

并购与估值

精选案例分析

Selected M&A and
Valuation Case Analysis



陈玉罡 孙晶 张杨 许双君 著

并购与估值

精选案例分析

Selected M&A and
Valuation Case Analysis

陈玉罡 孙晶 张杨 许双君 著



东北财经大学出版社

Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

图书在版编目 (CIP) 数据

并购与估值：精选案例分析 / 陈玉罡等著. —大连：东北财经大学出版社，2017.5
ISBN 978-7-5654-2741-1

I. 并… II. 陈… III. 企业兼并-资产评估-案例 IV. ①F271.4 ②F273.4

中国版本图书馆CIP数据核字 (2017) 第 074620 号

东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025

网 址：<http://www.dufep.cn>

读者信箱：dufep@dufe.edu.cn

大连永盛印业有限公司印刷

幅面尺寸：170mm×240mm 字数：179千字 印张：13.25 插页：1

2017年5月第1版

2017年5月第1次印刷

责任编辑：石真珍 周 晗 责任校对：贝 元

封面设计：张智波 版式设计：钟福建

定价：39.00元

教学支持 售后服务 联系电话：(0411) 84710309

版权所有 侵权必究 举报电话：(0411) 84710523

如有印装质量问题，请联系营销部：(0411) 84710711

前言

中国的企业并购大致可分为四个阶段：第一个阶段，1993年以前的国有企业重组阶段。这一时期主要以行政干预为主，缺乏市场化的并购。第二个阶段，1993—1997年的上市公司并购萌芽阶段。随着资本市场的建立，作为资本运作手段之一的并购应运而生。第三个阶段，1998—2007年的经济飞速发展和资本市场日渐完善带动并购交易快速发展阶段。这一阶段仍受制于股权分置和《上市公司收购管理办法》中“全面要约”制度的制约，大部分收购是以协议收购的方式完成的，市场化并购机制尚未真正建立。第四阶段，2007年之后，随着股权分置改革的完成（收购方可以在公开市场上收购上市公司的股权从而成为大股东）和《上市公司收购管理办法》的修订（将“全面要约”制度修改为“部分要约”制度），并购市场得到了激活。

正因为并购市场得到了激活，上市公司的并购也越来越市场化，不仅并购的手段越来越丰富，并购中攻防的激烈程度也在加剧。比如，2011年3月发起的鄂武商控制权争夺战，2015年12月发起的万科宝能之争，都彰显了并购市场激活后收购方与目标方对抗的激烈程度不断增

加，“野蛮入侵”和“无硝烟的战争”正在中国资本市场上拉开大幕。

作为收购方，如何运用市场化的手段来获取优质标的的控制权？为什么要去获取优质标的的控制权？收购方获得控制权后能得到多少利益？目标公司如何定价？如何避免收购中常常出现的“胜者之诅咒”（收购过程成功了，但没有产生好的并购绩效）？这些都是收购方需要考量的问题，只有考量之后才能做出正确的收购决策。

作为目标方，当遭遇“野蛮人”入侵时，对抗还是不对抗？如果选择了对抗，如何对抗？是事先对抗还是事后对抗？如果不对抗，是否能与收购方产生协同效应，获得更好的结果？收购方的出价是否过低？如何评估自身的价值？这些都是目标公司的管理层需要考量的问题，只有考量之后才能更好地应对这场战争。

基于上面的这些问题，我们精选了三个案例进行分析，分别是宝万之争、惠而浦收购合肥三洋、宜华木业估值，希望对学习、从事并购和资本运作的读者有所帮助。这三个案例中所用的资料都是公开资料，并不涉及案例公司的内部信息。因此，这些分析不仅适合学习、从事并购和资本运作的读者阅读，也适合投资或股票分析领域的读者阅读。

