

#### 第四章 投行的企业并购业务

#### 第一节 企业并购概论

#### 现代投资银行有一项极为重要的业务是并购

- "M&A"——Merger和Acquisition的缩写
- 合并和收购,简称并购
- 并购 "M&A"的提法,通常是指法律上的含义,在实际过程中两者有时很难区分开来

#### 并购有狭义和广义之分

- 狭义并购——合并、收购.
- 广义并购——合并、收购、资产重组.

## 合并

- 一合并包括吸收合并和新设合并。
- 吸收合并(Merger)
  - 又称并购或存续合并,兼并
  - 是指在合并中,一个企业(A)吸收了其他企业(B)而继续存在(称为存续公司),而其他企业被吸收而不复存在了(称为消失公司),即目标企业(B)不具有法人资格,用公式表示为: A+B=A
- 新设合并(Consolidation)
  - 也称机械合并或创新合并
  - 是指两个或两个以上企业通过合并同时消灭(即A、B均不具有法人资格),在新的基础上成立一个新的企业(C),用公式表示: A+B=C

## 合并

- 一合并包括吸收合并和新设合并。
- 吸收合并(Merger)
  - 又称并购或存续合并,兼并
  - 是指在合并中,一个企业(A)吸收了其他企业(B)而继续存在(称为存续公司),而其他企业被吸收而不复存在了(称为消失公司),即目标企业(B)不具有法人资格,用公式表示为: A+B=A
- 新设合并(Consolidation)
  - 也称机械合并或创新合并
  - 是指两个或两个以上企业通过合并同时消灭(即A、B均不具有法人资格),在新的基础上成立一个新的企业(C),用公式表示: A+B=C



## 收购(Acquisition)

- 一个企业通过购买资产或股权以实现对其他 企业的控制。
  - Microsoft收购Nokia的Devices and Services 部门,成立Microsoft Mobile (主要为手机制 造部门)。

#### 合并和收购的比较

- 共同点
  - 获得目标公司的控制权;
- 不同点
  - 收购是对目标公司部分股权或资产的购买;
    - 收购后通常只进行业务整合而非资产重组;
    - 收购后两个企业仍为两个法人,只发生控制权转移
  - 合并是收购的彻底形式,是对目标公司全部股权或资产的购买;
    - 合并是两个企业合并为一个企业,合并各方资产进行重新组合,一般只有一个法人.



公司并购:指在市场机制下,公司为了获得其他公司的 控制权而进行的产权交易活动。

#### 控制权:

- 对公司所有可供支配和利用的资源进行控制,如投资决策, 资产重组的决定。
- 对公司的经营管理或方针政策具有决定性的影响力,这种影响力可以决定一个公司的董事会的任选,决定公司的财务和经营管理活动,甚至使该公司成为某种特定目的的工具。

# 法律认为的控制权

美国的投资公司法认为控制是指对一个公司的经营管理或方针政策具有决定性影响的力量或权力;除自然人外的人,直接拥有或者通过一个或多个被其控制的公司拥有另一个公司超过25%的投票权的,就应该被认为控制了该公司。

## 法律认为的控制权

- 中国证监会于2002年12月1日正式实施的《上市公司收购管理办法》第六十一条规定,"收购人有下列情形之一的,构成对一个上市公司的实际控制:
  - (一)在一个上市公司股东名册中持股数量最多的;但是有相 反证据的除外;
  - (二)能够行使、控制一个上市公司的表决权超过该公司股东名册中持股数量最多的股东的;
  - (三)持有、控制一个上市公司股份、表决权的比例达到或者超过30%的;但是有相反证据的除外;
  - (四)通过行使表决权能够决定一个上市公司董事会半数以 上成员当选的;
  - (五)中国证监会认定的其他情形"。

# 控股权

- 控股权是达到控股地位后形成的一种状态。控股权源于公司有表决权的股份的种类、数量和比例。
- 根据《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范 意见》第5条规定,我国对股份有限公司中国有股是 否为控股地位作一个划分标准,大致划分为绝对控 股、相对控股和不控股三种。
  - 国家绝对控股的国有股比例应占公司总股本的**50%**以上(不含**50%**);
  - 国家相对控股的国有股比例应占公司总股本的 30%(不含30%)-50%(含50%),且国有股股东须 是第一大股东;
  - 如果国有股份比例不高于公司总股本30%(不含30%)的,则为国家不控股的公司。

# 控股权

- 上述关于国有股的控股权划分与认定标准也可以广 泛适用于非国有股形态的控股权划分与认定。
- 但现实中即便拥有了股份有限公司的控股权,也不 能肯定就取得了该公司的控制权,最广泛而直接的 例证便是目前普遍存在的国有股东缺位现象。因而, 基于控制权与所有权的分离趋势状态,拥有公司所 有权或者说拥有公司控股权,却不一定同时拥有公 司的控制权。



# 资产重组(Restructuring)

- 资产重组是指企业改组为上市公司时将原企业的资产和负债进行合理划分和结构调整,经过合并、分立等方式,将企业资产和组织重新组合和设置。
  - 狭义的资产重组仅仅指对企业的资产和负债的划分和重组。
  - 广义的资产重组还包括企业机构和人员的设置与重组、业务机构和管理体制的调整。
  - 目前所指的资产重组一般都是指广义的资产重组。



- 收购兼并——资产重组最广泛的一种形式,采 取对外扩张合并其他企业的行为。
- 股权转让——公司的控股股东将其持有的大宗 股权转让的行为。我国国有股、法人股协议转 让成为上市公司资产重组主要形式。
  - 一般出现董事会与经理层的变动

- ▶ 资产剥离——是指在企业股份制改制过程中将原企业中不属于拟建股份制企业的资产、负债从原有的企业账目中分离出去的行为。
  - 狭义方法,认为资产剥离指企业将其所拥有的资产、 产品线、经营部门、子公司出售给第三方,以获取 现金或股票或现金与股票混合形式的回报的一种商 业行为。
  - 广义方法,认为资产剥离除了资产出售这一种形式 以外,还包括企业分立和股权剥离等形式。

- ▶ 资产置换——上市公司控股股东以优质资产或现金置换上市公司的呆滞资产,或以主营业务资产置换非主营业务资产等情况。
  - 举例A公司拥有B公司51%的股权, B公司以价值1亿元的不良资产(存货、账款、股权投资)置换A公司价值1亿元的房产。
  - 该重组方式常用于借壳上市过程。



- 参股——未取得足够控股权的参股投资。
- 合资——指两个公司把投资资金联合起来,投资一个项目。
- 租赁——出租人将自己所拥有的某种物品交与 承租人使用,承租人由此获得在一段时期内使 用该物品的权利,但物品的所有权仍保留在出 租人手中。
- 托管——一些不景气的公司,为了寻找出路, 找一些有能力的个人或者公司进行管理经营。
   托管者从盈利中获得一定的红利。



- · 分拆(分立)——是指一个母公司通过将其在子公司中所拥有的股份,按比例地分配给现有母公司的股东,从而在法律上和组织上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去
  - 这一新设的分拆公司公开发行新股并上市就称为分 拆上市
  - 母公司划分出一块资产,单独成立子公司,只要分拆(分立)后存在母子控制关系。

- 股份回购——是指上市公司利用盈余所得后的积累资金 (即自有资金)或债务融资以一定的价格购回公司本身已 经发行在外的普通股,将其作为库藏股或进行注销,以达 到减资或调整股本结构的目的。
  - 股份回购的动机在于公司为了规避政府对现金红利的管理、调整公司 资本结构、应对敌意收购。
  - 公司在股份回购完成后,可以将回购的股份予以注销。但在绝大多数情况下,公司将回购的股份作为"库存股"保留,库存股仍属于发行在外的股票,但不参与每股收益的计算和分配。库存股日后可用于他用,比如实行员工股票期权计划、发行可转换公司债券等,或在需要资金时将其出售。
  - 我国《公司法》规定,股份回购只能是购回并注销公司发行在外的股份的行为。

## 债转股

- 债转股,是指国家组建金融资产管理公司,收购银行的不良资产,把原来银行与企业间的债权债务关系,转变为金融资产管理公司与企业间的控股(或持股)与被控股的关系,债权转为股权后,原来的还本付息就转变为按股分红。
- 国家金融资产管理公司实际上成为企业阶段性持股的股东,依法行使股东权利,参与公司重大事务决策,但不参与企业的正常生产经营活动,在企业经济状况好转以后,通过上市、转让或企业回购形式回收这笔资金。



## 借壳上市、买壳上市

- "壳"一上市公司的上市资格。
- 壳公司特征:
  - 所处行业大多为夕阳行业;
  - ■主营业务增长缓慢;
  - 盈利水平微薄甚至亏损;
  - 公司的股权结构较为单一。

## 借壳上市(Back Door Listing)

- 借壳上市是指一家公司A通过把资产注入一家市值较低的已上市公司B(壳,Shell),得到该上市公司B一定程度的控股权,利用B上市公司的地位,使A公司的资产得以上市。通常该壳公司B会被改名。
- 借壳上市的一般做法是:
  - 1. 集团公司先剥离一块优质资产上市;
  - 2. 通过上市公司大比例的配股筹集资金,将集团公司的重点项目注入到上市公司中;
  - 3. 再通过配股将集团公司的非重点项目注入进上市公司实现借 壳上市。
- 借壳上市一般都涉及大宗的关联交易,为了保护中小投资者的利益,这些关联交易的信息皆需要根据有关的监管要求,充分、准确、及时地予以公开披露。



#### 借壳上市案例——强生集团借子壳

- 强生集团由上海出租汽车公司改制而成,拥有 较大的优质资产和投资项目。
- 强生集团充分利用控股的上市子公司--浦东强生的壳资源,通过三次配股集资,先后将集团下属的第二和第五分公司注入到浦东强生之中,从而完成厂集团借壳上市的目的。

## 买壳上市

- 契売上市——"逆向收购" (reverse merger),是 指非上市公司先购买一家上市公司一定比例的股权 来取得上市的地位,然后注入自己有关业务及资产, 实现间接上市的目的。
- 一般而言, 买壳上市是民营企业的较佳选择。民营企业由于受所有制因素困扰, 无法直接上市。





2007年4月13日浙江浪莎控股有限公司买壳\*ST长控,主要目的是为借助资本市场的平台,增强浪莎内衣的竞争实力。由于大规模的股改,IPO被迫延迟,加之IPO申请时间的漫长,使浪莎将上市的矛头直指买壳\*ST长控。

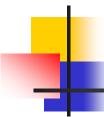
- ST股: Special Treatment "特别处理",财务状况或其他 状况异常,存在投资风险
- \*ST股: 退市风险
- \*ST长控:长江包装控股股份有限公司,原为宜宾市的国有 控股企业

## 浪莎买壳上市案例分析

06年初,浪莎开始与\*ST长控方面接触。06年9月1日,\*ST 长控发布公告称,四川省国资委授权宜宾国资公司与浙江浪莎控股有限公司签署了《股权转让协议》,浪莎控股受让四川省国资委持有的全部34671288股国家股(占总股本的57.11%),成为\*ST长控控股方。

07年2月8日,中国证监会正式核准\*ST长控向浪莎控股定向增发10106300股,每股6.79元,用以购买浪莎控股持有的浙江浪莎内衣有限公司100%股权,这意味着浪莎买壳上市获得成功。





在买壳上市成本较高背景下,浪莎收购\*ST长控的成本较低。 \*ST长控经过债务重组后,严重的负债问题得到了很好的改善

07年4月13日,\*ST长控复牌高涨,直接从开盘价14.36元收盘至68.16元,其中最高冲到85元,复权后最高涨幅达到1379.8%,按收盘价计算,浪莎控股在支付股改对价后拥有的股票市值一下子达到了20.93亿元。

## 浪莎买壳上市案例分析

- 收购的同时进行投资,即<mark>浪莎在宜宾建立一个生产基地</mark>,而当地的丝丽雅集团恰恰是浪莎的上游公司,同时,浪莎决定在宜宾建设"浪莎西部产业园"项目,建成后,预计年产值将达**15**亿元,主要生产袜业和无缝内衣系列产品。届时,浪莎控股还将依托西部产业园项目,在宜宾市广泛涉足西部小商品城建设、房地产开发等项目。
- 买壳上市的重要环节是换壳,即资产置换,浪莎选择内衣产业的资本注入,有效地避兔了对其主打产品的风险考验,为自己留好了足够的退路。



#### 借壳上市和买壳上市的相同与区别之处

#### 共同之处:

它们都是一种对上市公司壳资源进行重新配置的活动,都是为了实现间接上市。

#### 不同点:

- 买壳上市的企业首先需要获得对一家上市公司的 控制权。
- 借壳上市的企业已经拥有了对上市公司的控制权。

## ◈历史

- \* 美国自1934年已开始实行借壳上市,由于成本较低及成功率甚高,所以越来越受欢迎。在经济衰退时期,有不少上市公司的收入减少,市值大幅下跌,这造就了机会让其他私人公司利用这个"壳"得以上市。
- ❖ 中国有很多企业欲在海外上市,但碍于政治因素以及烦琐的程序,部分企业会选择收购美国一些壳公司,在纳斯达克或纽约证券交易所上市。在科网泡沫爆破后,有很多科网公司濒临破产,市值极低,这造就了更多借壳上市的机会。

