

资本之道系列丛书

这是一本用通俗语言所写的有关并购、重组和整合的工具书，为所有的并购重组提供完整的交易框架和高效的行动路线！

# 公司并购 重组与整合

马永斌

编著

今天和未来，第六次并购浪潮已来。

不管愿不愿意，中国企业必须面对并购重组：要么去并购别的企业，要么被别的企业并购！  
并购别的企业，说明你企业有实力；被别的企业并购，说明你企业有价值！

COMPANY  
MERGER & REORGANIZATION  
AND  
INTEGRATION

清华大学出版社

资本之道系列丛书

这是一本用通俗语言所写的有关并购、重组和整合的工具书，为所有的并购  
重组提供完整的交易框架和高效的行动路线！

# 公司并购 重组与整合

马永斌

编著

今天和未来，第六次并购浪潮已来。

不管愿不愿意，中国企业必须面对并购重组：要么去并购别的企业，要么被别的企业并购！  
并购别的企业，说明你企业有实力；被别的企业并购，说明你企业有价值！

## COMPANY MERGER & REORGANIZATION AND INTEGRATION

清华大学出版社

## 版权信息 COPYRIGHT

书名：公司并购重组与整合

作者：马永斌 编著

出版社：清华大学出版社

出版时间：2020年9月

ISBN：9787302558750

字数：291千字

本书由清华大学出版社有限公司制作与发行



马永斌

马永斌，1972年出生于云南省昭通市，1990年进入清华大学学习，先后获得学士、硕士和博士学位。现为清华大学副研究员，在深圳国际研究生院企业资本与管理设计中心常务副主任、创业教育中心主任，在深圳国际研究生院从事教学研究和创新创业管理工作。兼任深圳市企业并购促进会副会长，以及多家企业与投行的资本顾问。为清华大学、北京大学和复旦大学等多所大学的EMBA学位项目和金融投资总裁EDP项目担任课程主讲教授。主要研究领域和实践领域集中在公司治理、股权结构、市值管理、股权激励、并购重组、投融资和商业模式等方面。曾发表学术论文47篇，其中核心期刊44篇，第一作者37篇。曾出版学术专著和教材共5本。负责及参与国家级、省部级课题

共17项，其中作为项目负责人承担了国家青年基金课题。获国家级、省部级科研成果奖励2项，优秀论文奖励7项；清华大学优秀教学成果奖3项。

并购作为公司金融的终极体现形式，是公司最重要的战略交易。

并购重组能够从根本上改变一个公司，对公司的兴衰周期产生强烈的冲击，可以使处于价值流出阶段的行业向价值稳定和价值流入阶段转变，从而实现转型升级和产业突围。

买卖企业并不是一件容易的事！并购重组具有明显的多学科特性，涉及金融、经济学、战略管理、法律、税务以及公司治理等诸多领域的知识；并购实务的流程也非常复杂，并购决策、尽职调查、估值、谈判、交易结构设计、融资安排、支付方式设计、整合，任何一个环节都不能出错，否则精心设计的交易就会无功而返；并购重组同时也是一次对买卖双方的股东、管理层和员工的利益平衡，触动利益比触动灵魂更难，任何一点疏忽都会前功尽弃。

本书从企业创始人的角度出发（重点关注买方企业家的诉求，同时兼顾卖方企业创始人的诉求），以公司金融的整体视角研究如何有效地解决他们在买卖企业中最关心的问题。

# 自序

这是一本写给企业创始人，尤其是那些想要收购或出售企业的创始人的书。

并购重组是从根本上改变一个公司性质或方针、控制权的金融战略交易。从宏观角度看，并购重组是国家推动经济结构调整、产业整合升级的重要手段；并购重组会对资源进行重新配置，引起行业竞争程度发生变化，进而影响消费者的福利水平。

从微观角度看，并购是企业最重要的战略交易。对于上市公司来讲，产融结合、并购重组和市值管理是其资本战略最重要的三个方面。产融结合是上市公司资本战略的核心，并购重组和市值管理是实现产融结合的重要手段。并购重组能够对公司的兴衰周期产生强烈的冲击，可以使处于价值流出阶段的行业向价值稳定和价值流入阶段转变，从而实现转型升级和产业突围。对于众多的非上市的中小企业来讲，将企业卖掉也是实现资本退出的一条有效路径。

