

PDF-PAPER2020020

并购支付方式选择的优化设计研究 ——以邦宝益智并购美奇林为例¹

摘 要

我国 A 股上市公司并购重组的发展历程大致可以划分为三个阶段——2016 年以前，为并购重组 1.0 时代，并购市场蓬勃发展，并购数量处于井喷状态，并购交易金额亦屡创新高，2015 年甚至被誉为“并购元年”；2016 年以后，为并购重组 2.0 时代，监管政策收紧，层层重拳出击，并购市场遭遇寒冬，并购数量骤然下降，并购交易金额大幅缩水；2018 年下半年以来，为并购重组 3.0 时代，利好政策密集出台，审核流程提速明显，企业并购热度提振，并购市场呈现新动态、展露新趋势、迎来新希望。如何选择合适的并购支付方式，以更好地应对各类挑战，为企业并购交易的重要考量，也是亟需解决的现实难题。

首先，本文以 2014 年至 2018 年沪深两市 A 股上市公司重大资产重组事件为样本，对我国并购交易及并购支付方式的现况进行研究，发现横向整合依然为主流，10 亿规模以上的中大型并购居多，行业集中度有所下降。同时，为便于研究，本文界定混合支付为仅指“现金+股票”的支付方式。目前，我国并购支付方式单一且初级，现金支付占据主导。当交易规模较小时，现金支付倍受青睐，混合支付和股票支付比例则随着交易规模不断扩大而逐步抬升。

其次，作为全文的核心，本文尝试建立集成本、财务状况、控制权为一体的并购支付方式选择模型——具体在模型设计的成本方面，引入博弈论思想，构建博弈支付矩阵，测算并购双方各自成本；在模型设计的财务状况方面，建立二维直角坐标系，划分财务状况类型，并进行财务状况类型与并购支付方式的组合设计；在模型设计的控制权方面，设置三大控制权稀释指标，严防控制权旁落风险。

最后，本文以邦宝益智并购美奇林为例，对并购支付方式选择模型进行应用。

1 本论文由华东师范大学经济与管理学部的牟昱洁撰写，指导教师为蓝发钦。

介绍并购双方的基本概况和交易背景，分析其并购动因，阐述整个并购交易实施进程，比较不同并购支付方式的成本，进行财务状况与并购支付方式的匹配，研究支付前后控制权变化，将其原有的现金支付变为股票支付，从而为并购支付方式选择的优化设计作出一定有益探索。

关键词：并购支付方式；选择；成本；财务状况；控制权

ABSTRACT

The development process of China's A-share listed companies' mergers and acquisitions can be roughly divided into three stages. Before 2016, for the merger and acquisition of the 1.0 era, the M&A market was booming, the number of M&A transactions was in a blowout situation, and the amount of M&A transactions reached record highs, 2015 was even called “the first year of mergers and acquisitions”; after 2016, for the merger and acquisition of the 2.0 era, the regulatory policies tightened, and the mergers and acquisitions market suffered a cold winter, the number of mergers and acquisitions plummeted, and the amount of M&A transactions shrank sharply. Since the second half of 2018, for the merger and acquisition of the 3.0 era, favorable policies have been introduced intensively, the review process has been accelerated, and the heat of corporate mergers and acquisitions boosted. The M&A market is presenting new trends, exposing new trends, and ushering in new hopes. How to select the appropriate M&A payment method to better cope with various challenges is an important consideration for M&A transactions, and it is also a real problem that needs to be solved.

First of all, this paper takes the major asset reorganization of listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2014 to 2018 as a sample, and studies the current situation of China's M&A transactions and M&A payment methods. It is found that horizontal integration is still the mainstream, most of them are large and medium-sized M&A of over 1 billion, industry concentration has declined. At the same time, for the convenience of research, this paper defines mixed payment as the payment method of “cash + stock”. At present, China's M&A payment method is single and primary, cash payments dominates. When the transaction size is small, cash payment is favored. And the ratio of mixed payment and stock payment is gradually rising as the scale of the transaction continues to expand.

Second, as the core of the full paper, this paper attempts to establish a selection model of M&A payment method including cost, financial status and control rights-- Specifically in terms of cost of model design, introducing game theory, constructing a game payment matrix, and measuring the respective costs of both parties; In terms of the financial status of the model design, establishing a two-dimensional Cartesian coordinate system, dividing the type of financial status and designing the combination of financial status type and M&A payment method; In terms of control rights of model design, setting three major control rights dilution indicators to prevent the control risk from falling.

Finally, taking the Bangbao Puzzle acquisition of Mei Qilin as an example to apply the M&A payment method selection model. Introducing the basic profile and trading background of both parties to the merger, analysing of its merger and acquisition motivation, explaining the entire M&A transaction implementation process, comparing the cost of different M&A payment methods, matching financial status with M&A payment methods, studying changes in control rights before and after payment, turning its original cash payment into stock payment. Thereby, making a useful exploration for the optimization design of M&A payment methods.

KEY WORDS: Payment method of merger and acquisition, Selection, Cost, Financial status, Control rights

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题背景与意义	1
第二节 文献综述	1
一、并购支付方式与成本	1
二、并购支付方式与财务状况	3
三、并购支付方式与控制权	5
第三节 研究内容与方法	7
一、研究内容	7
二、研究方法	8
第四节 论文贡献与不足	8
第二章 并购支付方式的类型、影响因素及相关理论	10
第一节 并购支付方式的类型及比较	10
一、现金支付	10
二、股票支付	10
三、混合支付	11
四、其他支付方式	11
第二节 并购支付方式选择的影响因素	12
一、外部影响因素	12
二、内部影响因素	13
第三节 并购支付方式的相关理论	14
一、并购失效三大假说	14
二、可持有现金假说	14
三、控制权理论	14
第三章 我国并购支付方式现状及问题	16
第一节 我国并购交易的基本概况	16
一、我国并购交易基本趋势	16
二、我国并购交易规模变化	16
三、我国并购交易目的变化	17

四、我国并购交易行业特征.....	18
第二节 我国并购支付方式现状.....	19
一、我国并购支付方式类型.....	19
二、我国并购支付方式与交易规模的关系.....	20
第三节 我国并购支付方式存在的问题及原因.....	21
一、我国并购支付方式存在的问题.....	21
二、造成我国并购支付方式现状的原因.....	22
第四章 并购支付方式选择模型的设计.....	24
第一节 基于成本博弈角度并购支付方式选择依据.....	24
一、并购支付方式选择的成本博弈分析.....	24
二、不同并购支付策略的条件.....	26
第二节 基于财务状况角度并购支付方式选择依据.....	28
一、财务指标的选取.....	28
二、相对指标的设置.....	29
三、二维直角坐标系的构建及划分.....	29
四、财务状况类型与并购支付方式的组合设计.....	30
第三节 基于控制权角度并购支付方式选择依据.....	32
一、并购方控制权集中度.....	32
二、其他大股东的制衡.....	32
三、控制权损失风险.....	33
第五章 并购支付方式选择模型的应用.....	34
第一节 并购背景介绍.....	34
一、我国玩具行业格局及趋势.....	34
二、并购方邦宝益智的基本概况.....	34
三、目标公司美奇林的基本概况.....	36
第二节 并购概述.....	38
一、并购动因.....	38
二、并购交易方案及实施进程.....	40
三、并购案例选取原因.....	41
第三节 并购支付方式选择的优化.....	42
一、不同并购支付方式的成本比较.....	42
二、财务状况与并购支付方式的匹配.....	48
三、支付前后控制权变化.....	51

四、并购支付方式的确定.....	53
第六章 结论与展望.....	54
第一节 结论.....	54
第二节 展望.....	54
参考文献.....	56
后 记.....	60

图表索引

图 4.1 财务状况二维直角坐标系.....	30
图 5.1 邦宝益智股权结构图.....	35
图 5.2 邦宝益智财务状况二维直角坐标系.....	50
表 2.1 现金支付优缺点及其适用条件.....	10
表 2.2 股票支付优缺点及其适用条件.....	11
表 2.3 2014 年至 2018 年并购其他支付方式基本情况	12
表 3.1 2014 年至 2018 年并购基本情况	16
表 3.2 2014 年至 2018 年并购交易规模基本情况	17
表 3.3 2014 年至 2018 年并购交易目的的基本情况	17
表 3.4 2014 年至 2018 年并购行业数量基本情况	18
表 3.5 2014 年至 2018 年并购行业交易基本情况	19
表 3.6 2014 年至 2018 年我国并购支付方式基本情况	20
表 3.7 2014 年至 2018 年并购方式与并购规模	20
表 4.1 并购双方博弈支付矩阵.....	25
表 4.2 各平面类型财务状况特征.....	30
表 5.1 邦宝益智前十大股东基本情况.....	35
表 5.2 邦宝益智财务基本情况.....	36
表 5.3 美奇林前十大股东基本情况.....	37
表 5.4 美奇林财务基本情况.....	38
表 5.5 邦宝益智国内外营收基本情况.....	39
表 5.6 美奇林资产构成基本情况.....	39
表 5.7 美奇林融资基本情况.....	40
表 5.8 并购交易进程.....	40
表 5.9 我国银行存款利率基本情况.....	42
表 5.10 美奇林股东应缴个人所得税情况.....	43
表 5.11 邦宝益智历年分红基本情况.....	44
表 5.12 文娱用品行业市盈率基本情况.....	45
表 5.13 邦宝益智停牌前 20 个交易日股票行情基本情况.....	46
表 5.14 邦宝益智并购双方博弈支付矩阵.....	48

表 5.15 文娱用品行业每股息税前利润基本情况.....	48
表 5.16 文娱用品行业现金流量利息保障倍数基本情况.....	49
表 5.17 发行股份购买资产后美奇林股东持股数量基本情况.....	51
表 5.18 邦宝益智股东交易前后持股比例基本情况.....	52

全国金融专硕论文大赛获奖论文

第一章 导论

第一节 选题背景与意义

并购重组作为我国 A 股市场资本运作的主要方式，具有明显的周期性。2016 年以前，并购重组浪潮持续高涨，并购交易空前活跃，2016 年以来，审核趋严成为新常态，审核节奏全面放缓，2018 年下半年，利好政策频现，并购重组的旧模式结束，新模式开启。并购支付方式的选择作为决定并购成败的关键因素，势必也将遵循新的“游戏规则”。因此，设计一套行之有效的并购支付方式选择模型，尤为重要。

本文选题的意义主要体现在以下两个方面：

在理论意义层面上。一方面，国内外学者虽并购成本理论研究丰富，数学建模多样，但很少有将博弈论与并购成本的计算进行结合，本文有所创新。另一方面，国内外学者对并购支付方式的研究大多为理论或实证研究，且通常局限于成本、财务状况、控制权中某一方面对并购支付方式选择的影响，并缺乏实务技巧，本文对并购支付方式选择模型的设计，将三者有机结合，同时具有一定的可操作性，某种程度上丰富了并购支付方式选择的理论。

在实践意义层面上，通常 A 股上市公司或委托的中介过于重视并购带来的收益，而忽视并购所需付出的成本，即便打破常规，也一般仅局限于并购方的成本，很少考虑目标公司的成本，本模型便有效避免因这样单方面的考虑使得并购交易谈判破裂的情况发生。又分开关注并购方各方面财务能力者居多，缺乏将盈利能力、偿债能力等进行搭配组合，综合考量并购方所表现出的财务特征，进而选取合适的并购支付方式的方法，本模型亦能对此提供指导性建议。

第二节 文献综述

一、并购支付方式与成本

（一）国外文献综述

在关于并购是否可以降低成本方面，Henry G Manne（1965）¹分析认为代理人

¹ Henry G Manne . Mergers and the Market for Corporate Control[J]. Journal of Political Economy. 1965, 73(2):

和所有者之间存在利益冲突，而并购可控制并解决代理问题，控制代理成本。Fama E F 等（1983）¹对此观点表示认同，并进一步提出，若选择收购的目标公司代理矛盾突出，企业可选择股票支付减缓代理问题所引发的风险。Lewellen W G（1971）²从另一角度出发，其核心观点为并购方和目标企业的现金流量若非完全正相关，并购后互补效应会使并购后企业的破产风险大大降低，信用增厚，筹资成本将降幅明显。Meyer M 等（2010）³则提出不同观点，并购必然导致公司规模扩大，组织结构更加复杂，实则会降低对管理层的激励，使内部成本升高。

具体到并购所产生的税收方面，Wansley J W 等（1983）⁴的实证研究发现，现金支付的情况下，因目标公司股东承担巨额税收，其累计超常收益往往表现不佳。Dennis D K（1986）⁵研究却表明，大额并购交易中，现金支付通常并购方需举债融资，具有税盾作用，其带来的税收抵免效应越强，会使并购方越倾向于现金支付。而 Franks J R 等（1988）⁶基于 1955 年至 1985 年 2500 家并购交易案例，指出理论上虽可以证明资本利得税对并购支付成本影响之大，但并无明显数据可表明其对并购支付方式的选择有直接作用。

而对于股利政策与并购支付方式成本的关系，Carleton W T 等（1983）⁷认为目标公司选择何种股利政策对并购支付方式的选择意义重大，目标公司的股利支付率高低与并购方使用股票支付概率的大小正相关。此外，Shleifer A（2003）⁸研究发现，并购方的股价过高，意味着并购方使用股票支付的实际成本降低，企业越有可能选择股票支付。Rhodes-Kropf M 等（2004）⁹扩大到宏观层面，提出股票市场整体走高，偏离实际价值时，股票支付必然被大面积采用。

110-120.

¹ Fama E F, Jensen M C. Agency Problems and Residual Claims[J]. The Journal of Law and Economics, 1983, 26(2):327-349.

² Lewellen W G. A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger[J]. The Journal of Finance, 1971, 26(2):521-537.

³ Meyer M, Milgrom P, Roberts J. Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes[J]. Journal of Economics & Management Strategy, 2010, 1(1):9-35.

⁴ Wansley J W, Yang L H C. Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment[J]. Financial Management, 1983, 12(3):16-22.

⁵ Dennis D K, McConnell J J. Corporate mergers and security returns[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 16(2):0-187.

⁶ Franks J R, Harris R S, Mayer C. Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States[J]. NBER Chapters, 1988.

⁷ Carleton W T, Guilkey D K, Harris R S, et al. An Empirical Analysis of the Role of the Medium of Exchange in Mergers[J]. Journal of Finance, 1983, 38(3):813-826.

⁸ Shleifer A, Vishny R W. Stock market driven acquisitions ☆[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70(3):295-311.

⁹ Rhodes-Kropf M, Viswanathan S. Market Valuation and Merger Waves[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(6):2685-2718.

（二）国内文献综述

王国红（1999）¹指出并购成本是企业并购的重要组成部分，任何形式的并购均需正确全面的估计并购成本，并探讨了不同并购支付方式的成本构成。陈轲等（2002）²发现并购的根本目的在于低成本扩张，并购交易成功的关键为对并购的成本收益进行分析。孙涛等（2003）³将并购交易成本划分为并购交易总价、交易成本、债务成本、机会成本，并由此确定并购的最大、最小投资成本，确定并购边界。刘南君（2004）⁴认为并购支付方式的成本测算还应包含隐性成本，股票支付因审核时间过长，程序复杂，且目标公司拥有充足的反并购时间，实际成本反而有所升高。张颖（2005）⁵探究了各类并购支付方式存在的问题及价格成本，辅以案例研究。付建彬（2005）⁶则更进一步，通过构建股票支付成本函数、现金支付成本函数得出混合支付的总成本函数，并模拟最有可能出现的三种典型情况，从而得出最优成本，并使并购方并购收益达到最大。

针对并购支付方式与税收的关系，杨健（2001）⁷从理论的角度出发，详细论述了不同并购支付方式对并购方纳税情况产生的影响，认为合理的税务筹划可以降低并购成本。丁华（2008）⁸则直接指出股票支付的税负较低，现金支付成本高昂，而受我国特殊国情的影响，大多数企业仍偏好现金支付。陈海声（2011）⁹的实证分析结果也证实，边际税率与现金支付尽管存在负相关关系，但并不显著，作用较小。

二、并购支付方式与财务状况

（一）国外文献综述

Martin K J（1996）¹⁰对 864 例并购案例研究后提出，“可利用现金”应纳入并购支付方式的考虑范围，企业大量的自有资金与现金净流入额会造就高现金持有率，并与使用现金支付的概率显著正相关。类似的结论在 Harford J（1999）¹¹的研究中

¹ 王国红.企业并购的成本——收益分析[J].经济体制改革,1999(03):67-70.

