

# 公司并购中目标公司 定价理论与方法

孙 涛 著

经济管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司并购中目标公司定价理论与方法 / 孙涛著.  
—北京: 经济管理出版社, 2005

ISBN 7-80207-328-6

I. 公... II. 孙... III. 公司—企业合并  
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 058938 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京银祥印刷厂

经销: 新华书店

责任编辑: 刘璐

技术编辑: 晓成

责任校对: 超凡

787mm×1092mm/16

16 印张

283 千字

2005 年 8 月第 1 版

2005 年 8 月第 1 次印刷

印数: 1—6000 册

定价: 30.00 元

书号: ISBN 7-80207-328-6/F·316

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

# 序

受经济管理出版社的邀请，让我为孙涛同志即将出版的新著《公司并购中目标公司定价理论与方法》一书写序，孙涛同志是我的学生，对他的为人和研究我颇为了解，因此，我欣然答应了。

我知道本书是作者博士论文与相关研究成果的结晶，通读全书使我既感到激动和欣喜，心中又充溢着自豪和喜悦，我意识到这是一本关于公司并购定价方面比较新颖、具有较强的定量性和实用性的好书。美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒在《通向垄断的寡头之路——并购》一文中开篇说的那段话：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并收购而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。”目前，我国公司的规模还相对较小，公司规模扩大也必将采用并购扩张的方式，随着我国证券市场逐步走向规范，大规模的并购高潮即将到来，这本书必将为实施扩张战略的企业家以及从事并购投资的专家和学者们提供一定的参考和帮助，并由此引发公司并购定价方面形成更多的研究成果。

2004年是我国并购投资市场上不平凡的一年，公司并购向国际化方向发展。2004年1月5日，日本的朝日啤酒及伊藤忠商社入股我国的康师傅；6月，美国的AB公司与南非的SAB公司争购我国的哈啤集团；8月6日，英国的汇丰银行入股我国的交通银行；8月19日，美国的亚马逊以7500万美元收购卓越；10月28日，我国的上汽集团收购韩国的双龙汽车，耗资超过40亿人民币（5亿美元）；12月，我国的联想集团收购美国的IBM的个人计算机业务耗资超过100亿人民币（6.6亿美元现金加6亿美元股票）。在我国公司参与国际公司的并购活动中，明显的特点就是开始使用要约收购，在美国的AB与南非的SAB竞购我国的哈啤集团过程中，由于使用了公开要约收购方式，使哈啤股票价格直线上涨。5月5日，SAB宣布以每股4.3港元的要约收购哈啤集团，而美国AB则在6月2日宣布以每股5.58港元要约价格竞购哈啤集团，在不到一个月的时间内哈啤的股票上涨了接近30%，AB公司最终以每股5.58港元的要约收购价，总耗资约55.9亿港元收购了哈啤集团，使国有控股的哈啤集团在刚过完香港证交所上市两周年“生日”之际，被世界啤酒巨头——美国的AB公司私有化，从此退出了香港证交所，也退出了国有控股公司的行列。

从以上事例可以看出，并购是残酷的，并购中对目标公司的定价是十分重要的，它不但决定着并购双方的利益，同时也决定着并购的效率甚至并购活动的成败。因此，在这种环境下，孙涛同志的《公司并购中目标公司定价理论与方法》一书的问世，对广大并购投资者以及有志于从事公司并购理论学习和研究的人来说，无疑是一个福音。

据文献记载，公司并购于 1897 年产生在美国，至今已经有 100 多年的历史，但并购理论的完善和发展却是在 20 世纪 50 年代才开始的。我国的并购活动起步较晚，1984 年河北省保定纺织机械厂采用承担被兼并企业全部债务的方式兼并了保定市针织器材厂，开创了我国资产兼并的先河；1993 年 9 月 30 日，中国宝安集团股份有限公司上海分公司宣布持有延中实业股份有限公司 19.8% 的流通股股份，成为该公司的第一大股东，揭开了我国上市公司股权收购的序幕。从 1984 年开始计算我国公司并购有 20 多年的历史，从 1993 年起开始计算仅有十几年的时间。因此可以说，我国的公司并购才刚刚起步，对并购理论的研究还处在百家争鸣的阶段。

