

于健 李爽 著

外资并购上市公司 国有股溢价

问题研究



清华大学出版社

外资并购上市公司 国有股溢价问题研究

于健 李爽 著

清华大学出版社

北 京

内 容 简 介

本书以外资并购上市公司国有股的“溢价悖论”为起点,采用定性分析与定量分析、规范研究与实证研究相结合的方法,在对股权并购溢价展开理论分析的基础上,对外资并购上市公司国有股溢价的相关问题展开了一系列的研究工作。

本书利用修正的费森-奥尔森模型对1995—2010年外资并购上市公司国有股溢价的总体水平进行了全面评价;采用实证研究的方法,运用相关分析和回归分析等统计技术验证了产权性质对外资并购溢价的影响;剖析了外资并购上市公司国有股和非国有股的典型案例;运用费森-奥尔森模型和布莱克-斯科尔斯模型构建了外资并购溢价估算模型。

本书的研究成果,对于丰富企业股权并购溢价估算理论和方法具有一定的理论价值,对于实现国有股“高溢价”转让,防止国有资产流失具有重要的现实意义。此外,本书的研究还可以为国有资产监督管理部门在国有股并购监管中提供决策参考。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

外资并购上市公司国有股溢价问题研究 / 于健,李爽 著. —北京:清华大学出版社,2014

ISBN 978-7-302-34143-7

I. ①外… II. ①于… ②李… III. ①外资公司—企业合并—研究—中国 ②上市公司—企业管理—研究—中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第243513号

责任编辑:施 猛

封面设计:常雪影

版式设计:方加青

责任校对:邱晓玉

责任印制:沈 露

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦A座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:三河市金元印装有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×230mm

印 张:11 字 数:275千字

版 次:2014年5月第1版

印 次:2014年5月第1次印刷

定 价:38.00元

产品编号:055672-01

前言

以1995年北旅股份首开外资并购的先河算起，我国证券市场上的外资并购已悄然走过18年，18年来，以境外产业资本为收购主体、以战略并购为主要特征的外资并购上市公司国有股的案例无不引起实务界和理论界的广泛关注。外资收购我国上市公司国有股，一方面可以促进上市公司实现股权多元化，改善公司治理结构，对于提高上市公司的核心竞争能力起到了积极的推动作用；另一方面，围绕外资并购所引发的上市公司国有股并购价值低估，国有股权贱卖，外资吞噬民族品牌，形成行业垄断，甚至危及国家经济安全的争论却从未停止。在围绕外资并购上市公司国有股的这些争论中，并购溢价往往又成为各方关注与争论的焦点问题。

并购溢价问题的研究源于并购定价问题，但又有所区别。确定并购溢价是并购定价的重要环节之一，但并购溢价更强调并购双方对并购过程产生的价值增值的分配，强调主并方支付并购对价超过目标公司内在价值的比例。另外，并购溢价更具直观性，便于展开并购案例间的溢价率比较分析，因为并购溢价率不受上市公司发行的股份数量影响。例如外资并购两家完全相同的公司甲、乙，唯一不同的是甲公司在外发行股票的数量是乙公司数量的10倍，结果外资并购乙公司的价格就将是甲公司的10倍，据此就认为外资并购乙公司支付了更高的价格是错误的，而以此分析公司的盈利能力、成长性等因素与并购价格的关系结论也是不准确的；但是，通过比较并购溢价率则发现甲乙公司的溢价水平是无差别的，股份数量的变化不会影响研究结果，这显然可以提高研究结论的科学性。

国外很多研究显示股权并购中支付溢价是很普遍的现象。据彭博社统计，2001—2009年美国上市公司国内并购平均并购溢价率在40%以上，2009年美国公司这一数字更是高达56%。目前，国内学术界围绕外资并购上市公司国有股溢价水平问题存在严重分歧，大体可以分为外资并购溢价论与国有资产贱卖论。有的学者认为较国内企业间并购溢价率相比，外资并购上市公司国有股已经支付了较高的并购溢价，而且统计数据似乎也证实了这样的观点。根据现有的统计数据，相对于国内企业并购溢价而言，外资支付的并购溢价明显偏高。有的学者却认为外资并购国有股的定价严重偏低，国有资产存在被贱卖的嫌疑。由于国有产权的特殊性、某些企业内部人为控制严重，导致外资并购支付的对价过低，既没有反映上市公司的内在价值，更无法反映上市公司的并购价值。随着股权分置改革的完成以及2007年

