

企业 杠杆收购与银行 金融创新

QIYE
GANGGAN SHOUGOU
YU YINHANG
JINRONG CHUANGXIN

苏 洲 / 著



中国财政经济出版社

企业杠杆收购与银行金融创新

苏洲 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业杠杆收购与银行金融创新/苏洲著. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.2

ISBN 7-5005-8803-8

I. 企… II. 苏… III. ①企业合并-研究-中国②金融创新-研究-中国 IV. ①F279.21②F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 005875 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.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

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 12.25 印张 287 000 字

2006 年 3 月第 1 版 2006 年 3 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1 000 定价: 30.00 元

ISBN 7-5005-8803-8/F·7659

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序 一

商业银行开展投资银行业务的外部压力来自以下两个方面：

一是外资金融机构步步紧逼。外资金融机构能提供全面的投资银行服务。中外金融业由于发展历史不同，形成了不同的经营模式：国外金融业基本上是混业经营，而中国却是分业经营、分业监管。这就意味着中外金融业竞争并不平等。国外商业银行一方面可以提供优质的商业银行服务，另一方面可以提供全能的投资银行服务；而国内商业银行由于分业的限制，并未意识到商业银行也可以在现行的法律法规框架下开展投资银行业务，因此目前的服务手段仍然以传统的商业银行服务为主，尚不具备提供全方位的投资银行服务的能力。这就使得国内商业银行在开放的金融环境中处于竞争劣势。所以，为了应对国外商业银行的竞争，国内商业银行应该在国家法律和政策允许的前提下积极发展投资银行业务。这不只是一种竞争策略，也是为了应对未来混业经营大趋势的一种发展战略。投资银行收入是外资金融机构总收入中的重要组成部分。国际金融集团中投资银行业务地位日渐突出，其业务收入在金融集团总收入中占有较高的比重。2000 年及 2003 年，投资银行业务收入在花旗集团、瑞士信贷集团、BNP、美洲银行这些集团中达到了总收入的 30%，甚至更高，而全球并购业务的领跑者瑞士信贷第一波士顿（CSFB）的业务收入占

其所属的瑞士信贷集团总收入的比例则高达 50% 以上。外资金融机构也开始抢占中国资本市场。摩根斯坦利早在 1995 年就进入中国资本市场，与建设银行等合资组建了中国国际金融有限公司（简称“中金公司”）。凭借特殊的背景和优势，中金公司几乎包揽了近年来国内大宗的证券承销业务，包括中国电信、中石油、中石化、中国联通、中国移动等大型企业的海外上市项目。德意志银行通过其在北京的证券业务代表处先后参与了多家大型企业的证券承销业务，如中国人寿、中国网通、民生银行、神华集团、东风汽车等。高圣集团在中国组建高圣高华证券有限公司后，又将亚洲投行总部设在了中国，成为第一个将亚洲投行总部设在中国的全球金融集团。

二是国内金融业已经在开展投资银行业务方面领先一步。1995 年组建的中金公司主要从事项目融资、承销发行等多项业务，已牵头或参与了几乎所有大型企业的海外上市项目。中国银行于 1998 年在香港设立中银国际证券有限责任公司，先后完成中国电信环球债发行等多项业务。中国工商银行于 1998 年与东亚银行联合收购国民西敏银行下属的西敏证券成立工商东亚，并完成超大农业、裕兴电脑等上市项目及其他项目的融资。2002 年 4 月，在整合境内现有的机构和业务的基础上，工商银行总行正式组建投资银行部，下设 9 个处，同时在沿海等经济发达地区的 10 多家分行设立了对应的投资银行处。从 2002 年到 2004 年的 3 年间，工商银行的投行业务收入连续 3 年保持了快速增长；2002 年为 1.9 亿元，2003 年为 4.82 亿元，2004 年突破 10 亿元，占全行中间业务收入的比例达到 9%，为工商银行加快业务结构和收益结构调整做出了贡献。招商银行在 1995 年成立了商人银行室，成为国内首家在总行成立专门投资银行部门的商业银行。上海浦东发展银行总行层面上的投资银行部也正在着手筹

建。中信实业银行和光大银行分别拥有中信证券和光大证券，光大集团还控股申银万国证券，它们能够通过旗下券商充分介入投资银行业务领域。

对于农业银行（简称“农行”）而言，其开展投资银行业务的内在动因来自以下四个方面：

一是为股改上市创造条件。农行要顺利实现股改上市，必须是要解决两大问题，即如何处置不良资产，以及如何创造更多的利润，改善收入结构。开展投资银行业务无疑是解决这两大问题的重要策略。

