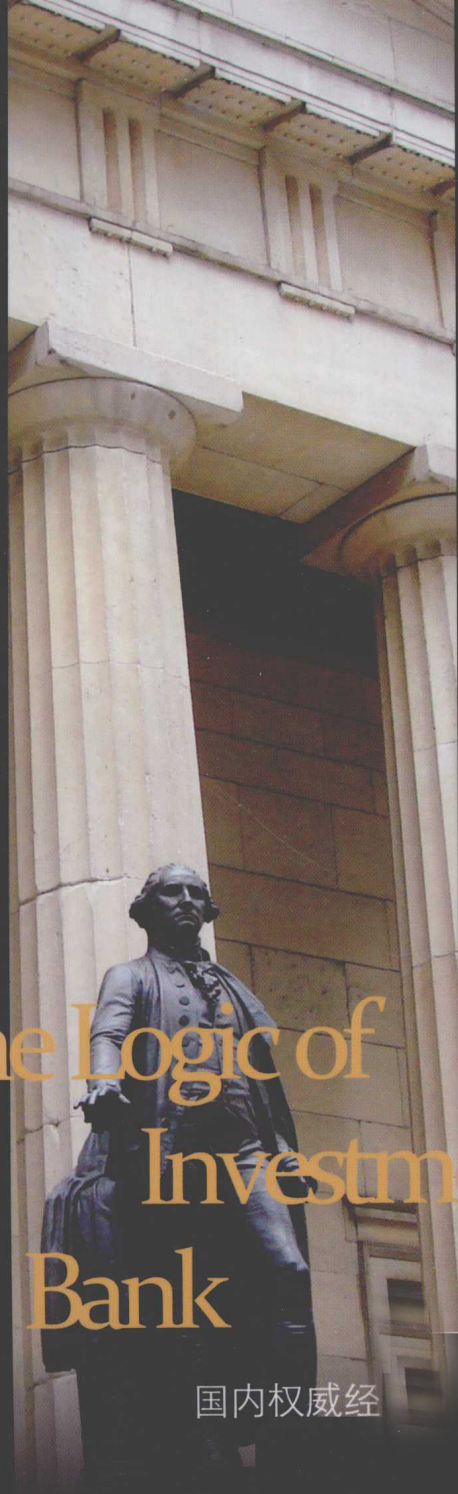


今
阅·
经济



the Logic of Investment Bank

国内权威经

同生辉◎著

兼并与
收购篇

能读透本书的人屈指可数。
如果你是投资银行的精英，如果你精通经济学……
那么恭喜你，你可以阅读本书！

兼并与
收购篇

的种种行为逻辑。
《**国经济时报**》
“**界**”等鼎力推荐！



中国发展出版社

同生辉◎著

投行的逻辑

兼并与
收购篇

the Logic of
Investment
Bank



中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投行的逻辑/同生辉著. —北京: 中国发展出版社, 2011. 2
ISBN 978 - 7 - 80234 - 405 - 1

I. 投… II. 同… III. 投资银行—研究 IV. F830. 33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 258629 号

书 名: 投行的逻辑

著作责任者: 同生辉

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978 - 7 - 80234 - 405 - 1

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京科信印刷有限公司

开 本: 720 × 960mm 1/16

印 张: 16. 25

字 数: 180 千字

版 次: 2011 年 2 月第 1 版

印 次: 2011 年 2 月第 1 次印刷

定 价: 39. 80 元

咨询电话: (010) 68990646 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮件: cheerfulreading@sina.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

THE LOGIC OF INVESTMENT BANK

自序

投资银行是现代金融市场的重要参与者。在形形色色的当代金融机构中，投资银行一直是人们向往的“明星”。例如，以各种方式成功挺过此次全球金融危机的高盛银行、美林银行、摩根士丹利银行以及已经在金融危机中破产的雷曼兄弟公司和贝尔斯登公司，都曾是人们经常谈论和尊崇的顶级投行。为什么投资银行能在长时间内保持对金融界精英的巨大吸引力，而且在规模越来越大的同时，其发展也越来越成熟呢？其原因不外乎两点。

第一，投行所经营的业务性质比其他金融机构更加引人注目。例如，投行的证券承销业务和公司的兼并业务具有媒体效应。任何一家大公司的上市，几乎都要雇用一家或几家投行来担当承销商的角色，协助确定股票价格，制定上市时间表，并且在上市的过程中进行宣传。所以

