

BingGouRongZi

# 并购融资

张泽来 胡玄能 宋林峰 著



中国财政经济出版社

# 并 购 融 资

张泽来 胡玄能 宋林峰 著

中国财政经济出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

并购融资/张泽来等著. —北京: 中国财政经济出版社,  
2004.6

ISBN 7-5005-7222-0

I. 并… II. 张… III. ①企业合并—研究—中国②企业—  
融资—研究—中国 IV. F279.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 034897 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: [cfeph@dre.gov.cn](mailto:cfeph@dre.gov.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 14.625 印张 348 000 字

2004 年 7 月第 1 版 2004 年 7 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2 000 定价: 28.00 元

ISBN 7-5005-7222-0/F·6317

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

# 序言

我国的企业并购是在改革开放之后才出现的，真正意义上的并购不过 10 年的历史。1993 年的“宝—延风波”及随后的“万—申”事件敲响了我 国上市公司并购的战鼓，可谓“忽如一夜春风来，千树万树梨花开”，此后，我国企业并购便如火如荼地展开。并购与其他的企业行为一样，频繁地出现，改变着我们的生活，仿佛已经成为国 企国有产权制度改革和谋求企业发展的时尚“灵丹”。2002 年 9 月 28 日证监会颁布了《上市公司收购管理办法》，对上市公司的并购进行规范和指引。2003 年 12 月 15 日国务院办公厅转发了国资委的《关于规范国有企业改制工作的意见》，同年 12 月 31 日，国资委和财政部共同颁布了《企业国有产权转让管理暂行办法》，对企业国有产权转让和并购作了进一步的规范。伴随着更大规模的国有企业改制，并购在我国将会有更大的发展。

并购是一种企业行为，是企业发展的重要手段。企业的最终目标就是为了实现股东效益的最大化，企业一切经营活动实际上是追求这个最大化的过程。为了实现这一目标，对企业最基本的要求就是能够在激烈的市场竞争中生存和发展，为此企业有多种对策，其中最重要的就是并购。通过并购，企业一方面提高自己的竞争力，另一方面可以有效地打败竞争对手。当然，企业要想

最终实现上述最大化的目标，就要努力地谋求企业的规模经营、达到协同效应、减少交易费用、谋求多元化经营、更好地实施公司战略，而并购依然是实现这些子目标的最重要的手段。美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·施蒂格勒曾说过：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。”<sup>①</sup>

目前，我国正在进行一场建立现代企业制度和产权制度的变革，尤其是国有企业的改革，企业的并购是一个重要而有效的手段。通过企业的并购，我们将会实现规模经济、降低交易费用、国有企业改革等一系列目标；通过企业的并购，我们也将造就自己的企业“航空母舰”，提高我们的市场竞争能力，更广泛地控制世界范围的资源和要素，建立起我们自己的“通用”、“花旗”；通过企业的并购，我们将会更好地利用入世带来的机遇，迎接入世带来的挑战，使中国经济健康和持续地发展；通过企业的并购，我们也将建设自己的职业管理者队伍，培养起自己的“韦尔奇”，引领我们的企业不断壮大，笑对竞争，笑对世界市场。

然而，我国的企业并购虽然来的轰轰烈烈，但颇有点雷声大雨点小之感。究其原因，虽然有现行法律的限制，但是，融资困难也是一个重要的制约因素，具体表现为融资市场不发达，融资工具单一，融资来源少。融资已经成为制约我国企业并购发展的“瓶颈”。

