

第2章 企业并购财务管理

- 1 企业并购财务管理概述
- 2 企业并购估价
- 3 企业并购运作

2.1 企业并购财务管理概述



主要内容：

2.1.1 企业并购概念

2.1.2 企业并购理论

2.1.3 西方企业并购简史

2.1.4 企业并购的财务问题



2.1.1 企业并购概念

- 一、并购的含义
- 二、并购的形式
- 三、并购的类型

一、并购的含义

- 公司并购 (**Merger and Acquisition, M&A**) 是公司兼并与公司收购的简称，通常是指在市场机制作用下，公司为了获得其他公司的控制权而进行的所有权交易活动。
 - **兼并**：指一家企业以现金、证券或其他形式（如承担债务、利润返还等）投资购买取得其它企业的产权，使其它企业**丧失法人资格或改变法人实体**，并取得对这些企业决策控制权的投资行为。
 - **收购**：指企业用现金、债券或股票购买另一家企业适当比例的股权，而对其实施经营业务上的控制和影响，**原法人资格不变**。

二、并购的形式

吸收合并

收购企业通过并购取得被并购企业的全部净资产，并购后注销被收购企业的法人资格，被收购企业原持有的资产、负债在并购后成为收购企业的资产、负债。 **案例：1996年波音兼并麦道**

新设合并

参与并购的各方在并购后法人资格均被注销，重新注册成立一家新的企业。

案例：1998年戴姆勒联姻克莱斯勒

控股合并

收购企业在并购中取得对被收购企业的控制权，被收购企业在并购后仍保持其独立的法人资格并继续经营。

案例：2018年海信电器收购东芝TVS

三、并购的类型

- 1、按并购双方所属行业的相关性划分
 - 横向并购：经营领域相同或生产产品相同的同一行业之间的并购。
 - 纵向并购：互为上下游关系的企业间的并购。纵向并购可分为前向并购和后向并购。
 - 混合并购：生产和经营彼此没有关联的产品或服务的企业之间的并购行为。

三、并购的类型

■ 2、按并购是否取得目标公司同意划分

- **善意并购**：又称友好并购，是指被并购企业同意收购方提出的并购条件并承诺给予协助，双方的高层领导者通过协商决定并购中的具体安排。由于双方都有合并的愿望，因此，这种方式的成功率较高。
- **敌意并购**：也称强制型并购，是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。
 - 案例：宝万之争

三、并购的类型

■ 3、根据收购方式划分

- 间接收购：通过收购上市公司大股东而获得对上市公司最终控制权，相对简单。
- 二级市场收购：并购企业直接在二级市场上购买目标企业的股票并实现控制目标企业的目的。

三、并购的类型

■ 4、根据并购交易是否通过证券交易所划分P85

- **要约收购**：为了取得上市公司的控股权，并购企业对目标企业所有股东发出收购要约，以特定价格收购股东手中持有的目标企业股份。**收购要约要写明收购价格、数量及要约期间等收购条件。**
- **协议收购**：指投资者在证券交易所之外与目标公司的股东（主要是持股比例较高的大股东）就股票价格、数量等方面进行私下协商（相对公开市场而言），购买目标公司的股票，以期达到对目标公司的控股或兼并目的。
- 与协议收购相比,要约收购要经过较多的环节,操作程序比较繁杂,收购方的收购成本较高。
- 过去，我国上市公司收购几乎全部是协议收购，原因何在？

两者比较

- 交易场所不同
- 股份限制不同
- 收购态度不同
- 收购对象的股权结构不同

协议收购的优劣

- 优势：
 - 程序简便
 - 节约收购费用
 - 提高并购的成功率
- 弊端：
 - 不利于对中小投资者利益的保护

三、并购的类型

■ 5、按并购的支付方式分类

- (1) 现金交易式并购：以现金购买目标企业资产或股票。
出让方获得现金，实现资本兑现并退出
 - ▣ 购买资产
现金或现款对价→大部分或全部资产
 - ▣ 购买股票
现金或现款对价→股票[一级或二级市场上]；
当目标企业为上市公司时，可要约收购或协议收购。

主要是针对股份制公司的并购，亦适用于并购方需对目标公司实行绝对控制的情况。

● (2) 股权交易式并购

并购企业股权 ← 交换 → 目标企业股权或资产
出让方成为并购企业股东（股票常设置限售），减轻并购方现金负担。

□ 股权交换股权：并购企业可全部或部分交换目标企业股权。

全部：法人资格丧失

部分：保留法人资格

🔒 一般在上市公司之间进行，按双方确定的换股比例进行。

□ 股权交换资产

● (3) 承担债务式并购

并购企业 ← 承担 ← 目标企业债务

特点：

- 目标企业资、债相抵，以承担债务作为对价
- 间接支付，对价不明确；
- 常用于优势企业兼并劣质企业。

2.1.2 并购理论



一、效率理论

二、交易费用理论

三、信号理论

四、代理理论

五、市场势力理论

六、多元化经营理论

七、价值低估理论

一、效率理论

- 并购后企业的总体效应大于并购前企业独自经营的效应之和，即并购会导致某种形式的协同效应，也就是“**1+1>2**”的效应。
- 体现在以下几方面：
 - 管理协同效应
 - 经营协同效应
 - 财务协同效应

(1) 管理协同效应

Haier 休克鱼

- 也称差别效率理论，认为并购活动的产生根本原因在于交易双方的管理效率的不一致。通俗的讲，由于两家公司的管理效率不同，具有管理优势的公司兼并管理优势差的公司，可以取得 $1+1>2$ 的效果。
- 两个基本假设：
 - 并购方的管理资源剩余，且具有不可分散性。
 - 目标公司的低管理效率可以通过外部管理层的介入和增加管理资源的投入得到改善。
- 管理协同效应在横向兼并中体现得较为明显。

• （2）经营协同效应

• 提升收入

- 充分利用营销渠道或进行交叉营销；
- 品牌转移效应；
- 难以衡量；

• 降低成本

- **规模经济**：是指通过扩大生产规模而使单位产品的成本下降，从而获得收益
- **范围经济**：是指企业通过多种产品经营而使单位产品的成本降低，从而获得收益。

- 协同收益经常难以实现，尽管常常被人们奉为进行代价昂贵的并购的理由。

• （3）财务协同效应

- 该理论认为，并购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作用而产生的一种纯金钱上的效益。

二、交易费用理论

- 现代交易费用理论认为，节约交易费用是资本主义企业结构演变的惟一动力。企业并购实质上是企业组织对市场的替代，是为了减少生产经营活动的交易费用。
- 企业运用收购，兼并，重组等资本运营方式，可以将市场内部化，消除由于市场的不确定性所带来的风险，从而降低交易费用。



企业的存在就是
为了降低交易费
用

- 市场内部化后的可能收益。主要表现在：
 - 可以使公司内部资源转移的交易成本最小化；
 - 可以把相互依赖的生产经营活动置于统一的控制之下，以保证建立稳定的长期供需关系；
 - 可以避免买方的不稳定性，消除市场不完全的不利影响；
 - 可以利用转移价格获得最大的经济效益。
- 市场内部化后的可能成本。内部化过程将一个完整的外部市场分割成若干独立的内部市场，在带来收益同时必然会造成额外成本。主要有：管理成本、整合成本和异地化风险成本等。

三、信号理论

- 该理论认为，当目标公司被收购，或者收购活动并未最终成功，目标企业的股票在收购的过程中也会被重新提高估值，资本市场将会重新对该公司的价值做出评价。
- 该信息假说可以区分为两种形式：
 - 一是认为并购活动会散布关于目标公司股票被低估的信息，并促使市场对其重新估价，目标公司和其他各方不必采取其他的特别行动，这是一种“坐在金矿”上的解释。
 - 二是收购要约会激励目标公司的管理层自身贯彻更有效的战略，这是一种“背后鞭策”的解释。

四、代理理论

- 现代企业由于公司管理层与公司股东两者的利益不一致存在代理问题。
- 目标企业的代理问题可能推动企业间的并购。
 - 代理成本理论
- 由并购公司管理者提出的并购也可能是代理问题的表现。
 - 管理者主义
 - 自负假说
 - 自由现金流量假设

(1) 代理成本理论

- 为了保证管理者能为股东的利益而努力工作，公司必须付出代价，这些代价被称为代理成本。
- 解决代理问题，一般可以考虑两方面的途径，一个是组织机制，一个是市场机制。组织机制属于内部监督，通过限制经理层的权限，设立股票期权等；市场机制属于外部控制，公司若经营不善，则面临被收购风险，经理人市场的存在也给管理层压力，从而降低代理成本。

(2) 管理者主义

- 该理论将并购视为代理问题的一种表现形式，而不是解决办法，该理论表明利己的管理者进行不良企图的合并，其目的仅仅是为了扩大企业的规模和提高自身的报酬。

(3) 自负假说

- 公司管理层过高估计自身的管理能力，在对目标公司进行评价时过于乐观，最终收购失败。
 - 买方支付的溢价往往过高
 - “赢者的诅咒” (Winner's Curse)

(4) 自由现金流量假设

- 自由现金流是指公司的现金在支付了所有的净现值为正的投资计划后所剩余的现金流量。
- **公司经理和股东在自由现金流量的分配上存在利益冲突：如果经理将所有现金分配给股东，那么股东实现了价值最大化，但经理层控制的现金资源减少，其在金融市场上的融资将会受到新的监督和制约。**
- 因此，经理层一般不愿意将自由现金流量分配给股东，而是通过并购扩大企业规模，以提升自己的地位和报酬。

