

目 录

公司购并管理(上)

第一章 购并概述	1
一、概述	1
（一）购并的定义	1
（二）公司购并的类型	2
（三）公开收购要约	13
（四）五次购并浪潮简介	16
二、购并理论与动机	20
（一）购并理论	20

(二) 企业购并的动机与效应	30
三、投资机会	47
个案研究	51
收购后的协同应收益有多大	51

第二章 公司购并的评价	53
一、购并的调查和财务分析	53
(一) 购并前的调查	53
(二) 目标公司的商业调查	57
(三) 购并的财务分析	64
二、价值评估	96
(一) 决定价格的定量模型	96
(二) 价格的修正	113
(三) 购并公式	123
(四) 对购并出价的评估	125
三、上市公司评估	126
(一) 概述	126
(二) 账面价值调整法	127
(三) 收益分析	128
(四) 市场比较法	135

（五）CAPM 模型	138
四、非上市公司评估	140
（一）估算模型	141
（二）影响非上市公司评估的因素	144
（三）非上市公司的评估方法	147
（四）商誉及其评估方法	153
习 题	155
个案研究	156
花园制药公司如何选择收购的价格标准	156

一、概述

（一）购并的定义

购并涉及众多的名词、术语，为避免使用中的混乱，建立研究与讨论的基础，有必要辨析这些名词、术语，并对购并本身下一定义。

购并的涵义有最狭义、狭义与广义之分。

1. 最狭义的购并

即公司法上所定义的吸收合并或新设合并。如前所述，如有A、B两公司，A公司吸收B公司为吸收合并，B公司因之解散；A、B公司合并设立一个新的公司，A、B公司均解散，则为新设合并。

并、以股票换取资产式购并、以股票换取股票式购并。

(1) 出资购买资产式购并

指收购公司使用现金购买目标公司全部或绝大部分资产以实现购并。以现金购买资产形式的购并，被收购公司接购买法(Purchase) 或权益合并法(Pool of Interest) 计算资产价值并入收购公司，原有法人地位及纳税户头消灭。对于产权关系、债权债务清楚的企业，出资购买资产式购并能做到等价交换、交割清楚，没有后遗症或遗留纠纷。但由于国内企业财务报表可信度未臻完善，被收购公司的财务状况尤其是债权债务关系不易清楚知悉，这会在相当程度上影响收购公司纯以现金出资购买被收购公司的兴趣。

(2) 出资购买股票式购并

指收购公司使用现金、债券等方式购买目标公司一部分股票，以实现控制后者资产及经营权的目标。出资购买股票可以通过一级市场进行，也可以通过二级市场进行。通过二级市场出资购买目标公司股票是一种简便易行的购并方法，但因为受到有关证券法规信息披露原则的制约，如购进目标公司股份达一定比例，或达至该比例后持股情况再有相当变化都需履行相应的报告及公告义务，在持有目标公司股份达到相当比例时更要向目标公司股东发出公开收购要约。所有这些要求都容易被人利用，哄抬股价，而使购并成本激增。收购公司如果通过发行债券的方式筹集资产进行购并，则容易背上巨大的债务负担。

(3) 以股票换取资产式购并

指收购公司向目标公司发行自己的股票以交换目标公司的大部分资产。一般情况下，收购公司同意承担目标公司的债务责任，但双方亦可以作出特殊约定，如收购公司有选择地承担目标公司的部分责任。在此类购并中，目标公司应承担两项义务，即同意解散 B 公司，并把所持有的收购公司股票分配给目标公司股东。这样，A 公司就可以防止所发行的大量股份集中在极少数

股东手中。收购公司和目标公司之间还要就目标公司的董事及高级职员参加收购公司的管理事宜达成协议。

(4) 以股票换取股票式购并

在这类兼并中，收购公司直接向目标公司股东发行收购公司发行的股票，以交换目标公司的大部分股票。一般而言，交换的股票数量应至少达到收购公司能控制目标公司的足够表决权数。通过此项安排，目标公司就成为收购公司的子公司，亦可能会通过解散而并入收购公司中。但不论在哪种情况下，目标公司的资产都会在收购公司的直接控制下。

2. 按行业相互关系划分

依行业相互关系，公司购并可分为横向购并、纵向购并及混合购并。

(1) 横向购并(Horizontal Merger)

指商业上的竞争对手间的合并，例如生产同类商品的厂商间或是在同一市场领域出售相互竞争的商品的分销商之间的购并。横向购并的结果是资本在同一生产、销售领域或部门集中，优势企业吞并劣势企业组成横向托拉斯，扩大生产规模以达到新技术条件下的最佳经济规模。在实质上，横向购并是两个或两个以上生产或销售相同、相似产品的企业间的购并，其目的在于消除竞争、扩大市场份额、增加购并企业的垄断实力或形成规模效应。此种购并形式在早期购并中非常流行。以美国为例，19世纪末及本世纪初，美国生产力水平发展到了要求大规模生产的程度，加上政府颁布了有利兼并的法规，并且卓有成效的证券市场业已初步形成，致使同行业或紧密相关的行业中许多中小企业相互兼并，从而把以横向兼并为主要特色的购并运动推向了高潮。在此次购并风潮之后，美国出现了众多规模庞大的企业，它们中间的石油托拉斯、棉籽油托拉斯、亚麻籽油托拉斯、糖托拉斯、威士忌酒托拉斯和铅加工托拉斯等甚至支配了相关产业达数十年之久。

采用横向购并形式的基本条件是，收购企业需要并且有能力扩大自己产

品的生产和销售，兼并双方企业的产品及产品的生产和销售有相同或相似之处。横向购并是企业购并中的常见方式，但由于这种购并（尤其大型企业的购并）容易破坏竞争形成高度垄断的局面，许多国家都密切关注并严格限制此类兼并的发生。例如美国的克莱顿法（Clayton Act, 1914）第7条即特别针对结合行为加以规范，禁止任何不合理限制竞争或导致独占的结合，而司法部于1984年制定的结合指导原则（The 1984 Merger Guidelines of the Department of Justice）对横向购并的管制远较非横向购并为严，亦反映了司法部认为非横向结合对自由竞争威胁轻微，而专注于横向结合监管的态度。

(2) 纵向购并（Vertical Merger）

指与企业的供应厂商（Supplier）或客户（Customer）的合并，即优势企业将与本企业生产紧密相关的前后顺序生产、营销过程的企业收购过来，以形成纵向生产一体化。纵向购并实质上是处于生产同一产品、不同生产阶段的企业间的兼并，兼并双方往往是原材料供应者和产成品购买者，所以对彼此的生产状况比较熟悉，有利于兼并后的相互融合。从兼并方向来看，纵向购并又有向后购并和向前购并之分，前者是指生产原材料和零部件的企业购并加工、装配企业或生产企业购并销售商，后者则是向生产流程前一阶段企业的购并。纵向购并主要集中于加工制造业和与此相关的原材料、运输、贸易公司，它在外国公司发展史上也占有重要地位。例如美国“对1917年资产额为2000万美元或超过2000万美元的全部制造公司中将近90%的公司的经历所作的评述，……论证了下述事实，即这些公司乃是经由纵向结合而成长变大。”纵向购并的优点是能够扩大生产经营规模，节约通用的设备、费用等；可以加强生产过程各环节的配合，利于协作化生产；可以加速生产流程，缩短生产周期，节省运输、仓储、资源和能源等。纵向购并的另一好处是较少受到各国反垄断法律规范的限制，如美国的克莱顿法虽同样适用于

纵向和混合购并，但在 1984 年的结合指导原则公布后，司法部即鲜有起诉纵向购并的案例。

(3) 混合购并(Conglomerate Merger)

指既非竞争对手又非现实中或潜在的客户或供应商的企业间的购并。混合购并中又有三种形态：产品扩张型购并(A Product Extention Merger) 是相关产品市场上企业间的购并；市场扩张型购并(A Geographic Extension Merger) 是一个企业为扩大其竞争地盘而对它尚未渗透的地区生产同类产品的企业进行兼并；而纯粹的兼并是那些生产和经营彼此间毫无联系的产品或服务的若干企业的兼并。混合购并的主要目的在于减少长期经营一个行业所带来的风险。在现代科技不断发展进步的情况下，一种原材料可以应用于几个不同行业的生产，一个行业的副产品乃至废品可以是另一行业不可缺少的原材料，因此充分利用原材料亦成为混合购并的一个原因。与混合购并密切相关的是多角化经营战略，这种经营战略是当代一些跨国企业尤为青睐的一种全球发展战略。按照多角化经营战略，跨国公司或采取合资形式，或采取兼并方式，向本企业的非主导行业投资或开辟新的业务部门，以便减少经营局限性、分散投资风险以及扩大企业知名度。与横向购并和纵向购并相比，这种购并形态因收购公司与目标公司没有直接业务关系，其兼并目的往往较为隐晦而不易为人察觉和利用，有可能降低购并成本。与纵向购并类似，混合购并也被认为不易限制竞争或构成垄断，故而不常成为各国反托拉斯法控制和打击的对象。在跨国企业盛行的今天，混合购并已成为这些庞然大物购并其他企业的一种非常重要的形式。在未来的企业兼并浪潮中，这种购并仍将占据相当的地位。

3. 按是否通过中介机构划分

按是否有中介机构介入，公司购并可分为直接收购和间接收购。

(1) 直接收购

指收购公司直接向目标公司提出购并要求，双方通过一定程序进行磋商，共同商定完成收购的各项条件，进而在协议的条件下达达到购并目的。如果此种收购仅针对目标公司的部分股权，该公司可能会允许收购公司取得增加发行的新股票；如果收购的目的在于目标公司的全部股份，则可由双方共同协商，在确保共同利益的基础上确定股份转让的条件和形式。通常收购公司和目标公司会就以下购并合同条款达成一致意见：收购公司和目标公司的名称、住所；目标公司拟向本公司股东会提交的解散决议草案；目标公司的股份或财产全部或部分转换为现金、证券和其他财产形式的条件；收购公司如何及从何时起调整会计账目，制作资产负债表；收购公司承受目标公司债务的声明草案；收购公司有关股东权利的安排；收购公司有关目标公司雇员退休金计划、雇佣机会的安排；购并合同的生效时间。鉴于直接购并需要目标公司自始至终大力配合，在后者对购并持反对态度的情况下不可能成功，故直接购并又称为友好购并或协议收购。当然，在直接收购中，除收购公司采取主动攻势外，目标公司也可能出于某种原因而主动提出转让经营控制权的请求，如本身经营遇有困难、股东经营缺乏信心而对收购公司寄予厚望，甚至在遭遇敌意收购时意图寻找友好兼并者(White Knight)等。

(2) 间接收购

指收购公司并不直接向目标公司提出兼并要求，而是在证券市场上以高于目标公司股票市价的价格大量收购其股票，从而达到控制该公司的目的。当然收购公司亦可趁目标公司股价下跌之机大量吸纳其股票而达到同样的目的。此种购并一般都不是建立在自愿、协商(指对目标公司而言)的基础上的，因而极有可能引起双方间的激烈对抗。在这种情形下，间接收购往往构成敌意收购。

4. 按购并是否取得目标公司的同意与合作划分

按照购并是否取得目标公司的同意与合作，可以分为友好收购和敌意收购。

(1) 友好收购

也称为善意收购，通常指目标公司同意收购公司提出的收购条件并承诺给予协助，故双方高层通过协商来决定购并的具体安排，如收购方式（以现金、股票、债券或其混合来进行收购）、收购价位、人事安排、资产处置等。若目标公司对收购条件不完全满意，双方还可以就此进一步讨价还价，最终达成双方都可以接受的购并协议，并经双方董事会批准、股东会以特别决议的形式通过。由于收购当事双方均有合并意愿，而且彼此之间情况较为熟悉，故此类收购成功率较高。

(2) 敌意收购

也称强迫接管兼并（Take Over），指收购公司在目标公司管理层对其收购意图尚不知晓或持反对态度的情况下，对目标公司强行进行收购的行为。在此种收购中，收购公司往往采取突然的收购手段。提出苛刻的兼并条件而使目标公司不能接受，后者在得知收购公司的收购意图后可能采取一系列的反收购措施，例如诉诸反托拉斯法、发行新股以分散股权、回购本公司已发行在外的股份等。同样，收购公司在得知目标公司的激烈反应后也会采取一些手段，强迫目标公司最终就范。这些手段中常用的有：发行垃圾债券筹资收购（Junk Bond Takeovers）；发出公开收购股份要约（Tender Offer）；征集目标公司股东的投票委托书（Proxy Contests）等。收购公司与目标公司间的这种激烈的互动使收购活动演变为一场你死我活的战争，而公司“收购战”究竟是促进社会经济资源合理配置、改善企业经营管理的良方，还是企业界弱肉强食的典型表征与金钱游戏？这样的问题正引起广泛的争论。

5. 按收购目标公司股份是否受到法律规范强制划分

按这种标准，可以分为强制购并与自由购并。

(1) 强制购并(Mandatory Offer)

指证券法规定，当收购公司持有目标公司股份达到一定比例，可能操纵后者的董事会并进而对股东权益造成影响时，收购公司即负有对目标公司所有股东发出收购要约，以特定出价购买股东手中持有的目标公司股份的强制性义务，如香港《公司收购及合并守则》第 26 条“强制要约”中规定，当下列情形出现时，除非证券及期货事务监察委员会公司财务部执行理事及他的任何代表(执行人员) 同意，收购人必须作出强制要约： 任何人不论是否通过在一段期间内的一系列交易而取得一个公司 35% 或以上的投票权时； 两个或两个以上一致行动人持有有一个公司的投票权总共不足 35% 的人之中，任何一个或以上的人取得投票权，结果令他们共同持有该公司投票权的百分比增至 35% 或以上时； 任何持有有一个公司不少于 35% 但不多于 50% 投票权的人取得额外的投票权，结果令该人所持该公司的投票权百分比，以截至及包括取得上述投票权当日对之前的 12 个月期间该人所持投票权的最低百分比计算，增加超过 5% 时； 两个或以上一致行动而共同持有有一个公司不少于 35% 但不多于 50% 投票权的人之中，任何一个或以上的人取得额外投票权，结果令他们在该公司共同持有的投票权百分比，以截至及包括取得上述投票权当日对之前的 12 个月期间该等人共同所持的投票权的最低百分比计算，增加超过 5% 时，该人或该组一致行动的人的主要成员(视情况而定)，须按本规则所列计算基础，向该每类权益股本(不论该类权益股本是否附有投票权) 的持有人，以及向该人或与其一致行动的人持有的任何一类有投票权非权益股本的股份持有人作出要约。就不同类别的权益股本的要约必须是按同等基础作出的，而在这种情况下，应预先咨询执行。

(2) 自由购并

指在证券法规定有强制购并的国家和地区，收购公司在法定的持股比例

之下收购目标公司的股份。当然，在法律未规定强制购并的国家和地区，收购公司可以自由决定收购目标公司任一比例的持股权（但需满足法律有关报告、公告、收购期、如实陈述等方面的要求）。

6. 按是否公开向目标公司全体股东提出划分

按这种标准，可以分为公开收购要约和非公开收购。

(1) 公开收购要约（Tender Offer）

指收购公司公开向目标公司股东发出要约，并承诺以某一特定价格购买一定比例或数量的目标公司股份。收购公司（自愿或非自愿地）采取此种购并方式，是企图取得或强化对目标公司的控制权，而在证券市场之外公开以特定价格收购目标公司股东握有的股票。由于公开收购要约是收购公司和目标公司股东间的直接交易，所以股东是否允诺出售股票完全取决于股东个人的判断。基于上述理由，公开收购要约的出价要高于目标公司股票的市场价格才具有吸引力，否则目标公司股东在公开市场上即可出售股票而不必卖给收购公司。尽管市场规律会在公开收购要约发出过程中发挥决定性作用，但目标公司高级管理层是否同意公开收购要约中所列条件，仍与公开收购的成败有很大关系。因为公开收购要约系针对目标公司全体股东，与后者的切身利益休戚相关，世界各国均对发出公开收购要约的条件及程序作出了详细规定，后文将介绍美国的公开收购要约的相关法律、法规。

(2) 非公开收购

指不构成公开收购要约的任何购并活动。例如，下述行为虽然也会使收购公司持有目标公司相当数量的股份，但仅能视为非公开收购：私人间股票交易，甚至包括收购公司和目标公司的部分股东私下接触以购买后者手中的目标公司股份；收购公司在正式提出公开收购要约之前，在公开市场中大量收购目标公司股份；在他人向目标公司股东提出公开收购要约的同时，自行在公开市场中收购目标公司股份。

7. 按是否利用目标公司本身资产来支付购并资金划分

按这个标准可以分为杠杆收购与非杠杆收购。

(1) 杠杆收购 (Leveraged Buy-out)

指收购公司利用目标公司资产的经营收入，来支付兼并价金或作为此种支付的担保。换言之，收购公司不必拥有巨额资金，只需准备少量现金（用以支付收购过程中必须的律师、会计师等费用），加上以目标公司的资产及营运所得作为融资担保、还款来源所贷得的金额，即可兼并任何规模的公司。由于此种收购方式在操作原理上类似杠杆，故而得名。具体来说，杠杆收购具有如下特征：收购公司用以收购的自有资金与收购总价金相比微不足道，前后者之间的比例通常在 10% 到 15% 之间；绝大部分收购资金系借贷而来，贷款方可能是金融机构、信托基金、富有的个人，甚至可能是目标公司的股东（购并交易中的卖方允许买方分期给付购并资金）；用来偿付贷款的款项来自目标公司营运所生的资金，即目标公司将支付它自己的售价；收购公司除投资非常有限的金额（自有资金）外，不承担进一步投资的义务，亦即贷出绝大部分购并资金的债权人，只能向目标公司（被收购公司）求偿，而无法向真正的借款方——收购公司求偿。实际上，贷款方往往在被收购公司资产上设有担保，以确保优先受偿地位。杠杆收购 20 世纪 60 年代出现于美国，之后迅速发展，80 年代已风行于欧美。在此种收购模式大量为收购公司采用后，企业界从前不可想象一些大公司会成为收购的目标公司，如资产及营业额均在全球名列前茅的巨型企业，也不再理所当然地被排除在兼并暴风带之外。

(2) 非杠杆收购

指不用目标公司自有资金及营运所得来支付或担保支付购并价金的收购方式，早期购并风潮中的收购形式多属此类。但非杠杆收购并不意味着收购公司不用举债即可负担购并价金，实践中，几乎所有的收购都是利用贷款完

成的，所不同的只是借贷数额的多少而已。

8. 按购并双方在购并完成后的法律地位划分

按照此标准，公司购并可以分为吸收合并与新设合并。

(1) 吸收合并

指两个或两个以上公司合并，其中一个公司存续，其他公司终止的情形。

(2) 新设合并

指两个或两个以上公司因合并而生成一个新的公司，购并各方随新公司产生而终止的情形。

9. 按收购公司与目标公司是否同属一国企业划分

按照这种方式划分可以有跨国购并和国内购并。

10. 其他特殊的公司购并形式

除以上划分方法外，还有无偿购并、承担债务式购并、长期租包式合并、产权交易等。

(1) 无偿购并

一般发生在同一财政渠道内的全民所有制企业之间，由效益好的优势企业兼并效益差、规模小的企业。因财产所有权和税利缴纳渠道都在同级财政关系范围内，企业资产只在同一层次的不同主体间转移。

(2) 承担债务式购并

根据承担债务的程度不同，又可分为：在资产和债务等值的情况下，收购方以承担被收购方全部债务为条件，接收其全部资产和经营权，被收购方法人资格消失；收购方以承担被收购方部分债务，同时提供技术、管理服务为条件，取得被收购方的部分资产所有权和全部经营权，被收购方虽然更换了领导班子，但仍独立核算、自负盈亏，企业的原所有制性质不变。

(3) 长期租包式购并

指将企业兼并与企业承包租赁经营责任制结合起来的一种形式，具体表现为有些企业兼并条件尚不成熟，便采取企业间长期承包租赁经营的形式达到生产要素的优化组合，待时机成熟后再行兼并。

(4) 产权交易

指产权所有人或产权受托人将其整体或部分财产在市场进行交易的行为，但股份有限公司上市股交易除外。

(三) 公开收购要约

公开收购要约是购并活动中收购公司将收购价格、数量及有效期等予以公开，对不特定多数人大量取得目标公司股票的行为。

在美国，公开收购要约称为 Tender Offer，历来是收购公司购并目标公司的常用策略，也是美国联邦证券交易法(Securities Exchange Act of 1934) 规范的重点之一。

本节以美国为例，对证券交易法关于公开收购要约的规定作一简介。

1. 公开收购要约的定义

公开收购要约，通常是指收购公司公开地向目标公司全体股东发出要约，承诺以某一特定价格购买一定比例或数量的目标公司股份。

但美国联邦证券交易法及联邦证券管理委员会(SEC) 制定的行政规则中并未对公开收购要约加以定义，致使在有关争议中判定何为公开收购要约的重任落到各级法院肩上。

不过在 1979 年末，联邦证管会在“对公开收购要约不加定义”的态度有所改变，开始考虑是否有必要对公开收购要约的涵义进行界定，以避免若干实质上属于公开收购要约的行为，得以利用联邦证券交易法及证管会规则中的空白点，回避有关法案的适用，造成目标公司普通股东在未获得充分信息的情况下即被迫作出不明智的投资决定。因此，联邦证管会在 1979 年 11 月 29 日对外发表声明，表示有意在有关行政规则中对公开收购要约加以定义。

但由于政治环境的改变，直到目前为止，联邦证管会尚未能实践其诺言，对公开收购要约给出一个官方定义。

但由美国法律协会(American Law Institute)和美国律师协会(American Bar Association)合作，由哈佛大学法学院教授路易斯·罗斯(Louis Loss)总负责起草的一份《联邦证券法》(Federal Securities Act)中，将公开收购要约定义为：任何一个向超过35名的目标公司股东作出收购股份的要约，或向超过35名的股东发出出售股份的要约邀请的行为。但下列行为不属于公开收购要约：该等行业是证券经纪商或自营商，在其证券业务范围内的一种正常的股票买卖行为；或没有实际发出要约，仅表明有意发出此类要约，或希望对方发出出售股份的要约。符合联邦证管会在其制定的规则或规章中作出的其他各项规定。

2. 联邦证券交易法对于公开收购要约的一般性规定

美国国会在1968年通过《威廉斯法案》(The Williams Act)，将1934年联邦证券交易法加以修改，使公开收购要约行为能够由联邦证券法规加以规范。依该法案规定，在1934年证券交易法第13条中加入(D)、(E)两项，在第14条中加入(D)、(E)、(F)3项。

依1934年证券交易法第13条(D)项以及联邦证管会依该项规定所制定的行政规章13D-G(Regulation 13D-G of the 1934 Act)的规定，任何人或任何“一群人”(Group)。如果取得任何已依1934年证券交易法第12条规定，向联邦证管会登记的有价证券“发行人”(Issuer)所发行“股权证券”(Equity Security)5%以上的“所有权”(Beneficial Ownership)时，必须在持股比例达到5%后日内，向联邦证管会填报Schedule 13D，并且必须分送发行人，以及该种股权证券挂牌交易的交易所。

依据1934年证券交易法第14条(D)项以及联邦证管会依据本项规定所制定的规章14D(Regulation 14D of the 1934 Act)的规定，任何人或任

一群人，如以公开收购要约的方式，而能持有任何已依 1934 证券交易法第 12 条规定，向联邦证管会办理登记的有价证券发行人，所发行股权证券 5% 以上的所有权时，必须在展开公开收购要约的同时，向联邦证管会填报 Schedule 14D-1。

目标公司在面临收购公司所提出的公开收购要约或其他购并行动时，或为了防止本身成为被购并的对象，发行人可能会自行买回一部分已发行的股份 (Issuer Repurchase)，使其他人无法顺利加以购并。为了规范在这种情况下可能产生的弊端，1934 年证券交易法第 13 条 (E) 项以及上述联邦证管会所制定的 Reg. 13DG 中，制定了 3 项“规定” (Rules)，专门用以规范在发行人买回自己所发行的股份时可能产生的问题。

不论在公开收购要约或在发行人买回本身所发行的股份时《威廉斯法案》均要求收购公司、目标公司 (或发行人)，与持有发行人所发行的股权证券超过 5% 的股东，依据公开原则，向联邦证管会填报各项有关表格，以公布相关的资料，并且必须向面临公开收购要约或发行人自行买回的股东们公布有关的资讯。由于这些规定的目的，是使股东们可以从所公布的资料中获取足够的资讯，以作出合理的投资决定，因此如何确保所公布的资料内容正确，便成为《威廉斯法案》是否可以有效保障一般股东的重大关键。为了确实实现本项目的目标，1934 年证券交易法第 14 条 (E) 项规定，在任何公开收购要约中，不可以有“实质性不实陈述” (Material Misstatement)、“误导性疏漏” (Misleading Omission) 与“欺骗性或操纵性行为” (Fraudulent or Manipulative Acts)。为了进一步防止在公开收购要约中所可能出现的不当行为，联邦证管会依据 1934 年证券交易法第 14 条 (E) 项的规定，制定了规则 14E (Regulation 14E of the 1934 Act)，以使目标公司股东获得更完美的保障，作出合理的决定。

不论在公开收购要约，或在有人取得超过发行人的股权证券 5% 的情况

下，均可能会造成发行人董事会成员的变动。因此 1934 年证券交易法第 14 条(F) 项以及联邦证管会依本项规定所制定的规则 14F-1 (Rule 14F-1 of the 1934 Act) 规定，如果目标公司(或发行人) 过半数董事，因为上述原因而发行变动时，必须及时向股东公布；所必须公布的资料，相当于征求委托书者所必须公布的资料。

(四) 五次购并浪潮简介

1. 水平兼并浪潮(1899 ~ 1903)

第一次购并浪潮发生在世纪之交，其高峰时期为 1899 ~ 1903 年。从多方面看，它是诸次购并浪潮中最重要的一环。美国著名经济学家、经济史学家 A. D. 钱德勒认为：在从 20 世纪开始时的大兼并运动到美国参与第一次世界大战的这段期间内，美国工业完成了自己的形成时期，到 1917 年，大部分的美国工业都已具备了自己的现代结构。此后，大企业继续集中在那些它们于 1870 年时就已集中于其内的相同的工业组中，而且相同的公司继续保持其在这些组的各该集中的工业中的优势地位。

1895 ~ 1904 年，企业购并浪潮第一次席卷和冲击了美国企业产权领域。被购并企业总数达 3010 家，购并资产总额达 69 亿美元，其中仅 1899 年就有 1028 家企业被兼并收购，兼并资产额达到 22.4 亿美元。在这次购并浪潮中，美国 100 家最大公司的规模增长了 4 倍，并控制了全国工业资本的 40%。其中，一大批巨型公司如美孚石油公司、阿拉康达铜业公司、国际收割公司、杜邦公司、美国烟草公司、美国钢铁公司、美国橡胶公司和美国罐头公司等由此应运而生。

2. 垂直兼并浪潮(1922 ~ 1929 年)

在美国经历了第一次企业兼并收购之后，美国经济由自由竞争进入垄断阶段，形成了金融资本的统治。金融寡头的统治一经形成，就为垄断资本家

获得垄断利润提供了条件，大大加速了垄断资本的积累。紧接着爆发了第一次世界大战，带来了战时经济的繁荣。垄断企业通过战争获得了大量军火利润，资本集中程度又有了很大发展。1915 ~ 1930 年，美国发生了第二次企业购并浪潮，有近 12000 家企业被兼并收购。1928、1929 两年达到高潮，每年企业被购并数分别达到 1058 和 1245 家。涉及公用事业、银行、制造业和采矿业。在 26 个行业里的 1591 家连锁店兼并了 10519 家零售店。

3. 混合兼并浪潮(20 世纪 60 年代)

第三次购并浪潮发生于第二次世界大战后的整个 20 世纪 50 ~ 60 年代，其中以 60 年代后期为高潮。战后，西方国家政治、经济处于一个相对稳定时期，加之战后的重建因素，刺激了经济的增长。产业结构面临新一轮的调整，即由重工业化向高加工度化发展。在科学技术的推动下，生产力有了巨大发展，垄断资本的实力大大加强，强大的垄断资本一方面掀起了固定资产投资高潮，另一方面又推动了巨大的兼并收购高潮。第二次购并高潮的 1925 ~ 1931 年 7 年合并高潮期间，合并公司数为 5846 家，平均每年为 835 家，比第一次高潮的 1897 ~ 1903 年的 7 年间的合并总数 2864 家和每年平均数 40 家都要高出一倍。而第三次购并高潮比第二次高潮的规模又增加了一倍。1965 ~ 1971 年 7 年间合并公司数增加到 10575 家，平均每年为 1511 家。合并高峰的 1968 年共购并公司 2407 家，是前两次合并高峰(1899 年，1208 家；1929 年，1245 家) 的一倍。

4. “以小博大”浪潮(20 世纪 70 年代中期 ~ 90 年代初)

第四次兼并收购浪潮发生于 1975 ~ 1992 年间。这次购并浪潮相对稳定，购并数量变化不大。1975 年购并总数有 2297 起，1985 年为 3000 多起。1988、1989 年达到全盛，1988 年购并交易达 3500 亿美元左右。但购并资产的规模则达到了空前的程度。1978 年以前，10 亿美元以上的大型兼并收购事件甚是罕见。自从 1979 年起，此类交易开始增多，1984 年为 18 起，1985 年达到 32

起。1981年杜邦公司以87亿美元收购了大陆石油公司，1984年德士古石油公司以101亿美元收购了格蒂石油公司，美孚石油公司创纪录地以185亿美元的巨额费用兼并了海湾石油公司，1985年底，通用电气公司以60多亿美元收购了美国无线电公司，1986年4月下旬，纽约麦迪逊大街上三家广告商合并，创立了世界上最大的广告公司，资产达50亿美元。美林投资银行每年对资产在100万美元的公开兼并收购活动进行统计表明，1992年，有2574起收购交易，其平均价格约1亿美元。自20世纪70年代中期以来，每年都有2000~4000起企业兼并收购事件。1993年在美国最大的20起企业并购中，美国贝尔大西洋集团以294亿美元兼并美国电信公司，名列第一，美国电话电报公司以174亿美元收购麦考蜂窝通信公司，QVC有线电视公司以99亿美元收购派拉蒙文化交流公司，哥伦比亚保健公司以55亿美元收购美国医院有限公司等，都是位于前列的大型兼并收购事件。

5. 20世纪90年代以来的兼并浪潮

1992年美国企业兼并收购耗资总额1239亿美元，比1990、1991年分别下降39%和9.7%。有分析家认为，美国企业购并活动看来已比较稳定。但1994年以来，美国购并风潮骤起。据美国《时代周刊》统计，1~7月美国公司宣布的购并交易金额达1716亿美元，比1993年高出50%，到9月份兼并交易额累计已达2200亿美元。1995年以来购并浪潮再起。1995年7月31日，美国迪斯尼公司宣布兼并大都会——美国广播公司。1995年8月1日，美国西屋电气公司兼并哥伦比亚广播公司。1995年9月，美国化学银行兼并大通曼哈顿银行，并将于1996年组成全美最大银行——新的大通曼哈顿银行。同一天，克利夫兰花旗银行宣布将以21亿美元兼并匹兹堡的因特格拉金融公司……美国《商业日报》援引毕马威国际会计公司的统计报道：1995年，跨国购并、联合投资和少数股投资创记录5952宗，总额达2290亿美元，比1994年上升了12%。美国公司作为最大买家，在澳大利亚、英国、法国和加拿大花费640

亿美元收购了公用事业、化学、能源等项目。与此同时，加拿大、德国公司耗资 600 亿美元，在美国收购了诸如生物制药、食品、化学、能源等行业的项目。因此，可以确切地说，自 1994 年以来，美国购并掀起了第五次浪潮。

