

境内外专家研究成果与案例
企业资本运营实战操作指南

第二版

2nd Edition

【企业资本运营实务系列丛书】

兼并与收购

MERGERS AND ACQUISITIONS

马瑞清 [澳] 安迪·莫 (Andy Mo) [澳] 珍妮丝·马 (Janice Ma) 编著

虎狼争跨境恶意并购案，渔翁利华人终成大赢家——李嘉诚成英国电信老大
野蛮人恶意购万科，股权战主帅黯离场——金融资本围堵产业资本的一场大戏
升平煤矿上市成功为何又诉诸公堂——震惊中外的股权争夺战

中国金融出版社

境内外专家研究成果与案例
企业资本运营实战操作指南

第二版

2nd Edition

【企业资本运营实务系列丛书】

兼并与收购

MERGERS
AND ACQUISITIONS

马瑞清

〔澳〕安迪·莫 (Andy Mo) 编著
〔澳〕珍妮丝·马 (Janice Ma)

 中国金融出版社

责任编辑：王效端

责任校对：孙蕊

责任印制：张也男

图书在版编目 (CIP) 数据

兼并与收购 (Jianbing yu Shougou) / 马瑞清, [澳] 安迪·莫 (Andy Mo),
[澳] 珍妮丝·马 (Janice Ma) 编著. —2 版. —北京: 中国金融出版社, 2017. 11
ISBN 978 - 7 - 5049 - 9247 - 5

I. ①兼… II. ①马…②安…③珍… III. ①企业兼并—教材 IV. ①F271.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 247961 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 保利达印务有限公司

尺寸 185 毫米×260 毫米

印张 22

字数 456 千

版次 2011 年 5 月第 1 版 2017 年 11 月第 2 版

印次 2017 年 11 月第 1 次印刷

定价 69.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9247 - 5

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

谨以此丛书献给：

——中国企业家。在改革开放 40 年里，他们创业发展，通过不断的技术创新及模式创新，把科技成果转化为产品和服务，为社会创造了巨大的物质财富和宝贵的精神财富，对中国的经济发展作出了突出贡献。

——企业融投资管理人员和中介机构从业人员。他们通过超常的工作和卓越的努力，为企业实现资本增值，在资本市场不断创造财富的神话，当企业发展壮大和上市的时候，他们却依然默默无闻。

——企业管理人员。他们为企业的运营和投资发展辛勤耕耘，日夜奔忙，以迅速成长的业绩为企业跨越资本市场的大门创造了基础条件。

——有志于将来进入投融资界的年轻人。他们刻苦攻读，满怀志向，有朝一日他们会登上资本市场的舞台大显身手。

——资本市场的投资者。如果没有他们在企业成长周期的各个阶段向企业投资，或在二级市场参与股票投资操作，资本市场就不会发展壮大到今天。

本书是“企业资本运营实务系列丛书”中《企业兼并与收购》一书的第二版。本书第一版于2011年5月出版发行并广受读者好评。自第一版发行6年多来，资本市场及并购领域都有了新的变化和发展，在全球第六次并购浪潮及中国并购历程第四阶段中，中国已经成为全球最大的并购市场，收购、反收购、海外收购、外资并购、反向收购、买壳上市的成功与失败案例层出不穷。2015年，中国并购市场交易数量和规模均达到最高峰，当年共发生交易5271宗，交易金额达到2.18万亿元人民币。在如此庞大和复杂的并购市场中，可谓高手如林、魔鬼闪现、危机四伏、充满陷阱，《企业兼并与收购》第一版内容和案例的涵盖范围及深度已经无法满足广大读者的需求，这就是第二版修订的时代要求和现实背景。

历史总是这样巧合，本书出版时间恰逢中国恢复高考40周年。1977年12月，中国570万名考生满怀激动的心情走进了期盼多年的高考殿堂，去争夺那27.3万仅仅不到5%的录取名额。这是共和国历史上唯一的一次冬季高考，但对于570万考生来说，那个冬日的阳光特别灿烂！

在纪念恢复高考40周年的日子里，笔者应中国金融出版社和读者的要求修订本书。借此机会，带着感慨和感恩的心情，用我自己的心血、积累和亲身经历修订本书，力争写出一流的著作，并以本书作为对恢复高考40年和改革开放40年的一份献礼，以此感念中国改革开放的推行者和在经济发展中做出贡献的人们。

第二版修订的出发点和指导思想是：本书作为运作最复杂、操作风险最大的资本运营——企业并购的实战操作指南，应当以更系统的知识、更丰富的内容、更深入的分析、更完整的系列案例将并购领域的发展动态和具体操作方法展现给读者。基于此，第二版在保持第一版总体结构和风格的基础上，进行了部分章节内容的修订，并更新补充了一批典型案例。

