

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

资本市场 运作案例

Capital Market
Operation Case

何小锋 韩广智 / 编著

中国发展出版社

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

资本市场 运作案例

Capital Market
Operation Case

何小锋 韩广智 / 编著

中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场运作案例/何小锋, 韩广智编著. —北京
中国发展出版社, 2006. 8
(北大投资银行学丛书/何小锋主编)
ISBN 7-80087-957-7

I. 资... II. ①何... ②韩... III. 资本市场—
案例—世界 IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 097658 号

书 名: 资本市场运作案例
著作责任者: 何小锋 韩广智
出版发行: 中国发展出版社
(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)
标准书号: ISBN 7-80087-957-7/F · 582
经 销 者: 各地新华书店
印 刷 者: 北京大地印刷厂
开 本: 670 × 990mm 1/16
印 张: 28
字 数: 475 千字
版 次: 2006 年 8 月第 1 版
印 次: 2006 年 8 月第 1 次印刷
印 数: 1—5000 册
定 价: 50.00 元

咨询电话: (010) 68990630 68990622
购书热线: (010) 68990682 68990686
网 址: <http://www.developress.com.cn>
电子邮箱: bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

Preface

总·序

在经济科学中，金融学无疑是最显赫的富矿，而以研究资本市场的运作为主旨的投资银行学，则是其中最璀璨夺目的宝石。然而这门学科引进中国不过十年时间，其华丽的外表、复杂的内涵，至今让人难识真面目，有待于莘莘学者去不断挖掘。

作为一门新兴学科，投资银行学在理论上研究投资学、公司财务、资本市场理论、金融中介理论、金融发展理论、公共政策理论、金融工程理论等学科；在业务上，投资银行学研究证券的发行与交易、并购重组、信托投资基金、资产管理、金融衍生工具、资产证券化、财务顾问等内容；在方法上，投资银行学运用各种经济计量与统计分析、经济与财务分析、比较分析等复杂手段。可以说，投资银行学是创新性与实用性高度结合、专业性与多样性和谐统一的典型知识领域。

纵观中国资本市场 15 年的发展历程，走的是一条渐进式的改革模式。什么是“渐进式”？坊间有很多描述和总结。在我的眼里，就是利益格局平衡与不平衡的交替发展的过程，即在对现有的利益格局不满意的情形下，作出某些资本市场的“创新”，从而形成一种新的利益格局；新的利益获得者自然要维护这个利益格局，因此维护一定时期的稳定性；但由于此格局的发展充满矛盾和变化，暂时平衡的格局又自我演化出越来越多的不平衡因素，新格局又被越来越多的不满动机所突破，从而又通过资本市场的创新形成新的利益格局。

这种渐进式是“螺旋式上升”的发展，是哲学上的“否定之否定”

的辩证关系。非身在其中，难以知味；但陷在其中，又往往不觉其味。

何以见得？最典型者表现在证券发行市场上。几年前我曾经提出“IPO 悖论”，正是股票发行市场的自相矛盾、似是而非现象的总结。中国某个地方的真正优秀的企业如果要争取上市，眼前横亘着两大关口，一道是政府审批关，一道是市场考验关，往往过了前一关，第二关的“天时地利人和”的时机失去了，能够过了两大关的企业可能只有1%的成功率，真是“一将成名万骨枯”。

就谈第一道关：政府审批关。某个优秀的地方企业面对的是三座大山：第一座是包括中央政府的各个机构；第二座是省、市一级政府的各个机构；第三座是有关中介机构（如审计机构、评估机构、法律机构、承销机构、公关顾问等），他们都依附在政府身上享有某些行政特权。就谈第一座大山，一般由三座山峰组成（例如三个政府部门），每个部门都会有三级机构（例如部、局、处级机构）“经手”申报企业的材料，其中一级（例如“处”）就会有三个平行机构的话语权，每级又会有三层级别的人（例如处长、副处长、主办人）过手；要“活动”每一个人都要经过三个左右的“中间人”穿针引线；每结识一个人都要应酬三次，每次应酬（连吃、喝、玩、乐带出差费用）平均在3000元以上。这样就要花费 $(3^7 \times 3000 \text{ 元}) = 6561000 \text{ 元}$ 。

