交易单位再行上市交易。

③当日委托和多日委托。以委托的有效期间为标准，委托可划分为当日委托和多日委托。当日委托是指委托提出的当日收盘时即自动失效的委托；多日委托是指委托的有效期限超过1日的委托。多日委托的期限也有不同规定，如1周委托、1月委托、开口式委托等。我国上海证券交易所规定，多日委托只限于5日有效，即从开始委托的当日起，到第5个交易日期满后失效。

④随行就市委托和限价委托。以客户对价格是否有限制为标准，委托可分为随行就市委托和限价委托。随行就市委托又称为市价委托，是指客户委托证券公司按照市场最佳可能价格为其完成交易；限价委托是指客户对买卖价格有所限制的委托，一般而言，买进限价委托一般低于现有市价，卖出限价委托高于现有市价。采用随行就市委托，就要求证券

公司在交易所内的驻场人员以最优惠价格替投资者买进或卖出债券,而且成交迅速,风险较小;采用限价委托,可以使投资者在未来市场变化与其预测相同的情况下获取较高的交易利润,但如果市场价格波动较大或者按照投资者预测的相反方向发展时,其风险将加大。

⑤停止损失委托和授权委托。以证券公司代客户交易的权限为标准,委托可分为停止损失委托和授权委托。停止损失委托是指客户委托证券公司在市场价格上升到限价以上时买进,或在市价跌至限价以下时卖出;授权委托则指客户授权其证券公司代为决定债券买卖的委托。

停止损失委托对于投资者的意义在于,它可以限制损失的扩大,同时保护既得利益。首先,及时作出停止损失委托可以限制损失的进一步扩大,例如李某委托证券公司为其买入债券10手,要求每100元面值债券以120元成交,但该种国债价格下跌,于是李某赶快又委托证券公司在价格跌至118元时立即卖出。这样,李某虽然损失了200元,但如果没有停止损失委托,他会遭受更大的损失。其次,及时作出停止损失委托可以保护投资者的既得利益。例如张某委托证券公司为其买进10手国库券,委托价格为每100元面值按120元成交,但是该种国库券市价很快涨至125元,王某预计市价可能会有下降,便又委托证券公司在跌至122元时卖出。后来市价果然跌至122元,这样,张某虽然没有得到按125元价格卖出的价款,但仍然赚得200元的利润。如果没有停止损失委托,则在该种国库券继续下跌时,其既得利益也将丧失。

授权委托给予证券公司以很大的权力,主要作用在于证券公司可以最迅速地为客户接最优惠价格买进或卖出债券。但同时,如果证券公司处理不当,则会引起客户不满,损害客户的既得利益。因此,授权委托一般应要求客户出具授权委托证明书。

⑥停止损失限价委托、立即撤销委托、撤销委托。这是一种特殊的委托方式。

停止损失限价委托就是同时采用停止损失委托和限价委托两种方式。一方面可以为客户限制损失扩大,另一方面可以事先确定价格。例如某A委托证券公司按100元价格为其卖出国家债券,同时限价为95元。也就是说当该种国债价格下跌至100元时要将其赶快抛出,但如果跌至95元以下,则不再抛出。

立即撤销委托,是指证券公司必须按照客户指定的价格立即完成交易,否则即告失效的委托。

撤销委托是指客户对证券商发出的撤销前次委托的委托。

3. 成交

证券公司在接受投资客户委托并填写委托书后,就要由其驻场人员在交易所内迅速执行委托,促使该种债券成交。

(1) 债券成交的原则。在证券交易所内,债券成交就是要使买卖双方在价格和数量上达成一致。这一程序必须遵循特殊的原则,又叫竞争规则。这种竞争规则,主要内容为“三先”,即价格优先、时间优先、客户委托优先。

价格优先原则就是要求证券公司按照交易时最有利于投资委托人利益的价格买进或卖出债券。按照价格优先原则,买进债券时,较高的买进价格申报优先满足于较低的买进

价格申报。如果某种债券申报的买进价格为 112 元、112.5 元、113 元,则该种债券应先按 112 元价格成交;卖出债券时,较低的卖出价格申报优先满足于较高的卖出价格申报。如果某种债券申报的卖出价格为 112 元、112.5 元、113 元,则该种债券应按 113 元价格成交。

时间优先原则就是要求在相同价格申报时,应与最早提出该价格的一方成交。例如证券商 A、B、C 都申报相同的价格 112 元,但申报的时间不同,A 先于 B,B 先于 C,则先满足 A 的申报,但 A 成交后,再满足 B 的申报,最后满足 C 的申报。如果是口头唱价,则按照中介经纪人听到的顺序确定先后;如果是电脑报价,则按照计算机主机接受的时间顺序确定先后。

客户委托优先的原则主要是要求证券公司在自营买卖和代理买卖之间,首先进行代理买卖。例如某证券公司申报的自营买入价格为 112 元,同时客户 A 委托其买入债券的价格也是 112 元,如果一笔买卖成交,需首先为客户买入其委托的数量,然后才能满足自营业务。

(2) 竞价的方式。证券交易所的交易价格按照竞价的方式进行。竞价的方式包括口头唱报、板牌报价以及计算机终端申报竞价三种。

口头唱报是指买卖双方的出价、要价通过口头形式表达。买方的唱报称为买进出价或递盘,卖方的唱报称为卖出要价或发盘。口头唱报一般伴以手势进行。掌心向内表示买进,掌心向外表示卖出。

板牌报价是指买卖双方的出价、要价通过书写板牌形式表达。在板牌上要分别注明债券的名称、买方最高买进价、卖方最低卖出价、买方的号码、卖方的号码、当日开盘价、当日成交的最高价和最低价、最近一次成交价格等。用板牌报价方式表达的债券价格称为债券牌价。

计算机终端申报竞价方式就是通过计算机终端申报买卖双方的出价和要价,并促其成交。计算机终端申报竞价的程序:是①证券公司将某种国家债券买卖指令输入计算机终端,通知其驻场交易人员申报竞价;②驻场交易人员在交易席位上接到竞价指示后,将信息贮存和编号,然后一并输送至证券交易所的计算机主机;③证券交易所计算机主机接到买卖申报后,按照债券的品种排列申报买卖的价格和数量,以供查询;④证券公司通过计算机终端查询买卖申报情况后,决定是否接受买卖申报和进行成交;⑤驻场交易人员决定接受申报后,通过交易席位的计算机终端发出成交信号,有关各方立即到中介经纪人处在“场内成交单”上签名盖章,取回回执联,完成成交过程。

证券公司申报竞价成交后,买卖即告成立,任何一方不得反悔,也不得拒绝承认该种国家债券成交的价格和数量。

4. 清算和交割

债券交易成交以后,就必须交付债券和价款,这就是债券的清算和交割。

(1) 国家债券的清算。国债的清算,是指对同一证券公司在同一交割日对同一种国家债券的买和卖进行抵消,确定出应当交割债券的数量和应当交割的价款数额,然后按照“净额交收”原则办理债券和价款的交割。

一般而言,在证券交易所当日闭市时,其清算机构便依据当日“场内成交单”所记载的各证券商买进或卖出某种国家债券的数量和价格,计算出各证券商应收应付价款相抵后的净额以及各种债券应收应付数量相抵后的净额,编制当日的“清算交割表”。各证券商的清算交割人员接到“清算交割表”核对无误后,编制该证券商当日的“交割清单”,并在约定的交割日和证券交易所的清算交割时间内办理交割手续。

(2) 国家债券的交割。国家债券的交割就是将国家债券由卖方交给买方、将价款由买方交给卖方的行为。

在一笔国家债券成交后,证券商必须先向委托人进行交割。成交当日由证券商向委托人寄送成交通知书,载明成交日期和时间、成交数量、债券名称、证券交易所名称、成交价格 and 金额、税款、利息、佣金、邮费、应收或应付金额、交割日期以及其他事项。委托人在核对无误后,发回成交确认书,同意交割。

证券商同委托人交割完成后,还要在证券交易所内同与其成交的另外的证券商进行债券与价款的交割。

在证券交易所成交的国家债券,按照交割日期的不同,可以分为当日交割、普通日交割和约定日交割三种。如上海证券交易所规定,该所交易债券的交割方式为,当日交割,即在买卖成交的当天,由成交各方办理债券和价款的交割手续;普通日交割,即在买卖成交后的第4个营业日(含成交当天,遇法定假日顺延),成交各方进行清算交割;约定日交割,即在买卖成交后的15日(含成交当日)内,成交各方约定某一日期进行清算交割的交易。

5. 过户

国家债券成交后,办理了清算交割手续,最后一道程序就是完成债券的过户。

过户就是将国家债券的所有权从一个所有者名下,转移到另一个所有者名下。过户的基本程序包括:

(1) 国家债券原所有人在完成清算交割后,应当领取并填写过户通知书,加盖印章后连同债券一起送至证券公司的过户机构。

(2) 国家债券的新所有人在完成清算交割后,向证券公司索取印章卡,在加盖印章后送达证券公司的过户机构。

(3) 证券公司的过户机构收到过户通知书,债券以及印章卡后,加以审查,若手续齐备,则注销原债券所有者证券帐户上相同数量的该种债券,同时在其现金帐户上增加与该笔交易价款相等的金额。对于债券买方,则在其现金帐户上减少价款,同时在其证券帐户上增加国家债券的数量。

二、场外国债交易的程序

场外国债交易就是在证券交易所以外的证券公司柜台进行的国债交易。前面已经提到,场外交易方式又包括自营买卖和代理买卖两种。

1. 自营买卖国债的程序

场外自营买卖就是由投资者个人作为国家债券买卖的一方，由证券公司作为国债买卖的另一方，其交易价格由证券公司自行确定并挂牌。因此自营买卖程序十分简单，具体包括：

(1) 买入、卖出者根据证券公司的挂牌价格，填定申请单。申请单上载明指定债券的种类，提出买入或卖出债券的数量。

(2) 证券公司按照买入、卖出者申请的券种和数量，根据挂牌价格开出成交单。成交单的内容包括交易日期、成交债券名称、单价、数量、总金额及票面金额、买入或卖出债券的客户姓名、地址、买入或卖出债券的证券公司名称、地址、经办人姓名、业务公章等，必要时还要登记卖出者的身份证号。

(3) 证券公司按照成交单，向投资者交付债券或现金，完成交易。

2. 代理买卖国债的程序

场外代理买卖就是由投资者个人委托证券公司代其买卖国债，证券公司仅作为中介而不参与买卖业务，其交易价格由委托买卖双方分别挂牌，达成一致后形成。场外代理买卖的程序比自营买卖稍复杂，具体包括：

(1) 委托人填具委托书。委托书的内容包括委托人的姓名和地址、委托买卖债券的种类、数量和价格、委托日期和期限等。其中委托卖出的一方还要交验本人身份证。

(2) 委托人将填好的委托书交给委托的证券公司。其中买方还要缴纳购买债券的金额保证金，卖方则要交出其拟卖出的债券。证券公司为其开具临时收据。

(3) 证券公司根据委托买入或卖出的委托书上的基本要素，分别为买卖双方挂牌。

(4) 如果买方、卖方均为一人，则通过双方讨价还价，促使债券成交；如果买方、卖方为多人，则根据“价格优先、时间优先”的原则，顺序办理交易。

(5) 债券成交后，证券公司填具成交单。成交单内容包括成交日期，债券名称、单价、总数量、总金额及票面金额、资金清算情况、买卖双方姓名、地址及交易机构名称、经办人姓名、业务公章等。

(6) 买卖双方接到成交单后，分别交出价款和债券。证券公司收回临时收据，扣收代理手续费，办理清算交割手续，完成交易过程。

三、案例：大和银行事件

今年2月份英国霸菱银行倒闭事件造成的轰动还未完全消失，9月26日国际金融界又爆发了一大新闻，日本大和银行纽约分行非法进行美国国债交易失败，导致巨额损失，成为霸菱银行事件的日本版。

1. 反响强烈

9月26日，日本大和银行总裁藤田彬在大阪本部召开记者招待会向新闻媒价透露，该行纽约分行雇员井口俊英在长达11年的时间中通过非法更改交易确认书，伪造有价证券余额证明书等手段买卖30年期的美国国库券和2至5年期的国债票据，一天之中进行多次买卖，每次交易额都高达1亿美元以上。井口俊英进行非法交易累计3万余次，造成

损失 11 亿 3200 万美元,(折合日元为 1100 亿元,大体相当于该行一至数年的收益)。造成损失后,他还进一步擅自出售该行保有的有价证券弥补,以掩盖罪行,井口已于 9 月 25 日被免职,该行进一步研究对他的刑事诉讼等问题。藤田彬总裁还宣布,大和银行准备将损失做为特别损失,用业务收入、有价证券转让收入、不动产转让收入来弥补,该行经营正常进行。

消息公布后,在社会上尤其是金融界引起强烈的反响。东京证券交易所 26 日下午停止大和银行股票和两种可转让债券在市场上的交易,27 日,大和银行股票股价急跌。著名的美国穆迪公司也于 26 日修正对大和银行的评级,将其财务信用等级调整为 D+ 级,与樱花银行、朝日银行、东海银行等同处九等级中的第六等级。10 月 2 日,美国联邦储备委员会和纽约州银行监督当局对该行发出“临时命令”,要求它在美国国债业务方面,除必要的、最后的限度以外停止交易,同时要求该行 5 日之内提出业务改善计划,20 日内必须提交一定的报告。10 月 9 日,大和银行会长安部川澄夫、总裁藤田彬引咎辞职。

不同于以往的其它金融交易失败案例,这次大和银行事件是发生在今天日本金融体系毛病丛生的时候,因此它给日本金融乃至日本经济造成的影响决不是微不足道的。泡沫经济消退后,日本金融业出现巨额坏帐,多数银行却持有相当数量的不良债权,据截止 95 年 3 月末的统计,总数可能达到 40 兆日元。日本银行大量不良债权的存在,引起了国内外对金融体系的担心,今年以来,日本金融系统已遭受一连串打击,从去年东京都两家信用组合倒闭开始,今年夏天至秋天,宇宙信组、木津信组、兵庫银行接二连三倒闭,此次大和银行在国际金融市场上信誉进一步下降。美国联邦政府指示金融机构重新制定对日本金融机构的融资政策,同时调高融资利率,香港、新加坡等市场也起而仿效。英国著名的霸菱银行因股票指数期货投机失败而倒闭仅仅是今年 2 月间的事,大和银行事件使人们感觉到银行于一夜之间消失的危险在日本也同样存在,各国的货币当局甚至担心日本发生的金融不稳定情况会(轻易地)动摇世界经济。

上述严重问题的存在,引起日本政府的高度重视。大藏省大臣武松正义对大和事件表示严重关注,在“感到非常遗憾”的同时,认为大和银行有能力妥善处理损失,他本人不担心该行的经营问题。日本银行总裁松下康雄也表示了同样的态度,他说“日本银行很早以来就一直在指导银行强化风险管理,但发生了这样的事情,感觉非常遗憾。从大和银行雄厚的资本,收益能力和保有利润来看,将损失完全吸收掉是可能的,该行整体的经营不会产生动摇”。事发后第二天即 9 月 27 日,大藏省指定的金融改革小组召集人立井宣布该小组金融改革报告,指出一系列的改革方向,诸如尽快解决金融机构尤其是住宅金融专业公司(即住专)的坏帐问题,动用公共基金的可行性、改善金融机构体制以及加强监督金融机构的主管机关的权力和执法力度等等,以恢复投资者对金融业的信心。10 月 5 日,大藏省和日本银行动手对大和银行进行检察,试图去查清事件原因、防止类似事件再次发生的同时,打消国内外日趋高涨的对整个日本金融体系的不安。

2. 真相大白

大和银行事件的起因同霸菱银行事件的起因如出一辙。大和银行纽约分行交易员兼内部业务负责人井口俊英,从 1984 年起,在长达 11 年的时间里违章买卖美国国债,造成损

失累计约 1100 亿日元。据调查，井口为弥补美国国债交易带来的损失，私自卖掉该分行保有的国债等证券以及分行保管的顾客所有的证券，伪造了帐簿。井口进行簿外交易量计达 3 万次，帐簿上显示，截止今年 7 月末的余额大约为 46 亿美元，但实际余额只有 35 亿美元，隐瞒损失约 11 亿美元（约合 1100 亿日元）。

首先，井口在买卖美国国债后，将本来由证券公司送交大和银行纽约分行业务管理负责人的交易确认书转到自己手中（相关的证券公司约有 30 家），然后，井口再将此交易确认书隐匿起来，使得哪里也见不到买卖记录。另一方面，保管大和银行纽约分行所持美国国库券等证券的其它银行将余额证明书送交过来，井口也将其隐匿起来，代之以他本人伪造的余额证明书，送交给本行的证券管理负责人。井口就是通过这种手段违章操作 11 年而不为人所知，十分令人吃惊。

实际上，上级各类监察、管理部门对一般金融机构的监管一直都在进行的。对位于曼哈顿中心地带洛克菲勒中心的大和银行纽约分行来说，纽约联邦银行、纽约州银行政府每年各自检查一次，除此以外，日本大藏省的检查、日本银行的考查也在进行，大藏省国际金融局于 89 年 2 月、金融检查部于 94 年 5 月都进行了实地检查，日本银行也于 94 年 10 月进行了考察，（据日本银行考查局介绍，此类的考查大约 3 年进行一次）。井口凭自己高超的手段，逃过了历次检查，这次若不是如他自己所说疲于弥补损失 11 亿，“累了”（出自今年 7 月下旬井口给藤田彬总裁的自白信），则不知此事才会曝光。有关金融业人士普遍对此感到不可理解。首先就是 1100 亿日元的巨额数目，即使是实力雄厚的大型城市银行，允许其海外分行一个分行交易的额度通常不过是数百亿日元，因此，这 1100 亿日元的损失其规模是“令人难以置信的”。其次是井口在 11 年时间里进行不正当交易而不为人所知，虽然大和银行解释问题发现迟缓的原因时说“井口隐匿了交易确认书，伪造了有价证券余额证明书以及没有将数字输入计算机”等等，但是，一般银行都把与市场交易有关的债券买卖等方面的负责人、交易额和损益方面的管理负责人以及经理资金流和余额的负责人三者分离开来，实行三者相互牵制、相互制约的管理体制，由于进行着重重的管理，“应当会卡在哪个关节上，没有 11 年间不发觉的道理”。

肇事者井口俊英 51 年生，日本兵库县人。在日本上完高中后去美国读大学，最初在一家日系企业工作，76 年被大和银行纽约分行在当地录用。76 年该分行后，屡屡创造出不同凡响的业绩，该分行以前曾与井口共事的职员讲，谁都认为井口是个老实人，他给人的印象是勤恳好学，十分熟悉市场行情，对待下属也非常和蔼，该分行评价他是“分行中最熟悉纽约市场行部风险（又称管理风险）、政治风险等等，大和银行事件发生后，更加过去的霸菱银行事件，人们感觉到，金融机构还受到具有浓厚犯罪色彩的“犯罪风险”的威胁。大和银行事件与霸菱银行事件有所不同，尼克·里森进行日经股票指数期货交易（属金融衍生商品交易）在短时间内给霸菱银行造成了巨额损失，井口俊英进行的是美国国债交易，且时间长达 11 年之久。但是，二者有更多的地方是相同。譬如，两家银行都没有能够发现由一名职员交易失败带来的损失，也没有能够防止损失规模的膨胀，而且其原因都是由于交易及决策、管理职能集于同一人身上，霸菱银行方面，在内部监查中曾有过对上述问题的疑问，但由于对“业务能手”尼克·里森的信任，未能引起重视，大和

银行方面也是将业务交由在经营状况最佳时期“半年中获利达20亿日元”的井口俊英放手处理而不加进防,从而使得他们有机会为了金钱铤而走险。证券市场和其它比较简单的市场相比,具有流动性大、波动性大等等特点,也就是说,它是一个可以在短期内,甚至在顷刻之间赚大钱的地方,对于从事这个行业的人来说,利用有利的职权,以不正当的手段赚钱的诱惑力是十分巨大的。在日本,近年来经济持续不景气,在这种情况下,银行通过非传统业务即融资以外的债券及外汇买卖等市场交易来扩大收益,据说这一部分收益在一些大型银行约占到总收益的两、三成。美国穆迪氏投资服务公司的分析家冈边说,许许多多日本公司未能调整其监督程序以适应它们不断变化的业务情况。10年前,银行主要是通过放款而不是证券交易来获得利润,所以当时不必应付危机。他说:“日本银行直到今天仍按老方式办事”,(见香港《亚洲华尔街日报》文章)。因此银行尤其是海外分行强化多重的监督管理机制,使其有效地发挥作用,成了人们从上述事件中得出的共识。在欧美,银行甚至让自己的职员一年休一次长假,休假期间其职务由其他职员代行,以此做为相互监督体系的一个组成部分。大和银行在巨额损失事件发生后,也决定对其海外部门的人员定期进行调动,在国内的人事部门中配置针对海外分行的专门负责人,严防类似事件的发生。对于大型跨国银行来说,其海外部门每年创造的利润要占到银行总体收益的相当一部分,重要性在日益增强,但是,海外部门毕竟不同于国内的部门,山高皇帝远,在组织、经营管理上有其特殊的困难,需要有格外严格的监督和控制。

在大和银行事件中,日本大藏省、日本银行以及美国的一些金融监督、管理部门也扮演了十分被动的角色,过去11年间,它们曾对大和银行纽约分行进行过数次检查,居然没有能够发现问题。一个银行内部出现了管理上的漏洞,影响的面并不很大,而一个国家的金融监督、管理当局出现了监管上的漏洞,由对整个金融体系及至社会经济的稳定、有序造成的负面影响也许就很大。当然,大和银行事件一类的事件是个别的,并不能代表整体,但它有可能会给金融监督、管理当局带来信任危机。对金融机构的监管牵涉到许多细节性、技术性的问题,检查中“点”上的漏洞可以导致整个检查即“面”上的无效,做为最高的金融监督、管理当局似乎有从大和银行事件中吸取教训,改进工作方法,提高工作质量的必要。

第十四章

国债投资的成本与收益

第一节 国债投资的成本

一、国债投资的成本

国债投资成本的含义通常较宽，一般来说，投资者在进行国债投资过程中所发生的一切费用，都可计入国债投资的成本。

具体地讲，国债投资成本指的是在国债发行时或者在国债二级市场上，资金持有者因投资国债所发生的一切费用。

国债投资成本主要由以下几个内容构成：①在一级国债市场（发行市场）和二级国债市场上购买国债时的国债购买价格；②购买或办理有关交易时发生的国债手续费；③由于投资引起的各种开支等。

国债投资成本的高低直接影响着国债投资收益，相对来讲，国债投资成本高，投资收益就小，反之，国债投资成本低，投资收益就大。即投资成本和收益是反比关系。

二、影响国债投资成本的直接因素

在分析这个问题之前，必须弄清“投资”这个特定的经济术语。“投资”的最主要含义是为了将来某种不确定的价值而牺牲目前的一定价值。投资包括两个不同的特征：即时间和风险。牺牲于现在，报酬则在将来才能兑现。而且投资收益的数量经常是不确定的。在投资过程中的某些情况下，时间居支配地位，如政府发行的各种债券（主要是国库券）。在其它投资情况下，风险居支配地位，如普通股票的购买选择权等。在另外投资过程中时间和风险都是同样重要，如普通股股份。

众所周知，国债投资是在国家信用的基础上进行的，它具有收益高、风险低的特点，

因此,可以说国债投资是时间因素占居支配地位。国债投资时间是决定和制约国债投资成本和投资收益的直接因素。一般说,国债的投资时间主要包括标明在各种国债上的不同期限(如1994年2年期、3年期国库券)、购买国债和处理国债的时期和国债的持有时间等。这不同的国债投资时间决定了投资者的不同的国债投资成本和由此带来的不同的投资收益。

构成并且影响国债投资成本和收益的国债价格、利率等因素,也受到国债投资时间的制约。投资者在国债发行市场上购买国债所引起的投资成本肯定比在国债二级市场上的购买国债的投资成本低。因为主要原因是两个投资者的国债投资时间不一样,一个早,一个晚,这里有影响价值的时间因素。同样,国债利率的制定也受到国债投资时间的制约。比如,两种不同年限的国库券利率制定的也是根据时间来确定的。如1992年2年期国债利率为13%;3年期国债利率为13.96%。这样制定的直接考虑因素也是时间,即不同的投资时间总带来影响国债投资成本和收益的通货膨胀率、购买力风险、利率风险、社会公众心理因素等等。

由此可见,在国债投资过程中时间因素是决定和影响投资成本和收益的直接因素。因此投资者必须把握住投资时机和风险因素,使投资得到良好效果。

除了以上所述的时间因素之外,还应该考虑到影响国债投资成本和收益的,来自投资过程和投资环境之外的制约因素:如通货膨胀率以及购买力风险等。这些因素间接地影响国债投资成本和收益,减少了投资者的正常投资收益,造成不良投资效果。

第二节 国债投资成本的计算方法

由于投资者进行国债投资的时间各不相同,所以,投资者的国债投资成本都不尽相同,其计算方法也不一样。国债投资成本计算大概可以分在发行市场上的投资成本和二级市场投资成本和进行计算、分析投资成本。

一、发行市场上的国债投资成本的计算

投资者在发行市场上购买国债时所发生的投资成本可以分为平价投资成本、折价投资成本和溢价投资成本三种。

(1) 平价投资成本。在此类成本中,国债的票面价格占绝大部分,因为它是发行主体,按国债票面价格直接发售给国债投资者的。它的计算公式为:

平价投资成本 = 国债票面价格 + 各种费用

平价投资成本是没有受到发行国债时的供应主体和需求(投资)主体间的供求变化的影响。在我国,目前所进行的国债发售都采用了平价发行方式。这对融资主体和投资主

体都有利的。

(2) 折价投资成本。它是指国债投资者按着比票面价格低的价格购买。也就是说,国债发行主体按低于票面价格的发行价格买出国债。它的计算公式为:

折价投资成本 = (票面价格 - 折扣价格变量) + 各种费用

国债发行主体采用折价发行方式的主要原因是发行市场上出现了供应量大于需求量的供求不平衡情况,为了完成发行任务,须以折价方式发行国债。另一原因是为了提高国家财政信用程度或者是为了刺激投资者。折价发行国债有利于国债投资者,不利于国家,也会加重国家财政的偿还负担。

(3) 溢价投资成本。它是指购买国债时按高于票面价格的发行价格买入。也就是说,国债发行主体以高于国债票面价格的发行价格售出。它的计算公式为:

溢价投资成本 = (票面价格 + 上浮价格变量) + 各种费用

国债发行主体采用溢价发行方式的主要原因是发行国债是很受投资者青睐,使国债的需求量超出了供应量。由于在发行市场上出现了供小于求的情况,国债的市场发行价格只能上涨。溢价投资成本虽然比平价、折价投资成本高,但是债券的流动性很高。效益也相对很高,所以,投资者对此种溢价国债充满信心。这种国债给二级市场注入了新的活力。

二、二级市场上的国债投资成本

由于国债的二级市场存在着许多影响国债投资成本的因素,如在二级市场上发生的国债供求关系的变化;市场利率的变化,还有通货膨胀率对投资成本的恶性影响,社会公众的投资心理因素等等。因此,在国债二级市场上的投资成本构成是比较复杂的,它的计算也是繁琐的。但是,投资者欲在二级市场以比较准确的成本投入来获取收益,必须观察市场收益率的变化。国债市场收益率的变化引起市场价格的变化,进而影响着投资成本的变化。

要记住,在二级市场,国债价格与国债市场收益率是反向关系;当国债的市场收益率上升时,其市场价格就下跌;当收益率下跌时,国债市场价格就回升。它跟股票市场的市盈率一样。可见,正确计算和分析不同时期的国债市场收益率对投资成本的正确性有着密切关系,有关市场收益率的计算分析方法,在第4节内容中有详细的分析说明。

总之,在国债投资市场,正确核算投资成本是能否获得高投资收益的关键所在。

第三节 国债投资成本与国债融资成本之间的经济关系

国债的投资成本是指投资者进行国债投资时所引起的各种费用的总称。它直接影响着投资者的收益大小。投资者必须重视投资成本,正确核算投资成本,这不仅有利于投资者

树立投资效益观念，还有利于活跃国债市场。

国债的融资成本是相对国债投资成本而言。国债融资成本是指国债发行主体（即国家、政府）在发行或到期时所承担的一切发行费用和到期偿还债券本息的总合。以合理的国债融资成本来筹集国民经济建设资金，是很必要的。确定国债融资成本合理与否，关键是国债利率的制定是否合理、科学。重视国债融资成本的合理性是很重要的。这是因为，融资成本过高（也就是说，国债利率的制定不尽合理、科学）将会增加国家财政偿还本息的负担，而融资成本过低（也就是说，国债利率的制定偏离了实际利益，出现了投资者利益损失情况），虽然会减少国债偿还负担，但是，可能会损伤国债投资者利益或证券中介机构的利益。

因此，确定合理的国债融资成本，既保障了国民经济建设所需的资金来源，又增强了广大投资者的对国债的投资信心，进而促使国债市场向健康发展。

国债融资成本中占绝大部分的是债券到期偿还数量。这些偿还额必须从新增价值中支出，当然，新增社会财富要靠以发行国债筹集的资金不断地创造出来。投资于国债的绝大部分是各阶层的公民。这些公民既是国债投资者，又是间接地利用发行国债所筹集的资金来进行社会物质财富创造工作的建设者。从宏观经济角度来分析，投资国债的广大公众既是债权人又是债务人。所以，必须树立起只有提高国债融资的经济效益、才能保障广大投资者的经济利益的新观念。

总而言之，国债的投资者必须正确处理国家、集体、个人之间的利益关系。每个投资者只有在社会建设中不断地创造出新的社会财富，增强国家的经济实力，才能保障个人投资利益，才能在物质、文化、生活水平上得到新的飞跃。

第四节 国债投资的收益

一、国债投资的收益

一般来讲，收益可被认为是投资者从投资中获得的报酬。我们进行证券投资的主要目的是为了持有一段时间证券之后得到较大的预期的投资收益。收益和风险是对立统一的、它两相互依存、相互制约。在财务术语中，风险有其精确的含义：风险是对期望收益的背离。假如，你期望得到的投资收益率是 20%，可是实际获得的收益率是 16%，这两个投资收益率的差异即反映了投资的风险。因此，在证券投资过程中必须认真分析研究收益和风险的内在关系，尽量使投资得到低风险、高收益的效果。

国债是指以国家财政信用等国家信用为基础，公开向市场筹集社会闲散资金，投入国家建设，是一种各国通用的有效的筹资方式。国债素有低风险、高收益的“金边债券”美称，因此，很受投资者们青睐。我们将国债与其他投资工具作一下风险与收益的比较分

析,可以看出国债确是风险低、收益高的投资债券。

表 5.14.1 国债与其他投资工具风险收益比较

投资工具	投资收益	投 资 风 险
股 票	无法预测	极高、国家宏观经济影响、市场风险
房地产	无法预测	极高、国家宏观经济影响、行业政策风险
各种实业	10% 左右	一般、国家宏观经济影响、行业政策风险
银行储蓄	10%	无、国家宏观经济影响
国 债	15%	无、国家宏观经济影响

从 5.14.1 分析中可以看出国债与银行储蓄一样,基本上不受市场风险。在中央财政做到到期兑付保证的基础上国债投资收益是稳定的,国债利率较同期的银行储蓄利率高若干百分点是一种较银行储蓄更为理想的投资工具。

二、影响国债投资收益率的因素

众所周知,进行证券投资的目的,是为了得到较大的投资收益。而收益率高低反映了投资收益的大小。收益率就是衡量证券投资收益高低的比率,是反映一定量的投资本金每年所能产生的收益之百分数。影响国债投资收益率高低的因素有三个:即国债的票面利率、国债持有期限和国债的购买价格。这三个因素当中任何一个因素的变化都会对国债投资收益产生影响。

简单分析说明影响国债投资收益率的三个因素。

(1) 国债持有期限,是指投资者从购买国债日到国债还本付息日或者到转让出手日之间的时间距离。国债持有期限一般用年度表示,即以持券月数除以 12 或持券天数除以 365。不同国债持有期限里有着不同的投资收益率,也就是说,不同的国债持有期限给国债投资者不同的收益。

(2) 国债的票面利率,是指发行国债时已确定的不同时期不同种类国债的利率。国债的收益率不等于国债票面利率,在票面利率固定的情况下,国债收益率的高低与国债购买价格成反比。在国债发行时,如果发行价格为面值的 100%,此时的国债票面利率与国债收益率是一致的;如果发行价格低于票面价格,则国债收益率高于票面利率,反之,则低于票面利率。

(3) 投资者在二级市场上购买国债,实际收益率与国债的票面利率也有很大关系。如果投资者在二级市场买入国债的价格低于票面利率和待偿期所决定的“理论价格”,则购买者的二手国债投资收益率就会相对偏高。举例说明,1991 年的国库券票面利率为 10%,在 1992 年 7 月 1 日的“理论价格”应为 110 元。如果,这时的国债市场价格低于 110 元,那么,二手国债的投资收益率就会高于票面利率,反之就会低于票面利率。假设

当时的国库券市场价格为 103 元,若按此价格买入国库券,则购买者的收益率为 13.11%。

分析以上影响投资收益率的三个基本因素之间的关系,可以得出以下结论:即投资者不仅可以在发行市场上购买国债以图收益而且还可以在正确计算投资收益率的前提下操作国债二级市场的投资来保证国债投资的流动性、收益性。

三、国债投资收益率的计算方法

投资者进行国债投资的情况有以下几种:在众多投资者当中,有的是于发行期内购买一直持有到期满偿还;有的是发行时购买中途卖掉;有的是中途在二级市场上购买二手券持有到期满偿还;有的是二级市场上购买二手券后,在到期以前再卖出。但无论投资者采取哪一种方式进行国债投资,国债收益率的基本计算公式是这样的。

$$\text{国债收益率} = (\text{卖出价} - \text{买进价}) \div \text{期限} \times 100\%$$

下面,将把不同投资方式下的国债投资收益率的计算方式进行介绍:

(1) 发行时购买并一直持有到期满时的投资收益率,即认购者年收益率的计算。其计算公式是:

$$\text{认购者年收益率} = [\text{年利息} + (100 - \text{发行价格}) \div \text{年数}] \div \text{发行价格} \times 100\%$$

有一点需要说明的是,由于我国目前的国债均是按票面价格(即平价)发行的固定利率债券,并且到期一次还本付息,没有实行按年或半年结算制,所以发行价格为面值 100,公式中的年数为债券的期限。在这种特定情况下,把认购者年收益率的计算公式简化为:

认购者年收益率 = 年利息 $\div$ 100 $\times$ 100%,可以看出,在这种情况下,认购者年收益率与债券票面利率是相同的。

如果,当国债是以高于票面价格(即溢价)或者以低于票面价格(即折价)发行时,则认购者的年收益率就不等于票面利率。例如,某一期国债票面利率为 10%,它的发行价格为 100.25 元,期限为 10 年,则

$$\text{认购者年收益率} = [10 + (100 - 100.25) \div 10] \div 100.25 \times 100\% = 9.95\% < 10\%$$

如果,上例中国债以 99.75 元的价格发行,这时的认购者年收益率是

$$\text{认购者年收益率} = [10 + (100 - 99.75) \div 10] \div 99.75 \times 100\% = 10.05\% > 10\%$$

(2) 国债发行时购买,中途卖出时的收益率,即持有期间年收益率。计算公式为:

$$\text{持有期间年收益率} = [\text{年利息} + (\text{中途售出价} - \text{发行价格}) \div (\text{持有天数} \div 365)] \div \text{发行价} \times 100\%$$

该公式是针对净价交易下收益率计算而言的,在全息交易下我国的情况是,由于买卖价格中含有利息因素,而且又是平价发行、则计算收益率的公式就变为:

$$\text{持有期间年收益率} = (\text{中途售出价} - 100) \div (\text{持有天数} \div 365) \div 100 \times 100\%$$

假设,投资者甲在发行期内购买3年利率为9.5%的1992年度3年期国库券,持有两年之后在二级市场上以116元的价格卖出,这时的甲投资收益率是这样的:

$$\text{甲投资者持有期间国债年收益率} = (116 - 100) \div 2 \div 100 \times 100\% = 8\%$$

在净价交易方式下,如果国债是折价发行的,比如投资者以98.6元购买3年利率为5.2%的债券,两年之后以100.2的价格卖出,这时投资者持有期间年收益率 = $[5.2 + (100.2 - 98.6) \div 2] \div 98.6 \times 100\% = 6.085\%$

(3) 在二级市场购买二手券后一直持有到期满时的国债收益率,即按到期年收益率计算。

目前,我国对二级市场的二手券收益的衡量指标均采取的是到期收益率,从严格的角度来讲,以到期收益率来涵盖整个二级市场收益率是不尽合理的。但是,它对发行主体确定新发债券的利率或比较一级市场与二级市场的收益率有帮助。因此,发行主体多采用该种收益率。到期年收益率的计算公式为:

$$\text{到期年收益率} = [\text{年利息} + (100 - \text{购买价格}) \div \text{待偿年数}] \div \text{购买价格} \times 100\%$$

举例解释,投资者甲以每百元面值98.6的价格,从二级市场购买了待偿年限为8年、票面利率为5.2%的一种国债,并一直持有到期满这时甲的收益率为:

$$\text{甲投资者到期年收益率} = [5.2 + (100 - 98.6) \div 8] \div 98.6 \times 100\% = 5.45\%$$

在我国目前进行的全息交易价格形式下,到期年收益率的计算公式为:

$$\text{到期年收益率} = (\text{到期本息之和} - \text{购买价格}) \div \text{待偿年数} \div \text{购买价格} \times 100\%$$

举例说明此种情况时的收益率计算。例如根据上海证券交易所1994年8月23日国债交易行情,1992年3年期国债价格为119.5元,该种国债的票面利率为9.5%,则该种国债的到期年收益率为:

$$\text{到期年收益率} = [100 + 100 \times 9.5\% \times 3 - 119.5] \div (308 \div 365) \div 119.5 \times 100\% = 8.93\%$$

(4) 在二级国债市场上买进并在未到期前又卖出时的收益率,即买卖年收益率计算。

大部分投资者经常在国债二级市场上买卖国债,或者赚取同一个市场上低买高卖的价差或者赚取不同地区市场价格的差价,此时的收益率的计算公式为:

$$\text{买卖年收益率} = [\text{年利息} \div (\text{卖出价} - \text{买进价}) \div (\text{从购买至卖出的天数} \div 365)] \div \text{买进价} \times 100\%$$

举例说明,投资者甲以112元的价格买进一种票面利率为12%的国债,半年之后以116元的价格卖出,这时的投资收益率为:

$$\text{甲投资者买卖年收益率} = [12 + (116 - 112) \div 0.5] \div 112 \times 100\% = 17.86\%$$

在我国目前进行的全息交易情况下,因价格里含有了利息因素,所以,这种情况下的买卖年收益率的计算公式为:

$$\text{买卖年收益率} = (\text{卖出价} - \text{买进价}) \div (\text{从购买至买出的天数} \div 365) \div \text{买进价} \times 100\%$$

第五节 国债投资市场的购买力风险与投资收益

在上一节的内容中已经分别介绍了国债投资无风险的情况下的国债投资收益率计算方法。作为投资方式中的一个主要内容的国债投资虽说无风险或者说其有低风险,但有时也会出现一些难以避免的风险。这种风险因素主要来自于国债投资市场之外,其中主要有通货膨胀率、物价水平等,还有由通货膨胀引起的购买力风险等等。

购买力风险主要存在于具有固定收益率的投资,如债券(主要是国债、企业债券)、优先股和储蓄帐户。购买力风险是指通货膨胀率使固定收入购买力下降的程度。假设一种期限为20年的债券(面值1000元),每年付息100元,而当时的通货膨胀率是7%,这样,对于每年所持有的该种债券来说,每100元利息收入的购买力要比前一年贬值7%;到第5年末,此100元将只值71.30元的购买力;到第10年末,其购买力将下降为50.83元;当该种债券20年期满时100元利息和1000元本金的实际购买力将分别为25.84元和258.4元。上例说明了持有固定收益证券所面临的一个重要风险——购买力风险。此风险往往会被以下事实混合不清:在通货膨胀时期,市场利率一般会上升,而具有固定收益率的未清偿证券(如债券)价格则会下跌。因此,投资者常会在购买力上蒙受损失,在资本价值上也会遭到未实现的损失,如果证券到期前售出,这种资本价值上的损失就会发生。

因此,考虑投资收益时,不但要认真进行投资收益率的计算、分析、研究工作,而且还应密切注意宏观经济和微观经济的发展过程,要特别注意间接影响国债投资收益的通货膨胀率,物价上涨水平以及由此引起的购买力风险等。要做到优化组合证券投资,分散风险,降低风险,使国债投资收益得到预期的投资效果。

第十五章 国债投资的技巧

第一节 国债价格走势

国债投资是为了收益。你既可以在国债一级市场以发行价格购入一定期限与利率的国债，到期领取本息，获得收益，也可以在国债二级市场上以一定价格购入国债，而在持有一段时间后以较高价格售出，获取价差收益。但你无论采取哪种方式，收益总是同风险联系在一起的，这种风险的存在，主要是由于你投资的机会成本大于你的国债投资收益而引起的。

例如：王先生于1992年5月买入一批按年支付利息的5年期国债，该国债于1990年5月发行，面值100元，票面利率10%。王先生以96元/百元面值价格买入，并于1994年5月以98元卖出，王先生的收益率为：

$$\frac{100 \times 10\% + \frac{98 - 96}{2}}{96} \times 100\% = 11.46\%$$

如果同期银行存款的利率水平为14%，则王先生的此项投资机会损失为：

$$96 \times 14\% \times 2 - 100 \times 10\% \times 2 - (98 - 96) = 4.88 \text{ 元}$$

国债与股票有所不同，股票的风险大，而国债的风险相对较小，这是由国债的特点所决定的。国债的发行期内，其价格走势主要受下列因素影响：

(1) 金融市场其它投资工具的收益水平（投资于债券市场的资金一般都在金融市场流转，不太容易直接进入资本市场，如创办实业等，因而投资者在进行各种收益比较时，主要考虑金融市场各种投资工具的收益水平）

(2) 宏观经济环境（宏观经济环境的好坏直接影响国债持有者的投资需求，进而影响国债的需求。如在宏观经济环境较好时，投资需求增加，国债持有者往往售出国债，筹集资金用于投资，致使国债供给大于需求，价格水平呈下降趋势；反之，情况则相反）。

(3) 居民和法人收入水平或积余资金水平(这是债券市场的需求力量,而市场债券价格是由供求力量最终决定的。

(4) 债券期限或待偿期(债券市场收益,来自于货币的“时间价值”和债券的风险收益,债券待偿期时间的长短不仅与货币时间价值大小成正比,而且也与债券的风险高低成正比,所以,总的来说,债券的收益水平必须与债券期限或待偿期长短成正比)。

(5) 投资者金融意识(投资者缺乏金融意识使难于形成健全的市场,从而难于形成正常的市场价格)。

(6) 交易成本(投资者的交易成本经常是双重的,即金钱的和心理的。交易成本是债券交易价格的一个组成部分)。

(7) 国债市场发育状况(这一因素与上述各项因素是互为因果、相互促动的,特别是它还影响到资金和债券的自由和正常流动及局部市场供求力量从而影响价格水平的变化、市场信息传播、交易成本的大小等)。

在一定的时间、地点等条件约束下,宏观经济环境、居民和法人收入水平或积余资金水平、投资者金融意识、交易成本及国债市场发育状况是既定的,而金融市场其它投资工具的收益水平及国债的待偿期限是不断变化的。因此,在一定条件下,对国债价格起决定作用的主要是其它投资工具的收益水平及国债的待偿期限。其中,对国债价格影响最大的是利率水平,当利率上升时,国债的价格趋于下降,当利率下调时,国债的价格趋于上升。

国债最终是要还本付息的,因此它的风险性较小,你购买国债肯定不会血本无归,但所面临的机会损失仍需要每一位进入国债转让市场的投资者认真分析国债的价格走势,选择恰当时期进入国债转让市场,以获取较高的收益水平。

第二节 国债投资策略

针对不同的国债投资动机,投资人应采取不同的投资策略,制定不同的投资计划。

一、追求投资收益的策略

如果你手中有部分节余资金,存入银行,则只能获取利息收入,投资于其它金融证券,如股票,不仅风险较大,而且每年能获取的现金收益较低(因我国上市股票年终大部分以派发红股形式分红,而现金则派发较少),因此,你想投资于国债,获取风险性小于股票,而收益率又大于银行存款的收益。你可采取的投资策略有:

1. 等期投资法

所谓等期投资,就是每隔一段时间,在国债转让市场买入一批国债,接连不断,这

样,投资人可以在以后的每段时间内稳定地获得一笔本息收入。

例如:张先生于1991年10月买入一批1991年发行、3年期国债,于1992年10月又买入一批1992年发行、3年期国债,于1993年10月继续买入一批1993年发行、3年期国债,这样,从1994年开始,每年张先生都可稳定地获得一笔国债的还本付息收入。如果1994年张先生继续此项投资,则将持续地获得国债的本息收入。

2. 三角投资法

所谓三角投资法,是利用国债投资期限不同,所获本息收益不同的原理,如果投资者若干年后需一笔资金,则此笔资金的筹集可用三角投资法。方法是每年投资一笔国债,第一年最少,然后每年逐年增加,至若干年后一次得到全部还本付息的收入,达到筹集资金的目的。

例如:李太太打算在3年后买一部高级音响,而其每年收入有限,为了在3年内筹集这笔资金。她采用三角形投资法。如果购买音响的资金需要3万元,那么她在第1年必须投入一笔资金购买国债,以保证3年后该批国债可得本息收入1万元,所需资金是(假设国债待偿期限为3年,利率为10%)

$$\frac{10000}{(1+10\% \times 3)} = 7692.31 \text{ (元)}$$

第2年投入一笔国债资金,购买2年期国债,以保证3年后该批国债可得本息收入1万元,所需资金是(假设所购国债待偿期限为2年,利率为11.5%)

$$\frac{10000}{(1+11.5\% \times 2)} = 8849.56 \text{ (元)}$$

第3年,李太太为保证1年后有1万元的国债本息收入,所需资金为(假设所购国债待偿期为1年,利率为12%)

$$\frac{10000}{(1+12\%)} = 8928.57 \text{ (元)}$$

这样,第4年,李太太所购的全部国债均如期偿付本息,她得到3万元本息收入,买到了心爱的音响。

这种投资方法之所以称为三角投资法,是因为投资额逐年递增,而国债待偿期限逐年缩短,优点是可获得较高的收益,又能保证到期获得资金,用于投资。

二、保证投资安全的投资策略

国债是以国家的信誉作为保证的,因此,一般如不发生特大的政治、经济事件,国债投资的安全性是绝对可以保证的,在比较正常的政治经济环境中,投资国债不安全的因素只是通货膨胀的影响。因为往往在经济高速发展过程中,总是伴随着一定程度的通货膨胀,因此,如果国债投资过程中不考虑通货膨胀因素的话,所投资金将遭到损失。如国债利率水平为10%,而通货膨胀率为20%,则实际上投资者每年损失10%。在这种情况下,投资者一般应采取分散投资的方法。因为在经济高速发展,通货膨胀水平比较高的时

期,企业的效益一般较好,因此,在二级证券市场上,企业股票的价格水平基本上呈向上涨的趋势,即处于所谓的牛市过程中,这时投资者可利用分散投资的方式,一部分资金投于股市,一部分资金投于国债,这样,可使在国债投资中因通货膨胀因素所损失的收益在股票投资上弥补回来。

例如,孙经理现有10万元节余资金,他想购入一批国债,但由于目前通货膨胀率已基本上与国债利率持平,都达到了12%,为使自己的投资增加安全性,他将5万元用于购买国债,用另外5万元买进市价为10元的甲股票5000股。1年后,甲股票价格升至每股12元,而通货膨胀率也达到14%,这时,孙经理所获的名义收益是:

国债收益: $50000 \times 12\% = 6000$ (元)

股票收益: $5000 \times (12 - 10) = 10000$ (元)

即共收益16000元。而此时其实际收益(扣除通货膨胀因素的收益)

国债收益: $50000 \times (12\% - 14\%) = -1000$ (元)

股票收益: $5000 \times (12 - 10) \times (1 - 14\%) = 8600$ (元)

即实际收益为7600元,收益率为

$$\frac{7600}{100000} = 7.6\%$$

如果孙经理则资金全部用于购买国债,则将损失:

$$100000 \times (12\% - 14\%) = -2000 \text{ (元)}$$

即孙经理将损失2000元

三、保持流通变现能力的投资策略

如果投资者进入国债转让市场,此时为了将其节余资金暂时以国债形式保存,当需要时即转换为现金,既为保持流通变现能力,此时他进行国债投资所应采取的策略是将节余资金购买流通方便的国债。

例如:赵先生有一笔节余资金,日后可能随时要用,这时(1991年),他到上海证券交易所想买一批1987年发行的国债,但却没买到,原因一是1990年国债上市交易使1987年的国债受冷落,二是1987年国债发行量少,加上交易价格低,原投资者大部分持券不抛。

所以,如为保持流通变现能力而购买国债,则应尽量购买流通变现能力强、收益率较高、交易量较大的国债。

四、寻求买卖价差收益的投资策略

这类投资者是国债转让市场上的主体,由于影响国债价格的因素复杂多变,因此,投资者必须采取恰当的投资策略,以确保投资收益。

1. 等级投资计划法

等级投资计划法由股票投资技巧而得来，方法是投资者事先按照一个固定的计算方法和公式计算出买入和卖出国债的价位，然后根据计算结果进行操作。其操作要领是“低进高出”，即在低价时买进、高价时卖出。只要要债价格处于不断波动中，投资者就必须机械地按照事先拟订好的计划来进行国债买卖，而是否买卖国债则取决于国债市场的价格水平。

等级投资计划法是公式投资计划法中最简单的一种，当投资者选定一种国债作为投资对象后，就要确定国债变动的一定幅度作为等级，这个幅度可以是一个确定的百分比，也可以是一个确定的常数。每当国债价格下降一个等级时，就售出一定数量的国债。

例如：周先生选择 1992 年国债作为投资对象，确定每个等级国债价格变动幅度为 2 元，第一次购买 100 张面值为 100 元的国债，购进价为 120 元，那么每当国债价格变动到 118、120、122、124、126 元等时，按照国债价格下降时买进，上升时抛出的原则，根据等级投资计划法，当国债价格下降到 118 元时，周先生再买进 100 张国债，当价格继续下降为 116 元时，周先生继续买进 100 张国债，当国债价格回升为 118、120 元时，周先生每次卖出 100 张国债（假设 1992 年国债期限为 5 年，利率为 10.5%），这一过程如表 5.15.1：

表 5.15.1

期次	价格（元）	买进或卖出	净持张数	累计投入资金（元）
1	120	买进 100 张	100	12000
2	118	买进 100 张	200	23800
3	116	买进 100 张	300	35400
4	118	卖出 100 张	200	23600
5	120	卖出 100 张	100	11600

从表 5.15.1 中可看出，周先生最初投入 12000 元购买 100 张国债，价格为 120 元，经过一段操作调整后，虽然国债价格最后还是 120 元，周先生仍持有 100 张，但他的投入成本已经不是 12000 元，而是 11600 元了，也就是说，周先生在这一过程中取得了 400 元收益。

等级投资计划法适用于国债价格不断波动的短期过程。由于国债最终还本付息，因此，其价格呈缓慢上升。在运用等级投资法时，一定要注意国债价格的总体走势，并且，国债价格升降幅度即买卖等级的间隔要恰当。国债市场行情波动较大，买卖等级的间隔可

以大一些；国债市场行情波动较小，买卖等级间隔就要小一些。如果买卖等级间隔过大，会使投资者丧失买进和卖出的良好时机，而过小又会使买卖差价太小。同时，投资人还要根据资金实力和对风险的承受能力来确定买卖的批量。

2. 逐次等额买进摊平法

如果投资者对某种国债投资时，该国债价格具有较大的波动性，并且无法准确地预期其波动的各个转折点时，投资者可以运用逐次等额买进摊平操作法。

逐次等额买进摊平法就是在确定投资于某种国债后，选择一个合适的投资时期，在这一段时期中定量定期地购买国债，不论这一时期该国债价格如何波动都持续地进行购买，这样可以使投资者的每百元平均成本低于平均价格。运用这种操作法，每次投资时，要严格控制所投入资金的数量，保证投资计划逐次等额进行。

例如，周先生选择 1992 年 5 年期国债为投资对象，在确定的投资时期中分 5 次购买，每次购入国债 100 张，第 1 次购进时，国债价格为 120 元，周先生购入 100 张；第 2 次购入时，国债价格为 125 元，周先生又购入 100 张；第 3 次购进时，国债价格为 122 元，周先生购入 100 张；第 4、第 5 次周先生的购入价格是 126 元、130 元。如表 5.15.2：

表 5.15.2

期次	价格（元）	购入张数	所投资金	平均成本 （元/张）
1	120	100	12000	120
2	125	100	12500	122. 5
3	122	100	12200	122. 33
4	126	100	12600	123. 25
5	130	100	13000	124. 6

到整个投资计划完成时，周先生购买国债的平均成本为 124. 6 元，而此时国债价格已涨至 130 元，这时如周先生抛出此批国债，将获得收益为：

$$(130 - 124. 6) \times 500 = 2700 \text{ (元)}$$

因为国债具有长期投资价值，所以按照这一方法操作，可以稳妥地获取收益。

3. 金字塔式操作法

与逐次等额买进摊平法不同，金字塔式操作法实际上是一种倍数买进摊平法。当投资者第 1 次买进国债后，发现价格下跌，第 2 次加倍买进国债，以后在国债价格下跌过程中，每一次购买数量比前一次加倍，这样就成倍地加大了低价购入的国债占购入国债总数的比重，降低了平均总成本，这种买入方法呈正三角形趋势，形如金字塔形，所以称为金字塔式操作法。

例如,王先生最初以每张120元价格买入1992年5年期国债,投入资金12000元;以后在国债价格下降到118元时,他投入23600元,购买200张国债,当国债价格下降到115元时,他投入34500元,购买300张国债,这样,他三次投入资金70100元,买入600张国债,每张平均购入成本为116.83元,如果国债价格上涨,只要超过平均成本价,周先生即为抛出获利。

在国债价格上升时运用金字塔式操作法买进国债,则需每次逐渐减少买进的数量,以保证最初按较低价买入的国债的购入国债总类中占有较大比重。例如,投资者最初以每张116元的价格购入国债300张;以后在国债价格上升过程中,他按金字塔操作法进行投资,当国债上升到每张118元时,他购入200张,当国债价格上升到每张120元时,他购入100张,这样他投入资金70100元,购入600张国债,平均成本为每张116.83元,如果国债价格不低于平均成本价,他就可以获益。

国债的卖出也同样可采用金字塔式操作法,在国债价格上涨后,每次加倍抛出手中的国债,随着国债价格的上升,卖出的国债数额越大,以保证高价卖出的国债的卖出国债总额中占较大比重而获取较大盈利。

运用金字塔式操作法买入国债,必须对资金作好安排,以免最初投入资金过多,以后的投资无法加倍摊平。

第三节 国债投资组合策略

国债投资的风险小,相对来讲收益也较小,股票投资风险大,相对来说收益也大。如果投资者在进入国债转让市场后,采用国债、股票投资组合的方法,可获取较高的收益水平而又不必承担太大的风险。因此,投资者可以采取国债和股票投资组合的方式,既避免承担太大的风险,又可获得相对较大的收益。国债、股票投资组合策略可包括以下几种:

一、固定金额投资计划法

固定金额投资计划法,顾名思义,即制定一个投资计划,投资者据以把一笔资金分别用来投资于国债和股票,并把投资于股票的金额按股票的市价总额确定一个固定的金额和一个百分比,当股价上升使持有股票市价总值超过固定金额的这一百分比时,就出售股票的增值部分购买国债;同时,还应确定另一个百分比,当股价下降使股票市价总值减少量达到固定金额的后一百分比时,则出售国债来购买股票。

一般情况下,股价变动比国债价格变动大得多,所以在使用固定金额投资计划法时,是以股票的价格作为操作目标,股价下跌至固定金额的百分比时,则作出售国债调整;反之则作买进国债调整。从而,在整个操作过程中,投资者将获得投资收益。原因就在于股

价的波动往往与国债价格是反向运动(从长期投资过程来看),当公司盈利增加,股价上升,同时银行存款利率上升,则债券价格会下跌;反之,债券价格会上升。这样,使用这种方法,买卖股票和卖买债券加以配合就可以获得价格差额,使投资者获得收益。

例如,某甲投资者拥有一笔投资资金 500000 元,他采用固定金额投资计划法,分别以相同金额 250000 元投资于国债和股票。并确定购买国债时的百分比率为 20%,出售国债时的百分比率为 10%。

根据两个百分比率,当股价上升使所持股票市价总值达 300000 元时,投资者应出售股票的增值部分购买国债;当股价下跌使所持股票市价总值低于 250000 元时就应出售国债购买股票。表 5.15.3 列出了几种可能的调整线:

表 5.15.3

单位:元

期次	股价	股票市值	国债总值	证券总市值	调整操作
1	25	250000	250000	500000	
2	30	300000	250000	550000	卖出市值 50000 元的股票
3	27	225000	300000	525000	买入市值 25000 元的股票
4	24.3	225000	275000	500000	买入市值 25000 元的股票
5	21.87	300000	250000	550000	卖出市值 50000 元的股票

投资者把股票市值和国债总值的固定金额分别确定为 250000 元,总值为 500000 元。在第 2 期股价上升至 30 元/股,股票市值 300000,升到固定金额的 20%,则卖出增值部分 50000 元(300000 - 250000)买入国债,则国债总值增加为 300000 元;从证券总市值来看,增加为 550000 元。在第 3 期股价下跌至 27 元/股,股票市值为 225000 元,降到固定金额的 10%,则买入贬值部分 25000 元(250000 - 225000)卖出国债,则国债总值减少为 275000 元,证券总值虽有减少,但仍高于证券总值的原值 500000 元。这样,使用同样的方法,投资者可以通过调整操作,避免风险,获得收益。

但须指出,这种方法只适用于股价上下波动的股票,对于股价持续上升或持续下跌的股票都不适用。因为如果股价持续上升,投资者总是出售股票购买国债,会减少股票投资金额在投资总金额中的比重,相应减少投资者应获得的收益;相反,如果股价持续下跌,投资者不断购买股票出售国债,会减少国债金额在总投资额中的比重,增大投资的风险。

二、固定比率投资计划法

与固定金额投资计划法不同，固定比率投资计划法是将持有的股票总值与国债总值维持在一个固定的比率上，并以此进行调整操作。该固定比率随投资者的意愿。特点而有所不同，如果投资者属于偏好收益而甘冒风险者，则其确定的固定比率中，股票金额在总投资额中所占的比重高，而国债总额占比重低；如果投资者属于稳健型厌恶风险者，则股票所占比重较低，国债所占比重较高。如果投资者只要求适中的收益，并愿承担适度风险，则其投资于股票和国债的金额在投资总额中所占比重可以相等。

在确定了股票和国债投资的固定比率后，当股价上涨，导致股票总值增加超过股票金额所应占的比重时，则卖出增值部分的股票，买入相应数量的国债，以保持固定比率不变。同样，当股价下跌，使股票总值减少低于股票金额所应占的比重时，则买入增值部分的股票，卖出相应数量的国债。

例如，某乙投资者有 500000 元资金进行投资。乙属于要求风险和收益适中的投资者，则其确定股票投资和国债投资金额的比重为 50: 50。并决定在股价上涨幅度达到 20%，即股票总值上升至 300000 元时卖出股票买入国债；并在股价下跌幅度达到 10%；即股票总值下降至 225000 元时买入股票卖出国债。表 5. 15. 4 列出了几种可能的调整线：

表 5. 15. 4

期次	股价	股票市值	国债总值	证券总市值	调整操作
1	25	250000	250000	500000	
2	30	300000	250000	550000	卖出市值
		275000	275000	550000	25000 元的股票
3	27	225000	275000	500000	买入市值
		250000	250000	500000	25000 元的股票
4	32. 4	300000	250000	550000	卖出市值
		275000	275000	550000	25000 元的股票
5	29. 16	225000	275000	500000	买入市值
		250000	250000	500000	25000 元的股票

还须注意，固定比率投资计划法同固定金额投资计划法一样只适于股价上下波动的股票，不适用于股价持续上涨或下跌的股票。

三、可变比例投资计划法

可变比例投资计划法与固定比率投资计划法的不同处在于投资于股票与国债的资金比重不固定，而随股价波动而有所变动。

投资者使用此种方法时，首先应按照以往几年的股价或股价指数的平均水平确定一个中央价值，当股价指数与中央指数相等时，持有股票的市价总值与债券总值的比率为 50：50。当股价波动，股价指数超过中央指数时，则降低股票金额所占比重，提高国债金额所占比重；当股价指数下跌低于中央指数时，则提高股票金额所占比重，降低国债金额所占比重。以上属于标准型投资计划，即以中央指数为标准，只有当股价上涨超过中央指数或股价下跌低于过中央指数时才开始调整。而另外一种非标准投资计划法，并没有任何标准，只要股价上涨，便减少股票所占比重，只要股价下跌，便增加股票比重，从而变动股票、国债投资组合的比率。例如表 5.15.5：

表 5.15.5

股价 指数	持有股票市价总值与国债总值的比率		
	标准型计划		非标准型计划
	股价上升	股价下跌	
300		30: 70	30: 70
250		40: 60	40: 60
200	50: 50		50: 50
150	60: 40		60: 40
100	70: 30		70: 30

运用可变比率投资计划法进行投资，必须密切关注股票行市的变动情况，及时调整股票、国债的比率，低价买入股票，卖出国债；高价卖出股票、买入国债（对于标准投资计划法还应根据中央指数来调整操作）。

第十六章 国债的兑付

俗话说“有借有还，再借不难”。国债发行作为一种信用融资活动，在其发行之后，经过一定期限，发行者不仅要偿还本金，而且还要按原券面规定的利息率支付利息，这就是国债的还本付息，或称国债的兑付。国债的兑付，既是国债运行过程的最后一个环节，也是另一轮国债发行过程的起点，做好这一环节，既是保证国债正常运行的需要，也是促进长期运用国债信用方式的需要。本章以我国现实的国债偿付为背景，并吸收国外有益经验，通过介绍国债本息的兑付方式、兑付时机的选择、资金来源及其运作方法，来揭示国债兑付的运动规则。

第一节 制度、方式与时机选择

一、国债的兑付制度

国债的兑付是指国家按照举债条件到期还本付息以终止债权债务关系的行为。这种行为的发生，必须遵循一定的规程，这就是国债偿还制度。那么，国债偿还应采用何种制度为好？从普通的国债偿还来看，可分为“强制偿还”和“自由偿还”两种制度。

所谓强制偿还制度，是指有关国债的偿还时期、数额、场所、方法及其他各种偿债条件，均按国债发行时所颁布的法令和契约规定而执行，政府不得任意变更。强制偿还制度的优点是：①定期定额偿还国债，可以维持国家信用，为将来继续发行国债奠定良好的基础。②债权人可以按规定保证收回本金并取得收益，这就能吸引更多的认购者。③定期偿还还可以减少负债累积额，避免政府财政的过重负担。但强制偿还制度也有不足之处：①强制按时偿还，政府缺乏选择偿债时机的余地，在市场货币流通量不足时，不能多还也不能早还；而在市场货币流通量过多时，不能少还也不能迟还。因此，不能有效地调节货币流通。②严格遵守国债偿还的有关法规的经果，有时不免加重筹资成本。如遇到财政发生

困难,偿债能力不足时,政府可能另募高息国债偿还低息到期国债,或者干脆增发通货,这必然会对经济稳定和增长产生消极影响。

所谓自由偿还制度,是指政府对于国债的偿还时期、数额、方式、场所等条件,可以不受法规或契约的约束,均能自由选择和决定。自由偿还制度的优点是:①政府有充分选择偿债时机的余地,可以根据偿债能力的强弱和货币政策的要求决定是否偿还、偿还多少和怎样偿还,使国债对经济的调节作用得到充分发挥。②由于政府对偿债数额不受约束,因而可以避免通过发行高息国债偿还旧债,不致于使财政过重的国债负担。但自由国债制度也有不足之处:①由于偿债无定期,会使负债总额不断累积起来,这将增大政府将来的偿债困难。②政府如凭借其权力随意改变偿债办法,使国债偿还的方针、政策无可遵循,可能会影响到国家的债信。

总之,国债的自由偿还和强制偿还各有其利弊。如果一国政府已养成了严格遵守信用的习惯,则可以采用自由偿还制度,使国家财政有伸缩的自由,可以较充分地发挥国债自由偿还制度的优点;如果一国财政有困难,国债常常未能按期偿付,政府当局又缺乏按期偿还债务的习惯,反不如采用强制偿还制度,有一定的规矩,更容易规范政府的行为。

二、国债的兑付方式

国债偿还时,虽然偿还的本金和利息都是固定的,但作为政府来讲,何时偿还,采用何种方式为好,是有选择余地的。何种方式将会对国民经济的发展或是适应财政状况起到何种促进作用,是确定偿还方式时的主要立足点。现在总结我国历史上所采用的方法和借鉴外国经验做法的基础上,结合近几年的创新,对中外国债的几种偿还方式作一介绍。

1. 市场购销法

市场购销法,是指政府根据国债市场的行情,适时购进国债,以此在该债券到期之前逐步清偿的一种偿付方法。在资本主义国家,它是一种主要的国债偿还方法。具体是政府通过中央银行的公开市场业务在证券市场上陆续收购国债。当某种国债期满时,绝大部分已被政府所持有,债券的偿还只不过是政府内部的帐目处理问题了。

需要说明的是,该方法只适用于各种期限的上市公债,并以短期公债为主。另外,政府在市场上收购国债也要看时机,一般选择在市价低于国债票面金额之时,这样做,不仅可以减少政府支出,而且可以维持国债价格稳定,甚至能促其上升。

2. 抽签偿还法

抽签偿还法,是指在国债偿还期内,分年度确定一定的偿还比例,由政府按国债券号码抽签对号,如约偿付本息,直到偿还期结束,全部国债中签偿清为止的一种方式。抽签又可分为一次性抽签和分次抽签两种。前者是指对政府发行的某期国债,在它到期前的某个时间举行抽签仪式,集中把各年度每次还本债券的号码全部抽出,予以公告。例如,我国1981—1984年发行的四期国库券,就采用一次抽签法。在这四期国库券的条例中,明确规定:国库券的还本付息,自发行后的第6年起办理,个人购买的,于1986年一次抽签,按发行额分5年作5次偿还,每次偿还总额的20%,后者是指对政府发行的某期国

债,按分批还本的次数定期抽签,以确定还本债券的号码,分几批还本,就分几次抽签。如我国1950年发行的人民胜利折旧公债、1954—1958年发行的国家经济建设公债就采用的分次抽签法。

抽签偿还法可以缓解当时偿债过于集中的矛盾,但银行办理还本付息时,手续不胜其烦,同时不便于持券者确认手持债券哪年中签,哪年可兑取本金利息。再则,手持债券期限过长,不利于调动群众购买债券的积极性。因此,我国自1985年以后发行的国库券,均不再采用该种方式办理兑付。1984年以前发行的国库券采用抽签分次偿还方法,已于1993年全部兑付完毕。

3. 按次偿还法

按次偿还法,是指政府对发行的国债,按号码的先后顺序固定偿还期限,并按号码到期日进行偿还的一种方法。所以它又称为号码顺序法。

这种偿还方法的缺点是不利于国债的流通。因为一种国债,其偿还期限长短不同,收益率也就不同,相应地在市场上的买卖价格也就不同,所以不利于债券市场的稳定。按次偿还法多用于地方公债,如美国各州及地方政府发行的公债多数采用这种偿还法。原因是地方政府的公债通常不能流通。另外,以此法还债,可以迫使地方政府在发行时就要为以后的偿还作通盘的规划,以免到时发生财政赤字。按次偿还法的优点是便于认购者灵活作出决定。因为公债的到期日与号码先后有关,凡是愿意作长期投资的人,可以购买到期较晚的债券,而想让资金处于流动状态的,则可购买到期较早的债券。

4. 一次偿还法

一次偿还法,是指政府对发行的国债实行到期后按票面额一次全部兑付本息的方法。我国自1985年以后向个人发行的国库券及政府的其他债券(如国家重点建设债券、保值公债、特种国债等)一般采用这种方式办理还本付息。

这种偿还方式与分次偿还方式相比,一是持券人手持债券相对来说是缩短了;二是银行操作手续简便,对到期国债,一手收券一手付现,既方便了银行又方便了债权人。但是,一次偿还法更容易受到通货膨胀的干扰。在缺乏保值措施的情况下,政府支付给债券持有人的利息及其归还本金,虽货币数量未减,但由于通货膨胀因素,使持券人所得利息收入的实际购买力下降,假如采用保持贴补措施(1989年发行的保值公债就在原定利率基础上增加了一个贴补点),又会扩大政府支出。

5. 提前兑付法

提前兑付法,是指当政府发行的国债尚未到期,但所积累的资金已充分满足所需资金时,即可由政府提前偿还债务的一种方式。但有时非属上述情况,而是为了解决某些特殊问题,一国也会发生债务的提前兑付。如我国1988年以前的国库券由于不能进入市场流通,国债的持有者感到国债的变现很不方便。同时,国家规定国债不能携带出境。因此,1983年财政部和中国人民银行联合发出通知,规定在下列情况下可以办理国债的提前兑付:

其一,当购买国家债券者(包括我国公民、归国华侨、港澳同胞以及在我国工作和定居的外国人购买的国债)因全家出国定居,国债按规定不能携带出境时,允许将

出国者本人手持的未到期国债提前到银行兑付。银行办理提前偿还业务时,首先要确认是出国者本人购买的国债,同时在审查持券人的有关出国定居的证明之后,方可办理提前兑付。提前兑付的国库券,按照国库券条例规定的年利率计算利息,满1年的付给1年利息,满半年不满1年的付给半年利息,不满半年不付息。

其二,由于持券人保管不慎,造成国债残破污损,已无法继续保存至兑付期,原则上可办理提前偿还。

由于1988年建立国债流通市场以后,已基本上解决了国债变现的问题,因此,1990年财政部,中国人民银行又联合发出通知,规定从1988年起不再办理国债提前兑付工作。

以上各种国债的偿还方法各有利弊,应当运用哪种,则要看理财者的理财水平和运用是否得当。如果能因时制宜的灵活运用,则可获得较好结果;如果仅拘泥于某一种方法,则产生的结果可能就较差了。我国采用过抽签偿还法、提前兑付法和一次偿还法,并以后者为主。市场购销法目前尚未尝试。

三、国债的付息方式

从目前各国的普遍做法来看,国债的付息方式主要有贴现法、定期支付法和息票法三种。

1. 贴现法

贴现法是指政府发行时先以低于国债面值的价格出售债券,以后不再另行付息,债券到期时,债务人按面值偿还,面值与发行价格之差即为国债利息。该方法往往用于短期的国库券发行。例如,政府将面值100元的1年期国库券以90元价格发行,1年以后支付给持券人100元,其中10元的差额即为持有人的利息。从形式上看,贴现付息方式类似于银行发行的贴水金融债券。

2. 定期付息法

定期付息法是指政府在国债发行时就规定好每隔半年或1年支付一次利息。定期付息的期限有长有短,次数也有多有少,也可待国债到期后,息随本付,一次结清。该方法多用于中期国债的发行。定期付息类法似于银行的定期储蓄付息法。它的优点是手续简便,政府举债的成本较小。缺点是付息速度较慢,债权人不能灵活、自由地取得利息收入。

3. 息票法

息票法是指政府在所发行的国债上附有一张规定可以取得利息的凭据,即息票。国债持有人只要定期剪下息票,凭此便可在有关办理国债兑付业务的场所支取利息。这种方式对债权人而言,可避免通货膨胀的影响,因此,它多用于长期国债的发行。但就国家来说,手续较繁琐,国债付息的成本较高。

从我国的情况看,50年代采用过息票法(经济建设公债),80年代以来采用的是定期付息法,贴现法在我国尚未采用。随着我国国债品种的增多,特别是短期国债的发行,应考虑尝试这种付息方法。

四、国债的偿还时机

何时偿还国债最为恰当？这就是国债偿还时机的选择问题。一般而言，国债的偿还时间是作为基本发行条件之一预先就规定了的，一旦期限届满，国家就应还本付息。但在实际生活中，可能由于各种原因促使政府提前或推迟国债的偿还，以期达到既有利于国，又有利于民，或有利于民而无损于国，或有利于国而无损于民的目的。

影响国家偿债时机选择的因素主要有两个方面：

其一是政府的偿债能力。所谓偿债能力是指一国在一定时期内可以清偿国债的财力。年度的偿债能力主要是由新增财政收入的多少决定的，但是新增财政收入并非全部是用于偿还国债的，所以偿债能力主要取决于一国财政收入的增长速度以及财政支出的分配结构。倘若偿债能力较强，自然是还本付息的好时机，而若政府偿债能力不足，那么对于即将到期的国债应尽可能地通过调换而延期或减息，否则就会对财政预算的编制和执行产生巨大的冲击力，从而影响财政收支平衡和经济的稳定。

其二是经济发展对货币政策和客观要求。与国债的发行相反，国债的偿还对于市场货币流通具有扩张功能，因而国债偿还对于经济发展可能是雪里送炭，也可能是火上加油。当市场货币供应不足时，对到期国债进行还本付息，无疑对稳定利率，刺激经济发展有一定的作用；而在市场通货过多时，到期国债的偿还会进一步引起通货贬值，对国民经济的稳定造成不良影响。

结合考虑以上两方面的因素，即偿债能力与国债偿还效应综合影响，可以看出：经济开始回升之时，也就是偿债的最好时机。因为在这个时候生产发展，流通扩大，政府的税收收入有可能较快地增长，偿债能力有显著增强的趋势。同时，此时市场通货尚不充足，为促进市场供求关系的协调，应适当地刺激有效需求，所以正好可以利用国债偿还所带来的扩张效应。而在经济停滞与衰退之时一般不宜偿还国债，因为这时物价低落，信用呆滞，市场上游资充斥，有效需求过多，因而此时偿还国债显然是极为不明智的。况且，由于这一时期流通受阻，企业收入减少，若政府为偿还国债而加重税收，无疑是雪上加霜。即使这个时候政府有一点新增的财政收入，也应首先满足一般性开支增长的需要。所以，政府在选择偿债时机时，应密切注意经济发展的周期性变动。

第二节 资金来源与偿债额的计算

一、国债兑付的资金来源

国家债券无论采用何种兑付方式偿还，都必须有一定的资金来源。这种资金来源一般不外乎如下几种：

1. 经常性预算收入

即在经常预算中用经常性预算收入安排当年应偿债务支出。由于税收是经常性预算收入的主要来源，以前发行的到期国债，要用现在的税收来偿还，现在发行的国债，需用以后征收的税收来偿还。因此，国家债券资金的实质是变相的税收，或延期的税收。偿债资金以经常性预算收入为源，虽能在一定程度上确保国债按期偿还，但因各年应偿债务量不同，甚至会出现骤升骤降的情况，很有可能影响经常性支出的稳定性，从而打破经常预算的收支平衡。于政府的社会管理职能的稳定履行不利。

2. 预算盈余

即政府以上年预算收支的结余部分用于偿还国债的本息。结余多，则偿债亦多，结余少则偿还亦少，若预算执行无结余只好不偿还。可见，这种偿债来源很难保证国债偿还计划的顺利完成。上年预算有否盈余事先是不能测定的，且盈余数与国债偿还数也不一定一致。因此，用预算盈余偿还国债一般只适用于通过买销法偿还永久国债。况且从各国实际情况来看，由于政府职能的不断扩大，预算支出不断增加，预算有盈余者不多，即使有此盈余，也难以偿还规模不断扩大的国债数量。因此，从根本上说，预算盈余充其量只能作为偿还国债的一部分资金来源，而不能成为主要来源。

3. 举借新债

举借新债，就是政府通过发行新的国家债券来替换旧的国家债券。以新债收入作为偿还旧债的资金来源，往往是在政府财政拮据时使用。这种以新换旧，其新债往往要变更原有国债的发行条件，如利息率、偿还期限等。采用这种方法，能够推迟政府实际偿还时间，还有可能增加债务余额，延缓偿债负担，暂时度过偿债高峰。但是，它很难减轻债务，同时需要有良好的债信和比较发达的金融市场等社会经济环境。假如债信不高，则要以较高的利息支付作为以新换旧的代价，从而加重未来财政负担。

4. 偿债基金

偿债基金，是指由政府预算设置一种专项基金，专门用以偿还国家债务。即每年从财政收入中拨出一笔专款设立基金，交由特定机关管理，专作偿债之用，而且在国债未还清之前，每年的预算拨款不能减少，以期逐年减少债务。

设置偿债基金偿还国债,虽然操作程序复杂些,但却为偿还债务提供了一个稳定的资金来源,可以平衡各年度还债负担,使还债带有计划性和节奏性。从表面上看,设置偿债基金可能减少一定时期国家预算可以直接支配的收入,但是如果把国债发行当作一个较长时期的财政政策,从长远的角度看,偿还国债每年都会发生,偿债基金可以起到均衡偿还的作用。如果偿债基金有结余,国家可以在短期内暂时有偿使用它们而不会使之闲置,从而建立起一种“以债养债”机制。并且,设置债务基金可以把政府的正常预算收入和债务收入、使用、偿还分割开来,有利于掌握借入资金的投向和使用效果。随着我国国债运用的长期化和债务累计额的逐年增长,以及复式预算制度的不断完善,建立偿债基金制度将成为必要和可能。

除了上述四种偿债资金来源之外,发行纸币,用通货膨胀税来偿债,也是政府偿债资金的一种特殊来源。它虽然具有手续简便、成本最低的特点,但危害也最大。

二、西方各国的减债基金制度

关于政府如何清偿债务的问题,古典经济学派的代表人物亚当·斯密和大卫·李嘉图等都主张建立“减债基金”(Sinking Fund)。所谓减债基金,就是国家以法律规定,每年从预算中划出一个专用的部分设立一笔基金,作为偿债之用,由于在国债未完全清偿之前并不减少预算拨款,以期逐年减少债务,故称为减债基金。这个办法原是英国政府于1716年首先采用的。1786年,英国政府又根据理查·普莱斯(Richard Price, 1723—1791)的建议,用复利累积办法筹集减债基金。其内容是:政府每年从预算中拨付定额基金,在市场上回收国债,以逐年减少公债累积额。对已回收的国债仍计利息,此项利息连同次年新拨基金继续回收国债。当时的英国首相威廉·佩第对普莱斯的建议深信不疑,同年英国下院通过决议,举债100万英镑,并接着颁布了一条法律,规定积累25万英镑作为减债基金,并名之为佩第减债基金。这种减债基金法在18世纪末叶曾流行于其他资本主义国家。

目前世界上许多国家都实行减债基金制度,但现行的减债基金办法已与原来的大不相同,现行制度中只是每年由政府拨出一定数额资金,指定作为偿债之用,而不再对已收回的国债计储利息。下面分别对英、法、美、日等国减债基金制度作些简单的考察。

1. 英国的减债基金制度

如前所述,英国是世界上最早建立减债基金制度的国家,纵观其发展史,大致可发三个阶段。第一阶段是1716年开始把暂时性税收改为永久性税收的方式筹信减债基金,并将原来发行的5分利国债以6分利计息,多出来的利息也并入基金。这一制度延续至1735年,最后以减债基金被挪用而告终。第二阶段是1786年威廉·配第首相重建减债基金制度,直到1829年结束。第三阶段是现在所实行的国民公债基金制度。它是由1966年以前的所谓“线下预算”转化而来的,基金由收入与支出两部分组成,收入来源主要是每年的常规预算拨款和国库剩余。这显然与普莱斯建议制定的减债基金制度大不相同了,实际上已成为国家的第二预算。

2. 日本的减债基金制度

日本减债基金制度创建于明治十二年(公元1880年),当时制定的国债偿还办法规定,从一般会计中每年转入约2000万日元作为减债基金,用来回收国债。日本现行的减债基金制度是1967年设立的,国债整理基金主要来源于三个方面:一是从一般会计中按上年初国债余额提取1.6%的资金转作偿债之用;二是把一般会计决算中的财政结余按一定比例转入整理基金,比例的高低根据当时的情况而定,过去一般为50%,近几年由于财政结余多被安排他用,很少用于补充整理;三是根据实际需要,一般会计预算每年还要安排一定款项充入整理基金。

3. 美国的减债基金制度

美国的减债基金制度开始于1790年,当时以吨税及入口税收为主要拨充基金。1792年扩充后的基金来源有四部分组成:①若干数量的税收收入;②出售公地的收入;③在国会下次开会以前各年中所积存的各种经费;④美国各银行的政府官股除去该银行的借款利息后的股利。美国的减债基金制度使国家债务总额越来越大,直到1802年政府对减债基金制度作了一定修改后,情况才有所好转。

4. 法国的减债基金制度

法国于1816年开始设置减债基金,每年从邮政及印花登记的税收收入中提取2000—4000万法郎用于回收国债。但由于国债价格因政府的购买逐渐上涨,甚至超过面值,造成政府负担加重。所以,1866年法国不得不改革减债基金制度,其主要内容是扩大基金收入来源,即以森林收入、铁路运输税收收入及减债基金本身拥有的国债利息的复利收入作为主要来源,以此继续收购国债。1971年,法国政府为了维持信用,又制定了一个“国防公债偿还基金”,这是属于减债基金性质的,还规定每年在预算中确定10亿法郎,加上上年财政结余列作基金,用于回收国债。

西方各国建立减债基金制度后,主要在两方面发挥了作用:一是有利于国民对国债政策的理解和信赖,从而在一定程度上提高了国家偿债信誉;二是可以平衡各年度的还本付息负担。从而能避免偿债高峰的到来。这无疑对促进财政收支平衡和国民经济的稳定发展具有积极作用。

但各国的偿债基金制度也暴露出了两方面的问题:其一是设制减债基金偿还国债,实际上属于强制偿还制度,它不管国家财政状况如何,每年定额拨出一笔资金,这样做缺乏弹性,也无法对整个预算支出规模及其结构作出必要的调整;其二是政府以减债基金购买国债,固然有利于抑制国债价格的暴跌,但逐年回收国债,国债的平均价格则会上升,致使政府偿清预定国债的计划往往落空。

三、国债偿债额的计算

国债的偿还额主要取决于三个因素:即国债的本金、利息率和偿债期限。偿债额与这三个因素成正比例函数关系:国债的本金越大、利率越高、偿还期限越长,则偿债额越大,反之,偿债额则越小。

偿债额的计算方法有两种：一种是以单利计算，另一种是以复利计算。在我国，前者一般适用于政府对内发行的国债，后者则适用于我国对外举借的债务。

1. 单利计息的偿债额的计算

单利，是指在计算利息时，不论期限长短，仅按本金计算利息，所生利息不再加入本金计算下期利息，其公式为：

$$s = P(1 + nr)$$

其中：s 代表本息之和（国债偿还额）；

p 代表本金（国债发行量）；

r 代表国债利息率；

n 代表年限（国债偿还期）。

〔例题〕：我国政府 1989 年发行保值公债 120 亿元，本金偿还期限为 3 年，利率为年息 14%，从交款之日开始计息，满 3 年连本带息一次偿还。试计息 1989 年保值公债到期的偿还额。

〔解〕 1989 年保值公债到期应偿还的本息之和（偿还额）为：

$$s = 120 \times (1 + 3 \times 14\%) = 170.4 \text{ 亿元}$$

2. 复利计算的偿债额的计算

复利，是指计算利息时，按一定期限（如 1 年），将所生利息加入本金再计算利息，逐期滚算。其公式为：

$$s = p(1 + r)^n$$

式中字母含义与单利计算公式相同。

承上例，按复利计息方式，则 1989 年保值公债到期应偿本息之和为：

$$s = 120 \times (1 + 14\%)^3 = 177.79 \text{ 亿元}$$

由此可见，按复利方式计算的偿债额比采用单利方式计算的偿债额要大的多。

第三节 我国国债的兑付

一、国家债券的兑付规程

1. 国债兑付机构、兑付期和兑付资金的拨付

（1）兑付机构。1990 年以前，国库券还本付息主要由各个专业银行的柜台进行。由于银行系统的网点有限，出现了群众兑付难的问题。1990 年国务院决定对国库券实行多渠道办理。即变银行一家兑付为财政、银行、邮政三家负责兑付。初步解决了兑付难的问题。目前国债的兑付工作由财政系统的证券公司、信托投资公司、国债服务部、国债事

务所的网点；邮电部门、投资银行的国债兑付代办点和专业银行的代办点；专业银行、交通银行的柜台多渠道办理。为了适应工作量增加的情况和满足群众及时兑付的需要，各地一般要求凡是办理对外营业的办事处、分理处、营业所、储蓄所，以及城市信用社、信托证券部、邮政储蓄柜台等，都要办理兑付业务。

1994年，到期的国债有1991年发行的国库券和1989年发行的特种国债。国家规定1991年的国库券由银行和邮政部门的储蓄网点、财政部门的国债服务部，以及证券公司、信托投资公司的证券部、城乡信用社等机构和网点多渠道办理兑付；1989年特种国债由原来办理发行的财政部门办理兑付。

（2）兑付期。

①集中兑付。由于兑付资金的结算应该和财政年度保持一致，国库券的兑付期一般为7月1日到9月30日，特种国债的兑付期为6月1日到9月30日。

②常年兑付。集中兑付结束以后进入常年兑付期。常年兑付期为10月1日到次年的6月30日。常年兑付发生的资金结算纳入下一年度管理。

（3）兑付资金的拨付。兑付资金的拨付，采取在兑付期前由财政部发文下达资金指标，随后以调度款的形式拨付。地方总会计收到资金款后，即拨付到国债主管职能处及下一级财政的职能部门。常年兑付资金的拨付通常晚于集中兑付资金的拨付。1989年规定由各地暂时垫付，次年一并结算，1992年后改为于下一年初另行拨付，当年已经拨付的常年兑付资金，在兑付期开始后纳入正常兑付资金渠道统一管理和核算。

（4）兑付资金的结算。兑付期结束后，各省、自治区、直辖市的国债主管职能处应在50天内将兑付帐务结清，于次年1月20日前将全部剩余兑付资金缴省级预算总会计。财政部国债司根据省级总会计的帐务结清报告下达当年国债还本付息决算。地方总会计根据财政部下达的决算冲转“与中央财政往来”科目。

2. 国债的兑付程序

（1）确定兑付政策。兑付政策通过在发行条件中事先确定。主要有利率水平、期限等基本规定。

（2）财政部发出还本付息公告。并制定具体的还本付息办法下达各地。

（3）兑付的组织形式。目前兑付组织工作的基本组织形式是：多渠道兑付；集体兑付；兑付小组深入基层兑付；常年兑付。

（4）国家债券的兑付手续。

①个人购买国债到期兑付。持券人购买国债到期需办理兑付手续时，尽量在当年兑付期（每年7月1日到9月30日）内，根据银行或各兑付网点贴出的公告，认真核对手持的国家债券是否属于当年兑付的范围。对按交款日期计息的国债（如1989年的特种国债、保值公债），还要看签发日期是否已到可以兑付的日期，然后根据手持的国家债券，填写“个人国家债券兑付清单”一联，连同到期国家债一起交兑付机构经办人员。经办人员审核债券与所填“兑付清单”无误后，进行配款，并经复核后由初收人员将本息款交持券人，“兑付清单”留下做轧帐凭证。

②单位购买国家债券的到期兑付。单位持国家债券到银行及其他网点兑付本息时，应

填写“单位国家债券兑付清单”三联，与债券一并交经办专柜办理。经办专柜初收人员除应按有关规定清点金额，审查债券是否到期和鉴别真伪外，需按年利率计算应付利息金额，填入“兑付清单”的利息栏目中，同时由经办人员盖章后，连同债券交复核员。复核员审核后，在债券的正面加盖“付讫”戳记，在三联“兑付清单”上加盖“转讫”章和个人名章，将其中一联交专柜办理转帐，一联退交单位，另一联留存。已兑付的国家债券并入个人已兑付的国家债券一起。

单位办理职工集体兑付国家债券时，只是在“兑付清单”上注明“现金付讫”，其他程序基本不变。

③国家债券收款单到期的兑付。收款单是国家债券的一种凭证形式。它一般对购买国库券在千元以上金额较大的个人或单位所签发的债券凭证。无论是个人或是单位持国家债券收款单必须到原签发银行兑取本息，应分别按个人或单位填写“××年度单位（或个人）××债券收款单兑付清单”一式三联，个人兑付时只填二、三两联，交经办专柜查验。经办银行首先应辨别是个人还是单位购买，其次确认是否本行签发的，然后抽出原留存的收款单位存根联与其核对，计算应付利息（即本金×年利率×期限），填入收款单位收据联和存根联的记录栏内（要求大写），然后由经办人员共同签章后交复核员审核。复核无误后，属于个人办理兑付的，均由复核员按本息合计金额配款，并在“兑付清单”、收据联和存根联上加盖“付讫”戳记和名章，将收据、存根联暂时留存，第三联“兑付清单”连同本息款通过初收人员交持单人，第二联“兑付清单”由初收人员留存。

对于单位购买国家债券的收款单，属于分期兑付的，按每次应兑付的比例，先计算还本金额；填入兑付结余栏。复核员对所有凭证复核盖章后，将“兑付清单”第一联交专柜办理转帐，第二联留存；第三联与收据联一并退交单位。对于一次性还本付息（含分期兑付在最后一次兑付的）的收款单收据联、存根联正面加盖“转讫”戳记暂时留存；属于分期兑付的收款单存根联，余额与表外科目余额核对相符后，仍应专档妥善保管，待下次兑付。

（5）编写兑付报告。兑付报告主要是通过报告制度及时了解兑付中发现问题，以便及时采取有效的措施加以解决，并以此来检查和验收各地兑付工作。它具体又分兑付进度报告（包括旬报和月报）和兑付收尾报告两种。

（6）兑付工作的检验。兑付本息支付额等于收回的国债总面值乘以利息率是兑付工作的基本检验。包括两个方面：一是还本付息数额应和券面值和利率存在对应关系。要求报告中还本付息的利息小计 = 本金 × 利息率；本息合计 = 本金小计 + 利息小计；二是《年度财政部门兑付国债券汇总清单》中本金数额应和《财政部门国债销毁情况表》中的销毁国家债券数额一致。

二、行政事业单位、地方政府兑付国家债券本息的会计帐务处理方法

1. 事业行政单位用预算内资金购买的国家债券的兑付

（1）兑付的本金收入一律送存开户银行。实际限额拨款单位，冲减当年银行支出数；

实行划拨资金单位，增加经费存款。会计分录为：

限额拨款单位：

收：经费限额

付：有价证券（预算内）

划拨资金单位：

收：经费存款

付：有价证券（预算内）

（2）兑付的利息收入，纳入预算外资金管理。会计分录为：

收：预算外收入

付：其他存款

2. 地方政府用预算内资金购买国债的兑付

（1）兑付本金收入，财政机关总会计作恢复国库存款处理。会计分录为：

收：国库存款

付：库存有价证券

年终时，冲转资金来源类“购入有价证券”科目，作恢复结余处理。总会计分录为：

收：预算结余

付：购入有价证券

（2）兑付的利息收入，作为地方财政预算外资金，由地方政府统一安排使用。会计分录为：

收：预算外收入

付：预算外存款

3. 行政事业单位和地方政府用预算外资金购买的政府债券
兑付的本金和利息收入，作恢复和增加预算外存款的处理。

单位预算会计分录为：

收：其他存款

付：预算外收入

总预算会计分录为：

收：预算外存款

付：预算外库存有价证券

年终时，总预算会计作如下分录：

收：预算外结余

付：预算外购入有价证券

以上主要介绍的是全额单位兑付国家债券的帐务处理方法，差额单位和自收自支单位的会计帐务处理可以以此类推，只是个别科目名称有些差异。

三、完善我国国债兑付机制的建议

我国自建国以来,已多次发行国债。50年代发行的国债本息均已于1968年全部还清。随着我国国债规模的扩大,国债的偿还已成为一项重要的经济工作。但是,由于我国在债务理财方面经验不足,加上受客观条件的限制,在债务偿还上还存在一些问题:①债务偿还期限过于集中。从我国国债发行期限看,一是期限多为中期3—10年,二是期限逐渐变短,从10年缩短为5年,又缩短为3年。这样1991—1994年成为偿债高峰期,至少有3个年度发行的国债到期偿付本息,使财政难以承受,使办理还本付息的业务单位的工作量猛增,难免出现一些兑付难的现象。②还本付息方式单一。我国1981—1984年的国库券全实行比例偿还法,而从1985年开始发行的国债则一律实行一次偿还法。这种做法由于不能根据国债的期限、种类灵活选择偿债方式,就免不了出现偿债高峰,也不利于发挥国债调节经济的作用。再从付息方式看,不管何种国债,我国一律采用定期付息法,基本上是随本金一起支付的,由于付息速度较慢,债权人的利益难免受通货膨胀的影响。③偿债来源主要依赖于预算的直接拨款。由于国债偿还数额的不断增大,这对经常性预算的平衡冲击很大。

针对以上三方面的突出问题,结合世界各国国债偿还的经验教训,今后应从以下几方面完善国债的偿还机制:

(1) 实施国债的调换政策,及时把握偿债时机,最大限度地错开和避免偿债高峰期。

在国家财政状况较为困难的条件下,对于集中到期的国债可通过发行转换债的形式延期偿还一部分债务。可把偿债高峰化解。当然从财政上看,实行调换政策可能会增加一些负担,但若从长远考虑,这样做还是可取的。另外,随着我国国债规模的扩大,国债种类的多样化以及国债二级市场的发展,及早运用调换政策也有助于政府在证券市场上进行公开市场业务的操作,这就从另一方面为国债的偿还创造了良好的市场条件。再有,为了避免偿债峰期,政府也可选择在市场货币供给不足时或经济增长较快年份提前偿还一部分集中到期的国债。

(2) 根据不同国债特点,采用多种还本付息方式,以满足不同认购者的需要。

从本金偿还方式上看,由于我国国债种类的日益增多,各种国债的发行目的、发行条件的不同等,可同时采用多种方法偿还国债(或以一种方法为主兼用其他方法)。与此同时,也应根据国债期限的长短,采用多种付息方式。可参照世界上多数国家的做法,即对长期国债实行息票制,对短期国债可实行贴现方式,对于中期国债仍然保留现行的定期付息法。以保护国债认购者的合法利益,充分发挥国债对国民经济的积极作用。

(3) 建立国家债务基金预算,妥善安排稳定可靠的偿债财源,减弱国债偿还对预算的直接冲击力。

借鉴国外的经验,并结合我国的具体情况,通过建立国家债务基金预算,以均衡以后各年度的国债负担,加强还债的计划性,使国家财政不至于因为偿债高峰的到来而受到过大压力。这同时也有助于提高政府的债信。我们设想的偿债基金预算中的收入和支出项目

可见下表所列示内容：

表 5.16.1 国债基金预算

收入项目	支出项目
1. 每年新发行的国债收入	1. 国债的还本付息
2. 每年从国家预算中按国债余额的一定比例 拨付一笔资金	2. 用于生产性建设项目的贷款
3. 中央财政的特殊收入： ① 国有资产出售收入 ② 税收财务大检查收入 ③ 历年财政结余 ④ 其他一次性收入	
4. 国家债务基金的贷款利息收入	
余额	

第十七章 国债的贴现和抵押

第一节 国债的贴现问题

一、国债的贴现

国债贴现是指国债持有人在国家债券到期之前，以贴付利息的方式向银行或其他金融机构转让国家债券、兑取现金的融资活动。

国债贴现对于持有者来说，是出让国家债券提前收回投资；对于银行来说，则是对国家债券持有者提供银行信用。

当国债持有人急需资金时，他可做这样的选择：或者以手中的国家债券作为抵押物向银行或其他金融机构借款；或者转让国家债券，放弃国债的所有权来换取现金。如果选择了后一种办法，转让所持有的国家债券，那么又有两种转让的途径：

(1) 到国债交易市场上卖出手中的国家债券。

(2) 到银行或其他金融机构办理国家债券的贴现，由银行按照一定的贴现率从债券金融中一次预先扣除贴现利息，将其余额付给原持有人。

国债持有人以不同的途径转让国家债券，他所获的利息可能是不同的。

在国债交易市场上卖出国家债券，获得现款的数额取决于国家债券的交易价格，即国家债券在市场上自由买卖的市场价格。国债交易价格与国家债券的名义价值并不一定一致，它往往高于或低于名义价值。其变动主要取决于两个因素：它能带来的利息收入和当时的银行存款利息率，计算公式如下：

国债交易价格 = 债息收入 / 银行存款利息率

即国债交易价格与债息收入成正比，与银行存款利息率成反比。

此外，国债交易价格还受供求关系的影响，当国家债券供不应求时，其价格会上涨；

反之，供过于求，其价格将下跌。

国债贴现后所能获得的金额主要取决于贴现率。贴现率是贴现利息与国债到期时所应得款项的比率，通常是由政府规定的，在一定的时期内基本固定不变。国债持有人以未到期国家债券向银行申请贴现时，银行从债券面额中按一定的贴现利率扣除自兑现日起到期日止的利息，其余金额为实付的贴现金额。

即，实付国债贴现金额 = 国债至期应得款项 - 贴现利息

贴现利息 = 国债面额 × 贴现率 × 国债到期期限

由此可见，当国债持有者选择不同的变现途径时，会获得大小不等的利益。于是就需要进行一定的比较分析，来决定以何种方式转让国家债券更为有利。

二、国库券贴现的有关规定

在财政部已发行的几类国债中，只有国库券有过关于贴现的规定。

在 1988 年以前，我国国债的转让市场没有开放，为了解决持券人在国库券到期前急需资金的问题，中国人民银行制定了《1985 年国库券贴现办法》，其主要内容有：

1. 国库券贴现的对象和条件

国库券的贴现，限于个人购买的 1985 年发行的国库券。个人购买的 1985 年以前年度发行的国库券，以及单位购买的国库券不办理贴现。

同时，国库券必须由购券人保存 2 年后方可办理贴现。

2. 办理国库券贴现的机构

国库券的贴现业务，由中国工商银行、中国农业银行、中国银行的各省、自治区、直辖市分行指定所属分支行及城市办事处、分理处、农村营业所办理。

3. 国库券的贴现办法

持券人办理贴现，需持有本单位证明和足以证明本人身份的证件，并填写国库券贴现申请单，进行相关手续的办理。

4. 贴现率

贴现率由中国人民银行规定，1985 年国库券的贴现率为月贴现率 12.93%。各办理贴现业务的银行都必须按照统一的贴现率执行，不得自行变更。

5. 贴现期与贴现利息

贴现期从贴现月份算起，截至国库券到期月份止。贴现利息按月计算，不满 1 个月的，按 1 个月计收。

可以看出，这一办法将国库券贴现率定得很高，月贴现率为 12.93%，年贴现率为 15.516%，这就会使办理贴现的国库券持有人蒙受很大的损失。但是，在当时国债交易市场尚未开放的情况下，贴现是唯一合法的转让途径，可以解决国库券持有人资金周转的燃眉之急。

1988 年 4 月开始，我国开始进行开放国库券转让市场的试点。到 1990 年，国债转让市场全面开放，居民所持有的国债券基本上都可以上市转让。随着国债转让市场的发展，

国库券已逐渐退出了贴现市场。显然，在国库券可以方便灵活地上市转让的条件下，贴现已不是最佳的变现途径。

第二节 国债的抵押问题

一、国债的抵押

抵押的原意是指在债务人向债权人借债时，由债务人向债权人提供一定数量 and 价值的财产作为到期清偿债务的物质担保。到期后，如果债务人不能偿还或无法按期偿还所欠债务，债权人有权处理债务人用作抵押的财产作为补偿。能够用于抵押的财产，包括所有权属于债务人的房屋等不动产、文物、生产设备和生产原材料、储蓄以及债券、股票等各种有价证券。

国债抵押是指国家债券持有人用所持有的国家债券作为抵押担保。

当国家债券持有人发生临时性资金周转困难，如企业不能及时收回货款，必须紧急支付一笔款项等情况，或者家庭里一时急需现金又难以临时筹集，而国家债券持有人又不愿以丧失所有权为代价售出自己所拥有的国家债券时，可以采取抵押方式，向抵押人办理抵押，取得急需的借款。这种情况在人们的日常生活中是经常发生的，国债抵押对于一般参加国债交易的公众提供了很大方便，可以把国家债券换成现金，免除了一旦需尽快售出取得现金，而国债市场近期行情不好时受损失的后顾之忧，也有利于国债市场的稳定和正常的国债交易。

从1981年起，我国开始发行国库券，当时国库券不允许流通和自由买卖，未到期以前也不能兑现。随着经济发展的需要，债券交易迅速崛起，从1985年起，国库券可以用于抵押贷款。1989年起发行的特种国债，除向全民所有制企业职工退休养老基金管理机构、待业保险基金管理机构和交通部车辆购制附加管理机构发行的以外，可向银行抵押贷款。1988年发行的财政债券可在银行和其他金融机构之间抵押，同时还规定：以这种债券为抵押的资金拆借，其拆借利率由拆借双方议定；以这种债券向人民银行申请短期抵押贷款，其贷款期限最长不得超过4个月，在中国人民银行总行下达的贷款限额内，抵押贷款数量和抵押率由当地人民银行分行根据银根松紧等情况加以确定。

二、抵押的办理

1. 抵押程序

办理抵押时，应向抵押权人——证券交易所、银行或其他办理抵押业务的机构和个人

出具身份证明,提出抵押要求,并将用作抵押担保的国债交付证券交易所进行鉴证和估价,以证明债券的真实和确定一个基本合理又不损害抵押双方利益的价值。取得鉴证和估价的结果后,抵押双方应以抵押合同形式确认有关的协议。

2. 抵押合同内容

抵押合同中一般应具备以下条款:

- (1) 抵押债券的名称、数量、种类、发行日期、号码及鉴证结果;
- (2) 抵押债券的偿还期、收益率和估价;
- (3) 抵押金额、抵押期限、抵押期间债券的保管;
- (4) 手续费;
- (5) 抵押到期后债券的收回和到期不能偿还全部款项时对抵押债券的处置;
- (6) 抵押双方及见证人应负的责任。

同时,抵押人还应向抵押权人出具委托书,作为抵押权人代为保管抵押债券的凭证。委托书的一般格式和基本内容如下:

“本人(本企业)向_____ (抵押权人)交付下列债券总值计_____元,作为从_____ (抵押权人)处获得借款_____元现金/支票的抵押担保。我对所接受的借款负全部按期无条件偿还责任。在抵押期间下述债券委托抵押权人或其委托的第三者全权保管。

债券总计_____张,类别:

总 值_____元,号码:

抵押人 签名_____

年 月 日”

如果办理抵押贷款时附有一定条件,在委托书中应一一列明。附加条件委托书格式如下:

“本人(本企业)向_____ (抵押权人)交付下列债券总值计_____元,作为从_____ (抵押权人)处获得借款_____元现金/支票的抵押担保。我接受抵押权人的下述条件:

.....

我对所接受的借款负全部按期偿还责任,抵押权人有权在抵押期满或抵押人违反上述条件时按自己的意志处分抵押债券,但以相等于借款额的债券实际价值为限。在抵押期间下述债券委托抵押权人或其他指定的第三者全权保管。

债券总计_____张,类别:

总 值_____元,号码:

抵押人签名_____

年 月 日”

3. 随同抵押规定

当抵押人仅用自己所持有的国家债券作抵押不足以筹集足够的资金时,就要用一部分其他财产随同债券同时用于抵押,随同抵押的办理基本与单一的债券抵押相同。但有些抵

押物,如房产等,在抵押期间仍由抵押人保管或使用,而且有发生有意或意外毁损的可能性,因此,抵押合同中对此应作出本规定。

4. 抵押国家债券的处理

由于用作抵押的国家债券在抵押期间的所有权并没有发生转移,仍归抵押人所有,因而抵押权人在抵押到期之前不能擅自处理抵押的国家债券,不论国债市场上该种债券的行情是否有利。抵押人到期清偿债务后,有权收回国家债券和取得抵押期间国家债券所获收益。但是,当抵押权人确知抵押人不能按照约定履行债务,如抵押人失踪、死亡、破产等情况发生时,抵押权人可以按照协议或向有关部门提出申请,提前卖出、转让或以其他方式处分抵押债券以维护自身利益。抵押国家债券处分后所得款项,扣除各种税费后不足抵偿债务的,抵押权人有权继续向抵押人或其财产继承人追索不足部分;如所得款项超过应抵偿的债务,则应将剩余部分交还给抵押人或其财产继承人。

抵押到期后抵押人不能或不愿履行债务时,意味着抵押国家债券的所有权将发生转移。抵押权人可凭抵押合同及委托证明办理必要的过户手续,自行处分抵押债券。处分情况基本如前,但是除了双方另有约定的情况以外,抵押权人没有继续追索不足债务的权利和退还剩余收益的责任。

在抵押期间或抵押合同的履行中发生争议,可以协商解决、申请仲裁或向法院起诉。办理抵押手续或抵押期间的其他有关问题,应按照有关法律、双方协议或一般惯例处理。

三、抵押风险

1. 与抵押相关的风险因素

从抵押双方的利益都应得到照顾的角度看,抵押人应尽力按照抵押合同规定的条款履行债务。但是,由于抵押人的经济条件和偿债能力是会发生变化的,抵押期满后,抵押人无力或无意清偿债务收回国家债券的情况有时会发生。这往往会对抵押人和抵押权人产生不同影响,造成一方较有利而另一方较不利,而这种情况的后果事先无法预知。因此,对抵押的国家债券进行估价时应充分估计到可能出现的风险情况。国债以国家财政收入作为还款保证,其抵押风险要小于其他抵押物,与国家债券风险直接相关的因素主要是银行利率和物价变动情况。在办理抵押时,虽然国债利息率高于当时的银行储蓄存款利率,但是在债券抵押期内却可能发生物价大幅度上涨和储蓄存款利率上调的情况,于是就存在着国家债券抵押到期时物价上涨幅度超过债券收益而使国家债券持有人受到损失的风险。

2. 抵押债券的估价

对抵押的国家债券进行估价的主要依据有:国家债券的本金利息之和;国家债券的时间价值(贴现率);银行存款利率;国债市场行情等。

通常,从抵押权人的角度,总是力求将债券的估价定得偏低,以减少可能出现的风险。而抵押人则希望估价偏高些,以获得较多的借款。

也有时,抵押人自愿以较低的估价来抵押债券取得借款,这往往是抵押人迫切需要现金,愿意提供可靠的、对抵押权人有利的偿债保证,或抵押人确信抵押期满时可以履行债

务。

对抵押债券估价偏低的风险在于，一旦抵押人在抵押期满后确实无法履行债务，则他所承受的损失除了办理抵押时必须支付的手续费和鉴证费之外，还包括所借款额与抵押期满后债券本息总金额的差额。如果抵押数额较大，抵押人承受的损失是相当严重的。因此，在估价低于抵押期满后债券本息总额时，除非抵押人无意继续在国债交易方面投资，或确定遭到破产清算等意外事件，他应尽可能履行债务。如果此时清偿债务确有困难而他又具有其他可以用作抵押的担保物品时，可以重新设定抵押，即抵押人在偿清前次债务收回国家债券的同时或在此前后，再向同一抵押权人或另外的抵押权人申请办理抵押手续。这样，在对抵押债券再次估价时，抵押人将会避免或相对减少损失。

如果前次债务尚未结清，国家债券还没有解除抵押，不能用于再次抵押。

四、抵押债券的处理

抵押到期后，抵押人没有按照抵押合同履行债务的，或者抵押虽未到期，但抵押权人有确实证据证明抵押人已经无继续履行债务的可能的，抵押权人可以处理抵押的国家债券。因为按照抵押合同条款的规定，此时抵押债券的所有权已经属于抵押权人。

抵押权人首先应持抵押借款合同、付款凭证、委托证明、抵押权人身份证明和需要办理过户更名手续的抵押国家债券，办理过户手续，以取得合法所有权，然后才可以开始处理抵押债券。通常处理的方式主要有：

1. 抵押权人直接卖出抵押的国家债券

当抵押人确因无力履行债务而不能收回抵押的国家债券时，抵押权人可以直接卖出抵押的国债券以取得现金。这样做的目的，一是在该种国债的市价高于原抵押估价时得到现实的收益，二是当该种国债行情看跌时能避免或减少损失。

2. 抵押权人自己买进抵押的国家债券

当该种国债收益较好时，抵押权人可以自己占有国家债券以获取收益。但这种收益可能是现实的，也可能是需要一段时间才能实现的未来收益，甚至会在未来出现损失，所以带有一定的风险性。如果当时的国债市场行情疲软，抵押权人也往往把抵押的国家债券握于手中，不急于卖出，以获得国债到期后的最终收益。

抵押权人如何处理抵押的国家债券，固然存在着某些风险因素，但是，由于在抵押国家债券估价时抵押权人一般都处于比较有利的地位，即用作抵押的国家债券价值总是高于他所付出的借款额，所以抵押权人承受的风险与抵押人相比要小得多。只要根据具体情况，掌握好时机采取行动，风险也能转化为收益。

第十八章 国债的调换和整理

第一节 国债的调换

国债的调换是政府以发行新的国债来调换原有国债的一种做法，通常是指政府在国债尚未偿还以前，通过变更原来规定的发行条件，如国债的本金、利率、偿还期限等，使之成为一种新的国债。

一、调换国债的原因

1. 延长国债偿还期限

面对即将到期的原发行的国债，势必会出现某一时期的偿债高峰。若想如期偿清债务，政府必须备有足够的资金才行，但是，倘若此时政府财政困难，财力不足，无法拿出足够的资金偿还全部到期的债务，就会破坏国债的信誉。为此，政府就需要在偿债高峰到来之际，以变更发行条件来拖延国债的偿还期限，才不致于失信于民。一般做法是政府用发行新债券，并规定到期旧债券可按一定条件（通常较为优惠）来兑换新债券（如果原债券持有者不愿意调换，也可立即还本）。这种“以新替旧”的调换不但使到期债务后移，减轻了国库负担，而且保证了国债按时偿还。实为一种良策。

2. 变更债券利率

政论进行国债调换同时也是为了变更债券利率。因为，大量到期债务的偿付，必然使国库财力支出增大，为了减轻财政负担，通过变更债券利率就可达到目的。变更利率主要包括两种情况：一是低利调换。即政府以低利新国债取代高利旧国债，以减轻政府债息负担。国债的大量发行往往发生在战争和财政困难时期，此时发行的债券一般利率都比较高。而当战争结束或财政困难渡过之后，金融市场银根开始趋向松动，利息率普遍下降。相比之下，以前发行的国债利息率就显得偏高，给国库支出增加了不应有的负担。这时政

府若能大致按市场利率发行新债券，同时规定旧债券或者调换或者还本，显然可以使政府的债息负担有所减轻。二是增利调换，即政府为结合币制改革以高利新国债取代低利旧国债。增利调换多发生在通货膨胀时期，这是因为通货膨胀的出现往往需要政府通过进行货币币制改革来消除，如果因为币制改革而引起原发行的国债贬值，则无疑等于剥夺了旧债券持有者的一部分利益。为了确保债券持有者的正当利益并维持政府债信，政府可根据货币贬值情况相应发行较高利率的国债来调换原发行国债，从而使债券持有者因币制改革而受到的损失得到某些补偿。

3. 变更国债的本金

政府进行国债的调换有时也为了变更国债的本金。因不同需要，政府既可以以低面额新国债调换高面额旧国债，也可以以高面额新国债调换低面额旧国债。我们把前者称为减本调换，后者称为增本调换。

4. 获取新的资金收入

在以低利新债替换旧债的减息调换过程中，不但减少了利息支出，而且具有增募的作用。所以政府在减轻财政利息负担的同时，还可获得一笔新的资金收入。

5. 保护国债持有者的利益

国债调换变更利息，若是在市场利息提高，物价上涨时，提高国债利率，增加国债利息，则可以维护国债持有者的利益，也有助于提高国债信用。

二、国债调换的方式

国债调换都是在国债到期前，预先采取措施才得以实行。纵观各国国债的调换，大多以变更利息、增减本金等为主要手段，具体国债调换的方法，可归纳为以下五种。

1. 减息增本法

减息增本法，是政府以低利率的新债券调换高利率的旧债券，并将新债券利息减少的部分折算为本金，加进新债券的本金中交付给债券持有者。这种调换，由于利率降低会使政府每年支付的利息减少，但是，从长远看，政府将来偿付的本金数额却不会减少，甚至增加。若想使政府负担真正减轻，只有国债本金增加额小于利息减少数时才能做到。如果国债利息减少数与本金增加额相等，则政府新债负担并不会因此而减少，不过是将偿债负担延续到将来而已。这种调换实质上并未达到国债调换的目的。所以，从国债调换是否对国家有利出发，减息增本法就应将本金的增加程度控制在利息的减低程度以下，即减息程度必须大于增本程度，才能达到减轻政府负担的目的。

2. 减息增募法

减息增募法，是政府以低利新债券调换高利旧债券，因调换时利率减低，故政府每年财政的利息支出减少。这种调换使财政原定的债务费用支出中出现了剩余，于是政府将这些剩余用于扩大发行新债券。此时，政府应付的利息支出非但不增加，反而能获得新的国债收入。以减息增募法增发新债券，应当包括低利调换和新债发行两个过程。但由于害怕增加手续上的麻烦，就简化为一个过程完成，即由国债持有者加缴新本金，而不变更

原来的利息总额，再由政府换成新面额的国债券交给债券持有者。可见，这种调换实际上是将新旧两种国债的利息折算为两者本金数的差额，由债券持有者缴纳给国家，并由国家换成新面额的国债券。例如，有旧债券 100 亿，利息率为年息 12%，现用年息为 10% 的新债调换。经计算得出，旧债年息额为 12 亿（ $100 \text{ 亿} \times 10\%$ ），按新债利率 10% 计算，能达到 12 亿年息的新债本金应是 120 亿（ $12 \text{ 亿} \div 10\%$ ），这样，新债本金与旧债本金相差 20 亿（ $120 \text{ 亿} - 100 \text{ 亿}$ ），这 20 亿就成为债券持有者追加缴纳的本金数额。这种方法多在市场利率低落，且政府有必要发行新债券的情况下采用。作为债券持有人在权衡了市场利息状况后往往也乐于接受这种调换。

3. 增息增募法

增息增募法，是政府以高利新债券调换低利旧债券，同时将新旧债券之间的利息差额折算成本金，由债券持有者追加缴纳。这种调换，和前述第二种方法一样，政府可以获得新的国债收入。但它与减息增募法的调换目的不同。在减息增募法下，是本金额增大而国家付息额不变，但在增息增募法下，由于利率提高，会使国家利息额支出增加，而本金额不变或者增多。这种方法应当在金融市场利率升高，原发行国债因利率过低而使国债券的价格跌落于面额以下时采用。因为此时政府如果仍然按照面额偿还低利的到期债券，势必遭受一定损失。而一旦通过调换调高债券利率，则可使旧债券价格不下跌甚至上升。此时，旧债券持有者不但因证券价格升高而获得利益，国家也可利用增息之机通过加大利息额而使债券持有者增缴部分本金。这一做法的结果，对于国家来说，尽管由于提高旧债利息而蒙受一定的损失，但却可以挽救旧债下跌之势，以维持国债的信用，同时还可获得一笔新债收入。对于债券持有者来说，也可以免除旧债价格下跌而遭受的损失。

4. 减本调换法

减本调换法，是政府以低面额新债券调换高面额旧债券，但不变更对债券持有者的利息支付额。也就是调换债券时的按原旧债的规定付息，不损伤债券持有人的利益。例如，市场利率已由原来的 8% 降至 6%，而国债债息率仍维持在 8% 的水平，此时政府便可以 75 元面额的新债券调换 100 元面额的旧债券。这样做实际上是由于市场利率下降而应减少的利息数额，转为通过减少本金数额来体现出来。如果在市场利率有下降趋势时，采用这种方法调换旧债，债券持有者就可以获得较高的利息收入。同时，由于每年的付息总额不发生变动，政府也可因此获得国债总额减少之利益，可谓一举两得。

5. 低利调换法

低利调换法，是政府以低利新债券调换旧债券，但不变动债券本金。这种调换只能是在市场利率处于日趋跌落的时期实行。因为由于国家经济的发展，社会资金数额也会有所增加，为此很容易导致市场利率下降。在这种情况下，债券持有者往往不愿意较快偿付本金，而希望将到期国债延期转为更长期债券。此种情形正好给国家以低利新债券调换昔日高利旧债券提供了机会，这种低利调换，只减低利息支付额，不变更本金数额，只以新债券代替旧债券，或仅调换息票，实行起来手续甚为简便。就其结果来看，单纯的利息降低，政府可获得债息支出减少的利益，而债券持有者也不一定蒙受损失。这是因为在市场利率日趋跌落的情况下，即使债券持有者将该笔资本投向其他地方，也只能获得大致相同

的利息，故而一般也较乐于接受这种低利率的调换。如自 19 世纪末期以来，市场利率趋向下跌，于是西方很多国家多以这种方法调整国家债券。1932 年英国有 20 亿英镑的战时仅公债调换时由利率 5 厘降为 3.5 厘，使得英国财政每年节省利息支出 3000 万英镑。这是英国国债调换最成功的一次。

三、国债调换的形式

1. 自愿调换

自愿调换是指在实行国债调换时，规定调换与清偿完全由债权人选择，也就是债券持有人有自由选择的权利。或是以其持有的旧债券调换新债券，或是要求偿还本金。这种调换，政府只提供给债权人各种选择的机会和条件，但对债权人的选择不作干涉。对绝大部分国债，各国政府在调换时都尽量让其债权人自由选择，特别是在经济正常发展，财政收支平稳时期，更是以自愿调换为主或是完全的自愿调换。但对永久性国债或无期国债，如果没有政府的允许，其债权人就缺乏自由选择的权利。实施自愿调换，实际上是政府清偿旧债和发行新债的合并活动，对于债券持有者来说不会带来利益损失，反而可以根据自己需要选择对自己有利的国债进行调换。

2. 强制调换

强制调换是在实行国债调换时，政府规定债权人必须以其旧债调换新债，没有选择还本与调换的权利，是强制原债权人承受的一种形式。这种调换，是政府凭借政治权力得以实施的。作为债权人只能无条件的接受调换新债的举措，故而常常在国家经济波动很大，财政严重困难时期，政府才有可能采取强制调换，或以强制调换为主的方法。实施强制调换，由于债权人无选择的余地，因而对其利益有可能会造成一定的损失。

四、如何看待国债的调换

综上所述，我们不难看出，国债的调换主要是政府所为，体现的是国家的意图，因此绝大多数情况下的国债调换都是从政府的利益出发，对国家是有利的。但有时，对债权人来说也不一定全是坏事。总起来说，国债调换是利大于弊，具体表现在：

第一，国债调换能够增进国家信用。西方国家之所以能比较普遍地实行国债调换，是由于国家经济情形好转或运转较正常，国家财政因国债调换而更加巩固，因此，可以说西方国家的国债调换是财政经济进步的表现。象前苏联等一些社会主义国家的国债调换，也基本上是在经济发展、政治比较稳定时期进行的，因而不能将国债调换视为不利。

第二，国债调换可以减轻国家财政的负担，从总体看也是减轻人民的负担。因为经过国债调换，可以使国家有更多的资金用来发展国民经济，人民也可以从中受益。因此对全体国民来说也是有利的。

第三，国债调换有利于安定金融和稳定经济。市场利率的下跌，都是由于社会资金充裕引起的。国债到期偿付的现金，又会增加社会资金的运转量，进而导致利息进一步下

跌。市场利率低落将使投机者活跃。而政府偿付国债所付出的现金，必将增加投机活动，使一些人为追逐较高的利润而投资于利大但不确定的证券，或使资金外流，最终都将掀起金融市场的波动。同时利率的降低，还将减弱小额储蓄者的储蓄愿望。这些都是不利于经济发展的。国家在此时能够以新国债调换旧国债，实质是以新债券代替现金以偿付到期的旧债券，可起到维持市场利率，避免因偿还到期债券所引起的种种弊病，因而是安定金融和稳定经济的一个很好的办法。

但是也有人认为，国债的调换也有其不利之处，诸如，国债利率由于调换而低落，就使得一般的市场利率也随着降低，这对于经济社会总体的繁荣会产生极为不利的影响。此外，还有人认为国债利率减低，有害于财政收入。因为从国债调换所减少的利息支付费用，并不代表预算的一种净储蓄，而代表一种总储蓄，因此还得将附带的收入损失从其中减去，而国债持有人的利息所得的减少，则其所缴纳的所得税乃至间接税也随之减少，显然对于国家是不利的。但也有不同意上述看法的，反对者则认为，国债利率低落，不但不影响社会经济的繁荣，反而可以促进生产发展。因为，国债调换常常是在市场利率低落时进行，因此不可能对市场利率降低造成影响。就算市场利率因调换国债而下降，也会使国债的利率高于对其他事业的投资收益率，使得投资者都乐于投资收益较大的国债而不投向产业界，这样就迫使产业界欲吸收资金非出高利不可。因此，如果国债利率减低之后使市场利率也随之低落，反而可以使从前社会资金集中到国债投资的部分，转到产业界而起到促进产业发展的作用。另外，对国债利率减低是否有损财政收入，一些人则认为，虽然国家岁入岁出双方都不免由于国债调换而减少，但总的看，岁入方面的减少数要少于岁出方面的减少数，这对于国家财政来说还是有利的。至于国家的国债利息所得税的减少，也因各国税制不同而不同，对有债息所得税的国家来说，其财政收入因国债的调换而减少的数额会多些，对于没有债息所得税的国家来说，减少数就小。所以国债调换对国家财政还是比较有利的。

五、国债调换应注意的问题

政府进行国债的调换，一般都是对国家有利，而对债券持有者则难免不无损失。因而对于调换的时机、技术以及条件的变更，必须慎重确定，不能贸然行事，以免引起不良后果。

那么，政府在进行国债的调换时有哪些方面需要注意呢？

(1) 国债调换应尽量选择在经济趋向高涨的初期以及市场利率低落之时进行。这是因为，在经济趋向高涨的初期，社会资金通常较为充裕。因此市场利率不高或下降，而国债调换的目的常常又是为了减轻债息负担，虽然还是进行国债调换的恰当时机。

(2) 如果调换国债的目的在于降低国债的利息负担，那么调换时不宜借此增加国债的本金。否则一方面降低国债利率，另一方面又增加国债规模，其结果仍然会增加政府以后的负担，而不能收到减轻国债负担的实效。

(3) 国债利率虽可通过调换降低，但不能低于当时的一般市场利率之下，因为国债

利率过分下降，会使国债价格跌落，从而影响债券持有者的经济活动。特别是会引起持券者大量脱手债券，造成政府债信下降，进而影响政府以后的国债发行。

(4) 国债调换之前，必须保守秘密，预先公布时间不宜过早，以防投机。假如过早公布，若金融市场行情在此期间发生变动，势必会影响国债利率的调整。而若调换的目的又旨在减低利息，则持券人必会借此投机。在利率减低前将债券脱手，待利率减低后再行买入，获取投机利益。如果在减利调换之前债权人将大量政府债券出售，就加大了对资金的需求量而造成利率上升，这样便会增加调换国债的难度。因此，在国债调换之前，必须保守秘密，不可泄露风声，一旦公布国债调换，就该在短期内实施，不宜拖得太久。

(5) 明确规定调换国债的新债偿还期，以增强国家信用度。在国债调换时，不妨明确宣布在几年内偿还，以利持券人作长期打算，待新债到期时，应该严格履约偿还，不能多次减息调换，否则，会降低国家信用，损伤持券人的利益。

(6) 对接受国债调换者，是否考虑给予适当的利益。例如，对旧债的利息收入需课税的，则调换成新债后的利息收入可以免税或减税，或对持券人给予固定的利益，如英国1932年的国债调换，就曾规定对于接受调换者，予以一镑现金的利益。以上办法都有利于国债调换的顺利进行。

第二节 国债的整理

国债的整理，是指政府对尚未偿还的国债进行的整顿与清理。也就是将原发行的同类型的，条件不一的各种国债，统一归并成一种还本付息条件相同的新债券。

一、进行国债的原因

众所周知，发行国债由于时间先后不同，各个时期的政治经济以及财政和金融市场的状况不同，以至出现国债在种类、利率高低、偿还期限长短、付息方式和还本办法等方面呈现出混乱的状况，这不但有损于国家的信用，也有可能损害债权人的利益。甚至可能加剧证券投机而影响经济稳定。所以，政府有必要将原发行的国债的条件予以改进修正，使之成为原则相同，标准统一的债券，以加强政府对债务的管理。

二、国债整理的方式

国债的整理与国债的调换既有区别，又有联系。其区别在于国债的调换是一种债券与另一种债券的兑换，国债的整理则是一种债券与多种债券的兑换。其联系在于国债的整理必须通过国债的调换才能实现。所以，整理国债常常是与调换国债同时进行的，但两者的

目的又不同。调换国债的主要目的是为了减轻国库负担，而整理国债则主要是为了保障债权人的权益，也为了提高国家的信用。因此，按照其目的不同，国债整理的方式，大致可以分为两种类型。

1. 确定整理

所谓确定整理，顾名思义，就是政府为“确定”债券信用所进行的国债整理。换句话说，就是政府在大量债务到期而无偿还的资金来源，以致要停付逾期的情况下，为维持政府债信而对到期债券加以整理。

一般政府发行的国债必须有还本付息的条件规定。但有时也会由于国债数额累积太多，政府一时财力不足，从而导致国债本息的延期支付或停付的“赖债”现象；有时也因国债调换过于频繁，造成新旧债交替混杂的状况；有时也会因政府原定的偿还债券基金挪作它用，以致不能如约偿还债务。针对国债偿还中出现的种种现象，政府有必要根据国库财力，重新确定国债偿付条件，以纠正国债偿还上的混乱不定状态。一般做法是，从低统一利息标准，或从长统一还本期限标准，因而把确定整理又称之为本息偿付的整理。

可见，确定整理的特点在于延长国债的偿还期限。政府在财政困难时期，通过发行一种新债券将到期的各种债券统一调调整理，不但可以收到稳定民心，维持债信的效果，同时还可以把眼前的财政负担推迟、分解为以后若干时期的财政负担，这对于政府摆脱财政困境，不失为一种有效方法。因此，在各国国债发展史上屡见不鲜。我国在1936年，国民党政府因未偿还国债达30余种，巨额本息无力支付，遂决定发行“统一国债”，以此种新债券调换到期的旧债券，从而延长了旧债券的偿还期限，便是一例。

2. 统一整理

所谓统一整理，顾名思义，就是政府为求得国债的“统一”而进行的国债整理。换句话说，就是政府在积欠国债的种类、内容、条件等杂乱无章，以致给国债的正常管理带来困难的情况下，为求得国债统一，加强国债管理而对原发行债券加以整理。

由于政府发行国债时所处的条件、时期以及决策人的知识、素质的不同，有可能使每次发行国债的种类、期限长短不一样，国债发行的时间一长，次数一多，就难免产生混乱现象。国债积欠到一定时期之后，极可能出现内容凌乱、期限参差不齐、利率高低不等，甚至各项条件与市场实际状况相距甚远的情况。这种情况一旦发生，势必会给国债的管理工作带来极大的不便。此时，政府若能通过将旧有的各种债券统一调换、整理为一种或几种种类较为整齐、内容较为简单和条件大致相同的新债券，无疑可简化以至加强国债的管理工作。而且给人一种清新之感。对于提高、稳定政府债信也大有裨益。

可见，统一整理主要偏重国债种类的减少和长期国债的增加，故而把统一整理又称之为国债类别期限的整理。

综上所述，国债管理，统一划齐了国债的还本付息和种类期限等条件，克服了国债的混乱状况，对于国家和债权人都有好处。但反过来，如果过多地进行整理，意味着频繁地更换国债条件，也有损于国家的信誉。同时，国债整理通常伴随着国债的调换，又将引起各有关方面的利益变动。因此，进行国债调整，必须慎重决断，不可滥用，否则，将引起不良后果。

第十九章 金融债券

第一节 金融债券概述

一、我国金融债券发行的历程

1. 金融债券的早期发行

广义地说,由金融机构发行的债券即为金融债券。现实生活中,金融债券多为中长期债券,是金融机构利用自身较好的资信筹集更多的中、长期资金的手段,一般要经特别的法律许可,由特殊的金融机构发行。发行金融债券的银行或财务公司对金融债券持有人作出债务承诺,在一定期间还本付息。

我国早在北洋政府时就发行过金融债券。后来国民党政府时曾数次发行过“金融公债”、“金融长期公债”和“金融短期公债”。

(1)“金融公债”是政府以调剂金融、充实银行资金为名发行的。1935年4月,发行了“民国24年金融公债”,发行总额为1亿元,用作中央、中国、交通三家银行的基金,同时以新增关税为偿还本息的基金。这种债券年息六厘,分10年偿还。

(2)“金融长期公债”是政府于1928年11月发行的,目的据称是整理汉口中央银行钞票及财政部在汉口所借的中国、交通两银行钞票之用,总发行额为4500万元,为不记名式,但“有请记录名者,亦得照准”。这种债券可以作为银行的保证金和对公缴纳保证金的担保品。其偿债基金从“关税余数内照拨”,交存指定银行保管,备付到期本息。

(3)“金融短期公债”是政府为了维持庞大军事费用、战争赔款等而发行的金融债券。例如,1931年10月发行的金融短期公债,总额为8000万元,以停付对德国的庚子赔款余额(扣除已指定用作各项内债基金后的余额)为担保,由中央、中国、交通三家银行为还本付息的机关,原定年息八厘,分7年半偿还,后改为年息六厘,分10年偿还。

2. 近年来金融债券的发行

中华人民共和国成立之后,在一个较长的时期中,没有运用金融债券形式筹集资金。进入 80 年代之后,随改革开放的逐步推进和国民经济的不断发展,我国的银行和金融机构开始发行金融债券。首先是在国际市场上发行外国金融债券(外国债券,即甲国发行者以乙国货币面值单位在乙国发行的债券)。1982 年 1 月,由中国国际信托投资公司(简称中信公司)率先在日本的东京证券市场发行了 100 亿日元的外国金融债券,年限为 12 年,利率为 8.7%,按票面金额上市。从此,我国步入了国际债券市场。其后,中国银行和中信公司在东京、法兰克福、香港、伦敦等地陆续地多次发行外国金融债券。福建投资企业公司、上海国际信托投资公司、广东国际信托投资公司、天津市国际信托投资公司、交通银行等金融机构也在国外发行市场上先后发行了外国金融债券。据统计,仅在 1982~1987 年间,我国的银行和金融机构就先后在国外发行了 23 次金融债券,累计发行额为 35 亿美元。

1985 年,中国工商银行、中国农业银行开始在国内发行人民币金融债券,以后的年度中又发行多次;中国人民建设银行、中国银行等也陆续发行了金融债券。至 1991 年年底,我国的各家银行已先后在国内发行了 20 余次人民币金融债券,累计发行额达 300 余亿元。

二、金融债券发行的种类

1. 按发行主体划分

金融债券按发行者不同,分国家金融债券和地方金融债券。

(1) 国家金融债券是各专业银行总行等金融机构向全国范围发行的金融债券。

(2) 地方金融债券是专业银行在地方的分行等地方金融机构所辖范围内发行的一种金融债券,是以发展地方经济、活跃地方金融为目的而发行的。一般来说,地方金融债券的利率较定期储蓄利率为高,在求大于供的情况下利息还可以调高一些。同时,由于可以转让、买卖,投资者一旦需要用钱时,只要委托证券交易所便能较快实现转让,收回现金。因此地方债券具有“高于定期储蓄的利息,超于活期储蓄的方便”之优点,这是地方金融债券活力所在,使它成为广大投资者乐意购买的债券之一。

2. 按发行条件划分

金融债券按其发行的价格、利率和期限不同,又可分为普通金融债券、累进利息金融债券、贴现金融债券(也称贴水金融债券)。

3. 按利息支付方式划分

根据利息支付方式的不同,一般分为付息金融债(也称剪息金融债)和贴现金融债两种。在日本付息金融债是期限为 5 年或 3 年的中期债券,每月发行,可采取公开出售的发行方式,每半年付息一次。利息收入享受免税待遇,原则上不在交易所上市;贴现金融债是期限为 1 年的短期债券,每月发行,可采取公开出售的发行方式,以折价发行的方法预先支付利息(即出售价格按一定的贴现率折成现价计算,到期时按票面偿还)。对利息

收入按 16% 的税率单项课税。贴现金融债不在证券交易所上市, 只能通过金融中介机构进行柜台交易。

三、金融债券发行的特点

金融债券是由银行等金融机构发行的债券, 作为债券的一种特殊类型, 具有以下特点:

(1) 金融债券表示的是银行等金融机构与金融债券的个人持有者之间的债权债务关系。

(2) 金融债券一般不记名、不挂失, 可以抵押和转让。

(3) 在我国金融债券的发行对象主要为个人, 利息收入免征个人所得税和个人收入调节税。

(4) 金融债券的利息不计复利, 不能提前支取, 延期兑付亦不计逾期利息。

(5) 金融债券的利率固定, 一般利率都较高, 高于同期储蓄利率。

(6) 在我国发行金融债券筹集的资金专款专用, 作为对企事业单位的特种贷款, 主要用于解决部分企业流动资金的不足和国家计划内的、经济效益好的项目建成后所急需的流动资金。

四、金融债券发行的规定

我国金融债券的发行是为了增加信贷资金来源, 更好地筹集社会闲置资金, 支持城镇工商企业及乡镇企业中企业自有流动资金不足, 某些产品为社会急需、经济效益好的项目建成后所急需的流动资金, 并引导一部分社会消费基金转化为生产基金, 提高社会资金的使用效益, 活跃金融市场。金融债券是由各专业银行及其分支机构以及非银行金融机构发行的。金融债券的发行一般有以下规定:

(1) 发行金融债券筹集的资金, 全部用于特种贷款, 不得挪作它用。

(2) 各专业银行在各省、自治区、直辖市的分行发行金融债券, 必须根据本地区实际情况, 按量出为入的原则编制发行额度计划, 报经中国人民银行分行审批同意后, 和人民银行分行联合上报人民银行总行和专业银行总行核准其发行额度。

(3) 发行条件。近几年已发行的金融债券分为普通金融债券、累进利息金融债券和贴现金融债券三种。普通金融债券的期限为 1 年、2 年、3 年三种, 均以平价发行, 债券到期后一次还本付息; 累进利息金融债券的期限为 1~3 年或 1~5 年, 采取分段累进的计息方式, 平价发行。债券到期前满一年后, 持券人可随时到发行银行要求偿还本息; 贴现金融债券的期限为 3 年, 以低于票面余额出售, 到期一次按票面金融兑付。

(4) 债券形式。均印制金融债券, 债券面额分为 100 元、500 元、1000 元三种, 不记名, 不挂失, 不得提前支取, 不准流通, 发行后即可上市转让和抵押, 逾期不另计息。

(5) 发行对象。金融债券的发行对象是城乡个人。

(6) 征税的规定。认购金融债券的利息收入免征个人所得税和个人收入调节税。

(7) 发售方式。金融债券发行时,由发售行在债券上加盖公章和经办人印章,填写出售当天日期,并逐日登记发行数量。金融债券全部由投资者自愿认购,大部分采用自销方式,由银行和其它金融机构在其柜台上直接向广大投资者销售。1988 年中国新技术创业投资公司,首次采用承购包销的方式发行了金融债券。

(8) 金融债券只能在原发售行兑付,到期兑付时要严格审查是否本单位发售债券,是否到期以及有无涂改和伪造。

第二节 普通金融债券

一、普通金融债券的特点

普通金融债券是定期存单式的到期一次还本付息的债券,期限分为 1 年、2 年、3 年三种,均以平价发行,不计复利。期限为 1 年的,年利率为 9%;期限为 2 年的,年利率为 10%;于 1988 年发行的此种债券,期限 3 年,年利率 10%。

普通金融债券,除具有金融债券的特点外,最突出的特点就是形式上类似于银行储蓄中的定期存款;或者说基本上是保本保息的变相储蓄。但其本质已发生了根本性的变化。普通金融债券是金融机构对其借款承担还本付息义务所开具的凭证。普通金融债券的持有者是债权人。因此,普通金融债券的发行者与持有者是债权债务关系。从国民经济的角度上讲,普通金融债券的购买是一种投资注入行为,而储蓄中的定期存款是一种储蓄(漏出)行为。因此,在本质上普通金融债券与定期存款是不同的。

二、普通金融债券的收益

一般来讲,普通金融债券的预期收益要大于定期存款的预期收益。

普通金融债券收益率水平计算公式为:

$$\text{到期收益率} = \frac{\text{面额} + \text{利息总额} - \text{购买价格}}{\text{购买价格} \times \text{剩余年数}} \times 100\%$$

$$\text{持有期间收益率} = \frac{\text{卖出价格} - \text{面额}}{\text{面额} \times \text{持有年数}} \times 100\%$$

按实际天数计算利息。

例如,一张面额 100 元的普通金融债券,票面年利率 9%,期限 1 年(1990 年 11 月 21 日发行,1991 年 11 月 21 日到期),到期一次还本付息,若于 1991 年 9 月 24 日以

105.80 元的价格买入,试计算其到期收益率。

距到期日还有 58 天,得

$$\text{到期收益率} = \frac{100 + 100 \times 9\% \times \frac{1}{365} - 105.80}{105.80 \times \frac{58}{365}} \times 100\% = 19.03\%$$

又如:某人 1990 年 11 月 21 日买入一张面额 100 元的普通金融债券,票面利率 12%,期限 3 年,1992 年 1 月 10 日因急需现金,以 112 元的价格卖出,试计算其持有债券期间的收益率。

持有债券 1 年零 61 天,得

$$\text{持有期间收益率} = \frac{112 - 100}{100 \times 1 \frac{61}{365}} = 10.28\%$$

第三节 累进利息金融债券

所谓累进利息金融债券是指由金融机构发行的浮动期限式、利率与期限挂勾的金融债券,其期限最短为 1 年,最长为 5 年。债券持有者可以在最短与最长期限之间随时到发行银行兑付,但不满一年不能兑付。

累进利息金融债券利息采取累进制,其特点是将债券的利率按债券的期限分成几个不同的等级,每一个时间阶段按相应利率计付利息,然后将几个等级部分的利息相加便得出该债券总的利息收入。比如发行 5 年期的金融债券,满 1 年兑付,利率按 9% 计算;满 2 年兑付,第 1 年利率仍为 9%,第 2 年则为 10%;满 3 年兑付,第 1、2 年同前,第 3 年利率为 11%;依此类推,满 4 年兑付,前 3 年同前,第 4 年利率为 12%,满 5 年兑付时,前 4 年同前,第 5 年利率为 13%;这种累进利息的平均利率分别为 9%、9.5%、10%、10.5%、11%。利息采取对年对月对日的计算方法,不足年的部分不计息,超过 5 年的部分不另计息。1987 年第四季度中国工商银行就发行了这种累进利息金融债券。

累进利息金融债券的优点在于使投资者的收益根据其投资期限的长短而有所变化,投资期限越长,利息越高。这样有利于鼓励投资,对吸引和稳定社会闲散资金具有积极意义,使发行单位筹措的资金相对稳定。由于它有上述优点,因而它颇受投资者欢迎,且流通性亦较强。

累进利息金融债券收益率水平计算公式,可沿用普通金融债券收益率水平的两个计算公式,但应注意,这里计算的累进利息金融债券收益率是平均收益率,而累进利息金融债券的实际收益率是按照其利息分段计算的办法,利用上述公式进行计算的。只不过这里要记住,不足年的部分不计息,超过期限年的部分不另计息。这在计算累进利息金融债券收益率时是很重要的。

第四节 贴现(贴水)金融债券

贴现金融债券(也称贴水金融债券)是金融机构在一定的时间或期限内按一定的贴现率以低于债券面额的价格折价发行的债券。其券面上不附有息票,到期按面额还本,不再付息。贴现金融债券的发行价格与偿还价格之差即为利息。

所谓“贴现”就是拿没有到期的票据到银行去兑现或作为支付手段,并由银行扣除到期以前的利息。贴现利息的利率即贴现利率。贴现率一般由国家公布。

贴现金融债券的券面金融是到期兑付的本息合计金额,而债券的本金金额即发售价格,不反映在债券的券面上,其发行价格是根据债券的券面金额和债券的利率倒推出来的。例如:贴现金融债券3年期利率为10%(利率不印在票面上),只计单利。贴现金融债券的券面面额和发售价格为:券面面额为100元的债券,发售价为75元;500元的债券,发售价为375元;1000元的债券,发售价为750元。

贴现金融债券收益率水平计算公式为:

$$\text{到期收益率} = \left[\sqrt[n]{\frac{\text{偿还价格}}{\text{购买价格}}} - 1 \right] \times 100\%$$

计算贴现金融债券收益率时,应使用复利到期收益率公式,按实际天数计算利息。

例如:1987年12月21日工商银行的贴现金融债券,期限为3年零3个月,折价发行。面额100元的债券,发行价格为75元,债券到期按票面额偿还,票面价格与发行价格的差额即是投资者的利息。此债券的年收益率是9.27%,计算公式如下:

$$\text{到期收益率} = \left[\sqrt[3\frac{90}{365}}{\frac{100}{75}} - 1 \right] \times 100\% = 9.27\%$$

1988年中国新技术创业投资公司发行的贴现金融债券,期限为3年,面额为100元,发行价格为76元,债券的年收益率是9.579%:

$$\text{到期收益率} = \left[\sqrt[3]{\frac{100}{76}} - 1 \right] \times 100\% = 9.579\%$$

又如:某人持有1988年2月1日发行的面额为100元的贴现金融债券,期限3年,发行价格76元,若于1988年7月1日以77元的价格卖出,这样它为购买2年贴现金融债券的投资人提供的到期收益率为10.47%。计算公式如下:

距到期日还有2年零228天。

$$\text{到期收益率} = \left[\sqrt[2\frac{228}{365}}{\frac{100}{76.50}} - 1 \right] \times 100\% = 10.47\%$$

第五节 金融债券的还本付息方式

我国目前已发行的金融债券所采取的还本付息方式，主要有以下几种。

1. 固定利率到期还本时付息

采取这种还本付息方式的金融债券一般被称为普通金融债券。比如，1989 年中国工商银行发行的金融债券，定期 1 年，年利率 9%，到期还本时，100 元债券付给利息 9 元；1988 年中国工商银行发行的 3 年期金融债券，利率为年息 10%，到期还本时，100 元债券付给利息 30 元。逾期兑付均不另计逾期息。

2. 发行时预扣应付利息，到期按面额偿付

采取这种还本付息方式的金融债券一般被称为“贴水债券”或“贴现债券”。比如，1987 年中国工商银行上海市分行发行的贴现债券，票面金额 100 元，发行价格 90 元，债券期限为 1 年 2 个月又 25 天（按 445 天计）。此种债券的收益率可以按如下方法计算：

$$\begin{aligned}\text{收益率} &= \frac{\text{面值} - \text{售价}}{\text{售价}} \times \frac{360}{\text{期限天数}} \\ &= \frac{100 - 90}{90} \times \frac{360}{445} = 9\%\end{aligned}$$

“面值”在这里实际上是“终值”，即到期时的本利和；售价实际是现值。因此，计算收益率的公式可以写为：

$$\text{收益率} = \frac{\text{终值} - \text{现值}}{\text{现值}} \times \frac{360}{\text{距到期天数}}$$

中国人民建设银行 1988 年发行的贴水债券，期限为 3 年零 3 个月，面值 100 元的售价 75 元，面值 500 元的售价 375 元，而值 1000 元的售价 750 元。按上述公式计算，收益率为 10.256%。

3. 利息按累进利率计算，到期还本时付息

采取这种还本付息方式的金融债券，被称为累进利息债券。比如，1987 年中国工商银行发行的累进利息债券，定期 5 年，但满 1 年后购券人如需现金使用，可以提取，利率满 1 年的按年息 9% 计付；满 2 年第 1 年仍为年息 9%，第 2 年为年息 10%，2 年平均为年息 9.5%（单利）；满 3 年第 1 年为年息 9%，第 2 年为年息 10%，第 3 年为年息 11%，3 年平均为年息 10%（单利）；满 4 年第 1 年年息 9%，第 2 年年息 10%，第 3 年年息 11%，第 4 年年息 12%，4 年平均为年息 10.5%（单利）；满 5 年的第 1 年年息 9%，第 2 年年息 10%，第 3 年年息 11%，第 4 年年息 12%，第 5 年年息 13%，5 年平均为年息 11%（单利）。购买此种累进利息金融债券按不同期限可得的利息数额如表 5.19.1 所示。

表 5.19.1 购买累进利率债券可得利息数额

债券面额(元)	债券期限(年)	可得利息(元)
100	1	9.00
	2	19.00
	3	30.00
	4	42.00
	5	55.00
500	1	45.00
	2	95.00
	3	150.00
	4	210.00
	5	275.00

4. 利率与同期储蓄存款利率挂钩上浮，到期还本付息

这种还本付息方式既适用于普通金融债券，也适用于累进利息金融债券。比如，1989、1990 两年间，中国人民银行都规定，当年发行的 1 年期、2 年期金融债券，年利率比同期储蓄存款利率上浮两个百分点；3 年期的，年利率在保值的基础上再上浮一个百分点（即到期时其利率比同期储蓄存款利率高一个百分点，同时还按到期时公布的保值率补贴差额）。

在国外，金融债券还有其他还本付息方式，值得提到的有“剪息金融债”的方式，即在债券有效期限内，每隔一定时间按票面利率付息一次，在最后一次付息时还本。比如，日本的剪息金融债为期 5 年或 3 年，每年支付利息两次。最后一次付息与还本同时进行。如果面额为 1 万日元，发行价格与面额相同，利率为年息 6%，每隔半年付息一次，则每次付息 3 百日元。

第六节 西方国家金融债券的发行

金融债券属国内债券，发行金融债券要求国内资本市场上资金比较充足，并且有比较活跃的二级市场。现在有许多国家发行金融债券，如美国、英国、日本等。它们虽然在发行数额、债券种类和发行方式上有些差别，但基本内容还是相似的。

美国国内债券种类很多，但基本上可分为两大类：政府债券和公司债券。在美国，联邦政府主办的合作银行、农业信贷银行、住宅贷款银行所发行的债券归为政府代理机构证

券一类,其它银行发行的债券归为公司债券一类;在英国,国内债券分为政府公债、地方当局债券和公司债券。从广义上讲,银行发行的金融债券也是公司债券的一种。

一、日本金融债券的概述

1. 日本金融债券的性质

在日本,金融机构发行的债券称为金融债券。金融债券是依据长期信用银行法、外汇银行法、农业中央金库法、商工组合中央金库法等法律而发行的,属于特殊债类型的债券。

金融债券在国债正式发行之前,属于中央银行公开市场管理的对象。其发行额和流通市场上的交易额都居于债券市场的中心地位。在民间债券中占有很大的比重。

截止1987年3月底,日本金融债券的发行余额已达47.2万亿日元,占各类债券发行金额的17%,仅次于国债,居第二位。

2. 日本金融债券的发行机构

在日本,并不是所有的金融机构都可以发行金融债券,只有根据《长期信用银行法》等特别法规予以认可的金融机构才有发行资格。目前,金融债券由日本兴业银行、日本长期信用银行、日本债券信用银行、东京银行、商工组合中央金库、农业中央金库六家金融机构发行。

日本兴业银行、日本长期信用银行、日本债券信用银行与日本其它的商业银行不同,它们是根据《长期信用银行法》而设立的,是以贷放长期资金为主要业务的银行。这些银行在吸收存款时受到一定限制,所以允许其通过发行债券筹措资金。东京银行是根据《外汇银行法》而设立的外汇专业银行,不能经营与贸易、外汇无关的贷放业务,它不能象普通银行那样吸收存款。从1962年起,日本政府批准其发行债券作为筹措资金的补充性手段。农业中央金库和商工组合中央金库是为了便于经营农林渔业、工商业金融而设立的,可以用发行债券的方式筹措资金。

按照《长期信用银行法》规定,日本兴业银行、日本长期信用银行和日本债券信用银行的发债限额是其实收资本加法定储备合计额的30倍;东京银行为10倍;农业中央金库和商工组合金库也可为30倍。这些银行被指定向日本的基础工业、小型企业以及对外贸易提供长期贷款。以上部门发行金融债券以前,要将发行额度和发行条件向监督机关呈报,呈报后即可发行。

3. 日本金融债券的分类

日本的金融债券分为贴现金融债券和付息金融债券。贴现金融债券的期限为1年,付息金融债券的期限为5年(东京银行债券为3年)。金融债券除了同其它债券一样募集发行外,还以出售方式发行。

二、日本贴现金融债券

1. 贴现金融债券的特征

贴现金融债券是期限为1年的短期债券。其特征是以折价方式发行。由于贴现金融债券的偿还差益依照新的规定,仅需交纳16%的预提税即可,是一种很受个人投资者欢迎的债券。

(1) 每月发行。贴现金融债券每月都发行,一般将每月28日至下月27日作为出售时间,在出售期间,投资者随时可以购买。

(2) 以公开出售方式发行。贴现金融债券按公开出售方式发行,出售价按一定的贴现率折价计算。贴现率因时而异,购买得越早价格越便宜。例如,1987年2月发行的债券,如果出售期间的最后一天购买,到偿还期还有366天,1987年2月贴现率为3.85%,课征16%的源泉分离税,每1万日元面额以9676日元价格出售。计算方法如下:

$$\text{贴现额} = 10000 \times 0.0385 \times \frac{366}{365} = 386 \text{ 日元}$$

$$\text{发行价格} = 10000 - 386 = 9614 \text{ 日元}$$

$$\text{税款} = 386 \times 0.16 = 62 \text{ 日元}$$

$$\text{出售价格} = 9614 + 62 = 9676 \text{ 日元}$$

但是,如果在1月29日交款,即在出售期间最终日的前29天认购债券,则到偿还日还有395天,贴现率和纳税率不变,其出售价格为9650日元。

$$\text{贴现额} = 10000 \times 0.0385 \times \frac{395}{365} = 417 \text{ 日元}$$

$$\text{发行价格} = 10000 - 417 = 9583 \text{ 日元}$$

$$\text{税款} = 417 \times 0.16 = 67 \text{ 日元}$$

$$\text{出售价格} = 9583 + 67 = 9650 \text{ 日元}$$

也就是说,到了偿还日,不论购入时交款多少,都按面额金额偿还。

(3) 期限为1年的短期债券。贴现金融债券是申报截止日到满1年后的偿还日期为止的短期金融债券。在债券中,长期债券居多。但是,贴现金融债券则是仅次于期限为60天的短期国债的短期债。

(4) 面额为1万日元为单位。贴现金融债券最低面额为1万日元。所以少量购买也很方便。券种除1万日元券以外,还有5万日元、10万日元、50万日元、100万日元、1000万日元六种券面。

(5) 单项课税。贴现债券的偿还差益,从所得税法上讲,不属利息收益,而属杂项收益,是不能享受小额储蓄免税待遇的,而代之以偿还差益的16%的税率在发行时作为预提税征收,从而就此结束课税关系。这对已经享受而无法再享受小额储蓄免税和特别小额储蓄免税优惠的个人投资者,是一种有利的金融方式。

(6) 贴现金融债不在交易所上市。中途要出卖时,需请金融机构或证券公司购入。贴现金融债券的一些计算公式如下:

$$\text{贴现额} = \text{票面价格} \times \text{贴现率} \times \frac{\text{期限(计算头尾两头,即为366)}}{365}$$

$$\text{发行价格} = \text{票面价格} - \text{贴现额}$$

税款 = 贴现额 × 税率

出售价格 = 发行价格 + 税款

名义收益率 = $\frac{\text{贴现额}}{\text{发行价格}} \div \frac{\text{期限 (只计算一头, 即为 365)}}{365} \times \%$

实际收益率 (税后收益率) = $\frac{\text{票面价格} - \text{出售价格}}{\text{出售价格}} \div \frac{\text{期限 (只计算一头, 即为 365)}}{365}$

× %

例如：1987 年 2 月发行的债券，如果在出售期间的最后一天购买，到偿还期还有 366 天（计算头尾两天），当月贴现率为 3.85%，课征 16% 的预提税，按 100 日元券面计算如下：

贴现额 = $100 \times 0.0385 \times \frac{366}{365} = 3.86$ 日元

发行价格 = $100 - 3.86 = 96.14$ 日元

税款 = $3.86 \times 0.16 = 0.62$ 日元

出售价格 = $96.14 + 0.62 = 96.76$ 日元

名义收益率 = $\frac{3.86}{96.14} \times \frac{365}{365} \times \% = 4.0150\%$

实际收益率 = $\frac{100 - 96.76}{96.76} \div \frac{365}{365} \times \% = 3.3485\%$

2. 发行条件

贴现金融债券期限 1 年，折价发行，到期按面额偿还。票面价格与偿还价格的差额即是债券的利息。贴现金融债券的实际收益率按下列方法计算。

依照前述，最后一天购买时出售价格的例子：

名义收益率 = $\frac{\text{贴现额}}{\text{发行价格}} \div \frac{\text{期限}}{365} \times 100\%$

= $\frac{386}{9614} \div \frac{365}{365} \times 100\% = 4.015\%$

实际收益率 (税后收益率) = $\frac{\text{票面价格} - \text{出售价格}}{\text{出售价格}} \div \frac{\text{期限}}{365} \times 100\%$

= $\frac{10000 - 9676}{9676} \div \frac{365}{365} \times 100\% = 3.348\%$

此外，贴现金融债券的发行条件与 1 年定期存款的利率相比较，贴现金融债券的认购者利率，在课税后比 1 年的定期存款有所下降。因此，若已经享受因而无法再享受小额储蓄免税优惠时，认购贴现金融债券是有利的；相反，若尚属享受小额储蓄免税对象时，则定期存款较为有利。

3. 贴现金融债券的认购情况

日本的贴现金融债券由个人认购的额度占全部发行额的 95% 多一点，剩余的一小部分由日本政府的资金运用部购买。

三、日本的附息金融债券

1. 附息金融债券的物征

附息金融债券是为期3年或5年的中期债券；其特征是债券上附有各期息票。息票每6个月为一期，息票到期时，从债券上剪下来凭此领取本期的利息。因此，附息金融债券也称剪息金融债券。

(1) 每月发行。同贴现金融债券相同，从上个月28日开始出售，每月27日为当月债券的最终截止日。

(2) 可按公开出售方式发行。在附息金融债券中，既有募集发行的，又有出售发行的。属于出售发行的，任何时候都可以买到。

(3) 期限为5年（东京银行债券为3年）。除附息东京银行债券期限为3年外，其它附息金融债券期限为5年。附息金融债券属于中期金融债券。

(4) 每年支付利息两次。附息金融债券每6个月支付年息的一半。

(5) 面额以1万日元为单位。与贴现金融债券相同，面额为1万日元的是最低券种，其它还有金额为10万日元券，100万日元券，500万日元券（日本债券信用银行债券和农林中央金库债券无500万日元券）。

(6) 可享受小额储蓄免税待遇。在每人300万日元面额的限度内可享受小额储蓄免税待遇。

(7) 原则上不在交易所上市。附息金融债券原则上不在证券交易所上市（1982年4月，在东京证券交易所上市的附息金融债券只有5种债券）。

2. 发行条件

1987年，3年期的附息金融债券的发行条件是：利率4.6%，发行价格以100为单位，认购者收益率为4.6%。5年的附息金融债券的利率4.8%，发行价格以100为单位，认购者收益率为4.8%。从1977年至1982年看，长期优惠贷款利率高于附息金融债券认购者收益率0.9%。

3. 附息金融债券的认购情况

在1970年以前，附息金融债券大部分由银行和其它金融机构认购，1965年其占56.2%，个人及其它投资者认购只占27.3%。这主要是由于1970年以前，日本设备投资需求量很大，为了满足这种需求，普通银行（例如长期信用银行和信托银行）通过认购金融债券，向有关企业间接地提供长期贷款。但1970年以后，银行认购金融债券的比例逐年下降，个人和其它投资者认购的比例逐年增加。主要原因是，从1970年以后日本大量发行国债，都市银行等金融机构承购国债的负担加重，加之贷款的需求也增加了，因此银行认购金融债券的额度逐年减少。而民间部门和个人的利率灵活偏好心理不断增强，资产选择也日益多样化，因此，认购额逐年增加。到1985年附息金融债券有66.8%是由个人及其它投资者认购的，都市银行以及地方银行等合起来认购只有17.2%（见表5.19.2）

表 5.19.2 付息金融债券的消化情况

年度	全国银行持有%	相互银行、信用 金库持有%	保险公司持有%	农林协同组合 持有%	个人及其他 持有%
1965	56.2	13.1	2.3	1.1	27.3
1966	55.2	11.3	2.5	1.4	29.6
1967	52.5	13.3	4.8	0.5	28.9
1168	48.6	13.6	4.4	0.4	33.0
1969	47.6	16.3	5.0	0.3	30.8
1970	43.3	16.6	4.5	0.4	35.2
1971	33.6	21.1	3.9	0.3	41.1
1972	29.4	18.3	4.9	0.5	46.9
1973	31.5	17.7	5.3	0.2	45.3
1974	28.1	15.7	4.7	0.2	51.3
1975	26.1	15.6	4.3	0.7	53.3
1976	25.1	13.7	4.1	0.4	56.7
1977	23.6	16.0	4.8	0.3	55.3
1978	24.6	16.7	5.3	0.2	53.2
1979	25.0	14.7	5.7	0.1	54.5
1980	21.9	13.1	5.1	0.2	59.7
1981	19.4	11.8	4.8	0.2	63.8
1982	17.2	10.9	4.8	0.1	67.0
1983	16.9	11.5	5.0	0.1	66.5
1984	19.4	11.9	6.3	0.1	62.3
1985	17.2	10.3	5.4	0.3	66.8

资料来源：日本公社债承购协会（公社年鉴）

注：全国银行包括都市银行、地方银行及信托银行

第七节 海外地区金融债券的发行规定

1982年12月，台湾颁发了《台湾银行金融债券发行办法》，执行至今。

这个办法是根据台湾银行法第80条及第90条规定制订的。各储蓄银行及专业银行，申请发行金融债券，都必须依照这一办法办理。

《办法》中规定：

(1) 申请发行金融债券的银行，必须符合下列条件：①申请发行前一年的年终决算之后，盈余占净值的比率必须达到 10% 以上。②申请发行前一年的年终决算，主要负债（指吸收存款与借入款，并包括已发行而未到期的金融债券）与净值比率，必须在 25 倍以下。③申请发行前一年的年终决算，逾期放款与催收款总计额占授信总额的比率，必须在 5% 以下。④最低资本额必须符合其“财政部”的规定。⑤最近一年内，业务经营未出现重大违规。负有政策性特殊任务并经“财政部”批准的银行，在申请发行金融债券时可以不受前述第①、②、③条的限制。

(2) 银行每一年度的金融债券发行额不能超过其发行前一年度的决算净值的 2 倍。

(3) 金融债券偿还期限，最长不得超过 20 年，最短不得低于 3 年，其开始偿还期限不得低于 2 年。

(4) 银行发行金融债券的面额分为新台币 1 万元、10 万元、50 万元、100 万元共四种，均按债券面额发行，可以采取折价或溢价方式发售。

(5) 金融债券以无记名方式发行。但可以根据承购人或持有人的要求，改为记名式。

(6) 发行金融债券的银行在核付债券利息时，要依照税法规定代为扣缴所得税。

(7) 金融债券可以自由买卖、转让、抵押和提依担保。但是记名债券必须先向原发行银行办理过户手续。金融债券的时效及其遗失、被窃、灭失后的处理，依照民法的有关规定办理。

(8) 金融债券可充作台湾银行法第 43 条所规定之流动资产项目。但是，发行银行用以抵充流动资产时，以其自行发行的金融债券与其持有的其他银行发行的金融债券两者相抵后的借差净额为限。

(9) 金融债券的发行，应经过其他银行签证。

(10) 发行金融债券所筹集的资金，应当按照业务性质，全部用于专业投资和中长期放款。对于金融债券的发行和其筹得的资金的运用，应当专设会计处理。

(11) 银行申请发行金融债券，必须准备好下列文件，报请“财政部”洽商“中央银行”后核准办理：①每期债券发行的要点。应列明发行所得资金的用途、发行总额、面额、期次、日期、利率、发行价格及本息偿还期限与方法等事项。②债券所筹得资金的运用计划。③前期发行债券尚未偿还的余额。④前一年度年终决算等资料。

第二十章 公司（企业）债券

第一节 公司（企业）债券概述

公司债券是由公司或企业发行的有价证券，是公司筹措资金而公开负担的一种债务契约，表示公司借款后，有义务偿付其所借金额的一种期票。即发行债券的公司以债券为书面承诺，答应在未来的特定日期，偿还本金并按照事先规定的利率付给利息。

一、公司债券的一般特点

（1）契约性。作为一种有价证券，公司债券实际上代表着一种债权债务的责任契约关系。公司债券主要通过规定债券发行人在既定的时间内必须支付利息，在约定的日期内必须偿还本金，从而明确双方的权利、义务和责任。这一特点表现在两种方式中，一是公司债券持有人对发行人的特定资产（一般是指不动产）具有索偿权，一旦发行者的经营出了问题，公司债券持有者则可要求以已经指定的资产进行赔偿，这种债券实际上是抵押债券；另一种是公司债券的持有人不对公司持有资产索偿权，其索偿权是针对发行者的一般信誉而言的，这是公司债券中责任关系的通常形式。

（2）优先性。债券持有人只是公司的债权人，不是所有者，无权参与或干涉公司日常的经营管理决策。但债券持有人有按期收取利息的权利，其收入在分配顺序上要优先于股东的分红。而当发债的公司经营破产后清理公司资产时，债券持有人可优先于股东收回本金。公司债券一般都在发行时便确定还本的期限，通常在10年以上，到期公司应还本金，赎回债券。

（3）通知偿还性。部分公司债券，附有通知偿还的规定，即发行者具有可以选择在债券到期之前偿还本金的权利。通常当发行债券的公司准备降低债券的利率时使用这种权利，届时公司可以随时通知偿还一部分或全部公司债券。

(4) 可兑换性。部分公司债券, 允许其持有者随意兑换成另一种金融交易工具。兑换条件在契约中已经明确, 其目的也是为了增加灵活性和流动性从而降低利息的支出。

二、公司债券的种类

公司债券按不同的分类依据, 可以分为以下一些种类:

(1) 记名公司债券与不记名公司债券。这是按发行的方式来进行的分类。记名公司债券是在债券上记有持有人姓名的公司债券。这种债券只能偿付给债券票面上的记名人, 要凭印鉴取本支息, 转让时必须向公司登记。这种债券又可分为本息记名公司债和本金记名公司债。本息记名公司债的利息在支付时用支票支付, 而本金记名公司债的利息则是根据附有的息票剪票支付。不记名债券是指债券上没有载明持有人姓名, 还本付息时仅以债券为凭, 债券付息方式一般是剪票付息的。

(2) 参加公司债券和非参加公司债券。这是根据债券持有人的受益程度和方式进行的划分。参加公司债券的持有者除可以得到事先规定的利息外, 还可以在在一定程度上参加公司的盈利分红。非参加公司债券的持有人则没有这种权利。参加公司债券的分配方式和比例在事前都必须有规定, 一般来说这种债券的数量很少。

(3) 有担保公司债券和无担保公司债券。这是按公司债券的信誉有无指定资产担保而言进行的划分。有担保公司债又可以分为三种, 即不动产抵押公司债券、动产抵押公司债券和信托抵押公司债券。其中信托抵押公司债券是指以股份公司持有的其他有价证券作为抵押品而发行的公司债券。无担保公司债券是指发行债券的既不用不动产作抵押, 也不用动产作抵押, 而是用企业自身的信誉作担保而发行的公司债券, 也叫“信用公司债”。采用这种发行方式时, 为保护投资者的利益, 发行者在使用债务资金时要有一些约束和限制, 如公司债券不得随意增加, 未清偿债券之前, 股东的分红要有限制等。同时, 要求发行公司必须以信托契约方式发行, 并指定受托人对有关规定的实施进行监督。

(4) 固定利率公司债券、浮动利率公司债券、分息公司债券和收益公司债券。这是按利率决定方式进行的划分。固定利率债的利率水平在发行之初便已确定。浮动利率债的利率水平在发行之初不固定, 而是根据一种或几种特定的利率作为浮动的参考依据加以确定的。一般是根据银行业的同业拆放利率的平均水平, 再加上一个既定的数额作为债券利息率。分息债券是指债券的利息, 一部分实行固定, 一部分随发行者的经营收益状况而变动。收益公司债券是指其利息收入取决于公司收益水平的非固定利息公司债券, 举债公司的利润扣除各项固定支出并且有余时才支付利息, 收益不足时只按既定利息率支付其中一部分, 以后收益情况改善后再补发利息, 直到所有应付利息全部付清后, 公司的股东才能够分红。

(5) 一次到期公司债券、分次到期公司债券和通知到期公司债券。这是按债券偿还期的确定方式来进行的划分。其中通知债券公司债券是指在债券预定的偿还期到来之前, 公司随时张榜公布通知偿还债券的全部或一部分, 如果偿还一部分, 则要用抽签的方式来决定哪一部分可以先偿还; 同时, 也可在公司产生剩余资金时, 提前归还资金, 赎回债券

时使用,这样做的目的是为了**避免利息负担过高**。发行通知到期公司债券的公司通常向此种债券持有人支付高一些的收益,因为这种公司债券在通知到期后便要停止支付利息。

(6) 短期公司债券和中长期公司债券。这是按期限长短进行的划分。短期一般在5年以内,长期一般在5年以上。

(7) 普通公司债券、改组公司债券、利息公司债券和延期公司债券。这是按公司发行债券的目的不同而进行的划分。所谓普通公司债券是指以固定利率、期限发行的公司债券,这种债券的筹资目的是为了**扩大生产经营规模**,公司债券中的绝大部分是这种债券。除了这种普通目的的公司债券以外,还有一些特殊目的的公司债券。其中,改组公司债券是指为清理旧债或旧公司债而发行的债券,也叫以新还旧公司债券,为收回到期债券而发行新的公司债券,既可用旧债券兑换,也可用现金购买;利息公司债券也叫调整公司债券,这是面临破产危机的公司在调整其资本结构时发行的一种收益公司债券,发行的目的是减轻公司改组时和改组后的利息支出负担,使公司尽快恢复元气,一般都有**一些特殊的优越条件**;延期公司债券是指,原有公司债券到期时公司无力偿还,又不能借新债还旧债,故此在征得债券持有人的同意后可将债券期限延长。

公司债券的种类还有一些更为具体的种类。上述这几种分类,并不是说是某一种独立的债券,而是指对公司债券从各种不同的方面去认识,从公司债券的发行和流通技术过程中的某一个侧面认识公司债券的某一种性质。一种具体的公司债券可以同时具备几种这样分类中所描述的性质。

第二节 中国的重点企业债券

一、1987 年的重点企业债券

1. 重点企业债券发行政策

我国的重点企业债券是从1987年开始发行的。1987年2月10日国务院发出《关于发行国家重点建设债券和重点企业债券的通知》。为了更好地集中资金,保证国家重点建设的需要,进一步压缩固定资产投资,调整投资结构,增强国民经济发展后劲,决定在发行国家重点建设债券55亿元的同时,发行重点企业债券45亿元。这45亿元的重点企业债券,由中国人民建设银行代理电力、冶金、有色金属、石油化工等部门所属的企业和公司向企业和事业单位发行,项目主要是国家重点建设项目。债券到期由企业还本付息。这次发行的重点企业建设债券共分四种,即电力债券、石油化工债券、有色金属债券和冶金债券。为鼓励各有关部门对此积极支持,国务院规定了对债券利率高于现行银行基本建设贷款利率的部分由国家财政给予贴息;项目建成投产后,可以用所得税前利润归还债券本

息等一系列的优惠措施。

2. 重点企业债券分类

(1) 电力类。电力重点企业建设债券总计 30 亿元,具体发行单位是各省、市、自治区电力局及电网管理局,由中国人民建设银行的各省、市、自治区分行代理发行和到期偿还本金工作。电力债券只对单位发行,不向城乡居民个人发行。各单位不印制债券,直接用“××电力局债券收款单”代替。

(2) 石化类。石油化工重点企业债券的发行单位是中国石油化工总公司所属的洛阳炼油厂、广州石化厂、北京燕山石化公司、大庆石化总厂、上海石化厂共 5 个单位,债券面向全国的企业和事业单位发行。债券发行时实行石油产品配额,每认购债券 10000 元,1987 年配售高价柴油和 70 号汽油各 5 吨,1988 年和 1989 年配售 2.5 吨。债券的发行对象为全民所有制和集体所有制企业、联营企业、境内的合资企业、机关团体和事业单位,不对个人发行。期限 3 年,年利率 5.4%。债券可以转让、抵押。

(3) 钢铁类。重点钢铁企业建设债券 1987 年的发行额度为 9 亿元,其中:宝钢 3.5 亿元、攀钢 1 亿元、武钢 0.6 亿元、唐钢 1.6 亿元、本钢 0.9 亿元、首钢水厂铁矿 1 亿元、包钢 0.4 亿元。这种债券每 10000 元面值带平价钢材指标 3 吨,从购买债券的第 2 年起分 3 年付清。9 亿元债券每年供应 9 万吨钢材,3 年供应 27 万吨钢材。从债券发行的第 6 年开始用项目投产后的利润在所得税前归还本息。平均分 5 年付清债券本息,债券的年利率为 7.48%,比当时基本建设贷款利率高 1%,超出部分由国家财政给予贴息。

(4) 有色类。有色金属企业建设债券的发行总额为 2.5 亿元,发行单位是中国有色金属工业总公司所属的江西铜业公司、贵州铝厂、郑州铝厂、大冶有色金属公司、重庆西南铝加工厂、广西大厂矿务局、甘肃白银有色金属公司、河北华北铝加工厂等 8 个单位,由中国人民建设银行代理发行和办理到期偿付事宜。债券发行时也实行有色金属产品配额。每认购 10000 万元,配售平价铝锭或电解铜 1.4 吨,分 4 年等额配售,即从 1988 年到 1991 年每年配售 0.35 吨。债券利率 7.48%,期限 10 年。也不对个人发行。

