

4. Corporate issuers

[Learning Module 1: Analysis of dividends and share repurchases](#)

[Learning Module 2: Environmental, Social, and Governance \(ESG\) considerations in investment analysis](#)

[Learning Module 3: Cost of capital: advanced topics](#)

[Learning Module 4: Corporate restructuring](#)

▼ Learning Module 1: Analysis of dividends and share repurchases

1. 股息

- 概念
 - 派发股息是公司的一项自主决定，并非法律义务
 - 股息政策是公司所制定的支付股息的时间、频率以及股息金额的确定方法
 - 股息支付率 $\text{dividend payout ratio} = \text{dividends} / \text{net income}$
- 类型

分类		特征	对股东财富的影响
现金股息	常规现金股息	公司定期发放的现金股息	在完美市场中，对股东财富没有影响
	特别股息	公司不定期发放的现金股息，例如周年庆、分公司上市等	
	清算股息	1. 终止经营，将资产分配给股东 2. 变卖一部分业务，将获得的现金分配给股东 3. 分配的股息超过留存收益	
股票股息		公司按照一定比例的股票作为股息发放给股东。实际上是将留存收益转为股本。 与现金股息相比，股票股息可以减少公司现金支出，投资人也不用承担股息税	不影响股东财富和公司价值
拆股		增加股份数，但不会增加股本金额。留存收益和股本的占比不变。	不影响股东财富和公司价值

- 对财务数据的影响

	现金股息	股票股息/拆股
资产	下降	不变
现金	下降	不变
净资产	下降	不变
流动性	下降	不变
财务杠杆 D/E	上升	不变
EPS	不变	下降
股价	下降	下降
P/E	下降	不变

- 股息政策的相关理论

1) 股息不相关——MM 理论

- 在完美市场假设下（没有税费，投资者信息对等），股息不会影响股东的财务价值
- 公司的股息发放对经营活动没有影响，因此不会影响利润
- 公司不派息而投资者希望获得现金收入，投资者仍然可以通过出售股票来获得现金，这被称为自创股息 **homemade dividend**
- 但完美市场假设不成立，体现为：
 - 实践中存在发行费用，公司发放股息后通过再融资来满足经营需要会面临较高的律师费、注册费、承销费等
 - 投资者如果进行自创股息，会面临交易费用、资本利得税等

2) 股息相关——bird in hand

- 投资者偏好已经到手的、确定的股息收入，而非具有不确定性的资本利得。因此发放股息的公司更受投资者青睐，具有较低的股权融资成本和较高的公司价值
- 3) 股息相关——税收
 - 税收政策会导致不同股息政策下，投资者财富的不同
- 4) 信号传递
 - 派发股息是公司向市场传达讯息、解决信息不对称问题的一种沟通工具
 - 首次分红或增加股息：未来盈利增长的积极信号
 - 减少或中断股息：可以是未来盈利下降的负面信号，也可以是正面信号，例如发现了好项目后为追加投资而减少股息发放
 - 特别信号：科技行业的首次分红
- 5) 代理成本
 - 股东与管理层：支付高额股息可以降低管理层能够自由支配的现金
 - 股东与债权人：高额的股息会激化股东和债权人之间的利益冲突，因此债务合约中常有两类限制条款：
 - 限制向股东分配股息的金额
 - 规定向股东分配股息需达到的条件
- 影响股息政策的因素
 - 投资机会：拥有较多投资机会的公司倾向于少发放股息
 - 预期未来盈利的波动性：盈利波动性较高的公司，会较少分配股息
 - 财务灵活性：财务灵活性是指公司保留足够的现金以应对经营所需或对抗经济下行。股息发放会让投资人形成一种持续发放股息的预期。采用股票回购来代替现金股息可以避免上述问题
 - 税收：
 - 不同的征税制度
 - a. 双重征税制 double taxation system：公司层面和股东个人层面需要重复征税

$$\text{Effective tax rate (double tax rate)} = T_{\text{corporate}} + (1 - T_{\text{corporate}}) \times T_{\text{shareholder, on dividend}}$$

