

F830.33

4

投资银行学

INVESTMENT BANKING

何小锋 黄 嵩 李智娟 张 伟/著



北方工业大学图书馆



00521161

中国发展出版社
DEVELOPMENT

前 言

我们现在所处的时代，是一个迅速发展变化的时代。从世界经济看，经济全球化正在加速蔓延，新的世界格局正在形成；从国内经济看，我国经历了 20 多年的改革与发展，经济体制和经济生活也发生了巨大变化；从经济科学本身的发展看，经济学的新思想、新理论和新的分支，不断丰富人们对现实生活的认识和理解。但是，所有这些发展和变化，还难以及时地反映在我们的教材中，我们的教学工作也不能完全适应这种发展和变化。不论是大学，还是社会，都希望经济学教材能够贴近现实，并反映经济发展的未来。可以说，时代呼唤着更新、更好的经济学教材。为了满足教学工作和广大读者的需要，我们编写了这套丛书。由于作者是以北京大学和清华大学第一线授课的教师为主，所以，这套丛书包含了在“北大清华学经济”的立意。

我们在编写这套丛书时，注意把握好以下几点：一是要反映经济科学的新发展。不仅在结构上安排了环境经济学、网络经济学、知识经济学等新的分支，而且在内容上要反映经济学发展最新成果。二是内容表述既要完整、系统和科学，又要深入浅出，通俗易懂，尽可能用通俗的语言，表达深邃的理论。三是处理好编和著的关系。这套丛书不仅吸收

了国内外经济研究和教学的最新成就，也就是“编”，而且结合了作者的教研实践和教研成果，结合了作者对现实经济生活的理解，这也就是“著”。没有广泛取材的“编”，就难以拓宽读者的视野，把握本领域的脉络；没有在教研基础上的“著”，教材就会失去灵魂，就会脱离实际。四是注意“冷”和“热”的结合。我们要求，尽可能在讨论“冷”的基础理论问题时，折射出现实生活的逻辑和哲理；在讨论“热”的现实问题时，给人以理论上的满足感。

在“北大清华学经济”这套丛书即将出版之际，我们感谢诸多作者给予的积极合作，以及中国发展出版社的大力支持和配合。

刘 伟 魏 杰

2002 年 8 月于北京

■ 主编简介

刘伟，1957年1月出生，山东省蒙阴县人。1978年考入北京大学经济系，曾先后获得北京大学经济学硕士、博士学位。1992年任教授，1994年任博士生导师，现任北京大学经济学院院长；兼任全国青联常委，北京市青联副主席，北京市政协委员，中国市场经济研究会副会长，中国民营经济研究会副会长。曾获国家科技进步（软）一等奖，孙冶方经济学著作奖、首届全国青年社会科学优秀成果一等奖，被原国家教委选为首届人文社会科学跨世纪人才，出版学术著作20余部，发表学术论文多篇。

魏杰，1952年9月生于西安。经济学博士。曾任中国人民大学经济系主任、教授、博士生导师，国家国有资产管理局研究所所长。现任清华大学经济管理学院教授、博士生导师，兼任全国13个省市、15家企业的经济顾问，中国国有资产管理学会等5家学会的副会长。1991年被评为国家级有特殊贡献的中青年专家。自1979年至今，共发表论文400余篇，出版学术专著20余部。

北大清华学经济

The Economics Textbooks of Peking University and Tsinghua University

- 01 · 经济学导论
- 02 · 宏观经济学
- 03 · 微观经济学
- 04 · 发展经济学
- 05 · 知识经济学
- 06 · 产业经济学
- 07 · 环境经济学
- 08 · 网络经济学
- 09 · 管理经济学
- 10 · 国际金融学
- 11 · 投资银行学
- 12 · 国际贸易
- 13 · 公共财政学
- 14 · 资本市场运作教程
- 15 · 人力资源管理

目 录

第 1 章	投资银行概论	1
	第 1 节 投资银行的含义	2
	§ 1 什么是投资银行	2
	§ 2 投资银行和商业银行的共性与差异	3
	第 2 节 投资银行的行业模式	5
	§ 1 投资银行业的内在价值	5
	§ 2 投资银行业的经营理念	8
	第 3 节 投资银行的创新性、专业性与道德性	10
	§ 1 职业道德：投资银行业的立身之本	10
	§ 2 专业知识和技能：投资银行业的利润之源	15
	§ 3 创新性：投资银行业的灵魂	16
	本章总结	18
	思考题	19
第 2 章	企业上市与股票承销	20
	第 1 节 发行上市概述	21
	§ 1 发行上市的含义	21
	§ 2 发行上市的收益与成本分析	21
	§ 3 企业上市的标准	22
	第 2 节 股票的公开发行业与承销	26
	§ 1 承销商对发行人和承销方式的选择	26
	§ 2 发行人如何选择主承销商	28
	§ 3 组建 IPO 小组	29
	§ 4 尽职调查	30

§ 5	制定与实施重组方案	31
§ 6	制定发行方案	33
§ 7	编制募股文件与申请股票发行	33
§ 8	路演 (road show)	34
§ 9	确定发行价格	35
§ 10	组建承销团与确定承销报酬	36
§ 11	稳定价格	38
§ 12	墓碑广告	38
第 3 节	分拆上市	39
§ 1	含义	39
§ 2	分拆上市对母公司和子公司的影响	39
第 4 节	买壳上市	41
§ 1	买壳上市的成本收益分析	41
§ 2	选择买壳上市的对象	42
§ 3	买壳的一般程序	43
§ 4	中国市场上买壳的常见模式	44
§ 5	反向收购	45
§ 6	业务整合	46
第 5 节	两地上市	48
§ 1	两地上市的概念和优点	48
§ 2	第二上市和存托凭证 (DR)	49
§ 3	美国存托凭证 (ADR)	49
本章总结		53
思考题		54
第 3 章	证券交易	55
第 1 节	证券交易的一般理论	56
§ 1	证券交易市场	56
§ 2	证券交易的方式	58
§ 3	投资银行在证券交易中的作用	59
第 2 节	投资银行的证券经纪业务	61
§ 1	开设账户	61

第 4 章

§ 2	委托买卖	62
§ 3	竞价成交	64
§ 4	证券结算	65
第 3 节	证券自营业务	66
§ 1	自营商的投机交易	66
§ 2	自营商的套利交易	67
§ 3	投资银行进行自营业务必须遵循的原则	67
第 4 节	证券做市商业业务	68
§ 1	投资银行充当做市商的动机	68
§ 2	做市商制度的特点、形式和优缺点	69
本章总结		71
思考题		72
第 4 章	证券投资基金	73
第 1 节	投资基金的定义和在中国的发展	74
§ 1	投资基金的定义	74
§ 2	投资基金在中国的发展	74
第 2 节	投资基金的分类	75
§ 1	封闭式基金和开放式基金	75
§ 2	契约型基金和公司型基金	78
§ 3	四种基本的基金形式	79
§ 4	其他类别	80
第 3 节	基金的当事人	82
§ 1	基金持有人	82
§ 2	基金管理人	83
§ 3	基金托管人	83
§ 4	其他当事人	84
第 4 节	基金的运作	84
§ 1	基金的设立	85
§ 2	基金的发行与交易	85
§ 3	基金投资管理	86
§ 4	信息披露	87

	第 5 节 对冲基金	87
	§ 1 对冲基金概述	87
	§ 2 对冲基金的特点	89
	§ 3 对冲基金的结构	91
	§ 4 对冲基金的投资风格	92
	本章总结	93
	思考题	94
第 5 章	产业投资基金	95
	第 1 节 产业投资基金概述	96
	§ 1 产业投资基金的定义及其基本特征	96
	§ 2 产业投资基金与私募权益投资基金	97
	第 2 节 风险投资基金的基本概念	98
	§ 1 风险投资和风险投资基金	98
	§ 2 风险投资基金的特点	99
	第 3 节 风险投资基金的运作流程	100
	§ 1 风险投资基金的融资	100
	§ 2 选择风险投资对象	102
	§ 3 尽职调查	104
	§ 4 交易构造	105
	§ 5 经营和监控	107
	§ 6 退出	107
	第 4 节 企业重组基金和基础设施投资基金	108
	§ 1 企业重组基金	108
	§ 2 基础设施投资基金	109
	本章总结	110
	思考题	111
第 6 章	项目融资	112
	第 1 节 项目融资概述	113
	§ 1 项目融资的定义、起源和发展简史	113
	§ 2 项目融资的基本特点	114

§ 3	项目融资的当事人	115
§ 4	项目融资的适用范围	118
§ 5	项目融资的一般程序	118
第 2 节	项目可行性分析与风险评价	120
§ 1	项目可行性分析	120
§ 2	项目风险的鉴别	121
第 3 节	项目投资结构设计	123
§ 1	公司型合资结构	123
§ 2	合伙制结构	125
§ 3	非公司型合资结构	128
第 4 节	项目的融资结构模式设计	130
§ 1	投资者直接安排的融资模式	130
§ 2	投资者通过项目公司安排融资的模式	131
§ 3	以“设施使用协议”为基础的融资模式	132
§ 4	以“生产支付”为基础的融资模式	132
§ 5	以“杠杆租赁”为基础的融资模式	133
§ 6	BOT 项目融资模式	135
第 5 节	项目融资的资金选择	136
§ 1	确定资金结构时需要考虑的因素	137
§ 2	股本资金与准股本资金	138
§ 3	债务资金	141
第 6 节	项目担保的安排	144
§ 1	项目担保的两种基本形式	144
§ 2	项目担保人	145
§ 3	项目担保的类型	146
本章总结		147
思考题		149

第 7 章	企业重组	150
第 1 节	企业重组理论概述	151
§ 1	企业重组定义和分类	151
§ 2	企业重组的定价理论	153

第2节 企业扩张	161
§1 企业扩张的动因分析	161
§2 投资银行在企业扩张中的作用	165
§3 企业扩张的操作程序	166
第3节 企业收缩	178
§1 企业收缩的动因分析	178
§2 企业收缩的宣布效应及其成因	179
§3 企业收缩的具体形式	181
§4 投资银行在企业收缩中的作用	182
§5 企业收缩的操作程序	183
第4节 企业所有权或控制权的变革	186
§1 反收购防御	187
§2 股票回购	193
§3 杠杆收购	196
§4 投资银行在公司所有权或控制权变更中的 作用	198
本章总结	199
思考题	201

第8章

信贷资产证券化	202
第1节 信贷资产证券化发展概述	203
第2节 资产证券化的基本运作流程	205
§1 确定证券化资产并组建资产池	206
§2 设立特别目的机构	206
§3 资产的真实出售	207
§4 信用增级	207
§5 信用评级	207
§6 发售证券	208
§7 向发起人支付资产购买价款	208
§8 管理资产池	208
§9 清偿证券	208
第3节 资产证券化的核心原理和基本原理	209

§ 1 资产证券化的核心原理：基础资产的现金流分析	209
§ 2 资产重组原理	211
§ 3 风险隔离原理	211
§ 4 信用增级原理	212
第 4 节 资产证券化的类型	214
§ 1 住房抵押贷款证券化与资产支撑证券化	214
§ 2 过手型证券化与转付型证券化	215
§ 3 单一借款人型证券化与多借款人型证券化	217
§ 4 单宗销售证券化与多宗销售证券化	217
§ 5 单层销售证券化与双层销售证券化	218
§ 6 发起型证券化与载体型证券化	218
§ 7 政府信用型证券化与私人信用型证券化	218
§ 8 基础证券与衍生证券	219
§ 9 表内证券化与表外证券化	219
第 5 节 中国资产证券化突破模式的思考	220
§ 1 我国在资产证券化方面的理论探索和个案实践	220
§ 2 资产证券化突破选择的原则	222
§ 3 突破模式 I	226
§ 4 突破模式 II	228
本章总结	229
思考题	230

第 9 章

投资银行的管理与监管	231
第 1 节 投资银行的内部管理	232
§ 1 投资银行的风险管理	232
§ 2 投资银行的财务管理	234
§ 3 投资银行的人力资源管理	235
第 2 节 对投资银行的政府监管	235
§ 1 市场准入监管	235
§ 2 经营活动监管	236
§ 3 业务活动监管	237

第3节 投资银行的自律监管	238
本章总结	241
思考题	242
参考文献	243

第1章

投资银行概论

本章概要

投资银行是主营资本市场业务的金融机构，是证券信用和股份公司制度发展到特定阶段的产物，是发达证券市场的核心中介和成熟金融体系的重要主体，它的主要作用是把资金使用者和资金供给者直接联系起来，为双方寻求最优的风险和收益关系，即它是对资产进行有效分配和交换的中介。由于资源的有效分配确保了自由市场制度的高效运作，因此投资银行也被人称为市场经济运行的核心。本章讲述投资银行的含义、投资银行的行业模式和投资银行的行业特征。

学习目标

通过本章的学习，应该掌握投资银行的定义，并且能够从投资银行的行业模式和行业特征，进一步说明投资银行及投资银行业的内涵。

道可道，非常道；名可名，非常名。

——老子

第 1 节 投资银行的含义

§ 1 什么是投资银行

投资银行一词英文为“Investment banking”，但“Investment banking”至少有四层含义：其一，机构层次，是指作为金融市场中介机构的金融企业；其二，行业层次，指投资银行的整个行业；其三，业务层次，指投资银行所经营的业务；其四，学科层次，是关于投资银行的理论和实务的学科。当前国内学术界和实务界对投资银行一词的理解存在混乱，很大程度上源于没有辨别清楚这四个层次。其实这个英文词组的四层含义都有相应的中文单词，可分别用投资银行、投资银行业、投资银行业务和投资银行学来表示这四种含义，而不能简单地用投资银行一个词来表示。

那么到底什么是投资银行呢？简单来说，投资银行是指主营业务为投资银行业务的金融机构。但读者很容易发现这其实是个无意义的循环定义，但是它至少给了我们这么一种启示，即如果我们定义了投资银行业务，也就定义了投资银行。一般来说，投资银行业务由广到窄可以有四个

定义^①：第一，投资银行业务包括所有的金融市场业务；第二，投资银行业务包括所有资本市场的业务；第三，投资银行业务只限于证券承销、交易业务和兼并收购业务；第四，投资银行业务仅指证券承销和交易业务。目前被普遍接受的是第二个定义，即投资银行业务包括所有资本市场的业务。由此，投资银行可以定义为：投资银行是指主营业务为资本市场业务的金融机构。

根据这个定义可知，并不是所有经营资本市场业务（或投资银行业务）的企业都是投资银行，只有那些主营业务为资本市场业务的企业才是投资银行。另外，并不是经营全部资本市场业务的企业才是投资银行，只要主营业务是资本市场业务（无论是一项还是两项）的企业就是投资银行。

当然，这个定义是动态的，因为随着资本市场业务的不断发展，投资银行的内涵也在不断发展。正如著名的投资银行家罗伯特·库恩（Robert Kuhn）所言：“投资银行业务是一个有机的过程——经常在变化、发展、进化，任何书籍都无法精确而详尽。”因此，不应该对上述投资银行的定义进行机械的理解。就目前而言，资本市场业务（或投资银行业务）主要包括证券承销、证券交易、兼并收购、资金管理、项目融资、风险投资、信贷资产证券化等。

此外，还有两点需要说明：第一，英文中现在也有人用“Investment bank”来表示机构层次的投资银行，但仍有人还是按习惯用“Investment banking”；第二，投资银行业务有时专指证券承销和交易业务，例如国内证券公司的投资银行部进行的业务就是指证券承销和交易业务。

§ 2 投资银行和商业银行的共性与差异

投资银行和商业银行是现代金融市场中两类最重要的中介机构，从本质上来讲，投资银行和商业银行都是资金盈余者与资金短缺者之间的中介，一方面使资金供给者能够充分利用多余资金以获取收益；另一方面又帮助资金需求者获得所需资金以求发展。从这个意义上讲，二者的功能是相同的。

然而，在发挥金融中介作用过程中，投资银行的运作方式与商业银行

^① Robert Lawrence Kuhn, 1990, Investment Banking Library I - VI, Volume I (Investing and Risk Management), p.6 ~ 8, Richard D. Irwin Press.

有很大的不同，投资银行是直接融资的金融中介，而商业银行是间接融资的金融中介。投资银行作为直接融资的中介，仅充当中介人的角色，它为筹资者寻找合适的融资机会，为投资者寻找合适的投资机会。但在一般情况下，投资银行并不介入投资者和筹资者之间的权利和义务之中，只是收取佣金，投资者与筹资者直接拥有相应的权利和承担相应的义务。例如投资者通过认购企业股票投资于企业，这时投资者就直接与企业发生了财产权利与义务关系，但投资银行并不介入其中。因此这种融资方式称作“直接融资方式”。投资银行的金融中介作用如图 1.1 所示^①。

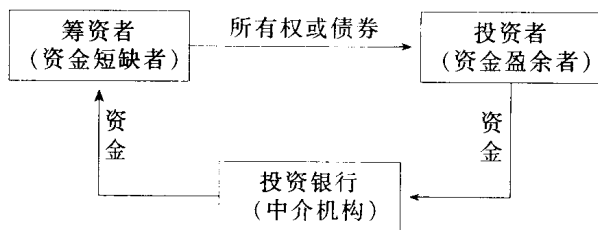


图 1.1 投资银行的金融中介作用

商业银行则不同，商业银行同时具有资金需求者和资金供给者的双重身份，对于存款人来说它是资金的需求方，存款人是资金的供给者；而对于贷款人而言银行是资金供给方，贷款人是资金的需求者。在这种情况下，资金存款人与贷款人之间并不直接发生权利与义务，而是通过商业银行间接发生关系，双方不存在直接的合同约束，因此这种融资方式称作“间接融资方式”。商业银行的金融中介作用如图 1.2 所示^②。

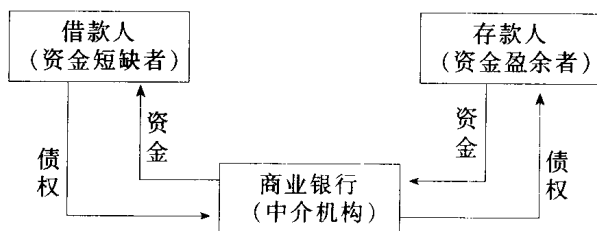


图 1.2 商业银行的金融中介作用

除了功能上的差别外，投资银行和商业银行还有其他方面的区别。我

^{①②} 黄亚钧、谢联胜：《投资银行理论与实务》，高等教育出版社、上海社会科学院出版社 2000 年版，第 33 页。

们可以从以下 6 个方面对投资银行和商业银行进行简要的比较。

(1) 从融资的方式来看,正如我们前面所讨论的,投资银行进行的是直接融资,并侧重长期融资;而商业银行进行的是间接融资,并侧重短期融资。

(2) 从基础业务来看,投资银行的基础业务是证券承销,而商业银行的基础业务是存贷款。

(3) 从业务活动的领域来看,投资银行主要是在资本市场开展业务;而商业银行主要是在货币市场开展业务。

(4) 从利润的来源来看,投资银行是靠收取客户支付的佣金;而商业银行靠的是存贷款之间的利率差。

(5) 从经营的理念上来看,投资银行的经营理念是在控制风险的前提下,稳健与开拓并重;而商业银行追求的是安全性、盈利性和流动性的结合,必须坚持稳健性的原则。

(6) 从监管机构来看,投资银行的监管机构主要是证券监督委员会之类的机构;而商业银行主要是受中央银行的监督和管理。

第 2 节 投资银行的行业模式^①

每一个行业都有自己的行业模式,投资银行业也不例外,行业模式既是该行业内在的运行机制,也是其发展变化的基础。对投资银行业来说,其行业模式由它的内在价值和思维方式两个部分构成。

§ 1 投资银行业的内在价值

投资银行业之所以能称为金融领域的核心,而且投资银行家们可以获取高额的报酬,其原因在于投资银行业的内在价值(或投资银行对金融市场的作用)。

(1) 一级市场证券承销价值

投资银行业的基本职能是把资金需求者与资金供给者联系起来,并为证券发行者和投资者寻找合适的金融工具,他们通过中介服务为客户公司

^① 本节内容主要引用了 Robert Lawrence Kuhn, 1990, Investment Banking Library I - VI, Volume I (Investing and Risk Management) 第 8 ~ 17 页的内容, Richard D. Irwin Press.

筹集资金。因此，投资银行是超级经纪人，他们是买主和卖主之间建立交易的必要环节。投资银行在金融市场筹资过程中提供两种基本的金融服务。首先是作为承销商在一级市场发行新的证券；其次是作为交易商和经纪人在二级市场进行证券交易时做市。

证券承销（underwriting of securities）是投资银行的本源业务，投资银行证券承销业务的范围非常广泛，不仅承销本国中央政府和地方政府发行的债券，而且还承销各种企业发行的股票和债券，以及外国政府和企业的证券。投资银行在一级市场上的证券承销业务主要包括三方面内容：一是提供信息和咨询，投资银行对证券发行者和投资者提供咨询服务，特别是向投资者提供信息发布和推介服务。二是公开销售，公开销售证券的方式一般可以分为代销、余额包销和全额包销三种。三是私募发行（private placement），在证券销售中，投资银行往往针对一些机构投资者，如投资基金、养老基金和保险公司等定向销售证券，使发行过程得以顺利进行。

一级市场是资金使用者进入资本市场的有效途径。投资银行通过发行者选择程序、尽职调查（due diligence）程序、定价机制、销售安排和供求均衡等方式来确保一级市场的效率。这样，投资银行在证券发行中发挥的就不只是简单的顾问或中介功能，他们还通过以上方式来保证一级市场对新发行证券的信心。

承销辛迪加（syndication）是一级市场基本组成部分之一，通过它可以把新证券的承销风险分散给几家投资银行。通常是在承销预定数量的证券前，几家投资银行达成承销协议并组建承销辛迪加，各个投资银行按照承销协议将规定份额的证券出售给各自的客户。由于证券发行的工作量和风险都很大，因此，能不能顺利地组建承销辛迪加就成为证券发行能否完成的关键一步。承销辛迪加对证券发行的一级市场起到了控制与平衡的作用，是一级市场有效运转的重要机制。

由于在一级市场发行证券时会涉及到众多的投资银行，这就为这些证券在二级市场的交易奠定了坚实的基础。因为大多数投资银行都愿意在二级市场上交易那些它已在一级市场上承销过的证券。因此，投资银行在一级市场的承销活动也将对它的二级市场业务产生影响。

（2）二级市场经纪商、自营商和做市商价值

二级市场的作用在于使已发行的证券可以自由买卖，从而为这些证券提供流动性。这种流动性十分重要，因为它提高了投资者的信心，使人们相信，他们的投资能够很容易、很方便地兑换成现金，而投资者的这种信

心对于降低一级市场上证券发行人的成本起着重要作用。

投资银行在二级市场的证券交易业务主要充当证券经纪商 (brokers)、自营商 (dealers) 和做市商 (market makers) 角色。投资银行家在二级市场上扮演着经纪商的角色, 其作用是为证券买卖双方提供一个完备有效的市场; 他们也扮演自营商的角色, 其作用是为他们交易的证券确定买卖价格; 此外, 他们还扮演做市者的角色, 其作用是在证券的首次公开发行后, 为该证券建立或支撑起一个完整的市场。这里要把经纪人和交易商区别开来, 投资银行充当经纪人时只是作为买卖双方的代理人, 本身并不持有任何的证券头寸, 因而不会有任何的价格风险; 而当投资银行充当交易商时, 它手中常常持有证券存货, 在价格变化时就会面临价格风险。

(3) 兼并收购业务价值

兼并收购 (M&A) 业务已经成为了现代投资银行的主要业务, 尤其是在最近几年内, 兼并收购活动在范围、规模和数量上都达到了前所未有的程度, 这同投资银行的作用是分不开的。在兼并收购过程中, 投资银行通过为并购双方提供所需服务来帮助双方实现各自目标, 这一目标是很难通过其他方式有效实现的。

投资银行在企业实施兼并收购中充当顾问的角色, 投资银行家们运用自己的专业知识和丰富经验为企业提供战略方案、机会评估和选择、资产评估、并购结构设计、价格确定及收购资金的安排等, 并统一协调参与收购工作的会计、法律、专业咨询人员, 最终形成并购建议书, 并参与谈判。

投资银行从事兼并收购业务的价值在于他们创造了一个迅速的、流动性强的并购市场, 这样就为创建公司提供了动力, 为有效的公司战略策划提供了更多的机会, 从而有力地促进了资源的流动与有效配置。而商业企业流动性的提高和资源配置的优化则是投资银行业微观经济收益的基础。

(4) 其他业务价值

① 资金管理 (money management)。投资银行在证券市场充当承销商和经纪人, 因此在资本市场中积累了丰富的理财经验, 加上自身的专业知识, 为其充当资金管理人提供了重要的保障。投资银行通过建立附属机构接受客户的委托, 为其管理资金。在资金管理业务中, 基金管理是最主要的。

② 风险投资 (venture capital)。风险投资的各个阶段——从为风险投资筹集资金到设法使所投资的公司上市或将公司出售给其他企业——都可

能有投资银行的参与。投资银行有两种形式进入风险投资领域：一是作为风险投资的中介服务机构而存在，主要业务有为风险投资基金融资、负责管理运作风险投资基金、安排风险投资基金的退出（无论上市还是并购）；二是投资银行自己发起组建风险投资基金，直接参与风险投资业务。

③ 项目融资（project financing）。投资银行在长期的经营活动中，与当地的各类股东和公共部门建立了广泛和深入的联系，他们可以发挥自身的优势，在项目融资中作为中介人，把项目融资中的有关各方联系在一起，并组织相关专业人员共同进行项目的可行性研究，最终为项目投资筹措融通所需的资金。

§ 2 投资银行业的经营理念

所有的行业都有本行业共同的经营理念，这种经营理念维持了这一行业在生产产品和提供服务时的连续性，投资银行业也不例外。投资银行业的经营理念可以概括为以下6个方面：收益最大化、财务最优化、资金筹集与有效利用、独立判断与尽职调查、客户服务与开发以及金融创新与新产品开发。

（1）收益最大化

收益最大化是投资银行业最重要的经营理念，其目标是以最小的付出获取最大的收益。在承销过程中，这种经营理念要求投资银行为证券发行者实现最低的资金成本，为投资者取得最佳的风险—报酬比率。但是我们知道，证券发行者和投资者的利益在一定程度上是互相冲突的，例如债券发行者要求低的利率，而债券投资者则要求高的利率。因此，投资银行家必须站在证券发行者和投资者两边，为交易双方的利益考虑。这需要投资银行有高超的协调能力，为双方的利益找到一个合理的共同区域。

收益最大化过程从本质上讲是“报酬最大化—成本最小化”的量化过程，这种经营理念并不是投资银行业独有的，它其实是经济学的基本思维方式。在投资银行业中，这种经营理念体现了投资银行在金融交易中为客户着想的一面。

（2）财务最优化

财务最优化是指在特定情况下实现最佳的财务结构和融资机制，这就要求必须兼顾短期利益和长远利益，有时还必须在这两极的冲突之间找到最佳的平衡点。为了实现财务最优化的目标，投资银行必须分析客户公司的各个方面，制定财务战略并构建相应的财务结构。这里的关键是投资银

行必须对客户各方面的情况进行分析，这既包括业务方面，也包括财务方面。

有一点必须注意的是，最优化不等于最大化，最好的情况并不总是最多的情况。例如，在确定证券的首次公开发售价格时，如果定价太高，在证券发售后其行情就会很低迷，投资者对该公司证券的信心就会发生动摇，他们将对该企业未来的融资采取观望态度，这样一来反而增加了企业的长期融资成本。

（3）资金筹集与有效利用

获取充足的资金和资金的有效利用是现代金融业不变的主题，这一原则不仅适用于客户，也适用于投资银行。

对客户公司来说，要成功地完成企业的所有战略，获取资金是关键一环。他们需要充足的资金来开展业务，无论是固定资产还是运营资本都如此。对投资银行来说，他们需要充足的资金来支持证券承销、交易等投资银行业务。

筹集资金的目的是为了能有效地利用资金，资金的有效利用是金融市场运作的核心。所谓资金的有效利用是指资金以最小的风险获取最大的报酬，即最佳的风险一报酬率。对于客户公司来说，通过证券发行所筹集到的资金必须有效地使用，他们必须证明他们能够利用这些资金来产生足够高的报酬，使投资者相信其证券投资是正确的，否则，投资者将对其发行的股票或债券失去信心和兴趣。从较长时期看，客户公司的资金来源将会枯竭，这对企业来说是极为不利的。

（4）独立判断与尽职调查

独立判断是投资银行信誉的基石，而尽职调查则是这种独立性最基本的表达方式。没有融资双方对投资银行的相当信赖，这一行业将无法生存下去。

投资者都认为，当投资银行代表发行者时，他们应该承担为客户创造最佳交易的义务。为了能让投资者相信投资银行所提供的关于发行者的财务报告书和情况介绍是真实可信的，投资银行必须对发行者的情况进行独立判断，使陈述的内容与实际情况相符。

尽职调查是投资银行使其客户发行证券合法化的重要一步。例如，在承销的筹备阶段，投资银行必须履行应尽的调查义务，尽力审查客户公司的各个方面，无论这一过程多么复杂、要付出多大努力。

如果一家投资银行不进行独立判断和尽职调查的话，它将遭受到竞争

的损失而不是获得竞争的收益。不仅这家投资银行的承销业务会损失惨重，而且还会名誉扫地，甚至还可能被送上法庭。

(5) 客户服务与开发

投资银行是服务性金融机构，因此客户就是上帝。在投资银行的交易中往往涉及到大量的机构和个人，但不管情况怎样复杂，优秀的投资银行家决不会忘记谁是他们的客户以及客户需要的是什么。

在投资银行的各项业务中，客户可以是证券的发行者，也可以是证券投资者，这取决于在一个特定市场上的权力关系。客户的手中掌握着能否创造赚钱机会的大权，因此，权力是关键所在。在不同的市场条件下，这种权力可能属于发行者，也可能属于投资者。

(6) 金融创新与新产品开发

从某种程度上讲，创新是投资银行的灵魂。传统的承销形式单一，每一种股票或债券都大同小异而缺乏创造性。但是近些年来，不断涌现的金融工具和产品已经改变了这种状况，不断创新已经成为投资银行业基本的思维方式、重要的竞争手段和风险管理技术。每家投资银行都在努力开发更满意和更有效的金融工具，以此来争夺客户，战胜竞争对手。

第3节 投资银行的创新性、专业性与道德性^①

尽管我们谈论的投资银行业总是处在不断的发展变化中，但是作为一个行业来说，它还是有其鲜明的行业特征的。这些特征既是该行业区别于其他行业的标志，也是其保持稳定和发展的基础。这些特征包括三个最重要的方面：道德性、专业性和创新性。

§1 职业道德：投资银行业的立身之本

投资银行的道德性对投资银行业来说非常重要，它构成了投资银行业的基础，因为道德是产生信心的源泉，没有客户的信心，投资银行业将无法生存。因此，投资银行业的道德性已经成为该行业十分重要的特征。在

^① 本节内容主要引用了 Robert Lawrence Kuhn, 1990, *Investment Banking Library I - VI* 的相关内容, Richard D. Irwin Press, 以及彭清华、高材林:《投资银行概论》, 中国金融出版社 2000 年版, 第 12 ~ 23 页。

这部分中，我们将讨论投资银行业的道德环境、道德问题及解决方法。

(1) 投资银行业的道德环境

对投资银行业的道德环境产生影响的有4个主要因素。

① 投资银行受到的外部监管。投资银行业的环境和行业构成总在不断地发生变化，促进这种变化的一个重要原因就是投资银行业监管环境的变化。对投资银行业的监管包括：政府有关执法部门和证券监管部门的监管，证券交易所和行业自治协会的监管，以及舆论机构等社会监督，它们的监管会在很大程度上影响投资银行业的道德行为。

② 公司条例与传统。每个投资银行都有自己的管理条例、规则和程序，这些规定对投资银行的影响非常直接、非常明显。首先，不同的投资银行有不同的条例、规则和程序，因此，不同公司内部的道德约束机制就不相同。此外，投资银行在其发展过程中已经形成了自己独特的道德标准、传统、理想目标和激励机制，这些因素作为一种传统的力量在影响着投资银行的道德行为。

③ 价值最大化目标与金钱的平衡。投资银行是一所庞大的金融企业，它的目标是追求企业价值最大化。没有哪个行业像投资银行业这样把所有的心思都集中在金钱上，而且，它所设计的金钱数目巨大，在这种情况下，如何保持金钱和道德的平衡就非常重要。

④ 整个社会的道德风气。根据周围的道德水平和道德标准来确定自己的行为准则，是包括投资银行家在内的大部分人的心态，因此，整个社会的道德风气对投资银行业也有着很大影响。

(2) 投资银行中的道德问题

投资银行业中涉及很多道德问题，下面列举了其中有代表性的几个，目的在于能借此引发我们的一些思考。

① 利益冲突。这是内容最多和范围最广的一个问题。当一家投资银行参与的交易涉及多方利益的时候，就容易产生利益冲突。也许它会代表交易中对立双方的利益，也许在交易中会偏向于个人的金融利益，甚至还会涉及到亲朋好友的利益，这些都是投资银行道德的考验。

② 泄漏客户的商业机密。保守信息机密在所有的商业活动中都是很重要的，对于投资银行业来说，更是如此，为客户保守机密是投资银行业道德的一个主要方面。从某种意义上来说，投资银行业是以信息为服务内容的行业，信息是投资银行业的生命线。为客户保守机密不仅有助于保护客户的利益，而且也有助于提高投资银行的信誉。泄漏机密将给客户和自

己带来不堪设想的后果，所以，投资银行应该在各种场合都保持冷静，应该清楚说话的时机、对象和内容。

③ 信息披露不充分。投资银行有为客户保守机密的义务，同时它还承担着向投资公众披露有关信息的信息责任，这是在对待客户信息方面两个相反的行为。从表面上来看，这两者是矛盾的，但从市场的角度来看，都是为了维护市场的公平和效率。但事实上，很难在保守机密和信息披露二者之间求得绝对的平衡。投资银行和证券发行者往往会借口保守机密而对某些重要信息不进行及时披露，这样做无疑有利于投资银行和证券发行者，但对投资公众来说是不公平的。证券发行者有责任向公众披露完整正确的信息，遗漏重要事实的信息披露和错误陈述都是不道德的，并要受到相关惩罚。投资银行也必须尽其所能地确保发行者披露的信息的完整性和正确性。这就要求投资银行对企业进行尽职调查。

④ 内幕交易。利用内幕消息进行直接或间接的交易并从中获利是一种不道德的行为，它破坏了市场的公平与效率原则。产生内幕交易的制度原因在于市场的不完善性，信息对不同的人来说是不对称的，某些人利用各种条件获取内幕消息并运用这些消息进行交易而获利，其他没有能力和机会获得这些信息的人的利益就可能会受到损害。更严重的是，现在有些投资银行家已经把从事内幕交易（如操纵股价）作为它日常业务的一部分，这种行为污染了整个投资银行业。

⑤ 其他。除了上面提到的四个方面外，投资银行还会在诸如信息收集、信息传播、私下交易、客户关系、手续费等很多方面涉及道德问题。

（3）如何解决投资银行业的“道德危机”

对投资银行业的道德问题有很多的解决方法，归纳起来大致有以下几种。

① 据实承诺。投资银行业的一个道德问题就是许诺过多而兑现不足。尽管在短期可以赢得生意，但从长期来看，却是搬起石头砸自己的脚，使客户对其失去了信心。据实承诺是指投资银行在向客户许诺的时候，不要过于吹嘘自己的能力，给客户开空头支票，而要根据自己的实际能力来许诺。

② 保守机密。泄漏客户的机密是投资银行很典型的一个职业道德问题，对此有一个最简单的解决方法，即不要告诉他人那些不必要告诉的东西，这里唯一可做的文章是，什么是“不必要告诉的东西”。大多数投资银行往往会制定一张限制性名单，其中列出了与投资银行业务有关系的一

些公司的名字，这些公司及其相关情况都属于保密的范围。这个限制性名单还要求投资银行从事相关交易、销售、并购等业务的雇员不能买卖名单上所列公司的证券。此外，部门分割也是为客户保守机密的一个方法，这种方法要求相关各部门的人员对其所知晓的信息应该保持缄默，不对本部门以外的人员传播这些信息。例如，当公司的财务人员知道公司信托部门投资的企业即将破产时，他们应该保持沉默。

③ 尊重法律。在这个赚钱就是一切的行业里，非法行为看起来往往是成功的捷径，但是帮助客户从事非法或有悖道德的活动会使投资银行及其客户公司走上犯罪和破产的道路，会使他们受到道德的惩罚和法律的制裁。所以，投资银行有义务建议客户不要违法，同时，投资银行自己也应该尊重和遵守法律，为客户和同行作出表率。

④ 诚实和坦率。投资银行业是建立在信任基础上的行业，客户公司为投资银行所提供的服务支付了巨额酬金，因此，投资银行有一种义不容辞的义务，他们不能夸大自己感觉的正确性而辜负了客户的信任。投资银行在向客户提供建议的时候，应该讲清楚其建议的可信度，如果投资银行对某些事情还没有把握或尚在猜疑中，也应该对客户坦言相告。实际上，客户是会欣赏这种诚实和坦率的，它带来的将是长期的信任和合作。

专栏 1.1

高盛公司的商业原则

1. 客户的利益总是第一位的。过去的经验说明，如果我们为客户提供了满意的服务，我们自己就会取得成功。

2. 我们的资产是我们拥有的人员、资本和声誉。如果我们失去了这些资产，其中声誉是最难挽回的。我们致力于完全遵守有关适用法律、规定和职业道德的字面含义和内在精神。要想取得持续的成功，必须依靠坚持不懈地遵循这条标准。

3. 我们为自己工作所达到的专业水准而自豪。在追求卓越的过程中我们从不动摇。尽管我们从事了许许多多涉及方方面面的业务活动，但如果我们必须要在最大和最好之间作出选择，我们宁愿选择后者。

4. 做每件事时我们强调的是创新性和想像力。尽管我们承认老的做法可能还是最好的，但我们仍然努力寻求一种解决客户问题的最好的办法。我们首创了许多已经成为本行业标准的业务和技术，对此我

们非常自豪。

5. 为了找出并聘请到每项工作的最佳人选，我们付出了超常的努力。尽管我们的业务涉及的金额数以亿计，但是挑选雇员时我们是一个一个认真选择的。在服务行业里，我们知道没有最优秀的雇员是无法取得成功的。

6. 与其他大多数公司相比，我们公司的雇员得到的发展机会更大。我们已经明确了最优秀的雇员能够承担的最大责任范围。雇员的发展只取决于个人的能力、业绩和对公司的贡献，而与种族、宗教、性别、年龄、国别、残疾，或者其他不正当的标准或事项无关。

7. 在每项工作中我们都强调团队精神。虽然个人的创新性是一贯被提倡的，但我们发现团队合作通常能产生最好的结果。我们不欢迎那些把个人利益置于公司和客户利益之上的人。

8. 与其他企业相比，我们公司的员工对公司有着强烈的献身精神，对工作倾注了最大的努力。我们认为这是取得成功的一个重要因素。

9. 我们所取得的利润是公司成功的关键。利润补充了公司资本，吸引并留住了最好的员工。高盛公司把利润慷慨地分给所有帮助其取得成功的人。收益性对未来至关重要。

10. 公司的规模是一项需要努力保持的资产，我们希望有足够大的规模以承接客户可能考虑的任何大项目，同时规模也小到足以保持我们所珍视的忠诚、亲密和才智，它们对于公司的成功起到了巨大的作用。

11. 我们不断地努力以预测客户经常变化的需求，同时开发出新型服务来满足这些需求。我们很清楚金融世界不会一成不变，安于现状将最终导致失败。

12. 作为与客户正常交往的一部分，我们经常会得到一些秘密的信息。但不能辜负客户对我们的信任，不正当地使用客户的信息。

13. 我们从事的行业竞争性很强，我们积极寻求扩大客户关系。但是，我们必须始终坚持正当竞争，从不诋毁其他的公司。

14. 正直和诚实是我们业务的核心。我们期望自己的雇员在每件事中保持高度的道德水准，无论是在他们为公司从事的工作还是个人生活中都是如此。

§ 2 专业知识和技能：投资银行业的利润之源

每个行业都有自己的专业知识和专门技能，对投资银行业来说，这种知识和技能方面的专业性要求更高，其具体内容主要包括以下几个方面。

(1) 金融学知识和金融理论

金融学构成了整个投资银行的知识基础，而金融理论则提供了用于建立金融学的原始材料。只有对某些金融技术的理论有深入的了解，才可能更好地运用这一金融技术。本书将在后面的章节中对与投资银行有关的金融理论进行详细阐述。当然，金融理论再怎么重要，也不会靠此就能成为成功的投资银行家。

(2) 经营才能和行业专长

经营才能和行业专长不应被忽视和低估，第一流的投资银行家懂得：一般的经营原理和行业的特殊性，能够为客户提供出色的服务。他们善于对公司进行分析，善于把握不断变化的行业竞争结构，并能洞察出企业成功的因素，还善于将不同金融工具的技术特征与公司现在的业务需求结合起来，以完成对最佳融资方案的设计与实施。这些都是投资银行业专业知识基础中非常重要的部分。

(3) 金融实践经验

金融实践经验是投资银行业专业知识体系的一部分，从千百例金融实践中积累起来的经验是开展未来业务的坚实基础。借助于自己的理解力，对过去的金融实践的经验进行回顾和总结，会有助于改进和提高未来的工作。例如，凭借多年积累起来的并购经验，就可以更有效地帮助现在从事并购活动的客户在将来获得更大的成功。但是，丰富的金融经验和扎实的金融理论一样，对造就杰出的投资银行家来说也是不充分的，它们两者只是投资银行业专业知识体系的一部分。

(4) 市场悟性和远见

投资银行业务既是一种艺术，也是一门科学，在这里，市场悟性和远见与技术分析一样具有同等重要的作用。最优秀的投资银行家总是能在适当的时候作出合适的决定，而他们在作决定时更多的是靠直觉而不是靠分析。

(5) 人际关系技巧

人际关系技巧（与人共事的能力）也不能被忽视，它也是投资银行业专业知识体系的一部分。投资银行业属于服务性行业，它的每一项业务都必须同人打交道，因此，处理人际关系的能力对投资银行业的重要性是显而易见的。

§ 3 创新性：投资银行业的灵魂

过去对投资银行来说，创新性并不是投资银行业的基本特征，成功的关键因素不是概念与观念的创新，而是他们同客户公司的经理层和董事会的关系。但是 20 世纪 90 年代以来，全球金融市场一体化趋势进一步加强，分业管制日益成为各国金融机构参与国际竞争的羁绊，分业管制壁垒开始倾塌，混业经营大势的到来，使投资银行业面临着更残酷的竞争。而且这一行业内部的竞争也日趋激烈，市场和客户对投资银行业创新性的要求也越来越高，要求投资银行业能够满足客户的各种特定的、不同的需要。由于金融工具和结构的创新有助于保持投资银行业的竞争优势，创新性已经成为当前投资银行业一种有效的竞争武器，甚至被很多投资银行视为自身核心价值所在，纷纷加强对研究和开发部门的人力和资本投入。在这一部分，我们将讨论投资银行创新性的涵义、创新性的具体内容以及如何培养投资银行创新性。

(1) 投资银行创新性的涵义

投资银行创新性的涵义至少应该包括“创造”和“革新”两个方面，前者是指有价值的新事物的产生过程，而后者则是指将有价值的新事物转变为商业上可行的产品或服务的过程。创造的实质是从“无”到“有”，而革新的实质则是“为我所用”，把所谓的“有”成型为有经济价值的实体。

投资银行创新性，一方面是对创新性精髓的理解并知道如何去激发创新性，另一方面是为具体的业务运作注入活力，包括新战略的设计、研究和开发的不断进步、服务质量的提高、财务状况的优化、信息的获取、人力资源管理水平的提高以及为不同的组织营造创新性的文化氛围。

对当前的投资银行来说，创新性的管理意味着：开发新的、更好的金融产品，提供更好的服务，开创更有效率的工作方式。只有这样，投资银行才能在激烈的竞争环境中生存下来并得到发展。

(2) 投资银行创新性的具体内容

第一，制度创新：指的是投资银行走向全能化和规模经营的趋势以及投资银行组织形态的创新和组织结构的创新。

第二，业务创新：随着电子、计算机、通讯网络技术的不断革新和发展，投资银行的传统业务在经营方式和业务内容上都有了很大的变化。

第三，产品创新：金融工程技术的发展通过运用经济学、金融学、数学、计算机科学等多门科学知识与技术，进行金融产品的综合设计与创

造，为投资银行的产品创新提供可靠的保障，为满足投资者千差万别的偏好和需求，要有层出不穷的融资工具、并购产品、基金新产品、金融衍生产品。

（3）投资银行创新性的培养

由上可知，创新性将影响到投资银行业的方方面面，但杰出的投资银行家并不是天生就与众不同，而是经常地思考和寻找解决问题的新思路和新方法，在这个过程中他们才成了创新大师。尽管如此培养创新性是仁者见仁、智者见智，并无定法可循，但大致也可以归纳为以下4条。

① 营造自由灵活的创新环境。通常人们对创新性的呼吁是：“告诉我你想要让我完成什么，但不是告诉我该怎样去完成。”培养创新性的重要外在因素，是要有一个自由灵活的工作环境，使工作人员在与公司共同目标保持一致的同时能发挥个人的自主性和创新性。领导层过于严密的监督并不是件好事，一些公司缺乏创新性往往都是由于主管层的过多干预造成的。

② 激发每个人能动的创新性。每个人都有创新的潜力，但无论是出色的技巧，还是长期积累的经验，都不能确保会产生独到见解，而最富创新性的想法往往来自于意想不到的某个人，因此必须激发每个人的创新性。

③ 善于发现、尊重和培养创新型人才。尽管人生而平等，但是不同的人在很多方面都是有区别的，尤其是创新能力的差异。对投资银行来说，必须学会尊重和帮助这些创新型人才，他们往往是很特别的一类人，难于被别人控制，喜欢在奇怪的地方和反常的时间里进行工作。总之，他们在别人看来是很古怪的。怎样去发现和利用这些创新性人才是没有捷径可循的，但要记住的是，创新型人才可能不是聪明的或最敏锐的，也可能不具有进取精神或魄力，甚至没意识到自身的创新天赋。所以，投资银行家必须学会发现和珍惜他们。

④ 合理制定有利于创新行为的奖惩制度。大多数公司对待风险的机制具有两重性：它们对成功的冒险大加赞赏，而对失败则施以重罚。这一机制从表面上来看似乎是有效的，但事实上却从制度上扼杀了公司内部人员的创新，因为创新性工作失败的可能性比成功更大。为了使你的创新型人才能够安心地进行创新，应该给他们提供更广泛的活动空间和更灵活的奖惩制度。创新型公司通常把“有胆量去失败”这样的话作为公司的一条宗旨。

本章总结

1. 投资银行是指主营资本市场业务的金融机构。这个定义是动态的，随着资本市场业务的不断发展，投资银行的内涵也在不断发展。因此，不要对投资银行的定义进行机械的理解。

2. 从本质上来讲，投资银行和商业银行的功能是相同的，都是资金盈余者与资金短缺者之间的中介。然而，在发挥金融中介作用过程中，投资银行的运作方式与商业银行有很大的不同，投资银行是直接融资的金融中介，而商业银行是间接融资的金融中介。

3. 投资银行业的内在价值和作用包括：一级市场证券承销价值；二级市场经纪商、自营商和做市商价值；兼并收购业务价值；资金管理业务价值；风险投资业务价值；项目融资业务价值。

4. 投资银行业的经营理念主要有以下 6 个方面：收益最大化、财务最优化、独立判断与尽职调查、金融创新与新产品开发、资金筹集与有效利用、客户服务与开发。

5. 投资银行的行业特征既是该行业区别于其他行业的标志，也是其保持稳定和发展的基础。投资银行的行业特征包括创新性、专业性和道德性。

6. 投资银行的道德性构成了投资银行业的基础，因此，投资银行业的道德性已经成为该行业十分重要的特征。投资银行道德受道德环境的影响。投资银行的道德问题主要有：利益冲突；泄漏机密；信息披露不完全；内幕交易。而实事求是、保守机密、尊重法律、诚实和坦率有利于道德问题的解决。

7. 投资银行的专业性是指投资银行有自己的专业知识和专门技能，其具体内容包括：金融学和金融理论；金融实践经验；经营才能和行业专长；市场悟性和远见；人际关系技巧。

8. 投资银行的创新性包括创造和革新两个方面，“创造”是指有价值的新事物的产生过程，而“革新”则是将有价值的新事物转变为商业上可行的产品或服务的过程。

思考题

1. 什么是投资银行？
2. 比较投资银行和商业银行的异同。
3. 投资银行的内在价值来自哪些方面？
4. 你认为投资银行业的经营理念主要有哪几方面？
5. 如何理解投资银行业的道德性、专业性和创新性？
6. 谈谈你对投资银行及投资银行业的认识。

第2章

企业上市与股票承销

本章概要

企业上市是指证券交易所批准后，在交易所公开挂牌交易企业股票的法律行为。在这一章中将要讨论的不仅包括狭义的企业上市（发行上市），还包括分拆上市、买壳上市、两地上市等各种广义的上市形式。在发行上市的过程中，往往伴随着股票的发行，从资金筹集者的角度看，是证券发行；从投资银行的角度看，是证券承销。证券承销是投资银行的本源业务，也是核心业务。本章第1节对企业发行上市进行了概述；第2节按照流程对企业上市时股票的公开发行与承销进行了详细介绍；第3节讲述分拆上市；第4节讲述买壳上市；第5节讲述两地上市。

学习目标

通过本章的学习，首先，应该了解发行上市的含义及代表性证券交易所的上市程序；其次，理解上市标准的指标体系的内容与设置的目的；第三，掌握股票公开发行和承销的一般流程的每一步；第四，掌握分拆上市和买壳上市的含义和操作模式；最后，了解两地上市和存托凭证的基本概念。

危险的人类自然倾向可以通过赚钱致富引入相对无害的渠道，如果这些办法不能使他们得到满足，他们可能发现其他出路——残忍、不顾后果地去追求个人的力量和权威，或以其他形式自我扩张。但不管怎样，一个人去统治自己银行里的收支总比统治他的国民同胞要好。

——约翰·M·凯恩斯：《就业、利息和货币通论》

第1节 发行上市概述

§1 发行上市的含义

发行上市，又称股票上市，是指已经发行的股票经证券交易所批准后，在交易所公开挂牌交易的法律行为。股票上市是连接股票发行和股票交易的“桥梁”，股票上市后，该股票的发行公司也就成为上市公司。

§2 发行上市的收益与成本分析

和所有的经济活动一样，企业的发行上市也存在着收益和成本，任何企业上市行为都必须考虑到这两个方面的因素，综合企业自身的情况、行业的特点和整个资本市场的形势，分析企业上市是否真正有利于企业的长远发展。

从收益方面看，企业上市基本上可以为企业带来以下几个方面的好处。

第一，有利于提高企业的公众形象和知名度，相当于一种潜在形式的

“广告”。证券交易所在审核发行公司的上市申请时，要考虑申请公司的过去业绩、发展前景、经营管理、财务状况等多方面的情况。公司的股票能够被接纳上市，说明公司的状况符合一定的标准，因而能够提高企业的资信，有利于企业的形象。

第二，有利于优胜劣汰的市场竞争机制的发挥和真正有实力的企业发展壮大。股票上市后价格的变动，形成对公司业绩的一种市场评价机制，那些业绩优良、成长性好、股票流动性高、股价较高的公司，能够以较低的成本筹集大量资本，进入资本快速、连续扩张的通道，不断扩大经营规模，进一步培育和发展公司的竞争优势和竞争实力，增强公司的发展后劲。

第三，股票上市后可以推动企业建立完善、规范的经营管理机制，以市场为导向自主运作，完善企业治理结构，不断提高运行质量。

当然，世界上没有免费的午餐，企业也必须为股票上市付出相应的成本。

第一，在上市过程中，发行公司需要向证券经营机构、律师、会计师支付相应的费用；此外，还需要向证券交易所支付上市初费，上市之后还需要支付维持上市的年费或月费。

第二，公司上市、股票公开发行后，相当大的一部分股票在市场上流通，会使公司控制权分散，甚至出现频繁转让的可能。这一方面会因为股东经常易人从而给企业发展的连续性造成影响，同时也会带来决策上的困难；另一方面，股东的分散也必然加大企业费用。

第三，股价是把“双刃剑”，一方面，股票的价格非常灵敏地反映着公司的发展变化，企业管理人员不得不想办法维持和提高股票的市值；另一方面，股票价格对于公司经营状况的反映并不一直是客观公正的，受投机、市场操纵和市场剧烈波动等因素的影响，股票价格可能会发生扭曲，对公司的经营者带来不利的影响。

第四，由于上市公司必须及时、完整、准确地披露包括公司经营状况的信息，使得上市公司在保守商业机密方面处于不利地位。信息公开披露不但增加了公司的经营压力，而且使竞争对手有机会掌握公司的发展现状和未来规划，从而提高了企业的运作成本。

§3 企业上市的标准^①

上市标准又称为上市条件，是证券交易所对申请公司提出的各方面的

^① 本部分参考了屠广绍：《上市制度：比较与演变》第二章，上海人民出版社2000年版。

具体要求，只有符合这些要求的公司，才有条件向证券交易所提出上市申请。上市标准一般包括两个方面：一是建立一套考察指标体系；二是规定在各个指标上申请公司应该满足的最低要求。

虽然各个证券交易所具体指标的选定和要求满足的最低标准有所不同，但对这些考察的指标大体上可以归纳为如下四个方面：业绩和业务、股本和股东、公司治理结构、信息披露。其中，前两个方面较容易量化，申请公司必须已经满足这些刚性的最低要求，才可被证券交易所考虑是否接纳。后两个方面相对而言侧重于定性而非定量，更侧重于申请公司作出承诺而非现在满足。所以，可以把前两个考察方面称为硬性条件，后两个方面称为软性条件。但硬性条件和软性条件的划分并不是绝对的，当前存在的一个趋势是，对硬性条件，证券交易所正在通过放松最低要求或予以豁免来扩充上市资源；而软性条件则存在硬性化的倾向，证券交易所正通过加强软性条件的执行来规范候选上市公司的运作，提高公司上市后的质量。图 2.1 归纳了上市考察指标体系。

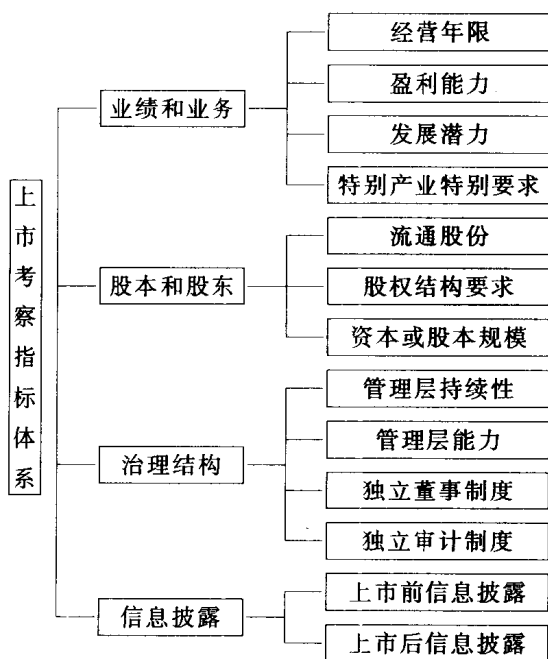


图 2.1 上市考察指标体系

(1) 公司的业绩和业务

业绩和业务是股票上市考察中最重要的指标之一。提出这套指标体

系，一是确定申请上市的公司经营状况良好，即经营稳定或具有发展潜力；二是确定申请公司具备一定的信誉，能够取信于投资者。在这两个方面，证券交易所提出具体的、量化的、刚性的要求。这方面的指标具体包括：经营年限、盈利能力、发展潜力、特别产业特别要求。

① 经营年限。能够持续经营是公司上市时必须达到的状态。绝大多数情况下，证券交易所都要求申请上市的公司已经具有若干年的营业记录和业绩记录。

② 盈利能力。盈利能力越强，投资者信心越足，发行公司就能以更高的价格发行新股和上市后继续增资发行，而证券交易所也能够保证发行公司上市后吸引广大投资者的介入，形成足够的交易市场，为投资者利益提供保障。大多数证券交易所对申请公司盈利能力设定两个考察指标：一个是过去几年（多为过去3年）所达到的盈利总额；一个是最近一年必须达到的盈利水平。证券交易所一般采取税前利润作为盈利。表2.1归纳了部分证券交易所对申请公司盈利能力的要求。

表 2.1 部分证券交易所对申请公司盈利能力的要求

	过去几年的盈利总额要求	最近一年的盈利水平要求
纽约证券交易所	3 年累计税前利润达 650 万美元	税前利润达 450 万美元
东京证券交易所	3 年累计税前利润达 6 亿日元, 前两年均不低于 1 亿日元	税前利润达 4 亿日元
香港联合交易所	前两年股东应占盈利达 3000 万港元	股东应占盈利达 2000 万港元

③ 发展潜力。证券市场的发展潜力主要来自高成长的新兴公司，但这些高成长的新兴公司要么是盈利能力不足，要么是成立时间太短，导致它们符合正规的、严格的上市标准，将被摒弃在证券市场之外。进入 20 世纪 90 年代以来，为了增强竞争能力，一些传统的证券交易所也开始更为注重申请企业的发展潜力。例如，东京证券交易所对新兴类公司（主要指电子类公司）大幅度降低上市条件，对这类公司盈利能力的要求从每股 15 日元降低到每股 10 日元。

④ 特别产业特别要求。对某些特殊产业，如银行、保险、采矿、炼油、基建等产业，不少证券交易所采取特殊处理的方式。一方面，证券交易所对这些特殊产业提供豁免；另一方面，证券交易所又会对特殊产业提出附加的上市条件。

（2）股本和股东

从股本和股东两个方面提出要求，证券交易所有以下考虑：一是保证申请公司有足够的规模；二是申请上市后能够形成必要的流动性；三是防止上市公司完全为大股东或内部人所操纵。这方面的指标具体包括：流通股份、股权结构要求、资产或资本规模。

① 流通股份。为了体现上市公司作为公众公司的特征，证券交易所对申请上市的公司会提出流通股份所占比例和公众投资者数量的要求。例如伦敦、香港、新加坡证券交易所均明确要求上市公司有 25% 以上的公众流通股份。

② 股权结构要求。同股同权是股份构造的重要原则。同股同权主要表现在两个方面：第一，同样性质的股份，一股拥有一票否决权；第二，同样性质的股份，原则上都必须能够上市流通。当然，这只是一般原则，有些证券交易所视情况需要，也会放松这方面的要求。

③ 资产或资本规模。资产或资本规模的大小是一个公司实力是否雄厚的基本标志。为了防止无本经营的公司上市损害投资者利益，也为了保证市场必要的流动性，世界上绝大多数证券交易所对上市公司的资产规模或股本规模都作出规定。

（3）公司治理结构

公司治理结构不仅关系到上市公司的管理能力和业绩表现，而且也关系到广大投资者利益能不能得到切实的保护。各证券市场对上市公司和申请上市公司的治理结构要求，有的体现在证券交易所上市规则中，有的则体现在政府颁布的证券交易法或新的法规中，主要包括以下几个方面：管理层持续性、管理层能力、独立董事制度、独立审计制度。

① 管理层持续性。为保证主要管理人员的连续性，各证券交易所大多从两个方面采取措施：第一，要求管理层核心人员保持稳定，如伦敦证券交易所在考察是否接纳公司上市申请时，其中一个考察条件是：申请公司的董事会或高级管理层必须包括前三年介入公司运作或对集团主业管理负责的人员；第二，一定期限内锁定管理层所持有的股份。

② 管理层能力。虽然公司的业绩已经能从一个侧面表明上市公司管理层能力，但大多数证券交易所还是专门对申请公司的管理层提出胜任能力的要求。特别是专业性较强的特殊产业的公司和新近更换管理层的公司，证券交易所更是对公司管理层的专业水平和能力提出较高的要求。

③ 独立董事制度。独立董事在上市公司董事会中占据大部分席位，在成熟的证券市场中是司空见惯的事情。证券交易所要求上市公司有独立

董事，其主要原因是外部董事较少为公司内部利益所牵制，能够有效防止上市公司出现内部人控制现象。

④ 独立审计制度。为了保证财务数据和信息披露的真实性、准确性和完整性，一方面上市公司的年度报告要经过具有执业资格的会计师的审计，另一方面公司也要设立审计委员会加强内部审计。但是，即使是内部审计，也要保持相对的独立性，以确保公允，以避免误导或欺诈投资者。

(4) 信息披露

公司作出信息披露时应遵循三大原则：第一，完整、准确、及时地披露财务报表以及其他对投资者的决策有重大意义的信息；第二，公司所有股东都应该受到公平和同等的待遇；第三，会计和审计标准尽可能采用高标准的国际公认准则。

第 2 节 股票的公开发行业与承销

企业上市一般会伴随着股票的首次公开发行（initial public offering, IPO），这对发行公司而言是股票的发行，对投资银行来说是股票的承销业务，这是投资银行的本源业务之一，是构成投资银行传统业务收入的主要组成部分。

股票的首次公开发行属于公开发行，在公开发行的情况下，所有合法的社会投资者都可以参加认购股票。股票的公开发行包括首次公开发行（initial public offering, IPO）和二次发行（secondary offering）。一般来说，IPO 和二次发行的基本过程是相似的，下面通过投资银行股票承销业务的一般操作流程，来介绍股票的公开发行业与承销。

投资银行股票承销业务的一般流程如图 2.2 所示。

§ 1 承销商对发行人和承销方式的选择

发行人的素质如何，将关系到投资银行承销所承担的风险，并可能直接决定证券承销的成败。因此，投资银行承销业务的第一步就是在众多的公司当中，选择那些适合公开发行的公司。投资银行在选择发行人时，一般考虑如下几方面。

(1) 是否符合股票发行条件。股票的发行应该符合国家的相关法律规定以及证券监管部门的要求，这一点在那些对股票发行控制比较严的国家

(如中国) 显得尤为重要。

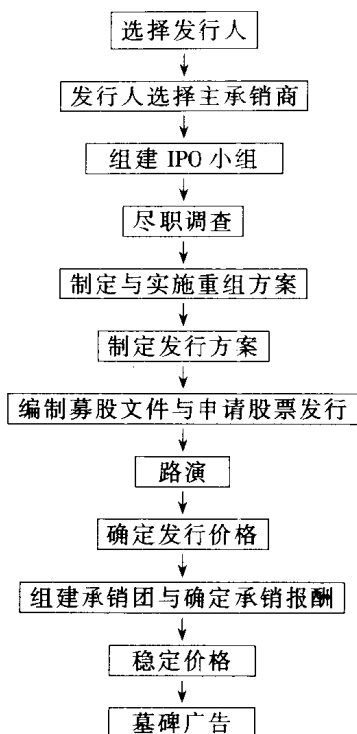


图 2.2 投资银行股票承销业务的一般流程

(2) 是否受市场欢迎。一般来说, 下列公司将受到市场欢迎: 发展迅速的行业中引人注目的公司, 有良好经营业绩和获利记录的公司, 掌握独特技术或拥有专利的公司。另外, 如果市场对某一特殊行业(如生物技术)的兴趣非常强烈, 那么即使行业中的某家公司目前还没有什么适销对路的产品, 它进行公开发行业仍很可能获得成功。

(3) 公司是否有良好的增长潜力。增长潜力的指标包括: 持续的良好经营业绩, 不断增加的企业资产, 可获得大量收入的稳定合同等等。

(4) 管理层是否具备优秀的素质。一个优秀的公司管理层往往在很大程度上决定了企业未来的发展。因此, 企业是否具备优秀的管理层, 成为投资银行在选择发行人时必须考虑的重要内容。

投资银行在进行股票承销的时候, 不同的承销方式对投资银行在承销过程中承担的责任和风险有不同的规定, 承销商可以根据发行人的特点和资本市场的情况选择包销、尽力推销及余额包销三种形式。

(1) 包销 (firm commitment)。即投资银行按议定价格直接从发行者手

中购进将要发行的全部证券，然后再出售给投资者。投资银行必须在指定的期限内，包销证券所筹的资金全部交付给发行人。采用这种销售方式，承销商要承担销售和价格的全部风险，如果证券没有全部销售出去，承销商只能自己“吃进”。这样，发行失败的风险就从发行者转移给了承销商。然而，承销商承担风险是要获得补偿的，这种补偿通常就是通过扩大包销差价来实现的。对于发行人而言，他无需承担证券销售不出去的风险，而且可以迅速筹集资金，因而特别适合于那些资金需求量大、社会知名度低而且缺乏证券发行经验的发行人。

(2) 尽力推销 (best efforts)。即承销商只作为发行公司的证券销售代理人，按照规定的发行条件尽力推销证券，发行结束后未售出的证券退还给发行人，承销商不承担发行风险。因此，尽力推销也称代销。采用这种方式时，投资银行与发行人之间纯粹是代理关系，投资银行为推销证券而收取代理手续费。尽力推销一般在以下情况下采用：①在投资银行对发行公司信心不足时提出；②信用度很高、知名度很大的发行公司为减少发行费用而主动向投资银行提出尽力推销。

