

公司的抉择 ——是保留还是卖掉

[美] 迈克·科恩 杰恩·珀尔 著
李申 译 黄震华 校订

中国商务出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司的抉择：是保留还是卖掉 / [美] 科恩, [美] 珀尔著；李申译. —北京：中国商务出版社，2003. 11

书名原文：Keep or Sell Your Business

ISBN 7-80181-187-9

I. 公... II. ①科...②珀...③李... III. 企业管理 - 经营决策 IV. F272. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 101591 号

版权出让方：❶2001 by DEARBORN TRADE—A KAPLAN
PROFESSIONAL COMPANY

版权代理：万达版权处理中心

北京市版权局

版权登记号

图字：01-2002-2316 号

公司的抉择
——是保留还是卖掉
[美] 迈克·科恩 杰恩·珀尔
著
李申 译 黄震华 校订
中国商务出版社出版
(原中国对外经济贸易出版社)
(北京市安定门外大街东后巷 28 号)
邮政编码：100710
电话：010—64269744 (编辑室)
010—64242964 (发行二部)
E-mail：cfertph@caitel.org.cn
网址：www. cfertph. com

新华书店北京发行所发行
中国农业出版社印刷厂印刷
850 × 1168 毫米 32 开本
8.375 印张 218 千字
2004 年 4 月 第 1 版
2004 年 4 月 第 1 次印刷
印数：5000 册
ISBN 7 - 80181 - 187 - 9
F · 685
定价：25.00 元

目 录

绪言	(1)
鸣谢	(1)
作者简介	(1)

第一部分 保留还是卖掉

第一章 我该何去何从	(3)
第二章 审慎的分析	(9)
第三章 保留还是卖掉——哪条路最适合你	(24)

第二部分 决定保留你的企业

第四章 保留所有权的三种模式——选择对你适合的那一种	(49)
第五章 使每一种模式的结构运转	(61)
第六章 最大限度地提高每种模式的管理效能	(76)
第七章 移交中要避免的动荡和陷阱	(106)

第三部分 决定卖掉你的企业

第八章 走向谈判桌之前	(119)
第九章 谈判和交易策划	(149)
第十章 税金与风险管理	(169)

第四部分 在决定是保留还是卖掉你的企业之后

第十一章 在卖掉企业之后——将收益投资	(187)
第十二章 现在该如何打发时间	(203)
第十三章 结束语	(218)

保留附录	(220)
出售附录	(233)
注释词表	(250)

绪 言

自 1976 年以来，我一直研究封闭式（不公开招股）的公司和家族所拥有和控制的企业中有关继承的事宜。我仍然对私有公司中的继承规划问题着迷，这一兴趣恐怕将永远持续下去，这可能是因为我生长在一个家族企业中，从八岁起到上高中都一直在其中工作的缘故。1984 年，我开始专门研究那些正在考虑是否该保留他们的企业还是把它们卖给产业合并者的家族企业主们。甚至在那个时候，这个问题不仅与财务有关，也与情感有关。无论公司的规模怎样，商业交易总是复杂的，能够显现出人们身上最好的和最坏的一面。当一宗交易成为焦点，这其中权力与权威、商业价值、法律与税收问题、家族成员关系以及信任（或者缺乏信任）都会在那时一起涌现出来。

在过去 16 年间，我处理过有关继承问题的各种情况：想要创立或者延续一份遗产的健康发展的家族、因家族企业内部问题不断而垮掉的家族、有远大理想的企业家、不愿意冒险的管理者、尽管有压倒性的证据表明应该放手却不愿这样做的人，以及那些放了手并且辅导继任者取得成功的人。就那些卖掉自己公司的人来说，有的人在新的生活中找到快乐（有些又创办了新的企业），而有些人感情矛盾，至今仍对当初卖出的决定事后评头论足。

我的客户们有时给我鼓励，有时让我沮丧灰心，但从不令人厌烦。我一直受雇为那些想保留其企业和那些想卖掉其企业的人组织转交事宜。我经常同两代人（有时是三代人）打交道：准备接管（或希望接管）的后辈和准备隐退（或承诺隐退）的老一辈。有时继任者做好了充分的准备但是老一辈不愿意交权。另有一些时候，目前的所有者准备退休，而继任者缺乏信心，不愿意承担所有权和管理的责

任和风险。有些客户十分精明，当家族中没有能干的（或有兴趣的）继承者时将其企业作为一份投资，聘请专业人士管理运作。其他人则没有那么精明。

对于有些人来说，卖掉企业是正确的办法。当企业失去发展的动力或资本，所有者筋疲力尽，在经济上依赖该企业而又没有继承者时，很容易作出卖掉企业的决定。困难的是选对时机。我曾同买主们谈判过，有时是由管理层主导，但更多的是卖主所处行业的战略性买主。有时，谈判所达成的价格超出客户最高预期，但是客户因出售了他的公司，也就是他的“孩子”而郁郁寡欢。

1990年，我针对第一代企业家写了一本关于继承规划的书（1992年出了第二版），名为《传递火炬》，讨论他们遇到的继承、退休和财产规划的问题。从1994年到1999年，我更多地研究延续数代的家族企业——有的处于第二代、第三代和第四代，我由此认识到每一代的成长变化都是不同的。因此，我还认识到所选择的规划战略能否见效取决于这一代领导人是否愿意解决交权事宜。这些事情对于规划中涉及的每一代都是不同的，因此有效的解决方案也随每一代企业的不同而不同。例如，看起来适合于第二代企业的合伙战略和讨论就不适合由表亲控制的有30个或更多股东的第三代或第四代企业。对于这些由表亲控制的公司来说，统治、管理和学习成为精明的所有者的首要目标。因此，我为客户研究针对不同世代企业的战略。

当我着重于研究“出售—保留”决定中“保留”这方面时，有几个客户（在研究了继承规划之后）选择卖掉他们的企业。对有些人来说，收购的价码太有吸引力而无法忽视。对另外一些人来说，下一代不具备领导企业的才能或热情。对于这些人而言，卖掉企业对家族和企业都是最好的决定。

卖掉私有公司的机会仍将是生活中的一个事实。而保留还是出售企业的决定对于在出售企业的金钱回报与为后代保留企业的愿望之间左右为难的许多人来说，也仍将是一个困难和复杂的问题。

已经有许多书讨论如何购买公司，也有许多建议告诉你如何卖出

企业。但是，当我帮助客户解决本书中所描述的各种问题时，我意识到没有一本书采用一种均衡的方法去帮助犹豫不决的企业所有者作出决定。而这则是我在本书中所做的。

谁应当阅读本书

本书的对象是私有公司的所有者及其家族、董事会成员以及管理人员，所有那些努力探索其企业未来前途的人们。本书应该激发出更多关于继承规划、合并战略和制定领导关系的讨论来应对今天的挑战。阅读完本书后，你应该得出一个策略计划（无论是出售还是保留企业）并照着实施。那些封闭式（不公开招股）企业的董事会成员在看过本书后，应该对自己为公司和业主所能作出的贡献更有信心。本书还适用于经理人员和产业及同业公会成员，他们也是组成封闭式（不公开招股）企业的成员。许多这些同业公会正在变为合并者，而另一些则系统地兼并收购其他成员。同业公会成员在本书的帮助下将清楚自己的选择。帮助封闭式企业的业主处理有关继承和财产规划事宜的顾问们（如律师、特许会计师、财务和保险专家）也将在书中找到有用的建议和信息。了解你的客户的选择和挑战有助于你更好地完成工作。本书还适用于企业所有者的家族，读完本书后，每一个家族成员都会作出更好的抉择。

本书是如何组织的

这本书分为四个部分。第一部分帮助你分析是否应该出售或保留你的企业。正如一个客户所形容的，事情就像一座山一样，你一开始从3万英尺的高空俯瞰，看到了它的全貌。但是在这之后，你必须降落并开始攀登这座山。头三章讲的就是爬上顶峰和作出正确的决定。第一章和第二章集中阐述公司的兴旺发展以及目前和未来所有者的责任和能力。读完第三章，你应该能够决定哪条道路最适合你。但是那只是第一步。

第二部分讲述如何保留你的企业。根据我的经验，私营企业有三

种所有权模式。决定哪种模式适合你很重要。业主需要考虑每代人之间的差异。从第四章到第七章向你介绍这三种所有权模式，并且从结构和管理的角度概述它们的运营情况。

第三部分讲述如何出售你的企业。如果这是你已经选择的道路，第八章到第十章一步一步地告诉你为此要做哪些准备工作，以及所需要的谈判和法律文件。

第四章处理决策之后的问题，无论你决定保留还是出售企业。两种情况都涉及生活方式的问题、投资选择、遗产规划和财产转让决定。这些在第十一章和第十二章中都有概述。

书后有两章附录：其中一个包括了我认为对“保留”决定将有所帮助的信息，而另一个附录包括了应该对“出售”决定有帮助的范本文件。

我的目标是让你能够对如何处理你的企业作出明智的决定。我尊敬并钦佩那些将他们的企业发展壮大，使之能代代相传的人，他们逐步教导其继承人、总经理和家族成员，使之做好迎接挑战的准备。我也尊敬和钦佩那些知道何时应该出售企业、以不同的方式处理财富的人们。无论你选择哪条道路，我希望这本书能帮助你和你一起工作的人作出最适合你、你的企业和你的家族的决定。

——迈克·科恩
于亚利桑那州菲尼克斯市

鸣 谢

许多人帮助我在一个比较短的时间内完成了此书。对于所有这些人，我特别感谢他们的友谊和支持。过去 25 年来，我为一些非凡的客户工作，有幸随着他们企业的扩展和应时而变而同他们一起成长。他们努力处理继承的复杂问题，作出了关于企业和家族成员能力的艰难决定，还要处理好放权后的自身调适问题。我非常钦佩那些有勇气处理这些困难问题的人。在为这些客户工作的过程中，我也与一些杰出的律师和特许会计师合作，他们一心帮助他们的客户作出正确的决定，并欢迎我和我的公司的加入。这样的合作几乎总是为客户带来了更好的最终结果。我还有幸结交了全美的一些专家，他们为与封闭式和家族控制的企业的合作过程带来了另外的技能——许多这种关系的建立源于我们都加入了“家族公司协会”，这是一个家族企业顾问和研究者的国际性组织。

我特别要感谢杰恩·珀尔，她是这个项目的出色的合作者。她花费了比计划更多的时间组织和思考这些材料。这是我与杰恩合作的第二个大项目，她具有独特的能力激发我写出最好的东西。我特别感谢她的贡献、友谊和天才。

我还要感谢迪尔伯恩市的玛丽·古德，感谢她的眼力和支持。她从最初的建议起就帮助我集中思想，并在整个项目过程中坚持正确的方向。

我还有许多合作者，他们的专业知识丰富了书中不同的部分。他们是北方信托公司的盖尔·布拉德利和莫尼卡·图科维奇、Capstone 咨询公司的克雷格·坎托尼、德勒公司的杰夫·戴维森、Human Side of Enterprise 公司的莱斯利·达舒、管理规划公司的吉姆·德怀尔、

阿瑟·安达信公司的马克·费尔德曼、转变顾问约翰·弗曼、CFG 企业解决方案公司管理人赔偿部的吉姆·麦克马洪和亚力克·伯克曼、deVisscher、Allen 和 Olson 公司的吉姆·墨菲、慈善计划公司的彼得·卡洛夫以及 Ringel 评价业务公司的盖瑞·林格尔。一些律师也直接和间接帮助完成了此书，他们是 Snell & Wilmer 公司的戴维·韦斯、Bryan Cave 公司的拉里·布罗迪和 Fennemore Craig 公司的尼尔·库恩。

许多客户以多种方式帮助了我——有些通过允许我就本书某些部分采访他们来提供直接帮助，有些则是通过在过去几年中让我帮助他们的规划而间接地帮助了我。他们知道自己是怎样的人，我感谢他们的友谊和支持。我很幸运，拥有自己感兴趣的事业：与充满挑战性的成功人士合作（并向其学习），帮助他们解决有关其企业、家族和未来的复杂问题。

最后，CFG 企业解决方案有限责任公司继承规划部的全体职员提供了巨大的支持。查克·雷恩斯最近才加入我们公司，也作出了好多宝贵的贡献。李·科恩帮助我完成了几个章节；她的洞察力和逻辑对我非常重要。已退休的桑迪·阿米迪是我合作过的最好的秘书，没有她，这个项目根本不会完成。洛伊斯·卡登、那特·沃纳和卡伦·科利特在我写作此书时照料我们的客户和生产——他们每一个人都以无可估量的方式帮助着我。我要特别感谢洛伊斯·卡登，感谢她每天的支持、她的奉献精神、她的友谊和幽默感以及对我的宽容。

作者简介

迈克·科恩

迈克是 CFG 企业解决方案有限责任公司继承规划部的总经理。迈克已经担任家族企业顾问达 15 年之久，一直为美国国内一些最大的家族企业工作。他在家族企业继承方面已经有两本著作：《传递火炬：家族企业转让策略》（Passing the Torch：Transfer Strategies for Your Family Business）（1990，Liberty Hall 出版公司）和《传递火炬：家族企业的继承、退休和财产规划，第二版》（Passing the Torch：Succession，Retirement，and Estate Planning in Family - Owned Businesses，seconded edition）（1992，McGraw - Hill 出版公司）。迈克 1992 年至 1994 年担任《国家企业》杂志家族企业案例研究专栏的编辑。他于 1996 年至 1998 年担任家族企业协会（这是一个服务于家族企业的国际性组织）的会长，并从 1992 年至 1998 年任职于其董事会。迈克目前任职于 Harcourt 专业出版社《家族企业专家》月刊的社论顾问委员会。迈克还是亚利桑那州公众基金会的董事会成员。

迈克拥有心理学的学士和硕士学位，从家族发展变化（过程）角度和交易（内容）角度研究企业问题。过去 5 年来，他一直专注于研究数代相传的家族企业，在本书中探讨了这些企业努力解决的问题。

杰恩·珀尔

杰恩·珀尔是《孩子与金钱：教给他们财务成功的智慧》（Kids and Money：Giving Them the Savvy to Succeed Financially）（1999，Bloomberg 出版公司）一书的作者，此书入围出版者营销联合会“本杰明·富兰克林”奖最佳教育书籍的决赛。杰恩是《家族企业》杂

志的创刊高级编辑，该杂志由费城 MLR 出版公司发行。杰恩帮助科恩研究和编辑了《传递火炬：家族企业的继承、退休和财产规划，第二版》（1992，McGraw - Hill 出版公司）一书。她创办了 CFG 企业解决方案公司的客户业务通讯《转变与传统》并担任其数年的编辑。除了 CFG 的工作之外，杰恩还兼任自由撰稿人和编辑，包括在 PRI 市场电台担任儿童与金钱节目的固定评论员。

杰恩有 20 多年的金融新闻工作经验，包括加入《福布斯》杂志，担任美国公共电台集团（今天的 PRI 国际公司）联合播出的一个每天半小时的商业新闻节目的编辑。她还是 Tom Peters 公司业务通讯《实现完美》的创办者和编辑。

关于 CFG 企业解决方案有限责任公司（CFG Business Solution , LLC）

CFG 企业解决方案有限责任公司向全美私有和公众性公司提供规划服务。该公司有两个服务部门 其办公室分别在菲尼克斯、洛杉矶和圣地亚哥。如果您想知道更多信息 请洽 ccfg@cfgllc.com 或 800 - 422 - 3883。

继承规划部

迈克·科恩

总经理

- 提供保留或出售建议
- 所有权继承：多代规划
- 财产移交和遗产税策略
- 家族会议、家族管理

经理人员薪酬部

亚力克·伯克曼

总经理

- 保留计划的制定和管理
- 经理人工资：基于业绩的激励计划
- 薪酬咨询、产业和地域方面的调查

1

第一部分 保留还是卖掉

第一章 我该何去何从

你是一位成功的企业家，拥有一家体制完善的公司。在你周围所处行业和当地商业圈中，你看到私营企业主们出售他们的公司，得到或多或少的财富。现在，你正在衡量自己的选择。你该拿你的公司怎么办？卖掉还是保留？

私有公司所有权方面正在出现一个重大转变。企业开始合并和联合，但不是像商业新闻界过去所猜测的那样由于缺乏规划。这些交易是源于过去所无法想象的财务和市场机会——为那些经营年轻有活力的公司的企业家快速创造财富，使面临退休的年老业主有机会将非现金资产“货币化”。我们都读过有关因特网亿万富翁一夜暴富的故事。不太广为人知然而意义更为深远的是每年上千家企业的售出——这些体制完善成熟但又是乏味的企业，支配着大量的酬金，为他们的所有者带来新的流动资金。

促使你对公司下决定的那些问题经常超出了财务上的考虑。你也许有这样一种强烈的感觉，好像你所知道的一切事情都在迅速地转变。对有些人来说，变卖企业是一种减缓这种变化速度的尝试。对于其他人来说，则是一种迎接变革的炼金术，将非流动资产变为可转移可替代的财富。

斯坦·戴维斯和克里斯托弗·迈耶在其著作《模糊》一书中这样形容我们的感受：“……瞬间可完成的通信和计算大大缩短了时间，使我们专注于速度。这种连通性使得每个人和每件事以这种或那种方式联机在线，导致‘距离的死亡’，即空间的缩小。各种无形的

4 公司的抉择——是保留还是卖掉

价值，如服务和信息，正在迅猛发展，降低了有形物质的重要性……连通性、速度和无形资产正在模糊着各种规则，重新定义我们的商业和我们的生活。它们正在破坏各种解决方案，诸如大规模生产、分类定价和标准化工作等，这些方案在过去相对缓慢、缺乏联系的工业化世界中曾经发挥过作用。事实是，某种惊人的事物正在你身边发生……”

至于一些对企业的未来没有清楚打算的业主，他们为竞争而担忧，没有所需要的管理能力，不断变化的必然性可能成为促使他们出售企业的“最后一根稻草”。对另一些人而言，驱动因素是有机会兑现走人，纯粹基于财务考虑和时机选择。

今天，市场中的买家比近来任何时候都多。从未有过未来潜在收购者的公司正在受到来自各种买主的关注。1998年，Mergerstat（它追踪超过100美元的交易）报道了7928多宗商业合并案。1999年，这一数字增加了17%，超过了9200宗。两年来共有1.7万宗100万美元以上的交易（国营和私营公司），价值相当于2.6万多亿美元——超过了20世纪70年代和80年代数额的总和！

此外，今天的买主们花更多的钱来购买公司。1992年，买主们购买中型企业的费用是其税前收益（EBIT）（包括利息费用和税费）的5到6倍。1997年，根据亚瑟·安达信中心（Arther Andersen Center）对家族企业的调查，这一比率上升到6到9倍。

Wells Fargo/NFIB在其1998年发表的“企业兴起与结束系列”研究报告中指出，卖主们往往会集中在25到34岁这一年龄段或者超过55岁时，显示出两种不同的潜在动机。那些“创立然后卖出”的年轻卖主们可能在其一生中会创立（或者买进）然后卖出好几家公司，就像一个人可能定期改变投资组合一样。年纪大的卖主的动机可能有不同原因：没有继承人和没有规划，加上依靠公司作为财务保障——对于这些人来说，出售公司可能不是第一选择，但却是最后的选择。

如果你的企业没有继承计划，那么你更有可能成为一个卖主。美

国信托协会对富有美国人的一项调查表明，只有 36% 的富有的企业主（净资产超过 300 万美元，或者总收入达 20 万美元或更高）曾充分考虑并制定完善的继承计划。研究还发现，53% 的业主曾考虑过继承计划，但是没有实施；另有 11% 的业主没有太多考虑过制定继承计划的问题。亚瑟·安达信中心/Mass Mutual 于 1997 年所作的“美国家族企业调查”发现，在 3000 名答复者中，有 35% 的人没有决定或者不打算卖出他们的企业。

根据 Mergerstat 所做的调查，1999 年的交易中只有 2%（或者 200 宗）是上亿美元的大合并案，得到了全国性报纸的关注（如 MCI WorldCom 公司与 Sprint 公司、辉瑞公司与 Warner Lambert 公司、Qwest 公司与 U. S. West 公司）——而 1999 年所有交易的 88% 是在资产额少于 1 亿美元的公司间进行的。有一个客户的例子很典型，他的公司在 1998 年年中被国内一家备受尊敬的估价行估价 400 万美元。两年后，有人主动向该客户出价 1600 万美元购买其公司的一个部门（相当于该公司业务的 2/3），而且全部以现金支付。这个客户在 1998 年时决定他的公司还是留给家族的下一代；但是现在，他和他的家族正在重新考虑那个决定。

这些买主们从哪儿来？有一些可能是活跃在具体行业 and 同业工会中的著名合并者。他们可能是上市公司或想要上市的私营企业。也许会有经纪人或者投资银行家来电，询问你是否有兴趣将公司卖给投资集团。1998 年和 1999 年最多卖主的产业是：批发销售、建筑承包商、广播通信业，当然，还有计算机供应商和软件制造商。

有些买主可能从一种战略联合的角度与业主打交道，比如一家电力公司会购买一家机械或电力承包商的公司，这样就可以在开始建造新的设施之前向顾客出售电力。这些潜在的交易通常听起来很有吸引力。许多所有者对卖出企业然后带着一大笔现金离开的想法很感兴趣。有些人出售了企业之后留下来为新的所有者管理公司。

你知道，你将很可能在未来不得不冒一些风险，而企业为了生存也必须要变革。也许你让别人去冒险会好一些，花他们的钱，而不是

6 公司的抉择——是保留还是卖掉

你的。那就是七个霍塔德家的兄弟姐妹和他们的父母（即霍塔德长途汽车公司的前任所有人）在 1999 年 12 月决定将公司卖给 Laidlaw 公司时的想法。霍塔德长途汽车公司位于新奥尔良，是一家业绩额达 1800 万美元的特许公共汽车公司。公司首席执行官（CEO）伊娃·霍塔德说：“每一天，我都在担心我所做的每一个决定将对我的整个家族有什么影响。”她的忧虑不是没有理由的。那年年初新奥尔良另一家公共汽车公司所发生的一起重大事故显示出这一行业可能要担负巨大的责任。“如果我不是总在担心家族企业倒闭，我们可能会发展得更快一些。”所有七个在卖出公司之前拥有并管理公司的兄弟姐妹在新的业主手下仍然继续管理着公司。

也许你应该保留公司，让目前的管理者管理它，把它交给家族或者聘请专业管理人员继续经营，来创造或保存你家族的遗产。可能有一些机会你没有好好利用——也许保留公司，然后借钱发展扩大是一条可以选择的道路。

公司也许一直是一个慈善的法人，多年来从社区中招聘人员，制造或者销售着你和你的家族引以为傲的产品或服务。出售公司可能意味着重新组建、合并、辞退员工，以及将来可能以不同的方式做生意。有没有关键性的人物可以领导企业进步，又或者有没有家族成员有能力使企业在未来继续成长？

无论哪种道路，变革都即将发生。

转折和新开始

诺埃尔·蒂奇在《改革领导者》一书中对那些正处于转折状态试图弄清其未来前途的公司有这样的描述：“现在正是需要富有成效地告别过去的时候——一个死亡和新生的过程……我们倾向于把变革想成是某种要附加在现有状态之上的事物、一个新的领域、一项对过去的改进……往往拒绝接受所有变革过程都牵涉到一个毁灭过程的说法。”

威廉·布里奇在《变革》一书中将变革描绘成一种可以预知的

心理过程。“当生活中的转折点出现时，它们引发了内心深处的情感。”他描述了一个中立地带，就好像站在一条高速路的中间，两旁来往车流不断。“这是一个可怕的体验，但是从心理学角度讲，这是面临变革的人们所必须做的——同时体验来自过去的力量和那些将我们拉向未来的力量。在这一阶段，可能会出现许多冲突的情感和矛盾的行为。一个人可能某一天为未来的光明前景而兴奋，但第二天却认为事情不会解决而悲观不已。”

无论蒂奇还是布里奇都主张人们必须成功完成变革过程，有一个新的成功的开始。如果没有经历这些变革的进程，企业主就会重复同样的错误或者只是一味怀念过去而不能为自己创造新的生活。

保留还是卖掉？两种抉择都涉及结束和开始。结束总是困难的。无论你要保留还是卖掉，这个决定都意味着改变和一种结束。正如布里奇所指出的，结束通常不期而至，诸如某些不如意的事。我们一般不会选择我们的结局何时或如何出现。结局可能是一个突然发生的事件，例如诊断出一位朋友或家族成员得了疾病或者意外死亡。对他人来说，可能是一种心理状态。只有极少数杰出的个人才会选择结束，开始其人生的下一个阶段。结局也可能是失去了一个重要的客户，或者盈利能力降低。对于一个客户来说，当一种制造工序需要承担大量资金投入时，业主知道是到了宁可卖掉也不愿导致更多债务和风险的时候了。对另一个客户而言，失去了一个作为既定继承者的营业经理导致了将公司出售给非家族成员的首席执行官。对第三种客户而言，一次心脏病发作促使其把精力放在培养重要管理者的领导能力上。对位于俄亥俄州 Archbold 的索德尔木材加工公司总裁梅纳德·索德尔来说，那是在他 92 岁的父亲，公司的创立者去世的时刻。他回忆道：“那时，我知道该是我和我的兄弟开始继续努力实践我们的继承计划的时候了。”

最初源于一个内心的想法、一个概念、一种印象。布里奇称之为一种“下意识的共鸣，就像没有完全成形的白日梦”。然后慢慢转为清醒——就像一张图片在大银幕上对准了焦距渐渐清晰。对于一个客

8 公司的抉择——是保留还是卖掉

户来说，卖掉企业的想法最初萌芽于 1995 年他买下其兄弟的全部股份的时候。他回忆那时天真地认为有人买下他的产权总比他买下他兄弟的产权好。在以后的 4 年里，他在建设其机械工程公司的过程中一直酝酿着两种想法：一个是让他的女儿经营公司，第二个是如果有买主的话就考虑将公司卖掉。随着公司规模和经营范围不断扩大，他意识到他的女儿虽然可以继续公司，但要面临巨大困难。两个重要的主管和业主年纪相仿。当一个（不请自来的）买主带着很有吸引力的出价条件而来时，第二幅“图画”（即卖掉公司）开始聚焦清晰。所有关于该如何做、谁来经营公司等模糊的疑问在与买主及顾问的讨论过程中逐渐以吸引他的方式一一明确。在他和他的家族讨论过可能的选择，并且每个人心中关于未来的“图画”都支持这项交易的时候，他决定卖掉公司。

这个过程也涉及信任——信任你有能力作出正确的抉择，并且信任（或者不信任）别人。新的起点取决于内部重新结盟，新的动力和未知的将来。如果你决定保留企业，则意味着要投身于继承过程。如果你决定卖掉公司，则意味着要投入到一种新的不再拥有企业的生活中去。

在开始和结束之间的是过渡，是在你研究你的选择时的一段混乱时期。每一条道路都有风险和回报。本书将全面研究这些问题。你的决定将不止建立在财务原因的基础之上——你还要将深刻的内省以及你对自己、公司和家族的战略考虑包括在内。

第二章 审慎的分析

现在的情况不能很好地完成工作——你知道该做些什么，但是你有合适的管理团队吗？你的朋友们纷纷出售他们的公司。在你能好好考虑你的选择之前，你需要对企业做一个仔细而严谨的分析。临时性的预算、松懈的政策、未加探索的机会和未充分利用的人力、财力和物质资源，这些都会削减公司的价值。评估你的公司目前的优势与缺陷，然后弥补那些弱点，不仅能帮助你实现最大价值（如果你最终决定卖出公司的话），而且还能使你的公司做好准备以达到无法想象的成功（如果你最后决定保留公司的话）。在考虑保留还是出售的决定之前，你首先要对大量的问题进行衡量，才能明确地评估和最优化你的选择。

在决定成为一家三代相传的公司后，印第安纳州中部的马赛尔曼家族将这些问题作为继承过程的一部分来处理。第二代发展了该公司的商业印刷事业，同时也因收购了三家公司而成功涉足出版业。当第三代开始审慎评估公司时，他们认识到：（1）商业印刷是他们的“历史”，但利润率在不断减少；（2）出版业已经成为他们公司的利润增长点，在这一领域的继续兼并代表着他们的未来；（3）保持私有化是一项优势；（4）他们需要资金以继续购并出版公司。他们决定，最佳策略是在保留所有权的同时吸收和聘用所能找到的最好的非家族管理人员来经营公司。下一代承认退出日常的管理工作最符合他们的利益。在满足这一需求的过程中，业主采取了一种“探察了解，但又放手不干涉”的政策。他们想要制定能让他们作为业主了解情

况（探索了解）而又赋予管理人员在相互同意的标准和期望之下管理公司的能力和自由（放手不干涉）。评估之后是公司的改组重建、新的任命和新的上下级关系以及一种新的基于业绩的薪资计划。

你需要评估你公司目前的状况，它的优势和劣势，之后才能确定实现其潜力的最佳决策是继续拥有/经营它还是选择卖掉它。你可能要质疑有关你公司和其未来的基本设想。不要假设未来会是过去的延续。评估和“对未来的看法”应该包括诸如关键管理层、顾问以及可能的继承者和其他新的代言人等重要的“其他因素”，以避免盲点和传统方法。在这一过程的发展中让这些人始终了解情况，那么你的最终决定就不会出乎他们意料，从而也不会产生不必要的负面反应。

研究不同的情况，了解你所处行业的潮流，这样你才能制定能解决各种可能出现的事情的计划。通过设法预见不太可能发生的事件，你将开始为改变而做好准备。

如果你最终决定卖掉公司，事先计划可以帮助你实现公司的最大价值，因为它将有助于支持你未来收入的财务规划。如果你保留公司，战略计划（包括备用方案）将为应付未来的机遇和威胁提供一张路线图。本书将不会描述如何制定一项商业计划——这方面有大量书籍和顾问可以帮助你。但是表 2.1 提出了此商业计划中你所要考虑的重要疑问和问题，同时也是为了在保留或出售这个等式两边所有赞成和反对的理由中开辟出一条通道。

在表 2.1 中，每一项商业事宜都列出了你目前的优势与弱点。之后考虑并评估内部财政、管理和情感资源等任何你所必须处理的商业事宜，分数范围从 1（最低）到 5（最高）。之后计算每一项资源栏的平均分数。如果你的财政资源分低于 3.5，那么你可能要考虑接纳外来业主所可能带来的利益，或者马上卖掉你的企业。如果你具有强大的内部财政资源，但是在内部管理资源上得分较低，那么你可能受益于保留公司但是聘请非家族成员的职业经理人来帮助将新的活力和经验注入企业。管理有力而财力匮乏意味着你要继续管理公司，但是要接纳财务合伙人来加强你的资金地位。

如果该公司第三栏（即内部情感资源）的得分较低，说明你和管理团队也许具备专业知识，但是缺乏精神或意志，无法充满干劲和热情地经营公司，而这些是保持竞争力所必需的。也许是到了要么卖出公司，要么保留它，但提拔或聘用其他人来经营的时候了。

表 2.1 你的产品、市场份额与市场定位

事项	目前优势/弱点	内部财政资源	内部管理资源	内部情感资源
产品 ● 产品开发能力 ● 当前的生产线 ● 与制造商/供应商的关系				
成本 ● 与同行业相比				
市场份额 ● 当前 ● 潜力 ● 销售发展——增加或减速 ● 行业趋势 ● 未来假设				
市场/销售 ● 经销渠道 ● 定价策略 ● 重要客户/对重要客户的依赖 ● 有积极性的销售队伍				
服务 ● 到位的客户服务体系 ● 公司文化是否支持客户服务？				

续 表

竞争 ● 他们是否在电子商务上超越了你？ ● 他们的收费是否更低？ ● 全球化或非传统				
领导层 ● 管理团队是都超过了 50 岁，还是新老结合？ ● 该团队是土生土长还是有外来的				
富有经验之士？ ● 决定如何作出？				
资源 ● 对于一个新想法，你可以承受输掉的最大赌注是什么？ ● 你的资本本金足够用来发展和投入风险吗？ ● 你是否发展壮大得不再需要银行关系了？ ● 你是否经常创新？				

一个与 John Deere 公司有着长期经销关系的客户决定代理一家新的总部在英国的设备制造商的产品，该厂商承诺提供更多支持、更快交货和新的代理区域。对该客户来说，终止与 John Deere 公司长达 40 年的合作关系是一个困难的决定，但与 John Deere 合作，公司的市场份额又一直停滞不前；而与新的制造商合作，市场份额飞速增长。现实地对待新旧关系使这位客户选择了变革。

未来技术变革将给你带来什么影响？一个生产螺杆机械产品的客户吃惊地得知他最大的顾客将通过互联网招标合作者。当该客户发现

那些投标者来自日本和台湾时，他与该顾客 20 年合作的意义一夜之间消失无踪。

你的新产品开发能力如何？你今天的产品和服务在 5 到 10 年之后是否还有意义？新思想中有多少应用于新产品开发？目前预算是多少？

公司文化是否支持新的商业冒险？问题产生的一个迹象是新想法不断被否定。或者说，你是否支持创新并乐于尝试新的想法？一个俄亥俄河边的客户拥有采石场，生产用于路基和大型商业场所地基的建筑混凝土材料。为了改善客户服务，他与客户合作，通过涉足河运驳船业以较低的成本将他的产品运送到顾客指定地点。这使他可以通过河流驳船运输更快捷地交付产品，而成本只是传统卡车运送的一小部分。

你的成本

什么会影响你的供货来源，你怎样做可以降低风险？你是购买合作机构的成员或者一个大集团的一部分吗（后者购买产品可以从制造商那里拿到大额折扣）？一个从事制造业的客户开设了研发部，招聘了设计工程师研制可提高其制造过程效率的设备。另一个生产游戏的客户投资纺织业以降低地毯和家具的成本。如果你用于原材料或供应品的成本突然上涨，你该怎么办？你将采取什么替代对策？多久会见效？

你的公司（和董事会）职能行使得如何？

你对你的公司可能落伍有什么设想？在市场和销售方面，你需要评估目前的经销渠道和价格策略。批发经销商的整合将在未来几年内影响各行各业。在 1997 年的一次研究中，54 家批发经销公司中由于合并、收购或生意失败有 42 家出现严重衰退。批发经销商们认识到不能赞同“它不会发生在我们身上”这种心理。在制造业中，你要分析产品成本（原材料、劳动力和日常开支）和材料可得性，开展

经营预测并且从长远角度审核你制造设施的条件和生产量。分析你公司的财务状况和需要——通过现金预测评估公司未来的流动资金和资本投资需要量，并且运用盈亏平衡方案和比率分析法来分析盈利程度。最后，评价你的管理层以确定未来的人事需求、目前的人才和专业技能以及技能的可转移性。考虑一下聘请一个有用的“审计”——一家外部的咨询公司，能针对改善经营并由此提高利润提出建议。但是，在你采取这一步骤之前，要小心保护那些“圣牛”（喻指不可批评的人），它们可能会被外部的咨询公司串起来烤了吃。

你是否策略性地挑选董事会成员？或者说，他们是否始终如一地与业主保持一致和只会例行公事式地批准各项决策？董事会是造成一部分问题的地方还是解决问题的一个机构？

服 务

你的客户是否在要求你降低价格的同时要求更多的“附加价值”？你是否具有提供客户服务的技术和体系？你的公司文化是支持客户服务还是需要新的思路？如果问起你的客户，他们会如何评定你的服务等级？过去，各家公司认为它们只能提供要么低价要么客户服务——两者不可兼得。但是日本人教会我们，我们需要既提供低廉的价格，又提供客户服务才能保持竞争力。如果你突然失去最大的客户，你会怎么做？你的大部分销售都集中在几个大客户那里吗？如果是这样，你应该制定什么计划来减少对客户的依赖？

竞 争

未来竞争会有什么改变？可能是一家今天还不存在的电子商务公司。你的竞争对手们如何处理这些问题？美国最大的新闻报业集团之一，汤普森报业公司在2000年年初将其名下所有报纸出售，宣布公司把重点转向提供互联网业务。竞争对手的前景变化为你提供了怎样的机会——又带来了什么风险？未来商业环境将强调创新，竞争程度更加激烈。你的公司是否能对变化的环境快速作出反应？

领导层与管理层

环顾一下四周。你的管理团队是否都是 50 岁以上的老人？还是说你的团队融合了一帮“少壮派”，他们可以使那些深思熟虑、经验丰富、管理有方的“老家伙”们大为震惊？决策是如何作出的？管理团队是土生土长的自己人还是一些富有经验、能带来新鲜想法的外来者？是否有合适的指导计划来培养未来的管理者？你是否将重要职员送去参加学习领导技能的课程？职员之间是分享业务资源，还是护卫各自的地盘？是到了要与重要主管们进行团队建设的时候了吗？

新思想是被枪毙，还是有一个尝试新想法的过程？有些公司专门设立了被称为“狂热分子”车间的部门来试验新概念。《寻求卓越》一书的作者汤姆·彼得斯这样形容道：“8 到 10 个狂热分子凑成一帮远远躲在角落里，生产力超过了数以百计的产品开发人员。”一个衡量未来继承者或重要主管的经验和成熟度的方法是让他们“将一个想法付诸实践”，形成一个特别计划。对于一个从事砖制造业的客户来说，这样的计划是为了研究该公司是否需要建造一个新的制造车间。这要求未来的继承者们进行合作，增强他们的分析能力，评论彼此对于该计划的贡献，分析财政风险和收益，并且最终将计划上报给高级主管。高级主管决定继续该计划，并让年轻一代的团队负责实施。

资源与资本

你对于一个新想法失败所能付出的最大赌注是什么？公司的本金足够用来发展和承受风险而不使现任业主感到他/她也在拿自己的退休财产冒险吗？为了保持竞争力需要额外的资金吗？你已发展壮大到不再需要传统的银行关系了吗？你未来需要何种级别的资本，它又将来自何方？有没有不参与公司经营的股东愿意先不要股息并且/或者承担额外的债务来满足未来资金需求？

体 系

信息是未来成功的一个关键要素。你的公司是如何成功地将其业务部门融为一体的？从销售、制造到分销、顾客使用，信息是否有效流动着？如果不是，让这些系统联网会花费多少成本？你如何与电子商务公司竞争？

聘请顾问、外界顾问、内部特别工作组

公司和其所有者如何获得关于新的经验和政策的信息？顾问和提供意见者的建议是得到贯彻还是被忽视？有没有能处理和解决问题的内部工作组或者特别委员会？一位纳什维尔市的客户不得不将其制造设施迁离，因为休斯顿石油公司决定迁址到纳什维尔，而且该市购买了一块工业区（正是他的工厂所在地）用来建造新的体育场。他集中了一个特别工作小组来设计新厂。该小组工作得非常出色，于是他们负责营建和最终的新址搬迁。自从所有雇员对这个项目有参与感之后，员工的士气极大地提高了。

对股东的财政承诺

公司的现金流和未来收益是不是用作清偿欠前任业主债务的抵押？或者说，让现任业主出让的价格会不会超出公司的偿付能力？一个将近 70 岁的客户 20 年来一直在赎回堂兄弟和叔父们手中的股份，并期待儿子在他退休时也能提供同样的安排。当两个儿子不同意抵押他们的未来时，在竞争日渐激烈的环境下，该客户决定卖掉公司是最好的解决办法。对于一个汽车经销商来说，需要发行附属债券来平衡公司不断增加的资金需求和一个准备撤出的业主对收入的需求之间的矛盾。

这一评估无疑将确定需要改进的地方。深入思考这些问题同样可能影响你保留还是卖掉公司的决定。如果你决定卖掉的话，处理并解决这些问题可以提高公司对买主的价值，你也可以卖出一个更高的价钱。另一方面，解决明确了的问题也许能让你相信保留公司比卖了它

更有利。

规划的重要性

无论哪种情况，许多人都认为事先规划是你最终决定是否卖出公司的一个关键。许多企业家拒绝规划，因而无形中使他们的选择受到了阻碍。有些人认为事先规划和承诺行动计划妨碍了灵活性，减少了选择的自由。事实恰恰相反，没有一项计划（无论出售还是保留）意味着随着时间推移，可犯微小错误的机会就会越来越少。对许多企业家和公司所有者来说，卖掉公司是最后的抉择——常常也是一个默认了的解决办法，因为时间已经用完。

想想这个统计数据：1997 年调查的大多数企业主（69.4%）没有企业的书面战略计划——而书面计划与各种企业成功所必需的其他计划和行动之间存在着重要关联。

你也许需要重新拟定有关计划的假设。

感觉	现实
● 限制灵活性 ● 在如此之多的不确定因素下无法发挥作用 ● 要求业主分享敏感信息 ● 暴露管理层的错误和无能 ● 暗示着可能威胁到过去的改变	● 扩大灵活性 ● 帮助公司预见和妥善处理不确定因素 ● 赋予公司更多责任 ● 允许管理者提高技能 ● 帮助业主/管理者在目前和未来的经济情况、而非过去因素的基础上制定决策

通过认真规划和评价各种情况，你可以断定你的目标不用卖掉公司，通过其他替代策略也可以实现。正如克雷格·阿罗诺夫和约翰·沃德所指出的：人们如何定义那些最初给企业带来成功的也可能会限

制未来的成功的东西……许多公司被其过去的成功所阻碍。它们早期的战略非常有力、根深蒂固，以至于改变是根本不可能的。企业创立者常常极富创造力、魅力超凡，轻易就可以打消继承者争取巨大变革的自信。

私有公司内变革的抑止因素

进行审慎评估的重要好处之一是可以发现你离自己的期望还有多远，以及你对其他类似公司的了解程度。这种评估的另一部分包括你和你的公司对于变革能接受到什么程度。尽管你也许能够确定企业发展中的关键问题和障碍，然而有一个因素很难发现却将影响保留或卖出公司的决定，那就是变革在你的公司推行起来是否困难。例如，一些企业家不很了解使其成功的原因——他们惧怕改变任何企业经营的因素会威胁到公司的成功。这些公司经常陷于种种确保公司不偏离原路的政策和程序之中而停顿不前。有时候偏离原先的路线对于公司来讲是有益的。沃德和阿罗诺夫描述了七种阻碍私营公司变革的因素：

1. 制度化的业务细节和某些行为；
2. 牢固树立的价值观；
3. 每一代领导者的长任期；
4. 长期忠于管理者和顾问；
5. 独裁/家长式的管理风格；
6. 与公司外不断变化的事物隔离；
7. 一般不愿冒险和负担债务。

这些特性有其优点，但是也会阻碍变革。那些把一切都投入公司的企业家们一旦经历过成功，也许就不愿意有所改变。本能促使业主们坚持他们的获胜战略和结构。但是以前带给企业成功的东西不一定能保证企业未来也取得成功。

沃德和阿罗诺夫描述了一家公司在技术的发展使得现有产品陈旧过时的时候如何作出战略转变，不断改变产品和工艺，并形成一个传统。在这一过程中，该公司成为创建制造商与供应连锁经销商的同盟

关系的先行者。爱德华·沃伦发现将火鸡翎羽用线绑起来可以用作女服内的胸衣，比一般使用的鲸骨更便宜更柔韧，而且不像鲸骨会随时间而变脆易裂。随后他在 1885 年于乔治亚州创建了沃伦羽骨公司。沃伦先生编造了“羽骨”（featherbone）这个词，并在 1883 年将其推向市场。该公司取得了成功，并运用与羽骨同样的制作原理将业务扩展到轻型马车马鞭的制造业中。1914 年战争爆发后，该公司接到了政府订单，开始为美国陆军生产带料和弹性材料。由于塑料胸衣内衬开始与羽骨产品竞争，公司与 B. F. 古德里奇公司合作，于 1937 年生产出第一条塑料婴儿裤，取代了原先沉重、闷热的橡胶裤。这一早期的联盟导致以后制作出了橡胶围嘴、女士和儿童雨衣和其他物品。

当一次性尿布开始抢占市场份额时，该公司的反应是集中力量开发全套幼童服饰，现在它已成为美国第六大儿童服装制造商。沃德和阿罗诺夫注意到，该公司将其商业经验提炼成七条基本价值观：创造性思维；寻找需要并加以实现；集中精力为顾客提供价值；关注生产过程中各个级别的人；努力工作；保持热情；最大限度地提高公司适应改变的能力。

个人评估

对企业的审慎评估可以暴露出企业需要关注的地方。另一组需要问的问题是：关于你，作为企业主，在准备改变的过程里你思想上是否准备就绪。

人们常常在 75 到 79 岁的时候还牢牢控制着他们的公司——害怕放手，又害怕无法放手。盖尔·希伊在《了解人类的演变》中描述了人类是如何经常没有做好改变他们生活的准备。当人们的预期寿命变得越来越长的时候，人类无法过同他们的父辈或导师一样的生活。她注意到：“……社会没有使（人们）做好准备迎接生命中这一潜在的意外收获阶段，很少有人培养出能很好把握这个阶段的技能和内心资源。”过去几十年来，科学家认为在承受损失和许多肉体与精神上的疾病之间有着某种联系。“退出事件”在人的后半生里开始不断累

积，比如儿女长大成人后离开和朋友的突然辞世。出于沉重压力之下的个人，尤其是男性，经常意识不到这些压力对他们的生活产生了多么大的影响。对于那些认为自己永远强壮、能克服任何困难的男人来说，围绕企业存续的问题经常与个人未竟的事业和对放弃的恐惧联系在一起。生命中所经历的各种结局会影响你如何处理这些问题。一个60多岁的客户曾经见过他的姐姐们退出公司，与家族脱离，最后与家族事务的联系也切断了。这个客户将 he 可能结束公司当作是与家族的一种脱离。坚持保留公司是他保持与儿孙们联系的一种方式。当他意识到这一点时，他已经能够把精力放在保持公司之外的“家族凝聚力”上。

希伊在《了解人类的演变》中描述了“第二成年期”，在这一期间，人们重新审视他们的基本价值观，再次激发出生命的热情。在希伊看来，人的第二次成年期与回归早期价值观有关——而不是继续向前顺利发展或者放弃。例如，这个阶段可以是当一个首席执行官回想起他早年的雄心壮志，遂放弃微观管理，开始将经营职责转交给别人的时候。由于医疗条件改善、注意饮食和锻炼，人类可能要比预想的寿命活得更长，因此有充裕的时间在第二个成年期彻底改造自己。有的人仍将沿着与以前同样的道路走下去，而错过了开始第二成年期的信号。希伊指出，对于这些人来说，衰老可不是什么有趣的事。

男人需要注意第二个成年期在什么时候开始。妇女们第一个成年期落幕的信号是在大约50岁左右进入更年期。男人们没有这样的标记。在一个男人的职业周期中没有一个普遍接受的时间点，在这个时刻，男人们可以说：“我已经尽到了职责。我已经证明了自己。我不再想做同样的事了。”

你如何知道这个时刻到了？事实上，经常会有内部的信号出现。可能你已经处于停滞时期或者“心理退休”了，却仍作出工作的姿态敷衍了事。可能你的心已经不在那里了——在情感上已没有障碍。也许你与工作的关系已经改变。我们通过工作来表达自我，我们实践承诺，我们试验我们的想法和眼光。丹·莱文森在《一个人生命中

的四季》一书中描写了经历着这些转变的人如何开始怀疑自己。商业上的成功和成就不仅没有用来作为记分卡，还由此产生了新的疑问。你可能会问自己：我给予了工作什么，又从工作中得到了什么？这些新的问题经常以内心信号而不是外部标准来衡量工作的满意程度。

信任与想象的“东西”

信任在一个公司的决策过程中扮演何种角色？对于公司所有者来说，需要弄清这样一种重要的区别：委托重要主管（或家族成员）以诚实和道德的方式经营企业一般是一种“已知的事实”。但那不是我们要培养的信任形式。信任的第二种形式是关于要在未来所做的决定——现任业主是否相信继承者（无论是谁）会做出企业生存发展的正确决策？当人们达到或超越了期望时才产生信任。信任随着时间而发展，它的维持建立在企业文化框架的基础上。继承所面临的挑战是如何在不断变化的环境里建立和保持信任。

在鼓励变革和保持重要核心价值观的连续性之间存在一种微妙的平衡。对于那些明确表达其未来规划的公司来说，可能创造（和试验）一种继承过程要更容易一些——创立者（或上一代业主）的规划成为未来改变与延续的框架。变革的战略或技巧可能是必要的，但是公司仍要忠于其目的。没有迫切的计划，可能比较容易放弃企业，因为没有明确的道路可以走下去。弗朗西丝·福山发现，如果公司的目标不仅仅是创造利润，那么个人很容易将公司的目标同个人利益联系在一起。例如，为一家旨在“推动信息技术领域发展……而非追求股东股本的最大回报”的公司工作会产生一种荣誉感，一种相信自己比自身个体更重要的事物的组成部分的信念。

设想未来是规划的一个重要部分，因为这明确表达出所有者的人生观，而它会为雇员和公司指明方向。它就像指南针，在作出必需的战略变革的同时还保有某种核心价值观。没有这一方向性的指引，继承者可能无法解决将会出现的冲突和危机，可能丧失大局观念。困难

在于阐明共有的构想，之后证明这个构想如何能够随着时间满足各种不同的利益。

拥有一个杰出的梦想，无论是什么形式——客户服务的完善、工艺的出色、设计上的创新、问题的解决等等，这些都能够影响一个人做出保留还是出售公司的决定。在《建造永恒》（Built to Last）一书中，科林斯和波雷斯指出，那些了解自身目标的人用它来指引、鼓舞和激励他人。你的企业的目标（除了赚钱）和原则是什么？用几分钟的时间写下你公司存在的根本理由。正如科林斯和波雷斯所提到的：“目标的主要任务是指引和激励……”位于俄亥俄的 Archbold 的索德尔木材加工公司的核心价值观之一是对社会的责任——不仅是俄亥俄州 Archbold 的人民，还有 3500 名员工及其家人、他们的客户以及他们的供应商这个更大的团体。对于印第安纳州和得克萨斯州的 Muselman 的印刷出版公司来说，是承诺支持创新、欢迎新思想，以及不断地改进他们的产品和服务。

认识并明确表达出核心价值观可能还不够。目前的业主们还必须信任下一代管理者在他们的工作中实践这些价值观：尊重历史，但同时也允许并有能力描绘他们自己的未来。

迎接竞争的挑战

虽然大部分企业主对竞争对手在干什么都有良好的感觉，他们常常没有对市场做客观的研究。竞争研究不仅仅是确定哪些公司会成为威胁，还要知道竞争对手在哪些地方超出，企业主产品和服务的软肋在哪里，以及竞争对手的价格和服务情况相比如何。即使完成这一分析之后，你还应该问自己另一个问题：“你对你的客户了解多少？”许多企业主出于某些原因不太愿意做客户研究——缺乏时间、费用太高、不很重要等等。但是，收集客户信息十分增长知识和富有启发性，所需要的研究也不一定花费很大。一个精心设计的计划可以帮助回答以下重要的疑问：

- 客户在决定从谁那里购买时，什么是最重要的因素？

- 我公司的表现如何？
- 竞争对手的表现如何？
- 我的公司在哪些领域可以做得更好，是否所有这些地方都需要改进？

你需要和你的高层团队以及你的实际或可能的继承人一起进行这一分析。他们的思维能力以及对这些问题的反应对你的决策过程将会十分重要。你对别人的信心（或者缺乏信心）以及对解决这些问题的热情将帮助指引你思考。下一章带你更进一步彻底思考保留以及卖掉企业的理由。

第三章 保留还是卖掉——哪条路最适合你

掌握私有公司所有权长期以来一直是条致富之路。根据牛津信息技术有限公司 1998 年的调查，小型企业（雇员少于 500 人）的业主拥有美国 20 万亿美元私有财富中的大约 20%。如果真是这样，为什么每个人都争着卖掉自己的企业？

拥有私有企业的好处从可以自由地给自己定薪水以及其他免税津贴（包括雇佣家族成员）到可以迅速地做出决定、承担风险并享受辛勤工作的成果。对于某些人来说，这是一个能够实现他们的梦想、创建一个成功的企业并看着它发展壮大的机会。而对于那些继承或延续上一代所开创事业的人来说，这是一个把公司提升到新的水平，使企业从现有基础成长发展或者在企业中留下自己印记的机会。对于其他人来讲，这是一个可以把家族资产保留在运营企业中，以给未来子孙保障的办法。这也许是创造遗产（即创建某个比本人更重要，可流传后世的东西）的一种方法。对于某些企业家来说，这是一种证明其想法、产品或者服务确实有效的方法。

过去，企业家们开始创立企业时并没有考虑太多未来所有权转移的问题，直到有一天某个买主出现，或者孩子们进入企业。这些人被称做“业主兼管理者”。但是许多业主没有考虑到其他两种选择。一个越来越普遍的选择是保留家族的所有权，但雇用非家族成员的专业管理者来管理企业。这些人被称为“业主兼投资者”。

第三种是更新型的企业家，他们创办一家公司，是为了在一年之

内或者更短的时间内将其股份卖给上市公司或更大的公司。他们可能把卖出的收益用来建立一个新的企业，然后再尽快卖掉。他们是新的“投资企业家”一族。

无论哪种方式，所传达的信息是明确的：拥有一家成功的私有企业可以提供一种舒适的生活方式和家族财富。哪条路最适合你？这个决定取决于你如何评估你公司的内部资源是否做好了应对新的经济现实的准备。

本章将帮助你做出评估。每节的最后提出一个或更多问题。图 3.1 将帮助你追踪你的答案。影印此表格，在阅读下面各节时核对你的答案。最后，你可以评估出哪种选择可能最适合你、你的企业和你的家族。

保持私有的历史优势与新的现实

当业主兼管理者形容未来所有权的益处时，他们也许设想未来会是过去的必然延续，而那不太可能发生。就像变化会影响未来的商业运作，它也会影响到所有权——仍将存在大量私营公司，但是其中那些成功者将具有新的规律、新的焦点，并会欢迎改变。开始用一种新鲜的视角去看待私营企业所有制的历史优势也许对我们有帮助。

