

学校编码: 分类号_____密级_____

学 号: K0131008 U D C _____

学 位 论 文

我国投资银行与企业并购业务

刘 琦 飏

指导老师姓名: 邱华炳 教授

申请学位级别: 硕 士

专业名称: 金 融 学

论文提交日期: 2002 年 7 月 20 日

论文答辩日期: 2002 年 9 月 14 日

学位授予单位: 厦门大学

学位授予日期: 2002 年 月 日

答辩委员会主席_____

评阅人_____

年 月 日

目 录

序 言	(1)
内容摘要	(1)
第一部分 企业并购和投资银行的基本理论和概念	(3)
一、企业并购业务简介	(3)
二、投资银行概述	(8)
第二部分 投资银行参与企业并购	(17)
一、企业并购业务为什么需要投资银行的参与	(17)
二、企业并购工作的步骤	(20)
三、投资银行参与企业并购业务的形式	(21)
四、投资银行在企业并购中的角色扮演	(22)
第三部分 我国目前的企业并购业务开展情况	(26)
一、广泛开展企业并购业务对国企改革的重要意义	(26)
二、我国企业开展并购业务的现状、方式及特点	(27)
第四部分 我国投资银行参与企业并购业务存在的问题	(32)
一、投资银行介入我国企业并购业务的意义	(32)
二、投资银行自身发展的内在约束	(33)
三、我国投资银行开展并购业务的外部障碍	(36)
第五部分 推动我国投资银行企业并购业务发展的对策	(39)
一、发展完善我国投资银行业	(39)
二、为企业并购创造一个良好的外部环境	(42)
主要参考文献	(47)

序 言

自上个世纪后期开始，伴随着全球一体化的推进，经济自由化和市场化的深入，世界经济得到了长足的发展，进入了一个崭新的阶段。金融变革和金融创新在世界范围内呈现加速发展的态势，金融产业和金融市场已逐渐开始左右一国乃至世界经济发展命脉，而第五次世界性并购浪潮的到来，使投资银行的核心作用逐渐显现出来。在这种大形势下，对投资银行业务有一定的了解和掌握，对于我这个从事金融工作近十年的银行员工来说，应该是十分必要和必须的。更何况，银行业混业经营在西方发达国家已经成为不争的事实，我国目前分业经营的格局随着金融改革快速推进必将被打破，传统意义上的银行业务与投资银行业务的界限将会越来越模糊。未雨绸缪，为将来的发展和需要作打算是我选择论文题目的主要出发点。

大学毕业后我始终在银行的信贷岗位工作，与各类型的企业接触，从债权人的角度对国有大中型企业有了一定程度的了解。这期间我又有幸参与了可以算作是中国早期银行与企业间的债转股业务，并被派驻到一家大型国企参与管理工作达两年之久。所以，我对中国企业多年以来由于旧体制形成的痼疾和现在的困境有比较深刻的认识，切身感觉到国企改革的必要性和紧迫性。近年来，在资本市场上企业间兴起的并购重组浪潮，对大量面临破产的国有大中型企业来说，无疑是一条良好的出路和必然趋势。但是，这里面表现出来的是缺乏规范性和科学性，投资银行没有发挥出应有的中介作用。因此，就这一问题，从理论上来讲有一定的研究意义。

综合以上的几个原因，我选择了现在的论文方向。初期的想法是想单就投资银行的企业并购业务进行论述，但是考虑到题目范围过于狭窄，投资银行的此项业务在国内的开展还不广泛，资料收集也存在一定的困难，所以在导师的