二、1988 年以来的重点企业债券

1988 年 1 月 3 日国务院发出《关于按自筹投资一定比例购买重点企业债券的通知》,决定 1988 年继续发行重点企业债券,由各专业银行代理国家专业投资公司发行,各部门、地方、单位均应按当年自筹投资的一定比例认购。其中,自筹投资安排的基本建设项目,更新改造方面的新建、扩建工程,以及城镇集体所有制单位用自有资金安排的建筑工程,均按自筹投资额的 15% 认购重点企业债券,自筹投资安排的基本建设项目超过国家计划的部分按 30% 认购重点企业债券;债券由专业银行代理国家专业投资公司发行,期限 5 年,年利率为 6%,不计复利;同时规定有三类自筹投资免予购买重点企业债券。而后,1988 年 5 月 13 日,有关部门决定重点钢铁企业建设债券可以向个人发行,以求得更大的发行额。向个人发行额为 7.4 亿元,其中:宝钢 3.5 亿元、攀钢 1 亿元、唐钢 1.6 亿元、本钢 0.9 亿元、包钢 0.4 亿元。改向个人发行后,年利率为 10%,期限为 3 年,可以转

让、抵押。重点钢铁企业债券原规定的每 10000 元面值带平价钢材指标 3 吨不变, 但将钢材拨给发行债券的企业, 由企业自销, 所获差价留给企业弥补债券高利息及有关费用的支出。执行结果, 1988 年全国重点企业债券的发行额为 10 亿元。

1988 年 10 月 20 日, 有关部门决定 1989 年继续实行按自筹投资一定比例购买重点企业债券, 其办法是先确认购买券的数额, 后下达自筹投资规模; 发行额计划为 35 亿元, 年利率提高到 7.2%; 认购比例仍为 15%。执行结果, 完成 7.94 亿元。加上 1990 年完成的 6.15 亿元, 共计 14.05 亿元。

1990 年开始, 我国重点建设项目和重点企业的资金基本上都采用地方企业债券筹集, 重点企业债券的发行改为国家专业投资公司发行, 加以前的余额, 当年年末余额为 54.9 亿元。1990 年底, 国家公司债券加上重点企业债券的余额达到 145 亿元。在这之后, 发行重点企业债券的数字统计入国家投资公司债券。其自 1987 年到 1990 年的发行情况如表 5.20.1 所示(单位: 亿元)。

表 5.20.1 我国重点企业债券自 1987 年到 1990 年的发行情况

年度	发行额	偿还额	年末余额
1987	30.00	—	30.00
1988	10.00	—	40.00
1989	7.94	—	47.94
1990	6.15	—	54.09

第三节 地方企业债券

地方企业债券是由我国全民所有制的工商企业发行的债券。我国企业发行债券大多是从 1985 年和 1986 年开始的, 一般为 1~5 年的中期债券, 利率略高于同期银行储蓄存款利率。发行对象主要为个人、不计复利, 个人购买企业债券的利息收入要交纳 20% 的个人收入调节税。目前地方企业债券主要有: 附息票企业债券、利随本清的存单式企业债券、产品配额企业债券和有奖债券等。

一、附息票企业债券

附息票企业债券是在债券上附有各期息票的债券。我国发行的附息票债券是期限为 5 年左右的中期债券, 大多每年支付一次利息。息票上编有与债券券面一致的号码, 并载明

付息日期及年息金额。息票到期时,由原代理发行债券的金融机构将其剪下并代为支付利息,债券到期时,持券人凭债券券面部分向代理发行的金融机构兑取本金。

二、利随本清的存单式企业债券

利随本清的存单式企业债券是最为普通的一种债券。我国各地企业发行的大多为此种债券,期限一般为1~5年,债券上载明面额、期限、利率、还本付息日期等,按面额平价发行,到期一次还本付息。债券不记名、不挂失,发行后可以转让和抵押。发行对象包括城乡个人和企事业单位。由投资者自愿认购,大部分企业委托银行或其他金融机构代理发行;少部分企业采用自销方式。如上海市锦江(集团)联营公司债券,期限3年,年利率10%,平价发行,到期一次还本付息。

三、产品配额企业债券

产品配额企业债券是由债券的发行企业以本企业产品等价清偿本息的债券,属于抵押债券。此种债券利率一般很低或没有利息,由发行企业根据投资人认购债券的数额,按期向投资人提供一定数量的本企业产品,债券期满后向投资人偿还本金。

四、有奖债券

有奖债券是由债券的发行企业用各种奖励形式清偿本息的债券,包括以奖代息债券、有奖有息债券和高奖低息债券等。因为其发行条件不清晰,有奖债券属于不规范债券。

此外,我国发行的不规范债券中还有以资带劳债券和以劳带资债券等。这些债券大都是1987年3月27日国务院发布《企业债券管理暂行条例》之前发行的;之后我国各地企业债券开始逐步规范化。

第四节 企业短期融资债券

一、发行目的

企业短期融资债券是1987年开始推行的一种企业债券形式,首先是从上海市开始的。这是为了缓和企业在银行抽紧银根后流动资金的供求矛盾而由企业发行的短期债券。1987年底在上海等大城市试点后,1989年开始在全国推开。

二、发行条件

发行企业短期融资债券条件如下：

(1) 发行单位。凡是在工商行政管理部门已经登记注册并独立核算的全民所有制和集体所有制企业，如确实发生短期流动资金的需要，向代理发行的金融机构申请后，经批准都可以发行此种债券。与企业债券的不同是，集体所有制企业也可以申请发行这种债券。同时，在资金的用途上，不能用于固定资产投资，也不能用于长期流动资金需要，只能运用于短期流动资金需要，如季节性、临时性的原材料采购和收购的需要。并且这种融资券是一种具有商业本票性质的有价证券。

(2) 发行限额。每次发行限额在 100 万元以上到 3000 万元以下，同时，企业已经发行的债券和这种短期融资债券的总额不能超过企业固定资产净值。这里，为避免盲目滥发这种短期债券，以 100 万元为起点，以 3000 万元为上限，超此上限要由中国人民银行总行审批，实际上就是控制企业的过多发行。

(3) 发行期限。分 3 个月、6 个月和 9 个月 3 种，亦即完全控制在一年以内。

(4) 发行对象。单位和个人都可以购买。单位购买必须用自有资金。

(5) 利率。一般融资债券的利率以低于 1 年期的定期储蓄存款利率为准。一次制定后，中途不再分段计息。

(6) 债券分为记名与不记名两种。单位购买记名，个人购买不记名。可以在证券交易柜台上进行转让，但不能作为货币支付流通。

(7) 债券持有人可向企业取得利息，但不得干涉企业经营管理，本息的完整由企业保证，不受破产等变动的影响。

第五节 可转换公司债券

可转换公司债券是公司债券的一种，即这种债券的持有者可根据自己的意愿，在一定时间内，按规定的价格转换发行公司的股票。它是一种享有转换特权的公司债券，在转换前是纯粹的公司债，转换后便脱离了公司债的形式，相当于增发了新股票。

一、可转换公司债券的特点

可转换公司债券是介于股票与公司债券之间中间形态的有价证券，它具备了两个方面的特点。

(1) 从债券持有者的角度来看，它具有可转换成股票的特权，因而适销面广、商品

性也比一般的公司债券高,其市场价格的变动也颇有魅力。同时,因为它是公司债券所以有下限价格。

(2) 从企业(公司)角度来看,它是一种囊括了证券投资的安全性、投机性的证券,通过它的发行,不仅可以扩大动员闲置资本的范围,而且向股票的转换又可以减少他人资本,增加自有资本,从而有稳定财务基础的作用。

因此,即使是企业建设时期或者经营不振时期,当预见到将来企业确实会增加收益时,或者预感到通货膨胀的危险寻求买现(货)卖期(货、票)对象时,尤其应该重视发行可转换公司债券。

二、转换条件

可转换公司债券转换成股票应具备以下几个条件:

(1) 明确将靠转换发行的股票的内容、发行分司的商号、形式、有无面值、种类。

(2) 明确转换价格或转换比率,即明确按平价折算(转换价格以股票面值为标准),还是等价交换(公司债券与股票按相同面值交换),还是按时价转换(这里的时价不是指市场价格,而是一般按申报发行可转换公司债券生效之前一段时期的股票平均价格上浮5~15%作时价)。

(3) 明确可请求转换时间。因为当股票市价超过面值时,要求将可转换公司债券转换成股票的债券持有者相对集中,有可能导致股票大量拥向市场,使股票价格下跌,甚至给一般投资者和证券公司等带来损失,所以当公司债券发行后,要规定延期转换时间,以保证债券平价转换成股票。

(4) 保护可转换权。当追加发行新股或者发行附认股权公司债券等的时候,可能会直接或间接地损害可转换公司债券。为了保护可转换公司债券持有者的权利,应对发行公司提出明确要求,规定债务限制,明确分红上限,加大内部利润留成,控制其它可转换证券的发行条件,以增强其还本付息的信用能力。

三、转换价格

1. 转换价格的作用

可转换公司债券在流通市场上的价格,敏感地反映发行公司股票时价的波动情况,一般来说,当股价低于转换价格时,可转换公司债券的价格不变;在股价高于转换价格时,可转换公司债券的价格与股价同方向变动。

2. 转换价格的确定

转换价格是发行可转换公司债券时确定的,是将转换公司债券转换为股票的价格。要做出将可转换公司债券转换为股票的正确决策,既需要认真地观察现在的股票价格是否超过了可转换公司债券价格并呈上涨趋势,又要通过科学的方法来判断可转换公司债券价格与股票价格的关系、与时价的关系。

例如，一张券面金额为 100 元，转换价格为 1000 元的可转换公司债券，当发行公司的股价上升到 1200 元时，理论上，可转换公司债券的价格应为 120 元，这一测算可转换公司债券理论价格的指标称为平价（或同位价格）。按此理论，无论是卖出可转换公司债券，还是转换为股票后卖出，所得款项应该是相等的。平价计算公式为：

$$\text{平价} = \frac{\text{股价}}{\text{转换价格}} \times 100\%$$

当理论价格为 100 时，意味着股票价格与转换价格相等；大于 100 时，意味着股票价格超过转换价格；小于 100 时，意味着股票价格低于转换价格，这时行使转换权是不利的，即没有转换的必要。不过，市场价格是不断变动的，所以单靠平价很难判断是继续持有债券有利，还是转换成股票有利。这时需研究实际的可转换公司债券价格和平价间的偏离关系。偏离幅度应用偏离率来计算，公式为：

$$\text{偏离率} = \frac{\text{可转换公司债时价} - \text{平价}}{\text{平价}} \times 100\%$$

例如：时价为 130 元，平价为 120 元的可转换公司债券，偏离率为 8.33%。

如果偏离率为 0，则意味着这时不管是继续持此债券，还是将它卖掉，或者转换成股票，其效果都一样。如果偏离率大于 0，则意味着这时转换成股票，不如继续持此债券或将它卖掉。如果偏离率小于 0，这时偏离率称为逆偏离率，则意味着与上述情况相反。

3. 转换价格的调整

在请求转换期间内，若公司按低于时价的价格发行新股时，就会引起股票价格的下跌。为维护可转换公司债券持有者的利益，需要对转换价格进行必要的调整，公式如下：

$$\text{调整后的转换价格} = \frac{\text{调整前的转换价格} \times \left(\text{已发行股票数} + \frac{\text{新发行的股票数} \times \text{每股交纳金额}}{\text{每股时价}} \right)}{\text{已发行股票数} + \text{新发行股票数}}$$

第六节 美、日、欧公司债券的发行特征及发售方式

一、美国公司债券的发行特征及发售方式

美国工商企业以发行债券的方式向社会大众筹措资金，在第一次世界大战前为数不多。第一次世界大战以后，工商企业所需资本加速扩充，公司债券的发行数额逐年递增，到 1985 年公司债券的发行额达 1610 多亿美元。

1. 发行公司债券的原因

当美国政府不能以当前的税收满足其支出的时候，除了借款别无他法。另一方面，公司可以选择各种方法为其经营筹措资金。在运用其他一些方法时，它可以出售股票或从留

利中增加财力。它们为什么要承担借款的风险呢？债券的运用有以下几个主要原因：

(1) 降低资金成本。在用收益和市场价格之间的关系来衡量时，债券融资手段一般比普通股票融资手段成本低。公司愿意承受债务风险以降低其资本部分的成本。

(2) 获得杠杆利益。在金融界，杠杆作用指运用固定成本的资金以期获得比成本较高的收益，因此，如果公司能以 15% 的资金成本借款并运用此资金获得 200% 的收益，则公司所有者投资的收益增加了。反之，借款的杠杆作用会使公司所有者遭受损失。

(3) 拓宽资金渠道。资金可以从个体投资者，特别是那些不愿意或不允许购买股票的投资机构吸收到。

(4) 保持控制。由于债券一般不带有投票权，债券债务的增长并不干扰公司当前所有者的股东权益。

(5) 避税作用。在计算公司应纳所得税时，债券的收益可以扣除，而股票的收入则不能。

2. 公司债券的认购情况

从 1979 年的情况看，公司债券主要由人寿保险公司、私人年金基金、州和地方政府退休基金以及家庭持有，共占全部债券（企业）持有的 84.7%，其中各占 38%、12.1%、18.9% 和 15.7%。近几年人寿保险公司持有的份额已经减少，主要原因是，其总资产的增长相对放慢了，而私人年金基金和家庭持有的份额有所增加。

3. 公司债券资信等级的确定

为了鉴别公司债券的“质量”，通常都要为这些债券确定资信等级。美国有两家公司专门从事这一工作。这两家公司是穆迪投资服务公司和标准及蒲耳氏公司。评定债券等级主要根据发行人的历史、业务范围、财务状况和经营管理水平等。通过对这些方面的详细研究，给债券确定出适当的等级。等级越高，表示在债券上投资风险越小。

根据发行人提供的资料，两个公司都把债券分成三等九级，但在表示方式上略有差异。穆迪投资服务公司的等级（从高到低）是：Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C；蒲耳氏公司的等级是：AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C。一般来说，债券的等级越高，它的利率越低。

4. 公司债券的发行条件

美国公司债券的期限种类很多，短期公司债券期限在 10 年以内，其中 270 天以内的公司债券在美国一般称为商业票据；中期公司债券期限为 3 年或 5 年；长期公司债券期限在 10 年以上。但是近年来美国公司债券的期限已经缩短，因为投资者在高通货膨胀和经济不稳定的情况下，不愿意从事长期投资。

美国公司债券的收益率一般要高于国债和地方债券的收益率，主要原因是，公司债券的风险较高，同时公司债券的利息收入要缴纳联邦所得税和地方所得税。另外不同质量的公司债券，其收益率差异较大，在美国几乎所有的公司债券都要经由美国的证券评信机构进行评级，由于债券的资信等级不同，收益率也不同。

5. 公司债券的发售方式

(1) 私募发行。根据美国的证券法规定，采用私募发行方式，不必向证券管理委员

会申报注册,也可以不向社会公众公布有关的信息,发行手续比较简单,发行费用也较低,因此美国有三分之一的公司采用私募方式发行债券。私募发行一般都采用自销方式,即由发行公司将债券直接销售给投资者,债券的发行条件由发行公司同投资者直接谈判决定。私募发行时,发行公司也可以请投资银行协助寻找投资者或拟定发行条件,但投资银行要收取一定的佣金。

(2) 公募发行。公募发行要通过承销团销售债券。承销团由数家投资银行组成。承销团承销债券时可以采用代销方式,也可以采用包销方式。

代销方式是由承销者代为推销债券,在约定期限内未售出的余额由承销者退还给发行公司,承销者不承担发行风险。这种方式,发行费用少,但对公司而言,销售风险大。

美国的公司发行债券,较多采用包销方式。包销方式是由众多的投资银行组成承销团,负责承销全部债券。承销团先按照一定的价格将发行公司的债券认购下来,然后再以略高的价格向一般投资者出售,认购价格与销售价格之间的差额即是承销者的佣金或手续费。承销价格可以由发行公司同经理承销公司协商确定,也可以由众多的承销公司通过竞争投标确定。

如果发行的债券能够全部售出,总承销差价即由经理承销者、承销团成员和销售团成员分配。经理承销者要得到筹备费用,承销者得到手续费,销售者得到佣金。分配比例一般是,经理承销者的筹备费用占 20%,承销团的手续费占 25%,销售团的佣金占 55%。

如果债券未能全部售出,余额要由承销团成员自行认购。承销团成员认购后可以按照最初的发行价格出售,也可以退出承销团,自行制定出售价格。

二、日本公司债券的发行特征及发售方式

日本商法规定,所有民间企业和股份公司在具备发债资格的情况下,均可发行公司债券。

1. 发行公司债券的有关限制和规定

(1) 日本政府规定,公司发行债券必须向大藏省申报,并要向投资者公开有关信息,但在商法规定的发行限度内,发行附担保公司债券,可转换公司债券及附新股认购权公司债券可以免除申报,只向通产省备案即可。

(2) 发行公司债券及债券的各项内容必须要经过公司董事会讨论,并作出决议。

(3) 为了将公司的债务负担控制在现有资产能力以内,保护投资者的利益,1985 年以前日本商法规定,一般公司债券的总额不得超过本公司资本金加上法定准备金之和;抵押公司债券、转换公司债券以及在国外发行的公司债券,其总额可为本公司资本金加上法定准备金之和的 2 倍。从 1985 年以后,大藏省放宽了对公司债券发行数额的限制,发行限额放宽到资本金加上法定准备金之和的 2 倍~6 倍。

(4) 并不是所有的公司、企业都可以在商法规定的发行限额内发行公司债券。承销公司和受托公司针对一些债券分别制定了固定的发债标准。发债标准采用四个比率指标。首先要看公司纯资产(自有资本)和最近 3 年的分红情况;第二要测算过去的利润积累

超过资本金多少的纯资产倍率；第三要看自有资本高低程度的自有资本比率；第四要看表示利润能几倍于支付本息的偿还倍率。此外对没有发债经验的公司在首次发行债券时，需要达到的标准更严格一些。

(5) 为了保护投资者的利益，一般公司、企业在发行债券之前，要由债券评信机构对其发行的债券给予评级。日本对公司债券的评级主要分为 AA, A, BB, B 四个等级，债券的级别也是依据发行公司财务报表中，计算纯资产倍率，自有资本比率、使用总资本事业利润率和偿还倍率等指标来确定。

(6) 发行公司债券按照惯例需要附有担保，但如果发债公司具有一定的经营规模，财务收益情况比较好，也可以发行无担保公司债券。

2. 公司债券的认购情况

从 1980 年 ~ 1985 年日本公司债券的认购情况来看，有 70% 左右由个人和其他投资者认购，其余部分由银行和其他金融机构认购。几年的变化不是很大。

3. 公司债券的发行条件

日本公司债券的期限有 6 年、7 年、10 年、12 年和 15 年 5 种，为付息债券，每年支付一次利息。公司债券的收益率参照国债和地方债券以及债券的级别确定，一般要高于国债和地方债券。公司债券除实行定期偿还外，还可以采用任意偿还和买入注销的偿还方式。

4. 上市转让的有关规定

公司债券发行后，均可以自由转让。但可在证券交易所上市的公司债券只有以东京电力债券为首的 25 种债券，这只是已发行公司债券的一小部分，绝大部分公司债券只能在金融机构和证券公司的店头进行交易，并不是能够拿到证券交易所上市。

5. 公司债券的发售方式

公司债券采用私募发行和公募发行两种方式；在私募发行的情况下，一般是由发行公司直接向投资者发售债券，自行办理发行债券的一切手续。但有时也采用委托方法，委托受托公司办理债券的销售业务，如果销售额未达到发行总额时，由受托公司认购未售出的余额。例如，日本电信电话公司委托日本劝业银业作为受托公司，办理电信电话债的发行业务，发行对象是电信电话公司的用户。

在公募发行的情况下，发行公司通过承购团向社会发售债券。承购团由数家证券公司组成，承购团各成员按照事先商定的承购额和承购条件承购债券，然后向社会销售，在约定时间内，未售出的余额由承购团负责认购。如果债券的发行额比较大，承购团就将其中的一部分提供给公司债承购同友会和公司债委托销售团，由他们帮助推销。

三、欧洲公司债券的发行特征及发售方式

1. 欧洲公司债券的发行特征

欧洲公司债券的发行，与日本、美国公司债券的发行相比较，有以下几个特征：

(1) 对于公司债券的发行没有有关限制和标准，发行者不必向任何监督机关登记注

册,发行手续简单。公司债券由公司盖章发行,通常以公司资产作抵押,可分为记名债券和不记名债券。

(2) 由世界国有实力的承购公司组成辛迪加团负责承销债券(一般为40~120家公司)。

(3) 如果债券在伦敦、卢森堡等证券交易所上场时,要按照交易所的规定,提交发行说明书。

(4) 公募发行和私募发行没有明显的差别,只是有上场和非上场的区别或差别,然而大多数欧洲机构投资者都被禁止认购未在证券交易所上场的证券,所以几乎所有的公司债券都是上场的债券。

2. 欧洲公司债券的发售方式

(1) 发行条件。在欧洲发行公司债券,如发行固定利率债券,发行额通常在5000万美元至1亿美元之间;浮动利率债券的发行额通常在5000万美元至3亿美元之间。

固定利率债券的期限一般是5年至15年,浮动利率债券一般是5年至10年。可以实行定期偿还或任意偿还。

此外,欧洲公司债券的币别是各种各样的,但美元公司债券占70%左右,是大多数。随着欧洲市场的统一,以及货币的统一,美元债券的地位,有可能被欧洲元代替。

(2) 发售方式。欧洲公司债券的发售,主要采取销售团和干事承购公司与承购公司。销售团的方式雷同于美、日的销售团的方式。而干事承购公司与承购公司,有它自己的特点。干事承购公司又分为主干事和共同主干事(由若干个副干事组成)。欧洲马克债券、瑞士法郎债券、法国法郎债券、荷兰盾债券及欧洲日元债券的主干事,按各国规定,须由当地银行担任。共同主干事一般是由几家国际大金融机构组成,它们是比利时、荷兰、德国、法国、英国、瑞士、日本、美国、中东等地区的国际性辛迪加集团。

(3) 发行规定。发行债券时需制定如下有关文件:①发行说明书;②承购合同;③销售合同;④财务代理人合同;⑤支付代理人合同;⑥公证代理人合同。制定公证代理人合同是发行浮动利率债券时,由发行人同公证代理人共同签订的契约。合同中要写明票面利率的计算方法和票面利率的公告对方。

第二十一章 国际债券

第一节 国际债券分类

一、国际债券的概念

1. 国际债券的概念

所谓国际债券，是指由外国、外国法人或国际组织、机构发行的债券。国际债券与国内债券的主要区别是，国际债券的发行人和投资者分属于不同的国家，债券总是由发行人以外国家的投资者购入，成为资金在国际间直接融通的形式。国际债券的发行人可是国家政府，也可以是工商企业和金融机构。国际债券通常在国际金融市场上发行，当前国际金融市场上的债券，主要是美国美元债券、欧洲美元债券、德国马克债券、日本日元债券、瑞士法郎债券和亚洲美元债券。阿拉伯国家也开始在国际债券市场上发行债券。

2. 国际债券的分类

按照面值货币与发行债券市场所在国的关系，国际债券主要分为外国债券和欧洲债券两大类。

(1) 外国债券。所谓外国债券，是指在某个国家的债券市场上，由外国的政府、企业、银行等法人单位在其国内发行的债券，这种债券的面值货币是债券发行市场所在国家的货币。外国债券的发行，使外国的政府、企业、银行等法人单位得以吸收债券市场所在国的货币资金。

(2) 欧洲债券。欧洲债券是指，专门在债券面值货币国家之外的境外市场上发行的债券。这是发行国、面值货币国家和发行市场所在国是三个或三个以上不同的国家，债券发行国所吸收的资金全部是面值货币国家境外所流通的，所有权并非一定属于面值货币国家本国所拥有的境外货币。例如，英国某一公司在法国境内的国际金融市场上，发行面额

以美元、马克等国货币单位计算、吸收这些面额货币资金的债券,就是欧洲债券。

二、国际债券的发展历史

国债债券的发行从 19 世纪初就已普及了。起初,只发行外国债券,到了本世纪 60 年代后期又诞生了欧洲债券。外国债券市场是一种传统的国际债券市场,从 19 世纪起,伦敦曾是资本主义世界最大的国际金融中心,外国债券的发行,也多集中于该区。第二次世界大战后,国际金融的关键货币由英镑转为美元,外国债券的发行中心随之从伦敦转移到纽约,吸引了各国企业到美国筹措长期资金,美元大量流向国外。也导致美元汇率上升出口竞争力下降和国际收支的恶化。于是美国在 1963 年 7 月实施了利息平衡税,即对美国居住者购买美国资本市场上发行的外国债券或外国企业的股票时所征收的税,该税导致发行者在美国借款的成本上升,控制了长期资本流出。这样,国际长期资本筹措市场逐渐移到欧洲美元债券市场。

到 70 年代中期,欧洲债券已初具规模。1976 年国际债券发行总额中,外国债券占 56%,欧洲债券占 44%。之后,欧洲债券以快于外国债券的速度发展,至 1983 年,欧洲债券占国际债券的比重上升为 64%,而同期外国债券所占比例则降为 36%。国际债券的这一结构变化,表明欧洲债券在国际市场上有着优于外国债券的特点,更能适应国际市场的需要。首先,长期以来,国际筹资主要依靠国际信贷,自国际债务危机爆发之后,国际信贷风险扩大,使人们对贷款持更加慎重的态度。而欧洲债券正好能弥补信贷的这一不足,由于其自由化程度较高,形式多样化,从而国际筹资采用欧洲债券形式的逐年增多。其次,美元利率居高不下,筹资成本上升,削弱了美元债券的地位。与此相比较,欧洲债券市场在货币选择上比较灵活,由此推动了欧洲债券的迅速发展。再次,1981 年以来,欧洲债券市场不断出现新型债券,具有更大的吸引力。例如,无息债券,权利债券、货币联动债券等。

三、发行国际债券的原因和目的

综观 60 年代以来国际债券市场的活动情况,各国运用国际债券的方式来筹措外币资金主要原因和目的是:

(1) 发行债券以弥补国际收支的逆差,这主要表现 1967~1968 年间,在石油冲击面前,许多西方工业国家无力在短期内迅速对由石油价格上涨所形成的贸易收支逆差时,大都是国际市场上以国际债券形式来弥补其国内收支的逆差,这一方式后来成为一些国家用来弥补中短期性的国际收支逆差的有效手段。

(2) 部分国家经常利用国际债券吸收外币资金,作为国内债券的补充,以弥补国家财政预算赤字,使弥补财政赤字的方式不仅有国内财政信用,也有国际财政信用。

(3) 国际债券还是大型和特大型工程建设资金的重要筹措手段,由主要国际金融机构或公司集团组成的投资机构,运用国际债券手段为项目筹资,使巨型工程项目的高度风

险得以分散。例如,欧洲北海油田的建设资金筹措中曾经运用固定利率的国际债券作为主要手段。

(4) 一些国际金融组织也利用国际债券市场筹措资金,用以支持它们的活动。其中,世界银行曾多次以外国债券和欧洲日元债券形式发行以筹集日元资金为目的的债券,筹措巨额的日元资金,以实施其开发计划,平衡自身的预算。

(5) 大型的工商企业和跨国公司为增加经营资本,也通过国际债券等筹措资金。尤其令人注目的是,一些发达国家的地方政府也开始运用国际债券形式为本地区吸收资金。例如,澳大利亚昆士兰州财政信用公司于1990年向欧洲美元市场发行几十亿美元债券支持本州公营事业的发展。

四、国际债券的特点

国际债券的特点主要表现在它比国内债券在筹措资金方面有更多的优势,主要表现在:

(1) 国际债券市场的资金来源比国内市场要广泛得多,通过发行国际债券可以灵活和充分地为一建设项目和其他需要提供资金。

(2) 国际债券市场的直接融资行为,比一般的国际贷款更合理地分散资金风险。通过国际银行贷款筹资,由于资金来源单一,风险相对集中,而发行债券,接受的对象有很多金融机构,也有私人、企业、非银行的金融机构如保险公司和信托公司以及养老金基金会等,这些机构都以购买债券而赚到利息,同时也就相应地分散了资金风险。债券只要为国际金融市场接受并站稳脚跟后,便可连续发行,既能筹集大量资金又能减少或分散由于利率、汇率和其他因素的变化而造成的损益活动给投资者造成的影响,相对于银行或银团贷款来说具有较高的安全性。

(3) 国际债券市场一般以固定利率为主要的计算方式,而且期限也相对固定,比一般的贷款期限长一些,偿还期一般在10年,最长者达25年以上。这种相对比较稳定的偿还付息方式,在当前通货膨胀严重,短期资金市场的利率变动十分频繁的情况下,可以减轻或稳定将来还本付息的负担,有利于将资金投入中长期资本市场上去。

(4) 有一定的政治保障。在国际债券市场上筹措资金,通常可得到一个主权国家以普通责任能力或“付款承诺”的保证,得到这样的承诺和保证,各个国际债券市场都愿意向该主权国家开放,这就使得国际债券市场的安全性要优于国内市场或银团贷款。

五、国际债券的法律和税金

近年来,特别是在“金融证券化”的浪潮中,国际债券的发行和流通交易行为有了广泛的发展。相应地,各国政府和金融当局也对债券市场进行了更周密和有效的管理,以保证国际债券市场的顺利发展。

1. 日本有关发行国际债券的法律规定

日本的证券交易法规定,外国发行主体(既外国中央政府,地方公共团体、国营企业、私营企业)在日本国内发行债券时,首先要向大藏大臣提交有偿证券申报书并交付发行说明书,说明发行主体的财务状况,发行条件(即利率、发行价格,付息方式等)以及资金用途。经批准发行后,外国发行主体必须每年提交有偿证券报告书,向国际债券流通市场的投资人报告发行主体的财务状况及近来所发生的变化。对日本法人在国外市场发行国际债券时,并不要求提供这样的报告,但必须向大藏大臣提交临时报告书。

日本商法规定,外国公司在日本发行公司债券时,必须在原有的该公司国际债券全部还本付息完毕后才能发行。同时,日本股份公司在外国发行债券时,可依据发行决议(原则上以董事会决议代替)发行,但要遵守金融当局对公司债券总额的数量限制。

日本外汇及外贸法规定,日本发行主体发行外国债券时必须得到大藏省的备案,在日本发行国际收支严重的不平衡或资本收支项目发生剧烈变动时,对外发行国际债券必须通过大藏省的批准。

2. 美国的证券业管理

美国的证券业是受法规约束较重的行业。联邦和州立法机构颁布了多种多样的法规来管制其经营活动。美国的证券法除各州的证券交易法之外,主要的依据是联邦证券法。在1956年以前,各州的立法不尽一致。第一部联邦证券法规是《1933年证券法》,这是美国最重要的一部证券法。该法主要用于管理证券发行市场,其所规定的发行程序规定至今仍有在发挥重要作用。以后有《1934年证券交易法》主要在管理证券交易市场方面进行补充,特别是对信贷比例进行严格的规定。《1938年马洛尼法》规定建立专门机构来监督店头市场交易。《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》是证券交易委员会管理投资公司和投资顾问的统一办法。1956年全国各州的银行监督官会议通过并经证券交易委员会批准,颁布了一项《统一证券法》。此后,各州以《统一证券法》为准,根据各州具体情况进行了适当增删。目前,大多数州已经采取了这一法案。美国没有专门的国际债券法,国际债券的发行和交易都同样遵守《统一证券法》的有关规定。

3. 税金

针对国际债券的发行和流行为而设立的有关税种,主要有利息预扣税和各种资本税两大方面。

(1) 利息预扣税。是指对支付利息的人,就其利息支付来源为税基而征收的税。债券发行人应从他们对债券所准备支付的利息金额中,扣除居住在外国的债券持有人应缴纳的税,并将税款上交当地税务部门。由于从支付来源中扣税是唯一有效适用于税基为非本国居民所持有情况的征收方式,目前已经为各国普遍接受。这是由发行人代持有人纳税的方式。如日本的税法曾规定,利息预扣税的名义税率为20%。日本也与不少国家签定了避免双重征税的税收协定,外国持券人在向日本税务机关报送税收减免申请后,可予以减免。

(2) 资本税。与债券收入有关的资本税主要包括遗产税、赠与税和资本收益税(针对国际交易收益而言)。在持券人发行上述行为时处在本国,或在本国没有住处,则对其按有关税率进行征收,一个与债券发行人国家没有联系的债券持有人,可能仅仅由于他持

有的债券是以别国货币计算面值的债券,因而被认为有义务向发行人所在国缴纳资本税。例如:以日本为例,对于不附息票的贴现债券,由于其收益不固定,不能征收利息预扣税,采用征收所得税方式。对于购买政府短期债券的收益则不课税。又如,对于将未到期国际债券在交易市场出售的债券持有人,对其买卖差益征收资本收益税。

六、国际资本市场证券化的原因

(1) 生产和资本国际化的发展趋势。经济增长,科技进步和新兴行业崛起,增加了对长期资金的需求,这种巨大的需求往往只能在美国金融市场的共同基础上才能得以满足。

(2) 1982年开始的国际性债务危机,使人们认识到直接融资方式所具有的高度流动性,是目前金融市场得以稳定的重要前提。

(3) 金融自由化浪潮使各国直接融资行为得以成熟。

(4) 银行业的传统管理方式难以适应大企业、企业集团的发展需要,而大企业及政府所具有的高度债信,使其另辟筹资渠道。

(5) 各国金融管制的放松,使更多的企业债券成为合格债券上市交易,债券市场相对繁荣、金融资产的数量和形式丰富。

(6) 股票与债券的可转换性增加了对投资者的吸引力。

(7) 银行放松银根,使利率下降,债券收益丰厚,促使投资者转向债券市场。

(8) 石油输出国家的大量石油资金盈余,以及西方工业发达国家在对外贸易中的大量贸易资金盈余要在国际金融市场上寻找出路。

总之,国际证券市场的发展是一个重要的可利用机会。

第二节 外国债券

外国债券是外国借款人(一般工商企业、政府机构、金融机构、国际金融机构)在某个国家的债券市场上,发行以该国货币为面值货币的债券。

一、外国债券的发行方式

1. 公募债券

所谓公募是指承购公司接受新发行的债券,向社会上不特别指定的广大投资者进行募集。私募是发行债券者经过承购公司只向直接联系投资者进行募集。

公募与私募在欧洲市场上区分并不明显,可是在美国与日本的债券市场上,这种区分

是很严格的,并且也是非常重要的。在日本发行公募债券时,必须向有关部门提交《有价证券申报书》,并且在新债券发行后的每个会计年度还要向日本政府提交一份后映借款国有关情况的报告书。在美国,必须在发行公募债券时向证券交易委员会提交《登记申报书》。上述《有价证券申报书》或《登记申报书》的按时提交,称之为公开制度(Disclosure)。其目的在于向社会上广泛的投资者提供有关债券的情况及其发行者的资料,以便于投资者监督和审评。由于公募债券是向社会上广泛分散的投资者进行募集的,所以通过建立这样的公开制度,可以维护投资者的利益。

2. 私募债券

私募债券的发行相比较而言,有一定的限制条件,私募的对象是有限数量的专业投资机构,如银行、信托公司、保险公司和各种基金会等。美国证券交易委员会对特定投资机构,在数量上并未作明确的规定,在日本则规定为不超过50家,这些专业投资者拥有经验丰富的专家,对债券及其发行者具有充分调查研究的能力,加上发行人与投资者相互都比较熟悉,所以没有公开展示的要求,即私募发行不采取公开制度。购买私募债券的目的不是为了转手倒买,只是作为金融资产而保留。日本对私募债券的转卖有一定的规定,即在发行后两年之内不能转让,即使转让,也仅限于让给同行业的投资者。日元私募债券的转让虽被限制,但仍有很多私募债券始终处于流通之中。

二、外国债券的发行条件

发行条件是发行债券的关键环节,对发行人而言,发行条件直接关系到筹资成本、筹资效益;对投资者而言,发行条件是作出投资判断的基础,涉及到有关投资是否合算的问题。外国债券的发行条件主要有发行额、债券的偿还期限、票面利率、债券的付息方式、发行价格、偿还方式、信用评级等。

1. 发行额

发行额是发行一次债券的资金总筹集额,一般根据发行者对资金的需求情况提出的。但是,在发行之前必须对市场情况进行分析,判断发行时可能出现的问题,在此基础上,联系发行者的资格、资信情况,以及债券的种类等各种因素进行全面衡量后确定发行额。如果发行额定的不合适,将会影响债券的销售及其市场价格。从发行者的角度看,在债券总金额相等的情况下,一次发行比分次发行节省时间,而且成本较低。但一次发行债券的总金额不仅受到法定最高限制,还要考虑到资金需求量以及市场吸收能力等因素。

2. 债券的偿还期限

债券偿还期限,一般是根据发行者对资金的需求性质来确定的,若需要长期资金,则偿还期限可定的长些,否则,与筹措短期资金相对应,可将偿还期限定的短些。但是,仅仅依照资金需求性质这一单一因素来确定债券偿还期限是不够的,还必须同时考虑其他几个相关因素。如市场利率变动趋势。利率趋降,发行人就要考虑尽量缩短债券的期限,以发行短期债券为宜。利率趋升,发行人应考虑尽量发行长期债券,以避免利率的风险。此外,流通市场的发达程度、投资人的心理状态、消费倾向以及市场上其他债券的期限构成

也是发行人确定偿还期限的重要依据。按目前外国债券发行惯例,国际金融机构偿还期限为5至13年;日元债券通常为5至10年。

当债券偿还方式采用期中偿还时,需要计算一个平均偿还期限:

$$\text{平均偿还期限} = \frac{\text{发行额} \times \text{偿还期限} - \text{已偿还金额}}{\text{发行额}}$$

3. 票面利率

票面利率是附在债券上的年利息与票面金额的比率,通常它是固定不变的。

$$\text{票面利率} = \frac{\text{年利息}}{\text{票面金额}} \times 100\%$$

票面利率是债券发行条件中的主要内容之一,其利率的高低表示发行人的信用程度,如果发行人信用程度高,在决定发行条件时,可适当降低票面利率水平,反之,发行人信用程度较低,则应考虑提高票面利率水平。除了发行人的信用程度外,确定票面利率还要注意到如下几个因素:

(1) 同期银行的存贷款率水平。一般来说,票面利率应高于银行存款利率,而低于银行贷款利率。

(2) 其他债券的利率水平。各种债券的发行,既有一个筹资成本问题,也有一个相互竞争,按发行者意愿顺利组织资金的问题,为此,确定票面利率需要参照有关债券的利率水平。

(3) 发行人的承受能力。发行人应正确估价自己的接受能力,并考虑投资者的接受程度,在此基础上确定票面利率

4. 债券的付息方式

债券的付息方式是发行人向投资者支付利息的方式。选择债券的付息方式与选择票面的利率类同,发行人要权衡筹资成本与债券对投资者的吸引力,在此前提下,确定债券的付息方式。从大的方面划分,债券的利息支付方式有一次性付息和分期付息两种。

(1) 一次性付息。一次性付息,即无论债券的期限多长,从发行到偿还这段时间内只付一次利息,付息时间可以定在债券到期时进行,也可以在债券发行时一次付清。前一种方式被称为利随本清,后一种方式叫做贴现发行。在利随本清的情况下,若债券期限在一年以上,应付利息的总额按复利原则计算票面利息。如一张票面额为100元,票面利率为10%的债券,期限为两年,按照利随本清付息方式,第一年的利息应是 $100 \times 10\%$,即10元。第二年的利息按第二年末的本金加利息计算,则第二年的利息为 $110 \times 10\% = 11$ 元。这样,债券到期时,发行人向投资者支付的利息总额就是 $10 + 11$ 元 $= 21$ 元。在贴现付息情况下。债券发行人在发行债券的同时,便按年利计算的利息总额一次全部扣还给债券投资者。债券到期时只按面值还本。例如票面为100元,票面利率为10%的债券,期限为两年,如用贴现方式付息,则第一年应付利息10元,第二年利息仍为10元,两年应付利息总额为20元。债券发行人在发行时从债券面值中将20元的利息扣除掉,以80元的价格把这张债券卖给购买者。债券到期,发行人按票面金额100元偿还债券购买者。

(2) 分期付息。分期付息一般按年付息、半年付息和按季度付息三种方式。按年付

息,即在债券的有效期限内按债券的票面利率每年付息一次。一张票面额为 100 元期限为 5 年,票面利率为 10% 的债券,采取按年付息方式,则持券人在 5 年中每年得到 10 元的利息,最后一年收回 100 元的本金。半年付息,即在债券原有效期内每年按票面利率分两次付息,半年支付一次。按季度付息,即在债券的有效期限内每隔三个月付一次息,付息额为按债券票面计算出来的年应付利息额的四分之一。

5. 发行价格

(1) 发行价格概念。发行价格是从发行人手中转移到初始投资人手中的价格。它取决于票面额、票面利率、偿还期限和市场收益率四个因素。发行价格的计算公式为:

$$\text{发行价格} = \frac{\text{票面额} + \text{票面额} \times \text{票面利率} \times \text{期限}}{1 + \text{市场收益率} \times \text{期限}}$$

(2) 发行价格定价法。债券发行价格有三种不同的定价法:第一种是等价发行,即按等于票面金额的价格发行。由发行价格的公式可知,当且仅当票面利率等于市场收益率时,债券发行价格正好等于债券票面金额。第二种定价法是低价发行或称折价发行,即按低于票面金额的价格发行债券,当市场收益高于票面利率时,发行人可按低价发行。第三种定价法是超价发行或称溢价发行,即按高于票面金额的价格发行债券。当市场收益率低于票面利率时,则发行人可按超价发行债券。

6. 偿还方式

(1) 偿还方式分类。债券到期必须偿还本金,但偿还方式有不同种类。债券的偿还方式,大致可以分为期满偿还和期中偿还两种。期满偿还是在债券的有效期结束即最终偿还时的偿还,期中偿还是在最终偿还期之前就进行的偿还。期中偿还又分为定期偿还、选择偿还和买入注销三种不同方式,详见图 5.21.1。

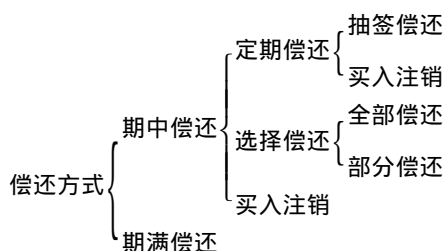


图 5.21.1 偿还方式

(2) 定期偿还。定期偿还是指经过宽限期后,每隔半年或一年偿还一定金额,到债券期满时还清余额部分的一种方式。期限较长的债券都采用这种定期偿还方式。定期偿还的具体做法又分两种:抽签偿还和买入注销。在这两种方式中采取何种较为合适,取决于债券的市场状况,一般而言,当债券市场价格看涨、高于票面价格时,选择抽签方式较为适宜,而当债券的市价低于票面价格时,则选择买入注销方式对于债券发行者更为合适。

(3) 选择偿还。选择偿还是当债券的宽限期过后,可以选择偿还其债券的全部或一

部分的一种方式。选择偿还是由债券发行者单方面选择的,所以,这种偿还方式对债券发行人较为有利,特别是当市场利率下降和债券行市上升的时候,其影响效果更为明显。因此,在实际赎回全部或部分债券时,一般要规定加上一定的贴水,以弥补债券购买者的利益。

(4) 买入注销。买入注销是债券发行者在债券市场上用市价购回自己发行的债券,以注销其债务。债券与股票不同,公司在股票流通市场上买入本公司股票是有限的,买入本公司债券则无限制,发行者可任意购买自己的债券,因为这不会损害投资者的利益。买入注销与普通意义上的偿还虽然都能起到返还本金的作用,但其性质是不同的。偿还是不考虑债权人意志的,只是按照发行时所确定的条件偿还本金,买入注销是遵循买卖自愿的原则,在发行公司与债权人双方确认的价格基础上回收债券。

7. 信用评级

(1) 信用评级的作用。债券信用评级是债券发行工作中不可缺少的组成部分,它是测定债券发行人偿还债务本金和利息可靠性的重要手段。由于债券具有违约拒偿风险,即如果举债人到期不能按约定还本利息,那么,投资者将会蒙受一定程度的投资损失。债券的违约风险依举借人的还债能力不同而有所差别。政府发行债券基本上是没有违约风险的,除非这个政府垮台,所以,政府的债券一般被看作无风险债券。非政府借款人的情况则不一样,他们有可能在激烈的市场竞争中被挤垮,这就难免出现借款人的违约行为。然而,经营好的公司和经营不好的公司,实力雄厚和实力单薄的公司,偿还债务的能力是不一样的。因此,需要对举债人的偿还债务能力进行评定,按级归类。

(2) 信用评级的机构。目前在西方国家中,对各种债券的优劣进行评定等级的服务是由一些专门机构完成的。例如国际上有影响的信用评定机构有:美国的摩迪投资服务公司和标准普尔公司;加拿大的债务级别服务公司;英国的艾克斯特尔统计服务公司;日本的日本公社债研究所。资信评级机构都是独立的私人企业,不受政府控制。这些资信评级机构所评定的证券等级都受到公众的重视和投资者的信任,并且为证券发行人所接受。

(3) 信用评级的等级。外国债券的等级一般分为3等9个级别。以在美国公开发行债券为例,标准普尔公司和摩迪公司按资信程度将借款人分成不同的信用级别,再据以将借款人发行的债券划分为不同的信用级别(见表5.21.1)。

表 5.21.1 标准普尔公司和摩迪公司的债券信用评级级别

标准普尔公司级别		摩迪公司级别	
AAA	最高级别	Aaa	最高质量
AA	高级别	Aa	高质量
A	上中级别	A	上中质量
BBB	中级别	Baa	下中质量
BB	中下级别	Ba	具有投机因素
B	投机级别	B	通常不值得正式投资
CCC	完全投机级别	Caa	可能违约
CC	最大投机级别	Ca	高度投机性, 经常违约
C	规定盈利时付息但未能盈利付息	C	最低级

表 5.21.1 中的不同债券级别代表着不同的经济含义, 以标准普尔评级为例:

AAA 表示最高质量债券。它的投资风险最小, 还本付息能力最大。

AA 表示有很强的还本付息能力, 但其保险系数略低于 AAA 级, 长期风险因素也大于 AAA 级。

A 表示有较强的还本付息能力, 但在环境和经济条件发生变化时, 和上两个级别相比, 其还本付息能力稍有问题。

BBB 表示有足够的还本付息能力, 但由于在条规中规定了一旦经济条件发生变化便修正偿付指标, 因而可能导致还本付息能力的削弱。

BB、B、CCC 和 CC 表示在还本付息的条件规定上有较大投机性。BB 至 CC 级的投机性依次增大, 其中 CC 级的投机性最大。

C 一般表示未能付息的收益债券。

通常地, 在美国债券市场上, 无论是标准普尔级别, 还是摩迪级别, 都是只有前三个级别被认为是值得进行投资的债券级别。在日本, 大藏省曾规定, 首次进入日本市场发行日元公募债券的条件是: 在美国的摩迪或标准普尔公司或日本的公社债研究所等信用评级机构取得 A 级以上信用等级或由具有 A 级以上信用等级的单位提供担保的筹资者。另外, 日本大藏省对各种级别的发行者的发行数量作了规定: 具有 AAA 信用等级者, 其发行数量不限; AA 信用等级者, 其发行数量最高限为 300 亿日元; A 级发行者最多只能发行 200 亿日元, 没有信用等级者, 发行者不能超过 100 亿日元。

三、美国的外国债券

1. 美国的外国债券形式

美国的外国债券亦称为“杨基债券”，这是一种非美国居民在美国国内市场发行的，吸收美国资金的债券。从1963年采取利息平衡税至1974年取消该税种为止，杨基债券发行量一直不景气，1974年后，外国机构重新进入美国市场发行杨基债券，但由于发行手续简便的欧洲美元债券的竞争，加上杨基债券的发行受到美国政府较为严格的限制，所以，杨基债券增长量并不大。

2. 美国的外国债券法规

在美国发行杨基债券要受联邦法和州法的限制。联邦法中最重要的是1933年制定的《证券法》，以及1934年制定的《证券交易法》。1933年的《证券法》是限制发行公募证券的法律，该法律规定，凡发行公募证券必须到美国证券交易委员会登记，未登记者禁止发行。此外，根据1934年的交易法案，发行资格必须由证券交易委员会再确认，同时，债券发行者必须每年定期向证券交易委员会报告。除了上述联邦法的限制外，发行公募债券还必须遵守各州对证券发行的有关法律。

近几年来，顺应金融市场改革潮流，美国国会通过了证券交易修正案，简化了杨基债券发行的手续。譬如，原先要求发行者每年向证券交易委员会汇报，现在改为头三年每年汇报一次，三年之后可方便行事，债券发行者只须填写证券交易委员会提供的一份简表，对无特殊情况的项目填写“情况同前”即可。国际金融机构如世界银行则从一开始便可填写简明表格。这些措施简化了手续，有利于杨基债券市场的进一步发展。

1980年又进行了一次改革，扬基债券的发行者可申请一种被称为“棚架”的登记便利，即发行者先在证券交易委员会登记，获得交易委员会批准后，不必马上发行扬基债券，它们可在对自己最有利的时刻时入市场。

3. 美国的外国债券评级

美国长期以来一直采用债券评级制度，扬基债券也不例外。在发行扬基债券时，必须经过债券评级机构的评级，否则，一般不让上市。在美国，具有代表性的两大评级机构是摩迪公司和标准普尔公司，这两大公司均属民间的股份公司，不受政府的限制。发行公募债券时，通常都要接受其中一家公司或两家公司的评级。

四、日本的外国债券

1. 日本的外国债券形式

日本的外国债券亦称为武士债券，是外国发行者在日本债券市场上发行的、以日元为计价单位的中长期债券，这也是外国政府、金融机构及某些国际性组织筹措日元中长期资金的一种重要形式。第一笔日元外国债券是亚洲开发银行在1970年12月发行的，此后，武士债券的发行者主要是国际机构。1973年10月的石油危机使日本的国际收支迅速恶

化,日本外国债券的发行也随之中断了近两年。后来日本的经常项目一直是顺差,因此逐渐形成了日元市场。

2. 日本对外国债券的管理

1984年以来,为了使日本的资本市场实现国际化、自由化,日本当局对债券发行规则作了大幅度的修正。主要内容是:

(1) 放宽许可标准。首次发行公募债券的许可标准扩大到A级。等级可以是摩迪公司、标准普尔公司和日本公债研究所三者中任何一处评定的等级。

(2) 扩大发行额。公募债券的发行额是:AAA级不受限制,即无限制发行;AA级上限为300亿日元;A级是200亿日元。私募债券也可以发行100亿日元。

(3) 发行程序。公募债券由每季度安排改为每日安排。私募债券改为每月安排,以谋求有效地把握发行时机。如果是民间发行公募债券,除了需要一定的等级之外,规定其纯资产、财务情况要符合一定的标准。日前,民间不能发行私募债券。此外,日本的外汇管理法规定,发行日元外国债券首先要向日本大藏省提出申请,经批准后方可发行。

3. 日本的外国债券发展

由于1984年放宽了有关限制,使得日元外国债券大幅度增加,1985年达1兆2725亿日元之多。但是,由于日元公募债缺乏发行的灵活性;缺乏流通性;不易作美元掉期业务;发行日元公募债的单位主要是需要在东京市场进行连续筹资的国际机构和一些要发行10年以上的长期筹资者,再者就是在欧洲债券市场上信誉不佳的发展中国家。发展中国家的发行量在日元外国债券市场所占比重较大是该市场的特征之一。

五、瑞士外国债券

1. 瑞士外国债券的发行

瑞士的外国债券是指外国机构在瑞士发行的,以瑞士法郎为计价单位的债券,多年来,瑞士外国债券的发行量一直很大,1986年,瑞士市场发行的国际债券达234亿美元,占数个国际债券的10%。瑞士的外国债券市场如此兴旺,得益于瑞士的理想条件:

(1) 瑞士经济比较繁荣,国民收入高,且有良好的储蓄习惯,盈余资金丰富。

(2) 瑞士苏黎世是世界最大金融中心之一,金融机构经验丰富,擅长安排组织巨额借款。

(3) 瑞士没有外汇管制,资金流出不受限制。

(4) 从投资方面来说,普遍欣赏长期以来瑞士国家银行实施的较为坚决的货币主义政策,这种政策使瑞士的通货膨胀低于其他国家,使瑞士法郎汇率日益强劲。

(5) 从筹资者的角度来看,瑞士法郎债券的利率较低,发行人可以利用掉换业务将其转换成其所需要的货币,从而既享受了瑞士法郎低利率带来的筹资低成本,又通过掉换业务避免了瑞士法郎升值可能带来的损失。

据瑞士国家银行资料,1983年瑞士的外国债券发行次数为293次,发行总金额为359亿瑞士法郎,其中欧洲国家的公私机构,包括奥地利、法国、卢森堡、比利时、荷兰以及

一些北欧国家,占发行总额的59%,欧洲以外国家的机构占34%,世界银行占7%。从投资者的构成看,估计约有40%是瑞士投资者,其余为外国投资者。

2. 瑞士的外国债券的发行办法

瑞士法郎外国债券的发行办法分为两种。

(1) 公开发行。公开发行是指债券发行者按照约定的程序,将准备发行的债券在证券交易所里公开上市推销的一种方式。公开发行的发行额上限为2亿瑞士法郎,据估计,瑞士的外国债券中约有1/4是采取这种办法推销的。

(2) 非公开发行。非公开发行是指准备发行的债券只在一个或少数几个投资机构范围内发行,发行额通常为2千万到1.5亿瑞士法郎。1982年,瑞士宣布准许牵头银行公开刊登广告,推销非公开发行的外国债券,其后又准许外国债券的转让,从而形成了瑞士法郎外国债券的转让市场。

第三节 欧洲债券

一、欧洲债券的概述

1. 欧洲债券的概念

欧洲债券是以一种可以自由兑换的货币作为单位的债务证券,它在国际债券市场上出售,而不在任何特定的国内资本市场上注册或出售。这种债券的发行通常由国际性银团进行包销,一般由4~5家较大的跨国银行牵头,组成一个世界范围的包销银团。有时,包销银团还要组织一个更大的松散型的认购集团,联合大批各国的银行、经纪人公司和证券交易公司,以便在更大范围内安排销售。欧洲债券都必须在其票面所用货币的发行国国境以外发行。例如,欧洲债券市场的美元债券即是在美国境外发行的债券。欧洲债券可以同时在这两国以上的债券市场上发行,欧洲债券的票面货币,除了用单独货币发行外,还可以用综合性的货币单位发行,如特别提款权、欧洲货币体系记帐单位等。

2. 欧洲债券的特点

欧洲债券具有自身的一些显著特点:

(1) 投资可靠且收益率高。欧洲市场主要筹资者是大的公司、各国政府和国际组织,这些筹资者一般来说都有很高的信誉,这对投资者来说是比较安全可靠的。而且,欧洲债券与国内债券相比,收益率更高。

(2) 债券种类和货币选择性强。欧洲债券市场可以发行多种类型、期限、不同货币的债券。筹资人可以根据各种货币的汇率、利率和需要,选择发行合适的欧洲债券。投资者也可以根据各种债券的收益情况、风险程度,选择某一种或某几种债券。

(3) 流动性强, 容易转手兑现。欧洲债券市场有一个有效的富有活力的二级市场, 可以使债券持有人比较容易地转让债券取得现金。

(4) 免缴税款和不记名。欧洲债券的利息通常免除所得税, 或不预先扣除借款国的税款。另外, 欧洲债券是以不记名的形式发行, 并可以保存在国外, 从而使投资者逃避国内所得税。

(5) 市场容量大且自由灵活。欧洲债券市场是一个无利率管制, 无发行额限制的自由市场, 具有经常的巨大的吸收能力, 能满足各国政府, 跨国公司和国际组织的筹资要求。而且由于发行费用和利息成本较低, 增加了利用欧洲债券筹资的吸引力。在欧洲债券市场发行债券不需官方批准, 因而可以回避一些限制。欧洲债券的发行是由国际辛迪加承担, 由各主要金融中心的金融机构组成, 因此不会由于某一个国家的限制而影响债券的发行。

二、欧洲债券的发行条件

欧洲债券的发行条件是指债券发行以前必须具备的先决条件和事先确定的发行目标。

欧洲债券市场虽然没有政府管制, 但有其自己严格的管理制度和活动规则。由于欧洲市场是一个批发性的市场, 只有资信很高的政府机构、大型跨国公司或跨国银行, 才有资格在这里筹集款项。绝大多数欧洲债券是在伦敦市场发行的, 其次是卢森堡和巴黎。筹款人在进入欧洲债券市场时, 首先要到资本市场委员会或证券市场管理委员会申请登记, 提供各种证明文件, 经审查确认后才能取得债券发行权。

1. 资格审查

资格审查主要包括以下内容:

(1) 担保证书。发行欧洲债券一般不需要提供抵押品, 但要提供担保证书, 即由政府、大型企业或大银行提供担保。

(2) 资信审查。主要调查债券发行者在历史上有无倒帐行为或债务诉讼纠纷, 有否拖欠的未清偿债务。

(3) 发行经验。欧洲债券市场规定, 筹资者必须于最近几年在外国债券市场上发行过2次以上的公募债券或3次以上的私募债券, 以此取得了发行债券的经验和技能。此外, 债券发行人必须具有国际金融的基本知识, 熟悉国际金融市场的情况, 了解欧洲债券市场的规则和程序。

(4) 发行债券时间间隔的要求。已经发行过债券的筹款人, 两笔债券发行的时间间隔不能过短。通常规定同一个发行者在一年内不得连续发行欧洲债券2~3次, 以避免债券集中到期, 造成偿付困难。

(5) 资信评价。资信评价指通过国际上权威的证券评级机构对准备发行的新债券, 特别是新进入欧洲债券市场评定的等级, 以便向资本市场委员会提供的债券等级证书。所谓评定等级, 实际上是对欧洲债券发行者有无按期还本付息能力的评估, 以便让债券购买者权衡该项投资的收益和风险。一般来讲, 资信等级较优者, 其债券风险较小, 债券利息

可以较低,这样债券筹资成本可以降低,且有利于债券的销售。

2. 发行目标

欧洲债券发行者在进入欧洲债券市场时,除了取得发行资格以外,还要初步确定自己的发行目标。一般来讲,债券的发行目标包括:发行额、票面利率、发行价格、偿还方式等方面。

(1) 发行额。一般情况下欧洲债券不论采取固定利率或浮动率,发行额从 5000 万美元至 1 亿美元。实际上在商订发行额时,既要考虑发行者对资金的需求情况,也要考虑发行时的市场情况以及有关的发行条件,全面衡量以后才能确定。

(2) 票面利率。影响利率的因素是多方面的,如发行时期的银根松紧、市场的供求、发行者的资信、债券的发行条件,以及发行者的意向(如愿意筹资的成本低一些),投资者的意向(如希望债券的吸引力高一些)等等。

(3) 债券期限。通常固定利率债券为 5~15 年,浮动利率债券为 5~10 年。

(4) 付息时间。欧洲债券利息的支付,一般是固定利率债券每年付息一次,浮动利率债券每半年付息一次。

(5) 发行价格。通常是按发行时的票面利率和其他形式投资的收益率之间的差距进行协调和平衡而确定的,固定利率债券可以低于面值或高于面值或与面值相等的价格发行;浮动利率债券的发行价格按照面值发行。

(6) 偿还条款。在欧洲债券市场发行的债券期限超过 7 年的,多附有提前偿还的条款。偿还方法则采取“期中偿还”中的“定期偿还”和“任意偿还”两种方法。定期偿还即在宽限期满以后,每年强制地按事前规定金额偿还部分债券,如市场价格低于面额时,可以从市场购回该项债券,作为定期偿还;任意偿还就是发行者根据自己的选择在债券期满以前按照面额,加上一定的补贴,偿还全部或一部分债券。

三、欧洲债券的发行程序

1. 选定“牵头的经理银行”

债券发行人要选定一家同自己有业务往来且关系密切的银行作为牵头的经理银行,这家银行接受委托后,便成为该笔债券整个发行工作的组织者。有条件充当牵头经理银行的,多数为财力雄厚的大型跨国银行或国际联合银行。据统计,在伦敦市场上,这种银行有 65 家,如阿拉伯联合银行、沙特国际银行,英国、加拿大和澳大利亚的联合银行等。瑞士和联邦德国银行在伦敦的分行也是有名的牵头银行。牵头经理银行的职责是带头认购一部分债券,要有能力组织一个“经理银行集团”来承销全部债券。

债券发行者只须同选定的牵头经理银行接触,提出发行目标和条件,牵头经理银行根据发行者的资信和市场情况提出代理发行和承销条件以及手续费等。经过初步洽谈,在基本条件取得一致的情况下,债券发行者须正式委托牵头经理银行全权负责发行的组织工作。

2. 组织“承销辛迪加”

欧洲债券的发行金额较大,不是一家经理银行可以包销的,需要组织一个经理银行集团共同负责。通常是由牵头的经理银行先起草一个“发起文件”,介绍筹款者的经营情况、盈利情况、准备发行的目标和条件,以及所在国的财政经济状况,以此联络数家大银行或证券公司,联合组成一个“经理银行集团”。这个经理银行集团就是承销辛迪加,每个经理银行的职责是认购一部分债券,并负责承销一部分债券。

3. 组织包销集团

各个经理银行根据牵头经理银行的“发起文件”,分别向有关往来银行和证券公司发出“邀请书”,询问对方是否愿意参加包销或推销该项债券、包销或推销手续费比例、准备包销或推销的数量。牵头经理银行根据各经理银行报送的包销数字汇总匡计出可能发行的总金额,然后向发行者提出一个实盘,并会同发行者将实际发行金额、发行条件最后确定下来。

4. 签订债券发行协议

在谈判结束后,债券发行者便委托牵头经理银行会同律师起草两个合同,一个是《承销合同》,另一个是《包销合同》。牵头银行代理经理银行集团同债券发行者签订《承销合同》。然后,再由经理银行分别同包销或推销银行或公司签订《包销合同》。于是正式成立承销辛迪加,并在它下面组成一个庞大的包销或推销集团。

5. 印刷债券和广告宣传

牵头经理银行在完成两个合同签订手续后,便完成了经济立法手续,然后可以着手进行发行的具体准备工作。首先是设计和印刷债券,债券票面上分别说明币种、金额、息票、约定条例。

6. 交割

根据承销合同,通常在债券公开上市后一段时间里(大约2个月左右),由牵头经理银行负责向参与经理银行将承销、包销、代理推销债券的款项收齐,按合同规定发行总金额全数交给债券发行者,或转入发行者的银行帐户,这样便算交割完成。

7. 委托代理银行

在债券上市和交割以后,发行者要委托一家代理银行负责该项债券的销售、付息、市场交易、到期偿还本金等日常工作。受委托的代理通常就是由牵头经理银行担任。

8. 支付发行费用

欧洲债券的发行成本包括利息支付和发行费用两部分。欧洲债券的发行费用包括经理费用、承销和包销费用以及推销费用三种。

四、欧洲债券的种类

欧洲债券依付息方式的不同,可分为以下几种。

(1) 固定利率债券。这种债券的利息是固定的,且标明到期日期,适合于利率稳定时期发行。固定利率债券必须在伦敦或卢森堡证券交易所挂牌上市。债券期限为5~10年,发行额通常在5000万美元到2亿美元。

(2) 浮动利率债券。这种债券的利率不是固定的,每隔一段时期债券利率需要调整一次,一般是根据短期存款利率的变化每3个月或6个月调整一次,其利率通常是在伦敦银行同业拆放利率基础上略微提高一些。由于这种债券的利率是浮动的,所以为了保证投资者的一定收益,这种债券通常有最低利率保障,即规定一个利率下限,即使市场利率低于这个利率下限仍按此利率付息,而当利率升高时,债券利率也随之升高。

(3) 可转换为股票的债券。这种债券兼有债券和股票的特点。对发行者来说,可转换为股票的债券有两方面的好处:第一,由于这种债券对投资者很有吸引力,所以能以低于普通债券的利率发行。第二,一旦债券转化为股票,不仅能与按时价发行股票增加资本一样,增加本金和准备金,从而增加自有资本,同时也对外币债务作了清算,消除了外汇风险。这种可转换债券对投资者的好处则在于:当股票价格与汇率上升时,将债券转为股票,再卖出股票可得到更多的资本收益。

除上述三类主要的欧洲债券外,还有一些其他形式的欧洲债券,例如:中期欧洲票据、附有认购各种金融商品权的债券、无票面利率债券、可转让的欧洲货币存款单、欧洲商业票据、周转包销便利和票据发行便利、附有转换期权的浮动利率债券、永久债券、循环浮动利率债券、附有红利证书债券、次级信用债券、高票面利率的转换公司债券、双重货币债券等。

五、几种主要货币的欧洲债券

1. 欧洲美元债券

在国际债券市场中,美元债券所占的比重最大,特别是欧洲美元债券的比重较大。1980年欧洲美元债券占整个欧洲债券市场债券的66%,其金额约为134亿美元。欧洲美元债券一般的发行资本额为2000万至1.5亿美元,对于经常发行债券者来说,大约为5000万至7500万美元。债券的发行量取决于市场对借款人的信誉地位的了解以及从前发行债券的成果。一般认为,欧洲美元债券市场有以下特点:

(1) 在债券的发行和流通中不存在象美国SEC(证券交易委员会)那样的监督和限制机构,是极其自由的市场。

(2) 发行条件对利率和汇率动向反应敏感,充分反映了供求关系,弹性很大。可以自由选择发行机会。

(3) 发行形式也很自由,可采用多种形式组织高效率的发行。

(4) 经理团、包销团和推销团的组织是国际性的,招募和推销以欧洲为主,涉及很多国家。

(5) 债券采用向持有人支付的无记名方式,不征收利息源泉税。这些对投资者有利。

欧洲美元债券的一次发行额有逐渐拉增加的趋势,已从最初的5000万美元上升至最近的1~2亿美元。近来,最普遍的债券期限为5~10年。

自1985年9月西方五国财长会议以后,美元汇率开始下跌,并且出现了持续下浮趋势,使美元债券持有者遭受严重损失。例如,1986年日本投资者购进美国国库券以后,

由于美元汇率的下跌,遭受的损失达债券投资总额的 30%,导致日本投资者转向非美元国际债券。随着美元汇率的下跌,美元债券发行额呈现大幅度下降趋势,从 1986 年的 1247 亿美元,占当年债券发行总额的 55%,下降到 1987 年的 632 亿美元,占 35%,下降幅度达 20%。

2. 欧洲日元债券

最早的欧洲日元债券是 1977 年由欧洲投资银行发行的。在此之前,日本当局基于货币的主权和金融政策等考虑,严格管制欧洲日元债券的发行。例如,外汇法规定,欧洲日元债券的发行和招募须经许可。但是,由于发达国家,特别是美国强烈要求日本实行金融自由化、日元国际化等原因,欧洲日元债券的发行规则迅速放宽。1984 年 12 月以来,不但外国政府、国际机构,而且外国的政府机构、州和地方政府、民间企业也能发行。发行许可范围与日元外国债券相同。1985 年 4 月后,许可标准放宽到 AA 级以上全部, A 级的 50% 可以发行。

欧洲日元债券的发行额逐年增加,1986 年已达 186.66 亿日元。就 1986 年上半年的情况来看,整个债券市场的活动有两大特点:一是债券发行额较大,很多都在 200 亿日元以上,标志着欧洲日元债券市场的信誉已上升到新高度;二是债券发行多与调换业务相结合,筹资者发行低利日元债券,而后将其调换成美元浮动利率债券,以获得低利美元资金。欧洲日元债券票面利率为 $87/8\% \sim 91/4\%$ 。日元债券的包销佣金比其他欧洲货币债券为低。一般欧洲日元债券多在卢森堡或伦敦挂牌上市,这个市场受日本大藏省的严格管理,它参与决定债券的利息率与发行价格。

3. 欧洲西德马克债券

近几年来,西德政府放宽了对西德国内资本市场的管制,如在 1984 ~ 1985 年中,宣布取消下列规定:

- (1) 对西德人购买外国证券的管制;
- (2) 对西德人购买境外西德马克债券的限制;
- (3) 对西德公司在海外筹措资本的限制;
- (4) 对外国个人或机构购买西德公司证券的限制;
- (5) 对外国人持有的西德国内债券征税的规定。

除此之外,西德中央银行还同时制定了一系列其他方面的自由化措施,如批准银行发行浮动利率、无息债券、货币掉换债券、双重货币债券和债券认购证,并准其经营掉换业务;解除不准外国银行牵头发行西德马克债券的禁令;准许外国证券同业参与国债、铁路债、邮政债券的推销。

从债券情况来看,固定利率债券境遇最好。浮动利率债券由于交纳交易营业税的影响,情况欠佳;而无息债券则因利率低,投资者较少,发行不顺利,处境不佳。西德马克债券认购证最受青睐,问世以来,一直受欢迎,仅 1985 年 11 月至 1986 年 6 月,就发行了 20 多笔,金额达 30 多亿西德马克。目前,西德投资者已改变投资战略,将 6 年前购买债券和认购证的 90:10 的比例,调整为各占 50%。

欧洲西德马克债券主要牵头人是德意志银行,德累斯顿银行和柏林商业银行等。

第二十二章 债券投资收益分析

第一节 影响债券价格的因素

理论上债券的面值就应是它的价格，但事实却并非如此，在债券市场上债券的面值是固定的，而价格却是经常变化的，造成债券价格与价值脱离的原因很多，因债券有发行价格与转让价格之分，所以，在讨论影响债券价格因素时也分开讨论。

一、影响债券发行价格的主要因素

1. 债券到期时间

债券到期时间长，其价格就低，即债券售价比其票面价值低；反之债券期限较短，其价格则较高，即债券售价比票面价值高。因为期限长，本身就意味着有不可测的市场风险。因此必须以低于面值的价格出售债券，才能诱使投资者踊跃投资。

2. 债券息票率

息票率即债券的票面利息率，即名义利息率。息票率高，影响债券价格向高方向发展，息票率低，则使债券售价向低的方向发展。在债券市场上，由于债券从决定发行到实际发行要经过一套发行程序，必然有一段时间间隔。因此当债券实际上市时，其票面利率与债券市场上的利率水平相比则会出现较大变动，即债券名义利息率与实际利息率出现差距，此时要重新调整已印好的票面利率已不可能，而要吸引投资者则只能调整债券发行价格。因此，一般情况下，当债券息票率高于市场利率时，其价格亦应高，即债券的售价应比其面值高；反之息票率低于市场利率时，其价格亦应低，即债券的售价应低于面值。如此，才能使持券人的实际收益水平得到保障。

3. 债券风险

不言而喻，债券风险大的，其售价应比面值低，风险小的，售价自然高，使投资者有

所补偿。但问题是一般投资者如何预测债券风险的大小。一般来说,投资者主要依据发行该债券的公司的信用级别作出判断。该公司的信用级别高,则认为该债券的风险较小,其售价也就自然可以高。反之亦然。

债券以发行价格进入市场以后,其价格并非一成不变,在一次又一次转让中会形成各种新的转让价格。

二、影响债券转让价格的主要因素

既然债券作为一种金融商品在金融市场上被不断买卖,它也就不可避免地受到商品市场规律的制约而遵循价值规律。即债券供求状况影响债券转让价格,当供不应求时则价格高于面值而看涨,当供过于求时则价格下落。能够影响债券供求情况,从而引起债券转让价格变动的因素较多而复杂,有必要分别讨论。

1. 一般性经济因素

(1) 社会经济发展情况。在一段时期内,当经济发展呈上升趋势时,企业肯定要增加设备投资,故而需要大量资金,如果手中持有债券,则会卖出,如果手头资金不足,就要从金融机构借款或发行公司债,必然造成市场上对资金的需求量扩大,于是市场短期利率上升,债券价格下跌。当经济发展不景气生产过剩时,生产企业对资金的需求急剧下降,金融机构则会因借方减少而出现资金剩余,于是市场短期利率便会下降,资金纷纷转向债券投资,债券价格也会随之上涨。

(2) 财政收支情况。财政在整个年度内,收大于支有盈余时,财政就会把剩余的资金作为存款存入银行,同时也会购入一些金融债券或买进一些企业发行的公司债,从而造成债券市场需求增大,债券价格便会上涨,反之如果财政入不抵出,则就要向金融机构借款或依靠金融机构和其他机构卖出所持有的公债而取得平衡,此时扩大了市场上债券的供给量,债券价格自然会下落。

(3) 中央银行金融政策管理操作。为了稳定通货和维持金融秩序,中央银行有四大金融政策即利率政策,公开市场管理,调整存款准备金策略和选择性的金融调整。其中利率政策主要是通过提高或降低法定利率而间接影响资金供求量,从而影响债券价格。调整存款准备金是采用变动民间银行存款准备金比率。选择性的金融调整是用对某些特殊部门有选择性的金融调整的方法,总之,上述三种政策变化对债券市场的供求状况、债券的价格的影响都是间接的,有直接影响的是公开市场管理操作。中央银行往往利用其公开市场管理的职能,当信用扩张时,在市场上抛售债券,这时大量债券充斥于市,价格必然下跌。而当信用萎缩时,中央银行又从市场上买进债券,这时价格则会上涨。

(4) 货币市场利率水平。债券与股票不同,所有的债券在利率发生变化时都会朝一个方向运动,即当货币市场利率上升时,债券持有者就会抛出债券将资金投向高利金融商品,此时用于债券的投资减少,于是债券价格下跌,反之则流入债券市场的资金增多,投资需求增加,债券价格上涨。债券价格与货币市场利率呈反向运动,而且债券的剩余时间越长,受市场利率的影响越大。

(5) 物价波动。当物价上涨的速度较快时,人们出于保值的考虑,必将资金投资于房地产或其他可以保值的物品,债券供过于求,从而会引起债券价格的下跌。

(6) 汇率变动。在金融市场比较发达,各种币值的债券较多而投资又不受很多限制的情况下;当某种外汇升值时,就会吸引投资者购买以该种外汇标值的债券,使债券价格上涨;反之,当某种外汇贬值时,人们纷纷抛出以该种外汇标值的债券,债券价格就会下跌。

(7) 新发债的发行量。一般来说,随着发行量达到一定程度,金融资产也会相应增加到一定程度,供与求相适应,不会给市场造成压力,然而一旦发行量超过金融资产所能承受的限度,就会打破供求平衡,造成供大于求,债券价格就会随之下跌。

上述我们讨论的只是一般性影响因素,是经济性的,但在实际生活中,往往许多非经济性特定因素,比如政治形势,心理变化等经常对债券价格产生难以预料的影响。

2. 非经济性因素

(1) 政治因素。政治是经济的集中反映,并反作用于经济的发展,政治形势的变化会影响每一个经济集团,甚至每个公众的经济行为。政治与经济的紧密关系在在价证券市场上表现尤为突出。例如1987年8月美国和伊朗的对峙加剧了海湾地区的紧张局势,前景莫测,这时,世界金融中心之一的伦敦市场交易清淡,债券交易额下降,投资者在谨慎地观望。再如,历届美国总统竞选都对在价证券市场产生影响,有统计资料表明,自1949年以来,除个别年份外,凡民主党当政的第一年,股票价格均上涨,债券交易额也上升,凡共和党当政的第一年,股票价格均下跌,债券交易额则有所下降。

(2) 心理因素。人们心理状态的变化,有时往往会对投资者的投资行为产生重大影响,从而导致债券价格的变化。许多情况都会引起投资者心里发生变化,甚至有些传闻或谣言也会造成投资者抢购或抛售某种债券,以致引起这种债券的价格暴涨或暴跌。1986年9月席卷纽约证券交易所的黑色浪潮,主要就是由于传说利率和通货膨胀率要上升,里根心脏病发作,人们在惊恐中纷纷大量抛售在价证券,造成价格暴跌,市场混乱。这方面的例子比比皆是。投资者的这种心理作用,就象消费者对商品的选购一样,当一部份人抢购某一商品时,其他的消费者很容易被吸引并很快加入抢购行列,往往后来参加抢购的人也不知自己为什么要抢购,此价格是否合理等等。

(3) 投机因素。在债券交易中,和商品交易一样,存在着买卖差价,投资者总是千方百计低价买入,高价卖出,从中获利,这是符合商品经济规律,无可非议的。但是不排除其中确实有少数人不择手段,投机倒把,扰乱债券价格。例如,在某一短暂的时期内,债券交易量猛增,并不是老企业发行了新债券,也不是新企业发债券,猛增的原因之一,就是债券倒手的次数增加,很明显,某些投机活动使债券价格上升了。

综上所述可以看出,除一般性经济因素对债券的价格有影响外,非经济性的特殊因素对债券的价格也有影响,这些影响有时甚至很激烈,很明显,很迅猛,而且影响范围之广,跳跃性之大,简直令人难以置信,不容忽略。

第二节 债券转让价格的计算

一、债券转让价格计算的基本理论

1. 转让价格的含义

在二级市场上已发行但未到期的债券以一定的价格在投资人之间再次被买卖、转移,这个价格便是债券的转让价格,俗称债券行市。同其它有价证券一样,债券的转让价格有二层含义。第一层含义指人们根据较为规范的计算公式计算出来的理论价格,第二层含义才是债券在转让市场上被买卖的实际成交价格,即市场价格。实际成交价格是无法计算的,因为其在形成过程中,受到发行价格、交易成本、供求状况以及投资者对债券风险要求补偿的程度等一系列诸如上节我们所讨论的各种因素的影响和制约,而这些因素的影响程度又是无法进行度量和测定的,如此也就无法给出关于实际成交价格的统一的定量计算。事实上,实际成交价格只是转让价格的最终表现,尽管受到各种因素影响而千变万化,但其基础仍是可以规范计算的理论价格。因此,理论价格的计算显得特别重要,而债券转让价格的计算也就只能是指债券理论价格的计算。

2. 理论价格的计算根据

债券的理论价格是根据现值理论计算出来的。现值理论认为:由于时间和利率等因素的存在和影响,人们今天手中掌握的一定数量的现金作为本金会不断升值,不同的投资方式,时间和利率等因素的不同影响程度,决定了本金升值额也各不相同。例如,人们可以把这笔本金存入银行,也可以用于股票、债券投资,若干年后,这笔本金所带来的未来货币收入额将大于今天的数额,超出金额的多少也会因存入银行或投资于股票、债券这两种不同的投资方式而不同,因此,人们必然要计算:在目前这种市场利率水平下,未来的货币收入额在现在要值多少钱,哪种投资方式升值更多,充分比较后做出投资决策。这个未来货币收入额对于今天的投资者来说即期终价值,简称期值或终值,而用当前的市场利率将终值折算成现在的价值,就叫未来货币收入的现在价值,简称现值。对债券投资者而言,债券所能够带来的未来货币收入便是债券的期值,而投资者为获得这些未来收入在购买债券时所支付的价款即投资者的投资额便是现值,实际上即是债券的理论转让价格。

3. 理论价格的决定变量

根据上述现值理论,我们可以推出决定债券理论价格(现值)主要有三个变量。

(1) 债券的期值,债券期值本身是可以根据债券的面额,票面利率(息票率)和有效期限计算出来的。即:

债券期值 = 债券面额 + 债券面额 × 票面利率 × 有效期限

(2) 债券的期限,对投资者来说,债券的期限有两个,有效期与待偿期。有效期是指债券自发行日起至最终偿还日止的这段时间,一般在计算债券发行价格时使用。待偿期指债券在本次转让时从交易日起至偿还日止的这段时间,实际上是债券的剩余期限,在计算债券转让价格时使用。

(3) 利率水平,是指债券市场上绝大多数买卖双方都能接受的证券收益水平。

对任何一种债券,只要已知上述三个变量就可以计算出它的理论价格。但由于债券有各种计息方式和不同的付息次数,因而其现值也将是各种不同的结果,下面我们分别给出有关债券理论价格的系统计算公式。

二、债券转让价格的计算公式及总结

1. 附息票债券的价格公式

按付息发行,到期时一次还本付息或分次付息,即通常所指的附息票债券(剪息债)的价格公式。我们将根据付息频不同,分别介绍。

(1) 一次还本付息即利随本清债券转让价格计算公式:

$$P = \frac{D}{(1+i)^N}$$

(2) 按年付息债券的转让价格计算公式:

$$P = A \sum_{t=1}^N \frac{1}{(1+i)^t} + \frac{D}{(1+i)^N}$$

(3) 半年付息债券转让价格计算公式:

$$P = A \sum_{t=1}^{2N} \frac{1}{(1+\frac{i}{2})^t} + \frac{D}{(1+\frac{i}{2})^{2N}}$$

(4) 按季付息债券的转让价格计算公式:

$$P = A \sum_{t=1}^{4N} \left[\frac{1}{(1+\frac{i}{4})^t} \right] + \frac{D}{(1+\frac{i}{4})^{4N}}$$

2. 贴现债的转让价格计算公式

按贴现付息发行,到期时偿还票面余额即贴现债的转让价格计算公式

$$P = V_p \left(1 - \frac{i_2 N}{360} \right)$$

式中: P 为债券转让价格(现值); D 为债券期值 $D = V_p (1 + i_1 N_1)$ 。(其中 i_1 为债券名义利率。 N_1 为债券有效期限); A 为每次付息额 $A = D_i$; V_p 为债券票面值, i 为债券市场利率; N 为债券待偿期限; i_2 为债券贴现率。

在计算过程中只要给定利率和期限,便可以通过查表找到相对应的 $1/(1+i)^N$ 和 $\sum_{t=1}^N 1/(1+i)^t$ 的数值,将其代入公式,便可很方便地得出债券转让的理论价格。

例：1985 年我国财政部向个人发行的国库券有效期为 5 年，年利率单利 9%，问如果 1988 年 5 月 1 日转让面值为 100 的一张此种国库券其转让价格应是多少？

〔解〕显然属于付息发行，到期一次还本付息债券计算类，到 1988 年 5 月 1 日待偿期为 2.1667 而且市场利率在 10% 左右（1988 年初我国各种债券利率大致在 9.5 ~ 10%，故市场利率为 10%）。其转让价格应为：

$$P = \frac{D}{(1+i)^N} = \frac{V_P (1+i_1 N_1)}{(1+i)^N} = \frac{100 (1+9\%) \times 5}{(1+10\%)^{2.1667}} = 117.95 \text{ (元)}$$

根据上述计算公式，我们可以作出如下简单总结。

债券转让的理论价格取决于它的期值、待偿期限和市场收益率。其中期值基本是已定的，待偿期限是已知的，最活跃的便是市场收益率。市场收益率的升高或降低对债券转让价格有直接影响，而且成反比关系。如果市场收益率上升，则转让价格下跌，反之亦然，如果转让价格下跌，则意味着市场收益率在上升。

值得说明的是上述债券转让价格计算公式，同时也适用于发行价格公式的计算，只是其中 N 的含义不同，在发行价格公式中 N 代表债券的有效期限。

另外，根据上述公式关系，在期值已定、待偿期限已知的条件下，只要能预计出债券的转让价格，便可以计算出债券的市场收益率，亦即此债券能为购买或持有该债券的投资者所提供的年收益率。有关债券收益率计算问题，我们将在第三节讨论。

债券在期货交易中，价格计算与上述不同，简单介绍如下。

3. 债券在期货交易中的价格计算公式

由于债券期货交易在实际交割时有几种情况，相应地债券转让价格也有以下不同计算方法。

（1）交割结算的转让价格公式，即如果债券买卖双方直到最终交易时未反生反方向买卖交易，则可按现货结算：

$$P = P_{\text{单}} \times \frac{V_P}{100} + A - S$$

（2）差额结算的转让价格公式，即如果债券买卖双方在最终交易日之前又进行了相反方向的买卖，则可以只结算其差额：

$$P = (P_2 - P_1) \times \frac{V_P}{100} - S$$

式中：P 为最终结算金额； $P_{\text{单}}$ 为交割单价；S 为委托手续费； P_2 为卖出价； P_1 为买进价。

$$P_{\text{单}} = (\text{最后结算价} \times \text{换算系数}) + (\text{预约价格} - \text{最后结算价格})$$

委托手续费分别发生于卖出时和买进时，无论收或付都要支付。

在上述计算中，没考虑交易税因素，由于篇幅所限，委托保证金的初次交纳和追加方法的计算公式，在此一并略去。

4. 债券在回购协议交易中的价格计算

回购协议交易因有付息票和贴现之分，故价格计算也有不同。

(1) 附息票债券回购协议交易价格公式：

回购单价 =

$$\frac{100}{V_p} \left[\left(\frac{\text{卖出价} + \text{卖出时应计利息}}{\text{时}} \right) \times \left(1 + \text{筹资成本} \times \frac{\text{卖出天数}}{360} \right) - \text{购回时应计利息} \right]$$

$$\text{卖出单价} = \frac{100}{V_p} \left[\frac{\text{购回价格} + \text{购回时应计利息}}{1 + \text{筹资成本} \times \frac{\text{回购期限}}{360}} - \text{卖出时应计利息} \right]$$

筹资成本 =

$$\frac{360}{\text{回购期限}} \times \frac{(\text{购回价格} + \text{购回时应计利息}) - (\text{卖出价格} + \text{卖出时应计利息})}{\text{卖出价格} + \text{卖出时应计利息}}$$

(2) 贴现债券回购协议交易价格公式：

$$\text{回购单价} = \frac{100}{V_p} \left[\text{卖出价} \times \left(1 + \text{筹资成本} \times \frac{\text{回购期限}}{360} \right) \right]$$

$$\text{卖出单价} = \frac{100}{V_p} \times \frac{\text{回收价格}}{1 + \text{筹资成本} \times \frac{\text{回购期限}}{360}}$$

$$\text{筹资成本} = \frac{\text{回购价格} - \text{卖出价}}{\text{卖出价}} \times \frac{360}{\text{回购期限}}$$

第三节 债券投资收益率的计算

一、债券收益率概述

在选择债券投资对象时，有必要将各类债券的收益情况加以比较，准确地计算债券的收益率是精明投资者在投资决策过程中必不可少的行为。

所谓债券投资收益率是指在一定时期内，一定数量的债券投资收益与投资额的比率。其中作为分母的投资额很容易得到，一般情况下即为债券投资者投资购买债券的金额，实际上即购买价格。要计算收益率，关键在于作为分子的债券投资收益。债券投资收益包括三个方面：债券的利息收入；债券资本损益；债券利息再收益。不同的投资者对上述三个方面的收益会有不同的兴趣，有的人着眼于投资后的利息收入，有的着眼于买卖时的盈亏（资本损益），有的寄希望于利息的再投资。即使投资者都对同一种收益感兴趣，由于投

资时机不同,其收益率也会各不相同。有些投资者在债券发行时投资购买并一直持有直至期满,有些投资者虽然也在债券发行时购买,但未持到期,中途转让,有些投资者在债券被他人中途转让时投资购买,并持有到期满,而有些投资者未持到期满而再一次转让,如此不同的投资者,其债券投资收益率自然也不同。故在讨论债券投资收益率计算问题时,有必要根据上述不同的情况分别介绍。

二、付息票债券收益率的计算

1. 新发债收益率

即认购者收益率,指投资者在债券发行时投资购入并持有直至期满的收益率,属单利到期收益率。此种收益率由债券的有效期、息票率和发行价格决定。此时的发行价格即为债券的实际销售价格。对投资者而言即购买价格,系投资额。由于发行价格一般略低于票面余额,而按票面余额偿还,因此投资者除得到债券利息收入外,还可以获得债券票面额与发行价格之差,即资本损益。故其收益率应为:

$$R = \frac{A + G_1}{P_1} \times 100\% \quad (a)$$

式中: R 为债券收益率; P_1 为债券发行价格。在新发债收益中为购买价格,即投资额; G_1 为新发债资本损益额: $G_1 = (V_p - P_1) / N_1$ 。

其余未说明符号在本章第二节中已出现过并介绍,在此含义依旧不变。

2. 既发债收益率

即最终收益率,指债券投资者在债券流通市场上投资购入已发行的债券并持有直至期满的收益率,属单利到期收益率。此种收益率由债券的待偿期,市场利率和购买价格决定。此时的购买价格即为债券市场上的债券转让价格;待偿期指转让时债券的剩余期限;市场利率指当时债券市场的利率而非息票率。投资者既可以得到未到期的利息收入,也可以获得资本损益差额。故其收益率为:

$$R = \frac{A + G_2}{P_2} \times 100\% \quad (b)$$

式中: G_2 为既发债资本损益额: $G_2 = (V_p - P_2) / N_2$; P_2 为转让价格; N_2 同本章第二节中的 N 。

新发债收益率和既发债收益率都是反映债券投资全部收益状况的指标,不同点在于二者的投资额,投资期限和投资利率不同,二者的共同特点在于,在单利计息的情况下(即没有复利收益,利息不再投资),投资者可以获得投资收益中的各项收益,而且都以债券持有到期满为条件。但实际上,在债券市场发达的国家,投资者为了各种目的,往往在债券期满之前就售出而得不到资本损益收入,因此投资者对此也不很感兴趣,而更注意债券利息的收益,那些资本损益收入额小而利息相对较高的债券更受欢迎。在这种情况下,债券收益率的计算则较为直接明了。

3. 直接收益率

债券投资者只考虑债券利息收入高低的收益率。其计算公式为：

$$R = \frac{A}{P_2} \times 100\% \quad (c)$$

与前二种债券收益率相比，作为当期收益率的直接收益率既不能反映不同期限的债券在收益上的差别，也不能反映债券折价或溢价买卖时所发生的损益，而只能一目了然地对比债券利息收益率的高低。因此要比较不同期限，不同价格及不同息票率的债券的收益率时，只能运用到期收益率，即新发债利率或既发债利率的计算方法。

债券投资者在投资决策过程中除了要考虑上述到期收益率和当期收益率外，往往还要考虑持有期收益率。

4. 持有期收益率

债券投资者从投资购入即发债之日开始持有到卖掉债券之日止，其间的收益率。一些短期投资者往往在债券期限内完成买进和卖出行为，所以债券持有期的收益率就成为他们衡量投资收益的最重要的指标。其计算公式为：

$$R = \frac{A + G_3}{P_2} \times 100\% \quad (d)$$

式中： G_3 为持有期收益； $G_3 = (P_3 - P_2) / N_3$ ； P_3 为债券卖出价格； N_3 为投资人的债券持有期。

5. 平均年收益率

即债券投资者只考虑平均期限内收益的高低。其计算公式为：

$$R = \frac{G_3 / N_3}{P_2} \times 100\% \quad (e)$$

以上所列举的到期收益率、当期收益率和持有期收益率都是用单利的方法计算的，其重要缺欠就是舍去了利息的再投资因素。正象本节之初我们讨论的那样，债券的收益是包括三方面的，即除了债券的利息收入和资本损益外，还包括债券利息再投资收入。因此在衡量债券收益率状况时还有一种计算方法，即复利法。

6. 最终收益率（复利到期收益率）

债券投资者在投资购入债券时即考虑债券利息收入、资本损益外，还考虑债券利息再投资收入的收益率。其计算公式为：

$$R = \sqrt[N]{\frac{P_4 + A \left[\frac{(1+i_3)^N - 1}{i_3} \right]}{P_2}} - 1 \times 100\% \quad (f)$$

式中： N 为投资期； P_4 为偿还价格； i_3 为再投资率。

三、贴现债券收益率的计算

1. 贴现债单利最终收益率

债券投资者在投资购入债券后不获得债券利息收入，而只获得偿还价格与购买价格之差额的收益率。即贴现债不支付年息，只是以低于票面额的价格发行，以票面额偿还。此

时购买价格即为投资额。其计算公式为：

$$R = \frac{P_4 - P_2}{P_2} \times \frac{365}{N} \times 100\% \quad (g)$$

式中： N 为债券未经过天数。

2. 贴现债复利最终收益率

债券投资者所能够获得的债券收益，也只限于偿还价格与购买价格之差。其公式为：

$$R = \left[\sqrt[N]{\frac{P_4}{P_2}} - 1 \right] \times 100\% \quad (h)$$

上述二种计算方法的区别在于：债券偿还期限不同，偿还期在一年以内的贴现债往往采用单利计算，而偿还期超过一年的贴现债一般用复利计算。要判断偿还期是一年以内或一年以上，主要看债券未经过天数。未经过天数是指从购买日起到偿还日止的天数。

下面给出几个简单的债券交易实例，以便准确地理解上述公式，能够应用。

例1：某投资者在债券挂牌期间，在次级市场买入 980 元债券，每年剪息票收入 60 元，持有 5 年后以 1020 元卖出，问该投资者的债券持有期收益率是多少？

根据公式 (d)

$$\begin{aligned} \text{持有期收益率} &= \frac{(A + G_3) 100\%}{P_2} = \frac{A + (P_3 - P_2) / N_3}{P_2} \times 100\% \\ &= \frac{60 + (1020 - 980) / 5}{980} \times 100\% = 6.94\% \end{aligned}$$

例2：一张期限 8 年的公债，贴现发行，出售价为 5226 元，到期价为 1 万元，复利计息。问该贴现债复利最终收益率是多少？

根据公式 (h)，该债券是贴现债又复利计息偿还期 8 年，超过一年以上，故

$$\begin{aligned} \text{最终收益率} &= \left[\sqrt[8]{\frac{P_4}{P_2}} - 1 \right] \times 100\% \\ &= \left[\sqrt[8]{\frac{10000}{5226}} - 1 \right] \times 100\% = 8.45\% \end{aligned}$$

例3：美国联邦政府曾发行一种面值为 1 万美元，归还期限为 91 天的无息短期国库券，为了吸引投资者，在市场上以 9650 美元出售。问这种债券的年收益率是多少？

显然该债券属贴现无息债券，面值 1 万美元，发行价格 9650 美元，偿还期 91 天，在一年以内，故根据公式 (g)

$$\text{年收益率} = \frac{P_4 - P_2}{P_2} \times \frac{365}{N} \times 100\% = \frac{(10000 - 9650)}{9650} \times \frac{365}{91} \times 100\% = 14.55\%$$

例4：某甲于 1988 年 9 月 1 日购入一张面额为 100 元，利率为 11% 的企业债券，购入价格为 105.5 元（发行价），1990 年 10 月 1 日到期。问某甲将获得的到期收益率是多少？

这是新发债到期收益率，根据公式 (a)

$$\text{到期收益率} = \frac{(A + G_1) 100\%}{P_1} = \frac{A + (V_p - P_1) / N_1}{P_1} \times 100\%$$

$$= \frac{11 + (100 - 105.5) / 2.082}{105.5} \times 100\% = 7.923\%$$

其中 $2.082 = (1990 \text{ 年 } 10 \text{ 月 } 1 \text{ 日} - 1988 \text{ 年 } 9 \text{ 月 } 1 \text{ 日}) / 365$

例5：债券买入价为1000元，总收益将为400元，准备持有5年。问平均每年收益率是多少？

根据公式(e)

$$\text{平均年收益率} = \frac{G_3/N_3}{P_2} \times 100\% = \frac{400/5}{1000} \times 100\% = 8\%$$

最后说明一点，债券投资者如果持有的是附息票债券（剪息券），那么他在可能获得到期收益、当期收益、持有期收益、最终收益的同时，还会有另外一种意想不到的小小收益，即应计利息收益。债券利息在有效限内会支付很多次，在两次付息日之间卖出债券者，会损失期间的收益，购买者可以获得此收益。为公平合理，在买卖债券时，通常买方应给卖方以补偿，具体补偿办法即支付应计利息，计算公式为：

$$\text{应计利息} = \text{年利息} \times \text{应计天数} / 365$$

其中应计天数指从前一个付息日翌日算起到买卖交割日止所经过的天数。

第四节 债券投资与其他投资的收益比较

任何一种有价证券都具有流动性、安全性、收益性。流动性即变现力，指金融工具或有价证券在极短时间内变为现金而不致亏损的能力。安全性指投资本金是否会遭受损失的风险。收益性是指有价证券能够给投资者带来收益的能力。任何一个投资者在购买有价证券时都要权衡在上述三方面的得失。一般来说收益性较强其风险程度也较高，流动性也较大，投资买卖活动也越热烈，而安全性较高的有价证券，其收益一般都比较稳定，债券就属于这类稳健投资对象，与银行存款和投资股票相比有很多特点。

一、债券投资与存款投资比较

一般来说，发行债券的企业已经把利用债券筹集资金的使用，预期生产或建设规模和经济效益联在一起，因而债券的收益也略高于同期储蓄存款的利息收入，但又与储蓄存款利息收入不同。银行或邮政储蓄定期存款一般到期后才能收回本金，同时按照银行规定利率获得利息。如果过期未取，则在过期时间内仍按原存款期限的利率计息，如果未到期提前支取，已存的时间超过哪一期限即按哪一期限的规定利率计息，不够任何定期期限则按活期计算。在存款期间内，如遇利率上调，则在存款期限的以后剩余期限内，从利率上调之日起按新利率计息，即通常人们说的“储蓄存款利率就高不就低”。因此无论发生什么

情况,储蓄存款的利息收入比较稳定可靠。债券的收益比较储蓄存款则有一定的不稳定性,债券一般不可提前偿付,债券票面利率一经确定,一般不变,到期后如果仍未兑付则不计息,过了规定兑付的期限,往往作废。

总之,债券投资与存款投资两者有共性,即都可以收取预定的利息,期满后返还本金,但作为两种不同的投资方式,两者还是有很大区别的。首先,债券与通过金融机构进行的各种间接投资相反,债券是投资者自身对债券发行单位进行的直接投资,因为省却了中间利润,所以利率相对较高,利息收入也相对多一些。故债券的收益性较储蓄存款稍高。其次,债券具有较大的流动性,可以按当期市场行情转让他人,而银行存款除了可转让的定期存单 CD 外,一律不能转让和流通。一般来说,债券的转让价格虽然会根据当时该种债券市场行情波动,但最低一般不低于同样数额的银行存款在同样时间内所取得的利息收入,当然,最高也不可能高出原定的债券到期后应得收益。再次,债券更具风险性,在债券未到期时出售债券,变换现金,本金是不一定全部返还的。因为债券的转让价格是由供求状况决定的,行市好时,变现的金额可能高于本金,投资有所收益,行市不好时,可能会损失本金。而银行存款无论到期或未到期,提前支取兑现款,本金都是全部返还的,只是利息收入有所差别。因此从这个意义上讲,银行存款较债券更安全,债券更具风险性。

二、债券投资与股票投资比较

债券是一种债权证书,股票是所有权证书,债权证书比所有权证书有优先权,即当公司发生财务困难,甚至倒闭破产时,在对公司剩余财产和剩余利润的分配上,债券比股票有优先偿还权,风险较小,安全系数较高。其次债券的收益相对稳定。债券的利息支付是预先约定的,无论公司盈亏,都有义务优先支付预定的债券利息。股票的红利并不约定,一般在支付债券利息和其它费用后,在剩余利润中分配。因此,股票的红利随剩余利润的变化而变化,有时很高,是债券利息的几倍,有时很低,甚至分文没有。

债券投资与股票投资的性质不同,从而也决定了期限不同。股票是在公司筹集自有资金时发行的,发行所得资金作为公司的资本,永久使用,因此股票持有者实际上在拥有对该公司的一部份所有权的同时,必须放弃收回投资本金的权力,因此股票没有返还期,股票持有者是公司的股东。而债券则是在公司成立之后为筹集周转或追加资金而发行的,实际上,债券投资者购买公司债券,等于是向公司提供了贷款,那么作为贷款者债券持有人不但要按事先约定的利率向公司收取利息,而且到期后还要收回本金。因此债券有偿还期,债券持有人与公司只是一种的借贷关系。

总之,风险与收益成正比例关系,风险大,收益高,风险小,收益低。债券投资比银行存款有一定风险,故收益也高于银行存款利息,但其风险大大低于股票投资,相应其收益也往往低于股票收益。

第二十三章 债券投资风险分析

第一节 构成债券投资风险的因素

有价债券投资风险是指投资者不能在投资期内获得预期报酬的可能性,即造成预期收益率与实际收益率离差的可能性,离差情况就反映了风险的程度。一般来说,债券投资风险可分为系统风险、非系统风险及总风险三个范畴。系统风险是不可分散性风险,指的是由于某种因素的变化对整个证券市场上所有的证券都会带来损失的可能性;非系统风险(又称非制度性风险)是可分散性风险,指的是某些因素的变化只对个别证券造成损失的可能性;总风险指投资者在证券持有期内,所有因素的变化对证券造成损失的可能性,是系统风险与非系统风险的综合,在交易中以市场风险和违约风险的形式表现出来。构成这些风险的因素很多,我们主要介绍如下几种。

一、市场风险

指由于证券市场价格变化可能造成损失的可能性。市场风险产生于证券市场行情的变化,能够引起市场行情变化的因素主要有:

1. 利率风险

亦称货币风险或信用风险,指因银行利率变动而影响货币市场利率变动,从而引起债券市场价格变动,导致债券投资收益损失的可能性。在有价证券市场上,当货币市场利率发生变化时,受影响最大的就是债券。因为债券是典型的利息商品,投资者总是在对各种投资方式下的利率水平做充分比较的基础上进行债券投资的,因此一旦货币市场利率发生变化,债券的价格自然也要发生变化,其收益必然有损失的可能,即投资者面临一定的风险。

2. 购买力风险

其实是物价因素，通常称通货膨胀风险，指由于物价上涨，货币购买力下降，从而引起债券投资者的投资收益贬值的可能性，尽管债券市场的价格未发生变化，甚至可能略有上升，但由于通货膨胀的影响，造成实际购买力的下降，货币贬值，债券投资者的投资本金和利息收入实际上相对减少，投资者在无形中受到损失。这和通货膨胀对固定收入者影响显著的道理一样，通货膨胀对固定收入的债券投资的影响也强于对股票的影响。

3. 经营风险

指在债券持有期内，被投资企业在经营过程中，由于经营、管理、企业声誉、债务状况等方面问题给投资者带来损失的可能性。

企业经营不善，产品缺乏竞争力，企业收益下降，投资者不能收到预期收益，则纷纷抛出债券，导致债券价格下降。

企业管理不善，企业技术落后，工艺水平下降，产品质量不高，管理费超额支出，产品成本增大，致使企业收益相对下降，或企业长期财务状况不佳，必然引起该企业债券价格下降。

企业声誉不佳或下降，公众对该企业的发展前途毫无信心，自然也会影响债券价格下滑。

企业债务状况主要指企业发行的有价证券价值总额与信贷方面的债务的价值总额的比例。这个比例小，说明作为分母的信贷方面的债务多，对投资者来说，这是个威胁。因为企业获得的盈利，首先要偿还这些信贷方面的债务，然后才是有价证券包括债券的还本付息。企业信贷债务越多，债券投资者获得预期收益的可能性越小，则投资风险也越大，即企业经营风险越大。

4. 期限风险

指债券期限的长短可能给持有者带来的损失。一般来说，期限本身对风险是不起作用的，但由于期限较长，此间就可能发生各种因素的变化，如货币市场利率变化，购买力变化，企业经营变化，而债券期限短，则上述因素可能还未来得及发生变化。因此不能否认债券的期限也是风险因素之一。而且期限越长，风险也越大。

5. 变现力风险

即流动风险，指投资者将债券变现而发生损失的可能性。债券投资者由于各种目的，会不断地将所持债券抛出，该债券的变现能力越强，其损失就会越小，盈利性越大。债券的变现能力由债券的适销状况决定，即它的市场价值、市场潜力情况。销售越容易，债券变现力风险越小，销售越难，债券越要折价，损失的越大，变现力风险也大。

二、违约风险

当一家公司无法对其债券支付预定利息和本金时则称对债务违约，构成债券的违约风险。风险程度与企业经营状况与信誉有关。值得说明的是，违约与破产不同，违约通常导致债券价格下跌，而破产时债券价格几乎近于零。发生违约时，债权人与债务人可以和解，达成协议，使债权延期，债务人也可以继续经营，债券投资收益在未来协议期获得。

而破产是在特殊的法律程序下,进行公司清理,债权人与债务人关系解除。

对于违约可能性的估计,债券投资者往往以该公司的信誉级别判断,级别越高,则认为该债券的违约可能性越小,其售价往往也高,反之亦然。但实际上,公司债券级别一经评定持续几年,如果没有重大变化,其信用级别也不易调整和变化,而在经营中,企业的实际经营管理状况,财务状况,生产状况等是经常变化的,完全可能造成信用级别名不符实,而债券投资者必然会因级别下降带来损失,因此债券信誉级别只能是投资者在投资决策中的一种判断依据,而决非法宝。

第二节 债券投资风险的测定

投资者要获得较高的收益,就要承担较大风险,但这并不意味着风险越大,收益也越大。投资者必须准确地掌握收益与风险的相关程度。因此,在了解了债券投资可能会遇到的各种风险以后,有必要对这些风险的程度做准确测定。做这种测定是有一套理论和方法的,应用的便是概率统计论。

一、债券投资风险测定的理论依据

概率统计论认为,一般平均数在很多情况下并不能真正起到平均作用,甚至有时根本无法确定其具体数值,要真正体现取值的平均程度,还要考虑到被取值的相应概率,即期望值(均值)。一个随机变量的数学期望值就是这个随机变量的所有可能值的相应概率或概率密度为权的加权平均数。设连续型随机变量 x 的密度为 $P(x)$, 称 $\int_{-\infty}^{+\infty} xP(x) dx$ 为 x 的期望, 记作 $E(X)$, 在计算中可直接利用已知的 $P(x)$ 及 $f(x)$, 相乘后求积分即可, 即 $E[f(x)] = \int_{-\infty}^{+\infty} f(x)P(x) dx$ 。随机变量的均值体现了随机变量取值平均的大小, 是随机变量的最重要数字特征。往往在统计分析中只知道了均值(期望值)是不够的, 人们还经常要了解随机变量的取值如何在均值周围变化。正如一批统计数字、只知道它们的平均数是不够的, 还要知道它们的分散程度, 这就要借助方差。方差能够综合考虑各统计数字与均值的偏离程度, 并刻划这批数字的分散程度。设连续型随机变量 x 的密度是 $p(x)$, 则称

$\int_{-\infty}^{+\infty} [X - E(x)]^2 P(x) dx$ 为 x 的方差, 记作 $D(X)$, 在计算中可直接利用 $E(x^2) - [E(x)]^2$ 之差求得, 即 $D(X) = E(X^2) - [E(x)]^2$ 。

二、债券投资风险测定的具体方法

测定的主要指标有值域, 方差, 标准差, 债务费用分析, 盈利覆盖率, 资产与负债系

列对比。

1. 值域

用收益的最大值减去最小值即可。值域的大小与债券风险程度成正比,即收益的值域越大,债券风险也越大。

值域法的优点在于:条件要求简单,计算方法简单,结果一目了然。不足之处在于:只知道两个极端值,不了解中间值及其存在概率。实际上,往往两种不同的债券虽然值域相同,但因中间值不同,概论分布不同,收益与风险也大不相同。

2. 方差、标准差

首先必须计算出收益率的期望值。虽然在前几节我们讨论了许多收益率的测算方法,但实际上,因受很多亦如我们讨论过的因素的影响,单一债券的收益率是不断变化的,是一个随机变数,投资者无法毫无差错地预知其未来实际值,投资者能做到的只是推算收益率这个随机变数的概率分布,进而求出收益率的期望值(即收益率均值),收益率期望值越高,对投资者越有利。根据概率论原理,一个连续的随机变量 X 所形成的概率分布为连续分布,最常见的连续分布为正态分布。但在具体计算投资收益或测定风险时,为了计算方便,这个连续的随机变量通常以近似不连续数值表示并计算。因此,收益率的期望值就是各个随机变量与其相对应的概率乘积的总和,即设 X 的各变量为 X_i ($i=1、2、3 \dots n$), x_i 的对应概率为 p_i ;那么 X 的期望值为

$$E(X) = \sum_{i=1}^n P_i X_i$$

例:假设某公司债券4年间每年收益如下:

第一年:收益率7.5

第二年:收益率8

第三年:收益率6.5

第四年:收益率7.4

该债券收益率期望值为

$$\begin{aligned} E(x) &= 7.5 \times \frac{1}{4} + 8 \times \frac{1}{4} + 6.5 \times \frac{1}{4} + 7.4 \times \frac{1}{4} \\ &= (7.5 + 8 + 6.5 + 7.4) \times \frac{1}{4} = 7.35 \end{aligned}$$

找到期望值以后,就可以计算出方差和标准差。以 b^2 表示方差(离差),以 b 表示标准差,其计算公式如下:

$$\begin{aligned} D(x) &= b^2 = E[x - E(x)]^2 \text{ 或} \\ &= \sum_{i=1}^n [x - E(x)]^2 P_i \\ b &= \sqrt{E[x - E(x)]^2} \end{aligned}$$

利用上例,当期望值 $E(x) = 7.35$ 时,其收益率方差为:

$$b^2 = \frac{1}{4} [(7.5 - 7.35)^2 + (8 - 7.35)^2 + (6.5 - 7.35)^2 + (7.4 - 7.35)^2]$$

$$= \frac{1}{4} \times 1.17 = 0.2925$$

收益率标准差为：

$$b = \sqrt{0.2925} = 0.5408$$

只要知道债券的期限和年收益率，不难求出方差与标准差。

离差是标准差的平方，标准差的增大与减少，离差也随着增大与减少，因此标准差与离差一样可以用来衡量风险。一般来说，离差或标准差越大，风险也越大，反之离差与标准差越小，风险也越小。

利用方差（离差）测定风险，其优点在于考虑了期望值中收益的偏差，因而比值域更全面更准确，也更可信。在实际测定中，专业投资者比较喜欢用标准差。因为它具有很强的统计性，计算也比较方便，只要知道未来收益分布的方差，就能估计出在各种情况下收益存在的概率，无疑对投资是非常有利的。

3. 债务费用分析

这种测定方法，就是看公司或企业的债务支付能力，指标是偿债风险度。其公式为：

$$\text{偿债风险度} = \frac{\text{付利息前，税前的盈利} + \text{折旧}}{\text{各种债券的利息} + \left[\frac{\text{应还债务本金}}{1 - \text{税率}} \right]}$$

此风险度愈大，表明公司支付债券本金的能力愈大，偿债能力越强，风险愈小，反之亦然。因为公司盈利后先付税，付信贷方面债务，然后才是债券的还本付息。

4. 盈利覆盖率

与方法3同理，主要看公司盈利水平与债务水平的对比，指标是盈利覆盖率：

$$\text{盈利覆盖率} = \frac{\text{付利息前税前盈利额}}{\text{应支付的各种债券利息}}$$

此比例越高，投资的风险越小，反之风险越大。因为比例越高，说明盈利覆盖率高，偿债能力强，故风险小。

方法3与4都是债务方面的综合指标，很多投资者在测定风险时更喜欢用比较具体的指标如方法5。

5. 资产与负债系列对比

(1) 资产负债率即（资产/负债），可以直接看出公司负债程度，负债率高，风险相对大一些。

(2) 资本净值即（资产—负债），如果此值为负数，则风险相对较大，前景莫测。

(3) 短期偿还能力即（资产—库存）/资产，此值正数好于负数，风险相对较低。因为如果是负数，说明库存过大，超过资产总额，可是商品销路有问题，库存积压严重，资金不能收回，企业收益必然下降。此正数值越大越好，说明库存减少，资金周转快，企业或公司良性循环。

(4) 长期债务比重即（长期债务额/全部资本），此值很大，说明短期内风险很小或没有。因为长期债务对公司来说意味着短期内没有还债问题，偿还能力短期内不变，风险

很小。

上述数值都不难得到，普通的投资者完全可以测定和计算，因为在任何一个国家的金融市场上，公司经营情况都是公开化的、上述数字是公布的。值得提醒读者注意的是债务多并不一定不好。一个有效益的公司或企业应该充分利用债务取得更多的收益，不怕借债，债务高本身没什么影响，只要经营管理得当，同样可以创效益，但如果经营管理出现问题，那么债务也就成了负担。

第三节 债券投资风险的防范

债券投资最大特点就是收益稳定，安全系数较高，又有流动性。稳健的投资者们放弃股票投资的高额收益，摒弃银行储蓄的低利，所图之处就在于此。因此，继收益性之后，安全性便成为债券投资者普遍关注的最重要问题。而有价证券投资中的安全性是相对的，风险是永恒的，在永恒的风险中寻求相对的安全，最好的办法就是对风险加以预测和防范，有关债券风险来源和测定前面已介绍，本节讨论债务风险防范问题。

债券作为债权债务关系的凭证与债权人和债务人同时相关，作为债务人的企业或公司与作为债权人的债券投资者就债权与债务关系是否稳定来说，起着相同的作用，任何一方都无法独立防范风险。企业或公司作为债券的发行者所采取的确保债券安全，维持企业或公司信誉的措施堪称预防措施，是防范风险的第一道防线。

一、债券投资风险防范的预防措施

对债券的发行做出种种有利于投资者的规定是重要的一步。在发达国家如日本，法律规定公司债券发行额都有一定的限额，不能超过资本金与准备金的总和或纯资产额的两倍。金融债的限额一般规定为发行额不能超过其资本金和准备金的5倍。债券发行一般是由认购公司承担发行，安全系数高的债券当然容易被认购，这对企业或公司本身也是一种约束。同时企业或公司都有义务公开本公司财务、经营、管理等方面的状况、这种制度对企业或公司无疑起到监督和促进作用，对投资者是一种保护。

作为实际投资者在投资过程中的最好预防措施就是在进入投资之前必须掌握两个原则。首先要掌握自我心理承受程度，投资人在进入证券市场之前，必须树立牢固的投资风险观念，在希望收益的同时必须承担风险，能快乐地享受投资决策的成功，也有勇气承担失败，无论市场风云变幻，能吃得下饭，睡得着觉，如果没有这样的心理准备和承受能力而匆忙走进市场，那么将会被忽涨忽跌的行市搞得心神不安，甚至茶饭不思，怨天尤人，生活陷于愤懑中。其次必须了解自己手中资金的来源，因资金来源不同，其用途也将不同，利用和控制的方法也会不同。现在很多投资者实际投资的资金来源一般是投资者的退

休金、赡养费、生活费或储蓄性闲置资金。一般来说不要用生活费用去投资于投机性较强的有价证券。

二、债券投资风险防范措施

1. 债券种类多样化

这是降低债券投资风险的最简单办法。不同企业发行的不同债券其风险性与收益性也各有差异,如果将全部投资投在某一种债券上,万一该企业出现问题,该债券不能还本付息,投资岂不受到损失吗?因此有选择性地或随机购买不同企业的各种不同名称的债券,可以使风险与收益多次排列组合,能够最大限度地减少风险或分散风险,正是东方不亮西方亮,堤内损失堤外补,撒开大网,不愁没鱼,一般最终都能够保本获利。这种防范措施对中小户特别是散户投资者尤为重要。因为这类投资者没有可靠的信息来源,摸不准市场的脉搏,很难选择最佳投资对象,此时购买多种债券,犹如撒开大网,这样,任何债券的涨跌都有可能获益,而且不会全亏(除非系统性风险引起整个债券行市下跌)。采用这种措施必须注意一些问题,首先,不要购买过分冷门,流动性太差实在难于出手的债券,以防冻结部分资金。其次,要有信心,不要盲目跟风,抱定不赚不卖的信心,最终才有好收益。最后,特别值得注意的是必须严密注视非经济性特殊因素的变化,如政治形势,军事动态,人们心理状态等,以防整个债券行市下跌,造成普遍损失。

2. 债券期限多样化

债券的期限本身就孕育着风险,期限越长,风险越大,而收益也相对较高,反之债券期限短,风险小,收益也少。如果把全部投资都投在期限长的债券上一旦风险发生,来不及脱手,那么损失程度可想而知。因此,在购买债券时,有必要多选择一些期限不同的债券,以防不测。

3. 注意做顺势投资

对于小额投资者来说,谈不上操纵市场,只能跟随市场价格走势做买卖交易,即当价格上涨,人们纷纷购买时买入;当价格下跌时,人们纷纷抛出时抛出,这样可以获得大多数人所能够获得的平均市场收益。这种防范措施虽然简单也能收到一定效益,但却有很多不尽人意之处。首先必须掌握跟随时间分寸即通常说的“赶前不赶后”。如果预计价格不会再涨了,而且有可能回落,那么尽管此时人们还在纷纷购买,也不要顺势投资,否则价格一旦回头,必将遭受上述众人一样的损失。

4. 以不变应万变

这也是防范风险的措施之一。在债券市场价格走势不明显、此起彼落时,在投资者买入卖出纷乱,买市卖市不明显时,在受多种因素影响,市场混乱的情况下,投资者无法做顺势投资选择时,最好的做法便是以静制动,以不变应万变。因为在无法判断的情况下,做顺势投资,很容易盲目跟风,很可能买到停顿或回头的债券,结果疲于奔命,一无所获。此时以静制动,“别人做的我不做”或选择一些涨幅较小和尚未调整价位的债券买进并持有,等待其价格上扬,是比较明智的做法。当然这要求投资者必须具备很深的修养和

良好的投资知识与技巧。

5. 必须注意不健康的投资心理

要防范风险还必须注意一些不健康的投资心理，如盲目跟风往往容易上当，受暗中兴风作浪、操纵市场人的欺骗；贪得无厌，往往容易错过有利的买卖时机；赌博心理，孤注一掷的结果往往是倾家荡产，赔了夫人又折兵；嫌贵贪低，过分贪图便宜，容易持有一堆蚀本货，最终不得不抛弃而一无所获。最后向读者进一言；上述措施可以同时使用，也可以单独使用，要根据市场环境和自我投资条件，切忌生搬硬套。

第四节 债券投资时机的选择

有价证券投资，最难掌握的是买卖时机，债券投资也不例外。即使买进同一种债券，有人赚小钱，有人赚大钱，还有人亏本，其中奥秘就是时机掌握不同。有人在价格上涨之初投资购买，有人在价格上涨至回头边缘购买，有人则在跌价以后购买，三者收益当然不同，这便是时机的选择，高收益者可谓掌握时机的宠儿。那么何时为最佳投资购买时机？在购买时机的掌握上是否有规可循呢？答案是肯定的。

一般来说，时机指的是一个阶段，因为债券价格的走势在债券期限内是连续的、不停止的，债券价格上升到下跌，再从下跌转为回升周而复始。在债券价格下跌回升过程中，一般会经历三个阶段：跌势缓和阶段，跌势休止阶段以及价格回升阶段。这三年阶段都是买进的时机。债券价格由上升到下跌也同样有三个阶段：涨势缓和阶段、涨势停止阶段，回头下落阶段。这三个阶段是卖出的好时机，此时买入除非价格能再回升，否则百亏无一赚。在三个买进时机中到底选择哪一个时机买进最合适，这往往受投资者的条件、操作技巧等多方面影响，专业投资者和市场专家们往往能够抓住最低点的买进时机，而小额投资者们只能追随。

一、在投资群体集中到来之前投资

一般来说，人们的收入是有限的，在有限的收入中要投资则必然要等待手中的资金收回或再创收。因此，在年终、年初或年内某个特定的时期内，如节假日，由于奖金集中发放（年终奖、月度奖、节假日费），银行储蓄到期、各种公债包括国库券，各类债券到期等等原因，形成大批人同时持有大量的资金，从而势必造成一个投资群体集中、定向投资的势态，资金必然大量涌入市场，促进债券市场价格上升。精明的投资者就要抢先一步，在投资群体集中到来之前投资购买，然后等待投资群体的到来，即等待债券价格被投资群体的大量资金抬起来再抛售，可以获得债券买卖价格的时间差。值得注意的是，必须考虑这样做的成本。如果投资者的投资款项是手中持有资金，还没有相对成本问题；但如果投

资者投资于债券的资金是提前支取的银行存款或抛售其他未到期证券,那么要考虑,由于提前支取存款或抛售证券而损失的收入是否能由新投资的债券收入弥补回来,即机会成本是否能得到弥偿。因此在投资之前,必须能够较为准确地估计投资的未来收益率。

二、随市场行市投资

如前所述,中小投资者可以顺势投资,即当整个债券市场行情大势向上时,买进债券,当市场疲软,交易清淡,行市向下时以卖出拥有现金为宜,如此可以等待时机进行最佳投资。这种跟随行市走势的投资做法已被认为是中小额、散额投资者的“铁律”,容易收到效果,如果逆势而做,反而容易弄得焦头烂额,损息折本。这种顺势投资的关键是及早确认趋势,及早做投资,如果走势很明显已到回头边缘再做,必然适得其反。例如,某债券价格一直上涨,人们纷纷抢购,某君远远观望,迟迟不敢涉足神秘莫测的债券市场,按兵不动,待涨了一段时间后,某君才开始心动,做顺势投资购买,殊不知此价是是涨价的顶点,是回头边缘,在某君买入不久,债券价格开始下跌,他损失惨重,懊悔不已。其原因在于没有及早确认趋势没有当机立断,误了时机,结果赶了浪潮之尾,最终被淘汰。

三、在银行利率调高后或调低前投资

如前所述,债券作为标准的利息商品,其市场价格往往容易受银行利率的影响,当银行利率上升时,大量资金就会纷纷流向银行,债券价格就会下降,反之亦然。因此投资者为了获得较高的投资效益应该密切注意投资环境中货币政策的变化,努力分析和发现利率变动信号,争取在银行即将调低利率前及时购入或在银行利率调高一段时间后买入,就能够获得更大的收益。

四、在消费市场价格上涨时投资

即物价因素影响债券价格。当物价上涨时,人们发现货币购买力将要下降,便抛售债券,转而购买房地产、金银手饰等保值物品,此时如果投资者看得准,能够有确切的信息或对市场前景有科学的预测,能充分地估计这一周期很快过去,市场很快转为良好,那么此时不要随波逐流,在人们纷纷急于抛售、折价抛售时投资购入并持有,耐心等待市场好转,价格回升。如此收益将是非常可观的。关键在于投资者本人对市场是否有坚定的信心和科学的预测。

五、避开银行利率波动时间投资

债券投资一般以购买偿还期较短的债券为宜,以减少可能发生的银行利率调整的不利影响。购买利率明显高于储蓄存款利率的长期债券,在持有期内,如遇银行利率上调,应

迅速抛出，以便提前取得收益，如遇银行利率下调，则可持有到期满。

六、在某一债券新上市时投资

债券市场与股票市场不一样，债券市场的价格体系一般是较为稳定的，往往在某一债券新发行或上市后才出现一次波动，因为新发行或新上市的债券的年收益率总与已上市的债券不同，这样债券市场价格就要做一次调整。一般是新上市的债券价格逐渐上升，收益率逐渐下降，而已上市的债券价格维持不动或下跌，收益率上升，债券市场价格达到新的平衡，而此时的市场价格比调整前的市场价格要高。因此在债券新发行或新上市时购买，然后等待一段时期，待价格在调整中上升时再卖出，投资者必有收益。

七、综合时机的选择

综合时机即包括影响债券的各种因素发生变化的时机，如政治形势看好，人们抛出时，投资者便可投资购入并持有；债券价格存在异地差价，本地比异地低时可以购入，如果比异地高则应迅速卖出；投资大户的买入卖出也是某债券看涨看跌的信号等等。任何一种影响债券价格发生变化的因素本身都孕育着一个买卖时机。毫无遗漏地准确地列出债券买卖的所有时机是不可能的。这就产生了综合时机。

必须指出，上述所谓时机的选择不是孤立的，有时相互削弱，有时共同作用、相互助长，投资决策时必须全面考虑，切不可教条。

附录 债券投资最新法规

中华人民共和国国债托管管理暂行办法 中华人民共和国财政部

第一章 总则

第一条 为了规范国债托管行为，保护国债投资人的合法权益，完善国债市场的监督机制，提高国债市场效率，特制定本办法。

第二条 本办法所称国债是指中华人民共和国财政部代表中央政府发行的以人民币支付的国家公债，包括具有实物券面的有纸国债和没有实物券面的记帐式国债。

第三条 本办法所称国债托管，是指国债投资人基于对国债托管机构（以下简称托管人）的信任，将其所拥有的国债委托托管人进行债权管理、实物券面保管与权益监护的行为。

第四条 中华人民共和国财政部是全国国债托管业务的主管部门，审查确认托管人的资格，对其托管业务进行监管。各级财政部门有权对本地区的托管业务进行监管。

第五条 国债托管实行全国集中、统一管理的体制，财政部授权中央国债登记结算有限责任公司（以下简称中央公司）依本办法按照不以营利为目的的原则主持建立和运营全国国债托管系统，并实行自律性管理。

第六条 托管人在为投资者办理国债托管业务时应遵循诚信、安全、方便的原则。

第七条 在中华人民共和国境内从事国债托管活动，适用本办法。

第二章 托管关系人及其权利义务

第八条 记帐式国债的托管关系在办理债权登记手续后即产生。实物国债的托管关系在托管客户按本办法和有关业务规则办理存券手续后产生。

第九条 托管客户(以下简称客户)是指委托托管人托管其国债的具有完全民事行为能力或能力的自然人或法人。

第十条 客户的权利如下:

- (一) 享受托管人提供的各项托管服务;
- (二) 对进入已托管的国债拥有唯一的所有权、处置权和收益权;
- (三) 有权随时根据规定的程序查询所托管国债的情况。

客户的义务如下:

- (一) 按照本办法的规定履行托管手续和支付托管费用;
- (二) 不得卖空国债;
- (三) 遵循托管机构的规章制度。

第十一条 托管人包括中央公司及其认可的成员单位,中央公司的成员单位必须是经中国人民银行批准设立的下列金融机构:

除政策性银行以外的各类银行、各证券公司、可以从事有价证券经营业务的信托投资公司。

申请成为托管人的金融机构须符合以下条件:

- (一) 具有法定最低限额以上的实收货币资本;
- (二) 有能力且自愿履行本办法规定的有关托管人的各项义务;
- (三) 在中国人民银行批准的经营范围內依法开展业务活动,在前三年中无违法和违章经营记录,具有良好的信誉;
- (四) 在申请成为国债托管人之前,有参与国债一级市场和二级市场业务一年以上的良好经验。

第十二条 托管人的权利如下:

- (一) 要求客户提交真实的资料文件;
- (二) 扣押伪造、变造国债券;
- (三) 监督、制止卖空国债等行为;
- (四) 取得国债托管服务费用。

托管人的义务如下:

- (一) 为客户提供本办法规定的各项托管服务,包括债权登记、实物国债的存券和提券、债券转帐过户、代理还本付息以及为客户提供有关查询服务等;
- (二) 设置帐簿,及时准确记录托管事务的处理情况,保存完整的业务记录;
- (三) 按主管部门的要求报送有关资料;
- (四) 将自有国债和其它财产与客户代理托管的国债分别开设账户,予以分别管理,

不得擅自挪用客户的国债；

(五) 切实保护客户的国债的安全，对客户的国债托管帐户记录的真实性和准确性负责。除不可抗力的因素外，须对因自身原因给客户造成的损失进行赔偿；

(六) 必须为客户保守商业秘密；

(七) 对客户送交托管的实物国债券的真实性进行鉴别，对送达实物国债保管库的实物国债券的真实性负责；

(八) 托管人停业整顿、解散、破产或被撤销时，不得损害客户的利益，关应协助新托管人接管托管事务。

第十三条 中央公司根据国债托管业务开展情况，制定全国国债托管系统各个托管环节的收费标准和收取办法，经财政部核准后实施。

第三章 托管体制

第十四条 中央公司依据本办法及国债市场管理的法律法规和行政法规负责全国国债托管系统的日常业务，其它托管人均为该系统的成员单位（以下简称成员单位），所有国债托管业务均通过中央公司对它们的全国国债托管系统办理。

第十五条 中央公司负责根据本办法制定和修改全国国债托管系统国债托管的业务规则，报经财政部核准后实施。

第十六条 中央公司依据本办法第十一条规定和公司章程，对申请成为成员单位托管人的资格等情况进行审查，并报财政部核准。

对已成为成员单位的机构，由中央公司对它们的国债托管业务进行统一组织协调。

第十七条 成员单位直接在中央公司开立托管帐户；经中央公司同意的机构客户，也可在中央公司开立托管帐户；其它客户在中央公司成员单位处开立托管帐户。

第四章 托管帐务管理

第十八条 托管人根据合法的国债债权载明依据办理国债托管业务。

有纸国债券以财政部统一印制的具有实物券面的人民币国债券为准；记帐式国债以发行结束时经财政部确认的债权证明文件或财政部确认的托管系统合法帐户余额的证明文件为准。

第十九条 国债进入托管系统后，托管人按规定为客户设置并管理的托管帐户所载明的余额是客户拥有国债数额的唯一法定依据。

第二十条 中央公司负责建立国债托管系统的帐务管理体系，保证帐务体系的正常运作。

第二十一条 托管人应按客户名称及国债品种建立国债托管明细帐，分类帐和总帐，保持各帐记录的及时性、准确性及帐与帐之间相互关系的正确性，并定期与客户对帐。

中央公司应于每月 10 日前将上月与其成员的对帐结果汇总上报财政部。

第二十二条 托管人在接受客户委托,为其办理国债托管手续后,须向客户开具能够证明该客户托管帐户余额的托管凭证。

托管凭证由财政部监制,以中央公司的名义统一印制,任何其它机构或个人不得以任何名义印发。

托管凭证不能用于抵押和买卖流通转让。

第二十三条 中央公司可根据业务需要,按国家标准,对国债及相关业务实行统一编码,报财政部批准后及时公告社会,供各交易场所和投资人参与国债市场时使用。

第五章 实物国债保管库管理

第二十四条 客户办理实物国债的托管手续后,实物券入库存管,其债权采用簿记方式进行管理。

第二十五条 托管人保证所托管的同种实物国债券面值总额一致性。但不必是原托管的实物国债券。

第二十六条 中央公司统一管理实物国债保管库(以下简称保管库),并履行以下职责:

- (一) 委托符合条件的金融机构担任保管库代理人,并报经财政部核准;
- (二) 制定保管库业务规则,报财政部核准后实施;
- (三) 对保管库的业务运作进行监督、稽核,对保管库的安全性和服务质量负责。

第二十七条 保管库代理人的权利如下:

- (一) 拒绝保管伪造、变造国债券;
- (二) 取得保管费用。

保管库代理人的义务为:

- (一) 确保所保管的国债券的安全;
- (二) 根据中央公司的指令对库存国债进行业务处理,不得挪用或出借所保管的国债。
- (三) 建立严格的国债券出入库制度,按实物券种类分别登记入帐,确保“帐实相符”;
- (四) 按中央公司要求定期提交库存国债汇总表和明细表。

第二十八条 提取实物国债时,客户凭托管凭证到托管人处办理提券手续,托管人持中央公司出具的出库单在保管库代理人处办理提券手续。

第六章 法律责任

第二十九条 在本办法界定的业务范围内,托管人和保管代理人对于客户所托管国债券的安全性、转让过户的及时性与正确性负责。如果由于中央公司、成员单位或其分支机构托管的原因,造成客户所托管债券的损失或未能及时过户、转库的,由负有直接责任的

托管机构首先赔偿客户的经济损失，并视情节轻重，由主管机关对其予以处罚。

第三十条 伪造、变造托管凭证没有非法所得的，由主管机关给予警告，并处以1万元以下的罚款；有非法所得的，由主管机关给予警告，并处以3万元以下的罚款；构成犯罪的，提交司法机关依法追究刑事责任。

第三十一条 因托管人出具的托管凭证超出客户实有债券数额或因保管库代理人提供虚假帐表等原因造成国债卖空的，由主管机关给予警告，并对托管人处以3万元以下的罚款，对直接责任人处以1万元以上3万元以下的罚款。构成犯罪的，提交司法机关依法追究刑事责任。中央公司经财政部同意，中央公司对上述机构可取消上述机构的托管人或保管库代理人资格。

第三十二条 托管人擅自挪用客户国债的，保管库代理人擅自用所保管的实物国债的，除令其退还或补足库存、赔偿损失外，由主管机关给予警告，并对托管人处以3万元以下的罚款，对直接责任人处以1万元以上3万元以下的罚款。构成犯罪的，依法追究刑事责任。经财政部同意，中央公司对上述机构可取消托管人或保管库代理人的资格。

第三十三条 进行国债卖空的，由主管机关没收其非法所得，并处以3万元以下的罚款，对直接责任人处以1万元以上3万元以下的罚款。

第三十四条 对于上述罚款规定，视具体情节，由主管机关报经国务院批准后，罚款可以超过上述限额。

第七章 附则

第三十五条 本办法由财政部负责解释。

第三十六条 本办法自发布之日起实施。

银行间债券回购业务暂行规定

(中国人民银行一九九七年六月五日发布)

第一条 为规范银行间债券回购业务，维护当事人的合法权益，促进货币市场的发展，特制定本规定。

第二条 本规定所指债券包括国债、政策性金融债和中央银行融资券以及其它经中国人民银行批准的可用于办理回购业务的债券。

第三条 本规定中所称回购是指债券持有人(卖方)在卖出债券给债券购买人(买方)时，买卖双方约定在将来某一日期以约定的价格，由卖方向买方买回相等数量的同品种债券的交易行为。

第四条 本规定适用对象是指经中国人民银行批准进入全国统一同业拆借市场的成员(以下简称交易成员),融资中心除外。

非金融机构、个人不得参与银行间债券回购业务。

第五条 交易成员的债券回购业务必须通过全国统一同业拆借市场进行,不得在场外进行。

第六条 中央国债登记结算有限责任公司(以下简称中央结算公司)为中国人民银行指定的办理交易成员债券回购业务的债券托管与结算机构。

参与回购业务的交易成员必须在中央结算公司开立债券托管帐户,并存入真实的自营债券。

第七条 买方不得在回购期内动用回购债券。

第八条 交易成员在进行回购业务时,债券与资金必须足额清算,不得买空和卖空债券;不得挪用个人或机构委托其保管的债券进行回购业务;不得通过租券或借券等融券行为进行回购业务。

第九条 中央结算公司应制定相应规则,对买空和卖空债券的行为进行控制和监管。

第十条 中央结算公司不得向交易成员融券或透支。

第十一条 债券回购折算比例(即用于回购的债券与所融资金的比例)由中国人民银行确定并定期公布。

第十二条 为规范回购交易行为,交易成员必须签订债券回购主协议。

债券回购主协议应载明以下内容:回购机构的名称与签章,法定代表人或主要负责人姓名与签章,回购的确立与执行,回购中的违约责任。

债券回购主协议由中央结算公司和全国银行间同业拆借中心会同各交易成员共同拟定签署,并报中国人民银行备案。

第十三条 除回购主协议外,交易双方在每次回购时应以一级拆借市场联网计算机打出的成交通知单作为回购合同。成交通知上需明确回购债券品种、回购债券与资金的数额、期限、利率等条款。

回购双方认为必要时,可签订补充合同。补充合同的内容必须符合回购主协议的原则。

第十四条 回购的期限为:7天、14天、21天、1个月、2个月、3个月、4个月,共7个品种,最长不得超过4个月。

第十五条 回购利率由买卖双方确定。

第十六条 回购到期时必须按规定办理资金与债券的反向交割,不得展期。

第十七条 中央结算公司采取集中托管、统一结算的方式办理回购业务中的债券托管与结算。中央结算公司应根据本规定与债券托管和结算相关的业务实施细则,并报中国人民银行备案。

全国银行间同业拆借中心应根据本规定制定与回购交易相关的业务实施细则,并报中

国人民银行备案。

第十八条 中央结算公司按中国人民银行的要求上报有关的业务统计数据，并向交易成员提供其债券帐户的对帐服务。

全国银行间同业拆借中心应定期按中国人民银行的要求上报有关的业务统计数字，并定期为交易成员提供有关的业务信息。

第十九条 本规定由中国人民银行解释。

第二十条 本规定自发布之日起执行。

实物国债集中托管业务（暂行）规则

（中国人民银行一九九七年六月九日发布）

第一章 总则

第一条 为进一步规范实物国债的托管业务，促进国债市场的健康发展。根据《中华人民共和国国债托管管理暂行办法》（以下简称《托管办法》）的规定，制订《实物国债集中托管业务（暂行）规则》（以下简称本规则）。

第二条 实物国债托管业务遵照“券帐分管”的原则进行管理，以确保实物国债的安全性、真实性和完整性。

第三条 本规则所称实物国债是指由财政部发行未到期兑付的有实物券面的无记名国债。

第四条 实物国债托管业务参与者包括中央结算公司、托管人、保管库、代理机构及其客户。

第五条 中央结算公司是指中央国债登记结算有限责任公司，它是经国家主管部门批准成立的为全国国债市场提供统一托管、结算服务的非盈利性公司。中央结算公司根据财政部授权，负责全国国债的统一托管和结算服务。

第六条 托管人是指经中央结算公司审核，并报财政部核准的，可经营国债业务的金融机构；按照法人负责制，托管人的分支机构在从事托管业务中的法律责任均由其法人承担。

第七条 保管库是指受中央结算公司委托收存实物国债并负责管理的银行。

第八条 代理机构是指受中央结算公司委托，对进入保管库的实物国债进行帐户记载，具有独立法人资格的地方性证券登记机构。

第九条 客户是指享受实物国债托管服务的机构投资者和个人投资者。

第十条 托管是指客户按本规则的要求,将实物国债通过托管人送交中央结算公司指定的保管库入库保管,由中央结算公司指定的代理机构登记入帐,并由中央结算公司对债权统一注册的全过程。

第十一条 托管印鉴是指代理机构根据与托管人签订的协议中,按中央结算公司的有关要求、并在中央结算公司备案、专门用于为托管人办理实物国债存取业务而刻制的印章,包括:托管人名称、托管代码等内容。

第十二条 混合保管是指实物国债进入中央结算公司集中托管系统以后,客户如提取实物国债,中央结算公司不保证提交与该客户存入时的同一序号的实物国债,而只交付与客户所申请等额的同一种券的实物国债。

第二章 托管业务参与者职责

第十三条 中央结算公司在实物国债托管业务中的职责:

- 一、根据本规则,制定实物国债托管业务实施细则并在全中国范围内组织实施;
- 二、统一组织和协调全国实物国债托管业务、并对其实施日常监管;
- 三、按照《托管办法》的规定,根据地方性证券登记机构的业务能力,以合同形式委托地方性证券登记机构代理当地实物国债托管业务;并根据代理机构的推荐,委托当地符合条件的国有商业银行机构代理当地实物国债保管库业务;
- 四、建立实物国债托管帐户体系,对进入托管体系实物国的安全性,完整性和真实性负监管责任;
- 五、根据财政部的委托,对进入集中托管系统的实物国债统一办理券面调度和提券手续;
- 六、根据国家主管部门的要求,提供国债托管业务的有关信息资料;
- 七、办理实物国债托管业务手续的有关单据的设计和印制,并对上述单据进行统一管理;
- 八、国家主管部门委托的其他职责。

第十四条 代理机构的主要职责:

- 一、按中央结算公司业务要求,核查托管人交入的实物国债并将上述实物国债送交保管库入库保管;
- 二、根据中央结算公司提券指令为托管人代办实物国债出库手续;
- 三、按中央结算公司要求设置实物国债托管帐,对实物国债的收存与提领业务进行准确、及时的帐务记载;
- 四、受中央结算公司委托,定期对保管库进行“帐券”核对工作,并随时接受中央结算公司的核查;
- 五、按中央结算公司的要求,妥善地管理和保存有关单据、帐表,并保证有关单据、

帐表的完整性、准确性和真实性；

六、中央结算公司委托的其他职责。

第十五条 银行的分支机构，经代理机构推荐和中央结算公司审批同意并与中央结算公司签订协议后，可成为中央结算公司在当地设立的实物国债保管库。

第十六条 保管库的主要职责：

一、验收由代理机构送存的实物国债，确保送存实物国债的完整性和真实性；

二、妥善保管存入的实物国债，并保证存入国债的安全性；

三、根据中央结算公司的提券指令为代理机构办理提券出库手续；

四、向中央结算公司上报实物国债库存变动情况，并接受中央结算公司与代理机构的不定期核查；

五、中央结算公司委托的其他职责：

第十七条 托管人在托管业务中的主要职责：

一、按本规则要求，确保客户实物国债的真实性；

二、为客户建立实物国债托管帐户，做好帐户记载；

三、按中央结算公司的规定对实物国债捆扎打包。并加盖托管印鉴；

四、为客户及时安全地办理实物国债的托管与提券手续；

五、托管人的自营实物国债与受客户委托办理托管的实物国债要分开入库，分别填具入库单，分帐管理；

六、中央结算公司要求的其他职责。

第十八条 托管人、代理机构和保管库须按本规则确定的职责范围承担各自的责任和义务，在实物国债托管业务中对中央结算公司负责，并接受中央结算公司的统一管理。中央结算公司也需按本规则确定的职责范围承担责任和义务，对国家主管部门负责，并接受国家主管部门的监督。

第十九条 代理机构、保管库须与中央结算公司签订具有法律效力的业务代理协议书，中央结算公司对代理机构、保管库在国债托管业务中以上述具有法律效力的协议书为基础进行管理。

第三章 实物国债的托管和提取

第二十条 中央结算公司采取混合保管方式为托管人提供实物国债托管服务。

第二十一条 客户可以将其持有的实物国债通过托管人在中央结算公司指定的任何一家代理机构办理托管手续。

第二十二条 办理实物国债托管业务的客户，须先向托管人提出申请，交验实物国债。托管人按中央结算公司制定的有关实物国债入库办法到代理机构及保管库办理入库手续。需在证券交易所进行交易的实物国债，托管时需注明交易场所和在交易场所的证券帐

号。

第二十三条 代理机构、保管库在营业时间内应及时办理入库手续，营业终了，代理机构需将本营业日内办理的实物国债托管业务上报中央结算公司，以确保客户托管的实物国债在入库后的第二天能按正常程序进入交易系统交易。代理机构上报中央结算公司的托管名册需严整、规范，应有代理机构印鉴，经办人、负责人签章等内容。

第二十四条 有下列情况之一者，托管人可以拒绝受理客户的实物国债托管申请：

- 一、客户送存的实物国债不真实的；
- 二、客户送存的实物国债不完整，券面破损率超过券面五分之一（含五分之一）以上的；
- 三、客户向托管人提出超出其业务范围要求的；
- 四、中央结算公司认为不符合托管条件的其它情况。

第二十五条 有下列情况之一者，代理机构和保管库可以拒绝受理托管人的实物国债托管申请：

- 一、送存的实物国债封条上未加盖托管印鉴或托管印鉴与托管人单位不符的；
- 二、送存的实物国债不完整的；
- 三、实物国债不按规定捆扎的；
- 四、实物国债与托管申请不符的；
- 五、提出超出其业务范围要求的；
- 六、中央结算公司认为不符合托管条件的其他情形。

第二十六条 发行期内，实物国债通过场内分销时，原则上采取“自动托管方式”，即在交易场所分销的实物国债，自动进入中央结算公司集中托管系统，由中央结算公司通知交易场所办理实物国债的场内分销注册手续。

第二十七条 客户如欲将其持有的实物国债退出中央结算公司托管系统，可通过托管人申请办理提券手续。托管人受理后，按中央结算公司制定的实物国债出库办法办理提券出库手续。

第二十八条 中央结算公司按“就近提券”原则办理提券出库手续。当地保管的实物国债的数量不能满足托管人提券要求时，中央结算公司有权予以异地调配。

第二十九条 有下列情况之一者，代理机构可以拒绝受理托管人的提券申请：

- 一、超过中央结算公司提券指令规定的提券时间的；
- 二、托管人提出超出代理机构和保管库业务范围的要求的；
- 三、托管人不按规定及时交纳提券手续费的；
- 四、中央结算公司认为不符合提券条件的其它情形。

第三十条 经中央结算公司批准可直接在中央结算公司开立托管帐户的机构客户，可直接到代理机构办理其持有的实物国债的托管业务。

第三十一条 实物国债到期前六十天（含六十天），停止办理出入库业务；到期前二

十天(含二十天)停止办理跨市场转托管业务。

第三十二条 托管人、代理机构和保管库在办理国债托管手续时,必须由专人负责,其经办人(至少两名)名单须报中央结算公司备案,变更时亦同。

第四章 上市注册

第三十三条 集中托管的实物国债经中央结算公司确认后,可在任何一家经国家批准的可进行国债交易的交易场所或场外市场进行交易。

第三十四条 中央结算公司的交易场所签发的实物国债托管确认,是交易所办理实物国债场内注册手续的唯一依据。

第三十五条 各商业银行持有的实物国债,由各商业银行总行在中央结算公司统一托管后进行场外交易,并由中央结算公司统一办理债权托管、过户和结算业务。

第五章 还本付息

第三十六条 中央结算公司对集中托管的实物国债按照“就地保管,集中兑付”的原则办理到期还本付息业务。

第三十七条 实物国债到期前,中央结算公司将国债存券总额与中央结算公司托管的该期国债债权总额报财政部,并通知各保管库与代理机构券帐核实时,将各保管托管的该期国债实物券面按地域划分,集中到1-2个保管库,原则上按省级集中验收的原则掌握,具体集中验收的地点由中央结算公司报财政部确定。到期国债实物券面按上述规定集中后,交当地财政部门验收,当地财政部门点收无误封存后,将确认结果报财政部。各保管库有责任无偿保管经当地财政部门验收封存后的券面直到销券为止。

第三十八条 中央结算公司停止国债市场间转托管业务后,各证券交易场所应向中央结算公司确认本场所该实物国债的债权余额(确认书同时报财政部一份备案),中央结算公司核实后,将统一托管的该期实物国债在各交易场所的债权分布、持有状况及在中央结算公司直接托管的持有状况确认以书面形式报财政部,财政部在将券、帐、债权所有关系核实无误后,将还本付息款拨至中央结算公司帐户,由中央结算公司分别拨付各交易场所,并对在中央结算公司直接托管的机构办理该实物国债的还本付息手续,以保证兑付资金按时到达投资人帐户。

第三十九条 当中央结算公司到期实物国债存券总额与各地财政部门验收总额不一致时,财政部只拨付验收核实无误部分的本息;当存券中出现伪券、残破污损券面时,按有关文件规定的兑付政策执行。对于上述情况出现的还本付息差额部分,由中央结算公司负责查清,以保护投资人利益。

第四十条 各代理机构、保管库无权销毁到期已兑付的实物国债券,统一托管的到期

已兑付实物国债销毁办法另行规定。

第六章 帐务管理和业务监督

第四十一条 中央结算公司按照“先收券，后记帐”、“先记帐，后付券”的原则进行实物国债帐户管理，并保证“帐券相符、帐帐相符、帐表相符”。

第四十二条 代理机构分券种建立国债托管帐户。国债托管帐户包括债券名称、债券代码、托管人及代码、存取券日期、债券面值总额等内容。债券名称、债券代码均使用中央结算公司统一规定的名称和代码。

第四十三条 保管库分券种建立国债库存明细帐，国债库存明细帐必须包括国债名称、国债代码、国债面值总额及国债券面类别和数量等内容。

第四十四条 中央结算公司按券种建立实物国债托管帐，记载实物国债在中央结算公司托管系统的变动情况。并按券种为各交易场所设立托管帐户，用以反映市场注册数量的变动及分布情况。

第四十五条 中央结算公司的实物国债托管业务部门和稽核部门对代理机构、保管库的实物国债托管业务有监督、检查的权力。

第四十六条 中央结算公司根据需要可不定期对代理机构和保管库进行帐、券稽查，代理机构和保管库须积极配合中央结算公司的稽查工作。

第四十七条 保管库应每月对收存的实物国债进行一次自查；并将自查结果报中央结算公司备案。

第四十八条 代理机构不定期对国债托管帐进行自查，每月对保管库的实物国债进行一次抽查，并将抽查结果报中央结算公司，保管库须予以积极配合。

第四十九条 中央结算公司对实物国债托管业务的有关单据进行统一管理，代理机构、保管库在中央结算公司规定的保存期限内需要妥善保管，保存好有关单据、帐表。未经中央结算公司批准，各代理机构不得擅自销毁帐务及凭证。

第五十条 各地财政部门受财政部委托，有权对本地区的国债托管业务进行监管。

第七章 费用

第五十一条 中央结算公司为送存实物国债的客户无偿地提供托管服务。

第五十二条 客户欲将实物国债退出中央结算公司集中托管系统时，需一次性根据以下比例按提券面值总额向中央结算公司交纳提券出库手续费，由托管人在办理提券出库手续时交代理机构。其中30%归中央结算公司，30%归代理机构，40%归保管库。

一、该债券持有期在二年以内的出库费率为1‰。

二、该债券持有期超过两年的，出库费率为2‰。

第五十三条 发行期内,通过场内分销认购实物国债的投资人,在发行期结束后一个月内存领其实物国债,中央结算公司免收其提券出库手续费。一个月后提领实物国债,比照第五十二条交纳出库手续费。

第五十四条 实物国债兑付手续完成后,财政部支付的实物国债兑付手续费,中央结算公司按以下比例划付:其中的30%记入兑付到期日持有本期国债的托管人资金帐户,其余的70%由中央结算公司与代理机构、保管库三家按比例分配。

第八章 法律责任与处罚

第五十五条 代理机构、保管库与中央结算公司签订具有法律效力的国债代理协议并经公证后,方可办理代理业务。对代理和托管业务所涉及的内容,代理机构和保管库必须保证真实、完整、可靠。如因代理机构和保管库的管理问题和工作失误造成的法律纠纷和经济损失,代理机构或保管库应承担全部的民事和刑事责任。

第五十六条 客户送交托管人柜台的实物国债必须真实。客户如有欺诈行为的,托管人应拒绝受理其实物国债托管申请;情节严重的,应交当地有关部门处理并及时报告国家主管部门。

第五十七条 托管人必须对送存实物国债的真实性负责。如发现假券、少券以及假冒托管印鉴及其他欺诈行为并导致损失的,代理机构有权令其纠正错误,赔偿损失,并视情节轻重,予以警告、罚款、直至提交司法部门处理。托管人为一级自营商时,中央结算公司有权提请国家主管部门暂停或取消其国债一级自营商资格。

第五十八条 代理机构对提供的国债托管名册的真实性负责,对托管人办理托管的国债券面按时送交保管库负责。如果发生提供虚假、错误托管名册、或未按时向中央结算公司注册债权,影响客户交易权益的。发生代理机构不按规定把券交到保管库、违规挪用送存券面的,除赔偿因此造成的损失外,中央结算公司有权视情节轻重对其进行经济处罚甚至取消其代理资格,直至送交主管部门追究法律责任。

第五十九条 保管库对入库国债的完整性、安全性、真实性负责。因国债保管库挪用、损坏、失盗等原因造成库存国债损失的。国债保管库及所在银行应赔偿其经济损失,并追究直接负责人的法律责任。

第六十条 在中央结算公司直接开设的国债托管帐户,其真实性和安全性由中央结算公司负责。中央结算公司受财政部委托负有对全国国债托管业务管理和监督的职责,对在其集中托管系统内托管的实物国债向财政部负责。因中央结算公司原因造成国债损失的,中央结算公司承担其责任,并接受主管部门处理;因中央结算公司集中托管系统各职能部门原因造成国债损失的,中央结算公司负连带责任。

第六十一条 实物国债必须经中央结算公司确认后方可在交易场所注册上市。中央结算公司对私自上市注册的国债不予确认,并报国家主管部门追究有关责任。

第六十二条 有关国债托管和出入库凭证由中央结算公司统一印制，交各有关单位有偿使用。中央结算公司对其实行编号注册管理，复印件使用无效。该托管和出入库凭证只证明实物国债已办理出入库手续，不得在市场交易中作为债权证明或交收凭证，不得抵押。

第九章 附则

第六十三条 本规则实施细则，由中央结算公司另行制订，报财政部备案。

第六十四条 本规则经财政部批准后颁布实施。

第六十五条 本规则由中央结算公司负责解释。

第六十六条 本规则自八月十五日起生效。

第六篇

公 司 购 并

第一章 公司购并概述

纵观当今世界实力雄厚的大财团、大企业的成长史，无一不是通过兼并与收购等战略发展起来的，对于中小企业而言，兼并收购的运用，不仅是谋求生存的方式，也是实现资本扩张的有效途径。兼并与收购有利于资本存量的优化配置，有利于企业的优胜劣汰。随着我国国有企业改革的深入，收购兼并作为明晰产权，促进竞争的一种重要战略将会越来越多的被应用。有人预言，中国将掀起一股收购兼并的狂潮。

第一节 购并的概念

一、购并的一般解释

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

下面是有关购并的一些中英文常用名词、术语及其一般解释。

1. *Merger*

物体之间或者权利之间的融合或相互吸收，通常融合或相互吸收的一方在价值或重要性上要弱于另一方。在此种情况下，融合或相互吸收之后，较不重要的一方不再独立存在。在公司法上，指一个公司被另一个公司所吸收，后者保留其名称及独立性并获得前者的财产、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. 企业兼并

根据 1989 年 2 月 19 日国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局联合发布的《关于企业兼并的暂行办法》第 1 条：“本办法所称企业兼并，是指一个企业购买其他企业的产权，使其他企业失去法人资格或改变法人实体的一种行为，不通过购买方式实行的企业之间的合并，不属本办法规范。”

8. 产权交易

根据《海南经济特区产权交易市场管理办法》第 3 条：“本办法所称交易市场，是指产权所有人或产权受托人将其整体或部分财产在市场进行交易的行为，但股份有限公司上市股交易除外。”依 1989 年 2 月 19 日国家体改委、财政部、国家国有资产管理局发布的《关于出售国有小型企业产权的暂行办法》第 5 条：“国有小企业可以整体拍卖的形式出售产权，资产数额较大的小型工业企业，可以折股分散出售。”上述“整体交易”、“整体出售”的企业产权交易，因涉及营运中企业（*Going Concern*）的经营权易手，应列入企业兼并之列。

9. 公司合并

根据 1994 年 7 月 1 日起生效的《中华人民共和国公司法》第 184 条第 1、2、4 款的规定，公司合并可分为吸收合并和新设合并两种形式。一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散，这种情形类似于英文中的“*Merger*”。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并后各方解散，这种情形则类似于“*Consolidation*”。无论是吸收合并还是新设合并，合并各方的债权、债务，应当由合并后存续的公司或者新设的公司承担。

10. 上市公司的收购

根据国务院 1993 年 4 月 22 日发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第 4 章的规定,指任何法人通过获取上市公司发行在外的普通股而取得该上市公司控制权的行为。该暂行条例第 51 条 1 款规定,收购要约期满,收购要约人持有的普通股达到该上市公司发行在外的普通股总数的 50% 或以上的,方为收购成功。

11. 购买控股权益

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

12. 结合

指作为反托拉斯法调整对象的商人之间的联合。美国反托拉斯法 (*Antitrust Laws*) 中的克莱顿法 (*Clayton Act*, 1914) 第 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。

二、购并的定义

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

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”。

第二节 公司购并的类型

在国内外公司购并理论上，公司或企业购并依据不同的划分标准，有以下类型。

一、按购并的出资方式划分

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

1. 出资购买资产式购并

指收购公司使用现金购买目标公司全部或绝大部分资产以实现购并。以现金购买资产形式的购并，被收购公司接购买法（*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。自1993年下半年以来，我国沪、深股票交易市场已出现多起出资购买股票式的购并。通过二级市场出资购买目标公司股票是一种简便易行的购并方法，但因为受到有关证券法规信息披露原则的制约，如购进目标公司股份达一定比例，或达至该比例后持股情况再有相当变化都需履行相应的报告及公告义务，在持有目标公司股份达到相当比例时更要向目标公司股东发出公开收购要约。所有这些要求都容易被人利用，哄抬股价，而使购并成本激增。收购公司如果通过发行债券的方式筹集资产进行购并，则容易背上巨大的债务负担。

3. 以股票换取资产式购并

指收购公司向目标公司发行自己的股票以交换目标公司的大部分资产。一般情况下，收购公司同意承担目标公司的债务责任，但双方亦可以作出特殊约定，如收购公司有选择地承担目标公司的部分责任。在此类购并中，目标公司应承担两项义务，即同意解散B公司，并把所持有的收购公司股票分配给目标公司股东。这样，A公司就可以防止所发行

的大量股份集中在极少数股东手中。收购公司和目标公司之间还要就目标公司的董事及高级职员参加收购公司的管理事宜达成协议。

4. 以股票换取股票式购并

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

二、按行业相互关系划分

依行业相互关系，公司购并可分为横向购并、纵向购并及混合购并。

1. 横向购并 (Horizontal Merger)

指商业上的竞争对手间的合并，例如生产同类商品的厂商间或是在同一市场领域出售相互竞争的产品的分销售之间的购并。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。

三、按购并是否通过中介机构进行划分

按是否有中介机构介入，公司购并可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。

四、按购并是否取得目标公司的同意与合作划分

按照购并是否取得目标公司的同意与合作，可以分为友好收购和敌意收购。

1. 友好收购

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

2. 敌意收购

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

五、按收购公司收购目标公司股份是否受到法律规范强制划分

按这种标准，可以分为强制购并与自由购并。

1. 强制购并 (Mandatory Offer)

指证券法规定，当收购公司持有目标公司股份达到一定比例，可能操纵后者的董事会并进而对股东权益造成影响时，收购公司即负有对目标公司所有股东发出收购要约，以特定出价购买股东手中持有的目标公司股份的强制性义务，如香港《公司收购及合并守则》第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）。

六、按购并是否公开向目标公司全体股东提出划分

按这种标准,可以分为公开收购要约和非公开收购。

1. 公开收购要约 (Tender Offer)

指收购公司公开向目标公司股东发出要约,并承诺以某一特定价格购买一定比例或数量的目标公司股份。收购公司(自愿或非自愿地)采取此种购并方式,是企图取得或强化对目标公司的控制权,而在证券市场之外公开以特定价格收购目标公司股东握有的股票。由于公开收购要约是收购公司和目标公司股东间的直接交易,所以股东是否允诺出售股票完全取决于股东个人的判断。基于上述理由,公开收购要约的出价要高于目标公司股票的市场价格才具有吸引力,否则目标公司股东在公开市场上即可出售股票而不必卖给收购公司。尽管市场规律会在公开收购要约发出过程中发挥决定性作用,但目标公司高级管理层是否同意公开收购要约中所列条件,仍与公开收购的成败有很大关系。因为公开收购要约系针对目标公司全体股东,与后者的切身利益休戚相关,世界各国均对发出公开收购要约的条件及程序作出了详细规定,后文将介绍美国的公开收购要约的相关法律、法规。

2. 非公开收购

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

七、按是否利用目标公司本身资产来支付购并资金划分

按这个标准可以分为杠杆收购与非杠杆收购。

1. 杠杆收购 (Leveraged Buy-out)

指收购公司利用目标公司资产的经营收入,来支付兼并价金或作为此种支付的担保。换言之,收购公司不必拥有巨额资金,只需准备少量现金(用以支付收购过程中必须的律师、会计师等费用),加上以目标公司的资产及营运所得作为融资担保、还款来源所贷得的金额,即可兼并任何规模的公司。由于此种收购方式在操作原理上类似杠杆,故而得名。具体来说,杠杆收购具有如下特征:①收购公司用以收购的自有资金与收购总价金相比微不足道,前两者之间的比例通常在10%到15%之间;②绝大部分收购资金系借贷而来,贷款方可能是金融机构、信托基金、富有的个人,甚至可能是目标公司的股东(购并交易中的卖方允许买方分期给付购并资金);③用来偿付贷款的款项来自目标公司营运所生的资金,即目标公司将支付它自己的售价;④收购公司除投资非常有限的金额(自有资金)外,不承担进一步投资的义务,亦即贷出绝大部分购并资金的债权人,只能向目标公司(被收购公司)求偿,而无法向真正的借款方——收购公司求偿。实际上,贷

款方往往在被收购公司资产上设有担保,以确保优先受偿地位。杠杆收购 60 年代出现于美国,之后迅速发展,80 年代已风行于欧美。在此种收购模式大量为收购公司采用后,企业界从前不可想象一些大公司会成为收购的目标公司,如资产及营业额均在全球名列前茅的巨型企业,也不再理所当然地被排除在兼并暴风带之外。

2. 非杠杆收购

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

八、按购并双方在购并完成后的法律地位划分

按照此标准,公司购并可以分为吸收合并与新设合并。

1. 吸收合并

指两个或两个以上公司合并,其中一个公司存续,其他公司终止的情形。

2. 新设合并

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

九、按收购公司与目标公司是否同属一国企业划分

按照这种方式划分可以有跨国购并和国内购并。

十、其他特殊的公司购并形式

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

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。

第三节 公开收购要约

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

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

本节以美国为例,对证券交易法关于公开收购要约的规定作一简介。

一、公开收购要约的定义

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

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

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

但由美国法律协会(*American Law Institute*)和美国律师协会(*American Bar Association*)合作,由哈佛大学法学院教授路易斯·罗斯(*Louis Loss*)总负责起草的一份《联邦证券法》(*Federal Securities Act*)中,将公开收购要约定义为:任何一个向超过 35 名的目标公司股东作出收购股份的要约,或向超过 35 名的股东发出出售股份的要约邀请的行为。

但下列行为不属于公开收购要约：①该等行业是证券经纪商或自营商，在其证券业务范围内的一种正常的股票买卖行为；或没有实际发出要约，仅表明有意发出此类要约，或希望对方发出出售股份的要约。②符合联邦证管会在其制定的规则或规章中作出的其他各项规定。

二、联邦证券交易法对于公开收购要约的一般性规定

美国国会在 1968 年通过《威廉斯法案》(*The Williams Act*)，将 1934 年联邦证券交易法加以修改，使公开收购要约行为能够由联邦证券法规加以规范。依该法案规定，在 1934 年证券交易法第 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，任何人或任一群体，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) 项以及上述联邦证管会所制定的 *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，向联邦证管会填报各项有关表格，以公布相关的资料，并且必须向面临公开收购要约或发行人自行买回的股东们公布有关的资讯。由于这些规定的目的，是使股东们可以从所公布的资料中获取足够的资讯，以作出合理的投资决定，因此如何确保所公布的资料内容正确，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当行为，联邦证管会依据 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，或在有人取得起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) 项以及联邦证管会依本项规定所制定的规则 14F-1 (*Rule 14F—1 of the 1934 Act*) 规定，如果目标公司 (或发行人) 过半数董事，因为上述原因而发行变动时，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。

我国在证券法规中也规定了“强制公开收购”制度，即规定当收购公司持有目标公司股份达到一定比例，可能操纵后者的董事会并进而对股东权益造成影响时，收购公司即负有对目标公司所有股东发出收购要约，以特定出价购买股东手中持有的目标公司股份的强制性义务。我国《股票发行与交易管理暂行条例》中规定强制公开收购的触发点为 30%，当然，收购公司持有上市目标公司股份达到上述比例之前，也可以自由发动公开收购，只是必须履行行政法规关于报告、公告的程序规定（《股票发行与交易管理暂行条例》第 47、49、50、51、52、条）。如果收购公司为公开发行股票公司的，还需满足法规对上述报告及公告的内容要求（《公开发行股票公司信息披露实施细则（试行）》第 17、18 及 19 条）。

第二章 公司购并的操作程序

第一节 公司购并一般操作程序

一、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，依公司法设立的各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。

二、购并合同

兼并或收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。

第二节 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。

一、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。

二、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，以便把泄漏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。

三、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。

四、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。

五、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。

六、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。

一个报价者如果得到被购买公司董事会的支持则成功机会就会增大。因此在提供任何形式的出价之前就会有非正式的秘密的讨论。在这种讨论中出价者将会描绘其未来的打

算,其中包括出价者对现有董事会人员及高级管理人员的打算。如果董事会成员在公司被收购后能继续留在有吸引力的高级位置上,并有更好的发展机会,他们就会积极支持和欢迎公司被收购。

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。

七、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。

八、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。

九、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。

十、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,禁止他本身特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。

十一、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。

十二、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。

十三、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。

十四、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。

十五、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点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。

十六、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。

十七、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。

十八、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。

十九、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。

二十、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。

二十一、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，而且在一规定日期肯定终止。

二十二、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。

二十三、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。

二十四、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。

二十五、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。

二十六、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。

二十七、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。

二十八、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。

二十九、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。

第三节 非上市公司购并程序

一、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。

二、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。

三、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。

四、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委员会(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。

五、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。

六、收购决议

七、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。

八、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。

九、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。

十、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。

十一、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。

十二、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,股权转让的凭证要存放好,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。

十三、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。

第四节 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。

一、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,购买目标公司股票的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。

二、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。

三、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。

第五节 选用收购途径时应考虑的重要因素

一、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,他们就必须在同一年付税。买方公司在购买目标公司股票的基础是买方公司的收购价值,同时目标公司财产的基准不变。

二、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。

三、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。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。

四、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。

第六节 公司购并案例精选

一、宝安举牌延中

在沪市较长的低迷市道中,延中走势异军突起,逆市而行,搅得股市沸沸扬扬,惹得人们几多欢喜几多愁。

7月26日,沪市综合指数报收787点,延中价位8.33元。9月14日,沪市综合指数报收876点,延中价位9.18元,在近一个半月,长达32个交易日中,延中价位与沪市的走势基本一致,一直在这价位区间徘徊。

9月30日,沪市综合指数报收890点。从9月14日至9月30日,这期间沪市综合指数最高915点,最低865点。指数涨落50点。而延中股价居然一反大盘盘整的弱态,由8.8元一路攀升,到9月30日上午11点15分交易所令延中停牌止,延中价位已升至12.49元,涨幅达36%之多,而上证指数涨幅仅1.6%。

9月30日中午,宝安集团上海公司发出公告,称其所持延中股分已超过5%。

30日下午,延中复牌后,股价一路飚升,直至19.99元,市场大哗。延中当日报收15.68元。日成交量966万股。以收盘价算日升幅30%,以当日最高价算,升幅达65%。

国庆节休市。10月4日(周一),沪市一开盘即以896点跳空13点高升高走,上升至90点后受打压有所下跌。午休时,宝安集团上海分公司发出公告,声称已持有延中股票479万股,占延中总股本的16%。这一消息重又引起市场震荡。当日延中开盘16.72元,跳空1.04元高开,摸高17.10元,降低16.06元,以16.56元报收。市场似乎对收购概念股有所理解,在延中带动下,海鸟、国嘉等股也交投活跃,尤其是海鸟价涨量增,日涨幅高达20%。深市宝安也因收购、控股延中的影响在股民中重塑起自己的形象,为

大众看好，开盘后即稳步上升。

10月5日至6日(周二、三)，沪市因传延中公司将开新闻发布会而导致市场表现谨慎，虽偶有震荡但交投不旺。6日下午，宝安上海公司又发出公告，称截至10月6日上午11:30，该公司拥有延中股票又增加了2%。宝安上海公司总经理何彬明确表示，宝安继续购进延中股票是为了巩固其大股东的地位。

同日延中召开新闻发布会，延中董事长认为，宝安集团上海公司9月30日购买延中股票“有违规之处”。他还指出：宝安此次购股有联手操作可能。延中公司将不排除通过法律诉讼程序来维护自身利益。他还透露，延中公司已聘请香港宝源投资有限公司有关专家作为公司的反收购顾问。

6日下午，随着这些消息的披露，沪市再起战火。延中瞬间即突破16元价位，一路上升，最终以21.98元价位报收。日成交量为1117万股，日涨幅34%。创量增价涨之最。在延中的带动下，小飞、海鸟、兴业等概念股也不甘落后，纷纷上扬，而大盘走向却并不乐观。

10月7日(周四)是上海股市发展史上最令人难忘的一天。市场表现真是令人眼花缭乱，应接不暇。这天，广大股民包括机构操盘手才真正体验到什么叫做市场的“想象力”。全日交易整个市场均充斥着“延中风”。延中开盘价位22元，之后便如狂飚骤起。显示屏上，一屏换过去，已涨2元，又换一屏，又涨2元，成交量也逐渐放大。最高达到42元，然后在30至42元间反复震荡。最后以35元价位报收。日成交量4100多万股，市值十几亿。

当日，兴业、海鸟、小飞等收购概念股也涨幅巨大，而沪市指标股却不涨反跌。

市场人士谈论话题，都离不开“延中”。无论赢家输家，都后悔不迭。当日出货者，后悔自己想象力不够，“捡了芝麻，丢了西瓜”，“送君送到大路旁”。当日建仓高位被套者，或“想象”明天将会有更高的飚升行情，有更富想象力者来接招，或反悔自己“想象力”太丰富。

“延中效应”下，延中及其概念股大幅上升与大盘的步步走低使市场炒作人士惊喜之余又心生疑窦。延中与宝安的唇枪舌战结果将会如何？天量与天价之下的延中股票最终将由谁来承接？会不会象香港股市当年包玉刚与怡和洋行的收购“九龙仓”大战一样，由他们之间任何一方接招，让中小股民皆大欢喜？

10月8日(周五)，如果说上日市场表现令众人愕然的话，这天的走势则大多在意料之中。在延中及其概念股的抛压下，沪市指数以897点开后便一路下泻。后半市一开盘，延中等股大量抛单劈头而下，市场内外却一片沉寂。显示屏上，延中价位令人瞩目。29元、27元、25元、23元，众人被这种旋风式的下泻场面震慑而不知所措。突然有人大叫一声：“抢反弹，快！”人流又涌向交易台。在这种混乱而又意向明确的氛围下，延中尾市上翘，报收24元，而沪市指数也以全周最低点874点走完一周走势。

10月11日(周一)延中股价一直在22元至28元之间震荡。成交量1800多万股。

10月12日(周二)宝安集团董事局主席曾汉雄对记者说：“我们不是收购，是投资。”此言一出，延中价位告跌，以21.95元报收。

10月13日(周三)延中价位以近期低点15.61报收。以后一直在这一价位小幅波动。

热闹了两周的“宝延”收购大战终于拉下帷幕。

中国股市第一场购并之战, 各界各方人士是怎样看的呢。

中国证券监督管理委员会首席律师高西庆教授在接受记者就“宝延事件”访问时说: “我们跳开这件事有关利益各方和事件的过程来看, 这件事的发生是令人振奋和快慰的”。

“现行有关法规不健全, 不完善和缺乏可操作性。《股票发行与交易管理暂行条例》没有包括进细化的、界定清晰的完全具有可操作性的内容。现行的股票市场和其运行方式给宝延事件的发生提供了可能。宝延事件可说是对中国证券法规的发展作出了历史性的贡献。对这一事发生的全过程调查如果表明有不规范或不合法的人、事, 我们一定秉公依法处理。但无论这种不规范不合法有多么严重, 都不能掩盖这件事本身的重要意义。”

“控股延中, 以便开展华东业务, 增加企业知名度让上海乃至中国和世界都了解宝安。”宝安集团董事局主席在接受记者采访时说: “早在去年底宝安就开始策划, 今年年初获得董事会的批准, 经过长时间的准备, 9月初开始正式实施。”