表 3.1 你在保留还是卖掉企业中处于何种形势

		是	否
信任关系	你认为你的企业文化具有高度信任的特点吗？		
隐私	你对重要管理人员、家族持股者和其他与保留—卖出事宜有关的人分享敏感信息感觉轻松吗？		
引以为豪的事/遗产	你和你的继承者培养出了一种独立而互相支持的关系了吗？ 下一代接受你的远景规划吗？		
长远前景	你的继承者学会掌握快速行动和深思决策之间的平衡了吗？		

续 表

		是	否
薪水/奖金	公司是否按市场行情付给家族和非家族雇员薪水？ 家族报酬是否基于工作表现和经验？ 家族雇员是否胜任其工作，表现是否良好？		
财富调整	你是否开始教育下一代如何负责地对待财富？ 家族持股者是否有机会在需要或想要的时候获得流动资金？		
制定决策	所有决定是否由管理层一致做出而非单方面决定？ 业主是否倾向于接受新思想？		
财富生成	保留企业与卖掉它相比，你未来的资产是否会有更高的价值？		

信任关系

许多私营业主说，拥有私有企业最大的好处之一是与合作伙伴、重要主管、忠实雇员和公司中的家族成员之间存在长期关系。的确，阿尔文·托夫勒在其著作《未来冲击》中认为，未来家族企业将比其他企业更有优势，因为其决策的速度更快，所有者之间的信任更深。但那是假定决策权在一个或两个权威人物手中，他们的决定为所有人所信赖。今天，专家们认为，没有一个人知道所有答案；雇员们能够形成他们自己的观点，并与他人协作来解决问题。

如果你的企业已经培养出一种高度信任的氛围，那么就有理由期待对他人的信任将随着决策和自主权在公司向下贯彻推行而延续。但是高度信任的氛围并不会凭空出现——必须将其作为企业文化的一部分去培养和发展。当财产转移被考虑（或发生），围绕着保留或卖掉企业的事宜进行讨论时，忧虑和不确定经常是这个过程的一部分。在高度信任的企业氛围中，那些参与保留或出售讨论的人已经学会信赖他人，以开放的心态勇于冒险探索新的关系。同样，在高度信任的环境中，股东们更愿意为了公司的利益而将个人利益放在一边——他们

会想要找到对所有股东都正确的决定。

在缺乏信任的环境里，可能已经有了人际关系冲突，但是却没有管理或处理冲突矛盾的方法。在重要人物之间很少有协作，有的只是不安全感，人们往往将个人需要置于企业利益之上。在缺乏信任的环境中讨论有关保留或卖出企业的问题会引发过去的恐慌和未解决的问题，一般也会引发每一个人最恶劣的表现。

一位 70 岁的客户在被诊断患了癌症后决定开始继承规划。他的生意形形色色，包括旅店和快餐特许专卖、设备销售和租借经销以及商业不动产开发管理。该公司的所有权转给创始人的三个已成年的孩子：一个在过去 5 年一直担任首席执行官，另两个女儿在企业中都很活跃。当父亲发现患癌症时子女们接管了企业。尽管三个兄弟姐妹在成长过程中相处还算不错，但是他们从未作为业主/合伙人在一起合作过。很快，领导新企业的压力和等待他们父亲的癌症治疗结果就让他们回到原有的兄弟姐妹行为模式中。

9 个月后，父亲的癌症有所减轻，但是现在他怀念起为企业下决策和采取行动的日子。可他不再是业主，不能正式地重掌大权。但是他可以通过在幕后操控他的孩子来发挥作用。他开始破坏三个孩子彼此间的信任，告诉每个孩子另外两个没有以公司的最高利益行事。由于兄弟姐妹间的关系本就不是一个高度信任的关系，父亲的伤人倒刺很容易找到目标；同胞所有者之间的信任感降低，怀疑心日长。等子女们意识到父亲在搞鬼后，他们同意一起修复信任，创造一种新的协作关系。

思考：你认为你的企业文化是高度信任的吗？

隐私

不必向任何人发布信息是一个危险的做法。当然，这一点从来不是完全准确的，因为银行通常知道该企业的大量信息，当你玩扑克的时候，严守信息可能有作用，但是在今天的企业中却不起作用，重要职员需要理解目标、战略、经营比率和利润目标。在“有需要才告

知”的前提下提供的信息会导致没有任何人得到有效工作所需要的信息。未来的成功将有赖于开放的制度、分享的信息、明确的责任和彼此一致的业绩目标。

隐私在今天的互联网世界中是一个不当的用词。你的信用信息被分享，你在杂货店的购物喜好被跟踪记录，当你通过跟踪你访问信息的“cookies”登陆在线时，你就等于留下了自己的名片。今天，成功的公司不贮藏信息而在分享信息，这样能够更好地做决策、减少误解和提高业绩——所有这些在无形当中提高了企业的盈利能力和股东的资产。另外，走在时代前沿的公司知道信息的价值，将其包装后卖给顾客、零售商或者其他业主。

思考：当你与重要的主管、家族股东以及与保留一出售事宜有关的人分享敏感信息时，是否感到舒服自在？

对所有权的自豪感和遗产因素

随着企业的发展和所有者的年龄增长，创业者开始以各种成就而自豪。推出有价值的产品或服务、雇用社区中的人、支持当地慈善事业和因出色的工作而获利，这些都是显示创业者成功的方式。业主为什么不应该保留其企业？有了明确的远景，合作和参与性的公司文化和委托给下一代的领导权，看起来一切都安排得井井有条。但是，公司要继续发展和繁荣，下一代业主需要在珍惜开创者创造的同时贡献自己的能力。

1986年，吉布·戴尔认为当前和未来领导者之间的“相互依靠”关系是区分成功和不成功企业交接的一个重要因素。领导人必须愿意花时间教育和培训他们的继承人——而不对自己终将移交手中权力感到不快。他们必须愿意委托适当和重要的责任给下一代，以便让后者获取经验并且证明自己的能力。继承者这方面也必须学会耐心，必须愿意倾听和向领导者学习。他们还必须思考公司未来将需要什么样的技能，以此规划自己的教育和培训。坦诚的沟通对于培养信任和创造一种双方都能够紧密合作的气氛十分重要。这种关系不是凭空出现

的；它们是花费大量时间和努力的结果。

企业连续性可以看作是一种进行中的工作，永远不会真正结束，但总处于变化和发展之中。当关系随着时间而改变的时候，始终需要的是投身于这一过程。

思考：你和你的继承人是否培养出相互依靠和相互支持的关系？下一代是否接受你的计划？

长期远景

私营企业可以为长期成效冒风险和投资，而不必对外界负责。公众性公司由于每一个季度都要向股东报告盈利情况，而后者希望每个季度都比上一个季度好，因此这种公司的规划是短期的。所以，人们认为私营公司不必受到同样的严格评核，股东也不用为拙劣的决定而愤怒。但是，许多私营公司为了下一代的福利，通过将所有权移交给财产托管会或不担任主要管理职责的家族成员或者可能根本与企业经营无关的家族成员来处理继承问题。这些下一代业主也许赞同企业家的长期观点，但是长期的定义可能有所变化。在今天的世界里，长期也许意味着6个月而不是3到5年。虽然私营公司可以尽情追求长期目标，为未来投资，而不是完成短期目标，但是如果管理不善，未来的股东们将失去耐心。耐心需要得到回报，而维持与股东的关系将成为未来首席执行官要具有的一项重要技能。

思考：你的继承者是否学会在立即行动和深思熟虑之间找到平衡？

报酬、可免税津贴和雇用家族成员

公众性公司的首席执行官的总报酬当包括认股权时要比私营公司业主高得多。你是否经常听到私营公司将价值4000万美元的认股权作为年终奖金酬劳他们的首席执行官？在1998年的一份私营公司薪资报告中，私营企业首席执行官的基本工资平均是公众性公司首席执行官的75%，而奖金只有后者的33%。事实上，尽管私营公司业主

的工资的确是自己制定的，但经常要与公司的需要相协调。诸如住希尔顿饭店头等客房或 Vail 的公寓套间、乘私人飞机和“银影”（Silver Shadow）号游艇游览这样的额外津贴让某些私营公司首席执行官们享有舒适的生活方式。但是，对于大部分首席执行官来说，公寓是从别人那里租来的，公司的飞机是西南航空公司的，而搭乘游艇是由公司的供应商之一付费的一种奖励性旅行。

将来会有什么变化？新的基于业绩的工资政策也许会从实际上提高未来高业绩私营公司的工资水平。缺乏活力的私营公司靠旧日的成功生存，当重要的非家族成员主管人员感到工资偏低和未受足够赏识转而投向业绩突出公司的时候，这些公司的压力将越来越大。领导能力和管理人才已经走向令人兴奋的企业——在达尔文自然选择过程中，具有令人信服的眼光、激情和文化的下一代私营公司将能够吸引市场上最好和最有才华的人才。

当梅纳德·索德尔和他的兄弟在 1975 年从父亲那里接手索德尔木材加工公司这个位于俄亥俄州 Archbold 的木器制造企业时，他期望公司成为“最好的工作场所”。梅纳德认为，索德尔公司是那时 Archbold 地区名列第三的最佳工作选择，紧随 LaChoy 食品公司和 Dinner Bell 公司之后，后者是一家私营肉品加工公司。自那以后，LaChoy 食品公司被转卖了三次，而 Dinner Bell 公司则停止经营了。于是，索德尔尽可能从其他那些本地公司中雇用每一个优秀的管理者。LaChoy 食品公司只保留了原有规模的一小部分，而索德尔木材加工公司则从 370 名员工（1975 年）发展壮大到 3500 名员工。

家族成员仍然有机会在私营企业中工作，但是他们必须具有足够的经验、学士或硕士学位，能够从一开始就对公司有所贡献。公司不可能给那些在外面世界中失败的孩子提供安全网，也不能雇用许多需要工作的表亲。家族成员可以通过与外部和内部的候选人一起竞争职位而获得领导权。今天，市场上合格的雇员缺乏，私营公司将不得不与外部公司争夺家族和非家族雇员。

正如一个客户所形容的：“我知道（未来的家族继承者）聪明能

干。我要弄清楚的是他们是否真的有兴趣经营公司。我确信他们有这个能力；我必须知道他们是否有这个欲望。”

大部分情况下，家族成员将学会如何成为一名精明的业主，并会让合格的管理者经营他们的公司。企业将成为业主的一项投资——他们在感情上仍与公司联系着，但是慢慢会发现其他的事业机会更加令人满意。

思考：公司是否按市价付给家族和非家族雇员薪水？公司付给家族成员的报酬是否基于业绩和经验？家族雇员是否胜任其工作，表现是否良好？

财富合并

保留企业的好处之一是将家族财富整合在一个实体之内传给后代。有些所有者在分配家族财富的方式上有点过于谨慎。他们的考虑是少付工资给家族成员（和重要员工），强调未来拥有公司股票的机会——分配的财富只用来付应交的税款，所有利润都重新投资到公司里。通过避免关于家族需要流动资金的棘手讨论，少付工资给合格的家族成员（从而使他们失望，不愿加入公司），并且使股票一直集中在财产托管会手中（或者服从于限制性的股东协议），这些业主们不经意间使下一代失去继承公司的信心。原本用以防止家族成员免受家族财富负面影响的规定因过于严格，可能会造成相反效果，使下一代痛恨这些努力，转而致力于破坏上一代的计划。所有者反而应该花时间教育家族成员与家族财富有关的责任，包括如何做出聪明的投资决策和如何明智地运用财富。

思考：你是否已经开始教育下一代如何负责任地处理财富？当家族股东需要或想要流动现金的时候，是否有机会得到？

决策制定

快速的决策制定、没有各种委员会、没有官僚作风，这一切都被看成是保留私营公司的好处。关于快速决策的错误认识是认为许多上

了年纪的业主总是对新想法急着说“不”，因此决策制定迅速，但可能更多是一种自动反应而非深思熟虑下的决定。一些继承者们想出何时以及如何向年长的管理者建言的办法。他们的建议如下：

- 永远不要在星期一提出新想法。
- 永远不提出激进的想法。
- 寻找先例。
- 让年长的管理者认为这是他们自己的想法。
- 将已支付成本解释为投资。
- 证明所要求投资的收益率。
- 坚持表明比起他们已经在做的事，新想法如何更加有效。

当需要与专业管理者共同决策和分担职权时，单方面做出决定对未来将是一种危害。对官僚作风的厌恶可能掩盖了对“我们一贯如何做事情”的依赖，并且阻碍了改革和创新。

我们的一个客户，一家公司的继承者决定保留公司，他这样解释他对决策的态度：“我作为新的领导者不得不学会的一件事是即使我不害怕冒风险，我也不需要在一夜之间解决问题。当我第一次着手这项工作的時候，我认为我必须在当天解决所有的事情。我认为我之所以担任这项工作是因为我擅长做决策，因此我应该立即做出决定。我要接受这一挑战并立刻解决问题。现在，我从上一任总裁那里学到，我不必在今天解决所有问题。我应该从容地处理问题，让别人去处理问题，并花更多的时间在决策上。”

思考：决策是否并非单方做出，而是协商一致或由管理层做出？业主是否倾向于接受新思想？

财富产生

在决定是否保留还是卖掉公司的问题上，公司产生财富的潜力可能是唯一最重要的因素。

分析这一问题之前，你必须做某些假设。第一个是假设该公司很成功，而且将来还会兴旺下去。如果你已经开始担心公司未来的生命

力，你要么需要明确你的前景进而改组公司让其走向成功；要么计划将其卖给某个能为企业做出艰难决策的人。

第二个假设是关于风险和收益率的——你是保留还是卖掉你的企业。无风险收益率的定义是投资短期国库券的收益率——目前一年期约为 6%。例如，如果你卖掉公司，交过税款后不希望再有投资风险，你就可以把钱投入短期国库券，然后像婴儿一样安然入睡。也就是说，你可以一直安睡下去，直到意识到你还有别的风险要担心——而那些风险可能让你彻夜难眠。例如，短期国库券属于再投资风险。换言之，当你在一年之后重新投资时，你可能得不到 6% 的收益。你将得到那时的利率。另一个风险是通货膨胀——你在未来的购买力可能比今天的低。根据 2000 年的低通胀率，购买力损失预测为较低的 2% 到 3%。但是物价可能发生变化。同样，这一情况假设总的通货膨胀会影响你——但却没有考虑到你的个人生活方式和消费习惯、未来的保健开销，或者你花多少钱，花在什么地方。你未来购买力的需求可能超过 2% 到 3% 的通货膨胀率。

另一个假设是投资收益率。“ β (Beta)” 是一个投资术语，用来衡量相对风险。例如， 1.0β 为平均风险指数。 1.1β 稍稍超过了平均风险指数，而 0.9β 则稍微低于平均风险指数。 0β 与短期国库券风险一样。让我们以过去 20 年间 12% 的标准普尔指数 (the Standard and Poore's (S&P) average) 为例——这相当于除 6% 的无风险贴现率之外的 6% 的风险溢价。假定你能够在有价证券上赚取 12% 的收益，则你可以开始计算卖出公司并重新投入税后收益将会有什么结果。

最后，分析中还要限定和包括生活方式的因素。如果你每年从公司中赚取大约 15 万美元（包括津贴等），然后将公司卖掉，你将不得不每年花费投资收益的一部分来维持你的生活方式。或者，你也许要将卖出收入的一部分投入产生收益的证券（为了目前收入），将另一部分投入以增长为目的的证券（为了将来）。

在表 3.2 中还列出了另外一些有关资产卖出所得和所得税的假设。我们没有把有价证券周转率（你买进和卖出有价证券的频率）

或者付给投资顾问的管理费用等的因素计算在内。因此，尽管这不是一个全面的范例，但可能却是一个有助于开始进行对比的简便办法。

表 3.2 出售和投资收益

售价：200 万美元现金；0 基数、20% 资金收益 每年提款 15 万美元。卖主年龄：54			
假定收益率 (%)	15 年后账户结 余 (美元)	收益持续年数	收益时的年龄
8	87103	15	69
10	579657	19	73
12	1263353	29	83
15	2773473	超过 40 年	

在表 3.2 中，如果你以 200 万美元的价格卖出公司，税后收益的投资收益率为 8%，15 年后你将用完资产（如果你每年提出 15 万美元作为生活费）。如果你的投资每年收益率为 15%，你可以生活得很舒适。但是你的投资持续每年收益 15% 的可行性有多少？

现在考虑一下另一种保留公司的情况。

假设企业价值 200 万美元（因为这是你在前面例子中卖出企业的价钱）。但是给你的 15 万美元补偿金包括在内。

假定你继续拥有并经营公司，公司以上例中 8%、10%、12% 和 15% 的收益率增长。经过一段时间以后，在某些时刻，企业价值将如表 3.3 所描述。

现在，假设你聘请某些人替你经营公司，你将之前自己每年得到的 15 万美元付给他们。假定公司以同样的速度发展，但是你仍然从公司中提取 15 万美元作为股息或分配收益来维持你的生活方式。同样，在一段时间之后的某些时刻，该公司的价值如表 3.4 所示。

表 3.3 保留公司——它将价值多少钱

目前价值：200 万美元（包括所有者的补偿金） 每年提取 15 万美元作为补偿金。目前年龄：54			
假定收益率（%）	若干年后各个年龄时的企业价值（美元）		
	10 年后 64 岁	20 年后 74 岁	30 年后 84 岁
8	4317850	9321914	20125314
10	5187485	13455000	34898805
12	6211696	19292586	59919844
15	8091115	32733075	13242354

表 3.4 保留公司——聘请一个
主管：它将价值多少钱

目前价值：200 万美元；每年付给 CEO15 万美元 每年提取 15 万美元作为股息。目前年龄：54			
假定收益率（%）	若干年后各个年龄时的企业价值（美元）		
	10 年后 64 岁	20 年后 74 岁	30 年后 84 岁
8	1971027	1908476	1773434
10	2557810	4004625	7757291
12	3263509	7187776	19375953
15	4588724	15061557	57430006

马歇尔·佩斯那是马萨诸塞州的一位退休的公司业主，他这样分析这个问题：“让我们假设公司的市价为 1000 万美元——那是投资银行家所告诉你的公司对于第三方的总价值。公司的账面价值目前为 500 万美元，每年税后收益为 50 万美元（公司税后资产收益率为 10%），每年税后收益的再投资率为 50%，即 25 万美元。”佩斯那认为，根据这一再投资率，公司的账面价值 20 年后或者一代人之后将达到 1500 万美元。“在这一期间，公司可以为家族成员提供工作、受尊敬的社会地位而你自己也会对此感到满意。”

另一种情况，如果公司以 1000 万美元的价格卖出（假设股票基

数较低)，扣除 20% 的资本收益税（200 万美元），所有者将得到 800 万美元用于投资，而其中一些资金还要用来维持所有者的生活方式。因此，如果 800 万美元的投资产生 6% 的税后收益率（或 10% 的税前收益率），所有者每年从投资中消费掉 4%（或每年 32 万美元），这样只剩下 2% 用于投资增长。20 年后，800 万美元将价值大约 1200 万美元。卖出公司得到 1200 万美元，还是保留公司得到 2000 万美元……哈，还用说吗？

然后还有遗产税。保留公司的业主可以利用各种遗产冻结和财产转移的技巧来几乎完全消除遗产税。与此同时，退休卖主家族获得的 1200 万美元（在 20 年内）可能要缴 55% 的遗产税（又一个 600 万美元），这样家族只剩 600 万美元——这不算是个愚蠢的改变，但是比不上一家价值 1500 万美元的营业公司好。

思考：保留公司与卖掉它相比，你未来的财产会否增加？

在表 3.5 里，我们总结了保留和卖出公司的一些理由。你还可以识别出保留或卖出公司的另外一些理由。

表 3.5 保留和卖出公司的比较

保留	卖出
● 信任的关系 ● 隐私——不必发布信息 ● 所有权的自豪感/构建遗产 ● 长期远景 ● 控制你的薪水和津贴 雇用家族成员 ● 保持家族财富数代统合在一个实体内 ● 快速决策，无委员会，无官僚作风 ● 保留公司比卖出公司的财富累积潜力大	● 卖与合格买主的机会 ● 个人对公司的兴趣减小 ● 战略决策、竞争压力、行业兼并 ● 资产收益税降低 ● 害怕卖出交易的大门关闭 ● 财务原因——退休资产不足、投资多元化和减少风险 ● 没有继承人或者怀疑继承者的能力和领导技能 ● 卖出与保留相比在财富积累的潜力上有什么区别

未来私营公司业主的新面貌

让我们假定你已经决定将你的公司作为一家私营独立公司而保留。可能甚至把它传给家族成员，从而享受公司的一些回报。你想知道未来的所有者是否能成为优秀的业主——献身于公司，不要求过高的股利或分配金，尊重管理层。又或者他们会不会为了公司决策争斗不休而杀了那只会下金蛋的鹅？好消息是未来业主会更精明，坏消息是因为他们更精明，因而对主管人员要求会高得多。

未来的私营公司要取得成功，必须参与全球竞争，在各个层面技术成熟完善——从回应顾客需求到通过不断提高制作、生产和经销流程效率来消除体系冗余。公司将与其他公司合作，组成合资企业和联盟，并且分享资源。这些新型企业的所有权也将更为复杂。这些新公司将与最好的第五类学科/学习机构联合，享有作为一个具有独特文化和与大众及社会紧密相连的私营公司的无形好处。

这些新公司的股东们也与以前有所不同。他们更有知识，期待更多，也勇于表达自己的期望。未来的私营公司在很多方面表现得像公众性公司一样，对股东负有责任。渐渐地，股东们可能不再涉足日常企业营运。

私营公司要在未来取得成功需要满足许多条件使股东有事可干。表 3.1 提出一些问题来评估影响目前管理层经营企业的能力的因素。表 3.6 将帮助你评估未来管理者和业主处理新的挑战的能力。

表 3.6 未来管理者和所有者对
经营公司准备得如何

		是	否
长线投资资金	● 是否需要额外的资金支持发展计划？ ● 是否有来源增加公司资金？ ● 股东们对于流动资金和长期结果是否有耐心？		

续 表

风险管理	● 你股东的收益是否与他们承受的风险挂钩？ ● 你是否有意识有分寸地冒一些风险来刺激公司发展？		
外部力量	● 未来业主和管理者是否已经评估了行业力量（兼并、全球化等）及其对未来盈利能力所造成的影响？ ● 你是否考虑过并且同意迎接这些挑战需要什么？		
内部资源管理	● 管理者是否面临迎接风险的挑战？ ● 管理者是否让旁人参与解决问题？ ● 是否有意识地培养领导能力？ ● 董事会是否积极介入继承过程？		
所有者的内聚性	● 所有者们是否合作解决问题？ ● 继承者们是否进行团队合作？ ● 老一代是否帮助继承者学习如何合作？ ● 你的薪水体制是否基于职责和业绩付给所有者不同的工资？		
财富合并	● 是否组成可控制家族财产的机构？ ● 下一代成年成员是否参与这些机构的决策？		
决策	● 重大决策是否仅限于公司高层的一个或两个人？ ● 决策是否自上而下强加于公司推行？ ● 给予他人的权力是否有特别限制？ ● 是否鼓励他人担负责任？		
流动资金	● 是否有办法向希望卖掉少数股票（不是全部）的股东提供流动资金？ ● 是否定期报告公司的价值？ ● 是否定期比较公司和其他同类公司的业绩？		

长线投资资本

财政资本由愿意用目前企业投资的收益换取未来一项长期战略所可能产生的收益的股东们提供。这项交易可能造成两类股东之间发生冲突，一种想要私营公司提供的长期创造财富的潜力，另一种更喜欢其他投资类型所提供的流动资金和多种经营方式。

资本的本质也在发生变化。过去，资本指的是生产能力的积累。必须建设和保留基础设施（厂房、设备、仓库以及根据需要用于更新和替换设备和设施的资金）以支持生产一系列商品和提供系列服务。戴维斯和迈耶在《模糊》一书中描写一种新的资本形式，它是流动的（是一种流动资产而非股票）、及时性的，而不是永久性的库存品或设备，同时也是模糊无形的（如品牌、客户关系、管理技巧、工艺流程和系统）。

未来的股东会对流动的资本（如就要达成交易的销售人员、正在周转库存的管理者）有耐心，却不能容忍停滞的资本或低于市场收益率的收入。一家客户的公司曾因库存过多搁置了大量资本而无法迅速周转。股东们最终失去耐心，施压卖掉公司，结果折价卖出了库存。没有一个人意识到他们股份的全部潜在价值。

如果你的股东看上去烦躁不安，此进最好确定你了解他们的期望而他们也了解未来收入和股利会如何。如果他们看上去失去耐心，试着共同调整企业和个人的战略优先次序。

思考：你是否以投入资金的收益来衡量结果？股东们对流动资金和长期收益的耐心如何？如果你确定资本包括无形资产在内（如信息质量和对人的投资），你未来还需要有什么样的额外资本需求？

风险管理

如果股东相信他们承担着大量风险，他们会期望获得较高的投资回报。换言之，如果他们对企业前途有信心，了解公司的战略，信任管理者的管理能力，他们会接受目前较低的收益率。股东的期望和对风险的认识实际上可以影响公司的财务业绩。当股东要求以股份红利

或分配物的形式获得较高的当前收益时，就需要通过外部来源提供进一步发展的资金。流动资金被挪用，不仅用来支付股利，还要偿付债务利息。当股东们愿意将其利润作为保留收益留在公司，就可以从内部投资支持发展。即使从外部借款，该公司保留收益的基础也会影响债权人对风险的认识，并因此影响利率和归还期限。

计算你公司的风险是一项艰难的工作。即使你倾向于保留公司，这时也最好请一个估价师帮助确定其数目。

你需要有一个“远大理想”或目标吸引股东，使他们为了某件他们可以相信的比他们自身还重要的事情而将目前的收益（股份红利和分配物）放在次要地位。索德尔木材加工公司的目标是“成为最好的工作地点；我们所做的事百分之百符合职业道德；成为美国顶级零售商最优先选择的供应商”。在索德尔，这意味着为雇员创造机会使他们以自己的工作和与之工作的人而感到自豪并在工作中得到满足感。由于这样的目标和管理层年复一年完成目标的能力，该公司125位股东一直投票支持董事会，支持管理层的倡议。风险？当然有。公司甚至向那些希望卖出股份的股东提供了一份回购计划，但是仅有几个人采纳了这个提议，而且一次只出售了很少一部分股份。

思考：你是否计算过你公司的风险—收益比率？你是否将这一结果通知给股东？

外部力量

了解公司运作的外部环境是风险的另一个组成部分。技术革新、全球竞争和消费者要求不断提高，所有这些都给私营公司的盈利带来压力。回应这些挑战可能需要大量资本投入，形式为股本（来自股东）或债务（来自第三方），而且给股东的回报不明。股东必须现实地看待这些问题和他们承受的风险，才能与管理者分担所需要的投资。

思考：未来的所有者和管理者是否评估过外部力量以及这些力量可能对未来盈利能力的影响？你们是否考虑过面对这些挑战需要些什

么，你们是否就这个问题达成了一致？

内部资源的管理

管理人力资源与管理公司其他资源一样重要。股东们希望管理者展示出非凡的动力，提供应付变革的情感力量，显示出让他人参与解决问题的意愿和能力以及与公司内其他人分享权力的能力。

思考：管理者和雇员是否有足够的动力和能力应付变革？管理者是否让其他人帮助解决问题？管理者是否与公司内的其他人分享权力？

业主的凝聚力

协作式的工作平衡了业主/家族文化和财务最终结果之间的紧张关系。股东之间的团结和共同担负责任是一个强大的因素，这对公司来说是件好事，但也可能是件坏事（当这带来“我们对他们”的态度时候）。怀着共同的期望和目标，股东们可以为管理者提供支持和安全感。在不损害私营公司的优势（和文化）的同时可以实现业绩和可测量的成果。

这些变量当私营公司的股东处于以下情况需要增加到最大值：（1）从企业家式的管理风格转向更为专业的风格；（2）从业主兼管理者的所有权模式转向业主兼投资者的模式。那些不愿意解决所有权问题的人可能会觉得卖掉公司更有吸引力。

有一件事很明显。私营公司业主会发现当股东们想对公司了解更多的时候，信息也越来越公开化，重要主管的报酬越来越多地取决于财务最终业绩，董事会成员要求公司职员担负更多的责任。

思考：所有者家族与公司之间是否有明确的界限？对那些想进入你的公司的家族成员有没有准入条件？是否有雇用“最优秀和最聪明者”的政策？业主可不可以只是投资者而不在公司工作？你采取了哪些步骤使家族成员成为精明的业主？

卖掉公司的理由

你也可能迫于一些理由而不得不卖掉公司。

一个已经购买了 17 家公司的战略型买主这样形容卖主的动机：“（他们）有许多问题：没有家族成员能承担责任；业主临近退休；这是工作成果与风险的问题——业主第一次试图合理解释已投入公司的资金。业主审视他的公司后感叹：‘天哪，我的投资这么大——我该怎么保护它？’”

你是否认识到自身有没有以下任何问题？个人筋疲力尽，没有继承的足够信心，对未来不确定，准备尝试新生活。如果是这样，那么是到了改变的时候了。问题是顽疾能否通过卖掉公司而治愈？同样，从理智上明白应该卖掉公司和从感情上做好卖掉公司的准备可能有一个时间上的差距。

以下有另外一些信号，表明可能到了要卖掉公司的时候：

你是否形成了对风险的排斥感？私营公司一般运用业主的股本或者传统筹资手段来为发展提供资金，而不是寻求创造性手段与他人合作。举债经营从财政观点来看是冒险。如果你个人越来越不愿意保证下一轮集资，发现自己延迟做出购买急需设备的决定或者花更多时间管理你的有价证券组合，那么可能是到了改变的时候了。

别人是否会说你变得越来越顽固？当然你没有——他们都错了。但是以防万一，你最后一次对一个新想法说“好”是什么时候？或者，你公司的职员是否学会如何绕过你或想办法如何提出建议得到“好”而非“不”？

你是否渐渐视野狭窄，避免任何新的想法？聘请顾问的时候，是否宁愿枪杀报信人也不愿实现急需的改变？你身边是否时时发生着变化而这时你却紧闭大门？从 1 到 10（1 为新想法杀手，10 为支持者），其他人给你打的分数是多少？

决定卖掉企业不一定迫于某些消极事件。许多人有卖掉企业的有力和积极的理由。以下是其中几点理由：

- 机会。急速发展的股票市场为公众战略买家创造了收购的廉

价货币。今天买主的财力由于多年丰厚的利润积累而更加强大，高级债权人更为积极地为他们的客户提供收购资金。以今天的高价卖出公司的机会可能十分短暂。

- 兴趣消退。家族施加给下一代加入公司的压力可能有所降低，因此如果没有家族成员的参与，没有一个保留公司的令人信服的理由或者前途，卖掉公司可能是你的正确抉择。

- 战略决策。如果你处于一个不断兼并的行业，大公司正试图通过规模化经济和尽快打入新市场、使用新技术而降低成本，那么你也许会发现如果你不卖掉公司，就会被超越，无法与别人竞争。

- 资本收益税下降。出售股票付 20% 的税，甚或通过创造性的结构调整而付更少的税，这样能使你的税后收入比近来任何时候都多。

- 害怕大门关闭。一切事物的发展都随周期和季节而变化，过去几年对卖主来说是绝佳的时机。如果买主们突然发现他们无法从所从事的交易中获得利润，或者所建议的兼并增效作用并不能如计划的那样有效，或者股票市场回落调整，那么机会的大门可能会关闭，而谁也不知道它什么时候会再开启。

梦 想

伊凡·兰思博格在《后代继承人》（Succeeding Generations）中描述了共同的梦想在保持公司延续性方面的重要性。对于那些想保留公司的人来说，制定未来的蓝图对于规划公司连续性很重要。缺乏共同的梦想也是促成出售企业决定的一个重要因素。

共同的梦想是对未来的集体构想，鼓励（有关的人）参与规划的艰苦工作，尽一切可能保持合作，达到目标。它决定了继承过程中每一个关键时刻的抉择，从公司的战略计划到未来领导人的挑选，以至下一代将采用的领导层结构类型。共同梦想来自家族的基本价值观和志向，定义了他们是谁，他们想成为什么样的人，他们希望建立什么样的企业以及他们希望世界如何看待他们。

以下是一家亚利桑那州的企业如何重塑自我坚持梦想的例子。Kaibab 工业公司成立于 1893 年，开始是犹他州的一家锯木厂和伐木公司，后来在 1952 年迁到亚利桑那州。Kaibab 公司一度成为亚利桑那州最大的私营公司之一，拥有 13 家锯木伐木厂、39 个加油站和 500 多名员工，总收益超过 2 亿美元。到 1998 年，Kaibab 公司已经关闭了所有锯木厂，廉价售出了加油站，解雇了 500 位员工。但是第三代继承者布鲁斯·怀廷不愿意就这么简单地关闭公司，放弃前两代人的心血一走了之。怀廷评论说：“我们所学到的是——这是一个普遍适用的法则——改变总是会发生的，你要么随时代而改变，要么被时代所抛弃……我自觉地做出决定，让我们利用我们的资源干些别的事情。”怀廷开办了一家私营企业孵化器，帮助其他企业家规划他们的理想，怀廷认为，私人拥有的 Kaibab 公司仍然收获着自然资源，只是不同于他的祖父所收获的东西。今天，他培育理想、金钱和反应时间，而不是原木和石油产品。

让其他人参与决策

最后，不能单方面做出保留或者出售公司的决策。其他受到影响的人应该参与决策，因为这在未来将对家族成员和重要主管造成深远影响。配偶说：“不管好坏，我嫁给了他，可不是为了有顿饭吃。”孩子们可能想象着（或者没有想过）将来有一天继承家业。他们以及重要的主管，所有的人都会受到影响。兰思博格鼓励那些与此有关的人们进行一场“持续的、坦诚的讨论，家族成员（和其他人）通过讨论明确他们自己和彼此对于未来的抱负和期望。”

卖掉公司也许终究是最明智的举措

对于在一家股东人数有限的公司拥有股权的家族来说，经济会出现一个时机，这时业主出售公司可获得最大利益。如果下一代没有把事业、情感或是金钱投入公司，或者不具备经营或拥有公司的技能，那么卖掉公司可能是业主最明智的举措。如果没有远大的理想、有能

力又有热情的继承者和良好的企业规划，那么卖掉公司可能是最好的下一步计划。

不要太在意逻辑规律

即使所有的客观因素都指出你卖掉公司经济状况会好转，而你可能仍然想保住它。那是没有问题的。但在读过这一章后，你应该明白你企业的一些弱点所在，可以着手解决这些问题，以一种可以最大限度地增加并实现你的财务和情感的机会和目标的方式保留你的公司。本书下一部分的各章就将告诉你如何去做。

2

第二部分 决定保留你的企业

第四章 保留所有权的三种模式

——选择对你适合的那一种

现在你可以对保留或卖出你的企业的标准进行评估。如果你决定保留企业，你将面临一个重大的抉择。即谁是管理这个企业的最佳人选？尽管你拥有这个企业但并不意味着你必须领导它。有三种模式可供选择：

1. 业主兼管理者模式，在这种模式中只有参与经营的雇员才拥有股份。
2. 业主兼投资者模式，在这种模式中你和家族成员保留所有权，但不管理公司日常事务。
3. 混合模式，在这种模式中所有权包括管理人员，雇员和不参与经营的股东们。

这一章将帮助你确定哪种选择最适合你。从你决定要保留公司而不是卖掉它起，你首先要做的最重要的事就是决定以上模式中哪一种适合你、你的企业和你的家族。你的决策将影响到将来企业的许多选择，例如如何培养领导能力，确定报酬结构，建立团队和教育股东。

举个例子，假设你的家族保留了企业而让专业的管理人员管理公司。这个决定将影响到你的雇用实践、继承计划和家族成员作为业主的教育。每一种模式还需要用不同的方法建立所有权转移以确保企业有成功的机会。

这时候你也许不清楚是否想要你的家族成为业主。可能你的孩子还很小，做这样的决定有点早。或许你已经决定只有那些在公司工作

的人（家族成员或其他人）才能成为业主。有些客户有很多孩子，而在公司上班的只有一两个，当财产划分时，他们既要努力公平对待所有孩子，同时又要考虑到那些已经在公司工作的人所做的贡献。那样经常使得业主拖延作出决定。

没有合适的规划和与别人的沟通，这些问题产生的影响可能直到企业家退休或去世，不再担任仲裁人或发号施令时才被认识到。在这种情况下，有些顾问建议卖掉企业以避免将来家族与企业之间潜在的矛盾。但那只是一般短期的解决办法：如果家族矛盾即将发生，那么无论你是否拥有企业，家族矛盾终将发生。构建所有权的难题是要求公司以尽可能最好的方法经营，对家族所有权、高级管理层和所涉及的家族成员进行检查和制衡。

业主与董事会成员、家族、潜在的继承人和主要的公司管理者公开地考察三种模式是很重要的，就像业主应该与股东一起商量保留还是卖出公司的问题一样。哪一种模式最适合你个人、家族和公司目标？当你吸收其他人参与讨论时，这些问题可能变得不那么情绪化，正确答案应该是基于实践和客观标准之上。

决定所有权的结构

对于许多企业家来说，公司所有权就如同公司每天的经营一样。对于这些相同的企业家，所有权的收益来源于报酬和能给公司带来减税的好处。企业的所有权和控制权是如此错综复杂，也许很难想象未来用其他方法成功占据所有权——而这正是必须要做的。是与主要管理者分享产权还是把所有权扩展到整个家族，成功的公司越来越难以把所有权维持集中在一个人身上。因此，成功的私人公司正寻找一些方法把管理功能从所有权功能中分离出来，使每一个团体都明白他们的角色和相互的职责。

业主兼管理者模式是以最好的企业主就是那些在企业工作的人为前提的。因此所有权被限定在那些已经为公司奉献一生的人身上。当业主退休或去世，他们的股份一般由公司购回，使所有权牢固地保持

在那些管理企业的人手里。所有权的收益主要是因为业主能够给自己确定报酬、给自己和别人额外的奖金和得到公司的减税津贴。这种模式有助于发现如何最好地运行公司的内在根源的信息。业主兼管理者们也许依赖行业数据，但不超过这个深度。没有外部压力去改变管理系统和结构。

业主兼投资者模式的前提是业主们把公司作为长期投资。业主也许被公司雇用也许不被公司雇用。对于这种模式来说管理机制是很重要的，它使得业主和管理人员有一个明确表达和提出各自目标的过程。与业主兼管理者模式稍微不同的是业主兼投资者模式通常视他们的所有权为一种管家的模式，例如有责任为其他人（如孩子或孙子们）明智地管理财产，使它们增值并有能力做出战略性的决策。对于管理者们来说这种模式包括对业务决策、权力以及回报成果的丰厚薪资体制的期待。如果业主处于管理的位置，他们由于完成工作而获得丰厚的报酬。业主有责任现实地预期所有权的价值与风险。业主兼投资者模式试图雇用适当的人运营企业以便充分增加股东价值。业主倾向于从外部来源（如董事会成员）寻找信息和检测公司业绩。

当所有权从业主兼管理者模式转变为业主兼投资者模式时（有时候从业主兼投资者模式返回到业主兼管理者模式），混合模式通常作为过渡模式。混合模式也许只被一代人或 10 ~ 20 年的更短时期所选择。混合模式通常被第二代企业家所使用。第一代企业家一般采用业主兼管理者模式，而第三代（和后代）的业主们试图成为业主兼投资者。混合模式可以是一种管理方式进程的开始，它的结构可以使在公司工作和不工作的股东得到公平的对待。混合模式的一个优点是使得管理公司的那些人在工作时不会受到来自不在公司工作的股东的很多干扰。而且，混合模式还可以创建让不在公司工作的股东参与重大问题的决定，因而他们保留了一些“声音”。而且，混合模式还引出业主兼管理者 and 业主兼投资者之间差异的思考。下面是对每一种所有权模式的正反两方面的看法和取得成功的关键因素。

业主兼管理者模式

这是纯粹的企业家模式。当企业从一代传到下一代时，一般来说所有权会在管理公司的关键人物中分散开来。关于谁可以拥有所有权的基本限定是以在公司全职工作为条件的。

正面意见

- 业主不受那些与在公司就职的股东有着不同观点和目标的外部（不参与公司经营）股东的影响。

- 企业由所有者管理。

- 这种模式可以用于鼓励重要经理人员所争取所有权，也许关注一下未来的企业出售。

- 经理们可以用分期偿还借款的方式从公司购买股份，所需资金可以通过当地银行筹措或者作为应税奖金而分配下来。

- 如第六章描述的那样，一种幻影式的基于股权的激励计划，可以用来奖励经理们不造成当前税负的业绩，假如公司出售，他们可以把这种奖励转换成真正的股票。

- 雇员股票拥有计划可以在这种模式下发挥很大作用，这取决于你想将所有权在公司里扩展多远。一个客户花费几年时间教会他的雇员有关所有权的知识：首先完成一个利润共享计划，这样雇员们较容易理解他们个人和部门的努力是如何影响利润的，然后再进行雇员拥有股票计划，这样他们会把公司看作他们自己的公司。雇员拥有股票计划拥有公司大约 10% 的股份，经理团队向雇员报告雇员拥有股票计划价值，就像大家拥有公司一样。

反面意见

- 家族成员想去公司工作，因为他们对公司有着感情上的联系，但是这对工作不一定很好。

- 管理部门讨厌那些缺乏经验或还没有“作出应有贡献”的孩子们的打扰。

- （在这种模式中）业主/父母想要平均分配在公司工作又拥有股份的孩子和那些不在公司工作又没有股份的孩子之间的财产是很困难的。

- 对于现任的业主兼管理者来说，要放弃职权和控制通常是很难的。但如果权力没有移交，他们会有失去合格继承者的危险。

- 业主兼管理者会在那些整天在公司上班和没上班的孩子之间产生财务——不利因素，比如有工作的孩子可以比那些没有资格去公司工作的孩子享受较高的工资和生活方式。

- 这种所有权模式可以使在公司上班的孩子被迫产生合伙关系，但是可能相处得并不愉快。

- 由于担心继承者之间产生冲突，业主兼管理者可能拖延职权的移交。

- 有的企业家把这种模式视为确保其家族成员保留所有权的一种方法。但是当家族成员继承者不是最有能力时，这种限制却适得其反。

- 由于所有权受到限制，那些在公司中工作的人仅对他们自己而不对外部股东负责。管理机构通常得不到广泛应用，因此缺乏来自外部股东的检查与制衡。这一点可以让那些能质询业主兼管理者的外部股东组成董事会而加以克服；或者业主兼管理者相信他们能够为企业作出所有最恰当的决定。

- 通常对于业主兼管理者模式来说，内部出资购买企业的定价是基于业主自己认为公平的价格，而它并不能反映代表退出的股东的利益真正合理的市场价。如果允许以低于市场价出售企业，这会对股东或财产产生冲突。另外，企图将业主财产均分给不参与公司经营的孩子增加了这一问题的复杂性，间接地鼓励业主兼管理者最终卖掉企业，这样家族资产可以更均匀地分配。

关键的成功因素。这种模式要运作成功，与家族成员沟通是关键。当一个不在公司内的家族成员的所有权机会被拒绝时，他会觉得被剥夺了继承权。或者，家族成员受企业吸引去工作，不是因为他们有能力或对公司充满热情，而是因为这是他们可以享受所有权成果的唯一途径。

这种模式带来的另一种困难是（从经营中）转移买下那些退出经营或已死亡业主资产所需要的资本。比如说，如果企业利润缩减

了，对错误的缓冲就变得很小，这将限制资金去支付退股或死亡的股东。

表 4.1 将帮你决定这种模式是否对你，你的企业和你的家族有用。

表 4.1 业主兼管理者模式将对你有用吗？

问题	是	否
家族成员想去公司工作是因为他们对公司有着感情上的联系，但是这可能对工作不好。你是否准备决定家族成员能否在公司工作或制定严格的政策来帮助做出决定吗？		
假如孩子们有了经验，“作出了应有的贡献”，管理层能容忍雇用他们吗？		
你是否准备为在公司就业的家族成员（也包括有前途的非家族雇员）创建一条职业道路并指导他们赢得高级团队的尊重？		
你是否不愿给予不参加公司经营的家族成员股份？		
如果不是，那么你有财力允许你在参与公司经营和不参与公司经营的家族成员之间均分你的财产吗？		
这种所有权模式会在那些决定要在公司工作的孩子和在生活中互相竞争的孩子们之间产生强加的伙伴关系。在你的公司中你是否有团队构建的培训和体制来增进他们的工作关系？		
你有允许股东买卖股票的协议吗？当股东退休：丧失能力或去世时可以买回股票，从而防止股票从公司这棵树上分散出去吗？		
最近你检查过你的协议吗？判断一下价格制度是否还公平或者条款是否需要修改或增加？		
你确信继承人会富有成果地一起工作吗？		

下面是关于业主兼管理者模式的一种典型问题情景。如果有一个

家族成员虽然不是最好的候选人，但他相信自己能管理公司，那么

- 你会允许这个家族成员接管公司，从而可能让这只“会下金蛋的鹅”经受风险并逐渐疏远忠心的重要职员吗？

- 你会说“不”并且由于家族成员不理解这项决定而冒疏远他们的风险吗？

- 你会创建一个过程让管理人员和家族一起做出有关未来领导人的精明决定吗？

业主兼投资者模式

不管家族成员或其他人是否在公司工作都可以被允许成为业主，所有权通常置于企业家的家族、信托公司或代表他们利益的其他实体那里。当业主退休或去世时，根据买断所有权的安排，所有权也可以被重要主管所保管。作为一种长期经营方案，这通常是最好的模式，但是为了成功，家族和主要人员需付出巨大的劳动。

正面意见

- 这种方法允许企业的主要所有权在家族（和/或非家族）手中，并且支持管理机构通过董事会来做出企业的各项决定。

- 这种模式使家族能够做出完全基于投资者的关于公司的决定。

- 业主可以为公司雇用最优秀的人，可以用战略眼光实现他们的目标，还可以使公司以与家族价值观一致的方式运营，因此虽然有些股东在公司工作而有些不在公司工作，但可以产生一份令家族自豪的没有一点纠纷的遗产。

- 当所有者家族逐渐壮大时，这是家族可以继续拥有公司进而保持互相联系的一种方法。

反面意见

- 不参与公司经营的有投票权的股东拥有大部分有投票权的股票，他们有可能因不履行义务或其他原因而驱逐管理层。

- 管理层也许会与家族的派别结盟控制董事会。

- 关于所有权问题需要达成一致的做法可以形成对重要的战略

性问题的不同意见，包括围绕分配与再投资问题所产生的关系紧张。

- 管理层如果只专注于业绩也许会偏离创始人的文化；相反，对原始的想法太忠诚也会错过一些机会。

- 管理层没有恰当的动机使股东的利益经受谨慎的风险，他们的作用变得更像是看守者。

- 因（保留的股票）所生产的遗产税或者简单地因为多种经营都需要流动资金，这些都可能会不经意地致使公司被出售。

关键的成功因素。当明确了公司的未来和所有权与管理层之间的界限时，这种模式作用发挥得最好。所有权与管理层设定目标，然后退后让管理层经营公司。当股东们把他们公司的所有权看作一个管家的角色时，业主兼投资者模式也会工作得最好。

高级管理者控制着公司日常的经营，而不参与公司经营的股东可以选择把他们的股权交给股权信托会或者合伙企业，以统一所有家族支系的意见。股东通过参加董事会参与重大决定。当牵涉到代的几个家族支系时，所有权可以委托给由家族所选择的受托人，他们代表整批股票进行投票。一个新出现的倾向是在一个家族理事会中把不同的家族意见汇集到一起，而这个家族理事会会有两三个成员实际上是公司董事。在业主兼投资者的公司里，被雇用的家族成员与非家族成员在标准报酬和奖金计划方面的待遇是相同的。业主兼投资者公司一般把年利润的一部分以活期年息的方式分配给股东（C 或 S 公司）同时为股东们作一份报表，向他们提供足够的信息来评估公司的业绩表

4.2 研究的那些重要问题有助于你确定业主兼所有者模式是否是你的企业的正确选择。

表 4.2 业主兼投资者模式适合你吗

问 题	是	否
你是否愿意和能够与重要主管和家族成员一起创造一个合理的期望以及讨论分歧的过程？		

你是否愿意检查一下你的规章制度，对其加以修改，以鼓励或者阻止某些表决惯例并创建一种新的管理机制？		
续 表		
问 题	是	否
你是否愿意制定一种公司资金需求与家族分配金需求之间的平衡政策？		
你是否愿意授予首席执行官权力，让他在没有你或其他股东试图微观管理的情况下做出困难的决定？		
你是否有时间或者愿意花时间（与别人一起）为公司制定可作为未来路线图的战略计划？		
你是否考虑过将所有权合并于一个可延续数代的实体这一方案的正反两方面因素，在实体中，由家族成员选举产生的受托人来表决股权？		
股东们是否了解他们有责任以谨慎的态度监督公司的管理？		

混合方式

这种模式允许广泛的所有权（根据业主兼投资者模式）但限制管理企业的那些人的经营职责（根据业主兼管理者模式）。对于某些公司来说，混合方式只是一种过渡模式，比如公司从业主兼管理者模式转变成业主兼投资者模式或者反之亦然。一般来说，公司资本重组要发行有投票权和无投票权股票。（S类（基于股票的）公司可以有无投票权股票而不失掉他们的S身份，因为从技术上讲无投票权不是一种二类股票。）资本重组后，现有业主以一种新的货币形式获得的无投票权股票，该股票可用于规划目的。无投票权股票可以被保存或传给孩子、孙子，或为了家族的利益转移给信托会。无投票权股票提供了一种在股东没有发言权的情况下分享股权的办法。根据公司所在的州，州法律可能承认无投票权股东具有投票权力。比如，州法律给予无投票权股东投票表决有关重大决定（如出售企业）的权力。但

是绝大多数情况下，无投票权股东只有有限的能量。因此，你必须给无投票权的股东提供股票出售选择权以给予他们流动资金和在几个不同时间点把他们的股票回售卖给公司的机会。同样，公司可以建立购买选择权赎回无投票权股东手中的股票。

有投票权股票被保留在那些负责公司日常经营的人手里。由于有投票权股票掌握在那些参与公司经营的人手里，这种方法类似业主兼管理者模式，而随着无投票权股票分配给家族或重要主管，它又好像是业主兼投资者模式。一般来说，无投票权股票被赋予投票表决重大决定的权力，如企业的买卖或公司资金结构的改变，所以两种股东之间互相牵制和平衡。有投票权和无投票权股票的显著优点是它们在过户时间的选择上可以不同。例如，无投票权股票可以过户给财产托管会，这是一个精明的财产规划举措，而有投票权股票可以保存到业主更加确信将来是谁来管理企业时再过户。

正面意见

- 这种模式通过允许家族成员保留无投票权股票来解决家族成员之间的公平问题。

- 这种模式使无经营权的股东在一些重要的有战略意义的决策中有发言权。

- 这种模式确保那些管理公司的人知道，他们可以在不受不参与经营的业主的干涉下管理公司的日常事务。

- 这种模式提供有耐心的资本——不参与经营的股东为了那些经营公司的人们的成功而充当啦啦队长。

- 这种模式是为了提供流动资金而构造的，使不参与经营的股东可以出售他们所有股份，如果他们愿意这样做的话，而参与经营的股东如果愿意，也可以选择把它们全部买回来。

反面意见

- 不参与经营的股东只有如无投票权股票持有者一样有限的发言权，依照关于持有有投票权股票者照顾那些持有无投票权股票者的义务（称为信托人职责）的州法律，无经营权的股东获得的保护

有限。

- 付给参与经营的股东的报酬和额外津贴也许成为争端的起因(例如,当不参与经营者认为过多的报酬付给了那些公司的管理人员)。

- 参与经营者认为公司是他们的,而怨恨那些免费搭乘的不参与经营者。

- 对持有投票权股票的那些人进行的检查和制衡有限。

- 对于 S 类(基于股票的)公司,如果没有分配政策(至少关于税收),可能会因缺乏足够的分配金而产生冲突,如果应税收入不带有现金分配,那么情况会更糟糕,会把人逼走。因为那些持有投票权股票的人可以自己宣布给自己奖金作为应缴税金(基于 S 类公司的利润),他们也可以决定不分配现金给不参与经营者作为他们应得的 S 公司盈利中的一部分。无投票权股东可通过修改公司法获得缴纳所得税的分配金从而获得保护,而进一步的修改需要无投票权股东的同意。

关键的成功因素。所有权的目标是要包括所有的家族成员,尽管有的参与经营而其余的不参与经营。混合模式企图(通过分享股权)公平对待所有家族成员,同时承认那些经营者已经做出有利于企业的事业选择和承诺。这种模式最适合在高信任度的环境中运作,在那种环境里一些家族成员有能力进入主管位置(或者会在几年之内)而其他家族成员在企业外发展事业。

混合模式帮助下一代业主明白参与经营和不参与经营的股东之间的差别,并且制定出一个计划,可以解决这些差别,对企业和两大股东集团都有好处。表 4.3 中的问题可以帮助你判断混合模式是否适合你。

表 4.3 混合模式适合你吗

问 题	是	否
你将考虑在影响企业的重大决定方面给予无投票权股东发言权吗?		