道理很简单，并购是需要足够的资金支持的，没有足够的资金一切都是空话！巧妇难为无米之炊。一般来说，单靠企业自身

---

<sup>①</sup> [美] 乔治·施蒂格勒：《产业组织和政府管制》，上海三联书店1989年版，第3页。

的积累是难于实现并购交易所需资金的。发达国家在并购融资上几乎不存在障碍，那里发达的金融市场和丰富的金融工具，比如银行的贷款、投资银行的技术支持、战略投资者的进入、大量的融资性债券包括垃圾债券的发行，都使得并购包括跨国并购变得规范和容易，以至于使得“小吃大”成为可能。而在我国并购融资却有着重重限制。比如有关的金融法规禁止利用银行贷款进行权益性投资，使得并购企业很难利用借贷资金直接收购目标企业的股权和利用二级市场收购目标企业股票，而这恰恰是西方国家进行企业并购的基本做法。由于我们的资本市场对发行股票和债券的管制严格，使得并购公司哪怕是上市公司通过增发或发行债券融资都不容易，且成本较高。又由于分业管理的限制，我国的证券公司和保险公司不能提供并购融资。机构投资者是可以进入，但是由于资本市场的不断完善和相关法律法规支持的缺乏，其对于投资的退出又顾虑多多。企业并购融资面临着难解的困境。

一个不可回避的现实是，我们不可能也无法做到在短时期内改变现行的法律环境和金融体制。我们所能做的和更为现实的就是进行金融创新，在现有的法律框架内用新的产品为并购服务，为企业的并购提供合法的融资。

本书是国内第一部研究并购融资的专著。

近几年来我国出版了一些并购方面的著作，包括一些翻译的作品，应该说对我国的并购活动有了很大的推动。但是，由于这些研究主要是对西方并购理论和我国并购交易的宏观介绍，很少涉及并购融资，最多只是作为某些章节出现。中国财政经济出版社曾经翻译出版过一套《并购的艺术》，其中有一本是专门谈并购融资的，但其介绍的融资工具和某些创新融资产品，在国内的现阶段还不能应用，因为我们的金融市场远没有如此发达，国内的金融监管也对这些产品严格限制。本书的出版将填补我们在这

方面的研究空白。

本书从融资的角度为企业并购和取得阳光下的利润提供了一个有效的思路。国内的企业在并购融资中，确实也想了很多种办法，大多是利用“擦边球”式的不合规的方法，但问题是如果融资和出资方式没有足够的法律支撑的话，即使融到了资金，实现了并购的交易，其间的利益也是难于保证的。尤其是在管理层收购和员工持股计划中，融资问题更为严重。从公开披露的信息来看，有的公司包括上市公司的管理层，存在着各种违规的并购融资行为，比如，银行贷款、超额投资、员工非法集资等等，致使很多人不敢把已得的利益装进自己的腰包，当然也就得不到阳光下的利润。

本书作者长期从事并购融资的研究和实务。我们在研究和实践中开发了一系列创新的并购信托融资产品，在我国目前的法律框架下运用顺畅并取得了很好的效果。这部书可以说是对作者研究和实务工作的一个总结。本书共计八章，可分为两个部分，前五章是并购融资相关技术的研究和介绍，后三章是对员工持股和管理层收购信托融资的研究，并给出了多套具体方案，目标企业及相关中介机构可以参考。我们力求使本书成为一个“工具箱”，能够为企业提供有效的并购融资指导和服务。

我们的研究还在继续，欢迎有兴趣的各界人士指教。

非常感谢中国财政经济出版社的张宝和副总编辑，本书在选题和体例安排方面都得到他的指导。感谢高钧先生为本书的写作提供过有用的资料。

张泽来

2004年2月于北京

# 目录

|                               |         |
|-------------------------------|---------|
| <b>第一章 并购融资概述</b> .....       | ( 1 )   |
| 第一节 企业并购及其分类.....             | ( 1 )   |
| 第二节 企业并购理论.....               | ( 5 )   |
| 第三节 企业并购融资的基本概念.....          | ( 19 )  |
| <b>第二章 并购资金需要量的评估</b> .....   | ( 24 )  |
| 第一节 企业并购资金需要量.....            | ( 24 )  |
| 第二节 目标企业价值的评估.....            | ( 33 )  |
| <b>第三章 并购融资的资本成本及结构</b> ..... | ( 75 )  |
| 第一节 并购融资的资本来源.....            | ( 75 )  |
| 第二节 资本成本(率)的确定.....           | ( 79 )  |
| 第三节 并购融资的资本结构.....            | ( 87 )  |
| 第四节 资本结构的决策.....              | ( 101 ) |

