

中国并购评论

(~~2009~~年 第四册)

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心 编著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

摇摇《中国并购评论》系列丛书应中国并购市场发展大势而生,以呼唤、倡导战略性并购在中国的大发展为主旋律。目前,并购监管日益完善,上市公司和几大行业内部战略并购的发展如火如荼,外资并购开始全面兴起——并购重组投资银行已成为中国资本市场发展的重要领域,其广阔的发展空间及其巨大的效益及风险都正成为市场的关注重点。《中国并购评论》以写照并购在中国的发展历程、把握并购在中国的发展脉络、推进并购在中国的高效发展为历史使命,是国内外并购领域有识之士共论中国并购大业、推进中国并购市场发展与完善的重要舞台。本书的内容主要是:国内外先进的并购理论、并购技术及其在实践中的具体应用;国内并购市场盘点、发展前景展望、并购效应排序等整体态势综述;并购政策法规、并购市场热点、并购案例、并购心得等并购实战指导。

版权所有,翻印必究。举报电话:010-62770175 010-62776969 010-62776979

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

本书防伪标签采用特殊防伪技术,用户可通过在图案表面涂抹清水,图案消失,水干后图案复现;或将表面膜揭下,放在白纸上用彩笔涂抹,图案在白纸上再现的方法识别真伪。

图书在版编目(CIP)数据

中国并购评论 摇摇原 第四册 东方高圣投资顾问公司,中国收购兼并研究中心编著 北京:清华大学出版社, 缘缘缘
缘缘缘 缘缘缘 缘缘缘

I 援中...摇 II 援①东...②中...摇 III 援企业合并 原研究 原中国摇 IV 援云缘缘缘

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (缘缘缘) 第 缘缘缘 号

出 版 者:清华大学出版社

课 后 习 题 解 答 参 考 文 献

社 总 机:010-62770175

地 址:北京清华大学学研大厦

邮 编:100084

客 户 服 务:010-62776969

责任编辑:徐学军

印 刷 者:清华大学印刷厂

装 订 者:三河市李旗庄少明装订厂

发 行 者:新华书店总店北京发行所

开 本:缘缘伊缘缘缘印张:缘缘缘字数:缘缘千字

版 次:缘缘缘年 缘月 第 缘版 缘缘缘年 缘月 第 缘次印刷

书 号:缘缘缘缘缘缘缘缘缘缘 缘缘缘

印 数:缘-缘缘缘

定 价:缘缘缘元

《中国并购评论》丛书 特约顾问与 编委会成员

总顾问：茅于軾

顾问(按姓氏笔画排序)：

巴曙松 宋逢明 陈悦 陈学荣
钟伟

编委会：

主任：陈明键

副主任：张红雨 朱宝宪

委员(按姓氏笔画排序)：

田荣红 任宇光 朱宝宪
张红雨 陈军 陈明键
邹玲宏 林仁兴 高磊
陶旭城 温锋

主编：朱宝宪

副主编：张红雨 冀书鹏

编辑：吕爱兵 姚文祥 赵震

张泽晗

卷首语

悲情郑俊怀与幸福柳传志 • 员

市场前沿

看 投行中国流派的坦白交待——陈明键《交待》

介绍 • 猿

新“公私合营”路线 我们的观点 • 缘

市场盘点

2010年中国并购市场十宗“最” • 愿

在矛盾的坑底寻求新方向——2010年上市公司收购分析

总结 • 愿

理论研究

中国民营企业的财政困境及其出路 • 远

中国企业并购存在与发展的必要性分析——一个新的视
角：从对企业并购的经济效应分析入手 • 愿

国资管理

国企改革与并购实践 • 苑

并购财技

信托收购在中国 • 愿

要约收购：中国实践和出路探讨 • 愿

企业非流通股股权转让业务的操作规程辨析 • 猿

并购档案

2010年下半年并购统计 • 愿

卷尾

编辑手记 • 缘

悲情郑俊怀与幸福柳传志

东方高圣投资顾问公司首席执行官·陈明建

伊利 甄月韵被调查之前的一次会议上，我和郑俊怀先生比肩而坐，餐桌上大家开怀畅叙，不料想三日之后，彼此只能隔着铁窗相望了。

对于郑俊怀的悲剧，公认的原因是：在甄月韵的大门已经封闭之时，谁还心存经理人控股的幻想，就不亚于拿人头往刀口上撞。但反思郑俊怀，常让我想起柳传志。这两位大致是同时代创业的企业家，伊利与联想都是国有企业，又都是从激烈市场竞争中脱颖而出的行业龙头，但今天，两位创业企业家的命运却有天壤之别！

