

并购基础（一）：上市公司怎么买资产？

自IPO降速以来，市场上有不少声音认为2024年将是并购大年，甚至有将2024年定义为“并购元年”的提法。但大年或“元年”的说法是很难简单的下结论的，可是说来话长，就从今天开始慢慢码字，与诸位分享。为了让这一系列的文章在2024年之后依然有阅读价值，我们就从底层原理讲起，今天分享的第一篇，是上市公司购买资产的方法。

这次并购基础文章预计会在3篇以上，在结构设计上，我会从基础的并购概念讲起，结合过去十几年的并购市场数据，向大家介绍资本市场中的并购案的类型，列示时代背景与发展趋势之间的关系，最后希望能够讲清楚为什么2024年可能不会是并购大年的原因。

一、被购买的一般是什么样的资产？

上市公司是务实的，能够入他视线的资产要么能够带来直接的收入/利润，要么能够间接的带来收入/利润。因此，这些资产的种类包括土地使用权、房屋、生产设备、存货、专利、软件著作权、应收账款等等，当然也可以包括标的公司的股权。

在实务中，如果不购买公司股权，而是直接购买资产，那么交易过程中可能涉及到很多的税费支出。例如，我们买土地会涉及土地增值税；买豪车游艇会涉及增值税、车船税等等。

因此在许多案例中，如果这些土地房屋、豪车游艇的权属在某个公司名下，则上市公司往往选择收购这家公司的股权，我们此次也是以购买标的公司的股权为主要介绍的方向。

二、说文解字：收购、并购、兼并、重组常是一个意思

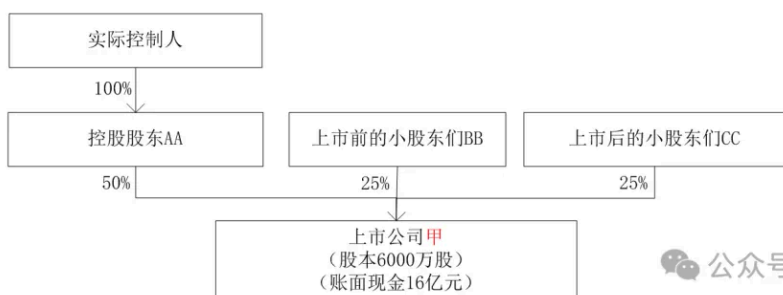
在资本市场中游走，一些高端的词汇是要常挂在嘴边的，比如讲到收并购，那么就必须先说明自己做的是Merge（合并）还是Acquisition（收购），但是这些叫法，在A股的制度体系里是很难找到直接对标的法律法规的，因此如“收购、并购、兼并、合并”这些词汇在国内的收并购领域使用的并不规范。

我们从今天开始的分享，用最为直观的“买方”（上市公司）和“卖方”（标的公司股东）作为称呼，被交易的就是“标的公司”或“标的公司股权”，并通过结构图的方式讲清楚不同交易模型之间的区别。

三、上市公司使用现金购买资产的情况

上市公司使用现金购买资产，就是“一手交钱一手交货”的最简单的买卖关系，为什么要单独做个说明呢？这是由于许多上市公司的账面资金可能是不足以支付对价的。

图1 上市公司甲的股权结构示意图



公众号·屠博

假设图1的这个上市公司甲是刚刚完成IPO，发行阶段的股价是100元/股，上市公司发行了1,500万股新股，也就是说募集了15亿元的现金。但我们知道，甲公司在上市阶段募集的15

亿元募集资金的使用范围是受限的，要严格按照上市申请阶段的计划来使用。

为了使后续数据更好理解，这里我们做一点计算。控股股东AA持有上市公司甲的股份数量是3,000万股；上市前的小股东们BB持有上市公司甲的股份数量是1,500万股；上市后的小股东们CC持有上市公司甲的股份数量是1,500万股。

图2 某上市公司募集资金运用计划的示意图

第九节 募集资金运用

一、本次募集资金运用概况

(一) 本次募集资金计划

公司2021年第一次临时股东大会审议通过《关于公司首次公开发行股票募集资金拟投资项目的议案》。公司本次募集资金运用围绕主营业务进行，全部用于公司主营业务相关的项目，本次募集资金到位后，投资以下项目：