张泽来

2004年2月于北京

---

|            |                          |              |
|------------|--------------------------|--------------|
| 第四节        | 机构投资者融资                  | (139)        |
| <b>第五章</b> | <b>并购债务融资</b>            | <b>(145)</b> |
| 第一节        | 银行借款融资                   | (145)        |
| 第二节        | 发行债券融资                   | (153)        |
| 第三节        | 发行可转换债券融资                | (167)        |
| <b>第六章</b> | <b>信托与并购融资的创新</b>        | <b>(175)</b> |
| 第一节        | 信托的基础知识                  | (175)        |
| 第二节        | 信托业务的分类                  | (181)        |
| 第三节        | 信托在并购融资中的作用              | (187)        |
| <b>第七章</b> | <b>员工持股计划(ESOP)信托融资</b>  | <b>(191)</b> |
| 第一节        | 员工持股计划(ESOP)概论           | (191)        |
| 第二节        | 国外的员工持股计划                | (208)        |
| 第三节        | 我国员工持股的发展及存在的问题          | (223)        |
| 第四节        | 我国员工持股发展的融资困境与创新解<br>决方案 | (243)        |
| 第五节        | 员工持股计划股权信托融资的业务流程        | (257)        |
| <b>第八章</b> | <b>管理层收购(MBO)信托融资</b>    | <b>(271)</b> |
| 第一节        | 管理层收购(MBO)概论             | (271)        |
| 第二节        | MBO在中国的发展                | (290)        |
| 第三节        | 我国MBO的融资困境               | (318)        |
| 第四节        | 我国MBO的信托融资方案             | (329)        |
| <b>附录</b>  | <b>相关法律法规</b>            | <b>(363)</b> |

## 第一章

# 并购融资概述

并购融资是指并购方企业为了兼并合并或控股收购被并购方企业而进行的融通资金的活动。并购融资是并购业务中最重要的一个环节，是并购业务的核心内容。本章简要介绍企业并购的含义、企业并购的分类、企业并购的理论以及并购融资的基本概念。

## 第一节 企业并购及其分类

企业并购是指企业的兼并和收购。兼并与收购各有特点，有联系也有区别，人们常连用一起，简称并购。

### 一、企业并购的含义

企业并购（Merger & Acquisition，简称为 M&A）是企业兼并和收购的总称。

1. 兼并（Merger）。兼并购称合并是指并购方企业取得被并购方企业的全部所有者权益（股权）组成单一经济主体和法律主体的并购活动，主要有两种方式即吸收合并和新设合并。

（1）吸收合并。吸收合并是指并购方企业取得被并购方的所有者权益后者即宣告解散。并购方企业要承担被并购企业的债

务，但必须通报各债权人，有些债权人要求清偿，则必须在完成合并前进行偿还。并购方企业可以用现金、债券或发行股票的方式来换取被并购企业的所有者权益。吸收合并的结果，仍然只有一个单一的经济主体和法律主体，因为被并购的企业已被解散了。

(2) 新设合并。新设合并是指参与合并的企业各方以自己的所有者权益按一定的比率换取新成立企业的所有者权益，原来的各企业都宣告解散。新成立的企业将接受已解散的各企业的资产，承担各企业的债务，已解散的各企业的股东，在以原股权按一定的比率换取新成立企业的股权后，也就成为新企业的股东。新设合并的结果仍然是一个单一的经济主体和法律主体。