对于这本即将问世的新著，我不想做过多的评论，但作者所提出的许多观点很具创新性，这本以“三段论”定价为主要框架的目标公司定价理论与方法，提出了公司并购定价的一种新思路；把目标公司的价值区分为净资产价值、资产溢价、增长期权溢价和协同溢价四部分的方法，突破了传统会计理论把目标公司转让价值超过净资产价值以上部分都归结为商誉价值的做法；书中根据《上市公司收购管理办法》的规定，分别对证券市场集中竞价收购、公开要约收购和协议收购三种方式进行了目标公司定价研究，特别在要约收购的出价方法研究中，分别从投资成本、经济效益、业绩补偿和风险度量四个方面进行了定价分析，建立了相应的并购定价计量模型和风险度量模型，并进行了实证研究；作者还大胆地对著名的 L-G 模型进行了分析和修正，构建了考虑协同效应及其增长的换股比率模型，并研究了换股比率与持股比例之间的关系，对换股比率和持股比例进行了优化分析；在并购竞价的研究中，分别对套利与博弈的竞价策略和定价方法进行了分析，提出了一些大胆的想法。另外，作者在研究目标公司定价理论与方法的同时，还选择了一些典型的公司并购案例进行分析，用来证明自己的观点，给这本新著增加了一些特色，也有利于读者对目标公司定价理论与方法的理解。

孙涛同志这本新著的优与劣须留待广大读者去评判，作为作者的老师，我首先预祝本书发行成功，并希望他更加努力地从事教学与研究，出更多、更好的新著，在工作中取得更大的成绩。

中国科学院院士、博士生导师 宋振祺

2005 年 4 月 15 日

# 目 录

序 .....	1
1 导 论.....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.2 目标公司定价及其定价方法分类.....	10
1.3 目标公司定价的国内外研究现状.....	14
1.4 本研究的基本思路和主要内容.....	25
1.5 目标公司定价研究的前提假设.....	27
2 目标公司定价的基本理论.....	29
2.1 目标公司价值评估的理论分析.....	29
2.2 目标公司发盘出价的相关理论分析.....	40
2.3 目标公司投标竞价的相关理论.....	47
2.4 本章小结.....	50
3 公司并购中目标公司的选择.....	52
3.1 公司并购中目标公司的搜寻.....	52
3.2 目标公司选择的判断准则.....	60
3.3 目标公司选择的综合评价法.....	67
3.4 本章小结.....	72
4 目标公司的战略性估价.....	73
4.1 目标公司的价值管理.....	73
4.2 目标公司的基础价值.....	83
4.3 目标公司的价值增值.....	87
4.4 目标公司并购溢价的度量模型及其实证研究.....	97
4.5 华能国际的并购绩效分析 .....	105
4.6 本章小结 .....	113
5 证券市场集中竞价收购的目标公司股票定价研究 .....	114
5.1 我国证券市场股票交易现状及其股价规律 .....	114
5.2 股市要约权收购的目标公司股票定价 .....	128
5.3 接管权股市集中竞价收购的目标公司股票定价 .....	134
5.4 股票市场竞价收购延中实业的案例分析 .....	138

5.5	本章小结 .....	141
6	证券市场要约收购的目标公司定价研究 .....	142
6.1	证券市场要约收购状况及其出价思路 .....	142
6.2	证券市场要约收购的投资成本分析 .....	145
6.3	证券市场要约收购的经济效益分析 .....	150
6.4	要约收购中目标公司定价的协同效应陷阱 .....	157
6.5	目标公司定价的风险及其度量研究 .....	166
6.6	哈药集团要约收购案例分析 .....	172
6.7	本章小结 .....	176
7	场外协议并购的目标公司定价研究 .....	177
7.1	我国协议并购的现状 .....	177
7.2	协议并购中不同支付方式的目标公司定价 .....	179
7.3	目标公司定价中的换股比率研究 .....	190
7.4	目标公司定价中支付方式的选择 .....	201
7.5	上汽集团协议收购韩国双龙 .....	203
7.6	本章小结 .....	206
8	目标公司定价的竞价策略研究 .....	207
8.1	目标公司定价的基本竞价策略 .....	207
8.2	目标公司定价的套利竞价策略 .....	209
8.3	目标公司定价的博弈竞价策略 .....	214
8.4	AB 与 SAB 竞价要约收购哈啤股份 .....	227
8.5	本章小结 .....	232
9	结 论 .....	234
9.1	主要结论 .....	234
9.2	主要创新点 .....	236
9.3	对未来研究的展望 .....	237
	参考文献.....	239
	后 记.....	249

# 1

# 导 论

在分析我国公司并购低效和课题研究意义的基础上，通过对国内外公司定价理论与方法研究现状的综述，指出了我国目前公司并购中目标公司定价理论与方法存在的主要问题，提出了建立目标公司“三段论”定价方法的设想，以此为基础分析了课题研究的基本框架、研究思路和主要研究内容，并对课题研究的前提假设条件进行了归纳。

