

第 一 编

基 础 篇



## 第一章 导论

### 第一节 企业购并基本概念和型态

企业购并渊源于商品经济的土壤之中。在商品经济条件下，所有商品生产者都试图以最小的投入得到最大的收益。要使投入成本最小化，企业不仅仅要在内部合理配置生产要素以提高生产效率，而且要使其处于最佳经济规模之上；而寻求最大的收益也不仅仅在于能够迅速销售其产品，还在于扩大市场份额以取得垄断利润。这样企业间就必然会发生剧烈的竞争，竞争的结果是优胜劣汰。劣势企业的资产发生贬值，贬值后的资产可以有偿转让，经过重新组合后发挥其应有的价值功效。其次，在商品经济条件下，市场要素都是商品，生产要素的组合和重组都要通过市场交易完成，于是作为生产要素的组合体的企业也就成了一种商品，具有价值和使用价值。其价值可以用该企业平均每小时创造的商品的价值来测量，其使用价值则表现为其创造财富和剩余价值的的能力。因此，企业也可以像商品一样可以被买卖，这种买卖就是企业资产和产权的有偿转让，也就是指在市场机制作用下，企业通过产权交易获得其他企业产权或控制权的一种交易，是企业每一个特定的经济环境下承受外部竞争压力和寻求内部发展的一种特殊手

段，是一种极为复杂的经济行为。

### 一、购并的一般型态

我们通常所说的企业购并即是西方国家常用的“Mergers & Acquisitions”，简称“M&A”。这个术语包含了两个概念，一个是 merger 即兼并和合并的意思；另一个是 acquisition，即收购和买收的意思。这两个词经常放在一起使用，因为这两者之间存在不可分割的联系。

表 1.1 购并一般型态

	类 型	交易方式
兼并 (merger)	<ul style="list-style-type: none"> <li>吸收合并</li> <li>新设合并</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ 股权集合</li> <li>→ 购买</li> <li>→ 统一合并</li> </ul>
收购 (Acquisition)	<ul style="list-style-type: none"> <li>资产收购</li> <li>股份收购</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ 现金交易</li> <li>→ 股票交易</li> <li>→ 混合交易</li> </ul>

#### (一) 兼并、合并

兼并购或合并 (Merger) 泛指两家或两家以上公司的合并，原公司的权力和义务由存续（或新设）公司承担，一般是在双方的经营者同意并得到股东支持的情况下，按法律程序进行的合并。兼并具有两种形式：吸收合并和新设合并。吸收合并是指一家公司和另一家公司合并，其中一家公司从此消失，另一家公司则为存续公司这种方式可以用  $A + B = A$  或  $A + B = B$  的公式来表示。新设合并是指两家或两家以上公司合并，另外成立一家新公司，成为新的法人实体，这种方式可以用  $A + B = C$  的公式来表示。

兼并可以通过股权集合 (pool of interest)，即合并帐户的方式；

收购方式 (purchase)，即收购公司将收购支出费用以商誉形式反映在该公司的帐户上的方式；或统一合并的方式 (consolidation) 即由参与合并的各公司的净资产组成一家新公司的方式来完成。所有的兼并都必须是合法的，必须符合公司注册地的法律，成交后必须正式存档。

## (二) 收购 买收

收购或买收 Acquisition 是指买方向卖方购入资产、营业部门或股票。收购又可进一步分为资产收购和股份收购。资产收购是指买方收购卖方的部分或全部资产并承担卖方部分或全部债务的收购方式。股份收购是指买方直接或间接收购卖方的部分或全部的股票之后，目标公司便成为买主一部分或全部投资的事业单位。由于买方根据持股比率一起承担卖方的所有权力与义务，包括现有与或有债务。因此，即使买卖双方收购后仍具有不同的法人资格，但是卖方的债务仍将影响买方的价值。

收购的交易方式有三种：现金交易、股票交易或混合交易。现金交易是由收购公司支付给目标公司股东一定数额的现金，以此取得目标公司的所有权。股票交易是指收购公司通过增发本公司股票，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交易方式。混合交易是指收购公司以现金、股票或其他证券等一揽子支付方式来收购目标公司的资产和股份。