建议下我重新确定了现在这个题目和方向。在论述中我充分地运用了比较法，在介绍国外理论和实践情况的同时，对比阐述国内发展状况存在的差距和不足，进而提出对策和方案。

由于以前从未写过长达三万字又如此理论性强的文章，所以在开始构思就遇到了很大的麻烦，一时不知从何处下手。幸好，厦门大学经济学院的邱华炳院长（后来成为我的论文导师）曾为我们专门作过一次有关论文的讲座，将他的经验和体会传授给我们。根据他的指导我开始收集资料、构思文章，先后翻阅了近十本有关投资银行和企业并购方面的专著，通读了几十篇相关的期刊文章和论文，作了大量的笔记和摘要，在此基础上我确定了论文题目、草拟了论文大纲。因为缺少经验，论文的初纲和题目都很不成熟，在导师悉心的指导和帮助下，我重新地收集资料，进行全面的调整和修改形成了初稿。直到最后定稿我的论文经过几次修改和调整，期间，我的导师邱华炳教授以他的经验和学识以及令人敬佩的敬业精神给予我极大的帮助和支持，为此我在这里对他表示深深的敬意和谢意！同时，利用这个机会对我的学习期间给我授课和帮助的其他老师说一声谢谢！

尽管有老师的帮助，但是毕竟水平和能力有限，论文还存在着很多的不足和缺陷，望各位尊敬的老师给与批评指正！

2002年8月

内 容 摘 要

国际经验表明，现代投资银行的兴盛繁荣是成熟市场经济的重要标志。在发达的市场经济国家，伴随着西方产业发展史上的五次声势浩大的并购浪潮，投资银行在推动并购浪潮的同时，逐渐成为资本市场的核心，在重新组合生产要素，优化资源配置，为企业并购提供金融支持，促进产业发展等方面起着重要作用。由于企业购并浪潮的兴起，近年来，在西方投资银行业务中，企业并购业务已逐渐取代传统的证券承销和经纪业务，成为其主要的核心业务。

近年来，由于体制束缚和传统惯性，以及负债过度、负担过重等原因，我国的国有企业明显缺乏活力，大量国有企业已落入长期亏损资不抵债的境地，如果让这些企业都破产，将会产生大量的下岗职工，严重威胁社会稳定，亦给债权人带来损失，由此可能引发全社会的债务危机。因此，通过资本市场和证券市场，对国有企业优化重组，实行产权并购和破产重组相结合的办法，已逐渐成为解决国有企业历史性、体制性问题的良好出路。

无论从国内经济体制改革的需要角度，还是从投资银行业未来的发展角度，我国的投资银行作为未来资本市场的中介和灵魂，都应该将并购业务作为主要的核心业务大力开展，并在企业的并购中发挥其重要作用。但是由于起步较晚，我国投资银行体系目前还不完善和成熟，绝大多数机构的规模小、业务单一，局限于传统的投资银行业务，而为企业并购提供咨询和融资服务等方面的业务尚处于初步开展阶段，与国外相比差距很大。同时，在行业外部支持投资银行广泛积极地参与企业并购业务的条件和环境还存在着很多障碍，也需要进一步的完善。因此，我国目前的兼并重组中政府和企业的行为占据主导地位，缺乏投资银行的支持与参与，表现出非规范性、非专业性和非程序性，没有科学的论证和成熟的经验可以借鉴，处于很不成熟的阶段。

总之，在我国目前的情况下，充分发挥投资银行在企业并购业务中的作用还存在着诸多的障碍，积极地采取相应的对策去解决这些障碍和不足是现在的当务之急。

本文就是围绕着上述这几个方面的问题对我国投资银行和企业并购业务进行了探讨和研究。全文共分为五个部分：

第一部分，简要介绍了国际、国内有关企业并购业务和投资银行的一些基本概念和理论，为下面的问题讨论作铺垫。

第二部分，阐述为什么投资银行的参与对企业并购业务至关重要，以及投资银行是如何参与的，在并购活动中的作用和角色是什么。

第三部分，广泛推广企业并购业务对当前国企改革有着重要意义，我国目前企业并购的浪潮已经开始，并有日渐高涨的良好趋势。

第四部分，尽管企业并购需要投资银行的介入和参与，但在我国目前的情况下，投资银行的企业并购业务的开展还存在着来自投资银行体系内部的种种约束，以及来自政策、企业、法律等外部环境方面的障碍。

