

BIG M & A

大并购

互联网时代
资本与战略重构

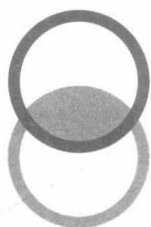
郭勤贵 马兰 杨佳媚◎著

揭秘企业并购浪潮之巅的背后，
并购已是一个企业能够成为伟大企
业的必由之路！

并购是一门技术，也是一门艺术！本书使读者从理念及思维上充分认识并购的价值以及目的、并购的方式与方法、并购的路径、并购与反并购、并购的融合、并购的法律监管等系列并购知识。



机械工业出版社
China Machine Press



大并购

互联网时代
资本与战略重构

郭勤贵 马兰 杨佳媚◎著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

大并购: 互联网时代资本与战略重构 / 郭勤贵, 马兰, 杨佳媚著. —北京: 机械工业出版社, 2017.3

ISBN 978-7-111-56322-8

I. 大… II. ①郭… ②马… ③杨… III. 企业兼并—研究 IV. F271.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 050724 号

大并购：互联网时代资本与战略重构

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）

责任编辑：罗丹琪

责任校对：董纪丽

印 刷：北京文昌阁彩色印刷有限责任公司

版 次：2017 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

开 本：147mm×210mm 1/32

印 张：8.5

书 号：ISBN 978-1-111-56322-8

定 价：59.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 88379426 88361066

投稿热线：(010) 88379604

购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱：hzit@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版 本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

PREFACE

序 言

2017 年伊始，进入经济新常态的中国企业，正在迎接一个艰难而崭新的时代。从国际视野看，在经济下行期，行业横向的整合成为并购主流。如荷兰皇家壳牌石油公司计划以大约 470 亿英镑现金加股票的方式收购英国天然气集团，这将成为石油天然气行业有史以来的第三大并购案，并将引发全球油气行业的一系列整合浪潮。又如美国特许通讯宣布斥资 550 亿美元收购时代华纳有线，对美国通讯行业竞争格局调整产生了影响。而百威英博以 1205 亿美元收购 SABMiller，使其成为全球第一大啤酒酿造商。2015 年 11 月，世界最大制药商辉瑞以 1837 亿美元收购艾尔健公司，也创造了制药行业历史上最大的收购纪录。

在这次并购浪潮中，中国企业表现抢眼，正在由“请进来”转向“走出去”，一场改变全球企业竞争态势的中国企业海外大并购浪潮滚滚而来。从 2015 年至今，中国企业已完成或仍在推进中的海外并购还包括：安邦保险并购纽约华尔道夫酒店，金额 19.5 亿美元；海航集团并购瑞士航空货运公司，金额 27 亿瑞士法郎；中化集团并购意大利倍耐力轮胎公司，金额 71 亿欧元；紫光集团拟并购美国半导体巨头美光科技，发出的要约高达 230 亿美元……全球金融数据提供商迪罗基

公司最新公布的数据显示，2016 年第一季度，中国已公布的外向并购总额达 922 亿美元，再创新高。数据显示，中国为 2016 年第一季度全球跨境并购中的最大收购国，占 30% 的市场份额。同时，一批批优秀的中国概念股通过私有化正行走在回归 A 股的阳光大道上。

在中国国内，无论是大型中央企业，还是在市场上相互厮杀的互联网巨头，合并成为他们的最终选择。南车与北车的合并成就了世界第一大高铁制造企业，宝钢与武钢的合并成就了世界钢铁巨子，中航动力等三家上市公司整合成就了中国航空发动机集团。在互联网行业，滴滴与快的合并继而又并购了 Uber 中国，58 与赶集合并，美团与大众点评合并，掀起了合并浪潮。由此可见，从 2015 年兴起的并购浪潮已经席卷全球，开启了世界企业发展史上的第七次并购浪潮，一个全新的大并购时代已经来临。

在过去的 100 多年间，全球先后涌现过六次企业并购浪潮，而且每一次都远超上一次规模。仅在 2000 年，全球企业并购金额就创下 34 600 亿美元的历史纪录。并购已是一个企业成长为伟大企业的必由之路。纵观企业发展的逻辑，企业发展有两种模式。第一种是企业内在性成长，也就是企业依靠自身来发展，遵循企业建立—企业经营—企业发展壮大的发展模式。但是这种模式下的企业成长无法摆脱达到顶峰后进入衰败的周期性规律。也就是说，企业完全依靠自身成长壮大是有一定瓶颈的。此外，依靠自身发展，企业成长速度过于缓慢，有可能在激烈的商业竞争中失去宝贵的时机。另外一种模式就是并购，企业通过横向或纵向并购整合企业发展所需要的资源，从而迅速占领市场。无论是赢者通吃的一家大型企业，还是三国杀式的企业，抑或是诸侯割据的企业竞争态势，并购都是企业抢占市场、树立江湖地位的最佳策略。