兼并一般是指采用某交易程序的方法和状态，它可以是收购行为中的一个部分，而收购这个词则用来表示产权的转移。收购行为可以在兼并前发生 例如 A 公司收购了 B 公司的股票 ,B 公司被并到 A 公司。收购可以通过兼并方式发生，例如 A 公司收购了 B 公司 收回了 B 公司的股票 并用 A 公司的股票或现金来取代它。收购也可以在不发生兼并的情况下产生，例如 A 公司收购了 B 公司的股票 ,B 公司成为 A 公司的附属公司，或 A 公司购买了 B 公司的全部资产 ,B 公司原有的股票不变，但只成为一个空壳公司。Merger 和

Acquisition 这两个词放在一起使用 既体现了企业合并方式 又包含了相应资产所有权的转移方式，或这两者间的各种组合。

## 二、购并的特殊型态

企业的购并可以是在友好的气氛下，按其一般型态进行，即买卖双方高级领导层通过协商来决定购并的具体安排，如决定采用何种收购方式（现金、股票或混合收购方式）收购价位、资产处置、人事安排等，经反复协商后达成双方都可以接受的购并协议，最后经双方董事会批准和股东大会以特别会议的形式通过后予以执行。但企业的购并行为并非全部都是在平静的气氛下进行的，有相当一部分的收购行为是在目标公司管理层对其被收购的意图尚不十分明确或持反对态度的情况下发生的。这是因为企业在剧烈竞争的市场条件下为了生存和发展或其他目的而采取的非常手段，如收购公司可以采取标购方式、征求委托书、杠杆收购等手段对目标公司进行突然袭击，以达到收购的目的。

表 1.2 购并特殊型态

标购 (Tender offer)	溢价收购目标公司股票	积聚股票至一定数量→	强行接管
委托书收购 (Proxy fight)	购买目标公司股东委托书	争取投票代理权	产生新的管理层
杠杆收购 (Leveraged buyout)	发行垃圾债券等举债收购	单方面出击→	使其私有化

### (一) 标购 收购要约

这是指一家公司绕过目标公司董事会，以高于市场的报价直接向股东招标的收购行为。标购直接在市场外收集股权，事先并不需要征求对方同意，因而通常被认为是一种敌意的收购。标购

可以通过三种方式进行：第一种是现金标购，即用现金来购买目标公司的股票；第二种是股票交换标购，即用股票或其他证券来交换目标公司的股票；第三种是混合交换标购，即现金和股票并用来自交换目标公司的股票。在美国，tender offer是指公开收购要约，即收购公司公开地向目标公司全体股东发出要约，承诺以某一特定的价格购买一定比例或数量的目标公司股份。根据接受要约者可卖出的股票数量，可能导致以下结果：①要约期满后，要约人持有的股票低于该公司发行在外股票数量的 50% 则要约失败，但该要约人一般已取得控制权；②要约期满后，要约人持有的股票达到或超过该公司发行在外股票数量的 50%，则要约成功。一般来说该公司已被要约人收购，变成要约人的子公司；③要约期满后，要约人持有的股票不仅达到或超过该公司发行在外股票数量的 50%，而且使剩余股票的数量或未接受要约的股东人数低于证券管理部门或交易所规定的上市标准，将导致该公司退市 (Delisting)；要约期满后，要约人持有的股票不仅达到或超过该公司发行在外股票数量的 50%，而且使剩余股票的数量或未接受要约的股东人数低于《公司法》规定的标准，将导致该公司的非股份化，即私有化。

## (二) 委托书收购

委托书收购是指收购公司通过征求委托书，在股东大会上获得表决权而控制目标公司董事会，从而获得对该公司的控制权。委托书 proxy 是指上市公司的股东委托代理人行使股东大会表决权而让代理人出示的证明文件。股东可能无暇，或对股东大会不感兴趣，可委托他人出席股东大会并交付委托书以证明受托人的代理权限。代理人可以代理股东出席股东大会，提交股东授权委托书，并在授权范围内行使表决权。因为得到股东委托书可以代理股东在股东大会上进行表决而控制目标公司董事会，收购公司就可以通过征求委托书的办法来达到收购的目的，且这种方式不用支付收购溢价，因此收购成本较低，成为收购的一种常用手段。

