

## 第9单元 资本市场

### 教学案例

#### 案例 1：并购

##### 一、新闻背景

2010年3月28日，吉利控股集团宣布与福特汽车签署最终股权收购协议，以18亿美元的代价获得沃尔沃轿车公司100%的股权以及包括知识产权在内的相关资产。此项交易预计于2010年三季度完成。目前交易已进入具体实施阶段，还需要完成通常交易条件，包括获得相关监管部门的批复。



图一：发布会现场

沃尔沃，英文名为 Volvo，瑞典著名汽车品牌，北欧最大的汽车企业，也是瑞典最大的工业企业集团，其主打轿车被誉为“世界上最安全的汽车”。作为世界20大汽车公司之一的沃尔沃汽车公司，创立于1927年，目前拥有独立知识产权的乘用车、卡车、客车三个车系共计20种车型，其净资产超过15亿美元，品牌价值接近百亿美元，是一家全球雇员达19000多人的跨国汽车公司。1999年，沃尔沃公司由于经营不善，曾以64.5亿美元的价格出售给美国的福特汽车公司。

相比沃尔沃这家拥有近百年历史，享誉世界的企业也巨擘。此次的收购方——浙江吉利控股集团有限公司，不过是一家历史刚20年，1997年才涉足于汽车制造的汽车业新军。与沃尔沃主打高端品牌不同，吉利汽车立足于本土中低端市场，专注于生产“老百姓消费得起的汽车”，目前资产总值超过140亿元。

## 二、交易框架、收购价格、融资收购

交易框架和并购价格的确定通常是并购项目，尤其是前期最关键的内容。为此，浙江吉利控股集团有限公司做了大量的前期准备工作，积极参与收购的竞争并完成各项事宜。

### 交易框架

此次收购将以在国内及海外设立特殊目的项目公司的形式进行。为便于收购，吉利成立了北京吉利万源国际投资有限公司（以下简称：吉利万源）和北京吉利凯旋国际投资有限公司（以下简称：吉利凯旋）来作为国内的收购主体。

表一：并购历程

时间	事件
2008年	李书福组织了包括富尔德律师事务所、德勤会计师事务所、洛希尔银行等在内的项目团队，正式开始运作收购沃尔沃项目
2009年	1月中旬李书福率队赴美与福特董事长、首席财务官、执行官就并购事情进行详谈。随后福特邀请吉利进入沃尔沃并购流程
	3月12日，吉利按照国际惯例向福特提交第一轮标书
	4月份，吉利开始对沃尔沃进行历时达四个月的尽职调查
	7月30号吉利向福特提交第二轮有法律约束力的标书。
	10月28日，福特正式宣布吉利集团成为沃尔沃的首选方
	12月14日，商务部表示支持吉利收购沃尔沃
	12月23日，福特与吉利达成出售沃尔沃框架协议
2010年	3月28日，吉利与福特签署最终股权收购协议

吉利万源最初由北京吉利凯盛国际投资有限公司（以下简称：吉利凯盛）出资 2,000 万元成立，3 月 2 日，吉利万源注册资本剧增至 71 亿元人民币。其中吉利凯盛投资由 2,000 万元增至 41 亿元，占注册资本总额比例的 57.75%；大庆市国有资产经营有限公司将增资 30 亿元，占注册资本总额的 42.25%。

吉利凯旋与吉利万源几乎同时注册，目前其股东只有李书福一人，注册资本仍为 1,000 万元。按照 18 亿美金的收购价格折算，李书福这次收购需要超过 120 亿元人民币。吉利万源的注资已经完成，那么下一步 50 多亿元的融资缺口，需要通过吉利凯旋来完成。

吉利万源和吉利凯旋将通过在瑞典设立一家全资的特殊目的公司（SPV）来持有沃尔沃汽车股份。瑞典特殊目的公司虽不具备实际运营功能，但作为持有收购目标公司的法律实体，可以方便瑞典事务的推进。