一方面运用投资银行工具处置不良资产。在计算资本充足率时，《巴塞尔协议》要求资本充足率=资本/风险加权资产。风险加权资产由不同种类的资产乘以其对应的风险权数的总和构成，资产的风险越大，其对应的风险权数越大。因此，大量的不良资产势必会加大风险加权资产总数，从而降低银行的资本充足率，难以达到8%的要求。开展投资银行业务可以加快不良资产处置、防范和化解资产风险，为成功实现上市提供帮助。在这方面，农行可以通过重组并购的投资银行手段，促进优势企业、劣势企业之间的整合，由此化解不良资产；另外还可以和券商以及信托公司等非银行金融机构合作，通过结构化出售和资产证券化、信托分层处置、资产打包出售等安排集中处置不良资产，以快速回收现金，有效防止“冰棒效应”发生。

另一方面，通过投资银行业务改善收入结构。开展投资银行业务是农行加快业务和利润结构调整的需要。商业银行传统信贷业务的利润空间日益狭窄，而通过拓展投资银行业务，就能分享我国资本市场迅速成长带来的丰厚收益，获取多方面的新型收入渠道。目前，农行的业务和利润机构仍然以传统业务为主，中间业务占比平均不到6%，而国外银行非利息收入占比为40%~

60%。为了应对存贷利差的缩减和减少业务风险，商业银行业务和利润的结构调整必然朝着不断提高收费业务占比的方向发展（如，项目融资业务能获得融资顾问费、贷款利息收益、担保费和代理费等；并购重组顾问业务能获得前端手续费、成功酬金及合约执行费用；基金托管及销售业务能获得托管费和销售发行收益），但调整速度取决于宏观金融环境和微观层面上银行业间的竞争程度。投资银行业务不但是一项重要的收费业务，更是农行开拓优质信贷市场、优化增量贷款的重要工具，因此，发展投资银行业务是农行加快业务和利润结构调整的必然选择。

二是提升传统信贷文化，以客户为中心，为其提供综合金融服务。开展投资银行业务是农行维护优质老客户和竞争优质新客户需要。随着客户金融意识和投资理念的逐步成熟，越来越多的客户要求商业银行提供包括投资银行业务在内的综合金融服务。据调查，随着金融市场的发展，在中国长三角、珠三角、环渤海经济圈，越来越多的客户特别是优质客户和上市公司需要与传统信贷业务相配套的财务顾问、资产证券化、银团贷款、项目融资、重组并购等投资银行业务的运作，来解决其在股权、债权和其他财务安排方面的困难。此外，一些特别优质的客户，若已经通过资本市场解决了融资问题，那么银行要继续为这些客户提供金融服务，就需要通过灵活多样的投资银行业务来满足其需求。一些国有商业银行和股份制商业银行已开展了以客户理财和项目融资等为主的投资银行服务，为了更好地营销高端客户和发展高端业务，维护既有的优质老客户和竞争优质新客户，农行必须提供包括投资银行业务在内的综合金融服务。

三是加强对企业财务状况和经营行为的全面监控。投资银行业务大多是站在企业的角度，在对企业全面了解的基础上，帮助企业制定最优的解决方案，所以会得到企业积极的配合。同时也

有助于商业银行深入、透彻地了解企业生产经营、财务的真实状况，对企业未来的发展前景做出更可靠的判断，掌握风险防范的关键点，从而有针对性地制定贷款进入和退出策略，有效控制贷款风险，促进传统商业银行业务的健康发展。

四是对各分行自行开展的散乱的投资银行业务进行归口管理。在实际工作中，有些分行已经先行开展了一些投资银行业务的有益探索，但由于没有一个统一的管理协调部门，致使在开展这些投资银行业务时出现了诸如无章可循、不能及时有效地和其他部门协调、服务的标准和流程不能统一等一系列亟待解决的问题，严重影响了农行业务品牌的提升，制约了投资银行业务的进一步发展。有鉴于此，农行应加强对全行投资银行业务的统一管理和协调，大力推进投资银行业务的管理、研发和具体业务的开展。

农行开展投资银行的优势如下：

一是信誉优势。优良的信誉是开展投资银行业务的先决条件，可以获得投资者的信赖，取得筹资者的认可。在长期的业务经营中，农行凭借良好的经营纪录在市场上取得了一定的信誉优势，这将有助于农行介入新的投资银行业务领域的市场竞争。

