

并购指南丛书

并购的艺术

尽职调查

THE ART OF M&A

THE ART OF M&A
DUE DILIGENCE

〔美〕亚历山德拉·里德·拉杰科斯 / 著
查尔斯·M·埃尔森 / 著
郭雪萌 崔永梅 万里霜 / 译

<http://iask.sina.com.cn/u/1644200877> 此处有大量书籍免费下载！
仅供个人阅读研究所用，不得用于商业或其他非法目的。切勿在他处转发！
水隐醉月

中国财经出版社
McGraw Hill 麦格劳-希尔

并购指南丛书

并购的艺术 尽职调查

*The Art of M & A
Due Diligence*

〔美〕亚历山德拉·里德·拉杰科斯

〔美〕查尔斯·M·埃尔森

郭雪萌 崔永梅 万里霜

中国企业兼并重组研究中心

著

译

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

并购的艺术·尽职调查/(美)拉杰科斯,(美)埃尔森著;郭雪萌等译. —北京:中国财政经济出版社,2001.7

(并购指南丛书)

ISBN 7-5005-5171-1

I. 并… II. ①拉… ②埃… ③郭… III. 企业合并—调查研究 IV. F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 038385 号

版权登记号 图字:01-2001-0242 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@cec.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址:北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码:100036

发行处电话:88190406 财经书店电话:64033436

北京龙华印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 28.75 印张 450 000 字

2001 年 7 月第 1 版 2001 年 7 月北京第 1 次印刷

印数:1-3000 册 定价:43.00 元

ISBN 7-5005-5171-1/F·4603

(图书出现印装问题,本社负责调换)

译者序

能将《并购指南丛书》翻译为中文并在中国出版，是我们中国企业兼并重组研究中心的幸事。为此，译者首先感谢麦格劳—希尔出版公司北京代表处、北京信都北方文化发展有限公司、风帆集团和中国财政经济出版社的同仁对在中国出版本丛中译本的支持，并感谢为此做出努力的所有人们。当然还要感谢丛书的作者们为读者撰写出这套优秀的并购专著丛书。我们中国企业兼并重组研究中心将该丛书的翻译出版，视为在新千年的一项具有里程碑意义的事业。

本套丛书共有四本，它们分别是：亚历山德拉·里德·拉杰科斯(*Alexandra Reed Lajoux*)与 J. 弗雷德·威斯顿(*J. Fred Weston*)合著的《并购的艺术：融资与再融资》(*The art of M&A Financing and Refinancing*)，亚历山德拉·里德·拉杰科斯所著的《并购的艺术：整合》(*The Art M&A Integration*)，亚历山德拉·里德·拉杰科斯(*Alexandra Reed Lajoux*)与斯坦利·福斯特·里德(*Stanley Foster Reed*)合著的《并购的艺术：兼并/收购/买断指南》(*The Art of M&A A Merger/Acquisition/Buyout Guide*)以及亚历山德拉·里德·拉杰科斯(*Alexandra Reed Lajoux*)与查尔斯·M·埃尔森(*Charles M. Elson*)合著的《并购的艺术：尽职调查》(*The Art of M&A Due Diligence*)。

并购会引发许多问题，如财务、经营管理、法律责任等问题，也会受到各方面相关法律的制约，而这些问题都会导致并

购交易无法进行或并购后企业运作的失败。如何在并购前、并购过程中和并购后发现存在的问题，披露这些问题，解决这些问题并及时做出决策，这是至关重要的。

《并购的艺术：尽职调查》一书主要介绍了执行尽职调查程序的范围、期间参与者，涉及各行业财务报表审计；企业管理、文化、人力资本、市场营销等领域的经营管理审计；有关法律诉讼的合法性审计；收购协议及文档审计；有关证券法、税法、会计规则、反垄断法、国际经济法、知识产权法、环境保护法、雇员法等涉及到经济、环境及人的法律对并购尽职调查的规定和其对并购的制约与影响，范围十分广泛；此外还有并购交易中及并购尽职调查中各类协议、合同、清单、法律文件等的范本，为我们提供了具有实际可操作性参考指南。

上述内容对中国企业开展并购尽职调查提供了有益的借鉴。尽管中国的法律体系、经济文化背景及传统与美国存在很大差异，但书中介绍的理论、方法和技术对我们有重要的指导作用。

本书的翻译由郭雪萌副教授负责。全书共分为12章，由郭雪萌、崔永梅和万里霜主译，郭雪萌统稿并校阅。参加本书初译的人员有：郭雪萌（前言、第一章）、崔永梅（第二章至第四章）、郭雪萌、丁海芬（第五章）、郭雪萌、王连华（第六章至第七章），万里霜（第八章至第十二章，尽职调查清单，收购协议样本和注释，尽职调查案例，联邦巡回法庭）。崔永梅老师和秦书华老师参与了第一章部分初译工作。在此，向以上各位致以衷心的感谢。

在本书的翻译过程中，我们力求忠实于原著，呈现给读者原著精髓。但由于译者水平所限，错误与未达原意之处在所难免，由译者负责，并恳请读者批评指正。

郭雪萌

序 言

尽职调查：股东利益的安全网

全球的经营都面临着为股东创造更大利润的挑战，而并购已成为创造这种利润的核心部分。1999年据新泽西州纽瓦克市证券数据发布中心的数据显示，将近3.3万家全球知名公司公布的涉及并购交易金额已达3.4万亿美元，并且这个记录呈持续快速上升的趋势。仅在2000年前4个月，已有超过11653家全球知名的公司在进行并购，其交易金额价值1.3万亿美元。然而，尽管全球性的并购带来了很可观的效益，也积累了很多经验。但有很多企业在并购后并没有增加利润，一些企业的利润实际上还有所下降。据最近普华公司的调查数据显示，接近80%的并购交易没有创造更多的利润和产生利润下滑。

如此高的失败率并不能单独地归结于一个原因，许多并购不成功，是由于收购者在尽职调查上偷工减料，削减了主要的尽职调查工作规模或将其委托他人代理执行。买方错误地相信通过缩减这一环节可以赢得时间，节约金钱，或免伤和气，从而使他们丧失了一个在签约并购另一个企业之前毫不迟疑地披露该企业固有风险的大好机会。另外的原因归咎于对企业战略缺乏清醒的认识和执行企业战略计划上的失败。

