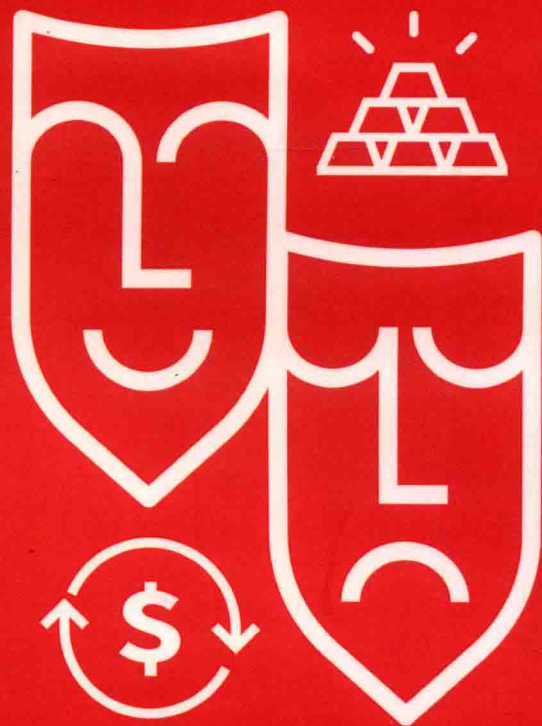


中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

王晨光 布娜新 著



Eight Courses On Essentials Of

MERGER

and

ACQUISITION

戏说并购

八阶课程 —— 讲透 —— 并购要点

王晨光 布娜新 著

戏说并购

八阶课程 —— 讲透 —— 并购要点

Eight Courses On Essentials Of
MERGER and ACQUISITION

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

戏说并购：八阶课程讲透并购要点/王晨光，布娜新著.
—北京：经济科学出版社，2019.3
ISBN 978-7-5218-0354-9

I. ①戏… II. ①王…②布… III. ①企业兼并
IV. ①F271.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 045260 号

责任编辑：王红英

责任校对：郑淑艳

责任印制：邱 天

戏说并购

八阶课程讲透并购要点

王晨光 布娜新 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010-88191217 发行部电话：010-88191522

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs.tmall.com

固安华明印业有限公司印装

710×1000 16 开 24.5 印张 330000 字

2019 年 3 月第 1 版 2019 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5218-0354-9 定价：59.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010-88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线：010-88191661)

QQ：2242791300 营销中心电话：010-88191537

电子邮箱：dbts@esp.com.cn)

业界赞誉

王巍 中国并购公会创始会长

并购是创新的商业驱动，更是操作过程。提升企业竞争力，推动产业资源整合，巩固国家经济基础能力，都是并购者的使命。期待本书丰富的案例演示，能让读者体会到并购出神入化的过程。

管清友 经济学家

《戏说并购》是一本不错的“入门书”，很适合中国的中小企业家们通读一遍，对企业的做大做强将产生更清晰的认识。中国的企业家要通过不断学习，一方面依靠自身经营积累，另一方面不断努力吸收外部公司壮大自己。当然，并购领域，对于有志于成为新型投行的从业者们来说，也是一次弥足珍贵的世纪机会。

劳志明 华泰联合证券董事总经理，《劳阿毛说并购》一书作者

现实中的并购交易是专业且复杂的，这样的特点也使得有关并购的书籍容易让读者望而却步。本书另辟蹊径，以戏剧、游戏为比喻，力争用通俗的语言，将并购大戏一幕幕推出，做出了普及并购知识的努力，照顾了读者需要的娱乐性，又具有专业书籍该有的严谨性，可以令读者欲罢不能地读下去。

雷杰 中财龙马资本投资有限公司董事长

并购是一把“双刃剑”，在当前全球经济增速趋缓、中美贸易摩擦、证券

市场相对低迷的背景下，企业对外投资并购应着重控制好投资预期和杠杆率，以规避并购可能带来的潜在风险。本书归纳的并购战略、并购融资、交易结构等要点，为广大中小企业提供了有益参考和借鉴。