你会执行一种根据与职位和承担的责任相对应的市场价制定的报酬制度吗？		
你有适当的教育和制度来防止参与经营和不参与经营的股东之间发生冲突吗？		

续 表

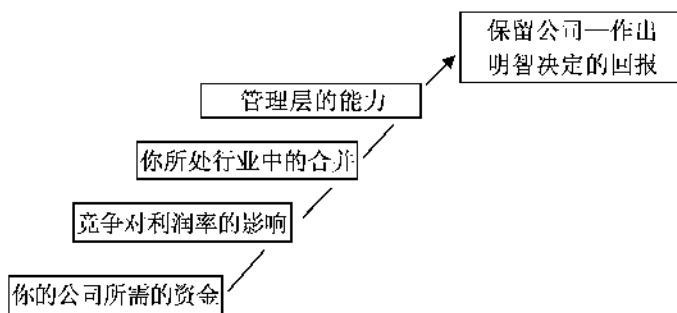
问 题	是	否
那些有无投票权股票的人在董事会是否有（或者你准备给他们）一个或多个席位，也许还有有限的表决权以建立一种每个人都认为公平的检查和平衡制度？		
你是否在公司法规中有成文的分配政策（或你准备制定一个）吗？它可以防止那些有投票权股票的人宣布他们自己的奖金作为应缴税金（在 S 类公司的利润之上）同时还决定不分配现金给无经营权的股东。		

一旦你解决了这些问题，对于哪个模式可能最适合你、你的公司和你的家族，你将会有一个相当好的想法。但是，你会发现即使你对某个模式的估价比较高，但在情绪上你感觉另一个模式更舒适。这没什么，至少今天是这样。但是记住你不只为今天保留你的公司，而是为将来。当你期待公司能长期生存下去时，你会发现在将来对所有权结构做出改变是明智的。

当你阅读下面几章的时候，记住四个要解决的 C：资金（Capital）、竞争（Competition）、合并（Consolidations）和能力（Competencies）（图 4.1）。在这四项中做出聪明的决定的回报是能够保留公司的所有权。

图 4.1

保留企业要处理的四个问题



第五章 使每一种模式的结构运转

史密斯包装公司（化名）是一家位于乔治亚州亚特兰大市、年收入 5000 万美元的第二代 S 类公司。首席执行官艾尔弗雷德·史密斯现在年近 70，呈半退休状态，将日常管理工作委派给一个非家族成员的主管乔尔。该家族希望保留公司。一旦他们选择是采取业主兼管理者模式还是业主兼投资者或者混合模式后，就需要以一种全新的眼光看待企业结构，确定这种结构可以最好地支持他们的所有权模式。

艾尔弗雷德的女儿萨拉 33 岁，她的弟弟彼得 26 岁、史蒂夫 29 岁，每个人拥有公司 15% 的股份。艾尔弗雷德拥有 55% 的股份。萨拉在波士顿工作，是一个平面艺术自由造型设计师；彼得正在攻读人类学博士学位；史蒂夫从高中辍学后一直无所事事。他们即使不在公司工作也照领薪水。萨拉领了 16 年的薪水，还领取股利来付税款。她对从自己没有做过的工作中收取报酬感到不自在。她还对自己这个部分业主的身份感到不舒服。她有充分的理由关心公司的经营方式。“我们的 5 位客户占了生意的 75%。我们过去 3 年来的大部分增长来源于此。我们最大的客户是惠普公司。除了惠普，我们也为 Olivetti 公司、戴尔公司和 Gateway 公司包装产品。我们最近刚刚设立了第三家工厂。”当艾尔弗雷德 5 年之后退休时，萨拉明白她不能接管公司。董事会坚持她必须先重返校园获得 MBA 学位，而她不打算这么做。

她辩解说：“我们一直努力学习成为训练有素的业主。我和弟弟

们要学习很多东西来了解我们的事业。我们没有权力做决策，也没有能力这么做。我们知道的还不够多，无法作出明智的决策。父亲选择了退出。他是乔尔的拉拉队队长，但不是我们的。他没有鼓励我们成为精明的业主。他很难将我们视为女儿和儿子以外的身份相处。我感到自己像是个十足的冒牌货。我在公司里并不具有真正独立的地位。”

萨拉和她的兄弟承认他们并没有在公司里担负有意义的职责，而所得到的报酬比他们真正做的要多。

作为一家业主兼管理者模式的公司，艾尔弗雷德最终可能将他（以及家族）的股票以某种杠杆收购的形式卖给乔尔。有了一个坚实的发展计划，乔尔就有可能筹集资金购买艾尔弗雷德的全部股份。公司已经具有一支能干的管理团队，而这使得这项交易对投资银行家更有吸引力。但是乔尔是否有兴趣？在拥有 100 万美元年薪的情况下，乔尔也许不愿意冒这种企业家风险。与此同时，艾尔弗雷德在情感上也很难卖掉延续了两代的公司，断绝家族与公司的联系。

那么尝试一下投资者兼业主模式的公司如何？这看起来更可行，因为已经有一个董事会了。乔尔和他的管理团队好像并不急着购买公司。一个难题就是教育萨拉和她的弟弟们成为一个精明的业主包括哪些方面。如何从艾尔弗雷德那里着手，向他解释投资者所有的公司与业主管理的公司之间的不同？如果家族同意采用业主兼投资者的模式，就应该建立基准尺度，以便家族能够获得信息来比较他们的公司与其他公司的业绩。设定基准时应该让乔尔及其团队参与。由基准尺度所确立的业绩期望值也应该成为乔尔及其团队的新的薪酬计划的基础。公司可能与家族的联系不再那么紧密，但是也可能成为家族长期投资组合的一部分。还可以考虑将股权分配给乔尔和其他一些重要职员。

最后，考虑一下混合模式。该家族可能不想仅仅成为没有投票权的股东而把表决权给予乔尔。但是艾尔弗雷德可以设立一个有投票权的投票信托委员会来对此加以变通。投票信托委员会可以包括乔尔、

一个或两个董事会成员、艾尔弗雷德和一名家族代表——可能是萨拉或她的一个兄弟，或者他们选择代表他们权益的某个人。无投票权的股票可以分别由萨拉及其兄弟们持有，这样来自公司利润的股息就可以在财政上支持家族的需要，而投票控制权由一个诸如投票信托委员会的机构所掌握。

无论哪一种情况，该公司都应该分配一部分公司收益给股东，让他们有种投资得到回报的感觉——这些收益超过分配用来支付税金的部分。而艾尔弗雷德、萨拉、史蒂夫和彼得都应该辞职，艾尔弗雷德担任董事长，而让乔尔担任首席执行官。

艾尔弗雷德无论选择哪种所有权模式，他都将面临严重的结构管理和控制的问题。以下是每一种所有权模式的特殊结构问题。

业主兼管理者公司的结构问题

- 领导层成长。这个问题和团队建设的问题通常需要一个详尽的时间范围来改变控制权，而这个范围视相互同意的业绩目标或者其他有待实现的成就而定。虽然下一代经常将目前的业主兼管理者视为最终决策者，但是当没有仲裁人时这种家长式作风会失败。需要一个过程来解决下一代团队之间的分歧。一名资深人员如果赢得所有其他经理的尊重，那么就可以任命他/她担任总裁/首席执行官。要明白的一点是，在过渡期间权力会受到限制。

- 股东协议。一纸股东选择权协议可以通过转移股票解决业主兼投资者与不在公司任职的子女之间的平衡问题，要求未参与公司经营的子女在父母死后（或更快的时间内）将以前作为礼物得到的股份卖回给公司或者卖给在公司内任职的兄弟姐妹。不在公司任职的子女从而能作为暂时股东在一段过渡时期内分享股价上涨收益。

- 公平态度。在父母的产业规划文件中采取公平态度，可以为不在公司任职的子女提供额外的分配收益，使其得到相当于在公司任职子女所得到公司股票收益。

- 分期付款出售。这是当前一代人将所有权转交给下一代接班

人的最好策略，可以解决公平问题。换言之，下一代（家族成员或重要主管）从当前业主手中购买股票；那么就可以将现金或票据列入产业以公平对待所有子女。这种方法经常伴随着某种形式的延期补偿或公司附加养老金为年老的家族成员提供额外的退休收入。另一选择是运用自行抵消分期付款票据（SCIN）交易来进行分期付款出售，这种方法可以自动扣除卖主去世时仍亏欠的任何数额。如果票据被取消，这一方法还可以减少遗产税，因为由于票据取消，现金（来自出售的股票）不再计入遗产。

- 公司债券。如果你的公司是一家 S 类公司，你可以开一个累积调整账户（AAA）：即之前已扣除过税款但是未作分配的收益。你应该考虑以非应税公司债券形式撤销 AAA（或一部分 AAA）。结构恰当的公司债券将在 S 公司的避风港规则之下获得资格或者将不会被作为二类股票对待。通过在非应税基础上撤出你的股本，日后可以较为容易地将剩余价值转交给新任业主兼管理者。公司可扣除给付的公司债券的利息，并且作为你的利息收入缴纳税款。

- 雇员股票所有权计划（ESOP）。这些计划可能是奖励雇员所有权的一种有效方法，同时又为面临退出的业主兼管理者提供了在非应税基础上兑付现金的一种方法。只要 ESOP 拥有公司 30% 或更多股份，准备卖出股票的股东就可以运用所收到的 ESOP 收入购买合格的公司债券，避免缴纳卖出公司股票所得到的资本收益税。

业主兼投资者公司的结构问题

- 招募并雇用专业管理者。雇用专业管理者（一般非家族成员）经营公司，同时家族成员学习成为精明的业主对于构建业主兼投资者模式的公司十分关键。第一步是确定各项工作所需要的能力，然后招募价值观与业主一致的职员。人才可能已经招募进来了。如果还没有，那么业主需要成立一个搜寻委员会，在明确一系列需要达到的目标之后，与来自内部的候选人以及外部的求职者面谈。

- 董事会。公司的董事会也许需要重组，加入经验丰富的外来

者。目前的业主在管理团队的帮助下应该着手制定一个勾画出公司未来 3 到 5 年战略规划 of 备忘录。当招收外来者时应该考虑到这一点，以确定他们有能力完成该规划。

- 家族会议。这可以教育家族成员，促进交流并解决家族事务（诸如家族慈善事业或事业咨询）。家族会议可以将公司事务与家族事务分开。尽管所有家族成员可能都参加家族会议，但是一般只有 1 到 2 名家族会议产生的成员可以进入公司董事会。

- 合并表决权。可以成立信托机构（针对 S 类公司）或是家族合营（针对 C 类（基于现金的）公司）来持有家族有投票权的股份，进而加强家族在公司表决事宜方面的发言权。在代经营、众多家族成员成为股东的公司里，这方面尤为重要。每个家族支系的一个实体可以按相关文件中清楚表明的方式在受托人或普通合伙人的继承和选择的问题上。

- ESOP。雇员股票所有权计划可能对有意卖出股份获得流动资金的家族成员具有吸引力，也是给股份定价的一个公平的办法。

- 隔代转让信托。通过隔代转让信托的杠杆赠与策略在这里起作用。例如，将有投票权或无投票权的股票出售给一个有缺陷的信托委员会（为了收入税原因有意造成缺陷），而该信托委员会的体制具有隔代转让规定，这种做法可以冻结上一代资产价值，而将增值转让给下一代。

混合模式公司的结构问题

- 调整资本。这是为了产生新的无投票权的货币，为了不参与公司业务的家族成员或信托委员会的利益而将这些资产转让给他们。那些在公司中工作的成员则通过赠与或购买而得到/获得有投票权的股份。

- 特别表决权。这针对新产生的无投票权股份，在恰当的检查 and 平衡之下有助于建立一种管理机制。不参加公司业务的股东仍将对重大决策拥有表决权，诸如出售公司（或其资产）、公司资产结构改

革、公司章程变动、超过规定数额的公司借款、收购或者强制过户等等。

- 股东协议特别条款。这是为了那些希望出售他们股份的不参与公司运作的股东：规定优先购买权，这样不参与公司经营的股东可以定期将股份卖回给公司（卖出选择权）。卖出选择权一般伴随着购买选择权，因此参与公司经营的股东可以在某些触发事件中买进不参与公司经营的股东所持有的股票。

- 附加（或回爬）条款。这些条款可以作为股东协议的一部分在一段有限时间内（如 5 到 10 年）为之前卖出股份的股东提供调整（如果企业在未来卖给第三方的话）。

- 杠杆赠与策略。这一结合了无投票权股票（如出售给缺陷信托委员会）的策略在这里会起作用，是因为年金要求和/或付息可以用 S 类公司的分配金来支付。

各种所有权模式的结构问题

建立信任的家族政策

对于业主兼投资者和混合模式而言，其管理结构应该根据书面政策和程序而不断发展，这样业主才能对他们的公司有一个清楚的了解。这些政策包括教育持有股票的不参与公司经营的业主明白公司的价值、公司所面临的风险、年老管理者的公平补偿以及其他重要事宜。

需要制定的书面政策包括：

- 关于公司的财务事项公告，教育股东认识历史成绩、未来机会、资本需求、竞争以及风险。

- 基于公平市值决算的企业年度评估——这些可用来帮助股东了解管理层决议对最终收益和公司最后价值的影响。

- 利润/收益分配政策——平衡目前股东收益与公司再投资和长期目标需求的一个政策。

- 道德政策与利益冲突——向重要官员和董事会成员全面揭示

保持私营公司完整性，避免公司事务中利益冲突的一个政策。

- 家族雇用政策——清楚阐明对希望在公司中工作的家族成员的要求。

- 股东协议——清楚说明股份是否可以转让给家族成员或者如果卖回给公司，那么是在什么条件下、价值如何确定和支付。

- 明白阐述管理层的特别财务目标，如股本收益率（ROE）、资产收益率（ROA）或其他计量方法。

- 收购其他公司或拓宽公司新领域的收购政策和指导原则。

- 重要主管的酬薪政策，确定公司的报酬哲学。

如何在不出售企业的情况下退出

当一个客户需要资金发展公司，同时也买下一些家族股东的全部股份时，他们求助于外来资金进行杠杆式的资本调整。杠杆资本调整和其他技巧，以及杠杆式雇员股票所有权计划正受到私营公司的欢迎。私营公司寻求流动资金有多种资产构成选择。对于其中一些解决方案来说，你也许需要投资银行家的帮助。在某些情况下，你的商业银行可以帮助你，但是当然，有些解决方案完全从公司现有资产和/或未来收益中支付。

不需要外来资金的内部解决方案

- 由公司资助的股票回购计划。每年，公司可以向股东宣布它愿意在一个 60 到 90 天的时间段内购买股票。公司决定当年花费的总额（比方说 10 万美元）。基于对股票当时价值的决算，股东们如果希望获得流动资金的话，可以利用这个机会。无论有一个或者多个股东希望出售其股票，公司都只以已经公布的总金额数购买。这笔集合基金（如 10 万美元）然后分配给出售股票的各个股东。股东出售的少部分股票可能作为股息分给出售股票的股东（作为部分赎回款）而不是作为合乎资本收益待遇的资格。但是，有时候无论收入税结果如何，得到卖出的机会仍是有好处的。

- 用股票兑换公司资产。可以用公司资产（房地产等可以售后回租的财产）而非现金为股票赎回款偿付。如果股东卖出所有股票，而公司又不再聘请他担任经理或董事，则股东得到的房地产可以享受减少资产收益税的优惠待遇。房地产可以回租给公司，公司支付使用这些房地产的租金给股东。如果房地产经该公司折旧贬值或者升值，当分配房地产时公司可能有缴纳收入税的责任。当房地产以这种方式转让时，超出公司基准的房地产价值（包括折旧）出于所得税的考虑被视为公司增加了的收益。

- S类公司分配金。通常，分配金限于股东需要支付其收入税的数额。通过增加超出这一数额的分配金，股东们可以得到其在公司内的股本投资的即期收益。分配金必须与所有股东的投资成比例。

- S类公司债券。增加分配金的一个替代办法是向股东发行S类公司的债券。该债券如结构合理，将满足S类公司的避风港规则，如果债券相当于或者少于股东以前所缴税的、但公司未作分配的收益股份，则股东可不必缴税。债券的利息由为股东创造利息收入的公司支付。另外，该债券在股东辞世之时可获贴现计入其遗产。

- 特别股息。特别股息可以在任何时间宣布；公司不能因此而获减免税款，它们的接收人要缴税，因此从纳税角度而言这是提供流动资金效果最差的做法。但是，有时非税性原因可能会胜过纳税方面的考虑。

需要外部资金的解决方案

- 通过向银行贷款买下全部股权。商业银行在看到客户获得风险投资的同时变得更加积极进取和有创造性。你的银行如果能从未来得到一份好处的话，也许愿意协商更为优惠的价格和条件。多走几家，到处打听比较一下是值得的，特别是当地区性银行或者货币中心银行可能也参与进来的时候。

- 私下安排债务。不要错过把你的债务打包安排给投资银行家的机会，他会替你与机构投资者（如养老金计划）协商，达成对你

更为有利的交易。有些养老金计划，如州退休人员基金（State Retirement Fund），就被要求将其数十亿美元中的一部分投资于对社会负责的项目上。如果你的公司主要雇用那个州的人，则可能满足了该州基金会要求负责投资的条件。在征收利率上的很少几个基点就可能对你的现金流造成很大的不同。

- 杠杆 ESOP。雇员股票所有权计划（ESOP）是一种非常灵活的工具，提供了把私人持有的股票卖给你公司的退休金计划并得到税收好处的一种方法。自 1997 年以来，S 类公司也可以设立 ESOP 计划。对于 C 类（基于现金的）公司来说，使用新出现的可自由兑换的优先级股票进行 ESOP 交易有特别的好处。从本质上说，ESOP 是从借贷机构借钱，然后从卖方那里购买股票。如果 ESOP 在收购股票后拥有该公司至少 30% 的价值，而卖者用收益来购买限定债券的话，那么卖者将可以推迟从卖给 ESOP 的股票中获得的应税收益。你的公司为 ESOP 计划作出了减免税款的贡献（为雇员的退休补助提供资金），该计划用这些资金偿还欠借贷机构的债款。由于偿还了借贷机构的债务，为了员工的利益，股票交付给退休金计划。因此，ESOP 贷款的本金和利息都成为可减税的公司支出；而通常只有贷款的利息部分才可减税。公司额外的税收好处降低了购买股票的整体成本，而对卖者的税收延期能帮助其实现目标。当公司股票升值的时候，ESOP 所拥有的部分有助于增加雇员的退休金。

- 杠杆资本调整。资本调整是将一家公司部分出售给诸如杠杆收购集团这样的财务卖主。资本调整可以为所有或者只为某些股票持有者提供流动资金。另外，资本调整交易可以把股东流动资金和获得发展资金结合起来。在资本调整中，现有管理层/股东（再投资股东）一般保留着公司的重大所有权位置和管理职权。

日后，公司可以卖掉、上市、或者再次进行资本调整，为财务买主提供流动资金，给再投资股东“咬第二口苹果”的机会。新泽西州普林斯顿 MPI 证券所的吉姆·怀德尔提供了下面这个杠杆资本调整的例子（表 5.1）。

表 5.1 杠杆资本调整

假设：公司出售估价	100000000 美元	
可接受的债务负担	60000000 美元	
股东希望保留 20% 的所有权		
结果：资本来源		
债款	60000000 美元	
财务买主所投资的股权	32000000 美元	
再投资股权总额	8000000 美元	
总额	100000000 美元	
资金使用		
股东所得现金	92000000 美元	
再投资额	8000000 美元	
总额	100000000 美元	
新的所有权结构		
财务买主	32000000 美元	80%
再投资股东	8000000 美元	20%
总额	40000000 美元	100%

作为平台的私营公司

保留公司最有说服力的理由可能要由那些随着时间已经彻底改造并变革其公司的人来解释。企业提供机会、挑战和保持财产统一的各种方法（有些人视其为一大有利因素）——对于其他人来说，这些正是他们想要卖出企业的原因。

对于那些想保留企业所提供的平台并且愿意放权——要么让子女来继承，要么聘请专业人员经营企业——的企业主来说，他们可能会选择保留企业这条道路，即使是在诱人的出售报价面前。

大部分第二代公司都认为，在现有的企业基础上建设比白手起家要好。有一个客户在 1967 年他 25 岁的时候加入他父亲的一家小经销公司（年销售额 65 万美元，一个经营地点）。3 年后，父亲意外去世，因此在他 28 岁那年，这个年轻的企业家接管了企业。在以后的 30 年里，在他手中企业年销售额发展到 1 亿美元，开了 8 家零售店。

“作为第二代进入即使是一个小得多的公司，其优势是你有一个‘起跳点’。你可以从现有基础起步而不是从头开始，你有延续性。当我接手工作的时候，我的雇员们都有 20 年的经验。”

一个客户概述了他们保留私有公司的如下目标：

● 对家族关系保持一种积极的、先发制人的、致力于解决问题的观点。

- 避免拖延。
- 形成正确的领导关系。
- 风险管理。
- 筹集资金，保持控制权。
- 给予足够的时间确保有效的家族参与。
- 坚持创新。
- 吸引和保持非家族管理层的适当素质。
- 把企业的需要放在必要的首位。
- 信任家族大多数人的意见。
- 建立并保持各代人之间的协作配合。
- 长期规划，保持活力、责任感和理想。

家族所有权教育

拥有家族企业的家族成员常常对成为有效率的业主应该了解的知识一无所知。莱斯利·达舒是一名私营公司机构顾问和教练。她介绍了以下四个方面的知识：

1. 企业作为一项投资的知识

- 评估公司在收益和财务实力方面的能力。
- 了解债务对自有资本比率、公司投资收益（ROI）或股本收益（ROE）。
- 认识某人的股票的市场价值以及某人持有的股票价值每年如何变化。
- 收入/股份和盈利趋势。

- 与其他投资类型相比的投资收益。
- 所有有价值证券组合的多样性（例如，新兴的和成熟的企业）。
- 了解该公司的现金流和使用情况。

2. 企业经营和所处行业的知识

- 评估管理效果，信任公司领导层。
- 企业的战略方向和在行业中的位置。
- 注意相关行业的趋势、收益、挑战和机遇。

3. 个人规划

- 个人事业规划。
- 财务规划（包括遗产规划）。
- 评估投资机遇与自有计划的能力（风险总量、探索回报等）。

4. 业主职责

- 业主和管理层之间的界限；了解想要知道和逾越界限之间的分界在哪里。
- 董事会的职责和运作。
- 决策职责。
- 有效的团队参与和领导才能。

总结：为了保留我的公司，并使之成功，我需要做些什么

通过与客户及其他已经决定保留其公司的人、已经卖出公司的前业主、合并者以及已收购过 500 多家私营公司的其他买主进行讨论，我们得出几个步骤。以下概括的要点有助于你描述出通过这一过程的路线图。

明智决策所需要了解的东西

● 明确你的董事会在这一过程中的作用——让他们明白这是一个你想要回答的问题，也是你想问他们以得到信息、有助于得到答案的问题。例如，如果你保留公司并且任命自己为董事长，你所做的事

会有什么不同？

- 雇用某个人为你的公司做盈利能力审计。即在表格上你把钱留在了哪里了？访问 2 到 3 家本行业中在这种审计方面有经验的公司。与他们合作过的客户交谈，查明他们达到了什么结果。你可能已经明白哪些领域可以改进。例如，一个生产木制家具的客户产生数以吨计的废木料的副产品。即使在建造了他们自己的发电厂来焚烧这些锯屑之后，仍有许多废料要处理掉。与其雇人把废木料拖运走，倒不如开始研究替代办法，他们发现废料经筛子筛选后，再包装成不同大小，可以以每吨 40 到 100 美元的价格卖给别人做各种用途。计划 100 万美元的支出（拖运废料的成本）转化成 100 万美元的实际利润。

- 按传统投资标准，现实地评估你公司的业绩。例如，你的资产回报率（ROA）是多少？资产回报率由以下公式决定：

$$\text{资产回报率} = \frac{\text{税前收益}}{\text{股本} + \text{长期融资}}$$

例如，假设你今年的税前收益（已对业主的额外报酬进行调整）为 25 万美元。你的股本（保留收益加上实际资本）为 100 万美元，长期债务为 30 万美元。你的资产回报率为 19%。

$$19\% = \frac{25 \text{ 万美元}}{[100 \text{ 万美元} + 30 \text{ 万美元}]}$$

同样方法，计算你的股本回报率（ROE），然后将其作为基准与同类公司比较。在上例中，你的股本回报率将为 25%。

$$\text{股本回报率} = \frac{25 \text{ 万美元的税前收益}}{100 \text{ 万美元的股本}}$$

- 明确未来经营公司所需的各种能力，制定总经理、总裁、首席执行官的职责，开始评估内部候选人和管理层实力。

- 家族成员是否会作为业主进行参与？如果是这样，你可能要在家族和企业之间划下界限。参见第六章，了解你所需要考虑执行的政策。雇用家族成员，报酬（如果参与公司经营）如何决定？家族成员是否需要接受有关公司或你所处行业方面的教育？

- 你是否应该对企业有一个估价以确定其市场价值（为了出售或者确定基准的目的）？

- 量化继续拥有企业的风险。评估者将制定一个资本化率，用来贴现将来的现金流。本金率反映了评估者确定的风险因素。例如，15%的资本化率反映的是评估者对你进行替代投资所要实现的可比收益的看法。

- 在财务上独立于你的公司需要做些什么？你的 CPA 或财务顾问是否审核过你的投资、退休财产和生活标准以量化你对企业的财务依赖程度？

- 让重要职员参与这一过程。他们在保留公司的分析过程中将扮演什么样的角色？你需要加强与你的重要职员之间的沟通技巧和协作吗？

- 进行一次报酬审核，明确你的重要主管与你的同辈（行业间和地区间的）相比收入如何？如有必要，添加基于业绩的成分或者分给重要主管的股权。

转变你的观点，将这一企业视为一项长期投资

- 制定首席执行官职位的特别目标，然后任命自己为董事长。开始搜寻工作，雇用或晋升某人接手首席执行官的职责。

- 明确表达你的价值观和企业的长期任务。换言之，如果一个新的首席执行官任职，什么是你希望保留的不可改变的价值观，什么是迄今为止你成功的主要原因，公司 2 到 3 个最重要的长期目标是什么。

- 开始战略性的思考。制定一份计划，解决你的公司在未来将面临的难题。确定迎接这些挑战的重要计划，组成一支主管团队来排定责任的优先顺序并分配任务。执行该计划并监测结果。

- 如果打算通过收购发展公司，咨询一下投资银行家和本行业的有识之士，确定潜在目标，了解本行业的其他买主是谁，然后制定一个计划。

- 评估你目前的董事会，如有必要，进行重组。编订董事会手

册，概括公司发展计划。寻找合适的董事会候选人帮助你完成计划。

- 执行公司领导层发展计划，开始培养领导人员。

- 处理企业的资金需求问题，决定如何满足这些需求。一家公司在处理其资金需求问题时，认识到企业需 1000 万美元购买新车间和设备之后，决定卖掉公司，而不愿冒险投资。

- 从企业家/首席执行官转变为董事会主席。管理转变过程，领导制订发展计划，筹集发展资金，最重要的是，开始放手日常职责。教育家族业主，执行继承和遗产改革计划。

培养继承者——先是总经理，接着担任总裁，然后担任 CEO

- 制定完成所需改变的时间表。让其他人参与制定最后期限，这样就可以让他们从情感上投入这一过程。然后花时间对照检查业绩与所定目标。

- 确定他人完成目标所需的整套技能/能力。之后帮助重要人物获得所需技能，或者雇用具有你所寻找的经验的人员。

- 清楚业主的期望和风险容忍度。明确他人能够和不能跨越的权力限制。

- 明确阐述你公司的文化。如果管理层因为“我们这里不这么办”而反对改变，那么你要进行团队建设以保持公司的重要价值观，同时强调对他人提高灵活度和适应能力的要求。

- 将权力和责任移交给他人，日后检查他们的进程。

评估结果

- 如果初期结果令人满意，你可以开始将股票转让给家族下一代成员或重要职员。着手股票移交战略——这些可能包括为非家族成员制定股票认购权计划，为家庭成员制定所有权继承计划。

- 协调所有权继承和你的财产规划，解决家族问题，防止未来任何的目标冲突或混乱。

- 监督，监督，再监督。

第六章 最大限度地提高每种模式的管理效能

在第一部分，你再次肯定了保留公司的决定——至少现在如此。在经营上你必须要做哪些工作才能使这个决定对你和公司起作用？关于业主兼管理者的著述连篇累牍。它们说你可以保留企业，但是你不能留下来。那未必正确。正视这一点：如果你不准备放弃，就不应该放弃。而且你也不必放弃。但是考虑提高公司的管理层以确保今后的成功是明智之举。

一个成功的企业必须有三个重要部分配合在一起使整个机构运作良好。首先：必须有具备实现目标能力的领导层，还有提高未来领导者的流程。第二，应该有奖励作出成效的管理者的报酬体系。第三，准备要结成团队工作的重要职员应该认识到团队的作用有多么成功。本章研究这三个重要的组成部分，并按照三种所有权模式进行讨论。

领导权移交事宜

关于你公司的领导权，你要从今天和明天两个时间范围去考虑。你应该开始立即改进哪些领导能力？你如何开始为未来领导者铺平道路并且预先为未来退休创造一个轻松的退出战略？立即开始处理以下事宜。

使管理层专业化

许多公司的成功是因为其创立者有企业家本色，敢于冒险，不断

“下注”，并最终取得成功——通常没有体制、系统或人员去管理一个日益发展和复杂的机构。今天的首席运营官或总经理在人力资源问题、系统、技术和规划上花费大量时间——而这并不是大多数企业家的专长。一些管理专家甚至提出，以下技能将成为未来最重要的能力：战略性思考、执行政策、组建团队和同盟以及创建进取的公司文化。许多把时间花在实干上面的企业家都觉得这些技能有些陌生，甚至有些令人厌烦。

即使是那些首席执行官们准备无限期掌权的业主兼管理者的公司，也需要从企业式的管理风格转向一种更为集中的、更训练有素的和更复杂的机构。今天的许多企业家，特别是那些发起网络公司（. com）运动的年轻人——有时在他们走出校园之前——依赖风险资本家投资，而后者只有在前者有一支经验丰富的管理团队的情况下才愿意支付数以百万的启动资金。

所以，如果你不擅长或者对处理公司规划和政策制定没有兴趣，而这又是你的不断发展、愈见复杂的公司所最需要的，那么明智的做法就是教导现有的并聘请新的能为你完成这些任务的管理者。

建立一个真正的而非“橡皮图章式”（例行公事）的董事会

董事会的职责在业主兼管理者模式中经常减少到最低程度——业主兼管理者不愿意从他人那里寻求建议（或听取建议）。业主兼管理者模式公司的董事会通常由自家人或者最有可能附和业主决策的人组成。

然而，业主兼投资者公司或混合式公司的董事会却经常在明确目标、代表业主利益中起着重要作用，而让管理层去处理日常业务。

领导层职责转换事例

下表中概括了一个努力从首席执行官转变为董事会主席的客户如何确定他新的职责——你能猜出他选择了哪种所有权模式吗？（答案在表后）

- 与首席执行官配合，为运营公司制定明确的远景规划：确定符合远景规划的短期和长期目标。

- 通过确定经彼此同意的短期和长期业绩目标来领导和激励首席执行官；定期监督进展；必要时参加高层团队会议，定期与首席执行官会晤讨论工作进度。与首席执行官一起，主导关于主要经营事宜的决策。

- 从宏观和微观角度审核、分析并批评年度商业计划。配合首席财务官（CFO）制定预算和资金开支，支持计划目标。帮助建立和维持与银行和其他金融机构的关系。定期检查计划目标的实施：必要时审核计划更改。

- 连同首席执行官一起，制定和维持支撑公司目标的薪酬政策，制定实际支付的目标四分位数，监测行业和同类公司的薪酬数据，组成并维持董事会工资委员会来审核并批准实际报酬，与首席执行官一起确定奖金目标。

- 制定企业成长的收购政策；配合经营目标、需要和资金状况，发起与收购政策一致的收购行动和相关融资活动；向董事会提交有关信息和情况介绍，协助后续的合并行动。

- 制定、实施并维持家族成员对运营公司所有权的管理政策，包括及时和准确地汇报财务状况，必要时在家族会议中做情况介绍，充当家族股东的意见调查员，在需要提供家族、董事会和公司管理层之间的一个联络点。帮助在家族问题与健全的企业决策之间寻找平衡点。

- 建立和维持我们所经营行业的环境审视，协助将这一信息融合进经营计划、与首席执行官的战略讨论、收购和资助计划，以及必要时向董事会和家族会议做的情况介绍之中。

- 为公司董事会吸收成员，其中有至少 3 名外部的非家族成员。与首席执行官一起审核战略需求以制定董事会成员的标准。招募未来的董事会成员并使他们适应公司目标。

- 配合首席执行官，在必要时与公司主管们接触以提供支持和

咨询意见，协助他们达成其经营计划目标。

你猜出这位新任董事长选择了业主兼投资者的公司模式了吗？

人才选拔

业主兼管理者倾向于从企业内部选拔人才，而业主兼投资者更愿意从企业外部招募人才。不管是从内部选拔还是从外部招募，所招的高级主管必须管理才能与领导艺术兼备。

另一种普遍现象是：业主选定了一位能干的管理者，善于经营企业，但后来发现他缺乏领导才能，无法凝聚员工，不善于激励他们努力工作，因而不能使公司的业绩达到新高。其解释可能管理者不愿意合乎业主的资本去冒险，而真实的原因是选错了负责人。这是当今业主兼管理者模式公司的普遍现象。在《转型的领导人》一书中，作者把转型一个公司所需的技能比做建筑师以现行的、甚至是过时的结构为基础，对其进行一定的改造和更新，以满足当今的需要。转型一个公司需要以新的构想和框架来考虑该公司的经营或发展战略、结构和人员。企业家能白手起家，而继承者只能以现状为基础。继承者想尽力改造或转型一个公司，但他可能不很了解公司的基础结构。而且由于现有雇员在房屋被改造时还要住在里面，这可能使变革变得更为复杂。业主兼投资者允许对企业进行深入的改造，而业主兼管理者认为重新粉刷一下就够了，甚至还要自己选定涂料的颜色。

1977年《哈佛商业评论》的一篇文章这样描述管理者与领导人之间的区别：“管理者侧重于维持公司平稳地运行，根据员工的职位评价人，处事公正、不讲人情，产生利益冲突时寻求双方均可接受的折中式解决方案，完全与公司融为一体；领导人则善于设计新方案，开发新领域，往往凭直觉感性评价人，出现机会和丰厚回报时敢于冒风险，善于描绘自己的观点以达到煽动他人的目的。”

换句话说，管理者侧重于利用现有资源，优化企业内部事务和结构；而领导者主要着重于制定企业构想，激发员工的潜能和投身于企业的精神。但两者之间又相互依赖：领导者需要管理者的支持，以实

施其方案；管理者必须信任领导者的构想并为之所激励。

有位首席执行官决定保持公司的私有性质，上任之初便开始考虑接班人问题。他自信地说：“肯定有人比我干得更好，所以我的目标是发现那些更合适的人，给其机会与鼓励，让他们领导公司，谋求更大的发展。”显然，该首席执行官试图建立业主兼投资者类型的公司。

你的公司内部可能有人具有潜在的领导才能，但没有得到施展的机会。你第一步要做的是明确需要什么样的人，并以此为基点评估内部的候选人，然后决定是否需要从企业外部招聘。

迈克·兹韦尔，一名首席执行官搜寻顾问，被问及为私营企业从外部招聘首席执行官的主要障碍是什么。读到这里，你可先自问一下，他的委托人是业主兼管理者还是业主兼投资者。他的回答如下：

有些委托人经常想寻找具备以下素质的总经理：

- 有好的战略思想；
- 能建立一个团队；
- 善于与人交流和沟通，能让人明白该怎么做；
- 既能立足于现实，又能挑战公司的目标；
- 有魄力，能下大决心。

我们在招聘过程中遇到的主要障碍是业主不愿将权力移交给新任首席执行官。或者是，业主口头答应交出权力，而实际上不是那么回事。另一个障碍发生在选拔过程。我们曾遇到一个客户，12年来他聘用了三位总裁。我们查看其选拔程序，发现没有哪一处符合分析法。这三位总裁的聘任都因为他们是搞化学的，对其任职期间的业绩没有一定的评估标准，即没有责任承担制。令人惊奇的是，在私营企业，对首席执行官的业绩经常没有具体的评估标准。

这不是一个钱的问题，而是企业创始人虽然知道如何创建一个公司，却不知道为机构的领导层建立好的运作模式。大部分创始人有好点子，也充满激情，但常常不是优秀的管理者。但由于有火一样的激情和强烈的进取心，他们往往能取得一定的发展。

一般来说，一个企业需要二至三名经理人员来取代创业者的职能。如果创始人是一名工程师，或许需要一名工程师和一名首席执行官来取代他；如果他的特长是销售，则需要一名懂销售的副总裁和一名首席执行官；如果他曾是一位产品开发者，则需要一名产品开发者和一名高级销售人员。

我们发现，资本参与在当今是理所当然的事，其形式有：股票优先认购权、股票增值权和虚拟股。员工的总收入分为以下几种形式：现金收入中工资占 70%、业绩奖金占 30%，还有其他一些非现金收入。现金收入之外还有随时间推移所产生的企业 5% 的产权（比如说，如果期限为 5 年，则每年付 1%）。

建立强有力的团队

克雷格·简·坎顿尼领导一个名为“顶级咨询集团”的战略计划公司。他说：“建立良好的团队能提高员工间的公开性、诚实性和信任度，从而更有效地完成团队的工作。它不是使员工彼此间的关系更融洽，也不是使他们更敏感，而是保证工作更顺利地完成。”

虽然坎顿尼承认员工间良好的交流、协作和人际关系（即“软件”）的重要性，但他认为它们对企业“硬件”的影响也仅仅是重要而已。与团队和企业的实际工作相脱离的团队建设只是治疗或个人发展的一种形式，但它与团队的发展和企业的经营无关。有人通过让管理者一起爬绳或爬杆的方式来建立有效的团队，但问题是企业团队的实际工作不是爬绳或爬杆。足球队是通过在足球场上的协作而不是通过打篮球来赢得“超级杯”。再说，企业团队是在办公室或工厂工作，而不是在科罗拉多山脉爬绳。

这是有些团队在爬绳时常常表现很好而在会议室表现很糟糕的原因。坎顿尼说，在高级管理者年度爬绳活动中，各参与成员彼此间可能表现得极为尊重、信任和支持，但在这种表象下隐藏着长期不和谐的人际关系和对企业发展方向的巨大分歧。这些问题的长期积累最终会使企业面临绝境。首席财务官在爬绳活动中是最无所顾虑的人员之

一，但最终他还是承认担心与首席执行官共同处理这些事务。对这个团队来说，爬绳活动成了演戏，成了避免实际问题影响团队工作的一种方式。

坎顿尼说：“强力领导人不怕失误，有勇气面对股东和员工们的反馈，有勇气通过外部援助来处理影响团队工作的复杂问题（特别是当问题出自他们自身时）。他们有信心在团队所属的办公室建立高效的团队，又有智慧把爬电线杆的活留给该做这件事的电话公司。”

以下是莱斯利·达舍举出的一个有效协作的实例：

汤姆和吉姆准备创建一个小型建筑公司并完全由两个人去打理：吉姆找了一块地皮，汤姆卖掉了房子，两人共同确定了所建房子的设计图。汤姆懂得盖房子，他监督盖房子的过程。经过多年的努力，他们成功地建立了一个公司，盖了数百幢房子。他们曾接到要他们卖掉公司的报价，但还是享受其创业过程。他们第一次遇到的麻烦出现在当他们雇用管理者管理公司的业务（财务、销售、采购等）时。他们在谁做什么决定的问题上产生了混乱。因此，管理者经常不得不在两位业主间走“之”字路线，从而浪费了大量的时间和精力。

随着时间的推移，问题变得越来越严重，以致他们不得不向外界请求帮助，看能否达成一致，以便给其他管理者统一的指导。但他们还是失败了，最终决定分手。他们曾考虑到卖掉公司，也有人愿意买。吉姆不再愿意冒风险，想洗手不干了。但汤姆喜欢“玩下去”，想继续经营这家公司。最后，他花钱兼并了吉姆的那部分资产。

接下来，汤姆请求他人帮助，建立了一个有效的领导集体，并授权该集体经营这个公司。他将其中的一名经理提升为总经理，他自己只保留总裁的职务。该领导集体对公司的发展作出了战略规划，并制定了一套方案以实现汤姆的构想。他们第一次实现了在单一领导下工作。在一段时间内，该集体工作得很好。但当他们打算将公司的规模和业绩进一步扩大时，再一次遇到了麻烦。他们已经将公司的规模扩大到了原来的两倍，并且是全方位的扩大，因此要对公司进行全面控制变得越来越困难。汤姆意识到，他正进入到前所未有的境地。于

是，他向一些朋友和在顾问理事会任职的顾问们寻求帮助。他们给他提供了一些有价值的建议。

这个公司的成功揭示了以下三个层面的团结协作至关重要：业主体、管理层和董事会层。成功协作的关键因素包括以下几个方面：

- 一致的构想和对未来承诺，这可增强各成员的投入度，有利于集中精力，公司的主要股东也会认为它是一个引人注目的构想；
- 真正意识到构想需要公司全部主要角色全身心地投入，即相互依赖；
- 信任和开放的气氛；
- 意识到自己能在所在的岗位上做一些有价值的工作，并能有所发展；
- 承认并接受不同的声音，允许他们为公司做贡献（鼓励创新和教导积极参与的气氛）；
- 有建设性地解决问题和处理矛盾的能力；
- 善于交流和沟通，内容主要包括：公司的结构、安全和技能。

一个集体有一个明确的任务或目的十分重要，这有利于集中各方面资源，确保该集体的工作内容明确。领导集体的目标如下：

- 根据任务报告书经营公司；
- 确保公司发展的连续性；
- 确保所有主要成员参与决策并积极发表见解；
- 确保公司上下良好的交流与沟通；
- 实施战略计划，确定公司的下一步发展方向；
- 制定本公司的规章制度，包括员工收入等。

制定目标和获得成功的措施将有助于明确集体怎样完成任务和阐述其主要行动。例如，领导集体可采取以下行动：

- 制定公司的战略目标；
- 分析公司壮大的和处于良好运作状态的几率；

- 制定新产品开发的指导方针；
- 制定公司流程改进系统的战略；
- 作出可从总体上影响公司的战略或运营决策。

明确集体对谁负责以及谁规定该集体的权限十分重要。例如，一位委托人有一个顶层集体，每周一举行例会。当他在城内时由他（董事长）主持会议；当他不在时，由公司的总裁主持。

40 年前，道格拉斯·麦格雷戈写了一本名为《企业中人的因素》的起分水岭作用的书。在这本有关早期管理的书中，他描述了高效工作团队的一些特征，那些特征在今天看来还是适用的：

- 气氛应倾向于随便、舒适和轻松，没有明显的紧张感。员工应能融入这种气氛并感到愉快。

- 讨论要切中主题且中肯，人人积极参与，遇有离题时有人及时拉回。

- 任务能得到理解和接受，各成员愿为实现目标贡献自己的力量。

- 各成员听得进他人的意见；欢迎新见解，但讨论时不能从一个话题跳跃至另一个无关的话题；成员提出创新性思想时不必担心受非议，即使看起来有些极端。

- 存在分歧。有效的团队不担心出现冲突，不从表面上故意掩盖冲突；不压制不同意见，而是以一定的行动来检验其正确与否。团队力求说服持不同意见者，但不是去压制他们。也不存在“少数人专制”的现象。持不同意见者不会竭力控制整个集体，也不会表现出敌意。当不能达成一致而又必须尽快采取行动时，先采取行动，但不同的意见可保留并在事后重新予以考虑。

- 大多数决定源于大家的一致意见，即每一个人基本上同意。有不同意见者不会将自己的观点埋在心里，隐藏起来，让表面的一致掩盖实际的分歧。很少进行正式的表决。

- 批评是频繁的、坦率的、让人乐于接受的。几乎不存在公开

或私下的个人攻击现象。批评是有建设性的，旨在消除集体面临的障碍，以免影响工作。

- 不必谨言慎行，有什么话和事不必掖着藏着，讨论中每个人都知道他人对某一问题的看法和态度。

- 采取行动时，分工清楚明了且人人能接受。

- 集体的领头人既不会控制整个集体，集体也不会无条件地服从于领头人。根据情况的需要，领导者会不时地调整。不同知识和经验的成员都是集体的资源，可相互利用，共同为集体服务。几乎不存在权力斗争现象，权力的实质不是由谁来控制，而是如何使用权力将工作做好。

- 集体清楚自己的运作情况，必要时回头审视如何运作得更好，运行过程中是否有何障碍。不管有什么问题，都公开讨论，直至找到解决办法。

如果团队领导人觉得有必要组织一些团队建设活动，他可考虑请求外界的帮助。以下是克雷格·坎东尼提供的选择一位团队建设顾问的指导原则。所选的顾问应具备如下素质和能力：

- 坚持先进行调查研究，后举行团队建设大会，调研包括会见团队所有成员，明确妨碍团队工作效能的缘由。

- 坚信单靠爬绳之类的活动不能建立一支有效的团队。

- 询问团队问题正如何影响公司的运行。

- 知道如何将开团队建设大会与团队所面临的任务联系起来。特别是这项任务是一个计划会议，会议上团队必须就公司的目标和资源问题作出重大决策。

- 进行初步的团队建设后，训练团队进行自我建设，以取消顾问的职位。

未来

对大多数私营公司而言，领导艺术是继承者必须拥有的最重要的

素质之一。然而，许多业主不能也不愿意发展公司其他人员的领导才能。所以，当到了选择继承人时，会惊讶于没有合适的人选。如果没有经验丰富的领导人来掌管，业主极有可能只好卖掉公司。或者，他会超出常规，继续呆在领导的位置上，还美其名曰“我正等待新领导人的出现”，好像领导人就躲在车间的某个地方伺机而出。以下是业主必须面对的一些典型的移交事务，以及与不同的所有权模式相对应的解决办法。

制定退出战略计划

业主兼管理者最不愿意看到公司中的一些问题要考虑通过转移部分控制职权给他人来解决。换句话说，他们自己就是问题的所在。他们习惯于事必躬亲，没有意识到在他们周围有许多精力、知识和技能很强的人。这些人正等待机会满足公司的需求并实施一些重大变革，以保持公司的竞争力。对业主兼投资者模式的企业来说，业主会主动从外部招聘这样的人才，以便为企业创造更好的业绩。一些业主宁可卖掉他们的公司，也不愿迎接新的挑战。在许多第二次世界大战后的企业主还不愿退出历史舞台的同时，当今的互联网企业主已将其退出战略（将企业转型为公有性质或花一年左右的时间将企业卖给更大的公司）写进了初始的企业计划。

制定了首席执行官的退出政策需要对首席执行官的业绩进行不断的评估，并且从定义上还包括制定继承计划。如果首席执行官的工作有一个时间界限或者首席执行官不能超过某个年龄（如 70 岁），那么在首席执行官移交权力和退休前三至五年便可着手培训继承者。尽管大部分业主/企业家不愿意通过外部机构来评估他们作为首席执行官的工作业绩，但当首席执行官是别人而不是他们自己时，他们总体上还是认可这种评估程序的。因此，为了避免企业家的这种心理陷阱，要尽可能将投资者与业主兼管理者的角色区分开来。作为公司的一名投资者或董事会主席，你应该让最合适的人领导公司。退出政策是向股东保证经常有新领导人为企业注入新活力的一种方式。另外，让外界评

估个人的业绩能提供一个公正的尺度,比较你与他人经营企业的效果。

继承规划

企业的怪圈之一是认为选择继承人完全是现任首席执行官的职责。这种看法正在改变。当今,公众性公司中这项职责由董事会承担;对私营公司来说,也应由公司的董事会承担,包括物色最佳内部人选和雇用搜寻公司比较内外部人选。

1999年的《哈佛商业评论》中有一篇文章也阐述了这种观点。文章说:“董事会的主要职能之一是协助实施继承计划过程。”文章认为该过程的主要任务如下:第一,董事会应迟早确定潜在的继承人,定期审核其工作表现;第二,董事会应当把继承计划作为公司总体管理发展计划的一部分;第三,在董事会与继承候选人之间建立一种定期、直接的联系;第四,董事会成员应在首席执行官缺席的情况下讨论继承计划。

董事会还可以以下一些方式参与继承计划过程。董事会与首席执行官应评审谁将在危机时期接管公司,评审当公司的发展战略改变或转移时的人选,每年至少评审一次。董事会应确定几位首席执行官候选人,告诉他们公司面临的挑战、公司的计划和发展战略,鼓励他们接受外部董事会的任命以及与贷方、卖方和主要客户接触。

如果你认为你的董事会不能胜任这些工作,或许应该重新组建董事会,使它具备帮助你处理此过程所需的能力。

同时,首席执行官还应孕育一种继承文化,给有潜力的高级管理者必要的工作机会,以扩展其各方面的技能。

评估潜在的领导人

实施领导人教导计划还应包括制定一套评估其效果的方法。什么样的继承才算成功?继承人应具备哪些新技能?他们如何表现其新能力?是通过外部顾问、董事会成员还是公司的顾问来衡量继承的成功与否?另外,评估首席执行官候选人前应先确定一个时间框架和相互一致的目的。

开始可提出如下一些问题：

- 企业内部是否有潜在的继承人？如果有，列出其优缺点。
- 你是否愿意制定一个教导计划？如愿意，概述计划的目标。
- 潜在的候选人能激励他人努力工作吗？
- 候选人了解公司的运营方式和历史吗？他或她经历过公司的

困难时期吗？

- 你怎样确定候选人已做好了承担更多更大职责的准备？
- 候选人怎样应对公司正面临的三大挑战？
- 公司的其他人员怎样看待候选人？
- 你的三个最大的客户怎样看待候选人？

评估潜在的候选人时，可进行如下试验：

为潜在的继承人布置一项计划，将他们召集在一起，处理这项任务。让他们自己解决其领导事务，如由谁布置群体的工作。为计划的完成设置一个最后期限，给他们一笔必要的研究经费，必要时允许他们请求外部支援（包括公司的内部人员）。坚持其工作陈述必须正式，用书面报告或演示文稿的形式展现给你或董事会，包括财务计划以及对公司的影响。向他们提出尖刻的问题，要求他们提交行动建议，必要时令其负责实施。

教 导

教导可追溯到古希腊的经典剧《奥德赛》。剧中当奥德赛参加特洛伊战争时，他将儿子交予门特哺养，门特的工作不仅是将奥德赛的儿子哺养成人，更重要的是教导他承担生活中应该承担的责任。继承计划的执行过程中，教导人是机构中的高级人士，主要任务是帮助受教导者发展技能。教导人员是受教导者的职业顾问、朋友和辅导者，负责将受教导者教导成一位领导者。教导者与受教导者间的关系似乎是在教导与受教导者彼此都同意合作，而不是拉郎配的时候能搞得最好。教导者是受教导者的咨询顾问，可以对受训者的设想提出质疑，鼓励受训者的创新性思维。教导者也是受教导者的拉拉队队长，为年

轻的受教导者提供一些向公司中著名的、经验丰富的人士学习的机会。教导者也参与公司的事务，但不是作为受教导者的直接监督人。教导者也应考虑公司将来的需要，确定受教导者成功所需的知识、技能、背景和经验。在需要其他的管理技能时，教导者将指导受教导者制定战略规划、解决问题、建设团队和交流沟通的能力。

一位继承人的教导人是公司的一名高级管理者，该继承人在描述他与教导者的关系时说：“他为我创造成功的机会，让我掌管开发部，并询问我怎样经营它。他给我人事权，并说‘看看结果怎么样’。他一直给我营造宽松的环境并不断鼓励我。他参与我的工作，不时地表示赞许，我每走出一歩他都予以鼓励。在我经营的那一段时间内开发部的销售额从0美元增加至5000万美元。我坚信如果其中我犯了什么错误，他肯定会插手帮助，我从未感受到他有丝毫的专横。但在我需要他时我能真切地感受到他的存在。他就是棒球联赛场骄傲的父亲，我每打出一个本垒打他都欢呼雀跃，甚至比他自己打出本垒打还自豪。”

伊凡·兰斯伯格建议，较大型公司实施教导计划时，通常应有一个正规的、循序渐进的过程来教导继承者的管理才能和领导艺术。对较小型公司来说，他认为这个过程可适当随便些，将更加基于业主的本能和直觉。但不管在何种情况下，教导计划都应适合于本公司。兰斯伯格还说：“跟训练不一样，教导不仅是教会受教导者特定的技能，还要让他更清楚、更全面地了解整个公司及其竞争环境。它侧重于慢慢铸就管理他人和制定公司构想的成熟性，而这种成熟性是最终拥有和领导一个公司的领导者必备的素质。这个过程还包括受教导者通过考核，获取领导权。”

按X世代的方式行事

上一代首席执行官要做好新一代执行官会以各自不同的方式行事的思想准备。有一位继承者是毕业于某著名商学院的工商管理硕士，他这样描述他作为公司总裁在如何经营公司上与前任的主要区别：

我在商业学院的训练课程教我首先收集大量的信息并加以提炼，然后集体决定怎样处理这些信息。于是，我尽可能地收集并加工信息，使用计算机管理公司，充分开发和利用先进技术，引入预算、战略规划概念，优化初始方案。我喜欢将计划写在纸上，并以图表的形式说明我们将如何实施。我们现在还举行一些有建设性的讨论。过去，如果工程主管需要花钱研发一种新机器，没有人会提出质疑。但现在，我们要求了解工程师的工程设想，想看看数据并加以推敲，相互借鉴，最终再形成一致的行动方案。这是一种文化的变化，因为工程人员认为这是我们对他们的不信任。我告诉他们，这不是信任不信任的问题，我们只是需要理解你们的设想。

我认为我们这一代人能更好地将量化分析和规划应用到公司管理中。我们也不担心建设性的讨论，所以上一任也逐渐习惯于做决定时没必要百分之百地达成一致。可能是我们已经了解到有些情况下卖方会利用我们“老好人”的形象做有损于我们利益的事，我们倾向于对与卖方的现行关系稍微持一点怀疑态度。只要卖方一直保持较强的竞争力和面向于提供好的服务，我愿意保持百分之百的信任，但如果还有其他公司真的有更好的产品的话，我们也会转向于他们。我们有一套正规化的业绩评审程序和工资与报酬结构，以更好地保持连续性和公平性。由于工资和福利结构的连续性和可解释性，我们一点也不会因工资和福利的非公开性而困扰。我们的经营理念更加市场化和技术化。我们在许多方面也保持着相似性，保持着以前的公司文化，如对人格的尊重、回报社会和员工以及保持高度的公正。