$$\text{Dividend received} = \text{Pretax income} \times \text{Payout ratio} \times (1 - T_{\text{corporate}}) \times (1 - T_{\text{shareholder, on dividend}})$$
 - b. 股息归属抵减制 dividend imputation tax system：现针对公司层面的税前利润征税，在分配股息时，股东可以获得相应的税收抵减 (tax credit，即 franking credit)。如果股东边际税率高于或低于公司边际税率，股东只需“多退少补”

$$\text{Effective tax rate} = T_{\text{shareholder, on dividend}}$$

$$\text{Dividend received} = \text{Pretax income} \times \text{Payout ratio} \times (1 - T_{\text{shareholder, on dividend}})$$
 - c. 分离税率制 split-rate tax system：在公司层面，对用于发放股息的利润和留存的利润使用不同的税率。股息部分仍面临重复征税。

$$\text{Effective tax rate} = T_{\text{corporate, on earnings paid out}} + (1 - T_{\text{corporate, on earnings paid out}}) \times T_{\text{shareholder, on dividend}}$$

$$\text{Dividend received} = \text{Pretax income} \times \text{Payout ratio} \times (1 - T_{\text{corporate, on earnings paid out}}) \times (1 - T_{\text{shareholder, on dividend}})$$
 - 投资者的税负：养老金、捐赠基金等是享受免税的投资账户 tax-exempt，他们对股息的偏好不受税收影响
 - 发行费用 Flotation costs
 - 发行融资工具时支付给律师、投行、监管方、审计师的费用
 - 增发股票时对其他已经发行在外的股票价格形成的负面影响
 - 法律限制和合同约定
 - 法律限制：一些国家对股息发放有强制要求，另一些国家对资本金额的下限有要求，因此限制了股息的分配

- 合同限制：债务合同中可设置限制股息发放的条款；优先股发行时约定在发放优先股股息前，不得向普通股股东分配股息
- 股息政策的类型和变化趋势
 - 平稳股息政策 stable dividend policy：根据对长期可持续盈利的预期来确定股息金额。避免盈利短期波动导致的股息波动。

Expected increase in dividends = (Expected earnings × Target payout ratio - Previous dividend) × Adjustment factor

adjustment factor：调整系数，计划在 n 年内进行股息的调整，则调整系数 = 1/n
 - 恒定股息支付率政策 constant dividend payout ratio policy：相对于净利润的一个固定的比例来发放股息，股息金额随盈利的波动而上下波动
 - 股息政策的变化趋势
 - 发达国家支付现金股息的企业数量长期在减少，亚太地区在增长
 - 发达国家采取股份回购的企业数量中体上升，亚洲国家股份回购快速增长
 - 全球范围内，发放股息的公司支付股息的总金额和股息支付率在上升
 - 股息的增加和公司治理水平的提升存在负相关。公司治理水平提高，市场透明度提高，股息发放的“市场信号”作用会因公司减少股息发放而减弱

2. 股份回购

- 购回的股份可以重新发行，也可以被注销 canceled，违背注销、以后有可能重新发行的股票被称为库存股，库存股不享有股息，没有投票权，也不参与 EPS 的计算
- 股份回购的方法
 - 公开市场回购 Buy in the open market：优点在于灵活性高
 - 固定价格要约 Fixed price tender offer：公司向股东发出确定价格、确定数量的回购要约来购买股东手中的股份，优点在于容易快速成交
 - 荷兰式拍卖 Dutch auction：不设定固定价格，而是给定价格区间，股东根据自己意愿出售数量和价格出价，公司从最低的出价开始成交，直至达到目标回购数量。优点在于能够发现最低价格，以较低价格成交
 - 直接协议回购 Repurchase by direct negotiation：协议回购是指公司直接与大股东协商来确定回购协议的细节，价格通常高于市场价。
 - 特殊场景：绿票讹诈 greenmail，一组投资者大量购买目标公司的股票，目的是迫使目标公司溢价回购上述股票
- 闲置资金回购和举债融资回购对财务报表的影响

