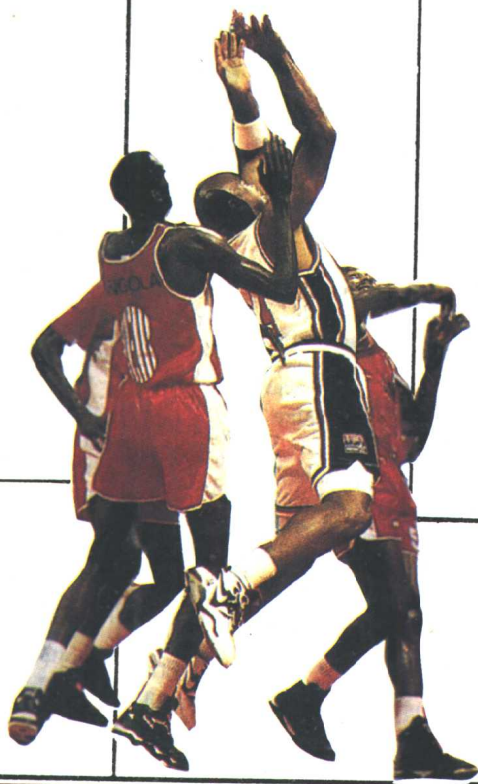


企业兼并、收购、破产丛书

企业收购战实录

主编 张邦辉 季文茹 田 文



中国物价出版社

企业收购战实录

文茹 甘爱萍
朱克勤 施建军 编著
南 岭 柳忠波

中国物价出版社

(京)新登字第 098 号

企业收购战实录

编 著: 季文雄 甘爱萍等
责任编辑: 王庆入

*

中国物价出版社出版发行
全国新华书店经销
清华大学印刷厂印刷

*

787×1092 毫米 32 开 10.25 印张 228 千字
1995 年 1 月第 1 版 1995 年 1 月第 1 次印刷
印数 01—10000 册
ISBN 7—80070—399-1/F·308
定价: 13.00 元

责任编辑
封面设计

王庆人

目 录

一、莫名其妙	(1)
二、土洋之争	(31)
三、固若金汤	(38)
四、梅开二度	(53)
五、咄咄逼人	(58)
六、崭露头角	(68)
七、鹬蚌相争	(74)
八、龙虎智斗	(86)
九、虎口余生	(96)
十、乘胜追击	(109)
十一、险象丛生	(115)
十二、奋起反击	(135)
十三、风起云涌	(156)
十四、八仙过海	(163)
十五、一支新秀	(177)
十六、独树一帜	(196)
十七、自食其果	(220)
十八、垂帘听政	(244)
十九、误入歧途	(271)
二十、各抒己见	(301)

一、莫名其妙 ——土地也要喝牛奶

收购始于 1972 年 10 月 30 日

收购结束于 1972 年 12 月 15 日

收购者：置地公司（亨利·凯瑟克）

被收购者：牛奶冰厂（周锡年爵士）

1972 年置地公司收购牛奶冰厂，这是香港股市有史以来，首宗最广为人知的收购战，这场收购战爆发时，轰动全城，把股市推上 1700 点的历史性高峰，种下日后狂泻的祸根。

在这场收购战中，当时香港无论是股民、交易所还是监管机构，对这方面的认识程度不深。事情假如在今天才发生，相信其轰动性以及在大市的影响程度会减轻许多。在未正式谈及这场收购战之前，且先让我们看看置地公司和牛奶公司这两家历史悠久的大企业的历史背景。

1. 追本溯源

怡和与置地集团的主要大股东都是凯瑟克家族（Kesteven）。怡和 1832 年在广州成立，1842 年迁移到香港，自此与香港结下了不解之缘，怡和集团曾掌握着香港经济的命脉！

1889 年，怡和集团董事之一詹姆斯·凯瑟克与友人保罗

· 查特均认为香港地理环境优越，日后会发展成为世界重要港口之一。如果香港能成为世界主要商埠，香港土地自然有价，在香港经营地产必有可为。于是两人便携手合作，成立“置地公司”，这就是置地创立的因由。

牛奶公司早年称之为“牛奶冰厂”，在1886年由苏格兰籍医生文逊以及五名香港商家所创立。他们在香港的薄扶林地区买下一大片土地，饲养乳牛，然后出售鲜奶。其后该公司股票上市，发展到70年代初期，已是一家极具规模的大企业，拥有员工超过2000名。