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 问题的提出

并购 (Merger and Acquisition) 一词来源于美国，是兼并和收购的统称，用通俗的话说就是购买公司。十几年前，我国大部分人对这个词还十分陌生，1984 年，河北省保定纺织机械厂采用承担被兼并企业全部债务的方式兼并了保定市针织器材厂，开创了我国企业兼并的先河；1993 年 9 月 30 日，深圳宝安集团股份有限公司上海分公司宣布持有延中实业股份有限公司 19.8% 的上市流通股股份，成为该公司的第一大股东，揭开了我国上市公司股权收购的序幕。从此，我国公司并购活动开始得以不断发展并逐步升级，目前已经成为公司资本扩张的主要形式之一。由于我国公司并购的历史较短，仅有十几年的时间，西方发达国家的公司并购虽有 100 多年的历史，并已建立了较为完善和系统的公司并购理论和方法体系，但由于中国和西方社会制度及市场经济条件的不同，我国公司并购无法也不能照搬西方发达国家公司并购的理论与方法。

从我国目前公司并购的情况来看，不讲求效益盲目并购的现象十分严重，特别是忽视并购过程中目标公司的定价问题，许多公司为追求生产规模扩大，不考虑目标公司的实际价值，不加选择地过度并购低效益公司、包袱沉重公

司、资不抵债公司等，从而造成了并购公司生产能力闲置，产品积压滞销，利润率下降等“规模不经济”的低效率现象。有的公司为实现对优势公司的并购，过度提高收购价格，产生了过高的并购溢价，忽视对目标公司的科学定价，也造成了并购低效率和低效益的结果。为此，治理公司并购的低效率和低效益，特别是研究公司并购中目标公司的定价理论与方法已成为我国公司资本运营中的一项重大课题。

近几年来，虽然我国的许多理论工作者和实际工作者已经对公司并购的目标公司定价问题进行了一些研究，发表了许多研究论文，但分析这些理论研究成果，多为照搬西方国家的目标公司定价理论与方法，并且多偏重于对并购成本的分析，过分重视目标公司的账面价值，缺乏公司并购定价的定量分析。因此，从我国经济发展和公司并购中目标公司的实际情况出发，借鉴国外已有的公司并购定价理论与方法，采用定性与定量相结合的方法，除对国外已有的目标公司定价方法进行深入分析为我所用外，还要研究适应我国国情的目标公司定价问题。更重要的是要采用新的思路和方法，尝试把一些新的理论与方法，例如，期权理论、风险理论、均衡理论、套利理论、博弈理论等引入到公司并购的目标公司定价中，进行目标公司定价的系统化研究，探索我国公司并购中目标公司定价的理论与方法，以指导公司并购的目标公司定价实践，促进我国公司并购效率和效益的不断提高。

公司经营规模的不断扩大是市场经济发展的必然结果，也是当今世界经济发展的一大趋势。美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒在他 1953 年发表的《通向垄断的寡头之路——兼并》一文中开篇就指出：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。”美国的公司并购实践从 1897 年开始至今已有 100 多年的历史，经历了五次大的并购浪潮，从横向并购开始，经过纵向并购发展到混合并购经历了 70 多年的时间。单个公司的并购规模从第一次并购浪潮的不足 1 亿美元，到第四次并购浪潮的 10 亿美元经历了 90 多年。而在我国公司并购实践中，从 1984 年的首例企业兼并至今，仅有不到 20 年的时间，但进入 2000 年，我国已有多起超过百亿元人民币的公司并购案件。这说明我国的公司并购与美国的公司并购有完全不同的基础条件。2003 年上市公司共发生并购交易 925 笔，较 2002 年增长 40.51%，完成并购交易总金额 77.39 亿元，较 2002 年增长 44.69%，同时并购市场化程度也不断提高，关联并购笔数和交易金额在整体交易中的比重不断下降。在我国目前这种高风险的公司并购浪潮中，一方面并购市场逐步趋于完善，公司并购规模越来越大，并购风险逐步趋于提高；另一方面大多数目标公司普遍存在着经营状况不

佳、资产质量不高、公司效益低下的现象。由于我国公司并购中违规现象屡屡发生，造成了公司资本结构普遍存在着不合理，负债比率和应收账款的比例逐步盘高，公司投资不足和缺乏流动资金的现象亟待治理和解决。特别是国有企业在两权分离和改制过程中许多问题逐步暴露出来，许多国有企业不仅负债比率过高，而且长期亏损，面临破产。已经改制的国有公司也由于资本运营不规范，致使运营效率极差。我国社会主义市场经济的高速发展和加入世界贸易组织的挑战，给公司并购提出了高效率和规范化的要求。因此，研究公司并购中的目标公司定价问题，特别是研究目标公司定价的理论与方法，以指导公司并购实践，提高公司并购效率，不仅是必要的，而且是十分迫切的。

