

第六章

招股章程的內容、 時間表及有關文件

上市的過程中，最主要的行政工作是編製招股文件。「招股章程」一般稱為「招股書」，對於招股書的具體內容，各地股市也許有不同的規定，但主要的組成部分卻有共通之處。以下「I 招股章程各主要部分」一節簡述招股書的主要內容，當中有一些極為重要的項目，將決定上市發售的基調。招股書內容的重要性，與其出現的先後次序或所佔篇幅多少無關。

以下「II 時間表及有關文件」一節討論編製招股書所需的時間，並開列有關文件的清單。若干文件如會計師報告，提供其他部分所需資料，因此必須首先完成。上市時間表和文件清單是上市發售的藍圖，有了藍圖，便可以監察上市的進度和程序。

I 招股章程的主要內容

「招股章程」一般稱為「招股書」。印製招股書有兩個目的，首先是按照法律及證券交易所或其他規定的要求，向未來的投資者披露及解釋資料；其次是作為推銷文件，或作為銷售簡報會的基礎。這兩項功能有時互有衝突：在營銷人員眼中，披露所需資料

過份詳盡，可能無法突出精采的推銷重點，因此，招股書的開首一般刊載一份概要，簡述售股的特點和公司的資料，另有一段「風險因素」，重點指出是項投資的實際和潛在的風險。公司董事(及營銷人員)初時或會抗拒將風險部分放在顯著的位置，但是董事們傾向接納一個看法，就是這一節可以保障他們，而營銷人員也可提出「高風險，高回報」的論調。

以下是招股書的主要內容，並簡述其重要性。

(i) 公司股本

上市之後，股本出現變化，因此招股書須列出法定股本及發行股本，以反映股本因上市而重組的情況。如果公司以發行新股方式上市，股本應包括發行新股後的效果。管理階層股份獎勵計劃、行使仍然有效的期權或認股證，以及行使任何可換股證券後帶來的影響，亦須一一披露。

(ii) 集團負債及流動資金聲明，包括或然負債、擔保及承擔項目

負債情況的資料，應獨立向有關銀行索取，而索取這些資料進行核對，都會花上若干時間。必須作好準備，務求取得最新的數字，一般以不早於上市前一個月為限。

招股書內應有一段文字，評論集團負債的水平，內容包括資產淨值、有形資產淨值、流動資金，以及集團整體財務資源等因素。該段評論一般包括：

- 將長期負債及短期負債分別列出，並分析其與固定資產及流動資產之比重是否相合。

- 資產所獲抵押類別，以及借貸文件是否包含重大的限制性契約；
- 除負債外的貿易借貸及流動負債水平，及其與存貨及應收帳款等流動資產之關係；
- 銀行融通額及可自由調度現金的水平。

集團的借貸並沒有唯一「正確」的水平。負債水平表面偏高，也許令一些投資者卻步，但是上市文件的其他部份卻顯示營運資金保證充裕，而上市其中的一個目的，或許就是減少借貸。

(iii) 公司董事及參與上市的其他人士(主要是專業人士)名單

本節刊載的只是一些直接的描述性資料，即使是有關人士最基本資料，也不能低估該人對這些資料的敏感度。有些董事反對披露自己的年齡、住址或國籍；專業人士希望在章程中保持有利位置，或者名字以某種字體印刷。如果專業人士提供專業意見，或者在招股書內的表格或內文利用專家身分提及他們的名字，則必須取得他們的書面同意。在編製招股書的過程中，必須注意，如果沒有在第三方知情的情況下及事先取得其同意，就不可以提及該第三方的名字。

(iv) 集團歷史及業務，包括行業背景資料及闡釋影響其營運及未來前景的主要商業因素

招股書中加入一段有關集團的行業簡介，對投資者可能有幫助。有關科技、生產方法、分銷途徑及新加入行業的障礙，都是一般投資者不一定熟悉的重要因素。

爲了讓投資者對集團的發展有概括的認識，公司的行政人員撰寫數段文字，再由專業顧問予以修訂，內容是簡述公司的創辦經過及發展歷程，重點提出若干件重要大事。

這段發展簡史之後，有一詳細章節介紹各項與公司及附屬公司的營運有關的活動、國家、產品及業務情況。公司架構圖表可以讓未來的投資者更清楚了解公司的位置，該圖表可以顯示控股公司和主要附屬公司的關係、所佔股權比重、註冊地、主要業務及其他有關資料。

