

厦门大学国家级金融重点学科学术著作系列

投资银行并购论

Touzi yinhang
binggoulun

郑鸣 著



中国财政经济出版社

厦门大学国家级金融重点学科学术著作系列

投资银行并购论

郑 鸣 著

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

投资银行并购论/郑鸣著. —北京: 中国财政经济出版社,
2005.3

(厦门大学国家级金融重点学科学术著作系列)

ISBN 7-5005-7967-5

I. 投… II. 郑… III. 投资银行-企业合并-研究 IV. F830.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 012971 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 10.875 印张 256 000 字

2005 年 3 月第 1 版 2005 年 3 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1 000 定价: 25.00 元

ISBN 7-5005-7967-5/F·6982

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

作者简介：郑鸣，男，1957年出生，经济学博士。现任厦门大学经济学院金融系学术委员，主要学术带头人，金融学教授、博士生导师。同时兼厦门大学兴业银行金融创新研究中心副主任、广东证券股份有限公司博士后导师，中国金融学会理事。在全国性刊物上已公开发表了60余篇学术论文，出版了12部（含合作）著、编、译著作，主持或参与过国家社会科学基金、教育部博士点基金、福建省规划课题等研究项目13项，多次获得省、部级学术成果奖。

责任编辑 / 梁 涛
装帧设计 / 邹海东

序

当历史的车轮进入 21 世纪，我国的改革开放迎来了一个崭新的时代。这个时代的一个关键词必将是“集约化”。集约化意味着不再单纯依靠铺摊子来求发展，意味着“少花钱，多办事”，意味着经济的重构（Restructure）将成为主流！在这种趋势的影响下，国企改革不再“千军万马挤独木桥”，走改制上市的增量融资路线，而可以通过并购与被并购，走盘活存量路线。因此，21 世纪的企业并购将有大发展！

国外投资银行发展史告诉我们，投资银行是资本市场的核心中介机构，它代表了高智慧，代表了高科技，代表了金融领域的知识经济。中国的资本市场发展至今，成绩显著，但仍然存在许多不足之处。中国的投资银行起步虽晚，却在促进中国资本市场形成和发展的过程中发挥了不可替代的作用。随着中国资本市场在规范中发展，中国投资银行的业务将从传统型向创新型和引申型演进，投资银行的规模也将在新增资本和存量并购中不断扩大。因此，21 世纪的投资银行也将有大发展！

企业并购是投资银行的一项重要业务。国外的实践证明，二者的结合如鱼得水：在投资银行的参与下，企业并购浪潮汹涌澎湃；企业并购业务也为投资银行带来了可观的收入，三分天下有其一。尽管目前中国投资银行介入企业并购的程度还相当低，然而以企业并购为主导形式的国企改革和外资进入，呼唤着中国投资银行的强

力参与；而打了十几年“承销经纪战”的投资银行也迫切需要开辟新的获利渠道，企业并购就是一块可见的、最大的蛋糕！因此，21世纪的投资银行并购业务将有更大的发展！

在国内学术界中，论述投资银行的专著或教材很多，论述企业并购的专著或教材也不少，然而都是各自“为政”，并没有将投资银行与企业并购间不可分割的逻辑阐述清楚。仅有的几本专著将二者结合起来，但仍然有“两张皮”之嫌。因此，我很担心这本《投资银行并购论》会落入这样的俗套。然而通读全书，我欣慰地发现它真正做到了从投资银行角度论述企业并购，从企业并购角度论述投资银行，将二者有机地结合起来，这是全书最大的亮点。

除此之外，该书不仅有对投资银行与企业并购相结合的理论阐述，也有对国内投资银行并购业务现状、案例、问题和出路的实践思考，具有很高的学术价值和实践意义。因此，该书不仅可以作为研究生学习和研究的重要参考书，也是实际工作者一部难得的参考书。

郑鸣教授是我的弟子，也是厦门大学金融系的学术骨干。这项成果是厦门大学国家级金融重点学科建设项目的研究成果，也是他长期从事相关研究的结晶。在此，我谨以此序向他表示祝贺，并真诚地向读者们推荐这本书。