### （三）杠杆收购

杠杆收购是指收购公司主要通过举债来获得另一个公司的产权，使得该公司的新的资产结构主要成为债务，其后又通过目标公司所产生的现金流量来偿还债务的购并方式。简单地来说，就是通过增加公司的财务杠杆去完成购并交易。杠杆收购通常有以下几种方式：经理层杠杆收购（management buyout），这一收购方式是指目标公司的现有的经理层收购本公司所有发行在外的股票，将其私有化。采用这一策略的主要目的是为了防止被敌意的收购和获取经济利益；职工购买控股（employment buyout），指职工使用其“职工股票所有权计划”（ESOP）的资金买下物主的全部产权。从本质上看，职工购买控股和经理层杠杆收购一样，可看成是公司内部人员对本公司的“收购”。这一收购方式在 80 年代随着各种金融工具的创新而盛行于美国。

除了上述特殊形式以外，近年来还出现了如股份回购和借壳上市等多种方式，这些方式主要是为了防止被敌意收购或绕过地方法律限制而采取的特殊购并方式。股份回购是指上市公司大量买回本公司发行在外的股份来改变资本结构以抵御被敌意的收购。借壳上市是指企业通过收购上市公司，再以反向收购的方式注入自己的有关业务和资产的收购方式，这一方式可以绕过会计、法律、审计等限制以最终达到间接上市的目的。

## 第二节 企业购并类型

购并的种类很多，按不同的分类标准可以把企业的购并划分成许多不同的类型。例如，按购并双方的行业和所涉及的产品关系来分，可以分为横向购并、纵向购并和混合购并；按出资方式分，可以分为现金收购、股票收购以及现金和股票混合收购；按收购融资中的债务比例划分，可以分为杠杆收购和非杠杆收购；以及按收

购的态度划分，可以分为敌意收购和善意收购。但在传统上企业的购并是根据存在于企业机构和所涉及的产品关系分类的，因为它们影响到市场结构，这种分类方法使用得较多，也较规范，美国联邦贸易委员会（FTC）就根据这一方法对购并类型作了具体的分类和定义：

横向购并（Horizontal combinations）

纵向购并（Vertical combinations）

产品扩大型购并（Product expansion combinations）

市场扩大型购并（Market extension combinations）

⑤ 纯混合购并（Pure conglomerate combinations）

在这种分类方法中，不是每一种购并方式纯粹属于某一种类型，而是在某些不同的类型中存在一定的内在联系。例如，上述④、⑤类型代表了多种产品企业结构的多样化程度。产品扩大型购并与纵向型购并相似。同样，市场扩大型购并与横向购并相接近。这种分类以强调专业化开始，而以强调多样化结束。从某种意义上来说，这样的分类反应了企业组织结构类型的发展，即企业对经济、技术和制度的发展作出的反应。纵向和横向兼并的优点在于专业化的利益。产品和市场扩大型兼并也在某种程度上说明专业化的经济优势，还展示了产品多样化带来的好处。混合方式的兼并在于获得产品多样化的优势。下面根据美国联邦贸易委员会规定对这些购并类型的定义、特点和各自的利弊关系作一分析。

### 一、横向购并

横向购并是指在同一地区市场中，生产一种或多种相同或相关产品的公司的合并。实质上，也就是指竞争对手之间的合并。该购并方式的特点是：

优势企业并吞劣势企业，资本在同一生产部门或销售部门

集中 减少竞争对手 形成横向托拉斯；

如果这一购并方式可以提高市场份额，那么相对竞争者来说它就可以降低分配成本；

这一方式可以消除重复的设施和管理人员，在购买和分配中的地位得到加强，从中产生有形资本节余，使流动资本投资成为可能；

横向兼并最易形成垄断，因此也最容易受到反托拉斯法的诉讼。

总而言之，横向兼并的目的在于消除竞争、扩大市场份额、增加购并企业的垄断实力和提高经济规模。一个世纪以前的第一次购并浪潮和当前的第五次购并浪潮都是以横向购并为特征的。美国在第一次购并浪潮中出现了众多规模庞大的企业，它们中间的石油托拉斯，棉籽油托拉斯，亚麻油托拉斯，糖业托拉斯等甚至支配了相关产业达数十年之久。例如，美国的美孚石油公司就是通过一系列横向兼并发展壮大起来的。该公司成立于 1882 年 早在本世纪 20 年代，它就通过一系列横向兼并，大大扩充了自己的实力。其规模较大的兼并包括对马格诺利亚石油公司、通用石油公司和白鹰石油公司的兼并。到了 30 年代，在美国实业界的购并浪潮的推动下，美孚公司又相继兼并了真空石油公司、润滑油冶炼公司、南美海湾石油公司和哥伦比亚石油公司等。到了 40 年代末，美孚石油公司已成为美国最大的五家工业公司之一。在 60 年代的混合购并中，美孚石油公司的兼并范围从原来的石油工业伸向了贸易行业。到目前为止，美孚石油公司是美国仅次于埃克森公司的第二大石油公司和第三大工业公司。