这就是我所总结的“溜不溜”（谐音“656”万元）现象。企业就像一条狗被人们反复“遛弯儿”。这656万元只是台面上花的钱，都是有发票可报销的。如果加上台底下花的钱，则可能要加10倍（且看“王小石事件”）。如果这个企业“溜顺”了，有幸成功上市，那么这笔几千万的费用或者入发行主体的账，就必然引起做假账；或者入控股股东的账，就必然要“侵占”上市公司的利益，以符合其经济利益补偿的原则。这些费用（或收益）都是围绕“行政特权”展开的，在经济学上就叫做“租金”，整个过程就叫做“寻租”（Rent Seeking）。

上市公司花费了“租金”，必然就要争取“超额利润”。于是乎，整个体制被设计为：发行价（计划价）与交易价（市场价）之间必须有巨大的“价差”（Price Spread）。既得利益阶层就可以从中各得其利，从而维持一种利益平衡。至于企业，在现有体制下只能“愿打愿挨”。

一个真正优秀的公司要申请上市，在证明其“真正优秀”的过程中，被

这么反复“遛弯儿”（其实是一种折磨），人财物颇有损耗，等到证明完毕——批准上市时，这个企业已经是满身伤痕，它已不是“真正优秀”的企业了。所以这个冠冕堂皇的“证优”过程其实是“证伪”过程——这就是“IPO 悖论”！

假如这个企业真有“不败之身”，能够持续优秀，从而符合“配股”条件，则其大股东（国有股、法人股的股东）则可能要花 10 元/股的价格（稍低于市场价，后者可能是 12 元）买配股；但是如果他以后要卖这些股，只能以 3 元/股的价格（以每股净资产考虑定价）。这么离奇的事，在我们的制度框架下，被各方认为是“无异议”的。这种格局显然蕴藏着不平衡的因素，因而是暂时的，必然要被新的格局所取代。时代毕竟是进步着的，不断的创新是资本市场的生命力，我们的资本市场只能用这么一句话来总结：“前途是光明的，道路是曲折的。”

总体上的“螺旋式上升”，不排除在局部上可能表现出某种倒退。例如，中国产业投资基金的“创新”路程就更艰难。某种程度上说，与其说目前中国产业投资基金有待“创新”，还不如说有待于“复辟”。因为，现在基本上是空白状态的产业投资基金在 13 年前就已产生，当时以“淄博基金”为代表的“老基金”就有 60 多个，分布在全国各地。“中农信淄博乡镇企业投资基金”是 1992 年由国家主管部门——中国人民银行批准成立的、在上海交易所上市的产业投资基金，我曾经是它的策划人、申报文件的主要起草人之一。而现在正在难产的产业投资基金管理办法，即使出台了，也做不到 13 年前的公募发行和上市交易。这是为什么？说白了，利益——特权格局已经变化了，僵住了。

什么是大学问？研究史无前例的中国特有的资本市场的原创性理论，能够扎扎实实地解决中国的实际问题的策略，就是大学问。这是中国经济学家的历史使命和挑战。套用一句马克思引用《伊索寓言》的话说：“这里就是罗陀斯，就在这里跳吧！”

从 90 年代初开始，北京大学的教师和研究生们就开始研习投资银行知识。他们不仅如饥似渴地吸吮来自外国的相关知识，研究中国资本市场的特性，甚至亲赴实践领域学习操作，推动中国资本市场的拓展。正是这种长期“只顾耕耘，不问收获”的精神，使投资银行学在北京大学的课堂上，成为一门以理论的原创性和案例的亲历性相结合的经典课程。我们总