2. 收购控股。收购控股指通过转让资产、承担负债或发行股票等方式，由一个企业（购买企业）获得对另一个企业（被购买企业）净资产和经营活动控制权的企业联合。收购控股最盛行的方式是一家企业通过长期投资取得另一家或几家企业的控制股权（control interest），使被投资企业成为它的附属企业（subsidiary corporations），常称子公司；它自己则成为这些子公司的母公司（parent corporation），或称控股公司。每个企业都是独立的经济主体和法律主体，母、子公司组成一个集团（group）。所谓取得控制股权，是指能在股东大会上享有多数表决权，这样就能绝对控制该子公司的财务和经营决策。从原则上说，这要持有该子公司有表决权的普通股份 50% 以上。如果子公司小股东非常分散，往往只需持有它的 25% ~ 30% 左右的股份，实际上就能实现相对控制的目的了。

## 二、企业并购的分类

企业并购按不同的标准可以把并购分为不同的类型。

### (一) 按并购企业与目标企业从事业务关联程度分类

按此分类, 并购可分为横向并购、纵向并购、和混合并购三种类型。

1. 横向并购。横向并购是指生产同类产品的企业之间的并购。横向并购可以迅速扩大生产规模, 便于更大范围内更高水平地实现专业化分工协作, 采用技术先进的专用设备和工艺装备, 从而提高产品质量, 降低产品成本, 增强市场竞争能力; 另一方面, 统筹安排产品销售和材料采购, 节约共同费用, 增强了企业的盈利能力。总之, 横向并购在一定的范围内能实现规模经济。横向并购是资本主义在 19 世纪后期和 20 世纪初期最早出现的并购形式, 为资本主义的社会化大生产和资本集中提供了物质基础。在 19 世纪后期和 20 世纪初期, 这是西方企业第一次并购高潮中的主要形式。

2. 纵向并购。纵向并购, 是指生产过程或经营环节相互衔接、密切联系的企业之间, 或者具有纵向协作关系的专业化企业之间的并购。纵向并购又可分为:

(1) 前向并购。即向其产品的下游加工流程方向并购, 如生产零件或原材料的企业并购机加工企业或装配企业。

(2) 后向并购。即向其产品的上游加工流程方向并购, 如装配或制造企业并购零件或原材料生产企业。

纵向并购可以缩短生产周期, 节约运输、仓储费用; 保证原材料及零部件及时供应, 降低交易成本。在 20 世纪 20 年代, 纵向并购是西方企业第二次并购高潮的主要形式。

3. 混合并购。混合并购是指生产经营的产品或服务彼此没有关联的企业之间的并购。混合并购又分三种形态:

(1) 产品扩张型混合并购。是指产品生产技术或工艺相似企业间的并购, 其目的是利用本身技术优势, 扩大产品门类。以本

企业产品生产技术或工艺为圆心，同心向外扩张，如汽车制造企业并购农用拖拉机或收割机制造企业。如果企业间产品的生产技术或工艺十分相近，相当于横向并购。

(2) 市场扩张型混合并购。是指具有相同产品销售市场的企业间的并购，其目的是利用本身（或目标企业）企业的市场优势，扩大市场销售额。以产品市场为圆心，同心向外扩张，如化肥制造企业并购农药生产企业就是利用化肥和农药面对的是同一农资市场，一家企业可利用另一家企业的市场销售网络优势迅速扩大销售量。

(3) 纯粹混合并购。是指产品和市场都无关联企业间的并购。如汽车制造企业并购旅游、餐饮企业。

混合并购可实现技术或市场共享，增加产品门类，扩大市场销售量；可实现多角化经营战略，分散企业经营风险。在 20 世纪 50 年代前后，混合并购是西方企业第三次并购高潮中的主要形式。