同时又最可靠，并且风险也相对较小的一种业务类型。兼并交易的例子很多，其中有些交易在媒体上受到了极大的关注，不管这些交易最终是否成功。例如，成功的交易像雅虎公司在2005年收购阿里巴巴公司40%普通股的交易，失败的交易像法国达能集团在2009年欲强行收购娃哈哈集团，最终又将其股份转让给中方合资伙伴的交易。那么，为什么有些交易成功了，而有些交易又失败了？如果这些参与兼并交易的公司雇用了投行作为他们的并购交易顾问，那么这些交易仍然会失败吗？您将在本书中找到答案。

兼并交易已经成为经济活动中一种常见的商业行为。我国的兼并交易业务在过去的几年中呈快速增长的态势，2009年的并购交易总额已经达到330亿美元。而根据摩根大通最新的发布报告，2010年上半年，中国作为收购方和被收购方的并购交易总额均排名美国之后，位居世界次席。中国正逐渐变成主要的资产收购方。其中，资源是中国企业海外收购的主要目标。数据显示，2010年初至今，中国被收购的并购交易总额达550亿美元，落后美国的3560亿美元，居世界次席。所以，透彻地了解投行的兼并交易业务具有很强的现实意义。

本书是根据笔者多年在美国和国内的求学、研究经历，结合自己对兼并交易基本知识的累积加上对兼并交易的实践总结写成的。目的在于从本源上为人们解释投资银行为什么和怎样开展并购业务。本书的基本框架和理论基础都来自美国的兼并交易实例，同时又结合了国内兼并交易的实践和对未来国内兼并交易的前瞻性分析。

希望本书能帮助读者揭开投资银行从事兼并交易业务的神秘面纱，

帮助读者理解投资银行为什么如此重视兼并交易业务。而对于投行人士而言，本书也为他们提供了理解投行为什么从事兼并交易业务的理论阐释。

总而言之，如果本书能够给对投资银行感兴趣的读者提供一些帮助，就达到作者的目的了。

由于作者水平有限，难免有错误和纰漏，欢迎读者批评指正，不胜感激。

同生辉

2010年12月

THE LOGIC OF INVESTMENT BANK

目 录

引 言 你了解投资银行吗 / 1

第一章 为什么并购交易是投行的主营业务 / 7

并购交易的动机 / 9

并购交易的主要分类 / 12

并购交易的基本程序 / 16

兼并与收购的区别 / 17

第二章 前辈眼中的并购交易 / 19

有关商业银行作为兼并交易财务顾问的文献 / 21

有关投资银行在兼并交易中作用的文献 / 29

第三章 逻辑起点 / 47

数据收集 / 49

研究方法 / 56

第四章 描述性数据比较分析 / 57

BT 自身完成交易样本和控制样本的比较 / 61

OB 自身完成交易样本和控制样本的比较 / 66

OT 自身完成交易样本和控制样本的比较 / 71

单变量比较结果的总结 / 75

第五章 实证研究分析 / 79

在兼并交易中是否雇用投资银行 / 81

兼并交易中的股东财富效应 / 112

实证研究结果总结分析 / 131

第六章 国内并购交易现状 / 135

我国投行参与并购交易的现状 / 137

我国投行和国际投行并购业务总结 / 140

我国投行和国际投行并购业务的比较 / 143

我国并购交易中的几个问题 / 147

第七章 反并购措施 / 153

什么样的公司容易成为被收购的目标 / 156

常见的防御被收购的策略 / 158

第八章 如何评估企业价值 / 171

基本分析 / 174

同类公司比较法 / 176

公司自由现金流量模型 / 178

资本成本 / 183

第九章 如何分析交易风险 / 189

并购交易风险的基本知识 / 192

并购交易风险的度量和分析 / 198

并购交易的风险防范 / 203

第十章 我们的投行差在哪 / 209

我国投行开展并购业务的前途展望 / 211

我国投行发展并购业务面临的机遇与挑战 / 216

我国商业银行参与并购交易的几点建议 / 232

参考文献 / 235

THE LOGIC OF INVESTMENT BANK

引言

你了解投资银行吗

投资银行如今是个热门关键词，媒体引用率极高，但是，你真的知道投行到底是什么吗？在当今纷繁复杂的金融市场上，投资银行的业务非常多元化。具体来说包括：证券承销业务、风险融资业务、债券融资业务、资产证券化业务、证券经纪业务、融资融券业务以及企业并购业务等。其中企业并购业务近年来在投资银行的经营中所占的比重越来越大，从兼并业务所获得的收入在投资银行的营业收入中所占的份额也逐年增高。因此，对投资银行的兼并业务做出系统性研究具有很强的现实意义。如果能对投资银行在兼并交易中的作用做出具体的剖析，那么参与兼并的企业在雇用投资银行时就有了很强的针对性。但到目前为止，国内外对投资银行在企业兼并和合并中所起作用的研究多

