



光华管理学院
Guanghua School of Management

MBA及EMBA适用

周春生●编著

北京大学光华管理学院教材

F i n a n c e

金融学系列

融资、并购与公司控制

FINANCING, MERGERS, ACQUISITIONS, AND CORPORATE CONTROL



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

← F i n a n c e
金融学系列

融资、并购与公司控制

FINANCING, MERGERS, ACQUISITIONS, AND CORPORATE CONTROL



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

融资、并购与公司控制 / 周春生编著. —北京: 北京大学出版社, 2005.7

(北京大学光华管理学院教材·金融学系列)

ISBN 7-301-08962-7

I. 融… II. 周… III. ①企业—融资—高等学校—教材 ②企业合并—高等学校—教材 ③企业管理—高等学校—教材 IV. F270

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第035798号

书 名: 融资、并购与公司控制

著作责任者: 周春生 编著

责任编辑: 张 燕

标准书号: ISBN 7-301-08962-7/F·1102

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大校园内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱: em@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

排 版 者: 灵智工作室

印 刷 者: 三河新世纪印务有限公司

经 销 者: 新华书店

730毫米×980毫米 16开本 25.5印张 436千字

2005年7月第1版 2005年7月第1次印刷

定 价: 36.00元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 翻版必究

编委会名单

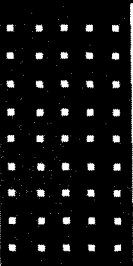
名誉主编：厉以宁

主 编：张维迎

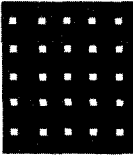
执行主编：涂 平

编委(按姓氏笔画排序)

王汉生 王其文 李 东 刘 力 刘国恩 朱善利 吴联生
张一弛 陆正飞 陈 嵘 周长辉 武常岐 涂 平 徐信忠
梁钧平 符国群 龚六堂 董小英 雷 明



丛书总序



教材建设是大学人才培养和知识传授的重要组成部分。对管理教育而言,教材建设尤为重要,一流的商学院不仅要有一流的师资力量、一流的生源、一流的教学管理水平,而且必须使用一流的教科书。一流的管理类教科书必须满足以下标准:第一,能把所在领域的基础知识以全面、系统的方式和与读者友好的语言呈现给读者;第二,必须有时代感,能把学科前沿的研究成果囊括进去;第三,必须做到理论和实务(包括案例分析)相结合,有很强的实用性;第四,能够启发学生思考现实的管理问题,培养他们分析问题和解决问题的能力;第五,可以作为研究人员和管理人士的工具书。

中国的管理教育是伴随改革开放而产生的。真正意义上的管理教育在中国不过十多年的历史,但巨大的市场需求使得管理教育成为中国高等教育各学科中发展最快的领域,管理类教科书市场异常繁荣。但总体而言,目前国内市场上管理类教科书的水平仍不能令人满意。国内教科书作者大多数在所涉及领域并没有真正的原创性研究和学术贡献,所撰写的教科书普遍停留在对国外教科书的内容进行中国式排列组合的水平上;国外引进的原版教科书虽然具有学术上的先进性,但由于其写作背景是外国的管理实践和制度安排,案例也都是取自于西方发达国家,加上语言风格与中文不同,对中国读者而言,总有一种隔靴挠痒的感觉。如何写出一流的中国版的管理类教材,是中国管理教育发展面临的重要任务。

北京大学光华管理学院一直重视教材建设工作。1999年夏,我们曾与经济科学出版社签约,以每本20万元的稿酬,向全国征集MBA教科书作

者。这个计划公布之后，我们收到了十几本教科书的写作方案，遗憾的是，经专家委员会评审，没有一本可以达到我们所期望的水平。究其原因，主要是当时中国管理学院的教授、学者大多数并没有真正从事有关中国商业实践、管理实践的理论性和实证性研究。我们得出的结论是：没有一流的学者，没有一流的学术研究成果，就不可能写出一流的教科书。国外有大量优秀的教科书，这些教科书都是成千上万的优秀学者在对每一个具体的管理问题进行出类拔萃的研究的基础上写成的，是学术研究的结晶。国内学者如果没有研究的积累，要写出包含中国管理实践的好的教科书是不可能的。所以，我们果断地中断了这个计划。