从19世纪末至21世纪初，以美国为主掀起了五次并购浪潮。在第一次并购浪潮中，通过横向并购完成了现代产业结构的布局；在第二次并购浪潮中，通过纵向并购进行了产业链整合，逐渐形成国家垄断资本；在第三次和第四次并购浪潮中，通过混合并购、杠杆收购和恶意收购完成对行业结构的调整；在第五次并购浪潮中，通过跨国并购和战略并购重塑了市场竞争格局。美国所有的大公司都是在这五次并购浪潮中通过并购重组成长起来的，没有一家是通过内部扩张成长起来的！

2013年起，在全球范围内，大型并购交易不断涌现，竞购大战层出不穷，恶意收购时常发生，跨境并购交易比例不断上升。2014年并购重组飙升至4.8万亿美元，达到2008年金融危机暴发以来的最高水平，2015年达到史上最高全球并购交易额6.01万亿美元，2016年全球史上第四高并购交易额为4.73万亿美元，2017年史上第三高并购交易额为4.74万亿美元，2018年重新冲高至5.3万亿美元，跨境并购交易占全球并购交易的40%左右。这些足以说明第六次并购浪潮当下正在发生。

前五次并购浪潮，是以美国市场为主，我们只是看客！在第六次并购浪潮中，虽然美国继续领跑全球，但是来自中国的买家已经成为跨境并购交易的主力军，而且国内资本市场的并购交易自2014年开始也是风起云涌，中国企业已经身处第六次全球并购浪潮中。不管愿不愿意，中国企业必须面对去并购或者被并购的局面。并购别的企业，说明你的企业有实力；被别的企业并购，说明你的企业有价值！

但是，并购并不是一件容易的事！作为公司金融的终极体现形式，并购活动具有明显的多学科特性，涉及金融学、经济学、战略管理、法律、税务以及公司治理等诸多领域的知识；并购实务的流程也非常复杂，并购决策、尽职调查、估值、谈判、交易结构设计、融资安排、支付方式设计、整合，任何一个环节都不能出错，否则精心设计的交易就会无功而返；并购重组同时也是一次对买卖双方的股东、管理层和员工的利益平衡过程，任何一点儿疏忽都会前功尽弃。

公司并购现在是理论界和实务界的热点，市场上关于并购的书也是金融类中最多的。这些书主要分为两种：一种是偏理论的，另一种是偏实务的。偏理论的大多是一些传统的商学院教材和一些研究著作，从理论的角度讲述并购的含义、并购的重要性、并购的估值、各国税法对并购的影响等，普遍缺乏对并购整体的把握，在各个并购环节中造成了逻辑上的割裂。偏实务的更多是针对并购的具体环节，如尽职调查、各国监管部门对并购的监管政策等，这些书的特点是过于沉湎细节，只适合作为从业人员的工具书。针对企业创始人，将并购理论和实务进行融合、在并购决策和并购实施中对创始人能够提供比较大帮助的书是较少见的。

本书试图填补这个空白，拟从企业创始人的角度出发（重点关注买方企业家的诉求，同时兼顾卖方企业创始人的诉求），从公司金融的视角研究如何有效地解决他们在买卖企业中最关心的问题，把并购按照其基本流程分析清楚。基于这种以解决实际问题为导向的写作思路，本书关注的是“如何做”，主要内容包括并购决策、尽职调查、并购估值、交易结构设计、并购接管与整合、恶意并购与反并购等，力图让读者掌握并购重组的基本逻辑和方法。本书共分九章，具体内容如下。

第1章并购概述介绍了并购的基本概念和并购的分类，指出了并购重组在企业成长、产业突围、市值管理、产融结合、结构调整中的作用，并指出中国企业已经在第六次并购浪潮中成为主力军。

第2章的并购决策按照“为什么买”“买谁”以及“怎么买”的思维框架，解决以下问题：为什么要并购、买卖企业的时机选择、如何选择并购标的、采用何种方式并购，并提出了在决策中避免人性弱点的具体方法。

