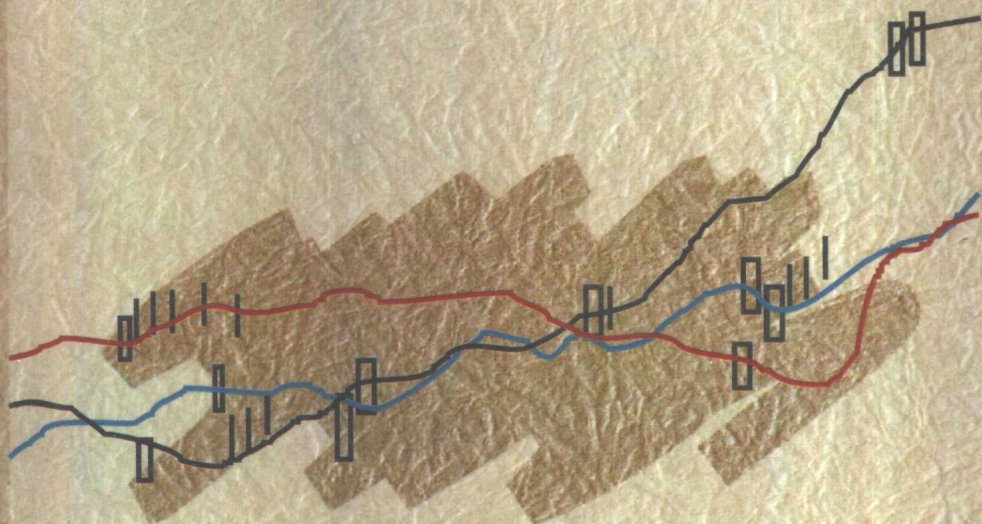


投资银行 并购业务

INVESTMENT BANK MERGER&ACQUISITION BUSINESS

王明夫 主编

Wang MingFu



企业管理出版社

投资银行并购业务

INVESTMENT BANK MERGER&ACQUISITION BUSINESS

王明夫 主编

WANG MING FU

管理出版社

图书在版编目(CIP)数据

投资银行并购业务 / 王明夫主编. - 北京: 企业管理出版社, 1999.6

ISBN 7-80147-213-6

I. 投… II. 王… III. 投资银行 - 银行业务, 并购
IV. F830.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999) 第 21281 号

投资银行并购业务

王明夫 主编

企业管理出版社出版

发行部电话: (010) 68414644

(社址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 100044)

新华书店北京发行所发行

广东惠阳印刷厂印刷

850 × 1168 毫米 32 开 14 印张 360 千字

1999 年 5 月第 1 版 1999 年 5 月第 1 次印刷

印数: 1 ~ 2000

定价: 60.00 元

ISBN 7-80147-213-6/F · 211

序

著名经济学家、北京大学博士生导师 易纲

收购兼并业务(简称“并购业务”Merger and Acquisition)是现代投资银行的核心业务之一。并购业务要周旋于由政府官员、企业董事长、总经理和财务总监等角色构成的VIP圈子里,因而被称为“天生的上流社会业务”。在华尔街,各大投资银行并购部门成为哈佛大学商学院、哥伦比亚大学法学院等著名学府高材生的人生梦想。

并购业务之所以有这样的魅力是因为成功的并购有点石成金之效果,并购是通过对资产的合并、收购、重组来使其市值达到最大化。资产重新组合伴随着权力和利益的重新分配,有收购就有被收购,并购业务涉及到财务、法律、法规、会计、管理、人事、公关等各方面,其中每个环节都充满着智慧和财力的较量。世界上有两件事是不能混的,一是打仗,二是挣钱。因为两者要论输赢,不能有半点马虎。对那些在和平年代梦想当将军的青年人来说,最好的去处是商场,而在商场的最高较量非并购业务莫属。

FBCS/05

在我国，解放前的上海滩发生过有声有色的并购业务。真正现代的并购业务，我国才刚刚起步。在过去十年来发展起来的证券公司投资银行部已初具规模，并聚集了一批人才。中外合资投资银行（如中国国际金融有限公司）的起点较高。但总体说来，我国的投资银行业务还在非常初级的阶段。

国企改革、抓大放小、直接融资、资本市场、改革、改组、改制、非公经济是社会主义市场经济的重要组成部分，所有这些都需要企业并购和资产重组。与股票市场紧密相连的上市公司并购重组更是牵动着千千万万人的心。投资银行（证券公司）在其间的角色将越来越重要，并购业务市场潜力极大，未来十年将在中国有大发展。

目前，各大证券公司开始组建自己的并购业务部门，着力拓展其并购业务。企业界尤其是上市公司越来越求助于投资银行的并购业务。各名牌大学越来越多的高材生向往进入大券商从事收购兼并业务。广大股民越来越希望了解投资银行的并购业务。