单位：万元

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资额	项目备案情况	环评备案情况
1	制剂生产综合楼及相关配套设施项目	32,000.00	32,000.00	2020-320657-27-03-639891	海审批表复[2020]134号
2	高端仿制药和改良型新药研发项目	23,830.16	19,610.00	不适用	不适用
3	补充流动资金	8,390.00	8,390.00	不适用	不适用
合计		64,220.16	60,000.00	-	-

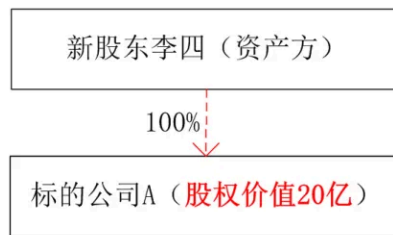
上述项目预计投资总额 64,220.16 万元，其中募集资金投资额 60,000.00 万元，拟通过本次公开发行股票的募集资金解决。

公众号·屠博

如图2所示的这个例子，上市公司准备募集的资金，已经被安排的明明白白。同时需要注意的是，企业在IPO阶段募集的钱是受到银行三方监管的，不是能够随便使用的。有的上市公司，在上市五六年之后，账面还是有不少IPO阶段募集的资金没办法花掉。

我们再回到甲公司的例子，可以看到，这个甲公司的账面现金一共是16亿元，也就是说，甲公司实际能够随意支配的资金只有1亿元，而这1亿元将主要用于公司日常运营，采购、研发等等支出，其中可能并不会会有多少现金能够用于资产收购。

图3 股东李四持有100%股权的标的公司A的情况

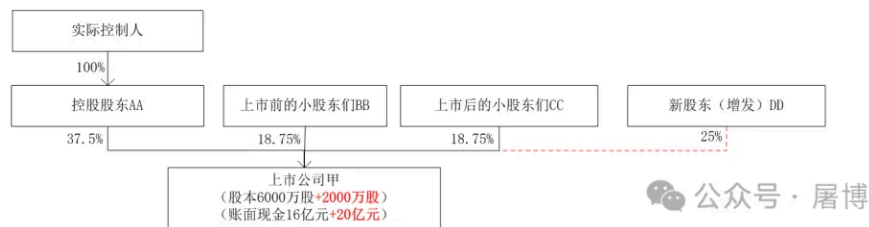


公众号·屠博

如图3所示，李四的这家标的公司A的股权价值为20亿元，以甲公司账面的资金实力来看是远远不够的。那么甲公司如何能够实现以现金的方式进行购买？

对于甲公司而言，筹集资金最直接的方式就是先去银行问问，能不能做个并购贷款，然后再去控股股东AA那里问问，有没有资金能够支持一下，如果都没有，又想要现金，或许可以做一次“增发”，也就是面向新的股东进行股权融资。

图4 上市公司甲进行定向增发的示意图



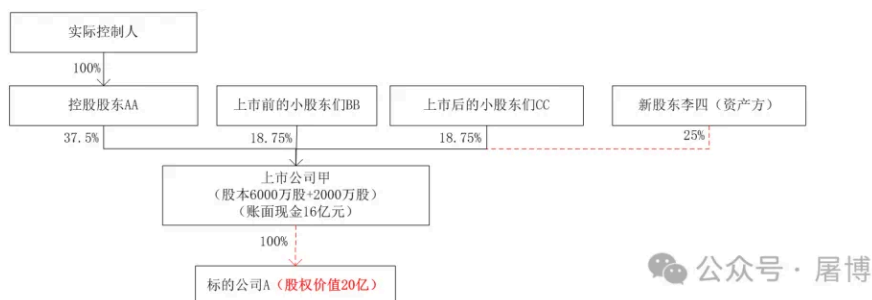
如图4所示，上市公司甲做了一次“增发”，如果这次融资是面向不特定对象的（也就是数量可以近乎无限），那么就是“公开增发”；如果这次融资是面向特定对象的（也就是数量有限），那么就是“定向增发”。最终，甲公司在新股东DD这里发放了2,000万股，从而募集到了20亿元资金，其他股东的股权比例受到稀释。

但是，“增发”的过程也需要证券交易所的审核，也要有“募集资金的使用计划”，也就是说，这个钱也是很难全部自由使用的，好在标的公司A的100%股权作价就是20亿元，募集资金的使用方向就是收购标的公司A的全部股权的话，一切刚刚好。

