

[亚洲商学院 PEMA 系列教材]

PRIVATE EQUITY FUND,
MERGERS & ACQUISITIONS

PEMA

股权投资基金与并购

[亚洲商学院 编著]

 首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

[亚洲商学院 PEMA 系列教材]

PRIVATE EQUITY FUND,
MERGERS & ACQUISITIONS

PEMA

股权投资基金与并购

[亚洲商学院 编著]

图书在版编目(CIP)数据

股权投资基金与并购/亚洲商学院编著. —北京:首都经济贸易大学出版社, 2012. 9

ISBN 978 - 7 - 5638 - 1486 - 2

I. ①股… II. ①亚… III. ①股权—投资基金—教材
IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 208274 号

股权投资基金与并购

亚洲商学院 编著

出版发行 首都经济贸易大学出版社
地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)
电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)
网 址 <http://www.sjmcb.com>
E - mail publish@cueb.edu.cn
经 销 全国新华书店
照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部
印 刷 北京地泰德印刷有限责任公司
开 本 787 毫米×980 毫米 1/16
字 数 299 千字
印 张 17
版 次 2012 年 9 月第 1 版第 1 次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 1486 - 2/F · 858
定 价 34.00 元

图书印装若有质量问题,本社负责调换

版权所有 侵权必究

主 编 王 巍

执行主编 叶有明

作 者 (按姓氏笔画排序)

王 波 古军华 李乐文

刘 依 刘敬斌 张云岭

张晓森 陆维雄 郭兆基

主 编

王 巍 中国并购公会会长，中国股权投资基金协会秘书长，亚洲商学院执行院长。自 1982 年以来曾任职中国建设银行、中国银行、日本野村证券、摩根大通银行、世界银行和中国南方证券等多家境内外金融机构。直接组织了中国几十家大型企业的改制、重组、承销及并购业务，在创新金融工具、企业重组和产业整合等领域经验丰富。长期担任多个部委和省市的政府经济顾问，担任多家上市公司和金融机构的独立董事。主导本书的全面组织、统筹和审核。

(wangwei@mergers - china. com)

执行主编

叶有明 乔丹公司（中国）总裁，拥有美国国际管理研究院（雷鸟商学院）MBA 学位。1995 年初加入乔丹公司美国总部，先后任国际部主任、集团副总裁，并于 2003 年兼任乔丹公司（中国）总裁，是代表美国 PE 在中国从事投资/收购最早的专业人士之一。在其主导下，先后在中国成功完成 20 余个投资项目，投资形式包括民营企业收购、国有企业改制中的股权竞购和绿地投资等。在中国担任美国企业成长协会（ACG）中国总部主席、中国并购公会常务理事、上海并购俱乐部副秘书长。主导本书的结构设计，负责本书第 1、2、3、4 章内容的编撰以及全书的统稿。

作 者（按姓氏笔画排序）

王 波 埃森哲大中华区董事、总经理。主要致力于为客户提供有关企业发展战略和经营策略、企业重组和组织策略以及绩效管理等方面的咨询服务。在石油石化、电力、金融、金属、制造业等行业具有十多年的管理咨询相关经验。其领导的团队为众多国内外企业、政府及公共机构提供咨询服务。

目前还担任中国并购公会常务理事、中国企业联合会管理咨询委员会副主任。具有美国美利坚大学经济学硕士学位和中国人民大学经济学学士学位。负责本书第5、6章内容的编撰。

古军华 毕马威华振会计师事务所合伙人、毕马威中国税务部合伙人。澳大利亚特许会计师公会会员，香港会计师公会会员。专责处理中国税务策划、国际税收及商业咨询等业务。除了为多家跨国公司及私募基金进行国内投资或企业并购、重组提供意见外，亦协助客户与国内有关部门商讨，落实减低税负的方案。其客户包括私募基金设立、地产、金融、生产性及服务性行业的企业。负责本书第7章第7.3节及第8章第8.1、8.2、8.3节内容的编撰。

李乐文 毕马威华振会计师事务所合伙人。香港会计师公会会员、财政部金融工具会计工作组成员。拥有接近20年服务金融企业的经验。曾为多家国内银行、保险公司、证券公司和私募基金提供审计和咨询服务，具有丰富的有关金融行业发展的知识。曾参与多项与银行、保险及证券业相关的特别工作，包括国内银行、保险和证券公司的财务尽职调查以及香港银行雷曼迷你债券销售的调查工作，积极参与私募基金行业自律规章的起草与国内金融工具会计准则的编制，在香港工作时，曾为花旗、瑞信、德意志等金融机构提供审计及咨询服务。负责本书第8章第8.4、8.5节内容的编撰。