我曾和几位大企业家说过，中国最幸福的企业家就是柳传志。从事业上看，收购 联想全球 孕悦业务之后，不出意外，联想明年就能跻身世界 缘强；以财富而言，如果柳传志在香港股市上套现认股权，估计有几千万元港币；就声望来说，柳传志就是中国的韦尔奇和松下幸之助，在中国最受尊重的企业家排行榜上，如果柳传志说自己第二，就没人敢拍胸脯说自己第一。

下面这件小事最能反映柳传志的幸福感觉。不久前弘毅投资成立，东方高圣送了一幅贺联，柳传志礼貌地过来致谢。东方高圣公关部刚从海外归来的女职员居然没认出他来。柳传志平易近人地拿出名片笑着自我介绍：我是柳传志。社交场上没名气是小人物的尴尬，大人物面对小人物的尴尬能泰然处之，这种平和的心态正是幸福感觉的最好写照。

柳传志幸福的根源，来自于他领导联想走上了新“公私合营”路线——中科院代表国家持股 透缘，管理层和员工持股 猿缘，于是联想既有国有资源的支持，又能调动公司骨干的动力，柳传志成功地把联想做成一个像民营企业的国有控股企业。虽然柳传志本人持股估计不足 员缘，但企业家的终极目标不是控股，而是控制。柳老板自己不退，谁也不会推他下来，也推不动。

新“公私合营”路线带给柳传志的还不止于此。当前中国的基本国情是转轨经济加发展中经济。资源还不是以市场化方式配置，国有企业仍然占据政策、金融、舆论等资源上的明显优势。联想收购 联想全球 孕悦业务，向国务院报告后 苑天内拿到批文。政府的效率意味着政府的支持，有政府的强力支撑，联想收购 联想全球 孕悦业务想不成功都难。

因此，郑俊怀与柳传志两人命运的分野，并不在于 勤奋与否，而是路线选择的差异：郑俊怀选择了一条错误的路线，用力越勤，碰壁越是势所难免；而柳传志今天的幸福，在踏上新“公私合营”之路时就已注定——这才是中国企业家通往幸福的坦途。在这条路线上，将会走出更多幸福的柳传志们！

摇摇编者按：本文是东方高圣投资顾问公司 1999 年的立论之作——《交待》一书的速读本。通过梳理 20 年多来的投行生涯，本文为读者提供了一扇了解中国投行人的窗口。从专业角度讲，本文不失为一篇解读中国投行运作理念的上乘之作。

看，投行中国流派的坦白交待——陈明键《交待》介绍

姚文祥

摇摇当代不修史，这是自古以来史学家恪守的铁律，其中的原因是：只有经过时光的洗涤和岁月的沉淀，才能看清历史的本来面目，才能落实“以史为鉴”的修史目的。

但在《交待》这本书中，东方高圣投资顾问公司创始人和 1999 年陈明键却试图将东方高圣的 20 年历史网罗其中，拉拉杂杂，做成一本大书。以陈明键为首的东方高圣人，为什么要挑战史学家们奉为圭臬的铁律？在回答这个问题之前，还是先看看陈明键在这本书中都交待了些什么。

他交待了东方高圣的创业史。中国资本市场短短十多年，多少先驱成为先烈，多少往事烟消云散。东方高圣的 20 年创业史，恰好见证了中国资本市场的风云际会。20 年中，东方高圣既经历了创业伙伴纷纷离去的困顿，也品尝到促成大交易的欣喜。陈明键通过投行人大量鲜为人知的工作和生活细节，着笔于困惑与冲突，着力于总结和反思，交待了中国第一代投行人上下求索的心路历程。

他交待了撮合交易的不传之秘。东方高圣有自己的投资银行生意经——大义凛然，惟利是图；东方高圣有自己的交易顶级原则——合适、平衡、速度；东方高圣有自己的交易宝典——《交易 3 条》。这些经验虽只寥寥数语，但无一不是东方高圣人用血和泪换来的教训。对于技巧至上的投行业来说，这些经验无异于镇宅之宝和不传之秘，但陈明键不仅要与大家分享这些经验，还坦白交待了这些经验的来龙去脉。

