

目 录

公司购并管理(下)

第一章 购并的问题	1
一、购并的税收问题	1
(一) 税收与购并	1
(二) 目标公司	4
(三) 目标公司股东	5
(四) 兼并公司	6
二、购并的会计问题	7
(一) 会计处理	7
(二) 公司合并会计报表的方法	9
(三) 被控股公司部分股份的合并报表	15

(四) 联营法与合并业务的会计处理	17
(五) 商誉的会计处理	18
(六) 股权取得日后合并会计处理	19
三、企业购并后的经营管理	23
(一) 购并后的经营问题	24
(二) 购并后的协同与整合问题	24
(三) 购并后的理财手段	25
(四) 购并的经营策略调整	27
个案研究	30
联营法下如何进行会计处理	30

第二章 购并的支付方式与操作程序	31
一、公司购并的支付方式	31
(一) 现金收购	31
(二) 股票收购	35
(三) 综合证券收购	39
二、公司购并的操作程序	41
(一) 一般程序	41
(二) 上市公司购并程序	43
(三) 非上市公司购并程序	51

（四）公司购并的途径	56
（五）选用收购途径时应考虑的重要因素	57
习 题	59
个案研究	60
收购迪安的苦果	60

第三章 购并中的投行与反购并	61
一、杠杆收购	61
（一）杠杆收购的概念与机制	61
（二）杠杆收购的发展历程	64
（三）杠杆收购的类型	66
（四） 杠杆收购的融资体系	70
（五）融资的创新，表外工具	76
（六） 垃圾债券	77
二、购并中的投资银行	78
（一）作为买方代理策划购并	79
（二）作为卖方代理实施反兼并措施	80
（三）参与购并合同的谈判，确定购并条件	81
（四）协助买方筹集必要的资金	82
（五） 投资银行购并业务的收入	83

三、反购并策略	84
（一）股份回购	84
（二）诉诸法律	89
（三）寻求股东支持	89
（四）“白衣骑士”	90
（五）“金色降落伞”	92
（六）“毒丸计划”	94
（七）锡伞降落	95
（八）强制发盘	96
（九）稳定持股结构	98
个案研究	98
（一）杠杆收购	98
（二）反收购	99

购并的问题

在购并的过程涉及到诸多的问题：税收问题、会计问题、资金筹集问题，以及购并后的人事安排、人事问题……

如何妥当处理好这一系列的问题，关系到公司购并是否顺畅，购并后是否稳定、发展。本章仅对购并的税改及会计问题作出探讨。

一、购并的税收问题

（一）税收与购并

1. 概述

税法对个人和公司的财务决策有着重大的影响，不同类型的资产征收的税率是不同的，股息收入和利息收入、营业效益和资本收益的税率有很大的区别。由于这种区别的存在使公司能够采取某些财务处理方法，达到合理避税的目的。公司购并中的税收问题是一个很复杂的课题，税收在公司收购交易的后果中是相当重要的。首先假设买方公司用现金购买目标公司的股票或资产。这样假设目标公司的股东们有股票收益的话，他们就必须在同一年付税。买方公司购买目标公司股票的基准是买方公司的收购价值，同时目标公司财产的基准不变，如果买方公司所支付的价值超过目标公司转移财产的价值和负债的总和时，目标公司必须在同一年付税。其次假设买方公司用自己的公司的普通股购买了全部目标公司的股票或购买了全部目标公司的财产。这样在买方公司从目标公司的股东处直接购买控制权或全部股票时，交易是免税的，目标公司的股东不必付税，只有等到他们卖出买方公司的普通股后才须付税。在买方公司以收购目标公司大部分或全部的财产来控制目标公司的业务时，目标公司不付税，买方公司新买的财产的基准也不增长。

公司可以利用税法中亏损递延条款达到合理避税目的。所谓亏损递延指的是如果某公司在一年中出现亏损，该公司不但可以免付当年的所得税，它的亏损还可以向后递延，以抵消以后几年的盈余，公司根据抵消后的盈余交纳所得税。因此如果公司在一年中严重亏损，或该公司连续几年亏损，公司拥有相当数量的累积亏损时，这家公司往往会被考虑作为收购对象。

2. 选择方式

当公司 A 购买或兼并公司 B 时，如果 A 公司不用现金购买 B 公司股票，而是把 B 公司的股票按一定比率换成 A 公司的股票，由于在整个过程中，B 公司股东既未收到现金，也未实现资本收益，这一过程是免税的。通过这种收购方式，在不纳税的情况下公司实现资产的流动和转移，资产所有者实现追加投资和资产多样化的目标。在美国 1963 ~ 1968 年的购并浪潮中，大约有 85% 大型购并

活动采用这种方式。

可供选择的另一种方式是，公司不是将被购并公司的股票直接转换为新的股票，而是先将它们转换为可转换债券，一段时间后再将它们转化为普通股票。这样做在税法上有点好处：公司付给这些债券的利息是预先从收入中减去的，税额由扣除利息后的盈余乘税率决定，可以少交纳所得税；公司可以保留这些债券的资本收益直到这些债券转化为普通股票为止。由于资本收益的延期偿付，公司可以少付资本收益税。

任何兼并与收购都可能建立或改变企业间的关系，所以在介绍购并税收的时候，有必要考虑公司集团的分类。从纳税的角度来看，与兼并收购有关的公司集团可分为三类，分类的主要依据是母公司持有子公司股份的比例，不论这种持股是直接持有还是间接通过其他公司。

1) 预缴公司税集团

这种集团要求母公司拥有子公司 50% 以上的股份，在存在这种关系的集团内，为了抵消子公司的税负，母公司可以缴还由它为子公司缴付的预缴公司税，在这种集团内的公司可以选择支付红利，这样可以得到所得税税基扣除。不支付集团内预缴公司税的主要好处是支付红利不需要提前纳税日期。此外，因为由子公司扣留的预缴公司税刚好相等于母公司得到的税款抵免，因此也就节约了管理费用。更多的好处是避免了剩余预缴公司税和投资所得在集团内自由流动而不被减免的可能性。

2) 财务减免集团

当母公司拥有子公司 75% 的股份时，财务减免可以使营业亏损在集团的公司内转移。亏损可能是由于营业亏损、超额费用、某个投资公司管理费超支、子公司经营失败等原因。只要母公司拥有了公司的股份是作为投资而不是营业资产，这种偶发的亏损就可以在母公司与子公司之间，或子公司与子公司之间进行转移。

3) 资本收益税集团

这种集团也要求母公司拥有子公司，或子公司拥有孙公司至少 75% 的股份。资产可以在集团内转移，但资本收益和亏损则不能。所以可以通过资产的转移来转移资本收益或亏损，只是通常当这些资本转移出集团时，这种资本收益或亏损才明显地被人们意识到。

(二) 目标公司

1. 公司税

如果目标公司在被收购前是某个集团的一部分，那么它从收购之日起不再有集团减免和预缴公司税缴还的资格。一旦目标公司被兼并，它就作为新的纳税集团的一部分，可以在兼并后的会计期间内缴还或得到集体减免。兼并事件把目标公司的会计期间一分为二，目标公司的赢利或亏损和应税收益，在这两个期间内按比例进行分配。集团减免仅适用于目标公司已成为新集团成员的那个会计期间。在许多情况下，预缴公司税往往不能被缴还，也不能为新集团公司所利用。

另一种情形是目标公司已处于亏损状态，兼并公司为了获得减免，必须在未来继续经营，使之盈利。在公司业务已中止的情况下，任何过去的应计亏损不具备集团减免的资格。

为了利用亏损结转，兼并公司必须使用目标公司扭亏为盈，当然这往往要冒风险。在亏损自然增长后，目标公司应继续经营，否则国内税务署可能会认为企业经营不连续，而不允许进行亏损结转。

在 20 世纪 60 年代，税损公司的兼并与收购是一个很兴旺的行业，为了阻止或至少大量减少此类活动，英国 1970 年税法又附加了两项条款，如果符合这些条款，那么公司就不能结转应计亏损。第一条是：3 年内公司产权有了改变，公司的业务处理和公司有实质性变化；第二条是：虽然公司的业务有很小的变化，但它在盈利前产权已发生了变化。所以在购买税损公司时有许多容易犯错

误的地方，作为一种防范措施，可以把这个不确定性反映在收购价格里，或者等到各种状态完全明了之后。上述两项条款对目标公司有剩余预交公司税的情况适用。税务管理部门已注意到：一旦公司被接管，带有大量剩余预缴公司税的公司可能是很有用的，因为如果公司经营是连续的，且产权在至少 3 年内没有主要的变化，那么所有剩余预缴公司税在将来可以结转和减免。所以较合适的办法是：把收购价格部分递延至剩余预缴公司税的情况明了之后。另外要注意的是对于预缴公司税集团，缴纳的预缴公司税不能结转到公司离开集团后的会计期间。

2. 资本收益税

在资本收益税集团内资产可以在集团内转移而税收不变。这就产生一种避税方法，因为把带有资本收益的资产转移给另一个集团成员可以不必纳税。倘若获得资产的子公司在 6 年内离开集团，集团内的资产转移就认为是以市场价值出售这部分资产。例如，A 公司和 B 公司结成一个集团，A 公司以 10 万元的代价把某项资产转让给 B 公司，这时该项资产的市场价值是 15 万元，接着 A 公司在 6 年内把它在 B 公司的股份出售给 C 公司，在这个时候，该项资产的价值为 18 万元，那么 B 公司产生的资本收益为 5 万元。

3. 封闭式公司(Close Company)

封闭式公司指由 5 个或 5 个以上参与者控制的，而这些人又是董事的一种股份不公开公司。刚出售公司的前股东对未分配所得的高税率负有责任，尤其是在销售变现、大量流动基金的情况下。

(三) 目标公司股东

除非股票和债务是作为营业资产特有，或这种股票、债券的转让是公司重组活动的一部分，否则为资产收益目的，股东出售股份与债券是需要纳税的。只有在以下两种情况，股票或债券转让被作为重组的一部分。 A 公司的股票

和债券被 B 公司的股票和债券交换； A 公司原有股票取消，股东根据原有的股份获得新发行的股票和债券。在这两种情况下重组必须是真正出于业务目的而不是避税计划的一部分。

另外，股票交换还需满足另外两个条件。 A 公司必须现在拥有，或者在股票交换之后拥有 B 公司 25% 以上的普通股。 作为向 B 公司的成员或所有普通股股东出价的结果，股票或债券的发行必须由 A 公司承担，而在第一种情况下，A 公司要控制 B 公司。当上述条件满足，A 公司和 B 公司就当作相同的公司，相当于单一公司的资本重组。这样就不把股东看作为了获得资本收益而出售其原始股份，股东最后的盈亏要根据原来所持有股份的价值与现在的价值来计算。

若收购的是部分股票或债券，那么就把这种交易看作是部分出售，换言之股东已收到或被认为已收到除新股外的其他回报，同时也卖掉了部分原来拥有的股权。出售部分的比例是 $A / (A + B)$ ，这里 A 代表出售部分当时的市场价值，B 是剩余部分的市场价值。

（四）兼并公司

1. 公司税

根据所获得的目标公司股权的比例，可以把目标公司包括在集团内，并获得税收减免。但是，在某个会计期间内，子公司加入或离开集团，亏损的结转有一些限制，特别是在考虑目标公司公司税时，也要求把利润或亏损在会计期内按时间进行分摊。简言之，只要有关规则运用不是“不合理”或“不正当”，在子公司加入集团时，将继续使用按时间分摊的原则。

2. 资本收益税

兼并公司出售目标公司，收购的附带成本和出售目标公司的附带成本可以打入公司成本。

所谓展期减免规则要求新旧资产用以由同一个人进行的交易中，但并不要求相同的交易。出于集团的目的，所有集团成员进行的交易都看作是单独交易。这允许某个集团成员将资产销售出集团所得的应税收益展期到被集团以外的另一个成员购买的资产中，并允许以低于市价的价格购买资产。

3. 其他税

关于投资补贴和增值税，有许多税收方面问题。在重组中兼并公司往往希望对目标公司的业务活动，有时甚至是自身的业务活动进行合理化与重整，所以经常会使资产在兼并与被兼并公司之间转移，出于公司税的考虑，资产转移被认为以市价进行，故可能会引起加税补偿（Clawback）。在税额的削减价值低于厂房、设备成本和销售净收入时，提供给厂房设备的投资补贴可以平衡出售资产时的费用。

关于增值税，由于兼并与被兼并双方是作为一个集团，负有连带责任，所以在这个意义上讲，兼并公司在接管前对目标公司未缴增值税也负有责任。

对于兼并公司的股东，在兼并中并不存在税收方面问题。

二、购并的会计问题

（一）会计处理

公司购并就其实质而言，是公司之间权益的重新分配和组合的过程。在此过程中，会涉及购并公司与被购并公司双方的资产、负债及所有者权益等系列会计要素的变化，从而产生用合理的会计方法来揭示和处理财务变动问题。

公司购并是公司为了达到某种经营目的，通过兼并、控投等形式控制和操纵其他公司经营活动的行为。其主要包括吸收合并、创立合并和控股合并等三种形式。

吸收合并是指两家或两家以上的公司合并成为一个企业，其中一家公司保留法人资格，其他公司则宣告解散，其法人资格随着合并而消失。公司合并后，合并公司对所有的被合并公司的原有资产实行直接控制和管理。在吸收合并的情况下，被合并的公司清算解散，合并后的公司仍然是一个单一的法律主体和会计主体，其合并后会计报表的编制与合并后的公司相同，只不过是会计报表反映的对象有所改变而已，不涉及到合并会计报表问题。

创立合并是指几家公司协议合并组成一家新公司。在创立合并的情况下，原来的公司均不复存在，组成一家新的公司，原公司的资产全部转由新公司控制。创立合并后，创立后的公司与普通公司一样，仍然是一个法律主体和会计主体，也不涉及到合并会计报表的问题。

控股合并是指公司通过收购或购买其他企业的股份，达到对其他公司的控制的一种合并形式。在控股合并的情况下，控股公司与被控股公司均为独立的法律主体，分别编制自身的会计报表。但由于它们相互之间存在的控投关系，在经营决策和财务决策上控股公司与被控股公司可以成为事实上的一个整体。为反映这一整体的财务状况，使控股公司的债权人及股东对该公司的财务状况有所了解，控股公司需另外编制会计报表，这就是合并会计报表。

合并会计报表首先是为控投公司的股东及债权人提供完整的财务信息，并为公司的经营管理者提供决策依据。如果只从控股公司的投资账户中反映对被控股公司的投资情况，而不了解被控股公司的情况，那是远远不够的。实际上，控股公司与被控股公司虽在法律上是不同主体，但两者是密切相关的。如果在公司购并过程中不对会计报表进行合并，不对控股公司的报表作财务处理，那么股东及债权人就无法了解公司的经营及财务状况，因而也就无法据以进行投

资决策，公司管理者也就无法进行科学的组织和管理。

（二）公司合并会计报表的方法

1. 联营法(Combination Method)

当一家公司用自己的普通股去交换另一家公司的全部普通股时，这时实际上是把另一家的普通股全部集中于本公司，从而取得对另一家公司的完全控制权，使其成为它的子公司，实行双方公益的集合。

用联营法方式的合并，由于控股公司不需要支付现金或其他资产，股份的交流成为事实上的联合体。因而可以按照控股、被控股公司账面金额为基础，编制合并会计报表。联营法下，被控股公司的股东放弃了原来的股份，成为控股公司的股东。权益合并的公司被看作一个整体，其各个组成单位仍如合并前一样继续各自的经营，原来的管理者仍负相应的职责，实际发生的变化是原来分别开设的各公司法律名义的变化。在此方式下，参与合并各公司的资产、负责、收入和费用按账面价值相加，构成合并实体的资产及负责，取得控股权的公司对被控股公司的投资应以其换得被控股公司股票的面价值正确计价。控投公司账面登记换出自身股票的差额与账面登记的换入对方被控投公司股票金额之间的差额，以调整公司的股东权益。

任何一个在合并中使用联营法的公司必须报告在合并发生期间的经营成果，如合并是在期初发生的，则期初各个公司的资产负债表和其他财务信息也应呈交。前几年的各个公司的财务报表和财务信息，应以合并后的公司为基准重新作出报告，以便提供比较信息，所有的重新报告的财务报表和财务汇总资料的数据，应以合并企业为比较基础。

2. 购买法(Purchase Method)

所谓购买法，是指控股公司用现金、票据、其他资金来收买被控股公司的股份并达到一定规模，从而取得其控制权。采用这种形式合并的控股公司应按

购买法编制合并会计报表。

在采用购买法合并公司时，所购公司经核查属实的资产和负债，应当按照购买的公平价格重新计价，即按照公平市价来重新确定被收买公司的资产净值。购买法下是把公司合并视为与处理普通购置资产相同的原则处理。采用购买法，买方计算收购公司成本时，应按成本原则以股权取得日的公允价值对核实的所购并公司的资产和负债改记账面金额，即购并公司双方经过协商后确定买价，这种买价是一家控股公司所发行股票的市价和所获得被控股公司股份的市价。

如果某公司购并使用购买法，控股公司的财务报告中必须注明购并的目的、日期、包括收益的种类在内的购并费用、商誉和与购并有关的意外开支和承诺。而且控股公司必须披露如下预计的经营成果：若期初发生购并，应披露本期内的经营效果；若发生在前期期初，在公布财务报表时，应披露前期的经营效果。

两种合并方法的会计处理不同。收买法对被控股公司的计价采用公平市价，一般会高于该公司的账面价值，两者之间的差额作为商誉价值。而联合法一般不产生此差额。因此收买法下合并资产负债表的资产价值通常要高于联合法。收买法将净资产视为被收买，并已按公平市价列入合并报表，因此被控股公司合并前的留存收益不列入合并报表，而联合法的合并报表的留存收益为合并前控股公司与被控股公司留存收益之和，所以收买法的合并资产负债表的留存收益要低于联合法的留存收益。此外，联合法还会显示较好的财务状况（现金余额较大和负债收益比较高），在未来的经营期间还将报告较高的收益（无需摊销商誉和资产升值），因此易于为企业采用。为防止对联合法的滥用，美国财务会计准则委员会对联合法和应用制定了一系列的限制性条款。近年，美国公司合并大多使用收买法，联合法的使用比例大大减低。

