



交易




陈明健 王逸萌◎著

 中国金融出版社

交 易

陈明键 王逸萌◎著

 中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：潘洁

责任印制：张也男

图书在版编目（CIP）数据

交易（Jiaoyi）/陈明键，王逸萌著. —北京：中国金融出版社，
2018. 1

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9416 - 5

I. ①交… II. ①陈…②王… III. ①金融兼并—研究—中国
IV. ①F279.21

中国版本图书馆CIP数据核字（2018）第016704号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 （010）63266347，63805472，63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

（010）63286832，63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833，62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169毫米×239毫米

印张 10.25

字数 130千

版次 2018年1月第1版

印次 2018年1月第1次印刷

定价 48.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9416 - 5

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

序 言

Preface

话说并购，无外乎“买卖”二字。作为中间人，投行的艺术在于“定价权”，找到契合的双方，才能交易致胜。

东方高圣作为中国资本市场的资深精品投行，清晰地描绘了中国并购市场五次小浪潮，战略性地提出了“高大全”的新型商业模式，并集全司智慧的结晶总结出投行“军规”《交易 59 条》，实在是不可多得的并购“思考者”。

时间一晃，东方高圣已经走过了二十个年头。我与明键相识十二年，看着他走过曲折道路，从四处谈话演讲到深居四宜书屋，一桩桩一件件潜心钻研交易，经历风风雨雨，仍然一往无前。陈明键尊我为师父，师父祝愿他越来越扎实、越来越沉稳。



前 言

—
Foreword
—

由陈明键先生编写的这本《交易》是一本专门讨论企业并购的书。它是一本企业并购的业务指南，内容包含了并购所需要了解的各个方面，即并购对象的选定、价格的谈判、投资银行的作用、法律框架、并购的障碍，乃至谈判对手的确定等。

要了解企业为什么要并购，并购应该如何进行，必须从交易的一般理论出发。

市场交易是双方追求利益的行为，双方都要从交易中得到利益，否则买卖是做不成的。因为市场是公平和自由的，没有任何一方可以强迫对方。双方都要得利，必须有新的利益产生。不论是生活资料的买卖、生产资料的买卖，还是进口或出口，双方都能得利，这利益是由于社会分工而产生的。所以说，交换能产生财富。如果不信的话，试想——一切交易都停下来时，人类社会会发生什么变化。

企业的并购就是企业的买卖，它远比商品买卖要复杂得多，但是基本道理是一样的，那就是并购应对双方都有利。并购能产生出新的利益，也正因

为如此，并购能使社会的财富有所增加，是对社会有益的事。

可是为什么企业并购能增加社会的财富呢？并购以前和并购以后企业起了什么变化呢？这是因为企业并购以后它们的产出能力增大了，其原因是多种多样的。比如两家企业的优势互补，一家的牌子响亮，可是生产能力不足；另一家的生产力有余，但牌子不亮。并购以后既有能力生产，又有市场销售，综合的产出加大了。也有的是一家有融资能力，却没有好的项目，另一家则相反，两家合并后，产出可以增加。又比如企业并购以后，生产规模扩大，得到了规模效益。更多的情况是一家的经营混乱，并购以后撤换了经营班子，改组了干部队伍，使企业起死回生。不管属于哪种情况，企业并购确实能使社会的产出能力加大。

以上说的是并购的一般道理，具体实施时问题要复杂得多。最根本的问题是同样一个企业，何以出售的一方对自己的企业估价较低，而购进的一方对企业估价较高？如果不是这样，并购根本做不成。这里涉及企业如何定价的问题。企业的价值不是它拥有多少厂房设备，而是它的盈利能力。盈利能力则随着经营水平而定。出售一方囿于自己的条件和能力，对企业估价较低；而购进一方对企业经过自己的改组调整以后，有信心能使其效益提高，所以愿意出一个较高的价格。因此，企业并购业务远比一般的买卖复杂得多，它往往和企业策划联系在一起，它是资源的重新优化组合，这是需要高度技巧的工作。