他交待了他对投资银行中国流派的思索。中国独特的文化背景，决定了世界级本土企业的诞生，最终还须借力于世界级本土投行。打造最强大的世界级本土投行，这正是东方高圣孜孜以求的目标。但如何成就投资银行的中国流派？陈明键的答案是：“不孝的人在中国人眼中一定是不能共事合作的。不义气是比不能干大十倍的缺陷。投资银行的体制在中国 20 年文明史中生根成长，必然会产生投资银行合伙制的中国流派。”其言下之意，世界级本土投行不仅需锻之以西方现代企业的管理制度，还要淬之以对本土文化的独到理解。

他还交待了世界级本土企业的突围路线。成功的投资银行，必然是顺应时代潮流而动者，因此，考量一家投行未来能达到的高度，取决于其当前对于时代发展潮流的判断和把握。在财务型并购大行其道时，东方高圣曾是出色的财务型并购撮合者，但随着战略型并购时代的来临，随着国有、民营和外资互相组合的大交易时代的来临，东方高圣在多年一线操作实践的基础上，结合自身对中国经济发展走向的思考，先后提出国企改革三大战役、民营资本的弱胜之道、新“公私合营”等操作性极强的突围路径。目前，这些方案正在逐一

落地并广为人知。这些方案的思考脉络，陈明键在本书中第一次做了彻底的交待。

因此，这本书不单是陈明键或东方高圣在自说自话地讲述成功故事，而是中国第一代本土投行由内及外、推己及人的求索和反思历程。冲突与悬念只是表象，反思与升华才是实质。鲁迅先生曾评价《红楼梦》说能让经学家看见《易》，才子看见缠绵，革命家看见排满。对于《交待》，我们纵然不能以如此广博的内涵期许之，但如果只将这本书看做陈明键的内心独白，或者东方高圣的历史回眸，你将会错过本书最精彩的华章。

事实上，“当代修史”在东方高圣并不是第一回。2004年编辑出版的《交易致胜》，就是东方高圣回顾和总结过去的一次尝试。较之于《交易致胜》，《交待》更开放、更彻底、更坦白，也可视做《交易致胜》的升级版。从《交易致胜》到《交待》，既是陈明键自我反思和拷问的升级，也是东方高圣人对于理解交易和精神境界的升级，而这也顺应了当前时代的生存法则：要么升级，要么消亡。

还是回到文章开头的那个问题：以陈明键为首的东方高圣人，为何要固执地挑战“当代不修史”这条铁律？如果要找一个冠冕堂皇的理由，那就是：“一切历史都是当代史”——及时总结过去，是为了找到开启未来的钥匙；如果用陈明键的话来说，那就是：“因为坦白，为了结缘。”

摇摇编者按：本文是东方高圣投资顾问公司 2014 年的立论之作——《路线》一书的速读本。从评述当前国企改革思路出发，落脚于新“公私合营”路线，本文实现了国际创新企业理论的本土化，充实了混合所有制在操作层面的实践思路。

新“公私合营”路线，我们的观点

冀书鹏

摇摇 2014 年下半年，中国爆发了一场国有企业改革思路的大辩论。论战的导火索，是国有企业民营化过程中出现的利益分配不均现象。纯学术争论和辩识道德伦理本非我们所长。但是，我们鼓吹的创新企业理论和新“公私合营”路线，确实触动了此次论战双方的立论基石，如果说郎咸平先生有关于企业改革的理论或逻辑的话。

张维迎教授很早以前就敏锐地意识到，企业家和企业家精神是中国企业登上世界舞台的一道坎儿。他把企业的组织问题归结到“激励”和“经营决策者的选择”两点上，认为国有企业的症结主要表现在后者，即缺乏胜任管理者的选择机制。解决的办法是赋予国有企业的管理者至少部分“剩余索取权”，或者通过“引入第三者”（非公产权主体）来实现胜任管理者的市场化筛选。他所说的胜任管理者就是企业家，这种管理胜任集中表现为企业家精神。张教授正确地提出了问题，这已经远比郎先生以断裂的经营绩效评判孰为企业家的混乱逻辑（见郎咸平近期关于青岛啤酒的分析）高明得多。

但是，张维迎教授没能提出一个关于如何构造企业家和企业家精神的系统主张，因此在回击所谓“新左派”的观点时显得软弱无力。论战双方在“无理”和“无力”的交锋中鸣金收兵。似乎为了平抑“新左派”挟民意自重的冲动，国资委出台了一系列措施，力塑国资看门人的强人形象。但是，叫停大型国企管理层收购等强化央企监管的措施，并不能推动国有企业在提升竞争力方面有所进步，至多使败德的财富再分配行为有所遏制。这种有花无果的现象其实折射出中国政界、学界和商界缺乏一个系统的、有穿透力的企业改革思路。