内容修订包括：第一章增加了并购的市场背景与状况，作为第一节；增加了并购的融资工具，作为第六节；增加了反向收购与买壳上市，作为第七节；原有各节内容均有不同程度的更新修改，并补充了恶意收购、反收购、涉及上市公司的重大资产重组等内容。第二章增加了并购失败案例及败局密码，作为第三节。第三章第三节补充了并购尽职调查风险控制关键点内容及相关案例介绍；第六章第三节对资产基础法做

了修改补充，并增加了评估方法的选用和并购中的业绩承诺与补偿等内容。第七章第一节增加了交易结构及其风险控制；第三节做了简要修改。第八章有少量修改。

案例修订包括：本书第一版共有八个案例，其中保留五个，删除三个；第二版共有十二个案例，其中新增七个。第一章删除了原有的两个案例，编写了两个新案例，一个是史上最凶残的英国电信公司沃达丰跨境恶意并购案，李嘉诚为大赢家；另一个是万科股权争夺战，王石和姚振华均遭惨败的案例。第二章新增两个案例，一个是并购终止案例的十大失败原因解析；另一个是新兴产业公司国轩高科买壳上市暨上市公司东源电器重大资产重组案例。第六章增加了建发国际增发新股收购升平煤矿对价股份的定价方法案例。第七章增加了升平煤矿境外买壳上市的主要运作过程、阶段成果及潜在问题案例。第八章增加了曾轰动国际资本市场的升平煤矿境外买壳上市案及其结局，揭露了其中鲜为人知的运作内幕与事实真相，曝光了其中闪现的魔鬼。本书第三章至第八章的八个案例构成反向收购上市系列案例。本书案例篇幅比例近45%，调整补充的案例尽量与新修订的章节内容紧密衔接，让读者更深入、更系统地了解企业并购的全过程和实战操作方法。

在补充完善的基础上，本书不但保证了正文内容和每个案例的独立性，同时也更好地兼顾了相关案例与系列案例的连续性和完整性。

本书第二版内容丰富，信息量巨大，希望能够满足广大读者的要求，以更好地达到本书的写作目的——介绍更多企业并购领域的新知识和新情况，指导读者进行专业化的系统性实务操作。

本次修订全部由马瑞清执笔并定稿。

由于作者水平有限，书中难免有不妥之处，恳请读者批评指正。

马瑞清
二〇一七年十月

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，运营理念要超前。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，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闯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 兼并与收购概述	/1
第一节 并购的市场背景与状况	/3
一、全球历史上的五次并购浪潮	/3
二、中国走过的并购历程	/7
三、进行中的第六次并购浪潮及其新特点	/9
四、世界巨头的并购扩张趋势	/13
五、未来并购投资的机会与挑战	/15
第二节 并购的形式	/17
一、企业合并	/17
二、企业收购	/18
三、合并与收购的异同	/19
四、企业改制与资产重组	/20
五、涉及上市公司的重大资产重组及买壳上市	/21
六、企业的跨国并购	/22
第三节 并购目的和参与各方	/23
一、并购的目的与作用	/23
二、恶意收购	/25
三、并购的参与各方	/27
第四节 并购的方式	/28
一、股权收购与资产收购	/28
二、横向并购、纵向并购和混合并购	/29
三、恶意收购的方式与方法	/30
四、并购的支付方式——现金支付、股份支付与综合支付	/31
第五节 并购的条件和资本运营策略	/32
一、并购的基本条件和外部条件	/32
二、企业的资本运营策略	/33
三、企业的反收购策略	/36

第六节 并购的融资工具	/39
一、杠杆融资	/39
二、并购基金	/40
三、并购债券	/41
四、并购过桥贷款	/41
五、增发或配售	/42
第七节 反向收购与买壳上市	/42
一、反向收购的含义	/42
二、买壳与装壳的方法	/43
三、壳公司应当具备的条件	/44
四、买壳上市应注意的问题	/45
五、境外买壳上市的重大风险控制	/46
案例一 虎狼争跨境恶意并购案 渔翁利华人终成大赢家	/47
案例二 野蛮人恶意购万科 股权战主帅黯离场	/53
参考文献	/76

◎第二章 并购的程序与业务流程

第一节 并购的主要程序	/81
一、程序与方法的重要性	/81
二、企业并购的程序和步骤	/81
三、反向收购的操作程序和步骤	/84
第二节 业务分工流程和并购重组方案	/85
一、并购的准备工作、职责分工与业务流程	/85
二、企业并购及改制重组方案的内容	/85
第三节 并购失败案例及败局密码	/87
一、不成功的并购案例	/87
二、并购后的败局密码	/89
实例资料 《企业并购工作指引》	/89
案例一 并购终止案例的十大失败原因解析	/99
案例二 国轩高科 11.36 亿买壳上市 反向收购麻雀变凤凰	/109
参考文献	/127