#### 买壳上市: 如何选择收购目标

- ❖ 根据1997年以来深沪股市上百起资产重组案例,壳公司有以下一些共同的特点。
  - ∞首先是所处的行业不景气。
    - ❖ 尤其是纺织业、冶金业、零售业、食品饮料、农业等行业,本行业没有增长前景,只有另寻生路。股权原持有人和主管政府部门也愿意转让和批准。
  - 其次是股本规模较小。小盘股具有收购成本低、股本扩张能力强等优势。
    - ❖特别是流通盘小,易于二级市场炒作,获利机会较大。然后是股权相对集中。由于二级市场收购成本较高,而且目标公司较少,因此大都采取股权协议转让方式。股权相对集中易于协议转让,而且保密性好,从而为二级市场的炒作创造条件。
  - ∞最后是目标公司有配股资格。
    - ❖证监会规定,上市公司只有连续三年平均净资产收益率在 10%以上(最低为6%)时,才有配股资格。买壳上市的主要 目的就是配股融资,如果失去配股资格,也就没有买壳上 市的必要了。

#### 买壳上市的利弊

- → 一般来说,买壳上市是民营企业在直接上市无望下的无奈选择。 与直接上市相比,在融资规模和上市成本上,买壳上市都有明显 的差距。所以,买壳上市为企业带来的利益和直接上市其实是相 同的,只是由于成本较高、收益又较低,打了一个折扣而已。上 市的收益主要有资金和形象两方面。
- ❖ 目前企业考虑更多的倒应该是买壳上市的弊。一是成本,二是收益。即成本收益比能否达到令人满意的水平。买壳上市的成本总体上是逐年上升趋势。
- ❖ 值得注意的是,虽然深沪股市已经有上百起买壳上市案例,但是成功率并不高。买壳上市获取收益的主要途径是配股融资。当然也不排除主要通过二级市场炒作获取收益的情况。企业家评价买壳上市是否成功的主要标准是效益能否得到长期稳定发展。



## 二、企业并购的分类

■ 横向并购

- 纵向并购

■ 混合并购

按并购双方 所属行业划分



#### 横向并购 (horizontal merger)

横向并购定义:指同一行业内竞争对手间的合并。

- ※ 横向并购的好处
  - ※ 减少竞争者的数量, 改善行业的结构;
  - « 行业内部企业得到相对集中,可以避免生产能力的盲目增加;
  - 。降低了行业的退出壁垒。
- \* 横向并购缺点
  - 。容易破坏竞争,形成垄断,许多国家密切关注并严格限制。
- \* 常见的案例:产能过剩的行业
  - \* 钢铁、汽车

#### 中国钢铁业并购重组大踏步向前 2009-02-25

- 金融危机中,中国钢铁业掀起前所未有的并购热潮,新推出的《钢铁产业调整和振兴规划》进一步提高了钢铁"落后产能"的标准,400立方米以下的高炉也将纳入淘汰范围。目前中国钢铁产能已经严重过剩。
- ❖ 2007年共发生了11起重组事件
  - □ 宝钢收购八一钢铁、鞍本集团与凌钢联合重组、武钢集团与 昆钢联合重组;
- ❖ 2008年: 宝钢重组韶钢和广钢、武钢重组柳钢、山东钢铁集团和河北钢铁集团的成立等17起并购重组案例。
- ❖ 2009年: 宝钢收购包钢、鞍钢整合攀钢、武钢兼并广西钢铁公司。

- \* 中国企业频频出手收购海外矿产资源
  - ☆湖南华菱钢铁集团与澳大利亚第三大铁矿石公司
    FMG签署股权合作协议;
  - ☆首钢旗下两公司出资约1.6亿澳元收购吉布森山公司 2亿多股股票已获准,同时首钢集团还将收购该公司 的铁矿业务;
  - ☆武汉钢铁公司同意以1.8亿澳元(约1.27亿美元)的 价格购买Centrex金属公司在澳大利亚一铁矿石项目的50%股份
  - 鞍钢集团希望斥资1.6亿澳元增持澳大利亚铁矿石公司金达必公司股权。

#### 国内汽车类上市公司重组并购案

- ❖ (2002年6月14日) 汽集团和天汽集团签订联合重组协议书
  - ☆ 天汽集团将其持有的天津夏利84.97%股权中的50.98%转让给一汽,作价14亿余元;同时,天汽集团将华利公司所拥有的75%中方股权全部一次性转让给一汽集团。一汽集团获得经营状况不佳的天津夏利和华利的控股权,同时承担二者的巨额债务。
- ❖ (2004年10月30日) 长安汽车、江铃集团双方各出资5000万元人民币,成立江铃控股有限公司。江铃集团与长安汽车分别持有江铃控股50%的股份。
- ❖ (2005年8月8日) 潍柴集团、湘火炬潍柴集团出资10.23亿元 购买湘火炬28.12%股权和4亿元债权,成为湘火炬的第一大股 东。
- ◆ (2007年12月27日) 3.2亿股股权+20.95亿现金 上汽集团吞 并南汽集团



## 产能过剩行业的合并

- 整合资源的手段
- 资产重组过程必须将不良资产出售、关闭良率 不佳的产能、淘汰过旧的厂房机器设备。
- ■部分案例出现人员的大规模重组



### 纵向并购 (vertical merger)

指同行业上下游企业的并购,对供应商、销售商、用户的并购。

#### ■ 纵向并购的好处

- 使企业明显地提高了同供应商和买主的讨价还价能力;
- 通过市场交易行为内部化,有助于减少市场风险,节省交易费用,同时易于设置进入壁垒。

#### - 纵向并购的缺点

企业生存发展受市场因素影响较大,容易导致"小而全,大 而全"的重复建设。

#### 中粮集团纵向收购海外原材料企业

- 在农产品竞争领域,中粮集团农产品板块的利润率受制原材料供应不足,从2008年的5.95%一路下降到2011年的2.96%。为了提高农产品板块的利润,中粮加大对海外原材料供应的掌控力。
- 2012年中粮以1.4亿澳元的高价战胜国际巨头邦吉公司完成对澳大利亚Tully糖厂的收购。
- 同时,中粮对澳洲Proserpine糖厂的收购价格在高出对手 500万澳元后继续加价,在此前的1亿澳元债务再融资金额后,大幅加价3000万澳元,以1.3亿澳元的价码来提高中粮的吸引力。
- 为了完成对这家糖厂的收购,中粮还在收购方案中对财务 安排和资金来源等做了细致的安排。



#### 通用汽车收购上游的汽车零配件公司德尔福

- 通用汽车公司2009-11-3已经获得了政府的批准,将使用28亿美元的政府 救济资金收购陷入困境的汽车零部件提供商德尔福公司。
- 通用汽车全球业务大约10%的零部件从德尔福公司采购。通用北美的生产 线上充满了德尔福的零部件。
- 德尔福公司原为通用汽车公司的零部件子公司。1999年5月28日,德尔福正式与通用汽车公司分离,成为一家完全独立的、公开在纽约证券交易所上市的公司。在2009年《财富》全球500强排名中,德尔福位于第453位,2009年全球销售额高达203亿美元。
- 德尔福于2005年10月8日提交破产保护申请,归因于激增的劳动力、养老金和医疗保健费用,来自海外供应商的激烈竞争,以及国内汽车制造商需求的减少。

## 反垄断法

- ❖ 作为全球最大的汽车零部件企业之一的德尔福公司原为通用 汽车公司的零部件子公司,由于德尔福在全球市场均有业务 ,必须通过各地区的反垄断调查。
- ❖ 按照我国2008年1月1日开始实施的《反垄断法》规定,被 收购方和收购方在中国的销售额超过4亿元人民币,以及双 方当年在全球的销售额大于100亿元人民币,就必须接受中 方的反垄断调查。2009年8月31日,通用和德尔福正式向中 国商务部递交了反垄断申请。(此时,美国与欧盟已经核准 合并案)
- ❖ 德尔福公司在中国的零部件收入高达**18**亿美元,占中国高端零部件市场的**25%**。如果德尔福从开放经营转为通用的封闭附属配套产业,将会影响汽车市场竞争状态。

# 反垄断法

- ❖ 商务部提出的条件
  - Delphi and its controlling affiliates shall continue to supply products to Chinese vehicle manufacturers without any discrimination
  - Delphi and its controlling affiliates will cooperate with clients in changing their suppliers upon each client's legitimate request.
  - Both parties must not formally or informally illegally exchange or communicate third parties' confidential information that is in relation to competition.
  - GM must continue to procure automotive components from various sources without any discrimination



## 混合并购 (Conglomerate Merger)

- 混合并购是指分属不同产业领域,即无工艺上的 关联关系,产品也完全不相同的企业间的并购。
- 并购的目的通常是为了扩大经营范围,进行多 角化经营,以增强企业的应变能力。

## 混合并购的作用

- 有助于降低经营风险
- 可以降低企业进入新的经营领域的困难
- 增加了进入新行业的成功率
  - 进军新型经济的行业,如通用汽车投资Lyft
- 有助于企业实行战略转移
  - Disney购买Hulu、ESPN+、等实现网络视频平台。
- 有助于企业实现其技术战略
  - 取代自行研发,如Google购买Android Inc.

#### 美国可口可乐公司

### (The Coca-Cola Company)

- 可口可乐公司,成立于**1886**年**5**月**8**日,总部设在美国佐治亚州的亚特兰大,是全球最大的饮料公司,拥有全球**48%**市场占有率以及全球前三大饮料的二项(可口可乐排名第一,百事可乐第二,低热量可口可乐第三)。
- 可口可乐在200个国家拥有160种饮料品牌,包括汽水、运动饮料、乳类饮品、果汁、茶和咖啡,亦是全球最大的果汁饮料经销商(包括Minute Maid品牌),在美国排名第一的可口可乐为其取得超过40%的市场占有率,而雪碧(Sprite)则是成长最快的饮料,其它品牌包括伯克(Barq)的root beer(沙士)。
- 2017年6月7日,2017年《财富》美国500强排行榜发布,可口可乐公司排名第64位。
- 2018年7月,《财富》世界500强排行榜发布,可口可乐公司在"2018年《财富》世界500强"中排行第328位。 45



- 4
  - 混合并购以可口可乐公司的扩张最具代表性。
    - 1960年,可口可乐公司购进了密纽特•梅德冷冻果汁公司
    - 1961年,购进了邓肯食品公司(主要经营咖啡业)
    - **1977**年,又购进了泰勒啤酒公司,并且成功地对泰勒啤酒公司进行了运营,使之一跃而成为美国第五大酒业公司。
    - 在20世纪70年代和80年代,可口可乐公司还通过并购将 其业务扩展到了其他许多"无关联"的工业、文化娱乐 、体育和社会公益等领域。
    - 2009年,尝试以24亿美元并购汇源果汁。



## 混合合并的风险

- 根据企业能力论的观点,偏离企业核心竞争力的盲目多元 化不仅难以分散风险,反而可能增加企业经营的风险。因 此,围绕核心竞争力的混合并购才是可行的,达到企业预 期的目标,实现企业的长期战略做出应有的贡献。
- 针对远离核心业务的混合并购,投资人的评价常常是不太乐观,可能降低公司股票的市盈率(diversification discount)



## 海尔进军药业

- 海尔集团公司,1984年03月24日成立,经营范围包括家用电器、电子产品、通讯器材、电子计算机及配件、普通机械、厨房用具、工业用机器人制造等。产品分类:家电通讯; IT数码产品、家电家居、家居集成智能、家居软件、物流、金融、保险、房地产、数字家庭;生物制药、医疗设备。
- 海尔的多元化是其进行扩张的重要途径,它有没有失败的情形呢?也有,比如它在药业的发展就不快,也不够理想。原因并不是技术问题或者资金问题,最主要的一点是,集团原来的综合优势和核心竞争力,药业借用不上。因为用户对海尔产品的信任仅局限在家电领域,他对海尔的冰箱很相信,也会对海尔的洗衣机相信,但是他未必对海尔的药相信。



- 吸收合并

- 新设合并

按并购后各方法人 地位的变化分类



- 现金购买资产

- 现金购买股票

以股票换资产

以股票换股票

按并购的 出资方式分类



善善善意收购

■ **敌意收购**hostile takeover

熊 抱Bear Hug

按并购是否取得 目标公司的同意分类



- "善意收购"被西方形象地称为"白衣骑士"
  - 是指双方高层通过协商决定并购的诸项事宜。
  - 收购方能提供较好条件,愿出公道价格,收购后又不大量裁员。

# L'Oréal与Totale出售Sanofi

身为塞诺菲(sanofi)的两大股东欧莱雅(L'Oréal)与道达尔, 投资者一直在呼吁和欧莱雅将所持的塞诺菲股票脱手,专心 于各自的核心业务。但持股数量庞大,无法在市场上出售。

- 法国政府希望安万特(Aventis)与赛诺菲合并,以造就法国制药行业的巨头。塞诺菲则规划收购安万特。
- 如果塞诺菲最终成功收购安万特,道达尔和欧莱雅在规模 大得多的新公司里的持股比例就会相对较低(道达尔的股份 将降至13%左右,欧莱雅将降至10%左右),这样它们反 而比较容易全身而退。
- 如果塞诺菲收购失败,塞诺菲将因此沦为辉瑞等大型制药公司觊觎的目标,道达尔和欧莱雅将有机会兑现手中的股票,而且很可能是以非常有吸引力的价位。