第3章的尽职调查按照“现在惊奇”总比“事后惊奇”要好的原则，整理了尽职调查的基本原则，梳理了尽职调查的内容和具体流程，推荐了在实务中效率较高的尽职调查方法。

第4章的并购估值介绍了传统的定量和定性估值方法、新经济企业的并购估值方法，指出最终的估值结果是以定量分析为基础，利用定性分析做调整，通过买卖双方动态博弈而达成。

第5章的交易结构设计首先介绍了基于“全局观念”搭建交易结构的方法，并且详细分析了对价方式、支付方式、融资安排、业绩承诺与补偿、风险管理和特殊条款等具体内容，强调须以整体视角对交易各个细节进行设计和谈判。

第6章的并购接管与整合介绍了四种整合模式，对具体整合内容和流程做了详细的分析，最后总结了有效整合的执行要点，并推荐了“投资+收购”分阶段组合的并购整合创新模式。

第7章的恶意并购与反并购详细介绍了恶意并购的动因、方法和流程，同时也给出了反并购的完整策略：前期的防御战术、友好交易内置战术和反应性战术。

第8章的审批程序及监管政策介绍了企业内外部的审批程序，并且对收购公众公司、重大资产重组、借壳上市、国有资产并购、外资并购、跨境并购的监管政策及其应对策略做了详细的分析。

第9章的并购典型案例分析对六个经典的并购案例进行了分析。

马永斌

2019年8月10日



## 第1章

# 并购概述

并购作为公司金融的终极体现形式，是公司最重要的战略交易。在并购交易中，需同时应用投资、融资、公司治理等诸多公司金融手段，是最复杂的金融交易。

全球一次次掀起并购浪潮，主要原因在于并购是国家进行结构调整和上市公司实现产融结合最有效的手段。应用得当，并购会促进企业成长、产业突围，并实现基于股东价值的市值管理。

## 1.1 并购的分类

并购、重组、收购、兼并、杠杆收购、股权投资，以及无数其他术语，都是用来描述从根本上改变一个公司的性质或方针、控制权的大型战略交易。我们平常说得最多的就是并购重组。并购和重组是两个相对的概念：并购是指收购和兼并，重组是指对企业资产进行分拆、剥离、出售、整合等；并购侧重买，重组侧重卖。

投资并购风险管理mp. 股权重组的目的及收购、并购和并购重组区别. 转引自搜狐财经. [http://www.sohu.com/a/209212420\\_467322](http://www.sohu.com/a/209212420_467322).

但是在实务操作中，并购、重组是密不可分的。中国证监会在2009年编制并发布的《中国上市公司并购重组发展报告》中指出：“上市公司及其控股公司购买、出售资产，达到50%比例的，构成重大资产重组。”换句话说，上市公司的资产负债表变动达到一定程度的时候，就构成了“重大资产重组”。由于形成资产重组的大多数原因是并购，所以将两者放在了一起。不过，需要说明的是，能够成资产重组的经济行为还有很多，如股权转让、资产剥离、所拥有股权出售、资产置换等<sup>①</sup>。根据表1-1所示，该报告将并购分为以下几种类型。

中国证监会. 中国上市公司并购重组发展报告[M]. 北京：中国经济出版社，2009.

表1-1 并购的分类<sup>②</sup>

分类依据	类型	特点	代表案例
按并购双方所属行业关系	横向并购	行业相同	宝钢股份收购宝锅集团资产
	纵向并购	同类产品不同阶段	潍柴动力收购湘火炬
	混合并购	行业无关	借壳上市案例
按并购后双方法人地位的变化	吸收合并	被收购对象解散	TCL 集团吸收合并 TCL 通讯
	收购控股	并购双方不解散	同方股份收购晶源电子
	新设合并	原来双方解散	目前尚未出现
按收购是否取得目标公司同意	恶意收购	管理层反对收购	宝能收购万科
	善意收购	友好协商达成一致	国内多数案例
按收购形式	间接收购	收购上市公司大股东	辽宁方大集团收购方大特钢
	要约收购	对目标公司所有股东发出收购要约	中石化要约收购齐鲁石化、扬子石化、中原油气和石油大明
	股权拍卖	通过司法拍卖程序	四川宏信收购 ST 东源控制权
	二级市场购买	二级市场举牌	万科收购中华实业