(3) 余额包销 (standby commitment)。通常发生在股东行使其优先认股权时，即需要在融资的上市公司增发新股之前，向现有股东按其目前所持有股份的比例提供优先认股权，在股东按优先认股权认购股份后若还有余额，承销商有义务全部买进这部分剩余股票，然后再转售给投资公众。

§ 2 发行人如何选择主承销商

投资银行在选定合适的发行人之后，就开始艰难的自我推介和公关活动，以努力使自己成为这家公司公开发行的主承销商。

由于主承销商是股票公开发行的灵魂，主承销商的好坏将直接决定股票发行的成败，因此，公司在选择主承销商时非常慎重。下面列举的是发行人选择主承销商时所依据的几条常见标准。

(1) 声誉和能力。发行公司总倾向于选择大型投资银行，这是因为它们信誉昭著，拥有优良的业绩和颇大的市场份额。另外，这些投资银行的规模本身就证明了它们在证券承销方面有强大的实力。

(2) 承销经验。发行人要求主承销商在证券承销方面具备丰富的经验，尤其是对发行人所在行业有足够的认识。像美国的 Alex Brown，论其实力绝对称不上超一流的投资银行，由于它对美国高成长性行业有深入的了解，与众多高成长性公司有广泛的接触，并成功承销了一些高成长性公

司的证券，故深受这类公司的赏识。

(3) 证券分销能力。投资银行是否有能力将证券销售给市场，是发行人选择主承销商的一个重要依据。比如，发行人想在全国范围内发行证券，则一个地区性投资银行就无法胜任主承销商，充其量只能是一个分销商。

(4) 造市能力。因为上市仅是发行人利用证券市场进行融资的第一步，而上市后二级市场的表现将决定发行人进一步融资，因此发行人往往对承销商的造市能力比较看重。

(5) 承销费用。承销费用是发行股票的主要成本，因此，承销费用的高低将在很大程度上影响发行人对主承销商的选择。毫无疑问，在相同条件下，承销费用低的投资银行将受到发行人的青睐。

投资银行在充分认识到上述因素的基础上，应结合发行人的具体情况，找出发行人在选择承销商时的主要关注点，并针对这个关注点展开自我推介和公关工作。承销商在具体公关时，应充分发挥自己的优势，并切实为发行人着想，使发行人充分认识到承销商的诚意和实力。

§ 3 组建 IPO 小组

投资银行获选成为主承销商后，第一项工作就是组建 IPO 小组。IPO 小组除主承销商自身以外，还包括公司的管理人员、律师、会计师、行业专家和印刷商。

(1) 承销商。承销商是 IPO 小组的核心，承销商在 IPO 中的作用在第一节已经介绍，这里不再复述。

(2) 公司管理人员。公司管理人员是 IPO 小组的重要成员，他们的素质高低在很大程度上影响到发行的成败。一般来说，承销商希望 IPO 小组中的公司管理人员有过 IPO 的经验，这样既可以使公司与所聘请的管理公司更好的交流，而且还可以增加公司在市场的可信度。在 IPO 小组中拥有出色的公司管理人员，将对公司的发行大有好处。

(3) 律师。律师在 IPO 小组中扮演着一个至关重要的角色，包括发行人的律师和承销商的律师。律师的作用主要包括以下几个方面：第一，在证券发行申请过程中和申请过程之后向公司提供如何使公司的行为遵守证券法的建议；第二，为申请做准备工作，例如检查董事会和股东会议的会议记录，检查设立股份公司的文件、合同和租赁条约，对主要资产的所有者地位进行确认等；第三，律师还与其他成员相配合，解决证券监管机构

提出的问题，同时对各种申请的报告和文件进行必要的修正。律师的能力和申请过程的经验是证券发行成功与否的关键。

(4) 会计师。发行人的资产状况、财务指标以及财务报表对证券发行相当重要，因此，IPO 小组中必须包括会计师。其主要作用包括：对发行人的资产进行评估；对发行人的财务状况进行分析；提出有法律效力的资产评估报告和财务报告；编制证券发行所需的财务报表；帮助回答证券监管机构关于会计问题的询问，并说明这些财务报表符合证券发行的要求。

(5) 行业专家。一般来说，IPO 小组中应包括行业专家，以便更好地了解发行人的行业状况、行业前景以及发行公司在行业中所处的位置，推出最适合发行人的证券发行计划，这对发行人和承销商来说都是很重要的。

(6) 印刷商。印刷商虽然不是专业中介人，但在承销业务中也很关键。因为承销过程中的一系列活动需要在极短的时间内完成，这就需要印刷商在一定的时限内完成注册文件、招股说明书以及其他发行文件的大量印刷工作。所以要求发行人选择高质量、高效率的印刷商。印刷商一般由投资银行、律师或会计师推荐。

§ 4 尽职调查

尽职调查 (due diligence) 是指中介机构 (包括投资银行、律师事务所和会计事务所等) 在股票承销时，以本行业公认的业务标准和道德规范，对股票发行人及市场的有关情况及有关文件的真实性、准确性、完整性进行的核查、验证等专业调查。

从法律上讲，公司通过资本市场向社会公众发行股票时，如果出现虚假陈述、重大遗漏等欺诈公众的事件，除了发行公司之外，包括承销商在内的所有中介机构都必须承担法律责任。但是，如果中介机构能够证明自己已经以其行业的业务标准和道德规范，以应有的勤勉和专注对发行人及有关文件进行了审查，仍无法发现欺诈行为，自己也是欺诈的受害者，则可以免责。因此，作为承销商的投资银行所进行的尽职调查，一方面直接关系到其承销风险和承销利益，另一方面也直接关系到承销商对招股说明书的保证责任。

尽职调查主要由主承销商担任，主承销商应当准备一份详尽的调查提纲，对本次发行的招股说明书将要披露的全部内容进行全面审查。其主要的调查范围有以下几个方面。

(1) 发行人。主承销商对发行人的审查内容至少应当包括：发行人的一般情况，本次发行情况，有关发行人的主要会计数据，本次募股的有关当事人，发行人经营的风险与对策，本次募股资金的运用，发行人公司的股利分配政策，发行人公司结构，发行人的经营业务，主要固定资产状况，安全与环保，发行人的主要产品与业务，发行人的主营收入构成，主要原材料供应，发行人的董事、监事和高级管理人员情况，发行人以往的经营业绩、股本及其变动，发行人的负债及主要合同承诺，资产评估情况，财务会计资料，盈利预测，重要合同及重大诉讼事项，发行人公司发展规划等。

(2) 市场。为了维护自己的利益，保证发行成功，降低承销风险，同时也为了维护投资者利益，主承销商应当对股票一级市场和二级市场的情况作必要的调查。

(3) 产业政策。为了保证发行的成功，承销商也应对国家关于发行人主营业务的产业政策作必要的了解。

§ 5 制定与实施重组方案

IPO 小组成立之后，就开始对发行人进行重组，以符合公开发行的条件，并在公开发行时取得更好的效果。

重组方案的制定与重组，应尽量做到：发行人主体明确，主业突出，资本债务结构得到优化；财务结构与同类上市企业比较，具有一定优越性；使每股税后利润较大，从而有利于企业筹集到尽可能多的资金；有利于公司利用证券市场进行再次融资；减少关联交易；避免同业竞争，等等。

公司的重组是公开发行股票的重要一步，在我国的国有企业改制上市中显得尤为重要。我国大多数拟上市公司都是由国有企业改制而来的。由于历史的原因，这些企业在资产结构、会计制度、组织结构等方面都带有浓厚的计划经济色彩。因此，企业在上市之前进行资产重组成为至关重要的一步。通过近几年的实践，大体上可以把我国的上市重组归纳为以下 4 种模式。

(1) 整体重组模式。所谓整体重组模式，是指原企业以整体资产进行重组，改组设立新的股份有限公司，同时原企业解散。这一模式主要适用于企业办社会现象比较轻的企业，即原企业非经营性资产较少且有一定的经济效益；各项经济指标较好，完全能够满足上市要求；改组后不会使国

有资产流失；企业内部隐性失业率小。其优点是有利于减少政府的干预，明晰产权归属主体，操作简便；但由于非生产性经营资产未经剥离，因而容易对进一步提高劳动生产率产生负面效应。

(2) “一分为二”重组模式。所谓“一分为二”重组模式，是指原企业以整体资产进行重组，将专业性的生产经营系统和非专业性的生产经营系统分离，重新设立两个法人实体，原企业解散或保留，再将专业性的生产经营系统重组为股份有限公司。“一分为二”重组模式是这几年国有企业改组为上市公司最为常见的一种模式，它又可分为两种形式：

第一，原企业解散型。原企业经过重组后已经分为两个法人，原法人消亡，但新法人仍属于原所有者。这种重组模式主要适用于那些“大而全”、“小而全”的企业，即非生产经营系统数量较多，而且赢利水平较低、甚至亏损的企业；企业办社会现象严重的企业。这种模式有利于国有资产的保值与增值，有利于建立新的高效率的运行机制，提高企业的竞争能力；不足之处是需要许多政策上的配套。

第二，原企业保留型。这一类型是从原有企业中拿出专业性生产经营资产进行股份制改组，原企业变成控股公司，被改组部分变成上市公司。这一类型适用于企业集团、地方性大企业、定向募集股份有限公司等。原企业保留型除具备上述原企业解散型的优点外，还保留原企业享有的各种政策，较容易受到地方政府的支持，操作起来较为顺利。

(3) 部分分立重组模式。所谓部分分立重组模式，是指原企业以一定比例的优质资产业务进行重组，设立股份有限公司，而原企业的其他资产仍保留在原企业中。这一模式主要适用于生产性企业 and 非生产性企业界限比较清楚的集团企业。其优点是有利于调整企业内部的运行机制，提高各企业的生产率和竞争力。但是把主要赢利企业划出原企业集团后，留在原企业的主要为非赢利企业，容易造成两极分化，给原企业的管理带来不便。

(4) 共同重组模式。共同重组模式是指多个企业以其部分资产、业务、资金或债权，共同设立一个新的股份有限公司，其中的一个或两个企业在新股份公司中占有较大份额。这种模式一般表现为共同发起人中一个或若干个企业(其中包含着其他发起人的债务)进行重组，其他发起人(债权人)往往以债权转为股本，或以资金、业务、无形资产投入参股。共同重组模式的优点是有利于理顺各企业之间的产权关系，强化企业内部管理，使企业尽快走上规模经营和专业化的道路。

§ 6 制定发行方案

股票公开发行是一个相当复杂的过程，需要许多中介机构及相关机构的参与，要准备大量的材料。主承销商必须协调好各有关机构的工作，以保证所有材料在规定时间内完成。因此，制定发行方案就成为证券承销中的重要步骤。

§ 7 编制募股文件与申请股票发行

股票发行阶段的实质性工作是准备招股说明书，以及作为招股说明书编制根据和附件的专业人员的结论性审查意见，这些文件统称为募股文件。

(1) 招股说明书

招股说明书 (prospectus) 是公司发行股票时就发行中的有关事项向公众作出披露，并向特定或非特定投资人提出购买或销售其股票的要约或邀请的法律文件。公司发售新股必须制作招股说明书，编制招股说明书是发行准备阶段的基本任务。

招股说明书是公开发行股票的最重要文件，它必须向所有潜在的投资者保证，这是充分公正的信息披露。在招股说明书的准备过程中，IPO 小组中各成员有较明确的专业分工。一般是发行人的管理层在其律师的协助下负责招股说明书的非财务部分，作为承销商的投资银行负责股票承销合约部分，发行公司内部的会计师准备所有的财务数据，独立的会计师对财务账目的适当性提供咨询和审计。招股说明书各部分完成后，经 IPO 小组成员一起讨论修改，并请发行人董事会表决通过，最后送交证券监管机构登记备案。

招股说明书应当按照各国的有关法律、法规的规定，遵循特定的格式和必要的记载事项的要求编制。例如，中国证监会专门制定了《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第一号——招股说明书的内容与格式》，对招股说明书的编制作出了详细规定。

(2) 其他文件

① 审计报告。审计报告是审计人员向发行人及利害关系人报告其审计结论的书面文件，也是审计人员在股票发行准备中尽职调查的结论性文件。审计人员出具的审计报告应当作为招股说明书的附录文件，由审计人员对其内容的真实性、准确性和完整性负责。

② 法律意见书。法律意见书是律师对公司发行准备阶段审查工作依法

作出的结论性意见。发行人聘请的律师（发行人律师）参与企业的重组工作，并对公司各种法律行为、法律文件的合法性，在完成发行准备工作后，律师应当就其审核工作作出结论性意见，出具法律意见书。

③律师工作报告。律师工作报告是对公司发行准备阶段律师的工作过程、法律意见书所涉及的事实及其发展过程、每一法律意见所依据的事实和有关规定作出的详尽、完整的阐述，并就疑难问题展开讨论和说明。

在准备完募股文件后，发行人将把包括这些文件在内的发行申请资料报送证券监管机构，证券监管机构的专家组（包括律师、会计、财务分析者、行业专家）将对此进行审查。专家组审查文件来确定这些文件中是否对发行的相关信息进行了充分且适当的披露，尤其注意是否有错误陈述或重大事件的遗漏，这些错误陈述或遗漏会影响投资者作出在充分信息下的投资决策。在注册制下（如美国），证券监管机构不对预期发行的质量进行评价或评估，这一结论由市场作出。而在核准制下（如中国）则将对发行质量作出判断，并将决定是否允许公开发行。

§ 8 路演（road show）

路演是股票承销商帮助发行人安排的发行前的调研与推介活动。一般来讲，承销商先选择一些可能销出股票的地点，并选择一些可能的投资者，主要是机构投资者。然后，带领发行人逐个地点去召开会议，介绍发行人的情况，了解投资人的投资意向。

路演是决定 IPO 成功与否的重要步骤，成功的路演可以达到下述三个目的。

第一，通过路演让投资者进一步了解发行人。在大约两周的时间内，发行人、高层管理人员会同主承销商前往各主要金融中心城市，拜访潜在的投资者，使投资者有机会通过路演了解发行人的管理工作，并向发行人提出质询。

第二，增强投资者信心，创造对新股的市场需求。尽管多数国家的证券监管机构禁止发行人在路演时发送除了初步招股说明书之外的任何书面材料和作盈利预测，但是路演还是给发行人提供了一个展示公司管理层风貌、公司素质和陈述公司长期商业计划的机会。由于路演是发行人积极推销的唯一机会，很多机构投资者和个人投资者就在路演演说陈述中形成对发行公司管理层的看法，进而作出买或不买股票的决定，因此，成功的路

演可以创造新股的市场需求。

第三，从投资者的反应中获得有用的信息。发行人可以从路演中了解到投资者对此次发行的反应，从而客观地决定发行量、发行价及发行时机等。

§ 9 确定发行价格

发行定价是 IPO 中最复杂的一件事，成功地对首次公开发行的股票进行定价，要求作为主承销商的投资银行有丰富的定价经验，对发行人及其所属行业有相当的了解，对一级市场和二级市场上各类投资者都有深刻的观察。

(1) 影响发行价格的因素

表 2.2 中对影响发行价格的因素进行了归纳。

表 2.2 影响发行价格的因素

经营业绩	发行人的经营业绩特别是税后利润水平，直接反映了一个公司的经营能力和上市时的价值，将直接影响到股票的发行价格
发展潜力	公司经营的增长率（特别是盈利的增长率）和盈利预测是关系股票发行价格的又一个重要因素。一般来说，公司的发展潜力越大，未来盈利趋势越确定，市场所能接受的发行价格也就越高
发行数量	不考虑资金需求量，单从发行数量上考虑，若本次股票发行的数量较大，为了能保证销售期内顺利将股票全部出售，交割应适当定得低一些；若发行量小，考虑到供求关系，价格可定得高一些
行业特点	发行人所处行业的发展前景会影响到公众对本公司发展前景的预期，处于朝阳行业的公司发行股票，发行价格可以定得高一些
股市状态	二级市场的股票价格水平直接关系到一级市场的发行价格，在制定发行价格时，要考虑到二级市场股票价格水平在发行期内的变动情况。事实上，在股市处于“熊市”的时候，发行股票并不是一个明智的选择

(2) 确定发行价格的方法

确定发行价格的方法主要有两种：固定价格法和公开定价法。

① 固定价格法。这种定价方法为欧洲和香港的证券场所采用，我国内地亦采用这种方法。在固定价格法下，发行价格早在股票发售前就已由主承销商和发行人协商确定下来，由于主承销商和发行人都难以判断在此固定价格水平上投资者对该股票的需求量究竟有多少，为保证 IPO 的成功，通常会将发行价格定得比较低。香港和内地 IPO 市场上经常出现的巨大的超额认购倍率正是因为这个原因。

② 公开定价法。这种方法能够根据市场情况的变动和新股需求量的变化而调整发行价格。公开定价法主要为美国证券场所采用，下面将以美国为例，介绍这种定价法。

一般来说，主承销商通常要进行三次定价。第一次定价是在发行公司选择主承销商时。发行人会要求几家竞争承销发行业务的投资银行给出他们各自预期的实际发行价格估计值。在其他条件相同的情况下，发行人倾向于选择估价较高的投资银行作为它的主承销商。第二次定价是在编制初步的招股说明书的时候。在递交给 SEC 的初步招股说明书上，主承销商要列上发行价格区域。第三次定价是在 SEC 批准 IPO 的申请之后。在正式公开发售的前一天，主承销商将最后决定第二天的发行价格。

§ 10 组建承销团与确定承销报酬

(1) 组建承销团

一般来说，主承销商会组成一个由承销辛迪加（underwriting syndicate）和销售集团（selling group）组成的承销团来进行证券的出售。承销辛迪加中的每一个成员都有责任承销一部分的 IPO 证券，而销售集团的成员不承担任何承销风险。

组成承销团的做法对主承销商来说既有好处也有不利之处。好处之一是承销辛迪加中的每一个承销商都承担了承销风险的一部分；其二，承销团的成员有义务保证发行后市场的流动性，承销团的成员越多，对该股票进行做市和提供研究咨询服务的投资银行也就越多；其三，单个投资银行的客户基础和推销力量毕竟是有限的，且可能不善于二级市场操作和分析研究，而承销团则可以很好地处理这个问题。当然，主承销商获得好处的时候也要付出代价：第一，主承销商在与别人分享承销费时放弃了一些经济利益；第二，投资银行间的竞争是相当激烈的，某个承销团成员出色的表现可能会胜于主承销商，给发行人留下深刻印象，从而在发行人未来的发行中占据优势。

主承销商选择承销团成员时，主要参考以下标准：其一，应有不错的客户基础和销售渠道；其二，愿意且有能力担任做市商（market maker）；其三，分销商愿意在股票上市交易后对它进行分析研究。

(2) 签署承销合同

在确定了发行价格和承销报酬之后，就应该签署承销合同。承销合同有三种：承销商间协议、交易商协议和承销协议。承销商间协议

(agreement among underwriters) 是主承销商与其他辛迪加成员就承销事项明确各自权利义务的合同文件。交易商协议 (dealer agreement) 是赋予不是辛迪加成员的证券交易商销售新发行股票的权力, 这些交易商将帮助股票发行人把股票推向市场。交易商协议允许交易商以低于发行价的折扣价购买证券。承销协议 (underwriting agreement) 是股票发行人就其所发行的股票的承销事宜与股票承销商签订的具有法律效力的文件。

承销协议通常包括介绍、陈述和保证、发行条款、要件、契约保证、补偿以及撤消。介绍 (introduction) 包括承销辛迪加的成员名单、发行证券的种类以及发行规模。陈述和保证 (representation and warranties) 列明了公司的保证, 此外还应包括该公司已设立为股份公司并被承认了资格的陈述和保证。发行条款 (terms of the offering) 包括承销商同意购买股票并付款、发行时间以及所有的履行条款。契约保证 (covenants) 列明了双方的权利和义务。要件 (conditions) 包括公司情况申述的全面性、准确性以及任何一方都不得在发行日前出售股票。补偿 (indemnification) 免除了承销商由于发行人在申请材料中的错误陈述和遗漏而导致的责任。撤消 (cancellation) 条款部分包括允许承销商在发行日至发行完毕期间撤消发行, 只要承销商能说明原因和提出正当理由。

(3) 承销报酬

承销报酬的支付形式根据不同的承销方式而不同, 在尽力推销中, 投资银行只是收取代理费用, 这种费用一般在选定主承销商的时候就已经确定。而在包销中, 承销报酬是承销差价 (underwriting spread), 所谓承销差价就是按招股说明书上的发行价格与投资银行支付给发行人的价格之间的差额。在美国, 承销差价是在第三次定价时候, 通过主承销商与发行人协商决定。一般来说, 承销差价的决定比发行价格的决定要简单, 这是因为承销差价可以参考相似的 IPO 中投资银行所收取的承销差价。

承销差价一般被分成三部分报酬: 第一部分是管理费 (manager's fee), 是支付给负责发行准备工作的承销商, 其中主承销商将得到较大的份额; 第二部分是承销费 (underwriting allowance), 旨在支付与承销有关的各类费用, 如广告费、承销商律师费、印刷费等, 在支付上述费用后, 其剩余部分根据承销商在承销中所承担的风险程度进行分配; 第三部分是销售费 (selling concession), 根据所有承销商与分销商之间证券分销的数量进行分配。因此, 负责发行准备工作的承销商 (主要是主承销商) 将得到三份收入: 管理费、承销费和销售费, 其他承销商将得到承销费和销售

费，而销售集团成员将得到销售费。

§ 11 稳定价格

在证券承销中，投资银行通常会对所承销的股票进行稳定价格策略，通常有如下三种稳定价格的技巧：一是联合做空策略；二是“绿鞋期权”策略；三是提供稳定报价策略。

(1) 联合做空策略。这是指主承销商在分配证券给辛迪加成员时，分配的额度比原先讲定的要少，这样人为造成一笔该证券的空头。例如原先打算承销 50000 股的承销商可能在分配那天实际只得到 45000 股，如果它已将预计的 50000 股卖出，则他必须进入市场买进另外 5000 股以弥补它的空头，如此这般，普通股的价格就会稳定在发行价格之上。联合做空受到投资者的欢迎，因为他们可以很快抛出股票而获利，但发行人则可能不高兴，因为当股票出现热销时它可能会觉得其股份在一开始卖得太便宜。针对这种情况，投资银行就可能采取“绿鞋期权”。

(2) “绿鞋期权”策略。绿鞋期权 (green shoe option) 在我国又称超额配售选择权，是指主承销商有权从发行者那儿以发行价购买超过规定份额 5% ~ 15% 的额外证券。一般情况下，主承销商很少行使绿鞋期权，只有当证券出现热销，出于稳定价格需要时才行使这一权利来购买额外的股份。绿鞋期权的有效期通常为 30 天，不同的发行中具体期限可能不同。绿鞋期权的名称来源于最初采用这种期权的公司，1963 年佩恩·韦伯公司为绿鞋公司发行股票时第一次采用了这种期权。中国证监会于 2001 年 9 月 3 日公布了《超额配售选择权试点意见》，标志着绿鞋期权在我国开始。

(3) 提供稳定报价策略。这是指主承销商在承销期中报出一个不低于发行价的买入价，市场中任何该股票的卖家都可以按这个报价出售股票，这个报价就是支持该股票的稳定价格。稳定报价策略能使投资者对新发行的股票充满信心，从而有利于股票在二级市场上的表现。

§ 12 墓碑广告

在股票发行结束后，投资银行会在报纸和杂志上刊登墓碑广告 (tombstone)。墓碑广告是指登在报纸和杂志上的加边框的广告，它说明了发行的特点，它更多地带有公告的性质而不仅仅是广告。墓碑广告是股票承销过程中的关键组成部分。

虽然一般读者对墓碑广告并没有多大兴趣，但是对于从事证券承销业

务的投资银行家们来说，墓碑广告具有很重要的意义。因为在墓碑广告上，各投资银行排列的位置，明确地体现了其在投资银行界所处的地位。

在墓碑广告中，主承销商的名称通常列在承销商名单的最上面，如果几家投资银行共同担任主承销商，列在最左方的投资银行，具有决定承销团成员及销售比率的权限。

名字紧接着主承销商的是投资银行业中具有较高声望的投资银行，在华尔街，这些投资银行被称为特殊阶层。只要特殊阶层的投资银行参加承销辛迪加，就意味着可以保证该种证券的健全性，因此，特殊阶层是权威的象征。

名字排在特殊阶层后面的是主要阶层的投资银行，它们的权力仅次于特殊阶层，业务量也很大，其承销的分量虽然较特殊层小，但在投资银行业中也有相当大的发言权。

排在主要阶层后面的投资银行是准主要阶层的投资银行，它们是争取主要阶层地位的强有力的候补者。

名列准主要阶层后面的投资银行的是次要业者，次要业者之中有很多投资银行具有直接分销给一般投资者的推销能力。这一层次的投资银行也分很多级，在墓碑广告上只刊登此阶层中地位最高的一群投资银行名称。

因此可以说，墓碑广告是投资银行地位的见证石。

第3节 分拆上市

§1 含义

分拆上市指的是已上市公司将其部分业务或者是某个子公司独立出来，另行公开招股上市。如图 2.3 所示。

§2 分拆上市对母公司和子公司的影响

分拆上市对母上市公司的影响主要表现在如下几方面。

第一，对母公司的股价带来积极的推动作用。首先，分拆上市往往给母公司带来巨大的市场效应，从而推动母公司股价的上涨；其次，母公司通过所持股份的变现或收取高额的红利，带来业绩的改观亦将推动股价的上扬；另外，分拆上市会对母公司的财务状况产生影响，如每股净资产的增加等。

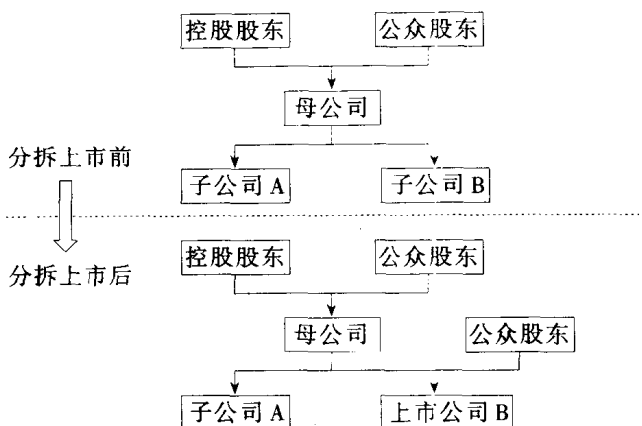


图 2.3 分拆上市

第二，有助于母公司主业的转型。分拆上市的子公司，通常是原母公司的优良资产，具有很大的发展潜力。随着子公司的逐渐发展壮大，母公司会不断地注入优良资产，对于那些处于衰退行业的母公司而言，该种方式为其主业转型提供了一条途径。

第三，利于母公司拓展海外业务。分拆上市，特别是到国外的证券交易所上市，为母公司提供了一个触角。通过这个触角，有利于国内母公司与国外市场建立联系，进而推动国外业务的拓展。同时，对提高国内母公司的国际知名度会起到推动作用。

分拆上市对分拆公司的影响表现在如下几方面。

第一，股本变化。分拆上市是指在原上市公司继续保留的情况下，派生出一个新公司，所以，原上市公司的股本不变，分拆出去的新公司有新的股东加入，股本变化。

第二，收益提升。分拆上市后，原母公司的股东虽然在持股比例和绝对持股数量上没有任何变化，但是可以按照持股比例享有被投资企业的净利润分成。而且最为重要的是，子公司分拆上市成功后，母公司将获得超额的投资收益。

第三，股价。子公司分拆上市后，不仅可以提高公司的资源管理效率，而且由于公司可以获得超额的资本利得，一般会使公司的价值增值。母公司的合理价值应当等于公司在子公司市值中所占权益的市值加上母公司扣除这部分权益后的价值，其股价必然会同步反映；同时，主业的清晰，更加有利于投资者对公司的价值进行正确评估，减少由于信息的不对称或效率低下所带来的误判现象，从而使股份能够真正反映公司的价值。

第四，开辟新的融资渠道。把子公司分拆上市，可以达到开辟新的融资渠道的目的。此外，母公司可以借助子公司的上市融资，在增强自身资金实力的同时，使母公司利用增量资金不断培育新的可上市子公司，形成良性循环。

第4节 买壳上市

在中国，由于上市资格在一定程度上受到政府的控制（尽管现在有放松的趋势），使得上市资格成为一种稀缺的资源，从而买壳上市的应用更加广泛。

所谓买壳上市，是指非上市公司通过收购上市公司股份获得上市公司的控制权，然后利用反向收购方式注入自己的相关业务和资产。买壳上市是企业间接上市的一种重要方式。在西方成熟的证券市场，进行买壳上市的目的是非上市公司追求低成本、高效率、快捷上市的集资方式。

一般来说，买壳上市的程序包括：买壳上市的成本收益分析、选择买壳上市的对象、买壳、资产剥离、反向收购、业务整合等几个阶段。本节将按照上述程序对买壳上市进行阐述，重点介绍我国的情况。

§1 买壳上市的成本收益分析

企业之所以要进行买壳上市，是因为买壳上市所带来的收益超过其相应的成本。所以，在决定买壳上市之前的第一步工作，就是对可能的买壳上市进行成本收益分析。

表 2.3 归纳了买壳上市的成本和收益。

表 2.3 买壳上市的成本和收益

过程		成本	收益	备注
买壳方公司	取得壳公司控制权	向壳公司原股东支付的价格	壳公司的价值	壳公司股权价值的确定比较困难
	剥离壳公司的不良资产	向壳公司支付的不良资产的价格	所获取的不良资产的价值	一般以净资产作为不良资产的价值
	壳公司反向收购资产	优质资产的价值	壳公司所支付的价值	用公司的目标投资利润率估算价值

§ 2 选择买壳上市的对象

(1) 买壳上市的对象——壳公司

买壳上市的对象就是壳公司，所谓壳公司是指在证券市场上拥有上市资格，但业务规模较小或停业、业绩一般或较差、总股本与可流通规模较小或即将停牌终止交易、股价较低或股价趋于零的上市公司。根据资产的质量，壳公司可分为实壳公司、空壳公司和净壳公司。

① 实壳公司。实壳公司是指保持上市资格，业务规模相对较小，业绩一般或较差，总股本与发行在外的流通股规模较小、股价较低的壳公司。其形成原因主要是业务规模小，公司产品处于成熟期或之后，公司业绩一般。

② 空壳公司。空壳公司是指主营业务陷入困境或遭受重大损害，公司业务萎缩或即将停业，公司已无发展前途，但股票仍在股市流通、交易，而股价持续下跌或股票即将停牌交易的壳公司。其形成的主要原因是公司产品的生命周期处于衰退期，且无法完成产品转型；公司所属行业不景气，转换无望等，导致公司经营举步维艰，濒临关闭。

③ 净壳公司。净壳公司是指无法律纠纷、无负债、无遗留资产的壳公司。其形成的主要原因是：空壳公司的大股东解散员工、出售资产、清理债务、处理法律纠纷以清理公司，使其只维持上市资格，便于待价而沽，卖给意欲买壳上市的买主。

(2) 壳公司的选择原则

从本质上看，任何一个上市公司都有壳公司，但并不是所有的上市公司都能成为理想的目标壳公司。考虑上市公司能否成为目标壳公司，通常可通过下列因素来判断。

① 股本结构和股本规模

股本结构对买壳上市的成功与否相当重要。以我国为例，由于上市公司股本结构复杂，设有国家股、法人股、社会公众股（流通股）以及 B 股等，不同的股本结构将制约着买壳交易的成败。一般来说，对于流通股在总股本中占有绝对比例的上市公司，由于其分散的股权结构，将使买壳上市较为容易实现。因此，在这种情况下，股权结构分散的上市公司易成为目标壳公司。

对于流通股在总股本中不占有绝对比例的上市公司，若国家股或法人股相对集中的话，股权的大宗转让也比较容易实现。因此，在绝对控股方愿意出让的前提下，股权相对集中的上市公司容易成为目标壳公司。

另外，股本规模大小在一定程度上反映了买壳成本的高低，过大的股本规模有可能使买壳方因买壳成本过高而难以完成最终目标。因此，股本越小的上市公司越易成为壳公司。

② 股票的市场价格

股票的市场价格高低直接关系到买壳方的成本高低，对于通过二级市场买入壳公司一定比例流通股、从而达到对壳公司收购的操作，股票价格越低其收购成本就越小。

即使是在我国，通过对壳公司的国家股或法人股股权协议转让方式进行收购的，协议转让价的确定依据也主要是上市公司股票的市场价格，价格越低对收购方越有利。因此，股票的市场价格越低的上市公司，越容易成为目标壳公司。

③ 经营业绩和经营业务

经营业绩好坏在一定程度上反映了公司经营管理能力与水平的高低。经营业绩比较差，在同行业中缺乏竞争能力，位于中下游水平的上市公司，往往成为目标壳公司。

上市公司经营业务情况，对上市公司是否是理想的目标壳公司具有一定的参考意义。一般而言，经营业务比较单一、产品重复、缺乏规模经济效益和新的利润增长点的上市公司、夕阳产业的上市公司较易成为壳公司目标。通过壳的转让有助于实现壳公司产业产品结构的优化调整。

④ 财务结构

上市公司财务状况是买壳交易中需要考虑的一个相当重要的因素，壳公司财务结构情况如何，直接关系到交易能否获得成功。一般来说，财务结构状况好的上市公司不易成为买壳的对象，而财务结构状况过分差的上市公司对于买壳方来说，因收购后资产重组所需代价过大，所以也不易成为买壳的对象。因此，财务结构状况一般的上市公司成为目标壳公司的可能性最大。

§ 3 买壳的一般程序

买壳的过程是指非上市公司收购壳公司股份以取得控股权的过程。因此，买壳只是公司扩张性重组的一种，一般原理的阐述可以参考相关章节，这里不再重复。需要特别指出的是，作为企业扩张性重组形式之一的买壳上市，其最主要（或者说唯一）的目的就是取得目标公司的上市资格。买壳的过程如图 2.4 所示。

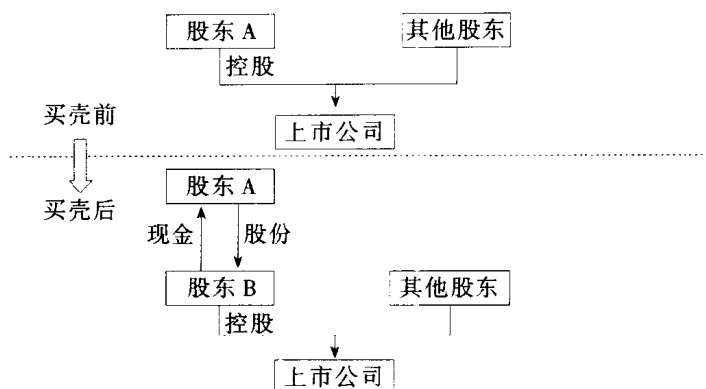


图 2.4 买壳过程

§ 4 中国市场上买壳的常见模式

(1) 股权的有偿转让

股权的有偿转让，是指收购公司根据股权协议价格受让壳公司全部或部分股权，从而取得壳公司控制权的买壳行为。股权有偿转让是目前中国上市公司重组的主要模式，这是因为我国上市公司股权结构中大多数公司的国有股权占绝大部分，而国有股不能上市流通，因此，如果国有股权的持有者想从上市公司退出，就只能选择股权的有偿转让这种形式。

在股权有偿转让的模式中，转让价格是整个转让的关键。一个具有参照意义的指标是每股净资产。1997年7月，国家国有资产管理局和体改委联合发布的《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》第17条规定：“转让股份的价格必须依据公司的每股净资产、净资产收益率、实际投资价值（投资回报率）、近期市场价格以及合理的市盈率等因素确定，但不得低于每股净资产。”

(2) 股权无偿转让

股权无偿转让，是政府（国有股权的持有者）通过行政手段将上市壳公司的产权无偿划归收购公司的行为。股权无偿划转一般由地方政府和行业主管部门牵头实施，无偿划转的股权只能是国有股权，股权的变动对上市公司股票的持有者不造成损失。股权无偿划转的目的在于通过股权持有者的改变，强化对上市壳公司经营管理的控制，提高资产运营效率。

政府参与这一行为的主要动机，是为了维护上市公司的生存和发展，从而保证就业和税收，促进经济的发展。

(3) 二级市场收购

二级市场收购是通过收购在二级市场上的流通股份而达到对上市壳公司控制权的行为。在中国已经发生的买壳上市案例中，这种类型的并不多见，目前较为典型的有“宝延风波”和君安收购中华事件等。

在二级市场上此类收购案例不多见的原因主要有以下两点：一是在上市公司的股权结构中，大部分上市公司的流通股份取得控股地位不到50%，所以，单纯通过二级市场的并购取得控股地位是不现实的；二是要通过二级市场并购实现控股权，只能选择那些“三无”^①概念股，典型案例如延中实业。

但是，随着国有企业改革和资本市场开放步伐的加快，二级市场收购的地位将日益凸现。

(4) 资产置换：资产、股权或资产—股权置换

在买壳交易中，除了用现金进行收购外，还可用资产置换、股权置换、资产—股权置换等方式进行收购，即收购方可以用资产或持有的其他公司的股权来换取壳公司的股权。在这种方式下，收购方不需要拿出现金就可获得对壳公司的控制，同时，还可以对自己的资产结构进行适当的调整。

§ 5 反向收购

在买壳上市中，买壳方往往只对上市公司的“壳”感兴趣，而不是上市公司本身的资产。为了保壳和育壳，企业买壳之后，必须注入新的增长活力，以提高效益，真正实现通过壳公司进入资本市场，达到分享其资源优化配置的目的。

因此，买壳方在取得第一大股东地位后，必须重组董事会，通过董事会对上市壳公司进行清壳或内部整合，剥离不良资产，同时向壳公司注入优质资产，使壳公司资产质量、经营业绩发生质的飞跃，并加快收回投资。这一过程被称为反向收购。

反向收购是收购方培育壳公司的重要手段，主要包括如下三种情况。

(1) 清壳。清壳就是壳公司的资产剥离过程，即剥离上市公司原有的一些不良资产或积压资产，使上市公司通过转让不良资产减少亏损，还可通过高价转让资产获得一笔可观的收益。更为重要的是通过将上市公司原有的一些非经营性资产或非主营业务重点资产的转让，以使上市公司将资

^① “三无”是指无国有股、无法人股、无外资股。

金集中于主营业务。

(2) 资产注入。资产注入就是将新股东的优质资产注入上市公司，通过资产重组，上市公司主要得到的收益是优质资产所产生的新利润。上市公司购买优质资产资金来自两方面：一是资产剥离所得的资金；二是通过发行债券获得的资金。

(3) 资产置换。资产置换是指用买壳方的优良资产置换原有不良资产，这是反向收购的一种重要方式。

§ 6 业务整合

买壳上市的最后一步就是业务整合，业务整合的好坏将直接影响到上市公司的表现，因此，买壳方必须对业务整合给予足够的重视。

专栏 2.1

兰陵美酒买壳上市

“酒香不怕巷子深”，兰陵美酒在中央电视台的广告可谓家喻户晓。但是，由于受到上市额度的限制，兰陵没能通过正常的审批渠道获得上市资格，而是另辟蹊径，通过买壳实现了上市的宿愿。这是我国资本市场中较早也较为著名的借壳上市案例，具有很高的研究价值。

1. 双方概况

(1) 山东环宇股份有限公司位于我国著名老区山东省临沂市，是一家以经营批发零售业务为主的商业类公司。1988年由定向募集设立，规范后又经国家体改委批准，作为历史遗留问题，于1996年7月26日在上交所上市。公司股本为8757.225股，其中国家股占51.9%，社会公众股占48.1%。前几年，由于率先进行了股份制改造，公司取得了较好的经济效益。但好景不长，随着该市40多个专业批发市场的迅速崛起，市场形势发生了较大变化，给环宇股份的经营造成了很大冲击；再加上公司内部管理不善，经营机制没有及时转变，公司经营每况愈下，销售收入和利润连年下降，1994年利润为1678万元，1995年为773万元，1996年为106万元，1997年上半年亏损达441万元，公司最基本的运转都难以维持。1996年每股收益仅为1分钱，净资产收益率为0.8%，而1997年中期每股收益为0.048元，净资产收益率

为3.2%，环宇股份已失去了配股条件。环宇股份为摆脱困境，在经营管理上做了种种努力，但无力回天。在党的十五大精神的指导下，公司试图通过资产重组来扭转局面。

(2) 山东兰陵集团位于临沂市苍山县，是一家以酒类生产为主的大型企业集团，资产10亿元，年产饮料和酒13万吨，是全国最大的酿酒企业之一，经济效益和知名度俱佳。兰陵集团效益指标连续10年以40%的速度递增，1996年实现利税2.25亿元。该公司年纳税额占临沂市财政收入的20%以上，是当地政府的财政支柱。集团列中国工业企业综合最优500家最大工业企业的第251位，具有雄厚的资金、管理、人才优势。为谋求企业规模的更快发展，兰陵集团正积极实施资本运营，寻求上市途径。

2. 重组过程

一家公司拥有宝贵的壳资源，抱着金碗要饭吃；另一家公司则业绩良好，实力雄厚，苦于找不到上市途径。临沂市体改委积极撮合，两家公司老总一拍即合，迅速达成共识。由南方证券担当重组财务顾问，于1997年9月开始了紧张的工作。首先争取政府支持，省市国资局确定环宇股份中的国有股无偿划转给兰陵集团持有；其次是对环宇进行资产评估，按照评估确认的资产净值14521万元转让给兰陵集团；第三是兰陵集团将其优质资产——两家全资子公司平邑酒厂和郯城酒厂及其控股的兰陵美酒股份公司进行评估。兰陵集团将两家酒厂评估后的净资产分别作价3631万元和3765万元，并将占兰陵美酒股份20.6%的净资产作价7116万元，然后与环宇进行等价置换。环宇股份将几乎全部经营性资产人民商场、鲁南大厦、国贸公司等评估确认后，以净值作价14521万元出售给兰陵集团，然后购得兰陵集团所属两家全资子公司优质资产和一家控股股份公司20.6%的股份；主营业务由原来的批发零售商业变更为饮料酒和酒化工品的生产与销售；股东大会还将公司更名为“山东兰陵陈香酒业股份有限公司”，选举产生了新一届董事会，聘任了新的经理班子。至此，一家上市刚一年多的公司，在资本市场上，就通过无形之手更换了主人，“兰陵陈香”则跻身于上市公司，登上了证券市场的舞台。

应当指出，兰陵集团进入环宇股份的是优质资产。兰陵美酒股份公司总股本13000万股，公司成立三年间经济效益不断上台阶，而且

目前已致力于具有 3000 年悠久历史的营养酒的生产开发,酒市场前景广阔。而平邑酒厂和郟城酒厂生产经营形势也不错。

第 5 节 两地上市

§ 1 两地上市的概念和优点

两地上市是指一家公司的股票同时在两个证券交易所挂牌上市。对一家已上市的公司来说,如果准备在另一个证券交易所挂牌上市,那么它可以有两种形式:一是在境外发行不同类型的股票,并将此种股票在境外市场上市。我国有些公司既在境内发行 A 股,又在香港发行上市 H 股,就属于此种类型。另一种形式是在两地都上市相同类型的股票,并通过国际存托银行和证券经纪商,实现股份的跨市场流通。第二种方式一般又被称为第二上市,以存托凭证在境外上市交易就属于这一类型。

从证券市场的实际运行情况来看,将股票在两个市场同时上市具有许多优点。

(1) 每一个国际性证券市场都拥有自己的投资者群体,因此,将股票在多个市场上市会迅速扩大股东基础,提高股份流动性,增强筹资能力。

(2) 公司股票在不同市场上市,还有利于提高公司在该上市地的知名度,增强客户信心,从而对其产品营销起到良好的推动效果。

(3) 企业往往选择市场交易活跃、平均市盈率高的证券交易所作为第二上市地,通过股份在两个市场间的流通转换,使股价有更好的市场表现。

(4) 为满足当地投资者对于公司信息披露的要求,公司须符合第二上市地的法律、会计、监管等方面的规则,从而为公司的国际化管理创造条件,有利于公司提高经营管理水平。

正因为两地上市具有这些优点,所以国际上许多著名的跨国企业都分别在全球的不同交易所上市交易。我国企业也开始采用两地上市模式,截至到 1998 年, H 股中已有 8 家企业在两地上市,其中 6 家是在香港、纽约同时上市, 2 家是在香港、伦敦同时上市。 B 股中有 1 家在美国和新加坡同时上市, 1 家在国内和伦敦同时上市, 4 家在国内和美国同时上市。

§ 2 第二上市和存托凭证 (DR)

前面我们提到, 第二上市是两地上市的一种形式, 是指在两地都上市相同类型的股票, 并通过国际存托银行和证券经纪商, 实现股份的跨市场流通, 存托凭证在境外上市交易就属于这一类型。所谓存托凭证 (depository receipts, DR), 又称为存券收据或存股证, 是指在一国证券市场流通的、代表外国公司有价值证券的可转让凭证, 属公司融资业务范畴的金融衍生工具。

存托凭证的当事人, 在国内有发行公司、保管机构, 在国外有存托银行、证券承销商及投资人。形成新的存托凭证方式如下: 某国的上市公司为使其股票在外国流通, 就将一定数额的股票, 委托某一中介机构 (通常为一银行, 称为保管银行或受托银行) 保管, 由保管银行通知外国的存托银行在当地发行代表该股份的存托凭证, 之后存托凭证便开始在外国证券交易所或柜台市场交易。

从投资人的角度来说, 存托凭证是由存托银行所签发的一种可转让股票凭证, 证明一定数额的某外国公司股票已寄存于该银行在外国的保管机构, 而凭证的持有人实际上是寄存股票的所有人, 其所有的权利与原股东持有人相同。

存托凭证主要有美国存托凭证 (American depository receipts, ADR) 和全球存托凭证 (global depository receipts, GDR) 两种。ADR 是面向美国投资者发行并在美国证券市场交易的存托凭证。如果发行范围不止一个国家, 就叫 GDR。GDR 与 ADR 有很多的相同之处, 两者都是以美元标价, 都以同样标准进行交易和交割, 两者股息都是以美元支付, 而且存托银行提供的服务及有关协议的条款与保证都是一样的。

§ 3 美国存托凭证 (ADR)

(1) 概况

对于美国投资者来说, ADR 是进行特定国际投资的有效、透明、成本低廉且流动性强的方式, ADR 使得美国投资者可以用美元来购买和交易非美国的证券, 而不用考虑不同的结算过程、证券监管方式以及货币兑换等问题。通过 ADR, 美国投资者可以降低系统风险, 从而获得在美国国内市场无法获得的好处。

对于外国公司而言, ADR 提供了进入重要的美国市场的最有效的途径。ADR 方案为公司提供了分散股东基础的简便方法, 可以提高公司股

票的流动性，还可以提高该公司在美国市场的形象和认知度。另外，ADR 还为非美国公司的美国雇员提供了投资于公司的雇员股票购买方案的简便方法。

ADR 的供求两方面都在不断发展。从供给方面来看，ADR 是外国筹资者进入美国资本市场的一种常见方式，美国资本市场无疑是世界上最吸引外国发行者的资本市场。美国资本市场不仅十分富有效率，同时也是世界上最大的。比起其他国家，美国对外国发行者的进入限制很少，并且由于美国市场的有效性，这些限制是值得克服的。在需求方面，美国的投资者在寻求投资的更高收益和投资的分散化。有时，某些 ADR 在美国提供的流动性要高于该公司在母国当地市场上发行的股票提供的流动性。此外，美国法律为了保护国内投资者的利益，规定某些机构投资者不准投资于美国以外的公司股票，但对于外国企业在美国发行的 ADR 则是视同美国的证券，允许投资。表 2.4 列出了最大的 10 家 ADR 投资公司。

表 2.4 最大的 10 家 ADR 投资公司

机构投资者	ADR 投资额(百万美元)
富达投资与调查公司(Fidelity Management & Research)	11573
布伦迪投资合伙人公司(Brandes Investment Partner)	5753
资本调查与管理公司(Capital Research & Management)	5607
富兰克林顾问公司(Franklin Advisors)	4588
投资资本管理公司(Invest Capital Management)	3921
普特纳姆投资管理公司(Putnam Investment Management)	3562
资本保管信托公司(Capital Guardian Trust Company)	3479
J·P·摩根投资管理公司(J.P. Morgan Investment Management)	3301
威灵顿管理公司(Wellington Management Company)	3221
美林资产管理公司(Merrill Lynch Asset Management)	2665

(2) ADR 的基本类型

ADR 一般有两种类型：无主办人的 ADR 和有主办人的 ADR。无主办人的 ADR 由一家或几家存托银行视市场情况而发行，但它们与外国发行公司之间并没有正式协议。有主办人的 ADR 则是由外国发行公司通过一份存托协议书或者服务合同指定的一家存托银行来发行的，包括一级 ADR、二级 ADR、三级 ADR 以及 144A 规则下的 ADR 四种。有主办人的 ADR 只能由一家存托银行发行，而且不能同时发行无主办人的 ADR，因为就同一种外国证券发行的有主办人的 ADR 和无主办人的 ADR 的交易价

格不同，这样会造成混乱。两种 ADR 的价格之所以不同，是因为在有主办人的 ADR 中，发行人将部分收入用于补偿费用，而在无主办人的 ADR 下，ADR 的持有人负担这些费用。

① 无主办人的 ADR

无主办人的 ADR 不是应外国发行者的要求而是银行应投资者的要求而发起的，由于发行者与存托银行之间没有存款协议，发行者对无主办人的 ADR 方案几乎没有任何控制权。

无主办人的 ADR 情况下的股票不作登记要求，只要将 ADR 在 SEC 登记就可以了。为了寻求对全套报告要求的豁免，存款银行和发行者一起按照规则 12g3-2(b) 向 SEC 递交申请，如果 SEC 同意了他们的申请，发行者就会得到通知，告知其已经被包括在有权申请豁免的外国发行者的名单中，并已被指定了一个档案号。当收到 SEC 的同意通知时，存托银行就着手填写表 F-6，这是一个只需要进行有限披露的申请上市登记报告。外国发行人不是该文件的签字人，通常对 ADR 的登记不承担任何义务或责任。在得到 SEC 对表 F-6 的同意答复后，无主办人的 ADR 就能（而且只能）在柜台市场上交易。SEC 要求将发行者在母国发生的重大事项通知 SEC 和美国投资者，但 SEC 并不要求将这些材料翻译成英语或将其与美国的公认会计准则（GAAP）相协调。

无疑，无主办人的 ADR 为发行者提供了一条扩大美国投资者基础的便宜且简单的途径，SEC 对这种形式的 ADR 的约束和报告要求都是最低的。但是，这种无主办人的 ADR 由于难以控制及存在隐匿成本的嫌疑而被认为过时，基本上已经不复存在。

② 一级 ADR

一级 ADR 是外国公司进入美国资本市场最简便的方法。由于一级 ADR 是在美国的柜台市场交易，所以这些公司不必遵循美国的公认会计原则（GAAP）和符合 SEC 的信息充分披露的要求。一般来说，一级 ADR 既可以使国外公司享受其证券在美国公开交易的优点，又无需改变其目前的申报方法。因此，一级 ADR 是 ADR 中发展最快的一个部分。在美国交易的 ADR 大多数采取这一形式。我国多家上市公司，如广船国家、上海氯碱、二纺机、浦东金桥、外高桥、陆家嘴、轮胎橡胶、青岛啤酒和深深房等，都是通过建立一级 ADR 在美国柜台市场交易。但是，一级 ADR 不具有在美国纽约交易所等全国性交易市场上市的资格。所以，不少公司从一级 ADR 开始做起，进而升级到较高级的 ADR。

③ 二级 ADR

二级 ADR 可以在美国全国性证券交易所和纳斯达克市场上市，因而能够更大程度的提高 ADR 的影响力、吸引力和流动性。但是公司也要满足更加苛刻的条件，如必须符合 SEC 的注册和申报要求，并按照 GAAP 编制会计报告，履行严格的信息披露要求。此外，这些公司还必须满足拟上市地点的上市条件。例如，拟在纽约证券交易所上市，就必须满足纽约证券交易所对国外上市公司和 ADR 上市的条件。二级 ADR 适用于那些希望在不进行公开售股的情况下提高其股份的公开性和流动性的非美国上市公司。建立二级 ADR 的成本一般在 20 万美元到 70 万美元之间。二级 ADR 通常是从一级 ADR 开始的。

④ 三级 ADR

三级 ADR 是通过公开募股出售给社会公正的 ADR。发行公司根据美国 1933 年证券法（填制 F-1 表格和 F-6 表格）注册其募股计划，并根据美国 1934 年证券交易法（填制 20-F 表格和 6-K 表格）进行申报。三级 ADR 在一家证券交易所或纳斯达克上市。国外发行公司必须按照 GAAP 编制会计报表和符合它选择的证券交易所的上市要求。三级 ADR 适用于准备通过公开募股在美国筹集 4000 万美元资金以上，所在国对外国投资甚少或者没有限制的发行公司。建立三级 ADR 的成本在 50 万美元到 200 万美元之间。我国的吉林化工、上海石化、山东华能和华能国际等公司就是通过发行三级 ADR 在纽约证券交易所上市。

综上所述，在这三种方案中，一级 ADR 允许外国公司无需改变现行的报告制度就可以享受公开交易证券的好处，想在一家美国交易所上市的外国公司采用二级 ADR，而想要在美国市场上筹集资本的公司采用三级 ADR。ADR 的级别越高，所反映的 SEC 登记要求就越高，对机构投资者和零散投资者而言，该 ADR 的吸引力也就越大。

⑤ 规则 144A 下的 ADR

不同于三级 ADR 的另一个选择是，外国公司可以通过规则 144A 下的 ADR 进入美国的私募市场，并且可以在筹集资本时不用遵循 SEC 全套的登记及信息披露要求。发行规则 144A 下的 ADR 的成本大大低于三级 ADR。

但是，规则 144A 下的 ADR 只能在合格的机构投资者（qualified

institutional buyer, QIB)^① 之间进行交易, 这样, 其流动性无疑受到了一定的限制。

本章总结

1. 发行上市, 又称股票上市, 是指已经发行的股票经证券交易所批准后, 在交易所公开挂牌交易的法律行为。上市有利于企业筹集资金、提高企业的资信、完善企业治理结构。同时, 股票上市也在以下几方面增加了企业的压力和运作成本: 信息公开披露; 增大经营者压力; 分散控制权; 运作费用加大。

2. 上市标准又称为上市条件, 是证券交易所对申请公司提出的各方面具体要求, 只有符合这些要求的公司, 才有条件向证券交易所提出上市申请。

3. 上市标准一般包括两个方面: 一是建立一套考察指标体系; 二是规定在各个指标上申请公司应该满足的最低要求。虽然各个证券交易所具体指标的选定和要求满足的最低标准有所不同, 但对这些考察的指标大体上可以归纳为如下四个方面: 业绩和业务、股本和股东、公司治理结构、信息披露。

4. 股票公开发行人和承销主要包括如下步骤: 选择发行人、在竞争中获选为主承销商、组建 IPO 小组、尽职调查、制定与实施重组方案、制定发行方案、编制募股文件与申请股票发行、路演、确定发行价格、组建承销团与确定承销报酬、稳定价格、墓碑广告。

5. 分拆上市指的是已上市公司将其部分业务或者是某个子公司独立出来, 另行公开招股上市。分拆上市对母上市公司的影响主要表现在如下三方面: 对母公司的股价带来积极的推动; 有助于母公司主业的转型; 有利于母公司拓展海外业务。分拆上市对分拆公司的影响表现在如下几方面: 股本变化; 收益提升; 股价; 开辟新的融资渠道。

6. 买壳上市是指非上市公司通过收购上市公司股份, 获得上市公司的控制权, 然后利用反向收购方式注入自己的相关业务和资产。买壳

^① 合格的机构投资者 (QIB) 被定义一家可以自主决定拥有并投资一家非关联实体的证券, 且总额不低于 1 亿美元的机构。对登记的经纪人和交易商而言, 这一要求金额的下限为 1000 万美元。

上市的程序包括买壳上市的成本收益分析、选择买壳上市的对象、买壳、资产剥离、反向收购、业务整合等几个阶段。

7. 两地上市是指一家公司的股票同时在两个证券交易所挂牌上市。对一家已上市的公司来说,如果准备在另一个证券交易所挂牌上市,那么它可以有两种形式:一是在境外发行不同类型的股票,并将此种股票在境外市场上市。另一种形式是在两地都上市相同类型的股票,并通过国际存托银行和证券经纪商,实现股份的跨市场流通。第二种方式一般又被称为第二上市,以存托凭证在境外上市交易就属于这一类型。

8. 存托凭证又称为存券收据或存股证,是指在一国证券市场流通的代表外国公司有价证券的可转让凭证,属公司融资业务范畴的金融衍生工具,它是第二上市的一种重要形式。

思考题

1. 什么是发行上市?试述发行上市对上市公司的利弊。
2. 一般来说,上市标准的考察指标体系包括哪些内容?
3. 投资银行选择发行人的标准是什么?发行人选择主承销商的标准又是什么?
4. 承销有哪几种方式,它们之间有什么区别?
5. 什么是尽职调查,股票发行中尽职调查的内容有哪些?
6. 路演在股票公开发行和承销中有哪些作用?
7. 股票承销中,投资银行有哪些稳定价格的技巧?
8. 墓碑广告对投资银行意味着什么?
9. 名词解释:发行上市 分拆上市 买壳上市 两地上市 存托凭证(DR) 美国存托凭证(ADR)
10. 分拆上市对母公司和分拆公司的影响分别有哪些?
11. 试述买壳上市的主要程序。
12. 两地上市的优点有哪些?
13. ADR 有哪些基本类型?