◎第三章 并购的尽职调查

第一节 尽职调查概述	/131
一、尽职调查的类别	/131

二、尽职调查的法规	131
第二节 律师尽职调查	132
一、委托律师尽职调查的目的	132
二、律师尽职调查的主要内容	133
三、律师尽职调查的程序、方法和途径	135
四、律师尽职调查文件清单	136
五、法律意见书的内容及格式	146
六、委托律师尽职调查应当注意的问题	148
第三节 尽职调查中的并购风险及防范措施	148
一、尽职调查的分工与协作	148
二、并购尽调风险及其防范	149
案例 建发国际间接收购升平煤矿之律师尽职调查	153
参考文献	168
 ◎第四章 审计与财务尽职调查	169
第一节 审计与验资	171
一、企业资本运营中的审计	171
二、资本验资	177
第二节 财务尽职调查	180
一、财务尽职调查概述	180
二、财务审慎调查与审计的区别	185
三、财务尽职调查文件清单	186
四、财务尽职调查报告的内容及格式	190
案例 建发国际间接收购升平煤矿之审计与财务尽职调查	192
参考文献	205
 ◎第五章 行业专家独立技术审查及盈利预测审核	207
第一节 独立技术审查的目的和必要性	209
一、行业专家独立技术审查的必要性	209
二、行业专家独立技术审查应达到的目的	210
三、国际资本市场关于独立技术审查和矿业估值的要求	210
四、盈利预测审核	211
第二节 独立技术审查的内容、程序与方法	211
一、签订独立技术审查协议	211
二、独立技术审查的范围和内容	212

三、行业专家独立审查的方法和途径	/212
四、行业专家调查文件清单	/213
案例 建发国际间接收购升平煤矿之独立技术审查与经营成本分析	/213
参考文献	/225
◎第六章 资产估值	/227
第一节 资产评估概述	/229
一、资产评估的目的和必要性	/229
二、资产评估师与资产评估准则	/229
三、评估价值类型和资产评估的范围	/230
四、委托评估中介机构的限制规定	/230
第二节 资产评估的程序和所需收集的资料	/231
一、资产评估的程序	/231
二、资产评估所需收集的资料	/233
第三节 资产评估的方法	/233
一、市场法	/234
二、收益法	/235
三、资产基础法	/237
四、在建工程的评估方法	/239
五、评估方法的选用和并购中的业绩承诺与补偿	/240
第四节 资产评估报告	/241
一、资产评估报告的内容	/241
二、资产评估报告书的作用	/243
三、评估对象法律权属确认问题	/243
案例一 建发国际间接收购升平煤矿之境内外资产评估	/244
案例二 建发国际间接收购升平煤矿之对价股份及可换股债券的定价	/254
参考文献	/257
◎第七章 并购协议签订、商务审批及工商登记	/259
第一节 并购谈判与协议签订	/261
一、并购意向书及保密协议	/261
二、制定策略、进行谈判	/261
三、交易结构及其风险控制	/262
四、并购协议的主要条款	/262
五、协议的延期履行	/265

六、并购保证补偿保险	266
第二节 收购国企改制基本程序及工商变更登记	266
一、国有企业改制的法规	266
二、国有企业改制工作的基本程序	266
三、办理国企改制后新公司的工商变更登记	268
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	268
一、转让额度的审批权限	268
二、办理外商投资企业批准证书	269
三、办理外资企业工商营业执照	269
四、办理外汇登记证及转股收汇手续	270
案例一 升平煤矿反向收购建发国际之股权转让协议签订	270
案例二 升平煤矿买壳建发国际 上市费用世界第一	279
参考文献	292
 ◎第八章 并购的法规限制及财税处理	295
第一节 企业并购的法规限制	297
一、转让的一般限制	297
二、政府的审批监管	297
三、涉及境内外上市公司的并购	300
四、外国投资者并购境内企业的规定	300
五、并购贷款新政策	303
第二节 企业并购转让的税收规定	304
一、企业合并、兼并的税务处理	304
二、企业分立的税务处理	305
三、股权转让和增资扩股的税务处理	306
四、资产转让、受让的税务处理	307
五、并购重组业务的企业所得税优惠政策	307
第三节 红筹公司及离岸公司的企业所得税	308
一、双边税收协定与法定纳税人分类	308
二、香港成为离岸公司构架的最后一环	309
三、离岸公司预提所得税案例说明	311
第四节 企业并购的会计处理	312
一、企业并购涉及的会计准则	312
二、企业合并的会计处理方法	313
三、被并购企业的会计处理方法	314

案例 上市成功为何诉诸公堂——震惊中外的股权争夺战	/316
参考文献	/329

◎企业并购涉及的重要法律法规目录	/330
------------------------	------

◎企业并购常用网站	/332
-----------------	------

◎后记	/333
-----------	------

MERGERS
AND ACQUISITIONS

第一章

兼并与收购概述

- 并购的市场背景与状况
- 并购的形式
- 并购目的和参与各方
- 并购的方式
- 并购的条件和资本运营策略
- 并购的融资工具
- 反向收购与买壳上市