工作间的价值观也正在发生变化。以下价值观在 1968 年和 1981 年最受推崇：

- 诚实
- 有抱负
- 有责任心

- 宽仁
- 心胸开阔
- 有勇气

而到 90 年代中期，最重要、最核心的价值观已转变为：

- 正直、公平
- 有竞争力，能力强
- 有协作精神
- 善于交流
- 个人成长
- 创造性、挑战性
- 自由与自主

有一位客户通过以下评论重申了工作间价值观的改变：“加里 1993 年进公司时引入了基于团队的管理原则，使工厂的工人以团队的形式工作，从而减少了管理层的监督，增加了工人的自主权。它曾是一种成功的措施，无疑加强了各层级内部间及上下级间的交流与沟通。”

将来的领导者需要理解、尊重和尽力实施创业者的构想，以保持公司的传统文化。如果创业者没有什么构想或蓝图，后任领导者则有两项重要任务：一是在尊重公司历史的基础上制定未来构想；二是激励重要人员为实现这些目标而努力。后来领导人面临的挑战之一使持各种不同意见的群体达成一致，包括不积极参与公司事务的股东。因此，交流与沟通能力以及将不同的利益集团团结在一起以实现共同目标的能力，对下一代领导者至关重要，必须掌握。

业主兼管理者倾向于从公司内部教导下一代领导人。此过程中要注意以下关键性的几点：

- 明确需要选出什么样的候选人。
- 制定一个详尽的工作描述，包括报告的职责、可衡量且可实现的目标和取得成功后经济上的回报。
- 明确权力范围和限制，以便你不会猜疑、削弱甚至否定所取

得的成果。

保留企业的风格

传统公司以及传统和高科技结合的公司的新一代领导人所面临的障碍之一是，在将现行庞大、低效的官僚机构改造成简洁、高效组织的同时，还要保持企业原有的风格。简洁、高效并不意味着裁员，而是意味着更高效地思考问题和制定计划，意味着加强人员间的交流与合作。企业新老领导层的交替过程中存在着内在的冲突，企业主的职责是改变企业的发展方向，为公司带来新的机遇。

对创业者来说，每一个问题便是一次机会；对职业经理人来说，每一次机会感觉像是一个问题。当今成功的领导者必须在企业主风格和职业管理风格间取得平衡。

放手退出

在业主兼管理者模式的私营公司，首席执行官往往不愿自动下台，即使他们早已过了其巅峰创业期，甚至已经年迈。在公众性公司，首席执行官的任期一般为5年左右；而根据1995年阿瑟·安达信公司对家族公司的调查，私有公司首席执行官的任期平均为21年。公众性公司的任期缩短是公司股东对老板的业绩要求过高的结果。业主兼管理者模式企业的优势之一便是没有人迫使你从首席执行官的位置上下台。自相矛盾的是不愿下台的业主兼管理者往往最终不得不卖掉公司，因为他的管理范围和力度根本跟不上公司的发展。恰恰相反，愿意退居二线的业主兼管理者常常能保留住公司。

许多企业主在教导合格继承人过程中最大的敌人是他们自己。许多企业主听不进他人的建议，不愿意与他人合作，不愿承认自己的弱点。但吉布·戴尔在《家族公司文化演变》一书中说，对公司保持控制的主要措施之一是教导基于信任的积极参与文化，然后授权于非家族高级管理者。戴尔对有超凡魅力的创业者进行了研究，发现成功的企业家的优点都广为人知——创建一个成功的企业要求他有非凡的才能。但这对企业的继承问题又带来了负面影响：企业主不信任其他

掌权人，言行隐秘，具有控制欲，不愿授权于他人，视权力如生命。

对大多数企业家来说，退出问题是成功地培养继承人和将权力移交于他人的最大障碍。有一位客户，其父亲是位有远见的企业家，成功地将公司的销售额从 1000 万美元扩展到 5 亿美元。他说，他遇到的最困难的问题是让其父亲退出公司。他说：“父亲是一名工程师，具有强烈的控制欲，对别人作出的大部分决定总表示猜疑。为了公司的生存和发展，我们必须接管公司的管理权，这意味着父亲必须退出，但他必须有些事情做。父亲善于创造和建设，所以当他着手建立一个历史村落作为自然博物馆时，他投入了全部的精力，最后终于脱离了公司。幸亏我们能拿出钱来让他建设自然历史博物馆，以填补他的生活真空。”

另一个客户想让他儿子和女婿接管他创建的大而成功的电子承包公司。但是他移交给他们的只是业主身份，而不是权力。两年后，他承认，他在移交问题上陷入了困境。同时，他的儿子和女婿也感到很苦恼，因为他们不能实施公司所急需的改革。最后，那位客户让儿子和女婿买下了控制公司所需的股份，他们改变了公司的奖金结构，重组了财务和合同部门。不像该委托人担心的那样，公司没有滑坡，他意识到这两位新业主具备了经营整个公司的能力。

在私营公司中不断兴起的新的领导风格崇尚合作、协同、公司的扁平化、共同负责、权力下放，最重要的是理解和接受变化。一个收购商收购了 20 个公司，他描述其收购活动时说：“当一个家族/买方将其权力委托给他人时，收购便有利可图。绝大多数时候，业主以家长的方式行事，他人不负任何责任，依赖业主做出所有的决定。收购一个公司后，如果该公司没有一个高水平的责任制，我们便建立一个。我们要求员工各自处理自己的事务，学会思考和计划。业主如果不能让其员工学会承担部分职责，其结果是极可能要卖掉自己的公司。那是我们寻找的特征之一。”

作为业主与经理所面临的挑战是你是否愿意或者有精力协助将来的管理人员和领导人以团队形式行事，学会协作与合作，接受一定的

权力并负一定的责任。如果你没有这个精力或不愿意管理这个过程，可能意味着你应将公司转型为业主兼投资者公司，选择一位首席执行官来实施这个过程。

解雇你自己

但是一旦一个公司转型为业主兼投资者公司或混合模式，这意味着首席执行官要辞去其职务，开设一个主席办公室，成为主席。你的职责是聘请一名新首席执行官为其制定明确的目标，处罚其不称职行为，以及制定一套离职规则。

有人认为首席执行官的理想任期是 10 年，过了那段时期后，他们便开始跟不上时代了。而新的首席执行官刚上任时可能会实施一套适合他们自己的风格和背景的成功战略。随着时间的推移，他们又会固定于曾经使他们成功的思维和方式，而拒绝接受新的变革。如果你的首席执行官呈现如下迹象，则表示他可能有些不入时了：

- 首席执行官不改变公司的产品投资组合、客户源和关键人员。
- 首席执行官对组织方面的事务逐渐失去兴趣。
- 公司开始积累过多的现金，而高级管理人员没有投资的新思路。

如果你表现出以上某项特征，可能是他人接替你的首席执行官位置的时候了。如果你能成功地选定一位新的优秀首席执行官，则意味着公司还值得较长时期内保留下去。

家族成员作为继承者时应避免的错误

有时家族成员可能会作为新任首席执行官的候选人，或招聘进公司。由于家族动态关系，与家族成员共事具有额外的复杂性。试图让家族成员作为继承人的公司肯定存在尖锐的矛盾冲突，这是众所周知的。的确，权威性的调查统计显示，70% 的公司不能过渡到第二代。另一方面，公司业主如能成功地培养一个家族成员作为首席执行官或首席运营官，他肯定完成了大部分业主所不能完成的事：永久保持公司的私营性质，为家族成员创造了一笔遗产。

一些错误开始于某些家族成员如何被招聘进公司工作。一些企业主在将家族成员卷入公司事务时经常犯如下错误：

错误之一。对所有愿意在本公司工作的家族成员采取门户开放政策，也就是说，任何家族成员只要愿意在本公司工作便能如愿以偿。

招聘家族成员时不妨制定以下家族成员聘用政策：只有在位置有空缺，且所聘用的家族成员能胜任这项工作（包括受过良好的教育和有一定的工作经验）时，才能进入本公司。典型的家族成员聘用政策见“保留部分的附录”

错误之二。付给家族成员相同的工资/奖金，而不管其担任的职位和工作经验的不同。一视同仁在家族中可以实行，而在公司这样会产生矛盾冲突。或者将公司的资源用于家族需要，主要表现为雇用孩子且超额付酬，以及按需供给，使他们过上优裕的生活。

不妨试试这样做：制定一套按劳而非按需的付酬政策，根据成员工作性质和工作量的不同付给不同的报酬。如果这项政策受到怀疑，可雇用一名报酬顾问，帮助你确定每项工作的报酬幅度。另外，可提供一些与工作相关的额外收入和其他福利；必要时重新审核你的福利计划；可考虑实施基于业绩的报酬计划。

错误之三。领导层由创立者来安排，立长子为太子，而不管其才能如何，从而导致家庭同胞间的矛盾冲突。或者把在公司的资历作为潜在继承人的重要条件之一，甚至比外部的工作经验和对工作的胜任程度更重要。

不妨可这样做：为家族和非家族成员制定一项领导人发展计划；利用当地院校/大学或商会提供的领导人训练计划，训练领导候选人；制定一项培养计划，并在计划中确定对候选人业绩的期望值；请董事会对候选人进行评估并推荐最合适的首席执行官人选。

另一方面，不管是业主兼经理还是业主兼投资者型公司，都有成功招聘过家族成员的先例。那些公司在对待家族成员上具有如下特征：

- 家族成员的报酬基于市场价格、所承担的职责和个人业绩。

- 不任人唯亲，也就是说，领导地位要靠实力争取。
- 公司资源只为公司所用，不作为家庭的额外收入。
- 对打算进入本公司的家庭成员说来外部经验十分重要。
- 在企业主的家庭利益与公司利益间划有清楚的界线。
- 外界对董事会具有强大的影响。

尝试合作领导

一些公司正采用合作领导机制，这种机制中权力不是集中于某一个人或是处于楼角的那间大办公室。在《合作的领导者》一书中，大卫·希南与沃伦·本尼斯认为：“在相互依赖性日益增强和技术飞速发展的世界，即使是最伟大的人也不能单独完成某项工作。我们需要重新思考最基本的领导概念。”

有了两个或多个领导者，权力便得到了分散，从而创造出一种大卫·希南与沃伦·本尼斯称之为“多星星座”的体制。在此体制中，多位领导人具有共同的价值观和抱负，齐心协力朝共同的目标努力。你认为这是业主兼经理还是业主兼投资者型公司呢？

阿瑟·安达信和马斯联合实施的 1997 年美国家族公司调查显示，12% 的公司已经采用两个或多个首席执行官制，42% 的公司认为将来极有可能实行多首席执行官制。

实施协同领导制需要考虑一些前提条件吗？一位委托人这样描述公司协同领导实践中的重要条件：“我们要致力于共同的目标和相互尊重，这一点至关重要。我们的风格不同，但我们并不是要征服对方，压倒对方。我们在公司中扮演不同的角色，而不是彼此重叠，我们有各自的权力和职责。企业运营中有足够的空间让我们进行这项试验。我们决策的核心是公司的利益，这一点十分重要。我们的争论发生在公司的竞争力和全球进口方面，而不是彼此针对个人。”

酬劳问题

绝大多数企业主把付给员工和高级管理人员的工资当作一种开

销而不是投资。其结果是，典型的报酬哲学是付给高级管理人员的工资水平位于该行业四个档次中的第二档次。决定保留公司的业主应考虑这样一个重要问题，即付给多少工资才能吸引最优秀的人员来公司工作并激发其创造力，以便为公司创造更多的产值、更好的效益。

随着公司从创业、快速壮大到最后走向成熟，高级管理人员的酬劳问题日趋突出。尽管核心管理层过去一直控制公司的运营，但当今公司需要新的训练有素、经验丰富的高级管理人员来实现公司的发展、壮大并达到新高。这要求公司必须与其他成功的公司（公有或私有）竞争有价值的资源。

有些公司会通过付给员工相对较高的基本工资但较低的奖励机会与公众性公司竞争，而另外一些公司会提供更多的奖励机会，如果其业绩骄人的话实际报酬会超过市场标准。付给较高基本工资的缺点是会使公司现金紧张，而通过实施奖励计划可以延期发放报酬中的奖金部分，用公司的普通股来替代现金。

私有公司面临的困难之一是难以制定长期奖励计划来作为总酬劳计划的一部分。私营公司一般不像公众性公司一样采用认股权或受限股计划，因为私有企业股票的市场价难以评定。因此，私有企业都采用业绩奖励计划、虚拟股和股票增值权代替认股权计划。尽管私有企业的奖励计划能与公众性公司的工资计划媲美，但它们也有自己的缺陷，如确定股票的价值问题、企业主不愿与他人共享企业的所有权问题等等。

许多研究揭示了与公众性公司相比私有公司是如何实施奖励计划的。1997年毕马威（KPMG）的研究显示，在短期奖励（年度奖励）目标领域，私有与公众性公司为高级管理人员设置的目标相当。例如，两类企业为首席执行官设置的奖金目标占基本工资的60%~70%，为首席财务官设置的目标占基本工资的50%~55%。然而，在长期奖金方面，私有公司为高级人员设置的奖金要比公众性公司低得多。1998年，M财团和阿瑟·安达信的报告显示，公众性公司的首席

执行官的现金总收入比私有公司多出 30%。私有公司首席执行官的基本工资是同类规模公众性公司的 76%，奖金是公众性公司的 63%。

而且，私有公司对长期奖励计划的资格要求更为严格。私有公司享受长期奖金的人员涉及面不如公众性公司广，它只涉及高级管理人员，而公众性公司还包括低层管理人员和普通员工。

企业主实施奖励计划时所面临的困难是，如何通过其他方式使高级管理人员从感情上认为自己是企业的股东，而不必实际发行股票。企业主必须考虑恰当地给股票定价，并随时予以调整。以付酬为目的的股票定价可能会与以资产评估为目的的企业定价相矛盾。对前者业主倾向于定最高价，而对后者希望定最低价。

而且，由于私有公司的股票不上市，公司最终还得以现金方式兑换高级管理人员持有的股份，这会产生大量的现金需求。有些公司选择以非正式的方式为这笔将来的债务提供资金，而另外一些公司选择“即走即给”的形式，用未来的利润来为高级管理人员的福利提供资金。

制定市场原则

找出几家有骄人业绩的公众性公司有代表性的报告，阅读高级管理人员的报酬原则部分。尽管不同的公司能以各自的方式独立处理各自有关高级管理人员报酬的事务，但证券交易委员会要求公司发布这样一个声明。事实上，许多公司希望有各自的特色。一家极为成功的硅谷公司通知其读者，公司首席执行官的基本工资位于同行业第 25 个最低的百分位。公司提及该公司在本行业中所处的位置是很正常的现象。当然，私有公司没有这样的必要，但用这样的方式定义你的市场和决定你在市场中所处的位置，是制定一套有序的解决方案以作出报酬决定的开端。

你能在网上（网址为：www.freedgar.com）找到有关公共公司高级管理人员报酬原则和细节的阐述实例。以下是加利福尼亚州一家电子公司的原则。

报酬原则示例

加利福尼亚州埃尔塞刚多贝尔工业有限公司

公司的报酬原则是基于这样一个理念，即公司的成功是全体员工为实现公司的一致目标共同努力的结果。其高级管理人员的报酬计划由基本工资、年度奖金分红（现金）和以认股权形式体现的长期奖金组成。委员会打算列出基本工资层次，以便与同行的电子与工业分发公司的工资做比较。根据 1996 年 12 月的调查，委员会认为公司付给公司高级管理人员的报酬在同行中处于中等水平。决定工资水平时，委员会也会考虑到个人的经验和工作能力、以前的工资水平和公司的特定事务。

如果你的私有公司的规模不够大或不够完善，确定你公司的工资水平时，不必只参考公众性公司的报酬层次，还应该看看其他公司的数据，包括请一位报酬顾问进行一次工资水平调查。如果你是足够的幸运，属于一个先进的商会，该商会就是最好的数据源。大部分商会将在某个时候调查所辖成员的报酬事务，但那些调查的质量有很大的差别。

或者，你可以委托进行一次专门的调查。你可决定调查团的成员和调查的内容。由于保密是一个重要因素，你将需要一名第三方顾问协助数据的设计、收集和分析。不要忽视下面这一点，也就是参加人员希望得到分析结果的一个副本。毕竟，他们参与调查并不是出自继承的原因。

如果有足够的兴趣且你与其他参与者发现调查结果很有价值，你可以与所有感兴趣的人继续调查几年，并共同承担成本。

我们假设你现在已摸清了市场行情并明确了你的竞争位置。下一步是确定你希望处在哪个层次。不同报酬形式的层次可能会各不相同。你能从代表性的阐述中得到一些启发。如上所述，一个著名的高

科技公司为首席执行官设定的基本工资是同类公司四个层次中的第一个层次。这意味着同行业 75% 的首席执行官的基本工资等于或高于这家高科技公司的首席执行官。这是公司的策略。公司代表接着说,如果首席执行官的业绩突出,他的全部现金收入便会跃居第三个层次。由于长期奖金会使首席执行官的收入上一个档次,现在该公司首席执行官获得的报酬比上述例子中同行业 75% 的首席执行官高。

然后,你可实施下一步行动。选定重要员工并询问他们怎样看待现有的报酬,这一点十分重要。怎样更合适?他们想做哪些改进?如果有机会,他们是否对购买公司的股票有兴趣?记得要考虑他们的环境。对一个只有 1000 万美元资产、4 个主要员工的公司来说,做这样的投资是不可行的。这 4 个人的年薪可能只有 40000 ~ 50000 美元,而且他们家族会日益壮大,又基本上没有其他可以支配的收入,因而不大可能再有兴趣购买股票。在与他们的交谈中你能了解这些方面的情况。除了一些信息外,你也可以得到有关员工关系的信息,或许还会发现他们愿意出钱参与即将产生的计划。如果你雇用了一名报酬顾问,他会强调交谈应秘密进行,且业主只需总体了解受调查者对所获报酬的看法。

报酬职业人员主要检查基本工资、分红和上一个财年的长期奖金。制定你的报酬计划或雇用一名报酬职业人员大体确定首席执行官报酬的市场标准。这个标准包括基本工资、红利和长期奖金。如果本公司的酬劳低于目标市场标准,则表示付给高级管理人员的薪水不够。反之,如果高于目标市场标准,则表示付给高级管理人员的薪水过高。恰当薪水的主要调节杠杆是长期奖金。

通过采用一定的工资结构,决定基本工资与奖金间的关系。确定每一位置的目标,并以各种类型的奖金计划分解目标。实施多种计划的最终目的是使员工集中精力、共同努力使企业获得成功。许多公司将其支出严格建立在财务成功的基础上,但有些企业将其支出建立于财务收入和难以衡量的单个目标的实现这两项基础上。

计划经常以三年、四年或五年为一个期限。第一个期限完成,则为年度支付奠定了基础。如果年度计划因销售额增长而奖励员工,则

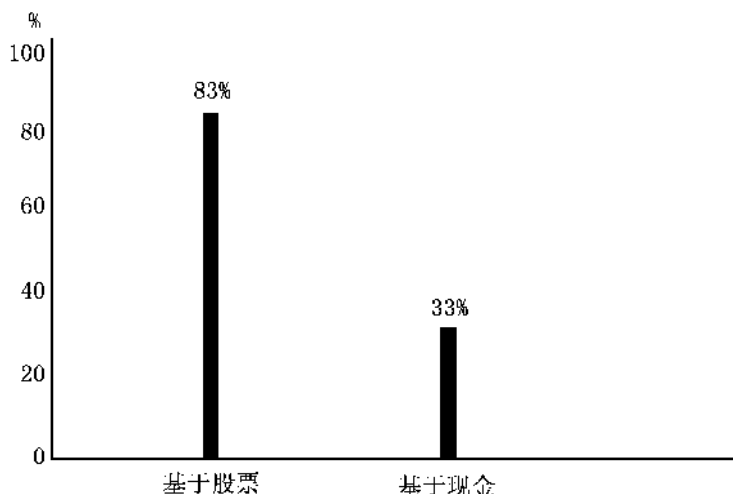
多年计划也可能会因资产、资本或股票上的收益而对员工进行奖励。

长期奖金计划

如果公司实现了远期目标或股票增值，长期奖励计划可为高级管理人员提供获取资产净值的机会。随着公司业绩的增长，通过给高级管理人员提供充当业主身份或增加收入的机会，可激励公司员工努力实现公司的长远目标。另外，股东与高级管理人员的目的也会一致。

由 M 财团提供的 1998 年私有公司员工报酬调查显示，接受调查的 210 家公司中有 37% 制定了长期奖励计划。对大多数公司来说，长期奖励的享受人仅限于高级管理人员（占 51%）和执行/中级管理层（占 32%）。41% 的公司的长期奖励计划仅限于非家族员工，3% 仅限于家族员工。如图 6.1 所示，奖励享受人员更喜欢基于股票的长期奖励计划（占 83%），而倾向基于现金的奖励计划的只占 33%。半数以上实行基于股票奖励计划的公司使用实际股份。

图 6.1 公司提供的基于股票和基于现金的
长期奖金计划的普及程度



总回应率超过100%，因为一些公司提供了多种类型的奖励计划
M财团提供的1998年私有公司员工报酬的调查报告

基于股票的奖励计划在 C 类公司中比在 S 类公司中更普遍。这并不奇怪，因为 S 类公司必须限制和监控参与该计划的股东人数（不超过 75 人），必须避免产生二类股和失去 S 公司地位的风险。

根据私有公司员工报酬的调查报告，认股权计划是最受欢迎的长期奖励计划，其次是基于业绩的现金计划。实施长期奖励计划的变量之一是，是每年发放奖金（多数情况下根据每年的股票价格发放）还是到一定期限后一次性发放奖金。另一种选择是给参加者发放福利（定期、一次性或到一定年龄时发放）。

认股权

认股权计划是为了在达到授权计划的要求之后给高级管理人员在一定时期内以一定的价格购买一定数量股份的机会。比如说，高级管理人员被给予在 5 年内的任何时候以每股 1 美元的现行股价购买 1000 股本公司股票的权利。如果股价在第五年涨至每股 5 美元，高级管理人员也可用 1000 美元购买 1000 股股票，尽管这时 1000 股的实际价值已达 5000 美元。高级管理人员在第五年底以 1000 美元购买了 1000 股后，可一直拥有这 1000 股股票，直至退休。根据预先制定的收购计划，退休时（或终止聘任时），他可将这 1000 股股票以现行价格卖给公司，但必须交纳股票增值税。

如图 6.2 所示，认股权这种最普遍的长期奖励形式是无附加条件的。这意味着股东的股票收益像普通收入一样交税。奖金性质的认股权在交税方面有优惠，但必须符合享受优惠的条件。通过以下地址，你可找到有关认股权的大量信息。

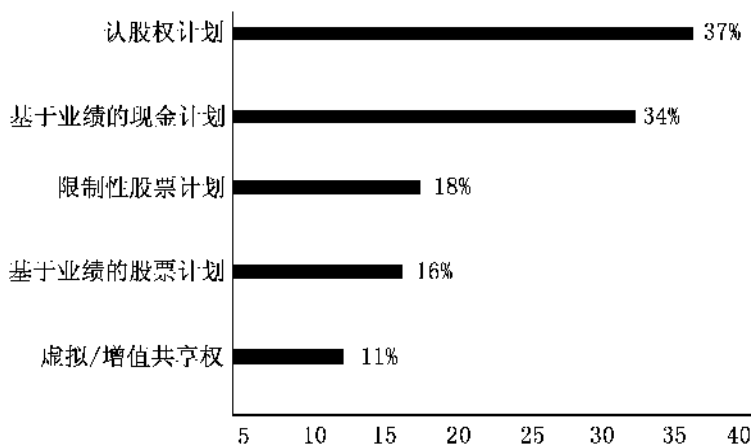
加利福尼亚州奥克兰市，富兰克林 1736 街第 8 层，国家员工所有中心，

邮编：94621

电话：94621 510 - 272 - 946 传真：510 - 272 - 9510

网址：www.nceo.org

图 6.2 各种长期奖励计划的普及程度



回应率超过 100%，因为一些公司提供了多种类型的资金计划

* 根据提供长期奖励计划的公司提供的数据

M 财团提供的 1998 年私有公司员工报酬的调查报告

华盛顿特区 2121 K 街，NW，Suite 600 员工福利研究协会

邮编：20037 - 1896

电话：20037 - 1896 202 - 659 - 0670

传真：202 - 775 - 6312

网址：www.ebri.org

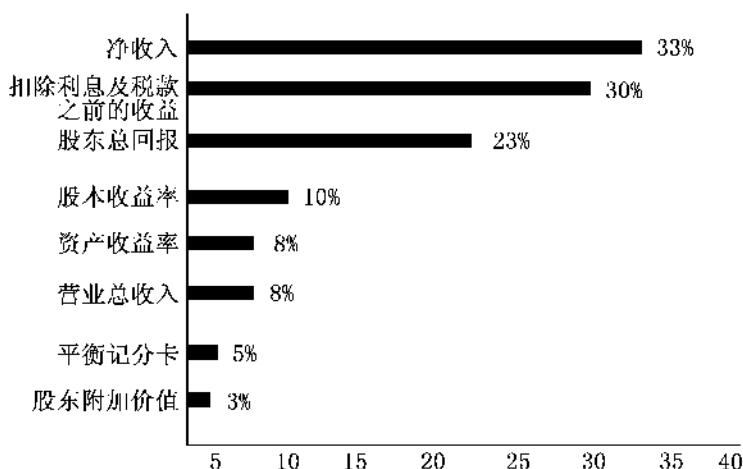
限制性股票

如果不能满足限制性计划中的限制条件，授予员工的限制性股票将失效。典型的限制条件是高级管理人员必须干满一定的期限，比如说 5 年，或者是基于公司的业绩。一旦条件满足，高级管理人员便可获得一定的股份。接受私营企业员工报酬调查的公司中仅有 18% 制定了限制性股票计划。

基于业绩的现金/股票计划

基于业绩的计划常常称为业绩单位计划。高级管理人员根据一定期限内所达到的业绩目标获取业绩单位。其报酬量是获得的单位量与预定单位单价的乘积，可以以现金或股票的形式支付。基于业绩的股票计划与现金计划间唯一的区别是支付的方式不同，前者以股票的方式支付，后者以现金形式支付。以股票形式支付时一般要服从高级管理人员退休或离任时的股份回收安排。基于业绩的奖励计划中典型的业绩评定标准如图 6.3 所示。

图 6.3 基于业绩的长期奖金计划中
不同业绩评定标准的普及程度



总回应率超过 100%，因为一些公司提供了多种类型的长期奖金计划
M 财团提供的 1998 年私有公司报酬的调查报告

制定基于业绩的股票和现金计划的目标时，一些公司使用内部标准，如根据预算或制定的计划来评定业绩；另外一些公司根据同行或业界的数据评定；还有一些公司根据往年或公开上市的竞争对手的数据进行评定。私营企业最流行的业绩评定标准是扣除利息和税款后的纯收入或利润。

虚拟股或增值共享权（SAR）计划

虚拟股和增值共享权计划都是模拟股的一种形式。它们跟认股权和限制性股票计划不一样，它们不转让实际股份。经理人员从该计划获益是基于股票的增值，但并不拥有实际的股票。虚拟股和增值共享权计划的区别在于计算股价差的期限不同。比如说，虚拟股可一直保持到退休，而增值共享权的期限一般为3、5或10年。

虚拟股或增值共享权计划在解决长期奖金问题的同时，又可 not 将公司的股权转让给外部高级管理人员或削弱家族的所有权。从本质上说是一种记账的方式，虚拟股和增值共享权是一种由公司定价的虚拟股份或权利。公司将增值部分打入高级管理人员的账户，以体现和奖励他们所取得的经济效益。公司奖励给员工的不是股票或购股权而是一种业绩单位。当计划享受人员退休或权利到期时，他们将获取等同于公司股票增值部分的现金及虚拟股份的股息。

例如，单位虚拟股授予时的价值为每股30美元，而授权期末的收购价为每股80美元，那么公司将以每股50美元的差价购买高级管理人员的虚拟股。高级管理人员也将以每股50美元的价格纳税。公司的减税数额与支付给高级管理人员的数额相同。

相对于传统的股票计划来说，虚拟股和增值共享权计划有一定的优势。通过此计划，公司可让重要员工直接享受公司的股票增值所带来的利益，而又不丧失任何表决权，不会改变股东的控股比例。当以资产评估为目的的股票定价（通常低于实际价）结束后，实施虚拟股计划最为理想，因为此时可以以不同于资产估价标准的标准给公司的股票定价，以真实地反映高级管理人员的贡献。

当然，虚拟股计划也有一定的缺点，由于虚拟股最终的价值依赖于股票的行情，因此它可能由于收益而产生费用。另外，有时公司觉得给股票恰当地定价很困难，到底是采取账面价、公平市场价还是公式价呢？

其他的酬劳问题

根据私营公司员工报酬的调查报告，25%的公司正考虑将来实施长期

奖励计划或其他计划。其中最受欢迎的是基于业绩的计划。对不愿实施长期奖金计划的公司来说，主要原因是他们不愿与非家族成员共享公司的所有权利益。不管你是倾向于业主兼经理还是业主兼投资者模式，实施某种基于业绩的计划对能否保留公司所需的优秀人才至关重要。

没有长期奖金计划的公司中，有 41% 说他们并没有明显觉察到因为没有实施这样的计划而产生严重后果；有 70% 认为，由于没有此类计划，高级管理人员不十分关注公司的长远利益。而近一半公司认为，由于缺少此类计划，公司在招聘、激励和保留高级管理人员上有困难。

总结

我们正处在历史上人才市场竞争最为激烈的时期。《福布斯》杂志 2000 年 4 月刊载有一篇题为《一亿美元的首席执行官》的文章。文章为业主强调了这样一个重要的事实：互联网和电子商务公司正在以私营公司无法提供的高薪吸引最优秀的人才。而且，总酬金的大部分是以认股权和公司所有权的形式体现。如果这一点令你震惊，那么请看看来自《福布斯》杂志的另一则报道：1965 年一家公众性公司首席执行官的工资和奖金占其总收入的 80%，长期奖金（如认股权）占 20%；到 1999 年，首席执行官的工资和奖金只占总收入的 30%，而认股权和其他奖金占 70%。

认股权在机构中的享受层面也正在扩大，1997 年《Mercer 研究》显示，美国 30% 的大型公司中一半以上的员工享有认股权。这对想紧紧把握企业的业主来说有两点启示：一是最好从企业内部培养优秀人才，因为从外部招聘十分昂贵；二是提供股份或类似于股份之类的奖励计划，作为报酬计划的一部分。

要点在于，如果要想你的管理队伍像股东一样考虑问题，你就要让他们成为股东。

第七章 移交中要避免的动荡和陷阱

迄今为止，你已经完成了保留或是出售企业的决策过程。你们中那些决定保留企业的人已经研究过所有权的三种模式，并且考虑了那些决定对你公司的架构和管理产生的影响。我们已提出了大量的信息和想法供你尝试。那么，你如何从这里（困难的决定）走向那里（实施）？

在最好的情况下，企业移交也是困难重重。你目前的管理风格与企业未来所需要的新风格之间可能有很大不同。企业家们说，同时也相信，他们欢迎变革。但事实上承认改变是相当困难的。你可能刚开始容忍迅猛的发展，可之后突然改变心意。如果你忘记自己正在努力完成的事，就很容易事后批评别人的做法并且从中挑错。知道典型的陷阱在哪里有助于你事先计划，并在事情结果不如你所期望时想出替代办法。

著名的机构顾问丹尼斯·杰弗认为企业移交过程中业主面临着两个方面的急转突变：感情和行动方面。感情上是指处理新的现实问题时个人思想感情上的斗争。行动上是指你必须以不同的身份和方式来处理新事务。杰弗指出，个人、团队和整个机构必然要先经历抵制甚至拒绝阶段，然后才能摸索出新的方式以适应新环境。适应变化意味着穿越这些阶段，而不是希望它们不存在。

杰弗建议，在移交企业前应自问以下三个问题：

1. 企业为什么需要改革？

2. 不改革会产生什么后果？
3. 如要改革我需要做什么？

移交中的典型性陷阱

移交过程中会有许多陷阱，以下是比较典型的几种。注意，在公司构架转型过程中，你会经历多种这样的陷阱。

追求利润与处理其他重大问题间的矛盾陷阱

对第一代业主来说，利润不是他们衡量企业业绩的首要尺度，这种情况在当今因特网业主身上表现得尤为突出。自 20 世纪 90 年代后期至今，互联网业主已花费了数十亿美元的风险基金、公众性公司股本、甚至包括公司的收入，而没有赚到一分钱。最后，被明确告知利润最大化是其主要目标的职业经理和具有 MBA 学位的人大量涌入。在一项调查中，大多数业主认为纯利润增长率是企业财务状况的指示剂，但他们也表示还有一些重大事务也要尽快处理好，特别是为提高营业利润和增加销售额而提供资金的能力。一定要明白，对企业未来合理的期望值有助于避免现行业主与高层管理人员间的冲突，也能使现任业主与下一代业主达成共识。

思考：高级管理人员和下一代业主采用的业绩衡量标准在哪些方面与你有所不同？采纳这些标准需要获取哪些信息？

债务厌恶陷阱

随着创业者年龄的增长和公司日趋走向成熟，避免背债是他们面临的又一陷阱。由于新企业面临的风险较大，早期业主一般难以获得银行贷款，但当今高技术公司的创立者一点也不为此发愁。传统的贷款方对企业的风险问题极为敏感。一些企业主刚开始踌躇满志，但随着时间的推移，公司发生了两种变化：一是企业的现金积累日趋增多或者流入企业主的腰包；二是公司的债务减少或还清，增长率逐渐下降。大部分家族式企业不负债或很少负债。据调查，34% 的家族式企

业除行业间的欠款外没有其他债务负担，还有 34% 的企业的负债率还不到其资产的 25%。

有一定数量的中期（5 至 7 年）或长期债务有利于企业的发展。正常情况下，长期债务仅用于不动产的采购（建设）或股份回收。一旦这些债务被还清，业主使用自身的收入来发展企业，其发展速度受到可支持发展的上一年利润的限制。究竟背多少债务合适呢？你可以请教你的注册会计师，他或她可帮你确定企业的最佳债务量，并制定必要的现金流动计划，提交贷款银行审核。

大卫·派卡德曾经解释过惠普公司早期如何利用外部资金来保持一个可承受的增长率。1950 ~ 1957 年间，该公司的销售额增长了 12 倍，年增长率高达 43%。他们利用一个称之为“可承受的增长率（AGR）”公式来管理业务的增长。

“可承受的增长率”公式基于两个假定条件。一是公司的销售增长率与资产增长率同步。比如说，只有在收入、库存和固定资产以 25% 的速度增长的情况下，销售额的增长率才能达到 25%。二是有一个相对固定的债务—资产净值比，并且债权人愿意在此比率范围内延长贷款期限。换句话说，随着公司资产净值的增长，公司债务也应以相同的比率增加，以保持一个固定的债务—资产净值比。因此，公司销售额的增长率应取决于资产净值的增长率。“可承受的增长率”公式如下：

可承受的增长率 = 利润保留率 × 资产利润

以下是一个例子。假设你的公司将 10% 的收入（已扣除税收）作为股息分配给持股者，则利润保留率为 90%。如果公司将付税后收入的 90% 保留下来，并将其中的 25% 作为资产利润，那么公司可承受的增长率为 90% 乘以 25%，即为 22.5%。这意味着，如果你的公司保持 22% 的增长率，公司的财务增长率便可与债务—资产净值比保持平衡。如果增长率过高，债务—资产净值比便会随之升高，反之便会降低。

你可能在投入资金以促进公司的增长率方面存在矛盾心理。作为

业主，你可能不太愿意完全从自己的收入中抽出资金来支持公司业务的增长；也不想利用股东的资金来为公司的增长提供资金，因为这样的话股东便有一定的决策权。因此，用借债的办法来为增长提供资金可能是最好的解决方案。但采用这种方案时，你又担心银行是否会一直对公司保持友好，是否一直愿意为公司提供贷款。所以，你要制定一定的债务标准，使其不超过公司净资产承受的范围。

思考：与你的注册会计师和首席财务官讨论公司支持业绩增长所能承受的债务标准，确定债务管理政策，否则银行的贷款不会长久。与你的贷款银行讨论建立长期贷款关系。如果银行需要贷款担保人，可转向其他银行。随着公司资产净值的增长，银行对无担保人贷款的信心也会逐渐增加。

组织结构陷阱

创业者常常倾向于以非正式的方式处理企业的组织结构事务。制定企业计划经常也很随便：将有关人员召集在一起，开一个短会，相关人员然后根据会议布置做各自的事。新一代领导人则更喜欢较正式的组织结构形式，更大程度上把计划作为评测主意，挑战设想和进行协作的一个过程。新一代管理人员更善于团队协作，他们在高中时代便经常接受交给小组的任务来培养他们的协作精神和能力。新一代管理人员更愿意按程序办事，而创业者则少一分耐心，多了些专制。

创业型的企业中通常滋生着家长式的企业文化。在这种文化背景下，企业具有非正式组织结构，各个职位的职责经常重叠且定义不明确，企业主可随意增添一些工作职位，却没有为其规定相应的责任。新一代管理人员常常倾向于正式的企业组织结构、详细的工作说明和明确的工作职责，喜欢获取大量的信息用于决策分析。一位为私营企业组织交易的投资银行家指出，交易完成后，企业家不让其他人负起责任是调动员工方面的主要障碍。所以，如果你决定保留你的企业，让其他人负起责任（可通过奖惩的方式），可能是你走向把企业作为投资而保留下来的重要一步。如果你决定卖掉企业，企业中的责任制

也能提高出售的成功率。

思考：请你的高级管理人员构建一套他们所认同的企业组织结构，并将其与企业现行的领导关系对比。如果每个人更喜欢以前的领导关系，则没有改革的必要。如新的组织结构更有助于企业决策，有助于增强员工的责任心，有助于节省首席执行官的时间集中于企业发展战略事务，则应予以采纳。

企业管理者培养陷阱

创业者倾向于通过工作中自然锻炼的方式培养管理人员。新一代管理者一般能很好地完成自身的工作，但常常对企业的发展战略和有助于理解企业蓝图的信息（如整个企业如何运行）不太关心。这样的企业几乎没有专门途径来培养企业年轻管理者全面的企业经营知识。创业者和新一代管理者都经常抱怨的一件事是对企业缺乏全面了解。新一代管理者需要通过一定的信息、职权和职业途径来培养自己和改进企业。创业者应送他们参与培训机构、大学和同行公会开设的企业领导人培养计划。

思考：你在企业管理者培养方面的预算或年度开销为多少？如果你没有专门的管理人员培养计划，请立即优先处理此事。

承诺陷阱

许多企业主提出，新一代领导人缺乏承诺。他们认为，将企业的实权和责任交给不能对企业作出承诺的人是十分危险的，更不用说将整个企业交给他们了。这便是企业主喜欢紧紧把握首席执行官的职权的原因之一。下一代领导人则认为，创业者不愿讨论和计划继承事务，不制定企业继承问题的时间框架，不想组建一个强有力的董事会来挑战自己的权威，不制定未来领导人的培养计划，并将任何有关继承的思想埋在心底。

思考：如果你的企业也存在这种问题，则应立即重组董事会，设立一个顾问小组，至少要将新一代管理人员和顾问们召集在一起，讨

论企业的可行性目标、职责授权和未来领导权移交的时间框架。或许还应与现行管理人员进行一次推心置腹的交谈，以明确深层所存在的问题。如果你觉得新一代领导人缺乏承诺品质，那是你的管理风格问题。或者是由于你没有给予他们一定的权力，影响了他们的工作热情。如果缺乏承诺品质的是你的家族成员，是否是你对他们所在职位上的期望值超出了他们自己的理想，还是他们自身的能力不足，或其他原因？你越早讨论这些问题，便能越快制定合适的行动计划。

无形的目标陷阱

许多业主喜欢对年轻管理人员的决定表示怀疑。他们认为，他们自己能更轻松地完成这项工作，且比他人做得更好。而且，只要他们没有列出想达到的目标，他们就是对——没有人能实现根本不清楚的目标。你可以明确地描述所要达到的目标，并且每季度或每周召开一次会议讨论该段时间内取得的成绩和存在的问题，这样便能有效地避免这种陷阱。如果你对如何制定业绩目标没有把握，可雇佣一名顾问，让他根据同行的情况为公司定一个基准目标。这样你便可制定切合实际的销售增长率、经营比率、利润增长率等可作为业绩目标的目标。

思考：设想有一个能干的人能在将来经营你的企业。你想对他的最初权力加以何种限制？列出一个清单，如财务决策权、人事权、领导关系、客户和供应商关系等，然后概括出你对他来行使这些权力有多大限制才觉得舒服。如果你的回答是没有任何限制，那你们就应采取行动，共同制定一致的目标，并通过员工协助你们实现该目标。

预算陷阱

创业者一般没有详细、明确的预算规划。但是，预算既是企业内部确定基准目标和评估目标完成情况的开始，也是外部评定企业基准和评估企业相对于同行所取得的业绩的第一步。没有准确的财务信息来评估现实与期望值之间的差距，便很难保留私有企业并对其进行

投资。

正确的预算过程还具有其他功能。它能使机构中其他成员积极参与企业事务，能使你共享所需的信息，使他人对企业的财务收入和相关开销具有责任心，它还能形成基于业绩的奖金制度的基础。总的说来，预算过程能培养一支有潜力的管理人员队伍，他们将对实施公司的战略具有强烈的责任心。

一位客户最近承认，他的公司 60 年来第一次将部门负责人召集在一起，完成了一个正式的预算过程。预算现已成为一种新的职责，这种新职责是新一代领导人所需要并能自动后传的。

思考：你有一套很有把握的预算过程吗？如果没有，为什么？

风险陷阱

创业者常常喜欢冒较大的风险，实施较大的革新；新一代领导人则倾向于冒适当的风险，逐步推进改革。风险的大小要进行深入的讨论，就像面临机遇时激进的做法较为冒险一样，保守的思想也具有同样的风险。实施研发战略或实现利润增长的采购战略都需要有一定的资金做支持。制定总体规划时，也要对目标期望值进行深入的讨论。

思考：你和你的公司过去是怎样进行改革的？你是主动还是被动实施改革的？企业文化是支持变革还是倾向安于现状？你每年花多少钱用于新思想和新计划的开发？你花时间寻求企业合并以增强企业效益了吗？

文化陷阱

创业者常常倾向于松散的、基于家庭式的企业文化。新一代管理人员则更喜欢紧凑、可控和明确定义的企业文化。继承者既要尊重企业的传统文化，同时又要集中于使企业迎接 21 世纪的挑战，这便要求继承者维持一种艰难的平衡。在前面介绍过的例子里，我们见到一位业主说她的公司文化对家族成员过于友好。她总是不惜一切代价避免企业内部的冲突，但这样一来，反而在非家族高级管理人员与拥有

大宗股份的成年孩子间产生了不信任感。与此相反的另一个陷阱是，创业者认为一些深资历员工对企业忠心耿耿，而其继承者可能觉得给他们付的报酬太高，或者认为他们难以适应企业的发展，应该退休了。

处理好企业文化问题并找到一个平衡点对企业移交十分重要。如果你想保留企业，一定要记住是什么因素和什么人曾使你获得成功。与此同时，你还应创造一种公事公办的环境，以保留和奖励既有熟练技能又具相当工作经验的员工（包括老资格的非家族式管理人员和年轻一代的家族成员），他们是企业发展必需的人力资源。

思考：制定一套适合于本企业的价值观是一个好切入点。你应该明确和讨论企业的核心价值观，以形成一种根基，为企业未来的发展提供指导原则。核心价值观包括：如何与机构内部人员协作，如何与他们相处，作为企业员工每天应致力于做好什么工作。丹尼斯·杰弗在《重新点燃承诺》一书中这样写道：价值观是行为的根基，任务是行为的指导。任务有助于人们做出决策、制定战略并努力去实施，而不是简单地对外界的压力作出反应。

红利分配陷阱

一些企业主想保持企业的家族性质，却又觉得其成年孩子还无法挑起企业经营的重担。因此，无形中他们便以孩子们准备不充分为由，打消下一代业主扩大企业投资的念头。这便导致了“红利最低限度分配或不分配”政策的产生。例如，如果企业为“股份分红”型，则只给持股者分配少量的资金，供他们交收入所得税。由此，固定资产计划代理人会建议，“股份分红”型公司的股份应给予家族成员。事实也是这样。同时，业主也会说服其成年孩子，私营公司应将税收外盈利保留，以促进公司的发展。总的说来，由于没有一定的基准点，很难说将盈利全部保留是否是一种明智的选择。举例说，如果公司的利润以5%的速率增长，或许将部分利润用做其他投资以增强投资的多样性更为合适。如“股份分红”型企业的业主不想将超出

所得税的红利分配给持股者，下一代业主便不能真正将公司经营成值得保留并对其进行投资的公司。替代方案之一是制定具体的分配政策，以便持股者知道他们能获取的利益。例如，一些业主将公司50%的利润分配给持股者，使他们交纳收入所得税后还能有所剩余，作为他们股票投资的回报。持股者的所得税一般要占公司利润的40%~45%，因此可再将10%左右的利润分配给持股者，以鼓励他们继续投资。

思考：你该如何教家族成员了解并经营自己的公司？他们能作出明智的决策吗？如果不能，怎样才能使他们懂得业务能够在公司中做出重大决策？

现任领导与继承人间的关系陷阱

杨伯翰（Brigham-Young）大学的组织行为学教授吉比·戴尔研究了成功和不成功的领导关系移交范例，发现成功的移交有其共同的特点。特点之一是现行首席执行官与继任者之间具有相互依赖的关系。戴尔教授指出，创立者与继承者间存在三种类型的关系：相互依赖型、对立型和依赖型。

处于对立型与依赖型关系中的业主和继承者在管理和领导关系移交过程中会遇到很多麻烦。创立者要么发现把企业移交给了他们不信任或彼此意见对立的人（对立型）；要么发现继承者缺乏必要的技能和领导才能，将来难以很好地经营企业（依赖型）。

相互依赖关系为成功的移交创造了两种条件。第一，继任者带来了公司将来发展所必需的属性或技能，创立者和其整个公司都由此而受益，即新上任者作出了重大贡献。第二，继任者也觉得有必要而且能从现任领导者身上学到一些东西。因此，现任领导者能将一些基本的信念传给下一代领导人。两代领导人都能从这种关系中受益，所以这种关系为平稳、顺利的移交铺平了道路。

思考：制定一个你与继任者共事的计划。你们的共事过程具有相互依赖的特征吗？共事过程中哪部分做得最好，哪部分最差？你需要

第三者帮助弥合或调和彼此间的分歧吗？

知道障碍出自哪里并不意味着你能全部避开它们，你还需要胸怀保留企业的宏图。将注意力集中在保留公司的大局上可以帮助你解决这些棘手的问题。

以下几章我们将探讨如何卖掉公司。

3

第三部分 决定卖掉你的企业

第八章 走向谈判桌之前

当你通读以上关于保留企业的章节时，你可能一直在默默对自己说：“我不是这种情况。”今天拥有一家公司需要一种新型的企业家，而你可能恰恰不具备所需的热情和动力。也许是到了研究如何卖出公司，舍弃那些无关紧要的东西的时候了。你可以在财政上独立，给孩子们一些钱让他们追求他们自己的梦想（甚至可以把企业卖给他们），做一些与以前生活不同的事情。

本章的重点问题有：

- 哪家公司最可能有兴趣购买你的企业？
- 他们有多么需要或者想要购买你的企业？
- 此外有多少家其他公司也可能有兴趣购买？
- 你如何才能实现公司的最大价值？
- 你做何准备才能成功出售企业？

如果你像大多数企业业主一样，那么无论从财政上还是从个人角度而言，卖出你的企业将成为你生命中最重要的事件之一。卖得好，可以给你带来巨大的满足和多年的财务保障。卖得差，会造成挫折、财务风险和令人失望的投资回报。

你如何掌握卖出企业的时机？选择有哪些？卖主需要知道哪些事情？这一节将概括出售企业的各个步骤，作为协商各种出售协议的准备。

为本书而与各种公司的购并者和买主进行的访谈前后一致地确认了卖主的下列共同特点：

- 个人精力枯竭
- 对继承者信心不足
- 对未来不确定
- 准备尝试新的生活

如果以上有任何一点与你的情况类似，那么让我们着手在卖出之前处理一些日常工作。

出售之前的日常工作

出售企业可以马上提供流动资金——特别是当你的财务“鸡蛋”大部分放在公司这个“巢”里，而你正寻找多样化投资并降低潜在风险的途径的时候。如果你正在考虑在企业里少花一些时间或者彻底退休，而又没有确定的继承者，卖出公司可以帮助你达到这个目标。可能你的企业发展得过大、过于复杂，个人已经无法管理，或者你可能自己无法提供扩展业务所需要的资金。把企业卖给更大的公司，你可以比自己单干更能够深化管理、完善经营制度或者更好地筹集资金。

出售整个企业的替代办法

出售整个企业的一个替代办法是考虑只放弃企业的一部分。通常来说，各个公司往往出于以下一个或者更多原因而缩小规模、廉价卖出子公司、部门、生产线或者分支机构：

- 产品适应性。各家公司常常廉价卖掉生产线或者撤出那些与公司战略方向不再一致的业务。
- 流动资金。可能需要筹集资金来支持产品研发或扩展、满足资金需求或者向股东提供现金。
- 经营损失。落伍的产品、有限的市场、拙劣的管理和高额的间接成本等等都可以导致决定宁可放弃一个部门也不继续用其他更能产生利润的企业业务去支持它。
- 管理时间。有时候，出了问题的部门或者生产线会占据大量

管理时间，而这些时间用在公司的其他领域中可产生更大效率。

- 有限的发展潜力。一条生产线可能已经耗尽其潜力或者战略方向出现转变。

- 多个继承者。当业主有多个下一代管理者（家族成员或非家族成员），而这些管理者同样有能力和兴趣经营公司，通过资产分派，将公司的一个或多个部分独立出来，可以让他们每一个人各自去领导。

除了卖出或放弃公司，你可能还想要考虑转投资（即把公司财产部分转移，组成两个或更多的公司，然后将新公司股份依照原先的股份比例分配给股东——译注）、资本重组或者合资作为满足流动资金或其他目的的替代办法，从而不放弃对整个公司的控制权。

上市如何

上市的主要理由是可以筹集资金。但是即使是一家能够从内部筹集资金的兴旺的公司可能也想出售股票。微软于1986年上市，向员工提供认股权来激励他们，你想象不到所取得的成效有多大。一些家族式公司上市是为遗产规划提供流动资金。提供股权的另一个动机是使公司保持警觉。一旦上市，公司资产就得向愿意出资购买者公开。后者不太容易让管理不善的状况长期持续下去。

任何一家收益记录尚可、商业经历看似可信的公司——高科技或普通产业——投资者们都会非常愿意购买其股票。金钱是诱人的。但是你必须衡量以增加股东形式获得新的资金和新的合作伙伴的好处和负面作用：

- 一旦你的公司上市，就要对不同类型的股东负责。养老金和共有基金的管理者会试图告诉你该如何经营企业。你将花费大量时间讨好证券分析员，然后每三个月就得设法满足人们的收益目标。

- 上市公司必须公开他们的核心情况。毫无疑问，微软的极易兑现的股票和与之相配的认股权一直是吸引人才的一块巨大磁铁。但是会不会有人有这样的疑问：公众对该公司丰厚利润的了解使其更加

成为政府反托拉斯的一个有诱惑力的靶子？

- 如果股价上涨，你的继承人要缴纳高得多的遗产税。那么如果华尔街急欲以两倍的价值购买你的股票从而支配你的公司时该怎么办？如果你保留所有这些股票，以低价将它们计入你的遗产税收益中，你也许会更富裕。

- 私营公司不必遵守与上市公司一样的游戏规则。你去试试说服上市公司的董事会让你的女儿或女婿成为下一任首席执行官，看看会有什么结果。许多私营公司是由创立者家族的第二代（或后代）成员经营的。有时候这对公司有好处，而有时候不——但至少创立者开始给孩子们一个机会。

- 私营公司的经理们不必因为担心恶意收购而夜不能寐。罕有外来者发起一次股权收购，希望从有不同意见的家族成员那里夺得一些股份。但是大部分私营公司不易被收购。私营公司的股价通常由于没有股票出售的公开市场而更为稳定。因此，员工们宁可盯着年终收益也不会去看股票行情自动收录机。

- 私营公司不必担心管理层倒戈。芝加哥安德鲁公司在 1981 年上市筹资，来满足 MCI 和 Sprint 公司购买它的电信设备的要求。由于担心可能有人企图侵吞收购公司，董事会变更了公司章程以消除股东成为董事会成员的累积投票制。但是，投票制度的改变也意味着家族成员有可能经表决而离开董事会——几年后事情确实如此。

不同类型的买主

有四种类型的买主：合并者、财务买主、战略买主和管理者。每一种买主都有购买私营公司的不同的目标和目的。你与之协商的买主的类型将决定你和他们所遵循的战略类型和交易结构。

合并者。这种类型的买主已经活跃在卖出公司所处的行业中——它们是强大的行业领导者，忙于购入较弱的竞争对手，组成一个公众性或将要成为公众性的机构。通常情况下，出售公司者已经知道他/她的行业中谁会是战略买主和合并者。

CSM 是荷兰一家面包配料经销商合并者。通过其设在美国的 BakeMark 配料分公司，CSM 已经在全美收购了 45 个配送中心。由于 BakeMark 是该行业的一个非常之大的经销商，因此它可以与制造商协商获得最优惠的价格，可以集中购买和统一实施其他管理职能以减少支出。通过消除不必要的成本和大规模运用新技术，BakeMark 公司可以以较低的成本和更高的服务质量更好地满足其客户的要求。

BakeMark 公司应用于潜在收购的一条标准是新公司适应 BakeMark 公司文化的能力。乔·卡斯特监管 BakeMark 的收购计划，他指出那些员工已经具有某种责任感的公司是 BakeMark 收购的好对象。“通常，我们与那些雇员会面，讨论我们的文化。我们想集中讨论他们已经做得很好的地方，之后我们想加上一些东西。我们想抛弃旧有的，建立崭新的公司。我们希望每个人都能负起责任。我们想让他们自己领悟到这点。我们经常购买那些业主一直作为大家长的公司。我们引入高度的责任感。一般而言，在家长模式中很少有责任感。每个人都等着家长做决定拿主意。我们不告诉他们如何思考——我们想让他们制订一个计划，自己思考，实施计划，为该计划负责。”