著 者

2016年11月

目 录

第一篇 万科 VS 宝能：基于控制权私有收益的分析

第 1 章 绪论/3

- 1.1 分析范式与案例价值 / 3
- 1.2 分析视角创新与分析难点 / 7
- 1.3 分析思路与分析方法 / 8

第 2 章 基本概念和文献综述 / 10

- 2.1 基本概念的界定 / 10
- 2.2 控制权私有收益分析基础 / 13
- 2.3 控制权私有收益分析综述 / 16
- 2.4 本章小结 / 20

第 3 章 宝万之争案例背景介绍 / 22

- 3.1 万科成长历程介绍 / 22

- 3.2 控制权博弈相关各方简介 / 24
- 3.3 控制权博弈过程及并购动因 / 27
- 3.4 本章小结 / 33

第 4 章 控制权博弈动因分析 / 35

- 4.1 控制权私有收益 / 36
- 4.2 万科控制权私有收益度量 / 42
- 4.3 本章小结 / 47

第 5 章 控制权博弈赛局分析 / 48

- 5.1 股东与管理层争夺控制权的博弈策略分析 / 48
- 5.2 大股东宝能集团与管理层控制权博弈分析 / 52
- 5.3 本章小结 / 57

第 6 章 总结与讨论 / 58

- 6.1 主要结论 / 58
- 6.2 分析不足 / 59

本篇参考文献 / 61

第二篇 惠而浦收购合肥三洋：并购动因和绩效分析

第 7 章 绪论 / 71

- 7.1 问题提出 / 71
- 7.2 案例意义 / 74
- 7.3 分析方法 / 75
- 7.4 分析思路及内容 / 75

第 8 章 基本概念和文献综述 / 77

- 8.1 并购概念及类型 / 77

- 8.2 并购动因理论 / 81
- 8.3 并购绩效评价方法 / 86
- 8.4 并购绩效文献综述 / 89
- 8.5 本章小结 / 92

第 9 章 案例背景 / 93

- 9.1 白色家电行业概述 / 93
- 9.2 相关公司简介 / 98
- 9.3 并购过程 / 102
- 9.4 本章小结 / 103

第 10 章 并购动因分析 / 105

- 10.1 转让方动因 / 105
- 10.2 合肥三洋动因 / 106
- 10.3 惠而浦并购动因 / 107
- 10.4 本章小结 / 110

第 11 章 并购绩效评价 / 111

- 11.1 事件分析法下的绩效评价 / 111
- 11.2 会计分析法下的绩效分析 / 115
- 11.3 本章小结 / 122

第 12 章 结论和启示 / 123

- 12.1 结论 / 123
- 12.2 启示 / 124

本篇参考文献 / 126

附录 / 131

第三篇 宜华木业：估值分析

第 13 章 绪论 / 141

- 13.1 分析的背景和意义 / 141
- 13.2 文献综述 / 144
- 13.3 分析内容与方法 / 152

第 14 章 宜华木业价值评估模型的选择 / 154

- 14.1 常见的企业价值评估方法及其优缺点 / 155
- 14.2 剩余收益模型及其应用流程 / 159
- 14.3 本章小结 / 166

第 15 章 宜华木业的业务分析 / 168

- 15.1 家具行业分析 / 168
- 15.2 宜华木业业务分析 / 172
- 15.3 本章小结 / 173

第 16 章 宜华木业剩余经营收益法估值 / 174

- 16.1 重新编制财务报表 / 174
- 16.2 财务分析和估值参数预测 / 180
- 16.3 剩余经营收益预测和宜华木业内在价值计算 / 185
- 16.4 敏感性分析 / 187
- 16.5 自由现金流贴现模型辅助估值 / 188
- 16.6 本章小结 / 192

第 17 章 结论 / 193

本篇参考文献 / 195

附 录 / 198

后 记 / 201

第一篇

万科 VS 宝能： 基于控制权私有收益的分析

2015年12月27日，宝能集团通过二级市场增持万科股份，成功收购万科成为其第一大股东。随后，万科管理层表示万科不欢迎宝能集团。接着，万科宣布因资产重组而停牌。宝能集团与万科管理层的控制权争夺大战就此拉开序幕。

为什么宝能要谋求万科的控制权？王石为什么不愿意放弃万科的控制权？股权分散的上市公司从这场控制权争夺战中能学到什么？

第1章 绪论

1.1 分析范式与案例价值

1.1.1 分析范式

委托代理问题是公司治理理论的基本研究范式，它包含两类表现形式：在股权分散的公司架构中体现为所有权与经营权分离所产生的委托代理问题，而在股权集中的公司架构中则表现为处于优势地位的控股股东或大股东与中小股东之间的委托代理问题。自 Jensen 和 Meckling (1976)^[1] 得出研究结论“世界上大部分国家的企业股权并不像美国那样高度分散而是相当集中”以来，学者们尤其是中国等新兴发展中国家的学者们在关于上市公司、非上市公司的股权集中度对公司治理绩效的影响（徐莉萍、辛宇、陈工孟，2006）^[2]（徐爱菲，2016）^[3]、对公司治理效率的影响（李豫湘、杜莉、彭正新，2002）^[4]、对公司治理结构的影响（张银杰，2002）^[5] 等方面展开了深入的研究。在公司治理的研究