局限于定性化的探讨，极少利用量化模型和实证分析来研究投资银行在企业兼并中到底起着怎样的作用。国内外传统的观点认为，投资银行能够协助完成兼并交易，即使投资银行会因为提供协助兼并交易完成的各项服务（如提供咨询、分析兼并交易涉及的各项事项或者代表参与兼并的公司进行谈判）而收取较高的服务费用。绝大多数参与兼并交易的公司都需要雇用投资银行来协助完成兼并交易。正因为历史数据显示参与兼并交易的公司一般都要雇用投行，所以无论是收购公司还是目标公司，一定是从投资银行的服务中得到了益处和帮助，这才愿意付给投资银行数目可观的服务费。参与兼并的公司因为雇用投行而获得的好处很多。例如，降低交易成本、提高兼并收益、证实兼并交易价格的公平性等。根据美国《兼并与合并》期刊的统计数据，从1990年到2007年，每年全球最大的100起兼并和合并交易中，超过90%的交易都要雇用投资银行作为财务顾问来协助完成兼并交易。近年来，几个顶级投资银行已成为参与兼并交易并充当交易财务顾问的主要力量，例如高盛、美林、摩根士丹利、所罗门美邦和瑞士第一波士顿。由于2008年全面爆发的全球性金融危机的影响，这些投行中的大多数已经转型或者被收购，但其主要的业务经营范围基本保持不变。投资银行在开展其并购业务的过程中也是速度不一，参差不齐的。只有保持其在并购业务中的传统优势，才能拓展其业务范围，巩固其在并购业务市场上的领先地位。

这里从最基本的问题入手，那就是如何定义投资银行。目前，理论界对投资银行并没有形成一致和被广泛接受的定义，而实践中各国投资银行的业务实践也有差异。这主要是因为：

第一，投资银行本身就是伴随着经济金融和商业银行的发展而产生和发展的，其内涵和外延都在不断地扩展。

第二，作为金融市场的重要组成部分，它和其他金融产业，特别是商业银行业有很紧密的联系。根据一个金融类公司从事的具体业务而言，只要这家金融类公司从事投行类业务，一般就认为它是一家投资银行。美国金融投资专家罗伯特·库恩（Robert Kuhn）曾根据投资银行的业务范围和发展趋势对投资银行下过4个定义。

①任何经营华尔街金融业务的金融机构，都可以被称做投资银行。这是对投资银行的最广义的定义。它不仅包括从事证券业务的金融机构，甚至还包括许多其他金融公司，如不动产经营公司、保险公司等。

②只有经营全部资本市场业务的金融机构才是投资银行。因此，证券承销、企业并购、基金管理、创业资本以及面向金融机构的大宗股票成批交易等都应当属于投资银行业务，而向散户出售证券，向消费者提供不动产抵押贷款、保险产品等业务则不包括在内。

③较为狭义的投资银行定义是，投资银行业务只限于某些资本市场活动，主要是证券承销及企业并购，而基金管理、创业资本、风险管理等业务则被排除在外。

④最狭义但也最传统的投资银行定义是，仅把在一级市场上承销证券、筹集资本和在二级市场上交易证券的金融机构当作投资银行。

罗伯特·库恩认为，上述第二种定义最符合美国投资银行的现实状况，因而被认为是目前投资银行的最佳定义。不过，他根据“以公司服务为准”的原则指出，那些业务范围仅限于帮助客户在二级市场上出售

或买进证券的金融机构不能称作投资银行，而只能叫做“证券公司”或者“证券经纪公司”。很明显，我国目前存在的众多金融类经营机构中，能够称得上“投资银行”的并不多。但是我国的证券公司，有时在业务活动中的确又从事像兼并交易的财务顾问这样的业务，所以具体哪些算投资银行，而哪些又不算投资银行，还得具体分析。

