

管理学文库

并购定价的方法与机制

骆欣庆 著

中国人民大学出版社

F271



并购定价的方法与机制

骆欣庆 著

中国人民大学出版社
• 北京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

并购定价的方法与机制/骆欣庆著.

北京: 中国人民大学出版社, 2008

(管理学文库)

ISBN 978-7-300-09932-3

I. 并…

II. 骆…

III. 企业合并-研究

IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 173407 号

管理学文库

并购定价的方法与机制

骆欣庆 著

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
刷 格	三河市新世纪印务有限公司		
规 格	155 mm×230 mm 16 开本	版 次	2008 年 12 月第 1 版
印 张	9 插页 2	印 次	2008 年 12 月第 1 次印刷
字 数	126 000	定 价	22.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



前 言

企业并购是当今管理学领域最热门的话题之一。本书从最初构想到最终成书用了近四年的时间。这四年来，笔者看到了并购领域发生的巨大变化。一家家公司由于并购失败而销声匿迹了，也有很多公司因为并购成功而扶摇直上，一飞冲天。可以说败也并购，成也并购。正是这个领域的巨大魅力，吸引了众多的学者为之耕耘、奉献。作为众多学者中的一员，我很荣幸能够为这个领域贡献自己的一点微薄之力。虽然研究的路途非常艰辛，但是出于对这个充满挑战与机遇的课题的热爱，我毅然地走了下来。

在市场经济不断发展的今天，企业并购(merger & acquisition)已经成为一种不可阻挡的世界潮流。企业通过并购可以实现资源的有效组合与优势互补，为企业迅速做大做强提供了一条捷径。并购是一项非常复杂的经济行为，其间涉及的关系和问题众多，所以，对企业并购进行研



究具有重要的现实意义和理论价值。

并购的定价是整个并购过程中参与者最关心、最敏感的问题。只有合理的价格,才能促成并购的发生,保证并购双方的最终收益。本书将并购的定价过程划分为三个逐层递进的部分:第一步是目标企业价值评估的过程;第二步是并购参与方进行并购决策的过程;第三步是并购各方商谈最终价格的过程。通过目标企业价值评估确定了合适的目标企业价值后,并购参与方以此为基础决定是否进行并购;如果决定进行并购,并购各方将通过定价机制来确定最终的成交价格。现有的并购定价研究多以某种定价方法为研究对象,很少有将定价评估、定价决策和定价机制放在一起进行研究的。本书将研究的重点放在整个并购定价的过程上,建立从企业并购的基本定价方法、辅助定价方法,到定价决策制定、定价机制比较以及定价机制应用的整体研究框架,将前人的研究内容和笔者的研究成果相结合,为并购定价的理论系统化提供了有益的尝试。

本书的具体内容如下:

第一章介绍了并购领域的基本发展概况,界定了相关概念,指出了并购定价研究的现状与其重要意义。

第二章综述了现在常用的定价方法,将目标企业价值评估过程分为两部分:一般的企业价值评估和并购特有的价值评估。一般的企业价值评估可以使用资产法、市场法和收益法等方法;对于并购特有的价值评估可以采用期权法和控制权溢价法。本书重点介绍了控制权溢价法,从理论和实证两个方面对其给出了证明。

第三章研究了并购参与方从不同的角度对目标企业的价值判断情况,分别从并购方和被并购方角度讨论了如何确定各自的并购定价区间,并以此为基础进行并购决策。该章最后给出了并购交易价格的可行区间。

第四章是对各种定价机制的综述,并对讨价还价和拍卖两种机制的应用条件进行了分析。

第五章详细研究了并购中讨价还价机制的应用,讨论了完全信息下均衡解的产生过程及其在并购中的应用,然后扩展了两种不完全信息情况下的讨价还价模型,利用博弈论的方法推导出其最终的

均衡解。

第六章研究了拍卖定价机制，以独立私有价值模型为例，推导了收益等价原理；在推导过程中，求出了竞拍方的最优报价策略，同时给出了存在非货币化因素的并购拍卖解决办法；最后，该章给出了一个并购拍卖的实证分析。

