

全国工商联并购公会推荐

GLOBAL
M&A
RESEARCH CENTER
并购丛书

LBOs and Junk Bonds

杠杆收购与垃圾债券：中国机会

王巍 [美] 施迈克 (Michael Spiessbach) 等著

 人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

杠杆收购与垃圾债券：中国机会

王 巍 （美）施迈克（Michael Spiessbach）等著

人民邮电出版社
北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

杠杆收购与垃圾债券：中国机会/王巍，（美）施迈克（Michael Spiessbach）等著

北京：人民邮电出版社，2007.1

ISBN 978 - 7 - 115 - 15501 - 6

I. 杠… II. ①王… ②施 III. ①企业合并 - 研究 - 中国 ②企业 - 融资 - 研究 - 中国 IV. F279.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 137663 号

杠杆收购与垃圾债券：中国机会

◆ 著 王 巍 （美）施迈克（Michael Spiessbach）等
责任编辑 王 蕾
封面设计 陶建胜

◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市崇文区夕照寺街 14 号 A 座
邮编 100061 电子函件 315@ptpress.com.cn
网址 <http://www.ptpress.com.cn>
电话 （编辑部）010 - 64964059 （销售部）010 - 64983296
北京京科印刷有限公司印刷
新华书店经销

◆ 开本：670 × 970 1/16
印张：15.75
字数：290 千字 2007 年 1 月第 1 版 2007 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 115 - 15501 - 6/F · 870

定价：45.00 元

本书如有印装质量问题，请与本社联系 电话：(010) 64983296

主要作者简介

王 巍 全国工商联并购公会会长、全球并购研究中心秘书长。自 1982 年以来曾在中国建设银行、中国银行、美国化学银行、世界银行、中国南方证券和万盟投资管理有限公司等机构任职；直接策划、组织了中国几十家大型企业的改制、重组、承销及并购业务；担任过多个部委和省市的政府经济顾问；编撰过多部专著，包括《国家风险》（1987）、《MBO，管理者收购》（1999）、《中国并购报告》（2001 ~ 2006）及《中国产业地图》（2003 ~ 2005）等。负责本书第 1 章的撰写。

Wangwei@ mergers-china. com

Michael Spiessbach（施迈克） 万盟投资管理有限公司副董事长、全球并购研究中心海外理事、亚洲研究硕士和法学研究博士（JD），具有近 25 年专业投资及法律顾问经验，曾在美林证券（Merril Lynch）、梅隆银行（Mellon Bank）、强生公司（Johnson & Johnson）、金氏世界制作公司（King World）和卫斯瑞投资经纪公司（Wesray International）等具有国际领导地位的公司从事国际投资和业务运行的工作，具有丰富的基金管理与企业并购经验。最近 15 年来，一直专注于大中华区及中国大陆的投资业务。负责本书第 4 章的撰写。mfs 0101@aol. com

费国平 全国工商联并购公会常务理事，隆安（上海）律师事务所主任，中国社会科学院研究生。主要业务领域为并购重组和公司重整、投融资方案的法律设计、资本运作中法律风险战略评估和策划、企业产业整合与战略规划中涉及的整体法律价值判断和风险防范。编著有《公司重整》，《投资上海纳税宝典》等书籍。负责本书第 2 章的撰写。feiguoping@ bizlawyers. cn

张晓森 全国工商联并购公会理事，北京市高朋天达律师事务所合伙人，北京市人大常委会立法咨询专家，全国律协经济业务委员会委员，北京律协公司法专业委员会主任。擅长公司并购与重组、知识产权、合同等律师业务。主持编辑《并购观察》，出版了《合同法通论》、《中国公司法原理与实务》等数十本著作。负责本书第3章的撰写。xs Zhang@ealawfirm.com

李 斌 全球并购研究中心副秘书长，万盟投资管理有限公司执行董事。1998年以来一直从事企业改制、并购、重组及上市等方面工作。主编《中国十大并购》（2006）、《从员工持股到管理者收购操作手册》，参与编撰了《中国并购报告》（2001~2005）、《中国产业地图》（2003~2006）等行业专著。负责本书第5章的撰写。lb@mergers-china.com

董朝晖 德邦证券有限公司固定收益部总经理。曾在辽宁省五金交电化工总公司、汇鑫期货公司、北方证券公司任职。在期货、股票、债券等各项业务方面都积累了深厚的理论功底和实际操作经验。2002年开始，先后参与了广东核电、武汉钢铁等十多家大型企业债券的承销。负责本书第6章的撰写。dongzh@tebon.com.cn

