

成功并购： 商业尽职调查 实务手册

Business Due Diligence

德硕管理咨询 编著



 中国金融出版社

成功并购： 商业尽职调查实务手册

德硕管理咨询 编著

 中国金融出版社

责任编辑：张智慧

责任校对：孙蕊

责任印制：程颖

图书在版编目 (CIP) 数据

成功并购：商业尽职调查实务手册 (Chenggong Binggou: Shangye Jinzhi Diaocha Shiwu Shouce) / 德硕管理咨询编著. —北京：中国金融出版社，2011. 1

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5628 - 6

I. ①成… II. ①德… III. ①企业合并—手册 IV. ①F271 - 62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 164813 号

出版
发行 **中国金融出版社**

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 17.75

字数 290 千

版次 2011 年 1 月第 1 版

印次 2011 年 1 月第 1 次印刷

定价 39.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5628 - 6/F. 5188

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

中文版序

近年来，中国企业的并购行为逐渐增多，作为实现企业跨越式发展的重要手段，并购受到了越来越多的中国企业的重视。特别是随着中国经济实力的不断增强，中国这个昔日徘徊于“微笑曲线”最低端的“产品制造者”正成为跨国并购的重要力量。2009年，当发达经济体依然挣扎于金融危机的泥潭之际，中国企业进行的跨国并购数量却再创新高，总数近300宗。

但是，目前中国企业的并购行为与发达国家成熟企业相比，依然存在着经验及人才匮乏、“拍脑袋决策”盛行等不足之处。任何企业并购行为都伴随着高风险。从全球的并购历史来看，约有70%的并购没有能够给股东创造价值。大量的实际案例表明，不谨慎的并购往往会成为企业最糟糕的选择。摆在中国企业面前的问题是，如何提高自己的并购能力，将并购成为企业腾飞的助推剂而不是滑铁卢，从而成功跻身那30%的翘楚之列。

无论是企业的管理者、所有者，还是监管部门，都需要对并购决策的合理性作出准确的判断，确保并购能够增加企业的价值。而这一切，都建立在对企业自身战略及目标企业真实经营状况的准确了解基础之上。在成熟的企业并购活动里，尽职调查是一项不可或缺的重要工作。

“尽职调查”一词来源于英文 Due Diligence。并购前仔细调查目标企业正是买方企业理应付出的努力。企业并购过程中常见的财务尽职调查、法律尽职调查皆是其重要组成部分。本书的主旨是介绍与财务及法律具有同等重要性的商业尽职调查（Business Due Diligence）。

作为一家在日本并购市场享有盛名的专业咨询机构，德硕管理咨询公司在商业尽职调查领域积累了大量经验，拥有一套经过实践和时间检验的成熟方法论及相关技巧，而《成功并购：商业尽职调查实务手册》一书正是德硕的方法论和技巧的集大成者，囊括了商业尽职调查的所有重要方面，揭秘了作为一家专业咨询公司在企业并购行为中如何帮助客户企业进行商业尽职调查的具体过程与步骤。本书自2006年在日本第一次出版后，在企业并购市场反响强烈，

2 成功并购：商业尽职调查实务手册

特别是得到了企业并购业务负责人士、企业战略规划负责人士以及战略顾问咨询行业人士的高度评价，进行了多次加印。在本书日文原版的基础上，德硕管理咨询公司结合中国国内企业并购的特点，进行了翻译与部分内容的重新编著。德硕希望通过本书与中国国内企业并购领域的相关人士共享我们的知识与经验，帮助中国企业提升并购能力。

本书从（企业并购时）收购方的立场出发，详细介绍了商业尽职调查的具体内容，包括商业尽职调查的作用、理论背景，具体的执行方法、步骤，每个步骤的详细工作内容，与其他尽职调查（比如财务、税务、法律等）的关系，以及在具体调查过程中可以使用的技巧等。本书并不是一本介绍公司金融的理论书籍，而是一本立足实务、力求为企业人士提供并购实战指导的案头手册。同时，由于商业尽职调查所使用的一些具体手法与企业战略咨询在很大程度上有共通之处，本书也是一本向负责企业内部战略规划的高管或战略咨询的专业顾问提供参考的指导手册。