根据表1-1所示，证监会将并购划分为12种不同的类型。这12种类型并不是独立的，内容有很多交叉，只是按照不同标准进行了划分，而且在实际操作中并购的案例并不是相互独立的，往往一个案例中包含多种不同的类型。

### 1.1.1 按并购双方所属的行业关系划分

按并购双方所处的行业是否相同，并购可以分为如下三种。

(1) 横向并购。并购双方处于同一行业，生产、销售或提供相同的商品及服务。这种并购有利于弥补企业在资源配置方面的不足，可以产生规模效应从而降低成本、提高市场占有率。弊端在于容易产生垄断寡头，扰乱自由市场规律。

(2) 纵向并购。并购双方处于产业链的上下游，在经营对象上有着密切联系，但分属于不同的产销阶段。这种并购有利于将交易行为内部化，减少市场风险，同时也能对外界设立进入壁垒。弊端在于企业过

大可能产生由于管理能力不足而降低效率，失去原有的灵活性，产生连锁反应。

(3) 混合并购。并购双方既不属于同一行业，也没有上下游关系。这种并购行为有利于实行多元化战略，把鸡蛋分散在不同的篮子里，降低主业的经营风险。弊端在于多元化的经营资源利用率相对较低，在管理不善的情况下容易产生财务风险。

### 1.1.2 按并购后双方法人地位的变化划分

国际上通常提到的mergers and acquisitions有兼并与收购的双重含义，在我国统称为并购，但实际上是有所区分的。按并购后双方法人地位的变化，并购可以分为如下三种。

(1) 兼并 (merger) 又称吸收合并，在交易完成后只有并购方存续，而被并购方失去法人地位，不再是独立的商业实体，即 $A+B=A$ 。

(2) 收购 (acquisition) 又称收购控股，在交易完成后并购双方都保留有独立的法人地位，并购方控股目标公司，即 $A+B=A+B$ 。

(3) 合并 (consolidation) 又称新设合并，在交易完成后并购双方都解散公司，重新成立一个新的法人实体。这种形式在国内较为少见，即 $A+B=C$ 。

### 1.1.3 按并购是否取得目标公司的同意划分

按并购是否取得目标公司的同意，并购可以分为如下两种。

(1) 善意并购，是指目标公司管理层同意并配合此次收购行为。并购双方在交易细节上达成一致意愿。

(2) 恶意并购，是指在目标公司管理层不知情或不配合的情况下，收购者对目标公司进行收购的情形。

### 1.1.4 按收购的形式划分

按交易路径的不同，并购可以分为如下四种。

(1) 协议并购，是指并购双方商量着来，通过谈判达成并购协议，并根据协议来进行股权转移。并购双方可以是上市公司，也可以是非上市公司。

往往高于当时的市场价格。

(2) 要约并购，是指并购方向目标公司股东发出收购的公告，以某一价格<sup>④</sup>在规定时间内收购目标公司的股票。待被收购上市公司的股东确认后，便可实施收购行为。要约并购是一种针对上市公司的证券交易行为，充分考虑到了股东层面的意愿，被视为一种公平的交易行为。目标公司只能是上市公司。

(3) 集中竞价并购，又称二级市场举牌并购，是指并购方通过在二级市场上购买目标公司流通股股票的方式进行收购的行为。这种方式的优点是通过公开的方式竞价，具有一定的高效便捷性。弊端在于需要雄厚的并购资金进行支撑，如若监管不力十分容易出现杠杆倍率过高引发金融危机。目标公司只能是上市公司。

在美国，拍卖是一种针对上市公司的证券交易行为。

(4) 股权拍卖，通过司法拍卖程序获得目标公司股份<sup>⑤</sup>。

### 1.1.5 按出资方式划分

除了证监会常用的以上四个划分标准外，实务中还常常按出资方式进行分类。

(1) 现金并购，是指并购方支付一定数量的现金或现金等价物来进行收购。这种并购方式高效便捷，但同时对于并购公司的付现能力要求较高。

(2) 换股并购，是指并购方通过换股或发行新股的方式来收购目标公司。这种并购方式的优点是不会对并购方公司的营运资金产生挤压，同时目标公司的股东也不会丧失所有者权益。这种并购方式的弊端在于耗费的时间较长，可能引来风险套利者趁机稀释并购方公司股价。