---

## 并购价格

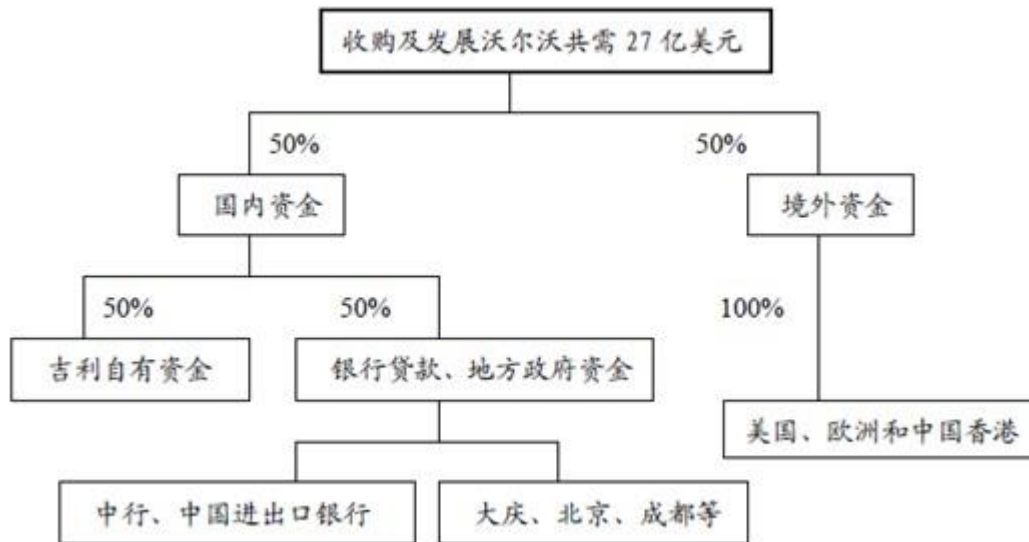
在完成交易框架下所需的筹备后，接下来的工作就是通过反复的接触，谈判，确立收购价格，完成所需融资，最终签署收购协议。

2008年沃尔沃税前亏损额高达16.9亿美元。根据洛希尔综合采用现金流折现法、可比交易倍数、可比公司市值等估算方法对沃尔沃资产进行的评估，在金融危机最严重时的沃尔沃估值，合理价位在20亿-30亿美元之间。其中，合理收购资金15亿-20亿美元，运营资金5亿-10亿美元。正是根据洛希尔作出的这一估值，吉利提出的申报收购金额为15亿-20亿美元，最终成交价格确定为18亿美元。吉利花费18亿美元的代价收购沃尔沃，不到当年福特收购价的三分之一。这是在全球金融危机导致世界汽车行业重新洗牌下的意外收获。

## 融资收购

吉利收购沃尔沃100%的股权用了18亿美元，再加上后续运营等资金，总计是27亿美元。而吉利2009年销售业绩只有165亿，利润不过十几亿元，如此庞大的资金对于吉利而言不是一个小数目。

事实上，此次收购获得了来自于国有银行以及地方政府甚至中央政府的大力支持。目前中国银行浙江分行与伦敦分行牵头的财团承诺为吉利提供5年期贷款，金额近10亿美元，吉利还与中国进出口银行签署了贷款协议。北京、成都等争夺volvo国产项目的地方政府，预计也将为李书福提供至少5亿美元资金。此外，吉利自身在香港上市，拥有较强的造血功能。2009年9月23日，吉利旗下的香港上市公司—吉利汽车（HK.00175）获得了高盛的3.3亿美元的资金。瑞典和比利时政府也为吉利在当地的低息贷款提供担保。同时由于高盛的介入和收购沃尔沃的前景被资本市场看好，吉利H股已由2009年8月28日的1.81港元/股上涨至2010年4月1日的4.15港元/股，融资空间进一步打开。



