

国泰投资银行丛书  
GUOTAI TOUZI YINHANG CONGSHU

主编 王益民

# 投资银行实务： 资产重组与并购

TOUZI YINHANG SHIWU: ZICHAN CHONGZU YU BINGGOU

黄亚钧 朱 叶 编著

立信会计出版社  
LIXIN KUALI CHUBANSHE

—— 国泰投资银行丛书 ——

主编 王益民

# 投资银行实务： 资产重组与并购

黄亚钧 朱 叶 编著

立信会计出版社

## 《国泰投资银行丛书》编纂委员会

### 顾 问：

陈彪如 华东师范大学教授、博士生导师  
金建栋 中国证券业协会理事长、中国国泰证  
券有限公司董事长兼总经理

### 主 编：

王益民 中国国泰证券有限公司执行董事、副  
总经理

### 副主编：

黄亚钧 陈 坚 陈 宪 曹均伟

### 编 委(以姓氏笔画为序)：

王益民 朱 叶 刘 忠 杨 明 佟江桥  
汪良忠 陈 坚 陈 宪 林利军 罗 旭  
桂咏评 黄亚钧 曹均伟 程兴华

# 前 言

党的十五大提出的跨世纪宏伟目标为中国资本市场的发展提供了前所未有的发展空间。国有企业的改革、股份制的推进以及证券市场的发展又对中国投资银行业的发展提出了更高更新的要求。

投资银行是对应于传统商业银行发展起来的金融机构。简而言之,传统商业银行的主要业务是吸取储蓄,然后把存款人的钱通过贷款形式让渡给其他投资人使用,因此传统的商业银行业务主要是货币性业务。对比而言,投资银行的主要业务则体现在与投资直接相关的资本性运作方面。投资银行是为企业和自然人提供资本市场方面的中介服务,诸如帮助企业在资本市场中筹措资金、实现收购兼并、代理客户投资和经纪服务等。投资银行另一项重要业务是其自身参与资本市场的运作。可见,投资银行在其业务范围和运作技术上要比一般商业银行更为广泛和复杂。

在中国,投资银行业是在改革开放以后,特别是在证券市场取得一定规模的发展以后逐步发展起来的,其市场功能目前由证券公司、信托投资公司和部分金融投资公司等非银行金融机构所分别承担。随着我国金融体制改革的深入,与国际资本市场接轨的具有完善投资银行功能的中国投资银行业终将会逐步形成。在此过程中,我们需要从理论和实务两个方面结合中国的国情和市场发展实际,对投资银行的市场功能和投资银行业务的开发进行必要

的研究和储备。本着这个指导思想,中国国泰证券有限公司会同上海大学国际商学院、复旦大学经济学院和立信会计出版社共同策划并组织撰写了这套“国泰投资银行丛书”。丛书由《投资银行通论》、《投资银行实务:股票发行与交易》、《投资银行实务:债券发行与交易》、《投资银行实务:资产重组与并购》、《投资银行实务:基金与组合投资》、《投资银行实务:金融工程的设计与运作》等六册组成,丛书的编写者都具有相当理论造诣和实务经验。这套丛书与1996年出版的“国泰金融投资丛书”相比,理论性、专业性和务实性更强,既能适应理论工作者和高校教学工作的需要,也能提供给实际操作部门借鉴参考。企业界的人士和一般读者可以通过阅读本丛书对投资银行的发展方向和各项业务有一个系统的了解。

希望这套“国泰投资银行丛书”能给广大读者提供及时有效的知识和信息,也期待读者在阅读后提出意见,以便在再版时修改补充。

中国国泰证券有限公司 王益民

一九九八年元月

# 目 录

1. 资产重组与证券市场 .....	1
1.1 资产重组的概念 .....	2
1.2 资产重组的分类 .....	9
1.3 资产重组的发展思路 .....	16
2. 资产重组的动因和风险 .....	22
2.1 资产重组的动因 .....	22
2.2 资产重组的风险 .....	30
3. 资产重组的主要形式 .....	39
3.1 托管 .....	39
3.2 买壳借壳 .....	44
3.3 企业分拆 .....	51
3.4 企业系的构建 .....	58
3.5 并购 .....	64
4. 并购操作 .....	73
4.1 投资银行的作用及契约文件 .....	73
4.2 物色并购目标 .....	77
4.3 并购对象的估价和出价 .....	85
4.4 支付方式的选择 .....	98
4.5 猎物公司接洽 .....	104