五、市场势力理论

- 市场支配力，又称垄断力量，是指制定和维持高于竞争水平的价格的能力。
- 市场支配力的来源：
 - 产品差别化、进入壁垒、市场份额
 - 仅仅是市场份额的提高，如果缺乏明显的产品差别化或进入壁垒，企业仍然无法提高市场支配力；
- 收购可以提高公司的市场占有率，减少竞争对手，增强公司对市场的控制力。

六、多元化经营理论

- 多元化经营理论是指企业通过并购与自身产业并无相关性的公司而使资产配置多元化，以此分散风险、获取收益。
- 对于员工来说，增加升迁机会和安全感，留住人才。
- 理论根据是马可维茨的资产组合理论，根据资产组合理论，通过多元化持有资产可以防范资产的个体风险，降低因个体差异而形成的非系统性风险。公司股权也是资产的一种，因此，多元化并购在理论上也可以达到同样的效果。
- 问题：
 - 无法保证这些获利机会是否能够在未来延续足够的时间；
 - 它对并购企业管理层的能力提出了更高的要求，成功管理某一行业的企业能力并不一定能延伸到其他领域；

七、价值低估理论

- 认为并购的动因在于目标公司的股票市场价格低于其真实价值。
- 原因：
 - 第一，公司现在的管理层并没有使公司达到其潜在可达到的效率水平；
 - 第二，购并公司拥有外部市场所没有的目标公司价值的内部信息；
 - 第三，由于通货膨胀等原因造成资产的市场价值与重置成本的差异，使公司价值有被低估的可能。

- 1969年，经济学家詹姆斯·托宾（James Tobin）提出了著名的托宾Q，即所谓的Q比例，该比例可以用于衡量市场价值与重置成本的差异，具体而言Q比例即公司股票的市场价值与代表这些股票的资产的重置价值的比率，用公式表示为

$$Q = \frac{\text{市场价值}}{\text{重置成本}} = \frac{\text{每股股价}}{\text{每股重置价值}}$$

- 当 $Q < 1$ 时，收购公司比新建公司更有利。美国80年代初期，由于通货膨胀和股市低迷的双重影响，Q比例一直在0.5至0.6之间徘徊，在这种条件下，收购公司有利可图，因此，证券市场中大量出现并购现象，杠杆收购方式也在这段时间创造了出来。

■ 价值低估理论

- 价值低估的另一个来源是定价套利。假定A公司是上市公司，市场对其按照20倍市盈率定价，B公司是非上市公司，市场对其定价是10倍。两家公司的股本情况和盈利状况如下表所示。如果A公司按照10倍市盈率现金收购B公司，而且，市场对其依然按照20倍市盈率定价，那么A公司的市值就会上升，并且比原先的A、B两家公司市值之和还要多。这其中的增长，就是来自于对低市盈率公司的收购。

	A公司	B公司
市盈率	20	10
盈利	5000万	500万
EPS	0.5元/股	0.5元/股
股价	10元	5元
股票数	1亿股	1000万股
市值	10亿元	5000万元
并购后 利润	5500万	
股价	11元	
市值	11亿元	

表 高市盈率公司对低市盈率公司的收购

2.1.3 西方企业并购简史

- 迄今为止，西方历史上已出现过五次并购浪潮。
- 作为世界性的并购浪潮，最有代表性的就是美国。美国是一个产权交易极为活跃的国家，企业并购频率之高、规模之大堪称世界之最。并购是建立工业帝国的典型美国手段。一位学者这样写道：“在美国，企业家之所好是收购对手的股票；把对方的厂房资产全部接管起来，把各种截然不同的企业熔化在一个新的、令人惊异的复合组织中。”

第一次并购浪潮

时间与背景：

1895-1904年，自由竞争阶段向垄断阶段过渡

特点：

横向兼并 证券市场兼并

形成公司：

美孚石油公司、美国烟草公司、美国钢铁公司、杜邦公司

第二次并购浪潮

时间：

20世纪20年代的两次世界大战间的经济稳定发展时期

背景：

- 汽车工业、化学工业、电气工业、化纤工业等一系列新行业的产生
- “福特制”的诞生；
- 工业资本与银行资本开始相互兼并、渗透
 - e. g 洛克菲勒控制了美国花旗银行

特点：

纵向兼并

第三次并购浪潮

时间：

20世纪60年代的战后资本主义“繁荣”时期

背景：

——由于战后科技的发展，特别是电子计算机、激光、宇航、核能和合成材料等部门的兴起对生产力的发展起到了极大的推动作用；

特点：

混合兼并、大规模

第四次并购浪潮

时间与背景：

始于70年代中期, 到80年代进入高潮

特点：

投资银行的推动, LBO, 小鱼吃大鱼, 出现跨国并购

第五次并购浪潮

时间：
20世纪90年代开始

背景：
技术变革、经济全球化、管制放松、金融市场创新

特点：
强强联合、跨国并购

2.1.4 企业并购中的财务问题

并购流程



2.1.4 企业并购中的财务问题

- 并购通常会涉及三个阶段：
- 第一阶段：准备。
 - 关键问题是对候选目标企业进行并购的可行性研究。
并购可行性分析的核心内容是确定并购价值增值。
 - 主要内容：估计并购能产生的成本降低效应、销售扩大效应、劳动生产率提高效应、节税效应，从而确定并购能创造的价值；估计并购成本；确定并购创造的价值增值。

2.1.4 企业并购中的财务问题

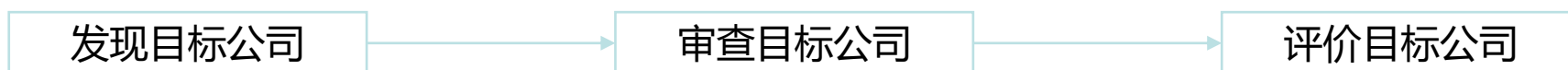
- 第二阶段：谈判。
 - 财务是核心。
 - 主要内容：确定目标企业的价值，并购溢价的允许范围，从而确定并购的价格区间；确定支付方式。支付方式主要有：现金、股票、承担债务；确定筹资方案。
- 第三阶段：整合。评价、发挥协同效应

2.2 企业并购估价

- 并购目标公司的选择
- 目标公司价值评估的方法

2.2.1 并购目标公司的选择

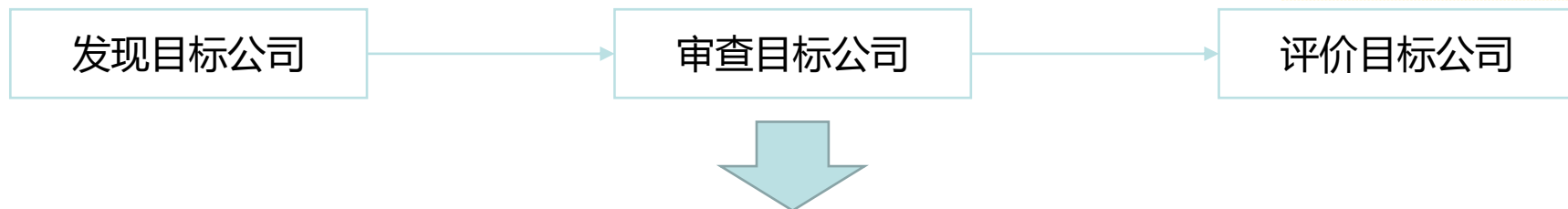
- 并购目标公司的确定不仅是企业实施并购的第一步,而且是非常重要的一步,对并购效应应有直接影响。



(1)利用公司自身力量。利用公司内部人员的私人接触或自身管理经验发现目标公司。在大企业中,并购部可以独立于其他业务部门,而在中小企业,这部分工作往往由企业的财务管理部门兼任。