《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》的出台，外资并购国有股支付的价格有了一定的提高，但相对国外的并购溢价水平而言，外资支付的溢价率仍然偏低。因此，有的学者主张大幅提高外资并购国有股的溢价水平。

我们认为，学术界对于外资并购上市公司国有溢价问题产生上述分歧可能由研究人员在并购溢价的计量标准、股权并购价值的估算方法，以及研究时样本选择的不同等原因导致的。并购溢价的确定受多种因素的影响，企业并购价值评估方法选择、并购双方对并购后盈利预期、并购双方的谈判能力等都会对并购溢价率产生影响。对于上市公司国有股东而言，除了一般的定价问题之外，还存在着严重的委托代理问题，这将使问题变得更为复杂。然而在并购谈判之前，并购双方都必须采用科学的财务估值方法对目标公司的并购价值进行评估，唯有如此，才能在并购谈判前确定己方可接受的价格范围，才可能掌握并购谈判的主动权。就外资并购上市公司国有股而言，国有股东必须在外资并购定价谈判前，科学合理地评估上市公司的内在价值，同时根据外资并购方的具体情况估算其可能支付并购溢价的合理范围。此时，科学合理的外资并购溢价估算模型就显得十分重要。

目前，国内学术界尚未对外资并购上市公司国有股的溢价水平给出较为一致的解释，对外资并购国有股溢价的影响因素以及并购溢价估算模型的研究也少有涉及。这既说明确定外资并购上市公司国有股的合理溢价水平在理论上和实践上具有一定的难度，又反映了目前我国学术界在相关领域的研究上存在不足。本书通过对外资并购上市公司国有股的溢价问题展开研究，深入分析了股权并购溢价的形成机理、影响因素和估算方法，构建了股权并购溢价的估算模型，对于丰富和发展股权并购溢价估算理论和方法具有重要的理论价值。同时，本书的研究有助于国有股东准确地评价上市公司的并购价值，进一步增强其并购议价能力，有助于国有资产监督管理部门完善和规范国有股权的并购与转让，对于防止国有资产流失具有重要的现实意义。

本书沿着“问题提出→并购溢价形成机理分析→外资并购上市公司国有股溢价的现状分析→外资并购上市公司国有股溢价影响因素的实证分析→外资并购溢价估算模型的构建→政策建议”的基本思路开展研究。本书采用了定性分析与定量分析、规范研究与实证研究相结合的方法，在对股权并购溢价展开理论分析的基础上，对外资并购上市公司国有股的溢价现状、影响因素和估算模型等相关问题展开研究。主要内容和主要工作如下。

1. 理论分析

首先，基于并购价值的来源不同将并购溢价分为协同溢价和实物期权溢价两类，由于目标企业拥有的各种资源是形成并购增值额不可缺少的要素，而且并购增值额存在较大的不确定性，因此目标公司不可能根据未来状态再去索要并购溢价，只能要求主并公司先行支付，这奠定了并购溢价形成的理论基础。其次，将现阶段股权并购溢价的主要估算方法分为三

类：可比交易法、增值成分法、经验分析法，并详细分析了三类方法的优缺点。最后，分析了股权并购溢价的两类影响因素：一类是影响并购双方预测并购增值额的因素；另一类是影响并购增值额分配比例的因素，主要由并购双方的谈判能力决定。

2. 现状分析

通过构建修正的F-O模型测算上市公司独立存在时的内在价值，利用内在价值溢价率来估计真实的溢价水平。通过分析计算发现外资在并购国有股时支付的溢价水平普遍偏低。总体而言，外资并购上市国有股具有如下特征。

- (1) 净资产溢价率“虚高”与“折价”并购共存；
- (2) 内在价值溢价率偏低且长期停滞不前；
- (3) 国有股转让定价政策对溢价影响显著；
- (4) 并购溢价与资本市场波动周期显著相关；