2. 以股换股收购

70年代初，香港股市尚处于初生阶段，但普通市民较以前更容易接触到股票，因此股票交易日趋旺盛，大市以及各股票价格也在越来越多人的追逐下节节上升。到1972年底，恒生指数已升到500多点的水平，和1967年中的58点最低点比较，5年里指数已升了10倍，因此当时市场的升幅是十分惊人的。可是大市并没有调整，反而继续上升，1972年10月25日，当日牛奶公司股票价格升了14元，以137元收市；而置地公司股票也上升到95元的新高峰。

那时候社会的信息传播媒介没有今天这样发达，报章并没有报导牛奶股价上升的原因，只知道当时投资者十分热衷于股票买卖。投资者买卖股票也比较盲目。1972年10月30日（星期一），市场终于爆发了置地和牛奶的收购战。置地公司于翌日（10月31日）才在报章上刊登全版广告宣布有关收购条件。很奇怪，有关这样重大的收购事项发生，置地以及牛奶这两家公司的股票竟然不需要停牌。可见当年证券市场的发展尚未成熟，有关方面的监管不足，那时候，熟悉股票

规则的投资者可以混水摸鱼，从中谋利。

置地公司周二在中文报章的全版广告中刊出——

香港置地有限公司董事会宣布：怡富有限公司和获多利有限公司现正草拟文件，准备于1972年11月7日左右分别寄给牛奶冰厂有限公司各股东。文件内将载列——以两股面值5元的置地公司股票，交换一股面值7元5角的牛奶公司股票的建议。

1972年10月27日股市收市时，双方的股票在香港证券交易所的收市价为：置地每股94元；牛奶每股135元。换股建议使牛奶股票每股价值188元，牛奶公司股东的资本价值增加，增值约40%。

我们从置地公司提出的收购条件可以看到，在这项收购行动中，置地只是采取以股换股的方法进行。换言之，整项收购不必动用分毫现金，和现在绝大部分以现金进行的收购形式截然不同。也许当时一般投资者对这些收购游戏的手法不太认识，也许当时人们只喜欢股票，不喜欢钞票，因此对这次收购建议很冷落，刺激这两支股票价格扶摇上升。

另外，置地公司建议用两股置地股票换一股牛奶股票，并以置地股票当时的市价每股94元计算，因而得出牛奶股东可以从这宗收购中，资本价值增加40%。然而，置地公司董事并没有任何承诺或保证置地股票股价在某一阶段之内决不会低于94元的水平；为什么置地股票不以牛奶股票的市价每股135元计算，因而得出结论每股置地股票市价只值67.5元？接受收购建议之后，置地公司所有股东资本将会减值28%？可见这收购建议颇具奥妙。

3. 股权合并真对双方有利？

为使大家更为深刻地了解当时的真实情况，我们将置地公司提出换股建议的原因，将原文抄录如下：

“置地公司董事会坚信，为股东利益着想，置地公司应加强并扩展目前已具有雄厚实力之酒店及饮食业。与牛奶公司合并之建议将成为符合此政策之进一步行动。牛奶公司现时行政人员及职工之利益受到保障，而加入扩大之集团后，将使他们之前程更为美好。维持牛奶公司独立而自成一体之地位及素质亦将为该集团之方针。

“合并后之酒店、饮食及食品集团，将成为太平洋区最重要之同类集团之一。它将向双方之股东提供机会，参与业务分散而又有连带关系之集团，其资源分别投资于本区内三种发展最迅速之行业——地产、消遣及饮食业。

“上述集团之财力既增强，于适当时候将可让牛奶公司之业务得以扩展。置地公司历来被公认为经营有方之地产专业机构，此点足以协助牛奶公司剩余之地产物业获得有利之长期发展。双方集团拥有股权之机构之地理分布形势及分别在各地区树立之地位将提高双方在广阔区域内发展业务能力之地位。

董事会肯定，建议中之股权合并对双方之股东至为有利。”

另外，置地集团为了加强公司股票吸引力，重估资产超过17.5亿港元，而且将部分因重估公司地产物业价值而获得的盈余拨充为公司资本，派发了数量可观的红股。虽然置地公司董事会并没有保证其股价在某段时间内不低于某一水平，但在派息方面却作出了一定的承诺。置地公司董事会保

证 1972 年度全年每股派息不少于 1.2 元,增长 26%;1973 年全年股息 1.5 元,股息增长 25%;1974 年增幅更高达到 35%,每股股息高达 2.02 元。