## （二）按并购的支付方式分类

按并购的支付方式分，并购可分为现金购买和股票购买两种类型。具体有：

1. 现金购买资产（Cash For Assets）。是指并购方企业使用现金购买目标企业部分或全部资产，将其并入并购方企业或对目标企业实施经营管理控制权。

2. 现金购买股份（Cash For Stock）。是指并购方企业用现金购买目标企业部分或全部股票或股权，对目标企业实施经营管理控制权。

3. 股票购买资产（Stock For Assets）。是指并购方企业用本企业股票或股权交换目标企业部分或全部资产，并将其并入本企业或对其实施经营管理控制权。

4. 股票购买股票 (stock for stock)。是指并购方企业用本企业股票或股权交换目标企业的股票或股权。

### (三) 按并购方企业对目标企业进行并购的态度分类

按此标准分, 并购分为善意并购和敌意并购。

1. 善意并购 (Friendly M&A): 是指并购方企业能以较合理的价格等并购条件, 与目标企业的管理层协商, 取得目标企业股东和管理层的理解与配合后所进行的并购。

2. 敌意并购 (Hostile M&A) 是指并购方企业事先未与目标企业管理层协商而秘密并购目标企业的股份, 使目标企业不得不接受条件出售企业。在敌意并购下, 并购方企业通常得不到目标企业管理层的配合, 相反, 后者还会设置障碍阻挠并购。

## 第二节 企业并购理论

企业并购作为一种特殊的企业行为, 是企业的一种重大的经营活动, 只要能增加并购方股东权益, 并购方企业才会有动力从事并购活动, 而目标企业的股东只要能得到满意的支付才会接受并购, 双方股东的利益来源在于并购后企业权益价值要比并购前两家单独存在时的权益价值之和更高, 即  $1+1>2$  的效果。高出的部分成为并购增值, 并购增值是并购双方实施并购的物质基础。

企业为什么要通过并购扩大生产规模? 为什么有些交易活动通过并购进行内部化? 为什么管理水平高的企业总愿意并购经营不善处于困境中的企业? 企业并购增值来源何处呢? 归纳起来主要有三种理论。

## 一、企业规模经济理论

企业规模经济理论实际上是微观经济学中的厂商理论，经过一百多年的发展，就其理论体系来说已相当的完善。其主要从技术和投入产出的角度来研究企业，把企业看成一个黑箱，不考虑企业的组织结构。假设企业只生产一种产品，企业投入产出可由生产函数表示，即企业投入  $x_1, \dots, x_n$  等  $n$  种生产要素，产出水平为  $Q$ ， $n$  种生产要素市场价格为  $w_1, \dots, w_n$ ，因而投入要素总成本为  $\sum_{i=1}^n w_i x_i$ ，生产函数为  $Q = f(x_1, \dots, x_n)$ 。于是，在一定的产出水平下，使生产成本最小化：

$$\text{Min} \sum_{i=1}^n w_i x_i$$

$$\text{s.t. } f(x_1, \dots, x_n) \geq Q$$

对不同水平  $Q$  的求解，将得到一条总生产成本曲线  $C(Q)$ ，其平均生产成本曲线为  $C(Q)/Q$ ，边际生产成本曲线为  $C'(Q)$ ，如图 1-1 所示。

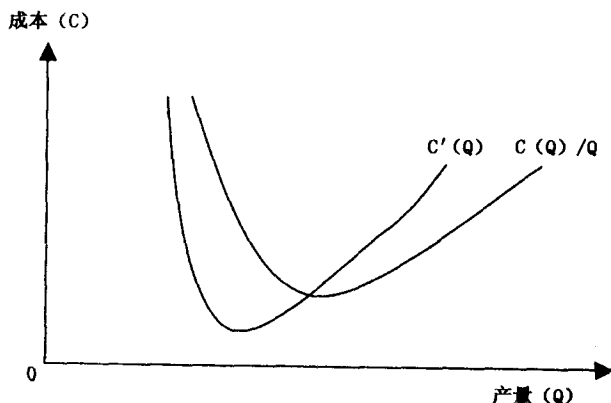


图 1-1 生产成本函数

如果投入要素  $x_1, \dots, x_n$  都是可变动的, 则图 1-1 所示的生产成本曲线为长期生产成本曲线 (Long-Run Cost Line)。长期生产成本曲线是假设投入要素的价格、质量固定不变, 采用的技术水平及工艺水平不变情况下建立起来的, 现重点分析长期平均生产成本曲线 (Long-Run Average Cost Line, 以 LAC 表示) 的特性。