这次购并浪潮的主要背景是：世界经济全球化的大趋势迫使公司扩大规模，联合经营，以增强总体竞争实力，降低成本；克林顿政府在建设信息高速公路、调整金融业和改革医疗保险体制方面的设想和行动，迫使有关企业作出战略性调整；美国政府在反托拉斯方面的态度比以往有所缓和；美元对日元和马克等西方主要货币汇率的暴跌，极大地吸引了德国、日本等工业发达国家的公司投入企业兼并收购活动。

分析本次浪潮的特点，可以看出：

1) 行业分布出现新的特点，购并项目有三分之二以上分布在金融服务业、医疗保健业、电讯业、大众传播和国防工业等五个产业。如国防工业，1986 年以来，政府大幅度削减了国防预算，使许多军工企业通过兼并、合并组成大公司，可以减少运营成本，又不会丧失其竞争力。对于购并趋势愈演愈烈的美国银行业，今年已有 213 起兼并收购，动用资金 242 亿美元，推测还会有 200 起左右。银行购并的驱动力，一是兼并竞争对手有利于扩大业务范围和规模，以降低成本，改善经营状况；二是加强高技术投资，采用新出现的电子传输系统，以适应未来的竞争，而覆盖面越广就越能尽快回收投资；更重要的是，银行业的技术性投资每年将以 21% 的速度增长，大大超过银行利润增长的速度，选择兼并、合并就成为银行快速增强实力、保证技术性投资的捷径。

2) 从世界范围看，此次兼并收购浪潮极大地促进一批巨型、超巨型和跨国大公司的产生和发展，完成资产规模的迅速扩张和增值，推动产业结构和资产结构的全球范围内的优化配置，建立起一体化国际生产网络，推动世界经济的发展。

3) 与策略联盟的驱动有关。在市场竞争日趋激烈的今天，奉行昔日那种视竞争对手为仇敌、彼此势不两立的竞争原则决非上策。企业欲在竞争中确保其生存，最好的途径乃是寻求某种竞争的新模式。目前，策略联盟正成为西方工业化国家的时尚，欧美大公司的 50% 到 60% 销售额来自策略联盟。联盟已超越时空，不受地区及行业限制，成为美国企业扩大市场、增强本身竞争力的重要策略。一定程度的注资与换股，更能建立密切的关系，而收购，更是这场联盟热潮中的重要形式。

二、购并理论与动机

（一）购并理论

1. 效率理论

效率理论认为，公司兼并和资产再配置的其他形式，对整个社会来说是有潜在收益的，这主要体现在大公司现管理层改进效率或形成协同效应上。所谓协同效应，指的是两个企业组成一个企业之后，其产出比原先两个企业产出之和还要大的情形，即俗称的“ $2+2 > 4$ ”效应。效率理论在解释兼并的动机方面是强有力的，但是，兼并动机到底起因于何种意义上的协同效应和效率改进，则是尚需深入考察和分析的。在效率理论的标题下，我们将评述管理协同效应理论、营运协同效应理论、财务协同效应理论、多样化经营理论以及市场低估理论。

（1）管理协同效应理论

如果甲公司的管理比乙公司的更有效率，在甲公司兼并乙公司之后，乙公司的管理效率提高到甲公司的水平，那么，兼并就提高了效率，这种情形

就是所谓的管理协同效应。按照管理协同效应理论的观点，如果某家公司有一支很有效率的管理队伍，其管理能力超过了管理该公司的需要，那么，该公司就会通过兼并那些由于缺乏管理人才而造成效率低下的公司的办法，使用这支管理队伍。通过这种兼并，整个经济的效率水平将会得到提高。

这种理论所难以解释的一个问题是，极而言之，在经过一系列兼并之后，整个国家的经济最终将会为具有最高管理效率的公司所兼并。但是，由于任何能干的管理队伍的管理能力都是有限度的，所以，在这一情形出现之前，公司内部的协调问题就会变得非常突出，从而阻止兼并的进一步扩大。

对于具有过量管理人才的兼并方来说，如果能采取简单的形式释放出这批人才的能量，那么就不必去兼并别的公司。但是，如果这批人才只有作为一个整体才能体现出其效率，那么，采取解聘形式释放能量将是不可行的。此时，兼并方很可能会瞄准同行业中管理水平低的公司作水平兼并。如果由于该行业需求条件不佳，或由于受政府的反垄断政策影响，那么，兼并将不作水平兼并，而是进入别的产业。如果兼并方不具备进入别的行业的技术力量，那么，兼并别的行业的公司就不一定能使兼并方获利。

对于管理效率低的一方来说，可以通过直接聘用经理，或与其他公司签订合同请其提供服务的形式来改进管理效率。这里的问题在于，直接聘用的经理不一定能在某个时间段内组成有效的管理队伍。采取合同的办法，由于其他公司不一定熟悉本公司运作情况，所以也不一定合适。

总之，管理协同效率理论除了在水平兼并方面有一定解释力之外，在其余方面的解释缺乏说服力。

（2）营运协同效应理论

营运协同效应也叫做营运经济，是指由于经济上的互补性、规模经济或范围经济，而使得两个或两个以上的公司合并成一家公司，从而造成收益增大或成本减少的情形。营运协同效应理论的一个重要前提是，产业中的确存

在规模经济，且在兼并之前没有营运在规模经济的水平上。

规模经济是由于某种不可分性而存在的，譬如，把人员、设备以及一般管理设施等等的费用分摊到大量的产出上，将会增大单位投入的收益。制造业中通常会存在这种规模经济。

将现有几个企业合并成一个企业的一个重要问题是，如何合并和协调这些企业的有利部分，又如何处理那些不需要的部分。理想的例子是，如果公司甲在研究开发方面很强但在市场营销方面很弱，而公司乙在市场营销方面很强但在研究开发方面很弱，那么，两公司具有互补性，二者合并在一起将会产生协同效应。仔细分析起来，我们可以发现，这个事例的实质在于，某些企业已有生产要素得不到充分利用，而另一些企业生产要素则缺乏合理的投资。

此外，按照交易成本理论通常的分析，通过纵向一体化，也可形成营运协同效应。譬如，将那些同一产业中处于不同生产阶段的企业合并在一起，可以降低或避免讨价还价、通讯联络等方面的交易成本，克服机会主义倾向，从而提高企业营运效率。

但是，营运协同效应理论面临如下两个主要挑战：其一，在混合兼并中，企业管理层的管理能力很难在短时间内迅速提高到足于管理好分属于不同行业的数家公司的程度；其二，企业管理层的管理才能在相同或相近产业中是很容易扩散和转移的，而混合兼并则只涉及到那些互不相关的产业，此时管理才能却很难扩散和转移。

（3）财务协同效应理论

财务协同效应理论认为兼并起因于财务方面的目的。这种理论认为，在具有很多内部现金但缺乏好的投资机会的企业，与具有较少内部现金但很多投资机会的企业之间，兼并显得特别有利。因为，在企业外部募集资金，需要很大一笔交易费用，而通过兼并，就可以低成本地促使资金在企业内从低

回报项目流向高回报项目。通常，有许多混合兼并的例子被这种理论引以为据。这种理论事实上阐明了资本在兼并企业的产业与被并企业的产业之间进行再配置的动因。

这种理论还认定，在一个税法完善的市场经济中，一个合并企业的负债能力，比两个企业合并前各单个企业的负债能力之和要大，而且还能节省投资收入税。此外，这种理论还认为，起因于财务目的的兼并，会取得节省筹资成本和交易成本两个方面的好处。因为，企业合并虽然规模显著增大，但其筹资成本和交易成本却不会同步地增大，甚至可能与兼并前其中某个企业在这方面的成本差不多。

财务协同理论在解释混合兼并的原因时具有较强的解释力，但在解释水平兼并和垂直兼并的原因时却显得比较苍白无力。

（4）多样化经营理论

所谓多样化经营，是指公司持有并经营那些收益相关程度较低的资产的情形。对一个公司来说，多样化经营可以分散风险，稳定收入来源。通常情况下，公司员工、消费者和供应商等利益相关者比股东更愿意公司采取多样化经营战略。这是因为，第一，股东可以通过在资本市场上分散持股的办法来分散风险，而公司员工的劳动收入来源却很难多样化，他们的知识和技能大都对本公司有用但对别的公司就不一定有用，所以公司经理和一般员工更希望公司稳定，不希望公司冒太大的风险。第二，公司通过广告、研究开发、固定资产投资和员工培训等途径，一般都与消费者和供应商形成稳定的关系，由此而形成公司的信誉。多样化经营可以降低公司破产的风险，并有助于保持公司信誉，从而保持与消费者和供应商的稳定关系。但对于公司股东来说，则分两种情形：一种是将大部分投资集中于该公司的，另一种是将投资分散于不同公司的。如果公司破产，那么前者所受影响可能会大于后者所受的影响。但风险有可能带来收益也有可能引致亏损，所以股东们总的说来对分散

化经营会有各不相同的态度。

多样化经营可以通过内部增长和兼并这两种途径来实现，但在许多情况下，兼并的途径可能会更有利，尤其是当公司面临变化了的环境而调整战略思想时，兼并可以使公司在时间较短的条件下进入被兼并公司的行业，并在很大程度上保持被兼并公司的市场份额以及现有各种资源。

不过，既然并非所有的股东都会赞成多样化经营战略，那么，这种理论在解释兼并现象时就会大打折扣了。

（5）市场低估理论

市场低估理论认为，兼并的动因在于股票市场价格低于目标公司的真实价格。造成市场低估的原因主要有：第一，公司现管理层并没有使公司达到其潜在可达到的效率水平；第二，兼并者掌握了普通投资者所没有掌握的信息，依据这种信息，公司股票价格应高于当前的市场价；第三，公司的资产市场价格与其重置价格之间存在一定差距。在西方经济理论中，衡量这种差距的一个重要指标叫做 q 值（也叫托宾的 q 值），这个比值被定义为公司股票的市场价格与其实物资产的重置价格之间的比值。据估计，美国在 20 世纪 70 年代末 80 年代初股市的 q 值约在 0.5 至 0.6 之间。

在这里，我们不妨看一看一个简单的例子。如果目标公司的 q 值为 0.6，而兼并该公司的溢价为市场价的 50%，那么，收购价与重置价的比值为 0.9，这就意味着收购目标公司的价格还是比该公司的重置价格低 10%。

但是，并非所有被低估了价值的公司都会被兼并，也并非只有被低估了价值的公司才会成为兼并目标，所以这一理论也遇到了很大的挑战。

2. 信息理论

在以信息理论解释兼并动机的学者中，有三种不同的看法。第一种看法认为，在收购股权的活动中，无论兼并成功与否，目标公司的股价总会呈现

上涨的趋势。其原因在于，收购股权的行为向市场表明，目标公司股价被低估了，即使目标公司不采取任何对策，市场也会对其股价进行重估。或者，兼并方的收购发盘将会使目标公司采取更有效率的经营策略。第二种看法认为，在不成功的兼并活动中，如果首次收购发盘之后五年内没有后续的收购要约，那么目标公司的股价将会回落到发盘前的水平；如果有后续的收购要约，则目标公司的股价将会继续上涨。当目标公司与兼并公司作了资源的合并，或目标公司的资源已转到兼并公司的控制之下时，目标公司的股价才会被不断重估，呈上涨态势。这种看法认为，收购股权活动并不必然意味着目标公司股价被低估，也不意味着目标公司一定会改善其营运效率。第三种看法是与公司资本结构的选择行为相关的，认为作为内部人的经理，拥有比外部人（或称局外人）更多的关于公司状况的信息，这种情形也就是所谓的信息非对称性。在这种情况下，资本结构选择并非如莫迪利亚尼和米勒（简称MM）所说的那样与企业市场价值无关，而是在下列条件下存在最佳资本结构：第一，企业投资政策是通过资本结构选择行为向市场传输的；第二，经理收益与资本结构信号的真实性和相关性。这样，如果一家公司被标购，那么市场将认为该公司的某种价值还没有被局外人掌握，或者认为该公司的未来现金收入将增加，由此推动股价上涨。当兼并公司用本公司股票收购另一公司时，这将会使被兼并公司和其他投资人认为，这是兼并公司股票被高估的信号。当某一公司回购其股票时，市场将会视此举为一个重要信号，表明该管理层认为本公司股价被低估，或者表明该公司会有新的增长机会。

在信息理论中，非对称信息的假设比较接近现实，而且从方法论上看也是崭新的，所以该理论有良好的前景。但是，在现实生活中，经理与其他人员勾结起来，向市场输送错误信息，从而使自己赢利的行为，是该理论中无法解释的。

3. 代理与管理理论

詹森和麦克林提出的代理问题，是在经理人员只拥有公司股权的很少部分的情况下产生的。因为在上述情形下，经理人员可能会不那么努力地工作，或者消费更多的奢侈品，如豪华办公室和小轿车等等，而这些消费的成本的大部分，是由其他股东来承担。况且，在股权分散的大公司中，一般的个人股东也缺乏足够的激励，花费一定数额的资源去监督经理的行为。从根本上讲，代理问题是由于经理与所有者之间的合约不可能无成本地签订和执行而产生的。在这里，经理被认为是决策或控制的代理人，而所有者则被认为是风险承担者。由此造成的代理成本包括：(1) 构建一组合约的成本；(2) 由委托人监督和控制代理人行为而带来的成本；(3) 保证代理人将作最优决策，否则委托人将需得到补偿的成本；(4) 剩余亏损，也就是由代理人的决策与使委托人福利最大化的决策之间的差异而使委托人承受的福利损失。当然，剩余亏损也有可能是由于完全执行合约的成本超过收益而引起的。

解决代理问题，降低代理成本，一般可以考虑两个方面的途径：其一是组织机制方面的制度安排，其二是市场机制方面的制度安排。通常的做法是将市场与组织两种途径相结合，或者说使其共同起作用。

法马和詹森 (Fama and Jensen, 1983) 指出，在企业的所有权与控制权分离的情况下，将企业的决策管理(如提议与执行)与决策控制(如批准与监督)分开，能限制决策代理人侵蚀股东利益的可能性。股东在保留决定董事会成员、兼并与新股发行等权利的同时，将其余控制职能交由董事会去执行。

通过收益安排以及经理市场可以减缓代理问题 (Fama, 1980)。比如，可以通过设立奖金与股票期权的办法，将收益与绩效联系起来，由此调动经理人员为企业绩效努力工作的积极性。经理市场，会在经理们的绩效声誉的基础上确定他们的收入水平。

股票市场则为企业股东提供了一个外部监督机制，因为股价集中体现了

经理的决策带来的影响，股价水平低会给经理带来改变其行为并更多地为股东利益着想的压力(Fama and Jensen, 1983) ，从而降低代理成本。

当这些机制都不足以控制代理问题时，接管将可能是最后的外部控制机制(Manne, 1965) 。通过公开收购或代理权争夺而造成的接管，将会改选现任经理和董事会成员，使原来那些潜在的经理和董事取而代之。麦纳还强调指出，如果由于低效或代理问题而使企业经营业绩不佳，那么，兼并机制使得接管的威胁始终存在。所以，也可以认为，代理成本一方面继承了麦纳在兼并问题上的观点，同时扩展了麦纳的观点。

代理成本理论为我们深入探讨在所有权与控制权分离情况下，所有权通过何种途径监督和制约控制权，控制权又以何种方式追逐自身利益的问题，提供了一个强力的理论框架。但是，虽然兼并机制可以降低代理成本的观点是正确的，但仍然不够。

4. 自由现金流量假说

詹森在代理成本理论的基础上，进一步构建了闲置现金流量假说(Jensen, 1986, 1988) 。他认为，由于股东与经理之间在闲置现金流量派发问题上的冲突而产生的代理成本，是造成接管活动的主要原因。这个问题可以分成两个方面来理解。一方面，股东(委托人) 与经理(代理人) 在企业战略选择上是有严重的利益冲突的，代理成本是不能妥善地解决这些利益冲突而产生的。当这种代理成本很高时，接管将有助于减少这些成本。这与代理成本理论是一致的。但另一方面，代理成本又恰恰可能是由兼并造成的，因为经理可以运用闲置现金流量来兼并别的企业，营造“ 独立王国 ”。

所谓闲置现金流量，是指在公司已有现金流量中，扣除掉再投资于本公司中的可赢利项目的开支之后，剩下的现金流量。詹森认为，如果企业是有效率的、并且希望股价最大化，那么，这部分闲置现金流量就应该派发给股东。闲置现金流量的派发，将会减少经理控制之下的资源规模，并相应缩小

经理的权力。这样可以降低代理成本。当经理试图通过发行新股来融资时，他会在更大程度上受制于资本市场的监督和约束。但是，经理常常并不将这些闲置现金流量派发给股东，而是投资于回报率很低的项目，或大举兼并别的企业，以扩大企业规模，由此造成更高的代理成本。除了当前这部分闲置现金流量的派发问题，会引起股东与经理矛盾之外，经理承诺支付的将来现金流量，也是一个问题。在詹森看来，如果以发行债券来取代股票，那么，经理所作的将来支付现金承诺，会比其他任何股利政策（即将来支付股利给股东的承诺）有效。但是，增加负债比例会增大破产可能性，这也可以看作是债务的代理成本。因为，当企业选择高风险的项目时，是以增大债权人的风险为代价而使股东受益的。沿着詹森的理论逻辑，我们可以看出，他所定义的最佳债权股权比率，是在债务的边际成本等于债务的边际收益之时出现的。

闲置现金流量假说运用“闲置现金流量”的概念来解释股东和经理之间的矛盾冲突，并进而解释兼并行为的起因，的确使理论的研究更深入一步。但是，正如詹森本人所承认的，他的理论不适于分析成长型公司，因为这种公司的确需要大量的资金投入。这就不能不使这种理论的适用范围受到很大的限制。况且，用增加负债的办法来约束经理行为，减缓股东与经理的矛盾，减小不必要的兼并活动，从而降低代理成本，是以增大企业风险为代价的。这种办法即使对某些行业是可行的，对其他行业也未必可行。

5. 市场势力理论

市场势力理论的核心观点是，增大公司规模将会增大公司势力。在这个问题上，许多人认为兼并的一个重要动因是为了增大公司的市场份额，但他们却不清楚增大市场份额是如何取得协同效应的。如果增大市场份额仅仅意味着使公司变大，那么我们实际上是在谈论前面已阐述过的规模经济问题。事实上，增大市场份额是指增大公司相对于同一产业中的其他公司的规模。

关于市场势力问题，存在着两种意见相反的看法。第一种意见认为，增大公司的市场份额会导致合谋和垄断，兼并的收益正是由此产生的。所以，在发达的市场经济国家里，政府通常会制定一系列的法律法规，反对垄断，保护竞争。但第二种意见却认为，产业集中度的增大，正是活跃的激烈的竞争的结果。他们进一步认为，在集中度高的产业中的大公司之间，竞争变得越来越激烈了，因为关于价格、产量、产品类型、产品质量与服务等方面的决策所涉及的难度是如此巨大，层次是如此之复杂，简单的合谋是不可能的。这两种相反的意见表明，关于市场势力的理论，尚有许多问题还没有得到解决。

6. 税负考虑

再分配理论的核心观点是，由于公司兼开会引起公司利益相关者之间的利益再分配，兼并利益从债权人手中转到股东身上，或从一般员工手中转到股东及消费者身上，所以公司股东会赞成这种对其有利的兼并活动。

从某种程度上说，税收效应也可以看作是兼并利益从政府（一般公众）到兼并企业的利益再分配。这种税收效应理论认为，某些兼并以追求税收最小化的机会而产生的。但是，税收效应是否真的会导致兼并的产生，取决于是否还有得到与税收效应的益处等价的其他途径。

在税法完备，执法严格的成熟市场经济国家里，通过兼并取得税收效应的主要途径包括：第一，营运净亏损的结转与税务抵免；第二，增大资产基数以扩大资产折旧额；第三，以资产收益替代普通收入；第四，私有企业和年迈业主出于规避遗产继承税方面的考虑等。

总之，税收既影响兼并过程也影响兼并动机。有人认为出于税收考虑的兼并是针对国库的零和博弈，也有人认为这种兼并由于可消除税收亏损而引致更有效率的行为。

一般来说，在公司兼并过程中，以及在以债权换股权的情形中，因债权人受损而使股东受益的情况是不多见的。但是在杠杆收购活动中，由于公司

的负债股权比过高，因而，有些时候可能会损害债权人的利益。至于公司员工，如果在兼并后的重整过程中，公司为了增强竞争力而采取裁减员工或降低工资的措施，那么员工将会因此而受损。

（二）企业购并的动机与效应

企业购并行为是微观经济主体——企业——实现资本扩张的重要手段，是企业之间存量资源合理流动的有效途径。企业购并行为的产生有其深刻的内在动力和外部原因。在现实经济生活中，购并的原始动力是以各种不同的具体形态表现出来的，实际的购并过程是一个多因素综合作用的结果。从购并企业和被购并企业两个角度来看，其动因又各不相同。

1. 企业购并的一般动因

1) 股东利益

公司企业应该力图使股东在企业中的财富价值最大化。也就是说，企业普通股价格即企业市场价值的最大化。企业是出资者（股东）投资创办的，出资者之所以出资创办企业是让企业为其创造财富，使其财富增殖。出资者利益的最大化就是出资者财富的最大化。而出资者财富的衡量标准对于上市公司而言，就是股票价格。股票价格反映了股东及其潜在的投资者对企业（上市公司）价值所作出的评价。

公司资产来源于股东权益和负债，因此，所有者与贷款者之间也存在着潜在的冲突。如果公司干得很好，普通股的价值就会上升，企业债务的价值不会受到影响；如果公司干得很差，债主就要还债，普通股价值会大幅度下降。从这个意义上说，股票价值也即衡量公司业绩效果好坏的评价指数。

证券市场上的运动规律提供了股票价值的明确目标模式。经营较优的企业有了较高的股票价格，便能以更有利的条件获得追加资金，便有实力向目标公司挑战，以比目标公司股市价格更高的价格提出购并，甚至能取得目标

公司的股东或经理的承认和支持。资金流入股票价格较高企业的倾向，利于股东资本增殖和经济资源的有效利用。

2) 管理阶层的追求

现代公司制度的出现，由于股东所有权与经营管理权的分离，股东并不参与公司的高层管理决策，甚至也不具有影响力，或者股东本来就缺乏知识和经验，缺乏参与决策的基本素质。个别股东对公司经营发展决策感到不满，也难以联合足够的力量来推翻经理的决策，因此只能通过卖掉手中拥有该公司的股票即“用脚投票”。相反公司经理在很大程度上控制着公司的经营决策权，尤其是在股权公散的大型上市公司中，经理几乎享有公司经营管理和发展的一切决策权。

在股份公司中，公司目标（股东目标）与管理者目标（经理目标）在许多地方是不一致的。西方学者的经理理论认为，经理的主要目标是谋求公司的快速发展，而并非获得利润最大化。原因是，公司的发展会使经理获得更高的工资和地位，更大的权力和职业保障。目前发展相当迅速的公司，是最有可能进行兼并收购活动的，同时规模庞大的公司也不易被人兼并收购。美国学者辛格通过调查表明：能够兼并收购别家企业的公司，其发展水平要比被购并公司高得多。参与兼并收购活动的正是这些发展迅速的公司。弗思于1980年调查发现，一个公司兼并收购另一家公司以后，其董事的工资大大增加了，董事长工资在兼并收购的两年里平均增长了33%，而在没有从事兼并收购活动的公司里，管理集团成员的工资只增加了20%。

美国佛罗里达大学的尤金和路易斯在《美国中级财务管理》一书谈到经理个人动机时说：“许多人包括企业领导人无不好大喜功，经营大企业当然比屈居小企业更有权势，显然没有一位经理会承认在其一系列兼并活动的背后自我实现是一个基本原因，但明察秋毫的学者们早已认定经理的自我意识在兼并决策中确实起着举足轻重的作用。”

购并扩大了企业规模，提高了企业发展速度，扩大了企业资源，经理能控制更大范围的资产、更多的职工、更多的产供销渠道，从而扩大了经理的权力空间、巩固了经理的宝座和更多的工资收益及自我价值的实现，即实现了个人利益的最大化。

3) 政府调控手段

竞争的作用就是“优胜劣汰”。在市场经济社会中，竞争犹如一只强有力的看不见的手，推动着整个人类社会经济不断地从低级走向高级，从落后走向繁荣。亚当·斯密认为：“一种事业若对社会有益，就应当任其自由，广其竞争。竞争愈自由，愈普遍，那事业亦就愈有利于社会。”

市场集中度，是反映市场垄断和竞争程度的最基本指标。市场集中度是指某一特定市场中，少数几个最大企业（通常是前四名或前八名）所占市场总销售额的比重。一般说来，市场集中度越高，少数最大企业在市场中的支配势力就越大，市场竞争程度就越低。政府对企业购并控制应该越严，企业购并的活动发生就越少，反之亦然。

一般来说，市场集中度的提高，主要是通过企业兼并与收购形成的。市场集中度越高，企业对市场的垄断能力越强，从而其垄断利润就越多，企业兼并收购的效益就越好。当然兼并收购的竞争也越激烈。因此，政府政策的制定既要保证市场经济的适度竞争，同时也要照顾到市场的集中度水平。尤其是面对国际市场的激烈竞争，政府常常实行鼓励企业购并的政策。二战以后的一个时期，联邦德国和英国为了对付美国和欧共体各国的竞争，市场集中度得到了迅速提高。相反，由于美国实行了比较严格的反垄断政策，企业间的横向购并就受到了很大限制。

2. 企业购并的成长动因

在激烈的市场竞争中，只有不断发展壮大，才能生存下去。企业成长一般遵循着生命性的运动轨迹，从小企业、中企业、大企业到超级跨国企业。

但是由于选择的路径不同，也可以跳跃式发展，迅速提高企业成长速度。企业成长的途径一般有两条，一是靠内部积累不断扩展，二是通过外部扩张迅速成长。美国著名的经济学家乔治·勒蒂格勒通过对美国兼并收购历史的考察后指出：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并收购而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。”因此，许多企业购并动因的解释都与企业的成长有关。

1) 经营协同效应

所谓协同效应，就是 $2+2 > 4$ 的效应。兼并后，企业的总体效益要大于两个独立企业效益的算术和。经营协同效应主要指的是，兼并给企业生产经营活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益。

企业兼并对企业效率的最明显作用，表现为规模经济效益的取得。企业规模经济由工厂规模经济和企业规模经济两个层次组成。

购并对工厂规模经济带来的好处是：企业可以通过兼并对工厂的资产进行补充和调整，达到最佳经济规模的要求，使工厂保持尽可能低的生产成本。兼并还能够使企业在保持整体产品结构情况下，在各个工厂中实现产品的单一化生产，避免由于产品品种的转换带来的生产时间的浪费。集中在一个工厂中大量进行单一品种生产，从而达到专业化生产的要求。在某些场合中，企业兼并又能够解决由于专业化带来的一系列问题。现代化大生产由于科学技术的发展，在很多生产领域中要求实行连续化生产，在这些部门，各生产流程之间的密切配合有着极其重要的意义。企业通过兼并，特别是纵向兼并，可以有效地解决由于专业化引起的各生产流程的分离，将它们纳入同一工厂中，可以减少生产过程中的环节间隔，降低操作成本、运输成本和充分利用生产能力。

规模经济的另一个层次是企业规模经济，通过兼并将许多工厂置于同一企业领导之上，可以带来一定程度的规模经济。这主要表现在：节省管理

费用。由于中、高层管理费将在更多数量的产品中分摊，单位产品管理费用可以大大减少。多厂企业可以对不同顾客或市场面进行专门化生产的服务，更好地满足他们各自的不同需要。而这些不同的产品和服务可以利用同一销售渠道来推销，利用相同技术扩散来生产，达到节约营销费用的效果。可以集中足够的经费用于研究、发展、设计和生产工艺改进等方面，迅速推出新产品，采用新技术。企业规模的相对扩大，使得企业的直接筹资和借贷都比较容易，它有充足的财务能力采用各种新发明、新设备、新技术，适应环境和宏观经济的变化。

2) 财务协同效应

所谓财务协同效应，主要是指兼并给企业在财务方面带来的种种效益，这种效益的取得不是由于效率的提高而引起的，而是由于税法、会计处理惯例以及证券交易等内在规定的产生而产生的一种纯金钱上的效益。主要表现在两个方面：

通过兼并实现合理避税的目的

税法对个人和企业的财务决策有着重大的影响。不同类型的资产所征收的税率是不同的，股息收入和利息收入、营业收益和资本收益的税率有很大区别。由于这种区别，企业能够采取某些财务处理方法达到合理避税的目的。在西方现有税法下，税收对兼并的刺激作用主要有两种。一种同兼并的形式无关，另一种则同兼并形式紧密相关。

企业可以利用税法中亏损递延条款来达到合理避税目的。所谓亏损递延指的是，如果某公司在一年中出现了亏损，该企业不但可以免付当年的所得税，它的亏损还可以向后递延，以抵消以后几年的盈余，企业根据抵消后的盈余交纳所得税。因此，如果企业在一年中严重亏损，或该企业连续几年不曾盈利，企业拥有相当数量的累积亏损时，这家企业往往会被考虑作为兼并对象，或者该企业考虑兼并一盈利企业，以充分利用它在纳税方面的优势。

当一个企业 B 兼并另一个企业 S 时，如果 B 企业不是用现金购买 S 企业的股票，而是把 S 企业股票按一定比率换为 B 企业的股票，由于在整个过程中，S 企业的股东既未收到现金，也未实现资本收益，这一过程是免税的。通过这种兼并方式，在不纳税情况下，企业实现资产的流动和转移，资产所有者实现追加投资和资产多样化的目的。在美国 1963 ~ 1968 年的兼并浪潮中，大约有 85% 的大型兼并活动采用这种兼并方式。

兼并的另一种方式是，买方企业不是将被兼并企业的股票直接转换为新的股票，而是先将它们转换为可转换债券，一段时间后再将它们转化为普通股票。这样做在税法上两点好处：a. 企业付给这些债券的利息是预先从收入中减去的，税额由扣除利息后的盈余乘税率决定，可以少交纳所得税。b. 企业可以保留这些债券的资本收益直到这些债券转化为普通股票为止。由于资本收益的延期偿付，企业可以少付资本收益税。

预期效应对兼并的巨大刺激作用

财务协同效应的另一重要部分是预期效应。预期效应指的是由于兼并使股票市场对企业股票评价发生改变而对股票价格的影响。预期效应对企业兼并有重大影响，它是股票投机的一大基础，而股票投机又刺激了兼并的发生。在西方市场经济中，企业进行一切活动的根本目的是增加股东的收益，而股东收益的大小，很大程度决定于股票价格的高低。虽然企业股票价格受很多因素影响，但主要取决于对企业未来现金流量的判断，这一流量只能依据企业过去的表现作出大致的估计。因此，证券市场往往把市盈率，也就是价格 / 收益比 (Price/Earnings) PE 值作为一个对企业未来的估计指标，该指标综合反映了市场对企业各方面的主观评价。企业在 t 时刻的股票价格等于它在 t 时刻每股收益与 PE 值的乘积。

在外界环境相对平静情况下，一个企业在短时间内 PE 值不会有太大变动，只有当企业的盈利率或盈利增长率有很大提高情况下，PE 值才会有所提

高。因此，股票价格在短时间内一般不会有较大波动，当 B 企业兼并另一个企业 S 时，由于兼并方企业规模往往较大，企业 B 的 PE 值通常被用作兼并后企业的 PE 值。当 S 企业的 PE 值低于 B 企业的 PE 值，但每股收益高于 B 企业的每股收益时，说明市场由于种种原因对 S 企业评价偏低。兼并后，企业 B 平均了 S 企业的每股收益，使兼并后的每股收益有可能上升，从而引起 PE 值的上升，造成 B 企业和 S 企业的股票价格剧烈上升。