² 陈轲,支春红.浅论企业并购的成本收益决策分析[J].上海会计, 2002(12):58-59.

³ 孙涛,王立杰.上市公司并购成本及其边界浅析[J].证券市场导报, 2003(04):75-76.

⁴ 刘南君.论企业并购的支付方式[J].经济纵横,2004(07):54-56.

⁵ 张颖.论上市公司收购的支付方式与价格成本[J].价格理论与实践, 2005(05):49-50.

⁶ 付建彬.上市公司并购支付方式的比较研究[D].浙江大学,2006.

⁷ 杨健,钟红英.浅谈企业并购的税务筹划[J].税务与经济(长春税务学院学报), 2001(05):27-28.

⁸ 丁华,杨明.浅议上市公司并购选择现金支付方式的原因及其对税收产生的经济后果[J].商业经济,2008(05):80-82.

⁹ 陈海声,辜团力,曹晓丽.分步并购在技术协同效应中的期权价值分析[J].华南理工大学学报(社会科学版),2008(05):21-25.

¹⁰ Martin K J. The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership[J]. The Journal of Finance, 1996, 51(4):20.

¹¹ Harford J. Corporate Cash Reserves and Acquisitions[J]. Social Science Electronic Publishing, 1999,

得到证实,企业的现金持有量越多,现金支付的动机越强。Maskin E S (2000)¹的研究也表明,现金短缺是造成企业选择股票支付的主要原因。Carleton W T (1983)²则强调了财务指标与并购支付方式的选择之间的关系,指出目标公司市净率的大小与股票支付的可能性成正比。Hovakimian A (2001)³与其研究思路相同,发现并购方固定资产越多,现金支付优势越明显。

Chaney P K 等 (1991)⁴将企业资本结构与并购支付方式联系起来,选取 1971 年至 1978 年间 123 起并购事件,调查并分析认为并购方较高的资产负债率对股票支付正向促进作用明显。Uysal V B (2011)⁵认为企业存在最优资本结构,并购支付方式的选择可对资本结构起到调节作用,杠杆率一旦偏离目标值,企业便不会采取现金支付完成交易。Tao Q 等 (2017)⁶的研究结果同样证明资本结构的非稳定性,且极大影响并购支付方式,企业并购实为资本结构的动态优化。

具体针对融资障碍与并购支付方式的关系,Alshwer A A 等 (2009)⁷发现当企业融资方式匮乏且融资难度较大时,为维持有限现有资金,往往对股票支付青睐有加。Karampatsas N 等 (2013)⁸通过研究债务融资的难易程度对现金支付并购资金来源的影响,取得了类似的结果,认为信贷评级越高,外源融资越充足,现金支付可能性越大。但是,Giuli D (2012)⁹的研究却得出并购方是否具有融资约束与选择何种并购支付方式无关的结论。

(二) 国内文献综述

杨志海等 (2012)¹⁰基于 2008 年至 2010 年期间上市公司 331 起并购案例,发现具有融资约束的企业,交易性动机与预防性动机更强,企业并购前留存大量现金

54(6):1969-1997.

¹ Maskin E S . Auctions, development, and privatization : Efficient auctions with liquidity-constrained buyers[J]. European Economic Review, 2000, 44(4):667-681.

² Carleton W T , Guilkey D K , Harris R S , et al. An Empirical Analysis of the Role of the Medium of Exchange in Mergers[J]. Journal of Finance, 1983, 38(3):813-826.

³ Hovakimian A, Opler T, Titman S. The Debt-Equity Choice[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2001, 36(1):1-24.

⁴ Chaney P K , Lovata L M , Philipich K L . Acquiring Firm Characteristics and the Medium of Exchange[J]. Quarterly Journal of Business & Economics, 1991, 30(4):55-69.

⁵ Uysal V B . Deviation from the Target Capital Structure and Acquisition Choices[J]. SSRN Electronic Journal, 2010.

⁶ Tao Q , Sun W , Zhu Y , et al. Do firms have leverage targets? New evidence from mergers and acquisitions in China[J]. The North American Journal of Economics and Finance, 2017, 40(Complete):41-54.

⁷ Alshwer A A , Sibilkov V , Zaiats N S . Financial Constraints and the Method of Payment in Mergers and Acquisitions[J]. Social Science Electronic Publishing, 2009.

⁸ Karampatsas N , Petmezas D , Travlos N G . Credit Ratings and the Choice of Payment Method in Mergers and Acquisitions[J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 25(2):474-493.

⁹ Giuli D , Alberta. The effect of stock misvaluation and investment opportunities on the method of payment in mergers[J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 21:196-215.

¹⁰ 杨志海,赵立彬.融资约束、支付方式与并购绩效的关系研究[J].证券市场导报, 2012(05):36-40.

及现金等价物,更倾向于选择现金支付。葛伟杰等(2014)¹虽认可融资难度较大的企业一般拥有充裕的流动资金,但为避免错失未来更好的投资机会,并购方出于理性会选择股票支付。而谢纪刚等(2014)²提出完全不同的观点,认为高融资约束企业本身现金积累较少,从而使用股票支付的可能性较大。

张芳芳等(2015)³选取 2008 至 2012 年 A 股上市公司的 2272 起并购交易,以现金持有率、超额现金持有为解释变量进行实证研究,结果表明企业持有现金量大于企业现金需求时,现金支付激励作用明显。陈洁等(2015)⁴则从财务指标角度进行研究,发现并购方的盈利能力实则与现金支付呈正比。关于资本结构,陈岩(2007)⁵以 1998 年至 2004 年并购交易数据说明,财务杠杆大小与现金支付有关,资产负债率越高,企业越偏好使用现金支付。但赵息等(2015)⁶将样本范围扩大至 2011 年得出,杠杆赤字实则与现金支付负相关。

三、并购支付方式与控制权

(一) 国外文献综述

Amihud Y 等(1990)⁷认为出于对控制权的保护,并购方管理层往往选择现金支付。Shleifer A 等(2003)⁸进行了补充,研究表明并购方股权高度集中或高度分散时,因控制权牢固或无实际控制人,新股东不会对股权结构造成太大影响,股票支付多被考虑,并购方股权集中度位于中间水平时,则现金支付居多。Faccio M(2005)⁹对其理论进一步细化,将并购方控股股东持股比例的“U 型”区间确定为(0, 20%)、(20%, 60%)及(60%, 1)。Swieringa J 等(2007)¹⁰以 1996 年至 2005 年发生的 277 家并购数据为例,研究结论大致相同,但将区间划定为(0, 23.6%)、(23.6%, 62.2%)及(62.2%, 1)。

¹ 葛伟杰,张秋生,张自巧.支付方式、融资约束与并购溢价研究[J].证券市场导报,2014(01):40-47.

² 谢纪刚,赵立彬.融资约束、现金持有量与并购支付方式——来自中国资本市场的经验证据[J].北京交通大学学报(社会科学版),2014,13(03):77-83.

³ 张芳芳,刘淑莲.现金持有状况与并购对价方式[J].技术经济,2015,34(06):114-120.

⁴ 陈洁,徐虹,林钟高.负债财务柔性、投资机会与并购支付方式[J].财会通讯,2015(27):58-61+129.

⁵ 陈岩.中国上市公司并购支付方式影响因素的实证研究[D].山东大学,2007.

⁶ 赵息,孙世攀.资本结构对并购支付方式的影响研究——基于我国资本市场背景的分析[J].管理评论,2015,27(08):33-46.

⁷ Amihud Y, Lev B, Travlos N G. Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions[J]. The Journal of Finance, 1990, 45(2):603.

⁸ Shleifer A, Vishny R W. Stock market driven acquisitions ☆[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70(3):295-311.

⁹ Faccio M, Masulis R W. The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions[J]. The Journal of Finance, 2005, 60(3):1345-1388.

¹⁰ Swieringa J, Schauten M. The Payment Method Choice in Dutch Mergers and Acquisitions[J]. Social Science Electronic Publishing, 2007, 5.

Basu N 等(2009)¹具体研究并购方第一大股东持股比例来判定控制权的强弱,发现并购方第一大股东持股比例较高时,目标公司原有股东攫取控制权的风险较小,股票支付倍受青睐。Yurtoglu B B 等(2003)²则重点关注并购方其他大股东对第一大股东的制衡,提出前五大股东中的持股比例越均衡,选用现金支付完成并购的几率越大。Grullon G 等(1997)³则洞察目标公司控股股东持股比例与并购支付方式的关系,认为并购方为避免出现控制权旁落,使用现金支付的可能性随目标公司控股股东持股比例升高不断变大。

同时,Bugeja M(2000)⁴通过分析 1990 年至 1996 年的 132 起并购案例还发现,相对于并购方,目标公司规模越大,并购方采用现金支付的流动性压力越明显,为避免财务危机,并购方使用股票支付的可能性越大。Zhang P(2003)⁵以 1990 年至 1999 年并购交易案例为研究对象,也证实目标公司与并购方比,相对交易规模越大,股票发盘收购概率越大。Ghosh A 等(1998)⁶则得出相反结论,出于防范体量过大的目标公司对控制权的争夺,尤其目标公司股权集中度较高时,并购方反而倾向于选择现金支付,以维持股权结构的稳定。

(二) 国内文献综述

朱立芬(2007)⁷选取 1999 年至 2004 年并购交易案例,发现并购方控股股东的持股比例对并购支付方式的选择影响显著。苏文兵等(2009)⁸着眼沪深两市 1998 年至 2007 年的并购事项,深入研究后认为并购支付方式与并购方控股股东持股比例呈非线性相关关系,并购方大股东持股比例小于 30%或大于 60%时,股票支付为主,而并购方大股东持股比例位于 30%至 60%之间时,现金支付因不会动摇原有控制权结构而更受欢迎。张晶(2011)⁹对 2006 年至 2008 年的并购得出类似研究结论,但将选取现金支付的中间区域边界扩大至 20%至 60%。李井林等(2013)¹⁰将研究范围限定,以 2007 年至 2009 年 347 家家族企业并购事项为研究标的,发现家族企

¹ Basu N, Dimitrova L, Paeglis I. Family control and dilution in mergers[J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33(5):0-841.

² Yurtoglu B B, Gugler K. Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany[J]. European Economic Review, 2003, 47(4):731-758.

³ Grullon G, Michaely R, Swary I. Capital Adequacy, Bank Mergers, and the Medium of Payment[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 1997, 24(1):28.

⁴ Bugeja M, Rosa R D S. Taxation of shareholder capital gains and the choice of payment method in takeovers[J]. Accounting & Business Research, 2008, 38(4):331-350.

⁵ Zhang P. What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals[J]. SSRN Electronic Journal, 2001.

⁶ Ghosh A, Ruland W. Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention[J]. The Journal of Finance, 1998, 53(2):785-798.

⁷ 朱立芬.中外公司并购支付方式选择影响因素的比较分析[J].上海金融,2007(04):72-74.

⁸ 苏文兵,李心合,李运.公司控制权、信息不对称与并购支付方式[J].财经论丛, 2009(05):67-73.

⁹ 张晶,张永安.主并方股权结构与并购支付方式的选择[J].金融理论与实践, 2011(06):7-11.

¹⁰ 李井林,刘淑莲,杨超.家族控制、支付方式与并购绩效关系的经验研究[J].财经论丛, 2013(01):76-82.

业控股股东持股比例与现金支付呈简单线性关系，且单调递增，家族观念较重，长期投资特征明显。与前述研究不同，李双燕（2010）¹则在控制权私利行为研究的基础之上，构建出一个并购支付模型，证明企业并购总存在一个现金和股票以特定比例进行混合支付的最优解。

综上，对于并购支付方式与成本，目前，国外直接或间接研究并购支付方式与成本的文献较少，多集中于并购对代理成本、筹资成本等产生的影响，仅涉及税收、股利政策、股价与并购支付方式之间的关系，而国内学者则对并购支付方式与成本的研究理论与实证相结合，并以数学建模为主，本文以博弈论比较不同并购支付方式的成本，体现不同角度的思考。对于并购支付方式与财务状况，国内外文献对并购支付与财务状况的研究以融资约束、财务比率、资本结构等为主，但由于样本容量不同、时间跨度不同，资本市场环境不断变化，政策法规逐步调整完善，有些结果不免产生冲突。对于并购支付方式与控制权，理论研究较为丰富，国内外均表示认可控制权非线性支付特征，边界设定却较为模糊，并未达成统一意见。而关于并购交易规模与并购支付方式的关系，国外学者分歧较为明显。

且国内外学者对并购支付方式与成本、财务状况、控制权的研究大多从实证方面进行，较少提出实务操作中应如何选择并购支付方式，本文尝试建立并购支付模型，实践性较强。又国内外研究通常只具体到某一因素对并购支付方式选择的影响，相对零散，本文以此为基础，系统全面地将成本、财务状况、控制权三方面进行综合考量，并辅以案例，具有一定突破性。

第三节 研究内容与方法

一、研究内容

论文主要关注并购支付方式的类型、国内外研究现状及影响因素，并以我国2014年至2018年A股上市公司并购交易中构成重大资产重组的数据为例，分析我国并购支付发展现况、问题，建立并购支付方式选择模型，选取案例进行应用，为我国并购交易提供建议。具体章节安排如下：

第一章，引出全文，以并购支付方式与成本、财务状况、控制权分类综述国内外文献，阐述本文研究的贡献之处与局限性，制定研究框架，布局全文。

¹ 李双燕,万迪昉.基于控制权利益的企业并购支付合约选择模型[J].管理学报,2010,7(10):1553-1557.

