



第30章 兼并与收购

李连军 教授

耳熟能详的并购实例

- 微软收购雅虎
- 联想收购IBMPC业务
- 时代在线收购华纳
- 惠普收购康柏
- 上汽收购南汽
- 南京的金鹰收购新百
- 南京经济学院和江苏高等财经专科学校、江苏经济管理干部学院、南京物资学校合并为南京财经大学。



对并购活动的争议

- 公司的兼并收购（M&A）活动是公司财务中最富有戏剧性、最富有争议的论题。
- 企业间的并购当然是一项存在不确定性的投资活动。
- 因此，并购的基本法则：当一家企业能够为收购企业的股东带来正的净现值时才会被收购。
- 难题：目标企业的净现值非常难以确定！



第30章 兼并与收购

- § 30.1 收购的基本形式
- § 30.2 收购的税负形式
- § 30.3 兼并的会计处理方法
- § 30.4 并购协同效益的确定
- § 30.5 并购协同效益的来源
- § 30.6 并购后公司价值的计算
- § 30.7 股东因风险降低而付出的代价
- § 30.8 兼并的两个“坏”理由
- § 30.9 兼并的净现值
- § 30.10 防御性策略
- § 30.11 并购效应的实证证据
- § 30.12 日本银企集团



本章导读

■ 并购的特点

- (1) 收购活动产生的收益被称为协同效益，但运用现金流量折现技术难以估计此收益。
- (2) 收购活动涉及到复杂的会计、税收和法律因素的影响。
- (3) 收购是股东可行使的一项重要的控制机制。
- (4) 收购分析常以计算收购双方的总价值为中心。
- (5) 并购有时涉及非善意交易。



本章导读

- 本章讨论如何确定目标企业的净现值。是指由兼并带来的协同效益与支付溢价之间的差值。

我们考虑如下几种形式的协同效益：

- ❧ (1) 收入上升
- ❧ (2) 成本下降
- ❧ (3) 税负减少
- ❧ (4) 资本成本降低。

收购溢价是指收购价减去目标公司被收购前市场价值的差额。



§ 30.1 收购的基本形式

■ 1、吸收合并或新设合并

∞ 吸收合并：是指一家企业被另一家企业吸收。

∞ 新设合并：是指兼并企业和被兼并企业终止以法人形式存在，共同组织一家新的企业。

■ 2、收购股票。一种形式是要约收购

■ 3、收购资产。目标公司要投票表决，成本高昂。



§ 30.1 收购的基本形式

■ 并购的分类：

∞ 财务分析家们将并购分为以下三种类型：

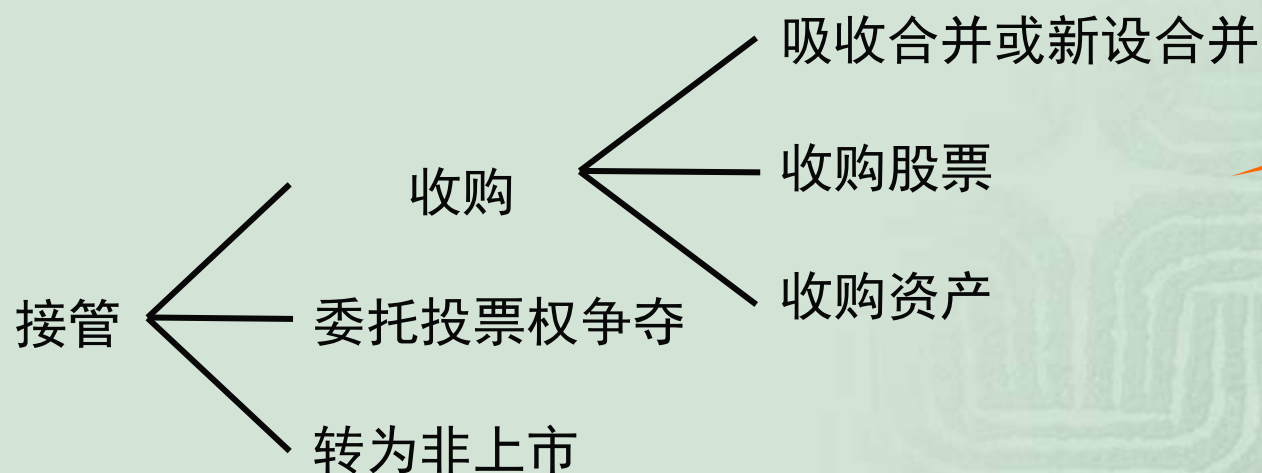
- ✓ ①横向合并。同一行业。
- ✓ ②纵向合并。纵向一体化。
- ✓ ③混合并购。混业经营。