序 言

全国工商联并购公会常务理事、宏源证券有限公司董事长

汤世生

杠杆收购（LBO）和垃圾债券（junkbond）这两个词对于中国的产业金融界人士乃至一般的受过经济学基础教育的学生来说早已不再陌生。远在 20 年前，国内的专业杂志上已有相关的介绍。这次由全国工商联并购公会组织编写的这部书稿中，汇集了多年来国内外在杠杆收购和垃圾债券方面的核心理念和操作案例，在重温历史的过程中让我们再一次加深了对杠杆收购和垃圾债券这一对资本市场孪生兄弟的认识。当然，本书并不是一部关于并购工具的教科书，在我看来，比起旧梦重温，探查中国资本市场、金融市场的气候和土壤并为未来市场的创新与活跃提供一种全面社会意义的读本，才是本书的真正价值。而这种价值在作者对历史与现实淋漓尽致致的剖析和富有激情的思辨中得到了完美的体现。

在国外高校的并购课堂上，杠杆收购通常是与垃圾债券、管理层收购和员工持股等放在一个章节里来讲授的。LBO 的起源与以 KKR 为代表的财务收购者以及美国公司私有化的进程密切相关，在西方世界经历的 5 次并购浪潮中，杠杆收购主导了 20 世纪 80 年代的第 4 次并购浪潮，在经历了盛极而衰的沉寂之后，又在 90 年代的第 5 次并购浪潮的后半期风云再起。作为杠杆收购的资金来源和推波助澜者，垃圾债券与之可谓同生死、共荣辱。而实际上，垃圾债券的历史更长一些。在早期，垃圾债券的名称听起来似乎要体面一些：低等级债券（low-grade bond），如同另一些人喜欢把它称作高收益债券（high-yield bond）一样，其名称只是客观地体现了

一种市场需要的风险和收益的组合而已。然而就是这些被称作垃圾的东西，在上世纪 80 年代创造了华尔街的奇迹，也把米尔肯（Michael Milken）这样的垃圾债券大王送上了顶级投资银行家的宝座。

和“贪婪的 10 年”里充斥着敌意收购的喧嚣和惊人的杠杆比率相比，90 年代后杠杆收购的衣钵传人正以一种更为理智和收敛的姿态来继续这个资本的游戏，并在高科技产业的整合和制造产业的升级中发挥了重要的作用。更有意义的是，他们已逐渐将主战场转移到美国以外的地方。人们自然会问：杠杆收购和垃圾债券的光环在中国这样一个欠缺市场化融资环境和有效公司治理的新市场里，究竟能否闪烁出智慧的光芒？所谓的“中国机会”真的存在吗？

中国改革开放已近 30 年，但是从经济结构调整的角度看变化并不明显，尤其是在全球经济的价值链中始终处于低端环节。加快推进经济结构调整和增长方式转变，是“十一五”的重要战略任务之一。而提升我国企业和产业的可持续竞争力，靠单个企业的自我积累或者仰仗行政手段无异于缘木求鱼。正因如此，一场金融资本和管理资本的联姻也就随机而来。而具有中国特色的上市公司股权分置改革则无疑是为这场婚礼奏响的美妙礼炮。全流通市场的形成为并购打开了大门，企业收购的主体、收购动机和收购方式将趋向多元化，企业并购成本将会大大降低，特别是敌意收购和反收购有可能越来越多地出现，这无疑为杠杆收购和垃圾债券提供了绝好的舞台。

关键是，这一切将完全藉着市场的力量来推动，其结果不仅将会极大地提升中国资本市场的深度和广度，催生一个多层次的债权市场，而且将会潜移默化地推动监管体制的改革，从而掀起一场自下而上的、真正的“并购革命”。同时，在这场革命中，因地制宜、扬长避短将是避免 20 世纪 80 年代末西方发生的具有悲壮意义的一幕重演的最好方式。

