

公司购并中的出价问题

徐永林

摘要 出价是公司购并中的一个关键问题,目标公司对不同的收购方价值是不同的。过高的收购价格会损害股东的权益,公司应在认真计算目标公司与本公司协同价值的基础上,制定恰当的收购价格。

关键词 收购价格 内在价值 协同价值

从 70 年代中期开始贯穿整个 80 年代的西方第 4 次购并浪潮至 1990 年渐近尾声,但随着美国经济景气的回升,从 1992 年起,企业购并风云再起,掀起西方企业购并的第 5 次浪潮。1991 年美国企业兼并涉及的金额仅为 1 380 亿美元,相当于同期 GNP 的 2%,但 1997 年美国企业兼并涉及的金额已达 9 570 亿美元,相当于同期 GNP 的 12%,高于 1988 年第 4 次浪潮高峰期的 3 520 亿美元和 7%。1998 年美国更是完成了 20 448 件企业购并,涉及金额 2 万多亿美元。而近期的几笔购并交易,单笔交易涉及金额就达上千亿美元。媒体总是关注购并消息带给人们及资本市场的影响,但对那些

完成兼并后企业的状况却未能给予更多的披露,最近一项研究表明,在近 30 年的购并风潮中,绝大多数的购并都未能给购并方公司的股东创造财富,研究人员对 1994 至 1997 年发生在美国、欧洲和亚洲的 131 件金额在 5 亿美元以上的购并案作了研究,结果表明在 59% 的交易中收购方市场调整收益率在消息公布之日下降,市场认为这些交易将损害兼并公司股东的利益,这些交易中的 71% 在未来 3 年中的回报率为负数,分析表明大多数交易并不创造价值,这个结论不得不引人深思。这种不成功的背后有着多方面的原因:过分夸大购并的战略意义;谈判过程中的不理智;购并后缺乏整合技巧等。

事人的意思自治是否超出了法律对其的限制;(2) 对仲裁的程序公正的监督;(3) 对仲裁的公共政策的监督。以《1958 年纽约公约》为例,该公约规定了 7 项法院拒绝执行仲裁裁决的理由,分别是:(1) 仲裁协议无效;(2) 被要求执行方的当事人没有得到适当通知或没有给予申辩机会;(3) 仲裁超越仲裁权限;(4) 仲裁员的组成不当或仲裁程序不当;(5) 裁决不具有约束力或裁决在裁决作出地国被撤销;(6) 争议事项具有不可仲裁性;(7) 承认与执行违反法院地国的公共政策。其中,(1)、(3)、(6) 属于法院对意思自治原则及其限制的审查;(2)、(4)、(5) 属于法院对程序公正的审查;(7) 为法院对裁决的公共政策监督。

笔者认为,国际商事仲裁发展的前景乐观,为迎上仲裁国际化的潮流,我国应修改我国相关法律,尽快实现涉外仲裁与国内仲裁的统一监督。

(作者单位:上海对外贸易学院)

值得注意的是,许多公司购并的失败仅仅是由于收购方出价太高。

可见在购并中,恰当的价格是成功收购的第一步。而那些有着购并经验的公司

收购出价上往往有一套严密系统的方法。在实践中要保证正确的出价需要注意以下几个问题。

一、正确的价格是相对的

前文提及过高的出价是有些公司购并失败的重要原因,这多半是由于收购方对未来的赢利过于乐观。但这并不意味着出价越低越好,或收购溢价越高,收益越高。收购溢价和市场回报并无必然的联系,未来的回报只取决于购并后公司的业绩。正确的价格是看被购公司对兼并方是否物有所值,而一家目标公司对不同的收购公司而言价值是不同的,因此每一家收购公司应明白自己的收购价上限,并在收购战中知道什么时候应该放弃。