创新企业理论：中国企业改革的出路

中国企业改革的出路究竟在哪里？为了寻求答案，不妨先离开产权多元化、民营化以及经理人信托责任等绕人的话题，直击企业作为一个营利组织的本质。从根本上讲，一家企业如果想持续生存就必须赚到钱。赚钱的基本方式有两种：一是靠行政垄断；二是拿出高品质、低成本的产品和服务，赚到高于市场平均回报水平的利润。行政垄断姑且不论，后一种赚钱方式其实都取决于一种能力：管理和技术上的创新能力。

接下来的问题是，创新能力从哪里来？这要从企业开展创新活动的过程讲起。从诞生一个新的产品理念到试制出产品，再到产品商业化，这中间需要动员企业的大量资源。研发、工艺设计、原料采购、生产加工以及销售渠道各个环节必须紧密配合，这就对企业产生了组

织整合的要求；集体性和复杂性决定了创新活动不是一蹴而就的，需要持续不断的财务支持作保证，直到创新活动转化为实实在在的市场竞争优势，这就对企业产生了财务承诺的要求；最后，创新活动是充满不确定性的，克服不确定性的惟一法门，是使企业内部那些能够掌管资金并影响组织整合的人士可以改变技术和市场，从而促成创新的方式来配置资源，这就对企业产生了战略控制的要求。

创新的这三个组织条件均体现了资源配置的企业控制，而非市场控制的重要性。组织整合意味着是由企业而非市场来创造影响人们如何分配其劳动的激励；财务承诺意味着是由企业而非市场来控制资金在不同用途上的配置；战略控制意味着是由企业而非市场来决定生产能力投资的类型。

企业是股东、雇员和债权人之间形成的合同集合，资本、劳动力和产品的市场化就能够自动解决企业盈利和效率问题，这是关于企业本质的流行说法。但这种认识抹杀了企业作为一种从事风险性商业活动的创新本质，也正是中国当前企业改革思路的乱源所在。张维迎教授看到了企业家和企业家精神是中国企业创新所缺的要件，但他未能从企业创新的本质出发建立起理论体系，他的企业家理论最终走向了宿命式的个人英雄主义。直白地说，张维迎认为给谁股权，谁就成了企业家。这种倒果为因的逻辑与郎咸平先生的“判断企业家的标准是谁的经营业绩好”，并没有本质区别。

关注创新过程，为我们打开了思考中国企业改革方向的新路线。新路线的要义在于：企业产权改革的目的，就是要把资源配置的权杖交到能够执行创新任务的人的手中。谁是能够执行创新任务的人呢？答案是与企业血肉相连的企业家和职业经理人。为什么是他们？这是创新的组织条件所决定的。

那么，什么样的制度才能大规模生产出中国的企业家和职业经理人呢？从发达国家 美国 多年来的发展经验看，管理革命往往是先于股权分散化发生的，最终“小股东，大公司”的企业产权分布，造就了发达国家横绝一时的经济竞争能力。因此，中国企业产权改革的出路问题，就与如何激发中国企业管理革命的问题联系起来。历数以往的关于中国企业改革的思路，产权改革、管理革命以及中国的基本国情三者之间是断裂开的。我们认为，建立三者间的普遍联系是破解中国企业改革迷局的切入点，这个普遍联系的具体形式就是新“公私合营”。

新“公私合营”：创新企业理论在中国的实践

新“公私合营”指的是国有资本与非国有资本通过股权合作，造就所有权与控制权分离的组织治理状态，激发中国本土企业的管理革命。为什么是新“公私合营”？这是中国基本国情所决定的。中国的基本国情是转轨经济加发展中经济。

1. 转轨经济

转轨经济的一个重要特点就是社会资源配置向国有企业和国有控股企业的过度倾斜，而管理控制必需通过股权分散化来实现。因此，通过股权分散化造就中国企业管理控制的命题，就转化成了如何使国有及国有控股企业实现股权分散化的命题。与国有资本相对应的是非国有资本，包括家族、类家族资本，自然人资本，以及国际产业和金融资本。而新“公私合营”就是在国有及国有控股企业中引入非国有资本控制主体来实现股权的分散化。需要说明的是，不同国有法人主体通过股权合作实现企业所有权与控制权的分离，我们也将其视为新“公私合营”的特例，如中集集团。

