

## 反向收购: 美女还是野兽?

反向收购并不都是不可取的。就连纽约证券交易所自身也正在进行一个反向收购的交易。根据《华尔街时报》2005年6月29日的一篇名为“反向收购成为潮流”的报道,在2005年上半年共发生了55个反向收购交易(不包括粉单市场的公司),而同期的首次公开发行上市是83个。

反向收购有着不好的声誉。虽然它偶尔会有很好的回报,但并不是常常发生。反向收购为企业提供了一种快速而且相对便宜的上市方式,但是其自身也存在着局限性和不足。

### 文章中的名词解释

**内部人员:** 上市公司的管理层、董事和大股东或者和上述人员有联系的人员,更准确地解释详见证券交易委员会颁布的上市规则。

**IPO:** 指公司首次公开发行股票上市。通常由承销商来负责管理并在全美大部分的州生效。

**粉单股票:** 在国家报价局进行报价的股票。其中部分股票进行交易,而部分股票不进行流通。这些公司往往不需要披露公司现状或是进行年度审计。粉单公司是准上市公司。

**上市公司:** 一个在美国证券交易委员会备案的,其股票可以合法的在公开市场上买卖的公司。

**壳公司或壳:** 一个没有经营业务、资产或是(帐面上)负债,但是有足够的股东的上市或准上市公司。

**反向收购:** 一个非上市的大公司收购一个比自己相对小很多的上市公司,最终非上市的公司的股东持有上市公司的绝大多数股票。

### 第一步是决定为什么想上市

在考虑成为上市公司之前,无论如何,第一步必须明确:

- 为什么公司认为应该上市
- 成为上市公司所面临的监管和所需遵从的规定

- 遵从这些要求的过程中所要付出的持续的费用和努力

非上市公司必需在自身发展的需要、目标并且希望如何从上市中得到的收益和在上市过程的花费及需要遵循的要求之间进行权衡。这决定了公司上市的意愿和可行性。

## 二、上市公司可能得到的巨大收益

在同等情况下，成为上市公司的主要益处是，对比非上市公司来说，其更容易筹集新的股本（或债务融资）。因为：1、关于上市公司的信息是经过审核并公开的；2、投资者知道美国政府对于上市公司的管制非常严格；3、投资者购买的股票具有流动性，容易变现。

另外，由于上市公司的曝光频率很高（其公司的名字会出现在任何一个搜索引擎中），并且关于上市公司的重要信息很容易获得，因此上市公司更易于被潜在购买者所发现。同时，如果该公司运营良好而且股票价格也反映了其优良的经营业绩，那么买方所出的价格就很可能比购买同类非上市公司的要高。

成为上市公司的其它好处就是可以给公司的员工提供有更有意义的股票期权以及用本公司股票去收购其它公司。由于上市公司信息的透明度和政府相关部门的监管，上市公司还可以提升自己在客户和供应商心目中的信誉。同时，上市公司的内部人士可以抛售其股票也是另外一个好处，但这种交易是有限制的。

当然，上述所有的好处的前提在于有一个有效的市场让该公司的股票得以交易。这不仅需要企业本身有一个良好的经营模式去激发经纪商去买卖其股票，带动他们的客户愿意购买股票，而且还需要公司有足够多的股票进行交易。

当然，这些都基于公司是否能够妥善运营。如果运作欠佳，所有的人都会知道，股票价格就会走低，以上的这些好处将无法实现。

## 三、成为上市公司既不便宜，也不容易

一旦一个公司成功上市，就要遵从很多的监管要求从而使其公司的股票可以合法地被买卖或者能够在公开市场上发行新股以募集资金。如果不能满足这些监管条文，公司和个人就将受到刑事或民事的处罚。这些要求包括：

- 每年根据 GAAP 会计准则所作出的精简却严谨的审计报告。
- 整理归纳证券交易委员会要求的年报（也就是 10K）其中包括审计报告及其他大量信息：包括给管理层和董事的薪金及报酬，以及对于任何公司与内部人员间交易的披露。10K 几乎与 IPO 所要求的注册陈述等同。

- 季报（也就是 10Q），在每一个季度结束后的 45 天内当期的财务报告与其它证券交易委员会所规定的信息一同归档。
- 10K 与 10Q 必须由 CEO 同 CFO 亲自签署，他们个人对此承担责任。
- 一个大多数都是相对“独立”的董事构成的董事会，其成员不是内部人士也没有跟任何内部人士有联系。
- 一个与董事会分开的监事会，雇佣或者监管着审计人员。
- 禁止任何内部人士在“限制期内”买卖公司股票，在其他时期内，公司与内部人士之间的买卖交易须在此交易发生的两天内向证券交易委员会报告。
- 禁止为管理层和董事提供贷款。