4.6 并购的会计处理 .....	109
<b>5. 杠杆收购 .....</b>	<b>124</b>
5.1 杠杆收购概述 .....	124
5.2 杠杆收购的历史 .....	128
5.3 杠杆收购的类型 .....	133
5.4 杠杆收购的融资体系 .....	136
<b>6. 反收购操作 .....</b>	<b>146</b>
6.1 整顿和预防 .....	146
6.2 保护公司成员的利益 .....	151
6.3 公司重组 .....	154
6.4 设置“毒丸” .....	158
6.5 寻求外界支持 .....	161
6.6 针锋相对的策略 .....	165
<b>参考书目 .....</b>	<b>169</b>

## 资产重组与证券市场

资产重组是市场经济长久不衰的话题。大规模的资产重组在发达国家已经持续了 100 多年,先后出现了五次浪潮,给这些国家的社会经济生活带来了深刻的变化。以美国为例,第一次资产重组和并购高潮出现于 1895 至 1905 年之间,其特征是以横向合并为主,产生了一批包括美国钢铁公司、美孚石油公司等在内的大型企业。第二次资产重组和并购高潮出现在 1920 至 1933 年间,以纵向合并为其特点。在这 10 年多的时间内,美国汽车制造业、石油工业、冶金工业及食品加工业等都完成了产业集中的过程。1948 至 1964 年的 16 年间,美国发生了第三次企业重组浪潮,这次并购以混合并购为主,于是在美国出现了一批竞争力强、兼营多种业务的企业集团。第四次重组高潮发生在 1974 至 1985 年间,并购规模和合并资产都达到了前所未有的水平,产业结构调整开始波及到一些新兴部门。90 年代中期以来,美国的企业开始了更大规模的第五次重组浪潮,其中迪斯尼公司兼并美国广播公司,IBM 收购莲花公司,波音和麦道、花旗与旅行者的合并等强强联合给华尔街带来了巨大的震动,表明美国资产重组活动又向更深、更广的领域发展。

资产重组是企业优化生产资源,提高经营效益的过程。随着我国经济体制改革和企业制度改革不断深入,资产重组越来越受到人们的重视,也越来越发挥了其重要的、不可替代的作用。资产

重组可以依托证券市场进行,也可以依托证券市场以外的无形市场进行。依托证券市场进行的资产重组是资产重组最重要的形式,因为只有证券化的资产才具备高度的流动性,资产重组活动才能有声有色地、大规模地展开。在证券市场上,上市公司之间、上市公司和非上市公司之间能够通过证券市场上的股权置换,进行资产重组和并购,从而实现资源的重新组合,提高资源的效率。可以说,没有证券市场,任何大规模的资产重组都无法展开,资产重组和并购也无法达到今天这样的水平和规模。1990年年底沪深两地证券交易所的建立,标志着我国证券市场的正式建立,也为资产重组提供了一个广阔的舞台。基于证券市场资产重组的重要性和现实性,本书以证券市场的资产重组作为讨论的重点。

## 1.1 资产重组的概念

### 1.1.1 资产重组的定义

要定义资产重组,首先要定义企业的资产。谈到资产,可能会有很多人认为,资产就是指企业资产负债表上的资产。这是对资产的一种狭义的理解,实际上资产重组中所指的资产的含义要广得多。资产有广义和狭义两种理解。狭义的资产是企业会计账目意义上的资产,也就是企业资产负债表上的资产,它包括流动资产、固定资产、无形资产等内容。而广义的资产不仅包括企业会计账目意义上的资产,而且包括企业一切可以利用并能带来收益的资源。事实上,资产重组所指的资产正是后面一种广义的资产。