(3) 混合证券支付，是指并购方采取多种金融工具进行组合支付，包括但不限于现金、股票、认股权证、可转换债券和可交换证券等。这

种并购方式的优点是较灵活，可以根据并购双方的情况进行磋商调整，因此在近几年的并购实务中运用得较多。

（4）承债式并购，是指并购方以承担目标公司的债务为条件获得其股份或资产。

马永斌. 控制权安排与争夺[M]. 北京：清华大学出版社，2019.

### 1.1.6 案例分析：ST生化的并购分类<sup>②</sup>

ST生化是一家优质的血液制品公司，但是却有个不省心的大股东——振兴集团。振兴集团最早是以煤炭发家，2005年为了谋求借壳上市【混合并购】，收购了正陷入债务危机的三九集团旗下的三九生化，双方经过协商后【善意收购】，振兴集团以每股2.55元的价格【现金收购】，收购大股东三九医药【间接收购】所持有的上市公司29.11%股份，成为第一大股东【收购控股】，并将旗下的山西振兴集团电业有限公司（以下简称“振兴电业”）资产置入，将上市公司改名为振兴生化。

让人没想到的是，注入上市公司的振兴电业，因为国家整顿煤矿行业，发电成本暴涨而逐渐走下坡路，最终于2009年被相关部门关停。而振兴集团无心插柳的血制品业务此时成了救命稻草，每年给上市公司创造不菲的利润。振兴集团就靠着这些利润去填补振兴电业的亏损。中小股东对此做法怨声载道，强烈要求大股东振兴集团将不良资产置换出去，停止侵害公司利益的行为。糟糕的公司治理加上稀缺的血液牌照资源，致使其成了众多资本竞逐控制权的对象。

田悠悠. ST生化6162万质押股“烫手”深圳信达债权危急生退意. 第一财经. <http://www.yicai.com/news/5322372.html>.

中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“信达资管”）就是其中之一。信达资管是我国四大资管平台之一，专门处置金融类不良资产。据不完全统计，2008—2016年深圳信达对振兴集团和ST生化的债权本息合计最高可能有20亿元。目前市场上不良资产处置的抵押品折价率大多在50%甚至更低，而信达资管不惜以原价收购部分自然人手中持有的振兴集团债权，应该是觊觎ST生化的股权<sup>③</sup>，想让振兴集团以定向增发的方式还债，等变成ST生化的股东后，也能从稀缺的血液资源牌照中分一杯羹。但是由于ST生化官司缠身，受到证监会和深圳证券交

易所（以下简称“深交所”）的处分，定增计划迟迟得不到证监会的批准。信达资管只得曲线救国，先帮助振兴集团进行股份增持，再进行股份转让；与此同时，振兴集团也允诺剥离不良资产。2017年6月19日，ST生化终于将一直赔钱的振兴电业和金兴大酒店转让给了振兴集团，光明的未来似乎正在等待着这家冉冉升起的血液制品公司。在ST生化刚刚从不良资产的泥沼中挣扎出来的两天后，新的竞争对手出现了。