分析以上并购的原因与可能的后果。



§ 30.1 收购的基本形式

- 关于接管。往往指一家企业由一个股东集团控制转为由另一个股东集团控制。



接管的不同方式



§ 30.2 收购的税负形式

- 应税交易：认为被兼并企业股东出售了股权并且实现了应税损益，同时该企业的资产往往会被重新估价。
- 免税交易：认为被兼并企业股东用原股权换了新股权，并未实现资本利得或损失，与此同时，该企业的资产价值无需重新估计。
- 应税交易：现金购买的要交税。



§ 30.3 兼并的会计处理方法

■ 购买法（P596例子）。

原目标公司的资产应以公允市场价值报告，使收购企业对这些资产的报告采用了新的成本基础。

在购买法下，会产生“商誉”，指购买价格超过全部收购资产公允市场价值之和



§ 30.3 兼并的会计处理方法

- 权益集合法。

新设企业的资产都按兼并和被兼并企业的原来账面价值进行计价。

新设企业为原先各自企业的所有股东所拥有，收购发生后，总资产和总权益都保持不变，不会出现商誉。



§ 30.3 兼并的会计处理方法

■ 购买法与权益集合法比较。

- ✎ 权益集合法在以下情况采用：兼并企业增发具有表决权的股票，以换取被兼并企业至少90%的发行在外的具有表决权的股票。而购买法会计通常应用于其他的财务安排。
- ✎ 由于商誉和资产加计账面值两个因素，购买法会计得出的账面收益要低于权益集合法下的账面收益。



§ 30.4 并购协同效益的确定

- 假设A企业准备兼并B企业。A企业的价值是 V_A ，B企业的价值是 V_B 。联合企业A B的价值（ V_{AB} ）与A、B两企业单一价值之和的差额即为并购产生的协同效益：

$$\text{协同效益} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

- 兼并企业通常必须向被兼并企业支付溢价。A企业在与B企业就溢价进行磋商之前需要确定协同效益。



§ 30.4 并购协同效益的确定

- 并购协同效益可以用以下这个常用折现模型确定：

$$\text{协同效益} = \sum_{t=1}^T \frac{\Delta CF_t}{(1+r)^t}$$

- ΔCF_t 表示 t 时联合企业产生的现金流量与原两个单一企业产生的现金流量的差额。
- r 表示净增现金流量应负担的风险调整贴现率，它通常被认为等于目标企业权益额所要求的报酬率。

- 净增现金流量可分为以下四个部分：

$$\Delta CF_t = \Delta \text{收入}_t - \Delta \text{成本}_t - \Delta \text{税负}_t - \Delta \text{资本需求}_t$$



§ 30.5 并购协同效益的来源

- 收入上升。
 - ❧ 1、营销利得
 - ❧ 2、战略收益。
 - ❧ 3、市场和垄断力量
- 成本下降。。
 - ❧ 1、规模经济效益。
 - ❧ 2、纵向一体化的经济效益。
 - ❧ 3、资源互补。
 - ❧ 4、淘汰无效率的管理层。
- 税负利得
 - ❧ 1、利用由经营净损失形成的纳税亏损。
 - ❧ 2、利用尚未动用的举债能力。
 - ❧ 3、利用剩余的资金。
- 资本成本



§ 30.6 并购后公司价值的计算（例子）

- 净现金流量（ ΔCF_t ）来自三个方面：
 - ❧ 1、税负利得。
 - ❧ 2、经营效率。
 - ❧ 3、战略匹配。
- 错误的避免：
 - ❧ 1、切勿忽视市场价值。
 - ❧ 2、只估计净增现金流量。
 - ❧ 3、运用正确的折现率。
 - ❧ 4、如果家倍乐公司与萨皮罗公司真的实施并购，还会发生交易成本。