第3章

证 券 交 易

本章概要

如果说证券承销业务是投资银行的一项核心业务，那么，证券交易业务就是投资银行之所以能够顺利开展承销业务的一项基础性业务，它不但为投资银行提供了大量的日常收入，而且还使得投资银行与众多的投资者建立了广泛的联系，从而为开展证券承销业务提供了良好的基础条件。投资银行主要以三种角色进行证券交易业务：证券经纪商 (brokers)、证券自营商 (dealers) 和证券做市商 (market makers)。本章首先介绍证券交易的一般理论，然后分别介绍投资银行的经纪业务、自营业务和做市商业务。

学习目标

通过本章的学习，首先应该掌握证券交易的一般理论，其次要对投资银行的经纪业务、自营业务以及做市商业务的不同操作模式和责任关系有较明确理解与较准确的把握。

山区烈性酒的销售者和船上的赌博者，慷慨运动和边界黑豹，黑腿吹牛人和黑人暴徒，从肯塔基来的长刀会人和纽约来的小斧党人、债券人、经纪人和开小差的人——走向一个经纪人的村庄，经纪人还在经营。

——尼尔森·艾尔格伦：《成长中的芝加哥》

第 1 节 证券交易的一般理论

§ 1 证券交易市场

证券交易市场也称二级市场、次级市场，是指对已经发行的证券进行买卖、转让和流通的市场。证券交易市场主要分为场内交易市场和场外交易市场两种形式。

(1) 场内交易市场

场内交易市场又称证券交易所市场，是指由证券交易所组织的集中交易市场，有固定的交易场所和交易活动时间。证券交易所接受和办理符合有关法令规定的证券上市买卖，投资者则通过证券商在证券交易所进行证券买卖。

从组织形式上看，证券交易所可分为会员制和公司制两种类型。会员制证券交易所是以会员协会形式成立的不以营利为目的的组织，主要由证券商组成，实行会员自治、自律、自我管理。只有会员及享有特许权的经

纪商，才有资格在交易所中进行交易。会员制证券交易所最高权力机构是会员大会，理事会是执行机构，理事会聘请经理人员负责日常事务。目前大多数国家的证券交易所均实行会员制，我国规定，证券交易所必须是会员制的事法人，所以我国的上海、深圳证券交易所都实行会员制。

公司制证券交易所以营利为目的，它是由各类出资人共同投资入股建立起来的公司法人。公司制证券交易所对在本所内的证券交易负有担保责任，必须设有赔偿基金。公司制证券交易所的证券商及其股东，不得担任证券交易所的董事、监事或经理，以保证交易所经营者与交易参与者的分离。美国的纽约证券交易所、瑞士的日内瓦证券交易所都是公司制。

场内交易市场是证券交易市场中最重要、最集中的交易市场，它不仅为投资者提供公开交易的场所，也为证券交易双方提供多种服务。一般地说，证券交易所的基本职责包括：提供证券交易的场所和设施；制定证券交易所的业务规则；接受上市申请并安排证券上市；组织并监督证券交易；管理和公布市场信息。

（2）场外交易市场

场外交易市场是指在交易所外由证券买卖双方当面议价成交的市场，它没有固定的场所，也没有正式的组织，实际上是一种通过电讯系统直接在交易所外面进行证券买卖的交易网络。场外交易市场的一个共同特点是，它们都是在国家法律限定的框架内，由成熟的投资者参与，接受政府管理机构的监管。

具体来说，场外交易市场又可以分为以下几类。

① 柜台市场（over the counter, OTC），也称店头市场。在柜台市场交易的证券，主要是按照法律规定公开发行而未能在证券交易所上市的证券。在柜台市场采用议价交易的做法，由买卖双方协商决定，一般在柜台市场只进行即期交易。柜台市场一般有固定的场所，一般是证券经营商的营业处，但它不是严格意义上的固定的场所，因此，属场外交易市场中的一种。目前，柜台市场最为典型、最为发达的是美国的纳斯达克（NASDAQ）。事实上，美国有 1/3 的普通股，大部分的公司债券和所有的政府债券、市政证券，都是在场外交易市场进行买卖活动。

② 第三市场，又称为店外市场，它是靠交易所会员直接从事大宗上市股票交易而形成的市场。由于通过证券交易所交易证券，需向证券交易所支付佣金，佣金比率按交易额大小有所不同，大笔交易的数量大，因此佣金负担自然高，于是就产生了交易所会员直接完成交易的情况。这样证

券交易业务成本低，且成交迅速，其主要客户是机构投资者。

③ 第四市场，是指投资者完全绕过证券商，自己相互之间直接进行证券交易而形成的市场。由于科技迅速发展，特别是计算机和通讯技术日益发达，买卖双方只需通过计算机系统，通过终端设备进行交易。因而第四市场交易成本低、成交快、保密好，具有很大潜力。

§ 2 证券交易的方式

证券交易方式就是证券交易的方法和形式。早期的证券交易主要是现货交易，一手交钱一手交证券，但随着证券市场的逐步成熟和证券交易规模的日益扩大，证券交易方式也不断发展，从低级逐渐走向高级，从简单走向复杂，从单一交易方式发展为复合交易方式。

根据不同的标准，证券交易方式可以进行不同分类，见表 3.1。

表 3.1

证券的主要分类

分类依据	证券交易方式
证券交易完成的交割期限	现货交易、远期交易、期货交易和期权交易
交易的价格形成方式	做市商交易和竞价交易
证券交易付款资金的来源	现金交易和保证金交易
证券交易场所的不同	场内交易和场外交易

(1) 现货交易、远期交易、期货交易和期权交易

按证券交易完成的交割期限的不同，证券交易方式可分为现货交易、远期交易、期货交易和期权交易。

最原始的现货交易是指在现场成交的同时，一手交钱一手交证券，交易完成时钱货两清。在现代证券交易中，证券的成交和证券的实际清算与交割之间通常存在时差，但只要在成交之后到清算和交割之前，证券与资金处于冻结状态，也称为现货交易。

远期交易是指证券交易双方许诺，在将来某一特定时间以协定价格进行证券的交易，买方处于多头地位，卖方处于空头地位。

期货交易与远期交易一样，也是证券交易双方约定，未来以某种价格交易某种证券。所不同的是，期货交易是一种标准化的远期交易方式。在期货合约中，交易的品种、规格、数量、期限、交割地点等，都已经标准化。

远期交易和期货交易中，交易人承担了到期交割的业务（或提前平

仓)，而期权交易则给予交易人一种选择权，而给强制性义务。期权合约大致有两类：看涨期权和看跌期权。

（2）做市商交易和竞价交易

根据交易的价格形成方式的不同，证券交易方式可划分为做市商交易（dealer trading）和竞价交易（auction trading）。

做市商交易是指证券交易的买卖价格均由做市商给出，证券买卖双方并不直接成交，而是从做市商手中买进或向做市商卖出证券，做市商则以其自有资金进行证券买卖。

竞价交易是指证券交易双方的订单直接进入或由经纪商呈交到交易市场，在市场的交易中心以买卖价格为基准，按照一定的原则进行撮合。

（3）现金交易和保证金交易

按证券交易付款资金的来源，可将证券交易分为现金交易、保证金交易。

现金交易指证券买卖过程中，投资者支付全部证券价款，买进委托必须全部以现金完成。

保证金交易又称信用交易、垫头交易，是指投资者在缺乏足够的资金以支付购买证券所需的价款，或没有足够的证券可供卖出时，可在委托有效期内，只需按规定的保证金比率向经纪商缴纳保证金，其余款项（或证券）由经纪商垫付，而买进或卖出证券的一种证券信用交易方式。

（4）场内交易和场外交易

根据证券交易场所的不同，证券交易可划分为场内交易和场外交易。前面已经对这两种交易进行介绍，这里不再重复。

§ 3 投资银行在证券交易中的作用

投资银行主要以三种角色进行证券交易业务：证券经纪商、证券自营商和证券做市商。

（1）证券经纪商

证券经纪商（brokers）就是接受客户委托、代客买卖证券并以此收取佣金的投资银行。证券经纪商以代理人的身份从事证券交易，与客户是委托代理关系，证券经纪商必须遵照客户发出的委托指令进行证券买卖，并尽可能以最有利的价格使委托指令得以执行，但证券经纪商并不承担交易中的价格风险。

证券交易方式的特殊性、交易规则的严密性和操作程序的复杂性，决

定了广大证券投资者很难直接进入交易市场（尤其是证券交易所）进行交易活动，因此需要通过具备一定条件的证券经纪商进行交易。证券经纪商主要有如下两个作用：第一，充当证券买卖的媒介。证券经纪商充当证券买方和卖方的经纪人，发挥着沟通买卖双方并按一定要求迅速、准确地执行指令和代办手续的媒介作用，从而提高了证券市场的流动性和效率。第二，提供咨询服务。证券经纪商一旦和客户建立了买卖委托关系，就有责任向客户提供及时、准确的信息和咨询服务。这些咨询服务包括上市公司的详细资料、公司和行业的研究报告、经济前景的预测分析和展望研究、有关股票市场的近期变动态势的商情报告、有关资产组合的评价和推荐等。

（2）证券自营商

证券自营商（dealers）是指以盈利为目的、运用自有资本进行证券买卖的投资银行。投资银行用自己的资金从证券持有者手中买入，再向证券购买者卖出，随行就市，风险由投资银行自己承担。

证券自营商可以分为三大类：一是从事投资业务的投机商，它们从证券价格变化中谋取利润；二是从事套利业务的套利商，主要从相关价值错位中套取利润；三是从事风险套利活动的风险套利商，风险套利商主要从事股票市场上并购活动或公司破产重组等其他形式重组活动中的套利。

投资银行担任证券自营商角色，有以下几个特点：第一，投资银行必须有一定量的资金，以满足其资金周转需要；第二，投资银行买卖证券主要不是为了获取股利、利息和红利，而是赚取买卖差价；第三，投资银行自己承担自营交易的风险。

（3）证券做市商

证券做市商（Market makers）是指运用自己的账户从事证券买卖，通过不断的买卖报价，维持证券价格的稳定性和市场的流动性，并从买卖报价的差额中获取利润的金融服务机构。具体来说，做市商对他做市的证券不断向公众交易者报出买卖价格，并在所报价格上接受公众买卖要求，为投资者承担某一个证券的买进和卖出，而做市商则通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用，并获得相应利润。

同经纪商相比，做市商不依靠佣金收入，而是靠买卖差价赚取收入。另外，尽管证券做市商与自营商一样都是靠买卖差价赚取收入，但两者之间也有明显差别。第一，做市商从事交易的主要动机是创造市场并从中获利，而自营商持有证券头寸并非是做市的需要，而是期望从价格水平变动

中获利；第二，做市商通常是在买卖报价所限定的狭窄范围内从事交易，所以赚的差价是有限的，因而做市商冒的风险小，而自营商是为了从差价中赚取盈利，对自营商来说则差价越大越好，所以其冒的风险大。

第 2 节 投资银行的证券经纪业务

证券经纪业务是指投资银行接受客户委托，按照客户的要求，代理客户买卖证券的业务，并以此收取佣金。投资银行从事证券经纪业务时只是作为证券交易双方的代理人，本身并不持有任何的证券头寸，因而也没有任何的价格风险，此时，投资银行所扮演的就是证券经纪商（brokers）角色。

证券经纪业务包括开设账户、委托买卖、竞价成交、证券结算等四个阶段^①。

§ 1 开设账户

证券经纪业务的第一步就是开设账户，即投资者在证券经纪商处开立证券交易结算资金账户。所谓证券交易结算资金账户，是投资者用于证券交易资金清算的专用账户。投资者在证券经纪商处开立证券交易结算资金账户并存入证券交易所需资金，就具备了办理证券交易委托的条件，这也就意味着证券经纪商与投资者之间建立了经纪关系。

资金账户主要分为现金账户和保证金账户两种：①现金账户（cash account）。开设这一账户的客户最为普遍，一切用现金交易，只要能迅速付款和交付证券，客户就可以在这种账户下委托经纪商进行证券买卖。大部分个人和几乎所有大额投资者，如保险公司、企业或政府的退休基金、互助基金等，开设的都是这种账户。②保证金账户（margin account）。在这种账户下，客户可以用少量的资金买进大量的证券，其余的资金由经纪商给投资者垫付，作为经纪商给投资者的贷款。所有的信用交易（如买空和卖空交易和大部分期权交易），由于交易的性质，只能在这种保证金账户下进行。

投资银行在担任证券经纪商时，有两个原因使得它必须了解自己的委

^① 中国证监会从业资格考试委员会办公室：《证券交易》，上海财经大学出版社 2001 年版。

托人：第一，经纪商必须把客户的利益放在首位，这是公认的存在于经纪人和委托人之间的关系，而要做到这一点，对客户了解是最基本的。例如某一交易或工具对这个客户是有利的，但不一定对另外的客户也适用，只有在对客户了解的基础上，经纪商才能决定什么对他合适，什么对他不合适。第二，经纪商应注重自己的职业声誉及自身资产的安全性，所以在接受开户时，应对委托人的情况进行了解。一方面，证券经纪商可以熟悉委托人的情况，避免接受不符合法律规定的客户；另一方面可以及时了解委托人的实力与信誉，避免在接受委托后才发现委托人的资金、信用等方面的缺陷，防止由于上述情况造成的损失。

§ 2 委托买卖

客户在开设账户之后，就可以通过各种委托指令委托经纪商代他进行证券买卖了。

(1) 委托指令

客户下达给经纪商的委托指令分为 6 种类型。

① 市价委托指令 (market order)。市价委托只制定交易数量，而不给出具体的交易价格，但要求该委托进入交易大厅或交易撮合系统时以市场上最好的价格进行交易。市价委托的好处在于它能保证即时成交，相对于其他类别的委托报价方式而言，它消除了因价格限制不能成交时所产生的价格风险。根据各国股市交易的经验，机构投资者基于对市场信息的判断而对交易的即时性要求很高，这类投资者普遍采用市价委托报价方式；从买卖双方的交易比例来看，卖出时使用市价委托的比例要高于买进时的比例，表明投资者在出货时对时机的即时性要求较高，而进货时更多使用限价委托。

② 限价委托指令 (limit order)。客户向证券经纪商发出买卖某种股票的指令时，不仅提出买卖的数量，而且对买卖的价格作出限定。即在买入股票时，限定一个最高价，只允许证券经纪商按其定的最高价或低于最高价的价格成交；在卖出股票时，限定一个最低价，只允许证券经纪商按期规定的最低价或高于最低价的价格成交。限价委托的一个最大特点是，股票的买卖可以按照投资人希望的价格或者更好的价格成交，有利于投资人实现投资计划，获取最大利益。

③ 止损委托指令 (stop order)。这种委托要求经纪商在市场价格达到一定水平时，立即以市价或以限价按客户指定的数量买进或卖出，目的在

于保护客户已获得的利润。它本质上是限价委托和市价委托的结合应用，在价格低于客户指定价格的时候，止损委托指令相当于市价委托指令。例如客户已按每股 80 元的价格买进 A 公司股票，而目前该股票的市场价格已达到每股 90 元，故他在账面上已获得了每股 10 元的盈利。如果客户担心市场价格下跌，就可以要求经纪商实行止损委托，比如在价格下跌至 85 元时，就出售股票，这样他仍可保住每股 5 元的盈利。

上述三种委托指令是最基本的指令，除此以外，还有下面几种委托指令。

④ 定价全额即时委托指令 (fill or kill)。客户根据市场上现行的价格水平，要求经纪商按照给定的委托价格和交易数量，立即到市场上进行交易。如委托进入市场时，市场上的价格正好是委托价格或比委托价格更好的价格，同时又能全额满足，则可马上成交，否则其委托自动取消。与定价即时交易委托方式相比，定价全额即时委托要求必须是全额交易。

⑤ 定价即时交易委托指令 (immediate or cancel)。客户根据市场上现行的价格水平，要求经纪商按照给定的委托价格，立即到市场上进行交易。如委托进入市场时，市场上的价格正好是委托价格或比委托价格更好的价格，则可以马上成交，否则其委托自动取消。这种委托报价方式与限价委托方式的主要区别是，它要求即时交易而不等待；与定价全额即时委托方式的区别是并不要求一定是全额交易。

⑥ 开市和收市委托指令 (market at open or close)。开市和收市委托要求经纪商在开市或闭市时，按市价或限价委托方式买卖股票，与前五种委托报价方式相比，开市和收市委托的主要区别在于限定成交时间，而对具体的报价方式没有严格要求。

各国股票市场由于历史成因和交易制度的差异，在交易委托方式的选择上各有侧重。纽约证券交易所几乎涵盖了上述各种委托报价类型，而市价委托和限价委托则在世界上主要证券市场普遍采用。

(2) 证券经纪商执行委托指令时的重大责任

证券经纪商对客户负有使委托指令获得最好的足额执行的责任，具体表现为以下几点。

第一，经纪商必须不折不扣地执行客户的指令，既不能不经客户同意就改变指令执行的时间、执行的价格和执行的内容，也不能过分劝告客户改变指令，并且在执行指令前的任何时间都保留客户取消指令的权利。

第二，经纪商必须对客户在交易中获得的收益负保密责任。

第三，经纪商不能违反证券交易的法规，而且必须对由于本人的错误而造成的损失负责。

§ 3 竞价成交

证券市场的市场属性集中体现在竞价成交环节上，特别是在高度组织化的证券交易所内，会员经纪商代表众多的买方和卖方，按照一定规则和程序公开竞价，达成交易。

(1) 竞价原则

证券交易按价格优先、时间优先原则竞价成交。价格优先原则表现为：价格较高的买进申报优于价格较低的买进申报，价格较低的卖出申报优先于价格较高的卖出申报。时间优先原则表现为：同价位申报，依照申报时序决定优先顺序。

(2) 竞价方式

目前，证券交易一般采用两种竞价方式：集合竞价和连续竞价。

①集合竞价。在集合竞价方式下，所有的交易订单不是在收到之后立刻予以竞价撮合，而是由交易中心（如证券交易所的电脑撮合中心）将在不同时间点收到的订单积累起来，到一定的时刻再进行集中竞价成交。

集合竞价是这样确定的：首先，系统对所有买入有效委托者，按照委托限价由高到低的顺序排列，限价相同者按照进入系统的时间先后排列；对所有卖出有效委托者，按照委托限价由低到高的顺序排列，限价相同者按照进入系统的先后排列。其次，系统根据竞价原则，自动确定集合竞价的成交价，所有成交均以此价格成交；集合竞价的成交确定原则是，以此价格成交，能够得到最大成交量。最后，系统依序逐步将排在前面的买入委托与卖出委托配对成交，即按照“价格优先，同等价格下时间优先”的成交顺序依次成交，直到不能成交为止，即所有买入委托的限价均低于卖出委托的限价。未成交的委托排队等待成交。

许多证券市场每日交易的开盘价都是由集合竞价决定的，此外，一些市场交易不活跃的股票（如巴黎证券交易所的 FA、FB 类股票）也采取集合竞价交易方式。

②连续竞价。在连续竞价方式下，证券交易可在交易日的各个时点连续不断地进行。投资者在作出买卖决定后，向其经纪商作出买卖委托，经纪商再将该买卖订单输入交易系统，交易系统即根据市场上已有的订单进行撮合，一旦按照有关竞价规则有与之相匹配的订单，该订单即刻可以得

以成交。

连续竞价时，成交价格的决定原则是：最高买进申报与最低卖出申报价位相同；买入申报价格高于市场即时的最低卖出申报价格时，取即时揭示的最低卖出申报价位，卖出申报价格低于市场即时的最高买入申报价格时，取即时揭示的最高买入申报价位。

随着世界市场的发展，世界多数证券市场在大部分交易时间均采用连续竞价方式交易。

(3) 竞价结果

竞价的结果有三种可能：全部成交、部分成交、不成交。

① 全部成交。委托买卖全部成交，经纪商应及时通知委托人按规定的时间办理交割手续。

② 部分成交。委托人的委托如果未能全部成交，经纪商在委托有效期内可继续执行，直到有效期结束。

③ 不成交。委托人的委托如果未能成交，经纪商在委托有效期内可继续执行，等待机会成交，直到有效期结束。

§ 4 证券结算

证券结算是证券清算和交割交收两个过程的统称，清算与交割交收是整个证券交易过程中必不可少的两个环节。

(1) 清算与交割交收的定义

证券清算主要是指在每一个交易日中，每个经纪商成交的证券数量与价款分别予以轧抵，对证券和资金的应收或应付净额进行计算的处理过程。

在证券交易过程中，当买卖双方达成交易后，应根据证券清算的结果，在事先约定的时间内履行合约。买方需交付一定款项获得所购证券，卖方需交付一定证券获得相应价款。在这一钱货两清的过程中，证券的收付称为交割，资金的收付称为交收。

(2) 证券结算的主要方式

证券结算主要有两种方式：净额结算和逐笔结算。

① 净额结算方式，又称差额结算，就是在一个结算期中，对每个经纪商价款的结算只计其各笔应收、应付款项相抵之后的净额，对证券的结算只计每一种证券应收、应付相抵后的净额。净额结算方式的主要优点是可以简化操作手续，提高结算效率。应该注意的是，结算价款时，同一结

算期内发生的不同种类证券的买卖价款可以合并计算，但不同结算期发生的价款不能合并计算；结算证券时，只有在同一清算期内且同一证券才能合并计算。

② 有的结算机构也采用逐笔结算，即对每一笔成交的证券及相应价款进行逐笔结算，主要是为了防止在证券风险特别大的情况下净额结算风险积累情况的发生。

第 3 节 证券自营业务

证券自营业务是指为了从价格变动中或从相对价值差异中获利而持有金融工具或头寸的行为。从价格变动中获利的行为是投机（speculation），而从相对价值差异中获利的行为是套利（arbitrage）。大多数投资银行都从事证券自营业务，此时，投资银行扮演的是证券自营商（dealers）的角色。应当着重指出的是，投资银行的自营业务和经纪业务是由不同部门负责，并且部门之间设有防火墙（Chinese wall），采取绝对分开的原则，而且投资银行在从事自营业务的时候必须遵守一定的规则。

本节介绍投资银行从事自营业务的两个主要类型：投机交易和套利交易^①。

§ 1 自营商的投机交易

（1）投机的含义

投机（speculation）是指自营商期望能够通过预测证券价格的变动方向而获取价差收益。如果自营商认为价格将上升，就会买入证券，希望将来以一个更高的价格将其出售；如果自营商认为价格将下降，他就会卖出或卖空证券，待价格回落进行对冲，从而获利。

投资银行在证券市场从事投机交易至少起到了两个积极作用：第一，投机有助于证券市场的价格发现作用；第二，投机具有活跃证券市场、引导市场资源有效配置的作用。

（2）投机的策略

① 绝对价格交易。绝对价格交易是指自营商根据某种资产的价格与

① 范学俊：《投资银行学》，立信会计出版社 2001 年版，第三章第四节。

其价值的差异程度的预测来调整其持有的证券头寸的交易行为，同时对其持有的证券头寸并不进行套期保值。例如某个投资银行的研究部门通过分析得出，某种股票目前价位是绝对低的，并且预测不久将上升，于是发表一份报告。而股票自营商认为，报告分析是正确的，于是就在市场上买进该种股票。当然，在此过程中，股票自营商自己也同时做分析，通过收集信息或凭信息或凭自己的直觉和预感，因此，他们有时也并不总是同意或采纳研究部门的意见。

② 相对价格交易。相对价格交易是指自营商根据对两种资产收益率的差距的相对变动预测，来调整其持有的证券头寸的交易行为。相对价格交易在债券交易操作中最为典型。例如 AAA 级的公司债券和国债之间的收益率差为 0.3，国债收益率低，如果投资银行预测到这种收益率差距还将扩大，那么投资银行就应当卖出公司债而买进国债，而当收益率真的扩大时，投资银行再卖出国债买进公司债。

③ 信用等级交易。信用等级交易是指自营商以信用等级预测作为交易的基础，主要也用在债券交易中。如果自营商预测债券的信用等级将下降，则将这些债券卖空；如果预测债券的信用等级将上升，则将这些债券买空。投资银行的研究部往往从事大量的信用分析并试图预测信誉等级的变化。

§ 2 自营商的套利交易

(1) 套利的含义

套利 (arbitrage) 是指通过价格差异获得收益，通常是利用证券在两个或两个以上的市场中的价格差异，同时进行买卖，从差价中获取收益。

(2) 套利的策略

① 空间套利。空间套利是最简单的一种套利方式，套利者通过寻找不同市场上同一类证券当期价格的差异而获得收益。

② 时间套利。时间套利即跨期套利，是指通过对某些资产的现货买进、期货卖出，或现货卖出、现货买进的方法，从寻求现期价格与远期价格的差异中谋求收益的一种套利方式。

§ 3 投资银行进行自营业务必须遵循的原则

(1) 客户委托优先原则；

(2) 不能纯粹以盈利为目的；

- (3) 必须向客户和交易所标明自营买卖的行为；
- (4) 必须保持合理的流动性资产；
- (5) 公开交易原则；
- (6) 价格制定原则；
- (7) 事后监督原则。

第 4 节 证券做市商业业务

证券做市商 (market makers) 是指运用自己的账户从事证券买卖, 通过不断地买卖报价, 维持证券价格的稳定性和市场的流动性, 并从买卖报价的差额中获取利润的金融服务机构。本节我们将对投资银行的做市商业业务进行介绍。

§ 1 投资银行充当做市商的动机

投资银行出于如下 3 个原因充当做市商^①。

第一, 投资银行想从证券交易中获利。做市商在维持市场流动性的同时, 可从买卖报价中赚取价差, 这就是市场对做市商提供服务的报酬。在市场比较平静的时候, 做市商的活动很简单, 它们提供买卖报价, 应交易对手请求成交。只要定价准确, 符合市场供需关系, 那么他买后, 继之以卖, 卖后继之以买, 如此往复, 所持头寸就可保持相对稳定, 同时又可赚取买卖价差。如果他的定价过高, 则更多的人愿意向他出售证券, 从而使其证券存货增加, 在这种情况下, 他就要降低定价; 反之, 如果定价过低, 更多的人将从他那儿买进证券, 于是他的证券存货将减少, 甚至可能是负数 (空头)。作为做市商是不希望他所持有的证券存货大起大落, 所以他必须控制头寸并相应地调整他的价格。

第二, 投资银行进入二级市场充当做市商, 是为了发挥和保持良好的定价技巧, 辅助其一级市场义务的顺利开展。在二级市场上积累了丰富的投资银行, 往往拥有娴熟的定价技巧, 投资银行将这种技巧运用在市场新股发行中, 便能在承销和分销中为发行公司订立一个较适当的发行价, 为发行公司尽可能募集到更多的资金, 而不必出售发行公司更多的股

^① 范学俊:《投资银行学》, 立信会计出版社 2001 年版, 第 126 ~ 127 页。

权和承担超常的风险，投资银行在定价方面声誉鹊起，能够有效地为自己赢得更多的发行业务。

第三，发行公司希望自己的股票在二级市场上市后具有较高的流动性和较佳的股价走向，为此，发行公司要寻觅一个愿意为其股票“做市”的金融机构作为其主承销商。投资银行为了争取到发行业务，维系与发行公司良好的关系，一般都会在二级市场上为其发行的股票做市，以保持股价的大致稳定，直到有其他自营商进入该只股票，它才考虑退出。当然投资银行在做市时，要根据市场条件向市场交易者提供报价，一味托市而开出偏离市场的高价，会让投资银行的该只股票的头寸大量增加。因此，投资银行能否安然承担做市商，在很大程度上取决于它的发行定价是否合适，而后者又需要投资银行长期涉足二级市场，提高其定价技巧；所以二级市场也是投资银行不容忽视的业务领域，美国的各大投资银行无一不是周旋于二级市场的高手。

§ 2 做市商制度的特点、形式和优缺点

做市商制度是指做市商进行双向报价，投资者可以在做市商所报出的价位上向做市商买进或卖出证券。

(1) 做市商制度的特点

第一，做市商对某只特定证券做市，就该证券给出买进和卖出报价，且随时准备在该价位上买进或卖出。

第二，投资者的买进订单和卖出订单不直接匹配，相反，所有投资者均与做市商进行交易，做市商充当类似于银行的中介角色。

第三，做市商从其买进价格和卖出价格之间的差额中赚取差价。

第四，如果市场波动过于剧烈，做市商觉得风险过大，也可以退出做市，不进行交易。在理论上，由于存在大量的做市商，且做市商之间会相互竞争，个别做市商的退出不会影响市场的正常运作。

第五，在大多数做市商市场，做市商的报价和投资者的买卖订单是通过电子系统进行传送的。

(2) 做市商制度的形式

目前国际上采用两种形式的做市商制度：一种是多元做市商制；另一种是纽约证券交易所的特许交易商制。

① 多元做市商制

伦敦股票交易所和美国的纳斯达克（NASDAQ）市场是典型的多元做

市商制，每一种股票同时由很多个做市商来负责。在纳斯达克市场，活跃的股票通常有 30 多个做市商，最活跃的股票有时会有 60 个做市商。做市商之间通过价格竞争吸引客户订单。

② 特许交易商制 (Specialist System)

在纽约证券交易所里，交易所指定一个投资银行来负责某一股票的交易，投资银行被称为特许交易商 (Specialist)。交易所有将近 400 个特许交易商，而一个特许交易商一般负责几个或十几个股票。

与纳斯达克市场相比，纽约股市有三个特点：第一，一只股票只能由一个特许交易商做市，可以被看做是垄断做市商制。第二，客户订单可以不通过特许交易商而在经纪商之间直接进行交易。特许交易商必须和经济商进行价格竞争，所以纽约交易所是做市商制和竞价制的混合。第三，特许交易商有责任保持“市场公平有序”。

(3) 做市商制度的利弊

① 做市商制度的优点

第一，成交及时。投资者可按做市商报价立即进行交易，而不用等待交易对手的买卖指令。尤其做市商制度在处理大额买卖指令方面的及时性，是竞价制所不可比的。

第二，价格稳定性。做市商具有缓和价格波动的作用，因为：做市商报价受交易所规则约束；能及时处理大额指令，减缓它对价格变化的影响；在买卖不均衡时，做市商插手其间，可平抑价格波动。

第三，矫正买卖指令不均衡现象。出现买卖不均衡的时候，做市商可以插手其间，承接买单或卖单，缓和买卖指令的不均衡，并抑制相应的价格波动。

第四，抑制股价操纵。做市商对某种股票持仓做市，使得操纵者有所顾及。操纵者不愿意“抬轿”，也担心做市商抛压，抑制股价。这对中国市场尤其有意义。

② 做市商制度的缺点

第一，缺乏透明度。在报价驱动制度下，买卖盘信息集中在做市商手中，交易信息发布到整个市场的时间相对滞后。为抵消大额交易对价格的可能影响，做市商可要求推迟发布或豁免发布大额交易信息。

第二，增加投资者负担。做市商聘用专门人员，冒险投入资金，承担做市义务，是有风险的。做市商会对其提供的服务和所承担的风险要求补偿，如交易费用及税收宽减等。这将会增大运行成本，也会增加投资者负

担。

第三，可能增加监管成本。采取做市商制度，要制定详细的监管制度与做市商运作规则，并动用资源监管做市商活动。这些成本最终也会由投资者承担。

第四，可能滥用特权。做市商经纪角色与做市功能可能存在冲突，做市商之间也可能合谋串通。这都需要强有力的监管。

本章总结

1. 证券交易业务是投资银行的传统业务之一，投资银行主要以三种角色进行证券交易业务：证券经纪商、证券自营商和证券做市商。证券经纪商就是接受客户委托、代客买卖证券并以此收取佣金的投资银行；证券自营商是指以盈利为目的，运用自有资本进行证券买卖的投资银行；证券做市商是指运用自己的账户从事证券买卖，通过不断的买卖报价，维持证券价格的稳定性和市场的流动性，并从买卖报价的差额中获取利润的金融服务机构。

2. 证券交易市场主要分为场内交易市场和场外交易市场两种形式。场内交易市场又称证券交易所市场，是指由证券交易所组织的集中交易市场，有固定的交易场所和交易活动时间。场外交易市场是指在交易所外由证券买卖双方当面议价成交的市场，它没有固定的场所，也没有正式的组织，实际上是一种通过电讯系统直接在交易所外面进行证券买卖的交易网络。

3. 根据不同的标准，证券交易方式可以进行不同分类。按证券交易完成的交割期限的不同，证券交易方式可分为现货交易、远期交易、期货交易和期权交易；根据交易的价格形成方式的不同，证券交易方式可划分为做市商交易和竞价交易；按证券交易付款资金的来源，可将证券交易分为现金交易、保证金交易；根据证券交易场所的不同，证券交易可划分为场内交易和场外交易。

4. 证券经纪业务是指投资银行接受客户委托，按照客户的要求，代理客户买卖证券的业务，并以此收取佣金。投资银行从事证券经纪业务时只是作为证券交易双方的代理人，本身并不持有任何的证券头寸，因而也没有任何的价格风险，此时，投资银行所扮演的就是证券经纪

商角色。证券经纪业务包括开设账户、委托买卖、竞价成交、证券结算等四个阶段。

5. 证券自营业务是指为了从价格变动中或从相对价值差异中获利而持有金融工具或头寸的行为。大多数投资银行都从事证券自营业务,此时,投资银行扮演的是证券自营商的角色。投资银行从事自营业务可分为投机交易和套利交易,从价格变动中获利的行为是投机,而从相对价值差异中获利的行为是套利。

6. 做市商制度是指做市商进行双向报价,投资者可以在做市商所报出的价位上向做市商买进或卖出证券。投资银行充当做市商可能出于如下原因:投资银行想从证券交易中获利;投资银行进入二级市场充当做市商是为了发挥和保持良好的定价技巧,辅助其一级市场义务的顺利开展;发行公司希望自己的股票在二级市场上市后具有较高的流通性和较佳的股价走向。

思考题

1. 什么是场内交易市场和场外交易市场?它们的主要区别在哪些方面?
2. 投资银行在证券交易中扮演什么角色及其相应的作用是什么?
3. 试述证券经纪业务的主要内容。
4. 什么是投资银行的投机交易和套利交易?
5. 什么是证券做市商制度,它的特点和利弊有哪些?
6. 比较多元做市商制和特许交易商制的区别和联系。
7. 投资银行为什么要充当做市商?

第4章

证券投资基金

本章概要

投资基金是专门为众多的中小投资者设计的一种间接投资工具，由于投资银行拥有高水平的金融专业人才、迅捷的信息渠道、先进的技术、丰富的经验和广泛的金融业务网络，从而具有在开展基金业务方面的能力和优势。所以，基金管理是投资银行资本市场业务中的一个重要组成部分，它扩大了投资银行可以向客户提供的服务和产品的名单，并越来越成为投资银行业务中不可分割的一部分。本章从如下几方面对投资银行基金管理业务进行介绍：基金的定义和基金投资的利弊；基金的种类；基金的当事人；基金的设立、发行和交易；对冲基金的概念。

学习目标

通过本章的学习，首先，应该理解基金的定义和基金投资的优势和劣势；其次，了解基金的不同种类，重点掌握封闭式基金和开放式基金、公司型基金和契约型基金的概念；第三，理解基金的当事人及其在基金运作中的权利与职责；第四，掌握基金的设立、发行与交易、投资管理、信息披露等内容；最后，掌握对冲基金的概念、特征和运作。

把自己的钱交给别人去管理和投资，就像把自己的土地交给别人去耕种一样，
那是因为你相信对方比你更精于此道。

——比尔·盖茨

第 1 节 投资基金的定义和在中国的发展

§ 1 投资基金的定义

投资基金是专门为众多的中小投资者设计的一种间接投资工具，是指根据预定投资方向，通过发售基金份额（基金单位）募集资金形成独立财产，由基金管理人管理、基金托管人托管、基金持有人按其份额享受收益和承担风险的集合投资方式。根据基金投资对象的流动性不同，投资基金又可以分为证券投资基金和产业投资基金。证券投资基金是指以各类证券为主要投资对象的投资基金；而产业投资基金是指以非上市股权为主要投资对象的投资基金。

有时候，证券投资基金简称为投资基金甚至基金，本章所说的基金，就是专指证券投资基金，本书第 5 章讲述产业投资基金。

§ 2 投资基金在中国的发展

我国投资基金业伴随着证券市场的发展而诞生，仅有 7 年的发展历

史，依主管机关管辖权力的过渡可分为以下两个阶段。

(1) 从 1992 年到 1997 年。该阶段为中国人民银行作为主管机关管理的阶段。现已挂牌上市的基金大都是这一阶段发起设立的（简称“老基金”），其中大部分是在 1992 年前后成立，上市或联网交易的基金数量达 27 个。截至 1997 年底，上市或联网上市的基金总市值为 58 亿元人民币，专业性的基金管理公司不足 10 家。具有代表性的是中国首家专业化基金管理公司——深圳投资基金管理公司，于 1992 年 10 月 8 日正式成立，标志着中国基金业规范化管理的开始。此阶段基金发展的特点是由地方人民银行批准发起设立，由下至上，自发性较强。具有专业化基金管理公司管理运作的基金较少。其中部分由证券或信托机构的基金部负责运作，这种情况现已得到逐步规范。

(2) 1997 年至今。该阶段是由中国证监会作为基金业管理的主管机关，以 1997 年 11 月 4 日颁布的《证券投资基金管理暂行办法》为标志。经过近半年的筹备，国泰基金管理有限公司和南方基金管理有限公司经批准分别发起设立 20 亿元人民币规模的封闭型基金，基金名称分别为金泰、开元。并于 1998 年 3 月 23 日上网发行。金泰、开元两个新基金的发行规模远大于第一阶段发行的基金。续后 1998 年 4 月 22 日，华夏基金公司又发起设立了兴华基金。华安基金管理公司发起设立了安信基金。截至 2002 年上半年，全国共有 51 只封闭型基金、5 只开放型基金。此阶段投资基金发展的特点是基金管理高度集中在国家主管机关，基金发行规模较前阶段大，有关投资基金的法规陆续出台，法律环境逐步完善。

第 2 节 投资基金的分类

根据不同的标准，基金可以进行不同分类，见表 4.1。

§ 1 封闭式基金和开放式基金

根据基金单位是否可增加或赎回，投资基金可分为封闭式基金（closed-end fund）和开放式基金（open-end fund）。封闭式基金的持有人在基金存续期内，可以在规定的场所转让其所持基金份额，但不得请求基金管理人赎回。开放式基金的持有人可以依据基金份额的资产净值，在规定的的时间和场所申购或者赎回基金份额。

表 4.1

投资基金的分类

分类依据	基金类型
基金单位是否可增加或赎回	封闭式基金和开放式基金
组织形态	公司型投资基金和契约型投资基金
投资对象	股票基金、债券基金、货币市场基金、期权基金、指数基金和认股权证基金
投资风险与收益	成长型投资基金、收入型投资基金和平衡型投资基金
资金来源和运用地域	国际基金、海外基金、国内基金、国家基金和区域基金
投资货币种类	美元基金、日元基金和欧元基金

封闭式基金的发起人在设立基金时，限制了基金单位的发行总额，筹集到这个总额后，基金即宣告成立，并进行“封闭”，在一定时期内不再接受新的投资。基金单位的流通采取在证券交易所上市的办法，投资者日后买卖基金单位，都必须通过证券经纪商在二级市场上进行竞价交易。

开放式基金的发起人在设立基金时，基金单位的总数是不固定的，可视投资者的需求追加发行。投资者可根据市场状况和各自的投资决策，要求发行机构按当期净资产值扣除手续费后赎回基金份额；或者再买入基金份额，增持基金份额。为了满足投资者中途抽回资金，实现变现的要求，开放式基金一般在基金资产中保持一定比例的现金。这虽然会影响基金的盈利水平，但作为开放式基金来说，是必须的。

封闭式基金和开放式基金主要有以下区别。

(1) 期限不同。封闭式基金有固定的存续期限，通常在 5 年以上，一般为 10 年和 15 年；开放式基金没有固定期限，投资者可随时向基金管理人赎回基金单位。

(2) 发行规模限制不同。封闭式基金在招募说明书中列明其基金规模，在存续期限内未经法定程序认可，不能再增加发行。开放式基金没有规模限制，投资者可随时提出认购或赎回申请，基金规模就随之增加或减少。

(3) 基金单位的交易方式不同。封闭式基金的基金单位在存续期限内不能赎回，持有人只能寻求在证券交易场所出售给第三者。开放式基金的投资者则可以在首次发行结束一段时间（一般为 3 个月）后，随时向基金管理人或中介机构提出购买或赎回申请，买卖方式灵活，通常不上市交易。

(4) 基金单位交易价格的计算标准不同。封闭式基金与开放式基金的基金单位除了首次发行价都是按面值加一定百分比的销售费计算外，以后

的交易计价方式就不同了。封闭式基金的买卖价格受市场供求关系的影响，常出现溢价或折价现象，并不必然反映基金的净资产值。开放式基金的交易价格则取决于基金每单位净资产值的大小，其申购价一般是基金单位净资产值加一定的申购费，赎回价是基金单位净资产值减一定的赎回费，不直接受市场供求的影响。

(5) 基金买卖费用的缴纳方式不同。投资者在买卖封闭式基金时与买卖股票一样，也要在价格之外付出一定比例的证券交易税和手续费。而开放式基金的投资者需缴纳的相关费用（如首次认购费、赎回费）则包含于基金价格之中。一般而言，买卖封闭式基金的费用要高于开放式基金。

(6) 基金的投资策略不同。由于封闭式基金不能随时被赎回，其募集得到的资金可全部用于投资，这样，基金管理公司便可制定长期的投资策略，取得长期经营绩效。而开放式基金则必须保留一部分现金，以便投资者随时赎回，而不能全部用于长期投资，一般投资于变现能力强的资产。

专栏 4.1 华安创新证券投资基金：中国首只开放式基金

1. 华安创新证券投资基金

名称：华安创新证券投资基金，基金管理人为华安基金管理有限公司，基金托管人为交通银行。

发行时间：2001 年 9 月。

基金类型：契约型开放式。

募集规模：基金首次募集规模为 50 亿份基金单位。

发行对象：中华人民共和国境内的个人投资者和机构投资者（法律、法规、规章禁止投资证券投资基金者除外）。

发行方式：华安创新证券投资基金采取个人投资者与机构投资者分开认购的方式发行。基金募集目标的 60% 面向个人投资者发售；40% 面向机构投资者发售。个人投资者于认购期首日进行预约，预约成功者办理开户和交款手续；机构投资者的认购期在个人投资者认购结束后开始，当机构投资者认购超额时采取按比例分配的方式分配额度。

认购金额限制：个人投资者最低认购金额 1 万元，最高累计限额 30 万元；机构投资者最低认购金额 30 万元，最高累计限额 5 亿元。认购金额应是 1 万元的整数倍。

认购费率分为两档：认购金额 1000 万元以下 1.5%；1000 万元及以上 1.2%。

2. 中国资本市场梦想成真

对于中国资本市场来说，开放式基金来得很迟。自 1924 年美国设立世界上第一只开放式基金——马萨诸塞金融信托基金，77 年后中国资本市场才拥有第一只开放式基金。即使相比国内早期并不规范的封闭式基金，开放式基金的问世也晚了 10 年。

1997 年 11 月颁布的《证券投资基金管理暂行办法》明文规定，“基金发起人可以申请设立开放式基金，也可以申请设立封闭式基金”。这是管理层首次为开放式基金开绿灯。

1998 年 3 月，我国首批规范化封闭式证券投资基金问世不久，新生仅几个月的基金管理公司已经开始着手研究开放式基金在我国的运行模式。从引入海外法规、案例和理论，到对我国开放式基金发展基本架构进行探讨，到摸索开放式基金在基金管理公司运作的基本实务，方方面面都做了大量工作。1999 年 11 月，多家基金管理公司、托管银行已经分别完成了本公司的开放式基金方案初稿设计。

2001 年 9 月，这个梦想终于成真。

§ 2 契约型基金和公司型基金

根据组织形态的不同，投资基金可分为契约型基金（contract fund）和公司型基金（corporate fund）。

契约型基金也称信托型基金，是指把投资者、管理人、托管人三者作为基金的当事人，通过签订基金契约的形式发行收益凭证而设立的一种基金。

契约型基金是基于契约原理而组织起来的代理投资行为，通过基金契约来规范三方当事人的行为。基金管理人依据法律、法规和基金契约负责基金的管理；基金托管人负责基金资产的保管，执行管理人的有关指令，办理基金名下的资金往来；投资者通过购买基金单位，享有基金投资收

益。英国、日本和中国香港、台湾地区多是契约型基金。

公司型基金，是具有共同投资目标的投资者，依据公司法组成以盈利为目的、投资于特定对象的股份制投资公司。这种基金通过发行股份的方式筹集资金，是具有法人资格的经济实体。基金持有人既是基金投资者又是公司股东，按照公司章程的规定，享受权利、履行义务。公司型基金成立后，通常委托特定的基金管理公司运用基金资产进行投资并管理基金资产。基金资产的保管则委托另一个金融机构，该机构的主要职责是保管基金资产并执行资金管理人指令，二者权责分明。基金资产独立于基金管理人和托管人的资产之外，即使受托的金融保管机构破产，受托保管的基金资产也不在清算之列。美国的基金多为公司型基金。

契约型基金与公司型基金的主要区别有以下几点。

(1) 资金的性质不同。契约型基金的资金是信托财产，公司型基金的资金为公司法人的资本。

(2) 投资者的地位不同。契约型基金的投资者作为信托契约中规定的受益人，对基金如何运用所作的重要投资决策通常不具有发言权；公司型基金的投资者作为公司的股东有权对公司的重大决策进行审批，发表自己的意见。

(3) 基金的运营依据不同。契约型基金依据基金契约运营基金，公司型基金依据基金公司章程运营基金。

§ 3 四种基本的基金形式

上面两种分类得出了四种基本的基金形式：封闭契约型基金、封闭式投资公司（封闭公司型基金）、单位信托基金、共同基金。其组合方式如表 4.2 所示。

表 4.2 四种组合形态的投资基金

	封闭式	开放式
契约型	封闭契约型基金	单位信托基金
公司型	封闭式投资公司	共同基金

从国际基金市场发展动向看，虽然共同基金和单位信托基金同时并存，但由于共同基金更能体现保护投资者权益的精神，因此共同基金有逐步取代单位信托基金的趋势。

§ 4 其他类别

除了上面两种主要的分类方式，还有以下几种分类。

(1) 根据投资对象的不同，投资基金可分为股票基金 (equity fund)、债券基金 (bond fund)、货币市场基金 (money market fund)、期权基金 (option fund)、指数基金 (index fund) 和认股权证基金 (warrant fund) 等。股票基金是指以股票为投资对象的投资基金；债券基金是指以债券为投资对象的投资基金；货币市场基金是指以国库券、大额银行可转让存单、商业票据、公司债券等货币市场短期有价证券为投资对象的投资基金；期货基金是指以各种期货品种为主要投资对象的投资基金；期权基金是指以能分配股利的股票期权为投资对象的投资基金；指数基金是指以某种证券市场的价格指数为投资对象的投资基金；认股权证基金是指以认股权证为投资对象的投资基金。

(2) 根据投资风险与收益的不同，投资基金可分为成长型投资基金、收入型投资基金和平衡型投资基金 (表 4.3)。成长型投资基金是指把追求资金的长期成长作为其投资目的的投资基金；收入型投资基金是指以能为投资者带来高水平的当期收入为目的的投资基金；平衡型投资基金是指以支付当期收入和追求资金的长期成长为目的的投资基金。

表 4.3 各类基金特点比较

基金类型	目标	优点	缺点
成长型基金	追求资金的长期成长	获利能力高，资本利得增加快	当期收益很少甚至没有，损失本金的风险高
平衡型基金	支付当期收入兼追求资金的长期成长	具有双重投资目标，损失本金风险很低	资本成长的潜力不高
收入型基金	为投资者带来高水平的当期收入	损失本金的风险很低	资本成长的潜力较小

(3) 根据资金来源和运用地域的不同，投资基金可以分为国际基金 (global fund)、离岸基金 (off-shore)、国内基金 (domestic fund)、国家基金 (country fund) 等。国际基金是指资金来源于国内，并投资于国外市场的投资基金；离岸基金也称海外基金，是指资金来源于国外，并投资于国外市场的投资基金；国内基金是指资金来源于国内，并投资于国内市场的

投资基金；国家基金是指资本来源于国外，并投资于国内的投资基金。见表 4.4。

(4) 根据投资货币种类的不同，投资基金可分为美元基金、日元基金和欧元基金等。美元基金是指投资于美元市场的投资基金；日元基金是指投资于日元市场的投资基金；欧元基金是指投资于欧元市场的投资基金。

表 4.4 四类基金比较

基金类型	资金来源	资金运用
国内基金	内	内
国际基金	内	外
离岸基金	外	外
国家基金	外	内

(5) 雨伞基金 (umbrella fund) 和基金中基金 (fund of fund)。雨伞基金通常在一个母基金之下再设立若干个基金，基金的各个子基金独立进行投资决策，最大的特点是在基金内部可以为投资者提供多种投资选择，方便投资者转换基金以吸引投资者。基金中基金是一种以其他基金证券为投资对象的投资基金，特点是具有双重保护功能，不利之处是加大了投资者投资成本。两类基金不同之处在于：雨伞基金不是基金，基金中基金是一种基金；另外，基金中基金是否转换基金由基金经理决定，而雨伞基金则完全由投资者决定。

(6) 对冲基金 (hedge fund)。对冲基金的操作宗旨，在于利用期货、期权等金融衍生产品以及相关联的不同股票进行实买空卖、风险对冲的操作技巧，在一定程度上可规避和化解证券投资风险。经过几十年的演变，对冲基金已失去其初始的风险对冲的内涵，已成为一种新的投资模式的代名词，即基于最新的投资理论和极其复杂的金融市场操作技巧，充分利用各种金融衍生产品的杠杆效用，承担高风险、追求高收益的投资模式。

(7) 风险投资基金 (venture fund)。风险投资基金是一种以私募方式募集资金，以公司等组织形式设立，投资于未上市的新兴中小型企业的一种承担高风险、谋求高回报的基金。国内有关部门提出的产业投资基金实际上就是风险投资基金。我们将在后面专门设章讲述风险投资业务及风险投资基金。

第3节 基金的当事人

在基金的运作中，涉及到多个当事人，具体包括：基金持有人（基金投资者）、基金管理人、基金托管人，以及基金销售机构、过户代理机构、会计师、律师等中介服务机构，其中主要当事人为前三者。图 4.1 是基金当事人之间的关系图。

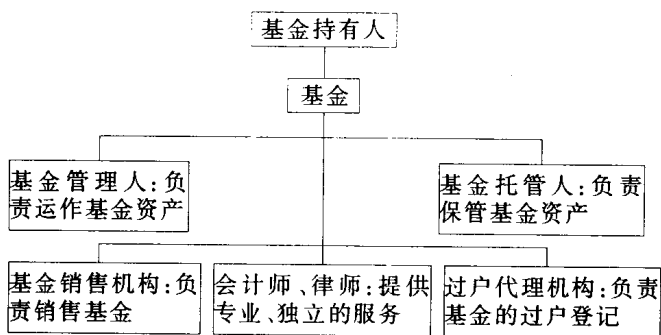


图 4.1 基金的当事人

§1 基金持有人

基金持有人是指持有基金份额或基金单位的自然人和法人，也就是基金的投资者。他们是基金的实际所有者。无论哪一种基金，只要投资者买入某种基金单位，就成为该基金的持有人。

一般来说，基金持有人权利包括分享基金收益、参与基金剩余财产的分配、赎回或者转让其持有的基金份额、出席基金持有人大会并对审议事项行使表决、查询或者获取公开的基金业务和财务状况资料、基金合同或者基金章程规定的其他权利。基金持有人在享有上述权利的同时，还有履行基金合同或者基金章程规定的义务。

基金持有人权益通过基金持有人大会的表决权来行使。基金持有人大会是基金最高权力机构，需要决定下列事项之一的，应当及时召开基金持有人大会：提前终止基金；封闭式基金扩募、续期或者转为开放式基金；提高基金管理人或者基金托管人的费用标准；修改基金合同或者基金章程；基金合同或者章程规定的其他事项。

§ 2 基金管理人

基金管理人负责基金的具体投资操作和日常管理的机构。基金管理人由基金管理公司或者法律、行政法规规定可以从事基金管理业务并取得基金管理资格的其他机构（简称基金管理机构）担任。基金管理机构通常由投资银行、信托投资公司发起设立，具有独立法人地位。

基金管理人的主要业务是发起设立基金和管理基金。由于基金的持有人通常是人数众多的中小投资者，为了保护这些投资者的利益，必须对基金管理人的资格作出严格规定，使基金管理人更好地负起管理基金的责任。

对基金管理人需具备的条件，各个国家和地区有不同的规定。但一般来说，基金管理人须符合以下条件：符合公司法的有关规定；实收资本不低于规定的数额；有合格的基金管理人才；有完善的内部控制制度；法律、行政法规和相关监管机构规定的其他条件。

基金管理人的主要职责包括：负责基金发售、申购与赎回；运用基金资产进行投资；及时、足额向基金持有人分配基金收益；负责编制基金财务会计报告；计算基金份额净值；办理应当由基金管理人负责的与基金有关的信息披露事项；负责基金份额的注册登记；代表基金处理与第三人的法律纠纷；召集基金持有人大会；确保应当向基金投资者提供的各项文件或者资料在规定时间内发出，保证投资者能够按照基金合同或者基金章程规定的时间和方式，查阅、复制与基金有关的公开资料；保存基金业务活动的记录、账册、报表和其他相关业务资料；代表基金行使基金所投资公司股东大会的表决权。

契约型基金的管理人除应当履行上面所述的职责外，还应当履行以下职责：拟订基金合同修改方案；为基金聘请注册会计师和律师；根据基金合同制定基金收益的具体分配方案。

§ 3 基金托管人

为了充分保障基金投资者的权益，防止基金资产被挪作他用，各国的证券投资信托法规都规定：基金都要由某一托管机构，即基金托管人来对基金管理机构的投资操作进行监督和保管基金资产。如美国1940年《投资公司法》规定，投资公司（即基金公司）应将基金的证券、资产及现金存放于托管公司，托管公司应为基金设立独立账户，分别管理，定期检查。

基金托管人是依据基金运行中“管理与保管分开”的原则对基金管理

人进行监督和保管基金资产的机构，是基金持有人权益的代表，通常由有实力的商业银行或信托投资公司担任。基金托管人与基金管理人签订托管协议，在托管协议规定的范围内履行自己的职责并收取一定的报酬。基金托管人在基金的运行中起着不可或缺的作用。

基金托管人的作用决定了它对托管的基金承担着重要的法律及行政责任，因此，有必要对托管人的资格作出明确规定。概括地说，基金托管人应该是完全独立于基金管理机构、具有一定的经济实力、实收资本达到相当规模、具有行业信誉的金融机构。

具体来说，申请基金托管资格，应当具备下列条件：净资产和资本充足率符合有关规定；有独立的基金托管部门；有合格的基金托管业务人员；有安全保管基金资产的条件；有安全高效的清算、交割系统；有符合要求的营业场所、安全防范设施和与基金业务有关的其他设施；法律、行政法规规定的其他条件。

基金托管人的主要职责一般包括：安全保管基金资产；执行基金管理人的划款及清算指令；监督基金管理人的投资运作；复核、审查基金管理人计算的基金资产净值及基金价格。

§ 4 其他当事人

除以上三个主要当事人外，基金在设立、运行过程中还涉及许多其他服务机构，包括基金销售机构、过户代理机构、会计师和律师等。

(1) 基金销售机构。随着基金市场规模的不断扩大，基金行业内部的专业化分工不断深化。除基金管理人直接销售外，基金的销售也可由承销商批发或通过中介机构代理完成，这些独立的销售机构为基金管理人提供销售服务，并收取一定的销售佣金和服务费。

(2) 过户代理商。过户代理商负责投资者账户的管理和服务，负责基金单位的登记、过户以及红利发放等服务内容。

(3) 会计师和律师。作为专业、独立的市场中介，会计师和律师为基金提供专业，为基金管理人提供内部控制审计报告。

第 4 节 基金的运作

基金的运作具体包括：基金的设立、基金的发行与交易、基金投资管

理、信息披露。

§ 1 基金的设立

基金发起人是指发起设立基金的机构。发起人在基金设立过程中的行为称为发起人行为，发起人是完成筹办基金法定程序的执行者和代表者，发起人行为构成基金的设立行为。如果基金设立成功，因发起人行为而产生的权利和义务转由基金持有人承担；如果基金未设立成功，发起人行为所引起的权利和义务则由发起人自己承担。一般来说，基金发起人由基金管理人担任。

设立基金应当具备下列条件：有明确的组织形式和运作方式；有合法的投资方向和明确的投资策略；有合格的基金管理人和基金托管人；法律、行政法规和监管机构规定的其他条件。

申请设立基金，一般要完成以下工作：

(1) 基金发起人准备各种法律文件，包括申请报告；基金合同或者基金章程；招募说明书等。

(2) 基金发起人准备好各种文件后，上报到监管机构。监管机构对这些文件进行审核，如果符合有关标准，则批准基金发起人公开发行基金。

(3) 基金发起人在收到监管机构批准后，于发行前公布招募说明书，并公告具体的发行方案。

§ 2 基金的发行与交易

基金的发行也叫基金的募集，它是指基金发起人在其设立或扩募基金的应用获得监管机构批准之后，向投资者推销基金单位、募集资金的行为。

常见的基金发行方式有 4 种：第一，直接销售发行，基金不通过任何专门的销售部门直接销售给投资者的销售办法；第二，包销方式，基金由经纪人按基金的资产净值买入，然后再以公开销售价格转卖给投资人；第三，销售集团方式，由包销人牵头组成几个销售集团，基金由各销售集团的基金人代销；第四，计划公司方式，在基金销售过程中，有一公司在基金销售集团和投资人之间充当中间销售人，以使基金能以分期付款的方式销售出去。

基金的交易是在基金成立之后进行的买卖活动。封闭式基金一般是在证券交易所挂牌上市交易，开放式基金一般不到证券交易所挂牌上市交

易，而是通过指定的销售网点进行申购或赎回。

§ 3 基金投资管理

基金投资管理的核心问题是投资目标和投资政策，投资目标是指基金所追求的收益类型，投资政策是基金实现投资目标的手段。不同类型的基金有不同的投资目标和投资政策，投资目标和投资政策通常是在基金招募说明书中列明。

(1) 投资目标

一般来说，任何基金的主要投资目标都是下列三个目标之一：第一，当期收入，这一目标强调稳定的股息、利息支付，如债券基金、股票收入基金、货币市场基金等；第二，资本利得，这一目标侧重于通过基金所持有股票的增值而增加基金的总资产，如积极成长型基金、成长型基金等；第三，当期收入和资本利得，该目标是上述两个目标的综合，如成长收入基金、平衡基金等。

不同基金有不同的投资目标。基金投资目标一般都在基金招募说明书中阐述，投资目标一旦确定，如果得不到投资者同意，就不能轻易改变。

(2) 投资政策

投资政策是指为了实现基金投资目标，基金所选择的投资资产类型和所采取的投资策略。每个基金都需要在招募说明书中陈述它的投资政策，以使现有的和潜在的投资者了解基金投资资产类型和投资策略。

具体来说，投资政策涉及以下一些内容。

① 投资资产类别和组合。不同基金由于投资目标不同，投资资产类别和组合也不同。这方面具体内容有：第一，投资组合中应该包括哪些类型的资产；第二，确定每一适宜类型资产的投资比重；第三，确定每一类资产投资的变动范围和幅度；第四，确定投资组合应该购买哪一种特定债券。

② 投资策略。投资策略是投资政策的重要内容，它是基金实现投资目标的重要手段。基金投资策略主要有两种，即积极投资策略和消极投资策略。积极投资策略试图通过对股票挑选，选择一些价值被低估的公司股票，或者有良好增长前景的股票构成投资组合。消极投资策略是指按照证券指数的组成，复制指数证券组成投资组合，或者在证券数量多的情况下，采用抽样方法选择有代表性的证券构成投资组合，模拟证券指数回报率。

③ 投资限制。在投资基金的运作中，投资限制包括两方面内容：一是由法律规定的保护基金投资者的限制；二是由基金经理提供的选择限制。其中一些限制在投资基金的招募说明书中阐述。

§ 4 信息披露

信息披露是法律规定的保护投资者利益的重要手段。由于投资者涉及众多的投资者利益，而且在基金运作中，由于投资者和基金管理人之间存在委托代理关系，信息不对称问题就非常明显。投资者和基金管理人之间的信息不对称可能导致基金管理人利用信息优势损害投资人利益，这个问题如果不加以有效解决，必然对基金业产生不利影响。因此，为了保护投资者利益，充分的信息披露是非常重要的。从各国基金业运作的情况看，信息披露大致包括以下内容。

(1) 定期报告。基金的定期报告包括年度报告、中期报告、投资组合公告、基金资产净值公告和公开说明书。年度报告和中期报告主要涉及基金在一个会计年度或半个会计年度内的投资、运作业绩；投资组合报告涉及基金投资于不同行业的股票分类比例以及基金投资按市值计算的持仓情况；基金资产净值公告主要公告截至日基金的净值和单位净值；招募说明书仅针对开放式基金而言，内容与基金招募说明书相似，同时要对基金成立以来的运作业绩进行说明，一般每 6 个月发布一次。

(2) 不定期报告。不定期报告包括临时报告和澄清报告与说明。基金及其管理人或委托人发生有可能影响基金运作的重大事件，有关当事人应当公告临时报告书；基金运作过程中出现可能对基金价格产生误导性影响或引起较大波动的消息时，有关当事人应及时向投资者作澄清与说明，并对外公告。

第 5 节 对冲基金

§ 1 对冲基金概述

对冲基金 (hedge fund) 是一种私募投资基金，以各种公开交易的有价证券和金融衍生工具为投资对象，其投资策略包括一般投资基金所不具备的对冲套利操作，即具备多空双向运作机制，可灵活运用各种衍生金融产品、杠杆工具避险或套利。

第一家对冲基金是由 Alfred W. Jones 经营的, 该基金于 1949 年 1 月 1 日开始在纽约交易。为了经营上具有灵活性, Jones 采用的是私人合伙结构。Jones 既做多又做空的能力, 使得市场赋予了这种类型的合伙制第一个名字——对冲基金。此类基金的业务在 20 世纪 70 年代、80 年代和 90 年代一直在扩张, 一些顶尖的投资银行如贝尔·斯·第恩斯、潘韦伯和美林, 都已经加入了这一行业, 更多的投资银行也正把目光对准这个对冲基金行业, 力图把该行业作为靠收取费用盈利的一个领域, 并保持自己的优势和增长潜力。

东南亚金融危机以来, 对冲基金引起了各种新闻媒体和各国政府的密切关注, 并遭到后者的强烈谴责, 认为对冲基金导致了亚洲金融体系的动荡。马来西亚总理则把索罗斯说成是该国金融市场危机的罪魁祸首。

专栏 4.2

索罗斯与量子基金

索罗斯成为国际金融界炙手可热的人物, 是由于他凭借量子基金在 90 年代中所发动的几次大规模货币阻击战。量子基金以其强大的财力和凶狠的作风, 自 90 年代以来在国际货币市场上兴风作浪, 常常对基础薄弱的货币发起攻击并屡屡得手。量子基金只有 60 亿美元的资产, 但由于其在需要时可通过杠杆融资等手段取得相当于几百亿甚至上千亿资金的投资效应, 因而成为国际金融市场中一个举足轻重的力量。同时, 由于索罗斯的声望, 量子基金的资金行踪和投注方向无不为规模庞大的国际游资所追随。因此, 量子基金的一举一动常常对某个国家货币的升降走势起关键的影响作用。对冲基金对一种货币的供给往往是在货币的远期和期货、期权市场上通过对该种货币大规模卖空进行的, 从而造成此种货币的贬值压力。对于外汇储备窘困的国家, 在经过徒劳无功的市场干预后, 所剩的唯一办法往往是任其货币贬值, 从而使处于空头的对冲基金大获其利。在 90 年代中发生的几起严重的货币危机事件中, 都有索罗斯及其量子基金的影子。

90 年代初, 为配合欧共体内部的联系汇率, 英镑汇率被认为固定在一个较高水平, 引发国际货币投机者的攻击, 量子基金率先发难, 在市场上大规模抛售英镑而买入德国马克。英格兰银行虽下大力抛出德国马

克购入英镑，并配以提高利率的措施，仍不敌量子基金的攻击而退守，英镑被迫退出欧洲货币汇率体系而自由浮动，短短1个月内英镑汇率下挫20%，而量子基金在此英镑危机中获取了数亿美元的暴利。在此不久后，意大利里拉亦遭受同样命运，量子基金同样扮演主角。

1994年，索罗斯的量子基金对墨西哥比索发起攻击。墨西哥在1994年之前的经济良性增长，是建立在过分依赖中短期外资贷款的基础之上的。为控制国内的通货膨胀，比索汇率被高估并与美元挂钩浮动。由量子基金发起的对比索的攻击，使墨西哥外汇储备在短时间内告罄，不得不放弃与美元的挂钩，实行自由浮动，从而造成墨西哥比索和国内股市的崩溃，而量子基金在此次危机中则收入不菲。

1997年下半年，东南亚发生金融危机。与1994年的墨西哥一样，许多东南亚国家如泰国、马来西亚和韩国等长期以来中短期外资贷款维持国际收支平衡，汇率偏高并大多维持与美元或一揽子货币的固定或联系汇率，这给国际投机资金提供了一个很好的捕猎机会。量子基金扮演了阻击者的角色，从大量卖空泰铢开始，迫使泰国放弃维持已久的与美元挂钩的固定汇率而实行自由浮动，从而引发了一场泰国金融市场前所未有的危机。危机很快波及到所有东南亚实行货币自由兑换的国家和地区，迫使除了港币之外的所有东南亚主要货币在短期内急剧贬值。东南亚各国货币体系和股市的崩溃，以及由此引发的大批外资撤退和通货膨胀的巨大压力，给这个地区的经济发展蒙上了一层阴影。

§2 对冲基金的特点

与其他基金相比，对冲基金在投资者群体、资金募集方式、投资运作、监管环境、业绩目标和管理费提取等方面都具有不同的特点。

(1) 投资者的高风险承受能力。其他基金的个人投资者主要是数量众多的普通投资者，而对冲基金的个人投资者则是比普通投资者更具风险承受能力的富有个人。例如，美国SEC规定，对冲基金的投资者不得超过99人，其中至少65人须是被认可的投资者。所谓被认可的投资者是指拥有的财富净值不低于100万美元的投资者。

(2) 采用私募方式筹资。基金通常以公开发行方式筹资，组织形态为

公司型或契约型。由于对冲基金的高风险性和复杂的投资机理，许多西方国家都禁止其向公众公开招募资金，以保护普通投资者的利益，所以对冲基金多以私募方式筹资。对冲基金的组织结构一般为有限合伙人制，有限合伙人提供大部分资金但不参与基金的投资与日常管理。一般合伙人则以资金、技能入伙，负责基金的投资与日常管理。

(3) 投资活动的复杂性。近年来结构日趋复杂、花样不断翻新的各类金融衍生产品如期货、期权、掉期逐渐成为对冲基金的主要操作工具。这些衍生产品本为对冲风险而设计，但因其低成本、高风险、高回报的特性，成为许多现代对冲基金进行投资行为的得力工具。对冲基金将这些金融工具配以复杂的组合设计，根据市场预测进行投资，在预测正确时获取超额利润。或是利用短期内市场波动而产生的非均衡性设计投资策略，在市场恢复正常状态时获取差价。

(4) 投资效应的高杠杆性。典型的对冲基金往往利用银行信用，以极高的杠杆借贷（leverage）在其原始基金量的基础上几倍甚至几十倍地扩大投资资金，从而达到最大限度地获取回报的目的。对冲基金的证券资产具有高流动性，使得对冲基金可以利用证券资产反复抵押以进行抵押贷款，大大扩大投资资金。同样，也恰恰因为杠杆效应，对冲基金的操作不当，往往亦面临超额损失的巨大风险。

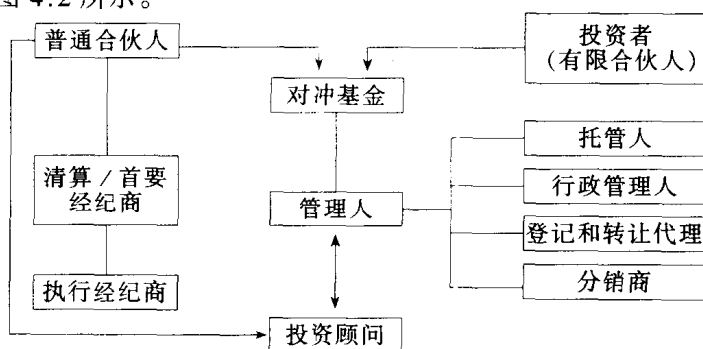
(5) 监管环境相对宽松。对冲基金的投资者包括机构和富有个人，具有较强的风险承受与自我保护能力。因此，对冲基金比其他基金来说面临相对宽松的监管环境。另外，不少对冲基金还在百慕大等税收低、管制宽松的地区注册。

(6) 以绝对收益率为业绩目标。普通基金更关注相对收益率，即基金业绩是否超越特定的参考指标，如存款利率、国债收益率、股票市场平均收益率等。而对冲基金则以绝对收益率为业绩目标。无疑，实现绝对收益率的难度要大于相对收益率。

(7) 管理人收入与业绩挂钩。一般的基金通常按基金净资产的固定比例收取管理费，很少或只提取较少的业绩报酬。对冲基金管理人按一定比例收取管理费的同时，还收取通常等于基金净收益 20% 的业绩报酬，如果对冲基金亏损，则只有在扭转并弥补往年亏损后，管理人才可以提取业绩报酬。在大多数情况下，业绩报酬要远远高于固定比例的管理费。

§ 3 对冲基金的结构

为了避开大多数证券法律法规的管辖，对冲基金一般采取有限合伙制结构。一家对冲基金中有两种类型的合伙人——普通合伙人（GP）和有限合伙人（LP）。GP 就是创立该基金的实体，负责处理所有的投资决策和日常管理事务，而大部分的资本都是 LP 投入的，但 LP 却并不参与投资决策和日常管理事务。GP 经常作为该基金管理人，收取固定的管理费，比例通常为管理资产的 1% ~ 2%，另外还要业绩报酬。典型的对冲基金的结构如图 4.2 所示。



图中：——→表示所有权/持股权；——表示契约关系

图 4.2 对冲基金的结构

GP 和 LP 一般要签订合伙协议，就下列内容达成一致意见：

- (1) 投资目标、投资策略和风险因素；
- (2) 合伙人何时可以对基金投资、追加投资以及撤出投资；
- (3) 关于管理费和业绩报酬的具体规定；
- (4) 关于如何实现完全的撤资的具体规定。

其中，首要经纪商的作用是向对冲基金提供的一套服务，包括保管、清算、融资和证券拆借。首要经纪商可以充当基金的后勤部门，为该基金的资金管理人提供必要的经营服务，从而使管理人更有效地管理基金，因为这可以使 GP 特别关注投资策略方面的操作而无需在日常运营上花费太多的精力。一家好的首要经纪商可以提供的服务包括：集中保管；清算；证券拆借；有竞争性的融资利率；一个借记账户和一个贷记账户；每日、每月、每年的投资组合会计核算；确认持仓情况和余额；电子交易下载；刷新销售报告；压条法（laying）报告；所选择的市场上的办公设施。

§ 4 对冲基金的投资风格

早期对冲基金的投资策略基于套期保值的目的^①，通过卖空或运用期货、期权等衍生产品进行对冲交易，规避和化解投资组合风险。经过几十年的发展演变，有些对冲基金已失去其初始的套期保值的内涵，对冲基金已成为一种崭新的投资模式的代名词，即基于最新的投资理论和复杂的金融市场操作技巧，充分利用衍生工具的杠杆效应，承担高风险、追求高效益的投资模式。对冲基金的投资策略由原先的被动适应市场变化、套期保值，转化为主动冲击、促使市场有利于基金的方向发展。

具体来说，一个对冲基金的风险大小，主要取决于基金本身采取的投资策略和风格。表 4.5 列出了对冲基金的投资风格。

表 4.5 对冲基金的投资风格

风 格	定 义	持 有 期	预期的波动性
新兴市场型	投资于新兴市场，某些市场不允许卖空，因此管理人必须利用其他方式对冲	短期/中期	非常高
只做空型	只进行证券做空	中期	非常高
宏观操作型	采取策略从主要的货币或利率变化中获利	中期	非常高
板块操作型	投资于市场的特定板块	中期	高
投资于困境公司型	主要投资于濒临破产倒闭或处于重组中的公司债券	中期/长期	中等
增长型	主要投资于高增长型公司	中期/长期	中等
风险套利型	对目标公司做多，同时对收购方做空	中期	中等
可转换套利型	对可转换证券做多，对基础股票做空	中期	低
高收益型	主要投资于非投资级证券	中期	中等
事件驱动型	根据预期的事件采取操作	中期	中等
价值型	主要侧重于内在价值；资产、现金流量账面价值和失宠的股票	长期	低/中等
机会主义型	短期内激烈操作交易	短期	低/中等
市场中立型	组合头寸以创造零贝塔	短期/中期	低
收敛（趋同）型	发掘各种证券之间暂时的脱轨关系，当这种关系恢复到正常水平时即可获利	短期/中期	低

