

企业并购重组实战操作

俞铁成

道杰资本总裁、管理合伙人
天道并购网CEO、天道投资董事长

2010年11月

讲师简介

- 俞铁成先生
 - 道杰资本管理总裁、管理合伙人
 - 上海天道投资咨询有限公司董事长、天道并购网CEO、
 - 上海浦东路桥建设股份有限公司（600284）独立董事
 - 江苏连云港港口股份有限公司（601008）独立董事
 - 广东华龙实业集团股份有限公司（600242）独立董事
 - 上海市人民政府发展研究中心特约研究员
 - 浦东新区政府国资委 咨询专家
- 曾任上海亚商企业咨询有限公司并购部经理、上海保银投资有限公司副总经理、景丰投资有限公司总裁助理。曾操作了数十起大型企业并购重组案例。2002年创办大中华区最专业的并购网站——天道并购网（www.tdma.com.cn）。目前担任十多家资产过百亿之大型海内外企业集团的并购投资顾问，在国内担任多个地方政府之经济顾问。
- 曾在国内核心经济刊物发表数十万字专业论文，2001年，出版了个人第一部专著《公司紧缩--资本运营新境界》，该书是目前中国第一本系统阐述公司紧缩原理、技术及运用的专著，由中国国际金融学的泰斗陈彪如教授做序，，被认为填补国内研究空白，在业内引起强烈反响。
- 《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《经济观察报》、《二十一世纪经济报道》、《中国经营报》、中央电视台、上海电视台等国内著名财经媒体对俞铁成先生均有专访或报道。

目 录

- 主题一：企业并购战略规划
- 主题二：并购团队组织与运作
- 主题三：目标公司尽职调查
- 主题四：目标公司估值
- 主题五：设计交易结构和并购资金安排
- 主题六：如何进行成功的并购谈判
- 主题七：并购协议及整合
- 主题八：买壳上市

主题一：企业并购战略规划

经济危机下中国民营企业的出路

- 逆市增长，有资金实力的企业——低成本收购扩张
- 有一定行业地位和特色，财务困难——吸引PE或傍大款
- 经营陷入困境，行业地位低下——联合重组抱团取暖

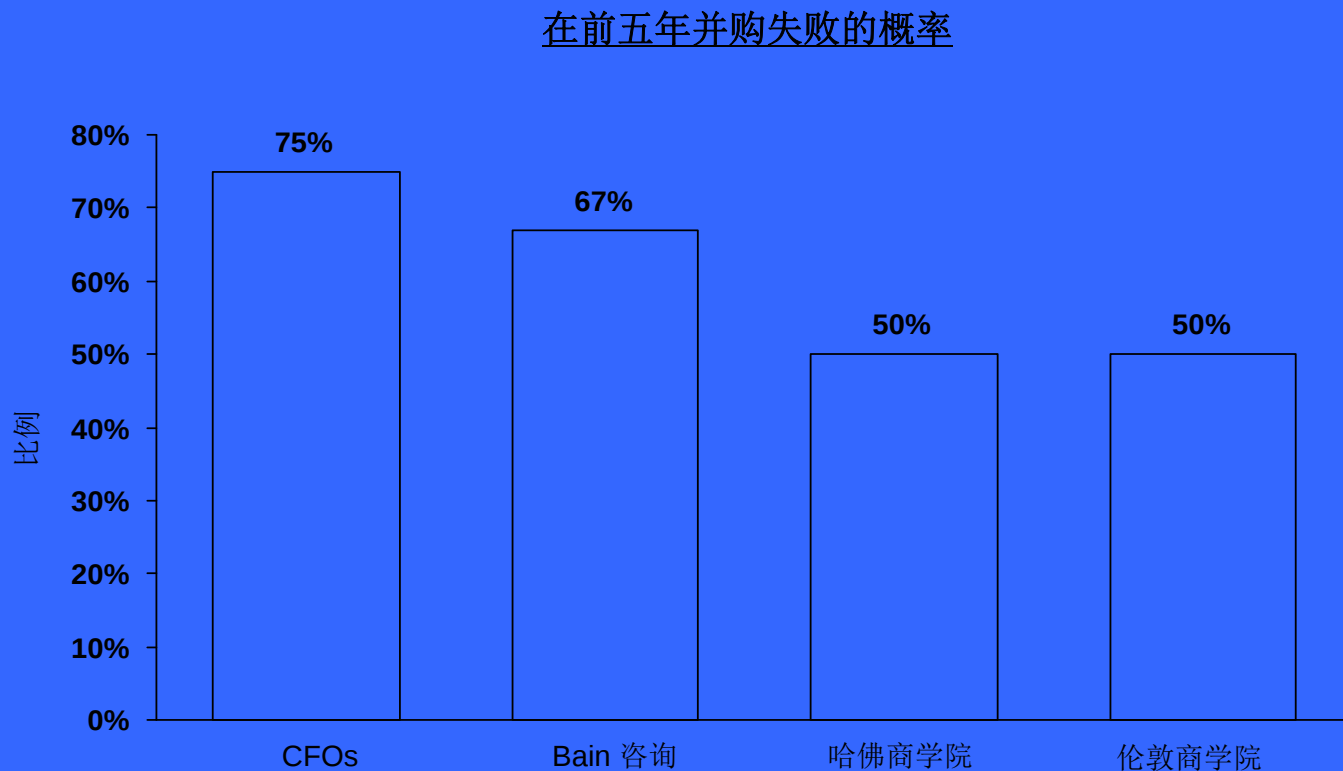
企业并购的意义何在？

- 世界500强企业几乎都是通过不断的并购成长起来，并购也将成为中国企业快速成长的主要方式。
- 企业成长扩张主要是自然成长、新建和并购三大途径，与其它两个途径相比，并购扩张具有以下明显优势：
 - ◆ 消灭竞争对手，提高市场占有率和利润率
 - ◆ 速度快——速度就是生命
 - ◆ 可以迅速获取靠内部资源无法获得的产品、技术、人才等特殊资源
 - ◆ 注意力经济——市值提升
 - ◆ 并购协同效应——研发、采购、生产、销售、财务、管理、文化……