§ 30.7 股东因风险降低而付出的代价

- A企业与B企业的基本情况。
- 若一家企业有负债
 - ❧ (1) 债权人集团通常会因并购受益。
 - ❧ (2) 兼并企业的股东通常会牺牲一些利益，其大小等于债权人获益数。
 - ❧ (3) 这些结论适用于不产生协同效益的并购。在产生协同效益的并购中，这些结论是否仍适用要取决于协同效益的大小。



§ 30.7 股东因风险降低而付出的代价

- 股东如何才能减少由于共同保险效应而遭受的损失。
 - ∞ 首先， A企业股东可以在兼并公告日之前赎回债券，然后在兼并后再发行等量的债券。
 - ∞ 其次就是兼并后增加负债。



§ 30.8 兼并的两个“坏”理由

■ 收益的增长。

- ❧ 并购会产生收益的增长，这将愚弄投资者，使他们高估企业的价值。
- ❧ 这是收益增长的魔法，就像所有很棒的魔法一样，它是一种幻觉，两个企业的股东都将因此在没有任何付出的情况下有所收获。这种情形可能会持续一阵子，但从长远来看，有效市场终将发挥效力，市价也将随之降下来。

■ 多元化。

- ❧ 多元化经常被列为兼并的好处之一。
- ❧ 但是，我们认为多元化本身不能增加价值。
- ❧ 多元化无法消除系统性波动，所以兼并根本无法消除这种风险。相比之下，非系统性风险可由兼并化解。
- ❧ 混合兼并实现的多元化也许并不能使股东受益。



§ 30.9 兼并的净现值

- 假设A企业和B企业价值分别为500美元和100美元。它们都是全权益企业。如果A企业兼并B企业，那么兼并后由于会产生300美元的协同效益，故联合企业A B的价值将达到700美元。B企业的董事会已经表示若能得到150美元现金，就会出售B企业。



§ 30.9 兼并的净现值

■ 现金购买

✎ 假定A企业完全用自身留有收益融资进行收购，收购后价值为：

兼并后A企业的价值=联合企业的价值－支付的现金

✎ 我们在前面提到了协同效益与兼并溢价，在计算兼并方的净现值时也可以这样计算：

兼并方的净现值=协同效益－溢价

① 付现方式下企业兼并后的价值：

$$V_A = V_{A+B} - \text{支付的现金}$$

② 普通股调换方式下企业兼并后的价值：

$$V_A = V_{A+B}$$



§ 30.9 兼并的净现值

- 这本书一直都认为企业真实价值的最佳反映便是其市场价值。但是，当讨论兼并问题时，我们必须做一些调整。

$$\begin{array}{ccccccc} \text{有兼并时A企} & & & & \text{没有兼并时A企} & & \\ \text{业的市场价值} & \times & \text{兼并发生} & + & \text{业的市场价值} & \times & \text{不发生兼} \\ & & \text{的可能性} & & & & \text{并的可能性} \end{array}$$



§ 30.9 兼并的净现值

■ 普通股互换

☞ A企业当然可以不用现金而用普通股股票购买B企业，但这种方式的分析并不那样简单明了。

☞ 为了解决这个问题，我们必须知道B企业对外发行了多少股票。

$$\alpha = \frac{\text{增发的股票数量}}{\text{原对外发行的股票数量} + \text{增发的股票数量}} = \frac{\text{增发的股票数量}}{25 + \text{增发的股票数量}}$$



§ 30.9 兼并的净现值

- 现金购买方式与普通股交换。

☞ 收购融资是用现金购买还是交换股票，这可是一项重要的决策，这种选择基于如下的几个因素：

- (1) 股价高估。
- (2) 税负
- (3) 分享利得。



§ 30.10 防御性策略

■ 剥离

- ❧ 目标企业的经理从接管的前景考虑，可能采取一些收缩经营战线、集中于公司主业的策略以提升股价，因此，接管企业要达到接管目的就不得不付出昂贵的代价。
- ❧ 目标企业经理采取的剥离策略主要有三种：
 - 1、出售资产。
 - 2、分立股票。
 - 3、发行追踪股票。