披露并购风险在当今比以往任何时候都显得更重要。因为在电子商务这种新的经济形式的引导下，并购非常的活跃，以至于就其本质而言并购失去了原本的目的，变成为并购而并

购。创立公司的惟一目的是被收购。例如：LYCOS（莱卡斯）最近以4500万美元的价格购买了一个实质性的公司即Valent Software Corporation。Valent前任总裁斯科特·本森曾说过他的目标从第一天起就是被收购。他不是惟一持这种观点的人。正如马里诺研究所的马里欧·马里诺于2000年2月在华盛顿特区举行的300人参加的Netpreneur会议上告诉大家的：“你将会一直不断地出售你的企业。”而买家与卖家同样要面临的问题是：交易的价格是多少？交易的风险有多大？

安全网

在新经济时代，尽职调查对并购的买者和卖者同样重要，无论并购所涉及的是传统意义上的企业还是网络公司。无论公司的利润源自于有形资产诸如机器制造工厂，还是源自于无形资产诸如专利权，商标专有技术，甚至网络域名。这都不会有什么区别，每一个并购交易都需要尽职调查。

在交易过程中，尽职调查是一张安全网。它可以减轻因交易最终损失了股东的利益而带来的突然打击。通过尽职调查，就可以有充分根据确认交易是否能带来效益，效益产生于交易循环还是产生于执行循环。这种确认在尽职调查过程中要考虑4个步骤：（1）确定战略和交易的对策是适当的；（2）核对（鉴定）经营活动和资产与其表现相一致；（3）确定商业计划是否合理；（4）评价何时是改进企业战略措施的最佳时机。尽职调查的全过程所涉及的内容远非会计报表分析那么简单。

上市公司的购买者经常在很大程度上依赖于公开披露的文件，事实上就是依赖于利用证券交易管理委员会的工作结果。但这是不明智的。某些限制交易信息的法律会影响上市公司，从而使对公司全面透彻的评估变得很困难。上市公司经理们在采取管理行动时有责任顾全股东的利益，保证并购交易能创造

更多利润。他们即可通过评价尽职调查和持有公平的观念来实现这一保证。尽管如此，交易的最终目的还是得到一家上市公司。一旦交易结束，买家只有一个。如果许多上市公司的所有者有很多，则不会有“卖主”想方设法进行并购交易。

私营企业的购买者所面临的是不同形势，例如这类购买者会在交易前后利用机会去接触卖主。然而，这类买主遇到的问题是：经营企业提报的数据是否真实可信，因为私营企业没有像上市公司那样，要求严格的信息披露标准。所以，很多时候买主只能像买车时“踢一踢轮胎”或“打开引擎盖看一看”那样，从形式上了解卖主提供的数据。

该书详细地阐述了一个购买者应如何审视他所购买的企业可能披露的各种风险——财务风险、经营风险、法律风险，也包括交易风险。在从事这些方面的细节检查之前，读者可能想借助于我的学识和经验对这些简要的案例有个初步的认识。

主要部分

在财务方面，尽职调查不仅必须评价过去的经营结果，而且还要将它们与并购业务通盘考虑，同时也将竞争的威胁考虑在内。具体应用时就要考虑到是将焦点集中在收入总额、经营边际、现金流，还是集中在其他的财务项目，以考虑总收入为例，计划总收入的增长是基于市场定位、新产品推介或市场的扩大，而这些都是必须进行检查的。在进行初步检查过程中，公司需要充分利用信息时代的信息资源，进行大量的市场定位分析——包括竞争威胁分析。例如，一家大的医药公司以其在竞争的市场定位界限的最高预期单价购得一家新医疗设备公司。并购结束后不久，有两个竞争对手进军市场，结果使价格下跌。是运气不佳吗？不是。是因为产品扩展到一个新的领域的结果。尽职调查中的竞争威胁分析就有可能防止这类问题的

发生。

在经营方面，购买者有大量需探讨的问题要考虑。这其中不仅包括付诸实施的各项管理制度的质量，也包括人们执行这些制度的质量。卖方和买方一样能从对新的合作伙伴背景的谨慎检查中获益，通常需探讨的问题是购入后的企业文化及其合并后的整合。几十年前泛美环球航空公司购得国家航空公司，开辟了泛美国际航线。两个公司雇员之间所持不同的企业文化理念的冲突在并购后持续数月不能融合，最终导致公司的灭亡。企业文化的尽职调查可以帮助公司做好并购后人力资源的整合计划。

在法律方面，把对有关产权的法律的理解纳入考虑范畴是十分必要的。下面的例子就说明了其原因。最近，一家上市公司代表他自己与一群投资者达成合作。这家上市公司持有一种据称能够在长时期带来彻底变革的新医疗技术的专利权，投资者们同意成立一家公司以便将这种专利产品打入美国市场。这种产品已被普遍接受直到有极其糟糕的消息透露说这种专利是在国外取得的，而不受美国法律保护。投资前的尽职调查可以使投资者节省几百万美元，并能减少诉讼从而免伤和气。

并购交易的尽职调查是所有上述内容的最重要总结。因为它关系到并购能否最终达成。购买者需抓住尽职调查这一机会彻底评价卖方的各项声明包括对其资产所有权的声明。资产所有权的确定是基础性的工作，然而，上述案例显示，作为全球性的公司，这个简单的程序对避免亏损是至关重要的。对所提出的考虑纳税、会计及证券法的有关问题在内的交易架构进行分析也是很重要的。公平的意见本身也可以从“尽职调查”的评审中获益。尽职调查真的具有独立性吗？在美国，银行投资家们的管理建议通常提供这个观点。保证如此重要的尽职调查独立性的一个严格手段是要求具有独立资格的专家，即一个独立于交易双方的专家发表公平的意见。

意 向

这4方面内容至关重要。阅读这本书可以帮助买卖双方掌握其内容，然而尽职调查终究不是纸上谈兵。它必须是一种意向——不断提出问题的心智。每一个收购方都会通过尽职调查反映出许多收购后出现的常见问题，或他们希望如此。一个典型的例子是：单位出售的增长远远超过存续工厂的能力。另一个例子是通过仓库减员节约成本而致使无人装车。还有例子：计划毛利反转，无法被流转趋势所支持。清单上的内容十分宽泛。作为买方，在购买之前需要马上开始制定自己的清单；作为卖方，在出售前需要参与纠正这类问题。