	盈余现金回购	举债融资回购
资产	减少	不变
负债	不变	增加
净资产	减少	减少
杠杆率	上升	上升（更多）
净利润	不变	减少
EPS	上升	若 after - tax cost of debt > earnings yield, EPS 下降 若 after - tax cost of debt < earnings yield, EPS 上升 其中 earnings yield = E/P，是市盈率 P/E 的倒数
BVPS	同右	若 repurchase price < BVPS _{before} , BVPS 上升 若 repurchase price > BVPS _{before} , BVPS 下降

3. 股息和股份回购的比较

- 不考虑税收差异和信号传递效应等的影响，股份回购与现金股息对股东财富的影响是一样的
- 股息和股份回购的选择
 - 出于以下考虑，公司会更偏好股份回购的方式

税收差异	股息税率高于资本利得税率时
------	---------------

股价支持	股票回购传递一种积极信号，管理层认为公司的股票当前被低估，买入自己公司的股票是一项好的投资
管理层的灵活性	现金股息会产生持续发放股息的预期，股票回购不会创造这种潜在预期，也不会产生继续回购的义务
防止 EPS 稀释	减少因增发股份而产生的稀释作用
增加财务杠杆	举债进行股份回购对财务杠杆影响更大，常作为调节财务杠杆的工具

4. 股息安全性分析

- 股息支付率 $\text{dividend payout ratio} = \text{dividends} / \text{net income}$
- 股息覆盖率 $\text{dividend coverage ratio} = \text{net income} / \text{dividends}$
- 基于权益自由现金流的覆盖率 $\text{FCFE coverage ratio} = \text{FCFE} / (\text{dividends} + \text{share repurchase})$
- 以下现象说明一家公司的股息可持续性值得怀疑：
 - 股息覆盖比率、权益自由现金流覆盖率持续恶化
 - 股息收益率 $\text{dividend yield} = \text{每股股息} / \text{每股市价}$ 过高
 - 公司依靠举债来支付股息

▼ Learning Module 2: Environmental, Social, and Governance (ESG) considerations in investment analysis

1. 股权结构

- 股权结构的类型
 - 分散型：没有控股股东，只有很多中小股东
 - 集中型：由一个股东或集团控制
 - 混合型：企业拥有相对较大的控股股东，同时还有其他大股东
 - 水平所有权形式：共同利益的企业间交叉持股
 - 垂直所有权（或金字塔型所有权）形式：企业或集团对于两个或多个企业拥有控制权，而这些企业又对另一些企业拥有控制权
 - 双重股权结构：如美股的AB股制度，B股投票权是普通股的10倍
- 股权结构下的冲突
 - 所有权分散、投票权分散
 - 股东和管理层之间的冲突比较明显，产生委托代理问题
 - 所有权集中、投票权集中
 - 控股股东能够有效控制监督管理层，但控股股东也可能会侵占公司资源、损害少数股东利益
 - 所有权分散、投票权集中
 - 也会导致股东之间的冲突
 - 所有权集中、投票权分散
 - 对持股份额多的股东加以投票限制 voting caps 时会出现这种结构
- 主要股东的类型
 - 银行，家族，国有企业 $\text{State-Owned Enterprises}$ ，机构投资者，集团公司，私募股权公司，外国投资者，管理层和董事会成员
- 小结
 - 分散型股权结构下容易产生委托代理问题
 - 集中性股权结构下会产生大股东损害中小股东利益的问题
 - 银行家、家族企业、国家、公司集团是大股东时，也可能会出现大股东损害中小股东利益的问题
- 公司治理的影响因素
 - 董事会的独立性
 - 公司的治理结构：一元制 one-tier 和二元制 two-tier
 - 特殊投票制度：促进少数股东参与董事会的提名和选举，从而有利于公司治理