自1999年以来，师资队伍的建设成为光华管理学院工作的重中之重，除了通过出国培训、合作研究等方式提升原有教师的水平外，我们还从国内外引进了六十多位优秀的新教师，使得光华管理学院成为真正与国际接轨的研究型商学院。我们的绝大多数教师不仅受过良好的科学研究训练，具有很好的理论素养，而且潜心于中国管理实践的研究和教学。不少教师已在国际一流的学术刊物上发表论文，受到国际同行的关注。我们还与其他兄弟院校合作创办了几种高水准的中英文学术刊物，组织了一系列的学术会议，推动了整个中国管理学研究和教学水平的提升。

今天，我们有充分的信心向社会呈献一套由光华管理学院教师撰写的优秀的管理类系列教科书。“光华管理学院系列教材”包括“应用经济学”、“金融学”、“会计学”、“市场营销学”、“战略管理”、“组织管理”、“管理科学与工程”和“信息系统管理”等多个子系列，针对本科生、研究生、MBA/EMBA等多个层次。这些教科书都是作者在光华管理学院多次授课的讲义的基础上反复修改写成的，已经经受过课堂实践的考验。

当然，我们深知，优秀教材的建设是一项长期的任务，不可能一蹴而就，也不是一个学院能独立完成的事业，而是需要所有管理学院的通力合作。我们欢迎兄弟院校的师生和广大读者对书中的不足提出批评和建议，以便我们在未来的修订中不断改进。

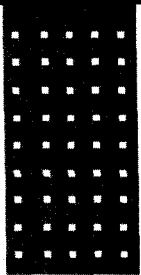
让众多的没有机会进入光华管理学院的读者分享我们的课堂内容，是我们的荣幸，更是我们的责任。我们将以开放的姿态和与时俱进的精神为管理

学教育的发展而努力。相信随着我们师资队伍的不断壮大和研究水平的不断提升，我们将会有更多更高水平的教材奉献给广大读者！

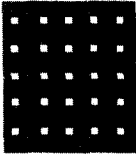
张维迎

北京大学光华管理学院

2005年7月11日



金融学系列序言



“北京大学光华管理学院教材·金融学系列”是应北京大学出版社的邀请，作为北京大学“重大立项教材”项目而写作出版的。

该系列教材共十几本，作者均是北京大学光华管理学院金融系的骨干教师。内容涉及金融学专业的各个方面，如货币银行学、证券投资学、金融市场与金融机构、金融工程、公司财务、国际金融、金融风险管理等。该丛书的宗旨是致力于三方面的结合：一是国外研究的前沿成果与国内金融发展实践相结合；二是金融理论与具体案例相结合；三是宏观研究与微观行为相结合，以期对全球和国内金融的理论与实践进行回顾、分析与展望。

我认为，出版一套金融专业精品教材有着十分重要的意义，是适应金融学发展的战略之举，是解决高校金融专业教学需要的重要措施。

在计划经济年代，我国的金融业不够发达。当时提出的口号是“一切信用集中于银行”，除了银行融资之外，几乎没有其他融资形式和融资渠道，因此，当时的金融学就是货币银行学。当然，由于还存在着对外金融贸易关系，有国际收支、汇率和外汇等问题，因此又形成了国际金融学。

随着我国市场经济的发展，企业融资的市场化，对外贸易及国际融资的不断扩大，全球经济一体化、经济金融化的发展，世界金融业的兴旺发达，金融制度、金融市场、金融技术、金融工具的创新，金融经济已成为世界经济的重要组成部分。虚拟经济与实体经济并行发展，虚拟经济已经成为整个经济链条上不可缺少的部分。可以说，没有金融经济或虚拟经济，实体经济根本就无法运转，这是现代市场经济的基本特点之一。在此情况下，金融学科也得到了长足的发展，金融学科已成为独立的学科。当前应创

立广义金融学，即现代金融学，改革金融学的教育和教学，以适应 21 世纪对金融人才提出的更高要求。

我认为，广义金融学应包括多种含义与内容。从金融市场与企业金融的角度来看，应当包括货币银行学、保险学、金融市场学、证券投资学、公司理财学等；从金融理论和金融技术的角度来看，应当包括金融经济学、金融制度学、金融工程学、金融数学、金融技术学、金融管理学等。对于近几年发展较快的金融经济学、金融工程学和金融管理学，在教学方面应给予高度重视。

金融经济学是经济与金融结合的新兴学科，主要研究现代社会经济条件下经济金融化、货币证券化的发展趋势，金融经济的基本特征，金融经济时代与其他经济时代发展的比较，金融经济的可持续发展。金融经济的基本理论包括信息经济学、制度经济学、公司经济学和发展经济学理论与金融学的结合等。同时，对金融业与经济发展的相关性进行分析。学习与研究金融经济学，能使学生更好地了解现代经济的特点，处理好实体经济与虚拟经济发展的关系。

