

第四章 投资管理

第四节 公司并购与收缩

【知识点 1】并购的概念

并购	合并	吸收合并	吸收合并也叫兼并，是指以主并企业法人地位存续为前提，将目标公司的产权折合为股份，连同相应的资产与负债整合到主并企业之中的资本运作方式
		新设合并	新设合并是指两个或两个以上公司合并组成一个新的统一的法人公司，被合并的各公司原有的法人地位均不复存在
	收购	非控制性收购	即参股性收购，主并企业与目标公司各自原有的法人地位继续存在
		控制权性收购	取得目标公司第一大股东地位，目标公司通常作为主并企业的一个子公司，而继续保持其原有的法人地位

【知识点 2】并购动因

获取公司控制权增效	兼并收购的目的，就在于获得对企业的控制权，通过运用控制权而产生控制权增效
取得协同效应	即俗称的“1+1>2”效应：协同效应主要来源于管理协同、经营协同、多样化经营、财务协同以及市场价值低估
向市场传递公司价值低估的信息	1. 公司收到兼并收购要约这一事实可能会传递给市场这样的信息：该公司拥有迄今为止尚未被认识到的额外价值，或者企业未来的现金流量将会增长 2. 即便是一项不成功的并购，也会向市场传递目标企业随后可能会被其他企业收购的信号，从而提升股价
降低代理成本	1. 当管理者只拥有一小部分公司股份时，便会产生代理问题。这种部分的所有权可能会导致管理者的工作缺乏活力，或导致其进行额外的消费，因此在所有权极为分散的大公司中，单个所有者没有足够的动力去花费大量的资源用于监督管理者行为 2. 降低代理成本一般可以考虑两个方面的途径： (1) 组织机制方面的制度安排 (2) 市场机制方面的制度安排
管理者扩张动机	因为经理的报酬是公司规模的函数，因此具有很强烈的扩大公司规模欲望，会接受资本预期回收率很低的项目，并热衷于扩大规模。希望通过并购扩张公司，不断促使公司迅速发展，以实现其在事业上的雄心壮志

【知识点 3】被并购企业的价值评估

项目	内容
折现式价值评估模式	<p>1. 基本估值模型</p> $V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+K)^t}$ <p>式中，V：目标公司价值；FCF：目标公司自由现金流量；K：折现率；t：期限；n：折现期</p> <p>2. 并购中实际使用的是目标公司的股权价值 目标公司股权价值=V-目标公司债务价值</p> <p>3. 现金流量折现模式的应用需要三个重要参数： ①现金流量②折现率③期限</p>
非折现式价值评估模式	<p>1. 非折现式价值评估模式包括</p> <p>(1) 市盈率法</p> <p>(2) 账面资产净值法</p> <p>(3) 清算价值法等</p>

2. 市盈率法下的每股价值计算公式如下：
 每股价值=预计每股收益×标准市盈率
 市盈率=每股价格/每股收益

3. 标准市盈率
 标准市盈率的确定一般要遵循下列原则：
 (1) 以一家或多家具有相似的发展前景和风险特征的公司为参照
 (2) 考虑主并企业自身的市盈率
 (3) 以最近 10 个或 20 个交易日的市盈率进行加权平均

4. 估值模型的应用
 (1) 选用恰当的方法，对拟并购的目标公司的价值作出合理的估价，对于指导企业搜寻与择取价位合理的目标公司并获得并购成功非常重要
 (2) 不同方法，甚至同一方法在不同人之间使用时，对目标公司的估值都会存在差异。因此，这些方法确定的目标公司的价值只是确定一个价格基准、价格上限，作为与目标公司进行价格谈判的基础
 (3) 并购价格的确定还需要考虑战略因素
 (4) 并购公司还要考虑并购后需要追加的资本支出和营运资本的资金需求，结合自身的财务资源及风险承受能力，通过与目标公司讨价还价，最终达成一致的并购成交价格

【知识点 4】并购支付方式

		支付方式	内容
并购支付方式	现金支付方式	<p>优点： 1. 是一种最简捷、最迅速的方式 2. 最为那些现金拮据的目标公司所欢迎</p>	<p>缺点： 1. 对于大宗的并购交易，会给并购公司造成巨大的现金压力，甚至无法承受 2. 引起并购公司的流动性问题，而如果寻求外部融资，又会受到公司融资能力限制 3. 同时，一些国家规定，如果目标公司接受的是现金价款，必须缴纳所得税</p>
	股票对价方式	<p>优点： 可以避免企业集团现金的大量流出，从而并购后能够保持良好的现金支付能力，减少财务风险</p>	<p>缺点： 1. 可能会稀释企业集团原有的控制权结构与每股收益水平 2. 股票支付处理程序复杂，可能会延误并购时机，增大并购成本</p>
	杠杆收购方式	<p>1. 杠杆收购 (LBO) 是指集团公司通过借款的方式购买目标公司的股权，取得控制权后，再以目标公司未来创造的现金流量偿付借款。通常有两种情况： (1) 集团公司以目标公司的资产为抵押取得贷款购买目标公司股权 (2) 由风险资本家或投资银行先行借给集团公司一笔“过渡性贷款”去购买目标公司的股权，取得控制权后，集团公司再安排目标公司发行债务或用目标公司未来的现金流量偿付借款 2. 杠杆并购需要目标公司具备的条件： (1) 有较高而稳定的盈利历史和可预见的未来现金流量 (2) 公司的利润与现金流量有明显的增长潜力 (3) 具有良好抵押价值的固定资产和流动资产 (4) 有一支富有经验和稳定的管理队伍等</p>	
	卖方融资方式	定义	<p>卖方融资是指作为并购公司的集团公司暂不向目标公司支付全额价款，而是作为对目标公司所有者的负债，承诺在未来一定时期内分期、分批支付并购价款的方式</p>