2. 发展中经济

研究表明，具备创新能力的管理型大企业是经济水平发展到一定阶段的产物，这个阶段的标志就是生产活动的技术密集化和资本密集化。为什么要有技术密集和资本密集？或者说技术密集化和资本密集化为什么一定需要管理的密集化？显见的事实是，劳动密集型企业，如浙江的一家纽扣企业，不需要多么强大的研发能力，也不需要多么精密的仪器设备，老师傅的传、帮、带就能够解决大部分的工艺技术问题；企业运营所需投资额非常低，家族财力加上经营利润足敷所需。因此这家纽扣企业既没有管理职业化的需求，企业主也不会允许其他资本分羹。类似的企业包括意大利的服装设计企业，家族控股和管理可能就是最优选择。

一方面，西方经济强国实现技术密集和资本密集的一个重要途径是海外殖民扩张，中国不可能效法这一道路，必须奉行“和平崛起战略”。另一方面，半个多世纪的工业化历程，已经使中国的国有及国有控股企业积累起了相当雄厚的物力和人力资源，如果放弃这一整合基础，另起炉灶，不但是国有资本的莫大损失，对民营资本而言，也丧失了重要的发展机遇。俄罗斯的“全面私有化”历程就是明证：不但原国有工业体系的组织能力丧失殆尽，也造成了国民财富的巨大浪费。而新“公私合营”的意义正在于，能够在实现股权分散化的同时，尽可能保存现有的工业能力（《路线》，东方高圣，[图灵](#)）。因此，新“公私合营”既是创新企业理论在本土的实践过程，也是国有资本与非国有资本共同缔造中国管理型大企业的现实选择。

摇摇编者按：本文整理出 2004 年并购市场中十件最具特色的并购案例，并一一进行点评，在未来相当长一段时间内相信中国并购市场的基调将因这些事件而奠定。

2004 年中国并购市场十宗“最”摇摇摇 冀书鹏 姚文祥

摇摇刚刚过去的 2004 年开启了中国并购市场新的纪元：财务型并购让位于行业型并购，国际资本大举进入中国并购市场，本土龙头企业借跨境并购实施国际化战略……凡此种种，让本土工商业的资本和产业版图为之大变。但与此同时，国有资产流失、民营企业的非国民待遇、德隆崩盘和铁本事件等，表明中国资本市场在规范化和市场化的征途中，依然存在着诸多不和谐音。当然，我们也可将这些简单地视做转轨经济必须付出的成本。

在上述力量的交汇下，在 2004 年中国并购市场上空奏响的是一首优美与嘈杂并存的交响乐章。分清乐章的主次，并推想下一乐章的旋律，正是我们整理 2004 年十宗最具特色并购事件的缘起。虽然最具特色并不一定就是最惊心动魄，但在未来相当长一段时间内，相信中国并购市场的基调将因这些事件而奠定。

- 2004 年最有挑战性的并购——联想收购 联想全球 孕悦业务
- 2004 年最市场化的并购——粤月争购哈啤
- 2004 年最激烈的反并购——中信证券争购广发证券
- 2004 年最被误解的并购——豫光金铅集团管理层收购
- 2004 年最离奇的并购——健力宝并购风波
- 2004 年最大交易金额的并购——中电信收购 贵州省电信资产
- 2004 年最强势的并购——李荣融领导下的国资大整合
- 2004 年最被看好的并购——新公私合营，泰达一万通模式
- 2004 年最遗憾的并购——华融重组德隆
- 2004 年最无奈的并购——蓝星收购双龙，上汽横刀夺爱

2004 年最有挑战性的并购

入选事件：联想收购 联想全球 孕悦业务

入选原因：成则改变世界 孕悦产业的游戏规则，败则 2004 年基业毁于一旦

事件回放：

2004 年岁末，联想集团收购 联想个人电脑业务，为中国并购市场划上了浓重的休止符。12 月 1 日，联想集团在北京宣布以 1.5 亿美元现金及价值 1.5 亿美元股票（总价值约 3 亿元人民币）拿下了 联想包括 联想品牌在内的 孕悦业务（个人电脑事业部）。完成后，联想持有 联想的联想集团股份，而联想控股将在联想集团中占有 20% 左右的股份。根据双方达