金融工程学也是近年来才发展起来的一门学科，主要研究利用各种金融工具降低和消除金融风险，或如何将此风险重新组合，以改变原有风险特质；研究各种金融工具、产品服务、融资方式以及机构和市场组织方面的技术变革，把握各种技术创新的成果和特点、操作要求、管理方法和经验；揭示当代金融向技术化、工程化方向发展的趋势；同时，用技术的、数学的、模型化的方式进行宏观和微观金融分析。

金融管理学是现代金融学的重要组成部分，现代金融是一个庞大而复杂的体系，加上现代电子技术的应用，蕴藏着极大的风险。金融管理变得非常重要：不仅要进行宏观管理，还要进行微观管理；不仅要进行外部管理，还要进行内部管理；不仅要进行政策管理，还要进行技术管理。金融管理学主要研究现代金融管理的一般理论、管理内容和管理体系，包括系统论、控制论、信息论等现代管理理论在金融管理中的运用以及金融业务管理、货币资金管理、金融资产管理、财务管理、人事管理、技术管理，研究金融监管法律体系、金融监管组织体系、金融监管评价体系、国际金融监管、金融监管

环境等。

当然，金融技术学也应引起我们的重视。我认为，金融技术学就是与电子货币、网络银行、网络金融交易、结算相适应的相关技术的科学，它是一种边缘学科，是现代技术与金融的结合，是现代技术在金融交易中的应用。它要求不仅懂得金融交易程序，还应了解电子技术、信息技术和软件技术等。金融技术学的宗旨是利用现代技术运转金融交易并保证金融交易的技术安全，如开发金融交易软件、金融风险防范软件、投资组合软件以及防止密码被盗和防止黑客入侵等技术。

随着金融的市场化、现代化和国际化以及中国加入 WTO，金融学本身的发展，对金融学科的教学提出了更高的要求。我国金融学的教学必须进行质的突破与改革，主要应在以下几个方面努力：

1. 在教学中必须让学生了解和掌握金融发展的最新理论、知识、方法和技术，以及金融市场和金融工具等发展的最新动态。不仅要了解货币体系和货币制度、金融体系和金融理论、利率和利率管理体系、货币供求和均衡理论、金融发展、金融制度、国际收支等理论，而且还要了解金融市场。现代金融市场包括货币市场、外汇市场、资本市场以及在此基础上派生出来的衍生市场。现代金融市场发展迅速，金融工具层出不穷，应把重点放在让学生了解和掌握金融市场的各种市场机制(包括利率机制、汇率机制、风险机制)、金融工具(包括风险资产、股票、债券、远期、期货、期权等)的定价以及各主体(投资者、套期保值者、套利者和监管者)的行为上，既要有知识性，还要有理论性和实践性。这样有利于培养出具有综合能力的金融人才。

2. 在过去金融的教学中，我们侧重于宏观金融、金融理论和货币金融政策，也就是注重定性分析。从目前的发展来看，金融学更是一种实用经济学，更要求实际和实证分析，需要懂得实际操作，需要掌握和运用金融工具与金融分析方法，因此在教学过程中，金融技术、金融数学及金融工程等方面应该加强。另外，还应吸收国外新兴的金融工程学的最新成果，结合中国情况加以介绍。鉴于金融研究的精密化、数理化和工程化，在教学方法上要大胆创新，抛弃原来过分依赖定性分析的做法，而坚持定性定量相结合、逻辑分析与数理分析相结合的分析方法，这样有利于从质和量两方面去把握

金融市场的各种规律和各种金融定量之间的相互联系,有利于培养既懂得理论又懂得实际操作的复合型金融人才。

3. 在教学中必须注意理论研究联系实际,尤其是联系中国金融发展的实际。现在有些人对金融理论尤其是西方金融理论比较熟悉,但却不能解释中国金融发展问题;有些人热衷于研究金融数学和金融模型,但是却不能有效地分析中国金融市场的实际。我们不能为理论而理论,为方法而方法。我们要培养既懂得金融理论又懂得金融方法的人,但更重要的是要培养能运用这些理论和方法解决中国乃至世界金融实际问题的人。因此,在教学过程中,如果有条件的话,应当让学生到金融实际部门和金融管理部门去实习,包括到商业银行、证券公司、基金管理公司和其他金融企业以及中央银行、证监会和保监会等部门实习,也可以组织学生参与有关货币市场、资本市场等金融方面的科研项目的工作。这样有利于培养学生分析问题、解决问题的能力。