当与收购有关的变量很多时，从并购长期曲线上得到的信息是很清楚的。尽职调查就是收购成功的基础之一。所有的公司，无论大小；无论是上市公司，还是私营公司，都应在清晰的商业战略、彻底的尽职调查、有效的整合计划的坚实基础上构建收购防护体系。期望通过收购，能够创造更深层次的股东价值，依据尽职调查，寻找成功的途径，就可以确保任何交易成功。

菲利普·J·克莱门茨^①

纽约 Pricewaterhouse 公司合伙人

① 菲利普·J·克莱门茨，是纽约Pricewaterhouse Coopers有限公司的合伙人，他是这家公司的公司评估顾问（CVC）的全球领导者。1000名公司评估顾问的专业人士帮助遍布于全球各地企业解决确定、创造和壮大股东利益的问题。克莱门茨先生与国防、财政服务、零售、制药、电子通讯、公共设施生产及其他行业的领先企业合作。在领导CVC工作之前，他在Pricewaterhouse Coopers证券公司领导投资银行实务工作，并在后来的Coopers & Lybrand有限公司中领导公司财务实务工作。克莱门茨先生供职于Pricewaterhouse Coopers的全球防护董事会和美国合伙人董事会。

前言与致谢

在收购中的尽职调查期间，买方必须要多么审慎？从有关这方面的书籍所述中来判断，买方无须太认真。买方在匆忙签约之前须花几百万美元弄清可能存在的每一种风险。

已存在的尽职调查指南使调查具有彻底性。这些指南以一长串适用法律和司法案例为特征——这就把典型的卖方公司描述成一个待开发的巨大矿藏。这些指南给出的信息非常清晰：“警惕！收购一个公司后你就有可能破产或被起诉，而保险并不能挽救你，所以要注意！”听到这点，谨慎的交易者只有一种选择：离开交易桌，回到日常工作中去。

这本书目标很高。我们不仅要讨论调查、还要讨论尽职调查。这种审慎与你处理日常工作的审慎不同，这是以非常高的诚信度去使尽职调查后的情况符合收购要求的一个鉴证过程。这就是说，我们要提供给您和读者一道风险防护堤，使您免受其害。我们试图展示如何预测，更重要的是，如何限制收购中的固有风险。

- 为帮助您预测兼并后的风险，第一部分讨论3个方面的风险：财务报告风险、经营风险和责任风险。第二部分检查与交易本身有关的交易风险。第三部分审视了合法性，从反托拉斯法到雇佣法逐一叙述了各种权威执法机构和权威代理机构在上述关键的法律领域的情况。

- 为帮助您限制风险，我们在书中彻底地解释了：只要收

购决策是诚信的和审慎的，那么美国法律制度是如何保护这些收购决策的。

为覆盖上述所有问题，我们的目标是综合的。但没有一本书能够涵盖收购者感兴趣的每一个问题。我们所能做的就是与读者一起寻求有实践经验的律师和会计专家的意见。

该书我们采取了问答的撰写方式，这是《并购的艺术》系列丛书一开始就采用的方式，也是该丛书 1989 年第一版的撰写方式。

致 谢

写这本书的初衷起于十多年前的 1987 年的华盛顿特区的 *Lane & Edson* 公司。公司的创始人布鲁斯·雷恩和查尔斯·埃德森与《兼并与收购》杂志创始人斯坦利·福斯特·里德一起邀请亚历山德拉·里德·拉杰科斯与公司中正从事尽职调查及其他领域工作的并购专家们会晤，通过多次沟通，奠定了《并购的艺术：兼并/收购/买断指南》一书的基础（现该书已由 *McGraw-Hill* 出版第三版），也促成了该系列丛书的出版。

系列丛书以《并购的艺术：兼并/收购/买断指南》一书中已有的章节为结构基础（有时原文摘录其中一些章节内容），但每一本书从其内容上都尽力深入。后续丛书中的前两本涉及整合与财务，这本书涉及尽职调查。拉杰科斯博士有幸请到查尔斯·M·埃尔森教授和她一起参加本书编写工作。

本书作者很荣幸地得到其他智者的帮助与参与。*Lane & Edson* 公司前合伙人尤金·M·普罗珀（现正在华盛顿特区 *Holland & Knight* 公司的法务公司）为 1989 年《并购的艺术》第一版的尽职调查这一章做了巨大贡献。理查德·L·珀克尔先生（现在是华盛顿特区 *Kirkland & Ellis* 公司合伙人）是本书收购协议原始材料的撰写者，并且审阅了这本书稿的相关

部分。珀克尔先生致力于财务、负债与所有者权益问题、交易期间、风险投资及各种投资监控。

此外，我们想逐章地感谢下列各位：

第一章：尽职调查程序：概述。这本书受益于1999年举行的执行尽职调查代表大会的一些有独特见解者。这次大会由实务法律研究所主办，由纽约的*Brown & Wood*有限公司的L.马库斯·威尔特希尔和纽约的*Merrill Lynch & Co.*有限公司凯瑟琳·赫德森·泽克主持会议。这些为本章做了贡献的人在章后注释已谢过。我们要特别感谢纽约*battle & Fowler*公司的合伙人马克·舍恩伯格，他从总体上为该书提供了许多表格，包括第一章结尾的表格。这些表格反映出舍恩伯格先生在各种交易（包括收购综合风险、上市与私营公司证券提供）中的丰富工作经验。

第二章：财务报表审计。这一章在注释中提到了文中引用的许多资料来源。我们特别感谢以下专家：佛罗里达*Treadway*委员会的发起人、主席约翰·弗莱厄蒂和瑞士日内瓦*Delta*控股集团管理董事约翰·C·福莱舍。我们还要感谢全国企业家联合会蓝带委员会审计委员会的高级会员们。本书合著者查尔斯·埃尔森也在这个由华盛顿特区*Morgan Lewic & Bockius*公司的顾问A.A.萨默主持的组织中。

第三章：经营管理审计。这章的主要贡献人是纽约*Pricewaterhouse Coopers*公司合伙人约翰·弗兰克。*Pricewaterhouse Coopers*是世界五大获许从事调查咨询服务的公司。我们还应感谢华盛顿特区*Kroll Associates*的高级副主席约翰·弗纳，我们利用了他在风险调查和管理中的经验。其他对本章有贡献的人包括：*Vick & Co.*公司的合伙人鲍比·维克，他也是佐治亚州亚特兰大市肯尼色州立大学公司管理中的联合主持人；佛罗里达州湖地市*Cutler Manufacturing*公司的总裁和董事迈克尔·J·赖利。