第五部分，从内、外两个方面探讨如何克服和解决现有的诸多障碍，促进、推动投资银行企业并购业务的广泛开展。

我国投资银行与企业并购业务

第一部分 企业并购和投资银行的基本理论和概念

作为优化配置经济资源，调整经济结构的重要手段，企业间的兼并收购是一项复杂而又专业化程度很高的市场交易活动，涉及一系列的财务、审计、融资、法律和企业策划等问题，一般从事生产经营的企业无力自行承担。而投资银行凭借其强大的资金、信息和人才优势肩负起信息传递和筹资两大任务，对生产要素的优化配置起重要的作用往往为企业并购推波助澜，可以说企业的资产重组离不开投资银行，投资银行的发展也不能没有企业的并购和资产重组。

一、企业并购业务简介

企业要生存，就必须不断发展壮大。在企业发展过程中，它可以通过将其利润进行再投资来扩大生产经营规模，而一个简便有效的办法就是通过兼并收购。因为收购兼并一个现行企业比重新投资办成一个相当规模的企业速度快得多，效益也可能会好得多。比较全球出现的五次并购浪潮，我们不难发现，企业并购是伴随着经济增长的一种长期经济现象，它是产业经济现象，是产业发展、企业竞争的必然结果，是经济发展中优化资源配置的客观要求。它在世界经济中起着越来越重要的作用，特别是近年来第五次浪潮的到来，更是以其前所未有的规模和速度影响着世界经济的未来。我国企业间也兴起了并购的浪潮，并以其明显的经济效益和社会效益显示出了旺盛的生命力。但我国的企业并购是伴随着经济体制改革的不断深入逐渐发展起来的，现阶段还处在试验与

探索时期，因此，并购理论及实践仍有许多问题需要研究。

（一）、企业并购的定义

企业“并购”（M&A）是一个合成词，实际上是两个不同的概念，一般是指兼并和收购，由于兼并和收购有着共同的动机和逻辑，而收购又是兼并的一种重要手段和形式，所以通常把兼并和收购放在一起研究，简称“并购”或称“购并”。并购是一项极为复杂的经济行为，牵涉到一系列相互关联而又彼此区别的名词和术语，在不同的语言和法律背景下，这些名词和术语及它们之间的相互关系更体现出复杂性。

1、国际上通行的并购概念

（1）兼并（MERGER）。在国际上并购通常被称为 M & A，它的一般含义是指两个或两个以上的公司，通过法定方式重组，重组后只有一个公司继续保留其合法地位。

（2）联合（CONSOLIDATION）。在西方公司法中企业合并有两种方式：一种是吸收合并，法律又称之兼并，即一公司接收另一公司；另一种是新设合并，法律上称之联合，即在接收几家现有公司基础上，设立一家新公司，它的一般含义是指两个或两个以上的公司通过法定方式重组，重组后原有的都不再继续保留其合法地位，而是组成一新公司。

（3）收购（ACQUISITION）。指一家公司在证券市场上，用现金债券或股票购买另一家公司的股票或资产，以获得对该公司的控制权，该公司的法人地位并不消失。收购有两种：资产收购是指一家公司购买另一家公司的部分或全部资产；股份收购则是指一家公司直接或间接购买另一家公司的部分或全部

股份，从而成为被收购公司的股东，相应地承担该公司的一切债务。

2、中国的企业并购概念

按西方的惯例，产权转让只能采取企业并购的形式，因此在西方产权转让可以说是企业并购的同义语。但在中国的现实经济生活中，无论是企业兼并还是产权转让其内容要复杂得多。国际通行的并购概念近几年在中国出现，是以企业兼并以及与此相联系的产权转让或产权交易形式出现的，中国的有关法律法规对于企业兼并等经济行为有如下定义：

(1) 企业兼并。企业兼并指一个企业通过购买等有偿方式，取得其他企业的产权，使其失去法人资格，或虽然保留法人资格，但变更投资主体的一种行为。这里所述的企业兼并既有吸收合并之意，又包括收购内容。

