

TOUZI YINHANG  
YU  
QIYE BINGGOU  
YANJIU

# 投资银行与 企业并购研究

王月溪 / 著



经济科学出版社

# 投资银行与企业 并购研究

王月溪 著

经济科学出版社

责任编辑：王长廷

责任校对：董蔚挺

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

## **投资银行与企业并购研究**

王月溪 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www.esp.com.cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@esp.com.cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京密兴印刷厂印装

850×1168 32 开 9 印张 200000 字

2004 年 1 月第一版 2004 年 1 月第一次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 7-5058-3932-2/F·3235 定价：20.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

本书由

**大连市人民政府资助出版**

The published book is sponsored  
by the Dalian Municipal Government

# 大连市学术专著资助出版评审委员会

名誉主任：楼南泉

主 任：钟万勰

副主任：何国钟 邱 东 吴兆麟 刘国恒

委 员：赵国藩 丁德文 沈闻孙 何鸿斌

孙宪京 赵亚平 汪榕培 杨德新

金 涛 肖正扬 赵宝昌 司玉琢

夏德仁 李寿山 王子臣 王逢寿

武春友 于 立 张 晶

# 目 录

---

|                                |      |
|--------------------------------|------|
| 导言                             | (1)  |
| 第一部分 企业并购与企业发展战略               | (5)  |
| 1.1 企业并购重组概念的界定                | (5)  |
| 1.1.1 资本扩张                     | (5)  |
| 1.1.2 资本收缩                     | (7)  |
| 1.1.3 所有权结构变更                  | (8)  |
| 1.2 企业并购是现代企业重要的交易战略           | (9)  |
| 1.2.1 企业并购重组的内在动因              | (10) |
| 1.2.2 企业并购的理论、绩效及企业发展战略        | (11) |
| 1.2.3 发展与改善企业的交易战略             | (14) |
| 1.3 企业并购是经济全球化浪潮的主流            | (16) |
| 1.3.1 国际直接投资是国际资本流动的<br>主要实现方式 | (16) |
| 1.3.2 跨国并购已成为国际直接投资的最<br>主要方式  | (17) |
| 1.3.3 跨国并购是推动经济全球化的首要动力        | (21) |
| 1.4 企业并购在中国                    | (23) |
| 1.4.1 中国企业并购的现实考察              | (23) |
| 1.4.2 中国上市公司的并购重组              | (29) |

|             |                                         |             |
|-------------|-----------------------------------------|-------------|
| 案例 1-1      | 托普收购川长征——民营企业借壳上市<br>实质性重组较为成功的案例 ..... | (36)        |
| 案例 1-2      | 大港控股爱使股份——二级市场收购<br>较经典的案例 .....        | (38)        |
| 案例 1-3      | 青岛啤酒集团收购扩张——国企并购<br>重组的典型案列 .....       | (39)        |
| 1.4.3       | 跨国并购在中国大势所趋 .....                       | (42)        |
| 案例 1-4      | 外资并购国内企业的主要操作方式 .....                   | (50)        |
| <b>第二部分</b> | <b>企业并购与投资银行 .....</b>                  | <b>(55)</b> |
| 2.1         | 投资银行是资本市场的轴心 .....                      | (55)        |
| 2.1.1       | 对投资银行的理解 .....                          | (55)        |
| 2.1.2       | 投资银行的发展历程 .....                         | (57)        |
| 2.1.3       | 投资银行在资本市场中的重要作用 .....                   | (59)        |
| 2.2         | 现代投资银行的发展趋势 .....                       | (61)        |
| 2.2.1       | 投资银行并购浪潮 .....                          | (63)        |
| 案例 2-1      | 大通曼哈顿兼并 J.P. 摩根案<br>——投资银行并购浪潮 .....    | (65)        |
| 2.2.2       | 投资银行混合全能化 .....                         | (73)        |
| 案例 2-2      | 美国花旗集团并购案——银行业的<br>全能化趋势 .....          | (74)        |
| 2.2.3       | 投资银行国际化 .....                           | (76)        |
| 2.3         | 投资银行参与企业并购的客观必然 .....                   | (78)        |
| 2.3.1       | 投资银行在全球企业五次并购浪潮中的<br>核心地位 .....         | (78)        |
| 2.3.2       | 投资银行参与企业并购的功能及作用 .....                  | (83)        |
| 2.3.3       | 投资银行对企业并购活动的安排及运作 .....                 | (85)        |
| 2.4         | 企业并购是投资银行的核心业务 .....                    | (88)        |