刘 依 埃森哲卓越绩效研究院大中华区总监。致力于有效衔接管理学术研究成果、咨询服务经验与企业管理实践，研究微观经济与社会发展趋势对企业发展方向、管理模式的影响，企业如何提高自身实力、实现长期的卓越绩效等问题。曾供职于埃森哲战略管理咨询服务部门，为通信与高科技产业中的企业提供战略与管理咨询服务，在产业发展、企业战略、经营管理模式、流程与绩效管理等领域具有丰富的经验。负责本书第5、6章部分内容的编撰。

刘敬斌 2005年加入乔丹公司中国团队，曾任职分析员，现任投资顾问，帮助乔丹公司在中国寻找和筛选投资项目、评估目标公司价值并完成交易。曾就读于上海财经大学金融学院，获得经济学硕士学位。负责本书第1、2、3、4章部分内容的编撰。

张云岭 万盟并购集团总经理。目前担任中国并购公会理事。1994 年以来从事证券、金融等领域的投资工作，曾在国内多家大型金融和证券机构担任要职。1999 年加入万盟并购集团，在资本运作、并购重组等投资银行业务的操作方面积累了丰富的经验，对并购交易操作中技术创新有独到理解和认识；在基金的发起与管理方面也有多年的运作经验，已经成功主导多个项目的投资操作。主导了深圳万科、神州数码和中邮器材等中国知名企业多起成功的收购、融资和整合交易，并于 2007 年 6 月荣获首届中国并购专项奖之“最佳并购交易奖”，主导了温商并购基金的发起及运作。负责本书第 7 章内容的撰写。

张晓森 中咨律师事务所合伙人。目前担任中国并购公会常务理事、中华全国律师协会公司法专业委员会副主任。主要著述有《中国公司法原理与实务》、《公司纠纷的法律救济》、《杠杆收购与垃圾债券》、《中国并购报告》、《律师办案思路与技巧》等，获并购公会贡献奖、并购专项奖及国家科技进步二等奖等众多奖项。负责本书第 9 章内容的编撰。

陆维雄 滨海国际（苏州）股权交易所总裁。法国巴黎大学经济学硕士。拥有丰富的投资银行和专业投资基金从业经历，在投融资管理方面有深入研究和认识。加入滨海国际（苏州）股权交易所之前，曾担任并购重组投资基金管理人，负责私募股权基金的策划筹备、资金募集、项目投资及投后管理等一系列基金发起和运营工作，对 PE 的投资运作和项目管理有深入了解。曾任万盟并购集团项目总监等职，擅长企业融资、并购、重组的策划及公司发展战略咨询。任职于法国 BASIC 咨询公司期间，担任海外咨询项目负责人。具备多语言环境和文化背景的工作和教育经历。负责本书第 7 章部分内容的撰写。

郭兆基 毕马威华振会计师事务所合伙人。澳大利亚特许会计师，有超过十年的企业估值经验，从事大量业务评估、财务模型和业务估值工作，并在金融、能源、矿产和基建等行业有深入研究。于 2010 年加入毕马威咨询有限公司，成为投资和重组咨询服务部门的总监，主要负责企业估值项目。在加入毕马威之前，曾在澳大利亚另外一家国际会计师事务所及一家估值专业公司任职，负责企业估值和为涉及上市公司的企业交易准备第三方独立报告。负责本书第 8 章第 8.6 节内容的编撰。

序 言

新金融：PEMA 的路径

发轫于意大利佛罗伦萨的现代金融业基于贸易和货币汇兑。五百年来，商业银行、保险公司和商人银行（现称为投资银行）构成了我们熟悉的金融体系的几个支柱，它们开拓了商业全球化，滋养了产业革命，创造了所有现代工业和信息业。我们得益于现代金融体系和工具，生活在日益安定富足的社会，基于风险分散和消费未来的收益，我们具有乐观积极的生活态度。“金融是我们的朋友，不是我们的敌人”（美国金融家米尔肯），我们学习金融，从容自信地创业和享受人生。

过去 30 年来，金融业产生了巨大的变化。越来越多的新型产业和创新企业不再依赖传统的金融体系获得资本，它们转向风险投资家、股权投资基金、并购和一系列衍生产品。传统金融体系中的人才也纷纷转行到其他行业为创业家量体裁衣地设计不同金融产品，彼此交易，活跃在形形色色的资本市场上。资本市场取代金融机构而成为融资的中心。金融监管也逐步宽泛，从墨守成规到充满弹性和人性化，给所谓“影子金融”以更大的空间。这个趋势的一个重要基础是，人类经济中心已经从制造业转移到服务业，金融体系和工具需要全新的设计。