CSM 全部用现金收购——不用股票。作为一家欧洲的上市公司，CSM 分配给股东的股息要缴纳高额税款。因此，它宁可把现金花在购买更多公司上，也不愿把现金分配下去，前者反过来还可以为股东创造更大的价值。

另一个成功的合并者是 EMCOR 公司，起初是一家大型电气承包商，之后开始通过收购将机械与电气经营合并而转型为一家设施服务公司。EMCOR 的股票自 1995 年上市以来一直稳定增值，与此同时，它的分支机构发展到 90 多个，有 2 万名员工，销售额达 30 亿美元。但是，由于行业合并，卖者减少，像 EMCOR 这样的战略买主对于付高价可能会更加谨慎。EMCOR 公司总裁杰夫·利维在一次访谈中指出，“我们看到许多合并者花大把金钱买进这些企业。他们不能让它们自主经营。买主们必须从整合中寻找价值。这不是一个仁慈的市场。花大钱购买公司对业绩的要求压力很大。你必须创造一种互动式

的企业模式和结构。我不敢肯定你如何将这些不同的公司整合为一。”然而，EMCOR 公司显然已经领会到如何把业务捆绑在一起来赢得一项工作，同时为全国的客户服务，因为其销售额中每年有 10 亿多美元是 25 万美元以下的各个项目所产生的。

国际服务公司（SCI）最初在 1962 年收买殡仪馆和墓地，目前在 20 个国家拥有 4500 处殡仪馆和墓地。SCI 通过进入相关商品销售领域（包括出售保险为预定葬礼筹资）实现垂直综合。整个上个世纪 90 年代，它在一个通常高度私人化的服务业成功地创造了经营效能，其股票迅猛上涨。但是该公司在 1999 年收益降低，其股票价格几乎下滑了 90%。SCI 公司收购小组的一位成员过去常说现金是最重要的。对于那些收取 SCI 公司股票充当一部分购买价的买主们来说，他们现在可以充分领会这些话中的学问了。

积聚者。另一种类型的合并者，专门合并分裂行业。积聚者一直以其好像从稀薄的空气中突然出现的方式被称为“噗”公司。

当企业家们打算通过积聚许多小公司组成一个足够产生效能、掌握市场力量并创造全国品牌的大公司时，就出现了积聚者。这些公司有时候还给有些小公司带来了专业管理人员，在这些公司里几乎总是事后才想到管理。

有些行业的积聚者的前身和资助者是风险投资公司。例如，Golder、Thoma、Cressey 和 Rauner（现在为 GTCR 公司），这家风险投资公司自 1985 年以来就已经资助超过 45 家积聚者公司。这些公司白手起家，飞速发展，有意尽快上市。GTCR 公司采取前端法进行行业合并，寻找分裂的行业。GTCR 创建一个公司主要是为了统一该行业，然后找一名熟练的管理者出去收购公司。该风险投资公司可以出借信用、董事会级别的专家意见，并且帮助新公司获得债务周转信贷为其收购战略提供资金。

一些知名的积聚者包括美国办公产品公司，该公司成立于 1995 年，集合了 140 多家文具供货公司和相关企业，组成一个年销售额超过 20 亿美元的公司。在三年内，AutoNation 公司成为世界最大的汽

车零售商，有 400 多个店面。垃圾承运公司是“废物管理”（Waster Management），即现在的 WMX 技术公司所合并的目标。“乡村地铁”（Rural Metro）公司买下了私营救护车和紧急医疗运输业，目前的经营遍布北美和南美的 450 个社区。

但是，积聚能手们的业绩表现一直有点令人失望。例如有一家名为世纪商业系统的公司（或者现在称 Cybiz 公司），其合并目标是当地的会计事务所和其他商业服务提供者。Cyzbiz 公司 1998 年每股最高价高达 20 美元。一些卖主获得了差不多公司股价的 75%，之后看着 Cybiz 的股票两年后由于不规范的会计业务而跌到每股 3 美元。Loewen 公司是加拿大一家殡葬行业的服务公司的积聚者，在购买了 1600 家殡仪馆和墓地后破产——因为在交易中总是用 Loewen 股票作为货币。早期出售公司给积聚者的人有时同意出售其公司给积聚者来交换未上市的股票，这通常犯了将其所有的蛋（财产）从一个篮子里（他们所控制的公司）拿到另一个他们无法控制的篮子里（累积者公司）这样一个错误。

美国兽医中心（VCA）为宠物医院的卖主提供继续留下担任职员的机会。推销语是这样的：“你有机会获得现金，继续喜欢的工作，卸下不喜欢的责任，作为国家机构的组成部分，还可以得到医院收益的利润。”VCA 给卖主开出的价格一般在医院年收入的 80% 到 100% 之间，一部分用票据、一部分用 VCA 股票支付。其股票每股价格从 1996 年 33 美元的高位下滑至 2000 年初的 10.5 美元。所得到的教训是收取现金，之后如果你想投资该积聚公司，就购买一些它们的股票吧。

财务买主。这个团体由投资者或其他对购买你的公司所能得到的回报感兴趣的企业家组成。他们一般对现金流和安全退出机会有兴趣。他们的目标可能包括通过减少支出、提高销售增加现金流以及收购类似公司产生规模经济或者通过廉价售清资产而获利来抢走你的公司。他们的退出计划可能包括再次出售你的公司或以好几倍于他们付给你的价格让公司股票上市。

财务买主一般借入收购价的一大部分（可能是全部），所以他们想安排交易以便使来自你的公司的现金流能还本付息支付他们的债务。这通常意味着卖方筹资，它可能不得不依靠买方银行或机构投资。由于这些因素，财务买主可能比战略买主的出价低，而且更愿意用现金、附属票据、或者两者相结合来支付收购价。

例如，从1994年以来，全国有大约40%的小报被卖出——许多卖给了财务买主，如大众新闻控股公司（Community Newspaper Holdings），该公司成立于1997年，由一个养老金基金资助。其他两个购买报业公司的是由洛杉矶一家融资收买公司所拥有的自由出版集团（Liberty Group Publishing）和报刊注册公司（Journal Register Co.），该公司是一家上市公司，一家华尔街投资公司持有其75%的股票。

财务买主构成买方市场的绝大部分。仅养老金基金的资产就有3万亿美元；其中大约有7%到10%用于如收买基金这样的替代投资。1997年一年中，养老金计划中就有250亿美元投入收买基金。

财务买主们无一例外地通过多种利息和税收之前的多种收益（在调整新业主所不会继续的支出之后）来评价一家企业。他们从价格中扣除将要承担的任何计息债务。当更多买主加入这场竞赛时，卖主的开价从收益的4到6倍（20世纪90年代中早期）增加到目前收益的6到8倍。或者有时使用现金流增长倍数。

卖给财务买主有一些不利因素。没有协同增效作用——如有权使用更大的销售队伍，生产、设计或企业的任何其他环节的互补行为；由于额外债务，有增加现金流的压力。财务买主的生意就是做交易，因此他们也许会忽略某些缺点。他们通常不改变公司的日常经营，但是他们购买企业的时候就打算将来出售，而这将会第二次中断你企业的生命。

财务买主的一个变身是收购基金。这些是专业人员管理的资本联盟，主要投资那些管理完善、发展机会强劲的公司。他们的目标是在一个确定的时期之内（一般为3到5年）扩大并改进公司，然后将其上市（或者可能将其转售）。收购基金一般为现金买主，尽管有些

使用了相当多的杠杆手段，还可能要求次要卖主提供资金。由于大多数基金要求较高的收益率，他们报价的竞争力可能比战略买主的差。

战略买主。这种类型的买主通过协调市场与销售渠道、完善生产线、运用现有生产工艺等来产生协力优势。它们可能是私营或公众性公司、该行业中的竞争者或朋友。

战略买主是一些对通过收购而发展感兴趣的公司。它们的目标可能包括扩充一条生产线、消除竞争、纵向扩展到消费者或供货源、横向扩展到新的地域市场、或者给他们现有企业增添重要技术、人员或其他资源。战略买主的报价通常最高，也愿意提供股票、现金或两者的组合来支付购买。

战略买主希望通过他们的其他财产实现协力优势。他们能付得起溢价，但是可能不需要这么做，因为他们了解市场。现在很少有提供溢价的买主了。如果他们在确定你的企业适合他们的计划后挑中你，有时会出现最佳搭配。战略买主可能会削弱你作为首席执行官的职权，而且他们关于你的企业未来的目标也可能与你的有出入。

菲尼克斯市律师和企业顾问约翰·弗曼既代表买方也代表卖方，他指出：“战略买主们了解选手，了解企业，他们了解这个行业，他们也有能经营公司的人才。比较容易引进外来者。他们可能不需要买主留任。他们所要求的前期调查的程度是不同的，因为他们知道自己考虑的是什么。但是另一方面，如果你把企业卖给战略买主，可能购买他们股票的风险要小一点，因为他们了解卖方的企业——他们就是干这一行的。”

这方面成功的公司有 Sysco 公司（它是北美最大的食品服务经销商，有 78 家销售中心）、报纸业的 Gannett and Knight-Ridder 公司、电力承包商 EMCOR 公司以及最成功的思科系统（Cisco System）公司，它在 1994 至 2000 年间吞并了 50 多家公司，在兼并收购策略和实践方面成为高科技公司的典范。

有些战略买主只会“夸夸其谈”，却未证明他们能“脚踏实地”。例如，有些大型公用事业公司，如宾夕法尼亚电力和第一能源公司收

购了大型机械承包商。这些公司想在计划兴建房屋的同时出售电力；收购机械承包商给了他们这个机会。他们到现在仍然在尝试将新收购的有创业精神的公司融合进其官僚式的缓进式文化中。

某些时候，财务或者战略买主可能在其收购行为中成为合并者，但重要的是注意四种集团之间的区别。

管理层买进者。目前的管理层也可能是你公司的潜在买主。很少有管理团队有财力全部付现金。大多数管理层收购需要卖方资助或者来自收购基金或其他金融机构的支持。由于你的管理团队可能最了解你的公司和其未来前景，如果卖方能提供资金，他们也许愿意出个好价钱。在大部分管理层主导的收购中，现金流和偿还机构或卖主资金的能力是确立收购价格和交易其他方面的重要考虑因素。

也可以设立雇员股票所有权计划（ESOP）来一次性地或者在一段时间之后买进公司。ESOP 是一个退休计划，一部分资金来自雇员持有的股票。ESOP 的资金要么来自雇员缴款（像其他退休计划一样），要么来自银行贷款，后者由未来雇员缴款和所购买股票的股息来偿还。ESOP 一般不适用于雇员分摊款总数与公司价值相比较低的情况。

分析潜在买主

不是所有的买主都适合你的公司文化。有时出价最高的买主不是你最愿意售出的那个。重要的是对公司的潜在买主做一些称之为“前期调查”（due diligence）的研究，了解他们如何对待收购之后的其他公司。

你对潜在买主的前期调查应该集中在以下两个方面：

1. 财务前期调查决定买主公司财务上是否可靠，有没有不可告人的隐情，或者暗藏着会在收购结束后影响你的公司的债务或官司。财务前期调查还关系着确定你在结束公司后是否能得到钱，有没有在这个买主身上浪费时间，以及他们是否有财力实现诺言，在你持有作为收购价一部分的本票的时候支付款项给你。如果你的买主是一家上

市公司，则网上有该公司的大量信息，有助于了解其财务状况。但是过去的财务情况并不意味着将来能得到钱款。与你的买主的银行会谈，查明用于你这笔交易的资金是否有附加条件还是已经拨出。与那些负责该公司的股票分析师会谈（如果其股票公开发售），询问其股票的前景和风险。如果买主是私营公司，要它向你提供经过审计的财务报表。

2. 业务前期调查意味着弄清你的公司在卖出后将如何经营。你应该调查之前的收购是否成功。与以前曾出售公司给你未来买主的前业主交谈。查明买主整合新收购企业的情形。有多少雇员离职？决策是在当地作出还是听总部的？前任业主是否还有参与权？如果你的公司是一家支持当地慈善事业的公司，打听一下新的业主是否愿意拿出一些善款给你的社区。

一些要处理的具体事宜包括：

- 收购历史。他们曾收购过哪家公司？付了多少钱？收购的资金从何而来？他们如何整合新公司？过去的收购是否成功？如果不成，发生了什么事情，你作为一个卖主能从中学到什么？
- 进行新的收购的迫切程度。他们是否在寻找新的收购企业？是否需要你的企业的贡献？
- 可能存在与公司之间的潜在协力优势。成本节约会否自然增加？能否利用过剩能力？彼此的客户基础是否完全一样？彼此的产品是否互补？
- 财务状况。他们是否有能力收购？其公开发售的股票的市场如何？

争取买主

在大部分企业交易中，竞争或者至少是表面上的竞争可以影响你从售出企业中所能得到的最大价值。

设法举行一场有限范围内的拍卖，将合意的买主缩小到 2 至 3 家，之后同这 2 到 3 家公司分别进行谈判。你首先应该物色少数可能

的买家，辨别他们是合并者、财务买主、战略买主还是管理者。然后你才与那些当事人联系，确定他们的兴趣，让他们签订一份保密协议（见下一节），将下文描述的出售备忘录拿给那些想审核它的人。潜在的买主向你或你的顾问提交初步收购提议或表达他们的兴趣。你评估每个提议，确定哪个买主提交的建议最有吸引力，然后开始就出售的财务方面进行谈判。

有些情况下这种方法可能不适用。例如，当一个认真的买主已经提交了收购提议，或者业主或董事会更喜欢仅与一个或两个潜在买主谈判。在你急着交易的时候，牢记在至少有两个感兴趣方进行竞标或显现出竞争时才是明智的。你也许必须要做一些研究以获得有关可比交易的信息，这可能有助于交易的谈判。例如，你可以同之前已经出售企业给你的潜在买主的其他卖主交谈。你可以从中学到关于怎样做才是对和错的许多知识。

你处理收购过程的方法将取决于你是有兴趣卖掉公司的所有股票或股权还是仅仅其中大部分或一小部分股权。尽管卖出整个公司是一般原则，但有时卖出一部分股权也是可以协商的。例如，Waste Management 公司曾经买下一家公司 60% 的股权，让业主或他们的子女保留 40% 的股份，用 Waste Management 公司的资金来发展其公司。5 到 7 年后，该公司可以以新的价格买下剩余的 40% 的股份。或者，卖主可以以新的价格买回已卖出的 60% 的股权。只要你愿意，你可以更有创造性一些。毕竟，这是你的企业，买主为了做成交易可以有一定程度的灵活性。

保密协定

也称为不泄密协定（NDA），这一协定是相互的，是进一步讨论的前提。它还应该包括一个保护卖主（买主）参与谈判过程的雇员不被对方掠夺的条款。在发布信息前将买主缩减至 2 到 3 家。“出售”附录中有保密协议的样本。

何时聘用投资银行家或商业经纪人

当然，通过中间人和自己去做有利有弊。你可能会知道谁是本行业的战略买主和合并者。如果不知道，打电话给你所在商业协会的执行董事。但是，仅仅因为你知道买主是谁并不意味着你应该试着自己卖掉企业。用一支有经验的团队帮助你与老练的买主进行谈判。你所花费的金钱是非常值得的，一个精明强干的顾问团可在谈判中带来额外的价值。如果战略买主或合并者不感兴趣，那么投资银行家或商业经纪人可以帮助你找到财务买主。无论哪种方式，顾问团队或投资银行家都会整理出一份售出备忘录，本章后面将进行描述。

一般而言，如果你想要在广泛的市场上出售公司，最好的方法是找投资银行家或大型会计事务所的合并收购部。如果你的公司价值100 万美元或100 万美元以下，又或者公司的扣除利息和税款之前的收益为25 万美元或25 万美元以下，你最好找一个商业经纪人，他能给你的公司出谋划策。

典型费用包括提前支付的聘任费，以及只有当交易完成时才支付的意外费用。意外费用通常基于莱曼（Lehman）公式的一些变量：第一个100 万美元的5%，下一个100 万美元的4%，下下一个100 万美元的3%，再下一个100 万美元的2%，以及超出400 万美元的1%。这一公式有许多变量，如果交易额为500 万美元或者更多，你通常可以谈成一个较低的百分比。

位于新泽西州普林斯顿市的 MPI 证券公司管理董事詹姆斯·德怀尔概括了利用投资银行公司的某些优势。

- 他们每天都参与资本市场活动。
- 他们可以组织并管理竞争流程，并且制定某种规定，可带来最优的价格和条款。
- 他们富有谈判的经验。
- 他们能够提供增值服务。例如，他们可以帮助卖主在战略买主和财务买主之间作出抉择。假设一个卖主有两个在价格和条件上都类似的报价，如果买主购买公司旨在成为一个资源丰富的大型机构的

一部分，那最好卖给战略买主。另一方面，财务买主承诺卖主的公司将继续独立存在，这个卖主就可决定把公司卖给财务买主，以不失去其身份，而战略买主则要求抹去所购买公司的原有身份。

- 投资银行家可以以局外人的角度思考，有时能发现卖主没有想到的潜在买主。

德怀尔举了这样一个有关增值服务的例子：“一家提供保健内容和数据库信息的咨询公司曾聘请过我们。该公司原来想作为咨询公司出售。我们把它视为一家数据库信息公司，这样比咨询公司的价值更高。我们重新调整了该客户的出售备忘录，将其市场定位为一家保健信息公司，以两倍于卖主原先拟作为咨询公司出售的价格卖给了一家保健信息系统公司。另外，卖主充足的收益有助于买主作出原始公开报价（IPO）。我们确认我们客户（卖主）的额外收益流量将如何帮助买主进行原始公开报价，这将使卖主得到额外的补偿金。”

有经纪人声称代表某个特定的买家，但这可能是骗人的。有些买主会与许多经纪人达成协议，同意如果他们介绍的交易成交，会付钱给他们。要小心，如果你对此似乎感兴趣，你会发现人们给你的客户和竞争者打电话验证你的声誉，而随之产生的谣言会伤害你的企业。

如果你收到一个经纪人发来的拼写错误、粗心大意的信件，声称自己有许多客户，这多半是毫无价值的。复数形式的“客户”（Clients）暗示如果你表示出兴趣，则该经纪人才准备寻找买家。写信来描述一个买家的具体兴趣的经纪人应值得注意。你可以询问详细情况，说你目前不打算出售企业，但以后可能会卖。即使是卖方市场，也只有买主们才是进攻者。买主及其经纪人持续不断地邀请企业业主，诱使他们进行会谈。当心：阿谀奉承也是推销的一种伎俩。

起草出售备忘录

公司准备售出的第一步是制定一份出售备忘录，向未来买主提供你公司的足够信息，使其决定是否会对感兴趣，出售备忘录一般包括的信息有公司的历史、所经营的市场、公司的竞争者以及关于公司

产品和服务、经营、管理和公司实力的信息。另外，备忘录还应该包括业主为何此时考虑出售公司的一些信息。

完成出售备忘录的一个副产品是提供给你（卖主）必要的信息来开始为公司制定一个现实的定价范围。

德勤会计事务所提出了关于备忘录中所应包含内容的以下原则：

- 实施概要。应该以一页或两页的篇幅解释备忘录所包含的所有相关信息。除此之外，你可以将概要作为一个独立的文件发给潜在买主以确定最初兴趣——如果他们有兴趣看整个文件，你的律师可以给他们一份保密协定，要求他们在你发布更多信息（完整的出售备忘录）之前必须签署。

- 产品和服务。这一节应该描述你的产品和服务、主要产品种类、你的产品/服务为什么有竞争优势和/或与你的竞争对手的产品和服务有什么不同。你是否持有独家执照或专利？你目前的产品和服务存在什么技术风险/机遇？如果你有描述你的产品/服务的销售材料，也包括进来。

- 营销。描述你的市场。是否有大客户占据你大部分销售份额？在不指明客户的情况下，你应该提供销售的一些大体信息，如“10个客户买下的产品占这类产品的80%”或者“两个外部销售代表专门服务我们的三个顶级客户”。

- 生产制造。这一节描述你的生产过程，包括原材料需求和来源。如果你的公司有特殊证书，如ISO2000或类似成绩，你应该予以描述。生产设施、生产能力需求、条件限制和未来需要也应该予以描述。如果你的公司是一个购买集团或合作社的成员，你应该描述这之间的关系。你的生产设施的照片可能对你也有所帮助。如果存在任何环境问题，你应该在前面予以描述。如果你已经做了环境研究（为了向银行融资等），则应该包括报告大纲。

- 管理。提供一张编制机构表，目前管理层的个人简历，包括他们的职位和经验。简要说明谁将留任，谁预备退休。包括以下财务计划的任何工资变革。

- 雇员。描述你的工资政策，包括公司提供的福利。包括福利手册，这样新业主可以比较他们公司与你公司的福利。如果员工由工会代表，提供工会契约的简本。

- 过去的财务报告。包括三年的财务报告。若有审计报告更好。大部分顾问建议提供重新编制财务报告，因为公司将在一个新的业主领导之下运营。例如，业主将在重新编制的财务报告中调整工资和福利以反映目前市场上首席执行官的薪酬。还应包括期中报表，内容有预算比较等等。

财务计划。这一节显示业主对公司未来业绩的预期。如果预备缩减开支或者将增加某种特殊产品或服务的销售，计划中应该把这些也包括进来。应提供五年计划以及你的基本设想。预先提供这种详细信息的一个替代办法是只提供销售计划和预计利润变化。但是这会减缓出售过程，因为买主将根据他们自己对你公司的财务预期来确定你公司的价值。

帮助未来买主得出满意的结论对卖主有好处。例如，卖主可能了解他/她的公司的利润为何比竞争者的高，这可能会正面影响买主对公司的评价。

出售备忘录的一个替代物是商业计划。买主们对财务计划有很大的兴趣，而卖主们经常没有给予应有的重视。商业计划有几个好处。它不会暗示雇员公司即将售出。它不会泄漏关于你可能已经与买主商谈多久的任何信息。一个好的计划充分反映了一个公司的管理水平——你在描绘一个不受业主支配的具有连贯性的企业。商业计划是展现给未来买主看却又不流露出想尽快达成交易的强烈愿望的完美工具。

估价基本要素

在你寻求买主之前，你应该对第三方将如何估价你的企业有一个合理的认识。许多业主知道其行业的“战略估算法”，并在头脑中记住了这个价值。但是战略估算仅仅提供了一种大体近似的价值，可能

会误导那些财务参数与其竞争者不一致的企业。

你过去的业绩可以向买主显示你企业的稳定性并提供一份经证实的跟踪记录。但是要记住，一个老练的买主买的不是你过去的价值，而是未来的价值，因此你应该投入必要的资源制定一份可靠的基于合理设想的商业计划。你过去的成绩可以用来衡量你未来计划的可靠性。

也许你应该聘请一个估价师来确定你公司的价值。选定的估价师应该具有评价你所处行业其他公司的知识和经验。企业评估应该建立在一系列对未来事件的假设的基础上，或者假设过去的事件将以可预知的方式在未来发生。换言之，评估是一个起点，不是终点。你也许多对你企业的价值已经有一些概念，这些概念可能来自以下几个方面：

- 之前为税收或法律目的而完成的企业评估。
- 了解相同或类似行业的其他公司的交易情况。
- 相同或类似行业公司的公开交易增长倍数。
- 之前购买该企业的出价。
- 业主自己的内心情感。

其中一个资源是 Pratt's Stats 这个在线数据库，它跟踪成交额在 100 万美元到 3000 万美元之间的私营企业出售交易，其网址是 www.PrattsStats.com。

评估一个企业应建立在一些重要概念的基础上。

估价只在一个有限的时间内有效。企业的估价一般在 90 天之内失效。各种因素每天或每月都在变化，影响着你的企业，而这些因素也可能影响对你公司的评价意见。

估价是为一个特殊目的而进行的。不同的专业估价标准适用于不同的目的，这主要是所制定的管理企业估价的各种法令、法规和习惯的要求。估价师必须配合预期的估价目的选择适宜的估价方法，并要在评估报告中陈述估价目的。不要以你将股票的 2% 赠与女儿时的估价来告诉你应该期待企业在公开市场上会售出什么价格。

价值是未来期望的一种函数。一个企业的预期买主（战略买主

或其他买主)主要对企业的未来感兴趣。虽然过去的业绩对买主和卖主来说都是一种指导,但对企业未来成绩的预期才决定价格或价值。一个企业的价值是计算购买者期望该企业产生收益或现金流的一个函数。因此,谈判焦点经常集中在卖主的预算和预测上。

价值与市场对一个企业的需求有关。任何特定时间里市场上合法买主的数量直接影响卖主的售价。市场对一个企业的需求是确立卖主谈判地位的一个重要因素。一般来说,买主数量越多,你获得最优价格的机会也就越多。

尽管存在着各种各样的估价方法,而且有些特别适用于某个特定行业,但最终企业的价值还是取决于潜在买主愿意和能支付什么样的价钱。在这一简单财务报告的后面是这样一个事实,即两个不同买主可能对一个特定企业的价值有相当不同的看法。不能脱离实际去考虑企业的价值,而要考虑企业对于一个特定买主的价值。重要的问题不在于你的企业值多少钱,而在于它对一个特殊的买主有多少价值。

理论上,一个企业当前的价值应该接近于未来将从中产生的利益贴现后的现值。用这种方法,可以推测出数年后企业的未来利益(如收益、现金流或股息等等)(表8.1),而且通常情况下,通过运用计划结束阶段的预计终值,可以用反映买主预期收益率(一般反映出买主的资金成本和其风险/回报溢价)的贴现率或资本化率将企业未来利益贴现成现值。

不幸的是,这种方法的问题是要依赖计划的精确性(精确性反过来取决于基本设想)。引起最普遍争议的一个变量是贴现率(见表8.2),交易谈判各方可能同意也可能不会轻松取得一致意见。因此,在许多买主使用贴现率分析法的某些形式(一般为贴现的现金流)来估价一个企业的同时,他们也可能运用其他使用过去财务信息的估价方法。的确,有经验的买主通常计算、比较和对比几种不同的估价方法。

表 8.1 利用未来贴现的现金流进行的估价

Foursale 制造公司					
利用未来贴现的现金流进行的估价					
假设适当的贴现率 = 29. 0%					
假设增长率 = 8. 0%					
(省略 000)	实际去年	计划			终值
		第一年	第二年	第三年	
	销售额				3210
	增长百分比：	7. 50%	8. 00%	8. 00%	
销售额：	12400	13300	14400	15600	
减去销售成本 65. 0%	8060	8600	9400	10100	
毛利	4340	4700	5000	5500	
开支：					
销售和市场	2480	2700	2900	3100	
一般管理	1240	1270	1300	1330	
营业收入	620	730	800	1070	
其他收入	(250)	(290)	(320)	(430)	
(支出) 所得税					
净收入	374	444	484	644	
非现金收入和支出项目调整	30	30	31	31	
非收入现金流入和支出调整	—	—	—	—	
现金流：	404	474	515	675	
税后现金流 净现值加终 值@29. 0%	2200000 美元				

表 8.2 利用三个不同贴现率的估价范围

Foursale 制造公司利用三个不同的贴现率进行估价的范围	
贴现率 (%)	估价 (美元)
20	3900000
24	2900000
29	2200000

利用历史数据的估价方法一般可以分为三种类别。这些方法可以单独使用或者结合使用以得出评估结果。另外，历史评估方法可能会考虑诸如本行业上市公司的可比交易数据和价格/收益 (P/E) 增长倍数这样的因素，经过适当调整，以反映私下交易股票的非兑现性以及所存在的控股或少数股权地位。见表 8.3。

表 8.3 利用过去成绩增长倍数进行的估价

使用表 8.1 “实际去年”一栏中的 Foursale 制造公司的历史数据，以下是一些用历史成绩增长倍数进行估价的例子。

收益增长倍数	税前收入的 4 倍	2496000
收益增长倍数	扣除贬值、利息和税收之前的收益的 4 倍	2616000
现金流增长倍数	现金流的 6 倍	2426400
营业总收入增长倍数	总收入的 1 倍	12400000

盈利力或现金流的增长倍数。在收益增长倍数法中，用该行业特有的价格/收益增长倍数乘以该公司公认的一个盈利力标准。在诸如利息、折旧、业主酬薪和税收这样的项目之前或之后产生收入流。你可以使用最近一年的收入、前几年的直线或加权平均收入、经济趋势线价值、标准或调整后的收入流，或者今后各年的预测。关键在于转化为资本的收入流必须明确下来，而且所选择的增长倍数必须适合该

种收入流、所适用的行业以及有关市场（即公众性或私营公司）的周转率。在这方面，重要的是要注意公开交易的公司的价格/收益增长倍数通常大于私人持股公司的价格/收益增长倍数。

例：你所处行业上市公司的价格/收益比率	10: 1
你公司调整后的价格/收益比率	5: 1
今后三年你公司的计划年收益	25 万美元
企业价值标记	125 万美元

营业总收入增长倍数。在某些企业，营业总收入的资本化是一种普遍适用的估价方法。它可能最常应用于服务性企业，如专业性事务所和广告公司。它基本上是用作收入增长倍数法的一条捷径，涉及这样一个暗含的假设，即某种特殊的营业收入水平应该能产生特殊的净收入水平和特定的风险水平，因此能够提供一个特定的价值。在某些行业中，评估增长倍数也应用于其他数量，如疗养院的床位数或一个有线或移动系统的用户数。应用这些评估方法的要素是确定适合该行业的增长倍数，针对上市公司或私营公司做必要的调整，并评估是否有必要做其他调整以反映具体情况（如未付债务）或所收购企业面临的风险。行业增长倍数一般通过评估历史交易和上市公司数据来确定，在涉及与私营公司交易时这些数据在必要时经过调整。

净资产或账面价值的增长倍数。这种方法是企业通过应用适当的净资产或账面价值增长倍数来进行估价。这种方法要求仔细分析企业的资产和负债。你可能要调整价值以反映应折旧资产的公平市值高出（或低于）账面价值的余额，或者扣除无业绩或业绩不良资产。有关净资产或账面价值增长倍数一般受历史交易或上市公司数据的影响，这些数据涉及私营公司时要经过调整以反映其市场有限或缺乏管理深度等等与上市公司的不同之处。资产评估法比起其他估价方法通常不很精确，对确认估价范围比对确定具体价值可能更有帮助。

无论你运用哪种估价方法，大多数买主对一桩特定的收购交易可以承受多高的要价都有各种限制。这些限制因素包括最低收益率、结账后收益或账面价值的可接受最大匀减（或可接受最小增值）、支持

收购或其他融资所需要的现金流级别。了解这些限制因素会帮助你获得最优的价格。如果买主能够支付的最高限价超出了运用适当的估价方法所得到的该企业的公平价值，你可以协商一个高于公平价值但低于买主限价的价格。从另一方面来说，如果买主的最高限价低于计算出的该企业的公平价值，则没有任何谈判能够有效地使买主接受超出其最高限价的价钱。

评估总结

无论你使用哪种方法，评估一个企业都要有 5 个步骤：

1. 回顾企业和行业的历史，包括交易情况和可比公司（上市公司和私营公司）估价。
2. 在过去和计划财务信息的基础上，对该企业未来可能产生的活动现金流作出预测。
3. 与无风险收益率做比较，评估如果该企业没有产生那些现金流所造成的风险。
4. 要么通过现金流量贴现法，要么通过资本化收益模式将预计风险率应用于现金流来计算价值。
5. 根据该企业所处的特殊环境（如资本和债务过剩或不足）调整价值，取得一个估计价值的范围。

增加你对买主的价值

现金流是最重要的因素。每个业主都希望溢价卖出他的企业，但是私营公司的收购价一般不如公开股票买卖的公司。当公众性公司通常以净收入的高倍数售出时，股东人数有限的公司的普遍计量单位是付息及税前收益（EBIT）。两者之间会有很大不同。公众性公司通常出于种种原因售价比私营公司高，这些原因很大程度上是因为它们有现成市场、现成资金和现成自我。

私营公司一般以付息及税前收益的 6 到 8 倍售出。经营特别出色的和形势极好的公司可能以付息及税前收益的更高倍数出售。买主们

将支付可辨认的、可证明的和一致的付息及税前收益。买主们将支付溢价给那些可以显示其付息及税前收益一贯比同一行业的竞争者高的公司。因此，增加一个公司的价值的最根本的方法是向着最大化付息及税前收益的目标而清除收益表中的不妥当成分。做了这项工作之后，你可以通过生成至少三年的经证明和审计了的财务报表来增加价值，这些报表对现金流进行了核实。

资产质量能影响买主的现金出价。大部分业主在出售其公司的一个难点是他们对于投资盈利率（ROI）的认知。如果一个公司的账面价值为 350 万美元，业主以 S 类分公司的形式每年拿走 100 万美元而得到公司的所有收益，在业主看来，该公司的 ROI 为 28.6%。如果该公司的潜在买主出价 600 万美元（为 6 乘以付息及税前收益的倍数），业主就应该很高兴了。但是，如果业主意识到售出公司后，他或她只能得到税后 480 万美元的净收入，投资收益率为 10%，则感觉好像收入削减了 50%。

另一种观点（可能更接近事实）是这个业主可能多年来一直从公司中抽出资本。如果将收益以积极的比率再投资，则该公司的资产、账面价值、收入和付息及税前收益都将有极大增长。潜在的购买价也会有很大提高。当然公司是业主的，但是作为卖主而言，如果别人不认为公司值那么高价钱也不足为奇。另外，请记住这位业主还从公司中抽出了资金，也许已经用这些钱进行多样化投资。

有些顾问认为在购买报价中的现金和一个公司（在资产销售中的）资产价值或（股票销售中的）账面价值之间存在直接关系。理论上，你在资产销售中所得到的现金，在清偿完企业债务之后应该大体等于你在股票销售中所得到的现金（刨除税收因素）。买主们一般愿意支付 1 美元现金来购买 1 美元的硬资产。在上面的例子中，那个虚构的买主可能在成交时仅提供 350 万美元现金。而余额将以卖方票据、咨询费或获利能力价金的形式支付。这样卖主一定会更加失落。

如果你想增加公司销售成交时的现金，就增加公司的资产吧。将

收益再次投入与产生现金流直接有关的资产中。卖掉或者摆脱那些与你的现金流无关的资产，如未开发的土地、冗余的仓储容量或总公司的艺术收藏。将现金收入再投资于扩大生产能力、市场基础设施或研发机构。如果你对公司值多少购买价心中有个数目，而你又想在成交时获得大部分的现金，那么你的总资产应该至少等于那个数的 80%。

避免意外。买主和银行家们憎恨意外。你可能会惊讶地得知，你泄漏的信息越多，对你（卖主）就越有利。公开市场报告需要培养出私人市场经常欠缺的某种安全感。买主心中对私人交易的不确定会造成保留条件交付账户和减少成交时的现金支付。不要期望买主来解决你的问题。也别指望买主看不到这些问题。

今天，环境问题在几乎每件交易中都越来越突出。如果说在任何销售之前有任何地方需要完整和充分地仔细检查的话，那就是环境和污染问题了。不要认为有第一阶段甚或第二阶段报告就足够了。用文件证明你所做的任何事情。还要记着，环境问题对买主的痛觉阈限通常比资金来源对买主的痛觉阈限高得多。现今，资金来源不愿意担负任何 EPA（环境污染方面）问题的责任，尤其是作为违约的后果。

审计财务报表。因为审计过的财务报表减少了买方的不确定性和承担的风险，因此审计你的报表能够切实影响购买价格和你所能要求的条款。正如科林·加布里埃尔在 1998 年 11 月 1 日出版的《Inc.》杂志中写到：“审计过的数字加强了你在谈判中的实力，使你可以要求更有利的条款、更容易地替换有意购买者——以此相威胁是你最强大的武器之一。”

审计要花费大量金钱。科林估计一家年销售额 1000 万美元的制造企业用于审计的支出大约为 2.5 万美元。但是，他指出，有些业主转而聘请外部会计师审核其财务报表。他说，“买主们知道其中的不同，但是至少审核提供了一个专业提示。”

处理资产负债表外资产和非营业资产。企业可能有很大一部分资产不会出现在其资产负债表上。资产负债表外的资产可包括知识产权、许可证或专利技术、生产工艺的专利权、研发创新、低估了的资

产、独特的经营手法、专利产品渠道或仅仅是普通善良的职员。如果你不告诉买主这些资产负债表之外的财富，谁还会告诉他？

企业中是否还有其他不产生盈利力的资产（如土地）吗？如果你在与未来买主商谈之前卖掉那些资产，你的收入会更多，还会提高你的整体财务比率。或者考虑卖掉营业资产，之后与买主协商租赁使用不动产。

谁拥有仓库、土地和建筑物？如果你的公司拥有这些资产，考虑你自己买下它们或者将它们移交给另一个公司。企业的价格不可能因不动产而发生太大变化，而你保留一笔很大的资产。

专注于加强企业实力。消除疲软的生产线会增加你的整体利润幅度并提高你的资产收益率。买主们不想要多样化经营的企业；他们希望在你最强大的业务上集中资源。另外，买主们还希望看到显示业务或生产线毛利（和资产收益率）的数据，所以能否快速了解相关信息将成为衡量你的能力的一个因素。

深化管理和雇员合作可增加价值。一个过分依赖业主的企业对未来买主来说有很大风险。任命一个二把手和部门经理降低了这种风险，从而提高了公司的价值。与透露一个企业所有财务事实同样重要的是透露使该公司运作的协同增效作用。当一个客户提出一个利益分享计划时，他们告诫他们的雇员要意识到每个工作的成本和利润。通过分享利润，雇员们参加了每月一次的红利基金。雇员合作的协同增效作用转化成真正的最终效益。

根除价值降低因素

评估私营公司和公众性公司最大的不同在于评估与投资和企业都有联系的风险。有两种类型的风险：所有权风险和企业风险。买主觉得风险越大，就越想用或依存付款和无保证付款来规避购买风险。因此，你要思考清楚买主面临的所有权和企业风险，并准备好解决这个问题。

缺乏多种经营。由于你的资金投入单一企业，因此与该行业和市

场相伴的风险不容易因多种经营而分散。尽管集中经营对买主有吸引力，但也会引起某些忧虑。准备好解释你的集中经营为什么会对买主有利。

获取资金受限。作为私营企业，可能在停工期获取维持企业所需资金方面受到限制，而在繁荣时期获取企业扩张所需资金方面也有限制。因此，买主需要将追加资金的注入作为使交易成功的因素计入他们的计划。准备好解释为什么在必要时给你的公司注入追加资金对买主来说是一项不错的投资。

规模。大部分私营公司规模比公众性公司小，因此在市场上处于不利地位（如缺乏分销或其他规模经济）。

小公司将其业务向买主的业务靠拢，可能更容易与大公司融合准备好解释为什么买主应该/不应该重新定位该企业。

流动性和适销性。你投资的流动性由于没有私营企业的股票买卖市场而受到限制，因此你能否撤回投资有赖于极少数的潜在买主。准备好解释为什么一旦你从公司中拿回钱来仍会/不会继续留下来帮助新任业主。

管理深度。企业的业主和少数一些重要雇员通常一直是而且可能继续是公司成功的中心因素。那么分享不到企业出售的经济利益的重要员工还愿意继续留下来一段时间保护买主的投资吗？现有的管理层能够经营公司并为新的业主增加公司价值吗？目前的所有权如何构成该企业不可或缺的一部分？当前业主的商誉能否转移给新的业主或者管理团队？企业越倚赖某一个业主或管理团队，在买主看来其未来的风险就越大。

过去的实践与未来的目标。你的企业过去经营的目标或实践可能与买主的不尽相同。私营公司的经营目标可能与股东价值目标不一致，不考虑每股收益，甚或现金流的最大化。有时，私营公司受更为个人或家族的目标驱动，如雇用家族成员或社区要人。当公司由新的业主接手时可能会出现重大变革。你能否适应新业主推行的改革？

信息的可获性。私营公司一般不遵守与公众性公司同样的报告标

准，也没有必要提供潜在买主作出精明决策所需要的所有信息。你是否具有大型公司所期望的能够分析你公司运营情况数据的技术和系统？

内部和外部的因素也能成为潜在买主的风险。内部因素可以影响固有价值观和企业的市场价格。如果在正在进行的内部规划过程中不断解决诸如以下的问题，就能清楚体现企业的价值，并能够作出更好的使价值最优化的决策。

产品或市场的实力。一个在某一特殊地区或某种特殊产品种类上有实力的公司通常会向战略买主提供比一个可能同样成功但是对买主不具有特别优势的公司更多的价值。一个企业可能在很多地区经营许多产品，它对其实力和成功的认识以及它识别和促进这些优势的能力将极大地影响其潜在价值。例如，一家在美国西南部很有实力的亚利桑那州的企业拥有多年发展起来的经销系统，如果其业主能清楚地向潜在买主传达这种战略实力，企业就会实现更大的价值。

资产基础的质量。资产基础质量指用于产生企业收入的资产的使用年限和价值。如果资产接近使用寿命的极限，那么就需要追加投资以维持计划中的收益，这项认知使买主对该公司的估价大打折扣。另一方面，如果买主能挖掘卖主额外的生产力，就能得到企业独立价值之外的好处。你应该意识到你的资产基础如何影响企业价值，把眼光放长远，这样投资决策才能对价格和价值产生最有利的影响。

你是否延迟投入必要的资金？买主会把那些新的开支放入他们的计划中通盘考虑。通常来说，增加必要的资金投入是值得卖主去做的投资，因为买主们会乐于看到更新、更好和更快的设备、生产线或运输设备，也高兴知道他们不必经历停工和承担更新换代所必须投入的成本。

其他能够影响企业对买主价值的因素

精简。通常，两个企业合并的主要原因是通过规模经济实现成本节约。管理费用经常是双份的，销售团队可能重叠，而且一个公司可

以生产另一家公司的产品。通过让买主减少这种重叠并精简这些重复的领域，你通过增加收购后合并企业的活动现金流来添加收购价值，并且因此使收购者支付比企业固有价值更高的价钱。

战略价值。一个企业可能对一个或者更多竞争者有战略价值。市场份额、生产线兼容性、研发能力或地区实力都可能成为对另一公司的战略价值。

积极买主的数量。如果只有一个买主可以从收购中获得战略或增效价值，就只需支付稍高于另一个买主所愿意支付的价格。如果在某段时间只有一个买主，则价格将取决于买主和卖主的谈判技巧以及卖主出售的动机。一个经验丰富的谈判者会让多个买主互相竞争，以便让卖主获得最优的价格。

买主之间的竞争。这一难以把握的因素取决于潜在买主对彼此的了解。买主之间的高层竞争往往能带来最大价值，这时购买一个企业的需要从理论提高到情感的高度。这一多多少少基于情感的部分，其效果很难预计。

潜在卖主要紧密关注和研究其所处行业在地区、全国乃至世界范围的潮流和发展，这一点很重要。以最有利的价格出售你的公司的机会可能稍纵即逝。根据市场而变化的能力是由为机会做准备、意识到机会，并且在机会来临时把握机会的能力所决定的。同样地，业主和管理者在制定经营计划和决策时必须考虑估价问题，这样，当开始行业合并或出现一个有特殊兴趣的购买者时，该企业就处于实现最大价值的有利地位。

思科系统公司首席执行官约翰·钱伯斯说：“那些指望被收购而不是首先集中力量建设和发展一个健全商业的公司，在我看来一般不会成功。那些成立之初就指望被收购的公司通常经营得不太稳固，因为他们没有专注于任何商业成功的最重要的因素：顾客。”他说，收购只是在企业规划中确实执行一个好主意所带来的附带结果。

前 Castle 网络公司的共同创始人和总裁汤姆·伯卡特说：“我坚信一个古老的格言，即公司要别人来买，而不是自己卖。”他从开始

创办公司到以 3.15 亿美元将公司卖给西门子 AG 公司只用了 17 个月。“你制定你的企业计划，然后坚持经营企业，就好像你准备原始公开报价一样。如果你成功了，别的公司会主动前来要求收购你的公司。”

各就各位，预备，跑！

一旦你决定前进，就需要为接下来发生的事制定计划和时间表。以下是罗斯·罗伯推荐的一个分 8 个步骤的计划，他是与 O' Connor Wright Wyman 公司合作的一个波士顿投资银行家：

1. 作出出售企业的果断决策。如果有多位业主，是否每个人都同意出售公司？或者说，是否有些业主拿不定主意？如果是这样，小心不要在所有业主都同意出售之前开始计划。

2. 预先决定谁负责出售？应该有一个关键人物负责所有与投资银行家和/或律师的联系沟通。

3. 清理资产负债表。经审计过的财务报告一般能带来更高的价格和更少的负有法律义务的报告和担保，而这意味着审定报告值得付出额外成本。如果未来买主在前期调查阶段发现无法收取的应收账款/坏账或过期库存，那么买主会更怀疑财务报告的其他方面。理想的做法是，你应该审计出售企业之前 3 到 5 年的财务报告。如果你担心全部审计的成本太高，至少应该审计诸如应收账款或库存等重要资产。

4. 与专家合作。在出售企业中节省金钱的最后一个去处是交易顾问那里。确定你聘请的是第一流的专家——经验对于律师、会计师和投资银行家来说很有价值。

5. 与你的银行联系。银行家们憎恨意外。让你的银行知道你的打算。银行也许愿意保持银行业务关系，而且银行也是买主的资金来源。

6. 瞄准认为你的公司最有价值的公司。确定那些会与你的公司产生合力作用，而且其公司文化（和道德）也适合你公司的那些买

主公司。

7. 公开承认资产负债表外的项目。例如，分析企业之外所拥有并回租的不动产或者你所控制的为你经营企业服务的其他实体，决定是否将这些财产包括在将要出售的企业之中。如果要出售，就应该调整财务报告以反映增加的收益或那些资产负债表外的项目所代表的资产。还应该公开可能成为负债的其他项目，如预付款项或客户定金、未成品账单、限定未来几年价格的合同义务或附有价格自动调整条款的租借契约。

8. 制定目标日期的时间范围和转折点。以下举例说明如何防止出售过程拖延：

- 第4周：完成售出备忘录，编写目标买主名单。
- 第8周：联络所有潜在买主。
- 第10周：接受有兴趣各方表达兴趣的信件（包括保密协议）

的最后期限。

● 第12周：将潜在买主范围缩小到3至4个最有可能购买的买主；接收所需信息。

- 第14周：开始与可能买主进行认真谈判。
- 第18周：开始与所选定的买主编写意向书。
- 第20周：开始编订最后文件；买主开始现场前期调查。
- 第22周：试探成交。
- 第24周：最后成交。

这是一个极具挑战性的时间界限——从出售开始到完成仅用6个月。如果出现延误（这很普遍）无疑要花更长时间。例如，一个普遍的障碍是买主要求有关企业不动产的环境研究报告。

在下一章里，我们将讨论与买主签订法律协议要包括哪些条款。

第九章 谈判和交易策划

你不一定要选择出价最高的那个买主，但是你和他或她的交易从整体看应该是最好的，包括除价钱之外的其他重要方面，比如法律、税收、管理和情感等方面。若要想在交易中获得最大利益，需要掌握一些谈判的技巧。这一章将会帮你掌握谈判过程中的一些方式方法。首先，让我们讨论一下谈判前的准备工作。

谈判前的准备

建立一个谈判团队。正如在第八章中所提到的，你应该组织一个优秀的团队来帮助你避开一些卖主经常会掉入的情绪上的陷阱。一个专业的团队能帮你避开下面两个情况中的陷阱。

1. 有个代表合并者的公司律师讲了这样一个故事：“我们过去常常把一张开给卖主的支票放在桌子的中间，让卖主在谈判中能看到这张支票。让卖主盯着一张可能付给他的一张几百万美元的支票，你可以想象这是多么的让他心烦意乱。这个家伙的心早已经不知到哪里去了——谈判是不会持续很久的。”

2. 某个买主用一个团队去拜访卖主，这个团队包括一个来自德州的能够迷倒任何人的“完美先生”和一个专门考察卖主财务情况的注册会计师。在实际应用中，他们的角色就像一个好人和一个恶人。那个德州人会答应卖主的任何条件——包括娶他的女儿。而那个注册会计师会插进来，边摇头边说：“不，我们真的不能……”卖主这时已经被德州人给迷惑了，对德州人所说的他和他的公司将会好好

的照顾好每一个人，处理好每一件事的话深信不疑，以至于这个卖主经常会意识不到谈判的价钱已经被注册会计师慢慢地降了下来。

缩小潜在买主的名单。假定你已经将有购买意向的人减少到两个，你也愿意把公司卖给他们。他们都递交了感兴趣的信件并且和你以及你的顾问谈过。而且对于这两家公司你已经做了前期调查，知道他们财务上没有问题。那么你就准备开始和他们一个一个地认真谈判吧。在这两个买主决定把时间和精力投入到这个交易之前，他们都会要求你签一个意向书。而且在这个阶段，这两个买主都会尽力让你相信他们是你托付“孩子”的最佳选择。

你将如何作出决定呢？当这两个潜在买主开出的价格和其他条件都可以比较时，你所作出的最后决定应当立足于究竟哪一个公司更适合你、你的雇员和你在过去几年中倾注了心血的事业。

协和通信公司的首席执行官杰克·布雷瑟说：“如果你打算留在公司，如果你关心你已经雇佣的员工，那么你应当仔细地考虑以下问题：这是一个我愿意把我的雇员交给他的买主吗？这个买主在待人方面是否和你一样？如果不是，你将得到钱，但是你曾经一手培养的、非常信任的像一家人一样的员工们将会在一个不愉快的环境中工作。”

从买主的观点来看，你公司的很大一部分价值来自于一些无形资产，比如生产率、员工的培训、工人们的安全生产记录、管理层的效率、你公司的文化、你的品牌、在行业中的名声以及与顾客和卖主的关系。因此，拥有这些无形财产意味着挑选一个更适合你的公司是非常重要的。

施以适当的激励。马萨诸塞州 SHYM 技术公司的创始人兼总裁吉姆·吉尔里多次说过，收购成功的唯一推动者是那些得到直接经济利益的人，即业主和大股东们。当这种情况发生的时候，被收购公司的雇员和买主也许不能承诺使新公司运作正常。

吉尔里说：“如果人们为可以看到的经济和工作利益而忙碌，他们就会全力以赴。那些员工是公司的血肉与灵魂。一定要融合这些

人，委以成功的重任。如果他们没份分享股权的大幅增长，那么有很多次他们马上就要分离瓦解了。”

谈判中的基本原则

- 让你的谈判队伍中的其他人替你去讨价还价。有的委托人请了律师或者我的咨询公司来使谈判顺利进行；有的人尽量自己一手掌控谈判；还有的人则把谈判事务全部交给投资银行，而自己只在几个关键时刻插手，比如在决定两到三个最佳买主和最终决定具体谈判要点的时候。

- 始终让自己置身于谈判过程之中。你作为卖主在谈判过程中是不可或缺的。你应该始终在场，但让你的部下去谈判。换句话说，你在谈判现场代表的是你的买主要买的东西。放手让你的顾问们去决定谈判的步调，但是切记在任何事情上都不要太仓促地做决定。和你的买主建立良好的关系，把谈判的事交给你的顾问们。

- 不要期望在一次会谈中就解决所有的事情。谈判也许会持续几天或者几个星期，在这期间会有时间回来讨论难以解决的问题，当你的谈判队伍和买主为一个议题僵持不下时，建议你们把这个议题记在本子上，暂时搁置起来，然后继续谈那些容易解决的问题。在会议结束时，与买方明确在哪些地方你们有分歧，并且制定出关于这些问题的谈判时间表。这样一来你就能在每一次会谈中抓住重点，并在某些问题上与买方达成一致，更重要的是你可以为以后的会谈建立一个良好的基础。在谈判中，双方的关系可以被用作讨价还价的筹码。

在每一次会谈结束之前，总结一个哪些议题已经取得了一致，还有哪些议题需要去解决。你要记住买方和你一样迫切地想让交易顺利进行下去。有时，一个的确想买的买主会和他的顾问们商量好几天的时间试图对你作出某些让步。你可能不知道买手的授权限制，但是可以肯定的是，如果买主能够成功地进行说服，就总会有人批准对你作出让步。当买方说过一次“不”之后，如果你再向他施压是无济于事的。态度坚定地声明你的要求和想法是一回事，但冷淡买方不会帮

你达到目的。把那个棘手的议题放到下一次的会谈中去，有时距离和时间（几天）会让买主的心肠变软。

- 依靠一些客观的标准来证明你的立场。例如，人口统计方面的研究会帮助你说明关于销售量会上升的推算，在你所在地区进行的商业租金的调查可以用来说明为什么你开出的租金要高一些。安全记录和生产方面的情况都可以用来说明为什么你的公司值这个价钱。

- 不要受到你的情绪的干扰。在谈判进行中，有时你会经历一些让你情绪激动的时刻。你可能会开始再次考虑你是否应该卖掉你的公司。但是如果买方的开价是公平的，而且你尊敬这位买主，相信这个买主对于公司和员工来说都是一个好的选择，那么就应该把谈判继续下去。另一方面，如果你意识到这不是个合适的买主，那么就离开谈判桌吧，你可能还没准备好，可能还有更好的买主在等着你。

一个声誉很好的公众性公司向我的一个客户慷慨地提出要用这家公众公司的 2800 万美元的股票来购买他的公司的股票，而且这个交易是免税的。他们之间就原则性的问题达成了协议，买方的律师已经开始为第二天准备一些最后的文件。在晚宴上，买方向卖方透露出了一些关于这家公众性公司将如何经营卖方公司的一些细节。从这些细节中可以清楚地知道这家公众性公司准备拆散卖方公司，只保留市场部门这一块。工厂将被关闭，那些忠心耿耿的员工们将被辞退。而在工厂所在的较小的社区，一份好的工作是很难找到的。当天这个卖主度过了一个不眠之夜，第二天早上他决定不去理会那 2800 万美元——绝不后悔。