四、上市公司没钱时怎么买资产？

如果甲公司账面资金不足，不想那么曲折的去找现金，就想要直接买标的公司的股权的话，那么可以使用“换股”的方式，也就是说上市公司以“股权”作为对价进行支付，这在上市公司的口径里，叫“发行股份购买资产”。

图5 上市公司甲发行股份购买资产的示意图



如图5所示，李四与上市公司甲进行了“换股”。具体而言，李四原来持有标的公司A的100%股权，作价20亿元，换成了上市公司甲的2,000万股股权，每股价格100元。在这次交易里，没有任何的现金交易参与进来，这个过程就是发行股份购买资产。

五、小结

在图5的交易里，因为标的公司A的体量不大，所以从收购完成后的股权比例来看，对于上市公司的影响虽然“重大”，但不至于使上市公司的实际控制人发生变化。

而如果“大鱼吃小鱼”的模式变为“小鱼吃大鱼”了，那么情况就会有非常大的变化，这个内容，我们下回分解。

声明：本文中的信息大多源自公开披露的信息和文献，如果存在不准确的地方，欢迎联系作者进行修改。另外，作者本人亲自操作过多单上市公司收购项目，其中一个项目曾在2018年被评为新财富最佳海外并购项目。

并购基础漫漫谈 · 目录

下一篇 · 并购基础（二）：什么叫发行股份购买资产并募集配套资金（重要变量出现了！）

个人观点，仅供参考

并购基础（二）：什么叫发行股份购买资产并募集配套资金（重要变量出现了！）

书接上回。

在第一篇文章中，讲清楚了上市公司购买资产的方式，即要么支付现金，要么使用股份作为支付手段。在国内的股权收购实务中，有许多上市公司的账面资金并不多，不足以支付对价，那么就需要使用“**股权+现金**”的方式购买资产，而如果这个“**现金**”也是在本次收购的**同时“募集”**的，那么就被称为“**募集配套资金**”。也就是说，这个募集现金的行为，与资产收购的行为是配套的，是不能够单独操作的。

我们这篇文章的节奏慢下来，讲清楚“募集配套资金”这个**变数**。

一、发行股份购买资产中的买方和卖方都是谁？

从一开始，我们就介绍了，这个系列文章讲的是上市公司买资产的事儿，那么大家别嫌我啰嗦，我们再重复一下买方和卖方都是谁。

图1 上市公司甲准备收购股东李四持有公司A的100%股权示意图



如图1所示，此次的**收购方（买方）**是“上市公司甲”，上市公司的目的是将“标的资产A”变成自己的全资子公司。那么作为“标的资产A”原来的拥有者“李四”，就是此次交易中的**卖方**。

请务必在现在这个阶段，记住双方的“**买卖关系**”，以后所有的文章，都是这种话语体系。为了避免给读者故弄玄虚的感觉，多解释一句，当“标的资产A”的体量巨大无比时，将会导致上市公司甲的控制权发生变化，届时“买卖双方”的身份**似乎**发生了转换，但在我们实务的口径中，“买卖关系”是固定不变的。

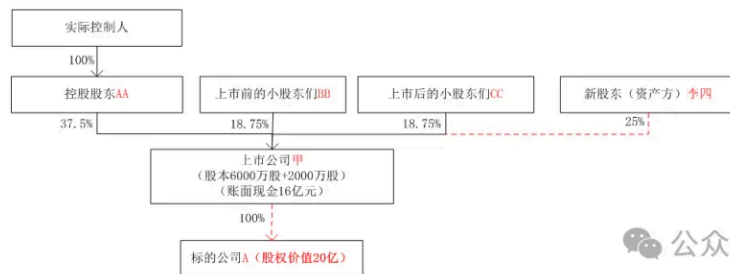
二、标的资产A的估值将导致交易结构发生变化

标的资产A的报价可以是20亿，也可以是40亿，也可以是其他数字，具体值多少钱，要基于标的资产A的具体业务、技术、营业收入、净利润、现金流量等信息，由买卖双方进行谈判来确定。

1、标的资产A的报价是20亿的情况（纯换股）

那么，如果标的资产A的报价是20亿元，同时假定上市公司甲账面现金16亿元全部都没有办法用于收购（第一篇文章写到，其中15亿是IPO募集的，有具体用途），那么就是第一篇文章中的交易结构，即纯纯的以股换股。