徐海啸 信中利资本集团董事/高级合伙人，惠程股份（股票代码 002168）董事长/总裁

国内最好的并购教材——《戏说并购》。国内大部分关于并购的书籍都在给读者说着各种繁杂的并购规则、会计处理技巧，或者是介绍大量国外的案例让人读下来很难和国内实际结合，缺乏对实战的指导意义。王晨光和布娜新两位业内资深人士编写的这本《戏说并购》让人眼前一亮，书中列举大量国内并购案例，分析深入浅出，通俗易懂，实为国内不可多得的并购实战经典教材！

王久立 华财会计（新三板企业，股票代码 830769）董事长

并购是一门技术，也是一门艺术。本书结合实践案例从并购交易的道、法、术各个层面来揭示并购交易中的众生相，用诙谐幽默的语言为我们深入浅出地解读了资本市场的并购方式和特点。并购是企业发展到一定阶段的必然产物，近年来新三板企业频频被上市公司并购，也不乏新三板并购上市公司的“蛇吞象”案例。对于初入资本市场的新三板企业来说，本书能够有效帮助企业理解并购，是一本不可多得的并购书籍。

俞熔 美年大健康产业控股股份有限公司董事长，中国上市公司协会副会长

企业发展到一定阶段，往往需要通过并购扩张走向壮大。美年健康同样是历经数次并购整合成为中国体检行业的佼佼者。本书是并购理论与实战的结合，是并购一线人员的思考与探索，值得广大中小企业及从业人员参考借鉴。

金幸 慈瑞医药（新三板企业，股票代码 872713）董事长

初看书稿，感觉这本书绝对是这几年来国内并购领域不可多得优秀著作。书中几乎涵盖了中小微企业需要面对的大部分问题，包括定价、融资、融资工具和决策工具、资本结构选择等。读完本书发现并购其实就是这么简单，推荐所有企业家都读读这本书。

沈燕丽 三瑞新材董事兼财务总监

很多事可做可不做，很多书可读可不读，而这本书对于一直深扎在实体企业的我，绝对是一本不容错过的好书。作者形象生动地将并购比喻成一部大戏，充分展现了并购方与被并购方、财务顾问与投行们在并购过程中对各种角色的处理，并在谈及估值、对赌、方案设计和借壳四个专业话题上描绘得深入浅出。相信这本书一定会给读者带来非同一般的实战价值。

袁季 广证恒生总经理

我们认为，市场需求叠加政策支持，中国并购投资浪潮正在兴起。作为并购交易的主角，企业理当对并购交易的流程、条款设计以及监管环境有全面而正确的把握。本书以大戏为喻细说并购交易，内容层层深入，却又处处化繁为简，值得一阅。

程晓明 新三板学院院长

要实现中国产业的转型升级，除了资本市场的支持以外，提高行业集中度也是很重要的，而并购是其中一个主要的方法。说并购的书很多，但敢戏说的还是头一个，说得好不好，我也不好说，还是请大家自己来看吧。

何愿平 董秘百人会理事长，碧水源创始人之一

在中国做并购，也许并购容易整合难。另外，在中国并购资产容易，并购团队较难，除非让团队做成合伙人！

严楷晨 新华社《中国新三板》栏目总制片人

企业并购可以说是金融市场弄潮儿们心中的一种最高境界的交易形式。并购交易涉及相关领域知识过于庞杂，形式和技巧内容丰富，是写作者的宝藏。《戏说并购》是一本有理想、有结构的小书，或许将为你呈现一个崭新的世界。