研究认为，以股权“非流通”必须折价出售的理论去解释股权并购定价是不成立的，更无法解释股改后仍然存在的外资并购溢价偏低的现象。因此必须深入挖掘影响外资并购国有股溢价的影响因素，找到问题的根源，才能回到正确的分析路线上来。

3. 实证分析

为了探讨影响外资并购上市公司国有股溢价的重要因素，深入分析外资并购溢价偏低形成的原因，在理论分析和现状分析的基础上，提出了一系列有针对性的研究假说。在实证分析过程中，运用了描述统计、相关分析、偏相关分析、多元回归分析等统计分析方法，利用Excel、SPSS13.0等分析工具，选择2002—2009年已经完成的外资并购我国上市公司国有股权的案例为研究样本，进行了实证分析，以期利用数据证实影响外资并购上市公司国有股溢价的因素。

通过实证分析得出了以下基本结论：上市公司的内在价值、产权性质对外资并购上市公司股权的溢价水平有重要影响，其中上市公司的内在价值是最主要的影响因素。并购溢价与产权性质及其所引发的代理成本之间均存在显著的相关关系。在控制了上市公司内在价值之后，产权性质与并购溢价显著相关，即非国有股股东获得更高的并购溢价率。国有股东隶属国资委的层级越多，代理成本越高，并购溢价水平越低。另外，国有股东的择机能力也逊色于非国有股股东，而且这种能力上的差异会随着隶属层级的减少而降低。

4. 模型构建

基于修正的费森-奥尔森模型和布莱克-斯科尔斯模型构建了基于上市公司股东视角的外资并购溢价估算模型，对模型的前提假设、设计思路、参数确定等核心问题展开讨论，分别阐述了协同溢价与实物期权溢价的具体测算方法，最终构建了外资并购上市公司国有股溢价

的估算模型。为检验外资并购溢价估算模型的实际效果,本书选择2010年嘉士伯并购重庆啤酒的案例对模型效果进行检验,运用溢价估算模型计算得出重庆啤酒的外资并购内在价值溢价的理论范围,并利用重庆啤酒在股票二级市场上的价格走势检验了模型的预测效果,结果发现该溢价估算模型具有良好的溢价估算能力,这也说明在重庆啤酒外资并购案例中,重啤集团获得了合理的并购溢价。总体而言,本书构建的外资并购溢价估算模型具有模型推导过程可靠、预测参数较少,计算过程简便、估算效果良好的显著特点。

5. 案例分析

通过对外资并购巢东股份和珠海中富的案例进行比较,分析了外资并购上市公司国有股和非国有股在外资支付的并购溢价水平、大股东并购时机选择、并购的财富效应、并购信息泄露以及公司绩效等方面的异同,发现外资并购不同产权性质的上市公司股权时,在公司短期绩效改进方面没有显著差异,而在水资支付的并购溢价水平、并购时机选择、并购的财富效应、并购信息泄露等方面存在一定的差异。具体表现在:外资并购上市公司国有股支付的并购溢价水平显著低于非国有股东,国有股东在选择外资并购时机的能力上相对较差,非国有股东获得更显著的财富效应。上市公司国有股东在信息泄露方面较非国有股东更严重。

全书共分9章,由于健和李爽共同负责完成,其中第1章、第2章、第8章、第9章由于健负责撰写,第3章、第4章、第5章、第6章、第7章由李爽负责撰写。在本书各章的撰写过程中,辽宁大学姚海鑫教授、刘志杰副教授给予了大量的帮助和指导,在此表示感谢。各章的研究内容和结论如下。

第1章是绪论。主要介绍了本书的研究背景、研究意义、研究思路与方法、主要内容与结构安排、本书的创新之处。

第2章是文献综述。本章将学术界关于股权并购溢价问题的相关研究文献分为三类:目标公司股权内在价值评估、股权并购溢价问题和外资并购国有股溢价问题,通过对国内外的代表性文献进行评述,指出了已有文献存在的不足,从而确定了本书的研究起点和主要问题。