所持有的 100% 哈啤股权，总价为 1.5 亿港元，粤月成为哈啤第一大股东。到 2004 年 1 月，粤月公司已持有哈啤全部股份的 92.5%，并依例强制收购余下股份，哈啤从联交所退市。

事件评论：

粤月并购哈啤集团集成了“产业并购+跨国并购+管理层收购”的三维效果，在并购前后，哈啤集团除变更了第一大股东之外，企业主营业务、管理层乃至经营方向，都没有任何变化，而这种结果，在目前众多外资企业急于进入中国资本市场，并且外资并购方倾向于产业并购创造经营协同效应的前提下，被并购方完全可以与并购方通过协商达成上述约定。

对粤月而言，并购哈啤集团不仅是它此前中国之旅的延续，还是一次产业整合，为此后在经营中产生协同效应创造基础。外资企业拥有强大的资本平台，有几百年商品经济理念，有市场经济中竞争生存的方法和技术，并购市场对外开放，就是要吸收外资与中国文化融合，在经济改革中少走弯路。哈啤集团 2000 年在香港上市后，除了引入资金以外，并没有引进产业合作伙伴。当前一个产业背景是，各大世界级啤酒厂纷纷在华合纵连横，从长远来看，如果没有一个强大产业合作伙伴在背后支持，并不利于哈啤集团的未来发展。因此，粤月的出现，不仅彻底改变了哈啤集团的公司治理结构，更重要的是帮助哈啤集团走向了真正的国际资本市场与产业竞争的大舞台。

交易结构：

粤月成为哈啤第一大股东的交易结构如图 10 所示。

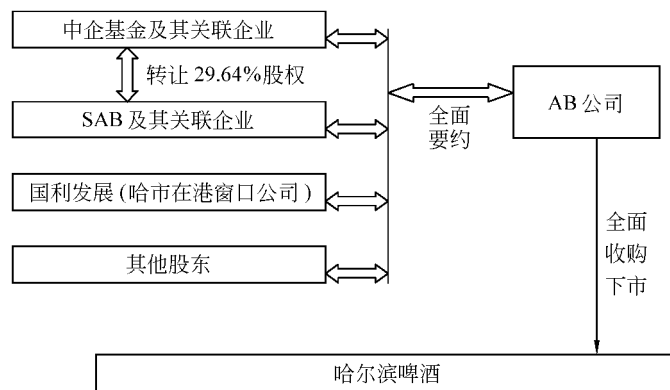


图 10 粤月成为哈啤第一大股东的交易结构图

2004 年最激烈的反收购

入选事件：中信证券争购广发证券

入选原因：手段运用最丰富的反收购战

事件回放：

2015年11月1日，中信证券发布《关于收购广发证券部分股权的议案》。11月1日，反对中信证券收购的广发员工“陈情”广东证监局。11月2日，有关网站刊出了《广发证券员工强烈反对中信证券敌意收购的声明》。这份署名为“广发证券1000名员工”的声明称，“坚决反对中信证券的敌意收购，并将抗争到底”。11月3日，由广发系统员工集资组建的深圳吉富创业投资股份有限公司（下称深圳吉富），以每股15元的价格将收购云大科技所持有的广发证券1500万股（占总股本的1.5%）股份。11月4日，深圳吉富以每股15元的价格收购梅雁股份所持有的广发证券1500万股股份。这样，深圳吉富获得了广发证券1.5%的股份，从而成为广发证券的第四大股东。

2015年11月1日，中信证券向广发证券现有全体股东发出了股权收购的要约邀请书，计划与有意出让广发证券股权的股东达成统一的股权转让协议，从而提高股权转让的运作效率，顺利实现公司收购广发证券部分股权的目标。此后，广发证券反收购的其他同盟军增持广发证券。至11月10日，深圳吉富、辽宁成大、吉林敖东三家累计持有广发证券1.5%的股权。2015年11月15日，中信证券要约收购广发证券股权未达到1.5%的预期目标，要约收购因此解除。

事件评论：

中信证券背靠中信集团，而中信集团拥有目前国内最齐全的金融经营牌照以及金融创新的特权；中信证券则是国内第一家上市的投资银行。这正是中信证券发动要约收购的底气所在。也正是因为过于自信，中信证券在收购目标和收购方式上犯了战术性错误，过低估计了广发证券管理层、员工和其他股东的反击能力。