变迁中，学者们早期的研究认为，在公司治理结构中大股东能够起到有效的监督作用（谢军，2006）^[6]，因此这种股权结构的存在有效地解决了传统的委托代理问题，保障了股东与利益共同体的资本收益。然而，随着公司治理环境的变化，学者们发现控股股东或大股东存在的股权结构其实是把“双刃剑”。实践证明，在以股权相对集中或高度集中为主要特征的公司中，控股股东或大股东为预防管理者的自利行为，会监督、管理代理人的经营行为，这在一定程度上可以减少管理者对股东权益的肆意侵犯，解决了传统的委托代理问题。从另一角度来讲，由于控股股东或者大股东往往掌握着公司的实际控制权，管理者仅仅充当执行人的角色，控股股东或大股东的自利天性与机会主义又可能会导致其寻机运用公司控制权侵占中小投资者的合法权益，于是产生了新的委托代理问题，即控股股东或大股东与中小股东之间的利益冲突问题（吴育辉，吴世农，2011）^[7]。

而委托代理问题长期关注的核心命题常常在于控制权人通过控制权独自享有私有收益份额。自20世纪90年代“控制权私有收益”概念被提出以来，基于委托代理问题所形成的公司治理的理论与实践取得了长足的发展。西方经济学家提出，公司在一定的时间内所产生的利润为一个确定的数，掌握控制权的大股东或管理层所获得的收益越多，非控制性股东获取的收益就越少，因此控制权私有收益的存在被认为是以侵害利益相关者的合法权益为前提的（Aghion 和 Bolton，1992）^[8]。实践证明，控制权私有收益的不当存在不但造成了非控制性股东利益的损失，还导致了证券投资者失去对证券市场的信心，阻碍了资本市场的良性发展。鉴于控制权私有收益所导致的一系列严重后果，学者们用实证研究的方法验证了控制权私有收益对资本配置的影响（郝颖、刘星、林朝南，2006）^[9]（李香梅、袁玉娟、戴志敏，2015）^[10]、控制权私有收益对企业创新投入的影响（顾群，2016）^[11]、控制权私有收益对企业投资的影响（曹渊，2015）^[12]（李香梅、郑大伟、董春雷，2014）^[13]。因此，作为公司治理的核心问题，对控制权私有收益的研究不仅能够丰富公司治理理论，而且对于更好地指导公司治理实践具有深远的意义。

就此而言，我国既有的控制权私有收益的研究多集中于股权相对集

中的企业模式下的上市公司，而基于股权分散的经典企业结构下的控制权私有收益的研究并未得到重视。究其原因，自我国 2005 年实行股权分置改革以来，虽然资本市场的流动性变得更強了，但活跃的并购市场并未给中国资本市场带来股权分散的公司治理研究环境。因此，在存在大股东的企业模式中，大股东掌握着公司的控制决策权，在最大化自身利益的驱动下，大股东侵占小股东利益的问题变得更加严重，远远高于世界平均水平（彭小泓，2015）^[14]。事实上，任何经济体制与结构中的公司治理问题，都存在着经典的委托代理问题。其要义则是，在基于股权高度分散的公司架构且并购市场活跃的情况下，研究控制权私有收益在并购之后是否作为控制权争夺的一项重要影响因素，是一个非常必要且重要的现实问题。

因此，本案例选取万科作为研究对象，对在钜盛华、前海人寿（简称“宝能集团”）并购万科企业股份有限公司（简称“万科”）的过程中控制权私有收益的作用机理加以分析。万科自 1991 年上市以来，一直保持着股权分散的结构模式，且万科控制权一直被“教父”王石掌控，在这样的背景下万科的业绩一直是行业翘楚。正是基于此，分散的股权结构给外在投资者留出了觊觎的空间。1994 年 3 月 30 日，作为万科股东之一的君安证券有限公司（简称“君安证券”），宣布其代表四位股东（海南证券有限公司、创益投资有限公司、深圳新一代企业有限公司、香港俊山投资有限公司，共计持有万科总股本的 10.73%）召开记者发布会并在会议上发表了《告万科企业股份有限公司全体股东书》。在《告万科企业股份有限公司全体股东书》中，君安证券详细列举了万科管理不透明、股权投资失利、房地产业务利润低等诸多管理问题，以期通过揭示管理者的经营问题引起中小股东的共鸣来更换现有管理层。这一举动即刻引来以王石为代表的万科管理层的反击。3 月 31 日，万科管理层宣布万科停牌。在之后的 5 天时间里，万科管理层说服深圳新一代企业有限公司退出“联盟”，争取到了海南证券有限公司的支持，运用法律手段赢得了主动权，成功瓦解了君安证券争夺控制权的联盟。4 月 4 日，万科宣布复牌，标志着争夺控制权战斗的结束。这就是资本市场最有名的“君万之争”。无独有偶，21 年后，“野蛮人”宝