图2 上市公司甲发行股份购买资产的示意图（20亿）



公众号·屠博

如图2所示，继续假定上市公司甲发行股份购买资产时的股价是100元/股，那么上市公司甲想要购买一个价值20亿元的资产，则要“增发”2000万股股票，即2000万股*100元/股=20亿元。

那么这2000万股股票“增发”给了谁呢？没错，就是李四。上市公司甲用新增的2000万股股票，换来了李四持有的标的公司A的100%股权。

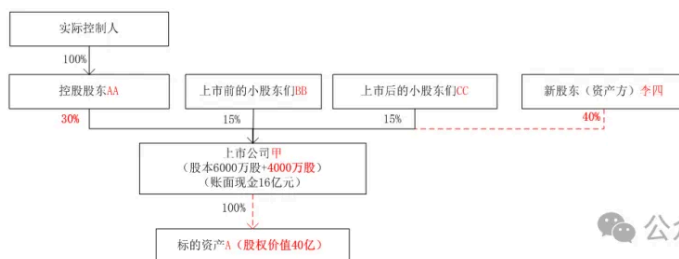
整个交易过程中，上市公司甲买到了自己想要的东西（将标的公司A收购了），而交易完成后，李四也成了自己（上市公司甲）的大股东（持股25%）。

对于初次接触收并购的读者，看到这里可能会有所混乱，我当年也是花了很久才想明白。没想明白的话，可以慢下来，从头再看两遍，想明白了之后再继续。

2、标的资产A的报价是40亿的情况（纯换股）

那么，如果标的资产A的报价是40亿元，同时假定上市公司甲账面现金16亿元全部都没有办法用于收购，那么就同样也是纯纯的以股换股。

图3 上市公司甲发行股份购买资产的示意图（40亿）



公众号·屠博

如图3所示，继续假定上市公司甲发行股份购买资产时的股价是100元/股，那么上市公司甲想要购买一个价值40亿元的资产，则要“增发”4000万股股票，即4000万股*100元/股=40亿元。

如果以发行股份购买资产（换股）的方式，那么此次收购完成后，上市公司甲的第一大股东换人了。即，控股东AA的股权比例降到了30%，而李四持有上市公司的股权比例直接了40%。

有时我们会把这种模式的收购成为“小鱼吃大鱼”，如果标的资产A的体量更大一些（比如200亿），也可能被称为“蚂蚁吃大象”。小鱼和蚂蚁指的就是上市公司甲（买方），大鱼和象指的是标的资产A，而卖方是李四。

3、标的资产A的报价是40亿的情况（换股+现金）

我们回到这个例子。

对于上市公司甲来说，收购标的资产A之后，如果导致公司的控股股东发生变化，可能并不是控股东AA想要看到的效果，那么如何能够把李四持有的股权“调节”的低一些呢？

是的，可以通过募集配套资金的方式。

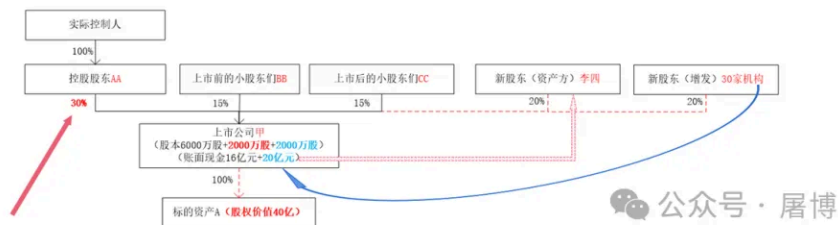
上市公司甲与李四进行谈判：

①上市公司甲的谈判方案的大意是，李四经营标的公司A这么多年，把公司做的挺大了，但是自己几乎所有资产也都投入进去了，可以借着此次收购“套现”一部分，比如资产价值

的50%（也就是20亿元）拿现金，其余的拿上市公司甲的股权。这样，李四既得到了流动性好的现金，又有了潜在增值空间的上市公司股权，一举两得。

②对于李四而言，如果李四的目标只是要赚取超额收益，并不准备染指上市公司控制权的话，上市公司甲的股票的价值是存在波动风险的，那么拿到一部分现金落袋为安，同样是更优的选择。