结的“以资产经营的一般模式为基石，以对企业和资产的现金流进行分析为中心，以广义资产证券化和企业重组为两条主线，以投资银行的内部管理和外部监管为两条辅线”的投资银行学理论体系和框架，声名渐远，广受认同。

本丛书包含投资银行学最具特色的几个专题，作者群是北京大学的教授、博士生导师和金融学博士的组合，亦是长期的理论研究和实践经验的结晶。我们推出这套丛书，作为北京大学金融学研究生、本科生和进修生重要课程的总结，祈望与同行们及有志者交流，并得到积极的反馈和升级。

感谢中国发展出版社的编辑们的辛勤工作以及广大读者的热心支持！

何小锋

2005 年末于未名湖东畔

目·录 Contents

序言：如何解读一个案例	1
-------------	---

上市融资

一、IPO 最佳的经济路径：“建行”上市案例	4
------------------------	---

1. 思路导航及其他	5
------------	---

2. 案例主角——“建行”的前生后世	6
--------------------	---

【1】“建行”的由来	6
------------	---

【2】“建行”的经营状况	8
--------------	---

3. “建行”上市的经济理由	10
----------------	----

4. “建行”财务重组的经济分析	13
------------------	----

【1】不良资产的剥离	13
------------	----

【2】注资	15
-------	----

【3】财务重组之发行次级债	15
---------------	----

5. “建行” 引进战略投资者的经济分析	16
----------------------	----

6. 如何选择主承销商	21
-------------	----

7. “建行” 上市地点的选择：解析考克斯效应	24
-------------------------	----

8. “建行” IPO 定价中的博弈	25
--------------------	----

9. 何谓成功上市：“建行” 案例的追问	27
----------------------	----

10. “建行” 成功上市的经济意义	28
--------------------	----

【1】“全流通” 的经济意义	28
----------------	----

【2】资本项目下的外汇管制问题	29
-----------------	----

【3】资本市场国际化的问题	31
---------------	----

二、在整体和分拆上市之间的选择：

“TCL 集团” 案例	32
-------------	----

1. 思路导航及其他	33
------------	----

2. TCL 集团股份有限公司的由来	34
--------------------	----

【1】全民所有制企业：1981 ~ 1997 年 4 月	34
------------------------------	----

【2】有限责任公司：1997 年 7 月 ~ 2002 年 2 月	35
-----------------------------------	----

【3】股份制改组：2002 年 2 月	36
---------------------	----

【4】“TCL 集团” 整体上市前后的股权结构	38
-------------------------	----

3. 谁在推动 “TCL 集团” 的整体上市	39
------------------------	----

【1】“TCL 集团” 整体上市的理论理由	39
-----------------------	----

【2】“TCL 集团”整体上市的利益驱动	41
【3】基于预期的公司价值提升	44

4. “TCL 集团”最佳方案选择是什么

【1】“TCL 集团”整体上市方案设计中的核心问题	48
【2】“TCL 集团”可供选择的整体上市模式	49
【3】“TCL 集团”的整体上市方案	52

5. 分拆上市“背后的力量”

【1】“TCL 移动”分拆上市的经济理由	53
【2】“TCL 移动”分拆上市的利益博弈	55

6. “TCL 移动”分拆上市的方案选择

【1】“TCL 移动”分拆上市所面临的经济难题	56
【2】“TCL 移动”分拆上市方案	57
【3】“TCL 通讯控股”未来发展战略的猜想	60

7. 整体上市与分拆上市之间的悖论

三、借壳上市的策略：“盈科动力”

1. 思路导航及其他

2. 借壳上市“得信佳”

【1】借壳上市反向收购中的资产：“数码港”	66
【2】为什么选择借壳上市	67
【3】为什么选择“得信佳”	68
【4】借壳“得信佳”上市的过程	70
【5】“盈科动力”的融资活动	71