一个企业，特别是那些处于兼并浪潮中的企业，可以通过不断兼并那些有着较低 PE 值、但有较高每股收益的企业，使企业的每股收益不断上升，让股份保持一个持续上升的趋势，直到由于合适的兼并对象越来越少，或者为了兼并必须同另外的企业进行激烈竞争，造成兼并成本不断上升而最终无利可图为止。预期效应的刺激作用在美国 1965 ~ 1968 年的兼并热潮中表现得非常显著，在绝大部分的兼并活动中，兼并方的价格/收益比率一般都大大超过被兼并方。

由于预期效应的作用，企业兼并往往伴随着强烈的股价波动，因此造成了极好的投机机会。所谓“内幕交易(Insider Trading or Insider Deal)”就是掌握了兼并内幕信息的企业或个人，预先购入兼并方或被兼并方的股票，待兼并完成后，按上涨的价格将股票售出，从而获得巨大利益。这种情况同称为“风险套利”(Risk Arbitrage)交易的行为虽然是同出一辙，但由于后者是一种正常的商业行为，因而是常见的和允许的；而前者是一种利用事先的信息从事的经营活动，因而是违法的、不允许的。但股票市场上，对这种投机利益的追求反过来又极大地刺激了兼并的开展。

3) 企业发展动机

在竞争性经济条件下，企业只有不断发展才能保持和增强它在市场中的相对地位，才能够生存下去。因此，企业有很强的发展欲望，但同时又不能盲目地扩张，要注意保持一定的发展速度。在这种情况下，企业可以运用两

种基本方式进行发展：通过内部投资新建方式扩大生产能力；通过兼并获得行业内原有生产能力。比较而言，兼并往往是效率比较高的方法。这是因为：

首先兼并有效地降低了进入新行业的壁垒。

企业在进入一个新的领域时，面临着现有企业的激烈反应，若以小规模方式进入，却面临着成本劣势。产品差异使用户从一种产品转向购买新进入者的产品时，必须支付高额转置成本，使新企业难以占领市场。资金限制。某些资本密集型行业要求巨额投资，企业进入新领域时，存在较大风险，使企业在筹资方面有一定困难。由于原有企业同销售渠道之间长期密切的关系，企业要进入新市场时必须打破原有企业对销售渠道的控制，才能获得有效可靠的销售渠道。新企业还可能面临其他一系列不利因素，如原企业拥有专门的生产技术；取得原料的有利途径；有利的地理位置；累积的经验；或政府的优惠政策等。

当企业试图进入新的生产领域时，它可以通过在新行业中投资新建的方式、也可以通过兼并的方式来实现。在运用投资新建的方法时，必须充分考虑到全部进入壁垒，还必须考虑到由于新增生产能力对行业的供求平衡的影响。如果新增生产能力很大，行业内部将可能出现过剩的生产能力，从而引发价格战。在运用兼并方法时，进入壁垒可以大幅度降低。由于兼并并没有给行业增添新生产能力，短期内行业内部的竞争结构保持不变，所以引起价格战或报复的可能性大大减小了。

其次，兼并大幅度降低了企业发展的风险和成本。

投资新建的方法并不仅仅涉及到建设新的生产能力，企业还要花费大量的时间和财力获取稳定的原料来源，寻找合适的销售渠道，开拓和争夺市场。因此，这种方法涉及更多的不确定性，相应的风险较大，资金市场所要求的风险成本较高。在兼并情况下，企业可以利用原有企业的原料来源、销售渠

道和已占有的市场，资金市场对原有企业也有一定了解，可以大幅度减少发展过程中的不确定性，降低风险和成本。

最后，兼并充分利用了经验曲线效应。

运用兼并发展的另一巨大优势是取得经验曲线效应。在很多行业中，当企业在生产经营中经验越积累越多时，可以观察到一种单位成本不断下降的趋势。成本的下降主要是由于：工人的作业方法和操作熟练程度的提高，专用设备和技术的应用，对市场分布和市场规律的逐步了解，生产过程作业成本和管理费用降低等原因。这种成本随经验下降的现象对一些劳动力素质要求较高的企业最有好处。这些企业里的工人必须从事难度较大的、复杂的生产作业。经验的积累可以大幅度提高工人劳动熟练程度，使经验——成本曲线效果格外显著。由于经验固有的特点，企业无法通过复制、聘请对方企业雇员、购置新技术或新设备等手段来取得这种经验，这就使拥有经验的企业具有了成本上的竞争优势。采用投资新建方法进入某一新的经营领域时，新企业由于不具备经验优势，其成本必然高于原有企业（除非新企业在技术、效率方面有重大突破）。新企业为了获得经验并与原有企业保持均势成本，必须承担由于价格低于成本或接近成本而引起的巨额投产亏损。

企业通过兼并发展时，不但获得了原有企业的生产能力和各种资产，还获得了原有企业的经验，经验——成本曲线效应对混合兼并有着特别重要的作用。混合兼并更经常进入那些新的经营领域，在这些领域中，经验往往是一种有效的进入壁垒。通过混合兼并，混合一体化企业的各部分可以实行经验分享，形成一种有力的竞争优势。

虽然兼并的方法是一种更有效率的发展方法，但它存在很大局限。从社会角度看，兼并并没有新增生产能力，社会生产能力的增加只有靠内部投资才能实现。在很多时候，企业很难找到一个完全合适的兼并对象，这也许是对兼并发展的主要限制。在某些行业中，由于技术和设备变化很快，经验曲

线效果不明显，企业只有通过内部投资的方法才能赶上生产技术的最新发展。当企业进行的是依靠世界技术的创新性发展，或首次采用某种生产新方法时，也只能依靠内部投资来建设。因此，企业兼并不能完全代替内部投资的方法，只是在某些情况下，能够提高企业在发展方面的效率。

4) 市场份额效应

市场份额指的是企业的产品在市场上所占份额，也就是企业对市场的控制能力。企业市场份额的不断扩大，可以使企业获得某种形式的垄断，这种垄断既能带来垄断利润又能保持一定的竞争优势。因此这方面的原因对兼并活动有很强的吸引力。下面我们将提到，企业兼并分为三种基本形式：横向兼并、纵向兼并和混合兼并，它们都能提高企业的市场权力，但它们的影响方式有着很大不同。

横向兼并

横向兼并有两个明显的效果：实现规模经济和提高行业集中程度。横向兼并对市场权力的影响主要是通过行业的集中度进行的，通过行业集中，企业市场权力得到扩大，横向兼并对行业结构的影响主要有以下三方面。

a. 减少竞争者的数量，改善行业的结构。当行业内竞争者数量较多而且处于势均力敌情况下，行业内所有企业由于激烈的竞争，只能保持最低的利润水平。通过兼并，使行业相对集中，行业由一家或几家控制时，能有效地降低竞争的激烈程度，使行业内所有企业保持较高利润率。

b. 解决了行业整体生产能力扩大速度和市场扩大速度不一致的矛盾。在规模经济支配下，企业不得不大量增加生产能力，才能提高生产效率，但企业扩大生产能力往往是与市场需求的增加不一致的，从而破坏供求平衡关系，使行业面临生产能力过剩。实行企业兼并，使行业内部企业得到相对集中，既能实现规模经济的要求，又能避免生产能力的盲目增加。

c. 兼并降低了行业的退出壁垒。某些行业，如钢铁、冶金行业，由于它

们的资产具有高度的专业性，并且固定资产占较大比例，从而这些行业中的企业很难退出这一经营领域，只能顽强地维持下去，致使行业内过剩的生产能力无法减少，整个行业平均利润保持在较低水平上。通过兼并和被兼并，行业可以调整其内部结构，将低效和陈旧的生产设备淘汰，解决了退出壁垒成本过高的问题，达到稳定供求关系、稳定价格的目的。

横向兼并通过改善行业结构，使兼并后的企业增强了对市场的控制力，并在很多情况下形成了垄断，从而降低了整个社会经济的运行效率。因此对横向兼并的管制一直是各种反托拉斯法的重点。

纵向兼并

纵向兼并是企业将关键性的投入——产出关系纳入企业控制范围，以行政手段而不是市场手段处理一些业务，以达到提高企业对市场的控制能力的一种方法。它主要通过对原料和销售渠道及用户的控制来实现这一目的。纵向兼并使企业明显地提高了同供应商和买主的讨价还价能力。企业主要通过迫使供应商降低价格来同供应商进行竞争，通过迫使买主接受较高的价格来同买主进行竞争。这种讨价还价的能力主要是由买卖双方的行业结构以及它们之间的相对重要性决定的。企业通过纵向兼并降低了供应商和买主的重要性，特别是当纵向兼并同行业集中趋势相结合时，能极大地提高企业的讨价还价能力。

纵向兼并往往导致“连锁”效应。一个控制了大量关键原料或销售渠道的企业，可以通过对原料和销售渠道的控制，有力地控制竞争对手的活动。因此，即使纵向一体化不存在明显的经济效益，为防止为竞争对手所控制，当一家企业率先实行纵向兼并时，其余企业出于防卫的目的，也必须考虑实行纵向一体化。

混合兼并

从表面上看，很难看出混合兼并对市场权力有何明显影响，混合兼并这

方面的影响，多数是以隐蔽的方式来实现的。在多数情况下，企业通过混合兼并进入的，往往是同他们原有产品相关的经营领域。在这些领域中，它们使用同主要产品一致的原料、技术、管理规律或销售渠道，这方面规模的扩大，使企业对原有供应商和销售渠道的控制加强了，从而提高他们对主要产品市场的控制。另一种更为隐蔽的方式是：企业通过混合兼并增加了企业的绝对规模，使企业拥有相对充足的财力，同原市场或新市场的竞争者进行价格战，采用低于成本的订价方法迫使竞争者退出某一领域，达到独占或垄断某一领域的目的。由于巨型混合一体化企业涉足很多领域，从而对其他相关领域中的企业形成了强大的竞争威胁，使一般的企业不敢对它的主要产品市场进行挑战，以免引起它的报复，结果造成这些行业竞争强度的降低。

虽然以上三种形式的兼并都可以增加企业对市场的控制能力，但比较而言，横向兼并的效果最为明显，纵向兼并次之，而混合兼并则主要是间接的。企业市场权力的扩大有可能引起垄断，因此，各国反托拉斯法对出于垄断目的的兼并活动都加以严格的管制，但问题是，有时很难确切地说企业通过兼并就是为了获取垄断，兼并的各种后果往往是混合在一起的。

5) 企业发展战略动机

根据企业生命周期理论，每一个企业的产品都有一个开发、试制、成型、衰退的过程。对于生产某一主导产品的企业，它一方面可以不断地开发新品种适应企业的产品生命周期，另一方面则可以制定较长远的发展战略，有意识地通过企业兼并的方式进行产品的转移。

例如，以生产“万宝路”而著名的菲利普·莫里斯(Philip Morris)公司从20世纪60年代就意识到香烟市场将会逐步萎缩，因此，有意识地将从香烟上获得的利润进行转移，兼并一系列食品行业的企业，其基本的战略目标是要在本世纪末将公司转变为一个拥有大量利润的有香烟分部的食品公司，而不是一个附带生产食品的烟草公司。再如，在1989年底震惊美国的日

本索尼公司购买美国最大电影制片公司——哥伦比亚影片公司一例中，索尼公司的战略很清楚，它要借助哥伦比亚公司雄厚的制片能力和旧片库存来占领高清晰度彩色电视及录像机市场。索尼公司曾由于“软片”的不足，致使其首创的大 $1/2$ 录像机在竞争中遭淘汰，被迫退出这一重要市场。因此，索尼公司在美国一系列的兼并活动是为占领21世纪的视听器材市场作准备。从财务的角度而言，这种为战略目的进行的兼并，往往使企业的整体盈利水平下降（至少短期如此），例如菲利普·莫里斯公司的食品销售额已占总销售额的50%，但其盈利仅占30%。而哥伦比亚公司则是一个负债累累和严重经营不善的企业。这一情况有力地说明了企业出于战略目的而进行兼并这一动因的重要性。近年来出于这种动机进行的兼并活动越来越多，而且明显地表现在以下三个方面。

企业通过兼并有效地占领市场

正如我们前面讨论过的企业进入新的行业要克服行业壁垒。企业进入新市场时同样也存在着各种壁垒。通过兼并进入一个新市场，企业就可以有效地降低这种进入壁垒。日本自行车企业就是成功地利用这种战略，在70年代中期打入美国自行车市场，并在70年代末完全占领了这一市场。随着国际贸易的发展，国与国之间的竞争日益加剧，各种国家、地区壁垒相应地不断加强，在这种情况下，兼并就成了占领和反占领某一地区市场的有力武器。德国的西门子公司为了阻止日本进入西欧的计算机市场，不惜花费巨资兼并了一系列的西欧计算机软件和硬件公司。而日本企业为了能在欧共同体中进行自由贸易，也在英、法、德等国进行了大规模的兼并活动，试图解决关税壁垒和贸易摩擦带来的一系列问题。

企业通过兼并能够实现经验共享和互补

这里的经验不单包括经验曲线效应，还包括企业在技术、市场、专利、产品、管理等方面的特长，也包括优秀的企业文化。企业通过兼并可以在以

上各方面、各分部之间实现共享或取长补短，实现互补效应。我们试以菲利普·莫里斯公司的成长来说明这类动机。菲利普·莫里斯公司在 20 世纪 50 年代还只是美国六大烟草公司中最小的一个，该公司经过一系列的探索和努力之后，终于成功地制造出崭新的醇厚浓香口味的“万宝路”香烟，并首次在男性香烟上加上过滤嘴，同时非常成功地运用广告塑造了“万宝路”粗犷的西部男子汉形象。到 20 世纪 70 年代末，它的销量已跃升为全美第一。随着企业战略的转移，企业逐步开始对食品行业开拓，于 1969 年兼并了米纳·布鲁因(Miller Brewing) 啤酒公司。该公司同菲利普·莫里斯公司在某些方面非常相似，它们都面临一个逐渐衰退的市场，都是生产大众消费品，竞争者之间的产品质量都差不多。根据这些情况，菲利普·莫里斯公司推出了“低热量啤酒”。菲利普·莫里斯公司在 1987 年兼并了生产“麦氏咖啡”的通用食品公司(General Foods Corp.) ，随后推出“低脂肪食品”。该公司充分利用了它在生产“万宝路”中获得的经验和其在市场营销方面的专长。它首先根据市场的发展，占领某一个区别于竞争者的细分的市场，并运用有效的广告宣传使消费者接受这些产品，然后再向市场的其余部分渗透和发展。很快，菲利普·莫里斯公司的“低热量啤酒”和“低脂肪食品”都已为消费者普遍接受。

菲利普·莫里斯公司在食品行业已取得了相当大的成功后，1988 年，它又以 130 亿美元的巨资兼并了卡夫(Kraft) 食品公司，以弥补通用食品公司在产品品种上的不足，同时利用卡夫公司的包装及食品保鲜专长和通用食品公司良好的分销渠道，大幅度地降低销售费用，菲利普·莫里斯公司已成为仅次于雀巢公司的世界第二大包装食品公司。

企业通过兼并能获得技术上的竞争优势

技术在经济发展中起着越来越重要的作用。企业在成本、质量上的竞争往往转化为技术上的竞争。企业常常为了取得生产技术或产品技术上的优势

而进行兼并活动。日本汽车业战胜美国汽车业的一个重要原因是：日本的汽车制造企业广泛采用机器人进行生产，这样不但降低了成本，而且提高了质量。面对日本的有力攻击，1982年，美国通用汽车公司(GM)新任总裁罗杰·密斯上任后，明确提出了高科技的赶超战略。对通用公司进行了一系列的调整和重组，使通用公司从一些领域中退出，同时兼并了一系列高科技企业。这些兼并活动既围绕着通用公司的核心产品——汽车的生产，又在一系列高科技领域中占有依靠地位。通过兼并，通用公司已成功地实现了全面计算机化和机器人的生产自动化。同时通用公司已成为美国最大的电子器件和国防产品生产厂商，并在人工智能和机器人的研究和制造上处于世界领先地位，成为美国最重要的计算机软件设计和计算机服务企业。这些技术在汽车生产中的全面运用，极大地缩短了同日本汽车厂商的差距，生产一辆小汽车的成本差距从近200美元下降到40美元，平均质量疵点从17个下降到了7~8个。

6) 大企业技术创新效应

美国著名经济学家熊彼特在1912年出版的《经济发展理论》中首次提出了创新(Innovation)的概念。他认为不是资本和劳动力，而是技术创新，才是资本主义经济增长的主要源泉。所谓技术创新是指把一种从来没有过的关于生产要素的“新组合”引入生产体系内。这种“新组合”包括以下内容：引进新产品，引进新技术，开辟新市场，控制原材料的供应来源，实现工业的新组合。

在现代经济环境中，技术主要来自企业内部的创新部门，技术创新会使企业获得超额利润，企业因此得以壮大发展，形成暂时的垄断。熊彼特认为，现代企业会把建立一个研究开发部门作为首先要做的事；“其间每个成员都懂得他的面包和黄油取决于他所发明的改进方法的成功。”而成功的创新将会是一个正反馈，使该企业重视研究和开发活动。在现实生活中，一个必须接受的事实是：大企业“已成为经济进步的发动机”。创新是一项不确定活动，除

非有足够实力敢承担创新风险，否则创新是无吸引力的，而大企业恰好为企业家提供了这种担保，故大企业是创新的先决条件。而且正是大企业对垄断利润的期望，给创新提供了激励。

世界著名的管理学家杜拉克说：“1900年以来，公司改变了世界经济”。在现代经济史上，大企业是技术创新的主体，奇迹般地创造着人类的现在和未来。德国西门子公司实现了法拉第的思想，创造出了发电机；爱迪生电器照明公司（现为美国通用电气公司）发明了电灯；威斯汀豪斯公司推出了交流电技术；美国贝尔电话电报公司发明了电话和晶体管；IBM推出了集成电路电子计算机；英特尔生产出了微电脑；杜邦公司发明了人造橡胶和尼龙；英国帝国化学公司则创造出了聚乙烯，奠定了三大合成材料的基础……但是，技术创新费用十分高昂，只有大公司才能担负得起。美国芝加哥大学经济学家施蒂格勒指出：“在现代经济史上，一个突出的现象就是一个企业通过兼并收购其它企业后成为巨型企业。”企业的生命力在于技术创新，技术创新又是有成本的，一个企业要获得一项新技术，一是自行研究或委托开发；二是依靠引进；三是通过购并其他企业而获得该企业的技术。日本汽车业战胜美国汽车业的一个重要原因是：日本的汽车制造业广泛采用机器人进行生产。面对来自日本的竞争，1982年，美国通用汽车公司新任总裁罗杰密斯上任后，对通用公司进行了一系列的调整和重组，使通用公司从一些领域中退出，同时兼并了一系列高科技企业。兼并，使通用公司成功地实现了全面计算机化和机器人。

7) 综效

企业合并最主要的经济动机就是综效(synergy)，综效是指企业合并后的价值高于两家公司个别价值的加总，高出的价值来自下列四大因素：收益之成长；成本的降低；税务之利益；资金成本的下降。其中前三项会使合并后的企业有较高的现金流量，第四项则会使现金流量的现值增加。

收益之成长源于企业合并后可改善行销能力、扩大产能，并且增加市场竞争力。行销改善是透过广告、公关、产品组合及促销活动来达成。企业合并所促成的创意及生产技术交流往往可扩增新产品生产的可能性。企业的合并往往可减少市场上的竞争因而增加了企业的市场垄断力。可能造成垄断的企业结合，会受到美国法务部下的反倾销小组及联邦贸易委员会的调查。

成本降低的原因主要为：规模经济、垂直整合、去除过多的经理人员及生产技术的共享。透过各种营建设备、人员的结合、生产效率将提高，因此可发挥规模经济。垂直整合提供了稳定的上、下游间合作，因而可降低成本。去除不必要的经理人员可减少公司开支。生产技术交流可获得许多原来个别生产时所欠缺的生产技术。

税务上公司亦可享有若干好处，可避免股利被课税，因为接受被收购公司的营运损失之故，亦可有减税效果，当公司在投资完后尚有闲钱时，可以发放股利或购回自己公司的股票，若公司选择发放股利，则股东势必会立刻被课征所得税，而购回自己公司股票虽可替股东规避征所得税，但会引起政府有关单位注意及限制。若把公司闲置资金用于收购其他公司时，不但没有直接的税赋问题也与股东避税无关（但却要留意是否违反公平法）。

上述提及若被收购公司有营运损失，则收购公司可享有避税之利益，但是收购公司愿意承购营运损失的公司也必须有一个前提，那就是收购公司相信被收购公司未来可转亏为盈，或是被收购公司的资产有不错的拍卖利得。另外，1986年通过的税法修改中有规定企业合并被收购公司营运损失的抵税效果有其上限（以税务会计年度所余之天数占全年为比率）。

三、投资机会

在讨论效率市场假说时，我们指出证券市场在评估各证券的价值方面通常颇具效率，但是在少数的特殊状况下仍然有获得优异收益的机会。问题在于，各研究人员对于这些状况的界定并未取得共识而经常引起争议。

一般而言，异常收益是指风险调整后的收益仍高于市场所提供的正常收益。本节我们将探讨与合并及购并有关的股价动向。

我们将设法区分市场传闻与严谨分析。此外，在察觉一个有利的投资机会时，我们会设法指出在什么情况下比较可能有利可图。

合并与购并

在 20 世纪 70 年代及 80 年代，许多成交量及价格上扬最为突出的股票，都属于合并的对象，也就是将被购并或预期将被购并的公司。这些合并对象的股价经常在短期内上涨 60% 或以上，包括了许多知名的公司，例如康诺可 (Conoco)、港湾石油 (Gulf Oil)、艾维斯 (Avis)、EDS、七喜 (Seven-up) 及阿纳康达铝业 (Anaconda Copper) 等。

(1) 被购并公司的贴水

购并对象股价上扬的主因，在于合并或购并时具有高于市场价值的贴水。此一贴水即为购并价格与市场之间的差异，例如股价为 \$ 25 的公司，可能有人愿意以每股 \$ 40 来购并。因此在预测购并将发生的情况下，股价自然会上扬。

正如所料，研究人员发现购并对象一致地出现异常收益。一项研究显示，近年来平均的贴水是 60%，而股价上扬的程度也接近于这个数字。此一贴水远高于过去的情况，可能是因为投资人了解重置价值 (replacement value) 远高于当前市价所致。贴水的高低取决于购并价格与消息发布前三个月的股价两者之间的差异。表 13.3.1 是一些实际的例子。

表 13.3.1 合并与购并中的贴水

购并厂商	被购并厂商	购并价格	发布消息前三个月和股价	贴水 (%)
Beatrice Food Co	HarmonInternational Industries	\$35.25	\$20.00	76.25%
Parker Pen Co.	Manpowet, Inc.	15.20	11.50	32.18
Colt Industries	Menaso Man.	26.60	15.00	77.33
Pepsico, Inc.	Pizza Hut, Inc.	38.00	22.375	69.83
Walter Kidde & Co.	Victot Comptineter	11.75	7.375	59.32
Dana Corporation	Weatherford Co.	14.00	9.375	49.33
Allis Chalmers Corporation	American Air Filter	34.00	19.50	74.36
Time, Inc.	Inland Containers	35.00	20.75	68.67

以投资的观点而言，唯一的问题在于价格上涨的三分之二是发生于消息公开之前，显然是有关人员利用内幕资讯来交易获利。在投资银行业之中颇富盛名的摩根史坦利 (Morgan Stanley) 就因为在过去所办理的两件合并与购并案中，有部分人员涉嫌利用内幕消息来交易获利，而受到美国法务部的起诉。

想要在合并及购并中合法地投资获利的人有若干方式可循。首先，有些投资人试图在消息公开之前找出可能的合并对象，从而获取最大的利润。这种方法相当困难。研究人员想要找出购并对象的财务及营运特征。结果通常都不一致，甚至在不同的时期出现不同的结果。较早期 (例如 20 世纪 60 年代) 的合并对象通常都是绩效恶劣的公司，而近年来的购并对象则不乏经营良好绩效优异的公司 (例如洛杉矶可口可乐制罐公司及 EDS 等)。

有些精明的分析人员专门注意像金融周刊 (Financial Weekly) 的“焦点股票”之类的资讯来源，以便掌握成交量及价格出现异常变化的股票 (当

然，可能还有许多其他的理由)。另一些投资人专注于兼并频繁的产业，想要找出下一家被购并的公司。近年来这类的产业有经常被多国石油公司购并的天然资源公司，以及被保险公司及其他金融服务业所购并的证券经纪商等等。

表 13.3.2 取消购并后的股价动向

购并公司 - 原定被购并公司	公开前	公开次日	取消次日
Mead Corporation-Occidental			
Petroleum	$20\frac{3}{8}$	$33\frac{1}{4}$	$23\frac{1}{4}$
Olin Corp-Celanese	16	$23\frac{3}{4}$	$16\frac{3}{4}$
Chicago Rivet-MITE	$20\frac{3}{4}$	$28\frac{1}{8}$	$20\frac{3}{4}$

设法在消息公开前找出购并对象可能足以获致巨额的利润，但是投资人必须将大量资金孤注一掷地摆在一件可能永远不会发生的事件上。因此有些人宁可等到合并或购并的消息公开后再行动，这种作法仍可获得 20% 左右的利润（期间仅有几个月）。例如在考虑合并前股份可能是 \$25，消息公布时股价已上涨到 \$34，而如果实际的购并价格是 \$40，则仍然有相当不错的利润。唯一的问题是已经公开的合并行动可能会取消，此时股价会大幅下跌，可能会跌到原来的 \$25（假定没有另一家公司想要购并）。表 13.3.2 是合并取消后股价下跌的一些例子。

投资人必须谨慎评估取消合并的可能性，尤其要注意反托拉斯行动、被购并厂商管理阶层的态度、股东不情愿而上诉的可能性，以及盈余惨不忍睹及其他利空事件等因素。在相当有效率的市场中，消息公开后价格的上涨可能与购并的顺利成功有密切的关连。换句话说，如果各种迹象显示合并几乎已是必然的结局，则消息公开时股价可能会冲到 \$37.50，直逼预期的购并价格 \$40。如果还有重大问题存在，则股价可能只有 \$31。如果合并已经相当确定，则套利人士会以略低于购并价格的水准买进被购并公司的股票，以便在实际购并时获利。

近年来合并事件中最有趣的特色是经常出现恶意接管(unfriendly takeovers), 也就是违反被购并公司的意愿而将之购并。在所有的合并案中, 这类的合并占了 20% 到 25%。这类事件通常都会导致第三家公司的出现, 俗称为“白衣武士”(white knight), 其作法是买下被购并的公司并设法使之起死回生, 从而使另一家意图购并的公司却步。这类的例子包括港湾石油在 1984 年拒绝美萨石油(Mesa Petroleum) 而选择了加州标准石油, 也就是后来的雪佛龙(Chevron)。同样的, 马拉松石油(Marathon Oil) 在 1982 年拒绝了美孚(Mobil) 所提的合并案, 而与美国钢铁公司合并, 另外如巴威(Babcock and Wilcox) 在 20 世纪 70 年代末期拒绝了联合科技(United Technologies) 而选择了麦迪默(J. Ray Mc Dermott)。

正如所料, 这类竞争性的购并往往会产生不寻常的购并价格。贴水可能由 40% 到 60% 跳到 80% 与 100% 之间, 甚至超过此数, 例如港湾石油的股价就由 \$38 冲到 \$80。

(2) 购并公司的绩效

在合并与购并的过程中, 购并公司的股价表现如何呢? 是否也因为此一事件而出现异常收益呢? 由曼德克(Gershon Mandelker) 所完成的研究显示事实不然, 而长期的经济研究显示, 许多在合并时预期的结果都可能很难达成。合并之前通常都昧于事实而过于乐观。扩充产品线或消除重叠部门的综效(synergy) 或“ 2+2=5 ”效应, 可能因为管理阶层无法融合不同的经营哲学而抵消。然而, 近年来各公司对于这类问题似乎已经日渐得心应手, 包括通用汽车、杜邦及大西洋富田等目前保守经营的公司, 都在 20 世纪 60 年代替换了那些专搞合并的枪手。然而, 大部分投资人宁可选择必然可以获得贴水的被购并公司, 而想投资于必须支付贴水的购并公司。

(3) 付款方式

合并时最后要考虑的是付款方式。以现金支付通常比用股票支付有较高的

贴水，原因是被购并厂商的股东必须考虑当年度的税捐。如果是用股票支付，则所得税可以递延到出售该股票时再缴纳，这段时间可能很短，也可能长达许多年。

近年来的合并案比过去更倾向于用现金支付（现金占 50% 相对于 20 世纪 60 年代的 25%）。会计规则的变动，使得股票、可转换证券及股票认购权丧失了许多优势。大部分财务管理教科书都有专章讨论合并与购并，可以作为本篇的参考。

个案研究

收购后的协同应收益有多大

公司 A 的总市价为 \$0.5 亿，拟收购公司 B，总市价 \$0.15 亿。公司 A 估计合并后由于经营效率等提高，公司价值将达到 \$0.75 亿，公司 A 的投资银行建议付 \$0.06 亿的溢价给公司 B。兼并的成本和费用为 \$0.01 亿。

1. 公司 A 的股东能获得多少净收益? (\$0.03 亿)
2. 公司 A 收购 B 后能带来多大的协同效应效益? (\$0.1 亿)



一、购并的调查和财务分析

（一）购并前的调查

1. 调查的意义

为了确定一项收购业务是否象它所显示的那样好，收购方应该进行必要的调查和核实。我们一般把这项工作称之为“收购调查”(Purchase Investigation)，它是由一系列持续的活动组成的，涉及到事实的收集、检查、分析和核实。

为什么收购调查是如此重要呢？原因是，如果不进行调查，收购中所固有的风险就会迅速增加，在缺少充分信息的情况下购买一个公司可能会在财

务上导致重大的损失。尽管这些基本的道理听来似乎非常简单，但是在实际中却常常会发生违背这些原则的事例。

我们可能会遇到在一些事例中，购买调查似乎是无效的，它不能为正确地评价潜在的目标公司和作出正确的决策提供必要的信息。导致这一结果的原因可能是多方面的，可能是缺少信息沟通、对信息产生误解、缺少认真细致的计划、责任不明或相互之间缺乏协调等多种原因，然而最重要的原因可能是由于调查中经常只注意取得信息的数量，而忽视了信息的质量所造成的。

例如，有关市场营销信息，收购方不应该仅仅注意市场占有率或市场增长的统计，还应该重视那些有助于它们评估为什么潜在的目标公司在其市场上能够取得成功，它的竞争战略是否将继续可行等方面的信息。又如，对有关财务信息，收购方应该注意财务报告中揭示的主要问题、变化趋势和非正常财务特征，而不仅仅是注意财务报表中的每一个项目。

2. 调查的范围

在准备收购一家公司时，必须做一番审查工作，以了解将要收购的目标公司是一个什么样的公司。具体讲是先从外部取得资料作初步分析，然后再实际接触，取得精确的报表资料，作进一步的分析评估。如果收购对象肯合作，提供详尽的内部报表资料，则可在有关专家的审查下尽快对收购对象作出较为准确的评估。

真正仔细的审查需要一定的时间和人力投入，因为在有限时间内往往只能对买方特别关注的几项问题作审查。在审查中必须认真仔细，丝毫马虎不得。买方必须慎防卖方提供虚假或错误的财务报表。审查的结果是为了协助订价和了解收购后影响营运业绩及公司价值的机会与障碍何在，以决定收购与否。审查并非单纯的查账，而是试图找出与此项交易有关的问题来。所以，参与审查工作的成员必须了解收购者的动机，才能有效地完成审查的目的。

审查的重点一般包括营运、法律、财务等方面。

(1) 产业方面的审查

即对收购对象营运方面的审查。这里首先要依据买方的收购动机和策略的需要，调查衡量收购对象是否符合收购标准。如果想通过其行销资源来扩展市场，则应了解其客户的情况、客户购买动机、产品质量、有无竞争力，还应该了解其生产、技术、市场、行销能力、管理能力，以及其他经营方面与本公司的配合程度有多大。