并购的基本流程与步骤



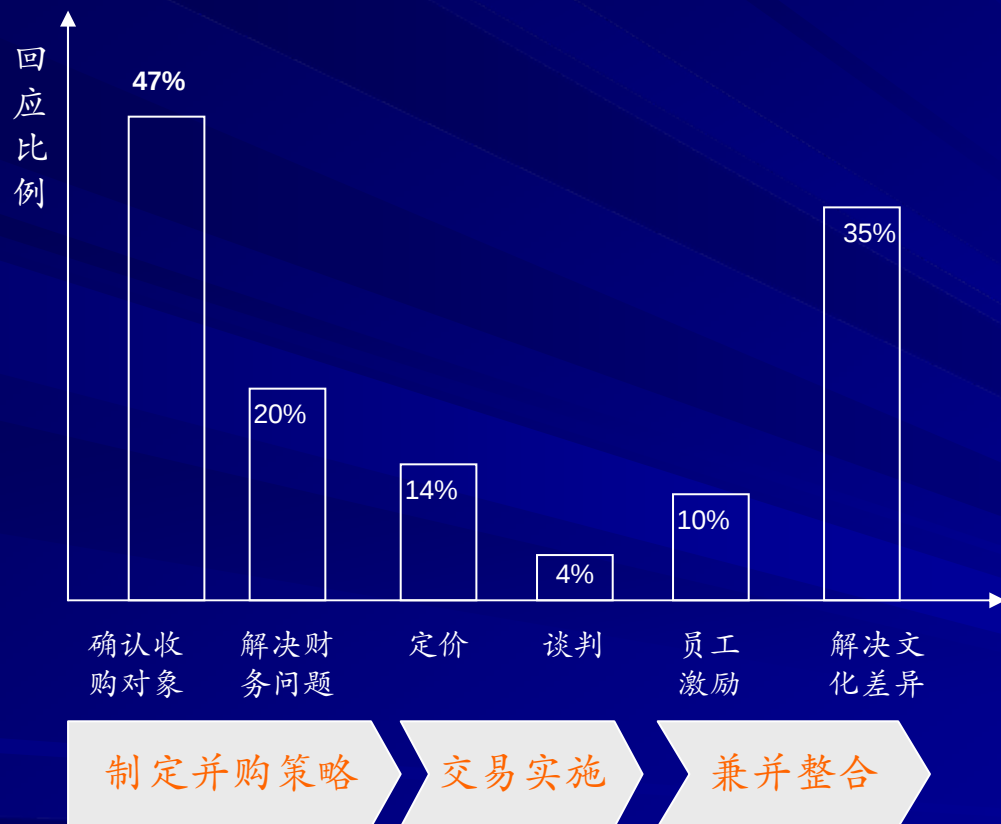
大部分并购最终都以失败而告终



注：失败定义为并购企业带来的收入低于并购成本的财务费用并/或者进行了剥离。

调查分析：兼并收购成功的关键能力

分析和结论



并购策略的重要性在成功并购的过程中具有极其重要的地位。公司高级管理层必须在这一点上达成一致。

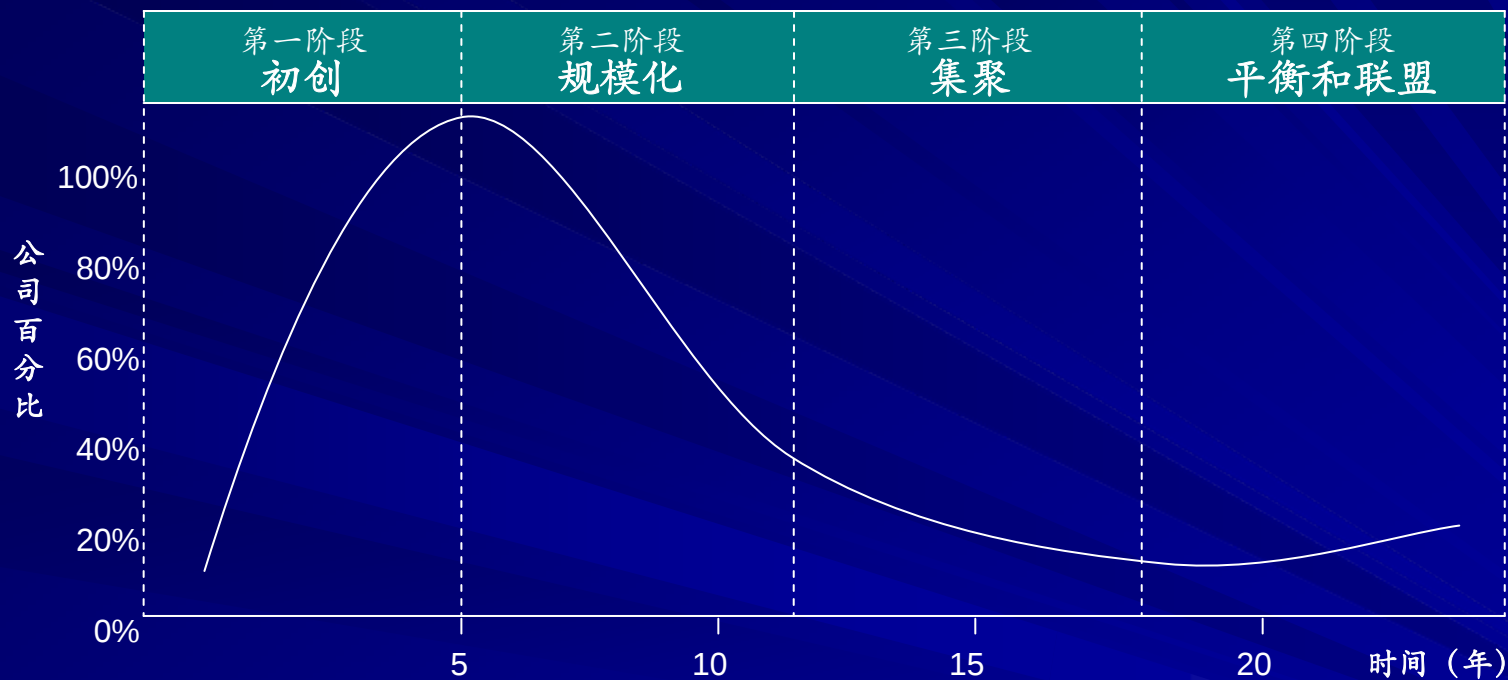
让投资人充分理解公司的产业演进战略并获得认可是成功收购的前提。

企业必须形成适合自身进行收购的核心业务模式，并为每一项业务的核心功能和程序设计整合的模板，为顺利收购奠定基础。

资料来源：《国际经营》1996

面对不可阻挡的整合浪潮，只有沿着产业演进曲线发展才是企业成功的战略

产业整合过程中公司数量的变化



- 在产业整合的过程中，将不无例外出现上图描述的现象
- 在经济全球化的过程中，整合的浪潮将义无反顾地席卷你所处的产业
- 长期的胜利永远属于那些拥有长期规划的管理者

如何利用企业内部资源 和公开信息寻找目标企业

■ 利用企业内部资源寻找目标企业：

公司高管人员的资源

公司市场营销部门

公司采购部门

公司研发部门

■ 利用企业外部资源寻找目标企业：

证券公司

咨询公司

会计师

律师

市场调查公司

银行

互联网 报纸

行业杂志

电视

行业性协会

朋友和业务伙伴

对候选目标公司股东进行初步接触的要点

- 通常情况下买卖双方第一次通过中介进行初步接触
- 以考察、学习、业务交流进行初步接触是个好主意
- 对上市公司股东的初步接触要十分慎重
- 第一次双方高层见面地点的选择十分重要
- 尽量保密避免让目标公司高管知道（股东非高管情况下）

主题二：并购团队组织与运作

并购团队的构成



核心小组推动着整个进程，并在需要的时候利用各方面的专家

一种简单分析并购领导者资格的表格

特有的考核指标	必须具有	最好具有
本科或以上学历	#	
会计/财务知识教育		#
扎实的财务背景	#	
注册会计师证书		#
在行业中从业5年以上	#	
杰出的分析技巧	#	
高于平均水平的谈判技巧	#	
在不同行业的收购经验		#
做过收购项目	#	
具有市场、行业和企业发展能力的分析知识	#	
在行业性协会或贸易协会中的活跃会员身份		#
中产阶级背景		#
与目标公司相同性质公司中的从业经验		#

并购领导者应具备的23种品质

创造性

与人为善

机智

富激发力

积极、热情

知识面广

反应灵敏

不唯利是图

对人性的敏感

当机立断

自信

能与中介机构发展非常融洽的关系

自我开创能力

具备常识

天资聪明

有独立工作能力

考虑周全

精通专业

愿意随时频繁地出差

直觉敏锐

能从财务数据中发现问题

注重行动

能独立思考和行动

如何选择组建一个优秀的并购团队

■ 根据尽职调查的涉及内容选择团队成员

在初步尽职调查的基础上，收购方对收购中需要重点加强的部分就比较清楚，可以据此选配合适的团队成员。

■ 并购参与者需要的性格和技术

并购参与者的性格特征如果很鲜明就必须考虑这种性格在并购中所起的作用。并购者的专业技能也是必须要在并购前得到确认。

专职并购顾问极为重要

- 专职并购顾问担任着并购“总策划”、“总协调”等重要角色
- 如果并购是一场大戏，并购顾问就是总导演
- 专职并购顾问与其他外部专家的区别
- 专职并购顾问的服务内容

国内并购顾问行业简介

- 洋枪：高盛、JP摩根、拉扎德.....
- 土炮：中信、银河、联合.....
- 海龟：汉能、华兴、易凯.....
- 草根：万盟、和君、道杰.....

主题三：目标公司尽职调查

尽职调查（Due Diligence)的基本概念

- 基本含义：尽职调查又称谨慎性调查，是指投资人在与目标企业达成初步合作意向后，经协商一致，投资人对目标企业一切与本次投资有关的事项进行现场调查、资料分析的一系列活动