^① Hedge 的字面意思是套期保值。

本章总结

1. 投资基金是专门为众多的中小投资者设计的一种间接投资工具,是指根据预定投资方向,通过发售基金份额(基金单位)募集资金,形成独立财产,由基金管理人管理、基金托管人托管、基金持有人按其份额享受收益和承担风险的集合投资方式。根据基金投资对象的流动性不同,投资基金又可以分为证券投资基金和产业投资基金。

2. 基金之所以在许多国家受到投资者的广泛欢迎,与其优点是分不开的:基金为中小投资者拓展了投资渠道;发挥专家理财作用;分散投资风险;投资的规模效益。同时,通过基金投资也存在如下不足:承担基金管理人的代理风险;基金投资限制;费用。

3. 根据基金单位是否可增加或赎回,投资基金可分为封闭式基金和开放式基金。封闭式基金的持有人在基金存续期内,可以在规定的场所转让其所持基金份额,但不得请求基金管理人赎回。开放式基金的持有人可以依据基金份额的资产净值,在规定的的时间和场所申购或者赎回基金份额。

4. 根据组织形态的不同,投资基金可分为契约型基金和公司型基金。契约型基金也称信托型基金,是指把投资者、管理人、托管人三者作为基金的当事人,通过签订基金契约的形式发行收益凭证而设立的一种基金。公司型基金,是具有共同投资目标的投资者依据公司法组成以盈利为目的、投资于特定对象的股份制投资公司。

5. 基金主要当事人包括基金持有人(基金投资者)、基金管理人和基金托管人。基金持有人又称为基金投资者,是指持有基金份额或基金单位的自然人和法人,他们是基金的实际所有者;基金管理人负责基金的具体投资操作和日常管理的机构;基金托管人是依据基金运行中“管理与保管分开”的原则,对基金管理人进行监督和保管基金资产的机构。

6. 基金的运作具体包括:基金的设立、基金的发行与交易、基金投资管理、信息披露。发起人在基金设立过程中的行为称为发起人行为,发起人行为构成基金的设立行为;基金的发行也叫基金的募集,它是指基金发起人在其设立或扩募基金的申请获得监管机构批准之后,向

投资者推销基金单位、募集资金的行为；基金的交易是在基金成立之后进行的买卖活动；基金投资管理的核心问题是投资目标和投资政策，投资目标是指基金所追求的收益类型，投资政策是基金实现投资目标的手段；信息披露是法律规定的保护投资者利益的重要手段。

7. 对冲基金（hedge fund）是一种私募投资基金，以各种公开交易的有价证券和金融衍生工具为投资对象，其投资策略包括一般投资基金所不具备的对冲套利操作，即具备多空双向运作机制，可灵活运用各种衍生金融产品、杠杆工具避险或套利。

8. 对冲基金有如下几个特点：投资者的高风险承受能力；采用私募方式筹资；投资活动的复杂性；投资效应的高杠杆性；监管环境相对宽松；以绝对收益率为业绩目标；管理人收入与业绩挂钩。

9. 对冲基金一般采取有限合伙制结构，包括普通合伙人和有限合伙人。普通合伙人就是创立该基金的实体，负责处理所有的投资决策和日常管理事务，而大部分的资本都是有限合伙人投入的，但有限合伙人却并不参与投资决策和日常管理事务。

10. 由于对冲基金的投资风格不同，所面临的风险也不同。

思考题

1. 什么是基金？什么是对冲基金？与其他基金相比，对冲基金有哪些特点？

2. 解释基金这种投资方式发展迅速的原因。

3. 比较封闭式基金和开放式基金。

4. 比较契约型基金和公司型基金。

5. 比较雨伞基金和基金中基金。

6. 基金有哪些当事人，他们在基金中的权利和职责分别是什么？

7. 试述基金是如何运作的。

8. 试述对冲基金的结构。

第5章

产业投资基金

本章概要

产业投资基金是指以非上市股权为主要投资对象的投资基金，主要包括风险投资基金、企业重组基金和基础设施投资基金三类，本章将重点论述风险投资基金。第1节是对产业投资基金的一个概述；第2节介绍风险投资基金的基本概念；第3节讲述风险投资的操作流程；第4节简单介绍企业重组基金和基础设施投资基金。

学习目标

通过本章的学习，应该理解什么是产业投资基金，以及三种主要投资基金的基本概念，重点掌握风险投资基金的运作流程。

智慧的双眼总是能够最先发现闪闪发光的金子，而在常人眼中那不过是一堆无用的沙砾。

——查尔斯·福特

第 1 节 产业投资基金概述

§ 1 产业投资基金的定义及其基本特征

简单来说，产业投资基金又被称为直接投资基金，是指以非上市股权为主要投资对象的投资基金。其具体形式包括风险投资基金、企业重组基金、基础设施投资基金等。

具体来说，产业投资基金是指通过发售基金份额（基金单位）募集资金，形成独立财产，交由专门投资管理机构，按照资产组合原理直接投资于特定产业的未上市企业，并通过资本经营和提供增值服务，对所投资企业加以培育和辅导，使之相对成熟和强壮，以实现资产保值增值，从而获得投资收益的投资方式。

在实践中，我们可以观察到风险投资基金的一些基本特征^①。

第一，以企业的非上市股权为主要投资对象，并在公司中拥有较多的

^① 陈立：《影响未来的中国基金产业》，中国财政经济出版社 2001 年版，第 17～18 页。

股权。

第二，较积极地参与公司的管理，在相当多的情况下对公司管理具有较大的影响力，通常会参与公司董事会，并派出管理人员参与公司的经营管理。

第三，投资过程通常伴随对投资对象的重组过程，重组包括了资产、管理、公司内部制度等主要方面。

第四，基金形式以封闭式为主，以保障基金投资管理的稳定。这也造成了基金资产的另一个特点：流动性较差，投资和增值的变现需要通过出售或项目公司上市的方式变现。

第五，投资的基本目标是资本增值和项目公司的盈利水平，并主要通过各类退出方式实现资本增值。

第六，基金采取公募的方式难度相对较大，在相当多的情况下，采取私募方式募集资金。

§ 2 产业投资基金与私募权益投资基金

产业投资基金起源于风险投资基金，企业重组基金和基础设施投资基金是其派生形式。由于企业重组基金和基础设施投资基金在运作理念与方式上，与传统风险投资基金有很大的差异，所以一些学者将它们专门称为非风险投资基金（non-venture capital fund），它与风险投资基金（venture capital fund）一起合称为私人权益投资基金（private equity investment fund）。

但是，事实上很难区分非风险投资基金与风险投资基金。尤其是近年来，风险投资正在向非风险投资靠近，激烈的市场竞争迫使风险投资基金走出狭义的投资范围，向非风险投资基金的领域扩张，风险投资基金与非风险投资基金之间的界限已经越来越模糊。同时，对它们加以区分也并无法律意义，因此，目前一些学者也将所有私人权益投资基金视为广义风险投资基金。而我们所指的产业投资基金，即是国外私人权益投资基金的意译。

图 5.1 显示了产业投资基金与风险投资基金在整个投资基金中的地位。

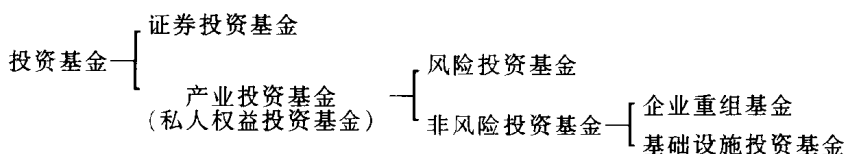


图 5.1 产业投资基金在投资基金中的地位

第2节 风险投资基金的基本概念

§1 风险投资和风险投资基金

根据美国全美风险投资协会(NVCA)的定义,风险投资(venture capital, VC)^①是指投资于极具发展潜力的创业企业并为之提供专业化经营服务的一种权益性资本。由此可见,风险投资的本质内涵是“以资本支持与经营管理服务,培育和辅导企业创业与发展”。

风险投资,依据其组织化程度,可以划分为三种形态:一是“个人分散性的风险投资”,即天使投资(angels),它由个人分散的将资金投资于创业企业,或通过律师、会计师等非职业性投资中介人将资金投资于创业企业,这类风险投资在19世纪末即开始发展;二是“非专业管理的机构性风险投资”,一些控股公司与保险公司等并非专门从事风险投资的机构,是以部分自由资本直接投资与创业企业,这类风险投资起步于20世纪前叶;三是“专业化和机构化管理的风险投资”,即风险投资基金,它与前两大类的本质区别,是通过专业化的风险投资经营机构——投资银行,实现了风险投资经营主体的专业化和机构化,因而是风险投资的高级形态。

因此,风险投资基金只是风险投资的其中一种形式,即只有实现了风险投资运作的专业化和机构化管理的集合委托风险投资,才是风险投资基金。而投资银行在风险投资的作用也主要是在风险投资基金中,投资银行主要以两种方式参与风险投资基金:一是作为风险投资基金的中介服务机构而存在,主要业务有为风险投资基金融资、负责管理运作风险投资基金、安排风险投资基金的推出(无论上市还是出售);二是投资银行自己发起组建风险投资基金,直接参与风险投资业务。

与“个人分散性的风险投资”和“非专业管理的机构性风险投资”相比,风险投资基金存在如下优势:第一,由于风险投资基金具有较大的资金规模,因而能够通过组合投资分散和规避投资风险;第二,由于实现了

^① “venture capital”一词在国内有着不同的译法,如“风险投资”、“风险资本”、“创业投资”等,尽管各种译法都有其道理,但“风险投资”的译法更为常见并得到普遍认同(尽管这一译法本身并不是很准确),因此,本书中就采用“风险投资”这一用法。另外,还有“venture capital investment”一词,其含义与“venture capital”相同,亦为“风险投资”之意。

专家管理，因而有利于提高运作效率；第三，由于实现了专家管理的机构化，有利于市场对其进行及时评价和监督。因此，风险投资基金从 20 世纪 40 年代中期出现以来，已经迅速发展成为风险投资的主要形态。

§ 2 风险投资基金的特点

风险投资基金具有如下 5 个特点。

第一，风险投资基金采取的是一种私募权益投资方式。这个特点包含两层含义：其一，风险投资基金的投资是权益性的，而不是借贷投资，因此其着眼点并不在于投资对象当前的盈亏，而是在于它们的发展前景和资产的增值，以便能通过上市或出售而获得高额的资本利得回报；其二，风险投资基金所投资企业的股权一般都是以私募证券的形式拥有的，如果风险投资基金通过收购上市公司来进行投资，那么经收购后，这家公司一般也就变成了私募持有的公司，即非上市公司。即使在非常罕见的情况下，风险投资基金投资了上市公司，他们一般也是持有这些公司的非公开交易股票。

第二，风险投资基金一般采取组合投资方式。为了分散风险，风险投资基金通常投资于一个由多个项目组成的项目组合，利用成功项目所取得的回报来抵偿失败项目的损失并取得收益。

第三，风险投资基金的投资期限通常为 3~7 年。风险投资基金预期在这短短的几年内，所投资的公司就会经营成功，从而价值暴涨，获得高额的投资收益。

第四，风险投资基金一般对具有优秀管理层和优良管理制度的公司感兴趣。较弱的管理意味着在投资以后还需寻找新的管理层和制定新的管理制度来取代原有的管理层和管理制度，这将面临业务中断甚至完全失败的风险。另外，这还意味着风险投资基金要为所投资的公司寻找新的管理方式而投入相当多的时间和精力，这样无疑会造成它们对所投资的其他公司的关注相应减少。

第五，风险投资基金采取的是参与管理型的专业投资方式。风险投资基金不仅向投资对象提供资金，还用他们长期积累的经验、知识和信息网络，帮助企业管理人员更好地经营企业，尽力帮助创业者取得成功。一般来说，风险投资基金总是希望在所投资的企业中获得董事一级的地位或者在公司里有这一级别的人作为自己的代表，为公司在战略、财务计划和管理方面提供建议。

表 5.1 归纳了风险投资与一般金融投资的特点。

表 5.1 风险投资与一般金融投资的比较

	风险投资	一般金融投资
投资对象	新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业，主要以中小型企业为主	成熟的传统企业，主要以大中型企业为主
资格审查	以技术实现为审查重点，技术创新与市场前景的研究是关键	以财务分析与物质保证为审查重点，有无偿还能力是关键
投资方式	通常采用权益投资，其关心的是企业的发展前景	主要采用贷款方式，需要按时偿还本息，其关心的是安全性
投资管理	参与企业的经营管理与决策，投资管理较严密	对企业经营管理有参考咨询作用，一般不介入企业决策系统
投资回报	风险共担、利润共享、企业若获得巨大发展，可获得高额的回报	按贷款和合同期限收回本息
投资风险	风险大，投资的大部分企业可能失败，但一旦成功就收益巨大	风险小，一般都能收回本息
人员素质	需懂技术、经营、管理、金融、市场，有预测风险、处理风险的能力，有较强的承受能力	懂财务管理，不懂技术开发，可行性研究水平较低
市场重点	未来潜在市场，难以预测	现有成熟市场，易于预测

第 3 节 风险投资基金的运作流程

风险投资基金的主要功能为培育和扶植中小创业企业的发展。创业企业，尤其是新兴行业创业企业的发展，不仅有赖于能够承受高风险的外部资本助其迅速发展和扩张，而且有赖于社会为其提供经营管理方面的创业服务，以弥补多位技术专家出身的创业企业家在资本与经营管理方面的不足。一般来说，风险投资基金的运作流程包括以下几个基本阶段：风险投资基金的融资、选择风险投资对象、尽职调查、交易构造、经营和监控、退出。

§ 1 风险投资基金的融资

风险投资基金运作的第一步当然是风险投资家凭借自己的声誉和能力从资深投资者那里融资，富有个人、银行、保险公司、养老基金等都是风

险投资家的融资对象。

(1) 风险投资基金的形式

风险投资基金可分为合伙制和公司制两种形式。

① 合伙制形式。合伙制风险投资基金通常有两类合伙人——有限合伙人和普通合伙人。有限合伙人是风险投资的真正投资者，他们提供了风险投资基金总额 99% 的资金，但一般只分得 75% ~ 85% 的资本利润，同时承担的责任也仅以其在基金的出资额为限。有限合伙人主要是上面提到的富有个人、银行、保险公司、养老基金等。

普通合伙人是风险投资家，他们既是基金的资金供给者，也是基金的管理人员。普通合伙人的出资额至少占基金总额的 1%（一般也不会超过这个份额），他们投入的主要是专业知识、管理经验和风险投资专长。另外，如果风险投资基金资不抵债，他们得负无限责任。所以，他们所得的利润要远远高于其出资额的比例。

一般来说，风险投资基金采取合伙制形式，具有如下两个优点：其一，由于管理人员和普通合伙人合一，有利于解决委托代理问题，因此增强了其他投资者的信心。其二，风险投资基金以合伙制的形式建立，还具有税收上的优惠。因此，目前美国的风险投资基金主要采取合伙制形式，大约占 80%^①。

② 公司制形式。风险投资基金也可以按公司制形式构造，美国第一家现代的风险投资公司——美国研究与发展公司（American Research & Development Corp., ARD）和随后建立的小企业投资公司（Small Business Investment Company, SBIC）就是采取这种组织形式，但目前美国采取这种组织形式的投资基金已不常见。这是因为尽管公司制形式能使合伙人免于承担基金的无限责任，从而受到保护，但是由于税收的原因，使得这种形式很少见。

而在台湾，风险投资机构均以公司制形式存在，其原因在于只有这种形式才能享受《促进创业升级条例》所给予的税收优惠。日本的风险投资机构则主要是大银行和大证券公司的附属风险投资机构，以子公司的形式

^① 有一种观点认为，美国的风险投资基金大量以合伙制形式存在，一个很大的原因是由于美国很多州不承认有限责任公司的合法地位。如果这个现象转变，那么风险投资基金也可能会以有限责任公司的形式成立或将现存的合伙制转变为有限责任公司。见 K·托马斯·利奥：《投资银行业务指南》，经济科学出版社 2000 年版，第 21 页。

存在。

(2) 基金利润和损失分配的商定

风险投资基金的利润分配是在基金创立的时候就预先商定的，一般存在如下三种利润分配的方式：第一，净利润的 20% 作为附带权益（carried interest）分配给普通合伙人，其余的 80% 按照出资比例在有限合伙人之间分配，这是基金利润分配最常用的方式；第二，一种不太常用的利润分配方式是，在基金达到规定的收益率——分割收益率（hurdle rate）之前合伙人按照各自的出资比例分配所有的利润，超过分割收益率的利润则再按 20% 作为附带权益，80% 根据出资比例分配的方法分配；第三，还有一种分配方式，就是超过规定的收益，全部都作为附带权益分配给普通合伙人，直至达到普通合伙人的规定出资为止，其后则按上述 20/80 的比例分配。

对于损失的分配，行业中的惯例是，损失分配方式与以前的利润分配方式相同，直到此类损失抵消了以前已经分配的所有利润以及普通合伙人的投入资本为止。对于超过上述金额的损失——超额损失（excess losses），全部（100%）由有限合伙人承担。另外一种不太常用的方式是，在计算超额损失时，把普通合伙人投入的资本全部抛除在外，然后任何损失都按出资比例分配，但此后产生的利润在分配时都要首先用于弥补以前的相应损失。

(3) 管理费

管理费的当前行业标准是每年合同承诺资本额的 1.5% ~ 2.5%，一般每季度向普通合伙人（也就是基金的管理人）支付一次。有时投资协议中要求在某一规定时期后停收管理费或支付的管理费逐渐按预订计划减少。

§ 2 选择风险投资对象

选择高质量的投资对象对于保证风险投资的成功非常重要。一般来说，风险投资基金收到的商业计划书（business plan）比它能够或愿意接受的多得多，因此风险投资机构要对它们先进行一次迅速而粗略的筛选（screening），以便选出值得做进一步详细考察的投资申请。虽然对风险投资对象的筛选有一定的标准，但这种选择不仅是一门科学，更是一门艺术，很大程度上取决于风险投资家的直觉，以及他们在风险投资方面的经验。这里我们介绍风险投资对象科学的一面，而对于艺术的一面，则需要实践中培养。

大多数风险投资基金以如下4个方面作为筛选的标准：投资规模、发展阶段、市场前景和管理层的素质。

(1) 投资规模

考虑到管理每个风险投资对象要花费的时间和成本，风险投资基金一般不愿意把投资分配到大量的小额交易中去，但是也很少有风险投资基金敢于将所有投资孤注一掷，即使是分散在少数几个项目的情况也很少见。因此，大多数风险投资基金都规定了对风险项目的最高和最低投资额，每个风险投资基金理想的投资规模由其风险资金的规模决定。一般风险投资基金都把对单个投资对象的投资规模限制在资本总额的10%左右，也就是说，平均每个风险投资基金投资于10个创业企业。对于超出最大值而又值得投资的对象，风险投资基金将会选择与其他风险投资基金联合投资。

(2) 发展阶段

根据企业的发展周期，企业可以分为5个阶段：种子期、创建期、成长期、扩张期、获利期。

① 种子期。这一阶段，公司尚未成立，只是创业企业家有一个创意，这个创意可以是一项技术，也可以是一种新的营销方式。这一阶段的风险投资只需很少的金额，主要用于证明某种想法或概念是否值得进一步开发和投资，帮助创业企业家研究其创意、编写经营计划、组建管理队伍、进行市场调研等。一般而言，风险投资基金较少对处于这一阶段的企业进行投资，这一阶段的投资主要是由天使投资者（angels）完成。

② 创建期。这一阶段，企业通常只有一份很粗略的商业计划书（business plan）、一个处于初级阶段的产品、一个不完整的管理队伍，没有任何收入，但开销也很低。这一阶段的投资主要用于产品开发、产品原型测试和市场检验（即试销），另外还用于企业进一步研究市场潜力、完善管理队伍和修改商业计划等。

③ 成长期。这一阶段，产品或服务进入开发阶段，并有数量有限的顾客试用，营业费用在增加，但仍没有销售收入。到这个阶段的末期，企业完成产品定型，着手实施其市场开拓计划。

④ 扩张期。这一阶段，企业开始出售产品和提供服务，但支出仍大于收入。公司的生产、销售、服务已具备成功的把握，公司要求风险投资的目的是希望组建自己的销售队伍，扩大生产线，增强其研发的后劲，进一步开拓市场，或拓展其生产能力和服务能力。

⑤获利期。这一阶段，企业的销售收入已高于支出，产生净收入，风险投资基金开始考虑退出。

表 5.2 列出了美国 1992 ~ 1996 年不同阶段的风险投资比例。

表 5.2 美国不同阶段的风险投资活动 (1992 ~ 1996)

单位: %

年 份	1992	1993	1994	1995	1996
种子期	5.2	4.5	3.4	3.7	5.9
创建期	31.7	28.4	28.0	26.8	29.0
成长期	46.8	46.4	51.5	55.7	48.5
扩张期	14.1	19.1	15.4	12.0	13.6
获利期	2.1	1.5	1.7	0.05	1.2
其 他	0.1	0.0	0.0	1.2	1.8

数据来源: 俞自由等著:《风险投资理论与实践》, 上海财经大学出版社 2001 年版, 第 67 页。

风险投资基金选择处于哪个阶段的企业进行投资, 与基金的自身经验、资金来源、行业竞争程度及所处的地区有关, 并没有一个通用的原则。

(3) 市场前景

任何一项技术或产品都需要市场做基础, 市场是技术和产品成长的保证, 也是利润的保证。理想的市场应该是能够迅速成长并且发展潜力巨大的市场, 风险投资基金认为如下行业拥有理想的市场, 并由此受到风险投资基金的青睐: 生物技术、通讯、计算机等。

(4) 管理层的素质

在评估投资前景时, 管理层的素质是一个主要的因素, 一定意义上甚至超过技术与产品。只有在一家公司拥有优秀的管理团队时, 风险投资家才会对这家公司感兴趣。在一支优秀的管理团队中, 各成员之间的相互合作, 将极大地推动公司的快速成长和发展。“一流团队”加上“二流产品”将比“二流团队”加上“一流产品”更有可能获得风险投资基金的青睐。

§ 3 尽职调查

通过筛选的投资项目将会进入尽职调查 (due diligence) 过程, 即风险投资基金对该项目的所有特点和细节进行详细的考察和分析。这一阶段的主要目的是决定是否投资, 如果分析结果是肯定的, 在这个过程中还将考虑以何种方式投资和投资多少等问题。

尽职调查是一项复杂而又费时的的工作, 风险投资基金的注意力主要集

中在如下几个领域：创业家和管理队伍的素质；产品的特点；使用的技术及其弱点；市场潜力。这里应当特别指出的是，尽管尽职调查与投资对象筛选标准有重复之处，但其了解的程度是完全不同的。

一般情况下，风险投资基金会同会计师和律师一起组成调查小组，通过与创业企业家及其主要管理人员的多次交流来收集各种信息。有时，调查小组还将与其他雇员、相关利益者、信用机构和行业协会接触。调查小组通过深入取证、仔细分析企业的商业计划和实际及预测的财务报表，并实地视察企业。

表 5.3 对风险投资基金尽职调查的一些主要内容进行了归纳。

表 5.3 风险投资基金尽职调查的主要内容

经营计划书	明显的竞争优势和投资利益 经营计划书的整体逻辑合理程度
经营机构	创业者和经营者的经历和背景 创业者的性格特点 经营团体的专长和管理能力 经营团体的经营理念 经营团体对商业计划的掌握程度
市场营销	市场规模 市场潜力 市场竞争力 有效策略规划
产品和技术	技术来源 技术人才与研发能力 专利与知识产权 产品的附加值与独特性 生产制造计划可行性与周边产业配套情况
财务计划和投资报酬	创业公司的投资状况 创业公司的股东结构 创业公司财务计划的合理性 预期投资报酬率 资金回收年限、方式与风险

§ 4 交易构造

交易构造 (deal structuring) 是指创业企业与风险投资基金之间经过协商达成的一系列协议，目的是为了协调双方在特定风险投资交易中的不同需求。在这个阶段要解决的问题是：金融工具的选择、交易价格的确定、协议条款的签订。

(1) 金融工具的选择

风险投资基金在构造交易时对金融工具的选择取决于被投资企业的类型、风险投资基金的资金来源、风险投资家的经营哲学等。最常用的金融工具有：优先股（preferred stock）、可转换债（convertible debt）和附加股权债（debt with warrants）。

优先股显然是权益的一种，而且只有当企业有净利润时才支付股利，但它能在企业破产时给股东以更多的保护，因为优先股的偿还次序先于普通股。可转化优先股还具有在任何时候按特定条件转换成普通股的权利。

可转换债是有权在一定时期内转换成预定股数普通股的债券。其优点是当企业经营不景气时，可转换债的价值损失要小于股票，其缺点是转换成本一般高于直接购股成本。

附加股权债是债务和认股权组合而成的。认股权允许债权人分享企业增长带来的好处，因为在企业前景看好时，债权人有权按一个比较低的价格购买普通股。

（2）交易价格的确定

交易价格的确定是风险投资协商过程中最容易引起争议的一个方面。价格决定了风险投资基金在投资期内的期望收益水平，只有当期望收益水平能够补偿所预见的风险时，风险投资家才会接受这一价格。风险投资家对每个投资阶段所要求的最低收益率水平是不同的，见表 5.4。

表 5.4 各阶段风险投资最低收益率要求

阶 段	最低收益率（%）
创建期	50 ~ 70
发展期	40 ~ 60
扩张期	35 ~ 50
获利期	35 ~ 50

（3）协议条款的签订

当风险投资基金与创业企业就证券类型与价格达成一致意见之后，就开始讨论投资协议的全部条款。风险投资协议的条款包括以下几方面内容。

- ① 投资额；
- ② 作为融资工具使用的证券类型和构成；
- ③ 管理层的申明和保证，即创业企业需要为商业计划中包含的财务报告提供证据；
- ④ 肯定誓约，即创业企业同意在风险投资期内不从事的活动。

§ 5 经营和监控

风险投资与传统金融投资的一个重要区别，就在于风险投资基金在进行投资的同时还要参与企业的经营管理。风险投资基金对被投资企业的监督是为了通过预测可能出现的问题和提供及时的决策信息来使损失最小化和收益最大化。

不同的风险投资基金介入被投资企业的程度各有不同，有的偏好依赖于管理层报告和定期视察，有的则愿意发挥更积极的作用。表 5.5 列出了独立风险投资基金介入管理活动的分布情况。

表 5.5 独立风险投资基金介入的管理活动分布

活动类型	介入活动的比例 (%)
后续融资	93.9
制定规划	95.1
营销	63.4
人事安排	73.2
供应商关系	9.8
日常经营	7.3

数据来源：俞自由等著：《风险投资理论与实践》，上海财经大学出版社 2001 年版，第 80 页。

§ 6 退出

前面已经提到，风险投资基金进行投资是有期限性的（一般为 3~7 年），因此，如何获得退出的控制权对风险投资基金而言非常重要。一般来说，风险投资基金在开始投资前就已经筹划好退出策略，并在进行投资时就要与被投资的公司及其股东签署一项协议，希望通过此协议获得有关退出的控制权，如 IPO 的时机、承销商的选择权等等。

风险投资基金主要有三种退出方式可选择：首次公开发行（IPO）、出售、回购。当然，如果投资失败，破产与清算也是一种退出方式。

（1）首次公开发行。这是一种最佳的退出方式，因为它代表了资本市场对该公司业绩的一种确认，而且企业管理层的独立性得以保持不变。但是，企业 IPO 并不等于风险投资就能马上退出，按有关规定一般要在 IPO 后的若干时间后才能出售。

（2）出售。这是指风险投资基金单方面将所持有的企业股份出售给其他投资者，这种方式能使风险投资基金迅速获得现金，完全退出，因此对

风险投资基金有一定的吸引力。但是创业者一般不欢迎这种做法，因为这通常意味着企业被他人收购而失去独立性。

(3) 回购。当被投资企业进入稳定发展期时，创业者希望直接由自己控制企业，会要求风险投资基金把股份卖给自己。虽然风险投资基金的获利通常不如上市，但时间短、费用少、操作简便，所以也是一种经常被选用的退出方式。

(4) 破产与清算。当公司经营状况不好且难以扭转时，破产并进行清算可能是最好的减少损失的办法。一个风险投资基金投资于糟糕的项目并不可怕，可怕的是知道糟糕后仍执迷不悟，越陷越深。

第4节 企业重组基金和基础设施投资基金

§1 企业重组基金

企业重组基金 (corporate restructuring fund) 是一种专门投资于需要重组的企业并积极参与企业重组活动的产业投资基金。由于企业重组基金具有发现价值 (发现那些价值被低估、有发展潜力的企业) 和创造价值 (通过重组提高企业的效益) 的功能，企业重组基金将为投资者获得较高的投资利润。

在市场经济发达的国家，企业重组基金多用于企业的各种并购重组活动 (如 LBO、MBO 等)。同时，有些国家的企业重组基金还参与发展中国家企业的大规模重组，如在东南亚金融危机后，欧美等国的金融机构参与东南亚国家企业并购重组和大甩卖 (fire sale) 而设立产业基金。在东欧等经济转轨国家中，企业重组基金出现了一种新的形式，即私有化认股权证基金 (voucher fund)，其主要目的是在这些国家大规模私有化的过程中，通过基金完成对企业的产权和管理的重组，同时为投资者创造资本增值。但是由于这些国家不具备相关的政治、经济、金融环境和人才资源，企业重组基金在这些国家都未能获得预期的成功。

一般说来，企业重组基金的运作包括以下几个步骤。

(1) 投资对象的选择。一般来说，企业重组基金所投资的企业具有以下几个特点：第一，非上市企业；第二，企业有潜在生存能力，并能通过重组获得较大的增值空间；第三，企业的所有者和管理者愿意进行重组；第四，在企业规模、所处行业和技术方面满足基金所有者的利益要求。

(2) 指定重组方案。在选择和确定投资对象后,就要制定重组方案。重组方案应对债务折扣安排、经营管理的重组以及债务的重组等重大问题作出详细的计划。重组方案应重视退出的安排。

(3) 经营管理重组。企业重组基金将根据企业经营的不同情况,对企业进行经营管理重组:第一,稳定阶段,以项目的止亏为基本目标,集中经营于主营业务,出售非核心资产,适当裁减工人,引进资金管理体制,引进激励机制;第二,发展阶段,使公司有适度的发展,扩大生产能力,在新技术方面进行投资,开发新产品,开拓新市场,与其他公司结成战略联盟等;第三,根据项目本身的需要,改组原有的经营管理层,形成新的管理团队。

(4) 债务的重组。通常在企业的稳定阶段,债务重组与经营管理重组同时进行。债务重组的方式包括:重新指定长期偿债规划、降低利率,债权一股权置换等。

(5) 退出。与其他产业投资基金的运作一样,重组基金在经过一段期限后就应该退出。退出方式基本上与其他产业投资基金的退出方式相同。

§ 2 基础设施投资基金

所谓基础设施投资基金,是指主要投资于能源、原材料、交通运输、邮电通讯等基础设施领域的未上市企业的一种产业投资基金。

一般来说,基础设施投资基金有如下作用。

第一,有利于弥补基础设施投资的巨额资金缺口,减轻国家财力的负担。由于基础设施具有投资额巨大、收益回收期限长的特点,因此,如果仅仅依靠国家的财政投入来建设,无疑将大大限制其发展。

第二,有利于降低基础设施领域企业的负债率,从而提高这些企业进一步融资的能力。

第三,为投资者开辟了一条风险适中、收益相对稳定的投资渠道。基础设施收益的风险适中和收益较稳定的特点,决定了基础设施投资基金具有同样的特点。

第四,通过引入私有资本,培育出按照市场化原则运作、真正对投资风险承担责任的新型投融资主题。通过基金投资者强有力的产权约束机制和发挥基金的专家管理优势,改善建设项目的经营管理,提高基础设施建设的投资效率。

本章总结

1. 产业投资基金是指以非上市股权为主要投资对象的投资基金, 又称为直接投资基金, 具体包括风险投资基金、企业重组基金、基础设施投资基金等。

2. 风险投资 (venture capital, VC) 是指投资于极具发展潜力的创业企业, 并为之提供专业化经营服务的一种权益性资本。由此可见, 风险投资的本质内涵是“以资本支持与经营管理服务, 培育和辅导企业创业与发展”。

3. 风险投资依据其组织化程度, 可以划分为三种形态: 个人分散性的风险投资、非专业管理的机构性风险投资、专业化和机构化管理的风险投资。

4. 与“个人分散性的风险投资”和“非专业管理的机构性风险投资”相比, 风险投资基金存在如下优势: 第一, 由于风险投资基金具有较大的资金规模, 因而能够通过组合投资分散和规避投资风险; 第二, 由于实现了专家管理, 因而有利于提高运作效率; 第三, 由于实现了专家管理的机构化, 有利于市场对其进行及时评价和监督。

5. 一般来说, 风险投资基金的运作流程包括以下几个基本阶段: 创立风险投资基金、风险投资对象的筛选、尽职调查、交易构造、经营和监控、退出。

6. 风险投资基金可分为合伙制和公司制两种形式。一般来说, 风险投资基金采取合伙制形式有如下两个优点: 其一, 由于管理人员和普通合伙人合一, 有利于解决委托代理问题, 因此增强了其他投资者的信心。其二, 风险投资基金以合伙制的形式建立, 还具有税收上的优惠。风险投资基金也可以按公司制形式构造, 但是由于税收的原因, 使得这种形式很少见。

7. 选择高质量的投资对象, 对于保证风险投资基金的成功非常重要, 因此, 如何筛选投资对象成为风险投资的重要步骤。一般来说, 大多数风险投资基金以如下四个方面作为筛选的标准: 投资规模、发展阶段、管理和市场。

8. 交易构造是指创业企业与风险投资基金之间经过协商达成的一

系列协议，目的是为了协调双方在特定风险投资交易中的不同需求。在这个阶段要解决的问题是：金融工具的选择、交易价格的确定、协议条款的签订。

9. 风险投资基金有三种主要退出方式：首次公开发行（IPO）、出售、回购。当然，如果投资失败，破产与清算也是一种退出方式。

10. 企业重组基金是一种专门投资于需要重组的企业并积极参与企业重组活动的产业投资基金。

11. 基础设施投资基金，是指主要投资于能源、原材料、交通运输、邮电通讯等基础设施领域的未上市企业的一种产业投资基金。

思考题

1. 名词解释：产业投资基金 风险投资基金 企业重组基金 基础设施投资基金

2. 风险投资有哪些形态？

3. 试述风险投资基金的一般流程。

4. 为什么风险投资基金多采用合伙制形式？

5. 风险投资基金的利润和损失是如何分配的？

6. 风险投资基金依据哪些标准对投资对象进行筛选？

7. 试述风险投资基金尽职调查的主要内容。

8. 风险投资的交易构造阶段要解决哪些主要问题？

9. 风险投资基金有哪些退出方式？

第6章

项 目 融 资

本章概要

项目融资是一种利用项目未来的现金流量作为担保条件的无追索权或有限追索权的融资方式。一般来说，无论是项目的发起人，还是项目的出资者，很难具有协调整个运行复杂、牵涉面广的项目融资工作的专业技能和经验，所以组织安排工作通常由投资银行来完成。进入 20 世纪 90 年代以来，项目融资越来越依靠资本市场和投资银行，债券项目融资受到了广大筹资人的青睐，并成为投资银行的重要业务。具体来说，投资银行在项目融资的过程中，主要发挥以下几种作用：项目的可行性分析与风险评价；项目投资结构设计；项目的融资结构模式设计；项目融资的资金选择；项目担保的安排。本章首先阐述了项目融资的基本概念，然后按照投资银行在项目融资中所起的作用，分节进行阐述。

学习目标

通过本章的学习，首先，了解项目融资的定义、特点和适用范围；其次，掌握项目融资的当事人以及一般程序；再次，了解风险投资的项目可行性分析和风险评价；最后，掌握项目融资的投资结构、融资结构模式、资金选择和项目担保的安排。

问：如果我们缺乏资金，那么该采取什么样的补救措施？

答：我们就必须成立一家银行……

——威廉·帕第

第 1 节 项目融资概述

§ 1 项目融资的定义、起源和发展简史

项目融资（project financing）是为一个特定投资项目所安排的融资，项目债权人在最初考虑借款给该项目时，基于能够使用该项目的现金流量和未来收益作为偿债资金的来源，以及使用该项目实体的资产作为债权的安全保障。根据这个定义，项目融资用来保证资金偿还的主要来源被限制在被融资项目本身的经济强度中，即项目未来可用于偿债的净现金流量和项目本身的资产价值。

项目融资起源于 20 世纪 30 年代，是在西方国家遭受石油危机以后，因为担忧资源不足而大规模开发资源的热潮中产生的。进入 50 年代，美国一些银行为石油天然气项目所安排的融资活动可视为项目融资的早期形式。60 年代中期在英国北海油田开发中使用了有限追索项目贷款方式，这一方式使项目融资开始受到广泛重视。70 年代第一次石油危机后的能源工业繁荣时期，项目融资得到了迅速发展，成为当时大型能源项目国际

性融资的一种重要手段。80年代初开始的世界性经济危机,使得项目融资进入了低潮。1985年以来,世界经济的复苏使得项目融资又重新在金融界活跃起来,由于一些具有代表性的项目融资模式的完成,使得这一融资手段在融资结构、追索形式、贷款期限、风险管理等方面又有了新的发展。进入90年代,项目融资越来越依靠资本市场和投资银行,债券项目融资受到了广大筹资人的青睐,并成为投资银行的重要业务。

§2 项目融资的基本特点

(1) 以项目为主体安排的融资

主要是依赖于项目的现金流量和资产,而不是依赖于项目的投资者或发起人的资信来安排融资,是项目融资的第一个特点。项目融资,顾名思义,就是以项目为主体安排的融资,贷款者在项目融资中的注意力主要放在项目的贷款期间能够产生多少现金流量用于贷款,贷款的数量、融资成本的高低以及融资结构的设计都是与项目的预期现金流量和资产价值直接联系在一起的。

由于项目导向,有些对于投资者很难借到的资金则可以利用项目来安排,有些投资者很难得到的担保条件则可以通过组织项目融资来实现。同时,由于项目导向,项目融资的贷款期限可以根据项目的具体需要和项目的经济生命周期安排设计,做到比一般商业贷款期限长。近几年的实例表明,有的项目贷款期限可以长达20年之久。

(2) 项目贷款人对借款人的有限追索权

有限追索是项目融资的第二个特点。追索是指在借款人未按期偿还债务时,贷款人要求以抵押资产以外的其他资产偿还债务的权利。在某种意义上,贷款人对项目借款人的追索形式和程度,是区分融资是属于项目融资还是属于传统形式融资的重要标志。对于后者,贷款人为项目借款人提供的是完全追索形式的贷款,即贷款人更主要依赖的是自身的资信情况,而不是项目本身;而前者,作为有限追索的项目融资,贷款人可以在贷款的某个特定阶段(例如项目的建设期和试生产期)对项目借款人实行追索,或者在一个规定的范围内(这种范围包括金额和形式的限制)对项目借款人实行追索,除此之外,无论项目出现任何问题,贷款人均不能追索到项目借款人除该项目资产、现金流量以及所承担的义务之外的任何形式的财产。

有限追索的极端是“无追索”,即融资百分之百地依赖于项目的经济

强度，在融资的任何阶段，贷款人均不能追索到项目借款人除项目之外的资产。然而，在实际工作中是很难获得这样的融资结构的。

(3) 项目的各个当事人共同分担项目风险

为了实现项目融资的有限追索，对于与项目有关的各种风险要素，需要以某种形式在项目投资者（借款人）与项目开发有直接或间接利益关系的其他参与者和贷款人之间进行分担。一个成功的项目融资应该是在项目中没有任何一方单独承担起全部项目债务的风险责任，这一点构成了项目融资的第三个特点。在组织项目融资的过程中，项目借款人应该学会如何去识别和分析项目的各种风险因素，确定自己、贷款人以及其他参与者所能承受风险的最大能力及可能性，充分利用与项目有关的一切可以利用的优势，最后设计出对投资者具有最低追索的融资结构。

一般来说，风险分担是通过出具各种保证书或作出承诺来实现的。保证书是项目融资的生命线，因为项目公司的负债率都很高，保证书可以把财务风险转移到一个或多个对项目有兴趣但又不想直接参与经营或直接提供资金的第三方。

保证人主要有两大类：业主保证人和第三方保证人。当项目公司是某个公司的子公司时，项目公司的母公司是项目建成后的业主，贷款方一般都要求母公司提供保证书。当项目公司无母公司，或母公司及发起方其他成员不想充当保证人，可以请他们以外的第三方充当保证人。可以充当保证人的主要有五类：材料或设备供应商、销售商、项目建成后的产品或服务的用户、承包商和对项目感兴趣的政府机构。

(4) 融资成本较高，所需时间较长

与传统的融资方式比较，项目融资存在的一个主要问题，也是其第四个特点，是相对筹资成本较高，组织融资所需要的时间较长。

项目融资涉及面广，结构复杂，需要做好大量有关风险分担、税收结构、资产抵押等一系列技术性的工作，筹资文件比一般公司融资要多几倍，需要几十个甚至上百个法律文件才能解决问题，这就使得组织项目融资花费的时间要长一些。

而项目融资的大量前期工作和有限追索性质，导致融资的成本要比传统融资方式高。融资成本包括融资的前期费用和利息两个主要组成部分。

§ 3 项目融资的当事人

由于项目融资的结构复杂，因而参与融资结构并在其中发挥不同程度

重要作用的利益主体也较传统的融资方式为多。概括起来，项目融资的主要当事人包括：项目发起人、项目公司、项目投资者、项目债权人、项目承建商、项目设备/原材料供应者、项目产品的购买者、融资顾问、保险公司、东道国政府。

(1) 项目发起人。项目发起人是项目公司的投资者，是股东，它通过组织项目融资，实现投资项目的综合目标要求。项目的发起人可以是一个公司，也可以是许多与项目有关的公司（如承建商、供应商、项目产品的购买方或使用方）构成的企业集团，还可以是对项目没有直接利益的实体（如交通设施项目中土地所有者和房地产商等）。一般来说，发起人是项目公司的母公司。

(2) 项目公司。项目公司通常是项目发起人为了项目的建设而建立的经营实体，它可以是一个独立的公司（corporate），也可以是一个合资企业（joint venture）和合伙制企业（partnership），还可以是一个信托（trusts）机构。除项目发起人投入的股本金之外，项目公司主要靠借款进行融资。

(3) 项目投资者。项目投资者是项目融资中真正的借款人。在有限追索的融资结构中，项目投资者除了拥有项目公司的全部股权或部分股权，以及提供一部分股本资金外，还需要以直接担保或间接担保的形式，为项目公司提供一定的信用支持。

(4) 项目债权人。项目债权人又叫贷款人，可以是两家商业银行，也可以是由十几家银行组成的国际银团。贷款人的参与数目主要根据贷款的规模和项目的风险两个因素决定。

(5) 项目承建商。项目承建商通常与项目公司签订固定价格的总价承包合同，负责项目工程的设计和建设。对于大项目，承建商可以另签合同，把自己的工作分包给分包商。项目承建商的实力和以往的经营历史记录，可以在很大程度上影响项目融资的贷款银行对项目建设期风险的判断。

(6) 项目设备/原材料供应者。项目设备供应者通过延期付款或者优惠出口信贷的安排，可以构成项目资金的一个重要来源。项目原材料生产者在一定条件下，愿意以长期的优惠条件为项目供应原材料，以保证其长期稳定的市场。这样有助于减少项目初期以及项目经营期间的许多不确定因素，为安排项目融资提供了有利条件。

(7) 项目产品的购买者。项目产品的购买者可以在项目融资中发挥相当重要的作用，构成融资信用保证的关键部分之一。项目产品的购买者通

过与项目公司签订长期购买合同（特别是具有“无论提货与否均需付款”和“提货与付款”性质的合同），保证了项目的市场和现金流量，为投资者对项目的贷款提供重要的信用保证。项目产品的购买者作为项目融资的一个参与者，可以直接参加融资谈判，确定项目产品的最小承购数量和价格公式。

（8）融资顾问。项目融资的组织安排工作需要一个具有专门技能的人来完成，绝大多数的项目投资者缺乏这方面的经验和资源，需要聘请专业融资顾问。融资顾问在项目融资中扮演着一个极为重要的角色，在某种程度上可以说是决定项目融资能否成功的关键。融资顾问通常聘请投资银行、财务公司或者商业银行中的项目融资部门来担任。

（9）保险公司。当对借款人或项目发起人的追索权是有限的情况下，项目的一个重要安全保证是用保险权益做担保。因而，必要的保险是项目融资的一个重要方面。由于项目规模很大，存在遭受各种各样损失的可能性，这使得项目发起人会建立起与保险代理人和承包商的紧密联系，从而正确地确认和抵消风险。

（10）东道国政府。东道国政府在项目融资中的角色虽然是间接的，但很重要。在宏观方面，政府可以为项目提供一种良好的投资环境。在微观方面，政府可以为项目的开发提供土地、良好的基础设施、长期稳定的能源供应以及经营特许权；政府还可以为项目提供条件优惠的出口信贷和其他类型的贷款及贷款担保，促进项目融资的完成。

图 6.1 概括说明了主要当事人之间的基本合同关系。

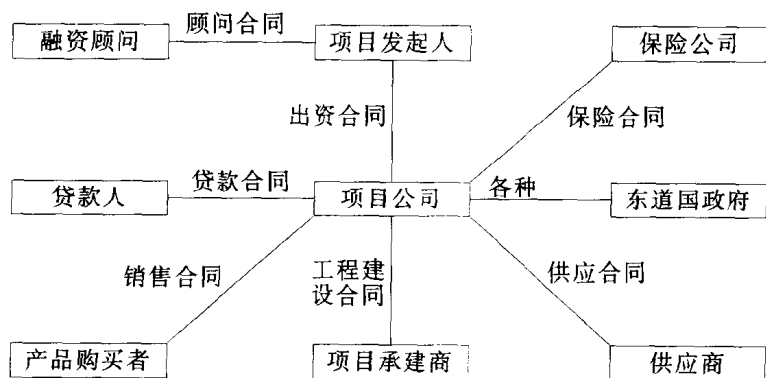


图 6.1 项目融资当事人之间的基本合同关系

§ 4 项目融资的适用范围

项目融资发展到现在，主要运用于三类项目：资源开发、基础设施建设、制造业项目。

(1) 资源开发项目

资源开发项目包括石油、天然气、煤炭、铁、铜等开采业。项目融资最早就是源于资源开发项目。

(2) 基础设施建设项目

基础设施一般包括铁路、公路、港口、电讯和能源等项目的建设。基础设施建设是项目融资应用最多的领域，其原因是：一方面，因为这类项目投资规模巨大，完全由政府出资有困难；另一方面，因为商业化经营的需要，只有商业化经营，才能产生收益，提高收益。在发达国家中，许多基础设施建设项目因采用项目融资而取得成功，发展中国家也逐渐引入这种融资方式。

(3) 制造业项目

虽然项目融资在制造业领域有所应用，但范围比较窄。因为制造业中间产品很多，工序多，操作起来比较困难，另外，其对资金需求也不如前两个领域那么大。在制造业中，项目融资多用于工程上比较单纯或某个工程阶段中已使用特定技术的制造业项目，此外，也适用于委托加工生产的制造业项目。

总之，项目融资一般适用于竞争性不强的行业。具体来说，只有那些通过对用户收费取得收益的设施和服务，才适合项目融资方式。这类项目尽管建设周期长，投资量大，但收益稳定，受市场变化影响小，对投资者有一定吸引力。

§ 5 项目融资的一般程序

一般来说，项目融资的程序大致可以分为5个阶段：投资决策、融资决策、融资结构分析、融资谈判和执行。

(1) 投资决策阶段

对于任何一个投资项目，在决策者下决心之前，都需要经过相当周密的投资决策的分析，这些分析包括宏观经济形势的判断、工业部门的发展以及项目在工业部门中的竞争性分析、项目的可行性研究等内容。一旦作出投资决策，接下来的一个重要工作是确定项目的投资结构，项目的投资结构与将要选择的融资结构和资金来源有着密切的关系。同时，在很多情

况下，项目投资决策也是与项目能否融资以及如何融资紧密联系在一起。投资者在决定项目投资结构时需要考虑的因素很多，其中主要包括：项目的产权形式、产品分配形式、决策程序、债务责任、现金流量控制、税务结构和会计处理等方面的内容。

（2）融资决策阶段

在这个阶段，项目投资者将决定采用何种融资方式为项目开发筹集资金。是否采用项目融资，取决于投资者对债务责任分担、贷款数量、时间、融资费用以及债务会计处理等方面的要求。如果决定选择采用项目融资作为筹资手段，投资者就需要选择和任命融资顾问，开始研究和设计项目的融资结构。

（3）融资结构分析阶段

设计项目融资结构的一个重要步骤，是完成对项目风险的分析和评估。项目融资的信用结构的基础，是由项目本身的经济强度以及与之有关的各个利益主体与项目的契约关系和信用保证所构成的。能否采用以及如何设计项目融资结构的关键点之一，就是要求项目融资顾问和项目投资者一起对项目有关的风险因素进行全面分析和判断，确定项目的债务承受能力和风险，设计出切实可行的融资方案。项目融资结构以及相应的资金结构的设计和选择，必须全面反映投资者的融资战略要求和考虑。

（4）融资谈判阶段

在初步确定了项目融资方案以后，融资顾问将有选择地向商业银行或其他投资机构发出参与项目融资的建议书、组织贷款银团、策划债券发行、着手起草有关文件。与银行的谈判会经过很多次的反复，这些反复可能是对相关法律文件进行修改，也可能涉及到融资结构或资金来源的调整，甚至可能是对项目的投资结构及相应的法律文件作出修改，来满足债权人的要求。在谈判过程中，强有力的顾问可以帮助加强投资者谈判地位，保护其利益，并能够灵活地、及时地找出解决问题的方法，打破谈判僵局。因此，在谈判阶段，融资顾问的作用是非常重要的。

（5）执行阶段

在正式签署项目融资的法律文件之后，融资的组织安排工作就结束了，项目融资进入执行阶段。在这期间，贷款人通过融资顾问经常对项目的进展情况进行监督。根据融资文件规定，参与部分项目的决策、管理和控制项目的贷款资金投入及部分现金流量。贷款人的参与可以按项目的进展划分为三个阶段：项目建设期、试生产期和正常运行期。

第 2 节 项目可行性分析与风险评价

§ 1 项目可行性分析

项目可行性分析是项目开发的前期准备工作，可行性分析的方法发展到今天，已经成为一种成熟的标准化的程序。在此阶段，投资银行着重从项目的外部环境、项目生产要素、投资收益分析等几方面判断项目的可行性。

表 6.1 概要列举了项目可行性分析包括的主要内容。

表 6.1 项目可行性分析包括的主要内容

项目领域		可行性分析的内容
外部投资环境	政策性环境	国家法律制度、税收政策 项目对环境的影响和环境保护立法 项目的生产经营许可或其他政府政策限制 项目获得政治风险保险的可能性
	金融性环境	通货膨胀因素 汇率、利率 国家外汇管制的程度、货币风险及可兑换性
	工业性环境	项目基础设施：能源、水电供应、交通运输、通讯等
项目生产要素	技术要素	生产技术的可靠性及成熟度 资源储量及可靠性
	原材料供应	原材料来源、可靠性、进口关税和外汇限制
	项目市场	项目产品和服务的市场需求、价格和竞争性 国内和国际市场分析
	项目管理	生产、技术、设备管理 劳动力分析
投资收益分析	项目投资成本	项目建设费用 征购土地、购买设备费用 不可预见费用
	经营性收益分析	项目产品或服务市场价格分析和预测 生产成本分析和预测 经营性资本支出预测 项目现金流量分析
	资本性收益分析	项目资产增值分析和预测

在项目融资中普遍存在着这样一种误解，认为项目的可行性就等于项目的可融资性，但实际上，两者之间有着相当的距离。贷款人不是项目的所有者，不可能从项目的投资中获得股本收益，因此，当贷款人在考察是否为一个项目提供融资时，所关心的是项目未来的偿债能力，而不是项目未来的投资收益率，虽然这两者之间存在着紧密的联系，也就是说，贷款人更着重于分析项目出现坏结果的可能性，而不是项目出现好前景的可能性。

§ 2 项目风险的鉴别

很多关于项目融资的文献把项目的可行性分析等同于项目的风险评价，或者把项目风险评价看做项目可行性分析的一部分，事实上这种认识是错误的。无疑，项目的可行性分析需要分析和评价许多与项目有关的风险因素（如表 6.1 所列举的那样）。一个高品质的、详细的项目可行性分析报告，也将有助于项目融资的组织以及项目的风险评价。但是两者的出发点不同，项目的可行性分析是从项目投资者的角度分析投资者在整个生命期内能否达到预期的经济效益，具体来说即是否能获取一个满意的投资收益率；项目融资的风险评价则是在可行性研究的基础上，按照项目融资的特点和要求，对项目风险作出进一步详细的分类研究，并根据这些分析结果，为在项目融资结构设计中减少或分散这些风险提供具体的依据。

项目融资的风险大体可以分为两类：系统风险和非系统风险。系统风险指与市场客观环境有关，超出了项目自身范围的风险；非系统性风险指可由项目实体自行控制和管理的风险。然而，这两种风险的划分并不绝对，有时候系统风险也可以通过一定的手段予以削减，而另外一些时候非系统风险却无法避免。

（1）系统风险

系统风险主要包括：政治风险、获准风险、法律风险、违约风险和经济风险。

政治风险是指由于战争、国际形势变幻、政权更迭、政策变化而导致项目资产和利益受到损失的风险。政治风险大致可分为两类：一类涉及到政局的稳定性；另一类涉及到政策的稳定性。

开发和建设一个项目，必须得到项目东道国政府的授权或许可。取得政府的许可要经过复杂的审批程序，花费相当长的时间，如果不能及时得到政府的批准，就会使整个项目无法按计划进行，造成拖延。这种风险就

是获准风险。

法律风险是指东道国法律的变动给项目带来的风险。东道国法律变动给项目带来的风险主要体现在以下几个方面：当出现纠纷时，是否有完善的法律体系提供依据，解决纠纷；东道国是否有独立的司法制度和严格的法律执行体系执行法院的判决结果；根据东道国的法律规定，项目发起人能否有效地建立起项目融资的组织结构和日后的项目经营。由此可见，法律健全与否对约束项目融资各当事人的行为关系很大，因此，东道国法律的变动会改变对各当事人的约束，进而改变各当事人的地位，带来的风险是不言而喻的。

违约风险指项目当事人因故无法履行或拒绝履行合同所规定的责任与义务而给项目带来的风险。违约有多种表现形式，如在规定的日期前承销商无法完成项目的施工建设；借款方无力偿还债务或解决偿还债务等等。

经济风险主要包括市场风险、外汇风险和利率风险三大类。市场风险是由于产品在市面上的销路、原材料供应情况和其他情况的变化而引起的项目收益的变动。市场风险主要有价格风险、竞争风险和需求风险；外汇风险通常包括三方面：东道国货币的自由兑换、经营收益的自由汇出，以及汇率波动所造成的货币贬值问题；利率风险指项目在经营过程中，由于利率变动直接或间接地造成项目价值降低或收益受到损失。

（2）非系统风险

非系统风险主要包括：完工风险、经营维护风险以及环保风险。

完工风险是指项目无法完工、延期完工或者完工后无法达到预期运行标准的可能性。完工风险对项目公司而言，意味着利息支出的增加、贷款偿还期限的延长和市场机会的错过。完工风险的大小取决于四个因素：项目设计技术要求、承建商的建设开发能力和资金运筹能力、承建商所作承诺的法律效力以及履行承诺的能力、政府节外生枝的干预。

经营维护风险指在项目经营和维护过程中，由于经营者的问题、生产条件问题或技术方面的问题而发生重大经营问题的可能性。与经营者有关的问题包括：由于经营者的疏忽使原材料供应中断，设备安装、使用不合理，产品质量低劣，管理混乱等；生产条件问题包括：原材料的供应是否可靠，交通、通讯以及其他公用设施的条件是否便利等；技术方面的问题指存在于项目生产技术及生产过程中的有关问题，如技术工艺是否在项目建设期结束后依然能够保持先进，会不会被新技术所替代，厂址选择和配套设备是否合适，原材料来源是否有保证，工程造价是否合理，技术人员

的专业水平与职业道德是否达到要求等。

近年来，工业对环境的破坏问题已经越来越引起社会公众的关注，许多国家制定了严格的环境保护法律来限制工业污染对环境的破坏。对项目公司来说，要满足环保法的各项要求，就意味着成本支出的增加，尤其是对那些利用自然资源和生产过程污染较为严重的项目来说更是如此。

第 3 节 项目投资结构设计

所谓项目投资结构的设计，是指在项目所在国家的法律、法规、会计、税务等外的客观因素的制约条件下，寻求一种能够最大限度地实现其投资目标的项目资产所有权结构。如果项目中有两个以上的投资者，则项目投资各方的利益协调同样是投资结构设计的重要考虑因素。采用不同的项目投资结构，投资者对其资产的拥有形式、对项目产品和项目现金流量的控制程度、投资者在项目中所承担的债务责任和所设计的税务结构会有很大的差异，这些差异会对项目融资的整体结构设计产生直接的影响。

目前，国际上较为普遍采用的投资结构有四种基本的法律形式：公司型合资结构、合伙制结构、非公司型合资结构、信托基金结构。针对一个具体的项目，选择哪一种投资结构作为基础方案并没有一个统一的标准。项目的投资者在面对多种方案的取舍时，应该全面考虑各个投资结构的优点与缺点，并根据项目的特点和合资各方的发展战略、利益追求、融资方式、资金来源以及其他限制条件，以确定基础的投资结构，并适当地加以修正以满足各方投资目标的要求。

§ 1 公司型合资结构

公司型合资结构（incorporated joint venture）的基础是有限责任公司。有限责任公司是目前世界上最简单有效的一种投资结构，这种投资结构历史悠久，使用广泛。

在公司型合资结构中，投资者通过持股拥有公司，并通过选举任命董事会成员对公司的日常运作进行管理。由于公司型结构相对简单明了，国际上大多数的制造业、加工业项目都采用的是公司型合资结构，并且在 60 年代之前，有很高比例的资源型开发项目也采用的是公司型合资结构。

图 6.2 是一个简单的公司型合资结构示意图。投资者 A、B 和 C 根据

合资协议认购合资公司股份，建立并经营合资公司。合资公司将资产抵押给银行换取贷款，独立经营和从事市场销售活动。

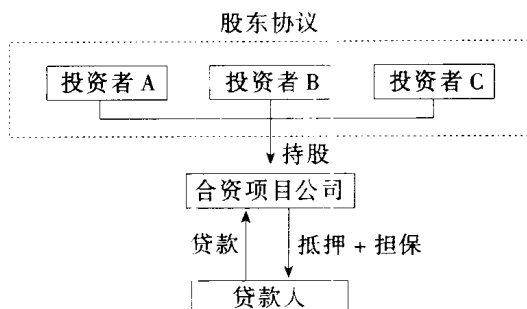


图 6.2 简单的公司型合资结构

公司型合资结构具有如下优点。

第一，有限责任。在公司型合资结构中，投资者的责任是有限的，其最大责任限制在所投资的股本资金之内。

第二，融资安排比较容易。公司型合资结构对于安排融资有两个方面的优点：一是公司型合资结构便于贷款人取得项目资产的抵押权和担保权，也便于贷款人对于现金流量的控制；二是公司型合资结构易于被资本市场接受，条件许可时可以直接进入资本市场，通过股票上市或发生债券等多种方法筹集资金。

第三，投资转让比较容易。公司股票代表着投资者在一个公司中的投资权益，相对项目资产的买卖而言，股票的转让程序比较简单和标准化。另外，通过发行新股，公司型合资结构也可以较容易地引入新的投资者。

第四，股东之间关系清楚。公司法中对股东之间的关系有明确的规定，其中最重要的一点是股东之间不存在任何信托、担保或连带责任。

公司型合资结构存在如下缺点。

第一，对现金流量缺乏直接的控制。在合资项目公司中，没有任何一个投资者可以对项目的现金流量实行直接的控制，这对于希望利用项目的现金流量自行安排融资的投资者是一个很不利的因素。

第二，税务结构灵活性差。由于投资者与公司分离开了，除了百分之百持股的公司以外的投资者，无法利用合资公司的亏损去冲抵其他项目的利润。另外，投资者还要负担双重纳税。

§ 2 合伙制结构

合伙制结构（partnership）是至少两个以上合伙人（partners）之间以获取利润为目的的共同从事某项商业活动而建立起来的一种法律关系。合伙制结构不是一个独立的法律实体，其合伙人可以是自然人也可以是公司法人。合伙制结构通过合伙人之间的法律合约建立起来，没有法定的形式，一般也不需要政府在注册，这一点与成立一个公司有本质的不同。然而，在多数国家中均有完整的法律来规范合伙制结构的组成及其行为。合伙制结构包括普通合伙制和有限合伙制两种类型。

（1）普通合伙制结构

普通合伙制由于所有合伙人对于合伙制结构的经营、合伙制结构的债务，以及其他经济责任和民事责任负有连带的无限责任，因此很少在项目融资中使用。图 6.3 是普通合伙制投资结构的一个简单示意图。

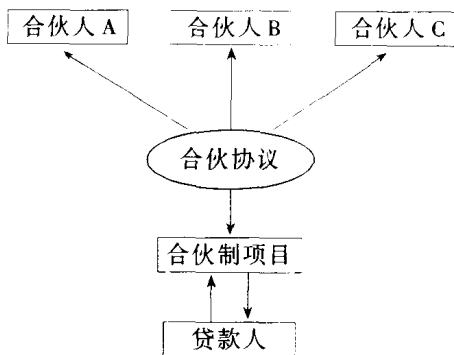


图 6.3 普通合伙制的项目投资结构

由于合伙制结构不是一个与其成员相分离的法律实体，与公司型结构相比较，合伙制结构具有以下几方面的特点。

第一，公司型结构资产是由公司而不是其股东所拥有的，而合伙制的资产则是由合伙人所拥有。同样，公司型结构的债务责任由公司承担，而合伙制中合伙人将对普通合伙制的债务责任承担个人责任。

第二，公司型结构的股东可以同时又是公司的债权人，并且根据信用保证安排（如资产抵押）可以取得其他债权人有限的地位，而合伙人给予合伙制的贷款在合伙制解散时只能在所有外部债权人收回债务之后回收。

第三，公司型结构的单个股东极少能够请求去执行公司的权利，但是每个合伙人均可以要求以所有合伙人的名义去执行合伙制结构的权利。

第四，公司型结构的管理一般是公司董事会的责任，然而在一个合伙

制结构中（有限合伙制除外），每个合伙人都有权参与合伙制的经营管理。

第五，公司型结构一般不对股东数目进行限制，而合伙制结构中对合伙人数目一般都有限制。

合伙制结构最主要的优点表现在税务安排的灵活性上。与公司型结构不同，合伙制结构本身不是一个纳税主体，所以不存在双重纳税问题。合伙制结构在一个财政年度内的净收入或亏损全部按投资比例直接转移给合伙人，合伙人单独申报自己在合伙制结构中的收入、扣减和税务责任，并且从合伙制结构中获取的收益（或亏损）允许与合伙人其他来源的收入进行税务合并，从而有利于合伙人较灵活地作出自己的税务安排。

合伙制结构有以下几个缺点。

第一，无限责任。由于合伙人在合伙制结构中承担无限制的责任，因而一旦项目出现问题，或者其他合伙人无力承担应负责任的话，其他合伙人就需要承担超过自己在合伙制结构中所占投资比例的风险责任。这一问题严重限制了普通合伙制在项目开发和融资中的使用。

为了克服这一限制，国外某些公司在使用普通合伙制作为投资结构时加入了一些减少合伙人风险的措施，其中一个做法是投资者并不直接进入合伙制结构，而是专门成立一个子公司，并通过这个子公司投资到合伙制结构中。图 6.4 概括了这种结构。

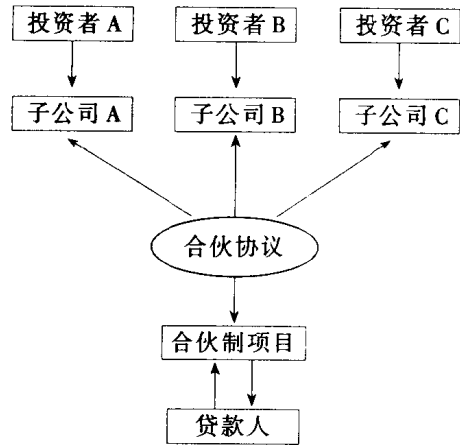


图 6.4

第二，融资安排相对比较复杂。由于合伙制结构在法律上并不拥有项目的资产，所以图 6.3 中合伙制结构安排的融资需要每一个合伙人统一将项目中属于自己的一部分资产权益拿出来作为抵押或担保，并共同承担融

资安排中的责任和风险。

(2) 有限合伙制结构

有限合伙制是在普通合伙制基础上发展起来的一种合伙制结构。有限合伙制结构需要包括至少一个普通合伙人（general partner）和至少一个有限合伙人（limited partner）。在有限合伙制结构中，普通合伙人负责合伙制项目的组织、经营、管理工作，并承担对合伙制结构债务的无限责任；而有限合伙人不参与项目的日常经营管理，对合伙制结构的债务责任也被限制在有限合伙人投资于合伙制项目中的资金。有限合伙制结构是通过有限合伙制协议组织起来的，在协议中对合伙各方的资本投入、项目管理、风险分担、利润及亏损的分配比例和原则均需要有具体的规定。