第3章是股权并购溢价形成的理论分析。本章首先分析了股权并购溢价的形成机理,将并购溢价分为协同溢价和实物期权溢价两部分;其次,将现阶段测算股权并购溢价的主要方法分为可比交易法、增值成分法和经验分析法,并阐述了三种方法的优缺点;最后,对影响股权并购溢价的因素进行了理论分析。

第4章是外资并购上市公司国有股溢价的现状分析。本章在回顾外资并购上市公司国有股发展历程的基础上,分别计算了外资并购上市公司国有股的净资产溢价率、市场价格溢价率与内在价值溢价率,并对三种溢价率的测算结果进行了对比分析。研究发现:外资并购上市公司国有股的内在价值、并购溢价水平普遍偏低。

第5章是外资并购上市公司国有股溢价的影响因素的实证检验。本章选取2002—2009年的外资并购上市公司国有股与非国有股的案例为研究样本,采用统计方法对外资并购溢价的影响因素进行实证分析。研究结果证实了上市公司的内在价值、产权性质以及国有股的代理问题是影响外资并购溢价水平的重要因素。

第6章是外资并购国有股与非国有股溢价的案例分析。本章通过对外资并购上市公司国有股和非国有股的案例进行比较,分析了外资并购上市公司国有股和非国有在外资支付的并购溢价水平、并购时机选择、并购的财富效应、并购信息泄露以及公司绩效等方面的异同,发现外资并购不同产权性质的上市公司股权时,在公司短期绩效改进方面没有显著差异,而在外资支付的并购溢价水平、大股东并购时机选择、并购的财富效应、并购信息泄露等方面存在一定的差异。

第7章是外资并购上市公司国有股溢价的估算模型构建。本章首先运用费森-奥尔森模型和布莱克-斯科尔斯模型构建了外资并购溢价估算模型,然后通过重庆啤酒的外资并购案例详细介绍了模型的应用过程,并对模型的运用效果进行了检验。该模型具有预测参数较少、计算过程简便、估算效果良好的显著特点。

第8章是并购谈判对外资并购溢价的影响分析,本章首先将不完全信息动态博弈模型引入外资并购上市公司国有股溢价的分析之中,推导出针对上市公司不同经营状况和国有股东的报价情况,外资支付不同并购溢价的条件概率。其次,本章总结了雪津啤酒并购过程中的两轮定价程序设计对提升外资并购溢价的影响。

第9章是结论与政策建议。首先,本章归纳和阐述了本书的主要结论;其次,围绕外资并购上市公司国有股溢价的相关问题,提出了有针对性的政策建议;最后,针对本书的研究局限提出了下一步研究的展望。

本书的创新点主要体现在以下三个方面。

(1) 本书以修正的费森-奥尔森模型和布莱克-斯科尔斯模型为基础,按照增值成分法的思路,构建了外资并购上市公司国有股权溢价估算模型。该模型通过对协同价值与实物期权价值的测算,估算出外资并购溢价的理论范围。该模型具有预测参数少、计算过程简便、估算效果良好的显著特点,该研究成果对于并购溢价估算问题的研究具有重要的理论价值与实践指导意义。

(2) 本书利用修正的费森-奥尔森模型对外资并购国有股的内在价值溢价率进行测算,在国内首次对1995—2010年外资并购上市公司国有股溢价的总体水平进行了全面评价,这一研究结论不仅破解了外资并购国有股的“溢价悖论”,也为开展相关问题的研究提供了重要的基础性依据和研究线索。

(3) 目前国内对于外资并购溢价影响的研究多停留在理论分析的层面，相关的理论假说有待实证检验，本书采用实证研究的方法，运用相关分析和回归分析等统计技术检验了产权性质对外资并购溢价的影响，得出国有股的产权性质及其代理问题是影响外资并购溢价率的主要因素的重要结论。

本书研究了外资并购上市公司国有股的溢价现状、影响因素，并构建了外资并购溢价测算模型，但这些研究也仅仅是一种初步尝试，在研究和分析过程中必然存在一些缺陷和不足，有待在后续的研究中不断完善和改进。例如，外资并购上市公司国有股溢价影响因素的研究是一个相当复杂的过程，由于资料获取上的限制以及变量量化上存在的困难，本书没有对外资企业的财务状况、外资并购的动机、并购双方的谈判能力、并购定价方式等影响因素进行实证检验。另外，由于样本数量相对较少，时间跨度大，必然会影响统计检验的效果。我们将以此书为起点，积极吸收国内外的先进研究方法和成果，结合外资并购实践的发展情况，继续在该领域进行研究和探索。