## 二、纵向购并

指购并中所涉及的两个公司购并前存在潜在的买卖关系。这种兼并方式把生产互补产品——生产过程中各个阶段的产品——

的公司联合起来，置于统一的管理下，形成纵向一体化生产。收购公司可以寻求后到供应商、前到消费者对象进行兼并以扩大业务，因而存在前向购并和后向购并之分。西方国家的许多工业巨头都是通过纵向结合取得其地位的。美国钢铁公司在其发展顶峰时广泛地持有铁矿储存、煤和焦炭产业、铁路和水路交通公司、天然气设施。所有这些公司都结合为一体，生产各种钢铁产品。通用汽车公司和福特汽车公司把后到零件和辅机供应商、前到销售服务部门结合起来。1985年，通用汽车公司又收购了一家在达拉斯的计算机服务公司以得到电子数据系统。

纵向购并的优点在于：

降低在由两家独立的公司分别生产两个阶段产品时的买卖成本；

降低材料处理成本；

在有些情况下可以确保得到供应短缺时的紧缺材料或生产过程中的关键材料；

在材料得到保证的情况下，可以更好地协调各阶段的生产 and 库存计划；

可以控制分配渠道，从而扩大销售，增加生产；

- ⑥ 可以保存更多的流动资本，更好地协调销售和技术能力；
- ⑦ 较少受到各国反垄断法的限制。

然而，纵向兼并不仅仅是产品目录的增加，在产生这样的结构时需要注意几个重要的问题。

第一个问题是，纵向结合和资本结合同义。资本的密集在很多情况下会引起利润的下降，而除非企业的经营状况相当好。这是因为各个阶段的最低生产规模效益是不一致的，其中有一个或一个以上的生产阶段可能是在不够理想的水平线生产，这将影响到企业最终产品的产出。此外，一些通过纵向结合形成的大的、资本密集的公司对商业周期的波动很敏感，特别是在商业周期下滑

的时候容易蒙受损失，而一些资本密集度低的小公司却较易渡过风潮。

第二个问题是，如果技术创新使得一个或更多的生产阶段变得过时，纵向结合的生产体系将产生如何迅速适应新环境的困难，并面对大量固定资产勾销的前景。例如通用汽车公司关闭了密执安州的 Pontiac 生铁铸造厂，因为汽车生产趋于采用小型的四到六个汽缸发动机。纵向结合从某种程度上减少了适应弹性。

### 三、产品扩大型购并

当收购公司和被收购公司在市场和分配当中具有相关作用，但在销售其产品中不直接发生互相竞争的时候，其兼并被认为是产品扩大型的。例如肥皂制造商收购了漂白粉制造商。

产品扩大型购并增加了现有产品生产线互补产品，这类产品与收购公司的产品使用相似的分配渠道或具有技术联系。美国 Chrysler 汽车公司收购了美国汽车公司，其主要目的是加强 Chrysler 在娱乐车市场中的地位；杜邦公司收购了新英格兰核能公司以扩大其在核药物生产地位。产品扩大型购并和纵向购并类似。

### 四、市场扩大型购并

当收购公司和被收购公司生产相同的产品，但在不同的地区市场上销售的情况下，其兼并被认为是市场扩大型的。这类收购行为主要投资于现有的分配渠道，扩大市场区域。大多数市场扩大型购并发生于那些生产具有大量消费者市场产品的企业。乳制品、啤酒、水泥和食油生产厂商便成为这类收购的对象，其动机与横向兼并别无两样。

据测算，美国酿酒厂数量从 1935 年的 750 家下降到 1980 年的 82 家；1947 年最大的前 5 家酿酒厂占销售总额的 19% 最大前 10

家占 28.2% 但在 1980 年，这两个数字分别为 75% 和 93.8%。啤酒工业在市场扩大型购并中是个典型的例子。在更广泛的市场领域进行生产和分配所得到的规模经济刺激了新的投资，但和横向兼并一样，市场扩大型购并很容易受到反托拉斯法的诉讼，但企业的规模和结构最终是根据市场需求而调整的。