在使用有限合伙制作为投资结构的项目中，普通合伙人一般是在该项目领域具有技术管理特长并且准备利用这一特长从事项目开发公司。由于资金、风险、投资成本等多种因素的需求，普通合伙人愿意组织一个有限合伙制的投资结构，吸收对项目的税务、现金流量和承担风险程度有不同要求的较广泛的投资者参加到项目中，共同分担项目的投资风险和分享项目的投资利润。

图 6.5 是有限合伙制项目投资结构的示意图。

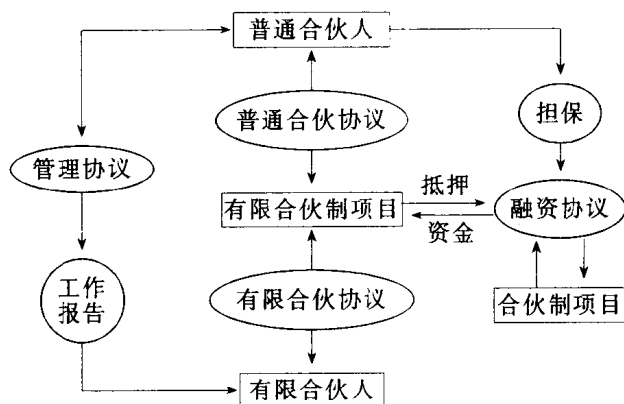


图 6.5 有限合伙制的项目投资结构

有限合伙制具备普通合伙制在税务安排上的优点，一定程度上又避免了普通合伙制的责任连带问题，是项目融资中经常使用的一种投资结构。较为经常使用有限合伙制作为投资结构的项目有两大类型，其中一类是资本密集、回收期长但风险较低的公用设施和基础设施项目，如电站、公路等；另一类是投资风险大、税务优惠大，同时又具有良好勘探前景的资源

开发项目。

总的来说，合伙制结构在法律上要比公司型结构复杂，有关的法律在不同国家之间相差也很大。在使用有限合伙制作为项目投资结构时，尤其需要注意项目所在国家对有限合伙制结构的税务规定和对有限合伙人的定义。

§ 3 非公司型合资结构

非公司型合资结构 (unincorporated joint venture)，又称为契约型合资结构，是一种大量使用并且被广泛接受的投资结构。但从严格的法律概念上说，这种投资结构并不是一种法律实体，只是投资者之间所建立的一种契约性质的合作关系。非公司型合资结构在项目融资中获得相当广泛的应用，主要集中在采矿、能源开发、初级矿产加工、石油化工、钢铁及有色金属等领域。

非公司型合资结构的主要特征包括以下几点。

从表面上看，非公司型合资结构与合伙制结构似乎有一定的相似之处，然而，这两种结构在本质上是有所区别的，非公司型合资结构与合伙制结构的主要区别表现在以下几个方面。

第一，非公司型合资结构是通过每一个投资者之间的合资协议建立起来的，每一个投资者直接拥有全部项目资产的一个不可分割的部分，每一个投资者都有权独立作出其相应投资比例的项目投资、原材料供应、产品处置等重大商业决策。

第二，根据项目的投资计划，每一个投资者需要投入相应投资比例的资金，这些资金的用途可以包括项目的前期开发费用、项目的固定资产投入、流动资金、共同生产成本和管理费用等等。同时，合资协议规定，每个投资者从合资项目中将获得相应份额的产品，每一个投资者直接拥有并有权处置其投资比例的项目最终产品，即投资者获得的不是项目的利润而是最终产品。

第三，与合伙制结构不同，在非公司型合资结构中，没有一个投资者可以作为其他投资者的代理人，每一个投资者的责任都是独立的，对于其他投资者的债务责任或民事责任不负有任何共同的和连带的责任。

第四，由投资者代表组成的项目管理委员会，是非公司型合资结构的最高决策机构，项目的日常管理由项目管理委员会指定的项目经理负责，有关项目管理委员会的组成、决策程序，以及项目经理的任命、责任、权

利和义务，需要通过合资协议或者单独的管理协议加以明确规定。

图 6.6 是一个非公司型合资结构的简单示意图。

显而易见，从上述特点可以看出，非公司型合资结构更适用于作为产品“可分割”的项目的投资结构。

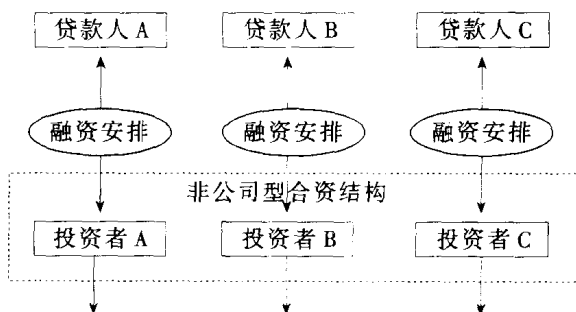


图 6.6 非公司型合资结构的项目投资结构

非公司型合资结构具有以下几个优点。

第一，投资者在合资结构中承担有限责任。每个投资者在项目中所承担的责任将在合资协议中明确规定，一般来说，这些责任将被限制在投资者相应的投资比例之内，投资者之间没有任何的连带或共同责任。

第二，税务安排灵活。由于投资者获得的不是项目的利润而是最终产品，所以投资者的财务活动和经营活动将直接反映在投资者自身的财务报表中，其税务安排也将由每一个投资者独立完成。比合伙制结构更进一步，非公司型合资结构中的投资者可以完全独立地设计自己项目中的税务结构。

第三，融资安排灵活。项目投资者在非公司型合资结构中直接拥有项目的资产，直接掌握项目的产品，直接控制项目的现金流量，并可以独立设计项目的税务结构，为投资者提供了一个相对独立的融资活动空间。

非公司型合资结构的缺点是：

第一，结构设计存在一定的不确定性因素。尤其是在结构设计上要注意防止合资结构被认为是合伙制结构而不是非公司型结构，从而避免不必要的损失。

第二，投资转让程序比较复杂。在非公司型合资结构中的投资转让是投资者在项目中直接拥有的资产和合约权益的转让，因此，程序比较复杂，相关的费用也比较高。

第三，管理程序比较复杂。由于缺乏现成的法律规范非公司型合资结

构的行为，因而，必须在合资协议中对所有的决策和管理程序，按照问题的重要性清楚地给予规定。

第4节 项目的融资结构模式设计

一旦项目的投资者在确定投资结构问题上达成一致意见之后，接下来的重要工作就是要设计和选择合适的融资结构，以实现投资者在融资方面的目标要求。融资结构是项目融资的核心部分，设计项目的融资结构是作为融资顾问的投资银行的重点工作之一。

项目融资通常采用的融资结构模式包括：投资者直接安排的融资模式、投资者通过项目公司安排的融资模式、以“设施使用协议”为基础的融资模式、以“杠杆租赁”为基础的融资模式、以“生产支付”为基础的融资模式、BOT项目融资模式、项目债券融资模式^①等。融资结构的设计可以按照投资者的要求，对几种模式进行组合、取舍、拼装，以实现预期目标。

§1 投资者直接安排的融资模式

这类融资模式由项目投资者直接安排融资，并直接承担起有关责任和义务，这是最简单的一种项目融资模式。投资者直接安排的融资模式在非公司型投资结构中较为常用。具体又可以分为两种形式。

在第一种形式中，项目投资者根据合资协议组成非公司型合资结构，并按照投资比例，合资组建一个项目的管理公司，负责项目建设、生产经营以及产品销售。根据合资协议规定，投资者分别在项目中投入相应比例的自有资金，并统一安排项目融资，用于项目的建设资金和流动资金，但是融资协议由每个投资者独立与贷款人签署。

投资者直接安排项目融资的另一种形式，是在非公司型合资结构中由项目投资者完全独立地安排融资。

这种融资模式归纳起来有以下几个优点。

(1) 投资者可以根据其投资战略的需要较灵活地安排整个融资。这种

^① 项目债券融资模式是资产证券化的一种，这里不再详述，读者可参考资产证券化的相关章节内容。

灵活性表现在三个方面：第一，选择融资方式及资金来源上比较灵活，投资者可以根据不同需要在多种融资方式、多种资金来源方案之间充分加以选择和合并；第二，债务比例安排上比较灵活，投资者可以根据项目的经济强度和本身资金状况，较灵活地安排债务比例；第三，可以灵活运用投资者在商业社会中的信誉，从而降低融资成本，对于大多数资信良好的公司，信誉本身就是一种担保。

(2) 融资可以安排在有限追索的基础上，追索的程度和范围可以在项目不同阶段之间发生变化。

投资者直接安排的融资方式的一个突出缺点是项目融资的结构比较复杂，这种复杂性主要表现为两个方面：第一，如果合资结构中的投资者在信誉、财务状况、市场销售和市场管理能力等方面不一致，就会增加以项目资产及现金流量作为融资担保抵押的复杂性；第二，在安排融资时，需要注意划清投资者在项目中所承担的融资责任和投资者其他业务之间的界限。

§ 2 投资者通过项目公司安排融资的模式

投资者通过建立一个单一目的的项目公司来安排融资，有两种基本形式。

一种形式是由投资者建立一个特别目的子公司作为投资载体，以该项目子公司名义与其他投资者组成合资结构和安排融资。这种形式在非公司型合资结构、合伙制结构甚至公司型合资结构中都有运用。这种形式的特点是项目子公司将代表投资者承担项目中全部的或主要的经济责任，但是由于该公司是投资者为一个具体项目临时组建的，缺乏必要的信用和经营历史，所以可能需要投资者提供一定的信用支持和保证。

另一种形式是由投资者共同组建一个项目公司，再以该公司名义拥有经营项目和安排融资。这种形式在公司型合资结构中较为常用。其具体特点是：项目投资根据股东协议组建项目公司，并注入一定股本资金，项目公司作为独立的生产经营者，与贷款人签署融资协议。

投资者通过项目公司安排融资具有以下两个主要优点：第一，项目公司统一负责项目的建设、生产、销售，并且可以整体地使用项目资产和现金流作为融资的抵押和信用保证，比较容易为贷款人接受。第二，由于项目投资者不直接安排融资，而是通过间接的信用保证形式支持项目公司的融资，因此投资者的债务责任较为清楚。

这种模式的主要缺点是缺乏灵活性，很难满足不同投资者对融资的各种要求。这种灵活性的缺乏主要表现在两个方面：第一，在税务结构安排上缺乏灵活性，项目的税务优惠或亏损只能保留在项目公司中；第二，在债务形式选择上缺乏灵活性，由于投资者缺乏对项目现金流量的直接控制，在资金安排上有特殊要求的投资者就会面临一定的困难。

§ 3 以“设施使用协议”为基础的融资模式

设施使用协议 (tolling agreement)，是指在某种工业设施或服务性设施的提供者和这种设施的使用者之间达成的一种具有“无论提货与否均需付款”性质的协议，这种协议在工业项目中也称为委托加工协议。以“设施使用协议”为基础的融资模式，主要应用于一些带有服务性质的项目，例如石油、天然气管道项目、发电设施、某种专门产品的运输系统及港口、铁路设施等。

在以“设施使用协议”为基础安排的融资模式中，先由项目投资者与项目使用者谈判达成协议，由项目使用者提供一个“无论提货与否均需付款”（在这里可以称为“无论使用与否均需付款”）性质的承诺，并且这一承诺为贷款人所接受。然后，以该承诺和承建商的完工担保作为贷款信用保证，向贷款人贷款。

以“设施使用协议”作为基础安排的项目融资具有以下特点。

第一，以“设施使用协议”为基础安排项目融资，其关键是项目设施的使用者能否提供一个强有力的具有“无论提货与否均需付款”（在这里可以称为“无论使用与否均需付款”）性质的承诺。这种承诺是无条件的，不管项目设施的使用者是否真正利用了项目设施所提供的服务。

第二，投资结构的选择比较灵活，既可以采用公司型合资结构，也可以采用非公司型合资结构、合伙制结构或者信托基金结构。

第三，项目投资者可以利用项目设施使用者的信用来安排融资，以降低融资成本。

§ 4 以“生产支付”为基础的融资模式

以“生产支付”为基础的融资模式是建立在由贷款人购买某一特定份额生产量的基础上的。在这一模式中，贷款人从项目中购买到一个特定份额的生产量，这部分生产量的收益成为偿债资金的来源。因此，这种融资模式是通过直接拥有项目的产品和销售收入，而不是通过抵押或权益转让

的方式来实现融资的信用保证。

这种融资模式的基本思路是：

(1) 由贷款人或者项目投资者建立一个“融资中介机构”，以从项目公司购买一定比例的项目生产量作为资源融资的基础。

(2) 贷款人为融资中介机构安排用以购买这部分项目生产量的资金，融资中介机构再根据生产支付协议，将资金注入项目公司，作为项目的建设投资和资本投资资金，项目公司承诺按照生产协议安排生产支付，同时，以项目固定资产抵押和完工担保作为项目融资的信用保证。

(3) 在项目进入生产期后，根据销售代理协议，项目公司作为融资中介机构的代理销售其产品，销售收入将直接进入融资中介机构用来偿还债务。

§ 5 以“杠杆租赁”为基础的融资模式

以“杠杆租赁”为基础组织起来的融资模式，是指在项目投资者的要求和安排下，由杠杆租赁结构中的资产出租人融资购买项目的资产，然后租赁给承租人（项目投资者）的一种融资结构。

这种融资模式的一个重要特点是：上述的几种融资模式主要侧重于资金的安排、流向、有限追索的形式、风险分担等问题上，而将项目的税务结构和会计处理问题放在项目的投资结构中加以考虑和解决。以“杠杆租赁”为基础的融资模式则不同，在结构设计时不仅需要以项目本身经济强度特别是现金流量状况作为主要的参考依据，而且也需要将项目的税务结构作为一个重要的组成部分加以考虑。

(1) 主要当事人

① 项目资产的法律持有人和出租人。项目资产的法律持有人和出租人一般是一个合伙制结构，这个合伙制结构是专门作为杠杆租赁融资结构的股本参与者而组织起来的，其参与者一般为专业租赁公司、银行和其他金融结构，在有些情况下，也可以是一些工业公司。合伙制结构为杠杆租赁结构提供部分股本资金（一般为项目建设费用或者项目收购价格的20%~40%），安排债务融资，享受项目结构中的税务好处（主要来自项目折旧和利息的税务扣减），出租项目资产收取租赁费，在支付到期债务、税收和其他管理费用之后取得相应的股本投资收益。

② 贷款人。贷款人又称为债务参与者，一般为普通的银行和其他金融机构，贷款人为融资项目提供绝大部分的资金（一般为60%~80%）。

由贷款人提供的债务资金和合伙制结构所提供的股本资金构成被出租项目的全部或绝大部分建设费用或者收购价格。通常，贷款人的债务被全部偿还之前，在杠杆租赁结构中享有优先取得租赁费的权利。对于贷款人来说，为杠杆租赁结构提供贷款和为其他结构的融资提供贷款在本质上是一样的。

③ 项目资产承租人。项目资产承租人是项目的主办人和真正投资者，它通过租赁协议的方式从杠杆租赁结构中的股本参与者手中获得项目资产的使用权，支付租赁费作为使用项目资产的报酬。由于在结构中充分考虑到了股本投资者的税务好处，所以与直接拥有项目资产的融资模式比较，项目投资者可以获得较低的融资成本。具体地说，只要项目在建设期和生产前期可以有相当数额的税务扣减，这些税务扣减就可以被用来作为支付股本参与者的股本资金投资收益的一个重要组成部分。

④ 杠杆租赁经理人。杠杆租赁融资结构通常是通过一个杠杆租赁经理人组织起来的，这个经理人相当于一般项目融资结构中的融资顾问角色，主要由投资银行担任。在安排融资阶段，投资银行根据项目的特点、项目投资者的要求设计融资结构，并与各方谈判组织融资结构中的股本参与者和债务参与者，安排项目的信用保证结构。

(2) 融资的一般步骤

以“杠杆租赁”为基础组织起来的融资模式，一般包括项目投资组建阶段、租赁和建造阶段、终止阶段三个步骤，具体内容如下。

① 项目投资组建阶段。在项目投资者（即项目资产承租人、也是项目的发起人）确定通过租赁融资结构组建一个项目的投资之后，成立一个项目公司，由项目公司进行项目投资（购买或建造项目资产）。如图 6.7 所示。

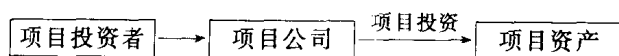


图 6.7 项目投资组建阶段

② 租赁和建造阶段。项目公司将项目资产及投资者在投资结构中的全部权益转让给项目出租人（一般是合伙制结构），出租人在得到贷款人的贷款之后，进行项目的建造，然后项目出租人再将项目资产转租给项目公司。如图 6.8 所示。

③ 终止阶段。在终止阶段，项目投资者的一个相关公司需要以事先商定的价格，将项目的资产购买回去。这个相关公司在一些国家规定不能是

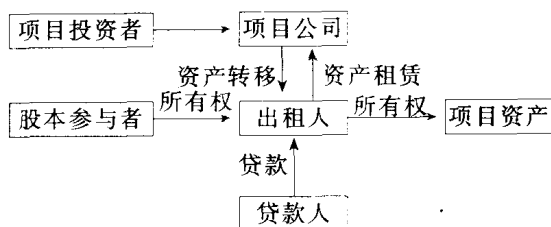


图 6.8 租赁和建造阶段

投资者本人或项目公司,否则就会被认为是另一种“租赁购买”融资结构 (hire and purchase),而失去杠杆租赁结构中的税务好处。如图 6.9 所示。

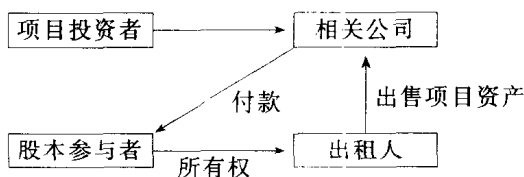


图 6.9 终止阶段

§ 6 BOT 项目融资模式

BOT 是 Build（建设）、Operate（经营）和 Transfer（转让）三个英文单词第一个字母的缩写,代表着一个完整的项目融资的概念^①。这种模式主要用于发展中国家的公共基础设施建设的项目融资,是国际项目融资发展趋势的一种新型结构。这种模式的基本思路是,由项目所在国政府或所属机构,为项目的建设和经营提供一种特许权协议 (concession agreement),作为项目融资的基础,由本国公司或者外国公司作为项目的投资者和经营者安排融资,承担风险,开发建设项目,并在有限的时间内经营项目,获取商业利润,最后根据协议,将该项目转让给相应的政府机构。

BOT 模式通常包括下列几类人员。

(1) 项目发起人。项目发起人也是项目的最终所有者,一般是项目所在国政府、政府机构或政府指定的公司。值得注意的是,BOT 模式中的项目发起人与前面几种模式中的发起人(也即项目投资者)有着相当大的区别。在 BOT 模式中,项目发起人在法律上既不拥有项目(这一点与杠杆租赁融资有相似之处),也不经营项目,而是通过给予项目某些特许经营

^① BOT 模式有时也称为 BOOT 模式,即 Build（建设）、Own（拥有）、Operate（经营）和 Transfer（转让）四个英文单词第一个字母的缩写。

权和给予项目一定数额的从属性贷款或贷款担保作为项目建设、开发和融资安排的支持。在协议规定的经营期限结束后，项目的发起人通常无偿地获得项目的所有权和经营权。

从项目所在国政府的角度来看，采取 BOT 模式主要是出于以下几种考虑：第一，对于那些资金占用量大、投资回收期长的项目（主要是基础设施项目），如果政府面临资金短缺和投资不足，采用 BOT 模式，可以通过投入少量甚至不用投入资金而完成项目建设。第二，政府可以通过 BOT 模式引入私人投资以提高基础设施的效率。第三，可以吸引外资，引入新技术，改善和提高项目的管理水平。

(2) 项目的直接投资者和经营者。项目的直接投资者和经营者是 BOT 模式的主体，一般是一个专门组织起来的项目公司。项目公司的组成以在这一领域具有技术能力的经营公司和工程承包公司作为主体，有时也吸收项目产品（或服务）的购买者和一些金融性投资者参与。

(3) 贷款人。BOT 模式中的贷款人，除了商业银行之外，还包括政府的出口信贷机构和世界银行或地区性开发银行。

BOT 模式主要包括下列几个阶段。

第一阶段，由项目经营公司、工程公司、设备供应公司及其他投资者共同组建一个项目公司，从项目所在国政府取得“特许权协议”。

第二阶段，项目公司以特许权协议作为基础安排融资。

第三阶段，在项目建设期，工程承包公司以承包合同的形式建造项目。

第四阶段，在项目经营阶段，由经营公司根据经营协议负责项目公司投资建造的公用设施的运行、保养和维护，获得利润并支付项目贷款本息。

第五阶段，项目公司在协议规定的经营期结束后，将项目转交给所在国政府。

第 5 节 项目融资的资金选择

在项目的投资结构和融资模式被初步确定下来的基础上，如何安排和选择项目的资金构成和来源，成为项目融资结构整体设计中的另一个关键环节。

项目融资重点解决的是项目的债务资金问题，然而，在整个结构中也需要适当数量和适当形式的股本资金和准股本资金作为信用支持。项目融资的资金选择主要是决定项目中股本资金、准股本资金、债务资金的形式、相互比例以及相应的来源。虽然项目的资金选择在很大程度上受制于项目的投资结构、融资模式和项目的信用保证结构，但是也不能忽略资金结构安排和资金来源选择在项目融资中可能起到的特殊作用。如果抓住这些特殊点，灵活巧妙地安排项目的资金构成比例，选择适当的资金形式，可以达到既减少项目投资自有资金的直接投入，又能提供项目综合经济效益的双重目的。

§ 1 确定资金结构时需要考虑的因素

(1) 债务资金和股本资金的比例

由于税法一般都规定公司贷款的利息支出可以计入公司成本冲抵所得税，所以债务资金成本相对股本资金要低得多；但另一方面，如果公司的债务比例越高，则公司的风险越大，从而资金成本也就相对越高。所以，如何选择一个合适的债务资金和股本资金的比例，以实现资金成本最低的目的，成为一个主要的考虑因素。

当然，项目融资并没有一个标准的“债务/股本资金比率”，确定一个项目资金比例，应根据不同项目的具体情况而确定。

项目融资的一个重要特点是可以增加项目的债务承受能力。在项目融资中，贷款银行所面对的对象是一个相对简单的独立项目，通过对项目的全面风险分析，可以确定项目最小现金流量水平和债务承受能力；通过对整体融资结构（包括投资结构、融资结构、资金结构、信用保证结构四个方面）的综合设计，可以减少和降低许多风险因素和不确定因素。因此与传统的公司融资相比较，采用项目融资方式可以获得较高的债务资金比例。

(2) 项目资金的合理使用结构

确定项目资金合理使用结构，除了需要确定合理的债务资金和股本资金的比例关系之外，至少还需要考虑以下三方面的内容。

第一，项目的总资金需求量。准确地制定项目的资金使用计划，确保满足项目的总资金需求量，是一切项目融资的工作重点。许多失败的项目融资，究其原因，在很大程度上就在于事前没有周密的制定项目的总资金需求量。

第二，资金使用期限。投资者的股本资金是项目中使用期限最长的资金，其回收只能依靠项目的投资收益。但是，项目中的任何债务资金都是有固定期限的，如果能够针对具体项目的现金流量特点，根据不同项目阶段的资金需求，采用不同的融资手段，安排不同期限的贷款，就可以起到优化项目债务结构、降低项目债务风险的作用。

第三，资金成本和构成。投资者的股本资金成本是一种相对意义上的成本概念，因而在有些情况下也被称为是一种“机会成本”。在评价股本资金成本时，除了要参照投资者获取该部分资金时的实际成本，还要考虑投资者的长期发展战略以及一些潜在的项目投资利益等重要因素。而项目的债务资金成本则是一种绝对的成本，也就是项目贷款的利息成本。项目融资可以选用固定利率、浮动利率或者两者利率的结合，也可以选用利率封顶、限底等手段，相对降低利率风险。如何合理地选择利率，是设计债务成本的重要因素。

§ 2 股本资金与准股本资金

虽然相对于提供债务资金的贷款人而言，股本资金与准股本资金在项目融资中没有本质上的区别，承担的风险相同，只是在形式上有所不同。但是对于项目投资者来说，准股本资金相对于股本资金在安排上则具有较高的灵活性，并在资金序列上享有较为优先的地位。图 6.10 是股本资金和准股本资金的几种形式。

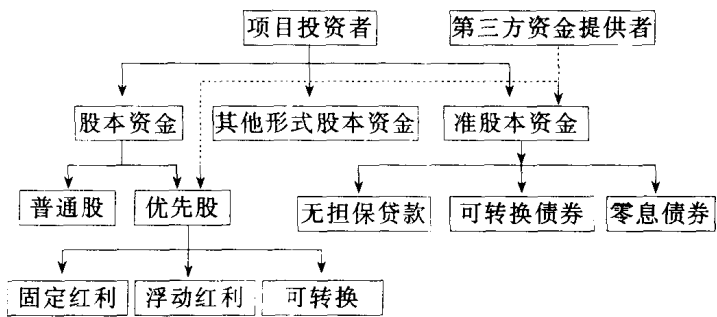


图 6.10 项目融资中股本资金、准股本资金的几种形式

(1) 股本资金

股本资金构成了项目融资的基础，它在资金偿还序列中排在最后一位，因此贷款人将项目投资者的股本资金看做其融资的安全保障。当然，对项目投资者来讲，之所以愿意承担风险，是由于项目具有良好的发展前

景，从而能够为其带来相应的投资收益。

增加股本资金的投入，实际上并不能改变或提高项目的经济效益，但是可以增加项目的经济强度，提高项目的风险承受能力。

在项目融资的结构中，应用最普遍的股本资金形式是认购项目公司的普通股和优先股。在过去很长一段时间内，项目公司的股本资金来源也相对比较简单，基本上来自投资者直接资金投入，这类股本资金被称为投资者自有资金（unquoted equity）。近年来，在项目融资中出现了一种新的情况，在安排项目融资的同时，直接安排项目公司上市，通过发行项目公司股票（包括普通股和优先股）筹集项目融资所需要的股本资金和准股本资金，这类股本资金被称为公募股权资金（quoted equity）。

除此之外，有时与某些项目开发有关的一些政府机构和公司出于其政治利益或经济利益等方面的考虑，也会为项目提供类似的股本资金和准股本资金，这类资金被称为“第三方资金”。这些第三方资金提供者包括愿意购买项目产品的公司、愿意为项目提供原材料的公司、工程承包公司、政府机构、世界银行和地区性开发银行等。这些机构为了促使项目的开发，有可能提供一定的股本资金和准股本资金。

（2）准股本资金

准股本资金是指项目投资者或者与项目利益有关的第三方所提供的一种从属性债务（subordinated debt）。

项目融资中最常见的准股本资金有：无担保贷款、可转换债券和零息债券三种形式。

无担保贷款（unsecured loan）是贷款中最简单的一种形式，这种贷款在形式上与商业贷款相似，但是贷款没有任何项目资产作为抵押和担保，本息的支付也通常带有一定的附加限制条件。

可转换债券（convertible notes）是从属性债务的另一种形式。可转换债券在其有效期内只需支付利息，但是，在一个特定的时期内，债券持有人有权选择将债券按照规定的比例转换成公司的普通股。如果债券持有人不执行转换期权，则公司需要在债券到期日兑现本金。国外一些项目融资结构中的投资者，出于法律上或税务上的考虑，希望推迟在法律上拥有项目的时间，常常采用可转换债券形式安排项目的股本资金。

零息债券（zero coupon bond）也是项目融资中常用的一种从属性债务形式。利息债券不支付利息，而是通过债券的折价发行、按面值赎回而使债券购买者受益。

上述三种从属性债务的特性比较归纳在表 6.2 中。

表 6.2 三种从属性债务的主要特性比较

债务形式	债务金额	利息	本金偿还	转换性	担保/抵押
可担保贷款	贷款协议 规定金额	等于或略高于 商业贷款利率	按贷款协议 规定	无	无
可转换债券	按债券面 值购买	低于商业贷款 利率	在到期日按 面值支付	可在有效期内 转换成股票	无
利息债券	按债券贴 现价格购买	无	在到期日按 面值支付	无	无

对于项目投资者而言，为项目提供可从属性债务比提供股本资金具有以下几个方面的优点：第一，在项目融资安排中对于项目公司的红利分配通常有着十分严格的限制，但是可以通过谈判，减少对从属性债务在这方面的限制，尤其是对债务利息支付的限制。第二，从属性债务为投资者设计项目的法律结构提供了较大的灵活性：首先，作为债务，利息的支付可以抵税的；其次，债务资金的偿还可以不用考虑项目的税务结构，而股本资金的偿还则会受到项目投资结构和税务结构的种种限制，其法律程序要复杂得多。

(3) 其他形式的股本资金

① 以贷款担保形式出现的股本资金

以贷款担保作为项目股本资金的投入，是项目融资中具有特色的一种资金投入方式。在项目融资结构中，投资者可以不直接投入资金作为项目公司的股本资金或准股本资金，而是以贷款人接受的方式提供固定金额的贷款担保作为替代。

贷款担保作为股本资金有两种主要形式：担保存款和备用信用证担保。担保存款（security deposit）是项目投资者在一家由贷款银团指定的第一流银行中存入一笔固定数额的定期存款，存款账户属于项目投资者，存款的利息也属于投资者，但是存款资金的使用权却掌握在贷款银团的手中，如果项目出现资金短缺，贷款银团可以调用担保存款。如图 6.11 所示。

备用信用证担保（standby letter of credit）是比担保存款对项目投资者更为有利的一种形式，投资者可以根本不动用公司的任何资金，而只是利用本身的资信作为担保。由于这种方式贷款银团要承担投资者的信用风险（如投资者出现财务危机，或投资者不履行担保协议等情况），所以一般坚

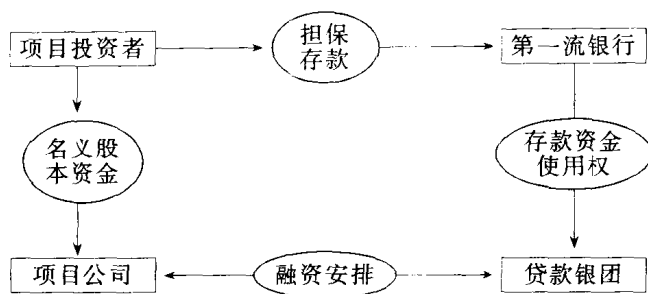


图 6.11 担保存款

持要求备用信用证由一家被接受的独立银行开出，将风险转移。如图 6.12 所示。

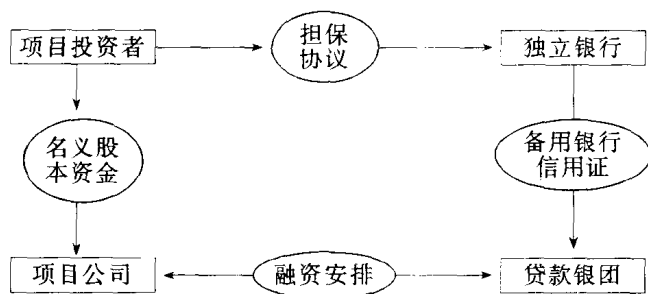


图 6.12 备用信用证担保

② 其他信用担保形式作为股本资金

有时项目担保人提供的某种形式的担保协议（例如 BOT 模式中的特许权协议），在项目融资中也会被作为股本资金来处理。把各种类型的项目担保提炼归纳为项目融资的信用保证结构，并在下一节项目担保的安排中集中论述。

§ 3 债务资金

如何安排债务资金是解决项目融资的资金结构问题的核心。对于一个项目投资者来说，他所面对的债务资金市场可以分为本国资金市场和外国资金市场两大部分，其中本国资金市场可分为国内金融市场和政府信贷，外国资金市场又可以进一步划分为某个国家的金融市场、国际金融市场以及外国政府出口信贷/世界银行/地区开发银行的政策性信贷。把它归纳在图 6.13 中。

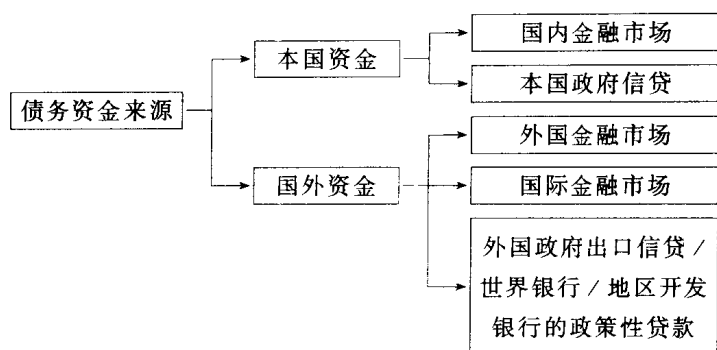


图 6.13 项目融资的债务资金来源

下面将重点介绍几种在项目融资中被广泛应用的债务资金形式：商业银行贷款和国际辛迪加银团贷款、欧洲债券、美国商业票据。

(1) 商业银行贷款和国际辛迪加银团贷款

商业银行贷款是公司融资和项目融资中最基本和最简单的债务资金形式。商业银行贷款可以由一家银行提供，也可以由几家银行联合提供。贷款形式可以根据借款人的要求来设计，包括定期贷款、建设贷款、流动资金贷款等。

商业银行贷款在国际融资实践中的一个合理延伸是国际辛迪加银团贷款（international syndicated loan）。国际上大多数大型项目融资案例，因其资金需求规模大、机构复杂，只有大型跨国银行和金融机构联合组织起来，才能承担得起融资的任务。

在项目融资中使用辛迪加银团贷款有以下几个主要优点：第一，有能力筹集到数额很大的资金；第二，贷款货币的选择余地大，对贷款银行的选择范围同样也比较大，这一点为借款人提供了很大的方便；第三，参与辛迪加银团贷款的银行通常是国际上具有一定声望和经验的银行，具有理解和参与复杂项目融资结构和承担其中信用风险的能力；第四，提款方式灵活，还款方式也比较灵活。

(2) 欧洲债券

欧洲债券是为借款人提供从欧洲货币市场为数众多的金融机构投资者和个人投资者手中获得相对成本较低的债务资金的一种有效形式，与一般国家发行的本国债券或外国债券（如美国的扬基债券、日本的武士债券）不同。欧洲债券的发行和交易超出国家的界限，不受任何一个国家的国内

金融市场的法律、法规限制^①。

利用欧洲债券为项目筹集资金有以下几个方面的优点。

第一，筹资成本相对较低，对于在国际金融市场上具有良好资信的借款人，利用欧洲债券市场融资，有可能获得比其他借款方式更低的融资成本。

第二，通过发行欧洲债券，可以接触到范围非常广泛的投资者，从而避免过分依赖少数商业银行和投资银行。当然，这一优点对于偶尔组织一次项目融资活动的公司而言并不明显。

第三，集资时间比较短，一旦发行系统建立起来，每次发行债券所需要的时间非常短，这样可以有效地抓住机会，迅速进入市场。

第四，还款可以采用多种货币形式。

第五，在还款日期上比辛迪加银团贷款更加灵活。

利用欧洲债券市场筹集资金的缺点如下。

第一，由于欧洲债券市场上的投资者组成非常分散，所以投资者很难掌握一个复杂的项目融资结构和愿意购买这种与复杂结构相关的债券。

第二，由于组织欧洲债券发行的程序比较复杂，因而要求具有一定的发行金额才能具备规模经济效益。

（3）美国商业票据

商业票据（commercial paper）是美国国内金融市场上主要的也是最古老的金融工具之一。美国商业票据市场为借款人提供了一种成本低、可靠性高、同时可以通过不断展期来满足长期资金需求的短期债务资金形式。自 70 年代以来，美国商业票据开始逐渐成为非美国公司的一种重要资金来源，成为国际辛迪加银团贷款、欧洲债券市场的一种具有竞争力的替代方式。

利用美国商业票据融资的优点主要表现在以下三个方面。

第一，成本低。一般来说，在同等条件下，从美国商业票据市场上获得的资金成本要比银团贷款的利息成本便宜。

第二，资金来源多元化。这一优点与使用欧洲债券市场是一样的。

第三，资金使用的灵活性。美国商业票据市场为票据发行人在票据期限和发行时间上提供了很大的灵活性，从而可以满足票据发行人的各种具

^① 欧洲债券和外国债券合称为国际债券，关于它们的详细介绍和区别，可以参照周正庆主编：《证券知识读本》，中国金融出版社 1998 年版，第 44～46 页的相关内容。

体需要。使用商业票据市场可以做到同一天发行票据并获得资金，不需要任何提前通知。

第6节 项目担保的安排

对于贷款人而言，项目融资的安全性来自两个方面：一是项目本身的经济强度；二是来自项目之外的各种直接或间接的担保。这些担保可以由项目的投资者提供的，也可以是由与项目有直接或间接利益关系的其他方面提供的。

§1 项目担保的两种基本形式

一般来说，担保分为物的担保和人的担保两种形式。

(1) 物的担保

在项目融资结构中，物的担保主要表现为对项目资产的抵押和控制上。物的担保比较直接，法律界定相对清楚。对于贷款人而言，在对项目资产设定担保物权之后，当借款人发生违约事件时，贷款人有权出售担保物及与之相关的权益，从出售所得中优先于其他债权人得到补偿。

项目融资中比较常用的物的担保主要有抵押和担保两种形式。抵押(mortgage)是指为提供担保而把资产的所有权转移给债权人，而在债务人履行其义务后所有权重新转移于债务人。担保(charge)则不需要资产所有权和权益转移，是债权人和债务人之间的一项协议。据此协议，债权人有权使用该项担保条件下资产的收入来清偿债务人对其的责任。债权人对这项收入有优先的请求权，其地位优先于无担保权益的债权人以及具有次级担保权益的债权人。

(2) 人的担保

人的担保在项目融资中的表现形式是项目担保。项目担保是一种以法律协议形式作出的承诺，依据这种承诺，担保人向债权人承担一定的义务。项目担保是在贷款人认为项目自身物的担保不够充分而要求借款人(项目投资者)提供的一种人的担保，它为项目正常运作提供了一种附加保障，降低了贷款人在项目融资中的风险。

项目担保是项目融资的一个重要组成部分，是实现项目风险分担的一个关键。项目融资结构以被融资项目本身的经济强度作为保证融资成功的

首要条件，债务偿还的来源被主要限制在项目的现金流量和资产价值上。但是，许多的项目风险是项目本身所无法控制的，并超出其承受能力的范围，因而，贷款人常常要求对超出项目自身承受能力的风险因素提供人的担保。一般来说，项目担保由投资者或与项目利益有关的第三方提供。

§ 2 项目担保人

项目担保人包括项目的投资者、与项目利益有关的第三方参与者、商业担保人三类。

(1) 项目投资者作为担保人

项目投资者作为担保人是项目融资中最主要也是最常见的一种形式。如图 6.14 所示。

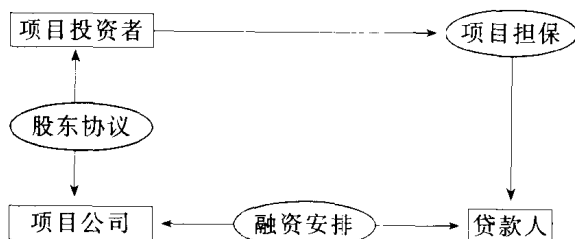


图 6.14 项目投资者作为担保人

在多数项目融资中，项目投资者通过建立一个专门的项目公司来经营项目和安排融资。但是，这样的安排由于项目公司在资金、经营历史等方面不足以支持融资，很多情况下，贷款人会要求借款人提供来自项目公司之外的担保作为附加的担保。因而，除非项目投资者可以提出其他的能够被贷款银行所接受的担保人，项目的投资者自己则必须提供一定的项目担保。

(2) 利用与项目有利益关系的第三方作为担保人

第三方作为担保人是指在项目的直接投资者之外，寻找其他与项目开发有直接或间接利益关系的机构，为项目的建设或者项目的生产经营提供担保。由于这些机构的参与在不同程度上分担了一部分项目的风险，为项目融资设计一个强有力的信用保证结构创造了有利条件，对项目的投资者具有很大的吸引力。图 6.15 是这种担保形式的示意图。

能够提供第三方担保的机构可以大致分为以下几种类型。

①政府机构。政府机构作为担保人在项目融资中是极为普遍的，这种担保对于大型工程项目的建设十分重要，尤其是对于发展中国家的大型项

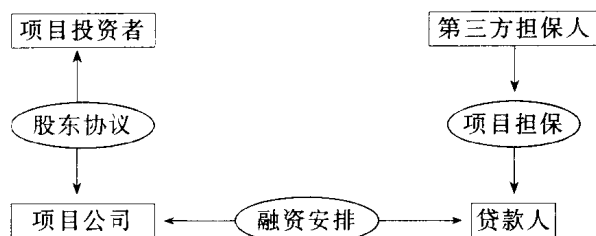


图 6.15 第三方作为担保人

目，政府的介入可以减少政治风险和经济政策风险，增强投资者的信心，而这类担保是从其他途径所得不到的。

②与项目开发有直接利益关系的商业机构。这类商业机构作为担保人，其目的是通过为项目融资提供担保而换取自己的长期商业利益。能够提供第三方担保的商业机构可以归纳为工程公司、项目设备或原材料的供应商和项目产品（设施）的用户。

③世界银行、地区开发银行等国际性金融机构。这类机构虽然与项目的开发并没有直接的利益关系，但是为了促进发展中国家的经济建设，对于一些重要的项目，有时可以寻求到这类机构的贷款担保。

（3）商业担保人

商业担保人与以上两种担保人在性质上是不一样的。商业担保人以提供担保作为一种盈利的手段，承担项目的风险并收取担保服务费用。商业担保人通过分散化经营，降低自己的风险，银行、保险公司和其他的一些专营商业担保的金融机构是主要的商业担保人。

商业担保人提供的担保服务有两种基本类型：一种是担保投资者在项目中或者项目融资中所必须承担的义务，这类担保人一般为商业银行、投资公司和一些专业化的金融机构，所提供的担保一般为银行信用证或银行担保。商业担保的另一种类型是为了防止项目意外事件的发生，这类担保人一般为各种类型的保险公司，项目保险是项目融资文件中不可缺少的一项内容。

§ 3 项目担保的类型

根据项目担保在项目融资中承担的经济责任形式，项目担保可以划分为直接担保、间接担保、或有担保。

（1）直接担保（direct guarantee）

直接担保在项目融资中是指有限责任的直接担保，担保责任根据担保

的金额或者担保的有效时间加以限制。

在金额上加以限制的直接担保，其特点是在完成融资结构时已事先规定了最大担保金额，因而在实际经营中无论项目出现任何意外情况，担保的最大经济责任均被限制在这个金额之内。有限金额直接担保的重要用途是支付项目成本超支。

在时间上加以限制的直接担保最为典型的是项目在建设期和试生产期的完工担保。根据项目的复杂程度以及贷款人介入项目阶段的时间，有时完工担保可以同时安排成为有限金额的担保。但是在多数情况下，项目的完工担保是在有限时间内的无限责任担保。

(2) 间接担保 (indirect guarantee)

间接担保是指担保人不以直接的财务担保形式为项目提供的一种财务支持，间接担保多以商业合同和政府特许协议形式出现。对于贷款人来说，这种类型的担保同样构成了一种确定性的无条件的财务责任。

间接担保主要包括以“无论提货与否均需付款”概念为基础的一系列合同形式，这类合同的建立保证了项目的市场和收入稳定，进而保证了贷款人的基本利益。

另外，以政府特许协议作为强有力的间接担保手段，构成了 BOT 融资的基础。

(3) 或有担保 (contingent guarantee)

或有担保是针对一些由于项目投资者不可抗拒或不可预测因素所造成项目损失的风险所提供的担保。或有担保主要针对三种风险：第一种风险是由于不可抗力因素造成的，如地震、火灾等，其担保人通常是商业保险公司；第二种风险指政治风险，由于政治风险的不可预见性，因而为减少这类风险所安排的担保有时也划在或有担保的范围；第三种风险指与项目融资结构特性有关的，并且一旦变化将严重改变项目的经济强度的一些项目环境风险，这类风险通常由项目投资者提供有关的担保。

本章总结

1. 项目融资是为项目公司融资，它是一种利用项目未来的现金流量作为担保条件的无追索权或有限追索权的融资方式。与传统的融资方式相比，项目融资的基本特点可以归纳为以下几个主要方面：项目导向；有限追索；风险分担；融资成本较高。

2. 项目融资的主要当事人包括：项目发起人、项目公司、贷款人、项目承建商、项目设备/原材料供应者、项目产品的购买者、融资顾问、保险公司、东道国政府。

3. 一般来说，项目融资的程序大致可以分为五个阶段：投资决策、融资决策、融资结构分析、融资谈判和执行五个阶段。

4. 投资银行在项目融资的过程中，主要发挥以下几种作用：项目的可行性分析与风险评价；项目投资结构设计；项目的融资结构模式设计；项目融资的资金选择；项目担保的安排。

5. 项目的可行性分析是项目开发的前期准备工作，可行性分析的方法发展到今天已经成为一种成熟的标准化的程序。在此阶段，投资银行着重从项目的外部环境、项目生产要素、投资收益分析等几方面判断项目的可行性。

6. 项目融资的风险评价是在可行性研究的基础上，按照项目融资的特点和要求，对项目风险作出进一步详细的分类研究。并根据这些分析结果，为在项目融资结构设计中减少或分散这些风险提供具体的依据。项目融资的风险，大体可以分为两类：系统风险和非系统风险。系统风险主要包括：政治风险、获准风险、法律风险、违约风险和经济风险；非系统风险主要包括：完工风险、经营维护风险以及环保风险。

7. 项目融资的投资结构设计，是指在项目所在国家的法律、法规、会计、税务等外的客观因素的制约条件下，寻求一种能够最大限度地实现其投资目标的项目资产所有权结构。目前，国际上较为普遍采用的投资结构有四种基本的法律形式：公司型合资结构、合伙制结构、非公司型合资结构、信托基金结构。采用不同的项目投资结构，投资者对其资产的拥有形式、对项目产品和项目现金流量的控制程度，以及投资者在项目中所承担的债务责任和所设计的税务结构会有很大的差异，这些差异会对项目融资的整体结构设计产生直接的影响。

8. 融资结构是项目融资的核心部分，设计项目的融资结构是作为融资顾问的投资银行的重点工作之一。项目融资通常采用的融资结构模式包括：投资者直接安排的融资模式、投资者通过项目公司安排融资的模式、以“设施使用协议”为基础的融资模式、以“杠杆租赁”为基础的融资模式、以“生产支付”为基础的融资模式、BOT项目融资模式、项目债券融资模式等。融资结构的设计可以按照投资者的要求，对几种

模式进行组合、取舍、拼装,以实现预期目标。

9. 项目融资的资金选择主要是决定项目中股本资金、准股本资金、债务资金的形式、相互比例以及相应的来源。灵活巧妙地安排项目的资金构成比例,选择适当的资金形式,可以达到既减少项目投资者自有资金的直接投入,又能提供项目综合经济效益的双重目的。

10. 对于贷款人而言,项目融资的安全性来自两个方面:一是项目本身的经济强度;二是来自项目之外的各种直接或间接的担保。因此,担保的安排成为项目融资的一个内容。项目融资的担保可以是由项目的投资者提供的,也可以是由与项目有直接或间接利益关系的其他方面提供的。

思考题

1. 什么是项目融资,它有哪些特点?
2. 项目融资有哪些当事人,它们在项目融资中的作用是什么?
3. 项目融资一般适用于哪些方面?
4. 试述项目可行性分析的主要内容。
5. 项目融资有哪些风险?

6. 比较四种普遍采用的投资结构:公司型合资结构、合伙制结构、非公司型合资结构、信托基金结构。

7. 试述如下几种项目的融资结构模式的主要内容;投资者直接安排的融资模式、投资者通过项目公司安排融资的模式、以“设施使用协议”为基础的融资模式、以“杠杆租赁”为基础的融资模式、以“生产支付”为基础的融资模式、BOT项目融资模式、项目债券融资模式。

8. 项目融资的资金选择主要解决什么问题?

9. 项目融资的担保人有哪些?试述项目担保的两种主要形式和四种类型。

第7章

企业重组

本章概要

广义上的兼并收购（或者叫企业重组）是一个很广的概念，它包括了企业的所有权、资产、负债、人员、业务等要素的重新组合和配置。投资银行在企业重组中起着相当重要的顾问作用。本章第1节对企业重组的三种主要形式和重组中的定价问题进行概述，接下来的三节分别讲述了企业重组的三种形式，即企业收缩、企业扩张和企业所有权或控制权的变更，对投资银行在企业重组中的作用与企业重组的各种具体运作程序和必须注意的问题进行了深入详细的讨论。

学习目标

通过本章的学习，首先应该了解企业重组有哪些主要形式以及各种形式的运作方式；其次应该掌握企业重组定价的一些定量和定性的因素；最后了解投资银行在企业重组中有哪些作用。

收购别人代表实力，被人收购代表价值。

——佚名

第 1 节 企业重组理论概述

§ 1 企业重组定义和分类

企业重组 (reorganization) 包括了企业的所有权、资产、负债、人员、业务等要素的重新组合和配置。企业重组有两种分类：一是从企业要素变动的角度出发，把企业重组分为产权变动、资产变动、产权和资产同时变动三大内容；二是从单个企业活动的视角出发，把企业重组分成企业扩张、企业收缩和企业所有权、控制权转移三大内容。

我们从第二种分类出发来介绍企业重组，并对企业重组的这三种形式进行归纳^①。

(1) 企业扩张

企业扩张 (expansion) 是指能导致企业规模及经营范围扩大的并购行为，主要包括兼并、合并、收购及合营企业。

^① 类似的分类可以参见 J·弗雷德·威斯通：《兼并、重组与公司控制》，经济科学出版社 1998 年版，第 3 页；王益、刘波：《资本市场》，经济科学出版社 2000 年版，第 324 页。同时我们也参考了这两篇文献对相关概念的阐述。

① 兼并 (mergers)。兼并是指一家企业吸收另外一家或几家企业的行为, 被吸收企业的法人地位消失 (称为被兼并公司), 吸收的企业则存续 (称为兼并公司), 用公式表示是: $A + B = A$ 。兼并经常发生在实力比较悬殊的企业之间, 兼并公司通常是优势企业。

② 合并 (consolidation)。合并是指两家或两家以上企业结合后全部不存在, 而在原来企业资产的基础上创立一家新企业, 用公式表示是: $A + B = C$ 。

③ 收购 (acquisitions)。收购是指一家企业通过某种方式主动购买另一家企业的股权或资产的行为, 其目的是获得该企业的控制权。

一般来说, 兼并和合并同收购有如下区别: 兼并和合并是两个或多个企业结合为一个企业, 结合各方资产进行重新组合, 一般只有一个法人; 而收购是一个企业通过收购资产或股权以实现对其他企业的控制, 收购后通常只进行业务整合而非企业重组, 收购后两个企业仍为两个法人, 只发生控制权转移。另外, 兼并一般是善意的, 而收购多数为恶意。

(2) 企业收缩

企业收缩 (contraction) 又称为出售 (sell-off), 是指使企业规模及经营范围缩小的各种行为, 是企业扩张的逆过程。企业收缩可采取分立和剥离两种形式。

① 分立 (spin-offs)。分立是指母公司将其资产和负债独立出去, 成为一家或数家独立公司, 新公司的股份按比例分配给母公司的股东。这样, 母公司现有的股东就在新公司中拥有与在原有企业所拥有的相同比例的所有权, 然而, 控制权却被分离了, 并且新公司作为一个独立的决策单位, 就可能采取与母公司不相一致的策略。在分立方式中, 母公司没有收到一分钱现金。

分立可以分为两种形式: 子股换母股 (split-offs) 和完全析产分股 (split-ups)。在子股换母股方式下, 母公司将一部分资产和负债分立出来, 成立一家独立的公司, 但母公司仍然存在。在完全析产分股方式下, 母公司的资产和负债被分立成不同的新公司, 而母公司不复存在。

② 剥离 (divestiture)。剥离是与分立相对应的另外一种形式的企业收缩, 是将企业的一部分出售给外部的第三方, 进行剥离的企业将收到现金或与之相当的报酬。如果说分立只是进行股权的转移或交换, 剥离则是资产的出卖, 会有现金流入。在典型的剥离中, 购买者是一家已经存在的企业, 因此不会产生新的公司实体。

剥离的一种常见形式是分拆上市，即已上市公司将其部分业务或者是某个子公司独立出来，另行公开招股上市^①。

(3) 企业所有权或控制权变更

企业所有权或控制权变更 (change in ownership or control) 的范围非常广泛，本书主要讲述如下三种形式：反收购防御、股票回购和杠杆收购。

①反收购防御 (defense)。在企业并购中，善意并购往往很少，而且许多善意收购中就收购条件的讨价还价，往往是不欢而散，转化成敌意收购。目标公司一旦遭受收购公司的袭击，通常会进行防御，采取各种反收购手段，以提高收购者的收购成本。反收购防御主要有如下几种：资产重组、股份回购、白衣骑士、金保护伞和锡保护伞、皇冠上的明珠、毒丸防御计划、帕克门战略、反接管修正、清算等。

②股票回购 (share repurchases)。股票回购是指上市公司从证券市场上购回自己所发行股票的行为。股票回购最初起源的原因之一是，在收购公司过程中，被收购公司通过回购自己的股票进行反收购，因此，股票回购是公司对控制权的一种调整。

③杠杆收购 (leveraged buy-out, LBO)。杠杆收购是指一小群投资者以目标公司的资产为抵押进行大量的债务融资，来收购公众持股公司所有的股票或资产。典型情况是，收购者希望能保持对企业 3~7 年的私人所有权。在此期间，收购过程所产生的债务主要通过资产售卖和企业的未来现金流量得以偿清。收购者然后要么公开卖掉公司，要么获取现金红利。杠杆收购的一种常见形式是管理层收购 (MBO)，通过这种方式，当权的管理集团取得新的非上市公司的大部分权益。

§ 2 企业重组的定价理论

在企业重组中，定价既是一门科学，也是一门艺术。科学是指其基于金融理论和模型，艺术是指其基于个人的洞察力和经验。专门从事兼并收购业务的投资银行家在提高专业技术的同时，必须保持他们敏锐的商业感觉。

有关企业重组定价的学术文献大都强调现金流折现法 (discounted cash flow, DCF)，并把它看做是能得到正确答案的正确方法。这种方法利用某一段时间来自某一业务的预期现金流量来计算净现值或内部收益率，它是

^① 关于分拆上市的具体介绍可见本书第三章的内容。

一种非常定量的、较精确的方法，能用作一个公司的定价经济模型。

但问题在于一个处于复杂环境里的组织复杂的企业，是难以如此简单地加以描绘的。在现实世界里，各种与兼并收购有关的复杂因素相互影响，从而使精确分析难以完成。绝对不能迷信数字，数字的准确性是相对的和有条件的。在很多情况下，较少使用数值的“经验方式”比较多利用数值的“数学模型法”效果更好。学者们喜欢那些基于金融理论（如 DCF 法）的方法，而投资银行家根据实际经验知道这些方法所需要的假设常常难以满足，所以运用这些方法所得出的结果只能作为参考，在这种情况下，人们必须考虑采用其他技术来进行定价。

事实上，在企业重组的定价方面，分析决策人员必须把各种定量和定性，以及理论和经验的方法与技巧结合起来考虑，才能避免一些基本的错误。本节的目的就是分析包括定量和定性两方面在内的不同定价方法。

（1）确定价格的定量模型

定量模型关注的是能产生一个明确的数值结果以表明价格，以下介绍 5 种主要定量模型。

① 现金流折现法（discounted cash flow, DCF）

我们已经在第 3 章介绍过 DCF 法的计算原理，所以不再重复，而把重点放在这种定价方法的优缺点分析上。

● DCF 法的优点

作为一种定价方法，尤其是在与其他方法联合使用时，DCF 有着很大的优点。DCF 定价方法的结果对于判断用其他方法得出的价值是否合理很有用。如果通过其他方法取得的价值与 DCF 产生的价值相差悬殊，并且不能找出一个有说服力的理由，那么就需要重新仔细分析该种方法的合理性了。

在所有的企业重组中，都应当使用 DCF 分析方法，这个方法本身很重要，其结果也是重要的，特别是在收购方要确定最高价格时。

● DCF 法的缺点

尽管 DCF 法在理论上是可行的，但在实际应用中却有几个主要缺陷，其主要的的问题是估计和预测的不确定性。无论是现金流量、折现率的预测，都必须根据市场、产品、竞争和利息率等假定，所以其可信度会大打折扣。由于这种不确定性，其本身数值上的完美形式往往会使人产生迷惑。

② 市场行业比率倍数定价法

显然，众多投资者很难在现金流量、折现率上达成一致。为了解决这

个难题，市场行业比率倍数定价法借助于市场上形成的共识，利用目标企业的某一方面财务数据，乘以某一行业比率倍数来得到价格，收购价格作为收益、现金流量、收入、账面价值以及特殊情况下资产的倍数或百分数加以确定。市场行业比率倍数定价法是对比估价法的应用。这个方法对私有企业和上市公司的子公司进行估价特别适用。

市场行业比率倍数定价法假定相同行业的企业存在相似之处，但完美的比较几乎是不存在的，特别是在对一个多样化的公司进行定价时更是如此。当然，可以精心挑选一组可比公司，其中每一个对目标公司都有可比性，可比公司的经营历史、财务和股票表现以及业务前景可以用于分析确定一个适当的价值，以便应用于目标公司。

- 市盈率 (P/E)

应用市盈率法定价是市场行业比率倍数定价法中最常用的。所谓市盈率是指股票市场上某种股票的每股价格与每股收益的比值。一个企业适当的损益表项目，如税息前收益 (EBIT) 或税后净利润 (NPAT)，乘以适当的 P/E 倍数，即可计算其价格。

P/E 倍数是由行业和公司特点来决定的。用于并购的倍数通常是一定期限（如 3~5 年）的平均收益，所以这不适用于年轻的公司。当对行业中处于稳定状态的公司进行定价时，这种方法的效果最佳。

- 其他指标

市盈率是在市场行业比率倍数定价法中经常使用的，然而，市盈率并不是惟一的、也不是在任何情况下都是最佳的指标，另外还存在如下一些指标可供选择：现金流量、账面价值、总收入。

经营结果相对稳定、资本需求小并有较高商誉 (goodwill) 的公司通常使用现金流量乘数来进行评价。资本密集型企业通常是按照其有形资产账面价值的某一百分数来进行评价。能够以较多经营手段和机会提高盈余的公司，通常也是按照其收入的某一百分数来进行评价。

对一个行业基本经济情况的深入了解是挑选适当定价比率的关键。

- 市场比率倍数定价法的优点

虽然市场比率倍数定价法在理论上没有 DCF 分析那样完善，但它有特殊的优点。首先是其可靠性，它是基于市场对可比公司的财务前景所作的综合分析，而不是某个人的预测。另外，该方法在理解和应用上比较简单，这有助于获得收购方股东的支持。

- 市场比率倍数定价法的缺点

市场比率倍数定价法的主要缺点是，目标公司的价值是通过与类似公司的比较取得的，而这些公司的特殊情况与目标公司可能会有很大的差异。

③ 市场价值法

市场价值法具体可分为如下3种：股票市场价值法、并购市场价值法和账面价值法。

● 股票市场价值法

股票市场每天都给上市公司一个价值评估，上市公司的股票价格反映了市场对公司未来业绩的预期。严格地说，一家公司的市场价值同它的DCF价值在计算理论上是一致的，都运用了NPV原理。

股票市场价格显然是确定一家上市公司价格的必要因素，因为以低于市场价格购买一个公司几乎是不可能的。上市公司的并购定价可以依据当前股票市场的价格，并加上适当的溢价。

股票市场价值适用于上市公司，当然也能通过类比用来对非上市公司进行定价，即将潜在收购对象的价值与具有相似特点的上市公司的市场价值进行比较。

● 并购市场价值法

并购市场价值法是在类似的目标公司之间进行价格比较的一种方法。投资银行把并购市场上之前进行的类似并购的价格列出来，并使用这些价格来判断此次并购中目标公司的相关价值。投资银行喜欢这种技术，并编制了可比交易的一长串单子，以便向客户提供建议。

从理论上讲，并购市场是愿意买卖的双方相互作用的真实反映，然而，实际上每宗并购交易都需要作特别的考虑。而且并购市场时常会出现偏差：当遇到不利情况时，公司以较低价格出售；当收购者急于收购时，公司以较高价格出售。

● 账面价值法

账面价值是一个明确的、某一时点上的数字，该数字反映了某公司在某特定时间内的账面价值。账面价值之所以重要，是因为它是按照标准的会计准则产生的，并且是由独立的第三方进行审计的。

但是，账面价值有时是没有什么意义的，这一点在公司的真实价值和账面价值差距比较大的时候尤其明显。

④ 杠杆收购法（LBO）

杠杆收购是指完全用债务来提供资金支持的企业收购行为。典型情况

是，收购者希望能保持对企业3~7年的私人所有权，在此期间，收购过程所产生的债务主要通过资产售卖和企业所产生的现金流得以偿还。之后，收购者要么公开卖掉公司，要么获取现金红利^①。

在杠杆收购中决定价格的因素有：目标公司的预期财务结构、投资者要求的权益资本回报率、利息率和预期信贷额度。因为杠杆收购不产生两个企业的联合，结果并没有协同作用。除此之外，交易主要是自我筹资。鉴于这些原因，从理论上讲，杠杆收购的价格应该代表售卖一家国内公司的最低价格。

杠杆收购法的主要缺点是，它要求做长期预测，潜在的收购者首先必须确定短期资本支出的削减将对目标公司的长期经营结果和现金流量产生什么样的冲击。

⑤ 资产分析法

市场价值法具体可分为如下三种：分散加总定价法、实物资产价值和清算价值。

● 分散加总定价法

分散加总定价法主要评估来自目标公司所有部门和有形财产的总价值减去所有债务后的净收入。

一些公司事实上根本没有生存价值，单个部分的价值比目前企业的总价值还要高。这类情况主要发生在公司很少有部门间的协同作用的时候，或者是在公司所产生的收入很差的时候，很多大企业可以归入此类。当不同的子公司或下属部门单独作为有活力的企业被卖掉时，可以用分散加总定价法来估计其预期价格。

● 实物资产价值

实物资产价值决定公司所有“有形资产”的市场价值，它是从购买的工厂、设备、自然资源等中得到的价值。实物资产价值为估计清算价值模型提供了一个基准。

● 清算价值

清算定价模型能用作定价基准，即任何目标公司的最低实际价值。主要方法是按照下述程序判定公司的可变现净资产价值：以可能得到的最大价格逐一出售全部资产，按债务到期偿还的条款归还全部债务。

(2) 确定价格的定性因素

^① 我们将在后面的内容中对杠杆收购进行详细介绍。

一般来说,影响企业重组的定性因素有两类:经营因素和财务因素。经营因素与特定时期的特定公司有关,因此我们这里主要介绍财务因素。

以下是影响企业重组定价的定性因素:完成兼并收购交易的能力、融资能力、财务结构、税收考虑、资本成本、清偿能力、竞争投标、控制、对目标企业的了解、购买欲望、协同作用、交易时间的选择、交易速度的选择。下面分别详细介绍。

① 完成兼并收购交易的能力

无论情况多么有吸引力,无论价格是多么合适,但一个首要的前提就是这个交易必须是能够完成的。即使在有关条款和条件满足以后,实际上仍然有许多因素使一个交易不能完成。

② 融资能力

为了收购所需的资金进行融资的能力通常取决于以下两个因素:第一,收购公司的一般信誉和它对借贷者或证券持有人的信任度;第二,金融机构认为计划中的并购交易是个好的交易。

无论是收购方还是目标企业的原始财务状况都是至关重要的,要考虑的因素包括盈利、资产质量等。预计的现金流量必须经过仔细审查,以确认利息和本金能从预计的现金流量中取得。

③ 财务结构

离开了财务结构,单纯谈收购价格就会产生误导,交易是如何得到资金支持的,这个问题将会极大地影响价格。例如,完全以三年期优先债务作为资金来源的全部现金支付方案,将会限制在一个很低的价格水平,而股票、零息债券和优先股的使用将会为同样交易支付一个更高的价格。

现代并购活动和兼并收购活动所取得的进步在某种程度上要归功于金融工具的创造性发展,它能够把公司的现金流量与债务需要、资产负债风险、借贷方和投资者所要求的不同水平的回报匹配起来。

④ 税收考虑

税收是并购中双方主要关心的问题之一,而买方和卖方的税收考虑是不同的。

● 买方的税收考虑

预期税收怎样影响用于经营公司和分摊债务的净现金流量?

已收购资产的新税基是什么?

在行业或公司方面有没有特别的税收政策补偿?

有没有暗含的税收责任?