第四章：合法性审计。我们利用了纽约州纽约市联合国责任保险总官员 T.R. 萨拉洛关于董事和高级职员责任保险的经验。

第五章：文档和交易审计。理查德·珀克尔是本章基础内容的原作者，他为这个新版本的本章作了更新。

第六章：证券法对并购的制约。Pricewaterhouse Coopers 公司合伙人丹尼尔·A·麦克马伦回答了我们关于公允观点的提问。

第七章：税法和会计规则对并购的制约。这一章同样包含了 Lane and Eelson 的前律师迈克尔·J·克莱格曼提供的真知灼见。他现在为纽约 Pricewaterhouse Coopers 公司合伙人。

第九章：知识产权法对并购的制约。诚挚感谢佐治亚州亚特兰大市 Kennedy, Davis & Hodge 的合伙人卡尔·戴维斯、加利福尼亚州帕鲁阿图的 FlehrHohbach Test Albritton & Herbert 公司的大卫·阿士比、芝加哥的 Arther Andersen 合伙人居里·L·戴维斯，他们提供了有关知识产权尽职调查的资料。

第十二章：雇佣法对并购的制约。我们十分感谢新泽西州纽瓦克市 Gibbons Del Deo Dolan Gritfinget & Vechione 的克里斯廷·A·阿玛夫，阿默夫女士为我们这一章送来了许多背景资料并作为审计的领先人提供了许多专家建议。

此外，还要感谢那些在如下项目帮助过我们的个人：

掌握尽职调查检查单。这份清单的扩展说明最初是由纽约的丹·古德瓦塞尔准备的，Pricewaterhouse Coopers 公司合伙人丹尼斯·C·皮卡德先生为作者提了关于检查单要素的建议。以纽约和新泽西的费拉尔罕姆帕克为基础，皮卡德先生领导着公司的并购风险服务的业务。马里兰州巴尔的摩市的 Orion Power Holdings 公司的高级经理卡鲁·尤萨米也为该清单提供了有益的专家意见。

收购协议样本。作者还要继续感谢前面曾提到的华盛顿特区 Kirkland & Eillis 公司合伙人理查德·L·珀克尔，和华盛顿特区的独立并购顾问杰克·M·费德。当珀克尔和费德二位还

是Lane & Edson律师时，他们提供了这个被修订过的协议文本的第一稿。

标志性尽职调查案例。作者积累的这些案例是基于他们自己的研究，当然是在Findlaw com和Law cornell edu网络信息及其他各种专家的帮助下完成的。第一部分的案例部分以密歇根州特洛伊市的私营公司的律师迈克尔·P·玛萨雷斯的著作为基础（出版于里德和拉杰科斯的前面提到的作品中），案例研究在1981年形成决定性结论前，我们还深入钻研了《公司董事的法律案例手册：典型案例》（费城，Pa：董事与董事会1981年）。第二部分的案例援引于理德和拉杰科斯的作品及其他各种资料来源。关于环境法的案例来自于新泽西州毛利斯城Shanley & Fisher PC公司的肖恩·莫纳根；专利法案例来自于芝加哥Nath & Rosenthal的卡罗儿·安妮·比恩、索南夏因。有关环境与专利权案例出现在《执行尽职调查》（1999年）一书（明尼阿波利斯，Minn。实务法律研究所，1999年）第907~912页和第1028~1030页。

联邦巡回法庭。这份清单经允许取自于《1999年法庭成员名录》（芒特弗农，Va：成员名录，1999年）。

最后，我们还想感谢McGraw-Hill的那些博学多才而又勤奋的成员们。首先感谢发起人、编辑凯利·克里斯琴森，是他对我们的第一遍草稿的每章提出了坦率的评论。另外我们的致谢名单上还有拷贝编辑刘易斯·玛丽尼斯、排字员朱迪·布朗、校稿员迈克尔·雷德、索引编者凯·施莱姆拜。McGraw-Hill因其出色而世界闻名。感谢这些顶级能干的职员们和那些履约人。最后，我们感谢独立撰稿人玛丽·格林汉姆和布洛理奥·艾格尼斯，他们为本书及至整个《并购的艺术》系列丛书进行了校对。

目 录

序言 尽职调查：股东利益的安全网	(1)
前言与致谢	(7)

第一部分 尽职调查程序

第一章 执行尽职调查：概述

引言	(3)
法律基础	(3)
尽职调查范围	(5)
尽职调查期间	(12)
在尽职调查中的关键参与者	(14)
尽职调查与法律	(14)
1934 年证券交易法	(17)
证实和风险防范	(19)
结论	(21)
附录 1-A 收购私营公司的保密协议样本	(22)
附录 1-B 收购上市公司的保密协议样本	(25)
附录 1-C 顾问邀请函样本	(31)
附录 1-D 快捷尽职调查的交易时间表	(33)
附录 1-E 必要文件清单样本	(35)
附录 1-F 必要的原始文件清单释例	(41)

注释	(55)
----------	------

第二章 财务报表审计

引言	(59)
财务报表	(60)
重要的比率	(63)
特殊行业的注意事项	(66)
重要信息	(67)
内部控制评价	(70)
审计事务所的作用	(72)
结论	(73)
附录2 - A 美国执业注册会计师协会(AICPA)审计准则第 82 条：“财务报表中欺诈行为的考虑”(1997)一摘要	(74)
注释	(76)

第三章 经营管理审计

引言	(79)
经营与管理评价：概览	(80)
将经营活动评析 (MD & A) 当作清单使用	(81)
对私营公司实施尽职调查	(83)
查询	(84)
背景及相关领域调查	(88)
常规性与非常规性威胁	(91)
在管理、文化、人力资本、市场营销和其他“软” 领域的尽职调查	(93)
结论	(95)
附录 3 - A 文件数据库索引	(96)
附录 3 - B 案例研究：测试公司的资产/威胁分析	(101)
附录 3 - C 企业文化尽职调查：HAY 管理顾问 公司的检查清单	(103)
注释	(106)

