

ZICHAN
ZHENGQUANHUA
YU QIYE BINGGOU

资产证券化与 企业并购

——投资银行业务创新研究

朱玉林◎著



中国市场出版社
China Market Press

ZICHAN
ZHENGQUANHUA
YU QIYE BINGGOU

资产证券化与 企业并购

——投资银行业务创新研究

朱玉林◎著



中国市场出版社
China Market Press

图书在版编目(CIP)数据

资产证券化与企业并购：投资银行业务创新研究/朱玉林著. —北京：中国市场出版社，2006. 6

ISBN 7 - 5092 - 0049 - 0

I. 资... II. 朱... III. ①投资银行 - 银行业务 - 研究 - 世界②投资银行 - 银行业务 - 研究 - 中国

IV. ①F831. 2②F832. 33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 051934 号

书 名：资产证券化与企业并购——投资银行业务创新研究

作 者：朱玉林

责任编辑：高 远

出版发行：中国市场出版社

地 址：北京市西城区月坛北小街 2 号院 3 号楼 (100837)

电 话：编辑部 (010) 68012468 读者服务部 (010) 68022950

发行部 (010) 68021338 68020340 68024335 68033577

经 销：新华书店

印 刷：河北省高碑店市鑫宏源印刷厂

规 格：880 × 1230 毫米 1/32 10.375 印张 250 千字

版 本：2006 年 6 月第 1 版

印 次：2006 年 6 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 7 - 5092 - 0049 - 0/F · 25

定 价：25.00 元



【作者简介】

朱玉林 1968年7月出生，湖南双峰县人，副教授，博士研究生。中南林业科技大学商学院副院长，湖南省青年骨干教师培养对象，兼任湖南省管理科学学会常务理事。主要研究方向为投融资经济、生态经济。主持和参与省部级课题4项，发表论文30多篇（CSSCI检索文章10篇），主编教材《证券投资学》1部。

前言

随着我国加入 WTO，我国投资银行走到了一个机遇与挑战并存、希望与危机同在的十字路口。一方面，我国经济稳定健康的发展为其提供了大显身手的舞台，而国企改革和经济结构调整则意味着潜力巨大的市场和业务资源。另一方面，随着金融市场改革与开放步伐不断加快，我国投资银行将不得不面对来自国内外强大竞争对手的严峻挑战。在证券发行等传统业务因资源减少、竞争激烈、市场趋向规范之时，开发朝阳业务、寻求进一步发展的突破口应成为我国投资银行的首要任务。资产证券化和企业并购业务应成为我国投资银行未来一段时间重点开发的核心业务，应该成为我国投资银行业务走出低谷进一步发展的方向。首先，资产证券化适应了世界经济自由化、一体化、证券化的发展趋势。另外，资产证券化的研究和实践也是解决我国当前经济发展实际问题的需要，在许多领域给我们提供了一种有益的解决问题的思路。其次，就企业并购而言，投资银行的并购业务宏观上代表了各国资源配置的水平和效率；微观上构成现代投资银行各项业务的枢纽，代表了投资银行的综合能力。在某种意义上，赢得并购业务也就赢得了投资银行的未来。

本书从经济分析角度对投资银行资产证券化和企业并购等创新型业务进行研究，力争在理论分析的基础上为投资银行实践提供一些有益的探索。

本书共九章，其思路可概括为“一个中心、两条主线”。一个中心即企业与资产现金流分析的理论与技术（企业价值评估），两条主线为资产证券化和企业并购。具体内容按研究专题设置。

第一章导论，主要论述投资银行的业务构成、投资银行发展趋势与业务创新的逻辑关系。

第二章企业价值评估，主要介绍企业价值评估的基本理论与方法。

第三章资产证券化基本理论，分析了资产证券化的概念与内涵、交易结构、资产特征要求和基本品种。

第四章和第五章分别对资产证券化在住房抵押贷款领域、基础设施建设领域以及不良资产处置中的具体应用进行了详细的规范和实证研究。

第六章从经济学角度对西方较为流行的解释企业并购动因的理论进行了较为系统的归纳和总结。

第七章对投资银行在企业并购过程的角色定位以及存在的主要问题进行了深入探讨，提出了我国投资银行企业并购业务的创新战略，对我国企业跨国并购的主要障碍进行了深入的分析并提出了相应的对策。

第八章对企业并购业务的特殊方式——管理者收购在我国企业改革的真正作用进行了深入探讨，指出了现阶段我国管理者收购存在的问题与不足，并提出了管理者收购在我国进一步发展的政策建议。

