

企业资本运营实务系列丛书

境内外专家研究成果与案例
企业资本运营实战操作指南

企业兼并 与收购

马瑞清

[澳] 安迪·莫 (Andy Mo)

[澳] 珍妮丝·马 (Janice Ma)

编著

中国金融出版社

企业资本运营实务系列丛书

境内外专家研究成果与案例
企业资本运营实战操作指南

企业兼并 与收购

马瑞清

[澳] 安迪·莫 (Andy Mo)

[澳] 珍妮丝·马 (Janice Ma)

编著

中国金融出版社

责任编辑：罗邦敏 单翠霞

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

企业兼并与收购 (Qiyè Jiānbǐng yǔ Shòugou) / 马瑞清, (澳) 莫 (Mo, A.), (澳) 马 (Ma, J.) 编著. —北京: 中国金融出版社, 2011. 5
(企业资本运营实务系列丛书)
ISBN 978 - 7 - 5049 - 5792 - 4

I. ①企… II. ①马…②莫…③马… III. ①企业合并 IV. ①F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 265318 号

出版 **中国金融出版社**
发行

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 利兴印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 18

字数 318 千

版次 2011 年 5 月第 1 版

印次 2011 年 5 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5792 - 4/F. 5352

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

融资与投资是资本运营两大基本功能，兼并与收购是资本运营的核心任务，企业上市则是资本运营的最高形式，融资、投资、并购和上市成为企业资本运作的四大基本任务。资本市场为企业提供了多种融资渠道，促成了许多伟大的投资，也造就了世界企业巨人和亿万富翁。然而，企业融资的发展道路到底应该怎么走，如何运作才能插上资本的翅膀，实现企业的高速成长，这是许多企业面临的实际问题。时代在变迁，规则在改变，市场博弈更激烈，经营理念要超前。对于拟开展融资的企业来说，不懂资本运营，就会被资本市场拒之门外；不按规则运作，就可能走弯路、误入歧途甚至上当受骗。资本市场永远为懂得市场规则和进行专业化操作的企业敞开融资的大门。

为满足资本运营实务操作的需要，笔者邀请世界著名投资银行高盛集团澳大利亚公司的安迪·莫（Andy Mo）和澳大利亚联邦银行的珍妮丝·马（Janice Ma）共同编著《企业资本运营实务系列丛书》。有人说，单靠几本书就能做资本运营是不现实的；也有人说，不读几本操作指南的书就盲目进行资本运营是很难成功的。这两种观点都没错，之所以说单靠几本书就进行运作不现实，那是由于市面上还没有企业实战派与国际投行专家合著的操作指南读本。企业界人士极少有时间写作，笔者从1989年出版第一本专业图书到编写本丛书，间隔超过20年。

2008—2009年间，资本市场接连发生升平煤矿和苏州大方买壳上市经济纠纷案乃至刑事案，以及中国铝业海外收购力拓股份失败案。前两例中企业陷入困境，境内外投资者遭受重大损失，后者的股权并购投资损失惨重。这些爆炸性事件引起国内外资本市场和新闻媒体的广泛聚焦，业内人士对此深感震惊并为企业缺乏资本运营的操作技能而担忧。2009年初，笔者起草了本丛书编写大纲并在几个大型民企集团及中小企业征求意见。从企业人士反馈的情况看，他们在实际运作中经常无法与境内外中介机构和投资机构对接，造成很多无效工作和重复劳动。他们读了一些书，也听到中介机构来企业时口若悬河的演讲，甚至鼓噪他们推动企业巨额融资和上市，从而实现一夜暴富。但是，开

始运作一段时间后，才发现事与愿违，轻则运作失败，重则上当受骗，造成巨大损失。他们反映，市面上一些同类书籍虽然也有一定的可读性，但还缺乏操作实用性，主要表现为“三多三少”：讲常识和案例结果的多，讲企业实际运作过程的少；讲市场规则和总体程序的多，讲企业层面系统性操作细节的少；讲成功经验的多，讲失败教训的少。他们迫切希望能有一套最适合企业的书以便指导其资本运营操作。资本市场的重大事件和企业的操作技能需求强烈地激发和驱动了笔者的写作热情。根据企业反馈的信息，结合多年的知识积累和实战经验，总结多种特殊事例并归纳分析后，作者以全新的方式编写了本丛书，目的是指导企业进行专业化的系统性操作，帮助企业将美好愿望变成现实，提高运作成功率。