企业兼并主要有以下几种形式：第一，承担债务式，即在资产与债务等价的情况下，兼并方以承担被兼并方债务为条件，接收其资产；第二，购买式，即兼并方出资购买被兼并方企业的资产；第三，吸收股份式，即被兼并企业的所有者将被兼并企业的净资产作为股金投入兼并方，成为兼并方企业的一个股东；第四，控股式，即一个企业通过购买其他企业的股权达到控股，实行兼并。

(2) 公司合并。公司合并可分为吸收合并和新设合并两种形式：一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散，这种情形类似于英文中的 MERGER，两个以上公司合并，设立一个新的公司为新设合并；合并后各方解散，这种情形则类似于 CONSOLIDATION，后存续的公司或者新设的公司承担债权债务。

(3) 上市公司的收购。指任何法人通过获取上市公司发行在外的普通股，而取得该上市公司控制权的行为，收购要约期满，收购要约人持有的普通股达到该上市公司发行在外的普通股总数的 50% 或以上的，方为收购成功。

为了避免使用中的混乱，建立研究和讨论的基础，对上述众多的有关兼并和收购的名词和术语可以简单归纳为两类：一类是狭义的兼并和合并，指公司法上所定义的吸收合并或新设合并；另一类是指收购，即股权或资产的买卖，此种购买不易取得被购买方全部股份或资产为限，仅取得部分资产或股份而达到控制权亦可。但从广义的角度考察，收购也可以被看成是广义兼并行为的一种，并且学术界和实业界都习惯于将兼并和收购合在一起使用，简称“并购”，泛指在市场机制的作用下，企业为获得其他企业的控制权而进行的产权交易。本文所指的企业并购就是这种广义上的并购。

（二）、企业并购的特征

企业并购是使企业的经营资源支配权随之转移的经济行为，其结果是产生所有权的全部或部分转让。因此，从本质上看，他是一种产权交易行为，使企业产权逐步商品化的必然结果，具有以下基本特征：

1、企业并购的实质是企业控制权的交易

并购双方之所以买卖企业控制权，是因为双方对由企业控制权所代表的收益有不同的预期和评价。如果企业控制权不相应地代表收益，或预期收益不足以弥补并购成本，并购就不会发生。企业控制权的典型代表是股权，其次是可以组成一个完整的生产或经营系统的实物资产（包括有形资产、无形资产和人力资本）。在特定情况下，如在破产清算或重整阶段，债权也可成为企业控制权的代表。收购方也只有在这些权利或资产代表企业控制权时才进行购买。

在中国公有制经济的制度安排中，还有一种代表企业控制权的权利，即国

有企业的经营管理权。国有企业的经营管理权虽然不是所有权，但它却同样代表着对国有企业的控制权，这不仅是在理论和实践中已经被证明了的，也是在法律上被确认了的。所以，不应将国有企业之间的并购排除在并购定义之外，认为只有所有权的转让才是真正意义上的企业并购。国有企业之间的并购同样也是引起了企业控制权的转移，同样是使目标企业的法人地位或实体发生了变化。尽管国有企业的最终控制权仍在国家手中，但微观层次上发生了变化在国有企业之间进行了让渡。

2、企业并购是产权主体之间一种平等自愿有偿的产权交易行为

凡是能够代表企业控制权的产权主体，均可以与交易对方本着自愿、平等、有偿的原则进行谈判和交易。所谓“自愿”即交易双方均不得将自己的意志强加于对方，每一方做出的有关交易的决策都是基于自己的判断；所谓“平等”即交易双方不论经济实力、政治力量大小，交易地位一律平等，每一方对交易的诸条件均有平等的发言权；“有偿”即是指获得企业控制权不是无代价的，要用一定的货币代表物来进行交换。这是因为企业并购本身是一种经济行为，是企业追求利润最大化过程中的一种经济选择，必然要以一定的利益交换作代价。