(2)借助公司外部力量。利用专业金融中介机构为并购公司选择目标公司出谋划策。目前的发展趋势是,投资银行在企业并购活动中扮演着越来越重要的角色。

2.2.1 并购目标公司的选择



(1)对目标公司出售动机的审查。目标公司如果主动出售,往往有其原因,审查出售动机有助于评估目标公司价值和确定正确的谈判策略。

(2)对目标公司法律文件的审查。不仅包括审查欲收购公司的产业是否符合国家的相关产业规定,还包括审查目标公司的章程、合同契约等法律性文件。

(3)对目标公司业务的审查。业务上的审查主要是检查目标公司是否能与本企业的业务融合。

(4)对目标公司财务的审查。并购方应防止目标公司提供虚假或错误的财务报表,尽量使用经注册会计师审计过的财务报表。

(5)对并购风险的审查。市场风险、投资风险、经营风险。

2.2.1 并购目标公司的选择

发现目标公司

审查目标公司

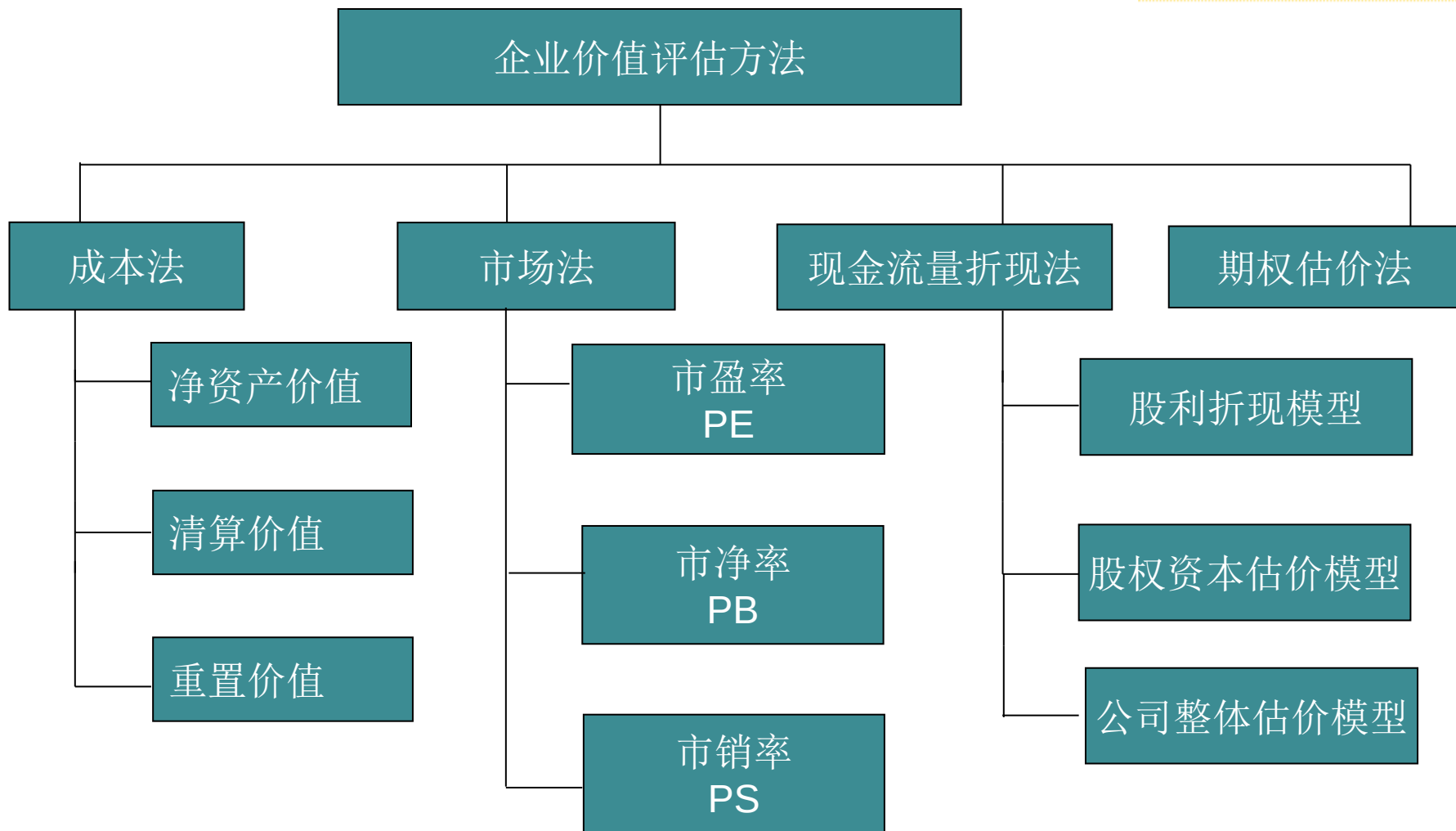
评价目标公司

(1)估价概述。评价目标公司也称企业并购估价,其实质就是对目标公司进行综合分析,以确定目标公司的价值即并购企业愿意支付的并购价格。

(2)估价的难题。企业整体的估价相对于个别资产投资的估价要复杂得多。



2.2.2 目标公司价值评估的方法



一、成本法（资产评估法）

- 理论基础：替代原则
- 假设基础：企业价值=企业各项资产的成本之和-负债
- 特点：主要考虑的是成本，忽略企业的收入和支出

一、成本法

1. 净资产价值法

- 净资产价值是指资产负债表中股东权益的价值或净值。计算公式为：

目标企业价值=目标公司的账面净资产

=目标公司资产总额-负债总额

- 但这仅对于企业的存量资产进行计量，无法反映企业的赢利能力、成长能力和行业特点。

一、成本法

• 2. 清算价值法

- 在企业出现财务危机而破产或停业清算时，将企业中的实物资产逐个分离而单独出售得到的收入扣除应付债务即为清算价值。计算公式：

目标企业价值=目标企业清算或破产时资产的可变现净值
— 负债

- 它既没有考虑企业员工的智力资本、经营效率、管理水平、商誉等无形资产的价值，也没有考虑系统整体价值，因此，它反映的是一个企业的最低价值。

一、成本法

3. 重置价值法

- 重置成本是指并购企业重新构建一个与目标企业完全相同的企业需要花费的成本。当然，必须要考虑到现存企业资产的贬值情况，贬值包括了有形损耗、功能性贬值和经济性贬值。计算公式：

目标企业价值=目标企业资产的重置成本

—资产损耗—目标企业负债

- 重置成本法的思路是购买商品的思路，并不考虑被收购企业资产的盈利能力，因此，这种收购价值估算方法适用于并购以获取对方企业资产为目的的并购。

成本法评价

- 优点：数据客观
- 缺点：
 - 以历史角度考虑企业价值，忽视企业的未来；
 - 认为整体的价值等于构成要素价值的简单加总。

二、市场法

- 又称相对估值法，是指将目标企业与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。
- 估算的结果是相对价值，而不是内在价值。
- 乘数原理
公司相对价值=目标公司某财务变量*价值乘数
- 两个要素：
 - 找到相似的公司。
 - 对价格实行标准化，通常借助把价格转化成相对于盈利、账面价值或销售额等乘数。

1、市盈率（PE）

- 指标

市盈率=每股市价/每股收益

- 基本模型

目标企业每股价值=目标企业每股收益×可比企业市盈率

- 市盈率估值方法的前提是目标企业的利润稳态增长，周期性强的公司不具备这一条件

- 例：乙企业是一家制造业企业，其每股收益为0.5元/股，股票价格为15元，假设制造业上市企业中，增长率、股利支付率和风险与乙企业类似的有6家，他们的市盈率如下表。用市盈率法评估，乙企业的股价被市场高估了还是低估了？

企业名称	价格/收益（实际市盈率）	预期增长率（%）
A	14.4	7
B	24.3	11
C	15.2	12
D	49.3	22
E	32.1	17
F	33.3	18
平均数	28.1	14.5

- 股票价值=0.5*28.1=14.05元/股，实际股票价格15元，被市场高估了。

市盈率的适用性

市盈率法	优点	(1) 计算市盈率的数据容易取得，并且计算简单； (2) 能够反映企业的盈利能力； (3) 能够把人力资本、企业家才能等各种生产要素的作用综合考虑进去。
	局限性	(1) 净利润这项指标很容易被操纵； (2) 市盈率除了受企业本身基本面的影响以外，还受到整个经济景气程度的影响。β值显著大于1的企业，经济繁荣时评估价值被夸大，经济衰退时评估价值被缩小；β值显著小于1的企业，经济繁荣时评估价值偏低，经济衰退时评估价值偏高。 (3) 周期性强的企业，企业价值可能被歪曲。
	适用范围	适用于有形资产轻，主要靠人才、技术和商业模式盈利的行业。

2、市净率（PB）

- 指标

市净率=每股股价/每股净资产

- 基本模型

目标企业每股价值=目标企业每股净资产×可比企业市净率

市净率的适用性

市净率法	优点	1.可以衡量陷入困境中企业的价值（无盈利/无现金流）； 2.净资产账面价值的数据容易取得，并且容易理解； 3.净资产账面价值比净利稳定，也不像利润那样经常被人为操纵； 4.规避周期性行业的波动性。
	局限性	1.账面价值受会计政策选择的影响，如果各企业执行不同的会计标准或会计政策，市净率会失去可比性； 2.固定资产很少的服务性企业和高科技企业，净资产与企业价值的关系不大，其市净率比较没有实际意义； 3.仅反映会计方法能够核算的资产，不能反映人力资本、企业家才能、管理制度、经营模式等要素，也不能反映盈利能力。
	适用范围	适用于强周期性行业，如矿山等；不良资产购并等

- 例：下表中列出了20×0年汽车制造业6家上市企业的市盈率和市净率，以及全年平均实际股价。请你用这6家企业的平均市盈率和市净率评价江铃汽车的股价，哪一个更接近实际价格？为什么？

公司名称	每股收益 (元)	每股净资产 (元)	平均价格 (元)	市盈率	市净率
上海汽车	0.53	3.43	11.98	22.6	3.49
东风汽车	0.37	2.69	6.26	16.92	2.33
一汽四环	0.52	4.75	15.4	29.62	3.24
一汽金杯	0.23	2.34	6.1	26.52	2.61
天津汽车	0.19	2.54	6.8	35.79	2.68
长安汽车	0.12	2.01	5.99	49.92	2.98
平均				30.23	2.89
江铃汽车	0.06	1.92	6.03		

- 计算：
- 按市盈率估价= $0.06 \times 30.23 = 1.81$ （元 / 股）
- 按市净率估价= $1.92 \times 2.89 = 5.55$ （元 / 股）
- 市净率的评价更接近实际价格。因为汽车制造业是一个需要大量资产的行业。由此可见，合理选择模型的种类对于正确估价是很重要的。