第九章对企业并购后的激励方式——经理股票期权的理论基础、经济效应、我国推行经理股票期权制需注意的问题和配套机制的完善进行了阐述与探讨。

朱玉林

2006年5月

目 录

第一章 导 论

第一节 投资银行的业务构成	(1)
第二节 投资银行的发展趋势与业务创新	(5)
一、产品创新化	(6)
二、经营规模化	(7)
三、业务全能化	(8)
四、手段网络化	(9)

第二章 企业价值评估

第一节 企业价值评估的基本理论	(13)
一、企业价值的内涵	(13)
二、企业价值评估在资本市场相关领域的应用	(17)
三、经济学视角的企业价值评估	(20)
第二节 企业价值评估基础分析	(24)
一、企业所属行业及在行业中的竞争力分析	(25)
二、企业财务状况分析	(27)
三、其他应注意的问题	(37)
第三节 现金流量分析法	(39)
一、估计评估年限	(40)
二、计算各年现金流量	(42)

三、估算公司的资本成本	(46)
四、估算净现值	(48)
五、贴现现金流量法在企业并购中的应用	(48)
六、股利贴现模型	(50)
第四节 其他估算法	(52)
一、市盈率估算法	(52)
二、资产基准评估模型	(53)
三、市场评估模型	(53)

第三章

资产证券化基本理论

第一节 资产证券化的概念和内涵	(56)
一、资产证券化的概念	(56)
二、资产证券化的内涵	(58)
三、资产证券化的基本特征	(59)
四、资产证券化的发展历程	(61)
第二节 资产证券化的交易结构分析	(62)
一、资产证券化的参与者	(62)
二、资产证券化的具体操作过程	(64)
第三节 资产证券化的资产要求与基本品种	(67)
一、适合证券化的基础资产的要求	(67)
二、典型的资产证券化基础资产	(68)
三、资产证券化中资产证券的基本品种	(68)

第四章

住房抵押贷款证券化

第一节 住房抵押贷款证券化的基本内涵	(73)
--------------------------	--------

一、住房抵押贷款证券化的基本概念	(73)
二、住房抵押贷款证券化的基本结构	(74)
三、住房抵押贷款证券化的经济意义	(76)
四、住房抵押贷款微观主体的成本收益分析	(77)
第二节 美国住房抵押贷款证券化的成功经验	(80)
一、美国住房抵押贷款证券化的产生与发展	(80)
二、美国住房抵押贷款证券化的成功经验	(88)
第三节 我国推行住房抵押贷款证券化的意义和可行性 分析	(91)
一、我国推行住房抵押贷款证券化的必要性	(91)
二、当前我国推行住房抵押贷款证券化的初步可行性 分析	(93)
第四节 我国住房抵押贷款证券化的障碍与原因分析	(98)
一、住房抵押贷款证券化的供给障碍	(99)
二、住房抵押贷款证券化的需求障碍	(102)
三、住房抵押贷款证券化的制度障碍	(106)
四、住房抵押贷款证券化的市场中介障碍	(108)
第五节 我国住房抵押贷款证券化的对策与构想	(110)
一、加快住房抵押贷款一级市场的发展	(110)
二、大力发展机构投资者	(119)
三、建立与完善资信评估体系	(120)
四、建立健全政府的支持体系	(121)
第六节 我国住房抵押贷款证券化方案设计	(123)
一、住房抵押贷款证券化主体模式的设计	(123)
二、住房抵押贷款支持证券品种的设计	(127)
三、我国住房抵押贷款证券流通问题	(128)
四、我国住房抵押贷款证券化资产池的建立	(128)
五、政府在住房抵押贷款证券化中的作用	(130)

第五章

资产证券化在我国其他领域中的应用

第一节 资产证券化与基础设施融资	(131)
一、基础设施的概念界定	(131)
二、基础设施的基本特点	(132)
三、我国基础设施融资现状	(133)
四、我国实施基础设施证券化的意义	(135)
第二节 我国基础设施资产证券化的可行性研究	(137)
一、基础设施是适合证券化的资产	(137)
二、我国现阶段对基础设施资产证券化的需求和 宏观调控能力	(137)
三、实施基础设施资产证券化有利于银行增强 其市场竞争力	(138)
四、基础设施收费易于进入证券化市场	(138)
五、基础设施证券化的经济可行性分析	(139)
六、我国已经积累了基础设施资产证券化融资的 成功经验	(140)
第三节 我国商业银行不良资产现状与成因	(141)
一、我国国有商业银行不良资产的现状	(141)
二、我国国有商业银行不良资产的成因	(143)
三、我国国有商业银行不良资产证券化的意义	(145)
第四节 不良资产证券化的可行性分析与交易结构	(148)
一、不良资产成为证券化基础资产的可行性分析	(148)
二、资产证券化处置不良资产的交易结构	(150)
第五节 国外不良资产证券化模式及经验	(155)
一、美国不良资产证券化模式	(155)
二、韩国不良资产证券化模式	(159)