§ 30.10 防御性策略

■ 公司章程

- ❧ 公司章程是指规范企业的条款或公司组织章程，其中规定了发生接管需要满足的条件。
- ❧ 企业通常修改章程以增加企业的收购难度。
- ❧ 另一种手段是暂时停止董事的选举，这将增加立即选举产生新一届董事会的难度。



§ 30.10 防御性策略

■ 回购与停滞协议

- ☞ 经理人员可能安排定向回购活动以消除接管威胁。
- ☞ 另外，目标企业的经理人员可能同时签订一项停滞协议。



§ 30.10 防御性策略

■ 排他式自我收购

∞ 排他式自我收购与定向目标回购相反。这种自我收购是指企业向目标股东之外的其他股东要约收购自己一定数量的股票。



§ 30.10 防御性策略

■ 转为非上市和杠杆收购

- ❧ 转为非上市指的是企业由公众持有的股票被一个私人投资集团购买，而该集团通常是由现任管理层组成。
- ❧ 转为非上市常用的手段是杠杆收购（LBO_s），即购买股票所用的现金是举借巨款债务得到的。
- ❧ 同在兼并中一样，通过杠杆收购出售股票的股东总是可以获得溢价[2 1]。
- ❧ 通常有两个理由可以解释杠杆收购方式具有创造价值的能力。
 - 1、增加的负债会减少税负，而这将增加企业的价值。
 - 2、杠杆收购通常会使经理人员成为股东，从而提高他们努力工作的积极性。



§ 30.10 防御性策略

■ 其他方式和公司接管的术语

- ❧ (1) 金保护伞。有些目标企业在接管发生时，提供给最高管理层一些补偿。
- ❧ (2) 皇冠宝石。当面临收购威胁时，企业时常出售其主要资产——即“皇冠宝石”。这有时又被称为“焦土地战略”。
- ❧ (3) 毒丸计划。。在财务安排上，“毒丸”用来使他人厌恶某种股票。“毒丸”通常是以商定价格收购目标企业股票的一项权利。



§ 30.11 并购效应的实证证据

- 股东是否从并购受益。
- 短期视角。

表30—9 接管成功时股价的超常波动

接管方式	目标企业	投标企业
要约收购	30%	4%
兼并	20%	0
委托投票权争夺	8%	n.a.

表30—9 接管成功时股价的超常波动

接管方式	目标企业	投标企业
要约收购	-3%	-1%
兼并	-3%	-5%
委托投票权争夺	8%	n.a.



§ 30.11 并购效应的实证证据

- 从表30—9和表30—30中能得出什么结论呢？
 - ❧ (1) 所有事件研究的结果表明，目标企业股东在成功的接管活动中，都获得了大量的短期收益。
 - ❧ (2) 竞价企业股票相对来说从接管中所获甚薄。
 - ❧ (3) 在失败的兼并活动中，从发生要约日到撤消日，目标企业得到的回报是负值，即所有在开始得到的利得在得知兼并失败之时已全部丧失了。



§ 30.11 并购效应的实证证据

■ 长期视角。

表30—11 1970—1989年兼并企业五年期的股票超常收益值

非善意的现金要约收购方式下的兼并企业	61.7%
善意的或非善意的支付现金的兼并企业	18.5%
所有的兼并企业	-6.5%
股票交换方式下的兼并企业	-24.2%

由此表我们可以得出以下几个结论：

- ☞ (1) 兼并企业股东长期收益在平均水平之下。
- ☞ (2) 现金购买方式不同于股票交换方式。
- ☞ (3) 现金收购方式亦可区分为善意的和非善意的。

■ 真实生产力。



§ 30.12 日本银企集团

- 日本企业联合体最有趣的一点是企业之间相互持股，签订贸易合同。。这些网络被称作银企集团
- 加入这些银企集团意味着集团内部企业之间存在着密切的相互持股关系。众所周知，银企集团内部的企业都不会出售这些交叉持有的股票。
- 没有人知道建立银企集团的主要好处是什么。但是，该集团的最重要特征之一在于工业企业和金融企业之间的关系。