第七章是对本书内容的总结和展望，归纳了本书的创新内容，给出了该领域未来可以研究的方向。

本书得以出版，首先要感谢北京社会科学理论著作出版基金和北京市重点建设学科对本书出版的资助。笔者得到了很多人士的大力帮助，他们真知灼见的批评与建议，对本书的完善起到至关重要的影响，在此一并向他们表示感谢！此外，人大出版社的编辑为本书提供了详细的校验和审核，他们认真负责的态度让我感到由衷的敬佩。最后，还要特别感谢我的父母，这本书应该是献给他们的。

书中问题与不足，欢迎各位读者批评指正。



目 录

第一章	引言.....	(1)
	第一节 中外企业并购发展 背景.....	(2)
	第二节 并购与企业价值.....	(6)
	第三节 并购定价的研究价值.....	(9)
	第四节 并购定价的分析范畴与 发展过程	(11)
第二章	目标企业价值评估过程	(16)
	第一节 定价理论文献综述	(17)
	第二节 目标企业价值的 构成	(22)
	第三节 成本法定价方法	(23)
	第四节 市场法定价方法	(24)
	第五节 收益法定价方法	(26)
	第六节 期权定价方法	(28)



	第七节 控制权溢价定价方法	(31)
	第八节 本章小结	(44)
第三章	并购参与方的并购决策过程	(48)
	第一节 被并购方定价决策机制	(49)
	第二节 并购方定价决策机制	(52)
	第三节 并购交易价格的区间	(56)
	第四节 本章小结	(56)
第四章	企业并购定价机制选择	(59)
	第一节 标购定价机制	(59)
	第二节 讨价还价定价机制	(62)
	第三节 拍卖定价机制	(64)
	第四节 定价机制的选择	(67)
	第五节 本章小结	(71)
第五章	并购中讨价还价定价机制的应用	(73)
	第一节 完全信息下的讨价还价模型	(73)
	第二节 谈判能力因子的不同范围对并购 谈判的影响	(76)
	第三节 不完全信息下的讨价还价模型	(81)
	第四节 本章小结	(90)
第六章	并购中拍卖定价机制的应用	(92)
	第一节 并购拍卖的基本模型	(93)
	第二节 并购拍卖的收益等价原理	(97)
	第三节 对并购拍卖模型的扩展	(104)
	第四节 考虑非货币因素的并购拍卖过程	(108)
	第五节 并购拍卖的实证分析	(110)
	第六节 本章小结	(115)



第七章	总结与展望	(117)
	第一节 本书的主要内容	(117)
	第二节 本书的创新贡献	(119)
	第三节 未来研究展望	(120)
参考文献		(122)



第一章

引 言

随着世界经济的不断发展，企业间的并购现象日益频繁。每天，世界各地都发生着大量的企业并购行为。企业通过并购可以实现资源的有效组合与优势互补，为企业迅速做大做强提供了一条捷径。如今，在企业界，并购行为已经成为一种不可阻挡的世界潮流，并购的规模越来越大，并购的范围越来越广，并购的金额也越来越高。并购作为市场经济条件下的一种企业行为，在西方及发达国家已经历了 100 多年，迄今为止出现了五次并购高潮。西方各国通过大规模的并购实现了企业规模的扩张，进而推动了产业升级和资本结构的优化配置，一大批极具竞争力的巨型企业和跨国公司随之诞生，对西方各国的经济发展和国际经济格局的形成产生了深远影响。从某种角度来说，并购代表着一种新的产业力量，这种力量使得全球生产迈向了新的高度。企业并购已经成为当今经济全球化浪潮的主流趋势。



第一节 中外企业并购发展背景

一、国际并购发展背景

并购的发展具有一定的周期性，历史上国际并购领域共发生了五次并购高峰，人们通常称之为并购浪潮。每一次并购浪潮都有各自的特点，在并购浪潮发生的时期，会发生企业结构的重大转变，推动整个社会的产业重组与升级，对社会进步具有重要的促进作用。

第一次并购浪潮发生在 1895—1904 年，主要形式是横向兼并^[1]，导致很多行业高度集中。这次并购浪潮伴随着经济基础设施和生产技术的重大革新发生，特别是铁路、电力的广泛应用和煤炭能源的不断拓展。这次并购浪潮的一个显著特点是“小吃小”，企业规模小，数量多，资本实力有限，所以并购阻力小，竞争性也不强。第一次并购浪潮催生了垄断企业，大企业的实力日益强大，推动了生产的专业化、规模化，使得企业的组织结构从传统结构向现代的委托代理结构转换，职业经理人开始出现并在公司中占据重要位置。

