

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

兼并与收购

Merger & Acquisition

黄 嵩 李昕旸/著

中国发展出版社

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

兼并与收购

Merger & Acquisition

黄嵩 李昕旻/著

中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

兼并与收购/黄嵩, 李昕旸著. —北京: 中国发展出版社, 2008. 10

(北大投资银行学丛书/何小锋主编)

ISBN 978-7-80234-273-6

I. 兼… II. ①黄…②李… III. 企业合并 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 156765 号

书 名: 兼并与收购

著作责任者: 黄 嵩 李昕旸

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978-7-80234-273-6/F·774

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京大地印刷厂

开 本: 670 × 990mm 1/16

印 张: 16

字 数: 210 千字

版 次: 2008 年 10 月第 1 版

印 次: 2008 年 10 月第 1 次印刷

印 数: 1—6000 册

定 价: 40.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.developress.com.cn>

电 子 邮 件: bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换



何小锋教授

何小锋，北京大学经济学院金融学系主任、教授、博士生导师，北京大学金融与产业发展研究中心主任。

早年曾到农村插队，也曾做过中学教师和某市机关干部。1978年初作为文革后第一届考生，从粤北考入北京大学经济系，先后获北大经济学学士和经济学硕士学位，1984年毕业后留北京大学经济学院任教。

1986年和1993年，两次赴香港亲历亲为为资本市场的研究和运作，先后达7年；1991年作为唯一的外聘专家参与了中国第一家投资基金——淄博基金的筹备和组建工作；1992年作为《中国证券市场》的常务编委，推动了中国第一本证券年鉴的产生；1993年，作为发行总顾问代表，参加了“三亚地产投资券”的策划、发行和上市工作，这是中国第一个地产投资证券（类REITs）品种；1994年，作为责任人，完成国内某银行不良资产在香港的“借壳上市”项目，为国内首次成功的案例；1995年，作为主要顾问，成功为新乡电厂的TOT项目海外投资方组织银团贷款9亿元；作为某科技公司董事局主席，成功推动其于2001年6月在香港联交所创业板上市，创下当年上市首日上涨最高（170%）的记录。

在获得足够的实践经验之后，1998年重返北京大学任教，开设投资银行学、资本市场与金融机构等课程。荣获北京大学2004杨芙清王阳元院士优秀教学科研奖，被北大经济学院学生评为最受学生欢迎的教师（2005）。

曾在《经济研究》、《经济科学》、《学术研究》等杂志上发表论文数十篇，主要研究方向是资本市场和投资银行学，特别是创建了投资银行学和资本市场理论的“新体系”，是“广义资产证券化理论”的创始人。出版的著作主要有：《投资银行学》（北京大学出版社，2002）、《资产证券化：中国的模式》（北京大学出版社，2002）、《资本市场运作教程》（中国发展出版社，2003）、《奥运金融工程》（同心出版社，2004）、《资本市场与投资银行研究》（北京大学出版社，2005年）等。



黄 嵩，浙江慈溪人，经济学博士，北京大学金融与产业发展研究中心研究员。主要研究方向为资本市场与投资银行学。1996至2005年，就读于北京大学经济学院，获博士学位。出版著作六部，在核心刊物上发表学术论文数十篇。



李昕阳，吉林长春人，1982年出生，北京大学经济学院博士，北京大学投资银行学会会长。

电子邮箱：lixinyang001@gmail.com

责任编辑 李 莉 礼 哲

P 总·序 Preface

在经济科学中，金融学无疑是最显赫的富矿，而以研究资本市场的运作为主旨的投资银行学，则是其中最璀璨夺目的宝石。然而这门学科引进中国不过十年时间，其华丽的外表、复杂的内涵，至今让人难识真面目，有待于莘莘学者去不断挖掘。

作为一门新兴学科，投资银行学在理论上研究投资学、公司财务、资本市场理论、金融中介理论、金融发展理论、公共政策理论、金融工程理论等学科；在业务上，投资银行学研究证券的发行与交易、并购重组、信托投资基金、资产管理、金融衍生工具、资产证券化、财务顾问等内容；在方法上，投资银行学运用各种经济计量与统计分析、经济与财务分析、比较分析等复杂手段。可以说，投资银行学是创新性与实用性高度结合、专业性与多样性和谐统一的典型知识领域。

纵观中国资本市场 15 年的发展历程，走的是一条渐进式的改革模式。什么是“渐进式”？坊间有很多描述和总结。在我的眼里，就是利益格局平衡与不平衡的交替发展的过程，即在对现有的利益格局不满意的情形下，作出某些资本市场的“创新”，从而形成一种新的利益格局；新的利益获得者自然要维护这个利益格局，因此维护一定时期的稳定性；但由于此格局的发展充满矛盾和变化，暂时平衡的格局又自我演化出越来越多的不平衡因素，新格局又被越来越多的不满动机所突破，从而又通过资本市场的创新形成新的利益格局。