为了便于阐述，举例说明控股公司和被控股公司的合并资产负债表的编制。假设某控股公司及被控股公司在1994年12月31日分别编制的资产负债表

如表 15.2.1 所示。

在收买公司时，根据取得股权份额和收买价格（投资成本）与被控股公司账面净资产及其与公平市价之间的关系，分为以下几种情况。

表 15.2.1 P 公司及被控股公司 S 公司合并前资产负债表
1994 年 12 月 31 日（单位：美元）

1) 购买全部股份时，投资成本等于被控股公司的账面价值

〔例〕假设 P 公司于 1995 年 1 月 1 日以 18000 美元现金和 2400 美元公司债券取得 S 公司 100% 的股份。

收买 S 公司 100% 股权时，作会计分录如下：

项目	P 公司	S 公司
资产		
现金	48000	6000
应收账款	30000	3600
存货	24000	7200
固定资产	108000	12000
资产总计	210000	28800
负债及所有者权益		
短期借款	12000	4800
应付账款	9600	3600
应付债券	20000	
实收资本	124000	18000
留存收益	44400	2400
负债及所有者权益总计	210000	28800

借：长期投资——对 S 公司投资	\$20400
贷：现金	\$18000
应付债券	\$2400

S 公司被 P 公司收购全部股份，为了便于编制会计报表，通常利用合并资产负债表工作底稿的方式（见表 15.2.2）。这时 S 公司的资产负债表并不因收购而受影响，但是在 P 公司的资产负债表上则发生了变化，其中对 S 公司的投资增加了 20400 美元，同时现金和应付债券分别减少了 18000 美元与 2400 美元。

工作底稿中调整和抵消分录栏用来抵消资产负债表上的某些项目，这些项目分别列示在各自公司的资产负债表上时是正确的，但在合并资产负债表上就不宜列示了。调整和抵消分录只是为编制合并报表时在工作底稿上所作的核算

表 15.2.2 P & S 集团公司合并资产负债表工作底稿

1995 年 1 月 1 日

单位：美元

项目	个别资产负债表		调整及消除分录		合并资产负债表
	P 公司	S 公司	借方	贷方	
货币资金	30000	6000			36000
应收帐款	30 000	3 600			33 600
存货	24 000	7 200			31 200
对 S 公司投资	20 400	-			
固定资产	108 000	12 000			120 000
资产总计	212 400	28 800			220 800
短期借款	12 000	4 800			16 800
应付帐款	9 600	3 600			13 200
应付债券	26 400				26 400
实收资本	120 000	18 000	18 000		120 000
留存收益	44 400	2 400	2 400		44 400
负债及所有者权益总计	212 400	28 800			220 800

留存收益(S 公司) \$2400

贷：长期投资 - 对 S 公司投资 \$20400

编制合并会计报表，通常使用工作底稿(见表 15. 2. 3)，工作底稿包含了上述主要内容。

根据工作底稿即可编出合并资产负债表(见表 15. 2. 4)。

3) 投资成本低于被控股公司的账面价值

控股公司在购并被控股公司股份时支付的价款低于被控股公司净资产的账面价值，在被控股公司账面上的会计处理无错误的情况下，其原因可能是由于被控股公司的某些资产在购受日的评估确认价值高于其账面价值，或某些负债在购受日的评估确认价值高于其账面价值，投资成本低于账面价值的差额，若应归属于可确认的被控股公司资产的，应对其资产项目作相应的调整；若不确

表 15. 2. 3 合并资产负债表工作底稿

1995 年 1 月 1 日

单位：美元

	个别资产负债表		调整及消除分录		合并资产 负债表
	P 公司	S 公司	借方	贷方	
货币资金	32400	6000			38400
应收帐款(净值)	30000	3600			33600
存货	24000	7200	①2160		33360
对 S 公司投资	27600			①7200 ②20400	-
固定资产(净值)	108000	12000	①2400		122400
商誉			①2640		2640
资产总计	<u>222000</u>	<u>28800</u>			<u>230400</u>
短期借款	12000	4800			16800
应付帐款	9600	3600			13200
应付债款	36000				3600
实收资本	120000	18000	②18000		120000
留存收益	<u>44400</u>	<u>2400</u>	②2400		<u>44400</u>
负债及所有者权益总计	<u>222000</u>	<u>28800</u>			<u>230400</u>

认，可按比例减少被控股公司非流动资产的账面价值；余下的投资成本低于账

表 15.2.4 P&S 公司合并资产负债表

1995 年 1 月 1 日

单位：美元

资 产		负债及所有者权益	
流动资产		流动负债	
货币资金	38400	短期借款	16800
应收账款(净额)	33600	应付账款	13200
存货	33360	流动负债合计	30000
固定资产(净额)	122400	应付债券	36000
无形资产		负债合计	66000
商誉	26400	所有者权益	
		实收资本	120000
		留存收益	44400
		所有者权益合计	164400
资产总计	<u>\$ 230400</u>	负债及所有者权益总计	<u>230400</u>

面价值部分，另外在合并资产负债表中单独列作一项，可用“递延贷项”予以表示，并在以后估计受益期间分期摊销。

(三) 被控股公司部分股份的合并报表

当控股公司只拥有被控股公司部分股份，而被控股公司的其余股份属于外界其他股东时，由于其他股东所拥有的股份只占被控股公司全部股份的少数，因此称为少数股权。在这种情况下，仍需编制合并报表，并在报表上反映少数

股权的权益。控股公司的购受成本高于或低于被控股公司的账面价值时，其差额应在合并报表上作为一个项目单独列示，少数股权则不受其影响。

如上例，若 P 公司收买 S 公司的股份不足 100%，只收买 80% 的股份，则 S 公司仍有一部分其他小股东。存在少数股权时编制合并报表的方法与上述步骤基本相同，仅存在两点区别。

(1) 在作调整、清除两笔分录时，应按收买比例计算。此例中可在原有数字基础上乘以 80%，若 P 公司以现金 10080 美元和公司债券 12000 美元收买 S 公司的 80% 股权，则收买日作会计分录如下：

借：长期投资—对 S 公司投资(27600 × 0.8)	\$22080
贷：现金□	\$10080
应付债券□	\$12000

作调整分录调整 S 公司资产升值及商誉如下：

借：存货(S 公司)(2160 × 0.8)	\$1728
固定资产(S 公司)(2400 × 0.8)	\$1920
商誉(S 公司)(2640 × 0.8)	\$2112
贷：长期投资—对 S 公司投资(7200 × 0.8)	\$5760

作消除分录如下：

借：实收资本(S 公司) □	\$18000
留存收益(S 公司)	\$2400
贷：长期投资—对 S 公司投资(20400 × 0.8)	
□	\$16320
少数股权(20400 × 0.2) □	\$4080

被消除的子公司所有者权益中 80% 属于 P 公司对 S 公司的投资，20% 属于

少数股东。

(2) 合并报表中包括少数股东，它一般列于资产负债表的负债与所有者权益之间。为保护公司小股东的利益，少数股权应单独列出，以反映少数小股东对 S 公司净资产的权益。其他工作，如按照会计分录入账、编制合并资产负债表等与收买 100% 股份相同，不再赘述。

(四) 联营法与合并业务的会计处理

1. 联营法下的会计处理

在联营法下，控股公司只通过发行自己的股票换取子公司的股票，将几个公司的权益集合起来。

仍沿用上一例资料，若 P 公司和 S 公司资产负债表中实收资本的构成全部为普通股股票。S 公司拥有面值 10 美元的普通股 1800 股，P 公司以面值 8 美元的普通股，换取 S 公司的 1800 股普通股票（100% 权益），双方普通股面值差额 3600 美元作为 P 公司超过面值的实收股本入账，S 公司的留存收益作为一个单独项目转入 P 公司留存收益账户。以面值 8 美元的普通股换取 S 公司面值 10 美元的全部普通股，应作会计分录如下：

借：长期投资—对 S 公司投资	<input type="checkbox"/>	\$20400
贷：实收资本—P 公司普通股面值(8 × 1800)	<input type="checkbox"/>	\$14400
实收股本超过面值部分(2 × 1 800)	<input type="checkbox"/>	\$3600
留存收益—P 公司	<input type="checkbox"/>	\$2400

S 公司的资产负债表不变，内部往来项目消除分录为：

借：实收资本(S 公司)	<input type="checkbox"/>	\$18000
留存收益(S 公司)		\$2400
贷：长期投资 -- 对 S 公司投资		



\$20400

2. 联营法的适用条件

由上可见，联营法在处理资产负债表过程中，既不考虑用资产评估确定其价值，又不确认资产的增值，控股公司在记录以交换子公司的股权所新发行的股票时，被控股公司的留存收益就应按被集合的股权份额归入控股公司的留存收益中。因而在公司吞并后往往能立即改变整个集团公司的盈利面貌，这种变化是由于公司合并引起的，而非公司经营状况的改善。

为了防止联营法的滥用，以美国为代表的国家对该法的使用作了严格的限制。根据美国合并财务报表的规定，使用联营法必须满足以下条件。

1) 合并公司方面。每个合并公司都是自愿的，在合并计划开始两年内不是另一个公司的子公司或分公司，且每个合并公司独立于其他公司。

2) 股权合并方面。合并应是一次完成的，或是在合并计划开始后的一年内遵照确定的计划完成的。这样就排除了通过分次发行股票，部分作为收买，部分作为权益集合的做法。在合并计划完成时，控股公司只能发行其权利与外发有表决权普通股并无差别的普通股，来交换被控股公司几乎全部的具有表决权的普通股。

3) 计划经济业务方面。合并后两年内，已合并公司不能故意或计划处置刚刚合并公司资产的大部分。

(五) 商誉的会计处理

1. 商誉的性质

一家企业由于所处优越的地理位置，或在顾客中有良好的信誉，或由于悠久的历史，或由于先进的技术和掌握的技术诀窍，或由于其他的原因而形成的无形价值，通常理解为商誉。它一般表现为购买成本超过收购企业在所购可辨认资产和负债的公允价值中的股权份额的部分，即超额收益的价值。

若收购企业在所购可辨认净资产的公允价值合计数中的股权数超过购买成本，则为负商誉，作递延收益处理。

公司兼并时要解决的一个重要问题是商誉的计价，公司的购买方通常要对商誉付出一定代价。它付出代价并不是为了目标公司过去的超额收益，而是为了未来预期的超额收益。即商誉是购买公司付给目标公司的总价和目标公司净资产总额之间的差额。这个差额可由双方未经正规计算而相互商定，也可以由双方根据过去的收益和可能取得的未来收益而协商决定。过去的收益往往是计算未来可能收益的重要参考数据，所以通常是根据过去的净收益来估算未来的收益。

具体的计价方法有：按购并前若干年的超额收益计价；按购并前若干年的平均超额收益计价；按收益的本金额减净资产计价；按贴现价额计价等。

2. 商誉的摊销

商誉应在其有用年限内以确认为费用的方式加以摊销，购入的商誉不能列为公司资本公积金。在摊销商誉时，应采用直线法。摊销期一般不应超过5年；如果超过5年但不超过10年的期限（自购买日起算）更为恰当时，也可以作例外处理。负商誉的摊销期限与商誉的摊销期限相仿。

随着时间的推移，商誉应于其有用年限内按系统方法记入费用。在估计商誉的有用年限时，一般应考虑以下因素：企业可以预计的寿命；产品过时、需求变化等其他经济因素；单个或集体关键雇员的预期服务年限；影响有用年限的法律和合同规定等。

（六）股权取得日后合并会计处理

在取得目标公司之日，只编制合并资产负债表。在这些关联公司已作为一个经济实体从事经营以后，控股公司除了要编制合并资产负债表外，还须编制

合并利润表和合并利润分配表。与此相对应，合并工作底稿的编制也需分为三张，或者将三张表的内容纳入一张工作底稿，分为利润表、利润分配表和资产负债表。在工作底稿中，除资产负债表项目如前所述应调整抵消外，利润表和利润分配表中的有关项目也需相应调整抵消。

以下简单介绍控股公司对被控股公司的两种投资核算方法。并说明在权益法下，控股公司与被控股公司间有关分派股利和控股公司的会计处理。

1. 控股公司对被控股公司的投资核算方法

控股公司对被控股公司的投资核算方法有两种：权益法和成本法。

1) 权益法

控股公司采用权益法记账时，其“对被控股公司投资”账户上要记入三方面内容：当被控股公司每期经营发生收益（或亏损）时，就要按照控股公司持有被控股公司股份的比例增加（或减少）计入被控股公司的投资额；集团公司建成时，控股公司应以被控股公司净资产的评估确认价值按所持股份比例记入投资账户，被控股公司账上仍保持净资产的账面价值，这两者的差额，应按有关资产的使用情况进行摊销，增减投资额，并调整记入投资账户的被控股公司利润；当被控股公司宣布发放股利时，则增加应收股利，同时减少投资额。

权益法符合权责发生制的原则，因为控股公司对被控股公司的投资核算在被控股公司发生盈亏时即记入控股公司投资账户，并不是等到被控股公司发放股利时控股公司才作为收入入账。权益法重视控股公司与被控股公司关系的经济实质，在会计上认为整个集团公司已构成一个独立的经济实体，被控股公司发放股利决不能看成控股公司因此得到收入，而只能被视作收回部分对被控股公司的投资。

2) 成本法

控股公司采用成本法记账时，其“对被控股公司投资”账户上应按投资的

成本入账。被控股公司经营发生收益(或亏损),控股公司不予确认,也不予入账,直至被控股公司发放股利时才作为投资的收入入账。如果被控股公司发放的股利是用与控股公司组合成集团公司前的未分配利润,则控股公司收到这种股利不能看成是进行投资的收入,而应冲减组成集团公司时对被控股公司的投资额。

2. 投资收益的会计处理

不论是采用权益法还是采用成本法编制的合并财务报表,各个项目的金额是相同的,只是在合并财务报表的工作底稿上抵消分录的内容有所不同。这里以权益法为例,说明控股公司与被控股公司间有关分派股利和控股公司确定投资收益的会计处理,进而说明股利取得日后合并报表的编制程序。

依上例,说明股权取得日以后使用权益法编制合并会计报表的程序。

(1) P公司和S公司关于子公司股利分派的记录

若S公司于1993年11月24日分派现金股利1800美元,并于1994年2月10日支付该项股利。

P公司应作如下会计分录:

1) S公司宣布发放股利减少投资额时(P公司应得股利1 800美元的 80%)

借: 其他应收款—应收股利(S公司)	□	\$1440
贷: 长期投资—对 S 公司投资		\$1440

2) 收到 S 公司宣布的股利时。

借: 现金	\$1440
贷: 其他应收款—应收股利(S 公司)	\$1440

S公司应作如下会计分录:

3) S公司宣布发放股利时。

借: 未分配利润	\$1800
----------	--------

贷：应付利润—P 公司	\$1440
应付利润—少数股权	\$360

4) 支付股利时。

借：应付利润—P 公司	\$1440
应付利润—少数股权	\$360
贷：现金	\$1800

(2) 编制合并会计报表

取得日后合并报表的编制和取得日合并报表的编制在原理和程序上并无不同，即相同项目相加，调整和消除公司的内部往来项目，同样应采用工作底稿。只是经过一个会计期间的经营活动，发生变化的项目较多，P公司和S公司间的交易也许增加，在编制股权取得日后的合并报表时，应分析有关账户，找出全部需调整和消除的项目。本例应作有关调整及消除分录如下：

1) 调整与P公司“长期投资—对S公司投资”账户相对应的S公司有形资产的升值和确认的合并商誉等。

借：营业成本—S公司	<input type="checkbox"/>	\$1881.6
管理费用—S公司	<input type="checkbox"/>	\$249.6
固定资产(净额)—S公司	<input type="checkbox"/>	\$1728.0
商誉	<input type="checkbox"/>	\$1900.8
贷：长期投资—对S公司投资(P公司)		
<input type="checkbox"/>	\$5760.0	

其中1728美元(1920—192)为固定资产增值未摊销部分，1900.8美元(2112—211.2)为未摊销商誉。

2) 消除与子公司所有者权益相对应的母公司对子公司投资和少数股权账户。

借：实收资本—S公司	<input type="checkbox"/>	\$18000
------------	--------------------------	---------

未分配利润—S公司	□	\$2400
投资收益—S公司(本年数)	□	\$4588.8
贷：长期投资—P公司对S公司(年末数)	□	\$19468.8
现金股利(S公司本年数)	□	\$1800.0
少数股权	□	\$3720.0

这里，长期投资为 19 468.8 美元[$(18000 + 2400) \times 80\% + 4 588.8 - 1800 \times 80\%$]；少数股权为 3 720 美元[$(18000 + 2400) \times 20\% - 1800 \times 20\%$]。

借：少数股权应享权益	□	\$1680
贷：少数股权	□	\$1680

这里，少数股权应享权益为 1 680 美元(子公司本年度利润总额 8400 × 20%)。

3) 消除公司间往来交易的分录。假设母、子公司间1993年度销货净额为 \$43680 元，公司间销货系按成本计价。有关消除分录如下：

借：营业收入—公司间销货收入	□	\$43680
贷：营业成本—公司间销货成本	□	\$43680

公司间交易项目还包括母、子公司之间的应收、应付股利。消除分录为：

借：应付利润—P公司股利(S公司)	□	\$1440
贷：其他应收款—应收股利(P公司)	□	\$1440

三、企业购并后的经营管理

（一）购并后的经营问题

购并后很容易造成的一个不利局面是和企业原有客户的关系有可能恶化。客户是企业的衣食父母，如果他们对企业产品供应的持续性以及质量、价格和服务等是否改变持怀疑态度，就很可能给原被购并企业的竞争者以可乘之机。这样，原有客户因为被购并企业的不稳定性而不再继续发订单，市场就很可能被竞争者掠夺。因此，购并后应当立即发函给主要客户，阐明收购者对该企业日后经营所将实施的政策。而原企业的业务人员理所当然地成为向客户传播公司经营思想和战略的媒介，他们应努力向客户证明，公司的产品和服务只会比原来更好，公司与客户的关系也只会比原来更好。对主要客户，可以考虑提供更优惠的条件，使客户对公司前途充满信心。