三、美国和韩国不良资产证券化的经验分析	(163)
第六节 国内商业银行不良资产证券化案例分析	(166)
一、信达资产管理公司的离岸资产证券化	(166)
二、华融资产管理公司“信托分层”处置计划	(167)
三、中国工商银行宁波分行的不良资产证券化	(169)
第七节 我国商业银行不良资产证券化面临的主要 障碍与对策	(171)
一、主要障碍	(171)
二、对策与建议	(174)

第六章

企业并购基本理论

第一节 并购的概念与特征	(178)
一、并购的概念	(178)
二、并购的特征	(180)
第二节 企业并购的种类划分和其经济学分析	(181)
一、横向并购与规模经济	(181)
二、纵向并购与交易费用	(183)
三、混合并购与广度经济	(184)
第三节 西方国家企业并购理论基础	(185)
一、规模经济理论	(185)
二、交易费用理论	(186)
三、价值低估理论	(186)
四、市场势力理论	(186)
五、多元化战略理论	(187)
六、效率理论	(187)
七、信息理论	(188)
八、代理问题理论	(188)

九、过度自信假说	(189)
十、自由现金流量假说	(189)
十一、再分配理论	(189)
第四节 企业并购与企业边界的理论探讨	(190)
一、企业是否存在边界	(190)
二、决定企业边界的因素	(192)
三、企业边界重构	(198)

第七章

投资银行与企业并购

第一节 投资银行在企业并购中的作用和角色	(203)
一、投资银行在企业并购中的作用	(203)
二、投资银行在企业并购中所扮演的角色	(204)
三、并购业务是现代投资银行的核心业务	(209)
第二节 投资银行与历次企业并购浪潮	(212)
一、第一次并购浪潮	(212)
二、第二次并购浪潮	(212)
三、第三次并购浪潮	(213)
四、第四次并购浪潮	(213)
五、第五次并购浪潮	(214)
第三节 我国的企业并购实践	(217)
一、我国企业并购的发展及现状	(217)
二、我国企业并购的总体趋势	(220)
第四节 我国投资银行并购业务分析	(222)
一、我国投资银行介入企业并购的积极意义	(222)
二、国内外投资银行参与企业并购的比较	(225)
三、我国投资银行并购业务制约因素分析	(228)
第五节 我国投资银行企业并购业务创新战略	(234)

一、提高我国投资银行自身业务能力	(234)
二、创造投资银行参与企业并购的良好外部环境 ...	(240)
三、我国投资银行企业并购业务创新方向建议	(246)
第六节 我国企业跨国并购的主要障碍与对策	(248)
一、引 论	(248)
二、我国企业在实施跨国并购中遇到的障碍	(250)
三、解决我国企业跨国并购障碍的对策	(255)

第八章

管理者收购

第一节 管理者收购基本理论	(258)
一、管理者收购概述	(258)
二、管理者收购的起源及其发展	(260)
第二节 管理者收购的理论基础	(264)
一、代理理论	(264)
二、激励机制理论	(267)
第三节 管理者收购对我国企业改革的意义	(270)
一、管理者收购对国有企业改革的积极意义	(270)
二、管理者收购对民营企业改革的积极意义	(275)
三、管理者收购在家族式民营企业“二次创业” 中的作用	(277)
第四节 管理者收购的几点思考	(279)
一、什么样的企业适合实施 MBO	(279)
二、MBO 的融资安排	(280)
三、MBO 的定价	(281)
四、MBO 完成后的整合问题	(283)
五、MBO 实施过程中存在信息不对称问题	(284)
六、实施 MBO 的专业化人才缺乏的问题	(285)

第九章

经理股票期权——并购后的激励

第一节 经理股票期权的基本理论	(286)
一、经理股票期权的基本概念	(286)
二、经理股票期权的效用分析	(290)
第二节 经理股票期权制的理论基础	(295)
一、人力资本理论	(295)
二、内部人控制理论	(297)
三、剩余索取权论	(298)
四、股价作为绩效衡量指标的优势	(298)
第三节 国外经理股票期权制的实践及启示	(299)
一、经理股票期权制度在美国的实施情况	(300)
二、美国实施经理股票期权给我们的启示	(302)
第四节 我国实施经理股票期权存在的主要问题	(303)
第五节 完善经理股票期权的配套措施	(308)
一、企业家市场的建立和股票市场的完善	(308)
二、建立期权制的业绩考核指标体系	(310)
三、完善、健全相关法律法规	(312)
四、建立健全外部监控体系	(312)
主要参考文献	(313)