第四章 合法性审计

引言	(109)
美国法律体系：概览	(110)
诉讼的来源	(114)
诉讼分析	(115)
董事和高级职员 (D&O) 保险	(119)
合法性审计	(120)
结论	(124)
附录 4-A 联邦法规索引：标题清单	(125)
注释	(128)

第二部分 交易尽职调查

第五章 文档和交易的审计

引言	(133)
收购协议要点	(134)
协议组成部分	(138)
简介	(140)
表述与承诺	(141)
盟约	(146)
交易完成的条件	(147)
完成交易时的尽职调查	(150)
结论	(153)
附录 5-A 有限合伙企业收购的完成备忘录	(155)
附录 5-B 收购基金和私营公司的收购交易 完成备忘录	(166)
注释	(176)

第六章 证券法对并购的制约

引言	(177)
----	-------

证券法概览	(178)
与上市公司有关的联邦证券法	(180)
兼并的披露问题	(188)
州公司法下的尽职调查：董事的职责	(189)
专门委员会的作用	(191)
卖方在出售控股股份时的尽职调查	(193)
内部交易	(194)
结论	(196)
注释	(197)

第七章 税法和会计法规对并购的制约

引言	(201)
税务基础	(202)
税务术语的含义	(204)
交易的基本结构	(207)
企业选择时要考虑的税务和会计问题	(216)
筹资安排暗含的税务问题	(220)
其他纳税问题	(222)
相关会计问题	(222)
结论	(226)
注释	(227)

第三部分 对合法性的深入审视

第八章 反垄断法和国际经济法对并购的制约

引言	(231)
《反垄断法》的基本知识	(232)
垄断和寡头垄断	(234)
《克莱顿法》和《哈特-斯科特-洛丁法》	(235)
《反垄断法》在并购中的应用	(238)
产业聚焦：发展和案例	(241)

国际经济法	(245)
结论	(246)
附录 8-A 对美国司法部(DOJ)和联邦贸易委员会(FTC) 发布的水平兼并指南的修订	(247)
注释	(250)

第九章 知识产权法对并购的制约

引言	(253)
知识产权法的范围	(254)
版权	(255)
专利	(257)
商标和服务品牌	(259)
商业秘密	(261)
许可和许可协议	(262)
其他知识产权	(263)
知识产权的转让和转移	(263)
结论	(265)
附录 9-A 知识产权“金字塔”	(266)
附录 9-B 在填报专利申请时的审慎：摘录自 《专利检查程序手册》	(267)
注释	(269)

第十章 消费者保护法对并购的制约

引言	(271)
消费者保护法概览	(272)
产品责任法	(272)
食品和药品法	(276)
消费者信用法	(277)
结论	(278)
注释	(279)

第十一章 环境法对并购的制约

引言 (281)

环境法概览 (281)

检查遵守环境法的情况 (284)

违反环保法规的自愿发现和披露 (288)

结论 (289)

附录 11 - A CERES 原则 (289)

附录 11 - B EPA 激励自我监督的审计政策：
发现、披露、矫正和阻止 (292)

注释 (297)

第十二章 雇佣法对并购的制约

引言 (299)

雇佣法概览 (300)

机会均等法 (300)

健康和安全法 (304)

工资和工时法 (306)

裁员法 (311)

集体合同法 (313)

移民法 (315)

结论 (315)

注释 (316)

结论 (319)

尽职调查检查清单 (321)

收购协议样本和注释 (333)

尽职调查司法判例 (405)

联邦巡回法庭 (435)

第一部分 尽职调查程序

在兼并或收购中执行尽职调查需要整体观念并考虑所有关键部分。因此，在第一章，我们为并购中的尽职调查程序提供一个宽泛涉猎：什么是尽职调查、谁执行它、它何时开始何时结束。然后，在以后的各章中，我们深入研究在不同领域内如何执行尽职调查：财务、经营和法律。

第二章，在讨论完财务报表后，我们介绍一个重要的问题即内部控制。援引 *Treadway* 委员会的发起人组织委员会 (COSO) 这个作为领导建立标准者在这个领域所作的定义，使我们明确了控制作为财务报表与经营和符合性相互作用的产物。在第三章和第四章，我们将深入讨论这两个问题。

第三章告诉买方如何去研究候选公司的经营与管理。尽管我们强调传统的尽职调查手段，但我们也涉及了表现与文化的冲突——这是开展并购尽职调查工作的两条新途径。

第四章，告诉买方如何评价事先可能存在的诉讼风险。我们提请他们注意与其交易有关的每一个及所有的选民——包括消费者、雇员、股东和支持者，当然还要注意联邦和州政府，他们可能因这些选民或更广泛的公众的任何举动而提起诉讼。(在第三部分我们沿着合法性的问题对关于这方面的主要法律和代理机构进行了概述。)

在整个第一部分我们引用证券法，我们这样做主要不是为了鼓励遵守证券法，尽管这样当然也是重要的，更主要的我们列出这些法律帮助买方和卖方能得到他们所需的信息。



第一章

执行尽职调查：概述

风险和机会——它们是一枚硬币的正反面。

J. 米歇尔·库克

*Deloitte & Touche*公司已退休的主席和总裁

引言

收购中的尽职调查，即对交易中隐蔽的风险进行研究，能影响到交易的成功与失败。尽管它很重要，但尽职调查在收购过程并不占统治地位。它必须与收购的各项活动和目标联系起来考虑，包括战略计划、评估、财务，更重要的是合并后企业的未来等与所有合并后公司面临的新风险和新机会联系起来。

为把尽职调查放在一个适当的位置上，我们这章从尽职调查的法律基础开始。然后我们讨论“什么是、什么时候和谁”来开展尽职调查——即尽职调查的范围、期间和关键的参与者。我们将给出一些尽职调查的更深远的法律背景（关注的焦点在尽职调查与证券法）。最后，我们将以提出证明和防范风险的建议而结束。

我们的目标：为开展更多的细节工作事先搭建一个强有力的理解平台。

法律基础

尽职调查的法律起源是什么？

“尽职调查”一词起源于所谓的普通法，即众所周知的案例法——

从解决实际纠纷的司法判决中发展起来的法律。普通法体系起源于中世纪诺曼底人征服英格兰后，而且在那里及美国和其他国家延续使用至今。在利用这一方法达成法律规则、解决纠纷时宁可采用法律判决先例，然后才考虑根据按立法程序颁布的法规。然而，普通法已经被编进3个州按立法程序颁布的成文法中，并融进了在更广范围上被用以指导商业交易的《统一商业法典》中（关于更多的美国法律体系，请参见第四章）。