李颖 证券资讯频道《聚焦新三板》《聚焦区块链》栏目制片人、主持人

关于并购的书籍已经很多了，无论中外，但是最后大部分此类书籍都逐渐消失和被人遗忘了。偶然拿起这本《戏说并购——八阶课程讲透并购要点》之后，却令人耳目一新，它明显与其他并购类的书籍气质不同，充满新意的结构设计和生动风趣的语言，使得本书令人爱不释手，难以释卷，想一气呵成读完它，相信它注定不会被遗忘，会成为无数人“攀岩”的好助手。

吴小强 北京通州电视台主持人

如果你觉得金融知识枯燥，那么，这本书将给你一个追美剧般的兴趣点，让你的企业沿着八个台阶一步步接近并了解“并购”。

范卫锋 高樟资本创始人

作为新时代的企业家来说，并购兹事体大，唯有深度学习。期待这本精致的小书能够让你迅速掌握关键性的几步，领略其中要点。

欧文 《IPO 观察》创始人

对于中国民营企业来说，并购这个工具，应该也必须掌握。《戏说并购》将纷繁复杂的并购深入浅出地讲解出来，值得好好读读！

冯志 英博投资创始人

由于交易的复杂性和融合的艰难，并购可能是经济世界最不确定的行为，不论是出于企业家雄心的满足还是更有利的竞争地位或者只是为了活下去。并购诞生了一个个独特的案例，写并购的书也已汗牛充栋，但这本书仍然是独特的，不同以往体例的阐述方式下融入大量中西案例，行家也会看得津津有味！

金琨 科创服务一线工作者

长期以来，“技术创新”和“模式创新”一直是企业创新领域的双驱动，一个团队、一个企业受制于各方面的约束，很难把“两个创新”整合起来，一手抓。并购是一个非常合理的解决方案，融合各方优势，提高技术门槛、提高市场占有率，使企业高速发展。当然，并购失败的例子也屡见不鲜。但是，无论成功还是失败，并购都是企业发展绕不过的一关，小到招聘一个员工，其实都是一种“并购”。由浅入深了解并购，用好并购这个企业发展“助推器”，从研读本书开始。

许涌 全经联金融投资委员会主任

产业并购是产业单元整合的主要手段，是提升社会生产效率的有效方式，对于当前中国经济结构调整和产业结构优化有着积极的促进作用。但要想顺利完成并购活动，必须遵循我国产业特点和金融、资本监管政策，多了解一下当下并购案例和规则就显得更为重要。

袁光顺 北京博星证券投资顾问有限公司董事长兼总裁

本书以轻松幽默的语言，通过国内外并购典型案例解读，对八个并购主题进行了深入浅出的讲解，既有思想高度，又不乏趣味性，值得一读。

刘洋 国创投资执行总裁

在内外经济压力及国内技术革命的双重压力下，传统企业出于结构调整、模式升级的需要，新经济企业出于拓展融资、战略扩张的需要，都加快了并购重组的步伐。通过并购，企业可以将自身业务向上、下游或其他领域进行延展，形成较好的产业链协同效应与多元化业务发展，增强盈利能力。想知道在风起云涌的资本市场中，企业并购的幕后推手是谁吗？想拥有企业并购的“九阳神功”吗？这本书助你在资本市场“倚天屠龙”，决胜江湖。

杜明堂 洞见资本创始人兼董事长

纵观世界五百强企业的发展史，背后无不经历了多次整合并购，中国的优质企业也在做大做强过程中，并购将成为其产业资源整合协同发展的重要手段和必经之路，企业家可以借助本书，更加深入浅出地研究并购这门学问！

佟鑫 上海南开允能进修学院院长/南开大学应用金融研究中心执行主任

《戏说并购》着实有料有趣。戏者，非戏谑也，戏剧也。经由情景带入之手法，本来令人昏昏欲睡的金融并购故事竟如是栩栩然。

付立春 经济学者

并购是专业性很强的投行业务。它的周期长、参与方多、环节复杂、整合难度大、成功率不高……而且在中国发展还不成熟。要在轻松的氛围中介绍清楚，就考验作者的功力了，《戏说并购》是一本不错的入门书，可以帮助读者领略到并购的精彩之处。