第一章

导 论

第一节 投资银行的业务构成

投资银行业是为资本运作提供中介业务的专业性金融服务行业，是资本市场中的智慧型中介产业，是国家金融体系中的重要组成部分。尽管谈论的人很多，但很少有人能说清楚这种机构的业务范围、功能以及它在经济活动中扮演的角色。作为金融市场中最具活力和创新性的行业，投资银行被誉为市场经济的金融工程师。它以灵活多变的形式参与资本市场的资源配置，成为资金提供者和资金需求者之间重要的联系纽带。由于历史发展的原因，投资银行的称谓在各国不尽相同。美国称之为投资银行，日本称之为证券公司，英国称之为商人银行，德国称之为私人承兑公司，法国称之为实业银行等等。本书采用投资银行的称谓。在实际中各投资银行类机构并不冠以银行两字。例如：美国的摩根·斯坦利公司、所罗门兄弟公司，日本的日兴证券公司、大和证券公司等。要真正了解投资银行，必须从其业务范围入手。

投资银行的发展经历了 200 多年的时间，而其主要的发展是在最近 100 多年的时间里。最早的投资银行是从为一些大贸易商办理票据承兑和融资贷款开始的，随着金融市场的不断发展，投

资银行开始为政府发行债券和企业发行股票充当承销的中介。为了使承销的证券顺利发行并保持稳定的价格，投资银行参与了证券的自营业务和经纪业务。资本主义经济的发展推动了大量股份公司的建立，而股份公司的发展是以资本集中为其主要手段的。于是，大规模的企业购并浪潮不可避免地到来。投资银行利用其为企业承销证券和融资所拥有的分析技能和对企业状况了解的优势，积极地参与了企业的购并事务。它们充当企业购并的财务顾问，帮助企业制定购并方案并安排融资，参与购并后的企业重组，使其在购并业务领域中成为主要的金融中介机构。资本市场的不断扩展对证券的流动性和安全性提出了更高的要求，客观上要求有更多的机构投资者参与市场的运行，以保持价格的稳定，降低市场风险。于是，投资银行又纷纷组建起各类基金和基金管理公司从事基金投资。对于一些科技含量高、潜在收益高但暂时还不被投资者认识的高风险企业，由于其发展过程中充满着不确定性而往往难以从银行那里获取贷款，又由于其规模太小不符合公开发行股票的条件，于是要求投资银行帮助其私募发行。有时，投资银行还直接参与股权投资或通过组建“创业基金”参与企业的风险投资，以此获取高额收费或利润。为了更多地吸引客户，投资银行还推出了许多咨询和服务项目，如为客户提供投资咨询、资产管理、投资组合设计、企业财务顾问等。随着金融业务的不断创新，投资银行又开发出了资产证券化、风险控制工具的创新，如金融期权、期货、利率互换、货币互换等。时至今日，投资银行已成为金融领域中业务创新最快的行业之一。随着国际经济自由化和金融一体化的发展，金融领域的竞争将更趋激烈，投资银行必将持续不断地创造出新的业务来增加市场份额并促进自身的发展。

投资银行日益发展的业务领域为其带来了丰厚的利润。但是，并非投资银行的所有业务都能为其带来利润。投资银行也必

须开展一系列非盈利性的辅助性业务，如开发研究业务、内部融资业务、信息服务业务等。开发研究业务为投资银行的业务创新和盈利性业务提供最优的决策支持；内部融资业务通过向新型小企业提供启动资金并进行股权投资的方式支持小企业快速发展；信息服务业务是为客户提供免费的投资信息以帮助客户增加盈利。这些业务虽然不能直接为投资银行带来收益，但能极大地促使投资银行盈利性业务的发展，增加投资银行的盈利。所以，辅助性业务是投资银行业务中不可或缺的重要组成部分（见表1-1）。

表 1-1 投资银行业务构成

收 益 性 业 务	辅助性业务
为公司融资、为政府机构融资	开发研究业务 信息服务业务 内部融资业务
经纪业务、交易业务、做市商业、资产证券化、衍生工具设计与交易、基金管理	
公司并购、创业资本、投资管理	

按照投资银行的上述业务范围，我们似乎可以确定投资银行的基本概念了。然而，事情并没有如此简单。在论述中我们可以看到，投资银行业务是从单一到多样化逐步地开拓发展的，目前仍然处于不断创新之中。如果我们仅按照目前的业务范围来导出投资银行的定义，则可能限制或忽略投资银行今后的发展。而如果我们充分地考虑今后发展的因素，则投资银行业务范围很难明确地界定。在现有文献中，我们看到了不同的有关投资银行的定义。比较典型的是美国著名投资银行学专家罗伯特·库恩（Robert Lawrence Kuhn）所下的定义，他将投资银行按业务范围的大小分为四种定义：

第一种定义认为，所有从事华尔街金融业务的公司，都可以