3、市销率（PS）

- 指标

市销率=每股股价/每股销售收入

- 基本模型

目标企业每股价值=目标企业每股销售收入×可比企业市销率

市销率的适用性

收入乘数模型	优点	1. 它不会出现负值，对于亏损企业和资不抵债的企业，也可以计算出一个有意义的价值乘数； 2. 它比较稳定、可靠，不容易被操纵； 3. 收入乘数对价格政策和企业战略变化敏感，可以反映这种变化的后果。
	局限性	不能反映成本的变化，而成本是影响企业现金流量和价值的重要因素之一。
	适用范围	主要适用于销售成本率较低的服务类企业，或者销售成本率趋同的传统行业的企业。

市场法评估企业价值的优缺点

• 优点

- 较少的、明确的假设，较快的速度完成估价；
- 更加容易被理解和展示给客户
- 可能反映出市场对于某种资产的现行感觉，因为它衡量的是相对价值而不是内在价值。

• 缺点

- 市场法的便利性会导致对价值的估计缺乏一致性，如风险、增长或潜在现金流等关键性变量可能被忽视；
- 各乘数反映市场对资产的感受，但可能会导致过高或过低的估价，尤其是当市场正在高估或低估可比公司时；
- 相对估价法更容易受到人为的操纵。

三、现金流量折现法（收益法）

1、简介

2、自由现金流量的计算

3、资本成本的估算

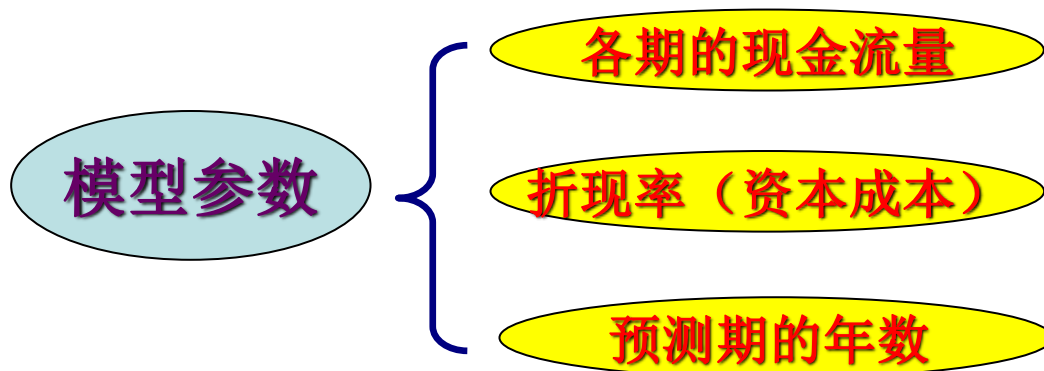
4、基于自由现金流量的企业价值评估模型

[返回](#)

1、简介

(1) 基本原理：假设任何资产的价值等于其预期未来现金流量的现值之和。公式：

$$\text{价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{现金流量}_t}{(1 + \text{资本成本})^t}$$



(2) 类型

- 股权资本估价
- 公司整体估价

2、自由现金流量的计算

- 核心思想：公司的价值源于其创造的自由现金流量。
- **自由现金流量**是指经营活动现金流量减去维持公司现有生产能力所需的资本支出额后，企业能够产生的额外现金流量。
- 根据两种不同的评估思路，可将现金流主要分为两种：一种是**股权自由现金流量**，另一种是**公司自由现金流量**。

(1) 自由现金流量与企业价值

公司经营价值+公司非经营资产价值=公司总价值

- 依据公司所创造的未来自由现金流量及这些现金流量的现值可以评估公司经营价值，再加上公司现有的非经营性资产的价值，即可得出公司价值。

(2) 股权自由现金流量

- 股权自由现金流量 (**free cash flow to equity, FCFE**)：股东拥有公司在履行了包括偿还债务在内的所有财务义务和满足了再投资需要之后的全部剩余现金流。它是一定期间企业可以提供给股权投资人的现金流量。
- 具体来说，股权自由现金流量是指扣除所有开支、税收支付、投资需要以及还本付息支出、支付优先股股利之后的剩余现金流量。

股权自由现金流量的计算P62

- 1) 净投资扣除法:

- 经营活动现金净流量 = 净收益 + 折旧和摊销

- 净收益 + 折旧

— 优先股股利 — 债务本金偿还

— 资本性支出 — 营运资本净增加额

+ 新发行债务

= 股权自由现金流量 (FCFE)

2) $FCFE = \text{净收益} - (1 - \text{负债比率}) \times \text{增量资本性支出} - (1 - \text{负债比率}) \times \text{营运资本增量}$

- 假定公司的负债比率不变，仅需要为增量资本性支出和营运资本增量进行融资，并且通过发行新债来偿还旧债，且不考虑优先股
- 公式推导

(3) 公司自由现金流量

• **公司自由现金流量** (**free cash flow to firm, FCFF**) 就是在支付了经营费用和所得税后, 向**企业权利要求者** (股东和债权人等) 支付现金之前的全部现金流。

表 不同权利要求人的现金流量表

权利要求者	权利要求者的现金流量	折现率
债权人	利息费用 (1-税率) + 偿还本金 - 新发行债务	税后债务成本
优先股股东	优先股股利	优先股资本成本
普通股股东	股权自由现金流量 (FCFE)	股权资本成本
普通股股东 + 债权人 + 优先股股东	公司自由现金流量 (FCFF) = 股权自由现金流量 + 利息费用 (1-税率) + 债务偿还本金 - 新发行债务 + 优先股股利	加权平均资本成本

公司自由现金流量的计算P62

1) 加总全部投资人的流量法:

公司自由现金流量 = 股权自由现金流量 + 债权自由现金流量
+ 优先股股利

$FCFF = FCFE + \text{利息费用} \times (1 - \text{税率}) + \text{偿还债务本金}$
- 发行的新债 + 优先股股利

2) 净投资扣除法:

公司自由现金流量 = 经营性现金净流量 - 净投资

$FCFF = EBIT \times (1 - \text{税率}) + \text{折旧}$
- 资本性支出 - 营运资本净增加额

3) 剩余现金流量法:

公司自由现金流量 = 经营性现金净流量 - 资本性支出
- 营运资本净增加额

3、资本成本的估算

- 估算资本成本的原则是：股权自由现金流量与股权资本成本相匹配，公司自由现金流量与加权平均资本成本相匹配。

	评估值内涵	对应的现金流量	适用的折现率
间接法	企业整体价值	企业自由现金流量	加权平均资本成本
直接法	股东权益价值	股权自由现金流量	股权资本成本

国际上一般较多采用间接法评估股东权益价值，通过对整体价值的评估来间接获得股东权益价值，
即：股东权益价值=企业整体价值-债务实际价值

(1) 股权资本成本

- 股利增长模型

$$K_s = \frac{DPS_1}{P_0} + g$$

- 资本资产定价模型

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

- 套利定价模型

$$R = R_f + \sum_{i=1}^k \beta_i [E(R_i) - R_f]$$

返回

(2) 债务资本成本

- 债务资本成本是企业为投资项目融资时所借债务的成本。这里的债务资本指资产负债表上的长期负债，因为只有长期负债才能作为企业的融资成本。
- 影响债务资本成本的因素：
 - 当前的利率水平
 - 企业的信用等级
 - 债务的税收抵减
- 公式：
$$\text{税后债务成本} = \text{税前成本} \times (1 - \text{所得税率})$$

(3) 加权平均资本成本

- 定义：企业为筹集资金而发行的全部各种有价证券的成本的加权平均值，包括股权资本成本和长期负债资本成本。

- 公式：
$$WACC = \sum_{i=1}^n R_i W_i$$

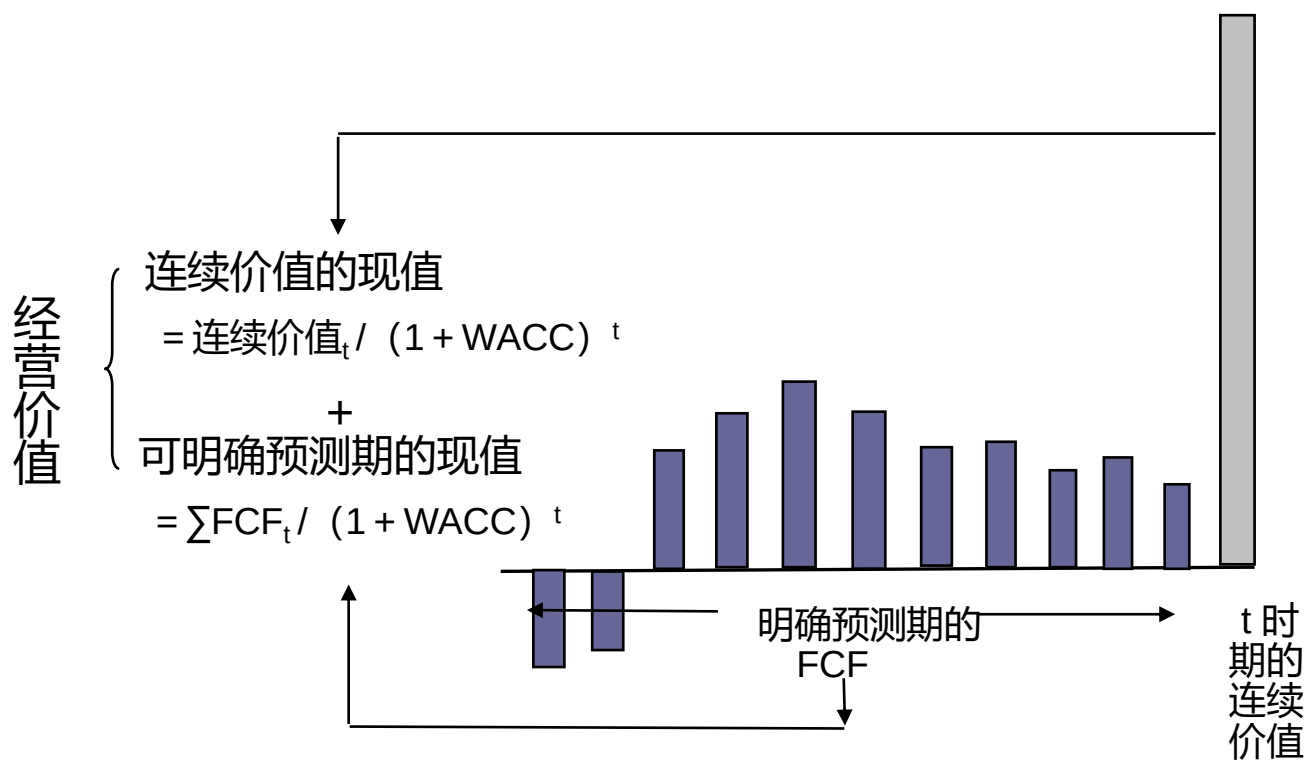
R_i — 第 i 种个别资本成本；

W_i — 第 i 种个别资本成本占全部资本的比重(权数)