第二章，进行现金支付、股票支付、混合支付、其他支付的概念界定、优劣势比较，从而判定各种并购支付方式的适用条件。分析影响并购支付方式选择的内外部因素，概述并购支付方式选择的相关理论，并分别剖析其与本文的联系、对文章撰写所起的作用。

第三章，从我国构成重大资产重组的并购案例交易现状入手，探究并购支付方式的基本概况及其存在的问题、原因。

第四章，基于并购支付方式的内部影响因素，以博弈论分析成本、建立二维直角坐标系划分财务状况类型、设定控制权稀释指标，三角度、多层次设计并购支付方式选择模型，为全文核心。

第五章，介绍邦宝益智并购美奇林案例的背景，应用并购支付方式选择模型测算不同并购支付方式的成本、确定财务状况所属类型，并辅以控制权红线把关，对其原有并购支付方式进行优化设计。

第六章，概括并购支付方式选择模型相关结论，提出未来研究思路、方向。

二、研究方法

论文主要采取理论研究辅以案例分析的研究方法。在理论研究阶段，对并购支付方式与成本、财务状况、控制权的国内外文献进行分类整理，阐述并购支付方式的相关假说，为并购支付方式选择模型设计的原理支撑。在案例分析阶段，研究邦宝益智并购美奇林并购双方的基本情况及整个并购交易过程，比较各个并购支付方式所需成本的大小，分析邦宝益智所处财务状况类型，考虑是否发生控制权转移，并由此对其并购支付方式进行优化设计，为并购支付方式选择模型设计的实际应用。

第四节 论文贡献与不足

本文的主要贡献在于，一改割裂研究成本、财务状况、控制权对并购支付方式选择影响作用的传统方法，尝试建立对成本和财务状况进行综合分析，并以控制权为红线的并购支付方式选择模型：

具体在模型设计的成本方面，巧用博弈论思想，研究并购双方支付方式选择的博弈过程。不仅考虑并购方的成本，同时考虑出让方的成本，构造博弈支付矩阵，以并购双方的最小总成本为考量，得出并购支付策略。在模型设计的财务状况方面，选取两大财务指标，建立二维直角坐标系，划分并购方的财务状况类型，进行财务

状况类型和并购支付方式的组合设计，为并购方选择何种并购支付方式提供参考。在模型设计的控制权方面，引入三大控制权稀释指标，为并购支付方式的选择划定底线。

本文的不足之处主要体现在以下两个方面：

对于并购支付方式选择模型的设计。并购双方的博弈实为动态过程，本文则是静态计算，成本计算中数据选取具有一定的主观性和时滞性。实务操作本就具有复杂性，根据模型得出的支付方案，为平衡并购双方利益，受制于某些因素，可能并不能真实采用，只能通过后续操作来补偿，本文案例邦宝益智并购美奇林便为此，而本模型却不能完全体现这类案例特征，涵盖所有情况。

对于邦宝益智并购美奇林案例的分析。邦宝益智按照申银万国行业分类标准，属于“家用轻工”下的“文娱用品”，而文娱用品沪深板块仅有 12 家上市公司，且主营业务与其一样为“玩具”的企业数量少之又少，可比上市公司匮乏，导致并购支付选择模型成本研究中行业平均市盈率的计算可能并不准确，进而影响对合并后市值的估算。同时，由于并购支付选择模型财务状况类型划分采用相对指标，行业财务指标的平均表现对其影响巨大，模型的准确性受到干扰。

第二章 并购支付方式的类型、影响因素及相关理论

第一节 并购支付方式的类型及比较

一、现金支付

现金支付是指并购方以现金支付交易对价，获取目标公司部分或全部股权，现金支付的来源分为内源融资和外源融资，内源融资以自有现金、经营活动现金净流量、留存收益为支撑，外源融资以债务融资为主。

表 2.1 现金支付优缺点及其适用条件

现金支付	并购方	出让方
优点	1、只需交易所审批，方便快捷；	1、现金流动性好，收益安全确定；
	2、总股本不变，控制权稳固；	
缺点	1、财务负担较重，举债风险增大；	1、即时纳税，实际收益降低；
	2、自担风险，业绩承诺无保障；	2、若为敌意收购，无反并购机会；
适用条件	1、同行业并购，减少竞争，扩大规模效应；	
	2、并购方处于成熟期，市场份额较大，现金流稳定充足；	

二、股票支付

股票支付是指并购方以股票支付并购交易总价，实现目标公司特定数量股权，股票支付主要分为现有股票、新增股票、股票回购，实务操作中一般使用新发行的股份购买资产，而库存股和股票回购则极为少见。

表 2.2 股票支付优缺点及其适用条件

股票支付	并购方	出让方
优点	1、无资金链断裂可能，负债稳定；	1、递延纳税，分享合并企业收益；
	2、风险共担，规避高溢价支付；	2、反并购时间充足，多方竞价；
缺点	1、需证监会审批，周期长；	1、承担股价变动风险，收益波动；
	2、每股收益摊薄，控制权稀释；	
适用条件	1、非同行业并购，多元化战略，减少信息不对称；	
	2、并购方处于幼稚期、成长期，研发费用占用资金较多，增长动力十足；	

三、混合支付

基于我国并购交易的实际情况，为便于研究，限定混合支付为仅指现金、股票以一定比例进行搭配支付的支付方式。混合支付集现金支付、股票支付之所长，均衡并购双方利益，可规避单一支付所带来的风险，既不至于陷入巨额现金支付造成的流动性困境，又不会导致控制权旁落。其中，比例设定尤为重要，不同比例组合的现金和股票，并购支付的成本和效果便大有不同。

四、其他支付方式

界定现金支付、股票支付、混合支付以外的支付方式全部为其他支付方式，大致可以分为资产单独支付，资产、其他资产、实物资产或债权和现金、股票的两两组合，或三三组合。资产支付又名资产置换，多用于向经营不善的关联方注入优质资产，或剥离不良资产。债权支付是指并购双方债权债务关系的抵销，或并购方对第三方的债权转移。2014 年至 2018 年我国并购交易构成重大资产重组的案例中选取其他支付方式的共有 93 家，上市公司股份+资产、实物资产+股权居多，分别以 40 家、21 家占比其他并购支付方式总数的 43.01%、22.58%。

表 2.3 2014 年至 2018 年并购其他支付方式基本情况

单位：家、%

其他支付方式	交易家数	占比
上市公司股份+资产	40	43.01
实物资产+股权	21	22.58
现金+资产	12	12.90
上市公司股份+现金+资产	8	8.60
资产	5	5.38
现金+债权	3	3.23
现金+其他资产	3	3.23
股权+债权	1	1.08
合计	93	100.00

资料来源：Wind

第二节 并购支付方式选择的影响因素

一、外部影响因素

（一）宏观经济环境

我国的资本市场发展还不完善，并购重组选择何种支付方式，政策导向性明显。2016 年“史上最严”监管新规发布，并购重组审核态势趋严，并购重组难度加大，未过会率逐年走高，企业纷纷改道绕开监管审核，现金支付兴起。而 2018 年 9 月并购利好政策频现，并购支付方式又将“变形”。且股票支付与股市走势息息相关，股价到达一定高位，一级市场也会明显活跃起来，影响最直接的就是并购重组业务，此时股票支付的性价比急剧上升。而 2018 年全球股市沦陷，上证指数年跌幅 24.59%，标普累跌 6.24%，获多年来最差年度表现，资本寒冬之际，企业家信心严重受挫，便不是股票支付的合适时机。

（二）目标公司特征

目标公司特征主要考量其是否上市、与并购方是否为同一行业。目标公司若为上市公司，则出让方一般情况下愿意接受股票支付，获得对合并后并购方的部分控制权；而目标公司若为非上市公司，出让方更倾向于现金支付（杨淑敏，2018）。且目标公司与并购方所处行业相异时，并购方对目标公司行业并不熟悉，不易得出

目标企业的真实价值，并购方便希望以股票支付的方式让出让方与其共担风险；而横向并购时，并购方为规模效应最大化偏好现金支付。

（三）财政政策和货币政策

国家税务总局规定，个人股权转让所得按“财产转让所得”，按股权转让收入扣除股权原值及费用成本，以 20% 的税率即期缴纳个人所得税，股票支付纳税义务则延期。并购交易金额越大，以现金支付出让方税收承压越明显，越倾向于选择股票支付。且货币政策宽松度与现金支付的可能性大小呈显著的正相关关系（谈江辉，2018），2018 年中国人民银行多次定向降准，释放流动性，为货币宽松加码，带动短期利率下行，企业融资成本降低，刺激现金支付。

二、内部影响因素

（一）并购成本

并购交易的成本由直接成本、间接成本组成，直接成本为并购方为获得目标公司部分或全部股权所支付的并购交易对价，间接成本为并购交易双方因并购活动产生的一系列代价，包括并购交易前的信息搜寻成本、定价成本、谈判成本，并购交易中的交易成本、债务成本、机会成本、时间成本，并购交易后的整合成本、退出成本。又不同并购支付方式的成本不同，且并购成本的高低直接影响并购交易获利的大小，如何以最小成本获取最大收益，降低信息不对称，为并购交易双方选择并购支付方式共同考量。

（二）财务状况

对于并购方财务状况，研究视角一般仅限为资本结构，而价格反映价值，因此，股价也应包含在内。一方面，资本结构反映其内源融资和外源融资水平高低，自有现金是否充足，可对现金支付的可行性进行评估，另一方面，股价走势是并购方获利能力的外在表现，股价估值的高低关乎股票支付的时机是否合适。故财务状况的好坏包含对并购方偿债能力、盈利能力、营运能力、成长能力的综合评价，关乎选择什么样的并购支付方式完成交易，是并购交易中的关键一环。

（三）控制权

实务操作中，股票支付往往涉及增发新股，必然引起股权稀释，但不可导致控制权转移，并购方对控制权的绝对把控便为并购支付方式选择的红线，贯穿整个并购交易活动的始终，甚至对选择何种并购支付方式起决定作用（蓝发钦，2018）。其中，并购方对控制权的考虑主要有控制权性质和控制权结构两方面，若并购方为

国有企业，为保证国有资产控制权不流失，现金支付通常被优先考虑。又根据控制权理论，并购方控制权结构愈牢固，第一大股东持股比例愈大，增发股票收购目标公司触碰控制权雷区、导致控制权被篡夺的可能性愈小，并购方愈倾向股票支付。

第三节 并购支付方式的相关理论

一、并购失效三大假说

“并购失效三大假说”¹为金融经济学的理论观点，属于现代成本理论的重要组成部分。其中，“过度支付假说”认为，并购方一旦对标的公司支付过高的溢价，并购方因并购所获得收益将远低于出让方。“过度自信假说”（罗尔，1986）的主要观点为并购方的经营决策者通常盲目且自大，毫不考虑自身企业的真实实力，而一切高于市场价格的交易对价皆不合理，应及时予以终止。

“并购失效三大假说”提出并购方和出让方在整个并购交易活动中成本收益的比较，为下文并购支付模型中测算考虑并购支付成本，且并购支付成本不单只考虑并购方成本，而以并购方、出让方的总成本替代，提供了研究思路和灵感。

二、可持有现金假说

“有序融资理论”的核心观点为企业筹集资金通常最先考虑内部，举债次之，权益最末。“可持有现金假说”与“有序融资理论”联络贯通，其假定当企业拥有稳定充足的现金流或自有现金丰裕，且债务负担较小，偿债能力较强时，企业一般情况下倾向于使用现金支付完成并购交易。

“可持有现金假说”指出并购支付方式和财务状况息息相关，为下文并购支付模型中选取财务指标、考量财务特征、进行财务状况类型划分提供了理论支撑，其中，“现金流量利息保障倍数”便是将经营活动净现金流和利息支出考虑在内，沿袭了可持有现金假说的思想，增加了并购支付模型的科学性和可信度。

三、控制权理论

“控制权理论”认为并购方的股权结构越集中、大股东持股比例越大，“壕沟防御行为”越明显，即控股股东防止控制权被接管的警觉性越敏感，实现控制权私

¹ “并购失效三大假说”建立在代理成本理论之上，它指出企业追求利润最大化的同时，更试图通过并购来降低代理成本，进而由此来解释并购交易完成后并购方业绩滑坡的原因。

利最大化的诉求越强烈，侵占中小股东利益的行为越恶劣。只要并购方大股东认为新入股东会使其控制权私利遭到攻击，股票支付实施的可能性几乎为零。

“控制权理论”表明并购支付方式的选择也属于控制权私利行为，必须建立在保证控制权不变更的基础之上，为下文并购支付模型设计划定了红线，同时对控制权稀释来源衡量指标的选定给予了几点思考。

全国金融专硕论文大赛获奖论文

第三章 我国并购支付方式现状及问题

第一节 我国并购交易的基本概况

本文根据 Wind 数据库，选取 2014 年至 2018 年 A 股市场并购交易完成，且构成重大资产重组的样本，剔除个别不完整数据项，对我国并购交易情况进行统计分析。

一、我国并购交易基本趋势

2005 年股权分置改革完成后，我国产业结构不断调整升级，监管层面简政放权，并购呈爆发式增长态势，2015 年达到峰值。2016 年“史上最严”并购新规落地，监管审核趋严，并购交易家数和交易金额下滑严重。而受计算机、软件行业大额并购交易事件的影响，2017 年交易家数虽降低 20.34%，交易金额仍居高位。近期，受小额快速审批通道等利好政策影响，回暖迹象明显。

表 3.1 2014 年至 2018 年并购基本情况

单位：家、万元

年份	交易家数	交易金额
2014	149	31,460,186.37
2015	325	106,771,516.50
2016	295	91,368,907.99
2017	235	91,460,680.13
2018	152	59,060,996.58
合计	1156	380,122,287.57

资料来源：Wind

二、我国并购交易规模变化

横向来看，10-15 亿的中型并购交易以 520 家高居榜首，0-5 亿、5-10 亿的小型并购交易数量相当，分别为 241 家、247 家，50-100 亿、100 亿以上的大型并购交易数量相同，均为 74 家。纵向来看，小型并购大多分布在 2015 年，中型并购 2016 年居多，50-100 亿的大型并购 2017 年较为活跃，而 100 亿以上的大型并购 2014 年以后急剧上升，且分布均匀，中型及大型并购逐渐占据主导。

表 3.2 2014 年至 2018 年并购交易规模基本情况 单位：亿元、家

交易规模	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	总计
0-5	32	69	58	44	38	241
5-10	33	90	56	39	29	247
10-50	74	132	141	112	61	520
50-100	5	16	22	23	8	74
>100	5	18	18	17	16	74

资料来源：Wind

三、我国并购交易目的变化

横向整合依然为主流，数量占比超五成。2015 年为买壳上市的高峰，达 45 家，2016 年抑制投机炒壳、引导“脱虚向实”新规发布，买壳收紧，2018 年骤减至 3 家；垂直整合数量 2018 年不降反升，产业并购日趋活跃。2014 年、2015 年传统行业大量并购轻资产行业以掩饰公司主业业绩下滑的事实，虚假维持市值，近些年这类高估值资产并购背后巨额商誉减值风险频频爆发，监管层审核愈发严格，多元化战略数量总体下跌，跨界并购不再热门。

表 3.3 2014 年至 2018 年并购交易目的的基本情况 单位：家

重组目的	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	总计
横向整合	66	140	172	121	85	584
多元化战略	30	58	35	52	12	187
买壳上市	31	45	27	7	3	113
垂直整合	10	31	10	5	9	65
资产调整	-	22	36	24	26	108
业务转型	4	12	8	12	8	44
战略合作	1	2	1	4	4	12
整体上市	7	15	4	8	4	38
财务投资	-	-	1	1	1	3
其他	-	-	1	1	-	2

资料来源：Wind

四、我国并购交易行业特征

以 Wind 数据库中并购交易行情数据,按照证监会行业(2012)进行分类整理,截取 2014 年至 2018 年并购交易数量、交易金额总和分别位列前八的行业类别进行比较研究,具体交易情况如下:

表 3.4 2014 年至 2018 年并购行业数量基本情况

单位:家

行业	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	总计
计算机、通信和其他电子设备制造业	14	23	30	36	15	118
软件和信息技术服务业	6	15	21	29	15	86
电气机械及器材制造业	8	16	20	21	8	73
互联网和相关服务	4	21	16	21	10	72
医药制造业	6	6	18	19	13	62
专用设备制造业	9	11	10	17	5	52
房地产业	6	13	11	13	2	45
化学原料及化学制品制造业	13	15	13	12	3	56
并购数量前八大行业合计	66	120	139	168	71	564
其他行业	86	115	156	157	78	592

资料来源: Wind

计算机、通信和其他电子设备制造业并购数量高发,占并购交易总数的 10.21%,软件和信息技术服务业、电气机械及器材制造业次之,分别占比 7.44%、6.31%。医药制造业受前几年高强度并购的影响,行业优质标的短缺,并购势头出现回落,2017 年并购完成数量仅为 2016 年的三分之一。2018 年前八大行业并购数量仅为全年并购总数的 43.42%,不及 2014 年至 2018 年平均值 48.79%,为近五年最低水平,并购行业集中度下降,行业种类多元化趋势明显。

表 3.5 2014 年至 2018 年并购行业交易基本情况

单位：家、万元

行业	交易家数	交易金额
计算机、通信和其他电子设备制造业	118	26,854,809.31
房地产业	45	26,521,422.85
电气机械及器材制造业	73	20,673,933.53
互联网和相关服务	72	19,312,053.76
电力、热力生产和供应业	21	16,848,983.54
零售业	31	16,644,134.91
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	20	15,450,525.82
资本市场服务	20	15,125,624.17

资料来源：Wind

就交易规模来看，计算机、通信和其他电子设备制造业依然表现强劲，稳居第一，房地产业行业并购交易家数虽仅为其三成，交易金额却紧随其后，体量巨大，高达 26,521,422.85 万元，占总交易金额的 6.98%。电力、热力生产和供应业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业作为关系国计民生的基础产业，资金技术高度密集，且多为大中型并购，对交易总金额贡献程度高，分别占比 4.43%、4.06%。相较于并购家数，并购交易金额行业集中度稳定在 40%至 43%之间，对前八大行业的依赖性较低，行业并购金额分布较分散。