这里我想特别强调的观点是，对中国本土企业而言，“中国机会”绝不仅仅存在于国内这一个市场。近年来，对自然资源的需求、高储蓄率

产能相对过剩以及顽固的贸易保护主义正在迫使我们的企业家们必须着眼于另一个市场、另一种资源。在全球化的背景下，中国企业必须学会以经济资源的全球配置为基点，将自身的产业嵌入全球的价值链，以获取可持续发展的资源和获取全球化的利益。事实上跨国并购已经成为中国企业对外投资的主要方式。根据 JP 摩根的一项统计，2000 ~ 2005 年间，中国企业已公布的对外收购总额从 18 亿美元增至 62 亿美元，复合年增长率为 28.4%。另据中国商务部的统计，2005 年境外并购类投资占同期对外投资总额的比例达到 54.7%。近年来以联想、海尔、中海油等为代表的企业发起的一系列海外扩张活动，其规模和影响力已达到前所未有的高度。但即便如此，我们也很难认同中国已经拥有真正具有世界影响力的跨国公司。个中原因之一就是我们还缺乏一些高明且高效的金融工具。与既往简单地收购一座矿山、几间厂房不同，大规模的国际化并购不仅考验企业的融资能力，同时对并购后的管理整合和激励约束机制的建立提出了很高的要求，这些需求将会直接地推动包括杠杆收购和垃圾债券在内的并购工具的应用。我想这正是出版本书的重要意义之一。

《百年并购》的作者盖斯特（Charles R. Geisst）曾说，并购是华尔街中支配着所有其他游戏的高级游戏。而我想说的是，尽管本书对并购和债券市场的深奥游戏仅仅作了初步的介绍，但仍是人们观赏和参与这一高深经济领域资本活动的一本很好的指南。需要这本指南的不仅是从事并购业务的专业人员，对那些希望学习现代金融资本运作和公司扩张战略的企业领导者来说，这同样是一本合适的参考书。

2006 年 8 月于北京

目 录

序言 (汤世生)	1
第1章 从金融压抑到全流通市场：融资革命的土壤 (王巍)	1
金融土壤与金融家精神	2
融资革命：垃圾债券与杠杆收购	6
全流通市场的公司洗牌	13
第2章 并购融资环境与金融监管 (费国平)	19
失衡的融资结构与垃圾债券的诞生	20
垃圾债券与杠杆收购的市场保障	25
第3章 杠杆收购的现实法律模式 (张晓森)	33
中国的要约收购现状	34
要约收购与协议收购	45
中国要约收购的法律框架	52
第4章 杠杆收购 25 年实战体验 (Michael Spiessbach)	63
杠杆收购的历史与我的 25 年从业经历	64
中国杠杆收购，正逢其时	72
第5章 杠杆收购的运用 (李斌)	77
杠杆原理和特征	78
杠杆收购的运用	82
杠杆收购组织实施	91
并购的风险和控制	98

第6章 并购融资与垃圾债券 (董朝晖)	105
融资方式与融资选择	106
垃圾债券与并购基金	111
第7章 杠杆收购的风云人物 (吴晨宇)	119
杠杆收购梟雄 KKR	120
垃圾债券大王迈克尔·米尔肯	127
第8章 杠杆收购国际案例 (廖海东)	133
案例1 美国雷诺—纳贝斯克公司争夺战	134
案例2 凯玛特收购西尔斯百货	139
案例3 KKR 收购安费诺	143
案例4 Metsec 公司管理层融资收购案	148
第9章 杠杆收购国内案例 (王星)	153
案例1 PAG 杠杆收购好孩子集团	154
案例2 京东方杠杆收购	158
案例3 华泰股份管理者收购	166
案例4 苏州精细化工信托收购	170
案例5 全兴股份管理者收购	175
案例6 剑南春集团管理者收购	179
附 录	185
附录1 全国工商联并购公会简介	186
附录2 全球并购研究中心简介	194
附录3 相关法律法规	198
中华人民共和国公司法 (摘要)	199
中华人民共和国证券法 (摘要)	204
上市公司收购管理办法 (摘要)	207
外国投资者对上市公司战略投资管理办法 (摘要)	220
关于外国投资者并购境内企业的规定 (摘要)	225

第 1 章

从金融压抑到全流通市场： 融资革命的土壤

——中国的垃圾债券与杠杆收购的兴起

金融土壤与金融家精神

融资革命：垃圾债券与杠杆收购

全流通市场的公司洗牌

作者：王巍 全国工商联并购公会会长、
全球并购研究中心秘书长

杠杆收购与垃圾债券是在 20 世纪 50 年代初露端倪，80 年代急剧兴起的资本重组手段。经过 90 年代初期一段短暂的蛰伏后，又逐渐进入主流市场而成为当今全球金融不可或缺的基本工具。尽管在中国的资本市场上，时有企业家和庄家高举杠杆收购的大旗，创造出些许以小吃大、以弱胜强的案例，但究其根本，成败的关键仍是取决于巧妙把握体制转换的能力，而并非是依赖金融技术的运用。如果通盘审视西方资本市场的格局，没有垃圾债券的辅佐，杠杆收购不可能形成气候。中国金融体系中最困难的就是没有垃圾债券的土壤和种子，所谓的杠杆收购更多是煽情的幻觉和自说自话的渲染。