4、基于自由现金流量的企业价值评估模型

根据现金流在未来增长情况的不同，派生出稳定增长、两阶段和三阶段等模型。两阶段模型应用最广。

➤ 公司经营价值 = 可明确预测期的价值 + 连续价值



•连续价值

- 从可清晰预测值期最后一年开始到无穷期的自由现金流的贴现价值称为连续价值。
- 由于其计算延伸到未来，所以很难精确计算。然而，这部分计算是最重要的。因为持续价值构成了公司总价值的大部分。
- 决定从哪一年自由现金流开始按照恒定的比率增长是很重要的。需要满足三个假设：持续不变的利润、以持续不变的增长率增长、在所有新投资项目上获得持续不变的投资回报。如假设不成立，应该延长可清晰预测企业价值期间。
- 估计一个持续的增长率 g ，从长远来看，行业增长不可能超过**GDP**增长。

(1) 稳定增长模型

假设：在长时期内，公司以某一稳定的增长率保持增长。公式推导-P68

$$V = \frac{FCF_1}{r - g}$$

V—价值

g—增长率

FCF_1 —预期下一期的自由现金流量，等于 $FCF_0 \times (1+g)$

r—与自由现金流量对应的折现率

计算步骤：求出 FCF_1 、r、g

例：假设ABC公司是一家食品制造公司，该公司2005年的FCFF的增长率为5%，预计这一增长率将长期保持下去，理由是该公司所制造的食品有稳定的市场，其2005年的资本性支出被等额折旧所抵消，而且该公司的增长率与整个名义经济增长率相当。公司当年（2005年）财务报表数据显示，2005年息税前利润为320万元，资本性支出与折旧额都为60万元，营运资本2005年比2004年增加24万元，以后按5%增长。该公司目前 β 为1.05，债务比率为40%，税前债务成本为9%，所得税税率为33%，无风险利率为6%，市场风险溢价为5%，试评估该公司的整体价值。

- 根据以上资料，可以判断该公司符合稳定增长模型的假设条件，该公司的价值计算步骤如下：

➤ 计算ABC公司2005年和2006年的FCFF, 如右表:

➤ 计算加权平均资本成本:

➤ 计算公司整体价值:

ABC公司2005年和2006年的公司自由现金流

项目（万元）	2005年	2006年
EBIT×（1-所得税税率）-净资本支出 （资本性支出-折旧）-营运资本变动额=FCFF	$320 \times (1 - 33\%) = 214$	$214 \times (1 + 5\%) = 225$
	0	0
	24	$24 \times (1 + 5\%) = 25.2$
	190.4	199.92

(1) 稳定增长

(2) 二阶段模型

- 两阶段就是指公司在前一时期以较高的速度增长，然后进入稳定增长阶段。

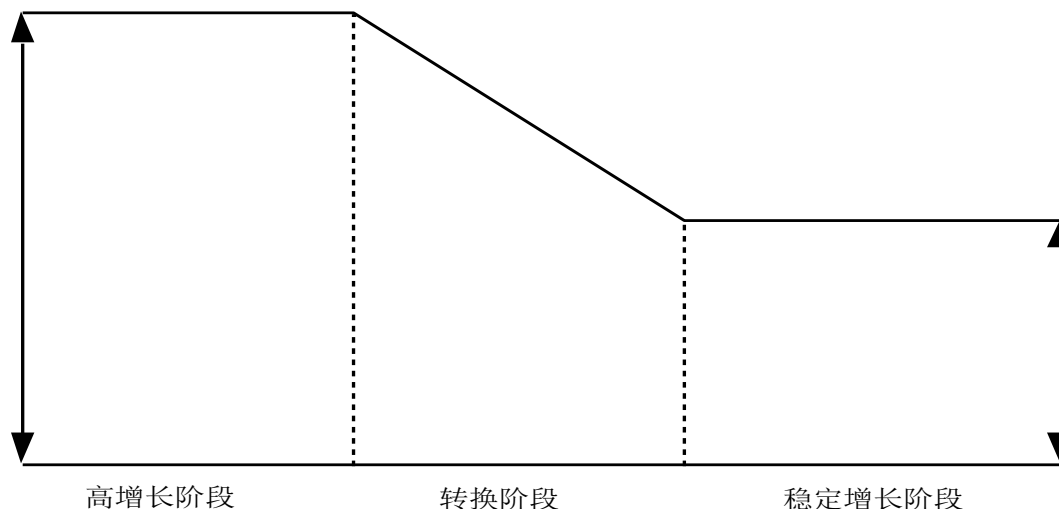
$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{(r-g_n)(1+r)^n}$$

FCF_t – 第**t**年的自由现金流量

FCF_{n+1} —第**n+1**年的自由现金流量

(3) 三阶段模型

- 三阶段指的是：初始高增长阶段、增长率下滑的转换阶段和稳定增长阶段。



$$V = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{FCF_0(1+g_a)}{(1+r)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{(r-g_n)(1+r)^n}$$

n_1 — 初始高增长阶段的期末； n — 转换阶段期末。

返回

企业价值评估方法比较

- 应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析收益法、市场法和成本法（资产基础法）三种资产评估基本方法的适用性，恰当选择一种或者多种资产评估基本方法。

序号	项目	资产基础法	收益法	市场法
1	价值衡量角度	资产	盈利	市场
2	资产组合效应	难反映	反映	反映
3	单项资产价值	反映	不反映	不反映
4	适用前提	各项资产可识别 且价值可评	未来风险与收益可预测	市场可比对象可寻

评估方法的选择

- 对同一公司而言，采用不同的评估方法常常会使公司价值评估结果大相径庭
- 有许多主观性很强的因素影响评估结果
- 避免一种评估方法对公司价值认识的片面性
- 可将各种不同的评估方法计算出的价值进行加权计算
- 必须对目标公司作详细的审查，充分考虑各种风险因素，才能确定真实的公司价值

2.3 企业并购运作

主要内容：

2.3.1 企业并购筹资

2.3.2 企业杠杆并购

2.3.3 管理层收购

2.3.4 敌意收购

2.3.5 并购防御策略

2.3.6 并购整合



2.3.1 企业并购筹资

一、并购资金需要量

二、并购支付方式

三、并购筹资方式

一、并购资金需要量

1、并购支付的对价P88

公式： $MAC = E_A \rho (1 + \gamma)$

2、承担目标企业表外负债和或有负债的支出

3、并购交易费用

4、整合与运营成本

二、并购支付方式

1、现金支付

2、股票支付

3、混合证券支付

返回

1、现金支付

1) 含义：主并企业向目标企业支付一定数量的现金以取得目标企业的所有权。

2) 现金支付的优点

- 现金支付中只涉及到目标企业的估价，简单明了；
- 对并购双方都给予明确的现金流，便于并购双方股东决策；
- 支付金额明确界定，可以使目标企业的股东即时获得确定的收益；
- 不会影响主并企业现有股权结构，不会稀释主并企业现有股东控制权；
- 如果现金流问题不大，便于交易尽快完成。

3) 现金支付的不足

- 完全使用现金支付给并购方巨大的现金压力，在全球性竞争日益激烈，并购交易金额越来越大的现实中，完全使用现金支付来完成交易的案例越来越少。
- 现金支付对目标公司股东而言会涉及到较重的税务负担。
- 在证券市场处于活跃期（股价可能上涨期），现金支付的吸引力并不大。
- 一般认为，现金支付适合小规模公司的并购交易和敌意并购，也常用于组合支付方式。

4) 现金支付的影响因素P90

- 短期流动性——即期支付的能力
- 中长期流动性——回收率和回收期限
- 货币流动性——跨国公司收购，受制于货币的自由兑换和外汇管制
- 目标企业所在地有关股票销售收益的所得税法
- 目标企业股份的平均股本成本
- 资金投向的规定

2、股票支付

1) 含义：主并企业通过增加发行本企业的股票，以新发行的股票替换目标企业的股票，从而达到并购目的的一种支付方式。案例：清华同方并购鲁颖电子（**P91-换股比例1:1.8**）