本书反馈邮箱：wkservice@vip.163.com。

于健 李爽

2013年8月

目 录

第1章 ◆ 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	4
1.2.1 理论意义	4
1.2.2 现实意义	5
1.3 研究思路与方法	5
1.3.1 研究对象	5
1.3.2 研究思路	6
1.3.3 研究方法	6
1.4 本书的主要内容与结构安排	7
1.5 本书的创新之处	9
第2章 ◆ 文献综述	11
2.1 目标公司股权内在价值评估方法	11
2.1.1 国外学术界关于股权价值评估的研究	11
2.1.2 国内学术界关于股权价值评估的研究	15
2.2 股权并购溢价相关问题	16
2.2.1 股权并购溢价影响因素的研究	17
2.2.2 股权并购溢价估算模型的研究	18
2.3 外资并购国有股溢价相关问题	19
2.3.1 外资并购国有股溢价影响因素的研究	19
2.3.2 外资并购国有股溢价估算模型的研究	20
2.4 文献评述	20
2.5 小结	21
第3章 ◆ 股权并购溢价形成的理论分析	22
3.1 股权并购溢价的形成机理分析	22

3.1.1	协同效应理论与协同溢价	22
3.1.2	实物期权理论与实物期权溢价	27
3.2	股权并购溢价估算方法比较分析	32
3.2.1	可比交易法	32
3.2.2	增值成分法	34
3.2.3	经验分析法	41
3.3	股权并购溢价的影响因素分析	42
3.3.1	并购增值额的预期	42
3.3.2	并购双方的谈判能力	44
3.4	小结	46
第4章	外资并购上市公司国有股溢价的现状分析	47
4.1	外资并购上市公司国有股的历程回顾	47
4.1.1	探索阶段(1995—1999)——“北旅事件”与限制外资并购	47
4.1.2	发展阶段(2000—2006)——中国入世与外资并购全面放开	48
4.1.3	转型阶段(2007—至今)——全流通与市场化并购定价	52
4.2	外资并购上市公司国有股溢价的情况	54
4.2.1	以净资产和市价为基础的并购溢价情况	55
4.2.2	以内在价值为基础的并购溢价情况	57
4.2.3	不同并购溢价率之间的比较分析	63
4.3	外资并购上市公司国有股溢价的主要特征	64
4.3.1	净资产溢价率“虚高”与“折价”并购共存	64
4.3.2	内在价值溢价率偏低且长期停滞不前	65
4.3.3	国有股转让定价政策对溢价影响显著	65
4.3.4	并购溢价与资本市场波动周期显著相关	66
4.4	小结	66
第5章	外资并购上市公司国有股溢价的影响因素的实证检验	68
5.1	问题的提出	68
5.2	研究设计	70
5.2.1	并购溢价率指标的选择	70
5.2.2	要求证的假设及其依据	71
5.2.3	数据来源与样本选择	73

5.2.4	模型构建	73
5.3	统计分析	74
5.3.1	描述统计分析	74
5.3.2	相关分析	75
5.3.3	回归分析	79
5.4	小结	81
第6章	◆ 外资并购国有股与非国有股溢价的案例分析	82
6.1	外资并购上市公司国有股的案例分析	82
6.1.1	巢东股份外资并购案例情况简介	82
6.1.2	外资并购进程回顾	85
6.1.3	巢东股份财务分析与并购溢价率的测算	85
6.2	外资并购上市公司非国有股的案例分析	89
6.2.1	珠海中富外资并购案例情况简介	89
6.2.2	外资并购进程回顾	91
6.2.3	珠海中富财务分析与并购溢价率的测算	92
6.3	外资并购国有股和非国有股的比较分析	96
6.3.1	并购溢价情况	96
6.3.2	股票价格变化情况	97
6.3.3	外资并购后企业经营业绩的变化情况	100
6.4	小结	101
第7章	◆ 外资并购上市公司国有股溢价的估算模型构建	102
7.1	基于F-O与B-S的外资并购溢价模型构建	102
7.1.1	模型设计思路与前提假设	102
7.1.2	外资并购溢价测算的基本步骤与方法	103
7.1.3	外资并购溢价估算模型的构建	105
7.2	溢价估算模型的应用——以重庆啤酒并购案为例	108
7.2.1	问题的提出	108
7.2.2	案例背景介绍	111
7.2.3	外资并购进程回顾	113
7.2.4	重庆啤酒的外资并购溢价估算	115
7.2.5	估算结果检验与讨论	124
7.3	小结	130