这就是我们正在观察和参与创造的新金融。它不仅仅是国外流行的另类金融（Alternative Finance），而且是以人才和服务为主导的金融能力，不是依靠特殊执照保护或者以巨量资本和辉煌大厦为依托的传统金融机构。新金融重视企业的人才资本和预期现金流，而不是净资产和悠久的历史。新金融关注标准制定和市场份额，而不是利润数额和垄断特权。新金融不在华尔街，不在上海和北京，而在金融家和创业家的圈子里，在我们每个人的观念和技术中体现。

2007 年，并购公会与天津市政府一起，邀请美国企业成长协会（ACG）在天津举办了首届“中国国际股权融资洽谈会”（融洽会），此后连续五年的融洽会直接推动了股权投资基金在中国的引进和流行。天津同时还建立了中国第一个股权投资基金协会。为配合融洽会和新金融在全国的普及，我们与天津财经大学合作，建立了亚洲商学院，专注股权基金、并购和产业整合的培训与研究，同时出版了《资本交易》杂志，建立了滨海国际股权交易所和中国金融博物馆。新金融教育和培训成为我们的重要使命，没有大量专业人才，中国无法成为金融大国和新金融的强国。

我本人长期担任中欧国际工商学院和长江商学院的客座教授，与企业家交往很多，理解学员诉求。中国商业进步和金融发展不能单单依靠几十所商学院的培养，还需要更多操作层面的短期培训。亚洲商学院是一个培训机构，我们希望能设计并推动简便易行、成本低廉，具有鲜明的实战性和时效性的课程，从而与传统商学院的学院式课堂有所区别。

PEMA（股权投资基金与并购）课程是亚洲商学院特别设计的中级短期培训证书课程。课程邀请实战专家与学员互动教学，短小精悍，因而获得了各地学员的积极响应，也得到了更多专家的支持。在完成近千名学员的培训后，授课专家们专门整理出本教材。我们希望通过不断地修订、改进，使课程能在更大程度上满足学员实际操作中的需求。特别重要的是，我们希望 PEMA 课程有助于学员的职业发展，这是通向新金融的路径之一。

如果学员有任何问题，或者希望参与我们的活动，请与亚洲商学院邀请的各位专家联系，也可以直接发函给我（wangwei@mergers-china.com）。

王巍
中国并购公会会长
中国股权投资基金协会秘书长
亚洲商学院执行院长
2012 年 4 月 22 日



1 导论 / 1

- 1.1 PE 的概念与类型 / 3
- 1.2 并购的概念与类型 / 5
- 1.3 财务型投资者与战略型投资者 / 7
- 1.4 PE 与并购从业人员的素质要求 / 8
- 1.5 为什么中国需要 PE / 10

2 PE 与并购简史 / 15

- 2.1 PE 简史 / 17
- 2.2 并购简史 / 34

3 投资流程 / 59

- 3.1 投资流程概述 / 61
- 3.2 项目筛选 / 63
- 3.3 尽职调查 / 68
- 3.4 收购过程 / 74

4 PE 的策略 / 81

- 4.1 组织形式的策略 / 83
- 4.2 利用外部资源的策略 / 89
- 4.3 投资的策略 / 91
- 4.4 交易结构的策略 / 95

5 企业并购战略 / 109

- 5.1 并购的全生命周期 / 112
- 5.2 并购与企业发展的关系 / 114
- 5.3 并购创造价值的源泉 / 118
- 5.4 价值驱动的目标选择 / 124
- 5.5 战略与运营尽职调查 / 129

6 并购后整合 / 133

- 6.1 整合实现价值 / 135
- 6.2 整合的基本方法 / 138
- 6.3 整合的关键成功因素 / 140
- 6.4 几个关键领域的整合 / 145
- 6.5 企业全球化与海外并购 / 153

7 PE 的退出 / 157

- 7.1 PE 的退出方式 / 159
- 7.2 退出机制的设计与操作 / 166
- 7.3 基金撤资时的财务税务考虑 / 169

8 基金与并购财务税务考虑 / 173

- 8.1 基金架构设立的税务考虑 / 175
- 8.2 并购财务税务尽职调查 / 176
- 8.3 交易架构的财务税务考虑 / 178



3

8.4 并购中的财务问题与会计处理 / 181

8.5 收购后的财务控制 / 185

8.6 估值 / 186

9 基金与并购法律实务 / 207

9.1 基金与并购的中国法律与政策环境 / 209

9.2 法律尽职调查 / 219

9.3 基金发起与并购交易涉及的法律文件 / 224

9.4 基金设立与并购交易的审核与批准 / 225

9.5 基金与并购的法律焦点与实务问题 / 228

附录 1 术语表 / 241

附录 2 亚洲商学院 / 249

导论

PE的概念与类型

并购的概念与类型

财务型投资者与战略型投资者

PE与并购从业人员的素质要求

为什么中国需要PE

1 导 论

1.1 PE 的概念与类型

1.1.1 PE 的概念

股权投资基金 (Private Equity Fund), 简称 PE 或 PE 基金, 是指以非公众公司的股权为主要投资对象的基金。

与 Private Equity 对应的是 Public Equity, 后者指公众公司股权。公众公司 (Public Company) 是指向不特定对象公开发行股票, 或向特定对象发行股票使股东人数超过法定数额的股份有限公司。公众公司可以向证券交易所申请其股票在该交易所挂牌交易, 获得批准后则成为上市公司; 或通过场外交易 (Over-the-Counter, OTC) 市场进行其股票交易。