宝安之所以选中延中, 一是延中股本结构比较理想, 没有国有股, 法人股仅占9%, 公众股占91%, 这为通过二级市场进行控股或收购提供了前提条件。二是延中股本较小, 仅3000多万, 按宝安实力, 收购或控股不存在资金上的问题。三是延中的公司章程中没有任何反收购条款。四是延中在经营性质范围方面与宝安同属综合性企业, 控股之后对改善延中管理, 拓展宝安上海公司的业务有很大好处。

他还说, 控股后, 宝安有资金和人才, 作为最大的股东, 我们将改变其机制, 帮助延中拓展壮大其业务。

证券业内一家颇有影响的刊物, 为“宝延事件”发表了评论员文章。文章称, 不管宝安的此次控股行动是否有不规范乃至“违法”之处, 也不管“宝延事件”的最后结果如何, 但有一点必须充分肯定: 宝安集团决策者敢为天下先, 以其胆识和魄力, 精巧地利用了尚不完善的股票市场机制, 首次通过二级市场实现了较大规模的股权转让。此举对深化企业产权制度的改革和全面强化市场法规建设具有重要的催化作用。它对中国证券市场走向成熟功不可没。

证券业内一颇有名望的股评人士指出, 10月4日, 宝安集团上海公司经理在接受记者采访时表明意欲收购延中, 并称此次若不成功, 以后将会再找机会, 显示了宝安“收购”延中的决心, 导致了延中飚升至42元的天价。10月12日, 宝安集团董事局主席曾汉雄对记者又说: “我们不是收购, 是投资。”又导致延中暴跌至15元。先说是收购, 且态度坚决, 后又说是投资并无意收购, 导致市道暴涨暴跌, 为数众多的中小投资者站在高高的天价上, “高处不胜寒”, 他们的利益无法得到保护。这未体现市场的“三公”原则。

二、恒通公司收购棱光公司

1. 本案例发生时间

1994年4月28日签定协议, 4月29日公告。

2. 本案例有关各方

转让方	上海建筑材料(集团)总公司 法定代表人 姜在渭 地址 上海市北京西路240号
受让方	珠海经济特区恒通实业股份有限公司 法定代表人 杨博 地址 广东省珠海市拱北中建商业大厦10层
标的公司	上海棱光实业股份有限公司 法定代表人 吴永强 地址 上海市龙吴路4200号
转让方财务顾问	上海万国证券公司 地址 上海市瑞金一路98号
法律顾问	上海市浦东涉外律师事务所 地址 上海市浦东即墨路95号
受让方财务顾问	中国国际信托投资公司 地址 北京市京城大厦3层
法律顾问	北京海问律师事务所 地址 北京市京城大厦2307室

3. 本案例各方基本情况

(1) 上海棱光实业股份有限公司(以下简称棱光公司)。

棱光公司的前身是上海石英玻璃厂,建于1958年,是全国最大的半导体用硅多晶和石英玻璃制品的制售企业。1992年5月9日获准改制为上海棱光实业股份有限公司,该公司股票于1992年6月发行,1993年2月9日该公司个人股在上海证券交易所挂牌上市,上市第1天的开盘价为12.4元,上市以来的最高价曾达到18.79元,最低价为7.85元,收购前近一周的二级市场平均价格为13.04元。棱光公司成立以来,取得了较好的经营业绩,据该公司的1993年度会计报表和1993年年度报告摘要显示,该公司1993年12月31日的总资产为11910万元,净资产为5882万元,1993年度实现利润总额为808.99万元。

截止于1993年12月31日的该公司总股份为3379.9万元,其中,国家股1879.9万股,占总股份的55.6%,法人股400万股,占总股份的11.8%,个人股1100万股,占总股份的32.6%。

近年来,棱光公司除主营硅多晶、碳单晶、石英玻璃的制售外,在工业气体、出租车业、建筑工程安装、汽车运输等行业的业务亦有拓展。

(2) 上海建筑材料(集团)总公司(以下简称建材集团)。

建材集团是由原上海建材工业局下属企业以资产为纽带组建成立的全民所有制控股公司。于1994年1月在沪成立。该公司作为建材集团下属企业的国有资产产权主体,拥用上海耀华玻璃厂、上海水泥厂、上海新建机器厂、上海建筑防水材料公司等50家全资子公司,并向上海耀华皮尔金顿玻璃股份有限公司、棱光公司等三十余家股份制企业和三资

企业投资参股、控股,现有总资产 22 亿,1993 年的营业收入达 40 亿元。

建材集团原持有棱光公司国家股 1879.9 万股,经本次股权转让后,其拥有的棱光公司股份将减少至 679.9 万股。

(3) 珠海经济特区恒通置业股份有限公司(以下简称恒通公司)。

恒通公司是 1991 年 8 月按定向募股方式设立的一家股份制企业。该公司成立时的股份总额为 1800 万股。该公司注册于珠海经济特区,其法人股在 STAQ 系统挂牌交易。该公司主要从事房地产、航运等业务,近年来在电讯业、高科技工业、商贸业、文化旅游业等方面的业务也有拓展。据该公司公布的 1993 年年度报告(摘要)显示,恒通公司截止于 1993 年底的总资产达 120089 万元,净资产 68304 万元。1993 年实现营业收入 48025 万元,实现利润总额 10172 万元,税后利润 9887 万元。

经过历次增资扩股,恒通公司截止于 1993 年 12 月 31 日的总股份为 16233 万股,其中,法人股 13497 万股,占总股份的 83.15%,个人股 2736 万股,占 16.85%,本次股权转让后,恒通公司将持有棱光公司 1200 万股法人股,占棱光公司总股本的 35.5%,成为棱光公司的第一大股东。

4. 本案例多方的基本动因

(1) 关于建材集团。

对建材集团而言,其成立之初就被列为市府首批国有资产授权经营试点单位,负有对其下属控股和参股投资企业的国有资产经营管理的职能,同时,作为一个行业性的投资公司,又面临着产业结构和产品结构调整的任务。据分析,盘活国有资产存量,置换资金投资于公司战略方向和重点开发项目是建材集团实施本次股权转让的直接动因,这与建材集团的经营战略思想是吻合的。

(2) 关于恒通公司。

对恒通集团而言,此次股权转让的成功,将使其持有棱光公司的股份达 35.5%,从而恒通公司将现实地成为棱光公司的第一大股东,根据恒通公司已公布的 1993 年年度报告(摘要),恒通公司实施这次股权转让至少有三个方面的动因。

①调整自己的产业结构和产品结构,逐步加重工业实业投资的比重。

②参与上海经济的发展,实现业务地区分布的调整,介入上市公司的操作和经营管理,不排除借壳上市的倾向。

③增强新产品和新项目的开发能力和生产能力,拓展高科技产品市场。

5. 转让的过程及基本情况

(1) 根据棱光公司国家股持股单位——建材集团与恒通公司 1994 年 4 月 28 日签署的股权转让协议,建材集团持有棱光公司 1879.9 万股国家股中的 1200 万股,协议有偿转让给恒通公司,协议转让价格为每股 4.30 元。

(2) 在完成上述转让后,建材集团持有棱光公司国家股 679.9 万股,占棱光公司总股本的 20.1%,恒通公司所受让的国家股转换为法人股,从而使棱光公司的法人股由目前的 400 万股调整为 1600 万股,法人股占总股本的比重相应调整为 47.3%,其中恒通公司持有的法人股占总股本的比重为 35.5%。

表 6.2.1 股份结构变动

	转让前		转让后	
总股份	3379.9 万股	100%	3379.9 万股	100%
国家股	1879.9 万股	55.6%	679.9 万股	20.1%
法人股	400 万股	11.8%	1600 万股	47.3%
社会个人股	1100 万股	32.6%	1100 万股	32.6%

(3) 此次股权转让已经上海市证券管理办公室〔沪证办(1994)047号〕文核准。

(4) 恒通公司通过此次转让拥有的棱光公司发行在外的股份已超过30%，根据《股票发行与交易管理暂行条例》应当向棱光公司的全体股东发出收购要约，但鉴于此次转让的股份为棱光公司发行在外的股份中的不可流通部分，恒通公司已向中国证监会提出书面申请，要求减免其全面收购义务，此项申请已获中国证监会的批准。

(5) 截至本次股权转让协议签订之日，恒通公司并未直接或间接购入棱光公司已上市流通或未上市流通的其它股份。

(6) 恒通公司在转让公告中披露，在控股棱光公司后的1994年发展计划中，将把恒通公司下属全资子公司—电能仪表公司50%以上股份转让给棱光公司。

6. 关于股权转让方式与转让价格

(1) 转让方式。

可以认为，本次国有股股权定向转让方式在国内尚属首次，它至少有以下特点：

①转让的有偿性。标志着从根本上改变了传统计划经济体制国有资产无偿调拨的方式。

②对象的特定性。此次转让的股份是上市公司发行在外股份中的不可流通部分。

③形式的市场性。虽非通过二级市场标购，但恒通公司与建材集团是按市场原则以协议方式达成转让。

④主体的差异性。被转让的标的股份原持有者是国有资产产权主体，经过转让后，该股份已转为法人单位持有。

⑤操作程序的规范性。协议双方均各自聘请了财务顾问，律师顾问等中介机构，并按较严格的申请程序完成转让行为。

(2) 转让价格。

据双方的联合公告，本次转让的协议价格为每股4.30元，据测算，棱光公司1993年底的每股净资产（每股权益）是1.74元，转让价格明显高于每股净资产，是每股净资产的2.74倍。如果以1993年已实现的每股税后利润为基础测算，其市盈率已达21倍，而且此次转让的股份是非流通的部分，因而此转让价格似乎偏高。应该注意到，转让双方在订价过程中，除了考虑上述的因素以外，还考虑了市场因素、无形资产因素以及棱光公司业绩的增长等因素，而棱光公司在股份制的改造过程中，土地价值并未折股进入股本，这是一笔价值可观的资产，基于上述各种因素综合分析，可以认为此一转让价格是最适宜

的。

7. 事后棱光公司的股东变动及董事会变更

1994年4月30日棱光公司召开股东大会。会议通过了公司1993年度送配股方案。公司1993年度税后盈余687.64万元,可用于分配的利润为481.35万元,加上1992年末未分配利润68.83万元,合计可分配利润为550.18万元。会议决定向全体股东每10股送2股,资金来源为未分配利润和资本公积金。在送股的基础上向全体股东配股,配股比例每10股配3股。如送配资金全部到位,棱光公司总股份将变更为5272.644万股,其中国家股,占总股份的20.1%,法人股占总股份的47.3%,社会个人股占总股份的32.6%,配股价授权董事会与有关部门协商决定。

会议修改了公司章程。其中经营范围改为制造、经营石英玻璃、半导体材料、电子仪表、工业气体,兼营其它投资业务。

改组公司的董事会是本次股东大会的重要内容。公司原董事会由11人组成,在新董事会成员中原班人马仅剩4名。原董事长兼总经理吴永强和副董事长兼副总经理朱荣宝及原副总经理、董事孟关顺皆榜上无名。据悉,不再担任董事是吴永强先生本人的意愿。

经选举,恒通公司董事长兼总裁杨博任棱光公司董事长,上海建材集团副总经理徐尧湘任副董事长,恒通公司常务董事、副总裁张少杰任执行董事,在9名董事中,来自恒通公司的人士占4席,原棱光公司的人员占3席,上海万国证券公司占1席,上海建材集团拥有1席,大会对监事会也进行了改选。

4月30日棱光公司股东大会召开以后,公司新老董事会成员在5月6日联袂赴恒通公司总部所在地珠海召开会议。董事会选举恒通公司副总裁张少杰任总经理,棱光公司原副董事长兼副总经理朱荣莹及原副总经理孟关顺皆留任副总经理;原总经理助理汤健也担任副总经理,公司的原总会计师、总工程师皆继续留任。此外公司新增一位总经济师赵曙东。赴任前赵先生是南京大学教师,曾赴美学习。

8. 几位当事人的看法

(1) 棱光公司原董事长兼总经理吴永强。

棱光公司主管电子材料,如多晶硅等,从长期看,这属朝阳产业,但目前由于种种原因我们的产业政策对此还未顺应,致使主营发展受到较大制约,而由于棱光公司股本小,溢价低,资金实力不强,主营结构调整有相当困难,公司要取得新的发展,出路只有参与资本市场,通过套换部分国有股,盘活存量,但前提是国有资产的保值乃至增值。当然,其中也有不少观念上的争论,如认为国有股转让就是国有资产的流失,对此我们董事会思想比较解放,大家认为,为了提高上市公司素质,参与资本市场的运作是主要途径之一,以后这可能成为一种趋势。现在我们率先探索,无论成功与否,将为后人留下一笔财富。

在比较一级市场协议转让模式和以“宝延”为代表的二级市场收购模式的利弊时,吴永强认为,从各方面看,还是“恒棱”模式更有利些。因为,第一,协议转让不易形成双方对立,更易鉴别对方是否善意、规范及有没有实力;第二,进行二级市场收购操作,要想拥有较多股权,必然形成成本过高,如被收购方要反收购,则会造成双方都伤元气,“恒棱”模式有利今后双方合作,对公司发展也更有利。

(2) 恒通公司总裁杨博、副总裁张少杰。

①恒通公司创造了国有股转让的新形式。杨博认为，国有股在现在的上市公司中，特别是在并不关系国计民生的企业中占的比重过大，并不是一件好事，表面上政府能够比较有效地控制这个企业，但是反过来，它分散了政府的精力，不能集中有限的财力发展对中国长期发展具有重要意义的产业，同时又限制了这个企业的活力和发展。恒通公司此举是一个创造。

张少杰指出，国家股不配股、不扩股、不上市，这永远不能说是一个正常现象，必须把国有资产经营理解为政府在进行的一种金融性的投资，应该靠资本的调整、转换来谋求国有资产的增值，谋求国有资产的发展，谋求国家保持总体上的平衡和在国民经济中的影响。如果国有股仍旧象过去那样卡在那里动都不能动，而且国家又没有能力在配股时跟进，这就根本没有达到股份制改造的目的。

张少杰提出，解决国家股问题，比较好的办法就是采取协议转让的方式。或者转成B股，或者转成法人股，然后再逐步消化。这样可以减少对市场的冲击，对股市的健康发展是有好处的。对这一点，国家国资局、证监会，特别是上海市政府都表示了对恒通公司此举的全力支持。

②这是中国第一起买壳上市的实例。这次行动使旁观者很容易联想到“买壳上市”，可以说是中国第一起买壳上市的实例。对此张少杰毫不讳言，这可以说是买壳上市，至少有这方面的意思。但我们也不完全把它当成一个壳，严格来讲，这叫“半买壳上市”，因为买壳一般把原有产业都处理干净，就留一个壳和现金，再把新业务注入。而我们则要保留棱光公司的原有产业，并希望把新注入的和原有的两个业务结合起来。当然，这也为我们的电能仪表公司寻求到一个独立的融资渠道，让它得到一个壳，自主自立地去发展。从长远来讲，我们是准备把恒通公司的电子仪表产品都转到棱光公司来做。这对我们大家都有好处。

③转让为控股，收购不标购。由于恒通公司通过此次行动拥有了棱光35.5%的股权，按法规应发出收购要约，但恒通公司已得到国家证监会的批准豁免其标购义务。那么恒通公司是基于什么理由提出申请，证监会又是在什么条件下批准其豁免的呢？张少杰说，我们提出申请的四条理由：第一，恒通公司是国有企业持股为主的股份公司。我们的股东中，国有企业股份占60%，董事会成员基本上是国有企业的代表。恒通公司不是国有企业，但确实是一个公有制成份占主导地位的企业；第二，我们准备长期持有棱光公司股票，我们对上海方面有承诺，三年内不转让此次受让的股份，证监会认为，由于这个承诺，恒通公司实际上已承担了发起人股的责任；第三，恒通公司及相关企业到现在为止，在二级市场上没有一股棱光公司股票，我们没有任何在二级市场兴风作浪的意图；第四，毕竟国家股不是可流通股，上海股市也处于低迷时期，我们不希望因为标购冲击二级市场。

据了解，证监会也提出了相当严格的豁免条件：恒通公司以及关联企业，包括恒通参股占20%以上的企业，如果其中任何一家在二级市场上买棱光公司股票，恒通公司必须按要约标购。对此我们向证监会表示，恒通公司也作好了在必要时进行要约收购的思想准

备。

④两个交易两本帐。在转让公告中提出的 1994 年发展计划,恒通公司将把下属全资子公司电能仪表公司 50% 以上股份转让给棱光公司,对于此举的含义,张少杰解释说,我们这个电表是达到 ISO9000 标准的产品,它的销售价比国外同类产品的成本还便宜。现在已经决定把海外销售交给棱光公司做。所以考虑把电能仪表公司 50% 以上的股权转让给棱光公司,实际是给了棱光公司一个下蛋的鸡。至于转让的出价,张少杰说,恒通公司买棱光公司的股份是恒通公司和建材集团的交易,使得恒通公司能够成为棱光公司的主要股东。而转让电能仪表公司的股权按国际惯例应当由棱光公司出钱,这是两回事。今年棱光公司的配股收入一个主要用途就是用来购买电能仪表公司的股权。对此徐匡迪副市长称之为“注入”,我们认为非常恰当,具体来讲,我们准备请一个国外的会计师事务所对转让价格做估价,这并不要求评估资产。

9. 对此次股权转让事件的总体评价

(1) 创造了国有资产流通新模式。

开办股票市场对于国家来说,一个很重要的功能是让大量僵化的国有资产流通起来,从而达到资源优化配置的目的。由于我们二级市场的高度投机和高度脆弱,使得国有资产的流通日期一推再推。现在棱光公司国有股转让可说是为此开辟了一条新路。

棱光公司国家股原有 1879.9 万股,占总股本的 55.6%,棱光公司主导产品的下游市场萎缩,效益下降,受影响最大的是占一半以上股份的国家股。这次以每股 4.30 元的价格转让 1200 万股,高于净资产(1.74 元)2.47 倍。一举盘活 5160 万元的国有资产,实现了国有资产的保值增值,给企业注入了活力,走活了一盘棋。无疑,这是对国家股的福音,是国家股转让的新模式。以收购国家股的方式收购公司,这样同时解决几个问题:法律问题,不必 5% 公告,2% 再公告,一次性达到控股。这里面有个颇为有趣的问题,恒通公司持股数已超过要约收购的持股的 30%,就得到了中国证监会的豁免。表面看不太好,我们的法律似乎可以随时更改,但实质非常意义。因为我国收购方面的法律多是照搬国外的,在我国是否全部适用,很难讲。比如同一公司股票分属几种,国家股、法人股、个人股,个人股又分 A、B、H 三种。这在海外是没有先例的。针对中国特色,灵活执行法律是必要的,一切都在实验,根据我国实际情况随时修改是完善法规,使之适用我国的必由之路,一个小小的豁免,就推动了中国第一例非常漂亮、完善的收购。

(2) 走出上市公司产业结构调整新路子。

棱光公司改制以来,尽管取得了较好的经济效益,然而其主导产品硅多晶及石英玻璃制品均属高科技产品,受整个行业不景气的影响,主营业为利润甚微,经营艰难,要走出困境,要调整产业结构,靠自身力量很难,恒通公司在这当口,愿出资买下棱光公司 35.5% 的股权,成为棱光公司最大股东,帮助棱光公司寻求新的发展,这种善意的收购,对棱光公司来说,称得上雪中送炭。

棱光公司 1993 年 2 月 9 日上市,总股本只有 3379.9 万股,发行价为 2.20 元一股,上市以后的最高价为 18.80 元,最低价为 7.85 元,1994 年 4 月 28 日收于 13.00 元,棱光公司原有 55.6% 的国家股,11.8% 的法人股,32.6% 的个人股。1993 年税后利润 687.64

万元,每股收益 0.20 元,每股权益 1.74 元。经恒通公司参与后,在 1994 年总股份扩大 54% 达到 5200 万股。恒通引进的主导产品电子式电能表的产销市场打开后,预计 1994 年的税后利润将达 1560 万元,是 1993 年的 2.27 倍,每股收益达到 0.30 元,比 1993 年增长 50%,与总股份扩大速度持平。

很显然,通过股权转让,引进有实力的大股东,是上市公司进行效益扩张的有效途径之一。

(3) 开辟收购、控股新途径。

在棱光公司之前发生的三起收购、控股的案例,均发生在流通市场,耗资均在亿元以上,所控股权比例均不高,最高的宝安控延中也不过 19%。

这次恒通公司收购棱光公司,每股只花 4.80 元,只是二级市场 12 元的 33%,若恒通公司要在二级市场完成 35.5% 的控股比例,即使违规超打,至少也要约 2 亿元资金,现在只花了 1/4 的资金,舍去了二级市场的风险,一举成为棱光公司的第一大股东,真是一条购、控股新捷径。

恒通公司的收益远非如此。将其生产主导产品的全资子公司电能仪表公司 50% 以上的股份一举转让给棱光公司,既给棱光公司引进了主导产品,又进一步降低了控股成本,更主要的是为其高技术拳头产品日后占领上海市场奠定坚实的基础。恒通公司善意收购棱光公司,无异于为其日后产品上市做了一个极有效益的大广告。

大陆公司买香港上市公司壳子的市值已达 300 多亿港元,由于都是在二级市场上完成,成本相对较高,恒通公司开了在沪市一级市场低价协议收购上市公司壳子的先例,毫无疑问将引起其它大公司的注意,可以预期,“买壳”热潮将掀起。

(4) 稳定市场的新尝试。

棱光公司股权转让对二级市场的稳定作用至少体现在以下几个方面:

①由于我国现有收购控股的法规还不够完善,一旦二级市场发生类似事件,会引起股价的大幅波动,已发生的延中、申华、小飞三例就说明了这一点,沪市在相当长一段时间内需要稳定。这次棱光公司股权转让,二级市场棱光股价的波动没有超出正常范围,因此在稳定二级市场的基础上转让股权对沪股十分有利。

②在沪上市的一百多家上市公司中,类似棱光公司这样需要调整产业结构的不在少数,若找不到好的路子,公司股本扩张,效益不能同步增长,公司不能步入效益成长的良性循环,将会对二级市场股价产生地震式的动摇,从这一意义上说,棱光公司的股权转让为沪市上市公司产业结构调整走出了新路子,对稳定二级市场功不可没。

③股市是所大学校,棱光公司股权转让为投资者、上市公司经营者和证券市场管理者知识结构带来新成份:怎么辨别类似的公司?为什么大公司要买上市公司的“壳”?什么叫上市公司股本扩张与效益递进匹配的良性循环?怎么辨别匹配出现背离的信号?如何选择有投资价值的上市公司?等等。

10. 收购一年后的现状

1993 年棱光公司主营业务收入达 1941.28 万元,利润总额 808.99 万元,税后利润总额 687.54 万元,每股税后利润 0.20 元;1994 年计划实现利润总额 994.09 万元,税后利

润 844.98 万元,每股税后利润 0.25 元。

1994 年棱光公司实际主营业务收入为 2778.59 万元,完成年度计划 119.19%,利润总额 1480.45 万元,完成年度计划 100.23%;实现税后利润 1258.56 万元,每股税后利润 0.23 元。

1995 年 3 月,据棱光公司公告,董事长杨博不再兼任棱光公司董事长,改由总经理张少杰担任;同时聘任常务副总经理吴永强为棱光公司的总经理。

三、山东渤海集团股份有限公司兼并济南火柴厂

经济南市人民政府“济政办发(1993)82 号”文批准,山东渤海集团股份有限公司(以下简称渤海公司)于 1994 年 1 月 6 日正式兼并济南火柴厂(以下简称火柴厂)。情况如下:

1. 被兼并企业简介

济南火柴厂始建于 1913 年。主要生产各种火柴、刨花板和火柴机械。火柴年生产能力 150 万件,是我国生产规模最大的火柴生产企业。产品远销十几个国家和地区,所使用的“双喜”商标在国内外具有较高的知名度。该厂有职工 3400 人(含离、退休职工 1186 人),其中专业技术人员 287 人,并有下属 2 个分厂、8 个生产车间,总占地面积 136 亩(其中三宗土地计 60 亩处于市中心黄金地段)。

建国以来,该厂曾为国家作出过重大贡献,累计创利税 1.5 亿元,出口创汇 4000 万美元,连续多年被评为济南轻工行业利税大户。

近几年来,火柴厂生产经营形势急转直下,主要原因是:

(1) 企业经营管理机制落后,领导班子缺乏改革创新的胆略和气魄。

(2) 脱离国情,盲目改制产品规格,不适应市场的需求,产品大量积压。

(3) 随意改变资金用途和投向,占用大量流动资金用于基建,致使企业生产资金周转不灵。

以上因素导致企业效益严重滑坡,连续 4 年亏损,于 1993 年 3 月全面停产。

在这种情况下,火柴厂靠自身力量已无法摆脱困境,迫切需要优势企业来帮助其转换经营机制,建立现代企业制度。

2. 兼并过程

建于 1984 年 11 月 1 日的山东渤海集团股份有限公司是我国较早实行股份制改革的企业,其经营方式灵活,经营范围涉及能源、工业、新闻出版、商业等行业。经过多年的成功经营,目前公司资金雄厚,发展后劲足,前景广阔,优势效应明显。

借鉴国内外一些成功企业的经验,渤海公司认为要使自身进一步发展壮大,必须致力于拓展业务领域,走规模经营的道路。

渤海公司为其自身发展、扩展壮大的需要,同时又本着为国分忧的宗旨,经过充分细致的调查、论证,认为兼并火柴厂很有必要,意义重大。不仅能以先进的经营管理机制消除火柴厂原有的种种弊端,使其起死回生;而且能创出一条股份制改造国营企业的新路子。另外,火柴厂地处市中心黄金地段,土地的潜在价值可观,对其进行合理、充分地开

发,将为渤海公司创造更为丰厚的利润,取得巨大的经济效益和社会效益,这既维护了国家的利益,也完全符合广大股东的意愿。

1993年7月3日,渤海公司在济南市珍珠泉礼堂召开第八次股东会,出席会议的股东代表276人,持有公司股份3500万股,占公司股份总额的69.9%。会议一致通过决议:由渤海公司兼并火柴厂。

1993年10月30日,大连中华会计师事务所在对火柴厂1993年8月31日前的资产进行评估的基础上,出具了资产评估报告书“大中会评字[1993]64号”。

1993年11月8日,济南市国有资产管理局以“济资评认(1993)68号”对上述评估结果发出确认通知书,确认济南火柴厂的全部净资产2898.86万元。

1993年11月23日,渤海公司与火柴厂签署了兼并合同,济南市公证处对此亦进行了公证。

1993年12月29日济南市人民政府以“济政办发(1993)82号”文批准渤海公司兼并火柴厂。主要条款为:

(1)根据大连中华会计师事务所对济南火柴厂资产评估结果和市国有资产管理局对资产评估结果的确认意见,同意将济南火柴厂现有净资产2898.86万元折为1000万股以市国有资产管理局法人股形式参入渤海公司。

(2)按照国务院和人民银行等部门的有关规定,济南市人民政府同意对原火柴厂的全部银行贷款给予2年挂帐停息、3年减半收息的照顾;同时,对火柴厂欠交的财政借款及承包上缴利润给予缓、免照顾。

(3)经市国资局批准,在一定时间内,国有法人股股利可以留一部分给渤海公司低息有偿使用。

(4)原济南火柴厂的全部场地、厂房、设备、设施由渤海公司规划使用,并指出,对渤海公司调整布局、优化结构需要进行的生产线搬迁、电力增容等工作,各有关部门应给予大力支持、照顾。

1993年12月31日,济南市国有资产管理局以“国资便(1993)40号”文同意,将济南火柴厂评估后净资产折为1000万股以市国有资产管理局法人股形式参入渤海公司,与公司其他股份享受同等权利,承担同等义务。

1994年1月5日,济南火柴厂在济南市工商行政管理局办理了变更登记手续,领取了16314634—6号营业执照,企业名称改为济南火柴公司,法定代表人王蓬,注册资金1010万元。

3. 被兼并企业财务状况

大连中华会计师事务所对济南火柴厂和下属独立核算的济南火柴机械厂、济南火柴厂刨花板分厂、东湖经销处、济南火柴厂劳动服务公司等单位截止1993年8月31日的全部固定资产、流动资产和长期投资进行了评估,并对其债权债务进行了核实。

其资产评估结果:评估后总资产为7654.11万元,比评估前4331.85万元,增值3322.27万元,增值率为76.69%;评估后净资产为2898.86万元,比评估前—28.54万元,增值2927.40万元。

表 6.2.2 资产负债表(汇总)

单位:人民币元

资 产		负债及所有者权益	
流动资产:		流动负债:	
现金	530.73	短期借款	11355000.00
银行存款	535888.29	应付帐款	13373398.38
应收帐款	3465474.26	其他应付帐款	4683436.90
减: 坏帐准备	0.00	预收帐款	851276.38
应收帐款净额	3465474.26	应付工资	476074.10
预付帐款	20000.00	应付福利费	2687.54
其他应收款	2185134.42	未交税金	622245.77
存货	6131184.21	未交利润	755202.89
待摊费用	45438.97	其它未交款	1004069.56
待处理流动资产损失	0.00	预提费用	482784.65
流动资产合计	12383650.88	其他流动负债	2701.25
长期投资:		流动负债合计	34008877.42
长期投资	440200.00	长期负债	
固定资产		长期借款	13543574.67
固定资产原价	50772895.69	长期负债合计	13543574.67
减: 累计折旧		所有者权益	
固定资产净值	31013928.74	实收资本	
固定资产清理	0.00	盈余公积	
在建工程	11169363.63	未分配利润	
固定资产合计	42183292.37	所有者权益合计	28988691.16
无形及递延资产	21534000.00		
递延资产	0.00		
无形及递延资产合计	21534000.00		
资产总计	76541143.25	负债及所有者权益合计	76541143.25

鉴于火柴厂资产评估基准日为 1993 年 8 月 31 日, 至今财务状况已发生明显变化, 因此将在中期报告时对报表予以合并, 以使社会公众对渤海公司的财务状况有一个全面的了解。

4. 被兼并企业重组

(1) 对被兼并企业主要资产的运用。

1994 年 2 月 26 日, 济南市土地管理局以“(94)济土批租字第 2 号”文批准, 将原济南火柴厂享有的国有土地(136.15 亩)使用权过户给渤海公司。上述土地位于市区, 土地及地上建筑潜在开发价值可观, 公司根据其自然状况以及市场需求, 成立和计划成立火柴公司、中外合资轻质建材公司出租汽车、装饰公司、聚胺酯家具公司、娱乐中心、快餐中心、医院以及集商住、国际展览于一体的国际商城等一系列实体。

原济南火柴厂所使用的“双喜”牌(出口)商标在国内外具有较高的知名度, 该注册商标权由济南火柴公司持有, 将进一步打开国内外市场。

(2) 对被兼并企业的职工安排。

积极按照股份制企业的有关法规和公司的有关规定对火柴厂进行机制转换, 建立现代企业管理制度。按照“多方分流、分级管理、过渡就业、逐步安排、招聘上岗”的政策, 对现有干部职工进行了重新安排, 以能力授予权力, 以贡献分配所得, 主要采取了以下措施:

①使用(就业)一大批。以最快的速度恢复火柴生产, 安排人员 1000 人。

②培训一批。以招聘考核入选的方式, 培训一批管理人员、技术人员和其他专业人员。

③辞职一批。

④辞退一批。原火柴厂干部、工人必须在指定日期内前往“协调办公室劳务市场”报到, 否则予以辞退。

⑤调走一批。

⑥停薪留职一批。

⑦对于原火柴厂的离、退休人员仍按国家现行规定安排。

⑧在干部管理制度上, 由原来的任命制改为聘任制。

对于严重违反纪律、触犯法律予以辞退者即为失业人员, 公司将不再考虑重新安排; 对于因企业的调整改造而暂时待业的人员, 公司按照其本人工资的 70% 发放工资, 另加国家规定的各种政策性补贴。职工分流情况详见下表:

表 6.2.3 渤海集团兼并火柴厂后职工分流情况

序	分流安排单位(项目)	分流安排职工人数	备注
1	火柴公司	864 ^P	(未含农民工 36 人)
2	火柴机械厂	64	
3	糊盒上岗	721	西厂 72 人, 刨花板厂 11 人
4	装饰公司	19	
5	渤海大厦	10	
6	晓宝公司	7 人, 另清洁工 44 人	
7	快餐中心	9	
8	渤海门诊部	16	
9	长清热电厂	10	
10	协调办公室	24 (借用 4 人)	
11	勤杂工	20	看车工、清洁工、木工、消防、传达、佛山街炊事员
12	调走	57	
13	辞职	14	
14	停薪留职	82	
15	工伤、产假、病号	73	
16	办理退休人员	25	
17	糊盒办公室	15	
	合 计	2074	

(3) 被兼并企业的机构重组。

渤海公司正式兼并火柴厂后, 将原济南火柴厂的生产部分改组为济南火柴公司, 设置了生产部、财务部、经营部、后勤部、办公室, 四个生产车间, 一个辅助车间, 同时下设六个独立核算单位: 刨花板厂、广告部、运输部、渤海快餐中心、劳动服务公司、振业物资公司。同时, 建立健全了各项规章制度, 尤其是风险抵押金制度, 使承包者和其他被安置人员的切身利益同企业的兴衰紧密相连, 职工的责任心增强了, 工作热情提高了, 生产、管理进入了良性循环。重组后各机构的运营状况是:

①渤海公司向火柴公司投入了 300 万元作为启动资金, 于 1994 年 1 月 12 日恢复了火

柴的批量生产,至3月底,共生产火柴73528件,日产量达1600件,产品供不应求并出口东南亚各国,已实现工业产值315.07万元,计划1994年产量达到50万件,实现工业产值2283万元,创利税100万元。

②投资1200万元,将原火柴厂尚未装修起用的10层办公楼改建为三星级标准的渤海大厦,计划于1994年6月底开业,该大厦位于济南市商业中心,开业后预计年创利可达180万元。

③在原济南市火柴机械厂原址,与台商合资经营山东晓宝轻质建材有限公司,该公司已正式注册,将于1994年5月底投产。

④利用火柴厂的四层仓库(3600平方米),与日商合资经营娱乐中心,日方将投资240万美元,目前双方已签署合营协议,装修工程已经开始。

⑤快餐中心已于1994年3月18日开业。

⑥由渤海公司投资建设的经营型医院—渤海医院已于1994年4月8日正式开业。

⑦投资组建聚胺酯家具公司,生产具有广阔市场前景的高、中档聚胺酯家具,已领取营业执照,1994年5月中旬开始生产。

⑧利用黄金地段的优势,将一部分闲置场地租给证券公司开办证券交易大厅,目前正在装修。

5. 近期发展规划

(1)公司出资1000万元将现有的火柴生产线分别迁至火柴机械厂(原火柴厂分厂)及商河县城,达到年产100万件火柴的生产能力,以满足市场需求,恢复“双喜”牌在火柴市场上的主导地位。

(2)利用12亩土地建造六层停车楼和司机公寓,同时取得了火柴厂院外护城河改造使用的权利,加盖棚盖,建造市内4000平方米停车场。

(3)对火柴厂老厂区(占地46.8亩)进行全面改造,通过在香港等地招商引资的方式,共同投资建设渤海国际商城,内设“娱乐中心”、“国际展览馆”、“精品大世界”、“汽车中心”等经济实体,将这一黄金地段建成集多功能于一体的现代化国际商城。

四、中资企业香港“买壳上市”实例

1993年,香港出现中资企业“买壳上市”的热潮,使“红筹股(中资股)”中又出现“红筹壳股”这一小家族。据悉,到1993年11月底,香港“红筹股”共37家,其中19家是壳股。

中资企业在香港买壳上市始于1984年初。当时香港最大的上市电子集团公司—康力投资有限公司,由于财务危机而濒临倒闭。中银集团与华润集团联手组建新琼企业有限公司,先后向康力公司注资4.37亿港元,获得67%股权。由此拉开了中资企业在港买壳上市的序幕。

中资企业早期在港买壳上市的两个典型企业是奥海企业集团和中信公司。1987年2月,广东驻港的奥海企业集团通过属下公司取得对友联世界公司的控股权,随后将自己所

属的新国泰酒店的资产注入，并于1988年改名为奥海投资有限公司，成为奥海企业集团控股的上市公司。1992年初，奥海投资有限公司又以459万港元向控股的奥海企业集团购入佳境环保服务有限公司51%股权。年中，再以1.26亿港元购入金联商业中心的股权。10月以后，通过配售新股集资5亿多港元向控股公司奥海企业集团购入广东旅游（香港）有限公司、永顺泰公司及番禺510万平方米的土地开发权。中信香港公司于1990年初，筹资4.5亿港元，购入泰富发展公司51%股权，从而泰富公司成为中信的上市公司，中信公司也就能利用泰富公司的上市地位开展股份融资了。随后，中信便接二连三地将其非上市公司的资产注入泰富。最先是5.5亿港元购入中信的大角嘴中心及葵涌裕林工业C座做干货仓及冷冻仓之用。接着又发行3.1亿新股向中信购入港龙航空公司38.3%股权。1991年6月，泰富融资25亿多港元，购入中信名下的国泰航空12.5%股权和澳门电讯20%股权。1991~1992年期间，泰富又融资69.4亿港元购入恒昌行集团97.12%股权。

首钢是我国率先在香港买壳上市的内地国有企业。1992年10月，首钢收购东荣钢铁集团有限公司51%股权，1993年4月收购了三泰实业有限公司46.1%股权。5月，首钢利用东荣公司大规模供股集资，筹集资金达18.81亿港元。

近年来，我国内地企业在港买壳上市形成热潮。中国有色金属进出口总公司1992年10月收购百利大公司30%股权，1993年3月收购罗氏地产公司54%股权；中国航天工业总公司1993年4月收购康力投资公司51%股权；中国石油天然气总公司1993年5月购入PARAGON逾35%股权；中国粮油食品进出口总公司驻港机构鹏利集团拥有70%股权的鹏源发展公司1993年5月收购海嘉实业有限公司55%股权；中国人民建设银行购入香港大新金融旗下的工商银行四成股权。如此等等，不一而足。

香港证券界人士普遍认为，内地企业在买壳上市，这一现象是正常的，也是健康的。内地企业在港买壳上市，纯粹是一种正常的商业活动，并不造成国有资产流失的问题。这是因为：①内地企业在港买壳上市后，空壳公司的股价都要明显上涨，内地企业所购买的股份市值从而可获得大幅度增加。②内地企业通过掌握上市公司的多数股份，控制上市公司的经营活动，这样上市后的资产仍为我国企业所控制。③内地企业在港买壳上市后注入资产，资产要按国家规定和国际惯例进行评估，且收购高于资产额，资产并未损失。④通过股票上市，可提高资产利用效率，有利于形成新的固定资产，促进国内固定资产增值。

五、南电收购亚电：香港最大的收购事件

1. 亚电面临撤牌

南方电力公司是美资集团，股票于纽约交易所上市，年度收入91.8亿美元，总资产300亿美元，是美国著名的发电与输电网络公司。而亚洲电力则是香港著名财团合和实业旗下的发电设施营建局，1996年营业额达114亿港元，是亚洲电力公司中的“大哥大”。这次南方电力巨资收购亚电，目标是开拓亚电输电与电力分销业务，并通过亚电参与亚洲区这一蓬勃发展的新兴市场的电力事业发展。

这场大交易的过程是：南方电力以每股 15 港元的价格收购亚洲电力 80% 的股权，而亚洲电力也特别派送每股 3.5 元的现金，整个交易涉及金额 27 亿美元（约 210 亿港元）。收购完成后，南方电力将持有亚电 80% 的股权，而原来为亚电大股东的合和实业的持股将下降到 12.1%—20%，其它小股东将维持 0—7.9% 的股权。交易完成后，作为亚电的最大股东南方电力将向联交所申请撤销上市地位，因此南方电力的收购可以使亚电丧失公众公司的地位。

根据有关收购协议，亚电的小股东可以选择以每股亚电股份换取 18.5 元的现金收购建议，其中 15 元属于南方电力提出的现金收购，余下 3.5 元亚电特别派送。同时，小股东还可获得亚电派发的每股 0.15 元的末期息。

除了现金收购建议外，亚电小股东还可选择一项现金收购与转换亚电新股的综合收购方式，每持有 5 股的亚电股份，其中 4 股可获取每股 16.5 元的现金收购，其中包括 13 元由南方电力提出的现金收购及亚电派送的 3.5 元现金。另外小股东根据一项或然权利，待印尼电厂融资完成后，可获取 2 元的现金。至于每持有 5 股的余下一股则可换一股价值 6.5 元的亚电新股及亚电派送的 3.5 元现金，同时，小股东还获派每股 0.15 元的末期息。

根据这次每股 18.5 元的收购价格计算，亚电总值 245.29 亿港元。该收购价比亚电停牌时的股价 16.1 元有 14.91% 的溢利，比其有形资产每股 10.29 元有 39% 的溢价。

合和执行董事缪世杰表示，这次出售亚电的建议可为小股东提供套现的机会，小股东可选择每股 18.5 元的全部现金收购建议，此收购价比市价与每股净资产值有相当的溢价。对于一些有意持有亚电股份的小股东可选择现金收购加转换亚电新股的综合收购建议，维持至少 20% 的现有亚电持股量。而香港证券界人士则认为定价合理，建议小股东选择全部现金收购建议。

2. 进军中国基建项目

合和实业为什么要减持亚电的股份？出售亚电后，亚电对合和于 1997 年的盈利贡献将由 10 亿元减少 60% 到 3.8 亿元。合和董事总经理胡应湘解释：合和通过出售亚电可套现逾 100 亿元，主要用作减债与寻求亚洲基建投资的资金。预期交易完成后，合和的负债比率将由 92% 减到 23%，同时其资产值将由 230 亿元提高到 280 亿，每股净资产值由 5.3 元增加到 6.1 元。

合和 1996 年 6 月的负债高达 280 亿元，其中 170 亿元为项目融资，110 亿元为公司债项。合和的负债比例高达 92%，与其大型基建项目有关。

合和是较早投资大陆的香港企业，1985 年为深圳建一座火力发电厂（即沙角 B 厂，是国内较早成功的 BOT 融资实例），以应付当地的电力需求，1987 年 4 月以来一台发电机投产，经营良好，回报率很高，而且我国政府于 1992 年和 1994 年两次超出合同约定上调 B 厂电价，合和获利不菲，随后又投资 C 厂，已于今年提早营运。

合和最著名的中国投资合同为广深珠高速公路，一期于 1994 年 6 月 18 日全线通车，而于 1996 年 6 月 28 日宣布全部顺利建成（比合同 1996 年 6 月 30 日的期限早），使合和可将宣布建成前的公路收费列作提前完工奖金处理，而不用与中方分摊，奖金高达 6—8 亿元，而且今年 9 月 15 日收费加幅 25%，车流量每天仍保持 5 万多辆次，合和从中获得

了丰厚的回报。

此外,合和还投资广州东南西环路,顺德公路,泰国曼谷高架公路及铁路系统,马耳他 *Grand Excelsior* 酒店等等,由于投资多,项目大,负债很高,合和 1996 年 6 月 30 日资产净值为 235 亿,却负债高达 280 亿港元,1996 年度合和股东应获溢利 7.69 亿港元,比上年下降 63.4%,正是沉重的财务负担所致。

3. 出售亚电刺激股价

亚洲电力起源于合和 1995 年起深圳建设的沙角 B 厂,该电厂施工期提前一年,供电成本低于广东省国营电网。其后以同样经验向外发展,先于菲律宾发展同样业务,首座发电机在 1991 年 3 月投产。1993 年合和将这些业务组成亚洲电力,于同年 12 月分拆独立上市,公开出售 4.75 亿股,每股 12.5 元,另向合和发行 8 亿股分期缴付股本股份,先付 5 元,1994 年 12 月再付 7.5 元,作为发展电力业务资金。

发展电力业务需要三大支援:一、建设厂房,这方面合和实业是强项;二、发电机组,这方面可向各国购买;三、资金支持,这方面比较麻烦,因为电力项目多建设于发展中国家,不少以“营运后电费收益”支付,因此债务较重。以亚洲电力为例,上市不足三年,长期银行贷款 1994 年 6 月已达 43.1 亿元,1995 年 6 月更达 91.76 亿元,1996 年 6 月的贷款额相信更大。

亚洲电力已与深圳市能源总公司签订意向书,在广东省兴建及经营深圳东部电厂;在巴基斯坦、印度、菲律宾和孟加拉,亚洲电力都在磋商与发展项目,所需资金惊人。亚电年上发电机安装合同可一直排到 2000 年,但亚电的财务负担也将更为沉重,甚至母公司合和也无法应付。

为此,合和将亚电出售控股权给美国最大的发电公司南方电力,使合和的长期负债减少 91.9 亿元,加上出售亚电 40% 股权又可收回 100 多亿元,可使合和实际负债下降到 40 亿元,相对于合和 270 亿元股本金,这点负债就微不足道了,是高度安全水平,合和因此有更足够资金去应付基建方面的需求与发展。

10 月 11 日,停牌四天的合和实业与亚洲电力复牌,一早即裂口式急升,结果亚电收市价为 17.95 元,比上一交易日收市价 16.1 元升 11%;而合和则升 12% 到 4.95 元,成交有明显放大。原合和亚电的股东一直为其股价低沉而怨言,现在终于笑逐颜开。而合和的上涨也带动长江基建、路劲、新世界基建等基建股的上涨。

4. 提升股价的方法

合和在沉重财务压力下,将苦心经营多年且已开始进入成熟期的金鸡蛋亚电卖给美国南方电力,虽然有不得已的苦衷,但对母子公司的股东都有好处:合和可以松一口气,集中金钱和精力发展泰国曼谷高架铁路和广州环城公路;而亚电股东也可以合理的价位出售股份。这一香港历史上最大宗的收购事件给我们的启发是:

从经济学理论上,公司经营者相对于投资者一般掌握更多的信息,信息在投资者和经营者之间是非对称分布的。著名经济学家罗斯(Ross)在一篇论文中完全保留了 MM 古典定理的全部假设,仅仅放松了关于充分信息的假定,认为管理者对企业的未来收益和投资风险有内部信息,投资者没有这些内部信息,只能通过管理者输送出来的信息间接地评

估市场价值。企业负债—资产结构就是一种把内部信息传给市场的信号工具。将信号理论应用于公司收购与重组,当目标公司被进行收购时,这一信息表明目标公司隐藏有未被发现的价值,或是未来将有更高的现金流量,这使得公司的价值被重新评估,目标公司并不需要采取任何行动,就能有重新评估的价值产生,这称为“待价而沽(*Sitting on gold-mine*)”。合和和亚电就是在此收购事件中被重新评估,沉寂多时的股价随收购的信号而活跃起来。

其它向资本市场传递信息而使投资者了解资产值以提升股价的方法还有:出售部分资产、分拆上市、出售子公司和免费分派子公司股票等公司重组方式。香港许多公司使用分拆刺激股价,例如最近的华润创业、太平协和、恩记等;免费分派子公司股票则有东方电讯分派所持有 22.5% 的泰国亚洲电讯;变卖资产的则有香港兴业等等。

这次收购也可以看出东西方对投资看法的差异。西方投资者较重长期而东方则偏重短期。这次收购,有些香港证券界人士认为美国南方电力公司出价过高,以收购价 18.5 元计,不但比净资产值高出 50% 以上,而且市盈率也高达 30 多倍,因此推论收购价偏高。其实,从南方电力的角度来看,起价不但不高而且相当廉价。南方电力通过购买亚电,可以最快速、最省钱的方式进入世界经济增长最快速的亚洲区。光以效益来说,南方电力能否以同样的代价达到目前亚电的成果,实在令人怀疑。而且还需加上投入的时间和精力,加上所谓的风险,加上机会稍纵即逝,南方电力出此高价是相当合算。

南方电力早期集中拓展拉丁美洲市场,去年则以 10.7 亿英镑收购英国的西南电力,同时,在亚洲致力发展,目前在印尼正参与兴建一座二百兆瓦的燃煤机组,此外还计划投标台湾与韩国的电厂项目。这次收购亚电,却仍维持胡应湘亚电执行主席地位,可以借助合和多年来与亚洲多国政府建立的良好关系开拓业务,这是一项无价的无形资产,在做生意讲究关系的东方尤其重要,难怪南方电力坚持合和继续持有 20% 亚电了。

其实,一场规模浩大的基础设施建设正迅速改变亚洲的面貌,为东方在 21 世纪进行有力竞争奠定基础。一个个岩石遍地的岛屿被填平,用来建设新机场;一座座大山被劈开,以兴建高速公路;轰轰烈烈的拓荒工程正在改动海岸线。今年初,亚洲开发银行估计,亚洲新兴工业化国家和地区在 2000 年前将投入约 1 万亿美元,主要用作能源、电信和交通的建设,但现在,该估计却被为是保守的。据香港的投资银行估计,中国大陆、韩国、台湾、香港以及东南亚地区最大的 5 个国家地区就总共需要 1.9 万亿美元的资金投入。为此,高负债高杠杆的项目融资大行其道。以中国为例,珠海高速公路最近在香港发行 2 亿美元债券,是中国首家无国家担保的入息债券;10 月 7 日广州越秀融资与香港越秀合资子公司 *Flag Ship Resource* 公司推出广州地铁 7 年期 8 千万美元银行贷款;长江基建 9 月份为珠海发电厂融资 9.7 亿美元;中信泰富 10 月投资 5.59 亿元,入股内蒙呼和浩特电厂……中国及亚洲的基建热潮中商机无限。

5. 大收购后面的财务顾问

这次美国南方电力大举收购亚电,整个讨价还价过程历时两个月,最后终于通过重重关卡,并且击退了不少竞争对手(如南方电力的收购要约发出后,还有马来西亚的 *YTL Corp. Behad* 集团希望购入南电的控制性权益,消息 10 月 24 日发出后,使南电的收购转

趋复杂)。除了南方电力提出的条款优惠外,原来合和财务顾问百富勤挖空心思,构思出这次复杂的收购方案,满足及平衡收购双方的要求,也是原因之一。

据知情人透露,虽然南方电力的出价很吸引人,但一直坚持要在收购后持有 80% 权益,而合和要维持小部分股权,以挽留胡应湘继续为亚电效力。如果通过一般的全面收购要约,即使股东大会通过,但股东仍然可以选择不接受全面收购,南方电力最终的持股量因此并不能刚好 80%。

百富勤为此绞尽脑汁,决定另觅蹊径,不从一般收购的模式入手,通过引用百慕大公司法(亚电在百慕大注册),从而衍生出现在的收购要约版本,即有关收购建议必须经法院指令会议通过,所以具有强制性效力。股东如通过有关建议,则一定要接纳两个收购建议中的一项,而不能拒绝收购建议。这种做法在过去香港永兴集团试图收购茂基国际时也曾应用。

在这一收购计划中,亚电的现有股份将全部注销,而同时发行相同数目的电新股份。有关新股份的 20% 将供现有亚电股东换股,合和已承诺全部换股,所以其 60% 可按四股接受现金,一股换取新股的比例转为 12% 的新股份,同时合和也承诺“包销”余下的 8%,如其他股东全部接纳现金收购,则合和持股量达 20%,使其最终套现金额调低。

通过这一方案,南方电力在收购计划通过后,不论股东做什么样的选择,已稳控 80% 股权,满足其要求。

同时,该计划又建议分派亚电的 46 亿元现金,作为收购价的一部分,使收购价更加吸引人,这一做法也使新亚电股票的面值由 10 元削减到 6.5 元。

此外,香港证监会也曾关注亚电撤销上市地位后,选择保留五分之一股权的小股东能否出售股份的问题。因此收购要约的最后版本也建议修改亚电的章程,使小股东在亚电私有化后三年,能向大股东提出要求购入其股份,或协助有关股份上市,但必须要有 10% 或以上的股东提出,大股东才有义务执行

百富勤作为香港最大华资证券公司,挖空心思,终于使此项收购得以成交。此次百富勤引入美资进入香港股市,功劳不少。南方电力愿意斥巨资东来,应是看好亚洲的未来及其重点发展的电力、基建等项目,购入亚电作为踏足亚洲的桥头堡。南方电力此举会对美国其他电力或基建公司造就冲击,刺激他们争相研究或加快投入亚洲的步伐,从而吸引更多的美资追随者前来亚洲。这批外资流入香港市场,不会象 1993 年底 1994 年初的“热钱”过江,使港股暴升暴跌,造成不健康影响,而是象南电一样作长远的部署。如南方以 35 倍市盈率收购亚电能带起美资对亚洲尤其是中国的憧憬,并了解到香港股市是进入亚洲的最佳门槛,愿意借助香港长期投资亚洲,将使香港股市有美好的前景。

六、波音兼并麦道

1996 年 12 月 15 日,世界最大的航空制造公司——美国波音公司宣布兼并世界第三大航空制造公司——美国麦道公司。每一份麦道股份变成 0.65 份波音股份,总价值 133 亿美元(按 1996 年 12 月 13 日收盘价计)。兼并以后,除了保留 100 座 MD—95 的麦道品

牌外，民用客机一律改姓了“波音”，有76年飞机制造历史、举世闻名的麦道公司不复存在。波音原任总经理于1997年2月出任新波音的主席和总经理，三分之二以上的管理干部由波音派出。新波音拥有20万员工、500亿美元资产，净负债仅仅10亿美元。1997年，波音可望有480亿美元的进账，成为世界最大的民用和军用飞机制造企业。

1. 麦道太小

该兼并计划已经讨论了3年，麦道曾经两次拒绝波音。然而，在过去的六年，在与波音和空中客车的激烈竞争中，麦道一路败北，世界市场份额从22%下降到不到10%，1996年麦道只卖出40架民用客机。1996年10月，麦道承认自己的300座MD—11无力与波音的400座747竞争，12月，麦道放弃了自己440座MD—11计划，开始作为波音“下承包商”帮助波音生产550座“加长型”747客机。麦道曾经是世界最大的军用飞机厂商，生产著名的F—14、FA—18和“猎猫狗”战斗机。1996年11月麦道在美国新一代战斗机——“联合歼击机”的竞争中，再度剪羽而归。11月16日，五角大楼宣布，新战斗机将从洛克希德·马丁和波音样本中选择。所以，麦道总经理无奈地承认：“麦道作为一家独立的公司，已经无法继续生存”。

麦道为什么不能继续生存？

1994年，麦道资产122亿美元，雇员65760人，销售额132亿美元。尽管1996年不景气，但仍旧具有强大的实力。1996年，麦道产量上升。麦道在与空中客车的竞争中，收获甚丰，110架订货中有106架来自欧洲。基于德国汉莎公司的订货，麦道最大的机型MD—11的订货大增。同时，麦道70%的利润来自军用飞机，仅与美国海军1000架改进型FA—18战斗机的一项订货，就要今后20年才能作完。1996年1—9月，麦道民用额机的销售客虽然从上年同期的30亿美元下降为19亿，但麦道公司不仅没有亏损，而且赢利9000万美元，是上年同期的两倍多。这样一家历史悠久、实力强大的盈利公司，不能作为独立公司继续生存，沦落到连名字都保留不住的地步，原因竟是机型个头太小、产品系列过窄！

就民用客机而言，分析家们普遍认为，今后，由一家公司提供从100座到550座的完整客机系列，包括统一的电子操作系统，可以大大节约航空公司培训、维修和配件的成本。如今，波音用50亿美元开发出“加长型”747，空中客车用80—100亿美元开发550座A330。麦道自己的大飞机上不去，就算是眼下仍旧盈利，日后还是没戏。在军用飞机方面，麦道原来一直是龙头老大。1994年，美国洛克希德与马丁·玛瑞塔合并，组成洛克希德·马丁与麦道展开激烈竞争。1996年，洛克希德·马丁又用91亿美元，吞并了劳若，“三合一”的年销售额达300亿美元，为麦道的两倍。新一代战斗“联合歼击机”作为美国空军、海军和海军陆战队以及英国海军的主要装备，将有3000架订货，麦道虽然全力以赴，志在必得，结果却被五角大楼淘汰出局。对麦道，这不仅是一次重大商业机会的丧失，而且意味着麦道将无力保持技术上的前沿地位。军民两方面能力上不去，麦道公司能否独立生存，在航空制造业人士眼里，已经只是一个时间问题了。

波音总经理说，飞机制造工业在成长，波音需要更多的技术员工和生产能力。1996年是波音和空中客车6年来订货最多的一年。去年，波音平均每月生产8.5架747，1997

年1月达到每月10架,第四季度要达到21架。兼并麦道,明显有助于波音扩大生产。

2. 竞争意图

波音兼并麦道之后,空中客车成了硕果仅存的唯一对手。空中客车总裁幽默地自我安慰说,1997年波音将忙于对麦道以及数以千计的零部件企业的重新整合,没有时间卖飞机。其实,空中客车自己也在忙于公司改制,即在1999年实现从四国联营到有限责任公司的体制改革。其中,四国企业和政府之间错综复杂的利益关系,远比公司整合更令人头痛。

1970年,英、法、德、西班牙四国政府用各自的国有航空制造企业跨国组成空中客车。当时以波音为首的美国公司,占领了世界市场的90%,欧洲任何国家的航空制造企业,都无法与之抗衡。要挽救欧洲的航空制造工业,跨国整合是唯一的出路。从那时起,不算种种秘密补贴、固定补贴和免税优惠,只开发机型一项,空中客车直接得到政府100—200亿美元的补贴。依据“战略贸易理论”,80年代末和90年代初,经济学家们众口一词地批评空中客车浪费纳税人的钱,论证说不用政府补贴,空中客车也能盈利。在一片指责声中,经过25年的努力,到1995年,7个机型1300架空中客车在天空翱翔,市场份额从零增长到30%。1994年,空中客车的订货首次超过波音,占市场份额的48%(波音为46%),俨然成长为旗鼓相当的竞争对手。《经济学家》感而慨之:“空中客车挽救了欧洲濒临灭绝的民用航空工业”。空中客车的雄心壮志是,到2000年时,占领50%的世界市场。日前,波音在400座以上的巨型客机上,处于领先的垄断地位。这部分客机,按价值计相当于四分之一的世界市场份额。波音从这些巨型客机上每架赚回3500万美元利润,以支持其它机型的竞争。1995年,波音曾经花了整整一年的时间,苦口婆心地分头劝说空中客车的几家公司,一起开发800—1000座的新一代超巨型客机,结果是导致空中客车与波音在450—650座客机的公开竞争。在已有747—400和777客机的基础上,波音“仅仅”投入50亿美元,就可以在2000年,使第一架550座“加长型”747投入使用。由于起点低一大截,空中客车要用80—100亿美元,最早在2003年,才能开发出550座A330。为了赢得这场550座客机的战斗,欧洲各国政府承诺再度补贴“启动资金”(国际贸易组织允许政府补贴不超过30%)。这仅仅是新一代超巨型客机的“前哨战”。要想真正稳住阵脚,立于不败之地,空中客车只集欧洲四国企业和政府之力,已嫌不够。1996年7月8日空中客车决定在1999年以前,将封闭的四国联营改制成开放的股份有限公司。其基本考虑是开放式地筹集更多的资金,放手直接兼并更多的企业,与多国政府和多国企业展开合作,包括与意大利、中国、新加坡以及俄罗斯合作,以求大幅度降低成本。1996年7月11日,空中客车的两家公司以及意大利的阿联尼那与中国和新加坡签订了合作开发AE—100客机项目,空中客车将该项目看成是自己新战略出发的重要步骤之一,中国约1000架客机、价值超过200亿美元的市场潜力和廉价劳动力,对空中客车与波音的“搏斗”,具有毋庸置疑的战略意义。

换言之,谁又能说波音兼并麦道,不是对空中客车抖擞精神、不惜一战的回应呢?

3. 竞争—拼什么

民用飞机制造与军用飞机制造,具有相依为命的密切联系。而且,削者往往以后者为

生存的根基。不难想象，民用飞机制造可以从政府的巨额军事订货中，直接和间接地得到资金、设备，特别是技术开发上的种种好处。二战结束后，波音就是用政府所有的 B—52 轰炸机的厂房和设备生产波音 707，一举奠定了波音大型客机的世界垄断地位。二战之后，波音用了整整 20 年时间，才从民用客机盈利，不再完全仰仗军事订货为生。直到 1989 年，波音的军事订货仍占其销售总额的 23%。目前，波音的军事订货相当于麦道的一半，是波音 20% 的收入来源。波音兼并麦道，不仅使波音民用客机的市场份额一下子成了空中客车的两倍多，再次拉开了空中客车辛苦追赶 25 年、刚刚缩短了的距离；而且，波音再次军民合一，军用产品年销售额超过 150 亿美元，成为世界上最大的军用飞机公司。如今波音和洛克希德·马丁任何一家公司的军品销售额，都是欧洲最大军工企业的两倍以上。波音与麦道的“合二为一”，洛克希德、马丁·玛瑞塔与劳若的“三合一”，对整个欧洲军用航空工业的生存，提出前所未有的严峻挑战。

欧洲各国的军用航空制造企业一直保持着广泛而密切的合作，空中客车的四家公司，同时就是本国最大的军用飞机制造企业。如今，德国的 DASA 的 70% 的军工生产，是与欧洲其他国家的合作项目。1996 年，法国政府 34% 的军工开支，用于欧洲其他国家（主要是英、德和意大利）的合作项目。然而，再紧密的合作也难以匹敌空前强大的对手。英国 BAe、德国 DASA、西班牙 CASA 和意大利 Alenia 联合集资 624 亿美元为 2000 年研制“欧洲战机”，至今已经花了 250 亿美元，还没有进入试产。预算超支，交货时间也推迟到 2002—2005 年。这时，法国在研制自己的新战斗机——“狂飙”，瑞典在研制自己的“格瑞喷”。同时，美国政府推出有 1700 亿美元订单的“联合歼击机”项目，由波音或洛克希德·马丁制造，计划 2010 年开始服役。美国用在导弹和军用飞机的开支，是上述西欧六国总和的两倍。于是乎，挪威和荷兰积极参加。英国已经用了 2 亿美元参加美国项目，希望“联合歼击机”替换皇家海军的“海上猎兔狗”。英国 Rolls—Royce 与波音合作，希望参加发动机制造。德国的 DASA 也决定部分参加……

在过去十年里，美国军用飞机出口在世界市场的份额，已经由三分之一上升为二分之一。今天，面对“二合一”的波音和“三合一”的洛克希德·马丁，摆在欧洲军用航空工业面前的，是空前惨淡的前景：“欧洲的军事工业将被排挤到过小和没有吸引力的角落，卖飞机和技术给一些美国不屑一顾的国家。随着出口减少，为本国生产的少量战斗机，成本必然上升。四国联合制造的欧洲战机和法国的“狂飙”将成为最后一代欧洲设计的战斗机”。《经济学家》认为：“欧洲大型军用航空公司面临的仅有选择是：要么分头被美国公司整合；要么，自己兼并成一个或两个泛欧洲的巨型联合企业”。

当然，波音总裁豪情满怀：“这次兼并，为我们的国家、我国的企业和人民的未来，带来巨大的机会”。

4. 五角大楼观点

五角大楼怎么看这次兼并？麦道的收入 70% 来自军用飞机制造，在竞争“联合歼击机”项目时，麦道拉进英国 BAe 和 Morthrop Grumman，又出钱又出力，志在必得。直至 1996 年 11 月，麦道总裁还踌躇满志地声称“必胜”，甚至想也没有想过，会在这个项目上“栽”在波音手上。因为麦道加上英国公司，拥有 F—15、FA—18 和“猎兔狗”等著

名的战斗机以及战斗直升机生产的强大系列，有设计和制造战斗机的悠久历史。麦道的改进型 FA—18，开始在今后 20 年内，由麦道生产，分批进入美国海军服役。而且，英国的投资和英国最大军工企业的参加，更使皇家海军对“联合歼击机”的订货顺理成章。两相比较，波音只有设计制造轰炸机的历史，50 多年里，没有一架成功的战斗机设计。出人意料的结果是，11 月 16 日，五角大楼正式宣布由波音或者洛克希德·马丁研制“联合歼击机”，并给两家公司各 11 亿美元去设计样机。紧接着，12 月 15 日，波音宣布兼并麦道，美国国防部在这次兼并中的主导地位 and 关键作用，一望而知。

尽管波音、麦道、洛克希德·马丁以及空中客车，都是政府组织和扶持的产物，西方各国越来越强烈地反对政府扶持“不公平”的竞争，理直气壮地激烈地互相指责。譬如，美国政府一直严厉地批评欧洲政府对空中客车的补贴。欧洲各国则强烈要求美国回到国际贸易组织关于民用客机间接补贴的谈判桌上来。1994 年 2 月，克林顿不惜亲自出面，帮助波音和麦道取得了沙特阿拉伯的巨额订单。

欧洲军事工业的重新整合，已刻不容缓。其实，在这之前，欧洲的军事工业早就在大幅度地跨国整合，特别是在卫星、火箭制造业。空中客车改制，本身就牵扯到德、英、法、西班牙四国最大军工企业的重新整合。其中，讨论最多的是英国 BAe 与德国 DASA 的合并，因为两家公司同时参加了空中客车和“欧洲战机”项目，不仅军事工业，欧洲的电讯（1998 年欧共体开放电讯市场）、化工等战略性产业，都在大规模地整合。这当中，既有企业根据市场原则的主动行动，又有政府从国家利益出发的积极参与。

5. 空中客车何去何从

当空中客车抱怨波音的竞争优势时，这家欧洲制造厂家清楚自己话中的含义：欧洲的业内经理们都说，最首要的就是，空中客车应当而且也必须变得更像它的美国对手。

一位空客经理说：“当你位居第二的时候，仿效不是坏办法。”他心里所想的是一个欧洲版本的那种大合并——那种把美国客机制造厂家和现在的一家大军用航空业者聚在一起成为一个统一的波音公司的大合并。

6. 意见分歧

并不是每个人都接受这个观点。关于空中客车公司的未来的意见已激化，巴黎和波恩在工业上和政治上摊牌。而这还只是这两个政府在为欧洲统一应付出什么代价的问题的系列分歧中最基本的分歧。

空中客车的命运可能在本月法国的社会党政府制定其工业和防务政策中确定。当然，拖延并不会扼杀空中客车，它现在已经有大约 8000 架客机在世界各地服役。紧迫性主要在政治上。法国的一位前航空官员解释说：“如果我们拖久了，德国和英国就会不耐烦而自作安排。法国就会被撇到一边，而空中客车也就会失去把欧洲飞机制造业团结到一起的机会。”

对重大改组的反对意见主要来自法国的航空工业界，他们为在欧洲航空工业界处于领导地位，而法国又是唯一还能自行研制现代军用飞机的欧洲国家而感到骄傲，很多法国的决策者们不愿把他们的独立性和工业能力拱手让给一个欧洲联合企业。

另一方面，这三个国家如果重组空中客车获得成功，就会为解决欧洲军工企业联合的

难题做出重大贡献。这三国是空中客车的主要伙伴，而且，它们也是欧洲仅有的三个主要武器生产国。它们之间的裂痕将会使一个统一的跨国界的国防工业基础的前景黯淡起来。

7. 波音的挑战

几个月来这种三国拔河赛一直在三国政府部门和各公司董事会会议室内暗中进行着。但关于空中客车是否需要改变和需要改变多大的问题因波音收购麦道而骤然紧迫起来。

新的波音公司将是一位巨人——价值 600 亿美元，而空中客车只有 200 亿美元。作为美国唯一的客机制造商，波音对客户和对供货商来说都有特殊的份量。

波音新的军品生产能力也意味着，它可以利用关联的技术基础的优势，零部件和工艺可以互换和共用。此外，这家美国公司将能较平稳地度过军机民机订货额不均衡的业务周期。

欧盟使波音做出了某些让步之后才允许它在欧洲作生意。但一位法国官员私下承认，那些限制相当于“一个喘息间隙”，对空中客车绝非长久之计。

具有讽刺意味的是，这一挑战对空中客车来得如此突然。而以前，空中客车一直被认为是欧洲合作的样板。

这一挑战被概括进空中客车的德国股东戴姆勒——奔驰公司的首脑约尔根·施伦普的一句话里。施伦普先生说，波音的行动没有改变规则，也没有扭曲竞争。但波音的大动作对空中客车重组为一个真正的公司加大了压力。

他说，要和新的波音公司对垒，空中客车必须转向投资者，因为政府不可能提供足够的补贴去维持这一欧洲企业。换句话说，空中客车只有变成欧洲航空工业的核心才能具有竞争力地存在下去。但它距此尚远。

8. 现状分析

首先，空中客车并不是一家真正的公司。它是欧洲 4 个国家支持的一个财团，各国的飞机制造厂家都入股其中：德国的戴姆勒——奔驰公司占 37.9% 的股份，法国航空航天工业公司占 37.9%，英国航空航天公司占 20% 和西班牙的飞机制造公司占 4.2%。有关空中客车的重大决策需 4 方一致同意。

空中客车自身有一个小的中心管理班子，但制造工作基本由 4 家分担。它们的工业资产，即使是与空中客车有关的运作，都从未集中过。相反，各家都为每架空中客车飞机制造某些部件——例如，英国航空航天公司制造机翼，然后将成品运到法国航空航天工业公司的图鲁兹厂，或戴姆勒——奔驰公司的汉堡厂去总装。

销售空中客车飞机的收入按预订比例分给各厂家。这里没有基于实际成本的统一核算。各家自己的帐本上记的是各自计算的数字。他们甚至谁也不公布在空中客车的赢利或亏损数，直到最近戴姆勒才首次这样做。

空中客车有自己的一个设计小组和商业人员。但各家都保持自己的工程和营销力量，因为它们各家在总的航空生意中也同时作为潜在的竞争对手运作着。

9. 重组的利弊

据一位熟悉空中客车运作的人士估算，如果这些欧洲公司能从美国发生的事态中得到启发，将各自与空中客车有关的部分合并起来成为一个单独的独立公司，这一新的企业将

能从减少重复浪费中每年节省近 50 亿法郎。这一数字约占空中客车年销售额的 10%，可能与波音预期从接手麦道公司所达到的节省幅度在同一范围。

另一个重要的好处将是，空中客车的决策周期将会统一并可能加快。而知情者说，空中客车常常受制度上需产权所有者二次决策之苦。

正如一位人士解释的那样：“每次空中客车提出一项商业计划或一项工程建议，每一家产权公司都要经自己的营销部门或设计部门审查后才肯在上面签字。”

在未来新的空中客车公司中，目前的伙伴们将成为真正的持股者，他们将只要空中客车的经理们对结果负责，而不干预他们的每一项业务决策。

公司将不依靠政府补贴，重大项目将靠银行贷款或去证券市场筹款。如果世界上其他国家和航空公司能够投资，这将更能刺激他们购买空中客车飞机。按此方针所做的任何改变，不管听起来多么合理，对空中客车的产权所有者们都将是痛苦的。

它不仅影响敏感的军品部门，也需要精简机构—有些是象征性的精简，有些是实实在在的精简。

一位德国官员说：“这将牵涉到一些人的工作，更糟的是，它将牵涉到一些人事的大变动，在法国尤其如此。”但在戴姆勒公司和英国航空航天公司，越来越多的人认识到，这一举措是长期生存的希望所在。

七、IBM 收购莲花公司

1995 年 6 月 11 日，美国国际商用机器公司（IBM）宣布，该公司已与莲花（Lotus）计算机发展公司达成协议，以 35 亿美元收购这家著名的计算机软件公司。

这次收购是美国计算机软件业最大的兼并事件。IBM 公司总裁路易·格斯特纳（Lou Gerstner）宣布这一消息时说：“这对 IBM 公司来说是个非常重大的事件”，这次事件象征着这一计算机业的“恐龙”正在调整自己的经营战略，重建新的竞争优势。

1. 颇费周折

这次收购双方其实从今年 1 月就开始谈判，IBM 甚至将双方的对话命名为“快帆项目”，但是莲花公司的总裁吉姆·曼兹（Jim Manzi）到 5 月份又对出售自己的公司犹豫起来，而 IBM 则紧逼不放。到 6 月 5 日星期一早上 8:30，格斯特纳通知曼兹：不管曼兹是否合作，IBM 都将买下莲花，其收购要约的出价几乎很难拒绝，每股 60 美元，现金交易。而当时莲花的市场价仅每股 30 美元，结果其股价火箭般上升，于是谈判又恢复了。第二天，曼兹与格斯特纳在曼哈顿共进晚餐，而且讨价还价了一周。

最初，曼兹希望 AT&T 出面做“白衣骑士”，以更高的价钱挑战 IBM，但 AT&T 并不作响，加上没有别的有实力的竞争者加入，IBM 看来是赢了。而且 IBM 还通过法律诉讼攻破了莲花公司的“毒药丸”战术，结果最终达成的交易价格是每股 64 美元。

6 月 11 日，格斯特纳还宣布 IBM 收购莲花公司后，莲花总裁吉姆·曼兹将留任并继续负责经营莲花公司。

2. 追赶时代

为什么 IBM 愿意以高出市值近一倍的代价收购莲花公司呢？

格斯特纳认为，计算机产业正进入其第三个时代，第一个时代是中央处理器（由 IBM 所统治），其后是 PC 机（IBM 几乎放弃了它），即将到来的时代是相互通讯的时代，其中各种计算机可相互交流。而通向这一新时代的护照即是莲花公司的“笔记”软件，“笔记”软件去年异军突起，销售额高达 2 亿美元。

莲花公司的“笔记”是任何其他软件商无与竞争的。“笔记”能使数十人，甚至数百人通过自己的计算机相互交流文件与讨论。这几乎是一个突破性的新概念，因为现在的工作者一般只能用电信箱（E-mail）与自己的同伴联系。但“笔记”所建筑的基础是这样崭新的创意：许多对众多美国人重要的信息根本就不必写下来，通过网络相互联结即可沟通。这一创新就为信息高速公路填平了障碍，文件不必以物理形态从这移到那，数据库就解决这个问题了，“笔记”能让使用者通过数据库获得各种信息。例如按几个键就可以让你了解到外地分公司的情况，或者打开销售目录，与零售商进行谈判。国际数据公司认为“笔记”将大幅增长白领的“生产力”。

“笔记”的发明者叫罗曼德·沃兹（Raymond Ozzie），五年前为莲花公司解雇，1989 年他开始研制从大学起便梦想的“笔记”程序，结果去年莲花公司又以价值 8400 万美元的股票买下他所开办的长青藤联盟公司。莲花眼光独到，今年“笔记”销售看好，预计达 3 亿美元，比去年要增长 60%。

而 IBM 公司此次高价收购莲花，正是看好“笔记”的网络联结能力，认为它将推动 IBM 进入一个新的纪元。

3. 重建高手

两年前，当 IBM 通过数家“高级猎头”公司从纳布斯科公司（Nabisco）挖到格斯特纳担任总裁时，这家计算机公司正处于一年亏损 81 亿美元的惨淡境地之中，成为美国企业史上第二大的亏损企业。然而经过格斯特纳两年来经营策略的调整，IBM “日薄西山”的局面被扭转，今年第一季度净利 13 亿美元，创下公司历史最高纪录，这次收购行动也表明这家在八十年代初曾以“卓越企业”著称的巨型公司正在重获自信，变得进取，有攻击力，其股价也比 1993 年翻了近一倍。

格斯特纳原来是以“杠杆收购（LBO）”著称的 KKR 投资公司的合伙人之一，八十年代 KKR 以美国企业史上的天价 250 亿美元收购第三大烟草公司纳布斯科后，担任该公司总裁。1993 年，格斯特纳出任 IBM 总裁，两年内裁员 8.6 万人，使 IBM 员工人数减少到目前的 21.5 万人，同时还缩减用于研究及大型电脑的经费，预计到 1996 年，IBM 还将进一步削减 15 亿美元的经营成本。

格斯特纳的另一重大改革是重组 IBM 庞大而松散的结构，采取“中央集权”的管理体制，同时要求各个产品部门、营销部门之间加强横向合作。

从最近一段时间的经营成果来看，IBM 个人电脑部门在 1994 年亏损了 10 亿美元以后，今年第一季度的销售额增长了 13%，但即使这样的增长率仍远远低于其他竞争者。而大型电脑在销售额持续下降了几年之后，去年又恢复了上升趋势，今年第一季度更是大幅上升，升幅达到 25%。格斯特纳认为，能与小型电脑网络联网运作的大型电脑将是企

业电脑新的主流。

4. 逐鹿中原

对 IBM 公司来说, 几年间曾迷失数次新技术的浪潮, 如在操作系统上输给了微软 (Microsoft Corp.), PC 机上输给了康柏 (Compaq)。现在, 潮流正在从独立电脑转向能相互通讯的电脑, 所谓的“网络作业 (networking)”正成为新浪潮, 格斯特纳并不想失去它。莲花的“笔记”正在这一快速成长的新市场受宠, 通过收购莲花, IBM 正从浪潮的追随者变成领先者, 十年来它第一次有了和微软争雄的希望。

在网络软件市场上, 莲花公司的市场占有率为 34%, 而微软不过 12%, 但微软新推出的“窗口 95”操作系统也推出一个类似“笔记”的程序——“交换”, 并投入巨资进行网络通讯方面的开发。

IBM 每年要销售价值 110 亿美元的软件, 但与微软相比较缺乏一个像“Windows”一样通行的电脑软件, 收购莲花后, IBM 有中央处理器及信息管理方面的背景, 其在巨型网络发展方面有数年信息系统管理的经验, 因此有的资产管理人认为: “笔记”完全适应 IBM 传统的业务, 有利于一些原有产品的竞争能力, 如用于网络的操作系统 OS/2, 而且正击中微软的弱点。

但微软毕竟是微软, 它是软件业的名牌, 如果“交换”能充分使用, 微软就能控制 85% 的个人计算机, 莲花乃至 IBM 都不能与其相争。微软今年三四月间曾被美国司法部起诉, 当时微软试图以 20 多亿元收购美国最大的个人财务软件出版商 Intuit 公司, 司法部认为微软的收购行为触犯了美国反垄断法。微软考虑到打官司耗时费力, 被迫放弃了收购计划。但微软控制着全美的大软件市场 (如字处理, 数据库, 甚至多媒体), 却是不争的事实, 向其进攻只能从边缘开始, 或者创造一个全新的市场。

5. 收购热潮

也有业内人士并不看好此项收购, 认为莲花虽然是美国第三大软件公司, 但经营不善, 亏损累累; “笔记”虽有许多忠实用户, 但却是在未有竞争对手的情况下; 对高科技公司而言, “人”是最重要的资产, 用钱能买到公司, 但能买到人吗? 如“笔记”的发明者罗曼德·沃兹愿意加盟 IBM 吗?

从一个更长远的视角看, 此次购并发生于美国第五次购并热潮之中, 其驱动力正来自于策略联盟。莲花公司是最多在 PC 机上应用 IBM 的 OS/2 操作系统的, 因为“笔记”能使 OS/2 联接得更充分。相比之下, 许多公司忽视 IBM 的技术。但去年莲花仅售出价值 1900 万美元的 OS/2 软件, 而 Dos 与 Windows 却达到 6.03 亿美元, 所以莲花正准备削减以 OS/2 为基础的产品。IBM 公司收购莲花其实是怕在软件市场上失去这位最好的盟友, 而让微软占据更多的市场份额。收购后, IBM 与莲花联盟关系更为稳固, 将有利于 IBM 与微软一较长短。

继 80 年代以“杠杆收购 (LBO)”为特色美国第四次购并浪潮后, 90 年代掀起的这场购并浪潮可命名为第五次, 其特色是以策略联盟为驱动力。所谓策略联盟就是企业间通过一定程度的注资及换股, 建立更亲密的关系, 分担成本与风险, 集合资源, 提高资产, 引进新科技及工业情报, 加强企业间的联系及结合, 通过联盟打入世界市场, 增进技术转

让及企业多元化。如 1993 年默克药厂 (Merck) 收购 Mcdco 医药服务公司, AT&T 收购 MeCaw 流动传讯公司, 去年银行界的合并风云等都有联盟的动机。

而对高科技企业, 尤其是计算机业, 通过策略结盟可以迅速增长其竞争优势。格斯特纳重建 IBM 的策略是每阶段大幅削减成本, 第二阶段是迅速成长, 进入新的市场空间, 收购莲花表明其第二阶段勃勃的雄心——高科技产业不但代表高利润、高增长、高附加值, 但也意味着高风险、高压、高成本或高投资——据说, 格斯特纳已把全美第二大软件公司诺菲尔 (Novell) 作为下一个收购目标公司, 我们将拭目以待高科技冒险精神的结果。

6. 企业文化能否融合

这次 IBM 的收购, 已创下全球软件业购并的天价, 然而, IBM 将莲花纳入旗下并不乐观, 因为 IBM 最近的几次收购均在企业文化上未能融合而失败。

1985 年, IBM 以 15 亿美元收购美国一家电话设备制造商罗姆公司, 当时 IBM 为表示与罗姆公司合作的诚意, 提出 IBM 将保留其原有的企业文化, 同时完全尊重其自主权。IBM 还打破传统, 派遣其高级主管带了好几箱啤酒参加罗姆公司每周末为员工举办的聚会。

然而在收购一年后, 情况却急剧恶化。罗姆公司前副总裁莫利回忆说: “刚开始的时候, IBM 还遵守其承诺, 让罗姆公司拥有人事或决策等方面的自主权。然而随着罗姆公司的业务低落, IBM 就强迫罗姆公司接受其决定, 并派遣其高级主管来担任要职, 迫使罗姆公司原来的主管纷纷离去。”

莫利并且表示, 其实罗姆公司早应知道像 IBM 这样层层节制的庞大官僚体系, 绝对不可能容忍罗姆公司这种小型科技企业说干就干的企业文化。1988 年, 也就是 IBM 高级主管涎着一张脸请罗姆公司员工大灌啤酒的三年后, IBM 以 11.5 亿美元的价格将罗姆公司卖给了西门子公司, 比原来收购的价格少了 3.5 亿美元。

另外, 在 1991 年, IBM 收购了一家小型的软件公司麦塔佛公司 (Mataphor Inc.)。购并之后, IBM 说得十分好听, 承诺将让麦塔佛公司继续发展其资料库软件, 同时还将分担其软件成本。同时, IBM 也保证不会裁减麦塔佛公司原来的员工。

然而三年后, 两者的关系恶化。IBM 逼迫麦塔佛公司集中全力发展其 OS/2 作业系统的软件, 并且对麦塔佛公司认为微软公司窗口作业系统潜力雄厚的建议弃耳不闻。而 IBM 这种刚愎自用作法的结果是麦塔佛的软件设计人员大批离职, 并眼睁睁地看着微软公司成为全球软件市场的霸主。

由此可见, IBM 中央集权的组织结构不容许旗下任何组织拥有独立自主权, 致使收购失败。这次 IBM 收购莲花时也保证, 将尊重其自主权与企业文化, 但 IBM 是否能继续信守这一承诺, 值得怀疑。著名管理学家德鲁克认为: “公司收购不仅仅只是一种财务活动, 只有收购后能对公司进行整合发展, 在业务上取得成功, 才是一个成功的收购, 否则, 只在财务上的操纵, 将导致业务和财务上的双双失败。”收购后的两家公司要在企业文化上得到融合, 而不致相互排斥, 双方要有许多工作可作。只有解剖出文化中的“基因”, 对优秀的进行交合, 对平庸低下的进行摒除, 这样才能催生出一个整合的勃勃朝气

的企业新文化。

IBM 收购莲花是否成功，还要看其文化上是否能进行互补，缺点进行消除，从而使两家公司能焕发出新的价值。

八、土洋之争——英资败北，华资凯旋

收购开始于 1980 年 6 月 19 日

收购结束于 1980 年 6 月 25 日

收购者：包玉刚爵士

被收购者：九龙仓（凯瑟克家族）

股市是一场永无休止的战争，参与者每天都在作战，散户与散户作战、大户与散户作战、大户也和大户作战，收购战就是大户之间的战争。

九龙仓争夺战是香港股市有名的几大战役之一，这场收购战发生在 80 年代初期，其战役不但战况激烈，而且是香港华资势力向英资传统势力挑战的一场重要战争，具有重要的历史价值。

1. 事出有因

在未正式介绍这场收购战之前，先让我们看看引发这场战役的来龙去脉。

凯瑟克家族的“九龙仓”本属怡和一系，70 年代初香港的经济命脉全操纵在英资手上，华资财力难以匹敌，因此英资对华资掉以轻心，1976 年 12 月底，怡和只持有约 5% 的九龙仓股份，以及 3% 的置地股份，就控制了两家蓝筹企业公司的股份。

不过香港土地价格不断上升，使看好地产前景的华资大户财富迅速膨胀，他们坐拥巨资之后寻求更大的扩张，英资有如此弱点便是惹来华资垂涎原因。

九龙仓被收购之说早在 1978 年便在市场流传，当时市场盛传某华资大户（李嘉诚先生）打算收购九龙仓，但李嘉诚在接受报纸采访时对此说法断然否认。否认归否认，九龙仓股价并没有因此而回落，反而进一步标升。

这时候，市场上又传出谣言——说李嘉诚先生已把手上所持的九龙仓股份售予一位“神秘买家”，此种说法当然也没法得到证实。

1978 年 9 月 5 日包玉刚公布他以及其家族已买入了 20% 左右的九龙仓股份，同时他还表示无意购进九龙仓更多的股份。由于他手上所持的九龙仓股份多，所以九龙仓董事会邀请包玉刚以及其女婿吴光正两人进入董事会，至此九龙仓收购风云理应告一段落。事实上，市场也作出相应的反应，九龙仓股价当时从 49 元跌到 21 元的水平。

不过，同年 11 月，九龙仓收购之说风云再起，该股牌下出现一个“神秘买家”，买家是何方神仙引起市场猜测，有人认为买家应是置地公司，因为置地公司所持有的九龙仓控股量不如包玉刚，正受到包玉刚的威胁，所以在市场上增购云云。

到了 1979 年 3 月，九龙仓的股价辗转再升。市场上又传言说包玉刚对置地公司买入九龙仓的股份深表不满，在董事会内曾有不愉快的场面出现。投资者希望九龙仓股份出现争夺；于是造成九龙仓股价上涨。

同年12月7日,置地公司公布购入怡和证券所持有的九龙仓股份,这买入行动使置地公司持有九龙仓股份上升至20%,数量与包玉刚十分接近。

从置地公司增购九龙仓股份看到,置地公司希望从包玉刚身上夺回九龙仓大股东的地位。可是包玉刚并非平庸之辈,在置地公司增购九龙仓股份期间,他同样地也在市场上暗中收集九龙仓股份。

当时英国《金融时报》报道,说包玉刚所持的九龙仓股份已增加到30%以上,仍然是九龙仓的最大股东。

怡和系置地公司和包玉刚对九龙仓股份的控股权明争暗斗了差不多2年,期间高潮此起彼伏,最后在1980年,两大股东终于爆发了一场惊心动魄的抢夺战。

2. 遥控作战

1980年6月19日,市场上盛传置地公司将与九龙仓换股,消息使九龙仓股价逆市而上,当日最高曾升到78元3角,最后以77元收市,较上日上升3元5角。

第二天,置地公司宣布建议增购九龙仓股份,从原有的20%增加到49%,条件是每两股置地股份,做价12元2角,另加一股面值75元6角已缴足的无抵押保证债券(周息率10厘)换取一股九龙仓股份。按置地公司所提出的条件来算,置地公司提出约以100元的代价,来换取一股市价77元的九龙仓股份,这个条件是颇为吸引力的。

消息公布后,九龙仓股票马上在四会停牌,隆丰国际公司(包玉刚在1980年4月25日把手持的九龙仓股份全售给隆丰),立即与身在欧洲的包玉刚通长途电话联络,并于当日傍晚发出通告,表示隆丰公司已经拥有九龙仓30%的股份,置地公司的建议增购内容繁复,条件没有吸引力,呼吁各小股东切勿接受置地公司的条件。

证券监理处则就置地公司增购事件召开会议研究,但却没有透露会议内容及结果,只表示第二天继续开会。

各方人马紧锣密鼓,整个股市受到该事件的刺激而上升,有关的其他股份如置地、隆丰国际等均交投活跃。

6月21日,星期六,虽然股市休市,但涉及该事件的有关人士则仍然忙个不休,隆丰国际公司及获多利公司积极研究对策,向置地公司增购九龙仓股份的行动作出反击。而其后台老板包玉刚从巴黎抵达伦敦接受路透社记者采访时表示,他将会在周一(6月23日)返回香港,而且届时会就此事发表声明。证监处方面,原定于该日上午召开会议,研究此次置地公司的增购行动是否抵触了收购合并守则,但因资料不足,有关方面仍然开会研究,所以委员会决定将会议延至周一举行。

3. 出价反击

周日的假期并没有使这场“战事”暂时得到喘息机会,反而使争夺战推向高潮。“后台老板”包玉刚取消周一与墨西哥总统的约会,日夜兼程自伦敦赶返香港,由此可见他对九龙仓股份控制权的重视程度。抵港之后,包玉刚在希尔顿酒店租下会议厅作临时办公室,马上紧急召见获多利公司要员在酒店里举行会议,共商“帝国反击战”大计。

会议很快便有结果。当天晚上7点半,包玉刚召开记者招待会宣布以个人及家族名义,出价每股105元现金在市场收购2000万股九龙仓股份,期限为星期一和星期二两天,

增购手续由获多利公司办理，额满即止。

包玉刚如果收购成功，所需动用资金共计 22 亿港元，这笔金额在 80 年代初期来说，简直就是天文数字！

假如包玉刚反收购计划成功，包玉刚家族以及隆丰国际公司所持有的九龙仓股份就会增加到 49%，这样就完全控制了大局，包玉刚解释反收购主要是为了“保障个人以及家族的利益”，当时汇丰银行全力支持包玉刚爵士的行动。

包玉刚爵士慷慨的出价使九龙仓小股东大喜过望，6 月 25 日（星期一），早上才 9 点半，获多利公司门前便挤满了人群，他们不是排队买楼，也不是排队买票，而是排队等候兑换现金的投资者。

当时还闹出了一点小小的风波。由于换取现金的九龙仓股东太多，10 点 50 分获多利公司贴出通告，让九龙仓股东转往新鸿基证券公司进行登记，但这却惹来群众的不满，齐声鼓噪，获多利公司只好在自己公司门前继续认购。

11 点半左右，获多利公司的增购目标达到，新鸿基方面则直到下午 2 点半为止才结束增购，也就是说，包玉刚爵士准备在两天之内收购 2000 万股份的行动，在短短几个钟头内已经完成。从理论上说九龙仓争夺战包玉刚已经获胜，事件也应该告一段落。但事实上事情却并非如此。

4. 是否违法

当时香港收购合并守则的综合条例第 3 款指出，拥有控制权的大股东，在可能的范围之内，以不低于其获得控制前 6 个月所提出的最高价，购入其他股东的股票。这即是说，包玉刚应该在这次事件中，以 105 元的代价向其他所有股东买入九龙仓股份。

人们对包玉刚宣布只收购 2000 万九龙仓股份，且额满为止这种做法争论不休，认为这样做是否“公平对待全体股东”？是否违犯“收购合并守则”精神？

在包玉刚反收购期间，证监处也就包玉刚的反收购行动开会讨论过，会议从早上 10 点一直开到晚上 7 点半，然后在 8 点钟向新闻界发表声明。收购及合并委员会主席麦恩指出，包玉刚在增购 2000 万股九龙仓股份之后，已取得九龙仓股份的控制权，但包玉刚不符合收购合并守则的第 3 点“公平对待全体股东”的原则。

不过，民间一些舆论则认为收购合并委员会的这个举动欠公平，这是因为置地公司提出增购时，证监处并没有指出要注意此守则，包玉刚完成反收购之后提出这一点，似乎有厚此薄彼的嫌疑。事实上，如果要包玉刚“遵守公平对待全体股东”的原则，所牵涉的资金高达 60 亿港元，在当时来说，这个数字是不可能做到的。

包玉刚就证监处发表的声明，第二天与获多利公司要员进行会议商谈，而置地公司方面也举行了会议。当天下午 4:30，获多利公司通知证监处，说包玉刚无意提出全面收购九龙仓股份的建议。于是有消息传出证监处收购及合并委员会主席麦恩立刻携同文件前往布政署。

至于置地公司方面，于当天晚上 6:30 也公开宣布增购九龙仓股份的建议，但已于 6 月 22 日包玉刚提出反收购时失效，置地公司表示当时只持有约 1330 万股九龙仓股份而已！换句话说，置地公司已向包玉刚出售 1000 万股九龙仓股份，价值共 10 亿零 5 万港

元。

至此，九龙仓争夺战已届尾声，在这场战役之中，包玉刚虽然夺得九龙仓股份的控制权，但却要付出沉重的代价，只能算是“惨胜”，置地公司虽然失去了江山，但却可以凭借此次战役套现一批低价的九龙仓股份获得巨额利润，也可以说是“笑败”了。

6月25日九龙仓股份争夺战明朗化之后恢复挂牌，开市时投资者便挂出沽盘。接着股价一路挂低；直降至80元方才开始有成交。当日最低跌到72元，最后以74元5角收市，较停牌前下跌2元5角，较包玉刚的收购价更跌了30元5角，那些来不及把股份售给包玉刚的股东便要蒙受损失了。

5. 余波未了

事情至此虽届尾声，但收购及合并委员会当天仍然开会研究包玉刚否决全面收购九龙仓股份的理由是否充分？对待所有九龙仓股东是否公平？至于九龙仓公司董事会方面，也举行紧急会议，决定派出一个以麦士基为主席的独立小组委员会，处理有关各股东利益等有关事宜。

收购及合并委员会就此事件举行了马拉松会议，第二天（6月26日）会议继续进行，一直到晚上9：00钟方才结束，该委员会主席麦恩在会议结束后宣布一项声明，表示获多利公司以及包玉刚家族的反收购九龙仓股份的行动事前没有咨询委员会主席的意见，违反收购及合并守则“对所有股东公平”的精神，应受公开谴责。委员会建议包玉刚应最低限度以每股105元向九龙仓股东提出“局部收购”，而且不应该运用多次增购股份所得到的投票权。

不过，包玉刚并不接纳这些建议，而有关方面也没有再采取进一步的行动，这件事也就不了了之了。

此外，还有人认为汇丰银行在这次收购事件中可能触犯银行条例，因为当时银行法例规定向一家私有公司或银行董事家独立贷出无抵押贷款，不能超过25万元港币或不超过银行已缴足股本及储蓄额的1%，但后来香港政府澄清了有关疑问。九龙仓股权争夺战也在这些叫嚷声中结束了。

第三章 对上市公司的评估

第一节 资产评估概述

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。

第二节 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。

一、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。

二、对负债项目的估算与调整

对于负债，我国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。

第三节 收益分析

一、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。

二、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(*Mintipler*)。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）。

三、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是 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。

四、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: 货款利息	
2 500 000 美元 $\times$ 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
PE 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。

五、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非常项目,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 (*Deferred 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 (*Permanent 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量常用的方法。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。

第四节 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，这种方法在我国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。

一、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。

二、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。

三、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行人时,对于目标公司是公开发行人公司时,依照公开发行人公司的初次公开发行股价,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行人市价与出售、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。

第五节 资本资产定价模型

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。

一、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。

二、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。

第四章 对非上市公司的评估

第一节 三种主要的估算模型

一、拉巴波特模型 (Rappaport Model) —— 贴现现金流量法

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:

$$\text{现金流量} = \text{经营利润} \times (1 - \text{所得税率}) + \text{折旧和其他非现金支出} - (\text{增加的流动资本投资} + \text{资本支出额})$$

也可以用字母表示为:

$$CF_t = S_{t-1} (1 + g_t) (P_t) (1 - T_t) - (S_t - S_{t-1}) (f + w_t)$$

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:

$$ITM = \frac{(ftw)k}{[(1-T)(1+k)]}$$

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。

二、沃斯顿模型(*Weston Model*)——公式评估法

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:

$$V_0 = X_0(1-T)(1-b_s) \sum_{t=1}^n \frac{(1+g_s)^t}{(1+k)^t} + \frac{X_0(1-T)(1+g_s)^{n+1}}{K(1+k)^n}$$

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。

三、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 6.4.1 所示。

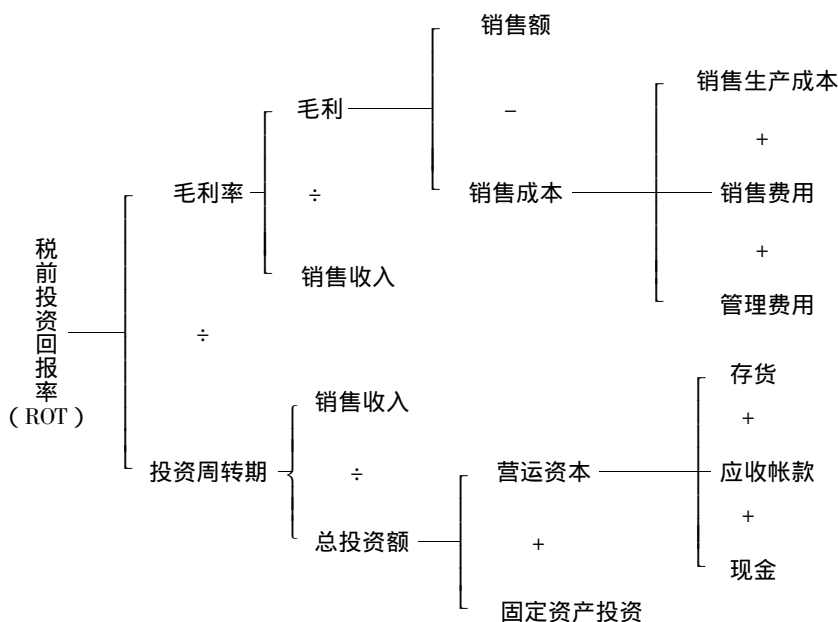


图 6.4.1 杜邦模型

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。

四、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。换言之,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。

第二节 影响非上市公司评估的因素

一、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人数相对较少,从

而影响了对它们的评估。

二、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 6.4.1 列出了各种不同持股水平时股东所拥有的权力。

表 6.4.1

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

三、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的、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。

第三节 非上市公司的评估方法

一、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. 公平价值

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。

二、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。

三、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。

四、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,它表示未来某一时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。

第四节 商誉及其评估方法

一、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。

二、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。

三、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,*TRS*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。

第五章 公司购并的资金来源

在公司购并活动中，支付是完成交易的最后一个环节，亦是一宗购并交易最终能否成功的重要因素之一。在实践中，公司购并的出资方式有三种，即现金收购、股票收购和综合证券收购。其中，现金收购方式是最先被采用的，其后才出现了股票收购和综合证券收购。据美国第一波士顿公司对 1981 ~ 1985 年购并活动中的支付方式的分析，在这期间，约有一半以上的交易是以现金支付的，以普通股支付的每年都在 20% 以下且呈下降趋势，而以综合证券支付的呈逐年递增的趋势。

选择何种出资方式，要视具体情况而定。通常，兼并方首先要顾及自身的实际情况，如果兼并方是一公众公司，那么在支付方式的选择上将具有很大的灵活性，除现金之外，它们还可以更方便地选择股票、债券，或两者的结合等其他的出资方式；与此相反，私人公司一般只能用现金来进行收购，因为卖方一般不希望把自己的投资锁定在一种缺乏流动性的证券上。其次，兼并公司还要考虑到本公司股东对股本结构变化的可能反应、本公司资产的流动性和在金融市场上的融资能力等因素。最后，还应考虑目标公司的股东、管理层的具体要求和目标公司的财务结构、资本结构以及近期股价水平等，因为支付方式并不是由兼并方单方面决定的，支付方式最后确定有赖于兼并双方的协商。

第一节 现金收购

一、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元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 元,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 元)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 6.5.1

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 = $10 \times 10 = 100$ (元)

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。

二、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。

第二节 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。

一、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。

二、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，增发的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。

第三节 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。

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

第六章 公司购并的策划与技巧

第一节 公关技巧

一、组成工作小组

为了确保收购的成功，收购方最好与收购经纪人结合，在内部组成下列工作小组，通过专业人员的系统分析，将可能发生的风险降到最低。

(1) 投资评估小组：负责评估卖方公司价值。

(2) 竞标小组：负责参与投标，并处理各种意外事情。

(3) 财务规划小组：负责规划收购的融资、税务处理问题。

(4) 公关小组：负责向公司内外公众发布信息，使收购在舆论监督下进行。

(5) 谈判小组：负责制定策略，参与谈判。

(6) 核查小组：在收购成功后负责查核目标公司的所有文件，安排过渡贷款的资金汇整，并办理结案及与公司的交接。

(7) 经营管理小组：在收购成功后派驻目标公司，负责诊断企业、重整企业等。

作为最高形式的产权交易，由于收购而引起的公司控制权变动常会对政府、竞争者、相关厂商、企业员工等造成一定的心理震荡，为了使这些公众不致误解，公关小组就必须发挥作用，维护和建立收购方在社会公众中享有的良好信誉和形象，以成功的人际关系、和谐的人事气氛、最佳的社会舆论赢得社会各界人士的了解、信任、好感与合作，使收购得以顺利进行。

二、做好重点人群的公关工作

一般来说,收购的公关小组应注意那些对企业实现收购目标具有潜在利害关系和影响力的团体与个人,做好这些重点人群的公关工作包括以下几点。

(1) 潜在的竞争者。在收购行动中,买方常面临一些竞争者,不论其动机是否真心出于收购还是通过包围性竞争进行套利,都有可能使收购价格上涨,提高收购价格。

(2) 金融公众。指关心并可能影响企业收购获得资金能力的团体,如银行、投资公司、证券交易所、股东等。这类公众对企业的收购具有重大影响,因为他们的实力非常强大。

(3) 大众传播媒介。主要指广播、电视、电台、报刊等传播媒介。这些团体对企业的收购具有重要作用,能沟通信息渠道,反映收购动态,传递收购信息,也使企业收购经纪人、专家、咨询机构、银行、投资公司能够掌握收购动态。

(4) 政府。指有关的政府部门。收购企业的主管部门在制定收购计划时,必须充分考虑政府的发展政策和目标。企业须向证监会、法律咨询机构或资产评估事务所咨询有关收购信息,以便在收购中正确处理与政府的矛盾,按市场规则进行收购。

(5) 目标公司员工。因收购直接影响到职工的工作安排,善后处理、劳保、医疗、住房等问题若处理不善,容易造成人心浮动,降低生产效率。

(6) 目标公司股东。收购要约主要是针对这些人士发出,开列的条件需满足其利益,做好说服、解释,使之能接受收购条件,使收购得以成功。

(7) 目标公司的相关厂商。这是指与目标公司订有合同或保持供销关系的供应商和推销商、目标公司的协作单位、债权人等,对这些公众的公关活动有利于收购后的整合发展。

第二节 谈判技巧

在公司收购过程中与目标公司前几名的大股东、董事会进行谈判,达成秘密支持或交易,是取得控制权的前提,这里交易价格的形成和确立都是双方不断地磋商的结果,谈判技巧十分重要。为参加这种谈判,收购方常常必须有一个由专业人员组成的谈判小组,通过不断的谈判方能达到目的。

一、谈判价格

一般来说,公司购并协商谈判主要内容在于成交价格的协商。公司收购价格的协商同

一般买卖的价格协商相类似，若卖方先开价，买方必须充分了解目标公司后再还价，否则在卖方刻意出高价的情况下，即使杀了价成交，仍可能支付过高的价格。

为了使双方明确谈判的要点，可以通过经纪人、银行、会计师、律师等中介机构，为本次收购确定谈判目标及其上下限。买方在对目标公司进行价值估算时，可依各种不同计算方法从而订出一个价值范围。例如运用短期收益折现法时，常以不同的营运绩效及不同折现率，算出不同的价值，从而形成一个价值的范围。依此价值范围结合其他因素，买方可以定出其所能接受的最低水准，即买方所愿意出的最高价，超过此价格便不谈了，所以又称为“走开价格”(Walk Away Price)。

在价格协商中，卖方常不会表示出其最低可接受的价格下限，而买方亦不会贸然讲出真正的上限，而常将之说得较低。这是双方的底牌。但是买方若将上限讲得很低，而使卖方没有继续谈的愿望，以后若主动提高则其地位就会在谈判中被削弱。当卖方出价超过买方上限时，买方可能以为卖方无法找到出更高价格的其他买主，而欲等待卖方调低价格；不过，卖方也可能不急于出售而根本不会调低，而是等其他出得起的买主。在这种情况下，买方也许以为不急着收购而宁可等下去，坚持不超过上限出价。此种因买卖双方急迫与否的态势便无形中构成谈判力量的大小。

在买方制定价格上限的收购决策里，买方常将其与自行创设时的情况作比较，自创亦可估算出投资金额，此亦可称之为“重置价格”(Replacement Price)，可作为价格上限，但是自创可能须等一段时间才能开始营建，而且创设期间存在的很多不确定性与风险，很难事先确定，也很难量化，因此千万不可将自创的成本估计过低。

公司股票收购价格往往高于公司净值，此项差异主要是买方提供给卖方出让控制权的报偿，唯有此项差额的存在，才能激励卖方转移其股份。但是除了控制权因素外，买方通常在收购前对收购对象的了解非常有限，而存在相当大的风险，因此，买方对未来预期的获利必大于提供给卖方的此项“报偿”，才会乐于承担此项风险。

买方愿以较大的“报偿”作为价格上限，往往是着眼于买方接手后未来营运可产生的更大的获利能力。因此这样将使该项购并对象在接手经营后的获利，必须比原卖方自己继续经营获利还佳；或者假如卖方对未来获利“看淡”而有意转移经营重心到其他产业，或者若继续经营不赚反而亏损，则其自然愿以少许“报偿”加上现有资产价值出售，甚至无“报偿”出售。此时，对买方而言，必然是一拍即合，甚至不必多花时间进行财务评估，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特权，除了收购之外又没有其他方法可获得此项权利，则买方可能不得不以高价忍痛买入，这也是在实现一项控制价值。

二、影响谈判力量的因素

在收购协商后能否达成成交价格，主要取决于收购者与被收购者双方的谈判力量。因

而若收购者精于谈判手法，且能掌握卖方状况，善用本身优势，又能把握时间要素，则常可以较低的价格成交。总之，公司价值是一回事，成交价格又是另一回事，双方所能达成的合意价格，受双方谈判态势影响最大。

无论是零和（即你赢我输）还是非零和（双赢）谈判，买方总会想多分一杯羹，欲达此目的则须提高买方的“力量基础”（*Power Base*）与“力量总额”（*Power Amount*）。前者如买方的谈判阵容，包括著名权威的产业专家、会计师、律师、环保专家、估价师等，借以提高与加强自己的专家力量。后者如增强买卖双方的依赖关系、买方掌握卖方所需关键资源、提高买方的转换成本等。

在实际谈判中，为何买与为何卖，及哪方急于买或卖均能反映出双方的谈判力量。为加强买方力量基础，买方也可采用结盟（*Coalition*）方式。当然谈判力量的形成，包括很多方面。例如，本身实力、情报掌握的充分程度；如卖方同时与数家潜在买方洽谈，会造成有意购买者的时间压力，从而在收购协商中居下风。

此外，外在环境因素（如所处时间的不同）会影响公司股票的市场价格，经济波动会使公司未来营运绩效变好（或变差），因此随时间变动而产生的外在环境的好坏也会影响买卖双方在价格协商中的谈判力量。在协商期间，若整个产业或整个经营环境变坏，而使经营效益不佳时，卖方即会考虑降低价格，因而也许会使双方原先的价格差距接近而成交；反过来，在协商过程中，若产业或经营环境趋向好转，而使目标公司经营状况转好，卖主就会不急于出售，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。

三、谈判技巧

谈判不但需要力量，同时需要技巧。成功的谈判往往是双方完美的结合。谈判技巧的运用往往与个性有很大关系，对谈判对手个性及其可能采用的谈判技巧的掌握，是成功的谈判不可或缺的因素。同时在公司购并的谈判中，不应过多顾及眼前的利害关系，需以企业发展为远景，以利长期合作。同时要尊重谈判对手，尽可能以坦诚来获取对方信任，避

免两败俱伤，事实上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列为费用分年摊销，因此要另外签订“不竞争契约”（*Noncompetition Agreements*），以防卖方在某一范围内经营竞争性业务。支付此契约的款项，在税法上是买方可扣除的支出费用，因此原来定好的价格分成两部分，一部分为收购价款，一部分为该权利的费用。

事实上目标公司若是亏损公司，卖方过去的亏损，可因在未来抵减收益而节省应交税负。因此此项节省的税负可当作一种价值，另外加在原已计算出的价值上。这是卖方在价格谈判上可争取加价的理由，但是买方是否接受则是谈判力量的问题了。

此外在公司收购的协商中，买方常须帮助卖方解决接收后的问题，才能使交易尽快成交。例如原目标公司员工的留任问题、卖方的税负问题等。因此买方在协议条款中须同意卖方人员全部留下，并且价款可以分期支付以减轻税负，且以后利润达到何种程度、支付价格须提高等条件。又如买方收购目标公司七成股权，以使卖方内部人员不觉得被原雇主

所遗弃而安心工作。不过,原来经营者常常以工作权的保障及自主权的维持为由,来作为价格谈判的条件。如日本松下公司收购美国米高梅公司中,美国由原先主张的每股 85 美元~90 美元,让步到接近松下所希望的每股 66 美元,即因松下承诺完全保持米高梅原有经营阵容不变。

四、谈判中其他注意事项

在实际的协商谈判中,还有其他应注意的事项,如在还未进行价格协商前,买方必然要求对目标公司作一番详细的审查。但对卖方而言,进行详尽的审查不免有泄露公司经营秘密之虑。因此常要求买方签下契约,声明若不予收购,则几年内不准经营与目标公司相同的业务。在此严苛的限制条件下买方一般不会答应。但是若卖方急欲出售,在要求不被接受的情况下,通常也不会坚持。不过为防范其他不利情况的发生,卖方可要求买方签下“不可挖墙角”的规定,买方虽可答应,但应要求在条款上说明,若是目标公司内部人员自愿跳槽则不在此限。当然这里的自愿与否在具体情况下并不好界定,因而很难把握住。

第三节 投标技巧

有些收购是通过竞标在产权交易市场完成的。企业收购中的竞标是指在一定期限内,目标公司自行或委托产权交易机构、新闻传播机构向社会发布招标信息,征求投标者投标的行为,收购方可通过投标在竞标中获得目标公司产权。

一、竞标的过程

竞标与协议交易相比,更公开、更有竞争性,容易使双方都获得满意的结果,其过程如下。

(1) 评估。目标公司进行资产评估,提交资产评估报告。

(2) 招标。目标公司通过中介机构,发布招标信息,其内容一般包括:企业概况、企业资产经营状况、财务状况、购并形式、购并要求与招标条件。

(3) 投标。投标方根据招标信息填写投标书,将投标书正本送交招标方,副本留存,另一份交购并市场管理机构。招标与投标工作既可由购并方主持,也可由被购并方主持,无论由哪一方主持招标工作,均须给予投标方以平等机会,进行公平竞争。投标方可以是各种企业、合伙人或个人,不受任何组织与个人干涉。

(4) 中标。投标方案汇集到招标部门后,招标方对各种方案进行认真比较、分析、论证,选择部分优秀的投标者进行中标测试,内容是关于投标方案的论证与分析,可采取

公开答辩或洽谈等形式。根据测试结果,选择最佳方案宣布中标者,确定成交价。

- (5) 签约。
- (6) 审批。正式的购并协议书报有关部门审查,并经过公证处公证。
- (7) 办理变更手续。
- (8) 进行产权交接。
- (9) 发布收购公告。

二、竞标中可采取的策略

由于竞标中容易形成竞争性叫价,最终价格的形成不仅受资产本身的价值限制,还要受到资产供需关系等市场因素的左右,因而竞标对成交价格影响较大,收购方对竞标可采取以下策略。

- (1) 争先对发标的目标公司进行仔细考察,通过各种渠道收集信息,从而确定其出售动机及真实价值。
- (2) 了解潜在竞争者的动机、意图。
- (3) 根据目标公司与自己公司的战略协同度,根据竞价的激烈程度确定出价。
- (4) 了解政府管理层的政策、产业规划、法律规定,作出有利于国有资产保值、转移或增值的收购后规划,增加中标机会。
- (5) 针对目标公司出售意图,详细规划收购后的整合发展、组织变化、人员留任等详细条目,尽量提供除价格外对目标公司股东的额外利益。例如“收购后土地增值利润双方平分”,并显示对收购后的管理胸有成竹,这样即使出价稍低,仍然有中标机会。
- (6) 如能摸清竞争者的竞标内容,可在最后期限前投标。

第四节 收购后付款技巧

在公司买卖交易过程中,经过一系列的讨价还价,以双方合意的收购价格达成交易后,接着双方要协商具体的付款方式。付款是完成股权或资产转移的最后动作。一旦付款结清,主要的收购活动即告完成,后来的只是一些产权转移后需要双方处理的善后工作。

由于公司购并交易是一宗超大额买卖,动辄上千万,甚至上亿元,因此具体的收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。

一、现金支付

同一般买卖交易一样,现金的支付当然是最迅速而清楚的支付方式。由于现金具有最

强的流动性，因而对卖方而言，特别是那些因举债过多而被迫出售的公司，即时可获取马上能派上用场的流动资金，无疑是比较受欢迎的付款方式。

但是由于收购公司是大宗交易，现金支付对买方而言，则是一项巨大的即时现金负担，正常情况下买方能否拿出那么多现金是很成问题的。同时根据国外税法规定，对卖方而言一次接收那么多现金，其相应要负担的所得税负亦大增，因此对于巨额收购交易，一般现金支付的比率都较低。

二、换股支付

换股是公司合并的基本特色，但收购者若将本身股票当作价款付给目标公司股东，即是一种换股作业。在美国公司可直接发行新股用以向对方公司股东购买股票。

在换股付款中，卖方必然要考虑买方股票本身目前市价与未来可能的变化，以及各种长期性的税负问题。收购者若是业绩优良的上市公司，对卖方来说其股票反比现金更受欢迎。而且现金必须在当年度申报所得税额，而若以股票支付，卖方只有将来出售此种股票时，才需对其收入加以课税，这样来说换股支付对卖方较为有利。

因此在决定是否以换股方式付款时，双方对收购者的股票价值是否有一致估价是至关重要的问题。在估算上，卖方要考虑收购者用于换股的股票是发行的新股，则一定会认识到这样会稀释该公司现有股票的每股盈余，致使股价下跌，而且还要考虑到，在完成交易后所取得的买方公司股票，其价值是否会急剧下降。这些令卖方疑虑的问题有赖于收购者给予对方相当大的信心才能解决并完成交易。

若发行无表决的优先股来支付价款，此种股票在股利方面享有优先权，但对买方而言不会失去控制权。而且不像公司债那样，不管有无盈利均应照付利息。但就税负观点而言，公司债利息可当作税前费用，用以抵减所得，所以比特别优先股要好一些。

另外，支付工具也可包括类似股票的“认股权证”，但其前提是买方须是股票上市公司，因为只有上市公司才有资格在股票发行前先发行“认股权证”。认股权证保证其持有人在某一期间内，有权随时以某一价格购得发行公司的股票。

不管收购与合并，卖方或被合并公司股东所取得的股票的市价也可能低于票面价值。不过这并不妨碍交易的完成，因为卖方所在意的是在此交易中是否取得比其他出价者更高的价钱，或者是否比再等其他的潜在买方去筹资的时间能更快取得资金。

三、卖方融资支付

1. 卖方融资的含义

所谓“卖方融资”(Seller Financing)支付意指收购方暂不全部偿付价款，而是承诺在未来一定时期内分期分批偿还价款给卖方的支付方式。此种付款方式，常用于目标公司获利不佳、卖方急于脱手的情况下，这是有利于收购者的支付方式。

例如美国华纳传播公司(Warner Communications)欲将其亏损的阿泰利电脑公司

(Atari) 出售时, 康摩度尔国际公司 (Commodore International) 即以未来偿还价款的保证, 购买阿泰利全部股权。华纳公司之所以愿意这样做, 其主要原因在于华纳对收购方的拯救阿泰利的计划非常有信心, 而愿意以应付票据方式达成交易, 且不要求前几年马上付清本金, 使阿泰利在新业主经营下的前几年现金压力大为减轻。由此可见, 收购者须有极佳的事业经营计划, 才易取得卖方融资。

2. 卖方融资支付的优点

在美国, 以卖方融资支付价款对卖方还享有税负延后的好处, 因为价款分期支付而使税负也分段支付, 而且还可获取较高利息。不过在实际运用时, 这种付款方式只限于为数很少, 且股权相对集中的股东所拥有的公司。若卖方股东分散, 就可能无法以商业票据方式来分期支付。

另外, 在收购一些以某些个人的特殊技艺或管理才能为特性的公司时, 应特别注意, 由于人才是会流动的, 因而风险极大, 因此在具体价款支付上要有特别条款予以保障。如若原所有者与经营者为同一人, 收购后仍保留为经营者, 则可要求在交易完成时, 还要有部分价格未确定, 须视未来被收购公司的绩效目标的完成情况而定。例如, 如果被收购公司在收购后两年内, 每年盈余增长率为 10%, 再依约支付其他金额。

此外, 买方可要求分期付款, 且支付价格各按照其业绩的某比率支付, 此种措施有助于拉近双方在收购价格认定上的差距, 可使卖方在刚收购时, 努力保持公司的正常运作, 以证明公司的价值, 而收购者也可保护自己, 以免业绩在收购后急速滑落。买卖双方还可商定价格的一半付现金, 另一半须视未来某时点的业绩而定, 若未达到目标, 则不予付清余款, 且其债务亦不予负责。或者另一半由卖方融资, 甚至数年后卖方可要求部分债权换回股权。

上述根据目标公司在收购后某期间的绩效而确定支付价款的收购方式, 一般是由于原所有者仍为收购后的经营者, 且签订某期间不离开的雇佣合约; 假如业绩不佳, 卖方只能以低价出售股权, 此种方式不仅使买方没有即时的资金负担, 又降低了未来收购后经营绩效不佳的风险。同时, 上述付款方式也可规定第一次交割时是支付有形资产的价款, 无形资产则依未来获利状况来决定价值, 也许延迟 3 年 ~ 5 年再按无形资产的真正价值付款。

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。

第七章 公司购并的法律问题

第一节 购并涉及的法律问题

一家公司获取另一家公司的控制权有三种途径：

(1) 征求委托书，取得表决权控制董事会；

(2) 收购另一家公司的全部股份或收购另一家公司的适当比例的股份，以求取得大多数投票权；

(3) 被收购的公司可以是一家私人公司或上市公司，若为私人公司，收购通常是通过秘密洽商，取得目标公司的股东同意。法律不管制收购私人公司；只要私人公司的大多数股东同意出售其股份，私人公司的控制权即落在新股东手上。

对上市公司收购，成熟股市对其都有严密的法律监督管理，其中涉及的法律问题主要有委托书、收购要约以及内幕交易。

一、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：

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。

二、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，使公司经营权更易移转，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。

三、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幕罪”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。我国1993年爆发的“苏三山假收购案”即为一例。

第二节 境外国家和地区对购并的法律监管

一、美国对公司购并的法律监管

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平竞争和不公正的或欺骗性行为。之所以要禁止不公平的竞争方法，是因为如果对这种不公平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平的商业行为，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 6.7.1 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 6.7.2 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。

表 6.7.1

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 6.7.2

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

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。

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 $2 \times \text{企业 A 的市场份额} \times \text{企业 B 的市场份额}$ 。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对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 Acquisition)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。

二、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。

三、香港地区对收购的法律监管

1. 香港《公司收购及合并守则》(*Hong Kong Code on Takeovers and Mergers* 该守则 1978 年 8 月公布, 后曾进行多次小的修改, 虽无法律效力, 但香港联合证券交易所的上市规则中已明确规定在香港联交所上市的公司必须遵守《香港守则》, 这就赋予该守则很大的执行权力。

2. 法律监管具体内容

《香港守则》34 条共 5 万余字, 其突出的特点是注重保护中小投资者。为了达到这一目的, 《香港守则》不仅要求收购要约人详细披露其持股情况, 甚至强制其发出全面性收购要约, 还要求被收购公司的董事就此次收购发表意见, 聘请财务顾问出具报告, 以及不得阻挠收购活动等。

(1) 《香港守则》规定了一系列的原则, 包括所有同类股东都应得到公平、平等的对待; 如果公司的控股权转移, 则控股人必须向所有其余股东发出全面收购要约, 即强制性全面收购等。

(2) 《香港守则》规定, 收购要约人应首先将收购要约送达被收购公司。在这里《香港守则》作了许多有关“独立董事会”、“独立意见”的规定, 意味着有利益冲突的人在收购过程中应避免发表意见, 相当于我国法律中的“回避”。例如被收购公司董事会在收到收购要约后, 应从保护其股东的利益出发, 聘请独立的财务顾问就该要约是否公平合理作出书面报告。这一报告应连同董事会对该收购的意见一并送达给股东。与该收购有利益冲突的董事在这一过程中应避免发表意见。如果股东大会决定就是否接受收购或兼并表决, 那么与该表决有多于其余股东利益的股东也应回避, 并且该决议应获独立股东 3/4 多数的同意才能生效。

《香港守则》还规定, 受要约公司的董事会在得到股东大会批准前, 在处理公司事务时, 不得故意采取措施, 如增发新股、出售公司资产等以阻挠该次收购要约。这一规定的目的在于防止受要约公司董事会为了维护自己的利益而损害股东的利益。

关于发出公开收购要约的时间, 《香港守则》规定如果被收购公司已得到收购要约人明确的收购要约, 或股票市场上已有关于收购的传言而引起股价大幅度波动, 那么收购要约应向全体股东公布: 在收购要约人通知被收购公司之前, 公布收购要约的义务一般由收购要约人承担。另外《香港守则》还规定任何初次获得一个上市公司发行股本 35% 水平的人, 必须向该公司其他股权持有人提出全面收购要约; 而已持有股本介于 35% - 59% 之间的股东, 如果在任何 12 个月内增购 5% 限额, 也须向其他股东提出全面无条件的收购建议。

收购要约至少应说明要约人的身分,要约人及其行动一致人士持有该公司股票、购股权证及可转换债券的情况,收购要约的条件、与此相关的安排等。要约的语言必须明确,并须保证要约人为该次收购准备了足够的资金。

要约有效期至少为 21 天,如果要约条件有修改,那么要约有效期应至少延长至修改发生后第 14 天。要约的定价必须高于该要约人或与其行动一致的人士在过去 6 个月购买这种股票曾经支付的最高价格。

如果要约人只收购部分股票,那么在收购结束后,其持有的股票必须达到该种股票总额的 50% 以上。如果没有达到,要约人必须将接受承诺的股票退回股东,以使其有机会接受新的收购要约。如果在收购结束后,收购要约人持有的股票达到该种股票总额的 90%,其余股票有权以同样价格向其出售剩余的股票。

在收购过程中,香港证监会起很大作用。收购要约在公布前应送证监会审查,审查内容包括要约条件是否公平合理,是否按《香港守则》的规定制作等。在收购过程中,如果当事人或其顾问对拟采取的行动是否符合一般原则有任何疑问,应事先咨询证监会融资部为收购行为指定的执行人员。如果执行人员不能裁决或其裁决引起争议,当事人可以要求香港证监会的收购及合并委员会处理。

在收购合并的监管过程中,最为困难的是证监会介入时机的选择,即主管机关何时应对收购行为进行干预。由于收购行为纯属商业活动,只是基于保护投资者的目的才需要主管机关在适当时候出面干预。因此交易监管时间的选择极为敏感,不能太早也不能太迟,不能太多也不能太少。这个介入度量的标准定在当持有一个公司 35% 或 35% 以上投票权时必须向全体股东作出收购要约。这一比例一般由一个国家或地区内公司的组织结构、证券市场完善程度、政府的监管思想等因素综合作用产生的。一般说来,如果一个国家或地区的公司,其公众持股比较低,如加拿大、澳大利亚,其标准是投票权的 20%。而在香港,家族型公司十分普遍,大部分家族对其公司均有 50% 以上的绝对控股权,公司收购的难度相对较大,因而主管机关介入的时间就相对较迟。由于家族公司的特点,在香港故意收购往往难以奏效,近 20 年无一成功案例;而善意收购发生的频率则较高,善意收购实质上是公司内部大股东控股地位的转移。因此在收购者与大股东之间容易达成秘密协议而危及其他股东的利益。证监会的职责就是要确保信息不仅仅在这两者间传递,而且必须进行公开披露,使中小股东都可获悉,以达到保护中小投资者的目的。

一致行动是收购过程中最易出现也是最难监管的行为。《香港守则》在释义中还对“行动一致的人”作了详尽的定义。其主要内容是:两个以上的人通过某种协议或达成某种默契,积极地配合以取得或巩固对某公司的控股权。除非有相反的证据成立,下列的几类人中的每一类人都被推定为行动一致的人:①一家公司及其母公司、子公司、并列子公司、联营及前述四类公司的联营公司;②一家公司与其任何董事(包括该董事的近亲、有信托关系的公司和该近亲或公司所控制的公司);③合伙人;④任何个人和其近亲、有信托关系的公司或由他们控制的公司等。

行动一致的人所持有的股份被视为由一人持有,这一规定对于执行强制性收购要约及大股东的报告义务、防止联手收购行为非常重要。《香港守则》在第 26 条中规定,持有

一个上市公司 35% 以上股权的股东必须向其余所有同类股东发出收购股票的要约；《香港的权益披露条例》也规定持有一个上市公司 10% 以上股权的大股东必须披露其持股情况及其后每增减 1% 股权的变化。这里所指的持股 35% 或 10% 的大股东的认定，都需将该股东和与其行动一致的人的持股量合并计算。

由于一致行动极为秘密，调查有相当难度，为此证监会建立了完善的组织与制度，在其公司财务部设置专职的执行人员负责有关收购问题的咨询、解释、指导。其上是由 10 名正式委员及 10 名候补委员组成的收购及合并委员会，其中来自证监会 2 名、交易所 1 名、金融机构的代表 4 名，以及在收购及合并事宜涉及利益关系的其他组织代表各 3 名，负责对执行人员提交的案件进行裁决。该委员会的裁决实行有罪推定原则，如当事人不服还可向收购上诉委员会提起上诉。为提高效率，法律赋予执行人员极大的权力，可对市场上发生的各种现象作出灵活的反应。例如命令停止上市公司的交易；向公众宣布对公司的调查情况；强迫公司合作，提供一切有关资料；要求当事人参加聆询等。

另外，香港立法局颁布的《证券权益披露条例》、《内幕交易条例》和《投资者保护条例》也涉及了收购问题。

我国公司在香港上市的逐渐增多，在香港地区从事公司购并业务的也逐渐趋向频繁。在香港地区本身的收购兼并行为也较多，香港是一个法制社会，同时其金融证券业的长期发展为证券市场上的各类参与者及其行为，为我们提供了具有很高参考价值的成熟法律。

第三节 公司购并中的法律实务

公司购并活动不仅需要有良好的企业经营顾问、财务顾问，而且还需要聘请一批训练有素且颇赋经验的商法律师的介入，以保证整个公司购并从策划到实施中的任何细节问题的法律障碍能够合法且巧妙的排除。在西方社会，如英国的公司购并市场上，律师担任相当重要的角色，而以自由、民主与法制完善而著称的美国，关于公司购并的法律问题更为纷杂，聘请高素质的商法律师便成为一把双刃的利剑。

律师的首要职能之一是确定本次收购所适用的法律、规则和条例。不论律师所代表的当事人是要约人还是受要约人，甚至是在收购要约已获得受要约公司董事会推荐的情况下，同样需要考虑法律的适用问题。在我国的公司购并活动中，要考虑法律适用问题，需要理解全国法与地方法的相互关系，这是相当复杂的。有时涉及法规之间的冲突与不一致，例如《股票发行与交易管理暂行条例》与《深圳市上市公司监管办法》都详细对公司收购活动作了规定，那么就必须决定对深圳上市公司应适用哪一种法规。同时一此发行 H 股的股份公司在香港联交所挂牌上市，在受国内法规制约同时，应遵守香港的法律，尤其是香港的《公司收购及合并守则》，对二者如何协调，都有待于法规本身的协调和律师的专业知识。

在香港,律师须就有关收购法律法规的规定及发表一切公告和通知的时机和内容,向股东提供详细专业意见。律师需要单独起草或与财务顾问共同起草有关的公告、通知等法律文件。然后与董事会一起审议这些文件。律师还负责核实有关购并须报审文件的合法性与真实性并提出法律意见。同时还要负责检查在建议购并行动中客户的手对手所采取的行动、发表的公告和通知是否符合有关规定,在敌意性收购中更要倍加小心。

在购并早期阶段,律师必须清楚明确地说明重要的法律职责是为其公司的利益着想,而不是为自己的私利与前途着想。如果是受要约(目标公司)公司的董事,律师需进一步向他们说明,不要在没有正当理由下阻挠可能提出的敌意收购要约。

在草拟收购要约时,律师应按照有关合同法与公司法的要求安排要约结构,提出在税收角度最有利的一种要约结构。在已经具备完善的反垄断法的地区,律师还须详细地指出一家公司收购另一家公司的行为其结果是否会令购并后的集团触犯有关法律。在适用竞争法的情况下,要约的条文一定要有这样一个条款:“规定在某一日期之前若得不到有关管理机关的批准,可以中止要约。”

在提出要约之前应尽力完成对受要约公司(目标公司)资料的审核工作。完成此项工作后还须审阅法律协议及其他具有法律效力的文件,并就这些文件的内容向客户提供法律意见。

在向与购并有关的公司董事会提供法律专业意见时,必须事先声明在要约公司前须尽保密义务。在善意购并业务中,律师可以建议双方签订保密协议。对受要约公司的董事会,律师还须向他们说明,他们在向股东评断一项要约利弊时所负的责任。在要约提出之后,律师还要向客户说明有关条例规定的持续信息披露的要求,尤其是对与股份交易有关信息的披露。在适当的情况下,客户可以要求律师说明如何向法院申请颁布禁令制止一项不受欢迎的要约,或为要约提供便利条件,对此律师不得拒绝。

在敌意购并中,律师作为法律顾问的技巧主要体现在股东表决权争夺战上,同时律师还须就适用内幕交易的法律提出意见。

一、善意购并上市公司中的法律实务

1. 在签订买卖合同前应注意的事项

(1) 认定收购或兼并目标。在收购目标选定中可先由财务顾问或买主自行进行调查,然后再确定一家相对理想的购并对象。如果公司股东亦有意出售公司,那么这将是善意购并。

(2) 中间人的作用。促使交易的另一个办法是通过中间人。如投资银行或买卖经纪人。投资银行需要花费许多时间去物色适合现有客户收购的公司,或为现有客户所拥有的公司物色买主。投资银行往往通过这样获得收益。它可以参加合同文件的洽谈与起草,并且在上市公司中参加向股东派发一切文件和可能需要的收购建议的洽谈与起草工作。任何中间人都会非常小心地确保它在交易中的作用有明确的规定,通常使用授权委托书明确中间人应聘为该宗交易的法律资格,并以此代表委托人与另一方作洽谈。投资银行必须清楚地表明自己是以代理人的资格办事,以免别人误解购并为银行自身的业务。

(3) 保密协议。在洽谈的早期,通常还需要签订一份保密协议,这份文件签订的目的是为纪录买主和其顾问对可能未来向它们提供的任何资料实行绝对保密的承诺。卖主通常要求签订这份文件,因为它不希望上述文件,尤其是涉及商业秘密的资料公开,同时希望确保在交易一旦无法进行下去时,能够收回它所提供的所有资料并防止买主与其顾问直接或间接使用这些资料。保密协议通常规定,买主自行复制或由卖主提供的所有文件副本和买主及其顾问所抄录的所有笔记和其他研究资料,以及反映这些资料的其他信息记载方式中的记载都必须归还给卖主。如果正在调查的是一项重大收购,通常需要聘请负责编制报告的会计师。当有大量的资料提供给许多不同的人时,必须确保这些资料的提供受到非常小心的管制并且保证全部物归原主。

当然上述保密协议可能给买主带来一些问题。因此要控制自己的雇员、代理人和顾问是一件不容易的事,实际上在编制报告过程中,会计师往往要求拥有自己的档案而不将上述资料交回。律师与会计师这样的专业人员受本身职业道德准则制约,根据这些道德准则的规定,提供给他们的一切资料都是机密的,仅能用于与委托人有关的事务上。

(4) 定金。卖主为取得一定程度的担保往往要求卖主提供定金。这笔款项通常附有利息。利息归于最后收到该款项的人。对买主而言,当然希望如果洽谈一旦失败所存款项可以随时取回,但卖主不一定同意。定金一般由一方律师代保管,对定金的存款条件须作明确规定,此事一般由有关律师事务所通过交换函件解决。卖主有时要求有权在特定情况下没收定金,这种要求可能会遭到买主拒绝,因为在洽谈的初期阶段,买主对成交的可能性还不能作出真正的评估。

(5) 初步协议。洽谈过程中买卖双方通常要签署一份意向书或“协议要点”。这是一份典型的在法律上不具有约束力的文件,旨在初步列出经协商后双方同意进行交易的大致条款,其目的在于提供进一步交易的前提条件与保证。一般而言,意向书都是在咨询的最初阶段签订的,当时双方仅仅是讨论了交易进行的大致原则。问题的产生往往来自技术性的问题。例如,有关公司的现存债务或可能出现的各种资产或融资问题。其中的一个主要问题是在仔细审查公司资产时,往往发现处置这些资产要比当初想象的困难得多。例如地产公司拥有众多需要个别处理的租户、出租物业、定金、按金或其他资产,要处理这些问题往往难度很大。在一些购并交易中经常发生这样的事情:由于急于成交,双方签订一份初步协议,随即将交易对外宣扬,因签约双方对上述难度的考虑不足,往往能给对方提供一个试探急于成交心理的机会,为进一步的谈判提供优势。律师经常被人指责为过于谨慎,但是在交易的较后阶段出现问题时,却往往证时在收购与出售期间所持谨慎态度的做法是正确的,因为可能随时发现需要完全重新组织交易,否则最终卖主可能要作出意料不到的巨额赔偿。如果交易已经公开,卖主就不可能有退路,尽管在没有原先的原则协议情况下作出赔偿是不明智的,但卖主实际上别无选择。

(6) 公司组建前的买卖合同。买主能够收购一家新公司通常是一件最好不过的事。这种公司多数为向买家提供咨询服务的律师或会计师手上的空壳公司,但在签订合同时,此家空壳公司应存在,这点至为重要。由代理人替未组成公司签署买卖合同是不妥当的,如果一家公司在签订合同时尚未成立,而成立后又不对其于成立日期以前以其名义签署的

合同作出追认,则代理人本身应承担责任。这种事情是中间人应极力避免的。因此收购协定经常采用的一种形式是由提出收购的集团的母公司同意购买或促使他人购买有关资产,这使母公司有权提名买主,或组成一家新公司来履行其业务,或为组成的新公司接管其业务作出安排。买卖公司通常还规定,提名买主对上述业务的履行应视为对买卖合同业务的履行,母公司将不再承担任何责任。

2. 收购交易中的注意事项

交易的结构必须清晰分明,并且具有税项效益,尤其以涉及国外的交易为甚。这件事应与各有关顾问协商,根据每个国家或地区的要求,然后参照营业所在地的情况和现行双重征税协定组织的规定进行交易,以便源自未来利润的部分股息回流。如果收购是一家香港公司,就必须缴纳买卖印花税。在集团内部实行转让,则可以豁免。节省印花税的安排,虽然表面上吸引人,但不是经常行得通。同时,税务局若对这种做法进行打击,罚款可能高达应付印花税的10倍。

3. 须向股东披露的事项及须股东批准的事项

这主要涉及上市公司,即上市公司收购或出售有关资产。这里应考虑两个具体问题。根据《香港守则》第155A项规定,如果拟出售资产的公司是一家在香港证券交易所挂牌的公司或其所属集团中有一家公司为上市公司,它必须事先获得股东同意才能将超过该公司固定资产价值1/3的资产出售,上述固定资产价值以呈交股东大会的最新资产负债表所示数字为准。这项规定显然旨在使股东对公司之资产出售有一定程度的控制权。

4. 证券交易规则

在与证券交易所签订的上市协议对“须予披露的交易”有特别的规定,任何与上市公司有关的人士应熟识这些规则,以免因一无所知而违反这些规则。规则的要求有两方面:①当一项受规则管辖的交易条款谈妥后,应该在报上刊登通告,但在刊登之前须经证券交易所批准。原则上协议可以采取意向书形式或由有关董事会通过。②在刊登后的21天内向公司股东发出通函,介绍交易基本情况。

二、敌意购并活动中的股东表决权争夺战

股东表决权的争夺就是一种委托战,它可以决定每年选举中涉及的董事的命运。卡特公司是美国争夺股东表决权方面最有战斗力的公司之一。该公司的董事长唐纳德·卡特认为,通过股票控制一个公司,一般有两种方法:或者买下目标公司大部分股票,或者设法在股东年会上使自己进入董事会。

股东表决权争夺战(*Proxy Fight*)指买方公司鼓励目标公司的股东们在下一届股东大会时投买方公司所推荐的董事的票,其目的是改变目标公司董事会的成员构成。在这种情况下买方公司不必收购目标公司,只是控制目标公司的董事会就行了。用股东表决权争夺战来控制公司与用公开标购相比花钱并不多。尽管律师费数目相当可观,但与直接收购股票相比还算便宜。但说服股东不是件简单的工作,确实需要多动脑筋。因为它不仅需要十分精确地计算日程,将发动进攻的时机选择得非常合理,使其恰好在取得表决权的股东年会之际;而且要在所有股票持有者中间掀起一场真正的选举运动,并确保直至最后一刻

获得股东的赞成票。这要求律师们不懈地努力,坚持始终。

在美国,证券与汇兑委员会有权检查寄给股东的宣传材料,在其他一些国家寄给股东的材料也需要官方审查认可。在我国,股东表决权争夺还是个新生事物,它有待于进一步规范化。但在公司收购中它仍不失为一种行之有效的途径。

1. 股东表决权委托的法律依据

(1) 依据我国《股份有限公司规范意见》及《公司法》的有关规定,股东在下列权利:出席或委托代理人出席股东会并行使表决权;依本规范及公司章程的规定转让股份;查阅公司章程、股东会会议纪要,会议记录和会计报告;监督公司经营、提出建议与质询等。其中第一项就是允许股东通过委托代理人的方式行使表决权。美国《标准公司法》规定委托书自委托日起 11 个月后失效。我国对委托书的格式及有效期没有明文规定,可视具体情况而定,这事实上给表决权争夺者提供了更大的变通余地。

(2) 表决权的行使是通过股东会来实现的。股东会有股东年会和股东临时会两种。股东年会是每年一次,并应于每会计年度终结后 6 个月内召开。股东年会一般由董事会主持召开,除此外还有监察人认为有必要时可召开临时股东会,清算人在股份有限公司清算阶段可召开股东会。关于少数股东的具体规定各国有所不同,我国规定须有代表公司股份 10% 以上的两名以上股东请求时,才能召开股东临时会。召开股东会应提前 30 日但不超过 60 日内通知股东,通告应载明召集事由,临时股东会不得决定未载明事项。

(3) 我国到目前为止还不允许发行限制表决权和一股多数表决权的股票。股东会应按一股一票的民主原则进行。这应该说对股东表决权争夺战中的收购者一方很有利,因为它意味着发行一股多数表决权的特殊股票是不合法行为。

2. 我国进行股东表决权争夺战的现实环境

(1) 有利环境。我国对股份制改造一开始就要求其规范化、标准化。在我国股权结构中,法人股颇具特色,它与国有股一起占有一个公司股份的大多数。争夺法人股股东表决权将是一个十分有利的做法。一方面法人股股权相对集中;另一方面与法人打交道比较规范。我国广大个人股东还没有相应的表决权“参与”意识。可能只需支付少量费用就可取得小股东的表决权委托。

(2) 不利因素。

① 没有从事股东表决权争夺的专门律师及相应的律师事务所,广大法律工作者对这项工作没有经验。

② 按《股份有限公司规范意见》及《公司法》的有关规定,只有代表公司股份 10% 以上的两名以上股东请求时方可召开股东临时会。这条规定对争夺公司控股权有其不利的一面。

③ 我国股份制改造中也有些做法不尽符国际标准,给股东表决权争夺带来麻烦。其一是职工内部股,其概念还不十分规范,具体做法亦有问题。如果按股东民主原则他们也应有相应表决权。但他们的股权证是集中托管,他们在托管期由谁来行使其表决权?这种法人股市场与公众普通股市场隔绝的做法对争夺股东表决权亦十分不利。因为法人股过多集中于少数人手中,特别是集中在原发起人手中,这对公司收购者而言是一根难啃的骨头。

第八章 公司购并中的会计问题

第一节 公司购并的形式及其会计处理

公司购并就其实质而言,是公司之间权益的重新分配和组合的过程。在此过程中,会涉及购并公司与被购并公司双方的资产、负债及所有者权益等一系列会计要素的变化,从而产生用合理的会计方法来揭示和处理财务变动问题。

公司购并是公司为了达到某种经营目的,通过兼并、控投等形式控制和操纵其他公司经营行为的行为。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。

第二节 公司合并会计报表的方法

公司合并会计报表的方法有两种，一种是联营法或权益入股法；一种是购买法或收买法。

一、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，股份的交换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值正确计价。控股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。

二、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6.8.1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 6.8.1 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 6.8.2）。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 6.8.2 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，控投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— <i>S</i> 公司	\$ 2 160
固定资产— <i>S</i> 公司	\$ 2 400
商誉	\$ 2 640
贷：长期投资—对 <i>S</i> 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（ <i>S</i> 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 6.8.3), 工作底稿包含了上述主要内容。

表 6.8.3 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
应付债券	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 6.8.4)。

表 6.8.4 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	13200
存货	33360	流动负债合计	30000
固定资产(净额)	122400	应付债券	36000
无形资产		负债合计	66000
商誉	26400	所有者权益	
		实收资本	120000
		留存收益	44400
		所有者权益合计	164400
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。

第三节 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 ($27\ 600 \times 0.8$)	
	\$ 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) ($2\ 160 \times 0.8$)	\$ 1 728
固定资产 (S 公司) ($2\ 400 \times 0.8$)	\$ 1 920
商誉 (S 公司) ($2\ 640 \times 0.8$)	\$ 2 112
贷：长期投资—对 S 公司投资 ($7\ 200 \times 0.8$)	
	\$ 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 ($20\ 400 \times 0.8$)	
	\$ 16 320
少数股权 ($20\ 400 \times 0.2$)	\$ 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。

第四节 联营法与合并业务的会计处理

一、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。

仍沿用上例资料，若 P 公司和 S 公司资产负债表中实收资本的构成全部为普通股股票。S 公司拥有面值 10 美元的普通股 1 800 股，P 公司以面值 8 美元的普通股，换取 S 公司的 1 800 股普通股票 (100% 权益)，双方普通股面值差额 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 S 公司投资 \$ 20 400

贷：实收资本—P 公司普通股面值 ($8 \times 1\,800$)

\$ 14 400

实收股本超过面值部分 ($2 \times 1\,800$) \$ 3 600

留存收益—P 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 (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

二、联营法的适用条件

由上可见，联营法在处理资产负债表过程中，既不考虑用资产评估确定其价值，又不确认资产的增值，控股公司在记录以交换子公司的股权所新发行的股票时，被控股公司的留存收益就应按被集合的股权份额归入控股公司的留存收益中。因而在公司吞并后往往能立即改变整个集团公司的盈利面貌，这种变化是由于公司合并引起的，而非公司经营状况的改善。

为了防止联营法的滥用，以美国为代表的国家对该法的使用作了严格的限制。根据美国合并财务报表的规定，使用联营法必须满足以下条件。

(1) 合并公司方面。每个合并公司都是自愿的，在合并计划开始两年内不是另一个公司的子公司或分公司，且每个合并公司独立于其他公司。

(2) 股权合并方面。合并应是一次完成的，或是在合并计划开始后的一年内遵照确定的计划完成的。这样就排除了通过分次发行股票，部分作为收买，部分作为权益集合的做法。在合并计划完成时，控股公司只能发行其权利与外发有表决权普通股并无差别的普通股，来交换被控股公司几乎全部的具有表决权的普通股。

(3) 计划经济业务方面。合并后两年内，已合并公司不能故意或计划处置刚刚合并公司资产的大部分。

我国至今还没有有关这方面的会计准则出台，以上有关购买法和联营法会计的阐述是根据美国合并报表写的，仅供参考。

第五节 商誉的会计处理

一、商誉的性质

一家企业由于所处优越的地理位置，或在顾客中有良好的信誉，或由于悠久的历史，或由于先进的技术和掌握的技术诀窍，或由于其他的原因而形成的无形价值，通常理解为

商誉。它一般表现为购买成本超过收购企业在所购可辨认资产和负债的公允价值中的股权份额的部分,即超额收益的价值。

若收购企业在所购可辨认净资产的公允价值合计数中的股权数超过购买成本,则为负商誉,作递延收益处理。

公司兼并时要解决的一个重要问题是商誉的计价,公司的购买方通常要对商誉付出一定代价。它付出代价并不是为了目标公司过去的超额收益,而是为了未来预期的超额收益。即商誉是购买公司付给目标公司的总价和目标公司净资产总额之间的差额。这个差额可由双方未经正规计算而相互商定,也可以由双方根据过去的收益和可能取得的未来收益而协商决定。过去的收益往往是计算未来可能收益的重要参考数据,所以通常是根据过去的净收益来估算未来的收益。

具体的计价方法有:①按购并前若干年的超额收益计价;②按购并前若干年的平均超额收益计价;③按收益的本金额减净资产计价;④按贴现净额计价等。

二、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。

第六节 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。

一、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。

二、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 1 800 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 1 800 美元的 80%)

借：其他应收款—应收股利（S公司） \$ 1440

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年度销货净额为\$43680元,公司间销货系按成本计价。有关消除分录如下:

借: 营业收入—公司间销货收入

\$ 43 680

贷: 营业成本—公司间销货成本

\$ 43 680

公司间交易项目还包括母、子公司之间的应收、应付股利。消除分录为:

借: 应付利润—P公司股利(S公司)

\$ 1 440

贷: 其他应收款—应收股利(P公司)

\$ 1 440

第七节 有关合并会计报表问题的总结

以上概述了股权取得日和股权取得日以后的合并报表编制及会计处理方法。合并会计报表的实质,无异于把控股公司及被控股公司视为单一公司中的总公司和分支公司那样来列示联属公司集团的财务状况和经营成果。它主要是反映控股公司的股东在整个联属公司集团中的权益,从这个角度来说,合并报表比被控股公司的个别报表更具有意义,对公司的债权人、股东及经营管理者进行决策并及时了解公司财务状况都有极大的帮助。但同时合并会计报表也有其局限性。

一、对不同经营项目的合并方面

由于许多公司的合并,是着眼于物质资源的控制、科技力量的吸收、市场份额的扩大以及那些有竞争力的产业部门,因而所合并企业的对象往往得跨地域、跨行业的,以致控股公司与被控股公司之间所经营的业务范围和性质存在着很大的差别。对不同经营项目进行合并,会造成概念上的模糊,从而不利于正确地进行分析和实行有效的控制。例如对于制造业和金融业合并的公司来说,对其所合并的某些财务项目是没有意义的。

二、具体了解企业的个别经济和财务状况方面

合并会计报表虽然也能从企业整体上了解财务全貌,但却难以具体了解企业个别的经济和财务状况。在这种情况下,仍需要用个别企业的会计报表作为合并会计报表的附件。

三、会计信息的可靠性方面

合并会计报表所产生的会计信息,其可靠性是相对的。因为控股公司掌握了被控股公司的控股权,并不等于绝对能够实施有效的控制。特别对于跨区域、跨国界的被控股公司,即使拥有其100%的股权,也会受到所在区域,特别是所在国法律和外汇管制等诸因素的影响,以致被控股公司无法把经营获得的收益全部汇回控股公司。

四、关于跨国公司的合并会计报表处理

对于跨国公司的合并会计报表所反映的财务信息,是按照不同国家的货币和一定的汇率折算出来的,而这种汇率并不能正确反映当地的购买力水平。这也使得合并会计报表所

提供的数据存在着某种模糊性。

因此在采用合并会计报表的会计方法时，还必须根据个别企业的具体条件和不同情况，采用多种补充形式加以说明。

企业合并的会计处理和合并报表的编制方法等方面。都是比较新的领域，中国的公司购并才刚刚开始，许多购并企业的会计处理方法还没有严格按国际会计惯例进行。今后，随着产权改革的深入，公司购并活动的不断增多，特别是跨国购并活动的大量涌现，我国购并会计必将与国际惯例接轨，走向国际一体化。

第九章 公司购并的税收问题

第一节 税收与购并

一、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，他们就必须必须在同年付税。买方公司购买目标公司股票的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。

二、选择方式

当公司 A 购买或兼并公司 B 时,如果 A 公司不用现金购买 B 公司股票,而是把 B 公司的股票按一定比率换成 A 公司的股票,由于在整个过程中,B 公司股东既未收到现金,也未实现资本收益,这一过程是免税的。通过这种收购方式,在不纳税的情况下公司实现资产的流动和转移,资产所有者实现追加投资和资产多样化的目标。在美国 1963 ~ 1968 年的购并浪潮中,大约有 85% 大型购并活动采用这种方式。

可供选择的另一种方式是,公司不是将被购并公司的股票直接转换为新的股票,而是先将它们转换为可转换债券,一段时间后再将它们转化为普通股票。这样做在税法上有两点好处:①公司付给这些债券的利息是预先从收入中减去的,税额由扣除利息后的盈余乘税率决定,可以少交纳所得税;②公司可以保留这些债券的资本收益直到这些债券转化为普通股票为止。由于资本收益的延期偿付,公司可以少付资本收益税。

任何兼并与收购都可能建立或改变企业间的关系,所以在介绍购并税收的时候,有必要考虑公司集团的分类。从纳税的角度来看,与兼并收购有关的公司集团可分为三类,分类的主要依据是母公司持有子公司股份的比例,不论这种持股是直接持有还是间接通过其他公司。

1. 预缴公司税集团

这种集团要求母公司拥有子公司 50% 以上的股份,在存在这种关系的集团内,为了抵销子公司的税负,母公司可以缴还由它为子公司缴付的预缴公司税,在这种集团内的公司可以选择支付红利,这样可以得到所得税税基扣除。不支付集团内预缴公司税的主要好处是支付红利不需要提前纳税日期。此外,因为由子公司扣留的预缴公司税刚好相等于母公司得到的税款抵免,因此也就节约了管理费用。更多的好处是避免了剩余预缴公司税和投资所得在集团内自由流动而不被减免的可能性。

2. 集团减免集团

当母公司拥有子公司 75% 的股份时,财务减免可以使营业亏损在集团的公司内转移。亏损可能是由于营业亏损、额外费用、某个投资公司管理费超支、子公司经营失败等原因。只要母公司拥有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。

第二节 目标公司

一、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，如果符合这两项条款，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。

二、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。

三、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。

第三节 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。

第四节 兼并公司

一、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。

二、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。

三、其他税

关于投资补贴和增值税，有许多税收方面问题。在重组中兼并公司往往希望对目标公司的业务活动，有时甚至是自身的业务活动进行合理化与重整，所以经常会使资产在兼并与被兼并公司之间转移，出于公司税的考虑，资产转移被认为以市价进行，故可能会引起加税补偿（*Clawback*）。在税额的削减价值低于厂房、设备成本和销售净收入时，提供给厂房设备的投资补贴可以平衡出售资产时的费用。

关于增值税，由于兼并与被兼并双方是作为一个集团，负有连带责任，所以在这个意义上讲，兼并公司在接管前对目标公司未缴增值税也负有责任。

对于兼并公司的股东，在兼并中并不存在税收方面问题。

第十章 公司购并后的管理

第一节 购并后经营管理的主要问题

一、购并后的人事问题

收购者在完成公司购并之后，首先要解决的是被购并企业中人的问题。因为人是任何企业生产经营的主体，企业人才主观能动性的充分发挥，是企业能够维持生存和发展并取得优良业绩的根本保证。甚至可以说，在现代社会的市场竞争中，人才的竞争已成为当务之急。试想，如果公司购并完成后，被购并公司原有的管理人才、技术人才纷纷离去，原有的客户和资金、原材料供应者纷纷断绝与被收购公司的业务联系，甚至使其经营业绩大不如前，则可以肯定地说，此项收购为失败之举。因此，如何处理好购并后的人事问题，就成为购并公司管理层首先要考虑的问题。

根据对国内外大量企业购并案例的分析，人事问题应主要做好以下几个方面的工作。

1. 被购并企业主管人员的选派

收购完成后，收购者取得了被收购企业的控制支配权。收购者可以通过定期审核各种报表资料，了解被购并企业的业务开展情况，而实现对其的控制。但这毕竟只是间接的控制，难免会使被购并企业独立性过强而留有失控之患。而选派具有专业管理才能，同时忠诚可靠的人前往被购并企业负责经营管理，可以在很大程度上避免这一隐患。特别是在买方的收购动机是着重于双方整合效果的发挥所产生的利益的情况下，这种直接的人员控制，尤其能够确保整合效果的发挥。

收购者选择委派前往担任被购并企业的主管人员，必须具备专业管理才能。这一点为避免人才流失、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、哥伦比亚和哥可等影业公司,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深入了解,并力争取得他们的认同,同时努力消除双方企业的文化差异所造成的障碍,共建企业文化。也只有如此,才能充分发挥整合效果,取得 $2+2>4$ 的效应。

3. 进行必要的人事调整

在对被购并企业的人员状况有了深入详实的了解之后,就可以判断哪些员工属于企业发展必不可少的精明强干之辈,哪些员工则属于庸碌无能的冗员。一般来说,购并后企业中最可能离职的是那些富于才能的管理人员和技术人员,因为他们不管在何处任职,必然都是各家公司竞相网络的对象。在作人事调整的决策时,要首先考虑留住这些人才,委以重任,并取得他们的信任和忠诚。而对那些没有能力和特长的人员,则要根据公司的实际情况,适当予以裁减。

4. 稳定人才

收购后,人员离职往往是因为担心对新环境能否适应,经营权的易手,总会使未来产生一些不确定性。尤其是对那些经营状况不佳的公司而言,股权转移后,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企业员工考虑,给予其优厚的任用条件。在美国,一项普遍实行的激励措施是员工认股,即让员工有机会以低于市价的价格购买本企业的股票,尤其是对那些必不可少的人才给予一定数额的“股票选择权”,使其在一定年限内均可以特定价格购买股票。当业绩优异使股价狂升时,则可行使此权利而赚取价差。如日本三菱公司就曾以高于市价40%的每股26美元,收购美国钢铁公司所属的艾里斯化学公司85%的股权,其余15%留给原公司管理层,并要求该公司管理层的高级职员们继续留任。

总之,企业购并完成后,如何制定合理的人事政策,充分发挥员工的才能和经验,是收购者需要考虑的首要问题。

二、购并后的经营问题

购并后很容易造成的一个不利局面是和企业原有客户的关系有可能恶化。客户是企业的衣食父母，如果他们对企业产品供应的持续性以及质量、价格和服务等是否改变持怀疑态度，就很可能给原被购并企业的竞争者以可乘之机。这样，原有客户因为被购并企业的不稳定性而不再继续发订单，市场就很可能被竞争者掠夺。因此，购并后应当立即发函给主要客户，阐明收购者对该企业日后经营所将实施的政策。而原企业的业务人员理所当然地成为向客户传播公司经营思想和战略的媒介，他们应努力向客户证明，公司的产品和服务只会比原来更好，公司与客户的关系也只会比原来更好。对主要客户，可以考虑提供更优惠的条件，使客户对公司前途充满信心。

对于业绩不佳的企业，被购并后首先要处置闲置资产，对于不能一下子撤回的投资，也应逐步减少投入，或者将其转让给另一家公司；对于公司的内部组织机构要重新调整，精减不必要的部门，该撤销的撤销，该合并的合并，裁减冗员。以降低管理费用，减轻财务压力。

若购并双方是生产性质相近的企业，则购并方也可将自己的一些产品的订单交对方承担；或将双方的生产线连为一体，提高同一条生产线上上下游产品的衔接度；或者根据购并方的发展战略将对方的一些项目加以改造。例如山东渤海集团股份有限公司对济南火柴厂的购并。购并完成后，渤海集团投资逾千万元，将济南火柴厂在建的办公大楼改建成为具有三星级规格的渤海大厦；原有的占地约3600平方米的仓库，被用来与日资合作经营娱乐中心；地处黄金地段的得天独厚的条件，又使部分闲置场地得以出租给证券公司开办证券交易大厅。

有时，收购企业的目的在于减少竞争对手，提高市场占有率，收购者就更应该把精力放在维持销售渠道和销售网络的稳定性方面，以使购并后取得整体最优效果。同时，也可以在产品和服务的质量上多做文章，在留住原有客户的同时，吸引更多的新客户。

有时，购并目的在于套利，或者是将经营不善的企业扭亏为盈后出售，或者将其资产拆开来卖而获利。这种情况在美国尤为常见。

三、购并后的协同与整合问题

购并之后在内部管理方面的整合与协同，主要是在管理制度、经营方式及企业文化等方面的融合，主要涉及组织公司内部各项新旧业务的串连运行，监控各分公司、各部门的运作，对企业内部的各种矛盾和冲突通过协商的方式加以解决。这里一个关键的问题是将收购者企业和被购并企业的企业文化融为一体，这是非常必要的，但却不可能迅速实现。因为企业文化的融合是一个涉及到多方面的复杂过程，它不仅表现在管理层的发展战略、经营思想、管理哲学等方面，也表现在企业员工的工作作风、精神风貌、对公司总体目标的认同和自觉贯彻执行等。所以收购企业的领导层在着手解决这一问题时，切勿操之过

急，必须制定周密详实的计划，在企业内部和外界广泛开展宣传教育工作，使全体员工对企业文化达成共识，同时也在公众中树立良艰形象。

四、购并后的理财手段

购并对双方企业来说，都是涉及大笔资产转移的重要项目，因此需要相应的理财手段相配合。许多收购者早在收购企业之前便制定出资产重组计划，以及与公司发展战略、组织管理等密切相关的理财策略。

1. 套利出售

一般而言，被收购者的短期投资较少受到市场风险的影响，便于买方融资和进行财务处理，而其长期投资部分则由于周期长、回收流动性差要带来较高的市场风险和财务风险。收购者在接手资产流动比率欠佳的企业后，应妥善处置其资产，对流动性不同的资产区别对待。原则上应将不符合买方经营方向的某些资产售出，从而部分抵销筹资所引起的债务。因为在市场经济条件下，投资的唯一目的是为了获取利润，购并后如果带来亏损，就会与收购者的初衷背道而驰，因此应将成本大于收入的产品或资产售出，或伺机在企业股价升值之际，售出持股获利。反之，则可能会被亏损拖累，影响整个企业的综合利益。台湾省宏基公司或许在这方面可以提供一个因对被购并企业资产处置不当而被拖入泥潭的很好的例子。80年代末期，宏基公司曾在3年中接连收购了美国3家亏损的高科技公司，但是由于这些公司不但缺少流动性强的金融性资产，而难于再继续经营。没有财务综效，却由于宏基扩展过快，反受海外企业亏损拖累以致于造成了逾8亿美元的巨额亏损。宏基公司在理财手段上的失误和教训，是值得认真总结的。

2. 撤资方式

在有些情况下，收购者会发现，整合的结果与原来设想制定的战略规划并不相符合，或可能由于企业的外部环境骤变而使购并活动失去其原有的意义。这时，往往采用“放弃分析”方法，以决定是否撤资。

实际上，公司进行撤资的原因是多种多样的，既可能是为了处置掉那些无利可图的资产，也可能由于资产绩效无法达到公司的预定标准，也可能是需要资金来进行投资、偿债等活动，还有些是因为要避免违反某些法律规定，如美国的反托拉斯法案。

概括起来，公司撤资主要有两种方式。(1) 公司分割 (*Spin-off*)，将准备裁掉或撤销的公司分割成为一至数家独立的公司，同时允许外来资本介入，用权益转让的方式将公司股票按股东的出资比例进行分配；(2) 资产出售 (*Sell-off*)，把打算裁撤的公司卖出，如美国的 *Beatrice* 公司曾一度网罗了一大批业务各异和企业。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，主要有两种不同的帐务处理方法。方法不同，对公司帐面利润、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帐面价值，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帐面价值，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，甚至使存货帐面价值升高导致较高销售成本。但对股东来说，成本的增大却可以减少应纳税额。实际上，会计方法的选择并不完全取决于收购者，而应视具体情况而定。

第二节 对目标公司经营政策的调整

如前所述，在企业购并活动中，收购后如何进行经营比如何取得控制权更为重要，它是企业实现赢利的关键步骤，因此，必须在收购前就作好规划。收购完成后，要根据双方公司的情况（尤其是母公司的战略需要）和企业外部环境相应地调整经营政策，以获得最大利润。

一、经营政策的调整

通常的情况是企业购并完成后，原收购者与被购并企业之间形成了互补关系，这种关系既可能是横向的，也可能是纵向的，在这种情况下，收购者必须要有长期发展的战略眼光，逐步调整被购并企业的经营策略，提高其获利能力，使之纳入整个公司的营运轨道。例如某些产品的生产线不符合收购后整体策略发展的需要；或者双方的某些设备和生产线存在重复设置的问题，需要加以归并；也可能是由于某些部门、机构的设置和功能与总体规划不符合，而需要裁并或新设等。这些问题都需要按照收购者的经营意图加以解决。

具体的做法多从调整产品策略入手。例如，美国福特汽车公司曾高价收购了多年亏损的英国 *Jaguar* 汽车公司，当时，一个艰巨的问题摆在了福特公司管理层面前，如何既维护 *Jaguar* 在公众心目中的高级轿车形象，又要提高其汽车销量，似乎成了一个两难选择。而福特公司如果自行研制开发新型高级轿车，同样需要巨额投入，并且要经历漫长的研制开发过程，即便如此，也无法保证很高的成功率。经过大量的调查、分析和预测，福特公司得出了收购 *Jaguar* 有利公司发展的结论，于是他们果断出高价收购了该公司，并对其

生产经营进行了调整,终于扭转了长期以来的颓势,不仅成功地保持了 *Jaguar* 的形象,也有效地扩大了福特汽车的市场占有率。可以说,福特汽车公司对 *Jaguar* 公司经营策略的调整是极其成功的。

对经营政策的调整,不仅局限在生产方面,供销政策也常常基于整体利益的考虑而被纳入调整范围之中。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酞胺集团 *Shuton* 公司的个人清洁品部门后,便为自己的台湾分公司取得了 *Shuton* 公司产品在台湾地区的经销代理权。这些都体现出收购者取得被购企业控制权后,在经济上能够带来利益。

调整变动中必须注意维护原企业的对外关系。客户是企业生存发展的最终决定者,如果他们对公司的政策持观望和怀疑态度,就会使企业丧失竞争力而给对手以可乘之机,因此,收购方委派的企业主管及其高层人员亲自拜访客户是非常必要的。

二、收购后的经营重点

企业被购并后,员工们对公司的前途的担心几乎是无法避免的。对于银行、供应商和客户等来说,都亟待了解公司的发展动向。所有这些工作都是公司新管理层义不容辞的责任,需要立即着手去做。对于员工,必须消除其不良情绪,使其树立起对企业前途的信心和荣辱与共的思想,自觉地把个人利益与企业利益结合起来。对于与公司在产、供、销方面有密切联系的企业,则需要通过各种直接有效的途径向其说明公司的经营思想和政策稳定性,使其打消顾虑,充满信心地与公司继续合作。

对于业绩和财务状况欠佳的公司,收购后首先要处置不必要的资产,迅速停止获利能力低的生产线,从各种可能的方面采取措施降低成本。例如迁移办公地点、精简机构和人员,以缓解财务紧张状况,提高获利能力。在特定情况下,甚至可以考虑利用收购方本身的资源对被购方加以扶持,使其迅速扭亏为盈,与收购方协同发挥整体效益。

三、购并后转售图利

购并后转售图利在国外尤为常见,因为公司的买卖之间极易形成巨额利润,但这需要战略眼光和高超的经营管理能力。具体操作大致有以下两种。

1. 出售资产

即购并后将企业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、财务专家和各種技术专家对其改造后,再高价售出,套取利润。一般而言,其操作对象往往是那些虽具有获利能力但财务上存在危机的公司,只要收购后适当投入,经过重新包装,就会给收购方带来巨额利润。

第三节 协同与整合

从理论上讲,购并对企业会产生经营管理上的协同效应。所谓协同效应,是指通过收购能给企业生产经营活动在效率方面带来变化以及效率的提高,从而产生收益,因此收购后两企业的总体效益要大于两个独立企业效益的算术和,即西方经济学家通常所说的 $2+2>4$ 效应。这种效应主要表现在生产协同、经营协同、财务协同、人才技术协同等方面。而购并后在内部管理方面的整合,主要指在管理制度、经营方式以及企业文化等方面的融合,主要涉及组织企业内部新旧业务的串连运行,监控企业内部职能部门和分支机构的流动,协商解决企业内部各部门间的利益冲突等方面。只有经过整合过程,才能更有效地发挥双方的协同效应,因此,购并完成后,如何妥善对待处理整合问题,以收到事半功倍的效果,对于收购方能否达到收购目的是至关重要的。

一、制度的整合

购并完成后,是否要改变被购并企业的管理制度,取决于该企业现行管理制度的优劣。对于业绩优异、财务状况良好的公司,通常勿需改变其管理制度,因为改变有可能会挫伤该企业原有员工的积极性,所以宜保持制度的稳定性和连续性。对于业绩欠佳的公司,要仔细分析其经营不善的原因,是否由管理制度的弊端造成。如原有的管理制度良好,则勿需加以改变;但如该制度与收购方期望的不相符合,则可以考虑把收购方企业所实行的良好制度移植到被购企业。这种过程是可逆的,双方的管理制度互相取长补短,可以充分地发挥协同效应。

事实上,新的管理制度的确立和完善绝非一日之功,是一个渐进的过程,因为其间难免会产生种种问题和冲突。例如,被购企业的经理人员和员工可能对新制度缺乏认同感而抱有抵触情绪,这只能依靠耐心的说服教育来解决,使他们认识到新制度相对于原有制度的优越性而自觉地接受。因此,在着手改变制度时,应深入了解被购企业的原有制度,比较双方制度的优劣,并根据生产经营的实际需要制定审慎的制度转移策略。

如果购并后被购企业被纳入公司整体,则制度的整合尤为必要;而如果购并的目的在于经营的多元化和规模经济的需要,可以使被购企业保持相对独立性,而没有必要强行要求制度的一致。值得指出的是,双方的财务制度是必须统一的,这样便可以在资本上结合

控制，以免财务状况混乱，杜绝作弊可能。

二、经营上的整合

1. 生产作业整合

如前所述，被购企业经营状况的好坏，以及是否能与收购方有效配合，直接决定了是否能使收购方动机得到满足，达到规模效应。因此，购并各方要相互熟悉对方的管理控制系统和方法，同时注意互相取长补短，通过各方管理部门的最优组合形成更高效的管理系统。

但是，通常情况下，生产作业整合比产品生产线的整合更难。因为常涉及设备的重复设置问题。生产作业经过整合，生产成本、存货成本、销售成本等均可降低，从长期来看，对企业的整体利益是有益无害的。

根据购并目的的不同，在具体操作过程中有可能会对某些功能进行整合。例如销售部门、研究开发部门的整合，一般的方法是由收购方委派相关人员到被购企业相应部门担任要职，进行直接管理。组织上的合并是必要的，但在收购初期，也应适当保留被购企业某些特定业务活动的相对独立，而逐渐进行整合。因为突然的变动，很容易给人造成独断专行的印象。收购目的不同，业务整合的程度和方式也有所不同。

2. 组织结构问题

是否应将新成员的营运作完全融入现有的组织体系中，还是让其独立营运，就是组织结构问题中的一个方面。

假如收购者为了进入某一特定行业，精心策划并实施了一连串收购行动，那么，为了更有效地统一管理，一般来说都要将所购并的企业完全纳入其组织结构当中。收购者往往也会考虑，被购企业的规模与收购方相比有多大。如果其业务量相对于收购方来说较大而成为整个公司业务活动中不可或缺的一部分，则宜于进行整合；如果其业务有限，若要求整合，就有可能使收购方的人力资源过于分散。例外的情况是，双方现有的相似产品能够被组合起来成为一个具有可观规模的产品群，就非常适合进行组织上的整合。

3. 其他问题

除了上述问题，收购方还应考虑到，在被购企业的生产线上，是否需要技术和产品投入；如果需要的话，应投入哪些新技术和新产品；双方的产品差异性有多大，有没有可供其用的研究设备，是否可与其用同一个销售网络；如果予以整合，技术和资源的可得性状况如何等。总之，是否应对被购企业进行整合，以及如何进行整合，都因具体收购对象而异。

第四节 就业和养老金

一、就业问题

在本章第一节的对被购企业人事问题的讨论中已经指出,就业问题在企业购并中是一个极其重要的问题,而且很不容易处理,因为它直接涉及到被购企业全体员工的切身利益,稍有不慎,就极易引发矛盾和冲突。因此,在兼并和收购前的谈判阶段就应对此进行考虑和磋商,而在购并完成后着手解决这一问题时,就更不应掉以轻心。

企业购并完成后,收购方为了早日使所购企业恢复和发展经营运作,当然期望创造一个和谐的工作环境,于是会以一种友好的方式来吸收被购企业的原有管理人员和职工。但这是不现实的,事实上,收购方有时不得不根据公司发展的需要来决定每个人的去留。这通常会引起被购企业原有员工的敌意,因为他们会切实感受到未来充满不确定性的威胁。在这样的心理负担下,许多人很可能选择过早退休或辞职。

国外的研究表明,收购后很快离开的绝大部分都是人才市场上的佼佼者,他们有能力,有管理能力和经验,自然会受到众多竞争对手的青睐。这种人正是收购方希望留住的人,因此,收购方的任务就在于确定被购方中哪些人是关键人员,然后设法将其挽留下来。这经常需要为他们提供更多的福利和升迁机会,此外,要使他们认识到企业的美好前景而自觉将个人利益与企业利益融为一体,更加积极主动地发挥才能。

而对于另一类员工,即缺乏工作能力和创造性,不适应市场需要的人,则可以保留其中部分人员,重新安排其工作,余者遣散。在这个极其敏感的问题上,参考法律规定是十分必要的,因为西方国家的就业保护法规对此均有专门的规定,这里仅以英国为例来说明遣散员工时应注意的问题。

英国的《就业保护法》中规定,遣散员工时,雇主有责任事先征求工会意见,其最迟期限取决于解雇人数。若人数在10~99之间,则最迟期限为解雇生效前30天;若人数在100以上,则最迟期限增加到90天。工会可以就公司对此项规定的不履行向经济法庭起诉,法庭将通过保护性裁决来补偿被解雇职工的利益。公司有责任在保护期内继续支付全额工资。雇主征求工会意见时,应提供如下书面资料:①遣散原因;②计划遣散的人数和这些人的简介;③解雇方式;④解雇职工的选择方式。同时,在《就业保护法》中,对有关服务年限和工作小时数与遣散费的标准也都作了详细规定。