对于业绩不佳的企业，被购并后首先要处置闲置资产，对于不能一下子撤回的投资，也应逐步减少投入，或者将其转让给另一家公司；对于公司的内部组织机构要重新调整，精减不必要的部门，该撤消的撤消，该合并的合并，裁减冗员，以降低管理费用，减轻财务压力。

若购并双方是生产性质相近的企业，则购并方也可将自己的一些产品的订单交对方承担；或将双方的生产线连为一体，提高同一条生产线上上下游产品的衔接度；或者根据购并方的发展战略将对方的一些项目加以改造。

有时，收购企业的目的在于减少竞争对手，提高市场占有率，收购者就更应该把精力放在维持销售渠道和销售网络的稳定性方面，以使购并后取得整体最优效果。同时，也可以在产品和服务的质量上多做文章，在留住原有客户的同时，吸引更多的新客户。

有时，购并目的在于套利，或者是将经营不善的企业扭亏为盈后出售，或者将其资产拆开来卖而获利。这种情况在美国尤为常见。

（二）购并后的协同与整合问题

购并之后在内部管理方面的整合与协同，主要是在管理制度、经营方式及企业文化等方面的融合，主要涉及组织公司内部各项新旧业务的串连行动，监控各分公司、各部门的运作，对企业内部的各种矛盾和冲突通过协商的方式加以解决。这里一个关键的问题是将收购者企业和被购并企业的企业文化融为一体，这是非常必要的，但却不可能迅速实现。因为企业文化的融合是一个涉及到多方面的复杂过程，它不仅表现在管理层的发展战略、经营思想、管理哲学等方面，也表现在企业员工的工作作风、精神风貌、对公司总体目标的认同和自觉贯彻执行等。所以收购企业的领导层在着手解决这一问题时，切勿操之过急，必须制定周密详实的计划，在企业内部和外界广泛开展宣传教育工作，使全体员工对企业文化达成共识，同时也在公众中树立良好形象。

（三）购并后的理财手段

购并对双方企业来说，都是涉及大笔资产转移的重要项目，因此需要相应的理财手段相配合。许多收购者早在收购企业之前便制定出资产重组计划，以及与公司发展战略、组织管理等密切相关的理财策略。

1. 套利出售

一般而言，被收购者的短期投资较少受到市场风险的影响，便于买方融资和进行财务处理，而其长期投资部分则由于周期长、回收流动性差会带来较高的市场风险和财务风险。收购者在接手资产流动比率欠佳的企业后，应妥善处置其资产，对流动性不同的资产区别对待。原则上应将不符合买方经营方向的某些资产售出，从而部分抵消筹资所引起的债务。因为在市场经济条件下，投资的唯一目的是为了获取利润，购并后如果带来亏损，就会与收购者的初衷背道而驰，因此应将成本大于收入的产品或资产售出，或伺机在企业股价升值之际，售出持股获利。反之，则可能会被亏损拖累，影响整个企业的综合利益。台湾省宏基公司或许在这方面可以提供一个因对被购并企业资产处置不当而被

拖入泥潭的很好的例子。20 世纪 80 年代末期，宏基公司曾在 3 年中接连收购了美国 3 家亏损的高科技公司，但是由于这些公司不但缺少流动性强的金融性资产，而难于再继续经营。没有财务综效，却由于宏基扩展过快，反受海外企业亏损拖累以致于造成了逾 8 亿美元的巨额亏损。宏基公司在理财手段上的失误和教训，是值得认真总结的。

2. 撤资方式

在有些情况下，收购者会发现，整合的结果与原来设想制定的战略规划并不相符合，或可能由于企业的外部环境骤变而使购并活动失去其原有的意义。这时，往往采用“放弃分析”方法，以决定是否撤资。

实际上，公司进行撤资的原因是多种多样的，既可能是为了处置掉那些无利可图的资产，也可能由于资产绩效无法达到公司的预定标准，也可能是需要资金来进行投资、偿债等活动，还有些是因为要避免违反某些法律规定，如美国的反托拉斯法案。

概括起来，公司撤资主要有两种方式。公司分割 (Spin-Off)，将准备裁掉或撤销的公司分割成为一至数家独立的公司，同时允许外来资本介入，用权益转让的方式将公司股票按股东的出资比例进行分配；资产出售 (Sell-Off)，把打算裁撤的公司卖出，如美国的 Beatrice 公司曾一度网罗了一大批业务各异的企业。其中包括租车服务公司、装瓶厂、服装公司和食品加工厂等。在此情况下，Beatrice 的管理层毅然作出决定，卖掉这些毫不相关的部门，将自己的业务集中在乳酪和肉类等食品方面，从而保证了公司经营运作的灵活性。

在具体的实施中，撤资往往采取更为灵活的形式，如进行资产分割时，既可以保留母公司的名分，也可以将其撤消，这取决于收购者对实际情况的考虑及其决策。

3. 收购后的会计处理

企业购并完成后，主要有两种不同的账务处理方法。方法不同，对公司账

面利润、每股收益的影响也不同。 联营法。把收购的各公司的资产负债表简单相加，形成一个统一的资产负债表。该方法适用于收购方向被购并企业支付股票而非现金的情况，其缺点在于合并资产负债表时没有考虑双方公司的普通股票转换率。 购置法。以实际支付价格作为被购并企业的账面价值，在此基础上再合并各方资产负债表。这种处理方法由于实际支付价格有可能背离被购并企业的账面价值，其结果有可能与联营法的结果有所差别。这种方法对以现金和以债券、股票的支付方式均可适用。

一般来说，采用购置法，被购并企业的资产往往会增加，导致以后各期较高的折旧费、商誉摊销，甚至使存货账面价值升高导致较高销售成本。但对股东来说，成本的增大却可以减少应纳税额。实际上，会计方法的选择并不完全取决于收购者，而应视具体情况而定。

（四）购并的经营策略调整

如前所述，在企业购并活动中，收购后如何进行经营比如何取得控制权更为重要，它是企业实现赢利的关键步骤，因此，必须在收购前就作好规划。收购完成后，要根据双方公司的情况（尤其是母公司的战略需要）和企业外部环境，相应地调整经营政策，以获取最大利润。

1. 经营政策的调整

通常的情况是企业购并完成后，原收购者与被购并企业之间形成了互补关系，这种关系既可能是横向的，也可能是纵向的。在这种情况下，收购者必须要有长期发展的战略眼光，逐步调整被购并企业的经营策略，提高其获利能力，使之纳入整个公司的营运轨道。例如某些产品的生产线不符合收购后整体策略发展的需要；或者双方的某些设备和生产线存在重复设置的问题，需要加以归并；也可能是由于某些部门、机构的设置和功能与总体规划不符合，而需要裁并或新设等。这些问题都需要按照收购者的经营意图加以解决。

具体的做法多从调整产品策略入手。例如，美国福特汽车公司曾高价收购了多年亏损的英国Jaguar汽车公司。当时，一个艰巨的问题摆在了福特公司管理层面，如何既维护Jaguar在公众心目中的高级轿车形象，又要提高其汽车销量，似乎成了一个两难选择。而福特公司如果自行研制开发新型高级轿车，同样需要巨额投入，并且要经历漫长的研制开发过程，即便如此，也无法保证很高的成功率。经过大量的调查、分析和预测，福特公司得出了收购Jaguar有利公司发展的结论，于是他们果断出高价收购了该公司，并对其生产经营进行了调整，终于扭转了长期以来的颓势，不仅成功地保持了Jaguar的形象，也有效地扩大了福特汽车的市场占有率。可以说，福特汽车公司对Jaguar公司经营策略的调整是极其成功的。

对经营政策的调整，不仅局限在生产方面，供销政策也常常基于整体利益的考虑而被纳入调整范围之中。企业购并后，一个显而易见的好处是双方的纵向联合可以为整个公司带来最大利益。例如，香港昆盈公司收购英国滑鼠公司后，担负起原由台湾省奎聚公司担当的滑球供应商一职；美国宝洁公司高价收购美国氟胺集团Shuton公司的个人清洁品部门后，便为自己的台湾分公司取得了Shuton公司产品在台湾地区的经销代理权。这些都体现出收购者取得被购并企业控制权后，在经济上能够带来利益。

调整变动中必须注意维护原企业的对外关系。客户是企业生存发展的最终决定者，如果他们对公司的政策持观望和怀疑态度，就会使企业丧失竞争力而给对手以可乘之机，因此，收购方委派的企业主管及其高层人员亲自拜访客户是非常必要的。

2. 购并后的经营重点

企业被购并后，员工们对公司前途的担心几乎是无法避免的。对于银行、供应商和客户等来说，都亟待了解公司的发展动向。所有这些工作都是公司新管理层义不容辞的责任，需要立即着手去做。对于员工，必须消除其不良情绪，

使其树立起对企业前途的信心和荣辱与共的思想，自觉地把个人利益与企业利益结合起来。对于与公司在产、供、销方面有密切联系的企业，则需要通过各种直接有效的途径向其说明公司的经营思想和政策稳定性，使其打消顾虑，充满信心地与公司继续合作。

对于业绩和财务状况欠佳的公司，收购后首先要处置不必要的资产，迅速停止获利能力低的生产线，从各种可能的方面采取措施降低成本。例如迁移办公地点、精简机构和人员，以缓解财务紧张状况，提高获利能力。在特定情况下，甚至可以考虑利用收购方本身的资源对被购方加以扶持，使其迅速扭亏为盈，与收购方协同发挥整体效益。

3. 购并后转售图利

购并后转售图利在国外尤为常见，因为公司的买卖之间极易形成巨额利润，但这需要战略眼光和高超的经营管理能力。具体操作大致有以下两种。

出售资产。即购并后将被购企业的资产拆开来出售获利。很多杠杆收购的案例都是由于看好资产售出的可观利润而进行融资收购。例如，一向以出奇制胜、快速成长而著称的香港善美电脑公司就曾经举债收购了美国胜家公司，随即展开了一系列出售活动，相继把胜家公司在我国台湾省和马来西亚、新加坡等地的分公司卖给当地公司。为降低成本，善美公司又关闭了胜家公司在意大利的工厂和在美的研究中心。

套利买卖。即购并后并不将被购企业资产拆开，而是委派管理专家、财务专家和各种技术专家对其改造后，再高价售出，套取利润。一般而言，其操作对象往往是那些虽具有获利能力但财务上存在危机的公司，只要收购后适当投入，经过重新包装，就会给收购方带来巨额利润。

个案研究

联营法下如何进行会计处理

1. 公司B收购公司A,假设它给公司A的股东\$0.6亿它的普通股。下表显示了会计处理的作用。两个公司的资产负债表行相加,股本的面值也相加。公司B支付给公司A的\$0.6亿股票的市价未记入此表。合并的股本面值是\$1.15亿。新公司被两个公司的前股东共同拥有。公司A的前股东现在拥有了公司B的股票。

根据上面的案例,讨论联营法下如何进行会计处理?

2. 两个公司想通过股权交换进行兼并。它们是在业务上毫无关系的两个行业,所以不具有协同效应。公司A股本0.01亿股,每股\$40;公司B股本0.03亿股,每股\$20。每个公司都无负债。公司B拟以每2股新股(每股\$20,总计\$40)换公司A1股,每股\$40(在此案例中无收购溢价)。每个公司的总市价是其在可能

单位: 百万美元

	公司 A	公司 B	联营
资产			
运营资本	\$ 20	\$ 35	\$ 55
固定资产	30	65	95
总计	\$ 50	\$ 100	\$ 150
负债和股东权益			
负债	\$ 10	\$ 25	\$ 35
权益	40	75	115
总计	\$ 50	\$ 100	\$ 150

的三种经济状况下市价的加权平均值。例如,公司A的价值计算如下:

公司A的价值 = $0.4(0.5) + 0.5(0.36) + 0.1(0.2) = \0.4 亿

公司B的价值计算也可如此处理。混合公司的价值是其各自价值的加总。混

合后的公司总市值为 \$1 亿 ($=0.4+0.6$)。因为有 0.05 亿的股本，所以每股 $\square 20$ ($=100/5$)。

假设有一个股东兼并前持有公司 A 的 1000 股股票、公司 B 的 500 股股票。其股票价值为

$$\square \$50000 = (40)(1000) + (20)(500)$$

兼并后，这个股东持有公司 B 的股票 2500 股 (原先持有的 500 股加上以 1000 股公司 A 的股票换来的公司 B 的股票 2000 股)，兼并后的公司总市值依然是 \$50000 ($=20 \times 2500$)，股东的权益并未改变。

问题：公司在制定购并计划与购并策略时应考虑哪些因素？

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

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

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

在公司购并交易的实际操作中，有两个重要因素会影响到现金收购方式的出价：目标公司所在地管辖股票的销售收益的所得税法；目标公司股

份的平均股权成本，因为只有超出的部分才应支付资本收益税。例如，一宗以现金支付的收购活动发生在荷属安德烈岛，目标公司是在当地注册的，那么目标公司的股东就不会面临课征资本收益税的问题，兼并方的现金出价就是他们实际得到的数额。但如果目标公司的注册地是英国伦敦，则目标公司的股东所得到的资本收益将可能被课以 30% 的所得税。因而，兼并方在以现金收购方式收购目标公司时，必须考虑到该项收购活动是否免税，因为这将对自己的出价产生重要的影响。此外，由于某种原因，目标公司的股东得到的价格可能不会高于他所拥有的股份的平均股权成本（每股净资产值），在这种情况下，接受现金支付亦不会产生任何税收负担。如果兼并方确认现金出价会导致卖方承担资本收益税，则必须考虑可能减轻这种税收负担的特殊安排。否则，卖方也只能以自己可能得到的净收益为标准，作出是否接受出价的决定，而不是以买方所支付的现金数额为依据。通常情况下，一个不会引起税收负担的中等水平的出价，要比一个可能导致有惩罚性税收的高出价更具有吸引力。

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

假定甲公司以每股 \$160 报出收购价格并以现金形式一次性支付，股票的每股净资产值为 \$50，进而假设要对资本收益征收 30% 的税款。同时，乙公司亦以相同出价（每股 \$160）向相同股东购买，但采取的是以承付票据的形式按 10 年期分期付款。两种情况下目标公司股东的税收负担如表 16.1.1 所示。

表 16.1.1

单位：元

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

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

可见，采用推迟或分期支付的方式与采用一次性付清的方式相比，有两个优点：可以减轻现金收购给兼并方带来的短期内大量现金负担，而且以后的支付来源还可以转向目标公司的经营成果；可以给目标公司的股东带来税收上的好处，他们通常愿意有一个减轻资本收益税的机会，而推迟支付安排可以给他们提供更大的弹性来安排其收益，从而可能支付量少的税额。

2. 现金收购的影响因素

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

(1) 短期的流动性

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

(2) 中期或长期的流动性

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

以及回收年限。

(3) 货币的流动性

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

(二) 股票收购

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

1. 股票收购的特点

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

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

个新的合并公司。

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

2. 股票收购方式的影响因素

在决定是否采用股票收购方式时，一般应从以下几个方面进行考虑。

(1) 兼并方的股权结构

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

(2) 每股收益率的变化

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

(3) 每股净资产值的变动

每股净资产值是衡量股东权益的一项重要标准。在某种情况下，新股的发行可能会减少每股所拥有的净资产值，这也会对股份造成不利影响。如果采用股票收购方式会导致每股净资产值的下降，兼并方需要确定这种下降是否会被原有股东接受。

(4) 财务杠杆比率

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

(5) 当前股价水平

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

(6) 当前股息收益率

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

(7) 股息或货币的限制

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

(8) 外国股权的限制

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

(9) 上市规则的限制

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

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

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

2) 兼并必须是在一次性交易中完成，或在计划订立后一年内按计划完

成，不允许任何应急付款；

3) 购买公司必须发行其正常普通股，以替换目标公司 90% 以上的普通股；

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

(三) 综合证券收购

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

1. 公司债券

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

2. 认股权证

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

对收购方而言，发行认股权证的好处是，可以因此而延期支付股利，从

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

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

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

3. 可转换债券

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

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

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

4. 其他方式

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

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

二、公司购并的操作程序

（一）一般程序

1. 董事会决议和股东决议

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

新设合并决议必须载明：拟进行联合的诸公司的名称及拟联合成立的

公司名称； 联合的条款与条件； 把每个公司的股份转换为新设公司的股份、债券或其他证券，全部地或部分地转换为现款或其他财产的方式及基础；

就新设公司而言，依公司法设立的公司章程所必须载明的所有声明；
被认为对拟进行合并所必需的或所合适的其他条款。

董事会将通过的决议提交股东大会讨论，并由股东大会予以批准。美国公司法一般规定在获得有表决权的多数股份持有者的赞成票后决议应被通过。德国的公司法规定，凡股份有限公司的购并协议，需要全部有表决权的股东的 $3/4$ 多数通过方为有效。

2. 购并合同

兼并购各方应签订购并合同。购并合同必须经各方董事会和股东大会的批准。购并合同应载明如下事项： 存续公司增加股份的总数、种类和数量； 存续公司对被并入公司的股东如何分配新股； 存续公司应增加的资本额和关于公积金的事项； 存续公司应支付现金给并入公司的股东的具体规定； 兼并各方召开股东大会批准合同的时间； 进行兼并的具体时间。

新设合并公司合同应包括如下内容： 新设公司发行股票的种类和数量； 新设公司的总部所在地； 新设公司对合并各公司的股东分配股份或现金的规定； 新设公司的资本额和公积金的规定； 合并各方召开股东大会批准该公司的时间和进行合并的具体时间。

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

（二）上市公司购并程序

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

1. 聘请财务顾问

一般来说，在准备收购一家上市公司时要有一家投资银行（Investment Bank 或 Merchant Bank）提供帮助。换句话说，必须聘请投资银行担任财务顾问，为公司购并的运作提供财务咨询和建议。聘请投资银行担任财务顾问有利于处理可能产生的复杂的法律和行政管理事务。例如，准备并分发给股东们的出价文件、征求股东关于支付价值的合理的意见、参与兼并的谈判、提供有关建议等。不过聘请投资银行担任财务顾问有一个前提，就是应确信该投资银行与购并各方没有任何联系和利益冲突。