### 1.1.2 公司并购低效的表现

我国公司并购活动主要产生于上市公司中，是随着市场经济的发展和经济体制改革的深化逐步扩大的，必然会产生许多难以克服的问题。这些问题的存在导致了上市公司并购的低效率，很大程度上阻碍了我国公司并购活动的健康发展，归纳起来，上市公司并购低效主要表现在以下几个方面：

(1) 并购规模不经济。从理论上讲，横向并购会随着生产规模逐步扩大，在公司并购及整合的过程中产生平均生产成本下降的现象，即产生规模经济。由于规模经济是一个动态的概念，随着上市公司生产技术条件和市场环境的变化，最佳生产规模呈现不断上升的趋势，以促使上市公司不断地进行资本扩张，再加上我国上市公司并购的动因错误、政府干涉过多、并购缺乏可行性研究和财务分析、忽视并购后的整合等原因，就会使上市公司并购后产生成本升高、利润率下降的规模不经济现象。

(2) 并购的失败率较高。并购的失败率是指在一定时期内，上市公司并购失败的数量与同期并购总数量的比率。由于我国的上市公司并购还处在发展阶段，并购活动缺乏系统的理论指导和可供借鉴的经验，致使产生失败率较高的现象。目前，我国上市公司并购失败的例子很多，郑百文由于过度并购并缺乏内部控制制度，损失掉了全部的资产还产生了 14.47 亿元的债务，1999 年在豁免债务的情况下被山东三联收购。我国仅 2001 年就有 151 家上市公司发生亏损，亏损总额高达 308.1483 亿元人民币，截至 2002 年 12 月，连续三年亏损的上市公司已经超过 30 家，深交所已有 7 家上市公司退出股市。在这些亏损和退市的公司中，有许多是由于并购定价过高、并购低效企业、并购后缺乏整合等原因造成的。2003 年 5 月公布的 ST 公司已达到 58 家。许多公司由于并购中支付了过多的溢价而逐步走向了亏损、财务危机或者破产，其中大多的

原因与盲目并购扩张有关。

(3) 并购后增加的组织管理费用大于节约的交易费用。纵向并购主要是由于节约交易费用的动机产生的，在上市公司并购的过程中使公司供应、生产和销售环节合为一体，从而减少了交易费用，但同时又会因上市公司规模的增大而使管理费用增加。有效的纵向并购应使节约的交易费用小于增加的管理费用。由于我国上市公司并购在一定程度上缺乏理论指导，并购中没有考虑交易费用与管理成本之间的对比关系，而且富余人员过多是国家控股公司的普遍现象，在这种状况下要使节约的交易费用小于管理费用几乎是不可能的，因此，上市公司并购的低效率也就在一定程度上带有必然性。

(4) 并购成本过高，使收购公司难以尽快消化。由于我国产权市场，尤其是证券市场不够规范，给公司并购增加了成本。而且我国目前上市公司的并购具有一定的盲目性，并购双方均缺乏效益和效率的观念，多采用协议并购的方式收购低效公司，或在证券市场上通过竞价购买目标公司的股票，增加并购成本也就具有必然性。再加上并购前缺乏对目标公司的优化选择和可行性论证，存在着目标公司不适合并购公司、实际价值低于评估价值，目标公司过度负债或者潜亏等现象，这在很大程度上影响了合并后整个公司的发展，从而容易造成并购公司的负担过重。

(5) 并购后公司利润率持续下降、不稳定或出现亏损。由于目标公司负担过大或收购成本过高，就会使并购公司产生收购目标公司后收益率下降，并有持续下降的趋势，个别公司还会发生因并购而破产或进入亏损公司行列的现象。产生这种现象的主要原因是由于缺乏对并购活动进行可行性论证和财务分析。

(6) 不能产生协同效应。产生协同效应是上市公司并购的重要特点之一，主要包括经营协同效应、财务协同效应和管理协同效应。由于我国目前的上市公司并购活动还不够规范，大多的公司并购不具备产生协同效应的条件。因此，并购后缺乏协同效应也就在所难免。

(7) 股价持续下跌或上升幅度不理想。公司并购初期，因目标公司的效益、管理、技术、市场等方面要比并购公司差，并购公司的股价暂时有一定程度的短期下降是一种正常现象。如果并购后公司股票持续下降或上升幅度不足，就说明并购对象的情况太差影响了公司整体的发展，就应及时对目标公司加强调整，加快整合，迅速改变这种现象。