图二：吉利收购沃尔沃资金来源

李书福筹资巧妙的地方在于，将其融资与国内建厂紧密捆绑。在中国汽车消费迅速增长的背景下，收购沃尔沃足够引起资本市场和各地方政府浓厚兴趣，李书福的融资策略是——哪里投资，未来基地落户哪里。北京和成都由于为吉利提供了数额较大、利息较低的融资，吉利国产沃尔沃基地设立在这两个城市已成定局。

### 三、各方评论综述

吉利此次收购沃尔沃的行为被各方媒体、行业领域喻为一次“蛇吞象”的举动，由于收购仍然在进行中，收购能否顺利完成？成功收购后的吉利能否经营管理好这个“洋媳妇”成为各方关注、探讨的焦点。在经历了中国近年来海外收购的挫折后，各方都对此次收购表达了谨慎的乐观。

有分析人士指出，我国是一个年轻的汽车国家，无论在技术，还是在管理，以及市场份额、规模、人才，都是处于一种刚刚奠定品牌基础的阶段。在此前，世界上许多国家和地区对于中国的汽车企业都很陌生，直到现在仍然质疑中国能否生产安全可靠的汽车，而且，在世界汽车行业的并购历史中，我们还看不到这样的一个看不到一个弱者收购强者的成功案例。此前备受关注的收购，或发生在两个基本相当的公司，比如，最早的戴姆勒与奔驰的合并。更多的是强者收购弱者，比如宝马收购罗孚，福特收购路虎，通用收购欧宝。

因此，对于此次的收购成功，各方更倾向于解释为资本市场的运作和金融危机后突现的一次商机，认为相对于产业资本的整合、研发、制造以及市场资源的优化这一理论意义，收购的成功更具有国际资本市场商业资本运作的代表性。



(1) 请结合案例材料（尤其是第二部分），谈谈资本市场在此次“蛇吞象”的收购中体现了哪些功能。

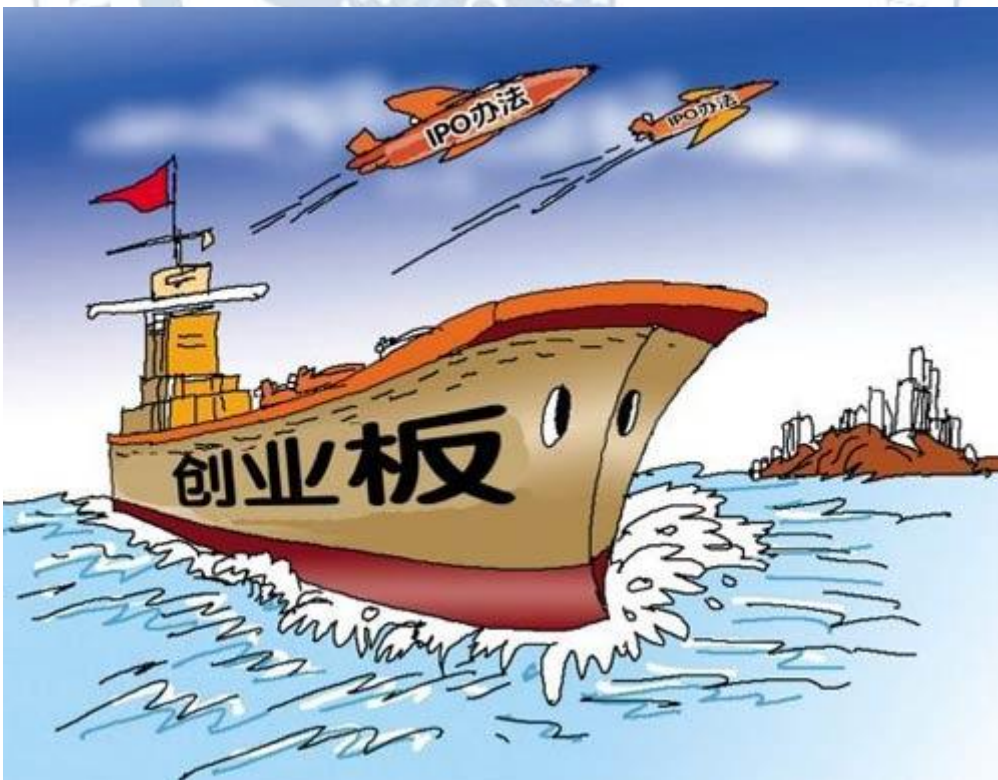
(2) 请运用资本市场国际化的相关知识，结合各方评论综述，分析国际化的资本市场在此次收购中扮演的角色。