图4 上市公司甲发行股份购买资产的示意图（40亿）



最终的结果是，李四接受了上市公司甲的方案，选择了“20亿股+20亿”现金的对价方式。如图4所示，最终李四在交易完成后，持有上市公司甲的股权比例是20%，对控股股东AA的地位不造成重大威胁。

对于上市公司甲而言，自己账面的16亿资金因为种种原因无法用于本次收购，那么要支付给李四的20亿元现金，也需要额外募集。于是，上市公司甲又找到了“30家机构”，按照100元/股的价格，向这“30家机构”发行了2000万股新股，还回来了20亿元的现金，上市公司将这20亿元现金支付给了李四。

图4的结构就是“发行股份购买资产并募集配套资金”。

三、小结

今天的内容对于有基础的读者来说就略显啰嗦了。但是为了把结构讲清楚，还是选择了重复讲解。

写到现在，上市公司收购资产的变量已经有2个，一个是股权支付的金额，一个是现金支付的金额。变量可以导致收购方案发生变化，如果股权支付的金额过大，导致上市公司的控股股东可能发生变化，那么就可以通过调高现金支付比例的方式进行调节。

需要指出的是，“募集配套资金”与本次收购案一般是同时进行的，两者往往互为前提，也就是实务中讲的“一次申请”的概念。一般情况下，监管机构对这个“一揽子”方案一次性审核，通过了就是全通过，也就是“发行股份购买资产并募集配套资金”；不通过就是全部都不通过。

需要指出的是，无论是“发行股份购买资产”还是“募集配套资金”，两个行为都会导致上市公司“增发新股”，而这个“增发新股”是受到监管机构的严格监管的。举例来说，如果监管机构通过制度规则的制定，对“募集配套资金”的行为加以约束，那么是能够直接使某一类并购方案无法实施的。因此，某一项审核指标的改变，都足以对整个并购市场造成重大影响。

最后，用一句话表述今天的内容：上市公司发行股份购买资产里的“变数”，就是现金对价的介入，现金对价的多与少可以导致股权比例发生调整。

下一节，分别站在上市公司甲和李四的角度，浅谈双方为什么要做这次并购。

声明：本文中的信息为原创，如果存在不准确的地方，欢迎联系作者进行修改。写作者本人亲自操作过多单上市公司收购项目，其中一个项目曾在2018年被评为新财富最佳海外并

购项目。

并购基础漫漫谈 11

并购基础漫漫谈 · 目录

上一篇

并购基础（一）：上市公司怎么买资产？

下一篇

并购基础（三）：浅析上市公司收购资产的类型（结合吴清主席在2024年陆家嘴论坛开幕...

个人观点，仅供参考

并购基础（三）：浅析上市公司收购资产的类型（结合吴清主席在2024年陆家嘴论坛开幕式上的主旨演讲）

我在发前两篇并购基础文章的时候，原计划是按着一周一篇的速度，所以这篇文章原计划是在下周的周中写完发表的，但是今天吴清主席在2024陆家嘴论坛开幕式上的主旨演讲，让这篇文章提前发表出来了。

在昨天发表《并购基础（二）：什么叫发行股份购买资产并募集配套资金（重要变量出现了！）》时，朋友圈有朋友问：“2024年应该是并购元年吧？”我的回复是：“这个问题（指上市公司收购）复杂在哪儿呢：是并购在2024年会迎来正向变化，这个预期没问题，但是主角是谁？很多市场参与者会误以为是自己。这个系列文章，就是帮助大家从基础开始，理解并购里面各种角色之间的利益纠葛，那么政策迎来新变化时，真正是谁的机会，就一目了然了。”

今天我们围绕的就是吴清主席发言中的这句话“同时，支持上市公司运用各种资本市场工具增强核心竞争力，特别是要发挥好**资本市场并购重组主渠道作用**，助力上市公司加强**产业横向、纵向整合协同**。我们将加快完善制度规则，创造更好的政策环境，推动形成更多示范案例。进一步加大对创新企业的支持力度，**鼓励加强产业链上下游的并购重组，支持相关上市公司吸收合并**。在**支付工具**上，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等多种方式，**研究引入股份对价分期支付**，为市场各方达成并购交易创造更好条件。”