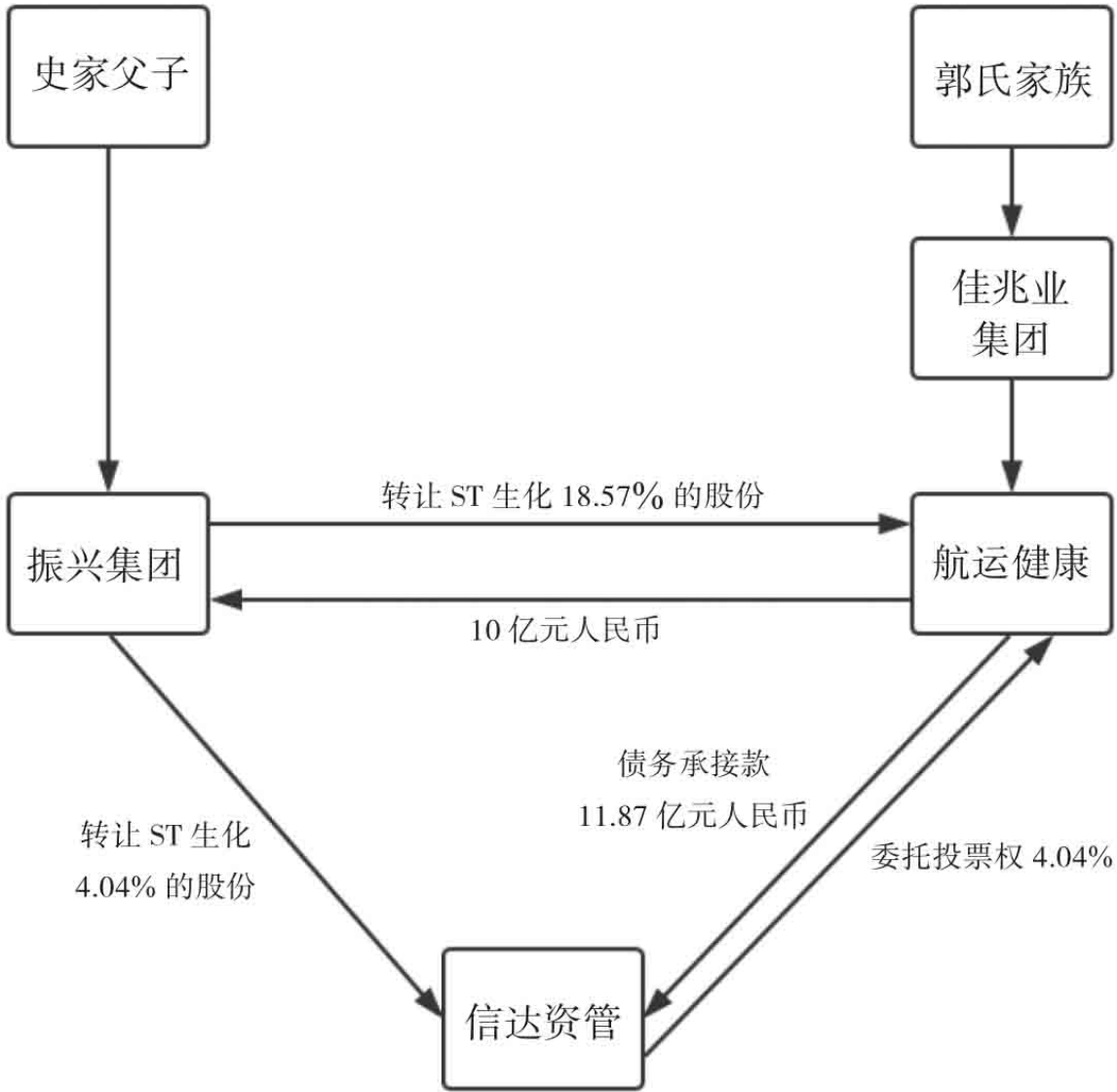
2017年6月21日，由浙江几家大民营企业联合创立的杭州浙民投天弘投资合伙企业（以下简称“浙民投天弘”）【混合并购】，以36元/股的价格【现金收购】向ST生化提出要约收购。该价格远高于提出收购前30个交易日内，ST生化的平均值28.1元/股。这次要约收购是面向全体股东的【要约收购】，收购股份数量占ST生化股份总数的27.49%【收购控股】，加上浙民投天弘之前在二级市场上购买的2.51%的立足点股份【二级市场购买】，合计占ST生化股份总数的29.99%，直指控制权而来。此举遭到了大股东振兴集团的强烈反对【恶意收购】，当天立即向深交所申请紧急停牌。