- 收购方以本公司股票支付给被收购方的股东，获得目标公司控制权甚至**100%**的股权。目标公司可以存续。
- 如果目标公司不再存续，称为吸收合并。如果收购公司和目标公司在收购后都不存续，支付的股票是存续的新主体的股票，并购方及目标公司股东都要换发股票，称为新设合并。

2) 股票支付的特点

- 收购方不需要支付大量现金，因而不会影响到公司的现金资源；
 - 收购完成后，目标公司的股东不会因此失去他们的所有者权益，只是这种所有权由目标公司转移到了主并公司；
 - 目标公司的股东可以推迟收益实现时间，享受税收优惠。
 - 收购方的股本结构会发生变动，会稀释原有股东的股权比例；
 - 所需手续较多，耗时耗力。
- 一般认为，并购交易中的股票支付方式比较适合于大规模公司并购和善意并购，避开或减少现金支付；尤其是证券市场活跃、股价可能上涨期间为并购支付的最佳选择，有利于为接受新股份的股东提供增值机会而获得支持，有利于实现强强联合。

3) 股票支付的影响因素P91

- 主并企业的股权结构
- 每股收益率的变化
- 每股净资产的变动
- 财务杠杆比率
- 当前股价水平
- 当前股息收益率

3、混合证券支付

1) 含义：主并企业的支付方式为现金、股票、认股权证、可转换债券等多种形式证券的组合。

案例：[国美并购永乐](#)

2) 形式：

- 现金
- 股票
- 认股权证
- 债券/可转换债券
- 其他方式——无表决权的优先股股票

三、并购筹资方式

1、现金支付时的筹资

- (1) 增资扩股
- (2) 向金融机构贷款
- (3) 发行企业债券
- (4) 发行认股权证

案例：**NORWAY** 公司筹资方案的选择
(P94)

2、股票和混合证券支付的筹资

(1) 发行普通股

(2) 发行优先股

(3) 发行债券

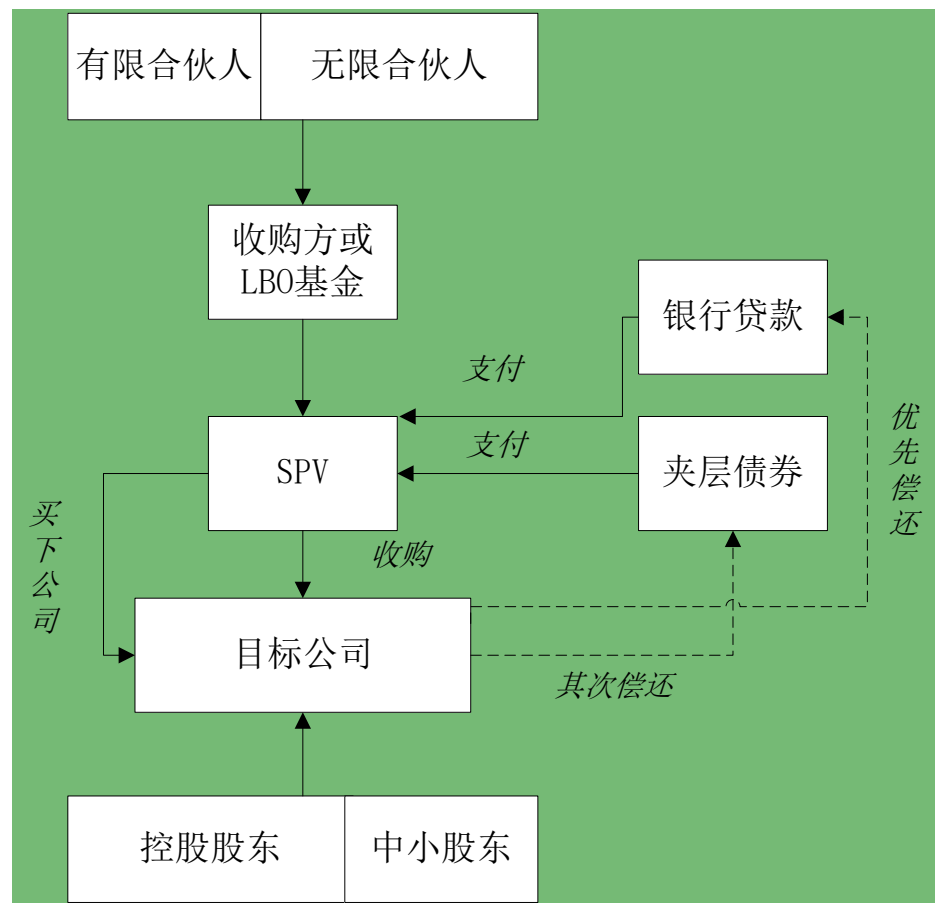
3.3.2 企业杠杆并购

- 一、杠杆收购的概念
- 二、杠杆收购的特征
- 三、杠杆收购的一般程序
- 四、投资银行在杠杆收购中的作用

一、杠杆收购的概念

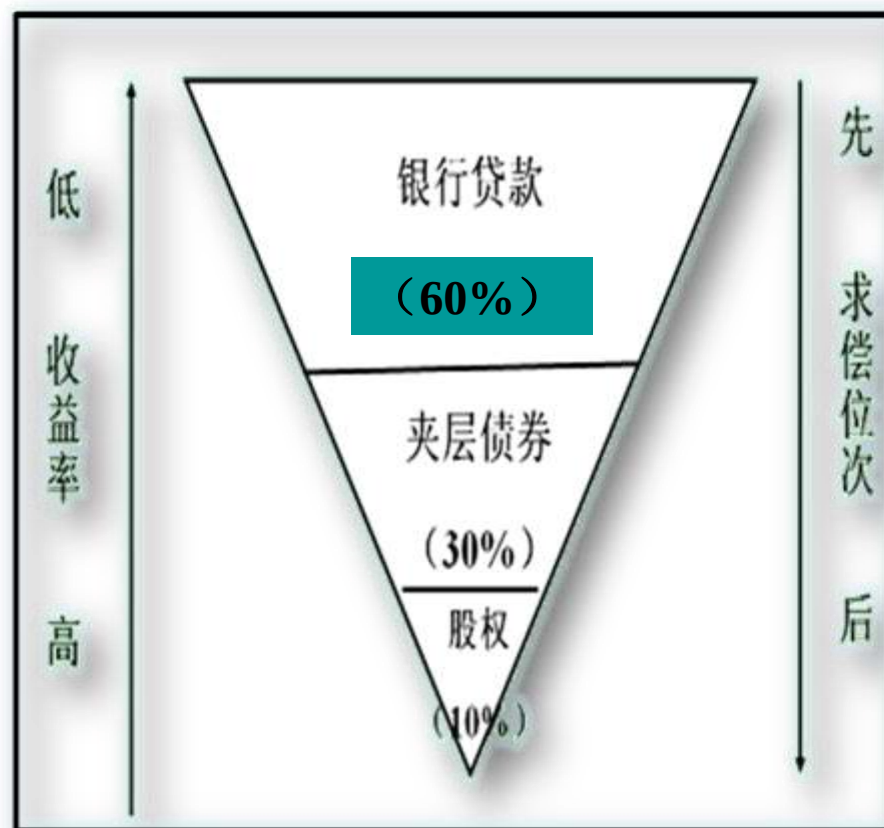
- 杠杆收购（Leveraged Buyout, LBO）

- 并购方以目标公司资产和未来现金流作为担保，大量举债来完成对目标公司的并购。
- 杠杆收购和传统负债收购不同，其特殊之处在于需要完成债务的转移，因为在收购时，负债主体并不是被收购方，而是收购主体。



二、杠杆收购的特征

- 1、融资结构很特殊。
- 在融资结构中，LBO主要采用倒金字塔式的融资结构。这种特殊性不仅表现在股权资本仅占很小的比例，还表现在多层次的债务融资结构——既有优先债务，也有无担保的次级债务。



二、杠杆收购的特征

- **2、高杠杆、高风险、高收益的特点。**
- 一成自有资金支配约九成的债务
- 收购主体只为收购交易投入少量的股权资本，大量的收购资金则依靠举债筹措，具有以小博大、“四两拨千金”（以小额资本完成规模数倍于资本金的金融交易）的杠杆效应。
- 改变了公司的资本结构，其还款来源为目标企业未来的经营现金流，一旦目标企业未来的收益没达到预期结果，企业将因无法到期还债而陷入财务困境，甚至破产。高风险性来自于高负债。
- 如果企业的资产收益率大于平均债务利率的话，财务杠杆将得到充分发挥，企业也将获得巨额收益。高收益是对承担高风险所要获得的回报。

二、杠杆收购的特征

- **3、很强的投机性**

收购目的为了获取买卖价差，而非基于企业自身长远发展的需要。例：P98最成功的金融买家-KKR

- **4、杠杆收购依赖于投资银行的参与**

首先大量举债要借助投资银行；其次投行可以得用其信息优势，广泛接触客户，了解并购信息，促成并购意向，帮助拟订并购计划，实施并购，监督或参与企业并购后运营的开展，帮助其实现投资变现。

三、杠杆收购的一般程序

- **（一）收购目标的选择**
- 一般说来，理想的收购目标具有以下的一些特征：
 - 公司具有稳定连续的现金流；
 - 公司拥有稳定且具有丰富经验的管理层；
 - 公司被并购前的资产负债率较低；
 - 公司拥有易于出售的非核心资产。
- 这类公司如果在市场上股价低迷、价值被低估，就有可能成为杠杆收购的对象。

