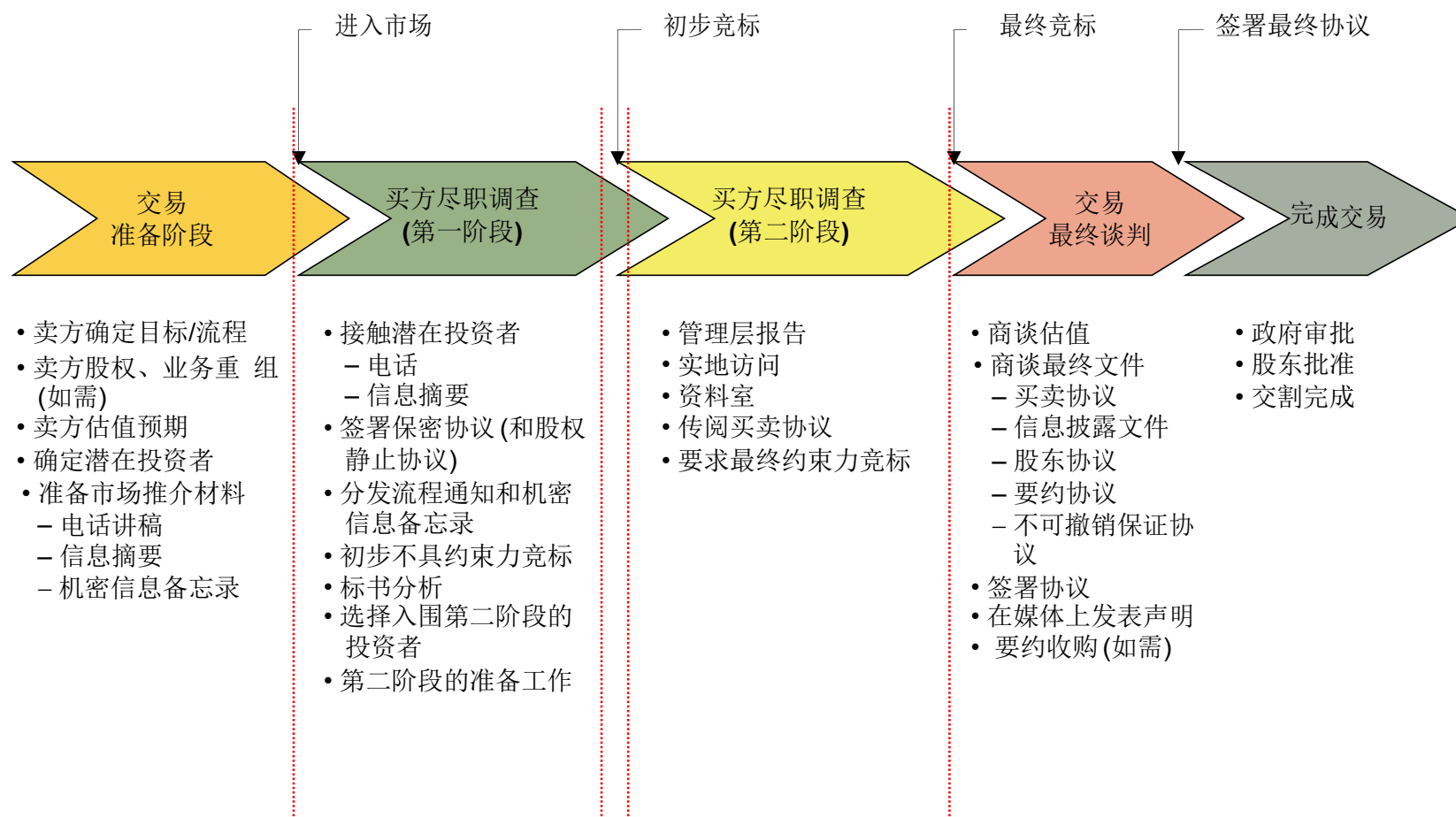


---

## 一 企业收购基本流程

## 1.1 企业收购基本流程



- 尽职调查是买方认知卖方的过程，虽然第一阶段和第二阶段的尽职调查工作比较繁重，但实际上尽职调查工作贯穿于整个并购交易的始末。

## 1.2 尽职调查与估

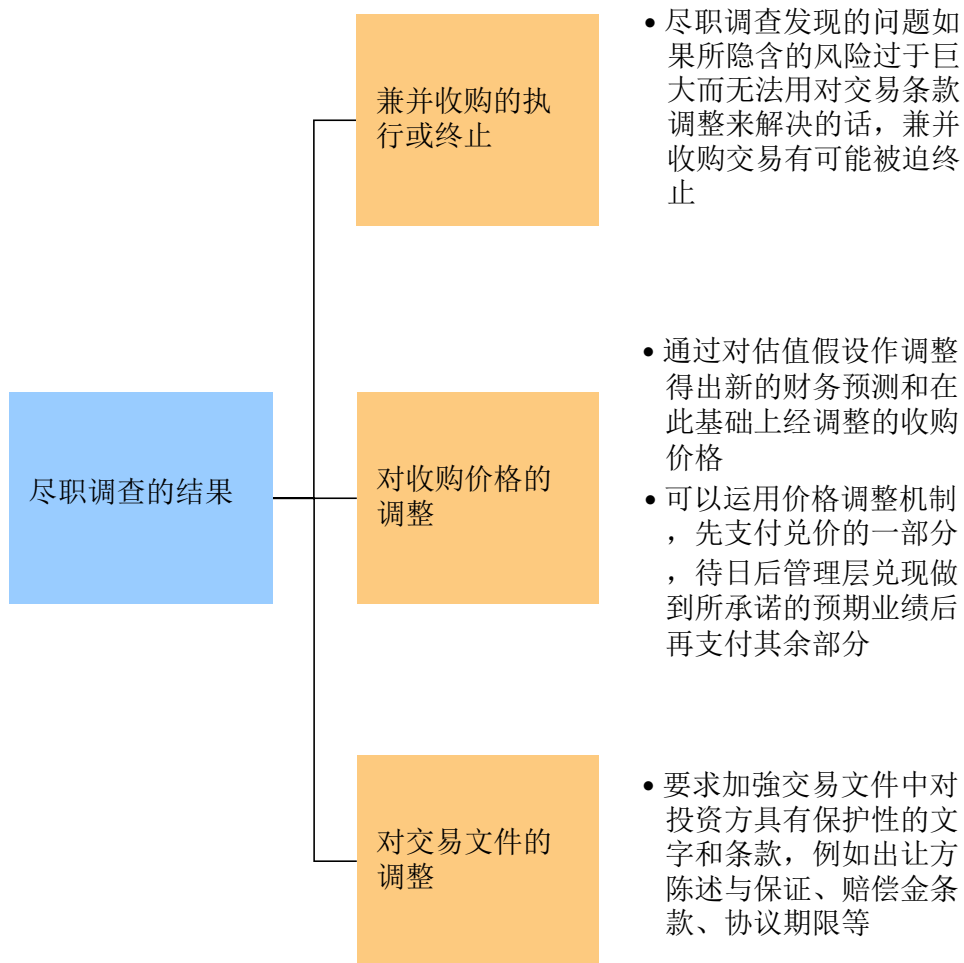
### 尽职调查的组织

■ 尽职调查，需要公司的项目小组、财务顾问、法律顾问、会计师以及其他顾问通力协作

机构	主要职责
公司的项目小组，包括来自研发、生产、营销、财务、法律、人事、信息技术等各方面的人员	<ul style="list-style-type: none"><li>· 审阅各项尽职调查审查资料</li><li>· 审阅各中介机构尽职调查报告</li><li>· 展开与对方管理层的对话。对对方企业高管人员和其他重要员工的素质和诚信状况作评估</li><li>· 结合自身实际情况评估收购与兼并的可能性，可能遇到的问题和解决方案</li></ul>
财务顾问	<ul style="list-style-type: none"><li>· 尽职调查总协调人，负责整体规划和协调各中介机构</li><li>· 协助公司作好业务尽职调查</li><li>· 结合法律顾问、会计师和其他中介机构的尽职调查报告，分析对估值的影响和相应的谈判策略</li></ul>
法律顾问	<ul style="list-style-type: none"><li>· 审阅尽职调查中的各项法律文件</li><li>· 就存在的和可能发生的涉及法律的问题提出详尽的法律尽职调查报告书</li></ul>
会计师	<ul style="list-style-type: none"><li>· 审阅尽职调查中的财务和税务记录</li><li>· 就公司的历史财务报告和税务合规情况发表意见，提出调整建议</li></ul>
其他顾问（环境、人事、行业特有专业领域）	<ul style="list-style-type: none"><li>· 根据收购兼并所处行业的特殊性或项目的特点，额外聘请一些专业领域的其他顾问，协助公司发现、评估这些领域的潜在问题，提出解决方案</li></ul>