4. 牛奶股价急升

置地公司收购牛奶股票的消息使 1972 年 10 月 30 日(星期一)的香港股市沸腾起来。当日牛奶股票开市便比前日收盘价高出 48 元,以 188 元的价值开出,那时候香港股市很少有收购战发生,大部分经纪人都缺乏有关经验,顿时瞠目结舌,以为眼睛看错,其后股价便越抬越高,才如梦初醒。结果牛奶股票最后以 196 元收市,上升 56 元,升幅高达 28.6%。而置地公司的股票升幅比起牛奶公司的股票稍为逊色,但全日仍上升了 9 元,以 104 元收市,升幅约 9%左右。

在整体大市方面,市场的投资气氛极为乐观。置地公司的收购引起投资者的憧憬,许多股票都被带动而大升,入市的资金大幅度增加当日交易量就创下了新纪录,达 4.4303 亿元,恒生指数全日急剧升高 43.67,以 623.66 收市,升幅为 7.5%。

牛奶股价的上升,除了受到收购刺激之外,市场还有小道消息传闻,说是一大户估计错误,在市场大量卖出该股,已卖出的牛奶股票被迫高价补回,结果价位越抢越高,一发不可收拾。

1972 年 10 月 31 日(星期二)牛奶公司股价进一步升到 200 元的新水平,市场焦点仍然集中在有关的收购方面,投资气氛炽热。不知道是牛奶公司董事会缺乏应付收购的经验,还是对置地公司所提出的收购建议不予以重视,第二天,报上登出牛奶公司董事会还没有就此事召开董事会议,研究有关

收购建议。当时有消息说置地公司董事会主席亨利·凯瑟克在上周末曾与牛奶公司董事会主席周锡年爵士会晤，面谈有关收购计划。凯瑟克对收购极表诚意，大肆赞扬周锡年德高望重，希望在成功收购之后，周锡年能继续留任主席的职位，而自己则居副位，但周锡年丝毫不为其承诺所动心。于是收购的步伐渐渐的慢了下来，11月2日，牛奶股价下跌7元，达191元。置地公司发出通告表示将于11月7日左右把建议书寄往牛奶公司各股东，牛奶公司发出通告说已接到置地公司的收购建议，并且正在研究之中。

11月3日，牛奶公司正式对置地公司的收购建议作出反应，牛奶公司向各股东表示董事会仍继续聘请国际知名的财务公司“罗富齐父子（伦敦）有限公司”（N. M. Roth Schild and Son Ltd London）为财经顾问，研究置地公司目前的“接管建议”，采取这项措施是为全体股东的最佳利益着想。另外，牛奶公司总经理兼执行董事柯伦也匆匆返回香港，就这件事采取应变措施。一场精彩绝伦的收购战从此展开！

5. 拒绝收购掀起高潮

11月4日（星期六）牛奶公司在《星岛日报》刊出了全版广告，这是牛奶冰厂有限公司和罗富齐父子公司致全体股东的初步通告，内容主要是呼吁各股东在作出任何决定前，先等董事会发出进一步通知再行动。

11月8日，牛奶公司正式就置地公司收购一事作出答复，在当天的报纸刊出广告表示：牛奶冰厂有限公司董事会将不会接受这次收购建议，有关反对的理由将会在短期内公布，并继续呼吁各股东不要接受收购建议。

至于置地公司方面，则希望能以快刀斩乱麻方法完成收

购美梦。同日上午 11 时在置地有限公司董事会议室里，怡富有限公司以及获多利有限公司举行记者招待会，向报界发表这次收购的有关事项，其中包括催促新买入牛奶股票的投资者尽快到过户处办理转名手续；接纳收购者必须在 11 月 29 日前把股份寄往或亲自前往香港华打街 14—16 号的“中央登记处”登记，而接纳收购建议人数将于次日（30 日）公布。

由于双方正式进行交战，牛奶冰厂有限公司董事会的反抗行动引起投资者美丽的憧憬，市面上盛传置地公司将会提供更好的换股比例，于是刺激投资者更加疯狂。牛奶股价在 11 月 7 日便涨升 22 元，升到 228.2 元的历史最高水平，置地股票也水涨船高，升高 4.5 元，以 104 元收市。整体大市上升了 700 点的新水平，许多股票如九巴、和记洋行、怡和等均被带动而大升。11 月 9 日（星期四）晚上，牛奶公司举行记者招待会，出席者都是牛奶公司的要员，其中包括周锡年爵士、牛奶公司执行董事柯伦、董事祈德尊爵士，另外，“财经顾问”罗富齐父子公司的首席董事李柱也到会。记者招待会上，李柱代表牛奶公司董事会提出拒绝置地公司收购的三大理由。