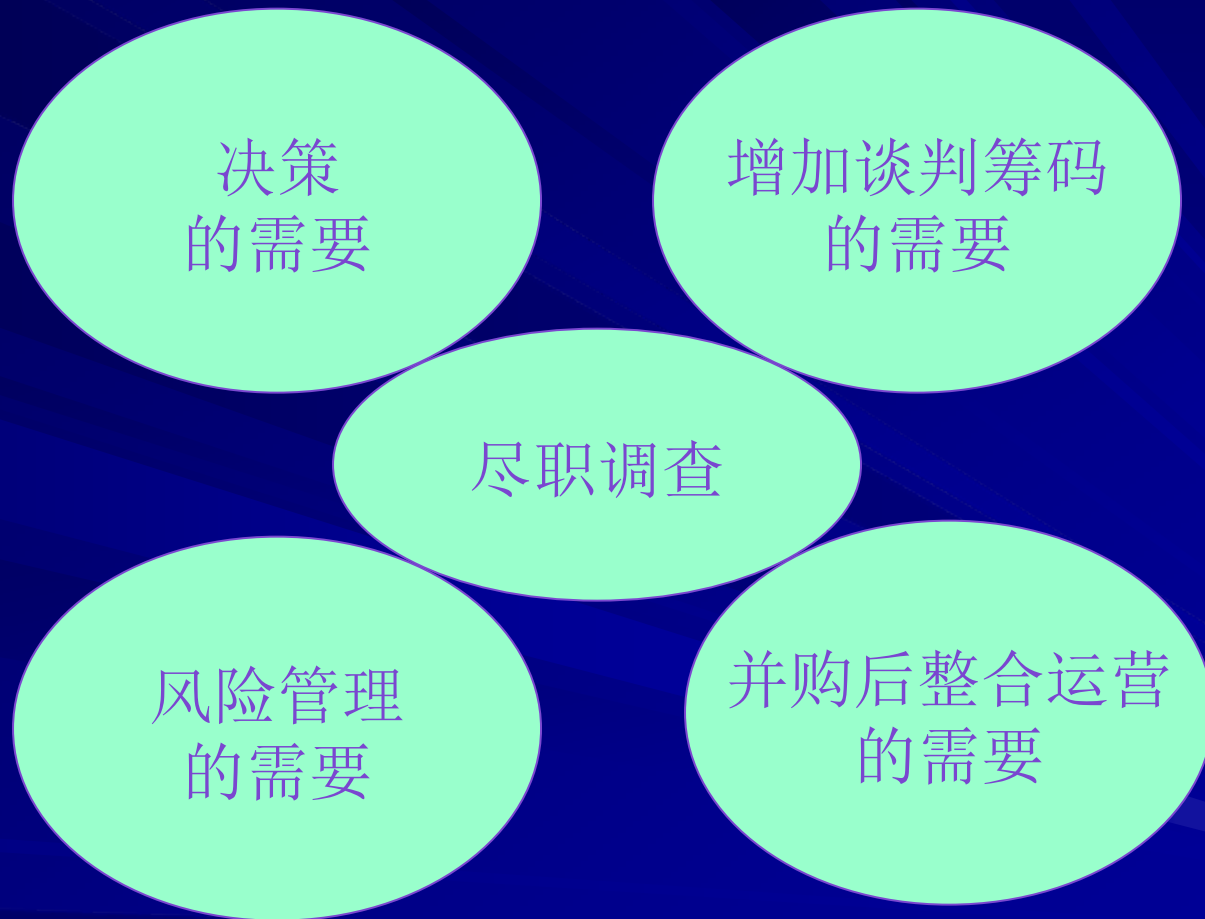
- “有一半的并购减少了股东财富，价值下降的主要原因就在于尽职调查不充分”

——Mercer Management Consulting

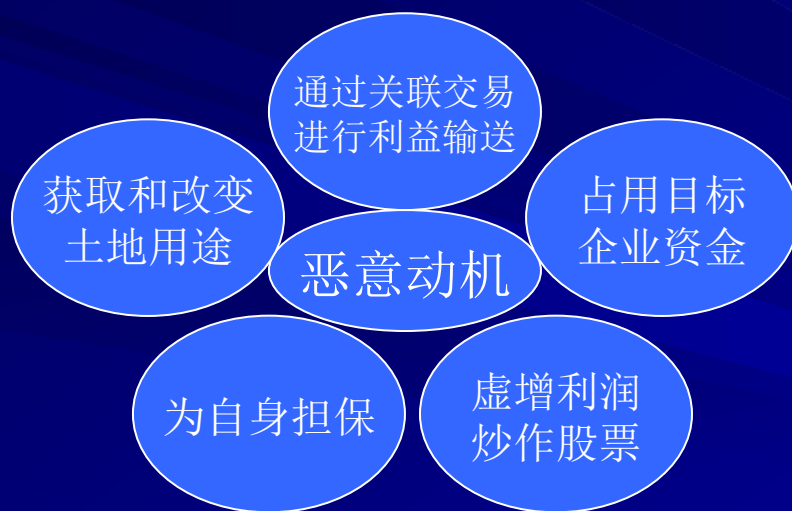
- “调查研究有一些基本的方面，每一个方面都像是一块块平整的石头。你必须翻开每一块石头，看看底下有没有毒蛇。如果你不把所有石头都翻起来看看，就可能留下一条隐藏的毒蛇，说不定它哪天会爬出来咬你一口。

再说一遍，在调查企业时，你不能遗漏任何一块石头。”