## 1.2 尽职调查与估

### 尽职调查结果对交易的影响



### 尽职调查后对收购价格的调整

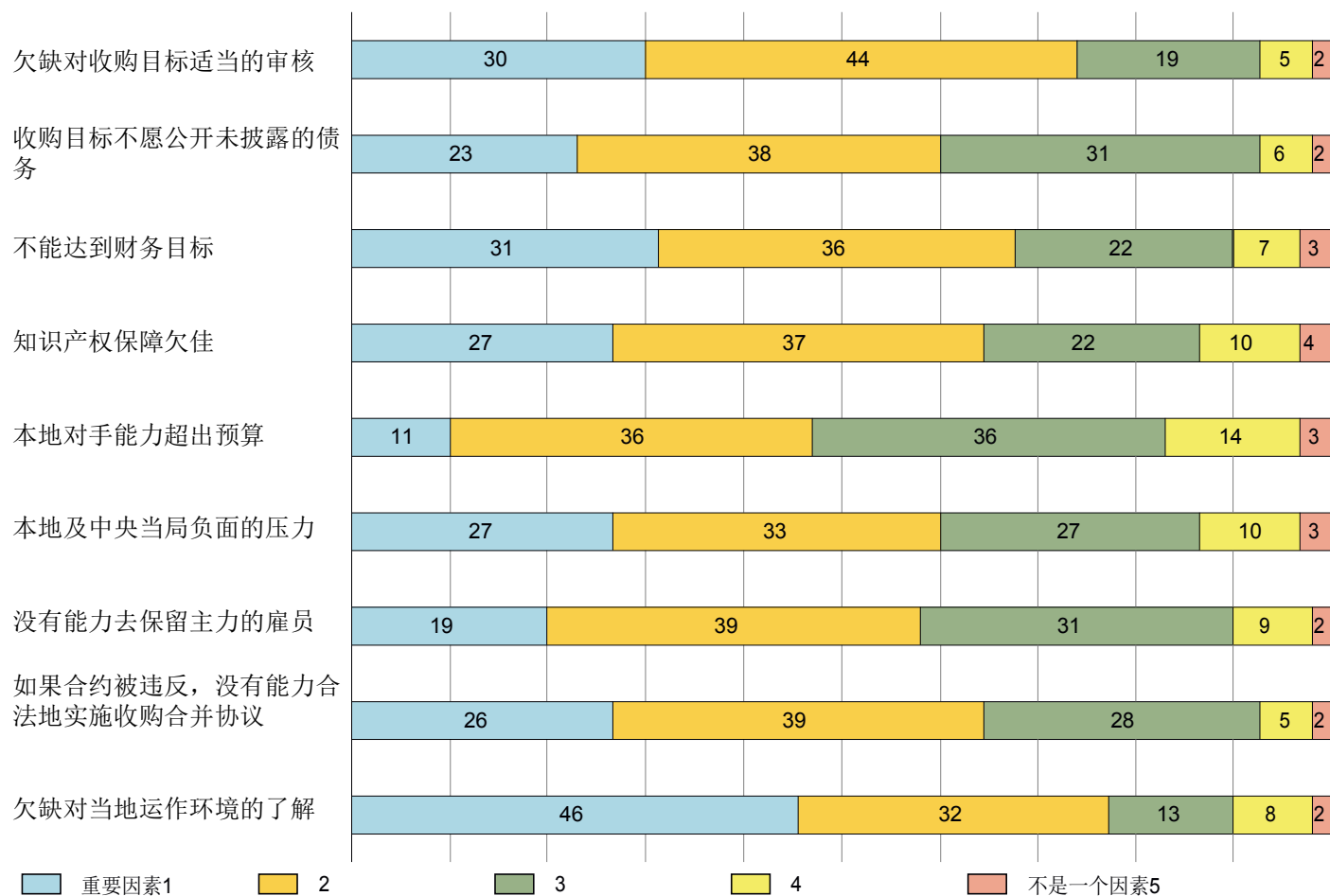
类别	调整项
行业	调整市场增长预测和市场份额预测 调整产品单价
业务	调整毛利率水平的预测 调整扩张导致费用上升速度 增加对改造旧厂房、机器、设备的改造投入 增加维护的资本开支
财务	调整坏账计提 调整财务费用中的贷款利率假设
会计	剔除历史财务报表中的一次性项目的影响 补缴少申报的税款
法律	计提知识产权纠纷的诉讼和和解费 增加所有权变更后需额外补缴的土地使用费
监管	增加企业履行社会义务的额外开支
人事	补缴少缴的养老金、失业、医疗报险 调整员工工资的涨幅预测
环境	增加处理环保问题所需的资本开支

## 1.2 尽职调查与估

### 尽职调查的重要性

- 买方和卖方之间存在着信息不对称，买方所获得的信息也是不完备的，尽职调查可以减少这种信息的不对称，尽可能地降低买方的收购风险。
- 尽职调查的结果和买方对风险的承受能力可能决定了并购是否能继续往前推进。
- 尽职调查的结果也是买卖双方估值讨论的基础。
- 尽职调查也是买卖双方知己知彼从而编制合并后合作业务计划书的基础。

### 受访者认为收购兼并失败的主要原因（%）



资料来源《经济学人信息部》2006年实况调查

## 1.2 尽职调查与估

### 主要估值方法介绍

	优点	问题
DCF 法	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 将企业未来的运营表现进行分解，发现企业业绩表现的基础</li><li>▪ 得到企业的内在价值</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 存在众多敏感假设</li><li>▪ WACC: 如何测算未上市公司的 WACC</li><li>▪ CAPEX: 资本支出知否能够支撑所假设的业绩增长</li><li>▪ TV: 对股票价格的预测可能最多能预测 5 年的业绩，之后采取 TV 假设</li></ul>
可比公司法	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 最常用的方法，简单易懂</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 很难找到真正的可比公司</li><li>▪ 可能建立在市场错误的基础上</li></ul>
可比交易法	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 建立在公开市场信息基础上</li><li>▪ 是真正发生过的交易的数据</li><li>▪ 为评价交易竞争对手可能愿意支付的对价提供参考</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 受协同效应、税收等因素的影响，之前交易的交易环境可能和目标交易完全不同</li><li>▪ 市场环境可能发生变化</li><li>▪ 不是一个交易的所有方面都能通过一个比值来反映</li></ul>