二是资金优势。开展投资银行业务需要有强大的资金实力作保障。农行作为融资中介，集聚了充裕的资金，拥有强大的资金实力。虽然由于现行法律法规和监管规则的限制，商业银行暂不能从事股票的承销业务，但农行可利用自身的资金实力和信誉优势，开展有价证券承销担保或融资顾问等相关业务，这样在有效规避承销业务带来的风险之外，还可以获得一定的担保收入。相比之下，资本市场中的其他中介，如证券公司、信托公司等，则很难拥有如此的资金实力。

三是集成服务优势。现代市场经济主体的发展往往需要跨地

区、跨国界、跨行业的经营运作，其对金融服务的需求也是全方位、多层次和综合化的，即需要兼并收购、股票发行等投资银行类业务。显然，证券公司等中介机构无法满足客户的这种综合化金融业务的需求。农行的业务领域已由最初的农村信贷业务与承销业务、担保业务、咨询业务、兼并收购业务进行整合，发展成为为企业提供“一揽子”集成金融业务的现代化国有商业银行。

四是网络优势。农行设有总行、31家一级分行、6家直属分行，拥有遍布城乡的3万多家营业网点，是国内网点最多、业务范围最广的大型国有商业银行。农行还与世界300多家银行总行设立了代理行关系，并在新加坡、香港地区设立了分行，在伦敦、东京、纽约等地设立了代表处。

五是客户资源优势。我国长期以来实行的以间接融资为主的融资体制，造就了紧密的银企合作关系。农行能够准确了解、掌握客户的生产情况，也能够迅速、快捷地获得其客户的相关资料。这些资料经由农行组织系统的汇总加工，将具有重大的商业价值。此外，农行所具有的规模经济优势，以及与政府部门有长期良好关系等其他优势，也对开展投资银行业务有着积极的促进作用。

苏洲同志的《企业杠杆收购与银行金融创新》一书较为全面系统地分析了杠杆收购的实际操作模式和融资技巧，并对收购的成败与风险进行了研究，对中国商业银行开展投资银行业务，以及利用投资银行杠杆收购来盘活银行坏账，具有重大的现实意义。

本书详细介绍了投资银行核心业务——杠杆收购的基本原理、产生背景、发展历程，以及杠杆收购的相关理论及其在公司改制中对公司价值的重新发现和公司治理结构改善的重要作用；分析了债务对资本结构、代理成本的影响，阐述了债务对公司经

理层所产生的约束与激励作用；详细分析了股权所有人在公司治理和股东价值创造中的作用，提出所有权和控制权相统一模式的公司治理将是弥补中国现代企业制度中的委托—代理冲突的重要手段；分析了在中国实施杠杆收购的主要障碍、方法、意义和作用，认为在中国目前实施杠杆收购还有许多障碍，如并购的制度性障碍、资本市场的结构性障碍和上市公司的股票二元结构障碍，但恰恰由于这些不足才存在着提高治理效率和调整产业结构的空间和需求，因此，未来在中国实施杠杆收购将是可能的和具有积极促进意义的；针对中国资本市场的现状及未来的发展需求，提出了具有中国特色的杠杆收购的模式选择和建议，认为投资引导型的管理层收购将是中国目前杠杆收购的主要模式，并针对上市公司的非流通股问题提出了以解决国有股、法人股流通问题的杠杆收购模式；分析了杠杆收购在国际以及在中国未来的发展趋势，认为中国将会成为国际杠杆收购投资的主要对象之一，并且认为随着中国民营经济和资本市场的不断完善和发展壮大，中国以民营资本和机构投资者为投资主体的杠杆收购将会成为购并市场的重要力量；详细分析了杠杆收购的实际操作模式和融资技巧，并对收购的成败与风险进行了研究，因此将对中国的公司收购实践有一定的指导意义；较为详细地论述了杠杆收购在银行之间的并购、银行产权的多元化、银行价值的再造，以及银行混业经营、商业银行将要开展的投资银行业务、银行不良资产的盘活等业务的应用。

杠杆收购是在 20 世纪 70 年代后期才发展起来一种新的金融工具。这种工具具有创新快、体制灵活的特点。由于杠杆收购本身就是一项较为复杂的投资银行业务，同时也是一项重要的金融工程，利用投资银行业务处理商业银行内部现存的大量不良资产，涉及诸多问题，其本身本来就是一个颇具挑战性论题，所以

国内对此的相关研究和实践较为薄弱。这种情况的存在，的确给作者在本书写作过程中的资料收集和写作带来了较大的困难。本书抛砖引玉，提出了有较强实用性的方法和路径，以此来引起企业界、金融界与学术界的重视，许多问题尚需继续深入探索研究。