张亦春*

2005年1月

于厦门大学敬贤楼

* 张亦春系我国著名经济金融学家、厦门大学国家级金融重点学科学术总带头人。

前言

投资银行与企业并购是国际前沿课题。投资银行需要企业并购，企业并购作为国际投资银行的重要业务，为投资银行带来可观的低风险收益。企业并购需要投资银行，投资银行的人才、信息、资金、专业知识使世界上大大小小的并购得以顺利完成，引导着巨大的资源以并购的方式流动，使资源的配置效率得以体现。

投资银行与企业并购同样是我国金融改革和企业改革的核心课题。自 20 世纪 90 年代初我国证券市场建立起来后，有关投资银行的研究如雨后春笋般大量涌现出来。同样，我国产权制度改革的伟大实践为企业并购研究提供了巨大舞台。将二者结合起来进行研究，无论对于我国金融体系的完善，还是对于我国国企改革，甚而是实现我国经济的帕累托最优，都具有异常重要的理论和实践意义。加入 WTO 后，大量外资以并购方式进入中国的现实使本课题研究更为紧迫。可以断言，这是我国金融和产业界现在，也必将是未来长盛不衰的热点。

然而，目前国内相关的研究基本上是“分而治之”。或者只研究投资银行，仅仅将企业并购作为其业务简要介绍；或者只研究企业并购，仅仅将投资银行作为中介机构一笔带过。针对这种现状，将投资银行与企业并购紧密结合起来，从投资银行的角度研究企业并购，以企业并购为着眼点研究投资银行，正是本书的主导思想及学术价值所在。

本书的框架如下：

第1章是导论。本章第一部分首先从投资银行的基本属性入手，从投资银行的历史发展逻辑界定了“投资银行”的内涵，同时从业务范围阐述了投资银行的广阔外延，从而概括出其特点、与商业银行的区别及其四大功能，即媒介资金供需、构造证券市场、优化资源配置、促进产业集中。第二部分则针对企业并购方面，比较了企业并购（M&A）国际和国内的定义，划分了企业并购的主要类型，并概括了企业并购的诸多动因，最后分析了企业并购的正面功能和负面影响。在上述两部分的基础上，更重要的是投资银行与企业并购融合的必然性。笔者认为，投资银行与企业并购的融合点在于资本市场，体现在对象、主体、价格、途径、工具和功能六个方面。这是全书的主线。

第2章是投资银行介入企业并购的经济合理性。本章试图回答一个问题：投资银行为什么能够介入企业并购？从理论上讲，投资银行作为广义上的金融中介，它的介入必须要为并购双方带来利益，这体现为并购交易费用的减少。本章构建了一个简单的模型用来说明这一问题。从实践上看，根据服务对象的不同，投资银行在并购的不同环节发挥了不同的作用。这使得企业并购，特别是现代企业并购离不开投资银行的积极介入。19世纪末以来的五次并购浪潮充分说明了这一点。

第3章是投资银行企业并购的收益风险研究。相对于前一章，本章试图回答的问题是：投资银行为什么需要介入企业并购？任何一项经济行为都有其利益动机，投资银行介入企业并购也不例外。投资银行并购业务带来的收益主要有四种：顾问的佣金收益、并购融资的收益、自营并购业务的企业买卖差价及风险套利收益。这四项并购收益已经构成世界许多投资银行主要的利润来源。然而，投资银行介入企业并购也会带来相应的风险，体现为系统性风险和非系统性风险。投资银行介入企业并购必须进行相应的收益风险权衡。

第4章是并购方式与反并购策略。企业并购作为一种产权交易行为,其方式是多种多样的。在并购主体的意愿、所借助的市场、并购支付工具、法律政策约束等方面因素的共同作用下,并购方式是投资银行排列组合式的创造。这其中,中国现阶段的并购方式更是具有鲜明的中国特色。有并购就有反并购,这一对矛盾体相生相长。面对多种并购方式,反并购策略也是多种多样,这同样要归功于投资银行的创造性思维。

第5章是并购融资。并购是企业整体或部分产权的转移,这种转移需要大额的代价支付,因而并购融资是一个关系到并购成败的关键环节。并购融资首先依赖于并购支付方式,不同支付方式所要求的融资额和可选择的融资工具有所区别。而并购支付方式是并购双方协商的结果,因而必然要受到并购方和被并购方各自约束条件的影响。除此之外,不对称信息也是影响并购支付方式的重要因素。杠杆收购是一种特殊的负债融资并购方式,它与垃圾债券的结合促成了第四次并购浪潮。