|                                                         |              |
|---------------------------------------------------------|--------------|
| 2.4.1 投资银行的业务类型——传统型和创新型 .....                          | (88)         |
| 2.4.2 美林公司企业并购业务的经验与启示 .....                            | (89)         |
| 2.4.3 从利润构成中得出企业并购是投资银行的核心业务 .....                      | (90)         |
| 案例 2-3 投资银行怎样操作企业并购——香港<br>丰裕兴业有限公司总结企业<br>并购九大程序 ..... | (95)         |
| <b>第三部分 企业并购的价值评估与分析 .....</b>                          | <b>(106)</b> |
| 3.1 调整账面价值法 .....                                       | (107)        |
| 3.2 市场的方法 .....                                         | (109)        |
| 3.3 可比较公司(交易)法 .....                                    | (111)        |
| 案例 3-1 运用可比较公司分析法评估<br>美国海湾石油公司的市场价值 .....              | (112)        |
| 3.4 现金流量评估法 .....                                       | (115)        |
| 3.4.1 现金流量评估模型比较 .....                                  | (116)        |
| 案例 3-2 运用折现现金流量法评估企业价值的<br>经典案例——美国在线和时代华纳<br>合并案 ..... | (119)        |
| 3.4.2 运用折现现金流量法评估企业价值的具体<br>操作步骤 .....                  | (127)        |
| 3.4.3 估计持续经营价值的基本方法 .....                               | (130)        |
| 案例 3-3 运用现金流量增长模型的扩展形式评估<br>企业的持续经营价值 .....             | (132)        |
| 3.4.4 三种折现现金流估价法在并购实践中的<br>比较 .....                     | (139)        |
| <b>第四部分 企业并购的融资问题 .....</b>                             | <b>(157)</b> |

|                                         |       |
|-----------------------------------------|-------|
| 4.1 企业并购的支付方式 .....                     | (157) |
| 4.1.1 现金支付方式 .....                      | (158) |
| 4.1.2 股票支付方式 .....                      | (160) |
| 4.1.3 混合支付方式 .....                      | (162) |
| 4.1.4 企业并购支付方式的选择 .....                 | (166) |
| 4.2 企业并购融资额的确定 .....                    | (168) |
| 4.2.1 收购的成本 .....                       | (168) |
| 4.2.2 收购后公司的运行成本 .....                  | (169) |
| 4.2.3 并购退出成本 .....                      | (170) |
| 4.3 企业并购的融资工具及融资渠道 .....                | (170) |
| 4.3.1 公司并购的融资工具 .....                   | (170) |
| 4.3.2 公司并购的融资渠道 .....                   | (171) |
| 4.3.3 为公司并购提供融资的金融中介机构 .....            | (172) |
| 4.4 企业并购融资方式的选择对公司财务的<br>影响 .....       | (173) |
| 4.4.1 企业并购融资方式的选择 .....                 | (173) |
| 4.4.2 企业并购融资方式对持股人的影响 .....             | (173) |
| 4.4.3 含有股票支付交易中的股权稀释问题 .....            | (174) |
| 4.5 企业并购最优融资结构的确定 .....                 | (180) |
| 4.5.1 资本结构与最优资本结构 .....                 | (181) |
| 4.5.2 资本成本与融资风险 .....                   | (181) |
| 案例 4-1 计算涉及负债、优先股以及普通股<br>交易的资本成本 ..... | (187) |
| 4.5.3 不同资本结构类型的比较 .....                 | (199) |
| 4.5.4 企业并购融资最优资本结构的确定 .....             | (201) |
| 4.6 企业并购融资方式的创新:<br>LBO、MBO、ESOP .....  | (207) |
| 4.6.1 LBO .....                         | (207) |

|                                                           |              |
|-----------------------------------------------------------|--------------|
| 4.6.2 MBO .....                                           | (215)        |
| 4.6.3 ESOP .....                                          | (220)        |
| 4.6.4 LBO、MBO、ESOP 对我国的借鉴与启示 .....                        | (223)        |
| 案例 4-2 我国的 MBO 典型案例分析 .....                               | (225)        |
| <b>第五部分 大力发展中国的投资银行产业 .....</b>                           | <b>(237)</b> |
| 5.1 中国投资银行产业的现状 .....                                     | (237)        |
| 5.1.1 中国投资银行产业的总体概况 .....                                 | (237)        |
| 5.1.2 对中国投资银行产业现状的评价 .....                                | (238)        |
| 5.1.3 中国投资银行现有的融资渠道 .....                                 | (241)        |
| 5.2 中国投资银行产业的发展 .....                                     | (244)        |
| 5.2.1 券商并购重组是中国投资银行产业发展的<br>必由之路 .....                    | (245)        |
| 案例 5-1 中国投资银行产业首例券商之间股权<br>投资完成并购重组——银河证券<br>参股亚洲证券 ..... | (250)        |
| 5.2.2 拓展融资渠道是中国投资银行产业发展的<br>资金源泉 .....                    | (256)        |
| 5.2.3 企业并购业务是中国投资银行产业发展的<br>重中之重 .....                    | (261)        |
| 主要参考文献 .....                                              | (266)        |
| 后记 .....                                                  | (271)        |

