

并购重组

精要与案例

Essentials and Cases of Mergers and Acquisitions

陈宝胜 毛世辉 周欣◎著

· 并购操作精要 · 并购实战案例 ·
· 规避借壳上市 · 并购重组融资 · PMA ·

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

并购重组

精要与案例

Essentials and Cases of Mergers and Acquisitions

陈宝胜 毛世辉 周欣◎著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

并购重组精要与案例/陈宝胜, 毛世辉, 周欣著.
—北京: 中国法制出版社, 2017. 1
ISBN 978 - 7 - 5093 - 8180 - 9

I. ①并… II. ①陈…②毛…③周… III. ①上市公司 - 企业兼并 - 案例 - 汇编 - 中国②上市公司 - 企业重组 - 案例 - 汇编 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 009112 号

策划/责任编辑: 黄会丽

封面设计: 周黎明

并购重组精要与案例

BINGGOU CHONGZU JINGYAO YU ANLI

著者/陈宝胜、毛世辉、周欣

经销/新华书店

印刷/三河市紫恒印装有限公司

开本/710 毫米×1000 毫米 16 开

版次/2017 年 4 月第 1 版

印张/18 字数/125 千

2017 年 4 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 8180 - 9

定价: 58.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码 100031

网址: <http://www.zgfzs.com>

市场营销部电话: 66033393

值班电话: 66026508

传真: 66031119

编辑部电话: 66070084

邮购部电话: 66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010 - 66032926)

自序

中国经济进入发展速度换挡、发展方式转变、经济结构调整、增长动力转换的关键时期，习近平总书记也以“两只鸟论”，即“腾笼换鸟，凤凰涅槃”，指明方向，形象准确地说明“转方式、调结构”的重大意义和方向路径。目前，我国大多数细分行业中的企业规模尚小，行业集中度不高，单个企业的规模与力量还比较薄弱；从而导致面对市场变化时，企业难以依靠自身力量实现转型升级。因此，中国经济转型升级的关键还在于企业要实施并购重组，产融双驱，做大做强。

专业的并购重组策略能使企业明确发展方向，形成自身优势，同时促进产业上下游的企业之间的并购整合。产业整合的实质是要合理配置产业链内的生产要素，提升整个产业链中的短板，通过对产业链瓶颈部分的突破、交易成本的降低来促进整个产业的转型升级。通过并购重组，

可以有针对性地将一个个产业链上的价值单点用价值链统一协同起来，从而形成相互支持、相互促进的产业链良性发展模式。

企业实施并购重组，必须分析清楚自身在产业链中的位置、自身的实力及相关资源，从而能够对产业链中的关键控制点进行并购整合。在这个浩浩荡荡的并购重组大潮中，最优秀的并购整合团队将能够从产业发展的高度出发，加强供应链上下游企业之间的协同，从产业整合的高度通过并购重组促进整个产业的升级发展，同时也会加速战略性新兴产业的形成（见笔者上一本专著《绿色建筑产业链专业化投资研究》）。

在这个产业并购整合的过程中，产融双驱、产融互动非常重要。产业与金融两方面结合起来后形成的产业金融不是从一家一家企业、一个一个点去分析，而是从整个产业链生态圈去研究，可以站在产业链生态圈的高度，做有效的资源配置和整合，从而实现金融与产业无缝衔接，金融自然成为产业发展的一部分，也就解决了金融“脱实向虚”的问题。

另一方面，从总体上看金融学的发展，可以按照学科聚类，将金融学发展史分为三个阶段。第一阶段是以财务报表分析为主体的旧金融学，主要研究的是会计学和法律学。第二阶段是基于理性经济行为的传统金融学，主要包括投资组合理论、MM理论、资本资产定价模型，以及有效市场假说等。第三阶段是基于行为分析的新金融学时代。

所以，行为金融是金融学的高级阶段，研究的是金融活动中人性对人们决策行为的影响。我自己在实际工作中也深有体会，我个人在并购重组项目中的一些经验体悟，都可以归结到行为金融上。不过，虽然在工作中有非常多的经验与体悟，但这些经验与体悟是零散的，不成体系的。