第6章是上市公司并购与非上市公司并购。由于股东人数、股权性质、所受的监管程度不同,这两类企业的并购过程和特点也不一样,因而投资银行介入这两类企业并购的流程和工作重点也不一样。在我国,协议收购占据上市公司并购的主流,而要约收购也陆续出现。相对于非上市公司并购而言,上市公司并购程序更为复杂、并购定价更为特殊、法律约束更为齐备。

第7章是外资并购。自改革开放以来,外资就一直是活跃在我国经济中的重要力量。自1992年中策事件开始的外资并购,现在已经成为一种重要的FDI方式。在此期间,外资并购受国家产业政策和国有资产管理政策的强烈影响,一度处于低估期,同时产生了众多绕开管制的间接并购方式。外资并购有其特殊动因,特别是外资对我国上市公司的并购,其意义也是深远的。目前外资并购存在的主要问题,一是缺乏促进外资并购的完整法律体系,二是缺乏抑制其消极作用的反

垄断法律，三是没有公平合理地对待外资及外资并购。

第8章是投资银行业的并购。并购不仅是投资银行的主要业务，同时也是投资银行自身发展的重要途径。发达国家投资银行的发展史就是一部行业集中史，几乎每一个大型投资银行的发展过程都是一个内部积累和外部并购螺旋式发展的过程。投资银行业自身的并购具有其特殊动因，同时也产生宏观和微观的重要影响。对于我国投资银行来说，并购具有更重要的意义，同时也具有更鲜明的中国特色。这些特色的背后是有其深远的制度根源的。

第9章是我国投资银行并购展望。我国投资银行发展历史不长，并购业务的开拓与发展更是时日尚浅。与国外投资银行介入企业并购的深度和广度相比，我国投资银行的并购业务整体水平较低。这种现象可以从微观和宏观两个方面去解释。要拓展我国投资银行的并购业务，除了需要解决上述问题之外，还需要完善我国投资银行的组织结构和资本结构，完善我国投资银行的功能体系，以及充分利用混业经营带来的机遇。

本书由郑鸣确定写作思路和研究框架，并负责对本书统稿、审稿、修改及定稿。各部分的撰写分工具体是：前言和第1、2、3、4、5、6章由郑鸣撰写；第7、8、9章由曾志钊撰写。

本书的写作和出版得到了厦门大学国家级金融重点学科研究基金的资助，在此深表谢意。我们还要感谢中国财政经济出版社的领导和责任编辑副编审梁涛先生为本书的顺利出版给予的大力支持和付出的辛勤劳动。王光武、张燕、刘雁翔等人为本书的写作提供了资料，在此一并感谢。

由于作者水平有限，书中可能有不当或错误之处，请广大读者不吝指正。

作 者

2005年1月

目 录

1. 导论	(1)
1.1 投资银行概述	(1)
1.1.1 投资银行的定义	(1)
1.1.2 投资银行的业务范围与特点	(5)
1.1.3 投资银行与商业银行的区别	(9)
1.1.4 投资银行的主要功能	(13)
1.2 企业并购概述	(18)
1.2.1 企业并购的定义	(18)
1.2.2 企业并购的类型	(22)
1.2.3 企业并购的动因	(25)
1.2.4 企业并购的功能	(32)
1.2.5 企业并购的负面影响	(40)
1.3 投资银行、企业并购与资本市场	(45)
1.3.1 资本市场的内涵与外延	(45)
1.3.2 资本市场的功能	(47)
1.3.3 投资银行与企业并购融合于资本市场	(49)
2. 投资银行介入企业并购的经济合理性	(52)
2.1 投资银行介入企业并购的理论依据	(53)
2.1.1 企业、企业的边界与交易费用	(53)