牛奶公司所提出的三大反对理由是：

第一，若牛奶公司接受收购建议，将削减牛奶股票的股息。按 1972 年计算，牛奶股票每股股息 3 元；置地股票两股股息才 2.4 元，按股息得益计算，接受收购对牛奶公司股东不公平。

第二，1972 年牛奶股票每股盈利 3.65 元；置地股票两股才盈利 2.58 元，若收购牛奶公司，置地股票每股盈利增加到 2.79 元，而换股后牛奶公司股东相当于每股盈利减少 0.81 元。罗富齐父子公司发言人表示，他们在世界各地办理过很多换股协议，对这方面极有经验，但从没做过这种使牛奶公

司股东难堪的事，所以一定要拒绝收购。

第三，置地公司欲扩展业务范围，但凭借牛奶公司已有的优厚条件，牛奶冰厂有限公司在各方面已有良好的声誉，以本身实力条件，当然拒绝换股建议。

李柱充满信心地表示：置地公司这次换股建议将不会成功，当时出席牛奶公司董事会的还有会德丰银行董事会主席马登以及和记洋行的祈德尊，他们站在牛奶公司这一边，增强了对付置地公司的实力。

6. 针锋相对

针对置地公司的换股建议，牛奶公司董事会也提出了一系列吸引股东的条件，11月10日（星期五），牛奶公司刊登了半版广告，广告原文如下：

敬启者：董事会将于短期内致函阁下说明：

(1) 开股：每股分为五股。

(2) 红股：分股后每股发一红股。

(3) 目前持有一股者共得到十股。

(4) 1972年度收益除税后之纯利预计不少于2 670万元整，较1971年度高35%。

(5) 1972年度股息预计每股港币3元整。1971年度股息为每股港币1元8角整。

(6) 拒绝置地公司换股建议之详细理由。

为保证股东有上述权益，请各股东对置地公司的建议不要采取任何行动。

牛奶公司的这一招果然奏效，要知道当时一般投资者知识水平不高，每逢送红股及拆股股价必然大升，牛奶公司董事会采取此举无疑是投其所好，让一般小股东欣喜万分，而

双方的争夺更让投资者感到“鹬蚌相争，渔人得利”，他们认为置地公司肯定会提出更吸引人的条件。因此当日牛奶股价开市就被抢高，最高价达到 290 元，最后以 268 元收市，全天升高了 50 元。牛奶公司股价自从置地公司提出换股建议以来，短短十天之内便升高了接近一倍！如果以该公司每股盈利 3.65 元计算，市盈率高达 73.4 倍，而全年股息率则只有 1.1 厘，当时市场的疯狂程度，大家可想而知。

置地公司方面，股价也被抢高，当日也大升到 127 元的历史新记录，其市盈率更高达 98.45 倍，而全年股息率就下跌到不足一厘！但这种不正常的情形，当时的市场毫不警觉，人人都被这两家公司的争斗所迷惑，等到整体大市狂升到 759 点的新水平，成交额更高达 7 亿港元的新记录。

7. 奋起反击

置地公司面对牛奶公司的抵抗，第二天（11 月 11 日）就在报章上刊登了一则广告，广告中竟自称为“股王”。广告标题为“牛奶公司股东应考虑下列事项”对牛奶公司董事会提出了许多项质询，其中包括：“为什么现在才开股及送红股？并指出这项措施对牛奶公司的资产值毫无改变，只不过是把每股值 268 元的股票，化为十股每股值 26 元 8 角的股票而已！另外也对牛奶公司的增长率表示疑问，置地公司指出：牛奶公司董事会预测 1972 年度盈利较 1971 年度高出 35%，其实已把 1972 年 5 月牛奶公司供股所得的供股缴款计算在内了，如果排除这供股款项不计，实际增长率，不过才 21%而已。

广告中第三项质询是“未来怎样”，牛奶公司在反置地公司收购中，并没有对 1973 年的盈利作出估计，而置地公司的

换股建议中，则对未来三年的盈利进行了展望，其增长率分别为1972年25%；1973年27%和1974年36%，而1973和1974年的增长率均远远超过牛奶公司过去的实际增长率。

最后，置地公司还威胁到，在该公司提出换股之前，牛奶公司股价仅是135元，假如置地公司一旦停止行动，牛奶公司股东的股票就会由268元下跌到135元，共下跌99%。所以置地公司提醒牛奶公司股东不要不顾后果，对这次事情的演变妄加猜测，置地公司董事会不会承担这方面的责任，并表示置地公司无意“改善”其本来已是很慷慨的换股条件。