- 公司治理原则、法律和上市要求
- 管理准则

2. 公司治理政策和程序的评价

- 董事会
 - 成员结构：一元制还是二元制、是否存在CEO兼任董事长
 - 独立性：独立董事
 - 专门委员会：审计委员会、薪酬委员会、提名委员会、治理委员会、风险管理委员会等
 - 专业性：行业背景、任期时长等。
 - 构成：主要是指人数和多样性
 - 其他因素：履职情况、内部关系、领导地位等
- 高管薪酬
 - 是否过高、薪酬制度是否能够激励员工为公司创造价值
- 股东投票权
 - 基本原则：一股一票，也叫直线投票制。要特别小心双重股权 dual-class 的情况

3. 识别 ESG 风险和机会

- 重大性和投资期限
 - 重大性体现在某些 ESG 因素可能会影响公司的运营、财务表现和证券回报
 - 重大性因行业性质和公司商业模式的不同而不同
 - ESG 管理可以促进公司长期、可持续的发展，但对短期业务回报的影响并不明显
- 识别公司 ESG 因素的方法
 - 自有研究方法 proprietary method
 - 局限性：自身 ESG 信息披露的质量；公司与公司之间、行业与行业之间的披露标准也存在差异
 - 外部 ESG 数据和评级
 - 有影响力的ESG数据供应商包括 MSCI 和 Sustainalytics
 - 非盈利机构的研究框架
 - 例如全球报告倡议组织 GRI 提供的框架指南
 - 可持续发展会计准则委员会 SASB

4. 评估 ESG 相关的风险和机会

- ESG 整合 integration
 - 含义：在传统的证券分析和行业分析，以及资产组合构建的过程中，纳入定量和定性的ESG因素
 - 股权分析和信用分析：股权分析中的ESG整合会减少下行风险和捕捉潜在机遇，信用分析中的ESG整合更侧重于减少下行风险，例如债券违约风险
 - ESG整合的步骤：
 - 识别公司或所在行业的重大ESG因素
 - 就这些因素对公司过去和现在的表现进行历史比较，与同行之间进行横向比较
 - 在此基础上调整公司的财务指标预估和证券估值模型

▼ Learning Module 3: Cost of capital: advanced topics

1. 资本成本的影响因素

- 资本成本构成
 - 债务资本成本 = 无风险利率 + 信用价差 credit spread
 - 权益资本成本 = 无风险利率 + 权益风险溢价 equity risk premium ERP+ 公司特有风险溢价 idiosyncratic risk premium IRP
 - 优先股的ERP一般低于普通股ERP

- 自上而下的外部因素
 - 资本可获得性
 - 发达国家的资本可获得性比发展中国家强
 - 市场状况
 - 利率、通货膨胀率、宏观经济环境
 - 信用价差和权益风险溢价除了反映公司特有的风险因素外，也反映整体市场的信用与市场状况
 - 跨国企业还会受到汇率影响
 - 法律、监管相关和国家风险
 - 普通法系 common law 下的国家比大陆法系 civil law 下的国家的法律体系更成熟、更强大，可降低资本成本
 - 行业的监管政策和指导方针也会影响公司的资本结构、定价等
 - 税收管辖
 - 编辑所得税税率是影响公司资本成本的重要因素
- 自下而上的公司特有因素

	特有因素	资本成本更低	资本成本更高
收入、盈利与现金流的波动性	收入、盈利与现金流越稳定	Y	
	收入集中度越高		Y
	盈利越容易预测	Y	
	经营杠杆越高		Y
	财务杠杆越高		Y
	ESG 风险越高		Y
资产类型	有形资产占的比重越高	Y	
	高流动性资产占的比重越高	Y	
财务实力	盈利能力越高	Y	
	产生的现金流越多	Y	
	利息保障倍数越高	Y	
证券特征	可赎回		Y
	可回售	Y	
	可转换	Y	
	优先股股利可以累积	Y	
	现金流与投票权利劣后		Y