2.1.2	金融中介理论	(55)
2.1.3	投资银行介入企业并购的理论解释	(56)
2.1.4	结论	(62)
2.2	投资银行在企业并购中的作用	(62)
2.2.1	作为并购方财务顾问	(63)
2.2.2	作为被并购企业的财务顾问	(72)
2.3	投资银行在五次并购浪潮中的作用	(74)
3.	投资银行企业并购的收益风险研究	(84)
3.1	投资银行介入企业并购的收益	(85)
3.1.1	并购顾问佣金收益	(86)
3.1.2	并购融资服务收益	(89)
3.1.3	自营并购买卖差价	(91)
3.1.4	风险套利收益	(92)
3.2	投资银行介入企业并购的风险	(94)
3.2.1	投资银行介入企业并购的风险	(94)
3.2.2	投资银行并购业务的收益风险对应管理	(101)
4.	并购方式与反并购策略	(105)
4.1	企业并购方式	(105)
4.1.1	有偿转让	(107)
4.1.2	无偿转让	(120)
4.1.3	其他并购方式	(121)
4.2	反并购策略	(126)
4.2.1	并购发生前的反并购手段	(127)
4.2.2	并购发生后的反并购手段	(137)
5.	并购融资	(146)

5.1 并购融资方式	(147)
5.1.1 现金支付方式	(147)
5.1.2 非现金支付方式	(157)
5.2 并购融资决策	(165)
5.2.1 影响并购方选择金融支付工具的因素	(167)
5.2.2 影响被并购方选择金融支付工具的因素	(172)
5.2.3 不对称信息对并购支付方式的影响	(173)
5.3 杠杆收购	(175)
5.3.1 杠杆收购	(175)
5.3.2 垃圾债券与米尔肯	(191)
5.3.3 管理层收购	(194)
 6. 上市公司并购与非上市公司并购	(197)
6.1 上市公司并购	(198)
6.1.1 上市公司并购模式的选择 ——协议收购与要约收购	(198)
6.1.2 上市公司并购定价	(218)
6.2 非上市公司并购	(226)
6.2.1 非上市公司并购的程序	(226)
6.2.2 非上市公司并购定价	(227)
 7. 外资并购	(237)
7.1 历史与现状	(238)
7.1.1 外资并购的定义	(238)
7.1.2 外资并购的历史发展	(239)
7.1.3 外资并购的方式	(242)
7.2 动因与影响	(246)
7.2.1 外资利用并购手段进入我国的动因	(246)

7.2.2	外资并购上市公司的特殊动因	(248)
7.2.3	外资并购的积极影响	(250)
7.3	外资并购的立法问题	(253)
7.3.1	垄断立法问题	(253)
7.3.2	我国外资并购立法的其他缺陷	(259)
7.4	外资并购的其他问题	(262)
7.4.1	资产或股权的价值评估问题	(262)
7.4.2	外国投资者的待遇标准问题	(264)
8.	投资银行业的并购	(265)
8.1	投资银行业并购的动因	(265)
8.1.1	规模效益	(266)
8.1.2	多角化	(267)
8.1.3	市场势力	(268)
8.2	投资银行业并购的效应	(270)
8.2.1	微观效应	(270)
8.2.2	宏观效应	(272)
8.3	投资银行业并购对我国投资银行的特殊意义	(278)
8.3.1	我国投资银行业并购的必要性	(278)
8.3.2	我国券商并购的类型	(283)
8.3.3	我国券商并购的特点	(285)
8.3.4	我国券商并购的本质问题	
	——基于委托代理理论的分析	(286)
9.	我国投资银行并购展望	(288)
9.1	我国投资银行并购业务的尴尬	
	——兼析中外投资银行并购差距	(289)
9.2	我国投资银行并购业务低水平的微宏观分析	(292)

9.2.1 企业层面	(293)
9.2.2 投资银行层面	(294)
9.2.3 外部宏观层面	(300)
9.3 发展壮大我国投资银行体系	(305)
9.3.1 我国投资银行业的发展历程	(305)
9.3.2 完善我国投资银行组织结构及资本结构...	(313)
9.3.3 构建我国投资银行体系	(319)
9.3.4 为混业经营作好准备	(324)
参考文献.....	(328)

1.

导 论

1.1

投资银行概述

1.1.1 投资银行的定义^①

投资银行 (Investment Bank) 实际上并不是一般意义上的银行, 它属于非银行金融机构。投资银行虽然名称里含有“投资”和“银行”, 但是它本身并不从事“投资”, 它一般不以自己的

^① 本节大部分内容参阅郑鸣、王聪:《现代投资银行研究》, 中国金融出版社 2002 年版。