第二节 我国并购支付方式现状

一、我国并购支付方式类型

2014 年至 2017 年混合支付数量占据较多，年均约 105 家。2016 年政策收紧，发股难度增加，为绕开证监会审核，多数企业改道现金支付，股票支付占比连连下降，现金支付比重显著提升，2018 年超过混合支付成为并购“新宠”。又 50 亿以上大额并购数量持续上升，受资金约束作用，股票支付占比 2018 年轻微反弹至 23.68%。其他支付占比一直较小，就其类别来看，2014 年以实物资产加股权支付为主，2015

年及以后上市公司股份加资产支付居多。

表 3.6 2014 年至 2018 年我国并购支付方式基本情况

单位：家、%

年份	现金支付		股票支付		混合支付		其他支付	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
2014	23	15.44	50	33.56	57	38.26	19	12.75
2015	77	23.69	79	24.31	136	41.85	33	10.17
2016	109	36.95	57	19.32	114	38.64	15	5.09
2017	70	29.79	37	15.74	112	47.66	16	6.82
2018	62	40.79	36	23.68	44	28.95	10	6.58

资料来源：Wind

二、我国并购支付方式与交易规模的关系

随着交易规模的不断扩大，资金压力及利息成本高起，现金支付同比例降低，股权绑定增信业绩承诺优势明显，股票支付比例逐渐上升，混合支付先升后降，其他支付先降后升。总体呈阶梯状，0-5 亿现金支付占据主要地位，5-10 亿、10-50 亿混合支付优势明显，50 亿-100 亿、100 亿以上股票支付激励作用强。就支付结构而言，0-5 亿支付方式最为集中，现金支付倍受青睐，占比 61.41%，100 亿以上各类支付分布比例则相对均衡，现金支付、股票支付、混合支付、其他支付分别为 13 家、26 家、15 家、20 家，支付方式多元化。

表 3.7 2014 年至 2018 年并购方式与并购规模

单位：亿元、家、%

交易规模		现金支付		股票支付		混合支付		其他支付	
区间	总计	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
0-5	241	148	61.41	24	9.96	63	26.14	6	2.49
5-10	247	73	29.55	42	17.00	128	51.82	4	1.62
10-50	520	95	18.27	141	27.12	232	44.62	52	10.00
50-100	74	12	16.22	26	35.14	25	33.78	11	14.86
>100	74	13	17.57	26	35.14	15	20.27	20	27.03

资料来源：Wind

第三节 我国并购支付方式存在的问题及原因

一、我国并购支付方式存在的问题

（一）支付方式单一且初级

我国的并购支付以现金支付、股票支付、混合支付为主，其他支付占比较小，整体呈下降趋势，从 2014 年的 12.75% 跌至 2018 年的 6.58%，并购支付方式进一步集中。其他支付方式中少了一些西方国家惯用的杠杆支付、综合证券支付等，涉及近五年来重大资产重组的仅包含股份支付、资产支付、债权支付等，支付方式简单，而这类并购支付方式的谈判过程还通常包括债务的转移、资产的交割、相关人员的安置，复杂耗时，成交率必定受到一定程度的影响。且相对于西方发达资本市场采用优先股、期权、高收益债券等方式进行并购支付，并在认购（沽）权证、回售（赎回）权利等设计个性化条款，我国的支付方式不免初级。

（二）现金支付占据主导

本文仅研究 2014 年至 2018 年并购交易构成重大资产重组的样本数据，一般而言，构成重大资产重组的交易规模较大，却发现三大支付手段中，现金支付已取代混合支付跃居第一，占比 40.79%，若将研究范围扩大至整个并购交易市场，现金支付的比例实则更高，且长期为我国并购支付方式的主流。但采用现金支付方式，一方面，并购前企业财务风险实际增大，并购成本明显升高，并购后企业又需承担举债利息偿付的业绩压力，应对是否有足够的流动资金以维持经营及后续整合的挑战。另一方面，巨额的现金支付使得更多的企业对大额并购心生畏藉，错失并购的最好时机，无法达到规模效益，限制我国并购市场的进一步发展。

（三）非市场化特征明显

并购本为市场自行运行的结果，在我国却具有浓重的政府色彩，无偿划拨、资产支付、承债支付便为我国特有的其他并购支付方式。以无偿划拨为例，其是指并购方从政府手中受让目标公司的产权，由于残留计划经济特点，此类并购在政府的大力推进下，成本极低，并购方还会享受到政府所给予的各项福利，但往往效率不高，整合困难大，并购方一般情况下还需承担目标公司大量的人员安置及不良资产。无偿划拨实为挽救濒临破产的国有企业，纾解政府财政压力，由此，变相增加了并购方负担，严重拖垮了并购方的积极性。

（四）大股东干预作用强

发达资本主义国家并购交易的实际案例操作过程中，通常采用换股并购来进行并购支付，在我国却困难重重。股权分置改革前，我国存在大量的非流通股，国有股“一股独大”，市场上实则流通的股份数仅为股票总数的三分之一，限制了股票支付的发展与应用。股权分置改革后，股票流通数量大大增加，但股权集中程度较高，大多数企业的控制权掌握在少数大股东手里，家族企业现象甚是严重。演变为企业上市前，控股股东为粉饰财务报表，往往倾向于资产支付的方式进行关联并购，将不良资产置换成优质资产，从而提高收益，满足监管要求；企业上市后控股股东出于对控制权私利的攫取，又凭借极强的话语权，限制采用股票支付的方式完成并购，而不会考虑并购如何使整个企业利润最大，成本最小。

二、造成我国并购支付方式现状的原因

（一）资本市场发展不完善

我国资本市场发展并不完善，上市公司融资环境恶劣，2018 年我国债券市场发行冰火两重天，国企背景或 AAA 级评级的债券发行通畅，而随着信用债违约数量和金额明显增加，民营企业、AA 及以下评级的债券发行难度攀升，机构在债券认购上越来越谨慎，“弃发”或推迟发行的债券规模不断扩大。又银行借贷端口也逐步收紧，加强对优质企业的筛选，并设置一系列担保抵押等保障措施避免踩雷，举债收购还要求更高的利率和收益。企业自有筹资渠道受限，造就我国资本市场上现金本就习惯性饥渴，甚至有的企业认为股票根本不具有流动性，我国的股市行情也不能真正反映价值，加之本身我国并购支付方式与政策紧密相连，受证监会发股审核态势严峻影响，现金支付自然成为首选。

（二）相关配套政策不明朗

对于我国并购支付存在的问题，究其原因不难发现，其实，相比证监会 2018 年披露的《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》，国务院 2014 年发布的《关于进一步优化企业并购重组市场环境的意见》更早明确允许优先股、定向可转债作为并购支付方式，但相关配套政策并未出台。不仅如此，仅以优先股支付为例，一来发行门槛较高，二来我国《公司法》规定同股须同权，这必然限制我国优先股股东享有除固定股息以外的超额收益，条款创新陷入瓶颈，一旦企业采用优先股支付，流动性不足极易导致并购效果未及预期。而在境外，优先股已经成为比较成熟的并购支付方式，并嵌入个性化条款。

（三）中介机构成长不健全

企业要实现并购交易，投资银行、会计师事务所、律师事务所为其必不可少的三大中介机构，投资银行更为核心。美国的投资银行起源于 19 世纪末 20 世纪初第一次的并购浪潮，20 世纪 70 年代起投资银行纷纷成立并购部对企业并购提供专业服务。而我国的投资银行起步较晚，孕育于由高度集中的计划经济体制向社会主义市场经济的过渡期，大量投资银行属于国有性质，法人治理制度欠缺，委托代理关系并未划清，且普遍规模较小，自有资金有限，难以承担投资银行业务风险，先天不足。其次，我国投资银行现如今仍处于发育的萌芽期，研究水平总体较低，辅导的企业数量不多，经验也并不丰富，无法给企业提供完全的指导，实际操作中又业务品种单一，造成恶性竞争，甚至违规操作严重，后天畸形。本就发育不良，投资银行在政策不明确的情况下，便更难以设计并购支付方案。

（四）并购双方激励不完全

一方面，我国现有的并购支付方式使并购双方的利益基本可以得到满足，一般并购方若采用股票支付，则一并设置出让方受让股票的锁定期，同时将解锁与出让方所做出的业绩承诺相匹配，避免支付风险；或设置超额收益的激励条款，来达到并购双方收益最大等，从而采用创新工具进行支付的动力并不足。另一方面，对于并购方而言，新的并购支付方式意味着新的风险和不确定性，仅并非以简单市价入账的会计核算都是不小的挑战，还会增加并购双方的谈判时间，而通常情况下，并购方只追求快速实现并表，熟悉的并购运作方式便显得更为稳妥。

第四章 并购支付方式选择模型的设计

由前所述，并购支付方式选择的影响因素有很多，而最核心的为成本、财务状况、控制权，且分别与并购支付方式相关理论中所提到的“并购失效三大假说”、“可持有现金假说”、“控制权理论”一一对应，故本章基于成本、财务状况、控制权三大角度，选取不同的测量方法，设计并购支付方式选择模型，优化并购支付方式，同时为企业选择并购支付方式提供依据。

第一节 基于成本博弈角度并购支付方式选择依据

博弈论为研究相互斗争、相互联合的行为主体，在一定规则条件下对行为策略进行选择，并抽象化处理其产生的收益，从而使博弈关系各方达到均衡状态的理论。

在上市公司的并购中，博弈论的思想也同样贯穿于并购双方支付方式选择的全过程。并购交易建立在并购双方共同协商的基础之上，并购方选择何种并购支付方式不仅需要考虑自身处境，还必须考虑出让方的意愿，否则并购交易谈判破裂。又并购方试图以最低的成本完成交易，而出让方则试图获得最高的并购溢价，存在强烈的利益冲突，故并购方和出让方构成博弈关系。

鉴于本文研究内容为并购支付方式，为反映各并购支付方式下的成本，统一并购双方策略选择的结果以便于比较分析，因此，巧用博弈论思想，变博弈双方严格追求各自并购收益最大为各自并购成本最小，构建并购支付博弈矩阵。

一、并购支付方式选择的成本博弈分析

博弈模型涉及并购方 A、目标公司 B 及出让方 C，并购方 A 拟对目标公司 B 实施并购，出让方 C 为目标公司 B 的股东，并购方 A 和出让方 C 可选择现金支付、股票支付及混合支付三种方式支付并购交易总价，完成此次交易。

提出如下假设：

- (1) 博弈的参与人为并购方和出让方，且只存在单一买方（并购方 A）和单一卖方（出让方 C）。
- (2) 博弈各方都采取理性行为，严格追求自身收益最大化，即成本最小。
- (3) 并购双方只能选择一种特定策略，不存在以某一概率选择不同策略的情况。

(4) 并购双方之间的谈判交易纯属自发行为，且为善意并购，即并购方被反并购的概率为零。

(5) 并购双方无恶意串通，出让方各股东也未达成合谋。

以并购方和出让方谈判为例，对并购方与出让方之间谈判带来的各自的成本进行分析。在博弈过程中，规定括号第一个支付方式表示并购方的支付策略，第二个支付方式表示出让方策略，如（现金支付，股票支付）则表示并购方选择现金支付，而出让方选择股票支付。若并购方与出让方采用并购支付的策略一致，则意味着谈判成功，进而分别讨论不同支付情形下的成本；若并购方与出让方采用并购支付的策略不一致，则意味着谈判破裂，双方支付成本均为 0，不予讨论。

故根据抽象化处理，将并购双方相同策略选择下的成本简化：

当并购双方拟选择用现金支付时，即采用（现金支付，现金支付）策略，并购方的成本在于并购支付总价这部分现金的无风险收益，即以银行存款利率计算而得的利息；出让方的成本在于接受并购支付总价这部分现金应缴的所得税，即以考虑税基因素后的税率计算而得的企业所得税或个人所得税。

当并购双方拟选择用股票支付时，即采用（股票支付，股票支付）策略，并购方的成本在于以股票收益率计算而得的股息，出让方的成本在于以并购支付总价折合而成的这部分股票受让时和出售时的价格波动。考虑限售期因素，出让方不会立刻抛售股票，若出售时股价下降，成本为正；若出售时股价上升，成本为负，即获得收益，均不影响计算。

当并购双方拟选择混合支付时，即采用（混合支付，混合支付）策略，按照其现金支付和股票支付的比例，并购方的成本在于一部分现金所损失利息和一部分股票应付股息的组合，出让方的成本在于一部分现金所得税和一部分股票价格波动的组合。

鉴于以上分析，以每个空格内的第一个式子表示并购方的支付成本，第二个式子表示出让方的成本，构建并购双方的博弈支付矩阵如下表所示：

表 4.1 并购双方博弈支付矩阵

		出让方		
		现金支付	股票支付	混合支付
并购方	现金支付	iP, tP	0,0	0,0
	股票支付	0,0	$k_e P, (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m})\Delta m$	0,0
	混合支付	0,0	0,0	$iX+k_e Y, tX+(\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'})\Delta m'$

注: $\frac{PV_A}{m} \times \Delta m' = Y$

其中, i 为存款利息率, P 为并购支付总价, t 为出让方收取现金所需要支付的所得税的税率, k_e 为股票收益率, X 表示混合支付中使用现金支付的部分, Y 为混合支付中使用股票支付的部分, 则 $X+Y=P$, m 为并购方已发行在外的总股本数, Δm 为股票支付下并购方为并购而新发行的股本数, $\Delta m'$ 为混合支付下并购方为并购而新发行的股本数, PV_A 为并购方的市值, PV_B 为目标公司的市值, PV_{AB} 为两公司合并后的市值。对于 PV_{AB} , 考虑协同效应, $PV_{AB} > PV_A + PV_B$, 采用行业平均市盈率来计算, 即:

$$\text{合并企业股票总市值} = \text{合并企业净收益总额} \times \text{行业平均市盈率} \quad (4-1)$$

二、不同并购支付策略的条件

根据支付矩阵, 运用相对优势策略划线法寻找该博弈的纳什均衡, 可得(现金支付, 现金支付)、(股票支付, 股票支付)与(混合支付, 混合支付)同为纳什均衡, 即并购双方同时选择现金支付、股票支付、混合支付。

(一) 现金支付策略的条件

对于并购方, 当并购支付总价这部分现金的无风险收益小于以股票收益率计算而得的股息, 以及一部分现金所损失的利息和一部分股票应付股息的组合, 现金支付的成本最小; 且对于出让方, 应缴的现金所得税小于股票价格波动损益, 以及一部分现金所得税和一部分股票价格波动损益的组合, 现金支付的成本也最小; 进而并购双方选择现金支付的总成本最小。

即当 $iP < k_e P$ 、 $iP < iX + k_e Y$ 且 $tP < (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m + \Delta m}) \Delta m$ 、 $tP < tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m + \Delta m'}) \Delta m'$, 即 $iP + tP < k_e P + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m + \Delta m}) \Delta m$ 且 $iP + tP < iX + k_e Y + tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m + \Delta m'}) \Delta m'$, 此时, (现金支付, 现金支付) 策略严格优于 (股票支付, 股票支付) 与 (混合支付, 混合支付) 策略, 则并购双方应选择现金支付的方式以达到最小成本的并购。

(二) 股票支付策略的条件

对于并购方, 当以股票收益率计算而得的股息小于并购支付总价这部分现金的无风险收益, 以及一部分现金所损失的利息和一部分股票应付股息的组合, 股票支付的成本最小; 且对于出让方, 股票价格波动损益小于应缴的现金所得税, 以及一

部分现金所得税和一部分股票价格波动损益的组合，股票支付的成本也最小；进而并购双方选择股票支付的总成本最小。

即当 $k_e P < iP$ 、 $k_e P < iX + k_e Y$ 且 $(\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m})\Delta m < tP$ 、 $(\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m})\Delta m < tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'})\Delta m'$ ，即 $k_e P + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m})\Delta m < iP + tP$ 且 $k_e P + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m})\Delta m < iX + k_e Y + tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'})\Delta m'$ ，此时，（股票支付，股票支付）策略严格优于（现金支付，现金支付）与（混合支付，混合支付）策略，则并购双方应选择股票支付的方式以达到最小成本的并购。