总之,西方国家在被购并企业职工的处置问题上有着相当完善的法律体系可以依循,同时也有发达的劳动力市场和健全的社会保障体系为前提。

二、养老金问题

在绝大多数企业购并中都要涉及到养老金问题。从本质上讲,养老基金是一种退休福利计划,目的在于为退休的会员提供养老金和其他津贴。通常以信托契约的形式规定了基金的建立、受托人的指定及其权利和对计划的总体执行等问题。养老金一般包括退休金和“在职”支付,后者主要指因在职死亡、事故致伤致残或永远失去工作能力而支付的相应补偿。在英美,绝大多数养老基金都被核准免税,包括收入税和资本收益税,受托人的责任就在于运用雇主雇员认缴的资金进行投资和增值。其投资范围较广,但对其仍有极其严格的规定。

在以股票购并和以资产购并的情况下,对养老金问题的处理也不相同。在前种情况下,被购并企业的全部养老金计划都要随公司转移到收购方。对于收购方来说,当然想改变被购并企业的养老金计划,以使之与己方养老金计划相一致,但这往往很难做到,因为双方的养老金计划在有关认缴和支付上都不可能完全一致,降低支付或增加认缴都可能会导致职工的不满和反对,尤其是在过渡时期,很容易造成人才流失。一个可行的办法是,收购方出资重新购买养老金,使各方养老金拉平。

在资产收购情况下,由于只是转移部分劳动力,要做出专门安排。安排的方法是多种多样的。例如,让被购企业员工退出他们目前的养老金计划而加入收购方的计划,或者把基金以及相应的养老金从被购企业计划中转移到收购方等。

在购并活动中,养老基金受托人和工会必须仔细检查基金的状况。而对于职工本人来说,由于这一问题与其切身利益关系更为密切,因此最为关心。通常在购并谈判中必须有职工代表参与职工养老金问题的磋商。

可能发生的一种情况是,被购企业的某些高级管理人员由于知悉内幕消息,有可能借机增加他们享受养老金的权利。因此工会应密切注意在购并前的短期内养老金计划是否作了改变及其改变原因。

第十一章 杠杆收购与垃圾债券

第一节 杠杆收购

一、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 Buy-out*），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 6,600 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。

二、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。如果米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% 升至了 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。表 6.11.1 显示,自 1982 年起,杠杆收购市场无论从收购次数,还是成交金额,抑或是占全部并购交易的比重,均有了突飞猛进的进步。

表 6.11.1 1982~1991 年的美国杠杆并购市场

年度	收购次数	占有并购次数的比重	收购金额 (十亿美元)	占有收购金额的比重
1982	148	9.2%	3.4	6.1%
1983	210	11.6%	4.5	9.1%

1984	237	9.8%	18.7	15.4%
1985	238	8.6%	19.7	14.0%
1986	330	8.7%	45.2	22.5%
1987	270	8.6%	36.2	21.1%
1988	378	11.4%	47.1	20.2%
1989	371	12.1%	66.8	27.4%
1990	241	7.6%	15.9	9.7%
1991	112	5.3%	5.5	5.6%

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本，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,美国垃圾债券市场场所增规模为 17 亿美元,相当于 1994 年全年的市场资金流量。

三、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。

四、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的最初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6.11.2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 6.11.2 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 6.11.2 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息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售。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。担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。

五、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。

第二节 垃圾债券

垃圾债券（*Junk Bond*）是一种具有高风险与高报酬特征的债券，经常在收购活动中用于买下其他公司的筹资场合中。例如泰德·特纳试图收购比自己的 CNN 大几倍的哥伦比亚广播公司时，就曾打算发行垃圾债券，以替换该公司股东所持有的股票。

所有发行垃圾债券的公司都具有非常高的负债比率，因此债券的购买者所要担的风险几乎和股东一样，但相应作为回报的是，垃圾债券提供相当高的收益率。如特纳的垃圾债券所提供给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为 80 年代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。

第十二章 跨国购并

第一节 跨国购并的涵义和作用

一、跨国购并的涵义

跨国购并 (*Transnational M&A*) 与国内购并不同, 它涉及到两个或两个以上国家的企业, 因此它的内涵与国内购并不完全相同。从历史上看, 跨国购并产生的条件有其特殊之处; 从现实经济生活来看, 跨国购并对经济发展的影响也与国内购并不同。

1. 跨国购并的概念和产生历史

这里所讨论的跨国购并, 是指一国企业为了某种目的, 通过一定渠道和支付手段, 将外国企业的一定甚至全部份额的股份或资产收买下来, 从而对后者的经营管理实施实际的或完全的控制。跨国购并牵涉两个或两个以上国家的企业, “一国企业”是发起购并的企业或称收购公司, “外国企业”是被收购的企业或称目标公司。跨国购并中的购并渠道包括发起购并的企业直接向国外目标公司投资, 也包括通过在外国的子公司、分公司进行购并活动。跨国购并中的支付手段, 包括以 (发起购并企业的) 现金换 (被购并外国企业的) 股票、以现金换资产、以股票换股票及以股票换资产等方式。

跨国购并的产生与跨国公司 (*Transnational Corportion*) 密不可分, 在迄今为止的跨国购并中, 有 90% 左右的交易是由跨国公司进行的。跨国公司 “是指这样一个企业, 组成这个企业的实体设在两个或两个以上的国家, 而不论这些实体的法律形式和活动范围如何; 这种企业的业务是通过一个或多个决策中心, 根据一定的决策体制经营的, 因而具有一贯的政策和共同的战略; 企业的各个实体由于所有权或其他因素有联系, 其中一个或一个以上的实体能对其他实体的活动施加重要影响, 尤其是可以同其他实体分享知识、资源以及分担责任。” 据《穆迪工业手册》、《穆迪银行和金融手册》、《斯坦达德 - 普尔 500 家股票市场百科全书》等介绍美国公司经营状况的权威性书刊记载, 在美国 100 多家大型跨国公司中, 进行过国内企业兼并的占 90% 以上, 进行过跨国兼并的则占 70% 以上。例

如连续数年排名世界第一大工业企业的美国通用汽车公司,就是由几十年国内及跨国购并的风风雨雨和其他形式的投资,才发展到今天这个规模的。美国通用公司在国外的子公司和联合经营业务不仅遍布德国、英国、日本、法国、加拿大、意大利、澳大利亚、瑞士、西班牙等发达国家,还涉及新兴工业地带的韩国及墨西哥、巴西、菲律宾、泰国、阿根廷、扎伊尔等发展中国家。再如美国波音飞机公司的零部件中相当部分来自其收购的 13 个国家的 3600 多家企业。可以说,以美国通用汽车公司、波音飞机公司等为代表的跨国公司的发展史,也是一部跨国购并的历史。

2. 跨国购并的性质

跨国购并属于国际投资的一种。国际投资 (*International Investment*) 泛指国际间资金移动关系,也常用来特指国际间私人直接投资关系 (*International Private Direct Investment*) 或对外投资。

国际投资可分为直接投资 (*Direct Investment*) 与间接投资 (*Indirect Investment*)。所谓直接投资指外国投资者在海外直接经营企业的投资方式,投资者对企业的经营管理有较大的实际控制权,换言之,即指伴有企业经营管理权和控制权的国际资本流动。其具体形式为:①以参与特定企业的经营管理为目的而取得东道国原有企业的股份或参股,组成合资经营企业或合作经营企业,或收购 (*Takeover*) 合并原有企业。②在东道国建立子公司,握有 100% 的股权,组成外资独资企业 (外资企业), 或由子公司与当地企业组建合资经营企业。③基于企业活动的目的,取得供企业经营所用的实物资产,即新设支店、分公司、营业所、工厂;或者收买原有工厂,或扩大、扩建支店、分公司、工厂等投资。④单独或联合投资参与东道国资源开发与生产项目等。总之,投资形式多种多样,但外国投资者必须对其在东道国投资经营的企业、事业及其资产,按照其拥有的一定数量的股份或持股,能够对其经营管理行使一定的控制支配权。至于拥有多少股份或股权才认为是拥有控制权,构成直接投资,各国立法和解释不一,但一般均认为要达到一定数额的股权,如美国法律规定以拥有一个企业有表决权股份的 10% 为直接投资的基线。《1979 年国际投资调查法》 (*International Investment Survey Act*) 规定:直接投资是指个人直接或间接拥有或控制一家工商公司 10% 有表决权并能代表公司资本的股份 (证券), 或者是直接或间接地拥有或控制一家以公司形式组成的工商企业的任何等值的投资额。至于并非购买股份,而是单纯长期贷款,如该贷款关系是从参与企业经营为条件者,也属于直接投资的范畴。间接投资是指仅仅以其持有的能提供收入的股票或证券进行投资 (如在证券市场上购买上市公司的股票或公司债券等收取红利或股息等情况), 但对企业既不参加经营管理,也不享有控制或支配权,又称为证券投资 (*Portfolio Investment*)。所以,直接投资与间接投资的区别,实质上是集中在有无控制权这一问题上。

跨国购并直接针对国外目标公司的控制权,自然属于国际直接投资之列。

二、跨国购并的作用

(1) 跨国购并是了解目标公司所在国 (东道国) 投资环境的窗口,是进一步向东道

国大量投资的试点。国外企业大规模向东道国投资之前,必然要对东道国的投资环境做一个透彻的调查了解,而购并东道国企业正好提供了这样的机会。跨国兼并需要咨询投资银行、律师、会计师、评估师等专业人士的意见,而参与经营被收购公司本身,亦是考察东道国投资环境的良机。企业控制权交易与一般商品交易不同,其根本区别在于,一般商品经过交易,或者退出生产流通领域,或者即使留在这些领域,也要经过一定组合配置才能发挥效用。但企业不一样,一方面企业作为社会生产流通中一个活跃的细胞,不管归谁所有,都会对社会产生双向效应。企业是社会网络上的结点,没有社会的供给和支持,其存在是不可能的,这是企业对社会的吸聚效应。另一方面,企业对社会的投入不只作简单的吸收,而是会积极发挥良性的或恶性的反作用,这是企业对社会的扩散效应。因此,当一国企业购并某一外国企业时,它就一步跨入了东道国的社会网络,能够较为便利地了解当地社会的情况,了解社会的容纳程度。通过跨国购并,收购企业可以寻找再行投资的机会,为下次购并作好准备。

(2) 跨国购并是一国企业向另一国市场渗透的快捷方法,一国企业计划打入另一国的原材料、消费品、资本或科技市场时,遇到的难题往往是东道国市场已经分割完毕,即便能够打入其中,也很难奢望占据令人满意的市场份额。一国企业要想进入另一国市场,通常可以采取两种形式,一种是产品输出,即把本国或第三国生产的商品以出口方式向另一国投放。采用这种方式输出的商品必须具备相对优势,以价低质高取胜,但这样的优势往往被高昂的长途运费和输入国的进口关税所抵销。另一种形式是在另一国进行投资,设立厂家生产产品并在当地销售。购并正是这种形式中的一支,并且也是最方便和迅速有效的投资形式。它可以使收购公司快速投入生产和扩大生产量,建立和完善产品销售渠道,占据相应的市场份额,而此种占据市场份额的方法能够有效回避初入市场的困难,特别是减少竞争压力,正是试图突入一国市场的企业所求之不得的。

(3) 跨国购并是相对便宜的一种进入另一国市场的途径。通过跨国购并,可以在花钱相对较少的情况下,尽快获得企业发展所需的商誉、新产品、新技术和可资利用的整套设备。进行跨国投资可以采取间接投资方式,也可以采取直接投资方式,后者包括合资、独资、扩充对已有企业的投资和兼并等方式。相比之下,兼并花钱较少,见效最快,如果规划实施得当,效果也会很好。

当然,跨国购并也不是万用的良方,它也存在一些固有弱点,如短期成效不明显,受到东道国政府及社会的限制,容易引起国际性生产和销售的集中和垄断,从而引起激烈反弹,如果构成跨国敌意收购则失败风险较大等。但这些弱点只要正确评估、对症下药,还是可以在相当程度上加以弥补的。

第二节 跨国购并的法律环境

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。

一、美国的跨国购并的法律环境

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公开的外国人来说,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。

二、英国的跨国购并的法律环境

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则,特别是对证券交易有影响的规则。

(2) 在英国国内的股票向(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，而且及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，转让他人；或促使或允许将该项股票或债券转让他人，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。

三、法国的跨国购并的法律环境

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开之内予以处理。由于增资或借款、既存设备的扩大等已守全自由化,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。

四、德国的跨国购并的法律环境

1. 法定规章制度制定权和机构

根据《外贸法》,联邦政府享有规章制度制定权和行政权,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任何性质的证券(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。

五、日本的跨国购并的法律环境

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, 还是同日本方建立的合营企业; 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质上获得同等待遇, 有必要中止该投资或变更其内容者; ④从资金使用及其他情况看, 该项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, 在这段期间内, 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。

六、加拿大的跨国购并的法律环境

1. 对外资进入证券市场的管制

1973 年 12 月 12 日颁布的《外国投资审查法》, 对外商拥有或控制的某一新的加拿大公司的商业活动的控制权的收购和开始等问题作了明确规定。“无资格的人”在收购某个加拿大公司的商业活动的控制权以前, 必须向外国投资审查局申请。该项审查由外国投资审查局进行, 审查时参考部长的意见和整个内阁会议的决定。外资审查局的作用只限于向部长提供参考性建议和协助部长开展工作, 但实际上它所起的作用远远超过这一范围。审查的内容是看某个外商的接管是否“对加拿大有重要意义。”外资审查法丢失了许多本可

得到的净收入。甚至当外商或外国公司用在加拿大已注册的证券进行投资时,也可能招致外资审查法在是否能获得对加拿大公司的控制权问题上的刁难,如果上市公司 5% 的投票权和不上市公司 20% 的投票权为某个无资格的人所获得,除了有特殊批准外,均被认为已构成了对加拿大公司的控制。如果获得了控制权的外商或外国公司自己认定未获得控制权,则不必提出申请。尽管外资审查局希望向其通知表面上被认为是获得了对加拿大公司的控制权的有关消息。即便如此,在存在这些模棱两可的法律条款的司法干预下,许多有责任心的加拿大律师强烈认为,外国投资者应当获得一种外资审查局无权审查的发言权。政府部门在接到申请书后的 60 天内应当作出是否允许接管的决定,但审查时期可以无限制地延长。这就有可能与各省的证券法的有关收购发价条款发生冲突。如果发价出售所有证券,则应按发价出售的数量出售贮存证券,并在发价的 49 天内接受价金支付。如果所有证券均已售出,则发价收购人应在 35 天内宣布收回其发价。为了克服外商按接管条款而必须认购股票的矛盾,可以不接受外资审查法的审查,某些省的管理局在当事人作出申请后,应当取消发价过程中发价人不得撤回其发价的限制性条件。如果不遵守外资审查法,可能导致“投资无价值”的裁定。用“无价值”这个词,议会是为了回避司法干预程序中的诸如“无效”,“可以判决无效”等术语。外资审查法还规定,违背向外资审查局作通知的法律义务,将受到 1 万美元以下的罚款或判处 6 个月以下的监禁的惩罚。

2. 对外资收购上市公司控制权的限制

《外国投资审查法》对取得加拿大商业企业股权的事先审批的要求很多,它有效地防止了外国人对加拿大上市公司实行接管,除非有政府的事先批准。

七、巴西的跨国购并的法律环境

在涉及到对外经济活动的直接投资方面,巴西有一套细致的法律框架,对外商投资进行控制。有关法律要求对投资的数量和投资的利润进行登记,并控制利润汇出巴西。除了对受特殊条例制约的或受特别鼓励的经济活动进行直接投资外,对其他方面的投资不需要事先批准。

1975 年 5 月 7 日第 1401 号法规以及中央银行的补充决定,对外资直接在资本市场上投资作出了规定。这种投资的基本结构是要在巴西建立一个公司,该公司要由中央银行事先批准并接受巴西银行的管辖。公司的会计和纳税由特殊立法规定。

外国投资者若希望以这种投资公司以外的形式投资,就应当在巴西境内建立另一种公司(通常是控股公司),并应遵守一般适用的规定以“股本投资”的方式投入资本。其股本总额,可比照一般规定的同等数额,由投资者视其方便而定。必须注意,因这种目的而成立的公司,不能向外国借款以充作资本。因为向外国借款须经中央银行的许可和控制,而控股公司向外国借款是不能准许的。同时,控股公司进入资本市场也受到限制。

八、菲律宾的跨国购并的法律环境

1. 对外资进入证券市场的管制

依菲律宾法律规定所组成、组织或存在的任何企业,在其股本中外国股份超过 30%

时, RA5455 规定便要对外国投资的进入实行调节。根据 RA5455 规定, 菲律宾籍人员可以对任何企业投资, 但这种外国股份的份额不得超过该企业已发行的股本的 30%。如果一家已注册的企业, 其外国投资超过其已发行股本的 30%, 则该企业必须向投资委员会申请批准。在批准一家上市公司时, 投资委员会必须确定: ①该企业的业务活动同《投资与出口优先考虑计划》没有矛盾; ②这些业务活动有利于经济在自己的基础上得到稳定和平衡的发展; ③其营业活动同菲律宾宪法和其他各种法律不冲突; ④这种营业活动菲律宾人尚未充分开发; ⑤这种业务并不会在贸易限制中助长垄断或合并。

2. 对外资收购上市公司控制权的限制

菲律宾对外国收购者没有任何限制。但是外国人的投资超过公司资产净值的 30%, 则首先必须得到投资委员会的许可。

九、新加坡的跨国购并的法律环境

1. 对外资进入证券市场的管制

新加坡对外国人投资没有管制, 除非是对从事“敏感性”业务的公司所作的投资, 如出版报纸和从事金融业务的公司。在这些领域, 法律对外国人可能购买的股份的百分比作了限制。

2. 对外资收购上市公司控制权的限制

新加坡关于外国人对上市公司的接管事项, 没有专门的或更为严格的规定。

十、欧洲经济共同体 (EEC) 的跨国购并的法律环境

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场所所在

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个月内应召开股东年会，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年会召开后的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（*Schmalbach-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。

第三节 买壳上市

一、买壳上市的概念和作用

买壳上市，又称借壳上市，指公司通过收购已挂牌上市的企业，再以反向收购的方式注入自己的有关业务及资产，最终达到间接上市的目的。通过此种方式上市，可以绕过会计、法律、审计、评估等规范化制度及繁琐的审批手续，因此一度受到境内国企的青睐。

中国企业在境外（主要是香港）买壳上市最早可追溯到1984年，这段时间主要是注资购买财政上出现问题的公司。例如在1984年初，中银集团和华润集团联合成立了新琼企业有限公司，先后向濒于倒闭的香港上市电子集团——康力投资。有限公司注资4.37亿港元，收购了康力67%的股份，从而拉开了中资企业在港买壳上市的序幕。

进入90年代以后，中资企业买壳上市的购并活动非常频繁，比较著名的案例如奥海投资中信泰富、首钢的买壳上市等均引起了香港证券市场的震动（参见表6.12.1）。

表 6.12.1 中国国有企业在香港买壳上市情况的初步统计

代号	名 称	业务范围	主 要 股 东	占股权 %	上市股 收购日期	市值 (亿元)
697	首都国际	钢铁业	首都钢铁总公司	34.85	1992 年 10 月	54.49
730	首都四方	物业发展 工业投资	首都钢铁总公司 四方房地产公司 武汉深江实业	25.21 15.13 10.08	1993 年 5 月	26.39
521	三泰实业	电子业	首都钢铁总公司	46.10	1993 年 5 月	7.54
103	宝佳集团	钢铁贸易	首都国际	60.00	1993 年 9 月	12.12
372	海成集团	建筑及建材	首都四方	38.50	1993 年 8 月	4.84
257	光大国际	物业及实业	中国光大(集团)总公司	50.95	1993 年 3 月	6.86
256	恒华集团	电子业	中国光大(集团)总公司	45.00	1993 年 11 月	3.92
31	航天科技	电子及汽车业	中国航天工业总公司	51.00	1993 年 5 月	4.37
135	PARAGON	石油产业	中国石油天然气总公司	35.58	1993 年 6 月	14.71
230	东方鑫源	房地产、工业	中国有色金属工业总公司	54.19	1993 年 3 月	9.39
495	百利大	物业投资	中国有色金属工业总公司	30.00	1992 年 12 月	4.41
171	银建国际	地产、证券	银建国际财务公司 中国有色金属工业总公司	34.10 20.46	1993 年 6 月	3.49
268	世贸集团	物业及工业	中国粮油进出口总公司	37.39	1993 年 11 月	47.15
506	海嘉国际	物业投资	中国粮油进出口总公司	38.50	1993 年 7 月	9.87
227	第一上海	保险、证券	上海万国证券公司 中国新技术创业投资公司	17.88 17.88	1992 年 12 月	12.15
218	上海万国	证券、金融	上海万国证券公司 第一上海投资有限公司	22.15 13.84	1993 年 4 月	8.91
119	新海康	航运业及投资	保利集团	28.11	1992 年 12 月	16.39
263	保兴投资	物业投资 投资控股	新海康航业	59.85	1993 年 6 月	11.16
154	北京发展	毛纺业、地产	北京信托投资公司	47.60	1993 年 6 月	4.67
267	中信泰富	汽车、食品 电讯、地产	中国国际信托投资公司	41.83	1990 年 2 月	461.30
183	嘉华银行	银行、证券	中国国际信托投资公司	60.68	1986 年 6 月	44.15

370	粤海投资	实业投资 物业发展 酒店旅游	粤海企业	44.60	1987 年	81.09
291	华润创业	地产及仓储	华润集团	50.90	1992 年 8 月	47.17
717	第一太银	银行业	中国对外经济贸易合作部 中国五金矿产进出口总公司	33.69	1993 年 9 月	30.04
409	四通电子	电子电脑业	北京四通集团	58.00	1993 年 8 月	24.00
349	友联银行	银行业	招商局 兆亚国际	34.68 16.32	1986 年	21.95
222	闽信集团	金融、保险、 证券、地产	华闽投资公司	54.80	1987 年	8.10

资料来源：王韬光、胡海峰著：《企业兼并》，上海人民出版社 1995 年版。

国企买壳上市对企业发展能起到一些积极作用。由于海外直接上市对申请人资格审查标准严格、手续繁复，需要申请人投入极大的人力、物力、财力，而买壳上市则可以避免遵守境外证券交易所上市规则中有关新申请人的规定，从而节省大量时间及经济资源。另外，国企通过买壳上市，可以较快地把企业资产注入上市公司，实现资产套现，亦可改善企业经营管理，提高企业在海外的知名度。

二、买壳上市应注意的问题

在买壳上市过程中会产生一些负作用，应引起境内外证券主管机构的注意。

(1) 境内国企一哄而上到境外发行股票和上市，可能出现国有资产产权受到侵害的情况。

(2) 通过买壳上市方法取得上市地位的收购公司，并未像新上市公司一样经过仔细审核，以确定其是否具有足够业绩记录以及是否适合上市，难免存在良莠不齐的现象。

(3) 以买壳上市方式收购一家公司，可能导致对中小股东的不公平待遇。因为收购公司有可能向控股股东提供某些利益，或给予某种隐性溢价，从而回避有关收购中的强制性规定，进行幕后交易，损害中小股东的利益。

(4) 收购公司在实施买壳上市过程中，可能造成被收购公司股价波动剧烈，对股市产生不利影响。

三、国务院有关主管部门对买壳上市的规范性意见

自 1994 年以来，国务院证券委员会、中国证监会多次发布规范性意见，对境内国企以包括借壳上市等方式到海外直接或间接上市的问题进行规范。

第一，经国务院证券委员会批转的中国证监会《关于境内企业到境外公开发行股票和上市存在的问题的报告》（1994年1月6日证监发字〔1994〕8号）指出：

（1）最近一段时间以来，特别是国务院《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》公布以来，一些境内企业未经批准自行联系到境外发行股票和上市；一些单位和个人还组织研讨会，鼓动和引导企业通过在境外成立控股公司等途径，在境外发行股票和上市。这些作法是违反国家规定的，应加以制止。

（2）对境内企业直接或者间接到境外发行股票和上市，包括境内企业利用境外设立的公司的名义在境外发行股票和上市，必须加强统一管理，在证券委统一安排下，并经证券委严格审批，由中国证监会对获得批准到境外发行股票和上市的企业及其业务活动进行监管。

第二，1994年2月4日，中国证监会发布《关于境内企业到境外发行股票和上市审批程序的函》，在重申上述《关于境内企业到境外公开发行股票和上市存在的问题的报告》中所作规定的基础上进一步指出：

（1）中国证监会根据国务院证券委员会确立的事先审批原则，要求所有拟直接或者间接到境外发行股票上市（包括利用境外设立的公司的名义在境外发行股票和上市）的境内企业及其境外关联人，须事先向中国证监会汇报情况，说明意图和解释方案。中国证监会将在全面了解情况的基础上，根据已有的规定和实践作出判定。凡经中国证监会判定需要经审批的情况的，未经国务院证券委员会批准，任何境内企业不得以任何方式到境外发行股票和上市。

（2）由于境内企业利用境外设立的公司的名义在境外发行股票和上市的情况复杂，而且目前尚没有统一的标准和足够的案例可作为律师就某项证券投资活动是否需要经国务院证券委员会审批的问题，出具独立的法律意见的充分依据，因此，律师在就某一境内企业到境外发行股票和上市是否需要经国务院证券委员会审批的问题提供法律意见时，应当直接向中国证监会询问。律师未能尽到勤勉尽职的义务，或在法律意见中进行虚假陈述的，均应负相应的责任。

第三，1994年8月4日发布的《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》第5条规定：“股份有限公司向境外投资人募集股份并在境外上市，应当按照国务院证券委员会的要求提出书面申请并附有关材料，报经国务院证券委员会批准。”

四、香港地区有关主管当局对买壳上市的公告及监管条例

针对买壳上市中出现的问题，香港联合交易所有限公司（联交所）与证券及期货事务监察委员会（证监会）于1993年5月11日联合公布了买壳上市公告和监管条例。其主要内容如下。

第一，为确保该类交易不会被用作避免遵守交易所上市规则规定，联交所现要求任何有意收购上市公司控制权或主要股的人士，如欲在收购后维持发行人在联交所的上市地位，必须：

(1) 在公布通告后,如收购守则适用者,则即时通告证监会及全体执行人员,或在任何其他情况下,直接向联交所上市执行总监提交下列事项的书面通知:1) 上市发行人的现有及建议中的未来主要业务;2) 任何当完成收购后作出有关收购或出售资产的现有安排;及3) 收购后上市发行人所订定的计划,包括收购及出售建议。

(2) 向市场公布将要实施并已公布的计划,或就有关计划作出的任何重大更改。

第二,在收购人适图有意收购上述上市发行人的控制性股权时,联交所亦会以书面提示有意收购者下列各项事宜。

(1) 假如注入及(或)出售资产为收购事项之一部分,则交易所可按照交易所上市规则赋予的权力,视发行人为新上市申请人,如联交所认为注资行动构成买壳上市意图,并借避免遵守交易所上市规则的规定,则联交所亦可决定视发行为新上市的申请人。此外,注资或出售行动可能导致发行人上市地位须予重新审核。

(2) 即使收购事项并不涉及注入或出售资产行动,联交所仍可以任何有关收购事项完成后审查发行人是否适宜继续上市。按交易所上市规则的规定,是否适宜上市需视多项因素而定,其中包括收购人的新管理层的经验。

(3) 根据上述(2)所述的发行人的责任,任何已向场公布的注入及/或出售资产的行动,按照交易所上市规则,假如此等交易于一段时间内完成或互有关联,或借此做出遵守交易所上市的规定的假象,则可能导致此等交易被合并处理。在这种情况下,联交所可进一步行使其权力,将发行人列为上市申请人或重新审核发行人的上市地位。

(4) 联交所将会按个别情况而定,可能将发行人于收购前董事或前控制性股东出售资产的行动,视为关联交易。这种情况下,有关交易必须符合交易所上市规则中有关关联交易的规定。

第三,联交所亦可通过有关保荐人或财务顾问,要求发行人或其香港代理律师提供书面确认,以证明其建议收购的任何重要业务或资产已取得有关当局或监督机构的批准。

第四,收购及合并执行人员提醒有意购买者及控制性股东,《收购守则》的基本要求是所有股东在上市公司之控制权易手时,均得到同等对待;并绝对禁止额外给予控制性股东任何不公平的报酬,作为出售控股权益的条件。收购及合并执行人员将加强监察有关交易,如发现控制性股东会收取并未提供予其他股东的权益,将根据收购守则采取严厉行动。

第四节 跨国购并案例精选

一、中策现象

1. 平地一声雷

自1991年来,外资对华投资掀起了一个大高潮,1991—1993年间我国实际利用外国

投资总额高达 412 亿美元。其对华直接投资发生了质的变化,不仅投资规模和技术水平有显著提高,越来越多的外资倾向于以我国国有企业尤其是大中型国有企业为投资对象予以合资收购。金融投机资本的进入尤其令人关注。

1993 年下半年,从海外反馈回了一个令人吃惊的消息:香港中策公司在短短的一年半时间内以合资控股方式廉价收购了约 300 家国有企业,并在海外上市“倒卖”成功,赚钱无数。一时间,国务院领导派人调研、理论界开展讨论,国内一些机构和海外中国留学生也不甘寂寞开始效仿,想发一笔“倒卖国企财”。“中策现象”成为 94 年中国经济众说纷纭的最大热点之一。

2. 中策与黄鸿年

香港中策投资公司(*China Strategy Investment Co.*)的前身是本部在香港的红宝石公司,是一家以日资为主的上市公司,主要经营饮食、房地产业,原是一家亏损公司。后被黄鸿年收购并易名为中策,作为一个对华投资的壳公司。黄鸿年是印尼著名华人财团金光财团董事长黄奕聪的次子,1960 年年仅 12 岁时被其父送回国就读于北京 26 中,1966 年毕业,随即经受了三年文化大革命和一年山西农村插队洗礼,对中国社会有了更深层次的理解,同时结交了大量老三届学生,其中相当一部分目前担任了基层领导,为黄开始大肆收购国企提供了方便。黄鸿年回国后协助其父经营家族产业,70 年代末期大举进军新加坡股市,为黄氏家族的金光集团赢得了“过江龙”称号,黄鸿年本人也加入了新加坡籍。随着中国对外开放的步伐,黄鸿年又与中国开展了经济往来。在接受香港《资本杂志》专访时,黄称自 1984 年起即有志于以合资方式合资改造中国老企业。80 年代末黄鸿年脱离家族财团自立门户,以香港为根据地,伺机进入中国大陆。

中策公司不仅有印尼第二大财团金光财团的背景,香港李嘉诚的和黄集团(8%)、美国投资银行摩根·斯坦利公司、日本伊藤忠商事等财团均在中策拥有相当的股份,这对于中策在国内外开展活动、提高在国际资本市场上的资信起着关键作用。

3. 中策对国有企业的收购方式

中策收购我国国有企业的步骤一般如下:投入资金与现有国有企业整体合资,中策占股 50% 以上或以参股方式取得合资企业少数股权,在参股过程中或将被参股企业并入同行业所收购的企业集团中,或再增资上项目,由参股变为绝对控股;取得被收购企业决策权后,任命新的管理层,转换企业经营机制,刺激员工争取利润的积极性;重组被收购企业,调整清理存量资产;引入资金和技术,上马新项目并推出新产品;将被收购企业股权纳于海外控股公司名下,海外上市集资,实现滚动收购。

中策公司收购中国国有企业主要有三种模式:

第一种模式是选择经济效益良好的行业骨干企业,加以控股,组成不同行业的中策企业集团,单独海外上市。在橡胶轮胎行业中,中策分别以合资方式控股收购了太原双喜轮胎公司(注入 499.8 万美元,占股 55%)、杭州橡胶厂(注入 1524.9 万美元,占股 51%),将该股权纳于在百慕大注册的“中国轮胎控股公司”名下,而后以 ADR 方式增发新股并在美国纽约证券交易所上市,共募资 1.037 亿美元,随后又用所募资金收购了重庆、大连、银川等地的三个轮胎橡胶厂 51%、52.5%、51% 的股权,资产规模迅速扩

大(如图)。所收购的5家工厂中有3家是我国轮胎行业的9大定点生产厂。太原、杭州、大连、重庆的4个厂效益均不错,合资前4个厂年产轮胎达220万多条,年产值9.6818亿元,年利税0.9863亿元。其中杭州橡胶厂91年总产值4.9亿元,年产轮胎100万条,实现利税0.6755亿元。啤酒行业中,中策收购了生产“北京啤酒”的北京啤酒厂、生产“钱江啤酒”的杭州啤酒厂、以及烟台等地多家啤酒厂,组建了在百慕大注册的“中国啤酒控股公司”,在加拿大多伦多招股上市成功。中策公司还策划进入医药行业,后因国家有关部门干预,未能成功。

第二种模式是一揽子收购一个地区的全部国有企业,泉州即为其典型。合资前,泉州市属国有企业37家,固定资产3亿元,占地114万平方米,职工1.4万人,离退休职工0.35万人。91年实现利税3150千万元,其中利润496万元,37家企业中有13家亏损,年亏损额911万元,待业在家职工6000人。1992年8月,中策公司与泉州市国有资产投资经营公司合资成立泉州中侨集团股份有限公司。中方以37家国有工业企业的全部厂房设备等固定资产作价投入,占股40%,中策公司出资2.4亿元占股60%,中策在中侨公司成立之日起3个月内缴付不低于20%的出资额,其余部分按合同规定两年内分期投入。合资后的中侨公司承担合资前的1.4亿元银行债务,中方向合资公司提供有关的土地使用权,合资公司5年内免缴土地使用费,第六年起申请缴纳优惠土地使用费。中方在职职工全部进入合资公司,由合资公司按泉州市政府的规定缴纳退休统筹金、福利金。已退休职工由中方负责。合资后中侨公司进行了组织结构和产品结构的调整,按照行业特点和优势互补的原则重新组建企业,启动了闲置设备和场地,93年一年实现利税5000万元,80%的企业盈利,职工工资也相应提高。考虑到中侨公司的大量土地储备,以及泉州市民较高的收入水准、大量海外华侨因素,中侨公司未来经营房地产的收入前景十分可观。

第三种模式是一揽子收购一个地区某一行业的全部企业控股权。中策公司与大连市轻工业局签订合同,合资收购101家企业,中策分三年投入5.1亿元,占股份51%。后因在合资过程中遇到一系列困难,国家有关部门也进行了干预合资协议终止,只对其中两家实施了合资。

中策集团在92年4月到93年8月间斥资4.52亿美元购入了196家国有企业,随后又收购了一百多家,后因中国政府干预中止了部分合同。但中策在短短的时间内组建了庞大的企业帝国,考虑到增资募股吸引的大量资金及自身股票的升值,可谓获利无穷,其成功之处值得借鉴。

4. 中策与黄鸿年的成功秘诀

(1) 利用最好的政治时机。黄鸿年早在84年即萌生了合资收购的念头,然而当时的政治气氛并不合适,黄乃退而结网,组织了其在香港的大本营——中策公司等待时机。当92年初中国传出邓小平同志南巡讲话要点后,黄于92年3月果断出击,利用地方领导人为了赶形势、以最优的方式吸引外资的急迫心情,一举成功。

(2) 利用最有利的经济时机。稍微有点经济学头脑的人均会发现,不知什么缘故,中国与世界发达国家的经济周期是相反的。外国萧条时中国兴旺,中国紧缩整顿时外国经济复苏。1992—1994年初西方经济增长缓慢,美国10年期国债收益率从91年初的9%以

上降至92年初的8%左右,93年7%、94年初的6%左右,随后才上扬,国际资本相对过剩。而中国在此期间经济增长率连年高达10%以上,且中国拥有广阔市场潜力,以中国题材为号召募集资本十分容易。中策正是利用这一特点,在中国经济刚开始复苏,但企业财务数据尚不理想之时低成本收购我国国有企业,在93年中下旬国际资本市场上“中国神话”达到顶峰时增资,获取了巨额利润,集中了大量资本。

(3) 收购目标选择得当。中策单个收购的国营企业一般是一些有潜力、规模和盈利条件的中型国营企业。它们已具有相当的规模、生产的管理能力,自成系统的销售网和稳定客户。固定资产不超过1亿元,年利润在1000万—1500万元左右的中等“盘子”合资收购一般可在省市一级内解决,勿需上报中央。成片收购则着眼于其巨额城区土地储备。

行业选择也很有讲究。中策一般选择市场看好、需求量大、利润可观、产品进口关税高的行业进入,如啤酒、轮胎、造纸等。其它外商也选择了类似标准的包装食品、饮料、日化用品、通讯电子、制药等资金技术密集型产业进入,或选择因环保问题在国外难以发展的陶瓷、造纸、化工等行业的国有企业作为收购对象。

(4) 利用中国现行法规漏洞。原中外合资法规中允许外资分期到位,中策利用此漏洞往往预付15%—20%的投入就控制了国有企业,将头批企业在海外上市后所获资金再投入滚动式收购,实现“空手套白狼”。又中国法律规定外资合资方不得转让其合资股权,中策却转让了持有这些股权的海外控股公司股份,确实没有违反这一法律。同时中策利用中国对合资企业的各种优惠(如税收上的三免两减)、汇价双轨制等获利匪浅。

(5) 充分利用国际资本市场。前面提到中策利用中国与西方在经济周期上的时间差和不同资本市场上的成本差大发利市。应注意的是,以黄鸿年为代表的东南亚华人金融投机资本在70年代进军新加坡、80年代进军香港的过程中对国际资本市场已十分熟悉,在投资者心目中较有地位,中策集团的李嘉诚等股东也有这方面的影响。因此中策能在最短的时间内选择最有利的资本市场时机低成本筹资获利,分散风险。换了其他人不会取得中策如此的成功。收购企业,再利用控股公司包装上市获利是国际资本市场的惯例,至于操作成功与否则取决于当事人的业务娴熟及资信。

5. 一石激起千层浪——中策现象争议与思考

对于中策现象,各界有不同的看法,争议颇为激烈,国务院领导同志受了震动,专门派出了调查组赴各地调查。理论界也对此十分关注。

地方政府和企业多认为中策现象是个好事。通过与外资合资嫁接,使企业顺利地转换了经营机制,取得了宝贵的资金进行技术改造,增量投资的进入维持了现有就业并创造了新的机会,政府也盘活了国有资产存量,扔掉了不少包袱。企业职工则反应不一,有的认为工人丧失了主人翁地位,在退休、医疗、住房方面的优惠也取消,未来生活中充满了不确定因素。

中央政府各部委多认为外资收购国有企业会损害我国公有制经济、不利于国家产业政策布局、不利于国家宏观调控(大量外资进入会导致通货膨胀)、冲击我民族工业体系。实际操作中确有利用中方急于求成或不懂国际惯例的原因在收购活动中尽量压价造成国有资产流失;外资大规模控股我国国有企业不仅会导致外资控制垄断某些产业有损国民利益,

进一步还会威胁到我国的社会主义经济实质；外资收购国有企业海外上市，由于司法管辖方面存在空白，不能有效地保护海外小投资者利益，一旦投机气氛消失是终会危及中国在国际资本市场声誉，增大我国其它机构海外筹资成本和效果；被收购企业相当许多职工利益不能得到保障，增加了社会不安定因素，等等。

学术界多对“中策现象”持肯定态度。除了与地方政府、企业认识相同点之外，还指出我国国营企业改革十分困难，外资控股后经营机制迅速转变，救活了大批企业并创造了社会财富。刘国光同志指出，对“中策现象”的责难多为“姓社姓资”问题翻版，避而不谈是否提高了“全社会生产力。”学者们普遍认为利用国外资金来解决积习难返的国有企业的问题是一条新途径：对于亏损企业，出售后国家可保全原始资本投入并可免除许多负债和责任（国有企业实际上可视为无限责任公司，国家对职工生老病死的许多承诺形成了实际上的应计未计债项，改制后可扔掉不少包袱）；对于盈利企业，由于投资体制和资金分配制度方面存在的问题，相当多企业不能再上一层楼扩大再生产，将其在成长期内以合理的价格引入外资可收回原始投资用于其它方面，分散了继续经营的风险。当然，也有学者提出了不同意见，指出“资本是有旗帜的”，对外资控股国有企业行为应予警惕。

学者们注意到了“中策现象”与其它外资收购国有企业现象的区别。一来中策多采用整厂收购方式，而不是将企业优质资产剥离后再收购，未将烂账包袱扔给老厂，多受地方政府和企业欢迎；二来中策接受了老厂全部在职职工；三来中策多在原企业中任命新的管理层，实现企业经营机制的转化。认识此三点有助于全面正确理解“中策现象”。

对于中策在收购活动中的超额投资回报，有的观点认为来源于国有资产的流失，对合资企业的税收优惠等方面。另一派则持相反观点。认为其利润来源为：①高溢价发行新股由海外新投资者的额外给付；②合资后企业转换经营机制，成本下降；③形成了规模经济并引入了增量资金投入。国有资产不仅未损失且由于在合资中对有形资产、无形资产、土地使用权重新界定作价而升值，原企业多属无偿占用其资本回报率并不真实，国家对职工的责任降低和消除了不少。倒是中国企业应从“中策现象”中认识到如何利用中外经济的不均衡更有效地吸引外资、如何在合资谈判中提高自身地位、如何改革现存国有企业，以及以我为主开展兼并收购活动并从中获利。

目前要对“中策现象”作全面正确的评价为时尚早，美国对于八十年代中期使用杠杆收购为特色的第五次收购兼并浪潮近期才有较一致的认识（正面评价为主）。不过认真研究思考其宏观、微观方面的效果，对于我国证券界更好地开展投资银行业务不无裨益。

二、并购到美利坚

1. 神秘与传奇

丁谓，善美集团创始人，现任集团执行主席，首席行政总监。

丁谓祖籍福州，1950年出生于上海。其父丁志贤在香港经商。

1957年，丁谓举家迁往香港。1969年，当他19岁时全家又移民澳大利亚。此时，丁

谓父亲已经去世，家道中落，他只能半工半读。由于考虑到在澳大利亚每天只有晚上几个小时可供学习，读完学士将耗时8年之久，1974年丁谓移民到加拿大，向加政府借学费进入多伦多大学攻读电子工程。

在加拿大求学期间，丁谓仍得靠打工赚钱养活自己。他做过清扫厕所的工人，也在学校里教过低年级学生，十分艰辛。1977年，丁谓获得学士学位，继续攻读硕士。

1979年，丁谓突然觉得自己读书多年应该出去做点事业，而在大公司打工，最多也只能做到工程方面的副总裁，于是就在这年年底，他创办了一家小公司，这就是善美的前身。

1980年，丁谓在多伦多市注册成立善美公司，设计生产出加拿大第一套完整的手提式小型电脑。

1986年12月底，善美公司股票在加拿大上市。

1988年，丁谓斥资上亿美元收购了以蒙特利尔为中心的北美“康休默”公司。

1989年，善美集团以2.7亿美元收购了有百余年历史的世界最大缝纫机生产厂商美国胜家公司。

1991年，善美集团用2000万美元买进日本山水电子有限公司。

1991年底，善美集团收购香港东敬国际（控股）有限公司。

1993年，善美集团收购德国最大的工业缝纫机生产厂百福公司。

1994年，善美集团从三菱银行手中购得日本雅佳电子有限公司。

1995年，善美集团通过附属雅佳电子有限公司收购香港港华集团。

1995年8月，丁谓应电子部邀请来北京进行工作访问，8月31日，拜会了国务院总理李鹏和电子工业部部长胡启立。次日，国务院副总理邹家华会见并宴请了丁谓。

1982年，丁谓随加拿大的教授第一次返回大陆。10年之后，他在海外收购、改良企业的同时，对国内也积极投资。1992年，胜家在上海建立生产厂，成立上海胜家缝纫机有限公司。此后，丁谓在广州、珠海也成立了独资、合资企业。收购港华集团使丁谓得以将善美集团的投资扩大到国内知名合资电子企业，包括广东中山喜华电子有限公司、天津长城（集团）有限公司、深圳康佳电子有限公司。

在丁谓身上洋溢着双重色彩：神秘与传奇。这位47岁的华裔加拿大人，身兼善美集团董事会主席和执行总裁。他不仅拥有香港最大的工业集团，还拥有世界一流的全球性营销网络。而18年前，他还是一文不名的穷学生。

他不愿抛头露面，不擅言辞谈吐，但这位拥有资产20多亿美元的国际集团的世界级华裔富翁，却给全球留下一串惊世之作。他在中国国内投资额已突破30亿元人民币，但从不声张。丁谓和善美集团为国人所陌生。

在国际上，丁谓是个叱咤风云的名人，但他的身世和创业经历却鲜为人知。关于他的传说扑朔迷离，令人难辨真伪。人们只知道他童年在上海度过，少年时代在香港，然后随母亲移居澳大利亚，再到加拿大，令人疑惑的是，就连他本人也说不清自己的出生日。

对一个成功的实业家，人们最感兴趣的是他的创业之始，渴望了解他创业的第一笔资金来自何处，他迈出的第一步脚踏何方。但查遍有关丁谓创业的资料，答案却莫衷一是。最流行的说法是，他发家的启动资本来自一笔5000加拿大元的奖学金。但事实并非如此。

2. 一个全新的世界：企业买卖

在距今并不遥远的年代，丁谓开始商海生涯。1979年那年，正在加拿大读电子工程硕士的丁谓，忽然间萌生一个念头：读了这么多书，该干点事了。

此后，这个念头越来越强烈。但丁谓并没有匆忙投身商界，他不想从白领打工仔一步步做起，许多同学的经历告诉他：到大公司去打工，做到最好也只能是主管工程的副总裁。丁谓想自己创办一家公司，为自己挣一份家业，但他当时一无所有。

加拿大是个规范化的社会，要赤手空拳打天下谈何容易，所以丁谓一直把创业的念头埋在心底，他在等待时机。一天，有一位加拿大商人，去找丁谓的教授求助。这位商人有一个小发明，但不知如何将其变成实物，教授便把设计工作交给丁谓，结果赚了5000加元。丁谓问教授这钱怎么分，教授答：“你吃掉它吧！”

这个偶然的机，改变了丁谓的一生。得到第一笔靠智慧赚的钱，丁谓不仅很高兴，而且灵感突现。此后，他在大学校园边上租了一间小房间，挂了个小招牌，在电话簿上登了一条小广告：“如果你有什么好主意，想知道能否发财，请来找我。”由此，丁谓踏上创业之路。

丁谓的创业之举毫无惊人之，今天看来甚至有点可笑，像玩似的。如果谁萌生一念，丁谓就帮他参谋一下，如果能完成实物设计，丁谓就收人家10%的定金，帮客户设计出图纸。如果客户要求做出实物，丁谓就收取人家材料费，进行制作。待客户满意后，他就收取一笔费用。此举就是丁谓的发财术。

丁谓的办公室有两个抽屉，一个抽屉放客户的定金和材料费，上贴“债务”二字；一个抽屉放客户支付的佣金，上贴“资产”二字。一年之后，丁谓粗粗一算，吓了一跳，竟做成70万加元的营业额，净赚6万加元。丁谓数着抽屉里的钱，梦想渐渐膨胀。他琢磨：我现在是为他人作嫁衣，绞尽脑汁一次，只能赚到一笔钱，不如自己设计一产品，可以卖好多次。于是，丁谓选中开发电脑软件系统，生意越做越火。丁谓在博士学位读到一年半时，断然终止学业，创办善美公司。

在丁谓拥有十几万加元的资产时，一个加拿大的大公司前来寻求合作。老板是位很爽快的人，掏出支票簿填上20万加元，要求参股20%。丁谓不禁百感交集，想起初来加拿大上学，晚上还要去扫厕所赚钱，而现在已跻身中产阶级，拥有自己的公司，真可谓人生莫测。他暗下决心，再苦几年，挣到100万，就退休不干，享清福。

计划赶不上变化快，就在丁谓的小公司变成股份公司半年后，便梦想成真。那位大老板又找到丁谓，提出一个大计划：由五六家公司合并起来组成一家大公司，丁谓的公司算其中一家。起初，丁谓不愿入伙：虽然家当不多，但是自己的。后来，大老板许诺给丁谓100万加元，并在新公司里占有10%的股份，丁谓才点头。他用40万加元资产的公司换来100万加元的现款，以及新公司的10%的股份。此时此刻，丁谓已成为加拿大的华裔百万富翁，时年31岁，经商两年半。

6家小公司合并的大公司，虽然成为上市公司，但经营并不成功。丁谓负责新公司的电子工程方面的业务，而且是大股东之一。他在这家大公司的第一个收获是：成为上市公司后，他那10%的股份变成几百万加元。但最大的收获还不止于此。在这家2000多人的大公司里，由于丁谓是大股东，直接运作于公司的最高层，他发现了大公司里所有优势和

弊病，学到了书本里没有的东西。他第一次弄懂如何到股市上捞便利，怎么调动数以上千计的员工，以及处理上下级的各种复杂而微妙的关系。在两年内，他熟悉了大公司的脾气和秉性

丁谓在今天谈起那段经历，感慨万千：“我学的专业是电子工程，而后两年我进修的是哈佛 MBA（工商管理硕士）。这段经历很特殊，因此给了我特殊的经验。假如我在学校里学 MBA，我不可能有直接运作的机会，理论与实践脱节。假如我是一个普通的工程师，只能提高一点专业技能，而不知公司整体运作。所以，我是在实践中学的 MBA，而且是在高层运作中学习的。每天展现在我眼前的，是一家现代大企业的五脏六腑；每天我操作的，是如何让这个庞大躯体内的血液快速流动。我原来那家小公司，给了我一种内心满足；而这家大公司，给了我一个全新的世界。”

其实，丁谓厌倦疲于奔命的苦苦挣扎。

1983 年，丁谓觉得自己羽翼丰满，毅然从大公司撤出，另起炉灶，善美公司改弦易辙。公司由丁谓的大学教授和一贯支持他的那位大老板三人出资组成，丁谓控股 80%。一年后，善美公司推出手提式电脑。由于开发的是全新产品，许多专业杂志抢着报道，省去一大笔广告费，只用 30 余万加元促销，便使营业额直线上窜，丁谓两年内成为千万富翁。

1986 年，善美公司股票上市。在加拿大注册一家公司轻而易举，但要生存下去并且发展起来却绝非易事。对于一家新成立的公司来说，摆在丁谓面前的路有两条：一是利用别人成型的技术加以改造，这样风险小；另一条路是自己独立开发新产品，投资大风险大获利也可能大。丁谓选择了后者。由于经营业绩卓越，股票快速上涨，市值把丁谓抬上亿万富翁的宝座。

丁谓在选择善美公司上市时机上，判断得精确无误。在加拿大，对于公司上市是有限制的。但一些小公司不愿变为上市公司，一是上市前准备有关法律文件的成本太高，至少几十万加元；二是小公司上市不但很难融资，而且上市后极易成为垃圾股而有损形象。善美公司上市时规模也不大，但丁谓瞅准三个时机：一是全球电脑业起势正猛；二是美国 Netscape（网景）电脑公司上市后，使公众充分认识到电脑利润的潜力；三是善美公司开发的手提式电脑市场前景已被普遍看好。按照丁谓的准则，当两个时机撞在一起，就可以断然拍板，何况已爱憎分明三匹良马驾辕，岂能坐失良机？

上市一年后，丁谓预感到一种危机。在当时蓬蓬勃勃的电脑业，很少有人预感到大难将临头。丁谓的预感来自于对市场的敏感：由于电脑业的利润颇丰，许多大公司蜂拥而至，竞争激烈得近乎疯狂，丁谓由此判断，善美公司只有不断开发新产品才能顽强生存，稍一松懈和停顿，马上就死。

正因如此，丁谓陷入冥思苦想之中。他反思善美的创业之路，得出一个结论：善美是靠开发新产品起家，没有生产工厂，没有营销网络，全由别人生产和销售，这是一条发家的捷径。但赖以支撑的，是要有不间断的持久的开发能力，要在国际市场的惊涛骇浪中苦苦挣扎，而且不能有一次失手。所以善美公司的职员始终处于强大的压力之下，工程师们每天都要工作到凌晨一两点，如此长期消耗，他们的智力和体力都会大幅度下降，不可能保证公司持久的生命力。正是因为看清自己的路，丁谓才强烈地意识到，善美公司不过是

一个越长越大的浮萍，没有根。

丁谓面临着一个关键时刻，他必须作出抉择，不仅要迫切寻找善美公司的“根”，而且要重新诠释自己人生目标的“根”。就在丁谓的事业进入彷徨期时，他固有的人生目标也在动摇。已经成为亿万富翁的丁谓，开始厌倦疲于奔命的生活，他对拼死拼活的赚钱方式渐趋冷淡，金钱上的成功已很难使他激动和喜悦。正是出于寻找更丰富的人生的动机，丁谓试图摆脱那种周而复始的机械式的生活。他渴望制造出一台均衡而持久的赚钱机器，能够源源不断地生产钞票，而自己则能抽身而出，拥有更多的闲暇，去做一些自己感兴趣的事，比如钓鱼。

在调整自己和公司方向的阶段，丁谓从东芝公司身上汲取到灵感。他每年都要参加各种各样的展览会，经常与东芝公司的人员和产品打交道。他发现，东芝当时的产品开发并非处于尖端前沿，但它拥有雄厚的生产能力和健全的营销网络，它可以把一个新产品慢慢打磨，然后生产出最好的产品，并且大批量地推销到世界各地。

从“东芝”汲取的灵感，迅速转化为一种直接动机和具体行动。丁谓很快买下香港的一家工厂，该厂原来为善美公司生产产品，他很熟悉。经过对这家工厂稍加改良，经营业绩突飞猛进。丁谓又将其包装上市，拿回一笔资金。1988年，他斥资1.1亿美元，收购美国东海岸一家连锁店。这一连串动作一气呵成。

今天看来，丁谓购买美国“康休默”连锁店之举改变了他一生的命运。但他当时并未意识到。他购买的连锁店，有100多家连锁分店，属于目录性商店，一般铺面不大，顾客从厚厚的产品说明中挑选商品，然后由店员到仓库取货。丁谓的购买动机很简单：一是有了自己的营销网络，可以将善美的产品打入目录销售，二是这套连锁店很便宜。

丁谓冒了一次险。他不懂商业，而且连锁店经营自己商品的比例很小，40%是珠宝，另一大项是手表、小音响等生活用品，他对这些商品也一窍不通。而面对一个完全陌生的新领域，丁谓得益于那段“MBA”经营的管理经验。虽然他不懂生意，但他知道如何与当地经理沟通，并调动他们的潜力。丁谓将连锁店稍加重组，然后大胆使用原班人马，结果第二年营业额便突破3亿美元，纯利润达到3000万美元。

一步跨进商业，不仅使丁谓大尝甜头，而且让他完成一个重大转折。在两年时间内，丁谓从一个电脑开发商，过渡到一个零售管理商，这需要一个过程。丁谓几乎没遇到什么坎坷，便顺利完成这一蜕变。他很幸运。

历史证明，一些偶然因素往往决定着一个人的人生轨迹。丁谓在“康休默”连锁网的经验，敦促他完成了个重大的战略转折——把善美公司办成全球性的商业集团。

3. 并购胜家：赢得美利坚

1989年是丁谓震惊国际商界的一年。他从一个名不见经传的后生晚辈，一下子让全球工商巨子刮目相看。他以“蛇吞象”的气魄，一口吞下享誉世界的胜家集团。由此，丁谓和善美公司在国际商界一蹶而红。

一天，丁谓在上飞机之前，一位朋友送给他一份材料。当丁谓在飞机上权当消遣地翻开这份材料时，他一下子笑了。这是关于胜家集团的材料。丁谓知道这家老牌公司，小时候玩过胜家生产的缝纫机。他觉得那位朋友有点荒唐，怎么给一位电子工程师提供一份缝纫机公司的报告？他不禁为此发笑。也许飞机上实在没有感兴趣的读物，丁谓硬着头皮把

胜家材料读下去，当读到胜家拥有一个全球性营销网络时，丁谓眼前一亮，一个雄心勃勃的想法开始在心中翻腾。

胜家集团创办于 1851 年，在美国是一家拥有近 150 年历史的大公司。1853 年，胜家集团生产出世界上第一台缝纫机，此后在缝纫机王国里一直处于举足轻重的地位。1889 年，胜家集团又研制成功世界上第一台电动缝纫机，到 19 世纪末年产量已达 135 万台。当时世界上 70% 以上的电动缝纫机是胜家制造的。同时，胜家开始在全球开设专门销售胜家缝纫机的连锁店。1908 年，胜家公司总部在纽约成立，总部建造的摩天大厦是当时世界上最高大的建筑物。中国人对缝纫机的认识也是从胜家开始的。1993 年，上海民俗博物馆征集上海开埠以来的文物，当时收集上来三件宝：一是宝大祥的招牌，另一是美孚汽油灯，还有就是一台胜家缝纫机。

但到 20 世纪 80 年代，这家老公司已运转不灵，苟延残喘。由于经营不善、墨守成规，连年亏损，到 1988 年竟被一笔 1000 万美元的债务逼得焦头烂额，摆在公司面前的只剩下两条路：要么将公司拍卖掉，要么宣告破产。

于是，丁谓去找胜家的老板，告诉对方他有意收购。两人在美国见了面，会谈的结果是丁谓可以到胜家集团考察一番。可惜胜家集团太大了，丁谓根本就无从下手，所以首先选中马来西亚子公司。他请来马来西亚经理吃饭，告诉对方有意收购胜家，这位经理如实地说出真实情况：“胜家衰落主要是美国总部管理不善，在世界各地的子公司几乎都赚钱，只有一两处赔钱，因为胜家是个老牌子，市场占有率很高，所以缝纫机生意一直很稳定。”

丁谓又去了第二个国家的子公司，得到同样的反映，于是信心大增。转了几个国家之后，丁谓已找到胜家衰败的症结：问题的关键是总部用人不当，致使管理不善。研究费用巨大且浪费惊人，劳动力成本偏高而挤压利润。胜家的毛病不是全局性的，而是局部的，也不是根本性的，而是暂时的。胜家患的不是癌症，而是生了一个毒疮，毒液四浸。有了这些结论，丁谓认为：只要挖出毒疮，挤尽毒液，来一次大换血，胜家就能起死回生，老当益壮，成为一个健康的巨人。

但是，要想收购胜家，善美当时没有那么雄厚的资金。胜家每年的营业额是十几亿美元，善美只有几亿美元，而且胜家的资产数倍于善美，这完全是场小鱼吃大鱼的搏弈，一招不慎不仅满盘皆输，还得赔个精光。丁谓左右权衡后认为，收购胜家的成败首当其冲的是资本运作的成败。

收购谈判进入实质性阶段，丁谓经过一系列慎密的策划，迫使胜家放弃过高的期望值和不切实际的幻想，双方在价格上终于敲定为 2.7 亿美元，尽管丁谓在谈判桌上表现得胸有成竹，但内心不免忐忑不安，因为他手中可动用的资金不过 4000 万美元。

0.4 亿美元对 2.7 亿美元。资金实力的比例是 1:7。无论从任何角度讲，丁谓都不可能一口吞下这个胖子。其实，丁谓完全不必全资收购，他只要收购控股权即可，这样风险和压力都成倍降低，而且操作上少去许多麻烦。但丁谓考虑得更长远：一旦收购胜家成功，必然对其全部改组，股权分散导致决策分散，改革会受掣肘，效率降低。因此，他力排众议，铁心进行全资收购。

丁谓走出的第一步是银行贷款，由于“康休默”连锁网的业绩，他获得银行贷款 1

亿美元，加上自有资金已有 1.4 亿美元。用这 1.4 亿美元，丁谓说服了胜家股东和美国证券管理机构，他要求发行 2.1 亿美元的企业债券。

也就是说，丁谓的如意算盘是，收购胜家股东的股权，一部分支付的是现款，一部分支付的是债券。他对胜家的股东说：“我先付给你们 1.4 亿的现款，以显示我收购的诚意，再给你们一部分债券，分期分批地还本付息给你们。”在说服胜家股东后，他又转过头来说服美国证券管理机构。在美国批准企业发行债券并不难，关键在于企业的申请文件上要把意图写得清清楚楚，让审批机构确信不是做假，丁谓做到了这一点。这是一招险棋，如果丁谓到时候不能兑现债券本息，1.4 亿美金不仅付之东流，分文无归，而且胜家股东还会摇身一变成为善美公司的债仅人，上门逼债。但丁谓没有给自己留一点退路：要么大展宏图，要么倾家荡产。资金解决，丁谓喘上一口气，剩下的是具体操作收购过程。由于胜家是上市公司，因此在操作上必须在证券市场上公开招股。这是一个相当繁杂的过程。胜家的股东大小有上千万个，最大的股东也只握有 5% 股权。丁谓在报上登出收购公告，当时胜家股票每股跌到 8 美元，他愿以每股 15 美元收购，其中 5 美元是现金，10 美元是债券。胜家大小股东获悉后，在 30 天内开了一次会，决定出让股权。

让丁谓头疼的是，一位马来西亚人觉得开价过低，不愿出让股权。丁谓只好又开了一价，那位马来西亚人还嫌便宜。就这样，讨价还价四五次仍未敲定，而且把股价又抬起来。于是丁谓决定单独见这位马来西亚人一次。两人在一家律师楼会面，丁谓发现对方是华裔，便坦诚相劝：“咱们都是华人，你这样搞等于把资金都浪费在美国，没有多大意思。”那位华裔一想也是，他是胜家在马来西亚的代理商，所以开出一个条件：只要马亚西亚这块的股权。丁谓同意他保留那部分股权，其余全部收购，当晚两人签订协议，第二天胜家的收购全部完毕。丁谓以 4000 万美元的资金，以 2.7 亿美元的代价，使得一个拥有近 150 年历史的美国企业集团易手于华人，这不仅是举世震惊的新闻，而且是通过资本市场进行企业重组的典范之作。

毫无疑问，收购胜家是孤注一掷的冒险行为。但收购之后，丁谓面临着一场几乎不可能取胜的挑战，横亘在眼前的是两大难以逾越的障碍：一是因收购胜家，善美集团的负债额一度高达 5 亿美元，相当于股东资金的两倍多，而要使这个千疮百孔的烂摊子重振旗鼓，还需注入大量资金。另一是胜家在全球拥有 2.7 万个销售连锁店，这虽是一笔巨额财富，但如何驾驭这个触角遍布世界各地的网络，始终是一件复杂而微妙的事情。更何况，丁谓只有管理 100 家连锁店以及执掌 1 亿美元资产的经验。

丁谓的当务之急是对胜家集团进行企业重组。这时候，他当时全资收购胜家的决策显示出威力，他没遇到什么阻挡，便启用了一批新人。在重组时遇到的第一个难题是胜家在意大利的工厂。这家工厂已经亏损 300 万美元，以前每年总部还要为它填补 200 万美元的窟窿，丁谓决定关闭这家工厂。然而这家工厂有 600 多名工人，而且意大利的工会势力很强大。他们威胁丁谓，只要关闭工厂，他们就采取极端行动，败坏胜家和善美的声誉，让丁谓的生意做不成。面对威逼，丁谓去这家工厂研究了一个星期，认为这家工厂根本不可能起死回生，因为工人的平均年薪为 6 万美元，加上福利达 8 万美元，以每个工人 8 万美元的劳动力成本根本不可能生产缝纫机。以台湾的缝纫机行业为例，一个工人一年只有 5000 美元的成本。因此，丁谓下决心关闭工厂，他对工会领导说：“工厂的钥匙马上给

你，我把工厂全部给你，不要了，我走人。”工会领导仍然不肯，可他们看到丁谓去意已决，便同意上法庭解决问题。法庭最后判决，指定一个人以 1000 美元的代价将工厂拿去经营，丁谓得以脱身。乍一看，丁谓白扔一家工厂，实际上他甩掉一个 3000 万美元的债务包袱，重要的是他躲开一个每年要填 200 万美元的大窟窿。

继而，丁谓着手改组胜家集团总部。这个历史悠久的老牌企业，各种人际关系极为复杂，盘根错节，丁谓根本无法理顺这些关系，也不知启用谁能控制全局。他索性在海外成立新的胜家集团总部，然后关闭机构庞大臃肿的原总部，此举一年节约 2000 万美元的开支。另外，丁谓还改组了研究开发系统。胜家原来的开发机构，10 年都没开发出新产品，而且据丁谓调查，每年不必要的开支达 1500 万美元。丁谓对此也进行了大手术。

一连串地大刀阔斧改组，把不良资产全部砍掉，压缩了开支，胜家被收购后的第一年就实现保本，不再亏损。然后，丁谓着手挖掘原来赢利部分的潜力，使经营状况进一步良性发展，第二年效益尽显。

效益看好，股票看涨，丁谓终于可以借势调整债务结构。1991 年，善美将胜家股份在纽约证券所第一次公开发售，不失良机地抛掉一部分股份，一举还掉 3 亿美元的债务。1992 年，又进行第二次发售，两次拿回大笔资金，整个善美集团达到“全无负债”，等于胜家替集团还掉原有债务，至此善美集团对胜家的股权仍保持在 51%。

人们难以想象丁谓魔术般的企业重组所产生的神效。他以每股 15 美元的价格收购，用 0.4 亿美元买下价值 2.7 亿美元的胜家，到 1993 年，胜家股票每股涨到 35 美元，市值达 17.5 亿美元。如果扣除丁谓收购时的举债，那么他用 0.4 亿美元，3 年之内一收一卖胜家，净赚 14.8 亿美元。

1993 年，丁谓又将所余胜家的 51% 股权，全部卖给善美集团。丁谓除了套现 8.48 亿美元巨额流动资金外，由于他在善美集团拥有 54% 的股权，等于他在胜家董事会仍拥有绝对权力，继续受惠于胜家的丰厚利润，以及惊人的投资回报。

时间作证，丁谓收购胜家的冒险之举，获得如此出人意料的成功，实在是资本运营的典型案例。但丁谓醉翁之意不在酒，他并没有把胜家再次易手，以赚取资产重组的暴利。当他把胜家的 2.7 万家连锁店再次改良重组，营造成全球绝无仅有的庞大营销网时，人们才看出丁谓收购胜家的真正目的。

在丁谓手上，胜家营销网历经数年改造，露出另一副面孔：在世界 130 个国家，有 1118 家独立的零售店，还有 4.3 万个独家代理商，以及 1.25 万人的推销员队伍。在胜家营销网中，卖的绝不仅是胜家缝纫机，更多的是系列耐用消费品及家用电器。由此，胜家成为丁谓营造商业帝国梦想的第一块基石。

4. 可口可乐的惊叹

收购胜家公司绝非一般的资本扩张，而是出于一个深远的战略目的。丁谓对自己的动机一直秘而未宣。直到 1991 年，可口可乐公司对胜家公司的新业绩做出专题研究后，才一语道破天机。在可口可乐公司 1991 年度的年报中这样写道：“胜家公司的成功，无论在速度上还是在程序上都超出管理人士的预想，这些都应归功于善美集团对‘反向经营哲学’的贡献和实际应用。”

“反向经营哲学”兴起于 90 年代的西方国家，它是当代最时髦和最前卫的商业战略。

国际上许多著名公司都采用这一战略,并取得良好业绩。这些公司本身并不生产商品,而刻意把自己塑造为一个商业组织。他们以自己闻名遐迩的商业品牌为招牌,将许多产品形成系列后置于自己麾下,以此每天都在扩大销售额。在运用这一崭新的商业战略方面,尤以善美集团最为卓著。

众所周知,传统的经商方法是,生产厂家根据自己的特长进行生产,然后通过经销商到市场上销售。在这种经营思想的影响下,生产者缺乏组织和开拓自己产品的能力,把自己的命运寄托于本地和外地的经销商。当生产厂家的生产数量增加时,他们发现这不是理想的经营方式。它表现出的问题是:利润比较低,缺乏市场信息,销售的订单是由经销商安排的。于是,他们的自然扩展道路是开发和建立自己的销售网络,在传统经营思想基础上形成“产品驱动”战略。

从善美集团的创业轨迹看,丁谓最初也走了一段“产品驱动”之路。但他敏锐地感觉到,全球市场正发生着微妙而深刻的变化,而且这些潜滋暗长的变化具有革命性。这些变化包括:电讯业的迅猛发展,使产品采购和定价可以在瞬间完成;耐用消费品的更新换代一浪快过一浪;日本及东南亚的制造商直逼西方对手,全球性竞争日趋激烈;西方经济危机使消费者对价格日益敏感和谨慎。

正因如此,丁谓认为应该放弃“产品驱动”战略,因为它已失效和过时,善美公司必须抢先控制销售渠道,尽可能接近自己的最终用户,快捷地感觉和传递市场信息,回过头来再扩大商品的制造业。

从“产品驱动”到“销售驱动”,是一场重大变革。纸上谈兵时可以驰骋想象,但具体操作必须运筹帷幄而出奇制胜,追求“牵一发而动全身”之效。丁谓知道,要一步跨入世界市场,必须在几个地区同时采取一致行动形成聚合效应,才能毕其功于一役。这样一来,需要庞大的计划和雄厚的资金,需要具有各种条件和充足时间,但善美公司天时地利都不占,实力也不够雄厚。眼前的事实是,尽管丁谓判断十分准确,可变成现实的希望却十分渺茫。

不过,丁谓是一个聪明而倔强的人,他不仅能够敏锐地感知事物的发展趋向,而且有足够的韧性沿着认定的方向走下去。他凭聪明去发现,又凭毅力去实现。丁谓对自己的判断坚信不疑,他大胆地设计目标和步骤,核心是购买一家公司。即将购买的公司,必须拥有一个威力巨大的全球驰名商标,必须拥有一个直接触及消费者的世界性营销网,而且它的商标和网络历史悠久,已经融合于各国市场的多种文化背景之中。丁谓找来找去,胜家正中下怀。

在可口可乐公司的年报中这样评价:“善美集团收购胜家后,不仅获得全球性的销售网络,同时获得胜家这著名的商标。按照在全球的知名度及普及度来划分,可以说胜家的商标是继可口可乐商标之后,在全球排名为第二位的知名商标。如果说在收购胜家时存在有超出期望的东西,那就是胜家商标的价值。”

回头望去,善美公司拥有胜家之后,已经完全摆脱制造商的风险。由于消费者需求日趋变幻莫测,制造商往往跟不上行情,因此风险系数越来越大。而善美凭借胜家的强大销售网络,具有足够能力影响采购和零售定价。它可以广采世界之精品,以最适宜的价格赢得利润,同时也能够持续扩大自己的生产线。

胜家原本是一个缝纫机的品牌，落到丁谓手里，因经营思想不同，摇身一变为商业品牌，许多产品都可以利用胜家的品牌和网络扩大销售。丁谓迈出关键一步，而且一举成功，善美公司由此走向全球性的强大商业集团。

5. 整个世界都是并购对象

丁谓是个有福之人。胜家收购重组的成功，以及令人欣慰的经营业绩，不仅使善美形象在国际上大放光彩，而且使丁谓成为力挽危局的重组专家，由此给他带来种种良机。自从出售胜家股权后，善美的现金储备激增到 34.11 亿港币。因此，丁谓积极寻找投资机会，他蓄势以待，随时等待良机涌现而加以把握。

1991 年，东京银行找上门，请求丁谓收购日本生产高级音响的“山水株式会社”。东京银行是山水公司的大债主，在山水公司发生危机后，东京银行曾把它卖给一家英国公司，但未能挽救危机，只好又转卖给另一家日本公司，转了一圈，山水公司仍未回光返照。屡卖屡败，东京银行只好恳请丁谓收购。

可惜，丁谓对山水公司并不感兴趣，因为山水公司的品牌和营销网络远不及胜家。但由于丁谓与东京银行有密切的业务关系，碍于情面和今后的合作，他不好推托。加之，东京银行开价很低，仅两千万美元，丁谓等于白拣。山水转到丁谓手中后，1993 年一洗业务不振的颓势，重新恢复获利，而且还了银行债务，东京银行很高兴。值得一提的是，尽管丁谓因收购山水而成为拥有日本大企业的第一位华人老板，实际上他是不情愿的，收购山水是丁谓违心之举。

丁谓绝没想到，收购山水给他带来一份更大便宜。事隔不久，日本三菱银行送上一份厚礼，要求丁谓收购日本的雅佳（AKAI）电子公司。在国际家电市场上，雅佳品牌与 JVC、先锋、健舞等大公司的产品齐名。

雅佳送上门，丁谓的思想别开洞天，豁然一亮：如果把雅佳与山水衔接起来，等于善美集团的营销网中又生出一套新系列——家电产品；而且拥有 65 年历史的雅佳品牌，也有十足的诱惑力。但丁谓对三菱银行的请求一直半信半疑，因为日本银行一般不会将企业轻易处理掉，更不会随意卖给外国人。

丁谓与三菱银行的谈判更是如坠云雾。三菱银行许诺，只要丁谓出资 7500 万美元，便可获得雅佳公司的 51% 的股权。丁谓简直不敢相信，因为雅佳公司是上市公司，当时的市价挺高的，所以他一再追问雅佳的股东是否同意，可三菱银行拍胸脯担保。丁谓还是不敢相信，问三菱银行有何高招压低股价？对方避而不答，只说：“因为我们是三菱银行”。更让丁谓难以置信的是，三菱银行主动免去雅佳公司 1 亿美元的债务。也就是说，丁谓以 7500 万美元收购，三菱银行以免除 1 亿美元债务作为回报，等于把雅佳公司白送。

丁谓后来明白，日本银行非常怕负债企业倒闭，不仅银行的不良债务增加，而且工人失业会指责银行害了他们，因此倒不如把企业送入，弄好了工人的饭碗也不会砸。在接手雅佳后，丁谓又尝到日本人的厉害。三菱银行不许丁谓再次转卖雅佳，而且不许辞退工人。由于日本法律条条框框很复杂，企业改组一再受到掣肘，进展迟缓，只能慢慢熬。但丁谓凭着中国人的韧性，终于将雅佳一点点调养到康复，业绩逐渐进入理想状态。

在收购山水和雅佳之后，1993 年 6 月，丁谓又斥资 1.2 亿马克，神不知鬼不觉地收购了德国百福公司 72% 的股权。百福乃欧洲最大的工业缝纫机制造商，拥有 130 年历史

和庞大营销网。丁谓收购百福的战略目的，是让百福与胜家并驾齐驱，使善美集团成为世界上最大的缝纫机制造商和营销商。丁谓收购百福，对傲慢的日耳曼人也是一个冲击：一个百年老牌的德国企业，一夜之间竟易手于一个身材矮小的中国人。

丁谓连续收购日本两家企业，震惊香港。汇丰银行问丁谓为何不在香港买一家公司，随后将港华集团的领导人介绍给他。港华集团是一家电子集团，也是香港最大的工业集团。丁谓算计，以雅佳的品牌，以港华的生产基地，再以胜家的营销网络，又形成一套家电的产业链。于是，他下决心斥资 24 亿港币全资收购。继此之后，丁谓又收购了香港东茗国际集团。

1996 年，丁谓又盯上了诺基亚。6 月 12 日，他与芬兰的诺基亚公司签定协议，收购该公司的电视业务。诺基亚的电视业务在 1995 年的营业收入为 40.78 亿港币，并在芬兰和德国拥有大型制作工厂。此次收购内容包括电视网及 1500 名雇员，以及在芬兰的电视制作厂房和德国的制作设备。然而，这些“硬件”对于丁谓的收购行动来说，只是附带条件。他最看重的，是诺基亚遍及 13 个欧洲国家的分销网络和诺基亚的商标。根据协议，善美集团将获准使用诺基亚的商标于电视产品上。明眼人一看便知，丁谓此举意欲借诺基亚品牌，在自己的全球营销网络中强化电视媒介的功能。在签订协议时，丁谓也一坦心迹：“我们很高兴收购诺基亚的电视业务，我们可以借这个机会拥有一个遍布欧洲之市场的推广网络，及芬兰制作设备。诺基亚电视产品可配合雅佳及山水产品。我们打算在亚洲市场推广芬兰制造的电视机，尤其是高科技产品。”

从 1989 年至 1996 年，丁谓通过一系列收购，使善美集团的年销售额突破 50 亿美元，资产也达到 50 多亿美元。丁谓的个人净资产达二十多亿美元。至此，丁谓称：他将喘一口气，对集团组织结构进行一次大改良。

对于丁谓来说，他已成为全球企业界声名赫赫的人物。如果依资产排列，他还不算世界 500 强，但他在企业重组方面的卓越表现，已为世界大亨所惊叹。他因成功运作“销售驱动”的商业战略，创造出惊人的利润增幅，而被广泛关注。除此之外，他独特的品牌战略，也使初出茅庐的善美集团一跃成为全球著名企业。

“我用众多老名牌垒起善美的新品牌。”丁谓曾一语道出自己品牌战略。掐指算来，善美的成长不过 16 年历程，如果靠丁谓一步一步打知名度，至今也只能是小有名气。但丁谓走出一条捷径——老品牌嫁接术。全球都知道胜家、百福、山水、雅佳、诺基亚，丁谓借势只需高喊一声：“它们都是善美的”，顷刻之间，善美便成众多名牌的头牌。

6. 接着，他又开始了中国投资

1993 年 10 月 18 日，一艘来自日本的豪华私人游艇悄然驶进上海扬子江码头。下午，上海金融界所有巨头们，以及各界人士 30 余人陆续登上了这艘白色游艇，在到处铺满厚厚的白色羊毛地毯的甲板上，游艇的主人丁谓签订了一份协议，宣告“上海胜家信托资信有限公司”成立。

一切都在静静地进行，没有大肆的渲染和铺陈，连庆祝酒会也只是在游艇上举行。殊不知，这份协议标志着中国划时代的一件事情：从这天起顾客们在胜家集团所属的商店里买东西，小到一件几百元的微型家电产品，大至几千元的冰箱、彩电、音响……只需要支付第一笔占整个货款 12% 的金额，就可将东西先提走消费，余款可在 6 至 30 个月内付

清。这种分期付款的购货形式在国际上已是惯例，但在国内还是第一次。

丁谓是喝黄浦江水长大的，对于这一片土地，他始终怀着深深的眷恋。1984年，还在丁谓的事业刚刚起步时，便匆匆来到上海，与电子工业部所属的一个机构签订了一笔10万美元的生意，但这笔钱犹如丢在水里，伴随着他的眼泪洒进滔滔的黄浦江。不过，丁谓对上海依然一往情深，1992年他数次来到上海，在上海设立了办事处，办连锁店，与中国最著名的协昌缝纫机厂合资建造了一家全新的缝纫机厂——胜家缝纫机有限公司。

在中国国内，人们对丁谓和善美集团还十分陌生，但康佳彩电可谓家喻户晓，殊不知善美集团就是康佳电子集团的大股东。当丁谓收购港华集团和东茗公司时，他就另有打算：因为这两家香港公司在国内有众多投资，可以把他们投资内地的企业变为桥头堡，全面进军国内。

目前，丁谓在国内投资的企业已达11家，投资额达30多亿元人民币。但他不想声张，而是默默地进行着。按他的话说：“回报父母不需要喊得满街都知道。”

7. 我的事业足够刺激

在中国大饭店的豪华套房里，丁谓度过了两天封闭式的采访生活，然后他就将飞往新加坡。他的秘书这样评价：丁老板过着一种颠沛流离的“流亡生活”，一年四季就是在天空中飞东飞西，在世界各地没完没了地走来走去。丁谓自嘲：“我过着飘忽的生活，忽而飘过来，忽而飘过去，向世界各地蔓延和伸展。有时在飞机上会有一种感觉，我飞的航线，就是我事业的航线，人在天空中飘荡，事业却脚踏实地。”

18年前，丁谓的梦想是成为百万富翁，然后像西方中产阶级那样，过一种闲适的生活。10年前，薄有资产的丁谓感觉活得太累，他渴望拥有一台制造钞票的机器，有余暇去钓钓鱼。而今，丁谓感慨“当我过去的梦想全部实现，我已经卸不下套了。日子越过越苦，我成了一群马的头马，只有马不停蹄地往前奔，甚至没有时间停下来顾及一下成败得失，只有把成败留给历史去决定和评判。”

常人看来，丁谓的生活乏味得近乎枯燥。他没有什么嗜好，只喜欢交一些比他年长的朋友。丁谓说：“与这些人交往，我的心都变老了。”实际上丁谓并非老气横秋之人，虽年近半百，但冒险精神绝不亚于年青人。对于他个人生活的平静，他有一个最好的解释：“我的事业已足够刺激，在家里我需要恬静。”

丁谓年轻时，也曾梦想拥有游艇和跑车，这些后来都有了。现在，他不再迷恋那些出风头的玩具。在奔波世界的旅途上，他喜欢在飞机上看到太阳升起，在绚丽的色彩中陷于一种陶醉。闲暇时分，他更迷恋在香港的价值3亿港币的家。

善美集团是丁谓的全部希望和理想，财富倒成了一种副产品。很多人问丁谓赚那么多钱干什么，他回答：“为人民服务”，西方人听不懂，但中国人很明白，这是一种很高的境界。

8. 我喜欢亲手侍候企业

记者：如果从商业利益看，你收购胜家是极为成功的案例，你自掏4000万美元，加上举债3亿美元，总计用2.7亿美元买下，而当胜家股票上升到每股35美元后，你完全可以将胜家抛出，这样你可以获利3亿多美元。你用3年完成这一过程，如果算投资回报率，你每年至少300%。收购胜家的实践，充分证明你是个企业重组的高手，你若干这一

行当，比自己买企业经营企业获利更丰厚，那么你为什么不干能够牟取更大利润的行业呢？

丁谓：如果单从利润考虑，买下胜家，将其改良，治好它的病，再卖掉它，赚了钱又买另一家，这样的循环的确获利更快一点，但我做不来。买下胜家后，我对它精心医治，耗费3年心血，日久生情，让我再卖掉它，感情上就割舍不掉。胜家的改组是我的杰作，可以说是呕心沥血之作，把一个企业弄得越好，就越舍不得把它卖掉，从某种程度上讲，如果卖掉胜家，我会有摘心掏肝的感觉。

记者：古人云“商家重利轻离别”，做生意岂能感情用事？追求利润最大化是企业家的天性，为了情感而牺牲利益，是慈善家做的事，你不是介乎企业家和慈善家之间的第三种人吧？

丁谓：买胜家，当然不完全是感情的事，还有个短期利益与长远利益的比较。我收购胜家是很便宜的，因为原来的股东相信我能把胜家做好做大。他们开价如此低廉，内心包含着一种信任和期望，如果他们知道我准备买下再卖掉，绝不会如此开价。再说，我把第一家企业这样买卖，那么收购第二家企业时，人家就不大相信我了，哪家企业的股东和职工愿意被买来卖去呢？我后来又收购一串企业，也都改组成功，但如果我有一个“买卖企业”的名声，收购起来就不那么容易。在企业重组时，股东和员工的心态颇为重要，有时甚至起到决定性的作用。

记者：你认为如果专干企业重组的行当，就不会像收购胜家那样获利丰厚。在国内，曾有一个叫黄鸿年的人，他就是干买卖企业的事，获利是相当惊人的，你怎么看这个问题？

丁谓：我知道黄鸿年，他在中国大陆搞企业重组的确很成功，但现在看来就不一定成功了。我听说有关方面对黄鸿年的争论很大。他辛辛苦苦去重组企业落得这样的结果，我不敢恭维。在国际上，也有一批经理专门从事企业重组，他们对企业本身不大感兴趣，企业对他们来说只是用来买卖的一件商品。从总体来说，他们赚钱的速度比经营企业要快得多，一笔做成就赚几个亿，我跟他们不大一样，我喜欢企业，喜欢亲手侍候企业。

记者：你是说人各有志吧。你收购企业的终极目标并不是单纯地赚钱，你是把做企业当成一种事业，对吗？

丁谓：更准确地说，做企业是我的一个理想，我想弄一个全球最大的营销网络，我搞企业重组就是为了实现这个理想。我不是什么企业都买，当我买下一串企业并重组成功后，有了一点小名气，不少大企业都上门来请我，但与我理想无关的企业，我一概婉言谢绝。我今天所做的一切，更不是单纯为了赚钱，也不是为了自己能更好地享受。如果以此为目标，我早在前几年就把企业全卖掉，手里拿着上亿美金去过退休生活，岂不美哉悠哉。金钱现在对我个人生活来说，只是一个“多少”的量化指标，是一个符号，没有什么实际意义。对我的事业来说，也只是一个工具，而不是一个目标。

第十三章

公司购并中的投资 银行与反购并策略

第一节 投资银行概述

一、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人追溯到大约 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。

整个 80 年代和 90 年代的上半期，投资银行都在一个不断变化的环境中发展壮大，新的金融工具、新的业务领域、新的金融市场、新的金融体制使得投资银行业经历着日新月异的变革。其中，最主要的发展变化将在本章第七节中叙述。

近年来，世界金融业最伟大的进展之一就是拥有 12 亿人口和巨大市场潜力的中国的证券市场和证券业奇迹般的成长。中国投资银行业在不到 10 年的时间内迅速崛起，让世界同行们刮目相看。新中国最早的投资银行型业务是从代理发行和销售国库券开始的，而第一次股票代理发行则发生在 1984 年 11 月，当时由工商银行上海市分行信托投资公司（申银证券公司的前身）静安分部代理发行了新中国第一张 A 种股票——上海飞乐音响公司股票，开创了我国投资银行业的新纪元。表 6.13.1 反映了申银证券公司历年业务增长情况，从中我们可以窥见中国投资银行与投资银行业务的迅速发展。

表 6.13.1 申银证券公司历年业务增长状况 （单位：亿元）

年 份	交易量	承销量
1986	0.00685	0.00115
1987	0.083	0.00173
1988	0.9219	2.587
1989	3.4369	0.203
1990	7.3	6.22
1991	26.833	12.7
1992	142.09	91.055
1993	507.092	103.899

1995年8月11日,由中国人民建设银行和美国摩根·斯坦利集团为大股东的中国国际金融有限公司在北京开业,这是我国第一家中外合资的、与国外现代投资银行经营管理接轨的投资银行,这标志着我国投资银行业的重大进步。

近几年我国的投资银行业虽然已经取得了巨大的成就,但是应当看到,我们的证券业尚不成熟,证券公司的业务活动尚不规范,要建设符合中国实际情况的、高效健全的投资银行业还有很长的路要走。

二、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6.13.2表示。

表 6.13.2 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。

三、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13—3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 6.13.3 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

资料来源:1994年4月美国《机构投资者》(Institutional Investor)。

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6.13.4所示。

表 6.13.4 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

资料来源:1991年4月美国《机构投资者》(Institutional Investor)。

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。

第二节 投资银行的业务

一、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关(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 6.13.5 收回报酬。

表 6.13.5 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 6.13.5 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 6.13.6。

表 6.13.6 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 6.13.7 列示的是 A 级 10 年期公司债券的毛利差额。

表 6.13.7 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 6.13.7 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 6.13.8 所示

表 6.13.8 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

资料来源：美国证券数据公司，1994 年资料。

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。

二、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。

三、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 and 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

6.13.9 收取酬金。

表 6.13.9 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。

四、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 6.13.10 所示。

表 6.13.10 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。

五、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、评估等多方面的技术性问题则将在本书第六章详述。

六、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*)。

七、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。

八、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。

第三节 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优化配置；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。

一、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。

二、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。

三、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。

四、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通过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·克莱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，但克莱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。

五、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%。

第四节 反购并策略

一、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将收购的假象，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%。

二、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解、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。

三、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。

四、“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。

五、“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，美国著名的克隆·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，在短时间里一点辙也没有。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、股民对该公司股票的普遍看好，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副作用。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。

六、“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”可以不经过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。

七、固特异的被购并与反购并战

1. 从天而降的并购威胁

世界橡胶大王——美国固特异轮胎和橡胶有限公司位于俄亥俄州的亚克利市。其股票历来都是热门货，任何个人都可以随意买进卖出，进行大宗交易。麦克·伯利茨坦是固特异轮胎和橡胶有限公司投资关系部的负责人，他懂得有时候，某一投机者囤积各部分证券，希冀制造一种人为的股市上涨，然后抛出以获厚利；他也熟知如何识别各类交易，遇到类似危机，幕后操纵的大亨们会通过可靠的中间人传出话来。华尔街会暗示麦克：“这可是一些不善的来者……”。这一回，情况迥然不同了，9月底就响过第一次警报。25日那天，美林证券公司的一名掮客一天之内就吃进固特异公司5600万美元的股票。一阵短暂的平静过后，10月8日，可疑的交易活动重又开始。而且，麦克的关系户之一，美林证券公司有关部门的分析专家拒绝对此发表评论。麦克认为其中必有蹊跷，美林证券公司肯定参与此事，捕猎之网已在暗中铺开。考虑到近年来一股收购的狂潮正席卷美国大地，一幅最可怕的景象从利伯茨坦的脑海中闪过：他所在的固特异轮胎和橡胶集团，尽管规模巨大，实力雄厚，但很可能已经成为某一位股市袭击者窥伺的猎物。世界轮胎冠军此刻或许正面临着被人以野蛮方式进行控制和任意摆布的威胁。

一次来去匆匆的纽约之行加深了利伯茨坦的疑虑。不管是交易所里专门从事固特异股票业务的掮客，不管是金人银行——固特异集团的开户银行，也不管是纽约消息最灵通的活动分子，没有任何人能向他提供可靠线索。可以想见，这次大规模的交易，其做法是异乎寻常的。市面上流传最厉害的谣言披露：盖夫化学集团的海门先生将会有所行动。然而，作为化学家出身的麦克，对这一流言却将信将疑。一则是固特异集团的化学分部与盖夫集团的化学分部业务并不对口；再说，人们也不可能通过收买占集团10%业务范围的

一个分部来并吞规模如此庞大的公司集团。除此之外，还有一点值得琢磨，那就是部分股票是通过某家外国银行这一中间环节而易手的。那么，这家外国银行又是谁呢？是英国的汉森信托银行？还是一家市面上盛传的澳大利亚收购公司？或者是那位无所不在的伊万·鲍斯基——究竟如何才能搞清楚呢？

10月初，对这几笔股票的易手感到担忧的并不只是伯利茨坦一人。英法血统的金融大亨戈德史密斯·詹姆斯爵士早已选定固特异轮胎和橡胶集团作为他攻击的靶子，只不过尚未开启收购的绿灯，还未发起袭击的行动而已。对麦克·伯利茨坦来讲，事态发展越来越快。10月16日星期四，面值160万美元的股票易手，第二天，210万美元……固特异这一传统投资场所的股票一瞬间变成了华尔街的抢手货。待风险套利商加入这场套利华尔兹舞的时候，局面更加混乱了。事件发生前一直在32美元上下徘徊的股票价格，猛地跃过了40美元的大关。这场浩劫已经在所难逃。固特异被卷进了漩涡。

神不知鬼不觉，市场也为詹姆斯爵士的“春天”起着推波助澜的作用。“春天”是交易所的一句行话，意即包含10个工作日的一个阶段，即自发动收购者手中握有的“靶子”企业的股票金额超过5%的时刻算起，直到他必须公开声明为控制该企业而公开出价收购的第10天止。一般来讲，在这段时间到来之前，收购者为了避免哄抬行情，大都悄悄地通过不同渠道抢购股票。在美林证券公司内部，詹姆斯爵士的股票购进统一由一名交易员协调指挥。只有交易员一人知道他为谁买进这些股票。当他试图不引起任何人注意的时候，他就通过不同的小掮客们来出面。从10月中旬起，美林证券公司加快了速度。

2. 处惊不变，橡胶大王的王者本色

10月17日星期五，罗伯特·默瑟，固特异橡胶公司的董事长兼总经理正坐在自日本返回公司的飞机客舱里。八个月以前，金人银行——公司的开户银行曾经向他担保说固特异与这家银行保持着良好的业务关系。它的拿手业务是为企业发行可转让的债券，像这样的银行是不会为收购者提供服务的。

当天，默瑟刚刚抵达芝加哥奥黑尔国际机场，一个报警电话便把他猛地推进了这野蛮收购的境地。

10月18日星期六清晨，他在固特异总部召开了紧急会议。在会上，罗伯特·默瑟毫不迟疑地部署了反击。固特异公司受到威胁，董事长决心不惜一切代价进行反击。诚然，华尔街所定的酬金太高，简直咄咄逼人，但他还是希望身边能有最出色的专家们帮他出谋划策。固特异公司董事会方面马上作出迅捷的不寻常的决定，财务上需要支出多少就支付多少，丝毫不能扰乱董事长的部署。通过高价聘请，默瑟一个一个地争取到了大名鼎鼎的股东表决权争夺高手唐纳德·卡特的智囊班子……。固特异通讯联络部的头头威廉·纽克也不得不强忍傲气，请求纽约的布朗恩公司伸出救援之手。为了万无一失，纽克还向克利夫兰的迪克斯·伊通公司提出请求协助的要求。此外，还有金人银行、德雷塞尔银行。“在那个阶段，我们尚未清楚将需要哪种类型的财政资金。”伯利茨坦解释道。总而言之，固特异对筑成这样的一道防线是相当满意的。

3. 固特异集团的幻想

尽管做了上述一切防范准备，要度过这场公司开创以来的最大劫难，固特异公司仍然

从开始就外于非常不利的地位。屈指数来，公司是有 88 年历史的老字号，在获得成功的美国大企业中名列榜首。在世界轮胎行业中，位居法国的米西林橡胶集团和日本的桥石集团之先，独占鳌头。早在第一次世界大战之前，公司就拓展了航空方面的业务。至于石油方面，则是最近几年才开始发展的。1983 年兼并了塞勒降石油和天然气公司。依照董事长罗伯特的主意，又创建了“全美”输油管线公司。这是因为在实际经营中，动力与石油副产品占每个汽车轮胎生产成本的 26%。

1983 年，早在第三次石油危机尚未来到之时，默瑟就考虑要确保固特异能源产品分支的发展前景，并对其整体设想有具体部署：连接加利福尼亚海滨和得克萨斯湾若干炼油厂的崭新油管中，1987 年底将流出第一滴黑色的金子。从长计议，默瑟认为塞勒隆公司的业务将占到固特异集团全部收入的 1/4，并以此来弥补轮胎工业经营结果毫无规律的不足。这一战略设想的本身或许相当不错，可惜具体实施的时间安排却糟糕透顶：扩大能源产品的经营吸收了巨额的投资，仅输油管线一项即需投入十多亿美元，而选择的时机恰恰是在石油价格全面崩溃的当口。所以，1986 年第一季度由于其石油分部经营不善，固特异集团出现了公司开创以来第三次不容忽视的严重亏损，金额达 1060 万美元。集团在交易所的地位顿时一落千丈，于是乎，自然而然地引起了“鲨鱼”们的注意。

对于险情，固特异集团并非毫无警觉。1986 年 6 月，公司董事会通过了一项抵制收购的“毒丸计划”。可惜未付诸实施。不言而喻，威胁确实存在。不过默瑟内心并不相信危险真会降临。不管怎么讲，固特异轮胎和橡胶公司总是个庞大的经济实体，集团拥有 12.1 万名职工，1986 年营业额达 90 多亿美元。集团的投资已经开始产生经济效益，经营着若干个掌握尖端技术的工厂。这些装备了美国最先进技术的工厂只需要 10 分钟就能产生出合格的轮胎，而其他外国竞争者制造相同的轮胎则需要 25 至 50 分钟。“凭借如此先进的技术，我们可以经受住每小时支付 20 多美元的工资，并和韩国每小时支付 1.6 美元的竞争相抗衡。”这成了董事长喜爱的口头禅。

在收购的怪风吹开之前，美国工业界的大亨们对其股票在华尔街的行情并未养成日思夜虑的习惯。如果说有所了解的话，也只是知道昨天或今天的行情价格而已。固特异集团直至 1984 年才建立了投资关系部。

庞然大物的固特异轮胎和橡胶公司实力雄厚，财大气粗，是亚克朗市的靠山。整个亚克朗市对固特异集团的名称本身、它的经营效果以及它的至高无上，都感到自豪。作为战略计划部门原先的负责人，麦克曾经积极鼓吹兼并石油和天然气公司，殊不知恰恰正是这一兼并在后来引起了那些既凶狠又贪婪的人们对集团的垂涎。

3. 选定目标

詹姆士爵士决意要阻止固特异集团在经营石油产品的路上继续走下去。1986 年 8 月，他虽远离俄亥俄州，心却一直惦记着华尔街。好几个月以来，他日夜都在筹划某项重大的行动。罗兰·富兰克林，他的美国助手曾前去向他汇报情况。9 月初，美林证券公司一个精干的工作班子前往巴黎与詹姆士爵士共同商讨战略问题。詹姆士腰缠万贯，希望做桩惊天动地的大买卖。当时他曾经考虑过三个攻击对象：固特异集团、联邦连锁商店和桑塔非南太平洋铁路公司。但纽约交易所行情看涨，其他两个攻击对象要付出的代价太大。于

是，詹姆士拍板敲定了主攻对象：固特异集团。

如果詹姆士能如愿确实实的控制住固特异集团，富兰克林设想先要大权独揽经营一段时间，然后第二步将其他部分卖出去，继而集中力量经营轮胎分部。按粟弗里的说法，固特异集团即将重开炉灶，脱胎新生。当然，迄今为止，这些计划还停留在纸面上，或者说还停留在电子计算机的显示屏上。

4. 股市剖析

在美林证券公司高耸入云的墨黑色大厦的第 46 层上，并购部的银行家们正在自由厅内紧锣密鼓地谋划计策。他们日复一日地泡在厅里摆弄着有关交易参数，每天都要呆上 12 至 15 小时，甚至 18 小时，首先是确定股票的价值。由于经营多样化，固特异集团在交易所的股票的确已经大幅度跌价。所有的策划都是在绝密的情况下进行的。任何人，包括那些分析员在内，都不得探听其中的所以然。其次是对这笔交易提供财政资助的可能性。被收购对象，包括其所欠债务在内，大约需要 60 亿美元。60 亿美元绝对不是一笔小数，通常此类规模的交易均要求寻找贷款以支付巨额的费用。其财政资助结构与金字塔的形状很相似。在基础层，戈德史密斯及其盟友提供部分本金。他们握有约 8 亿美元的资本，根据每次交易的不同，戈德史密斯选择各种合适的盟友。在固特异集团这桩买卖中，其主要盟友有英国汉森集团的瓦特爵士、美国大房地产公司的费希欧兄弟、法国人民银行的达维德及其他朋友们。金字塔的最上部，根据华尔街的传统作法，1/3 以上求助于银行的商业贷款。涉及到固特异的具体买卖，则几乎占了一半，约为 27 亿美元。两者之间的部分，通常被文雅地称作“中价融资”。这一层通常由高利风险债券组成，或者从字意上说也可称其为垃圾债券。在固特异这笔交易中涉及 19 亿美元。从技术的角度来讲，美林证券公司还准备采用更大胆的方式，它随时可以中继贷款的名义签署一张 19 亿美元的支票，然后再通过发行高利风险债券的形式来获得这笔短期贷款。这些高利风险债券本身，待固特异集团多种经营部门被处理清偿之后，再由袭击者们自行购进。

在收购企业的交易中将企业的本金抵押进去，这是华尔街那些实力雄厚的公司最新采用的办法之一。1987 年 4 月，勃朗松接替米勒，担任美林证券公司并购部经理。他目光狡黠，反应敏捷，年轻有为，聪明绝顶。哈佛商业学院毕业后，立即成了华尔街受欢迎的人物和金融界的佼佼者。他投身金融界已有 14 个年头，其中有 7 年是在美林证券公司就职。这一资历已将他造就成公开收购业务方面的“年轻老手”。

再次是分析被收购对象是否拥有防卫手段：固特异集团拥有“毒丸”计划这类法律规定阻止收购，可否仅仅通过 1/3 票数便能确定董事人选？不行。是否制定了至少应有超过 60% 股东同意才能通过有关决议的规定？没有。除此之外，还必须审核俄亥俄州现行有效的各项规定及联邦政府的干预可能（如果涉及影视、航空、运输、国防等，政府将自动地进行干预）。当然还不能不考虑雇员股东制的结构及董事会组成等问题。特别是还需要了解企业“内部”对领导层能起影响的董事究竟有多少人？“外部”能起影响作用的人物究竟又是些什么人：头面人物，大学教授，其他企业的董事长、总经理……还必须预测上述人物中每个人可能作出的反应。在某些情况下，为了调查某事，银行还要求助于外部的有关机构。统算起来，预测可行性研究一般需要二至三个月。

当美林证券公司的交易员们飞往巴黎密商的时候，对上边提到过的一家可能收购的对象展开了有关调查。戈德史密斯则联络妥当若干富有的朋友，组好了班底，这批人马已经达到了可在交易所里对固特异小施影响的水平。一旦收购对象最终确定下来，就必须拟定银行财政支付方案。开始，当股市袭击者向美国第一家商业银行——花旗银行开口求助时，它曾经允诺过，可是，时隔不久，它就宣布退出，因为固特异集团毕竟是该行的多年客户。如此，稍稍逊色的几家银行，如芝加哥第一银行，马林内陆银行等随即乐颠颠地填补了这一空缺。詹姆士爵士的传统盟友，法国的里昂信贷银行以及它的法国控股公司——西方通用集团亦破天荒地做好了参与这笔大买卖的各种准备。法国里昂信贷银行的一名职员带着嘲弄的口吻解释：该公司的信条是“大批量、低利润、无风险”，这次却一反常态，偏离了传统的行事方针。它备妥了一批2.5亿美元的大额信贷。

至于法国巴黎荷兰银行，它采取了通过分行直接参与的形式：巴黎荷兰银行卢森堡分行准备了5000万美元。巴黎荷兰银行瑞士分行也准备了5000万美元。

5. 驱散迷雾

直至1986年10月24日，固特异集团才探明袭击者的庐山真面目。这又是一个星期五，董事长罗伯特·默瑟向集团所有员工发出了第三封公开信。自从10月18日起，默瑟就面对袭击者掀起的危机开始部署了一系列有计划的公司应急措施。在他第一封信里，他曾表示“尚未摸清任何收购企业意图”。这一回，在刚刚过去的几周之内，集团20%的资本易手。极有可能“某一个人正在囤积股票”，他承认道，“面对现实，我们不会毫无作为。”他向全体雇员保证。同时，他要求属下对流言不要妄加猜测和评论。可惜，没过多长时间，袭击已不再是一句简简单单的流言：10月25日星期六的亚克朗《灯塔报》上登出了戈德史密斯·詹姆士爵士的大名，这一下子打乱了俄亥俄州这一小镇上人们安静的思绪。戈德史密斯的名字充塞了一切：商店、出版物、饭店以及家人们的谈话。自然，詹姆士爵士的名字曾经不止一次地在美国大地上回响。之所以有如此大的反应是因为固特异集团是亚克朗市的象征，三代亚克朗市民都靠其谋生。在历史上集团最强盛的膨胀年代里，公司曾经为全体职工提供了住房。公司组织的圣诞节在本地区孩子们的心中公认是一年中最重要的事件。

除去公司总部、技术中心以及分布在市镇周围的航空和化学工厂之外，仅仅占据亚克朗市本身的下属机构就直接雇用职工1.2万名，相当于当地劳动力总和的10%，并占亚克朗市财政收入的16%。幸亏有了固特异的支撑，该市失业率才没有超出8%。同时，固特异集团意味着市政大厅、市剧院、公园喷水池、钟楼……公司还扶植各种公益事业、交响乐团，慷慨地资助各类传统的展览会、文艺活动、体育比赛……“在收购之前，我觉得公司给地方的资助过分慷慨大方”，麦克·伯利茨坦开玩笑说，“不过，在这之后，我的观点改变了。”

6. 门庭若市

这年10月底，固特异和亚克朗市的男男女女突然间产生了一种强烈的求知欲望：这位戈德史密斯究竟是何许人也？他究竟要把我们怎么样？袭击股市的具体步骤有哪些？“所有的人们开始阅读《华尔街日报》——这本贸易界的圣经”，这不不算，亚克朗这方

小天地内的男女百姓感到新闻媒介满足不了他们的要求。莫拉所著的一本书中有有关詹姆士爵士的人物介绍，该书马上变成了亚克朗的畅销书。威廉·纽克还派出专人到英国去收集有关材料。

罗伯特·默瑟四处打电话请教如何才能避免厄运；他还打电话给过去的汽车赛跑运动员杰克·默瑟想了解詹姆士爵士在英国人眼中到底是个什么人物。他甚至找到一本书，书中描述在以前不太走运的年代里，戈德史密斯因诽谤英国一家杂志社而打的一场官司。默瑟在书中发现一段使亚克朗市民斗志倍增的段落：戈德史密斯，此公极端迷信，厌恶所有橡胶制做的物件。在美国杂志上刊登的詹姆士爵士的照片的背景是白色的游艇和加勒比海的礁湖。他的欧洲国籍，动乱的私人生活，还有他讨厌橡胶的恶习。这一下，可称了大家的心：亚克朗市无处不充塞着橡胶的气味，一个世纪以来，亚克朗都是依赖橡胶为生的。

董事长罗伯特·默瑟却不像别人那么乐观。他知道，回旋余地极端有限。要想从鲨鱼口中把固特异抢救出来，必须把戈德史密斯握有的股票赎回来（当然此时他并不清楚戈德史密斯手中到底掌握了多少股票），继而采取严厉措施以重振集团雄风，使股票的价格得以回涨；或者，能够找到一位救世主，一位白马骑士，用更高的价格与黑马骑士竞争。不管哪种解决办法都像刀尖似的刺着他的心。他此刻的境遇就好似面对难题的一位医生：要救孩子，就不得不牺牲母亲。“我此刻的反应”，默瑟解释道，“根本不像攻击者们歪曲那样，如何保全自己的地位、自己的面子，人到此此时此刻，不会再有这种心境了……”董事长考虑更多的则是如何拯救企业本身，保住公司的雇员、公司的客户、公司的供货人以及如何为美国人均国民生产总值贡献的问题。

7. 单刀赴会

10月30日星期四，将近中午时分，罗伯特·默瑟按响了第80条大街116号的门铃。这是他与戈德史密斯的第一次晤面。

固特异集团的董事长有心见识这位死对头，看看他到底住在什么样的巢穴里。赴宴之前，他特意通知戈德史密斯下午1点30分还有其他公干，谈话不能超过这一预定的时间。他极力避免正面冲突。罗伯特·默瑟殚精竭虑地领导着公司集团，使之一直名列前茅并设想着更加灿烂辉煌的蓝图。猛然间，从凯门鳄鱼岛中冒出来这么一个家伙。这位袭击专家，虽然对轮胎工业一无所知，但却成天琢磨瓜分这个并吞那个，毫不客气地一下子扑向他的集团。打从星期一开始，固特异集团的董事长就在心理上做好了迎战准备。赴宴前夜，他在给职工的公开信中写道：“诸位请专心致志地工作，尽可能地讲求效率。至于我本人，我向大家保证董事会将竭尽全力，在力所能及的范围内，奋力击退野蛮的收购进攻。”

戈德史密斯举止温文尔雅，一副绅士派头，头脑机敏清晰，心中很有主见。“固特异集团错就错在偏离了公司的基点：轮胎”。他在熏沙蒙鱼和羊排配时菜的上菜间隔向默瑟解释说。戈德史密斯狼吞虎咽地吃着喝着，默瑟却只喝一点水，吃得很清淡。董事长极力捍卫着自己经营多样化的方针，戈德史密斯却一只耳朵进一只耳朵出，漫不经心地听他讲完。随着双方的一问一答，默瑟最最担心的事终于得到证实。

“为什么非看中固特异集团呢？”罗伯特·默瑟问。“因为你们被列入了名单”。对戈

德史密斯来讲，固特异只是他们准备“积极投资”的可能候选对象之一。这个答复如同一道深渊把两人分隔了开来。戈德史密斯甚至承认根本不知道固特异集团自1911年起就开始了航空方面的业务，可现在他却要把固特异集团像羊排似的吞掉。惊呆的默瑟不由想道，戈德史密斯已握有11.5%的股票。如果固特异不将其除轮胎以外的部分全部卖掉的话，詹姆士爵士威胁要对其余下88.5%的股票发动收购。他有钱，他有足够的钱来发动收购。上星期一，默瑟曾经见过证券与汇兑委员会的主席沙德先生。沙德曾向他解释过，如果詹姆士爵士的所作所为符合现行规定并照章办事的话，那么没有任何办法可以阻止这场“掠夺”。戈德史密斯就会将固特异吃掉，默瑟想道，而且会像挤柠檬似的任意压榨固特异集团。下午一点钟分手之际，两个人仅就一点达成了协议：不管发生任何情况，都不采取高价购回股权的“美钞讹诈”的办法，因为这样就会损害其他股东的利益。

第二天，正值传统的万圣节。詹姆士爵士向证券与汇兑委员会递交了“第13式表格”。虽然他素来喜欢悄悄行事，但这回却别无选择。“第13式表格”是一套必须填写的公开文件，其内容包括投资者的身份，董事会的意见，该项交易的财务支付方式，拥有股权的多少、行情、意图等等，总而言之，要讲透明度。

有道是君有政策我有对策。虽然第13式表格要求精确具体，华尔街的法律专家们仍能应付自如。该糊涂的地方自能巧妙的避开，搞得含混不清。布劳克，戈德史密斯聘用的该交易负责律师，同样毫不例外。就这样，10月30日星期四，华尔街得到了如下信息：詹姆士爵士及其朋友们，手中已握有11.5%的股票，不排除要接手整个集团的可能，但是考虑到目前的行情，尚不提出收购。当时的实际情况是固特异的股票在交易所已经涨破47美元，但仍十分抢手，市场很坚挺，大宗股票买进卖出热闹异常。舆论认为提出收购时股票将达到50美元。此外，戈德史密斯在表格中还声明，如能掌握该集团的话，将售出航空、能源等多样化经营分厂的全部股票；与此同时，大力加强固特异轮胎方面的业务。他并保证不会关闭工厂。

11月3日星期一，默瑟的办公桌上摆着可怖的对手寄来的友好信件，信中概述了10月30日谈话内容。信的开首是这样写的：“非常高兴能与您见面并共进午餐……”信的结尾强调：待您考虑停当，我们再见一次面。默瑟心中非常清楚，虽然“紧缩计划”使他心碎，但他不得不为固特异集团着手制订一项无情的紧缩计划了。结构改革会博得华尔街的欢心，改组后可保证固特异股票在交易所长时间地维持在50美元的水平。“我谨向诸位证实戈德史密斯正密切注视着我们的一举一动”，在11月4日的公开信中，默瑟写道，“自今日起二周之内，我将提出一项改组计划。该计划将特别包括出售赛勒隆航空分厂和购回股票这两部分内容。”

8. 展开宣传攻势

“致全体职工的公开信”立即被各新闻媒介转载刊登，这一招委实管用，相当有效。“它将不可能在官方公报中发表的东西传播了出去。”威廉·纽克指出，这对敌手无疑是当头一棒。在这场战斗中，纽克是固特异集团独一无二的发言人。“形势演变得如此之快，”他解释说，“简直把我忙得四脚朝天”，“我并不乐意搜肠刮肚地拼凑这些空话，但以前我对新闻专业确实十分钟爱”。

威廉·纽克的眼中闪着光芒，沉浸在曾给敌手造成难堪的回忆之中：出其不意地抢在敌手之前发出了若于消息，甚至还玩弄着文字游戏。“在描写‘暂时休战’状况时，人们曾经使用过‘停顿’一词”，他不无自豪地解释。然而在交易所的行话中，“停顿”却极其精确地意味着股票买卖的冻结，这当然与事实不符，于是在纽约的敌方阵营一下子炸了锅，人人都像疯子似的：“他们不得不在各种报纸上刊登更正，辟谣此事。”而当他们到亚克朗市来查证时，纽克就装糊涂。

双方激战中，真正了解内情的也就不过极其有限的几个人：防卫战略只有几位终日泡在作战室内的核心人物清楚。所谓的作战室也即默瑟的办公室。这个干练精悍的参谋组组成人员，除了熟谙华尔街事务的专家外，还有掌管财政大权的沙菲，公司的法律顾问梅耶斯以及公司董事、原财务部副总裁格拉斯。

9. 群起反击，众志成城

固特异集团在奋力拚杀，但决不是孤军作战。整个亚克朗市倾城出动，回击“侵略者”。全体市民、工会组织以及政界人士，所有的人都似疯子一般，调动着在美国能够调动的一切手段，同仇敌忾，决心在“固特异大战”中与公司共存亡。詹姆士爵士在事后曾称上述反应是“使他最害怕的三方联盟”。这种政府、贸易和地方工会力量的三方结合能使工业上的竞争力消失殆尽，也能使戈德史密斯必败无疑。65万亚克朗人众志成城，齐心御敌。“在这一阶段，任何人都不能容忍对固特异领导层哪怕是最最轻微的批评指责。公司有位干部指出，某职工告诉我说把他堂兄赶出了门外，仅仅是因为他讲了固特异的坏话。”当戈德史密斯向固特异集团发起攻击时，默瑟喜欢重复：“他不是简单地攻击某个企业，而是触犯了一个古老的、令人肃然起敬的团体。”

洛琪，这位祖祖辈辈为固特异集团忠实服务了200年的亚克朗姑娘，前后背了两块标语牌在市中心游弋：“请购买固特异的股票。团结则胜，分裂则败。”亚克朗全城到处都张挂着各种口号：“戈德史密斯，滚回英国去！”在主要街道可以看到这样的标语：“别跟自家人过不去。拯救亚克朗，购买固特异的股票！”西大街也竖着如此内容的标语牌。每辆汽车玻璃上都贴着“拯救固特异”的标签。学校里学生们制做戈德史密斯的模拟像：肿痛的脑袋，张着贪婪的大嘴，对着固特异的大轮胎。戈德史密斯简直就是十恶不赦的坏蛋。学生们纷纷提笔写信给议员们，给美林证券分公司的负责先生们……

11月6日早晨，在可控气球库房里，固特异集团公开声明出售其航空分部。亚克朗市群情激愤。固特异航空分公司自1911年起就属于固特异集团，公司在当地雇用了5000名员工。为了稳定群众的情绪，公司老板克拉克这一天先给大伙吃了颗定心丸：既不降低工资也不裁减工人。话是这么说了，亚克朗人心里还是不踏实。人们东奔西走，竞相活动。不仅居民和有关的民事组织、宗教组织拒绝出售手中的固特异股票（其时每股已达48美元以上，如果出手，就可以赢得一笔可观的收入）。而且，反过来他们还互相凑钱，进一步购进。当地汽车经销协会一家就认购了200股。连学校的孩子们也都把储蓄罐砸碎了。购进股票在亚克朗变成了工会发出的口号，决不让戈德史密斯多一张股票，尽管每人心心里都清楚，聚拢的钱同华尔街这一无边的大海洋比较，只是微不足道的一滴水。

10. 忧心忡忡

《灯塔报》收到了成百上千封来信。人们对各自的养老金、退休问题，以及赖以生存的饭碗忧心忡忡。这张地方日报每天登载满满两大版的读者呼声。有的发出恐怖的尖叫：“失去食欲、恶心、郁闷、失眠等等，都是固特异职员们在大祸临头前出现的症状……”有的表示回天无力：“我除了呆坐哭泣之外，实在无能为力……”有的提出警告：“如果戈德史密斯吞并固特异集团，我就让他白刀子进，红刀子出，拚个你死我活”。也有的感到世界末日仿佛来临。

地方电台亦不甘落后，他们将读者的呼声怨言制成磁带，直接寄给了戈德史密斯。宗教界也涉足进来，牧师们布道反对詹姆士和支持他的银行，称他们为“美林的走狗们”。

整个亚克朗市并不满足于祈求神的保佑，他们还投入了实际的战斗。人们了解到戈德史密斯对橡胶有过敏的毛病，就通过邮局给他寄送橡胶轮胎。人们还在亚克朗大学的协助下发动了一次请愿，征集到36000个签名，转交给了华盛顿当局。本地居民逮不着收购者本人，就转向他的盟友——美林证券公司这个叛徒解气。“他们对固特异集团，对公司的职工，对众多依赖公司而生存的城镇居民缺乏最起码的同情。美林的立场令我们惊愕。”固特异的一个分厂长对支持美林证券公司的美国第二大投资银行的纽约大老板写信质问道：“你们贪得无厌，不知羞耻，迫使我们别无其他选择。我只能将全部资金从美林证券公司抽出。”其他人也相继效仿，抵制“卑鄙”银行的行动。一些个人、一些工会，甚至亚克朗市警察也都相继撤走了各自在美林证券公司的银行账户。

打那以后，一切都急转直下了，人们不再满足于把存款从美林公司抽出，他们在其公司前，组织一次又一次的示威活动。

威廉·纽克，在他那战斗岗位上，鼓励煽动和指挥控制着这些自发的抗议活动：请愿游行，组织车赛，召开茶话会，展开义卖活动……广大民众数不胜数的支持活动使固特异领导层大为欣慰并增强了决心。在致职工的公开信中，默瑟没有忘记向职工们表示谢意。

还有更加严肃的计划：纽克曾考虑把分布在全国各地支持亚克朗的力量集结起来。他在市政府的协助下组织了一次电话会议，通过卫星把有固特异生产工厂的美国三十多个城市政治和工会负责人联络起来了，“我们的力量所在就是要显示出，在所有这些城市中，固特异公司都是一个重要的雇主。”刚刚当选的亚克朗市长汤姆，更是劲头十足地在亚克朗到处游说，成天发表讲话。光支付“为了固特异”这场演出，就花了6万美元。但是，正如默瑟在一次电视采访中表示的那样，“固特异为了其生存而战斗”，为了达到目的，一切代价在所不惜。

11. 工会参与

亚克朗抵抗运动中最精彩的，莫过于工会参与了。这一手确实使固特异领导阶层惊讶不已。汽车玻璃上的不干胶标语，汗衫上印制支持口号、举行车赛，在美林证券公司门前设置纠察。“我们竭尽全力来帮助固特异集团。”橡胶工作者工会亚克朗地方分会负责人比尔·布莱斯林绘声绘色地讲述。地方分会在这场保卫战中进攻意识相当强：“我们甚至把四个星期的工资全部贡献出来购买固特异的股票，”布莱斯林指出。在一位银行家建议的启迪下，他还组织了一次工会活动分子会议，设想把固特异集团的航空分部全部买下来。做法本身显而易见太不切合实际，不过，敢于这样设想就足以提高大家的士气。

应该指出的是，危机发生之时，固特异领导层与地方工会正处在针锋相对、斗得不可开交战争状态。自然，情况与 30 年代的罢工已经不同。从 1981 年起，地方工会就把工作规定、合同分包、解雇等数百件纠纷递交法院要求仲裁。“在 60% 的诉讼中，工会获得胜诉。”

幸亏，最上边还有默瑟先生。他是“我们从未遇见过的最好的董事长。”布莱斯林认为。工会对默瑟施行的多种经营表示出好感。“他这个人，至少对其从事的工作充满信心。他是真心实意为地方操劳。”

看得出来，固特异老板的人品在这里起了主导的作用。致全体职工公开信这一创新的做法赢得了广泛的好感。

12. 一只替罪羊

实际上，布莱斯林并不傻，哪能轻易受骗上当呢。戈德史密斯失败的收购行动从某种角度来看，恰恰为固特异领导层所利用。“说到底，领导层可借此在谈判中与工会讨价还价。他们本身不必费什么力气，而雇员又能得到某些好处、优惠。”就此意义上说，戈德史密斯抱怨自己中不过是一只替罪羊，这话亦不无道理。“他们撤换了某些领导，换上了更加开放的人员。他们甚至屈尊光临地方工会来与我们讨论问题”。比尔感到不胜惊讶。

戈德史密斯在这次收购活动中，造成失败的一个最重要的原因是：其双足从未踏上过固特异的这块领地。“他失策了。”固特异的一名职员说，“凭他的诱惑力，他来这里肯定能赢得群众。实际上，《灯塔报》对他的采访已经使他在亚克朗市民的眼中变得带有一点人情味了。”这次电话采访刊登在 11 月 6 日的所有地方报纸上。戈德史密斯解释说：“公司被出售并不意味着失去就业机会，我不是经营家，我没有任何标榜自己熟悉轮胎工业的意思……，但我可为企业提出某些战略方面的设想。”他讲话自信，甚至富有煽动性：“众所周知，固特异集团是世界上最好的轮胎制造厂家”，“我们丝毫没有考虑过产生一个新的领导班子，我们将和现在的班子合作共事。”

所有这一切对亚克朗来说都来得太晚了。其实收购者的公共关系顾问凯斯特公司早有此意，公司赞成戈德史密斯到当地的地区去作说服解释工作：他应该去会见市长，头面人们、法律工作者、工会工作者，应该让亚克朗都知道他也是一个有血有肉的人，而并不是专事诽谤中伤、冷酷无情的魔鬼。戈德史密斯失策是没有及时到亚克朗去，使得仅对戈德史密斯的运动达到一定规模，它势不可挡并冲毁了一切。11 月初，俄亥俄州已全州动员起来抵制戈德史密斯。

第一个回合的较量，以戈德史密斯的失败而告终。

第一个回合失败后，第二回合的较量在固特异的地盘内展开了。1986 年 11 月 5 日，星期三晚上，双方在纽约的一栋大楼中一套不起眼的公寓房内会晤。这栋大楼的产权属于联合国，平时由固特异集团租用。这一次，双方阵容齐全，两位领队带来了各自的队员、顾问、银行家及律师。

罗伯特·默瑟感到浑身不自在，这是因为双方与会者都是知根知底的老熟人。“他的人”——斯凯登律师事务所的费洛姆、金人银行的明代尔以及德雷塞尔银行的西格尔——和戈德史密斯的谋士们，如富兰克林、布劳克律师，以及美林证券公司的先生们，原

本都在一个圈内摸爬滚打，同属于从华尔街交易老手中间严格挑选出来的俱乐部成员。默瑟不是圈中人，他觉得自己如同俄亥俄州一个羽毛未丰的小伙子，坐在一帮终日毫不厌倦地玩弄收购这副牌的职业赌徒中。

当天早上，戈德史密斯曾给固特异集团负相当责任的一位先生挂过电话。他在电话中宣读了一遍预备发给默瑟的信件的草案。这封信是4日晚上他同几位“将于股票值达到49美元时发动收购，或者固特异集团考虑结构调整使股票值高于49美元，我们将转而支持固特异所做的努力”。这是积极投资者——詹姆士爵士的传统工作方法。事后，詹姆士曾经表示：那些认定上述只是一种虚张声势吓唬对方的人们并未正视他一贯的所做所为：“以柯尔盖特牙膏公司为例，当时我已作了发动收购的一切准备，但该公司董事长同意实施我的战略设想，并寻求我的支持，于是我拉了他一把。我从未设想过趁人之危从中渔利。对固特异集团，我完全一视同仁。”

13. 忍痛割爱

实际上，11月5日下午，全体董事批准默瑟着手实施已宣布的调整措施：从市场上流通的固特异1亿股股票中，重新购回2000万股，与此同时，出售固特异的轮胎工厂和石油、航空分部。

经过上述部署之后，当戈德史密斯在公寓楼会晤时公开这一信件的时候，固特异集团董事长的立场已很明确，毫不含混。他把实质问题向袭击者挑明了：要么你让我们自行改组调整，要么等着你的将是一场恶战。根据罗伯特·默瑟的意见，机构改组将使“每股股票的行市涨破49美元。”詹姆士爵士用力吸了一大口雪茄，要求与其顾问私下协商一番。他看来有点心慌意乱。进攻者或许低估了固特异做出反应的速度。“被人逼迫着自己开刀，”对一个大集团的老板来说，无疑是最残酷最痛苦的事情。一位银行的收购专家指出：“董事长亲自选定了多种经营的方针，亲自任命了各分部的头头脑脑，配齐了自上而下的整套人马，继而在袭击者的压力下全盘否定自己，这实在太难了。”加上限时限刻地完成，更是难上加难。但是，固特异集团请来了德雷塞尔银行，仅此一点便足以证明它的决心之大和反应之快。因为这家银行素来以办事迅捷、干脆利落著称于世。不管怎样，美林证券公司的银行家们自那天起就感觉到，如果固特异能在华尔街将股票值推到49美元以上，收购就很可能流产。戈德史密斯与其谋士在小会议厅内磋商良久，始终下不了决心：“今天就讨论至此，明早我再通知各位。”离开之前，他声明说。

6日，星期四早上，固特异集团公开宣布了调整改组方案：一剂苦药使集团规模“消瘦”了12%，所负债务一下子膨胀26亿多美元。从表面上看，固特异集团几乎完全按照收购者的意图行事。但是，戈德史密斯“真正的药方”却还要苦涩得多。“他们每年才只挤出2.7亿美元，”詹姆士表示，“这点钱只能刚刚凑合支付赎回股票所负债务的利息而已。按照我们的估算，公司起码能拿出4亿美元。”公司“油水还足得很”。可以断言，一旦落入詹姆士爵士手中，集团遭殃就肯定无疑，尤其是固特异集团对外关系部更是首当其冲，准保第一个倒霉。正如商定的那样，11月6日星期四上午，戈德史密斯给默瑟挂了电话。他暂时放弃了立即发动收购的打算，“大阔佬”给固特异留下两周时间以实施它的改组计划。

趁此暂时休战间歇，默瑟赶紧邀请有意购买的候选人来其航空分厂察看洽谈。固特异航空和航天公司的职员们得到通知进行大扫除，以便给人一个好的印象。

14. “讨厌”的法律

这段时间内，抵制戈德史密斯的动员工作蒙上了一层更海外浓厚的政治色彩。国会议员赛柏令要求他的朋友俄亥俄州州长理查得·塞莱斯特给予关注。11月10日，位于首府哥伦布的俄亥俄州参议院司法委员会针对收购的法律着手进行三项修正。这些修正案将有助于固特异更好地防卫。修正的有关规定将允许固特异董事会完成三件大事：一方面它可以发动反攻势，将其他股东的股票以高价收买下来。当然，戈德史密斯手中握有的股票除外。如此将大大冲淡戈德史密斯的参与比重。其次，无需股东担保，公司即可为“朋友们”发行一批具有多票表决权的新优惠股票。如此，亦将“稀释”戈德史密斯的参与。最后，公司可以贷款形式来资助一项投资盟友的购买股票计划。从法律的角度上，即便将来这些盟友付不出钱的话，董事们也不承担任何责任。

“我们并未呼吁求援，是政府主动征求意见，看如何能帮助我们。”默瑟指出。董事长认为，修正案对敌手并非致命一击，而只是设置的“一个障碍”。因为这些条款在联邦的一线极有可能被视为非法。类似情况在密执安州已经发生。

塞莱斯特州长认为，俄亥俄州的法律草案是本届政府制订的最好法律，并于10天之后正式签署了修正案。截然相反的是，在戈德史密斯看来，这是一部“可耻的法律……令人十分厌恶”。戈德史密斯向他的谋士们请教：为阻止这部法律出台，我们应该向联邦法院提出起诉。在与俄亥俄州政府较量的这场官司中，我方胜诉的可能性有多少？答复：有60%胜诉的可能。德雷塞尔银行的律师，若·费洛姆，虽然受雇于固特异集团，他亦向他的“朋友”詹姆士爵士转达如下信息：如他在法院与俄亥俄州打官司的话，案件的审理将连续若干年地拖延下去。“费洛姆虽然身在曹营，戈德史密斯对他还是信任的。”一位观察家指出。

15. 闹到了国会上

戈德史密斯还面临最严酷的考验：在国会作证。事情的起源始于亚克朗为了刹住袭击者冲击势头而展开的宣传战役。随着时间一天天流逝，默瑟越来越清醒地意识到没有任何东西能够阻挡戈德史密斯的进攻。“现在你们可以看到，”他解释说，“固特异毫无防卫手段。”戈德史密斯及其盟友拥有11.5%的股票，风险套利者手中掌握20%以上的股票，两者相加，固特异集团1/3以上的股票在华尔街受到了威胁。“根据并合表决的规定，袭击者在董事会中占有三到四个席位。”默瑟指出。除此之外，“他”还具备了物质手段，“在汉森信托公司和美林证券公司等银行中”，默瑟补充说，“他们可以集拢70来亿美元。而在交易所只需35亿美元就可欺负我们集团”。如何才能阻止敌手的进攻呢？对固特异的董事长来讲，唯一可行的办法是引诱对手决定放弃收购企图或者对其失去兴趣。如果做出决定仅仅取决于戈德史密斯的话，那么固特异集团可以它独特的方式促使其下这个决心。默瑟看得很透，在公众心目中，戈德史密斯的虚荣心将使他成事不足，败事有余。在其演说中，他雄心勃勃地要拯救美国经济，所以，一旦他发现有13万之多的民众根本不赞成他的做法，他就可能会受到致命的一击。国会听证会将固特异的想法朝前推动了一

步。实际上，组织听证会并不是默瑟的主意，而约翰·赛柏令倒是一名积极分子，他是俄亥俄州医学的国会议员。

弗朗克·赛柏令是固特异轮胎与橡胶公司的创始人。赛柏令担任固特异集团的法律顾问历时 17 年之久，而今作为国会议员，他对收购问题始终非常敏感。早在 1985 年，紧接着又在 1986 年，他曾两次试图制订有关法令以减缓这股收购狂潮，不过，当时他并未获得当局的支持。

现在赛柏令不由心中大喜：终于抓住了一个极好的例子。与袭击者声称的恰恰相反，事实是他们袭击了若干管理堪称典范的企业。他非常得意能把戈德史密斯搞得哑口无言，狼狈不堪。狂妄的投机家竟然不知道他祖父就是固特异的祖师爷。他还非常高兴美林证券公司“搬起石头砸了自己的脚”。赛柏令确信，这一回，默瑟肯定也是胜利者。

俄亥俄州的国会议员在下一次会议时将被刚刚当选的亚克利市长汤姆·沙耶替换下台。离任前夕，能在他作为成员的垄断委员会组织一次听证会是赛柏令求之不得的。机会真是太巧，时间选择也太妙了。他确信听证会一定会取得成功。这次能有全美国的人民作为观众和听众，是“除去”袭击者的最后一个良机，委员的主席不能前来？这有什么关系，约翰·赛柏令自任主席。

16. 伺机反扑

周末，为了准备在这次庄严的大会上答词，戈德史密斯隐居到了巴哈马群岛。

对詹姆斯爵士来讲，不可避免的议会答辩十分重要。亚克利和固特异的朋友们把声势搞得很大，说实在的，袭击者及其顾问们并未预料到会搞得如此满城风雨。戈德史密斯并非必须出席听证会：这件事明摆着是个陷阱。有一刻，他曾犹豫过是否接受出席的邀请。谁心里都清楚听证会充塞着大大小小的圈套。不过，应该作为一股平衡和抵消的力量参加，消除谣言以正视听。听证会首先是一个调解的机会；当然亦是一场戏，所以应该参加这场演出。戈德史密斯作出决定，并将信息传出去。

戈德史密斯素来喜欢秘密行事，对于接受采访并无嗜好，但在整个固特异事件中，他却一反常态，为了维护自己形象，特意作了努力。他会见各报记者，同意在报章杂志上大量登载他的照片，并一开始就选择了《华尔街日报》。他之所以这样做是因为确信自己掌握着真理：听证会不恰好是向全美国宣传光大这一真理的机会？当然他也意识到这次在国会的演说并不会带给他“特别的欢悦”。正像当年对克朗·塞勒巴克公司发动收购总攻时那样，听证会舞台总的气氛对他充满敌意。尽管如此，应该承认，面对强大的敌阵并作为一种意识形态的代表，其英雄本色及诱人之处依然不减当年。“两天之内，他拟就了演说稿，”一位顾问说：“在演讲艺术的方面，他能直截了当地触及辩论核心，提出切意的论据。在这一点上，其他人简直望尘莫及。他思维尖锐敏捷，如同激光束一般。”他的联络顾问对演说稿找不出任何可以挑剔的地方，而他自己仍孜孜不倦、津津有味地修改不止，哪些地方还要提得更加策略委婉一些，哪些地方要故意提几个难堪的问题鼓动一下听众情绪，他好像一名拳击运动员参赛前夕仍不停息地坚持着训练。

听证会上

11 月 18 日星期二上午，“拳击比赛”在华盛顿众议院办公大楼拉开帷幕。整个美国

在战斗的气氛中拭目以待：“固特异集团遭到了外来侵略的威胁。”《华尔街日报》广告版上眩人眼目地用大号字体突出刊登了令人心碎的标题。遍布美国各地的固特异轮胎经销商们自发凑钱刊登广告支持他们供货商。“你们或许可以买下一个大公司，但你们绝对买不了我们的忠心！”在一篇充满排外气息的文章中经销者们庄严宣告（在文章中一连用了5个“外国人”的字眼）。在固特异大本营，人们感到格外感激与欣慰。

詹姆士爵士在国会的亮相方式果然不同凡响。9点30分左右，他带着几位助手不事声张地乘着出租汽车来到了。他没有乘坐自己的高级超豪华轿车，他的两位突击队长紧随左右：罗兰特·富兰克林代表着纽约东方通用跨国公司；吉尔帕特·博代表着巴黎西文通用公司。戈德史密斯神态潇洒自如，皮肤被热带的太阳晒成了铜色，身穿白衬衣，挺括的珠灰色西装，天蓝色的领带，海蓝色的眼睛。好几百名固特异的退休工人赶来了。他们挤满了好几辆大轿车。显得疲惫不堪的亚克朗人是连夜赶到的。他们戴着固特异的帽子，焦虑不安地等待着袭击者。他们要见见他，听听他的讲话。他们希望了解，亦希望能发表自己的见解。

与此同时，橡胶之都的男男女女都围拢着收音机的周围收听转播的听证会实况。俄亥俄州的工厂、办公室、商店，以至普通人的家庭中，人人都极难得地破例注视着国会的这一时刻。尽管戈德史密斯的良苦用心和好意早已刊登在《灯塔报》的一篇采访记中，但是工人们并不相信他的表白。

詹姆士爵士站在人群前急切地挥着手，从侧面看去，倒好似罗马皇帝。“请你们先不忙指责我，听完我的发言再评论吧。……”他在大厅的第一排找了个座位坐下，面前就是议会大厅的专席，木质的长条桌子漆得很亮。在座位上，他与邻座默默握了握手，并朝他礼貌地微笑了一下。

足足有半个多小时，带有各种政治色彩的议员们一个接一个地发表了讲话。约翰·赛柏令声调沉闷，然而语气十分肯定，他舞动着有3.6万人签名的反收购请愿书，给听证会定下了基调。继俄亥俄州的宇航员、参议员格莱恩发言之后，那些议员们——俄亥俄州或马里兰州的男士或女士们——争先恐后，乱哄哄地或数落或揭发“瓜分企业的阴谋分子”的险恶用心，收购袭击者的“贪得无厌”，“自由企业制度的掠夺成性”，“工业海盗行径”的严重危害以及泄露内情罪。他们用夸张的语调重复着美国工业衰退的那些可悲的老生常谈：失业、家庭悲剧、外来的威胁……。絮絮叨叨的每个议员都要讲一整套，因为在他们的选区内至少有一个固特异工厂。

好不容易轮到了戈德史密斯发言：他犹如一名坐在课桌前好动的学生，已经急不可耐了。他觉得这场演出真是“蹩脚透顶”，“人们反对我本身倒没有什么。”事后他解释说，“但是他们引用的依据实在太蛊惑人心！”

“事实应该得到澄清。”他一开始就宣布，然后他一项一项地列明依据所在，声音洪亮，语速极快。发言的第一部分，他的观点就与赛柏令截然相反：议员不是开口传统，闭口传统吗？那么请看事实：保尔·利齐弗尔德，固特异公司的首任董事长，在他任期的30年内，将公司治理得欣欣向荣。他指出，利齐弗尔德给企业规定了明确的奋斗目标：“生产优质轮胎，价格低廉，尽力销售。”“自从管理方面出现偏差以来……在既费钱又不

合理的多样化经营中，浪费了股东的资金。”戈德史密斯认为，这几十亿美元，应该投入到改进生产方面，新建一些能生产更优质的轮胎的工厂，加强固特异集团的技术优势，使之可与进口轮胎相抗衡，而“不管这些进口轮胎来自何方。”

说到正题，詹姆士爵士的话锋越来越尖锐——按《灯塔报》的说法应是“狂妄”——手势亦越来越有力。他的思绪如泉水般地汹涌奔腾。显而易见，他对“企业官僚主义可谓恨之入骨。这些不称职的管理人员，逃避自由市场的竞争，乞求政府的援助，嚷嚷着新的反收购法律的出台，要求高筑保护主义的壁垒。固特异集团的领导人当然亦不例外。”然后，戈德史密斯又情绪激昂地引经据典，“对竞争的最好答复，就是竞赛……而不是寻求人为的保护。所以必须改组，精简掉企业人浮于事的部分，把主要精力集中到生产优质轮胎、价格低廉和更好的销售方面……”接下来，詹姆士爵士的话题转到亚克朗一边，他将把多种经营的工厂都卖掉，此话不假。但现有售货员编制不会缩小，职工不会解雇。而是恰恰相反。约翰·赛柏令试图打断他：戈德史密斯已经大大地超过了预定的发言时间。但是，他那经济思想的闸门一经冲开，再想堵住又谈何容易，他越讲越激动：“主席先生，这里，我有事实。”袭击者讲述了80年代初收购国际钻石公司的例子。“一些解脱出来的卫星企业，在别的企业家手中，搞得生气勃勃，还增添了新的就业机会……官僚主义的大企业中，数以百计的分部过去找不到活路，如今都得到了解脱……事实就是如此，我建议对这些企业进行一番分析研究。”戈德史密斯坚持提出。

在发言结束的时候，他面色严峻，强劲有力的讲话达到了高潮，俨然一副平民演说家的派头，他那奇特的牛津口音回荡在美国政治舞台这一享有特殊权利的大厅之中。

最后，戈德史密斯激昂地表示：“总有一天，固特异集团会发现在我的领导之下，赚钱会更容易，工作会更方便，虽然这一天尚未来到。”他第一次把攻击的目标指向了罗伯特·默瑟。

约翰·赛柏令的反击并不那么咄咄逼人但也远非不尖刻、不辛辣。固特异集团的捍卫者虽然显得有点窘迫，神情有点忧郁，但讲话还是慢条斯理、从容不迫：“你自己解释说对轮胎工业一无所知，但现在又试图教训固特异集团的领导人！如此所作所为恐怕可以载入收购的史册了。说到此，我愿请问戈德史密斯先生，你到底算个什么人呢？”听众席上一片哗然，响起了雷鸣般的掌声。俄亥俄州的人们的心中，全亚克朗的老百姓所要提出的就是这个问题。

“赛柏令先生”，戈德史密斯反驳道：“我也要鼓掌。你的问题提得很妙，但是，带有明显的欺辱性，让我给您解释一下为什么……”他很快地镇定下来，但看来这一枪确实正中目标。他的助手们肯定没有事先准备回答类似的问题。

这是一个“转折点”。“戈德史密斯开始动摇了。”罗伯特·默瑟断言。他坐在椅子上，注视着舞台上每时每刻的变化。约翰·赛柏令强调的问题并未经过预谋，而是自然而然提出来的。不过，他又带着恶作剧的神态赶紧补充说：“对于缺乏礼貌的提问方式，我倒确实是存在的！”还在戈德史密斯讲话的时候，约翰·赛柏令就已经愤怒得满腔热血沸腾，脸上的青筋都暴了起来，“就得有个人来教训一下这个狂妄的家伙。我恨不得把他引得发疯发狂……”赛柏令带着胜利者的口吻说。“他还真上了我的当。希望电视机的摄像

镜头能暴露出这个家伙的本来面目：妄自尊大，自命不凡，贪得无厌，思想卑劣”。

当戈德史密斯喋喋不休地发言时，赛柏令虽然对他不抱任何幻想，但仍以坚定的语气两次打断了他的讲话。后来戈德史密斯对照着“管理”的意思解释了“积极投资者”的定义。他与赛柏令唇枪舌箭，寸步不让，一抓住机会就毫不犹豫地向前面的会议主席发起反击。当赛柏令讲：“你先前的作为，纯粹只是为了赚钱，为了你自己，戈德史密斯先生”。詹姆士马上反驳：“在生意场上，我不清楚除了赚钱的目的以外，还有其他站得住脚的理由……”听众席上一片笑声。“我倒真切希望，建立在这一思想基础上的美国永远忠实地执行同一个原则。”詹姆士对其从事的职业并不感到理亏脸红，他是一个资本主义的金融家：有利可图就干。

罗伯特·默瑟的证词恰恰相反。他的发言正宗传统、四平八稳，既无惊人之处，亦无丝毫过度，连语气都显得干巴巴的，一点都不生动。董事长的通篇演说就是“顾客即国王”的理论翻版，与“市场即国王”的理论针锋相对。不过，董事长在讲话中还是发泄了心中的愤慨。他忘不了戈德史密斯家中的那顿午餐，在那位凶狠贪婪的人眼中，固特异轮胎和橡胶公司——他所有的天地——只是其攻击黑名单中的一个编号。他不由想到，有多少美国的企业家夜不能寐，害怕上了戈德史密斯或者其他鲨鱼的黑名单。

罗伯特·默瑟觉得有责任揭露这场收购将给他的集团带来危害，当然也是给全美国带来的危害。他回忆说，自从公司创建88年以来，固特异集团一直采用传统方式经营赚钱，“面对股东，它肩负着不可推卸的义务与责任。”它靠的是“强有力的职业道德”，亦靠着它的雇员，它的供货商及它的顾客。

在默瑟看来，一个老板不仅仅对企业的股东负责，他对企业赖以生存的所属城镇也同样负有责任。因此。在这些相互矛盾的利益中间，必须寻求一种平衡，找出一块合适的地盘。罗伯特·默瑟的心中有个信念：“如果单纯考虑短期效益，对新技术不进行生产性投资，那么在国际市场上，任何美国工业都不能保住它的竞争力。”

默瑟驳斥说，固特异集团并没有等待戈德史密斯的到来才进行结构上的改革。为了企业的现代化，固特异集团十年以来投资了大约15亿美元。对于雇员，亦并没有简单粗暴地解雇了事，而是采用等待老职工退休后再自然替补的方法。他向议员们介绍。这些努力得到了补偿：一部分是从市场方面，另一方面也体现在华尔街交易所。虽然与市场相比，效果还不显著，但从1980年以来，固特异的股票已经平均增值14%，前不久，默瑟还亲自批准为改善得克萨斯州一个分厂的设施投资了2.5亿美元。尽管他心中清楚上述努力只有在三年或四年后才能获得经济效益。不幸的是，这些正在致力于长期建设的企业却被收购者当成了攻击的对象。结果是，从短期来看，就变成了专横暴虐行为的牺牲品。

罗伯特·默瑟认为企业领导人不应过多地拥有本集团的股票：“人们不能一面治理一个企业，而另一面却像一个股东那样思维。企业领导人应像一名顾客那样思考问题。”没有顾客，也就没有企业。从长远来看，如果顾客满意了，那么，股东亦将会满意。治理一个企业如果光考虑在交易所的价值，那问题就再简单不过了。“但是，衡量企业效益好坏的是它的市场，而不是华尔街交易所。”金融市场的扰乱分子们正好相反，他们人为地制造紧张局势，逼迫别人为了对付突如其来的、有害的机构改组而负债累累。戈德史密斯逼

迫他做的与此如出一辙，而他又不得不违心地顺从詹姆士的旨意。当他回到公司或亚克朗的时候，默瑟就常常郁闷地想，这下固特异的竞争者应该高兴得拍手了。怪不得人们还传说在法国的克勒蒙费朗市，米西林橡胶集团正准备为詹姆士树一尊塑像呢！随后，约翰·赛柏令关于“生息”问题的话又给他一个解释的机会：多样化经营对固特异集团本来就不是一件新鲜事。想当初，利齐弗尔德董事长本人就已经创建了规模巨大的棉花种植园，开展了可控气球方面的生产业务！对戈德史密斯逼他搞的那种“野蛮”改组的理论依据，默瑟从来没有承认过，不仅当时没有承认，即使是1987年8月，股票值实际达到70美元的时候，他也没有承认。

1986年11月18日，如同第二年的3月份一样，在参议院银行委员会中已成为活动分子的固特异老板大声疾呼制订一部有关反收购风潮的新法规。他在听证会上发言：“我恳求你们遏制这种活动，它正日复一日越来越严重地破坏着美国的工业生产力。”“现在是应该正视这些问题的时刻了。”罗伯特·默瑟作出结论，“对固特异集团可能已经太迟，但我希望对我们国家来讲不算太晚。”这一呼吁，在全国那些最大的企业中间引进起了广泛的反响。“也不知怎么的”，德雷塞尔银行的董事长弗瑞德·约瑟夫笑着指出，“那些最大的公司，在收购者眼里都变成了攻击的对象，它们现在都在拚命喊叫刹住收购风。”

17. 听证会后

在听证会场的出口，如同晚上的夜蛾围着发光的灯泡一般，戈德史密斯再一次受到亚克朗人群的包围。《灯塔报》精彩地描述了这一场面：抗议示威者有之，起哄胡闹的亦不乏其人。“我敢于出席就不怕你们讥笑，喝倒采。”詹姆士爵士挺着那1.92米的大个子，使劲地大声叫喊。“你一点儿也不管我们老百姓的死活。”一位妇女抱怨着。“实际情况完全不是这样。”他反驳道，一位退休工人紧紧地抓着衣袋中的橡胶带：如同一个小男孩正在筹划一场恶作剧，他真想把带子当面交给詹姆士。他的心脏呼呼乱跳，好像怀里揣了个小兔。终于，他没敢拿出来：“我怕他心脏病当场急性发作。”

尽管戈德史密斯身上带有政治家的气质，但他仍然很不习惯置身于国会大厅的人山人海之中。

罗伯特·默瑟心中明白：鲨鱼已经被群众的对立情绪搅得心神不宁。在听证会场的出口，戈德史密斯惊魂未定，拚命打听这些带着标有固特异字样帽子的究竟是些什么人？来自何处？他想弄清楚为何赛柏令在会上如此对待他。“因为他不喜欢你”。默瑟回答他说，这是明摆着的：你向其家族苦心经营的公司发起了攻击。

听证会之后，戈德史密斯与默瑟按照事先商定的协议在海·亚当斯餐馆共进午餐。他对戈德史密斯的“出色表演”表示祝贺：“我很遗憾你没有把聪明才智用在更富有生产力的东西上边。如果能有机会和你在同一个战壕里战斗，那我将感到很荣幸。”

戈德史密斯承认对俄亥俄州政府炮制的“臭不可闻的”法律特别关注。至于阴谋诡计的具体内容，他只在本月初到达巴哈马群岛的时候才刚刚获悉。默瑟对他讲：“你明明知道根本不可能把可控气球打下来，但你还是朝他开了火……”。如果第三天反收购法律在俄亥俄州首府哥伦布获得通过，戈德史密斯的行动就彻底泡汤了。因此，他考虑必须马上行动作出反应：要么，在投票前，也就是明天以前，发动收购；要么就趁早偃旗息鼓，

另找出路。

当天下午，詹姆士爵士为发动收购采取了所有必要的措施，包括向银行预付了 2000 万美元保证金。在《华尔街日报》和《纽约时报》上留出了版面以便第二天一大早就刊出收购通告。他知道默瑟想采取拖延战术，以待这部反收购法律在戈德史密斯发动收购前得以通过。

在这顿午餐上，“我第一次看到他局促不安，神色惊惶。”默瑟说。于是，董事长想试试他的运气，他用手指指着詹姆士；“你的股票到底卖不卖？”对方表示可以商量，但首先他想看到固特异的改组计划。

18. 高挂免战牌

晚上，两员大将重又回到了各自的工作班子中间。从 11 月 18 日星期二晚上一直到 19 日星期三，双方谋士们通宵达旦挑灯夜战。固特异集团一方提出了计划，双方银行界人士达成一致的 analysis 意见，认为这次固特异改组实践可使股票值在华尔街交易所“突破”50 美元大关。戈德史密斯作出了鸣鼓收兵的決定。后来他解释说“听证会的气氛使我信服。如在法院就俄亥俄州的法律打官司的话，我方必败无疑。”

星期三凌晨，拟就了协议草案，规定固特异集团将把戈德史密斯拥有的股票以每股 49.5 美元的价格买回来，总计为 6.21 亿美元，另外再加 3.76 万美元的手续费。11 月 20 日，戈德史密斯在一项新闻公报中宣布：“除了接受这一安排，我们别无抉择。”上述解决办法使及其盟友净赚 9000 万美元。此外，双方还一致同意：不准采取高价购回股权的办法。袭击者享受的待遇不能优于小股股票的持有者。据此，对于尚在流通领域的 40% 债券，固特异定为每股 50 美元，这一揽子的解决办法最终须由董事会正式批准。

11 月 19 日星期三，固特异董事会在纽约召开了整整一天会议。会上辩论气氛异常活跃。由于戈德史密斯极不耐烦，一再催促立即拿出决定，协议好几次险些推倒重来。若·弗洛姆曾经三次离开会场，打电话给詹姆士，希望他耐心等待。可是，袭击者声称，如果会议拿不出具体结果，他仍维持发动收购的原计划。新闻媒介的报纸版面保留了星期三一整天并延续到星期四早晨。在戈德史密斯的阵营里甚至流传着这样的戏言：在国会正举行听证会的那会儿，詹姆士爵士就想公开宣布收购。星期三，华尔街已经传开了达成协议的消息。11 月 20 日星期四凌晨两点，所有细节终于全部商妥，并在稍后一些时间向外界作了宣布。正像罗伯特·默瑟所说的：“我要是处在他的位置，也会同样接受这 9000 万美元，然后尽快脱身。”

19. 苦涩的胜利，来之不易

在亚克朗，人们放下了心上的石头。“我们把这混账东西轰了回去。”在紧接到来的星期六，美国的星条旗飘扬在固特异钟楼的塔顶。原来这一天举行的“拯救固特异”汽车拉力赛也改成了欢庆胜利的拉力赛，人们载歌载舞，满城欢腾，报纸上充满了“固特异获救了”，“侵略者卷铺盖回去了”一类的标题。那一天的几位英雄，沙耶、赛柏令和默瑟受到人们长时间的热烈欢迎。星期四，默瑟在给职工的公开信中写道：“我们保住了固特异的名号，我们还将保护固特异的公司名称，珍惜这一名称。”

然而，这种宽慰并不代表真正的胜利。当协议尚未达成时，亚克朗众志成城时，到处都

是斗志昂扬的支持者。欢庆胜利的人群与此相比就大大地逊色了。默瑟自己也实在找不出什么可以炫耀的东西。虽然，亚克隆已经向袭击者有力地表明了“固特异家族”是从不随便任人欺负的家族。企业在经历了华尔街掀起的磨难之后幸存了下来。但是，在这欢庆的时刻，默瑟反复提到的只是“痛苦的”那天，他把自己比作一个“活死人”。攻击者虽然放了他们一条生路，但正像他后来说的，已经把企业内部搅得一塌糊涂，“乌七八糟”。固特异再也无法恢复先前的那种日子了。

第二个星期，亚克隆传出了解雇 680 名工人的消息。

20. 恼恨的套利商们

这一边，固特异集团作好了充分的思想准备，公司上下同心协力度过空前的紧缩阶段。那一边，华尔街却还在对这笔交易继续考查，因为不少疑点没有找到答案。首先，是否存在高价购回股权的作法？默瑟的本意是：我们的股东享受到比袭击者“优惠的待遇”，在任何情况下，固特异都不会将公司百分之百的股票买回来。“袭击者发动的是部分股票的收购，随着公司改组，余下的股票上升到每股 66 美元。”戈德史密斯因他的撤退亦没有从集团后来的腾飞中捞到什么好处。在固特异轮胎公司分部，人们解释说：“他在桌子上留下了 1.32 亿美元。”当然，要确定是否美元讹诈还取决于从什么角度来分析：“戈德史密斯迅速撤离了……，对其手中的股票，他有把握卖个好价。当时其他股东尚被蒙在鼓中，这就是高价购回股权，也就是美元讹诈”。华尔街的一位银行家就如此斩钉截铁地认定。风险套利商们完全赞同这种看法。当攻击目标公开时，他们以高价买进固特异股票，某些人就曾以每股高于 48 美元的高价吃进。后来，交易失利时，股票在交易所一直围绕 43 美元上下徘徊。尽管固特异集团买回了一部分自己公司的股票，但风险套利商手中还攥着余下的部分。由于大部分风险套利商都是以借来的资金作这种投资买卖，所以他们不能死守固特异的股票，承担风险，不能把宝全部押在固特异结构改革可能带来的交易所效果上面。于是他们不得不亏本抛出。他们叫嚷这就是“美元讹诈”。默瑟带着嘲笑的口吻评论：“这是个计时问题，人们不会平白无故地称他们为风险套利商”。

戈德史密斯也不喜欢这些“套利商”。在他眼中，套利者只是些“没有头脑的母鸡”，听到一声犬吠就慌得六神无主。一般来说，收购者对其攻击的对象，从来都“一是一，二是二”，很少有出高价购进股票的现象。这样的话，就直接减少于职业风险套利的利润收益。

风险套利商败兴、气恼，并非特殊的例外。大为恼火的还不乏其人。在美林证券公司，因戈德史密斯的撤离伤了收购部经理凯恩·米勒和该计划总负责人栗弗里·勃朗松的元气。今后的升迁发迹，宏图大业一股脑儿被付诸东流。支持戈德史密斯的这家投资银行看上去倾向于下述意见：在那座公寓内举行的纽约会议后应立即发动收购。对美林证券公司来讲，控制或不控制固特异的意义并不在于能否拿到 1600 万美元的“小小”佣金以及作为投资者的一分子去分享大篮子里的那 2 亿美元。其着眼点放在：“这桩大买卖将把美林公司推上华尔街各大金融机构之首的宝座，使之稳坐收购业务的头把交椅”。

在纽约的法国里昂信贷支行，也是一片惊愕和沮丧。“整整两个星期，大家始终马不停蹄地谈判财政资助协定。”法国支行的一位负责人讲，为了这笔前所未闻的大买卖，法

国里昂信贷银行美国支行动员了好几位律师。它的巴黎总部才不过聘请五位律师，而纽约支行也雇佣了五位律师整天筹划计谋，合同的准备一直在秘密之中进行。同时还采取了习惯的保护措施：召开秘密会议，名称全部采用代号。遇到周末，有关函件都经铅封后送到谈判者中，而且随时要求送交当事人过目。“大家都高高兴兴地期待着收到结算有关费用的担保信函。谁料到 19 日星期三等到了如此结局。”一位负责人回忆道。

在里昂信贷银行内，对本年度“最大的买卖”人人都确信胜券稳操万无一失。好不容易难得这么一回，里昂信贷银行作为牵头银行，得意洋洋地通报其各美国姐妹银行，邀请他们合伙提供贷款。这是在超级竞争天地里的一次胜利。19 日晚上纽约支行内，香槟酒像白开水似地流淌着。星期四一早：晴天一声霹雳，交易取消了。

21. 疑惑不解

周末的时候，詹姆士爵士无精打采，满脸苦相。有人证明：“那天我与他一起用午餐，詹姆士根本不像刚刚赚到 9000 万美元的样子。他得意时候的神态——嘴上叼着雪茄，眼睛放着光芒——消失得无影无踪。”詹姆士爵士感到失望，非常失望，这点是一目了然的。那么，他为什么不发动收购呢？为什么不能像对待克朗·塞勒巴克公司那样坚持到底？

甚至在詹姆士爵士的盟友中间，也有好几位观察家表示怀疑：戈德史密斯是否真正地想控制固特异集团？或者说，他为什么听任形势变化而“毁了”这笔交易？有位当事人认为：“如果詹姆士爵士内心里真想拥有固特异集团的话，如果他在协定达成前二周就发动收购的话，那末今天他早成了固特异大老板了。”

那么，情况究竟如何呢？对轮胎巨人的这场攻击不应该自一开始就是大轰大鸣、虚张声势的空架子吧？戈德史密斯以发动收购相威胁，占领固特异这块阵地，不应只是为了将股票提高到 49 美元，然后再轻而易举地赚它几百万美元？那些喋喋不休的诽谤者唠唠叨叨的解释似乎将问题看得过于简单了，仅仅为不到 1 亿美元的赚头（对戈德史密斯集团来讲，只能分到不足 5000 万美元），不至于动员那么强大的律师和金融家队伍，亦不会因此调动 60 亿美元的资金，更不会只为了教训一个美国大老板，去招致如此的公众谴责。人们得出结论：“兴师动众只落得如此结局，未免太得不偿失了。这根本不能说是一次成功。”

至于到 1987 年 7 月以前一直负责戈德史密斯王国法国业务的女银行家吉尔伯特，分析戈德史密斯的具体情况，她认为是吃了“举止文雅，心慈手软”的亏：既然固特异集团已经改组，他就没有非要控制该集团不可的理由。于是乎，他完成了“经济上的使命”。股票也得到了令人快慰的增值，但是，他错过了职业生涯中最大的一笔交易。

余下还有一个问题就是：戈德史密斯的资信如何？究竟靠得住还是靠不住？要寻找一个绝对的答案实在太困难了。完全相信任何一种说法都不可取。真真假假，说到底，只有戈德史密斯自己心里明白。而戈德史密斯自始至终守口如瓶——他本来就是一个孤独的人。

在固特异这笔交易中，可以肯定地说，周围的气氛起了重要的作用。在做生意方面，戈德史密斯的决定历来受到当时总的政治和经济环境的牵制。1986 年 11 月底，由于突然

披露了鲍斯基丑闻，提出了华尔街的“腐败堕落”，美国公众舆论开始转向反对袭击者。考虑到这些背景，金融家断定，与俄亥俄州政府打这场官司冒的风险就太大了。还有一个因素，下的赌注实在闻所未闻。或许这里还有一个形象的问题，当时，戈德史密斯正考虑买下法国的第五电视台。毫无疑问，他很关心自己的绅士形象，并希望给人以廉洁的印象。

固特异回合之后，戈德史密斯当众表示：他不再有意在美国发动带有敌意的公开收购了。

八、莫名其妙——土地也要喝牛奶

收购开始于 1972 年 10 月 30 日

收购结束于 1972 年 12 月 15 日

收购者：置地公司（亨利·凯瑟克）

被收购者：牛奶冰厂（周锡年爵士）

1972 年置地公司收购牛奶冰厂，这是香港股市有史以来，首宗最为人知的收购战，这场收购战爆发时，轰动全城，把股市推上 1700 点的历史性高峰，种下日后狂泻的祸根。

在这场收购战中，当时香港无论是股民、交易所还是监管机构，对这方面的认识程度不深。事情假如在今天才发生，相信其轰动性以及在大市的影响程度会减轻许多。在未正式谈及这场收购战之前，且先让我们看看置地公司和牛奶公司这两家历史悠久的大企业的历史背景。

1. 追本溯源

怡和与置地集团的主要大股东都是凯瑟克家族（*Keswick*）。怡和 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。

2. 以股换股收购

70 年代初，香港股市尚处于初生阶段，但普通市民较以前更容易接触到股票，因此股票交易日趋旺盛，大市以及各股价格也在越来越多人的追逐下节节上升。到 1972 年底，恒生指数已升到 500 多点的水平，和 1967 年中的 58 点最低点比较，5 年里指数已升了 10 倍，因此当时市场的升幅是十分惊人的。可是大市并没有调整，反而继续上升，1972 年 10 月 25 日，当日牛奶公司股票价格升了 14 元，以 137 元收市；而置地公司股票

也上升到 95 元的新高峰。

那时候社会的信息传播媒介没有今天这样发达，报章并没有报导牛奶股价上升的原因，只知道当时投资者十分热衷于股票买卖。投资者买卖股票也比较盲目。1972 年 10 月 30 日（星期一），市场终于爆发了置地和牛奶的收购战。置地公司于翌日（10 月 31 日）才在报章上刊登全版广告宣布有关收购条件。很奇怪，有关这样重大的收购事项发生，置地以及牛奶这两家公司的股票竟然不需要停牌。可见当年证券市场的发展尚未成熟，有关方面的监管不足，那时候，熟悉股票规则的投资者可以混水摸鱼，从中谋利。

置地公司周二在中文报章的全版广告中刊出——

香港置地有限公司董事会宣布：怡富有限公司和获多利有限公司现正草拟文件，准备于 1972 年 11 月 7 日左右分别寄给牛奶冰厂有限公司各股东。文件内将载列——以两股面值 5 元的置地公司股票，交换一股面值 7 元 5 角的牛奶公司股票的提议。

1972 年 10 月 27 日股市收市时，双方的股票在香港证券交易所的收市价为：置地每股 94 元；牛奶每股 135 元。换股建议使牛奶股票每股价值 188 元，牛奶公司股东的资本价值增加，增值约 40%。

我们从置地公司提出的收购条件可以看到，在这项收购行动中，置地只是采取以股换股的方法进行。换言之，整项收购不必动用分毫现金，和现在绝大部分以现金进行的收购形式截然不同。也许当时一般投资者对这些收购游戏的手法不太认识，也许当时人们只喜欢股票，不喜欢钞票，因此对这次收购建议很冷落，刺激这两支股票价格扶摇上升。

另外，置地公司建议用两股置地股票换一股牛奶股票，并以置地股票当时的市价每股 94 元计算，因而得出牛奶股东可以从这宗收购中，资本价值增加 40%。然而，置地公司董事并没有任何承诺或保证置地股票股价在某一阶段之内决不会低于 94 元的水平；为什么置地股票不以牛奶股票的市价每股 135 元计算，因而得出结论每股置地股票市价只值 67.5 元？接受收购建议之后，置地公司所有股东资本将会减值 28%？可见这收购建议颇具奥妙。

3. 股权合并真对双方有利

为使大家更为深刻地了解当时的真实情况，我们将置地公司提出换股建议的原因，原文抄录如下：

“置地公司董事会坚信，为股东利益着想，置地公司应加强并扩展目前已具有雄厚实力之酒店及饮食业。与牛奶公司合并之建议将成为符合此政策之进一步行动。牛奶公司现时行政人员及职工之利益受到保障，而加入扩大之集团后，将使他们之前程更为美好。维持牛奶公司独立而自成一体之地位及素质亦将为该集团之方针。

“合并后之酒店、饮食及食品集团，将成为太平洋区最重要之同类集团之一。它将向双方之股东提供机会，参与业务分散而又有连带关系之集团，其资源分别投资于本区内三种发展最迅速之行业——地产、消遣及饮食业。

“上述集团之财力既增强，于适当时候将可让牛奶公司之业务得以扩展。置地公司历来被公认为经营有方之地产专业机构，此点足以协助牛奶公司剩余之地产物业获得有利之长期发展。双方集团拥有股权之机构之地理分布形势及分别在各地区树立之地位将提高双

方在广阔区域内发展业务能力之地位。

董事会肯定，建议中之股权合并对双方之股东至为有利。”

另外，置地集团为了加强公司股票的吸引力，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价在某段时间内不低于某一水平，但在派息方面却作出了一定的承诺。置地公司董事会保证 1972 年度全年每股派息不少于 1.2 元，增长 26%；1973 年全年股息 1.5 元，股息增长 25%；1974 年增幅更高达到 35%，每股股息高达 2.02 元。

4. 牛奶股价的急升

置地公司收购牛奶股票的消息使 1972 年 10 月 30 日（星期一）的香港股市沸腾起来。当日牛奶股票开市便比前日收盘价高出 48 元，以 188 元的价值开出，那时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 元收市，上升 56 元，升幅高达 28.6%。而置地公司的股票升幅比起牛奶公司的股票稍为逊色，但全日仍上升了 9 元，以 104 元收市，升幅约 9% 左右。

在整体大市方面，市场的投资气氛极为乐观。置地公司的收购引起投资者的憧憬，许多股票都被带动而大升，入市的资金大幅度增加当日交易量就创下了新纪录，达 4.4303 亿元，恒生指数全日急剧升高 43.67，以 623.66 收市，升幅为 7.5%。

牛奶股价的上升，除了受到收购刺激之外，市场还有小道消息传闻，说是一大户估计错误，在市场大量卖出该股，已卖出的牛奶股票被迫高价补回，结果价位越抢越高，一发不可收拾。

1972 年 10 月 31 日（星期二）牛奶公司股价进一步升到 200 元的新水平，市场焦点仍然集中在有关的收购方面，投资气氛炽热。不知道是牛奶公司董事会缺乏应付收购的经验，还是对置地公司所提出的收购建议不予以重视，第二天，报上登出牛奶公司董事会还没有就此事召开董事会议，研究有关收购建议。当时有消息说置地公司董事会主席亨利·凯瑟克在上周末曾与牛奶公司董事会主席周锡年爵士会晤，面谈有关收购计划。凯瑟克对收购极表诚意，大肆赞扬周锡年德高望重，希望在成功收购之后，周锡年能继续留任主席的职位，而自己则居副位，但周锡年丝毫不为其承诺所动心。于是收购的步伐渐渐的慢了下来，11 月 2 日，牛奶股价下跌 7 元，达 191 元。置地公司发出通告表示将于 11 月 7 日左右把建议书寄往牛奶公司各股东，牛奶公司发出通告说已接到置地公司的收购建议，并且正在研究之中。

11 月 3 日，牛奶公司正式对置地公司的收购建议作出反应，牛奶公司向各股东表示董事会仍继续聘请国际知名的财务公司“罗富齐父子（伦敦）有限公司”（N. M. Roth Schildand Son Ltd London）为财经顾问，研究置地公司目前的“接管建议”，采取这项措施是为全体股东的最佳利益着想。另外，牛奶公司总经理兼执行董事柯伦也匆匆返回香港，就这件事采取应变措施。一场精彩绝伦的收购战从此展开！

5. 拒绝收购掀起高潮

11月4日(星期六)牛奶公司在《星岛日报》刊出了全版广告,这是牛奶冰厂有限公司和罗富齐父子公司致全体股东的初步通告,内容主要是呼吁各股东在作出任何决定前,先等董事会发出进一步通知再行动。

11月8日,牛奶公司正式就置地公司收购一事作出答复,在当天的报纸刊出广告表示:牛奶冰厂有限公司董事会将不会接受这次收购建议,有关反对的理由将会在短期内公布,并继续呼吁各股东不要接受收购建议。

至于置地公司方面,则希望能以快刀斩乱麻方法完成收购美梦。同日上午11时在置地有限公司董事会议室里,怡富有限公司以及获多利有限公司举行记者招待会,向报界发表这次收购的有关事项,其中包括催促新买入牛奶股票的投资者尽快到过户处办理转名手续;接纳收购者必须在11月29日前把股份寄往或亲自前往香港华打街14——16号的“中央登记处”登记,而接纳收购建议人数将于次日(30日)公布。

由于双方正式进行交战,牛奶冰厂有限公司董事会的反抗行动引起投资者美丽的憧憬,市面上盛传置地公司将会提供更好的换股比例,于是刺激投资者更加疯狂。牛奶股价在11月7日便涨升22元,升到228.2元的历史最高水平,置地股票也水涨船高,升高4.5元,以104元收市。整体大市上升了700点的新水平,许多股票如九巴、和记洋行、怡和等均被带动而大升。11月9日(星期四)晚上,牛奶公司举行记者招待会,出席者都是牛奶公司的要员,其中包括周锡年爵士、牛奶公司执行董事柯伦、董事祈德尊爵士,另外,“财经顾问”罗富齐父子公司的首席董事李柱也到会。记者招待会上,李柱代表牛奶公司董事会提出拒绝置地公司收购的三大理由。

牛奶公司所提出的三大反对理由是:

第一,若牛奶公司接受收购建议,将削减牛奶股票的股息。按1972年计算,牛奶股票每股股息3元;置地公司股票两股股息才2.4元,按股息得益计算,接受收购对牛奶公司股东不公平。

第二,1972年牛奶股票每股盈利3.65元;置地股票两股才盈利2.58元,若收购牛奶公司,置地股票每股盈利增加到2.79元,而换股后牛奶公司股东相当于每股盈利减少0.81元。罗富齐父子公司发言人表示,他们在世界各地办理过很多换股协议,在这方面极有经验,但从没做过这种使牛奶公司股东难堪的事,所以一定要拒绝收购。

第三,置地公司欲扩展业务范围,但凭借牛奶公司已有的优厚条件,牛奶冰厂有限公司在各方面已有良好的声誉,以本身实力条件,当然拒绝换股建议。

李柱充满信心地表示,置地公司这次换股建议将不会成功,当时出席牛奶公司董事会的还有会德丰银行董事会主席马登以及和记洋行的祈德尊,他们站在牛奶公司这一边,增强了对付置地公司的实力。

6. 针锋相对

针对置地公司的换股建议,牛奶公司董事会也提出了一系列吸引股东的条件,11月10日(星期五),牛奶公司刊登了半版广告,广告原文如下:

敬启者:董事会将于短期内致函阁下说明:

(1) 开股:每股分为五段。

(2) 红股：分股后每股发一红股。

(3) 目前持有一股者共得到十股。

(4) 1972 年度收益除税后之纯利预计不少于 2670 万元整，较 1971 年度高 35%。

(5) 1972 年度股息预计每股港币 3 元整。1971 年度股息为每股港币 1 元 8 角整。

(6) 拒绝置地公司换股建议之详细理由。

为保证股东有上述权益，请各股东对置地公司的建议不要采取任何行动。

牛奶公司的这一招果然奏效，要知道当时一般投资者知识水平不高，每逢送红股及拆股股价必然大升，牛奶公司董事会采取此举无疑是投其所好，让一般小股东欣喜万分，而双方的争夺更让投资者感到“鹬蚌相争，渔人得利”，他们认为置地公司肯定会提出更吸引人的条件。因此当日牛奶股价开市就被抢高，最高价达到 290 元，最后以 268 元收市，全天升高了 50 元。牛奶公司股价自从置地公司提出换股建议以来，短短十天之内便升高了接近一倍！如果以该公司每股盈利 3.65 元计算，市盈率高达 73.4 倍，而全年股息率则只有 1.1 厘，当时市场的疯狂程度，大家可想而知。

置地公司方面，股价也被抢高，当日也大升到 127 元的历史新记录，其市盈率更高达 98.45 倍，而全年股息率就下跌到不足一厘！但这种不正常的情形，当时的市场毫不警觉，人人都被这两家公司的争斗所迷惑，等到整体大市狂升到 759 点的新水平，成交额更高达 7 亿港元的新记录。