这种渐进式是“螺旋式上升”的发展，是哲学上的“否定之否定”

的辩证关系。非身在其中，难以知味；但陷在其中，又往往不觉其味。

何以见得？最典型者表现在证券发行市场上。几年前我曾经提出“IPO悖论”，正是股票发行市场的自相矛盾、似是而非现象的总结。中国某个地方的真正优秀的企业如果要争取上市，眼前横亘着两大关口，一道是政府审批关，一道是市场考验关，往往过了前一关，第二关的“天时地利人和”的时机失去了，能够过了两大关的企业可能只有1%的成功率，真是“一将成名万骨枯”。

就谈第一道关：政府审批关。某个优秀的地方企业面对的是三座大山：第一座是包括中央政府的各个机构；第二座是省、市一级政府的各个机构；第三座是有关中介机构（如审计机构、评估机构、法律机构、承销机构、公关顾问等），他们都依附在政府身上享有某些行政特权。就谈第一座大山，一般由三座山峰组成（例如三个政府部门），每个部门都会有三级机构（例如部、局、处级机构）“经手”申报企业的材料，其中一级（例如“处”）就会有三个平行机构的话语权，每级又会有三层级别的人（例如处长、副处长、主办人）过手；要“活动”每一个人都要经过三个左右的“中间人”穿针引线；每结识一个人都要应酬三次，每次应酬（连吃、喝、玩、乐带出差费用）平均在3000元以上。这样就要花费 $(3^7 \times 3000 \text{元}) = 6561000 \text{元}$ 。

这就是我所总结的“溜不溜”（谐音“656”万元）现象。企业就像一条狗被人们反复“遛弯儿”。这656万元只是台面上花的钱，都是有发票可报销的。如果加上台底下花的钱，则可能要加10倍（且看“王小石事件”）。如果这个企业“溜顺”了，有幸成功上市，那么这笔几千万的费用或者入发行主体的账，就必然引起做假账；或者入控股股东的账，就必然要“侵占”上市公司的利益，以符合其经济利益补偿的原则。这些费用（或收益）都是围绕“行政特权”展开的，在经济学上就叫做“租金”，整个过程就叫做“寻租”（Rent Seeking）。

上市公司花费了“租金”，必然就要争取“超额利润”。于是乎，整个体制被设计为：发行价（计划价）与交易价（市场价）之间必须有巨大的“价差”（Price Spread）。既得利益阶层就可以从中各得其利，从而维持一种利益平衡。至于企业，在现有体制下只能“愿打愿挨”。

一个真正优秀的公司要申请上市，在证明其“真正优秀”的过程中，被

这么反复“遛弯儿”（其实是一种折磨），人财物颇有损耗，等到证明完毕——批准上市时，这个企业已经是满身伤痕，它已不是“真正优秀”的企业了。所以这个冠冕堂皇的“证优”过程其实是“证伪”过程——这就是“IPO 悖论”！

假如这个企业真有“不败之身”，能够持续优秀，从而符合“配股”条件，则其大股东（国有股、法人股的股东）则可能要花10元/股的价格（稍低于市场价，后者可能是12元）买配股；但是如果他以后要卖这些股，只能以3元/股的价格（以每股净资产考虑定价）。这么离奇的事，在我们的制度框架下，被各方认为是“无异议”的。这种格局显然蕴藏着不平衡的因素，因而是暂时的，必然要被新的格局所取代。时代毕竟是进步着的，不断的创新是资本市场的生命力，我们的资本市场只能用这么一句话来总结：“前途是光明的，道路是曲折的。”

总体上的“螺旋式上升”，不排除在局部上可能表现出某种倒退。例如，中国产业投资基金的“创新”路程就更艰难。某种程度上说，与其说目前中国产业投资基金有待“创新”，还不如说有待于“复辟”。因为，现在基本上是空白状态的产业投资基金在13年前就已产生，当时以“淄博基金”为代表的“老基金”就有60多个，分布在全国各地。“中农信淄博乡镇企业投资基金”是1992年由国家主管部门——中国人民银行批准成立的、在上海交易所上市的产业投资基金，我曾经是它的策划人、申报文件的主要起草人之一。而现在正在难产的产业投资基金管理办法，即使出台了，也做不到13年前的公募发行和上市交易。这是为什么？说白了，利益——特权格局已经变化了，僵住了。