在业务上除了调查其利润与销路情况外，更重要的是应查明收购后原来有利的供求客户是否会流失。

在整个审查评估过程中，由于收购目的不同，则评估重点各异。如果收购的目的是想利用收购对象现有的生产设备，则要注意：拟收购企业的生产设备新旧程度、保养状况如何。自己设立同类工厂与收购现有生产设备相比，在资金上、时间上的损失程度有多大，而时间往往是一个难以量化的成本因素。

(2) 法律方面的审查

对于收购对象法律方面的审查，首先必须审查的是公司组织、章程中的各项条款，尤其对于重要的决定，如像收购、合并或资产出售方面的认可，须经百分之几以上股权同意方能进行的规定，要予以十分的注意。此外，公司章程中是否有特别投票权的规定和限制也应予以注意。除公司章程外，像股东会及董事会的会议记录，也应加以审查。如果是资产收购，则应取得股东会同意出售的证明文件。

除了法律文件外，买方还应取得主要财产清单，了解其所有权使用限制及重置价格，并了解其投资情况及公司财产投保范围。该公司若有租赁资产则应注意此类契约的条件是否有利。

审查对外书面合约更为重要。买方应审查被收购公司任何使用外界商标及专利权、或授权他人使用的权利义务的约定，还有租赁、代理、借贷、技

术授权等重要契约。审查中要注意在控制权改变后契约是否继续有效。

在债务方面应审查公司所涉及的一切债务关系，注意其偿还期限、利率及债权人对其是否有何限制。例如维持某种义务等，对此应及早了解。其他问题如公司与供应商、代理销售商之间的契约上的权利义务，企业职工的劳务合同、工资福利待遇，都应予以审查。

除了详细调查公司对外的有关契约、所有权凭证、公司法律文件外，还应应对目标公司过去的诉讼案件加以了解。

(3) 财务方面的审查

对收购公司财务方面的审查可以聘请外界会计师事务所协助进行。此项工作非常重要。因为只有卖方状况符合各种条件，才会签订协议。所以财务审查的目的，在于使买方确定卖方所提供的财务报表是否准确地反映了该企业的财务状况。如果不是这样，卖方必须将财务报表作重大调整。通过财务审查，可能发现一些可疑之处，例如通过各种周转率的分析，可以发现有无虚列财产价值或虚增收入等现象。

在资产科目的审查方面，应收账款应按其回收率估列适当的备抵呆账，存货应提列损耗，长期股权投资则要注意投资公司的财务状况，而建筑物、设备等固定资本及无形资产的价值评估等可以根据双方事先商议的方式进行。

在负债方面，买方应尽可能查明未记录的负债，进而要求卖方开立证明，保证若有未列负债出现应自行负责。

此外还应进行税务审查。如在收购前该公司欠缴税款，被收购后税务部门仍催缴税款，而由收购公司缴纳，实属不合理。所以应予注意。

在整个财务审查工作中，最主要的是要剥去目标公司提供的经过装饰了的财务报表的外衣。要注意资产评估的方法，是否采用提前认列收益的会计处理、不合理地冲销各种损失备用金、将费用大量资本化等。因此对于资产负债、获利能力、现金流量的变化情况，应予以深入核查，找出异常现象即

予以调整。

（二）目标公司的商业调查

1. 商业调查的意义

在收购过程的开始阶段，收购方需要得到有关目标公司经营情况的充分信息，以便决定是否继续进行收购，商业检查可以实现这一需要。

商业检查涉及收集和分析目标公司的财务和会计报告或其他可以得到的信息，通常没有独立的审核人员参加。收购方的经理人员可以参与、也可以不参与这一检查。在谈判的过程中可以就各个不同方面的问题进行一次或多次的检查。商业检查可以使我们广泛了解目标公司业务的所有方面。它包括以下各个方面：

- 产业信息；
- 营销方式；
- 制造和分配方式；
- 财务报告系统和控制；
- 劳资关系；
- 公司财务报表、会计资料和税收；
- 研究和发展(R&D)计划；
- 公益管理部门的报告要求；
- 国际业务；
- 法律问题。

除了要取得有关目标公司的信息外，商业检查也包括对这些信息进行检查和分析。检查和分析的范围通常取决于交易的性质和收购方的特殊需要。通常需要对会计税收准则和实务进行深入的检查，需要特别强调其中与收购相关的问题。收购方与它的独立会计师在开始时就必须在这方面达成一致，

收购方必须理解这部分检查的目的和局限性。

由于从商业检查中通常可以得到大量的信息，因此，管理人员应该事先为目标公司准备一份问题调查表。可以按照下面所讲的内容来设计，对其中一些内容可以根据需要增加或删除，以便适合于特定的情况。例如，如果已经得到了目标公司的特定产业的分析，那么，就可以将产业分析部分删掉。又如，如果 R&D 与收购不是很相关的，就可以将这一部分省略掉。如果公司从事跨国经营，那么，可以增加国际因素部分。

2. 商业调查内容

商业调查，无论是单独执行还是结合核实和审计程序来执行，都应该包括一组有关目标公司的基本信息。它应该调查和分析下面列举的内容。在商业检查之后，如果怀疑信息的可靠性，或者收购方想提高保险程度，那么就需要进行全面的收购审计或其他的核实程序。

1) 公司背景和历史

在调查的开始阶段，应该收集公司的总体性质、主要分配和设施、历史以及类似的信息。此外，通常还要取得有关经理人员、董事和外部顾问的信息。在可能的情况下，还应该包括公司的最新发展、未来的计划和主要问题（例如，诉讼案件、政府限制、环境问题等）方面的信息。

2) 产业分析

如果提出的收购方案对收购方来说是一个新的产业，那么就应该进行详细的产业检查。这一检查通常是在对某一特定公司调查之前进行。

在产业分析中通常包括以下因素：

来自产业内和产业外的竞争和相对市场占有率；

产业的销售和利润增长率（过去的和预计将来的），和影响产业增长和赢利能力的外部因素；

该产业中的兼并与收购情况——以便确定公司合并对该产业的继续生

存和增长是否是极其重要的；

政府管制——程度和趋势；

专利、商标、版权等——对该产业内的公司来说是重要的；

成功的关键因素、进入壁垒和威胁。

在很多情况下，公司可能需要聘用产业专家和顾问来帮助进行产业分析。

3) 财务和会计资料

比较公司主要业务部门在最近几年中的财务比率，以便确定其重要的发展趋势是有用的。这些比率通常至少包括以下一些：资产收益率和股东投资收益率、毛利、销售利润率、固定费用倍数、流动比率、速动比率、负债-产权比率。还应该取得有关通货膨胀或经营周期的信息，公司在这种环境中经营的能力以及现时价值和重置成本的资料。

取得并分析上一年的资产负债表、收入表和财务状况变动表，以及预算和对未来的预测也是有用的。了解预测的现金流和这一预测中所运用的前提假设也是极其重要的。此外，了解目标公司遵从的会计准则和实务的任何不同，或其中存在的问题也是重要的。最重要的差异和存在的问题通常是有关下面一些内容：坏账准备、库存估价、折旧、长期合同会计处理、年金和雇员利益会计处理等。

4) 税收

应该对目标公司的纳税申报单和税收检查情况进行检查，通过对目标公司税收状况的检查应该使购买方确信，它们正在收购的公司的纳税义务都已正确地反映在其账簿上。

纳税义务检查主要要回答这样的问题，出售方是否已经按照目前的税基交付了公司的所有税收？对在收购的进展过程中和各税务主管机关将来的审计中，可能产生的未知的和预期的调整是否已经作了充分的考虑？尽管能够

满足这些问题的程序依目标公司规模、出售方特殊的税收状况的复杂程度不同而有所变化，但是一般需要对存档（至少三年）的纳税单进行检查和分析，特别需要注意财务报表和应税收入之间的核对，还要对由各税务主管机关所作的最新调整的报告进行检查。在检查过程中不但要注意联邦收入税问题，而且也要充分考虑州和地方的税收。

依据交易类型的不同，税收检查也应该包括税基分析和潜在的增大的可能性的评估。如果购买方正在考虑通过出售目标公司的某项资产，来为潜在的收购筹集资金，那么应该仔细检查在出售那些资产时潜在的到期的税收，应该考虑到资产的税基通常小于账面价值这一事实。

5) 人力资源和劳资关系

购买方必须对出售方管理人员的能力作出评价，特别是在购买不相关产业的公司时更应该如此。购买方应该会见目标公司的高级职员和经理人员，检查他们过去的工商经历，调查他们的背景，比较补偿金的水平和计划，因为它们在工作中经常会发生变化。

购买方应该检查工会协议、罢工历史和相关因素，以便发现任何存在的问题。因为有劳工协议使得许多削减人员的计划都不可能实现。还必须检查年金、利润共享和其他的雇员利益计划，以便确定对公司合并以后的业务将会产生怎么样的影响。如果出售方有许多长期雇员，且在没有建立年金基金而又必须向他们支付退休金时，将会减少购买方的现金流。相反，如果目前许多年金基金有剩余的话，则会使收购费用减少。

6) 市场营销

购买方应该取得并分析有关下面各种产品和营销因素的信息：

- a. 销售量，利润和产品线上的积压；
- b. 主要产品和新产品开发的介绍；
- c. 年度和月销售历史（长期趋势和季节性或周期波动）；

- d. 政府销售额；
- e. 主要顾客；
- f. 营销和销售组织，包括专门的赔偿安排；
- g. 销售计划和预测的方法；
- h. 广告和促销的费用及方法；
- i. 分销渠道和战略；
- j. 顾客满意情况和购买力；
- k. 主要竞争对手的市场占有率；
- l. 产品生命周期和技术水平；
- m. 定价战略；
- n. 竞争战略；
- o. 新产品开发。

应该把公司的发展趋势与产业的平均发展水平相比较，以便确定公司的相对绩效。应该调查具有竞争性的和潜在竞争性的新产品，因为它们对目标公司未来的前途会产生不利影响。

应该把市场营销情报和目前的产品销售信息与库存分析作比较，以便查明过量的和已废弃的库存。在公司收购之后再对库存进行处理可能是要花费很大代价的。

7) 加工制造和分配

对加工制造和分配领域的检查应包括：

各生产设施(名称、分布、是自己的还是租赁的、账面价值、公平市价、生产能力、从业员工、现有条件、目前使用情况、其他用途等)；

制造过程；

主要原材料供应；

实物分配方式(购买、公司内部转移、向顾客的最终销售)；

制造效率。

8) 研究与开发

购买方应该分析过去的 R&D 项目(费用和实际的或估计的利益), 当前的和将来的项目(估计的费用和利益), R&D 中使用的人员和设备、R&D 的会计处理方法。

9) 财务和管理控制系统

了解出售方内部的报告和控制系统总是非常重要的, 尤其是当出售方属于不同产业的公司时更是如此。收购方在收购完成以后可能在很大程度上需要依靠出售方现有的系统, 因为在两个公司建立一致的系統通常是不可能的。这可能是由于两个公司在经营和管理理念上的不同, 也可能是连接两个系统需要较高的成本。生产和原材料控制系统、指挥系统都是特别重要的, 因为这些系统的失效可能会严重影响到公司的正常运转。此外, 基本的会计控制也是重要的, 因为它们对报告的准确性和雇员欺诈产生潜在的影响。

10) 公益管理部门的报告要求

需要特别注意各公益管理部门颁布的报告要求, 因为它们对公司的业务有很大的影响。忽视这些要求可能会导致巨大数额的罚款, 或者陷入经营困难的境地。收购方必须确信出售方的设施遵守了各公益管理部门(如环境保护局、职业安全与保健管理总署等部门) 颁布的各种规定和标准。

11) 国际因素

如果目标公司从事于国际贸易或其他的国际业务, 那么收购方应该充分了解这些国际业务, 以及它们对公司的总体业务产生什么样的影响。应该注意有关国际投资环境、贸易和投资限制、外汇管制、通货膨胀等方面的问题。虽然利润汇回对偿付收购债务是必要的, 但是, 外汇管制或出售方的国际赋税抵免限制问题却可能阻碍了利润的汇回。

12) 可自行处理的费用

购买了可以在短期内延期某些费用，如研究与开发费用、维修与维护费用等，但这样做可能会产生长期的不利影响。仔细检查这些可自行处理的费用，可以避免将来可能发生的未预期的资本费用，导致收购成本的上升。

下面是在商业检查或其他类型的调查中没有包括进去的一些常见的财务和会计问题，在调查中注意这些问题是非常重要的。

1) 私人公司为减少税收而低估库存品的价值，这可能会导致扭曲收益趋势和潜在的税收评估的结果——这种低估通常是通过保守的定价、过量的废品登记和不准确地清点库存数量来实现的。

2) 由于没有记录废弃的库存品而产生的库存高估——这可能是由于产品过剩、销售退回和折让、技术变化、新产品开发和产品到达成熟和衰退期而引起的，甚至在大量的 LIFO 储备的情况下，也会产生这一问题。

3) 诉讼——很少有公司能够避免诉讼。最常见的诉讼来自于产品上的麻烦，这往往在收购完成之后才出现。

4) 在出售公司之前“包装”财务报表——这一手段包括递延 R&D 费用和维修与维护费用、“取消”库存储备或储备不足、错误估计、或估计或假设的改变(例如，坏账准备、年金会计处理、销售退回和折让、购股权证、滞料和过量库存等)、没有披露的变化等。

5) 账面上的不能收回的应收账款——没有为疑账、现金和商业折扣、过期的应收账款、销售退回和折让提供充分的准备。

6) 经理人员的品质——通常需要进行私人调查，以便得到有关经理人员的充分信息，据此，可以确定他们是否胜任工作或是否值得信任。

7) 或有税收——这是收购领域的一个非常重要的问题。大多数公司在准备纳税申报单时都倾向于具有很大的挑战性。应该仔细地检查过去年份和当年的纳税申报单和税务署的报告，要注意其中的任何非正常项目。

8) 某些不能变现的投资——股权投资和非证券投资只有在“长期亏损”、

而不是在暂时亏损的情况下，才要求减记资产的账面价值。在使用了放宽的调整之后，就可以避免对长期亏损的确认。

9) 未记录的债务——可能包括假期工资支付，销售退回，折让和折扣（数量和现金），年金债务等。

10) “关系户”业务——在私人公司中经常会发生。在公司易主的情况下对公司业务有较大影响。

11) 不完善的财务控制——包括定价和成本政策不当，预算和控制制度薄弱。

12) 主要的客户或合同——失去一个就会对公司的经营产生大的影响。

13) 对未来的重大支出的需要——这些可能包括工厂迁址或扩建，过时固定资产的重置和新产品开发。

14) 国际业务——这些可能会产生许多问题，包括劳工、管理人员、经营困难，以及财务性质问题等。

15) 非正常业务和非常项目，如资产的出售——这些常常会改变目前的发展趋势，应该予以确认并认真地进行评估。

前面所述的是商业检查和其他类型的调查中没有包括的一些常见的财务和会计问题。

（三）购并的财务分析

1. 公司价值评估

在公司购并谈判中，买卖双方谈判的焦点无疑是被购并公司的价格的确定。而公司价格确定的基础却是购并前交易双方公司本身价值的认定。

在收购过程中，一般只需买方对卖方公司的价值作用估算。但在双方以交换股权来进行的交易中，则要估算双方股票的价值。现代公司财务理论认为：收购公司价值的自我评价具有特别的意义。 尽管一家公司可能把自己看成一个收购者，任何公司也不能完全排除被他人收购或接管的可能性；

自我评价过程可能会引起管理部门对战略性扩售资产的机会的注意；自我评价为有收购意图的公司对确定是用现金收购还是通过交换股票收购提供的决策依据。

在进行公司购并时，公司的价值如何估算呢？公司价值的确认有两个依据：一种是根据公司盈利水平评价；另一种是按照公司资产价值评价。前者认为在市场经济条件下，利润最大化是企业的经营法则，因此盈利能力大的企业当然具有较高的价值；后者适用于以获得或出售资产为目的的企业购并，即将企业的净资产作为企业的价值，它等于资产负债表上总资产减总负债后的净值，即股东权益。

按盈利水平评估公司价值的方法有两种：即现金流量法和市场价值法；按企业资产价值评价分为三种：即账面价值法、重置价值法和清算价值法。下面分别加以介绍。

第一种：现金流量法

现金流量法，也称现金流量现值法或现金流量贴现法，即指在考虑资金的时间价值情况下，将发生在不同时间的现金流量折算成现值再加总的方法。用这种方法衡量企业价值的公式为：

$$V = PV - L$$

式中：V ——企业价值；

PV ——历年现金流量的总现值；

L ——公司债务。

其中，历年现金流量总现值的计算公式为：

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{D_i}{(1+i)^n}$$

式中： F_t ——第 t 年公司现金流量；

i ——公司资本成本，也称贴现率；

n ——现金流量的预测期限；

D_t ——预测期末企业残值。

其中， $1/(1+i)^t$ 称为现值系数或贴现系数，贴现现金流量技术的一个基本特点，是它明确考虑到今天收到的 100 元要比一年后收到的 100 元更值钱。因为今天的钱可以用于投资，从而在这期间获得收益。“时间就是金钱”这句话恰当表达了货币价值是一个动态的概念。

用现金流量法估算公司的价值，要受以下四个因素的影响：

1) 现金流量的多少(即公司未来的获利能力)

现金流量，是指公司货币形态的资金的实际流入、流出量。公司现金流量由两部分组成：

由经营引起的现金流入量。其计算公式如下：

由经营引起的税后现金流入量 = 税前利润 - 所得税额 + 折旧费支出

在现金流入估算上，卖方一般依自己若继续经营的未来获利的现值计算公司的价值；买方则会按购并后的经营情况，来估算未来现金净流入的现值。

由投资引起的现金流出量，其计算公式为：

由投资引起的税后现金流出量 = 追加的固定资产投资额 + 追加的流动资本投资额

公司收购后追加的固定资产投资额包括迁移厂房或投入大量新的设备进行技术改造等投资；追加的流动资本一般是指公司购并后所需增加的营运资金等。

事实上，买方估算的公司的未来获利会与卖方有所差异，这也正是双方讨价还价相互协商的开始。关于公司未来获利的估算，涉及到公司未来的经营外部环境、公司自身的运营能力以及双方谈判地位和进行交易的动机。估算一个可行的公司价值，才能为双方所接受，达到收购的成功。

2) 公司的残值

设备残值的估算比较简单，即为设备在投资计划期结束时的残余价值。

但是，公司作为一个永续经营的整体，其残值即为计划年限终止时公司作为整体的价值，对其估算却难以用一般的残值估算方法。

残值估算的方法很多，较严谨的方法是假定计划年限终止时，公司进入成熟期，其现金流入将按一个较稳定且比较低的比率无限期增长。公司的残值是计划年限终止后的第一年的现金流入乘上一个系数，该系数为折现率减去年现金流入增长率的倒数，即

$$D_t = \frac{F_{n+1}}{i-g}$$

式中： F_{n+1} ——计划年限终止后第一年的现金流入

i ——贴现率

g ——年现金流入增长率

但是，实际上预测 5 年或 10 年后公司的价值本身是很复杂的，因为难以为人所控制和预测到的不确定因素很多。所以，在估算残值时还是要慎重为好。

3) 公司计划年限

事实上，公司的生命可能是无限的。但是具体估算公司价值时，还是要预测公司计划经营的年限。在通常情况下，要根据决策者较有把握的状况来决定，也与行业性质和经营特点有关。如高科技企业，可能是 3 年，钢铁企业可能是 10 ~ 20 年，一般则以 5 年或 10 年居多。一种更好的解释是：现金流量的预测期只应持续到用以支持预期的销售增长的追加投资的预期收益率等于资本成本时为止。也就是说，如果公司的投资收益率仅等于资本成本，或等于市场所要求的、最低的、可接受的、经过风险调整的收益率，公司的价值将不受企业成长的影响。

4) 资本成本，即贴现率

资本成本，是指资本的价格。从投资者方面看，它是投资者提供资本时要求补偿的资本收益率；从筹资者方面看，它是企业为获取资金所必须支付的最低价格。所以，资本成本，就是提供给公司资本的成本，或公司所必需的收益率，即公司的资本所有者所要求的最低的收益率。

公司资本来自长期负债和股东权益。长期负债包括长期借款、应付长期债券和长期应付款等。股东权益包括优先股、普通股以及留存盈利等。不同的资金来源，其资本成本的计算方法也不尽相同。

对公司价值进行估算时，公司资本一般采用的估算公式是：

$$K = aK_e + (1-a) \cdot K_d (1-t)$$

式中：K ——公司加权平均资本；

K_e ——股本资本成本；

K_d ——负债成本，即债券利息率；

t ——公司所得税率；

a ——股本资本占公司总资本的比率，则举债所占比例为 $1-a$ 。

一般来说，股本资本的成本较难估计，其计算公式为：

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

式中： R_f ——无风险投资收益率(通常指国库券利率)；

R_m ——资本市场的所有投资个体(如各种股票)按一定比例所形成的投资组合的收益率，也可视为资本市场的收益率；

β ——风险系数， $\beta > 1$ ，表示投资风险较高， $\beta < 1$ ，表示投资较安全。

从公式中可以看出，股本资本成本是由无风险利率和风险收益率两部分

组成的，这里的风险，包括经营风险、财务风险和市场性风险。

资本成本的大小，直接关系到公司价值的估算，如果资本成本也即贴现率很高，则用现金流量估算出的公司价值可能会低于按账面价值调整法算出的价值。也就是说，贴现率与公司价值或现金流量现值成反比。

在企业购并过程中，究竟是以买方本身的资本成本还是以目标公司的资本成本作为贴现率呢？通常会采用目标公司和买方两方的资本成本作为贴现率，来估算两种公司的价值。甚至双方在协商价格时，买方若谈判力量强，则可能要求以两者中较高者作为价值估算的依据。

第二种：市场价值法

一个公司的股票价格反映了关于未来收益和股息的期望，所以现行市场价值可以指望具有一种对购并条件强有力的影响。

换言之，股票的市价是市场将股票未来股息和股票增值折算成现值的一种估计。

设： P_n ——股票第 n 年后的价值；

D ——每年股息；

R ——股票预期收益。

则股票现值 P_0 的计算公式为：

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n-1} \frac{D}{(1+R)^t} + \frac{D+P_n}{(1+R)^n}$$

投资者一般要求的股票收益率一定会高于银行利率，因为股票有风险。

所有股票由两部分构成：

股票收益率 = 无风险的或政府公债利率 + 股票风险补偿率

由于对将来的股价不好预测，所以最常用的衡量股价的数据是市盈率，即股利润比例。

$$P/E = \frac{\text{股票市价}}{\text{每股利润}}$$

市盈率(P/ E)的意义有以下几点：

1) P/ E 表达了股票投资回收期，如 P/ E=10 的股票，说明投资该股票需要 10 年才可以收回投资。

2) P/ E 是对公司将来利润的一种预测。一家公司 P/ E 的高低要和同行业进行对比，才能评价这家公司的 P/ E 是太高、太低，还是接近行业平均值。成长迅速的电子工业的平均 P/ E 就应该比老化成熟的冶金工业的平均 P/ E 高。如果股民对某公司寄予厚望，认为今后盈利增长会比以往更快，P/ E 值就会很高。如果企业盈利今后每年增长 10% 的话，原来需要 10 年才能回收的投资只要 7 年半就可能收回了。

3) P/ E 是衡量股价和一个公司赚钱能力的尺子。大致说来，P/ E 应相当于公司的利润增长率。如某公司的利润增长率为 15%，P/ E < 15，则购买该股票较为合算，P/ E 低的股票往往是慢成长股。稳定成长股的 P/ E 一般是 10 ~ 15，快速成长的热门股其 P/ E 可达 15 ~ 20 甚至更高，选择股票的要诀之一是寻找那些预测利润增长率高，但 P/ E 尚低的股票。但不要买 P/ E 过高的股票。

因此，公司的市场价值可以有两种表示方法：

$$\text{公司市场价值} = \text{每股股票价格} \times \text{公司股票数量}$$

或

$$\text{公司市场价值} = \text{市盈率} \times \text{股东可获收益}$$

如果说，公司账面价值反映的是公司历史成本，有时历史成本与资产目前的获利能力、资产的实际价值和产生偿付债务的现金流量的能力关系不大，仅有很少的参考作用。而市场价值却总是能够很好地反映公司的获利能力、现金增值和偿还债务的能力。

第三种: 账面价值法

公司的每一会计年度的资产负债表最能集中反映公司在某一特定时点的价值状况, 揭示公司所掌握的资源, 所负担的债务及所有者在企业所持有的权益。因此, 资产负债表上各项目的净值, 即为公司的账面价值。

但若估算目标公司的真正价值, 尚须对资产负债表的各个项目作必要调整。

如对资产项目的调整, 应注意公司外贸业务的汇率损失, 公司有价值证券是否低于账面价值、应收账款可能发生的坏账损失、机器设备、厂房、土地的折旧方式, 尤其是在无形资产方面, 有关专利权、商标权、公司的商誉等估算弹性很大。

对负债项目的调整, 应该审查是否有未入账的负债如职工退休金、预收货款、预提费用等, 是否发生担保事项和或有负债以及未核定的税负等。

对目标公司财务报表审查评估后, 买卖双方即针对这些资产负债, 逐项协商, 也许会找到双方均可接受的公司价值。

第四种: 重置价值法

这种估算方法适用于购并者以获得资产为动机的购并行为。公司资产重置价值有两层含义: 一是复原重置价值; 一是更新重置价值。

复原重置, 是指以当前价格水平重建造一个同被评估资产完全相同的全新资产的成本。

更新重置, 是指以当前的价格水平建造一个与被评估资产具有同样用途但功能更新的全新资产的成本。

测定重置价值有三种方法:

1) 重置核算法。用公式表示:

资产重置价值 = (料、工消耗量 × 现行价格及费用定额)

2) 物价指数法。用公式表示:

资产重置价值 = 资产的原始价值 × 物价变动指数

3) 功能价值法。用公式表示：

资产重置价值 = 参照资产价值 × 被评估资产的生产能力 ÷ (参照资产的生产能力)^q

式中：q —— 规模指数，经验数值为 0.6 ~ 0.8

第五种：清算价值法

清算价值，是指若公司破产或因其他原因需要停止清算时，将资产拍卖出售，公司可能得到的收入。清算价值一般要低于重置价值。一是由于在清算时企业资产一般只有压价才能售出；二是由于清算时，还有一笔清算成本。这种方法适用于以出售资产为目的的企业。

事实上，价值的估算只能作为制定价格的参考，在实际运用中，可能用不同的方法，各自对同一公司算出很多不同的价值。

公司的价值，往往存在于购并后所产生的综合效应，买方基于这种“综合”，可能愿付比市价更高的价格买入目标公司。

公司的价值既然是对于公司未来获利的预测，预测的结果就有不确定性，据此投资就有一定的风险性。

在实际应用中，既然是估算，有时也可以用简便的方法，即直接将当年的税后净利润除以某一资本化率（计划年限的倒数）来估计公司的价值。收购价格的决定，也可将各种不同评价方法计算出的价值加以加权计算。

应该说，对公司了解的越详尽，对公司价值的估算就越准确。各种外在因素和不确定性因素以及公司经营风险的大小等等都会影响公司价值的确认。

2. 现金购并的财务分析

假定公司 A 拟收购公司 B，设 V_A 为公司 A 的市场价值； V_B 为公司 B 的市场价值， V_{AB} 为购并后联合公司的市场价值，则成功的购并前提条件是：

$$V_{AB} > (V_A + V_B)$$

也就是说，购并后公司的现金流量现值应大于购并前两个公司现金流量现值之和，并购才应进行。从公司 A 的角度而言，购并后带来的收益应该高于购并所付出的成本，否则，购并就失去了经济合理基础。

现金收购是一种由收购者支付一定数量的现金，从而取得收购公司的所有权的收购行为。

收购是否经济合理，其判定的条件是：

$$NPV = (V_{AB} - V_A) - P_B \geq 0$$

式中：

$V_{AB} - V_A$ ——收购公司 A 股东所得，即购并后新公司价值减去购并前公司 A 价值之差。

P_B ——公司 A 为收购公司 B 所付出的代价，由于收购行为常常引起公司 B 股票价格的上升，因此， P_B 主要包括公司 B 的原市场价值 V_B 和溢价部分。

如果公司 B 被收购后，不是组成新的联合公司，而是在公司 A 的控制下独立经营，那么成功收购的判定标准是：

$$V_B = V_B + V_B \cdot v = V_B(1+v)$$

式中：

V_B ——公司 B 在公司 A 控制下的公司市场价值。

V_B ——公司 B 因被收购所引起的溢价。

v ——溢价率

当然，对公司 A 而言，也应有 $V_A \geq V_A$

由此可以推出，公司 A 收购公司 B 的最低和最高收购价格标准：

最低收购价，是在既定投资收益率条件下公司 B(包含溢价)的市场价值。

即

$$P_{\min} = V_B(1 + v)$$

$$= \left(\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i_H)^t} + \frac{F_{n+1}/(i_H - g)}{(1+i_H)^n} - L \right) (1+V)$$

最高收购价，应是在公司 B 在公司 A 控制下所能形成的新的市场价值，即

$$P_{\max} = V_B$$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{F'_t}{(1+i_H)^t} + \frac{F'_{n+1}/(i_H - g')}{(1+i_H)^n} - L'$$

当然，在既定的收购条件下，也可以通过收购后所形成的新的投资收益率(i')与既定的投资收益率(i_H)进行比较，如

公司收购成功，则 $i' > i_H$

阿尔弗兰德·拉巴波特在《怎样对收购企业进行财务分析》一文中，通过对美国 20 世纪 70 年代中期以来的企业购并现象的分析后指出：“近来有不少收购并没有使收购者股东的股票升值。终究，收购者股东的股票价值不取决于目标公司在兼并前的市场价值，而是取决于对比被收购公司对合并后公司所作的现金流量贡献，收购公司实际支付的价格是多少。”

这篇文章最有说服力的是通米特勒公司收购兰诺公司的财务分析，详细说明了现金收购和股票收购的操作和论证过程，下面据此进行一下简述。

米特勒公司在工业品包装和材料处理市场上是领先的制造者和批发商，最近一年的销售额为 6 亿美元，拟收购一家有相似的营销特性，有类似的生产技术、或有相似的研究和发展方向的公司。兰诺公司是一家销售额为 5000 万美元的企业，在工业品包装新产品开发方面曾经给人以深刻的印象，特别适合于米特勒公司总的收购标准。兼并前，米特勒公司和兰诺公司的财务状况如表 14.1.1 所示。

表 14. 1. 1 兼并前米特勒公司和兰诺公司的财务状况 单位：百万美元

损益表 (截止到 12 月 31 日)	米特勒	兰诺
销售额	600.00	50.00
经营成本	<u>522.00</u>	42.50
经营利润	78.00	7.50
债务利息	<u>4.50</u>	<u>0.40</u>
税前收益	73.50	7.10
应交所得税	<u>36.00</u>	<u>3.55</u>
净收入	<u>37.50</u>	<u>3.55</u>
流通在外的普通股的数量 (百万)	10.00	1.11
每股收益	3.75	3.20
每股股息	1.30	0.64
财务状况 (年终)		
净流动资本	180.00	7.50
有价证券	25.00	1.00
其他资产	2.00	1.60
财产、厂房、设备	216.00	20.00
减去累积折旧	<u>(95.00)</u>	<u>(8.00)</u>
	<u>328.00</u>	<u>22.10</u>
负担利息的债务	56.00	5.10
股东权益	<u>272.00</u>	<u>17.00</u>
	<u>328.00</u>	<u>22.10</u>