我们通过本书来梳理理论体系与实务经验的意义，就在于各个理论体系都是前人经验与知识的总结，我们可以站在前人的肩膀上，把我们的经验与体悟升华，从而站得更高看得更远。

巴菲特曾说过，在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。复星集团副董事长兼 CEO 梁信军也曾说过，牛市的策略就是：坐实净资产、降低负债率、收集现金；熊市呢？就是在价值的地板上换好的筹码、优化资产结构和配置、买低价的好资产。其实，这里面就有行为金融的精髓。资本市场是一个比较容易让人失去理性的地方，人的心理、行为中究竟隐藏着怎样的魔鬼，影响着投资决策？如何把控个人情绪与心理，我们该怎样保持对资本市场的敬畏？资本市场里有着人性最真实的写照。

并购重组的成功与否，更在于资本之外的核心竞争力，这里面有产融双驱能力、并购战略规划能力、产业整合能力、并购标的寻找能力、价值提升能力、交易撮合能力等等。然而，最重要的能力是真诚。做资本运作，必须要真诚面对投资人、真诚面对上市公司、真诚面对标的企业、真诚面对每一位利益相关者……来不得半点脱离实际情况的虚伪，否则，用坏一分钱，就有可能在资本市场失去诚信与信誉这样的立足之本。

我们希望通过本书抛砖引玉，未来在并购重组方面可以出几个中国脊梁式的人物，出一批能为社会和谐发展、能为产业转型升级、能为中华民族伟大复兴出一份力的金融人才。否则，如果只是为个人利益着想，则意义似乎并不大。

大家现在都觉得世界变化越来越快，其实变化快只是表象，有一些本质的东西，比如人性，从古至今是变化不大的。我们要有所成就，就

一定不要去追逐表象，而是要学一些本质的东西。资本市场是由人组成的，是活泼的，在资本市场，如果大家想要有所作为，一定要洞彻人性，学好行为金融。希望本书能带领大家深入浅出地领略行为金融这颗璀璨明珠的魅力。

笔者 陈宝胜

前 言

本书对行为金融学的理论以及并购重组的理论和实务进行了完整的剖析，然后结合当前我国上市公司并购重组现状，将行为金融如何影响并购重组做了深入的分析，通过并购重组各阶段的实际案例，分析了行为金融在并购重组中可能产生的影响，并据此针对性地提出了策略建议。最后本书还介绍了国外并购重组的模式，从行为金融的视角对并购主体进行分析，希望能够为我国从事并购事业的人们提供思路和借鉴。

从案例中可以发现，想要成功地实施并购重组，资本之外的核心竞争能力最为重要，需要从产业链整合的角度来设计并购战略，基于对标的公司所在行业的深入理解，帮助标的公司进行经营管理上的提升和产业链资源的整合，真正提升它的盈利能力。

本书由导语、上篇、中篇、下篇及专题篇组成，共有八章和三个专题组成。本书主要内容介绍如下：

（1）导语

介绍了行为金融学的起源、发展、成熟，并在传统金融理论体系的基础上进行了两者的差异解析，特别是行为金融学显著区别于传统金融

学理论的“三大假定”。介绍了行为金融学的主要理论——前景理论、套利限制、BAPM模型以及其他决策行为理论，并总结了行为金融学在现代金融市场中的意义和作用。

(2) 上篇：并购精要——第一章 并购重组核心要点及最新政策实务剖析

详细论述了并购重组的基本类型（借壳上市、整体上市、产业并购）、核心流程步骤（并购战略制定、并购方案设计、谈判及交易程序、并购接管、并购整合），对应最新监管办法和政策进行了案例实务分析。