中国农业银行基金托管部总经理

张军洲 博士

2005年11月16日

序 二

当前,我国商业银行由于受历史等因素的影响,与西方发达国家的商业银行在经营业务创新方面差距较大,主要表现为金融品种和金融工具偏少、金融创新的速度较慢、创新型人才短缺等特点,这在很大程度上制约了我国商业银行的盈利能力和银行综合竞争能力。为此,加快金融业务创新步伐,提升核心竞争能力,是我国商业银行亟待解决的重大课题。

一是利用信息网络技术变革所带来的机遇,推动银行金融产品、金融业务和服务的创新。从金融创新的载体来看,信息技术的运用为金融创新提供了强大动力,特别是随着网络技术的迅速发展,使得商业银行金融创新的领域和范围大大扩展,金融创新的速度进一步加快。如何进一步提高商业银行金融产品的高科技含量,延伸金融的服务触角,是提高核心竞争力的关键。

二是建立有效的金融业务创新机制,促进国有商业银行业务快速发展。首先,要完善金融业务创新的组织体系。商业银行业务的创新应体现以市场为导向、以客户为中心的经营思路,既要考虑未来市场发展的需要,更应该考虑业务创新本身的特殊性和重要性,按照业务创新流程及新业务、新产品营销的要求面向市场,全面规划。其次,要完善、创新业务制度保障体系。除了要明确责权划分,建立部门有关人员的岗位职责制度以外,还要建

立鼓励金融创新的激励机制，以利于发挥每个员工的开拓性、创造性。第三，要完善人力资源开发机制体系。高度重视人力资源的开发，加强对员工金融新业务、新产品知识的培训力度，进一步提高员工综合素质和创新意识。

三是创新银行业务，积极寻求金融市场上的新机遇。面对近期国内金融市场的热点问题——解决股权分置的新机遇，商业银行在金融市场上如何拓展业务新领域，如何进行金融业务的创新呢？第一，要密切关注资本市场的变化，收集大量信息，加强与财政部、人行、银监会、证监会、保监会、券商和保险界的联系与合作，发展资本市场上多种银行中间业务。商业银行与证券公司、保险公司一道开展银行同业拆借、国债回购，以及代理发行、兑付、承销政府债券，代理发行企业债券。第二，要完善银证通、银保通等系统业务功能。优化自己的网上银行系统，充分满足客户证券资金和保险资金网上支付和结算的需要。另外，商业银行可借助网上银行系统，开展资产评估、信息咨询、财务顾问等收费性中间业务，从而提高中间业务在总收入中的占比，从而提高银行的盈利能力，降低银行经营风险。第三，要充分利用银行将要改革、改制的机会，大力调整、改善、优化产品结构和客户结构。

苏洲君的新著《企业杠杆收购与银行金融创新》一书，对投资银行的前沿课题杠杆收购这一金融工程、利用投资银行手段解决银行坏账和商业银行金融创新等问题进行了较为系统而深入的探索和研究，并在研究中结合中国的实际，针对杠杆收购的发展现状与商业银行目前存在的大量不良资产亟待盘活和商业银行业务发展需要创新等现实问题，重点探讨了发展和运用杠杆收购等投资银行手段来解决我国国有商业银行及国有企业产权重组、改制以及银行坏账化解等的重大现实意义和战略意义。

商业银行不良资产问题是现代金融业发展中的一个全球性难题。在我国经济体制转轨过程中，由于种种因素的影响，国有商业银行积聚了大量不良资产。不良贷款的存在不仅使信贷资金循环严重受阻，阻滞了国有银行改革、改制、上市的进程，而且成为我国金融体系改革深化和对外开放的一个不可逾越的障碍。快速有效降低国有商业银行的不良资产，是我国商业银行发展面临的一个非常紧迫而艰巨的问题。

我国国有商业银行不良资产是多年累积起来的，是经济发展过程中不平衡造成的，是发展国民经济深层次矛盾的综合反映。从宏观上看，长期以来国有企业的直接融资占比过低，国有企业生产经营过度依赖银行贷款。在经济增长方式上，长期粗放型增长，低水平重复建设严重，占压了大量银行贷款。从微观上看，国有商业银行长期受大环境的影响，以专业银行的模式进行运作，缺少有效资本约束和控制风险机制，产生了一定规模的不良贷款。银行不良资产的长期累积和难以解决，既有历史遗留问题，也有新旧体制转轨过程中社会信用缺失的因素，这些复杂因素的存在致使有效处置国有银行不良资产和化解金融风险的难度加大。