那么,什么是资产重组?简单来说,资产重组就是企业资源的重新配置。企业的资源如果配置不当,就会造成资源利用效率低下,而资产重组就是改变资源配置不当的状况,使资源的潜能充分发挥出来,从而产生强大的生产力。因此,资产重组是通过调整企

业的资源来优化配置,以达到提高企业效率的目的。企业资源可以大致分为三类,广义的资产重组实际上也就是这三类资源的重新配置或调整。

企业的第一类资源是物质资源。物质资源实际上就是企业生产的物质条件,也是企业的“死”资产或“硬”资产。物质资源从实物形态来看,主要由设备、建筑物、土地、原材料等构成。资产重组包括对这些物质要素及其结构的重新配置,也就是对生产物质结构的调整。在资产重组过程中,随着生产规模的扩大或产品的转换,企业的设备要改装或更新、建筑物要扩大、土地要重新安排或置换、原材料要重新购置等等,因此,生产的物质要素及其结构都会发生变化。物质资源从价值形态来看,还应该包括资本、负债、成本、利润等内容,因此资产重组也应该包括对资本结构、负债结构、成本结构、利润结构进行调整。例如,在公司上市前的资产重组中,一般要进行非经营性资产剥离,以提高资本利润率,这样,公司的资本负债率、资产收益率、利润率等指标都会发生相应的变化。

上述的物质资源都是企业的有形资产。除开有形资产外,企业的物质资源还应该包括企业的无形资产,如商标、商誉、技术专利、专有技术、特许权等。这些无形资产不同于有形资产,它的价值并不能直接用具体的物质形式表现出来,而是体现在企业的经营活动之中。对无形资产的调整也不同于对有形资产的调整,因为无形资产很难进行量化。在很多场合,人们采取资产评估的方法来衡量无形资产的价值,但是,从根本上来讲,无形资产的价值最终取决于它是否提高了企业的效益,其与企业的经营效益有着密切的联系。在资产重组中,无形的资产也会得到重新配置,从而会发生相应的变化。有些资产重组活动提高了企业的声誉,实际上就是增加了企业的无形资产。还有的资产重组活动运用了企业的品牌效应,实际上就是利用了企业无形资产的潜在

价值。

在股份制企业中,企业的物质资源主要通过股权资本的形式表现出来。股权资本还具备控制权,实际上就是支配和调动物质资源的权力。企业建立股份制后,股权资本和实物资产相分离,从而使企业的物质资源具备了高度的流动性和可分割性。股权资本在资本市场上处在充分流动状态,股份制企业可以通过股权置换、股权买卖、参股、控股、合资等方式调整企业物质资源,从而达到资产重组的目的。

企业的第二类资源是人力资源。与企业的物质资源不同,人力资源是企业的“活”资产。人力资源是企业资源中一个极为重要的、不可忽略的组成部分,因为企业资源的优化配置从根本上来讲取决于人力资源的配置。人力资源主要由两个方面人员构成:一是管理人员,也就是通常所说的经理阶层;另一方面是普通员工。在资产重组和并购的过程中,企业的管理体制一般都会发生变化,管理人员的结构也必将进行相应的调整,如资产重组中经常发生的董事会的改组和总经理的撤换就是一种管理人员结构的调整。同时,为了适应新的管理和经营体制,对普通职员也要进行重新安排。因此,资产重组不仅包括管理人员结构的调整,而且也包括普通员工结构的调整。