以上分析了公司并购低效的一般表现，通过这些表现可以反映公司并购状况的优劣程度，公司并购是一项动态的资本运营方式和扩张手段，随着市场经济的发展和并购活动的深入，还会产生一些并购低效的新表现，并购者应发现并采取相应的补救措施。

### 1.1.3 公司并购低效产生的主要原因

我国上市公司并购低效是由多方面的原因造成的，一般有社会、政策、经济、法律等方面的原因，其中以经济原因为主，归纳起来，主要有以下几个方面：

(1) 盲目并购，缺乏理论指导。我国上市公司并购产生的时间较短，并购活动多在西方公司并购理论的指导和经验借鉴下进行，还处在理论探索和起步阶段，尚未建立起适合我国国情、规范、科学的理论与方法体系。因此，并购活动存在一定程度的低效率和个别的失败现象带有一定的必然性。

(2) 并购动机畸形。正确的并购动机是公司并购成败的一个关键要素，错误的并购动机容易把公司并购引向歧途。我国由于受计划经济的影响，至今仍保留许多错误的动机，如消灭亏损企业，争取行业、地方、国家、世界名次，显示领导能力等。畸形的并购动机会使公司并购脱离追求“企业价值最大化”的目标，从而产生并购低效率的现象。

(3) 并购形式单一，缺乏定量决策。上市公司并购按不同标志分类可有不同的方式，随着市场经济的发展，还会不断产生出许多新的并购方式。我国目前公司并购以协议收购为主，主要有现金和股票两种支付方式，由于金融管制，“杠杆收购”还无法在我国得以有效利用。在并购过程中，并购决策也多由收购公司的主要领导人凭个人的主观意见做出，很少进行并购的可行性研究、组合选择的定量评价以及财务分析等，这就必然使得公司并购的效率大打折扣。

(4) 政府对公司并购行为干涉过多。我国上市公司并购始于政府干预，经过十几年的发展虽然已经发生很大的改善，但由于我国证券市场目前还不够规范，上市公司生产规模相对较小、盈利水平普遍较低，国家政策还在很大程度上影响着经济，国有经济还占主导地位等原因，政府对公司并购的干预也就难以避免，这也是上市公司并购低效的主要原因之一。

(5) 并购程序和方法不规范。我国目前的上市公司并购程序和方法多由国家有关部门制定，这些程序和方法从计划经济条件下的企业兼并程序和方法演化而来，也就必然存在着许多不尽合理的地方，还没有达到按市场经济的客观要求确定上市公司并购程序的程度，市场中介在上市公司并购中的作用还没有充分地显示出来。因此，并购程序与方法的不完善及不规范影响决定着上市公司的并购效率。

(6) 缺乏科学论证和财务分析。上市公司并购是一项特殊的投资活动，应按照投资决策的程序和方法进行分析。但是，由于我国目前的公司并购起点较

低，现有的财务决策的理论与方法以及西方发达国家公司并购的理论与方法无法直接应用于并购决策分析。再加上我国目前公司经理人制度尚未建立，职工素质普遍相对较低。因此，公司并购的投资决策普遍存在忽视定量分析，多以主要领导人定性分析为主进行决策的现象。

(7) 并购的法律、法规不够健全。由于我国上市公司并购还处在起步阶段，有关的法律、法规还处在建立之中。在上市公司并购的现行法律、法规中还存在着一些与市场经济相违背的条款，已经颁布的法律、法规中的某些条款也因环境条件不具备或产权制度不完善而不能实施。因此，在市场经济还不够规范的情况下，法律、法规对公司并购双方利益的保护是相对的。

(8) 并购扩张时机不佳。公司并购既然是一项特殊的投资活动，就必然存在一个并购时机的选择问题。考察我国公司并购史，并购者多因动机畸形，不考虑并购扩张的时机，在股价上升过程中追高收购，造成过高的收购溢价而失败，这应使并购者引以为戒，重视并购时机的选择。

公司并购低效的原因是多方面的，以上只是根据目前的发展状况归纳的一些基本原因，并购者应时刻注意影响并购低效的新动向，并善于发现和利用这些原因为提高公司并购效率服务。