《企业资本运营实务系列丛书》包括四本书。

第一本书为《企业融资与投资》。该书对资本运营、债务融资、租赁融资和股权融资作了概要介绍，详细阐述了私募股权融资与风险投资、股票定价与企业估值、项目融资、项目财务评价与投资决策等公司金融实务知识、运作流程及操作方法，并以真实故事为素材编写成专业操作案例和综合案例。

第二本书为《企业兼并与收购》。该书详细阐述了企业兼并与收购的方式、律师尽职调查、财务审慎调查、审计、评估、独立技术审查、买壳上市、商务报批及财税处理的实务知识、运作流程和操作方法，并以真实故事为素材，将并购整体事件的运作过程、成功经验和失败教训编写成专业操作案例和综合案例。

第三本书为《中国企业境外上市指引》。该书详细阐述了中国企业赴境外上市的筹备与基本操作，重点介绍中国香港、美国、加拿大、英国、澳大利亚和新加坡等六个国家和地区的上市条件、上市方式、上市程序和操作方法，并以真实故事为素材编写了经典案例和戏剧性的惊险案例。

第四本书为《中国企业境内上市指引》。该书详细阐述了企业在中国境内的上市条件、上市程序、保荐机制、公司治理、尽职调查、审计评估、申报核准、定价发行与上市的实务知识、法律法规、运作流程和操作方法，并精选编写了中小板、创业板、A+H股两地上市的经典案例。

本系列丛书具有以下特点。

- 系统性与完整性

本丛书以企业融资、投资实务知识及运作流程、操作方法和最新市场规则为基本框架，涵盖企业债务融资、股权融资、项目融资、项目投资、风险投资、兼并收购、中国企业赴境外上市、企业在中国境内上市各方面，体现出整体结构的逻辑性和内容的完整性。例如，本丛书将融资与投资写在一本书中，

使之连贯接续，浑然一体，增强了本丛书的实用性，这是因为融资与投资本来就是并存的，企业的融资行为就是投资机构的投资行为，两者的操作程序和方法是安全对应的。再如，并购是买壳上市的前提和手段，并购和私募融资与企业上市也密不可分，本丛书采用实务知识加系列操作案例的模式阐述其运作全过程。

- 总体方案与操作细节并重

“战略决定生死，细节决定成败”，这句话充分说明了细节的力量，因此成为当今经济社会中的经典名言。在西方谚语中也有两句类似的话，一句是“魔鬼在细节中”，另一句是“天使在细节中”，这两句话看似矛盾，但在实践中却是辩证统一的。一位投资大师说过：“你把真实数据全部装到方案里才猛然发现，原来完美的方案已经彻底崩溃了。”在资本运营中，把专业做到极致才能成功，本书用易理解的语言、图形、表格和具体实例指导读者用理性和思维制订含有企业实际数据的实施方案和可行的操作细节，以便通过一系列的专业化运作，并用专业手段控制关键环节，解决关键问题。这样，美丽的天使就会降临到你的身边，可行的方案才能最终变为现实。否则，即使正确的方向已经确定，总体方案也可能会变成导致灾难的“魔鬼”。在本丛书的案例中，读者将会看到资本运营中不时闪现的“魔鬼”。

- 经验与教训并存

有些经验和教训，没有阅历的人是无论如何也体会不了的；有些风险，没有阅历的人是无论如何也想象不到的。企业资本运营是庞大的多专业、跨学科的系统工程，是企业运营的最高境界，其中也充满风险。许多企业资本运作失败或遭受重大损失的原因往往并不是企业自身条件不够，而是由于缺乏经验和教训，在运作过程以及操作细节上出了问题。资本市场的神秘莫测和动用大量资金运作失败的结果，足以让很多企业家望而却步。本丛书提供了大量的成功经验与失败教训案例，以供读者参考。企业相关人员和中介机构的专业人士应当以史为鉴，真正掌握资本运营的技能和本领，永远不要与法律法规、市场规则和资本高手比智商、碰运气、做赌博，否则会输得很惨。