用现金收购分以下六个步骤：

第一步，进行现金流量规划。

前面提出的现金流量公式可以用另一种形式表达如下：

$$CF_t = S_{t-1} (1 + g_t) (P_t) (1 - T_t) - (S - S_{t-1}) (f_t + W_t)$$

式中： CF_t ——现金流量；

S ——销售额；

g ——销售额年增长率；

p ——销售利润率；

T ——所得税率；

f ——销售额每增长 1 美元所需追加的固定资本投资(全部固定资本投资扣除折旧)；

W ——销售额每增长 1 美元所需追回的流动资本投资。

只要得出 g 、 p 、 T 、 f 、 W 五个变量的估计值，就可以对现金流量进行规划。

表 14.1.2 是米特勒公司管理部门对兰诺公司的经营状况(假定兰诺公司在米特勒公司的控制之下)做出的最可能的估计值。

表 14.1.2 对兰诺公司在米特勒公司控制下经营状况的最可能估计

项 目	年 份		
	1—5	6—7	8—10
销售额增长率 (g)	0.15	0.12	0.12
销售利润率 (P)	0.18	0.15	0.12
所得税率 (T)	0.46	0.46	0.46
追加的固定资本投资 (f)	0.20	0.20	0.20
追加的流动资本投资 (W)	0.15	0.15	0.15

表 14.1.3 是由此作出的兰诺公司 10 年的现金流量规划。

如第一年现金流量为：

$$\begin{aligned} CF_1 &= 50 (1 + 0.15) (0.18) (1 - 0.46) - (57.5 - 50) (0.20 + 0.15) \\ &= 2.96 \end{aligned}$$

表 14.1.3 兰诺公司 10 年现金流量规划 单位：百万美元

项 目	年 份									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
销售额	57.50	66.12	76.04	87.45	100.57	112.64	126.15	141.29	158.25	177.23
经营费用	47.15	54.22	62.34	71.71	82.47	95.74	107.23	124.34	139.26	155.96
经营利润	10.35	11.90	13.70	15.74	18.10	16.90	18.92	16.95	18.99	21.27
现金所得税	4.76	5.48	6.30	7.24	8.33	7.78	8.70	7.79	8.74	9.78
税后经营利润	5.59	6.42	7.40	8.50	9.78	9.12	10.22	9.16	10.25	11.49
折旧	1.60	1.85	2.13	2.46	2.84	3.28	3.74	4.25	4.83	5.49
减去追加的固定资本投资	(3.10)	(3.57)	(4.12)	(4.74)	(5.47)	(5.69)	(6.44)	(7.28)	(8.22)	(9.29)
减去追加的流动资本投资	(1.13)	(1.29)	(1.49)	(1.71)	(1.97)	(1.81)	(2.03)	(2.27)	(2.54)	(2.85)
从经营中获得的现金流量	<u>2.96</u>	<u>3.41</u>	<u>3.92</u>	<u>4.51</u>	<u>5.18</u>	<u>4.90</u>	<u>5.49</u>	<u>3.86</u>	<u>4.32</u>	<u>4.84</u>

除了对兰诺公司最可能的估计之外，米特勒公司的管理部门还提出销售额增长和销售利润率的三点估计方案。如表 14.1.4。

表 14.1.4 销售额增长和销售利润率的不同方案

方 案	销售额增长 (g)			销售利润率 (p)		
	年 份			年 份		
	1—5	6—7	8—10	1—5	6—7	8—10
保守的	0.14	0.12	0.10	0.17	0.14	0.11
最可能的	0.15	0.12	0.12	0.18	0.165	0.12
乐观的	0.18	0.15	0.12	0.20	0.16	0.12

关于预测期 10 年的确定，基于这样一点考虑：对现金流量的预测，只限于在所期望的追加投资收益率超过收购的最低可接受的收益率时期内。因此，需要确定收购可获得最低可接受收益率(K)所需的最低的、增量的税前销售利润率，即增量临界利润率(ITM)

$$ITM = \frac{(f + W)K}{(1 - T)(1 + K)}$$

在第二步分析中，可推测出 K=13%，且 W 由 15 美分增大到 20 美分时，T=50%，这样用 T=50%，f=0.20，W=0.20，K=0.13 代入公式得：

$$ITM = \frac{(0.20 + 0.20)(0.13)}{(1 - 0.5)(1 + 0.13)} = 0.092$$

由表 14.1.7、表 14.1.9 可以看出，未来 10 年内，税前销售利润率不会低于 9.2%，因此，预测期为 10 年有其合理性。

第二步，估计收购的最低可接受收益率，即资本成本。

假定，政府债券无风险收益率为 8.8%，市场风险补偿率为 5.2%，米特勒公司风险系数为 1.0，则米特勒公司估计的股本资本为

$$K_e = R_f + (R_m - R_f)$$

表 14.1.5 以 13% 的贴现率收购兰诺公司的
最高可接受的现金价格 - 最可能方案

单位：百万美元

年 份	从经营中获得的现金流量	现值	累计现值
2	3.41	2.67	5.29
3	3.92	2.72	8.01
4	4.51	2.76	10.77
5	5.13	2.81	13.59
6	4.90	2.35	15.94
7	5.49	2.33	18.27
8	3.86	1.45	19.72
9	4.32	1.44	21.16
10	4.84	1.43	22.59
残值	11.48	26.02*	48.61
加当前经营中不需要的有价证券			1.00
公司总价值			49.61
减去债务			5.10
最高可接受的现金价格（股东股票价值）			44.51
每股最高可接受的现金价格（每股股东股票价值）			40.10

* 第 10 年税后经营利润 / 贴现率 × 第 10 年的贴现系数 = $\frac{11.48}{0.13} \times 0.2946 = 26.02$

表 14.1.6 显示了在不同的贴现率情况下，三个方案中的每一个最高可接受的现金价格。如为了获得 13% 的收益率，按保守方案，米特勒公司可以支付最高价 3800 万美元（每股 34.25 美元），按乐观方案，可以支付最高价达 5300 万美元（每股 47.80 美元）。

表 14.1.6 不同贴现率下三个方案的最高可接受的现金价格

方 案	贴 现 率				
	0.1	0.12	0.13	0.14	0.15
1. 保守的:	48.84	42.91	38.02	33.93	30.47
总价格 (百万美元)	44.00	38.66	34.25	30.57	27.45
每股价格					
2. 最可能的:					
总价格 (百万美元)	57.35	50.31	44.51	39.67	35.58
每股价格	51.67	45.33	40.10	35.74	32.05
3. 乐观的:					
总价格 (百万美元)	68.37	59.97	53.05	47.28	42.41
每股价格	61.59	54.03	47.80	42.59	38.21

第四步，计算各种价格和方案的收益率。米特勒公司管理部门认为，收购兰诺公司的可望成功的最低出价是 3500 万美元，或每股 31.50 美元（溢价 26%）。而米特勒的投资银行估计，出价可能高达 4500 万美元，或每股 40.50 美元（溢价 62%），表 14.1.7 显示了三种估计方案在从 3500 ~ 4500 万美元的四种价格下所能获得的收益率。

表 14.1.7 各种不同出价和方案下的收益率

出 价	总价 (百万美元)	35.00	38.00	40.00	45.00
	每股价格 (美元)	31.53	34.23	36.04	40.54
1. 保守的		0.137	0.130	0.126	0.116
2. 最可能的		0.152	0.144	0.139	0.129
3. 乐观的		0.169	0.161	0.156	0.144

第五步，分析现金收购的可行性。

假定收购兰诺公司的适当价格是在 3500 ~ 4500 万美元，那么全部用现金支付是否可行？

由于用现金收购，收购者股东权益不变。因此，兼并后对米特勒公司而言，

$$\begin{aligned}\text{负债能力} &= \text{股东权益} \times \text{目标债务/ 股东权益比率} \\ &= 27200 \times 0.30 \\ &= 8160 \text{ 万美元}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{未使用负债能力} &= \text{负债能力} - \text{合并后负债金额} \\ &= 8160 - (5600 + 510) \\ &= 2050 \text{ 万美元}\end{aligned}$$

另有两家公司有价证券 2600 万美元(2500+100) ，因此，可用于现金购买兰诺公司的最大资金数量为 4650 万美元(2050+2600) ，可以满足 3500 ~ 4500 万美元的定价要求，现金收购可行。

第六步，评估收购对米特勒公司每股收益和资本结构的影响。

如表 14.1.8 所示。对此要注意以下几点：

收购与不收购对预期每股收益的影响要在公司预测期内进行全面评价。短期收益标准并不是评价收购能否在事实上为股东带来增值的可靠基础。

只要投资的边际收益大于或等于新债务的利率，公司可以通过举债提高每股收益；但如果投资的边际收益低于经过风险调整的资本成本，尽管增大了每股收益，公司价值亦将会下降。

根据未使用负债能力的分析，不论米特勒公司收购兰诺公司与否，管理部门都要有所警惕。

表 14.1.8 米特勒公司在收购或不收购兰诺公司情况下的预期
每股收益、债务/ 股东权益比率和未使用的负债能力

年份	每股收益		债务/ 股东权益		未使用的负债能力 (百万美元)	
	不收购	收购	不收购	收购	不收购	收购
0	3.75	4.10	0.21	0.26	25.60	20.50
1	4.53	4.89	0.19	0.27	34.44	9.42
2	5.09	5.51	0.17	0.28	44.22	7.00
3	5.71	6.20	0.19	0.29	40.26	4.20
4	6.38	6.99	0.21	0.30	35.45	0.98
5	7.14	7.87	0.24	0.31	29.67	-2.71
6	7.62	8.29	0.26	0.31	22.69	-7.77
7	8.49	9.27	0.27	0.32	14.49	-13.64
8	9.46	10.14	0.29	0.33	4.91	-22.34
9	10.55	11.33	0.31	0.34	-6.23	-32.36
10	11.76	12.66	0.32	0.35	-19.16	-43.88

* 假定收购兰诺公司的现金价格为 3500 万美元。

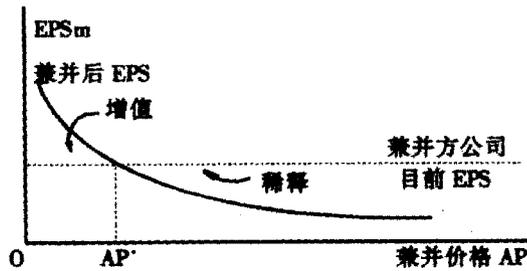
3. 股票收购的财务分析

1) 换股率对每股收益的影响

企业购并的目的，在于最大限度地增加股东的长期财富。因此采用股票收购方式进行企业购并时，必须兼顾购并双方股东的利益，其衡量标准是：公司股票的市价是否超过其购并前的水平。因此，在确定调换比率时，购并双方通常关注的是购并对每股收益(EPS)的影响。每位股东都希望购并使其 EPS 得到增加，而不希望被稀释，购并价格(换股比率)对 EPS 的影响如图 14.1.1 所示。

也就是说，购并后每股收益(EPS_m)随购并价格(AP)的提高而不断下降。

图 14.1.1



当 $AP < AP^*$ 时，EPS 增加；

当 $AP > AP^*$ 时，EPA 下降，也即购并方股票价格被稀释。

那么临界购并价 AP^* 是由什么决定的呢？

设： E_m —— 购并后的收益总额；

S_a —— 购并方购并前所发股票数；

P_a —— 购并方企业的股票市价；

AP —— 协商的购并价；

AP/P_a —— 购并方为实行购并而必须新发行的股票数。

则购并后每股收益计算公式是：

$$EPS = \frac{E_m}{S_a + AP/P_a}$$

其中购并价格

$$AP = S_b P_a$$

式中： S_b —— 换股率；

S_b —— 被购并方购并所发股票数；

令购并后 EPS_1 与购并方购并前 EPS_0 相等。

即
$$E_m/S_a + AP/P_a = E_a/S_a$$

$$\text{或} \quad E_a + E_b/S_a + S_b P_a/P_a = E_a/S_a$$

经整理：满足 $EPS_a = EPS_b$ 的换股率

$$* = E_b/S_b/E_a/S_a = EPS_b/EPS_a$$

因此，由 * 所决定的购并价，就是临界购并价。

即：

$$\begin{aligned} AP^* &= *S_b P_a \\ &= EPS_b/EPS_a \cdot S_b P_a \end{aligned}$$

下面通过一个案例进行说明。

假设有两家上市公司：A 和 B。A 公司是购并方，B 公司是目标企业，A、B 两家公司并购前有关数据见表 14.1.9。

表 14.1.9

项 目	A 公司	B 公司
股票发行总数 (万股)	1000	6000
税后利润 (万元)	800	360
每股税后利润 (元/股)	0.80	0.60
股票价格 (元)	7.20	7.20
市盈率 (倍)	9	1.2

A 公司拟通过一定的交换比例换取 B 公司的所有股份。假定，购并后企业的盈利水平与购并前保持一致。则换股比例不同，购并后的每股收益也不相同。如分以下三种情况分析。

第一种情况是：换股比例 1:1，即 A 公司再发行 600 万股普通股股票换取

B公司的原股票。则，购并后的每股收益为 0.725，低于购并前 A 公司的 0.80，但 B 公司的 EPS 由 0.60 上升到 0.80。如表 14.1.10。

表 14.1.10

项 目	并 购 后
股票发行总数(万股)	1600
税后利润(万元)	1160
每股税后利润(元 / 股)	0.725
其中原 B 公司股东	0.80(100% × 0.8)

第二种情况：换股比例 1:1.5，则 A 公司只要用 400 万股新股便可换取 B 公司 600 万股的股票，购并后，A 公司的 EPS 由 0.80 上升到 0.83，但 B 公司的 EPS 却由 0.60 降到 0.55 ($400/600 \times 0.83$)，见表 14.1.11。

表 14.1.11

项 目	并 购 后
股票发行总数(万股)	1400
税后利润(万元)	1160
每股税后利润(元 / 股)	0.83
其中原 B 公司股东	0.55($2/3 \times 0.83$)

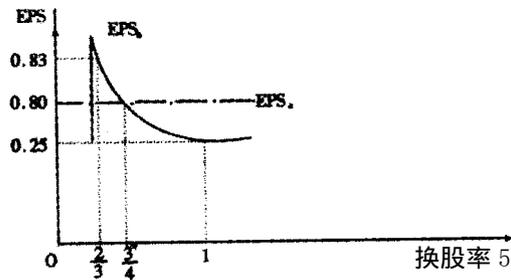
第三种情况：换股比例为 3:4，即 A 公司以 450 万股，换取了 B 公司的 600 万股，则 A 公司的 EPS 保持不变，B 公司按老股设计，仍为 0.60 元 ($450/600 \times 0.8$)，见表 14.1.12。

表 14.1.12

项 目	并 购 后
股票发行总数(万股)	1450
税后利润(万元)	1160
每股税后利润(元/股)	0.80
其中原 B 公司股东	0.80 (75% × 0.8)

通过曲线表示, 如图 14.1.2.

图 14.1.2



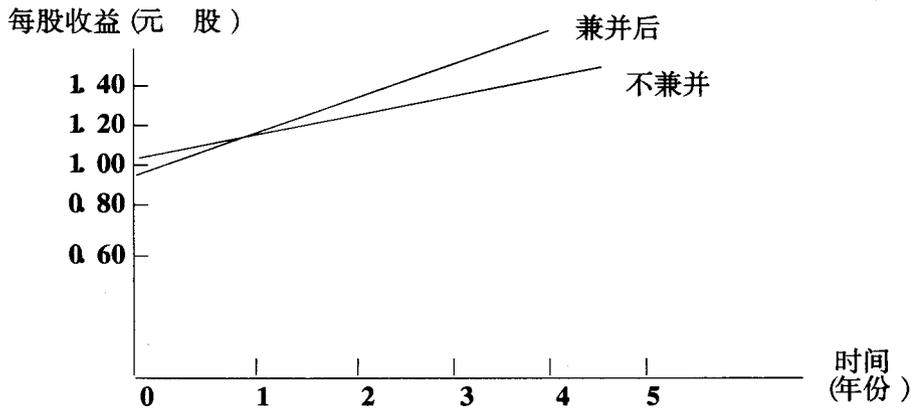
$$\text{因为 } \frac{EPS_b}{EPS_a} = \frac{0.60}{0.80} = \frac{3}{4}$$

所以临界换股率 = 3/4

2) 盈利增长率对每股收益的影响

如果购并决策仅凭购并对购并初期 EPS 的影响进行, 则只要购并初期的 EPS 被稀释, 购并方就不会采取购并行为。但从动态分析的角度, 企业盈利的增长率也是判定是否收购的重要因素。从短期看, 购并方每股盈利可能被稀释; 但从长远看, 若被兼并公司或购并后的新公司有较高的盈利增长率, 则可能会给股东带来更多的财富。

图 14.1.3



若想求出购并前后每股收益水平相等的时点，也可利用以下公式。

设：

EPS_0 —购并前每股收益；

EPS_1 —购并后每股收益；

r_0 —不购并公司盈利增长率；

r_1 —购并后公司盈利增长率；

t —经营期(年)

$$\text{则有 } EPS_0 (1 + r_0)^t = EPS_1 (1 + r_1)^t$$

$$\text{经整理 } t^* = \frac{\ln EPS_0 / EPS_1}{\ln [(1 + r_1) / (1 + r_0)]}$$

3) 估价率对购并决策的影响

股票的市场价格也是影响购并决策的重要因素。它是企业盈利能力、经营能力、发展前景的综合反映，是股东对公司未来收益的预期。尤其是在股票市场上股票的市价是购并双方交易谈判的基础，是双方确定换股比率

的依据，从而也是购并后影响每股收益的因素。从历史上看，购并方的报价一般都高于目标公司股票市场价格的 10 ~ 20%，甚至达到 50%。

为什么购并方有时愿以高出目标公司的市价来获得对目标公司的控制权？

一种情况是：被购并的企业除了有市场价格外，还具有一定的潜在价值。这种潜在价值包括：企业尚待形成规模效益；新技术、新设备尚未发挥很好的效益；购并后的协同效应等。因此，企业的相对潜在价值越大，购并的可能性也越大。这时购并方愿以较高的代价收购目标企业。购并后，通过对被购并企业的管理使其能产生更大的效益。购并方所支付的代价最终从效益的大幅度提高上得到补偿，如图 14.1.4 所示。

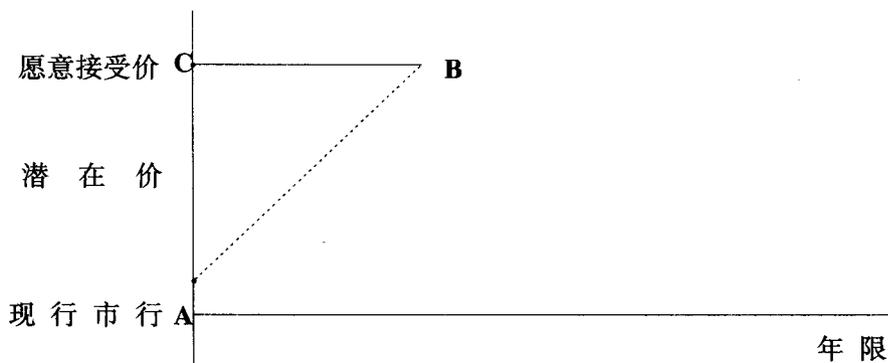


图 14.1.4

还有一种情况是，每股账面价值大大超过了每股市场价格，造成了股票价格的低估。企业的资产也许过去都是较低的盈利水平，但在有效的管理下，很有可能达到较高的盈利水平，由此，公司的市场值就会上升。库恩研究了 1975 ~ 1969 年英国 3500 多家公司（占证券交易所挂牌公司数的 88%），得出了估价率与被购并可能性之间呈逆反关系，这是对此最有力的证明。如图 14.1.5 所示。

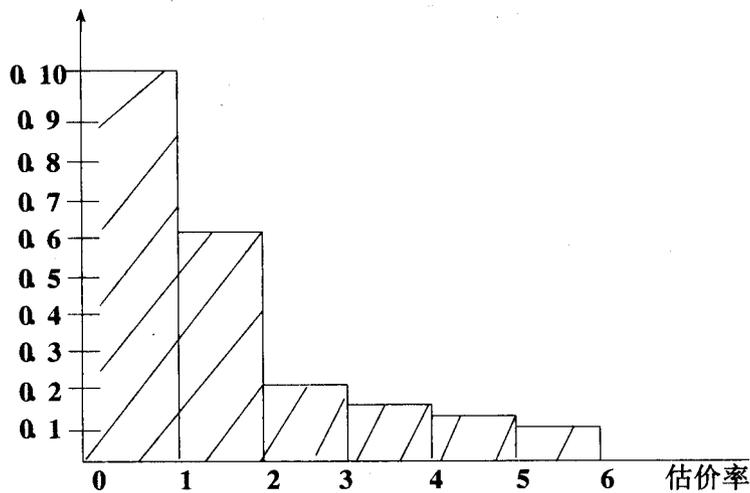


图 14.1.5

$$\begin{aligned} \text{估价率} &= \text{股票市场值} / \text{资产值} \\ &= \text{股票数} \times \text{股票价格} / \text{资产账面价值} \end{aligned}$$

4) 股票收购的案例分析

仍以米特勒公司收购兰诺公司为例。用股票分析的前两个步骤，即规划兰诺公司的经营现金流量和确定贴现率与现金收购方式相同，股票收购的其余步骤是：

估计米特勒公司的股票价值

米特勒公司在进行全面的自我评价时，首先对其经营状况作了最可能的估计，如表 14.1.14 所示。表中，根据 12% 的资本成本所需要的最低增量临界利润率 10.9%，推定预测期为 10 年。

表 14.1.14 在不收购的情况下对米特勒公司经营状况最可能的估计

项 目	年 份		
	1-5	6-7	8-10
销售额增长率(g)	0.125	0.120	0.120
销售利润率(p)	0.130	0.125	0.125
所得税率(T)	0.460	0.460	0.460
追加固定资本投资(f)	0.250	0.250	0.250
追加流动资本投资(W)	0.300	0.300	0.300

表 14.1.15 显示了对米特勒公司股东权益值的计算过程。它估计每股价值为 36.80 美元，但其市场价值仅为每股 22 美元，可以说，市场低估了它的股票价值，对采用股票收购方式不利。

假设米特勒公司准备报价 3500 万美元用现金收购兰诺公司，根据最可能方案分析，最高可接受的现金价格是 4451 万美元，由此米特勒公司的股东会增值 950 万美元。

但是若按 3500 万美元的股票来收购兰诺公司，则米特勒公司股东将会损失 1210 万美元。原因是，在现金收购方式下，米特勒公司的股东权益比例不变。而在股票收购方式下，将拿出部分股权让位于兰诺公司股东。如米特勒公司股票市价为 22 美元时，公司必须用 159 万股，才能达到收购兰诺公司所需的 3500 万美元。现在已在外发行普通股票 1000 万股，因此购并后，米特勒公司的股东只拥有 86.27% 的股权 $(1000/(1000+159))$ ，兰诺公司的股东将占有 13.7% 的股权 $(159/1159)$ 。由此，米特勒公司损失 1210 万美元，计算如下。见表 14.1.16。

表 14.1.15 以 12% 的贴现率估计在最可能的方案下米特勒公司的
股东权益现值

单位：百万美元

年 份	从经营中获得的现金流量	现 值	累 计 现 值
1	6.13	5.48	5.48
2	6.90	5.50	10.98
3	7.76	5.53	16.51
4	8.74	5.55	22.06
5	9.83	5.582	7.63
6	10.38	5.26	32.89
7	11.63	5.26	38.15
8	13.02	5.26	43.41
9	14.58	5.26	48.67
10	16.33	6.26	53.93
残 值	128.62	345.10*	399.03
加当前经营中并不需要的有价证券			25.00
米特勒公司的总价值			424.03
减未清偿债务			56.00
米特勒公司的股东股票价值			368.03
米特勒公司的每股股东股票价值			36.80

* (第10年的税后经营利润 ÷ 贴现率) × 第10年的贴现系数 = (128.62 ÷ 0.12) × 0.32197
= 345.10

表 14.1.16 米特勒公司股东损失的计算

单位：百万美元	
米特勒公司得到了兰诺公司 44.51 百万美元现值的 86.27%	38.4
米特勒公司损失了其 368.03 百万美元现值的 13.73%	(50.5)
米特勒公司的股东股票价值减少额	12.1

计算米特勒公司能进行交换股票的最大数量

在每一种方案和不同的贴现率下，能用来交换的最大可接受的数量如表 14.1.17。

表 14.1.17 三个方案在不同的贴现率下能用来交换的股票的最大可接受的数量

方案	单位：百万股				
	0.11	0.12	贴 现 率 0.13	0.14	0.15
1. 保守的	1.327	1.166	1.033	0.922	0.828
2. 最可能的	1.558	1.367	1.210	1.078	0.967
3. 乐观的	1.858	1.630	1.442	1.285	1.152

在 13% 收益率的情况下，最可能方案，用每股 22 美元的市场价格，米特勒公司动用 121 万股股票的价值仅为 2662 万美元，低于目前兰诺公司的市场价值 2775 万美元（25 美元/股 × 111 万股）。显然，用股权收购对米特勒公司不利。

评价两种收购方式对米特勒公司每股收益和资本结构的影响

假定收购兰诺公司的价格是 3500 万美元，各项比较数据见表 14.1.18。

表 14.1.18 米特勒公司的预期每股收益、债务 / 股东权益比率和未使用的负债能力——现金与股票交换的对比

年 份	每股收益 (EPS)		债务/股东权益		未使用的负债能力 (百万美元)	
	现金	股票	现金	股票	现金	股票
0	4.10	3.54	0.26	0.21	20.50	25.60
1	4.89	4.37	0.27	0.19	9.42	35.46
2	5.51	4.93	0.28	0.17	7.00	46.62
3	6.20	5.55	0.29	0.18	4.20	48.04
4	6.99	6.23	0.30	0.20	0.98	46.37
5	7.87	7.00	0.31	0.21	-2.71	44.29
6	8.29	7.37	0.31	0.23	-7.77	40.90
7	9.27	8.22	0.32	0.24	-13.64	36.78
8	10.14	8.98	0.33	0.26	-22.34	29.90
9	11.33	10.01	0.34	0.27	-32.36	-21.79
10	12.66	11.17	0.35	0.29	-43.88	-12.29

通过比较，可以得出以下几点结论。

用现金收购的每股收益的预期值总是高于股票交易的每股收益预期值。

股票交易的债务负担明显低于现金交易，至少在 10 年预测期内，都有未使用的负债能力，不会在短期内发生筹资问题。

如果收购的投资收益高于负债利息率，通过两种收购方式的对比，还是采用现金交易方式为好。

二、价值评估

(一) 决定价格的定量模型

1. 用现金流量模型估价的实例分析

米特勒公司在工业品包装和材料处理市场上是领先的制造者和批发商，在实施并购的前一年，其销售额为 6 亿美元，拟收购一家有相似的营销特性，有类似的生产技术或有相似的研究和发展方向的公司。兰诺公司是一家销售额为 5000 万美元的企业，在工业品包装新产品开发方面曾经给人以深刻的印象，特别适合于米特勒公司总的收购标准。兼并前，米特勒公司和兰诺公司的财务状况如表 14.2.1 所示。

1) 进行现金流量规划

让我们用另一个现金流量公式来估价

$$CF_t = S_{t-1}(1 + g_1)(P_1)(1 - T_1) - (S_t - S_{t-1})(f_1 + \quad)$$

式中：CF₁ ——现金流量

S ——销售量

g ——销售额年增长率

P ——销售利润率

T ——所得税率

f ——销售额每增长 1 美元所追加的固定资本投资

——销售额每增长 1 美元所需追回的流动资本投资

表 14.2.1 兼并前一年米特勒公司和兰诺公司的财务状况

单位：百万美元

损益表	米特勒	兰诺
销售额	600.00	50.00
经营成本	522.00	42.50
经营利润	78.00	7.50
债务利息	4.50	0.40
税前收益	73.50	7.10
应交所得税	36.00	3.55
净收入	37.50	3.55
流通在外的普通股的数量(百万)	10.00	1.11
每股收益	3.75	3.20
每股股息	1.30	0.64
财务状况		
净流动资本	180.00	7.50
有价证券	25.00	1.00
其他资产	2.00	1.60
财产、厂房、设备	216.00	20.00
减去累积折旧	(95.00)	(8.00)
	328.00	22.10
负担利息的债务	56.00	5.10
股东权益	272.00	17.00
	328.00	22.10

只要得出 g 、 P 、 T 、 f 、五个变量的估计值，就可以对现金流量进行规划。

表 14.2.2 对兰诺公司在米特勒公司控制下经营状况的最可能估计

项目	年份		
	1 ~ 5	6 ~ 7	8 ~ 10
销售额增长率(g)	0.15	0.12	0.12
销售利润率(P)	0.18	0.15	0.12
所得税率(T)	0.46	0.46	0.46
追加的固定资本投资(f)	0.20	0.20	0.20
追加的流动资本投资(w)	0.15	0.15	0.15

如第一年现金流量为：

$$CF_1 = 50(1 + 0.15)(0.18)(1 - 0.46) - (57.5 - 50)(0.20 + 0.15) \\ = 2.96 \text{ (百万美元)}$$

表 14.2.3 兰诺公司 10 年现金流量规划

单位：百万美元

项目	年份									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
销售额	57.50	66.12	76.04	87.45	100.57	112.64	126.15	141.29	158.25	177.23
经营费用	47.15	54.22	62.34	71.71	82.47	95.74	107.23	124.34	139.26	155.96
经营利润	10.35	11.90	13.70	15.74	18.10	16.90	18.92	16.95	18.99	21.27
现金所得税	4.76	5.58	6.30	7.24	8.33	7.78	8.70	7.79	8.74	9.78
税后经营利润	5.59	6.42	7.40	8.50	9.78	9.12	10.22	9.16	10.25	11.49
折旧	1.60	1.85	2.12	2.46	2.84	3.28	3.74	4.25	4.83	5.49
减去追加的固定资本投资	(3.10)	(3.57)	(4.12)	(4.74)	(5.47)	(5.69)	(6.44)	7.28)	(8.22)	(9.29)
减去追加的流动资本投资	(1.13)	(1.29)	(1.49)	(1.71)	(1.97)	(1.81)	(2.03)	(2.27)	(2.54)	(2.85)
从经营中获得的现金流量	2.96	3.41	3.92	4.51	5.18	4.90	5.49	3.86	4.32	4.84

假定，政府债券无风险收益率为 8.8%，市场风险补偿率为 5.2%，米特勒公司风险系数为 1.0，则米特勒公司估计的股本资本为：

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + (R_m - R_f) \\ &= 0.088 + 1.0(0.052) = 0.140 \end{aligned}$$

米特勒公司当前的税率为 9.5%，所得税率 46%。因此，其借入资本的税后资本为：

$$\begin{aligned} K_b &= K(1 - T) \\ &= 9.5\%(1 - 46\%) \\ &= 5.1\% \end{aligned}$$

由于米特勒公司的目标债务 / 股东权益比率是 0.30，在公司全部资本中，债务占 23%，股东权益占 77%，则米特勒公司的加权平均资本为：

$$\bar{K}_* = 0.23 \times 0.051 + 0.77 \times 0.140 = 0.120$$

而被收购的兰诺公司 = 1.25，税前债务利税为 10%，其他条件与米特勒公司相同，则

兰诺公司的股本资本成本为：

$$K_e = 0.88 + 1.25(0.052) = 0.153$$

其借入资本税后成本为：

$$K_b = 10\%(1-46\%) = 0.054$$

加权平均成本： $\bar{K}_{\underline{=}} = 0.23 \times 0.054 + 0.77 \times 0.153 = 0.130$

除了对兰诺公司最可能的估计之外，米特勒公司的管理部门还提出销售额增长和销售利润率的三点估计方案，如表 14.2.4 所示。

表 14.2.4 销售额增长和销售利润率的不同方案

方案	销售额增长 (g)			销售利润率 (P)		
	年份			年份		
	1 ~ 5	6 ~ 7	8 ~ 10	1 ~ 5	6 ~ 7	8 ~ 10
保守的	0.14	0.12	0.10	0.17	0.14	0.11
最可能的	0.15	0.12	0.12	0.18	0.15	0.12
乐观的	0.18	0.15	0.12	0.20	0.16	0.12