本书的编译由德硕管理咨询公司战略咨询部门顾问集体完成，具体分工为：刘瑶（索引、前言及全文的检查），皋镜（第1章、第2章、第3章），胡焯（第4章、第5章、第7章、第8章、第9章、第10章），宋彬（第6章、第11章、第12章、第13章、第14章），王凯（第15章、第16章及本书初稿的修改与编著）。由皋镜最终统一定稿。除以上顾问外，在本书翻译出版的各个过程中，还得到了陈明剑、柴志慧、韩琳琳、赵环宇等顾问的大力协助。所有以上德硕顾问为本书的翻译和出版付出了大量心血。在此，对他们的努力以及一丝不苟的专业态度表示衷心的感谢。

德硕管理咨询（上海）有限公司
副总经理 惠亮

前 言

本书的目的是为了向从事并购业务的人士介绍商业尽职调查。尽职调查指买方企业在收购目标企业之前，对其经营现状进行的调查。根据调查结果，买方企业判断是否收购目标企业，并估算收购价格。

我初次接触商业尽职调查大概是在10年前，一个有关欧洲汽车制造商入股日系汽车制造商的项目，一家会计师事务所希望我参与计划并实施尽职调查。

当时的尽职调查，由于绝大多数是会计师实施的财务尽职调查，我不由地担心“作为顾问的我到底能做些什么”。

现场等待我的是一名欧洲事务所派来的顾问。加入项目后，这名顾问陆续向我布置了“计算各业务销售额”、“详查重组方案的内容”、“分析人员的薪酬与计划是否一致”等诸多任务。

他强调道：“无论如何要迅速。客户（欧洲汽车制造商）会在之后的几周内决定这项交易（并购交易）。这些分析必不可少，需要竭尽全力迅速完成任务。”

两周后，项目终于进入尾声时，我向欧洲事务所的顾问询问“在这个新项目中我获得了许多经验，那么这次提供的是什么服务呢”，他回答“运营尽职调查”，也就是现在所说的商业尽职调查。这是我对商业尽职调查的初次体验。

以此为契机，商业尽职调查方面的工作不断增加。当时客户多为欧美企业或日本与欧美合资的基金公司。由于日本国内收购同行业企业的日本企业，对于其所处行业非常了解，并没有雇用第三方顾问实施尽职调查。

从那之后，我们与欧美事务所的顾问共同协助实施商业尽职调查。直至几年前，多为企业重组项目，客户提出“收购后只需要目标企业的核心业务。请帮我确认企业集团计划中是否已经完全剔除冗余业务”等严格的要求。我们为了让欧美客户在短时间内了解日本商业惯例及企业文化，颇费周折。

由于商业尽职调查是一项有严格时间限制的业务，我们的体力消耗也非常之大。无法保证足够的睡眠和吃饭时间，甚至有连续三天未吃饭的经历。尽

2 成功并购：商业尽职调查实务手册

管如此，挑战新业务领域的乐趣仍然令我们全身心地投入到商业尽职调查工作中。

在实施多个项目的过程中，我们深刻感受到以日本企业为目标企业进行商业尽职调查时，有必要进行日本式而非欧美式的工作方法。每次项目结束后，我们都会开展经验总结会，提出“在这种情况下欧美的工作方式是否适用”、“此类分析框架是否更有效”、“下次是不是可以使用新的框架”等问题，不断总结并积累经验。

不断的试行错误让我们获得了更丰富的经验和见解，从而逐渐确立了 A-Beam M&A 顾问公司独有的方法论。我们希望这些认知、方法论不只停留在本公司内部，而是更多地与外部实际从事并购的人士分享。