（三）混合支付策略的条件

对于并购方，当一部分现金所损失的利息和一部分股票应付股息的组合小于以股票收益率计算而得的股息，以及并购支付总价这部分现金的无风险收益，混合支付的成本最小；且对于出让方，一部分现金所得税和一部分股票价格波动损益的组合小于股票价格波动损益，以及应缴的现金所得税，混合支付的成本也最小；进而并购双方选择混合支付的总成本最小。

即当 $iX + k_e Y < iP$ 、 $iX + k_e Y < k_e P$ 且 $tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'})\Delta m' < tP$ 、 $tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'})\Delta m' < (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m})\Delta m$ ，即 $iX + k_e Y + tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'})\Delta m' < iP + tP$ 且 $iX + k_e Y + tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'})\Delta m' < k_e P + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m})\Delta m$ ，此时，（混合支付，混合支付）策略严格优于（现金支付，现金支付）与（股票支付，股票支付）策略，则并购双方应选择混合支付的方式以达到最小成本的并购。

综上，博弈论视角下的并购交易，并购双方严格追求自身利益最大化实为达到并购双方利益和最大化，即总成本最小，由上述计算分析可得，现金支付情况下的总成本为 $iP + tP$ ，股票支付情况下的总成本为 $k_e P + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m})\Delta m$ ，混合支付情况下的总成本为 $iX + k_e Y + tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'})\Delta m'$ ，故可比较 $iP + tP$ 、 $k_e P + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m})\Delta m$ 以及 $iX + k_e Y + tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'})\Delta m'$ 三者的大小，取最小值来决定选择何种并购支付方式。

第二节 基于财务状况角度并购支付方式选择依据

财务状况类型的划分依赖于对企业财务报表的分析，以比较分析法、比率分析法和因素分析法等为代表的财务报表分析法，单独使用得出的结论不免片面，而杜邦分析法则以净资产收益率为核心，通过对其层层分解、逐级替换建立各类财务指标之间的相互作用关系，全面综合的了解企业财务状况的研究方法。

对于并购交易活动，基于杜邦分析法将企业财务状况简化为盈利能力、偿债能力，又考虑杜邦分析法未涵盖现金流量表的缺陷，为更好的切合本文并购支付方式中含有现金支付和混合支付的主题，依据科学性、代表性、独立性的原则，立足三大财务报表，选取两大财务指标，建立二维直角坐标系，关联分析并购方的财务状况，为并购方选择何种并购支付方式提供参考。

一、财务指标的选取

（一）每股息税前利润

每股息税前利润基于利润表和资产负债表，从企业股本的获利能力和股票投资价值的角度出发，衡量企业的盈利能力，计算公式为：

$$\text{每股息税前利润} = \frac{\text{息税前利润}}{\text{总股本数}} \quad (4-2)$$

相比较总资产报酬率、销售净利率及营业利润率等盈利指标，每股息税前利润对并购方选择何种并购方式更具实际意义和参考价值。且较于净利润，息税前利润剔除了资本结构和所得税政策的影响，可以更为准确的比较盈利能力。又债务利息固定，当息税前利润增大时，每一单位盈余所负担的财务费用下降，普通股的盈余相应增加，而净利润则无法反映这一变化。

假定总股本数不变，息税前利润越高，该指标越大，企业的盈利能力越强。

（二）现金流量利息保障倍数

现金流量利息保障倍数基于现金流量表和利润表，从企业的经营活动是否能产生稳定现金流的角度出发，衡量企业的偿债能力，计算公式为：

$$\text{现金流量利息保障倍数} = \frac{\text{经营活动现金净流量}}{\text{利息支出}} \quad (4-3)$$

相比较速动比率、流动比率及资产负债率等静态指标，现金流量利息保障倍数则动态的反映了现金的流入和流出，可体现出并购方完成并购后控制不确定性财务

风险的能力。且通常情况下我们认为，作为与其一样可反映企业能否偿还债务的指标，利息保障倍数的计算公式分母虽也为利息支出，分子则变为息税前利润，而实务操作中一般以现金付息，现金流量利息保障倍数的准确性显然更强。

该指标越大，债权人按期获得利息偿付的保障程度越高，以“1”为临界点，高于其表明当期经营活动产生的现金净流量在债务利息支付后留有剩余。需要注意的是，该指标并不是越大越好，过高的现金流量利息保障倍数反映出企业未能充分利用流动资金，影响企业进一步的获利能力。

二、相对指标的设置

考虑不同企业所处的行业发展情况不同，各个行业各项财务指标的分界点高低各异，故巧用相对指标代替绝对指标，统一建立二维直角坐标系。

每股息税前利润的相对财务指标的计算公式为：

$$\text{相对每股息税前利润} = \frac{\text{某企业的每股息税前利润}}{\text{行业平均每股息税前利润}} \quad (4-4)$$

现金流量利息保障倍数的相对财务指标的计算公式为：

$$\text{相对现金流量利息保障倍数} = \frac{\text{某企业的现金流量利息保障倍数}}{\text{行业平均现金流量利息保障倍数}} \quad (4-5)$$

以“1”为临界点，若相对指标值大于1，则说明企业这一财务指标值高于行业平均水平，财务状况良好，反之同理。相对指标以企业所在行业的整体水平为参照物，便可将行业因素的影响包含在内，真实的反映出企业的财务状况。

三、二维直角坐标系的构建及划分

以相对每股息税前利润、相对现金流量利息保障倍数分别为X轴、Y轴建立二维直角坐标系，并以“1”作为每个坐标轴正方向的中点构建正方形，将二维坐标系第一象限划分成四个平面，每个平面对应一种财务状况：

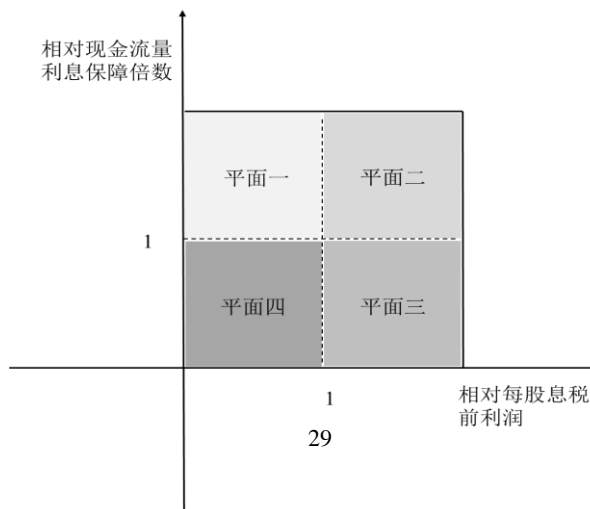


图 4.1 财务状况二维直角坐标系

根据相对每股息税前利润、相对现金流量利息保障倍数高低不同，将每一平面对应的财务状况特点总结如下：

表 4.2 各平面类型财务状况特征

平面类型	相对每股息税前利润	相对现金流量利息保障倍数
平面一	低	高
平面二	高	高
平面三	高	低
平面四	低	低

四、财务状况类型与并购支付方式的组合设计

依据各个平面所表现出的财务状况特征，将其归纳，划分出以下财务状况类型，并选择合适的并购支付方式与之匹配，进行组合设计：

（一）现金闲置型——现金支付

从二维直角坐标系可知，平面一的特点在于：一是相对现金流量利息保障倍数较高。企业的经营活动创造的现金净流量较多，或需承担债务利息较小，企业的债务利息偿付风险较低。二是相对每股息税前利润较低。企业的经营活动所得利润较低，可能是由于账面上摊有大量现金未充分利用所致。且一般情况下，受盈利能力较弱的影响，企业的股价较低，股票的投资价值低。

这类企业被归为“现金闲置型”，并购方应选择现金支付完成并购交易。一方面，企业本身拥有稳定充足的经营现金净流量，有能力完成即时支付。又凭借着高超的现金创收能力，可以在并购后迅速获得新的现金流入弥补现金一时的空缺。另一方面，因企业的盈利能力落后于行业平均水平，股价偏低的情况下，一旦运用股票支付，可能会导致增发股票，总股本数增加必然使每股息税前利润被摊薄，进一步降低企业股票的实际价值。

（二）股价看涨型——股票支付

从二维直角坐标系可知，平面三的特点在于：一是相对每股息税前利润较高。企业的经营业绩高、获利能力强，理论上给予普通股股东的回报高，股价表现相对

强劲。二是相对现金流量利息保障倍数较低。企业的经营活动现金流净额并不充沛，可能是由于企业采用较宽松的信用政策，大多数盈利均为通过“应收账款”科目以非现金形式完成。

这类企业被归为“股价看涨型”，并购方应选择股票支付完成并购交易。一方面，稳定企业日常经营活动，不会占用本就匮乏的现金，致使企业陷入流动性困境。又保护了债权人的利益，维持有限的短期偿债能力不会再次受损。另一方面，企业的股票被多方看好，股价可能存在一定程度的高估，使用股票支付会降低企业实际的并购支付成本。且因股价进一步上涨的可能性较大，股票支付使受让方获得额外收益的几率大，并购交易更容易达成。

（三）财务均衡型——混合支付

从二维直角坐标系可知，平面二的特点在于：一是相对现金流量利息保障倍数较高。企业经营活动净现金流为正，全覆盖利息费用，债权人收益有保障。二是相对每股息税前利润也较高。企业的营收状况乐观，股价表现良好，相对而言股利分配较多。说明企业充裕的现金得到了再投资和再拓展，管理效能高，未来盈利能力依旧可期。

这类企业被归为“财务均衡型”，并购方应选择混合支付完成并购交易。一方面，有效避免了过度使用现金支付而陷入财务危机，另一方面，不会造成大量原有股份流失，或增发新股致使企业控制权转移，维护原有股东的利益。混合支付的关键在于根据企业的具体情况，确定现金支付和股票支付的合理比例。

（四）财务困境型

从二维直角坐标系可知，平面四的特点在于：一是相对每股息税前利润较低。业绩滑坡，股价可能面临走跌风险。二是相对现金流量利息保障倍数也较低。经营活动净现金流量状况较紧张，稳健经营存在问题。

这类企业被归为“财务困境型”，通常视为发出财务预警信号，或已陷入财务危机，暂不具备并购交易的条件，故不予讨论。

综上，财务视角下的并购交易，并购方可依据每股息税前利润、现金流量利息保障倍数的财务指标值，组合分析并判断企业现阶段所处财务状况类型，来决定选择何种并购支付方式。

第三节 基于控制权角度并购支付方式选择依据

控制权结构是公司所有权的分配安排，是公司治理结构的基础。控制权结构反映股权的集中程度，出于控股股东维护控制权私利的动机，并购交易活动可以简化为并购方控股股东始终避免其控制权受损的动态过程。

博弈论的成本分析和财务状况类型的划分为并购交易活动得以有效进行设立了“防火墙”，但即使并购支付方案制订得再完善，使用股票支付或混合支付必将稀释股权，一旦企业的股权结构受此影响变得畸形，控制权丧失，再完美的并购支付方案也不能受用。为维护并购方控制权稳定，应选取相应的描述指标探讨并购支付方式的选择，划定控制权红线。

一、并购方控制权集中度

作为衡量控制权集中度的重要指标，当第一大股东持股比例过高，处于“一股独大”，表征控股股东对企业资产投资和市场运营的决策地位稳固，使用股票支付或混合支付控制权受到威胁的可能性小。而当第一大股东持股比例过低，则说明各方股东利益相对均衡，冲突较小，股权结构设置分散，不存在实际控制人，使用股票支付或混合支付均不存在控制权旁落的风险。这两种情况下，股票支付或混合支付的激励作用明显，并购方倾向于股票支付或设置混合支付中高比例的股票支付。

当第一大股东持股比例位于一定区间内，控制权易被篡夺，对股票支付的敏感度高，持股比例与现金支付正相关关系显著。而对于此区间的边界设置，暂无统一的规定。Faccio M（2005）的实证研究结果显示其为（15.79%，61.67%），苏文兵（2009）的研究结论将其设定为（30%，60%），孙世攀（2013）发现其为（20%，60%），可由此大致估定区间范围进行测度。

二、其他大股东的制衡

与第一大股东持股比例相比，股权制衡度更能反映控制权稳定性，其关键参考指标为第二到第五大大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比率。该比率较高，则意味着其他大股东较第一大股东所有权持有比例相当。较激烈的控制权相争一方面为其他大股东监督制约第一大股东提供了可能，另一方面为其他大股东与第一大股东合谋互利奠定了基础。

不论第一大股东为抵抗其他大股东对其抑制作用，减缓制衡压力，降低“掏空”

行为被发现的几率，维持控制权不被再次稀释；还是第一大股东为获取控制权私利，与其他大股东妥协，做出控制集团内部利益分担的承诺，当该指标过高时，第一大股东都偏好选择现金支付以降低一切利益输送行为的成本。

三、控制权损失风险

并购交易活动中，控制权并不局限于并购方内部的争夺，还存在控制权外流的威胁。描述控制权损失风险的计算公式为：

$$\text{控制权损失风险} = \text{目标公司股权集中度} \times \text{相对交易规模} \quad (4-6)$$

其中，目标公司股权集中度为便于横向比较，若为上市公司，仍取其第一大股东持股比例计量；若为非上市公司，通常情况下认为其股权高度集中，借鉴 Faccio M (2005) 的研究方法，统一简化为“1”。相对交易规模的计算公式为：

$$\text{相对交易规模} = \frac{\text{并购交易总价}}{(\text{并购交易总价} + \text{并购方市价})} \quad (4-7)$$

目标公司股权集中度愈高，其第一大股东对目标公司实施绝对控制的程度愈深，并购方一旦选择股票支付，并购方原有控制人的控制权便会受到严重削弱。且当相对交易规模大于或等于二分之一时，目标公司的股本规模与并购方相比处优势地位，股票支付极易造就目标公司原有股东与并购方现有股东股权制衡的局面。二者乘积的大小与控制权遭到攻击的可能性呈正相关，故控制权损失风险较大的情况下，并购方选择现金支付较为稳定且安全。

综上，控制权红线下的并购交易，并购方对并购支付方式的选择应牢守控制权不被转移、不会变更、不受攻击、不致篡夺的底线，把握第一大股东控制权私利最大化的行为准则，以达到甚至高于并购交易预期。

第五章 并购支付方式选择模型的应用

第一节 并购背景介绍

一、我国玩具行业格局及趋势

我国玩具行业起步较晚，始于 20 世纪 80 年代中后期，行业周期性、季节性、区域性特征显著。国内玩具企业数量多，规模小，集中化低，组织分散；产品外销为主，自主品牌少，特色缺乏，行业利润较低。儿童玩具占比约 99%，成人玩具奇缺，结构畸形。全球玩具市场定位明晰、分工明确，欧美日等发达国家以“品牌+渠道”的商业模式，垄断高附加值环节；国产玩具则以贴牌生产、代工的运营方式，占据中低端市场，存在一定行业整合机遇。

基于“二孩政策”的全面实施带来的新一轮补偿性生育高峰，第四次“婴儿潮”明显强化，玩具行业提振效果直接。又我国儿童人均玩具消费水平远低于发达国家，家庭消费结构逐步从改善型向享受型过渡，玩具差异化需求日趋明显，玩具行业必然呈现高增长态势。未来，玩具行业将更多受 IP、益智类产品的指引，加强与文化、教育产业的联动作用，打造泛娱乐化产业链，主攻“智能制造”、关注安全环保，推动玩具行业转型升级。

二、并购方邦宝益智的基本概况

（一）业务情况

邦宝益智（603398）于 2015 年 12 月在上海证券交易所上市，深耕益智玩具及精密非金属模具的研发、生产和销售，为拥有自主品牌的专业塑胶教玩具提供商，被称为 A 股积木类益智玩具第一股。一方面，产品结构上，主打机器、DIY、城市、婴幼儿等二十多个产品系列，并通过“小猪佩奇”这一市场热门 IP 授权开发新主题；另一方面，发展布局上，加强校企合作，打造“邦宝教育积木包”，横向布局教育、动漫连续剧等多领域，被称为中国版“小乐高”。