企业并购也可能失败，因为对于企业盈利前景的估计未必总是对的。所以要求从事并购业务的人，不但要把企业的一切盈利机会都开发出来，而且要看所有的风险，谨慎从事。不管怎么样，并购业务为提升企业的效率提供了巨大的机会。一个国家经济实力的强弱，归根结底取决于一个个企业的

强弱。我国的企业，特别是国有企业，存在着巨大的这种机会。我们应该创造条件，为企业并购“开放绿灯”。现在陈明键先生编写了这本企业并购的业务手册，是非常应景的事。

茅于軾

目 录

Contents

第 1 章 并购概论	1
1.1 并购浪潮：生产力与生产关系的革命	1
1.2 美国的五次并购大浪潮	2
1.2.1 横向并购——从自由竞争走向垄断竞争	2
1.2.2 纵向并购——打造生态圈	7
1.2.3 混合并购——多元化	10
1.2.4 融资并购——野蛮人的道理	14
1.2.5 第五次并购浪潮——全球化下的垄断竞争	19
1.3 中国并购市场的五次小浪潮	21
1.3.1 借壳上市	23
1.3.2 新公私合营	31
1.3.3 外资并购	39
1.3.4 主语式并购	46
1.3.5 跨境并购	49
第 2 章 新模式——“高、大、全”	58
2.1 “高、大、全”模式是什么	58

2.2	“高、大、全”模式为什么在今天产生	66
2.3	“高、大、全”模式的道路	75
2.3.1	“走出去”	76
2.3.2	“走进去”	86
2.3.3	“走下去”	96
2.4	“高、大、全”的产品方案——三维并购	99
第3章	当代并购四杰	104
3.1	宋志平——央企的实力 + 民企的活力 = 企业的竞争力	104
3.2	焦震——我不看宏观，不看微观，我看小宏观	113
3.3	郑跃文——我没有资源，我是资源的搬运工	117
3.4	赵炳贤——不卖才是有效动作	123
附录	投行军规——交易 59 条	127
1.	说明	128
2.	道	128
3.	法	132
4.	术	137
跋	作者的话	153

第1章 并购概论

1.1 并购浪潮：生产力与生产关系的革命

从整个世界来看，最早的公司并购发生在19世纪末的美国与欧洲，到现在也有100多年的历史了，而中国的并购时代却是从1993年才拉开序幕。上下一百多年，纵横几万里，如果我们能清晰地梳理出世界的并购周期脉络，再回顾中国24年来经历过的并购小浪潮，或许才能细细描绘出我国企业所面对的并购时代。

以美国为例，历史上共掀起过五次大并购浪潮。前四次并购浪潮分别为1895—1904年的横向并购，1922—1929年的纵向并购，1960—1968年的混合并购，以及1976—1988年的融资并购。从20世纪90年代早期至今，又开始了第五次全球战略性并购浪潮。这五次并购浪潮并不是五次孤立的事件，每次浪潮的内在是相互关联的，因而并购带来的不仅是企业自身的改变，更是企业之间边界和产业形态的改变。正是产业一轮又一轮的形态改变，构成了经济结构发展的时代脉络。并购浪潮的推动力大致有两个：技术革命和法制转变。用我们辩证唯物主义的史观来说，技术革命

是生产力因素，法制变革是生产关系因素。生产力与生产关系产生重大变化，同时星火相助，催生了波澜壮阔的经济革命，而一场场并购就是和平年代的经济革命中一场场没有硝烟的战争。

表 1-1 美国的五次并购大浪潮

世界企业并购浪潮阶段	1895—1904 年 (横向并购)	1922—1929 年 (纵向并购)	1960—1968 年 (混合并购)	1976—1988 年 (融资并购)	1990 年至今 (全球性战略并购)
美国经济发展情况	经济迅速扩张，1903 年经济的严重衰退开始	经济与 1922 年步入上升期，1929 年衰退	第二次世界大战后的繁荣	1974 年衰退	20 世纪 90 年代长期稳定增长；2008 年金融海啸
并购的直接促动因素	从自由竞争到垄断；控股公司得到法律许可	运输、通信等有较大发展	管理与计算机技术、所有权与经营权分离；《塞勒—凯弗维尔反兼并法》的修改	石油危机高利率后造成集团公司亏损	全球化
并购模式	横向购并	纵向购并成为主流	混合购并占据了重要地位	“蛇吞象”收购后资产拆分出售	多种购并形式并存，但混合购并形式突出
并购的效果	造就了垄断，形成了现代企业组织的雏形	美国经济深化	企业现代体制形成	企业回归专业化	全球巨型公司