虽然并购业务急剧增加，但从业人员之间经常使用的术语尚未统一，我们经常看到实施并购业务时从业人员之间多少会存在一些混乱。

统一的专用术语、认知、方法论，有助于业务知识库的整理与建立，对于今后日本的并购行业，乃至未来的商业发展也会起到积极的推动作用。

经过半年的努力，我们利用项目的间歇时间总结了该书，希望通过出版本书，与从业人员分享术语、认知、方法论。

我们希望以发行本书为契机，将我们在并购及商业尽职调查领域中建立的方法论由日本推向亚洲，乃至全球。

本书如能为并购行业乃至商界的发展作出些微贡献，我们会感到无比荣幸。

最后，感谢中央经济社的末永芳奈女士不辞辛苦地协助校对，一直至本书出版完成。同时感谢无数次帮助我们确认原稿的吉田直子女士，才使得这本书如愿完成。借此表示衷心的感谢。

ABeam M&A 顾问公司^①

董事长 冈俊子

2006 年 10 月

^① ABeam M&A 顾问公司是德硕管理咨询在日本的全资子公司，专业提供企业并购相关的咨询服务。

本书的结构

本书是为了向从事并购的人士介绍德硕管理咨询公司商业尽职调查的方法论。尽职调查包括商业尽职调查、财务尽职调查、法律尽职调查等多种类型，本书重点介绍商业尽职调查。

本书由如下三部分构成。

第 1 部分：商业尽职调查概要

该部分将对商业尽职调查的定义、商业尽职调查在企业并购中的作用及主要步骤进行介绍。

此外还将就如何使用尽职调查（包括在非企业并购的情况下）、尽职调查的两种常见的调查手法以及商业尽职调查的注意事项等进行介绍。

第 2 部分：如何实施商业尽职调查

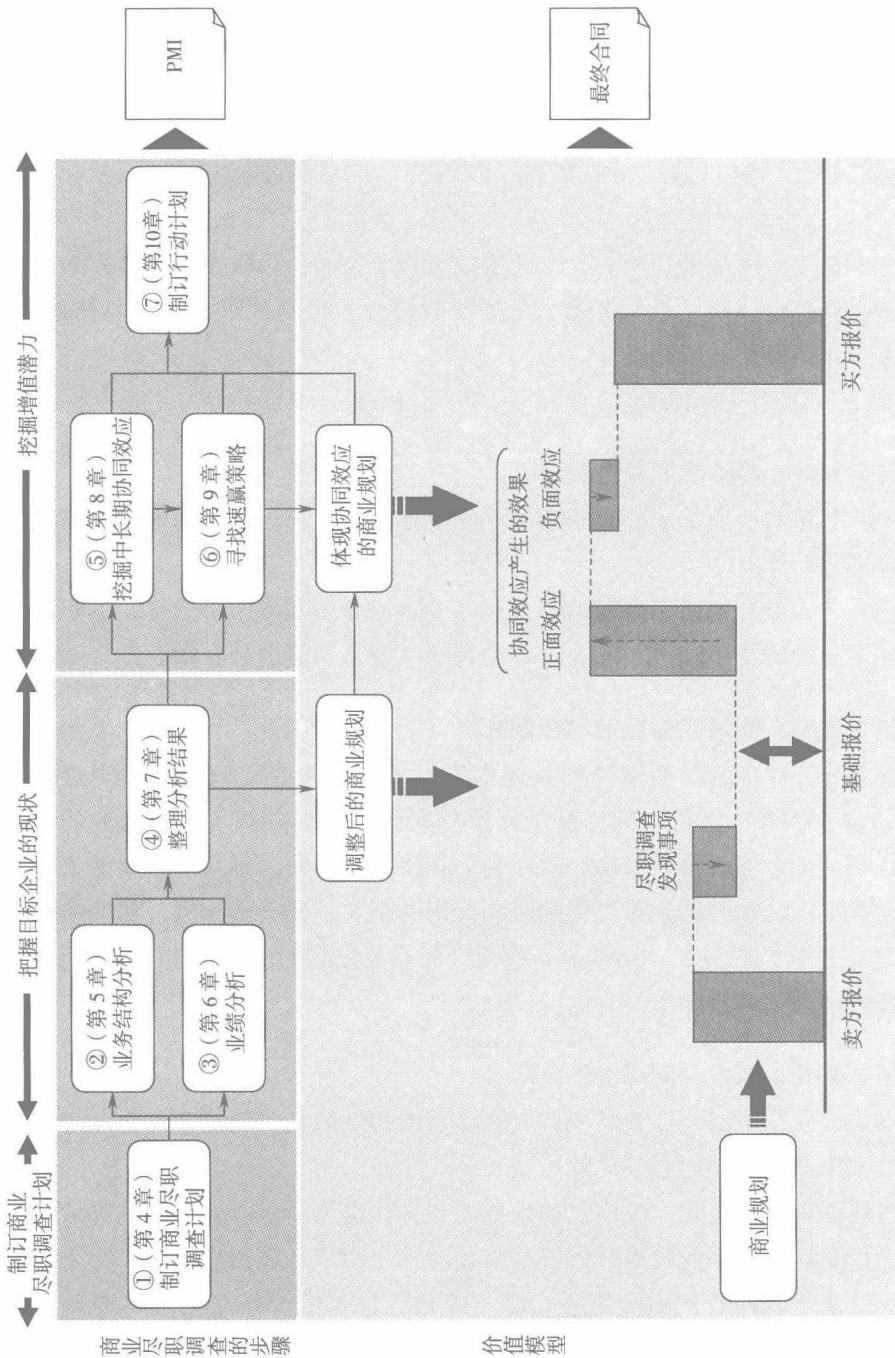
该部分介绍商业尽职调查的具体实施方法。将按照“商业尽职调查的步骤”、“价值模型”进行讲解。基于商业尽职调查，买方基于目标企业的实际经营状况估算企业价值，而协同效应的估算将成为收购谈判桌上重要的王牌。