#### 敌意收购 hostile takeover

- **改意**收购又称恶意收购,是指收购公司在未经目标公司董事会允许,不管 对方是否同意的情况下,所进行的收购活动。
- 当事双方采用各种攻防策略完成收购行为,并希望取得控制性股权,成为 大股东。当中,双方强烈的对抗性是其基本特点。
- 除非目标公司的股票流通量高可以容易在市场上吸纳,否则收购困难。敌意收购可能引致突袭收购。进行敌意收购的收购公司一般被称作"黑衣骑士"。
- 恶意收购以强烈的对抗性为其基本特征。在善意收购的情况下,收购方与目标公司合作进行收购和被收购。而在恶意收购的过程中,由于目标公司管理部门不愿意被收购,当事人双方会在收购过程中采用各种攻防策略,激烈的收购和反收购将会持续整个过程。
- 恶意收购主要有两种方法,第一种是狗熊式拥抱,第 二种则是狙击式公开购买。



#### 熊抱 Bear Hug

- 收购公司虽事先通告被收购公司,但之后不管被收购公司愿意与否,强行对其进行并购。
- 介于善意收购与敌意收购之间的一种并购方式。
- 狗熊式拥抱,是一种主动的、公开的要约。收购方允诺以高价收购目标公司的股票,董事会出于义务必须要把该要约向全体股东公布,而部分股东往往为其利益所吸引而向董事会施压要求其接受报价。在协议收购失败后,狗熊式拥抱的方法往往会被采用。



#### 熊抱 Bear Hug

- 事实上,对于一家其管理部门并不愿意公司被收购的目标公司 来说,狗熊式拥抱不失为最有效的一种收购方法。
- 一个CEO可以轻而易举得回绝收购公司的要约,但是狗熊式拥抱迫使公司的董事会对此进行权衡,因为董事有义务给股东最丰厚的回报,这是股东利益最大化所要求的。
- 所以,与其说狗熊式拥抱是一种恶意收购,不如说它更可以作为一种股东利益的保障并能有效促成该收购行为。但是,股东接受恶意收购也不排除其短期行为的可能性,其意志很可能与公司的长期发展相违背。目标公司在发展中,其既得的人力资源、供销系统以及信用能力等在正常轨道上的运营一旦为股东短期获利动机打破,企业的业绩势必会有所影响。



#### 狙击式公开购买

- ◆ 一般指在目标公司经营不善而出现问题或在股市下跌的情况下, 收购方与目标公司既不做事先的沟通,也没有警示,而直接在 市场上展开收购行为。狙击式公开购买包括标购、股票收购及 投票委托书收购等形式。
  - ◆ 标购是指收购方不直接向目标公司董事会发出收购要约,而是直接以高于该股票市价的报价,向目标公司股东进行招标的收购行为。
  - ◆ 股票收购指收购方先购买目标公司的一定额度内的股票, (通常 是在国家要求的公告起点内,我国为5%) 然后再考虑是否增持 股份以继续收购行为。
  - ◆ 投票委托书收购系收购目标公司中小股东的投票委托书,以获得 公司的控制权以完成收购的目的。

- 在美国证券史上,此类恶意收购层出不穷,2004年12月13日上午,甲骨文恶意收购仁科案就是一例。当天,两家公司同时发布公告称,仁科同意以每股 26.50美元现金、合总额103亿美元的价格被甲骨文收购。从收购过程来看,从正式决定收购完成,甲骨文先后对收购价格进行了5次调整(63亿美元——73亿美元——94亿美元——77亿美元——103亿美元),前后历时18个月。
- 在中国证券史上,90年代宝安、延中的控股大战以及大飞乐、小 飞乐的收购案都是恶意收购的经典案例,且大多成功。
- 2008年7月12日,澳大利亚中西部公司(Midwest)挂出大股东中钢集团的声明,截至7月10日,中钢总计持有Midwest股份已达到213,840,550股,持股比例达到50.97%,获得了Midwest的控股权。此项目是中国国有企业的第三次海外敌意收购尝试,也是第一宗成功的敌意收购案例,已无需澳官方再行审批。在中国企业海外并购史上是具有里程碑意义的。这是中国有史以来第一次在其他国家的资本市场上成功完成的"没有被邀请的要约收购"(unsolicited takeover),也就是敌意收购。



#### 狙击式公开购买

- ◆ 一般指在目标公司经营不善而出现问题或在股市下跌的情况下, 收购方与目标公司既不做事先的沟通,也没有警示,而直接在 市场上展开收购行为。狙击式公开购买包括标购、股票收购及 投票委托书收购等形式。
  - ◆ 标购是指收购方不直接向目标公司董事会发出收购要约,而是直接以高于该股票市价的报价,向目标公司股东进行招标的收购行为。
  - ◆ 股票收购指收购方先购买目标公司的一定额度内的股票,(通常 是在国家要求的公告起点内,我国为**5%**)然后再考虑是否增持 股份以继续收购行为。
  - ◆ 投票委托书收购系收购目标公司中小股东的投票委托书,以获得公司的控制权以完成收购的目的。



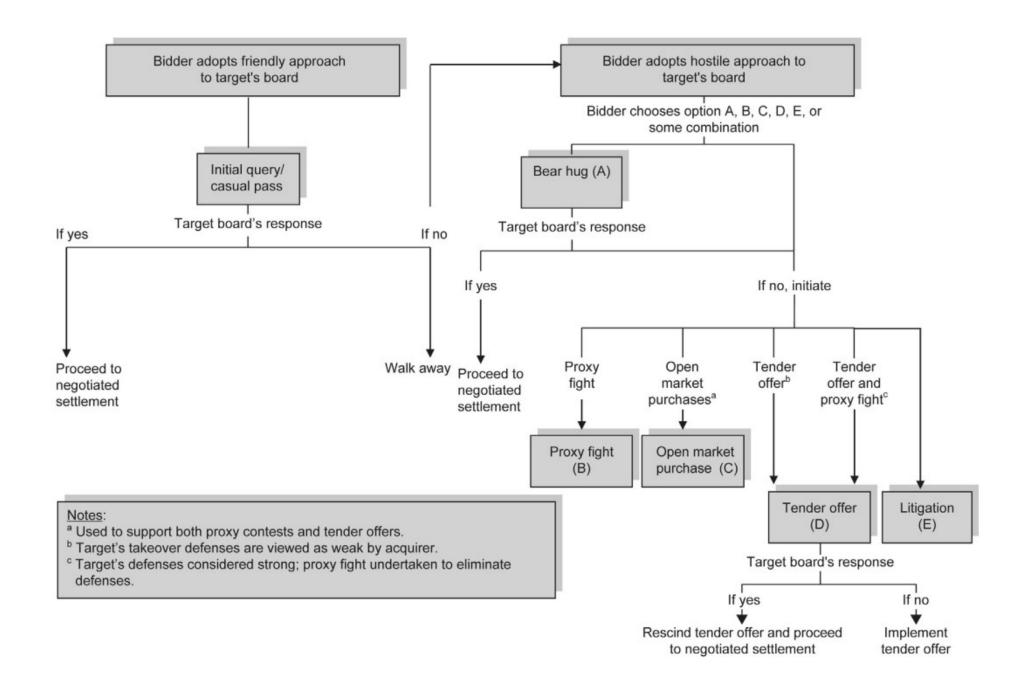
- 要约收购

■协议收购

按收购方在收购中 使用的手段分类



- 协议收购——指收购公司直接向目标公司提出并购要求,双方通过一定程序进行磋商,共同商定完成收购的各项条件,进而在协议的条件下达到并购目的。
- 要约收购——指收购公司并不直接向目标公司提出并购要求,而是在证券市场上以高于目标公司股票市价的价格大量收购其股票,从而达到控制该公司目的。
- 新《证券法》第八十五条 投资者可以采取要约收购、 协议收购及其他合法方式收购上市公司。





# 委托书争夺战Proxy fight

- 投票代理权争夺,也称为Proxy contest
- 透过股东选举的方式,来改变现有董事会成员,以达到特定目的:
  - 改变经营管理人员
  - 剥离或分割资产
  - 强制分配红利给予股东
  - 取消反并购措施
- Proxy contest是一种不需要取得多数股权、且可以 低成本方式取得控制权的一种方式。



# 委托书争夺战Proxy fight

- 我国《公司法》第108条规定: "股东可以委托代理 人出席股东大会,代理人应当向公司提交股东授权委 托书,并在授权范围内行使表决权"
- 美国SEC 2015年针对M&A相关的股东代理投票法规 做了修正:
  - Exchange Act Rule 14a-4(a)(3)指出每一项公司治理的改变必须经过不同的股东会表决。
  - 在此之前,股东只能投票赞成或否决合并的决议



### 标购 (tender offer)

- 直接向股东提出购买的意愿。
- 一般会先采取股票收购以降低成本,超过5%的股票收购必须公开信息。
- 标购方式
  - 使用现金或股票(exchange offer)购买目标公司股东的股权,
  - 可以是restricted (特定股权数量) 或 unrestricted (任意数量)形式
  - 特定期限内



### 标购 (tender offer)

- Restricted tender offer的情形里可能出现出售的股权超出预计标购数量
- 假设标购目标是70%流通在外股票,愿意出售的是有90%股票。
  - 选择一:依照pro-rata basis购买,向每个股票持有人只购 买63%的股权
  - 选择二:修正标购并延期。
- 标购已决定后,并购者只能购买欲购的数量。



### 标购 (tender offer)

- Tender offer 又分: one-tier & two-tier offer
- Two-tier offer分两阶段:
  - 第一阶段: 提出一个收购价及特定期限
  - 第二阶段: 第一阶段期限过后会再提出另外一个收购价。
- 股东一般持有 appraisal rights (异议股东股份回购请求权),不赞同第一阶段或第二阶段的收购价,向法院请求一个合理价格(fair value)。

# 并购意向书 (letter of intent)

- 并购双方达成的初步协议可以作为继续磋商的基础 ,同时可依此作进一步的审查作业。
- 双方签署意向书后,买方可以开始详细的尽职调查,以判断卖方提供信息的真实性和准确性。

# 并购意向书 (letter of intent)

- LOI一般会包含:
  - no-shop agreement, 目标公司不允许寻找其他买家, 若违反,必须赔偿一笔breakup fees
  - reverse breakup fees, 收购方若不能履行收购责任必须赔偿的金额
  - stock lockup, 给予收购方购买目标公司股票的期权,该期权可以被执行若目标公司接受其他邀约收购
  - crown jewel lockup, 收购方购买具有策略性资产的期权, 该期权可以被执行若目标公司选择出售予第三方。



■ 杠杆收购

Leveraged Buyout,

一般缩写为LBO

按并购融资 的渠道分类

• 非杠杆收购



#### 杠杆收购

#### (Leverage Buy—Out, 简称LBO)

- 杠杆收购是企业资本运作方式的一种特殊形式,它的实质在 于举债收购,即通过信贷融通资本,运用财务杠杆加大负债 比例,以较少的股本投入(约占10%)融得数倍的资金,对 企业进行收购、重组,并以所收购、重组的企业未来的利润 和现金流偿还负债。
- 这是一种以小博大、高风险、高收益、高技巧的企业并购方式。(产生于20世纪80年代的第四次并购浪潮中)
- 正是基于杠杆收购的特性,在过去的20年间,英美的投资银行家们将MBO(管理层收购)与金融创新工具结合在一起,以垃圾债券、可转换债券等创新的金融手段应用于购并业务,成功地解决了管理层的收购资金问题。



#### 杠杆收购融资特点

- 1. 杠杆收购的资金来源主要是不代表企业控制权的借贷资金。
- 2. 杠杆收购的负债是以目标企业资产为抵押或以其经营收入来偿还的,具有相当大的风险性。
- 3. 杠杆收购融资中投资银行等市场中介组织的作用十分重要。一般的商业银行往往不愿涉足风险较高的投资,只有投资银行愿意 承担较高的风险,以求获取丰厚回报,并且垃圾债券的发行也只有由投资银行进行操作,才能发行出去。
- 4. 杠杆收购融资依赖于发达资本市场的支持



# 杠杆收购融资特点

杠杆收购以外部融资为主,其中间接融资由投资银行等 提供,居次债券中的次级债券、可转换债券以及优先股 股票都是直接融资形式,严重依赖于资本市场的发展。 首先资本市场得允许企业以这些金融工具进行筹资,有 相应市场环境和制度安排,其次投资者也需要通过资本 市场来分散风险。更为重要的是资本市场中要有进行杠 杆收购的大环境,形成对杠杆收购的信任预期,只有如 此,杠杆收购的融资才会顺利进行。

- 在中国,杠杆收购尚未被各方普遍认识和接受,更缺乏法律依据的保障,但在实际经济生活中也并非是空白。
- 香港中策集团公司一方面通过国际金融资本,另一方面采用压低收购价格、分期付款、拖延付款等方法降低资金支出,大举收购中国国有企业,并予以转手出售所购的国有企业股权。
- 武汉大地集团曾以分期付款方式兼并了有九十八年历史且规模比自己大一倍的国有企业武汉火柴厂。
- 可以预见,随着中国产权改革,产业结构调整的深入发展,杠杆收购必将受到重视。然而,目前中国国企涉足的杠杆收购还只能算是一种"准杠杆收购",并非国外真正意义上的杠杆收购。但杠杆收购在中国国企资本运营中的具体运用,仍不乏启发性和借鉴性。