## 案例二：创业板

### 新闻背景

中国证监会 2009 年 3 月 31 日发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，办法自 2009 年 5 月 1 日起实施。2009 年 10 月 23 日，中国创业板举行开板启动仪式。首批上市的 28 家创业板公司，平均市盈率为 56.7 倍，而市盈率最高的宝德股份达到 81.67 倍，远高于全部 A 股市盈率以及中小板的市盈率。我国在金融危机的背景下启动创业板，赋予了创业板在扩内需、保就业、促增长的重要使命，为中小企业带来一片生机盎然的春天。

有分析人士认为，创业板正式的启动，意味着我国多层次资本市场已经基本完善。目前，我国的资本市场有主板市场、中小企业板以及代办股份转让市场，以及刚刚推出的创业板市场。相信多层次的资本市场建设日趋完善，将进一步的发挥资本市场功能，更好的服务于实体经济。



创业板的界定

---

创业板市场又叫做二板市场，是相对于主板市场而言的。它与主板市场的一个主要区别就是它的主要功能为中小企业，尤其是科技含量较高的高新技术企业的发展提供一种理想的融资渠道，使处于成长阶段的企业获得足够的资金支持。同时，它也为风险投资和创投企业建立正常的退出机制。在创业板市场上市的公司大多从事高科技业务，具有较高的成长性，但往往成立时间较短、规模较小，业绩也不突出，但有很大的成长空间。在上市门槛、监管制度、信息披露、投资风险和交易方式等方面和主板市场有较大区别：

1. 在服务对象上，创业板主要是为成长中的创新型企业服务。

2. 创业板与主板应是相互独立的，构成了多层次的资本市场体系，提高了资本市场的运作效率。

3. 创业板市场是资金能够自由流通的市场，这样，风险资金才能在高新技术企业之间自由转换、增值。创业板不再划分为公众股、国家股、法人股。

4. 创业板由于其服务于风险水平较高的高科技企业，并且其准入条件比较低，因此其运作风险也必定高于主板。

#### **国际创业板市场的发展**

创业板是随着经济的逐渐发达、科技的逐渐进步应运而生的。目前二板市场大致可分为三类模式：第一类是独立模式。完全独立于主板之外，具有与主板市场完全不同的运作过程和管理模式。明显的代表是诞生于 1971 年的美国纳斯达克市场（Nasdaq）。纳斯达克（Nasdaq）也是目前股票市场中成长速度最快、发展最为完善的市场。第二类是附属模式。类似于现在的中小板市场，旨在为主板培养上市公司。属于此类的有新加坡的 Sesdaq 和香港的二板市场。第三类是新市场模式。即以欧洲新市场（EURO—NM）为代表，由法国新兴证券市场与布鲁塞尔、阿姆斯特丹、法兰克福的小盘股市场连接而成一个统一的股市网络。

从现有的各发达国家的创业板运行情况来看，美国纳斯达克市场是最成功的创业板案例。由于美国的经济和科技发展比较进步，技术创新优势比较明显，并且有一套科学的市场交易体制和严格的监管体系，中小企业有较强的持续成长能力。这样雄厚的发展基础，加上创业板的适时推出，使美国经济更加突飞猛进，诞生了诸如 IBM、微软、英特尔等一大批世界著名的高科技公司。之后，美国的风险投资迅速发展，1994 年新增风险投资不到 50 亿美元，1995 年达到了 74 亿美元，1996 年为 100 亿美元，到了 1999 年则达到 400 亿美元，与 1978 年的 5.7 亿美元的净增额相比，平均递增 16%。