并购是资本市场永恒的话题。美国近百年资本市场的历史，可以说是历次并购浪潮的历史。在这段波澜壮阔的史诗画卷中，万类霜天竞自由，拥有强大生命力的优秀企业通过并购发展壮大自己，并有力推动了美国产业的整合和升级。进入 20 世纪以来，中国并购市场从无到有，逐渐繁荣，2014 年并购数量爆发性增长且交易规模大跨度攀升，开启了中国并购市场的黄金时代。随着新兴市场国家的崛起特别是中国跃升为世界第二大经济体，中国将在全球并购市场扮演越来越重要的角色。

经过改革开放 40 年的高速发展，中国经济发展处于转型加速阶段，通过并购优化资源配置、推动产业整合、产业升级和技术创新成为必然趋势。2018 年以来，中国经济面临中美持续贸易摩擦、经济增速趋缓、证券市场低迷等一系列新的挑战，从全球资本市场发展规律看，低迷的市场行情和资产价格给真正的龙头企业和价值投资者提供了难得的投资并购机遇，并购市场也将由原来的高估值、高溢价、高对赌模式迈入注重产业协同、产业整合升级的崭新时代。并购也将成为中国资本市场未来 3~5 年的热点。

并购是一把“双刃剑”，利用得好有助于企业快速乃至超常规发展，利用不好反而可能给企业带来重大风险。并购是投资银行皇冠上的明珠，应由专业人员为广大中小企业抽丝剥茧，将他们急需了解和掌握的相关知识和要点一一梳理。本书通过多视角翔实的案例呈现，归纳总结并购中常见的并购战略、并购融资、并购估值、对赌等要点，深度剖析了并购业务的全貌。

本书作者王晨光先生先后就职于多家投资集团和证券公司，结合其多年投资并购及投资银行经验和长期对并购市场的观察，力求将并购理论与实践结合，而另一位作者布娜新先生则是知名的财经学者和80后财经作家中的佼佼者，两个人通力合作将这颗“皇冠明珠”缓缓取下，呈于读者眼帘，以相对通俗易懂的方式分享给广大中小企业及相关从业人员，是在并购领域一次有益的尝试。

百川入海，源头却是千千万万细流。在滚滚前行中，大家不断地聚会、加入、交融，最终成就大江大河，东流入海。

资本市场亦如此。如果把交易所市场当作企业的竞争海洋，世上的企业和创业者千千万万，最后独自走向 IPO 舞台的只有很少，绝大多数企业都会在其生命周期中，与其他的企业融合交汇。在我们的字眼里，这就是并购。如果不是自生自灭，并购与被并购就是绝大多数企业的必经之路，是命运，是归宿。

这个结论是有数据支持的：

我们一般用证券化率指标衡量一国上市公司的情况，从美国 1975 年以来的数据看，其平均值、中位值均达 90% 以上；1996 年以来除 2008 年证券化率 48.75% 的特殊值以外长期高于 100%，只有 4 年低于 110%；2013 年后更是基本在 140% 以上，最高已达 165.7%。

在美国如此高的证券化率背景下，美国三大证券交易所市场高峰时上市公司总数也只超过 8000 家。近些年稳定在纽交所 2000 多家，纳斯达克近 3000 家，总计 5000 家左右的范畴。

从我国上市公司绝对家数看，扣除香港和台湾交易所，目前 A 股上市公司有 3500 多家，海外中资股有 334 家，大概在 4000 家左右的范畴，距离美国三大交易所上市家数峰值还有一半的距离。随着 A 股市场退市力度的增加，小市值公司僵尸化的愈演愈烈，估计达到美国 8000 家上市公司的峰值数据是比较困难的。而目前我国拥有个体工商户 6579.4 万户，私营企业 2726.3 万户，这个比例即便相对 8000 家峰值的可能上市的数据来说，即便在未来若干年里，上市的比例依然是万里挑一。