2. 保密和安全

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

3. 事先在股市上收购

经验表明，在收购某个公司之前，先购买它的一小部分股份作为下一步

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

4. 确定关联交易

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

5. 确定报价时间

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

6. 确定出价的方法

出价者首先应将出价提交给被出价公司的董事会即目标公司董事会。如果该步骤有一个投资银行以一个出价者名义进行，出价者的身分在一开始就

应该公布。如果该出价由出价者的附属机构或出价者的“媒介物”来提出，最终的公司的身份也应宣布出来，接收出价的委员会有权确定出价者是否处于全面的、真实的出价位置上。

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

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

7. 向反托拉斯的权力机构进行咨询

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

8. 预备性的通告

在目标公司董事会收到出价前，宣布通告的责任仅在出价者一方。在目标公司董事会收到出价之后，宣布通告的主要责任就落在公司董事会身上。他们为此应密切注意股票价格。如果出价是被推荐的，且股票交易所很可能暂停股票交易时，则可立即发布一个通告，并提出中止股票交易的请求。

9. 确定的通告

只有当出价者有充分理由相信他能执行该出价时，才可以提供一个确定

的具有出价倾向的通告。一旦出价者采取这一步骤，他就得遵守自己的报价诺言，出价者的金融顾问在这一方面也承担责任。例如，在英国，通告宣布以后，出价者就要做以下事情：向公平交易署提交一个正式的合并通知；

在出价可能涉及到垄断问题时，要向欧洲经济共同体委员会提交类似的合并通知；提出获得特定管制许可的申请，包括在国外管辖区所必须的许可。

10. 出价期间交易

在某一预定或可能的出价通告被宣布后，当事人仍可以自由交易目标公司的股票（同时遵守由未公开价格敏感信息所导致的限制规则），但需在交易日之后的第二天中午 12 点以前把交易情况报告给股票交易所、专门小组及新闻报道部门。从实际情况来说，一般必须以书面形式通知股票交易所，这样安排比较合适。合伙人进行的交易，不论是为他们自己或是为他们的投资顾问都应通报。原有的规则规定在确定通告宣布后，禁止出价者在 7 天内获得更多的目标公司股票，这个规则如今已被废除。

然而对这类交易行为仍有一些限制。一旦一个确定的通告被宣布，则要禁止一些不受欢迎的出价者，禁止他本身特有股份或股票控制权超过 30% 的界限，直到对股份的全面报价的第一天结束日之后。

11. 独立等级和潜在的权益

在对股票资本确定出价的意向宣布之后，目标公司应根据出价者的要求，尽可能快地提供有关股票资本更改或认购权的细节，其中包括行使这些权力所能产生的具有投票权的股票数额。

12. 准备出价文件

正式的出价文件一般应在确定通告之日起的 28 天内寄出。这种文件将会很长且很复杂，但应使它看上去像说明书那样内容准确。出价文件的详细内容应包括：出价者聘请的购并顾问（如投资银行）的有关文件，出价者公司和目标公司的详细财务记录（包括有关营业额和利润的历史记录以及每股的

净资产),使股东可以自己判断所出的价格是否公平。此外还包括资产接受和转移的形式、如何完成交易程序等。

13. 出价文件的发送

由于对出价文件的高度准确性及董事们承担责任的要求,致使证明工作极为必要,要根据事实对文件中包括的情况和责任进行严格检查。在出价文件发送前,购买公司的每一董事必须在写给投资银行及发布该文件的其他人的信中,证实他接受为其中的声明和观点所负的责任。

14. 目标公司的反应

目标公司董事会应公布它对出价的意见,并告诉它的股东由它自己独立的顾问所提供的建议的主要内容,董事会也应该对出价者、对目标公司及其雇员的声明和打算发表评论。这些意见和评论应尽可能地在出价文件发布之后的14天内公布,并在目标公司董事会发出的主要通知的文件中列出。有关股份持有和合同的特点的具体细节也应如此。应该注意,任何由目标公司发布的文件中表明的信息、鉴定或推荐材料,都应像购买公司一样严格遵守有关法规所要求的标准。

15. 防御策略

被出价公司的防御,除了在信函上温和地表明该报价不受欢迎外,还有其他策略。例如股份回购、诉诸法律、甚至吞食毒丸等。因此收购方还必须考虑目标公司可能做出的种种防御措施。在美国一个不受欢迎的出价者会发现,目标公司的大宗资产已被廉价出售或者被冻结,甚至其公司已准备了一个对出价公司的报价。在英国,根据《城市法规》,目标公司董事会在没有得到全体会议上的股东同意的情况下的任何有可能阻止诚意的出价,或剥夺被收购公司的股东根据出价的优劣进行决定的机会的行为都是被禁止的。然而对目标公司董事会来说,仍有一定的可能采取周密计划的办法,且某些城市商业银行已在帮助防卫那些不受欢迎的请求者,或至少在把价格提高到可接

受的水平上的能力方面建立信誉。

16. 在出价期间的行动

一旦被购并公司已采取步骤保卫自己，或一旦有另一报价竞争者加入战斗，激烈的竞争就开始了。这通常包括发布更多的给目标公司的股东的好斗性的通知，其中重要的地方均以醒目的或带颜色的字样标出

就出价过程中发布的信息来说，因收购而成立的专门小组应对它的顾客的财务顾问以及任何涉及到的公共关系顾问承担指导责任。就实际情况来说，这种指导一般由投资银行或从事报价事务的律师，以正式的建议备忘录形式提供。

17. 对目标公司董事会的限制

根据规则，目标公司的董事会应在出价寄出后的 30 天内，宣布交易结果、利润或红利预测、资产估价和红利支付的建议。通告的日期应尽量提前，但如果不可能的话，专门小组一般也会同意推迟。

目标公司在不经它的股东同意的情况下，根据一般责任不可以采取可能破坏这一真诚出价的行动。如果公司已为一位受欢迎的出价者提供了信息，它也有义务为不受欢迎的出价者或潜在的出价者提供相同的信息。根据规则它也应该确保股票转移能迅速登记，以便使股东可以自由行使他们的选举权以及其他权力。换句话说，目标公司应对自己的行为负责，而不应以牺牲它的股东的利益为代价采取攻击性的和不公平的防御策略。

18. 第一个结束日

出价文件要具体说明被出价公司股东的最小接受数目及应收到的日期。该日期应在出价文件被寄出后的 21 天内或更长一些时间。如果报价在那个日期被附加条件，则出价者没有义务延长它的出价日期，可以简单地让它失效。

19. 出价的延长

在一些场合下，出价者可以延长出价或修订出价，或两者均做。不管是

选择了宣布无条件接受、修改或是延长之中的任何一项，收购公司在报价到期后第二个工作日的上午 8:30 以前应该进行通告，同时把情况通知股票交易所。

20. 对出价价格的修改

如果出价价格提高了，则必须提供有关细节的通知。然而不论修改与否，任何出价都不能延长到它被寄出后的第 60 天之后。在一些情况下，一个修改后的出价当然可以是强制性的。但出价者不应使自己处于这样一种境地，既当其出价被要求修改时，这个出价还处于强制性有效的状态。

21. 终止通知

如果一个出价不是被推荐的，而且目标公司的防御战略在起作用，拉股东参加将是很困难的。股东们会在提出他们接价以前，坐在旁边观察拍卖会在什么地方停止。唯一可以迫使他们加入的事情是出价者将要采取进一步行动的迹象。出于这种原因，出价者常常会发表声明，大意是它的出价是最后的，不会提高，而且在一规定日期肯定终止。

22. 接受的撤回

从第一个结束日起的 21 天后，出价仍未被无条件接受，那么任何已接受该报价的股东可以自由撤回他们的接受。一直到出价实际上成为或被宣布为无条件地接受的时候为止，这种撤回的权力都有效。然而如果在出价者宣布他的出价是无条件的时候，他未能遵守规则的要求，在随后的交易日下午 3:30 以前完成，已接受的股东将有 8 天时间可以确定是否撤回接受。这当然可能导致接受水平降低到低于所要求水平，因此出价者应严格信守该规则所确定的职责。

23. 无条件接受

所有的出价者应确保接受一个足够的数目，以获得足够数量股票。出价者拥有的股票应超过来自于财产股票资本的投票权的 50%，除非出价者已经拥

有或控制超过 50% 的投票权。没有任何出价可以被宣布为无条件接受，除非有关的情况实际上被泄漏出去了。

24. 股东会议

出价支付的手段是购买公司的股票。根据股票交易规则，这种购买须得到出价公司股东的同意，为此出价公司应举行一个非常大会，以正式批准这项购买。这些会议上通过的决议案的内容应该全部以正式通告形式列出，附在出价文件中。除非有敌意、有争议或另外有较高的报价。在没有争议的情况下，这些会议参加的人数不会太多，一般限于董事或出价者的代理人，这样决议很容易被亲自参加会议的大多数通过。在一次需要投票的会议中，存在强烈反对或威胁的可能，出价者董会应小心行事，通过游说那些较为重要的事业机构股东，以便获得所需要的赞成票以反击对该投票的反对。

25. 所有条件的满足

一旦出现被无条件接受，任何还存在的先决条件（如列出股份清单）的实现一般是程式化的事情。除了得到专门小组的同意以外，所有还存在的条件都须在最初结束日的 21 天内，或者在出价被宣布无条件接受那天后的 21 天内实现，否则该出价将失效。

26. 支付方式

假定出价已获成功，对购买公司来说，下一步就是把支付手段（不论是以现金保证的形式还是股票、债券的形式）交付给那些同意接受出价的股东。而这些股东在出价文件规定的时间期限内，已经以有效的形式交出了接受文件，并附有他们的股票证书及其他所有权文件。这最迟必须在出价成为无条件之后的 28 天内完成。

27. 强制性购买法

1985 年的英国公司法包括如下规定：禁止股票所有者中的少数派阻挠一个公开的完全成功的出价，并且也禁止这些少数派被排斥在一成功报价之外。

如果一个出价在最初出价寄送后的 4 个月内已得到股票持有者的同意，而这些股票持有者拥有不低于出价者想要购买的股票总值的 90% 的股票（不包括出价者和他的合伙当事人在出价前所拥有股票），对购买者来说下一步骤是根据通过法令向持不同意见的股东（或者那些在某些情况下已经消失、更换地址或死亡的股东）发出通知的方式，对剩下的股票采取强制性购买。

28. 安排计划

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

29. 购买后的审计

在被购买的公司已被重新组织、重新改造或与购买公司业务合为整体的时候，购买者将希望进行事后检查，以确定有关最初统计和批准的投资假定在过程结束后是否正确。

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

（三）非上市公司购并程序

1. 意向书

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

2. 调查

买方通常指派一名注册会计师(通常是他的审计师)进行调查。这能使买方得到一个专家独立作出的对被收购方财务、商业和行政事务的评价。虽然一份典型的调查报告很容易理解,但明确会计师所用术语的含义十分重要

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

3. 董事会批准

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

4. 政府部门批准

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

5. 谈判

很明显,谈判主要涉及交易的方式(股权或资产)、补偿的方式和数额(在企业转手的情况下补偿金如何在资产中分配)。然而与其他事情相比,谈判更

需花费时间来统一的意见：明确买方能够提供的特许条款和税收抵免的范围。

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

6. 收购决议

7. 交换合同

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

8. 声明

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

9. 核准

合同交换后买主的律师一般会提出调查卖方土地的产权，或者卖方的律师自己也会提供买方所能信赖的产权证明书或报告。在通常证券交易的情况下，要求股东核准一张通知函及其特别股东大会的通知，同时代理委托书也

将送到买方股东手中。这一切都在合同交换后进行。这部分程序可能要花大量的时间、精力和费用，要求收集、处理和组合大量信息。它要求每天同印刷商、专业顾问联络，无休止地召开起草会议和定期向证券交易所递交未得到认可的草稿的校样。

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

10. 特别股东大会(EGM)

当需要股东核准的时候，收购方公司将举行特别股东大会，对赞成还是反对交易进行投票表决。如果将发行新股作为一部分补偿，收购方的股东还需要批准股东的增加和补偿股的发行。

11. 董事会改组

这一步通常是被收购的公司召开董事会会议，通过即将离任的董事辞职和任命收购方提名的人员以改组董事会。股权证和把股票从卖方转到买方的过户表格，将经过被收购方董事会的重新登记和盖章。公司的法定帐簿、被兼并证明、地契、动产和其他有关的全部文件都将上交给收购方。所有对这场交易所作的承诺，按照流动品抵押、股票贷款信托以及和双方有关的条款所要求的，都将提出并加以审查。最后，当一切检查完毕，井然有序以后，将付给卖方补偿金；若是现金补偿，通常由买方银行用银行汇票支付。

12. 正式手续

改组后，应在限定时间内到政府部门登记；存续公司应当进行变更登记，新设公司应进行设立登记注册，被解散的公司应进行解散登记。只有在有关政府部门登记注册后，收购才正式生效。在德国等西欧国家，收购事项在上报商业注册处之后必须予以公布。收购一经登记，因收购合同而解散的公司的一切资产和债务概由存续公司或新设公司承担。

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

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

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

13. 重整

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

司成为存续公司，而目标公司已被消灭，其独立法律形式已经不存在了，所有的财产和负债都进入买方公司。

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

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

在兼并交易中，买方公司可以用现金、债券或股票来购买目标公司。

(五) 选用收购途径时应考虑的重要因素

1. 税收

税收在公司收购交易的后果中是相当重要的。首先，假设买方公司用现金购买目标公司的股票或资产。这样，在第一条途径中，假设目标公司的股东们有股票收益的话，他们就必须在同年的付税。买方公司在购买目标公司股票基准是买方公司的收购价值，同时目标公司财产的基准不变。

2. 财务

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

一般说来，进行财务处理可有两个途径：(1) 购置法(Purchase Method)，适用于一家公司简单地购买另一家公司；(2) 股权联营法(Pooling of Interest Method)，适用于两个完全平等的公司合并。如果用股权联营法，就要把目标公司和买方公司的资产负债表相加起来，这样目标公司财产的基

准价值能保留下去。如果用购置法，由于收购公司像购买任何资本资产一样，必须以收购公司的现金、负债或股票偿付。如果收购公司支付的价格刚好等于目标公司的净资产价值合并后的资产负债表同股权联营法一样。如果支付价格超过目标公司净资产价值，合并后的资产价值应该增加，以反映实际支付的价格；如果支付价格低于净资产价值，资产价值应该减少。

3. 转移财产

在选择收购途径中考虑相当大的因素之一，是有时需要涉及此项收购交易有关第三者的批准。在这种情况下，第二条途径困难最多。如果收购公司直接购买目标公司的财产，而很多财产受到目标公司的许多合同（包括租约、贷款抵押）的限制，为了转让目标公司的合同权力，一般必须得到合同对方的同意。有的时候，为得到第三者的批准要多花钱，因为第三者可能有不少附加条件，如必须增加租约费等。有的时候目标公司的权力是不可转让的，如政府的许可证等。如果政府不愿意再向收购公司发放一个新的许可证，收购公司就没有办法经营被收购的业务。还有的时候，根据合同的具体条件，在有些兼并形式下（如反三角兼并），目标公司的独立法律形式还存在，所以不需要新的政府许可证，也可能并不需要合同对方的同意，这时的购并就显得相对容易些。

4. 接收负债

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

习题

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

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

b. 计算兼并后收购方每股收益。

c. 计算兼并后收购方市盈率。

d. 从 b 和 c 能得到什么结论？

2. 描述实现公司收购的三种基本方式，并说明各自的显著特点。

个案研究

收购迪安的苦果

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

讨论为什么在收购迪安后，反而不能实现规模经济？

购并中的投 行与反购并

一、杠杆收购

（一）杠杆收购的概念与机制

在 20 世纪 80 年代，美国投资银行最伟大的创举就是发展了“ 杠杆收购 ”（Leveraged Buyout），将企业界和金融界带入了“ 核金融 ”时代，直接引发了 20 世纪 80 年代中后期的第四次并购热潮。

何为杠杆收购？这一神奇的收购方式其本质就是举债收购，即以债务资本为主要融资工具。这些债务资本多以猎物公司资产为担保而得以筹集，故颇似房地产抵押贷款。借款人以房产作抵押向银行贷款购下所有权。应用债务杠杆收购公司，其资本结构有点像倒置过来的金字塔。在这个金字塔的顶

层，是对公司资产有最高级求偿权的一级银行贷款，约占收购资金的 60%；塔的中间是被统称为垃圾债券(Junk Bond) 的夹层债券(Mezzanine Layer) ，约占收购资金的 30%；塔基则是收购者自己投入的股权资本，约占收购资金的 10%。

杠杆收购的兴盛不是偶然的，因为杠杆收购这一模式天生具备两大优势：

1. 极高的股权回报率(ROE) 可能

假设某收购者以 0.1 亿美元的股权资本和 0.9 亿美元的债务资本收购了一家价值 1 亿美元的公司。我们看到，这儿的资本结构是股东权益比率为 10%。四年后，在已经偿还了 0.9 亿美元债务中的 0.2 亿美元的情况下，收购者将原猎物公司以 1.3 亿美元的价格出售。结果呢？收购者在偿还了剩余的 0.7 亿美元债务后，获得了 0.6 亿美元的净值。这时，我们计算出来最初的 0.1 亿美元股权资本的率竟高达 600%，这相当于复利计算的情况下，年回报率高达 56%(不计税收)。难怪人们对杠杆收购趋之若鹜。

当然，这其中忽略了时间因素对股权回报率的负面影响。通常，在杠杆收购实现后的前两年，股权回报率显得相当之高。然后，股权回报率就随着时间的拓展而逐级快速回落。这种趋势的产生并不是因为原猎物公司在被收购后效益一年不如一年，而是因为随着公司每年产生现金流和偿还债务，公司的资本结构在发生改变，股东权益比率提高和债务资本比率的下降减弱了资本结构的杠杆效应。但无论如何，杠杆收购下的股权回报率还是远高于普通资本结构下的股权回报率。