置地公司不提高换股比例以增强吸引力，反而“出言恐吓”，使人大感意外，原因是当时市场正盛传置地公司可能会派送红股，这谣言曾使置地股价在周五（11月10日）收市时一度抢高到154元！

8. 风云突变

虽然置地公司不肯为收购牛奶公司加码，但投资者们仍想入非非。当时市场盛传牛奶公司经过拆股和送股之后，可能会公布今后的发展计划，这个发展计划是与和记洋行紧密联系的，以三股和记股票换一股牛奶股票。消息虽没有获得证实，但由于人们憧憬收购战好戏还在后头，市场投资气氛热火朝天，故恒生指数再升至759点的新高峰。

但股市风云突变，11月13日（星期一），大市突然狂跌87点，跌幅前所未见，幅度高达11.5%，同样也创了记录，创下了当时单日最大跌幅记录！牛奶股票当天开市便回落到240元，最低时更跌至202元，最后以212元收市，跌幅超过20%。至于置地股价更大跌33元，跌幅高达23%，当时市场投资者买卖股票恍如坐过山车，其惊险程度可想而知。

当日大市无端急跌，造成这种局面，罪魁祸首要归咎于汇丰银行主席沙雅，他向公众发出警告，表示“香港股市形成了纯投机性活动，许多股价上升已超过合理程度”。这番言论引起了市场的即时反应；另外，由于置地公司与牛奶公司在收购战中争持不下，双方的言论均对股东不利，例如什么“收购不成股价将会下跌99%”“收购对牛奶公司股东不公平”等，对投资者产生心理威胁，而且市场也担心两大财团的“白刃战”会使股市遭殃。总之，所有以前的利好消息都成为现在的利空借口。

幸亏股市这场大跌没有恶化成股灾，第二天大市又呈回升势，这可算是这场收购战中的一段小插曲。

9. 广告大战

一般的收购财团都大掷银弹来致对方于死地，但这一场“置牛大战”，双方却不是以钱伤人，而是互相以理由去攻击对方。他们最初互相痛陈利害来争取牛奶股东的支持，后来又转而互斗文采，展开一场灿烂的宣传战！

11月13日深夜，各大报章收到置地公司的广告稿，是“连续性广告”，一连三天在报纸上全版刊登，文笔犀利，而且针锋相对，主要是针对牛奶公司以前在广告中批评置地公司“缺乏经验，公司会降低收益”。11月14日置地公司的广告部分内容称“……人尽皆知，荒山野岭只能长青草，绝对不会生长盈利，阁下当然深知其中道理……能在地皮之上建筑向高空发展的摩天大厦，方能使股东盈利直冲霄汉……”11月15日置地公司的另一段全版广告则以“名列世界三大地产公司”为标题，标榜置地公司在地产发展方面的骄傲业绩，报纸上写到：“……过去五年业绩每年直线上升，所以论‘已’

往业绩，是置地；论将来寄托，也是置地！”11月16日置地公司的全版广告，继续沿用着这些广告技巧，以同样的设计手法和排版，展示该公司未来的前景，就像广告的标题上写的那样：今后三年大发展，谁人能与共比肩？”

这三个广告同出一辙，号召投资者：“加入置地股东行列，是时候了！”

在满是铜臭味的商业收购战中，竟然有这样高文化以及艺术设计水平的广告点缀其间，可以说使整个收购战增色不少。

面对置地公司排山倒海式的广告大攻势，牛奶公司方面也不敢怠慢，立刻刊出相应的广告奋起还击。

广告内容是让各股东注意几个问题：

(1) 置地公司的收购建议是以股票换股票，不是以现金换股票；

(2) 股票市价可以降低，也可以高涨；

(3) 股民必须异常慎重地判断香港置地公司换股建议的价值。

牛奶公司在广告中请股民等牛奶公司董事会进一步通知后再采取行动，并指出如果股民于11月29日前采取行动，可能会失去未来的一切权益。

置地公司牛奶公司双方虽没有提高条件去吸引牛奶公司小股东，但口舌战却是寸土必争，各不相让的。牛奶公司小股东可以从这场宣传攻势战中选择自己的前途，但却不能在鹬蚌相争中得益了。

面对牛奶公司董事会的负隅顽抗，置地公司也奋而应战，在11月13日、14日、15日一连三天晚上，置地公司最高层人士深夜在告罗士打行三楼举行马拉松式机密会议，其中周