7. 奋起反击

置地公司面对牛奶公司的抵抗，第二天（11 月 11 日）就在报章上刊登了一则广告，广告中竟自称为“股王”。广告标题为“牛奶公司股东应考虑下列事项”对牛奶公司董事会提出了许多项质询，其中包括：为什么现在才开股及送红股？并指出这项措施对牛奶公司的资产值毫无改变，只不过是把每股值 268 元的股票，化为十股每股值 26 元 8 角的股票而已！另外也对牛奶公司的增长率表示疑问，置地公司指出：牛奶公司董事会预测 1972 年度盈利较 1971 年度高出 35%，其实已把 1972 年 5 月牛奶公司供股所得的供股缴款计算在内了，如果排除这供股款项不计，实际增长率，不过才 21% 而已。

广告中第三项质询是“未来怎样”，牛奶公司的在反置地公司收购中，并没有对 1973 年的盈利作出估计，而置地公司的换股建议中，则对未来三年的盈利进行了展望，其增长率分别为 1972 年 25%；1973 年 27% 和 1974 年 36%，而 1973 和 1974 年的增长率均远远超过牛奶公司过去的实际增长率。

最后，置地公司还威胁到，在该公司提出换股之前，牛奶公司股价仅是 135 元，假如置地公司一旦停止行动，牛奶公司股东的股票就会由 268 元下跌到 135 元，共下跌 99%。所以置地公司提醒牛奶公司股东不要不顾后果，对这次事情的演变妄加猜测，置地公司董事会不会承担这方面的责任，并表示置地公司无意“改善”其本来已是很慷慨的换股条件。

置地公司不提高换股比例以增强吸引力，反而“出言恐吓”，使人大感意外，原因是当时市场正盛传置地公司可能会派送红股，这谣言曾使置地股价在周五（11 月 10 日）收市时一度抢高到 154 元！

8. 风云突变

虽然置地公司不肯为收购牛奶公司加码，但投资者们仍想入非非。当时市场盛传牛奶公司经过拆股和送股之后，可能会公布今后的发展计划，这个发展计划是与和记洋行紧密联系的，以三股和记股票换一股牛奶股票。消息虽没有获得证实，但由于人们憧憬收购战好戏还在后头，市场投资气氛热火朝天，故恒生指数再升至 759 点的新高峰。

但股市风云突变，11 月 13 日（星期一），大市突然狂跌 87 点，跌幅前所未见，幅度高达 11.5%，同样也创了记录，创下了当时单日最大跌幅记录！牛奶股票当天开市便回落到 240 元，最低时更跌至 202 元，最后以 212 元收市，跌幅超过 20%。至于置地股价更大跌了 3 元，跌幅高达 23%，当时市场投资者买卖股票恍如坐过山车，其惊险程度可想而知。

当日大市无端急跌，造成这种局面，罪魁祸首要归咎于汇丰银行主席沙雅，他向公众发出警告，表示“香港股市已形成了纯投机性活动，许多股价上升已超过合理程度”。这番言论引起了市场的即时反应；另外，由于置地公司与牛奶公司在收购战中争持不下，双方的言论均对股东不利，例如什么“收购不成股价将会下跌 99%”，“收购对牛奶公司股东不公平”等，对投资者产生心理威胁，而且市场也提心两大财团的“白刃战”会使股市遭殃。总之，所有以前的利好消息都成为现在的利空借口。

幸亏股市这场大跌没有恶化成股灾，第二天大市又呈回复升势，这可算是这场收购战中的一段小插曲。

9. 广告大战

一般的收购财团都大掷银弹来致对方于死地，但这一场“置牛大战”，双方却不是以钱伤人，而是互相以理由去攻击对方。他们最初互相痛陈利害来争取牛奶股东的支持，后来又转而互斗文采，展开一场灿烂的宣传战！

11 月 13 日深夜，各大报章收到置地公司的广告稿，是“连续性广告”，一连三天在报纸上全版刊登，文笔犀利，而且针锋相对，主要是针对牛奶公司以前在广告中批评置地公司“缺乏经验，公司会降低收益”。11 月 14 日置地公司的广告部分内容称“……人尽皆知，荒山野岭只能长青草，绝对不会生长盈利，阁下当然深知其中道理……能在地皮之上建筑向高空发展的摩天大厦，方能使股东盈利直冲霄汉……”11 月 15 日置地公司的另一段全版广告则以“名列世界三大地产公司”为标题，标榜置地公司在地产发展方面的骄傲业绩，报纸上写到：“……过去五年业绩每年直线上升，所以论‘已’往业绩，是置地；论将来寄托，也是置地！”11 月 16 日置地公司的全版广告，继续沿用着这些广告技巧，以同样的设计手法和排版，展示该公司未来的前景，就像广告的标题上写的那样：“今后三年大发展，谁人能与共比肩？”

这三个广告同出一辙，号召投资者：“加入置地股东行列，是时候了！”

在满是铜臭味的商业收购战中，竟然有这样高文化以及艺术设计水平的广告点缀其间，可以说使整个收购战增色不少。

面对置地公司排山倒海式的广告大攻势，牛奶公司方面也不敢怠慢，立刻刊出相应的广告奋起还击。

广告内容是让各股东注意几个问题：

- (1) 置地公司的收购建议是以股票换股票，不是以现金换股票；
- (2) 股票市价可以降低，也可以高涨；
- (3) 股民必须异常慎重地判断香港置地公司换股建议的价值。

牛奶公司在广告中请股民等牛奶公司董事会进一步通知后再采取行动，并指出如果股民于 11 月 29 日前采取行动，可能会失去未来的一切权益。

置地公司牛奶公司双方虽没有提高条件去吸引牛奶公司小股东，但口舌战却是寸土必争，各不相让的。牛奶公司小股东可以从这场宣传攻势战中选择自己的前途，但却不能在鹬蚌相争中得益了。

面对牛奶公司董事会的负隅顽抗，置地公司也奋而应战，在 11 月 13 日、14 日、15 日一连三天晚上，置地公司最高层人士深夜在告罗士打行三楼举行马拉松式机密会议，其中周一（13 日）晚上的会议时间最长，直到午夜 12 点会议方才结束。其后的两天晚上时间稍为缩短，经过三天会议商讨之后，与会者们个个“神采飞扬”，看来他们对收购行动已是成竹在胸了。会议后，置地公司表示当时接纳换股的成绩已十分理想，基本上不须改变其“换股条件”，但可能提前派发可观的红股。但是，人们奇怪的是既然接受换股建议已取得理想成绩，为什么置地公司又要提前派发“可观的红股”？而且还更进一步加强了舆论攻势，置地公司在报纸上致函牛奶公司各股东并提出了九大问题。

置地公司这九大问题全都是针对牛奶公司董事会而提出的，除了反驳牛奶公司呼吁各股东应考虑的事项之外，置地公司还提出了新的质询。

第一个问题，牛奶公司为什么不透露 1973、1974 年度盈利展望？而置地公司在提出换股建议时已列明 1973、1974 年的盈利预测，但牛奶公司在反击战中却一直绝口不提，所以这一点成为置地公司攻击对方的第一个目标。

第二个问题，牛奶公司为什么不透露其资产值？当时置地公司股票每股的资产值保守估计为 28 元，但牛奶公司却没有将有关数据公布，因此置地公司便在这方面大做文章。

第三个问题，为什么需要大幅度增加法定股本？这一点置地公司是重复以前对牛奶公司拆股送股的指责。

第四个问题，到底是谁真正“不欢迎”置地公司的换股建议？置地公司认为，只是牛奶公司董事会不欢迎他们的换股建议，而不是牛奶公司股东不欢迎。

第五个问题，则重复第三条的质询，问题是“股票在股市中的交易活力是不是一项值得研究的问题？”这一点主要是一再斥责牛奶公司的拆送股措施只是数字游戏，和换股没有关系，但奇怪的是置地公司也同样考虑拆股和送股。

第六个问题，牛奶公司对地产的专长是什么？牛奶公司以往曾经出售大部分具有发展潜力的地产，究竟原因何在？

第七个问题，置地公司的业务是否局限香港？问题其实就是答案，通过广告战说明置地公司的业务遍布世界各地，以此表明置地公司强大的实力。

另外，置地公司在提出换股建议时就清楚说过，换股如果成功，置地公司将会保留牛奶公司的所有员工，所以行政管理方面不会有问题。

最后，置地公司指出牛奶公司董事会相信换股成功之后，置地公司股票将会跌价，但如果换不成又怎样呢？言下之意，无论换股成功与否，这两支股票均会跌价，所以接纳换股建议怎么会有额外的危险呢？

十分奇怪，置地公司与牛奶公司均明确表示，无论换股建议成功与否，事件结束后，这两支股票就会下跌，甚至可能大幅度下跌。但当时投资者沉迷在这场收购战之中，并没有趁机出售套现，实令人感到莫名其妙。

10. 置地资产净值骤升

面对置地公司排山倒海的舆论攻势，牛奶公司董事会也不甘示弱，立刻奋起还击。11月18日（星期六），牛奶公司在报上刊出了一段广告，广告中简单地画了一个柱线图，第一条柱代表牛奶公司，上面所写的阿拉伯数字80是指牛奶公司的每股资产值为港币80元，而另外的一条柱则由两条小柱叠成，每一条小柱代表每股置地公司的资产值—28元，以两股置地股票计算，资产值合计才不过56元，当然较80元净值的牛奶公司还矮了一大截。广告文字简洁地写着：

请细心慎密衡量事实

- 每股收益减少
- 每股股息减少
- 每股资产值减少

这则广告所表达的信息是再明白不过了，置地公司一直攻击对方不肯透露资产值的弱点，竟成为对方反攻的目标，战事发展至此，可以说已经到了白热化的阶段。

当晚深夜，置地公司便立刻对牛奶公司这封“公开信”展开反辩。该公司发言人批评牛奶公司的资产评估标准及方法没有明确公布，为什么牛奶公司不将其物业收益的估计公开？换句话说就是置地公司对牛奶公司公布的资产值数字的真实性表示怀疑。

此外，置地公司也指出牛奶公司不是地产公司，只是一个贸易机构，拥有货仓、超级市场等都比不上具有发展能力的真正的地产，言下之意，牛奶公司的地产中看不中用。

当时牛奶公司在薄扶林地皮的市价引志市场的猜测，但牛奶公司以及其财经顾问均保持缄默，并没有加以解释，这也竟成为置地公司刁难对方的借口。

最后，置地公司认为，牛奶公司的资产净值共5.92亿港币，而当年利润仅2670万港元，盈利率为4.5%，实属偏低。总之，从置地公司的分析来看，牛奶公司标榜的高资产净值，既不值得相信，也对股东不利。

面对牛奶公司强硬的抵抗，置地公司丝毫不敢怠慢，一方面除了舌战之外，另一方面马上“以牙还牙”，竟立刻把公司的资产重估！然而最令人吃惊的是牛奶公司在周六才刊出这则广告，置地公司竟然可以在周一在报上便刊出同样的资产净值重估的广告，就是说置地公司的资产重估在短短24小时之内就完成了，还包括广告稿的制作时间在内，其办事效率令现在的同行们恐怕会大叹不如吧！

11月12日（星期一），置地公司公布该公司每股资产净值，经由资产评估机构估值后，每股为港币51元！

人们还记得“奔达国际”股在香港上市时的情形吧，当时该公司董事长亚伦·奔达

在一次记者招待会上竟信口雌黄，胡乱报称自己公司的净资产值，其数额与上市招股说明书上的数字大相径庭，结果惹来了各方面的批评指责，演出了一幕有各名“奔达失言”闹剧，吓得亚伦·奔达赶紧公开道歉，事件才告平息。

置地公司在短短 20 天里，每股资产值从 28 元升到 51 元，其荒谬处与“奔达失言”有过之而无不及，奇怪的是当时四家交易所竟不提出批评，港府也置之不理，这又一次暴露了当时证券管理条例是多么的不健全。

幸而牛奶公司当时与置地公司进行“殊死战”，这一条自然成为牛奶公司攻击的弱点，投资者才可以从双方的舌战中，了解到置地股每股票值 51 元的根由。

11. 龙争虎斗

置地公司与牛奶公司的广告战进一步升级，11 月 21 日（星期二），各大中文报章竟出现三页全版广告，其中两版由置地公司刊出，另外一版由牛奶公司刊出，双方继续在资产净值问题上争论不休。这样的广告大战在香港股市所有的收购战中是从未有过的，其场面实可称得上是“空前绝后”。

那天牛奶公司刊登的广告是该公司董事会致香港置地有限公司各股东的一封公开信，为使读者对当时这场绝无仅有的广告战有一深刻了解，我们将全文摘录如下以飨读者，其公开信内容如下：

敬启者：

本公司同人已研究，贵公司昨日刊登于各报广告之内容，对于下列两点尚希贵公司加以详释：

一、本年 10 月 30 日，贵公司宣称按董事局近日之估值标准计算，置地公司之流动资产净值不少于 17.5 亿港元，约合每股股票值港币 28 元，唯昨日之广告却指出置地公司股票每股值港币 51 元，亦即流动资产合计约为 32 亿港元，贵公司可否解释流动资产净值如能于数星期内增加港币 14 亿元是怎么回事？

二、贵公司声言：置地公司将来能给予牛奶公司股东更多之收益及股息（或指与牛奶公司比较而言）。敢问，贵公司此说有何依据？本公司至今仍未发表任何数字以作为贵公司此项声明之根据，而贵公司于 10 月 30 日已发表详细数字可供本公司用作计算之基础。

再者，贵公司并未向牛奶公司股东说明置地之接受换股仍定于 11 月 29 日结束，而牛奶公司股东若因等待本公司董事会进一步通知直至该日期仍未换股者将无任何损失。

此致

香港置地有限公司各董事

除了上述这则广告是由牛奶公司登出的之外，另外两则广告则是由置地公司刊出的，其中的一则广告标榜置地公司的资产值大幅增加；另外的一个广告则是教给牛奶公司股东和牛奶股票执有人怎样去兑换置地公司的股票。为争取牛奶公司股东的支持，置地公司宣

布凡接纳换股者 4 日之内可以收到置地公司的新股，并把原来的接受换股以不少于牛奶公司已发行股份 90% 为基准，或由香港置地公司决定较低的百分率这一附带条件取消。

双方利用报纸广告你来我往，互不相让，想不到这场鹬蚌相争，得利的渔人竟是报社，在这场广告战中报社获利不薄。

11 月 21 日（星期二），置地公司董事长亨利·凯瑟克立即就牛奶公司的质询进行澄清，在有关资产估值标准方面，置地公司表示在 1972 年 10 月 30 日公布的数字，及是置地公司董事会采用保守的估值方法，将该公司的流动资产净值作出估价，已发展的物业，按投资原则估价，而发展中的物业，应该根据当前市场情况适当进行调整，以此来作为估价标准才更合理。

至于 11 月 20 日在报上宣布的置地公司每股净资产值为 51 元，乃是以估价专家特许测量师而公布的该公司地产的公开市值价作出的估值，而且还由另一所独立的估值专业机构证实无误而公布的，这两家公司各自进行估值工作，并没有受对方的左右，因此其估值是可信的。

因此亨利·凯瑟克强调：“在上述报告之中，香港置地公司的地产，是以公开市价作为估价标准，与当初以投资原则作为估价标准，自然不同，所以所得的资产值，也因而不问”。

亨利·凯瑟克就凭“投资原则估价”和“公开市价估价”这两条名词，化解了牛奶公司董事会攻来的这致命的一击。此外，亨利·凯瑟克还顺水推舟，乘势回敬了牛奶公司一招。

12. 门庭若市

亨利·凯瑟克还发表声明说，虽然牛奶公司还没有公布对其公司估值所按的标准，但置地公司认为他们以专业人士进行估价的准则，牛奶公司在进行资产估值时同样也会采用此法。投资人应该了解，一家地产公司能按公开市价对其资产作出公正的估价；但一家贸易机构如果将赖以维持其业务的物业出售，作为发展之用，那么该公司是很难向股东交待的。简单来说，亨利·凯瑟克在声明中认为牛奶公司的物业不能变卖，否则其零售业务便没法继续下去，既然物业难以变卖，用市值“即所谓‘公开市价’”或账面值计价，也没有重大区别，换句话说，牛奶公司公布的资产净值只能维持原数，不能再变更了。

关于牛奶公司在公开信中对股息及利润的质询，亨利·凯瑟克是这样答复的。

香港置地公司在换股建议书中预测可增加未来收益及股息，并对牛奶公司的未来营业展望也作出了估计，在牛奶公司未发表数字前（例如 1973 年盈利预测），那么置地公司日前的估计应当是确实无误的。

亨利·凯瑟克自辩不忘反驳，又还了一招。他指出牛奶公司声明它至今仍未发表任何数字以作为置地公司此项声明的根据，而置地公司于 10 月 30 日发表详细数字可供牛奶公司用作计算的基础。牛奶公司迄今所公布的只是预测 1972 年度盈利（预测数字为 2670 万元港币），并准备派发相当于 80% 以上盈利的股息。那么请牛奶公司股东考虑一下，为什么牛奶公司董事会至今尚未透露来年盈利率？如派发高息牛奶公司怎么能扩展业务呢！

对牛奶公司在公开信中质询最后换股日期的问题，亨利·凯瑟克的答复如下：

正如牛奶公司所指出的，接纳本公司换股建议的最后日期为 11 月 29 日，然而等到最后关头方才采取行动的牛奶公司股东，可能发觉其条件不符合，因而无法以牛奶股票换取置地股票。因此置地公司已尽量设法使牛奶公司股东有机会在截止日期前办理换股手续。

经过以上广告大战也许是置地公司雄辩滔滔，也可能是置地公司的换股建议有吸引力，前景灿烂，反正在双方进行唇枪舌剑之时，接受换股者不乏其人，简直让置地公司接纳不暇。

战情发展至此，胜负依然无法预料，牛奶公司也像置地公司那样，利用广告宣传自己公司过去辉煌的业绩，牛奶公司甚至在报纸上宣称根据本公司以往的成绩以及 1972 年与 1973 年的预测，牛奶公司五年内的增长率远远超过香港置地公司的增长率，牛奶公司并且还投其股东所好，公开表示三天之内让股东了解有关牛奶公司地产发展的内容。

当时牛奶公司董事会深知愿意接受置地公司换股建议的人，肯定是认为地产发展的收益高于零售业务的收益，这样，牛奶公司与其把股权拱手让给他人，让别人发展自己拥有的物业，倒不如自起炉灶，成立地产发展公司，这当然不失为吸引股东的一个方法。

正所谓你有千条妙计，我有应变之招，置地牛奶双方无论用计还是舌战，都是半斤八两各不相让，恐怕连局外人也会被这场收购争夺战所吸引。但是股市不再因这场无结果的收购战而上升，反而由于当时部分小银行收紧银根，加上利率也调高了半厘，使股市笼罩一片阴云，只有这两只“斗法股”依然纹风不动。

13. 重打锣鼓另开张

置地公司与牛奶公司的股价争夺战持续了三个星期仍未分出胜负，11 月 23 日一份中文报纸的记者特地就此事走访牛奶冰厂的“财经顾问”吾得。在采访中，吾得澄清了当时市场上盛传的有关置地公司已持有 51% 牛奶公司股份的谣言，并且表示有很多持大量牛奶公司股票的大股东，特来造访他，坚决表示他们支持牛奶公司拒绝置地公司换股的建议。

不过，置地公司则表示胜券在握，而且置地公司董事长亨利·凯瑟克郑重声明换股成功并不是有意取代周锡年在牛奶公司的地位，而是甘愿做周的副手。他表示换股成功后不准备改变牛奶公司的人事结构，只是利用置地公司的专长，协助牛奶公司在贸易和地产方面有所发展。他还认为牛奶公司过去只懂得卖地，地产发展经验相当不足。这番话似乎显露了亨利·凯瑟克意图并吞牛奶公司的真正目的。最后，亨利·凯瑟克说置地公司纵然不能取得牛奶公司控制权，该公司也不会把手上的牛奶公司的股票在市场上抛售，看来亨利·凯瑟克对牛奶公司确是“情有独钟”。

11 月 22 日（星期三），当日股市开市初表现淡静，午市过后形势突然转佳，这时市场上传言说置地公司可能二送一红股，然后再拆细。牛奶公司方面则盛传有大机构加入其中辅助发展地产，于是这两只股票立即被抢高，收市时达到高潮。

随后牛奶公司宣布 11 月 24 日下午 2 时在利圆酒家召开记者招待会，宣布重大发展计划，这消息立即刺激牛奶股票股价上升，最高升到 240 元；置地公司股票价格也随之上升，带动了整个大市看好。

当天各大中文报纸除了刊出置地公司全版有关饮食业的广告外，竟出现一幅罕见的

“华懋置业有限公司”的全版广告，你知道和牛奶公司合作发展地产的公司是那家？就是华懋置业有限公司！

牛奶公司在该记者招待会中宣布与香港权威地产集团华懋置业公司已达成合作发展地产的协议，新公司已经组成并定名为“牛奶地产有限公司”新公司股票的25%将分送给牛奶公司股东，并在香港各证券交易所挂牌上市。

华懋公司将以港币1.24亿港元换得新公司24.9%的股份，这笔款项包括华懋公司现有地产收益的港币840万元及现金港币4000万元。而牛奶公司则以东区下亚厘毕道和荃湾的地皮换取新公司75.1%的股份，而且免费派发给股东的新股也在此拨出。假设免费派赠的25%新公司股票价值与华懋公司所持的“牛奶地产”股票价值相同，这就是说“牛奶地产”股票每股价值约17元。

牛奶公司董事会表示，牛奶地产股票分送给牛奶公司股东之后，牛奶公司股票的资产价值及盈利收益因而增高，这就是牛奶公司董事会拒绝与置地公司换股的理由。牛奶公司在11月25日的全版广告中，踌躇满志地表示：“此项对牛奶公司极为有利的发展地产协议是项亿万港元的交易，不能在一夜之间达成。对牛奶公司发表声明重要性理解不深不透的极少数股东，不幸已接受香港置地公司的换股建议，现在他们将失去享有上述利益的好机会”。广告中还以套红大字印上：“接受香港置地公司换股建议，即失去免费领取牛奶地产有限公司股票的权利。敬请，阁下切勿采取同样的错误行动”。

一般来说，香港广告不准有直接性比较广告出现，例如，百事可乐不能在广告中指名道姓说可口可乐比自己差，牛奶公司的这则广告是否有值得商榷之处？人们对此表示怀疑。

14. 各有千秋

对于牛奶公司成立牛奶地产有限公司一事，置地有限公司董事长亨利·凯瑟克认为此举不会成功，因为置地公司的换股工作进行得十分顺利，他们已收购了许多牛奶公司股票，他认为换股一定会成功，而他们也设法阻止牛奶公司与华懋公司的合作。但凯瑟克始终不肯透露持有牛奶股票的实际数量，只是表示决不会把换股的最后期限延长。

关于牛奶地产公司，凯瑟克用否定的语气指出：“对于这家刚成立的新公司，我们认为毫不足虑，它是不会成功的。因为华懋公司对于发展牛奶公司现在所掌握的地皮毫无经验，这家公司以往只是在葵涌、九龙以及新界其他一些地方发展房地产。牛奶公司这次可以说是找错了对象，无形中也是把这些地皮浪费了。这种做法对牛奶公司本身毫无利益，甚至有损。故此，我们深信这次牛奶公司董事会的交易一定不会成功。事实上，作为牛奶公司大股东的置地公司也会阻止这项交易，因为我们接纳转让的股份已经足够能将此事加以否定”。

凯瑟克甚至认为，牛奶公司与华懋公司的合作是一种不负责任的行为，他接着宣布将在11月27日（星期一）公布有关送股细则。

虽然牛奶公司公布了重大的发展计划，但牛奶公司股票当日并没有停牌，这也许是因为当时股市上没有停牌的做法。事实上，当天牛奶公司宣布成立牛奶地产公司之后，牛奶股非但没有上升，反而从开市的238元到收市时跌到226元，难怪亨利·凯瑟克认为这是

投资人士对牛奶公司的地产发展计划缺乏信心的表现。

市场分析家认为牛奶公司此举无疑已是“意气之争”，他们指出假如牛奶公司要发展地产，为什么不与地产界享有盛名的置地公司合作？牛奶公司未免为了反收购而反收购了。

置地公司刚开始时只是提出对牛奶公司进行善意的收购，孰不料事件竟发展到恶性争夺，这是大家意料不及的，虽然距离置地截止收购的最后期限仅有四天，但双方还是迭出新招，使人目不暇接。

置牛大战之初，市面上曾一度盛传和记洋行以及会德丰集团有意插手这场换股之战，不过，在牛奶公司宣布成立地产公司的记者会上，列席的祈德尊爵士却解释说，和记洋行百分之一百支持牛奶公司拒绝换股的行动，而无意插手此项纠纷之中，以免产生误会以及引起不必要的麻烦。看来英资财团在香港的商业竞争中，是尽量避竞“自己人打自己人的”。

置地公司连续性的宣传广告仍然毫不放松，一个紧接一个而来，继“今后三年大发展，谁人能与共比肩？”的广告之后，又有“扩大发展饮食业，何以置地也成功？”以及“超级市场欠地点，虽是神仙难发展”等广告词纷纷出现在报纸上，每一个广告都是那样的精彩，为这场收购战更添风采。

可以看出，置地公司对牛奶公司每一招都不怠慢，11月27日马上发出致牛奶公司股东的公开信。就牛奶公司成立地产公司一事施以还击，呼吁更多的牛奶公司小股东参与置地公司的行列，为维护股东本身利益，置地公司将在最短时间内，采取适当行动。不用说，这个“适当行动”当然是希望以自己手上所持的牛奶公司的股票，投票反对牛奶公司分拆“牛奶地产”上市了。

牛奶公司和华懋公司对此事也加强宣传以增强股东信心，华懋公司继续刊出全版广告，介绍该公司曾发展过的大厦物业。“自资、购地、发展、兴建、经售”，就是华懋公司广告中的标语。

至于牛奶公司的广告更是佳作纷呈，与置地公司相比可以说是互相辉映，各有千秋。

15. 口角仍频

牛奶公司在11月27日所刊出的广告用语堪称“神来之笔”的绝妙佳作，这一段“敬请全体股东注意”的广告，首段文字为“婚前情侣口角仍频，婚后怎能有美满的家庭生活？经营商业与家庭生活的同一座右铭：“家和万事兴”。这几句话实在妙不可言，完全道出了牛奶公司董事会的心声，置地公司的“逼婚纵然成功，日后双方也难以合作，无幸福可言”。为使读者能更深刻地体味牛奶公司的心境，现将其广告佳作的全文摘录如下：

“因此，牛奶公司与华懋置业有限公司忠诚合作发展地产，前途非常乐观。倘香港置地公司换股不成，华懋置业有限公司的专门人才，以及1.24亿港元之物业和现金将加入牛奶公司集团内协力坚持牛奶公司独立自强。

“香港置地公司之换股建议，其性质迥然不同。一方面，撇开董事局及管理当局直接向牛奶公司股东建议换股；另一方面，又谓需要牛奶公司董事局及管理当局继续主持业

务。香港置地公司似未重视其所称牛奶公司盈利之‘实质’，或者，香港置地公司欲以贱价收购牛奶公司的资产。

“本公司董事局对香港置地公司毫无成见，事实上置地公司之业务良好‘在五年内之成绩几乎可以与牛奶媲美’。因此，本公司认为：业务兴隆端赖于忠诚合作，口角争执决非生财之道。”

刚开始牛奶公司的广告“诱之以利”，采取拆细、送红股、分拆上市等等措施，希望借此挽回小股东的离心。但这一次牛奶公司的广告却“动之以情”，明确宣称勉强的事。双方日后必无法携手合作，希望小股东不要只贪图当前的利益得失，还要顾及以后牛奶公司的长远经营问题。

16. 再出绝招

虽然距离最后换股期限仅有两天，但这场收购战情非但没有缓和下来的迹象，反而更加白热化。置地公司再出“绝招”，宣布大派红股！而且派红股的比例也异常惊人。当时，市面一直传言置地公司派红股的比例是二送一红股，现在置地公司公布的派送比例竟是一股送五股，这对许多牛奶公司股东来说真如诱人的一条大肥鱼。

按照这种送股比例，也就是说，牛奶公司股东每股牛奶股票可以换到十二股置地股票。一般股民的心态，就是认为手上股票愈变愈多，对自己就愈加有利，所以为什么每逢拆细、送红股、股价必定上升，就是这个道理。所以，置地公司的送股消息公布之后，牛奶公司股东都排长队接受换股，牛奶公司形势更加恶劣了。

不过，股市不但没有因受到这个消息的刺激而上升，反而下跌了。置地股票在派红股消息公布后曾一度扳升到每股132元，但只是昙花一现，随之股价迅速向下滑落，当日收市价为107元，较上日跌了8元。至于牛奶股票股价同样下跌，全日下跌了16元，以210元收市。

理论上，这种利好的消息应该刺激大市繁荣，市道反其道而行之的原因是人们对置地公司的送股方案表示怀疑，只因置地公司只宣布送股，并没有保证派息，投资者担心送股后每股派息减至二角，那么所谓的送股只是玩了个数字游戏，投资者并没有实际得益，有关这一点，置地当局始终三缄其口，不肯作出解释或保证。

此外，当时市场有造谈者制造谣言，说某大机构将大量抛售置地公司股票，人们也担心换股战告一段落之后市道回落，于是争相出售置地股票，使大市不升反而下跌。

牛奶公司面对置地公司的新绝招似乎再想不出应对之策，只有继续以广告作出最后的努力，呼吁各大小股东：“悬崖勒马”，所以战情发展到最后一天，依然刺激紧张，充满爆炸味。

17. 最后一天

11月28日（星期二）。牛奶冰厂在各大报纸刊出全版广告，这是牛奶公司在这次收购战中最后的一个广告，广告这样写道：

“牛奶公司虽然拥有庞大的地产，但本质上是一家食品贸易公司，其贸易是由一批专门人员主理，彼得之工作过去已有良好成绩，且已订立在西太平洋区的进一步发展计划。牛奶公司董事局深信此批专门管理人员主持一家独立的公司，所获成就定必胜过主持一家

附属于地产公司的贸易公司；特别是附属于不谋合作但求取得绝对控制权的置地公司。

“牛奶公司对置地公司经营地产的能力。毫无疑问。事实上，置地公司若正式与牛奶公司商讨联合发展地产，牛奶公司当然慎重考虑其建议。牛奶公司宁愿与华懋置业有限公司协议合作，是基于下列理由——

- 牛奶公司单独管理经营其食品贸易。

- 华懋置业有限公司只占有牛奶公司拨交牛奶地产公司物业的 24.9% 即谓牛奶公司对拨出的地产仍然保有控制权。

- 牛奶公司并非出卖其物业。华懋公司是以 1.24 亿港元的物业及现金注入牛奶公司资产之内，实际上增高了资产总值。因此，牛奶公司能够赠送给牛奶公司股东每股约值港币 17 元的新公司股票，不必减低利润及资产价值。

广告最后还计算出 1973 年度置地公司的市价以及盈利收益比率为 65 倍，而牛奶公司的市价盈利收益比率则在 40 至 44 倍之间，因此牛奶公司董事会认为置地公司提出与牛奶公司的换股票建议不合理，置地公司的市价已超出其实际价值，所以置地公司是耍了花招。广告中最后一句话说：“牛奶公司董事会仍然深信牛奶公司股票每股价值远超过置地公司股票两股加起来的价值”，这是牛奶公司董事会誓死捍卫控股权的最根本原因。

牛奶公司在收购战最后一天仍然积极反抗，大有战到最后最后一兵一卒的味道，无论捍卫战成功与否，这种精神是令人钦敬的。

11 月 29 日（星期三），虽然时节已踏入冬季，但天气仍然很暖和，当日天空云彩密布间或有阳光洒落，这天气就象牛奶公司董事会诸君的心情一般忐忑不安。当天报纸已经作出报道：置地公司成功收购牛奶公司！置地公司根据截止 11 月 28 日之前接受换股的数字统计，已持有 51% 以上的牛奶公司股票，取得了控制性股份，一场惊天动地的经典收购战已届进入尾声！当日股市并没有因此而回软，人心普遍回稳，全日恒生指数反而上升 23.62，以 631 点收市。

18. 十四年后上市

11 月 30 日，置地公司立刻刊出全版广告，这则广告上联是“牛奶公司股东公鉴”，下联则是“香港置地公司鞠躬”，广告中有副对联，对联上写着：

置地公司招朋立己立人延寰层楼增异彩。

牛奶冰厂携手同心同力芬馨丰席享嘉名。

看这幅对联的意思应该是祝贺自己收购成功，但对联却又“赠于”牛奶公司股东，不知道究竟是“炫耀”，还是“同贺”了？

另外，置地公司正式宣布截止 29 日止，共拥有 80% 牛奶公司股份，此次收购计划大获全胜。置地公司还宣布，将接纳换股建议的最后期限延至 12 月 15 日下午 3 时止。

11 月 29 日晚上 6 时，置地公司就此事召开记者招待会，当时列席者除董事长凯瑟克之外，还有置地公司其他董事如利铭泽、简悦强、罗文惠以及金融界报界人士等达数百人，场面极为隆重。关于牛奶公司的前途问题，凯瑟克表示牛奶的原有名称和经营方式维持不变，牛奶公司将“独立自强”。

虽然置地公司主要是垂涎牛奶公司的大量土地，但也颇有诚意继续维持牛奶公司的零

售业务，亨利·凯瑟克于成功收购牛奶公司之后，履行最初许下的承诺，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。这是一般企业收购中较少的，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，遂与祈得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的特别股东大会商议分拆“牛奶地产”上市一事也因此要无限期推后，最后此事胎死腹中。

1972年12月15日下午3时止，置地公司总共收到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。

整个收购战历时共一个月，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，战情灿烂的程度也可说是空前绝后的。

事隔14年，置地公司决定把牛奶集团独立，于是将之分拆上市，把牛奶股份按账面资产值售于置地股东，每持有两股普通股或优先股可配一股牛奶股，每股认购价为86元，牛奶股票于1986年12月3日恢复上市买卖。于是，牛奶公司又一次成为一家上市公司，只可惜公司已是“桃花依旧，人面全非”了。

九、固若金汤——强硬的面包车

收购开始于1981年7月17日

收购结束于1981年8月24日

收购者：百利保（罗旭瑞）

被收购者：中巴（颜成坤家族）

如果把股市比作战场，相信是最适合不过了，因为市场经常会爆发不同形式的“金钱战争”，“中巴保卫战”便是其中一例。

颜成坤家族的中巴公司被收购发生在1981年，这也是香港股市上一次有名的战役。在该次收购战期间，战情错综复杂，而且对香港证监条例守则也作出了挑战，整个过程可以说是高潮迭起，精彩绝伦，值得大家重温事件的经过。

当中巴公司知道被收购之后，大股东颜氏家族使用尽种种办法，或动之以情、或诱之以利，为保江山不被吞噬。

在介绍这场收购战之前，先让我们看看中巴公司的一些历史背景。

1. 水之源头

中巴公司全名为（中华汽车有限公司），创立于1933年，许多人都知道始创者为颜成坤，其实该公司还有另一位创始人——黄旺财先生（已故），两家有姻亲关系，但后来

由于一些缘由，黄家不断出售中巴股份，大股东就落在了颜氏家族的手中。

颜成坤年青时是个抬轿员，拥有大量坐轿，在香港岛半山区租轿给轿夫接送富有人家出入，赚到了第一笔资金。至于黄旺财先生则是经营船务运输生意，来往香港以及广东沿海一带。两人的背景均是经营运输业务，所以经营中华汽车有限公司可以说是顺理成章的事。

许多人都以为中巴公司主要在香港岛区内经营，其实这是后来的事。中华汽车有限公司创立初期，是在九龙市区及红磡一带经营，后来香港政府把香港岛以及九龙两地的交通服务分隔开来。早年香港岛区的发展比九龙快，于是中华汽车有限公司便选择了在香港岛发展。

颜氏家族保守的作风一直为人们所议论，但中巴公司早年买下的厂房，随着香港地价不断上涨而获益颇厚，因此使中巴公司每股的资产净值大大高于其市价。在这种情形下，便惹来了第三者的垂涎。

1981年中巴公司被第三者收购就是在这种情形下发生的。

2. 局部收购

1981年7月17日，是该次股市牛市的尽头，然而大家都知道熊市初期市场依然毫无迹象，投资者仍继续热衷于股票的投资。就在这段时间，市场上突然盛传中华巴士分公司可能会被收购的消息，使中巴股股价在7月份从29元辗转升到34元，当时消息传的有鼻子有眼，甚至连收购价都定出来了——每股35元，而收购者则是百利保公司。此消息搞的股市上人心慌慌。

7月22日（星期三），香港股市在银行宣布加息1厘之后开始下跌，不过中巴公司的股分则在收购传言的支持下仍然持续上升。那天天气炎热、烈日当空，不少人都飞往外地避暑。不过，在德道中远东发展大厦20楼百利保投资有限公司的会议室里，一个高度机密的高层会议正在进行，一群投资界精英包括百利保的董事总经理罗旭瑞，副董事总经理罗嘉瑞、公司医生韦理、前香港上海汇丰银行董事牟诗礼等正在计划策动一次收购战。

由于市面上对此已经有所传闻，于是不少记者打电话给百利保投资有限公司要求给予证实，但都未得到肯定的答复。

当天晚上7时，百利保投资有限公司高层会议结束后，随即向公众发表了收购中巴公司的建议，建议宣称：百利保投资有限公司通过全资附属公司阿瑟龙有限公司，以每股现金35元的价格，收购1350万股中巴公司正发行的面值2元的股份，约占中巴公司已发行股份的36.5%，需用资金约4.72亿多港元。此外，百利保投资有限公司还宣布已持有7561635股中巴股份，约占中巴公司股份的20%左右。

一般来说，收购者都是提出全面性的收购，但这一次百利保投资有限公司提出收购中巴公司56%的股份，开创了“局部收购”的先河。

为什么百利保公司会提出“局部收购”？而不向全体小股东提出全面收购？原来根据香港公共巴士服务条例规定，公共运输行业必须维持一家公众上市公司，才能取得专利权，因此百利保公司只希望收购到足够取得中巴控制权的股数，而不提出全面收购。

百利保投资有限公司宣布收购中巴公司之后，中巴公司董事及副监理颜杰强大为惊

讶，于是立即通过一家财经报刊借取百利保公司的收购建议的影印副本，连夜赶往其在中环的财务顾问宝源投资公司开会商讨对策。这个紧急会议一直到晚上 11 点左右才结束。

当时颜氏家族占有中巴公司股份超过 35%，而百利保投资有限公司只有 20.4%，按占有股份数量百利保公司不如颜氏家族，但由于这次只是“局部收购”，只需街外小股东同意，颜氏大股东的地位便摇摇欲坠了。

3. 有备无患

代替百利保公司进行收购战的阿瑟龙有限公司，在这次收购爆发前三个月方才成立，公司的董事长是香港著名的公司医生韦理，这个公司的董事会成员还包括牟诗礼、罗旭瑞、罗嘉瑞以及副董事长吕高华等等。

由此可见，百利保公司这次的收购行动是“有备而战”，并非是狙击手，而百利保公司董事总经理罗旭瑞也表示阿瑟龙公司邀请韦理和牟诗礼出任董事，是想借助他们重组公司的专才。言下之意，是想在成功收购中巴公司之后，把中巴公司的经营作风进行改革；罗嘉瑞当时也明确表示即使收购失败，百利保公司也不会抛售中巴股份来套现。

其实，百利保公司部署这次收购行动，早在 1981 年初时就悄无声息地开始了，可以说是处心积虑。1981 年 2 月 24 日百利保公司从富豪酒店方面购入 2522190 股中巴股份，然后又从鹰君方面买入 664060 股中巴股份，从罗旭瑞处买入 116250 股中巴股份，还从罗嘉瑞处买入 747500 万股中巴股份，每股的交易价为 22 元。此外，百利保公司在 1 月 25 日至 6 月 10 日这段时间，还在市场上吸入了 198145 股中巴股份。然而，促使百利保公司提出收购中巴公司的最主要原因，是黄耀南（黄旺财之子）家族同意出售手上所持有的中巴股份，从而使百利保公司有可乘之机。

1981 年 6 月 11 日，百利保公司向黄耀南家族购入 3088090 股中巴股份，每股作价约 30 元左右。到此为止，百利保公司共拥有中巴公司的股份约 20% 左右，共动用了 1.7 亿多港元的资金，于是百利保投资有限公司便从暗中吸纳中巴股份转而成为公开收购。

百利保投资有限公司主要经营地产投资生意，忽然接触公共运输业，自然令人联想起该公司收购中巴公司的真正目的是觊觎中巴公司大量优质可供发展的廉价土地，这将会给其成功收购增添困难。因此，百利保公司在这方面也大下工夫，首先百利保公司不断吸入中巴股份，成为中巴公司最大的小股东，期间再不断向中巴公司董事会提出改善中巴公司管理与效率的建议，可惜以上建议均未被中巴公司接受，而百利保公司也曾与政府高层官员作过多次接触，香港政府方面表示对中巴公司控制权易手并没有任何异议，于是百利保投资有限公司在取得收购及合并委员会的批准后，便马上掀起了这场收购战。

第 2 天（7 月 23 日），由于这涉及到中巴公司重大股权转让，因此中巴公司董事会申请将该股停牌一天。当天下午 4 时，阿瑟龙在富丽华酒店就这宗收购事件召开记者招待会，对外界阐明这次收购的动机与目的。

4. 以不变应万变

与此同时，中巴公司也就此事作出应对之策。该公司董事会成员在颜氏家族坚尼地道的住宅里与宝源投资公司的财务顾问举行了紧急会议，会后颜杰强在北角的中巴公司总写字楼三楼向新闻界公布该次董事会决议。这次董事会会议通过三项议案，分别为：

(1) 接受原董事黄耀南以及黄仁的辞职报告,即时生效;

(2) 正式委任宝源投资有限公司为中华汽车有限公司的财务顾问。会后颜成坤与颜亨利立即成立一个特别小组,以便就此次收购行动对股东发表意见;

(3) 中巴公司董事会指出阿瑟龙公司的收购建议绝对不受欢迎,也不能充分反映中巴集团的真正价值,且不符合中巴公司股东及公众的利益,更不切合实际。

虽然中巴公司方面不欢迎百利保公司的收购,但他们却又没有提出反收购,这就是说中华汽车有限公司在采取以“不变应万变”的态度注视着事态的发展。看来颜氏家族是想看看街外小股东究竟有多少人是自己永远的忠实朋友,能够长期持有中巴股份,忍受中巴公司董事会不思进取的保守经营作风而对百利保公司的收购无动于衷。另一方面,中巴公司不采取行动也可能是因为颜氏家族准备在市场上争购更多的中巴股份,因此不提出反收购价。

百利保公司的收购建议虽然获得证监处同意,但证监处仍就此事开会讨论研究。

7月24日(星期五),中巴股票复牌买卖,不知道是因为股市已开始处于跌势,还是投资者对“局部收购”不明白,所以复牌后交投并不见活跃,开市时中巴股为34.5元,最高上升到35.5元,收市价则为34.75元,四会成交总额为335560股。当天百利保公司和中巴公司发表的文件中均显示出该日颜氏家族确实会在市场上以每股35元以上的价格,购入15万股中巴股票。

碰巧当时城市设计委员会发表北角分区计划大纲修订草拟图则,中巴公司刚好位于北角英皇道内地段5532及7178号的露天停车厂,而按照该计划大纲修订草拟图则,中巴公司所占用的露天停车场及车房办事处的地皮可从“工业用地”改为“综合重建区”。这两块地面积共达30500平方米,经修订后的价值自然大为提高,因此中巴公司方面的颜杰强批评百利保投资有限公司所提出的收购价是非常不合理的。

中巴公司董事会还发表声明宣称已经委托仲量行对中巴物业资产进行重估,还一再呼吁各小股东不要接受百利保公司的收购建议,中巴公司认为这场收购并不是为公众利益着想,收购所提出的要点也不符合经济原则。

百利保方面则反驳道:按35元的收购价收购中巴股份是根据中巴公司的物业估值,以及前景分析之后才小心制定的,而把城市设计委员会批准更改中巴北角车厂用地也预计在內了,罗旭瑞甚至认为收购价格略为偏高。

7月28日中巴公司董事会发表最新的物业估值报告,竟计算出中巴公司物业的资产净值高达15.7亿多港元,即中巴股平均每股股价为42.5元。

5. 双方再度舌战

自从中巴公司董事会发表其最新的物业估值报告后,中巴公司与百利保公司双方就中巴股份每股的资产净值又展开舌战。罗旭瑞表示中巴公司董事会的估值报告是“不切实际”的,并有取巧之嫌,因为该报告中假设那些物业不再作为中巴公司的厂房,属于待实现的利益,而阿瑟龙公司所提出的是实质利益,显示出其出价十分合理。此外,百利保公司还驳斥中巴公司所提出的三项指责,建议中巴小股东接受每股35元的现金收购。

第二天中巴公司的颜杰强马上对百利保公司罗旭瑞的批评作出回答,另外更正了估值

的数字，更正后中巴公司每股的资产净值不是减少，反而进一步增加到 42.86 元！

另外，中巴方面还找到摩托车业职工总会香港巴士分会为其摇旗呐喊，该摩托车业职工总会香港巴士分会则表示支持中巴公司原有的董事会，并对公司的遭遇寄以同情。看来颜氏家族还想利用舆论的力量捍卫自己的半壁江山。

颜氏家族除了“动之以情”以外，还想出了另一方法，就是“诱之以利”，7月31日中巴公司董事会曾在致股东函件中提前宣布中巴公司派发末期息每股 0.35 元，从而使该年度全年派息额达每股 0.45 元，比 1980 年全年股息每股 0.29 元增长 55%！在股息大幅增长之后，中巴公司股东是怎样地“艰苦”，求生存的。如果不是爆发这场股权保卫战，也许中巴公司小股东的派息待遇还需要再争取。

为了赢取小股东的支持，中巴公司董事会还表示日后将每年度溢利的 50% 拨作股息派给中巴公司股东。在这份股东函件中，中巴公司董事会还透露了有关方面的持股量，宣称各董事及其合伙人已持有 1400 余万股中巴股份，占中巴公司已发行股份的 39.4%。

百利保公司方面则说他们对收购仍然大有信心，而且承认已经和持有相当中巴公司股份的投资者进行了洽商。所以中巴公司虽然控有近 40% 的股权，大股东的位子是否能坐稳？这还是一个未知数。

说到“持有相当中巴股份”的投资者，当时廖创兴家族中一名成员廖列武约持有 5% 至 10% 的中巴股份，他的所作所为也引起当时市场的关注。

中巴公司方面曾指责阿瑟龙公司对在香港经营巴士业务方面毫无经验，8月1日周六下午，阿瑟龙公司董事长竟然亲自启程飞往澳洲，与英国一家公共运输管理顾问公司“联合海外运输公司”的负责人会晤，准备在成功收购之后，由该公司协助管理中巴公司业务。

6. 半路杀出“程咬金”

百利保公司和颜氏家族在中巴股权方面互相舌战，争持不下持续了将近一个星期。8月4日事情出现了突破性的进展，新昌地产公司从半路中杀了进来，仗义帮助颜氏家族，与他们合作组建了一家名为斯诺斯派克的新公司，并提出要以每股 38.5 元的价钱，收购中巴公司股份 260 万股，约占中巴公司已发行股份的 7%，这也是另一项“局部收购”的行动。

当时斯诺派克公司在收购建议文件中披露，颜氏家族实际上持有中巴公司 1163 万余股，(约占中巴公司已发行股份的 31.4%)，而其中一名董事黄炽光则持有 10.9 万多股(约占中巴股份的 0.3%)中巴公司合伙人则共持有 419 万多股(约占 11.3%)，换句话说来说，颜氏家族方面已经控有 43% 的中巴股权，所以斯诺派克公司只需要购入 7% 的股权，就可以保住中巴公司的江山了。

颜氏家族所持的中巴股份比市场的估计要多，是因为颜氏家族在中巴公司宣布被收购之后，曾在市场上以高于 35 元的价格买入了 15 万股的中巴股份。其实，在 1981 年 3 月以前，颜氏家族所持的中巴股份只有 28% 左右；换句话说来说，在 1981 年上半年，颜氏家族已开始提防被人收购的危险而开始增购中巴股份了。只是按照香港股市的有关规定当时大股东的持股量以及市场买卖情形不必公布出来，所以这种做法不为人所知。

由于涉及到反收购，中巴股票于是又停牌一天，而这个收购行动也转而成为阿瑟龙公司和斯诺斯派克公司之间的争夺战了。

新昌地产公司愿意协助颜家，将来在中巴公司物业发展方面，新昌地产公司自然占有优势。不过斯诺斯派克公司所提及的反收购建议是否能照顾到中巴公司所有小股东的利益？而且颜氏在提出收购建议之后，仍在市场上吸收中巴股份，是否违反收购合并条例？这些均引起收购及合并委员会的关注，该委员会并且多次召开会议，接见收购双方的代表。

7. 反戈一击

阿瑟龙公司的财务顾问获多利公司向收购及合并委员会作出投诉，投诉的主要内容是：

- (1) 斯诺斯派克公司只接纳收购 7% 的中巴股份，不能真正照顾少数股东权益；
- (2) 新昌地产公司触犯了收购及合并守则中“一致行动”的规定；
- (3) 英国方面规定任何团体提出“局部收购”建议之后，有关双方均不准在市场吸收被收购的股份，但颜氏家族却在阿瑟龙公司提出收购建议之后在市场上继续买入中巴股份，这样做有违守则精神。

可是这个投诉并没有被收购及合并委员会接受，该委员会没有对斯诺斯派克公司采取任何行动。

面对颜氏家族的保卫战，百利保公司不但没有知难而退，反而愈战愈勇。8月5日（星期三），百利保公司与获多利公司在上午举行了紧急会议急谋对策，傍晚便立即宣布反“反收购”，把原本每股现金 35 元收购的 1550 万股中巴股份价格提高到每股收购价 41 元，并声明这是与斯诺斯派克公司看齐，百利保公司有权在市场买卖中巴股份或采取其他方法买卖中巴股份。

直到这时中巴股权之争似乎渐渐发展到意气之争，双方均利用当时监管条例不足之处挑战对方，而收购及合并委员会则受到收购双方的抨击，可谓吃力不讨好。该委员会主席麦恩就表示香港毋须以英国的收购合并守则作为准绳，由于指引不明朗，因此使当时的这场争夺战愈趋复杂。

就在战事进行得如火如荼之际，收购及合并委员会根据香港收购及合并守则第三十条的规定，公布了中巴股份的交易情形，原来当阿瑟龙公司提出收购后的第 7 天，百利保公司一方曾在市场出售了 398000 股的中巴股票。

记得收购之初，百利保公司曾明确宣布即使收购失败也不会售出中巴股份，但现在却在市场上抛出，此举实在让人费解。中巴公司发言人解释说，百利保公司出售这批股票主要是试探中巴公司方面的反应，他们相信有大部分已流入颜氏家族或新昌地产手上。不过，市场上有部分人士则认为百利保公司的这个做法可能是想把中巴股价压低到 35 元以下，以增强当时的收购价的吸引力。

8. 会议无结果中巴不复牌

由于证监处以及收购及合并委员会在这次收购战中的处理手法引起各方不满，因此收购及合并委员会继续就“中巴收购战”一事举行会议讨论，并邀请中巴公司董事会和百

利保公司双方的财务顾问出席，而且收购及合并委员会也就这件事举行内部会议。不断的会议接会议竟然持续了差不多一个星期，而中巴股票由于收购及合并委员会的会议没有具体结果而迟迟不能复牌，于是这种情形又使市场人士十分不满，香港证券交易所主席莫应基就此事批评证监处做法，认为有关方面处事不当，剥夺了其他股东出售中巴股份的权力。

就在收购及合并委员会不断开会商讨期间，百利保公司方面仍然在为这次收购尽最大和最后的努力。8月11日（星期二），中巴公司董事颜杰强致电英国联合海外运输公司总部，查询该公司是否有兴趣与阿瑟龙公司合作，参与收购中巴公司的行动。

说到“联合海外运输公司”，我们给读者介绍一下该公司的一些历史背景，以及与香港两家巴士公司的渊源关系。

联合海外运输公司主要是向客户提供公共交通方面的管理服务，其业务并不仅仅局限在英国，还远至中南美洲，非洲，印度以及亚洲太平洋等地，该公司均可以为当地提供交通服务。

1973年间，香港交通咨询委员会认为香港的两家巴士公司业务经营素质差，于是向香港政府建议由英国联合海外运输公司及香港两个英资财团来接办两家公司，否则在1975年两家公司专利权合约期满之后，香港政府就中止与两家巴士公司续约。当时联合海外运输公司曾派要员来香港，与两家巴士公司的负责人接触，并提出以换股或买入形式，换取九巴公司45%的股份和中巴公司30%的股权，通过这种形式参与香港的巴士经营业务。然而，两家巴士公司对这个建议表示强烈的不满，坚决反对与外国财团合作，抱着“宁为玉碎，不作瓦全”的态度拼命抗争，使联合海外运输公司的美梦落空，于是联合海外运输公司就知难而退了。

阿瑟龙公司邀请联合海外运输公司提供巴士管理服务，以事实驳斥了先前颜氏家族提出的阿瑟龙公司“没有巴士管理经验”的指责，同时，阿瑟龙公司邀请联合海外运输公司在收购成功后参与管理的建议也加强了阿瑟龙公司的收购力量。

阿瑟龙公司与斯诺斯派克公司就中巴公司的股权收购争持不下，而收购及合并委员会也没法就这件事作出合理和公平的仲裁，于是这场收购战陷入僵局。

9. 最后仲裁

8月13日（星期四），事件终于出现突破性的发展，证监处和收购及合并委员会主席麦恩于当日下午2时30分举行记者招待会，宣布该委员会连日来会议的结果。他表示，这是香港首宗“局部收购”事件，因此这场“游戏”对各方面来说都是很新鲜的，而有关方面均须对其中的“误会”负责任。

麦恩主席同意“局部收购”本质上是十分不公平的，原因是双方原来的持股量已不相同，又不向其他股东提出全面收购，这是不公平的。经过这次经验之后，收购及合并委员会将不会再批准类似的“局部收购”建议。

至于该委员会经过马拉松的会议之后，采取的解决方法是：保留双方可继续在市场上自由购买或通过其他途径购买中巴股份的权利。不过斯诺斯派克公司则必须根据收购建议，按比例收购最少160万股的中巴股份，而买入价则应该是收购结束前6个月，该公司

曾购入中巴股份的最高价。

另外，有关颜氏家族和新昌地产公司是否涉及有关违反“一致行动”？麦恩称经过仔细调查之后，证实有关方面并没有违反这项守则。

收购及合并委员会的公布发表后，阿瑟龙公司董事长立即作出反应，对有关的裁决极为不满，猛烈抨击收购及合并委员会对这件事处理不当。

韦理指责收购及合并委员会准许斯诺斯派克公司在市场吸收中巴股份，将会打击阿瑟龙公司的收购，也会妨碍股东在两项收购建议中的取舍；而且当问题发生后，没有采取适当的措施保障所有股东能够享有公平待遇。

可惜，事件发展到这种地步已难以挽救，收购及合并委员会的决定使百利保公司的收购没有机会成功。第二天8月14日中巴公司股票经过9天停牌后再度恢复买卖，股价从停牌前的34.75元一直跌到28元才有成交。不过，当天香港股市的第一宗交易价则是41元，成交数量为493208股，而四会当天上午成交的中巴股数共778978股，占中巴公司已发行股数的2.1%。

上午收市后，证监处知道斯诺斯派克公司以每股41元买入中巴股份，于是要求中巴股票再一次停牌，斯诺斯派克公司应该把收购价提高。颜氏家族便依照收购及合并条例打算以每股41元的价格购入中巴股份160万股；至此，颜氏已稳操胜券，“中巴保卫战”也告一段落。

8月24日，百利保公司通过获多利公司公布，由于接纳阿瑟龙公司收购建议的中巴股份不足，收购正式宣布失败。

这一场股权争夺战从1981年7月22日开始，直到8月24日结束，历时达33天。百利保公司虽然失败，但在这一战役中大约可获得三千万港元的收入，利润算是不俗。颜氏家族及其合伙人为了保住控制权，最后共持有52.1%的中巴股份，部分的买入价高达41元，付出的代价也是不小，尤其是后来遭遇股市大跌，中巴股价更是跌到5.5元的价位，颜氏家族为保江山，当时其账面上损失也不薄！

至于新昌地产公司，当年仗义助颜氏一臂之力保住了江山，但今天中巴公司发展北角旧厂地皮，新昌地产公司竟未能占益，是中巴公司不念“旧情”？还是新昌公司“施恩不望报”？这不是局外人能够搞清楚的了。

十、梅开二度——港灯两度易手

第一次易手于1982年4月26日

收购者：置地（纽璧坚）

第二次易手于1985年1月22日

收购者：和黄（李嘉诚）

香港上市的各公共事业机构的股票中，经常出现收购传闻的股票首推中华巴士股，中巴股在香港股市第一次爆发大型收购战时，关于中华汽车有限公司要被收购的谣言便会死灰复燃，让人想入非非，可是至今颜氏家族仍然紧握中华汽车有限公司的控制权，无人能

动摇其大股东的地位。至于另一个公用股——香港电灯有限公司，其主要控股权在 80 年代初期两次出现变动，也是当年另一支经常流传收购消息的公用股份。

1. 第一次易手

香港电灯有限公司在 80 年代初期，股权出现过两次重大变动。第一次是由置地公司购得，成为“英资股”。香港电灯有限公司的股权两次易手，曾一度在香港广为流传。

80 年代初期，怡和系的公司由纽璧坚执掌大权，当时怡和公司对于香港极具信心，在当时股市和地产市道不景气的情况下大举投资香港。例如在 1981 年 12 月，置地有限公司以 9 亿港元的代价收购了 34% 的电话股权，第二年 2 月又以 47 亿港元的创纪录价格夺得中区地王，香港电灯有限公司的控制性股权也是在当年买入的。碰巧，这时中国和英国就香港的前途问题进行谈判，结果置地公司被迫出售其非核心业务，而李嘉诚的和黄公司就是在这种时候接过了香港电灯有限公司的股权。

香港电灯有限公司这两次只能算是股权易手，而不能称之为“收购战”，原因是在香港电灯有限公司股权易手的过程中并没有出现第三者的争夺，因此无“战”发生。

然而，香港电灯有限公司股权的这两次易手，在香港都是轰动一时的新闻，而且对当时的股市影响颇大，加上香港电灯有限公司是一家广为人知的公众公司，因此其易手过程是极具历史价值的。

为了给读者再现当时香港电灯有限公司股权两次易手的精彩场面，下面我们就给大家介绍一下这两次易手的经过。

1982 年 4 月 26 日（星期一），香港电灯公司股价突然急升，当日最低价为 6.3 元，较上周五的 5.13 元的收购价高出 1 元多，最高更升到 6.75 元的水平，全日交投激增，最后以 6.35 元收市。接着怡富有限公司宣布当日已代表客户购入香港电灯有限公司股份超过 2 亿 2200 万元股，股价介于每股港币 6.3 元至 6.7 元之间，怡富有限公司将会继续代其客户在市场上吸入香港电灯有限公司的股份，但总数将不会超过香港电灯有限公司已发行股本的 35%。

怡富有限公司所代表的客户就是指置地有限公司，虽然当时市面上盛传参与者还有长汇实业有限公司以及佳宁集团，但收购事件发生后证实这仅仅是谣言而已。

当时置地有限公司购入香港电灯有限公司股份不超过 35%，原因是为了避免触发全面收购战，所以怡富有限公司的发言人表示这次行动不算是收购，也不会公开收购香港电灯有限公司名下的股份。怡富方面还表示，这次购入香港电灯有限公司股份不需经政府批准，因为整个洽购过程通过交易所依法进行就可以了，而且洽购建议也没有期限，一旦买入足够数量，便立即停止买入有关股份。至于香港电灯有限公司的认股证，怡富有限公司也在市场上以 9.4 元的价格买入了 1200 万股，约占香港电灯有限公司发行量的 20% 左右。

置地有限公司买入香港电灯有限公司股份的价格较市场价高出约 31%，因此市场反应极为良好，购入行动很快就完成了。其实在置地有限公司正式向外界宣布有关购入事项前的那个星期五收市后，市场突然有暗盘积极求货，反应出消息已经外泄，因此周一市场重新开市时置地有限公司便立即采取行动。

本来置地有限公司表示买入香港电灯有限公司是用作长线投资的，不料不到三年的时

间便又将香港电灯有限公司的股份售出。

2. 和黄手段高明

1985年1月22日(星期二),和记黄埔有限公司下午宣布动用29亿300万港元现金,收购置地公司所持有的4亿5000余万香港电灯有限公司的股份,每股做价6.4元,收购程序于2月23日完成,届时和记黄埔有限公司将持有香港电灯有限公司34.6%的股权,成为香港电灯有限公司的最大股东,香港电灯有限公司也从“英资股份”摇身一变,成为“华资股份”了。

这次股权转让行动,有关股票并不是当天全日停牌,而是在中午12:15分左右,和记黄埔有限公司、置地有限公司以及中华电灯有限公司自动要求他们各自的股票在四家交易所停止买卖,这些股票停牌的时间当时会引起部分投资者的不满,原因是当时香港的四家交易所尚未合并,每一家交易所都按照自己的规定停牌,当四家交易所收到停牌的申请后,各自暂停交易的时间略有不同,大概有2分钟之差。大家都知道投机市场是分秒必争的地方,1分钟的误差也许可能改写整个股市历史,当时有份报纸的专栏曾经有过这样的描写,某一交易所的一位负责人在接到停牌的消息后,立即嘱咐经纪先在市内扫盘,然后才把这个消息传达下去,接着才宣布停止有关交易。

所以当时有人质疑,反正还有15分钟便要收市,为什么不等上午收市后再把消息公布?这样可以尽量减少不公平的机会。此话也不无道理。

然而,“塞翁失马,焉知非福”。这支与收购有关的股票复牌之后其股价均告下跌,原因可能是有关的消息其实早已在市场流传颇久,所以由此所引起的冲击力已减至最轻。此外,和记黄埔有限公司以折扣价买入香港电灯有限公司的股份,因此市场的反应自然和上次置地公司购入时的反应截然不同了。

当时市场分析家认为这宗买卖对置地有限公司、和记黄埔有限公司及香港电灯有限公司三方面均属有利,置地公司方面,由于当时公司投资失误,使公司濒临破产边缘,从这宗交易中可以得到现金近30亿港元,对改善负债大有帮助。至于和记黄埔公司方面,能够以折扣价购得香港电灯有限公司的控制权,首先在帐面上已立即产生利润,此外和黄公司也解决了当时资金出路问题,还提供了稳定的收益来源,因此对和黄公司来说实属有利。

这宗收购行动,原来李嘉诚只是在短短16个钟头内便作出了决定,行动之迅速令人咋舌,《信报月刊》第95期对这次收购过程有过颇为精彩的描述,我们将此摘录下来,以使读者对当时情况有个全面的了解。《信报月刊》第95期上写道:“1985年1月21日(星期一)傍晚7:00,中环大厦上很多办公室已经黑灯瞎火,街上的人潮及车龙也早已散去;不过,置地公司的头脑仍在为高筑的债台伤透脑筋,终于派员前往长江实业兼和记黄埔公司主席李嘉诚先生的办公室,商讨转让香港电灯有限公司股权问题。结果16个小时之后,和黄公司决定斥资29亿元现金收购置地公司持有的34.6%的港灯股权,这是中英会谈结束后,香港股市首宗大规模收购事件”。

其实早在两年多前,李嘉诚便反复研究过香港电灯有限公司,并于1983年中与置地公司董事长西门·凯瑟克商谈过收购事宜,但因条件不合适而没有达成协议。在和记黄埔

有限公司正式宣布收购半年前，市场上也曾传出有关谣言，但后来就沉寂下来。

李嘉诚表示：“我们不像买古董，没有非买不可的心理。”就凭这两句话，结果李嘉诚以 13.5% 的折扣价（收购前一天收市价为 7 元 4 角）买入香港电灯有限公司的股权，并且比起当年置地有限公司以 27% 以上的溢价抢入香港电灯有限公司股份，手法确是高明许多。

十一、咄咄逼人——包玉刚大获全胜

收购始于 1985 年 2 月 13 日

收购结束于 1985 年 3 月 15 日

收购者：包玉刚爵士，邱德发

被收购者：会德丰（乔治·马登）

会德丰股票曾是香港股市的蓝筹股之一，会德丰是香港的“四大洋行”之一，可惜该公司现在已淹没在香港历史的洪流之中。

追溯会德丰公司的历史，可以从 1932 年说起。当年会德丰有限公司在上海成立，公司创办人是乔治·马登。创业初期会德丰有限公司主要从事驳运、码头、仓库等业务。第二次世界大战后该公司把总部迁移至香港，采取子公司及联营等方式经营地产、保险、船务、百货、贸易等，会德丰有限公司除了持有香港隧道有限公司股份之外，还持有置业信托公司、联邦地产公司、会德丰船务公司等多家不同的上市公司的股票，是市场上的一个大股系。

1985 年初，该公司发生了一场激烈的股权争夺战，从此以后，会德丰有限公司便改弦易辙了。

1. 股价剧升

下面我们就向大家介绍一下这次股权战龙争虎斗的精彩场面。

1981 年以后，会德丰有限公司一直处于弱势，在股市升势中往往是升得最后，升的最少的股份，每一次当轮到该股上升时，大市便马上下跌了。因此该股当时被股评人冠以一个“蓝灯笼”的不雅之号，意思是一轮到该股上长时，大市形势就急转直下。

会德丰股积弱不振，原因当然与该公司业绩有关。会德丰有限公司在地产方面的成绩尚佳，但由于受到会德丰公司船务业务方面长年亏损的拖累，使整个集团公司盈利不佳，这也是使会德丰有限公司董事长马登感到心灰意冷的原因。

此外，中英谈判后中国决定收回香港主权，这使得英资对 1997 年以后的前途也缺乏信心，很多英资公司陆续转出香港，怡和有限公司首先一马当先，率先迁出香港，这使得马登也无心恋战，以上这些均是促使爆发这次收购争夺战的原因。

其实在爆发会德丰争夺战的前几年，马登曾向和记黄埔有限公司方面提出把公司出让，但由于置地公司当时又介入争夺，结果股份出让事件告吹。这反映出马登早已有离开香港之意了。

按照传统的做法大股东有退出之意，收购自然是水到渠成，可是由于有第三者垂涎，

遂使这次股份出让节外生枝，演变成为一场激烈的收购争夺战。

1985年2月春节后，香港股市节节上升，市场投资气候明显好转，这是因为中英草签了有关香港问题协议，可是会德丰有限公司依然摆脱不了以前的老样子，这就是“任你大市节节上升，我自巍然不动”，2月初该股仍只徘徊在4.1元左右的水平。

2月8日周五，该股突然如野马奔跑般上升，而且这次股价骤升是由伦敦方面带头买起，这时市场上有谣言传说是由于和记黄埔有限公司又重提合并之事而引起的，另外也有消息说会德丰公司将被改组，总之谣言纷纷不辨真假，但股价就随之大幅度上升，当日收市价到4.55元，升幅约10%左右。

过去有关会德丰有限公司的消息也间歇性地在市场上流传，但很快地便告静止下来，接着股价也告回落，而且这个回落经常在升市的末段出现。但这一次却有点异样，该股非但升后没有回落，而且更进一步上升，周二（2月12日）已升到4.95元的水平，当日下午的升势更为厉害，结果全日升幅又达10%。

第二天（13日）会德丰股又升到5.05元，其不衰的升势更令人感到此事不寻常，市场上有关的谣言更多。2月14日该股脱弦上升，半天便升到5.8元的高价，升幅高达50%，接着下午便立即宣布停牌。

2. 九龙仓介入

会德丰股停牌前市场已有消息说该股将要涉及到收购事宜，甚至连具体的收购价都传了出来。果然，当天傍晚时分，由罗富齐父子有限公司代表一个新在香港注册的东南亚财团的有限公司——佛威恩有限公司，计划动用19亿港元全面收购已发行、但现在尚未为其拥有的会德丰有限公司的股份，其条件为：A股每股6元；B股每股0.6元，但附带条件是要买到50%或以上的股份方肯罢休。

宣布的有关内容和市场上当时的传言颇为接近，由此可见消息早已外泄，因此停牌前会德丰股股价上升显然是有人作内幕买卖，可是证监处在此事中并没有谴责任何人，令人感到遗憾。

这家名为佛感恩的公司在此之前并没有开展任何业务，这宗收购可以说是该公司的第一宗生意，公司的主脑人物名为邱德发，此人在当地颇为富有，为马来西亚银行的创办人，汶莱国家银行的大股东，另外还在澳洲以及其他地方投资酒店等业务。

当时邱德发的收购已经获得会德丰有限公司董事长马登的支持，邱氏已买到马登及其家族所持有的13.5%的会德丰股权，其中包括会德丰A股21035157股，占其发行股数的6.7%；另买入会德丰B股53548730股，占发行股数的22.7%。

马登把手上的会德丰股票全数出售，市场上对此众说纷纭，除以上所说的几点原因之外，也有传言说当时马登病重，尤其是马登这时刚过了65岁生日不久，这年的生日竟是在悄无声息中过的，更使人产生疑团。

我们先不说马登出售会德丰股权的动机如何，总之，会德丰股票这是一块“肥肉”则是不容置疑的事实。2月14日停牌后，惠嘉公司以及新鸿基公司被委托在市场上继续收集会德丰股份。第二天（周五）该股复牌后交投更盛，而且股价更升上6.4元的水平，比佛威恩有限公司所提出的收购价还高，这表明有第三者可能会加入战团，因而提出更高

的收购价。

那么究竟谁是第三者呢？对此众说纷纭，会德丰股份的另一个大股东张玉良的动向马上成为市场上最关注的焦点。张玉良是张祝珊的第四个儿子，持有 7.5% 会德丰股份，当时市内有消息谣传张玉良有可能会提出反收购，以保证对会德丰有限公司的控制权不丧失。

由于多年前和记黄埔有限公司以及置地有限公司曾垂涎过会德丰有限公司，因此这两家公司欲分一杯羹也是有可能的，尤其是周四（2 月 14 日）傍晚当报界集齐在罗富齐父子办事处时，赫然发现和记黄埔有限公司的总裁李察信出现，更为和记黄埔有限公司企图参与此次收购战增加了佐证。市场揣测邱德发在完成收购之后，将会委任李察信为新公司董事长，事情是否确是如此，至今依然无人得知。

此外，会德丰股由于涉嫌被收购因而带动大市看好，当日恒生指数便大升了 51 点，升过 1004 点关口，投资者认为这次收购反映外资看好香港股市，刺激了市场买意。还有，不少过去曾有收购传闻的股票均受到追逐，其中中巴股就是一例，中巴公司被收购的说法再度死灰复燃，整个市场当时可以说是沸腾起来。

2 月 18 日（星期一），会德丰股果然因为有第三者的介入争夺而停牌，这第三者竟是九龙仓。

3. 水涨船高

2 月 27 日报纸上刊载：获多利有限公司代表九龙仓有限公司提出全面收购会德丰股份，以每股现金港币 6.6 元收购会德丰 A 股；现金 0.66 元收购会德丰 B 股。在提出这个收购条件之前，原来九龙仓有限公司已持有 34% 的会德丰股权，这次收购，九龙仓公司动用的资金共计 22.3 亿港元。

这不是反收购战，而是争夺战，包玉刚依然保持其一贯的慷慨出手作风，所提出的新收购价比邱德发的收购价高出 10%，两者的争夺使投资者相信海外资金对香港股市产生兴趣，于是投资者争相入市，不少公司都憧憬自己被收购的情景。

当时收购战火不仅集中在会德丰有限公司方面，怡和、置地有限公司也因收购传闻而躁动，美资的一家公司收购了置地公司管辖下的牛奶膳食供应部，使市场敏感地认为怡和公司也可能要易手，由于会德丰有限公司和怡和有限公司均属英资股份，英资将移出香港的说法更是让人深信不疑。

在九龙仓有限公司提出新收购价之前，原来佛威恩有限公司已通过市场吸纳了 5492.2 万股会德丰 A 股；和 163260 股 B 股，连同较早前从马登手上购入的股份，合计佛威恩有限公司已持有约 23.5% 的会德丰股份。但由于九龙仓公司直接和间接已特有 34% 的会德丰股权，所以除非邱德发再提高收购价，否则便处于下风。

由于当时已接近农历新年，会德丰有限公司没法就收购行动向股东发出建议文件，所以会德丰有限公司秘书葛镗勤只有劝小股东保持冷静，继续持有会德丰公司的股份，于是收购争夺战便从鼠年延至到第二年牛年。

以持股量计算，包玉刚无疑占了优势，然而会德丰公司的股份分布十分广泛复杂。除了马登所持的股份（已售给邱德发）之外，张玉良也控有 7.5% 的股权（已售给包玉

刚)，此外，联合企业公司也控有 11% 的会德丰股份，而会德丰公司又控有 49.9% 的联合企业股份和置业信托 66.3% 的股权。在这种情形下，如果说包玉刚已是稳操胜券，尚是言之过早。

在除夕夜（2 月 19 日），会德丰股权争夺战战情进入新高潮，会德丰股在当日中午 12 点 15 分第三次停牌，代表佛威恩有限公司的罗富齐父子公司宣布把会德丰股票的收购价进一步提高，最新的收购价是 A 股每股 7 元；B 股每股 0.7 元。用这个收购价计算，包括过去已买入会德丰股份的价格在内，若是成功收购，整项行动共用资金达 24.3 亿港元，比包玉刚的 22 亿还要多。

难得双方愿意大出金钱，因而持有会德丰股票的小股东，长期以来因为大股东不思进取而令股价长期落后于大市，小股民的这口冤气直到现在终于可以吐出来了。

会德丰股东这一年确是过了个肥年，至于邱德发和包玉刚在这个喜气洋洋的大日子里恐怕依然要出招拆招忙个不亦乐乎吧！

当时会德丰股票因涉及多次反收购而三度停牌，奇怪的是其他同系的七家子公司却不必停牌，尤其是持有会德丰股票超过 10% 的联合企业股票竟然可以在市场继续买卖，相信如果是现在联交所和证监处是不会允许的。可是当时证监处竟然认为会德丰股票停牌已经足够了，其他系内所有公司并不需要这样做。结果会德丰股票停牌后，联合企业股和置业信托股股价均大幅度上升，聪明的投资者充分利用了证监处的错误而大获其利。

邱德发提高收购价之后，使争购战况更趋紧张，结果也更加难以预料。当时会德丰股票每股资产净值约 8 元左右，包玉刚如果把收购价一再提高，纵然收购成功，甜头也不会太大。如果以目前的持股量来说，余下的其他股东如果把股份都售给邱德发，邱德发仍然可以取得控制性股权，包玉刚的收购便告失败，只落得个第二大股东的名份，以包玉刚的性格来说，这是万万不能的。

4. 出奇制胜

正所谓“你有千条妙计，我有应变之招”，年初六（2 月 25 日）股市放假后复开，联合企业股立即宣布停牌，原来九龙仓拟动用 3200 万港元现金，收购这家专做船舶营运以及证券投资业务的联营公司——联合企业公司的全部股份，每股收购价为 11 元，较农历新年前的 8.7 元收市价高出 26%。

当时香港股市人人都在观望包玉刚怎样见招拆招，想不到包玉刚竟然出了个怪招，包玉刚并不提高收购价格，而用了“侧翼攻势”的迂回战术，使人大感意外。包玉刚的做法很明显地就是想通过持有联合企业公司的全部股份，从而可以间接持有 10.99% 的会德丰股份，这样九龙仓有限公司合计就持有 45% 的会德丰股权，可以说是大权在握了。

联合企业股票票面价值 4 元，发行股数 2900 多万股，只是一家很小的上市公司，用 3 亿港元便可以全资拥有这家公司并增加 10% 的会德丰股份，这自然比提高会德丰股票的收购价格来收购会德丰股票更加划算。包玉刚的如意算盘打得虽响，但却抵触了法例。证券监理处表示对九龙仓有限公司此举深表关注，副证券监理专员梅辉贤表示，此收购建议如果只是在会德丰有限公司没开一次全体股东大会之前，根本不可能成为事实。原因是会德丰有限公司控有 49% 的联合企业股份应视为会德丰有限公司资产的一部分。

在当时的形势下，会德丰有限公司如果要出售资产，按照条例应召开股东会议，而在香港这道程序应该在 14 天前通知，至于九龙仓公司则应在会德丰有限公司股东大会有所决定之后才允许正式提出这项收购。因此，这个计策虽好，在执行时却出现了技术性困难，而联合企业公司董事会也呼吁各股东暂勿过早卖出该公司的股票，并委任亚洲兄弟有限公司为其财务顾问。

此外，联合企业公司还发表声明说，邱德发曾经通过其顾问代表，向他们洽购所控有的会德丰股票。看来邱德发更加聪明，索性直接向联合企业公司提出买入会德丰有限公司的股份，省却了收购整家公司的麻烦，假若他成功，包玉刚便是枉费心机了。

当日（2 月 25 日）大市虽然出现获利回吐。恒生指数全日下跌 46 点。但会德丰股票的价格非但没有受到影响，反而进一步升到 7.5 元，比邱德发提出的新收购价更高。

在这段期间，邱德发和包玉刚一方面提高收购价争夺会德丰股权之处，另一方面在市场上也不断买入会德丰股票。收购及合并委员会主席根据香港收购及合并守则第 29 条，就有条件收购以至全部收购会德丰股份一事发表了有关资料，原来佛威恩有限公司在 2 月 19 日当日买入 462.5 万股会德丰 A 股，买入价在 6.85 元至 7 元之间，而获多利有限公司代表九龙仓有限公司也在市场上以 6.6 元的价格买入 95 万多股会德丰股票，在持股量方面，包玉刚一直占上风。

从包玉刚收购九龙仓有限公司一役便可以看出，包玉刚除了出手豪爽之外，每次出击更是志在必得，不达到目标誓不罢休。

这一次，包玉刚也不例外，邱德发既然一再提高会德丰股票收购价，收购联合企业公司在技术上又有困难，于是包玉刚把收购价一再提高！第二天（2 月 26 日）傍晚 5 点整，九龙仓公司宣布再提高对会德丰有限公司股票的收购价，最新价是——A 股每股现金 7.4 元；B 股每股现金 0.74 元。这次收购的附带条件是九龙仓公司须收购“接纳收购建议”的股份，连同收购建议提出前或期间购得的股份，占会德丰有限公司总发行股数 50% 以上方才有效。假如整项收购计划成功，九龙仓有限公司所动用的资金将达 25.3 亿港元。

由于九龙仓公司不断地在市场继续吸纳会德丰股份，使其持股量进一步增加到 38%，和对手距离拉得更远。此外，九龙仓公司最新的收购价已十分接近会德丰的每股资产净值，邱德发几乎已无再反击的余地，邱德发处于进退两难的境地。

佛威恩有限公司当时不作反应，而会德丰有限公司董事会及财务顾问东亚华宝仍然是一句老话：继续持有，仍有升值可能。

至此，双方没有进一步发展，收购战陷于胶着状态，会德丰股价在市场反复疲软，回落到 7.1 元左右，投资者兴趣也没有了。有谣言传说邱德发已经放弃，目标转移到置地公司方面，然而有关方面则表示要等会德丰有限公司的估值报告，所以暂且按兵不动。

一直拖到三月中旬，3 月 15 日（星期五），收购战战况急转直下，邱德发果然象传闻中所说退出战役，并愿意把所持有的 25% 的会德丰股份售给包玉刚，在这次收购战中，邱德发共赚到 1.1 亿港元。

至此九龙仓有限公司已购得超过 50% 的会德丰股份，因此必须无条件向所有股东提出全面收购，会德丰有限公司也委任包玉刚为该公司董事长，马登则被任命为名誉总裁，

整项战事历时一个月结束。

十二、崭露头角——能达收购战

收购开始于 1985 年 11 月 11 日

收购结束于 1985 年 12 月 4 日

收购者：爱美高（刘銮雄）

被收购者：能达科技（庄重文、庄绍梁）

收购战在股市中经常出现，资金动辄就达一百数十亿元，我们这里记叙的是一场规模很小的“战役”——能达收购战。这场战役发生在 1985 年底，收购和被收购者只不过是股市中的三四线股份，当时是受投资者唾弃的。然而此次战役却是香港股市中有名的收购战之一，迄今为止依然为人们所津津乐道。因此在这里我们重温此次战役，以飨读者。

1985 年底恒生指数再度重上 1700 点的水平，当时股市经过大跌之后元气刚恢复不久。投资者对熊市的惨情记忆犹新，加上 1700 点是当时香港股市的一个心结，每一次大市升到这个水平总是回头，所以这时市场上投资者心情忐忑不安，股市也就在这种环境下裹足不前。

1. 各出奇谋

11 月 11 日，万国宝通银行代表爱美高有限公司向庄士集团公司提出有条件收购，以现金每股 0.42 元，收购庄士集团公司已发行股份总额的 7900 万股；另以现金 0.70 元收购能达科技公司的所有股份，涉及的资金共 1.57 亿港元。但收购有附带条件，就是必须收购至 90% 股份方才有效。

当天爱美高公司、庄士集团、庄士置业以及能达四支股票于开市后 30 分钟便告停牌，对能达所提出的收购价较停牌前高出 9.4%，对庄士集团公司的收购价则较停牌前高出 31.3%。

当时，爱美高有限公司所提出的收购理由是：“收购能达乃是看好香港的工业前景，能达科技公司在美国的发展可配合在美国的业务网”。然而明眼人都知道这只不过是表面的借口，尤其是后来爱美高有限公司不断减缩工业方面的发展，把公司转向金融投资方面，更证明了这一点。

要了解当时爱美高有限公司收购能达科技公司的真正动机，且先让我们看看能达科技公司的一些历史。

能达科技公司股票在 1983 年 8 月上市，上市价约 2.80 元左右，当时香港股市正陷于低潮，但工业股（不仅仅是能达股）却是一枝独秀。这类新兴工业股有异于传统的落后工业股，无论公司作风，管理阶层都令人有耳目一新的感觉，加上当时港元汇价下跌，香港工业出口蓬勃，这类工业公司盈利大增，因此倍受投资者欢迎。

能达科技公司那时候因为美国放宽电话用户所用的电话机限制，使能达科技公司在美的生意额激增，能达科技公司在 1984 年 4 月止，年度的盈利便较上年度提高 1.4 倍，所以能达科技股上市之后，基金散户争相追逐，使能达股一直升到 1984 年初最高的 5.5 元

的水平！之后能达股价踏入了漫长不见止境的熊市。

上市之初，庄士集团控有能达科技股份有限公司的 70.5% 握有绝对性控制权，也许庄士集团能掐会算，知道能达科技公司的业务将会下降，所以上市后不断在市场上抛售，减低持有量。1984 年 3 月底，庄士集团手上的能达股份已减至 44%，到 1985 年持股量更大幅度下降到 29%！

也许当时市场还没有“企业狙击手”出现；也许庄士集团大股东对能达科技公司前景完全绝望；也许庄士集团大股东被胜利冲昏头脑，完全没察觉到已身处险境，江山将随时不保。尤其是 1985 年地产市道已经复苏，该公司的市价大幅度下跌，低于资产净值，因此惹来第三者垂涎是不足为奇的。

那时候，香港上市公司大股东的持股量并不需要公布出来，庄士集团出售能达股份也是在“神不知、鬼不觉”的情况下进行的。不知道为什么爱美高有限公司竟是这样的神通广大，早已洞悉此事，而且更加“神不知、鬼不觉”地在市场慢慢收集能达股份，从而策动了这一场香港股市上有名的收购战役。

其实这两家公司市值都不大，在香港股市里边缺乏“江湖地位”，这场收购战之所以出名，是因为收购过程充满火药味，双方相互攻击、互出奇谋、引人入胜，所以备受瞩目。

2. 当言不逊

话说回来，爱美高有限公司提出收购条件之后，庄士集团公司方面立即应战，第二天（11 月 12 日）马上发表声明，指出爱美高有限公司的收购价不能反映他们两家公司的真正资产净值，劝小股东们不要接受收购，并指出不排除反收购的可能。当时庄士集团委任标准渣打银行为财务顾问，而能达科技公司则委任宝源亚洲银行为财务顾问；于是乎，这些顾问各出奇谋，各为其主进行了这一场金融战争。

由于可能出现反收购，所以这几支停牌的股票复牌之后均大幅度扬升，能达股复牌后当日收市价达 0.82 元，比所提出的收购价高了 17%；庄士集团股收市价为 0.54 元，更高出收购价 28.5%，至于爱美高股价更从 0.55 元急升到 0.8 元，升幅度高达 40%。

现任百富勤公司董事的梁伯韬当年就任职于万国宝通银行，是这次收购战的核心人物之一，也是代表爱美高有限公司一方的发言人。此外，当年袁天凡也任职于万国宝通银行，现在两人在金融界均独当一面，所以这场收购战实不愧为一场极有份量的战役。

对于庄士集团所发表的声明，爱美高有限公司财务顾问立即作出反应，指出“……庄士集团公司和能达科技公司对爱美高有限公司收购价偏低的意见是不成熟的，他们的财务顾问没有仔细研究有关的资产和前景，公布缺乏足够的资料，董事会的意见也似乎着眼于个人利益……”言词之间极具挑战性，而且毫不客气。庄士集团方面也不甘示弱，作出反辩，并称庄士集团公司以及能达科技公司分别委任不同的机构为财务顾问，正是照顾了小投资者利益的证明。

11 月 15 日，爱美高有限公司更咄咄逼人，向能达科技公司方面提出要在 11 月 22 日的股东大会中，加入 6 位董事。从爱美高有限公司这种做法来看，似乎刘銮雄收购能达科技公司目的的确是从长线角度出发，要使能达科技公司重振雄风，重整该公司的业务。

可是几天之后(11月19日),爱美高有限公司的刘銮雄兄弟却又和庄士集团方面接触,表示愿意出让手上21.3%的能达科技公司股份,可惜双方的接触并没有结果。第二天各大报章均作出报道,能达科技公司董事总经理庄绍梁也直言不讳。由此可见进入董事会只不过是进逼对方的一种策略。

双方既然没有妥协办法,于是在11月20日爱美高有限公司正式发出收购建议文件,爱美高有限公司在文件中毫不留情的攻击对方,指责能达科技公司在现任管理阶层领导下,业绩低劣,前景黯淡。文件中还对能达科技公司股价以及恒生指数走势图互作比较,同时指出能达科技公司股东应分红利从前年度的4150万港元大跌到340万港元,幅度达90%之多!收购建议文件不但尽挖能达科技公司的疮疤,还使整个收购战充满了火药味。

当时庄士集团高层集团见之十分震怒,庄士集团董事总经理庄绍梁公开表示,爱美高有限公司如果能成功收购,他将不会再留任庄士集团董事总经理之职。

3. 难兄难弟

虽然爱美高有限公司指责能达科技公司业绩低劣,其实爱美高有限公司当时也好不了多少,有人用“五十步笑百步”这个成语来比喻爱美高有限公司,即使这样恐怕也抬举了爱美高有限公司。爱美高有限公司股票在1983年上市,股价从1.64分炒到1984年最高价4.4元,接着便如滚地葫芦般地大跌,1985年11月最低跌至0.52元,跌幅高达88%!至于能达科技公司从1984年的最高价5.5元跌到1985年的0.48元最低价,跌幅为91%,多出爱美高有限公司股价的跌幅不过3%而已!所以一份报纸的专栏作者笑称爱美高有限公司与能达科技公司是“难兄难弟”,这才是最为贴切的比喻。

“难弟”能达科技公司为了应付“难兄”爱美高有限公司的收购,打算发行10%的能达新股票,这样便可以冲淡“难兄”爱美高有限公司的控股量,可惜这种做法却在股东大会中遭到万国宝通银行的质询及反对,建议没法实行。

正当双方争持不下的时候,收购事件又峰回路转,呈现新局面。12月3日能达科技公司宣布他们正在与爱美高有限公司以外的另一家机构进行商议,有可能导致一场这家机构同能达科技公司提出收购的建议。于是,涉及此次收购战的四家公司股票再度停牌,证券监理专员也延长了能达科技公司必须于爱美高有限公司收购文件发出后14天之内必须作出反应的期限。

收购战终于出现突破性发展,第二天(12月4日)庄士集团宣布以每股0.88元的价格买入爱美高有限公司刘銮雄及其附属公司手上所持有的21.3%的能达科技公司股权,并向基金购入约21.4%的股权,这比爱美高有限公司提出的收购高出25.7%。经此收购之后,庄士集团所持有的能达科技公司股权增加到73.9%,根据香港收购合并条例,庄士集团必须无条件向余下的小股东提出全面收购。

假如庄士集团全面收购能达科技公司,所需的资金大约是7000万港元,而爱美高有限公司刘銮雄在此次战役中所获的利润大约有650万港元,至于小股民以及基金,假如能以最低价买入能达股份,应该可以获利85%,然而真正可以做到的能有几个呢?假如他们在当年以5.5元价位时买入,每股仍要损失84%!

所以绝大部分的投资者在这次收购战里,恐怕都是以少输为赢吧。

十三、鹬蚌相争——华人置业争购战

收购开始于 1986 年 3 月 24 日

收购结束于 1986 年 6 月 5 日

收购者：司马克（冯秉芬、韦理）、巴丝拿（冯永祥、李福树、李福庆）、爱美高（刘銮雄）

被收购者：华人置业（冯秉芬、李福树）

爱美高有限公司的刘銮雄在商界中能有今天的成就，弃工业从金融是他成功的关键所在。此外，刘銮雄能在 1986 年初成功地收购华人置业有限公司，也是他事业成功的里程碑。这一宗收购，使他在股市中能够自成一系，壮大了他的实力，因此这一宗收购战对他来说具有极其重要的意义。下面我们就给大家介绍一下此次收购战的内情。

在未正式谈及这宗收购战之前，且先让我们看看华人置业有限公司的历史背景。

1. 核心层

华人置业有限公司远在 1922 年由香港两大世家李冠春以及冯平山家族组成，公司的业务十分简单，只是持有贵重物业和有价值证券，其中包括中区的华人行以及另一上市公司中华娱乐有限公司的大部分股权。此外，华人置业有限公司属下还全资拥有一家华人置业财务有限公司，该公司除了拥有香港的上市公司股票之外，还投资一些非上市的地产发展公司。

虽然华人置业有限公司是一家老牌的上市公司，不过股价长期低迷成交很少，因此鲜为投资者注意。长期以来，李、冯两个家族轮流担任华人置业公司董事会董事长，双方相安无事。

1986 年 3 月 21 日，华人置业有限公司召开每年例行的全体股东大会，会议长达 3 小时之久，议会中选出新一届董事会成员，这 9 名成员分别是：冯秉芬、冯庆麟、冯庆锵、冯庆炤、韩达成、韦理、付礼梗、付楹和罗宜基。公司的另一大股东李氏家族竟无一成员进入董事会，可见事态实非寻常。不过有关方面则澄清说李福兆已退出华人置业公司，并不是因为意见不合。到底为了什么原因？有关人等却没有进一步说明。

除了华人置业有限公司董事会出现重大变动之外，冯秉芬和韦理的“亚洲投资”公司也公布，以司马克公司的名义已购入少于 35% 的华人置业有限公司的股份。

华人置业有限公司全体股东大会后三天（3 月 24 日），冯永祥以新鸿基附属公司的名义和李福树、李福庆合作组建了巴丝拿公司，提出以每股 16 元现金，收购华人置业有限公司股份 1358.44 万股，涉及资金共 2.17 亿余元，附带条件是收购必须超过 50% 或以上股份方才生效。在此之前，巴丝拿公司已经拥有 565.16 万股华人置业股份，约占发行总数 31.3% 左右。

对于巴丝拿公司的收购建议，冯秉芬委任怡富证券公司为财务顾问，研究华人置业有限公司的资产总值，以及公司未来的业务发展。冯秉芬还认为李氏家族仍属好友，此乃商业决定，并不妨碍彼此的深厚感情。

至于李福树则表示：提出全面收购主要是希望华人置业有限公司董事会成员全是中国人，他并不知道韦理已加入董事会，策动这次收购乃是由冯永祥主动联络他的。然而，外界则揣测因为冯、李两家不和、李氏在华人置业有限公司董事会中受到排挤，所以才会爆发这次收购战的。

巴丝拿公司提出收购的当天，华人置业以及中华娱乐两支股票立即在市场暂停买卖。复牌之后，华人置业股始终摆脱不了“交投疏落”的本色，并没有因收购刺激而买卖转活，不过该股牌下却出现了一个不知名的买家长期挂入。

4月9日，华人置业股牌下有4000股成交，成交价为17.5元，较巴丝拿公司所提出的收购价高出1.5元，翌日该股又有3000股成交，成交价更进一步升到17.6元。看来市场有人可能会提出反收购，也许是企图阻止巴丝拿公司的收购行动，因为接受收购的股东自然会考虑较高的收购价，在市场套现当然比接受巴丝拿公司收购建议更好一些。

至此，收购事件并没有进一步发展，由于该股只属于二三线股份，所以并没有引起市场广泛的注意。

不过，有关华人置业公司的资产净值，当时却曾一度引起有关双方的争论。事情起缘于4月8日，巴丝拿公司寄出华人置业有限公司的文件，文件中指出，华人置业有限公司通过中华娱乐有限公司所持有的娱乐业，经估值后应为2亿港元，按重建准则为2.15亿港元，因此包括华人置业公司所持的股票市值以及现金计算在内，总资产为3.12亿港元，即每股资产净值为15.763元。

可是第二天（4月9日）华人置业有限公司董事会马上就此事作出反应，认为巴丝拿公司低估了娱乐行业的价值，华人置业有限公司资产净值应不止此数，并表示已委任卫理士测计师进行重估。

然而巴丝拿公司的财务顾问新鸿基国际公司则反驳说估值是一家国际特许测计师估算的，言下之意此乃权威人士所言，并非凭空杜撰。并指出所提出的收购价已充分反映了华人置业有限公司的价值，并指出截止收购时间定于4月29日。

2. 巴丝拿告退

双方之言孰是孰非？很快地便因为爱美高有限公司的介入而给了一个公平的答案。

4月11日（星期五），华人置业有限公司与中华娱乐有限公司再次申请其股票在联交所停牌，当天爱美高有限公司宣布以每股16.5元的代价收购华人置业有限公司的全部股份，附带条件是必须持有逾50%的华人置业股份，在此之前，爱美高有限公司没有持有一股华人置业股票。收购倘若成功，爱美高有限公司须动用现金3.3亿港元。

爱美高有限公司突然介入两大家族的收购战斗，此举可谓石破天惊，令这场收购战变得更加复杂。当时爱美高有限公司所提出的新收购价仅比巴丝拿公司的收购价高出3.12%，说吸引不见得有多少吸引力，而且爱美高有限公司提出的收购价还比华人置业股停牌时的17.6元价格要低，加上爱美高有限公司手上并没有一股华人置业股票，因此在三方形势中可以说是处于劣势。一些分析家估计爱美高有限公司可能想混水摸鱼，在此战役中尝些甜头而已！尤其是爱美高有限公司刘銮雄在能达科技收购战中迫使对方以高价买回自己股票，更使人怀疑可能是故技重施。

不过，代表爱美高有限公司提出收购建议的万国宝通国际公司副总裁梁伯韬则解释说，爱美高有限公司一直研究华人置业公司，但因为并非股东，对该公司的状况知道有限，所以待巴丝拿公司发出收购文件之后才行动。他并且宣称华人置业有限公司没有负债，财政状况良好，收购该公司是一项合理的投资。

当人们问到爱美高有限公司没有持有华人置业的股份就进行收购是否会吃亏时，梁伯韬认为持有华人置业股票的股东会考虑较高的收购价；至于华人置业股市价虽较他们提出的收购价为高，但却未必能够反映公司的实际资产状况。然而如果巴丝拿再提高收购价，他表示爱美高公司不会让步也会考虑再提高收购价的。

巴丝拿公司以及华人置业公司董事会对爱美高有限公司的介入均立即作出反应。

巴丝拿公司就爱美高有限公司提出收购建议的当晚立刻宣布，会采用弹性方法处理接纳收购的股份，这种弹性方法是：巴丝拿公司仍以每股 16 元的价格收购各股东的股份，而股东暂时不必填写收购文件中的接受和过户表格，在未来 6 个月内如有第三者提出无条件收购华人置业有限公司的建议，则价格又高于 16 元时，巴丝拿公司会把高于 16 元之上的差额补付给各股东。

换句话说，股东可以先收取 16 元的现金，与此同时又不会担心可能错失有更高价格被收购的机会，在这种情况下，华人置业有限公司的股东可以说是十分“保险”。

至于代表华人置业公司董事会的财务顾问怡富证券公司则表示，华人置业有限公司董事会已就爱美高有限公司的收购建议开会讨论，由于收购价低，所以他们决定不接受任何收购建议。

巴丝拿公司所提出的弹性方法很快便受到质疑，因为在巴丝拿公司提议弹性方法的安排下，股东只有在巴丝拿公司本身也接受更高价的收购建议的情况下，才能得到补付差额的“优惠”。华人置业有限公司独立董事和怡富公司均认为，巴丝拿公司这项声明可能有误导成分，也可能违反了香港公司收购及合并守则第三十一条的规定，因此将事件提交证监会专员办事处办理。

正当此事还没有解决之际，收购战又再奇峰突起，由冯秉芬家族以及亚洲投资公司控股的私人公司——司马克公司，于 4 月 12 日提出以每股 17.2 元的价格收购华人置业有限公司，并委任标准渣打（亚洲）银行为财务顾问，于是乎使这场“争瘦田”大战掀起新高潮。

以当时的情形来说，论出价，司马克公司的出价最高，比爱美高有限公司的 16.5 元收购价高出 4.24%，比巴丝拿公司提出的 16 元的收购价更高出 7.5% 因此在这方面司马克公司是略占优势；论控股量，司马克公司约控有华人置业有限公司 26% 的股权，巴丝拿公司的控股量则上升到 35.8%，至于爱美高有限公司却连一股也没有，所以这方面巴丝拿公司可以说是暂时领先。

无论从那一方面来看，当时爱美高有限公司是处于最下风的。

由于涉及到反收购及反反收购，华人置业股票与中华娱乐股票须再多停牌一天，到 4 月 15 日（星期二）这两支股才恢复买卖。复牌后华人置业股价大幅度跃升，最低价也达到 18.3 元，全日最高价以 18.7 元收市。较停牌前的 17.6 元高出 6%，更比三个财团提出

的收购价要高，可惜交投依然疏落，全日仅有 4500 股转手。

至于有关巴丝拿公司提出弹性方法处理收购事宜，证监处方面答复说，证券监理专员证实巴丝拿公司及其顾问在守则方面并没有不正当的行为，于是巴丝拿公司在收购战中又多添了一份优势。

4 月 19 日（星期五），收购战突告急转直下，爱美高有限公司宣布把收购价提高到每股 18 元，最令人感到意外的是原本没有持有任何华人置业股份的爱美高有限公司成为持有 42.8% 股权的大股东，原来巴丝拿公司以及华人置业有限公司的一些大股东已接受爱美高有限公司新的收购建议。

爆发收购战以来，巴丝拿公司在许多方面占有一定的优势，而且这场收购争夺战也是由该公司发动的，现在巴丝拿公司竟是最先打退堂鼓的，其中原由令人颇感纳闷。

3. 两强相遇

巴丝拿公司对自己退出收购战所做的解释是它估计过华人置业有限公司的资产净值及调整股市后的变动之后，对出售华人置业股份的条件感到满意，至于接受巴丝拿公司弹性方法处理收购的股东，除了得到 16 元现金之外，也可获得巴丝拿公司售给爱美高有限公司每股 18 元的差额补偿，股东甚至可以撤回其接受书，保留出售股份的权利。

至此，收购形势出现了一百八十度的变化，目前只剩下爱美高有限公司和司马克公司争夺华人置业有限公司的股权，换句话说，是刘銮雄迎战韦理，两个在股坛上均是高手，因此收购战并没有因巴丝拿公司的退阵而失色，反而愈加精彩刺激。

形势上，爱美高有限公司现在的持股量比司马克公司多，收购价格也比司马克公司所提出的高出 0.8 元，所以司马克公司可以说是完全处于下风，要挽回劣势，司马克公司唯一的方法就是再提高收购价格。

果然，司马克公司在 4 月 21 日（星期一）立即作出反击，宣布把收购华人置业有限公司的价格再提升到每股 18.5 元，并且已在市场上以此价格买入 1.89 万股华人置业股份，从而将持股量进一步增加到 26.55% 的水平。司马克公司方面表示，对华人置业有限公司资产作出最新估计是每股净值 19.2 元，所以新的收购价十分合理，对小股东也极具吸引力，估计爱美高公司也可能接受。至于司马克公司不肯放弃华人置业有限公司是因为对华人置业公司多年的感情，不想让江山断送在他人手上。

虽然司马克公司把收购条件提高，但持股量仍然远远落后于爱美高有限公司。因此爱美高有限公司的反应是以不变应万变，暂且按兵不动。

华人置业有限公司的股票在司马克公司提出再反收购后复牌，这次华人置业股票再不象以往股票复牌后跃升，只是以 18.9 元的价格轻微抬高，随后做价辗转低移，最后以 18.6 元收市，而且交投依然淡静，反映出该股现价已十分接近资产值水平，也许是市场揣测收购价将不会再提高，故此不敢再度抢高。

形势发展至此又出现了微妙的转变，论收购价司马克公司占优势；论持股量却是爱美高有限公司占上风。当时爱美高有限公司已持有逾 40% 的股份，而司马克公司持股量仍不足 30%，这就是说尚有 30% 股份由其他股东持有，假如其他小股东全数把股份售给司马克公司，司马克公司将会超过爱美高有限公司而成为华人置业有限公司的最大股东，因

此司马克公司并不是胜利无望。

然而爱美高有限公司不再把收购价提高，除了考虑到华人置业有限公司的实际资产净值之外，也有其如意算盘，他们当然也考虑过司马克公司未必会收购到超过 50% 的华人置业股份，如果达不到这个比例，收购建议便不会转而成为“无条件收购”其余股份。另外，估计当时爱美高有限公司观望司马克公司是否会继续提高收购价，当利润理想时，相信爱美高公司会将其手中的华人置业股份出售获利。能达科技公司一役正是如此。

收购战进入了“万木无声待雨来”的境地，司马克公司继续在市场上吸纳华人置业股份，使其持股量进一步上升到 28%。及至 4 月 29 日，司马克公司又出新招，向华人置业有限公司股东表示可以直接把股份售给司马克公司，每股价格 18.5 元，不必接受双方的收购。这种做法使华人置业公司的小股东不必担心司马克公司因收购不足 50% 股份而把收购建议作废（一般来说，收购作废后，该股股价在市场大多下跌）。

瘦田无人耕，而一旦耕开不但有人争，甚至是人人争。5 月 2 日万国宝通国际公司的梁伯韬证实还有第三者对华人置业有限公司有兴趣，主动洽购爱美高有限公司手上的华人置业股份，这第三者包括了百利保有限公司的罗旭瑞和辉煌太平洋公司。

这时候，爱美高有限公司终于声明了自己的真正目的，表示如果价钱理想的话，将会考虑出售其手中所持有的华人置业有限公司的股份。是否还有新的第三者加入角逐？实情难以明了，不过，华人置业股票在市场上的买卖，成交价格依然轻微高出司马克公司最后提出的收购价，似乎反映出有人继续在市场收集华人置业股票，这种可能性看来是存在的。

不过事隔三天，百利保公司方面竟然公开辟谣，表示其并无意收购华人置业有限公司。那么，为什么爱美高有限公司要声明，如果价格合理将出售其手上的股份？它是否想制造烟幕使对方出更高价买回自己手上的股份？这颇耐人寻味。

4. 阵前易将

收购战陷于胶着状态之际，司马克公司股权忽然出现重大变化，冯秉芬家族把手上所持有的 50% 的司马克公司股份全数售给韦理的亚洲投资公司。经此转变之后，亚洲证券公司全资拥有司马克公司，而冯氏家族则全身而退。

不过，收购条件方面司马克公司则维持不变。

中国兵法认为“阵前易将”乃败阵的先兆，司马克公司在战情最紧张的时刻出现股权变化，实在不是好的兆头。

5 月 16 日爱美高有限公司收购华人置业有限公司的最后限期已满，但这期间没有任何股东接受该公司的收购建议，因此爱美高有限公司宣布收购失败。但爱美高有限公司仍然持有 43.5% 的华人置业股份，只是它尚未决定进一步的行动。

三天之后（5 月 19 日），爱美高有限公司终于作出了决定，决定保留手上的华人置业股份，并要求派代表进入华人置业有限公司董事会，委任额外 16 名董事，但同意冯秉芬继续留任主席。此外还要求召开特别股东大会，可惜该建议受到华人置业有限公司董事会的拒绝，他们解释的原因是司马克公司仍然在收购华人置业股份，在这种时候董事会不宜有新人加入。

爱美高有限公司看来确是有意长线持有华人置业股份，它除了要求加入董事会之外，还要求多买 5% 的华人置业股份，此事获得收购及合并委员会同意

至于司马克公司也向对方放出风来，表示其收购若不成功，也愿意和爱美高有限公司合作。此话似乎是向对方摆出友好姿态，但也可能是向对方暗示此次收购决不轻易罢休，希望对方知难而退。

5. 节外生枝

正当华人置业有限公司的收购战争坚持不下之际，忽然又节外生枝。5 月 27 日爱美高有限公司的财务顾问万国宝通国际公司董事袁天凡强烈反对收购及合并委员会的判决，该项判决是司马克公司在收购华人置业股份超过 35% 时，仍用 18.5 元的价格收购余下的其他股份。原来香港收购及合并守则第三十三（四）条规定，当某家公司收购超过 35% 的股权时，就该根据其在六个月内买入的最高价作为收购价，而司马克公司在当时 6 个月内，曾以 22.213 元的价格买入华人置业股份，换句话说，司马克公司应以 22.213 元的价格收购余下的股份才合理。

可是有关方面的答复却是令人甚感惊讶的。第二天副证券监管官员梅辉贤表示，收购及合并委员会无意批准司马克公司豁免提高收购价一事作出任何解释，而有关决定也不会改变。

任何游戏都有一定的游戏规则，不能够根据个别人士的意愿而随便更改，此事显然是证监处做得不对，利用职权偏袒其中一方，可惜有关方面一意孤行，令人遗憾！

这件事只不过是整项收购过程中的一个小插曲，对收购战没有产生任何影响，在这段期间并没有新的消息入市，收购过程转而变得沉闷乏味，华人置业有限公司的财务顾问则一再公开发表意见，建议小股东接受司马克公司的收购建议，认为该公司的收购价已充分反映华人置业股的真正价值。

6 月 3 日，距离截止收购期限还剩两天，司马克公司的持股量已经增加到 33%，但仍然未能达到 50% 的附带条件持股水平。

6 月 5 日，收购行动正式截止，司马克公司又获得约 5% 左右的股东同意接受收购建议，使司马克公司的持股数字上升到 35.8%，但由于未能成为无条件收购，即达到 50% 的持股量，所以司马克公司决定再把收购最后期限延长 14 天，即延长到 6 月 19 日正式结束。

这 14 天里，收购并没有突破性进展，爱美高有限公司方面无意将手上所持有的华人置业股份售出获利，也无意再推出新方法收购。至于司马克公司在这段时间只收购到 5000 股同意接受收购的股份和 50% 的目标仍相差一大截。

最后，司马克公司宣布收购无效，它只保留 30.64% 的华人置业股份，余下的股份退回给接受收购建议的股东。由于司马克公司的持股量比爱美高有限公司低，韦理只落得个小股东（或称之为第二大股东）一名，和大股东爱美高有限公司“竭诚合作”的结局。

“两虎相斗”并非如古语所说“必有一伤”，而是和气收场，这也真是怪事。

十四、龙虎智斗——嘉道理卫冕成功

收购开始于 1987 年 3 月 2 日

收购结束于 1987 年 7 月 24 日

收购者：爱美高（刘銮雄）、中华娱乐（刘銮鸿）

被收购者：大酒店（嘉道理）

1. 起因

“香港企业狙击大王”爱美高有限公司的刘銮雄狙击能达科技公司初试锋芒之后，由于尝到甜头，于是开始了他的企业狙击生涯，十分侥幸地他每一次都能凯旋归来，有所“收获”。不过，他的敌意收购却惹来许多富家豪族的反感，这些人不惜大投银弹奋力与之周旋，以求保住江山不被侵占，在刘銮雄众多收购战役中，以“大酒店”一役斗得最激烈，也是最富戏剧性，双方各施奇谋，战情高潮迭起，令人叹为观止，可称得上是近代收购战中最出色的一次战役，值得记叙下来，以供读者鉴赏。在介绍这次战役之前，我们先看看“大酒店”的历史背影。

大酒店公司是香港一家历史悠久的酒店业公司，也是酒店股中的领导性股支，该公司名下拥有半岛酒店、旧浅水湾酒店及现在的九龙酒店，另外也经营地产、山顶缆车和饮食业。

该公司有雄厚的资产，但董事会的经营作风却较保守，有人计算过该公司在 1980 年至 1987 年被狙击之前，平均每年的盈利增长（以复式计算）不足 18%，1982 年盈利又下降了 5%，1983 年至 1985 年之间每年增长不足 10%。由于股价是建立在盈利之上的，在这种情形下，大酒店股便出现了“高资产、低市价”的现象，正适合做被收购的对象。

长期以来，大酒店公司的第一大股东为梁仲豪及其家族，在他们未出售手上股份之前，梁仲豪及其家族约持有大酒家公司 3100 多万股，占总发行股数的约 34% 左右。第二大股东是米高·嘉道理，共持有 1023 万股，约占总发行股数的 14% 至 18% 左右。

由于大酒店董事会已持有控制性的股权，加上股东之间一向相安无事，一般来说第三者很难介入。

1987 年 3 月 2 日刘銮鸿之弟刘銮鸿的中华娱乐公司以及丽新制衣公司于晚上忽然宣布买入大酒店公司股份，两者的买入价均为每股 53 元，而且都是向梁仲豪及其家族购入该股份的。中华娱乐公司买入约 2000 万股，共斥资 10.6 亿港元，付款办法为首期订金先付 10%，而后该集团将通过内部储备及商业信贷等形式，在一个月内付清其余款项。

至于丽新集团方面，则通过一家名为“俊岳”的公司购入 1000 万股，动用资金共 5.3 亿港元，而付款方法与中华娱公司完全相同。

这两家公司虽然同一时间购入大酒店股份，同一时间宣布购入，采用同样的付款办法，但他们都异口同声表示“所有雷同，实属巧合”，否认是“一致行动”。然而令人感到奇怪的是，两家公司所雇佣的财务顾问竟也巧合都是万国宝通银行。

刘銮雄兄弟是出了名的“企业狙击大王”买入大酒店股份自然惹来市场的关注，不

过中华娱乐公司的董事长刘銮鸿却公开表示，买入大酒店股份是看好该公司的前景，买入该股份将作长线投资，不会短期出售，也不排除在更低价时再买，他还表示会派两人进入大酒店公司董事会。

丽新制衣公司方面，董事曹广玉也同样表示会派员进入大酒店公司的董事会，想不到这两家公司的所有行动这么巧合，连派人进入董事会的想法也不谋而合。

中华娱乐公司和丽新制衣公司宣布买入大酒店股份的当天，大酒店股票的收市价为每股 50 元，消息公布后，该股价立刻飚升，市场迅即谣言四起，有的传说嘉道理家族自从刘銮鸿得到 20% 的大酒店股份之后，马上在市面增购大酒店股份。当然也有消息说刘銮鸿也继续在市场上吸纳大酒店股份。

4 月 11 日，中华娱乐公司公开了它所持有的大酒店股份，原来在这一个月期间，该公司确是在市场上继续吸纳大酒店股票，而且使其持股量进一步上升到 25.9%，总共持有 2550 万股大酒店股票。证明市场上所传刘銮鸿继续在市场上吸纳大酒店股份的消息确实无误。

理论上，按中华娱乐公司的持股量来说，被邀进入大酒店董事会是很合理的，可是在当时最近的一次股东周年大会中，刘銮雄以及林百欣家族一个也没有被邀进入大酒店公司董事会，因此引起他们极度不满，双方各展奇谋，连番恶斗，掀起了这场收购战的高潮！

5 月 4 日，大酒店公司召开股东大会，刘銮鸿以及丽新制衣公司的董事林建名双双出席了这次大会，他们在这次大会中投票反对重选米高·嘉道理连任大酒店董事。这次出席投票的股东或其代表出席人士竟占到公司总股东人数的 85% 之多，可见双方均是有备而战，双方都十分重视这次投票的结果。

战情十分具有戏剧性，点票结果支持米高·嘉道理连任大酒店董事的票数共 4260 万票，反对票数则为 4052 万票，刘銮雄及林建名家族终于以微弱票数落败，被拒诸于大酒店公司董事会门外。

2. 互相攻击

事情至此，争做大酒店董事的一幕应该告终，奇怪的是在股东大会后数天，大酒店方面竟然宣布点票出现错误！把其中支持嘉道理的 130 万票重复多点了一次！不过经更正之后，赞成的票数为 4130 万票，依然高出反对票数，结果仍是没有改变，米高·嘉道理继续任大酒店董事。但这件事即嘉道理的一方点票出错，立刻给刘銮鸿可乘之机，中华娱乐公司提出上诉。根据 5 月 13 日报纸报导，中华娱乐公司董事长刘銮鸿发出一份大酒店股东函件，其内容指责嘉道理所控制的大酒店董事会于 5 月 9 日发出的文件给股东有误导性的指示，中华娱乐公司已控有大酒店 25.92% 的股权，现要求加入三位董事，是十分合理的要求，而且不会影响现在董事会的控制权。函件还指出大酒店公司在周一点票出错，直到周六方才公布，而且缺乏具体解释理由，这是不公平的。

外界指责中娱公司和丽新制衣公司一起购买大酒店股票属于“一致行动”，中华娱乐公司一再强调它与丽新制衣公司没有一致行动，同时也表示没有全面收购大酒店的计划。

丽新制衣公司方面也同样发出通告，澄清没有与中娱公司联合行动，只因看好大酒店前景而投资购买其股份，并转而聘请罗富齐父子（香港）公司为财务顾问。

然而，嘉道理方也不甘示弱，还以颜色。首先大酒店方面表示，除非中华娱乐公司和丽新制衣公司向全体股东收购，否则公司的控制权是不会改变的。嘉道理力拒刘銮鸿加入董事会，除了知道刘銮鸿的收购并非善意，加入董事会之后公司在行政决策上将会处处受到制肘之外，而且与双方的社会背景也有关系。

嘉道理家族在香港不但富甲一方，而且曾经封爵，在香港可以称得上是名门望族，在上流社会人缘甚佳，否则也不会只持有约 15% 至 18% 的大酒店股份，就能在董事会投票中以微弱票数压倒刘銮鸿。至于刘銮鸿和刘銮雄，只不过是近几年来才冒起的“暴发户”，而且以“绿色敲诈”使对方买回自己手上的股票，嘉道理家族自然不愿意与之携手合作。

米高·嘉道理对刘銮鸿要挑战他在大酒店董事的地位曾经有这样的评论：我认为他们低估了我们的实力，我的家族和大酒店已有八十年的关系！”虽然许多人都议论嘉道理经营大酒店的作风是“不思进取”，然而到了紧要关头，似乎大家都乐于给嘉道理家族几分薄面。

另外，嘉道理家族的代表也向证监外投拆，坚持说中华娱乐公司与丽新制衣公司是“一致行动”，并列举了七个理由来证明此说法，其中的指责包括这两个集团在同一日、同一价格购买大酒店股票；两个集团也以相同的条件及付款方法获得了大酒店的股票；两集团还同样聘请万国宝通银行为财务顾问；两集团公布的有关新闻也大同小异，可能是出自同一手笔。更有趣的是嘉道理的投诉中竟指责他们在最近的大酒店周年股东大会中，两集团的董事同坐在一起和财务顾问商议事项，而且同样的投票反对米高·嘉道理连任董事，这一切都证明这两家集团在收购中属“一致行动”。

至于对中华娱乐公司指责嘉道理一方“周一点票出错，迟至周六方才宣告”这个问题，负责点票的毕马域茂曹会计师就此事发表一项声明，表示此乃笔误而引起票数偏差。由于股东大会之后大酒店顾问要求分拆选票，期间发现监察过程中有笔误，使其中的 130 万股支持嘉道理的票数重复多点一次，于是在周四和周五两天之内立该作出修正，周五晚才送交大酒店董事会，有关方面已于周六一早就把事情真相公布出来。

3. 战外战

由于嘉道理的一方认为中华娱乐公司和丽新制衣公司的行动是一致的，而且他们实际上已经拥有超过 35% 的大酒店股份，根据收购及合并修正条例规定，中华娱乐公司和丽新制衣公司应以大酒店股票过去 6 个月来曾达到的最高价— 80.5 元的价格向所有股东提出全面收购。

与其他敌意收购一样，双方互相指责互相攻击，使收购战不但充满刺激性，更充满娱乐性，大家都很想知道这场龙争虎斗究竟是狙击从未失手的刘氏双雄得胜？还是这个在香港扎根将近达一个世纪的老牌家族力保不失？6 月 2 日，收购及合并委员会开会后，决定从 6 月 9 日起审议大酒店股权纷争事宜。至于大酒店董事会虽有两名董事梁仲豪以及简悦强已提出辞呈，但因为收购及合并委员会还没有裁定中华娱乐公司和丽新制衣公司是否属“一致行动”，所以大酒店董事会不打算提出填补这两个职位的空缺。有传闻说当时刘銮鸿为求能够进入大酒店董事会，曾与嘉道理方面磋商达八次之多，可惜其诚意依然未能够

打动嘉道理的铁石心肠。

6月9日审议开始,经过连续两天的审议之后,收购及合并委员会于10日作出裁决:中华娱乐公司与丽新制衣公司在购入大酒店股权中,并没有“一致行动”!换句话说,嘉道理的上诉失败。

审议虽然结束,但审议期间曾出现一段小插曲可能为人们所忽略,值得在此一提。收购及合并委员会审议完毕之后曾发表声明,指出梁仲豪不出席审议委员会,使该部门没法得到其充分合作以向公众作出交代,令人感到遗憾。

梁仲豪于是在7月2日作出反驳,发表声明指出自己曾与收购与合并委员会充分合作,委员会所指的仅是6月9日及10日的会议而已!梁仲豪还表明不出席审议会是因为委员会曾经恫吓会向他质询无关的事项和采用对待证人等不公平的程序,因此不愿意出席该会。这使收购双方的舌战之外,还有一场小舌战。

由于收购及合并委员会裁定中华娱乐公司及丽新制衣公司在收购大酒店股份中不是一致行动,中娱公司及丽新公司又没法进入大酒店董事会,嘉道理依然未能取得绝对性控制权,战事于是陷入僵局,投资者均观望这三家集团的动向。至于大酒店的股价也因为收购形势不明朗而节节下挫。

4. 另起炉灶

事件拖了差不多一个月,到6月29日(星期一),爱美高有限公司,华人置业有限公司以及中华娱乐有限公司三家公司的股票同时宣告停牌,当时市场立即传出爱美高有限公司正计划把中华娱乐公司的股份售给一家澳洲财团,在达成这项交易之前,嘉道理须将中华娱乐公司所持有的大酒店股份以一个指定价格购回,但为了防止触及大酒店的全面收购战,嘉道理仅负责包销股份,安排批售,却不持有该股份。

由于中华娱乐公司收购大酒店是全力以赴,它不断出售其他资产,又发行新股集资,使中华娱乐公司只剩下大酒店这个唯一的资产,加上当时东亚华宝公司正向投资界寻求大买家,而华人置业公司董事长韦理又身在澳洲,因此此说颇使人信服。不过,万国宝通银行方面则澄清了有关的谣言。

除了此谣言之外,市场上也有传言说嘉道理以及九龙仓公司打算以每股75元的价格向丽新制衣公司购入所持有的12%的大酒店股份,这个说法也颇令人相信,原因是中华娱乐公司和丽新制衣公司即用苏秦和张仪的“合纵”之计对付嘉道理,嘉道理以“连横”之计破之也不无道理。假如嘉道理买下丽新制衣公司的股份之后,持股量便会上升到30%以上,但又低于35%的收购点,中华娱乐司少了丽新制衣公司的持股量之后,已不足以动摇嘉道理的大股东地位,进入大酒店董事会的机会更加渺茫,嘉道理也就可以高枕无忧了。

当时爱美高有限公司以及大酒店方面均没有新闻公布,大酒店的股价也徘徊在67元之间,因此这种说法的可信度实在让人怀疑。市场上还有传言说嘉道理向韦理收购亚洲证券,企图借此控制华人置业有限公司,从而间接持有大酒店的股份。总之,当时谣言满天飞,众说纷纭,莫衷一是。

再往后,有消息说嘉道理打算买回刘銮鸿手上的大酒店的股份,但由于未达成协议,

有关公司的股票打算先行复牌，但没有被有关方面接受。证监处认为爱美高有限公司持有股份可能会引起波动，联交所也要刘銮鸿方面解释和嘉道理的交易过程，因此不允许其复牌买卖。

这些传言在7月3日得到证实，爱美高有限公司方面确是出售大酒店的股份，但未达成协议；有关新的协议将于数周内完成，至于停牌的股票可望在7月6日复牌。

复牌后，中华娱乐公司股票的市场价立即下跌6.82%，以1.76元收市；华人置业有限公司的股票也下跌6.4%，以1.61元收市，大酒店股股价继续辗转偏软，只有爱美高有限公司的股票稳坐钓鱼台，事实证明市场当时的反应十分正确。

7月24日爱美高有限公司和中华娱乐公司双双宣布，以每股平均65元的价格，出售34.99%大酒店股权给宝源投资所安排组成的肯可若丝银团及汇丰银行的一家全资附属公司远东有限公司，交易将于7月30日完成。肯可若丝银团主要包括法国里昂信贷银行、恒生银行、英国米特兰财务公司、万达基（香港）有限公司、东亚、以及宝源投资公司，以这个庞大的阵容接下刘銮雄手上的大酒店股份，双方都没什么话说。

肯可若丝银团接下大酒店的股份之后，并不是打算长期持有，该协议还有附带条件，即由嘉道理控制的一家公司通过一项安排，在10月30日前随时行使选择权，以上述相同的价格即每股65元的价格买入肯可若丝银行和远东有限公司所持有的大酒店股份，嘉道理于未来3个月内再把该股份配售给长线投资者。换句话说，嘉道理是为了回避触发全面收购战，于是借第三者之手，迂回接下这批货。

以大酒店当时的盈利能力计算，刘銮鸿每股65元的出售价，市盈率约升至24倍左右，因此以这个价钱出售应该是喜出望外的收获。不过，由于其后刘銮鸿会在市场上高价吸入该股，使其平均买入成本偏高，根据后来该公司公布的获利数字计算，平均成本价约在61元左右，换句话说，在5个月里刘銮鸿所获利润仅6.5%而已！

大家可能记得，1987年10月以前，是香港该次牛市最旺的时刻，只要入市买任何一支股票，半年的时间赚取超过这个盈利百分比可真是易如反掌，看来刘銮鸿炒股票技巧未必胜过一般散户！

在这个战役中，爱美高有限公司获利约4200万港元，而中华娱乐公司则获利9400万港元，从数字上来看中华娱乐公司获利较多，但出售价则爱美高有限公司较高，看来刘銮雄确是特别关照爱美高有限公司的小股东的。至于丽新制衣公司，自始至终只是这场战事中的配角，主角谢幕，配角也就自顾自找寻买家去了。

“大酒店龙虎之争”从3月2日开始，至7月24日正式告终，前后共历时5个月，记得收购之初刘銮鸿曾说过是作为长线投资，原来他们“长线”的定义就是5个月啊！

十五、虎口余生——刘銮雄大难不死

收购开始于1990年7月9日

收购结束于1990年10月15日

收购者：SPR（黄周旋）

被收购者；华人置业、爱美高（刘銮雄）

1. 迎头一棍

刘銮雄成功地收购华人置业有限公司之后，在股市上自成体系，而且其控制的股票市场迅速膨胀，刘銮雄从一个小实业家暴发成为香港亿万富豪之一。

刘銮雄之所以能够成功收购华人置业有限公司，除了有赖于李氏家族的“赐与”之外，也倚仗小股东们的支持。当时爱美高有限公司收购华人置业公司期间，虽然持有43.5%的华人置业股份，但如果其他的小股东愿意接纳司马克公司的收购建议，爱美高有限公司也只能落得个小股东一名而已！其他的小股东不接受司马克公司的收购建议，也许是慑于刘銮雄当时企业狙击手的名气，寄厚望跟着刘銮雄大捞一把，凭刘銮雄的才智使公司赚钱。

可惜刘銮雄得到华人置业有限公司之后并没有厚待小股东，反而不断地向股东伸手要钱，不仅华人置业公司如此，而且刘銮雄所属的各公司均“难逃厄运”，按很高比例轮流供股，例如1986年底至1987年初的半年里，爱美高有限公司就曾经被要求五股供三股和两股供四股：华人置业公司在1987年5月底时，就试过一股供四股，另一股供一优先股，中华娱乐公司更创下一股供七股的纪录。

由于该董事会的作风令人反感，不断集资又集资，所以许多小股东纷纷抛售，其他投资者则不敢沾手，使该系股份价位长期不合理偏低，和资产净值相比有大幅度距离。此外，因为小股东不断的抛售推抵了股价，使持有该股系的其他小股东蒙受价位损失，小股民莫不怨声载道。

企业狙击手的称号使得第三者对该股系股份垂涎，促使了1990年台湾商人黄周旋策动的一次爱美高华置收购战，但刘銮雄并不厚待小股东的名声，则是大部分收购者在这次收购中，抱着“幸灾乐祸”的态度旁观的原因。

其实1990年7月台商黄周族所策动的这次爱美高华置收购战并没有什么可观之处，但依然能够引起市场瞩目，最主要的原因是刘銮雄素以狙击他人企业而闻名，现在狙击手反而被狙击，应了中国古老的一句话“剃人头者人亦剃其头”。自然引来不少人“看热闹”，令事件的新闻价值增加。此外，不少股民藉此一事件宣泄心中对爱美高系的不满，当时就有一份报刊以“替天行道”为题，报道此收购事件，所以这次收购战也曾轰动一时，广为人知了。

现在让我们回顾一下整个事件的经过。看看这个企业狙击手是怎样被别人狙击的。

2. 山雨欲来风满楼

在这宗收购事件爆发之前，大概是1990年7月初，市场忽然流传一个故事，说新世界发展集团联合台湾商人组成一个财团，在市场上吸收爱美高有限公司的股份，传言使得爱美高股价立即升高，不过这个消息却未得到证实。

当时市场上所传的台湾商人除黄周旋之外，还有蔡辰男。由于当年台湾股市狂升，经济形势很好，台湾给人的印象就是十分富有，而且一掷千金，所以香港股票大幅度狂升，部分台商这时也颇有意在香港收购公司上市，故此说法也并非空口来风。

然而，在爱美高有限公司1989年年报中记载着刘銮雄家族共持有2亿8200万股爱美

高股份，约占总发行股数的 48% 左右。刘銮雄也就此谣言公开作出声明，表示已持有的爱美高股份超过 50%；在这种情况下，第三者若要收购，似乎是不可能的事情。

由于爱美高股价突然升高，而且收购传言在市场上不径而走，所以刘銮雄统辖内的整个股份包括爱美高、华人置业、中华娱乐以及保华等四支股票在 1990 年 7 月 9 日星期一停牌一天。市场灵通消息说黄周旋将独自收购，不与其他财团合作。

不过，有关的新闻却未见公布，第二天爱美高系的股票复牌，各股表现荣辱互见，其中华人置业股微升 3 个价位，以 2 元零 75 收市，保华股也上升 5 个价位，以 1 元 4 角 2 收市；爱美高股票却不升反跌，收市价为 3 元 9 角 2 分 5，下跌 1 角 2 分半。接着有关的传言完全沉寂下来，该系股票交投也较为平淡，好象丝毫没有被收购的迹象。

3. 动机不明

于是一些报纸的专栏便揣测收购爱美高有限公司可能会“庭外和解”，原因是市场上对这次收购的反应欠佳，而且也有消息说台湾基金对收购爱美高系兴趣已减，黄周旋在市场上已吸纳了一部分爱美高的股份，有可能会售给刘銮雄兄弟。

此事没有新的发展。

7 月 18 日，证监处宣布：爱美高有限公司出售 1106 万 8000 股华人置业股份，每股做价 2.35 元。爱美高有限公司为什么在这个时候出售华人置业股份？假如真的有第三者觊觎该系股份，这种做法是否表明对自己稳持控股权有绝对的信心？还是想把江山拱手让给他人？虽然出售的股份占华人置业股份总发行股数的比例不大，但这种做法却使人感到讶异。

当时有些人认为爱美高有限公司减持华人置业股份，主要原因是希望把华人置业公司从附属公司转而成为联营公司，这样董事佣金的计算便可分开。

虽然当时市场上盛传爱美高一系可能会有第三者垂涎，然而刘銮雄仍把手上所持有的华人置业公司的持股量降低，一方面可以看出刘銮雄艺高人胆大，另一方面也可以反映出刘銮雄家族确是持有足够的控股量，不怕第三者挑战。

事件于是平静下来。

直到 7 月 30 日（星期一），爱美高股、华人置业股突然在收购及合并委员会的要求下停牌，事件似乎又出现暗涌。

8 月 1 日（星期三）凌晨时分，台湾商人黄周旋终于向外界证实收购爱美高股系，收购情形如下——

黄周旋委任获多利公司为财务顾问，通过其属下的英属在维京群岛注册的公司——强力资源有限公司（简称 SPR），以每股 4 元 8 角的价格收购爱美高股份；每股 3 角收购爱美高公司 1990 年的认股证；每股 5 角 7 分收购 1994 年爱美高公司的认股证。至于华人置业股的收购价，普通股每股 3 元 3 角半，1991 年认股证每股 5 角 4 分，1993 年认股证每股 2 角 4 分，而 1995 年认股证则每股 1 角。

黄周旋还透露，他本人并没有持有任何爱美高公司的股份，但与其一致行动的团体则持有 5.14% 的爱美高普通股，2.87% 的爱美高 1990 年认股证，以及 2.4% 的爱美高 1994 年认股证。整项收购行动的附带条件，是必须持有不少于 90% 有效接纳收购建议的股份。

黄周旋在没有持股的情形下提出收购，正如刘銮雄所说：“动机难明”。至于所提出的收购价，刘銮雄认为毫不吸引人，家族成员将会拒绝此次收购。

不过，黄周旋看来并非信口雌黄，除了准备 60 亿元的融资随时动用之外，还延期北上浦东，似乎是有意和刘銮雄一决高低。

另外，证监会对黄周旋的收购也作出了一些解释，表示黄周旋的收购动机只是想取得爱美高有限公司的控股权，由于爱美高有限公司持有华人置业有限公司股份相当大的比例，所以必须一起收购华人置业有限公司。至于华人置业公司虽然持有 50% 的中华娱乐股份，但只占华人置业公司资产净值的 26% 左右，低于法定要求，因此黄周旋毋须同时收购保华及中华娱乐公司。

爱美高股复牌后，各股股价并没有因这个收购消息而上升，其中爱美高股价还比停牌下跌 5 个价位，以 3 元 8 角 7 分 5 收市，当日最高价也只不过是 4 元 1 角 7 分半，较收购建议价 4 元 8 角低了一大截。华人置业股全日最高价也只是到 2 元 7 角，同样地远远低于 3 元 3 角 5 分的收购建议，最后华人置业股以 2 元 4 角 2 分半收市，和停牌前市价一样。至于这两支股票的认股证除华人置业公司 1991 年认股证之外，其他的均纷纷报跌。倒是大市，则因这次收购事件而被刺激的上升。

从市场冷静的反应可见，投资者对黄周旋能否成功收购爱美高公司并不敢乐观，尤其是附带条件是必须收购 90% 爱美高股份才有效，更使投资者望而却步。

4. 形势严峻

1990 年 8 月 2 日，不少人都会忘记这个日子，这一天伊位克突然挥师入侵科威特，消息使世界金融市场十要震惊，美元上升，金价看好，但股市却下跌。

爱美高股票与华人置业股票在波斯湾局势紧张的消息入市初时也难以幸免下跌，不过，在 8 月 6 日恒生指数大跌 249 点的当天，这两支股票仍然平稳，华人置业公司 1991 年和 1993 年的认股证更是逆市微升，收购消息使这两支股票对跌市产生免疫作用。

股市下跌对收购提出者当然较为有利，整体大市下跌，持有爱美高股票和华人置业股票的股东自然愿意接受收购，至少他们手上的股票不会因跌市而减值，而且还可以套现后以较低价格吸纳其他股票。

爱美高公司方面，并没有作出任何反收购行为，看来刘銮雄相信自己的股权已是稳如泰山，所以不怕任何挑战。

8 月 13 日证券及期货事务监察委员会发表公告，说明收购及合并委员会就黄周旋向华人置业公司及爱美高公司提出的收购建议，阐明香港公司收购及合并守则规定，在执行时，该委员会不负责审核或评估收购建议在财务上的优劣或成功可能性。证监会为什么会作出有关说明？是否意味着收购建议不可行或有问题存在？以免日后产生误会？这是个谜。

收购行动至此没有高潮，市场也渐渐不再关注此事。

8 月 21 日，一群爱美高小股东有意组成小股东委员会赞成收购，可惜这些小股东后来并没有进一步的行动。

在这宗收购事件尚未明朗化之际，市场忽然传出华人置业公司新的新闻，新闻说华人

置业公司名下的皇宝大厦物业已用 39 亿元的价格售给日资财团，获利 23 亿。华人置业公司董事会就此谣言立即作出澄清，声明华人置业公司董事会仍在与数家财团洽商，并没有达成协议。

除了关于华人置业公司出售皇宝大厦的消息外，8 月 30 日当天爱美高系还有其他的新闻，中华娱乐公司以及保华建筑公司联合宣布：中华娱乐公司拟用每股 2 元的价格把保华公司私有化，私有保华公司价格较市场价高出 13%。在当时的情形下，华人置业公司手上的投资出现重大变化，不免使人联想到这可能是刘銮雄的应变之策。或许使华人置业公司变卖资产之后现金更多，资产净值更高，而使黄周旋所提出的收购价显得毫无吸引力。

不过，黄周旋当天接受报纸采访时，仍然表示对成功收购爱美高公司及华人置业公司充满信心，并且他现已准备了 90 多亿现金随时动用。但他表示收购价不打算再提高，他对华人置业公司出售手上物业也不表示反对，表示爱美高公司乃华人置业公司的大股东，有权作出任何商业决定。最后黄周旋只强调如果收购成功对大家都有利。

这时市场上仍然震栗于波斯湾紧张的局势之中，美国介入伊拉克入侵科威特的事件后，使投资者担心美伊可能爆发战争，而战争也许会把疲弱的美国经济拖垮。因此世界各地股市表现低沉，港股也不例外，加上刘銮雄在这次被收购事件当中并无任何回应，他以不变应万变，使收购过程十分沉闷，毫无精彩可言之处。

5. 大加指责

整个收购事件拖到 9 月 9 日，黄周旋有条件收购爱美高公司的收购建议书正式发出，文件中黄周旋猛烈抨击爱美高有限公司，揭其疮疤，频频责难，其指责包括爱美高公司的董事佣金不合理地偏高，而公司业务令人失望。另外华人置业公司股本结构迅速变动，股本变动集资活动频繁，有损小股东利益，这次收购行动正是为小股东提供套现的机会等等。

还记得刘銮雄狙击能达科技公司时，收购建议书内容尖锐，历数能达公司董事会的不是，想不到这次黄周旋收购爱美高公司，收购建议书同样是指爱美高公司自 1983 年 8 月上市以来，股价表现远差于同期大市的事实，手法同出一辙，黄周旋可以说是：“以其人之道，还治其人之身”啦。

黄周旋的收购建议书指出爱美高公司除了在上市后的 8 个月，以及 1987 年 10 月股灾前 3 个星期之外，其股价从来没有超过黄周旋所提出的 4 元 8 角的收购价。另外，黄周旋更以实例证明长期持有爱美高股票的投资者，蒙受的损失极大。

他指出爱美高公司自 1983 年 8 月上市以来，以每股 2 元的价格公平发售 7500 万股，例如当时以 2000 元买入 1000 股，经过送股，两次供股和四股合一股之后，投入的总资金为 5285 元。若以当时的市价计算，其市值（连送出的认股证计算在内）只值 4928.3 元，即损失了 6% 左右！

例如在同期间买入和恒生指数表现相当的股票，同样投入 5285 元，到现在投资增值到 9595.87 元，即升值了 81%。

爱美高股份的弊端，几乎尽在此书中，姑且勿论这次收购是否成功，这份收购建议

书，已经替不少华人置业公司以及爱美高公司的小股东吐出了心底里的长期积蓄的话。

可是收购仍然缺乏高潮，该系股票的股价冉冉下沉，这可能是因为投资者估计收购成功机会不大，所以提不起兴趣。收购的最后期限为10月1日下午4:00整。

在截止收购期限之前，爱美高公司以及华人置业公司于9月20日公布该年度截止6月30日为止的半年业绩报告，其中华人置业公司的盈利极为理想，6个月纯利近亿，较去年同期增长75.8%；不过爱美高公司却出现亏损，半年亏损980万元，然而最令人大感意外的是爱美高公司，竟在有亏损的情况下派息，虽然派息每股只有1角，但以百分比计算，增幅较去年同期多达一倍！以爱美高公司董事会的作风，这几乎是不可能的事，所以当时所有分析家全都傻了眼。

很明显，爱美高公司的做法是希望改善过去在股民心中留下的坏印象，另外也希望能够得到更多小股东的支持以此来拒绝黄周旋的收购。

在为次收购中，爱美高公司和华人置业公司委任百富勤公司为财务顾问，过去在每一宗收购事件中，刘銮雄都是与梁伯韬携手合作，这当然不会使人感到意外。不过，这次百富勤公司竟然建议小股东接受黄周旋的收购建议，实在使人大感诧异，百富勤公司所发出的意见书指出：在香港公司的主要资产为物业的股票，其市价较其总资产净值有大幅度折扣，因此黄周旋所提出的收购价应可以接受，并建议股东可选择接受收购建议，或在市场上出售有关股份，但必须注意收购如果不成功，无法实现其附带条件，有关股份股价以及其认股证价格均可能下跌。

有关收购爱美高公司的附带条件是必须持有不少于90%的爱美高公司股份，建议方才有效，也许是基于这个原因，爱美高公司的财务顾问才敢大胆“直言”吧！这份意见书在爱美高公司董事会中，只有张悦文同意，刘銮雄不表示意见。

在这份收购建议书中，百富勤公司指出唯一不应接受收购的，就是华人置业公司1995年期认股证的持有者，因为收购价不合理。

至于这两支股票的资产净值，截止1990年6月30日止，给调整后爱美高公司每股值5元9角9分，而华人置业公司每股则值4元6角1分。

黄周旋对于收购建议作出的回答是他估计有关股份的市价将不会高于他提出的收购价，因此百富勤公司建议如果卖出的收益高，应在市场上售出，这还不如接受他的收购建议为佳。另外，黄周旋也指出刘銮雄及其有关人士持有的爱美高股份经分享后等于31.6%，爱美高公司即使不接受收购，黄周旋只要收购到其余股份的75%，便可以使收购建议成为无附带条件的收购。

其实刘銮雄通过爱美高公司而持有华人置业股份，所以其实际持有华人置业的股份数量更少。此外，华人置业公司的另一个主要股东韦理手上仍然持有20%的股份，假如韦理将这些股份全部卖给黄周旋，黄周旋夺得华人置业公司控股权的可能性也是存在的。可惜当时市场上并没有考虑到这一点，华人置业公司的股份以及其认股证价格并不为其所动。

10月1日的收购期限届满，黄周旋手下的强力资源公司收到同意接受收购建议的股份占扩大发行的股本的25.4%，占分享后的18.8%。理论上这次收购算是失败的，但黄

周旋锲而不舍，把收购期限延迟两星期，拖至10月15日为止。

6. 力保江山

小股东仍然忠心耿耿地对待刘銮雄，不肯割售手上的股票给黄周旋，看来刘銮雄兄弟确是“魅力没法挡”。

不过，黄周旋把收购期限延长则使爱美高股票和华人置业股票的股价立即受到利好刺激而上升。这是因为市场对黄周旋的收购诚意增加了信心，此外，如果没有有利的条件支持，黄周旋如果是知道自己胜利的机会降低，又何必延长收购期限呢？

于是乎，爱美高公司与华人置业公司股价第二天立即双双飚升，爱美高股票从上月的3元2角收市价升到3元6角2分半收市，升幅达13%左右，而华人置业股也有相当的升幅，从上日的1元9角3分涨升到2元1角7分半收市。至于认股证也同样是水涨船高。

又过一天（10月3日），爱美高股票与华人置业股票的股价便出现了迥异的变化，华人置业股价继续拔升，有关认股证升幅更大，尤其是华人置业公司1991年发行的认股证，上日收市价才1角9分7，第二天便升到2角7分半收市，升幅高达近40%。不过，爱美高股价却是不升反跌。

黄周旋主要是收购爱美高公司，但华人置业公司反而成为市场的焦点目标，原来市场终于窥到了这刘銮雄控制爱美高股系的弱点，知道华人置业公司发行认股证过滥，一旦全部行使，将会使其控股权被严重削弱，而刘銮雄并没有持有华人置业公司的认股权证，如果黄周旋买入所有的认股权证然后行使，将可以动摇刘銮雄的大股东地位。

此外，韦理的动向也可以左右事态的发展，市场当时经常有谣言传说刘銮雄与韦理不和，这使人更加相信华人置业股权易手的可能性极高。

当时市场上是谣言满天飞，刘銮雄太太刘宝咏琴对这件事的态度也成为市场的焦点之一，素来不愿意在媒介曝光的刘銮雄，竟也破例主动公开辟谣。

10月5日，爱美高股价继续回落，华人置业的股价也见掉头，只是华人置业公司1991年发行的认股证价格继续上升，而且交投旺盛，对这种情形只有一个解释：就是有人在市场上大力吸纳这种认股证！到底是谁在市场上吸纳华人置业股票及其认股证呢？

证券及期货事务监察委员会公布：爱美高公司在10月3日买入华人置业股份2702万股，买入价在2元2角7分半至2元4角7分半之间；又买入华人置业公司1991年发行的认股证309万，买入价在2角7分至2角8分之间，另外把1993年的认股证在9分1至2角零5分之间也购入了7429万股。

很明显，刘銮雄也警觉到表面上虽然持有足够的华人置业公司的控股权，但过去滥发认股证留下了祸根，此外以前过于轻敌，以为对方奈自己不得而减少了手上所持有的华人置业股份，结果给对手以可乘之机，因此现在被迫在市场上以高价买回，并且还买得更多！

当时爱美高公司售出华人置业股票的价格为2元零2分半，现在的买入价约在2元3角至4角之间，显然是吃亏了！

华人置业公司董事会在股价升高之际发表声明，促请各股东注意收购建议附带条件，这声明果然奏效，另一个交易日（10月8日星期一）华人置业股股价迅即回落，以2元1

角 2 分半收市，其认股证跌幅更大，1991 年认股证跌至 2 角 2 分 9 收市，跌幅达 20% 之多。

由于当时众说纷纭，因此华人置业股及其认股证价格大上大落，跟风的投机者不容易获利。接着爱美高公司继续在市场上吸纳华人置业股份及其认股证，10 月 8 日花 433 万买入 2000 股，买入价格在 2 元 1 角至 2 元 2 角 7 分半之间；10 月 10 日又再花 334 万买入 8000 股华人置业股份，买入价格在 2 元 2 角半至 2 元 3 角 2 分半的范围内，另外又以 2 角 7 分的价格买入 1670 万股华人置业 1991 年的认股证。

虽然刘銮雄在市场上不断吸纳华人置业股份，但华人置业股票市场价格仍然比收购建议价 3 元 3 角半低许多，认股证的价格也是一样，反映出市场对这次收购是否会成功仍然缺乏信心。

刘銮雄似乎已不敢对此事掉以轻心，在市场上依然吸纳有关股份，10 月 11 日再吸入 390 多万的华人置业普通股和 1 亿 4700 多万的华人置业认股证。10 月 12 日，距离最后收购期限还有 3 天，市场上有消息传出收购失败，使有关股票股价受压，进一步低于收购建议价的水平。

10 月 15 日，黄周旋正式宣布收购建议流产，接受收购建议的股份共 4434 万余股，连同黄周旋属下公司持有的 3000 多万股，只占爱美高公司发行股数的 14.3% 而已！而接受收购的华人置业股份较多，共有 5 亿 2000 多万股，约占发行总数的 34%，由于不符合最低要求，所以收购落空。

事后有记者问刘銮雄捍卫股权成功是否感到高兴，刘銮雄说并没有这种感觉，至于问及他所收的董事佣金是否过高？刘銮雄则避而不答，但他并没有把佣金调低，大家可以从事实中得到答案了。

十六、乘胜追击——瑞菱讯科对簿公堂

收购开始于 1990 年 7 月 6 日

收购结束于 1990 年 8 月 30 日

收购者：瑞菱国际（颜炳焕）

被收购者：讯科国际（张子东）

瑞菱国际股和讯科国际股都是工业股，在香港股市中并没有引起投资者过多的注意，不过，1990 年 7 月，在黄周旋收购爱美高有限公司期间，瑞菱国际公司和讯科国际公司之间也同时爆发了一次收购攻防战，而且双方对簿公堂据理力争，互不相让，这一扬“战役”，规模虽然不大，但其中整个争夺过程也非常紧张刺激，值得记叙下来，以供读者评赏。

1. 股市突变

瑞菱国际公司主要经营录影带、录影带零件的生产及销售业务，1986 年在中国大陆设联营公司，又在英国设立录影带制造厂。此外，该集团还合资经营电视录像出版社，出版录影带杂志。1989 年 4 月该国际公司公开发售 750 万新股上市。

讯科国际公司则在 1988 年 7 月发行 1.15 亿股股票上市,每股售价 7 角。该公司主要从事设计、发展及制造彩色电视机、音乐系统及电讯设备,以及塑胶注塑成型及发泡胶包装等有关业务。刚开始时,双方股东十分融洽,在 1990 年 2 月,瑞菱国际公司甚至购入 1860 万股讯科股权作为长线投资,这部分投资占讯科国际公司发行股数的 10%。

1990 年 7 月 5 日(星期四),讯科国际股股价回落到 1 元 1 角半的水平之后,突然该股股价又不寻常地冒升,至 7 月 10 日(星期二,期间仅经历 3 个交易日),该股股价一度飚升到 1 元 9 角 8 分,但当时迅即回落到 1 元 4 角 7 分收市。当日瑞菱国际公司发表声明,表示 7 月 6 日(星期五)在市场上吸纳了 809.4 万股讯科国际公司股份,每股价约在 1 元 1 角 3 分至 1 元 1 角 5 分之间,动用资金约 930 多万元,使瑞菱国际公司持有讯科国际公司的股权增加到 10.9% 的水平。

其实当时市场上已传出讯科国际公司可能会被收购的消息,因此其股价才会出现这样大幅波动的局面,瑞菱国际公司增加讯科国际公司股份的持有量,也可以说是初露契机。

事隔一天(7 月 11 日),瑞菱股以及讯科股两支股票同时在联合交易所申请停牌,当天瑞菱国际公司提出要全面收购讯科国际公司股份,收购建议以每 10 股讯科公司股份换取两股瑞菱公司股份另加 4.5 元现金。整项收购所需现金约 5.58 亿港元,而收购价相当于每股讯科 1.81 元,比讯科股停牌前的 1.47 元有 23.1% 加溢价。至于瑞菱公司董事长颜炳焕及其有关人士已持有 1.1389 亿股讯科股,约占发行股本的 27% 左右。

关于这次收购活动的动机瑞菱国际公司表示收购讯科国际公司可以补充其生产及市场网络,而瑞菱国际公司则可以为讯科国际公司提供技术及市场来拓展其业务,两者可达互惠效果。

由于收购部分是以换股形式进行的,所以市场反应十分谨慎,复牌后瑞菱股停滞在 6.8 元不动,比换股价 7 元整低一些,讯科国际公司股票虽然受这消息的刺激而上升,但仅仅升到 1.6 元,比收购价 1.81 元还要低,这种现象除了反映出市场上对瑞菱国际公司是否能收购成功讯科国际公司抱怀疑态度以外,也反映出投资者对换股的价格不信任。

瑞菱国际公司董事长颜炳焕在这段期间再三向公司表示收购讯科国际公司是合乎两家公司利益的,可以达到互利互惠的效果。不过,讯科国际公司董事长、董事对此事却大为不满,他们于 7 月 19 日送交瑞菱国际公司一封函件,指责瑞菱国际公司的收购建议违反了本身作出的口头保证,即瑞菱国际公司在未征求讯科国际公司意见或在双方未取得协议的情况下,瑞菱国际公司就提出收购讯科国际公司的股份以取得讯科国际公司的控制权。至于瑞菱国际公司则没有表示是否以前和讯科国际公司有口头协议,只是反驳讯科国际公司的行动纯粹是企图破坏一次普通的收购计划。

2. 付诸法律

由于瑞菱国际公司及讯科国际公司董事会态度强硬,各执一词互不退让,结果双方对簿公堂。讯科国际公司在 1990 年 7 月 19 日向瑞菱国际公司提出诉讼,其起诉除其他事项之外,还指出收购建议违反瑞菱公司方面作出的口头保证,该项保证表示,瑞菱国际公司在讯科国际公司提出要求或没有征得讯科国际公司同意之前,将不会通过收购讯科公司股

份来取得这家公司的控制权。

不过，瑞菱国际公司董事长颜炳焕则表示，他们的法律顾问认为，此项诉讼没有真凭实据，瑞菱国际公司将对此全力抗辩。收购行动竟然付诸法律诉讼，这在香港股市的收购史中实属罕见！

瑞菱国际公司并没有因此而中止收购计划，7月25日收购建议书如期寄发给各小股东，文件内继续对讯科国际公司的小股东作出呼唤，指出收购建议的最终目的在于促进两家公司的业务增长，希望成为欧洲电子消费产品的一支庞大力量。

另外，收购文件也指出如果收购成功，讯科国际公司股东的财务将会得益很大。每手2000股讯科股份的资本值将会增加23.1%，所占的盈利则可以增加到206.51元，资产值升幅达116%，所占收益也有41.2元，升幅为206%，整项收购建议的最后期限为1990年8月16日下午4时止。

3. 导火线

这场收购战没有多少轰动效果，当时并没有引起市场上的广泛注意，部分原因除了这两支股票只是市场的二、三线股份外，另一原因是市场当时有多宗收购事件发生，尤其是黄周旋收购爱美高有限公司更是转移了大部分投资者的注意力，加上波斯湾危机的爆发，更使这场收购战显得黯然失色。

瑞菱国际公司收购讯科国际公司的过程十分沉闷，期间讯科股股价反复回落至1.45元左右，反映出市场上没有人对此次收购寄以任何憧憬。虽然如此，瑞菱国际公司董事长颜炳焕却对收购事件十分卖力，不断在媒介上公开进行游说讯科公司小股东，另外他也解释了有关讯科国际公司所提出的指控。

颜炳焕认为瑞菱公司和讯科公司两家公司交战，其原因可以追溯到1990年4月11日，当时讯科公司知道颜炳焕说将要配售1.2亿股新股，每股作价0.62元，其中6000万股是配售给讯科公司董事会成员，另一半则配售给经纪行。但颜炳焕则因为其股权会因此而被削弱，所以投了反对票，颜炳焕估计这事件可能是他与讯科公司董事会成员关系恶化的导火线。至于讯科国际公司董事长张子东3月份在香港一份中文报纸中也曾表示，讯科公司与瑞菱之间的一切合作计划均已告吹。

至于有关讯科公司的指控，即说瑞菱公司曾作出口头承诺在未征得讯科公司同意前，不会收购讯科公司的控股权一事，颜炳焕称已查明真相，调查结果确认渣打（亚洲）银行的代表根本没有向讯科国际公司作出任何表示，包括任何保证或承诺。颜炳焕认为这种做法只不过是讯科公司即此阻挠瑞菱公司的收购行动而已！然而，颜炳焕认为以这种站不住脚的理由提出指控，则未免有点不负责任，而对这次诉讼的评价，他觉得这是讯科公司唯一可做的“防御工事”。

和其他的收购战没有什么区别，瑞菱公司在讯科公司业绩走下坡路时提出收购，并以其劣绩作为攻击的理由，但讯科公司也不甘示弱，于8月9日发出文件作为答复，文件中说讯科国际公司是一个高瞻远瞩的集团。不过，讯科国际公司董事长张子东在其公司业务下跌时不断出售自己的股份就难以自圆其说了。

8月14日，讯科公司向法庭提出的诉讼进行内庭审议，讯科公司还申请禁制令，阻

止瑞菱公司进行收购讯科公司股份的建议。可惜有关申请的禁令无效，而收购建议也如期进行。

此外，瑞菱国际公司在8月14日的股东特别大会上，通过向董事长颜炳焕手上购入6700多万股讯科股份，约占讯科国际公司发行股数的29%，加上截至8月16日止，瑞菱国际公司在市场上吸入以及其他小股东接受收购建议的股份共1.3亿多，使瑞菱国际公司持有讯科国际公司股份的百分比增加到53.21%。于是收购建议成为无附带条件收购。瑞菱国际公司把收购建议再延长到14日，直到1990年8月13日下午4时方才正式截止。

既然收购成为无附带条件收购，理论上讯科国际公司的股价应接近收购建议价的水平，可是讯科股只是在瑞菱国际公司宣布消息后的1天内达到1.6元的水平，之后，讯科股价一直便反复下跌，8月22日更低跌到1.1元的水平。至于瑞菱股价也没有幸免于难，只不过跌幅温和多了。原来讯科国际公司董事会成员包括董事长张子东在内，都在市场上抛售自己的股份，只不过，他们实际上在市场上抛售的数量并不大，最后他们都接受瑞菱国际公司的收购建议。很明显，他们采取这种做法是要使瑞菱国际公司纵然收购成功，也要吃个眼前亏，因为按市价计算，这是一宗蚀本的生意。

延长的收购期限也告届满，瑞菱国际公司共获得89.73%的讯科股份，成份地收购了讯科国际公司这家公司，然而瑞菱国际公司仍然维持讯科公司股票的上市地位，讯科股票在上市后短短两年里，就完全改弦易张了。

第十四章 企业改组

第一节 企业如何改组为有限责任公司

根据《公司法》的规定，有限责任公司是指“股东以其出资额为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任”的企业组织形式。中西方国家公司发展的实践说明，有限责任公司是公司制中最主要的组织形式，在数量上也占大多数，而且在企业改组实践中，具有较强的可操作性。为此，我们将在今后专门论著，本章只对国有企业如何改组为有限责任公司做一框架性的叙述。

党的十四届三中全会《决定》明确提出，在建设有中国特色的社会主义市场经济运行机制中，现代企业制度将是我国现有各类企业形式改革的重要方向。按照现代企业制度的基本特征要求，对现有企业，特别是国有企业和集体企业进行改造的根本目的有三点：一是将现在的模糊产权改变为清晰的产权，有特定持股主体（持股者）的产权；二是在企业内部形成制约机制，使企业行为合理化；三是在明晰的产权下，通过产权的买卖和企业的购并实现资源的优化配置。

建立现代企业制度，除了按照现代企业制度的基本要求和组织形式设立新的企业以外，更多的是对现有企业进行改组，使它们朝着现代企业制度的方向发展。对于非特定行业的大、中型企业来说，除部分将改组为股份有限公司外，大多数企业将改组为有限责任公司。《公司法》第二章对有限责任公司的设立及其组织机构作了详细的规定。

《公司法》第十九条规定设立有限责任公司应当符合下列条件：

- （1）股东符合法定人数（有限责任公司由两个以上五十个以下股东组成）；
- （2）股东出资达到法定资本最低限额（《公司法》第二十三条对从事不同行业的有限责任公司的注册资本作了规定）；
- （3）股东共同制定公司章程（《公司法》第二十二条对有限责任公司章程应载明的事项作了规定）；

(4) 有公司名称, 建立符合有限责任公司要求的组织机构;

(5) 有固定的生产经营场所和必要的生产经营条件。

《公司法》第二十四条对有限责任公司股东的出资方式作了规定: 股东可以货币出资, 也可以用实物、工业产权、非专利技术、土地使用权作价出资。对作为出资的实物、工业产权, 非专利技术或者土地使用权, 必须进行评估作价, 核实财产, 不得高估或者低估作价。土地使用权的评估作价, 依照法律、行政法规的规定办理。

以工业产权、非专利技术作价出资的金额不得超过有限责任公司注册资本的 20%, 国家对采用高新技术成果有特别规定的除外。

《公司法》第三十七条、第三十八条、第四十五条、第四十六条、第五十二条、第五十四条分别对有限责任公司的组织制度包括股东会、董事会、监事会及其职权和议事规则作了规定。

根据上述规定, 我们对现有企业改组为有限责任公司, 应依照下列程序进行。

一、确定企业的改组方案

在实施企业的股份制改组前, 首先应确定一个总体改组方案。总体改组方案可以由企业自行制定, 也可以委托专门的咨询机构承担总体改组方案的设计。总体改组方案设计的主要内容包括:

(1) 企业财产的形成过程;

(2) 企业财产关系的确定;

(3) 待设立的有限责任公司的资产规模;

(4) 待设立的有限责任公司的股本规模及其结构;

(5) 企业的资产剥离。

在总体改组方案设计出来之后, 一般需要对企业的改组及其实施方案进行可行性研究, 并在此基础上形成可行性研究报告。

二、进行资产评估

资产评估是现有企业改组为有限责任公司需要进行的重要工作之一。资产评估的优劣直接影响着企业改组工作的成败, 因此应给予特别的重视。

所谓资产评估, 是指由专门的评估机构和人员依据国家的有关法律、法规、政策和资料, 根据特定的目的, 遵循公允、法定的原则、工作程序和标准, 运用科学的方法, 以统一的货币单位, 对企业资产按现时价值进行评定估算, 资产评估的主要目的有二: 一是保护国有资产的完整性和不被侵蚀; 二是维护各方股东的合法权益。

企业为进行股份制改组而做的资产评估, 应根据国家国有资产管理局和中国证监会联合发布的《关于从事证券业务的资产评估机构资格确认的规定》, 聘请有资格的资产评估机构进行企业资产的评估。资产评估应依下列程序进行:

(1) 申请立项。凡需进行资产评估企业,应首先提出资产评估立项申请。申请书应包括企业名称、隶属关系、企业住所、资产评估目的、评估范围、评估申报日期等。评估立项的审批,按照统一领导、分级管理的原则。中央企业的国有资产的评估立项审批,由国家国有资产管理局办理;地方企业的国有资产的评估立项审批,由地方国有资产管理部门办理。

(2) 资产清查。这是指接受委托的资产评估机构组织专业人员对委托单位的资产、债务情况进行全面清查,核实帐面资产与实际资产是否相符,经营成果是否真实。

(3) 评定估算。资产评估机构的评估人员根据评估目的和价格标准,对资产的各项参数进行评定,并综合各种资料,采用适当的方法,完成资产的估算值,然后出具资产评估报告。

(4) 验证确认。委托单位将资产评估机构出具的评估报告提交给其主管部门审查,主管部门审查同意后,报国有资产管理部门确认资产评估结果,并向评估资产的企业出具确认报告书。

三、制定公司章程

公司章程是经过全体股东一致同意,规范公司运作的纲领性文件。也可以说公司章程就是公司的“宪法”,是公司各项活动所必须遵循的行为规范。《公司法》第二十二条对有限责任公司的章程必须载明的事项作了如下规定:

- (1) 公司的名称和住所;
- (2) 公司经营范围;
- (3) 公司注册资本;
- (4) 股东的姓名或者名称;
- (5) 股东的权利和义务;
- (6) 股东的出资方式 and 出资额;
- (7) 股东转让出资的条件;
- (8) 公司的机构及其产生办法、职权、议事规则;
- (9) 公司的法定代表人;
- (10) 公司的解散事由与清算办法;
- (11) 股东认为需要规定的其他事项。

股东应当在公司章程上签名、盖章。

四、认缴出资及验资

有限责任公司应有两个以上的出资人。由原有企业改组设立有限责任公司,一般有两种情况。一是原有企业即是由两个或两个以上的出资者共同组建的,这时只需将原有企业的经营性资产进行评估后,按原有投资比例分配到各投资人的名下,由各投资人按照公司

章程规定的出资额缴纳出资；二是原有企业为单一所有者的国有企业，在这种情况下，设立有限责任公司需要吸收至少一名股东出资，其出资可以是货币，也可以是其他实物或非实物资产。在所有股东足额缴纳出资后，必须经过法定的验资机构验资并出具验资证明。

五、召开公司创立大会

当有限责任公司的股本缴足后，股东应在规定的时间内召开公司创立大会，审查设立公司报告，通过公司章程，选举公司的董事、监事等。

六、注册登记

在上述工作完成后，全体股东应指定代表或者共同委托代理人向公司登记机关申请设立登记，同时提交公司登记申请书、公司设立的可行性研究报告、公司章程、验资证明以及公司登记部门要求的其他文件。

七、公司的组织与管理

公司一经注册登记，即宣告成立并可以公司名义开展各种经营活动，这就要求公司具有有效的组织机构与管理。《公司法》对有限责任公司的组织机构做了规定：

（1）股东会。股东会由全体股东组成，股东会是公司的权力机构。《公司法》第三十八条至第四十四条对股东会及其职权、议事规则做了规定。有限责任公司的股东会应按规定行使职权、召开会议和表决事项。

（2）董事会。有限责任公司的董事会由三至十三人组成。《公司法》第四十六条至第四十九条对董事会的职权及其议事规则做了规定。

（3）监事会。《公司法》规定，对于规模较大的有限责任公司，设立监事会，其成员不得少于三人；对于规模较小的有限责任公司，可以不设监事会，但应设一到两名监事。《公司法》第五十四条规定了监事会的职权。

公司组织机构的设置是公司正常运作的重要保证。因此，在公司设立之后，建立一套高效的组织机构对公司的生存和发展是至关重要的。

第二节 企业如何改组为股份有限公司

股份有限公司的设立有两种形式，一种是新建设立，一种是改组设立。新建设立是指出资人以法律允许的出资方式认购股份，创建股份有限公司；改组设立是指主要出资人以

现有企业作为出资,并将其改建为股份有限公司。

根据《公司法》的规定,我国股份公司的设立又分为两种方式:一种是发起设立,一种是募集设立。发起设立是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司。募集设立是指由发起人认购公司应发行股份的一部分,其余部分向社会公开募集而设立公司。

鉴于企业改组为募集方式设立的股份有限公司,工作难度较大,本文拟就企业发行A股的改建程序问题介绍如下。

企业要改组为股份有限公司,发行A种股票涉及的工作内容很多,工作量也很大。如果不了解工作程序,妄自操作,不但会影响进度,而且会增加成本。比如资产评估的安排问题,有两个因素是必须考虑的,一是评估的范围,二是评估的时间,正确地安排是在企业改组方案确定之后进行。安排过早,评估的范围就不能确定,评估的范围就可能过大,成本就会提高,同时,评估报告出具的就会较早,评估报告的时效就不能保证。因此,掌握企业改组为股份有限公司的工作程序是非常重要的。

一、申请试点资格

《公司法》虽然颁布了,但为数众多的企业不可能都改组为向社会公开发行股票股份有限公司,证券交易所也不可能将所有的企业都安排上市交易。客观地讲,我国的股份制将在较长的时间内仍处在试点阶段。在这期间,企业要改组为向社会募集股份的股份有限公司必须经过申请,申请得到批准,试点才能进行。国家对公开发行股票实行额度控制,是试点的重要特征。按目前的做法,国家每年将当年的股票发行额度分配给中央各部门和省、市、自治区及计划单列市的人民政府。据此,拟发行股票,进行股份制改组的企业,应依原来的隶属关系,将试点申请主送中央部门或地方省级及计划单列市人民政府。如得到批准,并取得配给的股票发行额度,试点申请即告成功。

二、拟定股份制改组方案

股份有限公司试点申请被批准后,就可以着手拟定股份制改组的方案。这是企业股份制改组的必要准备阶段。

(1) 学习有关公司的法律、法规和规章及证券法规等有关文件。通过学习,使拟建公司的高级管理人员和相关的工作人员明确本企业改组的法律依据,规范准则和重要事项的处理原则等知识,为改组任务的顺利完成做好思想理论准备。

(2) 设立改制工作小组。企业改组为股份有限公司是一件繁重复杂的任务,有众多的文件要准备,有众多的问题要处理。这个工作小组既需要有权威性,又需要有专业性,否则无法决定和解决问题。也就是说没有专业的工作机构就无法掌握全面情况,无法提出合理的改制方案,无法进行综合协调,无法保证工作的连续性,无法行之有效地对外开展工作。因此,如果企业决定改制为股份公司,就必须成立一个专门的工作小组,这个小组必须是领导挂帅,必须由各方面的专业人员所组成。

(3) 拟定资产重组方案。资产重组方案就是对原企业资产做进入股份公司与不进入股份公司的计划安排。原国有企业或集体企业的资产范围通常较大,多有办社会,甚至办政府的情况。比如原上海金山石化总厂经营和拥有的资产范围,包括办政府、司法、教育、医疗的部分,也包括经营石化产品和非石化产品的部分。这是与股份有限公司资产组合和经营运作的要求相悖的,因此要通过资产重组将不适于股份有限公司运作的资产剥离出去。这种剥离要遵循两个基本原则,一是凡属办政府、办社会的部分必须全部剥离;二是对非经营性资产要依据与公司经营关联的程度,有选择地决定取舍。凡与公司经营无直接关系的部分必须剥离,凡与公司经营有直接关系的部分可考虑留在公司内,但应明确其占用人一旦与公司经营无关就无权继续占用其财产。

(4) 设计公司运营体系。股份有限公司通常经营范围较宽,资产存在形式多样化,产品和服务类别较多,地域分布较广,这就有一个合理设计公司运营体系的问题,也就是公司核心企业、分公司、全资子公司、控股子公司、参股子公司的设置问题。设计公司运营体系,应注意以下若干问题。一是公司核心企业、分公司直接经营的资产与投入各类子公司资产的比例。因为《公司法》第十二条规定:“公司向其他有限公司、股份有限公司投资的,除国务院规定的投资公司和控股公司外,所累计投资额不得超过本公司净资产的百分之五十。”二是地域的分布,所属公司如离核心企业较近可设定为分公司,如离核心企业较远可设定为子公司。三是尽量减少所得税等税务负担,子公司为独立法人是税务征收对象,在不影响公司经营活动开展的前提下,应尽量减少子公司的设置。四是与公司主营联系紧密的经营项目,如管理上允许,尽可能不设立子公司,而以分公司代之;与公司主营关联较差,自成体系的经营项目,视管理上的可能,可考虑设立子公司。

(5) 设计公司管理机构。股份有限公司是以保证股东权益为基本出发点的内部相互制约的管理机构,是区别于全民所有制、集体所有制、私营企业的最重要的特征之一。虽然股份有限公司机构和人员的确定是公司成立以后的事情,但在制订改组方案时就应有所考虑,以便在股份有限公司成立时即能出面运作,履行职责。这些机构和人员是:

第一,由股东组成的股东大会,其职权如下:

- ①决定公司的经营方针和投资计划;
- ②选举和更换董事,决定有关董事的报酬事项;
- ③选举和更换由股东代表出任的监事,决定有关监事的报酬事项;
- ④审议批准董事会的报告;
- ⑤审议批准监事会的报告;
- ⑥审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案;
- ⑦审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案;
- ⑧对公司增加或者减少注册资本作出决议;
- ⑨对发行公司债券作出决议;
- 10对公司合并、分立、解散和清算等事项作出决议;
- 11修改公司章程。

第二,由股东会选举产生的董事所组成的董事会,其职权如下:

- ①负责召集股东大会，并向股东大会报告工作；
- ②执行股东大会的决议；
- ③决定公司的经营计划和投资方案；
- ④制订公司的年度财务预算方案、决算方案；
- ⑤制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；
- ⑥制订公司增加或减少注册资本的方案以及发行公司债券的方案；
- ⑦拟订公司合并、分立、解散的方案；
- ⑧决定公司内部管理机构的设置；
- ⑨聘任或者解聘公司经理，根据经理的提名，聘任或者解聘公司副经理、财务负责人，决定其报酬事项；

10制定公司的基本管理制度。

第三，由董事会聘任的经理，其职权如下；

- ①主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；
- ②组织实施公司年度经营计划和投资方案；
- ③拟订公司内部管理机构设置方案；
- ④拟订公司的基本管理制度；
- ⑤制定公司的具体规定；
- ⑥提请聘任或者解聘公司副经理、财务负责人；
- ⑦聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的负责管理人员；
- ⑧公司章程和董事会授予的其他职权。

第四，由股东会选举的监事和由职工代表选举的监事所组成的监事会，其职权如下：

- ①检查公司的财务；
- ②对董事、经理执行公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督；
- ③当董事和经理的行为损害公司的利益时，要求董事和经理予以纠正；
- ④提议召开临时股东大会；
- ⑤公司章程规定的其他职权。

三、对企业资产进行清产核资

股份制改组方案初步拟定后，实务工作就开始了。它的第一项就是对企业的全部资产进行清产核资。清产核资是资产评估工作的必要准备。清产核算的主要意义在于能加快资产评估工作的速度和减少资产评估的成本。具体地说，如果事先完成了清产核资工作，从事资产评估工作的会计师事务所进入后，就会减少评估工作的困难，加快评估工作的速度。而经过清产核资后各种资产的分类和范围比较清楚，也就会减少评估费用的支出，降低评估成本。

清产核资工作可以分为三个步骤：

1. 组建清产核资小组

清产核资小组是一个进行清产核资的工作班子。这个班子通常应由主管经理或财务负责人领导,由财务工作人员、物资管理人员及熟悉车间设备的人员组成。这些人员必须熟悉企业的财务帐目或财产的存在状况和处所,必须是工作细心、责任心强的工作者。

2. 开展清产核资工作

召集清产核资小组全体工作人员会议,进行工作总动员,安排工作分工、工作进度、工作要求,并在此基础上开始清产核资工作。工作的内容主要按分工,对企业资金、有形资产、无形资产进行清点、立帐。