人力资源的配置在资产重组中具有特殊的意义,其中管理人员的配置又起到更为重要的作用,在我国,这个问题显得更为突出。资源优化配置的核心是人,因为资产的优劣实际上是一个相对的概念,关键取决于由什么样的人来管理和运用资产。资产掌握在优秀的企业家手中,资产利用效率就可以提高,劣质资产可以变成优质资产;而资产掌握在不具备管理才能的人手中,资产利用效率就有可能降低,优质资产也就可能变为劣质资产。因此,从这个意义上来说,资产重组的过程实际上就是一个挑选优秀管理人员的过程,也就是通过资产重组来发现和挑选真正的企业家,将资产交

给他们来经营和管理,从而完成资源的优化配置。在我国国有企业重组过程中,人们已经充分注意到企业家的重要性,因此,通过资产重组来发现和挑选真正的企业家已经成为国企重组中带有根本性的内容。

企业的第三类资源是组织资源。与前面两种资源不同,企业的组织资源属于企业的“软”资产。企业组织也是一种重要的资源,采取什么样的组织形式进行生产决定着企业效率的高低。企业组织实际上就是企业物质资源和人力资源的配置结构。企业组织不仅包括企业的制度结构,而且也包括企业的管理结构。从企业的制度结构来看,企业组织包括业主所有制、合伙制、有限责任公司、无限责任公司、股份公司、股份合作制等组织形式;从企业的管理结构来看,企业组织还包括职能型结构、事业部结构、矩阵组织结构、战略经营单位、横向型结构、混合型结构、企业系等组织形式。在资产重组中,企业组织资源也往往需要重新配置,企业的组织形式也会发生相应的变化。如在国企重组中,很多国有企业通过改制建立了股份制企业,企业制度结构也就发生了变化。在企业集团的重组中,有的企业集团改变原有的横向型管理组织结构,建立了企业系的管理结构,企业管理结构也就发生了变化。

从我国企业的实际情况来看,不少国有企业的改制工作已经完成,建立了股份制企业,但企业的经营效益并没有得到相应的提高。究其原因,其中一个重要的因素就是企业原有的管理组织结构并没有得到相应的调整,也就是企业组织资源的潜能并没有得到充分的发挥。而资产重组的一个重要内容就是调整企业的组织结构,使之与不断发展的企业生产和经营相适应。因此,在资产重组中充分注意组织资源的运用和调整,也是搞好资产重组的一个关键环节。

总之,资产重组涉及到企业的方方面面,是一个全方位、多元化的系统工程。资产重组不仅是企业物质资源重新配置的过程,也

是企业人力资源和组织资源重新配置的过程；它不仅涉及到生产资源本身的调整，而且涉及到生产资源的构成要素的调整。从我国资产重组实践来看，很多资产重组局限于物质资源的调整，对人力资源和组织资源的调整注意不够，影响了资产重组的效率。实践证明，如果把资产重组作为一个系统工程，在这个系统工程中充分注意企业物质资源、人力资源和组织资源各个方面的协调和安排，挖掘各类资源的潜力，资产重组就会取得很好的效果。值得强调的是，在现代股份制企业中，资产重组以股权资本为核心进行运作，企业可以通过资本市场上股权资本的运作达到重新配置物质资源、人力资源和组织资源的目的。

### 1.1.2 资本经营与资产重组

资本经营是企业筹集和运用资本的过程。企业通过筹集和运用资本达到资本保值和增值的目的，为生产经营创造条件。资本经营是企业产品经营发展到一定阶段的产物，也是企业经营的一种较为高级的形式。

在工业发展初期，家庭作坊是社会的基本生产单位，企业资本较小，没有条件也没有能力进行大规模的资本经营，企业以产品经营作为主要的经营方式。随着现代工业的发展，企业的规模不断地扩大，但企业规模的发展受到了家族资本的制约，家庭作坊或家族企业的生产形式与现代化大生产产生了不可协调的矛盾。为了解决这个矛盾，通过股份制集中社会资本的生产方式也就应运而生了。股份制的产生，突破了家族资本的局限性，使企业资本的活动范围扩张到了整个社会。股份制在大大增强企业的扩张能力的同时，也使资本经营成为企业经营的重要方式。随着社会分工的不断深入和市场竞争的日益加剧，企业是否能迅速地调整生产结构、降低生产成本、占领市场，成为企业成败的关键，而这在很大程度上又取决于企业资本经营的能力。因此，企业资本经营的重要性日益突出，成为推动现代企业发展的强大动力。