这方方面面的人们都希望能够看到一本专门论述投资银行并购业务的书，然而迄今为止，我国出版了一批有关企业收购兼并和资产重组的书籍，却还没有一本从投资银行业务的角度来论述收购兼并的书。本书的出版将是国内第一本将并购当作一种投行业务来论述的专著。

本书由中国证券界知名人士、君安收购兼并部总经理王明夫先生领衔主笔，多数篇幅由王明夫先生撰写（第一、二、六、七章），其余二位撰写人陈秋霞（第四、五章）和张海青（第三章）系君安收购兼并部的业务骨干。

“在投行做并购的人写投行的并购业务”是本书的一个特点，由此决定了它与那些“学院式编书”的区别。书中的内容编排和取舍，取决于作者们在业务实践中的需要。书中的不少观点，来自作者们经验积累之后的有感而发，书中的不少并购项目和重组案例，乃由作者们在业务过程中亲自所做。

最近我接触不少来自不同国家和地区的投资银行家，有如下观察：来自 A 地的投资银行家的行为大致一致，即他们在 A 地和中国信条和标准是一致的，即以专业水平的基本面分析为主，也注意和政府拉关系搞公关，但是基本的职业道德操守在其母国和中国是一致的。B 地来的投资银行家们用的是双重标准，在其本地他们遵守的是西方的职业道德标准，无论在会计制度、基本面分析、市场预测、法律程序均系国际标准。但是，来到中国，他们的标准就变了。在中国工作的重点是政府公关，其他专业投资银行业务程序变成了形式。C 地来的投资银行家的信条和标准与 A 地一样，是一致的，所不同的是内容，他们在本地和在中国都以拉关系为主，其他分析均是走程序。

我想，读者已经知道我希望你们学什么了，可又怕你们不成功……

我真诚地向读者们推荐本书。

易钢

1999.5.10. 于北京大学朗润园

自序

投资银行并购业务的历史使命：

重建中国资本

王明夫

石墨和金刚石的构成元素都是碳。造成它们性质迥异的原因是结构。在一种结构之下，碳元素构成廉价的石墨；在另一种结构之下，碳元素则构成昂贵的金刚石。这里是一个“组合”的问题。

同样是那么些扑克或麻将牌，不同的组合搭配会导致全然不同的效果。每一次洗牌和出牌，都是同一些要素的不同搭配和组合。参与者的利益分配格局和竞争能力就在这一次次的洗牌和出牌之中定了乾坤。这里也是一个“组合”的问题。

中国的电力系统运行存在着严重的组合不当和配置损效现象。其中的一个突出问题是地方小火电与大网机组的矛盾。有专家指出^①，仅广东省，如果采取资产重组等方式来解决地方小火电与省网大机组的矛盾，实现小火电与省网大机组的联合经济运

^① 君安证券研究所电力行业分析师朱宝和博士，“君安证券研究报告——电力行业分析(1999)”。

行，做到优势互补、优化配置，那么广东省电力系统平均发电成本每度电降低2-3分钱是很容易做到的。这样，全省一年就能降低发电成本二、三十亿元。推而扩及全国，则不需要投入一分钱，一年就能够创造价值几百亿元。这里还是一个“组合”的问题！

自然界、日常生活和经济运行中司空见惯的这些现象，反映着事物存在过程中的一个大道理：组合和结构对事物的性质有着决定性的意义！良好的效果必须有一个“正确”的结构！

然而，我国的资本配置却走进了一个“错误”的结构。至少体现在二方面：

其一、资本分散。在宏观层面上，我国资本分配的渠道是财政、信贷和证券发行额度。长期以来，这三方面的资本分配，尽管其具体方式有着变化，但在实质上都是实行“条块”配给制。政府以幼儿园老师向孩子们切分苹果的方式把有限的规模资本切割成众多的细份分配给各个部委、地方或单位，即所谓的要指标、给额度、讲平衡。这是计划经济政府在资本分配过程中的“父爱主义+小农做派”。在微观层面上，我国企业热衷于所谓的“集团化、全方位”发展。在宏观层面上分切了一次甚至多次的资本，在企业这一微观层面上又以业务多元化或企业发展多角化的方式再一次切割开来分散投向。这是我国经济运行中的资本分散现象。

其二、资本重叠。规模资本在分切之后，由各地各单位各企业重叠投向相同的产业和产品，重复建设、重复引进一窝蜂地上，各地产业结构高度雷同，不能反映资源结构上的区域差别。有限的市场容纳不下遍地开花的供给，短缺迅即变成为过剩。供

给能力的形成来源于资本的投入。过剩的供给能力,反映的是当初过度的资本投入。于是问题的性质很清楚:一方面是很多重要的或经济发展迫切需要的产业和产品没有或很少资本投入,形成众多的经济“瓶颈”和产业“盲点”;另一方面则是很多产品领域因为过度投入最终导致大量的生产能力过剩和资源废置。这是我国经济运行中的资本重叠现象。