#### 1.1.4 提高公司并购效率的对策

上市公司并购低效在很大程度上制约着我国经济的发展，为尽快解决这些问题，促进公司并购按市场规律有效运营，实现上市公司资本的有效扩张，特提出以下提高并购效率的对策：

(1) 提高人们对公司并购重要性的认识。公司并购不是单纯扩大生产规模的手段，而是资本运营的有效方式，对并购双方均应具有一定好处。因此，既要加强对职工进行公司并购重要性的宣传和教育，提高人们对公司并购的认识，也要加强对公司决策者的并购理论培训，提高他们的决策水平，使上市公司的全体员工都能关心和重视公司并购，促进公司资本的有效运营。

(2) 研究适合我国实际的上市公司并购选择理论与方法。我国上市公司的市场经营观念还相对淡薄，从单纯生产观念向以市场竞争为中心的现代经营观念转变，需要有一个相当长的过程。为提高我国上市公司并购质量和效率，应根据我国公司并购的实际情况，借鉴国外公司并购的成功经验，尽快研究并建立适合我国国情的公司并购理论和方法体系，使公司并购有一种可操作的并购选择方法，规范公司并购行为。

(3) 加强上市公司并购可行性研究和财务分析，提高上市公司并购的成功

率和效率。由于我国上市公司的经济实力相对薄弱，并购活动还处在一种不规范的环境之中，在一定程度上存在着盲目性，普遍存在忽视可行性研究和财务分析的现象。因此，对上市公司并购进行可行性分析要实现程序化，引导和鼓励上市公司逐步形成程序化、科学化、高效化、简单化、实用性的可行性研究理论和方法体系。同时还要对上市公司并购加强财务分析，使上市公司并购在不断降低成本、提高效益和效率的基础上健康发展。

(4) 加快“公司制”改革，完善上市公司资本并购的市场条件。我国国有企业改革的方向是实行“公司制”，建立现代企业制度。在这项改革中关键点在于完善和规范证券市场，加大国有资产减持的力度，进一步加强公司治理，完善证券市场的上市和退市制度，使上市公司并购在良好的外部环境下，随着国有企业“公司制”改革的不断深入，在规范的证券市场上健康发展，最大限度地发挥上市公司并购的规模经济、协同效应和生产经营高效率的优越性。

(5) 建立和发展资本市场的中介机构，规范上市公司并购行为。我国资本市场的中介机构主要有投资银行、投资公司、证券公司、咨询公司、顾问公司等，这些机构对资本流通有较深入的研究，所接触的上市公司并购实例较多，积累了丰富的经验，占有大量的信息，具有较完善和先进的分析手段，专门从事资本流通的中介服务。上市公司可以委托中介机构为其从事可行性论证、并购目标选择、并购方式选择、并购规模确定以及效益分析等工作，利用中介机构的优势为上市公司并购服务。

(6) 合理选择上市公司并购的方式和规模。我国上市公司并购的实践证明，并购方式对资本运营效果的影响很大。在公司并购运营中，大部分上市公司存在着盲目扩张的现象，而且忽视并购后的资本收缩和内部重组，从而造成了公司并购的诸多弊端。为提高上市公司并购的有效性，就应该合理选择公司并购方式，通过分析研究确定上市公司并购的最优规模。

(7) 优化资本结构，实现公司价值最大化。按照西方发达国家的资本结构理论，资产负债率应保持在 50% ~ 70% 之间较为合理。我国上市公司资产负债率极不稳定，目前还有许多上市公司超过 80%，也有一些公司不足 40%，优化资本结构仍然是目前我国上市公司治理的一项重要任务。根据 MM 原理，在考虑税收的情况下，资本结构影响着公司价值的大小，优化资本结构可以实现公司价值的最大化。

(8) 健全有关资本并购的法律、法规，使上市公司并购合法运营。上市公司并购是一种市场行为，理应受到市场经济规律的支配，而市场经济是一种法制经济，只有在良好的法律环境下，公司资本运营才能得以健康地发展。目

前，政府虽已制定了许多有关上市公司并购的法律、法规及管理条例，但也有许多问题尚未得到有效解决。因此，完善有关公司并购的专门法律，并对现有的法律法规中补充相关条款，逐步完善公司并购的法律体系以约束和监督上市公司并购行为就显得十分的必要和迫切。

规范上市公司并购行为需要多方面努力，除以上对策外，优化上市公司资源配置，规范证券市场，建立上市公司并购的考核指标体系和考核制度，充分借鉴国外并购的成功经验，建立我国并购理论等都是完善上市公司并购行为，提高上市公司并购效率的有效对策。