尽职调查程序的重要性

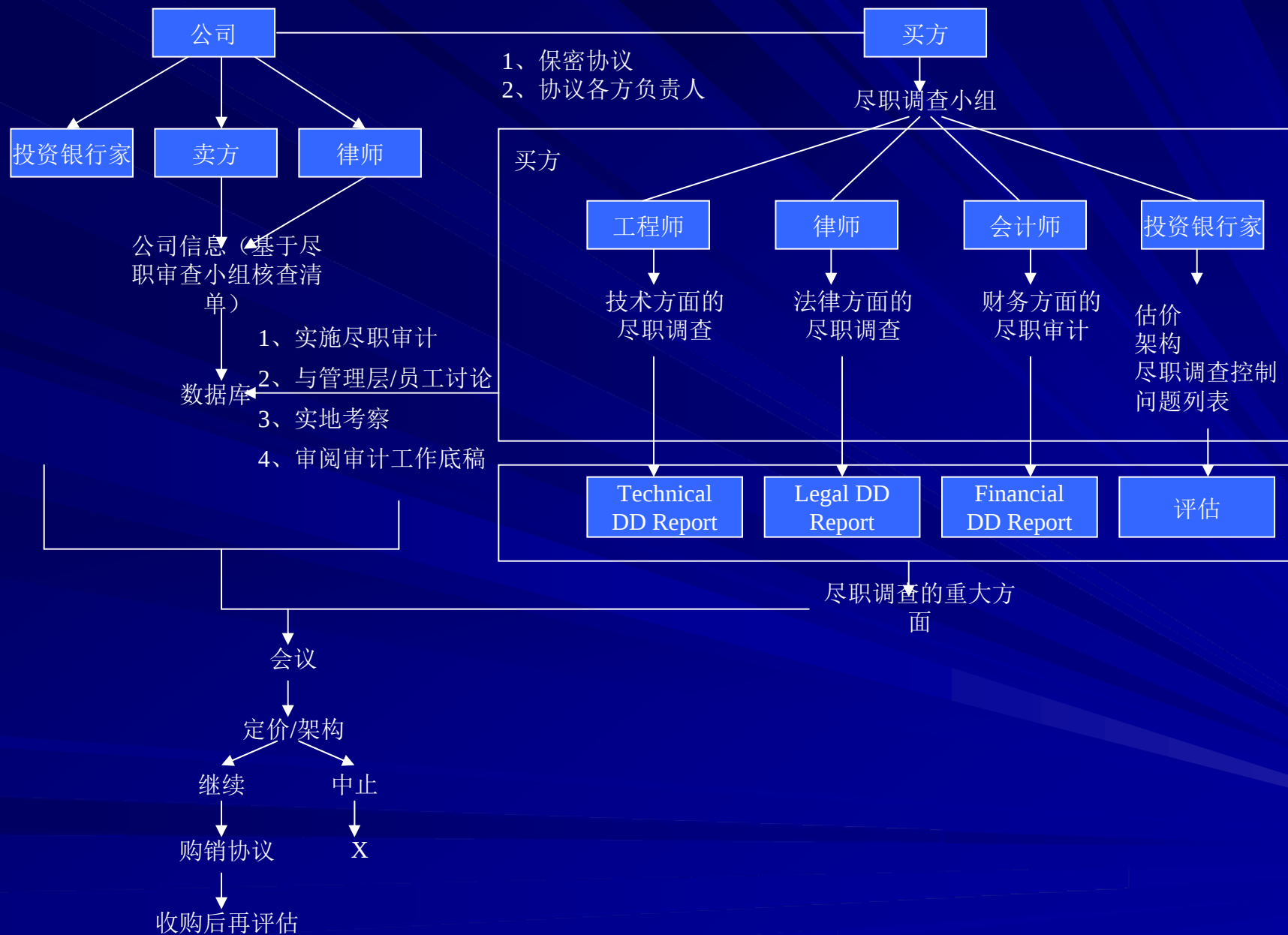


卖方对买方的尽职调查



善意的买方
是否确有愿望和能力
使目标企业持续良性的发展，
并保障职工利益

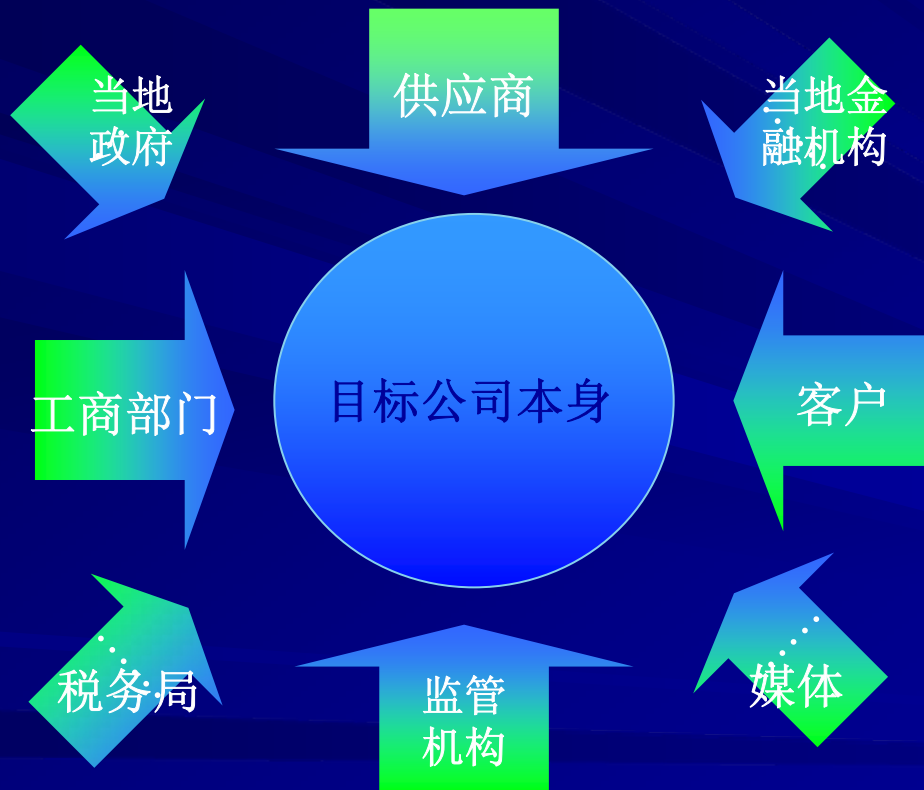
尽职调查的流程



尽职调查的几个操作核心问题

- 何时开始尽职调查？
- 尽职调查团队的组成及人员搜寻方法
- 企业利益及保密问题
- 在目标公司调查“人”时应注意的问题
- 尽职调查应持续多长时间？
- 以引进PE或开展管理咨询项目为由是个好办法

尽职调查途径



对目标企业作尽职调查要从多个方面进行，除了目标公司本身之外，目标公司当地政府（产业发展环境、政府评价等）、登记机构（工商登记、土地房产登记、税务等）、供应商、顾客，当地金融机构都可作为尽职调查途径。

目标公司资产类项目之潜在风险

- 货币资金——银行存款有无违规存单质押贷款？
- 短期投资——投资之股票、基金等品种风险如何？流动性如何？委托投资风险更大？
- 应收票据——有无利用承兑汇票向关联方提供资金？
- 应收帐款——有无关联方利用此长期占用资金？有无恶意长期挂坏帐并恶意大量提取坏帐保证金？有无利用此虚增销售收入？
- 其他应收款——有无利用此安排见不得人的资金交易？
- 预付帐款——占用资金的另一重要途径
- 存货——大宗存货如何盘查？存货跌价损失是否记提到位？有无利用存货记帐方法的差别调节利润？
- 长期投资——注意成本法和权益法的不同处理；对没有投资回报的长期投资评估是否能变现？
- 固定资产——如何有效盘点大量固定资产？要鉴别无效固定资产；考察固定资产折旧方法是否合理？
- 在建工程——有无已竣工但仍列入在建工程的资产？
- 无形资产——有无正常摊销？要警惕大量土地资产，考察其有效性；

目标公司负债和权益类项目存在之风险

- 短期借款——考察还款日期，有无集中偿付困难风险？
- 应付帐款——有无长期挂帐未注销？有无利用此隐藏收入？
- 预收帐款——有无应注销而未注销之款项？
- 应付工资、应付福利费——考察员工薪水福利拖欠情；有无利用此调节利润？
- 长期借款——考察贷款担保方式；贷款利率能否优化？
- 实收资本——有无抽逃资本金现象？用实物或无形资产出资的要考察资产有效性

或有负债——并购最大财务风险所在

- 未披露之对外担保
- 可能发生的、未决的诉讼（债务诉讼、担保诉讼、民事赔偿、刑事犯罪等）
- 对雇员的责任，包括解聘、福利计划、激励合约和雇佣协议等（如期权计划）
- 行政罚款
- 对产品和环境责任的潜在投诉
- 与公司品牌、产品授权相关的债务
- 如何将或有负债风险的损失控制在最低程度？

目标公司业务经营之潜在风险

- 采购和销售过于依赖大客户的风险
- 公司技术面临更新换代的风险
- 公司核心人员在并购后大量流失的风险
- 公司原材料面临大幅涨价的风险
- 行业潜在竞争对手迅速增加，市场竞争残酷的风险
- 存在被行业巨头恶意竞争或敌意收购的风险
- 核心客户在并购后流失的风险

目标公司外部的陷阱

- 综合投资环境
- 政府环境
- 融资环境
- 法制环境
- 生活环境

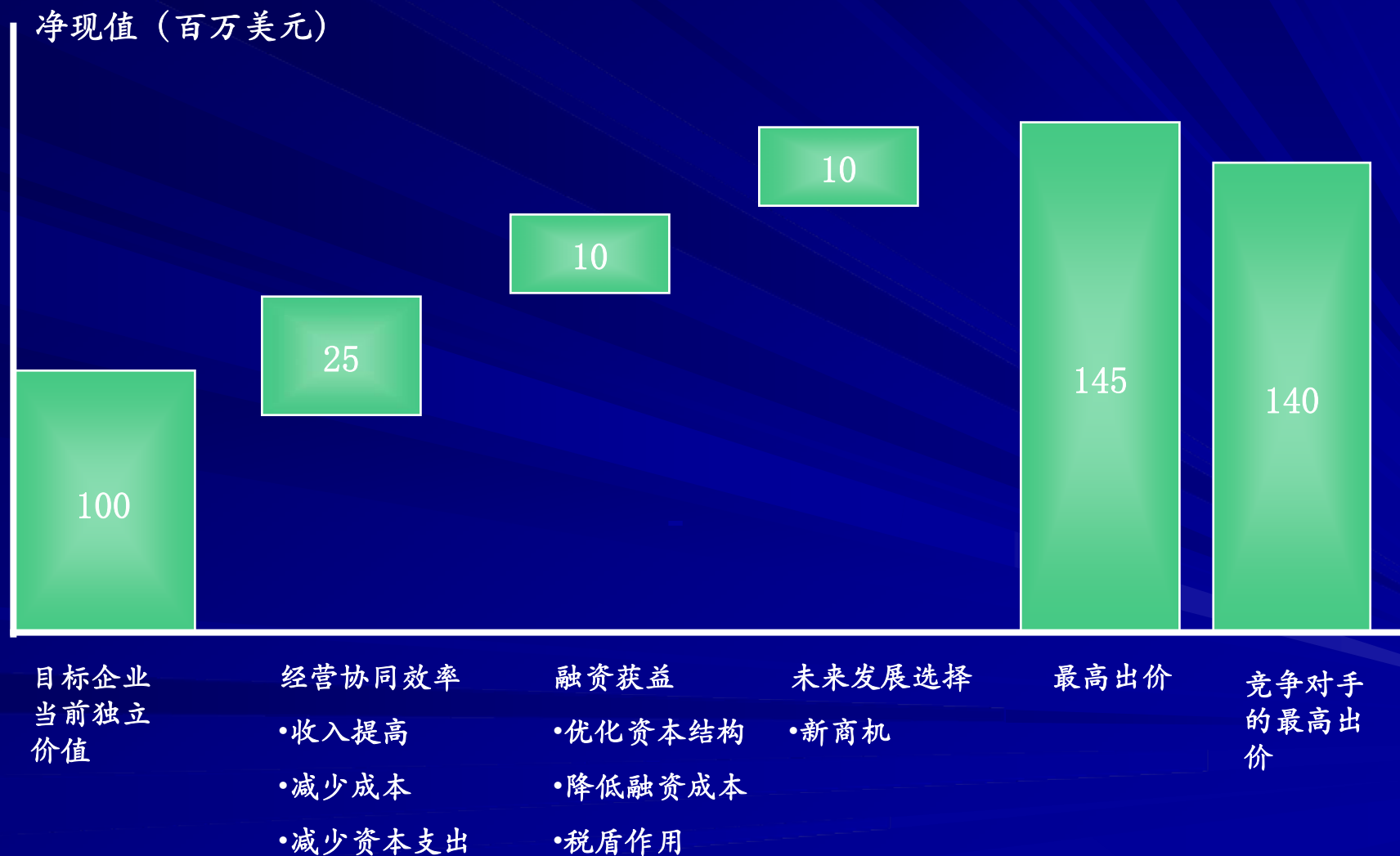
并购通用汽车的最大风险是什么？

- 通用汽车现有员工13万，而退休员工却有33万之多，再加上家属的数量，通用汽车公司需要为近100万人提供医疗保险。再加上有个“世上最牛工会”——美国汽车工人联合会（UAW）动辄就给你来个劳资拉锯战。
- 有人算过账，通用每下线一辆汽车，就需支付4000美元用于医疗、养老和工会支出。