# 导 言

**企**业并购是产业经济学一个永恒的课题，是企业竞争、优化资源配置、产业发展、市场经济实践的产物和必然规律。企业并购市场的成熟、完善与发展必须有投资银行这一主要的并购经纪人的参与。投资银行作为市场经济中的重要枢纽、资本市场的主角，参与并影响着各种资源的有效配置，在企业并购中具有不可替代的地位。

中国建立社会主义市场经济体制，完成国有企业改革，是一项前无古人的崭新大业，迫切需要和呼唤着符合社会主义市场经济要求的中国投资银行产业的大发展。本书以合理分析、借鉴西方企业并购及投资银行业发展理论为基础，以紧密联系中国现实的市场经济发展需要为原则，以中国的企业并购活动、投资银行产业发展的实践为主线，着重研究并阐明投资银行与企业并购的关系、投资银行参与企业并购的功能及技术、市场经济条件下中国的企业并购及投资银行产业发展的道路。

全书由五大部分组成：

第一部分，主要研究企业并购与企业发展战略。现代企业有两个完全不同的发展战略，一是经营发展战

略，二是企业交易战略。并购是现代企业重要的交易战略，是企业竞争、生存、发展与壮大的客观需要。企业并购是经济全球化浪潮的主流，跨国并购已席卷全球。中国已经加入 WTO 并置身于世界经济中，跨国并购已成为国际资本进入中国市场的主要形式。而中国企业也必须利用这一机会走出国门融入全球并购大潮。并购重组已发展成为对中国市场经济的健康发展、产业结构调整、社会资源合理配置、现代企业制度建立、企业深化改革等非常有益的活动。