2. 税收优惠

杠杆收购来的公司债务资本往往占公司全部资本的 90% ~ 95%。由于支付债务资本的利息可以在计算收益前扣除，故政府相当于间接地给予杠杆收购公司以补贴。再者，猎物公司在被收购前若有亏损，这部分亏损亦可递延，

冲抵被杠杆收购后各年份产生的盈利，从而减低纳税基础。税收上的种种优惠对被收购公司的股本持有者（即收购者）来说，可谓无往而不利。

当然，高收益与高风险共存。由于资本结构中债务占了绝大比重，杠杆收购公司的偿债压力也极为沉重。鉴于杠杆收购的高风险性，债务资本供应者皆要求有较高的利率作为补偿，而且附有苛刻的条件，像以同类证券作支付的债券明显地带有滚利的高利贷特征。若收购者经营不善，或是收购前规划和收购后现金流规划出了纰漏，收购者极有可能为债务压垮。加拿大亿万富翁坎波就是杠杆收购了弗雷特百货公司后，不堪高额债务重压而被消灭的。

杠杆收购是项复杂、高难度的交易，它的达成需要投资银行、经理人员和其他参与设计、融资、供资的机构具备自信、热情和对收购交易各方面敏锐而细致的观察。只有当大部分债务如期清偿、股权投资的价值充分实现时，杠杆收购才可以说大功告成。成功之道取决于良好的投资判别和信贷决策、杰出的公司运作和业绩、景气的经济环境和市场条件等等。其中，收购完毕后的公司重组是决胜的关键。重组是长期战略考虑和短期现金管理的产物，它的思想核心是卖掉市盈率或价格对现金流比率超过收购整个猎物公司所形成的市盈率或价格对现金流比率的各项资产、部门或子公司，同时保留两项比率低于整个公司购买比率的各项资产、部门或子公司。

杠杆收购系列过程的尾声是股权投资的套现，也就是收购者的撤资问题。套现有两条基本途径可取，一是公开招股上市，一是私下售与另一位新买家。在短期内，如经过 3 ~ 5 年后的重组和经营，将杠杆收购公司携去上市是每个杠杆收购投资者的梦想。如美国前财政部长威廉·赛门组织的投资合伙集团在 1982 年杠杆收购了吉布逊贺卡公司后，1984 年即让吉布逊公司重新挂牌上市，短短一年半中，赛门本人 33 万美元的投资变成了 6600 万美元。但是，公开上市可行与否还取决于股市的“时间之窗”，即使杠杆收购公司

已适合于上市，股市的萧条也会让上市之举成为泡影。通过再出售一途实现撤资亦不少见。专门收购企业的著名投资集团 KKR 公司于 1975 年与经理人员联手，杠杆收购了罗克威尔公司的一个制造过滤嘴、齿轮等部件的分工厂后，1980 年复将该厂售与某外国公司，收益高达初始投资的 22 倍。

（二）杠杆收购的发展历程

杠杆收购在 20 世纪 80 年代得以爆发兴盛还得感谢 60 年代的美国第三次并购浪潮。在那次并购潮中，许多大公司匆匆扩张，借收购本行业或行业外的企业变成了跨行业的综合性大公司。盲目并购非但未产生协同效应，而且造成了因规模偏大而形成的营运、管理不经济。为摆脱这一困境，提高股本收益率，多数大公司到了 70 ~ 80 年代不得不低价出售以前收购的非主营部门或子公司。这就为杠杆收购提供了大量有利可图的收购对象。

杠杆收购的最初兴起得益于投资集团和投资银行的探索。1979 年，KKR 公司构造了四层债务资本和两种股权资本，集资 3.7 亿美元杠杆收购了豪得乐(Houdaille)实业公司这间大型上市公司。美国的一些超级大银行、保险公司和养老基金参与了此次收购的融资与投资。这次收购拉开了当代意义上所说的杠杆收购运动的帷幕。由于 20 世纪 70 年代末和 80 年代初利率高。经通胀调整的企业真实收益就低，这个时期的杠杆收购还不活跃，收购价格一般维持在猎物公司税息前收益或营运现金流的 5 倍的水平上，而且，收购过程相当繁琐，一起杠杆收购通常要经历 3 ~ 6 个月才可达成。

从 1982 年和 1983 年起，杠杆收购迅速活跃了起来，一是因为利率大幅下滑，收购价格对猎物公司收益的比率可以有所提高，从而将更多的公司列入可被收购对象；二是因为投资银行积极介入杠杆收购，为收购者提供了极大的融资便利和支持，提高了收购的速度和容量。从事并购融资的集大成者当然得数德雷克塞尔公司和该公司的迈克尔·密尔肯。正是这家投资银行和这位投资银行家，在 1983 年推出了“高度信心”书(Highly Confident

Letter) , 极大地拓展了高收益债券, 也即垃圾债券的市场。如果米尔肯领导下的德雷克塞尔投资银行的债券部同意为杠杆收购项目包销夹层债券, 该家投资银行的企业合并买卖部就给客户一封这样的安慰信声明, 它有高度的信心为收购提供必需的资金。“高度信心”书给杠杆收购市场带来了革命性的变化。首先, 它改变了资本结构, 一级银行贷款的比重从早期的 70% 降至了 40% ~ 50%, 而附属债券或垃圾债券市场提供的资金由 20% 升至了 30% ~ 40%。其次, 它提高了杠杆收购交易达成的可能性, 亦将交易所需时间由早期的 3 ~ 6 个月降至了 1 ~ 3 个月, 大大加强了杠杆收购的威力。再者, 它提高了融资能力, 使收购价格对税息前猎物公司收益的比率(亦称市盈率) 由早期的 5 倍提高至 1983 年的 6 ~ 8 倍。

杠杆收购的高回报率吸引着资金, 一些投资银行、投资公司纷纷从保险公司、商业银行、公司和政府的养老基金以及个人投资者处集资, 建立起专事杠杆收购的基金。据估计, 在杠杆收购的高峰期 1988 年, 大约有 250 亿美元的杠杆收购基金在四处游动。这笔巨大的货币资源中, 杠杆收购业巨头 KKR 公司握有 56 亿美元, 福斯特曼·里特公司握有 27 亿美元, 摩根斯坦利集团握有 16 亿美元, 美林公司第二期资本增值基金握有 15 亿美元, 其他大投资银行, 如培基证券和黑石集团等, 也持有 6 ~ 15 亿美元的杠杆收购基金。收购资金的充裕, 私募和公开债券市场的兴起发展, 投资银行的巨大参与热情, 推动着杠杆收购市场的迅速膨胀。

杠杆收购基金聚集的闲资需要出路, 收购者之间的价格竞争愈演愈烈, 这两大因素造就了 1986 年“包销”(Bought Deal) 方式的产生。德雷克塞尔公司发明的“高度信心书”支持的收购交易须耗时 1 ~ 3 个月, 且很容易遭到其他杠杆收购基金支持下的竞价者的袭击而落空。为了控制交易, 投资银行开始投入自有资金, 这就诞生了“过渡贷款”(Bridge Loan, 直译为桥梁贷款)。过渡贷款使杠杆收购避免受制于第三者融资, 再度提高了杠杆收购的速

度，有的交易时间甚至缩短至一周。过渡贷款由杠杆收购后在公开市场上发行债券所筹的资金偿还。

杠杆收购市场的扩大、竞争的加剧，造成收购价格对猎物公司息税前收益的比率逐级上升，至1986年，这一比率已高达8~12倍。收购成本的大幅提高令收购者难以负担沉重的债务。为了使收购方在完成杠杆收购后有一喘息的机会，也为了给杠杆收购提供良好的交易环境和条件，投资银行又创新出两种债务工具，即以同类证券支付的证券和零息债券。这两种债券允许杠杆收购者将本息支付推迟至并购完成3~5年之后，从而大大减少即期付息的负担。

上述种种杠杆收购融资创新推动了杠杆收购，但也造就了杠杆收购市场的过热，为后来的崩溃埋下了种子。过多的资金追逐过少的合格收购对象，收购价格和收购成本的急剧上升，债务负担的加重（特别是使用以同类证券支付的债务融资工具无异于饮鸩止渴），种种弊病在股市和经济繁荣期还能一俊遮百丑，然在熊市和萧条期则暴露无余。杠杆收购市场的脆弱在1987年10月的股灾中已有所体现，到80年代末大牛市和经济景气终结时，市场终于急转直下。其间，垃圾债券之王米尔肯因操纵垃圾债券市场爆出丑闻被捕入狱，更令市场雪上加霜，背负恶名。1990年米尔肯的被捕最终导致杠杆收购市场头号投资银行德雷克塞尔公司的破产歇业，其他投资银行也纷纷收缩这方面业务，保险公司、基金、商业银行亦纷纷退出杠杆融资，1990年和1991年市场规模严重萎缩。这一境况到了1995年始随整个收购兼并活动的迅速复苏而有所改观。1995年1月份以来，美国垃圾债券市场所增规模为17亿美元，相当于1994年全年的市场资金流量。

（三）杠杆收购的类型

杠杆收购的种类形式繁不胜举。下面我们仅从收购对象、收购者、收购态度这三方面，试对杠杆收购作简单的划分，以使读者对杠杆收购有一概括

的了解。

1. 根据收购对象所作的分类

杠杆收购对象可以是上市公司，也可以是私人公司，亦可以是大公司拟脱手的子公司或部门机构。

对上市公司发动杠杆收购并将其私有化在西方并不少见，这类杠杆收购在两种情况下发生：一是公司外的收购者或公司内的收购者欲借此实现股东财富最大化；二是为使公司不落入未经征询、带有敌意倾向的外部收购者之手，公司内的管理层借杠杆收购之力赎出公司转为私有。在前一种情况下，股市对猎物公司的估值偏低，激起收购者杠杆收购的欲望，借收购后重构公司，提高动作和管理效率，实现公司的潜在价值。如纽约最大的百货商店麦锡公司就是据此被杠杆收购私有化的。在后一种情况下，猎物公司管理层深谙公司价值和潜力所在，当他们认为外部猎手公司或投资个体的要约价过低时，就会以比外部收购者更高的价格向股东发出收购要约。1987年，美国的超级市场总公司就是这样被管理层杠杆收购并私有化的。在KKR公司收购RJR纳比斯科公司时，后者的管理层也提出过杠杆收购的议案，但最终因要约不如KKR公司提高后的要约具有吸引力，未获成功。

杠杆收购私人公司多因私人公司股东寻求套现而起。私人公司股东套现股份可以寻求公开招股上市，也可以将公司售给大公司而实现，但这两条途径均不完美。在前一种方案下，股权只具部分的流通性，抛售全部股份一则为法律限制，二则可能引起价格剧烈下挫。在后一方案下，买主通常是同行业的竞争对手，公司出售后就再无独立性可言，原来的董事会、经理层恐怕统统得离职。这样，私人公司的管理层和部分股东可能就会与投资银行、信托公司联手收购这家私人公司。如此，经理层可以留任，欲套现的股东亦可以不菲的价格出售所持有的全部股权。

当大公司出于战略考虑欲脱手某子公司或所属部门时，子公司或部门的

经理层若觉得子公司的价值在母公司的售价以上，他们就会与金融机构联手，杠杆收购该子公司或部门。这样的收购可以使收购对象的动作免遭冲击，而且经理层在成为大股东后，从自身利益出发，当会更尽心尽力地经营。1982年，当美国无线电公司出售属非核心的业务的吉布逊贺卡公司时，该子公司的经理层就与赛门的公司联合，杠杆收购了吉布逊贺卡公司。杠杆收购后，赛门的公司控股70%，吉布逊公司的经理层和职员拥有其余30%的股权。

2. 根据收购者所作的分类

根据猎物公司经理层有无参与对本公司的收购，可以将杠杆收购分为经理收购(Management Buyout)和非经理收购。

经理收购是杠杆收购中很常见的一类。在经理收购下，股权投资者与经理层一道组成一个收购集团，与猎物公司或猎物公司的母公司的董事会在友好的气氛下洽商收购的条款，达成后即实施杠杆收购。经理收购下，风险投资基金和投资银行等股权投资者常赠送给经理层一些股权，以作勉励，更好地构筑命运共同体。比如，经理层只提供股权资本的15%，但却得到了30%的股权。经理收购的最终成功依赖于经理层在收购后的优秀管理。所有的股权投资者均期望良好经营一段时期后，将猎物公司再行出售，实现巨大的投资收益。

在经理收购的交易中，收购的非经理方发起人(Sponsor)发挥着重大的作用。担任发起人的多为投资银行或专事杠杆收购的投资集团，它们充任着集资、策划、交易谈判、融资工具发行等工作。经理层和发起人为寻找合适的伙伴均得四处奔波。一般说，经理层从以下几条标准来选择作为发起人的投资银行：发起人拥有雄厚的资本实力，有发达的证券销售网络，愿意赠给经理层更多的股权或赋予他们廉价购买股权的优惠，不干涉公司的日常运作。投资银行选择作为伙伴的经理层亦有较高的要求，以保证杠杆收购这种高风险交易和投资的成功。首先，投资银行会尽力要求经理层自己投入更多的资

本，从而使后者能竭尽全力地去经营公司。其次，投资银行希望融资的期限尽量压缩，从而能提高资金的流动性和周转速度。投资银行要想成功地充任发起人介入经理收购，既要拥有广泛的公司方面的客户基础，又要拥有深远的投资者方面的客户基础以保证杠杆收购资金的充足。

除了经理收购和非经理收购外，还有一种杠杆收购形式值得一提，这就是被称为公开杠杆收购(Public LBO)的“杠杆资本结构重构”(Leveraged Recapitalization)。严格地说，它并不是收购行为，只是因其机制酷似杠杆收购而被纳入广义的杠杆收购之列。它的实施方不是别人，而是上市公司自己。上市公司发行债券筹集资金，然后将所得资金以特别股息形式返还给股东。这一举动提高了债务资本比率而降低了股东权益的比重，从而有效地强化了资本结构中的杠杆效应。由于不带来追加的股权资本，债权人在资本结构重构后风险增大，故杠杆资本结构重构能筹集的债务资本较普通的杠杆收购为少。美国的联合碳化公司曾经应用过杠杆资本结构重构。

3. 根据收购态度所作的分类

我们已经知道，并购中根据猎手公司接触猎物公司的态度可将并购分为敌意和善意两大类。同样，杠杆收购中也存在敌意收购和善意收购。一般说，经理收购中收购集团均持善意收购的态度，但当纯粹由外部投资者组成的收购集团涉足杠杆收购时，后者就有可能强硬地、敌意地发动标购。

敌意杠杆收购的发展是公开垃圾债券市场扩张的产物。由于敌意收购风险颇高，几乎没有一个传统的夹层债券投资者愿意参与。事实上，差不多所有的敌意杠杆收购资金得自分开的夹层债券的发行。最为出名的敌意杠杆收购是梅萨(Mesa)石油公司对海湾石油公司一役，1984年，皮根斯领导下的梅萨公司在德雷克塞尔公司的安排下，发行了20亿美元的高利风险债券(即垃圾债券)，据此对规模大于其6倍、市值63亿美元的海湾公司发起了敌意杠杆收购。虽然梅萨公司最终未能如愿以偿，但也迫使海湾公司售与加利福

尼亚州的标准石油公司。较为有名的敌意杠杆收购的成功案例当数 1985 年彼里尔曼对莱夫隆(Revlon) 发动的标购。这次战役中, 德雷克塞尔公司的米尔肯为标购筹资而设立了一笔 7.3 亿美元的“盲目债券基金”, 购买这些高利风险债券的投资者在认购时尚不知猎物公司究竟是哪家。

(四) 杠杆收购的融资体系

成功的融资体系设计不但能帮助杠杆收购者筹集到足够的资金来完成交易, 而且还能降低收购者的融资成本和今后的债务负担, 是杠杆收购取得最初的成功的基础条件之一。投资银行在杠杆收购中所作的重大贡献, 就是设计了多层次的融资体系, 并为这个体系创新出许多前所未有的融资工具和证券。融资体系的构造往往最能反映出投资银行的匠心独具, 是投资银行家智慧的凝聚。

每次杠杆收购的融资体系具体构造会有所差异, 表 17.1.1 中所展示的是较为典型的一个融资和用资体系。表中的融资体系基本上包括了常见的杠杆收购融资工具和相关证券。

表 17.1.1 杠杆收购的融资结构和资金投向

单位：百万美元

资金来源	金额
(1) 循环信贷额度	\$200
(2) 抵押贷款或出售租回贷款	100
(3) 高级长期贷款	600
(4) 利率爬升票据(Increasing Rate Notes)	250
(5) 高级从属债券(Senior Subordinated Debt)	100
(6) 次级从属债券(Junior Subordinated Debt)	75
(7) 次级零息债券(Junior Zero Coupon Notes)	50
(8) 优先证券(以同类证券支付)	50
(9) 优先证券(可转换)	50
(10) 普通股	25
筹资总计□	\$1500
资金投向	金额
(1) 购买普通股□	\$815
(2) 购买优先股	50
(3) 现存债务再融资	460
(4) 交易费用与支出	50
(5) 补充营运资本	125
用资总计□	\$1500

我们看到，表 17.1.1 展示的杠杆收购资本结构如下：包括第(1)、(2)、(3)项在内的一级银行贷款占收购资金的 60%，包括第(4)项至第(9)项的夹层债券占了收购资金的约 38%，而以普通股形式表现的股权资本(狭义)仅占收购资金的 2%。若将可转换证券计算在内，广义的股权资本亦不过占收购资金

的 5%。这个资本结构并不是确定的，而是随垃圾债券市场景气、整个经济和信贷的繁荣、投资者对风险的态度而时时改变的。在 20 世纪 80 年代末，0.5 亿美元左右的中型规模杠杆收购中，一级银行贷款、夹层资本、股权资本分别占 65%、30% 和 5%，到了 90 年代初，这一结构就调整为 50%、30% 和 20%，反映了信贷紧缩和投资者对风险的规避。