(3) 上篇：并购精要——第二章 并购重组的深层关系认识：行为金融

以行为公司金融的理论为基础，论述人的心理与行为如何影响着并购重组的方方面面，以及由此形成的宏观及微观影响。并提出了在并购重组中规避人性弱点的方法。

(4) 中篇：并购实战及案例 第三章至第七章

以并购重组核心流程为背景，通过多个对应阶段的正反面经典案例，对所存在的行为金融现象进行剖析，并总结了并购重组各阶段的核心原则、问题所在，提出了相应的策略建议。

(5) 下篇：国外并购重组模式及案例 第八章 国外并购重组运作模式、具体案例及行为金融应用

介绍了国外并购重组运作的基本框架，对杠杆收购的结构、类型和其出现的历史背景进行了详细的介绍和总结。以国外三家著名并购基金管理人的运作模式和案例为例，详解了行为金融在其中的应用，总结了它们在资本之外的核心竞争力以及在并购重组中值得借鉴的优点。

专题共有三个，分别是：规避借壳上市专题，并购重组融资专题，PMA专题。

导 语

2002 年的诺贝尔经济学奖授予了行为金融学的两位先驱：美国普林斯顿大学的丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）教授和乔治·梅森大学的弗农·史密斯（Vernon Smith）教授。行为金融学因此为世界所瞩目。

什么是行为金融学？

——是运用心理学、社会学、行为学来研究金融活动中人们决策行为的科学。行为金融学将心理学、行为科学、社会学、政治学等理论融入金融学，通过人的微观行为，尤其是偏差和反常行为，以及产生这种行为的心理等动因，解释、研究乃至预测金融市场发展。

【郁金香狂热】

郁金香狂热，指 1634 年发生于荷兰，冲击巨大的郁金香投机泡沫。

郁金香狂热，开始于郁金香花球的供不应求和价格飞涨，这使荷兰人相信郁金香价格将继续持续上涨。许多人舍弃原来的事业转而从事郁金香的种植、交易或经纪工作，成为参与郁金香交易的投机者。

1636年，为方便郁金香的交易，阿姆斯特丹证券交易所开设了固定的交易市场，并创造了“期货选择权”——1636年可以卖出1637年出世的郁金香球茎，交割前不需要付款，交割时只需交割证券市场差价，而且推出交易杠杆，允许融资交易。

1637年新年前后，郁金香的期货合同被热炒，郁金香的价格已经涨到了骇人听闻的水平，与上一年相比，郁金香总涨幅高达5900%。此时的郁金香不再是简单的观赏作用，已经变成了商人谋取暴利的手段，甚至连银行都接受郁金香作为抵押担保，更进一步增长投机活动的热度。

在郁金香泡沫的顶峰，一颗最受大家追捧的郁金香种子的售价是6000荷兰盾，而当时在阿姆斯特丹市中心的小型联排别墅的平均价格是300荷兰盾。

到了1637年2月，倒买倒卖的人逐渐意识到郁金香交货的时间马上就要到了。人们开始怀疑，如此昂贵的郁金香球茎即使开出花来到底能值多少钱？前不久还奇货可居的郁金香合同一下子就变成了烫手的山芋。在很短的时间内，卖出郁金香的疯狂行为与此前购买时的狂热不相上下。最终，郁金香的市场价格随着人们的竞相抛售而狂泻，成千上万人在这个万劫不复的大崩溃中倾家荡产。

由此，荷兰郁金香成为了现代社会第一个被投机的资产，然而这只是现代群体性投机行为的开端。投机泡沫有趣的地方正是在于绝大多数

身处泡沫的人都认为这不是一个泡沫。如果他认为是一个泡沫，那么他就会卖出，价格就不会继续上涨，泡沫从而破灭。

在英国取代荷兰成为全球经济和金融霸主的时候，也曾经出现过“南海泡沫”。人类历史上最伟大的物理学家之一，英国的牛顿，在“南海泡沫”的初期赚了大钱，之后又在整个泡沫破灭的时候，把全部身家都赔了进去。他在赔钱之后说过一句话，“我能够预测天体之间的距离，但我无法预测人心的狂热”。