在谈判中如何增加你的筹码

你和你的团队应该把谈判的重点放在尽力帮助买方看到你的企业的隐藏价值，这样就能让你们双方都会对买方开出的价钱感到满意。《如何准备谈判》一书的作者菲舍和厄特尔建议你注意以下几点：

- 帮助买主懂得你的想法。你不能指望买方能够凭着他的直觉就能知道你的企业的潜在价值，因此你应该向买方指出来，并且说清

楚为什么你的产品、服务都是一流的，为什么你的开价会比较高。不过，如果你的企业的盈利没有上升，即使有优质的产品，有良好的顾客基础也是没有什么意义的。

售给战略性买主有一个好处，这些买主可能为了他们自己的产品和服务会提供交叉销售的机会。你对买主所做的前期工作的调查这时就有用了，如果你能让这些买主知道你的市场部门和销售人员可以把买方的产品卖给你的顾客们的话。曾经有一个总部设在宾夕法尼亚州的企业，一直无法将产品打入美国的东南部，而这家企业在收购了一个东南部的拥有高效销售网络的分销商之后，就很快使产品进了东南部市场并拥有了长期的稳定的顾客群。这个新买主的聪明之处就在于他们保留了卖主的整个销售网络。

- 理解买方的利益。如果你知道了买方要达到的财务目标，也许你能帮他们谋划怎样才能达到这个目标。有个客户了解到买主需要交易之后的税前现金流。与买主一起致力于增加分配给免税合同（如非竞争和咨询协议）的金额，降低购买价，帮助买主向其董事会解释该交易满足他们的财务目标。买主的回报是将这些合同净收入提高到付税前最高值，这样卖主得到的钱款相同，却已是税后的现值。

一些卖主认为买主应该把买下企业后通过增加销量和降低成本而获得的新的利润转化为资本额外付给卖主。除非你已经把它计入你自己的估价单，不然不要指望买主会额外地付给你们他们所创造的价值。将销售增长计入你的预期或者降低你已经计划的支出是可以的。一个有经验的买主说：“卖主总是企图从我们所能作出的业绩中获得报酬，而我们说如果你们能做到这一切（增值）——那么我们将付给你们报酬。所以，为什么你们不再等上一到两年，等到你们自己让企业的状况改善呢？到时候我们会付给你们更多的钱。”

试着把自己放在买方的位置想一想。如果买主按你所希望的价格投资在你的公司，你得向他们展示他们所能得到的回报足够证明当初的购买价是值得的。每个买主都有自己的一套财务目标。有个买主的资本成本是15%，他从购买到企业中期望得到的最低回报也是15%，

在这个情况下，卖方会遇到的挑战之一是在帮助买方获得比 15% 更高的回报的同时为自己争取到一个较高的卖出价。通过一些创造性的策划，卖方和买方可以获得双赢的结果：卖方可以得到一个满意的价格，而买方可以向老板说明如何获得超过 15% 的回报。

- 利用一些合法的外部标准来解决分歧。《如何准备谈判》一书的作者罗杰·菲舍说：“利益之间的冲突是残酷的，我们将永远面对这个现实”。不要试着想靠决心来消除不同意见。菲舍建议：“不要试着用自己的固执来说服对方，而应该让对方相信你给的条件是公平的，这样常常会更容易说服对方。”如果双方都立足于公平的原则，并乐于接受新的观点，那么就可以用一些外在的信息来衡量交易是否公平。换句话说，你所要做的是要求买方的行为合法并且合理。因此，你应该充足准备好外部数据、惯例或其他一些客观的信息来支持你的立场。

如果你期望买方能够善待你的员工，你就得非常清楚地表达出来，并且以书面形式得到认可。你不可能在以最高的价钱卖出你的企业的同时还限制买方改变你的企业。如果你不希望企业发生任何变化，那么你就还没有准备好卖出你的企业。相反地，如果你想限制买方对你的企业所做的改变，那么你就得准备为你设立的每一项限制作出一些让步或对你的员工在价格上重新分配。

例如，一个过去总是给予重要主管大笔分红的客户在保守估计企业售出后的未来利润之后，协商一个获利能力价金。但是预期利润未能实现，因为创造这些利润的重要主管没有参与这项获利能力价金，也没有权力从新的业主手中得到分红。该客户重新调整了获利能力价金，使得主要主管也参与进来。结果预期利润开始如最初所估计的那样实现。

关于卖方如何在卖出企业后仍然继续对他的员工、供货商及他所在的社区负责的一个案例。

作为以 3.26 亿美元买下 Ben&Jerry's 冰淇淋公司的合同的一部分，欧洲公司 Unilever 同意

- 在两年内不做任何人事调整。
- 继续保持与原料供货商的合同。
- 检查企业生产对环境的影响，由 Ben&Jerry's 冰淇淋公司的共同创始人本·科恩监督。
- 一次性地捐赠 500 万美元给 Ben&Jerry 基金会，从佛蒙特的生活困难的妇女到佛罗里达的农民都能得到这个基金会的帮助。
- 把 Ben&Jerry's 冰淇淋公司完税前 7.5% 的收入或者 110 万美元给基金会作为下一个十年的捐赠。
- 捐赠 500 万美元给一个基金来帮助少数族裔所拥有的企业。

把企业的真正价值和成交价区分开

你知道大型公众性公司为了收购其他大型公众公司付的价钱要比最近的市场行情（那些股价已经抬高）高出多少吗？这对一个私有公司的卖方有什么影响呢？

私有企业的财务状况很少会在媒体上报导，所以关于私有企业交易的价钱和企业价值的信息往往来自于人们口头的推测。诸如“我听说 X 公司付的钱要比 Y 公司多。”“我听说他们的卖价是 1000 万美元。”这类的信息几乎没有什么实际价值。如果不知道交易中的一些细节，你将很难知道这些话能说明什么。X 公司到底能多付多少？那 1000 万美元是现金还是股票支付？这 1000 万美元是已承诺好的还是依据企业的经营状况而定的？对于自己的企业在公开市场上到底能值多少钱，企业的老板们几乎没有什么有用的可靠信息。

与此相类似，大型公众性公司的管理层对于究竟应该付多少钱给他们想收购的私有企业，也同样缺少相关的信息。

他们了解公开市场收购的价钱，但也直觉地知道这个价钱并不适合于私营企业——这个价钱太高。他们可能没有完全懂得收购上市公司和私营公司的差别。

企业的价值和交易价格代表着两种不同的估价方式。心中有正确的看法有助于谈判顺利进行。没有人想为他们买的东西多付钱，但是

我们常常会愿意为我们认为价值高的东西付更多的钱。

思考：被谈判的是价钱，被认识的是企业的价值。如果卖方能够帮助买方认识到企业具有更大的价值那么交易价就会上升。

理论上，每个人都知道公众性公司的价值。如果我们看看报纸或上网就可以知道这个公司股票的最新行情，并可以知道这个公司在市场上的价值。而在实际上，并没有这么简单。要想合并或者收购公众性公司，通常要付出比市场行情高得多的价钱，这是因为买方往往认为这个公司的价值被低估了，或者是因为公司的运营不够有效。所以，对于公众性公司的价值总是存在很多不同意见。而对于私营公司的价值，对风险的考虑往往会使公司的价值打一些折扣。

意向书

专业的收购者对是否签订一份意向书有不同的观点。意向书可以帮助你大致地制定出交易中的一些条款，而且如果没有事先签订一个意向书，有些买主和卖主会拒绝进入前期调查阶段。另一方面，因为意向书可能没有约束力，或者只是部分地具有约束力，对于没有经验的卖方来说，不清楚哪些条款是具有约束力的，签订这样的意向书是很危险的。如果意向书签订得太匆忙，将会对你以后的谈判造成不好的影响，即使这些意向书声明是没有约束力的。因为存在这些风险，在签订任何意向书（即使是看起来没有约束力的）之前，你都应该给自己的律师审查一下。

买方会希望你签订一份没有约束力的意向书，以此来表明你希望谈判进行下去。然而，一旦你签订了这样一份没有约束力的意向书，你将会在谈判中处于劣势。虽然买方会争辩说这份意向书并没有约束力，但是一旦签订之后你就不能和其他的买主谈判。这份意向书就成为一种锁定规定，将会让你的企业在交易市场上消失九十来天。签订意向书时要谨慎，因为意向书给卖方留置权。一旦意向书被签订之后，追求期就结束了。因此，在你签意向书之前，你应该确定在意向书中已经包括了尽可能的关键环节。你应当利用对意向书的谈判来明

确交易的大部分细节。

意向书不要很快就签，要利用这个机会对交易中一些实质性的问题进行谈判。这样一来，意向书会更加复杂而且要花更多的时间，但是这样一份意向书也会帮你解决谈判中 90% 的议题。签订了更具体的意向书之后，买方可以很快开始前期调查，最终的合约也将会更容易拟定，因为你和你的买方已经就大部分主要的议题取得了一致。

在有些交易中，交易双方可能会先拟定一个没有约束力的草案，然后以草案为基础准备意向书或一份明确的协议。而在其他的情况下，交易双方会直接拟定一份意向书或明确的协议。在签订一份意向书之前，应该解决以下的一些事项。

- 要求卖方列出的关于公司的财务和生产状况的陈述和保证。
- 交易价格、交易资产、应承担的责任。交易中是否包括不动产和其他非营业资产？如果买方要求你签订一个非竞争性的合同，你就可以为此要求一些补偿。

- 付款的方式——现金、票据，买方企业的股票或者是三者的综合。

- 如果买方愿意付现金就最好不过了，但是你还得要求对方制定出付款的时间表，以及弄清楚对方付款是依据企业的经营情况而定还是不管发生什么情况都事先定好了的。将构成获利能力价金的购买价的因素也考虑进来，购买价将取决于企业未来业绩。显而易见，对方付给你的前期款越多，你承担的风险就越小。如果买方付款要延续一段时间，你一定要要求对方对分期付款提供抵押。如果有获利能力价金就你的交易进行谈判时，就好像你不会得到一分钱一样。

- 如果买方用来支付的方式中包括买方公司的股票，你要注意以下几点：

——这些股票是否是记名式股票？如果不是记名式，作为一个新的股票持有者，你要按照 1933 年的证券法案的 144 条的要求，至少要持有一年才能卖出这些股票。（德勒会计事务所建议你要求记名权来绕过持有股票的期限，或要求随同行销权，这样股票就可以被卖

掉。)如果买方用股票来支付一部分金额,你应知道这些股票是否会记名,如果会记名是什么时间。

——这些股票有没有什么限制,你能否立即售出这些股票,或者你必须持有这些股票两年或更长的时间?

——如果买方是一个公开上市的公司,那么要知道这家公司有代表性的贸易额是多少?如果这家公司的股票交易不旺,那么你可能会很难在不改变股票价格的情况下卖出大量的股票。

——股票的价格是否有一个买方承诺的底线?公开上市公司的股票价格波动较大。买方是否愿意承诺不管股票价格降到多少,公开上市公司都会承诺一个股票价格底线。

——你将接受多少股票?

——如果买方是一个私营公司,而且买方的支付方式中有一部分是本票,那么你应该要求对方在本票尚未偿付时向你提供经过审核的财务情况。如果买方公司的财务状况恶化,而还没付清你的票据,针对这种情况,在合约中应该有相应的条款来确保你得到所有的付款。你的买主是否愿意发一个信用函来保证票据的支付?另外,你的买主在你的交易成交后卖给别人,你应该要求全部付清。

- 详细说明由于在签订合约和结账期间账面价值的可能变化而引起的付款金额的调整。谁持有应收款?通常卖方持有超过 60 到 90 天的应收款。

- 税务计划和交易结构。如果你准备用你的股票建立一个慈善性质的信托公司或支助性组织,并且预见到你的买主会购买这些股票,那么就应该在和你的可能的买主签订合约之前组建好慈善性质的信托公司和组织。

- 为了使买方降低风险而从收购价暂时扣留的金额数目。例如,如果合约中为继续经营的缘故买方暂时扣留一定数量的现金,他们可能会用成交时的应收款来支付给你,而且买方可能会希望暂时扣留一部分答应付给你的现金,以免应收款不能按期准备好。因此,对于任何买方答应付给而被他们扣留的金额,都应该要求买方把这部分

金额存在一个有息账户中，并且一旦买方的风险不存在后就应该立即支付。

- 关于买方义务的任何情况（如融资、董事会批准等）。
- 关于卖方公司员工的人事条款，还应包括员工的家庭成员。
- 非竞争合约的性质和持续的时间。

● 公司管理层的连续性。在有些情况下，你有必要让你的主要主管和其他雇员知道正在进行中的交易情况。买方可能会想和主要部门的管理人员谈一谈，并且和你的高层管理人员就聘请的事项进行谈判。这时在时间安排上可能会比较紧张，因为你的交易在这时还没有结束，而且你不愿意做任何会破坏交易的事情。此外，高层的管理人员可能会对是否签订应聘的合约感到犹豫不决，因为他们可能不是太了解买方的情况。为买方考虑聘任的合约可能是过早的行为，但是公司的新老板往往都想早一点考虑，因为如果要实现公司的预期盈利，就必须安排好公司的管理层，你要依靠管理人员去实现预期的盈利。如果你已经和你的管理层签订了聘用的合同或非竞争性的合同，那么就根据你将管理人员让给别人的能力检查一下合同。

比较买方们的不同出价

在下面的例子中，我们介入之前客户已经和一个经纪人签约。这个经纪人最初提供了关于公司的估价，并能够找到三个买主。三个买主的出价都接近于公司的估价，而且有一个买主的出价还超出了一点。我们的工作协助谈判，经过几个月的谈判后，卖方选择了买主C（参看表9.1），成为最终合约的意向书，附在附录中。除了下列列举的条款，买方C还以认股权的形式为超出估价单的价值提供给卖方获利能力价金，这种获利能力价金的潜在价值对于这些卖主来说可能不小。但是即使这种获利能力价金并没有得到，卖方还是对交易的基本条款很满意。

表 9.1 比较三个买主的出价

	经纪人的估价	买主 A	买主 B	买主 C
买方付的 现金	\$ 3600000	\$ 3265000	\$ 3400000	\$ 3000000
卖方持有的 本票	—	—	—	—
延期支付款 (2 年)	—	—	—	1400000
股票销售 毛额	3600000	3625000	3400000	4400000
加上				
公司留存现 金 (1)	429. 459	429. 459	429. 459	429. 459
留存的应收 账户 (2)	323. 677	323. 677	323. 677	323. 677
留存的股票 持有人的应 收款 (3)	—	—	—	—
假定的公司 债务	—	—	—	—
	753. 136	753. 136	753. 136	753. 136
减去				
已催还的公 司债务 (4)	(598. 973)	(598. 973)	(598. 973)	(598. 973)
应支付给股 东的本票(5)	(88. 856)	(88. 856)	(88. 856)	(88. 856)

续 表

	经纪人的估价	买主 A	买主 B	买主 C
营运资本需求	—	—	—	—
全部付清的 公 司 租 约 (6)	—	—	—	—
	(687. 829)	(687. 829)	(687. 829)	(687. 829)
股票的销售 净额	3665. 307	3330. 307	3465. 307	4465. 307
应纳税的收入				
股票的销售 净额	3665307	3330307	3465307	4465307
公司股票的 基价 (7)	402000	402000	402000	402000
经纪人的代 理费	200000	200000	200000	200000
估计中其他 的结账费用	25628	20343	25618	23618
总的基价和 交易费用	628628	622343	627618	625618
总的应纳税 的收入	3036679	2707964	2837689	3839689
计算所得税				
股票的销售 净额	3665307	3330307	3465307	4465307

续 表

	经纪人的估价	买主 A	买主 B	买主 C
(减去公司所有者的资金支出)	—	—	—	—
(减去延期付款)	—	—	—	(1400000)
年度销售所得	3665307	3330307	3465307	3065307
收入占公司卖价的百分比	82.8%	81.3%	81.9%	86.0%
年度销售的资本收入	3036679	2707964	2837689	3839689
联邦资本收益税 20% (售出当年)	607335	541592	567537	487937
联邦资本收益税(延期付款)				280000
总的联邦资本收入税	607335	541592	567537	767937

一个典型合约的精髓

无论是否签订了一份意向书，你都要准备一份最终的合约来记录交易的各项条款。一份最后收购合约的内容将依据交易的纳税结构，会计目的和公布的双方对价的种类等因素而有所不同。合约中应该包

括你和买方经过商讨之后定下的意向书中的条款。

波士顿的 Peaboy&Brown 律师事务所的合伙人查理·克雷先生认为大多数的合约应该包括以下内容：

- 对交易情况的描述和公布的双方的对价。
- 卖方股东或卖方公司的其他所有者和买方的陈述和保证条款。

陈述和保证条款针对的是过去和现在的情况；保证条款是为了确保现在或将来的报表都是真实的。这些保证条款让买方能够决定把这个交易进行下去。合约中典型的陈述和保证书涉及财务报表、应收账户、税务、员工待遇，以及知识产权。例如，一份关于财务报表的保证可以让买方对报表的准确性放心。卖方出于善意提供这些保证，而买方依赖这些报表。有时，会出现隐瞒负债的情况，如果在交易结束之后，发现卖方违背了一条或更多的保证，买方可以起诉卖方。在签订合约前再检查一下陈述和保证条款的样本是很有必要的。

- 为了使交易能顺利结束而必须具备的条件。
- 在签订合约、成交期间，关于被收购企业经营情况的条款。
- 关于成交手续、满期、费用和赔偿等方面的总的合约。大多数收购合约还包括了详细的表格对陈述和保证条款表示支持或说明例外情况。在大多数交易中，卖方作出的保证要比买方作出的保证要更广泛。买方在现金交易中的保证条款比较简短，而在以股票或票据结账的交易的保证条款要更广泛。关于卖方的陈述和保证条款、任何有关的赔偿条款以及它们是否在成交后继续有效（如果是，会有多长时间）的内容都是卖方在收购协议中最关键的部分。

虽然在大的交易中，合约在成交前就已经签订好了，但是在一些较小的交易中，一直到结账才会签订正式的合约，何时签订正式的合约对合约的内容有很大的影响。

买方的前期调查

当签订了合同之后，就进入了前期调查阶段。在每一桩购买公司的交易中都包括了前期调查这个阶段。在这一阶段，买方和他的顾问

们有机会去评估他们想要购买公司的经营、法律、财务等方面的状况，以及公司将来的前景。买方通常会通过现场或不在现场的调查和查阅公司的文件等手段来进行评估。买方可以在成交前调查卖方提供的一些数据的准确性。买方可以要求查看公司会议记录的副本、购销合同、股票信托、股票转移分类账、有关政府文件、批准书、执照以及任何有关融资包括贷款合同、租赁和担保等方面的信息。买方还可以要求公司公开在雇佣方面的信息（比如雇佣合同、过去对员工的报酬和补助计划等）。买方在这一阶段还会要求查看资本支出的文件、证明书、保险单特许经营合约或执照、联合企业的合同、卖方公司有关的合伙人、营销协议等等。此外，有关待解决或可能的诉讼仲裁、判决、国内收入署审核或环境方面的事项等，都将在前期调查这一阶段由买方调查清楚。

前期调查这一阶段何时进行要因不同情况而定。当谈判中涉及意向书时，前期调查一般在签订意向书和签订最终合同之间进行。当谈判双方直接签订最终合同时，前期调查一般在合同签订前进行。但是也有些最终合同是在前期调查之前签订的，针对可能出现的不能令人满意的评估结果，在合同中规定了相应的合同终止权利。无论何时进行前期调查，卖方和买方都要在交换有关的信息之前签订一个保密协议。（参看出售附录）

在这一阶段，交易往往变得很透明（至少对于主要的管理人员来说），因为买方很难秘密地进行前期调查。如果所提供的信息与买方的陈述不符，那么这时交易额就会缩小（买方可能会暂时停止支付，直到对方的业绩被证明为止），或者交易被取消。

成交

在主要的前期调查完成之后，通常交易双方会齐心协力地满足使交易顺利成交的一些条件。这些条件包括规章、贷方或业主的许可、融资以及交易双方的陈述和保证到交易成交时的准确连续性。

任何有关成交的条件——通常是在进行前期调查时发现的——必

须在卖方得到付款之前被解决。例如,许可方或给予特许权的一方必须是交易中的一方。你需要仔细调查你持有的特许权,许可权和零售协议,以此来弄清楚是否存在任何对于将所有权转让给第三方的限制。

在成交的准备过程中,交易双方都会把重点放在结账时需要的一些特别的文件上。这些文件通常包括了公司的状况、法律意见、产权转让证书、公司签发的证明书、买方的股票证书和票据,以及在结账时卖方交出的股份和财产。

支付购买价后,任何辅助单据(如出售企业经理的雇用和非竞争协议)生效。

卖方常犯的错误及对策

买方通常在收购公司方面有丰富的经验,而卖方可能只会有一次卖掉公司的经历。卖方在卖掉他们的公司时常犯的错误有以下一些:

- 感情用事地卖掉公司。因为过于心急地想卖掉公司而错过了一些可以提高公司价位的谈判机会。

对策:如果你过于心急,你可能在谈判桌上失去更高价码或者有些问题悬而未决,你以后会因此而后悔。你可以在谈判中运用你的顾问队伍。坚持你的想法,如果交易失败了,可能是因为这本来就不是一桩合适的交易。当谈判进行时,继续经营好你的公司,如果买方看到他们的计划在成交之前不能实现,就会离开谈判桌。

- 收取了买方公司过多的股票(作为卖出款项的一部分)。记住你是在卖掉你的公司,而不是把你的大部分财产投资到其他人的公司。

对策:不管买方公司的股票有多么诱人,你也要不断地问自己:“如果我卖掉公司的所得款项都是现金,我会把这些现金的50%、60%或70%都投到一种股票中去吗?”

- 没有分析交易结束之后的一些问题。这些事项通常包括公司的新老板如何将公司的日常运转和新的领导关系结合起来。在新老板接管公司之后,以前的部门经理可能会失去动力或辞职,你也可能会对谈判达成的咨询协议的条款感到沮丧。

对策：通常的办法是了解新老板的管理方式。他是建立一个官僚的机制还是将决策自上而下推行？将监督你的经营的那个人的权力有多大？

- 卖方在交易结束后开始后悔。许多卖主没有预计到卖掉公司对他们情绪上的影响，一些卖主会抵制公司的新主人对公司的改革，还有些卖主找不到一些有意义的事情来度过他们的空闲时间。

对策：如果你觉得你接受不了公司老板对公司的改变，建议你在交易结束后离开城市几个星期，从而让你和从前的公司在感情上产生一些距离。一定要让你自己找到一些刺激、有趣的事情去做，诸如在行业协会里做事，搞点咨询，旅游和来点业余爱好等。

做该做的事

思科系统公司的发展部的高级副总裁麦克·沃尔皮负责公司的收购，他说：“我们与别人的不同在于我们收购一个公司后就会围绕它进行一系列的工作。很多公司把收购企业看作是一次性的行为，好像你只需要买下了一个公司，你的事业就像变戏法似的发展了，你就拥有了一家新公司。我们认为如果你能在一个可以重复的、可升级的基础上收购一家公司，你就不能只是简单地掏钱买下一家公司，然后指望它开始运作。”收购公司中常见的误区是人们把它看作是一次性的行为。各个公司，尤其大集团都不是通过一次性的行为建立起来的。它们对一次性冲击处理得不好。

他说，思科公司建立了一种商业程序，那很像是一种生产程序，有一支专门的队伍固定从事公司收购和整合的事宜。他说：“通过建立相关机制，我们已能够确立一种最佳做法。”

不是所有的交易都是美满的婚姻

什么才可以称为好的买卖？一个顾问是这样回答的：“对于卖方，好的买卖是指买主说的都是真话，卖方得到了认股权，母公司得到了发展，公司股票升值，公司的员工不去给他找麻烦，也没有试图

明显地改变卖方的公司。”

但是情况的变化会很快，买方在第一次收购公司时会很重视，而当买方购买了 20、100 或 160 家公司时，这就变成了一种机械化的过程。这时就不再有追求了——公司雇员不再努力去建立关系，而是直截了当告诉卖方应当怎样做。他们会说“我们的规矩是这样的”，在他们那里没有一点让步的余地，并且他们会试图改变卖方的公司，即使他们收购的是一家成功的企业，他们也会试图按自己的意图来加以改变。而且在很多时候，对卖方公司的改变是在买方的高层管理人员不知情的情况下进行的。

什么条件可以促成一桩好的交易？从买方的立场来说，应该是收购公司的状况和前期调查是符合的，公司的所有者仍然有创业精神，仍然像以前一样经营公司，就像仍然是属于自己的，并且公司能不断地为买主创造盈利。

Braxfon 合伙公司对《福布斯》1000 项服务和制造业公司进行了一项调查。调查显示这些公司的并购获得成功的比率低于 30%，然而，这些公司也声称他们的并购进程不会减缓，会与以前一样，甚至加速。并购的失败可以分为两大类：逻辑上的失败（这似乎是一个好的想法，但实际上不是的）和操作上的失败（这是一个好的想法，但是不可行）。按这项调查划分，逻辑上的失败包括以下一些买方公司的回答：

- 我们过高估计了市场的潜力。
- 我们对所并购公司的情况了解得太少。
- 整个环境改变了。
- 我们并购的公司在产业结构上与自己的公司相差太远。
- 我们并购了错误的公司。
- 原来抱有希望的产品从未被开发出来。

操作上的失败应该归因于糟糕的管理，包括在并购完成后的整合。

理查德·莫利斯把他的汽车零件制造公司 Fel-Pro 卖给了 Federal-Mogul 公司，他举了个例子来描述什么是操作上的失败。

〔他们〕说了很多关于员工是很重要的话……并且他们说要学习我们企业的文化，然而当 Federal - Mogul 接手公司后，我从第一天就意识到他们所说的话和 Federal - Mogul 公司准备做的完全是两码事。

卖掉你的公司不仅仅只是一次交易，这应该是一个合作的意向，双方应该共同承诺合作来使公司增值。只有这样，买卖双方以及从公司受益的所有人最终才能都感觉到从交易中获得了利益。

第十章 税金与风险管理

在签署包括意向书在内的任何文件之前，大家都应对潜在性交易中的税金结果予以充分的考虑。个人所得税通常会给你们带来一些烦恼，所以你们应当尽早咨询个人的检定会计师(CPA)、律师或是其他税务顾问。在他们的帮助下，你们可以更好地了解税金处理对你们交易的影响。他们也能够建议你们采取适当的方式达到最大限度地减少税金，同时帮助你们理解本地、本国甚至国外各项税务制度的含义。

在不同的销售形式下联邦税收制度的含义都会有所差别，本章旨在全面介绍联邦税收制度，同时帮助大家更好地理解税金的处理对买方出价的影响力。总的来说，我们将首先讨论 C 类公司销售中的税金处理，接下来则是 S 类公司、合伙企业和有限责任公司在出售中的税金处理。

出售公司股票还是出售公司资产？

让我们假定一个简单的情况，即你拥有你公司的 100% 股权。你可以将股票卖给合适的买家，当然买家将会持有该公司的股票，你可以直接获取出售所得，而你则不再对该公司有任何支配权。或者你可以选择出售你公司所有资产，结果将会是买方拥有公司的所有资产（当然包含一切与之相关的债务），而你将继续持有该公司的股票，销售所得将为公司所有。

股票的买卖不会改变法人实体，一般来说，公司的资产、债务、股权以及公司的税金属性和历史会保持原样，只不过在所有权上发生

了变化。你的资产发生了变化，你将所持有的股票换成了其他形式的资产：现金、买方公司的股票、债券或是这些形式的结合。你个人承认因出售股份而获利：你出售股票的所得超出所售股票税基一般而言就是你购买股票时所支付的价钱的那部分数额。你个人要缴纳那部分所得的税款，通常按资本收益率缴纳。

资产的出售包括公司的现金、股份、债务或是这些形式的结合。资产的出售可能包含有形资产，如库存、应收款项、设备、土地、建筑，也可能包含无形资产，如顾客清单、许可证和营销渠道。公司的债务通常也会转移，特别是公司债务用公司资产担保时。你的资产仍然是公司的股票，公司收到销售所得并同时（以公司的一般收入比率）支付所得税。到那时你仍能选择是保留公司，将所得投资，还是清算公司资产或是让公司把税后收益分配给你。

比较表 10.1 中的股票销售和资产销售，可以说明不同的税收处理方法可造成不同结果。对出售股份来说，买方仅仅是出售全部股票换取现金。而出售资产则是出售公司所有资产，清算、分配税后的销售收益给公司股东，股东将会缴纳那部分金额的税款。

运用表 10.1 中提供的数据对股票销售和资产销售进行比较：

- 买主愿支付 500 万美元。
- 公司资产的税基为 150 万美元。
- 公司没有任何债务。
- 联邦公司税率为 35%。（州税未计在内）
- 股东所持股票的税基为 100 万美元。
- 股东的个人资本收益税率为 20%。

表 10.1 股票销售与资产销售对比

资产销售		股票销售	
公司收益税：		股东收益税：	
资产销售所得(a)	\$ 5000000	股票销售所得(e)	\$ 5000000
资产净额	\$ 1500000		

续 表

资产销售		股票销售	
公司收益	\$ 3500000		
税率	35%		
公司收益税 (b)	\$ 1225000		
股东所得的净额	\$ 3775000		
(a - b = c)			
股东收益税：			
股东的清算分摊额	\$ 3775000		
(c, 同上)			
股东的税基	\$ 1000000	股东的税基	\$ 1000000
股东的分配所得	\$ 2775000	股东的销售所得	\$ 4000000
税率	20%	税率	20%
股东收入	\$ 555000	股东收入所得	\$ 800000
所得税 (d)		得税 (f)	
净收入 (c - d)	\$ 3220000	净收入 (e - f)	\$ 4220000

很明显，股票销售比资产销售的优势是税后获利多将近 100 万美元。另一个可能的优势是将有关公司的债务和经营权转移给买方，而资产销售做不到这些。显然，出售股份对于卖方更可取。由于买方无论哪种交易都要付相同的资金，一时之间好像买主不会注意交易的形式，因此大部分销售将是股票销售。

然而，交易的形式确实对买方有很重要的影响，在税收和法律上都影响到买方的优先选择以及愿意支付的数额。在资产收购中，买方所购资产的征税基数是所支付的 500 万美元。然而在股票收购中，资产保持出售以前相同的征税基数，即 100 万美元。假如资产可用寿命很短（如存货，设备）或是买方计划在近期出售一些资产，那么低征税标准会导致买主短期内缴纳高得多的所得税。因此，买方一般宁愿收购资产。

买方和卖方优先考虑方面的差异提供了进行协商的机会，假设你

的销售前的分析表明为了维持你的生活方式，你需要从出售中税后净得 400 万美元。基于以上的计算，你认为必须出售股票，但是一个有吸引力的潜在买主只对资产收购感兴趣。你可以重新进行计算，得出买主要为资产或股票收购支付多少钱才能提供你所需要的 400 万美元。你之后参加谈判时就会知道买方可能需要花 650 万美元来购买你的商业资产，而你出售股票只能得到 475 万美元。

资本收益与普通所得

那些拥有私营公司股份的个人（或是一个家族，或是一个小的业主群体）会按资本收益率缴纳出售股票收益的税款，特殊情况除外，而这对卖方很有利。

私营公司出售所有经营资产的收益，这种情况更加复杂。大部分商业资产（如库存）会产生普通所得。出售不动产和无形资产（如良好的商业信誉）的收益可作为资产收益。来自可折旧资产的收益（如机器和设备）一部分视为普通所得——等于已扣除的折旧——一部分视为资本收益——高于其原始成本的升值。但由于出售是在公司层次，因为公司的资本收益税率为 35%，区分资本盈利和普通所得就变得意义不大了。正如上面所讨论的那样，当公司的纯利分发给股东的时候，这些资金将按资本盈利处理。

区分普通所得和资本收益对合伙或 S 类公司更有意义。在这类公司中，为计算所得税的目的，收益流向业主。这样，资本收益可享受优惠的资本收益税率，而其他的收益仍将按普通所得收税。

S 类公司、有限责任公司（LLC）或合伙企业

本书不讨论上述公司税收问题的复杂性，但纵览税收事务将很有益。假定每个实体由两个个体所拥有，并且业主的所有利益都将被出售，或是这家公司拥有的所有资产都将被出售。当企业进行重大交易时，我们应当尽早地参考含税务顾问在内的专家的意见，这样才能帮助资产拥有者更好地理解交易对税负的影响。

出售 S 类公司的股份能获取资本收益。S 类公司的资产销售和 C 类公司的资产销售一样，但一般来说所有的资本收益和普通所得不会按公司的标准征税，但它们将流向股东并以适用税率向他们征税。如果一家 S 类公司在出售前十年的某一段时间曾经是 C 类公司，在确定其按 S 类公司征税之前的升值所得，将在公司层次按 S 公司的标准、以最高的公司比率征税。

当公司是有限责任公司时，公司各成员利益的出售将产生资本收益。一家有限责任公司的成员可选定为合伙人并作为合伙人的身份予以征税，这类公司处理资产出售收益的方式将在下文中按合伙企业一并讨论。

合伙企业利益的出售也可形成资本收益。合伙企业资产的出售要按合伙企业的标准分别计算资本收益和普通收益，但不按合伙企业的标准征税。这些收益会流向合伙人，按资本收益或普通收益重新定级，并以适用税率向个人征税。

现金、股票、债务——应该接受何种支付？

有句话这样说：“现金是钱，也只有现金才是钱。”所有现金交易都要征税，但由于卖方进行交易后可携带现金远离企业，所以其风险性最低。不管以何种形式出售企业，要求现金支付是最安全的方式。

买方要求卖方承担部分债务已很平常。例如，买方提供 50% 的现金和 50% 的本票，本票部分要求卖方允许在几年内支付。

表 10.2 为大家比较了承担债务带来的潜在利益及可能出现的陷阱。

表 10.2 承担债务的潜在利益和陷阱

承担债务的潜在利益	承担债务的潜在危险
● 可以协商更优惠的利率	● 利率所带来的收益可能低于其他方式可带来的收益

续 表

承担债务的潜在利益	承担债务的潜在危险
● 一部分收入的所得税可以暂缓；在股票交易中暂缓支付的本金部分在收到款项时才交税	● 暂缓的支付能否收取取决于购入方经营是否成功
● 可以允许买主购入一般情况下不能购入的东西	● 最坏的情况是买主拖欠支出而卖主则被迫收回受损的企业进行重建

买方还可以通过银行或其他社会金融机构获得所需资金，从而付给卖方现金。无法获得资金的买主可能不是一个成功的候选人。

卖方考虑在企业交易中提供部分债务时，应像银行一样，考虑在贷款协议中加入业绩和偿清合同，并仔细监督合同的执行。现金支付的比率越大，卖方在债务上承担的风险便越低。

针对在资产出售中可能提供部分债务的情况，1999 的税法改变了对此类卖方所得的征税方案。过去，延期的本金付款按分期付款出售法则征税，根据此规则，卖方可以根据贷款原则延迟缴纳借贷本金的税款，而不必在出售当年为缴纳所得税承认全部收益。卖方将根据他们所收到的实际款项交税。新条款要求采用权责发生制会计方式的企业在出售当年承认全部收益。这些企业包括除服务提供表以外的以资产销售方式出售的大部分企业。这种条款将使卖方不太愿意在资产销售交易中承担部分债务，除非买方愿意提高价格以弥补多增的税收。

强健的经济时代产生了大量的企业主，他们用自己公司的股票交换购买方的股票，通过买方股票的升值获取利润。但多数情况下，业主在获取重大利润的同时也承担着相应的风险。卖方在股票对股票交易中吃亏的情况比比皆是。进行交易时，卖方本以为有足够的理由相信买方的股票是绩优股，但时间证明，由于买方实施了过度的扩展计划和其他风险性措施，引起买方股票价格下跌。股票与股票或部分股票交易中，卖方在评估买方股票价值时应高度警惕，在出售价值协商

中应考虑到买方股票的风险性，从而对其股票的价值打折扣。

免税交易是否因听起来太好而觉得不可能？有条件的卖方可寻求机会，进行免税性重组（用延期付税一词可能更合适些）。若卖方有企业外投资，没有现金需求，可延期纳税的股票对股票交易则对其具有吸引力。其优势是交易之时无须立即付税，而且只要卖方拥有买方的股票，这期间也无需纳税。其不足之处是限制性规则过于复杂，一不小心便会落入陷阱。卖方业主和买方都必须严格遵守这些特定法则。

股票换股票交易最简单的形式是卖方交易本公司的全部股票以获得收购方公司的股票。其实质是卖方将本公司的活动资产所有权换取买方公司的固定资产所有权，目的是期望买方付给自己的股息取代活动资产所有权所产生的金融利益，期望最终卖出买方公司的股票时，获取的收益超出以现金交易和继续投资资本所获取的收益。

进行可延期付税的股票换股票重组的两个重要条件是：

- 在股票交易中，卖方只接收买方公司有表决权的股票；
- 交易完毕后，买方公司至少必须拥有卖方公司各类股份的 80%。

另外，为了所有权和企业经营的持久性，卖方必须继续持有买方的股份，买方则继续参与卖方公司的商业活动。

其他可延期付税的重组形式包括资产换股份交易，实质上即卖方公司的所有经营资产将会被交易来获取买方公司有表决权的股份，这样买方的股份便转让给了卖方。

如果卖方考虑接受买方的股票（不管其股票是作为部分交易款还是作为股票对股票交易），并且卖方是公众性（公开上市）公司，联邦证券法规将会起到作用。卖方在交易中应充分意识到这些法规潜在的影响。收购条款中很重要的一点是，公开上市公司应当对证券管理委员会公开购并的主要条款，在有些情况下还包括卖方公司的历史财务状况，这些记录要公诸于众（还要求能上网供公众浏览）。但对于私人公司的卖方来说，这可能不容易被接受，因为他们习惯于将本公司的财务信息保密。你应当有在高尔夫球场上或俱乐部午餐会上听

到有人对你交易的要点进行谈论的思想准备。

从公开上市公司接受股票的另一个问题是，你从买方收到的是记名还是非记名股票（有时也称为限制股和不能公开上市而直接出售给投资人的股票）。记名股是根据 1933 年的《证券法》及各州相关的证券法规发行的。非记名股票则不受这些法规的限制。根据有关限制规定，记名股票能在公共证券交易市场自由流通买卖。非记名股票在一定时间之内不允许在公共证券市场上自由交易（一般是发行后两到三年）。在此时间段内，非记名股票可以流通于某些私人交易中，但其价格会低于公共市场。在转售中，即使是记名股票也会受到数量限制。

如果买方提供给你的是非记名股票，你可以对要求或随同销售记名权进行商议，这些记名权可以使你有权要求买方在将来某个时候给股票注册记名，以进行转售。要求注册权一般更有意义，（有时与其他权利一同行使）即使买方不打算因其他目的发表注册声明，你也无权要求他为股票注册记名。随同销售记名权则使你有权要求买方在某个注册声明（买方为其他股票单独发表的注册声明）中加入你的股票。注册权协议是很复杂的文件，你需要进行扎实的法律咨询。

其他的谈判项目

在交易中，除了买卖双方商量的价格和其他事项之外，还存在很多能让买方心动的选择。多数积极参与企业经营的卖方都意识到他们需要和买方签订一份咨询合同。咨询合同能使买方对卖方业主的经验和专业知识有更多的了解，也为卖方企业的员工、供货方以及客户提供一座成功过渡的桥梁。买方往往愿意花钱聘请一位出色的全职总经理来处理企业事务，或者是在某段时间内聘请全职或兼职的专业人士作为咨询顾问。在咨询顾问方面的支出应当在企业销售收益之外单独计算，也应当与所提供的服务相对称。和出售收益不同的是，咨询支出对买方来说是可免税的，买方还可以此为由提出更高的买价来购买企业。

签订合同时，买卖双方可通过非竞争性契约来达成合理的价格，从而达到互惠互利的效果。非竞争性契约中，一定时间内，出售款通常直接付给公司的有经营权的股东。虽然非竞争性支出要作为普通收入来征税，但他们在资产出售中的确避免了按公司标准征税。买主通常可以在 15 年内分期付完非竞争性支出，而不用考虑合同所规定的年限。

卖主应当为买主寻找那些没有在公司手册和鉴定报告上出现、但对买主极有价值的无形资产，例如客户名单、专业技术、或优惠性租赁。这些特别支出可以算作价格的一部分。买主可以在 15 年内分期付款购买这些无形资产，当然对他们来说最后总税款有所降低。

买方的核算方法对卖方的影响

在 1999 年之前，买方在交易过程中的财务核算处理对买方最后的出价有很大的影响。买方在公司购买问题上有两种选择方式：共同经营或单纯的购买。当卖方想完全脱离公司时，不会选择共同经营的方式。这种方式一般出现在如下情况：两个公司以共同经营的方式结合，创造出一个新的实体，在这个联合机构中，双方公司的股东都继续保持对新公司的所有权。实质上，任何不符合共同经营要求的交易都应当采取单纯购买的方式，包括资产购买和股票购买。

购买核算要求所购资产的出价根据其合理的市场价值分摊到各部分财产中，另外的购买价格是用来支付其过去的信誉价值。在未来的几年中，资产增加的价值将计算折旧，而信誉价值则可摊销，这就比合并核算增加了买方的支出，而降低了其回报利润。这样做就不必为购买卖主的企业支付额外的费用了。

如果你愿意以企业合并的形式（在这种模式下你将以自己的股票交换买方的股票）出售你的企业，并在合并后仍保留所有权，你应该为这场交易确定能适合共同经营的购买模式，并获得较高的价格，而且应该尽早实施。财务核算标准委员会已提交账目核算新规则，计划于 2001 年开始实施，新规则要求买方采用购买核算的会计

方式。如果新规则获得通过，2000 年末有可能出现一阵购买热，因为买方急于完成能以共同经营方式进行购买的交易。

接受买方股票后的资金流动和风险规划

在某些情况下，通常是指进行免税重组时，有一些金融手段可以帮助那些接受了买方上市股票的卖主来限制股票贬值的风险。你有必要在谈判的过程中就确定下来按下所述的一些计划将不会与买方的条件相抵触，也不会使任何延期的税务提前。

垫圈（collar）是指为了降低卖主（也称选择权持有者）风险的一系列选择权。这种交易在结账之后进行，并且可以使卖方能够降低因为持有买方的股票而遇到的风险，而且，根据垫圈的结构，还能使卖方在延迟债务的同时能收到一部分现金的支付，当买卖双方交换股票时，应该考虑以下几种可能的情况。

毫无防备

风险性最大的可能是你持有买方的股票并且没有采取任何措施。你可以卖掉新的股票并且支付盈余（依买方的限制条件而定），或者保留股票并且推迟得到盈余。如果你保留股票并推迟得到盈余，这时你也冒着这些股票是否能增值的风险。如果股票如愿增值，那么你对股票价值的正确判断将是你卖掉公司的一笔意外红利。如果股票下跌，你将失去谈判中所定价格中的相当一部分。

妥善地进行套期保值

你应该另辟蹊径来让自己避开困境。例如，这里有两种进行套期保值的方法。

1. 卖空股票。这牵涉到卖出你现在还不拥有的股票，因为你预测某种股票的价格将会下跌，所以你计划等股票下跌后以低价买入这些股票。举个例子，假设你以 40 美元每股的价格出售你并不拥有的股票，而明天该股票跌到 35 美元。你以 35 美元每股的价格买进了股

票，然后把股票交付给已付给你每股 40 美元的买主，这样每股你就赚了 5 美元。与此同时，买方付给你的股票（每股 40 美元的价格）也跌至 35 美元每股。但是如果你卖空同样金额的出售所得股票，那么前面卖空交易中所得的 5 美元的利润就会帮你实现保值。如果当你卖空股票，股价上涨而不是下跌时，套期保值也一样可行。

2. 将股票捐给慈善遗产单位信托。如果你的公司属于 C 类公司，你可能会考虑在意向书和任何协议签订之前创建一个慈善遗产单位信托，慈善遗产单位信托是一种免税的实体（一种不可撤销的信托）。在谈判之前把你的一部分股票转到慈善遗产单位信托，慈善遗产单位信托的委托人可以和买方交换股票，而且不会涉及任何税务问题。此时，慈善遗产单位信托中的买方的股票可立即在公开市场上销售，也没有税务问题。这种保值方法使卖方能够通过慈善信托来很快抛出买方的一些股票并使资产多元化，而且不涉及税务。

处于中间位置

在这种情况下，卖方要在他的律师的帮助下卖出预付的远期合同（也叫垫圈 collar），这样可以通过要求卖方放弃一些潜在的涨价利益来减少因为持有买方的股票而带来的降价风险。举个例子，假设为你卖掉公司时持有 Newco 公司的股票。在结账时，Newco 公司的股票交易价是 30 美元每股，而你想保护你自己免受 Newco 公司的股票降低到低于某个价位，假设是每股 25 美元所造成的损失。这时，你可以拟订一个每股 25 美元和 35 美元的垫圈。这意味着你可以控制你的风险，你得到的股票价格不会低于每股 25 美元也不会高于每股 35 美元。你承担的降价风险愈大，那你保留的潜在涨价利益也愈大。当垫圈被卖给一个投资银行家或者第三方时，在某些情况下你可以将 Newco 公司的股票变成现金，而你多得的部分要到行使选择权时才支付。所以如果垫圈的期限被定为 3 到 5 年，你不仅可以立刻得到现金，而且可以把支付所得和纳税推迟到垫圈的最后期限。

垫圈可以大致分为两大类：

1. 零费用的 collar。零费用的 collar 不是意味着免费，而是指这类 collar 同时涉及出让买入股票权和取得出售股票权。买入股票权给其他人从你那里以特定的价格和特定的时间购买股票的权利。而出售股票权正好相反。它给了你要求其他人以特定的价格和特定的时间购买你的股票的权利。举个例子，假定某种股票的价格为每股 20 美元，并且以每股 30 美元的价格售给别人六个月的买入股票权。如果股票涨到了每股 33 美元或者更高（在六个月之内），你售予买入股票权的那个人也将以每股 30 美元的价格买入。如果你也以每股 15 美元的价格售给别人六个月的卖出的股票权，而股价跌至每股 10 美元（在六个月之内），无论股价跌幅有多大，你都可以要求那个人以每股 15 美元的价格买下你的股票。

你从出让买入股票权中得到的收入通常要用来支付卖出的股票权。在零费用的交易中你未必能看到一分钱，你将把你的证券放在账户里作为这些权利的抵押。你从中所得到的是降价风险的降低。如果买方公司经营不善或者股票突然下跌时，你将不会受太大的影响。如果这两种情况中的任何一种出现时，你把你的降价风险限制在出售股票的卖出选择权价格上，同时，某个投资银行家会贷给你在你的账户中证券价值的 75% 到 80%。这样，通过一个零费用的 collar 你可以控制风险，同时如果你需要流动资金你也能借到钱。当然，你和投资银行家之间也要就一些问题进行谈判，这些问题包括谁得到公开上市股票的股息，另一个问题是 collar 的有效期限，这个期限可以是六个月，两年或者更长。

2. 盈利的 collar。这种类型的 collar 可以给卖方带来额外的收入。举个例子，假设 Newco 公司的股票价格是每股 30 美元。在这个例子中，股价的上限可能被限定为每股 33 美元，而底价可能仍然是每股 25 美元。因为股价上限要比零费用的 collar 要低，其中的价格差会给卖方带来更多的收益。投资银行家给你的收益要比你出让出售股票权得到的收益多。这时，你要按买入股票权交税，但税务处理要到买入股票权到期时才能确定。既然税收问题非常复杂，所以有必要向你的

会计师和律师进行咨询。出售产品的人经常对税务问题产生误解。

思考 这种 collar 代表着实现两个目标的机会：通过免税改组将你的企业出售给公众性公司换取他们的股票，同时另外创造延期纳税的流动资产和多样化经营的机会。因此，这有助于买主进行股票交易，同时还提供了解决关于卖主从公众性公司获得股票方面的风险的方法。

慈善遗产单位信托（CRUT）和年金信托（CRAT）

慈善遗产信托通常在企业出售之前创建，是延迟给付的一种工具，1969 年由国会立法设立。它们是利益分割信托，其收入利息由一个或几个人获得，其余的利息则由慈善机构得到。捐助人将资产转到慈善信托后可以在一段时间（不超过 20 年）或一生中获得资产收入的利息。信托公司的资产将被投资，而且投资所得收益及收益的利息都属于捐赠者。当捐赠者死后或者信托期满时，公司的所有资产将交给捐助人指定的公共慈善机构。

因为捐助人保留转让给信托财产的利息（收入利息），所以你因慈善事业而减免的收入税以赠与慈善机构的价值减去你保留的收入利息的现值为基础。你可以利用这一点来延缓因出售股份而带来的资本所得税。因为慈善信托的本金不用交税，所以受托人的再投资可以为你带来更多的收益。

慈善遗产单位信托（CRUT）和慈善遗产年金信托（CRAT）在一些重要方面有着区别。慈善遗产单位信托每年以固定的比率将信托资产的原始公平市价付给收入受益人。因此，单位信托的数额有可能随着资产的价值改变而逐年波动。

在 1997 年通过的《减税法案》中，国会修改了纳税的要求。法案规定任何现在成立的慈善信托必须至少缴纳资产价值（如果是慈善遗产单位信托则每年评估，如果是 CRAT 则以最初的捐助资产为准）的 5%，但不超过 50%。税款必须在相关日历年终之后的一定合理时间内缴纳。1997 年的这项法案的目的在于取消那些短期的信托（比如两年），并且打击那些滥用的慈善信托，那些短期信托要缴纳

高资产价值百分比（80%）的税款。1997 年的这项法案还规定交给慈善机构的利息必须至少占公司原有资产价值的 10%。对于慈善养老金信托也有类似规定。

慈善遗产单位信托有多种不同的组织方式。例如，如果你把资产投资在目前没有收益（如不支付股息的 C 类公司股票）的信托上，但是当将出售股票的收益再投资于可产生收益的证券时，总有一天会有收益。当信托支付的款项少于最初确定的数额时，可成立慈善遗产单位信托来弥补捐赠人这些年来的收益。这种信托称为净收入补足慈善遗产单位信托（NIM CRUT）。1997 年税收法案规定的另一个选择是 FLIP 慈善遗产单位信托，当有刺激事件发生时（比如一个特殊的日期或像出售私营企业股票这样的事件），收入从一个单位信托突然转为一个固定的百分比，并且不补偿之前的分配金。

慈善遗产年金信托每年付给收入受益人固定的金额，所付金额在信托成立时就已经规定了。每年支付的金额在信托成立之后没有变化。

比方说，如果一个慈善遗产单位信托的资产被投资在一系列上涨的股票上，那么随着资产价值上涨，信托公司付给受益人的钱也会增加。相反地，慈善遗产年金信托无论公司的资产价值是上涨还是下跌都付给受益人同样数目的钱。

接受人从慈善信托所得到的收入根据层层递进的机制纳税，数目多少取决于这笔收入是普通所得、资本收益、免税收入还是本金的免税收益。在建立慈善信托之前你应该咨询一下你的税务顾问。

一个计划中的想法是建立一个私人基金会或辅助性机构或与当地社团基金会一起建立赠与人任顾问的基金，让该实体成为慈善信托的指定遗产继承人。通过与慈善遗产信托合作，家族基金在收入利息终止时还会得到资金。

慈善牵头信托（CLT）

慈善牵头信托与慈善遗产信托正好相反。慈善牵头信托的收入在一个固定时期支付给慈善事业，在这个期限结束时，遗产将支付给你

的受益人——你的配偶、子女或孙子女。

如果付给慈善事业的年收入是该信托资产的一个百分数，而其金额数的上下起伏取决于投资业绩，那么这种信托称为慈善牵头单位信托（CLUT）。如果收入是一个固定的数额（每年支付相同的金额），那么这种信托就称为慈善牵头年金信托（CLAT）。由于慈善事业每年的收入来自信托，因此减免的收入税以付给慈善事业的收入现值为基础。转让的金额可以从让与人财产中扣除（取决于该信托的组织结构）。这些信托称为超级慈善牵头信托。当让与人在世时创立信托可能要缴纳赠与税。赠与税取决于许多因素，包括信托期限和慈善事业的花费；赠与税缴纳义务可以部分被收入税受益和使用可能的统一信贷所抵消，到 2006 年这笔信贷将达到 100 万美元。

有三个部分影响着慈善牵头信托：(1) 付给慈善事业的金额；(2) 信托建立的时间长短；(3) 信托建立时的现行国内收入署贴现率。这个贴现率是由政府基于中期政府债券票面利率所确定的货币随时间而增长的百分比。该贴现率每个月上下浮动。这三个变量合在一起决定受益人所得到的赠与财产的价值，因此也决定转让财产的应税金额。

例如，对于一个成立了 15 年、支付率为 6% 的信托来说，赠与人每给他或她的子女们 1 美元就要支付其中 0.45 美元的税款，这还是在假设证券每年的总收益至少够慈善事业花费的情况下。如果赠与税为 55%，则意味着每转让 1 美元要缴纳约 0.25 美元的赠与税。另外，信托资产的任何增长或上涨也将免税。比起在有生之年或死后将资产直接转让，你可以将更多财产传给家族后人。

下面的表格显示慈善牵头信托中每 1 美元缴纳赠与税的数额。

收入	信托期限		
收益比率（%）	10 年	15 年	20 年
5	0.65	0.54	0.47
6	0.58	0.45	0.36

续 表

收入	信托期限		
收益比率 (%)	10 年	15 年	20 年
7	0.51	0.36	0.26
8	0.44	0.27	0.15
9	0.37	0.18	0.05
10	0.30	0.09	0.00

1998 年，几个国内收入署裁决书和一个税务法庭裁决允许私人基金会成为慈善牵头信托收入的接受人。1999 年的一个裁决允许牵头信托持有 S 类公司的股票。计划中的想法是用私营公司股票资助牵头信托（当股票转入信托时将扣除收入税），并指定家族基金为该信托期限内分配金的接受者，当信托结束时，其资产传给赠与人的受益人时不用再纳税或者包括在赠与人财产之内。如果企业被出售（售出股票）和牵头信托（它是一个免税实体）有关的股票没有所得税义务。牵头信托可作为既资助你家族的慈善兴趣同时又增加各代之间所转让财富的一个有效办法，因为这种方法不会因纳税而损失价值。