### (一) 长期平均生产成本曲线 (LAC) 与规模经济 (Economics of Scale) 的关系

当产出增加时, 长期平均生产成本曲线基本有下降、保持不变、上升三种趋势。当产品价格不变时, 产品利润与长期平均生产成本成反比, 即长期平均生产成本越低, 产品利润越高; 反之, 长期平均生产成本越高, 产品利润越低。而长期平均生产成本  $C(Q)/Q$  与生产规模即产出  $Q$  有一定的联系。这样产品利润即规模报酬与长期平均生产成本的关系如图 1-2 所示。

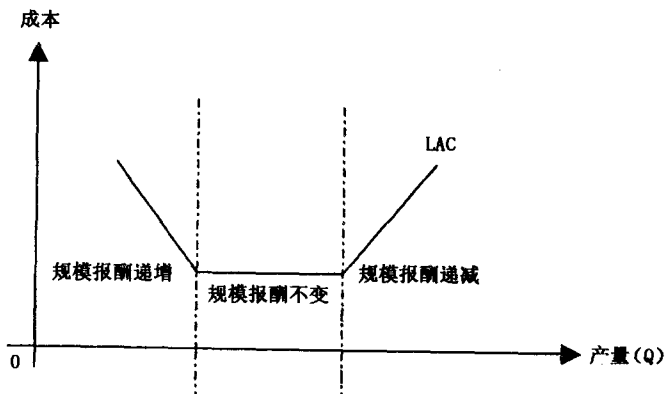


图 1-2 规模报酬三阶段

#### 1. 规模报酬三阶段。

##### (1) 规模报酬递增阶段 (Increasing Return To Scale)。

(2) 规模报酬不变阶段 (Constant Return To Scale)。

(3) 规模报酬递减阶段 (Decreasing Return To Scale)。

2. 规模的经济性 (规模经济)。规模的经济性可从企业生产与经营两个层次来定义。一是从生产过程中的特性来定义即狭义定义为：长期平均生产成本随产量规模的增加而下降使规模报酬增加；二是从企业经营角度，从企业管理层次上，即在广义定义为：在长期生产中，产量规模增加时，所有要素的变动都能使长期平均生产成本降低，规模报酬增加。规模经济的原因主要是：

(1) 专业化。产量的增加使更为专业化的分工成为可能，可使用专业化的机器设备、工艺装备及更先进的技术工艺，提高生产效率，使平均生产成本降低；工人在专业化的生产中变得技术更加熟练，并且减少了从一个工种转到另一工种适应过程的时间损失，使生产效率得以提高。

(2) 资源集中。产量的增加使投入要素也相应增加，大企业对资源合理利用效率、管理效率更高。例如：某小企业只有一台设备，也需要一套基本的备品备件；另一大企业有许多台设备，只需要很少的几套备品备件就可以了。另一方面，投入要素的增加，表明可使用大型、重型机器设备，投入要素的功能价格比提高。因为任何容器的结构成本大体上随着容器的表面积增加而成比例增加的，而容积是随着体积的增大而增加的。即制造成本随着容器直径  $R^2$  的增加而增加，而容积随直径  $R^3$  的增加而增加。这就是规模成本指数  $X$ ，指机器设备生产能力的增加与其制造成本增加的指数关系，即：

$$\frac{A_2}{A_1} = \left( \frac{AC_2}{AC_1} \right)^X$$

其中： $A_1$ ——设备生产能力为 1 水平