下面，我们就来看看杠杆收购下的各类融资工具及其参与者的操作。

1. 高级债务

高级债务(Senior Debt)，即一级银行贷款，是杠杆收购资本结构中的上层融资工具。它的提供者多为商业银行，其他金融机构如储贷协会、商业金融公司、保险公司等与进有参与。高级债务的供资方所面临的风险最低，因为高级债务供资方对收购得来的资产有一级优先，而且，商业银行等供资方对贷款额度的设定均持审慎态度。但是，风险的降低也意味着收益的降低。高级债务有供资方所能获得的最高收益率一般在杠杆收购融资体系中处于末位。

商业银行在提供一级银行贷款时多遵循以下规则：第一，按基准利率。如伦敦银行同业拆放利率(LIBOR)，再加一个百分率定出贷款利率；第二，贷款期限不超过 7 年，平均的贷款期限不超过 3 ~ 4 年；第三，按应收账款和应收票据的 80%、存货的 50%、厂房机器设备的 25% 这些比例设定贷款额度，以有效控制倒账风险。在某些情况下，商业银行还会提出一些附加的约束性条款，如对收购者发行其他债券的支付股息等作出限制。

商业银行参与杠杆收购供资有三种方式。其一，充任收购者的一级贷款经办人。这是最积极的参与方式，经办银行负责筹集一级贷款，往往自己也是一级贷款的最大供资银行。杠杆收购者和策划的投资银行宜寻找声誉卓著的商业银行来担任经办人，以借后者的资信提高杠杆收购的资信度和成功率，从而使其他的投资者有信心来参与供资。其二，参与杠杆收购的一级辛

迪加贷款。在绝大多数超大规模杠杆收购下，一级贷款经办银行为分散风险和投资，会邀请其他商业银行级成银团，共同向杠杆收购者提供一级贷款。其三，购买其他银行转售的一级贷款。这是介入程度最浅、风险最低的一种杠杆收购参与方式。

2. 从属债券

从属债券(Subordinated Debt) ，也即那些以夹层债券为表现形式的债务融资工具，是杠杆收购融资体系中内容形式最为丰富的一族。

1) 过渡贷款(Bridge Financing) 。投资银行为促成杠杆收购交易的迅速达成，常以利率上升票据等形式向收购者提供投资银行自有资本支持下的过渡贷款。该笔贷款日后由收购者公开发行新的高利风险债券所得款项或收购完成后收购者出售部分资产、部门所得资金偿还。

过渡贷款的期限通常为 180 天，但也可应收购者要求延期 180 天。投资银行提供过渡贷款时先要收取 1% 左右的承诺费，然后再依过渡贷款的实际支取金额加收 1% 左右的附加费用。过渡贷款的利率设计多取攀升式，如利率爬升票据可能会设定为：头个季度利率为基准利率(如 LIBOR) 加 500 个基点，以后每一个季度加 25 个基点。这种设计方法能有效地鼓励收购者加速还款。

投资银行发放过渡贷款承担着巨大的风险。为促成杠杆收购交易的达成，策划收购的投资银行常不惜发放单笔金额相当之高的过渡贷款。由于投资银行本身的资本结构中的杠杆比率已相当之高，这些占投资银行净资产不低比例的过渡贷款成本和风险的变动很容易令投资银行业绩和财务表现大起大落。由于过量发放贷款会带来投资银行信用评级被调低和融资成本上升的不良后果，投资银行不得不控制过渡贷款总量，过渡贷款的市场规模因此难有大的拓展。

2) 从属债券和延迟支付证券。从属债券的清偿在一级银行贷款之后，其到期年限多在 8 ~ 15 年之间。根据求偿权的优先级别，从属债券又可分为

高级从属债券和次级从属债券。

高级从属债券的利率一般比一级银行贷款高出 200 个基点。它的利息是按期计付的，但它的本金通常在几年后才开始返还，如八年期的高级从属债券可能是在第 6 年、第 7 年和第 8 年等额偿付本金（当然以一级银行贷款完全清偿已毕为条件）。债券发行者可以行使早赎权，但须为此向投资者支付一个溢价，如按债券平价的 108% 这一价格水平执行早赎。次级从属债券由于其求偿权在高级从属债券之后，投资者承担了更高的风险，所以它的利率较高级从属债券又高出了 50 个基点。次级从属债券期限一般长于高级从属债券，其本金的偿还也在高级从属债券之后，如 9 年期的次级从属债券是在最后 3 年等额返还本金。遇到早赎，投资者也能行到一个溢价。早赎越晚，溢价也就越低。

延迟支付证券（Deferred Pay Securities）指的是那些在约定的期限内不支付现金利息或股息，过了约定期限才开始按照在发行时已拟订好的条件支付现金利息或股息的债务融资工具或优先股融工具。延迟支付证券导入杠杆收购不仅可以减轻收购交易刚完成的前几年收购者所承担的现金利息负担，还可以使收购者更容易筹措到求偿次序在延迟支付证券之前的一级贷款和夹层债券。延迟支付证券最常见的两种表现形式是零息债券和以同类证券作支付的证券（Pay-in-Kind Securities, 简称 PIKs）。

零息债券是指不支付利息而以低于其面值的很大折扣出售的债券。杠杆收购者在规定的到期日以面值赎回，购买者从其所谓的增值中得到收益。杠杆收购融资体系中的零息债券的求偿权在一级银行信贷和其他从属债券之后，故它的期限通常也较之为长，如以 10 年为期。由于零息债券的风险更高，故零息债券发行价格和面值价差中暗含的利息率亦通常要较次级从属债券高出 100 个基点。零息债券是所有固定收入证券中价格波动最剧的一种，同按期付息的债券相比，在利率上升时，零息债券的价格会下降得更凶，而在利率下

降时，零息债券的价格上升最快。零息债券发行的折扣是到期年限的函数，离到期的年数越多，投资者支付的购买价越少，所产生的杠杆力亦越大。例如，10年后到息的零息债券，购买者可能只需支付其面值的八分之一价款，相当于用了8倍的杠杆力。当然，杠杆收购者也因此获得了10年的宽限期。以同类证券作支付的证券可以是债券，也可以是优先股，以同类证券作支付的优先股提供给投资者高达15%~20%的股息率，但这些股息不以现金而以优先股作支付工具。以同类证券作支付的债券亦然，在一个事先约定的年限到来之前，利息以同类债券作支付，过了这个年限，发行者始以现金付息和到期还本。以同类证券作支付的证券其求偿权比零息债券还低了一级，几乎是所有垃圾债券中风险最高、潜在收益最大的一种。RIR收购一案中就涉及了110亿美元的零息债券和以同类证券作支付的证券的发行，这两种高利风险债券最早得在1994年才开始支付现金利息。延迟支付证券有强烈的“利滚利”的色彩，它很有可能陷收购者于悲惨的境地。在1989年下半年，KKR公司（KJR的收购方）的一家名为希思布罗的子公司就是因为不堪以同类证券作支付的证券带来的过重负担而宣告破产的。

夹层债券既可以私募发售给大型保险公司或“夹层”基金等金融机构，也可以通过高利风险债券市场作公开发行。由于所购债券期限长、流通性差，通过私募购买垃圾债券的投资机构通常要求获得部分股权作为报偿发行者为了推销这种垃圾债券，对购买者的多赠以无表决权的普通股来吸引投资者，这样私募债券购买者所得的回报率一般要比同种期限的国债高出大约1000个基点。私募夹层债券的利率通常在供资方作出购买承诺时即予以确定。

公开发行高利风险债券需要投资银行承担承销工作。提任承销商的投资银行通常就是策划杠杆收购的、身兼发起人的投资银行。公开发行要求发行者和承销商作好登记申请表和办理好其他发行手续。夹层债券的承销毛利大约是发行总金额的3.5%投资银行在收取这笔丰厚的承销佣金时，也要付出代

价，这就是它必须作出充任债券上市后的做市商这一承诺。公开市场上做市商的存在使债券购买者毋须提心夹层债券的流通性。公募夹层债券购买者的风险因债券流通性的创造而较私募夹层债券购买者承担的风险为小，通常，发行者不必赠送股权以作诱引。公募夹层债券的发行价格和利率视实际发售日的市场条件而定，这对杠杆收购者是较为不利的，因为在杠杆收购交易期间到债券公开发行人日之间的那段日子中，不能排除利率突然提高之可能。

3. 股权资本

股权资本证券是杠杆收购融资体系中处于最下层的融资工具。股权资本证券包括优先股和普通股，普通股是整个体系中风险最高，潜在收益最大的一类证券。股权资本的供应者多为杠杆收购股权基金、经理人员、一级贷款和夹层债券的贷款者。一般说，杠杆收购股权资本证券不向其他投资者直接出售，而只供应给在杠杆收购交易中发挥重要作用的金融机构或个人。在很多情况下，杠杆收购后形成的公司其控股权落在担任发起人的投资银行或专事杠杆收购的投资公司手里。

（五）融资的创新，表外工具

为了使杠杆收购能顺利完成，高成本暂时不宜列示在猎手公司的资产负债平衡表上，投资银行在实际操作过程中发明了表外工具。表外工具的机制就是令猎手公司在收购完成时对猎物公司或猎物公司的控股公司(Holding Company)不具有 50% 或 50% 以上的控股权，从而使后二者的报表无需与猎手公司的报表进行合并，等后者因杠杆收购而负的债务已清偿了很大一部分后，猎手公司再提高股权至 50% 以上，实施“收购”并合并报表。在猎手公司提高控股权之前，通常由安排整个收购交易的投资银行来接管控制杠杆收购控股公司的大部分股权。也就是说，控股公司的资产负债先归于投资银行项下。

（六）垃圾债券

垃圾债券(Junk Bond)是一种具有高风险与高收益特征的债券，经常在收购活动中用于买下其他公司的筹资场合中。例如泰德·特纳试图收购比自己的CNN大几倍的哥伦比亚广播公司时，就曾打算发行垃圾债券，以替换该公司股东所持有的股票。

所有发行垃圾债券的公司都具有非常高的负债比率，因此债券的购买者所要担的风险几乎和股东一样，但相应作为回报的是，垃圾债券提供相当高的收益率。如特纳的垃圾债券所提供给哥伦比亚广播公司股东的效率率为16%。

垃圾债券20世纪80年代曾在美国风行一时，热衷于发行便宜债券以接收其他公司的人士认为。有些公司虽成立已久但却绩效不佳，主要是融资方式过于保守。因此，他们想要将这些公司接收过来再予重新改造。为了协助上述有心人士筹资，以进行其接收工作，兰伯特证券公司(Drexel Burnham Lambert)旗下的投资银行开展了一系列积极的促销活动，以说服某些机构购买其债券。它们成功的原因在于：具有与股票同收益率的吸引力使投资机构乐于购买；可以产生足够的现金流量以支付债息。因为债息可以抵减所得税，而且发行垃圾债券后，又能使发行公司的现金流量增加。垃圾债券在重塑美国金融舞台的过程中发挥了重要的作用。它一方面直接导致了海湾石油公司和其他数以百计的公司的独立权的丧失；另一方面，它也给像哥伦比亚广播公司这样作风保守的公司以强烈的震撼。热衷于这项服务的兰伯特证券公司也一下子由70年代的无名小卒摇身一变为80年代全美排名第二的投资银行。不过进入90年代后，时移事易，垃圾债券遭到人们的唾弃，垃圾债券市场面临崩溃的趋势，人们对多种债券又开始了重新认识。

二、 购并中的投资银行

公司购并是投资银行的一项十分重要的业务，被视为该行业中“财力与智力的高级结合”。投资银行发展到今天，其购并业务可分为两大类：购并策划和财务顾问业务。在这类业务中，投资银行不是购并交易的主体（或当事人），而只作为中介人为购并交易的兼并方或目标企业提供策划、顾问及相应的融资服务。这是投资银行传统“正宗”的购并业务。产权投资商业务。在这类业务中，投资银行是购并交易的主体，它把产权（公司）买卖当作一种投资行为，先是买下产权，然后或直接整体转让，或分拆卖出，或整组经营待价而沽，或包装上市抛售股权套现，目的是从中赚取买卖差价。在我国，这类业务被通俗地称作“炒产权”或企业倒卖。关于投资银行的这两类购并业务，可以作一个不甚恰当但能很好地帮助人们理解的比喻，就像证券商在证券交易中的自营业务和经纪代理业务一样，投资银行的这两类购并业务可以被视为购并自营和购并代理。

投资银行在其购并业务兴起之后，在相当长一段时间内都是担当购并策划和财务顾问的角色，产权投资商业务是在晚些时候才出现的。作为产权投资商开展公司买卖业务，尽管常常给投资银行带来高回报，且越来越受到各家实力雄厚的投资银行的重视，但它并不是标示投资银行特点的那一类特色业务，购并策划和财务顾问才是投资银行的特点。因而在通常情况下，所谓投资银行的购并业务往往就是指购并策划和财务顾问业务。

投资银行在公司购并中的积极作用表现为多方面。对企业购并中的买方来说，投资银行的购并业务可帮助它以最优的方式用最优的条件收购最合适的目标企业，从而实现自身的最优发展。而对企业购并中的卖方来说，投资银行的积极作用则表现为帮助它以尽可能高的价格将标的企业出售给最合适

的买主。对敌意购并中的目标企业及其股东而言，投资银行的反购并业务则可帮助它们以尽可能低的代价实现反收购行动的成功，从而捍卫目标企业及其股东的正当权益。若从宏观经济发展和社会效益的角度看，投资银行购并业务的积极效用表现为：投资银行购并业务的产生、发展和成熟提高了购并效率，加速了购并进程，节约了企业购并过程中的资源耗费（人、财、物等投入），极大地推动着公司的合并与收购运动，从而：促进存量资产的流动，经济结构的调整和资源配置的优化；加速大资本集中，实现企业经营的规模经济和协同效应（Synergy）；革除企业管理中的官僚主义和肥私行为，有助于解决代理问题和改进企业的管理效率，维持现代企业制度的活力和生命力。如果说企业购并是一种在现代市场经济条件下打破交易刚性、促进结构调整、提高资源效用的经济增长机制，那么投资银行的购并业务应该说是这种经济增长机制运转过程中不可或缺的润滑剂和助推器。

（一）作为买方代理策划购并

大多数投资银行都设有购并部门（一般从属于公司金融部），专门从事购并业务。这些部门平时致力于搜集有关可能发生的兼并交易的信息，包括查明有哪些持有超额（剩余）现金的公司可能想收购其他公司、哪些公司愿意被收购兼并、哪些公司有可能成为引人注目的目标公司等。也就是说，投资银行手里握有大量潜在产权交易的信息。由于信息和投资银行长年积累起来的购并技巧及经验等方面的优势，购并中的双方一般都会聘请投资银行帮助策划、安排有关事项。

例如，如果一个石油公司决定扩张到煤矿业，那么这个企业很可能要得到投资银行的协助，帮助它确定被兼并的煤矿，并组织谈判。同样，经营状况恶化的企业，其持有异议的股东也可能暗中要求投资银行帮助对该企业进行兼并。

当一家投资银行受聘为购并方的财务顾问后，它所要进行的工作主要

是：替购并方寻找合适的目标公司并加以分析；提出具体的收购建议，包括收购策略、收购的价格与非价格条件、收购时间表和相关的财务安排等；和目标公司的董事或大股东接洽并商议收购条款；编制有关的购并公告，详述有关购并事宜，同时准备一份寄给目标公司股东的函件，说明收购的原因、条件和接纳收购程序等；提出一个令人信服的、兼并方有足够财力去完成的收购计划。

西方上市公司的收购行为中有一种独具特色的类型——上市公司私有化。所谓私有化(Privatization)是指由上市公司大股东作为收购建议者所发动的收购活动，目的是要全数买回小股东手上的股份，买回后撤销这间公司的上市资格，变为大股东本身的私人公司。在多数情况下，大股东和被私有化的股东都会聘请投资银行作为财务顾问。投资银行作为大股东的财务顾问，主要是向大股东提供以下建议：私有化的方式、私有化的价格及非价格条件、私有化成功的机会、编制有关私有化计划的文件。作为小股东的财务顾问，投资银行的工作主要是就私有化建议是否合理，向独立董事(与大股东没有关联)和小股东提供意见。

投资银行在提出他们的建议时，应考虑的因素主要是：公司近期股价的表现、私有化价格的市盈率和股息率、私有化价格对公司资产净值的溢价或折让水平、大股东发动公司私有化的动因及公司的前景等。

(二) 作为卖方代理实施反兼并措施

在购并交易中，目标公司为了防御和抵抗敌意收购公司的进攻，往往请求投资银行设计出反兼并与反收购的策略来对付收购方，增加收购的成本和困难度。常见的措施有寻求股东支持、股份回购、诉诸法律、白衣骑士、毒药丸子和驱鲨剂等。

作为目标公司的代理或财务顾问，投资银行的工作主要是：如果是敌意的收购，和公司的董事会定出一套防范被收购的策略，例如向公司的股东

宣传公司的发展前景，争取大股东继续支持公司的董事和持有公司的股票等；

就收购方提出的收购建议，向公司的董事会和股东作出收购建议是否公平合理和应否接纳收购建议的意见； 编制有关的文件和公告，包括新闻公告，说明董事会对建议的初步反应和他们对股东的意见； 协助目标公司董事会准备一份对收购建议的详细分析和他们的决定，寄给本公司的股东。

投资银行在进行上述工作时应考虑到： 如果目标公司为上市公司，它的股价表现，包括股价近期有没有异常的变动、股票的交易状况等； 市盈率。收购价的市盈率是否合理，这需要和市场上类似的公司相比较，同时亦应考虑目标公司未来的发展前景； 股息率。收购价的股息率应和当时的市场利率和市场上类似公司的股息率作比较； 公司的资产净值。收购价是高于还是低于公司的资产净值，公司资产净值的计算应包括有形资产和无形资产（专利、商誉等）； 公司的发展潜力。收购价格是否反映了公司的前景，包括公司所处行业的前景、公司的竞争能力和公司管理层的素质等。