能集团再次叩响了万科控制权的大门。自 2015 年 7 月起，宝能集团成功运用财务杠杆在资本市场上筹集资金，并一举在半年的时间里通过二级市场购入了万科 23.52% 的股权，远超原第一大股东华润股份有限公司（简称“华润集团”）。2015 年 12 月 17 日，万科董事长王石严肃表示不欢迎宝能集团，就此拉开了 2015 年资本市场最引人注目的控制权争夺大战——“宝万之争”。

显然，“宝万之争”才刚刚开始。有理论认为控制权、所有权和收益权之间的关系是现行法律框架与社会经济发展之间的矛盾，由于所有权的法律界定范围小，在一个公司中没有包含股东、经营者和所有利益相关者的所有有效资源，且收益在所有有效资源中分配不均衡，因此产生了所有权和控制权的争夺。这是控制权争夺的基本原因之一。但是，从传统理论上解析万科控制权的渊源可知，万科的管理权来自于股东的授权，如果大股东宝能集团做出收回管理权的决策，亦即撤销授权，那么管理层可以选择用脚投票的方式离开万科，而事实上，万科管理层坚持把持控制权。其利益驱动根源在哪？反过来分析，万科在董事长王石的带领下成为行业中最优秀的企业，业绩让同行业其他企业难以望其项背，那么宝能集团又缘何不像原第一大股东华润集团一样享受现金分红而要争夺万科的控制权呢？“战斗”已经打响，这场较量的关键因素又是什么呢？

本案例基于控制权私有收益的理论与研究成果，立足于案例的现实情况，试图通过深入、系统的规范研究和实证分析，在构建控制权私有收益度量模型的基础上，解析万科管理层争夺控制权的动因，并在此基础上创新地运用博弈分析法所确立的分析框架，进一步深入探讨在控制权争夺中控制权私有收益能否对博弈平衡产生影响。

1.1.2 案例价值

孙永祥（2002）^[15]，唐宗明、蒋位（2002）^[16]，史习民、戴娟萍（2014）^[17]，王化成、曹丰、叶康涛（2015）^[18]等多人的分析均不同程度地揭示了，我国上市公司大多以存在大股东的股权集中模式为主，控股股东或大股东恶意侵占中小股东利益的现象严重，如“掏空”行为。

虽然《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)、《中华人民共和国证券法》、《上市公司证券发行管理办法》等法律法规都立足于减少“掏空行为”的角度进行了立法,但是对于股权分散的上市公司中的委托代理问题多见于任意性规定。那么,经典的委托代理关系所带来的控制权私有收益是否为控制权争夺的根源?这个原因在控制权争夺中是否起到影响作用?

基于上述疑问,本案例选取“宝万之争”作为分析对象,探究控制权争夺背后的“黑匣”。之所以选择万科,一是因为万科的股权结构极为分散,不存在大股东控制公司的情形,二是由于万科的经营业绩出类拔萃。这样一家优质企业被宝能集团在半年时间内进行了敌意收购,其原因也许是媒体推断的“价值被低估”,但是万科管理层与宝能集团争夺控制权的原因是什么?通过对本案例的分析,能够探究股权分散结构下万科的控制权私有收益水平,同时采用实证分析方法分析控制权私有收益在博弈关系中的作用,进而为股东与管理层争夺控制权的问题提供理论指导与实践参考。

1.2 分析视角创新与分析难点

1.2.1 分析视角创新

本案例试图通过对控制权私有收益水平的度量与分析,测量出万科的控制权私有收益水平,并通过其与上市公司控制权私有收益水平的比对,从经济利益的角度出发,分析万科第一大股东宝能集团与万科管理层之间争夺控制权的动因。在此基础上,针对宝能集团与万科管理层争夺控制权的现实特点,在既有的经济博弈理论的分析框架下,创新性地提出从控制权私有收益的角度构建分析模型,解析控制权私有收益对控制权争夺博弈均衡的作用机理。

1.2.2 分析难点

目前,很多学者经过分析认为控制权私有收益具有一定的隐蔽性,