- 专业操作案例与综合案例配套衔接

本丛书以真实事件和第一手资料为素材，沿着企业融资发展的轨迹，将整体事件的运作过程、成功经验或失败教训编写成各专业操作案例和综合案例，并从投资者、中介机构和管理层等多方角度对案例进行评析，以此揭示资本运营的全过程。本丛书共有45个案例，其中有的案例包括十几个甚至更多的“案中案”。这些案例除了再现案例的运作过程和结果外，还披露了一些鲜为人知的资本运营内幕，很值得一读。例如，《企业融资与投资》第六章的案例

一、《企业兼并与收购》第三章至第七章的五个案例、《中国企业境外上市指引》第一章的案例一、案例二及第三章的案例二，共九个案例，组成了境内企业通过反向收购进行境外上市的系列案例，这些案例都是笔者亲身经历和目睹的真情实景。其中前七个案例属于运作过程中的专业操作案例，在案例中读者将了解境外买壳上市的操作过程和方法，并看到中介机构完成的原版法律意见书、会计师报告、资产评估报告和独立技术审查报告及并购协议主要条款，这些成果文件大多保留了原版内容及其“原汁原味”风险。后两个案例是境外买壳上市的案例结果和当事各方的股权争夺战。这九个案例不仅重现了整个买壳上市的全过程，而且每个案例事件紧密相连，事件的发展风云变幻，非常富有戏剧性。再如，《中国企业境内上市指引》第六章、第七章和第十章的三个案例，是创业板公司上市过程中的专业过程案例。本丛书还特意介绍了境内上市首次冲关折戟和二审上会过关的多个案例。书中案例大多采用近年的最新事件，通过收集整理证券交易所及公司披露的招股说明书、法律意见书、财务报告、年度报告和公告等信息资料，并参考专业人士的案例分析和媒体报道，结合各章节内容，经作者分析、加工，重新编写而成。这些案例能让读者看到企业精英与资本大鳄的成功合作，也可目睹企业家与资本骇客的惨烈对决。

这些特点使本丛书具有很强的专业性、可读性和实用性。

- 针对性与广泛的适用性

本丛书是专为从事企业融资、PE 投资、并购和上市工作的人士而写的，适合企业家、公司高管人员、融资管理人员和财务人员在实务中使用和参考，对证券公司、律师事务所、会计师事务所等中介机构和境内外投资机构的专业人士有很好的参考价值，也适合高等院校金融、投资及财经专业研究生和高年级本科生阅读。

本书是丛书中的《企业兼并与收购》，其中第一、第二、第三、第五、第七、第八章由马瑞清编写，第四章由珍妮丝·马（Janice Ma）编写，第六章由安迪·莫（Andy Mo）编写，全书由马瑞清总纂和定稿。

由于作者水平有限，书中难免会有不妥之处，恳请读者批评指正。

马瑞清
二〇一一年三月

◎第一章 企业兼并与收购概述	/1
第一节 企业并购的形式	/3
一、企业合并	/3
二、企业收购	/3
三、合并与收购的异同	/5
四、企业改制与资产重组	/6
五、企业的国际并购	/8
第二节 并购的方式	/8
一、股权收购与资产收购	/8
二、横向并购、纵向并购和混合并购	/9
三、并购的支付方式——现金支付、股份支付与综合支付	/10
第三节 并购的目的和中介机构	/12
一、并购的目的	/12
二、企业并购的中介机构	/14
第四节 并购的条件和资本运营策略	/15
一、并购的基本条件和外部条件	/15
二、企业的资本运营策略	/16
案例一 东方集团收购锦州港 成就上市发展之路	/19
案例二 北方集团收购国企改革与融资发展	/38
参考文献	/45
◎第二章 并购的程序与业务流程	/47
第一节 并购的主要程序	/49
一、程序与方法的重要性	/49
二、企业并购的程序和步骤	/49
第二节 业务分工流程和并购重组方案	/52