如今，中国的全流通资本市场即将实现，宣传杠杆收购和垃圾债券正当其时。企业界正在自下而上地出现各种金融创新，而金融监管层的有识之士也顺应潮流自上而下地推动制度改变。2006 年 3 月，中央银行负责人曾委托全国工商联并购公会约请业界人士针对中国债券市场创新座谈，杠杆收购和垃圾债券成为重要议题。本文便是笔者根据发言的提纲和相关观点进一步整理而成，以期引起业界的关注。

金融土壤与金融家精神^①

金融土壤的孕育

传统的发展经济学强调资本积累在经济发展中的决定作用。在哈罗德—多马模型中，资本积累被看做经济增长的决定因素。刘易斯的“二元经济结构论”也认为经济发展的核心问题是提高资本形成率。但是，20 世纪 70 年代初期新一代的发展经济学家麦金农和萧则认为，发展中国家的资本并不匮乏，而是金融市场的利率扭曲造成了资本效率低下，抑制了经济增长。麦金农进而提出金融资产积累与资本积累之间存在“互补效应”而不是传统货币主义的“替代效应”。提倡金融管制部门应当将利率市场化，

① 本节部分观点发表于《中国新闻周刊》，2005 年 4 月论坛：商业银行治理与金融家精神重塑。

激励金融资产的总量提升，减少金融抑制。^②

多年来，中国金融体制改革的一个基本主张便是推动利率的市场化和金融资产的深化，笔者曾在1985年将麦金农和萧的“金融深化论”基本观点引进国内，以开拓当时国内金融体制改革的视野。^③20年下来，中国经济终于取得了令全球瞩目的高速增长，中国金融资产总量已经大大提升，而且也超出了金融深化的一般指标。例如通用的M2/GDP指标从1978年0.29稳步上升到2004年的1.85，上升幅度达5倍之多，明显高出同时期的发达国家和发展中国家的货币产出比。^④但是，中国企业特别是中小企业无法获得金融市场的正常资源和高昂的融资成本却是共知的事实，也是历年政府政策高度关注的焦点和市场顽症。中国经济中广泛存在的金融压抑成为近年来各界讨论的主题。

中央银行负责人吴晓灵在今年3月出席“2006中国金融转型与发展论坛”时指出，国内企业和公民可供选择的投资融资渠道有限，没有充分的自主权，金融机构能满足社会金融服务需求的程度还比较低，存在着金融压抑的现象，这是造成中国金融发展现状与中国经济发展现状不匹配的根源。吴晓灵直言，中国经济的持续健康发展必须伴随放松金融管制。她特别提到观察金融压抑不仅要看到金融的深度，还要看到金融的广度。^⑤主导金融体制改革多年的中央银行终于真正意识到金融管制之外的市场空间，而且积极地讨论民间金融的合理性。

中国金融界一个重要的观念误区便是对待民间金融的态度。长期以来，无论官方和民间都十分审慎地谈及民间金融，非法集资、体外循环、洗钱、地下钱庄等词汇往往习惯地与民间金融划等号，涉及民间金融的机构和个人动辄得咎，战战兢兢，声名不佳。事实上，那些积极、创新的民间金融不过是管制之外的金融，并不是非法金融。

市场的发展是一个长期的过程，金融进入管制也是一个阶段性的现实。基于市场需求、成本、创新和技术等多种考量，金融工具和金融过程

② 丁从明，陈仲常，“金融深化、资本深化及其互补性研究”，《财经研究》，2006年第1期。

③ 王巍，童君扬，麦金农—萧的“金融中介论”，《金融研究》，1985年第3期。

④ 同脚注1。

⑤ 2006年3月29日，《东方早报》。

进入政府管制的范围和方式应当是不同经济发展环境和政策的选择，是不断变化的。管制外金融的广泛存在和蓬勃发展应当是经济发展的福音和伴生现象，断不应被视为洪水猛兽而大加讨伐。没有民间金融的丰厚土壤，就不会有真正资本市场的发展，也不会有企业家和金融家的产生。这是西方几百年来金融经济历史所印证的经验，也是二十多年来中国经济高速增长的现实写照。