3. 提出清产核资报告

这个报告包括:按分工,各工作人员提出个人报告;在个人报告的基础上,按资产的分类,提出分项报告;在分项报告的基础上,对企业各类资产进行汇总,提出企业资产总报告。

四、聘请中介机构

在取得了股份制试点资格,拟定出股份制改组方案,完成清产核资等准备性工作后,改组工作就进入了聘请中介机构的阶段。根据公司设立审批和股票发行复审的要求,这些中介机构应包括:会计师事务所、律师事务所和证券公司。

聘请中介机构应分别注意以下几个问题。

1. 聘请会计师事务所、资产评估中心、土地评估中心等单位

(1) 该单位是否具有财政部、中国证监会认定的从事证券业务的资产评估、财务审计、经营效益预测资格。会计师事务所无论是承担资产评估工作,还是承担三年财务审计和一年经营效益预测工作,都必须具备从事证券业务的资格。

此外,最近国家国有资产管理局又要求从事国有资产评估的单位,必须具有国有资产评估资格,国家土地局又要求从事土地使用权评估的单位,必须具有土地使用权评估资格。因此,聘请评估单位,不仅要注意该单位是否具有证券从业资格,还要考察该单位是否具有国有资产评估资格和土地使用权评估资格。

(2) 是否具有较好的业绩,特别是有关本企业所涉及行业和财产特性方面的工作业绩。这种业绩所积累的经验是其顺利完成所承担工作的保证。

(3) 拟派人员的素质和数量,特别是是否派有经验丰富、具有签字权的注册会计师直接参加本企业的工作。较大数量的高素质的会计人员和具有丰富经验和有签字权的注册会计师参加本企业工作,是快捷高质地完成工作的保证。

(4) 所需费用是否较低,或是否合理。较低、较合理的收费是降低改建、发行成本的必要条件。

2. 聘请律师事务所

聘请律师事务所应注意的问题是:

(1) 该律师事务所是否具有司法部、中国证监会认定的从事证券业务律师事务的资格。没有证券从业资格的律师事务所无权承办公开发行股票的股份有限公司事务,不能出

具有有效的法律意见书等文件。

(2) 该律师事务所是否具有三名以上的证券从业资格的律师。虽然律师事务所在确认证券从业资格时,必须有三名以上从事证券业务资格的律师,但因律师的流动性较大,有些律师事务所在取得证券从业资格后,不一定能保持三名以上的从事证券业务资格的律师。如该律师事务所具有证券从业资格的律师数量不够,就不能保证该所出具的法律意见书等文件能有两名属于本律师事务所的具有证券从业资格律师的签字,就可能给工作带来麻烦,影响工作的进度。

(3) 该律师事务所是否具有较丰富的从事公开发行股票的股份有限公司业务的经验。公司改制,公开发行股票,有许多极其复杂的问题要处理,律师要知道这些问题应如何处理及如何处理才能符合法律要求。否则,就不能出具有效的法律意见书。

(4) 所要费用是否合理。要在比较各律师事务所能力的同时,比较它们的费用,选择费用较低或适当者聘任,以降低成本。

3. 聘请证券公司

聘请证券公司应考虑以下问题:

(1) 该证券公司必须是中国人民银行批准的社会证券经营机构。

(2) 该证券公司必须是国内交易所的会员单位。

(3) 该证券公司是否按期向中国证监会交纳了监管年费。如没有,将会在工作中遇到麻烦。

(4) 该证券公司在承办证券发行、自营业务中,有无违法犯罪行为。如有,将对其工作的顺利进行产生影响。

(5) 该证券公司的既往业绩如何。较多和较好的业绩是顺利完成工作的有利条件。

(6) 该证券公司的既往工作态度如何。一些证券公司在承揽生意的时候,说得天花乱坠,但活一到手,就对费用、工作量等提出异议,工作责任心显著下降。因此,选择工作态度较好,信誉高的证券公司是非常重要的。

(7) 该证券公司拟派人员的数量和质量。有些证券公司业绩较好,规模较大,但能派出承担本企业任务的人员数量较少,经验较少,会给工作带来困难。

(8) 该证券公司发行能力如何。在市场条件较好时,发行能力并不重要,但在发行条件不好时,发行能力对保证发行成功将起重要作用。一个发行能力较强的证券公司首先应具有广泛的、成系统的发行网络。

(9) 该证券公司的社会信誉如何。公司股票由信誉较高的证券公司承销,投资人信任,发行容易成功,发行价格也能比较高。

(10) 该证券公司经济实力是否强大。股票发行市场是经常变化的,如果遇到发行不顺利的情况,证券公司应有足够的经济实力认购无人购买的股票,保证发行的成功。

五、开展资产评估和财务审计、业绩预测工作

各中介机构聘请完毕后,首先应考虑的工作便是资产评估、财务审计和业绩预测。以

上工作均由所聘的中介机构完成，该工作如何开展，如何进行，本文不再论述。只就相关问题介绍如下：

(1) 中介机构开展以上工作必须得到企业的支持，除了向中介机构提供清产核资报告、财务会计资料外，还必须派专人进行配合。

(2) 要把握中介机构开始工作的时间和形成最终报告的时间。一般的要求是发行 A 股的资产评估报告有效期为一年；三年财务审计报告的有效期为半年；业绩预测报告期限为一年，当年有效。

(3) 确定中介机构时应注意的问题。按现行要求，担任资产评估的机构与担任三年财务审计和一年业绩预测的机构不能是同一机构。也就是担任资产评估的机构必须具有评估资格的会计师事务所、资产评估中心、土地评估中心等机构，担任三年财务审计和一年业绩预测的机构必须是有证券从业资格的会计师事务所，两项工作不能由一个机构完成。

六、申请公司名称预先核准

《中华人民共和国公司登记管理条例》规定，“设立公司应当申请名称预先核准”。
“以公司登记机关核准的公司名称报送审批”。

申请名称预先核准，应按以下程序办理：

(1) 由全体发起人指定或者共同委托的代理人向公司登记机关申请名称预先核准。

(2) 凡需国务院或国务院授权审批部门批准的，并拟在国家工商局登记的公司，报国家工商局核准；凡需省级政府批准的，并拟在省级工商局登记的公司，报所在省级工商局核准。

(3) 应提交的文件：全体发起人签署的公司名称预先核准申请书；发起人法人资格或自然人身份证明；登记机关要求的其他文件。

名称核准申请被批准后，应从工商机关领取《企业名称预先核准通知书》。

七、全面开展文件准备工作

在完成上述工作之后，企业可全面开始申报文件的准备工作。这些文件主要包括：发起人会议决议或发起人协议书、股票发行额度批准书、股份公司设立申请报告、股份公司章程草案、股份公司招股说明书、资金运用可行性研究报告、资产评估报告书、国有资产评估确认书、国有土地使用权评估确认书、发起人以货币出资的验资报告书、以主管范围确定的行业管理部门出具的设立意见、固定资产投资立项批准文件、三年财务审计报告、未来一年业绩预测报告、中外合资企业主管部门出具的同意该企业改建的意见书、重大问题处置及股份公司设立的法律意见书、企业名称预先核准通知书、股份公司设立批准书、股票发行承销协议、股票发行承销方案、股票发行批准书、股票发行复审申请书、股票发行复审意见书、募集资金到位后的验资报告、工商注册的法人营业执照、股票上市协议

书、股票上市公告书及其他文件。

1. 文件准备工作的阶段划分

文件准备工作按阶段性划分,可分为三个部分。一是股份公司设立申请所报文件;二是拟定股份公司发行股票复审申请所报文件;三是股份公司注册登记股票上市所需文件。

(1) 股份公司设立申请文件。这部分文件包括:发起人会议决议或发起人协议书、股票发行额度批准书、企业名称预先核准通知书、股份公司设立申请报告、股份公司章程草案、资金运用可行性研究报告、资产评估报告书、国有资产评估确认书、国有土地使用权评估确认书、货币出资的验资报告书、行业管理部门的设立意见书、固定资产投资立项批准文件、三年财务审计报告、未来一年业绩预测报告、中外合资企业改建意见书、重大问题处置及股份公司设立的法律意见书。

(2) 拟建股份公司发行股票复审申请文件。这部分文件包括:股份公司设立申请的全部文件、股份公司设立批准书、招股说明书、股票发行承销协议书、股票发行承销方案、中央或地方政府主管部门的股票发行批准书、股票发行复审申请书。

(3) 股份公司注册登记、股票上市所需文件。这部分文件包括:股份公司设立申请的全部文件、股票发行复审申请的全部文件、股票发行复审意见书、募集资金的验资报告、工商注册法人营业执照、股票上市协议书、股票上市公告书。

以上所列文件均为必备,但三部分文件可以分三个阶段准备。属于股份公司设立申请的文件,在时间安排上,应放在前面,也可称之为应准备的第一批文件。属于股票发行复审的文件,在时间安排上,应放在第二阶段,也可称之为应准备的第二批文件。属于股份公司注册登记、股票上市的文件,在时间安排上,应放在第三阶段,也可称之为应准备的第三批文件。

把应准备的文件分为三批,有利于有序地安排工作,避免混乱局面的出现。但只进行以上划分还不够,以上划分只解决了文件准备的时间顺序,还不能解决如此大的工作量如何进行科学地分配,如何开展的问题。

2. 文件准备工作,可按承担任务的单位不同作出分类

(1) 政府部门或监管机构出具的文件。这些文件包括:股票发行额度批准书、国有资产评估确认书、国有土地使用权评估确认书、行业管理部门的设立意见书、固定资产投资立项批准书、中外合资企业改建意见书、股份公司设立批准书、企业名称预先核准通知书、股票发行批准书、股票发行复审意见书、工商注册法人营业执照。具体地说:股票发行额度批准书,通常是由得到额度的省级人民政府或中央部门出具,也有由得到授权的省级体改部门或证券管理部门出具的;国有资产评估确认书,由地方和国家国有资产管理部 门出具;国有土地使用权评估确认书,由地方和国家土地管理局出具;行业管理部门的设立意见书,由企业主营范围所归属的行业管理部门出具;固定资产投资立项批准书,根据投资立项批准权限,分别由省级计划委员会和国家计划委员会出具;中外合资企业改建意见书,由省级外经贸委和国家外经贸部出具;股份公司设立批准书,由省级体改委或国家体改委出具;公司筹建登记批准书,由省级工商局或国家工商局出具,股票发行批准书,由省级人民政府或体改部门出具;股票发行复审意见书,由中国证券监督管理委员会出

具；工商注册法人营业执照，由省级工商局或国家工商局出具。

(2) 中介机构出具的文件。这些文件包括：股份公司章程草案、资产评估报告书、货币出资验资证明、三年财务审计报告、未来一年业绩预测报告、重大问题处置及股份公司设立法律意见书、招股说明书、股票发行承销协议书、股票发行承销方案、募集资金验资报告书、股票上市协议书、股票上市公告书。具体地说：股份公司章程草案，由具有证券从业资格的律师事务所草拟；重大问题处置及股份公司设立法律意见书，由具有证券从业资格的律师事务所出具。资产评估报告书（包括土地评估报告书），由具有国有资产评估资格和土地评估资格的评估中心、会计师事务所出具。货币出资验资报告、三年财务审计报告、未来一年业绩预测报告、募集资金验资报告书，由具有证券从业资格的会计师事务所出具。股票发行承销协议，由证券公司草拟，企业与证券公司签署。招股说明书、股票发行承销方案、股票上市公告书，由证券公司草拟。股票上市协议书，由交易所出具，企业与交易所签署。

(3) 由咨询机构协助企业出具的文件。这些文件包括：发起人会议决议或发起人协议书、股份公司设立申请报告、资金运用可行性研究报告、股票发行复审申请书。

八、申请股份公司设立审批

在实际步骤安排上，并不需要各种文件全部准备完毕后，再申请股份公司设立审批，而是股份公司设立申请材料具备后，即可开始申请股份公司的设立审批工作，其工作步骤的安排是：

(1) 以主发起人的名义，向体改部门报送股份公司设立申请。中央企业改建的，报送国家体改委审批；地方企业改建的，报送省体改委（办），或省人民政府授权的部门审批。

(2) 应报文件：股份公司设立申请、股票发行额度批准书、企业名称预先核准通知书、发起人会议决议或发起人协议书、股份公司章程草案、资金运用可行性研究报告、资产评估报告书、国有资产评估确认书、国有土地使用权评估确认书、货币出资验资报告书、行业管理部门的设立意见书、固定资产投资立项批准书、三年财务审计报告未来一年业绩预测报告、中外合资企业改建意见书、重大问题处置及股份公司设立法律意见书等。以上文件准备好，并装订成册，编写目录，和股份公司设立申请一并报审批机关。

(3) 股份公司设立申请及其所报材料报送后，应派专人与审批机关保持联系。一般说来，每个改建为股份公司的企业都有其特殊性，审批机关很可能请申报单位补充一些文件或说明一些问题。另一方面申报单位所报材料通常很难完全达到审批要求，大多需要进行一些修改。专派人员应及时与审批机关取得联系，以修改、补充文件，说明问题。

九、提出股票发行复审申请

企业收到股份公司设立批准书后，即应准备股票发行复审材料，向中国证券监督管理

委员会提出股票发行复审申请。

(1) 发起人向中国证券监督管理委员会申请股票发行复审, 提交股票发行复审申请报告。

(2) 应报文件: 股份公司设立批准书、股份公司设立申请的全部文件、招股说明书、股票发行承销协议书、股票发行承销方案、政府股票发行批准书等。将文件装订成册, 编写目录, 和股票发行复审申请报告一并报中国证券监督管理委员会。

(3) 与证券公司及政府有关人员一起, 组成工作小组, 和中国证券监督管理委员会初审人员保持联系。对初审人员提出的问题和要求进行解答, 补充材料, 修改文件, 出具证明等。

十、发行股票

当收到中国证券监督管理委员会同意发行股票的复审意见书后, 即可准备股票发行事宜。此阶段要做的主要工作有:

(1) 确定股票发行方式。企业在与证券商签订承销合同, 制订股票发行方案时, 对股票发行方式曾经提到过, 但发行方式的最后确定, 往往是在发行前, 根据当时的具体情况而定。

股票发行可选择的方式有三种: 认购表方式、银行存单方式、网上发行方式。

(1) 认购表方式。这种方式是无限量发行股票认购表, 通过摇号, 中号表可购买股票。此方式的优点是认购面大, 缺点是成本高。如青岛啤酒, 股票溢价发行价为 6 元多, 认购表中号率为万分之六点多。由于每张认购表价格 2 元, 每一中号表可买 500 股, 因此平均每买一股, 认表成本为 6 元多, 每买一股的实际费用为 12 元多, 股民认购成本较高。

(2) 银行存单方式。这种方式是以定额定期存单为依据, 通过摇号, 中号单可购买股票。此种方式的优点是成本较之前者低一些, 但由于需要将大笔资金存入银行, 资金占用量大, 因此认购面较之认购表方式要窄。这种方式通常是在股东购买股票时, 每股加 0.50 元左右的管理费, 也有一定的认购成本。

(3) 网上发行方式。这种方式是利用各地的证券公司营业部的设备和股票买卖渠道, 由股民直接在股票交易网络上购买。此种发行方式的优点是手续简便, 认购成本很低。缺点是只有在证券公司营业部开户的, 持有交易所股东帐户的现有股民才能购买, 因此认购面较窄。

三种发行方式各有利弊, 具体发行方式的确定要根据当时的情况, 根据证券市场的形势和认购者的多寡而定, 依据的原则是保证发行成功和最大限度地减少发行成本。

2. 确定发行价格。我国股票的面值通常都是人民币 1 元, 这 1 元面值股权的获得是通过股票的溢价, 即实际发行价实现的。决定发行价格的因素有: 每 1 股所代表的净资产数量, 每 1 股每年能取得的收益, 股市的平均市盈率及相同股票的市盈率, 当时的股市形势及相关国家经济形势, 银行存款利率和股民的认购心理状况等。从理论上讲, 发行价格要经国家主管部门和中国证监会的批准和同意, 但实际上, 它的确定是由市场决定的。

在发行方式确定后,要及时研究当时的发行条件,最后合理确定发行价格。这是确保发行成功的最重要环节;也是与证券公司谈判最难统一的难题。

3. 公告招股说明书。在拿到中国证监会复审意见书,确定了发行方式和发行价格之后,就应该公告招股说明书了。公告招股说明书应注意的问题是:

(1) 招股说明书必须公告在中国证监会指定的披露股市信息的报刊上,如《中国证券报》、《金融报》、《上海证券》、《证券时报》等。

(2) 招股说明书的内容必须真实、可信,不许失实和误导,如有失实、误导应承担法律责任。

(3) 招股说明书的内容必须引自由中国证监会审定的、出自中介机构的具有法律效力的各类报告,如法律意见书、资产评估书、财务审计书、股票发行方案等,如有改动或变更需向中国证监会报告。

(4) 招股说明书公告时,必须征得发股公司所在地区政府或政府主管部门和证券监管单位的同意,并已对股票发行工作部署完毕。

4. 股票的发行工作

股票的发行公司是股票发行人,但发行工作是作为承销商的证券公司承担的。在现阶段,股票发行受到社会关注,事关社会稳定,所以,股票发行工作必须得到政府的支持和取得相关部门的配合。这些部门包括体改部门、公安部、证券部门、人民银行等。发行工作必须在政府统一组织下进行,不可由证券公司或发股公司自行其事。

十一、公司注册登记和股票上市

股票发行结束后,应安排的两件事就是公司注册登记和股票上市。

1. 公司注册登记

(1) 股票发行工作完成后,应迅速将所募资金集合入帐,扣除证券公司费用和其他发行费用后,余额应为公司发行收入,帐面记为股本和股东权益。股票发行收入应由会计师事务所进行验资,并出具验资证明。

(2) 召开公司创立大会。募集资金到位后,要按《公司法》的规定,在30日内召开创立大会。创立大会是首次股东会,要正式通过公司章程等法律性文件和各种工作性文件,要选举公司董事、监事及聘任公司经理、副经理和其他管理人员,宣布公司成立。

(3) 进行公司注册登记。按《公司法》规定,创立大会结束后,要在30日内向工商管理部门申请法人注册登记,由国家体改委批准的公司要向国家工商局申请登记,由省级体改部门批准的公司要向省级工商局申请登记。申请登记的方法、程序和所需文件,应按《中华人民共和国公司登记管理条例》的规定办理。公司法人登记一经批准,即可领取《企业法人营业执照》,取得企业法人资格。

2. 安排股票上市

已发行股票,并取得《企业法人营业执照》的股份公司,如符合股票经国务院证券管理部门批准,已向社会发行;总股本不少于5000万元;最近三年连续盈利,(原国有企

业依法改建设立的,或者主要发起人为国有大中型企业的,可连续计算);持有股票面值达人民币 1000 元以上的股东人数不少于 1000 人,向社会公开发行的股份达公司股份总数的 25% 以上(总股本超过人民币 4 亿元的,向社会公开发行股份的比例为 15%);公司在最近三年内无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载等条件,公司即可向交易所申请股票上市交易。公司股票上市,应取得交易所的同意,与交易所签订上市协议书(上市承诺书),按规定公告上市公告书,并按上市公告书的时间安排,按时挂牌上市。

第三节 企业如何改组为股份合作制

党的十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济若干问题的决定》50 条先后三个地方即第 6、9、33 条明确提出国有小型企业、城镇集体企业、乡镇企业可以通过改组为股份合作制,进行产权制度和经营方式的创新,进一步增强企业的活力。

股份合作制是以合作制为基础,吸纳股份制的一些做法,兼有股份制与合作制两种经济制度特点的新型合作经济制度,是小型国有企业、城镇集体企业、乡镇企业以产权制度改革为主转换企业经营机制,建立现代企业制度的基本途径,是上述企业进行产权制度改革的方向。要尽早改变上述企业产权虚化的问题,就要加快实行股份合作制。

1993 年,国家体改委根据国务院批转的 1993 年经济体制改革要点提出的“抓紧制订《股份合作制企业条例》”的要求,组成专门工作小组,在进行广泛的实际调研和必要的实证分析的基础上,吸取各地行之有效的政策办法,借鉴国外一些企业实行股份合作制的典型做法,研究拟定了《城镇股份合作制企业暂行规定》,对如何设立股份合作制企业作出了政策规定。

一、改组需要报送的文件和实施步骤

设立股份合作制企业分为原有企业改组设立和新组建两种形式。不论是改组设立还是新建设立,除特殊行业和生产经营特殊产品需进行特别审批外,一般采取准则式登记设立,即按照有关法规和工商登记管理办法的要求,向工商行政管理登记机关直接呈送要求提供审查登记的文件,符合条件的即可直接登记,依法设立。实行股份合作制的企业,应向审核登记注册机关提供以下文件:

- (1) 申请报告;
- (2) 实施方案;
- (3) 企业章程;
- (4) 职工(代表)大会的有关决议或新组建的股份合作制发起人协议书;
- (5) 企业财产验资报告(凡涉及国有资产的,由国有资产管理部门出具资产确认

书);

(6) 企业审核登记管理部门要求的其它文件, 如经营特殊行业和特殊产品的批准文件等。

办理工商登记后, 企业应持工商行政管理部门颁发的营业执照到税务和金融部门办理税务登记和开立帐户等事宜。

具体改组工作可分为以下几个步骤:

第一步是组成股份合作制改制筹备组。正式就股份合作制改组的有关内容进行全面的可行性论证和实施方案设计, 并在分析论证基础上形成具体实施方案和改制工作重点。

第二步是就提出的方案和要点进行有关协调工作, 包括同原企业主管部门、企业债权人、职工大会、政府有关部门, 涉及到国有资产的应同国有资产管理等部门等, 就改制的具本问题进行研究, 拿出可行性操作意见, 其中需要对实施方案补充有关内容的应进行修改。最后形成各方面能够认可或基本接受的意见并制成具体工作文件。

第三步是由企业持有关文件到工商行政管理部门办理登记手续, 如需要特别批准的, 应首先报请有关部门批准, 向工商管理部门登记时应提供有关批准文件。

第四步是企业依法进行各项登记并取得法人资格后, 即可组织召开股东大会, 设立股份合作制企业法人治理机构, 包括股东大会、董事会(或理事会)、监事会等组织制度。然后聘请经理(厂长), 并建立科学合理、能维护股东权益及与国际财务惯例相符合的财务制度。此外, 第四步工作还要进一步做好或补充做好前三步还未完成的工作, 以便使股份合作制企业在改制后尽快进入正常生产经营。

二、如何进行产权界定

企业实行股份合作制, 产权界定工作是一项基础性、也是一项根本性工作。中小企业实行股份合作制也是建立现代企业制度的一项实践, 现代企业制度的根本制度是产权制度, 而确定清晰的产权关系是建立企业产权制度的前提。因此, 不论是小型国有企业, 还是城镇集体企业、乡镇企业实行股份合作制, 必须做到产权清晰。即明确法人财产价值量及出资人与企业、出资人与出资人之间的关系, 并明确权责关系。一般新设立一个股份合作制企业通常容易做到这一点, 因为出资方都是清清楚楚的。而如果是原有企业改制则因为企业运行多年, 企业财产是在多种历史情况下产生的, 清产核资、资产评估、清楚确定法人财产价值量则需要做许多过细工作, 其中在具体工作中有许多问题带有很强的政策性, 具体地讲, 涉及到国家的许多法律、法规以及政策规定。特别是现实经济生活中许多实际问题, 客观上也实实在在地存在着, 需要在改制过程中逐一加以回答。而现实情况通常是法规不健全, 或者说没有针对性的政策条款, 需要在依法改制的同时, 本着公正客观的原则进行协商, 尽可能通过改制做到产权明晰。总的说就是, 有法规的按法规办, 没有法规的参照有关政策办, 没有法规政策的按协商意见办。

1. 集体所有制企业的产权界定

(1) 我国集体企业的由来。

- ①50年代公私合营发展起来的集体企业；
- ②由手工业合作社发展起来的集体企业；
- ③各级供销社由集体改国营，又由国营改集体成建制转来的集体企业；
- ④国家与地方政府投资，以集体的名义注册的集体企业；
- ⑤由国家和地方政府承担贷款风险，靠银行贷款形成的集体企业；
- ⑥靠城镇居民劳动积累发展起来，并为安置回乡知识青年做了贡献的集体企业；
- ⑦根据国家有关政策，各单位为了安置待业青年和富余人员兴办的“厂办厂”型集体企业，如劳动服务公司等；
- ⑧为安置残疾人就业兴办的社会福利型集体企业；
- ⑨以勤工俭学名义兴办的各类校办工厂和其它集体企业。

(2) 集体企业资产形成的来源。

- ①组建企业时个人投入的资金或实物，如手工业合作社、供销社社员股金等；
- ②公私合营时的私营资产；
- ③劳动积累形成的资产；
- ④国有企业划拨的少量资产逐步地发展起来的集体企业资产，如厂办厂资产、劳动服务公司资产等；
- ⑤靠国家或地方政府各有关部门投入形成的资产，或者提供贷款担保，即担保贷款风险而发展起来的企业资产；
- ⑥国家给予减免税照顾，允许税前还贷形成的资产等。

《中华人民共和国城镇集体所有制企业条例》、《中华人民共和国乡村集体所有制企业条例》、《企业国有资产所有权界定暂行规定》和《关于用国有资产开办的集体企业或经营单位产权归属问题的通知》等文件，是目前集体企业产权界定的基本依据。但在具体执行过程中，对某些条文争议颇大。特别是由于历史原因，集体企业上收下放，几经变迁，给产权界定工作增加了难度。因此，应首先进行清产核资。

(3) 清产核资。即对集体企业及乡镇企业的全部财产物资、帐目及有关历史资料进行清理、核查，以便弄清楚：

- ①企业现存财产的物质总量和价值总量；
- ②企业财产的各种投资来源渠道；
- ③各个投资主体的经济性质；
- ④各种投资的具体形式；
- ⑤企业财产被抽调、分割、划转的历史情况等等。

清产界定时，应当注意以下几点：一是要尊重历史，要对各种历史资料 and 情况进行实事求是的分析，搞清楚历史上真正参加过投资的部门和单位。二是要从现实出发，着眼于未来，有的历史情况可能根本搞不清楚，有些历史情况可能完全是极“左”政策造成的不良后果，因此，不能一味地迁就纠缠老问题，应按照改革的要求，从发展生产力出发，对多次发生财产关系变动的财产，处理上宜粗不宜细，在坚持谁投资谁所有的前提下，以事实为根据，尊重历史，实事求是，求大同存小异。三是要以法律为准绳，依法办事，不

能以行政命令或以个人权利干预清产核资工作。

(4) 资产评估。对集体企业的资产，在清产核资的基础上，需要进行资产评估的应进行资产评估，即对原有固定资产、库存材料、半成品、帐外资产、无形资产等进行重新计价。

资产评估的方法通常有三：原值评估、净值评估与重新评估。

在我国，固定资产折旧长期被国家拿走，企业资产净值与原值相差很大，有些国营企业甚至出现资产净值接近于零的状况，因此，按什么标准评估资产成为严重的问题。如果用净值评估，所剩资产寥寥无几，资产状况与资产价值不相符合。如果用原值评估，企业间的差距将明显拉大：有的企业经过几十年的运转，大批设备已经必须彻底更新，现值比原值少得多；而有的企业近年投入较多，伴随生产资料价格飞涨，原值已远远低于现值。基于上述情况，简单按原值与净值评估资产，均不符合商品经济的要求。

资产评估一般按重置价格计算，即：依靠市场标准评估资产的价值量，它有利于准确地反映企业资产的价值。重置价格评估的前提条件，是生产资料市场的发育。目前，我国原材料价格的上涨，已经促使部分企业逐月计算库存材料的实际价值，并把上涨的价值量计入企业收益。由此可见，随着生产资料市场、房地产市场、企业整体买卖市场和工业产权市场（商标、技术市场等）的发育，企业资产的评估将逐渐形成客观尺度。商品经济越发展，要求流动越频繁，市场机制越健全，重置价格的评估就越准确。反之，没有要素市场的发育，重置价格只能是人为的主观臆断，它造成的矛盾，比按原值，净值评估更大。

从理论上说，对有形资产的评估应按重置价格，应把企业资产放到市场中，让市场评估，这是最好的，也是较为准确的评估方法。但因目前我国市场机制不完善，还不能完全这样做。

目前，在企业产权市场尚不完善的情况下，本着对资产存量宜粗不宜细的原则，不少地方和企业在实际评估中，大都以资产帐面净值或原值为基础，加减一些因素评出。

对无形资产也要作出恰当评估。无形资产一般指知识产权而言。知识产权包括工业产权和版权。工业产权包括专利权（发明权）、商标权、工业外观设计、信誉等。工业产权作价比较复杂，比较困难，不好确定一个量的标准。一项好的专有技术，对于提高产品质量、扩大销路、增大利润会有很大的影响。但若定量地表示它在企业经营中起多大作用，在销售额中占多大比例，从而估计它的价格，这是比较困难的。估价的方法不同，价格可以有很大的差别。总的说，对知识产权的评估，要看其带来的效益，不失为一个原则。在实际评估中，大多以协商办法解决，如有的确定知识产权占总的资产的一定比例。一般来说，以知识产权作价入股的金额不能在全部股份中占的比例过多，以不超过20%为宜。

资产评估由具有资产评估能力和资格的资产评估机构进行，并出具资产评估报告，报有关部门或机构验资确认。

(5) 产权界定。界定集体企业的产权，涉及到投资者和经营者以及企业职工切身利益，涉及到国家的有关政策和规定，因此，产权界定时，应依据邓小平同志提出的“三个有利于”的标准，坚持“谁投资、谁所有、谁收益”的原则以及从实际情况出发协

商处理的原则,根据不同情况,弄清原来的投资来源,后来的经营者和投资者以及劳动者变动情况,尽可能做到客观公正。

首先根据“谁投资、谁所有、谁收益”的原则,明确各个投资主体,将其投资及其收益形成的资产划归投资者所有。其中凡国家投资及其收益形成的资产,其产权归国家所有;集体企业联合经济组织投资及其收益形成的资产,其产权归该集体企业联合经济组织范围内的劳动群众所有;其它法人投资及其收益形成的资产,其产权归该投资法人所有;职工个人投资及其收益形成的资产,其产权归职工个人所有。能明确投资主体的,应实事求是、不打折扣地将投资及其收益形成的资产划归投资者所有。对投资主体不清的和企业历年公共积累以及捐助、赠与形成的资产划归企业劳动者集体共同享有。

向投资者划属产权时其投资收益部分通常按投资时的有关规定和协议进行确定,当时没有协议约定的,可参照国家有关规定及企业当期资金利润率等方面的因素进行协商确定。

集体企业有多个投资人时,也可在协商一致的基础上,按当时投资所占的比例划分产权。

原有是私人企业挂集体企业牌子的,应恢复其私有企业的性质,并按私人业主投资数额及收益额划属产权,企业的历年积累应划出一部分归其所有;原有是国有企业、集体企业牌子的,应恢复其国有企业的性质,其历年积累的主要部分应该划归国家所有。

要正确处理国家减免税、税前还贷应缴纳的税额等优惠政策所形成资产的归属问题。这里首先要区分投资行为与非投资行为。投资行为的主要特征是,有明确的投资主体、产权归属、资产管理和产权收益关系。没有这些特征,就不具有投资行为性质,也就不具有资产归属关系。国家给予集体企业的各种优惠待遇,是从“有利于发展生产、开辟财源、职工就业”出发所采取的政策,是集体企业在国家法律法规范围内应享有的待遇和权利,因此,下列行为不属于投资行为:国家对非全民所有制企业减免税优惠和税前还贷优惠,非全民所有制企业银行贷款和向全民所有制机关、企事业单位的借款,由全民所有制单位担保的非全民所有制企业的贷款,政府和全民所有制单位对非全民所有制企业的馈赠等。银行贷款和单位借款属于借贷行为,只有借贷关系,无投资关系。馈赠更与投资无关。混淆了上述界限,将导致对非国有企业的侵权。因此,应将国家优惠政策形成的资产划归企业原有各个投资者所有,以鼓励投资者向这些企业投资,促进这些企业的发展。

对产权界定有争议时,应进行协商,协商无效者由仲裁机构或法院裁定。

2. 国有企业的产权界定

原国有企业改为股份合作制,其资产也应首先进行清产核资和进行资产评估。清产核资由企业有关部门指导下进行。资产评估由国有资产管理局确认的具有评估能力的资产评估机构进行。评估的资产现值应交由国有资产授权确认机构确认资产价值量。然后由职工购买改为股份合作制或购买一部分,剩下一部分实行融资租赁。

过去实行全员租赁经营的国有企业,按合同交足租赁费并扣除各项费用后剩余的利润形成的资产,其产权归企业劳动者集体共同享有。

不论是国有企业还是集体企业,改为股份合作制企业时,原来本应是职工个人奖金节

余、工资储备基金，应界定为职工所有。处理上可采取两种办法，一是直接转入改组之后的股份合作制企业，继续用作支付职工的奖金和工资；二是划归职工个人所有，并折成个人股份投入企业。

对企业清产核资和产权界定的结果，应提交股东（职工）大会。

三、如何设置股权

股份合作制企业的股东可以用货币投资，也可以用建筑物、厂房、机器设备等有形资产，或工业产权、非专利技术、土地使用权等无形资产折价入股。以无形资产（不含土地使用权）作价入股，其金额一般不超过企业注册资本的20%。

股份合作制企业的职工均应按照企业章程认购一定数量的股份。企业章程应规定每个职工认购股份数额的最高和最低数额。最低限额一般不低于2000元~3000元，最高一般不超过8000元。股份合作制企业可雇用一部分临时工，临时工不持本企业的股份。

1. 股份合作制企业的股份划分

股份合作制企业的股份按投资主体分为：职工个人股、职工集体股、法人股。

（1）职工个人是指职工个人以其合法收入或财产，包括资金、技术等投入形成的股份。职工个人股股权归职工个人所有。

（2）职工集体股是指原有企业实行股份合作制改组时，划归企业劳动者集体共同共有的资产折股形成的股份。其股权由职工大会或职工大会设立的职工持股会持有。职工持股会的成员由职工大会推举的股权代表组成。

（3）法人股是指企业法人或具有法人资格的事业单位及集体企业联合经济组织等，以其合法可支配的资产投入到股份合作制企业形成的股份。

2. 股份合作制企业不设立国家股

原有企业实行股份合作制，国有资产可以由本企业职工出资购买，剩余部分可以实行融资租赁，即由股份合作制企业按租赁合同在规定年限内向出租方缴纳租金，租赁期结束，该部分国有资产即归劳动者集体共同共有。

3. 股份合作制企业可以设置普通股，也可以设置优先股

优先股不参与管理。企业章程应对优先股的权益作出具体规定。职工入股不得退股。但遇职工死亡、退休、调离、辞职或被企业辞退、除名、开除等情况，由股份合作制企业根据企业章程的规定收购这些职工持有的股份。股份合作制企业应向持股职工签发出资证明书，不发行股票。职工在职期间其个人出资证明书，原则上不得转让，但遇到企业章程规定的特殊情况时，经股东大会同意，可以出让其部分股份，即基本出资额以上的部分股份，具体办法可由股份合作制企业负责收购。股份收购的股份，应出售给其他职工或新参加股份合作制的职工。

四、如何进行收益分配

股份合作制企业实行按劳分配和按股分红相结合的方式进行分配。具体分配办法应符合《企业财务通则》的要求。股份合作制企业实现利润依法交纳所得税。缴纳所得税后的利润,除国家另有规定外,按照下列顺序进行分配。

(1) 弥补企业的前年度亏损。

(2) 提取法定盈余公积金。法定盈余公积金按照税后利润扣除前一项后的 10% 提取,当法定盈余公积金达到注册资本金 50% 时可不再提取。

(3) 提取公益金。公益金主要用于企业职工集体福利支付。

(4) 支付优先股股利。优先股股利按事先约定的比例支付。

(5) 支付普通股股利。企业以前年度未分配利润,可以并入本年度向投资者分配。企业当年无利润时不得分配股利。

股份合作制企业应按照国家有关规定实行社会保险制度,缴纳社会保险费用。同时,股份合作制企业必须严格执行国家有关财务会计制度,加强财务管理,接受政府有关部门的监督、审计。

职工集体股分得的红利,可拿出一定比例分配给在册离退休职工及现职职工。具体分配比例及标准由企业职工(代表大会)决定。给现职职工分配时,可采取两种办法:一是直接分配给职工;二是将分配的股利记入职工个人帐户,由企业有偿使用。企业扩股时可转增职工个人股股本。职工集体股分得的股利给职工分配后的剩余部分,可单独列帐,企业扩股时,转增职工集体股股本。

五、股份合作制企业的管理体制

1. 股份合作制企业实行股东大会和职工大会合一的制度

股东(职工)大会是企业的最高权力机构。股东(职工)大会拥有下列权力:

- (1) 审议、批准理事会和监事会的报告;
- (2) 批准企业年度预、决算方案和利润分配方案;
- (3) 对企业增加或减少注册资本作出决议;
- (4) 决定企业发行债券;
- (5) 选举或罢免理事会和监事会成员,决定其报酬及支付办法;
- (6) 对企业的分立、合并、终止和清算等重大事项作出决议;
- (7) 修改企业章程;
- (8) 企业章程规定的其它权利。

2. 理事会(或董事会)

股份合作制企业应设立理事会(或董事会)。理事会是股份合作制企业的常设机构,负责股东(职工)大会闭会期间的工作。理事会的人员组成、产生方式及职责范围由股

东(职工)大会确定,并直接向股东(职工)大会负责。

理事会行使下列职权:

- (1) 决定召开股东(职工)大会并向大会报告工作;
- (2) 执行股东(职工)大会的决议;
- (3) 审定公司发展规划、年度生产经营计划;
- (4) 审议企业的年度财务预、决算方案,利润分配方案和弥补亏损的方案;
- (5) 制订企业增、减注册资本方案;
- (6) 制订发行企业债券的方案;
- (7) 制订企业分立、合并、终止的方案;
- (8) 任免包括经理、会计主管人员在内的高级管理人员,决定其报酬及支付办法;
- (9) 制订企业章程修改方案;
- (10) 企业章程规定的其他职权。

理事会可以根据需要相应设立决策、监督及股权管理方面的分机构。其中决策机构主要负责股东(职工)大会闭会期间企业生产经营、项目投资及分配等方面重大事项的审定;监督机构的主要职责是检查企业的经营和财务状况,维护股东(职工)的合法权益等;股权管理机构的主要职责是负责建立股金帐目和股权档案,管理和发放出资证明书,对职工收益分配、股额变动情况进行登记和管理。

3. 监事会

股份合作制企业可以设立监事会,直接向股东(职工)大会负责,对理事会及其成员以及企业经理等管理人员行使监督职责。并向股东(职工)大会报告工作。股份合作制企业规模小的,可以不设理事会和监事会,其职权由股东(职工)大会行使。其有关职责可由股东(职工)大会行使。其有关职责可由股东(职工)大会确定的专门职能人员负责。

股份合作制企业实行民主管理,定期召开股东(职工)大会,表决企业议案实行一人一票制。

股份合作制企业的法定代表人由公司章程作出规定。

4. 经理(厂长)

经理由理事会聘任或由股东(职工)大会选举产生,负责企业的日常经营管理工作,行使下列职权:

- (1) 组织实施股东(职工)大会和理事会通过的决议;
- (2) 提出企业的发展规划、生产经营计划草案;
- (3) 提出企业经营方针和管理机构设置的方案;
- (4) 提出企业规章制度草案;
- (5) 提出企业年度财务预、决算方案和利润分配方案;
- (6) 任免副经理和其它管理人员;
- (7) 决定企业副经理以下职工的奖励和处分;
- (8) 企业章程规定的其它职权。

经理要定期向理事会和股东(职工)大会报告工作,听取意见,接受监督。

股份合作制企业设立后,政府行政管理部门按照“规划、协调、服务、监督”的原则和职责分工,对其进行管理。

在审批股份合作制企业时,可根据企业经营范围的主营内容,确定一个行业管理部门,该部门应为企业创造自主经营的条件,提供服务,实行监督,并按照规定负责发放文件、组织参加会议、进行签证盖章等。

六、改组总体方案的设计

中小企业实行股份合作制改组,必须制定好总体实施文案,即通过充分的分析论证之后,按照科学可行的原则,设计出一个既有利于改制又利于企业改制后有效运作的实施方案。总体方案是企业实行股份合作制改组的必备文件,必须下大力做好方案制定工作。

总体方案一般应包括以下五方面的内容:

1. 企业实行股份合作制改组的目的

应写清楚本企业实行这种改组要解决什么问题,是生产经营发展问题,经营机制转换问题,还是结构调整、领导制度问题。要实事求是,实实在在,使有关部门、企业职工真正感到这种改组是很有必要的,是有基础的。

2. 改组的可行性

改组是否可行,关键是两条:一是能否有一个吸引投资者的资金利润率,给投资者令人信服的投资回报率。二是经济效益前景如何。包括对发展项目论证、发展规划设计、政策及经济环境分析、运营策略及企业经济结构分析及确定、债权债务调整、筹资规模大小设计、初步分配制度的确立等进行充分地研究,得出具有良好经济效益前景的论证意见,使各方面相信企业改组筹集股金并投入运营后,投入产出的效益可行。

3. 资产重组设想

资产重组的目的是为了使改组后企业有一个好的资产结构和资产利润率。为达此目的,应研究划分出经营性资产和非经营性资产,非经营性资产一般不应进入股本结构。目前中小企业非经营性资产占企业总资产的10%到20%,通常是企业的辅助性设施和设备,有的是生产经营所需要的,多数是不需要的,应该交给社会来管理的,应在处理好权益问题的基础上,从企业资产中分离出去。如企业本身还办有其它企业,也要进行资产效益分析,该合并的要合并,总的目标就是要使企业改组后,企业资产能发挥出更大的效益。

4. 股份构成设想

包括股票总额、股权结构、募集方式等。为了使企业资本发挥更大效益并使股东得到丰厚的回报,需要对股份合作制企业的股份构成进行科学合理的分析和认定。通常分析时,首先研究企业的产品结构及新产品发展设想。募集多少股份应与新产品开发、开拓新项目相衔接相结合,时间上既要考虑到长远也要考虑到近期,从而使募集到的股份既有良好的资金利润率,同时也能符合与新项目开发相适应的资金要求,不至于出现股金大于项目资金需求而摊薄资金利润率的问题,或出现为了有较高的资金利润率和股金回报率而限

制项目规模影响企业发展的问題。

5. 需要向政府有关部门请示和报告的问题

企业在改制过程中,通常遇到一些因为历史原因及债权债务、产权关系纠纷等引起的问题,这些问题涉及到许多方面,甚至多个部门、单位等,解决这些问题需要政府及有关方面的支持和指导才能,因此,总体改组方案中也应写明需要请示和报告的问题。

第四节 企业如何改组为控股公司

控股公司也称持股公司或股权公司,一般是指拥有其他公司的产权、股份或债券,具有以较少投入资金控制或支配较多资金的能力,并控制其他企业成长和发展的经济组织。在市场经济条件下,控股公司表现为某一个出资机构按出资额的比例多少和股本比例高低,以绝对控股或相对控股的方式,能够对其所投资的多个子公司,进行股权控制,从而形成一个较大的,以产权联结为纽带,具有较大经营规模的母子公司群体,进而达到规模经营和集约经营的目的。控股公司是市场经济条件下,公司制企业不断完善和发展的产物,其本身也是一种特殊形式的公司制企业。

从世界范围看,控股公司是市场经济发达国家通常采用的一种产权经营组织,除私营控股公司外,有相当一部分国家的国有企业的集团组合,也采用了控股公司的形式。这些控股公司有自己的社会经济和法律地位,而且不同于一般商品生产或流通的企业,主要是通过控股的方式,从事企业的产权管理和经营,或以参股、控股的形式推动所控公司的商品经营。实际上,这些控股公司已形成了以资产为纽带的企业集团,控股公司通过控股参股而影响子公司的经营决策,从而使各个子公司适应市场要求,实现组织结构的优化和提高经济效益的目的。因此,控股公司在国际上是相当普遍的。它们作为政府与一般国有企业之间的中介,在市场经济中发挥着重要作用。

一、国有控股公司及其组建的重要性和原则

组建控股公司,可以有效地实现政企分开,使国有资产产权运营管理明晰化,有利于提高国有资产的运营效率,有利于集约经营国有资产,有利于企业的规模经营和产业结构的调整。据统计,目前我国国有企业共有 28700 多亿存量国有资产,这些资产分散在几千万个国有企业中,但这些资产很难流动。尽管少数企业进行了各种经营形式的改革,但遇到的一个普遍问题是国有资产的具体代表人问题,因此,组建国有控股公司就成为当前企业改革中的一个难点和重点。

1. 国有控股公司性质和类型

在我国,国有控股公司是代表国家对所控企业股权管理机构的总称。相对国家来说,

控股公司是经过国家授权,行使国有出资者职能,是国有产权的人格化代表,代表国家行使股东权力。根据《公司法》规定,可依法批准所控公司的资本增减、合并、分立、解散等大事项目,并对其所投资本进行监督管理和资产运营。认清国有控股公司的性质和在现实情况下存在的不同类型,是组建国有控股公司的前提条件。

(1) 国有控股公司的性质。国有控股公司是一种新的财产组织形式建立的国有企业,是以经营国有资产产权为主的经济组织,是介于所控的国有企业和政府之间,对国有产权进行经营管理的中介性机构。比较国有控股公司与现行的企业主管部门以及一般的公司制企业有哪些异同,可以较为准确地把握国有控股公司的性质、地位和作用。

政府主管部门和国有控股公司有三点不同:

第一,法律地位不同。国有企业的主管部门是政府机构,法律地位属于机关法人,受国家有关行政法律、法规的调整,与其所属企业是上下级关系,无论怎样对企业放权让利,主管部门总是要对所属企业行使行政管理权。而国有控股公司是一个独立的企业法人,受《公司法》等国家经济法律、法规的调整,与所控企业属于企业与企业之间的关系,因此,对所持股企业除产权约束和管理外,没有行政管理权。

第二,管理方式不同。国有企业的政府主管部门从一成立起,就属于政府序列,就按职责权限对所属企业进行行政管理。而国有控股公司成立后,须经政府或政府部门授权,对所控企业依法选派负责人、实行产权约束和负责国有产权收益运营。在市场经济条件下,政府主管部门对企业的管理多是通过国家宏观调控的有关政策、法律来行使权力。而国有控股公司则是通过有序的调整产权结构,依法对所持股企业行使权利。

第三,管理边界不同。政府的企业主管部门按国家行政区域划分,以行政管理的区域为边界,按行政职能对所属企业进行管埋。而国有控股公司是以产权为纽带,以市场需求为目的,可以跨地区、跨国界的根据资金投入情况实施产权约束和产权管理,因此,国有控股公司的管理边界是所投入的资本金,没有区域约束。

一般的公司制企业和国有控股公司有三点不同:

第一,财产形态不完全一样。公司制企业主要运用自己独立支配的法人财产,面向市场生产经营,是以实物财产为主。而国有控股公司,主要是以经营管理价值形态的国有产权为主。当然一些兼有经营职能的国有控股公司也直接生产经营商品,但归根到底,国有控股公司是以经营产权为主。

第二,出资者的经济成份不完全一样。一般的公司制企业,出资者可以是多元的,公司的法人财产可以是多种经济成份共同出资组成的经济实体。而国有控股公司,其法人财产必须是国家所有,即出资人只有一个—国家。因此,应以国有独资公司的财产组织形式为主。目前国际上存在有多种经济成分共同组成的国有控股公司,但也必须是国有资本占绝对控股地位。

第三,具体经营的方式不完全一样。一般的公司制企业,尤其是生产性企业,是以面向市场生产出适销对路的商品为主,因而具有自己的主导产品、支柱行业基础产业。而国有控股公司,则是在一个较高层次上面向较大的市场,接需求量大、回报率高的商品进行资源配置,调整国有资产在市场中的布局。可以有自己的主导产品和基础产业,也可以没

有主导产品和基础行业，完全实现多元化、多角化经营。

国有控股公司具有以下基本属性：

第一，国有控股公司是独立的企业法人，但它是一种特殊的企业法人。除遵循独立的法人实体和市场竞争主体的一般运作规律外，兼有代表政府对国有资产进行经营管理的特殊职责，其主要目标是追求国有资本的经营利润。

第二，企业的财产具有排他性，其财产组织形式目前一般不宜办成股份公司，以国有独资公司的形式为主。

第三，国有控股公司承受的资产规模数量较大，要求承担风险的能力较大，一般企业往往难以承担，这就要求对其经理的考核和监督应当严格。为此，对国有控股公司本身的考核、评价应有一套有别于其他企业的标准，其财务会计制度也不能简单采取一般公司制企业的财务会计办法。

第四，对所控企业的管理边界清楚，除法律赋予出资者行使的权利外，对所控企业不行使行政管理权，是政府和所控企业之间对产权进行经营管理的一个中间层次。这样的国有控股公司应是竞争性的，同一行业、同一地区应形成若干家国有控股公司。国有控股公司的运营，应由政府授权，公司根据被授权的管理幅度，行使出资者职能。对现有的存量国有资产，可以由政府组织跨地区、跨部门的招标授权经营，同一企业的国有资产也可授权多家国有资产经营公司去经营。

第五，国有控股公司依照社会主义市场经济的一般规律，代表国家向所控企业委派产权代表，通过参加董事会等机构发挥作用，一方面可大大减少政府国有资产管理部门对企业的直接管理幅度，一方面通过它的凝聚作用，增强了单个国有企业经营行为的有序性和竞争力，促进了国有资产经营结构、组织、素质的合理化与现代化。

(2) 国有控股公司的类型。控股公司可以分为两种不同的类型：

第一种是纯粹控股公司。其设立的唯一目的是为了掌握子公司的股份，而它本身除直接进行产权经营外，不直接从事具体的生产经营活动，只是通过股权的管理与经营来实现资产保值增值的目的。

第二种是混合控股公司。它除了控制子公司的股权外，本身也进行直接的生产经营活动，其参股、控股往往更多地是出于自身经营活动发展的需要，如为了扩大规模经营、跨地区或跨国经营等。

在我国的国有资产管理体制改革过程中，纯粹控股公司和混合控股公司的两种形式都已开始出现，而且还是后一种形式居多，为了更好地适合我国国情，国家有关部门已把这两种控股方式划分为投资控股公司和经营控股公司。所谓投资控股公司是指不从事直接生产经营活动，通过全部或部分拥有其他公司的股份或股权，而对其他公司或企业实行控制的公司；所谓经营控股公司是指既主要通过股份或股权的持有，控制下属子公司，又直接进行一部分生产经营活动的公司。

以控股公司是否直接进行生产经营划分控股公司的类型是国际上通用的标准。但就我国实际情况来看，就这两种类型，也有多种具体的组织方式。国务院有关部门在研究建立现代企业制度方案的过程中，曾经为国有资产运营主体设计了五种具体组织方式，国有资

产运营主体也具有国有股控公司的职能，现介绍如下，以供参考。

①国家投资公司。国家投资公司主要适用于自然垄断性强，市场程度化较低，投资规模巨大，投资回报周期长，难以实现企业和社会投资的国家基础和支柱性产业和行业。如电力、铁路、邮电、矿山、公路、城市公用事业等公共设施和基础产业。针对国民经济发展战略和国家产业政策，对重大项目进行国有资产投入，是以增量投资为主进行产权经营管理的国有控股公司。其资金的来源应多为财政拨付，也可以采用贷款或其他融资方式。公司的法律地位是独立的企业法人。投资公司的责任形式是政策性投资，项目建设责任制。这种具体组织方式下，投资和经营分开，属于投资控股公司的类型，不直接从事具体的生产经营活动。工作手段的实行项目业主负责制，筹集资本金和国家股东交办的有关事宜。我国在实行“拨改贷”的改革中，国家和地方已组建了一批投资公司，但其资金的运用方式是贷款而不是投入。这类投资公司虽然在具体运作方式上还有待于进一步按《公司法》进行规范，但经过一段时间的实践，已经积累了宝贵的经验，可以进一步发展改组为国家投资公司或国有控股公司。

②国有资产控股公司。这类控股公司主要适合于市场化程度较高，能够进行充分竞争，对规模经济没有市场性要求，且集中程度较低的行业。如零售百货、饮食业、服务业、修理业等。组建这类国有控股公司，目前以专业部门转体改组为宜。公司可不明确企业法人地位，而采用财务上实行自收自支的事业法人组织形式。公司以国有资产管理责任制为主，负责国有资产的保值增值和必要的已批准的产权转让。工作手段是检查、监督、审计所控企业的经营业绩，任免（聘任、解聘）所控企业的经营负责人，具有调查、调整、改变所控企业存量资产的职能，以发展连锁店形式的公司为目的，辅以对国有资产进行净资产承包、租赁经营，出售国有产权手段，实行资产的重新配置。可见，以目前国有企业的存量资产为主，按专业组建国有控股公司，也是对产业结构和个体结构调整的一种必要措施。这种类型的公司在具体运营中，应以国有资产控股公司为主，也可以辅以必要的投资职能，但此类控股公司没有相应的投、融资手段，在迅速扩大国有资产的投入上可能受到一定的局限。当前，有的地方和有的部门，在这个范围内积极进行“国有民营”的探索，但是，由于受到所谓“民营”企业是否具有法人实体地位，以及没有国有资产运营主体的限制，使所谓的“国有民营”在理论上缺乏深厚的产权运营和法律根据，实际上造成“民营”的结果是赚了归个人，亏了还靠在国家身上的被动局面。

③国有资产经营公司。国有资产经营公司主要适合于市场程度较高且竞争充分的行业，对规模经营有一定要求和发展趋势，具有一定的综合性和全面性的企业、行业和产业，所控的企业具有长期的经营业绩，又具备一定的经营能力和扩张倾向。目前以一个地区或一个行业的主管部门转体改组为宜。其责任形式是资产经营责任制。在法律地位上，国有资产经营公司必须是独立的企业法人，并严格按《公司法》进行规范，根据国家统一部署，应创造条件逐步成为上市公司，以充分运用股权市场的调节能力，按市场要求配置资源。资产经营公司应授权全面享有国有资产的经营收益和转让收益、重大决策和选择管理者等出资者的权力。组建的这类公司，可以是投资控股型的公司，也可以是经营控股型的公司。根据我国对国有企业的层级管理，从中央到地方都存在不少政府的企业专业主

管部门。有的地方结合进行政府机构改革,已经对原政府管理部门进行了调整。党的十四届三中全会《决定》也提出,“现有全国性行业性总公司要逐步改组为控股公司”。根据这些实践的探索 and 政策的指导,可以在组建国有资产经营公司方面进行制度创新,积极稳妥地进行突破。

④企业集团的集团公司。具备条件的大型企业集团,可以由国家授权成为国有控股公司。这类企业改组的国有控股公司,必须是直接从事生产经营的经营控股公司,其法律地位必须是与集团公司合一的市场竞争的主体和企业法人实体。日常运作中必须对集团内有权联系的相关企业进行国有资产的股权管理。

⑤国家授权的部门。国家授权的部门也是对国有资产管理体制进行改革中一种具体的形式。与前四种形式的重要区别是,这种机构包含在政府部门内部,其法律地位有可能不是独立的企业法人。从我国目前国有企业的所属关系看,还有相当一批企业是属于国家部门所有。这类企业如果按《公司法》进行改组,其国有股权的持有和具体管理运营以国家授权部门的方式为宜。以这种形式组建的机构,不是和国家部门完全重合,也不是国家部门职能的“翻版”,而是国家部门授权某一个机构,对所属企业的国有资产产权进行运营管理。这个机构对其持股企业不能行使行政管理职能。严格地讲,采用国家授权部门组建国家控股公司的形式,只是一种过渡形式,即使经过国家授权,这个部门中的机构对所持股企业的国有股权也是一种委托代管的方式,不是完整意义上的国家控股公司。

(3) 国有控股公司的职能。为了在具体组建各类控股公司过程中较好地把握其工作职能,现介绍如下:

①国有控股公司对授权经营和投资形成的全资子公司的领导体制,有权任免(聘任或解聘)公司的主要管理者,并对其进行考核、评价和奖惩。

②依照国家规定,国有控股公司有权对全资子公司的国有资产进行清查,界定产权、核实资本金并组织产权登记。

③依照国家的产业政策,国有控股公司有权决定或批准全资子公司的经营方针。

④依照国家规定,国有控股公司有权决定或批准全资子公司的资产经营形式,包括全资子公司进行公司制改组、与外商合资合作、承包租赁等,并在公司制整体改造或整体与外商合资合作后作为该企业的持股单位以及在整体承包、租赁关系中作为发包人和出租人。

⑤依照国家规定,国有控股公司有权决定或批准全资子公司的产权变动,包括以产权交易主体身份出让子公司的全部产权或部分产权,并收取出让的净收入。

⑥依照国家规定,国有控股公司有权决定或批准全资子公司的设立、合并、分立和解散,并收缴解散和破产企业应归本公司所有的剩余财产。

⑦依照国家规定,国有控股公司有权决定或批准全资子公司税后利润的分配方案,可以采取增加资本金的形式留给全资子公司使用,也可以收缴上来集中使用。

⑧依照国家规定,国有控股公司有权将产权出让净收入和投资收益以及法律允许的融资,进行资本再投入,并决定新建项目及其他企业的兼并、参股等。同时,审批全资子公司对外的重大投资的举债决策。

⑨经同级人民政府或有关部门授权,国有控股公司有权统筹全资子公司的商品进出口、劳务输出以及房地产开发。

10国有控股公司有权向全资子公司下达国有资产保值增值指标,并对其经营状况和财务情况进行全过程监控,必要时,可以委托会计师事务所进行审计。

2. 组建国有控股公司的重要性

组建控股公司是发展社会主义市场经济体制的客观需要。1991年4月,全国人大七届四次会议审议批准的《关于国民经济和社会发展规划和第八个五年计划纲要的报告》中指出:“改革中出现的租赁制、股份制等,特别是国家控股和部门、地区、企业间参股的企业形式,要继续稳妥地进行试点,不断总结经验。切实加强国有资产管理,逐步建立与社会主义有计划商品经济相适应的管理体制和管理方法。”1993年11月,党的十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》又进一步指出:“按照现代企业制度的要求,现有全国性行业总公司要逐步改组为控股公司。发展一批以全民所有制为主体,以产权联结为主要纽带的跨地区、跨行业的大型企业集团,发挥其在促进结构调整,提高规模效益,加快新技术、新产品开发,增强国际竞争能力等方面的重要作用。”1993年12月,八届全国人大第五次常务会议通过的《中华人民共和国公司法》中明确提出了“国家授权投资的机构或者国家授权的部门”概念。这就使得我们组建国有控股公司在党和国家的政策、方针和我国法律上有了重要依据。

组建国有控股公司是不不断深化企业改革的客观需要。改革十五年来,尤其是小平同志南巡讲话和党的十四届三中全会以来,企业改革从过去偏重于政策调整转向着力进行制度创新的阶段,国有企业的产权在具体运作中究竟由谁充当,尚处在探索之中。正由于国有资产的管理运营体制的改革尚未到位,致使一些国有企业在进行公司制改组或与外商合资合作中,客观上造成国有资产的大量流失。据不完全统计,截止1992年10月,各地的国有资产管理部門建立了37个国有资产经营公司,行使国有控股公司的职能。上海、深圳、湖南、武汉、青岛、烟台、天津、北京等一些地区和中心城市,中国有色金属总公司、中国石化总公司、中国航空总公司等一些国务院直属的部门和总公司也纷纷提出建立国有控股公司的愿望和要求。有的国有大型企业和企业集团在深化企业改革过程中,已经进行或着手考虑国有资产的授权经营,行使国有控股公司的职能。可见,随着社会主义市场经济体制的逐步建立,随着现代企业制度试点和企业集团、股份制企业的逐步规范,如何组建国有控股公司已成为今后一段时间内国有资产管理体制改革的一个重大实践问题。

组建国有控股公司是进一步搞好政企分开、政资分开的需要。我们通常所说的我国的国有企业,是指全民所有制企业,而企业事实上的所有者则是体现全体人民意志的政府。这是政府必须管理企业的原因,因此不能笼统地反对政府干预企业,问题在于政府如何干预企业。事实证明,面对瞬息万变的市场,由政府直接对企业下达准确的经营指令是不可能做到的。因此我们改革的目标既要体现政府总的意志,又要使企业独立自主地对市场信号作出灵敏的反应。这其中一个重要原则就是将国家的社会经济管理职能与国有资产所有者职能分开。根据实际组建不同形式的国有控股公司,是实现政资分开的重要方式,以逐步形成介于政府与一般生产经营性国有企业之间的国有资产产权经营管理体制,这是随着

改革深入和国有企业股份制过程加快出现的一个越来越重要和紧迫的问题。

3. 组建控股公司的原则和途径

根据我国目前国有资产产权经营管理体制改革的方向和实际情况,组建国有控股公司是一项积极而又稳妥的工作,绝不能认为只要组建了国有控股公司,国有资产在经营管理中的问题就全部解决了。具体组建工作不能一哄而起,而要按照国家有关规定创造条件,遵循有关的原则和一般规律,扎扎实实地做好组建工作。

(1) 组建控股公司的原则。

①必须有利于增强国有企业活力。当前,在进行国有资产管理体制的改革过程中,许多政府部门都以国有资产所有者代表身份,准备建立各种方式的国有控股公司。把现有隶属的企业都纳入“公司”的经营管理体系,实行统一的“人、财、物,产、供、销,党、工、团”九统一的管理。实质上是在走大办“行政性公司”的老路。因此,不应单纯从主观愿望出发,而应从是否有利于增强国有企业活力作为组建国有控股公司的基本原则。为了坚持这一原则,在组建国有控股公司的过程中,要坚持政府的社会经济管理职能与国有资产所有者职能分开,除法律、行政法规另有规定者外,国有控股公司不得承担政府的社会经济管理职能。同时要坚持出资者所有权与企业法人财产权相分离,国有控股公司既要维护国家所有者权益,又不能任意干预企业经营自主权。目前,有的地方在组建国有控股公司的过程中,还在哪些属于应放给企业的自主权,哪些是控股公司的权力方面讨价还价。从根本上分析,国有控股公司的运行必须以《公司法》为法律依据,凡属于出资者应当行使的权利,必须依法行使。凡属于企业法人财产权范围内的事情,一律由企业负责。

②必须有利于发挥国有经济的主导作用,确保国有资产的保值增值。国有控股公司的主要职能之一是促进国有资产的优化配置和合理使用,提高国有资产的运营效率。国有控股公司的建立必须从实际出发,采用不同形式,切实保证国有资产在国家骨干企业中保持绝对控股地位。在实行跨地区、跨行业经营、中外合资合作和下属企业进行公司制改组中应确保国有资产不流失,从整体上提高国有资产的运营效益,保证国有经济在国民经济中的主导作用的地位,寻求公有制为主体与市场经济相结合的有效途径。

③坚持从实际出发。贯彻执行《公司法》,从我国的国情出发,吸收和借鉴国外有益的经验,重在国有控股公司的制度创新与规范动作。分类指导,调动地方、部门、企业和职工的积极性,大胆探索试点,积极稳妥开拓,认真总结经验,逐步提高推广。

④公平竞争,防止垄断。国有控股公司是适应社会主义市场经济体制而产生的一种组织形式,因此不宜一个地方或一个部门只组建一个国有控股公司而形成垄断经营,而应该使新组建的国有控股公司从一开始就处于公平竞争的地位,在市场竞争中使国有经济不断发展壮大。

(2) 组建控股公司的途径。组建的具体途径应当采取如下四种形式:一是将一些直属企业较多的专业经济部门剥离或改建为国有投资公司或改建为国有投资控股公司;二是将一些对所属企业实际行使部分出资权利的行政性总公司改组为国有投资控股公司;三是将一些有条件的大型企业集团,通过国有资产授权经营,使集团的核心企业成为国有经营

控股公司；四是将一些有条件的大型、特大型企业发展成为国有经营控股公司。

国有控股公司的工商登记工作必须依照国家工商行政管理机关的规定进行。

①实行国有资产“增量”管理企业化，组建以促进国家产业政策实施为目的的国有投资型控股公司。发展社会主义市场经济，客观上要求经济发展从政府部门为主体转向以企业为主体，实行投资主体多元化与多元化投资主体的有机结合。为此，就应该将原来由政府计划部门直接立项目、选企业、批计划、分指标的行政管理方式，通过建立多个行业性国家投资公司，把国有“增量”资产按有偿使用的原则分配给这些投资公司，由他们在国家产业政策指导下实行企业化管理。国家投资公司出于自身经济效益的需要，通过控股、参股方式，引导现有国有企业的投资流向，进而有利于国有资产“存量”和“增量”的有机结合，最大限度地发挥国有经济的经营潜力，保证国家产业政策的有效实施。同时，也要接受政府或同级国有资产管理部门的监督，以投资经营效益作为考查其经营业绩的主要依据。

我国目前已经建立了许多行业性国家投资公司、信托投资公司，这些投资公司分属中央各部委以及各省市管理，国家对他们缺乏统一管理。随着改革的深入，应该把他们逐步纳入国有资产管理的范围。另外，目前我国还存在一些行业性工业公司，其中有的还担负了部分政府管理职能。这些行业性总公司在改革过程中，有的可以逐步转变为企业集团公司，有的则可以逐步转变为行业性国家投资公司或控股公司。从当前看，由国家直接组建全国性的国有投资公司，各方面尚有一定的距离，可以加快研究论证工作。但具备条件的地区和政府，如果具有相应的投资能力和实际投资的，可以沿着这条途径进行探索与尝试。

②适应国有企业公司制改组的需要，组建以促进国有资产经营规模与结构合理化为主要任务的国有资产经营公司。发展社会主义市场经济，客观上要求改革国有企业原有的财产组织形式，通过对企业的股份制或公司制改造，使他们具有与非国有企业平等竞争的条件。而股份制改造以后，如何搞好国有股权的管理，特别是如何充分利用证券市场机制的作用，根据不同时期的战略需要，调整国有股权结构，促进国有资产优化配置，就成为政府国有资产管理部门的一项重要工作。为了搞好这项工作，一方面，需要在政府国有资产管理部门中设置相应专职机构，另一方面，可以建立专职从事国有股权经营管理的国有资产经营公司，这些公司作为政府国有资产管理部门与国有股份制企业之间的中介，既有利于弱化政府部门对企业经营活动的直接行政干预，也有利于国有股权在市场经济中的有效动作，真正实现了国有股权管理的专职化与企业化。近几年来，特别是党的十四届三中全会提出建立现代企业制度以来，各地有一批国有企业相继按照《公司法》改组为有限责任公司和股份有限公司，据统计，到目前为止，全国已有股份制企业 1.15 万家，其中上市公司 200 多家，发行 B 股的 30 多家，经国务院批准，已有 9 家到境外上市成功。1994 年，国务院又选了 22 家准备到境外上市，这些国有企业进行公司制改组后，如何搞好国有股权的管理，如何确定国有股权的人格化代表，以调整国有股权的结构，促进国有资产优化配置，已成为目前国有资产管理体制改革的项重要任务。为了适应这一形势，深圳、烟台、青岛、铜陵等一些地区和城市，已经建立了国有资产经营公司，来具体运营国

有资产的产权，并为此摸索了一套实际的操作经验。但是，这类公司大都处于起步阶段，对国有资产经营管理的责任传递体系和工作考核体系，还没有积累成套的经验，需要在实践中不断探索。各地可以从实际出发，借鉴各地涌现出的成功经验，着力筹建专职从事国有股权经营管理的国有资产经营公司，为进一步改革国有资产管理体制寻求有效的途径。

③适应社会主义市场经济发展的内在规律性，组建以稳定社会经济运行为主要任务的重组型国有控股公司。社会主义市场经济发展的一个重要规律是公平竞争，优胜劣汰。即通过市场的竞争规律，扶植和发展一批有市场、有新产品的企业，淘汰一批资产经营不善，产品无销路，扭亏无望的企业。从目前情况看，尽管我们正在加大企业破产的改革力度，但由于目前社会保险制度尚不完善，破产企业引发的各种社会问题还会带来一些消极作用。特别是在我国这样一个财力不足、福利保险制度还需进一步完善的社会中，如何尽可能减少破产企业带来的消极影响，尽快解决有的企业破不了产的问题，具有非常重要的现实意义。据统计，1994年6月，全国亏损的预算内国有工业企业占全部预算内工业企业的46%。有相当一批国有企业，处于停产半停产状态。建立一些重组型的国有控股公司，由其承担重组企业国有产权的经济职能，通过及时干预，对亏损企业，特别是国有大中型企业进行整顿和改组，对实施破产可能引发的社会问题进行预先控制，可以说是我们向社会主义市场经济体制过渡中，尽量减少国有企业经营不善的消极作用，可供选择的一条现实途径。当前，有一些同志在研究探讨的“债务托管公司”，也属于这一类型的国有控股公司。当然，这类公司不是要求国家拨付大量或无限的资金去挽救濒临倒闭的企业，而只是在市场经济范围内，起着促进国有资产和社会资源优化配置的积极作用。组建这类的公司，不一定是国有独资公司，可以是多个国有投资主体或多个国有企业共同设立的公司。组建这类的公司，虽然有很强的现实性，但也涉及到相当多的配套政策与操作方法。因此，组建这类控股公司需要在认真研究、积极论证的基础上，大胆地进行实践。

④以大中型企业特别是大型企业集团的集团公司为骨干，发展和组建具有国际竞争能力的、集团式的生产经营型国有控股公司。在企业改革中，中央和地方已经建立了一批大型企业集团。这些企业集团，大都具有较大的生产规模和经营实力。支持和发展这些企业，是我国企业改革的一项重要任务。据国家统计局统计，在我国500家最大的工业企业中，单一生产型的企业较多，尽管经过几年的不断改革，总的情况有所改变，但是集生产、经营、技术、开发于一体，具有全球战略眼光的综合型企业集团极少。而我们国有经济和国有资产的精髓也集中在这些大型集团之中。因此，我们要通过改革，利用股份制和市场竞争的优势，促进市场竞争的集中化与联合化，加速综合性企业集团的形成，使之既成为我国参与国际市场竞争的“国家队”，也成为一般国有企业与政府和同级国有资产管理部门之间的主要中介组织。赋予其国有资产的经营管理职能，使其成为经营控股公司。一旦集团公司具备了这项职能，就可以根据市场情况调整国有资产配置格局。可通过兼并、出售、参股、控股等多种产权运营方式，优化资源配置，壮大集团自身的实力。一些实力雄厚的大型企业集团还可以跨地区、跨国界的经营，使其成为在国际市场上具有一定实力的跨国集团。近年来，在国务院试点的55家大型企业集团中，国家国有资产管理局已经代表国家向7家企业集团的集团公司进行了授权经营，各地政府和国有资产管理部

门,也先后向一些所属的企业集团进行了国有资产授权。但是,授权不等于已经完善了或完成了国有控股公司职能的改造,还需要在认真总结经验的基础上,进一步研究探索。

二、国有控股公司设立的方法和程序

国有控股公司的组建,有着严格的设立方法和程序,必须以《公司法》等国家的政策、法规为依据,规范公司的行为。据悉,国家有关部门,正在拟定“国有控股公司试点规范意见”,可能不久将发布执行。现就其中组建国有控股公司时行试点的方法和程序作一简要介绍。

1. 组建国有控股公司应当具备的条件

(1) 拟组建的国有控股公司,应当有一定数额直属的全资企业、控股企业、参股企业或集团成员企业,并与之有内在的经济和技术联系。现有的国有企业主管部门,长期以来与所属企业有着密切的联系,但这种联系主要是依靠行政管理渠道而形成的。如果拟组建国有控股公司,则应该把这种联系调整为主要是以产权为纽带,把所属企业调整为所控企业,同时发挥其所控企业在市场竞争中的经济和技术优势,进而形成经济规模。组建控股公司过程中,不要简单认为,只要有一定数量的下属企业就具备了改组的条件,而是既要有一部分全资企业,也要有一定数量参股、控股企业,这正是按《公司法》进行规范的公司制企业,而不是过去全民所有制企业数量的简单累加。

(2) 各类直属企业或集团的全资企业的国有资产净额合计不低于五亿元。拟成为国务院授权的国有控股公司的,其国有资产净额合计不低于十亿元。目前,全国各地在进行现代企业制度试点的过程中,不少参加试点的国有企业,纷纷以政府授权经营自身的国有资产为一种改革目标,这实际上是不妥的。如果我们大部分或绝大部分国有企业,都具有了政府授权经营国有资产的行为能力,那么,其后果一是形不成资产经营规模,二是和承包经营体制下的国有企业没有本质区别,很容易走上对企业政策调整、放权让利的老路,因此,对被授权经营的企业或企业集团实行净资产额的数量要求,是一个重要的限制条件,有利于实行国有资产的集约经营和规模经营,有利于形成国有资产以市场为基础进行重新配置的行为能力。有利于使组建国有控股公司的工作规范化。

(3) 属于竞争性行业的国有控股公司,其全资子公司和控股子公司生产的某一类产品合计在全国市场的份额不超过 50%,国家另有规定的除外。为了避免形成市场垄断,保证公平竞争,有必要对所控公司的产品在国内市场的占有率作出这一规定。这就进一步促进所控企业改进经营管理,提高产品质量,降低生产成本,在竞争中稳定市场的产品覆盖率。对国家必须垄断经营的产品,不在此规定之内。

(4) 国有控股公司设立后有利于产业、产品结构调整和跨地区、跨行业经营,能够显著提高国有资产整体运营效益。组建国有控股公司,不是给所控企业确定一个新的“婆婆”,也不是要对现有的企业主管部门进行“翻牌”,对所属企业加强控制,而是适应市场经济的运行规律,有利于产品、企业、行业和产业的结构调整,扩张规模,改善经营管理,发展生产力,使国有资产的运营效率和效益得到显著提高。

(5) 整个地区或部门的企业改革取得一定进展,具备了组建国有控股公司的前提条件,从人员素质、机构设置、经营管理等方面有了一定的经验探索和积累。

2. 国有控股公司的组建程序

(1) 批准建立国有控股公司的政府和政府部门。在我国的政权设置中,分为中央、省、地、县等几级机构,其中地区一级属省的派出机构,不属于一级政府,但行政级别中,有相当数量的地级市客观存在。批准设立国有控股公司,不应是各级政府都具有的职能,根据目前实际情况,暂规定为国有控股公司由省、自治区、直辖市以上人民政府以国有资产授权的方式建立。这样规定,是保证组建的国有控股公司,具有一定规模,具有一定的市场竞争能力和市场行为能力。

(2) 建立国有控股公司,应实行公级管辖的原则。建立中央或全国性的控股公司,属于国务院主管部门管理的,应当由组建单位向主管部门提出申请,报同级国有资产管理部門会同体改委、财政部门批准,属于国务院直接管理的,应当由组建单位向同级国有资产管理提出申請,经同级国有资产管理部門会同体改、财政部门审核同意,报国务院批准。

(3) 地方国有控股公司的批准程序,应由地方人民政府参照国家控股公司的批准权限作出规定。一般说来,也是由组建部門提出申请,报省国有资产管理局会同同级体改部門、财政部批准审核后,报经省、自治区、直辖市人民政府批准。

(4) 组建单位提出申请报国有资产管理部門会同体改、财政部门或同级人民政府批准后,由同级国有资产管理部門作为授权方,下达批准设立的文件,明确其运营国有资产的范围、数额、持股子公司的名称和持股比例,以及相应的权利和义务。

(5) 授权有一定的原则和规则。授权的程度取决于被授权者的资格条件,取决于授权者的监管能力、管理幅度、运营能力,取决于企业改革所处的客观环境。

3. 组建国有控股公司应报送的文件

根据《公司法》规定和国有控股公司的特殊性,组建控股公司应该向审核批准部門报送下列文件:

(1) 组建单位的拟列入授权范围的全资子公司、控股子公司、参股子公司的基本情况,国有资产数额、分布、结构情况,并附有资产负债表、资产损益表、财务状况变动表等财务状况基本报表。

(2) 要求授权运营的理由和可行性研究报告。

(3) 加强产权约束和转换企业经营机制的设想和措施。

(4) 调整产业结构和产品结构,优化配置国有资产,实行跨地区、跨行业经营,提高国有资产整体运营效率的初步规划。

(5) 其他有关事项。

(6) 国有控股公司章程。

建立国有控股公司必须制定章程,章程经同级国有资产管理部門批准后生效。

章程应该包括以下内容:

①名称和住所。国有控股公司可以直接采用国有投资控股公司或经营控股公司的名

称,也可以采用总公司、集团公司等其他名称。采用总公司、集团公司等其他名称的,应当在章程中注明其性质是属于国有投资控股公司还是国有经营控股公司。

②注册资本额。国有控股公司的注册资本额应当是其当时全资子公司、控股子公司以及参股子公司自身实际占有国有净资产的总和。

③全资子公司、控股子公司、参股子公司的名称和占有的国有资产价值额。

④控股公司的权利和义务。

⑤控股公司的财务管理制度。

⑥其他有关制度。

4. 国有控股公司和政府及同级政府有关部门的关系

国有控股公司和政府及政府有关主管部门之间的关系,涉及两个层次的问题。一是政府作为国有资产所有者代表,必须在所掌握的企业国有资产所有权的前提下,向所控子公司特别是全资子公司让渡哪些权利,国有控股公司必须有能力和行使这些权利,成为约束形式上的“委托人”,才能更有利于规范公司和政府及政府有关主管部门之间各自的行为,使国家和政府的宏观调控与国有控股公司的市场运行有机地结合起来。

(1) 国有控股公司对同级人民政府及其国有资产管理部門承担以下义务:

①确保授权运营和投资形式范围内的国有资产的安全和增值,完成同级人民政府及国有资产管理部門下达的保值增值指标。

②认真清查授权运营和投资形成范围内的国有资产,界定产权、核实资本金,并汇总向同级国有资产管理部門进行产权登记,报送资产统计报表。

③履行国有资产经营预算单位的职责,按照规定向同级国有资产管理部門和财政部门报告资产运营情况和报送财务收支报表。

④根据国家规定,上交应上缴的产权收益。

⑤在资产经营形式变更和产权变动时,按照国家规定履行报批手续。

⑥接受同级国有资产管理部門及有关部门的监督。

在组建国有控股公司时,政府或同级国有资产管理部門在对国有控股公司具体授权时,可以根据国有控股公司的具体组织形式和实际情况,对上述必须承担的义务作必要的增减。

(2) 国有控股公司对同级人民政府及其社会经济管理部门承担以下义务:

①接受政府的宏观经济调控。

②遵守行业管理的各项规定。

③完成国家的指令性计划。

④依法纳税。

⑤公平竞争,不搞非法垄断。

⑥接受主管部门和有关部门的监督。

⑦执行政府及政府有关部门制定的国有控股公司的奖励和惩罚办法。

5. 国有控股公司和所控子公司之间的关系

国有产权从政府主体转移到国有控股公司以后,控股公司将以出资者身份与所控企业

以平等的契约,确立双方关系,使其具有能力实现自主经营、自负盈亏。由于受过去企业改革中以政策调整为主的惯性影响,国有控股公司和所控公司之间的关系,有必要加以明确。防止控股公司对所控子公司的正常生产经营活动进行不必要的任意干预。

(1) 国有控股公司对各类子公司承担以下义务:

①以其出资额承担财产的有限责任。

②保持子公司的独立法人地位,不干预子公司对法人财产独立支配、自主经营的法人财产权。

③帮助子公司抵制非法的行政干预和摊派。

④帮助子公司改善经营管理,提高产品质量,开拓国内外市场。

⑤对子公司提供必要的咨询。

(2) 国有控股公司对所控子公司履行的权利。国有控股公司对控股子公司和参股子公司行使股东权利时,按《公司法》的规定进行。对进行公司制改造的参股联营企业,按照《公司法》行使股东权利。

股东权利即出资者权利,概括地说共有五项:一是按出资比例行使选择企业的经营者的权力;二是按出资额享受资产经营收益;三是对企业的具体经营行使出资者约束;四是依照法律规定收取企业资产转让的收入;五是企业破产时,按出资比例经过清算收取相应得数额的破产财产。股东权利根据有限责任公司和股份有限公司的不同《公司法》都做了不同规定,具体权利必须依照《公司法》行使。

需要说明的是,政府或同级国有资产管理部门在对国有控股公司具体授权时,可以根据国有控股公司的具体组织形式和实际情况,对上述权利作出必要的限制或补充。

三、控股公司的法人治理结构及其财务制度

国有控股公司的法人治理结构和一般的股份制公司略有不同,这是由于国有控股公司日常运作中,必须向所控公司派出国有产权代表。这些产权代表的管理与考核,应该属于法人治理结构的外延部分。现初步介绍如下:

1. 控股公司的法人治理结构

所谓法人治理结构,是指企业在规范的公司体制下,由股东会、董事会、监事会、经理层组成的一整套分工清晰、权责明确、互相制衡的公司组织领导机构。对国有控股公司来说,与一般的股份制企业相比,除遵循一般的公司法人治理结构的规定外,还有其独特的特征。

(1) 国有控股公司设立董事会,行使和承担规定的权利和义务。董事会每届任期为三年。由于国有控股公司只有国家一个出资者,因此在法人治理结构当中不设股东会,其董事会的设立可由《公司法》规定的“国有独资公司”的有关条款规范。

①国有控股公司的董事会成员为3~15人,由主管部门或同级人民政府按法定程序委派或更换。经同级人民政府授权,国有资产管理部门也可以按法定程序,委派或更换董事会成员,董事会成员可以兼任子公司的法定代表人。董事会设董事长一人,可以视需要设

副董事长。董事长、副董事长由委派单位从董事会成员中指定。而一般的股份公司的董事长是由董事会选择产生的。

②国有控股公司中的法定代表人为公司的董事长。

③国有控股公司设经理，由董事会聘任或解聘，行使公司章程中规定的权利。董事会成员可以兼任经理。

④国有控股公司的董事长、副董事长、董事、经理，不得兼任其他国有控股公司的负责人。

⑤国有控股公司的办事机构各成员编制要本着精简、高效的原则设置，并报董事委派单位核准。

(2) 国有控股公司的监管。国有控股公司不象一般的股份制企业，在法人治理结构中不设内部监事会。但并不是国有控股公司的国有资产不需要监管。各地在国有控股公司的试点中，应该和贯彻国务院颁发的《国有企业财产监督管理条例》结合起来。我们认为，在国有控股公司的法人治理结构中，应该从外部设立国有资产监事会。这个监事会，是在进行授权的政府或政府国有资产主管部门之间，负责国有资产日常监管工作的机构。

监事会由同级政府的经济综合部门和有关主管部门派人组成。其具体工作程序，可参照《国有企业财产监督管理条例》。

(3) 国有股权代表的委派方式。国有股权代表的委派方式涉及三个内容：一是国有股权代表以何种身份进入所控企业，二是具体进入的企业属于何种类型，三是由此导致国有股权代表在不同所控企业所起的作用不同。

①国有控股公司是国有股权代表的委派机构。其代表的作用可分为三种：

第一，只参加股东大会的代表。这种代表不是董事，如果要成为董事，还要按所控公司的章程，经股东大会选举。如果要成为董事长，则应由董事会进行选举。

第二，被推荐为董事、监事候选人。要按照《公司法》和公司章程产生，没有被选举上的候选人，只能作为普通的国有股权代表。

第三，直接委派的董事。这种方式只适用于不设股东会的有限责任公司。根据《公司法》，股东单位只能委派董事，要成为董事长还要进行选举，未选上的董事，只能作一般的董事，履行其董事权利。

②建立委派国有股权代表的制度。这些制度应该包括股权代表的管理制度和股权代表的考核与奖惩制度等。

2. 控股公司的党、工、团组织设置

国有控股公司应加强与改善党的领导。按照党章规定，建立党的基层组织。根据控股公司的具体情况不同，可分为几种情况：

(1) 行使国有出资者职能的企业集团中的集团公司，可按党章规定设立基层党委，在同属的范围内，对全资子公司和相关的控股子公司的党组织实行领导关系。

(2) 国有控股公司、国有投资公司和国有资产经营公司，由于工作人员有限，和所控公司又有属地关系，可以建立对下起领导作用的党组织，也可以设立公司党委和党组，其中党委（或党总支、支部）负责公司内部党的建设，而公司党组可对所控公司党

的工作起领导作用或指导作用。

(3) 根据建立现代企业制度的新发展, 各类国有控股公司可以从实际出发, 根据党的十四届四中全会精神, 在公司党组织建设上进行制度创新。

国有控股公司的工会以及民主管理工作, 也要根据不同情况采取不同对策。如行使国有出资者职能的企业集团的集团公司, 可按《公司法》规定, 在集团公司内部建立工会组织和职工代表大会制度。但对集团内所控企业的工会组织是否有上下隶属关系, 要依据有关规定相应进行调整。国有控股公司、国有投资公司以及国有资产经营公司, 其工会组织和共青团组织的设立要依照党组织的体系而建立。这是因为, 中国工会和共青团都是中国共产党领导下的工人阶级和青年的群众组织。保持这种领导关系是非常重要的前提条件。目前, 有个别跨地区企业集团, 只把处在不同省市的所属企业的党组织关系上收到集团公司, 而工会和共青团组织则按属地原则由地方按体系领导, 这种作法不利于工会和共青团组织与同级党组织保持领导与被领导关系。

关于职工的民主管理。在全民所有制工业企业内, 职工代表大会是职工进行民主管理的基本形式, 是职工行使民主管理权力的机构。但在公司制企业, 特别是在国家独资性质的国有控股公司内, 职工的民主管理要根据新的形势进行制度创新。一是应该确定职工代表大会选举代表的范围, 这是因为, 国有控股公司是一个法人实体, 而这个实体的工作人员并不一定很多。所控企业也是独立的企业法人, 如果把控制企业和所控企业作为一个职工代表大会, 在法律上则成为一种职工联合会的性质。二是哪些人属于职工的范围, 有被选举为职工代表的资格, 则要在充分论证的基础上努力进行探索。三是关于职工代表大会的职权, 要根据国有控股公司的具体特点进行创新, 不应再简单地引用全民所有制工业企业的职工代表大会的五项职责。

3. 国有控股公司的财务管理

(1) 除国家另有规定外, 国有控股公司必须严格按照《企业财务通则》和《企业会计准则》进行核算。

(2) 国有控股公司授权运营和投资形成并直接投入各类子公司的国有资产价值额应当列为子公司的国家资本金。

(3) 国有控股公司应当将授权范围子公司的所有者权益并入资产负债表, 作为国有控股公司的对外投资, 并按照《企业会计准则》的规定对全资子公司和控股子公司编制合并会计报表。

(4) 国有控股公司的子公司的利润应当分别缴纳所得税, 由子公司上缴国有控股公司的税后利润或股利, 不再重复缴纳所得税。经国家税务总局批准, 国有控股公司也可以对全资子公司统一计缴所得税。

(5) 国有控股公司的各类子公司, 应上缴的产权收益, 由国有控股公司统一上缴同级人民政府。

(6) 国有控股公司出让子公司产权或股权的净收入, 应当纳入国有资产经营预算管理。

(7) 国有控股公司本身需要的经费, 属于投资控股公司性质的, 在子公司上缴的税

后利润或股利中提取；属于经营控股公司的性质的，其用于生产经营管理活动的费用，从成本中列支。

（8）国有控股公司在组建前所属的事业单位，属于自收自支的，可以改组为国有控股公司的全资子公司，也可以由财政部门或国有资产管理部門委托国有控股公司代管；属于差额补助或全额拨付的，可以剥离出来，也可以继续委托国有控股公司代管，其经费由同级财政继续拨付。

（9）经营控股公司除对子公司行使出资者权力外，其生产经营部分享有企业法人财产权，并按一般企业进行财务管理。

（10）对国有控股公司进行奖励和惩罚的在关办法。

第五节 企业重组案例精选

一、上海石化的企业重组

1. 重组概述

上海石化（原上海石油化工总厂之简称）是中国最大的、综合程度最高的石化企业，中国最大的乙烯生产商，中国第九大工业企业（1992年）。上海石化最初隶属于原纺织工业部，1983年划归中国石油化工总公司（简称中石化），主要经营活动是将石油加工生产成各类合成纤维、树脂及塑料、中间石化产品及石化产品；上海石化始建于1972年，其发展经历了三期工程（1972～1976、1980～1986、1987～1992），第三期工程的建成标志着上海石化实现了由生产化纤的企业向生产多种石化产品的综合性石化企业的过渡；上海石化还建立了独立的水、电、气等公用工程的生产及供应系统，独立的污水处理系统，海运内陆码头、铁路公路运输系统设施，学校、医院、法院检察院等社会服务系统齐全。

按“一分为二”的企业重组模式，上海石化改组为上海石油化工股份有限公司（简称股份公司）和中石化上海金山实业公司，它们分别是中石化的控股子公司和全资子公司。股份公司成立于1993年6月29日，接管了上海石化的石化业务及若干资产和债务，实业公司则接管了上海石化的住房、商店、学校、运输、医院、社区服务及其它部门。股份公司有7个职能部门，其生产及有关单位共分为6个事业部，各事业部均有其各自的财务、人事、计划等职能部门。其重组结构如下图6.14.1所示。

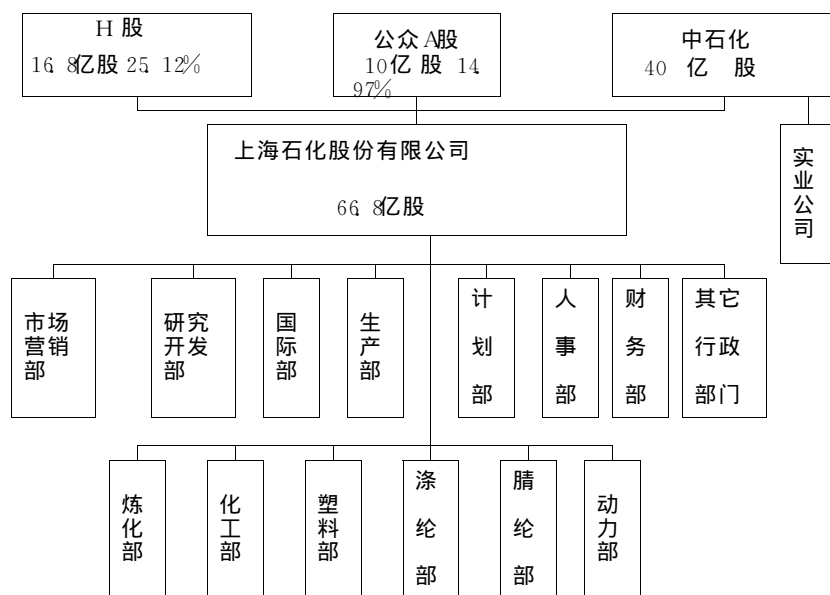


图 6.14.1 上海石化的企业重级示意图

说明：以上股权结构根据招股书的披露所得，其中 10 亿 A 股包括法人股，计划分两次发行：第一次发行 5.5 亿股，与 H 股的发行同时进行（已按计划实施，其中法人股 1.5 亿股，公众个人股 4 亿股）；第二次已于 1994 年 4 月进行，共发行 3.2 亿股配股给公众个人股股东。所以，上海石化现在的实际股本结构如下：

表 6.14.1

	股本（亿股）	比例（%）
国家股	40	61.07
法人股	1.5	2.29
公众个人股	7.2	10.99
外资股	16.8	25.65
总股本	65.5	100

2. 股份公司与实业公司的具体分离

（1）股份公司接管的部门：

——炼化部	——腈纶厂
——化工一厂	——涤纶厂
——芳烃厂	——涤纶二厂
——乙烯厂	——塑料厂
——油品储运厂	——热电厂
——化工二厂	——水厂
——维纶厂	——水质净化厂
——实验厂	——技术开发部
——公用事业公司	——精细化工研究所
——仓储航运公司	——机械研究所
——铁路储运公司	——催化研究所
——海运码头	——化工技术研究所
——供销部	——环境保护研究所
——新金山报社	——科技情报所
——有线电视台	——信息中心
——总厂厂办	——联营部

(2) 股份公司的全资子公司：

①上海石化联营开发公司：

主要业务 (MB)：投资及管理

注册资本 (RC)：100 万人民币元

成立时间 (FT)：1984. 11. 7

②上海石化联营开发公司第二经营部：

MB：石油化学产品贸易

RC：25 万人民币

FT：1988. 5. 18

③深圳金山聚酯有限公司：

MB：石油化学产品贸易

RC：600 万人民币

FT：1988. 8. 17

④上海石化市场经营开发公司：

MB：石油化学产品贸易

RC：100 万人民币

FT：1992. 9. 17

(3) 股份公司的控股子公司：

①金润石油化工有限公司 (占 55%)：

MB：生产及分销石油及石油产品

RC：160 万港元

FT: 1985. 3. 22 (香港)

其它股东 (OSH): 华润石油化工有限公司 (45%)

②上海金山联合实业公司 (51%):

MB: 塑料制品生产及塑料颜色加工

RC: 134 万美元

FT: 1985. 4. 16

OSH: 华商实业有限公司 (30%)

伊藤忠商事株式会社 (19%)

③上海金环石油奈开发公司 (65%):

MB: 生产石油精奈、混合甲奈、联奈等

RC: 184 万美元

FT: 1990. 4. 24

OSH: 美国 Westech 国际公司 (25%)

上海工业技术创业公司 (10%)

④上海石化金山新联汽车储运公司 (63%):

MB: 提供运输服务

RC: 157.6 万人民币

FT: 1990. 9. 3

OSH: 金山县经济贸易总公司 (37%)

(4) 实业公司接管的部门:

- | | |
|----------|---------|
| ——机修厂 | ——房屋管理部 |
| ——汽车运输公司 | ——体育部 |
| ——机电服务部 | ——金山医院 |
| ——海堤指挥部 | ——金山宾馆 |
| ——科学技术协会 | ——疗养院 |
| ——石化中学 | ——行政处 |
| ——文化中心 | ——地区办公室 |
| ——设计院 | ——公安局 |
| ——技工学校 | ——建筑公司 |

3. 股份公司与中石化的关系

中石化于 1983 年, 是直属于国务院领导的部级经济法人团体; 中石化在炼化业及石化业有强大的实力, 现共控制 38 家生产企业, 其中 22 家主要从事炼油业务, 7 家主要从事生产石化产品 (主要是合成纤维、树脂及塑胶、合成橡胶、化肥及基本化学品), 9 家主要从事石油炼制及生产石化产品。

中石化为其下属石化企业安排年度分配原油及其它原材料, 确定生产和销售指标以及同国家物价局共同确定某些石化产品的价格水平。虽然中石化将会保留对股份公司的控股权益并控制本公司的主要竞争对手, 但公司的经营理由董事会负责。在中石化行业的管

理事项中，如生产指标和基建投资，股份公司将享有更大的管理自主权。中石化已就其发展及其与中石化的子公司之间的任何交易作出给以平等待遇的书面承诺。

4. 股份公司与实业公司的关系

它们之间相互提供有关服务；其定价问题、关连交易的处理具有一般性。

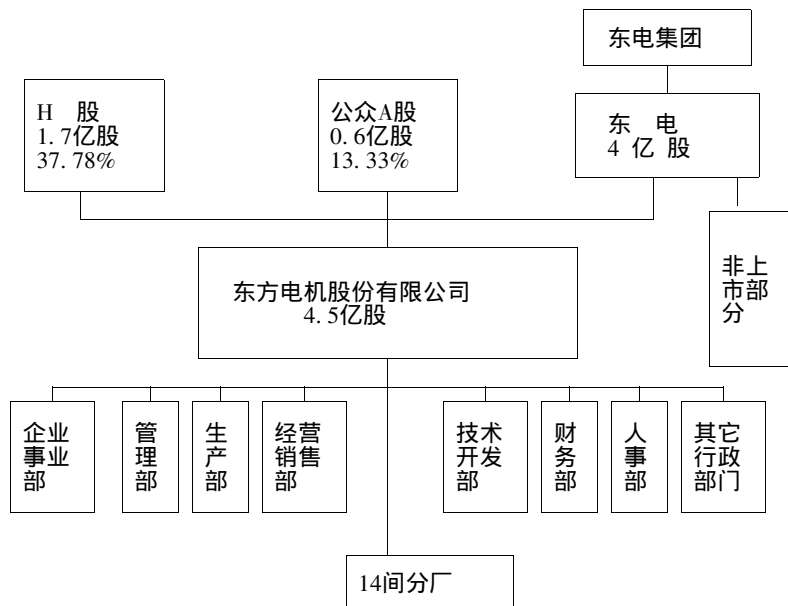


图 6.14.2 东方电机的企业重组示意图

二、东方电机的企业重组

1. 重组概述

东方电机（原东方电机厂之简称）前身是始建于 1958 年 10 月的德阳水力发电厂，是中国三大发电设备制造基地之一，其产品主要有水轮发电机组、汽轮发电机、交直流电机系列及该三类产品的辅件及零配件。除生产上述产品外，东方电机还为职工及家属提供多项公用服务，包括教育、医疗、住房及食堂等附属业务，并为生产提供运输、道路、维修、保安、水电等公用设施。

1993 年 12 月 28 日，东方电机股份有限公司（简称股份公司）成立，接管了东方电机经营的发电设备及交直流电机生产业务，而改组后东电（改组后东方电机厂之简称）则保留提供公用及社会服务与设施的单位，其重组如上图 6.14.2 所示。

2. 东电集团与股份公司关系

东电集团是股份公司的最终控股公司，它们之间的交易按一般商业行为办理，其关连

交易须经与东电无关的董事审阅及由上股份公司审计师审核,并及时按要求披露。现股份公司无进出口权,部分进出口业务由东电集团代理,东电集团将以市场的收费率(发票值的1%—1.5%)向股份公司收取有关外汇销售的手续费;股份公司将有进出口权,该业务亦将减少。股份公司将同以前一样透过东电集团获得贷款,其利率按市场利率计算。

说明:以上股本结构中计划发行的0.6亿股A股于1995年7月初发行并于上海证券交易所上市。

3. 股份公司与东电的关系

东电拥有股份公司的国有法人股A股股权,亦收取该红利。1994年2月25日,股份公司与东电签订了一项服务合同(1994年1月日生效),为期十年,据此,双方提供有关服务。

(1) 东电向股份公司提供的服务。

①员工服务a:医疗、食堂。服务费按比例分摊支付,双方职工等同。

②员工服务b:宿舍。按德阳市政府的规定,股份公司以职工薪金5%拨入职工住房基金;东电将负责建筑、修理宿舍,管理职工住房基金;股份公司负责支付东电的该项管理费用(比例摊销)。

③员工服务c:退休金。东电管理股份公司的职工退休计划,并向退休职工提供福利服务;股份公司按德阳市的要求支付退休职工计划基金(职工薪金总额的13%)及活动基金款项;并支付东电的该项管理费用(比例摊销)。

④员工服务d:教育及职业培训。东电将负责职工的长期教育及培训计划;股份公司同意按中国财政部的规定以职工总薪金的1.5%支付职工教育基金;并支付东电的该项管理费用(比例摊销)。

⑤员工服务e:其它服务。民兵、护卫、消防等。

⑥环保服务。东电负责产区的清洁及绿化;股份公司支付该服务费,其中包括从事该工作人员的工资及行政费用。

⑦采购办公用品。东电负责采购、分派及管理工业安全设备、办公室设备及文具;服务费按东电就此支出的工资及行政成本计算。

⑧制成品包装。东电负责股份公司的制成品的管理、包装及发货;服务费以股份公司的销售收入的2.2%计算。

⑨产品运送及运输工具保养。东电负责运输股份公司货品、零件、制成品及半成品,并保养运输工具;服务费按路程及货品的重量计算

10办公室用地。租用,每年每平方米200元。

11印刷。东电负责股份公司的小册子、产品介绍及其它文件的印刷,服务费按市场价计算。

(2) 股份公司向东电提供的服务。

①公用服务。向东电供电及天然气,服务费按具体数量及当时国家规定收费率计算。

②通讯服务。安装、修理及维修东电的通讯设施,每个电话安装费100元,通话费按

实际成本计算。

③办公室用地。租用，每年每平方米 200 元。

④采购原料。代东电购买东电向股份公司提供服务必须的燃料、包装材料、原料及供应品，服务费按采购价的 10% 计算。

三、昆明机床的企业重组

1. 重组概述

昆明机床（原昆明机床厂）的前身是国民政府资源委员会管理的中央机械厂（设立于 1939 年 9 月），其主要有六大类产品（也即上市公司的产品）：卧式镗床、坐标镗床、仿形铣床、加工中心、精密测量设备和精密位移传感器，在 26 种主要机床产品中有 10 种属于电脑数控机床；昆明机床除了制造业务外，还为职工和家属提供多项社会服务。根据重组，昆明机床以有关机床产品及配件、精密测量设备及精密位移传感器的设计、科研和开发等单位 and 制造及贸易业务为基础设立昆明机床股份有限公司（简称股份公司）；而将非直接与股份公司业务有关的教育、医疗卫生、住房、集体福利、保卫等社会服务管理和部分经营单位（包括运输公司、昆机销售、电梯厂及专用设备厂）组建成昆明昆机集团公司；原昆明机床厂不复存在。其重组如下图 6.14.3 所示。

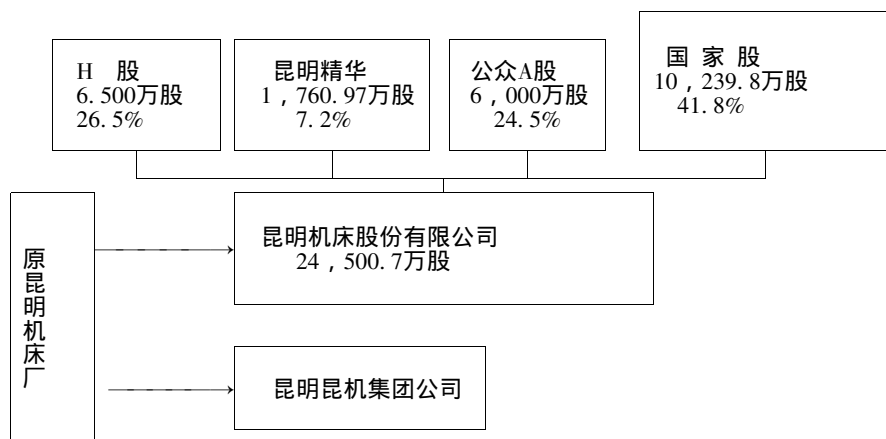


图 6.14.3 昆明机床的企业重组示意图

2. 股份公司与昆机集团的分离

(1) 股份公司的内容。

①生产部门。木模车间、铸造及锻压车间、通用件车间、一金工车间、四金工车间、热处理车间、工具车间、油漆包装车间、电调车间、机修分厂、装配分厂测量及传感仪器分厂。

②管理部门。厂部办公室、总工程师室、质量管理办公室、研究所、工艺处、计量处、设备能源处、检查处、安技环保处、生产处、供应处、销售处、计划处、财务处、劳动人事处、档案处、工具处。

(2) 昆机集团公司的内容。

①生产部门及经营单位。五金工车间、电梯厂、销售公司(包括商场)。

②管理部门。党委办公室、党委组织部、党委宣传部、厂纪委、厂工会(包括俱乐部、电影院、调解办)、厂团委、厂保卫处(含消防队、派出所)、人武部、审计法规处、厂中学(含小学、幼儿园)、退休职工管理处、行政处、基建处、运输处、职工医院、职工教育处职工大学。

3. 股份公司与昆机集团公司的关系

(1) 商标使用。

根据重组,“昆机商标”已无偿转让给股份公司,但昆机集团可用该商标于其制造的与股份公司产品无竞争的产品,如电梯、升降机专用配件、精密平面磨床、精密平面铣床等。昆机集团须保证使用该商标的产品符合质量标准。

(2) 销售。

昆机系股份公司的非独家分销代理(不超过股份公司全年总销售额的15%,10年协议),佣金为销售所得收入的5%;如昆机集团以高于股份公司的定价销售产品,昆机集团可收取超额收入的30%作佣金;昆机集团不干涉上市公司设立销售网络,并保证在销售上无与销售昆机集团产品竞争的业务。

(3) 服务协议。

1993年11月15日,股份公司同昆机集团签订了一份服务协议,据此,股份公司为昆机集团提高本身具备的水、电等服务,而昆机集团以其货运车队为股份公司提高运输服务,为股份公司职工提高教育等社会服务及管理股份公司的退休职工;协议期3年。

四、马钢的企业重组

1. 重组概述

马钢(原马鞍山钢铁公司)是中国十大钢铁厂之一,是中国第25大企业(1992年),其主要产品是线材、型材、板材及火车车轮轮扎,其生产过程主要包括焦化、烧结、炼铁、炼钢和轧钢等。1993年9月1日,马鞍山钢铁股份有限公司(股份公司)成立;根据重组,上市公司于重组生效日期1993年6月1日起接管了马钢经营的钢铁生产业务(矿山及若干附属业务如建筑及社会服务等除外),而马钢则改名为马鞍山马钢总公司,并将有关采矿业务及医疗、教育、住房及饮食等社会及其它服务等组织成马钢实业公司。其重组如下图6.14.4所示。

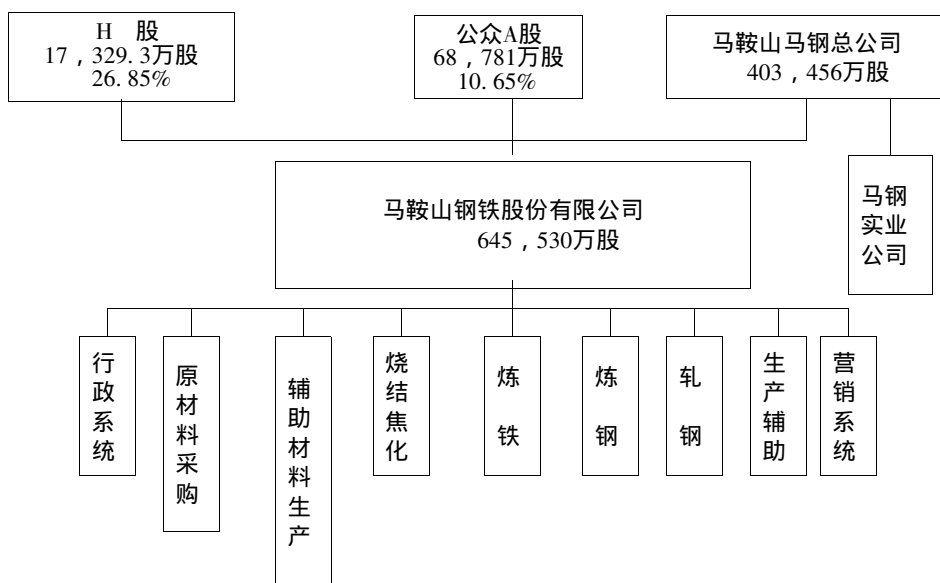


图 6.14.4 马钢的企业重组示意图

2. 股份公司的主要内容

- | | |
|----------|---------|
| ——原料采购 | ——烧结焦化 |
| ——原料供应公司 | ——第一烧结厂 |
| ——进出口公司 | ——第二烧结厂 |
| ——辅助材料生产 | ——焦化厂 |
| ——耐火材料厂 | ——炼铁 |
| ——铁合金厂 | ——第一炼铁厂 |
| ——生产辅助 | ——第二炼铁厂 |
| ——技术部 | ——第三炼铁厂 |
| ——安全及环保部 | ——炼钢厂 |
| ——品质部 | ——第一炼钢厂 |
| ——水电气供应厂 | ——第二炼钢厂 |
| ——运输部 | ——第三炼钢厂 |
| ——修建部 | ——扎钢厂 |
| ——设备制造部 | ——车轮轮扎厂 |
| ——营销 | ——初扎厂 |
| ——市场营销部 | ——第二轧钢厂 |
| ——进出口公司 | ——第三轧钢厂 |

- 行政
- 办公厅
- 财务及会计部
- 人事部
- 高速线材厂
- 中板厂

3. 股份公司与实业公司之间的关系

实业公司不能发展与股份公司构成同业竞争的业务。实业公司主要为股份公司提高若干服务，其间的相互业务关系的处理基本同其它境外上市公司。

五、青啤的企业重组

1. 企业简介

青岛啤酒股份有限公司是由重组前的四个法人（一啤、二啤、三啤及四啤，如下图 6.14.5 所示）合并而成的。

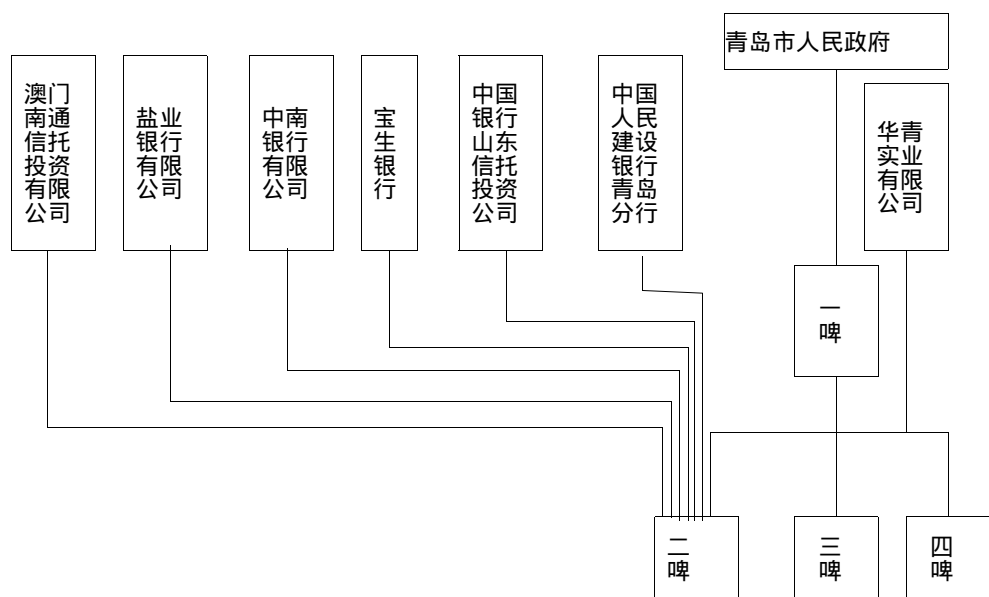


图 6.14.5 重组的四个法人示意图

一啤是国有企业，其前身是由英德商人于 1903 年创办的“日尔曼啤酒青岛股份有限公司”（1949 年更名为国营青岛啤酒厂），二啤、三啤及四啤是在一啤的基础上发展起来的，而一啤以独家发起人的身份并在吸收合并二啤、三啤及四啤的基础上成青岛啤酒股份有限公司。一啤有四家全资子公司：青岛啤酒广发实业公司、青岛啤酒实业开发公司、青岛啤酒技术设备成套及青岛啤酒厂附设餐厅；有七家联营企业（一啤均有一半权益）：深

圳青友联合贸易公司、青岛啤酒厦门联合贸易公司、汕头青岛啤酒联合经营公司、深圳清泉有限公司、湛江经济技术开发区青岛啤酒联营公司、海口青岛啤酒联合经营公司及深圳沙头角青岛啤酒联合经营中心，后四家公司为一啤的分销代理；另在加拿大有一家联营公司——青华国际贸易发展有限公司。

二啤为合资企业，1986 年建立，1987 年动工，1990 年 11 月竣工投产；重组前的合资权益如上图所示。

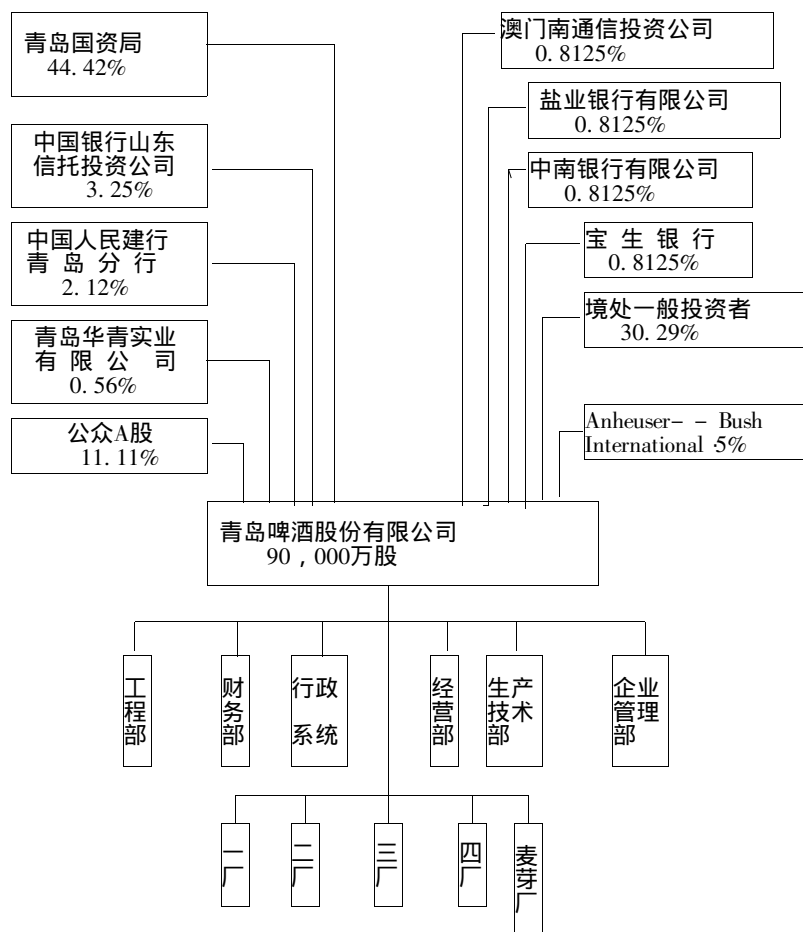


图 6.14.6 青啤的企业重组示意图

三啤为一啤与香港的华青发展有限公司共同设立的中外合作企业，工程定于 1993 年 7 月动工，1995 年末建成投产；根据协议，一啤提供技术、管理及“青岛啤酒”商标，华青提供资本，三啤首四年利润的 20% 归一啤，80% 归华青四年后利润的 80% 归一啤，

20% 归华青。

四啤为一啤的全资子公司，其前身是青岛酒精厂（生产白酒酒精及啤酒），一啤利用竞争优势于 1990 年兼并了该厂，该名为青岛啤酒四厂。

2. 重组概述

1993 年 6 月，一啤以发起人的身份吸收合并了二啤、三啤及四啤，以合并整体改组重组模式成立了青岛啤酒股份有限公司，二啤和三啤的合资方与合作方将各自在二啤和三啤的权益折股，转为上市公司的股权。其股权结构如上图 6.14.6 所示。

六、天津渤海的企业重组

1. 重组概述

改组前的天津渤海（天津渤海化工集团公司之简称）是中国海洋化工最大的生产商之一，是中国最大的烧碱生产商，也是纯碱及聚氯乙烯的第三大生产商。它以盐作为主要原料从事制造纯碱、聚氯乙烯、烧碱、农业化工物品及其它有机及无机化学品等 60 种海洋化工产品。该集团的历史源于天碱、天化和大沽化三家企业（简称“三大化”）的发展，“三大化”为该集团的主体部分。

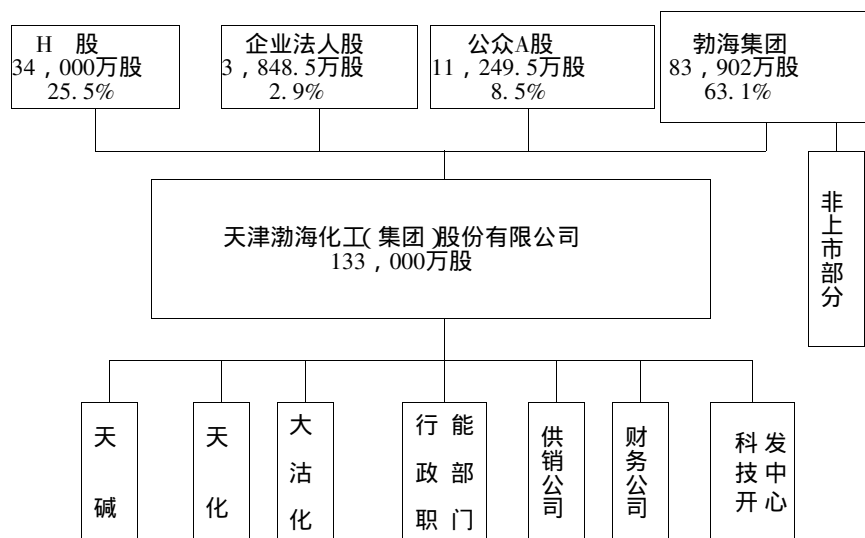


图 6.14.7 天津渤海的企业重组示意图

1993 年 6 月 8 日，天津渤海投入其“三大化”的全部生产业务以唯一发起人方式成立天津渤海化工（集团）股份有限公司（简称股份公司），天津渤海则保留社会服务及与

核心业务无关的其它业务，改组前的渤海化工集团的资产、债务、权利与义务据此分配于上市公司及集团公司之间。其重组如上图 6.14.7 所示。

2. 股份公司与非上市部分的具体分离

(1) 股份公司的内容。

① “三大化”的主要化工生产分厂及部门。

说明：以上股本结构是招股书的披露。该股本结构经过以下三个过程才实现：股份公司于 1993 年 6 月将其帐面净值 83,902 万元折为国家股计 83,902 万股，相继溢价（每股 2 元）向公司内部职工和社会法人募集 8,200 万股（其中法人股为 3,848.5 万股，内部职工股为 4,351.5 万股），此后的总股本为 92,102 万股；1994 年 5 月，3 日至 6 日于香港发行 H 股 34,000 万股，并于 5 月 17 日于香港联交所上市；1995 年 6 月 16 日和 17 日于国内向社会个人发行 6,898 股 A 股。

天碱的纯碱分厂、化肥分厂及化工分厂；天化的烧碱分厂、氯产品分厂、聚氯乙烯分厂、无机盐分厂及水泥厂；大沽化的烧碱分厂、农药分厂、环氧丙烷分厂、110 分厂、氯甲烷分厂及多晶硅分厂。

②为“三大化”提供直接基建及支援活动的若干部门、分处及单位。

“三大化”的能源分厂、电力分厂、蒸气分厂、供销部门、品质控制部门、研究所、机械维修部门、基建部门、财务及审计部门。

③财务公司。

④供销公司。

⑤“三大化”从事生产及买卖农药、化工、塑胶物料及一般贸易的大部分附属公司及联营公司。

⑥在建工程的大部分项目，包括“三大化”的第二期电站项目。

(2) 集团公司保留的内容。

①天津市渤海化工联合进出口公司。

②“三大化”的工程公司及设计院。

③天津渤海化工集团房地产开发公司。

④企业办社会部分。

职工医院、食堂、渤海化工职工学院、渤海技术学院、教育中心及学校、房屋管理科、“三大化”厂房外观及卫生科。

⑤天碱以前的两间联营公司。

天津永利电力联合公司；华利贸易股份有限公司。

⑥天化的蛋氨酸及钛白项目。

3. 股份公司与集团公司的关系

集团公司是上市公司的大股东，作为集团公司主管单位的天津市经济委员会和天津市化工局将不涉及集团公司及股份公司公司的日常管理。

(1) 非上市不会为股份公司提供的服务。

①土地及设施租赁合同。股份公司使用的土地未直接入股，而是按租赁形式由集团公

司租给上市公司,按合同,租期前三年股份公司每平方米支付租金1元(前三年每年约为565万元),其后每三年租金增加15%,合同期由1994年3月1日至2044年1月7日。

②进出口权委托代理合同。股份公司委任天津市渤海化工联合进出口公司为其非独家进出口代理人,一切活动按正常商业行为处理,其代理费按所处理货品总值的1.5%支付,该协议期限为1年,股份公司现正申请进出口权。

③综合服务合同。股份公司与集团公司订立了一份综合服务合同,包括如下内容;

第一,生活服务:医院、疗养院、饮食、幼儿园、员工培训、员工住宿及液化气供应及娱乐服务。

第二,规划设计及工程建设服务。

第三,其它服务:运输、保养及维修、劳动咨询、供应及采购辅助件宾馆、卫生环保等服务。

(2)集团公司向股份公司提供的服务。

①财务服务协议。

财务公司与集团公司订立财务服务协议,为之提供有关业务。

②综合服务合同。

提供水、电、蒸气等。

七、仪化的企业重组

1. 仪化简介

仪化(仪征化纤工业联合公司之简称)主要从事制造及经销聚酯切片和涤纶短纤维,系中国最大的该业务生产商,其产量占中国聚酯聚合物总产量的47%,全球第五大聚酯产品生产商,1992年为中国第23大企业。

仪化的建设分两期工程进行,第三期工程现正进行。一期工程从1982年到1987年,投资人民币10亿元;二期工程从1985年到1993年底,投资人民币16亿元;现筹资的目的即为第三期工程筹资,以扩大生产。

仪征化纤股份有限公司(股份公司)成立前,仪化的业务和活动内容可分为如下五类:

第一类:从事聚酯切片及涤纶纤维生产的内空,包括四家制造厂房及其大型扩展计划(即三期工程);

第二类:提供直接基建及支援服务的内容,包括从事发电、给排水、热能及蒸气供应、动力供应的厂房、保安及防火服务,以及有关策划、原料采购、品质控制、运输、进出口、销售、保安研究院及信息中心等部门;

第三类:为厂房及仪化提供辅助仪化的涤纶制造及分销业务的间接支援服务,如设计、建筑、机械制造及维修服务;

第四类:系企业办社会部分,如房屋建筑、环境绿化服务、医疗服务、教育及职业训练机构、体育中心、文化中心、公园、有线电视、戏院餐厅及百货公司;

第五类：在仪征市以外地区从事的其它业务，包括仪化集团内从事纺织及其它聚酯产品，包括聚酯切片、涤纶长丝以及与聚酯产品无关的其它业务，如制造及安装空调设施、香料研究、生产及贸易的子公司、联营公司及投资。

2. 重组概述

1993 年 12 月 31 日，仪征化纤股份有限公司成立，其业务包括上述第一、二类内容（含三期工程内容），第三、四和五类的业务则由上市公司以外的仪化集团的其它成员公司继续经营。其重组如下图 6.14.8 所示。

3. 股份公司与仪化的关系

股份公司的成立是仪化集团整体发展的一部分，股份公司主要从事生产聚酯切片与涤纶短纤维及从事直接基建支援服务的业务，而仪化集团的其它部门、子公司等主要从事其它业务，并不与股份公司构成同业竞争。

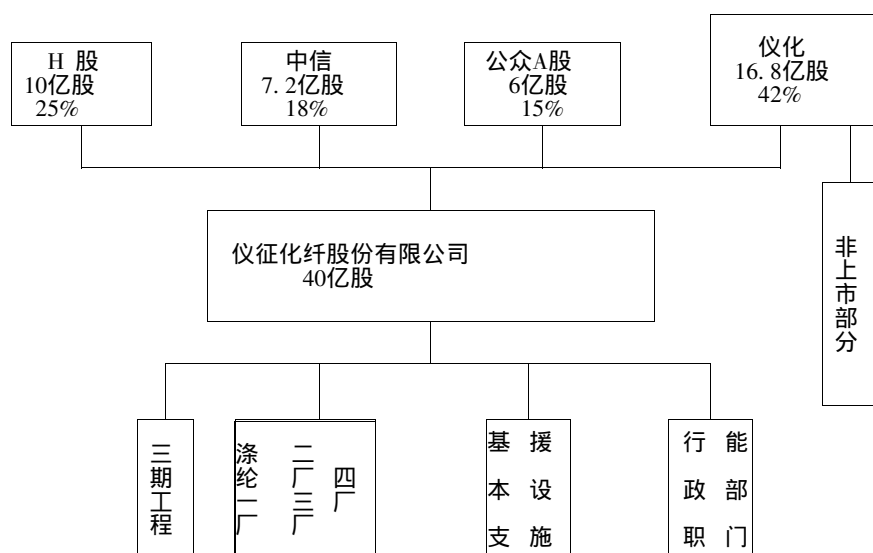


图 6.14.8 仪化的企业重组示意图

说明：在 1993 年 3 月发行 10 亿股 H 股时，招股书中表明中国证监会已同意发行 6 亿股 A 股。1995 年 1 月，已发行了 2 亿股 A 股并在上海债券交易所上市。但在考虑到但是的市况及咨询中国证监会的意见之后公司董事会认为短期内再发行 A 股实际上部大可能，经详细考虑之后，董事会决定改发 4 亿股 H 股，取代 4 亿股 A 股并于 1995 年 3 月实施。由此，该公司现在的股本结构如下：

	股本 (亿股)	比例 (%)
国家股	24	60
A 股	2	5
H 股	14	35
总股本	60	100

(1) 仪化向股份公司提供的服务。

①土地、道路及写字楼大厦。股份公司每一支付 100 万元给仪化 (50 年合同), 双方即可互用 (非上市) 土地、道路、有关设施及写字楼。

②员工福利。第一, 住房: 双方均按同等待遇以本地市值租用, 由职工支付。

第二, 退休基金: 股份公司每年付仪化一笔款项, 数额等于上市公司每年须按退休金交给的供款, 再由仪化支付给职工。

第三, 医疗、教育服务及综合服务: 包括医疗、教育、职业培训、文娱康乐及体育等设施, 股份公司需向仪化给予就该服务支付补贴 2/3 的补偿; 按 1992 年的费用, 1994 年应补偿 500 万元。

③维修服务。系厂房及设备的维修服务, 费用视每年工作而定, 1992 年为 1.1 亿元。

④环境绿化服务。每年交仪化 40 万元, 但须视当地市价及服务情况每年调整。

⑤进出口代理服务。股份公司已委任仪化为进出口代理, 以进口原材料并出口产品, 以至股份公司取得进出口许可证: 代理费为进出口额的 1.5%。

⑥商标。股份公司可独家使用 “BST 白斯特” 商标, 但每年须交仪化 1,000 万元; 除非上市公司发出书面同意, 否则仪化、其子公司及联营公司不能使用该商标; 股份公司已同意仪化及其子公司使用该商标, 但不能包括下列产品: 聚酯切片、涤纶短纤维及其它类别产品, 其它涤纶纤维 (包括但不限于涤纶长丝)、PTA、油剂, 任何其它本公司现有产品。

⑦三期工程的施工。股份公司已委任仪化为三期工程 (该项目已获国家主管部门、国家计委及国务院批准) 的主承建者; 国家主管部门的批准造价为 30.7094 亿元, 此即股份公司与仪化达成协议的基本价格, 但出现下列情况而使制造成本上涨, 经国家有关机关批准可予以调整: 第一, 因通货膨胀、汇率变动或某类产品市价上升; 第二, 国家计划及国家重大调整引起的; 第三, 因本公司要求修改方案; 第四, 非仪化所能合理预计、控制且非仪化过失造成的人力不可抗拒的严重自然灾害及意外事故; 第五, 因水文及地质的实际情况与原预测发生重大差别。在上述情况下进行调整的目的是就仪化实际支付的开支增加而向仪化作出补偿, 据此, 上市公司估计三期工程之总成本将较 30.7093 亿元高出很多 (说明: 任传俊总经理在 1995 年初透露三期扩建计划需要 36.7 亿元, 其中包括 3

亿元贷款利息和 2 亿多元流动资金，见 1995 年 1 月 17 日《中国证券报》)。

(2) 股份公司向仪化提供的服务。

①电力、热能、用水蒸气及综合服务。股份公司将向仪化供应电力、用水蒸气、热能、研究、信息设施通讯与电脑设施及运输服务，其所得收入对上市公司的盈利并不重要。

②防火及保安服务。提供防火及保安服务，仪化每年支付 190 万元给上市公司，可参照市价调整。

③土地。互相给以类似的使用权利，不需付款。

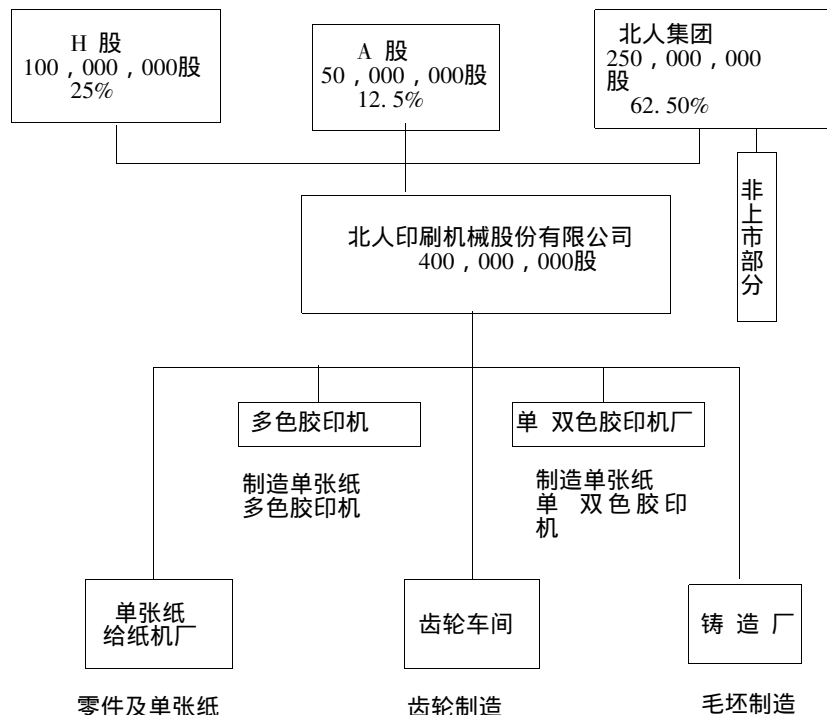


图 6.14.9 北人的企业重组示意图

八、北人的企业重组

1. 重组概述

北人印刷机械股份有限公司（简称股份公司）设立前，北人集团（简称北人）的结构可分为三个层次：第一层次为北人的集团公司部分，主要以生产“北人”牌胶印机为主，其中包括 7 间制造厂及北人印刷机械研究中心；第二层次是指由北人独资和控股的独

立法企业组成，从事各种不同业务，包括产品进出口；第三层次由北人的 44 个参股联营企业及 30 个协作配套企业组成，从事一般与股份公司业务无关的各种业务。

北人的重组后，北人集团（非上市部分）的业务将主要包括上述第二层次及第三层次的业务，以及第一层次中卷筒纸胶印机制造及北人印刷机械研究中心的业务，而股份公司的业务则包括上述第一层次中生产单张纸胶印刷业务（不包括卷筒纸胶印机制造及北人印刷机械研究中心的业务）。关于北人集团剥离“企业办社会”的内容，读者可以察看 1994 年 7 月 21 日《中国证券报》的《轻装上市》一文。其重组如上图 6.14.9 所示。

2. 股份公司与北人的关系

（1）交易性关系。

①海外采购。北人与股份公司将继续协助对方向海外采购所需原料。北人或股份公司将按原买价采购原料，然后售给对方。股份公司亦将按相等于生产成本 115% 的价格向北人出售加工零件。

②国内分销。北人除负责在中国推行股份公司的市场推销计划及向客户提供售后服务外，亦将担任产品在中国的独家销售代理。因此，股份公司可利用北人的分销网络销售，包括其在中国的营销及维修服务。根据此项协议，股份公司的产品将通过北人的中国分销网络销售，而北人将负责各种技术服务包括为股份公司的客户提供安装及维修服务。股份公司将每月支付一项销售代理费予北人，集团费用相当于有关月份在中国的总营业额的 3%。北人提供营销及今后服务所支出的一切费用亦均由北人负责。协议有效期五年，由 1993 年 1 月 1 日起计。

③海外分销。北人的附属公司北京燕龙进出口团公司将担任向海外客户销售北股份公司产品的独家出口销售代理，而北京燕龙进出口公司亦将负责在海外推行股份公司的市场推销计划及向股份公司的海外客户提供售后服务，包括为股份公司的海外客户提供安装及维修服务等。股份公司将每月支付一项销售代理费，费用相当于有关财政年度的海外总营业额的 3%。北人提供营销及售后服务所支出的一切费用均由股份公司负责。协议有效期 5 年，由 1993 年 1 月 1 日起计。

④产品开发。股份公司在进行新产品研究开发时，将可利用北人的研究设施。依据研究协议，股份公司将支付一项人民币 450,000 元年费予北人，以便使用其研究设施。协议有效期 5 年，由 1993 年 1 月 1 日起计。

⑤商标。北人的“北人”商标已在中国注册。股份公司与北人已订立一项商标许可协议，据此，股份公司已获权在中国及海外独家使用“北人”商标销售其产品。根据许可协议，股份公司将每季支付人民币 15,000 元或相当于使用“北人”商标的产品在有关期间所得销售收入 1% 的费用（以较高者为准）予北人，作为许可费。协议有效期 5 年，由 1993 年 1 月 1 日起计。

⑥外汇。北人将安排足够的外汇，让股份公司能在有需要时分派股息给股东。北人将按深圳外汇调剂中心的市场汇率向股份公司供应外币。如北人未能供应外币予股份公司，北人集团就股份公司因按高于深圳外汇调剂中心所报汇率购买外汇而招致的任何损失向股份公司提供赔偿。

(2) 非交易性关系。

①住房补助。北人将负责为股份公司职工包括现职工及已退休的职工提供房屋津贴福利。股份公司将付予北人一项费用作为提供此等福利的代价，每半年支付一次，总数相当于股份公司除税后溢利的6%。协议有效期5年，由1993年1月1日起计。

②退休金。股份公司已同意付予北人一笔相当于股份公司就国家要求的退休金，北人将汇集其自行为员工作出的供款连同该笔款项，送交国家退休金。

③非入股土地。股份公司有权使用其现时占用的工厂区、道路及有关的设施，为期50年，由1993年1月1日起计，象征性代价为人民币1.00元。

④不竞争关系。股份公司的发展是北人整体发展策略的一部分。北人表示保留其在北人机的控股股东身份，将持有股份公司的股份作长线投资。股份公司将主要从事单张纸胶印机制造，而北人将主要从事卷筒纸胶印机制造。卷筒纸胶印机与单张纸胶印机可用作不同用途。北人表示在业务分配方面，将会继续保持现有集团架构，并作出承诺，不会从事与股份公司有直接竞争的业务。

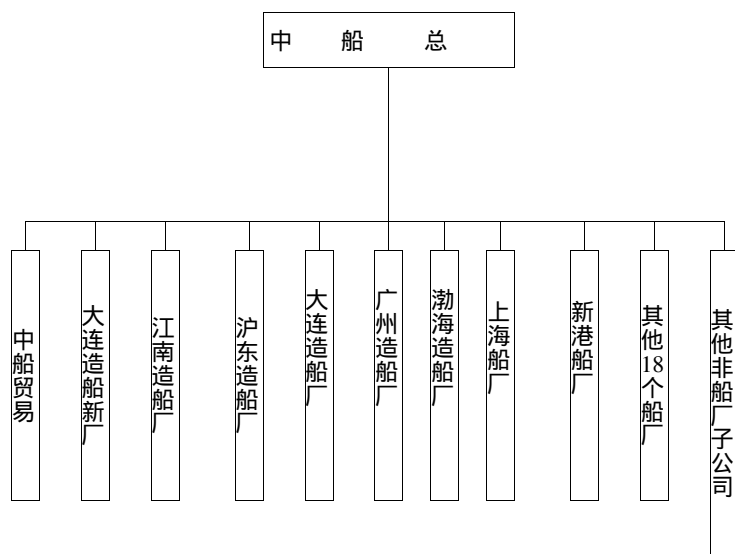


图 6.14.10 中船总与其子公司的关系

九、广船的企业重组

1. 重组概况

中国船舶工业总公司（简称中船总）有26家船厂，其中有中国的8大船厂，另有其他子公司，如上图6.14.10所示。

广州广船国际股份有限公司（简称广船国际）成立于1993年5月2日，其由中船总的子公司广州造船厂（简称广船）以独资发起人身份注入资产而成立，有关资产包括广船全部分厂及大部分子公司及联营公司，重组后的广船将为广船国际的职工（及其亲属）及若干已退休职工的福利而提供服务。其企业重组如下图6.14.11所示。



图 6.14.11 广船的企业重组示意图

有一点需要强调的是，从招股书中我们认为，图11中中船总与广船和广船国际的实际关系如下图6.14.12所示，其基本原因在于招股书中明确指明了中船总持有210,800,100股的法人股（见其招股书第185页）。这有利于我们理解广船国际同中船总和广船的

关系。

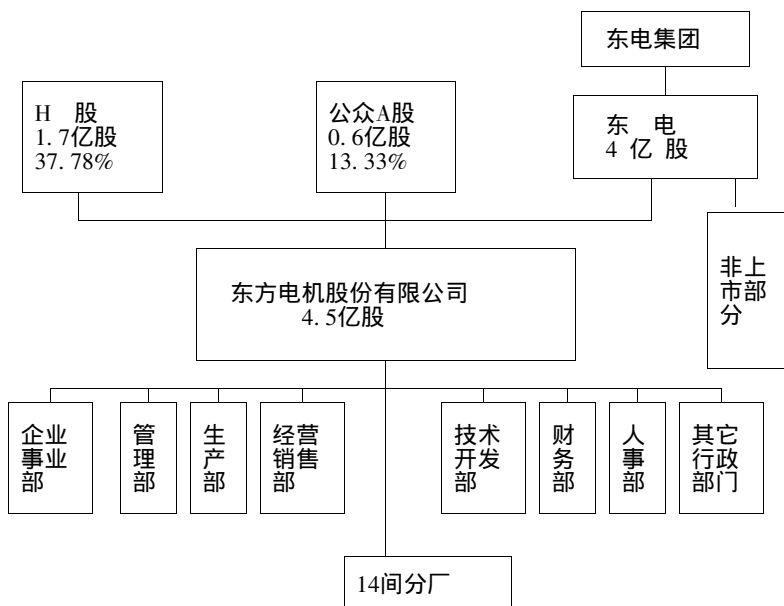


图 6. 14. 12 中船总与广船国际的实际关系

广船国际的股权结构及筹资情况如图 6. 14. 13 所示。

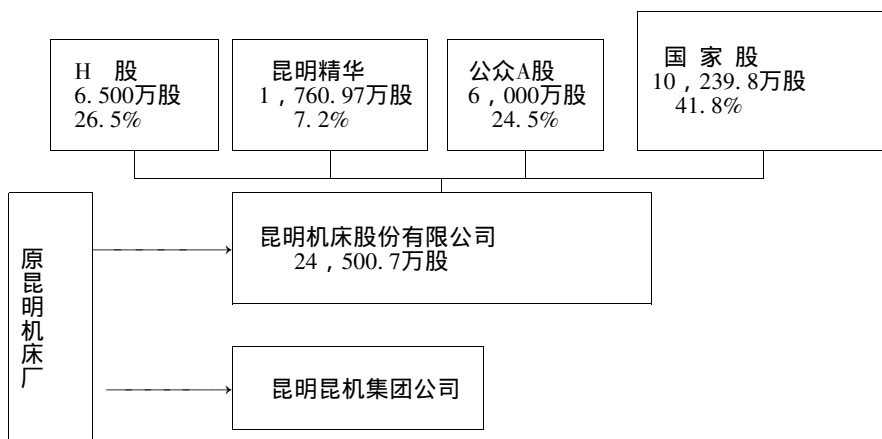


图 6. 14. 13 广船国际股权结构及筹资概况

2. 广船国际与广船的关系

广船同意为广船国际各职工（及其亲属）及若干及退休职工进行服务，主要指提供医疗福利、膳食设施、幼儿福利、托儿服务、中小学教育、职工培训、职工住房及职工和干部退休计划。该协议的时间范围为 1993 年 6 月 7 日至 1995 年 12 月 31 日；广船国际为上述服务而付出的代价以固定比率及每季一次预付给广船；到 1993 年 12 月 31 日已支付人民币 1780 千万元，以后的数额在计及通胀率及有关人数的改变而定。这些交易须于给股东的年报中披露。

3. 广船国际与中船总的关系

广船国际通过中船总的子公司即中船贸易公司进行进出口贸易（不含军用产品及集装箱），中船贸易公司收取代理费。

中船总供应广船国际大量造船用钢材，中船总的物料采购部按国家钢材生产计划分配中国钢厂生产的钢铁供中船总管辖的各船厂的造船用钢，1992 年和 1993 年底国家计划供钢约占 59% 和 30%，今后会渐减，计划供钢的价格约低于市价近 20%。广船国际所需大部分机电设备均购自中船总下的制造商。

中船总是广船国际的国家股持股者，中船总及其关连人士同广船国际（含分配钢材、介绍客户、供应工程、定价、重大投资）时，广船国际将获公平对待，其待遇不会比中船总管辖的其他企业的待遇逊色。其间的交易等符合信息披露要求。

十、镇海石化的企业重组

1. 重组概述

始建于 1975 年的浙江炼油厂于 1983 年由中国石油化工总公司（简称中石化）接管，并更名为中石化镇海石油化工总厂（简称镇海石化），1994 年 6 月，镇海炼化化工股份有限公司（简称股份公司）成立，镇海石化不再为法人。

公司按照原续整体重组模式取得了镇海石化的全部资产和所有负债，包括与炼油及化工业务有关的资产和债务；其它分支机构和设施的资产和债务，例如铁路、运输设备、研究中心、食堂、诊所等的资产和负债；与国内及外商合资企业的权益。其中，非直接与炼油及石油化工有关的资产净值约占上市公司资产的不到 1%，其开支亦很少。其重组如下图 6.14.14 所示。

股份公司包括炼油厂、化肥厂、研究中心、信息中心、11 家全资子公司、14 家联营公司和其它业务。11 家全资子公司的主要业务是上市公司提供支援服务，包括工程承包、物资供应、工程设计、仓库储存、工业设备的维修和安装以及石油化工产品进出口；上市公司包括 13 家国内联营公司的权益，业务是在中国销售或储存石油及石油化工产品，另有于新加坡从事航运业务的海外合资公司；还有 27 个于浙江省的加油站，其中 26 个占 50% 的权益，1 个占 40% 的权益；还有股权再 20% 以下的业务，包括一家银行、一家证券公司、一家发展公司及一家百货公司。

股份公司为员工提供各种福利，参加了国家规定的企业职工养老保险，并每月向宁波

市劳动保险管理处设立的基本养老保险基金供款，退休职工由该基金支取退休金。

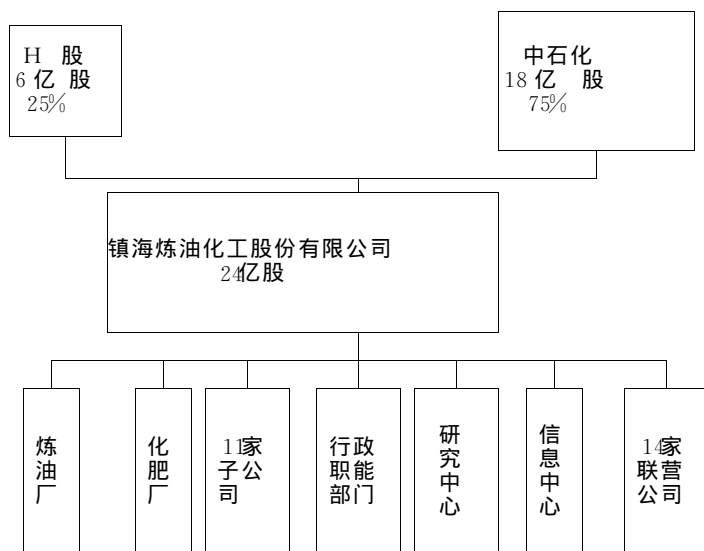


图 6.14.14 镇海石化的企业重组示意图

2. 股份公司与中石化的关系

中国于 1993 年底共有 65 家炼油厂，其中中石化管理的 38 家企业中的 22 家主要从事炼油，镇海石化属其中的第 8 大家（其它前 7 家分别是抚顺石化、茂名石化、齐鲁石化、金陵石化、上海高桥石化、大连石化、燕山石化）。中石化代表国家拥有上市公司的 75% 的股本，并具有行使控股股东的一切权利，中石化已于一份平等对等承诺函中承诺，股份公司与中石化管辖下的一切公司的交易均按平等交易，且中石化对股份公司的待遇同其管辖下的其它公司。

十一、成都电缆的企业重组

1. 重组概述

成都电缆（成都电缆厂之简称）的主要业务是生产和销售通讯电缆及配套产品，包括不同类型的铜缆、光缆、电缆套管以及生产电缆使用的设备及配件；1993 年，以产量计算，其为中国铜缆的最大制造商及光缆的第三大制造商，同年，该厂亦是邮电总公司管理的 27 家通讯设备生产商中业务利润最多的一家；其主要厂房于四川省的成都市和双流县及广东省东莞市。成都电缆的业务除了该厂本身的业务以外还通过其子公司展开业务。

1994 年 10 月 1 日，由成都电缆厂作为唯一发起人以原续整体改组的重组模式成立成

都电缆股份有限公司（简称股份公司），它接管了成都电缆厂所有业务的资产负债及权利义务，包括成都电缆厂的公共及社会服务与设施的非生产性资产及负债（该资产约 84 万元）。H 股和国家股分别为 1.6 亿股和 2.4 亿股，分别占 40% 和 60%。其重组如下图 6.14.15 所示。

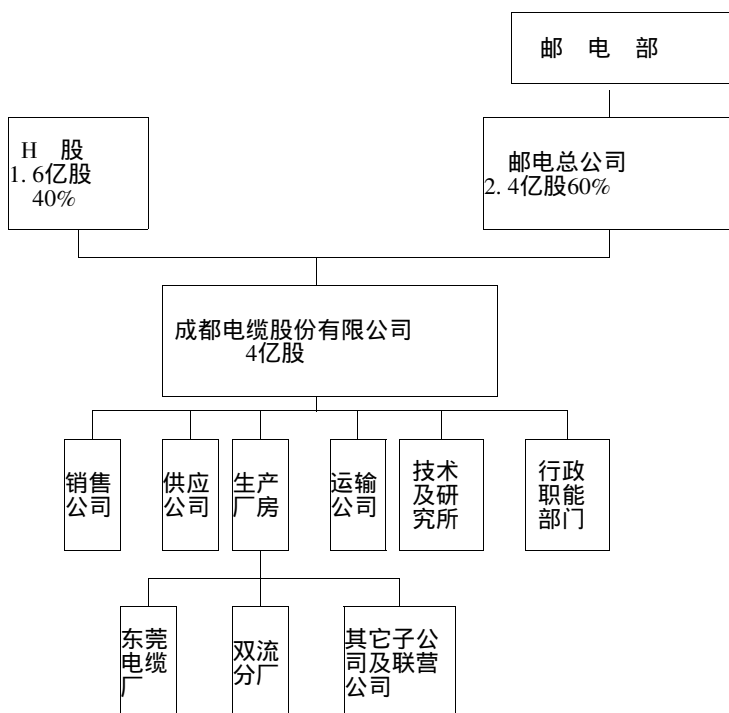


图 6.14.15 成都电缆的企业重组示意图

2. 股份公司的子公司

（1）较重要的子公司。

①东莞电缆厂。系中外合资企业，生产全塑市话电缆，于 1989 年由成都电缆厂（CD）与东莞市金鹏集团公司（JP）及联发国际贸易公司（LF）合资成立，期限 15 年，股权分别为 51%、24% 和 25%（以之为利益分配基准），董事会 7 名董事中分别有董事 4 名、2 名和 1 名。东莞电缆厂的注册及缴足资本为人民币 20,350,000 元，CD、JP 及 LF 已分别对东莞电缆厂的注册资本出资 10,378,500 美元、4,884,000 美元及 5,087,500 美元。

②双流分厂。1985 年，CD 与成都双流县百家乡近都村（JD）达成合营协议，成立从事生产电缆套管的双流分厂，双方权益分别为 66.7% 和 33.3%，合同期 30 年，董事会中 5 名董事分别有 3 名和 2 名董事。该厂的注册及缴足资本为人民币 6,000,000 元。

③邮电部成都电缆厂乐山分厂(乐山分厂)。1987年,CD与乐山电缆厂(LS)合作设立该厂,权益分别为45%和55%,董事分别为3名和4名,注册资本为人民币5,400,000元。

(2) 其它子公司。

①邮电部成都电缆厂销售部。全资子公司,销售本公司生产的电缆产品及配件,1991年6月于成都成立。

②邮电部成都电缆厂供应公司。全资子公司,采购生产通讯产品所使用的原材料,1993年11月于成都成立。

③邮电部成都电缆厂鄞县技贸公司。全资子公司,提供有关电缆生产的技术顾问、设计服务及销售电缆,1994年4月与浙江省鄞县,招股时尚未运作。

④成都电缆厂金牛分厂。与成都假日实业集团公司合资于1994年4月28日设立(各50%),以生产及出售生产电缆所使用的塑料,注册资本100万元,已各出50万元。

⑤成都八达接插件有限公司。系1991年12月17日成立的中外合资公司,生产及出售电器接插件,现股权结构是CD、CD电线分厂及香港的张先生各30%、40%和30%,注册资本为人民币300万元,CD已出资90万元。

⑥成都电缆材料厂。1992年1月成立,生产及出售供电用的塑料原材料,股份占30%,其余70%由成都石油化工厂持有,注册资本人民币1,500万元,CD已出资180万元,并同意以转让技术及管理的方式出资270万元。

⑦邮电部成都电缆厂盘具分厂。招股时正在兴建,同意出资50%,其余50%由成都武侯工业发展总公司,生产及销售储存和运输电线的盘具,注册资本为300万元。

⑧宁波太平洋CDC电缆有限公司。1993年12月31日成立的中外合资企业,生产及销售全塑市话电缆,招股时正在兴建;注册资本为770万美元,CD占20%股权并已出资154万美元,台湾太平洋电线电缆股份有限公司占70%,浙江省鄞县鄞江镇工业总公司占10%。

⑨邮电部成都电缆厂苏州分厂。1993年5月成立,生产塑绝缘铜缆,CD占20%其余80%由苏州通信电缆总厂持有,注册资本为人民币200万元,CD已以技术转让出资40万元。

10新乡CDC电缆厂。1994年1月成立,生产及销售全塑市话电缆,占25%权益,75%其余由河南省辉县市孟庄集团总公司持有,注册资本为人民币2,082万元,双方同意按比例出资,招股时正在兴建。

3. 股份公司与邮电部及邮电总公司的关系

邮电部是国务院主管全国邮电通讯行业的职能部门,亦是全国通讯行业(包括通讯电缆制造业)的管理及监管机关,现有13个职能部门负责监管职能,另有7个企业;邮电总公司是其中之一,它负责监管及管理其26家全资拥有的企业,这些企业生产通讯设备及配套产品,包括通讯电缆及配套产品、电话交换设备、传输设备、终端设备及其它邮电机械设备。

自1992年以来,成都电缆厂自主权较大,邮电总公司并未对其经营作出指令,但上

市公司将受到邮电部的直接监督，其策略发展计划及政策受有关法律及规定制约。邮电总公司持有股份公司 60% 的股份，因此将按公司章程委任代表参加董事的选举，从而参与公司的业务，“犹如一间股份有限公司的主要股东可以行使的权利”（引自《招股书》）；董事会已确认他们将以其本身的声誉独立考虑上市公司可能参与的每个新合营计划或项目。

十二、哈电的企业重组

1. 重组概述

哈尔滨动力设备股份有限公司（简称股份公司）于 1994 年 10 月 6 日成立，并于同日接管哈电（哈尔滨电站集团公司之简称）经营的电站设备生产及工程业务，哈电属下的三大动力厂：哈尔滨锅炉厂、哈尔滨汽轮机厂及哈尔滨电机厂的生产性业务分别由重组新成立的锅炉公司、汽轮机公司及电机公司相继经营，而哈电的工程业务则由新成立的工程公司经营。哈电原有的非生产性业务如教育、住房、医疗、饮食等社会及其它服务和与上市公司的核心业务无直接关系的其它投资，则由哈电集团公司保留，通过其下属公司继续经营，主要是为股份公司提供服务。其重组如下图 6.14.16 所示。

2. 股份公司与集团公司的关系

股份公司是哈电集团公司的控股子公司。其双方的服务关系如下。

（1）集团公司向股份公司提供的服务。

①职业教育。

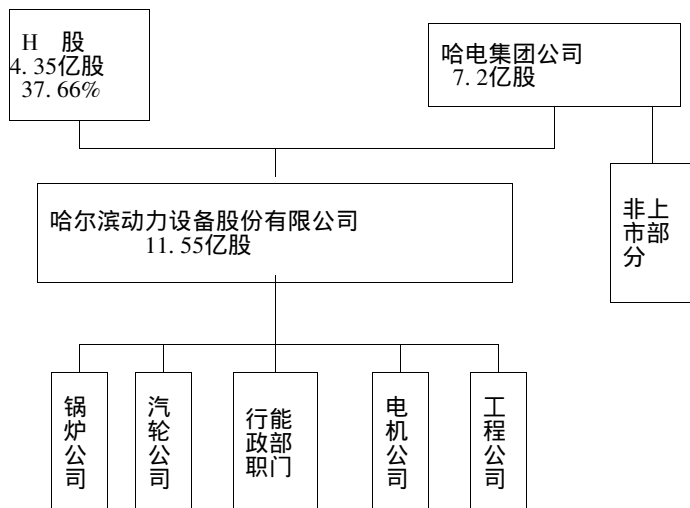


图 6.14.16 哈电的企业重组示意图

②员工福利。提供医疗、疗养、育婴院、幼儿园及膳食服务,员工宿舍及员工宿舍的供水、电、煤气、保养维修及员工宿舍区包括员工宿舍及其它设施管理服务,康乐设施及退休员工管理服务。

③其它服务。提供清洁及环卫服务、浴池、供水、自行车管理服务、社会服务、印刷服务、会议服务、闭路电视、招待房客服务、保安及救火服务、民兵服务。

④进出口服务。集团公司通过其进出口公司为股份公司提供服务,同东电一样。

⑤退休金。1994 和 1995 年的退休金,股份公司负责支付前一年已付股份公司的总工资的 15% 给集团公司(再由之分发给退休职工),其余则由集团公司支付;1996 年及以后的退休金,将根据中国有关法规办理。

(2) 股份公司向哈电集团公司提供的服务。

①水、电、热水、蒸气、煤、煤气及电话服务。

②医用氧气。

十三、上海海运的企业重组

1. 重组概述

改组前的上海海运(上海海运集团公司之简称)的业务是以中国沿海货物航运为主,兼营远洋客货运输。1993 年 6 月,上海海运拥有各类船舶 195 艘,其中客船 30 艘,货船 119 艘,油船 46 艘,总吨位为 34 万载重吨;并拥有 4 家船厂,修船岸线共达 2,396 米,可同时停泊 20 艘船舶修理;拥有上海海岸电台(运东地区具领导地位的海事广播电台);拥有仓储面积 32,260 平方米,储油容量 134,000 立方米,以及提供燃油、物资及设备维修服务的业务,并经营远海及国际客货运输、船舶租赁及燃料供应业务;另外在上海提供医疗、教育、住房及其它社会服务。

1994 年 5 月 3 日,上海海兴轮船股份有限公司(简称上海海兴)由上海海运改组成立,上海海运投入了其原先经营的大部分航运业务,上海海兴的业务主要由五个部门进行,第一货运分公司、第二货运分公司、油运分公司及客运分公司,共有 168 艘各种船舶,另租赁管理三艘船舶;设立国际运输部,以安排和管理上海海兴船舶的国际客货运输。上海海运则保留 27 艘船舶及提供航运服务及社会服务的内容,包括物资供应公司、通讯导航公司、燃料供应公司、客轮公司、荻港修船厂、立新修船厂、外轮修理厂、立丰船厂、机关事务中心、公安局、船员医院、海运职工大学、海运学校、海运技工学校、海运对外技术服务公司、海运基建住宅发展总公司、海运服务总公司、海运船务工程公司、海运海翔船务公司以及上海海运于各合营公司的所有权益。其重组如下图 6.14.17 所示。

2. 上海海兴与交通部的关系

交通部是国务院辖下负责管理交通事宜的部门,直接监管中国的运输业,有 6 家主要的航运企业,每家企业已由交通部规定其业务区域,并建立了长期关系,即中远总公司—国际性;海运集团—华东地区;广州航运局—华南地区;长江轮船总公司—长江沿岸;大连轮船公司—渤海湾地区;黑龙江航运局—黑龙江地区。交通部对它们的监管主要在于:

每年下达运输计划；根据国家计划和安排统筹燃料运输；审核设备投资及出售；制定有关收费标准；制定有关政策。交通部对上海海兴将同对其它企业一样。

从1994年1月1日起，上海海兴须参加由交通部统筹和管理的职工退休金计划，上海海兴支付每一职工工资的15%于该基金。

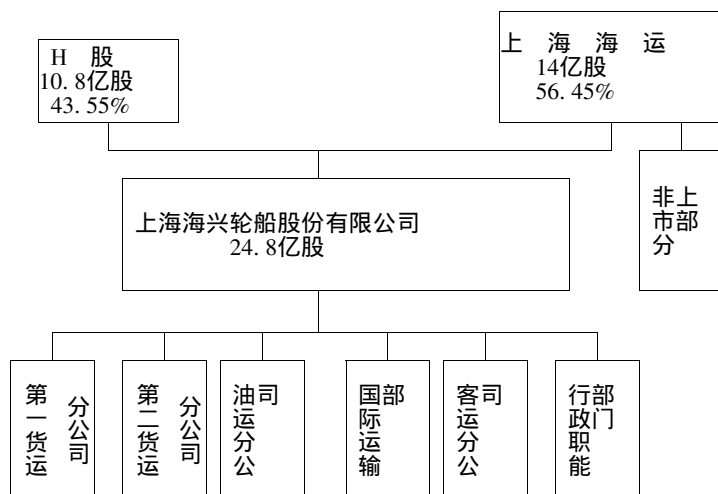


图 6.14.17 上海海运的企业重组示意图

十四、洛阳玻璃的企业重组

1. 重组概述

重组完后，洛阳玻璃股份有限公司（简称股份公司）的主要业务是生产和销售浮法平板玻璃和加工汽车安全玻璃，洛阳浮法玻璃集团公司（简称洛阳玻璃）注入的主要资产和负债有：主要的浮法玻璃生产设施；汽车安全玻璃的生产设施；洛阳玻璃于泰阳公司、龙门公司及八达公司的股份；辅助动力设施，包括动力厂、原料厂、氮氢厂及运输、设备动力、工程、物资等部门；科研所、设研所及信息中心；各经营及职能部门，包括销售、进出口、包装、质量管理、人事、保安等。而洛阳玻璃（未上市部分）的主要业务是生产和销售玻璃产品，包括镀膜玻璃、玻璃纤维产品、灯泡、玻璃瓶、镜子等，并为洛玻股份提供辅助生产服务及为其职工提供生产设施。其重组如下图 6.14.18 所示。

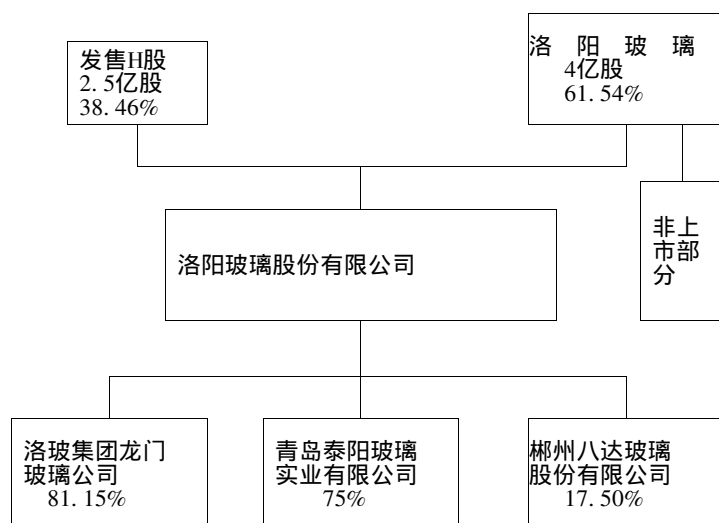


图 6.14.18 洛阳玻璃的企业重组示意图

说明：股份公司于1994年4月6日成立时的净资产为46,306万元折股为40,000万股；1994年6月24日发行了25,000万股H股（7月8日上市）；1995年9月底又发行的5,000股A股，其中1,000万股向内部职工配售。随之，股份公司的股本变为了70,000万元，股本结构如下所示：

	股本（万股）	比例（%）
国有法人股	40,000	57.14
H 股	25,000	35.72
社会公众股	5,000	7.14
总股本	70,000	100.00

2. 股公司与洛阳玻璃的关系

（1）根据综合服务协议。

①房屋。洛阳玻璃同意按不高于当地市场租价向股份公司的职员及退休职员出租房屋，条款及条件由洛阳玻璃与股份公司不时拟定，他们可与洛阳玻璃集团的其他职员享有同等权利。其房屋及有关设施的费用将由有关职员及退休职员支付。

②医疗、教育及杂项服务。洛阳玻璃同意向股份公司的职员及在若干情况下退休职员提供医疗、教育、职业训练及康乐服务。收费与其本身的职员所支付的相同，而股份公司

则就有关服务向洛阳玻璃支付某一百分比的补贴,向职员提供的服务通常免费或只收取象征性费用,作为职员福利的一部分。股份公司向洛阳玻璃补贴的百分比将参照自己的职员人数及洛阳玻璃的职员人数而拟定,并于每年按照该年度6月30日的有关数字调整。然而,就洛阳玻璃向其职员及股份公司职员的宿舍提供的有线电视服务而言,洛玻股份将向洛阳玻璃支付另一百分比的补贴,按该职员宿舍中股份公司职员或退休职员所占的百分比计算,而此百分比亦会以同一方面每年调整。

③退休。股份公司同意向洛阳玻璃支付一笔年费,款额相等于股份公司按照中国政府推行的退休计划而就其职员应付的每年款额。该款项将注入洛阳玻璃的退休计划,与其为本身职员支付的供款一并处理。洛阳玻璃亦会为全休退休职员安排活动,所支出的费用由两家公司根据有关年度6月30日各自的退休职员人数按比例摊分。

④环境美化服务。洛阳玻璃同意在股份公司于洛阳市所占用的地点提供环境美化服务,而股份公司则同意按市价向洛阳玻璃支付年费人民币400,000元。如服务范围须作任何重大转变,年费可由洛玻股份与洛阳玻璃事先按当地市价及同类服务的收费而调整,但不得高于市价。

⑤民兵培训及民防设施。洛阳玻璃同意向股份公司提供民兵培训、防洪及民防设施,而洛阳股份则就洛阳玻璃向其本身及股份公司提供有关服务所引致的开支补贴某一百分比。该百分比是参照股份公司的职员人数及洛阳玻璃的职员人数而定,并于每年按照该年度6月30日的有关数字调整。

⑥土地、道路及渠道。股份公司占用的土地的土地使用权已根据重组由洛阳玻璃转让予股份公司。此外,洛玻股份免费获授洛阳玻璃所拥有的若干土地、道路及渠道的使用权,而股份公司则向洛阳玻璃免费授出股份公司所拥有的若干土地、道路及渠道的类似使用权。此等安排被安排视为互惠安排,有效期50年止。

⑦融资服务。洛阳玻璃同意通过一间全资附属公司向股份公司提供融资服务(如存款及商业贷款)。股份公司并无义务向该洛阳玻璃的附属公司取得该等服务,该公司与本公司所订的条款不得逊于其与第三者所订的条款。

⑧其他。根据同一项综合服务协议的条款,股份公司同意向洛阳玻璃提供水电、热力、蒸气及运输设施。股份公司所提供的各项服务将按适用的政府订价而收费。然而,如果没有政府订价,有关价格将按可作比较的当地市价拟定。

上述安排除另有说明者外,均为期10年,由1994年5月24日起计,并将持续生效,除非任何一方向另一方发出3个月书面通知予以终止。

(2) 商标的处理。

根据商标特许权协议的条款,“洛阳玻璃”商标的权益已根据重组免费转让予股份公司,而洛阳玻璃有权就协议中所列明的若干产品使用有关商标,为期5年。此等产品包括玻璃球、镜及玻璃纤维。洛阳玻璃毋须根据此协议向股份公司支付任何特许费,洛阳玻璃必须保证以“洛阳玻璃”商标出售的产品的质量须符合股份公司的质量标准,否则,股份公司可终止协议而毋须向洛阳玻璃作出任何赔偿。

(3) 产品分销代理。

根据产品分销代理协议的条款,洛阳玻璃已获委任为股份公司的非独家代理,负责在中国推广及销售股份公司的产品。该协议准许洛阳玻璃在任何年度代股份公司销售的产品最多可达股份公司预计总销售额的30%。该协议为期10年,如任何一方无力偿债、清盘或结束营业,该协议将自动终止。根据该协议,股份公司同意向洛阳玻璃供应产品,条款与股份公司其他零售商或代理的条款相同。该协议亦规定股份公司将向洛阳玻璃支付后者销售股份公司产品所得的总收益的5%作为代理佣金,该佣金将每季支付一次。洛阳玻璃已向股份公司承诺不会进行或协助第三者进行与股份公司业务有竞争的业务,或代其他人士销售同类竞争产品,亦不会干预股份公司所设立的市场推广网络。洛阳玻璃共有32个销售门市,其客路与股份公司不同,预计此安排可增强股份公司的销售能力。股份公司目前无意与其他代理人订立同类安排。

(4) 硅砂买卖。

根据硅砂买卖协议的条款,洛阳玻璃将从其河南省新安县天门镇的硅砂矿向股份公司提供每年不少于160,000吨硅砂。股份公司有权较其他第三者购买硅砂,售价将预先议定,且不高于中国的现行市价,该价格可经双方协议每年调整。股份公司亦可向洛阳玻璃发出三个月通知后向其他供应商采购较高质量或较便宜的硅砂。订立协议的目的是确保股份公司上市后仍有稳定的硅砂供应。该协议由1994年5月24日起生效,有效期30年,除非按其中条款终止。倘其中一方严重违反该协议,并且不能于不违约方合理订立的期限内作出纠正(不可抗力事件除外);或其中一方破产或无力偿债,则另外一方给予15日能通知终止该协议,1993年购买价共达人民币13,634,000元。

(5) 进出口代理。

根据进出口代理协议的条款,股份公司已委任洛阳玻璃为进出口代理商,以相等于由洛阳玻璃负责的进出口总额1.5%的代理费采购股份公司的设备及机器及出售洛玻股份的产品至国外。股份公司将自行申请进出口许可证,而该协议有效期将至股份公司取得许可证为止。

(6) 其他交易。

洛阳玻璃若干附属公司可不时向股份公司采购产品自用。1993年的采购额约达人民币250,000元(占营业额的0.03%)。预期日后的采购额将按有关附属公司的需求继续维持。此等交易主要涉及浮法平板玻璃。向洛阳玻璃的其它附属公司销售产品是按公司交易条款及一般商业条款进行的。

十五、庆铃汽车的企业重组

1. 重组概述

庆铃汽车股份有限公司(庆铃汽车)的主要股东是重庆汽车总厂(一家重庆市政府全资拥有的企业)。重庆汽车总厂于1985年1月31日同五十铃和京运(京运兴业株式会社)组成合资企业生产五十铃设计的轻型商用车;银建(银建国际实业有限公司,一家股份在香港联交所上市的投资控股公司)于1993年12月收购其24%的权益,成为合资

企业的一份子。

庆铃汽车为筹备发售 H 股而进行重组。重组后（还未发行 H 股）的股权中，重庆总厂占 68.0%，银建占 18.7%，五十铃占 9.8%，京运占 3.5%。在发行 H 股完成后，重庆汽车总厂将持有庆铃股份已发行股本 51.0%，新发行的 H 股占 25%，银建约 14.0%，五十铃约 7.3%，而京运则约为 2.7%。除由重庆汽车总厂所拥有之股份外，其余均为 H 股，并将在香港联交所持牌上市。其重组如下图 6.14.19 所示。

重组前，庆铃汽车的大部分生产业务（包括涂装、冲压和焊接）均为重庆汽车总厂所有，并由其负责经营，庆铃汽车主要将来自五十铃、重庆汽车总厂和其他厂家的零部件进行组装。根据重组，重庆汽车总厂向庆铃汽车投入部分生产设施，包括冲压、涂装、底盘、发动机零部件生产及发动机组装、车身组装、驾驶室内部组装、总装及机修设备。作为重组的一部分，国家土地管理局已批出庆铃汽车生产设施（包括由重庆汽车总厂转归庆铃汽车的设施）所在的 468,180 平方米土地使用权，给予庆铃汽车，为期 50 年。重庆汽车总厂将继续经营车桥厂、铸造厂，以及位于庆铃汽车设施以外的机械加工厂，以供应零部件予庆铃，并继续按服务协议负责为庆铃汽车员工及其家属提供住房。庆铃汽车将为本身及重庆汽车总厂之员工提供医疗服务。

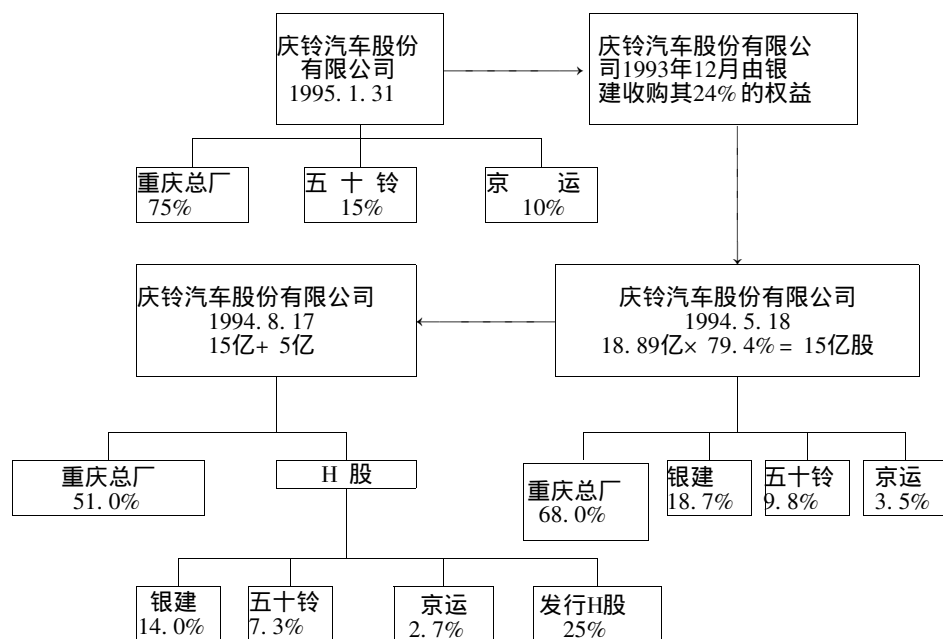


图 6.14.19 庆铃汽车的企业重组示意图

2. 庆铃汽车与五十铃的关系

(1) 自 1984 年以来一直与五十铃密切合作，生产五十铃设计的汽车，使用五十铃开发的生产技术，使用五十铃的生产设备和汽车零部件，现它们之间还有几个技术转让全

同。五十铃在董事会派有一名董事代表，并有多名技术人员派驻庆铃汽车。庆铃汽车同五十铃的协议没有限制五十铃同其他中国汽车厂建立合资企业，及向中国市场出售整车或零部件。