一、并购的准备工作、职责分工与业务流程	/52
二、企业并购及改制重组方案的内容	/53
实例资料 《企业并购工作指引》	/54
参考文献	/65
 ◎第三章 并购的尽职调查	/67
第一节 尽职调查概述	/69
一、尽职调查的类别	/69
二、尽职调查的法规	/69
第二节 律师尽职调查	/70
一、委托律师尽职调查的目的	/70
二、律师尽职调查的主要内容	/71
三、律师尽职调查的程序、方法和途径	/74
四、律师尽职调查文件清单	/75
五、法律意见书的内容及格式	/86
六、委托律师尽职调查应当注意的问题	/88
第三节 尽职调查中的并购风险及防范措施	/89
一、尽职调查的分工与协作	/89
二、并购风险及其防范	/90
案例 神州资源间接收购升平煤矿之律师尽职调查	/92
参考文献	/109
 ◎第四章 审计与财务尽职调查	/111
第一节 审计与验资	/113
一、企业资本运营中的审计	/113
二、资本验资	/120
第二节 财务尽职调查	/123
一、财务尽职调查概述	/123
二、财务审慎调查与审计的区别	/130
三、财务尽职调查文件清单	/131
四、财务尽职调查报告的内容及格式	/135
案例 建发国际间接收购升平煤矿之审计与财务尽职调查	/136
参考文献	/151

◎第五章 行业专家独立技术审查及盈利预测审核	153
第一节 独立技术审查的目的和必要性	155
一、行业专家独立技术审查的必要性	155
二、行业专家独立技术审查应达到的目的	156
三、国际资本市场关于独立技术审查和矿业估值的要求	156
四、盈利预测审核	157
第二节 独立技术审查的内容、程序与方法	158
一、签订独立技术审查协议	158
二、独立技术审查的范围和内容	158
三、行业专家独立审查的方法和途径	159
四、行业专家调查文件清单	160
案例 神州资源收购升平煤矿独立技术审查与财务成本分析	160
参考文献	173
◎第六章 资产评估	175
第一节 资产评估概述	177
一、资产评估的目的和必要性	177
二、资产评估师与资产评估准则	177
三、评估价值类型和资产评估的范围	178
四、委托评估中介机构的限制规定	179
第二节 资产评估的程序和所需收集的资料	179
一、资产评估的程序	179
二、资产评估所需收集的资料	181
第三节 资产评估的方法	182
一、市场法	182
二、收益法	184
三、成本法	186
四、在建工程的评估方法	188
第四节 资产评估报告	189
一、资产评估报告的内容	189
二、资产评估报告书的作用	190
三、评估对象法律权属确认问题	191
案例 建发国际间接收购升平煤矿之境内外资产评估	191
参考文献	202

◎第七章 并购协议签订、商务审批及工商登记	/205
第一节 并购谈判与协议签订	/207
一、并购意向书及保密协议	/207
二、制定策略、进行谈判	/208
三、并购协议的主要条款	/208
四、协议的延期履行	/211
五、并购保证补偿保险	/212
第二节 收购国企改制基本程序及工商变更登记	/212
一、国有企业改制的法规	/212
二、国有企业改制工作的基本程序	/213
三、办理国企改制后新公司的工商变更登记	/214
第三节 外国投资者并购境内企业商务审批及工商变更登记	/215
一、转让额度审批权限	/215
二、外资并购境内企业办理外商投资企业批准证书申报材料	/216
三、外资并购境内企业办理工商营业执照申报材料	/217
四、向外汇管理局申报材料	/218
案例 升平煤矿反向收购神州资源之股权转让协议签订	/218
参考文献	/229
◎第八章 并购的法规限制及财税处理	/231
第一节 企业并购的法规限制	/233
一、转让的一般限制	/233
二、政府的审批监管	/233
三、涉及境内外上市公司的并购	/236
四、外国投资者并购境内企业的规定	/237
五、并购贷款新政策	/240
第二节 企业并购转让的税收规定	/241
一、企业合并、兼并的税务处理	/241
二、企业分立的税务处理	/242
三、股权转让和增资扩股的税务处理	/243
四、资产转让、受让的税务处理	/244
五、并购重组业务的企业所得税优惠政策	/245
第三节 红筹公司及离岸公司的企业所得税	/245
一、双边税收协定与法定纳税人分类	/245