ITAT—经典忽悠案例

主题四：目标公司估值

并购价格一定要理性，理性来自于价值评估



付出过高价格往往导致并购失败！

- 并购过程中买家付出过高价格，而收购后的并购协同效应所创造的价值不能弥补并购溢价，这是并购不能产生预期收益的重要原因。
- 对目标公司的估值应理性、客观，尽可能多用几种不同的估值方法，还应借助专业机构的估值。
- 谈判时切忌为获得“胜利的快感”而冒然出高价
- 在几家竞标一个目标公司时尤其要冷静

价值评估方法概览

复杂度和估值准确性

帐面价值法

¶ 会计帐面净
资产值

估值乘法法

¶ PE
¶ PS
¶ PB
¶ EV/EBITDA

净现值法

¶ 自由现金流贴
现法 (DCF)
¶ 收益贴现法
¶ 股利贴现法

实物期权法

¶ Black—
Scholes期
权理论在企
业中应用

说明

应用
情况

中国国有资产
估值常用方法

投行、企业做
粗略估值或价
值对比时

被理论界和应
用者广为接受
的估值方法

适用与大型资
本投入项目

DCF（未来现金流折现）是指计算公司未来所能产生净现金流的现值。公司的价值取决于三个变量：现金流、贴现率、时间

关键计算步骤：

- ❑ 预测公司未来（5-10年）每年的现金流入和流出
- ❑ 根据公司本身内在固有的风险大小和资本市场的资金成本决定适合的折现率
- ❑ 用确定的折现率贴现未来的净现金流，计算出净现金流现值 (NPV)

- ❑ 公式：企业价值 =
$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_n (r-g)}{(1+r)^n}$$

n----预测时间(5-10年)

CF_t---企业在第 t 年的净现金流

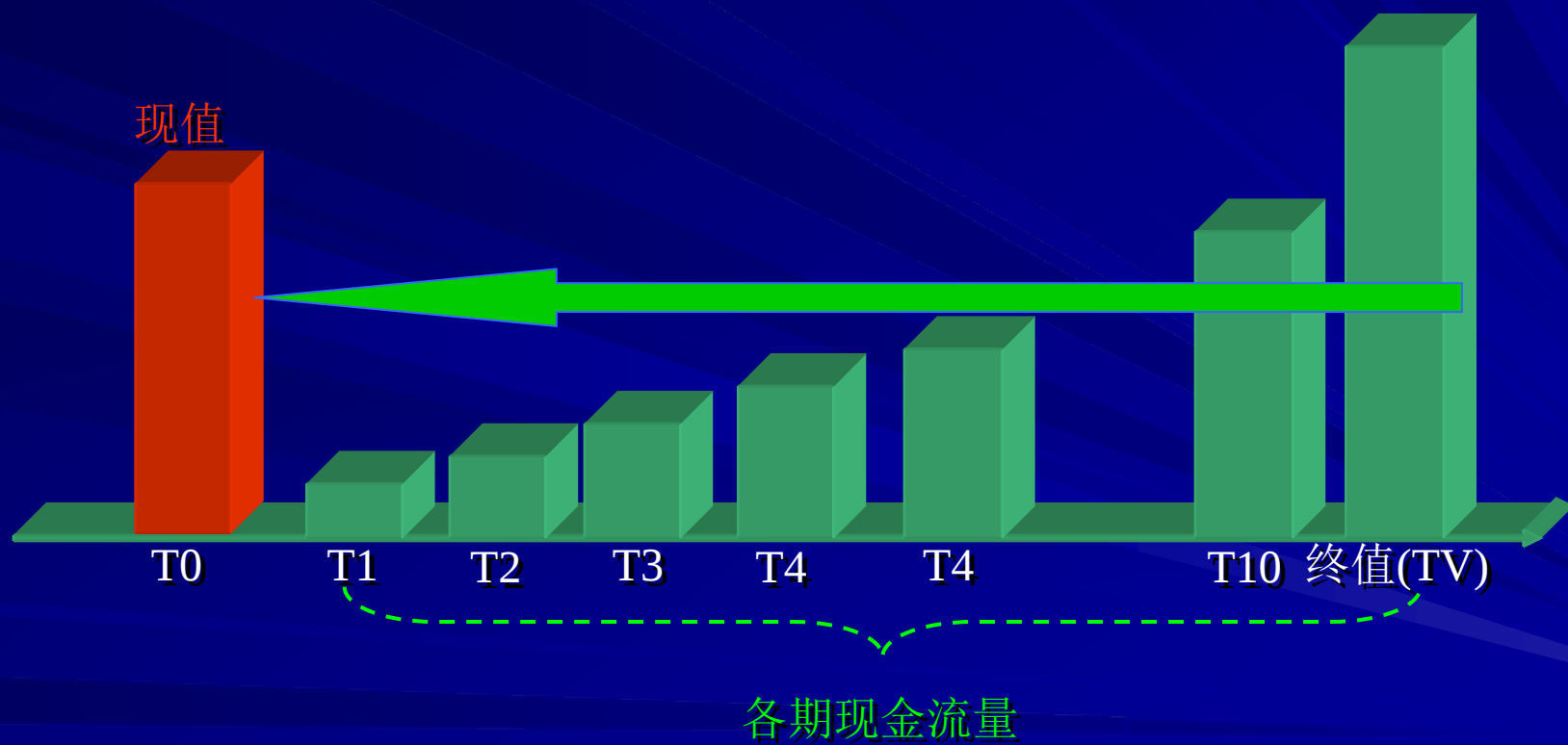
r---反映预期现金流风险的贴现率

g—企业的永续增长率

DCF 基于未来价值，并合理反映了重要的经济学观点：

1. 资金的时间价值
2. 确定的资金的价值大于有风险资金的价值

企业的现金流量



DCF方法特点

特点:

- 是对持续经营公司内在价值的评估
- 需要对公司经营活动和资本结构作出若干假定
- 依据5—10年（或者覆盖公司超常增长期）的财务预测
- 可利用财务模型对各种假定加以测试，并深入了解各种变量的相互关系

优点:

- 向前看的分析，可反映行业的趋势和公司策略和经营管理的变动
- 较少受市场波动的影响
- 以现金流量为基础，较少受到不同会计政策的影响

缺点:

- 基于大量假定，需要主观判断
- 终值在估值结果终占有相当大的比例
- 较为理论化

- 成熟成长阶段的企业适合收益贴现模型
- 成长快、但前景高度不确定行业中的企业，或处于重大转型期的企业。使用基于明确业务的DCF估价方法时，业务结构和贴现参数难以把握。

各种估值倍数的优劣比较

估值倍数	优点	缺点
P/E	* 意思简单 * 计算简单	* 易受会计政策的影响 * 易受资本结构的影响 * 对亏损的公司无法计算
P/B	* BV较为稳定 * 对亏损公司可以计算	* 易受会计政策的影响 * 对服务业公司意义不大 * 对净值为负的公司无法计算
P/S	* 收入较难人为调整 * 对亏损和净值为负的公司可以计算 * P/S较为稳定	* 无法反映成本的变化
P/EBIT(DA)	* 不受会计政策的影响 * 不受资本结构的影响 * 有利于比较不同国家的公司	

一些著名交易案例的估值

收购方	收购对象	收购时间	收购发生时企业基本指标	行业地位	收购价格	收购溢价
潍柴动力	德隆持有的湘火炬28.5%股份	2005年8月	■ 销售收入：44.81亿元 ■ 净利润2.05亿元 ■ 股东权益16.95亿元（对应4.83亿元） 05年中报	15吨以上重型汽车第二位	6.22亿元	P/B: 1.29 P/E: 11
境外基金	湘火炬持有的盈德气体48.5%	2006年3月	■ 净利润1.38亿元	---	2.72亿元	P/B: 2.8 P/E: 4.06
苏格兰-钮卡斯尔	重啤集团持有的重庆啤酒19.5%	2004年11月	■ 销售收入：12 05年报 ■ 净利润：0.66亿元 ■ 净资产：6.66 04年报	---	5.05亿元	P/B: 3.88 P/E: 40
英博	雪津啤酒100%	2005年5月	■ 净资产：5.32亿元	年产90万吨，国内第八	58.86亿元	P/B: 10.90 P/E: ?
凯雷	徐工集团持有的徐工机械85%	2005年10月	■ 04年合并销售收入65亿元 ■ 公司持有上市公司徐工科技42%股权 ■ 上市公司05年报数据 - 销售收入：30.84亿元 - 净利润：亏损 1.29	国内工程机械行业第一品牌	30.85亿元	P/S:1

总结

- 公司的价值来源于其经营活动和为支持经营活动而进行的融资决策。因此，模型和估值的重点在于公司的经营活动。
- 投资者可以通过投资于不同行业的公司和不同种类的证券而建立自己的投资组合，因此公司的非经营性投资活动并不为股东创造价值。
- 财务模型是公司估值的基础，可以为不同的估值方法提供各种类型的现金流量。
- 不同的估值方法将给出略有差异的估值结果。最终的估值需要我们通过敏感性分析、情景分析和利用可比公司或可比交易分析进行现实检验。
- 中国公司经常有大量非经营性投资活动，主要反映在其他应收款、其他应付款、短期投资和长期投资中，需要根据实际情况作出合理的假定。