其他规定还约束了：雇用在金融界信誉良好事务所为其提供法律和审计的服务、董事的费用、管理层和董事的保险责任和最少每年 50 万美元的股东的通信费用。

这里还没包括：运用“投资者关系”服务去保持融资上的联系、公开上市公司的信息、为管理层提供的期权、付更高的工资给符合上市要求的 CEO 和 CFO 和更多的时间去熟悉管制条款的规定以及处理和股东的关系。

即使是一个很小规模的公司取得上市成功的直接或间接的花费大约在一年 100 万美元。如果公司不能实现从上市中带来的很多利益，那么很显然上市将导致公司亏损。

### 三、公开首次上市与反相收购带来的机会并不同等

反相收购成功的首要条件是清楚地理解 IPO 与反相收购的不同之处。这两种方法的可行性决定于不同的环境、需求和公司所制定的目标。

主要的区别在于，首次公开发行是在金融市场上筹资并且成立上市公司去实现股票的流通，并建立信誉。IPO 是最传统的上市方法，需要上一定的规模特定类型的公司和寻找一个著名的投资银行/承销商负责上市发行。

股票所带来的附属品也可以称作为 IPO，但是不属于这篇文章涉及的内容。SCORE 和 REG D504, 505 的发行是完全合法的，但是只是把有限的股票派发给少量股东，同时，并不能从这些少量股东处获取如同承销商在公开市场上发行股票所获取的同样的利益，而且也不是在所有的国家都是合轨的。

反相收购可以使公司快速上市并且花费很少，但是并没有使其资本增加。在反向收购结束后，公司会与公开发行上市公司一样面对管制费用和入档要求。

另外，通过反相收购上市的公司必须要花大力气建立一个很好的信誉，以便其在金融领域更好的从公众那里得到益处。从长远上看，这项花费与 IPO 上市相

差无几。如果上市之后公司再想公开募集资金，就需要通过基本跟 IPO 相同的过程。

虽然如此，一个反相收购可以在合适的环境下获得成功，比如可以获得一个原则上只为上市公司投资的私人投资。

另外潜在的收购候选人是要公开的。上市公司是完全暴露在投资者面前的，因为其审计过的财务数据和其它细节的信息都是公开的。

一个小型的医药技术上市公司被开发研究投资所困扰，因为这项费用没有直接产生期望中的结果。一个大型的制药厂出价去购买其资产，其价格刚刚足够偿付其负债。这间公司保持着来自国内一家主要会计师事务所的审计报告和一个在证券交易委员会的档案。

同时，一个私人拥有的每年一千万美金销售额的汽车零件公司正准备出售，没有时间去通过 IPO 筹资。然而，一个人寿保险公司对投资汽车零件公司很感兴趣，但根据规定他只能投资上市公司。

医药技术上市公司的资产被出售后，所有的债务都清偿了。紧接着，保险公司购买上市公司的可转债，并通过可转债融得的现金收购汽车零件公司。从此，汽车零件公司可以繁荣发展，并收购其他小公司的股票。

#### 四、IPO 是一个长期, 复杂和昂贵的过程, 但是所有的工作都是一站式的吗?

IPO 的目的是通过公开出售股票来募集资金。IPO 通常是出售新股，虽然偶尔也会出现一些现有的股票，但是数量很少，而且通常是相对那些历史上存在持续盈利的公司而言。IPO 要求：

- 一个真实、成功的商业经营和一个利用未来融资的引人入胜的故事。IPO 募集到的少于 1000 万到 2000 万美元或是少于 5000 万到 1 亿美元的销售额的公司上市在今天来说都是很少见了。仅仅有不多的例外，比如 Google 在上世纪 90 年代的网络公司的起劲已经成为历史。
- 一个详尽的注册档案，由证券交易委员会监管，因为这样可以消除公共投资者的疑虑。
- 一个承销商。一个投资银行或是经纪人公司来管理整个过程并出售股票给他们的顾客。
- 在上市之前没有成功保证的数千美元的花费。(IPO 可能被终止如果公司出现问题或是股票市场疲软)。另外，股票承销商还要获得融资额的 5% 或更多的佣金。
- 管理层参与上市前期的准备工作和与路演。
- 六个月或者更长的时间。尽管公司已经有了准备好的历年的审计报告、拥有经验丰富的经理，董事和律师团。