---

英国伦敦证券交易所于 1995 年设立了 AIM 市场 (Alternative Investment Market)。它没有设立最低上市标准,除了对财务报表有规定外,没有规模、经营年限和公众持股量等要求。拟上市公司在保荐人同意的情况下,即可向交易所提出上市申请。AIM 市场最初成立时只有 10 家上市公司、8220 万英镑市值,到 2006 年已有超过 1600 家上市公司、400 多亿英镑市值,目前已成为全球性的创业板市场。

KOSDAQ 市场于 1996 年 7 月在韩国设立。KOSDAQ 发展很快,仅 1999 年,就有 453 家公司在 KOSDAQ 市场上市,交易额比上年增加了 66 倍,当年股票的换手率高达 1108%。KOSDAQ 市场的一个最突出的特点是个人投资者交易量在总交易量中占了相当大的比例,是以散户为主的创业板市场成功的范例。

### **推出创业板的意义**

中国创业板市场启动以来,吸引了众多投资者。如何对高风险的创业板市场做好监管,规范市场运作,规避风险,使之有效地扶助创新型企业和服务中小企业,成为新的关注点。

推出创业板,对于服务我国实体经济的发展有着重要的意义:

1. 创业板市场拓宽了中小企业的融资渠道。资本市场的基本功能在于融资,多层次资本市场体系的意义在于满足不同层次企业融资的需求。

2. 创业板市场促进了新兴企业的健康成长。创业板市场的基本要素是“两高六新”,即成长性高、科技含量高,以及新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业模式。创业板市场鼓励以“高科技、高成长、新模式”为标志的新兴产业企业上市。

3. 创业板市场打开了风险资本的发展空间。

4. 创业板市场激发了民间资本的投资热情。除了风险资本,创业板较低的门槛也有利于鼓励民间资本将资金更多地投入早期的创新型企业,吸引更多的民间资本进入创业投资领域,推动“地下资本”的阳光化进程,推进创业产业资金的募集,支持科技型、创新型企业的发展。

### **创业板市场带来的挑战**

创业板在发挥积极作用的同时,也给经济带来了较大的挑战,有分析人士指出,创业板市场的最大挑战在于它并不是诞生于一个成熟、稳定的资本市场。创业板市场固有的内在矛盾和资本市场存在的缺陷将使其面临巨大的挑战。

首先,创业板市场面向的是新兴企业,它注重企业的增长潜力,不把公司的



---

历史业绩和过去的表现作为融资的决定性因素，主要关注公司是否有发展前景和成长空间，对其的评估则需要有一批成熟的会计师、审计师、保荐人等中介机构，这些成熟的中介机构只有在成熟的资本市场上才可能培育得出。

其二，创业板服务于新兴企业的需要，就必然要降低上市标准，但在公司管制方面，创业板市场有着更为严格的要求，主要表现在公司治理结构，持续信息披露、市场退出机制等方面。而这些体系的建立不是一蹴而就的，要一个过程。而且也只有有在资本市场的不断成长和完善中，这些体系方能健全。

其三，创业板市场所要求的成熟的投资者也只有在成熟、完善的资本市场中翻爬滚打才能磨练出来。

其四，由于二板市场的高风险高收益，其投机性较强，因此必须进行严格的监管，但同时过严的监管又可能导致创新不足，只有完善的证券市场才会建立起既不扼杀创新又不放过恶性投机的监管体系。

(1) 通过以上材料的阅读，结合自己对资本市场层次及功能的认识，谈谈你对创业板市场功能的理解。

(2) 材料认为我国目前并不具备成熟的资本市场这一发展创业板市场的条件，而事实是我国已经推出了创业板市场，如何在发展资本市场的过程中解决前进的问题，结合相关知识，谈谈你的看法。

案例分析过程解析请参见资源共享课资料，路径为《金融学》（高等教育出版社2014年第2版）封底的明码和密码。