主题五：交易结构设计

企业是如何被控制的？

- 成为第一大股东是否就能立刻控制公司？
- 公司控制权是有重要价值的资产
- 如何通过股东会—董事会—经理层实现对企业的有效控制或反控制？

重庆东源（000656）控制权之争背景

- 2005年10月21日，重庆渝富通过公开竞拍方式，以1.22元/股、总价款5500万元，竞得4508.1847万ST东源法人股，成为第二大股东。截至2007年7月11日，重庆渝富以及其关联公司共持有ST东源26.97%
- 2007年4月，重庆渝富将所持重庆银海租赁有限公司30%的股权转让给ST东源。这被当地市场人士认为是ST东源重组的重要信号——重庆渝富将自己所持的金融资产装进ST东源，将ST东源打造成金融控股公司。
- 2007年7月24日，ST东源原第一大股东（成都锦江和盛投资有限责任公司）、第六大股东（四川华州管理顾问咨询有限责任公司）持有的法人股股权共6856.85万股在成都拍卖，参考价为5.77元/股，总计39601万元，但因为只有一家买家通过审核，拍卖流标。
- 2007年8月4日10点40分，拍卖师当场宣布，按照相关规定本次拍卖将在第一次基础上降价10%开拍，标的最终起拍价3.57亿元，每次加价幅度200万元。此后各路人员纷纷出手，“3.57亿，3.59亿，3.61亿，3.63亿”。直到3.81亿元时，奇峰集团和宏信地产才出手，此后的拍卖也成为奇峰集团和重庆国创国资经营公司（下称“国创公司”）的角逐。当国创公司喊出4.17亿元时，奇峰集团突然加价1000万元，国创公司方面一片沉默，奇峰集团因此成为ST东源第一大股东。
- 奇峰集团偷袭成功，则一举取得了27.42%股权，成为ST东源第一大股东，重庆渝富的第二大股东地位相当尴尬。

重庆渝富预埋的反收购手段

■ 一、对银海租赁仍有实际控制权。

目前ST东源仅持有银海租赁30%的股权，虽为第一大股东，但重庆渝富持有28.33%，重庆市公共交通控股（集团）有限公司持股25%，重庆机电控股（集团）公司持股16.67%，这三个公司均为重庆市属国有企业，ST东源的意图在银海租赁将很难得到执行。

■ 二、通过章程阻击恶意收购者

2007年2月，ST东源对《公司章程》进行了修订。根据公司《公司章程》第九十六条规定：董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事在任期届满以前，股东大会不能无故解除其职务。因公司需要，确需解除董事职务时，每次解除董事的人数不超过一名，一个完整年度内解除董事人数不超过两名。而目前ST东源9位董事中除屈波外基本都是重庆渝富的代表。

设计交易结构举例

A) 购买股权 vs. 购买资产

	购买企业股权	购买资产
交易成本	比较低	比较高
法律债务风险	承担目标公司法律负债风险	不必承担目标公司法律债务风险
复杂程度	▪ 较高 ▪ 需要考虑股权结构、职工安置等	▪ 较低

设计交易结构举例

B) 购买原有股东股份 vs. 增资扩股

	购买原有股东股份	增资扩股
交易方式	非上市公司：一般通过协议收购 上市公司：可通过协议收购或要约收购	非上市公司：一般通过定向募集 上市公司：可通过定向募集及购买新发行的股票
对原有股东的影响	对其他原有股东的持股比例无影响	增资扩股后，若其他原有股东不追加投入，股权将被稀释
资金投向	交易资金被转让股东所掌握	投入的资金落在企业中，仍然可控

并购资金安排准备

- 1、股权购买与债务重组的资金需求量
- 2、公司内部资金调度
闲置资金量、时间？可挤压量、时间？
- 3、外部资金筹措
货币市场？资本市场？过桥资金？其它？协议落实？
- 4、制定资金安排计划
根据购并的支付要求，制定资金安排计划，并附有保障方案。

并购资金安排不当的风险

- 并购目标公司金额巨大时，即使目标公司十分有价值，买家也要考虑自己的资金实力，不能硬上。
- 并购时最忌讳“短钱长投”
- 应充分发挥上市公司的股权价值，用股票作为支付手段
- 举债收购在目前中国风险很大
- 有可能的情况下应尽量控制现金流出，如采用增资式收购或承债时收购

中国的并购贷款问题

- 2008年末，在国务院出台的一系列以金融促进经济发展的措施中提出允许商业银行发放并购贷款，银监会随即出台了《商业银行并购贷款风险管理指引》。自此，商业银行作为并购融资的直接提供者，正式走上中国并购市场的舞台。
- 截至2009年5月31日，工行、中行、建行、交行、开行等国内主要商业银行已签订合同的并购贷款规模达人民币136亿元，外币4.2亿美元。所支持的并购交易总规模为人民币近420亿元，跨境并购8.4亿美元。其中绝大部分贷款者为国有企业。
- 第十八条并购的资金来源中并购贷款所占比例不应高于50%。
- 第二十五条商业银行应要求借款人提供充足的能够覆盖并购贷款风险的担保，包括但不限于资产抵押、股权质押、第三方保证，以及符合法律规定的其他形式的担保。
原则上，商业银行对并购贷款所要求的担保条件应高于其他贷款种类。以目标企业股权质押时，商业银行应采用更为审慎的方法评估其股权价值和确定质押率。

主题六：如何进行成功的并购谈判

谈判人员的选用

■ 谈判人员入选具备的条件

- 品质可靠。即谈判者必须忠诚可靠，并能赢得客户对他的信任。
- 具有独立工作能力而又具有合作精神。商务谈判人员要依靠并发掘自身的力量，独立工作，同时又不放弃合作精神。
- 具有相当智力与谈话水平。商务谈判人员要有广泛的知识面、相当程度的记忆力，对公司和客户有深入的了解，同时谈吐自如、举止适度。
- 愿去各地出差。

■ 不宜选用的人

- 遇事相要挟的人；
- 缺乏集体精神和易于变节的人；
- 强烈希望被人喜欢、好表现的人；
- 好战、太喜欢争论的人

谈判队伍的规模和层次结构

- 根据谈判的性质和对象确定班子规模。
 - 人数3—8人为宜，一般不超过10人。
- 确定谈判人员的层次结构。
 - 第一层次：主谈人（一般为有一定身分和权力的负责人），一般情况下1人，最多2人
 - 第二层次：懂行的专业人员，包括顾问、会计师、律师等。
 - 第三层次：翻译、速记员和打字员
- 规定谈判纪律，明确分工和权责
- 应赋予主谈人必要的权力与资格

谈判地点的选择

谈判地点的选择，涉及谈判的环境因素心理问题，因此：

- 并购初期一定要注意选择隐蔽的谈判场所
- 尽可能争取在自己选择的地点内谈判
- 若争取不到自己选择，至少选择一个双方都不熟悉的中性场所进行谈判。
- 谈判要进行多次的，谈判地点应依次互换，以示公平
- 把在对方的“自治区域”内谈判，作为最后的选择。

先后报价要注意的事项

- ⌚ 在高度竞争或高度冲突的场合，先报价有利；
- ⌚ 在友好合作的谈判背景下，先后报价无实质性区别；
- ⌚ 如对方不是行家，以先报价为好；
- ⌚ 如对方是行家，自己不是行家，以后报价为好；
- ⌚ 双方都是行家，则先后报价无实质性区别
- ⌚ 商业性谈判的惯例是：
 - 发起谈判者，一般由发起者先报价；
 - 投标者与招标者之间，一般应投标者先报价；
 - 卖方与买方之间，一般应由卖方先报价。

并购谈判的焦点问题：

- 目标市场与产品系列
- 股权的比例分配及其定价
- 资产评估（包括国有资产的法定评估）
- 土地使用权的安排
- 董事会与控制
- 管理人员的任命和授予权限
- 人事安排和报酬方案
- 工业或知识产权的转让或许可使用
- 与投资方的关联交易
- 还有...