#### MBO (管理层收购)

- 公司管理层利用高负债融资买断本公司的股权,使公司为私人所有,进而达到控制、重组公司的目的,并获得超常收益的并购交易。
- 属于杠杆收购的范畴,但其收购主体是管理层。
- 与一般的企业买卖和资产重组强调收益权即买卖价差和资本运营的增值不同,除了强调收益权之外,还强调控制权、共享权和剩余价值索偿权。
- 收购对象既可以是企业整体,也可以是企业的子公司、分公司甚至一个部门。



#### MBO (管理层收购) 具备条件

- 1、该上市公司应当具备健全且运行良好的组织机构以及<mark>有效的内部控制制度</mark>,公司董事会成员中独立董事的比例应当达到或者超过1/2。
- 2、公司应当聘请具有证券、期货从业资格的资产评估机构提供公司资产评估报告。
- 3、本次收购应当经董事会非关联董事作出决议,且取得2/3以上的独立 董事同意后,提交公司股东大会审议,经出席股东大会的非关联股东所 持表决权过半数通过。
- 4、独立董事发表意见前,应当聘请独立财务顾问就本次收购出具专业意见,独立董事及独立财务顾问的意见应当一并予以公告。
- 5、上市公司董事、监事、高级管理人员存在《公司法》第**148**条规定的情形,或者最近**3**年有证券市场不良诚信记录的,不得收购本公司。



# 三、并购的经济学理论解释

- 竞争优势理论
- 规模经济理论
- 交易成本理论
- 代理理论
- 价值低估



## 竞争优势理论

公司兼并可对生产或销售方面达到协同效应,营运协同效应的提高也对消费者是有利的,如网购平台并购物流公司,可提供消费者完善服务,且在市场上更具有竞争优势。



#### ■ 提高生产效率:

规模经济理论是指在一特定时期内,企业产品绝对量增加时,其单位成本下降,即扩大经营规模可以降低平均成本,从而提高利润水平。

#### ■ 提高市场力量:

■ 传统的市场力量理论认为企业并购的动机源于对企业经营环境的控制,并购降低了市场中企业数量,提高市场集中度,增强定价力量,从而获得超额独占利润。

#### ■ 提高谈判能力:

■ 独占力量也可延伸至公司对供应商的制约。



并购推动获得规模效益的同时,也形成了产业垄断,可能会引起社会福利的损失,因此判断一项并购活动是好是坏的标准,取决于社会净福利是增加还是减少。



#### ■ 理论缺点:

- 市场集中度提高往往是激烈竞争、优胜劣汰的结果。市场一方 竞争者的并购扩张行为将迫使其他企业进行并购重组。同时, 先发企业往往有很强的动机加快并购步伐,即具有继续并购的 动机。引起企业之间的并购重组大战。
- 由某些产业本质,取得超额独占的利润并不是很容易,如耐久财行业。
- 经理人会高估该行业产品需求,整并过后可能导致产能过剩。



- 符合规模经济效应的行业:
  - 高固定成本,如重工业、电信公司。
  - 跨国销售服务,如Wal-Mart购并印度网购公司Flipkart
  - 可争取网络效应的行业,如网约车。



## 交易成本理论

- 第二次并购浪潮的发生则推动的纵向并购理论的发展。代表性的理论有交易成本理论。
- 科斯提出的交易成本理论从市场机制失灵和交易费用的角度 ,对并购的功能作了分析。他认为,企业和市场是两种可以 互相替代的资源配置机制,交易费用是企业经营活动、发生 交易等的成本,如果市场的交易费用很高,市场就不是一个 有效的资源配置机制,而应由企业来完成,通过并购可以将 外部交易费用内部化,从而降低交易费用。



### 交易成本理论

- 交易成本理论对亚当斯密的"分工合作生产"模式重新探讨 ,交易成本理论问的是"企业的边界"(boundary of the firm)如何决定?
- 经营范围的界定:公司内部生产还是市场上交易取得?
- 该理论指出三个重要因素:
  - 交易不确定性
  - 交易的频繁程度
  - 资产的专属性 (asset specificity)



- 科斯认为寻找交易对象与制定合同是复杂的工作
  - 公司只能制定不完全契约
- 不完全契约导致投资不具效率性
  - 假设一家下游公司必须使用一种精密零件
  - 该精密零件可由一家上游公司生产,但必须投资购买新的机器设备
  - 上游公司愿意做出这项投资吗?



- 具有专属性的资产本身也拥有经济租赁价值
- 假设印刷厂A拥有的机器,固定成本是4000,机器的专卖价值是1000, 营业成本是1500
- 出版社B向公司A签订价值5500的印刷服务
- 若有另外一家出版社C只愿意付出3500使用A的印刷服务。
- 印刷厂A面临的风险是出版社B重新制定合约的投机行为。



- 按照詹森和梅克林的定义,代理成本是指委托人为防止代理人损害自己的利益,通过严密的契约关系和对代理人的严格监督来限制代理人的行为,而需要付出监督成本。
- 兼并机制下的接管威胁可降低代理成本



## 价值低估

- 并购发生是因为目标公司的价值被低估,原因:
  - 经营管理能力并发挥应有的潜力
  - 收购方有外部市场没有的信息
  - 目标企业资产的市场价格与重置成本之间存在差异

# M&A动机

- 资源整合,主要为产能过剩行业
- 产品线的衍生,如可口可乐扩展计划



- 银行或券商的合并
  - 拓展营业网点,同时也达到规模效应
- Dollar Tree 与 Family Dollar的合并(Dollar General为两家公司的竞争对手)
  - 整合出售商品种类,扩大地区性服务。



# M&A动机—R&D的取代

- Cisco's CEO John Chambers曾说过:
- "If you don't have the resources to develop a component or product within 6 months, you must buy what you need or miss the opportunity"
- John Chambers任期内收购了62家伺服器与网通设备公司。
- 2005年,Google以5千万美元购买Android
- 2014年,Microsoft以25亿美元购买Minecraft



- 当公司擦觉到所属行业正进行变革时,决定合并或收购有潜力的新公司。
  - Disney购买Hulu、ESPN+、等实现网络视频平台。
  - AT&T(通信商)于1991年收购NCR(电脑制造商)。虽然AT&T观察到个人电脑行业的兴起,但与NCR结合效果不理想。
- 如果想跳入的行业已经形成固定的几个大玩家,收购是一个最佳选择
  - 阿里巴巴集团联合蚂蚁金服以95亿美元对饿了么完成全资收购



# 四、企业并购的效应分析

(一) 正面效应分析

(二) 负面效应分析

# 正面效应

# 1、协同效应 (synergy)

- 美国策略规划学之父安索夫于20世纪60年代第一个提出了协同的概念。
- 协同效应是并购后两公司的效益之和大于并购前两公司的效益之和的部分。
- 安索夫对协同的解释比较强调其经济学含义,亦即取得有形和无形利益的潜在机会,以及这种潜在机会与公司能力之间的紧密联系,即产生1+1>2的效果协同效应。
- 一般将协同效应分为管理协同效应、经营协同效应和 财务协同效应三类。

# 管理协同效应

- 是指并购企业在兼并目标企业之后, 其剩余管理能力得以充分利用而产生的效益。
- 管理协同效应的前提有两个
- ①两个企业的管理效率必须具有可比性, 即并购双方必须处于同一行业, 因此, 这一理论被视为横向并购的理论依据之一;
- ②剩余管理能力能够转移。



- 是指并购给企业生产经营活动在效率方面带来的变化 及效率的提高所产生的效益,它主要是通过规模经济 和范围经济来实现
  - 规模经济是指产出平均成本随着生产的增加而递减的现象。
  - 范围经济是指生产不同产品而达成节省成本的现象,如节省 广告支出。

# 财务协同效应

是企业并购在财务方面产生的种种效益,它包括由于税法、 会计处理规则及证券交易带来的内在规定作用所产生的货币 效应,还包括由于企业资金运转的内部化、对外投资的内部 化等作用所带来的财务运作能力和效率的提高。

#### ■ 主要体现:

- ①通过并购实现合理避税。
- ②利用税法中亏损递延条款来达到合理避税。
- ③企业可以少付资本收益税。
- ④预期效应的巨大刺激作用。



## 并购而产生的正面协同效应

#### (1)增加收入

一般来说,企业并购都会提高自身的核心竞争力,扩大现有的市场份额, 也可以开辟新的市场;减少了竞争对手的数量,从而帮助企业增加收入。

#### (2) 降低成本

- 企业并购之后,可以显著地降低成本:
  - 并购可以带来企业规模的扩大,由于规模经济使得产品单位成本下降;
  - 并购可以减少交易成本,企业并购之后,将以新的组织形式参与外部市场交易,上下游公司之间的并购能够建立稳定的销售关系和供货关系,从而大大降低交易成本;
  - 资源互补,资源存在互补性的企业之间并购,可以提高现有资源的使用效率,从另一角度来看,也就是降低了企业的成本。

# 并购而产生的正面协同效应

### (3) 税务方面的好处

如果一个经营状况好的企业并购一个经营亏损的企业 ,那么并购企业可以享受税前先弥补亏损的好处,从 而少缴税;另外企业并购可能需要新增负债,债务所 产生的利息支出在税前列支,这同样也可以减少企业 的税务负担。

### (4) 优化资本

并购之后,企业规模扩大,经济实力增强,资本结构 优化,融资途径和数额也会扩大,这一切都会使企业 的现金流量增加,资金成本降低。



- 2、促进企业发展
- (1)通过并购有效进入新行业;
- (2)通过并购促进企业战略的调整;
- (3)通过并购获得科学技术上的竞争优势。





- 2004年12月8日,当联想集团董事会主席柳传志对外宣布收购国际IT巨头IBM的整个PC业务(包括笔记本电脑和台式电脑)时。
- IBM的PC业务,虽然年销售收入约95亿美元,业务区域遍布 160多个国家,其规模位居世界第三。但按照美国公认会计原则(US GAAP)计算,近几年PC业务给出的利润贡献却是负值 (2002年亏损1.71亿美元,2003年亏损2.58亿美元,累计亏损高达6.8亿美元)。
- 联想收购该项业务付出的代价是12.5亿美元(6.5亿美元的现金和18.9%的联想集团股权),还不包括需要承担IBM的PC业务的5亿美元净负债。

### 联想集团所处的PC行业的情况大致如下:

- (1)市场被多家公司分割。国外公司如Dell、HP、IBM、 东芝,等等;国内公司如联想、方正科技、清华同方、 TCL、长城、实达、七喜,等等。
- (2)PC的成本大部分由硬件成本构成。
- (3)产品同质化现象严重,使得价格、品牌与服务成为客户考虑的主要因素。
- (4)进入该行业的技术门槛较低。
- (5)PC的主要硬件与软件为少数厂商所垄断,如Intel的芯片和Microsoft的操作系统,其定价与市场策略由垄断厂商控制。
- 目前各大厂商的毛利率分别为: IBM约21%(根据联想的测算,财务报告中显示约10%; Dell、HP等约17%; 联想约14—15%; 国内的其他厂商,如方正、同方,其毛利率约为8—10%。

#### 1、公司战略

- 公司战略一般指多元化经营或是专业化的选择。
- 联想在**2001**年制定第一个三年计划时,采用的是多元化经营的战略,三年来的结果证明是不成功的。
- 2004年2月,为抓住中国PC市场的重要发展时期,联想通过对多元化战略的反思,决定调整战略,重组业务,确立了PC及相关产品(如笔记本、服务器、外部设备等)的核心业务地位;将移动通信产品(如手机)作为重点发展业务,逐步建立井增强在最具潜力、发展最快的国内通讯市场上的竞争力;而对汀服务、网络产品和软件外包等业务,则采用剥离、整合与出售的策略。
- 2004年下半年,联想在IT服务领域与亚信的携手,可以看出其对 PC专注的决心。而联想集团要在PC领域做大做强,仅靠自身的 发展与积累是走不通的,必须走并购之路。

#### 2、增长

先是做代工,然后自己生产PC销售,再到现在具有一定的产品设计和技术开发能力。目前联想的PC业务主要在国内,约占整个国内PC市场的27%,稳居第一的位置。但随着国内PC市场的饱和以及毛利率的不断下降,联想必须走出国门。

#### 3、无形资产

• 原联想集团CEO杨元庆说: "在国外客户的眼中,中国公司生产的PC低价值、低成本,甚至是低质量的。"在这种情况下,联想要走出国门,不借助外力必定是步履维艰。而联想的此次收购是全方位的收购,不仅取得了IBM的全部PC业务,还同时取得IBM的品牌、渠道、研究与开发、销售与管理团体、售后服务等。根据协议,在交易完成后,联想未来五年内有权使用IBM的品牌,包括IBM的Think系列商标的使用权和相关技术,涉及PC和笔记本方面的专利大部分也归属新联想。也就是说,联想实际上可以用IBM多年精心搭建的PC平台在全球范围从事PC业务,其无形的价值难以估量。