• （二）收购阶段

- 由于在杠杆收购中购并企业主要不是用本企业的资产或收入作为担保对外负债，而是用目标企业作担保的。
- 因此，在实际操作中，一般是由购买企业先成立一家专门用于收购的“纸上公司”/特殊目的公司 (Special Purpose Company, SPC)，再由投资银行等向购并企业提供一笔“过渡性贷款”（过桥贷款）用于购买目标企业股权。
- 取得成功后，以这家“纸上公司”的名义举债和发行债券，然后依照公司法使两者合并，将“纸上公司”因购并的负债转移到目标公司名下，再通过经营目标公司偿债、获利。

• （三）重组阶段

- 收购完成后，进入重组阶段。在此阶段，主要进行以下操作：
 - 短期而言，出售部分非核心的资产，获得现金，偿还一部分短期债务；
 - 中长期而言，对公司业务进行重组，增强其现金能力。
- 由于偿债的目标所限，对公司的重组往往是以现金目标为第一要务，而将企业长远发展能力置于其后。

（四）谋求重新上市或者出售

- 债务偿还完成后，收购方会考虑投资收益的兑现。当然，也有失败的案例，在债务偿还出现问题时，选择向第三方出售。
- 二次并购（**Secondary buyouts**）指的就是一个收购方（私募股权基金或者财务提供者“**financial sponsor**”）向另一家收购基金或财务提供者出售所购企业。这种并购模式原先主要是针对运作不利的杠杆收购，现在，也开始被其他交易目的所运用。

2.3.3 管理层收购

- 一、管理层收购的特点与意义
- 二、管理层收购的方式
- 三、我国成功实施**MBO**企业的特征
- 四、管理层收购在中国的实践与发展

[返回](#)

一、管理层收购的特点与意义

- 1、管理层收购（**MBO/Management Buy Outs**）
 - 是指一个公司的管理人员通过大举借债或与外界金融机构合作，收购本企业的行为。
- 2、特点
 - （1）收购主体是目标公司的经理和管理人员。
 - （2）管理层收购通常与杠杆收购相结合
 - （3）**MBO**完成后，目标公司很可能由上市公司变为非上市公司，再通过重新上市等途径实现资本退出。

一、管理层收购的特点与意义

- **3、意义**
- **（1）解决代理成本的问题。**
- **（2）有效促进企业结构和产业结构的调整，重新整合企业的业务。**
- **（3）防御实际或预期的敌意收购。**

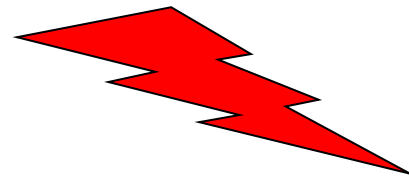
二、管理层收购的方式

- **1、收购上市公司。**
- **2、收购集团的子公司或分支机构。**
- **3、国营部门的私有化**

三、我国成功实施MBO企业的特征

- **1、竞争性行业**
- **2、大股东支持**
- **3、管理层对企业发展做出贡献**
- **4、经营现金流稳定**

2.3.4 敌意收购



敌意并购：中钢VS澳洲中西部公司

一、敌意收购的策略

一般在进行敌意收购前会先做一些准备工作，这主要是在市场中建立一个发起收购初始点，即先在中市场中收购目标公司的股份，数额在首次公告的水平以下。譬如，在中国和许多国家或地区，规定持有上市公司的股份达到5%时应公告，因此，可以先在中市场中购买少于5%的目标公司的股份。这样做的好处是由于购买行为是不为人知的，因此购买的价格相对会较低，从而降低收购的成本。这样做还有一个好处是收购方在进入公开的敌意收购前已成为目标公司的股东，因此，目标公司在制定各种反收购措施时必须考虑到敌意收购人也是公司股东这个因素，无法采取那些把收购者排除在外的举措。当然，有许多公司在进行恶意收购前并不建立收购的初始点。

二、敌意收购方式

1、熊式拥抱（Bear Hugs）

- 是指收购人在发动收购前与目标公司董事会接触，表达收购意愿，并且表示如果遭到拒绝，就在市场上发动标购。
- 其意思是“先礼后兵”，肯定是要收购的，如果能同意，友好协商谈条件最好；如果不同意，就不留情面了。所以虽有拥抱，却是灰熊所给予的拥抱，力量很大，不容拒绝。
- 案例：微软“拥抱”雅虎

-
- 与要约收购相比，熊式拥抱主要特点：
 - 省时省力
 - 成本低
 - 降低敌意收购的消极影响
 - 不适用于目标公司强烈反对的情况

2、标购（Tender Offers）

- 是指收购者公开宣布购买目标公司显著份额的股票，获得目标公司控制权。
- 标购事先不需要征求对方同意，因而也被认为是敌意收购。
- 按收购比例分
 - 全部要约收购：相对比较有效的收购策略。
 - 部分要约收购：存在超额认购风险；目标公司股东利益难以保证。

• 标购的优点

- 即使管理层反对收购，出价者也可以获得目标公司的控制权。
- 可约束管理者行为
 - 如果没有敌意要约收购，那么管理者将进行自由拍卖，使其自身财富最大化，而不能产生股东财富最大化的股票价格。
 - 要约收购有效性使敌意收购更有成功的可能，是取得控制权的有效方式，能够使管理层对公司股票价值保持关注。

• 标购的缺点

- 成本比较高。
 - 标购一般会使目标公司入局，这个拍卖过程较明显地增加收购成本。

3、代理权之争（Proxy Fights）

- 代理权之争，是指一个或者一群股东通过公司投票权的委托代理机制取得公司控制权的安排。在中国，这种做法也叫做委托书收购，即收购者通过做公司其他持股人（譬如共同基金、养老基金）和小股东的工作，获得它们的支持，在这些基金和小股东将其投票权委托给收购方的基础上获得相对控制或绝对控制公司表决权的机制。
- 代理权之争主要有两种形式：
 - 一是争夺董事会的位置，争当具有决策权的董事，希望可以由此控制董事会、当选董事长，进而控制公司管理层及整个公司；
 - 二是在董事会中就某项具体的议题，譬如是否接受收购的议题进行讨论时表达不同于管理层的意见，争取左右董事会的决策。当公司业绩不佳、公司董事会在股东中的支持率很低及反对者提出了很有吸引力的方案时，委托代理机制容易发挥较大的作用。

2.3.5 并购防御策略

- **并购防御（反并购）**：指目标公司面临被并购的潜在危险或现实进攻时，采取各种积极有效的防御性措施，抵制来自其他公司的敌意并购的行为。
 - 反并购的核心在于防止公司控制权的转移；
 - 目标公司的管理层/董事会为了维护其原有权益而采取各种措施，以维持其对公司的控制权的一种行为。
 - 一般来说，反收购发生于敌意收购的情况之下。
 - **20世纪70年代**，第四次并购浪潮中盛行。

为什么反并购

- 反并购的原因主要有以下几种：
 - 控股股东不愿意失去控股地位；
 - 公司现股价低估了公司的实际价值，买方的收购条件不合“等价交换”法则，不利于公司股东；
 - 通过反收购以便提高收购价格，为公司现股东争取更优惠的股权转让条件；
 - 认为收购袭击者是在做Green mail（绿色勒索），无收购诚意；
 - 认为收购无助于公司状况的改善或不利于公司的长远发展；
 - 管理层为保住其个人职权地位、薪酬待遇，或为了面子尊严而反收购；
 - 员工及工会为保护员工利益而反收购（比如员工及工会担心收购会导致裁员而使部分员工失业，或担心收购会导致公司前景暗淡而使员工前途渺茫等等）。

反收购措施

事前控制

超级多数条款

分期分批董事

毒丸计划

牛卡计划

相互持股

降落伞计划

事后反击

股份回购

白衣骑士

帕克曼防御

皇冠上的珍珠

虚胖战术

绿色邮件

法律手段

一、 防御性反并购措施

(一) 建立合理的股权结构

- 1、自我控股 —— 公司的发起人或其大股东为了避免公司被他人收购，取得对公司的控股地位。当持股比例大到**51%**时，被敌意收购的风险为零。持股比例太小，难以收到“足够”的反收购效果；持股比例太大，则会过量“套牢”资金。
- 2、交叉持股或相互持股—— 关联公司或关系友好公司之间相互持有对方股权，一旦其中一个公司受到收购威胁时，另一个公司就会伸出援助之手，避免关联或者友好公司被收购。

• 3、员工持股计划（ESOP）

- 是指公司为避免收购而将公司的一部分股票转交给专门设立的职工信托基金购进股票，然后该信托基金根据职工相应的工资水平或贡献大小把股票分配给每个职工。职工对公司的重大活动如兼并、收购有完全的表决权，从而增加了收购公司收购的困难。在美国，职工持股计划在80年代广泛地应用在反收购防御中。
- 在增强公司的控制权，提高敌意并购者的并购难度的同时，还可以形成对员工的激励机制。

（二）公司章程中设置反收购条款

是指为了防止公司被恶意收购而在公司章程中设立一些条款，通过这些条款来增加收购者获得公司控制权的难度，这类条款被称为“驱鲨剂”条款（shark repellants）。

- **1、绝对多数条款**

- 是指在公司章程中规定，公司并购需要获得绝对多数（ $\frac{2}{3}$ 或80%）的股东投赞成票，同时，对这一反并购条款的修改也需要绝对多数的股东同意才能生效。
- 这样，若公司管理层和员工持有公司相当数量的股票，那么即使收购方控制了剩余的全部股票，收购也难以完成。