一个成功 IPO 的结果，是公司将可以有足够的资金去实现其未来的发展计、良好的声誉、数以千计的持股人、在公开市场上百万计的股票和一个坚实的组织结构去实现公司的长期生存。

## 五、反向收购可以使公司快速、便宜地上市

并不是每一个公司都符合 IPO 的条件或是可以承担前期的费用。反向收购绕过了 IPO 的大多数复杂的步骤，并且可以快速地、便宜地完成上市过程。甚至对那些不符合 IPO 的公司都可以通过技术上的“上市”在顷刻间变为上市公司。这是一个巨大的捷径，但是并不是没有成本的。

反向收购只是使企业成为合法的上市公司的方法之一。虽然反相收购是相对快捷、便宜并且容易，这里也存在着缺陷：首先存在着管制条例和规定；为了发行股票去开拓市场；为了得到金融市场的注意需要相当大的努力和花费，而且通常对于在公众手中只有有限的股票来说是比较困难的。

这并不是说在合适的环境中，反向收购不是可行的、值得一试的策略。然而在反向收购之前，必须要了解借一家壳公司进行反向收购和借一个还在正常商业运作的公司进行反向收购的区别，后者也被称作“战略反向收购”。

## 六、借一家壳公司进行反向收购很可能变得声名狼藉并充满了风险

上市的壳公司包括：要破产的上市公司，或是为了反向收购而成立的“空壳公司”。

这些壳公司，就像粉单股票中的市值在一美元以下的股票或是场外市场中那些无投资价值的投机股票。他们很可能现在没有档案，但是在完成收购之后，他们必须要建立档案。

在典型的借壳反向收购中，人们通常会购买绝对的控股权以便实现收购。在完成收购后，原来的上市公司的股东们通常最终只会拥有很少的一部分股份，比如只有 5%，同时剩余的大部分由收购方公司的股东持有。

借壳反向收购的风险在于一些没有被发现的债务，不完备的股东的记录和档案的流失。这些都可以导致公司未来发展的不确定性。

另外，壳公司可能因为公司创始人或是经营者的为短期利益出售公司的行为而声名狼藉。这也会给合并后公司带来不好的声誉。

通过合并壳公司可以带来技术上的“上市”，除此之外没有更多利益。合并结束时，公司拥有几百个持股人，还不足以建立一个真正的公众“市场”。审计师和

律师也出自比较小的公司或是个人，他们所出具的财务报告的力度也不强。这些都导致公司在上市公司中处于弱势地位。借壳反向收购正如人们认为的那样，是一个令人怀疑的、准立法性的交易。

反向收购中壳公司的变化来源于近期内被卖掉，但其还拥有一个好的历史审计记录、档案、股权和良好的法律、会计记录的上市公司。技术上，它可能是壳公司，但是如果是近期的转让，那么它就应该被归为完全不同的类型中。（称为“暖”壳）

**七、战略上的反向收购可能奏效**

正确的反向收购的方法是去发现一个小的并且经营状态良好、在相关行业的上市公司，但是对通常的上市公司来说太小了。像这样的小上市公司有上千家，他们在不同的时期内上市，然后经受挫折。

同这样的公司合并可能会有一个优势，就是拥有一个完整的审计历史档案，一个符合上市的基本条件，比如，审计师、律师和董事会、与金融界的良好关系，以及那些没有忘记自己持有股份的股东。

**八、成功上市的三步骤：**

**第一步：**

明白自己为什么要上市、上市所需要的花费、努力，以及上市之后的目标、需求和资源。

**第二步：**

如果你确定上市所带来的益处大于花费，如果够条件，那么再衡量 IPO 和反向收购哪个比较适合你自己的目标。

**第三步：**

如果考虑反向收购，找一个负责操作的公司。如果是被一个空壳所吸引，仔细考虑，然后十分谨慎的操作，必须明白的是，你仅仅会得到一个上市公司的名称而已。

.....

Valerio Giannini, 作家， 是美国新资投资银行公司（NewCap）的总裁， Geneva Business Network 的前任主席， Cumberland Investment Group 和 Kidder Peabody & Co 的负责人。同时他也是 White House Operations 和 Deputy Assistant Secretary of Commerce 的主管。他获得普林斯顿大学的学士学位，被 “Who’ s Who in America” 收录。

美国新资投资银行公司 (NewCap) 成立于 1987 年, 是一间私人投资银行, 现在洛山机、orange country、硅谷和北京拥有办事处。公司作为金融顾问主要为中型的私人公司寻找投资对象、买方和收购方。

公司的主要目标是综合华尔街和大、小运营公司的广泛的经验。同时 NewCap 也是美国证券交易协会的成员。