二、香港成为离岸公司构架的最后一环	/247
三、离岸公司预提所得税案例说明	/249
第四节 企业并购的会计处理	/250
一、企业并购涉及的会计准则	/250
二、企业合并的会计处理方法	/251
三、被并购企业的会计处理方法	/252
案例 中国铝业海外收购力拓股份损失 88 亿美元	/255
参考文献	/271
 ◎重要法律法规目录	 /272
 ◎企业并购常用网站	 /274

第一章

企业兼并与收购概述

- 企业并购的形式
- 并购的方式
- 并购的目的和作用
- 并购的条件和资本运营策略

第一节 企业并购的形式

合并（Merger）和收购（Acquisition）通常简称为 M&A，翻译为并购。企业并购是企业合并与收购的总称。并购发出企业被称为并购企业，被并购企业则被称为目标企业。并购是企业发展扩张的手段和途径，也是企业境内外间接上市的必经之路。企业并购主要包括公司合并、资产收购、股权收购三种基本形式。《公司法》对企业吸收合并及新设合并均有明确的法律规定。

一、企业合并

（一）吸收合并

一个公司吸收其他公司称为吸收合并，被吸收的公司解散。按此理解，吸收合并是指一个企业采取各种形式有偿受让其他企业的产权，使出让产权的企业丧失法人资格或改变法人实体的经济行为，用公式表示为： $A + B = A$ 。即合并后被吸收企业的法人地位消失（称为被合并公司），吸收的企业则存续（称为合并公司）。吸收合并也常被称为兼并。^①

（二）新设合并

两个以上公司合并设立一个新的公司称为新设合并，合并各方解散。按此理解，新设合并是指两家或两家以上企业依据法律规定的程序合并，原来各公司在结合后全部不存在，而在原来企业资产基础上创立一家新企业的经济行为，用公式表示为： $A + B = C$ 。新设合并也被称为创新合并。

（三）公司法规定外的合并形式

1. 剥离存续合并。两个或两个以上公司各自分出一部分资产，合并在一起，成立一个新公司，而原来出资的各公司仍然存续，称为剥离存续合并。

2. 互相参股并购。甲公司与乙公司双方按照一定的价格比值交换股份，甲公司成为乙公司的股东，乙公司同时成为甲公司的股东，原来的两个公司依然存续，形成相互渗透、相互制约、相互持股的利益共同体，称为互相参股并购。

二、企业收购

（一）企业收购概述

企业收购是指一家企业通过主动购买方式获取其他企业的全部或部分股权

^① 实践中大量存在的是兼并，所以，除非有严格的法律意义，书中都以兼并来表述。

或资产，或通过股权与证券交换方式获取其他公司股权的行为。收购目的是获得该企业全部或部分所有权，取得对被收购企业的控制权，而收购后双方企业都仍然存续，用公式表示为： $A + B = A + B$ ，但 A 收购 B 后 A 和 B 往往都受同一控制人控制。

按照收购股权比例的大小，企业收购分为完全收购、控股收购、参股收购三种形式。完全收购是指收购目标公司全部股权的行为。控股收购是指收购目标公司 51% 以上的股权（而非全部股权）的行为，取得控股地位也就掌握了经营控制权和决策权；有时通过收购虽然没有达到 50% 以上绝对控股地位，但实际上已成为公司的第一大股东，且与其他主要股东持股比例相差悬殊，这种收购通常被称为相对控股收购。参股收购是指收购目标公司部分股权，且不成为第一大股东的收购行为，有时也称为投资参股、投资入股。

（二）直接收购与间接收购

1. 直接收购。直接收购就是由收购方直接向目标公司或其股东提出所有权要求，双方通过一定的程序进行磋商，共同商定完成收购的各项条件，在协议的条件下来达到收购的目标。按照收购双方最终谁取得控制权，直接收购又可分为前向（Forward）与反向（Reverse）两类。