当前,适应现代金融学发展、适应中国金融发展的教材尚不多见,精品教材更是凤毛麟角,学生普遍反映教材内容和体系较为陈旧,引进国外教材虽可解燃眉之急,但对于研究中国金融问题来说,则有隔靴搔痒之感。因此,编写适合中国经济和金融发展、有利于培养现代金融人才的教材,是我们不可推卸的责任。我们应编写反映最新金融发展成果的教材,介绍最新的金融理论和方法。鉴于中国金融市场正处于快速发展阶段,许多东西尚未成熟、尚未定型,甚至尚无定论,在编写教材过程中,应摆脱当前国内教材过分拘泥于当前实际的条条框框,大胆借鉴成熟市场经济条件下的金融理论与方法,再结合中国实际,写出全新的教材。

北京大学光华管理学院金融系具有雄厚的师资队伍:既有经验丰富的老教授,也有蒸蒸日上的年轻人;既有从国外留学、获取博士学位后又在国外任教多年的海外学者,又有立足国内、踏踏实实从事学术研究的国内优秀学者。该系列丛书是金融系教员多年来研究成果和教学经验的汇总,具有较高的科研水平和学术价值。本系列丛书既有适合本科生的教材,也有适合研究生的教材,同时有些教材的内容也适于有实践经验和在实际部门工作的读者学习和阅读。我希望该丛书的出版不仅能够适应高等院校财经专业教学的需

要，而且能够对其他高等院校和学术机构及实际部门起到抛砖引玉的作用。

我作为一名有着多年教龄、多年从事金融教学和研究工作的老教员，还要为丛书的出版付出自己的绵薄之力。同时，我欣喜地看到我的同事——一群埋头苦干、兢兢业业的中青年教师用辛勤的汗水换来了累累的硕果，从他们身上我看到了金融学发展的光明之路。我衷心祝愿他们的未来更加美好。故为序。

曹凤岐

北京大学光华管理学院

2005年2月28日

资本运营： 现代企业提升竞争能力的利器

我们正在步入一个金融经济的新时代，而资本运作、融资上市、并购重组则是这一时代的最热门话题之一。2004—2005年的岁末年初，就在本书书稿交付出版社之后不久，在中国接连发生的具有轰动效应的两起大手笔并购案例——联想收购 IBM PC 和盛大收购新浪——更激发了人们对现代资本运作的关心和兴趣。

企业资本运作的实质是在资金和企业控制权运动过程中，各权利主体依据企业产权所作出的制度安排而进行的一种资金和权利让渡行为。资本运作包含的活动范围可谓非常广泛，包括企业的上市，股权增发与变更，债券发行，企业资产的扩张、收缩、重组以及所有者结构变动等等。从本质上讲，资本运作是一种金融交易，旨在通过企业财权、产权、控制权的重新组合，达到整合资源、增加或转移财富的目的。

资本运作是异常复杂的商业活动。

一方面，如果运用得当，可起到事半功倍、迅速将企业做大做强的作用。首先，资本运作可促进产业结构的调整，实现规模经济。我国现在有许多行业，企业数量很多，但各企业的生产规模都较小，远未达到规模经济的要求。通过并购重组这样的资本运作提升企业规模效益，有可能创造巨大财

富。其次，资本运作可促进竞争性资源的集中，从而增强企业的竞争地位。再次，资本运作可优化生产资源的配置，从而改善企业的经营效率。我国现在不同企业在经营效率上的差异是相当显著的，高效率企业通过并购低效率企业，能够更好地利用后者的资源，从而创造价值。

另一方面，资本运作的失败也可能成为诱发企业管理危机或财务危机的导火索。纵观资本运作百年史，横看国内外一幕幕资本运作故事，我们发现，并购的效果并不如人们设想的那样美好。麦肯锡在1997年上半年公布的一份研究报告显示：在此之前的10年中，通过弱肉强食方式并购企业后，80%的大公司未能收回投资成本。通过并购而快速扩张的企业，后来因资金供应与管理滞后而发生危机的为数不少。

