

中国 并购 评论

CHINA MERGE & ACQUISITION REVIEW

市场前沿

财税茗苑

市场盘点

市场回顾

经典案例赏析

定向增发——外资并购的创新性路径选择

入世后外资并购的特点与趋势实证分析

并购中的会计处理及涉税影响研究

并购加速国资形态转换——二〇〇三年第一季度上市公司收购总结分析报告

换股合并市场实证研究

太极集团并购桐君阁协同效应分析

蓝动竞购香港电讯案回顾

第
二
册

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心

编著

清华大学出版社

编者按：上海交通大学周丽红女士来信，对本书第一册中的文章《并购协同效应的再认识：〈协同效应的陷阱〉述评》（作者：朱宝宪）论述的“并购协同效应与并购溢价的关系”提出不同的见解，本书将其观点收编在此，并致谢，本书全体编者及朱宝宪先生对与周女士及各位读者再次探讨这个问题，深感荣幸。

并购协同效应与并购溢价关系的再认识

上海交通大学经济管理学院 周丽红

并购的协同效应是指并购后新公司的业绩增长要超过原来的并购双方预期的业绩增长之和。实际上，新公司的业绩增长如何还没实现，协同效应也是预期的。

先不管原作者（马克·赛罗沃）的表述，单从朱先生的文章来看。文中有一个关于并购协同效应与并购溢价关系的公式：

$$\text{并购决策的净现值} = \text{并购协同效应} - \text{并购支付的溢价} \quad (1)$$

并购支付的溢价是实际发生的，并购的协同效应是预算的，并购决策的净现值是在预期的并购协同效应实现之后计算出的。所以，不管并购协同效应是否实现，并购决策的净现值都可正可负。因为有可能实现的协同效应小于并购支付的溢价。后来朱先生将公式变换成：

$$\text{并购协同效应} = \text{并购支付的溢价} + \text{并购决策的净现值} \quad (2)$$

单纯从数学公式的意义来说，此种变换并无错误。但从经济含义及朱先生对变换后公式的阐述来看应是有问题的。朱先生讲“由于并购的溢价已经支付，因此，并购是否有协同效应就取决于并购后新公司所获得的业绩能否在补偿并购溢价之后还有一个剩余”。从公式（1）我们已经知道即使并购协同效应实现，并购决策的净现值也可能是负数。因为协同效应的效果与支付溢价的效果是相互抵消的，如果实现的协同效应小于支付的溢价，并购决策的净现值小于零，那么并购就是失败的。但只能说是由于并购时出价过高导致并购失败，而不是没有实现协同效应的缘故。



朱先生所说的“过高的溢价使公司无论如何难以实现协同效应”，表达成“过高的溢价使公司无论如何难以实现预期的高于溢价的协同效应”也许会好些。并购是一个复杂的过程，并购的协同效应能否实现涉及到许多因素，比如早期的规划、后期的整合、经济及市场环境的变化等。而溢价只是支付的价格，与协同效应的实现无关。就好比买一样产品，支付的价格与产品性能的好坏并无必然的联系。不管支付多高的价格，产品的性能是在制造过程中决定的。

原作者表达的意思是：不要支付超过潜在协同效应价值的溢价，否则股东的股权价值就会遭到破坏。可见，作者并不是说协同效应价值的实现有赖于溢价，而是说协同效应价值与溢价的大小关系到并购的成功与否。