1.2 美国的五次并购大浪潮

1.2.1 横向并购——从自由竞争走向垄断竞争

马克思的《资本论》里有一个概念，叫做“从自由竞争走向垄断竞争”。列宁也说：“垄断就是资本主义的最高形式”。那么从自由竞争走向垄断竞争的过程是怎么实现的？答案就在第一次并购浪潮的十年里。

美国的第一次并购浪潮发生在19世纪和20世纪之交，准确来说是1895—1904年，历时10年。1860年独立战争之后，美国经济进入高速增长时期，当时的战略新兴产业是钢铁和石油。可以说，炼油的重油提纯和炼钢的氧化顶吹技术就是那个时代的黑科技，而石油大亨洛克菲勒和掌管钢铁王国的卡耐基就好比如今的马云和马化腾。

如同我国改革开放以后30年如火如荼的经济发展，1890年以后的美国也出现了大量行业产能过剩的情况，特别是在钢铁、食品、石油产品、化工、交通工具、冶金、机械、焦炭等行业。比如钢铁行业就有3000多家钢铁厂，一堆堆小企业相互竞争，行业分散至极。产能过剩的最后结果是大家的日子都不好过，出现了大量的价格战和诉讼战，于是行业内部自发产生了小企业之间互相联合的需求。

在第一次并购浪潮期间，美国几乎有一半的企业被并购，大量中小企业通过横向合并成为一个或少数几个大型企业。这个阶段最大的整合者就是 John Pierpont Morgan Sr.，我们熟知的 J.P. 摩根。钢铁行业是他整合的第一个行业，3000多家钢铁厂通过785次并购，最后形成了美国钢铁公司，控制了超过40%的美国钢铁市场。

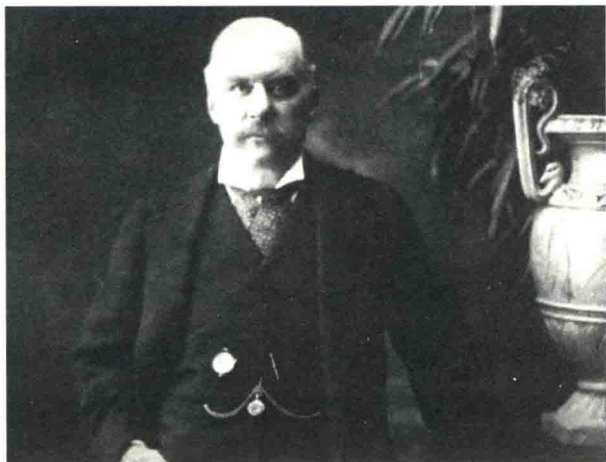


图 1-1 行业整合者 J.P. 摩根

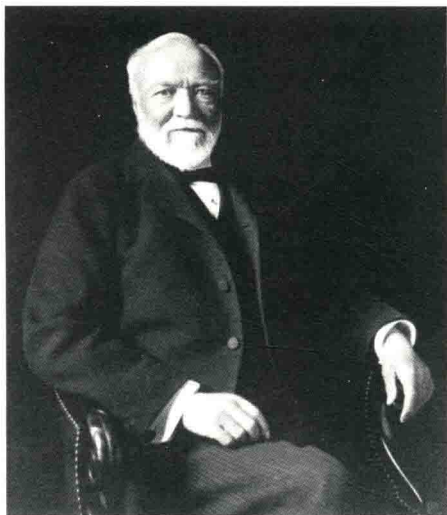


图 1-2 钢铁大王安德鲁·卡内基

起初，J.P. 摩根创办了联邦钢铁公司，几经整合，联邦钢铁在行业内排行第二。坐第一把交椅的仍是钢铁大王卡内基，他是那个时代的英雄，就像我们这个时代的乔布斯，这样的人十分看不上摩根，觉得你一个华尔街买卖债券出身的人，凭什么跟我谈收购。摩根虽然急于全面控制钢铁业，可也知此事不能性急，想要吃掉卡内基的庞大产业必须等待时机。