本书的初稿来源于我在北京大学光华管理学院EMBA和高层管理培训项目(EDP)中教授“资本运作”等课程的讲义和笔记。在写作过程中，我的同事和相关课程的学员提供了许多宝贵意见，我的各位研究生更是花费了大量的时间和心血协助收集整理资料、校对书稿，为本书的顺利完成作出了巨大贡献。在此，我谨向他们表示诚挚的谢意。作者同时感谢国家自然科学基金杰出青年基金(基金号：70325001/G0206)的慷慨资助。在本文写作过程中，作者参考、引用了各种书报刊物和网站的大量资料，特别是相关案例资料。在此，我也向本文所引用文献的所有作者表示衷心感谢。本书力求详细列举各种参考或引用资料的出处，但由于本书系由讲义整理而来，又承蒙多人收集、补充资料，如在文献列举中存在一些疏漏或偏差，还望各位作者和读者原谅，并请告知宝贵意见，以便再版时更正。

随着中国经济的快速发展及市场化、国际化进程的深入，随着加入WTO后中国企业面临竞争的不断加剧，中国势必迎来企业并购重组的高潮。也正是基于这种大背景的考虑，作者才鼓起勇气，下决心花时间将自己的讲义和研究心得整理成书，以便和更多的朋友分享。

周春生
北京大学光华管理学院
2005年5月7日

CONTENTS

目录

第一章 价值与价值评估基础 /1

- 第一节 资本运作的本质 /2
- 第二节 价值评估的基本方法 /2
- 第三节 几种特殊资产的价值确定方法 /5
- 第四节 金融资产定价的一般方法 /16

第二章 企业长期融资：工具与方法 /19

- 第一节 企业融资概述 /20
- 第二节 股票 /21
- 第三节 普通债券 /25
- 第四节 可转换债券 /29
- 第五节 租赁 /35
- 第六节 项目融资 /40

第三章 企业长期融资：证券发行 /47

- 第一节 股票初次发行 /48
- 第二节 中介机构在证券发行中的作用 /52
- 第三节 境内A股上市 /55
- 第四节 境外上市 /57
- 第五节 新股定价 /61
- 第六节 上市公司股票再融资发行 /63
- 第七节 新发股票的长期价格表现 /65
- 第八节 债券发行 /71

第四章 资本结构与税收筹划 /75

- 第一节 税收、资本成本与资本结构 /76

CONTENTS

目录

中国注册会计师协会
北京
地址：北京东长安街2号
电话：010-66011234
邮编：100005

- 第二节 财务危机与最佳资本结构 /88
- 第三节 MM理论之反思与中国的融资实践 /93
- 第四节 小结：融资方法的选择 /95

第五章 收购兼并：概述 /101

- 第一节 并购的基本概念 /102
- 第二节 并购的基本类型 /103
- 第三节 并购与重组的动机 /107
- 第四节 西方并购的历史 /111
- 第五节 现代经济中促进并购的主要因素 /112

第六章 资本运营中的公司控制 /115

- 第一节 现代企业管理中的委托—代理关系 /116
- 第二节 控制权市场与公司治理 /119
- 第三节 代理权之争 /122
- 第四节 公司控制的实证研究 /126

第七章 收购兼并：战略思维 /129

- 第一节 战略与核心竞争力 /130
- 第二节 战略并购 /131
- 第三节 行业引力—业务实力矩阵在并购中的应用 /135

第八章 杠杆收购与管理层收购 /141

- 第一节 杠杆收购的基本概念与发展背景 /142
- 第二节 杠杆收购的操作 /144
- 第三节 杠杆收购的适用范围与条件 /146

CONTENTS

目录

- 第四节 杠杆收购的效应 /147
- 第五节 杠杆收购的风险 /149
- 第六节 管理层收购与员工持股计划 /150
- 第七节 杠杆收购在中国 /158

第九章 收购兼并：支付与融资 /161

- 第一节 并购的支付手段 /162
- 第二节 如何选择合适的支付手段 /165
- 第三节 并购融资 /168
- 第四节 并购再融资 /170

第十章 收购兼并：反收购的原因与措施 /173

- 第一节 进行反收购的原因 /174
- 第二节 目标公司成为收购对象的可能原因 /174
- 第三节 反收购措施 /176

第十一章 收购兼并：收购/反收购的法律规制 /189

- 第一节 收购/反收购法律规制的历史和宗旨 /190
- 第二节 上市公司收购/反收购的法律主体 /194
- 第三节 上市公司收购方式的法律规定 /196
- 第四节 针对反收购的法律规制 /201

第十二章 并购的效益与风险 /221

- 第一节 并购的财富效应及其度量 /222
- 第二节 并购的风险及成本 /224
- 第三节 兼并的效果——研究证据 /232