（1）前向收购。前向收购也有两个类型：一种是买方公司 A 收购目标公司 B 完成后，公司 A 为存续公司，目标公司 B 被吸收合并后其独立法人地位不复存在，其资产和负债均由公司 A 承担；另一种是买方公司 A 收购目标公司 B 的股权，A、B 公司都依然存续，但 A 公司完全控制了 B 公司。如果 A 公司收购 B 公司 50% 以上的股权，则被称为 A 公司控股收购 B 公司。

（2）反向收购。反向收购通常是指买方公司 A 收购目标公司 B 完成后，B 公司完全控制了 A 公司，而 A 公司和 B 公司同时存续。例如 A 公司收购 B 公司 50% 以上的股权，A 公司支付给 B 公司原股东的股权转让对价超过 A 公司总股本 50% 以上的股份，收购完成后 A 公司控股了 B 公司，而 B 公司的原股东实际上反向控股收购了 A 公司。反向收购方式是非上市公司买壳上市的重要手段。

收购双方究竟谁存续，谁消失，或者都存续，主要由收购目的所决定。

2. 间接收购。间接收购通常由收购方 A 公司首先设立一个子公司或控股的 B 公司，其设立目的不是为了经营 B 公司，而是为了通过 B 公司收购 C 公司。B 公司实际上是空壳公司，只是一个间接收购的运作平台，因此也叫过渡公司。

与直接收购相对应，间接收购也有正向收购和反向收购两种形式。正向间接收购如上所述。而反向间接收购则是 C 公司的股东首先设立一个子公司或控

股公司 B，然后由 B 公司收购 C 公司的股权，最后由 A 公司收购 B 公司的股权，并以 A 公司的股份向 B 公司的原股东（实际就是 C 公司的原股东）支付转让对价，最终结果是 C 公司的原股东取得了 A 公司的控股权，A 公司通过收购 B 公司获得 C 公司的控股权。反向间接收购操作复杂，难度和风险都较大，而反向间接收购上市公司（即买壳上市）属于资本运作中技术含量最高的运作，通常聘请投资银行及其他中介机构协助进行收购交易。

在间接收购中按照当事人主观意愿又可分为善意收购和恶意收购。对上市公司的间接收购往往指的是通过收购上市公司的第一大股东的股权来间接地获得上市公司的控制权，或通过二级证券市场上收购目标公司已流通的具有表决权的普通股股票，从而掌握目标公司控制权的行为。此种收购如果双方均是自愿的则是善意的，比较容易取得成功。但如果这种收购不是双方的共同意愿，收购公司并非只满足于取得部分所有权，而是要取得目标公司董事会的多数股权，强行完成对整个目标公司的收购，由此极有可能引起激烈对抗而成为恶意收购，例如 2006 年银泰系突袭鄂武商（000501.SZ），举牌与武汉市国资办争夺鄂武商控股权。

三、合并与收购的异同

（一）共同点

1. 它们都是企业产权交易的形式，其交易都是以企业这一商品为对象的。
2. 它们都是企业产权的有偿转让，都是企业之间的买卖，所不同的只是买卖的方式不同而已。
3. 它们都是企业在谋求自身发展中所采取的外部扩张战略，通过这种外部扩张战略，能加强企业的竞争能力，扩充经济实力，提高经济效益。

（二）特点和差别

1. 新设合并中参与合并的企业法人资格都随着合并而消失，它通过另外组建一个新企业取得法人资格。吸收合并中无论承担债务式、购买式还是吸收股份式，被合并企业均放弃法人资格并转让产权，由合并方接收产权、义务和责任。可见，被合并企业将丧失原有的法人资格。而收购中，被收购企业作为经济实体仍然存在，被收购企业仍具有法人资格，只是其股东易主，收购方通过控股、参股掌握该公司的全部或部分所有权和经营决策权。

2. 新设合并中新组建的企业形成后，原有企业的债务一并归于合并后的企业。在承担债务式合并中，合并企业将被合并企业的债务及整体产权一并吸收，表现为以承担被合并企业的债务来实现合并。在购买式合并中，合并方在完成合并的同时，需对其债务进行清偿。在这两种形式中，原所有者将原资