企业的资本经营主要通过三条途径实现：

一是内部利润的积累。企业通过生产经营等方式积累利润，将利润不断转化为资本，这是一种依靠内部积累的扩张方式。

二是外部资金的筹集。企业通过融资渠道筹集外部资金，将外部资金转化为资本，这是一种依靠外部积累的扩张方式。企业外部融资渠道有两种：一种是通过银行贷款，也就是通常所说的间接融资渠道；另一种是通过证券市场筹集资金，也就是通常所说的直接融资渠道。通过间接融资渠道筹措的资金，其条件、用途和期限等都有各种各样的限制，不便于企业资金的灵活运用。而通过直接融资渠道筹措的资金则具有较大的灵活性，其种类、手段、期限和支付报酬的方式都可以由企业自由选择，为企业运用资金提供了便利。因此，从资本经营的角度来讲，通过发行证券，特别是以发行股票方式筹集资本是企业运用外部资金的最具有活力的方式，也是企业实现外部资本扩张最方便的渠道。

三是资本存量的调整。上述两种资本经营方式的重点在于资本的增量，也就是通过不断增加资本数量来实现资本的扩张。而资本存量的调整则是在不增加资本数量的情况下，通过资本的重组和流动来实现资本的保值和增值。进一步来看，资本存量调整又可分为两个方面的内容：一是通过优化资本结构来提高资本运行的效率；二是通过资本的重新配置来扩大资本支配的范围。因此，企业内部利润积累和外部资金筹集的途径是资本增量的经营，强调的是资本数量的扩张，是一种粗放式的资本经营方式；而企业资本存量调整的途径则是资本存量的经营，强调的是资本质量的提高，是一种集约式的资本经营方式。而且，资本只有在不断重组和流动中才能达到保值和增值的目的，因此资本存量的调整也是资本经营的一个极其重要的、带有根本性的内容。

从资本经营的三条途径来看，资产重组与资本经营有着非常密切的、不可分割的联系。

从企业内部积累的方式来看,企业要获得不断转化成资本的最大利润,一定要能够最大限度地降低成本,迅速地占领市场,而这在很大程度上又取决于企业的资源是否达到优化配置,企业的规模是否达到一定的水平,也就是企业的资产重组是否能够经常地、有效地展开。因此,资产重组是企业采取内部积累方式的前提条件。

从企业外部筹资的方式来看,特别是直接融资渠道,企业要通过证券市场源源不断地筹措资金,资产重组是必要条件。如企业要发行股票,就要进行上市前的资产重组,以符合公司上市的各项要求,而且上市前的重组也是决定企业是否能成功上市的关键。另外,企业上市后再次发行股票也往往需要进行资产重组。有的公司上市后经营业绩出现滑坡,丧失了配股资格,也就是丧失了再次发行股票的权力,而经过资产重组能重新取得配股资格,从而重新打开了股市的融资渠道;还有的上市公司经过重组后,公司的股价上升到了一个新的水平,使配股筹资的能力大大增强。因此,资产重组在企业的外部筹资中也发挥着极其重要的作用。

从调整资本存量的方式来看,资本存量的调整实际上就是资产重组,因此,资产重组本身就是资本经营的一个方式。资产重组就是在不增加资本数量的情况下进行资源和资本的优化配置。资产重组一方面可通过股权置换、企业分拆、资产剥离、优化结构等方式来提高资本的运行效率;另一方面可通过股权买卖、参股、控股、合资、并购等方式来扩大资本的支配范围,从而实现资本的保值和增值。而且,资产重组着眼于企业的资源优化配置,而企业只有在资源优化配置的基础上,才能使资本的效率得到最大程度的发挥,使资本支配的范围尽可能地扩大。因此,资产重组不仅本身就是资本经营的一个方式,而且也是资本经营的基础。