确定企业的价值是很困难的一件事情，每种方法都有其局限性和其的优点，因此在企业估值的时候，应该用多种方法相互比较验证。

二 海外收购的经验、教训和建议

## 2. 海外收购的经验、教训和建议

### 政治因素对于收购案的影响 – 迪拜港案例分析

#### 交易背景

■ 迪拜港案例背景：2006年2月，英国伦敦半岛东方航运公司（P&O）股东同意迪拜世界港接管P&O的全球港口业务。迪拜港（Dubai Ports World）是由迪拜政府所有的国有企业，该公司计划收购P&O旗下的港口终端业务。上述交易已获得美国海外投资委员会（CFIUS）批准。迪拜港口计划支付68亿美元收购P&O，后者旗下拥有巴尔迪摩、迈阿密、新泽西、新奥尔良、纽约和费城六个港口。

#### 美国内部意见不一致

■ 此交易计划于3月2日完成。但以反恐为焦点的美国出于对国家安全考虑是否愿意让中东公司控制其部分主要港口。

■ 2月22日美国白宫宣布，已与国会达成协议，将避免就中东企业收购美国东海岸六大港口问题发生立法上的纠纷。白宫法律顾问巴特莱（Dan Bartlett）表示，“总统希望此次交易能顺利进行，因为交易完全符合规定。”反对人士认为，将上述港口终端的运营管理工作交给阿拉伯政府所有的企业将危及国家安全。

#### 收购案结果

■ 布什总统认为，否决这一并购案将对美国的反恐同盟关系构成伤害。但是3月2日美国众议院拨款委员会以62票反对、2票赞成，投票否决了阿联酋迪拜的一家公司拥有美国六个港口的经营权。

■ 阿拉伯联合酋长国的迪拜世界港口公司9日突然宣布，该公司将放弃接管美国纽约、费城等六大港口的运营业务。

- 在美国引发轩然大波的港口交易风波，在经过持续数周的激烈争执和较量之后，以一种出人意料的方式宣告结束。
- 迪拜世界港口公司的这一突然决定，避免了美国总统布什与共和党控制的国会之间的一场似乎不可避免的摊牌。
- 此前，这一问题已经成为美国大选年间共和党面临的一颗政治地雷。虽然白宫在港口交易问题上一直立场强硬，但在迪拜世界港口公司公布其决定后，白宫发言人麦克莱伦表示欢迎。
- 对收购美国企业的收购方的建议是：早接触、早沟通财政部官员，找出问题的关键，与财政部接触、解决。多与国会议员沟通，并找到收购能刺激当地经济以及增加就业机会。



## 2. 海外收购的经验、教训和建议

### 案例分析 - 米塔尔收购阿塞洛案

#### 原始方案被否决

■ 2006年1月27日，米塔尔提出第一套敌意收购方案：

€ 对价方面：Arcelor 总价值186亿欧元，其中25%现金支付，75%用米塔尔 股权支付对价。最少需要获得50% 股东 的同意。

€ 公司治理方面：米塔尔计划将B 种股票(仅米塔尔家族持有)的投票权从10 降到2 份投票权每股。米塔尔家族的投票权从98%降至64%。但 Class B 米塔 尔股票赋予米塔尔家族任命和撤销董事 会董事的权利。

€ 如果米塔尔成功收购阿塞洛，就将会以每股68加元的价格将 Dofasco 转让给 ThyssenKrupp。（如果米塔尔能够 成功收购阿塞洛，因为会受到反垄断监 管问题影响，所以需要出售 Dofasco）

#### 各方博弈平衡各自利益

■ 阿塞洛以两家公司的战略、经营规划和价值观不同拒绝了米塔尔第一收购方案。

■ 这一并购案涉及到法国、西班牙、意大利、比利时和卢森堡等国家，上述国家的政府官员和民意代表也出面干预。

■ 随后，阿塞洛先后与包括一家中国投资者在内的10 余家潜在战略投资者（白色骑士）商讨过，由于白衣骑士担忧阿塞洛的高债务问题导致商谈非常困难。但是在与俄罗斯最大钢铁公司北方钢铁讨论时进展顺利。阿塞洛不久宣布与俄罗斯富商莫绍尔达夫控制的北方钢铁公司达成合并协议，计划出售其1/3 的股权给莫绍尔达夫，以换取后者拥有的北方钢铁公司股份。

■ 有鉴于此，2006年5月19日米塔尔调整了收购方案，在对价方面：收购价格提高至240 亿欧元。公司治理方面：双方拥有相同的董事会席位（各7 名加2 名独立董事）；米塔尔家族放弃提名权。

#### 确定最终收购方案

■ 2006年5月25日，阿塞洛和米塔尔达成最终 协议：

€ 对价方面：收购价格269 亿欧元；米塔尔宣布收购前一日阿塞洛收盘价基础上溢价100%；比最初报价提高49%。

€ 公司治理方面：阿塞洛模式。

€ 行业模式：延续阿塞洛目前模式。

€ Dofasco：暂无解决方式。

€ 随后，阿塞洛股东投票同意与米塔尔合并，否决与俄罗斯北方钢铁合并的方案。阿塞洛将支付给俄罗斯北方钢铁1.3 亿欧元(约1.768 亿美元)作为补偿。

- 阿塞洛在防御战中的得失：（得：公司治理；法律防御提高价格） / （失：较弱的股东基础）
- 米塔尔的巨大变化：阿塞洛-米塔尔成为全球钢铁行业无可匹敌的霸主；基本无社会压力；基本无实质性政府干预
- 阿塞洛在防御战中的可圈点处：米塔尔不得不两次修订方案，米塔尔在公司治理方面发生重大变化；为阿塞洛股东创造了100%的价值。