2. 估计债务资本成本

- 上市交易的债务
 - 如果公司的上市交易的债务是没有嵌入期权的直接债务 straight debt，可以用持有至到期收益率 YTM 估计其资本成本
 - 应选择公司现有的最长期限债券的 YTM，但如果短期的债券流动性更前，则选择短期债券的 YTM 估计债务资本成本会更可靠
- 非上市交易的债务
 - 在市场上选择与目标公司债务具有相同或相似到期日与信用等级的可比公司上市交易的债务。如果不存在信用评级，可以利用公司的基本特征（如利息保障倍数等）预测公司可能的信用评级
 - 计算可比公司上市交易的债务的YTM
 - 利用矩阵定价法估计目标公司的YTM
- 银行借款
 - 按照本金是否在借款期限内摊销偿还进行分类：全额摊销、不分摊销以及不摊销还款
- 租赁
 - 租赁隐含的利率 rate implicit in the lease, RIIL 估计：

所有租金的现值 + 出租人获得的租赁资产残值的现值 = 租赁资产的公允价值 + 出租人初始的直接成本（法律费用等）

- 国际因素的考虑
 - 对于一个处于肺成熟资本市场的公司如果在国际市场上发行债务，债务资本成本的估计应该在债务收益率的基础上加上国家风险溢价
 - 国家风险评级 country risk rating CRR 维度：经济状况，政治风险，汇率风险，证券市场的发展和监督

3. 权益风险溢价 ERP

- 公司的权益资本成本 $r_e = E(r_f) + ERP + IRP$
- 历史估计法
 - 定义：通过历史数据对 ERP 进行估计
 - 假设：市场是相对有效的，收益在长期是稳定的，平均收益使投资者预期收益的无偏估计
 - 方法：在某一样本期间内，计算含有广泛股票的股票指数的收益率与政府债券收益率（代表无风险收益率）的差额，将其均值作为 ERP
 - 注意事项：
 - 股票指数的选择：例如 S&P 500 指数，Russell 3000 指数，上证综指 等
 - 样本期间的选择：通常会选**较长**的时间周期作为样本期间，因为估计周期的延长会增加样本数量，降低标准误差。潜在问题是可能选取的周期内市场环境发生了重大变化。
 - 平均值计算方法的选择

计算方法	优点	缺点
算术平均数	1. 容易计算 2. 考虑了时间序列中的所有数据	1. 对极端值非常敏感 2. 高估了财富的预期最终价值
几何平均数	1. 考虑了时间序列中的所有数据 2. 降低了极端值的权重 3. 能估计出财富的预期最终价值	

- 无风险收益率代表的选择
 - 倾向于选择**长期**政府债券的收益率 YTM
 - 优点：股票投资期限被认为是永久的，长期政府债券在期限上更匹配
 - 缺点：长期政府债券并不是一个完全的无风险收益率；短期政府债券无需考虑票息的再投资，因此收益率是无风险的
 - 局限性：
 - ERP 会随着时间的变化而变化，历史数据估计出的 ERP 则无法代表未来的 ERP
 - 历史估计法会存在幸存者偏差，ERP被高估
- 预期估计法
 - 定义：对影响未来现金流的经济、财务等变量进行分析，进而估计 ERP
 - 以调查为基础的估计：向专家进行调查询问。会受到近期市场实际收益的影响
 - 股利折现模型 DDM
 - 假设：市场的盈利、股利以及股票价格的增长率相同且保持不变，可以使用戈登股利增长模型估计 ERP

$$ERP = E(r_e) - r_f = E(\frac{D_1}{V_0}) + E(g) - r_f$$

- 其中 E(r_e) 是预期的公司的股权融资成本
 - 或多阶段股利增长模型
- Equity index price (r_e)= $PV_{\text{fast growth stage}} + PV_{\text{transition growth stage}} + PV_{\text{mature growth stage}}$
- 宏观经济模型
- Grinold-Kroner 模型： $ERP = [\text{Dividend yield} + \Delta(\frac{P}{E}) + i + g - \Delta S] - E(r_f)$