### 4、竞争

• 如前所述,PC行业的技术门槛较低,国内不少家电公司纷纷涉 足PC业务,加入WTO后,随着市场壁垒的消除,国外PC巨头也 步步紧逼、攻城掠地。中国PC市场竞争达到白热化程度。对于 国内的竞争, 联想不惧方正科技、清华同方的咄咄逼人, 也不惧 TCL、清华紫光的后来居上;但不得不小心对待Dell、HP两大 国际PC巨头的来势汹汹。因为Dell、HP是以全球的资源和规模 成本与联想竞争。联想与IBM的PC业务,在地域、产品和客户 群等方面互不重叠,各领风骚。收购完成后,新的联想将以IBM 的PC产品主攻高端市场,联想产品主攻中低端市场,这不仅可 以促进原PC领域的业务发展,巩固其在国内市场第一的位置, 还将具备实力在全球范围内、在不同产品与服务领域内向Dell、 HP等公司发起挑战。

#### 5、与供应商的谈判能力

- 影响行业利润率的一个重要因素就是公司与上游供应商的价格 谈判能力。从联想与Intel、AMD等芯片供应商的合作情况看, 由于国内PC厂商的出货量不大,联想不得不跟随Intel的价格 体制与市场政策,难有自己的作为。
- 2004年,联想出于扩大销售量和毛利的考虑,开始向三类以下的城市推出低价电脑(如在去年暑期推出的单价为2999元家用电脑),以其切入国内低端市场。这与Intel的中高端的市场策略相悖,由此双方发生冲突,联想由此而受到Intel的四处挤压。收购完成之后,联想PC销量占全球PC市场的份额将达到8—9%,位居第三,仅次于Dell(约18%)和HP(约16%),Intel不得不对联想刮目相看,这无疑增加了联想与Intel的价格谈判筹码。

#### 6、协同效率

- IBM的PC业务总体是亏损的,但毛利率却为20%,远高于联想的14%。亏损的原因主要在于:
  - (1)管理成本过高;
  - (2)由于仅关注公司客户,销售量难有大的增长;
  - (3)高额的质量保证费用。
- 此次收购之后,联想可以通过整合资源(如全球采购等),利用人力资本较低的优势和规模效应来降低成本,提升整个联想PC业务的毛利率。
- 从以上分析不难看出联想收购IBM的PC业务的必要性。可见, 任何一项收购、重组或投资,都是一个过程,不能仅凭财务数 据进行取舍,而必须从战略高度、业务角度对项目进行深入的、 动态的分析。



- 1、收购成本高
- 2、难以准确地对目标企业进行估价和预测
- 3、整合难度大,组织、文化冲突可能断送 并购的成果,实现真正整合后的协同效应所 要求的条件比较高。
- 4、伴随不必要的附属繁杂业务,收购企业 往往需作出重大承诺并承担大量义务。



## 企业并购风险

- 企业并购风险广义上
  - 由于企业并购未来收益的不确定性, 造成的未来实际收益与预期收益之间 的偏差



# 并购的风险

- (1) 估价风险
- 由于我国资产评估行业处于发展阶段,在评估的技术或 手段上尚不成熟,这种误差可能更加明显。此外,资产 评估部门也有可能在多方干预或自身利益的驱动下不顾 职业道德,出具虚假的评估报告。
  - (2) 融资与支付风险
- 一般而言,并购行为需要大量的资金支持。企业无论选择哪种融资途径,都存在着一定的融资风险,如果收购方在收购中所付代价过高,可能会导致企业在收购活动后,资本结构恶化,负债比例过高,付不出本息而破产倒闭。

# 并购的风险

- (1) 经营风险
- 如果无法使得整个企业集团产生预期的协同效应,难以 实现规模经济与优势互补,或者并购后规模过大而产生 规模不经济,未能达到预期目标而产生的风险。
  - (2) 整合风险
- 整合风险主要包括企业并购后,在经营、生产和技术上不能达到预定的协同效果而导致的风险,这种风险容易导致破产;
- 企业并购后,在人事、制度和文化上不能按照预先设计的并购规划有效整合,使得新老企业运行相互抵触,产生内耗,从而拖累优势企业带来的风险。

#### 案例一、因准备不足而失败的LTV收购共和公司案

- LTV是美国的第四大钢铁公司,共和公司是美国的第六大钢铁公司。在LTV公司宣布对共和公司的兼并之前,共和公司的股价比它的账面资产净值低1/3。
- LTV公司认为,与兴建新的钢铁厂相比,收购现有的公司的成本低,而且并购后将两公司的低效率工厂关闭,将生产同类产品的工厂合并,共用两公司的销售渠道、品牌及其他优势资产,能够带来规模经济,节省可观的费用,创造协同效应,于是欣然以7亿美元收购了共和公司。
- 在市场有效率的情况下,市场价值比账面价值更能反映资产的经济价值。另外对于这两家公司而言,兼并成功与否的关键在于,并购后的新LTV公司运作能否比并购前的两个老公司更有效率,亦即LTV公司能否与共和公司产生预期的协同效应、规模经济,或将共和公司资产肢解以出售给运作效率更高的厂商。事实证明,LTV公司的预期不准,决策失误,并购事与愿违,新的LTV公司继续亏损,以至不得不申请破产保护。

#### 案例二 信息不对称导致失败的"瑞菱国际收购讯科国际案"

- 在香港股市上,瑞菱国际是1989年上市的一家主营录像带的公司,上市后股价从1元升到7元以上。为了使公司业务多元化,瑞菱国际有意发展电视业务,又考虑到电视机、录像机、录像带产销的关联性,且瑞菱国际已持有讯科国际10%的股份,讯科又有良好的发展前途,瑞菱国际遂有并购讯科的意图。在善意收购未果后,瑞菱国际强行收购了讯科国际。
- 在收集信息时,瑞菱国际只看到讯科公司诱人的一面,而对讯科 过度投资泰国及马耳他的生产基地,债务负担沉重,导致策略性 亏损的情况所知甚少。
- 1990年讯科公司为瑞菱国际收购后,接连大幅亏损,到1992年底,讯科已欠款2.6亿港元,年利息支出高达0.76亿港元,净资产为负540亿港元。
- 瑞菱国际也受到了讯科的拖累,被迫进行债务重整,先是在 1993年以每股0. 1港元的价格(当时收购价为1. 87港币)出售讯 科34%的控股权,后又在1994年寻求改名重新申请上市,而新 公司的股权有八成落入一家新加坡公司之手。



# 企业经营风险和财务风险的衡量

- 影响企业经营风险的因素
  - 产品市场的不稳定性;
  - 生产要素市场的价格的波动性;
  - 产品成本中固定成本的比例;



# 经营风险

- 经营风险是指目标企业预期收益的不确定性。
  - 预期收益一般指税前息前利润 (EBIT)。
- 经营杠杆原理
  - 在某一固定成本比重的作用下,销售量变动对利润产生的作用,被称为经营杠杆。
  - 由于经营杠杆对经营风险的影响最为综合,因此常常被用来衡量经营风险的大小。
- 经营杠杆的大小一般用经营杠杆系数表示。



# 经营杠杆系数DOL (Degree of Operating Leverage)

\_ 经营杠杆系数DOL——即EBIT变动率与销售收入变动率之间的 比率。

- DOL 用来衡量EBIT对销售收入变动的敏感性.
- 经营杠杆度DOL----表示目标企业由于销售收入的变化而引起的目标企业税前息前利润变化的幅度。



# 经营杠杆系数DOL (Degree of Operating Leverage)

■ 在实际计算DOL时,有几个从定义公式导出的替代公式更为有用:

经营杠杆=(销售收入-变动成本)/(销售收入-变动成本-固定成本)



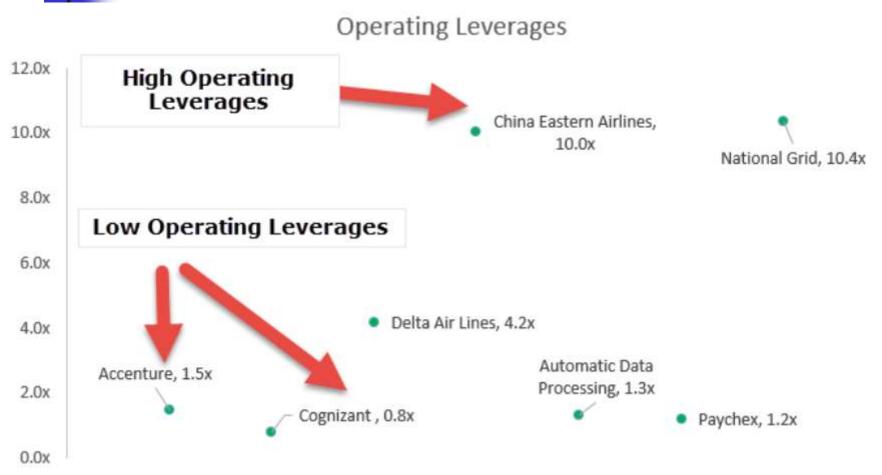
# 经营杠杆系数DOL (Degree of Operating Leverage)

- Contribution Margin (CM) = (Sales Revenue Variable Costs)
- $\%\Delta EBIT = \Delta(Sales Variable Costs))/EBIT = <math>\Delta CM / EBIT$
- %ΔSales = ΔSales / Sales
- $\%\Delta EBIT / \%\Delta Sales = Sales(\Delta CM/\Delta Sales) / EBIT = CM / EBIT$

经营杠杆系数=边际贡献 / (边际贡献一固定成本)

# 4

# 经营杠杆系数DOL (Degree of Operating Leverage)



# 财务杠杆系数 DFL: Degree of Financial Leverage

- 财务杠杆系数是指普通股每股利润的变动率相当于息税前 利润变动率的倍数。
- 通过数学变形后公式可以变为: 财务杠杆系数=息税前利润率 / (息税前利润一负债比率×利息率) =息税前利润/(息税前利润-利息)
- 对于同时存在银行借款、融资租赁,且发行优先股的企业: 财务杠杆系数=息税前利润/[息税前利润-利息-融资租赁积金-(优先股股利/1-所得税税率)]

# 计算财务杠杆度DFL

• 例1: 如果目标企业全部资产为10000万元,当前其年销售总额为8000万元,综合变动成本率60%,年固定成本(不包括利息支出)为2200万元,债务资本的年平均利率为10%,当目标企业资产负债比率为20%、40%和80%时,其DFL分别为多少?



$$DFL = \frac{1000}{1000 - 200} = 1.25$$

$$DFL = \frac{1000}{1000 - 400} = 1.67$$

$$DFL = \frac{1000}{1000 - 800} = 5$$



## 五、并购的发展历程

- 1、第一次并购浪潮;
- 2、第二次并购浪潮;
- 3、第三次并购浪潮;

等。

并购浪潮发生的原因:行业技术升级,法规上的松绑,出现估值的巨大差异。



## 第一次并购浪潮

- 时间: 19世纪末——20世纪初 (1897-1904)
- 特征:
  - 同行企业之间的横向并购,垄断利润和规模经济效应为并购动机;
  - 1890年通过Sherman Antitrust Act, 但并不 严格执行;
  - 主要并购行业:钢铁、矿业、交通;
  - ■1904年股市崩盘收场。



### 第二次并购浪潮

- 时间: 20世纪20年代左右 (1916-1929)
- 特征:
  - 主要为一次世界大战过后,公司之间的整并;
  - 并购的行业在工业方面,集中石油、金属原料、食品三个产业,另外公用事业、银行业、商业方面的并购也很多;
  - Clayton Act与1929年股市崩盘结束此浪潮;
  - Clayton Act加强Sherman Act的法规。

# 第三次并购浪潮

- 时间: 20世纪60年代左右 (1965-1969)。
- 特征:
  - •混合并购;
  - 高估值 (PE ratio) 的公司为了维持高增长 特征,进行并购很多PE ratio低的公司
  - 估值低的公司被并购后,可望相同得到高估值。

# 第四次并购浪潮

- 时间: 20世纪80年代左右(1981-1989)。
- 特征:
  - 杠杆收购兴起;
  - 并购形式多样化, 横向、纵向和混合并购并存;
  - ■战略驱动型并购;
  - 并购波及各个行业;
  - 运用了许多新型金融工具;
  - 跨国并购得到迅速发展。



■ 时间: 20世纪90年代以后(1992-1999)

• 特征:

■ 规模巨大、强强联合(Megamerger);

■ 跨国并购

■ 换股并购

■ 管制放松、全球走向私营化(privatization)



# 第六次并购浪潮

■ 时间: 2003-2008

• 特征:

· LBO的归来,加上抵押证券化资产的兴起;

- 高杠杆的收购案居多。



- 1、1984-1987 试点起步阶段
- · 以河北保定纺织机械厂承担被收购方全部债权债务 的方式并购并保定针织器材厂为开端
- · 主要在同一地域同一行业内进行
- · 政府以所有者身份积极介入
- · 大多是为了消灭亏损企业



- 2、1987-1991 第一次并购浪潮
- · 1987年以来,政府出台了一系列鼓励企业并购的 政策法规
- · 并购由少数城市向全国扩展,开始出现跨地区、跨行业的并购方向
- · 除承债式,还出现了控股的方式



- 3、1992-2001 第二次并购浪潮
- 企业并购伴随着产权市场和股票市场的发展
- 企业并购规模大
- 产权交易市场普遍兴起
- 上市公司股权收购成为重要形式