（三）参与购并合同的谈判，确定购并条件

有人曾形象地把购并活动比喻为维多利亚时代的婚姻（或许某种程度上是错误的）：第一个关心的问题是祖先及出身，然后是双方互相评价，如果同意，那么接下来的就是关于“嫁妆”的艰难谈判。这里“嫁妆”指的就是购并的条件。在公司购并活动中，如何确定购并条件确实是一件让人头痛的问题，而且往往直接关系到购并活动的成功与否。

投资银行一般在善意购并活动中为两个公司确定兼并的条件，包括兼并的价格、付款方式和兼并后目标公司的资产重组等。大多数情况下，购并交易的双方都会聘请投资银行作为各自的财务顾问和代理人就兼并条件进行谈判，以便最终确定一个公平合理的、双方都能够接受的兼并合同。

在恶意购并中，投资银行也会事先帮助收购方确定其收购出价，因为恶意兼并成功与否的一个重要条件就是收购方的出价。若收购出价太低，对目

标公司股东没有吸引力，收购行动往往会失败；若出价太高，又会影响到收购方公司股东的利益。因而，聘请投资银行制定收购价格至关重要。

（四）协助买方筹集必要的资金

投资银行在作为收购方公司购并的财务顾问的同时，往往还作为其融资顾问，负责其资金的筹措。这在杠杆收购中表现得最为突出。

所谓杠杆收购（Leveraged Buy-Out, LBO），实质上就是收购公司主要通过借债来获得目标公司的产权，又从后者所产生的现金流量中偿还负债的购并方式。与其他购并方式一般是“大鱼吃小鱼”不同，杠杆收购的最大特点就是增加公司的财务杠杆来达到“小鱼吃大鱼”的目的。根据美国德崇证券公司的调查，从事杠杆收购的美国公司的资本结构大致为：股本 5% ~ 20%、垃圾债券 10% ~ 40%、银行贷款 40% ~ 80%，杠杆比率一般在 1.5 到 1.20 之间。

投资银行依据杠杆收购中的买方主要使用债务资金“以债换权益”（Debt-for-Equity）和要求保密的特点，可从以下三方面去开展工作：（1）建议收购；（2）安排资金融通；（3）安排过渡性资金筹措——桥梁性融资（Bridge-Financing）。

在“安排资金融通”工作中，投资银行的主要作用体现在协助购买方设计和组织发行“垃圾债券”（Junk Bond）。“垃圾债券”简单说指的就是高收益高风险的投资级以下（从 BB 级到 CCC 级）的债券，最早起源于美国，在 20 世纪 50、60 年代主要被用作小型公司筹集开拓业务之用的资金的融资工具。进入 70 年以后，随着杠杆收购的兴起，垃圾债券的用途已从最初的拓展业务，逐步转移到了用于公司的收购与兼并上来。利用垃圾债券举债收购最成功的例子可以说是 1988 年底，亨利·克萊斯对雷诺烟草公司的收购。当时，该笔收购的价码高达 250 亿美元，但克萊斯本身动用的资金却仅为 1500 万美元，也就是说在整个收购过程中，高达 99.5% 的资金均是靠发行垃圾债券筹得的，

收购者所出的本金不足投资总额的 0.6%。美国的德雷克塞尔公司就是一家专门为杠杆收购提供融资的公司，该公司在著名的“垃圾债券之父”迈克尔·米尔肯的率领下，曾经为美国上百家小公司的兼并，尤其是杠杆收购发行垃圾债券提供收购的资金来源。为此，该公司获得了上亿美元的佣金收入，同时亦推动了 20 世纪 80 年代席卷美国的企业购并热潮。后来在 1989 年华尔街股市风波的冲击之下，德雷克塞尔公司宣布破产，其他投资银行于是纷纷收缩这方面的业务，大举退出对杠杆收购的融资，市场萎靡不振，一直到 1995 年此种业务才又重新活跃起来。

所谓桥梁式融资指的是，在长期债务资金筹措完成之前的临时短期资金借贷。投资银行在为兼并方安排桥梁式融资时，有时亦会提供其自有资本；而在购并方偿还出现暂时困难或其他特殊情况下，亦可以将这种过渡性短期贷款转为中长期融资。

（五）投资银行购并业务的收入

在购并活动中，投资银行所得到的酬金，主要取决于其对该项交易的介入程度及该项交易的复杂程度。投资银行可能只简单地吸取一些预聘费或咨询费，但较常见的是，投资银行将收取以出售价的一个百分比为基础的酬金。这种情况下，酬金有三种类型：较高的出售价格，百分比可以下降；不管出售价格如何，可能是一个固定的百分比；如果交易价格超过某一特定水平，在议定的百分比基础上再加上一笔鼓励酬金。其中，第一种酬金类型采用以下结构：即 5 ~ 4 ~ 3 ~ 2 ~ 1“雷曼公式”（Lehman Formula）。采用这种结构的投资银行将对第一个 100 万美元收取 5%，第二个 100 万美元收取 4%，第三个 100 万美元收取 3%，第四个 100 万美元收取 2%，以后超出的任何部分均只收取 1%。从这三种酬金结构总起来看，投资银行在购并业务中一般收取交易价的 2% ~ 3%。

三、反购并策略

（一）股份回购

前面在杠杆兼并中曾经提到，买方企业为了兼并目标企业，常常采用发行债券筹资的方法。很显然，那些低杠杆率企业的经理为了防止自己所经营的企业被兼并，将试图确定本企业的最优债务水平，然后发行债券，用发债券所得资金回购本企业股票。这样，就可将企业实际负债率提高到该企业股票价格极大的水平，从而使该企业不再是一个有吸引力的收购目标。例如，1985年，美国爱迪生联合公司曾决定回购它的高达4亿美元的普通股，以降低股本比率。这种大规模改变资本结构的防御方法，通常被人们称做“股份回购”（Share Repurchases）。

股份回购的基本形式有两种：一是公司将可用的现金分配给股东，这种分配不是支付红利，而是购回股票；二是公司认为自己企业的资本结构中股本成分太高了，因此它就出售债券，用所得款项购回它的股票。被一个公司回购，其结果是在外的股份数量减少。假设回购不影响公司的收益，那么剩下的股票的每股收益就会上升，从而导致每股的市场价格也随之增加，因而股东的资本收益就会大于红利。

在美国，由于法律允许企业拥有本企业的股份。因此，取得自己公司的股票便成为对公开收购威胁最有力的防卫策略之一。目标公司如果就本企业的股份，提出以比收购者价格还高的出价来收购时，则公开收购者不得不提高其收购价格。这样一来，收购者必然需要更多的资金来支持，因而造成公开收购目标企业较难达成协议。例如：西格雷姆公司曾提出以每股45美元购买明尼瓦公司的普通股股票，而明尼瓦公司的经理们为此大举

借债，用此借款回购其股份，每股价格定为 60 美元，这样一来就把西格雷姆公司挡了回去。不过，美国许多州的州公司法均认为，仅为维持目前企业经营者对企业的控制权而取得本企业的股票是违法的。但如果是为了维护公司现行的经营方针而争取控制权，实质上是为了维护公司的利益时，则被认为合法。

在美国企业兼并浪潮中，涌现了一大批风险套利者。他们事先寻找一些目标企业，提供给一些投资银行家和收购人，一旦这些企业成为收购者袭击的目标，他们便利用手中掌握的目标企业的股票高价抛售出去，牟取暴利；或者他们给目标企业造成即被将收购的假象，促使目标企业高价购买其手中持有的目标企业的股份。这种情况在美国被称做“绿色铠甲”或者“绿色勒索”（Greenmail）。“绿色勒索”这一名词来源于两个英文单词“Greenback”（美元）和“Blackmail”（敲诈、勒索）。因此，美国一些州出台了一系列的“反美钞讹诈”法令，明令禁止“用高价购回股权”。

购回的价格通常高于当时的市价，因此可能会导致需求增加而供给减少。在探讨购回股票对股价的影响之前，我们先探讨此一决定背后的理由。

1. 购回的原因

有时候管理人员相信，自己公司的股价在市场上的价位偏低。过去的研究显示，购回的股票在信息公开之前的表现普遍低于市场平均水准。因此，管理层或董事会可能认为股价低迷，因此是购回股票的大好机会。然而，有些人则认为购回股票是管理阶层没有创意或缺乏投资机会，因而无法善用其资金的信号。实证研究显示，购回股票的公司销售及盈余成长、净值收益等方面都低于规模相近的同业。另外，这些厂商通常都属于低成长的产业，例如成衣、钢铁、食品、烟草及航空等。

税捐也可能影响到购回股票的决策。财务文献指出，以股东的税后所得而言，购回股票比直接发放现金股利更为有利。假定公司有 200 万元的闲置资

金，发行在外的股票共 100 万股，则一种作法是发放 \$2 的现金股利，而另一种作法则是在市场上买回一部份股票。发行在外的股份减少，每股盈余自然增加，如果价盈比不变，则股价会上扬。因此，管理阶层要让股东获得额外的收入时，可以发放现金股利而让股东按一般所得报税，也可以使股价上涨而让股东适用于较低的资本利得税率。而资本利得适用于较低的税率，就可能成为支持购回股票决策的支柱。上述的推论多属于理论，每股盈余增加时市场未必会在股价上充分予以反映。

另一个购回股票的理由是作为库存股票，以便在未来的合并或购并中让员工认股。有时也可能买回股票以减少发行在外的股份，从而避免被其他的公司所接管。

最后，购回决策可能与设法降低股东服务成本有关，也就是减少小股东的人数以提高服务行政的经济性。

2. 实际的影响

以特殊状况投资的观点而言，最重要的问题在于购回股票对股价有何影响？是否有机会在其中捞一笔？许多早期的研究都显示没办法，然而，后来的研究似乎显示投资人可能有利可图。大部分的高收益都只限于正式邀约报价 (tender offer) 而购回的股票，在公开市场上默默购回的情况则不然。在正式的邀约报价中，厂商会明订购回价格、日期及希望购回的数量。

有趣的是，大部分的股价上涨都发生于消息公布之时及之后，而不是在公开之前，因此投资人或许能在其中交易获利。

戴安计算出这类购回的平均贴水(与公开前一日的股价比较)是 22.46%，如表 17.3.1 最上面一行所示。

这么高的贴水使得消息公开当天股价平均上涨了 8.946%，次日再上涨了 6.832%，两天累计的收益约达 15.8%。戴安进一步指出，如表 17.3.2 所示，

表 17.3.1 邀约报价样本统计摘要, 1962-1976 (143 个观察值)

报 价 的 特 征	平均数 (%)	中位数 (%)
与公开前一天收盘价比较的邀约报价贴水	22.46%	19.40%
与公开前一个月收盘价比较的邀约报价贴水	20.85	18.83
预计买回的股份百分比	15.29	12.57
实际买回的股份百分比	14.64	11.93
参与投标的股份百分比	18.04	14.27
参与投标的股数 ÷ 预计买回股数	142.30	115.63
实际买回股数 ÷ 预计买回股数	111.35	100.00
预计购回的价值与报价前市价总值之比例	19.29	15.28
实际购回的价值与报价前市价总值之比例	18.63	13.90
报价有效期间	22 天	20 天

消息公布前股价变动的幅度微不足道。

主张购回股票比较有利的人，通常认为管理阶层在购回股票时非常清楚自己的所作所为。事实上，他们是为公司寻求利益的内幕人士，内幕人士的投资决策通常都正确无误。这个事实再加上很高的贴水，或许足以产生良好的投资收益。当然，这只是许多交易的平均结果，并不是每项邀约报价都有辉煌的成果。投资人必须小心评估贴水的多寡、购回的股数、购回的原因，以及对于未来每股盈余及股利的影响。

表 17.3.2 股票购回邀约报价公布前后 121 天的收益率

交易日	平均 收益率(%)	交易日	平均 收益率(%)
-60	0.217%	0	8.946%
-50	-0.34	1	6.832
-40	0.58	2	0.908
-30	-0.562	3	-0.041
-25	-0.125	4	0.133
-20	-0.071	5	0.158
-19	0.026	6	0.230
-18	-0.346	7	0.129
-17	-0.317	8	0.051
-16	-0.413	9	-0.211
-15	0.377	10	0.213
-14	-0.228	11	0.172
-13	-0.738	12	-0.024
-12	0.051	13	0.181
-11	-0.424	14	-0.143
-10	-0.578	15	0.497
-9	0.188	16	-0.105
-8	-0.391	17	-0.236
-7	0.107	18	0.148
-6	0.417	19	0.141
-5	-0.169	20	-0.057
-4	0.943	25	-0.003
-3	0.239	30	-0.025
-2	0.490	40	-0.133
-1	0.959	50	-0.069
		60	0.161

（二）诉诸法律

在美国，目标企业的经营者为了阻止公开收购，经常以收购者违犯各种法律、法规为由提起诉讼。但是，这种诉讼对具有强烈收购欲望的收购者而言，只能起到拖延时间的作用，很难真正有效地阻止其行动。目标企业提出诉讼最常见的理由有：公开收购手续不完备、收购要约的公开内容不足等，但最为常见的则是以收购者违反反托拉斯法为名来防御。

例如，太阳化学公司(Sun Chemical Corporation)曾希望利用公开收购的方式取得哈萧化学(Harshaw chemical) 35 万股普通股股票。哈萧化学公司的经营者马上以该公司与太阳化学公司经营业务基本相类同为理由，认为太阳化学公司提出的巨额收购违反反托拉斯法而诉诸法庭。后来，太阳化学公司迫于外界的压力不得不退出。

这种方法常常是目标企业在遭到收购者突然袭击、措手不及采取的最基本应对方法。因为一旦提出诉讼，收购者就不能继续执行收购要约，而须由联邦贸易委员会具体裁决后，再决定可否收购目标企业。从提出诉讼到具体审理、审理，往往需要一段时间。这就给目标企业赢得了时间，使之有可能在这段较短的时间内，聘请有关方面的反收购专家，就收购者提出的收购条件和收购方的资信、经营状况以及收购者收购目标企业后的管理能力、战略方向，作出具体的分析考察，从而采取有效的措施与收购方进行顽强的抗争。例如，当安德森·克莱通公司作出出价收购捷伯公司决定的时候，后者采取了许多法律诉讼行动。法院为此对双方进行了为期五个月的法律调查，这样一来就为捷伯公司赢得了充分反击对方公开收购的时间。最后不得已，安德森·克莱通公司收回了出价。

（三）寻求股东支持

目标企业的经营者对公开收购最直接的防御策略，当数对其企业股东作

反对收购之呼吁。目标企业的经营者以广告或信函方式向股东表示其反对收购的意见，希望说服股东放弃接受该项收购要约。在公开收购要约期间，一般股东最关心的是接受收购要约有利，还是继续保留其在公司的地位有利。所以，经营者在对股东提出反对收购要约的表示时，必须针对股东最关心的问题作出一定承诺，才能收到应有的效果。

（四）“白衣骑士”

目标企业要求与之具有良好关系的企业以较高的价格来对付收购者提出的收购要约。以这种方式出现的第三者在美国通常被称作“白衣骑士”（White Knight）。在“白衣骑士”出现的情况下，收购者如果不以更高的价格来收购目标企业，那么收购者肯定会遭到失败。因此，收购者的收购价格必然随着水涨船高，继续上涨。

美国许多创业投资公司常常“英雄救美女”，充当“白衣骑士”的角色，甚至筹建反收购基金以保护其投资对象免遭毒手。

经营者也可考虑和其他较为友好的公司合并，以对抗公开收购者。例如，1966年2月某投资集团以一股65美元的价格表示要收购凤凰保险公司60%的股份。当时，该公司已经出现较大的赤字，而且股价低迷，经由谋求各种防卫策略后，凤凰公司的经营者乃声称已开始和保险旅行者集团公司（Traveler Group Insurance Companies）进行合并交涉。凤凰公司的经营者声称，其与保险旅行者集团公司的合并条件比收购者的出价要高，对凤凰公司的股东更有利。凤凰公司的经营者想以此迫使收购者打消收购念头。收购者也不甘示弱，重新提出收购要约，提高收购价格。几经竞争，凤凰公司最终与保险旅行者集团公司达成合并协议，后者给予凤凰公司的股东相当于73美元的保险旅行者集团公司股票。保险旅行者集团公司充扮“白衣骑士”，终于击退了收购进攻。

“白衣骑士”的反收购行动在美国屡见不鲜，比较惊心动魄的当数诺可

公司收购案。1978年，可诺可公司普通股的股价在24美元到32美元之间上下波动，这个幅度在1979年扩大到了28-50美元，在1981年扩大到41-73美元。1981年5月，多美石油公司作出了对可诺可公司普通股1400万股（占总股本的13%）以每股65美元的价格公开收购的决定。可诺可公司认为报价不充分，未能真实反映本公司实际的股价水平，因而采取了阻止报价的法律行动。1981年6月25日，一家加拿大蒸馏商西格莱姆公司对可诺可41%股票作股权收购，每股73美元。可诺可公司同样反对这个出价。最后，可诺可公司找到了美国的杜邦化学公司充当“白衣骑士”，并在1981年7月6日两家企业宣布一项合并协议。合并条款提出，杜邦公司将用现金对可诺可公司40%的股票每股支付87.5美元，余下60%的股份与杜邦公司的普通股以1:1.6的换股比率相交换，交易总金额达73亿美元。

1981年7月12日，西格莱姆公司提高其报价，对可诺可公司51%的股份每股收购出售为85美元。7月14日，杜邦公司做出相应的应对，宣布提高出价，对40%的股票每股支付85美元，余下的60%的股份每股与杜邦公司普通股的1.7股相交换，出价总金额74亿美元。7月17日，摩别尔石油公司进入角逐，提出对可诺可公司的一半普通股现金出售90美元一股，对余下的股份，以新的摩别尔公司的优先股或债券定值，每普通股为90美元。7月23日，西格莱姆公司出价提高为90美元现金。7月27日，摩别尔公司增加其现金出价为105美元一股。8月3日，摩别尔公司改变其现金出价为115美元，次日又提高到每股120美元。杜邦公司用提高其现金出价为每股98美元来对抗。经过你来我往的多次角逐，杜邦公司的“白衣骑士”终于如愿以偿，1981年8月5日上午3时45分，杜邦公司开始购买其得标的可诺可公司的55%的股份。