在某些情况下, PE 也会投资于公众公司, 但不是以持有流动性较高的股票为目的, 而是以企业重组或行业整合为目的。

国内对 PE 的另一种译法是“私募基金”, 并从字面理解将 PE 解释为“以非公开方式向特定的投资者募集资金”。这种解释容易带来的混淆是, 无法将 PE 与活跃的证券市场基金 (如股票投资基金) 严格区分开来。证券市场基金是以流动性较高的金融工具 (股票、债券等) 与衍生金融工具 (金融期货、期权等) 为买卖对象的基金。典型的如股票投资基金, 也可以以非公开方式向特定的投资者募集资金, 但主要投资于上市公司股票, 即 Public Equity。

PE 向被投资的企业提供资本金, 是一种直接投资, 其投资活动直接改变

被投资企业的资产负债表，影响或决定被投资企业的生产经营活动。PE 提供的资本金支持被投资企业开发新产品与新技术、增加流动资金、进行行业内的并购重组以及降低过高的负债率。这与证券市场基金（如股票投资基金）以在二级市场买卖股票为主的投资活动是明显不同的。

PE 主要通过出售（Trade Sale）的方式退出（Exit）所投资的企业。如果资本市场能够提供较为便利的条件，则 PE 也可能选择 IPO（Initial Public Offer，首次公开募股）方式来获得退出通道。

1.1.2 PE 的类型

根据拟投资的企业所处的发展阶段的不同，PE 可分为如下几种类型：

（1）创投资本或风险资本（Venture Capital，VC）

创投资本是投资于创意阶段、研发阶段（天使投资）、原型阶段和/或产业化早期阶段的基金。例如，软银中国创业投资有限公司。

（2）增长资本（Growth Capital）

增长资本投资于产业化成功后的企业扩张阶段，通过采购设备、培训员工帮助企业迅速扩张。例如，英联投资、TPG 等。

（3）收购基金（Buy-out Fund）

收购基金以控股（Majority）方式投资处于稳定成长期的企业，这些企业通常可以提供连续 3 年以上的、反映赢利能力或潜力的财务报表。收购基金通过企业内部重组和行业整合来帮助被收购企业确立市场地位。例如，KKR、The Jordan Company 等。

（4）夹层资本（Mezzanine Capital）

夹层资本通常以债权形式投资处于稳定成长期而上市之前的企业。例如，Midwest Mezzanine Funds。

（5）其他类型

例如，专注于为陷入财务危机的企业提供财务拯救的基金（Turnaround Fund，重振资本），如 Sun Capital。

根据 PE 设立时确定的拟投资的行业的不同，PE 还分为综合性投资基金

和行业专业基金。前者并无投资行业的限制，后者通常限定特定的投资领域，如房地产基金、环保基金、能源基金，等等。

1.2 并购的概念与类型

1.2.1 并购的概念

并购，即兼并和收购（Merger and Acquisition, M&A）。

（1）兼并

兼并，指一家企业通过产权交易获得其他企业产权和控制权的行为，交易后转让产权的企业丧失法人资格，相当于吸收合并。

（2）收购

收购，指一家企业对其他企业的资产或股权的购买行为。

在实践中，容易与并购混淆的一个概念是重组（Restructuring）。并购发生时，一定发生企业控股权（或所有者结构）的变化。企业重组涉及的范围要比并购广泛得多，而且重组发生时，不一定发生企业控股权的变化。

企业重组的形式包括：

①扩张（Expansion）型重组，例如，并购、联营（Joint Venture）和要约收购（Tender Offers）等。

②抛售（Sell-offs）型重组，例如，分立（Spin-offs）和剥离（Divestiture）等。

③公司控制权型重组，例如，溢价回购（Premium Buy-backs）、停顿协议（Standstill Agreement）、反接管条款修订（Antitakeover Amendments）、代表权争夺（Proxy Contests）等。

④所有权变更（Changes in Ownership Structure）型重组，例如，换股（Exchange Offers）、股权回购（Share Repurchases）、退市私有化（Going Private）和杠杆收购等。