金融市场的驱动

在宏观政策确定之后，技术路径可以成为主导成败的因素。以笔者经验，中国的金融制度大体经历了两个阶段：第一阶段是建国后形成的金融管理军事化，个中特征，无需赘言。20 世纪 80 年代后则进入了以精英设计为特征的第二阶段：一批充满改革激情的有识之士、政府的高级官员、各类学术领袖们所参与的精英设计。这样的设计具有非常强烈的理性色彩，追随国际标准和全球潮流，以长远全局利益为宗旨，倾向用理性思考来设计，并推出金融改革方案。

正确的方法是应该走到第三个阶段，要开放市场，靠竞争形成中国的金融市场，在竞争中形成金融体系。当然，市场竞争也同样会有很多问题。但市场发展中的错误与没有市场的错误是完全不同性质的，不能放在同一层面来谈。不能用市场中的错误来否定市场机制，这个道理就如同不能用政府的错误否定政府本身一样。

怎样来实现这一点呢？美国 20 世纪 80 年代曾有过一个金融“脱媒”（disintermediation）阶段，民间资金退出管制下的金融体系，通过各种方式直接进入市场。当时，美国经济一塌糊涂，又停滞，又膨胀，整个金融界在 20~30 年代建立的基础已经完全崩溃了。针对“脱媒”的局面，里根政府大搞金融自由化，缩小银行管制范围；开放民间金融，结果挽救了整个金融体系，保证了长达 20 年的增长。金融首先是企业，按市场供求规则生存，其次才是特殊企业，参与调剂市场总供求水平。至于改革需要什么方案，市场有自己的行为，有自组织能力，自然会在竞争中形成很多适应环境发展的金融框架和工具。

现在民营资本进入银行业，必须要到管制部门去证明自己历史是否清白，现在是否规矩，几年以后盈利状况会怎样，有多大的规模等等，才得

到准生证。仿佛从怀孕那天起，就必须不断向社会证明孩子将来发展成什么样，父母是不是身心健康、品行端正，这个孩子能不能当科学家，能不能对社会有用处，否则就不能怀孕甚至立即打胎。中国始终没有在市场上建立由民营操作的金融机构。如何能制造出一个与全球化接轨的现代金融制度？必须向民间放开金融市场才能形成竞争环境，金融体制必须通过竞争才能慢慢成型。只要政府逐渐放开管制，中国金融家精神就会自然迸发出来，中国的金融家就会很快走进全球的视野。

民营土壤与金融家新生

目前，我们的金融部门的体制改革远远落后于其他部门。金融动辄就与所谓国计民生、国家安全联系在一起，管理的是国家命脉、机要部门。基本上是行政式的管理，比如银行家的任命等等。价格（利率、汇率）主要由国家确定，资金来源（财政拨款、注资）由国家提供，资金用途（比如产业流向、企业流向等）包括给国有企业输血都由国家安排。在这样的市场环境中，缺乏产生真正的金融家的土壤。

中国的金融家是在企业家里面，而不在金融界里面。我们看到大量的民营企业，他们什么资源都没有。他们通过种种金融手段，把企业搞得这么大。他们都是金融家，只是名分得不到承认，“妾身不分明”。中国的金融家很多很多，只是中国现在不承认他们。什么叫金融家？只要面向市场提供金融服务，就是金融家。当然，中国不能和现代西方银行比。尽管中国的银行是从为皇家服务起步的，但只要中国的市场经济环境形成，是会转换成现代金融的。欧洲的两大银行体系，一个是巴林银行，为英国女王提供金融服务；一个是“罗斯柴尔德银行”，为法国拿破仑王朝提供服务。这些金融家族同样曾给皇家提供服务，但经过一二百年的工业革命就变成真正银行了。20年来中国企业家在市场非常困难的情况下，获得了令全世界瞩目的成就，成长出一大批如华为、海尔、TCL、联想等优秀企业家群体。只要给予开放的环境，中国的金融家就一定能在市场上取得大成就。

市场经济条件下，金融体制的核心不是产权问题，而是资源的有效配置问题。任何社会的增长其核心动力是始终处于创新过程中的中小企业，所有优秀的大企业都是从中小企业中发展起来的。金融体制的要点在于两个问题：中小企业获得正常资本资源的途径是否畅通，中小企业获得资本

的成本是否合理。途径与成本是衡量一个社会中金融体制有效性的根本指标。目前我们整个金融体系都在“抓大放小”，将重心放在大型企业集团客户上；当我们所有的金融工具都是基于批量交易的设计时，当我们金融政策更为关注配合整个社会的产权改革等非金融需求时，这个金融制度的软肋就昭然若揭了。