收益率	部分		公式表达
权益投资收益率 r_e	股利收益率 dividend yield		DY
	预期重新定价导致的市盈率增长率 expected repricing		$\Delta(\frac{P}{E})$
	每股收益增长率 earnings growth per share	预期的通货膨胀率 i	$i + g - \Delta S$
		实际经济增长率 g	
		流通在外的股数变化比例 ΔS	

其中，预期的通货膨胀率可以通过比较期限相似的政府债券的名义收益率与实际收益率得到：

$$i = \frac{1 + YTM_{\text{Treasury bond}}}{1 + YTM_{\text{TIPS}}} - 1 \approx YTM_{\text{Treasury bond}} - YTM_{\text{TIPS}}$$

- 局限性

方法	局限性
以调查为基础的估计	估计的结果可能会受到样本、反应偏差以及行为偏差的影响，例如： <ol style="list-style-type: none"> 1. 近因偏差 recency bias：更关注最近发生的事件 2. 确认偏差 confirmation bias：更关注有关自己支持的观点的信息
股利折现模型	假设条件不合理，模型假设市场的盈利、股利以及股票价格的增长率相同且保持不变，即假设市盈率保持不变，但事务中市盈率可能会扩大，因此需要进行调整
宏观经济模型	可能存在建模错误或行为偏差

4. 估计权益资本成本

- 股利折现模型
 - 前提：股票价格体现了未来股利收入的现值，股利收入代表了股东收到的主要现金流，公司公开发行上市并持续发放稳定、可持续的股利
 - 计算权益资本成本：

$$r_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

- 债券收益率加风险溢价法 bond yield plus risk premium approach, BYPRP approach
 - 前提：公司具有上市交易的债券
 - 计算权益资本成本：= 公司长期债务的 YTM + 风险溢价
 - 缺点：
 - 对风险溢价的确定比较主观
 - BYPRP 需要公司存在上市交易的债券
 - 如果公司有不同特征的多种上市交易债务，公司选取何种债务的收益率并没有做明确说明，常用方法是选取公司的长期债券的 YTM
- 基于风险的模型
 - 权益投资者要求的回报率为货币时间价值的补偿与投资者承担风险的补偿之和
 - 方法：
 - 资本资产定价模型 CAPM

$$r_e = r_f + \beta(ERP)$$

- 需要考虑以下问题：
 - 股票指数选择
 - β 系数可以通过历史数据回归得出
 - 如果市场上国债收益率曲线向上倾斜，即短期国债收益率低于长期国债收益率，此时选择短期国债收益率作为无风险收益率会导致估计的权益资本成本**较低**

- 注意：前文 ERP 的估计中，如果历史国债收益率曲线向上倾斜，由于估计 ERP 时无风险收益率是被扣减的，使用历史短期国债收益率作为无风险收益率会导致估计的ERP偏高

- Fama-French 模型

$$r_e = r_f + \beta_1 ERP + \beta_2 SMB + \beta_3 HML + \beta_4 RMW + \beta_5 CMA$$

ERP：权益风险溢价

SMB：small minus big 市值规模溢价

HML：high minus low 价值溢价，高账面市值比的公司与地账面市值比的公司的权益回报率的差额

RMW：robust minus weak 盈利能力溢价

CMA：conservative minus aggressive 投资风格溢价，保守投资组合的公司与基金投资组合的公司的权益回报率差额

- 估计非上市公司的权益资本成本
 - 扩展的 CAPM

$$r_e = r_f + \beta_{peer} ERP + SP + IP + SCRP$$

β_{peer} ：同行业上市公司的 β 系数

SP：规模溢价

IP：行业风险溢价

SCRP：特定公司的风险溢价

- 累加法 build-up approach

定义：通过无风险收益率的基础上累加一系列风险溢价来估计非上市公司的权益资本成本，适用于市场上没 同行业上市公司而导致扩展的CAPM无法使用的情况

$$r_e = r_f + ERP + SP + SCRP$$

- 国际因素的考虑
 - 国家风险溢价与国家风险评级模型

ERP = ERP for a developed market + $\lambda \times$ country risk premium

country risk premium = sovereign yield spread $\times \frac{\sigma_{equity}}{\sigma_{bond}}$