什么是大学问？研究史无前例的中国特有的资本市场的原创性理论，能够扎扎实实地解决中国的实际问题的策略，就是大学问。这是中国经济学家的历史使命和挑战。套用一句马克思引用《伊索寓言》的话说：“这里就是罗陀斯，就在这里跳吧！”

从90年代初开始，北京大学的教师和研究生们就开始研习投资银行知识。他们不仅如饥似渴地吸吮来自外国的相关知识，研究中国资本市场的特性，甚至亲赴实践领域学习操作，推动中国资本市场的拓展。正是这种长期“只顾耕耘，不问收获”的精神，使投资银行学在北京大学的课堂上，成为一门以理论的原创性和案例的亲历性相结合的经典课程。我们总

结的“以资产经营的一般模式为基石，以对企业和资产的现金流进行分析为中心，以广义资产证券化和企业重组为两条主线，以投资银行的内部管理和外部监管为两条辅线”的投资银行学理论体系和框架，声名渐远，广受认同。

本丛书包含投资银行学最具特色的几个专题，作者群是北京大学的教授、博士生导师和金融学博士的组合，亦是长期的理论研究和实践经验的结晶。我们推出这套丛书，作为北京大学金融学研究生、本科生和进修生重要课程的总结，祈望与同行们及有志者交流，并得到积极的反馈和升级。

感谢中国发展出版社的编辑们的辛勤工作以及广大读者的热心支持！

何小锋

于未名湖东畔

目·录

Contents

| | |
|-----|---|
| 前 言 | 1 |
|-----|---|

| | |
|------------|---|
| 第一章 兼并收购概述 | 3 |
|------------|---|

| | |
|------------|---|
| 1. 兼并收购的含义 | 5 |
|------------|---|

| | |
|------------|---|
| 2. 兼并收购的动因 | 5 |
|------------|---|

| | |
|------------|---|
| 【1】 经营协同效应 | 5 |
|------------|---|

| | |
|------------|---|
| 【2】 财务协同效应 | 6 |
|------------|---|

| | |
|--------------|---|
| 【3】 企业快速发展理论 | 6 |
|--------------|---|

| | |
|------------|---|
| 【4】 代理问题理论 | 7 |
|------------|---|

| | |
|-------------|---|
| 【5】 市场占有率理论 | 8 |
|-------------|---|

| | |
|------------|---|
| 3. 兼并收购的分类 | 8 |
|------------|---|

| | |
|--------------------|---|
| 【1】 横向并购、纵向并购和混合并购 | 8 |
|--------------------|---|

| | |
|---------------|---|
| 【2】 善意并购和敌意并购 | 9 |
|---------------|---|

| | |
|---------------|---|
| 【3】 协议并购和要约并购 | 9 |
|---------------|---|

| | |
|---|---|
| 【4】 现金换资产式并购、现金换股份式并购、股份换资产式并购和股份换股份式并购 | 9 |
|---|---|

第二章 并购的程序 11

1. 确定并购战略 13

【1】 为什么要去并购..... 13

【2】 为什么不自己做..... 16

【3】 并购战略..... 19

2. 确定并购目标 21

【1】 与战略一致的并购目标..... 21

【2】 找到并购目标..... 22

【3】 掂量掂量自己的斤两..... 25

【4】 标准与分析模型..... 26

3. 设计并购计划，组建并购小组 33

【1】 典型的并购计划..... 33

【2】 并购小组里有什么人..... 34

4. 估值 35

5. 尽职调查 35

6. 融资 36

【1】 可能的融资方式..... 36

【2】 融资方式的选择..... 38

| | |
|-------------------|----|
| 7. 选择支付方式 | 38 |
| 【1】 现金方式 | 39 |
| 【2】 股票方式 | 39 |
| 【3】 组合方式 | 39 |
| 8. 时机 | 40 |
| 【1】 被低估的价值 | 40 |
| 【2】 泡沫 | 41 |
| 【3】 成交的可能性 | 41 |
| 9. 并购后的整合 | 42 |
| 第三章 并购的尽职调查 | 45 |
| 1. 尽职调查清单 | 47 |
| 【1】 法律部分 | 47 |
| 【2】 财务部分 | 47 |
| 【3】 不同类型企业的尽职调查清单 | 48 |
| 2. 尽职调查的信息来源 | 60 |
| 【1】 目标企业 | 60 |
| 【2】 登记机关 | 62 |
| 【3】 目标公司所在地政府 | 62 |
| 【4】 目标公司聘请的中介机构 | 62 |
| 【5】 与目标企业有关的其他企业 | 62 |
| 3. 尽职调查报告中不应忽视的细节 | 63 |
| 【1】 对财务资料的关注程度 | 63 |

| | |
|------------|----|
| 【2】 分析现金流 | 64 |
| 【3】 税收筹划 | 64 |
| 【4】 存货管理 | 64 |
| 【5】 预算执行状况 | 65 |
| 【6】 管理人的素质 | 65 |
| 【7】 资产使用 | 66 |
| 【8】 销售环节 | 66 |
| 【9】 关联交易 | 66 |
| 【10】 或有事项 | 67 |