3. 再次借壳“东方燃气”上市	73
-----------------	----

4. 并购“香港电讯”	75
-------------	----

【1】为什么收购“香港电讯”	75
【2】收购的财务结构设计	77
【3】收购“香港电讯”前后的股权结构变化	78
【4】收购“香港电讯”之后的套现	79

5. “电讯盈科”的资产重组	80
----------------	----

【1】财务重组	80
【2】业务的重组	82
【3】人员重组	83

6. 出售“电讯盈科”	85
-------------	----

7. 李泽楷的资本市场运作路径及其启示	87
---------------------	----

产业投资基金

一、解析“领汇”房地产投资信托基金	92
-------------------	----

1. 思路导航及其他	93
------------	----

2. 基于制度约束的金融创新：REITs 的来龙去脉	94
----------------------------	----

【1】1960 年税法规定	95
【2】《1976 年税制改革法》	96
【3】《1986 年税制改革法》	96
【4】《REIT 精简法》和《REIT 现代法》	97
【5】现代的 REITs	97

3. 为什么选择 REITs: 组织结构的成本收益分析 98

- 【1】 REITs 的成本和收益权衡 98
- 【2】 基于转换成本的 REITs 新结构: UPREIT 和 DOWNREIT 101
- 【3】 什么样的公司不适合 REITs 103

4. REITs 经济问题的分析框架 103

- 【1】 REITs 的资产组合问题 103
- 【2】 REITs 的治理结构问题 104
- 【3】 REITs 的资本结构问题 105

5. 经济视角下的“领汇”方案 106

- 【1】 “领汇”的房地产资产 107
- 【2】 “领汇”的治理框架 109
- 【3】 “领汇”的融资方略 111

6. 中国 REITs 的模式猜想 112

- 【1】 中国实施 REITs 的关键性突破 113
- 【2】 中国 REITs 的框架结构 114

二、风险投资公司: “昂赛特”案例 117

1. 思路导航及其他 118

2. 公司背景、定位和结构 119

3. “昂赛特”的激励机制 122

4. “昂赛特”投资的经济学 124

- 【1】 如何选择—个潜在的投资对象 124
- 【2】 如何进行有效的投资 125
- 【3】 如何优化其投资程序 127

5. 解析“昂赛特Ⅱ”对TallyUp公司的投资决策 129

- 【1】 TallyUp公司背景 130
- 【2】 孵化TallyUp公司 131
- 【3】 聘请首席执行官 133
- 【4】 进一步的融资决策 133

6. “昂赛特Ⅲ”的方案设计 136

- 【1】 募集资金的时机选择 136
- 【2】 募集资金的数量 137
- 【3】 投资领域 137
- 【4】 孵化过程 138
- 【5】 价值提升的方法 139
- 【6】 以技术为基础的产业 139
- 【7】 聚焦北加利福尼亚和得克萨斯 140
- 【8】 成功的关键因素 140
- 【9】 “昂赛特Ⅲ”的治理机制 141

PPP 融资

PPP 融资：“迪斯尼乐园”的融资方略 144

1. 思路导航及其他 145

2. 沃尔特·迪斯尼公司兴建迪斯尼乐园的基本融资理念 146

3. 解析迪斯尼乐园 PPP 融资原理 149

【1】“控制—激励、非控制—非惩罚”原理	149
【2】承诺可置信原理	150
【3】项目融资原理	151
【4】PPP 融资的定价原理	151
【5】PPP 中公共机构和私人机构的功能界定、优势互补原理	152

4. 迪斯尼乐园的投资结构 154

【1】公司型合资结构	155
【2】合伙制结构	155
【3】非公司型合资结构	156
【4】信托基金结构	157
【5】迪斯尼乐园投资结构的选择	158

5. 迪斯尼乐园的可供资金选择 159

【1】股本资金与准股本资金	160
【2】债务资金	162

6. 迪斯尼乐园的融资结构设计 166

【1】投资者直接安排的融资模式	166
【2】投资者通过项目公司安排融资的模式	166
【3】以“设施使用协议”为基础的融资模式	167
【4】以“生产支付”为基础的融资模式	168
【5】以“杠杆租赁”为基础的融资模式	168
【6】BOT 项目融资模式	168