第8章 ◆ 并购谈判对外资并购溢价的影响分析	131
8.1 外资并购溢价的博弈分析	131
8.1.1 博弈论的基本理论介绍	131
8.1.2 博弈论在股权并购讨价还价中的应用	133
8.1.3 外资与国有股东确定并购溢价的博弈分析	134
8.2 并购定价程序设计 with 外资并购溢价：以“雪津啤酒”为例	139
8.2.1 案例背景简介	140
8.2.2 两轮竞价程序与并购溢价	141
8.3 小结	143
第9章 ◆ 结论与政策建议	144
9.1 研究结论	144
9.2 政策建议	146
9.2.1 对上市公司国有控股股东的政策建议	146
9.2.2 对外资并购监管部门的政策建议	147
9.3 研究局限与展望	148
9.3.1 研究局限	148
9.3.2 进一步研究展望	149
附录	150
参考文献	154

第1章 绪论

1.1 研究背景

并购是企业获取新资源、提升竞争力的重要途径，而并购定价又是并购谈判中的核心问题。自进入新世纪以来，许多大企业凭借其强大的经济实力和竞争优势，频频发起天价并购，并购金额令人咂舌。从2001年美国在线并购时代华纳的交易价值为1 060亿美元，成为美国历史上最大的并购案例，到2011年8月谷歌宣布将以125亿美元收购摩托罗拉移动；从2005年联想以12.5亿美元收购IBM的PC机业务，到2010年3月吉利汽车以18亿美元收购沃尔沃100%股权，国内外的大企业往往不惜重金，以高溢价的形式通过并购获得目标企业的资源。

从19世纪下半叶开始，在全球范围内共兴起了6次大规模的并购浪潮，随着我国加入WTO(世界贸易组织)以及我国资本市场的发展，外资并购我国上市公司股权的案例不断增多。为规范外资并购上市公司股权的行为，维护国有资产的合法权益，我国政府相继出台多项政策措施，这对于国有资产的保值增值起到了积极作用。2002年11月4日，中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)、财政部等联合发布《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》，彻底解决了外资收购的市场进入问题，标志着外资并购境内上市公司进入实质性实施阶段。自2006年3月1日起实施的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》进一步明确了外资可通过具有一定规模的中长期战略性并购，投资于已完成股权分置改革的上市公司和股改后新上市公司的股份，至此，外资并购我国上市公司已经基本没有政策上的障碍。

如果以1995年北旅股份首开外资并购的先河算起，我国证券市场上的外资并购已悄然走过18年，18年来，以境外产业资本为收购主体、以战略并购为主要特征的外资并购案例无不引起实务界和理论界的广泛关注。外资收购我国上市公司股权，一方面可以促进上市公司实现股权多元化，有利于改善公司治理结构，对于提高上市公司的核心竞争能力起到了积极的推动作用；另一方面，围绕外资并购所引发的上市公司国有股并购价值低估，国有股权贱卖，外资吞噬民族品牌，形成行业垄断，甚至危及国家经济安全的争论却从未停止。在已发

生的并购案例中，以2005年美国凯雷投资集团收购徐工(000425)最为典型，在经历了长达三年的巨大争议之后，该收购案最终在2008年7月以失败告终。在围绕外资并购上市公司国有股的这些争论中，上市公司国有股的并购定价问题常常被社会各界广泛关注，而并购溢价往往又成为争论的焦点。