(2) 五十铃是庆铃汽车的最大零部件供应者，基于双方长期的信赖关系，关于零部件价格，双方无任何协议，但董事会相信该价格会低于五十铃提供给中国其他生产厂家的价格。双方亦未就其他事项（如技术协助、质量管理、人员培训、销售推广）的定价订立任何协议。

3. 庆铃汽车与重庆汽车总厂的关系

待发售 H 股完成后，重庆汽车总厂将拥有庆铃汽车已发行股份的 51%，而庆铃汽车 9 名董事的 4 名，以及其他若干高级管理人员均继续任职于重庆汽车总厂，另外重庆汽车总厂又将继续作为庆铃汽车除五十铃外最大的汽车零部件供应商。因此，重庆汽车总厂将有能力影响公司的营运与重大事务。

重庆汽车总厂亦以其本身的牌子出售少量的低价小型客车（于 1993 年约为 200 部，于 1994 年 5 月 31 日为止则约为 70 部），生产预期将于 1996 年完全停止。因此，重庆汽车总厂目前几乎完全是为庆铃汽车的汽车生产零部件。董事会并不认为重庆汽车总厂将会对其构成任何竞争。

(1) 零部件供应协议。重庆汽车总厂同意向庆铃汽车提供总厂所产、而庆铃汽车在生产过程中所需的零部件，包括但不限于前车桥、后车桥铸件、刹车组件、缸体、缸套及主轴承套的铸件及其他零部件等，该协议规定重庆汽车总厂供应的全部零部件，其条件不应差于无关系第三者所同意者，而其价格则不高于公平市值（参照比较市场中最宜比较的产品价格而定），如无法确定该等公平市值，则以下面的较低者为准：(1) 成本加 10% 加增值税，及 (2) 重庆汽车总厂售予无关系第三者的价格，货款于交货后三个月以人民币现金支付。

(2) 各种服务协议。重庆汽车总厂与庆铃汽车又签订各种服务协议，互相提供服务。根据这些安排，重庆汽车总厂将为庆铃汽车的现任及退休雇员及其直系亲属提供住屋及社区康乐服务，并提供环境绿化服务，而将向重庆汽车总厂的现任及退休员工及其直系亲属提供医疗服务。双方将共同分享使用若干道路、电力、煤气及用水的供应。此外，庆铃汽车的职员仍可继续参与政府退休计划，庆铃汽车付还重庆汽车总厂代本公司所支付予退休计划的款额。

除享有 50 年内道路使用的安排外，上述各种安排均由协议日起，为期 10 年，期限届满后（包括道路使用安排）将继续生效，直至本公司向重庆汽车总厂发出 3 个月的书面为止。

庆铃汽车和重庆汽车总厂根据各种服务协议所提供的不同服务，除另有规定者外，均以适用的政府定价为准。如无适用的政府定价，则以可作比较的当地市价为准。如无市价支出合理成本，另加合理利润为准。

(3) 重庆汽车总厂已声明不会进行任何将会或可能构成直接与本公司竞争的业务。

4. 庆铃汽车与京运和银建的关系

(1) 庆铃汽车从五十铃购入的全部零部件及设备均经京运购入,五十铃不拥有京运的股权,即对其业务不能控制。

(2) 1993年12月21日,银建从重庆汽车总厂购得合资企业注册股本的24%权益,代价360万美元。银建向庆铃汽车及香港联交所承诺,股票上市1年内不会增持本公司已发行H股股本达1/3。

十六、东北输变电的企业重组

1. 重组概述

东北输变电集团是中国最大的输变电制造商,其核心业务是制造和销售供电力站向用户输电及分配电力所需的输变电设备,其主要的产品可分为三大类:变压器、系统保证设备和输电设备。在进行企业重组之前,东北输变电机机械制造股份有限公司(下称股份公司)是东北输变电集团的控股子公司,拥有六家企业,即沈阳变压器厂、沈阳高压开关厂、锦州电力电容厂、阜新封闭母线厂、沈阳电缆厂及抚顺电瓷厂;另外,还持有东北输变电集团海南企业发展公司及若干其它非生产性资产,如康乐设施、福利设施及饮食服务等。

根据重组(1994年5月31日生效),股份公司将其所拥有的沈阳变压器厂、沈阳高压开关厂、锦州电力电容器厂和阜新封闭母线厂的资产和负债分别改组为四家有限责任公司,将抚顺电瓷厂、沈阳电缆厂和海南企业发展公司,以及与生产无关的非生产性资产与负债划归东北输变电集团,并要求东北输变电集团向股份公司支付1.15亿元人民币的款项(按照合约分三期支付),这笔款项是原股份公司投资于现被划归东北输变电集团的资产的补偿。重组前,东北输变电集团持有东北输变电集团财务公司、东北输变电集团出租公司、东北输变电集团房地产开发公司、东北输变电集团进出口公司、东北输变电集团电子技术应用开发公司和东北输变电集团产品销售公司的全部股权,重组后仍然持有。东北输变电的重组如下图6.14.20所示。

2. 股份公司与东北输变电集团的关系

东北输变电集团是股份公司的控股股东,股份公司上市之后双方的主要关系如下:

(1) 一般服务协议。

股份公司与东北输变电集团于1995年6月13日达成了关于服务的协议,东北输变电集团同意向本集团(包括股份公司)提供服务,包括提供工人宿舍及各种有关设施、保养及维修宿舍、娱乐设施及员工度假屋,该服务应不比第三方提供的类似服务的条款(尤其是价格)差。

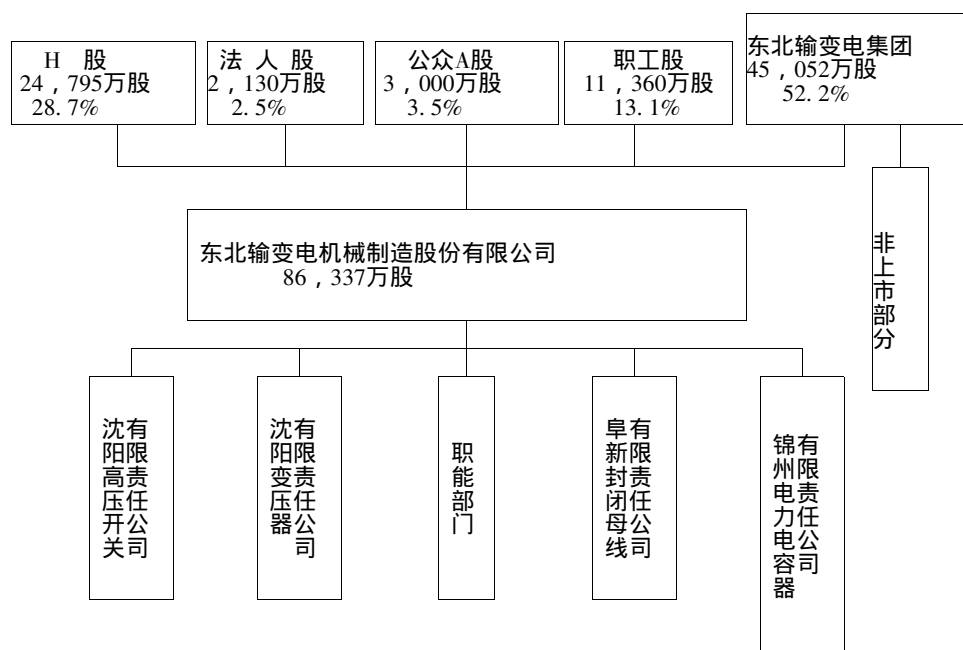


图 6.14.20 东北输变电的企业重组示意图

说明：增发 3,000 万股 A 股之后（截至 1995 年 7 月），其股本结构如下：

	股本（万股）	比例（%）
国有法人股	45,052	51.58
社会法人股	2,130	2.44
H 股	24,795	29.54
社会公众股	3,000	3.44
内部职工股	11,360	13.00
总股本	87,337	100

（2）与生产有关的交易性协议。

①股份公司与沈阳电缆厂和抚顺电瓷厂的交易。股份公司以市价购买它们的产品（主要分别是电缆和瓷绝缘产品），股份公司与这两个厂并无竞争关系。这两个厂仍由各自的管理层经营，而东北输变电集团目前无意将这两个厂归入股份公司。

②股份公司与进出口公司的交易。股份公司利用进出口公司的专业知识和联系出口股份公司的产品，进口所需的原材料及有关部件，其支付的费用不会高于第三者的费用。出口方面，股份公司并无支付佣金或服务费给进出口公司，但进出口公司将由产品的最终卖支付总价格约少于3%的服务费；进口方面，股份公司支付购买价1.5%的管理费到进出口公司。

③股份公司与财务公司的交易。属于同其它银行一样的交易活动。

④股份公司与销售公司的关系。相互之间并没有订立服务的协议，但销售公司将向产品的最终购买者收取3至5%的佣金。

⑤关于避免同业竞争的规定。东北输变电集团表明将不以任何方式参与与股份公司有竞争关系的业务。

3. 股份公司与机械部、电力部和省市政府的关系

(1) 股份公司与机械部的关系。

机械部是中国所有机械工业（包括输变电设备制造）的行政管理部门和行业管理部门；对行业的长期计划与宏观调控有重要作用；仅为协调机关，不直接参与管理。

(2) 股份公司与电力部的关系。

股份公司的大批顾客隶属于电力部，在业务的项目招标上，股份公司的董事会相信电力部不会偏袒任何一方。

(3) 股份公司与省市政府的关系。

接受政府的司法管理；交付当地税项；执行政府颁布的有关退休、养老和职工住房等的改革政策；遵守政府不时颁布的条例和法规。

十七、吉化的企业重组

1. 重组概述

吉化集团公司（下称集团公司）是中国最大的基本化工产品 and 化工原料生产商，是中国最大的综合性化工企业之一，主要产品有石油产品、石化及有机化工产品、染料及染料中间体、合成橡胶、化肥和其它化工产品。

在重组之前，集团公司除了化工生产业务外，还从事销售、运输公用工程、后勤、保安和消防等业务。根据重组吉林化学工业股份有限公司（股份公司）拥有五个主要生产单位、四个辅助单位和两个控股子公司，另外还拥有正在建设的乙烯工程十一套装制的其中四套（并拥有购买其它七套装置的选择权）。五个主要生产单位是：

——包括生产石油产品配套装置的炼油厂；

——包括生产石化及油剂化工产品以及合成橡胶石套装制的有机合成厂；

——包括生产化肥和其它化工产品配套装置的化肥厂；

——包括生产染料和染料中间体配套装置的染料厂；

——包括生产其它化工产品例如电石及其相关产品配套装置的电石厂。

四个辅助单位是动力厂、铁路运输单位、污水处理厂和营销单位；两个控股子公司是

吉兴公司和吉联公司。

重组后，集团公司拥有正在建设的十一套乙烯装置的七套（重要说明：1995 年底集团公司已向全国发行 15 亿人民币的债券，以筹集资金建设这些工程），拥有及经营一些生产单位、一家建设公司及其它多项小规模业务（与股份公司不构成竞争），包括非收益性生产运作（如学校、医院及住宅）。其重组如下图 6.14.21 所示。

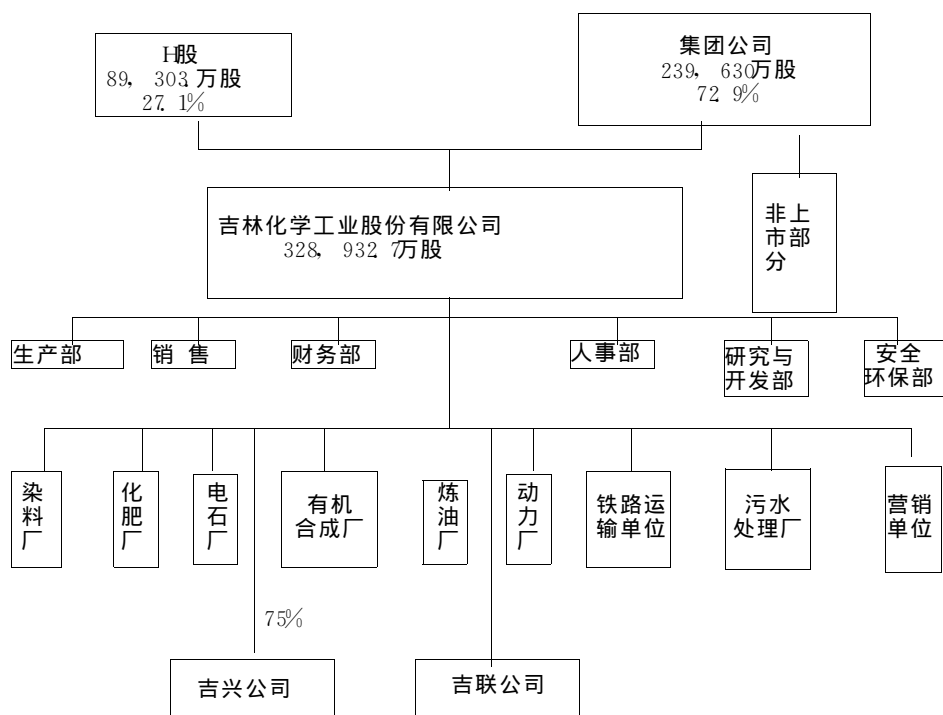


图 6.14.21 吉化的企业重组示意图

2. 股份公司与集团公司的关系

集团公司是股份公司的控股股东，它们之间的关系如下：

（1）关于乙烯工程的重组及其协议。

乙烯工程的重组及其协议关系很具有代表性，一方面这一重组很特殊，另一方面它们之间的协议涉及的金额在目前境外上市公司的关连交易中最大，所以，这里对此问题进行比较详细地说明。

乙烯工程由十一套乙烯装置及若干辅助配套设施组成，该工程以设计能力为年产 30 万吨乙烯的生产装置为中心，并配备加氢裂化设施及芳烃联合装置以及其它设施，以生产下游石化品的原材料。乙烯工程的总成本（包括资本化利息）约人民币 152 亿元，其中包括约 8.89 亿美元的外汇。该工程从 1993 年开始建设，根据目前的兴建进度，预计其中的

的七套装置（原有四套装置的三套及其它七套装置的四套）于 1996 年投产，余下的四套装置预计 1997 年投产。根据重组，原有四套装置的资产、负债、业务和运作划归股份公司，集团公司保留其它七套装置的拥有权，但股份公司拥有购买权。原有四套装置是指乙烯装置、加氢裂化装置、芳烃联合装置和乙丙橡胶装置，其总投资预计为人民币 59 亿元，包括外汇 4.2 亿美元。必须指出的是，在其它七套装置建成投产之前，原有四套装置将不能全面运作，因为原有四套装置生产的大部分产品将用作其它七套装置的原料。

根据乙烯工程购买权协议，于 2002 年 12 月 31 日或其它七套装置最后一套建成及验收之后五年（两者的后一日期）之前，股份公司有权在任何时间向集团公司收购（一次或多次）其它七套装置的全部或一部分，收购的价格为当时的资产净值（需经吉林省国资局批准）。在提议行使购买权的股东大会上，集团公司的董事不能投票。董事会需在每届股东年会上向股东汇报其它七套装置的兴建情况。

股份公司在其它七套装置投产但尚未收购的情况下将按照市场价格提供给七套装置的原材料（乙烯及其它产品）；原有四套装置可以使用七套装置的基础设施、研究及后勤设施，其费用按比例分摊；股份公司负责销售七套装置生产出来的产品，佣金为销售收入的 3%（售给股份公司的除外）。股份公司相信，在其它七套装置竣工之后不会同股份公司的业务构成任何竞争。

（2）集团公司与股份公司之间提供的产品与服务。

股份公司向集团公司及其子公司主要提供三项活动：

- ①货品铁运。
- ②污水处理。
- ③由集团公司及其子公司作进一步处理的原料。

集团公司向股份公司提供下列活动：

- ①职工使用的电力、煤气、蒸气和水。
- ②医疗服务。
- ③电话及通讯服务。
- ④由股份公司进一步处理的原料。
- ⑤档案及资料服务。
- ⑥维修电脑网络及发展软件。
- ⑦职工的技术训练。
- ⑧进出口公司为股份公司的服务。
- ⑨建筑公司为股份公司提供建筑、维修和保养服务。
- 10 货品船运服务。

十八、华能国际的企业重组

1. 重组概述

华能国际电力发展公司（简称 HIPDC，其控股股东是中国华能集团）是一家设立于

1985 年的中外合资企业，它拥有五个电厂，即华能大连电厂、华能电厂、华能南通电厂、华能福州电厂和华能汕头电厂，并拥有一定规模的电网连接与输送设施。根据重组协议（1994 年 6 月 30 日），五个电厂划归新设立的华能国际电力股份有限公司（以下简称股份公司），电网连接与输送设施仍保留于 HIPDC。在五个电厂的建设过程中，有七个地方公司贷款给了 HIPDC，在企业重组时，将这些作为负债的长期投资转化为了股权（其具体分析见下）。其重组如下图 6.14.22 所示。

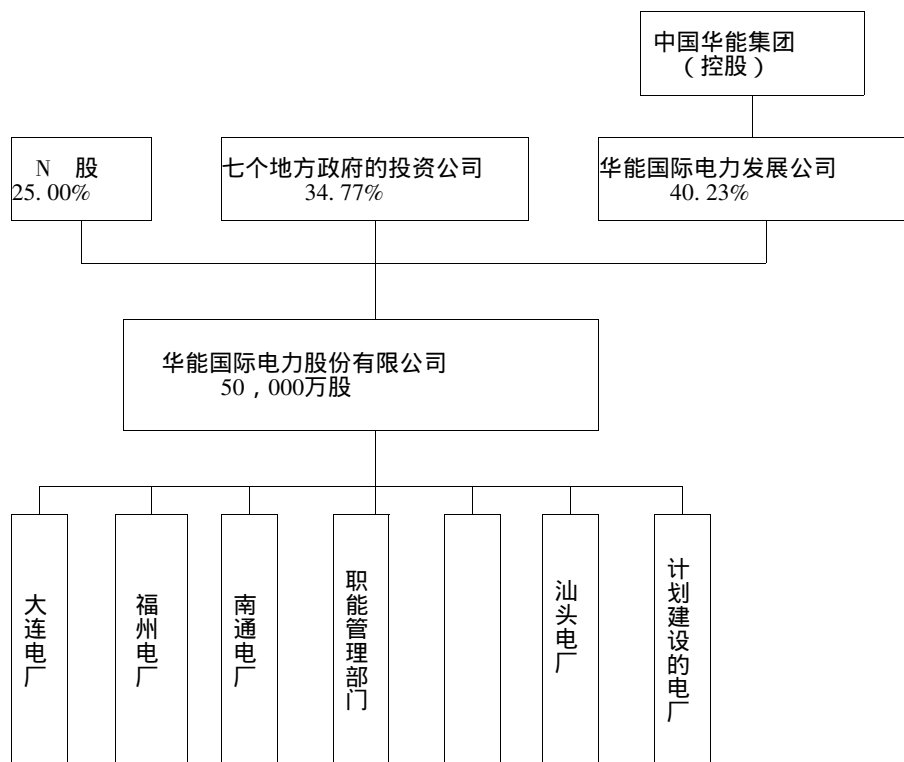


图 6.14.22 华能国际的企业重组示意图

2. 负债重组

在五个电厂的建设过程中，河北省建设投资公司等七个地方公司分别贷款给 HIPDC，总金额约为 4.35 亿元人民币。如果按照“债务随资产”的重组原则，这些长期借款应该属于新设立的股份公司的负债，但是在企业重组时，将这些负债转换为了股权，约占发起设立的股份有限公司股份的 46.36%，因此按照发起设立的股份有限公司的股权结构如下：

股 东	股数 (万股)	持股比例
HIPDC	201 , 150. 0	53. 64%
河北省建设投资公司	45 , 225. 0	12. 06%
福建投资开发总公司	40 , 725. 0	10. 86%
江苏省投资公司	31 , 237. 5	8. 33%
辽宁能源公司	22 , 612. 5	6. 03%
大连市建设投资公司	22 , 612. 5	6. 03%
南通市建设投资公司	6 , 787. 5	1. 81%
汕头电力开发公司	4 , 650. 0	1. 24%
	375 , 000	100%

3. 股份公司同 HIPDC 的关系

HIPDC 是股份公司的控股股东。它们之间的关系主要有如下方面：

第一，重组之前，HIPDC 是五个运行工厂的总部，并全面管理着这几个工厂，为它们的融资负责。为此，股份公司需按照每销售 1 兆瓦时电力支付 2 元人民币的标准支付给 HIPDC 一笔费用。

第二，股份公司将继续使用有 HIPDC 拥有的电网连接传输设备，以使其生产的电力传输到电网上去，为此，股份公司将支付一定的服务费给 HIPDC，该费用为输送的成本加合理的利润，大约每年为这些设施的帐面价值的 10%。

第三，关于土地问题，HIPDC 已经按照中国有关法规的要求购买了股份公司所使用的土地，支付的金额为 1.48 亿元人民币，使用期为 50 年。股份公司应在 10 年之内（从 1994 年开始）按照分期付款的形式支付这笔款项给 HIPDC。

4. 股份公司与电力部及地方政府的关系

（1）股份公司与电力部的关系。

电力部负责管理全国的电力工业，包括电力工业的发展战略、发展政策、电网的设置、电价的定价（国家计委也管理定价问题）以及引进外资等主要方面的工作。

（2）股份公司与地方政府的关系。

主要有以下几条：

①经过协调同意其管理的七个公司债权转为股权。

②向各个不同的政府部门上交税收。

③职工退休金统筹，即由各个工厂支付职工退休基金给政府（基本工资 的 15%），有各政府对之进行同意管理和使用。

十九、山东华能的企业重组

1. 重组概述

山东华能发电股份有限公司（简称山东华能）是由三家火电厂重组而成立的，这三家企业在重组之前的持股情况如下：德州电厂由华能发电公司（简称华能发电）和山东国际信托投资公司（简称 SITIC）各持有 50% 的股份；济宁电厂是一个独资企业，全部的股份由山东电力公司持有；威海电厂的股份是：华能发电和 SITIC 各自持有 30% 的股份，威海市信托投资公司（简称威海信托）持有 40% 的股份。另外，正在建筹的日照电厂的股份中（1995 年开始建设），山东华能在上市之后拟持有其股份的 25%（原计划是 45%），其它的持股情况是：中国电力投资有限公司占 27%，山东省电力公司、山东省国际信托公司和山东日照经济开发总公司各占 7.5%，德国西门子公司和 UDI 公司各占 12.5%。

按照合并主体重组模式，发起设立股份有限公司共有 313,601.6 万股，其中华能电力、山东信托和山东电力分别持有 45.42%、27.29% 和 27.29%。德州电厂的全部资产归山东电力所有，同时拥有济宁电厂和威海电厂及正在建设的日照电厂的股份；济宁电厂其它 25% 的股权由山东电力持有；威海电厂其它 40% 的股权由威海市国际信托投资公司持有。山东华能的重组如下图 6.14.23 所示。

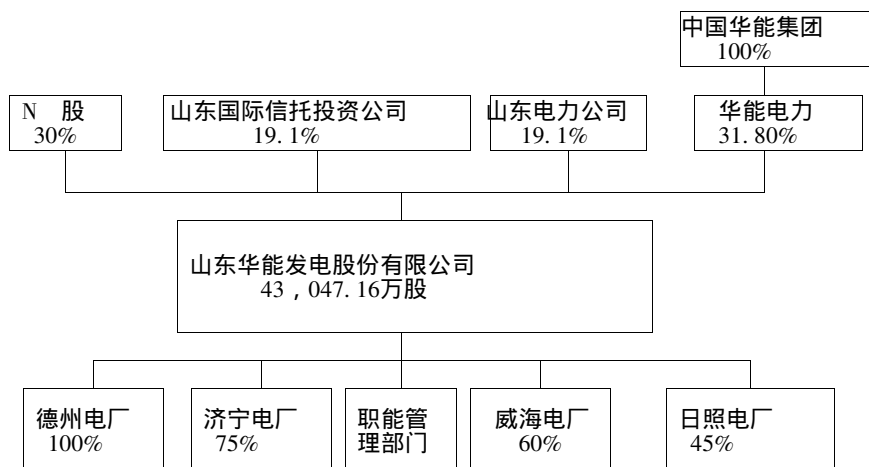


图 6.14.23 山东华能的企业重组示意图

2. 山东华能与山东电力的关系

山东电力公司是山东华能的主要股东，是山东电力局直接管理的一家国有企业。山东电力局主要负责全省的电力工业，垄断性地将电力分送到用户，并透过山东电力从事全省的电力开发与运营。值得说明的是，1995 年 6 月山东国际电源开发有限公司由邹县电厂、十里泉电厂和筹建中的接庄电厂合并改组而成，其主要股东也是山东电力。山东电力局表示，对待山东华能的电厂及经营将同对待全省其它电厂的经营一样，不会有任何不公平的表现。山东电力将在遵守有关协议的基础上同山东华能保持某些经营关系。具体来说有以

下四点：

一是管理服务。在重组之前，山东电力为德州电厂和威海电厂提供管理、运营及维修等服务，其报酬是它们需按照每 1 兆瓦时入网支付 3 元人民币要求支付的佣金；同时还为济宁电厂提供上述服务，但不收佣金。重组后，山东电力不再为德州电厂提供上述服务，但继续为威海电厂和济宁电厂提供上述服务，并分别收取一定的佣金。按照协议，如果电厂通过超过预定计划的上网电力得到的税后净收入，对于济宁电厂来说，该净收入的 20% 归山东电力作为佣金；而对于威海电厂来说，该净收入的 40% 归山东电力作为佣金。如果税后的净收入是得益于降低成本，对于济宁电厂来说，山东电力将得到该净收入的 80%；对于威海电厂来说，山东电力将得到该净收入的 60%。另外，如果电力生产的净收入比计划有损失，对济宁电厂来说，山东电力将支付该损失的 80% 予以补偿；对威海电厂来说，山东电力将支付 60% 予以补偿。

二是电力的分送与销售。山东电力还为山东华能及其合资厂提供电力分送服务，其佣金是按照每 1 兆瓦时 2 元人民币的要求支付，这是按照有关规定通过支付的授权来实施的。

重组之前，德州电厂和威海电厂以运行成本和税收及其它利息指出为基础拟定的价格将电力全部卖给山东电力，而济宁电厂则只以补偿成本的价格将电力卖给山东电力。重组之后，德州电厂的全部计划电力、威海电厂计划电力的 60% 和济宁电厂计划电力的 75% 以预定的价格卖给山东电力。

三是煤的购买。重组之前，三家电厂的煤是通过山东电力控制和管理的企业购买的。重组之后，德州电厂直接从供应商买煤；而威海电厂和济宁电厂则仍按照原有的渠道和方式购煤。

四是电厂的建设。现在正在运行的三个电厂以前是由山东电力控制和管理的建筑单位的，日照电厂也正由该建筑单位建设。

3. 山东华能与山东电力局（电力部）和华能发电的关系

电力部透过山东电力局来实施管理，山东电力局透过山东电力来进行电力生产、电厂建设及电力分配。山东电力负责山东电网的集中分配，负责为山东电网的电力生产者提供运营和管理方面的服务。

华能发电是山东华能的最大股东。华能发电是成立于 1985 年的一家国有企业，1988 年，华能发电成为了中国华能集团的一家全资子公司。中国华能集团是国家确定的 57 家试点企业集团。到 1993 年底，华能发电参与了全国 15 个省、市、自治区的 32 个大中型电厂的项目建设。

二十、珠海华丰的股权国际化

1994 年珠海市华丰集团公司向香港中策投资有限公司（简称中策公司）出让 51% 的股权，成为广东企业股权国际化的成功典型，引起政府有关部门、理论界、企业界的广泛重视。

1. 股权出让的背景与起因

90 年代开始,中国经济随着社会主义市场经济体制的发育、股票市场和证券化的产权交易市场的初步形成,企业收购和股权转让犹如一股特殊的经济浪潮,继全民经商热、股票热、房地产热和期货热之后,以锐不可挡的气势,迅速形成产权交易热。

在这场突然到来的企业收购浪潮中,最引人注目的是外商进入收购国内的股权。在华南,开此先河的是顺德市,1993 年底将市属 20 家企业股权出让给海外公司,其中最有代表性和争议性的是香港蚬壳公司收购了华宝集团所属的 6 家企业的 85% 的股权(12.8 亿元人民币)。规模最大的是 1994 年广州市政府推出了一项在两年内把 50 家亏损企业 40% 的产权对外转让的计划。在华东,较为典型的是香港中策公司收购了宁波造纸厂,投入 36 亿元人民币建成中国最大的造纸基地。在东北,中国三大轴承厂之一的哈尔滨轴承厂,把 60% 的股权转让给了香港新鸿基集团。

在珠江三角洲地区,随着改革开放的进一步深入和转换国有企业经营机制步伐的加快,向海外公司转让国有企业股权的现象方兴未艾,这已成为地方政府改革开放新举措——“三让”(让股权、让市场、让利益)与“三得”(得资金、得技术、得利润)的重要内容之一。华丰集团公司向海外转让企业股权正是在全国、珠江三角洲这样一种大背景下进行的。

华丰集团公司为珠海市平沙管理区属下的大型骨干企业,要研究其产权出让的真正起因,必须与该区发展现状联系起来加以分析。

第一,从平沙管理区发展现状来看,该区位于珠海西区开发的战略要地,几年来该区为强化区位优势,筹集资金 3 亿多元,开展了大规模的投资环境建设,1990—1993 年间,该区引进外资近亿美元,建立“三资”企业 13 个,为本区工业经济发展打下了良好的基础。但是随着国内经济环境的变化,尤其是特区的优惠性政策变为普惠政策,境外资金在国内投资出现了分流趋势,该区引进外资的优势在不断弱化,加上国内宏观金融紧缩政策的实施,给平沙经济大步发展带来了较大影响。如何继续引进外资,保持较好的经济发展势头,成了平沙所要解决的现实难题。

第二,从华丰集团公司经营状况与前景看,华丰公司是原平沙华侨农场用税利后提留兴办的集体所有制企业,经过十多年发展,成为平沙管理区的骨干大型企业。1993 年,华丰公司实现销售产值 6.3 亿元,创利税 1.2 亿元,成为全国产量、质量、信誉、销量第一的国内最大的速食面生产基地。1993 年底经国家体改委批准为全国股份制改革试点单位,当时正在积极做公开上市的准备工作。华丰公司在拥有以上优势的同时,进一步发展也面临着一定的困难,主要是产品生产单一(以速食面为主),近年来中国速食面市场竞争日趋激烈,扩大规模受资金制约等。出于这种近忧和远虑,华丰公司探寻出了一条股权国际化之路。

2. 股权出让的操作过程

股权出让的先决条件首先是国家政策许可,其次是要找到股权受让方,这样才具备股权交易的可行性。

当时对华丰公司来说关键是要物色到理想的股权收购方。华丰公司为此广泛搜集外商

投资信息，并注意到了在国内传媒引起较大影响的“中策现象”。“中策”是印尼籍华人黄鸿年在香港注册的“中策投资有限公司”的简称。1992年以来，中策公司先后在福建、浙江、北京、山西等地接连收购企业200余家，投入自有资金30多亿元，融资50多亿元。中策公司的目标是在中国发展四大工业集团：一是啤酒集团，收购了北京啤酒厂、杭州啤酒厂等7个厂；二是橡胶、轮胎集团，收购了杭州、山西等地的4个轮胎厂；三是造纸集团，收购了宁波造纸厂；四是食品集团，当时正在物色合作对象，并对华丰公司发生了浓厚的兴趣。

华丰公司在与中策公司初步接触时，中策公司表现出收购的积极姿态，提出以现金收购华丰公司总股本的51%，达到控股经营目的。在对股权比重、收购价格、产权评估等方面经过多次协商达成协议后，华丰公司转让51%股权给中策公司。

在股权转让之前，华丰公司的股权结构是：总股份为1亿股，其中平沙管理区持有法人股5000万股，其它法人股1000万股，股民持有4000万个人股。股权转让后，华丰公司的股权结构变动为：中策公司控股51%、平沙管理区持股35%、股民持股14%。中策公司实际上收购了15%的区属股份，10%的其它法人股份，26%的股民股份。

合理的股价是股权转让成功的关键，而企业总资产价值的评估直接决定股价的高低。经过珠海市资产评估机构的资产评估认可，华丰公司的总资产核实为4.60亿元人民币，华丰商标估价为4800万人民币。按照评估结果，每股折价4.60元人民币，并按资产增值程度，每股溢价0.50元，最后以每股5.10元达成成交协议。

对于从股民手中收购的26%的散股，中策公司接受华丰公司提出的另行议价的建议，委托平沙投资公司按每股8元左右收购。股民购买华丰股的原值是每股3.60元，在每股按0.60元分红后收购，股民实际拿到8.60元，收益率高达280%。在目前国内股市低迷的情况下，股民对此股价较为满意。

3. 股权出让应处理好几个问题

股权收购在西方早已有之，在中国却是探索企业改制和发展的一种新实践，从华丰公司股权国际化的实际经验看，国内企业在向外商转让股权时，需要正确处理好以下几个方面的问题：

第一，认真做好股权转让企业资产的合理评估。合理评估转让企业产权是股权转让是否成功的关键。企业资产价值经评估后表现为股权交易价格，低估资产价值会造成国有企业资产流失，高估资产价值会影响外商收购股权的积极性。为保证企业资产评估的合理性，在企业产权转让活动中，要防止以上两种倾向尤其是第一种倾向的出现。为维护企业资产的合法权益，资产评估时要做到以下几点：①资产评估应选择国家认可的国内资产评估机构；地方国有资产管理部門应参与评估工作。②要重视有形资产价值的同时，切不可忽视无形资产（如商标、商誉、专有技术等）的价值。③采用现行价和市盈率两种方法，合理反映企业资产的真实价值。华丰公司在资产评估时提议由国家批准的珠海市资产评估机构进行评估，参与评估的会计师事务所、律师事务所、公证机构都是珠海市的，确保评估工作公正、合理、顺利进行。

第二，慎重选择产权交易的外资受让方。中国企业产权转让是一项严肃的法律行为，

转让企业的产权不仅仅为了获得企业改造资金,更重要的是为了转换国有企业的经营机制,关系到国有企业改制的长远大计。因此,国有企业在转让股权时,要公开发布信息,多方接触外商企业,选择资产实力强、信誉好、管理经验丰富的外资法人,切忌饥不择食,盲目而行。为避免选择上的失误,国有企业的产权出让方应通过多方渠道详尽掌握产权受让方的外资法人资信情况。华丰公司为选择好外商,曾对接触到的外商做了大量的调查工作,以致与中策公司的谈判进展得十分顺利。

第三,确保外商收购股权的资金按期到位。股权收购资金能否按期全部到位是企业股权转让是否成功的重要标志。国有企业转让股权要依照法律和合同进行,明确规定外资受让方收购股权资金的支付方式(最好以现金方式支付)、到位期限(全部资金到位不超过三个月)。谨防外商玩“收购游戏”,只有口头承诺,而无实际行动;或者只付少量定金,拖延付款期限。国有企业作为产权出让方,一旦发现外资方缺乏收购诚意或不具备收购能力,要及时终止股权转让合同,以免造成国有资产的损失。中策公司在合同规定的期限内做到了收购51%股权的2.5多亿人民币全部投入华丰公司,同时另外提供2.5亿元人民币低息贷款给平沙管理区,支持该区新项目建设。

第四,妥善处理好中外股东在企业管理权限上的问题。国有企业一旦完成股权向外资法人转让过程,企业的性质自然转变为“混合”股份制,根据国际惯例,企业管理体制采取董事会领导下的总经理负责制,企业经营决策权取决于股东的股份多少。对于外资法人控股的企业,日常经营管理应以外方为主,但涉及重大决策事务,要实行“安理会原则”——董事会成员一致通过(全票)方可生效,以此保证中方利益不致于受到损害。中策公司收购华丰公司后,对原董事会进行重新组建,新的董事会由11人组成,外方6人,中方5人,董事长由中策公司方担任。华丰公司原有的中层管理干部一律续聘。

第五,妥善解决好收购企业职工工作和福利待遇问题。企业被外商收购后,为了提高企业的管理效率、降低劳动成本,自然要裁减多余的职工,调整在职、退休职工的福利待遇,这些问题外理不当会直接影响企业经营和社会安定。广州市为解决企业收购带来的后遗症问题,拨出一笔数亿元的资金,对企业收购后的下岗职工实行一次性集中付费的“买断”办法,企业不再负担下岗职工的工作、福利待遇,这也是一个解决办法。华丰公司的解决办法是公司不裁员,职工原有的医疗保险、养老保险待遇不变,原来以优惠价向职工提供商品房的做法不变。同时,中策公司方面还承诺(已部分兑现),在控股华丰公司后的当年将职工工资提高20%,次所再提高20%,两次为员工加薪约人均700元,到时华丰公司职工月平均工资收入为2500元左右。

4. 股权出让的实践意义

“华丰”向海外企业转让股权的成功做法,就现在看来在实践上至少有以下几点创新与贡献:

第一,为彻底转换企业经营机制找到了新的思路和方式。长期以来,为搞活国有企业,我国从放权让利、利改税到承包经营责任制,乃至《公司法》出台前推行有不太规范化的股份制,进行了一系列的积极探索和改革,但困扰国有企业发展的企业产权分化、政府包袱达重、国有资产流失严重等深层次问题一直难以从根本上解决。政府有关部门和

经济理论界一致认为只有推行股份制，通过股东多元化、分散化这一途径才能有利于这一问题的解决。但是，就我国已实行的股份制企业来看多数没有起到这种作用。问题在于股份公司的多元股东仍是社会上不同地区（行业）的公有制性质的法人企业，这些股东本身并不具有自我约束的资产经营机制，也就谈不上对投入股份公司的资本的保值和增值负责。

股权国际化则有利于解决这个问题。向外出让股权后的股份公司内部是中外法人相互持股的产权关系，中外股东之间做到相互影响、互相制约和相互促进，作为控股的外资方对企业的生存与发展拥有直接的经济责任和利益。可见，产权国际化的企业不仅摆脱了行政机关的直接控制，而且强化了企业资产的自我约束机制，彻底地转换了国有企业的经营机制，创造了企业体制上的新优势。

第二，突破了利用外资的局限性。对外开放初期我国引进外资的主要方式是兴办“三资”企业和“三来一补”企业，后来通过海外金融债券和外国贷款来利用外资，而忽视了国内企业产权作为一种特殊的商品进入产权市场交易，向境外开放来获取外资。

其实，通过产权转让利用外资，在某种程度上作用更大，引进资金到是其次，更为重要的是通过企业产权市场向境外开放，使得长期沉淀的产权资源有了重新配置的机会，有助于从根本上转换国有企业的经营机制，塑造更多真正意义上的市场法人主体。

“华丰”向外方转让51%的股权，不仅仅是获得3000万美元的股权收入，而且获得了2000万美元的低息贷款和外方另外注入4亿多元扩建改造“华丰”的大笔资金（总共约有9亿元资金投入平沙管理区）。由此可见，企业股权国际转让是一种更高层次上扩大对外开放，是一种更有吸引力的利用外资，是一种更深度地利用外资的新方式。

第三，为企业国际化经营提供了新的契机。随着中国“复关”（GATT）日期在即，并将争取成为世界贸易组织（WTO）创始成员国，国内加入国际经济发展潮流已是大势所趋。股权国际化作为生产要素一种新的流动形式，实现了企业经营与国际市场的接轨，为企业今后发展在更深层次、更大领域中配置资源创造了条件。

国内企业向外商出让股权只是产权国际化的一个层面，而企业进入国际投资市场进行投资入股、股权收购和企业兼并才是产权国际化的高层次体现。“华丰”今日被外资收购股权，获得了重新发展的力量，明日“华丰”走向国际投资市场收购外国企业股权方是更上一层楼的新目标。

第七篇

房 地 产 投 资

第一章 房地产概论

第一节 房地产与房地产业

一、地产

1. 地产的概念

地产是在一定土地所有制关系下作为财产的土地，它是在法律上有明确的权属关系，并能给所有者和经营者带来经济利益的建设用地。

地产和土地是两个既相联系又相区别的概念。土地是由地球表面上空一定高度和地球表面及地下一定深度的岩石、土壤、矿藏、水域、植被、空气等构成的物质整体。就性质来说，土地是自然物，而且是不依赖于人类而存在的客观自然物，因此，土地是一个国家最宝贵自然资源和基本的生产要素。地产是指土地财产，不仅有实物形态，还存在经济形态，即土地的货币表现。因此，地产是在一定所有制关系下作为财产的土地。地产的概念是由土地的概念衍生出来，是一个经济的和法学的概念。地产最重要的特征是其商品性，具有使用价值和价值，像其他商品一样，可以用来相互交换，只不过这种交换限于使用权和经营权的交换，也可能是所有权的交换。地产从本质上看是一个经济的和法律的概念，但又离不开土地的自然属性基础。

2. 地产的特征

地产属于某个集团或国家所有的作为资产的土地，是一种商品化、资本化的土地，与其他商品和资产相比较，有其自然特征和经济特征。

(1) 地产的自然特征。

地产的自然特征是土地所固有的、与人类对土地的利用与否没有必然联系的特性，主要表现在以下几个方面：

①位置的固定性。土地的空间位置是固定的，不能移动的。正是这个原因，很多国家和地区把地产称为不动产。地产作为权利的转移，必须由法律设定，即地产使用权的转移，必须依法订立书面合同，并在房地产主管机关登记，方能产生法律效力。地产的固定性特征，会影响到利用不同地块从事经营的成本和收益，从而对不同地块需求价格造成很大差异；地产的固定性，也决定了对土地投资建设和开发经营必须符合当地市场发展的整体规划，符合城市的区域功能，因而地产经营比其他商品经营要更多地受当地政府的属地管理。

②质量的差异性。地产不仅在立体结构方面，而且在平面地理位置都有很大的差异性。这要求人们因地制宜地合理利用各类土地资源，确定土地利用的合理结构和方式，以取得土地利用的最佳综合效益。

③面积的有限性。土地是地球陆地的部分，而地球是自然历史形成的，其面积具有不可再生性，因此，土地资源的数量是有限的。虽然从社会生产力的角度看，随着社会生产力的发展和科技进步，人类对土地利用程度的提高，意味着相对地增加了土地的供给，但其土地的绝对面积是不可再生的，这要求人们必须节约地、集约地利用土地资源

④功能的永久性。土地作为一种资源，功能是永久的，不像其他资源，功能只是暂时的或阶段性的。地产功能的永久性为人类合理利用土地和保护土地提出了客观要求和可能。

（2）地产的经济特征。

地产的经济特征是人类对土地进行利用过程中产生的，在人类诞生以前，这些特征并不存在。地产的经济特征主要表现在以下几个方面：

①地产供给的稀缺性。由于土地面积具有不可再生性，随着社会对土地需求越来越大，地产的供给出现相对稀缺。现代社会虽然越来越多的人工合成材料正在取代稀缺的自然资源被用作加工的原材料，然而，既可作为劳动对象，又可作为劳动资料的土地，其作用是难以替代的。随着社会经济的发展和人口的增长，土地会更加稀缺，地产也会更加昂贵，这为土地所有权的垄断和地产经营权的垄断提供了基本前提。

②地产价值的巨大性。由于土地从开发、建设到转让、租赁、抵押，其成本价值之高是一般商品所不能比的，因此，地产的价值和价格一般很高。这也是地产增值快的原因之一。从各地土地使用权的出让、转让、出租情况看，真可谓是“寸土寸金”。

③地产报酬递减的可能性。随着人们对土地的不断开发利用，地产报酬可能出现递减，这要求人们在对土地增加投入时，必须在一定技术经济条件下，寻求适当的投资结构，不断改进技术，以提高土地的利用效果。

④地产利用后果的社会性。土地利用后果具有社会性，这要求任何国家以社会代表的身份，对全部土地进行宏观管理、监督和调控。

总之，地产是一种特殊商品，它的特殊性构成了一种持久而强有力的诱惑力，使人们对地产经营产生了浓厚的兴趣。

3. 地产的分类

（1）地产按权属不同分类。

地产按权属不同可分为国有土地和集体所有土地两类。我国宪法规定：城市市区的土地属于国家所有，农村和城市郊区的土地除法律规定属于国家所有的，属于集体所有。农村宅基地、自留地、自留山属集体所有。集体土地的所有权受国家保护，但集体土地所有权的行使权限是有一定限制的，必须限定在法律所规定的范围内，任何单位不得借口行使所有权而损害社会公共利益，如不得破坏风景、名胜古迹、自然环境等，也不得损害友邻。单位和公民的合法权益。

(2) 地产按用途分类。

地产按用途可分为生产经营性用地和非生产经营性用地两大类。生产经营用地是指生产经营性建设用地，如建造各种工业生产用厂房、商业经营用房等的用地。非生产经营性用地是指用于建造职工住宅、公用事业、文化、卫生、保健、科研实验等方面的房屋建筑物的用地。

(3) 地产按产业结构分类。

按产业结构，城市用地大体可分为以下几类：

①工业用地。指工业企业（包括轻、重工业和手工业等）所占用的一切城市土地，包括工厂的建筑物、附属设施、生产资料及产品储存场地，与工业联系密切，又不能单独分出去交通运构筑物、厂区绿化等用地。它是城市中主要生产用地。

②商业用地。指为了商业目的而占用的城市土地，包括各种商店、银行、仓储、饮食服务、旅游、市场等用地。商业用地在城市经济中具有很重要的作用，它是货物集散地，是交换和消费的联结点，也是城市土地利用中经济效益最高的土地类型。

③公用事业及市政用地。指教育、文化、卫生、通讯事业及市政设施等占用的城市土地，如学校、医院、幼儿园、防疫站、电信局、展览馆、体育馆、游乐场以及各种行政机构、社会团体办公建筑，给排水设施等的用地。

④居住用地。指一切城市居民住宅所占有的城市土地以及住宅建筑周围所必须保留的一定面积的土地。居住用地是城市中的一类主要用地。

⑤道路用地。指城市各类道路占用的土地，包括铁路、公路、地铁、城市街道等所有的土地。随着城市人口增加和经济的繁荣，城市道路在城市生产生活中的地位越来越重要，城市道路用地对发展城市经济有着重要的作用。

⑥绿化用地。指为了改善城市生态环境、调节气候、改变城市面貌，提供休息、游览场所而占用的土地。包括绿化带、公园、植物园、苗圃、街心花园等等。扩大城市绿化面积，对于保护环境、改善城市面貌有着重要的作用。

⑦军事用地。指驻市军事单位所占用的城市土地。包括军事首脑机关、营区、军队医院、军事设施等所占用的土地。

⑧郊区用地。指城市郊区用于农业的土地。主要用于种植蔬菜、瓜果、饲养家禽家畜等，为城市提供副食品。从城市发展的角度来认识，此类土地是后备城市土地，是市地扩张的对象。

二、房产

1. 房产的概念

房产是指法律上明确了权属关系的房屋财产,是通过开发建设等社会经济活动而产生以至形成使用价值和价值的商品,并能不同所有者和使用者之间进行流通,经过使用价值的交换,使价值得以实现的不动产。

房产和房屋是两个既相联系、又有区别的概念。房屋是具体事物的名称,是指有墙、顶、门、窗,供人们居住和其他用途的建筑物。房产则是一个法律的和经济的概念,它不仅指房屋,而且还有产权、财产、资产等法律、经济权属的含义,所以房产的概念可以从实物形态和经济形态两个方面来理解。从实物形态上,房产是各种明确了权属关系的房屋及相连带的建筑物、构造物。从经济形态上,房产是建筑业的劳动产品,不仅具有满足人们生产和生活需要的使用价值,而且还具有价值。因此,在商品经济条件下,房产表现为一定的货币价值,是不同所有者的重要资产。

2. 房产的特征

房产是一种特殊的财产,具有不同于其他财产的特殊属性,主要表现为以下几方面:

固定性。房屋建造在土地上,并与土地联系成一体,由于土地是不可移动的,房屋一经建造,直到它消失,长久地固定在它所处的地理位置上不能移动。这是房产区别于其他流通中商品的一个重要特征,正是因为这一特征,使房产成为不动产。

单件性。由于每幢房屋所处的地理位置和用途不同,房屋不像其他普通商品那样可用同样的设计、同样的材料、同样的加工生产外型进行成批生产。房屋通常是按照单件组织设计和施工的,即使是同样的设计、同样的材料、同样的施工方法,由于地理位置不同,也存在差别。单件性是它区别于其他一般商品的又一物理特征。

不可替代性。房屋是人类生活和从事社会活动最基本的物质条件,在现实生活中,不可能找到充分替代房屋功能和作用的类似产品。

使用的长期性。房屋一经建造,使用期限长,其寿命期限可达数十年甚至上百,与一般商品比较,发挥效用的时间长。由于房产使用期限长,在建造时要特别注重质量,在使用中要加强维护修缮,以保持房产的使用功能。

3. 房产的分类

(1) 房产按产权性质分类。

在我国,房产按产权性质可划分为国有房产、集体所有房产、私有房产、共有房产、涉外房产和其他房产等几类。

国有房产是属于全民所有的房产,由国家按照统一领导、分级管理的原则,授权国家机关、国有企业和事业单位管理的房产,是目前我国城镇房产的主要形式。

集体所有房产是产权属于劳动群众集体组织所有的房产,集体组织依法享有所有、占有、使用、处分的权利。

私有房产是我国公民个人所有的房产。它受国家法律保护,产权人依法享有占有、使

用、处分的权利。

共有房产是由不同所有制组织采取共同购房、建房或其他形式取得的房产，包括合资购买或合伙投资建造的房产和有限产权的房产两种形式。

涉外房产是外国公民、外资企业、合资企业以及港、澳、台同胞和国内拥有的房产，包括私人住宅和公寓、外资企业和机构生产经营和办公用房。

其他房产是指少量特殊情况的房产，如宗教房产、宗族房产、会馆房产和代管房产等。

(2) 房产按用途分类。

房产按用途可分为住宅房屋和非住宅房屋两大类。

住宅房屋是人们日常生活居住用房，是人们从事社会、经济、政治、文化活动最基本的物质条件之一。现代城市中，住宅用房占城市房屋的很大比重。

非住宅房屋是指除住宅房屋以外用于生产经营等方面的房屋。包括：①生产用房。指物质生产部门作为基本生产要素使用的房屋：如工业、交通运输业、建筑业等生产活动中使用的厂房、仓库、实验室、办公室等。②营业用房。指商店、银行、邮电、旅馆、饭店及其他经营服务等第三产业使用的房屋。③行政用房。指党政机关、工、青、团、妇、民主党派等办公用房和辅助用房。④其他专业用房。指文化、教育、科技、卫生、体育用房、外国驻华机构用房及宗教用房。

三、房地产业

1. 房地产业的概念

房地产是房产和地产的总称。由于房屋与土地有着不可分割的联系，无论何类房屋都是土地的附着物，因此，通常房产和地产合称房地产，把经营房产和地产业务的行业合称为房地产业。

房地产业是从事房地产开发、经营、管理和服务的行业。房地产业是国民经济的重要支柱产业，具有从事开发、经营和服务的职能，根据1985年5月国务院办公厅转发国家统计局《关于建立第三产业统计的报告》，房地产业被划入第三产业第二层次。

房地产业在我国是一门新兴产业，它与建筑业是既相联系，又相区别的两种不同行业。虽然从他们经营的物质对象看，都包括房屋等建筑产品，但从行业职能和经营方式上，它们有着本质的区别。建筑业是完全的物质生产部门，从事各类房屋建筑物的建造、改造和各种设备的安装工作，其基本职能是为生产、流通、管理单位和广大居民提供各种各样的房屋建筑物。而房地产业则是组织房地产开发、为房地产流通和消费提供服务性的产业部门，具有开发、经营、服务多种功能。其基本职能是根据城市规划要求，组织对零星和成片土地开发和基础设施的建设，为房屋建筑提供合适的建筑地段；根据生产需要组织对房屋的开发、建设，并采取出售、租赁、信托等多种经营方式，为房地产流通服务；同时，还为房屋的消费、装饰等服务。房地产业与建筑业虽属于两个不同的产业部门，它们的职能和经营方式也存在本质差别，但两个部门之间有着密切的联系，它们的作

用对象都是不动产,在日常生产中,房地产业和建筑业往往形成承包的协作关系。

2. 房地产业的地位与作用

房地产业作为经济发展的先导性产业,在国民经济中占有重要的地位,起着十分重要的作用。

(1) 房地产业是国民经济的重要支柱产业之一。

房地产业是国民经济的支柱性产业,一方面,房地产是国民经济财富的主要组成部分,房地产价值往往占有一国国民经济总值的极大比例。如美国的不动产价值占其总财富的 $\frac{3}{4}$ 。据1993年2月的统计,20世纪70年代以来,世界各国每年用于建房屋的投资一般占国民生产总值的6—10%,房地产业的产值占国民生产总值的20%以上。所形成的固定资产占当年形成固定资产总值的50%左右。新中国成立以来,房地产业已在我国形成了强大的物质基础,根据我国第一次全国城镇房屋普查,全国城镇房屋面积46.76亿平方米,产值达7000亿元。建国40多年来,建筑业(含房地产业)共创造总值20622亿元,净产值5361亿元。另一方面,房地产业是国家财政收入的重要来源。凡是市场经济发达的国家和地区,房地产业的收入十分可观,据统计,香港政府每年出租土地收入占当年财政收入比重高达10—20%,有的年份高达37%。美国课于房地产的税收1960年120亿美元,1971年高达6950亿美元。我国房地产业兴起不久,但收益也相当可观,如广东,至1992年第一季度,土地出让金总收入达18亿元人民币。

(2) 房地产业的发展,是城市经济发展的基础和条件。

城市经济的特征,是集中了各种不同的经济活动。生产和流通领域的经济活动都必须以房地产为基本的生产资料。房地产业不但为城建、工商、服务业等从事生产经营活动提供基本的物质资料,还为城市居民提供必要的生活资料。从房地产业为城市组织生产和流通等经济活动提供物质基础来看,房地产业的发展是城市经济发展的基础和前提条件。

(3) 房地产业的发展,能带动相关行业的发展。

近几年来,我国房地产业的振兴和发展,带动了很多相关行业的发展。首先,房地产业的发展带动了建筑业的发展,因为房地产业的发展需要建筑业的发展为它提供生产手段和劳动力。其次,房地产业的发展,推动了建材业的发展,建材业为房屋建设提供各种材料,房地产业的发展形成了建筑材料的广阔市场,为建材业的发展提供了强大的推动力。再次,房地产业的发展促进了交通运输、通讯邮电、商业服务、金融保险等行业的发展,因为房地产业能为这些部门提供充分的活动场所。

(4) 房地产业的发展,有利于调整消费结构,提高城市居民居住水平。

我国消费水平畸形发展,在人们衣、食、住、行中,衣、食消费水平较高,而居住水平偏低,随着经济的发展,人们对住房的数量和质量要求日益提高。大力发展房地产业,为人们提供良好的生活、学习环境、优美的文化娱乐场所,有利于调整人们的消费结构,改善和提高城市居民的居住水平。

第二节 房地产经营管理

一、房地产经营的概念

经营是市场经济的一个范畴,是商品生产者以市场为对象,以商品生产和商品交换为手段,为实现其目标,使企业生产技术经济活动与企业外部环境达成动态均衡的一系列有组织的活动。

房地产经营是房地产经营者为实现房地产的使用价值和价值而进行的一系列有组织经济活动。城市房地产经营的主体是各种所有制形式的房地产综合开发公司、房地产经营公司、房地产联营公司以及房地产部门所属的房屋修缮公司。

房地产经营包括地产经营、房产经营、服务经营和房地产的综合开发经营。

地产经营是以城市土地使用权为对象的出让、转让、抵押等产权经营和以城市土地为劳动对象进行的“三通一平”、“七通一平”,把“生地”变“熟地”的开发经营。

房产经营是房产经营者以房产为对象,根据国家政策要求以及自身技术经济条件和外部环境,经营房屋开发和房屋流通,并取得一定经济效益的经济活动。房产经营是一种经营内容广泛,形式多样,有偿性和服务性并存的经营活动。

服务经营是指房地产业在开发建设和经营过程中以及对房地产的使用过程中提供的一系列经营性服务性活动。如对房地产开发进行的投资咨询、价值评估、拆迁安置服务;使用过程提供的房屋互换、装饰、修缮服务等。

房地产综合开发经营是根据城市总体规划,选择一定区域内的建设用地,对地下设施和地上建筑物进行统一规划、配套建设的一种开发经营方式。综合开发必须遵循“统一规划、合理布局、综合开发、配套建设”的工作方针。综合开发经营,对于加速实现城市总体规划,加快改善城市面貌,促进生产建设协调发展,缩短建设周期,提高经济效益和社会效益具有十分重要的作用。

二、房地产经营的作用

1. 房地产经营有利于建立和完善社会主义市场体系

建立社会主义市场经济体制,要求培育和完善市场体系。完善的市场体系不仅包括消费品和生产资料等商品市场,还应包括资金、技术、信息和房地产等生产要素市场。

房地产市场是社会统一市场体系中不可分割的重要组成部分。它不仅是生产要素市场,也是消费资料市场。房地产经营是社会主义市场经济和完善市场体系的必然要求。

2. 房地产经营有利于房地产商品价值的实现

过去,我国房地产的商品属性没有得到充分体现,房地产只作为一般社会物质资料,在社会各部门之间进行分配。土地使用权经国家有权机关批准实行无偿划拨、无限期使用,房产由国家投资建造,实行低租金的分配制。房地产的商品价值没有得到充分体现。房地产实行商品经营,通过房地产市场组织房地产商品流通,通过交换实现房地产商品价值,一改过去那种只有投入没有产出的局面,使房地产投入、产出实现良性循环,也使得房地产商品价值得以充分实现。

3. 房地产经营有利于促进产业结构的调整

在我国国民经济产业结构中,第三产业的比重与国民经济的发展仍不相适应,发展第三产业仍是我国加快现代化建设的重要对策。近几年来,我国第三产业虽有了较快的发展,但与第一、二产业相比,仍不相协调,第三产业产值只占国民生产总值 27% 左右,从业人数不足就业人数的 20%。而发达国家第三产业总值占国民生产总值的 60% 左右,发展中国家也达到 40% 左右。发展第三产业,房地产业应处在优先发展的地位,因为房地产业属于第三产业,又是基础产业,具有较强的投资导向性,房地产实行经营制,既能推动房地产业本身的发展,也能带动很多相关行业的发展,增大第三产业在国民经济中的比重,促进产业结构的调整。

4. 房地产经营有利于发展社会主义市场经济,增加财政收入

社会主义市场经济要求各生产要素能按照市场经济的原则,实现生产、交换、分配、消费的良性循环。但旧的房地产体制与市场经济的发展是相矛盾的,城市土地无偿使用,住宅由国家统包实行低租福利制,致使 17 000 多亿元的城市房地产这一生产基本要素成为一大笔死钱,有去无回,不能实现资金的良性循环,必然阻碍社会经济的正常发展。房地产走向经营,既改变了土地使用中的不合理现象,实现房地产投资的良性循环,又理顺了国家、企业、个人三者之间的利益关系,促进了商品经济的发展;同时,由于房地产商品价值大,附加值高,需求量大,市场广阔,又可为国家提供巨大的积累,增加财政收入。

三、房地产经营思想和经营目标

1. 房地产经营思想

经营思想是经营者从事生产经营活动,解决经营问题的指导思想,即经营者对经营过程中发生各种关系的认识和态度总和。

经营思想受所处的社会经济制度决定,同时,也受经营者的学识水平、实践经验、思想方法和工作作风的影响。社会主义市场经济条件下,房地产经营者应具备下述正确的经营思想:

(1) 市场观念。市场观念是企业经营思想的中心,树立市场观念,应当把用户需求和利益放在第一位,为顾客提供最适宜的房地产商品和最佳服务,不断开拓市场,促进房地产开发和交易的发展。树立市场观念既要重视国内市场,又要勇于开拓国际市场。

(2) 价值观念。价值观念是讲求全面效益的经营思想。它要求房地产经营者不能单纯地追求产量,必须重视经济效益的提高,用尽可能少的劳动消耗与劳动占用,取得较大的经济效益。它还要求企业在追求自身经济效益的同时,重视社会效益,达到企业微观、用户和社会宏观经济效益的统一。

(3) 竞争观念。竞争是相互促进、争先进、求发展的经营思想。竞争不仅是商品生产者必须采用的重要手段,也是调动积极因素的变革力量。树立竞争观念,把企业置身于竞争的环境之中,才能充分利用自身技术、人才优势,发挥经营者的主动性和创造性。

(4) 人才观念。人是企业经营的主体,是企业最宝贵的资源。当今企业经营的竞争,既是经济实力的竞争,也是技术知识的竞争,归根到底是人才的竞争。只有树立正确的人才观念,重视研究人的行为要素,调查和满足人的需要,协调好个人与企业之间的关系,加速人才培养,不断提高人员素质,才能使企业经营永远处于不败之地。

2. 经营目标

房地产经营目标是房地产经营活动在一定时期内预期达到的成果。房地产经营企业,不论其规模大小,属于何种所有制,其经营活动都要围绕一定目标来进行。

房地产经营企业在不同时期虽有不同的经营目标,但其经营目标的基本内容大体包括以下几个方面:

贡献目标。指为社会做贡献的目标,包括提供房屋数量、服务范围及服务项目等。

市场目标。包括对市场的占有率和房屋的销售额等。

利润目标。包括企业实现的利润额和利润率等

发展目标。包括盈利增长,企业适应能力、竞争能力的提高,人才和智力的开发,经营者素质的提高等。

房地产经营目标,按其重要性,可分为经营战略目标和经营战术目标。

战略目标是房地产经营企业在一定时期内经营活动的方向和所要达到的水平。包括表明企业发展水平的成长目标;表明企业经营状况安全程度的稳定性目标;表明企业竞争能力和企业形象的竞争性目标。

战术目标是战略目标的具体化,是围绕总体战略目标制订的具体目标,战术目标具有实现期限短、目标数量多的特点。如企业制订的定价目标、成本目标、质量目标、利润目标等。

经营目标的制订,应保证经营活动所取得的经济效益达到理想水平,同时也有利于充分调动所有经营人员的积极性和创造性。为此,经营目标的制订,应遵循关键性、可行性、定量化、灵活性和激励性原则,即制订的经营总体目标必须突出经营成败的重要问题和关键问题;制订的目标保证能如期实现;制订的目标应定量化,具有可衡量性,以便检查评比其实现程度;还应根据客观条件变化,改变不切时宜地经营目标,使经营目标具有激发全体员工积极性的强大力量。

四、房地产管理

1. 房地产管理的概念

房地产管理是为了实现一定的房地产经营目标,对房地产开发经营活动所进行的组织、指挥、协调、监督和控制等一系列活动。

房地产经济活动是经营过程和管理过程的统一,两者互相依存、互相渗透,既有密切联系,又有区别。经营是有预测、有目标的经济活动,而管理是对经营活动进行的组织、指挥、协调、监督和控制活动。经营是管理的基础,管理是从经营中分离出来的职能。社会化生产的程度越高,分工和协作愈细,管理也就越重要。管理从经营中分离出来以后,就有了相对的独立性,它既服务于经营,又指导经营,通过管理把经营过程组织起来,使经营活动有规律、有秩序地进行,以达到最少的劳动消耗,取得最大的经济效益。

随着房地产业发展的不断扩大,对整个社会生产、交换、分配、消费产生的影响日益扩大,客观上要求对房地产业加强管理,既从宏观上协调房地产业与国民经济其他部门之间的关系,又从微观上协调房地产业内部之间的相互关系及企业的经济活动,更好地发挥房地产业在国民经济中的作用。

2. 房地产管理的内容

房地产管理是对房地产开发和经营的经济活动进行的管理,从管理范围上,可划分为宏观管理和微观管理两个层次。

宏观管理是以国家为主体,由政府的行政主管机关,依照国家有关法律、法规和政策,对房地产业各方面的经济活动实施的全局性、综合性的系统管理行为。其管理具有地位重要、范围宽广、影响面大、区域性强的特征。

由政府部门进行的宏观管理包括两个方面:房地产开发管理和房地产市场管理。

房地产开发管理是国家对房地产开发过程中的经济活动进行的管理与政策指导,以使房地产开发建设符合城市规划要求,符合产业政策要求,以利于土地资源的合理配置。其内容包括:一是土地使用管理,即对土地的用途、使用期限、使用费用进行的管理。二是开发规划管理,即房地产开发必须符合国民经济与社会发展长远规划、区域规划及城市发展规划。三是标准管理,即对房屋建筑高度、建筑密度、建筑型式等进行的管理。

房地产市场管理是国家对房地产流通活动进行的指导、监督,以维护市场秩序,保护合法的市场活动。其内容包括:一是产权、产籍管理,即对城镇各类房屋产权和土地使用权进行的确认和变动管理,以保障和监督产权的合法行使。二是房地产交易管理,即对房地产交易进行的指导和监督,目的在于依法保护房地产的所有权,维护交易双方的合法权益。

微观管理是房地产经营企业对企业生产经营活动进行的计划、组织、指挥、控制和调节。房地产企业管理的目的在于组织、指挥、协调经营活动中的人力、物力、财力各项要素,达到合理运用,以取得最大的效果。房地产企业管理的内容很多,包括计划管理、产业管理、物业管理、劳动管理、物资设备管理、财务管理等。

3. 房地产管理的方法

(1) 经济方法。经济方法是运用价值规律和其他客观经济规律在房地产经济中发挥作用,来指导调节房地产经济活动的方法。经济方法是房地产经营管理的主要方法,也是基本的方法。它是通过制订经济政策,提供经济信息和预测,运用经济杠杆,利用物质利益来引导、调节房地产经济活动的。它具有客观性、灵活性、广泛性的特点。随着我国市场经济体制逐步完善,经济方法在房地产管理中运用越来越广泛,越来越重要。但经济方法也有一定局限性,它只能限制在经济活动存在的范围

(2) 行政方法。行政方法是凭上下级领导关系和管理权限的大小,通过行政命令的形式自上而下进行管理的一种方法。行政方法具有权威性、垂直性和强制性的特点。它是通过国家行政机关发布各种决定、指示、条例、法规和规章,并通过各级房地产行政管理机关逐级下达、贯彻和执行,以达到对房地产经营活动进行直接的组织、指挥、监督和制约。由于行政方法是以下级必须服从为前提的,因此可以在短时间内对全局和局部的一些紧迫问题和特殊问题迅速加以解决。但行政方法使用的效果,直接与上级决策者对客观规律的认识、驾驭能力以及决策者的洞察力、反应能力和个人素质密切相关,如果把握不当,容易造成官僚主义和长官意志。行政方法管理失误,造成的损失往往巨大。

(3) 法律方法。法律方法是依据一定的立法程序,将房地产经济各方面的运行发展规律和准则加以固定,并通过司法、执法活动对房地产经济活动进行调节、监督的方法。法律方法具有严肃性、稳定性和适用期长的特点。法律方法一方面是一种直接的管理手段,另一方面也是行政手段和经济手段管理的准绳和依据。房地产管理中通过经济和行政方法不能解决的问题,最终都由法律来解决。

经济、行政和法律的方法三者是相辅相成的,必须结合起来加以运用,才能收到良好的管理效果。

第三节 房地产经营体制和经营方式

一、房地产经营的形式

建国以来,我国房地产的所有制结构,经历了由多种所有制经济成分并存向单一的全民所有制经济过渡,再由单一的全民所有制经济向多种所有制经济成分并存的发展过程。改革开放以来,房地产经营在促进国有经济和集体经济发展的同时,鼓励个体、私营、外资经济发展,房地产经营开创了多种经济形式的新局面。

1. 国有企业经营

国有企业经营是指在房地产公有制的基础上,房地产生产经营资料归全体劳动人民共

同所有的一种经济形式。目前,我国城镇房屋大部分是公有房,公产房中分为直管房屋(房管部门直接代政府管理的房屋)和自管房屋(各部门、企事业单位自行管理的房屋)。各城市房管部门本着政企分开原则,组建了房地产经营公司、房地产开发公司、房地产信托公司等房地产开发经营企业,负责直管房的经租、维修和管理;新城区的开发、老城区改造、商品房出售以及接受单位委托代理经租、维修和管理房产。此外,还有由城市政府其他主管部门或工商企业、金融业等组建的房地产开发经营公司,除为本部门、本企业职工住房服务外,也兼营社会上商品房的开发与出售。这些国有经营企业经营范围广泛,资金实力较雄厚,实行独立核算、自负盈亏,是城市房地产经营的主导力量。

2. 集体经营

集体所有制是社会主义公有制形式之一。集体所有制的房地产经营是房地产生产资料归某一集体劳动人民共同所有的经济形式。它是由劳动群众在自愿互利的基础上,自愿结合,共同筹资,根据经营管理需要,按照一定的组织形式组织起来的,实行独立核算、自负盈亏的经营组织,是城市房地产经营的重要组成部分。

集体经营自改革开放以来发展很快。目前比较活跃的有集体房地产开发公司、住宅合作社等。它有较雄厚的经济实力和灵活的组织形式,有国有房地产企业无法替代的优越性和灵活性,是极有发展前途又切合实际的房地产经济成分。

3. 私有经营

私有房地产是指社会主义社会中私人建造和经营管理的房地产。房地产私有经营是社会主义初级阶段,由生产力水平决定的多种经济成分并存而存在的一种经济形式。私有经营主要有以下几种形式:①私人房屋出租和出售。主要是指近几年来私人自己建房出租和出售;也有一些先富起来的个人,购买住房待价而沽,用于出租和出售;②城市私房改造后保留下来的那部分私人出租经营的房产;③由国家代管的侨胞和侨资企业、银行所有的私人房产。

4. 国内合资合作经营

合资经营房地产是一种新的形式,属于共同所有制经济,其特点是把资金合在一起,成立一个企业,共同经营、共分利润、共担亏损。这种形式的出现是改革、开放、搞活的经果。国内合资经营主要有三种形式;一是吸收私人入股的公私合营的股份制房地产经营;二是国家与集体合股的房地产经营;三是集体与个人合股的房地产经营。

合作经营也是目前共同开发房地产的一种形式,它即可以成立一个独立的企业,也可以不成立一个独立的企业,由各方在经营房地产时相互提供便利条件进行合作。

5. 外资经营

引进外国资本开发房地产是我国房地产业的一个重要方面。改革开放以来,我国引进外资开发、经营房地产已有了长足的发展。外资经营形式也有中外合资经营和外商独资经营两种。

中外合资经营是在平等互利的原则下,以国有土地资本化为基础,与外商共同投资、共同经营和共负盈亏,进行各类房屋建造、经营和管理活动。

外商独资经营是我方提供土地,得到土地使用费,其余全部由外商经营,即外商得到

土地使用权后,房屋的设计、施工、验收、出售和出租、经营管理都由他们承担。

二、房地产经营方式

1. 房地产开发方式

房地产开发主要有独自开发、委托开发和分包开发三种方式。

独自开发是房地产开发公司自己组织力量,自己负责工程项目的可行性研究,征地拆迁,直到土地开发、房屋建成的全部过程的一种开发经营方式。

委托开发是房地产开发公司接受房屋用户或投资单位委托,根据已划的征地红线,进行规划设计,拆迁安置,组织施工,直到建成交付委托单位的一种开发经营方式。开发公司则按规定收取开发管理费用或承包费。

分包开发是房地产开发公司接受某一项开发工程后,根据公司自身能力和工程项目的性质、工程量的大小,将该工程分包给有关专业工程公司开发建设的一种经营方式。

2. 地产经营方式

城市地产经营主要有土地使用权的出让与转让、土地使用权的出租与抵押等方式。

土地出让是国家将国有土地使用权在一定年限内让与土地使用者,由土地使用者向国家支付土地使用权出让金的行为。依据《中华人民共和国城市房地产管理法》的规定,土地使用权出让,必须符合土地利用总体规划、城市规划和年度建设用地计划,由市、县人民政府有计划有步骤地进行。土地使用权的出让可以采取拍卖、招标或者双方协议等方式。

土地使用权转让是专门从事土地开发的房地产开发公司,依照规划对土地进行投资开发,然后转让给城市其他用地单位使用以收回土地开发投资的行为。土地转让有两种方式:一是土地开发公司受政府委托对新增土地进行统一开发和对旧城区土地进行再开发,然后向城市用地单位转让。二是土地开发公司取得成片土地使用权后进行综合开发建设,平整场地,建设给排水、供电、供热、道路交通、通讯等公用设施,形成工业用地和其他建设用地条件,然后向其他单位转让。

土地使用出租是土地使用者作为土地出租人将土地使用权随同地上建筑物、其他附着物租赁给承租人使用,由承租人向出租人支付租金的行为。出租的土地必须具备两个基本条件:一是通过合法程序取得土地使用权的土地;二是按土地使用权出让合同规定的期限和条件投资开发、利用的土地。

土地使用权抵押是指以土地使用权作为抵押物的一种抵押方式。土地使用权既可用于信贷抵押,也可用于债务抵押。

3. 房产经营方式

现阶段城市房产经营主要有房屋出售与出租两种方式,此外,还有信托、抵押、典当等方式。

房屋出售是房产所有者将房产作为商品一次转移给房产购买者,产权归购买者的一种交易行为。出售是房地产经营的一般方式,它有利于较快地收回房屋建设投资,加快房屋

建设速度,实现建设资金的良性循环。房屋出售按交货期限有现货和期货两种出售方式;按成交方式有预售、现售和拍卖三种出售方式;按付款方式有一次性付款和分期付款出售方式;按出售价格有市场价、成本价和标准价出售。目前,我国房屋出售分住宅房屋出售和非住宅房屋出售两大类。城市公有住房出售分市场价、成本价和标准价三种价格;商品房住宅出售有市场价和补贴价两种价格;非住宅房屋一般按商品房市价出售。

房屋出租是房屋所有者或经营者将其房屋使用价值分期出售给房屋使用者的一种交易行为。出租房屋虽不涉及房屋产权转移,却是房产经营中一项非常重要的交易活动,不少需房者,由于购房所需的巨额资金往往是他们力所不能及的,房屋出租则成为解决他们所需用房的良好途径。

房产信托是由专业化房产信托公司或房产企业,受托经营其他单位的自管房、集体合作房和个人的私有房,是房产经营的一种重要形式,其业务范围包括信托出租、出售、维修、托管和监督等。房屋抵押是抵押人以其合法的房产以不转移占有的方式向抵押权人提供债务履行担保的行为。当债务人不履行债务时,抵押权人有权依法以抵押的房屋拍卖所得价款优先受偿。房屋典当是出典人保留房屋的所有权,把房屋交付给他人使用,而取得典价的价。承典人支付典价后,占有出典人的房屋,并行使使用、收益的权利,但对承典的房屋没有任何处分权。

第二章 房地产经营决策

第一节 房地产经营决策概述

一、房地产经营决策的概念

房地产经营决策，就是为了实现某一经营目标，在掌握一定信息和科学预测的基础上，通过分析计算和判断对经营方案做出的选择和决定。

经营决策是现代化经营管理的核心，房地产开发与经营是一项投资大、周期长、风险高的项目，因而房地产开发经营决策的正确与否对投资的社会效益和经济效益影响重大，对开发企业在竞争中求得生存和发展具有深远意义。因此，决策者必须按照科学的程序和方法制定和实施决策方案，实现房地产经营决策的科学化和民主化。

二、房地产经营决策的内容与特点

1. 房地产经营决策的内容

经营决策就其本质而言是个从市场调查到分析判断并做出决策的过程。这个过程集中体现了人们分析、推理、判断等一系列逻辑思想和创造思维的能力。经营决策包括以下两方面的内容：一是经营分析，二是决策。经营分析是从经营观点出发，运用科学方法对经营活动的各项目标、社会资源条件、外界环境及内部能力等进行经营方针和技术经济效果分析与预测，决策就是根据分析结果，制定若干个可行的方案，再结合其他非定量化的条件和人的因素进行判断，从中选择一个最优的方案。房地产企业经营决策的主要内容有：①经营战略与方针政策；②经营目标与计划决策；③项目决策；④投资决策；⑤价格与成本决策；⑥市场销售决策；⑦财务决策；⑧经营组织与人事决策；⑨工程招标决策等。

2. 房地产经营决策的特点

(1) 房地产具有地域性。

由于南方和北方,沿海和内陆,城市和乡村,地域不同,使房地产在经济形态上表现为同质同量不同价。房屋和土地所处地点的社会经济条件,商业活动、交通运输等外部条件不同,有时使效益相差悬殊。在房地产经营决策过程中,一定要注意这一特点。

(2) 房地产开发经营受国家政策和城市规则的制约。

任何国家对房地产的使用和支配都有很多的政策规定的限制。房地产经营涉及到有关国家政策和法令、法规很多,例如:土地管理法规、城市规划、建筑法规、工商税法等,因此房地产经营决策具有政策性很强的特点,经营决策者只有熟知国家的有关政策,才能确保经营政策的正确性和可行性。

(3) 房地产经营决策具有风险性。

由于房地产开发项目的投资大,周期长,产品类型多样,特别是国家的经济形势和政策上的影响较大,使房地产经营具有很大的风险性,这就要求决策者充分认识和掌握风险发生的可能性及可能造成的损失程度,做出相应的政策,把风险降到最低程度,尽量取得最好效益。

三、房地产经营决策的原则

1. 决策的预测原则

房地产经营决策必须以预测为基础,正确的决策要求决策者根据过去和现在的信息资料,对市场需求等因素进行细致的分析研究,运用已有的知识经验和科学方法,对未来一定时期内市场对房地产需求量的变化趋势做出科学的判断、估计和预测,并在此基础上进行决策。

2. 决策的系统性原则

系统是由两个以上的有机联系、相互作用的要素所组成的,具有特定结构和功能的整体。应用系统的理论和方法进行决策,是现代化决策的重要特点。房地产经营决策要满足社会效益、经济效益、环境效益有机的统一。我国政府大力提倡各房地产开发公司进行综合开发,这样有利于环境的改善,居住水平的提高,有利于各种配套设施的建设,加快城市建设的步伐。如果一个决策只对本部门利益有利,对国家、对社会不利,这种决策是不可取的。因此,在作房地产经营决策时要搞好综合平衡,统筹兼顾,分清主次关系,不能顾此失彼,因小失大,要以整体的、全局的观念来协调各部分之间的联系,使系统的功能达到最优。

3. 决策的可行性原则

房地产经营决策是为实现某经营目标而采取的行动。决策只是一种手段,实施决策方案,并取得预期效果才是目的。因此,必须使决策符合客观事物的发展规律,从需要到可能,有利因素与不利因素,成功的机会与失败的风险等多方面加以权衡,就房地产经营决策而言,要衡量所提方案的主观、客观、技术、经济、政策等方面是否具备实施条件和可

行性。如果尚不具备条件,就要考虑能否创造条件使之具备,只有具备条件或经过努力可具备条件,确实可行的方案,提供决策选择才是有意义的。

4. 决策的合理性原则

房地产经营的最终目的是获得一定的经济利益,所以,在拟定决策方案时,应具有比较明显的经济性,即采用的方案可以为企业带来较好的经济效益或使企业免受较大的亏损风险等。但是在考虑经济性的同时,还要考虑决策方案的合理性,当决策方案的变量很多,约束条件较大,问题较复杂时,就必须综合分析,全面衡量。单纯从经济上讲是最优的方案如果从全局衡量就不一定是最优,为了全局出发就要选择“合理”方案来代替“最优”方案,以确保决策的经济合理。

5. 决策的风险转移原则

在房地产开发经营活动中,存在着多种影响开发利润的因素,而这些因素的作用难以预料和控制,所以其风险性很大,在房地产经济决策时,要在充分认识所面临的风险的基础上,运用各种手段的措施,对风险进行控制和处理,使开发项目的风险降到最低程度,确保开发经济的连续性、稳定性和效益。

6. 决策的反馈原则

房地产经济周期长、涉及部门多,内外关系比较复杂,因此,做出了决策并不意味着决策过程的终止。要使决策符合客观实际,就必须根据变化发展的情况和实际反馈的信息,做出相应的改变或调整,进行追踪决策,使决策更合理更科学。

四、经营决策的类型

房地产经营决策由于开发项目、开发内容、开发标准不同,所以决策的方法也不同。为了便于在房地产经济决策时选用合适的决策方法,有必要介绍一下房地产经济决策的几种类型。

1. 战略决策和战术决策

战略决策是指所要解决的问题带有全局性、长远性并且影响重大的决策,战术型决策则指带有局部性、短期性并为战略目标服务的决策。这是根据决策问题的性质、特点,按照目标的广度和深度进行划分的。例如:国家要加速发展房地产业,使之成为国民经济的支柱产业,这是我国经济体制改革中的一项重大决策,而服务于这一战略目标,保证战略决策的实现要采取其他相应的具体决策,如实行住房制度改革,有计划、有步骤地实行城市土地有偿出让、转让,积极推行房地产综合开发等,这些属于战术决策。

企业的战略决策是根据企业内部条件和外部环境的全面分析研究,确定企业发展方向和制定企业发展战略的决策。这种决策旨在全面提高企业的素质和经济效能,使其经营活动与外部环境变化能够保持动态的协调和有正确的导向。战术决策是为实现战略决策而合理选择和使用人、财、物的决策,包括管理和业务两方面决策。战略决策和战术决策的划分同企业的管理层次有关,一般来说,越是高层的决策,就越具有战略性质;越是低层的决策,就越具有战术性质。

2. 程序化决策和非程序化决策

程序化决策是指决策过程的每一步骤有规范化的固定程序,这些程序可以重复地使用以解决同类的问题。非程序化决策是指问题涉及面广,偶发性或者首次出现的,没有固定程序可遵循的,只能在问题提出时进行特殊处理的决策。如新产品的开发、开拓新市场等决策。在经营决策中重要又困难的是非程序化决策,它要求决策者有丰富的知识和高超的经营艺术,这两种决策所使用的技术不同,承担的管理层不同。一般基层机构管理者通常使用程序化决策,中层管理者两种决策者运用,高层管理者主要进行非程序化决策。因此,应当根据问题的性质、发生的频率和确定性程度来确定运用任何决策,以及应当由哪一个管理阶层来负责。

3. 确定型决策

确定型决策是指一种肯定性的主观要求与客观条件,但却有多种可供选择方案的决策。例如:某项房地产开发工程可以向三家银行贷款,其年利率分别是7.5%、7%、6.5%,为使利息最低,应选哪一方案,这很容易判断,通过比较向利率为6.5%的那家银行贷款是最优方案。看起来似乎很简单,但加上其他条件,有时经营的实际工作往往是很复杂的。

4. 风险型决策

风险型决策是指投资项目开发、建设条件中存在着不可控因素,一个方案可能出现几种不同的结果。例如:房屋产品的市场销售预测存在着销路好、中等、不好三种自然状态。这种类型决策具备如下五个条件:①存在决策者希望达到的明确目标——投资效益最大;②存在着两个以上的行动方案可供决策者选择;③存在着两个或两个以上不以决策者主观意志为转移的自然状态。④不同行动方案在不同自然状态下的相应效益值可以计算出来。⑤几种自然状态中未来究竟会出现哪种自然状态,决策者不能肯定,但各种自然状态出现的概率是可以预先估算出来的。

5. 不确定型决策

不确定型决策是风险型决策的一种极限情况,即自然状态发生的概率不能做出主观可能性的估计。它的准确程度完全取决于决策者的经验和判断能力。对此,人们已经提出若干决策准则作为不确定型决策的依据。

6. 竞争型决策

竞争型决策是指在有竞争对手存在的决策。在这种情况下,由于起作用的客观条件不是一般的自然状态,而是与自己同样运用智谋的竞争对手。因此,决策者应充分了解竞争对手的条件、状况、意图等,以击败竞争对手。为处理解决此类问题的基本出发点和原则,可运用对策论方法去解决。

了解经营决策各种类型,对决策者是十分有益的,它可以使决策者更好地理解自己决策问题的性质、作用和地位,可以帮助决策者选择相应的决策方法和技术,从而提高决策水平。从适应现代社会要求看,开发企业的经营者要特别重视提高战略决策、非程序化决策、风险型决策、竞争型决策的能力和修养。

第二节 房地产经营环境分析

一、房地产经营环境

房地产经营企业是从事房地产商品生产与交换的经济实体,其经营活动不可能孤立地进行,而是要与包围它的环境发生各种错综复杂的沟通和交流。房地产业只是国民经济的一个子系统。我们把作用、影响和制约房地产经营活动的外部因素的集合称为房地产经营环境。

市场是企业生产经营活动的始点和归宿,对与市场紧密相联的企业环境的正确分析判断,是房地产企业经营成败的关键。在我国社会主义市场经济条件下更是如此。作为自负盈亏的经济实体,房地产经营企业必须从经营环境中输入各种资源,经过内部转化机制的转化过程,将资源变成商品,再把它输入到经营环境中去,然后又开始了一个周期的循环。如此循环往复,企业的消耗得到补偿,生产经营规模得以扩大,积累逐渐增多,从这个意义上说,房地产经营企业是在经营环境作用下,能动地、连续地进行资源转化的“转化体”,没有经营环境,企业就成了无源之水,无本之木,失去了生存的基本条件。所以现在经济企业与经营环境的关系是鱼水交融,密不可分的。房地产经营企业就是与经营环境的相互依存、相互制约乃至相互矛盾中生存和发展的。

因此,房地产经济企业要顺利展开经营活动就必须悉心研究所处的经济环境。首先,要审时度势,把握房地产经营环境的现状和发展趋势,寻觅有利于房地产经营企业发展的契机,抓住机会,发展自己,同时也要洞察经营环境给房地产经营企业带来的不利影响甚至威胁,及时采取措施,做出相应的决策,减少或避免给企业造成的损失或破坏。其次,还要认识到房地产经营企业在与其经济环境的矛盾运动中并不是处于完全被动的地位,经营企业作为一个能动的生命肌体,不应该消极地适应环境,而应通过自身功能的不断调整,使其对变化的环境做出积极的反应,并且创造条件改变不利的经营环境。

二、房地产经营环境的结构

1. 房地产经营的社会环境

我们把房地产业之外的作用、影响和制约房地产经营的因素称之为社会环境。

社会环境对房地产业的经营起着举足轻重的作用,在房地产企业经营决策时,是需要认真考虑的。从宏观上讲,社会环境包括政治因素、经济因素、法律因素、技术因素、人文因素和地理因素;从微观上讲社会环境包括:需求因素、资源因素和竞争因素等。

2. 房地产经营的产业环境

我们把房地产业内部的产业结构及其相互关系称为产业环境。

产业环境包括有以下几方面因素：房地产经营管理机构、房地产市场、房地产产权产籍管理、房地产法律法规、房地产金融房地产科研设计、房地产人才培养等。

三、房地产经营环境的特点及分析方法

1. 房地产经营环境的特点

(1) 关联性。

房地产经营环境的各种因素是相互联系和互相影响的。经济因素与政治因素是对应的统一，经济因素不能脱离政治因素单独存在，政治因素也要通过经济因素来体现。自然条件是影响经济环境的一个重要因素，而经济的发展、生产力水平的提高，会使自然因素发生变化。良好的经济环境，完善的政治制度，都要受到社会文化背景的影响，而社会文化的发展，反过来又受经济、政治、法律等因素的制约。需求、资源、竞争之间的相互关联及产业结构同部的相互关联都表明了经营环境间的联系。由于经营环境中的各种因素之间有着相通的联系，所以房地产经营企业在分析经营环境时不能简单地孤立地看问题，而应从各种环境因素的内在联系上把握它们可能产生的交叉效应，并给以制定相应的对策。

(2) 差别性。

对不同的房地产经营企业来说，经营环境往往存在很大的差别，这种差别可以是由于企业所处的地理位置、经济实力或竞争地位等因素造成的，也可能纯粹是由于政府及上级主管部门在管理上的差别所致。认真分析本企业经营环境的特点，是正确决策的基本前提之一。

(3) 动态性。

企业的经营环境不是一成不变的，它随着时间的推移，外部条件的变动，经常处于动态变化之中，偶然情况下还会发生突变。首先，企业经营环境中的各种利益主体的行为具有很大的可变性，如随着人们收入的提高，消费者的购买行为就在不断变化着。其次，构成经营环境的各种因素以及它们之间的结合方式，也不是固定不变的，而是经常充实新的内容，出现新的形式。因此，任何房地产经营企业都要以变化和发展的观点经常性地探求经营环境的变动规律，因势利导，以期获得较好的效益。

2. 房地产经营环境分析

在房地产经营决策之前，首先，要对房地产的经营作全面的调查，并在调查的基础上做出全面的分析。经营环境分析是其中重要的组成部分。

(1) 房地产经营环境分析的内容。

在房地产经营环境分析时，首先要作资源供给方面的分析。其内容主要是：土地资源供给；资金供给；建筑材料供给；施工力量；基础设施的供给等。其次要作开发成本分析。其内容主要有：资源的价格；开发项目的建设周期；开发项目的商品产生率等。再次要作政策变化因素的分析。政策变化对开发项目是一个不可忽视的方面，房地产经营周期

较长,在建设期内政策发生变化是完全有可能的。决策者应对国家政策变化有一定的预见性,以便能及时对经济决策做出相应的调整。最后,要认真作好市场调查分析。其主要内容有:市场需求调查;购买力调查;竞争调查;有关经济形势调查以及市场预测等。

(2) 房地产经营环境分析的方法。

①实证分析与规范分析。实证分析是说明企业经营环境的客观情况,是房地产经营企业全面了解经营环境真实情况的方法,是搞好房地产经营的基础和前提。

规范分析是说明经营环境是否合理,还存在什么问题,应该如何解决。

②整体分析与局部分析。房地产经营环境是一个由各种因素有机结合的整体。在分析时,首先要树立全局观念。即进行综合分析,揭示出各种因素之间的有机联系,分析出总体特征,同时,又要把整体解剖,把局部从整体中游离出来,进行深入细致的分析研究,以便解决具体问题。

③相关分析与预测分析。影响经营环境的众多因素之间,都存在着某种相关或因果关系,如商品房销售数量和速度与其质量、价格、促销活动等都有较直接的相关关系。相关分析主要是找出影响结果的主要原因,进而推算结果的数量,或者通过采取措施以达到满意的结果。

预测分析所回答的问题不是现在如何,而是将来如何。预测分析是经营环境研究的重要方法,是使决策科学化的重要手段。

④确定性分析与不确定性分析。房地产经营环境有确定的一面,也有不确定的一面。前者是因为经营环境具有客观性,许多因素在一定的条件下都是确定的,后者是由于环境具有动态性,包含了许多不确定的因素。因而,我们分析房地产经营环境,必然要从确定性和不确定性两个方面展开,以便做出正确的决策。

第三节 房地产经营决策程序和方法

一、经营决策程序

房地产经营决策是一个提出问题,制定解决问题对策的动态过程,正确的决策不仅需要决策者个人的素质、知识水平、能力和经验,而且需要按照科学决策的理论,遵循科学决策的程序才能做出正确决策。房地产经营决策的程序可分六个步骤:

1. 发现问题

决策是针对所需解决的问题而进行的,发现问题是决策的前提,决策就是为了解决问题而准备采取的行动做出的决定。

什么是问题?问题就是客观存在的现实矛盾,由于矛盾的普遍性,问题存在也是普遍

的,发现问题后,要搞清问题的性质、特性、范围、背景,以及产生的原因等,以便有针对性地确定决策目标。如果问题本身判断错了,决策目标也不可能正确确定,就会导致整个决策的失误。由此可见,问题是促使决策者制订科学决策的根本原因,决定和制约着决策过程的其他环节,发现问题,把需要解决的问题剖析清楚是房地产经营决策的起点。

2. 确定目标

目标是决策的出发点和归宿,目标的设立是决策过程的一个重要步骤,目标选择的正确与否直接关系到经营决策的成败,所以房地产经营决策目标必须经过严谨的调查和预测。

调查是对待开发目标过去和现在情况的全面了解。房地产开发项目调查包括对自然状况和社会状况的调查。预测是对待开发目标将来情况的了解。不仅要求有定性分析,更要求进行定量分析。

在充分调查和科学预测基础上确立的经营目标必须具备以下几点:

(1) 目标的明确性。目标的确定是为了解决提出的问题,因此,目标必须明确、清晰、具体,不能模棱两可,含糊不清。目标的概念、时间、数量、条件等都应力求达到指标化和定量化。这样,即可以作为提出可行方案的依据,又可作为对执行结果进行检查的依据。

(2) 目标的先进性。先进性是指目标要通过技术革新、挖掘潜力、加强管理等方能达到,否则不能调动人们的积极性。另一方面也要注意目标的可靠性,即对目标实现的措施、条件、力量等多方面的因素加以深入分析研究,确保目标可以实现,如果目标定的太高,实现不了就会挫伤人们的积极性,带来不良后果,使决策失败。

(3) 目标的层次性。在同一决策系统中存在多个目标,这就要求将目标划分层次,分清哪些是主要目标,哪些是次要目标,哪些是远期目标,哪些是近期目标。同时要明确目标与目标之间的关系,确定先后顺序,使次要目标服从主要目标,近期目标服从远期目标,建立完整、科学、系统的目标体系,以确保主要目标的实现。

(4) 目标的可行性。经营决策目标的可行性是指实现目标所必需的物质条件、信息和组织条件等都具备。只有实现目标的条件都具备了目标才现实可行。经营目标必须建立在扎扎实实的条件基础上,企图超越条件的目标将导致决策的失败。

3. 拟制方案

有了决策目标,就要从多方面寻找实现目标的有效途径,即要制定实现经营决策目标的方案,制定可供选择的各种方案是决策的一个关键步骤。

选择性是科学决策的一个重要特性。如果只有一个方案则无从比较,就难以选择,也就难以做出满意的决策。因此,决策者应该发挥集体的力量,集思广益,科学论证,精心设计多种高质量的备选方案,以供进一步选择。拟制方案时要注意以下两点:

(1) 整体详尽性。拟订的备选方案应把通向目标的所有方案包括无遗,以供下一步评价选优。如果有遗漏,那么最后选择的方案就有可能是不好的方案。但在实际工作中要做到这一点是很困难的,这是由于经营的外部环境是多变的、复杂的,而人类的认识又一步一步地向前而无止境的,方案的选择过程也是一个逐步认识的过程。同时,有些决策

还具有时间的紧迫性,需要当机立断,也不能等到各种方案都齐全了再决定。因此,对整体详尽性的原则不应机械理解,而应根据实际情况的需要和可能,灵活地加以运用。

(2) 相互排斥性。各种备选方案之间应该是相互排斥的,执行方案一就不可能执行方案二,只有这样,才可能进行方案的比较选择。

4. 分析评价

方案的分析评价就是对每个备选方案,在进行选择之前对其有关的技术、经济、社会环境等各方面的条件、因素、潜在问题进行可行性分析,并与预先确定的目标进行比较、筛选,做出综合评价。主要有以下三方面内容:

(1) 限制因素分析。任何一个经营决策和行动方案都有一定的约束条件,因此,必须分析确定方案可能受到的资源、人力、物力、财力、时间、技术方面是否可行,能否达到预期的目标。

(2) 潜在问题分析。是指预测每个备选方案可能发生在潜在问题是什么,问题发生的原因是什么,研究防止和补救的可能性,准备防范措施和应急措施,以减少潜在问题发生的可能性和危害性。

(3) 综合评价。根据经营决策目标全面分析方案的经济效益、环境效益和社会效益,运用决策技术对各方案进行分析比较,提出修正意见。

分析评价一般只由各方面的专家学者组成评审团,或召开专家论证会进行的。评价过程也是进一步完善方案的过程。

5. 选择方案

选择方案是整个经营决策的中心环节,也是决策者的重要职责。它集中体现了决策者的经营艺术和素质。要正确有效地进行选择工作,决策者必须掌握方案的选择方法和标准。

选择标准是和经营决策目标紧密相联的,并且能保证更好地实现决策目标。如在同样可以实现决策目标的前提下,要使得到的利益尽可能大,付出的代价尽可能小,实现经营决策目标的把握尽可能大,风险尽可能小等。需要指出的是,所谓最优方案是相对的,它受到许多不确定因素的限制,因此最优标准是很难选定的,在实际选择中,人们多采用“满意标准”来比较各个方案的优劣,淘汰那些不合适的方案,留下最好的方案,或者在吸收各个备选方案长处的基础上,形成一个新的综合性方案。

6. 实施追踪

决策方案选定后,就要付诸实施。经营决策的实施是一个动态的,依赖于适应变量和环境变量的复杂过程。因此,在实施过程中必然会碰到新问题,引起新矛盾,会出现变化的情况与决策目标偏离的现象,这就要求决策者必须重视信息反馈,及时总结经验教训,依据客观情况对方案进行必要的调整和修改,以保证决策目标的最终实现。主要应抓好以下两项工作:

(1) 反馈控制:经营决策中的反馈控制是准确而及时地把决策过程的主客观之间矛盾的信息输送给决策者,从而使决策者根据经营环境的变化,对决策方案、行为进行不断修整,以保证经营决策目标顺利实现。为保证反馈控制的及时、有效,应建立信息反馈网

络,并保持信息渠道畅通无阻。

(2) 追踪决策:当通过反馈发现执行结果同原定决策目标有偏差时,就要采取措施纠正偏差或改进实施情况,使之更接近原定决策目标,或修正决策本身,这种对决策目标的重新确定就是追踪决策。这是一项必不可少而又不易实行的工作,不但要求对实施情况与环境条件作深入的分析,而且还要权衡修正决策的益处及其可能带来的各种副作用。这是房地产经营活动的综合性和复杂性特点所决定的,而及时、合理地实行追踪决策可以避免不必要的损失和失误,有利于更好地实现经营目标。

随着科学技术的高速发展,生产社会化程度的不断提高,传统的家长式决策和专家个人决策已不能适应时代的要求,决策学已成为严格逻辑论证、实验检查、定量说明问题的一门技术科学。房地产业的飞速发展要求建立一个包括有效的信息系统、得力的智囊系统、精干的决策系统在内的现代科学决策体制,按着科学的方法和决策程序进行决策。

所谓有效的信息系统,就是设立专门收集、统计、加工、整理、存储、检索、显示、查询有关信息的机构。可建立以计算机为主体的信息系统,及时、准确地向智囊系统提供综合的可靠的信息,从而为正确的决策奠定科学的基础。

所谓得力的智囊系统,就是组成一个由工程技术、经营管理、法律等方面人才参加的智力结构合理的参谋机构,其主要责任是设计和制定各种备选方案。

所谓建立精干的决策系统,就是组成由若干名决策者参加的决策班子,其职能就是按照集体决策的原则,充分动用集体的经验、知识和智慧,对多种备选方案,运用科学的方法进行系统的论证,反复权衡各方案的利弊得失,从中选择出最优方案。

二、经营决策方法

在房地产经营决策中,由于决策对象和决策内容的不同,采用的决策方法也不同,常用的决策方法可分为定性分析和定量分析两种方法。

1. 定性决策分析方法

为了实现决策目标,必须寻求达到目标的途径与手段,为此要对决策目标及方案进行深入、全面、系统的分析。在某些因素不能量化分析时,就需要采用定性分析的方法。这种方法是利用直观材料,人的经验、知识和综合能力,对客观事物未来的状况做出估计和推断。分析的内容主要有以下几方面:

(1) 必要性分析:主要是分析论证方案是否必要,有无相关环节可以代替;

(2) 可行性分析:即对决策方案总体目标及每个环节、每个步骤的可行性、可靠性进行分析和评价,以保证决策方案确实可行;

(3) 效益性分析:对决策的每个环节、每个步骤都认真论证效益是否合理,而且追求局部效益与整体效益统一,经济效益与社会效益统一;

(4) 协调性分析:是论证方案与外界环境之间是否协调与密切配合,分析决策方案局部与整体,当前与长远的利益关系,使方案能与经营环境较好地协调;

(5) 应变措施分析:解决一旦出现意外情况时,应当采取的应变措施。

尽管定性分析的方法不能量化,但它是一种运用社会学、心理学、经济学等一系列既相互区别,又互相联系的思维方法组成的,其中主要有比较、分类、归纳演绎、分析、综合、抽象等。尤其近年来,新兴学科不断涌现,如信息论、控制论、系统论等,使人们的思维方法有了很大提高,从而使决策更周密、更科学。定性决策分析方法主要有以下几种:

(1) 畅谈会法。

畅谈会法又称头脑风暴法,这是一种以专家的创造性逻辑思维在短期时间内来索取信息的方法。它最早用在军事决策上,后来被各行各业争相效仿。其方法是组织有关人员参加会议,与会者畅所欲言,相互启发,互相影响,引起思维共鸣,从而形成宏观智能结构,诱发出更多的富有创造性的设想。

畅谈会法的基本规则如下:

第一,排除一切判断。即在统一意见之前,不允许对任何意见加以批评和评价,也不要作结论。

第二,鼓励自由思考。思路越开阔,提出的观点越与众不同越好;

第三,追求数量。意见和建议越多,产生好建议的机会越大。

第四,寻求相互结合与改进。即鼓励参加者补充和修改他人的建议,这样就会获得建议者意想不到的改进,从而使建议更有说服力。

运用畅谈会法主要是为了吸取一些好的意见和建议,使决策者充分利用外脑进行思考,使自己的思路开阔、受到启发,以利于决策。但由于畅谈会法的目的是为了收集信息、开拓思路,所以这种方法不可能达到共识,最后解决问题。

(2) 综摄法。

综摄法是利用非推理因素,通过召开专家会议来激发群体创造力的方法,其实质是试图收集带有感情色彩的或不合理的表面与事物无关的想法,并把它们同决策的合理要素结合起来,是一种广为利用的定性决策分析方法,具体步骤如下:

第一,对所要解决的问题进行全面的介绍。即对所要解决的问题详细介绍其有关背景材料、问题的现行解法,指出期望的创新解法,让与会者充分了解事物的本质和问题的范围。

第二,问题重新表述。即让与会者从另外的角度提出问题,发表意见。

第三,分析排列。对所有表述形式加以分析和比较,并根据其对问题之创新解决的重要性进行排序。

第四,远离问题。根据排定的顺序,每次以一种表述形式为出发点,从熟悉的领域转入尽可能远离问题的陌生领域,并尽力搜索看似与问题无关,实则确有类似之外的要素。常用类比法达到这一目的。

第五,强行结合。这是综摄法最核心的一步,是将类比的成果与原问题强行结合起来,以形成一种独创性的方案设想。

第六,方案的认可。经强行结合形成初步设想后,尚须围绕其不足之处继续改进完善,直到得出决策者满意的创新方案。

(3) 评选法。

当有若干个决策方案供选择时,可采用评选法。评选法虽然有量化指标,但其思维方式需定性分析。在评选方案时首先要确定方案的评选标准。对于不同的决策对象,可以有不同的标准,但其共同的原则是:第一,是否能保证实现决策目标;第二,在同样保证实现决策目标的前提下,付出的代价尽可能小;第三,实现决策目标所要承担的风险尽可能小;第四,决策方案实施后带来的经济效益和社会效益好。

具体的方法是把备选方案按顺序排队,从中选择出较优方案。由于一开始很难对全部方案做出判断,因此,往往是通过方案间相互比较,胜者得分的方法,即在两个方案比较时,优者记1分,劣者记0分,也可以优者记2分,两者相同不分优劣各记1分,劣者记0分,最后通过总分的高低对方案做出评价。这种方法从表面上看是一种定量分析的方法,而实质上对方案做出评价,即打分过程中的思维方式均是定性分析的方法。

例如:某经营企业对A、B、C、D、E五种方案进行评选,如表7.2.1所示。

表 7.2.1

被 比 方 案 比 较 方 案	A	B	C	D	E	得分	评价
A		2	1	1	2	6	1
B	0		2	2	1	5	2
C	1	0		2	0	3	3
D	1	0	0		0	1	4
E	0	1	2	2		5	2

从表7.2.1中可以看出,A方案积分最高,所以认为A方案为较优方案。

表 7.2.2

自然状态 损 益 值 决策方案	S_1	S_2	...	S_j	...	S_n
	P_1	P_2	...	P_j	...	P_n
A_1	Q_{11}	Q_{12}	...	Q_{1j}	...	Q_{1n}
A_2	Q_{21}	Q_{22}	...	Q_{2j}	...	Q_{2n}
...						
A_i	Q_{i1}	Q_{i2}	...	Q_{ij}	...	Q_{in}
A_m	Q_{m1}	Q_{m2}	...	Q_{mj}	...	Q_{mn}

2. 定量决策分析方法

在现代决策中,为了使决策更科学、更准确,决策者经常采用定量分析的方法进行决策,由于决策的类型内容各不相同,所采用的方法也不相同,下面介绍几种常用的方法:

(1) 决策矩阵。

决策矩阵又称损益值表,其一般形式如表 7.2.2 所示。

表中 $(A_1 A_2 \dots A_m)$ 表示各种决策方案,它们是能实现决策目标的可行的备选方案,彼此独立又可互相取代。

$(S_1 S_2 \dots S_n)$ 表示自然状态。即备选方案在执行中可能遇到的各种情况,它们不以决策者的主观意志为转移,出现的概率是随机的。

$(P_1 P_2 \dots P_n)$ 表示每种自然状态可能发生的概率。这个概率可根据对未来事态发展的预测和历史资料的统计分析确定。由于自然状态发生的事件是互斥的,故发生的概率值总和为 1,即:

$$\sum_{j=1}^n P_j = 1$$

$(Q_1 Q_2 \dots Q_n)$ 表示损益值,它是在不同自然状态下的资料,通过计算求得的。

由上述可见,决策矩阵是由:决策方案、自然状态及其可能发生的概率、损益值等四个变量因素组成,是定量分析方法中的基本要素,只要找到各种变量制出决策矩阵,便可以计算出结果,并据此选择最优方案。

(2) 风险型决策方法。

由于房地产经营活动中,大量的决策问题都具有某种潜在的风险因素,而这些风险因素大多数又服从统计规律,因此,在风险型决策时可事先确定各自然状态出现的概率,尽管采用科学的方法计算出最优结果,但不论选择哪种方案,还是要承担一定的风险。我们只选择风险性程度较低的方案而已。风险型决策的方法有以下几种:

①期望值法。我们把每个方案在不同自然状态下的概率乘该方案发生的损益值之和叫作该方案的期望值。数学公式为:

$$E(A_i) = \sum_{j=1}^n Q_{ij} \cdot P_j$$

式中: $E(A_i)$ ——第 i 个方案的期望值

Q_{ij} ——第 i 个方案在自然状态 S_j 下的损益值

P_j ——第 i 个方案在自然状态 S_j 发生的概率

期望值法是以决策矩阵为基础,分别计算各方案在不同自然状态下的损益期望值,从中选择收益值最大或损失值最小的方案作为最优方案。举例说明:

例 1:某房地产开发公司提出开发建设住宅小区的两个方案,方案 A_1 为一次性开发,方案 A_2 为二期开发,损益值、自然状态概率及成本如决策矩阵表(表 7.2.3)所示,试计算选用哪个方案收益最大?

表 7.2.3 决策矩阵表

单位: 万元

方 案	自然状态	需求量高 $P_1 = 40\%$	需求量一般 $P_2 = 50\%$	需求量差 $P_2 = 10\%$	开发成本
	损 益 值				
A_1		3000	2000	-500	1200
A_2		1500	1000	200	600

分别计算两个方案的期望值:

$$E(A_1) = 3000 \times 0.4 + 2000 \times 0.5 - 500 \times 0.1 - 1200 \\ = 950 \text{ (万元)}$$

$$E(A_2) = 1500 \times 0.4 + 1000 \times 0.5 + 200 \times 0.1 - 600 \\ = 520 \text{ (万元)}$$

由于 $E(A_1)$ 期望值较大, 所以选择一次性开发方案。

②最大可能法。最大可能法就是选择可能发生的概率最大的自然状态为决策依据, 然后选择在此种状态下收益值最大的方案作为最优方案。这种方法的指导思想是将风险型决策化为确定型决策, 其理论根据是根据概率论中事件的概率越大, 发生的可能性就越大的原理。这种方法在某一自然状态概率比其他自然状态概率大很多, 且收益相差并不很大时, 效果较好, 当多种自然状态发生的概率基本相同时, 不宜采用这种方法。

(3) 不确定型决策方法。

不确定型决策是指对未来将会出现的各种情况及其概率都无法判明, 仅凭决策者的胆识和经验做出判断的决策, 现代决策理论尚无完美的方法解决此类问题, 只有几种准则作为决策的依据。

①乐观法。这种方法是决策者对各备选方案的抉择持乐观态度, 其选择过程是先从每一方案中选择最大的收益值, 再从这些最大的收益值中取最大值, 选择这个最大值所属的方案为最优方案。因此, 这种方法又称为“大中取大法”。

表 7.2.4

单位: 万元

决策方法	自然状态	需求量高	需求量一般	需求量低
	损 益 值			
A_1		800	400	-200
A_2		600	350	-100
A_3		400	250	50

例2：某开发公司准备开发建设住宅小区，有 A_1 、 A_2 、 A_3 三种方案。由于对未来需求量的状态概率不清楚，采用乐观法选择方案，由表 2-4 可以看了，三个最大值分别是 $A_1 800$ ， $A_2 600$ ， $A_3 400$ ，三个最大值中因方案 A_1 值最大，故选择方案 A_1 。

这是一种比较开明、有魄力的决策方法，其特点是决策者认为自己选择的方案总是最好的，实际上是把收益值最大的自然状态作为必须出现的状态看待，从而将不确定型决策问题转化为确定型决策问题来处理。

②悲观法。这种方法是首先找出各方案中的最小收益值，然后从这些最小收益值中取最大值的方案作为最优方案。这是一种比较稳妥而保守的决策方法，其特点与乐观法正好相反，是从不利情况出发，在不利情况下选择最好方案。

例3：用悲观法选择例2表2-4中方案。

由表中看出，三个最小值分别为： $A_1 - 200$ ， $A_2 - 100$ ， $A_3 50$ ，其中 50 最大，故选择方案 A_3 。

③后悔值法。当某一种自然状态在实际情况中出现时，必然是在该自然状态下，收益值最大的为最优方案。如果决策者没有选择这个方案就会后悔。每一自然状态下，最大收益值与其他方案的收益值之差，叫作后悔值。从中选择后悔值小的方案作为最优方案。

例4：用后悔值法选择例2表7.2.5中方案。

表 7.2.5 后悔值表

单位：万元

方案	需求量高	需求量一般	需求量差	最大后悔值
A_1	0	0	250	250
A_2	200	50	150	200
A_3	400	150	0	400

三个方案中最小的最大后悔值：

200

由表 7.2.5 看出，方案 2 最大后悔值最小，因此选择方案 A_2 。

④同等概率法。同等概率法是假定各种未来状态具有同等概率，选取各方案中期望值最大者为最优方案。

例5：用同等概率法选择例2表2-4中方案

$$A_1 : 800 \times 1/3 + 400 \times 1/3 - 200 \times 1/3 = 333.33 \text{ (万元)}$$

$$A_2 : 600 \times 1/3 + 350 \times 1/3 - 100 \times 1/3 = 283.33 \text{ (万元)}$$

$$A_3 : 400 \times 1/3 + 250 \times 1/3 + 50 \times 1/3 = 233.33 \text{ (万元)}$$

由计算结果可见， A_1 期望值较大，故选择方案 A_1 。

(4) 决策树分析法。

决策树分析法是运用树状图来分析和选择方案的一种系统分析方法，对于备选方案

较多或未来周期较长的风险型决策,可应用决策树分析法。这种方法不仅可以解决单阶段决策问题,而且可以解决决策矩阵不易表达的多阶段决策问题。

决策树是由决策点、方案分枝、自然状态点和概率分枝组成的。

决策点,就是决策树的出发点,一般用方块表示并注上代号。

决策分枝,就是从决策点引出的若干条直线,每条线代表一个方案。

自然状态点,就是在各方案分枝末端画上一圆圈,并注上代号。

概率分枝,从自然状态点引出若干直线,每条直线表示一种自然状态,在概率分枝的末端标明该方案在该自然状态下所达到的结果。如图 7.2.1 所示。

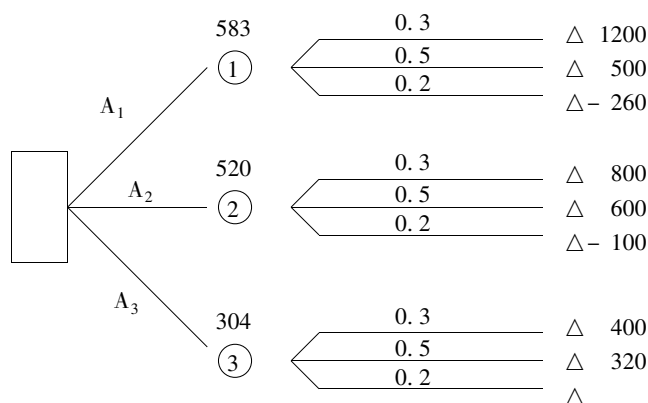


图 7.2.1

采用决策树分析过程是计算出各种方案在各种自然状态下的收益值或损失值,并把它标在相应概率分枝的末端。计算出每个方案的损益期望值,标于自然状态点上,然后选择期望值最大的方案分枝作为最优方案。

例 6: 某开发公司有一开发项目,可选择独资开发 A_1 与外商合作 A_2 , 与兄弟公司合作 A_3 , 情况见表 7.2.6, 图 7.2.2, 用决策树分析方法选择方案。

表 7.2.6 决策矩阵表

单位: 万元

方 案	自然状态	需求量高 $P_1 = 30\%$	需求一般 $P_2 = 50\%$	需求量差 $P_2 = 30\%$
	损 益 值			
A_1		1200	550	-260
A_2		800	600	-100
A_3		400	320	120

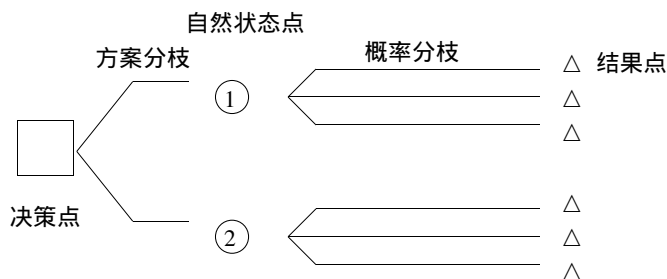


图 7.2.2

计算期望值：

(1) 点： $1200 \times 0.3 + 550 \times 0.5 - 260 \times 0.2 = 583$ (万元)

(2) 点： $800 \times 0.3 + 600 \times 0.5 - 100 \times 0.2 = 520$ (万元)

(3) 点： $400 \times 0.3 + 320 \times 0.5 + 120 \times 0.2 = 304$ (万元)

由计算可选择方案 A_1 ，独资建设方案。

第四节 房地产经营决策的条件与要求

一、决策者应有的修养

1. 创新精神

决策是创造性的活动，总是以变革现状为前提的，每一项决策，在本质上都包含着创新，可以说没有创新就没有决策。没有创新精神，不可能成为一个优秀的决策者。我国的房地产业刚刚恢复起步，在经营管理过程中要碰到很多新情况、新问题，只有创新才能开拓新局面。决策者应思路开阔，反应敏锐，了解全局及其发展趋势，以便能迅速抓住问题的症结。

2. 科学素养

要管理就要内行，就要精通生产经营的一切条件，就要懂得现代高度的生产技术，就要有一定的科学修养。科学修养是领导者进行科学决策的一个基本条件。所谓科学修养并不是要求决策者精通所有学科，而是说他们要掌握和精通有关房地产经营管理方面的专业知识，熟悉本企业各个方面、各个环节及其相互联系。学习和掌握领导决策及管理专业知识，应有科学的基本训练，具有辩证思维能力。学会用系统分析的观点和方法去观察问题、分析问题和解决问题。

3. 民主作风

科学决策不是决策者一人专断，要真正做到多方案选优，实现决策的科学化，必须发扬民主，开展各种不同意见的讨论。决策者要善于从各种不同意见中吸取有价值的意见。在制定和选择方案过程中，要鼓励发表不同意见，以便进行多方案的比较择优选择方案进行决策时也不一定必须按多数人的意见选择。如果领导者不发扬民主，不充分搜集各方面的意见，只凭着片面的或不符合实际的材料信息进行决策，就会导致决策的失败，给企业带来损失。

当然，民主作风是有分寸的，决策过程中可以发表不同意见，决策之后必须万众一心，坚决地不折不扣地实行。

4. 决断魄力

决策者要高瞻远瞩，敢于承担风险，在决策过程中既要体现科学的决策方法，又要有胆略和气魄，一锤定音。时间是现代管理的一大资源，是现代决策的一个重要构成因素。一个问题的满意决策总是相对一定时间而言的。拖延了时间决策就有可能产生新的风险，使原来的决策方案失去凭借。因此，决策者必须要有不失时机的决断魄力。

二、搞好房地产经营决策的条件

1. 建立科学的决策制度

房地产经营企业要搞好经营决策工作，就必须建立健全科学的决策制度，企业各级管理人员要各司其职，各负其责，切实改变“大事小事都得经理点头”的低效能管理状态，充分发挥各级管理人员的积极性，使企业的领导把精力集中到有关企业全局利益的经营决策上来。

2. 做好信息资料的收集工作

科学的决策是建立在正确的预测基础上的，科学的预测需要大量的基础资料，因此，企业必须注意收集信息和基础资料。

3. 必须具备一定的外部条件

外部条件包括两方面内容：

(1) 是国家要有长期稳定的房地产发展规划、经济发展政策和技术发展政策，从而能确定经济发展目标、速度比例、经济结构等，这样才能把国家决策与企业决策、宏观决策与微观决策协调起来，以指导房地产企业的经营活动。

(2) 要有相应的法律。房地产经营政策性强，要按着相应的法令法规办事，科学的决策必须建立在了解、掌握和熟悉国家和各地区颁布的有关房地产方面的各种法律的基础上，这样作出的决策才有法律依据，才能使企业的权益受到法律的保护。

三、怎样进行房地产经营决策

1. 审查决策目标

决策者在决策前要着重审查目标是否符合,已确定的价值能否实现。价值标准主要是考查它的社会价值、学术价值和经济价值。

2. 深入思考

决策者在审查专家提供的经营决策研究报告做出最后决断时,要注意区别决策类型,做不同的考虑。一般说来,对于确定型决策,由于结果是确信可达的,那么决策者就应根据已有的资料选择最佳方案。在这种情况下,决策者要果断下决心,并尽力去获得最佳结果。对于风险性决策,则要注意选择最有希望的方案,准备好应变方案,并留有余地。对不确定型决策,要仔细分析各种可能的概率、期望值及可能出现的偏差,要把力量集中在信息反馈上,及时收集情报和总结经验教训,以便随时应变。在不确定型决策中,出现失误是难免的,重要的是能够发现并及时改正。

3. 要确立房地产企业的经营观念

企业的经营观念是决策的灵魂。其主要内容是:①战略观念。要求企业全面、系统、整体地看问题。②投入产出观念。要求企业努力做到以最小的投入取得最好的经济效益。③竞争观念。竞争可以大大促进企业改善经营管理,提高产品质量,降低成本,缩短工期。④树立为用户服务的观念。用户是上帝,是市场需求的一方,因此企业必须树立为用户服务的观念。

4. 要重视不同意见

不同意见的发表实际上是提出了可供选择的方案。不同意见之间相互攻短,各自说出了自己的长处,有利于了解每个方案的利弊得失,从而可以取长补短,有利于相互启发,开阔视野,深化思路,制定出最佳方案。

第三章 房地产开发

第一节 房地产开发概述

一、房地产开发的概念

开发的本意是指以荒地、矿山、水力等自然资源为劳动对象，通过人力加以改造，以达到为人类利用的目的的一种生产劳动。随着现代文明的发展，开发对象已经远远超出资源的界限，扩展到人类活动的一切领域，人类通过对劳动对象的利用和再利用，达到提高原有使用功能的目的，这些都属于现代开发的内涵。

房地产开发，是指按照城市建设总体要求和社会经济发展的需要，选择一定规模的用地，统一有步骤地进行征地动迁、土地开发、基础建设、房屋及配套设施的建设和经营管理，是一项综合性经济活动。它跨越生产和流通两个领域，其经营活动内容包括：规划设计、征地拆迁、土地开发、各类房屋及配套设施建造、工程验收、经营销售、售后服务和管理。鉴于房地产开发具有周期长、投资多、风险大、利润高、综合性强等特点，因此，房地产开发应周密的规划，并要求各个环节相互衔接，紧密配合，协调进行，尽量缩短工期，降低风险以求获得最佳社会效益、经济效益和环境效益。

房地产开发的形式多种多样，从不同的角度可划分为很多类型。从区域上划分可分为新区开发和旧区开发；从开发层次上划分可分为一次开发和二次开发。所谓一次开发是指一次性将土地、房屋开发完成。所谓二次开发是指不具备使用条件的土地开发后卖出，由买地者建造房屋。从开发规模上划分，可分为成片集中开发和单项零星开发。所谓成片集中开发是指开发范围大、投资量高、工程项目多、建设周期长的综合性开发。单项零星开发是指规模小、占地面积少、项目功能单一、配套设施简单的开发。从开发内容上划分，可分为城市土地开发和城市房屋开发。从开发主体上划分，可分为独资开发、合资开发和

个体开发。

二、房地产开发的基本程序

按照我国现行的基本建设程序，房地产开发一般分为四个阶段进行。

1. 决策立项阶段

这一阶段主要是对拟开发区和开发项目进行可行性研究，选定开发地点和开发项目，然后向政府有关部门申请立项，同时提出用地申请。政府有关部门批准后进行规划区细部规划。

2. 前期阶段

- (1) 征用土地、拆迁安置；
- (2) 进行开发项目的工程勘探和规划设计；
- (3) 制定开发项目的建设方案；
- (4) 完成施工现场的基础设施配套建设，即“七通一平”。

3. 建设阶段

通过招标，确定施工单位，签订施工合同，进行施工建设。同时进行有效的工程管理、质量监督等工作。

4. 竣工验收及房屋销售阶段

在施工期间即可进行销售活动，竣工验收后，交付使用，并进行售后服务工作。

房地产开发程序的四个阶段是需要严格遵守的，除个别步骤可以交替进行外，其他都应严格按程序中的先后次序办事，并要把各环节有机的协调起来。

三、城市规划与房地产开发

1. 城市规划的概念与内容

城市规划是对城市建设和发展的战略部署，通过对城市区域的经济分析、城市土地的利用和工程建设的实施，达到城市物质环境的协调发展，给城市居民现在及未来的生活和工作提供良好的条件，并能不断适应社会经济发展地需要。它包括总体规划和详细规划两个层次，涉及城市长远、全面、宏观的部分称总体规划；逐步实施总体规划的具体计划称详细规划。各级人民政府通过城市规划，指导和控制城市土地利用、空间布局、布置各项物质要素，成为城市建设和管理的依据。

城市规划的主要内容是选定城市建设和发展的用地，确定城市发展的目标、重点项目，确定城市性质、规模和布局，布置城市各项工程设施。具体包括以下几项：

- (1) 调查搜集研究和调整城市规划工作所必须的基础资料；
- (2) 在区域经济分析和区域发展战略的基础上，布置城镇体系；
- (3) 合理确定城市在规划期内经济和社会发展的目标；
- (4) 确定城市性质和发展规模，拟定城市发展的各项技术经济指标；

- (5) 合理选择城市各项建设用地,确定城市规划布局结构;
- (6) 拟定旧城区的利用、改建原则及实施方案;
- (7) 确定城市各项市政设施和各项工程措施的原则和方案;
- (8) 安排和布置城市建设项目,为各项工程设计提供依据。

由于各城市具体情况不同,因此,具体内容也会有所不同。

城市规划是综合性科学,具有政策性强、地方性强的特点。

2. 城市规划对房地产开发的管制

《中华人民共和国城市规划法》规定:“城市规划区内的土地使用和各项建设必须符合城市规划,服从规划管理。”城市规划是对规划区内土地使用和各项建设所作的综合布置,经批准后具有法律效力。任何单位和个人在使用土地或者进行建设时,均不得违反城市规划

城市建设用地的性质、位置、面积以及使用过程中对地形、地貌、相邻关系的影响,都必须接受城市规划行政主管部门的指导,不得违反规划管理部门的内容和提出的规划条件。建设工程的外观、颜色、高度、建筑密度及与外部的关系、施工步骤、有关报送的竣工资料必须接受规划管理,受规划控制。

在大中型工业中或民用开发项目的立项建设中,上报的设计任务书必须附有由城市规划主管部门关于建设项目选址的意见。选址意见书是立项过程中必须的一道法定程序,在进行项目建议书或者可行性研究时,要接受城市规划行政主管部门关于项目选址的规划指导,审批设计任务书时应当尊重选址意见书。

在城市规划区内进行建设需要申请用地的,必须持国家批准建设项目的有关文件,向城市规划行政主管部门核定用地位置和界限,提供规划设计条件,核发建设用地规划许可证后,方可向具级以上人民政府土地管理部门申请用地。对于在有偿出让的地块上建设的项目,土地管理部门应提前提出出让土地计划,然后会同城市规划及有关部门落实规划建设条件,之后才能进入土地使用权出让的招标、拍卖或协议过程。对于拥有划拨土地使用权的单位欲与外商或其他投资者进行合资开发或改造项目的,中方用地单位应在项目得到政府有关部门批准后,到规划管理部门落实规划条件,再到土地管理部门办理土地出让、转让手续,同时向政府土地管理部门补缴出让金。

开发单位在城市规划区内依法取得的土地使用权受法律保护。但在实施城市规划中,对某些不符合城市性质、有碍城市布局、影响城市功能、不符合环保要求的开发建设用地,或者因城市建设需要改变土地使用性质、调整用地范围甚至迁移时,土地使用者均应服从城市人民政府根据规划做出的调整用地的决定。城市人民政府在进行用地调整时,应考虑尽量减少原用地单位的损失,并对已造成的经济损失给予适当补助或补偿。

对城市中已建成的道路、广场、园林、绿地、高压供电、走廊和地下管线,是使城市功能正常运行,保证城市居民生产、生活必不可少的重要公共设施,这些公共设施或者有特殊的运行安全要求,或者必须保证其正常运行的条件,因此,这些设施必须严加保护,开发单位不得占用其进行其他建设活动或者进行影响公共设施正常、安全运行的建设活动。

此外，城市规划对房地产开发的管制还体现在一系列地方政府的规定、文件、条件之中。

第二节 城市土地开发与房屋开发

一、城市土地开发

1. 新区土地开发

城市新区土地开发是指在原有城市建区范围以外对土地所进行的开发，其目的就是为城市的发展提供新的建筑地域。新区开发必须进行征用土地和城市基础设施建设。

(1) 征用土地程序。

征用土地就是改变土地的使用方向，把城郊的农业用地变为城市用地。随着社会的发展，国家为充分发挥城市主导作用和政治经济中心作用，有计划、有控制的适当征用一部分城郊农用地，以满足城市发展的需要。从实质上讲，就是改变土地所有制性质，把集体所有的土地变成了国家所有的城市土地。土地的征用需按一定的程序进行：

①用地单位持国家批准建设项目有关文件，向城市规划行政主管部门申请定点，由城市规划行政主管部门核定其用地位置和界限，划定虚红线，提供规划设计条件，核发建设用地规划许可证。

②用地单位在取得建设用地规划许可证后，向地方人民政府土地主管部门提出用地申请。

③用地单位与被征地单位及有关管理部门按国家的有关规定协商土地补偿条件、生活补助标准和就业人员安置办法，并签定协议，落实征地的位置和面积等具体事项。

④用地单位与被征地单位根据虚红线图，会同测量部门实地测量建设用地，定交界桩。

⑤以上各项手续办完，用地申请经县级以上人民政府审查批准后，由审批机关填发建设用地批准通知书，正式办理红线图和土地使用证，同时开始执行补偿、补助和安置协议。

⑥持有关批准文件向城市规划主管部门提出申请，由城市规划行政主管部门根据城市规划提出的要求，核发建设工程规划许可证。

⑦持建设工程规划许可证和其他有关批准文件，向城市规划行政部门申请办理施工执照。至此，整个征地程序基本完成，用地单位即可在所征土地上进行开发建设。

(2) 征地审批。

按我国颁布的《土地管理法》规定，根据征地面积的大小，征用土地的审批权由各

级人民政府掌握。征用耕地面积 1000 亩以上,其他土地 2000 亩以上,由国务院批准;征用省、自治区行政区域内的土地,由省、自治区人民政府批准;征用耕地面积 3 亩以下,其他土地 10 亩以下的,由县级人民政府批准;征用直辖市行政区域内的土地,由直辖市人民政府批准。

(3) 土地征用费。

土地征用费是国家建设单位或房地产开发部门为了取得土地使用权,而向被征用土地单位支付的各种费用的总和。它一般由土地补偿费和安置补助费等构成。

①土地补偿费。土地补偿费包括对土地本身的补偿费即耕地补偿费及其他土地补偿费、地上附着物补偿费,包括各类建筑物及其他构筑物拆迁补偿费、青苗补偿费、多年生林木补偿费、城郊新菜地开发建设基金等。土地补偿费的计划标准如下:第一,征用耕地、菜地的补偿费,按该地被征用的前三年平均产值的 3—6 倍计算;第二,征用宅基地、人工养殖场、鱼塘、果园和其他多年生长经济作物的土地,按邻近耕地补偿标准计算;第三,征用其他土地补偿标准,由省、自治区、直辖市参照征用耕地标准确定;第四,被征用土地的附着物补偿标准,由各省、自治区、直辖市制定,应参照建筑物造价多少,补偿多少;第五,被征用土地的青苗补偿标准,由省、自治区、直辖市自行规定,通常对多年生长的经济林木,要尽可能移植,由用地单位支付移植费,不能移植的按实际价值补偿。对于刚刚播种的农作物,要按季产值 1/3 补偿工本费,对于成长农作物,最高按一季产值补偿,对能够收获的不予补偿;第六,对征用城市郊区的菜地的补偿,用地单位应按国家有关规定缴纳新菜地的开发建设基金。国家规定标准为:百万以上人口的大城市 7 000—10 000 元/亩;50 万以上人口中等城市 5 000—7 000 元/亩;50 万以下人口的小城市 3 000—5 000 元/亩。具体标准可由省、自治区、直辖市参照上述标准而定,但不能超出上述标准的范围。

②安置补助费。安置补助费是指国家征用集体土地时,为了妥善安排被征地单位的生产和群众生活支付的费用。

我国《土地管理法》规定安置补助费的标准如下:第一,征用耕地的安置补助费按所需安置农业人口计算,安置补助费=需安置的农业人口数×每人需安置农业人口的安置补助费。第二,需安置的农业人口数=被征用的耕地数÷征地前被征单位平均每人占有耕地数。每个需安置的农业人口安置补助费规定为该耕地被征用前三年平均每亩年产值的 2—3 倍,但最高不得超过 10 倍。第三,征用其他土地安置补助费标准由省、自治区、直辖市参照耕地的安置补助标准自行规定。

(4) 城市基础设施建设。

①城市基础设施的内容。所征用的土地必须经过基础设施建设才能开发建设。城市基础设施在不同的历史时期其内容不同。在现代化城市里,其主要内容有:道路交通系统、给水、排水系统、供电、供热、供气系统、邮电通讯系统、环境卫生系统等。

②城市基础设施的特点。服务的公共性。城市基础设施服务对象没有选择,不是为特定的单位或个人服务,而是为整个城市提供公共服务。既为生活服务,又为生产服务。

效益的综合性。城市基础设施的投资效果,不仅仅表现在自身投资回收期的长短及效

益好坏,而更主要的是表现在服务对象效益的提高,它的使用价值主要是创造社会效益和环境效益,为城市生产和人民生活提供有利条件。

运转的系统性。城市基础设施是由许多部门组合的有机综合体,是城市大系统中的一个个子系统,在城市基础设施内部,一方面各项设施有自身的特点,顺着城市地域范围内扩展延伸,形成独立的分支系统;另一方面各类、各项设施之间和每项设施内部,不同程度地存在相互依存、相互制约的因果关系,需要相互协调,相互补充,平衡发展,形成合理的结构和比例关系。

建设的超前性。城市基础设施的建设规模较大,施工周期较长。为满足城市物质生产和人民生活的需要,基础设施建设必须有一个超前性,在计划安排上要与城市其他设施在形成能力的时间上保持同步。

经营的垄断性。在一定时期内,为维持城市对基础设施产品和服务设施的相对稳定,有必要保持城市基础设施在经营上的垄断性,如不能重复设污水处理厂,不能让许多公共汽车公司为同一条线路服务等。政府必须以法律形式,明确规定经营管理者的权利和义务,其中包括赋予垄断权,以确保城市基础设施建设的合理。

城市基础设施工程是城市各项建设的前期工程,如果处理不当,不仅浪费严重,而且后患无穷。因此,必须根据城市总体规划,制定具体实施细则,兼顾现在和将来,切实做到既能满足城市近期建设需要,又能为将来发展留有一定的余地。

城市基础设施主要是地下和地面工程,其特点是,土方量大,施工层次分明,地下隐蔽工程多,配套性强。因此要统一规划、统一建设、配套进行、科学设计、合理施工,提高投资和工程的整体效益。

2. 城市旧区土地开发

(1) 城市旧区土地开发的特点。

随着经济的发展和城市人口的增长,使城市建设速度越来越快,虽然在城市四周开发建设新城区,但毕竟不能无限延伸,还要对城市旧区进行开发改造。在城市旧区,多数房屋都是陋房、危房,居民居住条件差,交通拥挤,市政公用设施落后,生活很不方便。为了改善城市环境,适应城市经济的发展,提高城市居民的居住水平,城市旧区的开发改建已势在必行。

城市旧区土地开发也称二次开发或再开发,主要是将城市原有利用效益低的土地,转变为利用效益高的土地,改变旧城区的土地利用结构,提高土地利用的集约程度。即城市旧区土地开发不会增加城市面积,只是提高城市土地的利用率。

城市旧区开发的主要特点有:

①地理位置优越。一般来讲,城市旧区往往处于城市中心地带,历来是商业、文化活动的聚集地,交通方便,适合作为商业、办公楼、旅游娱乐、餐饮等用地,有着非常好的获利前景,吸引着众多的开发经营者。

②开发情况复杂。城市旧区人口密集,原有建筑物密度大,涉及部门多,原有市政管线布置杂乱、道路狭窄,交通情况差,给拆迁、补偿安置带来巨大的困难。

③受城市规划制约。每个城市的发展都有总体规划,在城市旧区,这种规划条件显得

更为苛刻。规划部门考虑到旧区开发应与周围地区环境协调并符合总体规划要求,限制了土地的用途、功能分区、建筑物高度,有的地方甚至规定了建筑的体形、主面形式和色彩等,使城市旧区的开发只能在这些规划条件中进行。

(2) 城市旧区的开发方式。

①局部开发。开发单位在原有的建筑群中根据土地利用原则和提高房屋本身使用功能的要求,对个别建筑物进行的重建、扩建和改建活动,局部开发比较灵活,见效快,可以反映房屋市场需求关系的变动。局部开发也要符合城市总体规划的要求。

②道路沿线开发。由于城市交通的发展或改观市容的需要,在进行道路建设的同时对道路两侧的房屋进行重建。道路沿线的开发,应根据城市道路系统所确定的要求,以及沿线的具体状况进行统一规划、综合设计。

③城区集中开发。在较大范围内拆除原有旧住房进行重建。城区集中开发投资大、施工快、效益高,并能较快改变旧区面貌,提高人民居住水平。

(3) 拆迁工作程序。

①调查核实。负责拆迁安置的部门进行实地调查。通过派出所、房管所、居民委员会核实拆迁区域常住人口及房产情况。对公产房核实面积及分布情况;对私产房核查契证面积及居住建筑面积;另外还要核实住户人口结构、年龄结构、健康状况、职业等情况。

②逐户走访被迁人情况,了解具体要求、实际困难等,如要求返迁还是易地安置;要周转房还是投靠亲友;营业单位是否需要临时铺面房等。

③确定拆迁方案。落实搬迁原住户、拆除旧房方案,发布拆迁公告。

④确定安置方案。将拆除片内住户户型、居室面积进行分类排除,将所建房按套型、建筑面积顺排除,进行对照考察安置余缺情况。

⑤拟定所需费用计划。费用包括摸底费、提前搬迁奖励费、私房补偿费、租赁周转费、拆迁和安置承包劳务费。对此,开支部门要根据政府规定和合同要求确定费用标准及发放计划。

⑥申请拆迁。开发单位有关文件报请政府有关部门批准。报送文件包括建设用地文件、开工证、户口冻结文件、拆迁片户型表、拆迁片范围四至图、拆迁片规划设计方案、拆迁计划和安置方案。

⑦鉴定拆迁安置协议。开发单位与拆迁人鉴定安置补偿协议书,报送拆迁主管机关备案或公证部门公证。

⑧居民搬迁的实施。逐户落实居民的迁移活动和特殊问题的处理。

⑨房屋设施拆除的实施。开发单位在规定的期限内和范围内,将原有建筑拆除。

10拆迁中纠纷处理。开发单位与被迁人之间产生纠纷,要按照房屋拆迁管理条例规定来解决,解决不了的由拆迁主管部门或同级人民政府裁决。如不服裁决,可以通过法院办理。

(4) 拆迁补偿方式。

拆迁人依据国家有关规定对被拆除房屋及其附属物的所有人给予一定的补偿。拆迁补偿包括三种形式:产权调换、作价补偿和产权调换与作价补偿相结合。

①产权调换是指拆迁人对被拆迁人的拆迁补偿采取保留被拆迁人对房屋拥有的所有权形式。产权调换的面积按照所拆房屋的建筑面积计算。以产权调换形式的非住宅房屋，偿还建筑面积与原来建筑面积相等的部分，按照价格验算差价；偿还面积超过原建筑面积的部分，按照重置价格结合成新结算。具体价格验算办法，按各地政府规定办理。

实行产权调换，如原有房屋所有权与使用权相分离的，原租赁关系继续保持，租赁合同条款根据拆迁引起的变动加以修定。拆除设有抵押权的房屋实行产权调换后，由抵押权人和抵押人重新签定抵押合同。拆除地上附属物部分建筑物，属于公益事业性质的，可以实行产权调换，不属于公益事业性质的则不作产权调换。

②作价补偿是指拆迁人对拆除的房屋按其价值，以货币结算方式对被拆迁人给予补偿。

作价补偿的房屋面积按照所拆除的建筑面积计算。作价补偿金额以所拆房屋建筑面积的重置价格折合成新结算。成新估价方法按城乡建设环境保护部（84）城市第754号《关于印发“经租房屋清产估价原则”通知》和（84）城位字第678号《房屋完损等级评定标准》执行。拆除公益事业类房屋作价，按照新建的该类房屋建造价格作价，不再考虑房屋成新和结构差价因素。拆除设有抵押权的房屋实行作价补偿，由抵押权人和抵押人重新建立抵押权或由抵押人清偿债务后，然后给予补偿。

③产权调换和作价相结合，就是把以上两者结合起来进行补偿。

（5）居民住房拆迁安置。

开发单位对应当安置的被拆除房屋的使用人负有安置的责任。安置方式有回迁安置和异地安置。回迁安置须结合过渡安置来进行，异地安置一般通过产权调换一次性解决。无论何种方式，双方应按照当地政府的有关规定，共同遵守拆迁协议，按照原协议规定进行安置。过合同期限未能安置的，拆迁人要给被拆迁人一定经济赔偿。拆除非住宅造成停产、停业的，要给予适当的经济赔偿。

拆迁安置的原则主要有：①对拆迁人的安置地点，应根据城市规划对建设地区的要求和建设工程的性质，按照有利于实施城市规划和城市旧区改造的原则确定。②拆除非住宅房屋按照原建筑面积安置。拆除住宅房屋，一般按原面积安置。③对从区位好的区段迁入区位差的地段的被迁人，可协议适当增加面积。对住房有困难的被迁人，可协议适当增加面积。④由于过去的住宅面积都比较小，为改善居民居住条件，在安置住房时，被拆迁人可集资增加面积。

除以上补偿、安置以外，还应按照规定发放安置补助费，主要有三种：搬家补助费、安置补助费、经济损失补助费。各种费用的发放标准由当地政府自行规定。

二、房屋开发

1. 房屋开发的概念

房屋开发从狭义上讲主要是指各类房屋的设计和施工建设。从广义上讲主要包括开发区的规划、设计、主要建筑物、配套建筑物和附属工程的施工组织，一直到把开发区建设

成为一个可以交付使用的完整功能区的全过程。

房屋开发是土地开发的继续,是房地产开发的重要业务,也是整个房地产开发的目的。是改变城市面貌、加快城市建设的重要手段。

2. 城市新区房屋开发

(1) 新区开发的基本要求。

开发新区,应根据城市规划要求,按照“有利生产、方便生活”的方针,兼顾社会效益、经济效益和环境效益。对新区内的房屋建筑、配套工程及基础设施作全面安排和统筹配套。房屋的开发建设不仅要满足居民居住的需要,而且要满足他们的工作、文化、教育、生活、交通等方方面面的要求。因此,在开发新区房屋时,应该打破行业、部门、条块的界限,使财力、物力、人力相对集中,并按照系统工程原理,合理配置土地、资金、材料等资源,有效实现规划、设计、施工、管理的专业化协作和整体效益的发挥。

新区开发的具体要求如下:

- ①要符合城市总体规划的要求。
- ②为居民创造安静、舒适、优雅的生活环境。
- ③要形成丰富、优美的建筑空间,外观上注意完整、统一并富有变化。
- ④应当合理利用城市现有基础设施,把新区开发与旧区改造相结合。

(2) 新区开发的优势。

新区征用的土地一般多是城市近郊的耕地,这里的居住人口少,原有建筑物少,拆迁容易,拆迁安置补偿费用要比城市旧区低。

新区开发受周围环境制约少,城市规划限制不严格,使开发的规划设计可以随心所欲,尽可能按自己的理想模式进行,以获得较好的使用环境和环境景观。

新区中没有太多的管网、道路,在新区规划中,可以合理的布置道路、管网及绿化,使之整齐、美观,符合城市建设的需要。

新区一般处于城市的外围,和旧区相比所处的位置一般不适于开发商业区、写字楼等用房。但由于远离喧闹的市区,这里可以建造住宅,尤其是比较高级的住宅。我国的住宅条件现在已从“温饱型”向“小康型”过渡,因此,城市新区开发高级住宅小区具有很好的发展潜力,与小区配套的商业、物业、餐饮娱乐也有很广阔的前途。

3. 城市旧区的房屋开发

城市旧区开发,是指对城市原有居住区的物质环境不适应经济和社会发展需要的部分进行改造,使其整体功能得到改善和提高。旧区开发有着广泛的内涵和外延,是涉及到各个行业、各单位、乃至千家万户的一项复杂的系统工程。从宏观上讲,它受国民经济和城市建设方针政策、城市总体规划等问题的制约和促进。从具体技术方面讲,涉及到国情和当地具体情况,如设计原则、住宅标准、技术经济指标体系的研究和制定等。从具体内容上讲,旧区开发不仅是对房屋的更新改造,而且和功能布局调整、生产服务设施的完善,以及道路等市政基础设施及公共设施的改造相协调,进行综合治理,使之符合城市发展的需要。

(1) 旧区开发的主要内容。

- ①房屋改造。如拆除危旧房屋,按城市规划的要求重新建造等;
- ②功能分区,用地布局 and 空间结构的调整。如商业区、车站等公共建筑的调整;
- ③基础设施的改造。包括城市绿化和对受污染的水源、大气的治理等。

(2) 旧区开发的主要作法。

①采用整治、维修、改建等多种方式加速城市旧区房屋改造。对于原建筑标准高、设施齐全,尚有使用价值且不影响总体规划的建筑物,应加以维修、养护,予以保留。对结构完好,但缺乏设施的房屋,应该进行改建,提高建筑物的完好程度,增强使用功能,达到节约资金,延长建筑物使用寿命的目的。

②重新规划成片开发。城市旧区是在长期发展和演变过程中逐步形成的,由于历史、政治和经济等方面的原因,旧区存在着布局混乱、房屋老化、居住条件差、交通拥挤、环境污染、市政和公共设施短缺等问题,在旧区开发过程中,应该有计划、有步骤地成片拆除原有的旧房、险房,重新规划设计建设新住宅。政府为了鼓励开发,加快城市建设的步伐,应对成片开发给予一定的优惠政策。我国很多城市都采用了这种开发方式,取得了令人满意的效果,使城市面貌焕然一新,居民居住水平得以很大的提高。

③调整用地布局,改造旧区环境。在旧区改造中,道路的重新布局是关系到旧区改造的成败,乃至影响城市今后的重要因素,因此,要根据城市的特点、经济发展的需要来规划设计道路的性质、走向、宽度等,在此基础上再综合考虑各种工程管网、电讯等的设置及小区的总体布局。

由于历史的原因,我国城市用地功能混乱,旧区中工业用地与居民用地相互交错,互相影响,生产中排放的各种有害气体、污水和噪音,严重污染了居住区的生活环境,给居民的生活及健康带来很大的危害。另一方面,各工厂、企业周围的居民住宅也影响了企业的改造与发展。因此,在旧区开发改造过程中,应该明确地划分城市的商业区、工业区和居民区。在城市中心的污染严重的工厂应尽量迁出市区,在区厂区内居住的居民也应尽快拆迁到居住区,以达到综合治理环境的目的。

(3) 旧区开发的技术政策。

1986年国务院批准颁发的城乡住宅建设政策要点主要包括:

①住宅建设要开发新住宅区与加速改造旧居住区相结合。

②制定房屋质量等级、评定标准。根据不同的质量等有计划地对现有住宅和住宅区分别采取保留、改建和拆建的措施;对有长期保留价值的住房要加强维修、合理使用;对尚有利用的老、旧住宅,要通过适当改造,以保证安全和正常使用,并尽可能改善居住水平和卫生条件,包括增加有关设备,提高使用功能,对危陋住房要有计划的拆建。

③逐步改善旧居住区的基础设施和环境。

④提高城乡现有住宅抗震、抗风和其他抗灾性能。

⑤加强旧房改造、维修、保养的研究工作。

第三节 房地产综合开发

一、房地产综合开发的意义

1. 房地产综合开发的概念

房地产综合开发是根据城市建设总体规划 and 经济、社会发展计划的要求,以房屋建筑为对象,选择一定区域的建设用地,根据使用性质,按照“统一规划、合理布局、综合开发、配套建设”的方针,有计划、有步骤地进行开发建设。房地产综合开发是一个开发区域内土地与房屋开发一体化的全过程。又称城市建设综合开发。

房地产综合开发的特点是“综合”、“配套”。所谓“综合”,即对基础设施建设如供水、供电、供热、煤气等进行综合开发;“配套”是对整个开发区域的住宅、工业用房、商业用房、文教卫生、福利设施、园林绿化、道路交通等进行整体规划、配套建设。

房地产综合开发是提高建设效益的经营管理方法,是兼有生产和流通两个领域的经济活动。由于综合开发是按城市建设总体规划,有计划、有步骤地进行大规模建设工作,所以必须统筹考虑、合理安排,这样就避免了许多前期工作的重复进行,也使房地产项目在建设期间和使用期间具有一定的规模,从而形成了规模效益。

2. 房地产综合开发的作用

(1) 有利于加快城市建设,促进城市经济发展。

实行房地产综合开发、由于贯彻“统一规划、配套建设”的方针,避免了分散建设所造成的自成体系、布局混乱、缺乏规划、杂乱无章、建设速度慢、浪费严重等种种弊端,有利于实现城市总体规划,加快城市建设步伐。可以将人力、物力和资金集中使用,实现房地产投入产出的良性循环,从而使城市房地产资金越来越多,建造更多的房屋,为城市经济的发展打下坚实的基础。

(2) 有利于提高城市居民居住水平。

由于历史的原因,我国居住水平低,人均面积小,条件差,通过房地产综合开发,使城市居民的居住条件有很大改观,各城市都建设了许多环境优雅、功能齐全、宽敞明亮、服务周到的职工住宅楼、青年公寓、新式里弄、别墅及渡假村等,以满足不同层次的需要。房地产开发单位可以通过预收购房款、向银行贷款、发行债券、吸收外资等各种渠道筹资开发建设,使住宅楼进入市场流通领域,实行住房商品化,结合我国住房制度改革,充分调动国家、集体和个人三方面的积极性,使人民的居住环境得以根本的改善和提高。

(3) 有利于美化城市,保护环境。

由于房地产综合开发是按城市总体规划要求建设的,所以有利于城市规划的实现,有

利于建设布局合理,功能分区适宜的优美城市。在房地产综合开发时,人们首先选择开发的是房屋破旧、环境脏差、污染严重、急需改造的地段,这样,每开发一片土地,就彻底根治了环境脏、乱、差的问题。对于给城市带来污染的工厂,还可以通过开发过程中建立污水处理厂、迁移工厂、技术革新等手段从根本上解决污染问题,从而保护环境。总之,实行房地产综合开发比起分散零星建设而言,对于美化城市,保护环境,有很大的益处。

(4) 有利于提高城市建设的综合效益。

城市建设综合效益包括社会效益、经济效益和环境效益。这三个方面效益是相互制约的,不可能同时达到最优。实行房地产综合开发之前,往往是顾此失彼,互相矛盾。实行综合开发可以为其他产业部门提供基础设施,改善生产环境和经营环境,促进国民经济其他部门的发展,并从根本上改善我国居民居住条件,从而获得好的社会效益。综合开发可以缩短建设周期,降低材料消耗和工程造价,提高劳动生产率和工程质量,从而获得好的经济效益。综合开发可以从根本上解决城市旧区环境脏、乱、差问题,解决和防止污染,逐步实现城市的总体规划,从而获得好的环境效益。由此可见,由于房地产综合开发贯彻执行“统一规划、合理布局、综合开发、配套建设”的方针,使社会效益、经济效益和环境效益构成了一个整体,从而实现了开发经营综合效益的提高。

3. 房地产综合开发的发展

从城市房屋开发的历史看,英国是发展最早的国家,在19世纪60年代,英国的第二大城市伯明翰,为适应当时工业发展的需要,由市政府工程部门统一规划,围绕市中心区开发了大片的工人住宅及中上层住宅,它有效地克服了分散建设带来的弊端,为人类改造城市和建设城市揭开了新篇章。在第一次世界大战结束后,英国的战后立法为政府组织建设提供了建设补贴,加快了房屋开发速度。第二次世界大战后,由于许多城市遭到了战争的破坏,加之战后经济恢复和发展,大量人口流入城市,造成了严重的房荒。为解决大城市人口激增,居住环境恶化、交通运输紧张,公害污染等日益尖锐的矛盾,各国都颁发了城市规划与建设的法律,成立了各种形式的开发机构,通过行政干预和经济诱导的办法,大力开展城市房屋的综合开发工作,在较短的时间内取得了成功。如英国1946年国会通过了《新城法》计划,计划分期、分批地在大城市周围建筑一批新城。英国采取的措施是:成立开发公司,进行城市的统一规划、设计、施工和管理。日本1955年制定了《日本住宅公团法》,并设置了半官方、半民间性质的住房开发机构“日本住宅公团”。它是世界上最大的住宅开发组织,其任务是解决低收入职工住宅问题,进行成片公寓住宅的综合开发建设,取得了显著的效益。原西德为解决低收入者的住宅问题,总工会也组织房屋开发工作,它成立了一个“新家乡”房屋开发集团,70年代初期人均居住面积已超过23.6平方米。新加坡的住房是由政府的住房发展局负责统筹安排的。这个国家现有250万人,1959年宣布独立时,40%的人家居住在贫民窟,全国平均一户不到一个居室,从1960—1985年新加坡政府连续实现了5个住房发展5年计划。到1980年人均住房面积已达到15平方米,接近发达国家的居住水平,在亚洲已超过日本而居亚洲首位。朝鲜战争以后,朝鲜对被破坏的城市进行重建,由政府建筑部门领导,实行统一规划、投资、设计、施工、分配和管理的综合开发办法,使很多城市很快面貌一新。原苏联从50年代开

始,就进行了成片的小区综合建设,有计划地兴建房屋、工程设施,进行综合开发建设,取得了较好的效果。由此可见,世界各国在实行综合开发建设后,都在较短的历史时期内取得了成效。

我国的城市建设、房地产综合开发经历了三个发展阶段:

第一阶段是酝酿阶段,即统建阶段。

它是房地产综合开发的前身。“统建”思想形成很早,1963年10月12日,中发〔63〕699号《中共中央、国务院第二次城市工作会议纪要》文件中就明确指出:“今后在大中城市中新建和扩建企业、事业单位,要把住宅、校舍以及其他生活服务和有关市政设施方面的投资,拨交所在城市实行统一建设、统一管理,或者在统一规划下,实行分建统管”。到1978年3月,在《国务院关于加强城市建设工作的意见》中,重申了上述内容,并删去了“或者在统一规划下,实行分建统管”一句话。更加强调统一建设,统一管理的方向。在重申上述思想时,《意见》中指出:“14年来,各地在统建、统管民用建筑上提出了‘六统一’,即统一规划、统一投资、统一设计、统一施工、统一分配、统一管理”。“房屋建设的方法,是把国家和地方投资捏在一起,实行局部统建和组织企业集资统建,各城市可根据具体情况积极试行和推广。”由此可见,这一阶段的特点是肯定了统建的方向,并指出了统建的方法。

第二阶段是从统建到综合开发的过渡阶段。

十一届三中全会以后,国家经济建设逐步走上了正轨,1980年城市建设实行综合开发、配套建设,作为一项重要改革措施,明确记载国务院批准的《全国城市规划工作会议纪要》中。该文件指出:“实行综合开发和征收土地使用费的政策,是用经济办法管理城市建设的一项重要改革,它有利于按照城市规划配套地进行建设,节约用地,充分发挥投资效果,有利地控制大城市规模,鼓励建设单位到小城镇去;有利于合理解决城市建设和维护资金的来源”。同时,《纪要》还明确指出了综合开发的适用范围、工作内容以及资金来源等重大原则问题:“对新建小城市、卫星城、现有城市新建区、段和旧城成片改造地区,都应考虑组建开发公司,实行综合开发。开发内容包括开发区的勘测、规划、设计、征地、拆迁、安置、土地平整和所需道路、给水、排水、供电、供气、供热、通讯等工程建设。有条件的地方,还可以包括住宅、生活服务设施、公共建筑、通用厂房等。建成后成套出售建筑物,并按土地面积和设施水平向使用单位收取开发费。开发公司实行企业化经营。开发基金,即开发公司的周转资金,可以从国家和地方基本建设投资中预拨,或由建设银行贷款,也可向用户预收定金。发展所需的统配材料、设备,应列入国家和地方物质分配计划,能够在市场采购的就在市场选购。”这是若干年来指导我国综合开发工作的基本依据。在这一方针指导下,各地区的“统建”单位纷纷转变为综合开发机构。

第三阶段是在城市改革中的迅速发展阶段。

1984年第六届全国人民代表大会第二次会议上,政府工作报告中对建筑业的体制改革指出:“要着手组建多种形式的工程承包公司和综合开发公司,城市住宅区、新建工矿区及其公共设施工程的建设,由开发公司承包,按照城镇总体规划、统一办理土地征用事宜,进行设计和配套建设,要保证承包企业的法人地位,给以必要的自主权,上级行政部

门不得干预其正常经济活动，同时要加强质量和财务监督”。这就给房地产综合开发工作以强大的推动力，使房地产开发事业蓬蓬勃勃地发展起来，房地产业也由此复苏、发展和振兴。

二、房地产综合开发的特点

1. 开发规模大、工程项目多、类型复杂

房地产综合开发要具有相当规模，不管是城市新区的开发还是城市旧区的开发，都应该成片成街，或在更大区域内配套进行。分散零星建造的单位工程或单项工程，如单独建一座立交桥、几幢楼房等不能称作房地产综合开发，只能称单项建设。由于开发面积大，并要求配套建设，所以开发区内项目必须很多，并且建设类型也复杂，如房屋建设、道路建设、管网敷设等。在房屋建设中又可分为：住宅、办公楼、商店、学校等。

2. 开发周期长、投资量大

开发项目，从规划、立项、征地、动迁到竣工交付使用，需很长一段时间，这是由房地产业本身的特点和建筑施工的特点所决定的。由于房地产综合开发的规模大、项目多、周期长，再加上土地价格和建筑材料价格较高的因素，决定了房地产综合开发具有投资大、回收期长的特点。因此，房地产综合开发需要有强大的银行、财政、保险等金融系统的支持。另外，房地产开发公司要尽量提高建设速度，缩短建设周期，在建设期内即开始提前销售，建设时合理安排，集中优势兵力，将重点项目、急需项目尽早建成，以确保综合开发的经济效益。

3. 涉及面广

综合开发涉及部门多，如规划、勘测、施工、市政、供电、电讯、房管、金融、文教、卫生、环保、税务、工商、审计等上百个部门，另外综合开发过程中的协作单位也很多，因此，政府主管部门应精减房地产综合开发过程中各种手续程序，成立各有关部门联合办公室，减少互相推诿扯皮，以提高工作效率。另外协作单位也要相互协调，紧密配合，确保开发工作的顺利进行。

4. 开发的时序性

房地产综合开发的时机、顺序，对开发的成败、效益的好坏有直接关系。

5. 风险和效益综合性

房地产开发一次性投资量大，需要筹措巨额资金，这就不可避免地要承担风险。风险与效益是成正比的，要追求高额利润，就要冒较大的风险。要想稳健不冒风险，则获取利润额相对也较低。

三、房地产综合开发的主要内容

1. 开发规划设计

房地产综合开发首先要对开发区规划的整个流程进行设计，包括为开发区的规划开展

前期工作、规划的组织编制,直到规划实施各步骤的安排。具体内容包括:①研究确定开发区规划设计的技术经济指标;②组织小区规划的编制工作,进行多方案比较,择优选用;③制定分期出图的计划,为施工单位开工创造有利条件;④审查和熟悉图纸;⑤组织现场规划设计组。

规划设计应遵守以下几个原则:①符合城市总体规划确定的综合开发区域土地的使用性质和建设规模;②符合控制性详细规划确定的该地区建筑容积率、建筑高度、人口密度等要求;③符合国家、地区颁布的公共建筑配套定额指标;④应考虑购买方对环境及单项设计的要求;⑤保证资金的回收,提高开发区的综合使用功能,实现社会效益、经济效益、环境效益的统一。

2. 征地拆迁

综合开发要按照规划和综合开发的方案进行征地拆迁,这项工作一般由政府统一组织,由房地产综合开发部门具体承担,对拆迁范围内的房屋实行统一的规划、拆除,并给被拆迁人一定的经济补偿。这项工作是一项政策性很强的工作。在具体实施时,要充分利用法律手段和经济手段,确保征地拆迁工作进行顺利。

3. 项目发包、施工建设

综合开发必须做好施工前的准备工作,然后通过招标,慎重选择施工队伍,签订合同,严格履行合同的有关规定并参与编制施工组织设计,审查施工图预算及施工预算,修建临时设施,参与施工管理,或请工程监理公司进行监理。

工程的建设施工是房地产综合开发的关键内容,对综合开发的成败有着举足轻重的影响。因此,开发公司在施工过程中要严格按照设计要求和施工验收规范,及时地对工程进行全面监督和检查,确保工程质量和进度。对不符合要求的工程应及时采取必要的措施进行处理。

4. 竣工验收

工程完工后,房地产综合开发单位组织设计单位、施工单位、银行及政府有关部门按照批准的文件所规定的内容和施工验收规范,进行综合检查,对符合国家验收标准的工程可签字验收。对于设计规定或上级要求分阶段建设的工程,应分期进行验收。验收后的工程移交经营销售机构销售,使房屋尽快投入使用和管理。政府对开发区的综合验收是更高层次的验收,除验收建筑物的质量外,更侧重对开发区建设的整体水平,如环境质量、配套工程、公共建筑配套设施交付使用情况等综合质量的验收。

5. 经营和使用管理

开发区建成后,要根据市场情况进行商品房经营,及时获得货币资金,加快资金周转。经营商品房时,要严格按照国家和有关部门颁布的法规,合理确定商品房的价格,开展各种促销活动。

为了保持新开发区域的风貌,提高开发公司的声誉,为用户提供优质服务,发展一业为主、多种经营,小区建成后要加强使用管理。①在保修期内组织施工单位维修养护;②组织提供有偿服务;③把经营管理结合起来,开辟小区维修与管理资金渠道。

第四节 房地产项目开发的效益评价

一、房地产开发项目的社会效益评价

房地产开发社会效益评价是指从国家和社会整体利益的角度出发,对房地产开发项目为国民经济的贡献所进行的评价。它是通过项目产生的社会效果及其影响因素的考察,来判断开发项目对社会的贡献水平。

房地产开发作为人类社会经济活动的一个重要组成部分,通过各种渠道,直接、间接的影响着人类生存和发展。其中构成社会性影响因素的主要有以下几点:

1. 人口居住效益

社会主义生产的目的是为了满足不同人民日益增长的物质和文化生活的需要。住宅是人类物质生活的四大要素之一,因此,解决人们居住问题是房地产开发社会效益的主要标准。衡量标准的主要指标有:住宅的数量、住宅的质量指标和住宅消费支出指标等。

2. 土地利用效益

土地作为人类生存的基础资料,具有使用功能的唯一性;作为自然资源,具有稀缺性和不可再造性。节约使用土地是事关人类生存延续的长久之计。提高土地利用率,是房地产开发活动中最重要的经济效益之一。

土地利用效益的衡量标准主要有两个方面:一方面是对土地使用性质的认识,即在某一地块如何开发才能获得更多收益,可以使土地的使用价值得以充分利用。另一方面是在一定面积的土地上如何提高建筑密度,以尽可能少的土地投入获得好的社会效益。

3. 对城市建设整体格局影响效益

房地产综合开发对城市建设整体格局有着非常重要的影响。开发项目的社会使用性,对城市基础设施的影响,对城市经济格局的影响,对相关产业和影响,以及对房地产业自身的影响,都是评价房地产项目所含效益的重要指标。房地产开发可以为各行各业提供各类生产、营业及配套用房,在一定程度上可以促进合理的经济结构形成与发展,从而获得巨大的社会效益。

二、房地产开发项目经济效益评价

房地产开发项目的经济效益评价是指从房地产综合开发公司的角度出发,对房地产开发项目的财务状况和技术经济分析进行的评价,是通过对房地产开发项目的获利能力和清偿能力等方面的考察来判别房地产开发公司的盈利水平。

1. 财务评价指标

(1) 职工平均完成利税额。

职工平均完成利税额是房地产综合开发公司年完成利税总额与职工人数的比值,是评价房地产开发公司职工为社会贡献大小的尺度。

$$\text{职工平均完成利税额} = \frac{\text{年利税总额}}{\text{年平均职工人数}} \quad (\text{万元/人})$$

(2) 资金利税率。

资金利税率是以投入资金的数量与获得盈利的数额之比为评价标准的。即:

$$\text{资金利税率} = \frac{\text{贷款利息} + \text{上交税金总额} + \text{净利润额}}{\text{投资总额}} \times 100\%$$

(3) 投资回收率。

投资回收率是通过房地产开发项目的经营利润来回收投资总额的年均率。

$$\text{投资回收率} = \frac{\text{年平均回收额} - \text{年平均追加投资额}}{\text{一次性投资总额}} \times 100\%$$

2. 住宅技术经济指标

在房地产开发项目中,开发项目不同,具体的技术经济指标体系也不同,下面介绍住宅小区开发的技术经济指标。

(1) 全部建成的住宅量。

评价住宅建成的经济效益往往由于各自不同需要采用不同的计算方法。住宅小区建设的投资包干单位在评价经济效益时要用全部建成的住宅量。

(2) 增房量。

增房量是以新建的住宅量减去因新建住宅而拆除的旧住宅量所得到的社会实际增加的住宅量。

$$\text{增房量} = \text{新建住宅数量} - \text{旧住宅数量} \times \text{拆旧率} (\%)$$

其中拆旧率为已拆旧住宅数量与旧住宅总数量的百分比。

在评价一个城市的住宅建设经济效益时应该用增房量计算。

(3) 余房量。

余房量是用建成的住宅量减去安置原有居民用房量而净得的住宅数量。

$$\text{余房量} = \text{新建住宅数量} - \text{安置原有居民用房量}$$

在评价开发公司或房产经营单位经济效益时需要用余房量来计算。

(4) 拆、建、安常用的三个比值。

拆是指拆除旧住宅,建是指建成的新住宅,安是指安置原有居民用户。

拆建比:是拆除旧住宅数量(建筑面积)与新建住宅数量之比,通常以拆为1。

$$\text{拆建比} = 1 : \frac{\text{建成住宅面积}}{\text{拆除住宅面积}}$$

拆安比:是拆除的旧房数量与安置原地居民所用的新房数量之比,通常以拆为1。

$$\text{拆安比} = 1 : \frac{\text{安置面积}}{\text{拆除面积}}$$

建安比：是以建筑的新住宅数量与安置居民用房量之比，通常以建为1。

$$\text{建安比} = 1 : \frac{\text{安置面积}}{\text{建成面积}}$$

3. 投资评价指标

(1) 全部住宅综合单方造价。

$$\text{全部住宅综合单方造价} = \frac{\text{住宅建设总费用}}{\text{住宅总建筑面积}}$$

这个指标反映工程造价的高低。工程造价的高低影响经济效益，造价低，经济效益高。

(2) 增房量的综合单方造价。

$$\text{增房量综合单方造价} = \frac{\text{住宅建设总费用}}{\text{增房量}}$$

这个指标低，则用同量的社会投资增建的住宅量就多，经济效益就高。

(3) 余房量的综合单方造价。

$$\text{余房量综合单方造价} = \frac{\text{住宅建设总费用}}{\text{余房量}}$$

这个指标低，则用同量投资获得的空房就多，经济效益就高。

4. 提高房地产开发经济效益的途径

(1) 要有正确的决策。在房地产开发时，要认真作好决策，在确定土地开发、房屋建设、经营方案及施工管理时，要从调查研究入手，进行项目的可行性研究，避免盲目性，做出正确的决策。

(2) 建立和健全各项管理制度。这要求我们制定必要的法规和条例，使有关各方面的责、权、利通过立法关系加以明确，使房地产开发活动纳入法制轨道，确保开发活动正常进行。

(3) 加强固定资产管理工作。这要求我们要严格控制投资总额、在建面积总额，严格按程序办事，做好施工管理，加强工程预算管理，不得随意增加建设内容，在项目管理上实行多种形式的承包或招标制。同时还要对已有的固定资产进行维护、保养、修缮以及扩建和更新工作。

三、房地产开发项目的环境效益评价

房地产开发项目的环境效益评价是指从环境的角度出发，对房地产开发项目给周围环境造成的影响进行的评价。是通过对房地产开发项目的内部环境指标和外部环境影响的考察，来判断房地产开发项目对环境的影响作用。

1. 城市建设环境效益

房产作为城市实物形态的主体，不仅构成了城市的实体空间，而且以其建筑特色构成了城市的风格。反映着城市的面貌，各个历史时期建设的房屋记录着城市建设的步伐，许多房屋还成为城市的象征和标志，这正是房地产开发项目城市建设环境效益的具体体现。

房地产开发的城市建设环境效益有城市交通系统与开发项目区域内交通的关系,城市建筑风格与开发项目建筑风格是否协调和谐,城市的地产管理、市政管理、市容管理与开发项目区域内是否一致等。

2. 居住环境效益

城市居民比较集中,在开发过程中,能否为居民提供良好的居住环境,是评价开发项目居住环境效益的重要标准。主要包括:①服务设施:各类生活必需的粮店、菜市场、商店、治安保卫、医院等网点设置是否齐全。②文教设施:托儿所、影剧院、游乐场、公园等场所是否完善。③交通设施:主要是公交车辆是否通达等。

3. 生态环境效益

评价生态环境效益的指标影响因素主要有:绿化面积、空气污染的控制、噪音、住宅的日照、通风及环境卫生等。

第四章 房地产交易

第一节 房地产交易的特点与形成

一、房地产交易的特点

房地产交易是指房地产作为商品而进行的买卖、租赁、转让、抵押、交换等各种经营活动。由于房地产商品本身的特性，决定了房地产交易有其自身的特点。

1. 地产交易与房产交易既相对独立，又密不可分

地产和房产都是不动产，两者各有相对独立的物质内容，同时又是一个密不可分的整体。相对独立是指地产交易可以离开房产单独进行，交易的是土地的所有权和使用权。密不可分是指房产交易总是与地产交易联系在一起，不存在独立的房产交易。这是因为：其一，在实物上，房屋建造在地基上，土地是房屋的自然载体，任何房屋都不可能离开基地而成为空中楼阁。其二，在权属上，土地使用往往依附于该地上房屋的所有权，土地的使用伴随着房屋所有权的转移而转移。房产与地产这种不可分割的权属关系，不论在何种土地制度下都是成立的。其三，在价格上，房租、房价与地租、地价相溶合，地租、地价包含在房租、房价中，是房租、房价的重要组成部分。

2. 房地产交易不是实物的流通，只是房地产权属关系的转移

在一般商品市场上，商品交换都是以货币和实物的反方向流动为特征的，即货币从买主流向卖主，商品从卖主流向买主。在房地产市场上，由于房地产是不动产，它们的位置固定，不可移动，所以当房地产商品发生交换时，只有房地产的所有权或使用权等权属关系的转移，不发生物质实体的空间流动。

3. 房地产交易时间长、手续复杂、交易费用大

与一般商品交易一手交钱一手交货不一样，房地产交易要花很长的时间，一笔交易从

洽谈到成交有的要花几个月甚至更长时间才能完成。在交易过程中,要进行价格评估,产权、产籍过户登记,交缴各种税费等复杂手续,交易双方往往要聘请专业人士(如估价师、律师等)来完成交易。聘请专业人士需要支付费用,交易一次就加价一次,这就提高了交易成本。

4. 房地产交易必须订立书面合同

在一般商品买卖中,买卖双方就买卖对象的数量、质量、规格、价款等主要条件达成一致时,买卖即可成立,一般不需另立书面契约。但房地产交易不同,由于它价值大,又不可移动,交易时必须以书面形式订立合同以资凭证。

5. 房地产交易必须办理权属登记

房地产交易除需订立书面合同外,国家为保护交易双方当事人的合法权益,还规定必须办理权属登记,未经登记,则属不合法交易。

(1) 以出让或者划拨方式取得土地使用权,应当向县级以上地方人民政府土地管理部门申请登记,经核实后,由同级人民政府颁发土地使用权证书。

(2) 在依法取得的房地产开发用地上建成房屋的,应当凭土地使用权证书向县级以上地方人民政府房产管理部门申请登记,经核实后,由同级人民政府房管部门颁发房屋所有权证书。