- 4、2002-至今 第三次并购浪潮
- · 随着中国加入WTO,企业并购活动更为活跃
- 跨国并购呈现急剧发展之势

#### 中国并购事件

- 1、融创收购乐视系股权
- ❖ 2017年1月13日,融创中国天津嘉睿以总代价150.41亿元,收购 乐视网的8.61%股权、乐视影业15%股权和乐视致新增资完成后 的33.4959%股权。投资事项完成后,乐视网、乐视影业及乐视 致新各自将成为融创中国的联营公司。7月,贾跃亭卸任乐视网 董事长并逐渐淡出,而孙宏斌则成为乐视网新任董事长。
- 2、中国化工收购先正达
- ❖ 中国化工集团公司对瑞士农化和种子公司先正达完成要约的第二次交割。至此,中国化工已拥有先正达股份94.7%。至此,这桩中国企业史上最大规模海外并购已正式完成交割。2017年4月,中国、美国、欧盟和墨西哥等反垄断监管机构均已批准中国化工收购先正达。

- 3、吉利汽车收购宝腾汽车及莲花汽车
- \* 吉利集团收购DRB旗下宝腾控股(PROTON Holding)49.9%的股份以及英国豪华跑车品牌路特斯集团(Lotus Group)51%的股份,吉利集团将成为宝腾汽车的独家外资战略合作伙伴。收购英国路特斯汽车集团51%的股权,吉利将支付5100万英镑(折合人民币约4.5亿元);通过收购宝腾控股49.9%的股份,吉利将支付包括现金1.703亿马来西亚林吉特(折合人民币约2.7亿)+吉利博越平台整个生命周期内授权使用费的代价。
- 4、中投公司收购欧洲物流地产公司Logicor
- ❖ 美国私募股权公司黑石集团同意以122.5亿欧元(138亿美元)把旗下泛欧物流地产公司Logicor出售给中投公司(CIC).Logicor目前拥有和运营的物流地产规模达1360万平方米,分布于17个国家,其中超过7成的地产集中于英国、德国、法国和南欧。其客户包括亚马逊等。这是欧洲有记录以来第二大规模的房地产交易,也是中资海外房地产第四大收购。

- 5、中远海运收购东方海外
- \* 2017年7月9日,中远海运联合上海国际港务集团对东方海外以31%溢价、总共492.31亿港元(人民币428.70亿元)发起全面收购要约,交易完成后中远海运将持有东方海外90.1%的股权,上港集团则持股9.9%。东方海外是全球第七大集装箱航运公司,而通过中远和中海两大国内航运集团合并而来的中远海运集团集装箱船队规模已位居世界第四。中远海控收购东方海外将使其成为全球第三大集装箱运营企业,仅次于丹麦马士基航运公司和总部位于瑞士的地中海航运公司。
- 6、万达出售文旅及酒店资产
- 2017年7月10日,融创房地产与万达商业订立框架协议,万达商业同意出售中国13个文化旅游项目公司91%的股权和76家城市酒店100%的权益,总代价为人民币631.7亿元。而后的7月19日,融创房地产与万达商业正式订立协议书,上述框架协议中76家城市酒店不再作为目标资产,总代价也调整为人民币438.44亿元,而就在当天,富力作为接盘者以199.06亿元最终拿下77家城市酒店的全部股权。

#### 7、中资财团收购普洛斯

- 2017年7月14日,新加坡上市公司普洛斯公布中国财团116亿美元(160亿新币)成功收购普洛斯。收购价每股按3.38新币计,停牌前普洛斯每股2.7新币。中国财团包括五方面:厚朴投资占股21.3%、万科集团占股21.4%、高瓴资本占股21.2%、中银集团投资有限公司占股15%、普洛斯管理层占股21.2%。过去7年间,普洛斯快速成长,一跃成为亚洲最大的工业及物流设施地产商。截至2017年3月31日,普洛斯拥有并管理约 5492 万平方米的物流基础设施,管理价值近400亿美元的物流资产,客户包括亚马逊、DHL等。
- 8、百丽国际实现私有化
- 2017年4月,由高瓴资本集团牵头、鼎晖投资等组成的财团宣布对国内知名品牌,一代"鞋王"百丽国际集团提出私有化要约,收购总价为531亿港元。7月27日,百丽国际在香港联交所退市。531.35亿港元的私有化交易创了港股历史之最,创始人邓耀和CEO盛百椒均不参与此次私有化要约收购,套现百亿离场。13相比2013年巅峰时期1500多亿港元的估值,缩水过半。

- 9、中国华信能源收购俄罗斯石油股权
- 中国华信2017年9月宣布,与嘉能可财团和卡塔尔投资局联合体 达成了一项协议,中国华信收购该联合体所持有的俄油公司 14.16%的股份,合同金额预计约91亿美元。此次收购将使得中 国华信成为俄油公司第三大股东,两家公司的合作会扩大至整个 油气供应链。中国华信成立于2002年,总部位于上海。过去一 年,中国华信已在乍得和阿布扎比投资石油开采权。

#### 10、360借壳回归A股

• 360作为中国最大的网络安全企业,通过重组江南嘉捷回归A股。2016年7月,360顺利完成在美国退市的动作。2017年11月3日,江南嘉捷公司公布了《重大资产重组、置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)》,正式披露了360公司及其关联公司通过对江南嘉捷进行资产重组以登陆A股的消息。360公司100%股权将作价504.16亿元置入上市公司,交易完成后,周鸿祎将成为上市公司的实际控制人。

#### CVS(690亿)并购安泰保险

- ❖ 12月3日,美国最大处方药零售商 CVS Health 宣布出资 690 亿美元收购美国第三大健康保险公司安泰保险(Aetna)。 CVS 称将付给安泰每股 207 美元,其中包含现金 145 美元,剩余部分为股票。
- ❖ 此次交易将合并 CVS 药房、药品福利管理业务与安泰保险业务, 这成为了过去十年里最大医疗合并案
- ❖ CVS Health是美国著名的老牌药品零售企业,成立于1963年,总部位于文索基特市,在全美国和巴西共拥有着1万家连锁药店与诊所与1千家步入式诊所,拥有27,000名执业医师,护士,为美国7,000万民众提供处方配药,医药福利管理与专业特殊药品服务。
- ❖ 这个交易将美国最大连锁药局和美国第三大医疗保险业者整并, 结合安泰的医疗保险事业和CVS的处方药保险和零售事业。 如 此一来,安泰2,200万客户便可透过CVS的药局取得处方药。

#### 阿里巴巴全资收购大麦网

- ❖ 2017年3月21日,阿里巴巴宣布对国内演出票务平台大麦网完成全资收购。
- ❖ 2014年7月阿里巴巴以D轮投资人身份进入大麦网,并持有大麦网32.44%股份。
- ❖ 阿里此次收购大麦网,将实现阿里大文娱版块重要组成部分的阿里音乐与大麦网的业务打通。阿里巴巴文化娱乐集团董事长兼 CEO俞永福发表内部信称,早在2014年7月,在阿里大文娱战 略还在雏形期,就成为大麦网的重要股东,将此事称为"一场持续三年的认认真真的恋爱"。

#### 东芝芯片业务180亿美元卖给贝恩财团

- ❖ 日本东芝同意将旗下芯片业务部门出售给贝恩资本(Bain Capital)牵头的财团,交易额约2万亿日元(约180亿美元)。
- ❖ 这个美国私募机构贝恩资本牵头的竞购联盟包括韩国海力士、日本产业革新机构和日本开发银行,还包括苹果、戴尔等几家科技公司。
- ❖ 贝恩资本、东芝、SK海力士和日本豪雅株式会社将出资约9600 亿日元(约合86亿美元),而苹果、戴尔、金士顿和希捷将出资 约4400亿日元(约合40亿美元)。另外,该财团还将获得约 6000亿日元(约合54亿美元)的贷款。

## 英特尔完成对Mobileye收购

- ❖ 英特尔以153亿美元价格收购了以色列一家科技公司Mobileye。 这家创立18年的科技公司于2014年在纽交所上市,当时的市值 就已经达到了50亿美元,而两年多的时间里,Mobileye的市值 又翻了一倍。
- ❖ 英特尔是世界上最大的计算机芯片制造商,最近几年该公司一直在努力开拓其核心的计算机芯片之外的市场。对Mobileye的高价收购,可以帮助英特尔一举跨进汽车零部件供应商的第一阵营。这也会让世界汽车制造商和供应商之间在自动驾驶技术领域的竞争愈演愈烈,并可能进一步推高已经过热的无人驾驶初创企业的估值。
- ❖ Mobileye拥有广泛的产品组合,包括车用摄像头、传感器芯片、车载网络、交通地图、机器学习、云软件及数据融合和管理等,为20多家汽车制造商提供无人驾驶汽车的重要零部件。 Mobileye与英特尔合作推出了将用于完全自动驾驶汽车的第五代芯片,计划在2021年左右上市。

## 吉利完成terrafugia飞行汽车并购

- ❖ 吉利汽车收购Terrafugia的全部业务及资产。
- ❖ 未来Terrafugia飞行汽车将在中国制造,但在美国先实现销售和产业化。中国尚未通过飞行汽车的相关法规,但美国已经有飞行器立法,所以在美国先行一步。
- ❖ 近几年吉利汽车透过不断的并购,获取技术与市场影响力,如今 又切入节能与智能车领域。



#### 通用电气收购贝克休斯

- ❖ 美国通用电气(奇异,GE) 完成对贝克休斯(Baker Hughes) 的收购交易,将旗下油气设备及服务业务与贝克休斯合并,创建按收入计全球第二大油田服务提供商。
- ❖ 新公司名为 "Baker Hughes, a GE company",将开始在纽交 所交易,股票代码为 (BHGE.)。
- ❖ 该交易有助其实现规模上的扩张,成为业内更为重要的一家企业, 竞争对手哈里伯顿(Halliburton) 去年曾尝试购买贝克休斯,但 最终因反垄断担忧告吹。
- ❖ 合并后新公司的规模将超过哈里伯顿,并仅次于斯伦贝谢 (Schlumberger)
- ❖ 对通用电气而言,该交易将有助其更多聚焦油气领域,尤其是在北美市场,同时又可保护母公司获利免受能源行业盛衰周期的冲击。通用电气全部油气相关业务都将并入其持股62.5%的新公司。贝克休斯股东将持有其余股份,并一次性获得每股17.59美元的股息。

#### Vantiv收购英国支付宝Worldpay

- ❖ 美国支付处理公司Vantiv Inc周三宣布同意以99亿美元的价格 收购刚刚上市两年的英国金融技术公司Worldpay Group Plc。 Worldpay是一家每天要处理3100万笔线上移动交易和线下交 易的英国支付巨头。
- ❖ Worldpay股东将获得每股0.55英镑现金以及0.0672股新的 Vantiv股票。此外,Worldpay股东还将获得每股5便士的现金 股息。总对价相当于每股Worldpay股票3.85英镑,较该股7月 3日收盘价溢价18.9%。
- ❖ Worldpay和Vantiv的董事会均认为,将Worldpay和Vantiv的 互补业务结合在一起在战略上是有说服力的,依托于各自在支付 能力、产品、垂直领域专业知识,以及分销渠道上的优势,合并 可能创建一个世界级规模的支付集团。

#### 亚马逊成立以来最大宗收购,新零售全球化

- ❖ 亚马逊以42美元/股现金收购全食超市(WholeFoods Market, WFM)。 这笔亚马逊成立以来最大宗收购, 终于跨出走向新零售的一步。
- ❖ WFM作为美国中高端有机生鲜超市,于2003年成为经认证的有机产品零售商。由于受到竞争者进入有机生鲜行业的冲击,2016年全年同店销售下降了2.5个百分点。EBITDA为14亿美元,净利润5.07亿美元,净利润率为3.2%。
- ❖ 亚马逊对线下超市的收购,与大洋彼岸阿里巴巴近来持续在线下的布局不谋而合。从苏宁云商、三江购物到联华超市,阿里线下布局从银泰百货逐步转向线下网点众多的超市类别。



## 第二节、投行在并购中的作用

- 企业买卖者角色(自营)
- 中介服务者角色(代理)
  - 作为买方代理策划并购;
  - 作为卖方代理实施反兼并措施;
  - 参与并购合同的谈判并确定并购条件;
  - 协助买方融资。



## 一、投行所提供的服务

- 协助收购方搜寻目标、制定收购计划。
- 协助被收购方寻找受让方、设计交易方案。
- 在敌意收购中提供反并购策略

## 反并购策略

- 是指当公司成为其他企业的并购目标后,公司的管理 层采取的阻挠接管的策略。
  - 提高收购者的收购成本,降低目标公司的收购价值。
  - 提高相关者的持股比例,增加收购者取得控股权的 难度。
  - 制定策略性的公司章程,提高外部人改组管理层的 难度。
  - **<u>贿赂外部收购者,以现金流换取管理的稳定。</u>**
  - **找出收购行为中的违法违规行为,提出法律指控。**
  - **■** 早期措施,防范于未然。



#### 一、提高收购者的收购成本

- 一般性财务重组
- 毒丸术
- 焦土战术
- 金降落伞



#### 一般性财务重组

- 采取各种措施提高公司的股价;
  - 资产重估;
  - 通过分立、剥离等方式全面收回现金流, 提高公司主业竞争力。

## 毒丸术

- 毒丸术 (poison pill) 通常是指公司章程规定当<u>一定</u>的触发事件发生时,股东可以行使特别权利。
- Flip-in pill: 当故意收购者取得特定股权比例(10%-20%), 允许股东以低价购买新发行的普通股或取得特定比例的特别股。
- Flip-over pill: 当敌意收购者已经取得公司部分资产、 控制权或特定股权比例(如50%),目标公司股东可 以使用低价格购买收购公司股票。