尽职调查准确的起源已随时间推移而模糊了。《布莱克法律词典》将尽职调查定义为“通常一个人在其调查过程中寻找适合的法律要求或解除义务时应保持合理的谨慎”^[1]。

尽职这一概念的清晰含义应追溯到罗马法律概念中的勤勉。罗马法律将尽职分为二个主要类型：一般人在管理其事务活动中应持有的谨慎；家族首领管理事务中的绝对谨慎^[2]。英国法律解释“尽职”一词早在17世纪，经过18世纪已发展成三种含义：

1. 普通或一般意义上的谨慎；
2. 高度的或非同寻常的谨慎；
3. 低度的或较轻微的的谨慎，即那些只完成自己一份工作的人比普通谨慎程度还低或实际上根本没有谨慎^[3]。

这就会产生一个明显的问题：在什么样的程度上谨慎是“适当”的谨慎？是一般、非常还是轻微？在美国，尽职调查（适当的谨慎）描述了在任何交易中履行其一般职责的谨慎。例如，在证券法律中，这个词指由高级职员、董事、证券承销商及其他提供上市股票相关人员进行审计时履行职责的谨慎。应当期望他们保持在何种谨慎水平上呢？

美国案例法为此提出了一个一般标准——这将在本章后面和第四章中解释。但很显然，交易中越谨慎，后面面临的风险越低。为了安全起见，最好还是采用“罗马法律的高度谨慎”标准。根据从前的说法：“如果各方利益不一致，至少应采用罗马法律中的非同寻常的谨慎”^[4]。

最常被引用的一个“尽职调查”案例是 *Escott* 对 *Barchris Construction* 公司案（1968年）。在这个案例中，债务持有人（持有5.5%的15年期可转换附属债券）起诉 *Barchris* 公司的某些董事、高级职员和公司顾问。原告起诉该公司在破产后涉嫌证券欺诈。尽管这是一起证券纠纷案，但它也适用于收购。本书结尾收录整理了该案例及其他

著名的案例。所有这些案例——即使与并购尽职调查无直接关系——也可在执行尽职调查时有所帮助。

什么是确切的并购尽职调查？

在并购中尽职调查最初指买方对候选卖方实施的审计^[5]，以确定其所购买的企业对收购方股东不存在隐蔽的不必要的风险。它也指并购双方相互展开的审计。最后，该词也可应用于候选公司对收购方的审计，以确认放弃控股权不会给公司所有者和雇员带来不合理的风险。

并购尽职调查的基本功能，即评价由可能发生收购引起的收购后面临的过去、现在、可预见的将来的相关问题带来的利益和责任。这些使评价集中到风险上。

买方一般通过做所需信息调查清单实现调查（见附录 1-A 的样本），然后通过下列方法获得信息：

- 检查财务报表（见第二章）
- 评价经营管理（见第三章）
- 审查法律责任（见第四章）

在这个过程中，买方可以安排会晤和现场参观，形成并保持所有这些信息的记录。第三章为建立尽职调查文档系统提供了指导。

限制：买方不会、也不可能希望发现可能存在的每一个风险，要求绝对的尽职调查会使买方或卖方破产^[6]。公司在复杂的世界里进行复杂的经营，没有调查能揭示所有的潜在风险。尽职调查“必须是合理的，但不是绝对的”，即使专家事后发现错误，“也不能说尽职调查安排不当而出现了漏洞”^[7]。

尽职调查范围



尽职调查应覆盖哪些一般领域？

尽职调查至少应包括：

- 财务报告审计（确认资产负债表中各项资产、负债和所有者权益的存在，基于利润表明确公司财务运作的健康状况）
- 经营管理审计（确认财务报表的质量和可靠性，并获悉财务报表以外的偶然事项）

- 合法性审计（检查源于候选公司以往经营而可能引发的未来潜在的法律问题）

- 文档和交易审计（保证交易工作文书有序，并确保交易结构适当）

尽职调查的这些部分按典型的顺序排列，即先审计那些最易受影响的信息，后审计那些较少受影响的信息（或交易依赖性信息）。但要注意：这些项目可能是、也可能不是按上述顺序排列的。如获悉一个收购候选公司正在解决主要的法律诉讼，那么合法性审计就会先进行。

前3个方面的问题分别独立出现在第一部分的各章中。交易审计出现在第二部分，合法性审计的更深入研究出现在第三部分。

尽职调查的范围有多广？

买方在什么程度上进行尽职调查，部分地取决于买方有多少时间和它有多少钱想花在拟购公司调查上。在某种程度上这也取决于公司在业务圈子中的地位，从事经营的年头，是否多年经过知名事务所审计，资本金周转率是否低下，以及其他一些有助于公司基本稳定的因素，例如长期顾客的口碑。如果交易中还牵涉到经纪人，则经纪人会要求买方进行一些基本的尽职调查。事实上，对经纪人而言，将收购人执行尽职调查的要求写明在契约上这是很平常的事^[8]。

此外，尽职调查会因公司类型的不同而有差异。收购一家大型的、复杂多变的、上市交易几种证券的全球性的制造企业所要进行的尽职调查工作是要远远大于收购一家小型的、生产单一产品的国内私营服务公司所要进行尽职调查的工作量。上市公司尽职调查要比私营公司尽职调查复杂。制造企业的法律披露要比服务性公司为多。最后，交易类型也会限制尽职调查工作，因为，股票收购要比资产收购引起更多的尽职调查责任。

- 在出售股票的交易中，无论如何考虑，新形成的实体都将会承担交易双方的所有责任。所以很显然尽职调查的范围应尽可能地广泛^[9]。

- 在出售资产的交易中，相对比而言交易的结构会有很大的不同。一般地说（也会有一些例外），当一家公司通过收购的方式出售或交换其所有资产给另一公司时，除非极其显然地应由后继公司承担的，否则，后继公司不会去承担前任公司的负债和法律责任。在传统的出售资产交易中，尽职调查就不需要深入研究负债和法律责任的披露。另一方

面，那些经常以证券法为保护伞的收购方应该意识到这些法律不是适合所有交易结构的，如以出售资产方式的收购。还应注意：如果兼并的结构是以出售资产的方式，那么除非卖方明显地有所保留，否则收购方需承担负债和法律责任^[10]。