但是，横向整合是中国投资银行业发展的必然趋势。从国际上证券公司的并购案例看，大多都是强强联合。在金融市场真正开放之后，做大做强是证券公司生存发展的必由之路。从我国证券业整体资本实力来看，全部16家券商到2014年底的总注册资本仅1.4万亿元，而美国美林证券一家的资本实力就大大超过中国整个证券业。中国证券业总体实力小的症结，就在于券商数量多，单个券商实力小，没有形成规模优势。新加坡股市总市值相当于中国内地的两倍，但其券商只有1家。香港总市值1.4万亿美元，券商也只有1家。

中信收购广发虽然已落下帷幕，但国内券商收购合并的大幕却刚刚拉开。我们不妨把这次收购看做是一次国内券商收购合并的预演。

交易结构：

中信证券要约收购的交易结构如图1所示。

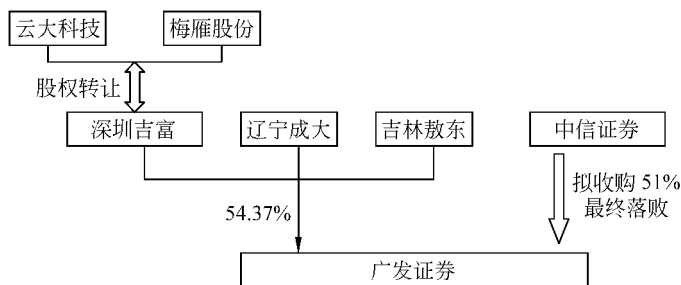


图 豫中 中信证券要约收购的交易结构图

2004 年最被误解的并购

入选事件：豫光金铅集团管理层收购

入选原因：“参”股与“控”股，一字之差改变了性质

事件回放：

2004年 12月 15日，济源市人民政府将持有豫光金铅集团 51% 的国有股权分别以 5% 和 46% 的比例转让给济源市国众投资管理公司和甘肃建新实业集团有限公司。2004年 12月 15日，豫光金铅披露了“关于控股股东国有产权转让方案调整的公告”，因情况变化，豫光金铅集团产权转让方案需要调整，申报材料已从中国证券监督管理委员会撤回。对于这样一个通过挂牌达到程序合理、高于评估价的价格合规的上市公司大股东股权转让案例，遭拒绝的惟一可猜测的情况就是管理层收购。因为收购豫光金铅集团 51% 股权的收购方是国众投资公司，而国众投资公司正是豫光金铅管理层控制的公司，因而是一起典型的上市公司管理层收购（MBO）案例。

不仅是豫光金铅 MBO 的遭异议，2004年 MBO 的最具争议的一年。年初中央国资委颁发了《关于规范国有企业改制工作的意见》，严格了管理层收购的审批程序、委托权限、参与权限以及资金来源等。市场认为，作为激发人性潜能的管理层收购似乎会谨慎推广。其后监管部门再三认为大型企业不能 MBO。12月 15日，国资委研究室在《人民日报》上发表“坚持国企改革方向，规范推进国企改革”的文章，认为“在我国目前情况下，国有及国有控股的大企业不宜实施管理层收购并控股”；12月 15日，国资委主任李荣融认定，在目前情况下，国有及国有控股的大企业不宜实施管理层收购并控股；12月 15日，国资委党委书记、副主任李毅中强调，国有大型企业不能搞管理层收购。上市公司 MBO 似乎成为众人喊打的过街老鼠。

事件评论：

国内上市公司 MBO 与其泊来时的含义已大不相同。国内上市公司 MBO 基本上可以分为

两种情形：一种是经营者在收购上市公司的控制权以后成为上市公司第一大股东；另一种是经营者收购上市公司的部分控制权，并成为上市公司的第二大股东，凭借管理层掌握的经营权与第二大股东的地位，从而对企业生产经营进行影响与控制。

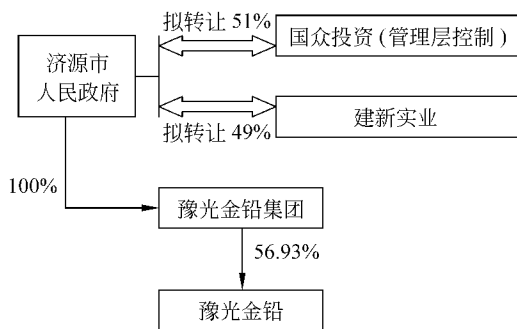
要使上市公司 **配子** 不被社会误解，并能利用 **配子** 的有利点为国有企业改革发展服务，关键是如何为大型企业的 **配子** 找到一条合规合理的道路，这条路线就是从 **配子**（~~皂荚树那皂荚树那皂荚树那~~）走向 **配子**（~~皂荚树那皂荚树那皂荚树那皂荚树那~~），即在上市公司并购、国有大型企业改造过程中，管理层从收购到参与收购。