### 五、混合购并

两家基本上不相关的公司进行兼并属混合兼并。例如，一家造船公司购买了一家冰淇淋生产厂商。混合购并把那些在原材料、生产技术或市场需求不具共同成分的生产不同产品的公司结合在一起，置于同一领导集团的管理下。混合购并既可以是纵向结合，也可以是产品和市场的结合，或上述任何方式的组合。其主要目的是提高多样化程度，加强企业的实力和应变能力。

混合兼并被宣传媒介说成是“巨人”、“国际”或“军事联合体”成员的联合。这说明大多数混合兼并发生于大公司或大企业。其多角化经营策略尤为跨国公司所青睐。按照多角化经营战略，跨国公司可采用合资形式或兼并方式，向本企业的非主导行业投资或开辟新的业务部门，以便减少经营局限性，分散投资风险和扩大企业知名度。但混合购并也有可能发生于一些小公司或小企业，尤其是把那些发展潜力小的，但当前形势看好、再投资要求低的单位组合在一起，形成“现金母牛”。这些“现金母牛”创造了流动现金以喂养该组合中其他一些单位，即一些具有良好发展前景，但需要投资的单位。为得到长期收益而经营的后一组公司构成了“现金母牛”的“存款帐户”。

混合购并所产生的合成效应主要体现在：

能够产生各种合成效应。股份企业的性质及其内在的要求生存的本能适应于有活力的市场经济体系，管理部门致力于运用现代管理技术使合并后的公司产生各种合成效应。例如，收购

公司的市盈率转化为被收购公司的收益所产生的合成效应；加强债务能力的作用所产生的合成效应；多角化生产使企业经营风险分散，即把证券组合理论用于企业集团所产生的合成效应等。

现金收支集中化。混合购并形成的上层管理部门对其下属经营机构充当了银行家的角色。例如，下属机构对流动现金的需求因商业活动有季节性高峰和低潮而异。集中的管理能够抽调一个单位的现金给另一个单位，这样就减少了整体组织对外部资金的依赖。多角化经营所增加的收入稳定性使母公司能比组成单位以较低的利率借到资金。此外，由于现金流动的稳定性加强，整体偿债能力得以提高。这些成分结合在一起增加了杠杆作用，降低了加权平均后的资本成本。

有助于长期利润最大化。把不相关公司组合在一起能有助于长期利润最大化。各个单位在不同的产品市场经营，具有不同的现金流动周期。集中的管理能使一些单位的净现金流动资金用于支持其他一些需要现金并具有长期利益的项目，以最佳收益率对现金流动资金进行再投资可以产生正经济收益。因此，选择大量可得项目形成多角化经营，使混合企业管理人员比单一产品公司能更好地运用资本预算原则。根据资本预算的风险收益标准，相对风险来说资金流入收益较高的项目，直到项目收益和企业资金成本之间达到平衡。这种平衡意味着公司最佳投资地位，这不是较小的个体单位所能轻易得到的。

便于广泛收集信息。既然混合购并把不同行业中的公司组合起来，就更容易得到各行业的信息。这有利于对一些具体项目的评估，并根据各公司的竞争地位和长期趋势来更好地制定发展战略。

但是许多在 60 年代的混合购并后来证实是不成功的。这是因为管理阶层对管理无关企业的资产存在困难。实现混合购并所能产生的利益的核心问题是管理质量。而一些决策人员往往不是

把经济效益和股东利益放在首位，而是追求其他一些目标。另外，一些有经验的管理人员经常更换，生产遭到破坏。在当前新一轮的购并浪潮中，企业的经营战略已不再是多角化经营，而是集中于核心部门的经营，购并方式也由原来的纵向和混合方式转向了横向购并方式。

### 第三节 购并市场组织

企业结构调整是指企业在激烈的竞争市场中为了生存和发展，由企业家、经理、股东、金融家、债权人和债务人一起磋商对现有的企业进行重组，通过兼并和收购实现企业间产权的转移，得到合理的资源配置和有效的经营管理。由于企业这种资源配置方式是各种要素的组合物，因此企业的购并涉及到各种要素的重新组合，而不是一般含义上的商品买卖。企业的购并不仅需要完整的运作体系和强大的资本市场支撑，还需要有完善的社会保障制度加以保证。