- **【世联行公司章程】第78条：**股东大会审议收购方为实施恶意收购而提交的关于购买或出售资产、租入或租出资产、赠与资产、关联交易、对外投资（含委托理财等）、对外担保或抵押、提供财务资助、债权或债务重组、签订管理方面的合同（含委托经营、受托经营等）、研究与开发项目的转移、签订许可协议等议案时，应由股东大会以出席会议的股东所持表决权的四分之三以上决议通过。

• 2、董事会轮选制（分期分批改选制）

- 是指董事轮换的日期和数额有一定的限制，而不能一次性撤换所有董事会成员。例如规定董事任期**3**年，每年只能改选**1/3**。
- 即使收购方已经取得了多数控股权，也难以在短时间内改组公司董事会或委任管理层，实现对董事会的控制，从而进一步阻止其操纵目标公司的行为。
- 美国S&P指数约50%公司均设置此条款。

• 3、股东持股时间条款

- 股东在取得股权一定时间以后才能行使董事提名权，以维持公司管理层和经营业务的稳定。
- **【龙宇燃油公司章程】第82条：**董事会换届或改选董事会时，连续 270 日以上单独或合并持有公司 3%以上（包含 3%）10%以下（不包含 10%）的股东只能通过 以其名义向股东大会提出提案的方式提名一名董事候选人，连续 270 日以上单独或合并 持有公司 10%以上（包含 10%）的股东只能通过以其名义向股东大会提出提案的方式提名不超过董事会人数的三分之一的董事候选人。

• 4、董事资格限制条款

- 规定董事的任职条件，非具备某些特定条件者不得担任公司董事，具备某些特定情节者也不得进入公司董事会。如可以从持有本公司股份年数上对董事资格加以限制，或增补董事做百分比的限定。
- **【福星股份公司章程】第96条：**为保证公司在被收购后的经营稳定性，维护公司及全体股东的长远利益，收购方及其一致行动人提名的董事候选人除应具备与履行董事职责相适应的专业能力和知识水平外，还应当具有至少五年以上与公司主营业务相同的业务管理经验。收购方及其一致行动人提名的董事候选人在股东大会、董事会或职工代表大会审议其受聘议案时，应当亲自出席会议，就其任职资格、专业能力、从业经历、违法违规情况、与公司是否存在利益冲突、与公司控股股东、实际控制人以及其他董事、监事和高级管理人员的关系等情况进行说明。

（三）降落伞计划

- 降落伞计划就是提高企业员工的更换费用。
- 金降落伞—指目标企业董事会通过决议，由企业董事及高层管理人员与目标企业签订合同，一旦目标企业被并购，其董事及高层管理人员被解雇，则企业必须一次性支付巨额的退休金（解职费）、股票选择权收入或额外津贴。
- 银降落伞—中层管理人员
- 锡降落伞—目标公司的员工



• （四）毒丸计划（Poison Pill）

- 1、股东权利计划—是指公司章程中规定，当一定的触发事件发生时股东可以行使特别权利。一定的触发事件可以是单一投资者持有目标公司股票累计至一定的比率或者全面要约收购的公告，而相应的特别权利虽然有许多具体形式但基本特征都是提高收购者的收购成本。



- 2、负债毒丸计划：

即公司在发行债券或借贷时订立“毒药条款”，依据该条款，在公司遭到并购接收时，债权人有权要求提前赎回债券、清偿借贷或将债券转换成股票。

- 3、人员毒丸

目标公司绝大部分高级管理人员签署协议，在被不公平并购，且并购后其中一人被降职或革职时，全部集体辞职。

（五）牛卡计划

- 即“不同表决权股份结构”。是指在股份结构中安排两种股份，虽然都是普通股，但是投票权不同。但是双重持股的安排必须要有相应的法律允许才可以，目前我国尚不能实现。
- 百度是首家采取这种股权设置赴美上市的公司。其具体实施方法是，上市后的百度股份分为A类(ClassA)、B类(ClassB)股票。将在美国股市新发行股票称作A类股票，在表决权中，每股为1票，而创始人股份为B类股票，其表决权为每1股为10票。
- 以google的发展潜力，为何一直没有成为恶意并购的对象？其所采用的双重股权结构是创始人能掌控发展战略的最大保障。

二、 主动性反并购措施

焦土战术是一种两败俱伤的反并购策略。主要包括出售“皇冠上的珍珠”和虚胖战术。

- **1、出售“冠珠”**

企业最有价值的部分最具并购吸引力（如专利、商标、某项业务或某个子公司等），通常被誉为“皇冠上的珍珠”。当面临并购时，将“皇冠上的珍珠”出售或者抵押，从而降低敌意并购者的并购兴趣。

• 2、虚胖战术

- 做法包括：大量购置闲置或与经营无关的资产，使企业资产质量下降；或大量增加公司的负债，恶化财务状况，加大经营风险；或进行一些长期才能见效的投资，使公司在短期内资产收益率大减。
- 一种极端的反抗收购的方式，真正实施会付出很大的代价，因为它对收购公司和目标公司来说都可能是致命的。所以为各国法律所限制，采用这种极端方案的公司是很少见的。



• 3、股份回购

- 股份回购是反收购中经常采用的措施，目标公司通过买回自己公司的股票，主要作用有以下四个：其一是减少市场中可供收购的股份，使收购方收集股票的难度加大；其二是提高股价，增加收购方进一步收购的成本；其三是通过回购股份，显示抵抗的决心；第四是利用回购消耗公司的现金资源，甚至不惜负债，从而使公司的财务风险加大、被收购的价值下降。

• 4、绿色邮件（Green Mail）

- 目标企业通过私下协商从并购者手中溢价购回其持有的股份，作为交换条件，收购方承诺放弃并购。
- 其基本原理是目标企业以一定的溢价回购被敌意收购者先期持有的股票，同时包含一个敌意收购者在一定时期内（通常是五到十年）不准再次持有目标企业股票的约定。
- 绿色邮件是反并购中的一种代价昂贵的方法，它要付给收购方较高的价格，可能会损害股东的利益；它也要求目标公司有较强的资金实力。
- 绿色邮件的问题在于收购方很快地就实现了敌意收购的收益。也就是说，绿色邮件可能反而鼓励了公司袭击者去频繁地收购公司。

• 5、寻找“白衣骑士”（White Knight）

- 是指目标企业遭遇敌意并购时，主动寻找第三方即所谓的“白衣骑士”以更高的价格来对付敌意并购，造成第三方与敌意并购者竞价并购目标企业的局面。在这种情况下，敌意并购者要么提高并购价格，要么放弃并购。
- 白衣骑士往往会承诺不解散公司或不辞退管理层和其他雇员，目标公司则会向白衣骑士提供一个更优惠的股价。



• 6、帕克曼防御（Pac-man Defense）

- 帕克曼防御源于20世纪80年代流行的一种游戏，在该游戏中，电子动物互相残杀，每一个没吃掉其敌手的一方会被对方吃掉。
- 在并购中，帕克曼防御是指公司在遭到收购袭击的时候，不是被动地防守，而是以攻为守、以进为退，它或者反过来对收购者提出要约而收购收购方公司，或者以出让本公司的部分利益、包括出让部分股权为条件，策动与公司关系密切的友邦公司出面收购收购方股份，以达围魏救赵的效果。

• 7、诉诸法律（Litigation）

- 诉诸法律是指利用并购方在收购过程中的法律漏洞而进行诉讼，通过法律手段来判定并购无效。
- 与并购相关的法律一般有两类：反垄断法和收购程序法。
- 反垄断法是指并购完成后，收购方可能形成对市场的垄断，因此可以提起反垄断调查。
- 更为常用的是寻找收购方在收购程序方面的法律漏洞。

三、反并购的其他手段

- 寻求股东的支持
 - 以公告或信函方式向本公司股东们表示反对收购的意见，希望股东不要接受收购要约，并向股东报告公司的财务状况，公司业绩及美好的发展前景等，同时许诺将给股东以丰厚的回报；
- 重新评估资产，以提高公司每股的净资产，使股价上涨，从而增加收购者的收购成本，使收购行动受阻；
- 政治手段；
- 公关游说与论战，争取舆论支持；

2.3.6 并购整合

一、并购整合的概念与作用

二、并购整合的类型与内容

一、并购整合的概念与作用

- 1、概念：指在完成产权结构调整以后，企业通过各种内部资源和外部关系的整合，维护和保持企业的核心能力，并进一步增强整体的竞争优势，从而最终实现企业价值最大化的目标。
- 2、有关并购整合失败的研究总结**P107**

[返回](#)

二、并购整合的类型与内容

1、并购整合的类型

整合策略	适用对象	特点
完全整合	并购双方在战略上互相依赖，但目标企业的组织独立性需求较低	经营资源进行共享，消除重复活动，重整业务活动和管理技巧
共存型整合	并购双方战略依赖性较强，组织独立性需求也较强	战略上互相依赖，不分享经营资源，存在管理技巧的转移。
保护型整合	并购双方的战略依赖性不强，目标企业组织独立性需求较高	并购企业只能有限干预目标企业，允许目标企业全面开发和利用自己潜在的资源 and 优势。
控制型整合	并购双方的战略依赖性不强，目标企业组织独立性需求较低	并购企业注重对目标企业资产和营业部门的管理，最大限度地利用。

二、并购整合的类型与内容

2、并购整合的内容

- (1) 战略整合
- (2) 产业整合
- (3) 存量资产整合
- (4) 管理整合