## 2. 海外收购的经验、教训和建议

### 案例分析 - 雅戈尔 1.2 亿美元境外收购案

交易买方 雅戈尔集团股份有限公司

(SSE:600177) 交易卖方

**Kellwood (NYSE:KWD)** Kellwood 是美国服装市场的主要参与者和知名品牌，2006 年销售收入接近 20 亿美元。公司因为战略考虑，希望出售新马男装业务。

**Kellwood Asia** Kellwood 的亚洲子公司，总部在香港。

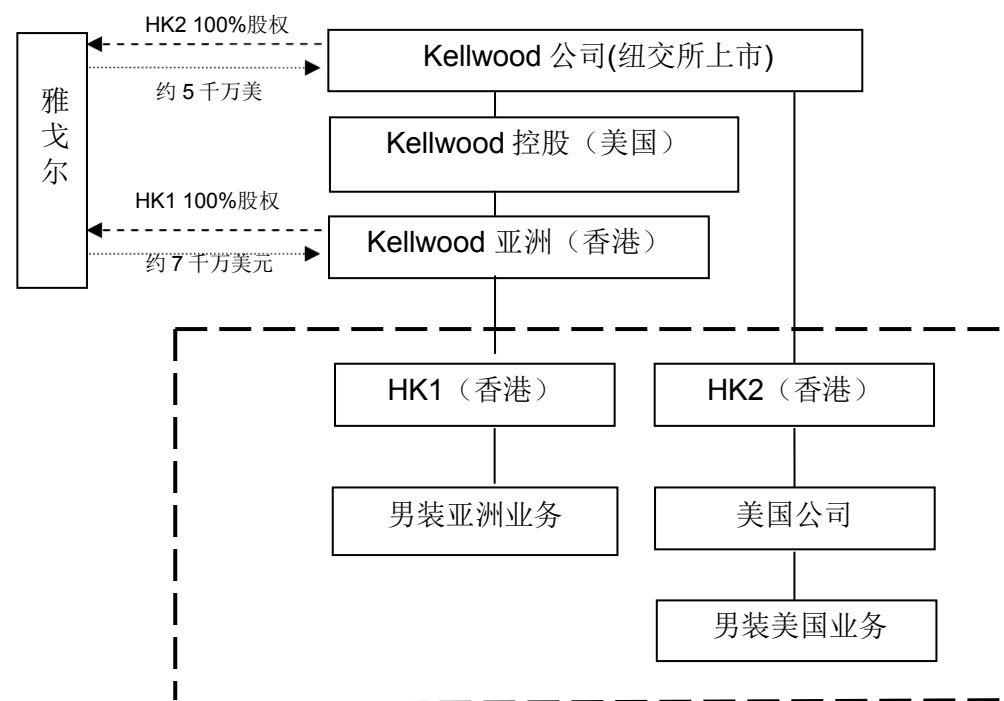
关键考虑：

- 降低交易契税和资本利得税
- 美国资产和亚洲 13 家公司股权的交割便利性
- 资产和业务重组的可行性、时间和卖方重组成本
- 资产和业务的合并审计评估
- 合理规避国内监管法规的相应限制
- 便利国内审批
- 香港和大陆及美国的双边税收协定

交易结构

雅戈尔出资 1.2 亿美元收购了纽约交易所上市公司 Kellwood

(KWD.NYSE) 的整体男装业务，包括其亚洲的 16 家公司股权和美国的相关业务和人员。



## 2. 海外收购的经验、教训和建议

### 案例分析 - 狙击必和必拓收购力拓案（白衣骑士）

#### 方案一、购买力拓澳洲公司 5% 股权

##### ▪ 目的

- 介入该合并，表明我国企业对此次合并的关注和影响此次合并的决心；
- 取得谈判筹码，为启动方案二（阻击合并）或方案三（购买铁矿资产）奠定基础。

##### ▪ 方案描述

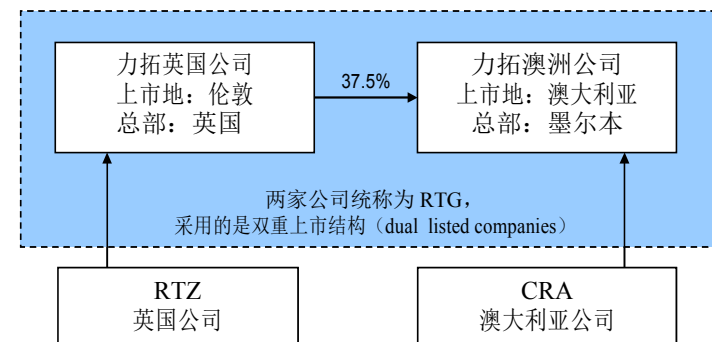
- 投资团（指中国可能参与此次收购的企业所组成的团队）在境内成立 SPC，并通过境内 SPC 在境外设立投资公司；
- 与力拓澳洲公司现有小股东协商，以合适价格转让部分股权；或
- 通过多家证券经纪在澳洲市场上购买力拓澳洲公司股权，
- 股权交割时间应一致，在取得股份合计数达到总股份 5% 时发布公告；
- 取得力拓澳洲公司 5% 股权的目的是为了取得谈判筹码，为实施后续方案奠定基础。