表 14.2.5 以 13% 的贴现率收购兰诺公司的最高可接受的现金价格——最可能方案

单位：百万美元

年份	从经营中获得的现金流量	现值	累计现值
1	2.96	2.62	2.62
2	3.41	2.67	5.29
3	3.92	2.72	8.01
4	4.51	2.76	10.77
5	5.13	2.81	13.59
6	4.90	2.35	15.94
7	5.49	2.33	18.27
8	3.86	1.45	19.72
9	4.32	1.44	21.16
10	4.84	1.43	22.59
残值	11.48	26.02	48.61
加当前经营中不需要的有价证券			1.00
公司总价值			49.61
减去债务			5.10
最高可接受的现金价格 (股东股票价值)			44.51
每股最高可接受的现金价格 (每股股东股票价值)			40.10

2) 计算最可能接受的现金价格

$$\frac{\text{第 10 年税后经营利润}}{\text{贴现率}} \times \text{第 10 年的贴现系数}$$

$$= \frac{11.48}{0.13} \times 0.2946 = 26.02$$

此表对最可能方案的最高可接受的现金价格的计算。结论是兰诺公司的最高价格 4×51 美元，或每股 40.10 美元，仍可获得 13% 的最低可接受的收购收益率。兰诺公司股票市场现价是 25 美元，若按每股 40 美元支付，则溢价 60%。

表 14.2.6 不同贴现率下三个方案的最高可接受的现金价格

方案	贴现率				
	0.1	0.12	0.13	0.14	0.15
1. 保守的:					
总价格 (百万美元)	48.84	42.91	38.02	33.93	30.47
每股价格	44.00	38.66	34.25	30.57	27.45
2. 最可能的:					
总价格 (百万美元)	58.35	50.31	44.51	39.67	35.58
每股价格	51.67	45.33	40.10	35.74	32.05
3. 乐观的:					
总价格 (百万美元)	68.37	59.97	53.05	47.28	42.41
每股价格	61.59	54.03	47.80	42.59	38.21

表 14.2.6 显示了不同的贴现率情况下，三个方案中的每一个最高可接受的现金价格。如为了获得 13% 的收益率，按保守方案，米特勒公司可以支付最高价 3800 万美元 (每股 34.25 美元)，按乐观方案，可以支付最高价达 5300 万美元 (每股 47.80 美元)。

3) 计算各种价格和方案的收益率

米特勒公司管理部门认为，收购兰诺公司的可望成功的最低出价是 3500 万美元，或每股 31.50 美元 (溢价 26%)，而米特勒的投资银行估计，出价可能

高达 4500 万美元，或每股 40.50 美元(溢价 62%)，表 14.2.7 显示了三种估计方案在从 3500 万 ~ 4500 万美元的四种价格下所能获得的收益率。

表 14.2.7 各种不同出价和方案下的收益率

出价 \ 收益率	总价(百万美元)	35.00	38.00	40.00	45.00
	每股价格(美元)	31.53	34.23	36.04	40.54
1. 保守的		0.137	0.130	0.126	0.116
2. 最可能的		0.152	0.144	0.139	0.129
3. 乐观的		0.169	0.161	0.156	0.144

假定收购兰诺公司的适当价格是在 3500 万 ~ 4500 万美元，那么全部用现金支付是否可行？

由于用现金收购，收购者股东权益不变。因此，兼并后对米特勒公司而言，

$$\begin{aligned}
 \text{负债能力} &= \text{股东权益} \times \text{目标债务} / \text{股东权位置比率} \\
 &= 27200 \times 0.30 \\
 &= 8160 \text{ 万美元}
 \end{aligned}$$

另有两家公司有价证券 2600 万美元(2500+100)，因此，可用于现金购买兰诺公司的最大资金数量为 4650 万美元(2050+2600)，可以满足 3500 万 ~ 4500 万美元的定价要求，现金收购可行。

· 评估收购对米特勒公司每股收益和资本结构的影响

我们可以通过表 14.2.8 来说明这个问题。

表 14.2.8 米特勒公司在收购或不收购兰诺公司情况下的预期每股收益、
债务 / 股东权益比率和未使用的负债能力

年份	每股收益		债务 / 股东权益		未使用的负债能力 (百万美元)	
	不收购	收购	不收购	收购	不收购	收购
0	3.75	4.10	0.21	0.26	25.60	20.50
1	4.53	4.89	0.19	0.27	34.44	9.42
2	5.09	5.51	0.17	0.28	44.22	7.00
3	5.71	6.20	0.19	0.29	40.26	4.20
4	6.38	6.99	0.21	0.30	35.45	0.98
5	7.14	7.87	0.24	0.31	29.67	-2.71
6	7.62	8.29	0.26	0.31	22.69	-7.77
7	8.49	9.27	0.27	0.32	14.49	-13.64
8	9.64	10.14	0.29	0.33	4.91	-22.34
9	10.55	11.33	0.31	0.34	-6.23	-32.36
10	11.76	12.66	0.32	0.35	-19.16	-43.88

2. 折现现金流 (DCF)

折现现金流 (DCF) 一般被看作是企业估值定价在理论上最有效的模型, 因为企业的经济活动就表现为现金流的流入和流出。DCF 在购并中的应用, 源于它最初在评价资本预算计划时的应用(比如, 是购买一套大型工业机床还是建造一个新的生产厂)。折现现金流 (DCF) 在购并时被讨论得很多, 尽管大多数投资银行家都承认它已很少使用。

折现现金流 (DCF) 的内在机制很简单。正象我们已谈到的, 它是通过权衡为收购而投入的现金量与这一投资所有未来能产生的净自由现金的数量和时间(扣除折旧、资本支出、营运资金需要等) 来运算的。这一计算可得出内部收益率 (IRR) (实际上就是令现金流入量现值等于现金流出量现值时所得到的内含折现率)。

另外, 未来现金流量也能折算成现值(利用经过适当选择的折现率, 尽管这样做有些随意) 并与原始投资作比较。这一计算得出的是净现值 (NPV), 即(在现值条件下) 你支出的和你预期能得到的金额之间的差。

要注意, 内部收益率和净现值两者之间的重要差异在于, 内部收益率是

通过设定现金流入(负)和现金流出(正)的现值之间彼此相等来测算内含的折现率,而净现值则是使用单独挑选出的贴现率来比较同样这些现金流量的净现值的。

不管是用内部收益率还是净现值,折现现金流都要求估算出一个最终的价值额(利用不同的增长模型),年限一般是7到10年以上,从那时起折算到现在。这一逻辑与固定资产残值的计算类似(如,一件设备)。

折现现金流分析很大程度上取决于折现率的选择。一个百分点的差别都可能是起决定性作用的。确定适当的折现率的方法通常有四种:

1) 选择收购方现在的加权资金资本(负债与权益)作为基准折现率,然后将它调高几个百分点(因为新的项目应当比已有的运作有个更高的要求收益率)。

2) 选择收购方历史上的资产收益率作为基准折现率,然后象上面那样将它调高几个百分点。

3) 利用当前对未来预期利率的估计作为基准折现率,然后将它根据产业、公司及财务结构等相关的风险因素加以提高。

4) 利用对类似公司的加权资金成本(根据公开数据)的当前估计作为基准折现率,然后也象上面一样根据风险因素调高。

当然,折现现金流(DCF)的主要问题,就是其估计和预测的固有的不确定性。未来仍是未来,预测也只是预测。由于必须对许多有关市场、产品、定价、竞争、管理、经济状况、利率之类作假定,信心因而大大减弱。由于这一连串多种的不确定性,这种方法的数字上的精确可能会成为它最大的危险——也就是说,它外表的完善和控制的错觉可能既具有欺骗性又具有麻醉性。折现现金流分析法可能是精确的(即可重复验算)而不是正确的(即与现实不符)的情形。理解精确与正确之间的差异是至关重要的。

不过,在每次购并中,人们都应该使用DCF。这一过程本身是重要的,因

为它把注意力集中最重要的假定和不确定性上。其结果也是重要的，尤其当它用于为买方确定最高定价时。例如，如果一个潜在购买者的分析显示，即使实际结果按预想的轨迹发展（它们绝不会如此），收益率仍不算太高，那么这价格肯定太高了。

敏感性分析在所有分析性评价中都是必须做的。在这儿，通过评定你的评价模型输入变化引起的敏感程度，可以对各种不同的方案进行研究。前面已经提到过，折现率的选择对分析的结果有着巨大影响。事实上，人们常常发现，敏感性分析中最大的变动是由对不同折现率的试验引起的。

另外，由于 DCF 从根本上基于资金的时间价值，因此它很大程度地受到现金流人和流出时点选择的影响。由于复合效应，并不存在明显的数学对称：你可以肯定，利润率单独减少 15% 并不会导致价值也简单地减少 15%。

人们必须认识到在决定收益率时，时间所具有的特性：复合的曲线对收益和成本起了促进作用。在几乎每一购并分析中，不管企业的运营情况如何，在最初几年后预期收益率都急剧下降——这实际上是这种方法的一个概念上的缺陷，而不是真正的价值亏损。因为，按照绝大多数预测的规律，在扩张时期公司的股权基数（即等式中的分母——大部分是未分配的利润）有很大的膨胀，所以要维持过高的收益率实际上是不可能的。公司的财务人员宁可十年里都保持一个 25% 的复合年收益率，而不愿意保持一个 40% 的收益率仅仅三年。

3. 市场价值

对公开上市公司来说，股票市场每天都在对其价值进行评估。股票公开交易公司当前的市场资本总量是购并定价的核心因素——股票价格乘以所发行的股票数量，再以适当的升水（一般从 20% 到 100% 或更高）加以调整，一般来说，这对拥有相对流动性较强的股票的公开上市公司的收购来说是必不可少的。

投资者支付溢价以取得控制地位：这种股权控制（并不一定要超过 50%）能够解决在职的所有者和管理者拖后腿的问题，并挫败潜在对手提高竞争性购价的企图。由于投资银行家的独立“公正意见”的需要，以低于市价购买一个公司是几乎不可能的，因此，市场价格对公开上市公司的定价显然是必需的。但仅有市场价格常常是不够的。股票定价法是基于有效市场理论的，这一理论认为：市场对每家公司的所有信息都在不断地进行评估，并将其结论用公司股票最新的现金开价和还价表示出来。

然而，对收购分析来说，这里仍有一个致命的缺陷。股票市场投资者和购并活动家在概念上并不是以同样的财务基本原则为依据的，因而理所当然地需要不同的分析。股票市场投资者并不是在购买整个公司，他们购买的是小的、流动性高的、少量的股权。投资者希望通过市场力量而不是个人管理上的影响来获得利益，并能够随时抛售其多余股份（消除头寸）。另一方面，真的购买了整个公司的购并活动家虽然不能享受这样的流动性和灵活性，但反过来说，他们可以通过管理上的控制来决定公司未来的经营。这些不同的概念，就需要不同的模型来分析。

获得公司控制权的结果通常会带来巨额的溢价，但溢价既可能比公司真正的价值高，也可能比它低。所以，有必要将市场价值方法与其它技术同步或结合在一起使用。市场价值方法显然适用于上市公司，但也可以通过比较而用于对非上市公司的评价（见合并的市场价值）。

4. 合并的市场价值

在合并的市场评价模型中，我们对类似公司的价格进行的比较，很象在购买一件消费品时在类似的零售商店进行比较一样。在合并的市场价值方法中，对类似的交易（也就是说，类似行业、公司规模、财务结构、时间范围等）进行了合理的组合，然后用这些价格来判断目标公司的相对价值。投资银行家偏爱这种方法，列出长长的单子将各种交易加以比较，向买方和卖方

客户双方提出建议。

从理论上讲，购并市场是愿买者和愿卖者之间当时的相互作用的真实反映。但在现实世界中却很少出现这种情况。公司并不是黄色铅笔，能迅速地堆好，也很容易码起。对复杂的情形进行真正的比较是非常困难的——实际上每次购并交易都可以或多或少地看成特殊或异常的。另外，购并市场还常常有失常的表现——遇到不利境况时，公司售价太低；而当狂热或愚蠢的买方过于急切地想购买时，公司售价又太高。近年来购并狂潮的愈演愈烈——对协同作用的寻求以及怀有敌意的接管战——已经使许多购并价格抬高到了不现实的水平。

5. 账面价值

账面价值是传统的净资产会计决定方法。它是一个反映特定时点（原文为“Snap-Shot”）公司的会计核算价值的、定期的、确定的数字。账面价值之所以重要，是因为它是按通用会计原则（GAAP）计算得出，并由独立的第三方提供的。但也正是这种表面的精确使账面价值相当富有欺骗性，也就相当危险。

账面价值往往不说明任何问题，还可能具有可怕的欺骗性。当马克萨姆集团（Maxxam Group）公司收购太平洋木材（Pacific Lumber）公司时，后者在老红木行业中的世界支配地位在账面上反映出的价值，还不到它真实价值的5%。（数十年前的价格下的历史成本——按照GAAP的原则——远低于目前的市场价值）。另一方面，由于害怕账面价值损失太大，许多公司维持着破旧的工厂和毫无价值的存货。在这种情况下，账面价值将大大高于真实价值。

账面价值有时被用来增加交易的税收优惠。比如，如果购买价格能定得低于账面价值，那么，通过纳税亏损转回或亏损结转就可得到额外的现金——对买方来说，这项交易的经济价值那时就可以通过其它种种方式（如咨询合同等）得到增加了。

6. 市盈率(P/ E)

市盈率所反映的是公司按有关折现率计算的盈利能力的现值。用公式表示出来就是 P/E 乘数，它是折现率的倒数。某一产业损益表上的适当数字(如企业利税前收益 EBIT 或税后纯利 NPAT) 乘以适当的市盈乘数就可算出价格。(EBIT 是不考虑融资和财务结构时公司的运营盈利能力，而 NPAT 就将包括融资和财务结构在内的所有流动因素都考虑在内了)。

市盈乘数由所在行业和公司的特征共同决定，以预期增长率作为主要变量。的确，价格收益比率其实是预期增长率用假定的风险因子调整后得到的一个替代值。收购交易的市盈率经常用于一段时期(大约三到五年) 平均收益的计算。这对新建的公司当然不适用。在这里，市盈率也许能用来计算当前的甚至预期的收益。较高的市盈率值(或较低的折现率) 只有在收益有较高的预期增长时才是合适的(以严格的财务标准来衡量)。当评价类似的公众公司的行业中状况稳定的公司时，价格收益比率最合适(于是一个平均的市盈率就可以得出来了)。

我们注意到，市盈倍数可以用来评价和比较公司的价值也正是引起华尔街对每股收益(EPS) 指标格外着迷的原因。因为每股收益 EPS 乘上市盈倍数就等于每股的售价。

7. 财产清理价值

财产清理估价模型评定公司的累计净资产，它通过全部出售公司的各部门和硬资产(通常是在多项交易中)，再扣除公司的应付债务后的净收入得到。财产清理估价一般用在两个方面。第一，它可以当作在万一预期战略未能出台时的防卫措施。第二，它可以作为购买方特定的、事先计划好的战略(通常用在怀有敌意的接管中)。

有些公司确实是难以为继、生不如死。它的单个部门的价值比整个公司合在一起的价值还要高。这种情况往往出现在公司各部门之间很少或没有业

务上的协同作用，平庸的经营中也还有获得大量收益记录的情形。很多混合公司属于此类。

财产清理价值模型估算的是不同的部门或资产作为可经营企业独立出售时能够得到的价格。通常，这样的一类企业对那些愿为它们支付可观溢价的潜在的收购公司来说是非常合意的（但他们对购买整个公司不感兴趣）。某些收购公司的如意算盘是通过出售掉目标公司的一部分，来收回大部分或者全部购买价款，以便收缩经营，以保留某些合意的部门来进行满意的投资。

8. 不动产价值

不动产价值确定公司所有硬资产的市场价值——能从工厂、财产和设备、各种自然资源或储备等方面得到的东西。这不包括获利能力或各部门所产生的经营收益。不动产价值确定了一个基准，一个最低限额，据此，清算价值模型就可以估算了。

9. 清算价值

清算价值模型可以用作定价的基准，或任何目标公司最低的实际价值。这里的关键因素是按以下程序评定的公司可变现净资产价值：所有资产分别出售以取得可能得到的最佳价格，所以债务均要求偿清——假定资产的出售和债务的清偿都按一个有秩序的、企业喜欢的方式运行。（注意，有序的出售（Orderly Sales）与火灾后的甩卖（Firesales）之间的差别是惊人的。）从理论上说，剩下的应该接近于账面价值——但因为涉及的方面很广，如果有很大的差异也不足为怪。

这一分析通常并不把保留任何部门或附属公司假定为一个持续经营。公司只是简单地清理其原始资产：索取应收款项，出清存货，将固定资产（包括有利可图的租赁在内）交给经纪人出售或拍卖——所有资产均兑换成现金。（不要忘记诸如专利、商标之类的无形资产）。

然后，从债务中减去因限定收购价格的最低额而可能获得的现金金额。

不要忘记象资金不足的年金计划、退休人员医疗福利和其他意外事故等这样的隐性债务。绝不要低估清算的成本和难题——就象一个公司就要倒闭之前那样运作——从应收款项难以收集（人们就是不想付款）到管理缺乏积极性的职员。记住：债务是确定的，而资产则未必。

清算模型应在估算一家公司的最低价值时使用（“跌到谷底”）——尤其当收购陷于困境的公司时使用。在评估任何公司时，对最低限额取得某种认识是可取的。DCF 方法和其他持续经营技术都没有考虑资产出售，因而无法提供对有关清算价值的任何认识。清算分析常常需要估价员、经纪人和统计员的帮助。

10. 预见的增长

预见增长与实际增长不同。在这一模型中，预测和估计是起决定作用的——因而这里是急切想要收购公司的买家真正能欺骗自己的地方。在这样的情况下，购买者必须支付比历史上或当前的收益能够支持的价格更高的价格。其价值是什么，其合理性如何，能够提出什么样的价格？假设是关键，计算机屏幕上的数字本身不能说明任何问题。许许多多的可能性都必须考虑：市场增长、竞争地位、潜在的替代者和变化中的技术等，不一而足。

11. 协同作用价值

为一家公司的潜在的协同作用价值而购买它是危险的。大笔大笔高昂的资金一次又一次地浪费在想入非非的计划上。这一评估过程评价了拟议中的收购会给购买方的现有企业经营带来的影响。

要考虑这一合并是否能给收购公司或目标公司或者同时二者都带来好处。目标公司的销售人员能销售收购公司的产品吗？一方的顾客会买另一方的产品吗？收购公司的工厂能生产目标公司的产品吗？我们的经常开支能支持他们的需求吗？我们的管理部门能帮助他们，他们的管理部门也能帮助我们吗？2 加 2 会等于 5 吗？——还是象经常出现的那样，只等于 3？

这样的反协同作用是购并本身难以避免的疾病。一切都太常见了，尤其是有的收购公司完成许多交易，顽固地想达到不切实际或不可能的协同作用的企图，有可能破坏两家公司原先的健康经营。

12. 投资价值

投资价值模型是以一种相当被动的态度看待收购，在评价目标公司时，似乎它仅仅是属于大量投资证券组合的少量股票购买。尽管这一分析方法要用上面讲到的许多技术，但态度和方式将会不同。热情会少些，对管理的神奇功效的假定也会少些。在这里，收购公司一方面忘记了协同作用的价值，另一方面也忘记了财产清理价值。

13. 持续经营价值

持续经营评价模型是一个混合体。首先，它作出资产净额预期（不管是财产清理价值，或是清算价值），然后，加上任何企业经营预期的超额收益率。这一方法既注重资产又注重收益。

14. 竞争价值

竞争力评价模型用于评价目标公司对竞争者价值有多大。为减少竞争、增加股份、支持价格——来挫败你，公司愿意支付的金额是多少？举个例子，杂志有时会被竞争对手买下后立即停办——这是为了使获得的订单并入购买者现有订单，以扩大购买者的所有权。竞争力评价一般适用于实业界人士而不是金融界人士（尽管金融界人士可以用竞争力模型来估计隐含的再出售价值，特别是在一些经营和市场份额情况得到改善后）。

15. 重置价值

重置价值模型将目标公司用全新的工厂、设备、原料等进行更新的成本——这显然要比以下两种类似的评价模型计算出的花费要高得多。重置模型评价只适用于需要目标公司的设备并且（或者）要进入目标公司的经营领域的行业公司。

有两种重置价值分析：只考虑资产（固定和流动资产）；考虑当前企业的全部经营状况，例如人员的聘用与培训、设计和生产新产品、建立市场、编制顾客名录及建设服务项目、安装控制系统等等。这一分析类似工业制造企业的“自制或外购”的决策。

16. 再生产价值

再生产价值是对完全按现状复制目标公司所需成本做的一个估计。假定在他们目前的情况下购进类似的工厂和设备，开展聘用和培训人员、设定新产品名称等工作。这种方法，与前一模型或后一模型一样，主要是由打算进入目标公司行业的收购公司使用。

“自制或外购”的分析应伴随所有的公司收购计划，我们应当确定购置正在经营的公司与重新建立一个类似企业两者的相对优势。时间迟滞、资产利用率、人员的培训以及市场的认可都是成本比较中非常关键的因素。

17. 替代价值

替代价值模型是对在无需购买其特定生产要素的情况下，购买目标公司现在所生产的同一产品所需成本的一个估计。这显然是个比较节省的建议——尽管没有证明这一点。

18. 对乘数值的估算方法

以上所述的各种确定价格的定量模型都要与通行的估算方法相结合，将数字结果转换成实际定价。从定义上说，这些方法都是根据经验常识和持续观察来研究市场的产物。

估算方法一般以乘数来表达——诸如税后净利润（NPAT）、企业利税前收益（EBIT）和自由现金流量净额等特定行业运营数据的整数倍乘数。它们还被表示为诸如能源公司的储备石油价格、医院的平均床位价格或有线电视公司的用户平均付费等特定行业单价的整数倍乘数。

经验估算法难以掌握，而且多半不可靠。程序和特征在变，乘数也在变，

人们必须与最新的概念保持一致。更重要的是，在一个给定的行业中，并不是所有公司都是相同的。市场份额、商品名称、声誉、管理、成本结构和无穷尽的其他因素的差异都是至关重要的。某一行业领导人愿意支付相同的乘数价格将为后继者带来不可思议的价格。定量技术得出的数字结果是了解某些情况所必不可少的手段，要决定最终的价格却还不够。为此，我们必须观察数字以外的东西。

19. 估算预期收益

在购并的估值定价中，对未来收益的估算非常重要。毕竟，上述定量模型中的乘数还必须和一些什么东西相乘才行。人们应当运用五年的财务数据，调整它在会计原则、并购、偶发事件等方面的变动，使它标准化。要计算比例，以便更容易发现变化的趋势。

在整个五年期间、特别是在近两年间的大趋势以及对这些趋势的偏离，应加以注意。要特别注意销售额（按生产线）的增长、毛利润、总成本、管理成本以及所有传统的比率，比如，流动性比率、财务杠杆比率、经营效能比率和盈利性比率等。

通过将前五年的情况纳入趋势分析之中，人们便能对下一个五年可能是个什么样子有一个初步的估计。最根本的假定，当然是未来和过去相仿——我们知道这是在最好的条件下所作的危险的决策。通过对收益的估算，增长率和折现率也就能计算出来。然后，这些就可以转换成适当的乘数，在定量模型中使用（举个例子，对于市盈率模型，替代的增长率可以用来计算净收入；对于 DCF 模型，折现率可以用在年度现金流的计算上）。

（二）价格的修正

购并的估值定价，如果离开了所做交易的背景便不可能进行。了解为什么要做某项交易后，才更容易理解那些定量模型和定性因素的考虑。例如，产业资本和金融资本在追求同一交易时会有不同的动机，因而会作出不同的

评估，愿意支付不同的价格。所以，客户的动机对投资银行家进行评估是非常重要的。

客户追逐购并的动机有很多种：

财务型购并——例如，股票增值、资产负债表/ 收益的改善、融资购并(也称杠杆收购)、经营购并和转为私人控股。

战略型购并——例如，横向合并、纵向合并、市场占有率增长、产品 / 市场保护、生产能力提高、经常开支摊销、追求技术飞跃和多元化经营。

管理型购并——例如，公司改组、预期增长、主要 / 资深的管理人员的利益、以及个人野心。

价格是国际购并经济中的全球“硬通货”。一个价格如果过高或是过低，即使它是用计算机算出来的，用激光机打印出来的，也不会给购并的参与者——无论买方还是卖方——带来附加价值。

一般来说，影响价值的定性因素有两类——经营性的因素和交易性/ 财务性的因素。这两类是相关的，在大多数的交易中，收购公司对二者带来的益处都会寻求。经营性因素——例如市场地位和假定的协同作用——容易与特定时期的特定公司有关，而不太容易受到一般原则的影响。因此，我们主要讨论交易性/ 财务性因素。

以下都是影响购并估值定价的交易性/ 财务性因素。每一种都必须放在特定的收购公司和目标公司的背景里去评价。

1. 交易的可能性

这是我的首选——所列单子最首要的因素。交易能够做成吗？不管条件多么吸引人，也不管价格多么合适，交易必须具有可行性。事实上，确实有数不胜数的原因使得交易不可行——即使在价钱和条件都已经谈妥之后。

交易怎么就走向破裂了呢？无论什么都可能关闭交易成功之门——从糟糕的莫名其妙的个人不满，到过分热心的律师和潜在的官司，到企业条件和利

率的改变。交易的瓦解，甚至在最后一刻都可能发生。推翻几十个有吸引力的情况比起仅仅完成它们中的一个都要容易得多。

人们怎样来评估交易可能性呢？这既没有什么神奇的配方也没有特殊的现成模型可供参考。最好的建议就是设法使双方利益最大化，努力做到简单明了，并且估计主要的破坏因素（交易的杀手）——还得用你的鼻子（“嗅一嗅”这笔交易的“味道”对不对？）。

2. 融资能力

收购融资的能力通常取决于两个因素：购买方的总体信誉和作为贷款人和（或）股权拥有者的信用；金融机构对所拟议中的交易能够走向成功的信心。（如果收购公司和/或目标公司文件中的股息是准备用作收益的，这个问题就变得不重要而可能就不再讨论了。）

收购公司和目标公司的最初财务实力是至关重要的。需要考虑的因素包括收益记录、资产质量、债务不动产。由于利息和本金的分期付款的现款保证来自预期收入，所以，必须对后者进行详细核查。（始终记住负债不是用盈利，而是用现金偿付的，所以现金流量永远比会计收入来得重要。）公司的预测应当进行证券估值折扣（对估算进行削减），以便使放款人能够放心，他们的放款即使在最不利的情况下也是安全的。

3. 财务结构

如果收购价格不受财务结构的制约，就会引入歧途。交易如何融资，可能在很大程度上影响定价的合适。例如，完全以三年期优先债务融资得到的完全现金的支付，交易双方从买方的观点来看，只有在价格很低时才值得，而如果用所有者持有的票据、无息票债券、优先股股票等来进行同一交易融资的话，将会承受一个高得多的价格。

有时，一笔交易的实际价值会超过购买方的支付能力。在众所周知的一次价值十亿美元的对某天然资源公司的收购中，其杠杆程度很高的财务结构

的应付息额高达收购前现金流量的两倍。如果不是大量使用无息票债券，这一交易是不可能成交的——这种债券要经过一个 15 年的期间，目标公司的资产能够完全变现时才会到期。

现代购并的发展包含了新兴金融工具的创造开发，这些创新工具使公司的现金流量与债务需求达到了均衡，并且为不同层次的放款人和投资者平衡了风险和收益。三种传统级别的债券——优先债务、“次优证券”和股票——常在较大及较复杂的交易中被分割成许多系列。

4. 税收优惠

纳税在所有的购并交易中都是个大问题，它既带来机会又带来风险——还导致高的业务成本。

对买方来说税收问题包括：预期税款对提供给公司运作和分期偿还债务的自由净现金的影响如何？所购资产的新税基将是多少，它们将如何分配？该行业或公司有没有什么特殊的税收优惠？有任何隐性税负吗？有任何超额补征吗？有任何计入后期的经营净亏损吗？

对卖方来说税收问题包括：引起税后可实现的自由现金净额的是什么？能将税负减至最低限的最有效的结构是什么？免税条件的交换、导致亏损的可征税交易、分期付款结构、资本收益处理、有偿支付、咨询安排、清算、让产易股、还有一揽子的税收豁免，这些情况都怎么样呢？对由于类似行使选择权和推定红利收入而带来的付税，通常最重要的是时机选择：例如，何时按照行使选择权和推定红利收入，税款变成了应付科目；最坏的情况就是现金收入与所得不符，结果造成了税收负担，但却没有获得支付税款的资金。

许多交易的关键都是要找到一个双赢结构（即对策论中的“以不赔对有赚的原则”），从而使购买方和股份出售者的共同税收负担都达到最低限。这样，就会得到更多价值可供双方间进行分配。

5. 资本成本

一家公司的资本成本是它的基本特性之一，其中包含着债务和权益的加权成本。预期的收益率必须根据收购公司的资本成本来评价，而且，如果有类似新的、有更大风险的项目所带来的那些高于资本成本的额外收益也必须作为因素考虑在内。

最低收益率，即公司必须超过的估算收益率，却没有一定之规。在市场上按一个高的市盈率进行出售的公司，较之类似的按低市盈率出售的公司，能付得起更高的价格（用现金或是股票）。从定义上说，市盈率较高的公司其资本成本较低。（隐含的假设，尽管并不是完全确实，认为公众市场将以同样高的倍数将汇集起来的未来收益资本化。）相反地，如果公司或投资基金的资金因低收益的、短期的金融工具而逐渐丧失生机，那么，潜在的收购所具有的最低收益率就可能比较低。

6. 流动性

对买方来说，流动性因素包括两类——经营性的和交易性的。经营方面的流动性问题包括：包括营运资金（季节性变动）和资本支出在内的企业经营直接现金需求有多少？许多新所有者原来只计算收购的直接成本，结果结账的第二天就发现自己非常缺乏经营所需的现金。交易方面流动性的问题包括：将企业转换为现金的前景如何？它能比较容易就出售吗？能公开上市吗？或再筹资？（卖方的流动性问题仅仅只在结清时没有拿到全部支付时才有意义）。

7. 竞标

对买方来说竞标因素包括：竞标者们有多大实力？他们有多么认真？他们的主要动机是什么？如果一个竞争对手公司的购并利益与你自己的公司的购并利益有互补性的话，可否进行诸如同意拆散目标公司，以使每位参与者都获得自己的想要的部分而又使整体价格保持在合理范围之内之类的合作努力

呢？如果竞争者的利益并不具有互补性，他们保持收购兴趣的可能性有多大（若因能收购目标企业，收购者是否会改变主意或寻求快速获利）？在公开竞争的场合上引起了高成本之后，要冒多大的高出价的风险？你能牢牢地控制住目标公司的某些股票或主要资产吗？

对卖方来说竞争性因素包括：价格能够通过竞标而提高吗？如果进行正式拍卖是否合适？怎样才能鼓励竞标者都参与这一进程？

8. 防卫

对买方来说防卫因素包括：能通过收购目标公司来使购买方减少风险吗？——也许用反周期变动办法，用保护主要市场和客户的办法，或用保证供应来源的办法，会有可能吗？或者，收购后会产生一家有更高的经营成本、面向一个既定市场的更具风险（除更高的财务紧张之外）的公司吗？

9. 控制

对买方来说控制因素包括：有什么特别需要进行控制的因素吗？——比如其它公司的股票、市场占有率、主要的顾客关系、长期供应合同或重要的不动产？只购买在目标公司中的控制地位而不购买整个的公司会有什么好处吗？（比如，预留一个经营净亏损(NOL)计入下期——经过一个百分之五十以上的所有权变化，NOL变得非常小了。）如果只追求控制地位而非整个公司，就需要进行另外不同的分析。任何类型的控制都很有价值，而控制得到的收益则是共同的。