此外，面对新经济时代下快速迭代的新商业模式、新技术、新服务、新产品、新平台、新生态，原有的企业是不可能通过组建新的公司或新的部门去迎接新的挑战的，原有的管理模式、人才结构与企业基因都不可能完成新的任务和新的目标。因此，唯有通过投资参股或并购控股来布局新方向，才能避免门外野蛮人的逆袭或跨界打劫。中国的百度、腾讯、阿里、小米、乐视，美国的谷歌、微软亦是如此。并购是上市公司提升业务与管理市值的正途，也是传统企业转型升级需要采取的模式，更是中国企业走向世界，成为全球型企业的必然选择。联想、海尔与吉利已经做出了表率。

但是我们也要看到，并购容易整合难，将不同文化背景、不同价值观的企业凝聚在一起，发生“ $1+1>2$ ”的化学反应远比并购难得多。这不单单是法律上的整合，更在于业务、人才、观念与价值观的融合。我们看到很多企业死于并购的案例，也就是说企业并购不但没有带来企业的发展壮大，反而使企业走向灭亡。因此，企业并购后的融合是一个难题。

并购是一门技术，也是一门艺术，它将伴随企业成长。了解并购、研究并购、学习并购、掌握并购、运用并购将成为当下及未来企业必须关注的主题。本书的目的在于让更多的读者全面系统地认识并购的本质，从理念及思想上充分认识并购的价值、并购的方法、并购的融合等一系列并购知识。

本书受限于作者有限的知识和视野，难免存在错误之处，也敬请各位读者批评指正。

郭勤贵

CONTENTS

目 录

序 言

第一章 企业并购再掀第七浪 001

全球企业史上的前六次并购浪潮 002

第七次并购开启“中国时代” 006

企业并购创新方式层出不穷 010

第二章 大并购的真相与内情 015

曲线上市的捷径：借壳还是蹭壳？ 016

卖个好价钱：上市前并购 021

团结就是力量：整合式并购 022

防守是最好的进攻：防御性并购 024

专利法律战胜利的秘密：IP 式并购 025

上市公司市值管理的正途：多途径、多元化并购 027

看不懂的李嘉诚：抄底大并购 030

爱情没有国界：跨国并购 032

何必鹬蚌相争：同业大合并 034

并购的最高境界：生态并购	036
增值包装式并购：买卖公司的生意	038

第三章 中国式并购的路径 041

以小博大：并购之妙	042
红筹回归：并购先行	045
合并同类项：成就大而强	047
BAT 并购版图：不爱烧钱爱并购	049
合纵与连横：互联网的战国时代	050
互联网大合并背后的逻辑与酸楚	053
转型与退出：被并购也是一种幸福	055
传统与网络的融合：并购来搭台	057
跨界并购也相关	059

第四章 并购背后的推手 061

并购背后有形的手：资本的力量	062
并购背后无形的手	064
以并购抵御经济寒冬：公司战略重构	065
影子并购：无奈又巧妙的选择	068

第五章 与谁并购：并购的目的与对象选择 073

并购目的与战略	074
并购对象选择	076

并购的筹码	078
并购对象的尽职调查	079
并购方案的设计	081
并购银子哪里来？	083
并购顾问不可缺	086
并购实施：艰难的恋爱，闪电的联姻	088

第六章 拿什么拯救你：并购的方式与方法 091

资产并购：直奔主题	092
股权并购：改换门庭	094
并购代价：钱还是股？	095
交叉持股战略联姻：你中有我，我中有你	097
并购三板斧：兼并、收购与合并	099
并购的艺术	101
直接并购与间接并购	104
共享式并购：名品旧貌换新颜	106
倒置式并购：水往低处流	107

第七章 并购也要过五关斩六将 111

并购第一关：谈判关	112
并购第二关：上市公司监管关	116
并购第三关：跨国安全审查关	117
并购第四关：走出反垄断泥潭	119
并购第五关：政府审批关	121