##### ▪ 成本

- 以 12 月 7 日股价计算，5% 股份市值为 28.9 亿美元，预计取得该部分股份成本为 29 亿美元（股价上涨 5%）到 31.3 亿美元（股价上涨 25%）。

##### ▪ 存在的问题：

- 单一公司在力拓澳洲公司处于收购期间购买该公司超过 1% 股票时需要对外披露；
- 股价波动较难预测，与内在价格或公允价值相比，股票购买价格可能不具吸引力。



## 2. 海外收购的经验、教训和建议

### 案例分析 - 狙击必和必拓收购力拓案（白衣骑士）

方案二、购买力拓澳洲公司 **14.9%** 股权

#### ▪ 目的

- 达到防御此次必和必拓收购力拓的目的

#### ▪ 方案描述

- 在澳大利亚证券交易所购买大约 **10-14.9%** 的力拓澳洲公司普通股，该措施不需要通过与力拓公司的直接谈判获得其许可或与其达成一致。
- 根据澳大利亚 **Corporations Act(2001)** 及力拓公司章程规定，公司合并、收购、增发新股等重大事项需经股东大会表决，同意比例应不低于投票权的 **75%** 以上。
- 由于力拓英国公司通过 **Tinto Holding** 持有力拓澳洲公司 **37.2%** 的股权，该部分股权在股东会针对并购事项表决时需要回避，因此要防御收购只需要 **15.7%** 的股权即可。（ $15.7\% = 62.8\% \times 25\%$ ）
- 单一非澳洲企业购买力拓澳洲公司超过 **15%** 的股份将需要通过外国投资审核委员会批准。
- 根据在类似股东会上出席投票者情况的先例，购买力拓澳洲公司超过 **10%** 的股份将足够防御收购或协议安排。
- 如果从市场上购买，大约需要 **4 到 7 周** 完成 **14.9%** 股权的购买。

#### ▪ 结果

- **14.9%** 的股权可以达到防御收购目的，这样的股东地位将迫使力拓公司和必和必拓公司认真对待该股东联盟（获得谈判桌的一席之地），可用来防御或同任何一方谈判更有利的交易。
- 若投资团公开披露其股票增持，这将为市场增加一个新的考虑因素，也为必和必拓公司的收购要约增加了更多疑问和不确定性。

#### ▪ 问题

- 单一公司在力拓澳洲公司处于收购期间购该公司超过 **1%** 股票时需要对外披露（英国 “**The Takeover Code**” **Rule 8.3**）。
- 购入力拓澳洲公司的防御比例股份充分利用了公司投票架构方面的弱点，因为由力拓英国公司持有的力拓澳洲公司股票在两地上市公司的结构下不能参与投票。这个举动可能会引起争议及对投资团的批评，特别是如果力拓公司的一个大股东支持必和必拓公司要约的情况下。
- 股价波动较难预测，与内在价格或公允价值相比，股票购买价格可能不具吸引力。
- 根据澳大利亚外国投资委员会相关规定，单一外国投资者取得超过 **15%** 股权时，需获批准，为回避该批准事项，可购入的最大股票比例为 **14.9%**。购买超过 **19.9%** 的股票需要对所有股东提出要约收购。

## 2. 海外收购的经验、教训和建议

### 案例分析 - 狙击必和必拓收购力拓案（白衣骑士）

#### 方案三、取得力拓公司铁矿石资产的部分股权

- 背景和目的
  - 力拓管理层在投资者交流会上提出，未来将通过三个阶段把铁矿石的产量提高三倍，达到每年 **6.3 亿吨**。其中，澳大利亚皮尔巴拉地区（Pilbara）年产量将提高到 **4.3 亿吨**，非洲几内亚锡芒杜山(Simandou)年产量提高到 **1.2 亿吨到 1.7 亿吨**。
  - 必和必拓收购力拓的主要目的包括取得两家公司在西澳地区合作开采的协同效应。
  - 力拓为扩大西澳地区产能，未来两年资本性支出将高达约 **170 亿美元**，同时力拓承诺股东支付股利合计约 **88 亿美元**，若以 **2006 年经营现金流 80 亿美元** 计算，力拓至少需要融资约 **98 亿美元**。
  - 取得这部分铁矿石资产，既可以达到降低必和必拓收购收益的效果，又可以在一定程度上保证我国原料供应。
- 方案描述
  - 与力拓管理层接触，提出购买澳洲铁矿石资产（Hamersley Iron, Robe River Iron Associates）的部分股权。投资团将以现金收购新建铁矿石项目部分股权并提供融资支持。
  - 若取得力拓管理层同意，鉴于力拓正面临必和必拓提出的合并方案，该方案需提交股东会表决并得到至少 **75%** 出席股东的同意。
  - 方案成功的关键在于收购价格具有足够吸引力以及所提供的低风险的融资安排，力拓管理层将在自主开发与合作开发之间进行比较。
  - 方案不需要得到当地政府的批准，而且很可能会被认为是巨额投资而得到支持。
- 结果
  - 投资团获得可持续的铁矿石资源保障，能够有效降低力拓公司与必和必拓公司合并后可能带来的冲击。
  - 为力拓公司产能扩张计划提供融资支持和稳定的销售市场，有利于力拓的长期发展。
  - 增强力拓股东保持公司独立的信心，对必和必拓合并计划形成明显障碍，必和必拓将不得不提高出价或退出收购。
- 问题
  - 该方案不能对两公司合并形成绝对障碍，但取得力拓公司的部分资产将有利于降低该合并对投资团产生的冲击。
  - 投资团很难通过合资企业对铁矿石价格产生影响，但是可以从铁矿石价格上涨中获得部分投资收益，以平抑铁矿石价格上涨带来的成本增加。
  - 在合作开发铁矿石新建项目的过程中，投资团可以通过与力拓管理层的沟通，获得更多的铁矿石资源份额。
  - 力拓股东在考虑该方案时关注的重点可能包括：**1）** 出价是否有吸引力，对铁矿石资源的高价值是否认同；**2）** 能否有效降低力拓公司融资风险；**3）** 不影响力拓公司在铁矿石贸易中的独立定价权。
  - 出价需要预计到未来铁矿石的价格增长，因此取得铁矿石资产的成本可能较高。