并购案例高发也是经济体发展到一定程度的必然现象。随着经济的快速发展，在大多数产业，终将产生产能过剩现象，残酷的价格战随之出现。激烈的竞争倒闭，政府的强力关停，都是去产能的方式，但是后果都是惨烈的，容易引发动荡。此时，企业间以市场化的手段并购、融合，集中度提升，稳定产业竞争格局，是相对温和的形式，是社会效益最好的一种形式。

所以，并购就成了企业家、创业者、投资者、中介机构必须学习和掌握的基本技巧。

王晨光先生和布娜新先生共同推出的《戏说并购》这本书，恰逢其时，可以让更多的读者了解和掌握这门技巧。

布娜新先生非常勤奋和专业，他凭借自己的敏锐和热情，组建了在新三板领域非常有影响力的社群：新三板文学社，社群不断为新三板和中国资本市场改革摇旗呐喊。作为一个年轻的独立财经评论家和 80 后财经作家，在不断完成各种突发的经济评论之余，2018 年上半年刚与我合著完成《金融不虚》一书，随即就投入到第二次创作当中，实属不易。而作为远航并购研讨会的创办人，王晨光先生自己多年在券商工作，经验丰富，两个人合作共谱新章，当属珠联璧合。

细读本书，我觉得，通俗易懂是本书第一大特点。并购从理论到实践，从战略到执行其实是比较专业和烧脑的。为了让读者更易理解，在本书中，

作者创造性的以进阶的方式，将对并购的理解比拟成婚姻、剧作和演出等。比如，并购与被并购双方均是剧中的演员，想做成功者，就必须有自己的积淀和修养，有自己的哲学和章法，同时出色的演员还要本色与演技并举；好演员难得，能够持续进行成功并购及整合的并购者更是少之又少。作者又将并购合作中的投资机构、中介机构比拟成导演，作者说：“如果说编剧决定故事的下限，那么导演将决定故事的上限。同样的故事框架，如何布景，采用什么样的光影，从什么角度拍摄，故事如何剪辑等，处处都在考验导演的功力和对火候的把握。同样的剧本，给不同的导演拍，呈现的必是不一样的视听感受。”

对此，笔者深觉感同身受。中国并购的起步晚，中国更多的 PE 投资机构起步于成长期为主的小比例股权投资，中国以券商系为代表的投资银行人员更为熟悉的是 IPO、再融资等过程中的标准动作的材料制作和申报。但是在并购过程中，需要用极高的沟通技巧来管理并购双方的预期，需要用更多极致创新的方案弥合并购双方诉求，当然也需要让最终出炉的方案符合各种监管要求，这些要求是极高的，对相关工作人员有巨大挑战。实践中，我们对于中介机构其实经常是不太满意的，合规要求提得多，如何用创新的方案既满足合规又能推动交易的事情做得相对比较少。我们的并购非常缺“大牌导演”。

突出实用性是本书第二大特点。

本书的后半部分用了大量篇幅讲述并购实务，全面展示和解读了诸如如何制定并购战略，如何策划和完成并购所需融资，如何进行并购交易的尽职调查，如何对并购对象进行估值，如何安排估值调整条款，如何进行交割交付，如何进行并购整合。区别于一般的并购书籍内容，本书还针对中国特有的所谓“壳”现象，A 股上市公司间接参与的并购业务，接地气地整理和分析了国内 A 股借壳、中概股回归借壳、新三板借壳和并购重组的内容，列示了大量国内近期并购基金的组建架构和操作案例，相信会给很多读者带来启发。

案例众多是本书第三大特点。

作者没有大幅填鸭式输出自己的理解，相反，在提出命题之后，作者会马上展开一个企业或者案例进行解读，让读者细细品味，从中悟出自己的心得。本书在案例选取上也力求国际视野、种类多样，既有国际市场并购案例，也有国内资本市场案例；既有传统行业案例，也有大量新兴行业案例；既有重资产商业模式的并购案例，也有轻资产商业模式并购案例；既介绍了知名企业的成功案例，也收录和分析了它们的失败案例，一定会让读者大快朵颐。