3、企业并购引起的直接结果是被并购企业的法人地位被取消或法人实体被改变

企业并购的结果是并购方对目标企业治理结构进行重新安排，具体表现为：一是将目标企业并入并购企业，使目标企业的法人地位不复存在，并购后只有并购方存在。这是并购方获得目标企业全部控制权的情况；二是在并购方取得大部分控制权即控股的情况下，

将目标企业的董事会等经营决策机构进行改组，由并购方的代理人出任目标企业的法定代表人；三是在并购方仅获得部分控制权，尚不足以左右目标企业时，由并购方的代表进入目标企业的决策层。并购方通过其代表表达自己的意图，影响目标企业的经营方向。这两种情况即是引起目标企业的法人实体被改变的情况。之所以出现这种结果，是因为并购方只有通过上述方式才能体现和行使控制权。也只有通过对目标企业组织结构的重新安排，才能贯彻和体现并购方的并购意图、经营策略，以求顺利达到并购的预期目的。

（三）、企业并购的类型

1、横向购并（又称水平购并横向扩张）

这是一种传统的企业购并形式。是指具有竞争关系的、经营领域相同或生产产品相同的同行业之间的购并。这种购并的目的在于扩大生产规模，实现规模经济，提高行业集中程度，增强产品在同行业中的竞争能力，控制或影响同类产品的市场购买。这种购并形式的优点在于从购并企业角度看有利于增强企业实力，扩大生产规模。从行业乃至社会整体角度看，可以避免生产能力过于分散和盲目增加，实行规模经济。从整个社会生产来看，能促进资源配置更为集中合理和产业结构的优化，有利于增加产品品种，提高质量和扩大产量。这种购并形式缺点是在于很容易出现行业垄断，限制市场竞争。另外对于购并企业来讲，要注意协调不同的生产设备，研究、开发、挖掘市场潜力及企业文化等多方面的问题。

2、纵向购并（又称垂直购并）

这是一种带有明显行业扩张意图的购并形式。是指生产和销售的连续性阶

段中作为购买者和销售者的企业间的购并，即生产和经营上互为上下游关系的企业之间的购并。这种购并的目的在于控制某行业某部门生产销售全过程，从而获得一体化的效益。购并一家顾客公司有利于接近最终消费者，如产成品制造商、经销商零售商等，这种方式又称向前合并，其目的在于追求更高的边际利润，争取稳定的产出或阻止竞争者。同时购并一家供应公司有利于改善原材料供应条件，这种方式又称向后合并，其优势在于控制原材料的供应及半成品的投入。

总之，购并企业通过对原料和销售渠道及用户的控制，降低了买主和原材料供应商的重要性，极大地提高了企业讨价还价的能力，企业还可以因此而节省人力资源，降低成本，综合开发提高对市场变化的反应能力。从行业角度看，有利于简化经营环节，密切上下游产业间的联系。纵向购并的缺点在于企业生存发展受到市场因素的影响较大。

3、混合购并（又称扩张购并跨行业购并）

其目的在于扩大企业自身的产业结构，积极参与和尽力控制企业可占的市场。混合购并一般可分为产品扩张型购并、市场扩张型购并和纯混合型购并三种。

产品扩张型购并是指一家企业以原有产品和市场为基础，通过购并其他企业进入相关产业的经营领域，达到扩大经营范围，增强企业实力的目的。这种类型的购并必须考虑组合的经济性。市场扩张型购并是指生产同种产品，但产品在不同地区的市场上销售的企业之间的购并。这种方式的购并可以扩大市场，提高市场占有率。纯混合型购并是指生产和职能上没有任何联系的两家或多家企业的购并，这种购并又称为集团扩张。这种扩张的目的是为了进入更具有潜力的、利润较高的领域，实现投资多元化和经营多样化，通过先进的财务管理和集中化的行政管理，来取得规模经济。混合购并对企业的市场控制能力

的影响主要是间接的。

二、投资银行概述

作为市场经济的产物和资本市场的主力、金融市场最具活力和创新性的行业，投资银行被誉为金融体系的轻骑兵、市场经济中的金融工程师，它以灵活多变的种种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的联系纽带。