管理税务和风险是一件很复杂的事务。你需要一个得力的顾问来帮助你。但是只要你多努力就一定会获得好的结果。

在下一章中，我们将讨论如何管理你刚刚获得的流动资产。

4

第四部分

在决定是保留还是
卖掉你的企业之后

第十一章 在卖掉企业之后 ——将收益投资

已经卖掉公司的经营者会面临许多新挑战，这其中最重要的就是为自己退休以后的生活以及自己的子女打算而学习经营这些新得到的流动资产。换句话说，这时要学会成为一个明智的投资者。

如何才能成为一名明智的投资者

马克·费德曼为阿瑟·安达信经营在美国西部的私人客户服务集团并且是该集团注册投资顾问业务部副主席。他强调说，理解资产流动的目的并且逐渐明白“你究竟想让你的这些可用于投资的金钱为你做些什么”是很重要的。他还着重指出要想在这方面有所建树必须遵循如下步骤：

制定目标

费德曼说：“在一个客户卖掉他的公司拿到现金后的头两年里，他的目标会发生巨大的变化。大多数的经营者都对手头上这笔大的现金没了主意。他们对今后的情况是好是坏没有多大的把握。此时对个人财务方面的综合考虑是十分重要的，因为只有首先制定出投资计划才能给出适当的投资建议。”制定投资计划的另一个好处是你能够对自己想做的事，比如日常的生活开支、计划外购买或投资、您的慈善计划、关于将财产传给子女的安排以及您对不动产的安排等，分出轻

重缓急并加以协调。

举例来说，比如你在卖掉公司并扣除税金后剩有 2000 万美元，你决定将其中的 1000 万美元用于你和妻子以后的生活。这种情况下，投资有潜在高回报但风险很高的领域就没有必要。你必须问自己，“我真的需要进入高回报高风险投资吗？我能否冒较小的风险而达到既定的回报目标呢？”要是不预先制定目标，你就会很自然的把目标定向高回报（当然也是高风险）方向并且投资你并不需要的金融票据方面。

在这第一步中，你需要注意如下两个问题：

1. 决定需要用多少出售所得收益才能使你的衣食无忧。在上面举的例子中，你发现这需要 1000 万或出售收益的一半。只有经过建立复杂的财务模型和对各种假设进行试验后才能得出这样的决定。因此重要的是要知道你的基本年度财务需求是多少。对一个客户来说是每月 5 万美元，其中的一半是给慈善组织的。但对另一个客户而言，为了支付购买他所需要的商品，这一数字就要高些。在商业中，你是基于诸如固定成本和可变成本这样一些理性、客观的数据作出决定的。现在，你也应该把同样的分析方法应用于对个人生活的安排中（就算买了一个小玩具也要计算在内）。费德曼指出，“很少有人会告诉你多少钱才够用，但许多人都会帮你出主意花掉这些钱。”

2. 明确你将如何安排你的时间。对于卖掉公司的业主来说感到消沉是不足为怪的。你不再奔波忙碌，也不再有在生意场上一天天成功的感觉。所以你不得不在新的领域里寻找刺激感和成就感。一些人把时间花在以下一些方面：

- 开设新公司。这个选择对企业家是很自然的。你可以选择你有些了解或是非常了解的领域办企业。

- 积极寻找投资机会。在适当的领域内，依靠你自己经商的知名度，投资机会就会不请自来。

- 把时间用于和家人在一起。这并不像说起来那么容易。

● 加入慈善事业。这意味着你将要时间和金钱投入到你认为有意义的组织中。

举例来说，当一个客户卖掉他的公司后，作为股东的他的两个成年孩子打算把他们的时间花在不同的投资领域里。儿子积极对潜在投资领域进行前期调查，他帮助组织交易。而基于只愿意投入部分时间的考虑，他姐姐作出了她自己的投资决定。作为一个家庭，你可以积极地去经营你的资产，你也可以选择以有限时间投入该领域的方式被动地去组织新的投资。费德曼在这里指出对于许多人来说积极的投入与回报多少之间并无多大的联系。

比如你选择把时间花在慈善事业上。如果你认为手头多余的1000万美元可以为慈善事业做些事的话，你就应该围绕这一目的安排你的时间、活动和（最重要的）投资战略。

你需要问问自己，“需要为我的子孙和其他继承人留下多少钱才够呢？”这个问题将会影响你对慈善事业的兴趣。我们在下一章中将会谈到如果你觉得有兴趣的话，你能找到许多机会创造性地组织慈善活动。但在有些情况下，你个人及家人的花销也许会占去所有的出售所得。就算有多余的资金，你会把它花在子女身上还是用于慈善事业？亦或是买下一个新公司？你将怎样处置另一个1000万美元？

正确的投资战略取决于你所选择的投资目标。

个人需要	不动产实体	慈善事业实体
围绕个人需要的投资战略有较低的风险，其涉及时间也以投资者生命为限。你应该基于如何能满足个人资金流动的需要来选择投资方向。这里不需要套头基金。低风险投资包括国	你可以为了使后代或家庭成员掌握投资财产而创立隔代信托基金。时间期限可以是30年、40年或者更长。许多情况下对时间并无限制。你不需要从这一领域获得	如果你建立了一个私人基金会或利用慈善基金会来计划躲避你卖掉企业所得的税率，这个投资期限也是没有限制的。投资所产生的现金将会作为赠与基金。保值

续 表

个人需要	不动产实体	慈善事业实体
际、国内股票等有价值证券和可产生收入的有固定收入保证的证券。	现金流，恰恰相反，你只要根据他们的增值潜力选择投资方向。像保值基金、房地产或选择投资这些增值潜力很大的都包括在内。	基金在这里也许不合适。信托标准可能会左右投资的选择。平衡产生收入的投资和增值用的股票将是正确的组合。

制定你的计划

在步骤2中，制定一个整体的大计划是十分重要的。这包括：

- 家庭任务。一般为书面文件，概括这个家庭的体制，还包括对家庭价值观和家庭传统的描述。该任务成为家庭的游戏计划——还能帮助后代在多年以后仍能了解这个家庭的任务。在理想情况下，家庭的所有成员都为这一计划而努力。

- 家庭和个人的目标。家庭成员应该在一起讨论他们各自的和共同的目标，并且制定计划去实现这些目标。这样一来，家庭里新得到的流动财产就能被用来实现家庭目标。举例来说，某个家庭用部分企业出售收益建立了一个家庭银行，以此来为家庭的其他成员的经营活动提供资金。

- 接受感兴趣领域的教育。你可以通过正规或是非正规的方式接受教育。比如阅读、与别人交谈、参加课堂学习或讨论班，以此来增加对以前没有时间顾及的兴趣爱好的了解或是理财方面的知识。

- 与家庭成员和顾问多交流。因为这样会使家庭的每个成员都知道个人的目标和投资的目标。

如果跳过第二步，你就会毫无目的的投入时间、金钱和精力，因此也就容易在过于宽泛的领域内投资。没有目标的投资者容易接受各种类型的投资。正如刘易斯·科洛尔在《爱丽斯漫游奇境记》中写

的那样：“如果你不知道你想去哪儿，任何路看上去都可以走。”

做生意时，在不知道拿一部机器做何用之前，你是不会买它的。这里也是同样的道理，不知道目的以前，你不能做出投资的决定。首先你得制定计划，然后据此作出投资。根据计划来分析投资的得失要比相反的情况容易得多。

制定你的资产分配模型

你对每个投资目标的资产分配模型应该使预期的回报与所要承担的风险及市场波动和不稳定相平衡。根据费德曼的看法，市场波动和不稳定是你愿意承担的股市下跌风险。

这里有一个关于波动性风险的例子。比如你在得到企业变卖收益后立即将其投入股市。第二个星期里股价下降了10%。在这第一次投资体验中，你失去了30多年来积累总额的10%。如果你还不太明白或是愿意接受可能出现的损失，那么你将来对投资的态度就会被这次的经验所影响。

如果你一夜间就失去了资产的10%你将做何感受？虽然股市下降的趋势不太可能持续下去，但你会对此作出何种反应呢？你还能提醒自己说你是个长线投资者，股市也必将反弹，只要不在低价上卖出股票，你还没有真正失去这笔钱？或者这次糟糕的体验会影响你将来的投资决定吗（比如说再也不投资股票）？

如果你还能在此情况下保持客观与冷静，就意味着你可以承受追求高回报率所带来的风险。但如果不能，你就因该避免这种不稳定风险，将你的投资定于低回报方向。或者你可以决定在你的某一投资目标接受一定程度的不稳定风险——比如说为后代设立隔代信托基金，而在满足个人需求的投资上不接受这一风险。

资产分配模型依据不同的投资类型量化风险与预期的回报，从而帮助你根据你所制定的目标在各个投资方向合理分配资金。

风险并不一定是坏的。所有的投资都涉及一定程度的风险，要想使财产增加，你就必须接受某种风险。事实上，要想赚得越多，就要

承担越大的风险。当你对风险的厌恶刚好超过你对风险所带来的利润的渴望时，你对该风险的容忍度就到达了底线。换言之，你对风险的容忍度就是对下面问题的回答：“我能够坦然面对的各种投资组合的最大损失是多少？”

你对风险的容忍度取决于多种因素，包括你的时间框架、预定目标和你的性格是否趋向于保守。如果你只负担个人基金会年度或季度支付的费用的话，你可能更愿意保守些、不愿担风险。如果你是才出生的孙子将来的学费投资的话，你可能会对更加积极、风险更大的投资更加青睐。

认识自己对风险的容忍度是很重要的。一旦认清你能承受风险的程度，你就可以打消去追求回报诱人但风险过高的投资。

将资金分配给各个投资类型

现在该我们选择用何种适当的投资手段了，这时，你将充分了解应该分给各种适当的投资工具（比如说保值基金、私人产权交易及新兴市场等）多少资金。因为在每一资产类别里投入了特定量的资金，所以你现在可以根据所分配的资金量决定选择何种投资手段。举例来说，你不能把 10 万美元投入一个保值基金（投资保值基金的最小额通常是 100 万美元），但你可以把这笔钱投到投资这一保值基金的集合基金里去。你也许不想把 1 万美元投入单个债券中，但你可以用这笔钱投入公司的互助基金或是免税债券中以寻求投资多元化和降低风险。每一资产类别的资金量决定着使用何种投资工具。

选择投资工具

根据费德曼所说，此时大多数人会错误的认为下一步就该是挑选一名资金管理人员了。然而在此以前还有一系列的问题要考虑。它们是：

- 在特定的投资类型中你会投入多少资金？投资是持续一段时间还是一次性的？

- 不同类别的资金投入在总体上交纳多少税金？获得的投资类别又要缴纳多少税金？你所资助的信托基金会可能有缴纳赠与税的义务，而你所创建的慈善实体会免缴收入税。如果计划得当，你或许能用后者去填补前者。如果该信托基金会是授权人信托基金而你又是授权人的话，关于投资所获利润的税就会征到你头上来。你在做决定时应该考虑到你对稳定收入的需要——在某种情况下也可以是你想避免应税收入或导致应税资本收益的主观愿望。比如说，你若期望你的投资所得能填补正常的资金支付空缺，你就应该选择善于平衡收支或善于经营能获得固定收益的投资项目的资金管理人员。若你对税收看得很重的话，你也许希望能使用一位能投资公债类资金或能够与你的注册会计师一起协调你的投资搭配的资金管理者。

- 决定你将采取积极或是被动的投资态度。比如说，积极投资者会在房地产投资中买下所有权并亲自经营。而房地产中的被动投资者或许会买下能公开交易的房地产投资基金，该基金类似于能拥有房地产所有权的互助基金。

- 你想努力超过基准还是想方设法与之看齐？通常我们把标准普尔 500 指数作为基准，它是 500 家最大公开交易股票的集合。如果你的目标是与基准看齐，那么获得一笔指数化证券投资基金就能轻易达到这个目标。但如果你的目标是超过基准，你就需要在选择投资经理之前作出切合实际的估计。

选择投资经理人

现在应该选择一名能够帮你实现目标的经理了。如果你定期想得到与业绩相关的数据，这可能影响你的选择。例如，经纪人不会提供业绩数据，（如基准）。要想超过基准是很难的，并且需要高风险、高费用。

大多数人会想着努力超过基准而不是去接近这个标准。伊斯特曼·柯达公司的前投资经理罗素·奥尔森在《独立受托人》杂志上发表评论说：“当我们找到一个在我们看来是世界上他那个资产级别

最好的经理人时，我们在将来的很长一段时期中可以期望得到多少超出他的基准的超额收益（除去费用）？根据资产等级，我对每年三个百分点（不考虑费用）的比例就很满意了。”奥尔森说，他曾经研究了过去30年的所有63种普通股票互助基金，结果有35个基金的业绩低于标准普尔500，4种与标准普尔500持平，24种优于标准普尔500。在24种表现优于标准普尔的基金中，有12种每年超出标准普尔不足一个百分点，9种每年超出标准普尔大约两个百分点，只有2种每年超出了四个百分点以上。因此，如果你想超过基准，你应该有一个现实的目标，那就是每年超过基准的一到三个百分点。

费德曼补充说：“如果基准能让你达到目的，那你只按基准购入就更明智。”这对大的美国资本的资产等级很适用，但对套利基金就会困难些。

最后，最好是寻找一个没有个人企图，并且将综合考虑各种投资选择的成本和税收效益的经理人。

聘请一个其他州的经理人是很平常的事。毕竟大多数投资人是根据其表现，而不是其所在的城市来评价一个经理人。然而，你会倾向于聘用一个你能经常见面的经理人，或者说，你会聘请一个能够在投资组合的变动上和你保持密切联系的人。如果你有这些想法，你就会在你所在的城市或地区物色一个经理人。还应该指出的是，你应该弄清楚你未来的经理人是否以不正常的速度增加客户的数量。一个年轻的有前途的经理人必须把更多的时间和精力放在一个不断发展的企业的日常事务管理上。这有时会转移用在有价证券和债券组合管理上的资源。

你应该聘用几个资金管理者？一个还是几个？你应该如何选择？在作出决定前，你必须考虑一些问题，其中之一就是你是否应该聘请一个专业的顾问来帮助你作出选择。

很多投资人转而聘请专业顾问和他们雇用资金管理者都出于相同的原因：拟定一个合适的经理人选名单需要花费很多时间和精力。如果有专业顾问的帮助，事情就容易得多了。顾问是全职工作的专业人

士，对投资管理行业非常了解，并且有很多的信息来源。所以如果你是一个寻找资金管理者来管理基金的投资者，那么专业顾问将会给你提供很有价值的帮助。

前期调查

在聘用一个资金管理者之前，你应该首先确定他是负责的并且可靠的。你应该像买方在投入资金之前对你的公司进行考察那样来考察你未来的投资经理。你对投资经理以及他所在的公司的前期调查应该包括列在表 11.1 中的问题。

表 11.1 在选择你的投资经理时应当考虑的事项
(由北方信托银行提供)

关于投资经理所在的公司

- 这家公司从事这个行业已经有多少年？公司的规模有多大？
- 公司具有哪些便利的因素？(如是否与我的证券经理人有往来？) 我是否能控制账户？我能否挪动基金？开户或销户是否很容易？
- 股票和证券组合的管理方式如何？
- 谁设计我的投资组合？
- 资产是否进行多样化投资？多样化投资如何决定？
- 公司的保险范围有多大？
- 公司如何进行投资分析和信用分析？

关于投资经理

- 教育背景？
- 在公司作为一名投资经理的任职时间？
- 每个经理人有多少账户？
- 报酬方式？
- 你是否乐于同这个经理进行合作？

关于投资经理的业绩

- 最近几年的年度业绩如何？过去三年如何？过去五年如何？
 - 是否有稳定的业绩？如果没有，为什么？
 - 为了取得投资上的业绩，在证券和股票的选择上要冒多大的风险？
-

关于投资经理所在的公司

- 在股票的选择上是否运用了电脑建模？如果有，你是否懂得模型如何运用？

- 他的表现与市场的时机选择有多大的关系？在市场行情起伏不定的情况下他的表现如何？

- 用何种类型的账户来获得的投资收益？

- 业绩中是否包括了费用？

投资机制

- 他平时如何控制我的投资风险？

- 由谁来保管我的证券？

- 我的债券能否为了买卖公司账户而被借出，用作公司的资金，或者公司的抵押资产？

- 交易由谁来经手？是怎样进行的？

- 税务方面的事项将如何处理？

- 可以得到什么样的回报？多长时间回报一次？

费用

- 将收取哪些费用？总共是多少？是如何计算的？

- 费用包括哪些方面？

- 什么将导致费用的增加？

其他的来源

- 《如何向你的财务顾问进行咨询》，林恩·布伦纳著（Bloomberg 出版社，1997）。

- “投资经理人评论”是一个在线的信息资源。它主要追踪并评论投资经理人的表现。[www. ManagerReview. com.](http://www.ManagerReview.com)

- 投资顾问登记表。1940 年颁布的投资顾问法案规定所有的投资经理人都要在政府管理部门进行登记（参见表 11.2）。在登记过程中，经理人必须提供各种公开的报告书，其中最重要的一份就是投资顾问登记表。依照法律，经理人必须向所有未来客户提供这份表格的第二部分（或相当的资料）。

投资顾问登记表向你提供了关于投资经理人的基本背景信息，如管理人的所有权、财务状况、注册的州以及投资利润和费用或佣金之间可能发生的冲突、投资公司主要负责人的背景资料，以及任何有关规章或法律问题的基本情况。投资人应该清楚地知道建立投资顾问登记表的目的是把投资经理人的基本情况记录在公开档案上。证券管理委员会从来没审核过投资顾问登记表上所提供的信息的准确性。

有了一份投资顾问登记表在手，你就可以对经理人的基本背景进行调查。投资公司负责人之前的受雇情况是很受关注的一个方面。如果投资人发现有对投资公司法律方面的申诉，就应该设法获得申诉的副本。通过查阅行政部门或证券管理委员会对投资公司的强制执行的决定，投资人可能会发现对经理人违反规定采取的处罚。

- 季度 13F 报告。证券管理委员会要求管理 1 亿美元或 1 亿美元以上股份的投资经理人提交一份 13F 季度报告。在报告中要说明股票情况和所持有股票的数目。投资人可以把经理人的公开报表和 13F 季度报告进行比较，从而大致对经理人的业绩进行证实。

你可以在 SEC 的网站 www.sec.gov/edaux/formlynx.htm 上，通过查找电子数据收集、分析与检索（EDGAR）数据库得到 13F 报告。

表 11.2 投资经理人注册要求

所管理的资产	注册要求
2500 万美元或更多的资产	经理人必须在证券管理委员会注册。
低于 25,000,000 美元的资产	经理人必须在进行交易所在地的所有州的相应行政部门进行注册。

- 客户名单。要想了解一个经理人的声望，你可以看一下他的客户情况。你也许希望向经理人索取他的工作安排或者一份客户名单。通过查看他的客户数量和他所管理的资产总数就可以估量一个经理人的优劣。同时你也可以查看他过去五年的新客户和失去的客户的

情况。一个好经理人从来都不怕回答这些问题。

- 风险分析。当你物色一个经理人时，不能只看他能给你带来多少收益，明智的做法是，你还要考虑到他给你带来多少风险。风险是指你的投资不尽如人意的统计上的可能性。

风险可以以数学的方法进行定义和计算。通常，风险是用关于一系列数据的均值的标准差或变率来计算的。例如，过去每季度标准差为 5% 的 100 万美元证券投资组合在 2/3 的时间内每季度在 5 万美元上下波动（100 万美元的 5%）。标准差小意味着低风险，离差大意味着高风险。

当考虑到风险因素时，看上去差不多的经理人就会立刻显露出他们之间的差别。“投资经理人评论”（MMR）提供了两个经理人的例子。

	经理人 A	经理人 B
投资收益	20%	20%
可能的风险	10%	5%

如果只看投资收益，这两个经理人没有区别。但是一旦考虑到风险因素，这两个经理人的表现就明显不同。在其他所有条件都一样的情况下，大多数投资人会选择低风险的经理人 B。

当然，经理人获得的投资收益不会完全相同。如果一个经理人能取得较高的回报，而另一个经理人能取得较低的风险，在这种情况下你怎么作出选择呢？

	经理人 A	经理人 B
投资收益	25%	16%

可能的风险	15%	4%
-------	-----	----

如果要比较这两个经理人，只需要简单地用收益除以风险。比值越大，经理人的表现越稳定，比值越小，经理人的表现越不确定。

	经理人 A	经理人 B
收益/风险比率	1.667	4
比率为	低 = 不稳定	高 = 稳定

● 业绩衡量方法。要比较和理解一个经理人的真实业绩，你不能只看到投资收益，甚至不能只看到投资风险之后的收益。当选择一个经理人时，要参照一个标准指数而不是参照他的同行来衡量他的表现。费尔德曼指出：“你无法买下他们的同行，但可以买下那些指数。同行要服从于那些建立分析模型的人。指数就简单了。比如说，这个经理是否超过了拉赛尔 2000？你花 20 个基点就可以买到拉赛尔 2000。那么每年支付超过 20 个基点给一个经理是否合理？如果他们的业绩不能超过这个指数，为什么要付给他们额外的费用？”

“投资经理人评论”建议你询问你未来的经理人以下四个问题：

1. 他的业绩是综合的、典型的、还是形式上的？

所谓经理人的业绩应该是指“他为所有客户真正赚到或亏损的钱。”这种理解是明智的，但并不总是正确的。一些经理人并没有从一个综合的角度来报告自己的业绩——也就是说他统计为每个客户取得的收益或亏损，然后汇总得出结果。然而，一些经理人会告诉你一些有代表性的业绩数字。这也就是说他会把一个或几个客户的投资情况挑出来作为典型的例子来说明他的业绩。还有一些经理人则会用一个模型或形式上的数据，而不是用真正的资产投资收益来告诉你的一个假设的历史业绩。

当你选择经理人时，你应该始终清楚地知道他的业绩属于哪一类。你应该要求你未来的经理人说明关于业绩的数据是综合的、典型的还是一个形式上模型。

2. 经理人的业绩是否经过审计？经理人可能会聘请第三方，比如一个会计事务所来审核和证实投资公司的业绩报表。这个审计过程能够提供你一个独立的对经理人业绩的审核。你应该询问你未来的经理人，他的业绩数据是否经过审计，以及是谁审计的。同时还要询问审计的内容。如果审计面太窄，就会使你对经理人的综合业绩产生一个错误的印象。你应该要求得到一份审计报告的副件。

3. 在业绩报表中是否包括了经理人的佣金？当然，投资经理人要为他们的服务收取报酬。而一个经理人的收益报表却不一定反映出了他收取的佣金。如果你看到的是一份净额的业绩报表，那么这份报表反映的是已经把所有的佣金都去除了的利润或亏损。如果是一份包括佣金的业绩报表，那么报表中的收益就不包括任何因为支付佣金出现的变化。

4. 经理人的业绩是否符合投资管理和研究协会（AIMR）的标准？1991年，投资管理与研究协会（AIMR）通过了一套投资管理行业的业绩报告标准。这些标准为经理人统计和向客户提交他的业绩提供了一个模式。投资人可检查未来经理人的业绩报表是否符合 AIMR 的标准。

可供选择的投资途径

对于新的投资者来说，有两大类的投资途径值得考虑：保值基金和私有产权基金。现在的新产品在过去很长时期内一直只能由一些大机构或特别富有的人来投资。过去这种类型的投资至少要求 1000 万美元甚至更高，以至于除了一些最富有的投资者之外，普通人很难涉足。而现在一些新产品对投资的最低要求是 25 万美元，从而使一般的投资者也能承受，这样也使投资者有机会投资更多公司从而使投资途径多样化。

套利保值基金

套利保值基金可以为你提供从高风险到低风险的一系列投资策略，通常包括全球市场、新兴市场、套购交易和卖空交易。因为投资的多样性，收益的区别也很大。在全球市场方面的套利保值投资在1999年之前的10年中扣除费用之后的年度收益中值达到了19.5%，而卖空交易基金却是-0.2%。在大多数的情况下，套利保值基金的吸引力在于它受股市的影响不大，因而可提供使投资多样性的途径。

MAR/Hedge 是管理账户公司的一个部门，它估计全球有3000个套利保值基金，由2000个不同的公司所管理。根据《纽约时报》的文章，套利保值基金的资产已由1990年的500亿美元上升到了1998年的4000多亿美元。

私有基金

这一类包括了风险资本、杠杆收买基金，以及投资既定公司债务的夹层基金。其吸引力在于你投资的是私有公司，涉足有利可图的新事物（风险资本基金）或者扮演投资银行家的角色（在杠杆收买或夹层基金的情况下）。

创建一个家族的办公室

一些拥有可观的流动资产的家族发现，管理家族的资产并协调不同家族活动的最佳途径是建立一个家庭办公室。一个家族办公室一般至少应有一个全职人员（有时更多），他的唯一工作是管理和协调家族的投资、慈善事业、地产、税务、现金管理、账单支付、投资经理前期调查、选择和监督，甚至家族的旅行计划或为家族的年轻人提供事业咨询。家族办公室的管理者通常是注册会计师或律师，曾长期担任家族顾问，而现在则只为家族服务。除了精通业务，他们还必须善于解决问题、精于谈判、顾全大局，

家族办公室最显著的优点在于它可以只关注于一个客户的需要。

除了管理资产，家族办公室还可以处理各种关系。一些机构为家族办公室和其管理者提供讲座和教育项目，这些机构有北方信托基金、哈里斯信托基金、贝西默信托基金、皮特凯恩信托基金等等。芝加哥、伊利诺斯的家族办公室交易所，以及亚瑟·安达信事务所（全球范围的事务所）都可以协助家族建立家族办公室，并能为办公室招聘合格的办公人员。

第十二章 现在该如何打发时间

在转让自己的企业以后，大多数企业主会马上忙着会见许多短期资本经营者，向其咨询如何处理新进的流动资产，并经过仔细协商达成一个顾问协议。在他们的头脑深处总是回荡一个微弱、而且有时还是颤抖的声音，当经过两三年这份协议完成以后，他们又该如何打发时间呢？在处于苦心推敲这份交易的激动中时，大多数卖主都不会意识到在他们以后生活中所要面临的空虚，而这种空虚将持续二三十年，或许更长。

其实有许多选择摆在卖主面前。本章将谈及其中三个主要的跟他们以前生意一样具有吸引力的领域：业余爱好和新的投资，战略性的慈善事业，以及财产保持、教育和转让。但首先，让我们来探讨一下通常卖主可能经历的情绪波动，只有在克服了这种波动以后他们才能真正地走向未来。

企业出售后的情感

无论是开始一家新的公司，或是退休，或是转向新的投资，一些卖主能够无悔地轻松步入他们新的生活。但对另一些卖主来说，总要经历从喜悦到悲伤的巨大感情波动。一位客户在卖掉自己的生意几年以后说到：“我曾经有一份四年的顾问协议，但在这四年中我的参与越来越少。在我与新的业主共同忙碌时，没有太注意这一点。但当他们越来越少用我的时候，我就开始体会到感伤了。”在卖掉他的企业五年以后，他这样回顾了过去五年中的得失。

以下是一些积极的方面：

- “我放下了所有的担心、忧虑和欲望，而这一切在做生意时都是极其平常的。现在如果你公司的雇员不足 500 名的话，你就很难达到所有的管理需求，这些需求囊括了从维持信托和退休计划的 ERISA 标准到遵从雇用原则和反性别歧视法等许多方面。”

- “我开始淡化自己。我有机会得到一些钱，并将一部分钱移交给子女，他们是少数股权持有者，我觉得在活着的时候完成这些比较好。”

一些消极的方面有：

- “我想念人们。虽然我不用再面对一些我不愿见到的人了，但我也确实想念一些厂商、雇员和顾客。”

- “我或许对新雇主是如何利用我的还没有现实的认识。开始的六个月中我仍然很忙，但渐渐地我的空余时间越来越多。他们先是大约一个月请我回去做一个项目，后来每隔两个月一次，再后来每隔三个月一次，直到最后他们已不再请我。我也逐渐与买主公司里的主要人员失去了联系。随着公司规模扩大，人员也有了变动，一些人被提升，一些被解雇或调迁了。那个与我非常熟稔的人已经成为了国际部的副经理，也不再与我联系了。而且，官僚机构也与你作对。你的任何设想，总会因法律问题而搁浅，任何事情都要通过法律部门的允许。你无法实施在你拥有公司时可以任意实施的行动。因此，顾问协议根本不是那么令人满意。我能做的仍然很多，但他们已不再用我。”

- “我没有学会如何将生活安排得像拥有自己的企业时那么充实。例如以前的星期一，我总会被通知要参加产品收购委员会的会议；而星期二，要参加财务委员会的会议，还有一些安排好的会议和贸易展览。过去我的生活都是被安排好的。但现在，已经再没有人为我安排。有不少时间可以闲逛，而一切的闲逛都使我有些不安。”

另外一位客户放弃了原来的企业，转向了非营利性活动，但他发现这同样有许多局限性。“让一个开明的但拥有绝对权力的业主适应

通过委员会才能作出集体决定，并要同一名不是你雇员的执行主管共同工作是非常困难的。我必须习惯很长时间才能作出决策，而且只能在有限的预算内完成委托事宜。所有的一切都不像我想象的那样令人满意。”

但也有一位客户从非营利性活动中获得巨大好处。她发现了如何企业化经营慈善事业——“介入，工作，然后离开”。以下是她出色完成的一些项目：

- 扭亏专家。“我们在企业濒临倒闭时挽救它们。我们重组董事会，找到新的领导人，偿还所有债务。这就是扭亏时要做的。我们用六个月的时间挽救了一个幼儿园，现在它运作得很好。”

- 白手起家。“我们成立了一个以色列中心。我们从以色列招募了一个全职的市代表，并让他在我们社区工作。我们从最基础的做起，现在他已经在公共和私立学校里做过讲座，而且是大学座谈小组中的一员。他已经让社区逐渐认识到了以色列以及以色列问题。”

- 会议管理者。组织有关战略规划会议，并为社区提出新的倡议。

许多人声称，退休以后他们比以前更忙了，因为他们要旅游、划船、打高尔夫、学习（是的，许多人回到了学校）、参加志愿者活动，总是在积极地忙自己的事情。当然，也有一些感到无聊的，并且后悔卖掉或转让了自己的公司。但即使是这些人通常也认识到这样做对家庭和公司都好。

业余爱好或新的投资

一些企业家开办了新的公司。其中一位在卖掉自己的医药赔偿处理软件公司后开办了另外一家公司，从事购买飞机然后向其他厂家出卖这些飞机的共同股权的业务。另外一位卖掉了自己的软件公司，开办了一家风险资本基金会来投资那些股东人数有限的公司。卡尔·鲍尔作为企业主的时候就坚持每周参加芝加哥公共学校的志愿者活动。在他放手将公司转让给子女以后，便在亚利桑那州开办的三所特许学

校里从事教育事业了。

另外一个企业家将他的时间分摊到慈善活动、家庭事务、大学课程和每周一次的已经坚持 25 年的扑克游戏中。

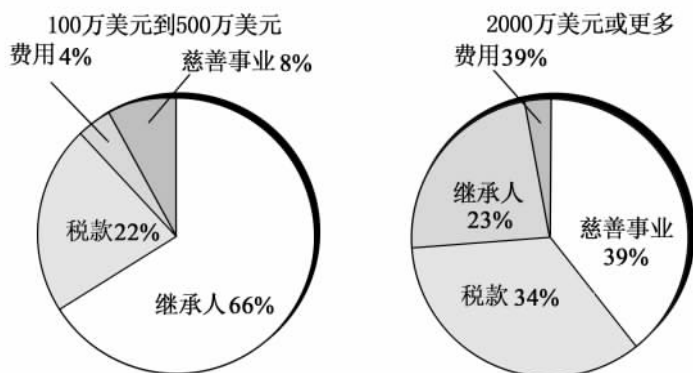
如何打发你的时间将衡量你是否已经为这种过渡做好了准备，无论是保留企业还是将其转让或卖掉，你都要试着把一部分经验和精力放到其他方面。为转变做的准备越充分，才越有可能成为你以后生活成功的开始。

战略性慈善事业

1989 年，彼得·卡罗夫在位于马萨诸塞州的波士顿成立了一个名为“慈善计划（Philanthropic Initiative）”的非营利性组织。该组织旨在通过提高关注程度来帮助新老慈善家更加有效地使用其慈善捐赠。卡罗夫引入了“战略性慈善事业”的概念。它是指采取与以往不同的方式，集中财力资源，表达个人热情，把责任制引入慈善行为。许多卖掉自己企业转而投身慈善事业的业主都充分利用了他们的商业经验，将投资原则和前期调查应用在自己的慈善事业上。例如这些新的慈善家与金融投资者一样对申请补助金的机构做前期调查。他们对要投资的项目的管理层进行审核，分析各种建议，现场选址，核对证明材料，利用外部资源和信息确定工程进展。

一些私人基金会和慈善信托公司迅速成立，社区基金会中来自新的辅助机构和捐献者任顾问的基金的资产不断增长，这种现象充分证明了美国的国家财富正在被全国利用。为了证明自己的与众不同，一些家庭通过慈善方式把自己的家庭财产变成永久的遗产。波士顿大学社会福利研究院最近的一项研究预计，1998 年到 2052 年之间的财产转让保守估计将达到 41 万亿美元，也有可能是估计数目的 2~3 倍。这一数字是科内尔大学 1990 年研究结果（为 10 万亿美元）的 4 倍。这种保守估计是建立在财产以 2% 的速度增长的基础之上的，从而得到了以下遗产的动态分配示意图。（见图 12.1）

图 12.1 根据遗产多少分配财富



发起这一研究的黑文斯和谢尔维什预测，这笔钱中将有超过 15 万亿美元在今后 55 年间流向慈善机构——有的是在世时捐赠也有的是遗嘱赠与。慈善事业的黄金年代曙光乍现。随着个人的财务资源增加和财务保障自我感觉的良好，人们在感情上想为慈善事业贡献自己的财富。卡洛甫在其关于战略性慈善事业的研究中发现，基于价值的计划方法可以使更多个人承诺贡献更多财产。

非传统战略慈善角色举例

战略性慈善事业使你有机会专注于慈善活动。以下是非传统慈善事业角色的一些例子。

- 一个机构或社区的能力培养者。
- 新想法、新计划或新机构的革新者/培养者。
- 有效模式和最佳实践的传播者。
- 文化、社会或法律结构和期望的转变媒介；解决根本原因和制度。
- 寻求发展一个地区的人力、社会或物质资产的社区建设者。
- 公共或社会政策的批评家或提倡者。
- 支持那些开始或已经培养公司能力或新方法的社会企业家的

风险资本家。

- 机构、学校或社区的领导培养者。

①慈善计划公司，2000 年。经马萨诸塞州波士顿慈善计划公司授权使用。

你有很多方法在慈善事业中发挥创造性和主动性。慈善计划公司提供了以下其他人的一些例子。

发布征询建议的申请（RFP）

征询建议申请的过程征求直接回应捐赠人目标和兴趣的建议，是一种非常有效的促进因素。当资助人想激励创新，鼓励合作，提高对某一问题的关注或仅仅想寻找完成这一工作的最佳机构时，RFP 尤为合适。

例：课后/辅导计划。1998 年秋，波士顿一个家族基金的理事们决定关注为波士顿服务落后街区的孩子和年轻人进行课后辅导计划。在研究了波士顿地区青年的需要和最佳经验之后，该家族展开了 RFP 过程，结果获得了对 14 个青年发展计划的 160 万美元的多年赠款。

制定特别奖励计划

奖励计划是吸引人们对某个事件的关注，或者发现和支持人才和领导才能的有效方法。

例：波士顿社区伙伴计划。一个家族资助了波士顿社区伙伴计划，该计划授予荣誉给那些未被歌颂的波士顿社区英雄们。这个计划仿效麦克阿瑟天才奖，向社区观察员所提名的那些不知疲倦但还未被承认的社区领导人提供无附加条件的财政支持并且表彰他们的事迹。

召开会议以及其他形式的技术协助和支持

有的资助者希望让各个机构接触某个特殊领域的、有意思的想

法/模式/最好的做法和闪光的创新思想，于是就召集一次会议或者建立一个定期召开会议机制，让该领域的人们彼此联系、互相学习。

例：AOL 基金互动教育计划（IEI）。通过 RFP 过程，AOL 基金在全国确认了 54 个教育者小组和其他一些人，这些人怀有新颖的想法，即运用在线媒体加强 12 个学生的 K 教学。在授予赠款之后，该基金发起了一个由所有 54 个受赠人代表参加的全国性会议。与会者接受了评估方法、在线联网和社区扩展战略方面的培训。他们彼此形成了紧密和持久的关系。会议之后，该基金会紧接着建立了一个联线网络，使受赠人能继续关于挑战、有效策略和共同感兴趣的对话。

创办或催生一个新的机构

当一个有见地的资助者发现目前的机构基础设施不能满足某个重要需求时，她或他可能决定要帮助建立一个新的机构来填补那一差距。在现有机构中存在政治/官僚阻碍时和/或者当资助人发现有新想法的领导人出现时，创办新机构的决定（而不是加强或扩大现有机构）可能特别有吸引力。

例：波士顿地铁合作教育中心。该家族基金会与车站食品杂货连锁店（Stop & Shop Grocery）联合，在上个世纪 90 年代早期有意促进波士顿的重大学校改革。在拜访了该地区已确定的改革者之后，他们决定创办一个名为合作教育中心的新机构，该中心承诺在进行整个学校改革过程中提供学校支持和技术协助。

参加或创建一个资助和学习的合作机构

参加或组建一个合作性基金团体使资助人可以集合资源，吸收各种专长和经验，向彼此和外来专家学习，并吸引公众对某个问题的关注。

例：雷默家族基金。通过参加女士基金会的健康女孩/健康妇女资助合作机构，该家族基金会试图加强对最佳实践的了解，会见其他资助者并向其学习，支持一个全国性的计划，该计划将测试新模式并引起对女孩问题的关注。

动用各种方法专注于一个问题

与一个特别地区有密切关系的基金会可以利用各种方法，来加强和运用彼此的合力作用。

例：梅尔维尔慈善信托。该家族基金会承诺解决康涅狄格州无家可归问题的根本原因。它还处理直接与无家可归相联系的问题，如教育、就业、精神疾病和物质滥用。信托采取多方位的工作方法，支持研究，资助非盈利性从业者，支持全州范围的联合，向受赠人提供广泛的技术援助。基金会以低息或无息贷款的方式进行与计划有关的投资，以在全州建设人们急需的可担负得起的住房。

资助一系列广泛的以服务落后的社区或地区为目标的战略

一些基金会选择把精力放在极为贫穷的服务落后街区或地区，致力于解决造成该地区贫穷的互相联系的复杂因素，当资助者愿意与社区领导长期合作时，这样一种方法尤其适用。

例：一个匿名的家族基金选择关注其家乡密西西比州杰克逊市最为贫困的街区。他们创立了一个社区发展社团组织，资助课后计划，与当地学校系统合作为孩子和他们的家庭提供富裕的机会。

财富保留、教育和移交

这一计划的最后一部分是重新考虑并可能调整你的财富移交和遗产规划文件，以保护财产免缴不必要的遗产税，指导家族成员的未来，并保持重要的家族价值观。在第 11 章，我们讨论过“给未来子

孙留下多少才足够”的问题。大多数企业主更喜欢将多余资产（在满足自己舒适生活标准需要，留一部分给慈善信托或家族基金之后）移交给孩子或孙子，如果他们可以保证将负责地运用这笔钱的话。普遍的目的是让父母们看到他们为后代所保留的财产帮助他们成为可创造财富的社会一员。财富转让的一个重要附带利益是能创造家族遗产并传递家族价值观。

两个最常用的手段是家族有限合伙公司和隔代转让信托。

家族有限合伙公司（FLP）

家族有限合伙公司一般有两类合伙人：无限责任合伙人和有限责任合伙人。无限责任合伙人决策合伙公司的日常事务，控制公司的资产。有限责任合伙人对合伙公司的管理没有发言权，鉴于州法律和合伙协议条款可以享受有限的权利。有限责任合伙人一般仅有权得到无限责任合伙人所宣布的分红。由于权利有限，因此有限责任合伙人的股份价值在为转让而估价（如将合伙公司股份赠与家族成员）时，经常（按合伙公司资产比例）折扣掉一部分价值。有限责任合伙人是被动的投资者，负债有限（仅限于他们所投入的资金），而无限责任合伙人则要为合伙公司负责。

尽管有许多税务方面的原因使家族有限合伙公司成为人们规划的一部分，但 Baker & Botts LLP 所聘请的休斯顿著名律师斯泰西·伊斯特兰介绍了在家族有限合伙公司中保持家族资产的另外一些好处：

- 无限责任合伙人（通常为赠与人）可以将合伙公司现金流进行再投资，而不是将股利分给合伙人。当子孙为有限责任合伙人时，他们得不到合伙公司资产，除非由无限责任合伙人分给他们。
- 家族有限合伙公司为家族成员提供了一种联合和管理资产的方法。例如，家族有限合伙公司可持有 C 类公司私人持有的股票（合伙公司在现行法律下不能拥有 S 类公司股票）。联营资产可能意味着更低的经营成本，还可以加强多种化经营（可以以合伙公司的名义获得其他投资）。通过将资产保留在合伙公司，有限责任合伙人

可以在与债权人的斗争中得到一些保护。债权人只有权得到股息，却得不到合伙公司的任何重要资产。

- 协议中所概括的无限责任合伙人的继承问题使合伙公司得以延续。

- 既然合伙公司是为所得税目的而成立的一个“过手”实体，收益和亏损根据无限责任人和有限责任人在合伙公司中所占的资金被转嫁到他们手中。在某些州，合伙公司不缴纳特许税和无形资产税。

- 家族有限合伙公司的股份可以有效地与其他规划技巧联系起来。例如，有限责任人可以将其在合伙公司的股权卖给隔代转让信托（GST）来换取本票而冻结家族有限合伙公司的股权。只要安排合理，合伙公司股权的售出不会引起缴纳所得税或资本收益税。随着合伙公司资产的升值，隔代转让信托便拥有有限责任人的股份单位和那些股份的全部未来增值。

- 慈善计划也可以与家族有限合伙公司相配合。计划之一是将家族有限合伙公司股份转让给一个慈善牵头信托，而隔代转让信托作为慈善牵头信托的指定遗产继承人。如果结构得当，赠与该慈善牵头信托的合伙公司的资产可能有部分减免所得税，而之后转让给隔代转让信托的财产也可能不必征收赠与税。（指定继承人是在一段指定时间之后接受财产的第二受益人。正如第 10 章所述，慈善牵头信托是一个分股利息信托，慈善机构获取数年收入，在一段指定时间之后，资产移交给指定继承人。）在这个例子中，慈善机构从合伙公司处获得收入（由无限责任人所分配）大约 10 年。10 年之后，合伙公司股权将从该慈善信托转让给隔代转让信托（GST）。有一种情况是批准一个私人基金会成为慈善牵头信托的受益人，这提供了先在一个家族基金会中积聚财富，之后把这些财富分配给孙辈的一种方法。

通过利用适用于合伙公司股份单位的当前估价折扣，大量财富可以以合伙公司股份单位的形式在不缴纳赠与税的情况下转让给免税的家族基金会。

这些手段用来保护家族财富，巩固管理权和家族的发言权，并且

防止财产分割、落到债主手中，或者只是防止不肖子孙挥霍掉所有财产。

隔代转让信托（GST）

隔代转让信托是为数代家族成员妥善保管家族财富的受托机构，它的设立可以使未来家族成员不必为信托中为其保留的财产缴纳遗产税。没有遗产税的削弱，家族财富可以更有效地增长。尽管隔代转让信托在税收上面的好处十分诱人——为未来子孙避免了 55% 的遗产税——但非税收因素往往使得客户踌躇不前。一些普遍反应是“我们了解我们的孩子，但是我们不知道我们的财富会为我们的孙辈及其后代带来什么影响”；或者“我们想把财富转给我们的孩子”；或者“我们不确定把财富留给后代是个好主意”。从子孙后代的角度，创造性地规划财富转移，在处理非税收因素（如下所述）时可能非常有价值。

首先，分析一些基本要素。如果对每一代人征收 55% 的遗产税，在没有增长的情况下，最初（父母所拥有的）100 万美元在传到孙辈（第三代）手中时，将只有价值 20.2 万美元。而隔代转让信托内同样的 100 万美元传到孙辈手中时，可以想象仍将价值 100 万美元（同样假设没有增加）。有谁不想避免家族资产传到第三代时价值减少 80%？

隔代转让信托是不能取消的。由于它们可以不受配偶和债主控制，所以能够保护下一代的财产免于分割（或破产）。除了使财产免缴遗产税（因为这些隔代转让信托可以免缴遗产税）之外，这些信托的体制还可以允许关于收入投资和分配的灵活规定。它们可以延续如让与人所希望的时间——两代、三代或者更多世代（在一些州还可以更长），通常分离为独立的信托来为演化而成的不同家族支系服务。

此外，如果让与人在规划该信托的时候制定了这种选择权的话，通过具有特殊权利的特殊托管人，儿女（和孙辈）们还可以终生享

用信托的一些或全部本金。受益人委员会可以挑选继任托管人，可以表决家族商业股票，还可以选择管理资产的投资顾问。

在你隔代转让之前，考虑以下问题

隔代转让信托可（用带息本票）从让与人手中购买资产，从而冻结遗产。那些购买资产的增值部分可以留在信托中留给未来子孙而不缴纳遗产税。如果安排合理，可能有高达 2000 万美元的流动资产价值可以免税转让给隔代转让信托。当与家族有限合伙公司结合运用时，这一数字可能加倍。隔代转让信托可以是慈善牵头信托的指定继承受益人（见第 10 章）。另外，如果隔代转让信托拥有让与人共有财产中归后死者所得的联合保险，则信托的资产将增加到更为庞大的数额而仍然免税。对于有兴趣留下遗产的个人来说，隔代转让信托是个可行的方法。

每个人有 100 万美元的隔代遗产不在此列（每对夫妻有 200 万美元）。

这是可以转让给孙辈（或其后代）而不会缴纳隔代遗产税的数额。如果遗产超出这个数额，当分配给孙辈或者更后的子孙受益人时，除了按捐赠人水平缴纳遗产税或赠与税（高达 55%）之外，还要缴纳隔代转让税。

许多家族错误地认为仅仅为了区区 200 万美元的利益，不值得费心劳神去建立隔代转让信托。他们及其顾问们所错过的是通过配合其他规划技巧，使隔代转让信托成为未来保留家族资产的“篮子”，从而破坏代与代之间财富转移的这大好机会。

我们的经验是，当可以成功解决非税性问题时，客户们会对为后代保留他们资产的可能性激动不已。这一过程的启动是让成年子女参与初步讨论是否应该考虑将隔代转移作为家族财富转移的一种战略。

以下是你在建立隔代转让信托之前应该解决的事情。

单独公共基金信托或家族分支信托。假设妈妈和爸爸有三个成年已婚子女，九个孙子女。他们想设立一个隔代转让信托但不知从哪里

入手。首要的问题是确定妈妈和爸爸所建立的信托将继续作为一个信托而存在（针对所有九个孙子女），或者在妈妈和爸爸辞世时（或更早些时候）该信托分离为三个独立的信托，每个家族分支一个。单独公共基金信托将资产合并保存在一个实体内，受托人可以利用这笔资产来支持一个孙辈的特殊需要，即使这与其他孙辈所得到的不成比例。至于家族支系信托，三个儿女每个都可以确保他们的孩子按比例（三分之一）得到相应的数额。

该信托应该持续多长时间？隔代转让信托的短期形式是跳过下一代子女以避免缴纳遗产税，但是受托人可以将信托收入分配给下一代子女，还可以为了他们的利益而使用本金。下一代可以使用和享受信托资产，而在技术上不拥有这些资产。子女死后，这些资产将分配给孙子女，通常至少等他们年满 25 岁以后。信托一般包括一些零星分配条款，规定孙子女在其父母死后，并且年满 25 岁或 30 岁后可以得到信托资产的某个百分比的份额，年满 35 岁以后得到另一个百分比的份额，年满 40 岁或 40 岁之后分到最后一笔金额。隔代转让信托的长期形式可以持续 100 到 120 年，或者持续大约 4 代人。每个隔代转让信托创建时必须遵守州的法律。到目前为止，每个州对于信托在该州可以持续多长时间都有某种形式的规定（称为禁止永久拥有法）。一般而言，州法律规定信托持续时间为最小的在世孙子女的预期寿命加上 21 年。这样，一名 2 岁的孙辈如果活到 85 岁，则信托将持续 83 加 21 年，即 104 年。如果那还不够长，还有更长的形式。有 7 个州（亚利桑那州、南达科塔州、特拉华州、阿拉斯加州、威斯康星州、伊利诺斯州和爱达荷州）已经废除了其禁止永久拥有的规定，这意味着如果你在这些州建立信托，则信托的寿命将永远持续。如果你想仔细考虑一个持续一百多年的信托，你必须牢记，只要信托中的资产留在信托，就永远不会被遗产税所蚕食。

我们应该任命谁为受托人？子女们可以作为共同受托人（连同一个人独立受托人一起），但是不能作出与他们自己的分配金有关的决定，除非这些分配金限于健康、教育和赡养需要。但是，子女们有权

撤换独立受托人，可以挑选投资管理人，可以代表信托持有的家族企业股票投票。许多家族采纳了继任受托人选择机制，通过家族理事会或代表家族支系的委员会来选择继任受托人。有些家族用信托保护人来选择继任者和更换受托人。既然信托可能持续好几代人，因此未来家族成员代表通常在达成家族目标方面十分重要。

是否应该赋予子孙后代有限或者完全的权力？下一代（如让与人的子女）可以享有某些从信托中得到利益的权利或权力——称为有限权力。只要这些权力保持一定限度，信托中的资产在子女死后将不会被征收遗产税。

换言之，限制下一代的权力使信托资产免于纳入遗产之中。这些有限权力包括：

- 享有信托的全部收入加上每年本金的 5%（或 5000 美元，以两表中较高金额为准）。
- 可以在教育、福利、抚养和供养的可确定的标准基础上（或者当子女们自己不是受托人时为了达到舒适生活标准而采取的一种更灵活的方法）而额外提款。
- 有权在死后将资产指定给子女、配偶或慈善机构（而不是他们自己或他们的遗产）。

子女们可以是共同受托人（加上一个独立受托人），还可以参与决策，只要这些决策不超出他们的有限权力。例如，子女们（或者信托的受益人）可以为了家族利益动用信托资金购买房屋或第二套住宅。

信托文件中可以授权一个特别独立受托人（叔父、姑妈、受信任的家族顾问）扩大授予下一代的权力，（如给予子女有生之年在必要时进占信托的权力）。

采用特别受托人的方法维护了下一代的有限权力（因而也保护了隔代子孙的利益），同时为子女（被跳过的一代人）进入信托提供了一种机制。如果该信托为让与人信托，那么在未来有利情况下特别受托人也可以扭转改变让与人信托的地位。

我如何保证我的愿望和理想得到尊重？父母们可以在信托文件后附加一封非正式信件，以便加大后人在其离世之后按照父母价值观来运用他们资产的机会。这一信件写给信托受益人，激励未来子孙保持家族价值观，增强企业家的能力，并鼓励下一代在教育和/或艺术方面努力进取。这一给未来子孙的个人信息可以指导受托人行动，向子孙明确传达重要家族讯息（这强过一份不具个人情感的法律文件），并且使孙辈及其后人感到与创立信托的先人之间存在着某种联系。

我如何阻止某些行为，而又鼓励另一些行为？信托有关规定可以通过减少或增加受益人的分配金来奖励和阻止某些行为。例如，出现滥用财产问题的受益人将会发现其收入份额由一个为他们设立的处理中心支配而不是拨给他们个人。一个觉得受到不公平对待并决定起诉受托人（和其他家族成员）的孙辈将被没收其分配金。

这些信托也被称为家族奖励信托，因为未来子孙转让和享用财富的权力将视后代能否接受先人的核心价值观而定。例如，有些信托会拒绝支付金额给没有签订婚前协议的受益人。奖励信托有一个基于受益人遵守家族价值观情况的分配金开关龙头。有些客户视之为激励后代作出最佳表现的良方。为了防止受托人独断专行，信托通常具有判定企业成绩、学术优秀或社会贡献的客观标准。

你可以通过让受托人向有突出成就的受益人颁发特别奖金来鼓励某些行为。有些客户希望将特别奖金给予那些获得硕士以上学位、在公休日从事传教工作或者对社会作出非凡贡献（艺术、音乐、社会福利工作等）的人。同样，也可以把收入分配金与收益联系起来，或者受托人可以分配额外金额给予对社会至关重要的工作（如和平队）。信托也可作为家族银行来资助或投资家族的工商活动。

拥有大量财富的家族长期以来一直关注如何做才是对下一代最正确的方法。创建并资助一个隔代转让信托，将下一代成年子女的资产也投入其中，这是使家族价值观永远存续的一个有效的桥梁。也许需要一个促进者来帮助完成这些事情。这个过程可能充满了挑战，同时也是有价值的，因为它除了为未来家族成员提供了一种保护家族财富

的有效避税手段，还为他们创造了一项真正的遗产。

第十三章 结束语

在说了和做了所有的事情之后，保留还是卖掉你的企业这个决定取决于你在财务、情感和胆量这三种感觉的某种结合。

保留你的企业比起卖掉它好像在某种形式上不是在承担一种义务。毕竟，一旦你卖掉企业，它就一去不复返了。但是如果你现在决定保留企业，你以后还可能卖掉它，对吗？未必。市场情况可能比芝加哥的天气预报变化得还要快。

但是两种途径都会有相当大的潜在风险。抓着企业不放，即使你的承诺和对它的激情可能在一天天减退，这可能会导致企业盈利能力减退。然而，在用你的汗水、资本和理想多年以来建设企业之后，如果你卖掉它，你就要面对到何处找一个安全的地方投资你的收益的问题。

两种方法也展现了巨大的潜在收益。保留一个兴旺的企业也许是你最有利可图和最安全的投资选择。你还可以享受所有权带来的许多好处，包括在你的行业和社区中公开露面，以及创立一份遗产或继续一份已经传到你手中，而你想要或者觉得有责任传给下一代的遗产。出售企业最终可带给你流动资金来旅游、从事业余爱好、进行其他投资或其他你以前永远不能担负的商业冒险。而且你一直看到许多竞争者、卖主和公司客户通过出售他们的公司而赚钱。卖出企业不再是一种耻辱。事实上，许多业主将其视为成功的象征。

我们希望本书中的评估练习能帮助你作出感觉有信心而舒服的决定，而且我们所提出的行动方案将有助于扫清你所选择的道路上的障碍。

正如我们在第一章中所提到的，保留还是出售企业的决定牵涉到各种结束和开始。我们希望你的结束平和安宁，而你的开始则激励着财务和情感挑战两者正确的结合。祝你好运！

保 留 附 录

股东谅解备忘录

一个客户采用本备忘录作为明确一种新型的所有者兼投资者关系的第一步；一个股东任公司 CEO，其他两个不在公司任职。

1. 股东同意定期会面讨论公司事宜。每次会议之前应制订议程。会议按顺序进行，每次会议都应抽出合理的时间处理和解决困难的问题。

2. 应该向股东充分公开企业和财务信息。公司的首席财务官（CFO）或总会计师将根据需要回答股东的疑问。

3. 有关预期交易的信息将事先送交股东征求意见。他们有机会批评和质询。

4. 公司官员将以高度守信的态度对待公司所有股东。

5. 将制定有关获取公司额外津贴的政策，包括乘飞机、游艇、度假住房和应邀出席第三方活动。

6. 公司官员答应将时间全部用于处理公司事务，同意不因私利达成任何交易，除非将交易首先全部公开提交给所有股东。

7. 家族成员/公司官员将受雇佣和工资政策约束，该政策规定公平的市场薪金体制以及建立在达到业绩标准基础之上的正常奖金机制。

8. 如果任何家族成员有建议（如商业投资或风险投资）想让公司考虑，该家族成员应起草一个详细的书面提案报告，包括可能的经济和财务利益和风险。该提案将首先提交_____委员会考虑。该委

员会将认真考虑所有提案，并起草一份书面建议提交董事会。如果该委员会建议公司采纳该提案，董事会将在下一次会议上正式讨论。

划分界限

这个客户组建了一个管理公司来监督公司业务，从日常管理中抽身，还成立了一个家族理事会。起草这个备忘录以确定新建立的管理公司和家族理事会各自的职责。

管理公司（S 类公司）

管理公司由家族投票信托组织、组成和拥有。

主要任务。制定公司经营的短期和长期目标，制定和保持与在营业公司的管理协议，行使董事会职能，管理和监督属营业公司，对家族投票信托负责。

- 直接并通过董事会与营业公司相互配合工作。
- 与集团首席执行官和首席财务官配合工作。
- 制定在营业公司高级团队薪金和成果分享政策。
- 负责公司管理和长期战略规划。
- 投票信托有五个受托人：四个家族成员和由这四个人选举出来的一个人。每个受托人经受托人多数通过挑选其继任者，在缺少一名继任受托人的情况下，剩下的受托人经其他受托人多数批准将挑选一个继任者。
- 对在营业公司履行董事会职责。
- 保持与在营业公司的管理合同。
- 通知家族理事会有关企业活动、进展、成绩、主要决策等等。

家族理事会

家族理事会由第 2、3、和 4 代组成，不是一个独立的法律实体。

主要任务。作为一个牢不可破的支持、鼓励和无条件热爱的团体而存在，尊重并爱护每个成员的独特性，要求每个人充分利用上帝给

予他或她的天赋。利用所有这些天赋，使自己在离开这个世界时精神上、智力上、物质上和感情上都达到最好状态。

- 作为保持“家族凝聚力”的论坛。

- 保持和执行家族聘用政策，该政策规定了对准备在营业公司任职的家族成员的要求。除了鼓励家族成员掌握被聘用所必需的技能 and 经验之外，不要聘用或解雇家族成员或者影响他们的聘用。

- 开发和监督家族在慈善活动中的利益。

- 安排家族成员会议，让不同世代的成员了解家族企业活动和发生的意外事件。

- 负责编写家族简讯。

- 负责组织历史纪念会。

- 负责组织家族理事会、会议和编写会议记录等。

- 负责建立和维持家族合作。

- 可以使用管理公司办公室用于家族理事会活动。

- 选举家族理事会成员，但是不能进入管理公司董事会。目前理事会的理事有：董事会主席、当选董事会主席、财务主管、项目主管、牧师和业务通讯负责人。

- 维持各个委员会：遗产委员会和项目委员会以及其他必要的委员会。

由非控股人的家族成员担任 CEO 的报酬协议

.....鉴于公司希望聘请首席执行官担任总裁和首席执行官，于此阐明有关条款和前提.....