就销售策略而言，邦宝益智国内线上线下两翼驱动的同时，与国外多家经销商和零售商签署合作协议，大力推广特色积木体验式活动，同时铺设儿童教育培训机构、幼儿园等渠道进行引流，多方位提高用户粘性。又“益智玩具生产基地建设项目”完成带来增量提效，并加大“神兽金刚”等新 IP 授权的开发力度，市场占有

率有望进一步提高，龙头效应凸显。

（二） 股东情况

邦领贸易和邦领国际分别持有邦宝益智 30.42%、29.22%的股权，为邦宝益智第一、第二大股东，经股东层层穿透，吴锭延、吴玉娜和吴玉霞合计持有邦领贸易 75%的股权，邦领国际则为吴锭辉 100%控股所有，其四人间接持有邦宝益智的股份和达 52.04%，又为同胞兄弟姐妹，并签署一致行动协议书，为邦宝益智共同实际控制人。产权控制关系如下：

表 5.1 邦宝益智前十大股东基本情况

单位：股、%

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	汕头市邦领贸易有限公司	64,627,200	30.42
2	邦领国际有限公司	62,092,800	29.22
3	汕头市中楷创业投资合伙企业（有限合伙）	19,483,200	9.17
4	汕头市和盛昌投资有限公司	3,960,000	1.86
5	余江县美富创业投资中心（有限合伙）	3,168,000	1.49
6	汕头市南信投资有限公司	3,168,000	1.49
7	揭阳市四方股权投资有限公司	1,900,800	0.89
8	洪文晖	1,043,129	0.49
9	冯量	938,889	0.44
10	蔡伟娜	932,060	0.44
合计		161,314,078	75.91

资料来源：Wind

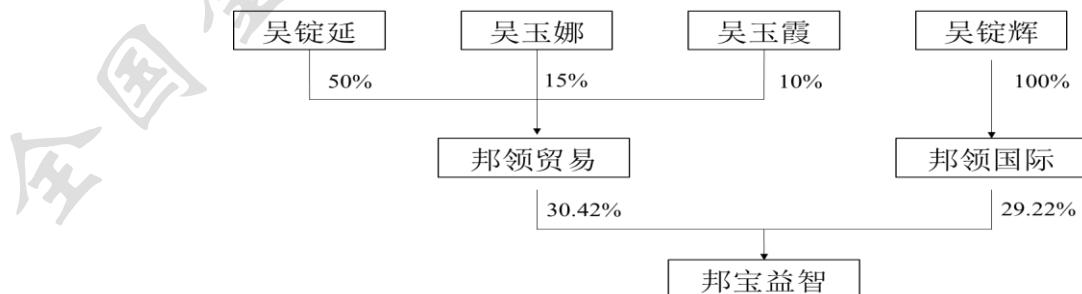


图 5.1 邦宝益智股权结构图

资料来源：Wind

（三）财务情况

邦宝益智资产负债率上浮明显，系 2017 年应付账款 180.61% 的增幅所致，但低于玩具行业平均水平，财务杠杆稳定，偿债能力上并无太多警戒点。营业收入受产能严重受限影响 2016 年轻微波动，随着 2017 年上半年 IPO 募投项目“益智玩具生产基地”的顺利投产，注塑能力极大扩张，遂即增厚公司业绩。销售毛利率因人口红利褪去、塑料价格走高有所滑坡，但仍稳定在 30% 以上，盈利能力引领全玩具行业。应收账款 2017 年同比上升 180.92%，主要原因为客户信用额度增加。

表 5.2 邦宝益智财务基本情况

单位：万元、%

项目	2017 年度/ 2017 年 12 月 31 日	2016 年度/ 2016 年 12 月 31 日	2015 年度/ 2015 年 12 月 31 日
资产总额	71,726.23	62,167.89	57,497.25
负债总额	9,252.19	4,023.19	3,508.37
资产负债率	12.90	6.47	6.10
存货周转率	4.23	3.92	4.52
营业收入	33,110.82	28,156.05	30,945.68
销售毛利率	34.35	37.37	37.42
净利润	6,205.31	5,855.72	6,617.34
应收账款	1,214.11	432.18	385.52
经营活动产生的现金流量净额	7,341.24	6,036.30	6,353.72

资料来源：Wind

三、目标公司美奇林的基本概况

（一）业务情况

美奇林（837188）于 2016 年 5 月在全国中小股份转让系统挂牌，专精益智类玩具的研发及销售，旗下拥有自有品牌“美奇林”和“熊孩岛”。积木、智能互动为其玩具研发的主要方向，销售则涉及经销代理、贴牌生产、自主研发三大类别。商业模式还包括向各大直销点提供玩具选品、摆放、定价等方案，以采购或委外生产实现柜架安排。并积极投资制作动画片《旋灵勇士》，塑造动漫形象的主题玩具，多元化经营。净利润较 16 年同期增长超过 100%，领跑玩具行业。

在销售渠道方面，美奇林线下商超渠道和经销渠道相结合，形成以华南为中心

的全国营销网络；线上以供货给电商为主，以自媒体“熊孩岛互动平台”为辅，完善平台通过导入玩具视频教学，打通妈妈交流论坛，开放儿童玩具网上商城，创意儿童社交等多种形式来吸粉，实现点对点精准营销，市场优势明显。

（二） 股东情况

美奇林为十名自然人投资的民营企业，董事长兼总经理郑泳麟以 75.67% 的持股比例为美奇林控股股东，妻子赵祎持股 6.79%，夫妻同为美奇林实际控制人。母亲翁佩菲、父亲郑钟高分别持股 6.79%、4.29%，关联关系紧密，家族成分典型，股权结构简单，控制权高度集中。

表 5.3 美奇林前十大股东基本情况

单位：股、%

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	郑泳麟	37,840,400	75.67
2	赵祎	3,393,400	6.79
3	翁佩菲	3,393,400	6.79
4	郑钟高	2,143,200	4.29
5	郑子鹏	1,250,200	2.50
6	郑良发	893,000	1.79
7	黄成庆	535,800	1.07
8	郑学涛	200,000	0.40
9	杨旭东	180,000	0.36
10	罗远航	178,600	0.36
合计		50,008,000	100.00

资料来源：Wind

（三） 财务情况

美奇林资产负债率高居不下，逼近 50%，这与其玩具渠道商的业务属性、高流动资产投入的经营模式有关。增长动力十足，处业务快速扩张期，2016 年和 2017 年的营业收入增长率分别高达 70.90%、39.47%，毛利率受自有产品销售比例扩大稳中上浮，以致净利润可观，2017 年同比增幅 108%。

为自有产品迅速抢占市场份额，扩大营销网络的辐射范围，拓展优质经销商，美奇林采用较为宽松的信用政策，应收账款由 2015 年的 2,588.25 万元攀升至 2017

年的 9,529.69 万元，同时，因美奇林对供应商拥有更多话语权，应付账款也同比增加，应收账款逐渐回转，经营活动现金流量净额由负转正。

表 5.4 美奇林财务基本情况

单位：万元、%

项目	2017 年度/ 2017 年 12 月 31 日	2016 年度/ 2016 年 12 月 31 日	2015 年度/ 2015 年 12 月 31 日
资产总额	16,906.65	10,872.93	5,340.89
负债总额	7,959.02	4,552.38	2,242.28
资产负债率	47.08	41.87	41.98
存货周转率	3.91	4.04	2.46
营业收入	18,062.93	12,951.49	7,578.27
销售毛利率	27.84	24.53	24.68
净利润	2,627.08	1,143.85	483.68
应收账款	9,529.69	5,354.18	2,588.25
经营活动产生的现金流量净额	79.76	-2,175.07	-1,225.04

资料来源：Wind

第二节 并购概述

一、并购动因

（一）并购方并购动因

邦宝益智的客户群为国内外经销商，内销客户多为出口贸易公司，究其产品的最终流向，邦宝益智实为以直接出口和间接出口为主的玩具制造商，致力于布局境外市场。而欧美玩具安全技术规范新标准的相继发布使玩具出口处被动地位，贸易壁垒一旦高筑，公司利润将受到重创。且邦宝益智的出口业务以美元结算，外币交易面临一定的汇率波动风险。

邦宝益智境外营业收入自 2015 年起，绝对数量和收益占比连续三年下滑，贸易重心不断倾斜，但其境内市场占有率较低，销售渠道有限，市场灵敏度相对滞后，美奇林则深谙境内销售渠道，并购成功后，美奇林将成为邦宝益智打开境内市场、寻求盈利新增长点的重要助力。

表 5.5 邦宝益智国内外营收基本情况

单位：万元、%

项目	2017 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日		2015 年 12 月 31 日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中国大陆	24,413.14	73.73	18,813.26	66.82	19,389.6	62.66
国外	8,443.09	25.50	9,255.25	32.87	11,486.35	37.12
其他业务地区	254.59	0.77	87.55	0.31	69.73	0.23
营收合计	33,110.82	100.00	28,156.05	100.00	30,945.68	100.00

资料来源：Wind

又邦宝益智以积木类益智玩具为主，品牌效应显著，虽引入市场热门 IP “小猪佩奇” 等成功打造系列热销产品，但玩具行业细分趋势下不免品类单一，开辟玩具蓝海风险大。而美奇林产品品类丰富，包括家居、电子、角色玩具等多类别，常年追踪各大玩具制造商的研发展示，势必为邦宝益智设计开发非益智类玩具，猪年最大限度赚取 “小猪佩奇” 流量红利带来经验支撑。

（二）目标公司并购动因

美奇林自有产品以委托加工的形式生产，故固定资产占比低，对上游塑料行业的话语权较弱，而塑料行业受国内塑料市场需求端众多，原油价格波动的影响，玩具制造成本一再上升，导致美奇林的利润存在一定程度的挤压。并购交易完成后，美奇林可利用邦宝益智自有生产线为其生产提供支持。

表 5.6 美奇林资产构成基本情况

单位：万元、%

项目	2017 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日		2015 年 12 月 31 日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	16,578.24	98.06	10,742.42	98.80	5,196.01	97.29
非流动资产	328.41	1.94	130.51	1.20	144.89	2.71
其中：固定资产	176.35	1.04	28	0.26	34.55	0.65
合计	16,906.65	100.00	10,872.93	100.00	5,340.89	100.00

资料来源：Wind

虽美奇林可通过定向增发及银行借贷等方式进行对外融资，但新三板市场近年

来发展相对滞后，融资功能受限，且美奇林又仅属基础层，较高的信息搜寻成本导致信息严重不对称，难以得到投资者青睐，即便后续升至创新层，融资效果也起色甚微。此外，独立 IPO 通道审核趋严，美奇林寻求 A 股上市公司并购，借邦宝益智强大的资金融通能力，其业务发展将得到财务保障。

表 5.7 美奇林融资基本情况

单位：万元、%

项目	2017 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日	
	金额	占比	金额	占比
股权再融资	2,100.00	26.39	2,100.00	39.70
累计取得借款收到的现金	5,856.15	73.61	3,190.15	60.30
上市以来累计募资	7,956.15	100.00	5,290.15	100.00

资料来源：Wind

二、并购交易方案及实施进程

并购交易涉及并购方邦宝益智，目标公司美奇林，出让方为美奇林郑泳麟等全部股东。协议约定，邦宝益智拟以现金支付方式收购美奇林 100% 股权，选取收益法、资产基础法评估标的资产价值，并以收益法评估值 44,200 万元确定最终交易作价为 4.4 亿元，增值率高达 393.99%。

美奇林实际控制人郑泳麟承诺 2018 年至 2020 年美奇林净利润分别不低于 3,300 万元、3,960 万元和 4,750 万元。交易对价分两期支付，自收购协议生效首期支付 60%，后续邦宝益智将依美奇林 18 年业绩承诺实施情况支付剩下的 40%，且若届时上市公司资金紧张，予以递延，但两年内必须支付完毕。邦宝益智收购两步走，一方面缓解巨额现金支付的流动性压力，另一方面激励美奇林核心管理层获取超额业绩。

本次交易构成重大资产重组，但不构成重组上市。并购实施情况如表 5.8：

表 5.8 并购交易进程

时间	并购实施进程
2018 年 2 月 6 日	邦宝益智发布关于重大资产重组停牌公告
2018 年 5 月 3 日	召开董事会，审议通过重大资产购买的相关议案
2018 年 5 月 15 日	邦宝益智收到上交所关于重大资产购买问询函
2018 年 5 月 29 日	邦宝益智披露对上交所问询函回复的公告，发布股票复牌公告

续表 5.8

时间	并购实施进程
2018 年 6 月 13 日	召开股东大会，审议通过重大资产购买的相关议案
2018 年 7 月 10 日	美奇林终止在全国中小企业股份转让系统挂牌
2018 年 8 月 3 日	美奇林公司类型由股份有限公司变更为有限责任公司
2018 年 8 月 31 日	美奇林股东收到邦宝益智首期支付对价，完成股权登记变更
2018 年 9 月 4 日	邦宝益智披露并购实施情况报告书，本次交易完成

资料来源：Wind

三、并购案例选取原因

邦宝益智重大资产购买方案披露的同时，其董事会审议通过了非公开发行股票预案，重点为收购美奇林筹措安排资金，但此次收购不以非公开发行成功为前提。先行支付交易对价，如成功募集足额资金，待资金到位再予以全额置换。

又收购协议显示，美奇林实际控制人郑泳麟同意在交割日起 12 个月内，以所获交易对价中不低于 10,000 万元的款项，如若不足则以资金监管账户实际金额为限，在二级市场购买邦宝益智的股票，分三次解锁。于邦宝益智 2018 年年报公布时解锁 30%，2019 年年报公布时解锁 60%，2020 年年报公布时解锁 100%。

本次并购交易中，并购方为 A 股上市公司，目标公司为新三板挂牌公司，信息披露丰富翔实。邦宝益智表面上通过现金支付的方式，因无需证监会层面审批，仅需交易所层面审核，快速实现收购美奇林全部股权并完成并表，得以借美奇林 2018 年部分利润增厚全年合并利润。但同时又因邦宝益智的非公开发行股票筹措资金、美奇林实际控制人郑泳麟二级市场的增持承诺，实质上暗含股票支付，设计十分巧妙，考虑并购双方利益及上市公司实际情况，值得笔者深入探究。

第三节 并购支付方式选择的优化

一、不同并购支付方式的成本比较

(一) 现金支付的成本

1、并购方现金支付成本

以一年期整存整取定期存款利率为无风险利率，现金支付下并购方的支付成本为 $44,000 \text{ 万元} \times 1.05\% = 462 \text{ 万元}$ 。

表 5.9 我国银行存款利率基本情况

单位：%

项目	利率
活期存款	0.35
整存整取定期存款	
三个月	1.10
半年	1.30
一年	1.50
二年	2.10
三年	2.75

资料来源：中国人民银行

2、出让方现金支付成本

邦宝益智依出让方持有美奇林的股份比例，对其分别同比例支付交易对价。又按照国家税务总局《股权转让所得个人所得税管理办法》，个人转让公司股权按“财产转让所得”，以转让成交价扣除成本及费用支出，计算缴纳个人所得税，税率为 20%。本次美奇林股权转让收入为 44,000 万元，减去注册资本 5,000.8 万元，假定以 38,999.2 万元为税基，具体支付对价安排及所应缴税额如下表所示：

表 5.10 美奇林股东应缴个人所得税情况

单位：万元

序号	交易对方	支付对价所对应的税基	个人所得税税额
1	郑泳麟	$38,999.2 \times 75.6687\% = 29,510.1877$	5,902.0375
2	赵祎	$38,999.2 \times 6.7857\% = 2,646.3687$	529.2737
3	翁佩菲	$38,999.2 \times 6.7857\% = 2,646.3687$	529.2737
4	郑钟高	$38,999.2 \times 4.2857\% = 1,671.3887$	334.2777
5	郑子鹏	$38,999.2 \times 2.5000\% = 974.9800$	194.9960
6	郑良发	$38,999.2 \times 1.7857\% = 696.4087$	139.2817
7	黄成庆	$38,999.2 \times 1.0714\% = 417.8374$	83.5675
8	郑学涛	$38,999.2 \times 0.4000\% = 155.9968$	31.1994
9	杨旭东	$38,999.2 \times 0.3599\% = 140.3581$	28.0716
10	罗远航	$38,999.2 \times 0.3572\% = 139.3051$	27.8610
合计		38,999.20	7,799.84