以资本分散和资本重叠为特征的“错误”的资本配置结构(当从动态的意义上理解),给中国经济造成的后果是灾难性的。举要言之:

首先,规模资本的分切直接导致资本运动(以企业资本的形式存在)的规模不经济。小规模是与手工作坊的生产方式和低水平的生产力相联系的;现代化大工业必须建立在“大规模”的基础之上。现代工业的发展进程总是伴随着资本集中的过程。我国却以分散和重叠的资本配置方式去建立和发展全然是现代化大工业性质的汽车、化工、电子、机械、建材、电讯等产业。结果是,以汽车工业为例,我国截止到1997年底投放在汽车工业的总资产超过4458亿元^①,却一直没有能够也没有努力过去建立起一家足以对抗丰田、福特、大众等世界汽车公司的中国汽车巨头,而是将这4000多亿元的巨额资本切块分散在全国30个省、市和地区建立起了谁也不够规模谁也不可能具有长远前途的众多小汽车厂。今日中国汽车的行业性经营困难和前途渺茫是在其建立的过程之中就注定了的。在以规模生产为前提的大工业时代,资本的

^① “中国汽车工业年鉴—1997”: 1997年末,中国汽车工业资产总值4458.6428亿元。

不规模使用意味着的只能是经济的缺乏效益。这是我国不少行业和企业缺乏效益和竞争力的重要症结所在。

其次,“错误”的资本配置结构令中国企业在国际产业竞争中处于明显的弱势地位。企业和产业的竞争说到底还是资本实力的较量。分散和重叠的资本配置格局导致我国企业普遍规模小、实力弱。在面对国际产业巨头的竞争时,我国奋斗半个世纪所建立起来的所谓现代工业就开始走向行业性的经营困难。比如说美国可乐对中国饮料行业的冲击、富士和柯达胶卷对中国感光材料行业的收购和冲击、日美欧汽车对中国汽车工业的收购、合资和市场冲击等等。我们面临的是一个世界产业寡头瓜分和占领全球市场的“新寡头时代”,企业①全球扩张②寡占市场③超大规模和④技术领先是这个时代的特点。企业超大规模本身就是资本集中和积累的结果,而全球扩张、寡占市场和技术领先都需要以大规模的资本调度和投入为铺垫。于是,在当代经济几乎所有的战略性、领导性产业里,中国的民族工业或曰民族企业都在这场国际产业竞争中处于明显的弱势,甚至连进场角逐的资格都没有,就如同体格弱小的人不能参加重量级的拳击比赛。留给我们的选择似乎只有两条:或者彻底放弃这些产业——这意味着中国将在未来世纪走向“边缘经济”、“非主流经济”或“大国家、小经济”;或者集中力量参与竞争——以此为坐标,大规模地调整资本配置结构造就民族产业巨头,是中国经济的背水一战!

再次,资本分散导致企业规模过小,弱小的资本实力不足以支持高起点,于是低起点、低水平成为我国企业的普遍现象。重复建设、重复引进,造成过剩的供给争夺有限的市场,于是恶性

竞争硝烟弥漫，市场秩序混乱。竞争的结果是没人欢乐大家愁、“一将成名万骨枯”。就某一特定的企业来说，它的成败取决于由它的管理、资本、技术、营销、战略和策略等构成的它的竞争力。但从社会和市场容量的角度上说，大量过剩生产能力的死亡是无法避免的必然结果。于是，一大批的企业倒下去，当初投入于这些企业的大量资本就从生产设备变成为“废铜烂铁”，资源浪费现象相当严重。这是一个可怕而又必然的“进程”：资本分散和重叠 → 企业规模小、实力弱 → 低起点、低水平 → 恶性竞争 → 市场无序 → 资源浪费 → 资本无效率、经济运行质量差。走出这一可怕的循环，是产业升级的过程。我们只有一条路，那就是：改革资本分配方式，调整资本配置结构，在全社会范围内进行产业整合，消除恶性竞争和市场无序；促进资本集中，实现规模经济，造就民族产业巨头。

总之，中国资本走进了一个“错误”的结构和组合，中国经济的一系列疑难问题就是在这个结构和组合中自然生成。所以，必须重建中国资本！

通过并购重组手段，打破存量刚性，调整资本配置结构，促进产业整合、资本集中和产业升级，以资本效率为核心在全社会范围内重建中国资本，这就是中国投资银行并购业务的历史使命！