### 1.1.5 本研究的重要意义

公司并购是现代经济生活中一种极其重要的产权交易现象，是市场经济发展到一定阶段的必然产物。它是公司从生产经营向资本运营转变的有效方式，是公司实现资本快速扩张的有效手段，充分体现了市场经济条件下优胜劣汰的竞争法则。目标公司定价作为公司并购的核心环节，直接关系到并购活动的成败。因此，研究公司并购的目标公司定价理论与方法，不断提高公司并购的有效性、高效率和高效益，减少因公司并购失误或失败给国家、公司、股东、职工等带来的经济损失，具有重要的现实意义。

(1) 为公司并购的目标公司定价提供理论与方法。目标公司的并购价格直接关系到并购双方股东的经济利益，过高的定价会降低并购效率，不利于并购公司的发展，过低的定价又会损害目标公司的股东利益而难以使并购成功。因此，研究目标公司的定价理论与方法可以指导公司并购中的目标公司定价活动，使公司并购的目标公司定价在正确的理论指导下，采用较为合理、科学的方法进行。

(2) 完善和发展目标公司定价的理论和方法体系。进行目标公司定价的理论与方法研究，使公司并购中的目标公司定价更加科学、更便于实际工作者使用这些理论与方法进行高效率的并购，从理论和实践两个方面起到完善和发展目标公司定价理论与方法的目的。

(3) 指导并购公司降低成本，提高并购效益。并购成本是目标公司定价的基础，研究目标公司定价必须从研究并购成本开始。首先，并购本身就节约了交易成本。其次，资本扩张的结果表现为生产能力和市场占有率的提高，这必然会产生规模经济条件下单位生产成本降低和效益提高。再次，公司并购产生的协同效应及管理效率提高、技术水平的改进、亏损的减少、合理避税等方面的综合作用，必然会促使公司整体投资利润率的不断提高，从而提高公司并购

的经济效益，这些作用都难以与目标公司合理定价分离开来。

(4) 促进公司并购提高效率。目前，我国的公司并购一般是大规模公司并购小规模公司，效益好的公司并购效益差的公司。因此，在公司并购的目标公司定价中，公司实力对并购价格的形成起了很大的作用，并购双方通过综合实力对比和竞价博弈最终确定并购后各自在合并公司中的持股比例。这种通过市场竞争来实现并购定价的方法，必然会通过优胜劣汰的市场竞争规则，全面提高公司并购的效率。

(5) 指导公司并购优化产业结构和资本结构。公司并购实际上是公司资本的重新组合和优化选择，通过合理的公司并购定价一方面消灭了长期亏损公司；另一方面也在很大程度上按竞争原则对社会产业进行了重新调整，使产业结构得以优化。从公司内部来看，合理的公司并购定价也使公司内部的资本构成发生了变化，调整了负债和所有者权益的比例，使之向着合理资产负债率、权益乘数、资产周转率、流动比率、速动比率、现金比率的方向发展，提高获利能力指标，从而达到优化资本结构的目的。

(6) 指导公司并购有效配置资源。在激烈的市场竞争中，取得竞争胜利的一般是经济技术实力强大的公司，积极培育大公司和公司集团，是当前我国经济体制改革的重要内容。公司间的兼并、收购等资本运营方式加速了资本的集中、积聚、增值和资产规模的扩张，促进了一批巨型公司的产生和发展，提高了公司的规模经济效益。而市场有效竞争的关键是合理的价格体系，因此，目标公司的合理定价有利于公司并购的发展，同时通过兼并破产机制使一些不善经营、资不抵债的公司资本得以有效盘活，推动了产业升级、产业结构调整，使得资本在全社会范围内实现优化配置。

(7) 规范公司并购市场，促进公司公平竞争。我国加入世界贸易组织后面临的严峻挑战就是与国外公司争夺市场，从目前中外公司的现状来看，我国公司与西方发达国家的公司相比，除生产技术水平、管理水平相对较差，公司利润率较低以外，最大的差别是公司规模的悬殊。西方发达国家的公司已进行了100多年的并购，形成了成熟的目标公司定价方法体系，资本扩张已到了相当高的程度，其生产能力和资金实力都很强。与外国公司竞争，国内大多数公司缺乏实力，这就需要国内公司利用我国刚刚加入世界贸易组织过渡期的保护政策，通过合理公司并购的价格体系，使公司并购按市场竞争的运行规律进行目标公司定价，促进公司并购中的公平竞争，加快国内公司的并购步伐，实现国内公司资本的快速扩张。同时还应加强与国外公司的并购合作，学会使用符合国际惯例的并购方式和定价方法，充分利用和借鉴国外公司的先进技术和管理经验，尽快提高我国公司参与国际经济大循环的适应性。