总之,资产重组强调资源的优化配置,强调盘活企业存量资本来提高资本经营的效率,从而推动企业资本经营的深入发展。

## 1.2 资产重组的分类

我国证券市场的建立为资产重组提供了一个广阔的舞台,在这个舞台上,资产重组的内容不断创新,形式也丰富多彩。从证券市场的资产重组出发,按照不同的分类标准,资产重组可以作如下多种分类;

### 1.2.1 上市前的资产重组和上市后的资产重组

按照重组时间分类,上市公司的资产重组可以分为公司上市前的资产重组和公司上市后的资产重组。

(1) 上市前的资产重组。公司在上市前对现有的资产进行重组称之为上市前的资产重组。上市前进行资产重组是世界各国证券市场通行的做法。在我国,上市前进行资产重组显得尤为重要,因为我国的上市公司大部分是国有企业改制而来的,非经营性资产占有较大的比重,如果不进行重组,很难达到上市的要求。而在过去的一段时期内,上市后的资产重组比较为人们关注,而上市前的资产重组往往被忽略,如有的上市公司在上市一段时期后,才对非经营性资产进行剥离,对有关债务进行调整,但这些措施对公司的形象已经造成了不利的影响。有的上市公司因仓促改制上市,公司的经营性净资产收益率低,因而失去了配股资格,成为“隐性死亡”公司。今天,上市前资产重组的重要性正日益显露。上市前的资产重组不仅事关公司在上市后的业绩和市场表现,而且事关公司在上市后的资产重组能否顺利开展。公司上市前资产重组已经成为当前我国证券市场上资产重组的趋势。

公司在上市前展开适当的资产重组能有效地体现企业的业务发展策略,通过上市集资将筹集的资金用于恰当的发展计划上,从而提高企业的经济效益。同时,重组后清晰的业务策略、诱人的财务目标和优良的资产能增加投资者对企业的信心,有利于企业上

市集资。

企业在进行上市前的资产重组时,应考虑三个基本问题:

一是企业的整体规划。首先须对企业的财务和经营情况进行全面的综合性分析和检讨。在财务上,要根据企业的实际情况、优势和局限,分析企业的负债、资金来源和运用、盈利能力,确立企业今后财务的总目标和分目标,以便公司上市后有良好的表现。为此,公司应对不合理的资产结构进行调整,剥离不良资产,保持良好的资本结构和偿债能力。在经营上,要对各种业务互相的关联性、盈利比重等进行分析,制定企业的整体规划、长远的发展方向和战略,区分重点业务和边际业务,明确企业上市的目的,并挑选合适的业务上市。

二是法律和交易所的要求。公司上市应符合和满足法律和交易所规定的上市条件。公司除了在资本金、经营业绩、财务状况等方面应符合上市条件外,还应在诸如主业明晰等其他方面符合上市条件。如果公司暂不符合上市条件,就可通过资产重组予以实现。例如,在港发行和在联交所上市的广信企业,是广东国际信托投资公司在香港的窗口公司,它在上市前的几年中,一直在作上市努力,但因其主业不清,遭到联交所的拒绝。通过公司重新改组后,将招股数由原定的2亿股缩至1亿股,突出主业为建材业,终于获得了发行和上市许可。而在国内,根据中国证监会的规定,今后一段时间暂不批准金融、房地产业类公司的股票发行和上市,商业类公司的股票发行和上市也受到一定程度的限制。那么,产业属于限制范围内的公司如果要上市,它就只有改变它的主业范围,将其他业务组合进来,变成一家综合类公司以取得股票发行和上市资格;待成为上市公司之后,再将业务重点向地产、金融等方向发展。

三是投资者的接受程度。投资者大多关注企业的业务盈利能力和发展前景。如果企业重组后,其业务对投资者缺乏吸引力,这将严重影响企业的上市集资行为,此外,亦会影响企业的形象和上