第二次并购浪潮发生在 1922—1929 年，此时第一次世界大战刚刚结束，经济开始复苏，急需各种生产资料和消费品，这就为各种公司提供了广阔的市场。此次并购浪潮的主要形式是纵向兼并^[2]，产生了很多一体化公司。在这次并购浪潮中，一些已经形成的垄断公司并购大量企业，以达到加强自身经济实力、扩展势力范围的目的。工业资本与银行资本的结合也发生在这一时期，两者相互结合渗透，产生了新的金融资本。另外，国家也参与了一些并购活动，控制一些关系国计民生和国家经济命脉的企业，形成了国家垄断资本，提高了国家对经济进行干预和调控的能力。

第三次企业并购浪潮发生在 1965—1969 年，主要形式是混合兼并^[3]。在这次并购浪潮中，行业的集中程度并没有显著的提高，不

同行业间的竞争程度也没有显著的变化，并购的目的主要是企业谋求经营的稳定性。这段时期，一系列的新兴工业部门，如计算机、激光、航空航天、核能等行业，开始兴起，这必然要求大量大额资金投入，所以更为强大的垄断企业不断产生。这次并购浪潮中出现了很多“大鱼吃大鱼”的并购，使得企业的整体规模扩大，可以投入更多的资金进行研发；同时，企业也利用垄断地位，攫取巨额垄断利润。

第四次并购浪潮发生在 20 世纪 80 年代，是一次规模较大的重组浪潮。1980—1987 年，全球企业并购重组交易突破 20 000 起，而且很多并购都是跨越国界的。由于世界产业结构在这段时期中进行了大的调整，新产品和新工艺不断涌现，特别是计算机大规模普及使用，促成了这次并购浪潮的形成。在这次企业并购重组浪潮中，战略驱动取代了混合兼并，而且金融工具的创新在这次并购浪潮中起到了推波助澜的作用。金融界发行一种资信低、风险大、利率高，被称为“垃圾债券”的债券，使得小公司能够采用杠杆融资方式筹集资金进行收购，“小鱼吃大鱼”的并购形式得以实现。^[4]

第五次并购浪潮发生在 20 世纪末 21 世纪初，主要以跨国并购为主。这次并购浪潮表现出如下特点：跨国并购行为日益全球化；并购涉及领域更加广泛，新兴产业之间的并购活跃；并购市场资本雄厚，规模庞大，在技术、资本密集的传统领域出现了令人吃惊的超级并购，如 2000 年，英国沃达丰电讯以约 2 000 亿美元并购德国的曼内斯曼电讯（陈永红，2002）。这次并购浪潮的一个主要原因在于网络技术和通信技术的发展与成熟，使得人们可以跨越更为广阔的空间进行企业的管理与运作。另外，第五次并购浪潮的形成与世界发达国家公共政策的转变也有关系，特别是对垄断管制的放松，降低了很多行业的进入壁垒，大大激活了企业的并购热情。

表 1—1 对这五次并购浪潮作了简要的总结。



表 1—1

世界五次并购浪潮概况

次数	第一次 并购浪潮	第二次 并购浪潮	第三次 并购浪潮	第四次 并购浪潮	第五次 并购浪潮
时间	1895— 1904 年	1922— 1929 年	1965— 1969 年	20 世纪 80 年 代	20 世纪末 21 世纪初
形式	横向兼并	纵向兼并	混合兼并	战略驱动	跨国并购
行业	铁路、石油、 钢铁等	制造、金融、 化学、电器 等	制造、运输、 汽车、钢铁 等	服务、石油、 航空、化学、 医药等	通信、汽车、 商业、金融 等
原因	生产技术变 革	经济复苏	新兴工业	计算机使用 与金融创新	网络通信技 术使用
特点	小吃小	大吃小	大吃大	小吃大	超级并购
结果	企业组织结 构转变	金融资本、 国家垄断产 生	生产资料与 资本高度垄 断	金融工具促 使生产资料 高效配置	“巨无霸”式 跨国公司大 量出现