谈判中会牵涉到新组织的设计问题

■新的管理结构

- 谁来担任首席执行官？其它上下级关系怎么定？
- 事前是否会制定继任计划？

■新公司的名字

- 保留哪家公司的名字？
- 是否联名经营？哪家公司的名字放在前面？

■新的企业标志

- 保留哪个标志？
- 设计新标志？

■总部地点

- 公司总部设在哪儿？

■兼并后整合规划

- 怎样合并各个职能？
- 怎样整合两个体系？
- 整合小组应包括哪些成员？

买卖双方的谈判技巧

- 开始阶段与主要负责人接触
- 保持自我
- 积极而不是悲观
- 与对手中的高手交朋友
- 专业地代表本公司的形象
- 每一次谈判都应有目的
- 应互相尊重
- 金钱不是唯一的标准
- 做一个好的倾听者
- 了解谈判对手在集团内的真实地位和权限

控制谈判进程

- 尽早制定工作时间表
- 挑选恰当的会面场所
- 态度影响结果
- 初次见面时控制人数
- 让最优秀的人才在最合适的时间介入
- 尽早掌握详实的资料
- 坦诚一些
- 解决一些问题，把其他搁置一旁
- 永远注意保密问题
- 知道什么是最重要的
- 保持接触和交流

主题七：并购协议及整合

并购意向书的基本内容

- 何谓并购意向书？
- 意向书具有 法律约束力吗？
- 如果意向书没有约束力，那么它有存在的必要吗？为什么不直接签合约呢？

起草协议的人通常是谁？

- 对协议起草的控制非常重要
- 应积极争取起草协议
- 不要为节约律师费而把起草协议的权利让给对手

并购协议的主要组成部分

- 交易双方的介绍资料
- 交易价格和机制
- 买方和卖方的陈述和保证
- 买卖双方的合约
- 交易完成的条件
- 交易的赔偿
- 终止程序和补救方法
- 终止并购

并购协议中的风险

- 让对方起草并购协议的风险
- 不注意签约地点的风险
- 不注意合同附件的风险
- 不注意或有负债条款的风险
- 不注意合同终止条件条款的风险
- 不注意违约责任的风险
- 不注意付款节奏的风险
- 不注意争执解决方式的风险

并购协议中注意的关键问题

	合同事宜	对战略与运营的影响
价格	• 合适的价格	• 确保为股东创造的价值
关键问题点	• 产品、债务、知识产权	• 对未来竞争地位的影响 • 对未来企业成本或债务的影响
过渡期安排	• 成交前 • 成交后	• 确保谈判中业务正常运行 • 要求卖方提供非竞争、保密和兼并后整合的支持
可撤销情形	• 遵守签约 • 可能出现的反托拉斯（反垄断）行为（跨国并购） • 确保财务状况	• 为撤出交易留下退路的条件和条款
违约赔偿	• 未披露的债务	• 需要重新评估价格/估价 • 减少买方因不能预见的成本而带来的风险

并购整合工作指南

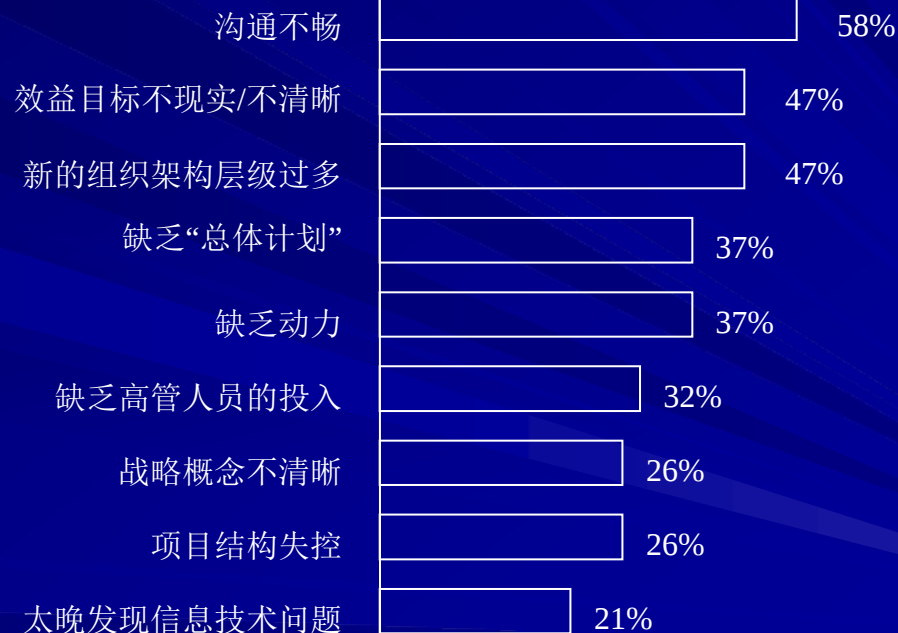
- 交易结束并不能表示并购取得成功，并购整合工作的结果对并购成败具有关键作用
- 并非所有的并购都需要整合，整合对战略性并购必不可少，对财务性并购需求度不高
- 并购的资源包括：人力资源、财务资源、有形资源、无形资源、管理系统、激励机制、相关利益者关系等

有效整合的重要性往往得不到并购方决策者的重视，这常常是并购案失败的重要原因

大多数的
合并

并购后整合中出现的问题

回应比例



注：因为是多选题，企业可以选择一个以上答案

资料来源：科尔尼1998年全球PMI调查

速度—整合成功关键

- 要迅速建立起并购后组织管理架构并落实管理人选，尽快消除不确定性
- 最高层应在交易后一周内到位
- 核心层应在**30**天内到位
- 中层应在**90**天内到位
- “百日整合计划”应彻底贯彻

欲确保整合工作的成功， 首先要有一个全面的安排

整合进程图



关键任务分类

整合开始
运作

全面实施

前期整合
大体完成

A、尽职调查、行业分析、战略规划

B、设计整合进程图

C、整合指挥中心成立并开始工作

D、整合前期准备和整合计划制定

E、整合小组培训及开始工作

F、整合实施—沟通、组织、管理、业务

G、收购方控股派驻人员入驻目标公司

整合团队成员的构成

- 最好的并购整合计划最终都是团队工作的结果，收购方和目标公司都应派接近相等的人数参加制定计划。
- 公司规模越大，参与制定整合计划的小组数目越多。一个大型并购项目出现几十个并购小组是很正常的事情。
- 小组成员的构成人选：
 - 1、与并购最终成功有利害关系的人员，如总裁、高级管理人员和关键职员，其中包括任何将来被聘用来监督或执行计划的内部人员
 - 2、中介机构，包括投资银行、注册会计师、律师或专业顾问
 - 3、新合并公司的董事会成员

并购后初期员工的不良心理反应

- 幸存者综合症
- 对管理失去信心
- 愤世嫉俗和疑虑重重
- 士气低落
- 忠诚度降低
- 前途黯淡
- 失去控制

并购期间被收购公司员工 在压力下的身体反应

- 失眠、腰酸头痛、酗酒.....
- 美国某500强公司被收购后，公司员工中高血压病患者增加了一倍，发病率从并购前的11%提高到22%
- 美国西北人寿公司的一个调查表明，在公司被并购期间，调查的员工中65%反映他们遭受了不同程度的心力交瘁、失眠或者压力引起的其它疾病；1/3的员工说他们几乎濒临崩溃的边缘。
- 每年，压力问题会花掉美国1000亿—3000亿美元