第四章 并购估值 69

1. 财务数据 71

| | |
|----------------|----|
| 【1】 财务骗术 | 71 |
| 【2】 还原财务报告 | 74 |
| 【3】 收入规则 59—60 | 75 |

2. 估值方法之一：价值基础 75

3. 估值方法之二：乘数估值 76

| | |
|--------------------|----|
| 【1】 重置成本法与托宾 q 值 | 77 |
| 【2】 市盈率 (P/E) 估值法 | 78 |

4. 估值方法之三：现金流折现 80

| | |
|--------------|----|
| 【1】 现金流 | 81 |
| 【2】 折现率 | 82 |
| 【3】 创业投资作价法 | 84 |
| 【4】 未来收益法 | 84 |
| 【5】 第一芝加哥估值法 | 85 |

5. 估值方法之四：实物期权 85

6. 价值调整 87

【1】收购价格的价值调整 88

【2】并购后的价值调整机制——“对赌协议” 88

【3】对赌协议的定价 89

【4】对赌协议的价值 91

第五章 并购整合 93

1. 并购整合概述 95

【1】并购整合中的困难 95

【2】如何解决困难 98

2. 文化整合 99

【1】理解企业文化 100

【2】文化整合的切入点 105

3. 产品整合 109

【1】能力评估 109

【2】产品组合管理 111

4. 人员整合 113

【1】沟通 113

【2】培训 117

【3】激励 119

5. 外部沟通 121

【1】 沟通的对象 121

【2】 沟通的目标、渠道与顺序 122

第六章 并购中的税收、会计与法律 125

1. 并购中的税收 127

【1】 我国并购税收的特点 127

【2】 应税交易和免税交易 129

【3】 企业整体资产转让与企业整体资产置换 130

2. 并购中的会计 132

【1】 购买法 132

【2】 权益结合法 132

3. 并购中的法律 133

【1】 股权收购意向书 133

【2】 外资收购 135

【3】 要约收购和协议收购 136

【4】 反垄断 138

第七章 上市公司收购 141

1. 上市公司收购概述 143

【1】 上市公司收购的含义 143

【2】 上市公司收购的分类 145

| | |
|----------------------|------------|
| 2. 上市公司收购权益披露 | 147 |
| 【1】 权益披露的定义 | 147 |
| 【2】 权益的计算 | 147 |
| 【3】 权益披露的程序 | 148 |
| 【4】 权益披露的形式和内容 | 150 |
| 3. 协议收购 | 151 |
| 【1】 协议收购的流程 | 151 |
| 【2】 要约收购豁免申请 | 153 |
| 【3】 协议收购报告书 | 154 |
| 【4】 收购过渡期 | 155 |
| 【5】 间接收购 | 156 |
| 4. 要约收购 | 156 |
| 【1】 要约收购的流程 | 157 |
| 【2】 要约收购报告书 | 160 |
| 【3】 要约收购价格的确定 | 161 |
| 【4】 上市公司收购需提交的文件 | 161 |
| 【5】 收购的支付方式 | 162 |
| 第八章 买壳上市与借壳上市 | 163 |
| 1. 买壳上市 | 165 |
| 【1】 买壳上市的定义 | 165 |
| 【2】 买壳上市一般模式 | 165 |
| 【3】 买壳上市置换模式 | 169 |
| 【4】 买壳上市定向发行模式 | 172 |

2. 借壳上市 175

- 【1】 借壳上市的定义 175
- 【2】 借壳上市之自有资金收购模式 175
- 【3】 借壳上市之定向发行模式 178
- 【4】 借壳上市之“定向发行 + 公开发发 + 收购”模式 180
- 【5】 整体上市 184

第九章 杠杆收购 187

1. 杠杆收购的含义 189

2. 杠杆收购的历史 190

- 【1】 举债的历史 190
- 【2】 金融政策的变化 191
- 【3】 金融工具的创新和垃圾债券 192
- 【4】 KKR 和杠杆收购基金 192

3. 杠杆收购的典型做法 193

4. 困境与出路 195

第十章 管理层收购 197

1. 管理层收购的原理 199

- 【1】 管理层收购的定义 199
- 【2】 中国 MBO 的特点 199
- 【3】 MBO 的操作流程 200
- 【4】 什么样的企业适合 MBO 201