#### 搜狐的毒丸计划

- 为防止被收购,2001年7月28日美国纳斯达克上市的搜狐公司(Nasdaq: SOHU)宣布其董事会已采纳了一项股东权益计划。
- 按照这项计划,搜狐公司授权7月23日搜狐股票收盘时登记 在册的所有股东,有权按每一普通股买入一个单位的搜狐优 先股。



#### 搜狐的毒丸计划

- 股东可以在期限内用每股100美元的价格购买一个单位的搜 狐优先股
- 在被并购后,每一优先股可以兑换成新公司两倍于行权价格的股票(即市场价值为200美元的新公司的普通股)
- 在以下情况出现后10天后,购买优先股的股权证将寄给除恶意收购者之外的股东:
  - (1) 个人或团体收购20%或更多的搜狐普通股获得公司控股;
- (2) 公开宣布收购或换股使个人或团体可获得20%或更多的 搜狐普通股从而达到控股。



#### 搜狐的毒丸计划

- 按搜狐公司现发行在外的总股本3476.5万股计算,如果有人恶意收购,假设收购量为20%,则上述计划开始启动,如果除收购者外的所有股东均行使这一权利,则购买优先股需要资金278,120万美元(3476.5万×80%×100 = 278,120万)
- 此优先股可以兑换买新成立公司两倍于该金额的股票,即价值高达556240万美元的新公司普通股票,而搜狐公司在2001年8月3日的收盘价为1.40美元,其市值只有4867.1万美元,而一旦被恶意收购启动该计划,则原股东如先行使优先股的兑换权,然后再转让新公司的股票,可获利278120万美元,是目前市值的57倍。



- 1987年9月25日,纽约银行以每股80美元的价格敌意收购了欧文银行47.4%的股票,并向其余股东发出了以1.9股纽约银行股票换取一股欧文银行股票的要约。
- 欧文银行拒绝了该项要约并实施了一项以200美元价格购买价值400美元公司股票的股东特别权利,但该权利行使对象不包括纽约银行原先持有的欧文银行的47.7%的股票。
- 纽约银行随即向纽约州高等法院提出诉讼,法院判决欧文公司的歧视性毒丸政策违背了所有股东应该被公平对待的原则,因而特别权利应该包括纽约银行。

## 毒丸计划的法律问题

- 最终,纽约银行以每一股欧文银行股票换取15美元现金和 1.675股纽约银行股票以及认股权证即相当于每股77.15美元为代价全面收购了欧文银行公司。纽约州同时修改了相关的公司法规以限制歧视性股东权利的制定。
- 但在另外一个轰动一时的类似案例中,特拉华州判定目标公司犹那科公司(Unocal)针对米萨公司(Mesa)的歧视性条款有效,并发表声明指出,除非是有确切证据表明犹那科公司股票纯粹是为个人利益而制定歧视性的股东权利,否则法庭不应干涉公司董事会正常的反收购行为。
- Delaware州一向支持反并购措施的
  - AirProducts vs Airgas
  - 对冲基金经理人Daniel Loeb vs Sotheby



- 2009年6月花旗提出一项"毒丸计划",旨在阻止投资者购买5%以上的股份以及阻止现有大股东增持股权。
- 根据"毒丸计划",如果一名投资者购买花旗超过5%的股份或者持有5%以上股份的现有股东增持一半股权,所有其他投资者将能够以市场价50%的折扣进行一比一增持。这将显著增加花旗的股票总量,从而稀释股票价值。
- 花旗抛出"毒丸计划"的同时,启动了总额580亿美元的股票转换计划(优先股换普通股),这可能令美国政府对花旗的持股比例达到34%。



- 花旗高管表示,限制投资者大幅增持股权的罕见举措并不是 旨在阻挠并购企图的传统"毒丸计划",因为即使花旗收到 收购提议,也不会触发此项措施。
- 然而,公司律师表示,这一措施的有效期为3年,将能够阻止投资者和对冲基金大量积累花旗股份,同时阻止现有股东增持花旗股份。
- 花旗需要从美国政府及其他投资者手中筹集巨额资金,以弥补信贷危机期间遭受的巨额亏损。"毒丸计划"的出台从另一方面反映出花旗被迫面临内部调整。

- 焦土战术就是当目标公司面临被收购威胁时, 采取各种有意恶化公司的资产和经营业绩, 以此降低在收购公司眼中的价值,使收购方 却步。
  - 低价出售优质资产;
  - 购买不良资产;
  - 增加负债;
  - 使公司丧失配股资格。

- 焦土战术就是当目标公司面临被收购威胁时, 采取各种有意恶化公司的资产和经营业绩, 以此降低在收购公司眼中的价值,使收购方 却步。
  - 低价出售优质资产;
  - 购买不良资产;
  - 增加负债;
  - 使公司丧失配股资格。

#### 售卖"冠珠"

- 在并购行当里,人们习惯性地把一个公司里富于吸引力和具收购价值的"部分",称为冠珠,它可能是某个子公司、分公司或某个部门、某项资产、一种营业许可或业务、一种技术秘密、专利权或关键人才,更可能是这些项目的组合。
- 冠珠,它富于吸引力,诱发收购行动,是收购者 收购该公司的真正用意所在,将冠珠售卖或抵押 出去,可以消除收购的诱因,粉碎收购者的初衷。

- 1982年1月,威梯克公司提出收购波罗斯威克公司49%的股份。
- 面对收购威胁,波罗斯威克公司将其Crown Jewels—一舍伍德医药工业公司卖给美国家 庭用品公司,售价为4.25亿英镑,威梯克公 司遂于1982年3月打消了收购企图。

- 虚胖战术。
  - 一旦遭到收购袭击,购置大量资产,该种资产多半与经营无关或盈利能力差,令公司包袱沉重,资产质量下降;或大量增加公司负债,恶化财务状况,加大经营风险;或故作一些长时间才能见效的投资,使公司在短时间内资产收益率大减。
  - 所有这些,使公司从精干变得臃肿,收购之后, 买方将不堪其负累。如同苗条迷人的姑娘,陡然 虚胖起来,原有的魁力消失了去,追求者只好望 而却步。

- 1985年2月,美沙石油公司已拥有尤诺卡公司的股票1700万股,占总股本的9.8%,成为该公司的首席股东。美沙决心对尤诺卡进行全面收购。
- 美沙找到能提供30亿美元的130名投资家,又从商业银行贷出10亿美元。准备好收购金额后,在《纽约时报》上公布:以每股54美元收购尤诺卡6400万股票。

- 尤诺卡立即进行反击,提出每股72美元买回5000万 股的"自我股权收购报价",但是美沙如果不先买尤 诺卡的股票,他们就不买回。
- 这实在是个妙主意,他们也知道尤诺卡的股票没有72美元的价值,提出这个报价,只是为了不让股东将股票卖给美沙而已。如果美沙先买,尤诺卡就得以72美元的高价买回美沙所买剩的股票,这么一来,尤诺卡公司就陷入濒临破产的状态,这是所谓的"焦土战术"。不论什么样的股东,一定会在报价最高时脱手。

- 尤诺卡宣称最大股东美沙合伙公司并不在"自我股权收购"之列,这显然违反必须平等对待所有股东的法定原则,尤诺卡的报价只是做个样子罢了,他们把美沙摒除在外。又说美沙不先买,他们就不买回自己公司的股票。他们知道美沙不会最先买进,因为尤诺卡隐藏着"债务炸弹",绝对会因为以过高价格买进股票而导致公司倒闭。
- 美沙公司只好诉诸法律,向证监会(SEC)控告尤诺卡,认为根据股东平等原则,尤诺卡要买回去自己公司的股票,美沙手上的股票也必须包含其中,结果经长时期的争执,法院判决美沙胜诉。



## 金降落伞 Golden Parachute

- 黄金降落伞,是按照聘用合同中公司控制权变动条款对高层管理人员进行补偿的规定,最早产生在美国。"金色"意指补偿丰厚,"降落伞"意指高管可规避公司控制权变动带来的冲击而实现平稳过渡。这种让收购者"大出血"的策略,属于反收购的"毒丸计划"之一。其原理可扩大适用到经营者各种原因的退职补偿。
- "降落伞"通常分金、银、锡三种,对高级管理者为金色降落伞,对于中层管理者为银色降落伞,对于一般员工为锡色降落伞。银降落伞和锡降落伞则是把补偿对象扩大到较低层次的管理者甚至雇员身上。



## 金降落伞 Golden Parachute

- 1985年6月,瑞福龙公司在受潘帝布莱德公司收购威胁时就为 其管理人员提供"金降落伞"。85年11月合并成亚莱德●西格 纳耳公司时,后者须向前者的126位高级干部支付慰劳金(金 伞)计2280万美元。后因被诉而削减了一些数额。
- 1985年年美国著名的克朗●塞勒巴克公司通过了一项金降落伞计划: "16名高级负责人离开之际,有权领取三年工资和全部的退休保证金。" 1986年戈德●史密斯收购了克朗公司后不得不支付该等款项。该项金额合计共达9200万美元。其中董事长克勒松一人就领取了2300万美元。



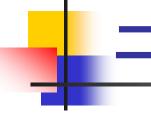
#### 金降落伞 Golden Parachute

- "金色降落伞"(针对退职)与金手铐(针对股权)、金阶梯 (针对职业成长)并称"三金",主要适用于核心管理团队、 特别是企业家阶层,具有程序严、弹性大、价值高等特点。
- 盛大网络授予唐骏的期权属于吸引人才的"金手铐"性质,而授予谭群钊、瞿海滨、李曙君的期权则是针对元老的"金色降落伞"计划。
- 山东阿胶集团就成功实行了"金色降落伞"计划,把部分参与 创业但已不能适应企业发展要求的高层领导人进行了妥善的安 排,达到了企业和个人的双赢。



#### 金降落伞的实际运用效果

- 大多数情况下,金降落伞的开支在全部收购费用中所占比例很小,因此,金降落伞被普遍认为不是一种有效的收购防御措施;
- 对管理层一定的经济补偿能降低管理层抵制并购的阻力, 减少并购的阻力,因此,反而有可能诱导管理层低价将 企业出售;
- 金降落伞可能成为对失效管理的一种补偿。



#### 二、提高相关者的持股比例

- 股份回购
- 增持股份
- 白衣骑士、MBO和ESOP
- 帕克门战略

# 股份回购

- 股份回购即目标公司回购它自己的股份
- 股份回购的目的:
  - 先向愿意出售的股东买回股票,剩余的股东是不愿意出售 股权,增加未来收购困难度
- 股份购回的缺点:
  - 股数减少,提高被并购的概率



#### 增持股份

- 通过增持股份加大持股比例达到控股地位,或者至少比敌意收购方持股比例高,也是反收购中最常规的手段。
  - 持股比例太小,难以达到反收购效果;
  - 持股比例太大,则会过量沉淀现金。

## 白衣骑士、MBO和ESOP

- 白衣骑士是指目标公司在面临敌意收购而依靠公司本身力量无法抵御敌意收购时,邀请友好的第三方购买公司的股份。
- 一般来说,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。
- 白衣骑士的两个变化是管理层杠杆收购(MBO)和 职工持股计划(ESOP),目标公司的管理层和(或) 职工本身就是一个潜在的白衣骑士。

176



- 为了避免bidding war, 白衣骑士会要求一些保障。
- 此保障一般是取得期权,未来如果目标公司被其他公司买下,白衣骑士可以执行该期权购买目标公司的新股票或特定资产。



## 白衣护卫 (white squires)

- 白衣护卫是愿意支持管理层与董事会的投资人,但 并不像白衣骑士愿意购买大量的公司股权。
- 一般会以折现的方式出售一部分股权给白衣护卫, 让白衣护卫取得董事席位。
- Gannet Corporation想并购Tribune Publishing 时, Tribune出售12.92%的股权给Patrick Soon-Shiong。

## ESOP(公司职工持股计划)

- ESOP(Employee Stock Ownership Plans, 简称ESOP)
- 是指由企业内部员工出资认购本企业部分股权,委托 一个专门机构(如职工持股会,信托基金会等)集中 管理,一般为职工退休基金计划。
- 在出现敌意并购状况时,**ESOP**可提供公司职工表决权。



#### ESOP(公司职工持股计划)

#### ■ 非杠杆型ESOP

指实行员工持股计划的过程中,不依赖于外部资金的支持, 主要采取股票奖金或者是股票奖金与购买基金相结合的方 法予以解决。

#### ■ 杠杆型ESOP (LESOP)

■ 通常由公司出面以LESOP所要购买的股票作为抵押,向商业银行或其他金融机构融资,所得款项用于购买股票,只有在LESOP定期利用公司的捐赠偿还本金和利息时才能逐步、按比例将这部分股票划入员工的私人账户。



# ESOP(公司职工持股计划)

- ESOP规定,受雇主经济资助的员工津贴信托基金,可收购大量的雇主股票或证券,随后分配给员工。公司可将ESOP视作公司股票积累在相对友好的人手中。发生敌意收购时,ESOP可能成为关键的防守武器。
- 根据英国企业法,不能将ESOP当作毒丸使用。
- 在美国80年代,ESOP被用于反收购行动。