财务来源是另一个决定性的因素。在通过所有者权益筹资收购中，各方都希望尽早发现问题。因为交易后可能出现的问题通过尽早披露而彻底得以解决，就会在对涉及的各方的诉讼中胜诉。正如一位尽职调查专家所说的“披露风险很容易做到，但防范诉讼则不然”^[11]。因此对一个公司而言，执行尽职调查，不断问自己可能会发生什么问题（就像尽职调查程序中的查询一样），并披露所有可能存在的重大风险，这是非常有益的。

我们强调“重大”一词，因为它对尽职调查而言至关重要，这也是美国一条主要的披露规则。（在上市公司的例子中，“重大”的合同、负债、诉讼和风险经常在 10-K、10-Q、注册声明、代理声明中被确认）。一句话，重大意思就是非常重要，就是在尽职调查中确定潜在风险以后变得非常重要的临界点。

很多时候，对“重大”会有许多界定，如“大于 5%”或“大于 100 万美元”，诸如此类。这些有许多是在证券法和税法中包含的（例如在 13B 条款中规定 5% 所有权披露，或在税法 162 (M) 条款中规定的 100 万美元支付补偿减除）。建立数量界限是有用的，这些界限经常出现在尽职调查文件中，尽管有用，但这些限界还远远不足。根据 1999 年 8 月证券交易管理委员会的会计成员备忘录 99 (SAM98)，“重大”不仅仅是指百分比或总额，它是一个高度相对性的词，它指一般的谨慎的调查人员认为非常重要的一种水平。

上市公司尽职调查与私营公司尽职调查有何不同？

任何发行证券的公司的证券承购人和顾问在准备公司计划书时都要仔细进行尽职调查研究。那么收购方就会将公司的计划书作为指南，并在某种程度上依赖计划书所要求的尽职调查。尽职调查的范围取决于所提供的规模和公司以前证券注册的历史，这将在“证券法”那章进一步介绍。

如果候选公司在过去几个月中发行过股票，收购方可以依据股票承购人在那时所进行的尽职调查，必要时要更新调查。证券承购人一年或

更长时间以前执行了尽职调查，他已经趟出了路子，只需我们再回顾一遍，或许在细节上重新构造尽职调查程序。

如果候选公司作为上市公司已经有一段时间了，那么按照证券交易管理委员会的要求，其文件中应包括 10Ks 和 10Qs。买方应该获取这些文件的复印件，仔细检查可能按上述要求形成的协议、合同和其他重要的合同文件。

在私营公司中，尽职调查程序则非常集中。收购方将对卖方做许多调查，并要求卖方在收购协议中写明声明（陈述）和承诺（保证）以提供保障。尽管在上市公司和私营公司的合同中都会有声明和承诺，但在与私营公司的交易中它们的范围更广。

因此，私营公司调查，部分地取决于在收购协议中卖方愿意提供什么形式的声明和承诺这样的信息，小心卖方抵制做出任何声明和承诺。这样的交易是高风险交易，几乎不能指望有声明和承诺，如果股东要终止亏损，不管在第四章所解释的那些有名的商业评判规则如何提供保护，法律也不会保护草率的复杂交易中的任何一方。

许多卖方对尽职调查不抱希望，在为减少声明和承诺的协商中，卖方会坚持让买方通过参观关键工厂或办公室自己去看。无论如何买方应该这样做，只是不想以这种“瞪大眼睛”“跑断腿”的方式减少卖方不作声明的可能性。

即使买方决定依赖于卖方的声明或承诺，那它也仍要执行最低限度的尽职调查，以确保公司是有偿付能力的和卖方已在声明和承诺上背书。如果有任何疑问，收购方就必须建立现金准备金。

在不伤害与卖方关系的情况下买方应如何进行适当的尽职调查？

沟通是关键。应从意向书开始，并在收购协议中强调。通过买卖双方协商，在这些文件中应制定尽职调查规则，例如，应：

- 执行尽职调查的合适的时间
- 保证买方能接触到公司的全体人员、场地和文件

提到场地检查，这里有一些典型收购协议中的常用语言（在本书结尾处提到）。

买方的调查。在正常的营业时间内并经过合理的事前通知，卖方和“公司”将使它的附属公司，向买方的高级职员和授权代表提供进入“公司”和附属公司的办公室、工厂、财产、账册和记录的自由、完全

的渠道，以便让买方有完全的机会进行买方认为需要或想要的，关于“公司”和它的附属公司的业务、运作、资产、财产、法律和财务状况的调查；在买方偶尔合理地需要时，卖方、“公司”和它的附属公司将会提供关于“公司”和附属公司的业务、运作、资产、财产、法律和财务状况的这类另外的财务和运作数据以及其他信息。

在交易结束日之前，或者在本协定将被终止时的整个时间，买方将会（除了适用法律规定的例外）对根据 6.6 款所获得的、关于“公司”及其附属公司的所有信息保守秘密；并且如果本协定将被终止，买方应该向“公司”及附属公司归还处于文件列表中的所有这类信息，并且不以对“公司”及附属公司产生重大不利影响的任何方式使用根据本 6.6 款所获得的任何信息。

本协定中所规定的卖方、“公司”或附属公司的陈述、保证和协定，不论买方的任何调查已经采取或是未能采取，都将具有效力。

关于这段话有几点注释：正如本书后面为本协议所做的注释一样。

- 这段中的第一段叫做调查契约，它确保在买方对卖方及其子公司进行尽职调查审计时，卖方能予以配合，提供批准和后勤支持。这是任何收购协议中最有用的一部分。

- 第二段有时也称“灼伤或回报”准备，可以帮助卖方缓和对其秘密的担忧。然而，注意卖方经常会要求与有希望的买方签订单独的秘密协议。在本章结尾附录 1A 和 1B 中有秘密协议样本。

- 第三段可称为“远离鱼钩”，这段陈述了从收购方转移完整尽职调查负担。如果没有这段声明，卖方就可以逃避因撕毁合同而应承担的责任。由于买方可能在调查卖方公司时会披露毁约，而卖方可能会因不作声明而减轻责任，这就会产生争议。