其中 主权收益差 sovereign yield spread 是新兴市场上的政府债券收益率与发达市场上相近到期日的政府债券收益率的差额
 - 延展的 CAPM
 - global CAPM：假设各国之间风险没有明显差异，并且将全球市场指数的风险溢价作为单一因素估计权益资本成本
 - 问题：发达市场与新兴市场的风险溢价之间相关性较低，可能导致beta系数较低，甚至为负数，使得估计出的权益资本成本无意义
 - international CAPM：考虑 global 市场指数风险溢价的基础上，增加外汇货币指数的风险溢价

$$E(r_e) = r_f + \beta_G(E(r_{gm}) - r_f) + \beta_C(E(r_c) - r_f)$$

$E(r_{gm})$ ：全球市场指数的预期收益率

$E(r_c)$ ：外汇货币指数的预期收益率

- 这两种方法仅适用于评估在发达市场上经营的跨国公司权益资本成本，如果公司的业务涉及新兴市场，那么利用主权收益率估计国家风险溢价比较合适

▼ Learning Module 4: Corporate restructuring

1. 公司重组行动与动机

- 投资行为 Investment：通过扩大公司规模或经营范围而实现增加公司收入和提高利润率的外部投资行动
 - 动机：
 - 实现协同效应 synergies

- 提高公司的增长率
- 改善公司的经营能力以及获取资源的能力
- 获得处于价值低估的目标公司的投资机会
- 权益投资 equity investment：公司通过支付现金或非现金资产等方式取得被投资公司的股权，但持股比例不超过 50%，还未实现对被投资公司的控制
- 合营投资 Joint venture：公司与其他公司共同出资设立新的被投资公司，并实施共同控制
- 收购 Acquisition：公司通过支付现金或非现金资产等方式购买目标公司的大部分或者全部股权，获得目标公司资产的控制权。
 - 收购与权益投资、合营投资的主要区别在于目标公司的财务报表将被并入收购方的报表内合并列报。
 - 大多数收购价值高于资本市场的市场估值，其中包含了控制权溢价
- b. 剥离行为 Divestment：将表现不达预期的业务进行出售或者分拆 spin off 使其成为独立的公司
 - 动机：
 - 专注业务线经营
 - 估值考虑
 - 出售：资产剥离 divestiture，公司将一项资产或一个业务线出售给收购方，收购方获得剥离资产的控制权，出售方获得相应对价的现金
 - 分拆：将业务的某一部分从公司内部拆分出去，形成一家新的、独立的子公司。分拆是将控制权转移给了原公司的股东，不是出售
- c. 重组行为 Restructuring：
 - 动机：
 - 机会改善 opportunistic improvement：通过改变商业模式、削减成本或改变资产负债表的组成等方式提高资本回报率
 - 被迫改善 forced improvement：由于管理层努力不足、客户需求下降、竞争环境恶化或产能过剩等原因导致公司盈利能力低于投资者要求的回报率时，公司为摆脱财务困境所采取的行动
 - 成本重组 cost restructuring：在公司业绩不佳的情况下，通过提高公司运营效率和盈利能力以降低公司成本，将利润率水平提高到历史水平或同行业水平
 - 外包 outsourcing
 - 离岸外包 offshoring
 - 资产负债表重组 balance sheet restructuring：通过改变资产的组成或资本结构或双管齐下的方式改变公司的资产负债表
 - 改变资产的组成：售后回租 sale leaseback
 - 改变资本结构：股息资本重组 dividend recapitalization，公司将通过债务融资获取的资金用于支付股利或者回购股票
 - 重整 reorganization：当公司面临破产时向破产法院提交重组申请，由破产法院接管公司，并监督公司与债权人进行有序谈判，谈判内容包括资产出售、债权转股权、再融资等。重整程序不同于清算程序 liquidation process，重整过程中，公司的业务通常正常进行。重整失败后会进入清算程序
- d. 杠杆收购 Leveraged buyout, LBO：通过大量举债获得现金以支付目标公司的股权对价
 - 收购方通常通过抵押目标公司的资产或未来收益获取大量的债务资金，已支付大部分收购价款，这一特征通常会导致目标公司的财务杠杆在收购完成后大幅提升