- 卖方的税收考虑

税后实际的净现金流量是多少？

最大限度地减少税收责任最有效的方案是什么？

把握时间期限，例如实行选择权或通过设计股息收入以调整应付税收的时间。

- ⑤ 资本成本

一家公司的资本成本是其最关键的特点之一，并购所要求的回报率应当按照收购者的资本成本来评价。

- ⑥ 清偿能力

对买方来说，清偿能力的因素包括两类：经营上的和交易上的。

- 经营上的清偿能力因素

在经营企业时，包括流动资本和资本支出在内的短期现金需要是多少？

很多新的所有者在计算直接收购成本后发现，他们缺乏流动资金，不能使企业正常经营。

- 交易上的清偿能力因素

把企业变成现金的前景怎样？

企业是否能很容易卖掉？

是否需要重新筹集资金？

- ⑦ 竞争投标

影响买卖双方竞争投标的因素各不相同。

- 买方的竞争性投标因素

竞争对手的实力是否很强？

他们的最初动机是什么？

如果一个竞争对手对目标公司的并购利益与自己公司的互补，是否存在合作的可能？

在一个公开竞争过程中，在招致高成本并出现哄抬价格的风险时，应该怎么办？

能否“控制”目标公司的一些股票或关键资产？

- 卖方的竞争性投标因素

竞争性投标能否抬高价格？

一个正式的拍卖是否合适？

所有投标者参加竞争过程时能受到怎样的鼓励？

⑧ 控制

买方的控制因素有：是否存在目标公司能够控制的任何特殊情况，如其他公司的股票、市场份额、主要消费者之间的关系、长期的供应合同、重要的不动产等；仅购买一个能控制目标公司的股东地位，却不买整个公司，这样做是否有价值；任何一种控制都有价值，因此控制权支付价格溢价是很普通的。

⑨ 对目标企业的了解

令人震惊的是，收购者经常不了解他们刚刚买来的业务。他们通常花费数百乃至数千小时去交易，而只有一小部分时间用在理解交易上。买方需要了解的因素有：你对这个行业、企业及关键人员了解吗？假如目标公司的现有管理层离开，你的管理层有接管目标企业的能力吗？并购的历史表明，因为收购者没有意识到一个不熟悉的行业或组织中的关键问题，结果前景良好的交易也可能因为管理不善而失败。

⑩ 购买欲望

有些人经常误认为个人愿望对并购决定不会产生实质性的影响，但是在当代社会中，拥有一家新企业不仅对主要管理人员而且对整个管理层都是一个极好的自我展示的机会。不能低估收购方管理者对更大权力和更高威望的追求的重要性。

⑪ 协同作用

协同作用要考虑的因素是：

并购对交易双方而言有什么利益？

计划整合所需要的程序、时间，并预测可能遇到的障碍和危险是什么？

如果预期的联合协同作用未能实现具体效果，交易是否应该继续下去？

⑫ 交易时间的选择

交易时间选择的因素是：

从经济周期考虑，现在是否是进行并购的恰当时机？

如果现在是在经济周期的顶峰，是否打算支付高于平均水平的费用？

如果现在是在经济周期的低谷，目标公司的当前商业前景如何？

目标公司的发展趋势如何？

如果推迟交易，可能会对目标公司的相关成本产生什么样的影响？

⑬ 交易速度的选择

买卖双方在选择交易速度时考虑的因素是不同的。

- 买方选择交易速度时要考虑的因素

面对竞争必须行动多快？

能够行动多快？

是否必须从新的第三方筹集资金？

目前能得到信用透支吗？

- 卖方选择交易速度时要考虑的因素

交易应当以多快的速度完成？

买方或卖方？

谁面临更大的时间压力？

(3) 定价的综合考虑

企业重组的定价没有简单的公式可以套用。从交易各方的利益考虑，确定一个交易的“最好价格”需要进行广泛的、创造性的分析。这样的分析必须考虑到各种因素，只有通过一套系统的方法，才能防止得出简单化或误导性的结论。

多种替代性定价方法可以互相结合起来评价定价战略及其伴随的风险。如果可比性的价格低于变现价值，那么收购风险是很小的；但是，如果市场价格高于 DCF 价值或分拆价值，则收购风险就相当大。

谨慎的购买者总是喜欢使用复杂的定量技术，然而有经验的、精明的投资银行家并不受此限制。他们总是喜欢把不同的、直觉的定性因素注入定价过程中。有效的定价过程应该应用许多定量模型和定性因素，在定量模型和定性因素之间也应当使用敏感度分析。另外，在交易中的个人洞察力也是十分重要的。

总之，兼并收购交易的定价要求多样化的思维方法，认为只有一种方法起主要作用的想法是错误的。相反，在每一笔交易中都要求计算每个定量模型和权衡每个定性因素也是不现实的。只有挑选最合适的方法，并进行深入分析，才是正确的方式。通过经验积累产生的良好商业感觉和判断力，有助于投资银行家确定使用哪种方法以及如何使用它们。

第 2 节 企业扩张

§ 1 企业扩张的动因分析

企业扩张是指能导致企业规模及经营范围扩大的兼并收购行为，主要

包括兼并、合并、收购及合营企业。

不同时期和不同市场条件下，企业扩张的动因是不同的，理论界从不同角度解释了企业扩张的动因，提出了许多理论^①。

（1）经营协同效应理论

所谓经营协同效应，是指通过企业扩张，使企业生产经营活动效率提高所产生的效应，整个经济的效率将由于这样的扩张性活动而提高。经营协同效应的产生主要有以下几个原因。

第一，通过企业扩张，使企业经营达到规模经济。企业扩张使几个规模小的公司组合成大型公司，从而有效地通过大规模生产，降低单位产品的成本。规模经济还体现在通过企业扩张，从而扩大规模后市场控制能力的提高，包括对价格、生产技术、资金筹集、顾客行为等各方面的控制能力的提高以及同政府部门关系的改善。追求规模经济在横向兼并中体现得最为充分。

第二，企业扩张可以帮助企业实现经营优势互补。通过收购兼并能够把公司的优势融合在一起，这些有时既包括原来各公司在技术、市场、专利、产品管理等方面的特长，也包括它们中较为优秀的企业文化。例如，如果 A 公司的管理者比 B 公司的管理者更有效率，在 A 公司收购了 B 公司之后，B 公司的效率将会被提高到 A 公司的水平，效率通过兼并收购得到了提高。这不仅会给私人带来了利益，也会带来生活效益。1987 年美国烟草业巨头菲利浦·莫里斯公司收购生产“麦氏咖啡”的通用食品公司后，就充分利用了它在塑造“万宝路”香烟中获得的经验和它在市场营销方面的专长，成功地推出了“低脂肪”食品。

第三，可能获得经营效应的另一个领域是纵向一体化。将同一行业出于不同发展阶段的企业合并在一起，可以获得各种不同发展水平的更有效的协同。其原因是通过纵向联合可以避免联络费用、各种形式的讨价还价和机会主义行为。

（2）财务协同效应理论

财务协同效应是指企业扩张后，由于税法、证券市场投资理念和证券分析人士偏好等作用而产生的一种好处。它主要表现在以下三个方面。

第一，通过企业扩张可以实现合理避税的目的。企业可以利用税法中

^① 关于企业扩张动因更为详细的阐述可参见 J·弗雷德·威斯通：《兼并、重组与公司控制》，经济科学出版社 1998 年版，第八章、第十章。

亏损递延条款来达到避税目的,减少纳税业务。所谓亏损递延条款指的是,如果某公司在一年中出现了亏损,该企业不但可以免当年的所得税,它的亏损还可以向后递延,以抵消以后几年的盈余,企业根据抵消后的盈余交纳所得税。因此,如果某企业在一年中严重亏损,或该企业连续几年亏损,企业拥有相当数量的累积亏损时,这家企业往往会被其他企业作为兼并收购对象来考虑,同时该亏损企业也会希望出售给一个盈利企业来充分利用它在纳税方面的优势。因为通过亏损企业和盈利企业之间的兼并收购,盈利企业的利润就可以在两个企业之间分享,这样就可以大量减少纳税义务。

第二,通过企业扩张来达到提高证券价格的目的。如果A公司的市盈率较高,B公司的市盈率较低,则A公司和B公司合并以后,证券投资者通常会以A公司的市盈率来确定合并后新公司的市盈率。这样,合并以后企业的证券价格就会上涨。

第三,通过企业扩张能提高公司的知名度。公司扩张性行为能更好地吸引证券分析界和新闻界对它的关注、分析和报道,从而提高公司的知名度和影响力。同时,扩张之后企业规模的扩大也更容易引起市场的关注。

(3) 企业快速发展理论

企业发展主要有两种基本方式:一是通过企业内部积累来进行投资,扩大经营规模和市场能力;二是通过兼并收购其他企业来迅速扩张企业规模。在现实生活中,通过企业兼并收购其他企业来迅速发展壮大是一种非常普遍的现象。比较而言,通过兼并收购来实现企业发展有如下几个优点。

第一,兼并收购可以减少企业发展的投资风险和成本,缩短投入产出时间。在兼并收购情况下,可以通过利用原有企业的原料来源、生产能力、销售渠道和已占领的市场,大幅度降低发展过程中的不确定性,降低投资风险和成本。同时,也大大缩短了投入产出的时间差。

第二,兼并收购有效地降低了进入新行业的障碍。公司在进入新行业寻求发展的时候,往往会面临很多障碍,如达到有效经营规模所需要的足额资金、技术、信息和专利,有效占领消费场所需要的销售渠道等等,这些障碍很难由直接投资在短期内克服,但却能由兼并收购来有效地突破。再者,收购方式还能避免直接投资带来的因市场生产能力增加而引起的行业内部供需关系失衡,从而减少了价格战的可能性。

第三,兼并收购可以充分利用经验曲线效应。所谓经验曲线效应,是指企业的生产单位成本随着生产经验的增多而有不断下降的趋势。由于经

验是在企业的长期生产过程中形成和积累下来的，企业与经验形成了一种固有联系，企业无法通过复制、聘请其他企业雇员、购置新技术和新设备等手段来取得这些经验。如果企业通过收购方式扩张，不仅获得了原有企业的生产能力，还将获得原有企业的经验。因此，在企业需要发展壮大时，许多企业都是采取兼并收购其他企业的扩张形式。

(4) 代理问题理论

詹森和梅克林系统阐述了代理问题的含义^①。当管理者只拥有公司股份的一小部分时，便会产生代理问题。由于拥有绝大多数股份的所有者将承担大部分的成本，因此部分所有权可能会导致管理者工作缺乏动力并且（或者）进行额外的消费（如奢华的办公室、公司汽车、俱乐部的会员资格等）。他们还认为，在有广泛分散所有权的大公司中，个别所有者没有足够的动力为了监控管理者的行为而花费大量的财力和物力。法玛认为，许多报酬协议和管理者市场可能会使代理问题得到缓解^②。

解决代理问题的另一种市场机制是被收购的危险，被收购的危险可能会代替个别股东的努力来对管理者进行监控。收购通过要约收购或代理权之争，可以使外部管理者战胜现有的管理者和董事会，从而取得对目标企业的决策控制权。

代理问题理论的一个变形是自由现金流量理论^③。这种理论认为，有些收购活动的发生，是由于管理者和股东间在自由现金流量的支出方面存在冲突。所谓自由现金流量，是指超过公司可进行的净现值为正的投资需求以外的资金，自由现金流量必须支付给股东，以削弱管理层的力量，并且使管理者能够更经常地接受公共资本市场的监督。

(5) 市场占有理论

市场占有理论认为，企业扩张的主要原因是提高企业产品的市场占有率，从而提高企业对市场的控制能力。因为企业对市场控制能力的提高，可以提高其产品对市场的垄断程度，从而获得更多的垄断利润。就兼并收购的形式来说，不论是横向兼并还是纵向兼并，都会增强企业对市场的控制能力，从而获得更多的垄断利润。在横向兼并中，因为同行业的两个企

① Jensen, M.C., and W. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*.

② Fama, E., 1980, Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*.

③ 它由詹森提出，见 Jensen, M.C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, *Corporate Finance and Takeovers*, *American Economic Review*.

业之间的兼并，必然会导致竞争对手的减少，从而扩大市场占有率。而纵向兼并，由于控制了原料供应和（或）产品销售渠道，能够有力地控制竞争对手的活动。

§ 2 投资银行在企业扩张中的作用

投资银行作为中介顾问机构，在企业扩张中扮演买方顾问的角色，其主要作用如下。

（1）策划收购方的经营战略和发展规划，帮助收购方明确收购目的，拟订收购标准。

（2）搜寻、调查和审查目标企业，分析并购目标企业的可行性、必要性和可能性。

（3）设计并购方式和交易结构。

（4）评估并购对买方的影响。

（5）组织和安排谈判——制定谈判之策略技巧，拟订明确的收购建议。

（6）设计一套保障买方权益的机制——决定适当的“锁定协议”、毁约费、期权或换股交易协议，以保障议定的交易得以完全。

（7）帮助确定公平价格或合理价格，拟订可接受的最高出价，向买方董事会提供关于价格的公平意见书。

（8）游说目标企业所有者及目标企业管理层和职工接受买方收购。

（9）做好攻关活动和舆论宣传，争取有关当局和社会公众的支持。

（10）调查、防范和粉碎目标企业的反收购措施和行动。

（11）策划并购融资方案，承销发行并购融资证券或提供收购资金。

（12）在善意并购情况下与律师一起拟订合约条款，协助买卖双方签订并购合约，办理产权转移手续。

（13）在公开股市上收购上市公司的情况下，帮助买方分析市场情势，策划并实施二级市场操作方案，与交易所、管理层及各有关当事人进行沟通 and 协调，发出收购要约，完成标购。

（14）改组目标企业董事会和经理层，实现买方对目标企业的真正控制和接管。

（15）就接管后的企业整合、一体化和经营发展等问题提出咨询意见，帮助买方最终实现并购目标。

投资银行扮演的所有角色，都旨在帮助客户（买方企业）达到以下效

果：以最优的交易结构和并购方式、用最低的成本（含支付对价、融资成本、时间成本、劳动量等）、购得最合适的目标企业，从而获得最大的企业发展。

§ 3 企业扩张的操作程序^①

在企业扩张中，投资银行扮演着收购方顾问的角色。我们将以企业扩张的一般操作程序为主线，对投资银行的收购方顾问业务进行介绍。图 7.1 归纳了企业扩张的一般程序。

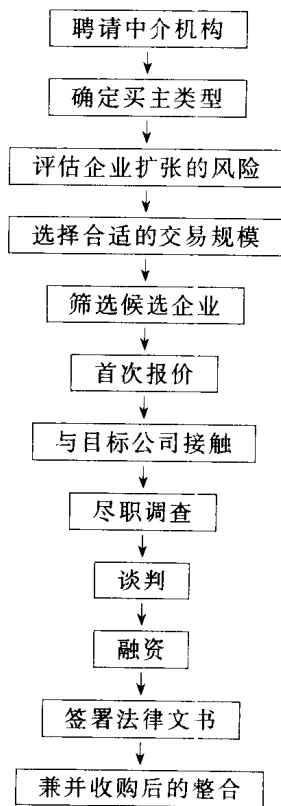


图 7.1 企业扩张的操作程序

(1) 聘请中介机构

兼并收购的复杂性和专业技术性，使中介机构成为其中不可缺少的角

^① 内容主要参考了杰弗里·C·胡克：《兼并与收购：实用指南》，经济科学出版社 2000 年版。另外，如果想深入了解企业扩张的操作程序，该文献也有详尽介绍。

色，尤其是投资银行的积极参与，为兼并收购提供了高质量的专业服务。

除投资银行外，并购的中介机构还包括经纪行和其他中介机构。经纪行往往是地区性或者面向特定行业的小型机构，很多经纪行只有1~2个负责人，其全部设施比一部电话、一张办公桌和一个文件柜多不了多少。小型交易是这些经纪行的主要业务领域，这些经纪行代理的企业常是那些家族式企业或者公司的小分支机构。

其他中介机构包括大的商业银行的公司财务顾问部、管理咨询公司以及全国性的会计师公司。和投资银行一样，其内在结构也促使它们提供的咨询服务在很多方面与投资银行的产品相似，但这些服务的质量往往不及投资银行，因为在兼并收购业务中，知识、经验和接触都是很重要的，而这正是这些中介机构所欠缺的。

还有一类中介我们称之为搜寻者，它们除了为买卖双方做点介绍外，提供不了什么服务。尽管这点对于大多数读者来说听起来不像是一种主要服务，但如果这种介绍是向买卖双方的最高管理层提供，并且方式恰当，则它可以排除许多大公司中存在的官僚主义暗礁。这样，搜寻者就推动了交易的顺利进行。

（2）确定收购方的类型

在浩如星海的企业中兼并收购搜寻目标企业，并不是一件容易的事。一般来说，企业会在投资银行的协助下，为搜索目标企业确定一个范围。

第一节我们从理论的角度考察了企业扩张的动因，但在实践操作中，投资银行很少了解也很少关心这些动因，它们通常把买主的战略归入以下几种类型。

① 只看不买顾客（window shoppers）

只看不买顾客代表了中介机构感到最头痛的一种顾客类型，它一般是那些坚持要看一下与其业务相关公司的大公司，由于其规模大，常常能引起中介机构如投资银行的重视，但这些只看不买顾客总需要很久才会达成一笔交易，在两笔交易之间相当长的年份里，只看不买顾客的经理们总是用其搜寻程序来浏览一下成打的相关公司，有时甚至是他们的竞争对手。

只看不买顾客的主要动机是研究一下其他行业，把以这种方式获取的信息用于战略规划和情报处理。经过很长时间，只看不买顾客发现了一笔“完美的”交易，谨慎的经理层终于一头扎了进去。大多数只看不买的顾客使用未雨绸缪的策略，他们在表面上对收购候选对象的搜寻中逐步接近目标公司。

② 市场份额/产品系列扩展者 (market share/product line extender)

这类买主进行兼并收购的目的是扩展其产品市场或者扩展其产品系列，由于通过兼并收购比从零开始生产一种新产品或进入一个新行业要符合逻辑，因此，市场份额/产品系列扩展型的交易是最为常见的交易。

毫不奇怪，许多公司在开始实施收购方案时，总是选择这两类交易，不仅是因为潜在目标的业务与收购者类似而变得易于了解，而且因为买方以自身的定价作为出发点来方便地调整报价。另外，由于目标企业和买方具有可比性，因而顺利吸收的可能性很大，这样，扩张性交易就比其他收购类型的合并风险要小得多。在这些交易中，买方并没有很多新信息要学，双方公司在市场、客户和运作上都使用相同的语言。正是由于这些交易的实用性，许多公司拒绝考虑那些既不属于“市场份额”扩张，又不属于“产品系列”扩张的兼并收购。

③ 池底渔夫 (bottom fisher)

在兼并收购交易中有许多池底渔夫，他们的同行们把他们等同于平常人所说的“捡便宜货的”，池底渔夫们总是不断地抱怨潜在收购目标报价太高。然而，与一般捡便宜货的人不同，如果发现了极好的货色，他也会出手大方。

这些池底渔夫们不断地在兼并收购的世界中潜行，在那些大多数收购者们并不感兴趣的企业中寻找有利可图的便宜货。落入池底渔夫视线的常常是那些困难的或在财务上不健全的公司。这一定位也给了池底渔夫们另一个绰号——秃鹫资本家。

④ 战略性买主 (strategic buyers)

战略性买主希望通过扩张进入新的行业，进行多元化经营。之所以采用战略性收购，或者是因为不满意其基础业务的发展前景，或者是因为无法找到可以获得现金流的诱人机会。这样，战略性买主就只有两个选择：第一，向其股东发放较高股利或者通过股票回购来释放多余的现金；第二，进行多元化投资。这样，通过向非核心业务的扩张就披上了复杂的“公司战略”的外套。

当然，战略性扩张行为也受到了很多置疑。首先，一般的股东对多元化经营难以接受，因为他们完全可以通过多元化投资来达到这个目的，而且不需要为此多支付超出市价太多的巨额溢价。其次，很多战略性交易的糟糕历史记录也为此当头泼了一盆凉水。

也正是因为上述原因，公司董事会在审批“纯粹多元化”的兼并收购

时也就变得更为谨慎。如今，当一个潜在的收购意味着进入一个新的行业时，经理们更多地寻求使新增的部门能够促进现存核心业务的途径。运用这种收购方式，战略性买主并不想通过多元化而退出或者削弱其基础行业，相反，这类收购属于管理层加强战略性买主现有的努力，这一方法也会使人们联想到前面讨论过的市场份额/产品系列扩展者。

⑤ 杠杆收购者 (leveraged buyers)

杠杆收购者寻求那些只需要一小部分股权定金的对象。在 80 年代杠杆收购繁荣时期的顶点，杠杆收购者十分活跃，占了兼并收购业务量的 40% ~ 50%，在那时，杠杆收购买价中只有 5% ~ 10% 需要用股权形式支付。由于以前的杠杆收购业绩记录一直不错，银行和其他机构贷款者也非常乐于合作。因以前的结果而产生的乐观态度使贷款者向买方贷出收购费用的 90% ~ 95%，这种极度的杠杆比例加上 1990 ~ 1992 年的衰退，终于导致了 90 年代杠杆收购贷款的大量违约。这些最终的损失使贷款者的热情有所降温，现在典型的杠杆收购总是按收购价格 20% ~ 25% 的比例支付股权投资。

我们把上述主要类型的买主及其特点归纳在表 7.1 中。

表 7.1 买主的主要类型及特点

类 型	特 点
只看不买顾客	喜欢看，却很少买
市场份额/产品系列扩展者	最常见的顾客类型，因为只涉及很少的经营风险
池底渔夫	不断地寻找便宜货，活跃的买主
战略性买主	寻求多元化并重新运用资产
杠杆收购者	非常活跃的部门，财务导向的收购者

(3) 评估企业扩张的风险和选择合适的交易规模

第一，评估企业扩张的风险。在制定企业扩张的收购目标时，买主会对其自身的三类主要风险进行评估，并考虑处理相应问题的潜力。这三类主要企业扩张风险包括：经营风险 (operating risk)、多付风险 (overpayment risk) 以及财务风险 (financial risk)。见表 7.2。只有那些落入风险合适范围的收购目标才会被买主作进一步考虑。

表 7.2 企业扩张的主要风险

经营风险	被收购企业在兼并收购后业绩并没有像预期的那样好
多付风险	尽管被收购企业运作很好，高收购价格使买主无法获得一个满意的投资回报
财务风险	通过借债为收购融资，制约了买主为经营融资并同时偿债的能力

第二，选择合适的交易规模。如果一家公司决定进行企业扩张行为，就应该考虑多大规模的交易。

从最低标准看，交易规模的大小至少应该能和经理们在评估、达成交易并完成在转轨过程中所付出的努力相称。小的交易往往只相当于买方价值的1%或2%，却也会像大宗交易一样耗时和令人头痛。这样，除非小交易是为了购买一项特殊的技术或其他某些特殊原因，它们不值得去耗费管理层的交易成本，它们本应该被用于规模足够大的交易之中。由于大多数交易评估的结果只是不了了之的谈判和被拒绝的“求婚”，这些失败的努力所耗费的时间和费用就增加了成功交易的总成本。这些因素综合起来使小交易的处理费用相对于其购买价格来说变得很高。经验数据表明，最小的交易规模至少达到买主市值的5%~10%。

那么交易规模的上限应该为多少呢？这应该考虑以下三个主要指标：支付能力、管理层经验以及企业风险承受意愿（表7.3）。

表 7.3

三个主要指标

支付能力	在不影响股价和资本结构的情况下，买主的支付能力有多大
管理层经验	整合一家大的被收购公司需要相关的管理层经验
企业风险承受意愿	大的交易意味着大的风险，公司是否为高风险做好准备

一般来说，在上述三个指标的限制下，交易规模的上限在买主市值的40%左右。

由上可知，买主通常将交易规模设定在买主自身市值的10%~40%之间，但如果存在一个更大的机会，也可以对交易规模作灵活性的调整。

(4) 筛选候选企业

①依据并购准则筛选候选企业

企业在分析了自身所属的买主类型，并对交易风险和交易规模进行评估之后，可能列出了一长串潜在的目标企业，但其中的绝大部分并不适合买主的需要。从这些企业中选出几家具有吸引力和实际操作性的企业，需要严格遵守一些关键的并购准则。除了很少的几个例外，任何不符合并购准则的候选企业，都应该被抛弃，以便将注意力集中到几个可能的目标上来。

从实用的角度出发，企业可以将并购准则分为三类：交易杀手（deal killer）、交易准杀手（probable deal killer）、非常需要但并非绝对必要的特性（highly desirable）。交易杀手是指那些在下一步的筛选过程中候选企业

必须具备的特性，如果不具备，就可将其排除。典型的交易准杀手是指那些买方经理层非常看重的特性，尽管他们也会考虑购买缺乏这一特定性质的企业，盈利状况和工会因素常被纳入交易杀手的范畴。属于非常需要但并非绝对必要的特性很难指出来，它们根据行业 and 公司的不同而不同。这三个层次的并购准则有利于帮助企业将合适的并购对象从众多候选企业中筛选出来。

②经营筛选

到目前为止，收购方对目标企业的审查所涉及的部门还只是收购方企业的战略发展部门、财务部门或者董事长办公室，这些部门的大多数执行人员都是没有什么生产经营经验的职能人员，他们对目标企业经营方面的考察主要局限于几个大的方面，例如行业、产品系列和市场份额，如果候选企业不符合这几方面的相应原则就会被抛弃。而对于那些已经通过了初步交易准则筛选的企业，则还需要考虑一些新的因素。买主现在应该跨过卖方笼统的财务和发展特性，而对其具体的生产经营特性进行考察。由于职能人员在这方面只有很少的经验，他们必须向经营人员了解是否存在可以“枪毙”交易的经营性问题。这个阶段我们可以称为经营筛选。

经营筛选要求买主对很多内容进行调查，但大多数卖主在买主作出一个有诚意的报价之前，多半会拒绝提供详细的经营数据，同时，如果没有获得足够的经营数据，买主也不可能报出一个有诚意的价格。这个矛盾的解决无疑需要艺术性，而投资银行等中介机构在这种时候的作用也是最大的。我们在表 7.4 中，列出了主要的经营筛选事项。

在对上述各项进行调查和筛选之后，买方已经从财务和经营两个方面对潜在收购对象进行了考察。尽管买方还有许多问题未得到回答，管理层已获得了足够的信息来判断它是否应该把企业扩张行为继续进行下去。如果卖方的财务和经营都符合买方的要求，那么就应该进入首次报价的阶段了。

(5) 首次报价

到目前为止，我们还没有使用过一次报价来对兼并收购业务的复杂性加以说明。在完成上述收购计划前需要完成大量准备工作之后，买方现在要做的工作是对目标企业进行评估和定价，以选择一个初步的报价作为对卖方的报酬。

对于定价我们在前面已经详细阐述，这里不再重复。但我们这里要着重指出的是，由于到目前为止，买主尚未对目标企业进行详细的调查，因

表 7.4

主要的经营筛选事项

-
- ①卖方行业的长期趋势
 - ②卖方的商业计划与现实
 - ③主要产品及其被淘汰的可能性
 - ④现实及潜在的竞争程度
 - 进入壁垒
 - 目前的竞争程度
 - ⑤主要客户
 - 在收购后继续维持现有客户关系的可能性
 - 主要客户对特定销售人员的忠诚度
 - ⑥协同
 - 买方能否在不减少销售额的情况下削减目标企业的成本
 - 买方在收购后是否能真正提高销售额
 - ⑦技术
 - ⑧营销与分销
 - ⑨雇员报酬与福利
 - ⑩反垄断法
 - ⑪卖方及其管理层的声望
 - ⑫政府监管、环境问题以及法律事项
-

此，所定的价格只是一个范围区间，而如何在这个范围区间内选择一个合适的点作为报出的价格，成了一个微妙的过程。一方面，买方希望支付的价格越低越好，然而，报价太低又会使买方处于不利的地位，卖方很容易就认为与这个买主打交道会浪费他的时间，这样，报价太低可能会适得其反；另一方面，买主也应避免报价太高，以至于高出了卖方本身的价格期望，因为没有理由要支付太高的价格。尽管较高的报价能有助于赢得交易，但它减少了买方从交易中获得收益。这样，过高的报价也会损害买方自身的利益，并且它对买方收益的负面影响会持续多年。

在认识到上面的因素之后，买方就会希望首次报价能以一个合适的价格，而不是一个过高的价格来吸引卖方进行谈判，同时，也不希望以一个过低的价格而失去一个交易。

(6) 与目标公司接触

如何与目标公司接触是件颇具艺术的事。根据收购方提出的收购建议的内容、基调和方式，兼并收购通常可以分为善意并购、敌意并购和狗熊拥抱，不同的兼并收购行为也就决定了不同的接触方式。

① 善意并购 (friend M&As)，是指兼并收购双方经过共同协商达成协议，同意兼并收购行为。这种收购方式下兼并收购双方往往关系融洽，意见一致，目标公司因经营困难或战略调整，同时由于收购方提出的条件也

易于接受,从而希望并购成功。有时,目标公司主动配合收购方行动,并且提供必要的信息和技术支持。

使用善意收购方法有许多优点。首先,当潜在收购者签订一个信任协议后,能够接近目标公司实质性的、非公开的信息;其次,潜在收购者将会有机会见到目标公司的核心职员并同他们商谈雇佣合约;最后,潜在收购者在兼并收购合同的谈判中能处于有利的位置。

② 敌意并购(hostile M&As),是指收购方在未与目标公司协商的情况下,直接向市场公开收购要约,有时甚至在目标公司反对而采取反收购措施的情况下强行收购。敌意并购中的收购方往往经过长期精心策划,设计了周密的收购方案,出其不意地一举成功,而目标公司则在不知情或反收购失败的情况下不得已接受兼并收购的现实。但有时兼并收购也会因为目标公司采取了有效的反收购措施而夭折。

敌意并购的主要优点是:在某些情况下由于代理问题的存在,当公司的多数管理人员反对任何兼并收购建议,而大多数股东乐于接受合理价格的兼并收购时,敌意并购者就可以利用管理层与股东之间的分歧,避开管理层的反对而实施敌意并购。

敌意并购的主要缺点是:第一,不能得到非公开的信息;第二,可能会激起目标公司高级管理人员和其他雇员的强烈反感;第三,目标公司可能会采取任何可能的措施来避免被兼并收购;第四,敌意并购者的声誉在同行中将受到损害。

在美国,最近几年大多数敌意并购者是个人或那些个人扮演兼并收购中介的公司,而不是产业公司。

③ 狗熊拥抱(bear hug),这种收购方式介于善意并购和敌意并购之间。在这种收购方式下,收购方会在采取兼并收购行动之前,向目标公司提出兼并收购建议,而不论它同意与否,收购方都会按照收购方案采取行动。这种收购方式与善意并购不同的是,兼并收购者把其所提供的目标公司兼并收购建议方式公之于众;而与敌意并购不同的是,兼并收购者总是先通知目标公司管理层,然后才投标或开始公开的、实际的市场兼并收购。

无疑,在这种方式下,目标公司将承受来自收购方的巨大压力,犹如被狗熊拥抱的感觉一样。

在温和的狗熊拥抱下,尽管收购方可能表示在未经目标公司同意的情况下不会强行兼并收购,但是目标公司仍会承受来自市场的巨大压力。因为收购方一旦公开其兼并收购计划,会有大量的风险套利者和投机者介

人，大量收购公司股票，这样目标公司要承受股票升值的压力和收购方退出后保持公司控股权的压力。

在较强烈的狗熊拥抱下，收购方在向目标公司提交收购建议后，会很快公开收购意向，向目标公司施加巨大压力。收购方希望目标公司屈服于压力而同意合作，达成友好的兼并收购协议，否则就会采取强硬手段进行收购。

通常目标公司的董事会和管理层会全面分析利弊，而采取相应的对策。

(7) 意向书、尽职调查、谈判和融资

① 意向书。如果交易双方初步接触成功且在基本问题上达成一致，双方就签订意向书 (letter of intent, LOI)，同时还将召开新闻发布会。虽然意向书不具有法律约束力，但它的确代表了一种道德上的约束，因此双方都认真对待它。

意向书的形式是给卖方或卖方公司股东的一封信，由收购者签署，由卖方或卖方公司的股东会签。意向书包括以下内容：交易形式、价格、对买方的保护性条款、特殊安排、中介机构费用。

② 尽职调查和谈判。在最后的尽职调查阶段之前，每个卖主都还会有一些未披露的问题。出于保密的理由，在此阶段以前，潜在买主获得的信息总是有限的。同时为了销售的缘故，卖方的代理总是一再强调卖方企业中具有吸引力的那些因素，因此，潜在的买主就很有可能未被告知那些本来会促使它停止交易的东西。大量的价值调查工作最后总是无可避免的会发现一些负面的事项，从而使卖方的价值大打折扣。一旦这些事项变得明朗之后，潜在的买主就只有两个选择：重新谈判兼并收购价格和撤离交易。大多数买主会选择前一方案。

③ 融资。在进行一项兼并收购活动时，融资是最后考虑的细节问题。所谓融资方式，也就是以什么作为兼并收购支付工具的问题，因此，不同的融资方式也就是不同的支付工具选择。具体来说，融资有五种形式：现金方式、普通股方式、优先股方式、可转换债券方式、综合方式。

● 现金方式。现金方式是指收购公司支付给目标公司股东一定数额现金，以达到收购目的的一种融资方式。

对收购公司而言，这种方式的最大优点是速度快，它可以使有敌意情绪的目标公司措手不及，无法获得充分的时间进行反收购防御。同时，收购公司的股东权益也不会因此而被稀释。从目标公司的角度考虑，现金比

证券更可取，因为证券变现等问题，而非现金方式能给目标公司股东带来多少收入，取决于市场状况、收购公司业绩、交易成本等因素，存在变现风险。

当然，现金支付方式也有缺陷。对目标公司而言，收到现金需要立即交纳资本利得税，而无法取得延迟纳税。另外，目标公司将无法获得合并后公司的持续股本利息。

由于现金方式的融资具有速度快等优点，所以尤其适用于敌意收购。

- 普通股方式。

普通股方式是指收购公司通过增发普通股来替换目标公司的股票，从而达到收购目的的融资。

从收购公司角度来看，通过普通股方式融资不需支付大量现金，因而不会挤占公司的营运资金。同时，如果是市盈率高的公司兼并收购市盈率低的目标公司，还可以提高兼并收购后新公司的估价，造成兼并收购景气。从目标公司角度来看，股东可以推迟收益实现时间，享受税收优惠。再者，由于继续拥有股权，目标公司的股东能够分享兼并收购后新公司所实现的价值增值。

然而，普通股方式进行融资同样存在缺陷。首先，股票发行的繁琐迟缓，使得不愿意被兼并收购的目标公司有时间布置反收购防御，也使竞争对手有机会组织有力的竞争。其次，兼并收购成本不易把握，股价的波动使收购公司不能固定其收购成本。最后，这种方式会稀释股权并使兼并收购后的每股净收益出现回落。

普通股方式的融资多见于善意并购中，当收购公司和目标公司规模实力基本上旗鼓相当，这种方式融资可能性就较大。

- 优先股方式。优先股方式在实际运用中最常见的形式是可转换优先股。由于可转换优先股具有普通股的大部分特征，且又有固定收益证券的性质，因而较易为目标公司所接受。对收购公司而言，运用优先股作支付可不挤占营运资金，且优先股转换成普通股的转换溢价通常高达 20% 左右，因此是一种成本低、效率高的融资方式。

然而可转换优先股方式现在已较少使用，主要是因为优先股兼有普通股和固定收益债券两者优点的同时，也同时兼有两者的弱点。

- 可转换债券方式。可转换债券对股东有很大的吸引力，尤其是对不愿冒风险的股东，他们可能愿意放弃股票的一些上升机会，转而换取每年的固定利息率，以及持有赎回或换取股票的权利。对收购公司而言，可转

换债券方式融资可以实现多种利益：第一，可以降低收购成本，可转换债券的利率通常低于普通债券的利率；第二，采用可转换债券，可推迟新股东的加入而使原股东的权益稀释；第三，在税前利润中支付股息，可以少缴所得税。

可转换债券方式融资并不常见，主要原因是：首先，可转换债券持有者有将债券转换成股票的权利，因此其本质上是推迟发行的新股，发行新股对每股收益有一定的稀释作用，因此会引起股价波动，新老股东都会受到影响；其次，可转换债券的利率虽然低于一般债券，但只有高于目标公司普通股股息，才能吸引目标公司的股东将股票换成收购公司的可转换债券，这对收购公司来说有一定压力。

● 综合方式。综合方式是指收购公司对目标公司的出价由现金、股票、优先股、可转换债券等多种融资方式组成的一种方式。

由于单一的融资方式有着不可避免的局限性，因而把各种融资方式组合在一起，能集各种融资方式之长而避其短。然而，使用综合方式融资具有一定的风险，有可能由于各种融资方式搭配不当而不能扬长避短，因此投资银行在以综合方式进行融资时，应慎重考虑。

（8）法律文书的签署

当谈判进行到一定程度，双方在中介机构的帮助下就要开始精心准备反映交易条件的文件。其中最基本、最关键的文件是兼并收购协议，兼并收购协议通常附有许多文件，包括各种法律要求的文件和兼并收购协议自身附有的文件。兼并收购协议中最关键的部分有4项：陈述和担保、保证条款、结盘条件以及赔偿条款。

① 陈述和担保（representation and warranties）。陈述和担保有三个主要目的：第一，提供信息（informational），使买方尽可能多地了解卖方公司。第二，提供保护（protective），使买方在签约和结盘期间，在发现相反事实的情况下接触自身的义务。第三，提供基础（framing），即在结盘后卖方向买方进行补偿的基础。

卖方的陈述和担保通常占协议的最大一部分，包括财务报表、资产、税收、合同、雇员情况、环境保护、产品责任、诉讼、公司组织和资本化等情况以及对公司的限制。虽然有初步的调查，在执行协议之后收购者通常还是会对卖方的公司进行详尽的调查，结盘的标准条件是卖方的陈述在签署时和结盘时都是真实的。双方可就结盘后某些情况申述的有效期达成一致。

② 保证条款 (covenants)。保证条款适用于从签约到结盘这一期间,包括保证作为 (affirmative covenants) 和保证不作为 (negative covenants)。保证不作为条款使得卖方不能未经买方同意采取某些行动,目的是为了阻止卖方的行为改变企业的本质,使得买方在结盘时的预期落空。

保证作为条款要求双方在结盘之前进行某些行为。典型的保证条款包括:为了评估和调查的目的,买方有权查看卖方的账簿和记录;卖方召集股东大会获得同意;卖方在政府部门进行必要的备案并获取必要的允许。有些保证条款包括绝对的义务和进行合理努力的要求。

③ 结盘条件 (condition of closing)。结盘条件应该得到满足。所有协议中的首要条件是所有陈述和担保都是真实的,而且保证条款以及所有该协议要求在结盘时或结盘前完成的活动在所有重要方面都已经完成。该结盘条件由一方向另一方送交的证书来证明。

④ 赔偿条款 (indemnification)。赔偿条款是收购协议中的关键条款。由于某些债务,如税收、环保问题、或诉讼的潜在成本很高,因而要使用赔偿条款来保护买方的利益。该条款包括的损失应源于下列事件:在结盘后发现卖方违反保证或陈述不实;或在收购协议中对买卖双方责任的划分。

这些条款都是谈判的重点。卖方一般希望在协议中达成一项“篮子”条款,即只有当买方的损失超过一定限额才给予赔偿。卖方还可能要求加入截至日,在截至日后买方不能再提出索赔。赔偿条款中通常还规定赔偿的上限。

(9) 兼并收购后的整合

在结盘之后,兼并收购还没有完全结束,买主还应该采取有力的措施使得被收购的公司与买方的公司相整合 (integration)。在这个阶段,应采取包括法律、会计、税收、保险、雇员给付以及其他方式的各种步骤,以保证公司过渡的成功。

许多收购者组成包括双方公司的管理者的过渡小组来合作进行合并后的整合工作,当然,如果能组成一支由专家组成的小组来解决合并后的事务则更好,因为这样可以尽快稳定整个组织并形成最初的动力。兼并收购后的整合包括以下几个方面。

第一,改组董事会及管理层。整合的第一步就是首先对并购后的公司整个管理层进行改组,这是落实公司控制权和治理权的关键。

第二,不同企业文化的融合。不同的企业有不同的企业文化,在并购

后的整合中如何把不同的企业文化融合到一起，是个重要的内容。

第三，并购后的人员整合，包括人员安排和激励机制两方面。

第四，调整经营战略。企业并购后还需要根据新的形势调整经营战略，这也是实现企业并购目标的一个重要手段。

第五，做好对外公关。公司并购会对公司客户、当地政府、行业主管部门产生实际的影响，新闻媒体和二级市场也会关注企业的并购行为。所以，企业在处理内部整合的时候，还要做好对外的公关工作。

第3节 企业收缩

§1 企业收缩的动因分析

(1) 经济因素

① 就任何投资标准而言都不是一个好的业务组成部分。在很多情况下，不管对公司某一特定业务部门投入多少资金与管理力量，管理层也不可能实现适当的回报，这种情况下，出售可能是一个明智的选择。

② 无法实现经营目标。当一家公司的分支部门无法完成季度或年度计划或其他各项经营目标时，大多数公司就会选择出售。

③ 税收考虑。由于税收法规的复杂性，资产出售时对此进行考虑就是必不可少的。一家公司在卖掉一个分支部门或生产线时，可以通过合理避税而受益。

④ 资本使用的优化选择。这里涉及到经济和战略两方面的因素，这是资产出售的关键理论基础。那些熟练利用资产出售这一工具的公司，在把获得的收入投入到现有其他业务领域或新的收购业务后取得了相当大的成就。

⑤ 利润。利润仍然是最终的动因，缺乏利润是公司开始考虑出售的重要原因。除非是战略上的需要，否则持续没有利润并亏损的分支部门就应当被出售。

(2) 心理因素

出售亏损的部门可以消除企业所有者和管理者作为失败者的心理影响。没有人想遭受损失，没有什么比想到一个人正在为一家亏损的或没有什么前途的公司工作或与之打交道而更令人沮丧了。

(3) 经营因素

① 劳动力考虑。当因为缺乏足够熟练的劳动力以及劳动力短缺引起工资水平的上升时，如果通过内部经营而不能改变这种情况的话，资产出售就可以作为一种替代选择。

② 竞争性理由。根据竞争能力的实际情况，有时选择退出市场竞争是必要的。那些经营效率不高、缺乏竞争优势的企业所有者和管理层，他们可以从竞争激烈的市场中退出来，把自己的业务部门卖给一家更有实力的公司。

③ 管理层缺陷。有时因为某种原因，一家公司不能组织起一个有能力的管理队伍来管理一个分支部门，如果这种情况持续存在，并得不到改正，就应当考虑实施资产出售。

(4) 战略因素

① 风险投资的退出。风险投资的一个重要退出方式就是资产出售，即被其他企业兼并收购。

② 公司目标的变化。大公司经常会改变其战略目标，那些不再适应新目标的业务部门就会被出售，以支持符合目标的业务发展。1995年10月，Raytheon公司以4.55亿美元将其下属出版教科书的D.C.Heath出售给Houghton Mifflin公司时，就是出于这个考虑。尽管D.C.Heath单独来看也是一家规模较大的出版企业，但他和Raytheon公司的其他三个大的核心业务——国防电子、工程技术和航天电子——从未很好地配合过。

③ 改变公司形象。有些公司觉得有必要出售某些分支部门，以便树立新的公司形象，出售对象不一定是那些低效率或缺乏潜力的部门，而是管理层不喜欢的那些领域。例如，美国Gulf&Western公司通过剥离它的几家较大分支部门而从制造业退出，进入发展变化迅速的金融和娱乐行业。

④ 市场饱和。从战略角度看，当前为企业创造利润的业务逐渐萎缩，而用于保持市场份额的投资超过它产生的利润时，一个分支部门或一条生产线可以作为资产出售的候选对象。

§ 2 企业收缩的宣布效应及其成因^①

(1) 企业收缩的宣布效应

关于企业收缩的宣布效应，有关理论实证研究显示：

^① 本节引用了财政部注册会计师考试委员会办公室：《财务成本管理》，东北财经大学出版社2000年版，第419~421页的部分内容。

第一,如果以企业收缩公告日后两日的超常收益率计算,卖方公司股东的超额收益率一般在 $1\% \sim 2\%$,但买方公司的股东却不一定能取得超额收益。

第二,不同的收缩形式会对卖方公司股票产生不同的超额收益率。一般来说,剥离出售的超额收益率在 $1\% \sim 2\%$ 之间,而分立产生的超额收益率为 $2\% \sim 3\%$ 。

第三,当企业采取剥离形式时,如果出售方在最初的剥离公告中不宣布出售价格,则对出售方的股票价格没有重大影响。若卖方公司宣布出售价格,对其股价的影响则取决于公司的售出比例,该比例用宣布的出售价格与宣布期前一个月最后一天的股票价格之比来衡量。当售出比例低于 10% 时,不会对股价产生重大影响;以后随着出售比例的增加,卖方的平均超常收益也将增加。当企业采取分立的形式时,宣布影响的大小与分离出的子公司相对与母公司的规模大小正向相关。在金额上,公司的全部收益约等于被分离出的子公司的价值。因为母公司价值经过重组实际上并未改变,而子公司有了自身独立的市场价值。

(2) 宣布效应的成因

理论界提出了许多观点,用以说明企业收缩导致持续经营下企业价值提高的原因。具体来说,主要包括以下几点。

第一,投资者主业突出偏好学说。20世纪60年代到90年代初,全球企业界盛行多元化发展,认为多元化经营可以有效地分散经营风险,发掘新的市场机会。实践表明,很多跨行业经营的企业在日后发展中遇到了很大困难,由于盲目地多元化扩张,降低了企业整体的盈利水平。作为认真反思的结果,许多企业开始有计划地放弃一些与主业联系不紧密的业务,收缩战线。而投资者也开始偏好于主业突出的企业,所以,公司收缩一般都会得到市场的普遍认同,带来公司价值的上涨。

第二,管理效率学说。由于公司管理层能力有限,不可能在所有业务方面都经营得十分出色。最优秀的企业家在其企业经营范围扩展到一定程度时,也会遇到企业效益开始下滑的尴尬局面。因此,企业收缩通常宣称是将不适应企业主营业务发展的部分加以出售,以使企业的经营重点集中于主营业务,从而提高企业的管理效率。

第三,债权人的潜在损失学说。这种学说认为,分立公司财富的增加,来源于公司债权人的隐形损失。公司分立减少了债权的担保,使债权的风险上升,相应减少了债权的价值,而股东却因此得到了潜在的好处。

因此，在实际经济生活中，许多债务契约附有资产处置的限制（限制资产出售）。

§ 3 企业收缩的具体形式

企业收缩（contraction）又称为出售（sell-off），是指使企业规模及经营范围缩小的各种行为，具体可分为分立和剥离两种形式。

（1）分立（spin-offs）

分立是指母公司将其资产独立出去，成为一家或数家独立公司，新公司的股份按比例分配给母公司的股东。这样，母公司现有的股东就在新公司中拥有与在原有企业所拥有的相同比例的所有权，然而，控制权却被分离了，并且新公司作为一个独立的决策单位，就可能采取与母公司不相一致的策略。

分立可以分为两种形式：子股换母股（split-offs）和完全析产分股（split-ups）。

①子股换母股。在这种方式下，母公司将一部分资产分立出来，成立一家独立的公司，但母公司仍然存在。美国 Florida Progress 公司在 1996 年 1 月进行公司分立时，就是采用的这种形式。如图 7.2 所示。

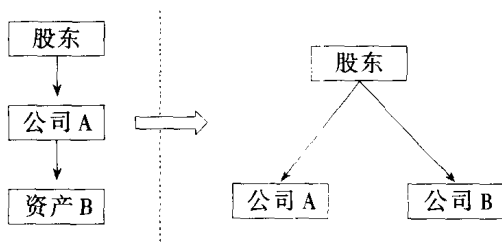


图 7.2 子股换母股

②完全析产分股。在这种方式下，母公司的资产和负债被分立成不同的新公司，而母公司不复存在。在完全析产分股后，管理队伍无疑要发生变化，同时，公司由于母公司选择不同的方式向其股东提供子公司的股份，所有权比例也会发生变化，如图 7.3 所示。这种形式的分立与我国《公司法》中涉及的公司分立颇为相似。

（2）剥离（divestiture）

与分立相对应的还有另外一种形式的企业收缩——剥离。剥离是将企业的一部分出售给外部的第三方，进行剥离的企业将收到现金或与之相当

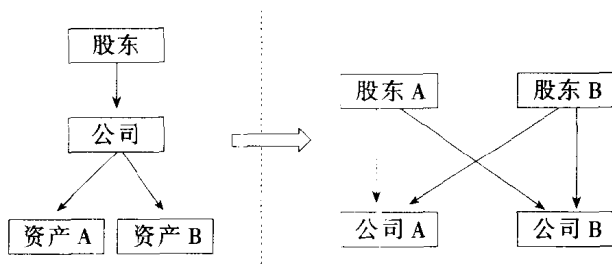


图 7.3 完全析产分股

的报酬。如果说分立只是进行股权的转移或交换，则剥离则是资产的出卖，会有现金流入。在典型的剥离中，购买者是一家已经存在的企业，因此不会产生新的公司实体。如图 7.4 所示。

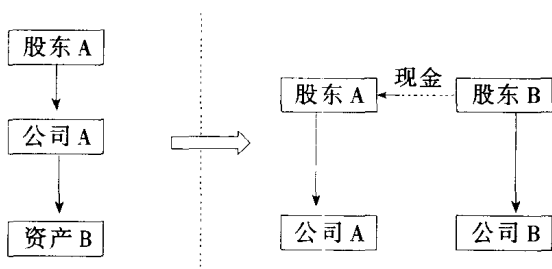


图 7.4 完全析产分股

§ 4 投资银行在企业收缩中的作用

- (1) 分析潜在买主的范围，寻找最合适的买方企业。
- (2) 帮助卖方明确销售之目的。
- (3) 策划出售方案和销售策略。
- (4) 评估标的企业，制定合理售价，拟订销售底价，向买方企业董事提出关于售价的公平意见。
- (5) 制定招标文件，组织招标或谈判，争取最高售价。
- (6) 积极推销标的企业，游说潜在买方接受卖方企业的出售条件。
- (7) 帮助编制合适的销售文件，包括公司说明备忘录和并购协议等。
- (8) 与有关各方签署保密协议。
- (9) 做好有关方面的公关和说服工作。
- (10) 监管协议之执行直至交易完成。

作为卖方的顾问，投资银行的工作宗旨是：帮助卖方以最优的条件（含价格及其他条件）将目标企业卖给最合适的买主。

§ 5 企业收缩的操作程序

企业收缩的操作程序包括如下几个步骤：聘请中介机构、预备工作、准备买主清单、与买主的接触、评价收到的报价、尽职调查和法律文书的准备。图 7.5 是企业收缩（资产出售）一般流程的示意图，按照这个流程来介绍投资银行的出售方顾问业务。

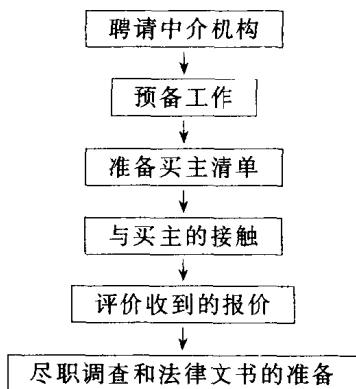


图 7.5 企业收缩的一般流程

（1）聘请中介机构

企业在作出资产出售的决定之后，它首先要做的是寻找一个胜任的中介机构。中介机构——主要是投资银行——对出售的成功与否非常重要，除非卖方本身也是一个有经验的并购专家，否则它就不可能取得像经验丰富的中介机构那样好的结果。只有中介机构才能在交易中同时运用利诱和制造紧张气氛来使竞争加剧，从而取得期望的价格目标。如果卖主想自己来运用这些花招的话，它常常表现得不是孤注一掷，就是不太专业化，这使它总是以失败而告终。

以下三条是聘请中介机构的关键原则。

第一，经验。中介机构以及处理交易的特定主管应具有各类并购业务的广泛经验。

第二，类似交易的专门知识。尽管大多数中介机构最终都能完成任何类型的交易（边干边学），但当它们曾经有过类似交易的经验时，就可以做得更好。由于在相似的交易中有过前端调查、定价和成交的经验，它们不必在新的交易中再一切从头做起。

第三，承诺。在大多数交易中，结果是否最佳，常取决于中介机构高

级主管的承诺。很多中介机构常常会派一个高级主管与客户接洽，而接到业务并开始真正工作后，他就消失了，转由“边干边学”的低级经理来完成。细致的卖主总是要求高级主管作出亲自处理交易的承诺，如果承诺不能兑现，卖主就会立即取消协议。

(2) 预备工作

聘请中介机构、确定出售动因只是企业资产出售的第一步，此后的工作还将更加复杂，常常持续数周到数月。

在交易中，投资银行会协助资产出售工作，包括预备工作。投资银行被聘请为中介机构后，就会进行如下工作：实地考察；检查有关设施；与管理层会谈；并“找到对企业的感觉”。在完成了上述的尽职调查和类似的信息收集后，投资银行开始了以下三个出售前的预备工作：“包装”待售资产；确定资产的价格范围；起草以后将提供给买主的情况备忘录。

① “包装”待售资产。那些愿意支付溢价的公司所偏好的资产必须是“干净的”：有清晰明了的业务；可靠的历史经营记录和最少量的无关事项。投资银行为使客户能符合这些标准，常会建议采取修正措施以达到“包装”目的。

② 确定资产的价格范围。投资银行家可通过尽职调查对初步定价作出调整，同时也解释了为什么企业的资产值这么多钱。

③ 起草情况备忘录。上市公司每年都会公布年报和财务预测，这样就提供了详细的业务和财务资料。私人企业不会公布这些文件，在私人企业的资产出售过程中，描述有关事项的情况备忘录就为潜在的买主提供了关于卖方的初步介绍。情况备忘录的起草必须十分谨慎，既要勾勒出企业的基本业务，同时还要强调它的正面特性。

(3) 准备买主清单

如果情况备忘录的准备已经接近尾声，卖方与中介机构就可以考虑列出一个买主清单，这一清单的长度和组成取决于许多不同的因素。一般来说，这个清单包含 50~100 家的潜在买主名单。

在准备这个买主清单时，以下企业将被排除在外：不具有购买财力的企业；那些卖主的直接竞争对手，买主认为它并不是真正的买家；卖主的坏名声、只看不买的倾向和池底渔夫的形象。

(4) 与买主的接触

当中介机构起草了买主清单后，它会考虑与潜在买主接触的各种措施。这些不同的措施有各自的绰号，详见表 7.5。

表 7.5 出售的主要接触策略^①

接触策略	说 明	评 论
点 射 (rifle shot)	投资银行与可能性很大的 3~5 家收购者进行会晤, 这些收购者以前都与卖方有过接触。这些公司通常是市场份额/产品系列扩张者	因为缺乏足够的竞争, 卖方发现很难用这种策略来获得最高的卖价, 尽管这一策略最有利于保密
扫射 (shotgun approach)	银行家与 100~150 家公司接触, 哪怕他们对客户的兴趣极小	这一策略很难顺利实施。它最适合于具有可靠历史经营记录的大公司, 因为它们具有广泛的吸引力
绽放式拍卖 (full blown auction)	这一方式是扫射的变种。主要的变化是卖主的答复期限有一个严格的截止日, 答复包括他们对有关法律初稿的意见	这一策略未交易过程加入了速度和紧张性, 但很多大公司会拒绝参与这种进攻性较强的方式。但对于那些极富吸引力的卖主, 这种方式确实最为有效
改进型拍卖 (modified auction)	中介机构根据潜在买主的不同兴趣水平将他们分组, 每一组包括 30~40 家企业, 从兴趣很高的组开始, 依次与之接触, 直到找到 3~4 家真正的买主, 然后, 再为谈判最后的条件确定截止日	这种策略对大多数交易都比较适合, 它并不随便打发买主, 在任何时候, 它都会限定有兴趣的买主数量, 以使交易过程可控制

在确定了客户清单和接触策略后, 中介机构会给每一个潜在买主的高级主管打电话。在对卖主的情况作简要说明之后, 中介机构会问对方是否对收购感兴趣。如果回答是肯定的, 则对方公司的经理将收到一份情况备忘录, 附带的还有一份待签署的保密函。

之后, 中介机构就配合买主对卖方公司进行拜访, 并回答有关问题。在面对买主拜访的时候, 明智的卖方会准备一些正式的材料以面对情况备忘录作出补充。卖方还会安排每位买主与各主要职能部门的高层主管进行会晤, 以便于买主的分析。另外, 卖方会以一种方便明晰的形式提供有关的经营性数据。在绽放式拍卖的方式下, 卖方会用专门的一间屋子来陈列这些材料, 并配以电话、传真以及复印机, 以便于潜在买主的使用。

(5) 评价收到的报价

接下来中介机构的一个重要任务就是要获得一个落入预期价格区间内

^① 杰弗里·C·胡克:《兼并与收购:实用指南》,经济科学出版社 2000 年版,第 301 页。

的有支付能力的报价。请注意“报价”前的修饰语是“有支付能力的”，那些由无力筹集收购资金的收购者提出的报价没有任何意义。一旦投资银行家获得了一个具有支付能力的报价，它就可以此为武器要求其他买主迅速完成报价工作。买主也会认识到他的报价有可能被卖主用作兜售手段，因此，它会对初次报价设定一个有效期以不让卖主的伎俩得逞。很自然，中介机构会搁置收到的第一个报价，以等待更多的竞争性报价。在理想的情况下，卖主会同时收到2~3个报价，这样，就可以从中选出最合适的买主，从而获得理想的卖价。

收到的报价低于期望值是一种常见的情况。在这种时候，卖方可以选择：①扩大接触的范围以寻找更高的收购者；②通过进一步谈判提高现有报价；③降价出售；④取消出售的计划。大多数卖主会选择第一种方法，但在接触了100家以上的买主后仍无法实现期望价格时，它就应该考虑降价或不再出售了。在报价只比期望值低10%~20%时可采用第二种方法，因为买主总是对其报价保留10%~15%的“谈判空间”。中介机构的经验在选择正确的方法上特别有用。

(6) 尽职调查和法律文书的准备

接下来就到了签署意向书（letter of intent, LOI）这一步。在意向书签署后，谈判的主动权也就由卖方转向了买方。此后，买方常会根据其尽职调查的发现而略微降低收购价格。大多数卖主会在初步谈判中将详细列举企业的全部优点，而买主剩下要做的就是调查过程中将所有哪怕是很小的负面因素寻找出来。3%~5%的价格削减是很常见的。

在法律文书的起草过程中，买方会尽量防止使自己陷于尽职调查未能揭示或未能预见的问题之中。尽管未知问题永远也无法消除干净，买方还是希望在问题一旦出现时能获得保护，除非目标公司是一家上市公司，卖方常会以代管账户或保证的形式让买主获得放心，这能使买主在某些特定的情况下取得对卖主的追索权。

最后，为进一步保护自己的未来利益，买主也许会要求卖主答应在收购后一段时期内不再从事同一业务，这一期限通常为3~5年。

第4节 企业所有权或控制权的变更

企业重组的另外一种形式是企业所有权或控制权的变更。企业所有权

和控制权变更的范围非常广泛，本节中我们将对其中最主要也是最常见的三种方式进行介绍，即反收购防御、股票回购和杠杆收购。

§ 1 反收购防御

在企业并购中，善意并购往往很少，而且许多善意收购中就收购条件的讨价还价，往往是不欢而散，因此善意收购又转化成敌意收购。目标公司一旦遭受收购公司的敌意袭击，通常会进行防御，采取各种反收购手段。而目标公司往往在进行反收购时，会聘请投资银行作为顾问，帮助目标公司及其控股股东以尽可能小的代价实现反收购，当然也不排斥在个别情况下，投资银行认为接受收购更为合适，从而说服目标企业及其控股股东放弃反收购。以下介绍的是反收购的主要手段。

(1) 资产重估

在现行的财务会计中，资产通常采用历史成本来估价。普通的通货膨胀，使历史成本往往低于资产的实际价值。多年来，许多公司定期对其资产进行重新评估，并把结果编入资产负债表，提高了净资产的账面价值。由于收购出价与账面价值有内在联系，提高账面价值会提高收购出价，抑制收购动机。

(2) 股票回购

另一个抵制收购的措施是目标公司回购它自己的股份，其基本形式有两种：一是公司将可用的现金分配给股东，这种分配不是支付红利，而是购回股票；二是换股即发行公司债、优先股或其组合以回收股票。

这一调整资本的技巧同时达到了几个目的：第一，通过减少公开发行的股票数量，增加了每股的利润，结果市场价格也随之提高了；第二，从任何当前或潜在的入侵者手中夺回部分市场上可供收购的股票；第三，增加了管理层对公司控制的比例。通过举债买进证券，资本调整使公司对入侵者来说显得不那么吸引人了。但此法对目标公司颇危险，应负债比例提高，财务风险增加。

(3) 白衣骑士

白衣骑士（white knight）是指目标企业为免遭敌意收购而寻找的善意收购者。公司在遭到收购危险时，为不使本企业落入恶意收购者手中，可选择与其关系密切的有实力的公司，以更优惠的条件达成善意收购。一般地讲，如果收购者出价较低，目标企业被白衣骑士拯救的希望就大；若买方公司提供了很高的收购价格，则白衣骑士的成本提高，目标公司获救的

机会相应减少。

白衣骑士的一个变化是管理层杠杆收购 (MBO)，目标公司的管理层本身就是一个潜在的白衣骑士。大量资金充足的杠杆收购机构和主要的投资银行，可以帮助这些管理层评价这种替代性的选择方案。

专栏 7.1

杜邦公司出演“白衣骑士”

柯诺克公司是美国的一家大公司，1981 年销售额位居美国大公司排行榜的第 14 位。它主要经营石油和煤炭开发与销售，经营绩效一般，公司股价在 1981 年 5 月首遭并购袭击前每股在 50 美元左右徘徊。这种股价水平相对于其经营绩效而言尚属合理，但与其拥有的大量石油、煤炭储量和厂房设备等资产净值和潜在收益相比，此股价明显偏低。过低的股价诱发了其他公司对它的收购袭击。

率先对柯诺克公司发动收购袭击的是同行业的多姆石油公司。1981 年 5 月，多姆石油公司发出报价：以每股 65 美元收购 13% 的柯诺克公司股票。该收购当属公司并购中的横向并购范畴。柯诺克公司董事会对此收购建议予以拒绝，并依据《反垄断法》对其提出指控。多姆公司因此而退却。此后不久，西雷格公司宣布以每股 73 美元报价，现金支付的方式收购 41% 的柯诺克公司股票。西雷格公司是加拿大的一家大公司，主营酿造业，它意欲成为柯诺克公司的控股性大股东，以此进军石油业。对西雷格公司的收购报价，柯诺克公司也加以拒绝。然而柯诺克公司的自身力量和经济手段显然难与西雷格相抗衡。于是，寻找“白衣骑士”成为它的第一反应。

著名的杜邦公司应允出面充当“白衣骑士”。杜邦是美国著名的化工公司，它是化工原料的使用者，主营石油开发的柯诺克公司是其上游企业。杜邦收并购柯诺克属于公司并购中的纵向并购范畴，对杜邦来说有利于稳定和扩大原料供应，对柯诺克来说则可稳定杜邦这个大用户。这一并购有望产生较大的协同效应。因此，杜邦宣布全面收购柯诺克，条件是：以每股 87.5 美元的价格、现金支付的方式收购 40% 的柯诺克股份，余下 60% 换股收购，以每股柯诺克股票兑换 1.6 股的杜邦公司股票。西雷格公司不甘示弱，将收购价提高到每股 85 美元。杜

邦公司针对这一报价，也相应提高了它的收购条件：将收购价提高到与西雷格公司一样的水平，换股比例则提高到 1:1.17。

正当两家公司较劲之际，另一家美国大公司莫比石油公司又半路杀出，加入了竞购者的行列。莫比公司提出：以每股 90 美元现金收购 50% 的柯诺克股份，余下的 50% 以莫比公司的优先股或债券按柯诺克股票 90 美元的价值进行兑换。莫比公司垂涎于柯诺克拥有的可观石油与煤炭储量，急于将其据为己有，因而在高开报价后的几天内又层层加码，将收购价连续升至 105、115 美元，最后索性加到 120 美元，咄咄逼人，志在必得。莫比公司的做法逼使杜邦公司将其收购价提高到每股 98 美元，西雷格公司只将收购价提高至 92 美元就无力应战了。莫比公司的收购条件对小股东、机构投资者和风险套利商而言诱惑极大。形式对杜邦和柯诺克不利。

在这种情况下，杜邦和柯诺克再次使出了杀手锏——运用法律手段，它们指控莫比的收购行动可能导致违反《反托拉斯法》的后果。美国司法部对这三方争购的收购战开展了调查，认为：莫比公司的收购虽属横向收购，但有待于调查听证后才能决定是否合法。杜邦公司的收购虽属纵向收购，但柯诺克公司与蒙圣托公司合资一家石油化工厂与杜邦公司是同行竞争关系，因此，杜邦公司的收购也牵涉横向并购的内容，也须听证调查。西格雷公司的收购属混合兼并，行为合法。为了使杜邦的收购不至于涉嫌违反《反托拉斯法》，杜邦和柯诺克公司立即申明：柯诺克公司愿将合资石化厂中柯诺克公司的股份卖给蒙圣托公司。柯诺克公司股东和市场投机者们担心莫比公司会卷入一场旷日持久的诉讼之中而最终极有可能败诉，反而造成莫比公司股票的市场价格下降，使得换股后的柯诺克公司股票价格低于杜邦公司的出价，因而纷纷转向杜邦公司。这使得杜邦公司取得了收购战的主导权。杜邦公司得益于《反垄断法》，击败了实力雄厚的石油巨头莫比，最后以每股 98 美元的价格兼并柯诺克成功。柯诺克公司也得以在这场收购战中全身而退，实现了预期的目标。