## 1.2 目标公司定价及其定价方法分类

### 1.2.1 目标公司定价的特点

目标公司是公司并购中被并购公司的一种特殊称谓。目标公司定价是指公司并购的交易过程中对目标公司进行价值评估、确定并购出价和进行并购竞价等一系列活动过程的统称，是目标公司通过并购交易实现市场价值的过程。因此，目标公司定价不仅仅是评估目标公司的价值，还要以价值作为基础进行价格确定和并购竞价。传统的目标公司定价局限于对目标公司的价值评估，这样理解目标公司定价是不全面的，本书所指的目标公司定价包括目标公司价值评估、并购的出价和竞价三部分内容，其中并购出价有包括证券市场股票集中竞价的出价、要约收购的发盘出价和协议并购的协商报价。目标公司的“三段论”定价方法，其特点主要有以下几个方面：

(1) 定价主体的单一性。与产品和劳务活动定价相比，目标公司定价的对象是单一的，即目标公司本身，一般不能同时并购几个公司，即使并购公司具有并购多个公司的计划，也需要一个一个地单独收购。

(2) 定价形式和方法的多样性。虽然目标公司定价主体是单一的，但由于公司是一个复杂的生产经营系统，公司并购活动多表现为投资巨大，所涉及的环节和内容繁多，并购形式多样，因此也就表现出多样性的定价形式和方法。

(3) 定价过程的复杂性。公司并购涉及并购双方的全体人员和多个关系主体，关系到公司的生死存亡。因此，必然是一个复杂的定价过程。

(4) 并购价格的溢价性。公司并购涉及目标公司的商誉、人力资本以及未来的发展前景等，因此，目标公司定价一般会高于其评估价值。目标公司定价产生溢价的另一个原因是由于并购活动产生于二级市场，上市公司还具有壳资源价格，溢价收购也就在所难免。但在公司并购中对于经营不善、长期亏损、资不抵债、面临破产以及 ST、PT 公司的并购一般不产生溢价，常常是目标公司价值被低估，这是市场竞争的必然结果。

## 1.2.2 目标公司定价的方式

进行目标公司定价必须要了解目标公司定价的具体方式，目标公司定价的方式按不同的分类标准可以划分为不同的类型。

(1) 按公司并购方式分为兼并定价和收购定价。公司兼并与收购共同构成公司资本扩张的核心方式，说明二者之间具有许多共同的特征，难以分开来研究，但公司兼并和公司收购毕竟有不同的含义，两种资本扩张的目标公司定价方式也必然有所不同。兼并定价是指公司兼并中对目标公司的定价，而收购定价主要是指在二级市场对目标公司实施收购时的定价。

(2) 按产权的交易性质分为一般公司定价和上市公司定价。一般公司定价是指公司并购双方都不是上市公司，是独资公司、合伙公司、有限责任公司等非发行股票公司之间进行产权交易形式的公司定价；上市公司收购定价，是指目标公司是上市公司，收购公司无论是不是上市公司，均以取得目标公司的控股权为出发点和操作目的而进行的公司并购活动的目标公司定价。

(3) 按出资方式分为现金并购定价、股份交易并购定价和承担债务并购定价。现金收购 (Tender Offer) 定价，是指在公司并购活动中收购方在收购要约中写明以现金作为支付手段而进行的购买对方股权的并购定价方式；股份交易并购 (Registered Exchange Offer) 定价，也称股票并购定价、换股并购定价等，是指收购公司为减少现金支出，在公司收购过程中，使用有价证券作为公司并购支付手段的公司并购定价方式；承担债务并购定价，是一种承担目标公司债务，不发生支付行为的特殊并购定价形式。

(4) 按产品与产业的联系分为横向并购定价、纵向并购定价和混合并购定价。横向并购，又称水平并购，其定价是指生产或销售同类、类似产品或生产工艺相同、相近公司之间所进行的并购定价；纵向并购，又称垂直并购，其定价是指生产工艺或经销商具有前后衔接关系的公司之间为实现供应、生产和销售的垄断而进行的并购定价，纵向并购的主要目的是组织专业化生产和实现产销一体化；混合并购，又称扩张并购，其定价是指生产不同产品、生产相同产品但目标市场不同以及产品和市场均没有任何联系的公司之间进行的并购定价。混合并购一般有产品扩张、市场扩张和纯混合扩张三种具体形式。

(5) 按是否通过中介机构分为直接收购定价和间接收购定价。直接收购定价，也称协议收购定价，是指通过与目标公司大股东协商、议定价格，签订股份转让协议进行公司并购的定价活动。间接收购有两种基本形式：一种形式在从证券市场通过集中竞价收购一定数量的目标公司股票来取得要约权或达到参