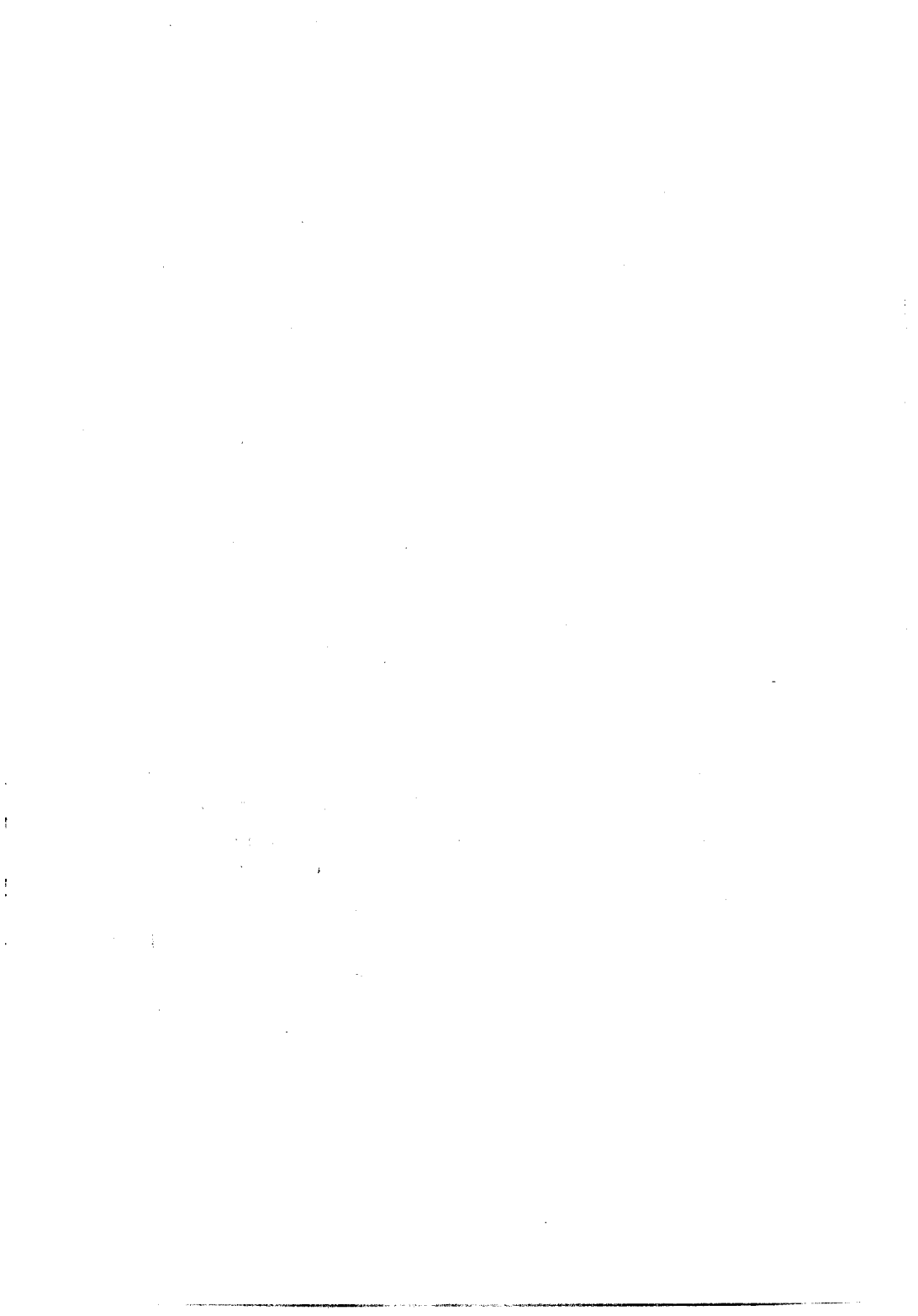
第二部分，主要研究企业并购与投资银行的关系。研究企业并购与投资银行的关系，离不开考察资本市场，因为投资银行是资本市场的轴心。企业并购的发展，造就了主要由投资银行家组成的经纪阶层。而投资银行并购业务的发展，离不开资本市场的发展。可见企业并购市场对资本市场有很大的依赖性。此部分我们通过对投资银行在全球企业五次并购浪潮中的核心作用，投资银行参与企业并购的功能，投资银行对企业并购的安排、运作的论述，从而得出投资银行参与企业并购的客观必然。投资银行凭借智力和财力的高级结合、双重优势，成为企业并购活动中不可或缺的润滑剂和助推器，在企业并购活动中通过自己的金融智慧、金融职能和金融建议成为企业并购活动的真正主角并发挥着重要的核心作用。

第三部分，主要研究企业并购的价值评估与分析方法。企业并购无论采取何种形式，吸收合并、新设合并也好，收购也好，其成功的关键因素之一就在于双方最终是否能在成交价格问题上达成一致。企业并购价格是整个并购交易中最本质的环节，投资银行必须发现准确的价值所在，即买方所能支付的最高价与卖方所能接受的最低价之间的微妙差距。这是一项艰苦的极富创造性的工程。合理收购价格的确定必须建立在对目标公司进行价值评估的基础之上。公司价值评估适用的方法是多种多样的，有的适

用于上市公司，有的适用于非上市公司，有些方法则两类公司都适用。本部分主要通过对投资银行实践中广泛应用的评估方法：调整账面价值法、市场的方法、可比较公司（交易）分析法、现金流量评估方法的介绍和总结，并结合中外企业并购价值评估的实际案例，阐述掌握以及合理运用企业价值评估分析技术是尤为重要的。

第四部分，主要研究企业并购的融资问题。在企业并购活动中，融资是完成交易的关键环节，亦是一宗并购交易最终能否成功的重要因素之一。本部分探讨并分析总结了企业并购的支付方式；企业并购融资额的确定；企业并购的融资工具及融资渠道；企业并购融资方式的选择对公司财务的影响及企业并购最优融资结构的确定等问题。值得一提的是此部分我们重点论述了企业并购的融资创新——LBO、MBO、ESOP，并结合我国的 MBO 典型案例分析，探讨 LBO、MBO、ESOP 对我国的借鉴与启示作用。

第五部分，主要研究中国投资银行产业如何发展问题。目前中国投资银行产业发展面临的困难很多，我们认为其主要难题是如何做大做强，解决生存发展壮大的问题。本部分主要论证了券商并购重组是中国投资银行产业发展的必由之路；拓展融资渠道是中国投资银行产业发展的资金源泉；企业并购业务是中国投资银行产业发展的重中之重。中国的投资银行产业虽然年轻，但责任重大。面对经济全球化、金融一体化的挑战，必须大力发展中国的投资银行产业。中国的市场经济、中国的企业改革，需要并呼唤自己的投资银行产业大发展！