10. 理解

令人震惊的是，购买者经常不了解他们所购买的企业。大量的时间浪费在交易的完成上，只有很小的一部分时间用在评估企业或者它的战略上。对收购者来说，理解因素包括：你对这个企业了解吗？从企业自身特性到其中的重要人员？如果现在的企业管理部门辞职的话，你能够经营接管目标吗？购并的历史充满了好交易变糟的混乱，正是因为收购公司并不了解一个陌生

的企业或组织中的起决定作用的问题。

11. 愿望

如果认为个人愿望对购并决策并不产生重要影响，那是自欺欺人。由于拥有新公司，这不仅对总经理，而且对全体管理人员来说，都是现代社会中了不起的自我实现之一。绝不要低估提高权力和威信的重要性。

对买方来说，愿望的因素包括：想要的或者需要的目标如何强烈？你的公司离达到目标还有多远？它对公司地位的重要性如何？对总经理和经理人员的利益有多么重要？

12. 协同作用

对买方来说协同作用因素包括：如果与预想中的目标公司结合，对现在的公司有什么好处？在收购公司和目标公司之间产生计划的协同作用的程序、时间框架、障碍和危险是什么？有什么会破坏这个希望中的边际收益呢？如果协同作用不能实现，交易还应继续吗？（如果协同作用增加收入或者削减成本，是支持购买价格及其融资的整个计划的一部分的话，这点就特别重要）。

13. 经营时机选择

对买方来说经营时机选择的因素包括：公司的收购是在经营周期的适当阶段吗？如果是在最高点，你付最高价格吗？如果是在经营周期的谷底，目标公司现在的业务展望如何？发展趋势如何？随着时间的推移，对目标公司的相对经营成本可能发生什么情况呢？比如，与国外竞争对手相比，劳动力价格会越来越高吗？

14. 付款时机选择

对卖方来说付款时机选择的因素包括：提前付现金重要性如何？你愿意收回票据吗？即使在价格和市场的收益率相等时，等待全额支付的卖方，由于内在风险存在的假定，可以要求一个更高的价格（现价）。

15. 收购时机选择

对买方来说，收购时机选择的因素包括：你的行动必须有多快？你能够有多快？必须从新的第三方筹资吗？或者说现在便于建立信用机构吗？

对卖方来说，收购时机选择的因素包括：交易应当多快完成？谁承受的时间压力更大——是买方还是卖方？

16. 一般风险

对买方来说一般风险因素包括：经营和财务上的预期不可能满足的可能性有多大？行业公司的多变性怎样？环境的和竞争的威胁是什么？经营部门人员的重要性怎样？他们的态度是怎样的？如果他们辞职会发生什么情况？

对卖方来说一般风险因素包括：接受一个更好的出价的可能性是什么？现在最好的出价取消的可能性是什么？如果交易不是全额现金，不能获得全部支付的可能性有多大？在任何情况下，交易完成的可能性有多大？

17. 评估定价在实践中的综合

购并的估值定价没有简单的公式。无论是买方还是卖方，在决定企业的最佳价格时，必须进行一个范围广泛的富有创造性的分析。这种分析必须对广泛的各种不同刺激作出反应：只有周期性的、循环的、面向系统的和有机的探讨，才能避免简单的或者欺骗性的结论。

例如，一个收购公司能够根据对收购目标所做“尽可能乐观”（Best-Guess）的预测进行折现现金流（DCF）分析。但是，一个精明的收购者应当把自己束缚在计算机模型得出的价格上吗？大可不必。DCF 价格可能是股票市场的两倍——所以为什么要付两倍的价钱呢？另一方面，DCF 可能远远低于企业的财产清理价格——其它公司可以来谋求不同部门的有战略意义的溢价——可是，交易怎么会失败呢？

各种可选的评估方法在评定收购定价策略和伴随的风险时，可能是相互关联的。一个如果 / 那么（If/Then）的分析，根据通常已知的条件寻找一组

行动建议。考虑下面的逻辑：如果购并市场可比价格低于清算价格，那么收购风险是极小的；但是如果市场价格高于 DCF 和财产清理价值，那么收购风险又是巨大的。如果 / 那么的分析，既不那么新鲜也不那么神奇了。倒不如说，如果 / 那么反映了收购公司在考察研究潜在交易时存在的复杂过程。严肃认真的买方一直愿意使用复杂精巧的定量方法，但是精明谨慎的买方从不被它们制约。他们总是愿意在评估过程中加入一定的直觉和定性的因素。

通过一系列情景设计的练习来确定对方的立场，对于买卖双方来说，是个很好的实践——绝对最差的情形、可能的最小需求、期望的交易水平、以及现实最好的情形。其它公司也应当包括在分析中。买方可以评价竞争对手会支付给目标公司什么（以及为什么这样做），以及其它公司对收购可能采取的一个更好的候选方案。卖方也应当进行类似的工作，研究所有可能的买家。即使他们是有问题的，购并交易给予选择的可能性，也会使得买卖双方成为更好一些的交易者。

一个完整而且有效的评估和定价分析，应当包括大量决定价格的定量模型和修正价格的定性因素多种多样不同组合的使用。一个对应着另一个，模型对应着因素就构成了矩阵；而其中每个交叉的点都隐含着新思路的产生。然后，就可以设计多维的矩阵，使得每个单元里包含着几个共同起作用（或者互相排斥）的模型和因素。

敏感性分析应当对许多模型和因素的使用有指导作用，测试在不同的条件下会出现什么情况（例如，销售下降 20%，毛利减少 15%，利率升高到 17%）。这种在计算机上进行的分析能够分析共同作用（或相互排斥）的各种变量的交叉影响。这样，一个更合适的价格就可以实现了。经营中渗透的洞察力也就能够获得。

综上所述，购并的估值定价需要许多不同层次的思路和方法。只允许一种方法主宰思维是错误的。反过来说，在每一次交易时都去计算所有的定量

表 14.2.9 1995 年美国十大购并案

买方	买 方卖方	卖 方交易价格
主营领域	所在国 主营领域	所在国(亿美元)
迪斯尼公司	美国 大都会广播公司(ABC)	美国 190
游乐场；娱乐业	电视、广播业	
第一银行系统	美国 第一州际银行	美国 103
商业银行	商业银行	
化学银行	美国 大通曼哈顿银行	美国 94
商业银行	商业银行	
金伯利-克拉克公司	美国 斯各特纸品公司	美国 94
生产纸巾系列产品	生产个人卫生用品	
时代华纳公司	美国 特纳广播系统公司	美国 75
书刊出版；电影娱乐	有线电视网	
赫司特公司	德国道化学公司	
制药	制药	美国 71
普强公司	美国 Pharmacia A. B.	瑞典 70
制药	制药	
第一数据公司	美国第一金融管理公司	美国 66
信息处理	金融信息服务	
西屋电气公司	美国 哥伦比亚广播公司(CBS)	美国 54
电气设备及零部件	广播电视	
第一联合银行公司	美国第一忠诚银行公司	美国 54
商业银行	商业银行	

模型、权衡所有的定性因素是做不到的。应当选择那些更适合的模型和因素，进行深入的分析研究。在实践中磨炼产生的好的判断，能够使投资银行家们估计出什么模型和因素可用、怎么去用。然而，我们一直建议你尝试一些非常不大起眼的模型和因素来开阔视野。你永远无法预知，你可能会怎样意想不到的发现。

（三）购并公式

1. 收益增长率公式

决定收益增长率的公式是：

$$(1 + g)^t = e_t / e_i$$

其中：

g 代表通过预测 t 期间（例如 5 年）所得出的增长率；

e_t 代表第 t 期（例如第 5 年）的税后纯收益；

e_i 代表第 i 期（第 1 年）的税后纯收益。

在求解 g 时，我们发现，如果 5 年期间的收益增长 1 倍，那么，这相当于约 15% 的年度复合收益增长率；如果收益增长 2 倍，则约为 25%；如果是 3 倍，则约为 32%；如果是 4 倍，则约为 38%；如果是 5 倍，则约为 43%；如果是 6 倍，则约为 48%。

2. 折现率公式

计算 DCF 的相应折现率反映了收购的风险情况。一般的公式是：

$$d = r_f + r_p$$

d 是相应的折现率；

r_f 是无风险的收益率（通常按现行短期国库券的最高收益率调整而来）；

r_p 是风险溢价，即收购公司为承受进行收购所固有的风险而必须赚得的

收益增值率(高于无风险收益率)。

关键的问题是决定 r_p ，风险溢价或者说必需的收益增值率。各种有理论根据的方法都可使用；这些方法通常与资本资产定价模型 CAPM 和 或股票市场的 Beta 值有关：

资本资产定价模型显示了风险溢价与预期收益值之间的关系，以及风险溢价与公司现有资产组合的收益率的标准差之间的关系；

进行 Beta 加权调整显示了风险溢价与股票市场 Beta 之间的关系，它确定了目标公司普通股股票的超额收益率和市场有价证券组合的超额收益率之间的关系。(超额收益率仅仅是预期收益率与无风险收益率之间的差额。) Beta 仅仅是代表公司无法避免的风险——这一风险与公司本身有内在联系，因而不能分开。

正如以上所述，现实世界的绝大多数公司不能使用这些理论上非常严谨、但缺少实践的方法。倒不如说，它们规定了一种与它们现有资本成本或过去资产收益率有关的最低收益率，并且根据新项目所固有的更高风险将二者作了上调。

3. 收购估价公式

对一个企业进行估值有许多公式。绝大多数是以现金流量和 或收入的折现率和 或资本化率为依据的。(差别之处与所选的变量和变量之间的相关性有关。) 以下是我所偏爱的模型(至少目前是这样)。

公司的收购价值(现值) 为 AV_{pv} ，等于它的净自由现金流的现值 CF_{pv} ，加上在现金流量期末永续价值现值 TV_{pv} 。

$$\text{即} \quad AV_{pv} = CF_{pv} + TV_{pv}$$

收购公式严格地从收购公司的观点来对目标公司进行估值。因此，第一项(CF_{pv}) 用所产生的净自由现金流的现值，表示收购公司能够从收购后的公

司拿到的实际现金和肥东拥有期间向股东派发的红利，再用适当的折现因素折成现值。

第二项(TV_{pv})表示在现金流量期末(通常是在公司被出售或假定被出售时)最终的价值，然后这个最终值再折回现值。这个终值经常是基于收益(不是现金流量)的，因为收入乘数方法是用来评价公众市场和第三方销售中的公司的。

(四) 对购并出价的评估

由于在交易完成时，除开现金总额外，许多的交易都涉及到收益问题，所以，都需要目标公司的投资银行家评估绝对的和相对的收益价值(尤其是在竞争情况下，不同的出价通常都具有不同的特征)。基本的做法是要使总的收益与现金等价物的现值相等。

估价现金容易——现金就是现金，因此，全部付现就是按100%的价格支付(除非发生任何意外事件)。估价票据和其他付息金融工具，必须要根据它们的期限、设定的息票、支付时间表(利息与本金)、契约条款、级别、担保、违约可能性、无偿付能力的可能性、补偿和信用程度(如果适用的话)。这种分析导致了对票据的独立的估价市场利率(Evaluatedmarket Rate)的产生。如果这一市场利率低于票据设定的息票利率，那么，这一票据便需根据其差额打折扣，从而使其价值低于票面值。

估价普通股股票也依据类似的原理。如果这种股票属于大型上市公司的股票，而且不受限制，那么，它的估价将是接近于市场价值，但略低于市场价值。(即使是最热门的蓝筹股票也不可能准确地按市场价值进行估值，因为，市场在任何时候都可能发生变化；而且，就算这一股票的价格攀升起来也向下跌时那样容易，那么，就是这一易变性本身也要打折扣。)如果这种在某次购并交易中取得了补偿的股票并未公开交易，或者买卖得很少，或者说，存在有任何类型的限制，那么，便要酌情打较大的折扣。

意外偿付款(当收购私人公司时,往往用作收益的组成部分)估价起来是最复杂的,因为,根据定义,它基于未来的事件,所以是不确定的。投资银行家对主要行业、企业和运作的标准作出合理的假设,然后,将所得出的数字打较大的折扣,以补偿这种本质上的不确定性和风险。

从上述分析可知,权益结合法对实施合并企业的财务报表产生了有利的影响,它避免了较高的资产折旧基础和商誉的出现,合并以后各期的收益相对比购受法下的收益要高,给报表阅读者以企业增长的感觉,此法深受实施合并企业的欢迎。通常认为,采用权益结合法,对公司股票价格的走向是有利的,换言之,公司股票的价格将呈上升趋势。但是,若投资者对处理合并业务的两种方法的经济影响有了充分的了解,那么会计方法的采用对股价的变动影响不会很大。美国一些会计学者曾对1954-1964年间美国所发生的企业合并案例进行调查研究,结果发现,那些采用权益结合法的企业,其股价并没有发生不正常的变动。相反,某些采用购受法的小企业,其股价倒出现了上涨的趋势。这就说明,一旦投资者认识到会计方法的经济影响,那么会计方法的选用对股价的影响反而小了。

三、上市公司评估

(一) 概述

资产评估是运用经济、财会法律、税务等方面的知识与技能在进行大量的调查、评审和分析的基础上,对公司的有形资产和无形资产进行详细的科学分析与评估。通常,资产评估定义为:由专门的机构和人员,依据国家有关规定和数据资料,按照特定的评估目的,遵循适用的评估原则、程序、计

价标准，运用科学的评估方法对资产价格进行评定估算的过程及其管理活动。

资产评估作为对公司资产价格评定估算的过程与管理活动，具有以下几个基本特征：

- (1) 资产评估是将公司资产商品化和市场化的社会经济活动；
- (2) 资产评估是专业人员模拟市场对资产价格所进行的评定与估测；
- (3) 资产评估及其结果只是对资产在某一时点上价格的估计和说明。

根据目标公司的不同类型和收购股本占总股本比例的大小，可以选择不同的评估方法，也可以综合使用几种评估方法得出结果。

（二）账面价值调整法

1. 对资产项目的调整

在资产负债表上，资产分为流动资产、长期投资、固定资产、递延资产和其他资产。对这些项目都要进行详细的审查估算，并作相应的调整。

如公司有外贸业务，则应注意因汇兑产生的损失；对于有价证券，则应注意市价是否低于账面价值；对应收账款应比较账龄长短及标准销售信用期，再计算可能发生的坏账损失，如有可能，最好能一一与客户联络，确定债仅的存在性；即使为应收票据，亦应查明到期无法兑现的可能性有多大。当然买方也可要求在契约上约定，日后若收不到若干比例的应收款，卖方应负责赔偿。通过契约上的保证，可减少审查上的成本。至于存货，买方应由本身或找到有足够能力的人员进行实地盘点，并估算其目前市场价值。

机器设备、厂房、土地的估算，也需要由有专业能力的人员进行评估，一般采用公证鉴证机构（如资产评估机构、会计师事务所）的报告为准。除了真实市价的考虑外，也可因为选用与以前不同的折旧方法而作调整，以反映真实价值。此外，还可利用资产评估的重置成本法来估算建筑物及机器设备的价值，即以现行市场上重新购置这些资产的市价为基准，再扣除已使用年数之折旧，所得的差额，就是这些资产的真实价值。

同时还包括对无形资产的评估，包括专利权、商标权、商誉、技术诀窍等。

2. 对负债项目的估算与调整

对于负债，会计制度把它分为流动负债和长期负债。流动负债具体包括短期借款、应付票据、应付账款、预收货款、应付工资、应交税金、应付利润、其他应付款、预提费用等。长期负债包括长期借款、应付债券、长期应付款等。

在审查各项负债时，对所有负债项目的明细科目详细列明，以供核对是否漏列，而且对于已发生而未入账的负债应予估算后列示，如职工退休金、预收货款、预提费用等。对于已发生的担保事项或各项或有负债更应列明，如涉诉案件、法院尚未终审判决的或有负债项目以及未核定税负等。

（三）收益分析

1. 收益和每股收益

在财务会计上，收益(Earnings)是由当期损益表中收入减去费用后的余额表示的。在收入减去费用支出时，按其扣去的费用性质不同分为几种不同的收益。例如在净销售收入中减去生产成本和销售费用以后的剩余，称为付息纳税前收益(EBIT)；付息纳税前收益减去利息之后称为税前收益(EBT)；税前收益减去所得税后称为税后收益；税后收益减去优先股股利才是属于普通股所有的净收益。

根据英国的《标准会计实务公报》第3号(SSAP3)的规定，每股收益(Earnings Per Share)是指每张普通股股票应分得的公司利润额。它是按支付了税收、利息和优先股股利之后的净收益额计算，每股收益是估价股票前景的重要统计数据。

2. 传统的短期分析

传统的收购分析是以价格—收益比率和每股收益为基础的，这种方法在一定程度上仅依赖于一年的收益，因而是一种短期分析。

公司的价值是由市场对其收益资本化后所得到的资本化价值来反映的。换句话说，每股股票的价格是可归于每股股票收益的一个倍数。这一关系称为价格—收益比率(Price-Earning Ratio, PE)，可以用公司现在的每股收益去除股票当前的市场价格得到，通常以倍数表示，因此，价格—收益比率有时也被称为价格—收益乘数(Multiplier)。价格—收益比率反映的是投资者将为公司的赢利能力支付多少资金。一个高 PE 比率说明市场认为股票的收益很可能是迅速增长的，投资者对股票的前景抱乐观态度，愿意为每股收益投入的资金多；一个低的 PE 比率，说明股票未来的预期收益是不景气的，投资者怀悲观观望心理。一般来说，一个具有增长前景的公司，其股票的 PE 比率一定较高；反之，一个前途暗淡的公司，其股票的 PE 比率必定较低。收益—价格比率可以按每种普通股票分别计算，也可以按各部门、各行业计算平均比率，作为对比的标准。PE 比率在不同时期和不同部门之间都有差异。

价格—收益比率的倒数，通常称为收益率(Earnings Yield)，也是评价股票的一个指标，表示投资者从普通股票投资中所得到的总收益，包括在每股收益中公司为投资者保留在公司内的部分和以股利形式发放给投资者的部分。

在 20 世纪 60 年代和 70 年代，PE 比率被认为是衡量公司绩效的一个最重要的股票市场指标，因而对公司的收购有着重要的影响。在用收购方公司的股票交换目标公司股票来进行收购的交易中，一个公司能够通过另一家 PE 比率比自己低的公司来提高它自己的 EPS(在这里假定以高于目标公司目前资本化率的资本化率来对其收益进行资本化)。

3. 传统的短期分析中所固有的问题

由于到目前为止我们所运用的分析方法是短期分析，主要集中于分析对股东在短期内所产生的影响，不考虑长期的影响，并且假定市场以较高的 PE 比率对被收购公司的收益进行资本化，这些假设在某些情况下是合理的，但却不能保证它们始终是正确的。正是这些假设中的缺陷限制了上述分析方法的应用。

1) PE 比率选择的合理性问题

在上述传统的短期分析中，假定市场以较高的 PE 比率对被收购公司的收益进行资本化。对这一假定有些人提出了质疑。他们认为新的 PE 比率的合理选择应该是以收购公司和目标公司收益的加权平均求得。这样对收购公司的股东来说，显然没有从中获得收益，相同目标公司由于存在市场交换比例，也没有从中获利。由此可以揭示出：如果采用以收益为基础的加权平均所得到的 PE 比率，对收益进行资本化，那么就意味着对收购公司和被收购公司股东所产生的影响是中性的。但市场通常并不是以这种方式作出反应的。由于规模经济和协同效应的影响，必须对收购后所形成的新的公司的赢利能力和有效使用资产的能力作出重新评估，才是真正合理的。

国外曾有人对收购前和收购后 PE 比率之间的关系作过实证研究。根据这项研究的结论，出价后所观察到的 PE 比率与第一次出价前的 PE 比率之间的关系，可以分别由三个线性回归方程式表示，它们分别反映在出价公司的 PE 比率与目标公司 PE 比率。

2) 缺乏对长期影响的考虑

在前面分析中存在的另一个问题是缺乏对长期影响的考虑。实际上，在任何一次收购活动中不仅需要判断即刻所产生的利益，而且还要考虑因此而产生的长期影响，假如收购公司的收益的年增长率为 10%，目标公司的收益的年增长率是 5%，从长期来看，10 年后收购公司的 EPS 高于收购公司与目标公

公司的 EPS 之和，之所以会出现这种结果的一个简单原因是收购公司的收益增长是目标公司的 1 倍，目标公司实际上在一定程度上阻碍了新的集团公司收益的增长。在收购时市场反映了这一点。

在考虑了收购所产生的长远影响之后，由此又会带来另外一些问题，其中最大的不足之处是没有考虑资金的时间价值。

4. 以未来收益为基础的评估

正是因为以历史收益为基础来进行评估有一些内在的不足，因此有必要通过对公司未来收益的预测来构建一个更有用的收益模型来对购并进行评估。目前更常用的方法是：对预测的净可保持收益（Forecast Net Maintainable Earnings）进行资本化。在运用这一方法时有两个问题需要仔细考虑，即确定预测的净可保持收益和选择适当的资本化率。

1) 预测的净可保持收益

净可保持收益是指目标公司在被收购以后继续经营，可取得的净收益，它可以目标公司留存的资产为基础来计算。如果目标公司的一些资产是不需要的，则可以将这些资产变卖，在评估目标公司价值时，首先应该以留存下来继续经营的那部分资产（有时也称为有效资产）为基础的收益进行资本化，然后再加上变卖资产的价值。

在任何一个评估过程中，得到一个可靠的预测的可保持收益是非常重要的。实际上，比较大的公司一般都有自己的预测技术和系统，可以依靠它们来比较准确地预测五年期，甚至更长期的利润变动趋势。尽管如此，预测总是不可能完全准确的，尤其在时期较长的情况下更是如此，因此，可取的做法应该是准备一组可保持的收益。由于一般要对公司的收益征收税款，因此还有必要预测公司税率的变化。

2) 资本化率的选择

PE 比率的倒数被称为收益率，反映的是投资者从普通股股票投资中所得

产应付的价格不会高于购买与该项具有相似风险因素的同类资产在预期的将来能得到的收益现值。显然收益途径是通过估测由于获取资产所有权而带来的预期收益现值，来确定该项资产重估价值的一种途径。在以收益为基础的分析中，收益的高低直接影响到对目标公司的评估，因此在分析目标公司的财务报告时，充分考虑下列一些因素对收益的影响是非常重要的。

1) 非常项目(Extraordinary Items)

《标准会计实务公报》第6号(SSAP6)对非常项目是这样定义的：“非常项目是这样一些项目，它们产生于正常业务活动之外的事件或业务，它们是很重要的，但预期不是经常或正常发生的。”由于对上述定义存在着不同的理解，使得同一产业中的公司往往使用不同的方法来处理这类问题。在前面的分析中没有涉及非常项目的处理问题，下面举例说明非常项目对计算EPS的影响。

A公司和B公司是酿造业中的两个公司，A公司1992年的年度报告显示其税前利润提高了2.6%。从上一年的133.2万美元增加到136.7万美元，其中包括财产和投资处置所得11.5万美元(占税前利润的8.4%)，与1991年税前利润中这项所得7.6万美元相比，有51%的上升。如果在这里把它作为非常项目来处理，那么A公司的正常业务利润则下降到125.2万美元，与1991年相比下降0.3%。又如，B公司1992年的年度报告显示的税前利润是73.2万美元，比上一年度的66.4万美元增长了16.2%。但是在B公司中，财产和投资所得被看成是非常项目，在上述利润中不包括这项所得，而该公司1992年这项所得是8.1万美元，1991年是9.6万美元。如果不把这些项目所得看作是非常项目，那么其税前利润仅上升7.0%，从1991年的76.0万美元增加到1992年的81.3万美元。从上面的例子可以看出，把财产和投资所得当作利润处理往往会造成一种假象，在计算EPS时清楚这一点是重要的。

2) 递延税收(Defened Taxation)

在计算每股收益(EPS)中涉及的另一问题是由递延税收造成的。之所以产生递延税收的问题,是因为在应税利润和会计利润之间存在着永久性差额(Per-manent Differences)和时间性差额(Timing Differences)。由于公司某些实际开支为税法所不允许(如招待费),致使账面利润与税法规定的应纳税所得额之间出现差额,这种差额称为永久性差额。时间性差额是由于某些收入和支出在财务会计处理上被认为是某一期间发生的,但从税收上考虑被认为是发生在另一期间,致使税前利润和应税所得额之间产生差额。这种差额只发生在一定时期内,最终可以被抵消,因而被称作时间性差额。由于时间性差额的存在,即使每年的会计利润保持不变,对各年所征收的税款可能也是不同的。

时间性差额可以通过引入递延税收账户来处理。设置这一账户的目的是试图保证把向股东报告的公司税征收额与向股东报告的利润联系起来。处理递延税收的方法主要有两种,即债务法和递延法。债务法,顾名思义就是把递延税收看作是取消时间性差额时所实现的债务,在资产负债表中把它看成是递延债务,并依照最新的公司税税率来计算。与此相反,当时间性差额发生的时候,递延法则使用当年的公司税税率计算。由于递延税收的存在,使得在计算税款中存在着较大的主观因素,这将最终会影响到 EPS 的计算和对公司的评估。

3) 会计政策

在计算 EPS 中所涉及的另一问题是:不同公司,甚至同一产业中的不同公司,往往采用不同的会计政策。因此在不同公司之间进行比较时必须记住这一点。

尽管对可保持收益进行资本化这一评估方法存在着不足,但是它仍是实际中对上市公司进行评估的常用的方法。有人曾作过一项调整,要求机构投资在回答他们认为那些财务信息在他们的投资活动中是最有帮助的,大多

数人的回答是 EPS。

当然，有些人不是简单地依赖于公司财务报告中的数字，而是对这些数字进行必要的调整，从而计算出他们自己的 EPS 来对目标公司进行评估。证券交易所一般也认为 EPS 必须被看作是评价公司绩效的最重要的投资标准之一，对挂牌上市公司而言更是如此。

（四）市场比较法

市场比较法通常是将股票市场上与目标公司经营业绩相似的公司最近平均实际交易价格作为估算公司价格的参照物的一种方法。它是根据证券市场真实反映公司价值的程度（市场效率性）来评定公司价值的方法，这种方法在尚未成熟的股市中还不能应用，因为许多上市公司中的股价远远偏离实际价格。

1. 评估目标公司的资本

在实际使用市场比较法来评估目标公司的资本时，一般先是找出产品、市场、目前获利能力，未来业绩成长趋势等方面与目标公司类似的公司，将这些公司的净利等各种经营绩效与股价的比率作参考，计算目标公司大约的市场价值。例如可选定五家与目标公司类似的公司，先将其股价分别与“每股税后净利”及“不计利息，折旧摊销、所得税的每股净利”之比的倍数进行加权平均，所得的两个倍数再分别乘上目标公司的“每股税后净利”及“不计利息、折旧摊销、所得税的每股净利”即可得出两个股价，作为估算目标公司价值的“上下”限范围。

2. 市场效率性

西方财务理论家一般认为市场效率性可以分为三种类型：弱式效率性（Weak-Form Efficiency），次强式效率性（Semi-Strong-Form Efficiency）

和强式效率性(Strong-Form Efficiency) 。所谓弱式效率性, 即在该市场中所有包含过去股价移动中的资料和信息, 并没有完全反映在股票的现行市价中, 因此投资者在选择股票时, 并不能从与股价趋势有关的资料和信息中得到任何有益的帮助; 若市场中股票的现行市价反映出所有已公开的信息, 则该市场就具有次强式效率性。在一个具有次强式效率性的市场中, 投资者即使彻底分析股票、仔细阅读年度报告或任何已出版的刊物, 也无法赚得超常利润。然而公司的内幕人士如董事长、总经理却能利用他们的地位取得其他投资者所无法得到的资料, 买卖自己公司的股票, 从而赚得超额利润; 强式效率性的涵义是: 股票的现行市价已反映了所有已公开或未公开的信息, 因为任何人甚至内线人也不例外, 均无法在股市中赚得超常收益。

3. 市场比较法的前提

这里市场比较法的前提假设为证券市场为次强式效率市场。由于证券市场处于均衡状态, 因此股价反映投资人对目标公司未来的现金流量与风险的预期, 于是市场价格会等于市场价值。市场比较法依公司股价或目前市场上有成交公司的价值来作为公司比价标准, 不但容易计算且资料可信度有所提高。

值得注意的是, 若以股票市场上的少数股权持有者所持股票的价值, 来估算收购股票未上市公司大多数股权时的股票价值时, 应考虑到取得公司经营权的“控制价值”, 及不具备股票市场流通性的“价格折扣”。当然此价值的增加与减少在估算时不免掺杂主观因素。

比较标准可分为以下三种。

1) 公开交易公司的股价

尤其是未公开上市公司股价可根据已上市同等级公司股价作为参考, 据以计算市价。此法资料可靠, 且可根据分析者目的不同, 采用有同的比较标准(如营业收入、净收入、税后净利等), 使目标公司的市价更为合理。但使用此法对公司管理部门和董事会要求较高, 需要一定的经验与技巧, 常见的错

误是高估目标公司的经营价值，或者是低估其公司清算价值，甚至可能低估目标公司的未来机会或隐含价值。

2) 相似公司过去的收购价格

尤其是在股权收购的情况下，此法公认为最佳选择，本法在理论上具有以下优点。

使用收购公司自由支付的真实价值。

继续经营的溢价与清算折旧均已包括在公司收购的成交价格中。

通过上市公司与非上市公司收购间的差额，可计算清算折价比率。

可以使用多种资料评估类似的收购业务。

但是运用比较法很难找到经营项目、财务绩效、规模等相似的公司，且无法区分不同的收购公司对目标公司溢价比率的估计。因为有些收购公司认为单独考虑目标公司价值，无须因收购后收购公司能创造出综合效益而多支付一部分收益。

3) 新上市公司发行价

常用于公司股票公开发行人时，对于目标公司是公开发行人时，依照公开发行人公司的初次公开发行股价，与依此计算出的公司市价作为比价标准，也许比以上市公司市值为计价标准更加贴切，此外目标公司也可将公开发行人市价与出售、清算或继续经营下的公司市价进行比较，以作出最有利的决策。但是很多初次公开发行股票公司刚刚成立，利润低，因此其股价的有用性大为降低，且公开发行(股票)市场的发行量、价格变化大，往往比股票集中交易市场还具有投机性，而且股价更易被操纵，以致股价脱离其实际价值，所有这些都影响了市场比较法的应用。

与此类似，在公司价值的估算上，也可以最近公司购并交易中成交几件同类案件的平均倍数作参考对象，但这些买方常考虑到控制公司后的综合效益，因而成交价格可能会高于股票市价。如果在股票市场上的敌意收购为了

达到收购成功的目的，买方出价往往超过此类股票在股票市场价格的几倍。若以这样的价格作为估价参考，未免会显得过高，对买方十分不利。因此运用市场比较法估价，通常用正常股市交易情况下的同类公司的交易价格作参考来估算目标公司价值。

（五）CAPM模型

事实上，价值在估算中只是作为价格制定的参考，任何一种估算方法均有利有弊，本身并无优劣之分，公司应按照实际情况选择适当的估价方法或估价方法组合。例如，股东价值分析法、盈余资本化、盈余倍数法、净现值法、成本法等仅为公司收购时价格制定的参考，由于上述方法或多或少有不足之处，因此许多学者仍努力致力于改进之。例如美国纽约市大学 Barch 学院经济学博士于贻彰先生同时考虑到公司价值的供需力量，在供给方面用会计方式计算，在需求方面采用修正的 CAPM 模型，即资本资产定价模型（Capital Assets Price Model）以计算股票价值。实际上此法与有限成长模型（Limited Growth Model）精神相符，认为公司价值为公司现有资产的贡献与公司未来投资机会的现值，而股价所反映的即公司价值的现值。