一、企业并购三种类型

今天吴清主席的发言，可以解决我们并购基础中的一个小问题（原计划也是在这次分享文章里），即上市公司收购活动的三种类型，分别是横向并购、纵向并购和跨行业并购。

1、横向并购

横向并购一般发生在双方主体属于相同或类似的行业内的不同法律主体间的并购行为，旨在迅速扩大企业规模，形成**规模效应**，增强企业在行业中的占有率和竞争力。

2、纵向并购

纵向并购一般发生某行业的上下游企业之间，旨在进一步提高自身话语权，同时**降低采购或销售环节的综合成本**。

3、跨行业并购

跨行业并购一般发生在不同行业企业之间，该类并购中的一方往往处于谋求企业发展的**二次增长曲线**的关键时期，旨在寻求新的盈利突破点。

仅仅从分类上，我们已经可以看到一个关键信息，在吴清主席的谈话里，**是不是没有提“跨行业并购”**？而是关注加强产业横向、纵向整合协同的表述。

首先需要明确的是，长期以来，跨行业并购在我国资本市场中一直十分活跃，是很难被忽视掉的一股力量。但是跨行业并购的诸多案例，往往伴随着借壳、类借壳（控制权让渡）或变相减持。

所以，答案就很明晰了，有利于上市公司做强主业的收并购，是会获得政策支持，而以“壳”资源为目标的收并购，其实早已不在政策支持范围内了，只不过这次更加明确了而已。（有关借壳、类借壳的内容比较复杂，后续在第二阶段的文章中，以案例分析的方式呈现）

接续昨天和朋友的讨论内容，今年收并购市场的政策会出现政策的变化，但是主角是谁？似乎不再是“组局方”、“撮合方”或者“资金方”了，**谋求产业协同的“大鱼们”的机会来了，而这何尝不是抱团取暖的一种方式呢！**

二、在企业生命周期里，并购一般发生在什么阶段？

根据企业生命周期理论，所有的企业都会经历从懵懂期、成长期、成熟期和衰退期，也就是说，企业的衰退是不可避免的，那么能否通过一些努力，延缓衰退呢？

图1 企业全生命周期中的融资需求（股权类）

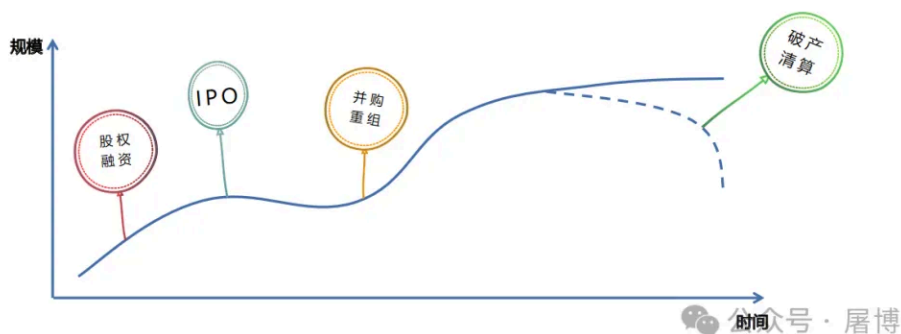


图1是我手绘的一张图，借此说明企业在全生命周期中，并购重组常常出现在原本主业增长乏力，需要寻求新增长点的时刻，学界也有将之称为“二次成长曲线”的。也就是说，并购重组时常是减缓企业衰退的方法。

但实际情况是，**一般只有跨行业并购才能达到“立竿见影”效果，但是负面效应也很大。**比如传统行业收购高科技行业，两者在资本市场中能够得到的估值倍数的差异极大，而且收购与被收购双方的信息不对称极大（隔行如隔山），也正因如此，并购交易中才会有诸多撮合者的谋利空间。

而**当下，我们时刻强调的是“耐心”**，这也意味着，从当下开始的一段时间内，上市公司无论是横向并购还是纵向并购，收购方与被收购方的信息对称性更高，因此**将不再是资本的盛宴**，借助资金杠杆达成天量收购的事项将难以重现。**还是那句话，主角发生了变化。**

三、今年并购市场的短期变化是怎样的？

我们一般将短期要发生的事情称为变化，将远期要发生的事情称为趋势。2024年下半年，即将发生的是许多新的变化。吴清主席的发言结束后，许多文章开始了“划重点”，实际上，发言稿一共不到三千字，可能还没有我这篇写的长，去看原文就好了。