国有银行不良资产和外资银行不良资产的成因有其不同之处。一方面，国有商业银行不良资产中有相当一部分是政策性贷款造成的，是我国体制转轨和经济快速发展、维护社会稳定而付出的成本。另一方面，两者在资产质量上有明显差异，国有银行不良资产绝大部分属于信用贷款，因此从一定程度上说，国有银行不良资产管理 and 处置的难度远远高于国外金融机构的不良资产。

我国金融市场发育不够，制约着商业银行不良资产的快速处置。从国际经验来看，不良资产的快速有效盘活须有完善的金融

市场体系。由于目前我国金融市场发育尚不健全，国内机构投资者对不良资产处置参与较少，特别是国外行之有效的资产证券化手段由于法律障碍和政策限制还没有得到运用。有限的市场容量和交易工具难以快速消化数量巨大的不良资产，在吸引外资参与不良资产处置的过程中又面临外汇管理以及审批程序复杂、审批渠道不通畅等问题，因此中国的商业银行在不良资产处置中只能主要依赖于国内市场。同时，良好的社会信用秩序和信用道德尚未形成，欠债不还、恶意逃废金融债务的现象仍很严重。我国目前还缺少处置不良资产的专门法律，在现有的市场条件、法律环境和制度环境下处置不良资产，需要克服重重困难。

美国、瑞典、德国等一些发达国家都有一些成功的经验。国际金融界已形成共识，银行不良资产重组收购应及早展开，在通常情况下，当商业银行不良资产超过总资产的15%时，如不采取有效措施，银行就会陷入被动。解决国有银行现有的不良资产问题，应该充分借鉴国际上实践证明的有效办法，结合银行改革和发展的实际，完善相关政策和措施，进一步提高不良资产的处置效率和效益。面对巨额难以处置的不良资产和银行改革、改制的迫切要求，切实可行的办法就是运用银行内部力量进行盘活。国有商业银行不良资产的重组与盘活，明智的选择就是走商业化和市场化运作之路，关键是要早下决心。

从本质上看，我国国有商业银行的不良资产是企业经营管理和企业资源配置不当造成的，盘活银行不良资产和盘活企业是一体的。盘活不良资产必然要综合运用兼并收购、财务重组、企业重组等投资银行手段和方法进行重组盘活，这些都决定了盘活银行不良资产必须走市场化、专业化的道路，以确保处置收益最大化和处置成本最小化。国际经验已证明，银行不良资产重组并购必须由专门机构进行专业化运作。运用现代投资银行手段进行资

产重组，国内证券公司目前尚不能熟练掌握和运用。而国外投资银行机构虽有先进技术和丰富经验，但由于不熟悉我国国情，难以起到主导作用。这样，利用投资银行手段盘活不良贷款的重任就责无旁贷地落在商业银行身上，凭借着自己对客户的了解和熟悉，外加自己手中有优势客户资源与贷款帮助收购企业再融资的便利，利用杠杆收购的方法盘活商业银行不良资产大有希望。

本书紧紧围绕着有关杠杆收购和盘活银行不良资产两个中心问题展开分析研究。首先，分析了杠杆收购的基本原理和产生的历史背景；其次，介绍了杠杆收购的有关经济学理论；第三，把杠杆收购中的重要环节展开分别加以论述，即目标公司的选择与评估、杠杆收购中的融资与再融资、杠杆收购中的公司治理与价值创造、杠杆收购中的绩效分析与风险控制，同时联系中国实际，充分论述了在中国实施杠杆收购的现状和障碍，并进一步论述了在中国上市公司及银行不良资产盘活中实施杠杆收购的意义、可行性和政策建议；最后，对国际上杠杆收购的发展趋势进行了分析与展望，提出杠杆收购将会在尚处于幼小发育期的中国资本市场发展中发挥巨大作用，以此能够促使国有银行及国有企业逐渐施行股权多元化，逐渐向现代产权制度过渡，顺利实现上市公司国有股战略性退出，逐步完善上市公司法人治理结构。

针对目前我国银行业存在的大量不良资产的状况，本书提出了利用杠杆收购等先进的投资银行手段来收购、兼并、整合、盘活银行的不良资产。随着经济全球化与我国加入 WTO，中国越来越成为国际资本投资的主要对象国之一。外资的进入主要通过两种方式，一种是直接投资，另一种则是采用并购的方式。杠杆收购是并购的重要模式，因此杠杆收购将会在此过程中焕发出极强的生命力，并且随着中国民营经济和资本市场的发展壮大，中

国以民营资本和机构投资者为投资主体的杠杆收购模式也将成为企业购并的主力。

国务院学位委员会应用经济学评议组成员

博士生导师 白钦先教授

2005年10月9日