(3) 房地产转让或者变更时,应当向县级以上地方人民政府房产管理部门申请房产变更登记,并凭变更后的房屋所有权证书向同级人民政府土地管理部门申请土地使用权变更登记,经核实后,由同级人民政府更换或者更改土地使用权证书。

二、房地产交易的形式

1. 地产交易形式

(1) 土地所有权买卖。

我国土地属于公有,任何单位和个人都不许进行土地所有权买卖。只有当国家建设需要时方可“征用”农村集体土地。通过“征用”将农村集体土地转为国家所有。这种“征用”从交易内容来看,是土地所有权的买卖。

(2) 土地使用权出让。

土地使用权出让是国家将土地使用权在一定年限内一次性租给土地使用者,也称土地批租。

(3) 土地使用权转让。

土地使用权转让是土地使用权在不同土地使用者之间的转移,是土地的横向流动。允许土地使用权转让,既活跃了土地市场,又有利于土地资源的合理配置。

(4) 土地使用权出租、抵押。

2. 房产交易形式

(1) 房屋买卖。

房屋买卖是指一次性转让房屋所有权和使用权的交易。买方支付价款,永久取得房屋

的所有权和使用权；卖方一次性收回房屋投资，实现房屋简单再生产和扩大再生产。

(2) 房屋租赁。

房屋租赁是房屋使用权的零星出售，它是房屋商品的一种特殊交换关系。

(3) 房屋交换。

房屋交换是房屋所有权和使用权的调整、互换。通过房屋交换可以调剂余缺，缓解房屋供求矛盾。

(4) 房屋抵押、典当等。

第二节 城市地产交易

一、土地所有权买卖

土地所有权买卖是指因国家建设需要依法将集体所有的土地转移为国家所有，并按规定给予经济补偿的行为。

土地所有权买卖是国家与集体之间土地所有权的定向流动，基本没有市场痕迹，是完全受国家有关政策法规约束的一种特殊的土地交易。

土地所有权买卖扩大了城市土地来源，增加了建筑地段的供给，这对于城市规模扩大，提高城市文化水平是必需的，但由于土地资源的有限性，土地所有权的买卖也就极为有限。因此，城市政府首先要处理好城市发展与城市土地利用的关系，尽可能提高城市土地的集约水平和利用效率，少占用非城市土地。

二、土地使用权出让

1. 土地使用权出让概念

土地使用权出让是指国家以土地所有者的身分将土地使用权在一定年限内让与土地使用者，并由土地使用者向国家支付土地使用权出让金的行为。

土地使用权出让的主要特征是：土地出让方是代表国家的各级地方政府的土地管理部门，受让方是各种经济性质的土地使用者，土地使用权是一种单向的流动。因此，这种交易形式既反映了土地所有者与使用者之间的经济关系，也反映了土地管理部门作为土地管理者与土地使用者之间管理与被管理的关系。其土地使用权出让金既是土地所有权的经济实现，也是政府对国有土地实行行政管理的重要手段，其性质与土地使用税（费）是一样的。

土地使用权出让，应当由市、县人民政府依法统一组织，有计划、有步骤地进行。出

让计划由市、县人民政府土地管理部门拟定,经同级人民政府审核,报省、自治区、直辖市人民政府批准,报国家土地管理局备案方可实施。

2. 土地使用权出让年限

土地使用权出让年限的长短直接关系到出让方与受让方的利益分配。年限过短,对投资者缺乏吸引力;年限过长,会使国家收益受到影响。根据房地产收益与土地租赁期限之间的关系,借鉴香港地区的经验,并结合我国吸引外资的实际需要,我国土地使用权出让最高年限按土地不同用途规定为:

居住用地 70 年;

工业用地 50 年;

教育、科技、文化、卫生、体育用地 50 年;

商业、旅游、娱乐用地 40 年;

综合或者其他用地 50 年。

以上所规定的最高年限,是指一次签约的最高年限,土地使用期满时,土地使用者还可以申请续期。

3. 土地使用权出让方式及程序

土地使用权有偿出让,一般有协议、招标、拍卖三种方式。

(1) 协议出让。

协议出让是指出让方和受让方通过协商的方式有偿出让土地使用权。具体地说,它一般是由用地者向土地管理部门提出申请,然后由土地管理部门与用地者就用地条件和土地使用权出让金进行具体磋商,达成一致后,签订土地使用权出让合同,有偿出让土地使用权。

协议出让土地使用权无竞争,透明度低,价格也较低,一般只适应于需要政府给予减免地价的特殊用地;市政公益事业和非营利项目用地;以及政府为调整经济结构,实施产业政策需要给予扶植、优惠的项目用地。

协议出让一般经过以下程序:

①申请受让人向市、县土地管理部门书面申请受让土地使用权,并提出资信资质等有关文件。

②市、县土地管理部门向申请受让人提供所出让地块的必要资料和有关规定。这些资料包括出让地块的坐落地点、范围、地形图;土地规划及用途;建设项目完成的年限;建筑容积率、建筑密度、净空等限制;以及环保、绿化、卫生、交通、消防等要求。

③申请受让人在获得资料后,应在规定的时间内向政府或土地管理部门提交土地开发建设方案和包括地价、付款方式在内的申请文件。

④出让和受让双方在约定的时间内就出让地块的用途、使用年限及地价等问题进行具体协商,如果土地管理部门不受理其申请,应及时说明情况退回申请。

⑤经协商达成一致后,签订土地使用权出让合同书,受让方在缴纳地价款及有关税费后,办理土地使用登记手续。

(2) 招标出让。

招标出让是指由土地管理部门发布招标公告,符合条件的单位、个人,根据出让土地的条件编制标书,并在规定的期限内,以密封形式参加投标,然后由有关人士组成的招标小组或招标委员会负责开标、评标、决标、确定最后中标者。

招标出让方式具有较强的竞争性,透明度较高,同时政府也可取得较合理的地价,招标出让一般适应于各种工业项目用地的出让。

招标出让一般经过以下程序:

①市、县土地管理部门编制招标文件,通过新闻媒介公布招标出让地块的基本资料,或向有可能的投标者直接寄送招标通知书,公告出让地块的面积、用途、年限及其他有关事宜。

②投标者购买招标文件,包括《投标须知》、《土地投标证书》、《土地使用规则》及《土地使用合同书》等。

③投标者按招标文件规定向市、县土地管理部门交付保证金,将密封标书在规定时间内投入标箱或送达指定地点。

④由招标委员会(或招标小组)主持开标、评标,评标一般采用综合评分法(一般标价占总分50%、规划设计方案占40%、企业资质度占10%),得分最高者中标。确定中标者后,发出中标通知书。对未中标者也应书面通知,其投标保证金在开标后7日内退还。

⑤中标者持中标通知书在规定期限内与市、县土地管理部门签订土地使用权出让合同,并按规定交付地价款。

(3) 拍卖出让。

拍卖出让是指在指定的时间、地点,利用公开场合,由土地管理部门代表政府就其某块土地的使用权公开叫价出让,价高者获得土地使用权。拍卖出让竞争最激烈,透明度最高,价格也比招标出让的高。它一般适应于盈利性高的金融业、商业、旅游业和娱乐项目用地的出让。

拍卖出让一般经过以下程序:

①由市、县土地管理部门通过新闻媒介等方式,提前公告拍卖土地的时间、地点及要出让地块的面积、坐落、用途、使用年限及其他有关事宜。

②竞投者持资信资质证明文件,按公告要求交付竞投保证金,领取应价牌。

③在规定的地点、时间,由土地管理人员代表政府主持拍卖活动,拍卖底价由主持人当场宣布,应价者举手应价竞争,最后与应价最高者当场成交。

④拍卖中得地者应当场或在约定的日期与市、县土地管理部门按《土地使用规则》签订《土地使用权出让合同书》,并在规定的时间内交付全部价款,所支保证金抵交地价。

4. 土地使用权回收

根据《城市房地产管理法》的规定,在下列几种情况下土地使用权可以回收。

(1) 土地使用权出让合同约定的期限届满,土地使用者未申请续期或虽申请续期未获批准的,土地使用权由国家无偿回收。

(2) 因社会公共利益需要,可以依照法律程序提前回收土地使用权,但需根据土地使用者实际使用土地的年限和开发土地的实际情况(包括地上建筑)给予相应补偿。

(3) 未按土地使用权出让合同约定的土地用途、动工开发期限开发土地,满1年未动工开发的,可以征收相当于土地使用权出让金20%以下的土地闲置费;满2年未动工开发的,可以无偿收回土地使用权。但因不可抗力或者政府、政府有关部门的行为或者动工开发必须的前期工作造成动工开发延迟的除外。

三、土地使用权转让

1. 土地使用权转让概念

土地使用权转让实际上存在广义和狭义两层含义。在广义上,土地使用权转让是指一切以有偿方式获得土地使用权进行流动的统一,在概念上涵盖了土地使用权出让。《中华人民共和国宪法》中第十条规定:“土地使用权可以依照法律的规定转让”,《中华人民共和国土地管理法》中第二条规定:“国有土地和集体所有土地可以依法转让。”均是指广义上的转让。

在狭义上,土地使用权转让是土地使用权出让的后发行为,即指土地使用权出让后,土地使用者将土地使用权再转移的行为,包括出售、交换和赠与。据此概念,只有取得土地使用权受让人资格,才具备进行土地使用权转让的基础。通常所指的转让均属这一狭义概念。

2. 土地使用权转让条件

土地使用权转让是土地使用权在不同使用者之间的横向流动,是土地市场上最活跃的部分。为规范市场行为,土地使用权转让应具备以下条件:

(1) 按照出让合同约定已经支付全部土地使用权出让金,并取得土地使用权证书。

(2) 按照出让合同约定进行投资开发,属房屋建设工程的,完成开发投资总额的25%以上,属于成片开发土地的,形成工业用地或其他建设用地条件。

转让房地产时房屋已经建成的,还应当持有房屋所有权证书。

(3) 以划拨方式取得土地使用权的,转让房地产时,应当按照国务院规定,报有批准权的人民政府审批。经批准准予转让的,应由受让方办理土地使用权出让手续,并依照国家有关规定缴纳土地使用权出让金。有批准权的人民政府按照国务院规定决定可以不办理土地使用权出让手续的,转让方应当按照国务院规定将转让房地产所获收益中的土地收益上缴国家或者作其他处理。

3. 土地使用权转让方式

土地使用权转让主要有出售、交换和赠与三种方式。

(1) 土地使用权出售。

土地使用权出售,是指土地使用权出让后,土地使用者将余期土地使用权一次性卖给其他土地使用者。土地使用权出售后,出让合同中的一切权利义务全部转给新的土地使用者。

(2) 土地使用权交换。

土地使用权交换,是指当事人双方约定互相转移余期土地使用权,或一方转移土地使用权,另一方转移金钱以外的标的物的一种以物易物的交易方式。它是以双方当事人都需要支配对方的物为前提的。土地使用权交换后,双方同土地管理部门因“出让”而产生的权利义务关系也同时转移。

(3) 土地使用权赠与。

土地使用权赠与是指赠与人自愿无偿地将余期土地使用权转移给受赠人。土地使用权赠与后,赠与人与土地管理部门之间因“出让”而产生的权利关系由受赠人赠受。

此外,土地使用权转让还可以通过继承、企业破产拍卖等方式实现。

4. 土地使用权转让原则

土地使用权转让原则,是指法律规定的土地使用权转让所必须遵循的规则和准则。综合我国近年出台的房地产法律法规和地方性法规的规定,主要有以下四条原则。

(1) 认地不认人原则。

认地不认人原则,是指土地使用权转让后,土地使用权出让合同和登记文件中所载明的权利义务也随之转移到新的土地使用者身上。登记文件主要是指土地使用权出让时的协议书、招标文件、出让公告以及与房地产管理部门签订的地上建筑物使用、管理、维修公约等。

(2) 房地一致原则。

房地一致原则,即土地使用权与地上建筑物、其他附着物所有权相一致原则。它要求在土地使用权转让时,其地上建筑物、其他附着物所有权随之转让。土地使用者转让地上建筑物、其他附着物的所有权时,其使用范围内的土地使用权随之转让。

(3) 效益不可损原则。

效益不可损原则,是指无论是土地使用权的转让,还是地上建筑物、其他附着物的转让,都不得损害土地及其地上建筑物、其他附着物的经济效益,这是房地产转让时,尤其是分割转让时所必须遵守的重要原则。

(4) 转让年限受限原则。

转让年限受限原则,是指转让年限不能超过出让合同规定的年限,即当土地使用者通过转让方式取得土地使用权,或通过转让方式取得地上建筑物、其他附着物的所有权时,其转让年限应为土地使用权出让合同规定的使用年限扣除原土地使用者已使用年限后的剩余年限。

四、土地使用权出租和抵押

1. 土地使用权出租

土地使用权出租,是指土地使用者作为出租人在土地使用权出让合同规定的期限内将土地使用权随同地上建筑物、其他附着物租赁给承租人使用,由承租人向出租人支付租金的行为。土地使用权出租后,出租人同土地管理部门因土地“出让”而产生的权利义务

关系不变。

土地使用权出租必须以土地使用权出让为前提,因为只有通过有偿出让取得的土地使用权,才是一项独立的财产权利,才可作为商品出租。而通过行政划拨的土地使用权不是一项独立的财产权利,不得任意出租。未按土地使用权出让合同进行投资开发、利用的土地,不能出租土地使用权。

2. 土地使用权抵押

土地使用权抵押,是指土地使用者将其依法取得的土地使用权作为清偿债务的担保的行为。具体地说,就是债权人对享有土地使用权的债务人或第三人的土地不转移占有,继续由债务人或第三人使用收益,债务人不能履行债务时,债权人有权依法处分抵押物,并从所得价款中优先受偿。

五、土地价格构成与形成

1. 土地价格构成

土地价格与一般商品价格不同,一般商品价格是商品价值的货币表现,由 $C + V + M$ 构成,而土地价格是土地提供地租的购买价格,它由若干年地租(包括绝对地租和级差地租)、开发改造土地的投资和投入土地的资金利息构成。

我国城市土地属国有,土地使用权实行有偿出让,这种出让土地的价格主体必然是地租——来自土地利用所产生的超额利润,它又包括地租的几种主要形态,特别是级差地租——来自利用不同质量土地而形成的级差超额利润。

另一方面,城市中大量的土地资本投资建设都是由国家或地方政府承担的,为了保证这部分投资能够形成良性循环,在出让土地价格中,就应该包括国家投资及利息。

因此,城市土地价格(指土地使用权价格)就是由绝对地租、级差地租、土地开发成本、土地投资利息四项因素构成,如图 7.4.1 所示。

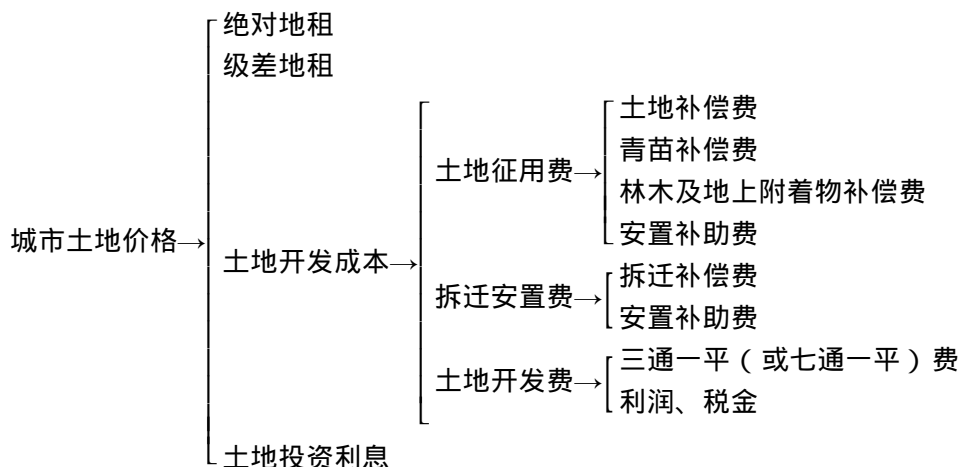


图 7.4.1 城市土地价格构成

2. 土地价格形式

城市土地价格依不同的使用目的,不同的交易方式具有不同的价格形式,现摘要介绍如下:

(1) 总地价、单位地价的楼面地价。

总地价是指一块土地的全部价格。

单位地价是指单位面积(在我国以每平方米为单位)土地的价格,它可以反映地价水平的高低。

楼面地价,又称单位建筑面积地价,是平均到每单位建筑面积的土地价格。公式如下:

$$\text{楼面地价} = \frac{\text{土地总价格}}{\text{建筑总面积}}$$

$$\text{或: 楼面地价} = \frac{\text{单位地价}}{\text{容积率}}$$

$$\text{式中: 容积率} = \frac{\text{建筑总面积}}{\text{总用地面积}}$$

(2) 市场价格、评估价格。

市场价格是买卖双方的实际成交价格,又称交易价格。按不同交易方式又有:土地使用权出让价格(包括协议价格、招标价格、拍卖价格)、土地使用权转让、转租价格等。

评估价格是根据一定的土地评估方法对土地市场交易价格所做出的一种估计,它是确定市场交易价格的基础。由于土地缺乏完全市场,即没有两块地是完全一样的,因此要有专门的土地评估机构,为交易双方提供服务。一般来说,具有丰富经验的评估师评估的地价,较接近于土地市价。

(3) 抵押价格、课税价格。

抵押价格是为了抵押而评定的土地价格。抵押价格由于考虑到抵押的安全性,一般比市场价格低。

课税价格是指政府为了课征赋税,由估价人员估定的作为土地课税基础的价格。通常是按市场价格乘一个折扣系数,具体的课税价格如何,要视课税政策而定。

(4) 基准地价、标定地价。

基准地价是在某一城市的一定区域范围内根据用途相似、地段相连、地价相近的原则划分地价区段,然后调查评估出的各该地价区段在某一时点的平均水平价格。基准地价的高低直接影响土地市场交易价格,它是政府管理土地价格的重要手段。

标定地价是指一定时期和一定条件下,能代表不同区位、不同用途地价水平的标志性宗地的价格。它是在评定基准地价的基础上,通过对各种微观区位影响因素修正而评估得出的地价,标定地价为政府出让土地提供了交易底价。

第三节 房产交易

一、房屋买卖

1. 房屋买卖概念

房屋买卖是房屋所有权的转移,即指房屋出卖人自愿将已有房屋交付买受人所有,买受人接受房屋并支付价款的行为。

房屋买卖时,房屋所有权和使用权同时转移,房主交出房屋的使用价值,换回房屋的价值,使房屋价值得以一次性实现。

房屋买卖时,必须连同基地使用权一同转移,因为房屋总是依赖于某一基地而存在的。

2. 几种不同房产的买卖

根据我国实际情况,目前在房地产市场上供交易的房产主要有三种,即私房、公房和商品房。

(1) 私房买卖。

我国城镇居民通过继承、赠与、购建等方式,有相当部分拥有私人房产。各地落实华侨政策,过去被错误没收或占用的华侨房产已大部分归还华侨本人或其在国内的亲属:为了解决广大居民的住房困难,国家也大力支持居民个人购建住房。我国的有关法律法规都保护公民的房屋所有权,允许个人买卖房屋。因此,可以预见在今后房地产市场中,私房的交易会越来越活跃。

私房买卖时,卖方须持房屋所有证和身分证明,买方须持购买房屋证明信和身分证明,到房屋所在地房地产交易所或房管机关办理有关产权转移手续。

(2) 公有住房出售。

我国自新中国成立以来,一直实行福利型住房制度,国家为了解决城市居民的住房问题,每年都投大量资金建设住房。但这些住房都只收取象征性租金,所收房租还不足维修费用的一半,每年国家还要给予巨额的住房补贴(1992年补贴额高达670亿元)。因此,从80年开始,我国逐步推行住房商品化政策,并在蚌埠等城市开始试点工作,在总结试点工作的基础上,有步骤地在全国推行住房制度改革。1994年8月颁布了《国务院关于加强城镇住房制度改革决定》,决定的基本精神是:我国城镇住房制度改革必须在综合配套的前提下加大力度,加快步伐。核心是全面推行住房公积金制度,积极推进租金改革,稳步出售公有住房,发展社会化的房屋维修管理市场,加快经济适用房地产开发建设。

①公房范围。公房是指国家投资建设,产权属国家或集体所有的房产,它包括直管公

房和单位自管公房。

直管公房指由房管部门直接管理的房产。

单位自管公房指由单位自行管理的房产(包括行政事业单位、国营和集体企业自营房产)。

此外,各地方政府为解决住房困难户,实施“安居工程”而建造的解困、解危房,也是公房的一部分。

②购买公有住房的条件。根据国务院住房制度改革领导小组1988年2月5日《关于鼓励职工购买旧有住房的意见》精神,公有住房的买受人为家住本城镇,有正式城镇户口的职工,原住户有优先购买权。

对于购买解困、解危房的职工,除应具备上述条件外,还必须是住房困难户、危房户。住房困难户的具体界限,各地规定不大相同,一般指住房面积人均4平方米以下者为住户困难户。广州规定人均住房7平方米以下者均可申请购买政府投资建造的解困、解危房。

③公有住房出售方式。根据《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》精神,公有住房出售采用三种方式:

以市场价出售。对于高收入职工家庭须以市场价购买公有住房,购买者拥有全部产权,在所有权转移登记后,房屋所有人可以依法处置其房屋,即可出售、出租、抵押、典当等。

以成本价出售。对于中低收入职工家庭可以成本价购买公有住房,购买者拥有全部产权,一般住用5年后,可依法进入市场,在补交土地使用权出让金或所含土地收益和按规定交纳有关税费后,收入归个人所有。

以标准价出售。对于中低收入职工家庭还可以标准价购买公有住房,购买者享有部分产权,即享有占有权、使用权、有限的收益权和处分权,可以继承。产权比例按售房当年标准价占成本价的比例确定。以标准价购买的住房,一般住用5年后可依法进入市场。在补交土地使用权出让金或所含土地收益和按规定缴纳有关税费后,单位和个人按各自产权比例进行分配。

(3) 商品房买卖。

商品房是指为出售而建造的房屋。主要指由各地房产公司投资建造,以盈利为目的,按市场规律来经营的房屋。

①商品房种类。商品房按其使用用途不同可分为居住商品房和非居住商品房。其中居住商品房又分为一般居住商品房和侨汇商品房两种。按销售对象和地点不同可分为外销商品房和内销商品房。

一般居住商品房是指房地产公司投资,按一般建筑标准建造的住宅,主要出售给国内企事业单位职工和居民,以人民币结算。侨汇居住商品房是指由获得专门批准的房地产公司投资建造的建筑物标准较高的住宅。它以市场价销售给政策规定范围内的对象,或出租给在本市从事经济活动、短期居住的外国人、港澳台胞、华侨、外籍华人或其他国内企业和个人,以外汇结算。

外销商品房是指在境外销售或在境内销售给与我国有外交关系或有商务往来关系的外国企业、经济组织或个人的商品房,并以外汇结算。内销商品房是指在国内销售的商品房,以人民币结算,其销售对象是:本市常住户口居民(包括归侨、侨眷);在本市注册登记的机关、企事业单位和中央及外省市驻本市联络机构;也可销售要求购买住房给常住本市的亲属居住的港澳台胞、华侨或外籍华人。

②商品房买卖方式。商品房买卖按其交货方式不同,可分为现货交易和期货交易两种。按其付款方式不同,可分为一次性付款给予适当优惠销售;分期付款销售;保值销售;还本销售;“按揭”销售等。

现货交易是指房地产公司建造出批量的房屋,将现成的能立即交付使用的房产投放到市场。在房产现货交易中,买方通常需一次性付清全部购房款,房地产公司在收到全部购房款后,立即将买卖房屋的钥匙及有关证明产权来源的书面凭证移交给购买者。

期货交易是指房地产公司的房屋尚在建造中,买卖双方先签订认购合同,买方根据合同规定的数额预交一部分购房款,作为购房定金,预售房屋一旦竣工,买方付清全部购房款,卖方将所卖的房屋钥匙及有关证明产权来源的书面凭证全部移交给购买者。期货交易也称房屋预售,俗称卖“楼花”。房屋预售有利于房地产公司资金周转循环,是房地产经营的重要环节。

“按揭”销售,又称“楼宇按揭”,是指购房者凭房地产公司的购房合同及其必要文件或产权证明,向银行申请购房贷款,购房者交付首期款后,其余款项由银行一次性或分期交付给房地产开发商,购房者按合同规定分期偿还贷款本息后方取得房屋产权。“楼宇按揭”的特点是:

其一,楼宇按揭是由房地产公司与银行联手推出的一种售楼方式,它有利于中低收入家庭实现购房愿望。按揭成数是购房者可以从银行取得贷款额与购房所需全部价款的比例,按揭成数高,购房者就多。反之,按揭成数低,购房者所需自有资金多,就会限制一些人的购房积极性。因此,按揭成数的高低一般受政府控制,它是政府对房地产市场实施宏观调控的重要手段。

其二,楼宇按揭与抵押不同,按揭贷款期限较长,目前我国最长的按揭贷款期限是15年(香港长达20年),利率也较低,而抵押贷款期限一般较短,利率也较高。

其三,楼宇按揭由银行,房地产公司和购房者三方参与,形成一种三角关系,互相合约,而抵押贷款只是购房者与银行双方参与。

按揭销售在我国开展还不普遍,有关政策规定还需进一步完善。

③商品房预售条件。为保证购房者利益,规范市场行为,我国《城市房地产管理法》对商品房预售作了具体规定。

已交付全部土地使用权出让金,取得土地使用权证书;

持有建设工程规划许可证;

按提供预售的商品房计算,投入开发建设的资金达到工程建设总投资的25%以上,并已经确定施工进度和竣工交付日期;

向县级以上人民政府房产管理部门办理预售登记,取得商品房预售许可证明。

3. 商品房价格构成与形式

(1) 商品房价格构成。

按国家物价局等部门1992年7月20日颁布的《商品住宅价格管理暂行办法》通知规定：商品住宅价格由下列项目构成。

①征地费及拆迁安置补偿费。按国家有关征用土地补偿及房屋拆迁补偿的计算办法计算。

②勘察设计及前期工程费。主要包括总体规划设计费、水文、地质勘察费、可行性研究及三通一平或七通一平工程费。

③住宅建设、安装工程费。由直接费、间接费、建筑施工企业利润、税金及材料价差等内容组成，按施工图预算编制有关规定计算。

④住宅小区基础设施建设费和住宅小区级非营业性配套公共建筑的建设费。住宅小区基础设施主要包括小区道路、供水、供气、供电、排水、通讯、照相、绿化及环卫设施等内容，依据批准的详细规划和施工图预算计算。居委会、派出所、自行车棚等非营业性配套公共建设项目，按国家和省、自治区、直辖市人民政府颁发的城市规划定额指标计算。

⑤管理费。是指房地产开发经营企业为开展经营销售业务而支出的企业管理费。按上述(1) — (4)项之和为基数的1—3%计算。

⑥贷款利息。主要指房地产开发经营企业流动资金贷款利息。根据当地建设银行提供的本地区商品住宅建设占用贷款的平均周期、平均比例和开发项目具体情况确定。

以上六项因素构成商品住宅的成本。

⑦利润。指房地产开发经营企业所获得的盈利，以上述成本(1) — (4)项之和为基数核定。利润率暂由省、自治区、直辖市人民政府确定。

⑧税金。指房地产开发经营企业按照税收制度，向国家财政缴纳的税款，包括营业税、城市建设维护税、教育费附加等。

⑨地段差价。其征收办法暂由省、自治区、直辖市人民政府根据国家有关规定制定。

10楼层、朝向差价。根据楼层、朝向确定的商品住宅差价，其代数和应趋近于零。其他商品房价格可参照商品住宅价格的因素构成，结合市场供求关系确定。

(2) 商品房价格形式。

由于房地产商品的单一性，交易形式的多样性，决定了房地产商品价格也是多种多样的。在此，结合我国具体情况，简要介绍几种主要价格形式。

①市场价格。市场价格是以价值为基础，以市场供求关系为依据，按价值规律原则，由买卖双方共同决定的市场价格。

②市场调节价格。市场调节价格是受政府按价格管理办法间接调控的一种交易价格，是买卖双方依据评估机构的评估价格协商议定的成交价格。评估机构的评估应以政府制定并公布的各类房屋的重置价格为基础，考虑房屋所处环境、楼层、朝向等因素，并参照当地可比市场价格补充修正。市场调节价格有利于保护正当的价格竞争，防止垄断和哄抬价格。

③政府价格。政府价格是由地方人民政府按国家有关政策规定制定的向居民出售公有

房屋和拆迁补偿房屋的价格。主要有两种形式，一种是成本价格，另一种是标准价格。

新建房屋成本价格由征地和拆迁补偿费、勘察设计和前期工程费、建安工程费、住宅小区基础设施建设费（不含小区级非营业性配套公建费）、管理费、贷款利息、税金等7项因素构成。旧房成本价格按当年新建房屋的成本价格结合成新折扣确定。

标准价格也称准成本价格。新建房屋标准价格由房屋本身建安造价和征地拆迁补偿费用两项因素构成。旧房标准价格按当年新建房屋标准价格结合成新折扣确定。

成本价格和标准价格每年由地方人民政府房改部门会同物价、财政、国有资产和房屋土地管理部门测定，经地方人民政府批准后公布执行。

在房改实务中，标准价格由个人负担价和抵交价两部分构成。个人负担价按当年双职工年平均工资的一定倍数计算（如3倍）；抵交价按双职工65年内积累的由单位资助的住房公积金贴现值的一定比例计算（如80%）。这样既考虑一般居民的支付能力，又避免了过去优惠售房给国家造成的巨大损失。

④重置价格。重置价格是旧房的评估价格，即指按照评估时点当时的社会正常的建筑技术、工艺水平、建筑材料价格、人工和机械费用等，重新建造同类结构、式样、质量及功能的新房屋所需的费用加平均利润。

二、房屋租赁

1. 房屋租赁概念

房屋租赁是指房屋所有人作为出租人将其房屋出租给承租人使用，由承租人向出租人支付租金的行为。

房屋租赁是按照所有权和使用权分离原则，将房屋使用权零星出售，分期收回房屋价值的一种特殊交易形式。房屋租赁无论是现在还是将来，无论在何种社会制度下都将长期存在。这是因为：

（1）出租方式灵活性大，能适应城市流动人口不断增多的特点。临时户、暂住户只需取得房屋暂时使用权。

（2）房屋价值大，一些住户经济承受能力有限，无力一次性支付房价，而愿以租赁方式零星地取得房屋使用权。世界各国政府也都要为低收入者提供廉价租金住房。

（3）对于工业厂房等生产性用房，以租赁方式可减少资金占用，降低成本。需要转产或搬迁新的更有利投资地点时，就不必有厂房出售不出去的担忧和风险，有利资金的有效利用。

2. 几种不同房产的租赁

根据我国实际情况，目前在房地产市场上供租赁的房屋主要有私房、公房和商品房三种。

（1）私房租赁。

随着我国城市经济的发展，城市人口大量增加，流动性加大，私有房屋出租的增多，为适应这一状况，维护租赁双方的合法权益，建立正常的租赁关系和秩序，国务院于

1983年12月17日发布了《城市私有房屋管理条例》，各地方政府对私有房屋的租赁管理也制定了一些地方法规，其主要内容综合介绍如下：

①私房租赁必须产权清楚。过去未办理产权登记或变更登记的，应事先办理产权登记或变更登记，产权不清不得出租。私有房屋的出租人必须是法定的房屋所有人、共有人或者代理人。

②私有房屋租赁必须自住有余。即不得将私房出租造成自己居住困难，转向国家要求租住公房。

③私房租赁必须签订租赁合同，租赁合同应报房屋所在地房管机关备案。

④私房租赁的租金标准，由租赁双方参照当地人民政府的规定协商议定，没有规定标准的，由租赁双方本着公平合理原则协商议定，不得任意抬高。

⑤机关、团体、部队、企事业单位不得租用或变相租用城市私有房屋。如因特殊需要必须租用，须经县级以上人民政府批准。

(2) 公房租赁。

公房租赁是指将直管公房或单位自管公房交给承租人使用，承租人定期按约定支付租金的行为。在我国公房租赁是房屋租赁的主要形式，在整个房屋租赁中占有首要位置。

目前，我国的公房租赁仍带有明显的福利性质，这种租赁关系的特点是：

①公房租赁没有明确的租期，一旦租赁合同成立，租赁关系即被确定，只要承租人没有违反合同规定，就有长期承租的权利。相对而言，出租人必须确保承租人的合法租使用权，不得无故收回房屋。而私房租赁、商品房租赁则有明确的租期，有对等的权利义务。

②单位自管公房的租赁一般没有签订租赁合同，职工干部分配或调配到该单位工作，就可承租单位公房，一旦调离该单位，一般要退出其承租的住房，租赁关系自行解除。

③公房租金的标准是由各省、市、自治区、直辖市人民政府根据居民的实际支付能力确定的，租金水平低。而私房、商品房的租金则由租赁双方协商议定，完全是一种市场行为。

④公房租赁带有明显的行政分配关系，这种分配关系包含了等级分配和平均分配的因素。等级分配表现在：租房标准高低，面积大小，由承租人的职务、职称来决定。平均分配表现在同一等级的承租人，不论贡献大小、劳动多少，都可租用同一类型标准和面积的公房。因此，作为承租人，在确定自身住房方面没有选择的余地。而私房、商品房租赁，承租人有充分的选择自由，需租用什么标准、多大面积的住房，完全由自己的支付能力而定。

从以上特点看出，公房租赁不是一种市场行为，承租人与出租人之间很少存在市场关系痕迹，所以，公房的租赁是我国房地产市场一种特殊经营形式，它要成为真正意义上的、具有市场关系的房屋租赁，需要进一步深化住房制度改革。首先，要逐步提高租金水平，分阶段将租金提高到准成本租金、成本租金，最终实现商品租金。其次，要提高公房租赁市场化水平，将行政分配方式逐渐向市场配置方式转化。最后，要强化租赁双方的权利义务关系。

(3) 商品房租赁。

商品房租赁是指由各类房地产开发经营企业投资建造的房屋交给承租人使用,承租人定期交付租金的行为。

商品房租赁经营,为城市经济的发展和繁荣提供了重要的基础条件。目前,各类房地产开发经营企业开发了大量的写字楼、商场、工业厂房、住宅等房屋,其中有相当一部分是采用出租方式经营的,这类房屋完全遵循商品交换原则和市场运行机制来进行租赁经营。

3. 租金构成与形式

(1) 租金的构成。

房屋租金是房屋租赁价格的简称,是承租人为取得一定时期的房屋使用权而定期支付给所有者的经济补偿,是房屋商品的一种特殊价格形式。

房屋租金由折旧费、维修费、管理费、房产税、利润、利息、保险费、地租等8项因素构成。

①折旧费。折旧费是指房屋投入使用后,为补偿房屋使用过程中的磨损和自然损耗,在房屋规定的耐用年限内,通过房租逐步收回房屋投资的费用。提取折旧费的目的是为了维持房屋的简单再生产。所以,提取折旧费的总额应尽可能与房屋价值相当。折旧费的计算方法较多,通常使用的是平均年限法(即直线折旧法)。其计算公式为:

$$\text{每平方米月折旧费} = \frac{\text{被出租房屋年折旧费总额}}{\text{被出租房屋总面积} \times 12}$$

$$\text{年折旧费总额} = \frac{\text{房屋总造价} (1 - \text{残值率})}{\text{折旧年限}}$$

式中:残值率、折旧年限分不同结构类型按国家有关规定取定。

②维修费。房屋维修费是指房屋在耐用年限内,为了保证房屋的正常使用,对房屋各个部位进行经常性维修、保养所必须追加投入的费用。它是成本的构成部分,须在房屋租金中收回。维修费的计算方法常用的有比例法、部件更新法等。

比例法是按折旧费(或造价)的一定比例计算的维修费,计算公式为:

$$\text{每平方米月维修费} = \frac{\text{被出租房屋年维修费}}{\text{被出租房屋总面积} \times 12}$$

$$\text{年维修费} = \text{折旧费(或造价)} \times \text{维修费率}$$

维修费率可根据历年的大修、中修、日常维修的实际费用支出测算。

③管理费。管理费是指从事房地产租赁经营的企业,对出租房屋进行管理和服务所需的费用。管理费一般包括工作人员的工资、行政办公费用和有关业务所支出的费用。管理费的确定有面积定额法和租金定额法两种。

面积定额法的计算公式为:

$$\text{每平方米月管理费} = \frac{\text{年管理费总额}}{\text{房屋总面积} \times 12}$$

式中:年管理费总额按所管房屋面积核定。

租金定额法是按每平方米的租金额提取一定比例的管理费。

④利息。出租房屋是分期出售的商品,原建筑投资要到房屋使用年限终了时才全部收

回。因此,应在房屋租金中收取尚未收回的那一部分建筑投资利息。

$$\text{每平方米月利息} = \frac{\text{月利息总额}}{\text{房屋总面积}}$$

⑤保险费。保险费是房屋所有人为了使自己的房屋免受意外损失,而向保险公司支付的投保费用。房屋参加保险也是为了保证承租人更好地使用房屋,因而把它作为租金的构成因素。

$$\text{每平方米月保险费} = \frac{\text{月保险费总额}}{\text{保险房屋总面积}}$$

$$\text{月保险费总额} = \frac{\text{房屋现值} \times \text{年保险费率}}{12}$$

保险费率按保险公司规定计算,不同风险的房屋,保险费率不同。

⑥地租。地租是指房屋建设所占用土地,按规定支付给土地所有者的土地使用税(费)。

$$\text{每平方米月地租} = \frac{\text{年地租总额}}{\text{房屋总面积} \times 12}$$

$$\text{年地租总额} = \text{房屋基地总面积} \times \text{土地使用税率}$$

⑦利润。租金中的利润,是房屋出租企业的经营利润,一般应按社会平均资金利润率计算。必要的经营利润是实现房产经营扩大再生产的基本条件。

⑧房产税。房产税是由房产所有人依法向国家缴纳的税种。租金中的房产税应按照《中华人民共和国房产税暂行条例》规定计算税额,再按出租房屋面积分摊。计算公式为:

$$\text{每平方米月房产税} = \frac{\text{年房产税总额}}{\text{房屋建筑总面积} \times 12}$$

$$\text{房产税总额} = \text{房屋评估价格} \times \text{房产税税率}$$

(2) 租金形式。

一般情况下,房屋租金应按照价值规律的客观要求来确定。但在我国由于国家住房政策、原有租金水平以及居民收入水平和消费结构等因素的影响,在实际生活中,存在以下几种租金形式:

①福利租金。福利租金是根据国家政策制定,经物价部门批准的政策性租金,它主要依据职工的支付能力来确定。这种租金存在以下问题:

其一,租金水平低,虽经几年的“小步提租”,但全国平均租金水平还不足0.3元。租金占家庭工资收入的比重从50年代的5%降到现在的1%左右。而资本主义国家的房租是生活消费的主要部分,约占家庭总收入的20%左右。

其二,租金制度混乱,全国没有统一的租金标准,也没有统一的计租方法,有的按居住面积计租,有的按使用面积计租,还有的按间计租,可谓五花八门。

其三,租金价格管理形式单一,租金标准一定就死,几年不变。

因此,只有深化住房制度改革,彻底改变目前的福利租金制度,逐渐向商品租金转化,公房租赁才能走上投入产出的良性循环轨道。

②准成本租金。准成本租金由折旧费、维修费和管理费三部分构成，也称三因素租金。按准成本租金收取房租，可以使房屋租赁经营企业维持日常管理、维修费用开支，也可以维持被出租房屋的大修、翻修等费用开支，做到“以租养房”。但准成本租金低于正常的房屋租赁经营成本，还不能使经营者保本经营，更收不回建房投资。所以，准成本租金只能是我国房改阶段的一种过渡租金。

③成本租金。成本租金是在准成本租金的基础上，加上利息和房产税两项构成，也称五因素租金。按成本租金收取房租，可以使经营者通过收取租金补偿全部租赁经营成本，可以收回建房投资重新建房或购买新房，进行长期的房屋租赁经营的简单再生产。

④商品租金。商品租金是以成本租金加上经营利润、地租、保险费等八项构成为基础，并参与一些其他必要因素而形成的租金。比如参考市场供求状况、房屋所处地段、楼层、朝向等因素。按商品租金收取房租，经营者不仅可以收回建房投资和经营成本，而且还可盈利，从而可以实现房屋租赁经营的扩大再生产。

(3) 房屋租买比价。

房屋租买比价是指同一房屋商品的租赁价格与购买价格的比例关系，一般用比例值来表示。用公式表示如下：

$$\text{房屋租买比价} = \frac{\text{年租金额}}{\text{房价}}$$

房屋租买比价关系是否合理，最重要的意义在于如何引导房屋消费者的购买行为。在市场上同时有出售和出租两种房屋供给的情况下，消费者选择买房还是租房主要就看房屋租买比价关系。房屋消费者从经济上衡量感到买房比租房支付费用少的情况下，只要他能够支付购房款（包括分期付款），一般他就会决定买房。反之，房屋消费者从经济上衡量感到租房比买房支付费用少，那么，即使他有足够的支付能力，他也会选择租房，而不选择买房。由此可见，市场上房屋租买比价关系，是人们选择租房还是买房的指示信号。

房屋租买比价的合理性，主要看它是否配合国家住房政策的实施。当房屋租买比价促进了政府希望达到的住房目标时，这种房屋租买比价关系是合理的。当市场上房屋租买比价关系引导消费行为走向与政府的住房目标相悖时，这种房屋租买比价就不合理了。

当前，全国正以《国务院关于深化城镇住房制度改革决定》文件精神，推进住房制度改革，有步骤、分阶段提高房租。这就需要研究如何制定改革进程中不同时期的住房售价，使之与租价相比，能使买房比租房合算，真正达到“以租促售”的目的。

4. 房屋租赁合同及双方权利义务

房屋租赁须订立书面合同，房屋租赁合同应写明租凭房屋的坐落地址、建筑结构；出租的层次部位、间数、面积；房屋租赁期限；每月租金额、租金的交付方式和交纳日期；房屋租赁双方的权利义务等内容。

(1) 房屋出租方的权利义务。

房屋出租方的权利主要有：按期收取租金的权利；监督承租方爱护使用房屋的权利；按国家政策、法令和随着房屋条件的改善，有对其租金进行调整的权利；有依法收回出租房屋的权利。

房屋出租方的义务主要有：保障承租人合法使用房屋的义务；对房屋进行正常维修保养，保障承租人安全使用房屋的义务。

(2) 房屋承租方的权利义务。

房屋承租方的权利主要有：合法使用承租房屋的权利；有要求保障居住安全的权利；出租房屋出售时，有优先购买权利。

房屋承租方的义务主要有：按期交纳房屋租金的义务；遵守房屋租赁合同，不得擅自改变房屋用途或私自转借、交换所承租房屋的义务；有爱护使用，妥善保管所承租房屋的义务。

三、房屋抵押、典当、交换

1. 房屋抵押

(1) 房屋抵押概念。

房屋抵押是指抵押人以其合法的房产以不转移占有的方式向抵押权人提供债务履行担保的行为。债务人不履行债务时，抵押权人有权依法以抵押的房屋拍卖所得价款优先受偿。

可用于抵押的房屋一般是指抵押人享有所有权或经营管理权的房产。产权有争议的房产、租赁使用的房产、借款购置的房产等不能作为抵押物。房屋抵押时应连同该房屋占用范围内的土地使用权同时抵押。抵押人、抵押权人应当签订书面合同，并进行抵押登记。

(2) 抵押登记。

房屋抵押合同签订之后，抵押人应依照法律和国务院规定，到县级以上人民政府房地产管理部门办理抵押登记手续，并交验下列证明文件：

- ①登记申请书；
- ②房屋抵押贷款合同；
- ③抵押人、抵押权人的身份证明；
- ④证明抵押人对该房产享有所有权或经营管理权的文件、执照。

(3) 抵押房屋的占有、保管。

房屋抵押贷款合同的当事人，应当对其占有、保管的房产安全完整负责，并随时接受对方的监督。抵押房屋的占有、保管一般应遵循下列原则：

- ①抵押的房屋由抵押人占有，抵押房屋的产权证等证明文件交抵押权人保管。
- ②抵押房屋一般需在房屋所在地的保险机构投保，保险单据由抵押权人保管。
- ③抵押人需将抵押房屋出售或赠与他人时，须取得抵押权人的书面同意，并明确偿还借款本息的责任和方式。
- ④同一房屋设定数个抵押权时，其产权证等证明文件，归第一顺序抵押权人保管。

2. 房屋典当

(1) 房屋典当概念。

房屋典当是指房屋所有人将房屋交给承典人占有、使用和收益。承典人按约定典金一

次性交给房屋出典人，并在典期届满时完好返还房屋并收回典金的行为。

房屋典当实质上是房屋所有权人与承典人之间的一种交换关系，即房屋所有权人以房屋的使用权换取承典人资金的使用权。承典人付出典金后无偿使用房屋，出典人在赎回房屋时也不付资金利息。所以，房屋典当双方是一种用房不交租、用钱不付息的交换关系。

(2) 房屋典当有效条件。房屋典当关系得以成立的有效条件是：

①出典人对出典房屋有处分权。如果出典的房屋不是出典人所有，也未经所有人授权，则典当关系无效；

②典当双方必须具有行为能力；

③典当双方应出于自愿，意思表示要真实；

④典当行为不违反国家法律和公共利益；

⑤典当通常用书面形式进行，有的需要办理公证等手续。

3. 房屋交换

房屋交换是指在平等、自愿、互惠互利的条件下，房屋所有人或使用人双方互相调换产权或使用权的一种行为。

(1) 房屋所有权交换。

房屋所有权交换，即产权交换，是指房屋所有权人为生活或经营需要，双方相互交换房屋所有权的行为。交换的房屋必须经价格评估，实行等价交换。若交换双方房屋的价值不相等，则用货币补偿差价。房屋价值高的一方收取价差款，必须照章纳税，价值相等的房屋交换不需纳税。

房屋所有权交换需经房产管理部门办理产权交换手续。

(2) 房屋使用权交换。

房屋使用权交换，是指公房使用者之间为方便生活、工作，本着互惠互利原则自愿交换房屋使用权的行为。

房屋使用权交换，必须经房屋所有权人的同意。单位自管房要交换房屋使用权，必须有单位同意交换房屋使用权的书面意见方可进行交换。房屋使用权交换后，需重新签订房屋租赁合同。

第五章 房地产估价

第一节 房地产估价概述

一、房地产估价的概念

房地产估价，全称为房地产价格评估，是指房地产专业估价人员，根据估价目的，遵循估价原则，按照估价程序，采用科学的估价方法，并结合估价经验与对影响房地产价格因素的分析，对房地产的真实、客观、合理的价格所做出的估计、推测与判断。

无论是房地产的买卖、交换、租赁、入股、抵押贷款、典当、保险、课税、征用拆迁补偿、纠纷处理，还是企业合资、合作、承包经营、股份制改组、兼并、分割、破产清算、结业清算，以及房地产投资决策、管理和会计成本分析，都需要房地产估价。房地产估价是房地产开发经营全过程中一项必不可少的基础性工作。

二、房地产估价的意义

房地产市场估价是房地产价格管理的核心，其作用主要表现在以下几方面：

(1) 房地产评估可以测算现有存量市场中的房地产的价值量，为新时期房地产管理工作提供依据。

(2) 为土地使用权的出让和转移提供基础价格。作为土地所有者的国家在进行土地使用权的出让时，必须有一个基础价格。用来作为拍卖的底价或招标的底标：作为使用土地的使用者，只有知道了土地的基础价格后，才能正确地在招标竞争中报价；在土地使用权转让时，通过评估确认基础价格，便于国家正确划分土地的原价格和增值部分的比例。

(3) 房地产市场估价是进行房地产抵押业务的需要。房地产自古以来就是很好的担保抵押品。随着房地产业的不断发展,房地产在金融中的抵押贷款业务也就越来越多,这就迫切需要通过市场估价手段确定抵押品的价值,作为银行贷款的依据。

(4) 房地产估价是房地产税收的需要。房地产是一个价值量极大的商品,房地产税收是政府重要的税收来源。房地产税的税种很多,如房产税、土地使用税、土地增值税、房产增值税、房产增与税、契约等,这些税收都是以房地产的价值或价格作为课税的依据。

(5) 房地产估价可以作为拆迁补偿的依据。国家或单位、个人因建设的需要征用、拆除单位或个人的房地产时,必须对被拆迁房屋的所有人进行补偿。确定补偿的额度,需要根据一定的原则对房地产进行价格评估,作为补偿的依据。

(6) 房地产估价是处理房地产纠纷的需要。房地产纠纷很多,一类纠纷是交易各方对房地产买卖、租赁、抵押、课税、入股、互换中因对房地产价格引起的疑义。这类纠纷的处理,需要公正、权威的房地产评估报告,以确定纠纷各方应接受的价格或租金。另外遗产纠纷的处理中,当涉及到分配共有财产的分割时,也同样需要依据房地产评估部门做出的权威报告。

(7) 房地产估价是合资、合作、企业承包经营以及企业兼并等的需要。在上述经营活动中,许多经营活动都是以房地产作为资本进行投资,只有确定了这些房地产的合理价格,才能确定正确的利润分成比例。

(8) 房地产估价是企业破产进行清产估价的需要。企业由于经营不善或别的原因申请破产保护时,必须对其现有的固定资产进行清产估价。房地产估价为企业的房地产进行清产时提供依据。

三、房地产估价的原则

房地产估价,应当做到客观、公正、科学、合理。为此,在房地产估价时,应根据房地产价格形成的客观规律,遵循一定的估价原则,以保证估价工作的权威性、可行性和积极的导向作用。

房地产估价原则是指在估价活动中应当遵守的法则、标准或应注意的问题。当前我国房地产估价应遵循的原则主要有:

1. 适法原则

适法原则是指房地产估价要在法律规定的房地产使用的条件下进行的估价原则。如城市规划规定了土地的用途、容积率、覆盖率、建筑物高度与建筑风格等。房地产估价必须在全面了解有关的政策法规的基础上在房地产的使用符合这些限制的范围内进行。

2. 房地相结合的原则

房地相结合原则是指无论房价或地价的估算,都必须对其房和地两个因素的内涵综合分析,统一评估。这一原则是由房地产商品价值构成的特殊性所决定的,它要求在评估实务中处理好房价和地价的内在联系和相互影响、相互制约的客观现象,从而使评估的判断

预测最大可能性地接近客观实际。

3. 最有效使用原则

最有效使用原则就是指房地产估价要以房地产的最有效使用为前提来进行估价的原则。从最有效使用原则出发,希望通过价格评估和价格管理,促进房地产资源真正做到按质使用,从而发挥各个房地产资源的最佳使用效能和经济效益。

4. 替代原则

替代原则就是在评估某一房地产的价格时可由相类似的其他房地产的价格水平相替代的原则。在商品交换关系中商品价格是相互影响、相互制约的,任何一项房地产价格都受同类型具有替代可能的其他房地产价格的制约。因此,在评估一宗房地产价格时,如附近有相近效用的房地产价格存在,可以依此推断出该房地产的价格。但在通常情况下,很难找到各种条件完全相近、可供直接比较的房地产作为评估依据,这时,可以找一些与估价对象房地产密切相关而又具有一定替代性的房地产作为比较参照物来进行评估,对其中的差别作适当的修正。

5. 供求原则

供求原则就是指进行房地产估价时必须充分考虑到房地产的供求关系变化的因素而估价的原则。房地产价格同其他物品的价格一样,受供求关系的影响。若需求不变,供给增加,则价格降低;若供给不变,需求增加,则价格上升。进行房地产估价时必须充分考虑到房地产的供求情况和可能导致供求关系变化的因素。值得注意的是,由于房地产具有地理位置的固定性、地区性和个别性,这种供求情况主要是指当地同类房地产市场的供求情况。

6. 估价时点原则

估价时点原则是指假定市场情况停止在某一时点上,以该时点的房地产情况为准的估价原则。估价时点,又称评估基准日、估价期日、评估期日。所谓估价时点,是指估价对象房地产的估价值所指的具体日期,通常以年、月、日表示。

房地产市场是不断变化的,房地产价格具有很强的时间性,它是某一时点的价格,在不同的时点上,同一房地产往往会有不同的价格。估价时点原则是:估价实际上只是求取某一时点的价格,所以在评估一宗房地产的价格时,必须假定市场情况停止在某一时点上,同时估价对象房地产的状况通常也是以其在该点的状况为准(期货估价例外),这一时点即是估价时点。

一般将估价人员执行现场查勘的日期定为估价时点,或因特殊需要将其他日期指定为估价时点。确立估价时点原则的意义在于:估价时点是责任交待的界限和评估房地产时值的界限。

四、房地产价格的种类

进行房地产估价,必须弄清房地产价格的种类和每一种房地产价格的确切含义。不同的房地产价格,其所起的作用不尽相同,有的是交易的需要,有的是当作政府课税的标

准,有的是政府征用房地产补偿时的依据,有的则是计算房地产增值的基础。总之,根据不同的评估目的,有不同的价格种类。

1. 市场的价格、理论价格、评估价格

房地产的市场价格是房地产交易双方的实际成交价格,这种价格通常随着时间和供求关系的变化及交易双方的心态等而经常波动。市场价格简称市价,其中又可以分为公平市价和非公平市价。公平市价,是指交易双方在正常情况下的成交价格,不受一些不良因素,如不了解市场行情、垄断、强迫交易等的影响。相反的即为非公平市价。

房地产的理论价格,是经济学理论中认为的房地产的“公开市场价值”。即如果将该房地产放在合理市场上交易,它应该实现的价格为多少。

房地产的评估价格,简称评估价,是运用某种估价方法对房地产市场价格等所作的一种估价。

2. 土地价格、建筑价格、房地价格

这是一组按照房地产的实物形态划分的价格,土地价格简称地价,如果是一块无地上建筑物的土地,土地价格即指该块土地的价格;如果是一块附有建筑物的土地,土地价格是指该宗房地产中纯土地部分的价格。同一块土地,在评估时因其“生熟”条件不同,会有不同的价格。

建筑物价格是指建筑物部分的价格,不包含其占用的土地的价格,人们平常所说的房价。如购买一套商品房的价格、购买一幢别墅的价格,通常是含有该建筑物占用的土地的价格在内,因此,人们平常所说的房价与这里的建筑价格的含义不一定相同。

房地价格又称房地混合价,是指建筑物连同其占用的土地的价格,往往同于上述人们平常说的房价。

3. 总价格、单位价格、楼面地价

这是一组按照房地产价格的表示单位划分的价格。

房地产总价格,是指一宗房地产的整体价格,根据情况的不同,房地产总价格也不同。房地产总价格一般不能说明房地产价格水平的高低。

房地产单位价格,是指单位土地面积或单位建筑物面积的价格,房地产单位价格可以反映房地产价格水平的高低。以土地为例,土地单位价格与土地总价格的关系为:土地单位价格 = 土地总价格 ÷ 土地总面积。

楼面地价,又称单位建筑面积地价,是平均到每单位建筑面积上的土地价格。楼面地价与土地总价格的关系为:楼面地价 = 土地总价格 ÷ 建筑总面积。由此公式可以找到楼面地价、土地单价、容积率三者之间的关系,即:楼面地价 = 土地单价 ÷ 容积率。

4. 所有权价格、使用权价格

房地产的所有权价格,是指所交易房地产所有权的价格。

房地产的使用价格,是指交易房地产使用权的价格。以土地为例,目前我国有偿出让土地的价格都是土地使用权的价格。土地使用权价格又称出让金。土地使用权价格可因使用年限的长短区分为各种使用权价格,如30年、50年、70年的使用权价格。

5. 买卖价格、租赁价格、抵押价格、课税价格、征用价格

买卖价格,是以买卖双方进行房地产买卖交易时收取或支付的货币额,又称买价或卖价。

租赁价格常称租金,在土地场合称地租,在房地混合场合俗称房租。

抵押价格,是为抵押贷款而评估的房地产价格。抵押价格由于要考虑抵押贷款清偿的安全性,一般比市场要低。

课税价格,是指政府为课征赋税,由估价人员估定的房地产课税基础的价格。

征用价格,是为政府征收房地产补偿而评定的价格。

6. 拍卖价格、招标价格、协议价格

这是一组与房地产交易(或出让)所采取的方式相联系的价格分类。

房地产的拍卖价格,是指采用拍卖方式交易(或出让)房地产的成交价。

房地产的招标价格,是指采用协议招标方式交易(或出让)房地产的成交价。

房地产的协议价格,是指采用协议方式交易(或出让)房地产的成交价。

7. 基准地价、标定地价、房屋重置价格

这是我国《城市房地产管理法》中提到的三种价格,该法第32条规定,“基准地价、标定地价和各类房屋重置价格应当定期确定公布。”

城市基准地价是在某一城市的一定区域范围内,根据用途相似、地段相连、地价相似的原则划分地价区段,然后调查评估出的各该地价区段某一时点的平均水平价格。

标定地价是指一定时期和一定条件下,能代表不同区位,不同用途地价水平的标志性宗地的价格。

房屋重置价格,简单地说,是假设房屋在估价时点重新建造时,必要的建造费用加平均利润。具体地说,是指按照估价时点当时的社会正常的建筑技术、工艺水平、建筑材料价格、人工和机械费用等,重新建造同类结构、式样、质量及功能的新房屋所需的费用加平均利润。

8. 底价、期望价、补地价

底价,是政府、企业或私人出让(尤其是拍卖)房地产时确定的最低价格,亦称起叫价格(简称起价),若低于这个价格则可不出售。

期望价,一般指政府、企业或私人出让房地产时希望卖出的满意价格。如在底价的基础上上涨15%,即可视为期望价。

补地价,是指更改政府原出让土地使用权时规定的用途,或增加容积率,或转让、出租、抵押划拨土地使用权,或出让的土地使用权续期等需要交给政府的一笔地价。对于改变用途来说,补地价的数额通常等于改变用途后与改变用途前的地价差额,即补地价=改变用途后的地价-改变用途前的地价。对于增加容积率来说,补地价的数额可用下列公式计算:补地价=[(增加后的容积率-原容积率)÷原容积率]×原容积率下的地价。例如:一宗土地的面积为1000平方米,容积率为5,时价为400元/平方米,现欲将容积率增加到7,其补地价的数额计算如下:①补地价(单价)=[(7-5)÷5]×400=160(元/平方米);②补地价(总价)=160×1000=16(万元)。

第二节 房地产估价的基本程序

一、申请评估的受理

房产所有人、土地使用权人或其他委托者提出需要对房产或土地价格进行评估,凡属于以下范围的,专业评估部门均可受理评估:房屋买卖、交换、租赁;房产继承、赠与、析产、房产转让、土地使用权转让;旧公房出售;房屋的拆迁补偿;私房落实政策作价收购;房产抵押、土地使用权抵押;房产纠纷诉讼;企业房产租赁、联营、股份经营、出售、破产清理和中外合资、合作经营;土地使用权分割;土地征用补偿等。

二、估价资料搜集与整理

房地产价格的评估是评估人员就某房地产的价格加以判断,表示意见的行为,这种判断或意见从形式上来看是属于评估人员的主观行为,但判断的内容和实质绝对应当是客观的,必须具有普遍意义,即任何专业人员来判断都是能得到大致相同的结果。所以,评估人员必须客观的进行评判,而绝不允许主观独断。为了保证房地产价格评估的客观性,必须充分占有房地产有关的资料。

(1) 产权资料。产权资料是反映房地产所有权归属及其变更情况的综合资料。一般包括:房地产登记件袋、接代管产权资料、落实政策资料件袋、产业目录、土地正章卡、房屋买卖资料、征地拆迁资料、私房改造资料,以及 1/500 房地产平面图或 1/200 房屋平面图等。

(2) 房屋建筑资料。房屋建筑资料是反映房屋类型、建造年代、结构、设备、造价的综合资料,是房屋价格评估工作中的最好参考资料。

(3) 市场交易资料。市场交易资料是房屋买卖双方自行协商达成协议或购销意向的记录,它能及时地反映当前房屋的供需状况及其市场行情。

(4) 土地资料。不少城市根据商业是否繁荣、供求关系和交通便利因素,划分了地段等级,少则 5 级,多则 20 余级,使房价随着地段级差的变化合理浮动。此外,有的城市按宅基地面积,规定了不同的房价,因此,在房地产价格评估中有关土地资料不可忽视。

三、现场查勘

现场查勘是对已经确定的评估对象房地产进行实地调查分析,从对象房地产的实地构造、权利状态、环境条件等具体内容进行客观确认。

对评估对象房地产进行现场实体确认包括两项内容:一是土地,二是房屋或其他建筑物。土地的实体确认比较容易,只是要认明其坐落位置、土地使用类别、地号、面积、地形、地貌等。房屋的实体确认则较为复杂,一般包括下列内容:

(1)核对房屋的地址、坐落和部位。这是房屋评估的前提。在落实政策房屋评估、动拆房屋评估、买卖房屋评估,有偿转让房屋评估以及司法部门处理财产纠纷中的房屋评估过程中,评估人员应认真负责地核对委托人或产权人房屋的坐落和部位。特别是在评估同幢异产房屋时,更要认真核对房屋评估范围,正确区分房屋产权的独立部位、共有部位或他人所有部位,以免出现误估,发生产权纠纷。

(2)认定房屋结构、类型和式样。这是房屋评估的基础。各地对不同结构、类型、式样的房屋均有不同的建筑造价和评估标准。因此,在现场查勘时,要正确认定房屋建筑的结构、类型、式样,以便合理运用房屋评估标准。

(3)查勘房屋装修、设备、层高及其使用情况等。这是房屋评估的基本内容。由于房屋结构多样,类型复杂,式样各异,大多数房屋的层高、设备配置和装修标准不一,使得房屋造价差距很大。因此在房地产评估前,必须对房屋的装修、设备配置、层高等情况查勘清楚。

(4)测得房屋的地段、朝向和层次。这是房屋评估的重要因素。对不同地段、朝向、层次的房屋应予区别对待,适当拉开差价。

(5)确定房屋造价年份。这是房屋评估不可缺少的部分。它关系到房屋的折旧率,在房屋评估时,一定要正确确定房屋的建造年份。

(6)鉴定房屋完好程度。在房屋评估中不但应当考虑房屋的自然折旧情况,还应从实际出发,对房屋完好程度加以测定,以解决房屋建筑年份或年代较久、房屋超龄,但仍有很大的使用价值按常规折旧难于公平评估的问题。

(7)勘丈绘图。勘丈绘图就是在房屋全面查勘丈量的基础上,将房屋形状、位置、层次、结构、开间、门、窗、阳台、卫生设备、楼梯走道、面积大小、墙体归属以及附属物搭建等,按照一定比例如实反映在房屋平面图上,作为查勘成果与房屋评估依据。

(8)摄影。房屋摄影(包括录像)是房屋评估的必要手段。房屋摄影能以特显镜头全面而真实地反映房屋建筑风貌、环境景观、房屋结构、内外装修情况,能给人以直观印象,填补文字记载的不足。因此,在房屋拆迁时,对有可能发生评估纠纷的房屋,要进行摄影,以作处理纠纷时的凭证。

四、资料的综合与分析

评估人员应将所得资料和数据集中起来,加以整理归类,进行全面综合分析,为房屋价格评估提供真实情况和正确的数据。

房屋资料综合分析应根据房屋评估要求的不同而采取不同的方法。

(1) 归纳法。归纳法就是将房屋资料按房屋所有人归类、按幢归类、按评估项目进行归类的方法。归纳法的优点是资料分类清楚,互不干扰。

(2) 填入法。填入法就是按房地产估价要求,制定房屋估价表,将现场查勘所得有关资料,经整理后按表格要求逐项填入。填入法的优点是内容比较规范,项目不易遗漏。不足之处是不能综合表格以外的内容。

(3) 平衡法。平衡法就是在同时评估两幢以上相近房屋时,对幢与幢之间的产权资料进行适当平衡。平衡法一般适用于房屋拆迁基地评估。因拆迁房屋评估一般数量较多,情况复杂,要适当平衡,避免同一类型房屋在价格上畸高畸低。

(4) 参照法。参照法就是在房屋已经拆除、原房不复存在的情况下,参照有关资料而进行综合分析的方法。下列资料可以参照分析:①1/500 房地产平面图(或1/200 房屋平面图);②税务部门资料;③比照相邻房屋的建筑资料。

在对资料综合分析的基础上,再选择适当的价格评估方法,对房地产价格做出切合实际的评估。房地产价格评估最基本的方法有成本估算法、市场资料比较法和收益还原法,这些方法将在本章第三详细介绍。

五、编写估价报告

估价报告是记述评估成果的文件。它根据评估对象的估价目的,将该房地产的实体因素,影响因素、利用状态等必要事项作翔实系统的记叙,并明确表示评估结果。估价报告书有表格式和文字式两种,但都应包括以下内容:

(1) 报告书编号。估价报告书应统一按年度、日期编号,以利日后查阅,也便于管理。

(2) 评估委托人。评估对象房地产产权人和评估目的。

(3) 评估日期。估价报告上一定要注明评估日期,因为房地产价格评估有一定的时间性。

(4) 评估价格。

(5) 评估对象房地产的实体构成状况,如土地的地理位置、地形、地貌、面积;房屋的地址、坐落、部位;房屋的结构、类型、建筑面积;房屋的使用情况;房屋的地段、层次、朝向;房屋的维修与保养情况;房屋平面图等。

(6) 估价人员的情况。用以标明估价人员的学识和经验。

(7) 附属资料。附属资料是指评估对象房地产所在地的地籍图、建筑图、照片等确

认资料 and 对比实例的资料。

六、估价的复核与审批

房地产价格评估的复核与审批，是评估机构检验和认可评估对象房地产的评估内容和评估结果的过程，是房地产估价的最后关键程序。

第三节 房地产价格评估的方法

一、市场比较法

所谓市场比较法，是在求取估价对象房地产的价格时，将估价对象房地产与在较近时期内已经发生了交易的类似房地产加以比较对照，从已经发生了交易的类似房地产的已知价格，修正得出估价对象房地产的价格的一种估价方法。这里所谓类似房地产，是指在用途、建筑结构、所处地区等方面与估价对象房地产相同或相似的房地产。

市场比较法由于是以替代原理为理论基础，而且符合当事人的现实经济行为，以市场上实际的交易价格为估价参照的基准，又只要有类似的房地产的合适交易实例即可应用，所以，在房地产市场比较发达的情况下，它是一种说服力较强，具有现实性，适用范围广，被普遍采用的重要估价方法。

市场比较法估价的步骤如下：

1. 搜集交易实例资料

运用市场比较法对土地估价前，应通过查阅政府有关部门关于土地交易的资料；查阅报刊上有关土地租售的广告；与地产经纪人交流等各种形式，尽可能多搜集土地交易案例。内容一般包括交易价格、交易日期、交易时的状态，如坐落位置、用途、土地状况、建筑物状况、环境条件、交易双方及交易情况。在了解地方土地交易市场特性的同时，从中选择哪些在近邻地区或同一供需圈内的类似地区中的正常的土地销售案例、可能作时间差异修正的案例、可能作个别因素比较的实例和评估目的一致的实例。

2. 比较实例的选取

在对某一房地产进行估价时，在搜集到的较多的交易实例中，还需要选择其中符合一定条件的交易实例，作为比较参照的交易实例。选取的供比较参照的交易实例应与估价对象房地产的用途相同、建筑结构相同、所处的地区相同、价格类型相同、估价时点接近，且该交易实例必须为正常交易，或可修正为正常交易。

3. 价格比较基础的建立

选取了比较实例后,应先使各比较实例的价格之间及其与拟评估的估价对象的价格具有比较的基础,然后再作有关修正。价格比较基础的建立包括:①统一化为单价(土地除单价外还可化为楼地价)。②统一货币单位,通常用成交当时的市场汇率来折算。③统一面积单位。④统一面积内含。

4. 交易情况修正

交易情况修正,是排除掉交易行为中的一些特殊因素所造成的交易价格偏差,使其成为正常价格。造成价格偏差的因素主要有:亲戚、熟人之间的交易通常价格偏低;协议招标的土地价格偏高;购买邻接地时,土地价格偏高;急欲脱售的价格往往偏低等。基于特殊情况下的交易价格是一种偏差价格,在市场比较法上不宜直接作为比较对象,必须将个别特殊情况排除,使其正常化,才适合作为比较对象。

5. 交易日期修正

交易实例的交易日与估价对象的房地产估价日不可能是在同一时间。随着时间的推移,房地产价格可能发生的变化是:平静无波,上涨或下跌。在房地产价格显平静无波的发展趋势时,可不进行交易日期修正。而在房地产价格显上涨或下跌的趋势时,则必须进行适当的交易日期修正,以符合估价时的实际市场情况。

交易日期修正的方法是用变动率(如采用地价指数或房地产价格指数、建筑造价变动率等),将比较实例当时的交易价格修正为估价时点的价格。利用价格指数进行交易日期修正的公式是:

$$\text{修正为估价时点的交易实例价格} = \text{交易实例当时的成交价格} \times \frac{\text{估价时点价格指数}}{\text{交易时期价格指数}}$$

6. 区域因素与个别因素修正

区域因素与个别因素是构成房地产使用功能、质量好坏的因素。进行区域因素与个别因素修正,是将比较实例房地产相对于估价对象房地产在使用功能、质量好坏上的差别所产生的交易价格差别排除。这是市场比较法中的难点和关键。

区域因素比较修正的内容主要包括:交通、繁华程度、噪声、景观、城市规划等影响房地产价格的因素。个别因素比较修正的内容主要包括:面积、形状、临街状态、位置、地势、土地使用权年限、容积、生熟程度、建筑结构、施工质量、装修标准、新旧程度等影响房地产价格的因素。由于不同使用性质的房地产,影响其价格的区域因素与个别因素不同,因此具体比较的内容也不尽相同。如商业区着重繁华程度;住宅区讲求宁静、安适;工业区重视交通运输;农业区则重视土壤的肥沃程度。在实际比较时,应将所要比较的内容列表,使其规范化,且一目了然。值得注意的是,比较实例的区域因素与个别因素是比较实例交易当时的区域因素状况与个别因素状况。

7. 综合修正计算

由上可见,以市场比较法来求取估价对象房地产的价格时,通常需要进行交易情况修正、交易日期修正、区域因素修正、个别因素修正。通过这几个方面的修正,就把比较实例房地产的价格转变成了估价对象房地产的价格。其计算公式如下:

$$\text{估价对象房地产的价格} = \text{比较实例房地产的价格} \times \text{交易情况修正系数} \times \text{交易日期修正}$$

系数 × 区域因素修正系数 × 个别因素修正系数

由于选取用来比较参照的交易实例有多个,通过上述各种修正之后,每个比较实例者会综合求出一个价格,而且不可能完全一致,最后要求出一个估价结果,定为估价对象房地产的估价值。例如:有3个比较实例,最后会有3个不同的价格。综合的方法有:简单算术平均、加权算术平均、中位数、众数、混合法。

二、成本估价法

1. 成本估价法的概念

所谓成本估价法,是在求取估价对象房地产的价格时,以开发或建造估价对象房地产或类似房地产所需耗费的各项必要费用之和为基础,再上正常的利润和应纳税金来确定估价对象房地产的价格的一种估价方法。以这种方法求得的价格也称为积算价格。

成本估价法的理论依据,从买方的角度看,是替代原理,即买方愿意支付的价格不能高于他重新开发或建造该房地产所需要花费的费用,如果高于该费用,他还不如自己开发或建造。从卖方的角度看,是房地产的生产费用价值论,即卖方愿意接受的价格不能低于他开发或建造该房地产已花费的费用,如果低于该费用,他就要亏本。

成本估价法在各种估价方法中有其特殊的用途,特别适用于独立或狭小市场上无法运用市场比较法进行估价的房地产的估价。另外,对于既无收益又很少出现买卖情况的学校、图书馆、医院、政府办公楼、军队营房、分园等公共建筑、公益设施的估价也很适用。

2. 成本估价法的计算法

(1) 新开发土地成本估价法的估价。

新开发土地包括填海造地,开山造地,征用农地后进行三通一平或五通一平、七通一平,拆除城市旧区中旧建筑物整理后出售土地等情形。在这些情况下,成本估价法的基本公式为:

新开发土地价格 = 取得待开发土地费用 + 开发土地所需费用 + 正常利税

上述基本公式在具体情况下又会有具体形式,如新开发区土地的分宗估价,运用成本法之前是个有效的方法,其公式如下:

$$\text{开发区某宗地的价格} = \frac{\text{取得开发区用地的总费用} + \text{开发区土地开发的总费用} + \text{正常的开发利税总额}}{\text{开发区总面积} \times \text{可转让土地面积的比率}} \times \text{用途、区位等因素修正系数}$$

$$\text{其中:可转让土地面积的比率} = \frac{\text{可转让土地面积}}{\text{开发区总面积}}$$

实际估算时通常分三步:①计算开发区平均每单位面积的成本价格。②计算开发区可能转让土地平均每单位面积的成本价格。此步用第一步计算的成本价格除以可转让土地面积的比率即可求得。③计算开发区中具体某宗地的价格,此步将第二步计算的成本价格,根据宗地的用途、区位、使用年限等适当的增减修正即可求得。

(2) 新建房地产成本估价法的估价。

在新建房地产的情况下，成本估价法的基本公式为：新建房地产价格 = 取得土地费用 + 建造建筑物费用 + 正常利税。若不含取得土地费用，即：新建建筑物价格 = 建造建筑物费用 + 正常利税。

新建房地产价格在目前实际评估时，可具体化为下列公式：新建房地产价格 = 取得土地费用 + 开发商投资利息 + 销售费用 + 开发商负担的两税一费 + 开发商利润。

(3) 旧有房地产成本估价法的估价。

旧有房地产成本估价法的基本公式为：旧有房地产价格 = 土地的重新购置价 + 旧有建筑物的重新建造完全价 - 建筑物折旧。这种方法通常被称为重置成本或重建成本法。其步骤为：①求取土地在估价期日重新购置所需的原价；②求取建筑物在估价期日重新建造所需的原价；③估算该房地产中建筑物的折旧额；④用土地和建筑物的重新建造完全价扣减折旧额即可。

3. 成本估价法实例

(1) 估价对象概况。

该房地产为政府用办公楼；坐落在某城市建成区内；土地总面积为 250 平方米；建筑总面积为 850 平方米；建筑物建于 1973 年 7 月；建筑物结构为钢筋混凝土结构。

(2) 估价要求。

需要评估出该宗房地产 1993 年 7 月的市场价值。

(3) 估价过程。

①选择估价过程方法。该宗房地产为政府用办公楼，无直接的经济收益，也很少出现买卖情况，故拟选用成本估价法进行估价。

②选择计算公式。该宗房地产属成本估价法中旧有房地产的估价，故选择的计算公式为：

房地产现时价格 = 土地的重新建造完全价值 + 建筑物的重新完全价值 - 建筑物的折旧

③求取土地的重新建造完全价值。由于该土地坐落在城市已建成区内，直接求取该土地的重新建造完全价值。具体通过如下两个途径：一是采用市场比较法，利用政府有偿出让土地的价格比较求取；二是采用成本估价法，利用征用农地的费用加土地开发费再上地段差别调节的办法来求取。

第一，依市场比较法求取土地价格。

调查选取了 A、B、C 三个比较实例并进行修正，见表 7.5.1。

表 7.5.1

	单 位	比较实例		
		A	B	C
土地面积	M^2	230	300	250
买卖日期		1992 年 5 月	1992 年 12 月	1993 年 5 月
每方米买卖价格	元/ M^2	605	710	680

修正情况见表 7.5.2。

表 7.5.2

比较实例	实例土地价格	交易情况修正	交易日期修正	区域因素修正	个别因素修正	修正结果
A	$605 \times$	$\frac{100}{100} \times$	$\frac{107}{100} \times$	$\frac{100}{95} \times$	$\frac{100}{100} =$	618 (元/ M^2)
B	$710 \times$	$\frac{100}{100} \times$	$\frac{103}{100} \times$	$\frac{100}{98} \times$	$\frac{100}{108} =$	691 (元/ M^2)
C	$633 \times$	$\frac{100}{95} \times$	$\frac{101}{100} \times$	$\frac{100}{102} \times$	$\frac{100}{97} =$	680 (元/ M^2)

故：估价对象土地价格 = $(681 + 691 + 680) \div 3 = 684$ (元/ M^2)

第二，利用征用农地的费用加土地开发费加上地段差别调节的办法求取土地价格。

在估价时点（1993 年 7 月）征用郊区农村土地平均每亩需支付 5 万元的征地补偿等费用，需要三通一平，为此每平方米还需投资（含开商合理利润）30 元。以上两项合计每平方米 105 元，可视为城市边缘熟悉地的价格。

该城市土地分为 10 个级别，城市边缘熟地列为最差级，即处于第 10 级土地上，而估价对象房地产处于第 3 级土地上，因此还需进行土地级别修正。各级土地之间的价格差异如表 7.5.3 所示。

表 7.5.3 各级土地之间的价格差异表

土地级别	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
土地的倍数	10. 6	8. 16	6. 27	4. 83	3. 71	2. 86	2. 20	1. 69	1. 30	1

根据表 7.5.3，估价对象土地价格 = $105 \times 6. 27 = 658$ (元/平方米)

由以上两个途径求得的估价对象土地价格分别为 684 元/平方米和 658 元/平方米。该房地产估价主要是以前者为标准,但对于后者也加以充分考虑,并斟酌精通当地市场行情者的意见,决定土地部分的价格为每平方米 680 元。

故:估价对象土地总价 = $680 \times 250 = 17$ (万元)

④求取建筑物的重新建造完全价值。现时与本估价对象房地产的建筑物类似的不包括土地价格在内的建筑物的造价为每平方米 1000 元(含合理利润、税收等),以此作为该建筑物部分的重置价格,即每平方米也为 1000 元。

故:估价对象建筑物总价格 = $1000 \times 850 = 85$ (万元)

⑤计算建筑物的折旧。采用定额法求取折旧额。根据国家有关规定,钢筋混凝土结构的非生产用房的耐用年限为 60 年,残值率为零。该房地产的耐用年限和残值率也以此为标准。

故:建筑物的折旧额 = $85 \times \frac{20}{60} = 28.3$ (万元)

估价人员到现场观察,认为该建筑物的折旧程度也为三成,即将近七成新,与上述计算结果基本吻合。

⑥计算估价额。

房地产现时价格 = 土地的重新建造完全价值 + 建筑物的重新建造完全价值 - 建筑物折旧 = $17 + 85 - 28.3 = 73.7$ (万元)

(4) 估价结果。

根据计算结果并参考估价经验,将本估价对象房地产 1993 年 7 月的市场价值总额评估为 74 万元,大约每平方米建筑面积 870 元。

三、收益还原法

1. 收益还原法的概念

所谓收益还原法,是在求取估价对象房地产的价格时,运用某种适当的还原利率,将预期的估价对象房地产未来各期的正常纯收益折算到估价时点的现值,求其之和来确定估价对象房地产的价格的一种估价方法。采用收益还原法估价求得的价格,通常称为收益价格。

收益还原法是建立在货币时间价值的观念上,只适用于每年有明确收益的房地产的价格评估。

2. 收益还原法的计算步骤

收益还原法的计算在于如何正确计算待估房地产的总收益、总费用和还原利率。

(1) 计算总收益。计算总收益的条件是:它应是房地产在正常经营使用情况下的收益;它应是有规则的持续产生的收益;它应是建立在科学的市场预测基础上的最可能实现的收益。

(2) 计算总费用。总费用所包括的项目,一般以正常经营所持续支付且直接必要的

费用为限。

土地租赁标准总费的构成：①税收，如土地使用税等；②管理费；③维护费。房屋租赁标准总费用的构成：①维修费；②管理费；③折旧费；④房屋保险费；⑤房屋空置损失费；⑥房地产税和土地使用税。

(3) 确定还原利率。还原利率是房地产价格计算中最敏感的因素。确定还原利率的依据为：历年银行存款利率和物价指数的统计资料；国家债券与公司债券的利率；历年工商企业的年均获利；国家公布的经济增长统计资料；国家公布的城市规划发展资料；房地产租赁出售价格，房地产投资的风险大小等。应用最广泛的三种还原利率是：综合还原利率；建筑物还原利率；土地还原利率。

(4) 综合计算。将计算的总收益减去总费用，得到每年纯收益，再除以确定的还原利率，即可求得待估房地产的现值。基本公式为：

$$\text{房地产现值} = \frac{\text{纯收益}}{\text{还原利率}} = \frac{\text{总收益} - \text{总费用}}{\text{还原利率}}$$

①有长期纯收益的房地产，收益还原法的计算公式为：

$$\text{房地产现值} = \frac{\text{纯收益}}{\text{还原利率}} = \frac{1}{\text{还原利率}} \times \text{纯收益}$$

式中：1—还原利率即为回报年期。意即房地产的价格等于回报年期内年纯收益的总和。

若有一间店铺，年纯收益为1万元，假定该店铺的还原利率为4%，则店铺的价格为：

$$\text{回报年期} = 1 \div 4\% = 25 \text{ (年)}$$

$$\text{价格} = 1 \text{ 万元/年} \times 25 = 25 \text{ (万元)}$$

②纯收益权限于较短几年时。其回报年期的计算公式为：

$$\text{回报年期} = \frac{1 - \frac{1}{(1+R)^n}}{R}$$

式中：R——还原利率

n——取得纯收益的连续年数

若有一间店铺在1987年租出，年租金纯收益为3800元，租期为6年。预计租赁期满后的年租金纯收益可达4500元。假定店铺的还原利率为7.5%，求该店铺地估价日期1989年时的出售价格。

该店铺1987年租出，6年期满时为1993年，从估价日期1989年算起至1993年期满还有4年。

(1) 先用回报年限将4年中的年纯收益380元还原为该店铺的短期收益价格：

$$\text{回报年限} = \frac{1 - \frac{1}{(1+7.5\%)^4}}{7.5\%} = 3.35 \text{ (年)}$$

$$\text{短期收益价格} = 3800 \times 3.35 = 12730 \text{ 元}$$

(2) 再计算 1993 年以后该店铺的长期收益价格：

$$\text{长期回报年期} = \frac{1}{7.5\%} = 13.33 \text{ (年)}$$

扣除已计算的短期回报年限 3.35 年后，长期回报年期尚余 9.98 年。

长期收益价格 = 4500 元/年 × 9.98 = 44 910 (元) 该店铺在 1989 年的估价值为：

$$12\,730 + 44\,910 = 57\,640 \approx 5.8 \text{ (万元)}$$

3. 收益还原法的实例

办公楼甲可供出租面积 3500 平方米，月租金为每平方米 25 元，空房率为 5%，每月需管理费 4 500 元，折旧费 5 400 元，税金 4 700 元，维修费用 3 460 元，设还原率为 10%。

(1) 计算总收益：

$$3\,500 \times 25 \times 12 \times 95\% = 99\,750 \text{ (元)}$$

(2) 总费用：

$$\text{管理费} \quad 4\,500 \times 12 = 54\,000$$

$$\text{折旧费} \quad 5\,400 \times 12 = 64\,800$$

$$\text{维修费} \quad 3\,460 \times 12 = 41\,520$$

$$\text{税金} \quad 4\,700 \times 12 = 56\,400$$

$$\text{合 计} \quad 216\,720$$

(3) 年纯收益：

$$99\,750 - 216\,720 = 780\,780 \text{ (元)}$$

(4) 估价：

$$780\,780 \div 10\% = 7807.800 \text{ (元)}$$

四、剩余法

剩余法，又称假设开发法或倒算法，是指在求取估价对象房地产的价格时，将估价对象房地产的预期开发的价值，扣除其正常的开发费用、销售费用、税金及开发利润，来确定估价对象房地产的土地价格的一种估价方法。

运用剩余法评估地价的关键在于：科学地预测建筑产品的实际价格；合理测算开发建设成本及其利润；严格控制待估地块上经营性建筑面积总量。其计算公式为：

$$\text{地价} = \text{楼价} - \text{建筑费} - \text{专业费用} - \text{利息} - \text{租售费用} - \text{税费} - \text{开发商利润}$$

式中：专业费用（如咨询、可行性研究策划、规划、设计费用）通常按照建筑费的一定比率估计，利息和开发商利润分别用利息率和利润率乘地价、建筑费、专业费三者之和来计算。

第六章 房地产市场

第一节 房地产市场概述

一、房地产市场概念

房地产市场有狭义和广义两层含义。从狭义上说，房地产市场是指房产和地产的买卖、租赁、抵押、典当等交易活动的场所。从广义上说，房地产市场是整个社会房地产交易关系的总和。

房地产市场是社会主义市场经济体系的重要组成部分。党的十三大报告中指出：“社会主义市场经济体系，不仅包括消费品和生产资料等商品市场，而且应当包括资金、劳务、技术、信息和房地产等生产要素市场”。一个完整的房地产市场是由市场主体、客体、价格、资金、运行机制等因素构成的系统。

二、房地产市场特点

房地产商品本身的特性和国家土地制度、住房制度、市场调节机制等因素，决定了房地产市场有其自身的特点。

1. 市场信息不充分

缺乏信息是房地产市场的重要特征。市场信息主要包括：供求信息、产品信息等。证券市场是信息最充分的市场。商品（股票、证券）价格明码标价，变化即知，公开交易。而房地产市场，买者与卖者缺少沟通，一些私下交易，其成交价格往往不公开，有的还不能真实反映物业价值。

2. 市场区域性强

一般商品流通性强,从而可以形成全国性乃至国际性市场,而房地产商品的固定性,决定了房地产市场具有明显的区域性。这一区域性表现为:不同地区市场发育和完善程度千差万别;同一类型产品地域价差大;市场供求圈小,市场辐射功能弱等。例如:某产品在甲地供过于求,产品积压,价格低,而在乙地供不应求,产品畅销,价格高。但人们无法将产品转移到乙地去销售,乙地购买者一般也不会到甲地去购买,除非是出于某种投资目的。

3. 市场对商品短期供求变化反映不灵敏

房地产商品生产投资大、周期长。当市场上出现某种房地产商品供大于求时,由于你已经投入了大量资金,施工正在进行,而不可能停止建设,因为一旦停建,将造成更大的损失。反之,当市场上某种房地产商品出现求大于供时,虽然你可采取某种措施加快施工进度,但也不能像其他工业品生产那样,很快拿出产品投放市场。房地产交易是通过法定契约来完成的,由于房地产商品使用年限长,交易双方一般都有较长期的权利与义务,虽然在合同中有规定可以转让或中止合约的规定,但签约双方一般都不愿这样做,特别是当整个社会的需求下降时,房屋的所有人、使用人都宁愿保有房屋相当长一个时期而不愿削价出售,低价转租或放弃它们,也就无法刺激需求。这就导致了市场对房地产商品的短期供求变化反映迟纯。

4. 市场垄断与竞争并存

房地产市场是一垄断竞争型市场。在我国城市土地属于国家,土地使用权出让由国家垄断经营。其出让方只有国家一方,但需求方可能较多,需求各方就要通过竞争方式取得土地使用权。土地使用权转让时,虽然供需方有多个,会形成较强的竞争,但这种竞争并不是完全竞争,仍是一种垄断竞争。因为与一般商品市场比较起来,土地使用权转让的供需方数量少,且没有任何两块土地是完全相同的,供方就可以控制土地价格。因此,需方只能与供方协商,或和其他需方通过投标竞争等方式确定土地价格。在房屋市场上,由于房屋价值昂贵,使进入市场的竞争者较一般商品市场大为减少,并且房屋位置的固定、所处位置的独特,需方对房屋交易的知识不充分,都使房地产市场竞争不充分。

5. 市场调节机制与计划调节机制共同作用

由于房地产商品的独特性质,以及它在城市经济发展和人们生产、生活中的重要作用,决定了房地产市场必须由市场机制和计划机制共同调节、共同作用。其原因是:

(1) 城市土地归国家所有,土地使用权出让由政府组织实施。因此,它不可能单纯由市场机制调节,国家要通过土地规划、土地供应计划,规定不同的土地出让方式、出让价格,规定想获得土地使用权单位的资质及按照产业政策、社会经济发展政策规定的土地使用权出让优惠措施等来行使对土地市场的宏观计划管理。在土地使用权转让中,国家对转让条件做出具体规定,以保证土地市场的正常运转秩序和合理价格水平。如果土地市场完全由市场机制调节,允许土地使用权自由交易,就会出现利用国家土地进行投机,哄抬地价,牟取暴利等行为。

(2) 房屋是重要的生产要素,其中住房是人们必不可少的基本生活资料。房屋与土地联在一起,如果允许房屋自由交易,就会出现哄抬房价,高利盘剥攫取土地级差收益的

现象,危及人们基本生活资料的供给,影响社会的安定团结。因此,国家对房屋市场也必须实施宏观调控。

总之,我国的房地产市场不可能是完全自由的不受国家计划调节的市场,而只能是在国家计划调节下的市场。只有这样,才能保证房地产市场的正常发育,保证房地产业的健康发展。

三、房地产市场构成

房地产市场是社会主义市场体系的有机组成部分,是社会主义市场大系统中的一个子系统。这一子系统是由房地产产品开发、流通以及由此而形成的资金、劳务、信息等要素在时间和空间上有机结合而形成的。具体构成如图 7.6.1 所示。

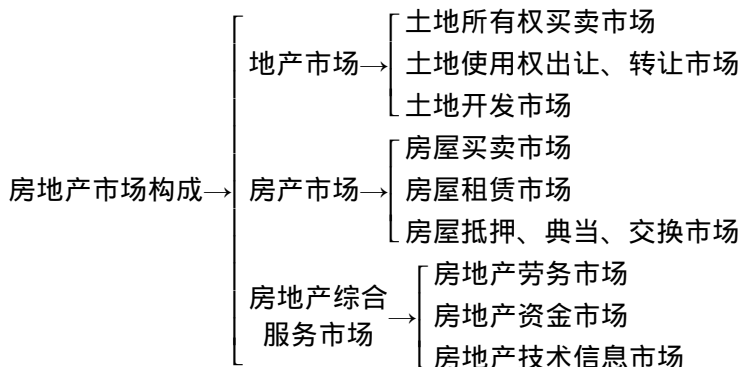


图 7.6.1

1. 地产市场

地产市场是指土地买卖、出让、转让、土地开发等经营活动形成的市场。

(1) 土地所有权买卖市场,即征地市场。在这一市场上,买方只能是国家,卖方是农村集体组织,交易对象是土地所有权,其交易价格(即征地补偿费)完全按国家有关规定计取。可见这个市场上的买卖双方不是一种平等当事人之间的民事行为,而属于行政行为。因此,它是一个特殊市场。

(2) 土地使用权出让、转让市场,是两个不同层次的市场,可分为一级市场和二级市场。

一级市场,即土地使用权出让市场,它由国家垄断经营。在这一市场上,出让方只能是国家,受让方是各种经济性质的土地使用者,交易的仅是一定期限内的土地使用权,地下资源矿藏不在交易之列,故有买“地皮”之称。

二级市场,即土地使用权转让市场。在这一市场上,各用地单位之间将土地使用权互相转让,实现土地资源横向流动。放开搞活二级市场,有利减少土地浪费,提高土地利用效益。同时又要加强市场管理,防止土地非法转让。

(3) 土地开发市场。通过投资开发活动改变原来的土地使用性质,如将农田、荒地

改造为城市用地,将老城区改造成新城区,由此而形成的市场就是土地开发市场。

2. 房产市场

一切以房屋为标的物的权益让渡行为,均属此类市场。在这一市场上,交易的是房屋所有权或使用权的法律文件。房产市场包括现货和期货买卖、租赁、交换、抵押、典当等交易活动形成的市场。

3. 房地产综合服务市场

房地产市场牵涉到许多相关行业,有些行业与房地产业密不可分,有些则是专为房地产市场服务的。

(1) 房地产资金市场,又称房地产金融服务市场。一切与房地产开发、交易、租赁、劳务、消费等有关的资金供给与分配,均属此类市场。在这一市场上,房地产企业通过银行或其他金融机构用信贷、发行股票、债券和开展住房储蓄业务以及企业自身运用期货预售等方式来融通资金。

(2) 房地产劳务市场。一切为保护或增添原有房屋使用价值而提供服务的劳动供给,均属此类市场。它包括房屋的修缮、加固、改建、危房鉴定及提供设计方案、室内外装修、房屋附属建筑和设备维修、经纪人服务等方面的劳务供给。

(3) 房地产技术信息市场。一切为房地产开发经营活动提供的技术咨询、信息资料、情报消息等,均属此类市场。它包括住宅消费信息、市场开发信息、市场供求信息、价格信息、科技和政治信息、房地产开发及相应的新技术、新能源、新材料信息等。

第二节 房地产市场管理

一、房地产市场管理的意义

1. 房地产市场管理概念

房地产市场管理,是指房地产市场管理机构和管理者,按照房地产经济的客观规律及城市经济对房地产业的要求和国家政策法规,运用经济的、行政的和法律的手段,对房地产市场经营活动进行计划、组织、指挥、协调和监督的全过程。房地产市场管理涉及面广,工作复杂多样。因此,需要房地产管理部门会同各经济部门、工商部门、金融部门、税务部门和物价部门,共同做好房地产市场管理,保证房地产市场的健康发展。

2. 房地产市场管理的作用

房地产市场管理作为房地产管理的一项重要内容,具有以下重要作用:

(1) 不断满足人民群众在生产和生活方面对房屋的要求,这也是发展社会主义房地产经济的最终目的。由于房地产是人民群众最基本的生产和生活资料,因此,加强对房地

产市场的管理,维护正常的市场秩序,认真及时地查处“炒买”、“炒卖”行为,对安定和改善城市人民的生活及发展生产显得十分重要。另一方面,随着我国经济的发展,人民生活水平的提高,对其房地产商品在质和量上的要求都将不断提高。这也要求搞好房地产市场管理,组织好市场流通,才能满足人民群众的正常需要。

(2)为实现国民经济计划和城市经济建设顺利进行提供重要保证。城市经济建设需要大量的资金保障,通过加强房地产市场管理则可以实现房地产建设资金的良性循环,同时也为国家和地方经济发展提供积累。

二、房地产市场管理的内容

1. 房地产价格管理

房地产价格管理包括对土地价格管理和房产价格管理两个方面。

(1) 城市土地价格管理。

对城市土地进行价格管理,就是根据土地商品特性,按照房地产市场发展状况,保持合理的土地价格水平,既要促进土地资源的合理利用,又要避免土地资源收益流失。

①制定并适时调整基准地价。制定合理的基准地价,并适时加以调整(如每2年调整1次),是城市土地价格管理的重要基础工作。基准地价由政府组织专门机构定期评估,定期颁布实施,对土地市场交易价格起着宏观指导和调控作用。因此,基准地价是平衡土地市场价格的重要杠杆,也是确定协议出让价格、招标标底价格和拍卖竞投底价的重要依据。

②土地使用权出让价格管理。不同的土地使用权出让方式的价格,管理的方法也不尽相同。

土地使用权采用协议出让时,被选择的土地使用权让人多是非营利性单位,或是政府确定予以扶持的行业或项目。所以,土地使用权的协议出让价格,只能限定在一定的标准之下。

土地使用权采用招标出让时,投标者是一些有经营收入的工业企业、公用事业和商品开发企业。土地使用权招标价格可以灵活确定,但最终应以投标者的开发建设方案与标价决定最后中标者,并非标价最高者一定中标。这正说明了城市土地经营与一般商品经营的不同,它应以土地合理利用,有利城市经济发展为前提。

土地使用权采用拍卖方式出让时,最终成交价取决于竞争的结果,而不被土地管理者所掌握控制,但其底价应以基准地价为基础,结合预期的土地开发利润确定。

③土地使用权转让价格的管理。土地使用权转让是在土地使用者之间进行的。目前,城市土地使用权转让,大多是以地上建筑物的转让或企业兼并等方式进行的。所以土地使用权转让价格往往包含在地面建筑物的价格或被兼并企业的资产中。因此,对土地使用权转让价格的管理,主要是解决土地收益流失的问题。

(2) 房产价格管理。

房产价格管理,就是要通过制定符合实际的房产转让价格,并加强监督实施,以控制

和平抑房地产市场的紊乱或价格的大幅度波动。

①制定合理的价格标准。对房产转让价格的管理,制定合理的价格标准是关键。没有合理的价格标准,管理就失去了客观依据。价格标准应以房屋价值为基础,结合房屋类型、用途及价格总水平综合制定。要严格控制乱摊成本和各种不合理收费进入房价。目前,我国政府已制定了新、旧房屋的价格标准,它们是市场价格管理的依据。

新建商品房价格标准,由征地拆迁费、勘察设计费及前期工程费、建安工程费、基础设施和公共配套工程费、管理费、利息、利润和税金等因素构成。旧房价格标准,应在重置价格基础上,结合成新折扣确定。房屋转让时的市场成交价格,应在价格标准的基础上,综合考虑建筑地段、楼层、朝向、市场供求等因素确定。

②制定相应的价格政策和管理措施。为适应房产交易的发展,维护交易价格的正常秩序,保护交易双方的合法权益,制定相应的价格政策和管理措施是很必要的。

根据我国《城市房产交易价格管理暂行办法》规定:“房产交易价格,根据不同情况分别实行政府定价和市场调节价”两种价格政策。

向居民出售新建普通商品住宅价格实行政府定价。如各地以中低收入家庭为对象而兴建的经济适用住房,其销售价格由经济适用住房建设的主管部门会同同级物价部门按建设成本确定,报当地人民政府审批后执行。此外,在住房制度改革中,居民购买新旧公有住宅的价格,均实行国家定价,即中低收入者,可以成本价或标准价购买公房。对这类房屋交易,在价格管理上主要是切实按政府规定的程序和价格构成来确定其房屋价格,同时对购买者也作较严格的控制,只限在中、低收入家庭范围。中、低收入家庭界限由地方人民政府确定。

其他各类房屋的买卖、租赁价格,房屋的抵押、典当价格均实行市场调节。对这类房屋的交易,其价格管理的重点是要做好对房屋成交价格的审批,即在买卖双方议定好成交价格,办理转让手续过程中,交易管理部门对双方议定的价格,根据按质论价的原则进行审查、复议,确定其是符合国家和地方政府的规定,有没有价格过高或价格过低及隐价瞒价的情况。必要时到现场进行实地勘察评估,以保证其价格的合理性。房屋成交价格若没有经过管理机关审批则为不合法,发生纠纷后,法律不予保护。

③严格查处房屋价格违章、违法行为。对当事人违反国家和地方政府房屋价格管理的有关规定,不经房地产管理机关进行价格评估和审查批准,私自议价成交,任意抬高或压低房屋价格等行为,应严肃查处。

2. 房屋买卖管理

房屋买卖管理,是指政府对房屋买卖活动的引导、控制和监督,其目的是维护房屋买卖的正常秩序和双方合法权益。管理的主要内容包括:市场主体资格的管理、市场客体条件的管理和房屋买卖的立契鉴证管理等。

(1)对市场主体资格的管理,就是审核买卖双方是否具备参与房地产市场交易的资格。根据国家有关规定,进入市场的买卖双方的限制条件主要是:

①买卖双方必须具备完全的民事行为能力。对限制行为能力或无行为能力的人不能进行房屋买卖,但可以通过其监护人或法定代理人进行房屋买卖。机关团体、部队、企事业

单位不得私自购买城市私有房屋，如确需要，须经县级以上人民政府批准方可购买。

②要审查卖方的基本经营条件和能力（如资质审查），界定其能否进入市场从事经营活动及经营项目，使其按核定的经营范围和规模，合法地从事房地产经营活动，以保证房地产市场沿健康轨道发展。

（2）对市场客体条件的管理，即对进入市场的房屋的管理。根据国家有关规定，进入市场交易的房屋需符合以下条件：

①房屋产权清楚，并有合法的产权证件。

②经改建、扩建的房屋，应先办理变更登记手续，方可投入市场。

③已出租未到期的房屋，如要出售，须提前三个月通知承租人，方可进入市场，以免引起承购者与承租者之间的纠纷。在同等条件下，承租人有优先购买权。

④共有房屋如要出售，出售人须提交共有人同意或委托出卖的证明，方可投入市场。在同等条件下，共有人有优先购买权。

⑤享受国家或单位补贴廉价购建的房屋，需出售时，应事先通知原补贴单位，一般应卖给原补贴单位或房管机关。卖给其他购买者时，应按有关规定进行收益分配。

（3）房屋买卖的立契证管理。进行房屋买卖的单位和个人，必须持有关证件到当地房地产管理部门办理登记、鉴证、评估、立契过户手续。这是加强房地产市场管理，维护市场正常秩序的重要环节。办理房屋买卖立契鉴证，应按以下程序进行：

①受理、申请办理房屋立契审核手续，应按各城市所确定的分工范围，由房屋所属区域内的房地产交易所受理。

②查验证件。房地产交易所受理后应严格查验产权证件、当事人身份证件及其他有关证件。查验时，主要是看房屋权属是否清楚，有无产权纠纷或其他项权益不清现象。查验合格后，当事人填写买卖房屋申请书。

③现场调查。经办人除严格查验有关证件外，还必须到现场作必要的调查，以避免交易纠纷。如出售已出租房屋，要调查核实承租人优先购买权方面的意见；出售共有房屋，要调查核实共有人优先购买权方面的意见，特别是家庭成员对房屋出售的意见。

④现场勘估。房产估价员要到现场勘估，填写房产勘估表。如发现房屋面积、结构等有与有关证件有出入时，应告知双方，提请原发证机关复核改证。

⑤申报审批。经办人员完成上述过程后，须根据其产权性质和购买对象按审批权限申报有关负责人审批。

⑥立契鉴证。已经核准的房产转让，由经办人员通知买卖双方办理立契审批手续。立契手续须有双方当事人签名盖章，并由买卖双方缴纳鉴证手续费和契税。办妥立契审核手续后，就可向管辖区产权部门办理房屋产权、土地使用权转移登记，换取新证。

⑦归档。立契审核手续办理完毕后，经办人将留存证件、审批表册等资料，理顺秩序并摘要登记后，移交户籍档案管理部门。

3. 房屋租赁管理

房屋租赁管理是政府房地产管理部门对公、私房屋租赁关系成立、变更、消灭的法律管制。

(1) 房屋租赁关系的确定。房屋租赁契约是正式建立租赁关系的凭证。承租公有房屋时,先由承租人向房屋分配部门提出申请,经分配部门同意批准,发给住房证。然后双方共同清点房屋的装修设备和其他定着物、附着物,填写“装修设备保管单”,签订房屋租赁合同,租赁关系即成立。

承租私有房屋时,通常由承租人向出租人提出订约建议,即要约,出租人接受建议并表示完全接受,即成诺。经过要约和成诺,双方当事人达成一致,即可签订租赁契约,并报当地房管机关备案后,租赁关系即告成立。

(2) 租赁契约的变更。公有房屋租赁合同订立后,可能因某些情况的出现加以变更,可以是合同主体的变更,或合同标的物的变更,也可以是两者同时变更。如承租人之间的房屋交换,承租人由于工作调动、人口增减、婚姻家庭关系变化等原因,都可能引起租赁关系的变更。这类公有房屋租赁合同变更,经双方达成一致意见后,应及时会同出租人(房屋管理单位)修订原有租约。

私有房屋租赁合同的变更,经双方当事人协商一致后,报房屋所在地房管机关备案即可。《城市私有房屋管理条例》规定:“承租人需要与第三者互换住房时,应当事先征得出租人同意,出租人应当支持承租人的合理要求。换房后,原租赁合同即行终止,新承担人与出租人应当另行签订租赁合同”。

(3) 租赁契约的终止。按照《城市私有房屋管理条例》及有关规定,凡有下列情况之一的,出租人可以提出终止租赁合同。

- ①承租人擅自将房屋转租、转让或转借的。
- ②承租人积欠租金累计已达6个月的。
- ③承租人故意损害承租的房屋,或将承租的房屋长期空闲6个月以上不用的。
- ④承租人利用承租房屋进行非法活动,损害公共利益的。
- ⑤房屋所有人(出租人)确需自用房屋的。
- ⑥出租的房屋属于危房,影响居住安全,或因国家建设需要必须拆除的。
- ⑦租期届满的。

对于公有房屋,虽无租期限制而终止租赁契约,但发生上述情况时,房管部门可以提出终止合同。

三、房地产市场管理手段

市场管理的职能总是要通过一定的手段来体现。现阶段我国房地产市场管理手段主要有:经济手段、法律手段和行政手段。各种手段有不同的调节特点、适用范围和作用。

1. 经济手段

应用经济手段管理房地产市场,就是有关行政管理部门通过价格、税收、信贷、利率等经济杠杆来调节和发展房地产市场,促进房地产市场机制正常运行。经济手段的应用主要有以下几个方面:

(1) 制定并适时调整各类房屋出售、出租的价格标准和土地使用权有偿出让、转让

的价格标准、基准地价标准。当前,我国城市房地产价格严重背离价值,房地产市场长期表现为卖方市场,价格等经济杠杆难以发挥正常效用,这是与社会主义市场经济发展要求不符的。因此,房地产行政管理部门和物价部门必须按照价值规律和供求关系,合理确定并适时调整房地产价格标准,逐步使价格构成合理化。

(2) 应用税收杠杆调节和抑制房地产价格,规范分配行为,引导投资方向。如通过开征土地增值税,抑制房地产投机行为,减少国家土地收益流失。通过投资方向调节税,引导资金投向普通适用住房开发。因此,进一步完善税收体制,有利于引导房地产业健康、稳定发展。

(3) 适时调整按揭成数。楼宇按揭业务已在全国各地逐步开展,按揭成数高低,直接影响房地产市场的供求关系和价格水平。按揭成数高,市场需求就旺,价格上涨,反之亦然。因此,政府可以充分应用按揭成数这一经济杠杆,通过适时调整按揭成数最高限来调节市场供求和市场价格。

此外,各种金融信贷政策、利率调整,都对房地产市场产生重大影响,都是房地产市场管理的重要杠杆。

经济手段调节房地产市场具有客观性、灵活性和广泛性,但也存在一定的盲目性和事后性,这都需要我们在应用经济手段时给予充分的注意。

2. 法律手段

应用法律手段管理房地产市场,就是有关行政管理部门通过行政立法与执法活动来实施对交易市场和管理。具体地说,就是对房地产市场管理中比较成熟、稳定,带有规律性的原则、制度和办法,通过立法程序固定下来,作为参与房地产市场活动的各方必须遵守的法律规范,使房地产市场有法可依。应用法律手段应抓好以下两个环节:

(1) 立法。建立健全房地产市场管理法规和管理办法,是搞好房地产市场管理的根本保证。即要制定各种房地产交易的单项法规体系。真正使市场管理做到“有法可依”。

(2) 执法。有了法律就要“执法必严、违法必究”,这也是社会主义法制的根本要求,是依法管理房地产市场的重要环节。要大力培养房地产法律方面的人才,学法、守法,提高执法水平,保证房地产市场在国家有关法规允许的范围内运行。真正将房地产市场纳入法制化轨道。

法律手段管理房地产市场具有严肃性、稳定性、反复应用性等特点,是房地产市场管理的重要手段,也是实施经济手段、行政手段管理的根本保证。

3. 行政手段

这是现阶段管理房地产市场的重要手段,房地产市场行政主管部门依据行政法规和上级主管部门的授权,通过颁布房地产市场管理细则,发布通告、公告等行政措施,直接管理房地产市场的活动。它具有权威性、强制性和垂直性等特点。行政管理的主要任务是:

(1) 贯彻计划调节与市场相结合的原则,实现房地产流通的计划性,保证城市各行业对生活营业用房的需求和人民居住生活的需要,实现社会主义生产目的。

(2) 明确规定房地产经营企业的活动原则、经营范围、权利义务以及企业利益的调节,为房地产经营提供必须遵循的行为准则。

(3) 明确对各种市场行为的管理方式和内容,制定相应的工作程序,并对管理的每一个环节提出规范化要求。

(4) 有效制止房地产市场上的违法违章行为,保证房地产市场的正常秩序。

第三节 房地产中介服务机构

一、房地产中介服务机构类型

房地产中介机构,是指依法以各种方式充当房地产交易媒介,为单位和个人提供有偿服务的组织,它包括以下三种类型:

1. 房地产咨询机构

房地产咨询机构,是指依一定的法律程序设立的专门从事房地产政策、业务等咨询服务的组织。其主要业务内容有:

(1) 为客户提供国家、地方政府有关房地产方面的政策、法律法规咨询。

(2) 为客户提供房地产投资、项目开发、交易等业务咨询。

(3) 代为发展商进行房地产投资项目可行性研究,提供经营决策依据。

(4) 有偿提供各种房地产信息咨询,包括价格信息、市场信息、房源信息、投资伙伴和投资招商信息等。

2. 房地产评估机构

房地产评估机构,是指依一定法律程序设立的专门从事土地和房屋估价的组织。其主要业务内容有:

(1) 接受委托进行房地产交易价格评估,提出评估报告,供交易双方决策参考。

(2) 接受地方政府委托,对某一区域或某一类型房地产价格评估,为政府确定各类房地产基准价格提供依据。

(3) 接受地方政府委托,评定公房出售价格。

(4) 接受地方政府委托,进行房地产价格评估基础资料的收集、整理、发布等工作。

3. 房地产经纪机构

房地产经纪机构,是指依一定法律程序设立的,为协调、配合、帮助房地产交易双方进行谈判达成交易协议,提供各种代理业务和有偿服务的组织,其主要业务内容有:

(1) 代理房地产买卖、租赁、抵押、典当等各种交易。

(2) 代办各种交易手续。

(3) 代为介绍产品,质量鉴定等。

二、房地产交易所

房地产交易所是房地产交易管理所的简称,是专为从事房地产交易活动提供的固定场所。房地产交易所既是重要的中介服务机构,又是房地产市场交易和管理的主要职能机构。房地产交易所受房地产管理机关的委托,按政策规定管理房地产交易事宜,对房地产市场进行指导、监督、调控、管理和服务。其具体职能是:

- (1) 为房地产交易提供洽谈协议、交流信息、展示行情等各种服务。
- (2) 开展房地产价值、价格评估。
- (3) 提供有关房地产的法律、政策咨询,接受有关房地产交易和管理的委托代理业务。
- (4) 对房地产交易进行指导和监督,调控市场价格,查处违法行为。
- (5) 办理房地产交易登记、鉴证和权属转移登记。

三、房地产经纪人

房地产经纪人是从事房地产居间代理业务而收取佣金的商人。经纪人主要从事代为收集信息,代为议价、定价,代为办理交易手续等服务业务。

房地产经纪人需经工商行政管理部门和房地产管理部门对其经营资质进行考察,核实批准取得经纪人从业证书后,方可开展业务。房地产经纪人需具备以下资质条件:

- (1) 具有一定的经营能力。熟悉了解房地产市场管理的方针、政策、市场行情及相关业务的专业知识。
- (2) 要有一定的经营方向和经营范围。
- (3) 要有当地正式户口、正当的社会身分和从业目的。
- (4) 要有良好的职业道德,要遵纪守法,在国家法令和政策允许的范围内开展经纪活动。

第七章 房地产产权产籍管理

第一节 产权产籍管理概述

一、产权产籍管理的概念

1. 产权和产权管理

产权就是财产的所有权，也称物权。它是指所有权人对自己的财产依法享有占有、使用、收益和处分的权利。所有权是所有制在法律上的体现。所有权是绝对权，具有排他性。房地产产权的取得和确认，必须经过房地产产权人依照政府法令规定向房地产管理机构申请登记。领取房地产产权证件后，才能得到正式的承认并受到法律的保护。

由于房屋建筑在土地上，土地是房屋的载体，两者不可分割，房屋和土地的权利主体是一致的。城市土地国有化以后，房屋产权人对房屋建设物具有所有权，而对于土地只具有使用权。因此，房地产产权就是房屋所有权和土地使用权的统一和权利主体的一致。如果只取得其中任何一项权利，都不享有对该房地产的所有权。

产权管理就是政府房地产机关依据宪法确定的原则，区别房地产的性质、类别、制定政策法规，审查产权，确认产权，保障产权及监督产权的合法行使等工作，并结合产籍管理进行资料整理，为国家建设提供所需要的统计资料和产权资料。这个全过程就是产权管理。

2. 产籍和产籍管理

产籍，即房地产籍的称谓，它是房屋所有权和土地使用权通过经常性的测绘和申报登记过程中形成的各种产权档案、产籍图纸以及帐册、表卡、证件等反映房地产产权现状和历史情况的资料的总称。产籍资料是审查和确认产权的重要依据。

产籍管理指通过经济性的测绘和房屋所有权、土地所有权的登记，不断修正产籍资

料,保持产籍资料的完整、准确,并与实际情况相符,有效地为产权管理服务,为城市规划和建设提供准确数据而对产籍资料进行的综合管理。

3. 产权管理与产籍管理的关系

产权管理和产籍管理是房地产权属管理中紧密联系、互为依靠的两项工作。

(1) 产权管理是产籍管理的基础。产籍是通过产权管理即产权登记等形成的资料档案。如果没有产权登记等产权管理工作,或产权登记工作不完善,就不可能形成完整、准确的产权资料,建立起完整的产籍体系,产籍管理就成为无源之水,无本之木,所以说产权管理是产籍管理的基础。

(2) 产籍管理是产权管理的依据和手段。产籍资料记录了各种产权的来源和演变情况。在进行产权管理即审查、确认产权及处理各种产权纠纷时都离不开产籍资料档案。没有科学、完整的产籍管理,产权管理便无法进行,故产籍管理是产权管理的依据。

(3) 产权、产籍管理互为依存、互相促进。产权管理是对房地产权属及其变化的管理;产籍管理是产权资料档案的管理,二者对象不同,工作方法各异。但产权管理是产籍管理的基础,产籍管理是产权管理的依据,互为依存,缺一不可。搞好产权管理就可以为产籍管理奠定基础,而良好产籍管理又可以保障产权管理工作顺利开展,二者相互促进,因此,必须同时抓好产权、产籍管理。

二、产权产籍管理的任务与作用

1. 产权产籍管理的任务

产权产籍管理的任务主要有以下四个方面:

(1) 确认各类房屋的所有权及其占用国有土地的使用权,办理产权登记

(2) 掌握房屋、土地的占有和变动情况;

(3) 贯彻执行国家有关房地产方面的方针政策;

(4) 建立健全产籍资料档案,为房地产管理、交易、仲裁、城市的建设规划和改造提供所需的产权统计资料和证明材料。

2. 产权产籍管理的作用

产权产籍管理是房地产行政管理的基础。搞好这一工作,对于贯彻实施《宪法》,健全社会主义法制,加强城市建设和管理,以及房地产管理工作都具有重要的意义和作用。

(1) 贯彻实施宪法,维护宪法的尊严。《中华人民共和国宪法》是国家根本大法,我国《宪法》规定:国家保护社会主义的公共财产;保护公民的合法收入、储蓄、房屋和其他合法权益;保护在中国境内的外国人的合法权益。贯彻实施《宪法》规定的这些原则,对于保持社会的安定团结、推动社会进步、促进国家发展有着巨大的作用。

产权产籍管理工作,通过房地产权的登记,查清产权的来源,严格审查和依法确认产权归属,核发产权证,给产权所有人以法律承认,这样才能正确实施宪法,保护和巩固社会主义经济基础,保障产权人的合法权益,打击和制止各种违法行为,避免和减少产权纠纷,加强法律建高,促进安定团结。

(2) 为建设和管理好城市、制定有关政策和计划提供依据。城市房地产是城市的重要组成部分,城市房地产的管理,反映城市人民物质文化生活和精神面貌。要建设和管理好城市,首先必须在发展经济的基础上,建设和管理好城市的房地产。通过产权产籍管理,可以全面地掌握不同性质房屋的产权占有和分布,掌握房屋的建筑年代、结构、层数、用途及有国土地使用等基本情况,为国家合理安排积累和消费,为新建住宅和旧房改造等在制定政策和规划时提供可靠的依据。

(3) 为加强房地产管理机构自身建设,有效行使行政管理职能打下良好的基础。产权产籍管理是房地产行政管理职能的重要方面,通过产权产籍管理,促进房地产管理工作纳入法律建设的轨道,强化房地产管理机关的行政职能。产权产籍管理工作的开展和加强,不仅为房地产管理机关自身建设开创了新局面,也对房地产市场的培养和完善、住房制度改革等打下良好的基础。

三、产权产籍管理的历史沿革

1. 产权产籍管理的生产和历史发展

房地产产权产籍是在地籍管理的基础上逐步发展起来的。地籍和地籍管理在我国有着悠久的历史。据《礼记》周礼记载,周代就有了产籍、赋役和地籍等制度。春秋中叶后(约在公元前770—476年)鲁、楚、郑三国先后进行了田赋和土地的调查,将调查结果作系统记录,制成簿册。封建社会时期,占有土地的数量已作为划分贵族、平民等级和决定他们应承担的兵役和租税义务的标准。《汉书》所载全国土地总面积及各主要土地分类的面积数字,反映了当时地籍管理的重要地位。

从秦汉至唐朝很长的历史时期内,人口、土地、赋税的记录统统登记在一个簿册内,并以产籍为主,地籍附记于户籍簿册中。到了宋代,随着均田制的废除,土地兼并加剧,在这一时期进行了大规模土地清丈登记,建立方帐、庄帐,发给土地所有证、甲贴、户贴等。南宋时期实行“经界法”,建立了规定格式的登记内容和绘有田地丘块、标明四至的示意图。明、清两代在清查土地的基础上,编制了全国登记簿——鱼鳞图册。从东晋开始,就对房地产的买卖契约实行官府监证,并收了契税。可见当时的地籍内容既有土地数量、质量的调查统计,也包括土地权属的注册登记,发放权证(田单),办理买卖过户的变更手续。

北洋军阀统治时期基本沿袭了清朝的旧制。抗日战争前,国民党政府在1930年制定颁布了土地法,1946年进行土地法的修订,在行政院下,设了地政部,地方设立地局,负责地籍、地权、地价等工作。开办土地总登记,限期缴销旧产证。统一核发土地所有权状,房屋则作为地上附着进行登记,限期缴销旧产证。同时办理产权转移、变更登记等。

2. 新中国成立后房地产产权、产籍管理

新中国成立初期,人民政府对房地产产权产籍管理比较重视,颁布了政策法规,大多数城市开展了房地产总登记,加强了产权管理工作,在接收旧政权房地产的同时,对原有的产籍档案资料进行了清理补充。建立了比较完善的产籍管理资料,为城市建设管理、征

收房地产税及 50 年代中期对私有出租房屋进行社会主义改造等提供了重要的依据。

随着城市经济建设的发展,以及城市土地国有化的实施,房屋在人民生活、生产中的重要作用日益突出,改变了解放前私有制形式下以土地为主的管理形式,建立了以房屋所有权、土地使用权权利主体一致、房地产一致的管理体制,在产权产籍中增加了房屋要素的内容,形成了房地产产权产籍管理的新体系。

50 年代后期,特别是“文革”期间,由于受“左”的思想影响,放松了产权产籍管理工作。机构不健全、产权不清、产籍不明、管理混乱的局面长期存在,占房屋总量 75% 的单位自管房及大部分私房的产权长期处于失管状态。产权纠纷在民事案件上升到很大比重。

党的十一届三中全会以后,随着经济体制的改革和对外政策开放,房地产业正在振兴发展,产权产籍管理工作日益得到加强。长春、上海、南京等一批城市成立了产权监理部门。1981 年 5 月原国家城市建设总局在南京召开了产权产籍产业工作会议,制定了《关于城市(镇)房地产产权、产籍管理暂行规定》。1986 年原城市建设总局召开了产权产籍业管理工作会议,制定了《关于城市(镇)房地产产权产籍管理暂行规定》。1988 年 2 月原城乡建设环境保护部发布了《关于开展城市房地产产权登记、核发产权证工作的通知》。1987 年 1 月原城乡建设环境保护部发布了《关于颁布(房屋所有权证)式样及房屋所有权登记发证工作的通知》。1987 年 4 月原城乡建设环境保护部发布了《城镇房屋所有权登记工作中对违章建筑处理的原则意见》。1990 年 12 月建设部以部长令第 7 号发布了《城市房屋产权产籍管理办法》。1994 年 7 月 5 日,第八届全国人民代表大会常务委员会第八次会议通过了《中华人民共和国城市房地产管理法》,明确规定了房地产产权属登记制度。

第二节 房地产产权管理的内容

一、房地产产权的发生和灭失

房地产产权是一种经济法律关系和民事财产关系,它通过一定的法律事实而发生和灭失。

1. 房地产产权的发生

房地产产权的发生可分为两类,即原始取得和继受取得

(1) 房地产产权的原始取得。

凡产权人取得其房地产的所有权是最初的,不以原产权人的意志为依据的,称为原始取得。房地产产权原始取得的途径主要有:

①接管。新中国成立以后,人民政府依法接收原国民党政府及其所属机构的房地产。这类房地产称为原始取得。

②没收。法院判决没收的房地产。这类房地产虽有原来的产权人,但他的所有权被依法剥去,已不再具有原产权人的权益。这类房地产也称原始取得。

③私有出租房屋的社会主义改造。这是按国家有关私有制改造政策规定对房地产所有制的变革,是不以原产权人的意志为转移的国家改造,也属于原始取得。

④新建房屋。是土地使用权通过出让、转让、划拨等方式取得后新建的房屋及建筑物。

⑤无主房地产。房地产产权人下落不明,或没有产权人,依法收归国家或集体组织所有。

(2) 房地产产权的继受取得。

根据法律或合同规定,继受人从原产权人处取得房地产的所有权和土地的使用权,称为继受取得。继受取得必须确定有关所有权(使用权)转移的表意人、代理手续、代理行为等方面有无缺陷。常见的房地产继受取得有买卖、赠与、交换、继承等。

原始取得与继受取得的区别在于:前者的法律事实多为事件、行政行为、事实行为;后者的法律事实多为民事法律行为。

2. 房地产产权的灭失

房地产产权的灭失是指产权人失去了对房产的所有权及其相关的土地使用权。产权的灭失可分为两类,即产权的绝对灭失和相对灭失。

(1) 绝对灭失。即房屋本身的灭失,如拆除、焚毁或倒塌。

(2) 相对灭失。是某一特定产权人失去了房地产产权,但其他人仍可取得其产权,如房地产通过买卖、赠与、交换等方式将所有权转移给他人。原产权人的所有权即归灭失,其土地使用权也就随之转让给他人。

产权抛弃。房地产产权人放弃了自己的房屋所有权和土地使用权,他的产权即归灭失。无主房地产便属于此类。

行政命令或法院判决。国家依法征用或法院判决没收的产权人的房地产,他的产权即归灭失。

主体灭失。指公民死亡或法人解散,则他们对房地产的产权也就随之灭失。

二、房地产的他项权利

他项权利属于“物权”。它是在产权基础上产生和设定的对产权加以限制的权利。因此,他项权利称为“限制物权”。

房地产的他项权利常见的有下列几种:

1. 典权

典权俗称“出典”、“活卖”。房地产典权是指典权人(承典人)以支付典付的方式从产权人(出典人)手中取得房地产的使用和收益的权利。典价一般低于房价。在典期

内,典权人对房产有权使用和收益,不付租金。出典人有权在典期届满时交还典价,赎回房产,不付典价利息,即一般典契上所载的“银不起息,房不起租”。

典权因以下原因消灭:

(1) 典期届满后,出典人赎回房屋。

(2) 出典人与承典人双方同意,找补典价与房价的差额,由典权人取得产权。

(3) 典期届满后,出典人超过一定期限不赎回,按双方约定或经法院判决作为绝卖,由承典人取得产权。

2. 抵押权

抵押权又称“质权”。它是债务人将自己或第三人所有的某项特定财产作为清偿债务的保证。债务人不能清偿债务时,债权人有权依法申请法院变卖抵押物,并从卖得的价金中受偿。设定这一权利的债务人或第三人即是抵押人,债权人即是抵押权人。

房地产是不动产,与动产不同。房地产抵押后,仍由债务人(即产权人)对抵押的房地产行使占有、使用、收益的权利。

房地产抵押权因以下原因消灭:

(1) 抵押权的行使。

(2) 债务人或第三人清偿了债务。

(3) 房屋的灭失。但可在因房屋灭失而得到的补偿金(如保险金、拆迁补偿费等)中受偿。

三、房地产产权管理的方法

房地产产权管理是通过经常的产权审查确认工作和定期或不定期的产权登记工作来完成的。

1. 房地产产权的审查确认

(1) 房地产产权审查确认的含义。

房地产产权的审查确认是产权管理工作的重要内容。它以产籍资料档案的历史材料和实地调查勘丈的现实资料为基础,以国家现行的法律、政策和行政法规为依据,对产权申请人提交的“申请书”、“墙界表”、产权证件,逐幢、逐户审查其产权来源是否清楚,产权转移和房屋宅基地、院落等变更是否合法的工作过程。它是整个产权管理工作的核心。通过审查并确认产权后,就可以由政府房地产管理机关核发房地产权证,产权人就可以凭证行使产权,受到国家法律的保护。产权审查是一项贯彻实施法律、涉及国家声誉的严肃工作。因此,审查产权时应有高度认真负责的态度,认真核实,同时要正确掌握和运用法律和政策,要求做到认真细致,有根有据,合理合法,准确无误。

(2) 房地产产权审查确认的依据。

我国宪法和法律规定了对各类所有制房地产的原则,国家在不同时期针对各类产权的房屋制定了相应的政策。审查确认产权主要是依据国家的有关法律和政策。同时,审查某一产权还应遵守这一类房地产的具体政策和规定,这是审查确认产权的基本原则。因此熟

悉、掌握有关的法律、法令、政策是对每一个产权管理工作人员的基本业务要求。民法通则、婚姻法、继承法、经济合同法、私有房屋管理条例、土地管理法等法规中有关房地产的内容,是需要其切实掌握的。

(3) 房地产产权审查确认的原则。

房地产产权应遵循以下原则:

①以事实为依据,以法律为准绳的原则。房地产产权的法律事实是产权取得的依据。因此,在审查产权时,首先应查清产权人取得的该处房地产产权的法律事实,即产权来源清楚。对于产权来源清楚、符合法律、政策规定的,即可确认产权。

②书证的原则,产权的取得、转移、放弃和他项权利的设定等民事法律事实,必须用证件和充分的具有法律效力的证明作依据。

③产权清楚,没有纠纷才能确认的原则。产权有纠纷时,一般不予办理产权登记。但是纠纷在申请登记后发行和发现时,必须调查核实清楚,弄清事实情况,通过有关各方去协商、调解、诉讼或转请有关部门去处理。纠纷未解决前,只能做好记录,不能审查确认产权。

④回避的原则。产权审查工作人员不得参加与本人及亲属的房地产产权或与其有利害关系的案件的审查。回避是为了产权审查工作能够公正、客观,不介入申请人之间的矛盾纠纷。

⑤房屋的所有权和土地的使用权一致原则。由于房地地建,地为原载,二者不可分离,因此房地产产权人在拥有房屋的所有权的同时,也必然取得了该房屋所在地段的使用权。

(4) 房地产产权审查确认的方法。

产权审查要求做到层层审查、三审定案,即初审、复审、审批。

①初审。通过查阅产权档案及有关资料,审查申请人提交的各种产权证件和必须办理的各种手续。核实房屋的四面墙界及使用土地的四至范围,弄清产权来源及其转移变动的情况。凡符合法律、法规和有关政策的,即可提出审查确认的初步意见。签注审查意见应认真负责,字迹清楚,说明简要、明确、肯定。

②复审。经过初审及公告,产权无异议的登记案件,交由复审人员进行全面的复核审查。如有异议的,应由登记人员继续调查处理,复审是审查产权中确认产权,核发产权证件的重要环节。在复查中必须注意以下问题第一,整个案件的来龙去脉是否清楚,产权取得是否有依据。第二,各种证件、证明是否有依据,各种手续是否完备。第三,对案情不清,证件不齐,手续不全,适用政策、法规不当,根据不足,不能做出确切结论的案件,应补齐手续,证件或其他应重新调查核实的事项,复查补正,完善后再予复审。

③审批。审批是产权审查最后的程序,它决定是否确认产权,是否准予发给产权证件。经过审查批准确认产权的,才准予发给产权证件。未经审查批准的,不能发给产权证件。这是产权审查登记的一项基本原则。审批是由房地产产权登记机关的领导或部门负责人进行的。但是大量的案件不可能由少数领导人逐户审查批准,在一般情况下,主要是根据复审的意见来决定,只对案件复杂、政策不易掌握、影响较大的案件,才能进行全面细

致的审查。

2. 房地产产权登记

(1) 房地产产权登记的含义。

房地产产权登记是国家为健全法制,加强城市房地产管理,依法确认房地产产权的法定手续,凡是规定范围内的房地产,不论归谁所有,都必须按照登记办法的规定,向房地产所在地的房地产管理机关申请登记,经审查确认产权后,由房地产管理机关发给房地产产权证。产权登记是房地产管理机关的主要行政手段,只有通过产权登记,才能对各类房地产产权实施有效的管理。

产权登记是产权管理工作的重要内容,也是产权管理的重要手段。

(2) 房地产产权登记的特点。

①我国城镇土地属于国家所有,房屋则存在全民、集体、私有等几种所有制形式。产权人在申请房屋所有权登记的同时,亦申请国有土地的使用权登记。

②具有强制性。公、私房地产均须在登记期内申办房地产总登记。总登记以后,房地产状况和权利变动时,亦必须在规定期限内早办变动登记转移登记。对逾期不登记的,予以处罚。

③具有法律效力。房地产的占有、转移、劈分、合并和改建、添建、拆除以及他项权利的设定,非经登记不能取得合法保障,经过登记即具有法律效力。在产权人行使产权时,任何人不得侵犯。

④具有公信力。产权登记部门进行登记时,申请要进行实质审验,对契证、权利状态、房地现状和取得来源都经过严格审查,然后才予以确认产权。因此,凡已登记领到产权证件的房地产,才能保证产权真实,得到群众信赖,具有很强的公信力。

(3) 房地产产权登记的种类。

产权登记分为总登记、转移变更和其他几种登记。

①总登记也叫静态登记。是指在一定期间内,在较大行政区域内举办的一次统一的、全面的登记。总登记是编制和整理产权、产籍资料的一个程序,也是一个主要手段。通过总登记编制成的图、档、卡、簿、册,是全部房地产产权管理、产籍管理的基础资料。因此,总登记是产权登记中最基本的一类登记。在举办总登记期间,不论房屋状况、权利状况有无变化,现产权人均有向登记机关登记的义务。从这个意义上讲,总登记属于静态登记,是一次性登记,要求在一定的期限内完成。

②转移变更登记,也叫动态登记。是指在总登记以后,产权发生权利转移或房屋本身发生变更时必须进行的重新登记。转移变更登记一般分为转移登记和变更登记。转移登记是在总登记以后,产权发生继承、买卖、赠与、交换、分析、转让等法律行为,涉及到房屋所有权人变更的,所办理的产权过户登记。转移登记有一定期限,也是经常性的,目的是及时掌握所有权转移的产籍资料。变更登记是在总登记后,房屋发生翻建、扩建、添建和部分拆除等增减情况时重新进行的登记。这种登记也是经常性的,主要目的是掌握房屋的变更情况。

③其他几种登记。除以上几种登记外,还可以细分为其他几种登记:第一,遗失登

记。即已领取的房屋所有权证或房屋共有权保持证被遗失、焚毁而申请补领，叫做遗失登记。第二，更正登记。是指在登记完毕后，因原申请错误或遗漏，由权利人会同必要的利害关系人请求更正；或因登记人员疏忽造成的错误，由登记人员提出更正，均叫做更正登记。第三，新建登记。新建造的房屋，没有进行过所有权登记的，房地产产权人应在限期内办理新建房屋登记，称为新建登记。

(4) 房地产产权登记的程序。

房地产产权登记是一项十分复杂、细致的工作，环节多、政策性强。因此，必须有完善的登记程序作保障，才能做到不重复、不遗漏、准确无误，高质量地完成登记发证工作。一般来说，登记发证工作分为五道程序，即登记收件、勘丈绘图、产权审查、绘制权证、收费发证。

第三节 房地产产籍管理的内容

一、房地产产籍的内容

产籍主要是由图、档、卡、册组成。它是通过图形、文字记载、原始证据等记录反映产权状况、房屋及其使用国有土地的情况。

图，即房地产地籍平面图。它是专为房屋的所有权登记和管理而绘制的专门用图。一般反映各类房屋及用地的关系位置、产权经界、房屋结构、面积、层数、使用土地范围、街道门牌等。

档，即房地产档案。它是将房屋所有权登记中形成的各种产权证件、证明、各种文件和历史资料等收集起来，用科学的方法加以整理、分类、装订而成的卷册。房地产档案主要记录反映产权人及房屋、用地状况的演变，它包括产权登记的各种申请表、墙界表、调查材料、原始文件记载和原有契证等，是审查、确认产权的重要依据。

卡，即房地产卡片。它是对产权申请书中产权人情况、房屋状况、使用土地状况，及其来源等扼要摘录而制成的一种卡片。它按丘号（地号）顺序，以一处房屋中一幢房屋为单位填制一张卡片。一处房屋有多少幢就编制多少张卡片。房地产卡片的作用是为了查阅房地产的基本情况，以供对各类房屋进行分类统计时使用。

册，即房地产登记簿册。它包括登记收件簿、发证记录簿、房屋总册等。它是根据产权登记的成果和分类管理的要求而编制的，是产权状况和房屋状况的缩影。它按丘号顺序，以一处房屋单位分行填制、装订成册。其作用是用来掌握房屋基本状况和变动，是房地产产权管理的基础资料。

图、档、卡、册的内容应该是一致的，它们应同时变更登记，也可利用它们来互相校

正各种资料，以便发现问题。

二、房地产产籍管理的质量要求

产籍资料是记录和反映房地产产权情况，记录房屋及其使用土地情况的基础资料，是用以确定房地产产权，进行城市建设和管理的依据，所以对产籍资料应有严格的质量要求。衡量产籍资料的原则是准确、完整、新鲜。

准确，是指房地产产籍的图、档、卡、册应真实无误地记录房屋所有人的产权关系，房屋面积、质量状况，宅基地使用和四邻的关系等。产权来源清楚，证件手续齐备，符合法律、政策，图、档、卡、册等记录一致，并与实际相符。

完整，是指产籍资料的完整。它包含两个方面的内容：一是各种表册的项目无缺项；二是各种证件、证明材料无遗漏，各项手续完备。

新鲜，是指产籍资料随着产权的转移变更，房屋、土地情况的变化，经常进行更新，随时反映发生了变化了的产权情况和房地产情况，使之符合现状。

三、房地产产籍管理的方法

1. 房地产档案的建立

建档的办法一般是以丘地（丘号）为单位，把房屋所有权登记收取的“申请书”、“墙界表”、证件、证明、各种文件、分户平面图等登记资料，全部按其产生日期的先后顺序，并结合相互牵连的关系、编写序号、目录、卷面装订成卷，立架排列，专柜保管，便于方便使用。

2. 产籍管理制度的建立

（1）建立健全产籍管理法规。通过制定和颁发城市房地产产权、产籍管理行政法规，行使政府的管理职能，对整个城市的房地产产权、立籍管理实施有效的指导和监督作用。

（2）建立健全产籍保管变更异动和借阅制度。随着时间的推移，城市建设的发展，房地产状况必然随之发生各种变化，包括产权主体变化。因此，必须建立各种产籍资料的变更异动制度，努力做到图、档、卡、册相互一致，产籍资料与实况相符，从而保持产籍资料准确、真实、可靠。

（3）加强产籍管理的几项措施。包括：组织专业队伍补测或修改房屋平面图；直管房屋产权资料实行统一管理；建立产权变动联系制度，发挥房地产行业协会或学会的联系作用；与城市建设、管理部门建立固定的联系制度。

3. 产籍管理机构的建立

包括建立房地产产籍管理专门机构，配备好专职干部和专业工作人员，建立测绘队伍，以利提高产籍管理水平。

第八章 房地产产业管理

第一节 房地产产业管理概述

一、产业管理的概念

“产业”在我国传统的概念是指私有土地、房屋等财产、家产。近代经济学家把农业、工业、运输业、建筑业通称为产业部门，并把国民经济各行各业分为第一产业、第二产业和第三产业。第一产业是指那些能够直接利用自然资源，其最初产品能够满足人类最基本生活需要的生产部门，如农、林、牧、渔业等；第二产业主要是指加工制造业的各产业部门；第三产业是指前两个产业以外的非直接物质生产部门，如交通运输、饮食服务、金融保险、文化教育等。房地产产业属于第三产业，而房地产企业管理中的产业，其含义是指房产，包括房屋、附属设施及地基。

房地产产业管理是房地产企业对其所经营的房屋、附属设施和地基所进行的组织、指挥、监督、调节等管理活动。房地产产业管理对于掌握所经营房屋数量、质量和价值，了解房屋的变动情况，保护好经营的各类房产，加强房地产经营管理具有十分重要的意义。

房屋产业管理与房屋产权、产籍管理既相联系，又相区别。房屋产权管理是国家依法对城镇房产所有权属的确认；房屋产籍管理是对房屋档案资料的管理，是审查确认产权的重要依据。而房地产产业管理属于企业管理的范畴，既包括产权证件的管理，也包括产业资料的管理。产权产籍管理涉及房地产产权的归属，是保护产权人合法权利的问题；而产业管理所强调的是房地产的经济内容，即房地产价值形态的变化以及房地产实物形式在管理和使用过程中的变化。1981年前国家城建总局在南京召开的会议上就指出：“直属公房的产业管理，主要是指房管部门对直属公房的产权、设备使用、租金、租赁、损坏修复等各种情况的掌握和管理，保护公房固定资产的完整。因此，加强产业管理，是做好公房经

营管理工作的基础。”这一精神不仅适应于直管公房的产业管理，也适应于所有企业、事业单位自有房屋的管理。

房地产产业管理的对象主要是经营出租的房屋，房屋具有不同于一般商品的特殊性：①房屋固定在一定的土地上，具有空间上不可移动的特点。这决定了它不同于其他商品，可以放到仓库里保管，当房屋进入流通领域中，只发生货币——商品——货币的形态变化，不发生物体的空间移动。②房屋的价值大，消耗期限长。房屋生产投入的价值高、周期长，而使用消费期也比一般商品长，也是人们生活必不可少的长期耐用消费品。一般房屋使用期在十几年至几十年，有的甚至上百年。③房屋的出租是以流通过程和消费过程的统一、使用权和所有权相分离为特征的。房屋作为商品，其价值可以一部分一部分地通过房租的形式流回房产企业，而它的使用价值，即实物形式具有整体性和不可分割性，消费者在零星购买房屋的使用价值时，实际上是使用整个房屋。所以房屋不像其他商品，流通过程和消费过程分离，而所有权与使用权统一。

鉴于上述房屋商品的特征，决定了房地产企业的产业管理具有分散性、长期性和复杂性的特点。即它的管理遍布房屋分布的各个角落，贯穿于房屋流通过程的始终和使用价值存在的全过程。由于房屋在流通和消费过程中，既有自然损耗，也有人为的损耗，房地产经营企业的产业管理，不但是企业内部的管理，还要将其管理职能延伸到消费领域之中，指导和监督消费者对房屋进行合理使用，尽量减少人为的损耗，延长使用期限，维护使用价值。

二、产业管理的作用

据不完全统计，全国城镇共有房屋近 56 亿 M^2 ，价值约 14000 亿元，其中很大一部分由房地产企业经营管理。这是一笔巨大的物质财富，是社会主义建设物质基础的重要组成部分，也是社会生产和人民生活不可缺少的基本条件。管好用好这些房屋，对于缓解城市居民住房紧张，加速四个现代化建设具有十分重要的意义。

首先，产业管理是房地产企业经营活动的基础，为企业经营决策提供依据。企业通过加强产业管理工作，建立了产权来源、产权性质、房屋坐落、分类、结构、层次、租金、设备、用户情况以及有关经济技术档案资料、有关房地产统计资料，向企业的各个业务部门不断发出信息。企业经营的各业务部门都要根据产业管理提供的信息，并结合本部门的实际情况，做出经营决策，编制经营计划，进行房屋出售、租赁、修缮等经营活动。因此，产业管理是房地产企业的基础性工作。

其次，产业管理是经济核算的前提条件。房地产企业必须进行经济核算，经济核算要求掌握所管房产的价值形态，以便正确地计算租金、成本和利润。产业管理不仅能提供房屋的数量、质量等资料，还能提供房产的成本价值资料，这些资料是企业确定租金标准，计算出租房屋折旧和摊销费用的依据。房地产经营的财务帐目必须与产业管理提供的数据相符合，企业的盈亏必须根据产业资料提供的成本数据来核算。因此，加强产业管理是保证收入，考核成本，实际经济核算的前提条件。

最后,产业管理是提高房地产经营管理水平的重要标志。房地产经营管理水平的提高,不仅表现为企业经营管理的房屋数量的逐年增加,房屋完好程度逐年提高,房地产价值的不断增值,为国家提供的积累逐年增多;还表现为房屋条件和设备的不断改善,服务质量的不断提高,以满足人们日益增长的居住消费水平的需要。加强产业管理,能准确地掌握经营房屋的现状,杜绝房屋的漏管、漏租现象,避免了房屋的丢失、损坏,有利于提高房屋的出租率和租金收缴率,既取得了良好的社会效益,也取得了最佳的经济效益,也是企业提高经营管理水平的一个重要标志。

三、产业管理的原则

1. 产权关系清楚的原则

产权关系清楚就是要把企业所管的各种不同所有制房产的数字搞清楚,这是产业管理的首要原则,也是基础性工作。目前,我国房产中仍以公有房产为主,如政府接管的房产;私营改造中国家赎买的房产,由国家房管部门统一管理的机关、团体、事业单位的房产;国家投资新建并由房管部门接收的房产,单位自管的房产等都属公有房产。同时,也还存在一定的私有房产和托管房产。产权关系清楚就是要分清公有房、私有房及混合房产。整所、整幢房屋的产权,容易搞清楚,在一所或一幢房屋内有几种产权同时存在的情况就比较复杂,但必须划分清楚。特别是旧房中局部增建的建筑 and 设备的产权更是复杂,在管理过程中,必须及时清理清楚,做出明确的记载。要求做到产权明确、手续齐全,保证不漏管,也不侵占个人利益。在清理产权过程中,要重证据,重调查研究。凡是住户自己添置的,必须提出单据或证明,做到既保护公有财产不受侵犯,也保护个人利益不受侵占。只有产权清楚了,才能排除各种产权纠纷。

2. 保护产业完整的原则

我国是建立在生产资料公有制基础上的社会主义国家,公有制在国民经济中占主导地位。国有房地产企业是社会主义全民所有制经济的一个重要组成部分,加强产业管理,保护产业完整使其不受损失,就可以壮大国有经济的基础。

保护产业完整具体体现在:①要把该管的产业全部管起来,做到不漏接、不漏管;②在日常管理中要维护房产,免遭人为的损坏,制止使用者对房屋、设备的私拆乱改,并做好经常性的维修养护;③建立房屋完好程度的统计资料,为房屋的维修保养提供依据;④指导好用户的消费,向用户宣传爱护房屋设备的知识,把专业管理同群众的爱房活动结合起来。发现因住户的责任事故损坏房屋设备时,应及时追查处理。

房屋以租赁形式进行交换,表现为流通过程和消费过程的统一,保护产业完整,贯穿于全部租赁业务的始终,是房产企业产业管理的一项根本任务。

3. 实行等价交换的原则

等价交换是商品经济最根本的原则。用于交换的房屋是商品,房屋的经营自然是商品经营。房地产企业的经济效果必然通过用货币表示的价值量来反映。长期以来,没有把房产经营纳入商品经济,而是看作福利事业,单纯用行政手段管理,因此,经营部门不计成

本,不算盈亏,无法反映经济效益。等价交换的原则,首先要求对国家投入的房产进行估值计价;其次要求企业在与其他企业、事业单位或个人发生房屋交换行为时,实行有偿等价交换,在房屋出售和出租时,要合理确定售价和租金,而不是采用行政调拨和不等价交换的方式。在当前公房出租出售中,也应贯彻等价交换的原则,但由于目前实行低工资制,就考虑租金标准和出售价格与社会支付能力的平衡,按照国家政策采取适当补贴办法,作为当前临时解决措施。

4. 科学管理的原则

科学管理首先要建立科学的管理机构,形成科学的组织管理体系,因为任何管理工作要有管理机构 and 人员来组织实施落实。产业管理关系到产权、所有制变化关系,涉及国家、集体、个人三者利益关系,也关系到调节房屋的供求,必须有相对集中统一的管理机构,加强统一管理,避免形成各自为政的局面。其次,要采用科学的管理方法,在产业管理中,不但要运用经济的、行政的和法律的方法,还要注意运用专业管理和群众管理相结合的方法,既要有专业的管理人员,也要依靠广大群众加强管理,这是因为房地产企业产业分布范围广,使用期限长的特点所决定的。再次,需采用现代的管理手段,特别是要把计算机引入到产业管理之中,把产业管理中图、档卡、帐等资料输入计算机存储,以改变手工操作的落后的管理手段,实现管理手段的现代化。

第二节 房地产产业管理的内容

房地产产业管理包括产业的数量管理、产业的质量管理、产业的价值管理、产业的档案管理 & 产业保护管理等内容。

一、产业数量管理

产业数量管理就是要准确掌握企业所经营的房屋、附属设施和地基的数量及增减变化,产权性质及房屋用途。这是产业管理的基础,也是房产经营企业的基本职责。产业数量管理主要包括产权进出管理和产业基数管理等内容。

1. 产权进出管理

产权进出管理是对增加和减少的房产办理的产权登记、产权变更登记和产权注销登记。对增加和移交的房产做好接管工作,对移交他人或拆除的房屋办好撤管工作。

房产接管是按照一定的程序,对交由房地产企业经营管理的房产进行接收管理的过程。接到房屋接管通知后,由资料员会同房管员、工程技术人员共同办理接管工作,对房屋的数量、质量进行验收、勘查,并对接管的房屋进行建档,增加房屋基数。

房产接管的范围包括国家投资统建的房屋;国家建设拆迁安置的房屋。中小学校舍;

国家机关、军事部门、企事业单位移交的房屋；国家建设征用范围内征而未拆，仍需继续统一管理的房屋；法院判决没收的房屋以及漏管产、无主产；房产企业筹集资金自建的房屋或购买的房屋。

房产接管应办理一定的手续。房地产经营公司应办理的手续

2. 产业基数管理

产业基数管理表现为准确掌握房屋的数量、产权性质及房屋的用途。要根据房屋接管、撤管、移管及修缮施工的变化，严格掌握房屋数量、产权性质和房屋用途的变动情况，对接管的房屋、设备必须登记齐全，对经营中发生的变化情况应及时“调整房屋建筑设备记录”等有关资料，使各项房屋统计数字准确反映房屋的现状，并随着房屋基数的变动，及时调整租金应收基数。

二、产业质量管理

产业质量管理是对所经营的各种房产的质量状况、对形成质量的诸因素进行检测、核验，组织对房产的完损程度的评定和危房的鉴定，提出调整、纠正措施的一系列监控活动。产业质量管理是产业管理中心内容，对于保持房屋的使用功能，保障用户的使用安全，延长房屋的使用年限，满足社会生产和人们生活需要，取得较好的经济效益具有十分重要的意义。

产业质量管理主要包括下列内容：

(1) 房屋、设备在接管时，要进行严格的质量检查，把好质量验收关，要检查接收的房产是否符合使用条件，如住宅是否做到了电通、水通、气通，能否保证居民住进后的正常使用。

(2) 按照房屋的建筑意图，合理使用房屋，充分发挥其使用价值，保证建筑安全。房屋建造时，都有它的设计用途，或作为住宅，或作为生产营业用房。在实际使用时，应符合原来的设计用途，这样才能合理地、最大限度地发挥房屋的使用价值，改变房屋用途时，必须认真审查，既要考虑是否影响房屋的使用价值，又要考虑是否影响建筑安全和周围居民的正常生活。未经房地产经营公司的批准，任何单位和个人不得擅自改变房屋用途，对任意改变房屋用途者要依照规定给予处理，造成事故的，应追究责任。

(3) 禁止私自拆建。为确保房屋建筑物的安全使用，禁止对房屋建筑物私自拆建、搭建。确因用户生活、工作需要，需进行部分拆建、改建的，必须事先提出申请，经房管经营单位批准，确认对原建筑没有影响的，方可批准改扩建。改扩建后，应统一交房地产经营单位经营管理。对私拆乱建的，要坚决制止；对影响原有建筑物安全、住宅环境和市容的，要追究直接拆建人的责任。

(4) 正确评定房产质量等级，建立房屋完好程度的统计资料。房屋完好等级，是对现有房屋的完好和损坏程度划分的等级。房屋完好等级一般应根据房屋的结构、装修和设备等划分为五类。①完好房屋。指房屋的结构件完好，装修和设备完好，齐全完整，管道畅通，使用正常。虽有个别轻微损坏，但一般经过小修就能修复。②基本完好房屋。指房

屋结构基本完好,设备、管道现状基本良好,能正常使用,虽少量构件有轻微损坏,或油漆缺乏保养,但经过一般性的维修能恢复。③一般损坏房屋。指房屋结构一般性损坏,部分构件有损坏或变形,屋面局部漏雨,装修局部有破损,油漆老化,设备管道不够通畅,水卫、电照器具零件部分老化或残缺,需要进行中修或局部大修更换部件。④严重损坏房屋。指房屋年久失修,结构有明显变形或损坏,屋面严重漏雨,装修严重变形、破损,设备陈旧不齐全,管道严重堵塞,水卫、电照、器具、零件残缺及严重损坏,需进行大修或翻修、改建。⑤危险房。指承重构件已属危险构件,结构丧失稳定和承载能力,随时有倒塌可能,不能确保用户安全的房屋。对每一幢房屋按照标准评出质量等级,统计出各类不同质量等级的房屋数量,区别轻重缓急,安排维修,确保房屋完好率的逐年上升,提高房屋利用率。

加强产业质量管理,要建立质量管理组织体系,配备专职的质量管理人员,在日常工作中,建立质量记录制度和质量考核指标体系,保证质量管理内容的落实,在产业使用中发现的质量问题,及时处理解决。

三、产业价值管理

产业价值管理,就是依据价值规律的要求,对企业拥有的各项房产进行估值。

房产进行估值,对于准确计算房产价值总量,计算折旧和摊销,确定租金标准和计算经营盈利具有十分重要意义。

首先,房产估值是对房产实行商品化经营管理的必然要求。房产企业的商品经济活动,首先要对房产进行估值计价。在此基础上,才可能实现房屋的等价交换。如果没有价值这个基础,等价交换也就无从谈起。所以,房产估值是房屋这一物资生产和生活资料进入商品流通领域的重要前提。

其次,房产估值也是房产企业评价经营成果的根本要求和进行经济核算的基础。流通中的房屋是商品,是经营的对象。只有正确进行估值,才能准确反映它在使用中的价值损耗,正确计提折旧和摊销,并将租金收入与损耗价值及经营费用进行比较,正确计算经营盈利。

再次,房产估值是正确计算租金标准的基础。租金标准是指在一定时期内由国家规定的租金构成要素和租金达到的水平。租金构成的主要因素是房屋摊销价值、修缮费用和管理费用。只有对房屋估值,才能为测算租金标准提供确切数据。

房产估值的范围包括房地产企业管理和经营的各种房产以及代管的房屋。

房产估值的方法,除在第六章?????(?注??意?)中介绍的估价方法外,产业管理中的房产估值还有逐所估值法和按建筑结构分类估值法两种。

逐所估值法是按照每所房屋不同的建筑结构的每平方米重置完全价值乘以建筑面积,求出每所房屋的重置完全价值。房屋的重置完全价值减去已使用年限摊提的折旧累计额为房屋的折余价值,或用房屋的重置完全价值乘以新旧程度的百分率,求出房屋的折余价值。用公式表示如下:

每所房屋重置完全价值 = 每平方米房屋重置完全价值 × 建筑面积

每所房屋折余价值 = 每所房屋重置完全价值 - 已使用年限摊提的折旧累计额

或 = 每所房屋重置完全价值 × 新旧程度百分率

城乡建设环境保护部于 1984 年 12 月发出《关于印发〈经租房屋清产估价原则〉的通知》规定：1980 年以后新建的房屋，有原值的，以原值入帐；没有原值或变化较大的可以重置完全价估价。1984 年 1 月 1 日起新建的房屋一律以原值计价。

建筑结构分类估值法是按照各种结构房屋的建筑面积之和与各种结构和平均新旧程度百分率和各种结构房屋的每平方米平均重置价值连乘计算出房屋的重置完全价。用公式表示如下：

某种房屋总价值 = 该种结构房屋每平方米重置完全价值 × 该种结构房屋的建筑面积之和 × 平均新旧程度百分率

四、产业资料管理

产业资料是指房屋及地基的图、档、卡、帐、单等基础资料的总称。关于图、档、卡、帐、单等资料在第七章产权产籍管理中作过介绍，在此不再赘述。

产业资料管理是在建立和健全各项产业资料的基础上，做好产业资料的保管和使用等管理工作。首先，要根据房产的数量、性质、质量建立健全各项产业资料。其次，对所建立的各项产业资料进行分类整理。有的要装订成册，并有专人保管，以防散失和损坏。再次，对已建立的各种产业资料不得随意变更，情况发生变动时，需要变更记录、更改数据的，须按规定的程序办理变更手续，资料员必须加盖图章，以示负责。最后，要建立产业资料借阅制度，本单位工作人员因工作需要借阅产业资料的，须征得资料员同意，并办理借阅手续；外单位借阅时，须持单位介绍信，并经领导批准，资料用毕应及时归还，非经领导批准，资料不准携带外出。

五、产业保护管理

房地产经营企业拥有的产业具有使用期限长、地点分散的特点，这要求房地产经营企业在经营过程中加强对产业的保护，使其免遭侵占和损失，更好地发挥其经济效益和社会效益。

产业保护管理，首先要保护产权免受侵占，国有房地产经营企业所拥有的各项房产，主要是国有资产，要保护这些国有资产免受任何组织和个人的侵占，防止对地权的侵占和对房屋的私拆乱建。其次要防止房屋等遭到自然灾害和人为的破坏，维护房屋的完整和耐久使用，对受自然损失的房屋要加以维修养护，对蓄意的破坏要运用经济的、行政的手段加以制止，以至运用法律的手段加以制裁。

第九章 房地产物业管理

第一节 房地产物业管理概述

一、物业管理的意义

1. 物业管理的概念

物业管理就是利用现代管理和先进的维修养护技术,以经济手段管理物业(包括建设物及其附属设施和相关场地),为业主和承租人提供高效、优质、经济的服务,使物业发挥最大的使用效益和经济效益。

物业管理的内容,可以分为经营、管理和服务三个方面。经营主要是指依据市场规律,进行商业策划,制定并实施销售方案,或是评估租金,制定出租方案,以便使物业保值甚至增值。管理主要是掌握房地产的变动和作用情况,使房屋得到及时修缮,保持房屋使用功能,使房屋的数量、产权、建筑形式、完好程度、设备使用情况等及时准确地记录下来,及时变更有关记录;此外,管理工作还包括财务、人事上的综合管理,以保证经营、服务的正常运行。服务则是指准确、及时地满足用户要求,如清洁、保安、绿化及各种特约服务。物业管理三方面的工作是相辅相成的,即寓经营管理于服务之中,在服务中完善经营管理。

物业管理的对象很多,包括住宅小区、单位住宅楼或公寓、综合商业楼、写字楼、零售商业中心、酒店、工业厂房、仓库等。

2. 物业管理的作用

物业管理是一个重要的经济部门,它直接经营管理的物业资产比其他任何部门的固定资产都要多,因此,搞好物业管理具有十分重要的作用。

(1) 搞好物业管理可以延长房屋的经济使用寿命,充分发挥物业的使用价值,为社

会节约和积累财富。

(2) 搞好物业管理可以增强社会信任感和投资者信心。专业的物业管理服务业即可以为物业持有者或使用者提供发展自己专长事业的时间和机会,同时也可以使物业始终保持良好的运行状态,并保持一个较高价格水平,为投资者带来直接的经济效益。

(3) 搞好物业管理可以为人们提供良好的工作和居住环境。通过物业管理提供多方面的服务,能促进居住环境和 work 环境的改善,有助于提高工作效率,方便人们生活。

二、物业管理的特性与原则

1. 物业管理的特性

(1) 物业管理的对象是以商品的形式存在的,但物业管理对象具有不同于一般商品的特殊性,这就是物业管理对象具有不可移动性、价值巨大和使用时间长。这些特殊性,决定了物业管理具有周期性长、情况复杂的特点。

(2) 物业管理是一种创造性的活动。在物业管理过程中,建筑物构成了一种特殊商品,随着其外界环境的变化以及内部管理的优劣,共使用期限会有较大差异,市场价格也会有很大变化,使得物业管理的可塑性极强。所以说,收益性物业管理是一种创造性活动,良好的管理过程会大大提高物业使用价值。

(3) 物业管理属于服务性行业,要寓管理于经营服务之中,在经营服务中完善管理。

(4) 物业管理中所提供的服务具有紧迫的时间性。物业管理中最重要的服务在于房屋的出租和其他附属性的商业服务。房屋的价值不能库存,若当天售不出去,就失去了当天价值回收的机会。

(5) 物业管理是综合性的统一管理。其管理内容既有房屋出租、商业服务等经营型内容,又有结构、装修、设备维修等技术内容,还有清洁、保安、绿化、交通等日常服务,有时还受托代表产权人或使用者就相关问题与政府有关部门、公共事业单位、社会团体组织进行协商。

(6) 物业管理具有极大的社会作用。物业管理对社会的安定、人民生活水平提高、城市的美化等起着不可低估的作用。

2. 物业管理的原则

(1) 服务第一,方便群众的原则。物业管理的目的是为了尽善尽美地满足人们居住生活的需要,创造一个安静、舒适、方便、优美的生活环境,使居民能够安居乐业。这就要求物业管理人员树立“为人民服务,对人民负责”的管理思想。

(2) 统一领导,综合管理的原则。它是根据住宅建筑由分散的、功能单一的传统方式向社会化、综合化、现代化方向发展的客观要求而提出来的管理方式。一宗物业尽管有许多产权人,其管理权和所有权可以分离。无论产权人自己管理物业,还是委托物业公司进行管理,都应当实行统一领导,综合管理,这是减少损耗、贯彻最大物质效益原则的需要。

(3) 经济效益和社会效益并重的原则。物业管理在追求最大的效益的同时,也要注

重其社会效益,为使用者提供优质服务,达到美化城市、造福社会的目的。

(4) 社会化的原则。物业管理要按照发展社会主义市场经济的要求,从行政管理逐步过渡到经营服务管理,从单位自管向社会管理过渡。

(5) 专业管理与民主管理相结合的原则。物业管理要向专业化管理发展,但必需同使用者、产权人进行协商,共同完成管理任务。

第二节 物业管理的内容

一、物业管理的内容

物业管理总的来说是属于服务性管理,它的重要目标是为用户提供完善的服务。但其服务内容并不是一成不变的,随着物业管理范围的扩大,管理工作日益专业化、程序化,物业管理的内容也不断扩充、变化。现阶段物业管理的主要内容包括以下几个方面:

1. 房屋的维护与修缮管理

房屋的维护与修缮管理是物业管理的主要内容之一。它包括房屋的维护与修缮两个方面。

(1) 房屋及设备的维护。

房屋及设备的维护管理,其任务是为了保证房屋及设备能在正常状态下使用;不因不合理、不正确的使用造成损坏;保护房屋及设备的完好,延长使用年限。搞好房屋及设备的维护,可以保持房屋及设备的使用功能,防止事故发生,保护用户的正常使用。

房屋及设备的维护管理主要包括以下内容:

- ①按照建筑设计用途使用,不得随意改变房屋的用途。
- ②按照设计功能使用,不得随意滥用。
- ③按照设备的系统功能使用,不得随意拆改和增添。

(2) 房屋及设备的修缮。

修缮管理是住宅小区房产物业管理中最主要的一个环节。通过修缮可以延长房屋及设备的使用年限,减少自然淘汰,充分发挥房屋及设备的效益,为国家节省建房资金。

房屋及设备修缮按其修缮工程的性质及范围,可分为翻修、大修、中修、小修和综合维修五类。

翻修是指全部拆除,另行设计,重新建造的工程。

大修是指牵动和撤除部分主体结构,但不需全部撤除的工程。

中修是指牵动或只撤除少量主体构件,且保持原房规模和结构的维修工程。

小修是指及时修复小的损坏,保持房屋完好等级的日常养护工程。

综合维修是成片多幢房屋,大、中、小修一次性应修的工程。

搞好房屋修缮管理,应研制合理的房屋修缮周期,制订科学的修缮计划与规划,确定合理的修缮范围与维修方案,合理地使用劳力、资金与材料,做到节省开支,缩短工期,不断提高房屋质量,取得较好的经济效益、社会效益和环境效益。

2. 住宅小区环境维护管理

住宅小区环境的维护管理是以小区住宅房屋、公共建筑物和其他公开基础设施为对象所进行的管理。主要包括:小区内违章建筑、市政公用设施、环境卫生、绿化、治安、车辆交通等的管理。管理的目的是为小区内居民创造一个优美、整洁、舒适、安全、生活方便的居住环境。

(1) 小区内违章建筑的管理。

违章建筑的出现和存在对住宅小区环境有极大的破坏,不仅影响小区的容貌观瞻,而且直接影响到小区的安全、卫生,违反了居民的公共利益,必须严厉禁止,这是搞好住宅小区环境的关键。

(2) 公用市政设施的维护管理。

住宅区内各种公共市政设施遍布各个角落,其维护很大程度上需要广大用户的配合,同时要设立专人负责巡查,及时发现损坏部位,及时修复。

(3) 环境卫生的维护管理。

住宅小区是否达到文明标准,环境卫生是一个很重要的方面,要注意保持庭院、楼梯、走廊、阳台等部位的环境卫生,以形成良好、舒适的卫生环境。

(4) 绿化管理。

住宅小区内的绿化是构成优美环境的一个重要因素,它对于小区美化和调节局部生态平衡具有重要作用,因此,充分利用可以利用的土地,搞好环境的绿化和美化,是小区环境管理的重要一环。

(5) 安全保卫管理。

安全保卫管理是小区维护管理的又一项重要内容。当前,物业管理中越来越重视安全保卫服务。安全保卫管理包括两个方面:一是为住户提供人身和财产的安全;二是为业主提供建筑物财产免遭侵害和损失的安全,不致于因安全保卫不当使业主和客户的利益受到损失。

3. 多种经营服务管理

多种经营服务管理是指除房屋的使用与维修养护管理、小区环境维护管理外,开展的许多便民服务项目,向居民提供的多层次、多方式的综合性服务管理。它包括常规服务、委托性服务和经营性服务三大类。

常规服务是指为小区全体居民经常提供的公共服务,包括清扫环境卫生、清倒垃圾、绿化美化环境等;委托性服务是指根据居民的需要,受住户委托而提供的有偿服务。如代收代送牛奶、代收报刊杂志、代送病人就医送药、代住宅清扫室内卫生、清洗衣服、代购粮、油、家具等生活用品。经营性服务是小区管理服务的经营单位,发挥企业的能动作用,积极开拓多种经营的新领域为小区居民提供的服务,如在小区内开设商业、饮食服务

业、家用电器维修业、利用小区空地开辟农贸市场等经营性服务业务。

二、搞好物业管理，应做好以下几项工作

1. 制订物业管理计划

在接管一宗物业后，先要制订一份管理计划，确立物业管理目标。在计划中应详细说明物业管理所提供的服务内容及其所采用的管理方法，并获委托方的认可。

2. 加强市场宣传，增加社会信任感

物业管理部要加强市场宣传，增强业主和客户对物业管理部的信任感。业主、客户对物业管理部充满信任，这是搞好物业管理，扩大物业管理范围和内容的条件。

3. 注意物业的经常维修，提高物业的价格

经常性的维修管理及保养，能使建筑物始终处于完好的工作状态，建筑物外型不因日久失修而残破，影响观感，建筑物内部的水、电、暖、卫、气不因失修而不畅，总之不因物业修理不及时而使物业价值下降，这也是物业管理部提高自身形象的有效途径。

4. 正确处理业主、住户与物业管理部之间的关系

物业管理是沟通业主、住户的中间媒介，通过物业管理工作，建立三方面经常沟通渠道，使各方的愿望、要求能及时得到沟通，各方反映的问题能得到及时解决。

5. 加强物业管理工作的组织与控制

加强物业管理工作的组织，即按照物业管理的目标和任务要求，把经营管理活动的各个环节和人、财、物等因素有机地组织起来，使之成为一个有机的整体。要确定物业管理体制，建立调整好组织机构，制订好规章制度和条例，选配适当人员，明确责任与权利，协调好内部运作及产权人、使用人、政府管理机构等方面的关系。同时，还要通过检查、考核、评比、总结等形式和手段，及时掌握物业管理工作的进展情况，对经营管理业务进行有效监督。

6. 加强物业管理中的经营收入和费用管理

物业经营收入是房地产投资者收回投资，获取投资收益的来源，也是物业管理公司进行经营管理的费用来源。经营收入主要包括：出租建筑物楼面及附属配套设施的租金收入；开发商向物业管理公司一次性提供的占物业总投资一定比例的公用设施专项基金；物业管理公司按微利原则向业主及非业主使用人收取的管理费；以及物业公司通过在小区内开展多种经营服务活动，如附属性的餐饮、购物、商务、交通等项目服务所取得的收入。

取得各项经营收入，是开展物业管理工作的基础和保证，加强物业收入管理既要完善各项收入办法，又要努力开拓多种收入来源渠道。

物业管理中的费用支出，主要包括物业的维护修缮费用、公司管理费用以及有关税费等。对物业管理中的费用支出，应根据实际需要，本着节约的原则使用，尽量做到少花钱，多修房，修好房，杜绝资金的浪费，提高资金的使用效益。

第三节 物业管理的发展趋势

一、物业管理的几种模式及其特点

(1) 以区街办事处为主成立物业管理委员会管理。其优点是突出了地方政府行政管理的作用,因其管理机构与政权基层组织相一致,在实施管理时具有权威性,制约力强,能加强对各专业管理部门的领导,专业管理机构在物业管委会领导下各自履行自己的职责,能做到统一安排、分工明确、专业协作、各负其责,使小区形成一个完整的管理体制,而且政权基层组织的稳定性有利于物业小区管理的长期性和稳定。该模式要避免管委会大包大揽,要充分发挥专业管理部门的职能和能动作用。

(2) 以房地产管理部门为主,成立物业小区管理服务组织(即房地产物业经营公司或房地产信托公怀)进行管理。其优点是发挥了房地产管理部门的管房专业所长,对房屋进行科学管理,保持房屋较高的完好率,有利于保护物业小区的整体风貌。但是这种模式常因缺乏总体协调部门,在物业小区总体管理上各专业部门易各自为政,不能齐心协力,而房管部门又缺乏权威性,容易造成房屋可能管得好,而环境管得差,甚至出现扯皮现象。

(3) 以房地产综合开发企业为主成立的住宅小区管理服务公司或物业管理公司,以经营方式从事住宅小区管理。它发挥了房地产开发企业的经营所长,从开发、建设到管理一条龙,管理与经营活动结合起来,实行有偿服务,为居民提供的服务项目不仅多而且质量高。其优点是经费比较充裕,经济上具有活力,可以通过经济效益好的服务经营项目取得收入以弥补经费之不足,使住宅小区能够形成自我完善、自我发展的良好循环。这种模式应注重经济效益、社会效益与环境效益相结合,加强政府的监督、指导,维护居民的合法权益。并注意处理好与街道办事处的协调合作,充分发挥基层政权组织作用。

(4) 单位自管模式。一些大型厂矿企事业单位自己管理所属的居住区。其优点是企业都比较重视,配有专职分管生活的企业单位领导负责抓住宅管理,管理对象以本单位职工和本单位财产为主,比较单一。管理经费以企业福利基金为后盾,但这种企业办社会的模式,随着社会化的发展和住房制度的改革,必将有所调整,以适应社会化和专业化的管理要求。

二、现代物业管理的发展趋势

随着社会主义市场经济体制的建立,住房建设投资体制和住房分配制度的改革,必将

引起住房所有制形式等多方面的变化,如一幢住宅多家所有,公、私产权的物业交叉相处。在这种情况下,靠过去传统的以行政管理为主的多部门、多产权单位的多头分散管理已不适应现代社会发展的需要,迫切需要建立现代物业管理模式,以适应社会化、专业化发展的要求。

现代物业管理呈现如下发展趋势:

(1)在管理体制上由政府管理部门的行政性、福利性管理向专业化经营管理发展,由多个管理部门、多个产权单位的多头分散管理向专业公司的统一管理发展。当前我国物业管理部门正在走出传统的和行政性管理为主的模式,向专业化经营管理发展。专业化的经营性物业管理公司不断涌现,传统物业管理逐渐失去了竞争力。许多专业管理公司以先进的管理手段,凭丰富的物业管理经验,使物业管理出现了新的生机,物业管理水平和效率不断提高。

(2)在管理内容上,由过去单一的管理向多功能的综合管理发展。过去物业管理主要是单纯的房屋维修,现代物业管理包括多层次、综合性的服务管理内容。即包括房屋建筑物的维护修理,也包括对场地、环卫、治安、绿化、道路全方位的修理和维护,还包括开展多种便民的有偿服务等内容。

(3)在管理方式上,由过去的被动式管理向主动式管理发展。过去物业管理是由上级主管部门划定管理范围,下达修理任务,分配管理费,物业管理完全处于一种被动的地位。社会主义市场经济的发展,要求物业管理走出这种被动的管理局面,变被动管理为主动管理。主动式管理就是充分发挥物业公司的主观能动性,以良好的服务态度,精湛的服务技术,完善的管理方式赢得业主客户信赖,不断拓宽物业管理的范围和内容,积极主动赢得市场。

(4)在管理手段上,由过去落后的管理手段向先进的管理手段发展。现代物业管理中利用现代信息和计算机技术,把有关物业管理的信息物化在各种设备之中,并由这些设备和物业管理人员构成一个为物业管理目标服务的人机信息处理系统,将物业管理的许多日常工作实现自动化。例如:利用计算机控制建筑物的空调系统、防火安全自动报警系统、建筑物内垂直交通系统、照明系统、建筑物部件及附属设备安全报警系统、辅助物业管理工作的资产管理信息系统等。这些现代的管理手段,能提高管理工作的效率,降低成本,实现良好的社会和经济效益。