這一節應介紹集團的不同產品及部門，生產、銷售及經營溢利的地理分佈情況也須在此一一交代。按照業務的類型，應在本節討論有關的商業環節，如零售網絡、代理和經銷商、品牌名稱、特許經銷、專營權、專利、研究開發能力等，也應提及與供應商和客戶的重要關係，例如主要組件的供應會否限制生產量？有沒有兩個供應來源？向個別客戶所售貨品，會否佔集團整體產量重要的比例？或是佔個別產品、個別部門的重要比例？有沒有重大壞帳？

公司董事可藉此在本節介紹公司的精神和傳統。一如招股書內其他部分，本節的遣詞用字也受到法律嚴格限制，不過卻比其他部分來得有趣，也容許公司管理層在這兒流露一點成就優越感。

(v) 董事、管理人員及職員

董事的經驗及職責範圍須清楚交代，執行董事與非執行董事要分別列明。投資者會有興趣了解董事以下的高級管理人員的資料，確信管理人員具有所需的深度及專業知識。個別人士的影響力過

大，可能有負面影響，因此主席和行政總裁可考慮由不同人士出任。包銷商希望集團能委派富經驗和具獨立思考能力的人士，出任財務總監之職。一切帳目應由具專業資格的公司秘書處理，以前則可能是以非正式的方式處理帳目。公司應與所有執行董事簽立為期比如兩至三年的服務合約，尤其是廣告業之類的行業等，因為這些公司沒有一大筆資產作為基礎，投資者重視的是公司的人才和專業才華。公司如有分紅或股份獎勵計劃，也應提及。

其他僱員的資料也可能有用，特別是僱有大批員工的集團。如果能夠論述勞資關係，或會有幫助。不過，所有籌備上市的公司似乎與各級員工關係極佳。當然正在成長中的公司能夠上下一心，也是合情合理的。

(vi) 過往業績

(a) 溢利

公司在某段時間(一般是三年)經審核的業績及其他財務資料，先在會計師報告中列出，再在招股書的附錄中全文載錄。會計師報告所列出的業績期間，應不遲於招股書刊行日期前的六個月，報告也應包括一切審計師認為必需的附註，客觀地解釋各項數字。

在招股書的正文內，公司董事或會加入若干註釋，解釋業務在過往的走勢，或者由於任何特殊情況而影響某年度的業績。每年之間倘若營業額和盈利出現重大變化，就要列出主要的理由，再分析利潤幅度和其他相關的因素。以往的業績可能有未盡如人意之處，投資者因而懷疑公司的質素欠佳，以及昔日盈利能否保持。這一節除了提供背景資料外，還可就這些情況一一反駁。

(b) 股息

私人公司沒有必要理會派息高低是否每年一致，甚至視乎稅務狀況和股東的要求而決定是否派息。因此，會計師報告中所包括的往年派息紀錄，對於未來派息政策，其實指導作用不大。在某些情況下，特別是有些公司發行新股，掛牌上市只是為了提高公司的知名度，而不是為了集資，公司董事會在掛牌上市前，宣佈向現有股東派發大量股息。此舉無疑減少了公司的淨資產，但是如果公司的估值是以預計溢利來衡量，那末就不一定影響股票的發行價。於是股東為了取得最大收益，在歷年滾存溢利中派出大量股息，將淨資產減至市場僅僅可以接受的水平。此外，股東將手上一部分股份出售(而非由公司發行新股)，也可以達到類似的效果。不過有些股東認為雖然他們有權從過去的溢利中獲派股息，他們不希望被視為出售手上股份。

(vii) 溢利及股息預測

(a) 溢利

在招股書內正式提出溢利預測，雖然不是法定的要求，但是在一般情況下，卻有必要這樣做。溢利預測通常以當年的會計年度為限，如果預測尚未開始的年度，會被視為欠缺實質內容，不符招股書的標準。

如果公司是以溢利作為估值的基準，有人認為溢利預測是招股書內最重要的一環，當然也有人不同意。股票發行價是以未來預測溢利作為定價指標，而非以過往溢利。當然過往紀錄也可作為一個參考，看看溢利預測和未來潛在增長率是否合理。