（4）金保护伞和锡保护伞

公司一旦被收购，目标公司的高层管理者将可能遭到撤换，金保护伞（gold parachute）则是一种补偿协议。它规定在目标公司被收购的情况下，

高层管理人员无论是主动还是被迫离开公司，都可以领到一笔巨额的离职补偿费。

然而，在大多数情况下金保护伞的开支估计不到全部收购费用的1%，鉴于此，金保护伞条款不是一种有效的收购防御措施。实施金保护伞条款的主要目的在于缓解高级管理人员与股东的利益冲突，减少来自并购对象管理层的对有利于双方股东的并购的阻力，但金保护伞又存在着另一个弊病，支付给管理层的巨额补偿反而有可能诱导管理层低价将企业出售。

近年来，西方国家又出现了一种锡保护伞（tin parachute），一般是当公司被收购时，根据工龄长短，让普通员工领取数周至数月的工资。锡保护伞的单位金额不多，但聚沙成塔，有时能很有效地阻止敌意收购。

（5）皇冠上的明珠选择

皇冠上的明珠（crown jewels）是指从资产价值、盈利能力和发展前景诸方面衡量，在公司中都是最优的资产，通常也是该公司成为收购目标的关键因素。防止敌意收购的策略就是卖掉这部分资产，从而使敌意收购人获得这部分资产的希望破灭。作为替代的方法，也可把皇冠上的明珠抵押出去。

（6）毒丸防御计划

毒丸防御计划（poison pill defense）是指目标公司为了阻止被收购而安排的一种只有在特定条件下发生作用的方案，这种方案的实施使收购者对其失去兴趣或使并购更难于进行。所谓的“特定条件”是指任何敌意收购或者积累目标公司的股票超过一个比例，而使目标公司处于被收购的危险处境这类情况。我们把毒丸防御计划总结为以下5种主要类型。

① 优先股计划。优先股计划赋予优先股持有者特别权利，在外来者认购了大量的有表决权的股份的情况下，优先股股东可以行使这种特别权利。首先，除大股东外的优先股股东可以要求公司以大股东在过去一年购买公司普通股或优先股所支付的最高价格，以现金形式购回优先股。第二，如果收购者与公司合并，优先股可以转换成收购者的有表决权的证券，其市场总价值不低于第一种情形中的赎回价格。

② 翻反计划。根据这个计划，股东以远高于现时市场价格的执行价购入公司的普通股或优先股。如果发生合并，这种权利“翻反”为允许持有者以极大折扣购入合并后存续公司的股份。例如，普通股售价为每股40美元的公司给予每一股份一份以100美元购入普通股的认股权利，发

生合并时，权利“翻反”。因此，使用这种权利，仅需花 100 美元就可以购买收购公司价值 200 美元的股份。具体来说，如果合并后存续公司为收购公司，“翻反”允许以远低于市场价格的价格购入收购公司的股份。如果合并后存续公司是目标公司，除原潜在收购者之外的股东有权以相同折扣购买目标公司股份。后一种情况称作“自我交易翻正”。

③ 所有权翻正计划。所有权翻正计划条款可能包含于翻反计划，大约有一半的翻反计划包含所有权翻正条款。该条款允许认股权持有人在收购者积累的目标公司的股份超过某一界限或触发点（一般是 25% ~ 50%）时，以很大折扣购买目标公司的股份，但收购者的认股权无效。这个条款使收购者蒙受损失，并且其持股比例被稀释，因此，所有权翻正计划阻止了收购大量股权的行为。

④ 后期供股权计划。根据这项计划，股东得到供股权股息。如果收购者取得的目标公司股份超过某一限额，收购者以外的股东可以用一份供股权和一份股权，换取高级债券或等于目标公司董事会确定的后期价格的现金。后期价格要高于股份的市场价格，这样后期价格就为公司确定了一个最低收购价格。后期价格计划阻止了对控股股权的收购。低于后期价格的有条件收购要约不会成功，因为供股权持有者具有固守较高的后期价格的动力。

⑤ 表决权计划。实施表决权计划就是宣布优先股具有表决权。在某些时候，如果一方收购了某家公司大量具有表决权的股份，大股东以外的优先股股东就享有超级投票权特权。这样，大股东就很难取得表决控制权。在另一种情况下，长期（3 年或更长）优先股股东比短期股东每股享有更多的投票权。这就使要约者迅速取得表决控制权。

（7）帕克门战略

帕克门战略（pac - man strategy）是指目标公司威胁要进行反接管，并开始购买兼并公司的普通股，以挫败兼并者的企图而采用的一种方法^①。这一战略被 Martin - Marietta 公司用于防御 Bendix 公司的收购计划，Hwublein 公司用类似的战略吓走了通用电影公司。

（8）反接管修正

反接管修正（antitakeover amendments），又称为拒鲨条款（shark repellent），是使用日益频繁的防御机制中的一种。反接管条款的实施、直

^① 帕克门是一种著名的电子游戏，玩者必须在对手吃掉自己之前就吞下对手。

接或间接提高收购成本、董事会改选的规定都可使收购方望而却步。这种修正主要有三种类型：董事会轮选制、超级多数修正、公平价格修正。

① 董事会轮选制。董事会轮选制使公司每年只能改选很小比例的董事。即使收购方已经取得了多数控股权，也难以在短时间内改组公司董事会或委任管理层，实现对公司董事会的控制，从而进一步阻止其操纵目标公司的行为。与董事会有关的反接管修正还有两种变化形式：严禁无故撤换董事，固定董事人数，以防董事会“拥挤”。

② 超级多数修正。超级多数修正要求所有涉及控制权变动的交易都必须获得绝大多数（2/3 甚至 90%）的表决才能通过。这样，若公司管理层和员工持有公司相当数量的股票，那么即使收购方控制了剩余的全部股票，收购也难以完成。纯粹的超级多数修正都会严格限制管理层在接管谈判中的灵活性。

③ 公平价格修正。该修正是指对超级多数条款再加上这样一条，即如果所有购买的股份都得到了公平价格，就放弃超级多数要求。通常将公平价格定义为某一特定期间要约支付的最高价格，有时还要求必须超过一个确定的关于目标公司会计收入或账面价值的金额。

（9）清算

清算是最令人沮丧的对策了。卖掉整个企业，关闭工厂，出售设备，降低资产的账面价值。例如，1980 年 UV 工业公司为抵制 Sharon 钢铁公司的收购而进行了清算。

（10）反收购的法律手段

诉讼策略是目标公司在并购防御中经常使用的策略。诉讼的目的通常包括：逼迫收购方提高收购价以免被起诉；避免收购方先发制人，提起诉讼，延缓收购时间，以便另寻白衣骑士；在心理上重振目标公司管理层的士气。

诉讼策略的第一步往往是目标公司全球法院禁止收购继续进行。于是，收购方首先给出充足的理由，证明目标公司的指控不合理，否则不能继续增加目标公司的股票，这就使得目标公司有机会采取有效措施进一步抵御被收购。不论诉讼成功与否，都为目标公司争得了时间，这是该策略被广泛采用的主要原因。

目标公司提出诉讼的理由主要有三条：反垄断；披露不充分；犯罪。

（11）目标公司的早期措施

前面讨论的一些基本防御措施（尤其是毒丸防御计划），也可以在收

购成为既定事实后运用。但是，收购一旦摆到桌面上，随着时间的推移，目标公司将处于更为不利的地位。侵入者将完全占有主动权来调查研究收购目标，安排物资事宜，以及选择市场条件，安排最有利于攻击的时机。而浑然不觉的目标公司只有很短的时间（如证券交易委员会对收购要约有效所规定的时间期限为 20 天）来作出反映。

目标公司赢得更多时间的一个常用方法，是利用代理咨询公司的一项新型服务，这种业务通常被称为“鲨鱼监视”（shark watching）。只要付给一定的费用，代理公司声称它能较早地发现并确认股票的积聚。因为绝大部分国家的证券监管机构，并不要求收购者在购得一定比例的股份（比如美国为 5%）前表明其身份。所以，早期的预警显然会给目标公司更多的时间来寻找抵御收购的方法，或者寻找更能接受的合并伙伴（白衣骑士），诸如此类。如果大量购入股票的个人或集团并不是真正意义上的收购者，其主要兴趣只是在于他们的股票是否能以更高的价格卖出，及早发现将会降低绿色邮件为消除这种威胁所付出的费用。

§ 2 股票回购

（1）股票回购的定义与类型

股票回购是指上市公司从证券市场上购回本公司一定数额的发行在外的股票的行为。公司在股票回购完成后可以将所回购的股票注销，也可以将回购的股票作为“库藏股”保留，但不参与每股收益的计算和收益分配。“库藏股”日后可移作包括职工持股计划和发行可转换债券等，或在需要资金时将其出售。

股票回购资金有三个来源：借贷、待分配利润、发行股票。可采用其中任一种或综合使用几种资金来源。借贷会增加公司财务费用，影响公司效益；使用待分配利润，直接影响股东分红；发行新股相当于以流通股代替非流通股。回收资金的构成要根据公司具体情况决定。

股票回购按其目的分类，有两种基本类型：第一，红利替代型。公司回购了部分普通股，发行在外的股数就相应减少，每股收益势必提高，从而导致企业股票市价上涨，由股价上涨所得的资本收益就可以代替股利收入，所以，股票回购也被认为是支付股利的方式之一。与直接派发现金红利一样，股票回购所用资金通常来源于公司的经营盈余。第二，战略回购型。它直接服务于公司的战略目标，不是以向股东发放股利为目的。战略回购的规模较大，在进行战略回购时，公司不仅需要动用现金储备，而且

往往需要大规模举债，或出售部分资产或子公司，以筹集股票回购所需的现金，在短期内使公司资本结构发生实质性重整。

按照回购的方式不同，股票回购可以分为实物回购和现金回购，但大部分国家都要求用现金回购。现金回购方式又具体可以分为如下4种：第一，公司以全面要约方式，向本公司同一类别的全体股东进行全部股份或比例股份的回购；第二，公司以要约方式，向在同一市场交易的本公司同一类别股份的全体股东进行全部股份或比例股份的回购；第三，公司通过证券交易所集中竞价交易的方式进行股票回购；第四，公司以协议方式向特定股东进行全部或比例股份的回购。

(2) 股票回购的动因

股票回购的动因主要有如下几种^①。

第一，巩固既定控股权或转移公司控股权。许多股份公司的大股东为了保证其所代表股份公司的控股权不被改变，往往采取直接或间接的方式回购自己的股份，即指公司直接以自身名义或通过自己的关联公司购回自己的股份。有些股份公司的法定代表人并非是公司最大股东的代表者，在实际中，这些法定代表人为了保证不改变在公司中的地位，也为了能在公司中实现自己的意志，往往采取回购股票的方式，分散或削弱原控股股东的控股权，以实现原控股权的转移。

第二，提高每股收益。由于财务上的每股收益指标以流通在外的股份数作为计算基础，不少股份公司基于自身形象、上市需求和投资人渴望高回报等原因，采取了股票回购并库存自身股份的方式来影响每股收益指标，减少实际应支付红利的股份数量。

第三，稳定或提高公司股价。公司回购股票可以支撑股价，有利于使投资者关心公司的运营情况，恢复消费者对公司产品的信任，公司也有了进一步配股融资的可能。因此，股票回购是维护公司形象的有效途径，从而稳定或提高公司股价。

第四，改善资本结构。任何产业的发展都会经历上升期、成熟期和衰退期，当产业进入衰退期后，如果公司资金较为充裕，却由于行业进入衰退期而不愿扩大投资。这时，通过股票回购减少公司资本，不仅可充分利用公司资本改善公司资本结构，还可提高每股收益。

^① 财政部注册会计师考试委员会办公室：《财务成本管理》，东北财经大学出版社2000年版，第440~441页。

第五，反收购策略。股票回购常用作重要的反收购策略。股票回购可提高公司股价，减少流通在外的股份，使收购方收购难度增加，从而起到反收购的作用。

（3）股票回购的原则

从回购的理论和实践效果分析，股票回购至少有以下三条基本原则。

第一，保护债权人利益。若股票回购导致公司股本减少，降低公司偿债能力，加上债权人对公司经营无参与权，使债权人利益受到威胁。因此，股票回购必须首先保护债权人的利益。

第二，保护全体股东利益。股票回购时若采取定向回购，则股份出让股东和未出让股东的利益将受到不平等待遇，特别是大股东在回购价格上的主导影响，将与其他股东及债权人之间产生利益矛盾，必须设定约束条件，保护全体股东的平等。

第三，限制公司回购行为和方式。公司通过回购保护自身利益是自然的，公司也可能通过回购操纵股票市场价格，这将会助长内幕交易和投机行为，危及其他公众股东利益。因此，一般国家都不允许用实物资产回购股份，而对现金回购行为又规定了许多法律约束条件。

（4）股票回购的操作程序

公司董事会决定进行股票回购时，应首先报监管部门批准同意后，公告并发布召开股东大会的通知。然后，公司聘请证券经营机构承担有关经纪事务，并聘请律师事务所对有关股票回购事宜出具法律意见。

之后召开的公司股东大会，应对股票回购数量、回购资金来源、股票回购方式、回购价格、回购期限等事项作出决议。如果公司回购股票用来减少注册资本，应依法通知债权人征得其同意。

公司在进行股票回购时，应编制资产负债表和财产清算单，并聘请会计师事务所对资产负债表进行审计。如果公司拟回购的股份中 50% 以上为某一股东直接、间接持有，或回购结构导致控股股东变更，或回购对象为特定股东，应按如下三点办理：一是公司非关联董事对股票回购方案提出独立意见并公告；二是公司董事会聘请独立财务顾问，对股票回购方案中非关联股东权益的保护和公司发展前景作出报告，并由董事会安排公告；三是在公司召开股东大会时，由非关联股东对股票回购事项进行独立表决。

§ 3 杠杆收购

(1) 杠杆收购的含义和特点

杠杆收购(LBO)在并购中正得到越来越频繁的运用。所谓杠杆收购是指一小群投资者以目标公司的资产为抵押进行大量的债务融资,来收购公众持股公司所有的股票或资产。典型情况是,收购者希望能保持对企业3~7年的私人所有权,在此期间,收购过程所产生的债务,主要通过资产售卖和企业的未来现金流量得以偿清。然后收购者要么公开卖掉公司,要么获取现金红利。杠杆收购的一种常见形式是管理层收购(MBO),通过这种方式,当权的管理集团取得新的非上市公司的大部分权益。

杠杆收购一般具有如下特点:第一,杠杆收购后,目标公司的资本结构会发生急剧的变化,负债比例大大提高;第二,杠杆收购后目标公司的性质会发生根本性的变化,由上市公司转变为私有公司;第三,杠杆收购能够极大提高收购公司的股权回报率;第四,杠杆收购能够减少收购公司的税赋。

(2) 杠杆收购的价值来源

一般来说,为了取得对目标公司的控制权,杠杆收购集团必须对该公司股票进行溢价收购,有时收购集团甚至以高出公司目前价格的50%甚至更高的溢价来收购,而收购集团预期使目标公司在杠杆收购后会带来异乎寻常的利润。这就产生了一个问题:杠杆收购的价值来源于何处?一般来说,杠杆收购的价值来源于如下三个方面^①。

① 公司的当前价格低于公司的实际价值。从财务观点来看,导致公司当前价格低于公司实际价值的原因可能有如下几个方面:第一,信息效率低。信息效率高的市场,企业的价格与实际价值相符,而信息效率低的市场,企业的价格不能完全反应其实际价值。所以,企业的价格有可能低于实际价值。第二,管理层的问题。如果企业的管理层存在问题,就会使得投资者对管理层失去信心,从而“用脚投票”,导致股价偏低的现象。第三,宏观经济的整体不佳。如果整个经济环境处于停滞甚至衰退,可能打击整个社会的信心,这也将导致公司的价格低于公司的实际价值。

② 公司私有化能创造价值。公司私有化行为创造的价值来源可能有以下几个方面:第一,代理成本降低而产生增值。通过公司私有化,使所有权与控制权合二为一,这样代理成本会大大减少甚至消失。第二,效率提高

^① 范学俊:《投资银行学》,立信会计出版社2001年版,第214~218页。

而增加企业价值。通过公司私有化,使得企业在决策效率、敏感信息公布效率和生产经营管理效率上都得到较大提高。第三,获得税收利益而产生额外现金流。特别是杠杆收购而带来的大量债务,可以降低税收负担。

③ 价值从其他有关当事人那里转移过来。这种观点认为,杠杆收购中出售股票的股东及收购集团获得的价值来源于其他有关当事人,其中最主要的是债券持有人,另外还包括公司雇员、有限股股东、供应商等。实证研究的结果表明,有些证据支持这种观点,有些证据则不支持。

(3) 杠杆收购的主要程序

下面我们以杠杆收购的主要程序对杠杆收购进行介绍。图 7.6 概括了杠杆收购的 4 个主要步骤。

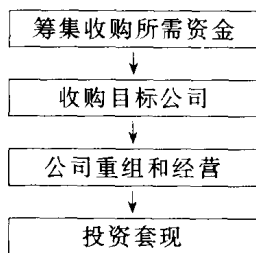


图 7.6 杠杆收购的 4 个主要步骤

① 筹集收购所需资金。杠杆收购的融资主要分为以下几部分。

第一, 自筹资金。通常情况下, 收购集团自己需提供 10% 左右的资金, 作为新公司的权益基础。

第二, 贷款。在杠杆收购中, 收购资金绝大部分是以公司资产为抵押, 向贷款机构申请有抵押的收购贷款, 约占 50% ~ 60%。该贷款可以由数家商业银行组成辛迪加来提供, 也可以由保险公司、或专门进行风险投资、或杠杆收购的机构来提供。

第三, 发行债券。收购所需的其余资金通过发行高风险、高收益的次级债券筹集, 这些次级债券通常通过私募 (针对养老基金、保险公司、风险投资基金等机构投资者) 或公开发行垃圾债券 (junk bonds) 来筹集。

在垃圾债券引入杠杆收购后, 往往由投资银行出资给收购集团提供“过桥”贷款 (bridge loans) 去购买股权, 收购集团在取得控制权后, 投资银行再安排由目标公司发行大量垃圾债券, 对“过桥”贷款进行再融资。

② 收购目标公司。收购集团在筹集到收购资金后, 开始购买目标公

司所有发行在外的股票，使其转为非上市（收购股票形式），或购买目标公司的所有资产（收购资产形式）。

在收购股票形式下，目标公司的股东只要将他们持有的目标公司的股票和其他所有者权益卖给收购集团，两个公司的合并就完成了。在收购资产的形式下，目标公司将资产卖给收购集团，目标公司的原有股东仍然持有目标公司的股票，但除了大量的现金之外，目标公司已没有任何有形资产，目标公司可以对股东发放红利，或变成投资公司，用这些现金进行投资。

③ 公司重组和经营。收购完成后，由于资本结构中债务占了相当大的比重，所以财务风险巨大。若收购者经营不善，则收购者极有可能被债务压垮。因此，加强收购后的重组和经营非常关键。

重组的核心思想是卖掉市盈率或价格/现金流比率大于收购整个目标公司所形成的市盈率或价格/现金流比率的各项资产、部门或子公司，保留那些获取现金能力大于收购价格的资产、部门或子公司。

经营的核心思想是采取各种措施迅速提高企业的销售收入、净收入，加大公司的现金流，从而保证债务的偿还速度。

④ 投资套现。如果公司在经过一段时间后，生产经营状况得到了明显的提高，公司价值因此升值，达到收购者的初步目的，此时股权投资就可套现了，通常有如下两条途径：一是公开招股上市。重新上市是每个杠杆收购投资者所追求的，他们可以通过二级市场以其投资额的几倍或几十倍套现。这一过程称为反向杠杆收购（reverse LBO），又称为第二次公开发行（SPO）。二是私下出售给另一家公司。这就成为企业收缩的一种形式。

§ 4 投资银行在公司所有权或控制权变更中的作用

投资银行在公司所有权或控制权变更中扮演很多角色，这里我们主要介绍投资银行在敌意并购中作为反收购顾问的角色，内容有以下几点。

（1）帮助发现潜在“鲨鱼”（收购方或曰袭击者），调查、分析和估测“鲨鱼”的行动目的和方案，监视其行为过程。

（2）评价敌方企业的收购条件是否公平，抨击其不合理之处。

（3）针对收购双方的具体情况，确定拟用的反收购策略，分析各种拟用的反收购措施的利弊及其后续影响，帮助企业采取最有效的反收购措施。

(4) 策划反收购融资。

(5) 以“公正判别者”的身份分析和评价本次收购对双方企业、双方企业股东和职工、地方经济和社会的影响（主要是其影响不良的方面），争取有关当局、股东、职工、社会公众支持反收购。

(6) 安排目标企业在反收购期间的财务活动，控制财务支出，保证反收购活动顺利进行。

(7) 为目标企业策划和制定“一揽子”防御计划，防止下次再遭袭击。

本章总结

1. 企业重组是一个很广的概念，它包括了企业的所有权、资产、负债、人员、业务等要素的重新组合和配置。企业重组有两种分类：一是从企业要素变动的角度出发，把企业重组分为产权变动、资产变动、产权和资产同时变动三大内容；二是从单个企业活动的视角出发，把企业重组分成企业扩张、企业收缩和企业所有权、控制权转移三大内容。

2. 企业扩张是指能导致企业规模及经营范围扩大的并购行为，主要包括兼并、合并、收购及合营企业。企业收缩又称为出售，是指使企业规模及经营范围缩小的各种行为，是企业扩张的逆过程，主要包括分立和剥离两种形式。公司所有权或控制权变更的范围非常广泛，主要有反收购防御、股票回购和杠杆收购三种方式。

3. 投资银行在企业重组中的作用通常通过兼并收购部门或财务顾问部门进行，投资银行的企业重组业务通常又被简单称为兼并收购业务，主要可分为中介顾问业务和产权投资商业务。

4. 定价是企业重组的关键，在企业重组中，定价既是一门科学，也是一门艺术。企业重组定价的定量模型主要有五种：现金流折现法、市场行业比率倍数定价法、市场价值法、杠杆收购法、资产分析法。影响企业重组定价的定性因素有：完成兼并收购交易的能力、融资能力、财务结构、税收考虑、资本成本、清偿能力、竞争投标、控制、对目标企业的了解、购买欲望、协同作用、交易时间的选择、交易速度的选择。

5. 不同时期和不同市场条件下，企业扩张的动因是不同的，理论界从不同角度解释了企业扩张的动因，提出了许多理论，主要有：经营

协同效应理论、财务协同效应理论、企业快速发展理论、代理问题理论、市场占有理论等。

6. 企业扩张包括如下几个过程：聘请中介机构、确定收购方的类型、评估企业扩张的风险和选择合适的交易规模、筛选候选企业、首次报价、与目标公司接触、签署意向书、尽职调查、谈判、融资、法律文书的签署、兼并收购后的整合。

7. 企业扩张风险包括经营风险、多付风险和财务风险。经营风险是指被收购企业在兼并收购后业绩并没有像预期的那样好的可能性；多付风险是指尽管被收购企业运作很好，高收购价格使买主无法获得一个满意的投资回报的可能性；财务风险是指通过借债为收购融资，制约买主为经营融资和偿债能力的可能性。

8. 企业收缩又称为出售，是指使企业规模及经营范围缩小的各种行为，具体可分为分立和剥离两种形式。分立是指母公司将其资产独立出去，成为一家或数家独立公司，新公司的股份按比例分配给母公司的股东。剥离是将企业的一部分出售给外部的第三方，进行剥离的企业将收到现金或与之相当的报酬。

9. 企业收缩的动因包括经济因素、心理因素、经营因素和战略因素。经济因素包括：就任何投资标准而言都不是一个好的业务组成部分、无法实现经营目标、税收考虑、资本使用的优化选择、利润；心理因素主要指消除作为失败者的心理影响；经营因素包括劳动力考虑、竞争性理由和管理层缺陷；战略因素包括风险投资的退出、公司目标的变化、改变公司形象、市场饱和。

10. 企业收缩的操作程序包括如下几个步骤：聘请中介机构、预备工作、准备买主清单、与买主的接触、评价收到的报价、尽职调查和法律文书的准备。

11. 在企业并购中，善意并购往往很少，而且许多善意收购中就收购条件的讨价还价，往往是不欢而散，因此善意收购又转化成敌意收购。目标公司一旦遭受收购公司的敌意袭击，通常会进行反收购防御，主要手段包括资产重估、股票回购、白衣骑士、金保护伞和锡保护伞、皇冠上的明珠、毒丸防御计划、帕克门战略、反接管修正、清算等。

12. 股票回购是指上市公司从证券市场上购回本公司一定数额的发行在外的股票的行为。股票回购按其目的分类，可分为红利替代型和战

略回购型。按照回购的方式不同,股票回购可以分为实物回购和现金回购,一般以现金回购为主。

13. 杠杆收购是指一小群投资者以目标公司的资产为抵押进行大量的债务融资,来收购公众持股公司所有的股票或资产。杠杆收购一般具有如下的特点:第一,杠杆收购后,目标公司的资本结构会发生急剧的变化,负债比例大大提高;第二,杠杆收购后目标公司的性质发生根本性的变化,由上市公司转变为私有公司;第三,杠杆收购能够极大地提高收购公司的股权回报率;第四,杠杆收购能够减少收购公司的税赋。

思考题

1. 企业重组可具体分为哪些形式?
2. 投资银行在企业重组的各种形式中所起的作用有什么共同之处,又有哪些区别?
3. 企业重组的定量模型有哪些?企业重组定价的定性因素有哪些?
4. 企业扩张的动因和一般程序是什么?
5. 一般来说,买主可以分为哪些类型,各自特点是什么?
6. 比较善意并购、敌意并购和狗熊拥抱。
7. 企业扩张的风险有哪些?
8. 企业收缩一般可分为哪几种形式?
9. 企业收缩的动因有哪些?
10. 如何理解企业重组对企业价值的影响?
11. 有哪些主要的反收购手段?
12. 什么叫股票回购,其动因有哪些?
13. 什么是杠杆收购,它有什么特点?
14. 试述杠杆收购的价值来源。

第8章

信贷资产证券化

本章概要

信贷资产证券化开始于 20 世纪 70 年代末的美国住房抵押贷款证券化，在短短二十多年的时间里，其发展非常迅猛，已经成为当今全球金融发展的潮流之一。本章首先分析是什么原因如此强有力地推动着信贷资产证券化的发展，然后在第 2 节介绍信贷资产证券化的基本运作流程，第 3 节阐述信贷资产证券化的核心原理和基本原理，第 4 节对信贷资产证券化的不同分类进行了考察。最后对中国开展信贷资产证券化的突破模式进行了分析。

学习目标

通过本章的学习，首先，应该从信贷资产证券化给交易双方带来的益处，理解信贷资产证券化的发展动因；其次，掌握信贷资产证券化的基本运作流程和分类；再次，从信贷资产证券化的角度进一步掌握资产证券化的原理；最后，在信贷资产证券化基本理论的基础上，对中国开展信贷资产证券化的突破模式有自己的认识和见解。

你应该明白真理，因为真理会给你自由。

——刻在弗吉尼亚中央情报总局大楼中心大厅墙上的一段话

第 1 节 信贷资产证券化发展概述

资产证券化是现代金融市场最重要的金融创新之一。简单地讲，资产证券化是以资产所产生的现金流为支撑，在资本市场上发行证券工具，从而对资产的收益和风险进行分离与重组的一种技术或过程。

从 70 年代末期开始，资产证券化首先在美国迅速成长起来，成为该国资本市场上一种重要的工具。近十几年来，证券化又在欧洲、亚洲以及拉美地区获得了长足的发展。那么到底是什么力量在推动证券化的发展？我们或许可以通过考察资产证券化在美国的发展历程来找到一些答案。

最初美国金融界引入资产证券化是为了解决住宅融资中的资金短缺问题。在美国，传统上住宅抵押贷款主要由储蓄机构提供。然而 60 年代以后，随着市场竞争不断加剧，储蓄机构的经营逐渐陷入困境；而这一时期对住宅抵押贷款的需求却大幅上升，远远超出了储蓄机构的放贷能力，美国传统的住房融资体系已无法完全适应这一挑战。市场呼唤新的融资技术。

资产证券化在这种背景下应运而生。1977 年，所罗门兄弟公司和美洲银行合作，发行了第一笔由住宅抵押贷款作支撑的过手证券，这是最早

的现代意义上的资产证券化交易。但由于当时存在制度上（主要是金融监管方面）的障碍，此次交易遭到了彻底的失败。为突破这些制度障碍，促进证券化的发展，美国的三大政府代理机构——联邦国民抵押贷款协会、联邦住房抵押贷款公司以及政府抵押贷款协会，参与到证券化业务中来，直接开展住宅抵押贷款证券化交易。由于政府代理机构充当了交易发起人，因而可以有效规避当时的金融管制，保证交易的顺利进行。可以说，资产证券化的产生是美国政府代理机构直接参与的结果。

政府的参与促成了最早的证券化品种——住宅抵押贷款证券化的出现，这类证券化就是所谓的 MBS。在此之后，证券化技术迅速在美国资本市场上推广开来，基础资产的种类不再限于单一的住宅抵押贷款，而是扩展到各种资产领域，形成了今天绚丽多彩的证券化市场。表面上看，这只不过是基础资产种类的扩大所引起的证券化品种的多样化，但实际上这种变化的背后隐藏着的是资产证券化主要推动力量的变迁。事实上，MBS 交易的主要发起人是政府代理机构，但对于其他种类资产的证券化即所谓的 ABS，政府往往较少涉足。这类交易一般都是由私人部门发起，因而称做私人信用型（Private Label）交易。从最初的 MBS 发展到后来的 ABS，以及近些年来 ABS 交易种类的不断扩大和交易规模的迅猛增长，这些都表明，私人部门在美国资产证券化市场上发挥着越来越重要的作用，从而取代了政府成为推动资产证券化不断发展、不断创新的主要力量。

资产证券化交易特别是私人信用型交易的发展，离不开相关制度环境的改善，为此，美国在相关的制度框架方面也进行了创新。1984 年国会通过了《加强抵押贷款二级市场法案》，解决了证券化交易的投资合法性问题；1986 年的税收改革法案提出了一种新型的税收载体——住宅抵押贷款投资载体，解决了有关证券化交易的税收问题。制度环境的改善给了资产证券化以广阔的发展空间，投资银行亦得以充分发挥其想像力和创造性，发展了诸多的剥离与组合技术，产生了诸如多档的 CMO 等许多崭新的证券化产品及其衍生品，从而更好地满足投资者的不同偏好，增强证券化产品的吸引力，促进了美国资产证券化市场的进一步繁荣发展。

回顾资产证券化在美国的发展历程，人们可以发现，资产证券化的产生与发展必须以一定的市场需求为前提，在此条件下，私人部门往往最先作出反应。但在制度环境存在诸多不利因素的情况下，即使存在强大的市场需求，私人部门也很难（或不愿意）开展证券化交易，此时政府的扶持帮助乃至直接参与对证券化的发展至关重要：政府参与交易既可以起到良

好的示范作用，有利于鼓励私人部门开展资产证券化，又可以为以后私人部门参与证券化业务积累经验。但当证券化的外部环境得以改善，操作技术不断成熟时，私人部门又会逐渐取代政府，从而在证券化领域占据主要地位，特别是投资银行家们的聪明才智将会淋漓尽致地发挥出来，推动证券化的发展。这是一个从私人部门到政府，最后再由政府回到私人部门的发展过程，在这个过程中私人部门与政府的良性互动对于证券化的发展起了重大的作用。一句话，强大的市场需求、恰当的政府支持和成熟的投资银行，推动了资产证券化的发展。

第 2 节 资产证券化的基本运作流程^①

概括地讲，一次完整的证券化融资的基本流程是：发起人将证券化资产出售给一家特殊目的机构（special purpose vehicle，简称 SPV），或者由 SPV 主动购买可证券化的资产，然后 SPV 将这些资产汇集成资产池（assets pool），再以该资产池所产生的现金流为支撑，在金融市场上发行有价证券融资，最后用资产池产生的现金流来清偿所发行的有价证券。

图 8.1 揭示了资产证券化融资的基本流程。

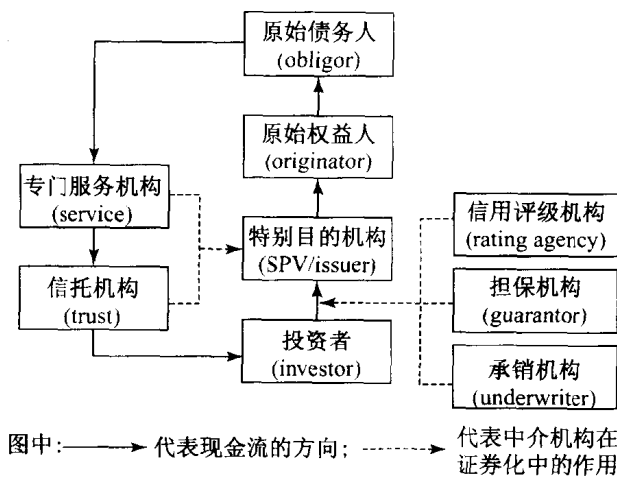


图 8.1 资产证券化的基本运作流程图

^① 本节主要参考成之德、盛宇明、何小锋：《资产证券化理论与实务全书》的相关内容，中国言实出版社 2000 年版。

具体完成一次资产证券化交易通常需要以下几个步骤。

§ 1 确定证券化资产并组建资产池

资产证券化的发起人（即资产的原始权益人）在分析自身融资需求的基础上，通过发起程序确定用来进行证券化的资产。尽管证券化是以资产所产生的现金流为基础，但并不是所有能产生现金流的资产都可以证券化。总结多年来资产证券化融资的经验可以发现，具有下列特征的资产比较容易实现证券化。

- (1) 资产可以产生稳定的、可预测的现金流收入。
- (2) 原始权益人持有该资产已有一段时间，且信用表现记录良好。
- (3) 资产应具有标准化的合约文件，即资产具有很高的同质性。
- (4) 资产抵押物的易于变现，且变现价值较高。
- (5) 债务人的地域和人口统计分布广泛。
- (6) 资产的历史记录良好，即违约率和损失率较低。
- (7) 资产的相关数据容易获得。

一般来说，那些现金流不稳定、同质性低、信用质量较差、且很难获得相关统计数据的资产，一般不宜于被直接证券化^①。

§ 2 设立特别目的机构

特别目的机构（SPV）（特别目的载体）是专门为资产证券化设立的一个特殊实体，它是资产证券化运作的关键性主体。组建 SPV 的目的是为了最大限度地降低发行人的破产风险对证券化的影响，即实现被证券化资产与原始权益人（发起人）其他资产之间的“风险隔离”。SPV 被称为是没有破产风险的实体，对这一点可以从两个方面理解：一是指 SPV 本身的不易破产性；二是指将证券化资产从原始权益人那里真实出售给 SPV，从而实现了破产隔离。为了达到“破产隔离”的目的，在组建 SPV 时应该遵循以下要求：（1）债务限制；（2）设立独立董事；（3）保持分立性；（4）满足禁止性要求。

SPV 可以由证券化发起人设立的一个附属机构，也可以是长期存在的专门进行资产证券化的机构。设立的形式可以是信托投资公司、担保公司或其他独立法人实体。具体如何组建 SPV，要考虑一个具体国家或地区

^① 关于目前国内讨论较多的银行不良资产能否证券化的问题，将在后面加以详细讨论。

的法律制度和现实需要。从已有的证券化实践来看，为了逃避法律制度的制约，有很多 SPV 是在有“避税天堂”之称的百慕大群岛、开曼群岛等地方注册的。

§ 3 资产的真实出售

证券化资产从原始权益人（如住房抵押贷款的发放银行）向 SPV 的转移是证券化运作流程中非常重要的一个环节。这个环节会涉及到众多法律、税收和会计处理问题。其中的一个关键问题是：一般都要要求这种转移在性质上是“真实出售”（true sale）。其目的是为了实现证券化资产与原始权益人之间的破产隔离。即原始权益人的其他债权人在其破产时对已证券化资产没有追索权。

以真实出售的方式转移证券化资产要求做到以下两个方面：一方面，证券化资产必须完全转移到 SPV 手中，这既保证了原始权益人的债权人对已转移的证券化资产没有追索权，也保证了 SPV 的债权人（即投资者）对原始权益人的其他资产没有追索权；另一方面，由于资产控制权已经从原始权益人转移到了 SPV，因此应将这些资产从原始权益人的资产负债表上剔除，使资产证券化成为一种表外融资方式。

§ 4 信用增级

为吸引投资者并降低融资成本，必须对资产证券化产品进行信用增级，以提高所发行证券的信用级别。信用增级可以提高所发行证券的信用级别，使证券在信用质量、偿付的时间性与确定性等方面能更好地满足投资者的需要，同时满足发行人在会计、监管和融资目标方面的需求。信用增级（credit enhancement）可以分为内部信用增级和外部信用增级两类，具体手段有很多种，如内部信用增级的方式有：划分优先/次级结构（senior/subordinate structure）、建立利差账户（spread account）、开立信用证、进行超额抵押等。外部信用增级主要通过金融担保来实现。

§ 5 信用评级

在资产证券化交易中，信用评级机构通常要进行两次评级：初评与发行评级。初评的目的是确定为了达到所需要的信用级别必须进行的信用增级水平。在按评级机构的要求进行完信用增级之后，评级机构将进行正式的发行评级，并向投资者公布最终评级结果。信用评级机构通过审查各种

合同和文件的合法性及有效性，给出评级结果。信用等级越高，表明证券的风险越低，从而使发行证券筹集资金的成本越低。

§ 6 发售证券

信用评级完成并公布结果后，SPV 将经过信用评级的证券交给证券承销商去承销，可以采取公开发售或私募的方式来进行。由于这些证券一般具有高收益、低风险的特征，所以主要由机构投资者（如保险公司、投资基金和银行机构等）来购买。这也从一个角度说明，一个健全发达的资产证券化市场必须要有一个成熟的、达到相当规模的机构投资者队伍。

§ 7 向发起人支付资产购买价款

SPV 从证券承销商那里获得发行现金收入，然后按事先约定的价格向发起人支付购买证券化资产的价款，此时要优先向其聘请的各专业机构支付相关费用。

§ 8 管理资产池

SPV 要聘请专门的服务商来对资产池进行管理。服务商的作用主要包括：（1）收取债务人每月偿还的本息；（2）将收集的现金存入 SPV 在受托人处设立的特定账户；（3）对债务人履行债权债务协议的情况进行监督；（4）管理相关的税务和保险事宜；（5）在债务人违约的情况下实施有关补救措施。

一般服务商由发起人担任，这种安排有很重要的实践意义。因为发起人已经比较熟悉基础资产的情况，并与每个债务人建立了联系。而且，发起人一般都有管理基础资产的专门技术和充足人力。当然，服务商也可以是独立于发起人的第三方。这时，发起人必须把与基础资产相关的全部文件移交给新服务商，以便新服务商掌握资产池的全部资料。

§ 9 清偿证券

按照证券发行时说明书的约定，在证券偿付日，SPV 将委托受托人按时、足额地向投资者偿付本息。利息通常是定期支付的，而本金的偿还日期及顺序就要因基础资产和所发行证券的偿还安排的不同而异了。当证券全部被偿付完毕后，如果资产池产生的现金流还有剩余，那么这些剩余的现金流将被返还给交易发起人，资产证券化交易的全部过程也随即结束。

由上可见，整个资产证券化的运作流程都是围绕着 SPV 这个核心来展开的，SPV 进行证券化运作的目标是：在风险最小化、利润最大化的约束下，使基础资产所产生的现金流与投资者的需求最恰当地匹配。

需要特别说明的是，这里只阐述了资产证券化运作的最一般或者说最规范的流程，实践中每次运作都会不同。尤其是在制度框架不同的国家或地区，这种不同会更明显。因此，在设计和运作一个具体的证券化过程时，应以既存的制度框架为基础。

第 3 节 资产证券化的核心原理和基本原理^①

在前面广义资产证券化理论体系的论述中，曾提出广义资产证券化的一个核心原理、三大基本原理。作为广义资产证券化在广度和深度上进一步发展的信贷资产证券化，其核心原理和基本原理当然与广义资产证券化的一样，只是这些核心原理和基本原理在信贷资产证券化中得到了更充分的体现和更深刻的应用。

本节中，我们将对资产证券化的一个核心原理——“基础资产的现金流分析”和三个基本原理——“资产重组原理”、“风险隔离原理”、“信用增级原理”进行具体论述，重点放在这些原理在信贷资产证券化中的应用和在其他证券化方式中的不同应用。

§ 1 资产证券化的核心原理：基础资产的现金流分析

基础资产的现金流分析成为资产证券化的核心原理，是由现金流的基础作用决定的。资产证券化是以可预期的现金流为支持而发行证券进行融资的过程。可预期的现金流是进行证券化的先决条件，而不管这种现金流是由哪种资产产生的。基础资产所产生的现金流的这种可预见性是资产证券化的核心特征之一。因为只有基础资产的现金流是可预期的，由该资产支撑的证券的价值才能被确定，评级机构也只有通过对现金流量的确定性分析才可能进行信用评级。所以，证券化表面上是以资产为支持，但实际上是以资产所产生的现金流为支持的。可预期的现金流是资产证券化的基

^① 本章以后的内容引用了何小锋等：《资产证券化：中国的模式》，北京大学出版社 2002 年版。

础。换句话说，资产证券化所“证券化”的不是资产本身，而是资产所产生的现金流。因此，基础资产的现金流分析成为资产证券化的核心原理。

基础资产的现金流主要分析三个问题：资产的估价；资产的风险与收益；资产的现金流结构。

一项资产要证券化，首先必须对此进行正确估价，如果没有对基础资产的正确估价，也就无法对证券进行正确估价，资产证券化也就无从谈起。正如我们上面提到的；资产的价值就是它未来产生的现金流的现值，在这个基本观点的基础上，有着不同的估价方法。概括来讲，主要有三种估价方法：第一，现金流贴现估价法，这种方法认为一项资产的价值应等于该资产预期在未来所产生的全部现金流的现值总和；第二，相对估价法，这种方法根据某一变量，如收益、现金流、账面价值或销售额等，考察同类“可比”资产的价值，借以对一项新资产进行估价；第三，期权估价法，它使用期权定价模型来估计有期权特性的资产的价值。使用的估价方法不同，得出的结果可能会有显著差异，所以，如何选择合适的方式对资产进行估价成了关键的问题。

资产证券化是利用金融市场对资产的收益与风险进行分离和重组的过程。资产收益来源于资产所产生的现金流，为了获得收益，资产的所有者要承担相应的风险。对发放住房抵押贷款的银行来说，资产的收益是抵押贷款的本息，但是这种现金流要在较长的时间内才能实现，而用于发放贷款的资金大都来自于期限相对较短的存款。于是，“存短贷长”的矛盾使银行面临着资产的流动性风险、利率变动风险、贷款人信用风险等风险。解决这种问题的一个有效办法就是将期限较长、流动性较低的抵押贷款进行证券化，尽快地收回贷款资金，提高资产的流动性，把风险转让出去。但同时也必须把相应的收益权让渡给参与证券化的其他机构或个人。从而实现了收益和风险的分离和重组。由此可见，资产证券化是对既存资源的重新配置，使参与证券化的各方都从中受益。

现金流之于证券化的基础作用还体现在：证券清偿所需资金完全来源于证券化资产所产生的现金流。即资产证券化具有“自我清偿（self-liquidating）”特征。基础资产所产生的现金流在期限和流量上的不同特征，会直接影响到以其为支撑的证券的期限和本息偿付特征。所以，在设计资产证券化产品时，必须首先对基础资产的现金流进行分析，在此基础上才能设计出既符合基础资产的现金流特征，又能满足市场投资者需求的产品。

§ 2 资产重组原理

资产的原始权益人在分析自身融资需求的基础上, 根据需求确定资产证券化目标; 然后对自己所拥有的能够产生未来现金流的信贷资产, 根据资产重组原理进行组合, 形成一个资产池。

在资产重组原理应用方面, 狭义资产证券化和其他证券化业务一个最突出的特点, 表现在基础资产的范围上。确如前面所说, 资产证券化和股票、债券等这些融资方式都是以基础资产产生的现金流为支撑的。但它们的基础资产的范围是有区别的。一个企业发行股票或债券进行融资, 它是以资产所有者的整体信用为担保的。换句话说, 为融资提供支撑的资产是该企业的所有资产, 而不是特定的某部分资产; 而且也只能以该企业一个企业的资产为支撑。然而, 资产证券化的基础资产却与此截然不同, 它不是以某个企业的整体资产为支撑的, 而是将其中适于证券化的某部分资产“剥离”出来 (注意, 这种剥离与现在一般所说的企业重组的资产剥离是不同的), 然后将其真实销售给一家特殊目的机构, 由该机构来进行证券化。而且, 基础资产的范围也不仅限于一家企业的资产, 而可以将许多不同地域、不同企业的资产组合为一个证券化资产池。这种基础资产范围上的区别是非常重要的, 它会直接影响到资产产生的现金流的风险和收益, 进而影响到证券化交易结构的架构以及后面会讲到的破产隔离和信用增级等一系列重要问题。

§ 3 风险隔离原理

在狭义资产证券化中, 通过风险隔离原理的应用来实现破产隔离, 因此, 这一原理也得到了最充分体现。在设立特别目的机构 (SPV) 后, 原始权益人把基础资产出售给 SPV, 这种出售必须是“真实出售”, 即资产在出售以后原始权益人即使遭到破产清算, 已出售资产也不会被列入清算资产的范围。通过这种安排, 基础资产与原始权益人之间就实现了破产隔离。破产隔离是“风险隔离”的一种较强形式, 是证券化交易的重要特征之一, 也是交易是否成功的主要因素之一。实现破产隔离取决于两个主要因素: 证券化资产的真实出售和在交易结构中设立 SPV。

破产隔离是指将基础资产原始所有人的破产风险与证券化交易隔离开来。这是资产证券化交易所特有的技术, 也是区别于其他融资方式的一个非常重要的方面。在股票、债券等融资方式中, 由于基础资产不是从企业的整体资产中“剥离”出来并真实出售给一家具有破产隔离功能的特殊目

的机构，而是与企业的其他资产“混”在一起的。如果该企业经营效益不好或破产，这些风险直接影响到股票、债券凭证持有人的收益，甚至会血本无归。换句话说，凭证持有人的风险和收益是与某个企业整体的运作风险联系在一起的。而资产证券化则不同，由于它已经将证券化的基础资产真实出售给特殊目的机构，而该机构一般是不易破产的，即使资产的原始所有人出了问题，其风险也不会“传染”给证券持有者，即资产的卖方对已出售资产没有追索权。这好像是在卖方与证券发行人和投资者之间构筑一道坚实的“防火墙”一样。证券化交易的风险与资产原始所有者的风险无关，而只与证券化资产本身相关。

§ 4 信用增级原理

利用“信用增级原理”来提高资产支撑证券的信用等级是资产证券化的一个重要特征。为了吸引更多的投资者并降低发行成本，SPV 必须对整个资产证券化交易进行信用增级，以提高所发行证券的信用级别。通过信用增级，可以缩小发行人限制与投资者需求之间的差异，使得证券的信用质量和现金流的时间性与确定性能更好地满足投资者的需要，同时满足发行人在会计、监管和融资目标方面的需求。信用增级的手段有很多种，主要可以分为内部增级和外部增级。

从直观上来讲，信用增级都会增加金融资产组合的市场价值，成为资产证券化这个点金术的关键所在。几乎毫无例外，非政府信用的资产证券化都包括某种形式的信用增级。信用增级或者包含一个由第三方提供的信用担保（外部增级），或者利用基础资产产生的部分现金流来实现自我担保（内部增级）。但大多数交易利用了内部和外部信用增级相结合的方式，至于选择哪种增级工具将取决于在融资成本的约束下最小化增级成本。

外部增级的方式主要包括专业保险公司提供的保险、企业担保、信用证和现金抵押账户。

在外部信用增级中，最简单的形式是专业保险公司所提供的保险。这类保险公司必须为每笔投保的交易保留一定的资本以保护投资者。对一个被保险的 AAA/Aaa 信用等级的资产支撑证券来说，专业保险公司担保投资者及时地得到利息和最终偿还本金。但是，专业保险公司只为投资级，即信用等级为 BBB/Bbb 之上的交易提供保险。

与专业保险相似，企业担保是企业保证使具有完全追索权的债券持有人免受损失。企业担保可以针对整个交易，也可以针对交易中的某个档

级。在许多交易中，发行人自己为某些较低信用等级的档级提供担保。与专业保险不同，企业可以向投资级以下的交易提供担保。

信用证（LOC）是由金融机构发行的保险单。在 LOC 的保护下，当损失发生时，金融机构必须弥补某一指定金额。

现金抵押账户（CCA）在信用卡应收款中是非常普通的信用增级形式。CCA 是向发行信托机构提供的再投资于某些短期合格投资的贷款。贷款金额可以通过从交易中获得的额外利差来偿还。所有由 CCA 担保的档级的损失将由账户中的收入来弥补。

大多数外部信用增级工具的主要缺点是容易受信用增级提供者信用等级下降风险的影响。像前三种增级方式都受到信用增级提供者自身信用等级的限制，不可能达到比自身信用等级高的信用评级，因此证券的信用评级直接受信用增级提供者信用品质的影响。但是，CCA 与它们不同，因为对证券提供担保的是现金账户，所以证券的信用评级不受担保人的影响。

内部信用增级则避免了该类风险，信用增级是由基础资产中所产生的部分现金流来提供的。内部信用增级的方式有建立次级档、超额抵押以及利差账户。

优先/次级结构是常用的内部信用增级手段。简单来说，优先/次级结构就是将资产支撑的证券分为不同信用品质的档级。不同档级的偿还顺序可以是按比例偿还，也可以是将损失先分配给次级档的顺序偿还。目前，出现了高档级的支持档，又经常被称为夹层档。由于这种结构建立了对优先档的额外支持，所以称为超级优先/次级结构。

超额抵押是另一种常用的信用增级形式。超额抵押的信用增级结构利用了额外利差来支付债券本金，额外利差是在支付了所有费用和债券息票成本之后的金额。这种支付结构也称为涡轮结构，因为它加速了债券本金的偿还，从而为损失建立了一个超额抵押的缓冲。

以超额抵押作为信用增级的一种替代方法是使用利差账户。与超额抵押的结构相似，通过交易中的额外利差，利差账户的金额会上升至由评级机构确定的预先决定的水平。与超额抵押结构不同，额外利差是以现金形式在账户中积累起来并且以某些短期合格投资的形式进行再投资。

在实践中，大多数发行人使用内部的或外部的信用增级手段的结合实现信用增级。例如，超额抵押和利差账户都可以使现金流获得投资级的信用评级，然后再利用专业保险公司提供的保险，就可获得 AAA 的信用评级。

而股票、债券等融资方式只能以该企业或项目本身的信用级别进行融资，而且一个企业要通过这些融资方式进行融资还需要具备一定的融资资格和经过烦琐的审批程序。这极大地降低了融资效率和限制了参与融资的企业范围。由于信用级别得不到提升，其融资风险对出资方来说也是很高的。

第 4 节 资产证券化的类型

按照不同的标准，资产证券化可以划分为不同类型。表 8.1 列出了到目前为止，资产证券化市场上可以见到的主要的资产证券化类型及其划分依据。

表 8.1 资产证券化的类型

分类依据	类 型
基础资产	住房抵押贷款证券化与资产支撑证券化
现金流处理与偿付结构	过手型证券化与转付型证券化
借款人数	单一借款人型证券化与多借款人型证券化
金融资产的销售结构	单宗销售证券化与多宗销售证券化
发起人与 SPV 的关系以及由此引起的资产销售次数	单层销售证券化与双层销售证券化
贷款发起人与交易发起人的关系	发起型证券化与载体型证券化
证券化载体的性质	政府信用型证券化与私人信用型证券化
证券构成层次	基础证券与衍生证券
基础资产是否从发起人资产负债表中剥离	表内证券化与表外证券化

下面我们来具体阐述这几种不同的资产证券化分类，其中前面两种分类是最重要的、也是最常见的。

§ 1 住房抵押贷款证券化与资产支撑证券化

根据产生现金流的证券化资产的类型不同，资产证券化可分为住房抵押贷款证券化（mortgage - backed securitization，简称 MBS）和资产支撑证券化（asset - backed securitization，简称 ABS）两大类。其区别在于：前者的基础资产是住房抵押贷款，而后者基础资产则是除住房抵押贷款以外的其他资产。

MBS 是资产证券化发展史上最早出现的证券化类型。它是以住房抵押贷款这种信贷资产为基础,以借款人对贷款进行偿付所产生的现金流为支撑,通过金融市场发行证券(大多是债券)融资的过程。

一方面,MBS 可以把银行等金融机构持有的流动性较低的长期住房抵押贷款转化为流动性较高的证券,这极大地改善了这些机构的资产流动性。而且,如果 MBS 选择的是表外融资形式,就不会增加这些机构的负债率,还可以释放资本金。因此,这种证券化产品很受金融机构的青睐。另一方面,由于 MBS 的基础资产是违约率较低的抵押贷款,现金流量比较稳定且易于预测,因此市场投资者也很喜欢这种投资工具。

ABS 是以非住房抵押贷款资产为支撑的证券化融资方式,它实际上是 MBS 技术在其他资产上的推广和应运。由于证券化融资的基本条件之一是基础资产能够产生可预期的、稳定的现金流,除了住房抵押贷款外,还有很多资产也具有这种特征,因此它们也可以证券化。随着证券化技术的不断发展和证券化市场的不断扩大,ABS 的种类也日趋繁多,具体可以细分为以下几种:(1) 汽车消费贷款、学生贷款证券化;(2) 商用、农用、医用房产抵押贷款证券化;(3) 信用卡应收款证券化;(4) 贸易应收款证券化;(4) 设备租赁费证券化;(5) 基础设施收费证券化;(6) 门票收入证券化;(7) 俱乐部会费收入证券化;(8) 保费收入证券化;(9) 知识产权证券化等等。而且随着资产证券化技术的不断发展,证券化资产的范围在不断扩大。

§ 2 过手型证券化与转付型证券化

根据对现金流的处理方式和证券偿付结构的不同,可以划分出过手型(pass-through)证券化与转付型(pay-through)证券化。过手型证券化可以以权益凭证和债权凭证两种形式向投资者融资。当过手型证券化发行权益凭证时,证券所有者按其购买份额享受相应权利,按月收取由发放者直接“过手”而来的本金和利息。对原始权益人而言,发行这种形式的过手证券有利于解决流动性问题和转移利率风险及违约风险;对投资者来说,他们可获得高于同期国债利率的收益(因为其风险高于国债),但仍然不可避免以下缺陷:由于这种交易结构不对基础资产产生的现金流进行任何处理,而是将其简单地“过手”给投资者,由投资者自行承担基础资产的早偿风险(prepayment risk)。因此,这种权益凭证性质的过手证券只是将原始权益人的风险转移并细化到每个投资者身上而已。每个投资者面临着

相同的风险和同比例的本息支付，这种风险和收益的同质性妨碍了具有不同偏好的投资者的投资。

解决这个问题一个办法是由第三方对证券的偿付进行担保，这就产生了经过修正的权益凭证型过手证券：部分修正的过手证券（partially modified pass-through）和完全修正的过手证券（modified pass-through）。前者的特点是：不管是否收到原始债务人的偿付资金，这种证券的投资者都可以获得一定偿付。后者的特点是：不管是否收到借款人的偿付资金，都保证按计划向投资者完全偿付。

解决上述问题的另一个办法是发行债权凭证形式的过手证券（如抵押贷款债券），它是以基础资产为担保向投资者发行债券。对投资者而言，它是一种债权凭证，这种债权凭证通常都进行超额担保，超额担保品由独立受托人管理，一旦出现违约，受托人可将担保品变现，对投资者进行偿付。因此，这种凭证可以降低投资者的风险。但它却存在着一个妨碍金融机构获利的致命缺陷：即由于存在超额担保，所以基础资产的利用效率不高，而且没有实现风险的转移。

从上述研究可以看出，转付型证券化虽然操作简单，但很难同时满足原始权益人和投资者的不同需要。因此，在客观上需要另外一种证券化产品，这就是转付型证券化。

转付型证券化是与过手型证券化相对应的另一种证券化类型。它兼有权益凭证型和债权凭证型过手证券的特点，它是发行人的债务，用于偿付证券本息的资金是来源于经过重新安排的住房抵押贷款组合产生的现金流。它与过手型证券化的最大区别在于：前者根据投资者对风险、收益和期限等的不同偏好对基础资产组合产生的现金流进行了重新安排和分配，使本金与利息的偿付机制发生了变化；而后者则没有进行这种处理。

目前，广泛使用的转付型证券化产品有抵押担保债券（collateralized mortgage obligation，简称 CMO）、仅付本金债券（principal only，简称 PO）、仅付息债券（interest only，简称 IO）、计划摊还档债券（planned amortization class，简称 PAC）以及目标摊还档债券（targeted amortization class，简称 TAC）等。它们的一个重要特征就是采用了分档技术（tranching）。所谓分档是指根据投资者对期限、风险和收益的不同偏好，将债券设计成不同的档级。每档债券的特征各不相同，从而能够满足不同投资者的偏好。下面以 CMO、IO 和 PO 债券为例来简单介绍。

CMO 将本息支付设为几档，任何一档债券的投资者在其本金得到偿

付之前定期获得利息，而本金的支付则逐档依次进行。因此，各档债券的偿付期限是不同的。期限越短，风险越小，收益也就越小；期限越长，风险越大，潜在收益也越大。所以，CMO 这种分档结构不仅充分利用了抵押品，提高了资产的使用效率，而且较好地解决了过手型证券化产品的同质性问题。CMO 的发展充分展示了金融创新是如何对风险和收益进行重新组合以满足不同参与方的不同需要的过程。CMO 的本质是对基础资产产生的现金流进行重新安排，将这种重新安排“极端化”，就衍生出了两种新的金融工具，即 IO 和 PO 债券。IO 债券的投资者只收到源于基础资产组合产生的利息收入，而 PO 债券的投资者只收到源于基础资产组合产生的本金收入。IO 与 PO 债券均受原始债务人早偿行为的影响。在利率下降时，前者的收入减少，价格下降，而后者则可以提前获得本金收入，价格上升。这两种债券截然相反的风险收益特性满足了投资者的不同偏好，因此它们经常被用作风险对冲的工具。

§ 3 单一借款人型证券化与多借款人型证券化

根据基础资产卖方数量的多寡，可以将证券化结构分为单一借款人型与多借款人型。值得注意的是，这里的借款人是指基础资产的卖方，即证券化的融资方，也就是原始权益人，而不是指抵押贷款借款人（即原始债务人）。单一借款人和多借款人的指称是一种习惯用法，更确切的提法应该是单一卖方和多卖方。如果证券化基础资产是来自单一卖方，这将增大集中度风险。进行这种划分的主要目的是要提醒投资者和评级机构应该对单一卖方情形下借款人的破产和解体风险加以特别关注。虽然真实销售已经使基础资产不被列入卖方的破产清算资产中，但一旦卖方和卖方的所有者发生破产，仍会在一定程度上影响到基础资产所产生的现金流的收集和分配。

§ 4 单宗销售证券化与多宗销售证券化

根据基础资产销售结构的不同，可以将证券化交易分为单宗销售证券化和多宗销售证券化两种类型。在单宗销售证券化交易中，卖方一次性地将基础资产出售给买方；而在多宗销售证券化交易中，随着原始债务人对债务本息的不不断偿付，基础资产池的未清偿余额也就不断下降，资产规模不断缩小。这种情况下，买方将通过备用协议、可再投资的信托结构、主信托结构等向卖方进行基础资产的循环购买，以不断对资产池进行填充，

使资产池的未清偿余额保持在一个合理的水平上。多宗销售这种交易结构更多的是被用来对信用卡应收款、贸易应收款等短期应收款进行证券化。使用多宗销售证券化结构可以通过循环购买过程来扩大证券化规模，摊薄前期费用，并将短期应收款组合成长期应收款。

§ 5 单层销售证券化与双层销售证券化

根据发起人与 SPV 的关系以及由此引起的资产销售的次数，可以将证券化结构划分为单层销售结构与双层销售结构。单层销售结构由基础资产的卖方向与其有合并会计报表关系的子公司 SPV 转移资产，不论这种资产转移是一次完成还是循环进行的。由于这种资产销售结构是在母、子公司的层面上展开的，因此被称为单层销售结构。按照严格的会计标准，需要被转移资产从母公司的资产负债表中剔除，这就要求将已销售给子公司 SPV 的资产再次转移给与母公司无合并关系的第三方 SPV，这种由子公司 SPV 再向无关的、独立第三方 SPV 销售的结构被称作双层销售结构。

§ 6 发起型证券化与载体型证券化

在一项具体的资产证券化交易中，贷款发起人与交易发起人的角色可能重合也可能分离。当贷款发起人同时又是证券化交易的发起人时（即由原始权益人自己来构造交易结构、设立 SPV 并发行证券、完整地参与整个证券化过程），这种证券化结构就被称为发起型证券化。

如果贷款发起人只发起贷款，然后就将这些资产销售给专门从事证券化交易的证券化载体，由后者架构证券化交易并发行证券，这种证券化交易结构就是载体型证券化。

§ 7 政府信用型证券化与私人信用型证券化

根据证券化载体在性质上的差异，可以将证券化交易分为政府信用型证券化与私人信用型证券化。私人信用型证券化载体是专门购买和收集基础资产，并以自己的名义将其以证券形式出售的融资中介，它们一般都是大银行、抵押贷款银行或证券公司的分支机构。

在美国，三家政府信用机构——Fannie Mae、Freddie Mac 和 Ginnie Mae 在住房市场上起着支撑和控制性作用。这三家机构是美国国会于 1968 年和 1970 年分别设立的。其中，Ginnie Mae 的职责是为政府信用型证券化载体发行的证券化提供担保，它并不是证券化发行载体。而 Fannie Mae 和

Freddie Mac 则直接购买合规抵押贷款，并以此为支撑发行证券。由这两家政府信用机构发行的证券被称为政府信用证券。但这两家企业只是国会特许成立的企业，并非政府机构，它们都是在纽约交易所上市的公众企业。

政府信用型载体在美国的抵押贷款证券化市场中占据着垄断地位，它们在享受最低注册资本金要求的同时，还控制着全部证券化交易的条件，包括分销标准、定价等。私人信用型证券化载体虽然近年来发展迅速，但也只占有 15% 左右的市场份额，还远远不能撼动政府信用型载体在抵押贷款证券化市场中的垄断地位。

§ 8 基础证券与衍生证券

按照证券产生过程和层次的不同，我们还可以进行基础证券与衍生证券的划分。以抵押贷款或应收款等基础资产为支撑发行的证券统称为基础证券，衍生证券则是指以这些基础证券组合为支撑所发行的证券。

衍生证券反映了证券化交易的未来发展趋势，即根据不同投资者的需求，不断进行产品创新，设计出满足特定投资者的个性化产品。投资银行为了吸引那些对由发起人创立的 SPV 所发的证券不感兴趣的投资者，创造出独立的 SPV，并以已发行的资产支撑证券等其他投资工具的组合为基础资产，再发行满足投资者需要的证券。新 SPV 所发行的证券将混合型基础资产的特征组合起来，使得以这种基础资产为支撑的证券对投资者有特别的吸引力，这种吸引力是成分相对单一的基础资产支撑证券无法比拟的。

§ 9 表内证券化与表外证券化

在证券化交易中，往往会有表外证券化与表内证券化的区分。这种区分是以基础资产是否从发起人的资产负债表中剔除为标准的。事实上，从 70 年代的美国发展起来的现代意义上的资产证券化均是表外证券化——基础资产因真实出售给发行人而从发起人的资产负债表中剥离。所谓的表内证券化主要是指：长期以来，欧洲大陆的银行等金融机构以其所持有的某些资产组合为担保，通过发行抵押关联债券（mortgage - related bond）或资产关联债券（asset - related bond）来筹集资金的行为。在表内证券化交易中，资产并不从发起人的资产负债表中剔除。在这种情况下，投资者不是对特定的资产组合拥有追索权，而是对整个发起机构拥有追索权。因此，决定证券信用质量的是发起机构的整体资信状况，而不是证券化资产

的质量。由此可见,表内证券化与现代意义上的证券化(表外证券化)是有很区别的。

上面我们对资产证券化的九种不同分类进行了详细介绍,最后要说明一点的是,这些分类都是为了研究问题的方便而进行的。有时候,为了特定的目的,可能会对上述的分类进行综合和重组^①。而在具体的证券化实践中也有这种情况,一个具体的资产证券化交易往往是以上各种类型的综合,例如,住房抵押贷款过手证券就是一种过手型的、具有表外证券化特点的 MBS 产品。