根据企业并购定价理论可知，目标企业的并购价值=目标企业的内在价值+并购增值额，并购增值额代表主并方对并购后产生的价值增值的预期，即并购后产生的预期价值大于企业独立存在时的内在价值之和，实现1+1>2的效果。并购增值额在理论上应大于零，否则并购活动不会发生，主并方最终支付的并购价格在理论上应大于目标企业的内在价值，小于目标企业的并购价值，并购定价谈判的核心通常是并购增值额的分配比例问题。目标企业的内在价值、并购价值与并购价格的理论关系参见图1.1。

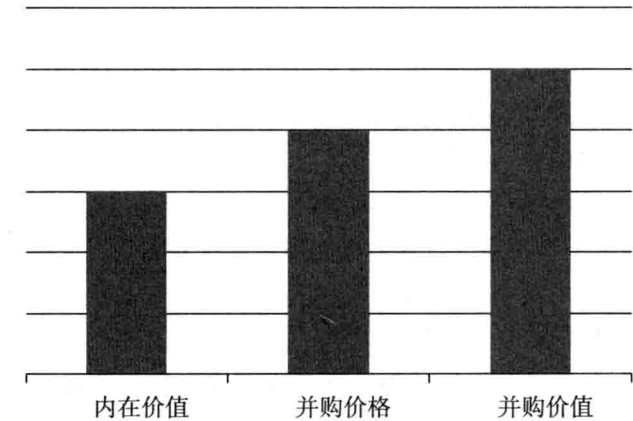


图1.1 目标公司内在价值、并购价值与并购价格的关系

从图1.1可知，并购价格在理论上应介于目标企业的内在价值与并购价值之间，本书将在主并方支付的并购价格中高于目标企业内在价值的部分价值定义为企业并购溢价，即企业并购溢价=并购价格-目标企业的内在价值，且0<企业并购溢价<并购增值额。通常可以采用并购溢价率来衡量企业并购的溢价水平，对于上市公司的股权并购而言，则可以采用股权并购溢价率来表示

$$\text{股权并购溢价率} = \frac{\text{股权并购价格} - \text{目标企业股权的价值}}{\text{目标企业股权的价值}} \tag{1.1}$$

式(1.1)中，目标企业股权的价值若选择每股净资产，股权并购溢价率就变成净资产并购溢价率；若选择上市公司的股票价格，股权并购溢价率就变成市场价格并购溢价率，一般来说，两种溢价率的计量结果会存在很大的差异。

国外很多研究显示，在股权并购中支付溢价是很普遍的现象。Alexander R. Slusky &

Richard E. Caves(1991)的研究样本表明1986—1988年美国企业的股权并购溢价率均值为50.5%。Gondhalekar V. B., Sant R. R., Ferris S. P.(2004)分析了1973—1999年美国国内上市公司并购纳斯达克上市公司而支付的并购溢价,结果发现平均溢价率在50%以上。据彭博社统计,2001—2009年美国上市公司国内并购平均并购溢价率在40%以上,2009年美国公司的这一数字更是高达56%。^①

目前,国内学术界围绕外资并购上市公司国有股溢价水平问题存在严重分歧,大体可以分为外资并购溢价论与国有资产贱卖论。

有的学者认为与国内企业间并购溢价率相比,外资并购上市公司国有股已经支付了较高的并购溢价,而且统计数据似乎也证实了这样的观点。陆志强(2010)发现2004—2006年上市公司国有股转让的净资产溢价率平均为13%,颜艳旭(2010)的研究样本表明2006—2008年我国上市公司并购国内企业的净资产溢价率平均在20%;本书统计发现2002—2009年外资并购的净资产溢价率平均值为84.6%,其中国有股溢价率的平均值为85.2%。从上述统计数据中不难看出,相对于国内企业并购溢价而言,外资支付的并购溢价明显偏高。祝波、金润圭(2005)认为外资并购溢价率较高的现象是由国际通行的并购定价方法与我国股权转让定价规则的差异造成的。