资产证券化

一、MBS：“建行”的资产证券化方案 172

1. 思路导航及其他 173

2. “建行”资产证券化主体的市场地位 174

【1】“建行”的住房抵押贷款业务 174

【2】“中信信托”的资产证券化业务 176

3. “建行”资产证券化背后的经济动因 177

【1】解析有关的背景材料 177

【2】“建行”资产证券化的财务效应 179

【3】“建行”资产证券化的经济效应 181

4. “建行”资产证券化的流程解析 182

【1】“建行”资产证券化的交易流程 182

【2】资产支持证券的利率定价机制 184

【3】资产支持证券的交易机制 185

【4】资产支持证券的偿付机制 185

5. “建行”资产证券化的原理 186

【1】风险隔离原理 186

【2】资产重组原理 188

【3】信用增级原理 194

6. “建行”资产支持证券的风险收益分析 196

7. 解读“建行”的资产证券化试点方案 199

【1】拓展资产证券化的疆域 201

【2】完备资产证券化的内在机制 202

【3】进一步化解资产证券化过程中的“交易成本” 202

二、ABS：“国开行”的资产证券化方案 204

1. 思路导航及其他 205

2. 2005 年开元信贷资产支持证券概要	206
-----------------------	-----

3. 资产证券化主体“国开行”的经济背景	207
----------------------	-----

4. “国开行”资产证券化的经济理由	210
--------------------	-----

5. 解析“国开行”资产证券化的流程	212
--------------------	-----

【1】“国开行”资产证券化的交易结构	212
--------------------	-----

【2】资产支持证券的交易机制	213
----------------	-----

【3】资产支持证券的定价机制	213
----------------	-----

【4】资产支持证券的赎回终止机制	214
------------------	-----

【5】资产支持证券的投资结构分析	214
------------------	-----

【6】清偿证券原理	215
-----------	-----

6. 解析“国开行”资产证券化的原理	215
--------------------	-----

【1】以资产重组原理构建资产池	216
-----------------	-----

【2】风险隔离原理	217
-----------	-----

【3】信用增级	218
---------	-----

7. “国开行”资产支持证券的风险收益分析	219
-----------------------	-----

【1】提前还款率等经济指标	220
---------------	-----

【2】加权平均期限	221
-----------	-----

【3】利率敏感性分析	221
------------	-----

8. 从“国开行”试点方案的视角分析资产证券化的深化方向	221
------------------------------	-----

三、企业 ABS 的一个新分析框架：“莞深”收益计划	224
----------------------------	-----

1. 思路导航及其他	225
------------	-----

2. “莞深”收益专项计划的框架、“东莞控股”及其他 226

- 【1】“莞深”收益专项计划的框架 226
- 【2】“东莞控股”概况 227
- 【3】“莞深”高速（一、二期） 228
- 【4】车辆通行费的历史情况 229
- 【5】车辆通行费现金流量预测 229

3. “莞深”收益专项计划的交易方程式 230

- 【1】交易的基本结构 232
- 【2】专项计划份额的流动性安排 234
- 【3】专项计划的交易费用 235
- 【4】专项计划的治理问题 236
- 【5】专项计划的定价机制 238
- 【6】专项计划的资产管理 239

4. 专项计划的投融资分析：金融创新的内在经济动机 240

- 【1】投资视角下的“莞深”收益专项计划 240
- 【2】融资视角下的“莞深”收益专项计划 241

5. 评价“莞深”收益专项计划 242

- 【1】金融创新的经济动力 243
- 【2】破产隔离问题 243
- 【3】特殊目的载体：“莞深”收益专项资产管理计划 244
- 【4】交易费用问题 244

金融衍生工具

一、制度性套利空间：“电广传媒”的 “以股抵债”方案 246

1. 思路导航及其他 247