商业尽职调查的结果不仅影响收购价格的制定，还会影响到并购的最终合同及 PMI（Post Merger Integration：收购后的业务整合）。第二部分会介绍商业尽职调查结果如何影响最终合同及 PMI。

第 3 部分：商业尽职调查的技巧

该部分介绍了实施商业尽职调查时必须用到的信息收集技巧，企业访谈技巧以及制作文档时如何有效地使用图表。

尽职调查需要与时间竞赛。如果技巧与方法论相结合，就会更加高效。本书为了让初次实施并购的人员能够身临其境，介绍了许多实战案例；为了让读者了解商业尽职调查的实际氛围，以“专栏”的形式介绍了很多尽职调查现场发生的代表性事件。



商业尽职调查的步骤及价值模型

目 录

第 1 部分 商业尽职调查概要

第 1 章 尽职调查 3

第 1 节 什么是尽职调查 3

第 2 节 尽职调查的必要性 4

第 3 节 尽职调查的时机 5

第 4 节 尽职调查的种类 7

第 2 章 商业尽职调查 8

第 1 节 商业尽职调查的步骤与价值模型 8

第 2 节 商业尽职调查概要 10

第 3 节 商业尽职调查的应用举例 18

第 3 章 并购能否提升企业价值（实证调查） 21

第 1 节 实证调查概要 21

第 2 节 成功并购的关键因素 23

第 3 节 企业并购需要创造价值 26

第 2 部分 如何实施商业尽职调查

第 4 章 步骤①：制订商业尽职调查计划 29

第 1 节 概要 29

第 2 节 如何制订商业尽职调查计划 31

第 3 节 制订商业尽职调查计划的重要性 45

第 5 章 步骤②：业务结构分析 49

第 1 节 内容概要 49

2 成功并购：商业尽职调查实务手册

- 第2节 业务结构分析 51
- 第3节 业务结构分析的注意事项 69
- 第6章 步骤③：业绩分析 70**
 - 第1节 内容概要 70
 - 第2节 分析的视角与深度 72
 - 第3节 业绩比较方法 75
 - 第4节 业绩评价指标及分析方法 80
- 第7章 步骤④：整理分析结果 97**
 - 第1节 定位 97
 - 第2节 实施流程 98
 - 第3节 整理分析结果 99
 - 第4节 确定需要调整的科目 101
 - 第5节 调整商业规划 104
- 第8章 步骤⑤：挖掘中长期协同效应 114**
 - 第1节 内容概要 114
 - 第2节 挖掘中长期协同效应的方法 118
 - 第3节 中长期协同效应举例 120
 - 第4节 评价中长期协同效应 123
- 第9章 步骤⑥：寻找速赢策略 131**
 - 第1节 内容概要 131
 - 第2节 速赢策略的效果 132
 - 第3节 寻找速赢策略的方法 133
 - 第4节 速赢策略举例 136
 - 第5节 评价 143
- 第10章 步骤⑦：制订行动计划 145**
 - 第1节 内容概要 145
 - 第2节 如何制订行动计划 146
- 第11章 与其他类型尽职调查的合作 149**
 - 第1节 各种尽职调查之间的关系 149
 - 第2节 合作方式 150

第3节	与其他尽职调查协作时的注意事项	162
第12章	如何使用商业尽职调查的结果	166
第1节	内容概要	166
第2节	收购价格的制定过程	168
第3节	最终合同	178
第4节	终止交易	183
第13章	外部尽职调查和短期尽职调查	186
第1节	外部尽职调查	186
第2节	短期尽职调查	192
第14章	给并购交易双方的一些建议	195
第1节	本章概要	195
第2节	卖方企业的并购流程和价值模型	196
第3节	目标企业应该如何接受尽职调查	204
第4节	卖方企业、目标企业并非总是处于弱势地位	212

第3部分 商业尽职调查的技巧

第15章	商业尽职调查必备技巧	217
第1节	什么是必备技巧	217
第2节	内部信息收集必备的3个技巧	218
第3节	外部信息收集必备的3个技巧	233
第16章	实用图大全	237
第1节	9种常用图	237
第2节	各图介绍	239
第17章	商业尽职调查与价值评估	257
第1节	本章目的	257
第2节	商业尽职调查与价值评估的关系	257
第3节	企业价值的结构体系	258
第4节	常用的价值评估方法	260
第5节	DCF法简要说明	264



第 1 部分

商业尽职调查概要



本书第一部分将对商业尽职调查的定义、在企业并购中的作用及主要步骤进行介绍。此外还将就如何使用尽职调查（包括在非企业并购的情况下）、尽职调查的两种常见的调查手法以及商业尽职调查的注意事项等进行介绍。

第 1 章 尽职调查

第 1 节 什么是尽职调查

尽职调查（简称 DD）是指企业在并购（简称 M&A）时，买方企业^①对目标企业^②进行的经营现状调查。其目的主要包括以下两个方面：

- 收集用于估算目标企业价值的信息
- 履行管理层应尽义务，收集信息并制作资料以期向股东说明此次并购决策的合理性

掌握企业实际经营状况，估算企业价值

并购过程中，买方企业需要计算目标企业的价值，并以该价值为基础展开谈判。为了合理估算企业价值，买方企业需要对目标企业的实际经营状况有准确的了解。此时，买方企业一般会进行以下工作：

1. 调查目标企业的实际经营状况（即尽职调查）。
2. 基于上述调查结果，估算目标企业价值（即价值评估^③）。

履行管理层义务

尽职调查一词来源于英文 Due（应行之事）Diligence（努力，勤勉）。并购前仔细调查目标企业正是买方企业理应付出的努力。并购作为企业的重大经营决策之一，买方企业的管理层需要向股东解释此次并购及并购价格的合理性。正如我们平时在购物时为了做到物有所值，必须要关注商品的质量和功能一样，在实施企业并购之际也需要对目标企业进行仔细研究。