买方如何能确保卖方在尽职调查中的更大范围上给予配合？

当买方（或买方顾问）传递充分披露对各方都有利的调查和风险时，卖方很可能给予配合。至少这可以通过在法庭上的穿行测试帮助买卖双方交易结束后被起诉时应付对手带来的风险^[13]。例如，买方可能被控在交易中支付得过多而卖方可能被控在交易中收得过少。还有，如有不慎，卖方提供了错误信息，其声誉就会被破坏。因此，买方对卖方的声明的调查对卖方会大有裨益。

买方可能会请卖方自己执行尽职调查。涉及到可能面临的法律问

题，所有的卖方都需要进行这类尽职调查。当买方以其股票支付收购时，买方也要对卖方实施尽职调查。最后，如果在出售企业之后，卖方的所有权和雇佣仍能存续，出于卖方的利益，卖方应对买方进行调查。

此外，在自行实施尽职调查时，卖方很可能对买方正在进行的尽职调查评价大加扩展。

在整个过程中，买方应当敏感于在其全体人员及其与卖方的关系上的压力。尽职调查工作打乱了正常经营秩序，并且从卖方的观点来看是买方对未经保证的疑虑和对卖方利益的漠视。如果交易不能像预期的那样结束，卖方担心会对经营业务和未来出售给其他买方带来不利影响。实际上，由于严格实施尽职调查秩序，许多潜在的交易会失败，这也导致了买方、卖方或买卖双方不合或不便。

彻底的尽职调查会减少买卖双方的相互信任。它也会附带地增加交易前的成本，也能吸引那些另有工作要做的重要雇员的注意力。尽管如此，它也是不可避免的，关键是使程序彻底又合理。

假设卖方拒绝编制所需文件，只是允许使用其文档该怎么办？

如果买方必须进行自助式的尽职调查程序，就必须组织就地审查文件的工作。这一般就会涉及到公司总部和其他现场，这有赖于所涉及到现场的数量、每一个现场经济业务性质。

如前所述，收购协议会形成检查清单的基础，并且在需要时收购方会扩展其内容，卖方会愿意安排买方了解那些对调查清单上所涉及需询问的对各领域熟知的雇员，至少是了解相关文件的雇员。

收购协议应包括卖方对买方的声明，即买方有权调查所有所需的相关文件。买方还会要求卖方提供足够的人员和影印设备，以便复印所有审计工作中产生的重要的文件。在收购协议中复印文件也是必需要有的。如果卖方拒绝配合，买方就会租影印机并雇临时的帮手。这虽不会有严重影响，但建议卖方要予以配合。拒绝支持适当的尽职调查并不会使卖方有什么益处，相反会使收购因任何可能的原因遭到司法审查。

为了方便卖方并避免文件在从一个公司的编排变到另一个公司的编排时产生混乱，买方应将每份文件复印两份，一份给自己，一份给卖方。在每一个交易中，涉及数字的鉴别系统必须经转换以保持文件产生的路径，特别是那些复印文件，数字系统的样本，参见第三章结尾的（附录 3-A）索引中的数据库文件。

为保持尽职调查按路线进行，收购方应采取什么方式？

在开展尽职调查程序时，所有重要的财务、经营、法律和交易要素会分别出现在二类关键的文件中：

- 尽职调查“检查清单”
- 收购协议

检查清单应先打草稿并且由于收购方发现重要问题而应不断地修改。收购协议中的许多重要要素会反映在检查清单中。事实上，这两份文件应该相互平行。检查清单和收购协议的样本在本书结尾案例^[14]。

检查清单会提示买方应调查的问题的类型，正如提到过的，清单经常与收购协议上卖方所做的声明和承诺的结构相平行。然而，值得一提的是，在早期阶段，清单并非定稿的。正如一位专家所言，当执行尽职调查时避免严格的“调查清单情节”是很有帮助的。取而代之的，调查者应关注提出的特殊问题。他们应该“在考虑关键问题的同时，将尽职调查工作视为一系列独立的小调查。”^[15]

在起草可行的调查清单时，收购方应将注意力集中在与手头的交易相关的特别领域上。例如，收购方认为经常的退货与零售业务的相关程度大于与管理咨询业务的相关程度。同样地，破坏环境的问题在收购制造企业时很显然要远比收购连锁店要严重得多。

在收购一家大公司过程中，检查清单能反映出重要性水平的标准。例如，它可能只包括资本扩张超过5万美元，或建立一个5年的不常见的文件界限。当全部实施调查清单项目成本很多或获益很小时，这些界限就很实用。尽管如此，也应慎用这些界限。正如前述，重要性水平不仅简单地指数字：收购方还要研究什么才是真正的重要，即使它隐蔽于重要性水平以下。

此外，卖方也会努力将同一水平应用于其声明和承诺中，这对那些想要声明和承诺的范围尽可能扩大的收购方来讲明显地不利。

调查清单应尽可能范围大，但也不能无限制地扩大，卖方不会欢迎因所需信息而要求新建文件。因此，只要可能，调查清单应尽量要求卖方提供现有文件。买方应努力通过询问卖方职员或其他适当的调查手段取得其他数据。

尽职调查中还有什么其他有用的方式？

除了调查清单和协议，重要的是要有下列方式：

- 交易时间表
- 需求文件清单

上述文件样本在本章结尾（附件 1-D 到 1-F）。

另外，在收集和整理卖方公司信息时，收购方应发现下列有用的方式^[16]：

- “交易结束备忘录”包括：
 明细账审计摘要；
 文件索引。

这些方式的复印件在第 5 章结尾，并且有关“交易尽职调查”部分更加详细，也即确保交易文件有序。

在开展尽职调查之前收购方应签订什么协议？

应以下列方式开展：

- 秘密协议
- 专家邀请函

参见本章结尾的样本（附录 1-A 到 1-C）。

尽职调查期间

~~~~~

### 尽职调查程序何时开始？

尽职调查开始阶段在检查、搜寻、评价和财务程序期间展开。在这个阶段，收购方要提问并回答 3 个公开的问题：

- 拥有和经营这家公司对股东是否有长期利益？
- 它有多大价值？
- 我们是否能负担它？

更彻底的尽职调查涉及的比这些问题多，并还要提问：

- 公司财务报表是否有任何迹象表明无力偿还或欺诈？
- 公司经营是否显示出任何内部控制薄弱的迹象？
- 公司是否冒着任何由政府和其他部门进行的主要兼并后起诉的风险？

险？

本书接下来的三章就要讨论这些问题。