## 2. 海外收购的经验、教训和建议

---

- 当地政府对于此方案的观点可能出现转变，关键在于资产出售价格及项目开发计划。

## 2. 海外收购的经验、教训和建议

### 案例分析 – 中联重工联合三家机构收购 CIFA

#### 交易买方

长沙中联重工科技发展股份有限公司

#### 交易卖方

意大利公司（**Compagnia Italiana Forme Acciaio S.p.A.**）

是一家历史悠久的意大利工程机械制造商，总部设于意大利米兰附近的塞纳哥。CIFA 的主营业务为生产混凝土泵车、混凝土输送泵、混凝土搅拌站、混凝土搅拌运输车、混凝土布料机、稳定土拌合设备、混凝土喷射台车及混凝土施工模板等，其中：混凝土输送泵、混凝土泵车及混凝土搅拌运输车是其主要产品，主要销往欧洲、非洲和中东等地区。

#### 交易目的

首先，本次交易的完成可以实现中联重科混凝土机械销售和服务网点的全球化布局。

其次，本次交易可以实现中联重科混凝土机械产品与制造技术的国际化跨越。

第三，通过本次交易，中联能够在制造技术和企业管理等方面快速提高水平。

本次交易将改变全球混凝土机械市场的竞争格局。交易完成后，中联将稳居中国第一大混凝土机械制造商的地位，接近世界第一。



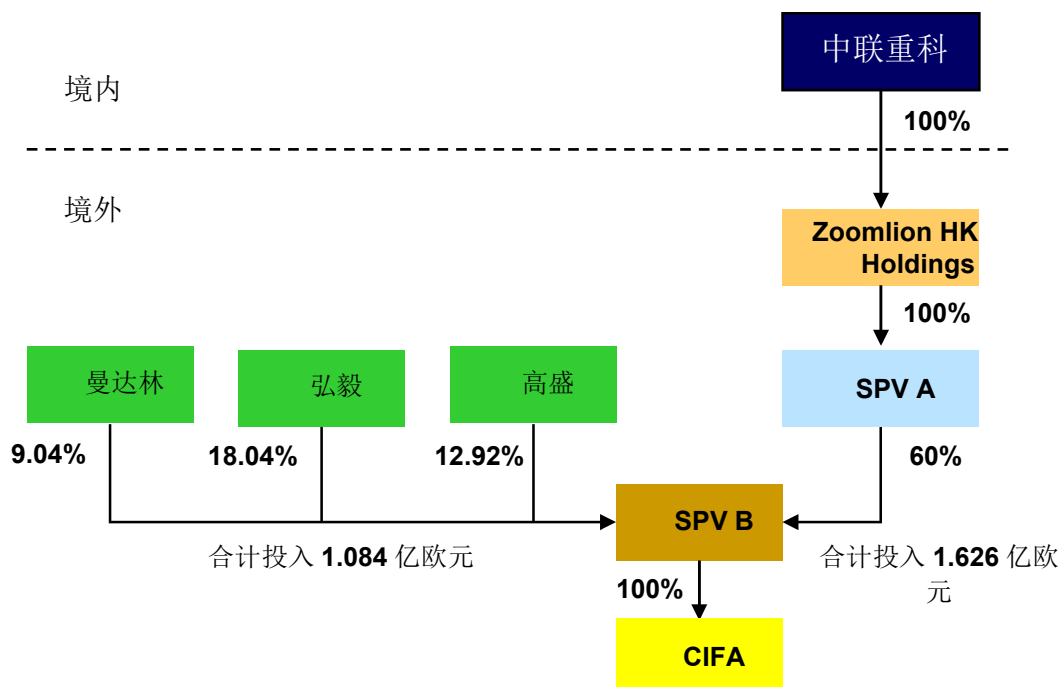
## 2. 海外收购的经验、教训和建议

### 案例分析 – 中联重工联合三家 PE 投资者收购 CIFA

交易结构 中联于香港设立一家全资控股子公司—

Zoomlion H.K. Holding Co. Ltd（中联重科（香港）控股有限公司，“中联香港控股公司”），然后由 中联香港控股公司在香港设立一家全资子公司