第十七章

提出收購建議

收購人應按特定的情況，選擇適當的方法展開收購，一如以下「I 初步接觸」所述。談判本身就是一門藝術，沒有一定的方法，但「II 談判基本法」介紹了幾個談判基本重點。「III 提出爭奪式收購」一節論述談判未能取得進展時的戰術。不管談判的部署如何精密、技巧如何純熟，有時遇到的也許是銅牆鐵壁，無法取得進展，那時就得使用以大刀闊斧的方式清除障礙。

I 初步接觸

假如公司由幾批人擁有和管理，就得決定首先向哪些人接洽，並且研究應該採取甚麼策略。有時透過中介人進行，比當事人之間直接接觸更為靈活。如果目標公司是一家上市公司，則須遵守若干限制，將談判保密。

(i) 股東與管理層對壘

如果被收購的公司股東分佈極廣，並由專業管理人才管理，日常管治權操在管理人員手裏，而擁有權則在廣大股東手裏，兩者獨立運作。管理層的責任是在符合股東利益的前提下營運業務，在

正常情況下，他們理應如此。但是，到實際出現併購或者可能出現併購時，兩者的利益可能出現衝突。

管理層主要關心權力會否被削弱、地位會否下降、生計會否受到影響，如果他們沒有受到服務合約充分保護，則尤其如此。另一方面，股東最關注的是能否把握機會，把投資價值即時變現，大幅獲利，這是完全可以理解的。他們並不在意公司日常如何經營運作，這情況在現金收購時最為突出。

兩者的利益出現矛盾，會有兩個不必要的後果。其一，管理層如果認為收購後本身前途黯淡，他們會向收購建議大澆冷水，或者假裝並沒有收到併購建議。要是不得不承認買方的確曾經提出要約，最先作出的反應是不論對股東有多少財政利益，總是批評條款不當。此外從語言中還表現出激動的情緒，攻擊提出收購建議的人，例如把他們稱為「企業狙擊手」、「拆骨專家」等。這些評語可能有道理，或者其中部分有道理，但是卻沒有抓住重點。股東希望知道的是，將來可以達致的盈利會否很大，是否值得放棄眼前輕易可得的利益。管理層提出的論點可以是清高之論，說甚麼保持穩定，以達到公司長遠成功，然而，也說不定帶有個人私利的性質。

有時候，管理層會向野心勃勃的收購人提出反收購，即俗稱「綠色勒索」(greenmail)，運用公司的資源購回收購人手上的股份。這個做法讓伺機圖利的收購人獲益，卻使現有股東蒙受損失；公司的資本結構遭削弱，而大部分股東都沒有同等機會購股。即使擊退一個狙擊手，說不定又會出現另一個。

現有股東還會遇上另一種危機，就是管理層給收購人爭取過去。管理層可能受到對方的甜言蜜語，讚賞他們的能力，又說在收購之後他們留下來足以左右大局。假如他們相信收購可以提升自己的地位，便會向股東大力推薦收購建議。現有管理層向股東推薦他們的好友及關聯人士所提出的收購建議，說是合乎他們的利益，然而此舉反而會引起另一個較不受歡迎的對手的興趣，因為可能撿到便宜貨而加入收購行列，這樣的事並不少見。在這情況下，較不受歡迎的對手在戰略上反而佔了上風，由於目標公司的董事局曾經建議股東接受較低的收購代價，他們不但失去公信力，而且不能說對方出價太低，無法以這項招數自衛。

(ii) 透過中介人

收購的初步接觸，可以透過相熟朋友、併購經紀或其他代理人進行，好處是賣方向第三者表示有意進行交易時，不致展露弱點。如果是直接接觸，賣方就得加倍小心。因此，在這類情況下，「併購媒人」有助打破悶局，實在功不可沒。

第三者分別在兩個當事人之間進行「穿梭外交」，逐步收斂兩份建議書的分歧，而不必受制於某一架構或價位。技巧高超的中介人會令每一方都認為他站在自己的一方。由於中介機構並不屬於任何一方，而且交易成功才可獲得報酬，他的興趣在於撮合買賣雙方，達成交易。

收購人與目標公司的管理層直接會面時，倘若雙方情緒高漲，可能出現爭吵，以致雙方產生芥蒂，本來極有機會成交的生意可能最終談不攏。

(iii) 上市公司

假如目標公司是上市公司，須作特別考慮。正在進行收購或者正在談判的消息外泄，會使股價上升，這反過來會損害收購人的利益，因為在公開宣布收購前夕股價上升，會減低收購建議的吸引力。股價急升，也使曾經積極推動收購的管理層難堪。