资料来源：Wind

现金支付下出让方的支付成本为 $38,999.20 \text{ 万元} \times 20\% = 7,799.84 \text{ 万元}$ 。

故当博弈双方选择（现金支付，现金支付）策略时，并购双方的总成本 = $462 \text{ 万元} + 7,799.84 \text{ 万元} = 8,261.84 \text{ 万元}$ 。

（二）股票支付的成本

1、并购方股票支付成本

邦宝益智自 2015 年上市以来累计现金分红三次，故化股息率计算公式为其近三年现金股利（税前）平均数，与指定日股票市值的比值来近似计算股票支付成本。选定审议通过重大资产购买相关议案的董事会召开日 2018 年 5 月 3 日为基准日，邦宝益智的总市值为 284,510.72 万元，其历次分红情况如下：

表 5.11 邦宝益智历年分红基本情况

单位：股、元

年度	每十股送红股数	每十股派息数	每十股转增数	现金分红数额（含税）
2017	-	0.88	-	18,698,240.00
2016	-	0.85	-	17,952,000.00
2015	-	2.10	12.00	20,160,000.00
合计	-	3.83	12.00	56,810,240.00

资料来源：Wind

股息率=56,810,240 元/3/2,845,107,200 元=0.67%

股息成本=44,000 万元×0.67%=294.80 万元

2、出让方股票支付成本

取 Wind 数据库中邦宝益智召开董事会，审议通过重大资产购买相关议案 2018 年 5 月 3 日的行情数据，其总市值为 284,510.72 万元，总股本为 21,248 万股，即 $PV_A=284,510.72$ 万元， $m=21,248$ 万股， $\frac{PV_A}{m}=13.39$ 元。

又根据申银万国行业分类，邦宝益智属于文娱用品这一三级子行业，沪深板块共有 12 家上市公司。根据合并企业股票总市值=合并企业净收益总额×行业平均市盈率的计算公式，为维持数据计算统一，便于横向比较，采用以上一年度每股盈利计算的静态市盈率。又视邦宝益智董事会召开即为并购双方博弈结束，故选取邦宝益智董事会召开日 2018 年 5 月 3 日为参照点，可比公司具体情况如下：

表 5.12 文娱用品行业市盈率基本情况

单位：倍

序号	证券代码	证券简称	市盈率
1	002301.SZ	齐心集团	48.26
2	002348.SZ	高乐股份	68.78
3	002575.SZ	群兴玩具	-134.17
4	002605.SZ	姚记扑克	53.71
5	002678.SZ	珠江钢琴	63.69
6	002862.SZ	实丰文化	46.55
7	002899.SZ	英派斯	41.16
8	300329.SZ	海伦钢琴	52.37
9	300651.SZ	金陵体育	65.85
10	300703.SZ	创源文化	37.74
11	603398.SH	邦宝益智	45.85
12	603899.SH	晨光文具	43.50

资料来源：Wind

剔除市盈率为负的群兴玩具，可得文娱行业的平均市盈率为 51.59 倍。又邦宝益智及美奇林 2017 年年报显示其净利润分别为 6,205.31 万元、2,627.08 万元，计算可得： $PV_{AB} = (6,205.31 \text{ 万元} + 2,627.08 \text{ 万元}) \times 51.59 = 455,633 \text{ 万元}$ 。

若本次并购交易采取发行股份购买资产，根据证监会《上市公司重大资产重组管理办法》（2018），假定邦宝益智选取其董事会决议公告日前 20 个交易日股票交易均价的 90% 为发行股份的价格。即：

$$\text{发行股份的价格} = \frac{\text{决议公告日前 20 个交易日公司股票交易总额}}{\text{决议公告日前 20 个交易日公司股票交易总量}} \times 90\% \quad (5-1)$$

邦宝益智董事会决议日为 2018 年 5 月 3 日，考虑于 2018 年 2 月 5 日起开始停牌，截取其停牌前 20 个交易日公司股票交易行情如下：

表 5.13 邦宝益智停牌前 20 个交易日股票行情基本情况

单位：股、元

序号	日期	成交量	成交金额
1	2018-2-2	707,180	9,451,066
2	2018-2-1	1,559,210	22,247,950
3	2018-1-31	932,020	14,073,624
4	2018-1-30	470,760	7,266,106
5	2018-1-29	887,676	13,818,807
6	2018-1-26	762,980	12,214,199
7	2018-1-25	828,140	13,349,864
8	2018-1-24	831,240	13,438,076
9	2018-1-23	806,900	13,052,937
10	2018-1-22	1,453,698	23,466,202
11	2018-1-19	1,175,640	19,797,791
12	2018-1-18	2,349,260	40,145,392
13	2018-1-17	3,137,155	53,118,046
14	2018-1-16	871,136	14,155,232
15	2018-1-15	1,237,700	20,037,246
16	2018-1-12	2,268,761	37,695,713
17	2018-1-11	1030380	16,965,317
18	2018-1-10	2,008,436	32,901,660
19	2018-1-9	3,205,444	55,711,287
20	2018-1-8	798,960	13,080,152
合计		27,322,676	445,986,667

资料来源：Wind

发行股份的价格=445,986,667 元/27,322,676 股×90%=14.69 元/股

股票支付增发的股数=并购支付总价/发行股份的价格=440,000,000 元/14.69 元/股=29,952,348.54 股≈29,952,349 股=2,995.23 万股，即 $\Delta m=2,995.23$ 万股

$$\frac{PV_{AB}}{m+\Delta m}=455,633 \text{ 万元}/(21,248 \text{ 万股}+2,995.23 \text{ 万股})=18.79 \text{ 元}$$

$$\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m} = 13.39 \text{ 元} - 18.79 \text{ 元} = -5.4 \text{ 元}$$

$$\left(\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m}\right)\Delta m = -5.4 \text{ 元} \times 2,995.23 \text{ 万股} = -16,174.24 \text{ 万元}$$

出让方成本为负，即以并购支付总价折合而成的这部分股票受让时的价格较出售时的价格低，出让方因接受并购方的股票支付而在并购交易活动中获得收益。

故当博弈双方选择（股票支付，股票支付）策略时，并购双方的总成本=294.8 万元-16,174.24 万元=-15879.44 万元。

（三）混合支付的成本

因博弈双方股票支付的总成本为负，基于并购双方严格追求利益最大，成本最小的理性诉求，无论混合支付的比例如何设置，都必然大于股票支付的成本。

现以现金支付及股票支付比例均为 50% 为例，即取 $X=50\%$ ， $Y=50\%$ ，当博弈双方选择（混合支付，混合支付）策略时，并购双方现金支付总成本=8,261.84 万元 $\times 50\% = 4,130.92$ 万元。

并购方股票支付的成本=294.80 万元 $\times 50\% = 147.40$ 万元

混合支付增发的股数=并购支付总价的一半/发行股份的价格=440,000,000 元 /2/14.69 元/股=14,976,174.27 股 $\approx 14,976,174$ 股=1,497.62 万股，即 $\Delta m' = 1,497.62$ 万股

$$\frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'} = 455,633 \text{ 万元} / (21,248 \text{ 万股} + 1,497.62 \text{ 万股}) = 20.03 \text{ 元}$$

$$\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'} = 13.39 \text{ 元} - 20.03 \text{ 元} = -6.64 \text{ 元}$$

$$\left(\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'}\right)\Delta m' = -6.64 \text{ 元} \times 1,497.62 \text{ 万股} = -9,944.20 \text{ 万元}$$

出让方的股票支付成本=-9,944.20 万元

并购双方股票支付总成本=147.4 万元-9,944.20 万元=-9,796.80 万元

并购双方混合支付总成本=4,130.92 万元-9,796.80 万元=-5,665.88 万元 $> -15,879.44$ 万元。

依上述计算，构建并购双方博弈支付矩阵，如下表所示：

表 5.14 邦宝益智并购双方博弈支付矩阵

单位：万元

		出让方		
		现金支付	股票支付	混合支付
并 购 方	现金支付	462, 7799.84	0,0	0,0
	股票支付	0,0	294.8, -16174.24	0,0
	混合支付	0,0	0,0	$462X+294.8Y, 7799.84X+(\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m+\Delta m'}) \Delta m'$

综上，股票支付使并购双方总成本最小，（股票支付，股票支付）为邦宝益智并购美奇林这一案例的纳什均衡。与笔者上文推想一致，尽管邦宝益智采用现金支付完成并购，但从后续非公开发行筹集资金，美奇林控股股东增持邦宝益智的股票来看，股票支付意图明显，不失为快速完成收购后的一种成本的补偿。

二、财务状况与并购支付方式的匹配

选取邦宝益智所属申银万国文娱用品这一行业分类全部 12 家可比公司，截至 2017 年 12 月 31 日相关财务指标的市场表现，汇总如下：

表 5.15 文娱用品行业每股息税前利润基本情况

序号	证券代码	证券简称	息税前利润（万元）	总股本数（万股）	每股息税前利润（元）
1	002301.SZ	齐心集团	18,339.22	42,786.74	0.43
2	002348.SZ	高乐股份	5,866.35	94,720.00	0.06
3	002575.SZ	群兴玩具	-3,456.45	58,872.00	-0.06
4	002605.SZ	姚记扑克	11,198.74	39,716.92	0.28
5	002678.SZ	珠江钢琴	7,895.83	104,486.18	0.08
6	002862.SZ	实丰文化	4,965.27	8,000.00	0.62
7	002899.SZ	英派斯	10,119.85	12,000.00	0.84
8	300329.SZ	海伦钢琴	3,234.53	25,128.99	0.13
9	300651.SZ	金陵体育	5,600.88	7,573.34	0.74
10	300703.SZ	创源文化	7,332.96	8,000.00	0.92
11	603398.SH	邦宝益智	5,951.60	21,248.00	0.28
12	603899.SH	晨光文具	64,284.83	92,000.00	0.70

资料来源：Wind

文娱用品行业的息税前利润高低不一，晨光文具以 64,284.83 万元遥遥领先，邦宝益智以 5,951.60 万元位列行业中位，略高于主营业务最具可比性的高乐股份 5,866.35 万元，但高乐股份总股本数为邦宝益智的 4 倍之多，每股息税前利润被极大摊薄。剔除息税前利润为负的群兴玩具，行业平均每股息税前利润为 0.46 元，邦宝益智的相对每股息税前利润=0.28 元/0.46 元=0.61<1，即受极大峰值影响，邦宝益智每股息税前利润低于行业平均水平。

表 5.16 文娱用品行业现金流量利息保障倍数基本情况

单位：万元

序号	证券代码	证券简称	经营活动现金净流量	利息支出	现金流量利息保障倍数
1	002301.SZ	齐心集团	-16,421.26	2,519.50	-6.52
2	002348.SZ	高乐股份	-7,116.67	281.15	-25.31
3	002575.SZ	群兴玩具	4,694.34	0.00	-
4	002605.SZ	姚记扑克	6,461.76	319.06	20.52
5	002678.SZ	珠江钢琴	22,006.14	1,462.38	15.05
6	002862.SZ	实丰文化	3,633.68	12.92	281.24
7	002899.SZ	英派斯	5,691.31	135.07	42.14
8	300329.SZ	海伦钢琴	6,378.61	0.00	-
9	300651.SZ	金陵体育	-321.96	311.06	-1.04
10	300703.SZ	创源文化	9,853.80	541.69	18.19
11	603398.SH	邦宝益智	7,341.24	0.00	-
12	603899.SH	晨光文具	71,749.79	0.00	-

资料来源：Wind

文娱行业的经营活动现金净流量有正有负，晨光文具以 71,749.79 万元依然领跑，珠江钢琴 1,115.72 万元次之。具体到玩具细分子行业，高乐股份经营活动现金净流量为负，邦宝益智则高达 7,341.24 万元，优势明显。

又企业利息支出为 0，表示流动资金充裕，无偿债压力，近似为现金流量利息保障倍数趋于无穷大。剔除利息支出为 0 的群兴玩具、海伦钢琴、邦宝益智、晨光文具，受实丰文化极值影响，可得行业平均现金流量利息保障倍数为 28.67。又邦

宝益智的利息支出也为 0，故相对现金流量利息保障倍数 >1 ，邦宝益智的现金流量利息保障倍数高于行业平均水平。

据邦宝益智相对每股息税前利润 <1 ，相对现金流量利息保障倍数 >1 的财务特征，绘制邦宝益智的财务二维直角坐标系如下：

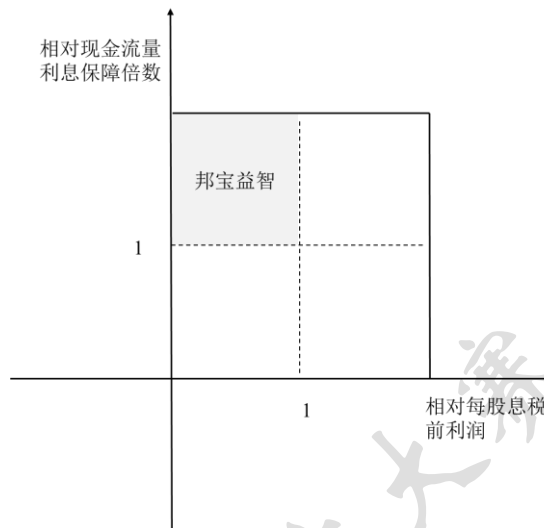


图 5.2 邦宝益智财务状况二维直角坐标系

由二维财务直角坐标系可得，邦宝益智位于平面一，属现金闲置型。根据邦宝益智 2017 年年报，其货币资金高达 34,779.33 万元，占总资产 48.49%，自有资金丰厚，加之短期借款、长期借款为零，无利息费用支出，财务杠杆低，稳健经营特征明显。且益智玩具生产基地建设项目的投产，产能弹性释放，经营活动现金净流量表现向好，相对现金流量利息保障倍数高。

又塑料为玩具产品的主要材料，原材料占邦宝益智的主营业务成本比例较高，原油价格的波动使其利润空间缩减。2017 年境内玩具行业产销率 97.8%，同比去年下降 0.3%，玩具行业产品同质化严重，可替代性强，需求疲软，邦宝益智盈利能力受挫，相对每股息税前利润较低，股价走势一般。

故按照财务状况划分类别与并购支付方式的组合设计，邦宝益智应选择现金支付，这与邦宝益智重大资产购买方案披露结果一致，也充分表明尽管博弈双方深知股票支付成本低于现金支付，但仍需考虑邦宝益智本身的实际情况，最大限度发挥自身财务条件优势。考虑后期以非公开发行募集资金全额置换及美奇林股东二级市场增持安排，邦宝益智试图在实现财务匹配的同时，通过后期操作变相降低现金支付的巨额成本，步步为营，进行并购方案的自我完善。

三、支付前后控制权变化

由上文分析可知，邦宝益智的控股股东为邦领贸易，第二大股东为邦领国际，实际控制人为吴锭辉、吴锭延、吴玉娜和吴玉霞兄妹四人。根据表 5.1，计算可得汕头市邦领贸易有限公司、邦领国际有限公司、其他现有股东及新增股东本次交易前后的持股数量及比例。

假定发行股份购买资产，仍取邦宝益智董事会决议公告日前 20 个交易日股票交易均价的 90% 为发行股份的价格，可得发行股份的价格=445,986,667 元/27,322,676 股×90%=14.69 元/股

股票支付增发的股数=并购支付总价/发行股份的价格=440,000,000 元/14.69 元/股=29,952,348.54 股≈29,952,349 股=2,995.23 万股

发行股份购买资产后总股本数=21,248 万股+2,995.23 万股=24,243.23 万股

邦宝益智将新发行的 2,995.23 万股票按照美奇林股东持股比例进行同比例支付，美奇林各大股东持有邦宝益智的股份数量将如下表所示：

表 5.17 发行股份购买资产后美奇林股东持股数量基本情况

单位：股、%

序号	股东名称	持股比例	持股数量
1	郑泳麟	9.35	22,664,905.41
2	赵祎	0.84	2,033,761.17
3	翁佩菲	0.84	2,033,761.17
4	郑钟高	0.53	1,284,953.67
5	郑子鹏	0.31	748,807.50
6	郑良发	0.22	536,146.17
7	黄成庆	0.13	320,489.61
8	郑学涛	0.05	119,809.20
9	杨旭东	0.04	107,828.28
10	罗远航	0.04	107,828.28
合计		12.35	299,523.00