并购相关方需搞定	123
----------	-----

第八章 并购的法律控制	127
--------------------	------------

并购法律协议	128
--------	-----

并购特殊权利条款	131
----------	-----

并购的法律仪式：交割与上任	138
---------------	-----

控制公司	139
------	-----

第九章 没有硝烟的法律战争：并购与反并购的较量	147
--------------------------------	------------

卖还是不卖？	148
--------	-----

上市公司私有化：我们是不是在走回头路？	149
---------------------	-----

要控制权还是要“抱大腿”：创业者的思考	150
---------------------	-----

来者不善：反并购安排静悄悄	152
---------------	-----

第十章 并购之路险象环生	163
---------------------	------------

战略风险	164
------	-----

政策风险	167
------	-----

市场风险	171
------	-----

信息不对称风险	178
---------	-----

法律风险	181
------	-----

操作风险	186
------	-----

第十一章 并购容易整合难 193

难以整合的企业文化	194
沉默的内部控制人	198
管理模式融合难	201
业务整合困难多	206
制度规范过渡难	213
团队协同配合难	217

第十二章 中国式并购路在何方 225

互联网行业开启同业大合并浪潮	226
传统产业与互联网联姻时代	238
行业巨头开启大整合	240
上市公司并购成为常态	242
生态型并购显现	245
“一带一路”与“亚投行”开启海外并购新模式	249
国有企业改革开启大并购	250
中国多层次资本市场拉开并购大幕	252
红筹公司回归并购忙	254
中国法律环境下的多元化并购	257

01

第一章

企业并购再掀第七浪

MERGERS

CORPORATE CAPITAL AND
STRATEGIC RESTRUCTURING

全球企业史上的前六次并购浪潮

在过去的 100 多年间，全球共发生过六次比较大的企业并购浪潮。前四次企业并购浪潮分别发生在 19 世纪末 20 世纪初的世纪之交、第一次世界大战之后的 20 世纪 20 年代、第二次世界大战之后的五六十年代、美元危机和石油危机之后的七八十年代。而始于 20 世纪 90 年代的第五次企业并购浪潮的规模和交易额之大，是前所未有的。仅 2000 年，全球企业并购金额就创下 34600 亿美元的历史纪录。在前五次并购浪潮中，我们只赶上了第五次浪潮的尾巴，但在始于 2005 年的第六次并购浪潮中，中国企业已经参与其中。而已经开始的第七次并购才是中国企业大展身手的时候。

以横向并购为特征的第一次并购浪潮

19 世纪下半叶，科学技术取得巨大进步，大大促进了社会生产力的发展，为以铁路、冶金、石化、机械等为代表的行业大规模并购创造了条件，各个行业中的许多企业通过资本集中组成了规模巨大的垄断公司。在 1899 年美国并购高峰时期，公司并购达到 1208 起，是 1896 年的 46 倍，并购的资产额达到 22.6 亿美元。1895~1904 年的并购高潮中，美国有 75% 的公

司因并购而消失。在工业革命发源地——英国，并购活动也大幅增长，在1880~1981年，有665家中小型企业通过兼并组成了74家大型企业，垄断着主要的工业部门。后起的资本主义国家——德国的工业革命完成得比较晚，但企业并购重组的发展也很快，1875年，德国出现第一个卡特尔，通过大规模的并购活动，1911年就增加到550~600个，控制了德国国民经济的主要部门。在这股并购浪潮中，大企业在各行各业的市场份额迅速提高，形成了较大规模的垄断。

由此可见，世界第一次并购浪潮主要发生在欧美等工业国家，并购与经济的发展和公司的成长紧密相关。

以纵向并购为特征的第二次并购浪潮

20世纪20年代（1925~1930年）发生第二次并购浪潮，那些在第一次并购浪潮中形成的大型企业继续进行并购，进一步增强经济实力，扩展对市场的垄断地位，这一时期并购的典型特征是纵向并购为主，即把一个部门的各个生产环节统一在一个企业联合体内，形成纵向托拉斯组织，行业结构从卡特尔转向寡头垄断。第二次并购浪潮中有85%的企业并购属于纵向并购。通过这些并购，主要工业国家普遍形成了主要经济部门的市场被一家或几家企业垄断的局面。