# 帕克门战略

- 帕克门战略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。
- "帕克门"战略(Pac-man): "帕克门"本来是 80年代初流行的一款电子游戏的名称,在该游戏中, 任何没有消灭敌手的一方将遭到自我毁灭。作为反 收购措施,帕克门战略是指目标公司针锋相对地向 收购公司发起要约收购。

# 帕克门战略

- 帕克门战略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。
- "帕克门"战略(Pac-man): "帕克门"本来是 80年代初流行的一款电子游戏的名称,在该游戏中, 任何没有消灭敌手的一方将遭到自我毁灭。作为反 收购措施,帕克门战略是指目标公司针锋相对地向 收购公司发起要约收购。



- 1982年8月25日,Bendix公司发出了以43美元一股收购 Marietta公司的要约,而Marietta公司在投资银行的建议 下随即发出了以75美元一股收购Bendix公司的反收购要约。
- 尽管Marietta公司要约在后,但是由于两公司注册州公司 法对于召开临时股东大会投票表决兼并等重大事项的事件规 定有所不同,因而,Marietta公司相信他们仍然有能力首 先取得Bendix公司的控股权。
- 此时, United Technologies公司因为对Bendix公司的汽车和消费类电子业务单元感兴趣,也加入了收购Bendix公司的阵营。



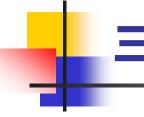
- 到1982年9月17日,Bendix公司以48美元每股收购了 Marietta公司70%的股权,而Marietta公司在9月23日也 持有了Bendix公司42.4%的股份
- 最后Bendix公司与另外一家石油公司Allied合并。两公司 达成了一个股票交换的协议,从而停止这场股权大战,但 Marietta公司仍然有39%的股票掌握在第三方Allied手中, 直到1993年Marietta公司才以34500万美元的价格将股票 全部买回。
- 1995年 Lockheed与Martin Marietta合并成立 Lockheed Martin (F-22 Raptor制造公司)

- 保时捷汽车控股股份公司以开发、生产和营销豪华跑车和运动型越野车为主,是著名的高端汽车企业。
- 大众汽车集团则是目前世界上最大的汽车制造厂商之一,主要开发和生产小轿车和轻型商务车,旗下包括
   Volkswagen、Audi等众多著名汽车品牌。
- 近年来大众集团的经营不力为保时捷的收购行动创造了条件, 保时捷汽车2005年取得了历史渊源深厚的大众汽车20%的 股份,保时捷已成为大众的最大股东。合并后的公司将取代 大众成为欧洲最大的汽车企业。

- 欧盟委员会2008年07月23日正式做出决定,批准德国保时 捷收购德国大众。因为这两家德国汽车企业的合并将不会 对本地区的市场竞争造成明显损害。
- 保时捷公司2008年9月16日宣布,该公司已拥有大众汽车公司35.14%的股;2008年11月,持有的大众汽车股份约为43%,但是为了在之后可取得必要的权利,在事实上已经等于收购的状况下,决定要持有约75%的大众股份。

- 为了拿下大众汽车,保时捷目前已负债90亿欧元。是金融 危机给了大众汽车反击的机会。得益于中国市场的巨大成功, 在金融危机中"独善其身"的大众汽车已赚得钵满盆溢,其 收购保时捷也就在情理之中。
- 由于资金的周转困难, 2009-12-7 保时捷反而被大众以收购保时捷的形式为目标统合经营到2011年中。

- 保时捷控股家族已经和大众达成收购协议,大众将出资大约 80亿欧元(约合113.1亿美元)收购保时捷旗下的跑车业务。 保时捷家族计划用出售跑车业务所获得的资金偿还部分债务, 据称保时捷所欠的债务高到100亿(114亿)欧元。
- 两家企业合并后, "保时捷"将成为大众汽车旗下10个汽车品牌之一。
- 整个收购过程分为两阶段大众首先将购买保时捷股份公司 49.9%的股份(39亿欧元),剩下的股份将在稍后一段时 间收购。



# 三、制定策略性的公司章程

- 董事会轮选制;
- 超级多数条款。



# 董事会轮选制 (staggered board)

■ 又称分期分级董事会制度。即公司章程规定董 事的更换每年只能改选1/4或1/3等。这样 收购者即使收购到了足量的股权,也无法对董 事会做出实质性改组,即无法很快地入主董事 会控制公司。因为董事会的大部分董事还是原 他们仍室握着多数表决权. 他们可以决定采取增资扩股或其他 办法来稀释收购者的股票份额,也可以决定采 取其他办法来达到反收购的目的。

# 董事会轮选制

- 在我国,公司法第104条规定,持有公司股份10%以上的股东请求时,必须召开股东大会,而第103条规定,股东大会,行使下列职权:①选举和更换董事;②修改公司章程。
- 收购者可请求召开股东大会,通过股东大会先行修改公司章程中关于分期分级董事会制度的规定,然后再行改选董事。这是收购者针对分期分级董事会制度的一项有效的反制方法。

# 超级多数条款 (supermajority vote)

- 超级多数条款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,若公司管理层和职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。
- 我国《公司法》规定(第106条)"股东大会作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权的半数以上通过。股东大会对公司合并、分立或解散公司,必须经出席股东大会的股东所持表决权的2/3以上通过。"这是我国《公司法》中的超多数规定。



# 四、贿赂外部收购者:绿色邮件

- 目标公司以一定的溢价回购被外部敌意收购者先期 持有的股票,以直接的经济利益赶走外部的收购者。
- 绿色邮件通常包含一个大宗股票持有人在一定期限 (通常为10年)内不准持有目标公司股票的约定。



#### 绿色邮件措施的争议

- "绿色邮件"的目的多在于保护管理者利益,而对收购 方支付的溢价却有损当前股东利益。
- 由于绿色邮件直接以牺牲股东利益为代价来换取管理层的稳定,一般受到各国监管当局的严格禁止,基本上属于公司私下里的行为。一旦发现,管理层通常被处以严重的惩罚。
- 许多公司章程制定 Antigreenmail provisions.

# 五、提出法律指控

- 设法找出收购行为中的违法违规行为,提出法律 指控。
  - 指控收购行为可能导致违背反垄断法的规定;
  - 指控收购行为违背有关收购程序和证券交易法;
  - 指控收购方目的不在于取得目标公司的经营权, 而在于绿色邮件勒索或操纵市场、哄抬股价。

# 法律指控的作用

- 拖延收购时间,延缓收购进度,一边让其他买者 能够从容介入收购竞买,同时目标公司本身也可 争取时间采取其他反收购措施;
- 收购方为避免陷入法律麻烦或支付数额不菲的诉讼费,往往宁愿支付较高的收购价格。
- 有时候控告与诉讼也有可能直接令收购者放弃收购。



- <u>鲨鱼监视</u> (shark watching)
  - 敌意收购者被业内称为鲨鱼。
  - 有些专业性公司专门从事观察和监视敌意收购者的早期动向。
  - 为及早防范、及时应对,有的上市公司就雇佣或聘用"鲨鱼观察者"专门负责观察自己公司股票的交易情况、主要股东持股变动情况。



### 反并购措施对目标公司自身的影响

- 实证研究发现平均而言反并购措施对股东利益是负面的影响。(Cohen & Wang, 2013)
- 并购威胁是一项好的公司治理制度,缺乏良好的公司治理,内部管理层就不见得会以股东利益为优先经营公司。
- Masulis, Wang & Xie (2007) 发现采取反并购措施的公司经理有很高的概率会执行empire building策略(过度投资)



### 反并购措施对目标公司自身的影响

- 不过也有学者发现,反并购措施可以提高收购价, 使股东获得更大利益(Goktan & Kieschnick, 2012)
- 也有研究发现,董事会论选制可协助公司做出有益 股东的长期投资 (Ahn & Shrestha, 2013)



# 二、投行并购业务的特点及收入

- 创造收入;
- 塑造品牌;
- 带动其他业务;
- 集聚人才;
- 网络客户。



# 投行在并购业务中的收入

- 并购顾问和经纪业务的佣金;
- **■** 并购融资服务的收入;
- 并购自营业务买卖差价;
- 风险套利收入。



# 投行的并购业务收费

- 累退法
- 累进法
- 固定比例佣金
- 固定比例+鼓励费

# 雷曼公式 (Lehman Formula)

- 雷曼公式是西方投资银行并购佣金的计收方法,它分为累进法(1-2-3-4-5)和累退法(5-4-3-2-1)二种。
- 累退法
  - 这是最常见的方式,即 "5-4-3-2-1"。
  - 即投资银行对购并成交价第一个100万(或其他约定的数额,下同)美元收取5%的费用,对第二个100万收4%,第三个100万收3%,第四个100万收2%,以后超出的部分只收1%。
- 累进法
  - 又称"逆雷曼公式 (Reverse Lehman Formula)", 即"1—2—3—4—5"。



- 买方为降低购并金额,对投资银行的付费习惯 采用累退公式;
- 卖方为想把公司卖个好价钱,常以累进付费方式来鼓励卖方的投资银行。



- 累退法对小交易额的交易来说,买卖双方的投资银行皆缺乏赚头,因此有二种修正公式出现:
  - 对较小额交易提高费用比率,例如对成交额低于500万美元者采取"7-6-5-4-4"的方式,或采用双倍雷曼公式,即"10-8-6-4-2"的公式。
  - 加大金额差距,例如第一个200万美元抽5%, 第2个200万抽4%……。

#### • 固定比例法

- 不管交易金额是多少,投行都按一固定比例(如2%或 3%)收取酬金。
- 这一固定比例由投行与客户商讨决定。

#### • 固定比例+鼓励费

- 先让客户对其交易额作一估计, 如果最后成交额大于这一估计额, 则在固定比例之外增加一笔鼓励费。

- 例如,一个目标公司认为其公司市价大约是1600万美元,如果投行斡旋后的实际卖价超过1600万美元,那么投行所要求的酬金则应增加一个百分点;如果实际卖价超过了1700万美元,那么酬金又应再增加一个百分点。

### 投行提供并购融资服务的收入

- 主要包括
  - 并购融资策划的顾问费;
  - 以证券方式融资时的发行承销费;
  - 直接向客户提供并购资金的利息收入。
- 提供桥式贷款
  - 又称中继贷款或过桥融资
  - 是指长期债务资金筹措完成前的临时性资金借贷。 通常的做法是,投行先向收购者提供收购资金(期限短利息高)。



#### 投行自营企业买卖的价差收入

- 主要取决于三方面因素:
  - 1、投行的资金实力和融资能力。
  - 2、投行进行企业诊治和重建的经营管理能力,对买进的标的企业进行病因诊治和整组重建是使标的企业增值和变得有吸引力的关键环节,是投资银行在企业买卖(产权投资)业务过程中的劳动精华和利润生长点。投资银行须要有一批深谙产权重组和企业再建之道的经营管理专家。
  - 3、投行的市场把握能力,投资银行须要十分了解公司市场的供求态势,要善于把握买进与卖出的机会,擅长买进与卖出的谈判,真正做到善买善卖、贱买贵卖。
- 只有上述三方面能力兼备,投行的企业买卖业务才可望获得理想的利润收入。

# 投行的风险套利收入

- 风险套利收入
  - 是指投资银行的风险套利部捕作并购消息、在二级市场上买卖目标股票、从事风险套利活动所获得的收入。
- 风险套利的套利活动主要有两类风险:
  - 涉嫌内幕交易的法律风险
    - 出于监管因素和职业操守,华尔街各大投资银行一般都十分注意防范内幕交易,严厉禁止并购业务人员从事内幕交易活动。
  - ■市场风险
    - 并购消息往往引发股价或扶搐直上或急转直下,其变幻莫测速度之快常令人措手不及,套利行为的买卖一旦与股价涨跌发生错位,那损失将十分惨重。



# 证监会对证券公司高管内幕交易行为 做出处罚 2009年05月12日

- 中国证监会已于近日对某证券公司高管人员金某及其配偶余 某在证券公司运作借壳上市期间发生的内幕交易行为依法做 出行政处罚,决定没收内幕交易违法所得2万余元并处以等值 罚款。
- 2006年底,金某所在证券公司的大股东计划收购一家上市公司,并通过资产重组实现证券公司借壳上市。经过前期筹备,2007年1月18日,证券公司大股东和中介机构确定了拟收购上市公司的目标和方案,通知证券公司总裁助理金某联系目标上市公司的相关人员。1月19日(星期五)和22日(星期一)两个交易日,目标上市公司股票连续涨停,1月23日上市公司停牌,宣布公司有重大事项正在沟通磋商。



# 证监会对证券公司高管内幕交易行为 做出处罚 2009年05月12日

- 上市公司收购的有关方案属于内幕信息,本案内幕信息形成 于2007年1月18日,价格敏感期为2007年1月18日至22日, 金某1月18日获悉该信息,为内幕信息知情人。
- 金某用其岳母名义开立证券账户,开户资料显示该户代理人为金某。该账户资金来源于其配偶某银行存款账户,余某自称为该账户的操作人。该账户于2007年1月19日通过网上交易买入拟收购上市公司股票5万股,1月22日全部卖出并获利2万余元。调查显示,买入股票的网上交易IP地址为北京地区,卖出股票的网上交易IP地址为某市金某所在证券公司。