这次提到并购重组时，目标是**增强上市公司的核心竞争力**；而鼓励产业上下游重组，前面还有一句是**加大对创新企业的支持力度**。这两点信息已经很明确的告诉我们，这依然是延续新“国九条”的思想，即我们**资本市场的主线任务是支持创新**，2024年的核心关键词是**合规**，通过各种方式**提高上市公司质量**。

在支付工具方面，昨天的《并购基础（二）：什么叫发行股份购买资产并募集配套资金（重要变量出现了！）》写了“募集配套资金”的重要作用，而**此次吴清主席的发言，已经明确提出“综合运用”不同支付方式的可能性**，此时要考验各个投行的并购重组方案的设计能力了。

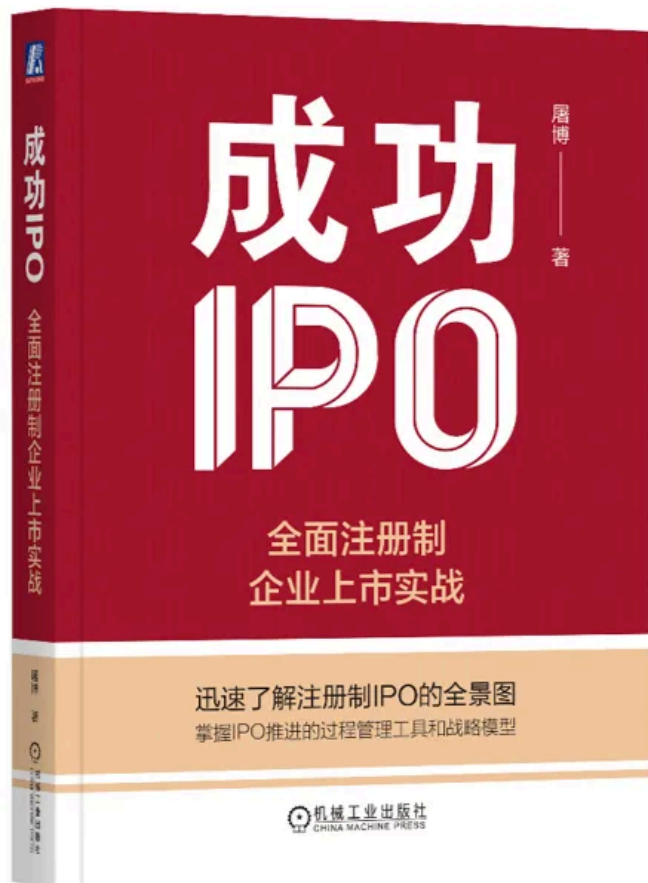
四、小结

此次陆家嘴论坛期间，来自证监系统的几位领导都有了重要发言，其中传递的信息极度丰富，再例如证监会副主席方星海对于私募股权基金的发言，同样信息量很大，私募股权市场已经螺旋式迭代，本土化GP的崛起已然**正在发生**。为了避免对这篇文章的主题影响过多，不再展开了，感兴趣的朋友可以去关注发言稿原文，字数不多，但信息量绝对够大。

今天这一篇文章的更新是临时起意，只把原计划中的**企业收购类型**做了简要表述，我们下一篇文章继续回归主线，讲述上市公司收并购过程中，**收购方和被收购方的决策逻辑有何不同**。

声明：本文中的信息均为原创，其中引用了作者在2022年发表的论文《**上市公司跨行业并购中的风险评估——以南洋股份并购天融信股份为例**》，这篇论文也是当年的**北京大学优秀毕业论文**。文中如存在不准确的地方，欢迎联系作者进行修改。作者本人曾亲自操作过多单上市公司收购项目，**其中一个项目曾在2018年被评为新财富最佳海外并购项目**。

广告：本文作者屠博出版的新书《成功IPO：全面注册制企业上市实战》正在热销，这本书是我的一线实务战例、经验中最为精华的部分，在经过多轮磨合修改后，书中大部分内容能够做到言之有物，并且书中所引用内容皆已标明出处，希望能够对正在进行企业上市实战的读者朋友有些用处。**本书的全部版税收益将捐助给北大国发院云南弥渡留守儿童回家路费公益项目**。



[上一篇](#)

[并购基础（二）：什么叫发行股份购买资产并募集配套资金（重要变量出现了！）](#)

[下一篇](#)

[并购基础（四）：上市公司购买资产的逻辑（含科创板八条的解读）](#)

个人观点，仅供参考

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/638116021103006132>