雙方有必要採取預防措施，只讓極少數人知道收購行動，談判才可以保密進行。如果收購建議到了較後期，可在中立地進行磋商。另一方面，如果管理層有意打擊對方的收購，可能會刻意洩漏消息。

證券交易所及其他監管機構對不正常交易水平保持警覺，並一直監察有關情況。有時，過早宣布收購會使壓力增加，所以他們往往會循例否認消息，但是後來交易成功，卻會公布詳細情況，有時前後不過是幾個小時，當初的否認使他們尷尬不已。

假如收購建議看來不大會受目標公司的歡迎，收購公司必須決定收購行動秘密進行，攻其無備。如果決定事前的收購談判會無功而還，收購人會打算給賣方極短時間考慮，以防他們策動防衛，爭取同情。有些收購消息更剛好選擇在聖誕節及新年等大型節日前夕公布。收購上市公司，通常至少在一段最少期間(例如三星期)之前公布，但假日不計算在內。

II 談判基本法

併購談判往往特別容易遭到破壞或者中斷。賣家花費多年心血，才建立起一番事業，而且日夕相對，一旦要出售，實在不易把自己抽離出來，保持客觀。同樣地，收購公司的過程也許由於個人的雄心壯志和虛榮感作祟而受到影響。收購戰常是萬眾矚目的好

戲，一旦在公眾之前曝光，公眾關注的額外壓力會把問題放大。以下幾段提供一些有用的指引，有助闖過這個危機處處的地雷陣。

(i) 知己知彼

在調查目標公司時，應當尋找有關公司董事和股東的若干資料。由於開始接觸的人物往往是目標公司的主席，了解一下這個人的性格和個性會很有幫助。初次接觸主席，大概是整項收購行動最危險的一環，假如開始得不好，以後所有談判都會遭受破壞，無可挽救。

有時可以採取互相牽制的策略，將公司董事分為兩個陣營，逐一擊破。但以往的經驗顯示，董事之間平日也許為其他事情激烈地爭吵，但公司一旦受到主動收購，董事往往立即團結起來，團結之情實在罕見。

假如認為有必要爭取公司董事之上的廣大股東支持，則不妨了解大股東(或者機構投資者的代表)的個性。他們會否以「忠心耿耿」自居，還是會客觀地看待收購行動？公司最近有沒有甚麼動向，例如不能達到預測盈利，以致軍心不穩？

(ii) 組成工作小組

採取工作小組形式進行談判，會有建設性的效果。一個人不容易掌握交易的所有方面，以一己之力也不可能透徹地分析所有可能的機會，因此小組成員獲得適當的資訊後，便可向前線的談判人員給予有力的支援。組成工作小組的人選可因目標公司的業務而定，通常包括會計師行、律師行及投資銀行顧問。如果收購的是上市公司，更應包括股票經紀。

工作小組整理好的理據和所進行的分析，經由一個人表達，會更為有效。有時，談判者須設法隱藏初步接觸背後的分析和規劃，中介機構的作用很大，可以協助找出問題的解決方法，而不必為某一方竭力達成交易。如果勉強談判而達成交易，往往會在後期以失敗告終。

(iii) 掌握時機

不少談判全賴適當的時機，才取得成果。賣家當時的心態，對他出售的取態至關重要。在困難時期，不管是整體經濟低迷，或者公司陷入困境，賣家很可能願意面對現實削價交易，這時買方卻最需要無比勇氣才能繼續下去。

由於買方將目標公司分析得十分透徹，因而對收購充滿信心，這點是很重要的。買方早已製訂周詳計劃，把收購項目納入集團之中，在這個階段，這個計劃正好發揮重大效用。假如收購人等到市場察覺才著手，賣家可能已經改變計劃，或至少提高要價。

(iv) 爭取推薦

收購建議能否得到上市目標公司董事局推薦，大概是收購成敗的最重要關鍵。如果建議獲得推薦，但仍然收購失敗，主要是第三者提出更高收購價，最初提出收購的人如果早已收集了一批股份作為收購的起點，這時至少可以將全部股份出售，全身而退，而且因收購價提高而大幅獲利。

獲得推薦後，第三者也不敢貿貿然加入收購戰，因為本來有興趣的買家不願破壞本已達成的交易，恐怕遭受冷待，而且可能