这类群体和个体投机行为的形成机理和导致的后果正是行为金融学的研究对象。

第一节 行为金融学的发展历程

一、早期阶段

行为金融学发展的早期阶段，是由心理学和金融学相结合的方式开始的。19世纪，勒庞（Lebon）的《群体》（又名《乌合之众》）和麦凯（Mackay）的《非凡的公众错觉和群体疯狂》是两本最早研究投资市场群体行为的经典之作。

勒庞描述到“个人一旦成为群体的一员，他所作所为就不会再承担责任，这时每个人都会暴露出自己不受约束的一面。群体追求和相信的从来不是什么真相和理性，而是盲从、残忍、偏执和狂热，只知道简单而极端的感情”。

麦凯指出“个人一旦进入群体中，他的个性就淹没了。群体的思想占据统治地位，而群体的行为表现为无异议、情绪化和低智商”。

格雷厄姆（Graham）和多德（Dodd）在1934年《证券分析》一书中，对1929年美国股票市场价格暴跌做出了深刻反思，一般普遍认为股票价格的波动是建立在股票内在价值基础上的，股票价格会由于各种非理性原因偏离内在价值，但随着时间的推移这种偏离会得到纠正而回归内在价值。然而，股票市场价格的实际表现却是另一番景象——长期高于或低于内在价值，因此，股票价格只随内在价值变化而变化的观点受到挑战。

格雷厄姆指出，一个投资者最大的敌人不是股市，而是自己。投资者或许在数学、金融、会计等方面能力超群，但是如果不能掌控情绪，他们将无法从投资中获利。为了懂得市场和投资，我们必须首先了解自身情绪的理性与否。

1936年，凯恩斯（Keynes）基于心理预期最早提出股市的“选美竞赛”理论和“空中楼阁”理论，强调心理预期在人们投资决策中的重要性，认为证券价格决定于投资者心理预期所形成的合力。

【选美理论】

凯恩斯经典的“选美理论”：“报纸上刊出一百帧相片，由读者从中选出几名大家认为最漂亮的美女；如谁的选择结果与其他参加竞猜者的偏好最接近，谁就得奖；在这种情形下，每名竞猜者都不选他自己认为最美丽的人，而选他以为他人认为最美丽的人。每个竞猜者都是这个想法，运用智力去推测参与竞猜者们认为最美丽的人。”

竞猜者不依照自己的审美标准去选，而是推测其他竞猜者的选择标准，这需要合理的心理预期。所以，竞猜者首先要思考，到底选美的竞猜者是哪类人，他们的选美标准是什么。因此，正确的做法不是选自己真的认为漂亮的那张脸蛋，而是猜多数人会选择谁就投她一票。所以，最终的选美结果可能会跌破众人的眼镜。

凯恩斯的选美思维方式映射到股票市场，可以得出投机行为就是建立在对大众心理猜测上的结论。凯恩斯的“选美理论”看似是一种盲目跟风的投资行为，其实是用来分析人们的心理活动对投资决策的影响。

【空中楼阁理论】

“空中楼阁理论”认为股票价格并不是由其内在价值决定的，而是由投资者心理决定的，而投资者心理如空中楼阁一样虚无缥缈难以把握。

“空中楼阁理论”完全抛开股票的内在价值，强调心理构造出来的空中楼阁。投资者之所以要以一定的价格购买某种股票，是因为他相信有人将以更高的价格向他购买这种股票。至于股价的高低，这并不重要。精明的投资者无须去计算股票的内在价值，他所须做的只是抢在最大“笨蛋”成交之前成交，即在股价达到最高点之前买进股票，而在股价达到最高点之时将其卖出。

这个理论可以很好地解释中国股市的现状。2015年6月底前中国A股大部分股票的PE倍数没有最高，只有更高；虽然经过股灾，但2016年A股大部分股票的估值还是较高。大家都称自己是价值投资者，实际上在市场上现在大都是在炒作、跟风、讲故事。为什么会是这个

样子呢？“空中楼阁理论”就很好地解释了这个现象。大家都认为自己是聪明人，还会有傻子接最后一棒。

二、中期阶段

真正现代意义上的行为金融理论是从布雷尔（Burrell）开始的。1951年，布雷尔发表的《投资战略的实验方法的可能性研究》是行为金融学产生的标志，首次主张在经济学中结合行为心理学来解释金融现象。