1. CAPM 模型的内容

资本资产定价模型（以下简称 CAPM 模型）是描述包括上市股票在内的各种证券的风险与收益之间关系的模型，它帮助人们能够以资产组合的方式有效地持有各种股票。投资者总是厌恶风险的，他们一般用标准差来衡量股票的总风险。总风险是由非系统性风险和系统性风险两部分构成的，非系统性风险产生于某一特定股票本身价格波动，影响这一特定股票价格的因素可能是工人罢工、公司的经营状况、提出兼并的提议等公司自身的因素；系统性风险产生于综合市场指数的变动，是受整个市场变动的影晌所造成的。

CAPM 的核心内容是现代资产组合理论（MPT），而现代资产组合理论的基础是分散化。如果一个投资者持有一组分散化了的资产组合，即持有一组

不同的股票，那么某一种股票的非系统性利润将会被另一种股票的非系统性损失所抵消，即对于一个持有分散化的资产组合的投资者来说，从总体上讲只有资产组合的市场或系统性风险是重要的。市场从本质上讲不为接受个别股票的非系统性风险提供回报，但是可以通过持有分散化的资产组合来消除这一风险。

根据现代资产组合理论的研究，只要分散持有 15 ~ 20 种股票，就可以消除非系统性风险，因为持有有效资产组合的投资者将消除不必要的风险，取得与其资产组合的因素相适应的回报。因素通常可以根据过去的绩效来确定，但是如果认为这样还不够充分准确的话，还可以通过对未来绩效的预测来估计，一旦估计出了变量 β 的大小，就能够决定所要求达到的收益率，可以把这一要求达到的收益率与预期的收益率作比较，如果后者大于前者，那么就意味着这一购并是值得的。

2. CAPM 模型的优缺点

CAPM 模型这一评估方法是来自于财务理论的发展。在美国，它是一种常用的评估上市公司的工具。它的主要优点是：提供了一系列分析购并的合理步骤，在分析过程中考虑了风险和收益的关系，使收购者能够在各种可能的行动方案中作出适当的选择。

实际上，使用 CAPM 这一模型来对目标公司进行评估还存在着许多困难，经济状态出现的概率和各种状态下的收益率都是主观变量，要准确地估计它们可能是非常困难的。此外，该模型的一些重要假设前提可能是不真实的。例如，假定在完全资本市场中：各个投资者因而都同意有关证券的将来前景；投资者只关心证券的风险和收益；税收对投资者没有显著的影响等。为了使模型具有更大的实用性，可以假定目标公司的 β 值在未来将是持续不变的。对大多数挂牌上市的公司来说， β 值都可以从有关的资料库中得到，或者根据历史统计数据和经验概率用数理统计方法测定。在美国、英国等市场经济

发达国家一般有专门机构帮助测定和提供各种证券的价值。

本节并未列举穷尽用于资产评估的一些实用方法，只是对一些作者认为相当重要的经济模型进行了阐述。以收益分析为基础的评估方法，尤其是以预期的可保持收益为基础的更成熟的模型是实际中广泛使用的方法。随着现代投资组合理论的发展，市场模型和 CAPM 模型两种评估方法也将得到广泛使用

四、非上市公司评估

（一）估算模型

1. 拉巴波特模型(Rappaport Model)

这一模型是由美国西北大学阿尔弗雷德·拉巴波特创立的，又称贴现现金流量法。无论是收购兼并还是购买普通的有形资产，其交易的经济实质是相同的。不论哪种情况，均须根据预期未来的现金流量进行现在的支出。贴现现金流量不仅适用于内部成长的投资（如增加现有产生能力），而且也适用于公司外部成长的投资（如收购）。

使用贴现现金流量法必须考虑以下几个影响因素。

1) 现金流量

该现金流量应是目标公司在被收购后对收购公司现金流的贡献。该估计结果显然不同于目标公司作为一家独立公司时的现金流量。一方面是因为收购公司可能获得目标公司独自所不可能获得的经济效益；另一方面是由于收购一般会带来新的投资机会，现金流量的计算公式为：

$$\text{现金流量} = \frac{\text{经营利润}}{\text{税率}} \times (1 - \text{税率}) + \frac{\text{折旧和其他非现金支出}}{\text{非现金支出}} - \left(\frac{\text{增加的流动资本投资}}{\text{资本投资}} + \frac{\text{资本支出额}}{\text{支出额}} \right)$$

也可以用字母表示为：

$$CF_t = S_{t-1} (1 + g_t) (p_t) (1 - T_t) - (S_t - S_{t-1}) (f + w_t)$$

式中，CF 为现金流量；S 为销售额；g 为销售额年增长率；P 为销售利润率；T 为所得税率；f 为销售每增长 1 美元所需要追加的固定资本投资（全部固定资本投资扣除折旧）；w 为销售额每增长 1 美元所需追加的资本投资；t 为某一时点。

只要得出 g, p, T, f, w 5 个变量的估计值，就可以对现金流量进行规划。

2) 预测期

一般是逐期预测现金流量，直到其不确定的程度使管理部门难以作更进一步的预测。虽然这种做法随着行业背景、管理部门政策和收购的具体环境不同而不同，但在很多情况下将预测期定为 5 年或 10 年。一种公认较佳的方法认为，现金流量的预测只应持续利用以支持预期销售增长的追加投资的预期收益率等于资金成本时为止，也就是说，如果公司的投资回报率仅等于资金成本或等于市场要求的基准回报率，则公司价值将不受企业成长影响，为此，需要计算收购后获得最低可接受回报率所需的最低的税前销售利润率，即增量临界利润率（Incremental Threshold Margin, ITM）。增量临界利润率计算公式为：

$$ITM = \frac{(ftw)k}{[(1-T)(1+k)]}$$

式中，k 为公司最低可接受回报率；其他变量含义同前。

为简化此问题，该模型假定折旧额可用于投资维持公司生产能力，即公司实行对公司价值无影响的零增长，其残值等于从预期后第一年开始的现金流量年金的现值。

3) 资金成本

如果未来目标公司的风险被认为与收购公司总的风险相同，那么目标公司现金流量的贴现率即为收购公司的资金成本。资金成本用税后债务成本和股本成本的加权平均值计算。需要指出的是，只有当收购不会影响收购公司的风险时，收购公司用自己的资金成本去贴现目标公司的现金流量才是适当的。

2. 沃斯顿模型(Weston Model)

沃斯顿模型由美国加州洛杉矶大学弗瑞德·沃斯顿创立，又称公式评估法。在现实生活中，几乎每个公司都会随着其生命周期的起伏而经历各种不同的成长阶段：公司早期的成长率要高于整个经济体系的成长率；公司中期的成长率等于经济体系成长率，而公司晚期的成长率明显低于整个经济体系的成长率，沃斯顿模型就建立在公司经历零增长后超常增长时期的假设基础上。该模型目前已逐渐为欧美各公司广泛采用，同时还为公司进行有效的计划与决策提供了理论结构。该估价模型如下：

$$V_0 = X_0(1-T)(1-b_s) \sum_{t=1}^n \frac{(1+g_s)^t}{(1+k)^t} + \frac{X_0(1-T)(1+g_s)^{n+1}}{K(1+k)^n}$$

式中， X 为营业净利(Net Operating Income) 或税前息前盈余(EBIT)； g 为营业净利或税前息前盈余增长率； k 为边际盈利率； K 为加权边际资金成本； b 为税后投资需求或投资机会； n 为超常增长持续期； T 为边际所得税率。

该模型表面简单，但经过变更后却能适应公司成长各种不同形态的需要，其重要的估价参数有：营业收入增长率、投资盈利率、超过资金成本率的正差值、投资机会、所得税率等。

3. 杜邦模型(Du Pont Model)

杜邦财务评估模型认为税前投资回报率是所有比率中最综合最有代表性的指标。与前面两种模型相比较，其实质均为以价值为基础的财务筹划。杜邦财务评估模型如图 14.1.1 所示。

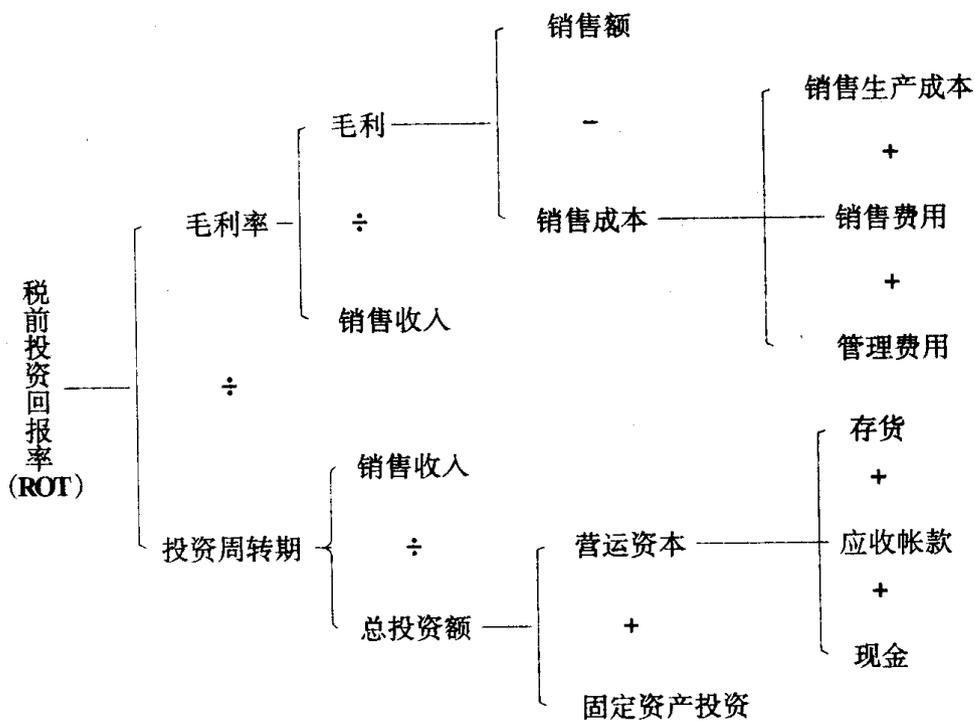


图 14.4.1 杜邦模型

在杜邦模型中充分地反映了成本控制、降低营运资金和固定资产投资对投资回报率的影响。道纳德逊·布朗 (Donaldson Brown) 成功地将杜邦财务评估模型运用于通用汽车公司，取得了巨大经济效益。

4. 估价方法的实际运用

正如在本书的其他地方不断强调过的，事实上价值的估算只是作为制定

价格的参考，任何一种估价模型本身并没有对错之别。公司的价值往往存在于与另一家公司合作后，才可产生的利益，即所谓的综效(Synergy，指互相分立的企业在联合后所产生的总效果大于各自分立时的效果之和)。至于报偿(Premium)，是指当买方基于综效，而愿付比市价更高的价格买入目标公司，如果没有加上此项报偿，也许卖方即不愿卖。事实上在上述三个估价模型中很难评价其优劣，虽然方法不同，但各有千秋。同时在投资风险的评估上，目标公司的价值若是依照未来获利的现金流入估算，应对目标公司营运利润及其本身资金成本的不同假设下所得到的不同公司价值，作所谓的敏感性分析，以供收购决策参考之用。因为公司的价值既然是对于未来获利的预测，那么在进行预测时，即应作一种动态假设。换言之，对未来预测的正确性，并不是采用预期收益折现法的主要前提，其重点在于利用不同的营运状况与结果，来衡量对公司价值的影响。

此外在实务上，收购价格的决定也可将各种不同评价方法计算出的价值加以加权计算；权数的确定，视收购目的而定。在实际操作中，各种混合算法均可行，甚至可采用某种算法，再按一定比例加上另一种算法所估的价值。

必须注意，在估算公司真正的价值的同时，必须对目标公司作详细的审查，才能确定真实的公司价值。由于各种外在因素和不确定性因素的影响，必须确定出目标公司的经营风险的大小，在最后估价时即可因此风险而对所估的结果再打个适当折扣，以反映目标公司对买方的可能价值。

(二) 影响非上市公司评估的因素

1. 非上市股票的交易市场

非上市公司区别于上市公司的首要特征，是非上市公司的股票不存在一个像证券交易所那样高度组织化的市场。从证券市场的角度来看，并不是所有股份公司的股票都可以自由地进入证券交易所公开挂牌交易。许多国家和地区的证券法和证券交易所规则对上市公司都有相当严格的要求和管制。因

此，事实上能够在证券交易所公开挂牌交易的股票仅仅是少数，绝大多数公司的股票都不具备这样一个市场条件。这些非上市公司由于不会受到相关当局对信息披露的强行要求，因此往往在获得信息上比上市公司困难。

在美国，除了在证券交易所进行的上市公司挂牌交易外，还存在一个场外交易市场(OTC)，它是专门为不在证券交易所交易的非上市公司证券提供的一个证券买卖市场。据调查，目前约有40000种不同的政府和公司证券在这个市场上进行交易，其中有75%是公司股票。在场外交易市场中交易的股票，大部分是小公司和知名度不高的公司发行的，或者是为一个家族所控制的公司的股票。由于OTC是一个松散的市场，从事交易的经纪商行分布各地，对某种证券各自开价不同，价格的形成没有经过许多投资者、经纪商和交易商的激烈竞争，因而投资者和交易商或经纪商很难了解哪一个价格更合理。它们并不像证券交易所那样是一个正式的、有组织的统一市场，而且这种市场也不是全面的。由于非上市公司的股票缺少一个正式的市场，再加上持有这些公司股票股东人数相对较少，从而影响了对它们的评估。

2. 非上市股票的市场能力

股票的市场能力，是指股票转让所受的限制程度。一个公司的股票缺少市场能力，就意味着需要对该公司的评估结果打折扣。结果是提高了要求达到的收益水平，降低了资本化率，最终影响到对公司的评估。折扣的多少一般随着公司股票转让受公司限制的大小而变化。在证券市场上必须强调一种观念，有控制权的股票比没有控制权的股票有价值；能上市流通的股票比非上市流通的股票有价值。上市公司股票的转让一般不受公司的任何限制，而非上市公司却不然，这些限制通常包括在公司章程中。除此之处，非上市公司可能还对持有股票人的各类股票的投票权和董事会决定发行新股的能力加以限制。在某些私人公司中，董事长事实上可以拒绝签署股票的转让。在实际中，折扣的多少可以在0%~50%之间变化。虽然折扣的多少是一个主观问

题，但是通过收购需要达到的持股水平却是决定折扣多少的一个重要因素。

表 14.4.1 列出了各种不同持股水平时股东所拥有的权力。

表 14.4.1

持有有投票权股票的百分比	权 力
90 以上	· 如果出价被 90% 以上的股东接受，那么出价人可以同样的条件强制收购余下的股票
75 以上	· 能修改公司章程或使公司自愿解散
50 以上	· 能够控制公司的管理和股利政策
30 以上	· 对公众公司而言，已经可以控制公司，要求发出接管要约
25 以上	· 能在很大程度上影响公司的管理和股利政策，能阻止修改章程和防止清算
20 以上	· 依照《公司法》可以推定它是一个关联公司
15 以上	· 如果在出价前 12 个月内以现金购买了 15% 以上的有投票权股票，那么必须作出一个现金出价
10 以上	· 能避免公司被完全接管
5 以上	· 一个公众公司的投资者在收购了 5% 以上有投票权股票时，必须发出公告

3. 公司和产业分析

公司分析的一个重要内容是公司的财务状况和赢利能力。需要收集有关公司过去、现在和将来绩效的信息。即要与公司过去的绩效进行比较，又要与同一产业中的其他公司进行比较。市场占有率、公司的主要客户、主要的供应商和主要的竞争对手直接关系到公司的生存和发展。

一旦了解了有关目标公司的有关事实以后，接着就需要收集目标公司所

在产业的信息。首先需要知道的是目标公司所在产业是高速增长的、有发展前景的产业，还是正面临着发展困难的“夕阳产业”。政府和证券经纪商的统计报告通常是获取产业发展信息的有效来源。此外，还要对产业的性质，特别是它的季节性或周期性进行认真的评估。对同一产业中的主要竞争对手作出评价也是必要的。

（三）非上市公司的评估方法

1. 资产价值基础

资产价值基础，是指通过对公司所有资产进行估价的方式来评估公司价值的方法，要确定公司资产的价值，关键是要确定合适的资产估价标准。目前国际上通行的资产估价标准有账面价值、市场价值、清算价值、续营价值和公允价值。

1) 账面价值

是指在会计核算中账面所记载的资产价值。这种估价方法不考虑现时资产市价的波动，也不考虑资产的收益状况，因而是一种静态的估价标准。这种估价标准只适用于该资产的市场价格变动不大或不必考虑其市场价格变动的情况。

2) 市场价值

与账面价值不同，它是指把资产作为一种商品在市场上公开竞争，在供求关系平衡状态下确立的价值。它已将价格波动因素考虑在内，适用于单项资产的评估计价。

3) 清算价值

是指在公司出现财务危机而导致破产或歇业清算时，把公司中的实物资产逐个分离而单独出售的资产价值。清算价值是在公司作为一个整体已丧失增值能力情况下的一种资产估价方法。当公司的预期收益令人不满意，其清算价值可能超过了以收益资本化为基础的价值时，公司的市场价值已不依赖

于它的赢利能力，这时以清算价值为基础来评估公司的价值可能是更有意义的。

4) 续营价值

与清算价值相反，是指公司资产作为一个整体仍然有增值能力，在保持其继续经营的条件下，以未来的收益能力为基础来评估公司资产的价值。由于收益能力是众多资产组合运用的情况下产生的，因此续营价值标准更适用于公司整体资产的估价。

5) 公平价值

反映了续营价值和市场价值的基本要求，指将公司所有的资产在未来继续经营情况下所产生的预期收益，按照设定的折扣率折算成现值，并以此来确定其价值的一种估价标准。它把市场环境和公司未来的经营状况同公司资产的当前价值联系起来，因此非常适合于在收购时评估目标公司的价值。

以上五种资产估价标准是目前国际上通行的用来估价资产价值的方法，它们各有其不同的侧重点，因而也就各有其适用范围。就公司收购而言，如果收购目标公司的目的在于其未来收益的潜能，那么公平价值就是一个重要的标准。如果收购目标公司的目的在于获得其某项特殊的资产，那么以清算价值作为标准可能是一种恰当的选择。

2. 收益法

在使用收益法对非上市公司进行评估，有些方面有区别于对上市公司评估方法的作法。

就评估程序而言，是相当接近的。首先，需要确定目标公司的可保持收益，一般可以通过预测得到。其次是要为目标公司选择一个合适的资本化率（PE 比率）。由于非上市公司缺少一个由市场确定的 PE 比率，因此需要找到一个与目标公司相近的上市公司作为参照物，以它的 PE 比率作为目标公司的 PE 比率。由于非上市公司的股票缺少市场能力，从而提高了要求达到的收益水平，降低了它的资本化率，因此对这一 PE 比率还要进行必要的调整，才能应

用于对非上市公司的评估。

在此可能会面临着这样一个问题，在实际中要想从证券交易所的上市公司中找到一个与目标公司相近的公司通常是比较困难的，即使可以找到，也必然面临着由于采取不同的会计政策所产生的其他一些问题。为了能够得到一个可靠的 PE 比率，通常可以选择一组公司，从经营和财务方面来看，这组公司的各个公司与目标公司都是可比的，通过分析这些可比公司的财务和股票绩效，来确定一个适合于目标公司的 PE 比率。当然完全的可比几乎是不存在的，特别是在评估多角化经营的目标公司时。在这种情况下，应该选择几组可比的公司作为参照物，其中的各组公司分别对应于目标公司的主要业务部门。尽管这种方法在实际操作中会遇到种种困难，但是由于这种方法相对于其他评估方法而言既易于理解又便于应用，而且它是以可比公司财务前景的市场一致性为基础的，不仅仅依赖于对公司未来的预期，因此仍不失为一种有益的评估方法。

3. 股利法

可以用来代替收益法的另一种方法是：通过折算将来股利的方法确定公司目前的价值。我们知道，对某个投资者而言，他的收益是由股利和出售股票时的资本利得 (Capital Gain) 两部分构成的。但是这个投资者所获得的资本利得仅仅是其他投资者为了取得将来的股利而愿意支付的股票价格的一部分。因此，从长期来看，投资者关心的只有股利，包括在清算的情况下投资者所得到的任何现金。由于如果某一股东持有较大比例的有投票权股票，就可以确保他对股利政策的控制，因此用股利代替收益没有任何优点。这种方法一般更适用于对少数持股的公司评估，在这种情况下，在可以预期的将来，不可能得到对公司的控制权。

这种方法是首先确定一个合适的可保持股利，然后用股利率来对它资本化。如果是非上市公司，可以按照一个相近的可比上市公司的股利率来对它

资本化。由于非上市公司缺乏市场能力，因此在这里也要使用一定的折扣。

4. 折现现金流量分析法

在论述公司收购评估的专业文献中，绝大部分都认为，折现现金流量（DCF）分析是最科学、最成熟的公司评估方法。这种方法同时适用于对上市公司和非上市公司的评估。在这里公司的经济生命被描述成现金流入或流出，即现金流。在考虑时间和风险因素的基础上将预期的现金流折成现值，并与投入公司的原始资金作比较，来进行收购决策。DCF分析最初是用来评估资本预算的，而后被引入到兼并与收购的评估中。

DCF分析可以用公式表示如下：

$$PV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

式中， t 为以年表示的时间， $t = 0$ 则表示现在； CF_t 为在未来的 t 年里预期产生的净现金流； r 为适当的折现率，它与预期的现金流的风险相联系； PV 为各年现金流的现值。

为了更好地理解 DCF 分析在公司收购评估中的应用，现将上述公式中变量的确定分述如下。

1) 净现金流（FCF）

它表示目标公司各年产生的净现金（正现金流）或各年必须投入到目标公司的净现金（负现金流）。除下面将要阐述的初始现金流表示收购方的初始投资外，各年的 $FCF =$ （1）净收入 +（2）非现金提成（如折旧、无形资产和递延税收的分期摊销等）+（3）财产剥离而产生的净收入 +（4）除现金以外的营运资本的净变化 -（5）资本费用支出。

初始的现金流 CF_0 ，表示收购的净成本。净收购成本 CF_0 等于以下四项之和：（1）收买目标公司普通股和由可转换证券、购股权证产生的普通股所实际支付的现金 +（2）目标公司任何未支付的或要由收购方支付的债务和优先股

的公平价 + (3) 交易费用 - (4) 目标公司资产负债表中的任何超额现金。

前面给出了计算未来各年净现金流的公式，但是很明显，要准确地确定未来各年的现金流，即 CF_1 到 CF_n 是比较困难的，因为这些现金流代表的是一些预测值。这些预测应该反映出一旦目标公司并入收购方或由收购方来管理所产生的预期结果。由于目标公司将不再继续独立经营，因此预测不应该仅仅以目标公司的预期绩效为基础。这些预测必须考虑到：任何预测的管理费用的减少；遣散和关闭费用；规模经济或协同效应；动态竞争力的变化和从财产剥离中获利的净收入。

2) 终值(TV)

DCF 分析是以投资的整个生命期中的现金流为基础的，从继续经营看，投资的生命期可能是永远的，但实际上这是不可能的，因此有必要计算终值，它表示未来某一点点对目标公司的估价。这一价值和这一时点以前各年的预测的净现金流一样，也要折算成现值。在考虑到终值以后，前面的公式可以改写成：

$$PV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

式中，TV 为目标公司在第 n 年的估价。

与确定公司现有价值一样，可以用许多方法得出目标公司的终值，但以下两种方法较常用。

永久增长模型。从理论上讲，永久增长模型是与 DCF 最一致的方法。这种方法假定从计算终值的那一年开始，FCF 是以固定的复年率增长的。TV 的计算公式为：

$$TV = \frac{CF_t}{(K-g)}$$

式中， CF_t 为计算终值那一年期的 FCF；K 为加权平均的资本成本，即投

资决策中资金使用的机会成本，可按公司债券和各类股票成本的加权平均数计算； g 为计算终值那一年以后 CF_t 的预期的增长率。

在使用永久增长模型时， TV 的计算结果对 g 的取值非常敏感，而 g 的取值也是很难预测的，但是应该记住一点，就是公司过去或目前的增长率不是必然地要保持到永远。否则一个月前以 50% 的年增长率发展的小公司，其产值在不久的将来一定会超过一个国家的 GNP。

PE 比率法。经常用来计算 TV 的另一种方法是简单地用一个合适的 PE 比率乘以计算终值那一年的净收入。与增长率一样，一个高的 PE 比率也不可能在一个延续的时间内始终保持下去。

3) 折现率

公司收购使用的折现率必须反映有关目标公司的边际资本成本，而不是收购方的总体资本成本。如果是用来评估高技术公司的投资，那么折现率必须反映高技术公司项目投资中所固有的风险。DCF 分析高度依赖于折现率的选择，一个百分点的差异都是非常重要的，甚至会导致完全不同的结果。一般可以采用以下几种方法来确定折现率的大小。

选择收购公司目前的加权资本成本作为基数，然后向上作适当调整（因为新项目与目前的业务相比，应该有一个更高的要求达到的收益率）。

选择收购公司过去的资产收益率作为基数，然后向上作适当调整。

使用当前对未来利息率的预期作为基数，然后根据产业、公司和财务结构等风险因素向上作适当调整。

以可比公司的加权资本成本作为基数，然后根据以上风险因素向上作适当调整。

DCF 分析从理论上讲是一种最科学、最成熟的评估技术，因而它有许多优点，特别是在与其他方法结合起来使用时，它能够用来检查从其他方法中得出结果的合理性程度。然而不可否认 DCF 分析方法也存在着一些不足，首先，

要准确地预测将来的财务结果是非常困难的，特别是在只能依靠公众可以得到的信息进行预测时；其次，计算的结果对终值 TV 太敏感。最后，在使用永久增长模型时，TV 自身采用的可持续的增长率是非常敏感的，而这一增长率也是很难预测的。

（四）商誉及其评估方法

1. 商誉

在公司购并的会计核算中，超过公司净资产价值的续营价值被视为一种无形资产，称为商誉(Goodwill)。商誉一般理解为公司的良好企业形象，良好的顾客关系以及较高的雇员道德水准和其他能转化为增加企业高于正常赢利能力的类似因素而形成的无形资产。但这种无形资产没有独立的市场或清算价值。美国通用会计准则规定，超过一定的时间商誉将被注销，商誉由于具有区别于公司其他资产的上述特点，因些需要运用专门的方法来评估它的价值。

2. 超额利润法

超额利润法通常被用来评估商誉价值，可以用公式表示为：

$$V = A + \frac{P - rA}{m}$$

式中，V 为公司的价值；A 为公司净有形资产的续营价值；P 为将来可保持的利润；r 为预期的资产正常的收益率；m 为对超额利润进行资本化的资本率。

这种方法的理论依据是：不仅要依据于公司净资产的续营价值，而且要依据于超过这些资产正常价值的价值来评估公司的价值。如果估计出公司将来可保持的利润，从中减去资产的正常收益，就可以得到超额利润的概念（P-rA）。如果接着用代表购买超额利润年数的系数对超额利润进行资本化，就可以得到商誉的价值。

3. 美国对商誉的评估

根据美国国内税务署(IRS) 的规定, 在美国有形资产可以折旧, 而且折旧可以扣税; 而无形资产则不同, 不但不能对无形资产折旧, 而且也不能扣税。因此在收购公司时就产生了在无形资产和有形资产之间如何分配价格的问题, 因为这直接影响到公司的税负。IRS 在处理这种分配方法时认为, 在以公司继续经营为前提进行评估时, 应该将相当大部分的购买价格分配到无形资产上去。IRS 使用契约法、差数法和公式法进行商誉估价。

1) 契约法

使用这种方法时, 商誉是在合同中确定的, 但是只有当协议是在公平交易中, 而不是为了逃避部分税收的情况下才能被 IRS 接受。如果合同中没有载明各个别资产的价值, 那么就必须运用其他的评估方法。

2) 差数法

由有形资产和无形资产的公平价值和购买价格之间的差数来表示商誉的价值。

3) 公式法

在购买价格低于资产的公平价值时, TRS 可以使用公式法把议定的价格在资产和商誉之间分配。

确定有形资产的公平价值;

找出这一产业中这种类型公司的适当的收益率;

将 \times ;

计算最近 5 年的平均税后收益;

将 $-$;

按照适当的资本化率对归于无形资产的收益进行资本化, 得出无形资产、商誉的价值。

习 题

1. 如果公司 A 和公司 B 合并，两个公司合并的现金流量就可以偿债。由于合并，在经济衰退时债权人也可获得全额偿债。事实上，公司 B 保证了公司 A 的偿债能力。这种保证叫作兼并的共同保险效应(coinsurance effect)。假如两个公司都有负债，则它们可互为保证。

合并后公司的股东权益为 \$0.7 亿。每个公司的股东权益之和为 \$0.71 亿 ($= 0.6 + 0.11$)，两个公司的股东共同损失了 \$0.01 亿 ($= 0.71 - 0.7$)。这 \$0.01 亿价值转移给了债权人。他们的债权更值钱了，因为无论经济处在哪个阶段他们都可获得全额偿付。通过共同保险效应兼并把价值从股东身上转移到了债权人身上。

讨论：为什么混合兼并有利于债券持有人而牺牲了股东利益？

2. 高负债的公司 A 拟收购无负债的公司 B，两公司以各自的公平市价交换股权，为什么公司 B 的股东可能会反对这项收购？

3. 一公司拥有两家工厂，系 10 年前以 \$5000000 购买。两工厂已折旧为零，但当前公平市价为 \$6000000。一收购者出价 \$8000000 购买该公司。收购后，将在 5 年内按直线法折旧。收购方所得税率为 40%，它新发 5 年期债券利率为 12%。卖方公司有两股东，对其股份的税基为其购买两工厂时的 \$5000000 原有投资。他们的资本利得税率为 28%，而且他们把多数资金投到了收益率为 7% 的市政债券。他们原计划两年后卖出公司退休。但这一 \$8000000 的开价令人难以拒绝。

a. 计算增记工厂的税基带来的避税额的净现值，收购方是否更愿选择应税交易？

b. 计算应税交易的净增成本。卖方是否更愿选择免税交易？

- c. 计算应税交易的净效益。从免税交易中收购方和卖方是否会共同受益?
4. 假设你目前正打算收购一家非上市公司, 你将如何打算?
5. 当你为一项收购做现金流分析时要避免哪些陷阱?
6. 什么是收购分析中的最终价值? 它是怎样计算的?

个案研究

花园制药公司如何选择收购的价格标准

花园制药公司现有流通股 1000 万股, 每股价格 \$27。所以花园制药公司的市值为 \$2.7 亿 ($= 1000 \times 27$)。皇家国立制药公司的财务人员认为不存在购并投机和其他能使花园制药公司股价上升的因素。(如果有, 皇家国立制药公司的财务人员将减少其支付给花园制药公司股东的溢价。)皇家制药公司, 选择了 10 家最近被收购的制药公司的数据, 这 10 家公司和花园制药公司有相同的规模、业务和财务特点, 其中 6 家像花园制药公司一样是特许专营的制药公司。

把支付给 10 家公司的倍数和溢价与支付给 6 家公司特许专营公司进行比较, 可以发现, 指定公司享受较高的支付倍数和溢价。皇家国立制药公司的财务人员因此决定以指定公司的数据为基础来确定收购价格。

从成长性及其他特点看, 花园制药公司均好于 6 家指定制药公司。经计算分析, 6 个重叠的价位在 \$414 百万 ~ \$448 百万之间。每股收购价在 \$41.4 ($= 414/10$) 和 \$44.8 ($= 448/10$) 之间。任何落在这一范围之内的价格都是合理的价格, 否则就是不合理的。这也符合行为准则。

根据以上案例在收购时, 如何选择标准。