尽管绝大多数的收购公司和目标公司在兼并交易中会利用投资银行作为财务顾问，但有些兼并交易却并没有雇用投资银行。比如，根据汤姆森全球数据集团过去多年的统计数据显示，尽管大多数的兼并交易仍然雇用投资银行作为财务顾问，但同时也有不少兼并交易在实施的过程中不雇用投资银行，而且这一比例还越来越高。具体来说，有时只是收购公司或目标公司其中一方没有雇用投资银行，但有时则是双方都没有雇用投资银行。在本书中，只要兼并交易中有一方没有雇用投资银行，就称这类兼并交易为自身完成的兼并交易；如果兼并交易的双方都雇用投资银行，就称之为投行参与的兼并交易。据此，将本书中兼并交易的样本数据分为两类，即自身完成的兼并交易和投行参与的兼并交易。

本书的前半部分将会利用美国的兼并交易数据对三个主要的问题进行考察。

第一，如果投资银行在兼并交易中被雇用，那么雇用投行所获得的收益的确大于雇用投行所花费的成本吗？换言之，参与兼并交易的公司的股东在雇用投行参与兼并交易的情况下比在不雇用投行参与兼并交易的情况下获得的收益更多吗？从常识角度看，这一问题的答案应该是肯定的，但是以前的研究从来没有明确地对这一问题用定量的方法做出

说明。

第二，为了探究为什么有些参与兼并的公司雇用投行而另一些参与兼并的公司不雇用投行，本书对两类参与兼并交易的公司的财务特征加以对比和分析。这些特征包括：公司规模、目标公司对收购公司的相对规模、兼并交易的支付方式、该兼并交易是否为敌意收购、收购公司是否为第一家向目标公司发出要约的公司、目标公司和收购公司的行业分类，以及参与兼并交易的公司以前完成的兼并交易的次数。最后一个重要的研究变量是兼并公司和目标公司是否为金融类公司。这些财务特征的具体定义在本书后面章节的分析中会详细描述。根据 Servaes 和 Zenner（以下简称 S&Z）的研究，这些特征可能会决定在兼并交易中是否需要雇用投资银行。这里采用的研究样本比 S&Z 所采用的样本要大很多，不但考察收购公司，也考察目标公司。

本书选取了 282 个兼并或合并交易作为主研究样本。在这些兼并交易中，参与交易的双方至少有一方没有雇用投资银行作为该交易的财务顾问。本书将对这一类没有雇用投行作为财务顾问的兼并交易和另外两个雇用投行作为兼并交易财务顾问的控制样本进行对比。显然，在这两个雇用投行的兼并交易的样本中，每一个兼并交易中的双方都雇用投行作为其兼并交易的财务顾问。样本期是从 1980 年到 2005 年的 25 年间，在样本期中每年所发生的兼并交易的数量变动比较大。这些交易数量的变动是和经济发展的周期相关联的。25 年是一个相对较长的研究区间，这样可以让本书的研究结果更可靠，并且避免因为短期宏观经济形势的起伏而影响研究结果的连续性和普适性。

第三，在完成对美国兼并交易的实证分析后，总结出在兼并交易中投资银行所能够提供的服务和提供服务的方式。然后结合我国目前兼并交易的现状和实践来进行简单的总结和展望，并且对兼并交易中最重要方面分章节进行分析和归纳。

投资银行作为金融中介机构，在资本市场交易中的作用已经被广泛地研究过。Smith（1977）在他的研究中将一般性的证券发行（譬如首次公开发行股票发行，即 IPOs）和附权发行（rights offerings）作比较，发现附权发行的确会花费较低的成本，但是超过 90% 的证券发行都会雇用投资银行。因而，雇用投资银行似乎显得并不合理，因为这和将股东利益最大化的根本目标相悖。Titman 和 Trueman（1986）的研究表明，市值较高的公司一般更可能在公司上市时选择雇用顶级的投资银行作为他们的财务顾问。Beatty 和 Ritter（1986），以及 Johnson 和 Miller（1988）证实投资银行对于企业 IPO 发行的结果很重视，因为他们很关心自己的商业信誉。这意味着投资银行为了自身的长远利益的确能够在股票发行时尽可能提供高质量的服务。

目前针对是否在兼并交易中雇用投行的相关研究不是很多。S&Z 的文章设计出了一个相对可靠的研究方法，因而本书基本采用了他们的研究假设和研究方法，但是本书又做出了一些改进，补充了一些他们没有考虑到的变量和内容。譬如，本书考察了当目标公司不雇用投资银行时的情况，而且，本书的研究样本和研究区间比他们的要大很多。在本书中，不但对两类兼并做了比较，并且将每一类兼并交易的样本又做了细分。这样在分析后，研究结果就更加可靠并具有说服力。