2. 评估公司重组

a. 初始评估 initial evaluation

- 发生了什么？
- 为什么会发生？
- 它重要吗？：通过规模和匹配度两个维度判断。如果收购交易价值超过交易前收购方企业价值的 10%，则该收购行为会被认定为一项大型收购。
 - 收购交易价值是收购方为获取目标公司股权而支付的现金、支付的股票价值以及承担目标公司债务的价值之和

- 什么时候会发生？

b. 初步估值 preliminary valuation

- 可比公司分析法 comparable company analysis
 - 定义：通过使用可比公司的估值倍数来评估目标公司的价值，一般选取资产规模、收入增长率、经营利润率、投入资本回报率等
 - 适用范围：主要适用于评估分拆行为中目标的价值，不适用于评估收购标的的价值
 - 常用估值倍数：企业价值与息税折旧摊销前利润 EBITDA 或销售额的比值、市盈率、企业价值与公司自由现金流的比值 — 企业价值收到资本结构的影响比较小
 - 优点：
 - 该方法假设类似的资产在市场上拥有相似的估值，提供了目标公司在市场上的近似价值
 - 需要的数据较易于获得
 - 估值直接来自市场，与现金流贴现法不同，不需要过多假设与估计
 - 缺点：
 - 可能很难找到一组相似的可比公司
 - 对市场的错误定价非常敏感
 - 评估出的目标公司价值是公平交易价值，如果是为了评估收购行为，必须加上控制权溢价
- 可比交易分析法 comparable transaction analysis
 - 定义：使用相似公司的历史收购交易的估值倍数评估目标公司的价值
 - 优点：
 - 估值基于真实的实际交易价格
 - 与现金流贴现法不同，不需要过多假设与估计
 - 控制权溢价已经被包含在估值倍数内，不需要单独估计收购溢价
 - 缺点：
 - 同行业公司的控制权在市场上可能缺乏流动性，导致历史交易数据很少
 - 历史估值倍数反映了行业的历史状况，也反映了历史宏观经济水平，这些宏观经济水平对交易倍数影响较大，而某个宏观经济指标可能发生了重大变化，需要剔除该时点前的交易
 - 历史交易价格可能出现过高或过低的情况
- 溢价支付分析法 premium paid analysis
 - 定义：通过计算预估的收购一家 takeover premium，评估上市公司作为目标公司的收购价格
 - 收购溢价 $PRM = (DP - SP) / SP$
 - DP（deal price）：目标公司在收购交易中的每股价格
 - SP（stock price）：目标公司受收购交易影响前的每股价格，通常为收购公告前一周或一个月的加权平均交易价格

c. 建模与估值 modeling and valuation

- 预估的财务报表 pro forma financial statement

项目	预估过程
收入	(1) 收购方的收入 + 目标公司的收入 (2) + 协同效应产生的收入增加
经营费用	(1) 收购方的经营费用 + 目标公司的经营费用 (2) - 协同效应产生的成本减少 (3) + 不兼容活动产生的成本
折旧与摊销	(1) 收购方的折旧与摊销 + 目标公司的折旧与摊销 (2) + 收购中确认的无形资产的摊销
其他费用或收入	收购方的其他费用/收入 + 目标公司的其他费用/收入
利息费用	(1) 收购之前收购方的利息费用 (2) + 新增债务融资与利息率调整产生的利息费用增加

所得税费用	税前利润 * 收购方与目标公司的加权平均所得税税率
流通在外的普通股股数	(1) 收购前收购方流通在外的普通股股数 (2) + 收购中新发行的普通股股数

- 预估的加权平均资本成本：常用加权平均资本成本作为折现率对企业自由现金流进行折现估计

3. 评估投资、剥离、重组行为的例题