第 5 节 中国资产证券化突破模式的思考

§ 1 我国在资产证券化方面的理论探索和个案实践

资产证券化这一即将在中国扩展的重大金融创新,已经经过了长期的酝酿阶段。

早在 1983 年,我国就有人开始介绍西方的资产证券化技术,但直到 1998 年,资产证券化探索研究的热潮始在中国兴起。1998 年 1 月,张超英、翟祥辉出版了国内第一本系统介绍国外资产证券化理论和实务的专著《资产证券化——原理、实务、实例》;5 月,国务院总理朱镕基对资产证券化问题的批示,极大地推动了资产证券化的探索和研究;6~7 月,北京(中国银行总行)、上海(市政府)、深圳(脑库)先后主持召开了有关房地产抵押贷款证券化的研讨会,国家金融部门和地方政府开始介入资产证券化。1998 年底,两次更大规模的国际研讨会先后在青岛、天津召开。会后,深圳市由两位副市长牵头,率先在国内成立了政府住房抵押贷款证券化课题组,着手制定深圳市住宅抵押贷款证券化试点方案;1999 年 3 月,深圳市政府召开了试点方案专家论证会。一些金融机构内部也纷纷成立课题组,研究资产证券化在国内的实践问题,其中南方证券在这方面走在了前面。同时,国内著名高校和研究机构也纷纷加入到资产证券化研究的行列。

国内对资产证券化的研究引起了国家金融主管部门的重视,国务院货币政策委员会开始讨论在中国推行资产证券化问题,人民银行总行先后在

① 本章第五节提到的表内模式、表外模式、准表外模式的分类就是一个例子。

上海、深圳召开了住房抵押贷款证券化国际研讨会，邀请美国、加拿大和香港按揭证券公司的专家，介绍先进国家和地区资产证券化的成功经验，为在中国实施资产证券化作前期准备工作。同时，建设银行和工商银行也早已着手住房抵押贷款证券化的前期准备。

到目前为止，我国已经进行过一些资产证券化方面的个案实践，尽管其中的某些案例还不完全具备资产证券化的特点。这里之所以将其称为“个案实践”，意在强调这些实践具有一定意义的同时，不可避免地存在其局限性。具体来说，这些实践主要有以下例子。

(1) 海南三亚地产投资券

1992年，海南三亚开发建设总公司曾经通过发行地产投资券的形式，融资开发三亚的丹州小区，这次融资过程以何小锋教授为总顾问，已经具备了资产证券化的某些基本特征，可以将其看做是我国资产证券化实践方面的一个早期案例。这个案例所凸现出来的一个思路是，可以从不动产证券化（有点类似于美国的房地产信托凭证 REIT）的角度来推动实物资产的证券化，而且也完全可以由国内的有关机构在国内市场进行运作。

(2) 珠海高速公路证券化

1996年8月，珠海市人民政府在开曼群岛注册了珠海高速公路有限公司，成功地根据美国证券法律的144a规则发行了资产担保债券。该债券的国内策划人为中国国际金融公司，承销商为世界知名投资银行摩根·斯坦利公司。珠海高速公路有限公司，以当地机动车的管理费及外地过往机动车所缴纳的过路费作为担保，发行了总额为2亿美元的债券，所发行的债券通过内部信用增级的方法，将其分为两部分：其中一部分为年利率9.75%的10年期优先级债券，发行量为8500万美元；另一部分为年利率11.5%的12年期的次级债券，发行量为11500万美元。该债券发行收益被用于广州到珠海的铁路及高速公路建设，资金的筹集成本低于当时的从商业银行贷款的成本。这次交易的特点是：国内资产境外证券化。也就是说，证券化的基础资产是位于国内的基础设施的收费，所有的证券化操作都是在境外通过富有证券化操作经验的著名投资银行来进行的。

(3) 中远应收款证券化

1997年，中国远洋运输总公司（COSCO）通过私募形式在美国发行了总额为3亿美元的以其北美航运应收款为支撑的浮动利率票据。这次交易的特点在于：虽然COSCO是一家中资公司，但它所用来进行证券化的基础资产却是美元形式的应收款，实际上可以将其视为有中国概念的境外资

产，其运作方式也是完全在境外操作的。

(4) 中集集团应收款证券化

2000年3月28日，中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司与荷兰银行在深圳签署了总金额为8000万美元的贸易应收账款证券化项目协议。此次协议有效期限为3年。在3年内，凡是中集集团发生的应收账款都可以出售给由荷兰银行管理的资产购买公司，由该公司在国际商业票据市场上多次公开发行业商业票据，总发行金额不超过8000万美元。在此期间，荷兰银行将发行票据所得资金支付给中集集团，中集集团的债务人则应将应付款项交给约定的信托人，由该信托人履行收款人职责。而商业票据的投资者可以获得高出伦敦同业拆借市场利息率1%的利息。此次中集集团应收账款资产评级获得了穆迪、斯坦普尔在国际短期资金市场上的最高评级。这个案例是中国此类实践中最成功的典型案例。

除此之外，1999年成立的四大金融资产管理公司已经将资产证券化列入了其解决银行不良资产的手段范围；与此同时，建设银行和工商银行关于开展住房抵押贷款的申请报告已上报到人民银行。可以预见，在不久的将来，资产证券化这一20世纪最重要的金融创新之一，必将在中国取得大的发展。

§2 资产证券化突破选择的原则

我们从前面关于资产证券化的核心原理和基本原理的分析可见，一个成功的资产证券化，在满足核心原理的前提下，至少还必须满足资产重组原理、风险隔离原理、信用增级原理的要求，而我国在这三方面都存在障碍。就“资产重组原理”而言，主要表现在基础资产本身属性的缺陷，使得资产不能满足证券化的要求，我们可以将此归纳为技术障碍；“风险隔离原理”方面的障碍主要是指我国当前的法律、会计、税收等存在限制真实出售、SPV设立等方面的规定，因此我们又可以称之为制度障碍；而“信用增级原理”方面，我国目前最大的障碍是没有相应的从事资产证券化担保业务的中介机构，所以在这方面主要是环境障碍。

而从前面的分析又可以看到，证券化对于任何一个经济的发展而言都是非常重要的，这说明我国亟须开展资产证券化，尤其是找到其突破口，这已经成为摆在我们面前的一项迫切任务。因此，理论界和实务界也提出了不少在国内开展资产证券化的建议模式，我们把它概括为八个模式：“不良资产模式”、“住房抵押贷款模式”、“基础设施收费模式”、“出口应

收款模式”、“离岸模式”、“表外模式”、“表内模式”和“准表外模式”。其中前四个模式是按照基础资产的不同来分的，因此其理论分析的重点也就是着眼于“资产重组原理”（或则说是技术方面）。而后四个模式是从交易形式的角度来区分的，其重点也就是在于“风险隔离原理”和“信用增级原理”（或则说是制度和环境方面）。

我们认为，突破模式的选择必须遵循以下三个原则。第一个原则，突破模式中的基础资产必须满足“资产重组原理”的要求，这是必要前提。任何不满足这个条件的资产证券化，都是不可能成功的，如果强硬进行，很容易失败并造成很坏的负面影响。第二个原则，并不是任何成功的案例都可以作为突破模式，突破模式不但要求提供一种新的投资工具，给交易双方带来好处，而且要为资产证券化在中国的进一步开展提供示范效应和经验。第三个原则，这个模式在制度和环境方面只能是两个选择，一个是选择与现行制度和环境冲突最小的交易形式，一个是最有条件突破现有制度和环境约束的交易形式。前一个选择有利于资产证券化在基础资产选择、资产打包等“资产重组”方面的经验积累，但并不能为资产证券化的良好制度和环境创造条件，后一个选择的阻力大，但却能为资产证券化的发展提供良好的制度和环境条件。

下面我们首先运用第一个原则和第二个原则来考察前四种建议模式，以确定哪种资产的证券化适合于做突破模式。

（1）“不良资产模式”。这种“模式”认为，资产证券化可通过国有商业银行的资产管理公司，购买银行的不良资产，进行债务重组、超额担保和债转股等手段，发行以未来收益为支撑的债券，以解决银行不良资产的问题，并以此为突破口，在国内开展资产证券化业务。

资产证券化的生命力在于能促进资产在获取资金方面的竞争，证券化的成功实现必然是以被证券化资产的稳定收益预期为前提的。对缺乏良好收益前景的资产所进行的证券化只能是无本之木、无源之水，这样的证券化产品不可能在市场畅销。因此，期望引入资产证券化技术来解决银行的不良资产中的呆滞账，是与资产证券化的内在逻辑相违背的，也是对资产证券化本质的一种误解。资产证券化只能盘活流动性较差的资产，但决不能盘活质量低劣的资产。

当然，不良资产中并不是都是呆滞账，因此，不良资产证券化的一条可行之路是把不良资产中的良好资产选出进行组合，打包成资产池。当然，从这个意义上来讲，不良资产证券化实质上还是优良资产的证券化，

其关键之处在于如何对资产进行打折定价。

这一模式的另一个思路是先进行债转股,然后再进行股权的证券化,但这些债转股的企业要实现扭亏增盈、现金流预期稳定,可能不是短期内可实现的,从而离股权的证券化实现之日还比较远,作为我国开展证券化的突破口有点“时不我待”的感觉。由此,很难起到示范作用和提供经验,所以并不满足第二个原则。

(2)“住房抵押贷款模式”。我国在住房抵押贷款证券化方面,一直处于研究阶段,这其中主要原因之一就是商业银行住房抵押贷款发放量太小,不能形成有效规模的资产组合。但随着经济的发展,特别是由于住房制度改革的深入和城镇化程度的加深,住房抵押贷款正在急剧扩大,为MBS在中国的引进创造了条件。可以说,住房抵押贷款证券化满足了第一个原则和第二个原则的要求。

当然,住房抵押贷款证券化还存在制度和环境方面的障碍,但我们认为,通过合适的交易结构的安排,以及随着制度和环境的不断改善,住房抵押贷款证券化作为开展证券化的突破口是可行的。我们将在后面详细阐述这一点。

(3)“基础设施收费模式”。中国属于发展中国家,基础设施的量相当大,加上基础设施收费具有现金流稳定的特点,因此,具有证券化的技术条件。

在这方面,中国已经有过尝试。1995年铁道系统亏损,但却需要筹资,为解决这个矛盾,铁道部利用年收入超过300亿元现金流量的“铁路建设基金”为偿债担保,顺利实现了发行债券筹资。1996年珠海高速公路以高速公路收费和交通工具注册费为支撑,发行了2亿美元的债券。尤其是后者,通过在交易形式上采取资产离岸证券化的形式,规避了国内资产证券化在制度和环境方面的障碍,在程序及操作上都实现了规范化和完善化。

因此,“基础设施收费模式”(或基础设施收费质押贷款支撑的证券化)作为开展资产证券化的突破口的条件是比较成熟的。

(4)“出口应收款模式”。这种观点认为,我国是出口大国,出口应收款规模很大且现金流也较稳定,同时,因为进出口公司的资金周转要求较高,所以也有实行资产证券化的动力。

2000年3月,深圳中集集团率先开展了出口应收账款证券化业务,其证券化的基础资产是中集集团今后3年内的应收账款,这些应收账款均

来自国际知名的船运公司和租赁公司。首批向荷兰银行出售的应收账款获得了穆迪、标准普尔在国际短期资金市场上的最高信用评级。中集集团开展资产证券化的具体步骤是：先将应收账款出售给由荷兰银行管理的资产购买公司，由该公司在国际商业票据市场上多次公开发行不超过 8000 万美元的商业票据。荷兰银行将发行票据所得资金支付给中集集团，中集集团的债务人则将应付款项交给约定的信托人，该信托人承担特殊目的载体的职责。商业票据的投资者可以获得高出伦敦同业拆借市场利息率 1% 的利息回报。

中集集团的成功案例无疑为我国实行出口应收款证券化提供了宝贵的经验，但如果把应收款证券化作为我国实行资产证券化的突破口，存在如下的约束：首先，像中集集团这样规模大并且应收款质量良好的企业，在国内并不多见，因此，应收款证券化在规模上很难达到示范效应；其次，即使规模和资产质量都符合要求的企业，用这种形式的证券化来筹资其成本是否比其他筹资方式低，也是不一定的。因此，这个模式并不适合第二个原则。由此可见，住房抵押贷款和基础设施收费适合于作突破模式的基础资产。

从交易形式来看，资产证券化主要分为两大类：国内化和离岸两种。上面提到的“表外模式”、“表内模式”和“准表外模式”属于国内化形式，而“离岸模式”就是采取离岸形式。接下来我们利用第三个原则来考察这四种模式。

(5) “离岸模式”。在中国开展资产证券化，即使在技术上可行，在法律、会计、税收等制度以及中介机构等环境方面也会遇到一系列障碍，而离岸资产证券化以国内资产的未来现金流为基础，但通过在海外设立 SPV，在海外增级和海外筹资，所以能规避这些障碍。

国内在这方面也已经有成功案例，例如上面提到的珠海高速和中集集团都是采取“离岸模式”。另外，1997 年，中国远洋运输总公司以北美航运收入为支撑，以私募形式在美国成功发行了 3 亿美元的浮息票据，采取的也是离岸资产证券化。

这种模式最大的障碍是外汇管理制度，因为通过“离岸模式”所筹集的外汇，还本付息也得是外汇，但资产的现金流是人民币，而目前中国尚未实行资本项目的自由兑换，如何把现金流从人民币换成外汇成了一个大障碍。此外，汇率的变化也使外汇现金流的稳定性受到影响。

另外，由于资产证券化的主要程序都在海外进行操作，投资者也是海

外的,因此,对国内的证券化发展很难起到大的促进和试验作用。

(6)“表外模式”。在此种模式下,发起人把资产“真实出售”给SPV,SPV购买资产后,将它们重新组合建立资产池,以资产池为支持发行证券。真实出售意味着资产离开发起人的资产负债表,从而实现“破产隔离”。实现“真实出售”和“破产隔离”是表外证券化的关键,表外证券化是最完全的证券化。

(7)“表内模式”。在此模式下;发起人不需要将资产出售给SPV,资产仍留在发起人的资产负债表上,由发起人自己发行证券。与表外证券化不同的是,首先,由于资产还在发起人的资产负债表上,风险没有转移。其次,在发起人破产时,资产池内的资产也属于破产资产,即表内证券化不能实现完全的破产隔离。虽然表内证券化不能完全实现完全破产隔离,但在发起人破产的情况下,通过法律安排,使资产池优先偿付证券持有人,因此,表内证券化证券是一种有保障的证券。

(8)“准表外模式”。在此模式下,发起人成立全资或控股子公司作为SPV,然后把资产“真实出售”给子公司(SPV),同时,子公司不但购买母公司的资产,还购买其他的资产。子公司组成资产池并依此为支撑发行证券。因为子公司的利润要上缴给母公司,且报表都要并入母公司资产负债表,子公司(SPV)的资产最终要体现在母公司资产负债表上。但是,由于母公司将资产“真实出售”,进入子公司负债表,实现了“破产隔离”,所以这种模式的实质是发起人主导的表外证券化。

当然,上面的四种不同的交易模式中,表外模式是最完全意义上的资产证券化,具有交易结构清晰、效率高等优点,但这并不意味着所有国家、所有资产的证券化在任何时候都必须采取表外模式,而是应该结合一个经济不同的发展水平和证券化的技术、制度、环境等因素,采取适合实际情况的模式。

通过对中国经济发展尤其是金融发展程度的考察,结合资产证券化的技术、制度和环境因素,依据突破模式选择的三个原则,我们认为在中国开展资产证券化的突破模式有以下两个:

突破模式Ⅰ:“住房抵押贷款模式”+“准表外模式”

突破模式Ⅱ:“基础设施收费模式”+“离岸模式”

§3 突破模式Ⅰ

(1) 国际经验

当前的住房抵押贷款证券化（MBS）主要存在三种模式：表外模式、表内模式和准表外模式。

表外 MBS 源于美国，然后陆续被其他国家和地区引进、利用。但总体而言，除美国以外，其他国家和地区的表外证券化发展都比较缓慢，这里主要的原因包括：发放贷款的银行没有积极性出售资产；缺乏政府信用机构向住房抵押贷款二级市场提供流动性；相关法律法规的欠缺。随着这些条件的逐渐改善，表外证券化这一完全意义上的证券化形式将在全球范围内继续发展。

欧洲的 MBS 的发展是以表内模式为主导，表内、表外两种模式同时存在、同时发展。有的国家只有表内 MBS，如丹麦；有的国家两种形式的 MBS 都存在，比如法国、德国和西班牙，并正在大力促进表内证券化业务；而英国只有表外 MBS，同时爱尔兰的表外 MBS 也在日益流行。

澳大利亚则对住房抵押贷款采取准表外模式，这种由子公司向母银行和其他银行购买贷款资产以发行 MBS 的模式在澳大利亚取得了极大的成功，目前，该国绝大部分的 MBS 都采取这种模式。

（2）中国的 MBS

中国在实行 MBS 方面已经具备一定的条件。第一，技术条件日益成熟，住房抵押贷款已经具备一定规模，随着我国经济的不断发展，特别是住房制度改革的全面推行和深化，住房抵押贷款规模急剧扩大。截至到 2000 年底，四大国有商业银行个人住房抵押贷款余额已达 3000 亿元，其中建设银行和工商银行都已超过千亿元，两家银行占有住房抵押贷款市场份额 84%^①。第二，各种法律、税收、会计等制度日益向便利 MBS 开展的方向发展，比如，与资产证券化密切相关的《信托法》已获通过，并于 2001 年 10 月 1 日开始执行。第三，开展 MBS 的环境条件不断改善，经过我国资本市场的多年发展，机构投资者群体已经基本建立，各种中介公司也正朝着规范的方向发展。这些都为我国引进 MBS 创造了基本条件。

何小锋等曾对我国开展 MBS 提出了几种模式^②：表内模式、表外模式、离岸模式，通过对这三种模式特点和问题的分析，认为表内模式和离

^① 见马骏：《表内还是表外：住房抵押贷款证券化即将来到中国》，中国国际金融有限公司研究报告，2001 年 2 月 8 日，第 20 页。

^② 参见何小锋、张伟、史凯峰：《我国住房抵押贷款证券化的模式选择》，《经济科学》，1999 年第 6 期。

岸模式的共同特点是可以较多地规避我国现行法律制度对抵押贷款证券化的制约，但共同的问题是都不利于从制度的角度建立起我国住房抵押贷款二级市场和一级市场进行规范。表外模式的最大特点是可以得到政府的大力支持和推动，也有利于建立抵押贷款二级市场和规范一级市场，从而健全我国的住房金融制度。但最大的困难在于现行的法律框架对这种模式的制约较多，要在现阶段迅速推广有一定的难度。所以，现阶段可以对表内模式和表外模式进行试点，等待条件具备后，再以表外模式为主来开展我国住房抵押贷款的证券化业务。

但我们认为准表外模式能够在 MBS 的规范化和规避现行制度制约方面达到最佳的均衡。由于国有商业银行在我国特殊地位，要求金融机构给予设立子公司作为 SPV 的困难是很容易突破，而准表外模式又实现了破产隔离和真实销售，在规范化方面也达到一定要求。

更为重要的是，从银行开展 MBS 的动力来看，准表外模式也更为合适。欧洲实行表内 MBS，一个最重要的原因是欧洲的银行普遍资本都比较充裕，并没有出售资产的积极性。但我国银行无疑存在严重的资本不足，如果实行表内 MBS，并不能得到高的信用等级，所以并不具有实行表内模式的条件。但另一方面，住房抵押贷款在我国银行属于违约率低的优良资产，实现表外模式意味着部分收益的让渡，因此，银行并没有动力出售住房抵押贷款资产。所以，实行表外模式也不太现实。

当然，这并不意味着准表外模式就是我们的最终目标，而应该是表外模式这一完全意义上的 MBS。

§ 4 突破模式Ⅱ

正如上面提到，中国属于发展中国家，基础设施的量相当大，加上基础设施收费具有现金流稳定的特点，因此，具有证券化的技术条件，中国在这方面也已经有过尝试。

离岸模式由于资产证券化的主要程序都在海外进行操作，投资者也是海外的，因此，对国内的证券化发展很难起到大的促进和试验作用，但基础设施收费的证券化实行离岸模式，至少存在以下意义。首先，可以低成本地融到国外资金，解决基础设施资金不足问题，成为吸引外资的一种新方式；其次，尽管离岸模式的操作绝大部分都在国外进行，但其成功无疑也在一定意义上为中国的证券化提供经验，尤其是成功融资也极大地“刺激”了国人开展资产证券化的要求。

所以,“基础设施收费模式”+“离岸模式”也可以作为中国开展资产证券化的突破模式之一。

本章总结

1. 资产证券化是现代金融市场最重要的金融创新之一。简单地讲,资产证券化是以资产所产生的现金流为支撑,在资本市场上发行证券工具,从而对资产的收益和风险进行分离与重组的一种技术或过程。

2. 概括地讲,资产证券化的基本流程为:发起人将证券化资产出售给一家特殊目的机构(SPV),或者由SPV主动购买可证券化的资产,然后SPV将这些资产汇集成资产池,再以该资产池所产生的现金流为支撑,在金融市场上发行有价证券融资,最后用资产池产生的现金流来清偿所发行的有价证券。

3. 具体来说,资产证券化通常包括如下几个步骤:确定证券化资产并组建资产池;设立特别目的机构(SPV);资产的真实出售;信用增级;信用评级;发售证券;向发起人支付资产购买价款;管理资产池;清偿证券。

4. 资产证券化的核心原理和基本原理在信贷资产证券化中得到了更充分的体现和更深刻的应用。

5. 按照不同的标准,资产证券化可以划分为不同类型。根据产生现金流的证券化资产的类型不同,资产证券化可分为住房抵押贷款证券化(MBS)和资产支撑证券化(ABS)两大类;根据对现金流的处理方式和证券偿付结构的不同,可以划分出过手型证券化与转付型证券化;根据基础资产卖方数量的多寡,可以将证券化结构分为单一借款人型与多借款人型;根据基础资产销售结构的不同,可以将证券化交易分为单宗销售证券化和多宗销售证券化两种类型;根据发起人与SPV的关系以及由此引起的资产销售的次数,可以将证券化结构划分为单层销售结构与双层销售结构;根据贷款发起人与交易发起人的角色是否重合,可以将资产证券化结构分为发起型证券化和载体型证券化;根据证券化载体在性质上的差异,可以将证券化交易分为政府信用型证券化与私人信用型证券化;按照证券产生过程和层次的不同,可以进行基础证券与衍生证券的划分;根据基础资产是否从发起人的资产负债表中剔除,资产

证券化可以分为表外证券化与表内证券化。

6. 当前提出的关于中国开展资产证券化的建议模式，可以概括为八个模式：“不良资产模式”、“住房抵押贷款模式”、“基础设施收费模式”、“出口应收款模式”、“离岸模式”、“表外模式”、“表内模式”和“准表外模式”。

7. 中国资产证券化突破模式的选择必须遵循以下三个原则：第一，突破模式中的基础资产必须满足“资产重组原理”的要求，这是必要前提；第二，并不是任何成功的案例都可以作为突破模式，突破模式不但要求提供一种新的投资工具，给交易双方带来好处，而且要为资产证券化在中国的进一步开展提供示范效应和经验；第三，这个模式在制度和环境方面只能是两个选择，一个是选择与现行制度和环境冲突最小的交易形式，一个是最有条件突破现有制度和环境约束的交易形式。

8. 通过对中国经济发展尤其是金融发展程度的考察，结合资产证券化的技术、制度和环境因素，依据突破模式选择的三个原则，在中国开展资产证券化的突破模式有以下两个：“住房抵押贷款模式” + “准表外模式”；“基础设施收费模式” + “离岸模式”。

思考题

1. 开展资产证券化能给发起人和投资者带来什么好处？
2. 画出资产证券化基本流程图。
3. 资产证券化包括哪些主要步骤？
4. 从资产证券化原理的角度，分析信贷资产证券化和其他资产证券化的不同。
5. 资产证券化有哪些主要分类？
6. 你如何理解中国拓展资产证券化的突破模式？

第9章

投资银行的管理与监管

本章概要

由于投资银行业务面广，业务风险大，主要领域又是在居于全国经济核心地位的资本市场，因而，对其进行监督管理就显得特别重要。在本章中，我们从内部管理、政府监管和行业自律监管这三个方面来讨论对投资银行的管理。在内部管理方面，我们认为重点在于对投资银行风险管理、财务管理和人力资源管理这三个方面；在政府监管这一部分，我们将从市场准入和经营活动监管和业务活动监管两个主要方面进行讨论；在行业自律监管这一部分，我们将主要讨论行业自律监管与政府监管的关系。

学习目标

通过本章的学习，首先，应该理解投资银行的内部管理应该包括哪些重要的方面，应该遵循的规律是什么；其次，了解政府监管应该包括哪些重要的方面，在这些方面又有哪些具体的监管内容；再次，了解行业自律监管的优势和不足，思考自律监管如何与政府监管相结合。

一方面，管理是人类生物活动的最好昭示；而另一方面，这也是一件对全人类来说具有可怕意味的事情。

——C·韦斯奇·丘奇曼

第 1 节 投资银行的内部管理

在投资银行内部管理中，最重要的是三个方面：风险管理、财务管理、人力资源管理。

§ 1 投资银行的风险管理

风险管理对一切金融机构的经营管理而言，都是一个非常重要的课题，对投资银行业的经营管理而言，则更是一个永恒的主题。投资银行的风险管理，就是指对投资银行业务内部固有的一些不确定因素将带来损失的可能性进行识别、分析、规避、消除和控制。

(1) 从投资银行业务的角度对投资银行面临的风险进行识别和分类

① 证券承销风险。证券承销风险指投资银行在承销股票、债券、金融衍生工具等经营活动的过程中，由于不能在规定时间内按事先约定的条件完成承销发行任务而造成损失的可能性。承销风险包括发行方式风险、竞争风险、违法违规操作风险等。

② 证券经纪风险。证券经纪风险是指投资银行在接受客户委托，代理交易股票、债券、金融衍生工具的时候所面临的风险。证券经纪风险主要包括：第一，规模不经济的风险；第二，信用风险，指的是投资银行向客户提供融资时产生诈骗、亏损以及政策限制的可能性；第三，操作风险，是指由于人为的或者信息系统的错误，在委托、受托和交易的过程中，使得交易结果违反委托人意愿或者不能及时有效地进行正常交易，给投资银行带来经济损失的风险。

③ 证券自营风险。证券自营风险是指投资银行在进行证券投资活动中面临的风险，包括投资产品本身内含风险、证券市场价格异常波动的风险、投资决策不当风险等。

④ 基金管理风险。投资银行在基金管理所面临的主要风险是市场风险和公司内部的非系统风险。

⑤ 并购风险。具体来说有融资风险和债务风险、营运风险、信息风险、操作风险、法律风险等等。

⑥ 信贷资产证券化风险。信贷资产证券化的风险来源主要是证券化资产本身的质量和预期效应以及投资者和资本市场对它的认同程度。

⑦ 风险投资业务的风险。投资银行进行风险投资业务的风险主要是来自投资企业或项目的市场风险和企业或项目负责人的信用风险。

（2）投资银行的风险管理实务操作

我们对投资银行面临的风险进行了识别和分类，但是从实践来看，仅仅如此还不能保证投资银行有一个有效的风险管理体系。下面，我们将借鉴世界著名投资银行的宝贵经验，给出投资银行在风险管理方面实际的操作思路和框架。

① 在公司内部营造浓厚的风险文化氛围。随着现代金融工具越来越复杂，风险文化日益重要。一个高效的风险文化的主要特征就是对风险非常敏感和了解，并将风险意识贯穿在企业所有员工的言行中。

② 建立风险管理机构，并协调好公司其他部门与风险管理机构的关系。虽然风险管理部门需要保持独立，但是也需要与企业的其他部门沟通和协作，这些部门主要有交易前台、后台、控制者、法律部门和高级管理层。风险管理部门还经常需要与上级监管者、审计事务所、评级机构和投资者联系。

③ 制定风险管理总的原则和指导思想。有效的风险管理的另一个重要步骤是根据银行自身的特殊情况和特殊要求，制定用于日常和长期业务

操作的风险管理总的原则和指导思想，并且在总的原则和指导思想的框架下，设计具体而详细的风险管理的政策和程序。

- ④ 建立和实施风险管理战略。
- ⑤ 综合运用定量和定性手段，进行风险计量和控制。
- ⑥ 对风险管理制度的事后评估。

§ 2 投资银行的财务管理

(1) 投资银行财务管理的主要内容

投资银行财务管理是以筹资、投资和资金分配为主要内容的管理工作，主要包括三个方面：第一是投资银行关于资产方的决策，叫做公司的投资决策，决定公司的钱花在什么地方，获得哪些资产；第二是投资银行关于负债方的决策，或者说融资决策，关系到公司如何获得资本来维持它的投资；第三是财产管理，投资银行为了保证其各项业务活动顺利进行，必须加强对财产（例如现金、证券资产）的管理。

(2) 投资银行财务管理的目标和原则

投资银行财务管理的目标是公司价值最大化，或者说是使股东财富最大化。

投资银行财务管理的原则有以下几个方面。

① 盈利原则。投资银行是股份制的金融组织，股东要求对其投资给予回报，企业必须盈利才能够维持资本的稳定增长，才能增强企业竞争力，并吸引更多投资。

② 稳健原则。投资银行经营证券、信托、资本经营等业务，不仅要追求利益，而且也要顾及风险，在制定财务制度的时候应该采取谨慎的态度。

③ 效益原则。投资银行的财务管理要讲究效率，最大限度筹集资金，并提高资金周转率，降低成本。

④ 协调合作原则。投资银行拥有众多独立的业务部门，每项业务的发生都要通过财务部门的核算来完成，其他部门必须与财务部门合作，实现财务管理的目标。

(3) 投资银行财务管理的职能

投资银行财务管理的职能部门一般由一位公司财务副总经理全权负责。财务副总经理直接向总经理汇报。除了管理会计、司库、税务及审计等部门之外，财务副总经理往往要负责投资银行的计划和经营方案的制

定, 监督和管理外汇, 管理由利率带来的风险等等。

财务副总经理下属的财务管理职能分成两部分, 即会计和司库。会计负责会计部门, 包括财务会计、成本会计、税务、内部的审计和财会方面的数据处理。司库主要监管资金的流动, 包括资金的获取、监管和支出。其职能主要有: 管理现金和可上市买卖的金融证券, 资本支出计划的分析, 财务计划, 信用分析, 退休金的管理。

§ 3 投资银行的人力资源管理

投资银行是一个知识密集型产业, 从某种意义上来说, 投资银行最大的财富就是它汇集的优秀人才。投资银行的人力资源管理就是指对人才的取得、开发、保持和利用等方面所进行的规划、组织、指挥和控制的活动。它是研究组织中人与人的关系的调整, 人与事的配合, 以充分开发人力资源, 挖掘人的潜力, 调动人的积极性, 提高工作效率, 实现组织目标的理论、方法、工具和技术。它包括 4 个重要的方面。

- (1) 投资银行的人才筛选和聘用机制。
- (2) 投资银行的教育和培训机制。
- (3) 投资银行人才使用和评价机制。
- (4) 投资银行的人才激励机制

第 2 节 对投资银行的政府监管

§ 1 市场准入监管

从监管体系的角度看, 对市场准入的控制是保证整个投资银行业平稳发展的预防性措施。为了保障金融体系的安全, 世界上任何一个存在资本市场的国家都对投资银行设立了最低的资格要求, 各国的监管机构都会参与投资银行的审批过程, 但由于各国对资本市场竞争的认识有所不同, 所以在参与的程度和方式上存在着一定的国别差异。

纵观世界各国情况, 投资银行市场准入监管制度可以分为两种。一种是以美国为代表的注册制。在注册制条件下, 监管部门的权力仅限于保证投资银行所提供的资料无任何虚假的事实, 投资银行只要符合有关资格规定, 并在相应的金融监管部门注册并提供全面、真实、可靠的资料, 便可以经营投资银行业务。

另一种是以日本为代表的特许制。在特许制条件下,投资银行在设立之前必须向有关监管机构提出申请,审批权掌握在监管机构手中,同时,监管机构还将市场竞争状况、证券业发展目标、该投资银行的实力等考虑批准其经营何种业务。一般都有对投资银行的最低资格要求,比如,要有足够的、来源可靠的资本金和比较完备、良好的硬件设施,管理人员必须具有良好的信誉、素质和证券业务水平,业务人员接受过良好教育且具有经营证券业务的相应知识和经验。

§ 2 经营活动监管

政府的证券监管机构对投资银行日常的经营活动的监管主要包括以下5个方面的内容。

第一,经营报告制度:投资银行必须定期将其经营活动按统一的格式和内容报告证券监管机关。有些国家还规定,经营报告分为年报、季报和月报三种,经营情况好的投资银行只需要上交年报,而那些被认为需要重点监管、管理的投资银行,必须上交季报甚至是月报。

第二,收费标准:为了防止投资银行在证券承销、经纪服务中收费过高,人为抬高社会筹资成本,证券监督机构对投资银行业务的收费标准一般实行最高限制。比如,美国投资银行经纪业务的佣金额不得超过交易额的5%,其他业务的佣金比例不得高于10%,否则将按违反刑法论处。

第三,纯资本比例制度:为了防止进行过度风险投资,规定投资银行的纯资本和负债之比最低不得少于某一比例。纯资本是由现金和可以随时变现的自有资本组成。该原则实际上要求投资银行在经营中保持足够的现金资产,把投资银行的经营风险控制一定的范围内。

第四,经营管理制度:考虑到证券市场应该建立在非垄断、非欺诈的平等基础上,证券监管机构应建立严格的投机经营管理制度,制定反垄断、反欺诈假冒和反内部沟通条款。投资银行可以在不违反这些条款的前提下,开展合理的证券投机活动。反垄断条款的核心是禁止证券交易市场上垄断证券价格的行为,制止哄抬或哄压证券价格,制止一切人为造成证券价格波动的证券买卖。反欺诈假冒条款的核心是禁止证券交易过程中的欺诈假冒后其他蓄意损害交易对手的行为。反内部沟通条款的核心是禁止公司的内部人员或关系户利用公职之便在证券交易中牟取私利。

第五,管理费制度:除了投资银行注册费外,投资银行必须按经营额的一定比例向证券监管机构和证券交易所交纳管理费。这些管理费将集中

起来,主要用于对投资银行经营活动检查、监督等方面的行政开支。

§ 3 业务活动监管

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。它除了包括狭义的投资银行业务外,还包括了项目融资、公司理财、资金管理、资产证券化、衍生金融交易和咨询服务等业务。由于投资银行的业务覆盖面广、变化很快,随着投资银行业务的不断发展,投资银行业务的监管也在不断发展。

(1) 对投资银行承销业务的监管

投资银行在证券发行者和证券投资者之间承担着桥梁的作用,一方面通过证券的承销和发行,为众多的企业筹集大量的资金;另一方面努力将承销的证券出售给投资者。由于其在证券承销时很容易通过掌握大量的证券来操纵二级市场的价格,从而获取不正当的收益,所以监管一般都着重于防止其利用承销业务来操纵市场,获取不正当的收益方面。

(2) 对投资银行经纪业务的监管

由于投资银行作为证券买卖双方的经纪人,按照客户投资者的委托指令,在证券交易场所买入或者卖出证券。最大的特点在于投资银行无需动用自己的资金且不承担任何投资风险,只需按投资者的指令行事,并按交易金额的一定百分比收取手续费。因此,为了维护投资者的利益,有必要加强这方面的监管。

(3) 对投资银行证券自营业务的监管

证券自营业务就是投资银行用自己的资金进行证券买卖交易,以赚取利润。一般来说,投资银行在证券自营交易中只买进那些可以卖高价的热销证券。投资银行证券自营业务的风险很大,同时也存在着操纵市场的可能性,还有可能通过混淆其自营业务和经纪业务来侵犯客户的利益。因此,各国的监管机构都要对投资银行的证券自营业务进行严格监管。

(4) 对投资银行基金管理业务的监管

基金的运作涉及投资人、基金管理人以及基金托管人之间的委托/代理关系和信托关系,各当事人的权利和义务关系比较复杂。立法和监管是基金业健康运作的基础,也是加快基金业发展的首要工作。基金的全部相关运作必须被置于严格的监管之下,以充分保护大众投资人的财产权和收益权。

(5) 对投资银行并购业务的监管

并购业务既有广阔的市场前景，可为投资银行培养一大批稳定的客户群，增强自身的核心竞争力，并带动证券承销、自营、代客理财及风险投资等传统和创新业务的发展。

信息披露制度能使投资者在相对平等的条件下获得信息，是防止证券欺诈、内幕交易等权力滥用行为的最有效措施。因此，各国均将信息披露制度作为收购立法的重点，是对投资银行从事收购业务监管的主要方式。

(6) 对投资银行金融创新的监管

金融创新促进了经济发展，同时也使金融风险加大，因而需要更强有力的金融监管来加以防范。金融创新是逃避金融监管的结果，使大量的金融产品和金融工具不断产生，使金融体系发生了深刻变化；金融创新又促进了金融监管的调整。为了保持金融体系的安全和稳定，各国金融监管结构发生了显著的变动。这种相互影响、相互作用、相互促进的结果，构成了金融创新与金融监管的辩证关系。

第3节 投资银行的自律监管

投资银行作为一个专业性、道德性和创新性非常鲜明的行业，行业的自律监管在行业的健康发展中有着非常重要的意义，因为自律监管有如下优点：第一，通过市场参与者的自我管理和自我约束，可以增强市场的创新和竞争意识，有利于促进市场活跃；第二，允许证券商参与制定证券市场的监管规则，可以促使市场监管更加切合实际，制定的监管规则具有更大的灵活性，有利于提高监管效率；第三，自律组织具有快速反应机制，能够对市场发生的违规行为作出迅速而有效的反应。

但是，投资银行的自律监管也存在缺陷：第一，管理的侧重点通常放在市场的规范、稳健运行和保护证券交易所会员的经济利益上，对投资者的利益则往往没有提供充分的保障；第二，由于缺乏立法作为坚实的后盾，监管手段显得比较脆弱；第三，由于没有统一的监管机构，难以实现全国证券市场的协调有序发展，容易造成市场秩序混乱。

由于投资银行的自律监管具有与生俱来的局限性，所以必须和政府监管有机地结合起来。政府监管和自律监管的相互作用、相辅相成有利于建立一个层次清晰、分工明确、功能齐全、结构完善的证券市场监管架构。

首先我们来分析一下政府监管与自律监管的联系。

第一，自律组织在政府监管机构和投资银行之间起着桥梁和纽带的作用。自律组织为其会员的投资银行提供了一个相互沟通、交流情况和意见的场所，可以将投资银行面临的困难、遇到的问题、对证券市场发展的意见和建议向政府监管机构反映，维护投资银行的合法权益。政府监管机构还可通过自律组织，对证券业务活动进行检查和监督。

第二，自律是对政府监管的积极补充。自律组织可以配合政府监管机构对其会员投资银行进行法律法规政策宣传，使会员投资银行能够自觉地遵纪守法，同时对会员投资银行进行指导和监管。

第三，自律组织本身也须接受政府监管机构的监管。在大部分国家，自律组织的设立需要政府监管机构的批准，其日常业务活动要接受政府监管机构的检查、监督和指导。

其次我们再来看看两者的区别。

第一，性质不同。政府监管机构的监管是一种强制管理，带有行政管理的性质。自律组织对投资银行的监管具有自律性质。自律组织是通过制定公约、章程、准则、细则，对投资银行活动进行自我监管的组织，证券交易所和证券业协会是最主要的自律组织。自律组织一般采取会员制，符合条件的投资银行可申请加入自律组织成为其会员。

第二，处罚不同。政府监管机构可以对违法违规的投资银行采取罚款、警告的处罚，情节严重的可以取消其从事某项或所有证券业务的资格，如日本最大的投资银行野村证券，在操纵市场和贿赂勒索机构的丑闻暴露后，被日本大藏省处以停止自营业务一段时间的处罚。相比之下，自律组织对投资银行的处罚较为轻微，包括罚款、暂停会员资格、取消会员资格等，情节特别严重的可以提请政府主管部门或司法机关处理。

第三，依据不同。政府监管机构依据国家的有关法律、法规、规章和政策来对投资银行进行监督，自律组织除了依据国家的有关法律、法规和政策外，还依据自律组织制定的章程、业务规则、细则对投资银行进行管理。

第四，范围不同。政府监管机构负责对全国范围的证券业务活动进行监管，自律组织主要针对成为其会员的投资银行及这些投资银行的发行和交易活动进行监管。

专栏 9.1

英国的自律监管体制

英国证券市场的管理以“自律原则”闻名，其自我管制机构在证券市场管理中充当了重要角色。这从英国证券业自律监管系统的分工中可见一斑，该系统分为两级，第一级由证券交易商协会、收购与合并问题专门小组、证券业理事会组成，以上三个机构会同政府的贸易部、公司注册署共同对市场实施监督管理；第二级是证券交易所，证券交易所不受政府的直接控制，但须在贸易部、英格兰银行等的指导下进行自律管理。

在国家立法方面，英国制定了规范证券市场的法规，包括专门的证券法案和与证券业相关的法案，主要有《1958年防欺诈（投资）法》、《1973年公平交易法》、《1984年证券交易所上市条例》、《1948年公司法》、《1967年公司法》、《1986年金融服务法》和《1988年财务服务法案》。

《1986年金融服务法》涉及所有类型的投资活动，对处于相互竞争地位的各类金融服务业给以同等待遇，将对自动调节的依赖限制在法律制度范围之内。该法只适用于投资业务，共分十个主要部分，主要内容包括：投资业管理的主要原则；贸易和工业国务大臣在何种情况下可以对被授权人的事务进行干预，甚至在必要时给予取缔；定义和规定“共同投资计划”的运作；要求自动调节组织将他们的规则呈交给公平交易总理事；等等。

《1988年财务服务法案》把监督有价证券市场的责任分成两大部分：一是“自律监管组织”，负责对投资业务的授权并监督获得授权者同客户之间的关系；一是“核准的投资交易所”，负责操作交易市场以及该市场内的投资公司业务。

除国家立法外，英国的自律监管机构还制定了自律性规定，主要有《证券交易所监管条例和规则》、《伦敦城收购与合并准则》及证券业理事会制定的一些规定。

《证券交易所监管条例和规则》，由证券交易商协会制定，对交易、新上市及发行证券公司进行连续的信息公开、在收购合并时公司财务资料公布及其他特殊情况作出了规定。

《伦敦城收购与合并准则》(简称《伦敦城准则》),由主要从事有关企业、公司收购合并等问题的管理、具有立法地位的非立法机构——收购与合并问题“专门小组”(以下简称“专门小组”)制定。该准则不是立法文件,但是如果企业在收购文件或招股书中有欺骗、隐瞒等违反《伦敦城准则》的行为,仍要承担相应的法律责任。证券交易所、贸易部、英格兰银行及其他专业机构对“专门小组”违反《伦敦城准则》的制裁给予全力支持。

证券业理事会制定的文件。证券业理事会是1978年成立的私人组织,在自律监管体系中处于中心地位。该组织成立后,对《伦敦城准则》和《公司法》中关于内幕交易和上市的规定进行了修改,并且负责制定、解释和监督实施《证券交易商行动准则》、《基金管理人交易指导线》、《大规模收购股权准则》等规则。

总之,英国证券市场的法制建设突出的特色是强调“自律原则”,证券市场虽没有专门的立法体系,却有较为完善的管理体系。

本章总结

1. 投资银行业务面广,业务风险大,而且主要领域又是在居于全国经济核心地位的资本市场,因而,对其进行监督管理就显得特别重要。对投资银行的管理和监督可以分为三个大的方面:投资银行内部的管理、政府监管和行业自律监督。

2. 风险管理对一切金融机构的经营管理而言,都是一个非常重要的课题,对投资银行业的经营管理而言,则更是一个永恒的主题。投资银行的风险管理,就是指对投资银行业务内部固有的一些不确定因素将带来损失的可能性进行识别、分析、规避、消除和控制。

3. 在投资银行的风险管理这一部分,我们主要是按照投资银行的业务类型这条线索对投资银行的风险进行识别和分类,然后借鉴世界著名投资银行的宝贵经验,给出投资银行在风险管理方面实际的操作思路和框架。

4. 投资银行财务管理是指以筹资、投资和资金分配为主要内容的

管理工作，主要包括三个方面：投资决策、融资决策、财产管理。投资银行财务管理的目标是公司价值最大化，或者说是使股东财富最大化。投资银行财务管理的原则有：盈利原则、稳健原则、效益原则、协调合作原则。

5. 投资银行是一个知识密集型产业，从某种意义上来说，投资银行最大的财富就是它汇集的优秀人才。投资银行的人力资源管理就是指对人才的取得、开发、保持和利用等方面所进行的规划、组织、指挥和控制的活动。

6. 一个企业除了内部的管理之外，还离不开外部政府的监管，投资银行业尤其如此。在对投资银行的政府的监管这一节里，我们着重从市场准入监管、经营活动监管、业务活动监管这三方面来探讨投资银行的政府监管问题。

7. 投资银行业具有鲜明的专业性、道德性和创新性，所以行业的自律监管具有非常重要的作用。自律监管虽然有其优势，但是也有其与生俱来的缺陷，所以必须和政府监管有机结合。

思考题

1. 按照投资银行的业务种类不同，投资银行面临哪些主要风险？
2. 在投资银行风险管理的实践中，世界著名的投资银行的操作框架是什么样的？
3. 投资银行的财务管理有哪些重要的方面？必须遵循的原则是什么？
4. 谈谈你对投资银行的人力资源管理制度的重要性的认识。
5. 试比较注册制和特许制这两种不同的投资银行准入制度。
6. 试述政府监管与自律监管的区别与联系。
7. 投资银行自律监管的优点和缺点分别是什么？
8. 如何将政府监管与行业自律监管有机地结合起来？

参 考 文 献

中文部分

- [1] Aswath, Damodaran. 投资股价: 评估任何资产价值的工具和技术. 北京: 清华大学出版社, 1999
- [2] 财政部注册会计师考试委员会办公室. 财务成本管理. 北京: 东北财经大学出版社, 2000
- [3] 查里斯·R·吉斯特. 金融体系中的投资银行. 北京: 经济科学出版社, 1998
- [4] 陈立. 影响未来的中国基金产业. 北京: 中国财政经济出版社, 2001
- [5] 陈世炬, 高材林. 金融工程原理. 北京: 中国金融出版社, 2000
- [6] 陈云贤. 投资银行论: 兼谈证券业与银行业分业管理模式选择. 北京: 北京大学出版社, 1995
- [7] 陈云贤. 风险收益对应论. 北京: 北京大学出版社, 1998
- [8] 成思危. 科技风险投资论文集. 北京: 民主与建设出版社, 1997
- [9] 成之德, 盛宇明, 何小锋. 资产证券化理论与实务全书. 北京: 中国言实出版社, 2000
- [10] 兹维·博迪, 罗伯特·C·莫顿. 金融学. 北京: 中国人民大学出版社, 2000
- [11] 戴国强, 吴林祥. 金融市场微观结构理论. 上海: 上海财经大学出版社, 1999
- [12] 范学俊. 投资银行学. 上海: 立信会计出版社, 2001
- [13] 菲歇尔. 利息理论. 上海: 上海人民出版社, 1999
- [14] 弗兰克·J·法博齐. 资本市场: 机构与工具. 北京: 中国经济出版社, 1998
- [15] 龚光和. 资本市场中的商人银行. 上海: 上海财经大学出版社, 1995
- [16] 龚辉宏. 项目融资. 北京: 华夏出版社, 1997
- [17] 何小锋等. 资产证券化: 中国的模式. 北京: 北京大学出版社, 2002
- [18] 何小锋, 黄嵩. 从资产证券化的基本原理看中国突破模式的选择. 学习与探索, 2002 (1)
- [19] 何小锋, 张伟. 资产证券化与其他融资方式的比较. 上海证券报, 1999-9-23
- [20] 黄嵩, 何小锋. 资产证券化: 资本市场的新热潮. 八大模式急待突破. 资产证券化: 投资银行学的主线. 证券日报, 2001-9-7
- [21] 黄嵩, 何小锋. 关于资产运营的一般模式建构. 学术研究, 2002 (2)
- [22] 黄亚钧, 谢联胜. 投资银行理论与实务. 北京: 高等教育出版社、上海社会科学院出版社, 2000
- [23] J·弗雷德·威斯通. 兼并、重组与公司控制. 北京: 经济科学出版社, 1998
- [24] 季敏波. 中国产业投资基金研究. 上海: 上海财经大学出版社, 2000
- [25] 杰弗里·C·胡克. 兼并与收购: 实用指南. 北京: 经济科学出版社, 2000
- [26] K·托马斯·利奥. 投资银行业务指南. 北京: 经济科学出版社, 2000
- [27] 李建良. 风险投资操作指南. 北京: 中华工商联合出版社, 1999
- [28] 里莎·埃迪里奇. 高盛文化. 北京: 华夏出版社, 2001
- [29] 李早航. 现代金融监管——市场化国际化进程的探索. 北京: 中国金融出版社, 1999

- [30] 刘波. 资本市场结构——理论与现实选择. 上海: 复旦大学出版社, 1999
- [31] 刘剑枫. 论投资银行学的新体系. 北京: 北京大学硕士研究生学位论文, 2001
- [32] 刘金章, 王晓炜. 现代投资银行综论. 北京: 中国金融出版社, 2000
- [33] 刘曼红. 风险投资: 创新与金融. 中国人民大学出版社, 1998
- [34] 罗伯特·库恩. 投资银行学. 北京: 北京师范大学出版社, 1996
- [35] 罗伯特·齐普夫. 债券市场运作. 北京: 清华大学出版社. 西蒙与舒斯特国际出版公司, 1998
- [36] 马克·C·斯科特. 智力产业: 专业服务公司的成功之道. 北京: 机械工业出版社, 2000
- [37] 马庆泉. 中国证券市场发展前沿问题研究. 北京: 中国金融出版社, 2001
- [38] 彭清华, 高材林. 投资银行概论. 北京: 中国金融出版社, 2000
- [39] 乔治·索罗斯. 开放社会: 改革全球资本主义. 北京: 商务印书馆, 2001
- [40] 邱兆祥. 关于现代金融科学学科建设的思考. 金融时报, 1997-2-23
- [41] 任准秀. 投资银行概论. 北京: 中国人民大学出版社, 1999
- [42] 任映国, 徐洪才. 投资银行学. 北京: 经济科学出版社, 2000
- [43] 斯蒂芬·马奥尼. 国际金融词汇手册. 北京: 经济科学出版社, 2000
- [44] 斯蒂芬·A·罗斯, 罗德尔福·W·威斯特菲尔德, 杰弗里·F·杰富. 公司理财. 北京: 机械工业出版社, 2000
- [45] 斯坦利·福斯特·里德, 亚历山德拉·里德·拉杰科斯. 并购的艺术: 兼并、收购、买断指南. 北京: 中国财政经济出版社. 麦格劳-希尔, 2001
- [46] 孙黎. 国际项目融资. 北京: 北京大学出版社, 1999
- [47] 孙黎. 公司收购战略. 北京: 中国经济出版社, 1994
- [48] 谈儒勇. 金融发展理论与中国金融发展. 北京: 中国经济出版社, 2000
- [49] 屠广绍. 交易体制: 原理与变革. 上海: 上海人民出版社, 2000
- [50] 屠广绍. 上市制度: 比较与演变. 上海: 上海人民出版社, 2000
- [51] 屠广绍. 市场监管: 架构与前景. 上海: 上海人民出版社, 2000
- [52] 王开国. 资产证券化论. 上海: 上海财经大学出版社, 1999
- [53] 王明夫. 投资银行并购业务. 北京: 企业管理出版社, 1999
- [54] 王益, 刘波. 资本市场. 北京: 经济科学出版社, 2000
- [55] 威廉·F·夏普, 戈登·J·亚历山大, 杰弗里·V·贝利. 投资学. 北京: 中国人民大学出版社, 1998
- [56] 徐滇庆. 金融改革路在何方: 民营银行 200 问. 北京: 北京大学出版社, 2002
- [57] 亚历山德拉·里德·拉杰科斯. 并购的艺术: 整合. 北京: 中国财政经济出版社. 麦格劳-希尔, 2001
- [58] 亚历山德拉·里德·拉杰科斯, 查尔斯·M·埃尔森. 并购的艺术: 尽职调查. 中国财政经济出版社. 麦格劳-希尔, 2001
- [59] 亚历山德拉·里德·拉杰科斯, J·弗雷德·威斯顿. 并购的艺术: 融资与再融资. 北京: 中国财政经济出版社. 麦格劳-希尔, 2001
- [60] 叶辅靖. 全能银行比较研究: 兼论混业与分业经营. 北京: 中国金融出版社, 2001
- [61] 俞自由, 李松涛, 赵荣信. 风险投资理论与实践. 上海: 上海财经大学出版社, 2001
- [62] 约翰·马歇尔, 维普尔·班赛尔. 金融工程. 北京: 清华大学出版社, 1998

- [63] 张舫. 公司收购法律制度研究. 北京: 法律出版社, 1998
- [64] 张极井. 项目融资. 北京: 中信出版社, 1997
- [65] 张维迎. 博弈论与信息经济学. 上海: 上海三联出版社, 上海人民出版社, 1996
- [66] 赵炳贤. 资本运营论——兼谈投资银行家在中国的角色. 北京: 企业管理出版社, 1996
- [67] 赵贺, 颜克益. “买壳上市”的成本与收益. 中国工业经济, 1998 (10)
- [68] 中国证监会从业资格考试委员会办公室. 证券交易. 上海: 上海财经大学出版社, 2001
- [69] 中国证券业协会. 面向二十一世纪的选择: 中国证券公司发展战略研究. 北京: 经济科学出版社, 1999
- [70] 周正庆. 证券知识读本. 北京: 中国金融出版社, 1998
- [71] 庄乾志. 银行发展: 市场化与国际化. 北京: 北京大学出版社, 2001
- [72] 庄序莹. 中国证券市场监管理论与实践. 北京: 中国财政经济出版社, 2001

英文部分

- [1] Ball, R. The Theory of Stock Market Efficient: Accomplishment and Limitations, *Journal of Corporate Finance*, 1995.
- [2] Barry, Christopher B. and Robert H. Jennings, the Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock, *Financial Management* 22 (1), Spring, 1993.
- [3] Barid, Allen Jan., Option Market Making: Trading and Risk Analysis for the Financial and Commodity Option Markets, New York: John Wiley & Sons, 1993.
- [4] Beder, Tanya Styblo., Equity Derivatives for Investors, *Journal of Financial Engineering*, September, 1992.
- [5] Bhide, A., the Causes and Consequences of Hostile Takeovers, *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer, 1989.
- [6] Black, F., and M. Scholes, The Pricing of Option and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy*, 1973.
- [7] Brian Scott - Quinn, Investment Banking: Theory and Practice, Euromoney Books, 1995.
- [8] Carosso, Vincent, Investment Banking in American: A History, Harvard University Press, 1970.
- [9] Cox, J., S. Ross, and M. Rubinstein, Option Pricing: A Simplified Approach, *Journal of Financial Economics* 7: 229 - 263, 1979.
- [10] Ernest Block, Inside Investment Banking, Homewood Press, 1992.
- [11] Estep, T., A New Method for Valuing Common Stocks, *Financial Analysts Journal*, 1985.
- [12] Estep, T., Security Analysis and Stock Selection: Turning Financial Information into Return Forecasts, *Financial Analysts Journal*, 1987.
- [13] Fama, E. F., Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 1970.
- [14] Fama, E. F., Efficient Capital Market: II, *Journal of Finance*. Finnerty, John D., 1988, Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview, *Financial Management* 17(4) winter, 1991.
- [15] Finnerty, J. D., Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview, *Financial Management*, 1988.

- [16] Compers, P. A., and Lerner, J., Venture Capital Distribution: Short - run and Long - run Reaction, *Journal of finance*, 53: 2161 - 2184, 1998.
- [17] Gordon, M., *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, Irwin, 1962.
- [18] Jeffrey C. Hooke, *M&A: A Practical Guide to Doing the Deal*, John Wiley & Sons, Inc, 1997.
- [19] John C. Hull, *Option, Futures, and other Derivative Securities*, Prentice - Hall, Inc, 1993.
- [20] John J. Clark, John T. Gerlach, Goelach, Olsen, *Restructuring Corporate, America*, Harcourt Brace & Company, 1996.
- [21] John Magee and Robert Davis Edwards, *Technical Analysis of Stock Trends*, 6th ed., Stock Trends Service, 1992.
- [22] Kang, Pan, and Stavros A. Zenios, Complete Prepayment Models for Mortgage - Backed Securities, *Management Science* 38 (11), November, 1992.
- [23] Kawaller, Ira G., Choosing the Best Interest Rate Hedge Ratio, *Financial Analysts Journal* 48 (5), Sep/Oct, 1992.
- [24] Lintner, J., The Valuation of Risk Asset and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics* 47: 13 - 37, 1965.
- [25] Margaret M. Blair, ed., *the Deal Decade: What Takeovers and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance*, Washington: Brookings Institute, 1993.
- [26] Markowitz, H., Portfolio Selection, *Journal of Finance* 7: 77 - 91, 1952.
- [27] Marshall, J. F. and V. K. Bansal, *Financial Engineering: A Complete Guide to Financial Innovation*, New York: New York Institute of Finance, 1992.
- [28] Mossin, J., Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica* 35: 768 - 783, 1966.
- [29] Peter Williamson, *The Investment Banking Handbook*, Harper & Row Publishing, 1993.
- [30] Raymond H. Rupert, *The New Era of Investment Banking: Industry Structure, Trends and Performance*, Probus Publishing, 1993.
- [31] Robert Lawrence Kuhn, *Mergers, Acquisition and Leveraged Buyouts*, Richard D. Irwin Press, 1990.
- [32] Robert Lawrence Kuhn, *Investment Banking Library I - VI*, Richard D. Irwin Press, 1990.
- [33] Robert Lawrence Kuhn, *Investment Banking, the Art and Science of High - Stakes Dealmaking*, Harper & Row, 1990.
- [34] Ross, S., Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, *Journal of Economic Theory* 13: 341 - 360, 1976.
- [35] Sharpe, W., Capital Asset Prices: A Theory of Capital Market Equilibrium Under Conditions of Risk, *Journal of Finance* 19: 425 - 442, 1964.
- [36] Smith, Clifford W., Economics and Ethics: The Case of Salomon Brothers, *Journal of Applied Corporate Finance* 5 (2), Summer, 1992.
- [37] Tobin, J., and S. S. Golub, *Money, Credit, and Capital*, McGraw - Hill, Companies, Inc., 1998.
- [38] Welch, Ivo. Sequential Sales, Learnings, and Cascade, *Journal of Finance* 47 (2) June, 1992.

书名

前言

目录

第1章 投资银行概论

第1节 投资银行的含义

- 1 什么是投资银行
- 2 投资银行和商业银行的共性与差异

第2节 投资银行的行业模式

- 1 投资银行业的内在价值
- 2 投资银行业的经营理念

第3节 投资银行的创新性、专业性与道德性

- 1 职业道德：投资银行业的立身之本
- 2 专业知识和技能：投资银行业的利润之源
- 3 创新性：投资银行业的灵魂

本章总结

思考题

第2章 企业上市与股票承销

第1节 发行上市概述

- 1 发行上市的含义
- 2 发行上市的收益与成本分析
- 3 企业上市的标准

第2节 股票的公开发行业与承销

- 1 承销商对发行人和承销方式的选择
- 2 发行人如何选择主承销商
- 3 组建IPO小组
- 4 尽职调查
- 5 制定与实施重组方案
- 6 制定发行方案
- 7 编制募股文件与申请股票发行
- 8 路演(road show)
- 9 确定发行价格
- 10 组建承销团与确定承销报酬
- 11 稳定价格
- 12 墓碑广告

第3节 分拆上市

- 1 含义
- 2 分拆上市对母公司和子公司的影响

第4节 买壳上市

- 1 买壳上市的成本收益分析
- 2 选择买壳上市的对象
- 3 买壳的一般程序
- 4 中国市场上买壳的常见模式

- 5 反向收购
- 6 业务整合
- 第5节 两地上市
 - 1 两地上市的概念和优点
 - 2 第二上市和存托凭证(DR)
 - 3 美国存托凭证(ADR)

本章总结

思考题

第3章 证券交易

- 第1节 证券交易的一般理论
 - 1 证券交易市场
 - 2 证券交易的方式
 - 3 投资银行在证券交易中的作用
- 第2节 投资银行的证券经纪业务
 - 1 开设账户
 - 2 委托买卖
 - 3 竞价成交
 - 4 证券结算
- 第3节 证券自营业务
 - 1 自营商的投机交易
 - 2 自营商的套利交易
 - 3 投资银行进行自营业务必须遵循的原则
- 第4节 证券做市商业务
 - 1 投资银行充当做市商的动机
 - 2 做市商制度的特点、形式和优缺点

本章总结

思考题

第4章 证券投资基金

- 第1节 投资基金的定义和在中国的发展
 - 1 投资基金的定义
 - 2 投资基金在中国的发展
- 第2节 投资基金的分类
 - 1 封闭式基金和开放式基金
 - 2 契约型基金和公司型基金
 - 3 四种基本的基金形式
 - 4 其他类别
- 第3节 基金的当事人
 - 1 基金持有人
 - 2 基金管理人
 - 3 基金托管人
 - 4 其他当事人
- 第4节 基金的运作

- 1 基金的设立
- 2 基金的发行与交易
- 3 基金投资管理
- 4 信息披露

第5节 对冲基金

- 1 对冲基金概述
- 2 对冲基金的特点
- 3 对冲基金的结构
- 4 对冲基金的投资风格

本章总结

思考题

第5章 产业投资基金

第1节 产业投资基金概述

- 1 产业投资基金的定义及其基本特征
- 2 产业投资基金与私募权益投资基金

第2节 风险投资基金的基本概念

- 1 风险投资和风险投资基金
- 2 风险投资基金的特点

第3节 风险投资基金的运作流程

- 1 风险投资基金的融资
- 2 选择风险投资对象
- 3 尽职调查
- 4 交易构造
- 5 经营和监控
- 6 退出

第4节 企业重组基金和基础设施投资基金

- 1 企业重组基金
- 2 基础设施投资基金

本章总结

思考题

第6章 项目融资

第1节 项目融资概述

- 1 项目融资的定义、起源和发展简史
- 2 项目融资的基本特点
- 3 项目融资的当事人
- 4 项目融资的适用范围
- 5 项目融资的一般程序

第2节 项目可行性分析与风险评价

- 1 项目可行性分析
- 2 项目风险的鉴别

第3节 项目投资结构设计

- 1 公司型合资结构

- 2 合伙制结构
- 3 非公司型合资结构
- 第4节 项目的融资结构模式设计
 - 1 投资者直接安排的融资模式
 - 2 投资者通过项目公司安排融资的模式
 - 3 以“设施使用协议”为基础的融资模式
 - 4 以“生产支付”为基础的融资模式
 - 5 以“杠杆租赁”为基础的融资模式
 - 6 BOT项目融资模式
- 第5节 项目融资的资金选择
 - 1 确定资金结构时需要考虑的因素
 - 2 股本资金与准股本资金
 - 3 债务资金
- 第6节 项目担保的安排
 - 1 项目担保的两种基本形式
 - 2 项目担保人
 - 3 项目担保的类型

本章总结

思考题

第7章 企业重组

- 第1节 企业重组理论概述
 - 1 企业重组定义和分类
 - 2 企业重组的定价理论
- 第2节 企业扩张
 - 1 企业扩张的动因分析
 - 2 投资银行在企业扩张中的作用
 - 3 企业扩张的操作程序
- 第3节 企业收缩
 - 1 企业收缩的动因分析
 - 2 企业收缩的宣布效应及其成因
 - 3 企业收缩的具体形式
 - 4 投资银行在企业收缩中的作用
 - 5 企业收缩的操作程序
- 第4节 企业所有权或控制权的变革
 - 1 反收购防御
 - 2 股票回购
 - 3 杠杆收购
 - 4 投资银行在公司所有权或控制权变更中的作用

本章总结

思考题

第8章 信贷资产证券化

- 第1节 信贷资产证券化发展概述

第2节 资产证券化的基本运作流程

- 1 确定证券化资产并组建资产池
- 2 设立特别目的机构
- 3 资产的真实出售
- 4 信用增级
- 5 信用评级
- 6 发售证券
- 7 向发起人支付资产购买价款
- 8 管理资产池
- 9 清偿证券

第3节 资产证券化的核心原理和基本原理

- 1 资产证券化的核心原理：基础资产的现金流分析
- 2 资产重组原理
- 3 风险隔离原理
- 4 信用增级原理

第4节 资产证券化的类型

- 1 住房抵押贷款证券化与资产支撑证券化
- 2 过手型证券化与转付型证券化
- 3 单一借款人型证券化与多借款人型证券化
- 4 单宗销售证券化与多宗销售证券化
- 5 单层销售证券化与双层销售证券化
- 6 发起型证券化与载体型证券化
- 7 政府信用型证券化与私人信用型证券化
- 8 基础证券与衍生证券
- 9 表内证券化与表外证券化

第5节 中国资产证券化突破模式的思考

- 1 我国在资产证券化方面的理论探索和个案实践
- 2 资产证券化突破选择的原则
- 3 突破模式 I
- 4 突破模式 II

本章总结

思考题

第9章 投资银行的管理与监管

第1节 投资银行的内部管理

- 1 投资银行的风险管理
- 2 投资银行的财务管理
- 3 投资银行的人力资源管理

第2节 对投资银行的政府监管

- 1 市场准入监管
- 2 经营活动监管
- 3 业务活动监管

第3节 投资银行的自律监管

本章总结
思考题
参考文献