由此可见，世界企业史上的第二次并购已经从简单的横向并购向纵向并购方向发展，并购也是大公司成长壮大的最佳选择。

以混合并购为特征的第三次并购浪潮

20 世纪 50 年代中期，各主要工业国出现了第三次并购浪潮。第二次世界大战后，各国经济逐步恢复，在 20 世纪 60 年代迎来了经济发展的黄金时期，主要发达国家都进行了大规模的固定资产投资。随着第三次科技革命的兴起，一系列新的科技成就得到广泛应用，社会生产力实现迅猛发展。在这一时期，以混合并购为特征的第三次并购浪潮来临，其规模和速度均超过了前两次并购浪潮。

这个时期，世界经济史上出现了很多重大现象级事件，德国的模式、日本的奇迹都是在这个时期发生。

以金融杠杆并购为特征的第四次并购浪潮

20 世纪 80 年代兴起的第四次并购浪潮的显著特点是以融资并购为主，规模巨大，数量繁多。1980~1988 年企业并购总数达到 20000 起，1985 年达到顶峰。多元化的相关产品间的“战略驱动”并购取代了“混合并购”，不再像第三次并购浪潮那样进行单纯的无相关产品的并购。此次并购的特征是：企业并购以融资并购为主，交易规模空前；并购企业范围扩展到国外企业；出现了小企业并购大企业的现象；金融界为并购提供了方便。

这一时期全球的并购王者当属日本，经过 30 多年的高速发展，日本的经济总量已经接近美国，大有赶超美国的趋势。日本企业“买”遍全球，几乎“买”下整个美国，这一时期的日

本企业比当下之中国公司更具并购扩张冲动。

第五次全球跨国并购浪潮

进入 20 世纪 90 年代以来，经济全球化、一体化发展日益深入。在此背景下，跨国并购作为对外直接投资（FDI）的方式之一，逐渐替代跨国创建而成为跨国直接投资的主导方式。从统计数据看，1987 年全球跨国并购仅有 745 亿美元，1990 年达到 1510 亿美元，1995 年美国企业并购价值达到 4500 亿美元，1996 年上半年就达到 2798 亿美元，2000 年全球跨国并购额达到 11438 亿美元。但是从 2001 年开始，由于受欧美等国家经济增长速度的停滞和下降以及“9·11”事件的影响，全球跨国并购浪潮出现了减缓的迹象，但从中长期的发展趋势来看，跨国并购还将继续发展。

第六次并购浪潮中的中国角色

全球金融数据供应商 Dealogic 公布，2005 年全球并购总额达到 2.9 万亿美元，较 2004 年增长 40%，成为 2000 年以来并购交易额最高的一年。华尔街规模最大的四家投资银行 2005 年并购业务收入总计 46 亿美元，其中高盛的全球并购收入最高，为 14 亿美元。

事实上，在经历了 5 年时间的漫长等待之后，历史上第六次并购浪潮在 2005 年终于席卷而来。前五次并购浪潮，中国企业只是在第五次并购浪潮的末尾阶段，以联想、海尔为主力的

机构稍有参与。而在第六次并购浪潮中，成长起来的中国企业已经开始加入并购行列中，不再仅仅是一个懵懂的看客。

在第六次并购浪潮中，跨国并购成为世界企业并购的主旋律，或为市场或为资源或为技术，并购的复杂性已大大增加。

纵观全球企业发展史上的六次大并购，可以清楚地看出一个共同的规律，即并购浪潮的发展就像是一个充满魔力的水晶球，是企业对经济发展前景的预期表现，如果看好经济发展的未来，企业并购扩张的冲动就非常之大，反之则比较保守，并购意愿不强。并购浪潮往往兴起于经济复苏期，并在经济增长到达顶峰之前就进入高潮，而当经济繁荣尚在维持之时，并购活动就开始降温，在达到冰点之后，经济衰退才接踵而至。并购浪潮的兴起一般是对当下世界经济复苏的真实性和有效性的肯定。

第七次并购开启“中国时代”

如上文所述，全球企业发展史上经历了六次大并购，第六次就发生在 2005 年前后，这期间中国加入 WTO，从观察者进入并购行列中，虽然还是一个懵懂的初学者，很多跨国并购表演显得幼稚和笨拙，但是毕竟已开始积极拥抱世界并购的大浪潮。第六次并购浪潮因 2008 年到来的全球金融危机而结束，世界经济随之进入一个非常艰深的深度调整期。截至目前，世界经济仍未完全走出金融危机所造成的泥潭。

在经历了漫长的等待与经济复苏之后，2015 年世界企业发