（“香港特殊目的公司 A”），该香港特殊目的公司 A 与共同投资方在香港合作设立一家香港特殊目的公司 B（其中香港特殊目的公司 A 持股 60%，共同投资方曼达林持股 9.04%，弘毅持股 18.04%，高盛持股 12.92%）。本次交易完成后，香港特殊目的公司 B 最终持有 CIFA 100% 股权。本次交易中，为取得 CIFA 100% 股权，中联和共同投资方合计出资 2.71 亿欧元，其中 2.515 亿欧元为支付给卖方的股权转让价款，0.195 亿欧元为应支付的交易费用。根据《买卖协议》，本次交易中 CIFA 全部股权作价 3.755 亿欧元，除上述 由公司 和共同投资方合计支付的 2.515 亿欧元股权转让价款外，差额部分 1.24 亿欧元最终由 CIFA 自身长期负债解决。中联及共同投资方对该笔借款 不承担任何还款及担保责任。



1、中联在香港成立的、用于收购 CIFA 股权的香港特殊目的公司 A 将向巴克莱银行香港分行（“巴克莱香港分行”）借款 2 亿美元，期限不少于三年。该部分借款 将由中国进出口银行湖南分行（“进出口银行”）提供巴克莱香港分行（“巴克莱香港分行”）同金额、同期限的融资担保。同时由本公司向进出口银行提供反担保。 有关贷款成本采用浮动利率确定（综合年利率目前不超过 5.7%）。另外，中联 也不排除从其它金融机构获得上述贷款。

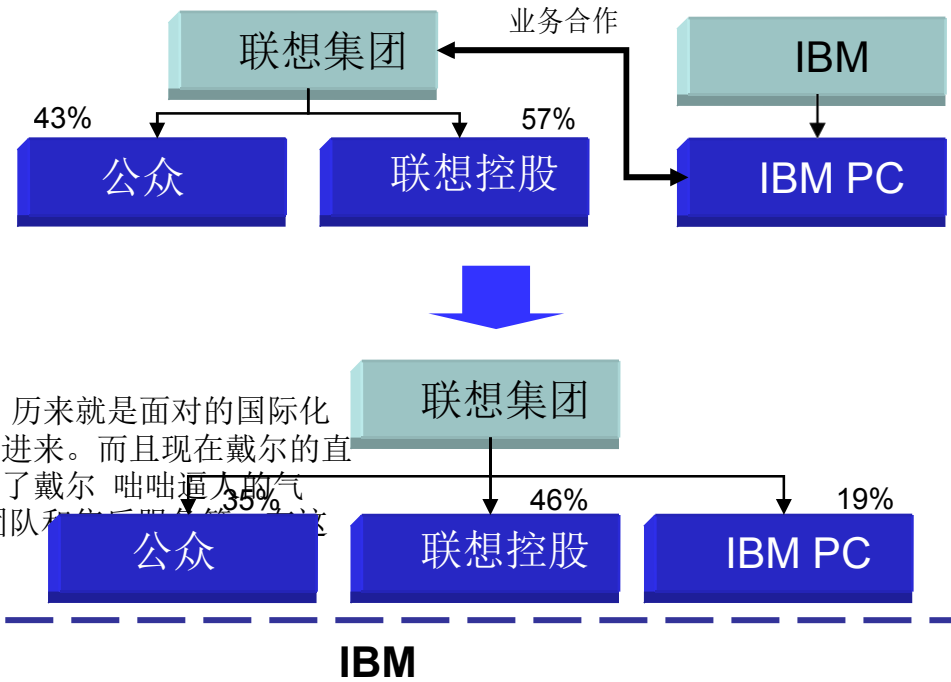
2、剩余 5000 万美元支付资金将由中联以自有资金支付解决。



## 2. 海外收购的经验、教训和建议

### 案例分析 – 联想收购 IBM PC 业务（战略共同发展）

- 双方拥有各自区域市场的比较优势，IBM 的优势在于拥有全球领先的软件及服务，而联想的优势在于拥有低成本的控制，正是因为这种要素禀赋的差异使得这两家公司走到了一起。
- IBM 通过与联想进行战略合作，能够借助联想在国内成熟的渠道进入中国这个潜在的广阔市场，一方面可以借助联想在成本管理方面的优势重新让 PC 事业部盈利，另一方面，在价值链方面，IBM 因为有了联想这个战略合作伙伴，使得他并没有完全放弃 PC，IBM 现在的软件和 服务业处在价值链的下游，他仍需要 PC 部门强有力的支持。
- 而对于联想来说，在国内市场上已经没有什么发展的空间，对于 PC 行业，历来就是面对的国际化的竞争，即使联想不出去也不能避免外国公司的竞争，惠普和戴尔迟早会进来。而且现在戴尔的直销模式开始在中国市场上发挥效果。市场份额逐步提高。联想已经感觉到了戴尔咄咄逼人的气势。所以，联想借助于 IBM 在全球市场的品牌，渠道，销售人员，管理团队和售后服务这样一个完整的平台上，能帮助联想更好的进入国际市场。



联想

IBM

PC 制造（低成本优势）

PC 软件和服务

PC 销售（广阔的中国市场）

PC 综合解决方案

PC 产品黄金价值链，迈入国际市场