1963年，鲍曼（Bauman）和布雷尔发表了《科学投资方法：科学还是幻想》，认为金融学新的研究领域应该重点考虑数量模型和传统行为方法的结合，这样会更贴近实际。

1972年，斯洛维奇（Slovic）教授和鲍曼教授发表了《人类决策的心理学研究》，把行为金融学理论的研究向前推进了一大步。

1979年，特维尔斯基（Tversky）教授发表了《预期理论：风险决策分析》，正式提出了预期理论，该理论提出了人类行为与标准投资决策模型基本假设相冲突的三个方面，风险态度、心理会计和过度自信，并将观察到的现象称为“认知偏差”。

三、成熟阶段

1980年后，大量的“市场异象”表明，现代金融理论还不完善，理论的基础假设有待修正。学者们对理性人假设的否定使行为金融领域的

研究取得了突破性的进展。自此，行为金融学对于社会影响力越来越大，该领域的研究也是越来越活跃。

1982年，卡尼曼、斯洛维奇和特维尔斯基的著作《不确定性下的判断：启发式与偏差》的面世，为行为金融学的兴起奠定了坚实的理论基础。

1985年，德邦特（Debondt）和塞勒（Thaler）的“股票市场过度反应了吗”一文的发表，正式掀开了行为金融学迅速发展的序幕。此后，巴伯里（Barberis）、舍夫林（Shefrin）、提塔曼（Titman）等学者纷纷发表他们有关行为金融的研究成果。

1994年，舍夫林和斯塔特曼（Statman）提出了行为资产定价理论，挑战传统的资本资产定价模型；2000年二人又提出了行为组合理论，挑战传统的资产组合理论，使行为金融学有了进一步发展。

行为金融学不仅解释了许多金融市场的“异象”，而且还成功预测了人类历史上的一次大股灾的发生。2000年3月，耶鲁大学的希勒（Shiller）教授出版了《非理性繁荣》一书，指出一路上扬的美国股市存在巨大的泡沫。该书出版一个月后，纳斯达克股票指数从5000多点跌到3000多点，泡沫破裂。

2002年，卡尼曼和史密斯获得诺贝尔经济学奖，使行为金融学名声大振。

2007年金融危机以来，宏观行为金融引起了学者们的研究兴趣。个体的决策行为偏差在信息不对称、市场制度缺陷和其他各种诱因的驱动下，演化成了系统性的群体偏差，造成市场上非理性的疯狂投机和集体恐慌，从而导致了金融市场的剧烈波动。

2008年，希勒在发表的论文中认为，金融危机爆发后，心理传染容易引发严重的正反馈效应，使得金融危机迅速蔓延并波及实体经济，从而引发全面的经济危机。越是处于危机当中，市场的负反馈机制越是无法发挥作用，“自动稳定器”往往变成“金融加速器”，经济系统难以自动收敛于均衡，反而有可能继续发散。

2008年，赫舒拉法（Hirshleifer）教授将“心理导向的方法”引入到金融监管理论中，认为监管失效是由于各种政策参与者存在心理偏差导致的结果。主要依据是显眼效应和生动性、遗漏偏差、替罪羊和外部恐惧、公平和互惠、过度自信、情绪效应等的存在。

2009年，布雷西亚（Brescia）认为美国的次贷金融危机事实上是金融机构在社会中失去信任，政府的首要任务就是重建整个金融体系的信心。由于人们更容易受到心理因素的影响，因此，危机下的监管政策的制定更多的要考虑行为因素。

第二节 行为金融学的理论基础

一、传统金融学理论体系

长久以来，主流经济学的假设都是建立在对象理性的基础上，围绕理性人始终追求效用最大化的预设。传统的金融学形成了由投资组合理论（PT）、资本资产定价模型（CAPM）、套利定价理论（APT）、有效市场假说（EMH）、期权定价模型（BS）等组成的抽象理论框架。