员工心理复苏模型

- 把一块立方体的冰块变成一个圆柱体的冰块，你有什么好的办法？

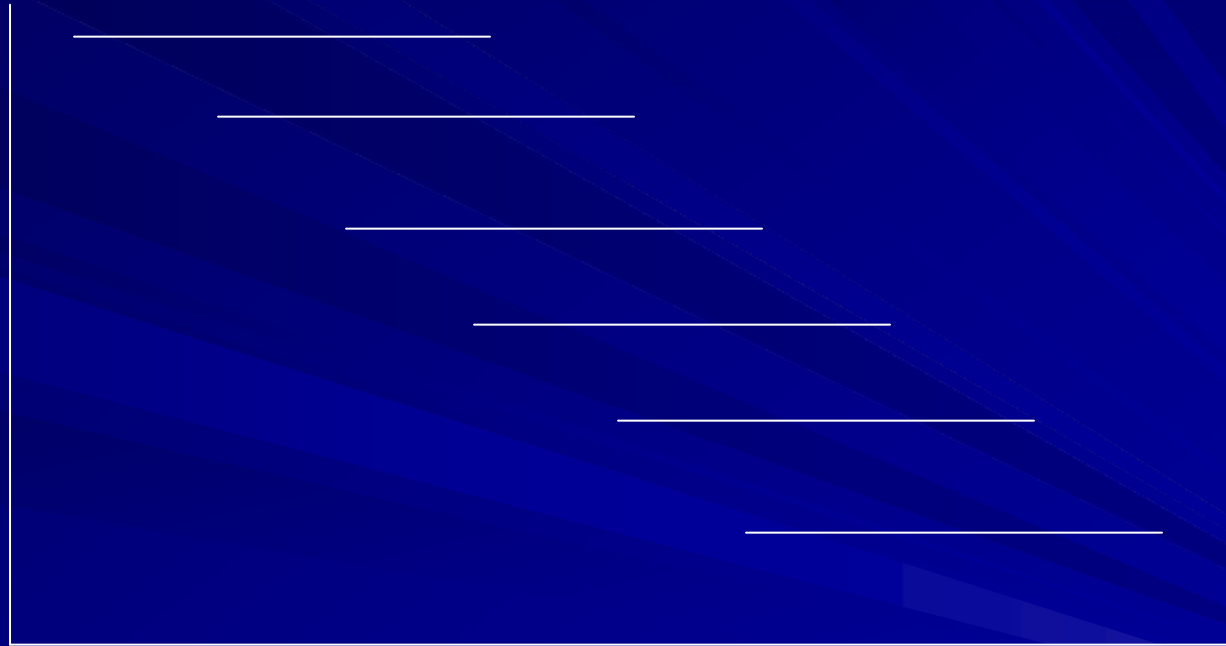
组织中不同地位的员工 对过渡期的适应情况

在组织中所处的地位

高层

中层

低层



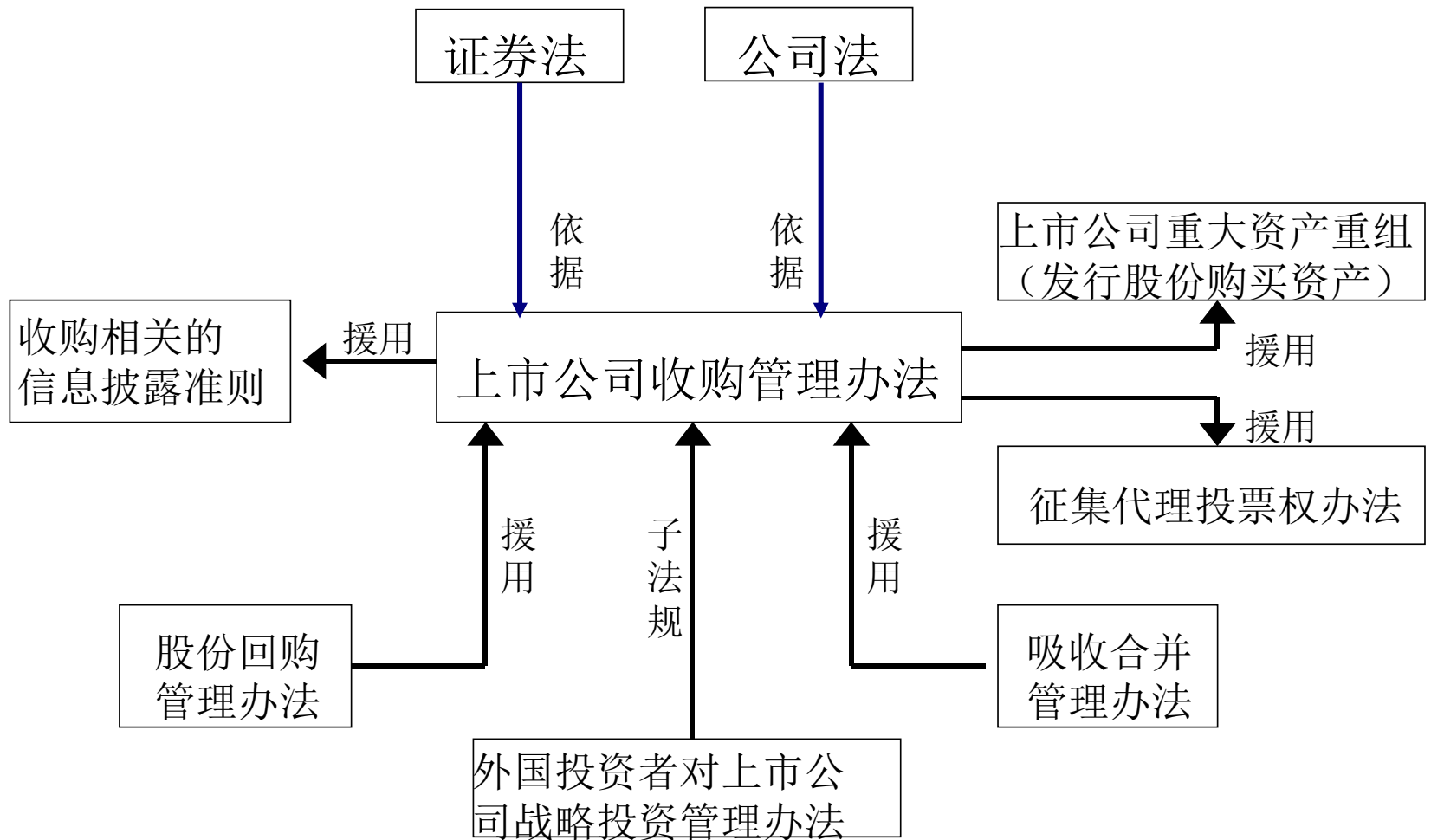
适应阶段

一个考虑不成熟的并购案例分析

- 某房地产企业收购某纺织上市公司出现的诸多问题
- 1、行业不熟悉，埋下祸根
- 2、派的CEO有巨大问题
- 3、企业文化差异巨大
 - 节省与铺张
 - 随和与等级

主题八：买壳上市

并购重组法律架构



买壳上市的成本

- 1、买壳成本：股权转让款、化解上市公司债务成本、填实上市公司窟窿成本
- 2、中介费用越来越高
- 3、优质资产部分权益的让渡
- 4、自身规范成本：置入资产补交税金，土地权属的规范、环保等，今后的税费增加
- 5、重组交易成本：交易、资产过户涉及的税费
- 6、隐性成本：财富曝光、“婆婆”增多等

为什么要“买壳上市”

- 打通直接融资通道
- 搭建最佳企业运作平台
- 无形资产
- 吸引人才
- 速度快
- 资产无法直接上市
- 最佳并购平台
- 获取各地政府支持和政策扶持
- 可以获得更好的债务融资支持

买壳上市前的准备

- 收购主体的搭建
- 公司实际控制人
- 公司高管的安排
- 收购项目团队的组建
- 保密问题
- 内幕交易问题

目标公司选择的标准

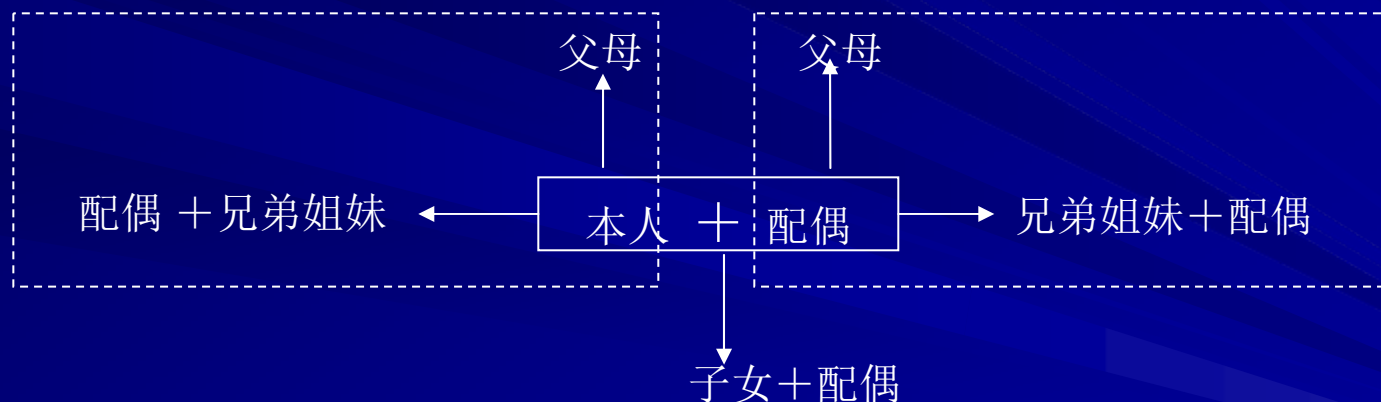
产业整合

- 行业地位
- 市场份额
- 区域位置
- 资产质量
- 人员情况
- 能否产业协同效应
- 经营绩效

借壳上市

- 现金支付
- 再融资能力
- 壳资源费用水平
- 控股权比例
- 资产置换的规模
- 净现金流出的承受程度

持有投资者30%以上股份的自然人在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，其父母、配偶、子女及其配偶、配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶等亲属，与投资者持有同一上市公司股份；



模拟收购上市公司案例

- 上市公司玫瑰纺织股份总股本1亿股，2008年净资产2亿元，第一大股东玫瑰集团占40%股份，其余股份均为公众股，2008年公司净利润1000万元，近20个交易日公司股票交易均价为3元
- 假设天道投资集团集团全资子公司天道软件公司净资产3亿元，年净利润5000万元（评估后净资产5亿元）。
- 收购方为天道投资集团，如何操作？

当前借壳上市的若干要点

- 房地产企业借壳难度极大
- 如何把壳公司中的或有负债风险降到最低？
- 严重亏损甚至负净资产上市公司经过破产重整是很好的借壳对象
- 借壳最佳时机和股价密切相关
- 借壳操作时切忌内部人及其关联人进行股票炒作

谢谢！

■ 联系方式：

- 上海民生路1518号金鹰大厦B幢1604室
- 直线：021-61049517
- 手机：13601900988
- 电邮：bluefishma@126.com