建设有效的融资途径和降低融资成本应当是中国金融体制改革的真正重心，这个过程需要政府监管部门的推动，更需要市场力量的推动。中国的企业家和未来的金融家群体就将在这个金融体制改革的过程中大批涌现出来。40年前的美国金融界同样是管制盛行，金融创新步履维艰，企业融资十分困难。但是，经济国际化的压力，日本经济的崛起，技术革命等因素迫使美国管制部门顺应大势开放金融体系，允许市场的力量推动企业融资行为，一大批金融家和企业家纷纷摒弃主流工具和渠道，尝试全新的融资方式，垃圾债券和杠杆收购便应运而生，从而启动了一次融资革命。回顾并学习这个过程将有助于我们把握中国金融市场的未来动向，思考中国金融体制改革的市场路径。

融资革命：垃圾债券与杠杆收购

金融自由化与垃圾债券

20世纪60年代美国经济进入周期性的衰退阶段。越南战争、两次中东石油危机、布雷顿森林体系的崩溃等动乱的国际环境，物价上涨、财政赤字和失业严重等国内因素，使得在战后长达20年的繁荣里生存的美国民众和企业面临空前的压力。特别是衰退中的企业投资大大削减，其不动产和股票价值也急剧下降，进一步打击了银行界的信心，迫使后者紧缩信贷，将客户集中于少数大企业。1974年的年度贷款额比上一年下降了20%，是战后最为严重的萎缩。限于利率管制政策，吸收存款的成本大大超过贷款收益，而且投资资本市场的收益也大大高于存款收益，因此，社会资金开始从银行界倒流直接进入资本市场投资债券和股票，这就是当时所称的“脱媒”现象。

二战以来受到高度管制的美国商业银行界面临生存危机。美国银行危

机恶化了美国企业的融资环境，特别是大量中小企业无法从银行获得正常经营资金，直接影响了消费品生产、就业和税收总量，美国经济进入长达十年的“滞胀”阶段，即在高通货膨胀的同时，又有高失业率。此时，里根总统上台，立即实行了自由主义的经济政策，推行金融改革，浮动利率水平，降低税收，特别是为鼓励投资，对负债减免税收。这一政策直接导致了公司债券市场的繁荣。

在经历了30年代大萧条的打击后，整整一代美国人对陷入负债破产的悲惨境况记忆犹新，对任何形式的负债都深恶痛绝，公司负债长期保持在6%的水平之下。直到60年代，崇尚管理资本主义的新一代企业家们才渐渐关注负债结构对公司价值的意义。著名的金融学家米勒（Miller）和莫迪格里尼（Modigliani）在1959年提出观点，认为在现实市场中，基于税收和破产成本等因素，企业的股本与负债的结构不同将影响企业的市场价值。此后，詹森（Jensen）和梅克林（Meckling）又在1976的论文中强调用负债代替多余的股本将给企业经理以压力，提高公司价值。^⑥ 这些论点都推动了当时金融经济学思考框架的建立。

但是，最重要的思考来自商业人士。美国的债券大王迈克·米尔肯（Michael Milken）是直接推动了20世纪80年代美国的融资并购高潮的人物，他设计并推广的高收益债券（high yield bonds，也被称为垃圾债券 junk bonds）成为敌意收购和杠杆收购的核心工具。迈克·米尔肯是费城的一家小型投资银行的债券分析员，他在大量分析几乎被市场遗忘的一些落入资信评级最低级别的公司债券后，认为这些债券实际上是“坠落的天使”，它们实际上是高收益债券，长期投资的收益会高于许多蓝筹优质股票。而且，米尔肯身体力行，直接操作这些被认为是垃圾的债券。十几年来，米尔肯在垃圾债券上几乎单枪匹马地创造出了一个完整的交易市场：他知道谁拥有多少垃圾债券，知道谁会投资垃圾债券，知道谁愿意在什么价格上转让或短期持有。对80年代中期的华尔街来说，米尔肯就是垃圾债券市场的国王，他每天都有超过1 000亿美元的头寸。^⑦

垃圾债券的一个直接起因是当时里根政府实施的债务免息政策，公司股息不能减免，而债务利息支付则可以全部减免。这样，用借贷资金购买

⑥ Glenn Yago (2003), Susanne Trimboth, *Beyond Junk Bonds*, Oxford Press.

⑦ Connie Bruck (1989), *The Predators' Ball*, Penguin Books.