定义

- 奖励工资指公司净收入中支付给首席执行官的那部分.....

- 最低收益指经营业务期间 75% 的目标年收益和包括在这一期间的 2 年内的目标净收入。

- 公司净收入指公司和其他家族控制的企业实体的净营业收入，

来自家族对公司各种企业的所有权和经营，包括支付联邦和州收入税的部分，但扣除自_____财年起公司每一财年的折旧和摊还补贴。

- 目标年收益指全部企业实体的 8% 的平均税前股本收益率。
- 目标净收入指所有价值 100 万美元的企业实体在经营业务期间的平均净收入。

任期和职责

● 首席执行官将是公司的首席行政官员，将负责公司和所有企业实体的所有业务的整体和直接管理。其责任包括关注管理、行政和公司业务的相关方面，并保持对公司所有事务和利益的严密监督。他将就公司财务事项和情况向董事长和董事会提出完整建议，并根据董事长和董事会不时指示的政策来管理和经营企业……首席执行官将担负领导责任并履行通常与公司首席营运官的职位相关的职责。

- 在被聘用期间，首席执行官同意（1）在固定业务时间将其所有时间、精力和技能致力于履行其职责，（2）不直接或间接主动参与以任何形式收取薪金或报酬的工作（本协议所规定的工作除外）。

报酬与福利

● 在协议初期，首席执行官每年将得到 15 万美元的基本工资。每年至少一次，董事会将审核首席执行官的基本工资，并且基于首席执行官业绩或其责任和职责的增加或者基于以上两种原因而将他的基本工资向上调整。

另外，根据此协议的其他条款和前提，首席执行官可以根据下表得到基于净收入的一个百分比的年度分红（奖励工资）。

通过举例说明，如果公司和其他企业实体在财年结束时产生 350 万美元的净收入，则支付给首席执行官的奖励工资将为 17.5 万美元（350 万美元的 5%）。

扣除折旧/摊还后的 净营业收入	CEO 基本工资	CEO 奖励分红 (%)
0 - 1MM	15 万美元	0
1 - 2MM		3
2 - 3MM		4
3 - 4MM		5
4 - 5MM		5.5
5 - 6MM		6
6 - 7MM		6.5
7 + MM	待定	

同样取决于 8% 的最低税前股本收益率 (ROE)。目标股本收益率为 15%。

● 公司将为首席执行官提供公司其他管理员工所享有的健康和定期人寿保险。

● 公司将每三年为首席执行官提供一辆价值至多 4 万美元的汽车，或者为他租借一辆价值相当的汽车。

● 公司将报销首席执行官在履行职责时所有旅行、娱乐、宣传和其他相关开销，只要这些花费合理并且经常应要求向董事会提供准备的备查资料。公司应发给首席执行官用于上述支出目的的信用卡。

● 公司应支付首席执行官履行职责时所有合理的手机通话费用。

● 首席执行官有权每年享受 4 周的带薪假期。

● 根据特别条款及其限制条件，首席执行官有权享受和公司其他全日制雇员相同的公司“自助餐计划”、401 (K) 计划和延期报酬计划。

● 在首席执行官因本文段 (a) 中所述任何原因而离职时（过失离职除外），根据下表，他将获得数倍于他当时年基本工资加上奖励工资的解职补偿金：

离职原因	应得基本工资	应得奖励工资
非自愿离职	5 年	1 年
违约离职	1 年	不支付
自愿离职	离职当年金额	1 年
控制权改变	3 年	1 年
因灾难离职	3 年	1 年
过失离职	不支付	不支付

最高层管理团队的薪金政策实例

委员会不断地审核管理官员的薪金，制定并执行各种计划以达到下列目标：

- 支持、传达并推动公司商业战略和目标的完成。
- 通过提供与公司存在业务和人才竞争的其他公司相仿的薪金机会来吸引并留下最有才干的管理者。
- 激发所有员工在一种企业化的由激励所驱策而没有任何特权感的文化中作出优异的表现。
- 将管理官员和所有员工的利益与股东的利益紧密联系起来。
- 促进和保持高度的道德标准和良好的营业实务。
- 奖励取得的短期成果和长期产生的股票价值。

……作为其整体薪金原则的一部分，该委员会决定付给管理官员的适宜的总报酬应该以第 50 个百分位为目标，基于优异表现有机会可以达到或超过第 75 个百分位。与其支持按业绩付酬的环境的愿望相一致，委员会决定基本工资应该以第 50 个百分位为目标……

……委员会聘请在处理管理层薪金方面富有经验的独立咨询机构为其服务，并利用过去的市场调查数据。这些数据将该公司的薪金惯例与一批类似公司相比较……

混合模式股东的带附加条款的协议

1. 有限赎回。为了向某些无投票选举权的股东提供一些流动资金，公司希望在今后开始赎回他们手中的一些股票。公司将自 1998 年 1 月起尽力从某些股东手中购回无投票选举权的股票，每年的计划如下：

- 在 1998 年、1999 年、2000 年、2001 年、2002 年、2003 年、2004 年和 2005 年，公司在考虑其财务成绩和预计业务需要之后，每年将确定和宣布一部分资金用于赎回以下所确定的那些股东手中的无投票权的股票。为这种目的而划拨的资金将按比例分配用于购回一部分无投票权股票，公司为这些股票所提供并支付的价格将在本件第 3 节中提出。

- 自 2006 年起，公司计划将公司准备赎回一部分无投票权股票的股东数量扩大到包括_____和_____的所有孙子女。如同过去一样，公司每年将确定和宣布用于赎回无投票权股票的资金数额以及如何按比例将这笔资金分配给出售股票的股东。公司将提供并支付的价格将在本件第 3 节中提出。

- 尽管有上述情况，如果董事会确定存在困难或者保证公司购回股票的特殊条件，公司可能赎回任何或者全部股票，无论是有投票权股票还是无投票权股票，也不管其所有者是谁。

2. 购买价格。公司依据本协议所购买的全部股票的价格应为由独立估价师所确定的公平市场价。

3. 未来转售利润。一旦股东售出无投票权股票给公司，那么如果公司或者实质上其全部资产在今后 10 年内都卖给（与公司毫无联系的）第三方或与其合并或交换，这些股东就有权分享公司获得的任何利润。分配的公式仅适用于股东出售给公司的实际股票数量。万一股东仍保留着其他无投票权股票，则公式将从每个出售交易重新开始。为了确定分配的多少，将使用以下公式（不足一年不按比例计算）：

第 1 年 100%

第 2 年 90%

第 3 年 80%

第 4 年 70%

第 5 年 60%

第 6 年 50%

第 7 年 40%

第 8 年 30%

第 9 年 20%

第 10 年 10%

第 11 年 0%

向第三方销售超过他们以前所得的额外收益中他们所分得的比例（见上述百分比）减出售以来这段时间他们所得价格根据基本商业利率所算出的单一（非混合）利息

经由以上公式的实例，假设：公司以每股 10 美元的价格购买一个股东的股票，三年后将其以每股 30 美元的价格卖给第三方。这三年期间的基本商业利率未变，为 5%。这个股东有权从公司那里得到： $30 \text{ 美元} - 10 \text{ 美元} = 20 \text{ 美元}$ 乘以 $80\% = 16 \text{ 美元}$ 减去 1.5 美元 ($10 \text{ 美元} \times 3 \text{ 年息}@5\%$) = 14.5 美元

将买进和卖出选择权草拟进股东协议

买进和卖出选择权

- 如果，在自_____起每两个财年之后的 30 天之内，任何股东想卖掉全部或任意部分股票，则此股东将有权要求公司以下面提出的条款和条件以及价格购买上述股票（“卖出权”）。

- 如果，在自_____起每两个财年之后的 30 天之内，公司想从任何股东手中购买其全部或任意部分股票，公司将有权要求此股东以下面提出的条款和条件以及价格出售上述股票给公司（“买进权”）

确定购买价格。按照此条款，公司购买股票所要支付的价格将为股东或公司实际实施卖出权或买进权当天该股票的每股公平市场价

(如下文中所确定)的总和。在本协议中,“每股公平市场价”是指相当于公司公平市场价值的金额,由在评估与该公司所建立并拥有的类似业务及资产方面至少有 10 年经验的独立合格的估价专家所确定。

适用于买进选择权和卖出选择权的不同评估条款的备选术语 “卖出”阶段和条款

- 实施阶段。例如自本日期开始 6 年之后每个奇数年的 1 月 1 日到 3 月 31 日,5 月 1 日到 7 月 31 日。

- 手续

- 股东在实施阶段递交一份卖出通知书。

- 如果公司拒绝,其他股东可以按比例购买。

- 如果所有股东拒绝,则公司必须购买。

- 支付条件。20% 付现,80% 本票。

- 估价。适用缺乏控制和适销性折扣条件。

“买进”阶段和条款

- 实施阶段。自本日期起 8 年之后每个奇数年的 1 月 1 日到 12 月 31 日。

- 手续

- 公司(经董事会投票)可决定购买某个股东在该公司的所有股票。

- 支付条件。30% 付现,70% 本票。

- 估价。适用缺乏适销性折扣条件。

保护无投票权的股东和占少数股份的股东

支付税款的股息(S类公司)

关于 S 类公司的任何应税周期,公司应宣布并支付给股东足以支付其各自收入税的年度股息,这些股息产生于公司利润和亏损的分配。

调整资本——无投票权股东就重要事宜进行表决的规定

让不参与公司经营或无投票权的股东享有特殊时刻表决权，可以成为解决经营公司的股东和有股权但是没有发言权的股东之间互动紧张关系的一种方法。无投票权股东可以就以下事项投票表决：

- 在单一交易或一系列相关交易中出售、交换、租赁、抵押、出质或转让公司【全部或实质上全部】[50%] 的资产。
- 公司资本构成的改变、授权股本的增加或股本的重新分类，条件是公司向其重要管理人员售出或发行的高达[5%] 的股本份额不构成对资本结构的改变。
- 公司在分红或股息支付或者政策方面的任何重大变化。
- 公司的终止、解散或者停业。
- 公司与其他公司或实体的合并。
- 公司任何单独超过 500 万美元或总计超过该公司财年中_____美元的任何支出【未按该公司业务的正常程序】（或此类性质的任何其他债务）。
- 该公司财年中超过_____美元的对公司任何负债的任何承担、引发、担保或再筹集资金。
- 公司(1)申请或同意任命该公司或该公司的全部或大部分资产的接管人、受托保管人或清盘人，(2)没有能力、未能或函告承认该公司没有能力偿还到期债务，(3)大体分配债权人利益，(4)要求根据所适用的联邦破产法给予该公司的救济金，(5)提出自愿破产申请或改组申请或寻求改组或与债权人签订协定的抗辩或者利用任何破产法或任何承认该公司在任何破产、改组或破产诉讼中所提申请的重要主张。
- 公司向任何股东或信托股东受益人贷款。
- 公司与任何股东或信托股东受益人或任何家族成员或者其中任意两者间任何交易的执行或修正，除非是与在正常贸易关系基础上以当时市场通行比率进行的交易有关。
- 任何协议的执行或者任何代表公司的与其在公司注册条款中所阐明的目的无关或者违反这一协定的任何行动的授权。

家族聘用政策

这个客户创立了一个股票信托来保持公司全部有投票权的股份，并且用家族聘用政策来确定如何在将来增加投票信托的受托人。

本政策确定谁可能成为家族管理集团的一员，亦即家族公司股票信托协议的共同投票受托人之一。本政策仅作参考，家族管理集团目前成员保留解释其内容的权力。

要求。公司任何无投票权的股东，若想参与公司业务，成为家族管理集团的一员，必须：

1. 具有与_____相关领域内的学士学位或更高学位。

- 在这一研究领域保持“C+”或更高的年级平均分数。

- 向当前的家族管理集团成员提交一份简历和书面意向报告书。

还应口头向共同投票受托人陈述这一报告书。在情况说明之后是问答环节。（意向报告书必须描述该研究领域如何与公司业务有关并对其有益。）

2. 获得家族管理集团大多数当前成员的聘用信任票。

如果申请人通过信任投票，接着会召开一个会议，共同投票受托人将在会议上向该申请人描述拟聘领域的工作期望、责任和评估方法。一旦确定该领域，申请人就要完成以下工作：

- 在该领域内做1年的小时工。

- 在该工作领域内尝试各种工作，为期1年。

- 担任2年的一线主管。

- 评估作为一线主管的表现，并探究带薪继续求学的可能性。

- 担任2年的区域主管。

如果共同投票受托人认为该申请人在任一阶段没有成功完成其职责，他们保留阻止该雇员前进脚步的权力，直到他们相信该申请人可以向下一阶段前进。共同投票受托人保留在任何时间、出于任何原因终止或改变聘用雇员的权力。

3. 得到80%的共同投票受托人的选票，投票是按照受托人所占（协议中规定的）股份百分比进行的。

4. 家族管理集团中的任何成员，若终止与公司的雇佣关系，则不再是家族管理集团的成员。

分析财务业绩

经德勒会计事务所授权摘录

分析财务报表时，很容易被可供分析的大量数据所淹没。出于这一原因，许多分析家运用比率分析法帮助完成这一任务。利用比率是一个发现趋势、提出问题进一步分析的一个好办法，但永远不能替代彻底分析。不应封闭地来看待公司业绩，而应该与经营同一产业的类似公司相比较，因为典型业绩中有很大变化，最恰当的衡量标准也不尽相同。

股本收益率（ROE）

这是衡量财务表现的最常用的方法。一般来说，这一比率以平均普通股股本为基准计算。我们还建议你在税后基础上计算这一比率。某些情况下，你可能需要在税前基础上计算这一比率，但是你应该清楚指明你使用的是哪种基础。

$$\text{ROE} = \frac{\text{净收入}}{\text{平均普通股股本}}$$

盈利能力比率

盈利能力比率是计算业务参数的一个很好的方法。它可以帮助你了解一个公司的生产或服务战略以及其经营成本。

$$\text{毛利率} = \frac{\text{总利润}}{\text{销售额}}$$

$$\text{盈利率} = \frac{\text{净收入}}{\text{销售额}}$$

短期流动比率计算方法

流动比率衡量公司偿还到期债务的能力。速动比率排除了库存，

因为它总的来说是流动资产中最不流动的部分。你应该考虑在声明以市价做短期投资之后再计算这一比率。

$$\text{流动比率} = \frac{\text{流动资产}}{\text{流动债务}}$$

速动比率或酸性测试比率（以流动负债与速动资产做比较——译者注）= $\frac{\text{现金} + \text{现金等同物} + \text{适销投资} + \text{应收账款}}{\text{流动债务}}$

业务活动比率

业务活动比率衡量公司使用其资产的效率。

应收账款周转率。这一比率或者以每年应收账款平均周转次数表示，或者以收账所需的平均天数表示。如果你用季节性特征评估一个企业，你应该在更短的一段时间里（比如每季度）计算这一比率。如果数量较大，一定不要将现金销售额计算进来。

$$\frac{200 \times \text{销售额}}{\text{年末应收账款 } 200(X-1) + \text{年末应收账款 } 200X}$$

为了确定收账所需天数，用 365 天除以上面的周转总数。

库存周转率。当比较公司之间的库存周转率时，保证你知道用了哪个基数去评估库存。如果你用季节性特征去评估一个企业，你应该在更短的一段时间里（比如每季度）计算这一比率。

$$\frac{200 \times \text{售出货物的成本}}{\text{年末库存 } 200(X-1) + \text{年末库存 } 200X}$$

为了确定库存的平均天数，用 365 天除以上面的周转总数。

财务杠杆比率

这一比例衡量企业的长期偿付能力以及解决未来可能出现的机会和挑战的能力。

$$\text{负债与股权比率} = \frac{\text{总负债}}{\text{产权资本总额} - \text{无形资产}}$$

出 售 附 录

出售备忘录中应该包括哪些内容

公司历史

- 你为何要卖掉公司。
- 注明公司创立的日期、组织结构以及之前所有权的任何变化。
- 名称结构和经营范围的改变。
- 登记注册地所在的州和获得特许经营的各州。
- 销售、利润、实物产业和雇员的发展格局。
- 过去任何撤销投资或重要的注销情况。

雇员

- 雇员总数。
- 重要人员的详细情况，如服务年限、职务说明、薪金以及是否愿意留下为新的所有者工作。
- 组织结构图。
- 雇用合同。
- 雇员流动历史记录。
- 公司的工资和人事政策。
- 附加福利细则。
- 雇员所需的任何特殊培训。

市场和竞争

- 产品发展潜力。
- 竞争者的名称、规模和市场定位。
- 公司产品在哪些方面与竞争对手不同。
- 公司的最佳市场定位。
- 销售趋势和格局，如增长和季节性。
- 产品定价和历史。
- 产品毛利和跟踪变化。
- 所有研发费用。

销售和经销

- 销售人员的报酬。
- 广告手段和支出的细节。
- 销售条款、提供的折扣和退货政策的细节。
- 关于经销商报酬和职责的适用信息。
- 过去数年来主要客户的销售量。
- 客户与公司生意往来的年头。
- 主要客户的信用状况。
- 历史坏账经验。
- 审查所有销售维修协议。
- 销售中是否存在明示或暗示保证？
- 审查所有产品责任问题。
- 对某些客户的销售损失或销售下降。
- 公司产品是否会被任何新产品所替代？
- 公司是否出租其产品？

生产制造

- 制造用原料的类型和可供给量。
- 生产周期的长短。

- 质量控制程序。
- 生产所需的许可证。
- 基于当前设备的现有生产能力。
- 新设备的订货至交货时间。
- 工厂的安全生产记录。
- 与供货商关系的稳定性。

实物设施

- 估价。
- 各种设施（包括设备）的当前状况。
- 现有设施是否适应当前或计划需要。
- 发展计划。
- 充足的保险费用。
- 自动喷水消防系统和防盗警报器的详细情况。
- 所需交通运输的方便性。

分析所需投资

该企业能否创造足够的利润……

- 使所有者或管理者得到合理收入。
- 偿清购买企业所借款项。
- 得到除上述利益之外最初投资的合理回报。

利润理算

你还应该明确现在是公司的一项支出而新的所有者未必同意的项目。这些款项称作津贴，是固定收入之外的特权、收益或价值，应该将其计入税前收入来确定公司的实际利润。

额外津贴的例子有

- 业主额外工资（超过同一领域类似工作管理者的工资）
- 业主所得到的额外利益，如公司汽车、保险、旅行和娱乐、

退休计划、红利以及其他特殊报酬。

应该计入税前收入的额外款项是不会重复发生的支出。例如：一年中异常的法定或坏账注销、不会再发生的咨询或计算费用。

在添加了以上所举例的款项之后，就可以计算出企业真正的利润了。

保密协议范例

本保密协议由 [当事人] 和其分公司 (“ [当事人]”) 与 _____ (“接受者”) 所订立。

A. 目的。协议双方承认并同意 [当事人] 觉得有必要并且值得为了评估和建立双方之间的业务关系而向接受者披露机密信息。因此，为保护这种信息的机密性和确保这种信息仅用于进一步加强其相互的商业利益，双方同意本保密协议的各项条款。

B. 生效日期和期限。本协议的生效日期为双方共同执行的最近时间。本协议自生效日期起 5 年内有效。关于在本协议 C. 4 分段中 [当事人] 书面要求之后没有返还的信息，根据本协议，保密和不泄漏信息的义务将无限期继续下去。除非该信息在本协议 _____ 段所描述的例外情况下发表出去，否则本协议关于限制使用信息与 [当事人] 竞争的规定将在协议期限之后无限期延续。

C. 关于保密的基本协议。双方同意由 [当事人] 向接受方提供的所有信息将保密，不会透露给任何人或任何非协议方的实体。

1. 本协议的主体事项。应保密及不透露给任何其他人的信息包括 [当事人] 提供给接受方的所有信息，无论提供日期在本协议生效日期之前还是之后。该信息应包括但不限于所有知识产权（包括电子和计算机程序以及数据处理技术）、企业 and 市场分析、财务数据和分析、客户列表和客户信息、销售计划以及所有其他的分析、汇编、数据和文件。

2. [当事人] 透露信息。C. 1 分段中所描述的信息被认为是由 [当事人] 提供给接受方的，当任何股东、董事、官员、雇员、独立

承包商或[当事人]代理人透露或传递该信息给任何股东、董事、官员、雇员、独立承包商或接受方代理人时要受本协议控制。代理人不受限制，应包括各方律师、会计、顾问或财务顾问。信息以任何形式传递时，无论是电子形式还是书面文件或口头通知。[当事人]可以其自己的判断力，拒绝提供接受方可能要求的任何信息。

3. 接受方透露信息。本协议所管辖的信息仅可透露给那些需要知道这些信息以建立各方商业关系的股东、董事、官员、雇员、独立承包商或[接受方]代理人。信息只能透露给有意知道这些信息、清楚这一协议的存在并且同意受其条款约束的那些人。应告知[当事人]那些获得信息的人的身份。接受方同意，他已透露信息的任何人违反本协议，则他承担所有违约责任，并且要尽可能合理地保护信息不得未经授权而透露。

4. 准许使用。接受方可以为了任何与相互商业利益和双方相关的目的而使用本协议许可情况下透露给他的信息。本协议管辖下的任何信息不得直接或间接用于与[当事人]竞争或与[当事人]争夺可获得商业机会。

5. 信息的返还。应[当事人]的书面要求以及无论什么理由，接受方同意立即返还并交给[当事人]所有文件和[当事人]所提供的信息，无论是电子形式还是书面形式，不保留任何该文件或信息的副本，无论是电子形式还是书面形式。

D. 例外（免责）情况。接受方的义务不应适用于以下信息：（1）并非由于违反本协议而造成泄漏的公众可以获得的信息；（2）从[当事人]之外的来源获得的非保密信息；（3）在[当事人]透露之前接受方已经知道的非保密信息。本段定义的免责情况不适用于接受方因违反[当事人]与任何第三方之间的任何其他保密协议而获得的信息。

E. 强迫透露信息。如果接受方被法律强迫（无论是口头询问、质询、要求提供文件或信息、传讯、民事调查要求或由任何法庭或任何有权强迫接受方透露信息的团体所命令的其他类似法律程序）要求

透露本协议所属任何信息,接受方将立即通知[当事人],如果[当事人]要努力减轻这种信息泄漏所造成的损失时,接受方将与[当事人]共同合作。接受方将只提供法律所要求的那部分信息,并在被迫透露时,作出合理的最大努力,取得接受方对所得信息保密的可靠保证。

F. 补救措施。双方同意,如果本协议的任何规定未按条款切实执行,则[当事人]不会得到足够的损失赔偿,因而[当事人]将受到无可挽回的伤害。因此,双方同意[当事人]将有权享受禁止令救济以防止违反本协议,并且有权在除了[当事人]在普通法或衡平法上可能有权享有的任何其他赔偿之外特别强令实施其条款。在关于违反本协议的任何诉讼(无论是寻求禁止令救济还是其他要求)中,胜诉方将有权要求另一方支付其法律费用和支出,包括诉讼费和强制执行、辩护或其他任何根据本协议而保护其利益的措施的费用。

G. 依据的法律。本协议合法性将由与本协议对象有密切联系的任何管辖法律所确定,从而确立其合法性。本协议的解释由俄克拉何马州法律确定。本协议将在俄克拉何马州执行,或者由[当事人]选定与本协议对象有密切联系的其他管辖地区执行以确保实施。

各方于所指定日期同意

日期: _____ [当事人]: _____

日期: _____ [接受方]: _____

意向书范本

此意向书是经过四个月的时间讨论制订而成。45 天之后成交。

亲爱的 _____:

我高兴地提交我方 _____ 预收购 _____ 公司股票的修改后提案。我方提案的要点如下:

卖方

_____ 公司 (“公司”) 所有发售股票的所有者。该公司目前

的股东有_____。

买方

_____公司或相关实体。如果买方非_____公司，则
_____公司将不可撤销地、绝对地和无条件地担保买方所有义务和履行。

收购形式

股票收购。

包括在股票收购之内的资产

_____业务、相关设备、车辆、库存、名称和冠名权。现金、
有价证券、人寿保险的现金价值和应收账款应为了卖主的利益而留下。另外，卖主所起草的明细表所提出的个人性质的某些资产应从交易中扣除。

要承担的债务

无。

购买价

买主购买该公司股票（包括卖主及其配偶签订的从_____开始为期 10 年的非竞争协议）：应支付下列对价

a. 成交时，买主将支付 340 万美元现金或_____公司的股票，
现金和股票的比例由卖主全权决定。

成交时，买主将支付 140 万美元给卖主，开具上述金额的本票以兹证明，规定每月支付 11667 美元，自成交后的次月的第一天开始，之后每个月的第一天，直至全部付清。这种票据应规定商业交易惯例中的拖欠债务事项，卖主对此有权要求加快还款。

不动产

位于_____（“经营场所”）的不动产的所有者将开始与买主订立租赁合同，包括以下基本条款：

- a. 基本租赁期为 15 年，有两个 5 年的优先选择权；
- b. 基本租赁期的头 2 年的基本租金将为_____美元，之后将根据从基本租赁期开始之日消费物价指数的累积增加而逐年增长，但是任何一年的基本租金都不能少于前一年。每个选择期间的基本租金应大致在前一年的基本租金基础上根据消费物价指数的增长而向上调整。
- c. 对地主来说租约将是三重净价（即租户将作为经营场所的“假设”绝对所有者支付所有不动产税、保险费、维修费、保养费和设备改建费）。
- d. 地主将有权再筹措资金而将经营场所抵押。租户将应要求向所有者的债权人提供任何次位租约。所有者应尽力向租户提供一个合理的无妨碍协议。
- e. 只要租户遵守租约条款，租户就将有权在基本租赁期限结束之时或任何选择期结束之时购买该经营场所。优先认购价格将按（i）_____美元，即_____日由_____所做的估价所确定的该经营场所的价值，或者（ii）由熟悉该区域的 MAI 估价师根据该场所最高和最佳使用价值所确定的公平市价两者之间的高价确定。

五年雇用期和非竞争协议

买主将与_____签订为期 5 年的雇用协议。每个协议将包括为期 5 年的非竞争契约，并且将委派与他们目前职位相当的经理职权与责任。尤其是_____将作为公司的管理者。

该雇用协议将提供其他条款，具体如下：

- a. _____美元的基本年薪，每两周一付。
- b. 与目前投保条款一致的健康、医疗和牙医保险。
- c. 汽车津贴，足以使用与当前汽车品质同等的汽车，每 4 年更

换一辆这样的新车。

d. 乡村俱乐部或类似俱乐部的费用津贴，只要可合理确认该金额为业务发展所必需而且与符合卖主和买主所制定预算的当前惯例相一致。

e. 第1年享有8周带薪假期，第2年9周，第3年10周，第4年11周，第5年12周。

f. 按照经理人员的通常福利提供残疾和人寿保险。

g. 如果雇员因“正常原因”离职，支付离职金。

h. 尽管终止聘用，仍支付全额健康、医疗和牙医保险金，直至雇员年满65岁。

i. 享受重要雇员股票优先认购权计划的资格；以及

j. 享受401(k)或其他退休计划的资格，因对公司的多年服务而获得完全信用贷款。

奖金计划

_____和其他相处愉快的重要雇员将参与奖金计划。根据这一计划，他们和其他相处愉快的雇员将分享_____美元的奖金（买主和卖主在成交之前已就分配问题彼此达成一致）以实现预算经营收入，或_____的扣除利息、税金、折旧和摊销之前的收益。

经营计划设想

卖主和买主在成交之前将共同致力于制定一个彼此都同意的经营计划，该计划将实际实现预算经营收入，或每年_____美元的扣除利息、税金、折旧和摊销之前的收益。

或有报酬

在成交之后的头5个自然年度，如果公司超过经营收入或至少_____美元的扣除利息、税金、折旧和摊销之前的收益，则卖主每年将获得购买_____股_____公司所提供的未冲淡股权的普通股

股票优先认股权。但是所得的优先认股权的最大数额将为 5 万股未冲淡股权的股票。每股股票的优先认购价格将为自成交之日业务结束起每股股票的价格（若发生资本调整或股权冲淡则据此进行调整）。在每一次获得额外盈利时，将立即授予优先认股权。卖主自该财产转让日始将有 10 年时间行使这种优先认股权。

前期调查

这一提议以前期调查为条件，卖主将与买主合作，考虑进一步审核公司的财务和经营组成部分。

检查

卖主将与买主合作，由买主负责全部开支，进行环境审计、设备安全性检查和公司经营中所使用的财产和设施的结构检查。

卖主将根据检查结果执行所推荐的补救行动，最高金额达 2.5 万美元。如果这种补救行动的成本超过 2.5 万美元而卖主又不打算支付所有费用，该意向书即告无效。

房地产买卖手续费

买主将支付所有调查费用和所有权保险金。买主将与联邦土地所有权公司开始所有权工作。税款和其他成比例支出将在成交日期所累积的金额基础上进行调整。

预计成交日期：_____

报价截止日期：_____

通过签署意向书，买主和卖主承认并同意该文件目的不在于作为一个有法律约束力的文件（除非如下段所阐明的情况），而仅仅用来表达他们想要尝试就所有事宜达成一个正式的协定。如果卖主和买主未能在 2000 年__月批准并执行该正式协定，则意向书即告无效，没有

进一步的效力，而双方将承担各自的费用，并且无权根据本意向书或买主和卖主之间的任何协商（除下段的不履约行为之外）向对方索赔。

买主同意为自卖主处获得的所有信息保密，并保守卖主与买主之间所有谈判的秘密，此外还特别同意不接触或警告任何债权人或者与卖主在这里所进行的事情，有商业关系的任何人，除非卖主以书面形式特别授权。卖主同意在此意向书有效期间，卖主将不参与关于可能出售或让与公司（无论是通过出售股票或资产、合并、兼并还是其他形式）的任何协议、契约、谈判、讨论或请求。

如果你相信上述内容阐明了我们的原则性理解，而双方当前的意图是讨论最后的文件编制，则该意向书将作为进一步交易的善意保证意向的声明，那么为表明意向，请在下面空白处签名并交还签署副本给签名人。

我们盼望成功地结束交易，期待着长久而互惠的关系。

股票收购协议

本协议由萨姆·斯佩德和苏珊·斯佩德（“卖主”）与朱迪·尼克博克、威廉·华莱士和万达·沃森（“买主”）以及奇妙小器具公司（Wonderful Widgets, Inc.）（“公司”）于2000年____月____日签订。每位卖主和买主都是亚利桑那州菲尼克斯市的居民。该公司的组成遵守亚利桑那州的法律。

详细说明

A. 已发售的股票。公司已经发行和出售了25000股普通股。卖主拥有法人所发售的12751股普通股。股东的所有权如下表所示：

股东	股份数	百分比（%）
苏珊·斯佩德	6376	25.6
萨姆·斯佩德	6375	25.5
朱迪·尼克博克	4083	16.3

续表

股东	股份数	百分比(%)
威廉·华莱士	4083	16.3
万达·沃森	4083	16.3

B. 目的。卖主想要出售，而买主想要依据本协议的条款和条件买进卖主所拥有的公司的全部普通股股票（下称“股票”）。

C. 基本协议。考虑到本协议中的相互承诺以及所包含的建议、担保以及契约，卖主和买主同意协议所提出的主张。

协 议

第1节 股票的购买和出售、成交、付款

1.1 股票的购买和出售。根据本协议的条款和条件，卖主在成交时将出售、转移、转让股份给买主，而买主将购买、获得并接受卖主的股份，具体情况如下：

买主	股份数
朱迪·尼克博克	4251
威廉·华莱士	4250
万达·沃森	4250
总计	12751

1.2 购买价。股票的购买价将付现，总计为 70 万美元，在成交时由买主支付给卖主，具体如下：

卖主	购买价
苏珊·斯佩德	350027.45 美元
萨姆·斯佩德	349972.55 美元
总计	700000.00 美元

1.3 成交。股票购买和出售在满足本协议第3节所提出的所有条件之后成，日期不迟于 2000 年_____月，成交的日期和地点应经

协议双方同意。在成交之时，买主应支付股票价款，卖主应移交所有股票，及时背书转让，不带有并已清除所有障碍，并出示所有必要的转让税费的支付凭证。

第2节 声明与保证

2.1 卖主的声明与保证。每个卖主向买主提供的声明和担保如下：

2.1.1 股票所有权。每个卖主拥有本协议所指示股票的全部有效所有权凭证，不带有并已清除所有要求权，不存在出售和转让其股票给买主时的阻碍。

2.1.2 授权、合法性和约束力。每个卖主具有完全的权力、力量和权威签订这个协议，并根据协议履行他或她的义务。本协议已代表每个卖主正式签署和送达，构成他或她的法定、有效和有约束力的义务，要求按其条款施行，除非受到可适用破产、无偿付能力、改组、延期偿还或可影响债权人权利的其他类似法律的限制。

2.1.3 无侵害。代表所有卖主的本协议的签署和送达以及本协议所计划的交易的完成均不侵害任何其他卖主作为一方参与或受到约束的合约或协议，也不与其相冲突，而且在他们签署和送达此协议或者完成此协议所计划的交易时无须得到其他任何人或实体的同意也不必通知他们。

2.2 买主的声明与保证。每个买主向卖主声明和保证如下：

2.2.1 授权、合法性和约束力。每个买主具有完全的权力、力量和权威签订这个协议，并根据协议履行他或她的义务。本协议已经每个买主签署和送达，构成他或她的法定、有效和有约束力的义务，要求按其条款施行，除非受到可适用破产、无偿付能力、改组、延期偿还或可影响债权人权利的其他类似法律的限制。

2.2.2 商业前景。以每个买主的认识和看法，他预见不到什么协议、交易或商业机会可以在未来显著提高公司的商业运作的价值、前景、财产、资产或财务状况。

2.2.3 债务。以每个买主的认识和看法，没有根据断言，卖主作为公司股东、官员或董事，存在公司财务报表中没有充分反映出来的任何物质赔偿或债务。

2.2.4 担保。自成交之日起，无论暂时还是如何，关于公司作为一方参与的任何借贷或其他信用安排，卖主个人不承担担保责任，其任何财产也不作为任何贷款担保的抵押品。

1.3 所有各方的声明和保证。本协议的各方向对方声明和保证如下：

2.3.1 经纪人或中介人佣金。关于本协议的所有谈判和本协议所计划的交易的进行不涉及代表任何一方的任何人，因此不会引起任何对该方支付卖主、经纪人或中介人佣金或类似报酬的要求。

2.3.2 完全公开。本协议任何一方的声明和保证不得含有或将含有任何重大事实的不实陈述或遗漏，也不得遗漏不使本协议声明引起误解所必要的任何重要事实。

第3节 成交条件

3.1 买主履行义务的条件。买主购买股票并完成本协议所计划之交易的义务能否履行取决于在成交之时或之前满足下列条件：

3.1.1 声明和保证。本协议第2节所包含的卖主的声明和保证应该在自本协议签订日期起，所有重要方面真实正确，并且自成交之日起所有重要方面也将应真实正确。

3.1.2 履行。卖主应已履行并遵守本协议在成交之时或成交之前所要求履行或遵守的所有条款、条件和契约。

3.1.3 证书的交付。卖主应该按照本协议1.1节的规定已经将股权证书交付买主。

3.1.4 辞呈。所有卖主应该在成交生效之日或之后，已经提交了他们辞去该公司董事会成员和公司高级职员职务的辞呈。

3.1.5 法人行为。卖主作为公司已发售大部分普通股股票的所有者、公司的董事以及高级职员，应该推动公司执行使本协议所计划的

交易生效的行为。

3.2 卖主履行义务的条件。卖主出售股票并完成本协议所计划之交易的义务能否履行取决于在成交之时或成交之后满足下列条件：

3.2.1 声明和保证。本协议第2节所包含的买主的声明和保证应该在自本协议签订日期起所有重要方面真实正确，并且自成交之日起所有重要方面也将应真实正确。

3.2.2 履行。买主应已履行并遵守本协议在成交之时或成交之前所要求履行或遵守的所有条款、条件和契约。

3.2.3 免除担保的凭证。卖主应该已经得到使其律师满意的凭证，大意为所有卖主都免于承担在公司曾经或现在为借方的借贷担保协议或其他信用交易中的所有责任和个人债务。

3.2.4 法人行为。买主作为公司已发售的小部分普通股股票的所有者、公司的董事以及高级职员，应该推动公司执行使本协议所计划的交易生效的行为。

3.2.5 补偿。每个买主和公司应共同或各自补偿卖主的支出而使其不受损失，包括结算时所支付的律师费、罚款、审判费用和达成和解所支付的款项，这些是用来支付因卖主曾是公司的股东、董事、高级职员或雇员而招致的诉讼的合理费用，只要卖主的行为出于善意，可以合理认为是为了或不抵触公司的最高利益，而在涉及刑事诉讼时，没有合理原因认为他们的行为非法。买主应促使公司在法律允许的程度下补偿卖主免受损失。每个买主个人和公司对卖主的补偿应一直持续下去，即使卖主不再是公司的股东、董事、高级职员或雇员。

第4节 定义

除了此协议的序言和事实陈述部分所提供的定义之外，下列条款具有以下所阐明的意义：

4.1 协议。此协议为股票购买协议以及所有变更和修改。

4.2 成交。成交之日为本协议所计划之交易完成的日期和时间，见本协议1.3节。

4.3 抵押权。抵押权是指因用所有或部分股权抵押或担保或者因任何其他涉及所有或部分旨在担保任何债务的股权的交易所引起的任何类型的保证金或抵押产权，不论有意还是无意引起，也不论是以何种方式引起。

4.4 购买价。购买价是买主将购买股票的价格，见本协议的1.2节。

4.5 股票。股票为公司所发售的卖主所拥有的12751份普通股票，也是本协议的主体。

第5节 其他

5.1 约束性协议。此协议对各方、各方继承者、法律代表和受让人具有约束力和执行力。

5.2 依据的法律。本协议受亚利桑那州法律的管辖并按照其法律进行解释。

5.3 可分割性。如果本协议的任何其他部分无效或不能执行，则本协议的任何部分都不会受到影响。

5.4 通知书。本协议所要求或允许发出的通知书必须是书面的，而且当亲自送交或者更早些收到由美国挂号信件或带回执邮件所邮寄的通知书时将被视为已发出。给任何股东的通知书如果在公司记录上表明已送达该股东地址的视为有效。

5.5 投票表决。在成交之日完成股票买卖时，卖主应停止拥有股票表决权。

5.6 具体履行。双方同意所买卖的股份是唯一的，任何一方未能履行本协议的义务的将造成对对方不可挽回的损失，而股本方面的诉讼可使这些义务得到具体履行。

5.7 放弃。任何一方未能坚持遵守或履行本协议的任何条款不应影响其有效性或执行或者构成放弃未来执行该条款或本协议的其他条款。

5.8 副本。可能签署超过一份的本协议的副本，所有各方同意并

承认每个签署副本都是原始正式副本。

5.9 性和数。无论何时，本协议的上下文中的阳性包括阴性和中性，单数包括复数，反过来亦如是。

下列签署人于以上指定之日期同意

卖主：

苏珊·斯佩德

萨姆·斯佩德

神奇小器具公司

买主：

朱迪·尼克博克

威廉·华莱士

万达·沃森

注 释 词 表

ASA 两个词的缩写：(1) 美国估价师协会，和 (2) 该协会授予的一个职业称号：合格高级估价师。这是美国估价师协会在各个特定学科授予的称号——你要选择具有美国估价师协会在商业评估方面称号的人。

会计估价 粗略估计财务报表的组成部分、项目或账目。历史财务报表的会计估价衡量过去商业交易或活动的效果或者一项资产或债务的目前状况。

会计政策 管理层在记录财务交易和起草并提交财务报表时所采用的原则、基础、惯例、规则和程序。

会计体系 与记录、分类和报告一个实体的财务交易有关的原则、方法和程序。在大多数情况下，此术语与财务信息体系是同义词。

收购过程 收购的基本阶段是：

- **战略**：制定有效的战略，加强现有企业的竞争力。
- **规划**：详细说明计划得当、基于团队的收购方法。
- **执行**：以有利的条款完成谈判并成交。

收购团队 买主集合起来管理收购过程的一群人，包括买主的高级管理层和顾问，如律师、会计师和其他顾问。

代理角色 有权代表另一方行事的个人或公司（如代表买主签订协议的某个人）。

原则性协议 双方相互之间的大体协定，包括价格和主要条款。

经常指意向书。通常，该协议服从于相互接受的最终协议的谈判。

购买和销售协定 见购买协定。

分析程序 应用比较、计算、调查、审查和观察的方法以分析和制定对财务和经营数据之间的关系的期望值，来与所记录的账户余额或交易类别相比较。分析程序包括合理性检测、趋势分析和比率分析。

拍卖 在一个特定日期邀请对一个企业喊价。在实践中，该日期通常延长到 3 到 4 个最高出价人被要求提高他们的报价。

企业估价师 为企业估价和相关业务所雇用的专业人士。

企业代理人 在销售和/或购买少于 100 万美元的典型交易额（售价）时企业或公司所涉及的人。

企业估价 确定一个企业或其中利益的价值或预计价值。

安慰信 独立会计师事务所提供的关于公司自上次审计之后的中期财务状况报告的信件。

竞争优势 使一个企业区别于其竞争对手的战略、技巧、知识、资源或能力。

条件 由第三方所控制的状况，如银行融资，或必须在成交前采取的一系列行动。

保密协议 一种法律文件，买主由此保证严格保守秘密，应要求归还卖主所提供的任何或所有信息。

意外情况 对一个实体可能的收益或亏损不确定，而当一个或更多未来事件发生或未能发生时将得到解决的现有状况、情势或一系列情况。

核心能力 企业有意或无意中培养的、具有竞争优势的知识、技巧和技术的独特结合。

契约 卖主或买主所做的承诺。例如，卖主在签订了收购协议之后但在成交之前承诺他们会保留资产，继续经营，从而企业以及买主所获得的商誉不会降低。

文化 一个实体的信仰、习惯以及行为。一个企业的文化影响着

其团队工作、管理变化和创新等方面的能力。文化还反映了管理风格和服务标准。

交易破坏因素 交易破坏因素是与买主和卖主所提议的收购有关的重要问题，解决后才能完成交易。

区别 企业改革创新并使其区别于竞争对手以增加竞争力的独特方式。

可自由支配的收益 企业在下列项目之前的收益：收入税、一次性收入和支出、折旧和分期偿还、利息费用或收入、依照国际商业经纪人协会的标准将所有业主的总报酬调整到市值之后的业主/经营者的总报酬。

前期调查 买主发现和核实一个企业所有方面的重要信息的过程，特别当这一过程是关于收购的时候。买主进行前期调查的目的是为了确定目标公司的状况正如其所表现的那样，揭露任何意想之外的债务以及消除任何出售之后的意外情况。另见：逆向前期调查。

EBIT 扣除利息和税款之前的收益。

EBITDA 扣除利息、税收、折旧和分期偿还之前的收益。

获利能力价金 是安排交易的一种方法，最终收购价部分取决于所收购企业的未来业绩。

聘书 总结聘任顾问条款的函件。

预报 运用假设所形成的面向未来的财务信息，所有信息都反映了该实体在某段时间内的行动计划，其前提是管理层对最可能发生的一系列经济状况的判断。另见：预测（projection）。

欺诈 见非法行为。

未来财务信息 关于经营、财务地位和/或财务地位改变的预期结果的信息，这些信息是基于对未来经济状况和行动方针的假设。未来财务信息表现为预报或者预测。

赔偿 一个人或实体保护另一个人或实体免受预期或潜在损失的承诺。例如，卖主承担与企业过去行为有关的某种潜在未来债务（如税款更正、产品或健康以及安全债务等）的承诺。

信息集合 由卖主向买主提供的与企业出售有关的公司信息汇编。卖主起草信息或出售一揽子计划以待待售企业情况透露给有意收购该企业的买主。卖主常常会分开准备两份信息汇编，一份提供关于出售获利的大体信息，第二份是给那些显示出继续收购的严肃意向的潜在买主的更为详细的文件。信息集合是背景信息的有益来源，可解决以下问题：

- **信息体系。**一个实体的整体资源（人员、专业知识、设施、工艺、硬件、软件和数据），用来帮助实现企业目标并使人们能够完成其职责。信息体系产生各种报告，包括有关经营、财务和可塑性的使其可能经营和控制企业的信息。会计制度是信息制度的一部分。经过处理的信息不仅是内部生成的数据，而且还是关于外部事件、行为和明智的商业决策以及对外报告所必需的各种条件的信息。

- **信息技术。**有助于达成企业目标的专业知识、设施、工艺、硬件、软件和数据。

检验 阅读记录或文件，纸面的或者电子版本的。

投资银行家 该人组织和安排资助杠杆资本调整、合并、资产分派、上市和债款私募；建议出售战略；甄别买主；也是出售工作小组的一员。

非法行为 管理层、雇员或第三方的一个或更多个人故意歪曲财务报告。非法行为可能包括操纵、伪造或变更档案或文件；非法挪用资产；压制或删除档案或文件上的交易成效；记录无实质内容的交易；或者滥用会计标准。

LOI 意向书。总结所提出的交易的原则交易要点，但是不构成一份完整的、最后的法律协议。该术语包括诸如术语表、谅解备忘录和委托书。意向书可以是有约束力的法律协议，也可以是非约束性交易条款的汇总，或者两者兼有一点。

购并中间商 专门服务于想要出售或收购一个企业或公司的客户的专业人士，其交易额（售价）在 100 万美元至 1 亿美元之间。

管理层 一个实体之内有权力和责任管理该实体的个人。这些人

的职位以及他们的头衔随实体不同而不同，某种程度上在不同国家随着当地法律和习俗的不同也有所不同。所以，当情况需要，管理层包括董事会和用以监督某些事务的委员会（如审计委员会）。

合并 一个实体保持对另一个实体的控股权和/或经营权的交易，这些交易通常经由股票或资产出售/收购而达成。

中间市场 规模在 100 万美元到 1 亿美元的范围之间的那些公司。

附加净经济价值 合力作用，两个实体联合起来借此创造大于两者价值总和的价值。这一附加价值可由于买主在交易后的不当综合规划而未能实现。在纵向集成和产业合并的情况下特别追求这一价值。

非竞争性协议 规定卖主或离职重要雇员在一段时间之内不能直接与买主以及在所覆盖地域竞争的协议。

不出售条款 未来买主和潜在卖主之间在一段确定时间内停止讨论出售企业给他人的协议。

报价文件 诸如招股章程、重要事实声明、兼并要约通函、发行人收购通函或信息通函等提供给投资者的文件，帮助他们作出关于收购、出售或证券兑换等方面的明智决定。

经营整合 将卖主的公司整合进买主生意的过程，包括将所获得的管理人员和劳动力以及他们的经营方式整合进买主的经营之中。

实际调查 对通常除了文件之外的有形项目的调查，如设备项目。

主角色 为了自己的利益或为了自己而行动的人或公司。

预测 运用假设方法所形成的面向未来的财务信息，该信息反映一个实体在这段时间中的行动计划。其前提是管理层关于最有可能发生的一系列经济状况的判断和一个或更多假设的臆测，这些臆测与该信息的目的相符，但不一定是管理层的判断中最有可能发生的事。见：预报。

预期财务信息 与尚未发生而且可能不会发生的事件和行为有关的财务信息。

财务公报 财务报表、期中和简明财务报表以及源自这种报表的精选数据，如公开发布的盈利报告。

收购协议 记录双方关于所提议交易的最终谅解的法律文件。

收益率 所投入资产的收益百分比。收益率是投资标准之一，买主通常对一桩收购案有一个可接受的最低收益率。

冗余资产 对企业目前经营不必要的资产。

相关当事人 有或可能有能力对其他当事人在财务和经营决策方面控制或施加影响的人或实体。因此，子公司、母公司、姊妹公司和由股权方式引起的实体被认为是相关当事人，还有委托业主、董事会成员、管理层以及其直系亲属成员也被认为是相关当事人。

相关当事人交易 在相关当事人之前转移资源或债务，无论是否收费。

代理 见担保。

税收规定 IRS 的行政公告。与企业估价有关的最重要的税收规定是：59 - 60，65 - 193，68 - 609，77 - 287，83 - 120 和 92 - 12。

逆向前期调查 卖主调查买主的过程。这一过程在涉及卖主融资、所有者兼卖主调查买主信用价值以及买主商业敏锐度时特别重要。

出售备忘录 一份企业介绍书，包括企业历史、产品、市场、管理、设施、竞争对手、财务报表、产品宣传资料和其前景评论。

沉没成本 由于不能改变的以往决策而导致的不可收回的成本。

合力作用 见净附加经济价值。

目标 买主考虑从卖主那里购买的企业或重要资产（如厂房或不动产）。

趋势分析 目前和前阶段或数个会计结算期之间特定账户余额或交易种类的变化分析。

价值链 将原材料（包括知识和信息）转化成最终产品和服务的整个过程。

价值观 见文化。

担保 卖主就所提议交易的某些组成部分（如目标在成交日的财务地位、达到的销售水准、应收账款的可收性、临时债务的范围、暴露的环境问题）的声明，如果这些部分被证明不正确，则买主可能有权要求卖主赔偿。

“假设”远景情况 对未来可能发生的情况（如经济低迷时期、丢失重要客户、利率或价格等级变化、出现新的竞争对手或技术）的影响的分析结果。