1899 年，卡内基的钢铁王国发生了两件事：先是他亲密合作的弟弟和最敬爱的母亲相继撒手而去，随后布拉德克的工厂发生熔炉爆炸事故，他最信赖的助手琼斯厂长不幸遇难。接二连三的打击让卡内基一蹶不振，决定放弃事业。可当年卡内基的钢铁王国利润达 4000 万美元，7 倍市盈率就是 2.8 亿美元，这是什么概念？1900 年美国中央财政收入是 2.69 亿美元，这叫富可敌国啊！

当行业整合窗口出现的时候，最关键的战役是不问价钱的。当时摩根准备了一张 4.8 亿美元的支票去找卡内基摊牌，卡内基最后开出一个 4 亿美元，10 倍市盈率的天价，摩根缓缓从西服的口袋中拿出支票，说了一句：“不用找钱了”。1901 年 4 月 1 日，美国钢铁公司宣告成立，摩根的垄断梦

实现了。

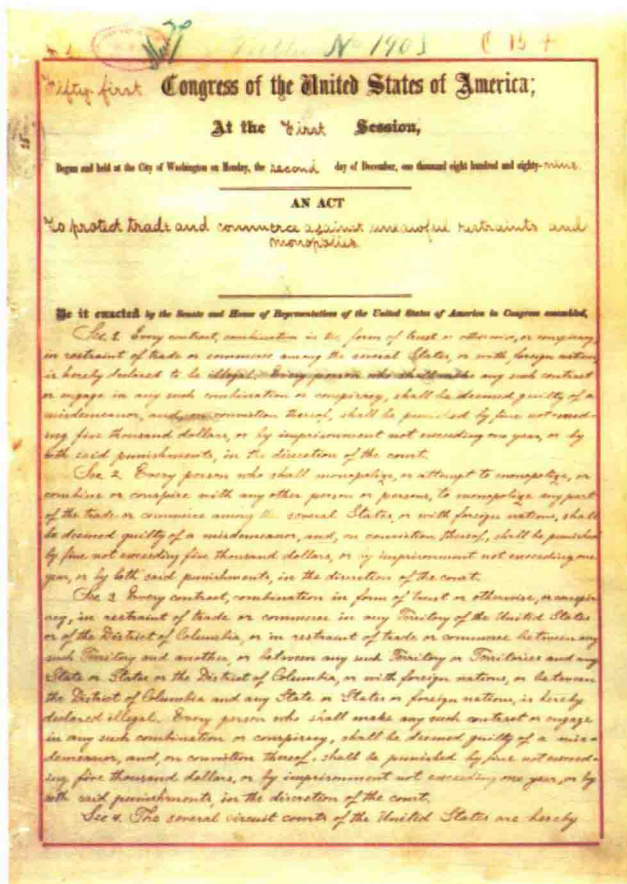


资料来源：The Morgan Library & Museum.

图 1-3 最早的美商钢铁公司股权凭证

从另一个维度来看，法规的变革在第一次并购浪潮中也起到了重要作用。美国原来的公司法规定只有实业公司可以注册，投资类控股型公司是禁止的。1890年后美国新泽西州率先通过《一般公司注册法》，允许一家公司以并购目的收购另一家公司的股票，这为控股公司的出现提供了法律保护，新泽西成为19世纪末的BVI群岛，大量野心勃勃的投资类企业选择迁入该州发展。

然而，美国是一个崇尚自由竞争的国家，企业不断追求垄断目标的后果是政府的反垄断措施出台。美国历史上第一个授权联邦政府控制、干预经济的法案《谢尔曼反托拉斯法》(Sherman Antitrust Act)于1880年通过，该法案旨在取缔垄断行径和加强贸易限制。法案刚颁布时监管比较松懈，司法机构更多地将矛头指向工会而不是企业的并购活动。



资料来源：ourdocuments.gov.