新近资本市场有两大热点：一是举国上下地支持民企纾困行动；二是我们要在上海证券交易所建设一个新的可以跟国际资本市场制度接轨的“科创板”。这两个热点，其实背后都蕴含了广泛的并购内涵，一定会掀起资本市场新一轮的并购浪潮，《戏说并购》的出版恰逢其时，帮助大家掌握更多的并购原理和工具，更好地迎合新的并购浪潮的到来！

（高凤勇，力鼎资本创始合伙人、CEO，滦海资本董事长，著有《金融不虚：新三板的逻辑》）



《戏说并购》终于与大家见面了。作为本书的作者，以及在券商及投资并购领域工作多年的从业人士，我一直是国内并购行为的观察者和热情的推动者。

并购在近些年来的实践中越来越体现为一个全球化的经济现象。经典理论认为，企业不可能仅仅通过内生性成长来创立一家世界性的公司。而美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖得主乔治·斯蒂格勒更是评论道：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部积累成长起来的。”可见，并购是企业走向壮大的必然选择。

按照现代企业管理理论，企业经营的目标是追求利润的最大化，利润数字扩大需要企业不断地扩大稀缺资源的占有率和市场份额，而利润效率提升则需要企业不断吸收新技术和新管理经验。本质上说，企业的发展与其说是追求利润，不如说是为了追逐自身存在所依赖的各项生存条件。当我们所说的这些条件恰好组成了一家企业的时候，那么并购就必然发生。这才是并购产生的逻辑基础。

反过来说，一家经营不错的企业也绝对掌控着全部或者部分同行业企业或者其他希望进入到这一市场领域企业的目

标资源和依存条件。而对于具有极大自主性的创新性企业，并购是他们从传统走向新颖，从简单走向复杂，从初级走向庞然大物的必然需要。

并购可以总结为迎合企业自身发展所需，具有主观能动性地追逐依赖条件的过程。可是如此重要的并购，却并不是一个严谨的法律概念。

这个概念由国外传入中国，咱们说文解字一下，就可拆分为“并”和“购”，即兼并（merger）和收购（acquisition）。普遍认为，合并分为吸收合并、新设合并以及控股合并。吸收合并指，通过将一个或一个以上的公司并入另一个公司的方式而进行公司合并的一种经济行为。合并后，被合并方法人资格被取消，融入合并方，成为合并方的一部分。而新设合并则指，新注册一间公司，然后将所有合并意向方的资产与负债注入这个新公司当中。

那什么是收购呢？控股合并其实就可以看成是收购。收购，通常指股权收购（其实还有资产收购等，但占比非常小）。股权收购是指收购目标公司的股权，达到控制的目的，但交易之后目标公司仍然存在。可以看出，收购前后，双方法人资格不发生任何更改。只是被收购方的控制权发生了转移，即收购方控股了被收购方。由于收购方可以对被收购方的财务、经营政策进行控制，我们叫它们母公司与子公司。这时，两间公司行动一致，如同“合并”在一起，我们称为控股合并。

不过随着经济发展，企业并购交易的具体内容越来越复杂。比如换股合并，已经很难说清是哪方收购哪方。所以在经济实践中，市场索性将这类行为统称为“并购”。其动机是企业战略的落实，其实质是社会资源的重新配置。

一项《财富》杂志针对100强企业的调查发现，绝大多数公司是多次并购的产物。通用汽车、IBM、思科、通用电气等巨头的发展史几乎就是一部并购史。生存和发展是企业永恒的主题。并购从本质上来说，也是围绕企业的生存和发展这个主题而衍生出来的，因此企业的生存和发展是并购的根本动因。

从企业发展的角度来看，并购较之于企业内部积累的发展形式，具有无可