资料来源：根据《并购经济学》（干春晖，2004）和《兼并、收购与公司重组》（高根，2004）相关内容整理。

二、国内并购发展背景

我国的并购从 1984 年开始^[5]，20 多年来经历了多次高潮与低谷。1987 年以后，政府出台了一系列鼓励企业并购重组的政策，特别是党的十三大明确提出了小型国有企业产权可以有偿转让，促成了 1987—1989 年第一次并购高潮。从 1989 年下半年起，由于宏观经济紧缩，企业资金缺乏，并购进入了低谷期。到了 1992 年，邓小平南方视察发表讲话，极大地鼓舞了企业的并购热情，例如，1992—1993 年，香港中策公司耗资 33 亿港元，获得了内地上百家国企业的控制权。这段时间的兼并伴随着我国股票市场的发育，形式也更加多样化，企业并购进入了高潮期。1997 年亚洲金融危机是这次并购高潮的结束，亚洲金融危机使企业资金紧张，生产规模收缩，我国的并购又重新走向低谷。2002 年我国正式加入 WTO，经济开始大步迈向全球一体化，为此，国家颁布了一系列法规政策^[6]，这些法规政策的制定引发了新一轮并购高潮。2005 年，国家开始着



手解决股票市场股权分置问题。随着全流通时代的到来，我国企业的并购将会迎来一个新的时期。

三、并购定价背景

并购作为一种有效的资源配置方式，已经得到了广泛的应用。并购是一项非常复杂的经济行为，其间涉及的关系和问题众多。法律问题、政策问题、人员安排等都是难以解决的棘手问题。但在并购过程中，双方最关心、最敏感的问题是并购的价格问题。确定合理的并购价格，是一个复杂而漫长的过程，并购双方需要对目标公司进行价值评估，以及协商确认最终价格。并购定价过程对并购的成败起到至关重要的影响。如果并购价格过高，则被并购方获得较大的收益，而并购方将付出更多的成本，这会对并购后目标企业的未来健康发展留下隐患。相反，如果并购价格过低，则被并购方得到较少的补偿，而并购方获得较大的收益，此时，对被并购方来说则是不公平的。

并购价格最终将决定并购双方的收益情况。所以在并购过程中，并购价格确定是整个并购过程中非常重要的一步。如何合理地确定并购的价格，受到很多因素的影响，从宏观角度说，涉及政策、法律、经济环境等因素；从微观角度讲，涉及企业价值、领导人风格、企业决策方法等因素。正是由于并购价格的影响因素众多，所以不同的并购会有不同的考虑，定价的过程也有所不同。

并购的定价过程可以划分为三个逐层递进的部分：第一步是目标企业价值评估的过程；第二步是并购参与方进行并购决策的过程；第三步是并购各方商谈最终价格的过程。通过目标企业价值评估确定了合适的目标企业价值后，并购参与方以此为基础决定是否进行并购；如果决定进行并购，并购各方将通过定价机制来确定最终的成交价格。

现有的对并购定价过程的研究大多集中在定价方法上，这些定价方法也大多是从传统的企业价值评估方法衍生而来的。由于并购有其特殊性，所以传统的企业价值评估方法在应用到并购过程中，



需要进行一定的修正与变化,才能更符合现实。而对定价机制的研究是从 20 世纪 80 年代初,伴随着博弈论研究框架的初步完善,才开始全面进行的。由于其研究历史较短,人们对很多问题还未全面了解,所以对并购定价机制的讨论相对并购定价方法就少了很多。

第二节 并购与企业价值

一、并购

所谓“并购”,指兼并(merger)和收购(acquisition)。在西方,两者作为一个专有术语——merger & acquisition 使用,通常缩写为 M&A。公司的兼并和收购一般作为资本集中和产业外向型发展的相互融合的方式。在并购制度相对完善的美国,一般认为,企业兼并和收购是指以取得企业财产权与经营权为目的的企业合并、股票买入、营业权买入等活动的总称。而在大陆法系国家,兼并和收购则有着比较明显的区别。

兼并在《布莱克法律大辞典》中解释为:“一个事物或权力被另一个事物或权力混合或吸收,一般来说,其中一方没有另一方尊贵或重要,不重要的一方将不存在。在公司法中,它指一个公司被另一个公司吸收,后者继续保存它的名称和地位,以及所获得的前者的财产、责任、义务、特权、权利等,而被吸收的公司不再以一个独立商业实体存在。”