## 第一部分

# 企业并购与企业发展战略

## 1.1 企业并购重组概念的界定

兼并、收购、重组是近年来经济领域使用频率较高的词汇。公司重组 (Corporate restructuring)，是一个外延相当广泛的概念，指企业的经营、资本结构以及所有权的不属于日常经营性变动的任何变化。它包括了三组截然不同而又相互关联的活动：即资本扩张、资本收缩及所有权结构变更。

### 1.1.1 资本扩张

资本扩张是指能导致公司规模及经营范围扩大的各种行为，主要包括合并、收购、股份制及合资联营。

合并，指两家以上的公司，依当事人所订立的合并契约，并按照法律所规定的合并程序而归并为一个公司或另设一家公司的

行为，从法律角度讲还分为吸收合并与新设合并。

吸收合并 (Merger)，指两个公司合并后只有一家公司生存下来。这种情况常常发生在两家公司在实力相差悬殊的情况下。生存下来的公司一般是较大的那一家。例如：1996 年 12 月，波音公司以 133 亿美元的价格购得麦道公司，组建成世界上最大的航空航天制造公司。兼并行为发生后，麦道公司消失，除 100 架 MD—95 以外，民用客机均改名波音。这种并购就属于典型的吸收合并。

新设合并 (Consolidation)，指两家公司合并后全部不存在，而在两家公司资产的基础上创立了一家新公司。这种情况一般发生在两家公司规模差不多的情况下。例如：2000 年 1 月 10 日，全球最大的互联网服务提供商——美国在线 (America Online) 与全球娱乐及传媒巨人——时代华纳 (Time Warner) 合并成立新公司“美国在线时代华纳” (AOL Time Warner Inc) 就属于典型的新设合并。

收购 (Acquisition)，是指一家企业通过购买另一家公司的股票或资产而获得对该家企业本身或其部分资产实际控制权的行為。收购强调控制权的转移，而被收购企业的法人实体地位并不消失。收购包括资产收购和股权收购。股权收购按照收购的股份占总股份的多少一般可以划分为参股式收购、相对控股式收购、绝对控股式收购、100% 完全收购。收购往往是一系列后续行动的前奏。这些后续行动或是合并，或是收购方与目标公司之间形成母子公司关系，或是分拆目标公司变卖其资产，或是将目标公司私有化。例如：柯达公司对国有感光材料企业的收购属于典型的资产收购。因为目标公司中股东的投资情况复杂，涉及政府、行业主管部门、国有企业等投资，难以谈判。更重要的是，如果柯达通过收购股权改组原有的国有企业，往往在公司架构的重建、原有资产的替换和雇员的安置上会困难重重。所以柯达选择

性地购买了目标公司中可以升级改造的机器设备和土地房产等固定资产。而法国达能公司先后收购上海梅林、琼海虹所持有的上海梅林正广和饮用水有限公司 50% 的股份和正广和网上购物公司 10% 的股份，总共涉及金额将近 1.8 亿元。梅林正广和饮用水有限公司是全国最大的桶装水生产企业，通过收购股权可拥有其知名品牌，而不必使被收购企业的法人地位消失。这种收购就是典型的股权收购。

股份制 (Shares system) 所拥有的一系列功能中，最为重要的就是资产扩张功能，它对资本扩张的意义在于，控股方只要取得了控制权，实际上就取得了对所有参股资本的支配权，从而在事实上使自己的控股资本占有了其他的参股资本，使自己的资本得到了扩张。常见的具体运作方式有股份制改组、发行股票、公司控股运作等。

合资联营 (Joint ventures) 是企业扩张性重组的重要方式之一。与收购及合并方式有三点不同。其一，合资联营的双方不发生相互之间的所有权买卖和接管，因而其成本没有接管溢价问题。其二，合资联营的目标往往侧重于业务体系中的某些部分，比如销售、生产、开发等，而合并收购则多半涉及一个公司的整个业务体系，具有整体加入的性质。其三，合资联营公司常常会规定一个合资期限，到期解散，而合并与收购则不存在合作期限问题，一经完成，即永久存续。研究表明，企业强弱过于悬殊者之间的联营一般很少成功。联营常常在合资人的目标实现之后便告终止，终止的联营有 75% 以上最终被一方母公司收购。

### 1.1.2 资本收缩

资本收缩是指将所控制资产转移给可以对其进行更有利管理的所有者。收缩是对原有资产控制权的收缩，而不是对资本规模