故假定发行股数 2,995.23 万股，则本次发行后邦宝益智的控股股东仍为汕头市邦领贸易有限公司，持股比例为 26.66%，其共同实际控制人仍为吴氏家族，间接控

制的表决权为 45.61%，美奇林全体股东的持股比例仅为 12.35%，并未导致邦宝益智控制权变更，交易前后各股东持股比例变化情况如下表所示：

表 5.18 邦宝益智股东交易前后持股比例基本情况

单位：万股、%

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数量	比例	持股数量	比例
汕头市邦领贸易有限公司	6,462.72	30.42	6,462.72	26.66
邦领国际有限公司	6,209.28	29.22	6,209.28	25.61
其他现有股东	8,576.00	40.36	8,576.00	35.37
新增股东	-	-	2,995.23	12.35
合计	21,248.00	100.00	24,243.23	100.00

且关于前文所述控制权稀释的指标，考虑吴氏兄妹四人通过邦领贸易及邦领国际间接对邦宝益智实施控制，并为一致行动人，故将第一大股东持股比例近似为第一、第二大股东持股比例之和描述控制权集中程度，其他大股东的制衡计算调整为第三到第五大股东持股比例之和与第一、第二大股东持股比例的比率，依下图，可得邦宝益智的股权集中度=30.42%+29.22%=59.64%，接近 60%，大致处于股票支付及现金支付的区间边界，支付方式选择并不严格。

第三到第五大大股东持股比例之和与第一、第二大股东持股比例的比率= $(9.17+1.86+1.49)/59.64\%=12.52\%/59.64\%=0.21$ ，其他大股东与其控制权家族实力相比相距甚远，股票支付获取控制权私利的成本较低，股票支付安全可靠。

从控制权损失风险的角度出发，美奇林 100% 股权的交易对价为 44,000 万元，邦宝益智 2018 年 5 月 3 日的市价为 284,510.72 万元，相对交易规模=并购交易总价/（并购交易总价+并购方市价）=44,000 万元/（44,000 万元+284,510.72 万元）=0.13 < 0.5，邦宝益智的股本规模与美奇林相比处绝对优势地位，体量差距较大。

又美奇林控股股东郑泳麟持股 75.67%，控制权损失风险=目标公司股权集中度×相对交易规模=75.67%×0.13=9.84%，本次并购邦宝益智并不会动摇原有控制权集团的利益根基。结合其非公开发行预案，增发股票数量不超过 4,249.6 万股，募集资金总额不超过 67,500 万元，尚不构成控制权篡夺，发行股数 2,995.23 万股更不会对邦宝益智的股权形成冲击，与计算结果一致。故邦宝益智发行股份购买资产不触

及控制权红线，支付方式选择灵活性和可操作性强，股票支付合理。

四、并购支付方式的确定

邦宝益智并购美奇林支付方式的模型设计结果显示，一方面，博弈论的成本控制指向股票支付，另一方面，财务状况倾向现金支付。然财务状况只是给邦宝益智选择何种支付方式的可行性进行了评估，限制作用相对较弱，平衡博弈双方利益，以最小成本获取最大收益才是实务操作中的根本。考虑邦宝益智的非公开发行募集资金对并购交易对价支付资金的全额置换，美奇林控股股东郑泳麟二级市场的最低限额增持，邦宝益智间接使用股票支付的激励实则更强。

且假使采取股票支付，并购交易后美奇林股东共持有邦宝益智 12.35%的股份，其中，美奇林第一大股东郑泳麟并购交易后持股 9.35%。而邦宝益智控股股东仍为邦领贸易，共同实际控制人吴氏四兄妹控制的表决权为 45.61%，控制权未出现旁落，故并购支付方式选择的优化结果为变现金支付为股票支付。同时，该案例也为本文并购支付模型结果指向相矛盾提供了解决办法和思路。

第六章 结论与展望

第一节 结论

本文并购支付方式选择模型的设计如下：

在并购支付方式选择模型设计的成本方面，结合博弈论思想，视并购双方严格追求自身利益最大实为严格追求自身成本最小，即并购双方总成本最小。其中，现金支付情况下的总成本为 $iP + tP$ ，股票支付情况下的总成本为 $k_e P + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m + \Delta m}) \Delta m$ ，混合支付情况下的总成本为 $iX + k_e Y + tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m + \Delta m'}) \Delta m'$ ，比较 $iP + tP$ 、 $k_e P + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m + \Delta m}) \Delta m$ 以及 $iX + k_e Y + tX + (\frac{PV_A}{m} - \frac{PV_{AB}}{m + \Delta m'}) \Delta m'$ 三者的大小，取最小值便可得到总成本最小的并购支付策略，成本为负则意味着获得正收益。

在并购支付方式选择模型设计的财务状况方面，建立二维直角坐标系，划分财务状况类型：若偿债能力较强，盈利能力较弱，属“现金闲置型”，选取现金支付；若盈利能力较强，偿债能力较弱，属“股价看涨型”，选取股票支付；若偿债能力较强，盈利能力也较强，属“财务均衡型”，选取混合支付；若盈利能力较弱，偿债能力也较弱，属“财务困境型”，不宜进行并购。

在并购支付方式选择模型设计的控制权方面，并购方第一大股东持股比例过高或过低时，应选取股票支付或将混合支付中股票支付比例提高，而当其位于中间区域，现金支付优势明显。并购方其他大股东对第一大股东制衡能力越强，并购方第一大股东选择现金支付获取控制权私利的成本越低。目标公司股权集中度愈高，交易规模愈大，选取现金支付愈稳定且安全。

第二节 展望

鉴于本文的不足之处，未来，关于并购支付方式选择模型的研究与设计，应在以下几个方面予以完善：

对于并购支付方式选择模型的设计。在并购支付方式选择模型设计的财务状况方面，不仅考虑并购方的盈利能力、偿债能力，同时考虑并购方的营运能力，变二维坐标系为三维坐标系，划分财务状况空间类型，全面考虑并购方的财务状况，重

新进行财务状况类型与并购支付方式的组合设计。

对于邦宝益智并购美奇林案例的分析。打破现有行业分类标准，重新筛选出 A 股沪深板块所有主营业务为“玩具”或“玩具”周边的上市公司为可比公司，提高以行业平均水平为参照物的指标的准确性。或以近三年、近五年财务数据的平均值替代只取最近一年的财务数据进行计算的方法，纵向扩充样本容量，降低个别公司个别年份极值的影响，提高模型的准确度。

参考文献

[1]Alshwer A A , Sibilkov V , Zaiats N S . Financial Constraints and the Method of Payment in Mergers and Acquisitions[J]. Social Science Electronic Publishing, 2009.

[2]Amihud Y , Lev B , Travlos N G . Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions[J]. The Journal of Finance, 1990, 45(2):603.

[3]Basu N, Dimitrova L, Paeglis I. Family control and dilution in mergers[J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33(5):0-841.

[4]Bugeja M , Rosa R D S . Taxation of shareholder capital gains and the choice of payment method in takeovers[J]. Accounting & Business Research, 2008, 38(4):331-350.

[5]Carleton W T , Guilkey D K , Harris R S , et al. An Empirical Analysis of the Role of the Medium of Exchange in Mergers[J]. Journal of Finance, 1983, 38(3):813-826.

[6]Chaney P K , Lovata L M , Philipich K L . Acquiring Firm Characteristics and the Medium of Exchange[J]. Quarterly Journal of Business & Economics, 1991, 30(4):55-69.

[7]Dennis D K , Mcconnell J J . Corporate mergers and security returns[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 16(2):0-187.

[8]Faccio M , Masulis R W . The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions[J]. The Journal of Finance, 2005, 60(3):1345-1388.

[9]Fama E F , Jensen M C . Agency Problems and Residual Claims[J]. The Journal of Law and Economics, 1983, 26(2):327-349.

[10]Franks J R , Harris R S , Mayer C . Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States[J]. NBER Chapters, 1988.

[11]Ghosh A , Ruland W . Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention[J]. The Journal of Finance, 1998, 53(2):785-798.

[12]Giuli D , Alberta. The effect of stock misvaluation and investment opportunities on the method of payment in mergers[J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 21:196-215.

[13]Grullon G , Michaely R , Swary I . Capital Adequacy, Bank Mergers, and the Medium of Payment[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 1997, 24(1):28.

[14]Harford J . Corporate Cash Reserves and Acquisitions[J]. Social Science Electronic Publishing, 1999, 54(6):1969-1997.

[15]Henry G Manne . Mergers and the Market for Corporate Control[J]. Journal of Political Economy. 1965, 73(2): 110-120.

[16]Hovakimian A, Opler T, Titman S. The Debt-Equity Choice[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2001, 36(1):1-24.

[17]Karampatsas N , Petmezas D , Travlos N G . Credit Ratings and the Choice of Payment Method in Mergers and Acquisitions[J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 25(2):474-493.

[18]Lewellen W G . A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger[J]. The Journal of Finance, 1971, 26(2):521-537.

[19]Martin K J . The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership[J]. The Journal of Finance, 1996, 51(4):20.

[20]Maskin E S . Auctions, development, and privatization : Efficient auctions with liquidity-constrained buyers[J]. European Economic Review, 2000, 44(4):667-681.

[21]Meyer M, Milgrom P, Roberts J. Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes[J]. Journal of Economics & Management Strategy, 2010, 1(1):9-35.

[22]Rhodes-Kropf M , Viswanathan S . Market Valuation and Merger Waves[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(6):2685-2718.

[23]Shleifer A, Vishny R W. Stock market driven acquisitions ☆[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70(3):295-311.

[24]Swieringa J , Schauten M . The Payment Method Choice in Dutch Mergers and Acquisitions[J]. Social Science Electronic Publishing, 2007, 5.

[25]Tao Q , Sun W , Zhu Y , et al. Do firms have leverage targets? New evidence from mergers and acquisitions in China[J]. The North American Journal of Economics and Finance, 2017, 40(Complete):41-54.

[26]Uysal V B . Deviation from the Target Capital Structure and Acquisition Choices[J]. SSRN Electronic Journal, 2010.

[27]Wansley J W , Yang L H C . Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment[J]. Financial Management, 1983, 12(3):16-22.

[28]Yurtoglu B B , Gugler K . Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany[J]. European Economic Review, 2003, 47(4):731-758.

[29]Zhang P . What Really Determines the Payment Methods in M&A Deals[J]. SSRN Electronic Journal, 2001.

[30]陈海声,辜团力,曹晓丽.分步并购在技术协同效应中的期权价值分析[J].华南理工大学学报(社会科学版),2008(05):21-25.

[31]陈洁,徐虹,林钟高.负债财务柔性、投资机会与并购支付方式[J].财会通讯,2015(27):58-61+129.

[32]陈轲,支春红.浅论企业并购的成本收益决策分析[J].上海会计, 2002(12):58-59.

[33]陈岩.中国上市公司并购支付方式影响因素的实证研究[D].山东大学,2007.

[34]丁华,杨明.浅议上市公司并购选择现金支付方式的原因及其对税收产生的经济后果[J].商业经济,2008(05):80-82.

[35]付建彬.上市公司并购支付方式的比较研究[D].浙江大学,2006.

[36]葛伟杰,张秋生,张自巧.支付方式、融资约束与并购溢价研究[J].证券市场导报,2014(01):40-47.

[37]蓝发钦,赵建武,王凡平,陈后兴.控制权结构、估值水平与并购支付方式选择——来自我国上市公司的经验证据[J].江淮论坛, 2018(01):11-18.

[38]李井林,刘淑莲,杨超.家族控制、支付方式与并购绩效关系的经验研究[J].财经论丛, 2013(01):76-82.

[39]李双燕,万迪昉.基于控制权利益的企业并购支付合约选择模型[J].管理学报,2010,7(10):1553-1557.

[40]刘南君.论企业并购的支付方式[J].经济纵横,2004(07):54-56.

[41]苏文兵,李心合,李运.公司控制权、信息不对称与并购支付方式[J].财经论丛, 2009(05):67-73.

[42]孙世攀,赵息,李胜楠.股权控制、债务容量与支付方式——来自我国企业并购的证据[J].会计研究, 2013(04):52-57+96.

- [43]孙涛,王立杰.上市公司并购成本及其边界浅析[J].证券市场导报, 2003(04):75-76.
- [44]谈江辉.我国上市公司并购支付方式选择影响因素研究[J].武汉商学院学报, 2018, 32(02):45-52.
- [45]王国红.企业并购的成本——收益分析[J].经济体制改革,1999(03):67-70.
- [46]谢纪刚,赵立彬.融资约束、现金持有量与并购支付方式——来自中国资本市场的经验证据[J].北京交通大学学报(社会科学版), 2014, 13(03):77-83.
- [47]杨健,钟红英.浅谈企业并购的税务筹划[J].税务与经济(长春税务学院学报), 2001(05):27-28.
- [48]杨淑敏.上市公司并购支付方式研究[J].经济师, 2018(10):90-91.
- [49]杨志海,赵立彬.融资约束、支付方式与并购绩效的关系研究[J].证券市场导报, 2012(05):36-40.
- [50]张芳芳,刘淑莲.现金持有状况与并购对价方式[J].技术经济, 2015, 34(06):114-120.
- [51]张晶,张永安.主并方股权结构与并购支付方式的选择[J].金融理论与实践, 2011(06):7-11.
- [52]张颖.论上市公司收购的支付方式与价格成本[J].价格理论与实践, 2005(05):49-50.
- [53]赵息,孙世攀.资本结构对并购支付方式的影响研究——基于我国资本市场背景的分析[J].管理评论, 2015, 27(08):33-46.
- [54]朱立芬.中外公司并购支付方式选择影响因素的比较分析[J].上海金融,2007(04):72-74.

后 记

首先，由衷的感谢我的导师——蓝发钦老师。正是因为导师“公司治理”课程的引导，我才有机会接触并购这一研究领域，并对并购产生兴趣；正是因为导师的教导，我才及时将论文的选题从一个学术型论文转向为专业型论文；正是因为导师的思路点拨，我才懂得如何设计一套行之有效的并购支付方式选择模型。总之，正是因为导师的存在，我才能顺利地完成这篇硕士学位论文。同时，发自内心地感谢导师在求职方向、人生规划、为人处世、生活日常等诸多方面给予的帮助和辅导，正因此，我才能有缘进入学部工作，继续留在我热爱的校园。

其次，发自内心的感谢我的实习指导老师——谢欣灵、田方军老师。给我机会深度参与某融资租赁行业公司私募债项目，指导我完成工作底稿制作、尽职调查报告撰写、募集说明书核对等工作，并信任我独自访谈某内贸集装箱物流行业 A 股上市公司 2015-2017 年度南方地区主要 5 家客户，教导我如何使用 EXCEL，使我出色的完成 2018 年 4 月至 7 月工作月报的撰写，在理论研究和数据整理方面受益良多。你们认真踏实的工作态度更是给我留下了深刻的印象，激励我时刻保持实习的积极性和战斗力。真的很怀念，在国泰君安证券实习的日子。

在即将毕业之际，我还想感谢华东师范大学经管学部的岳华老师、吴信如老师、孙丽老师、周延老师、再生欣老师、买建国老师、张慕濒老师、聂丹老师等，你们在课堂上分享的专业知识、传授的研究方法以及展现的学者精神，是我在华师大学期间获取的、不可多得的宝贵财富。此外，还想感谢华师大金融班有爱的同学们，你们对我的帮助和支持，我永远会记在心里。

最后，真切的感谢我的父母。过去的二十多年，你们陪我成长、给我爱和关怀。人生的每一个阶段，你们都给我不断向前的勇气和动力，更在失落时给我温暖，挫败时给我鼓励。正是因为你们的辛勤付出、包容呵护，我才能拥有今天的成绩，你们善良乐观的性格，也教会我如何做人处事。未来，我将努力生活、认真工作，给你们更好的生活，更给你们最长久的陪伴。