① 并购交易完成之前被称为买方候补企业，本书统一称为买方企业。

② 指并购对象企业，收购交易完成后被称为被并购企业。本书统一称为目标企业。

③ 价值评估：Valuation，计算企业或业务的价值，股权价值等。

并购过程中实施尽职调查，并非是法律法规的强制要求。但是在当今社会，管理层负有向股东进行解释说明的义务这一观点越发受到关注和重视。在此背景下，大多数企业经营管理人士逐渐认识到尽职调查是并购过程中不可或缺的一环。

但是在实际操作层面，尽职调查依然存在许多亟待解决的问题，总体上质量堪忧。如何提高尽职调查的质量已经成为摆在我们面前的重要课题。

第2节 尽职调查的必要性

确保并购决策符合企业的整体经营战略

并购是买方企业实现其经营战略的常见手段之一，企业需要仔细审视并购决策，确保其能够真正有助于实现公司的既定战略。

近年来，随着并购活动的日益频繁，希望跟随潮流，实施并购的企业管理层逐渐增多。遗憾的是，很多企业本末倒置，将原本只是用于实现企业战略目标手段的并购本身当做了追求的目标。实施并购的理由大致可以概括为追求协同效应和适应竞争，扩大企业规模，但是如果仔细调查一番就会发现，有时候诸如战略合作等手段或许是更佳选择。

并购的本质是购买从零开始建立客户、技术、组织等所需要的时间，蕴含着极高的风险。如果并购在企业经营战略中没有明确的定位，就没有必要冒如此之大的风险。投入大量财力实施无助于实现企业战略的并购活动，不仅浪费资源，还可能面临股东的质疑，乃至法律诉讼。

在没有明确战略定位的前提下实施尽职调查，就像是漫无目的的海上航行，调查人员的工作必将因为没有明确的目标而陷入迷茫。因此在实施尽职调查时，买方企业必须明确并购的目的，确保并购决策符合企业的整体经营战略。

消除信息不对称

在购买电器产品时，我们可以通过阅读产品手册或与其他产品进行比较，从而作出理性的购买决策。但是在收购企业时，情况就没这么简单了。假设某

企业主正打算出售自己的公司，某买方企业向其表达了收购兴趣，双方就收购条件进行磋商，达成一致后进行交易。销售额今后能否保持稳定的增长？竞争优势在哪里？现在的竞争优势能否保持？该企业持有多少固定资产，目前的公允价值是多少？有没有劣质资产？员工的职业道德和工作积极性如何？这些问题是估算目标企业价值的关键，这些问题都涉及目标企业的内部信息，很难从外部找到答案。

最了解目标企业经营现状的自然是目标企业自身，买方企业和目标企业之间存在的这种信息不对称给买方企业估算企业价值、确定收购报价带来了挑战。因此在开始并购谈判前，买方企业一般都会要求目标企业向其提供相关的内部信息^①。有出售意愿的卖方企业一般也会同意买方企业的要求，在合理的范围内向买方企业提供内部信息。

帮助买方企业消除信息不对称，了解目标企业的实际经营状况，这些正是尽职调查在并购交易中能够发挥的主要作用。

第3节 尽职调查的时机

并购交易的流程

如图1-1所示，在实施尽职调查之前需要签订保密协议或含有保密条款的基本意向书（LOI^②）。

实施尽职调查的时机

在保密协议签署完毕之后，目标企业会向买方企业提供它们的商业规划及财务报表等内部资料。买方企业首先将会基于这些内部资料进行简易的价值估算，在对目标企业的价值有初步了解后，正式开展尽职调查工作^③。

① 在要求目标企业公开内部信息之际，双方一般会签署保密合同。此外也有签署含有保密条款的基本意向书（LOI）的情况。本书中提及的基本意向书（LOI）即指包含了保密条款的基本意向书。

② LOI: Letter of Intent, 基本意向书。

③ 并购（M&A）没有固定的流程，买方企业、卖方企业及目标企业根据需要可以自行选择。本书将以常见的并购流程为基础对尽职调查展开介绍。