事实上，迫使收购者的收购资金增加、收购成本加大，从而自动打消其收购念头，是目标企业防御进攻性收购者的基本观念和方法之一。

（五）金色降落伞”

“驱鲨剂”（Shark Repellent）在这里是指目标企业为了防止被兼并，事前采取的种种预防性措施。

订立不利于收购者的合同也是目标企业在防卫策略中常常采用的手段。这种防卫之道主要有：与他人签订贷款合同，使得目标企业一旦被收购会造成贷款立即偿还的局面；或者在雇佣合同中规定控制权如有转移时，不得解雇原有公司的主要管理人员，如果要解雇原有经营者，便被视为雇佣终止之事项，公司必须支付巨额补偿金给予原来的经营者。这种防御方法，通常被称为“金色降落伞”（Golden Parachute）。“金色降落伞”策略的出现，受到美国大公司经营者的普遍欢迎。据悉，美国500家大公司中，就有一半以上的董事会通过了该项议案。例如，美国著名的克朗·塞勒巴克公司就通过了“16名高级负责人离开公司之际，有权领取3年工资和全部的退休保证金。”这笔费用对收购者来说，无疑是一项较大的负担。因为上述金额巨大，合计起来高达9200万美元。也正是由于这项原因，所以在美国，人们对“金色降落伞”的合法性仍然争论不休。

与“金色降落伞”同出一辙的还有“灰色降落伞”。它主要是向下面几级的管理人员提供稍为逊色的同类保证（根据这些工资领取者的工龄长短，领取数周至数月的工资）。“灰色降落伞”在石油行业十分流行。例如美国石油业的兼并大王博纳·皮根斯经常袭击石油行业的一些巨型企业，美国石油业的“七姐妹”之一——海湾石油公司就险些在博纳·皮根斯袭击下被吞并，最后被“白衣骑士”——加州美孚石油公司以134亿美元兼并，美孚石油公司对皮根斯看中的攻击目标采取“灰色降落伞”的防御措施。这种策略对收购者来说，确实是代价相当昂贵。他在控制企业时，将不得不支付2000万至3000万美元的“降落”费。

至于对于敌意性公开收购的防御，还有“分期分级董事会”技术也是一

种使用相当的防卫方法。它主要是在公司章程中规定取得董事资格的限制。该方法规定，企业的董事会每年只能改选少数董事。这样一来，即使兼并收购成功，他还需要冒另外一个风险，即尽管他已拥有企业一半以上的股票，却无法控制企业，权力仍握在对立的董事手中，而且，在短时间内一点辙也没有。此外，也可以采取高股价的策略。股票市场上股价如果上扬，无疑会受到股东欢迎，而且势必使欲公开收购者增加负担。促使股票价格上涨的方法多种多样，比较具体的方法一是增加红利的分配；二是就公司的固定资产进行重新评估，发表秘密研究的利多消息，引起投资者、股民对该公司股票普遍看好，从而导致股价上扬。这种策略造成股票价格不断上涨的态度，促使股东不轻易出卖自己手中所拥有的股票，以免股价进一步上涨后，自己过早抛出所可能带来的损失。

一般来讲，企业及早采取预防措施，主要是为了防止自己在毫无防备的情况下成为收购者的收购目标时，没有有效的应急措施，从而不能逃脱很快被收购者所吞噬的下场。然而，并不是说采取事先的防范措施没有任何的负作用。事实上，企业有时采取一些防范措施不仅没有达到预防被收购的效果，反而使得企业自身的弱点一下子暴露无遗。例如，有的公司在其章程中规定，合并或公司章程的变更等情况，必须得到全体股东的认可或者 95% 以上的股东同意。此时，目标公司不但会感受到自己将要成为公开收购目标的威胁，而且公司的股东的任何动议都会被彻底公开出来，这实际上就等于向收购者提供本企业的情报，把自己亮在明处，让人家随时宰割。所以说，采取预防措施极有可能致使公开收购股权发生。基于此，许多企业采取预防措施时，均要对现实的预防效果进行充分的考虑，并且注意尽可能不被外界广泛地熟知，以避免降低预防策略成功的概率。

此外，采取预防措施的企业经营者，很可能会遭到期望凭借公开收购股权情况的发生，以获取收购者出价所带来的溢价收益的股东的反对，使股东

追究其责任。

（六）“毒丸计划”

“毒药丸子”（Poison Pill），是美国20世纪80年代最新出现的一种反兼并与反收购策略，它最早是由美国瓦切泰尔·利蒲东律师事务所律师马蒂·利蒲东于1983年发明和采用的。利蒲东是美国著名的收购与反收购事务专家，曾参与过多项大的收购、兼并与反收购、反兼并的交易活动。这一年，他为一家公司的反收购策略进行策划，便推出了一种叫做“为了股东的权益”的防御措施。该项措施经美国的另一位年轻的反收购专家、投资银行家马西·西格尔加以完善，便成为闻名遐迩的“毒药丸子”（简称“毒丸”）防卫技术。

“毒药丸子”防御策略要求兼并的一方，必须事先承诺吞下“毒丸”，方可实施兼并。其基本内容是，目标企业被兼并后，该企业必须发行一定数额的新股票，允许其他股东（不包括兼并一方）用半价购买，以便冲淡兼并者的股权比例。“毒药丸子”防卫的形式多种多样，其中最极端方式当数债务“丸子”，它又毒又辣之处在于兼并者必须先清偿目标公司的一切债务以后，方可对之兼并。

“毒丸”反收购与反兼并策略一出笼，就备受美国大公司经理们的宠爱，一时间它几乎变成了威胁老板的救命草。从庞大的美孚石油公司一直到普通的波拉罗德摄影器材公司，300多家美国大公司都曾采用过“毒丸”技术。

由于“毒丸”可以不经股东表决即能获得通过，而且从法律角度看，“毒丸”是以股息的形式伪装出现的，因此，许多大公司的股东对“毒丸”技术表示强烈的不满。他们感觉到，“毒丸”与股东的利益明显是相互对立的。一方面“毒丸”一经实施，企业股票价格立即就会出现下降的趋势。另一方面“毒丸”对可能的收购起到了威慑作用，使股东丧失了有利可图的向袭击者出售股票的基本权利。因此，1987年美国一些大公司的股东曾掀起一场反对“毒丸计划”的浪潮。但是，美国大公司的“毒丸计划”并没有因此而减少。

（七）锡伞降落

如果收购已成定局，目标公司的管理者就会失去往日的地位和收益，一部分职工也可能离开就业岗位。因此目标公司董事会通常在企业被收购前要做出“金伞降落”或“锡伞降落”决议。

“金伞降落”（Golden Para Chute），就是规定公司董事会、监事会和高级管理人员在地位失去后可领取巨额退休金（或遣散费），获以较高的个人利益安全降落。

“锡伞降落”（Tin Para Chute），就是规定，一旦公司股权发生大规模转移，公司签订的聘任合同或劳动合同即行终止，根据工龄长短，必须向雇员一次性支付数周、数月甚至数年的工资或补偿金。

与金降落伞相对应，在公司控制权变换之后，对公司职员失业之后进行补偿的合约条款，则叫“锡降落伞”。

20世纪80年代初，香港羽翼渐丰的华资集团愈来愈对老牌的英资怡和财团构成威胁，其中最受华资财团垂青的是怡和旗下号称世界最大地产商的置地公司。为防范收购，怡和董事局主席纽璧坚系取互控股份的办法，通过怡和控股及怡和证券两公司持有置地40%的股权。同时，又利用置地控制怡和控股公司40%的股权，这样，流通在外的双方股权都大量减少，双方无论哪一家受到攻击，都可较为轻易地掌握控制权。这时，香港政府修订了关于联营公司控制权的定义，将持股比例由过去的51%减少到35%，从而使怡置互控的措施得以顺利进行，由于形成了这种“连环船”，华资财团不得不渐渐收敛了咄咄逼人的锋芒。

但是“连环船”有利也有弊。1983年，因香港地产业市场崩溃，置地亏损13亿港元，因相互持股，怡和的纯利润也因此减少80%。“连环船”本来是用来防御收购行为的，但在一定情况下，反会帮倒忙。环形持股形成了股权结构的稳定性，但却降低了股权结构的流动性和适应性。

（八）强制发盘

当接管标购价很优惠时，也就是当发盘价高于所有未买股票的价格时，就会形成一种压力，使得现有的个人股东有可能会接受该发盘价格，这种情形就是“强制”发盘。这种优惠报价或者说强制发盘，主要包括两层发盘、部分发盘和条件发盘三种。

在两层发盘中，标购者在第一阶段（第一层）对某特定数额的股票提出其优惠的报价，与此同时还宣布，在随后的第二阶段（第二层）兼并中，将以另一种价格收购剩下的股票。在大多数情况下，第一阶段的交易是支付现金的，而第二阶段的交易则通常以股票作支付媒介，且这些股票的市值会低于第一阶段所支付的价值。在作部分发盘时，也是对某一特定数额的股票提出标购，但并不对剩余股票的安排提出意见。无论是在两层发盘还是部分发盘时，总是以购买足够掌握目标公司表决控制权所需的最小数额股票为条件的。在条件发盘中，并不确定其购买的最大数额，但如果发盘的条件得不到满足，那么将不购买任何股票。部分发盘和条件发盘中的优惠报价，通常是以现金支付的。在部份发盘中，除优惠报价之外的剩余股票通常只是按市价交易。而在条件发盘中，则按出清兼并（支取兼并）的条件支付，通常等于优惠报价的现金价格。

在两层发盘、部分发盘和条件发盘中，接管之后的剩余股票的价格，可能会低于标购价。其中，在条件发盘中，接管之后的标购，也是可能以低于标购价的条件支付给剩余股东的。因为，此时作为重要参考依据的市场价，也已比标购价要低。况且，在接管之后，兼并者还可能会稀释股东的股票价值。这种稀释，通过让兼并者与目标公司按优惠条件做交易以及将商业机会转让给兼并者等途径来完成。而对剩余股票的“支取”，是在目标公司的收益被压低之后进行的。甚至于支取兼并的时间安排，也取决于兼并者对少数股东股票稀释的能力。

所以，标购产生的压力，不仅两层发盘和部分发盘有，而且条件发盘也有。虽然在条件发盘中，目标公司的股东被承诺所有股票都将以优惠报价交易，但这些股东还是会担心，他们持有的剩余股票将可能会被稀释。不过，在条件发盘中，这种压力较轻，因为随后的支取兼并（出清兼并）的条件，在现金额上仍会等于标购报价。吸引力的收购目标。例如，1985年，美国爱迪生联合公司曾决定回购它的高达4亿美元的普通股，以降低股本比率。这种大规模改变资本结构的防御方法，通常被人们称做“股份回购”（Share Repurchases）。

股份回购的基本形式有两种：一是公司将可用的现金分配给股东，这种分配不是支付红利，而是购回股票；二是公司认为自己企业的资本结构中股本成份太高了，因此它就出售债券，用所得款项来购回它的股票。被一个公司回购的股票在会计制度上称做“库存股票”。股票一旦被公司回购，其结果是在外的股份数量减少。假设回购不影响公司的收益，那么剩下的股票的每股收益就会上升，从而导致每股的市场价格也随之增加，因而股东的资本收益就会大于红利。

在美国，由于法律允许企业拥有本企业的股份。因此，取得自己公司的股票便成为对公开收购要约最有力的防卫策略之一。目标公司如果就本企业的股份，提出以比收购者价格还高的出价来收购时，则公开收购者不得不提高其收购价格。这样一来，收购者必然需要更多的资金来支持，因而造成公开收购目标企业较难达成协议。例如，西格雷姆公司曾提出以每股45美元购买明尼瓦公司的普通股股票，而明尼瓦公司的经理们为此大举借债，用此借款回购其股份，每股价格定为60美元，这样一来就把西格雷姆公司挡了回去。不过，美国许多州的州公司法均认为，仅为维持目前企业经营者对企业的控制权而取得本企业的股票是违法的。但如果是为了维护公司现行的经营方针而争取控制权，实质上是为了维护公司的利益时，则为合法。

实质上，股份回购在西方国家之所以盛行原因在于，它不仅仅是一种有效的防御手段，而且它对股东还有很多有利之处。因为回购所产生的利润通常按资本收益税率来纳税，而红利分配却是以个人所得税率来纳税的。由于两种税率差别很大，因而这对股东来讲影响很大。在美国，平均水平的私人股东的边际所得税率在 45% 左右，而资本收益税率仅为个人所得税率的 40%。

（九）稳定持股结构

持股结构关系到公司的决策能力、产权所有、管理体制、经营效率等各个方面，稳定的股权结构是反收购的第一道防线。为了防止上市公司的股份过于分散，在市场上流失过多，明智的公司常常采取交叉持股的股票分配形式，即关联公司、关系较密切的公司之间相互持有部分股权，一旦其中一家公司遭到收购，相互持股公司之间易于形成“连环船”的效果，从而大大增强反收购一方的实力。日本的企业不易被外人所兼并就是这个道理。其缺点是，相互持股往往要耗费较多的资金，从而影响公司的现金流量状况。

个案研究

（一）杠杆收购

1987 年，接到 CBS 公司杂志分部经理层发出的参与经理收购的邀请。根据 CBS 公司杂志分部经理层的报告，培基证券公司自己的实地考察和两家从外部延请的顾问所作的评估，培基证券公司决定参与这次经理收购，同意给经理层提供 7 亿美元的一揽子融资和融资安排。由于收购价格相当之高，CBS 杂志分部的经理层和培基证券公司达成共识，在从 CBS 公司收购杂志分部后，杂志分

部所辖的部分杂志将予以出售，以减轻本次杠杆收购所筹债务资本带来的承重利息负担。收购是通过建立一个名为 DCI 的控股公司来实施的，培基证券公司安排的 7 亿美元融资中有 1.2 亿美元是次级从属票据，它们的偿还资金即是由收购后出售部分杂志来筹集的。

在签订杠杆收购杂志分部的协议和收购交易终结之间的那段时间，培基证券公司和杂志分部的经理层就开始着手各类杂志的评估和接洽可能的买家。收购交易刚告完成，DCI 公司就将从 CBS 公司收购过来的 21 家杂志中的 5 本卖与了另一家出版媒体公司，在 1987 年底，又有 2 本杂志出售，这 7 本杂志的出售价格对它们营运收入的倍率远远高于 DCI 公司以 CBS 手中购买 21 本杂志所付的平均倍率，7 本杂志总计售得 2.35 亿美元，清偿 1.2 亿美元的次级从属票据后还绰绰有余。在出售部分杂志之余，DCI 公司大力精简管理费用和其他的间接成本费用，这使 DCI 公司产生了更多的现金流，债务偿还速度有较大提高。

根据以上案例分析：在实施杠杆收购过程中应如所操作。

（二）反收购

1984 年 12 月，皮根斯筹划了一场收购。这场收购后来使他名声大振……他的梅萨公司地墨西哥湾这个无底洞里投进了大把大把的现金。一时间搞得资金枯竭，连个正常的经营都维持不下去了。因此，要么他发动一场新的标购，要么就是全军覆灭，彻底破产。皮根斯思前想后，索性一不做二不休，瞄准了一家公司，比梅萨规模大 20 倍的大公司。他作好了向禁区冲击的一切准备，突然袭击“石油七姐妹”之一的海湾石油公司。在一个投资集团配合下，他积聚了“靶子”企业 13% 左右的股票。但为了发动敌对性的标购，他还需寻求其它补充资金。可是他的开户银行，莱赫曼兄弟银行却无意陷得过深。

不过，当时和皮根斯合伙的一些投资者已经成了德雷塞尔银行的客户。看到梅萨公司的计算资料，德雷塞尔银行的少壮派意识到经受第一次考验的时机已经成熟。这次试验将是对他们借助高利风险债券发起进攻的理论付诸于实践

的考核……德雷塞尔银行下定决心坚决站在皮根斯一边，准备用高利风险债券这一新式武器来支持他。为了收购成功，皮根斯的梅萨公司先要发行一批高利风险债券，通过德雷塞尔银行的途径事先置于投资者手中。皮根斯再拿这部分钱来买下海湾公司的股票。然后以非常便宜的价格从华尔待交易所买下海湾本身极其丰富的石油储量来偿还所欠的债务。

那么，为了梅萨公司的利益。德雷塞尔银行能否成功地扎伊尔出这批债券呢？这是考验他们很久以来策划的战略设想在实践中能否行得通的关键。按照预算，必须保证向皮根斯提供 17 亿美元的资金，也就是说要发行高达 17 亿美元的高利风险债券……当然，不见兔子不撒鹰，在未摸清收购能否成功的前提下，决不能把这笔巨款放下去。于是在绝对保密的情况下，德雷塞尔年轻的银行家迈克·密尔肯开始试探其投资客户网络意向，询问他们在向海湾公司发动收购情况下，是否对购买梅萨公司可能发行的高利风险债券一事感兴趣。在得到客户的肯定答复后，德雷塞尔银行又采取了吸引这些可能购买高利风险债券的投资者，并使之不变卦，不翻悔的措施，即投资者在承诺购买债券的条件下，收到了一笔保证金…如果最终皮根斯没有发行这批债券，那保证金即归投资者所有。这套灵活的机制将敌对性收购中那些变化不定因素粘合了一起。

但是，在迈克·密尔肯收到客户的保证函件之前，消息已经泄漏出去了。海湾公司在交易所的投票牌价当即直线上升。皮根斯不得不放弃了他的进攻计划。不过，经过这次试验，德雷塞尔银行变得乐观起来了。德雷塞尔的银行家弗瑞德·约瑟夫说：“市场的变化表明我们获得了成功。”数月之后，在对迪斯尼乐园发动的袭击中，迈克·密尔肯在实践中证实了他有能力为索让·斯坦伯格提供 7 亿美元资金。那次，高利风险债券最终也没有发行。迪斯尼乐园不惜重金买下斯坦伯格手中的股票，避免了这场收购。

根据以上这场收购与反收购战，讨论在反收购中的策略。