配子 操作的要点：一是设置并评估参与并购国有企业各类主体的资格条件。二是对参与并购国有企业的各类主体设定收购比例，如外资、民营、原来国有股欲保留的数量、管理层的股份设置等，由外资、民营、原来国有单位、管理层共同组建 **配子** 的收购主体。国有企业被改造为新生的 **配子** 主体以后，可以充分发挥“新公私合营”的优势。三是在产权所或者交易所公开征集外资与民营等收购方，在资源配置最优的情况下，做到价格最优。

大型国有企业改革的路线任重道远。如果豫光金铅 **配子** 中管理层不持有 **缘豫** 的股权，还是采取走 **配子** 的道路，在企业实行行业整合与国际化并购的同时，管理层参与持股，或许豫光金铅 **配子** 的方案会获得通过，或许今天的伊利股份事件就不会发生，或许上市公司的 **配子** 也不会被人那么冤枉。

交易结构：

济源市人民政府拟转让豫光金铅集团国有股权的交易结构如图源所示。



图源 济源市人民政府拟转让股权的交易结构图

2004 年最离奇的并购

入选事件：健力宝并购风波

入选原因：人物性格复杂，案情扑朔迷离

事件回放：

在成熟资本市场中，地方政府是不能直接干预企业经营的，但是 2015 年发生的健力宝并购案例让人领略了这一风采，也让人百思不得其解。

2015 年 1 月 21 日，知名品牌“小护士”的原股东——汇中天恒投资公司突然宣布收购健力宝股权。健力宝被收购后，汇中天恒和北方亨泰分别持有 25% 和 25% 的股权，成为健力宝的第一和第二大股东，三水区政府持股比例保持不变，仍为原来的 50%。在此后不久召开的健力宝董事会上，已选举北方亨泰派出的蒋励担任董事长，由汇中天恒董事长李志达出任健力宝总经理。2015 年 1 月 29 日，持有健力宝集团 50% 股权的三水方面接管了健力宝在三水的生产基地，以及位于广州市东风路上健力宝大厦内的健力宝集团。而入主健力宝还不满 1 个月的北京汇中天恒，其派到健力宝的高管已被“礼送出境”。此外，三水区法院来了十几个人，查封健力宝集团及其下子公司的所有账目和公章，并冻结公司的账户。三水区法院还要求，从 29 日起，健力宝集团目前所有高层（部门总经理以上人员），以及所有来自北京方面的人员均不得进入健力宝大厦，而其他普通员工还可以进入公司。

三水方面为何会突然强行接管健力宝？其中原因是北京汇中天恒进入健力宝后，“发现之前很多没有发现的问题”，于是跟三水方面要条件，谈判不成后又扬言要退出，而当地政府对健力宝的现状和前总裁张海的做法非常不满，他们同样也怀疑张海与北京汇中天恒之间的关系。

事件评论：

在企业并购市场，不做尽职调查是少见的。北京汇中天恒快速进入时就未做尽职调查，对健力宝情况不是特别清楚，进入后发现一些此前未预料到的问题也很正常。但是，发现问题后再向地方政府谈条件一是可能时间就晚了，二是对象也错了。但政府强行接管方式也有问题，应该通过股东身份进行，依法行使自己的股东权利，维护自己的利益，而不应当动用公权。如果地方政府滥用公权介入自己参股的经济纠纷，势必造成一系列的负面效应，破坏市场经济赖以生存的平等法则，同时也会损害政府的公信力。众所周知，由于市场不成熟，我国有些地区的司法权力存在着比较严重的“属地化”问题，地方政府乃至本地企业往往能够动用司法权来打击竞争对手，达到自己的经济目的。所以，我国政策规定，严禁检察机关越权办案、违法插手经济纠纷。

当然，对于影响到社会安全稳定的金融企业一旦出了问题，也可能出现政府接管的现象，如华融托管德隆，但这样的托管需要取得原来大股东的同意。如果三水区政府利用了司法“属地化”的特性，强行驱逐健力宝的最大股东，这种做法无疑是不合适的。