有的学者认为外资并购国有股的定价严重偏低,国有资产存在被贱卖的嫌疑。由于国有产权的特殊性、某些企业内部人为控制严重,导致外资并购支付的对价过低,既没有反映上市公司的内在价值,更无法反映上市公司的并购价值。典型的案例如:凯雷收购徐工、高盛收购双汇、高盛收购美的等。一方面,长期以来,外资并购上市公司国有股的价格一直低于上市公司股票的市场价格,随着股权分置改革的完成以及《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》的出台,外资并购国有股支付的价格有了一定的提高,但相对国外平均40%以上的溢价率,外资支付的市场价格溢价率仍然偏低;另一方面,近年来,以雪津啤酒为代表的非上市公司则频频上演外资“天价”并购,这也从一个侧面反映了目前我国资本市场相对“保守”的并购估值。因此,有的学者主张大幅提高外资并购国有股的溢价水平,同时出于对国家产业战略安全的考虑,反对外资并购某些重点企业。

本书认为,上述分歧的产生是由研究人员在外资并购溢价的计量标准、股权并购价值的估算方法,以及研究时样本选择的不同等原因导致的。目标公司内在价值可以根据股票价格或者各种财务估值方法对其计量,而并购溢价则是并购双方在考虑多种因素的基础上通过博弈谈判确定的。相对而言,并购溢价的确定更为复杂,不同的并购企业针对同一目标企业给予的并购溢价,差距之大令人瞠目结舌。并购溢价的确定受多种因素的影响,企业并购价

^① 资料来源:彭博社。CEOs Paying 56% M&A Premium Shows Stocks May Be Cheap.2009-12

值评估方法选择、并购双方对并购后的盈利预期、并购双方的谈判能力等都会对并购溢价的幅度产生影响。例如，金融资本与产业资本对目标企业的估值差距就是显而易见的。2008年9月，可口可乐宣布以报价12.2港元/股收购汇源果汁，比汇源复牌前的收盘价4.14港元溢价1.95倍，引起市场轰动。2011年8月，谷歌将以每股40美元现金的价格收购摩托罗拉移动。这笔交易的总价值达到约125亿美元，按照上述并购协议宣布前的收盘价计算，该收购价比摩托罗拉移动的股价溢价63%。追溯英博啤酒以60亿元高价收购雪津啤酒的案例，可以发现，产业资本和金融资本的定价模式差别很大。如何合理定价需要具体问题具体分析。对于上市公司国有股而言，除了一般的定价问题之外，还存在着严重的委托代理问题，这将使问题变得更为复杂。然而，不论并购双方并购定价谈判能力如何，抑或采用何种谈判机制，在并购谈判之前，并购双方都必须采用科学的财务估值方法对目标公司的并购价值进行评估，唯有如此，才能在并购谈判前确定己方可接受的价格范围，才可能掌握并购谈判的主动权。就外资并购上市公司国有股而言，国有股东必须在外资并购定价谈判前，科学合理地评估上市公司的内在价值，同时根据外资并购方的具体情况估算其可能支付的并购溢价的合理范围。此时，科学合理的外资并购溢价估算模型就显得十分重要。

目前，国内学术界尚未对外资并购上市公司国有股的溢价水平给出较为一致的解释，对外资并购国有股溢价的影响因素以及并购溢价估算模型的研究也少有涉及。这既说明确定外资并购上市公司国有股的合理溢价水平在理论上和实践上具有一定的难度，又反映了目前我国学术界在相关领域的研究上存在不足。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

本书研究的理论意义在于丰富和发展了股权并购溢价的理论和方法。并购溢价的估算是企业并购价值评估中最关键、最复杂的环节。目前，国内外关于股权内在价值评估方法的研究较多，关于股权并购价值评估方法的研究较少；基于主并方的角度进行并购估值的研究较多，基于被并方的角度进行并购估值的研究较少。本书通过对外资并购上市公司国有股溢价问题的研究，深入分析并购溢价的形成机理，实证检验外资并购国有股溢价的影响因素，最终构建外资并购上市公司国有股的溢价估算模型。通过一系列研究工作，本书将建立一个外资并购上市公司国有股溢价的基本研究框架，明确哪些因素对并购溢价产生影响，建立基于目标公司股东角度的外资并购溢价估算模型，这些理论研究成果，对于丰富和发展企业股权