在西方国家，企业的收购行为主要是通过股票市场进行的，但由于在收购中还涉及到资产评估、融资、法律、税收等方面的工作，因此各种金融机构、会计、律师、投资者都纷纷介入收购活动。无疑，在企业购并活动中买卖双方是交易主体，投资者是交易的基础。在友好收购方式下，买卖双方通过反复的洽谈和磋商，拟定交易条件，通过正常的程序成交。在敌意收购方式下，买方便是交易的发起者或出击者。卖方可以有预防措施，也可以进行反击。或成或败也得通过几个回合的交锋。在购并交易中，投资者一般不是直接向买方提供资金，而是通过银行中介进行的。银行不仅为购并交易提供必要的资金，而且为交易提供各类服务。在很多情况下，银行还利用手中的客户为买卖双方牵线搭桥，出谋划策，从中收取大量佣金。因此，人们普遍认为投资银行是购并交易的主

导者或发起者。由于购并交易是一种复杂的高级经济行为，在交易过程中涉及到资产评估、会计处理和法律程序等，因此有关专家诸如购并顾问、会计师和律师等都参与购并交易，成为购并交易中必不可少的合伙人。80年代开始了金融“百货商店”金融工程师、有数学头脑的会计师以及敏锐的律师都被雇佣来参加新形式的“金融和法律建筑物”的设计。新设计的模式是把风险和收益分配给自愿接受者。也就是说，一方寻求保险，另一方寻求更高的收益。

由于企业购并是影响到一国经济的重要经济行为，也必然会受到政府的干预。在西方国家，政府主要通过制定一些有关的法律和政策来调节和控制企业购并。如美国的“谢尔曼法”和“克莱顿法”以及1968年通过的“威廉士”法都是针对购并行为的。政府有时候也会制定一些政策以鼓励购并。例如，日本在战后为了迅速振兴经济，提高日本企业的竞争能力，先后采取过一系列措施来促使企业购并。其中著名的有1949年制定的“产业合理化政策”和1952年的“企业合理化促进法”。有时政府为了某种目的还会亲自出面购并。例如，二次世界大战后，许多资本主义国家的政府动用财政手段，直接出面购买了一些公共物品及基础工业部门的企业，形成政府对诸如电力、公路、铁路和电信等部门的完全垄断。即在各部门中实行国家垄断资本主义。总之，国家出于政治、经济、社会等各种目的会对企业购并加以关注和进行必要的干涉。因此，资产买卖双方、金融机构、投资者、会计、律师等构成了购并交易市场中的主体或主要参与者。

### 一、买方收购者

一般来说，买方总是购并交易的主导者或发动者。收购者可以分为善意的和敌意的收购者，大多数收购者是善意的，当然也不乏有许多买主纯粹是出于牟取经济利益而对猎物公司发动敌意的

进攻。各种动机促使收购者在收购场上物色猎取对象，采取各种方式获取其猎物，以达到自己的目的。伦敦国际商务信息中心的大卫·米切尔 (David Mitchell) 把商业环境比喻成充满游戏目标和猎物的大平原。在这一大平原上大致有五类猎取者：

#### (一) 习惯性猎取者

这些公司无情地习惯性地猎取那些有利可图的目标，把新的猎物结合到自己的体系中去。在收购以后，很少保留原有的管理人员，而是按照自己的管理方式去管理那些收购来的公司。例如，瑞典的 Esselte 办公用品公司每年都要收购 10 多家公司，收购似乎已成为他们的嗜好。

#### (二) 价值提取者

目标公司被收购以后，原有的管理保持不变，公司经营不受大的影响。收购公司只是想从其身上提取利润，如发现被收购公司无利可图，再转手卖掉。

#### (三) 谨慎的猎取者

他们在目标不清的收购市场中谨慎从事，把精力集中于核心企业，而不是采用多种经营的方式。被收购公司的管理通常保持不变，只是根据公司的习惯和准则进行调整。

#### (四) 白色猎人

他们大胆地猎取比自身大的目标。一家不知名的英国超市手推车制造商对准了美国广告巨商 JW Thompson。有人认为这种猎取是有理的，因为它可以使懒散的管理人员得到活力，使未充分使用的和低估的资产得到更有效的使用。

#### (五) 绅士射击者

他们是最常见的欧洲收购者。他们很少购买，而往往是以友好的、文明的方式进行收购。因为缺乏有经验的管理人员，使得偶尔发生的收购很难成功。