	适用范围	通常用于目标公司获利不佳，急于脱手的情况
	优点	1. 可以拉近双方在并购价格认定上的差距，建立起对目标公司原所有者的奖励机制 2. 可以使集团公司避免陷入并购前未曾预料的并购“陷阱”，而且由于减少了并购当时的现金负担，从而使企业集团在并购后能够保持正常的运转 3. 可以使集团公司获得税收递延支付的好处 【要点提示】 作为一种未来债务的承诺，采用卖方融资方式的前提是：企业集团有着良好的资本结构和风险承受能力

【2018·真题·单选题】公司并购的支付方式是指并购活动中并购公司和目标公司之间的交易形式。下列不属于并购支付方式的是（ ）。

- A. 买方融资方式 B. 杠杆收购方式 C. 现金支付方式 D. 股票对价方式

【答案】A

【解析】并购支付方式是指并购活动中并购公司和目标公司之间的交易形式。并购支付方式主要包括：（1）现金支付方式；（2）股票对价方式；（3）杠杆收购方式；（4）卖方融资方式。

【知识点 5】并购后的一体化整合

1. 企业并购并不是两个企业的简单合并或形式上的组合，并购后的整合是决定并购成败的关键。
2. 企业并购后的整合工作包括：
 - （1）诸如更新公司名称等形式上的整合；
 - （2）财务整合：财务整合是核心内容与环节之一
 - （3）文化整合；
 - （4）人力资本整合；
 - （5）组织整合；
 - （6）经营战略整合
3. 财务整合的基本内容包括：
财务管理目标；财务组织；财务管理制度；会计核算体系；资产与债务；业绩考评体系。

【知识点 6】公司收缩

一、公司收缩的含义：

企业常常通过资产剥离、公司分立、股份回购等手段，实现经营或资本收缩。公司收缩有助于界定公司最优规模，并解决好多元经营的问题。

二、公司收缩的方式

收缩方式	概念	内容
资产剥离	资产剥离指企业将其所拥有的资产、产品线、经营部门、子公司出售给第三方，以获取现金或股票，或现金与股票混合形式回报的一种商业行为	（一）分类 1. 按照剥离是否符合公司的意愿划分 （1）自愿剥离（2）非自愿或被迫剥离 2. 按照剥离业务中所出售资产的形式划分 （1）出售固定资产 （2）出售无形资产 （3）出售子公司等形式 （二）动因 1. 适应经营环境变化，调整经营战略 2. 提高管理效率 3. 提高资源利用效率 4. 弥补并购决策失误或成为并购决策的一部分 5. 获取税收或管制方面的收益 （三）优点。资产剥离的消息通常会对股票市场价值产生积极的影响
公司分立	公司分立指一个公司依照公司法有关规定，通过股东	（一）分类 1. 标准式公司分立

	会决议分成两个或两个以上的公司	2. 衍生式公司分立 (1) 换股式公司分立 (2) 解散式公司分立
分拆上市	1. 广义的分拆上市是指已上市公司或者尚未上市公司将其中部分业务独立出来单独上市 2. 狭义的分拆上市指的是已上市公司将其中部分业务或者已上市母公司将其某个子公司独立出来, 另行公开招股上市	对子公司负面影响 1. 分拆后的子公司的高层管理人员仍然要做一些努力以摆脱母公司的过多干预 2. 分拆上市后, 如果母公司仍然对分拆的子公司处于绝对控股地位, 可能会动用子公司的现金来满足母公司的需要, 如偿还债务、投资新业务等, 是分拆上市中的风险之一

【2017·多选题】母公司将子公司分拆上市对完善公司治理结构发挥的主要功能有（ ）。

- A. 压缩公司层级结构, 使子公司更灵活面对挑战
- B. 使母公司更易于动用子公司资金投资新业务
- C. 解决母公司投资不足的问题
- D. 有效激励母公司管理层的工作积极性
- E. 使子公司获得自主的融资渠道

【答案】ACE

【解析】分拆上市对完善公司治理结构发挥着重要功能, 主要表现为以下七个方面: (1) 使子公司获得自主的融资渠道; (2) 有效激励子公司管理层的工作积极性; (3) 解决投资不足的问题; (4) 子公司利益的最大化; (5) 压缩公司层阶结构, 使企业更灵活面对挑战; (6) 使子公司的价值真正由市场来评判; (7) 反收购的考虑。所以选项 A、C、E 正确。

章节总结:

1. 投资分类
2. 投资项目现金流量估计
3. 固定资产投资决策方法及其应用
4. 股票的股价模型
5. 债券的股价模型
6. 公司并购
7. 公司收缩