《大不列颠百科全书》对兼并作了如下解释:“兼并指两家或更多的独立企业或公司合并组成一家企业,通常由一家占优势的企业吸收一家或更多的公司。一项兼并行为可以通过以下方式完成:一是可以用现金或证券购买其他公司的资产;二是购买其他公司的股份或股票;三是对其他公司的股东发行新股票以换取其股权,从而取得其公司的资产和负债。”

我国 2006 年实施的《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第一百七十三条规定:“公司合并可以采用吸收合并和新设

合并。一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并各方解散。”

从以上几种解释中我们可以看出，兼并和吸收合并这两个词基本上是一个意思，都表达了一个公司对另外的公司吸收融合的意思，即国外的兼并概念只相当于我国《公司法》中规定的吸收合并这一形式。那么，我国《公司法》中所说的新设合并又对应于国外的什么词汇呢？

在企业并购领域，还有一个重要的词汇，即“consolidation”，我们翻译为合并。在《布莱克法律大辞典》中，对这个词汇的解释为：“两个或两个以上的公司解散，同时成立一个新的公司，接管解散公司的资产和承担的责任。”从这个定义上看，consolidation这个词对应的正是我国《公司法》中所说的新设合并这一概念。

值得一提的是，虽然在法律意义上 merger 和 consolidation 这两个词有所区别，但在经济意义上，特别是国外的公司法中，这两个词并不像我国《公司法》那样进行了严格的区分，在很多地方，这两个词甚至是完全通用的。

收购的原意是指某种所有权的取得。在经济意义上，多指一家企业通过某种途径，获得另一家企业的部分或者全部资产，从而取得特定的所有权或控制权的产权交易行为。这里所说的“某种途径”可以理解为：一家公司使用现金或股票，获取另一家公司的资产或股权。

《中华人民共和国证券法》对收购作出了明确的规定：收购指持有一家上市公司发行在外 30% 的股份时发出要约收购该公司股票的行为。

以上两种定义可以看做当今我国对收购定义的两两种主流看法：第一种定义是将收购看做一种企业的交易行为，其客体包括企业资产和股票等在内的广泛内容；第二种定义是将收购看做一种标购，即要约收购的行为，其客体特指上市公司股票。

但是，很多时候，兼并与收购之间并没有严格的界限，很多人将它们混在一起使用。正如陈维政（1997）在《资产重组》一书中指出的：“兼并和收购往往是作为一个固定的词组来使用，简称并



购。因为兼并和收购实际都是一种企业产权的交易，它们产生的动因以及在经济运行中所产生的作用基本上是一致的。而且，在许多企业兼并收购的实际操作中，它们的区别是很难划分的。”

在本书中，不对兼并和收购进行严格的区分，统称为并购。根据本书研究的特点，对企业的并购作如下定义：企业并购是兼并和收购的统称。它表现为企业以一定的成本获取另一家企业的某些产权（股权、财产权、经营控制权等）的行为。

因为对并购双方的叫法在不同的文献中有所不同，为了使表述明确，并购过程中的双方在本书中分别称为并购方（并购者）和被并购方（被并购者）。另外，特别要强调的是，目标企业和被并购方不是一个概念，目标企业是并购方要并购的对象，它可能是被并购方本身，也可能是被并购方所控股的某下属企业。在以前的文献中，很少对这两个概念进行区分，笔者认为这是不恰当的，所以在本书中，笔者对两个概念加以区分使用。

二、企业价值

最早对企业价值进行定量研究的是欧文·费雪（Irving Fisher，1906，1907，1930），他最先提出确定条件下的企业价值判断方法^[7]，后来莫迪利亚尼和米勒（Modigliani and Miller，1958，1961，1963）给出了不确定条件下的企业价值判断方法^[8]，从而确定了企业价值评估的基本方法。

关于企业价值，其一般定义为：企业价值在于它能给所有者带来未来报酬，包括获得股利和出售其股权换取现金（威斯通，郑光，侯格，1998）。如同商品的价值一样，企业的价值只有投入市场，才能通过价格表现出来。企业价值是企业所处经营环境中各种主客观因素共同作用的结果。从更广泛的意义上讲，企业价值是股东价值、社会价值、顾客价值、员工价值的集合，是兼顾眼前利益和长远利益的集合（王少豪，2005）。企业价值的增加，不仅取决于企业的内部管理，还与企业所处外部经营环境中各有关利益集团密切相关，这些利益集团包括企业的客户、供应商、债权人和政府等。企业要