1999年5月于深圳君安证券

目 录

第一章 投资银行并购业务概论

一、关于投资银行·····	3
二、投资银行的并购业务·····	17
· 类型及特点	
· 职能定位	
· 效用	
三、投资银行并购业务的历史发展·····	24
四、投资银行在并购业务中的角色内容·····	31
· 作为收购方顾问的角色	
· 作为出售方顾问的角色	
· 反收购策划的角色	
五、投资银行并购业务流程·····	37
· 产权投资商业务	
· 并购顾问业务	
六、投资银行并购业务的机构建设和工作作风·····	42
七、投资银行并购业务的收入·····	50
· 财务顾问费	
· 过桥融资费	
· 权买卖价差	
· 风险套利	
八、投资银行并购业务面临的问题·····	56
· 法律和道德	

- 竞争
- 社会评价
- 内部管理

第二章 公司并购重组：基本思路及一种经典型式

- 一、公司并购重组的基本思路·····65
 - 分拆
 - 剥离
 - 所有权和控制权转移
 - 合并
 - 收购
 - 标购
 - 合资联营
- 二、公司并购重组的一种经典型式：杠杆收购·····87
 - 杠杆收购盛行的背景
 - 杠杆收购的相关金融工具
 - 杠杆收购的融资体系
 - 杠杆收购的价值来源
 - 对杠杆收购的批评
 - 一个典型的杠杆收购案
 - 投资银行在杠杆收购中的角色
- 三、我国“困境上市公司”资产重组模式概览·····107

第三章 公司战略：理论与策划

- 一、经典的战略理论：竞争战略·····123
 - 竞争战略分析框架

· 产业结构分析: 五种作用力与结构因素	
· 基本竞争战略: 成本领先、标歧立异和目标聚集	
· 经典战略理论的评述	
二、综合战略理论	138
· 加强型战略: 市场开发、市场渗透和产品开发	
· 扩张型战略: 多元化和一体化	
· 防御型战略: 收割、合资经营、剥离和清算	
三、战略的制定与选择	146
· 战略制定框架	
· 战略分析阶段: EFE 矩阵、IFE 矩阵和竞争态势矩阵	
· 战略选择阶段: BCG 矩阵、SWOT 矩阵、SPACE 矩阵、大战略矩阵和 DP 矩阵	
· 战略评价阶段: 定量战略规划矩阵	
 第四章 目标企业并购价值评估	
一、前提、概念	187
二、贴现模式概述	190
三、贴现模式之一: 现金流量贴现	193
· 价值评估框架	
· 运用实体现金流量贴现模式确定目标企业并购价值	
四、贴现模式之二: 收益贴现	209
· 引入	
· 现金流量贴现模式与收益贴现模式的比较	
· 收益贴现模式的特殊形式: 收益资本化法	
· 市盈率评估法	
五、市场模式	226

· 上市公司之估价	
· 非上市公司之估价	
· 案例法：从并购市场上寻找可比案例	
六、资产评估模式	235
 第五章 企业并购中的财务问题	
一、企业并购的性质	241
二、购买法	244
· 购买法的特点	
· 购买法在合并工作中的会计处理	
三、联营法	254
· 联营法的特点	
· 联营法在合并工作中的会计处理	
· 换股比率的确定	
四、购买法与联营法的比较	267
· 购买法和联营法的经济影响	
· 购买法和联营法的理论依据	
· 联营法的应用条件	
· 企业合并财务报告中的披露	
五、购买法在我国的应用	278
· 企业兼并的基本程序	
· 企业兼并中需编制的会计报表	
· 会计档案的移交	
· 会计制度	
· 企业兼并的会计处理	
六、联营法在我国的应用	290

第六章 反并购：策略与运用

一、绪言	297
二、反并购：策略与运用	302
· 建立合理的持股结构	
· 发行特种股票	
· 公司章程中设置反收购条款	
· 作为反收购策略的公司重组	
· 金降落伞、灰色降落伞和锡降落伞	
· 帕克曼防御	
· 寻找白马骑士	
· 雇佣鲨鱼观察者	
· 防御性合并	
· 刺激股价涨升	
· 公关游说与论战，争取舆论支持	
· 股份回购	
· 管理层收购	
· 控告与诉讼	
三、案例分析	340

第七章 上市公司并购重组过程中投资者的利益保护

一、并购重组过程中投资者利益受到损害的情形	353
二、并购重组过程中投资者利益受损和保护问题的复杂性和实质	362
· 大股东利益取向与中小股东利益的背离	
· 内部人利益取向与股东利益的背离	
· 中介机构及投机者利益取向与股东利益的背离	

· 政府的利益取向与股东利益的背离	
· 企业管理层认识及判断失误、资本经营能力欠缺 与公司发展及股东利益的背离	
三、并购重组过程中投资者利益的法律保护·····	367

附录

A、中信泰富的启示：并购重组与十年超常发展·····	375
B、波音兼并麦道的启示·····	400
C、1998年世界最佳并购案·····	412