为了阻止此次收购的进程，大股东振兴集团决定抢先一步将股份转让给深圳市航运健康科技有限公司（以下简称“航运健康”）【善意收购】。航运健康作为佳兆业集团旗下的附属子公司，肩负着强化集团大健康产业的重任【纵向并购】。当然，这次的转让协议少不了信达资管在背后的推波助澜。信达资管作为国有独资金融企业，长期持有振兴集团的债权无法套现，无疑承担着巨大的压力。此次佳兆业集团入局，与其说是振兴集团搬来的救兵，不如形容成信达资管请来的同盟。通过三方的股权协议【间接收购】，佳兆业集团以“10亿元的现金+承接11.87亿元债权”【混合证券支付】获得了ST生化18.57%的股份及22.61%的投票权【收购控股】，加之一系列附加的支付条件，大大降低了此次投资的风险性；信达资管保留了ST生化4.04%的股份，套现了11.87亿元的债权，可谓一举两得；而振兴集团以手中ST生化岌岌可危的控制权换来了10亿元现金，信达资管还帮其处理了不少债务，这是将ST生化拱手让给浙民投天弘所不会有的好处（图1-1）。

股权转让协议完成之后，振兴集团与信达资管退居控制权争夺的二线，佳兆业集团旗下的航运健康正式入局，与浙民投天弘继续争夺ST生化的控制权，双方拉开了要约收购与反收购第二阶段的序幕。浙民投天弘在中小股东的支持下成功要约收购完成，成为第一大股东，取得阶段性胜利。想要阻止要约却出师不利的佳兆业集团并没有就此放



弃，从高层人事方面入手进行反击，将上市公司董、监、高管成员换成曾在佳兆业集团任职的老员工，抢先一步掌握话语权。这场要约收购战役历时近一年，最终以佳兆业集团与浙民投天弘携手进入ST生化董事会告终，新的董事会成员共7人，其中浙民投天弘方面提名了2名非独立董事、2名独立董事；佳兆业集团方面提名了2名非独立董事、1名独立董事。这种相互制衡的局面对于ST生化来说不异于拨开云雾见光明。



平头哥. ST生化控制权之争. 溢千树, 转引自百家号.  
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1585438606502473857&wfr=spider&>

for=pc.

图1-1 ST生化股权转让的交易结构<sup>①</sup>

从ST生化的案例中可以看出，同一个并购的实例，按照不同标准可以划分成不同的并购类型；而且在实际的操作中并购的分类并不是相互割裂开来的，往往都呈现出交织混杂的状态。

## 1.2 并购与企业成长

企业的成长有两种方式：一种是靠自身研发积累扩大再生产的内生式增长，一种是通过并购重组实现的外延式增长。内生式增长是一个企业的立足之本，但却是一个缓慢而又耗时的过程，充满着不确定性，而且只靠内部的资金和技术，会限制规模的发展。

在当下的全球第六次并购浪潮中，越来越多的企业青睐通过并购实现外延式增长的方式。因为通过并购，企业可以获得外部企业的品牌、资金、技术、人才、采购、生产和销售等资源，并且通过有形或无形资源的有效整合，实现规模经济和协同效应，带来企业的跨越式成长，增强企业可持续发展的竞争壁垒。

不同的并购类型，促进企业成长的机理不尽相同。通过横向并购竞争对手，有利于形成规模经济，降低企业成本并增加市场规模。通过纵向并购产业链的上下游企业，有利于交易成本的下降和产业链话语权的增强。通过混合并购，有利于企业发展第二跑道，分散经营风险。最终，并购的作用表现在企业绩效、经营管理效率和企业价值上。

并购对企业价值的影响，一方面是影响资本市场对企业的定价，包括上市公司的市值和非上市公司的融资估值。如果采取内生式增长的方式，内在价值反映到市值的过程较为缓慢，在资本市场上获得的溢价相对少而慢；而并购能够很快提升公司的市值。另一方面是影响企业内在价值，包括企业资本运营和产融结合能力的提升。并购交易的实践能帮助企业组建专业的并购团队，同时，企业创始人和并购团队磨炼了并购各环节与资源整合的实务操作，积累了资本运营和产融结合经验，为企业未来谋求更大发展打下坚实的基础。

所以说，从并购开始，企业创始人从产品市场走向资本市场，用资本运营和产融结合的力量帮助企业实现跨越式发展。