图 1-4 第一个反垄断法案——《谢尔曼反托拉斯法》

但当西奥多·罗斯福总统 1910 年当选后，看到中小企业不断破产，垄断巨头逐渐挑战国家经济秩序，社会财富加速集中到像摩根、洛克菲勒这些人手中，摧毁美国人最珍视的机会均等、公平竞争的价值观时，他决心拿起反垄断的“大刀”挥向他们。当时摩根到华盛顿见总统，跟总统说不要把公司肢解，让我们怎么做我们都改。总统身旁的财长科特柳答道：“对不起，不是要改变你，我们就是要消灭你”。当一个企业大到富可敌国，大到体量足以左右国家经济命脉时，它都会被政府用某种方式去彻底地改变或消灭，这是政治家和企业家的终极较量。1911 年，摩根的钢铁王国和洛

克菲勒的美孚石油公司都被美国政府肢解。

由此，第一次并购浪潮结束，那个波澜壮阔时代所发生的事情，永久性地改变了世界的工业结构，从零散小企业间的自由竞争变成了大企业之间的垄断竞争。过去一百多年了，那场并购浪潮的遗迹今日依然如罗马斗兽场一样屹立，今天几乎所有耳熟能详的世界 500 强公司大多是在那个时候奠定了自己的基础：奥迪的四个圈代表了德国巴伐利亚四家大的汽车企业联合在一起；而美国通用 General Motors 则是由一个在华尔街工作的马车夫杜兰特整合了 200 家汽车厂形成的“汽车总厂”。

1.2.2 纵向并购——打造生态圈

第二次并购浪潮发生在 20 世纪 20 年代，第一次世界大战结束后，其特点是纵向并购，即产业内的上下游企业之间的并购，按今天的说法叫打造生态圈。发动收购的往往是大企业，目的是确保大企业在供给、生产和流通等方面能打通整个产业链。

明看并购

三星：软肋不软了

韩国电子巨头三星宣布以 3000 万美元收购以色列流媒体娱乐公司 Boxee。Boxee 由流媒体软件起家，后延伸到机顶盒领域，收购将助三星智能电视完善网络视频点播、多设备内容同步等关键应用，提升用户体验。电脑、手机深度网络化后，电视成为网络化的最后一块大战场，也是苹果公司未竟的事业。三星的问题是硬件硬，软件软，软件是三星智能电视的软肋，这回软硬通吃了。

2013 年 7 月 8 日

在 19 世纪 20 年代，最重要的技术革命是汽车与电力，这个时代的双星是爱迪生和福特。爱迪生在曼哈顿的一条街上点亮了电灯，惊着了美国人民。而老福特呢，他跟美国人民许下一个诺言，要造 400 美元一辆的汽车，怎么能够实现呢？他把这个产业链上所需要的资源全部集中到自己的体系内部，从采矿开始，到炼焦、生铁、钢材、铸件、锻造，再到做汽车主要零部件，以及汽车用冰箱、皮革、玻璃、塑料、轴承、发电机、蓄电池等有关的汽车制造配件都是由公司统一生产完成，最后还有完整的运输体系，全国销售网。这样有助于生产的连续性，由企业内部的行政命令和手段取代外部的市场化，减少零部件的流转环节，节省交易费用，更有效地利用资源，提高效率，获得更多的收益。

明看并购

美年健康：“纵”“横”四海

美年健康（002044）近日公告，拟以 2719.14 万美元，收购境外实体新新健康控股 100% 股权，从而间接控制北京美兆健康体检中心及上海美兆门诊部有限公司约 56% 的股权。美兆健康体检集团是与英国 BUPA、日本 PL 并列的世界三大高端体检机构，美兆首创的 4 小时内就可完成受检者百项检查，当日就可拿到体检报告的技术，让人免受动辄十天半个月煎熬等待之苦，市场占有率想不提高都难。

7 月以来，美年健康又相继参股美因健康，开展基因测序业务；拿下好卓数据 20% 的股权，开创手机端 APP 查阅体检报告先河；与大象医疗签订合作协议，拓展远程阅片和专家会诊业务。并购慈铭和美兆，横向开拓体检市场的同时，纵向布局体检—高端体检—基因测序—阅片—诊断产业链。大家都知道并购本身就难，而纵向并购又是最难的，其对企业家抗疲劳强度及管理团队的业务能力半