（一）、投资银行的含义

由于历史发展的原因，投资银行在世界各国的称谓并不相同，美国叫投资银行，英国叫商人银行，日本叫证券公司，德国则是商业银行中的相关业务。与商业很行相比，投资银行的特点在于，它是资本市场的中介机构；它以企业公司为主要服务对象，以收服务费的形式取得主要收入，因而更接近于咨询业。由于投资银行业是一种历史悠久又不断创新的行业，所以对于投资银行的界定就变得十分困难。美国著名的金融投资专家罗伯特库恩根据投资银行业务的发展和趋势，曾对投资银行下过四个定义：

1. 最狭义也是最传统的投资银行。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是投资银行，这一定义排除了当前各国投资银行所经营的许多业务，显然已经不合时宜。

2. 较狭义的投资银行。指部分资本市场业务的金融机构，业务仅包括证券承销、经纪业务、企业融资、兼并收购等。另外的资本市场业务，例如基金管理、创业资本风险管理和风险控制工具的创

新等应排除在外。

3. 较广义的投资银行。只有经营一部分或全部资本市场业务的金融机构才是投资银行。这里所说的资本市场是相对于货币市场而言的，即指期限在 1 年或 1 年以上的中长期资金的市场，因此证券包销、公司资本金筹措、兼并与收购、咨询服务、基金管理、创业资本及证券私募发行等都应划归投资银行型业务，而不动产经纪保险抵押等则不应属于投资银行业务。

4. 广义的投资银行。任何经营华尔街金融业务的银行都可以称作投资银行。这是针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，甚至还包括保险公司和不动产经营公司。

综合上述定义，我们可以把投资银行看作是作为证券发行人和投资者中间人并通过二次销售或协商方式，经营已发行证券的大宗分配，维护已发行证券市场价格稳定，办理交易经纪商业务，提供经纪和咨询方面服务，以及其他一系列相关的金融服务的公司。

（二）、投资银行的业务范围

投资银行业务有狭义和广义之分，狭义或传统的投资银行业务主要指证券的承销和经纪业务；广义的投资银行业务则处于动态的发展过程中，具有不断创新的特点。就目前而言，广义的投资银行业务包括：

1、证券承销

证券承销是投资银行最本源、最基础的业务活动。投资银行承销的职权范围很广，包括本国中央政府、地方政府、政府机构发行的债券、企业发行的股票和债券、外国政府和公司在本国和世界发行的证券、国际金融机构发行的证

券等。投资银行在承销过程中一般要按照承销金额及风险大小来权衡是否要组成承销辛迪加和选择承销方式。通常的承销方式有四种：

第一种：包销。这意味着主承销商和它的辛迪加成员同意按照商定的价格购买发行的全部证券，然后再把这些证券卖给它们的客户。这时发行人不承担风险，风险转嫁到了投资银行的身上。

第二种：投标承购。它通常是在投资银行处于被动竞争较强的情况下进行的。采用这种发行方式的证券通常都是信用较高，颇受投资者欢迎的债券。

第三种：代销。这一般是由于投资银行认为该证券的信用等级较低，承销风险大而形成的。这时投资银行只接受发行者的委托，代理其销售证券，如在规定的期限计划内发行的证券没有全部销售出去，则将剩余部分返回证券发行者，发行风险由发行者自己负担。

第四种：赞助推销。当发行公司增资扩股时，其主要对象是现有股东，但又不能确保现有股东均认购其证券，为防止难以及时筹集到所需资金，甚至引起本公司股票价格下跌，发行公司一般都要委托投资银行办理对现有股东发行新股的工作，从而将风险转嫁给投资银行。

2、证券经纪交易

投资银行在二级市场中扮演着做市商、经纪商和交易商三重角色。作为做市商，在证券承销结束之后，投资银行有义务为该证券创造一个流动性较强的二级市场，并维持市场价格的稳定。作为经纪商，投资银行代表买方或卖方，按照客户提出的价格代理进行交易。作为交易商，投资银行有自营买卖证券的需要，这是因为投资

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库