目标公司和收购方在业务经营上的相关性及其合并后所产生的协同的差异决定了正确的收购价格只能是相对的。前两年 Bell Atlantic 公司和 Vodafone 公司竞购 AirTouch 通讯公司就说明了这一点。Bell Atlantic 公司洽谈收购 AirTouch 的消息在1998年12月31日被披露,收购条款4天后也被公开。Bell Atlantic 公司每股出价73美元,总价450亿美元收购 AirTouch 公司,这个出价比一周前 AirTouch 股票的收盘价68美元高7%,但 Bell Atlantic 公司股价却随消息公布下跌5%,显示市场并不欢迎此笔交易。1999年1月7日 Vodafone 公司加入收购战,出价大约550亿美元或每股89美元,通过紧张的谈判,1月15日 Vodafone 公司同意支付每股97美元总值620亿美元。此价比 Bell Atlantic 公司原先的报价高出33%,比被购消息公布前 AirTouch 的股价高出43%。计算表明此交易必须能给 Vodafone 公司带来成本节约或收入增加至少200亿美元才能保证公司股东的财富不受

损失。尽管如此市场还是对此作出积极反应,在价格战进行中,Vodafone 公司的股价上升了近14%。

为何市场会对较低出价的 Bell Atlantic 公司和较高出价的 Vodafone 公司作出截然不同的反应呢?答案在于 Vodafone 收购 AirTouch 比 Bell Atlantic 收购 AirTouch 能产生更大的协同效应。首先 Vodafone 公司在欧洲拥有比 Bell Atlantic 公司更大的移动通讯市场份额,而 AirTouch 公司恰恰在欧洲市场上表现较弱,所以两家公司有很强的互补性。两公司合并后可组成新的泛欧移动电话公司,这样就能大量节省向别的移动通讯公司支付的漫游费和支付给有线通讯公司的连接费。相比之下 Bell Atlantic 和 AirTouch 的联合就不能形成一个覆盖全欧的通讯公司,故潜力较小。Vodafone 和 AirTouch 联合的另一个协同作用就是能减少大量购买设备的费用,例如手机、转换器和地面站等。因两家公司使用同样的技术,且从同样的供应商处采购,这些费用的节省大约为3.3亿美元。最后欧元的启动有助于 Vodafone 公司实施全欧统一费率的计划,这个计划将给那些只在某一国经营的竞争者以巨大的压力,迫使它们走向联合或合并,这无疑是费时费力的,而 Vodafone 公司早已捷足先登了。可见对于同一目标公司的不同收购出价可能相去甚远,而竞购的各方通常又是直接的竞争者,在这种情况下,报价低的公司有可能不顾财务上的后果而过高出价,这往往就是失败的开始。

二、收购定价

收购方在拟定收购方案时应注意区别以下几个不同的有关价值的概念:

1. 目标公司内在价值 这是公司最基本的价值,它是假设目标公司仍由现行管理人员管理,由公司完全独立经营的未来现金流的现值所决定,且已充分考虑了其未来的增长和业绩提高。如前面提到在 Bell Atlantic 公司宣布收购前 AirTouch 的每股价格为 68 美元,这就是 AirTouch 公司内在价值的大致反应。

2. 目标公司市场价值 市场价值高于内在价值,这是由于市场对公司可能被收购有一个心理预期,反映了市场参与者在目前对公司的估价。例如当媒体在 1998 年 12 月 31 日第一次报道 Bell Atlantic 公司和 AirTouch 的交易正在进行时, AirTouch 的市场价值为每股 73 美元。

3. 购买价 又称预期接受价。这是出价方预期必须支付且能为目标公司股东接受的价格。对 AirTouch 公司而言购买价

最终为每股 97 美元,在其内在价值之上每股溢价 29 美元。

4. 协同价值 此乃两公司合并后因经营改善而产生的现金流的净现值,因公司的内在价值已反映了不购并状况下人们的一些预期,所以这些改善必须是高于市场内在价值之上的那部分。上例中 Vodafone 公司估计与 AirTouch 公司的协同价值至少 200 亿美元。

在今天的购并市场上,收购的价格总是高于目标公司的内在价值,收购方和目标公司都知道购买价必须高于其内在价值,否则绝大多数目标公司股东将拒绝出售股票。如有多方有意收购且出价都有竞争性的话,收购溢价将更高。收购的溢价可看成是把未来合并后收益的一部分分配给目标公司股东。所以成功的收购定价有两个关键,第一收购方必须确定通过协同能产生多少收益,且这种计算要建立在现实的假设基础之上,第二就是保证不要支付高于应该的价格。

三、计算协同价值

收购方通常可从以下 5 方面来计算协同价值:

1. 成本节约 这是最一般的协同也最容易估算,因确定程度很高,管理者通常把成本节约看作“硬协同”。成本节约通常来源于合并后重叠职能部门的削减带来相关费用的减少以及规模采购费用的下降,尤其当购并双方处于同一国相同产业部门时这种成本节约就更大。例如,美国 SBC 通讯公司通过兼并 Pacific Telesis 公司,在兼并后头两年就在信息技术和维修成本上节约超过 2 亿美元,此外两公司采购部门的合并也在对外采购上节约 1 千万美元。尽管成

本节节约的协同最易估算,但这方面的计算容易被夸大,在估值的时候应注意这些问题:第一,不同公司在成本科目的设置上不同,成本归类不同。第二,不同结构的公司成本发生的情况也不同,收购方对可消除的公司及部门管理成本的估算容易比实际能做到的高。第三,岗位削减不等于人员削减,岗位被削减时有些优秀人员往往被转到公司的其他部门,因此若干岗位的削减并不意味着若干份薪水支出的减少。此外兼并方经常低估实现成本节约所需要的时间,这要取决于合并后公司整合进展的顺利程度,有时双方公司高级管理人员会拒绝调整,拖延削

减成本的计划。时间越晚,成本节约的价值就越小。

2. 收入提高 两家公司的合并有时能产生比各自经营更高的销售收入,然而销售收入提高的程度最难预测,因为它更多地受管理者不可控制的外部因素的影响。如被购公司的客户可能会对新的产品价格和产品特征不适应,合并后的公司从单个供应商处的大宗采购也可能会碰到问题,竞争者也会采用降价来加强竞争力。因此有些公司不把未来收入提高计入协同价值,或把它作为一种“软协同”在计入协同价值时打个折扣。

尽管难以预测,但收入的提高确实提高了公司的价值。当目标兼并方具有广泛的分销渠道而目标公司又有优质或互补性的产品时,两者的结合通常能带来收入的提高。例如,吉列公司以20%的溢价收购金霸王公司就是因为吉列公司相信利用公司现有的销售个人护理产品的渠道,尤其是跨国销售渠道能增加金霸王电池的销售。在兼并后的第一年,吉列公司把金霸王电池推向自身已有销售网络的25个新市场,从而大大提高了销售量。与此相反,目标公司的分销渠道也可用来提高兼并方产品的销售,吉列公司兼并派克笔公司就是如此。在确定收购价格时,吉列公司估计利用派克的销售渠道,吉列能增加2500万美元本公司威迪文笔的销售。还有一种情况就是两家公司合并后形成更大的公司能吸引到关键的顾客从而提高收入,而两家公司独自却做不到这一点。比如有些规模不大的银行在合并之后就能够被其他大银行吸收参与辛迪加贷款,而在合并前则没有这样的机会。

3. 管理改善 成本节约来自于削减重叠岗位,收入提高源于不同公司间优势的互补,而管理的改善可通过管理经验和管理能力在公司间的转移实现,这会同时导致成

本节约和收入提高。管理经验的转移可以是双向的,收购方也许因为目标公司具有某一特别优势而收购对方,相反收购方也可能因自身拥有某种特别能力能显著提高目标公司的业绩而收购对方。

4. 财务协同 通常通过兼并能增加公司的负债能力,通过增加负债降低公司的加权平均资本成本。另外通过合并营运资金。汇总多余的现金以及相互间应收应付款的冲抵从而达到一定的财务协同。最后收购方还可以在不降低自身信用等级情况下,用自身更优惠的借款利率对目标公司的债务进行再融资,这种情况多发生于金融服务部门,因为这些机构的规模很大,风险已得到有效分散。

5. 税收收益 有关税收方面的协同十分难以评估。兼并的税收考虑通常有两个方面,一是通过税收设计尽可能多地避免因收购交易导致的单次税收成本,如资本转移税股权互换条款可能发生的资本利得税,从而降低收购的交易成本。另一方面通过税收规划来保证合并后公司的总税率等于或低于合并前两家公司的混合税率。公司一般都不愿意公布这方面的技巧,但有关当局认为许多公司在运用合法的手段钻法律的空子。常见的有将品牌及其他知识产权由高税率向低税率的分支机构转移,在全国范围内合并税赋,把利润向低税机构集中,把债务集中到高税部门,等等。

尽管能取得一定的税收利益,但决不能把它作为购并的主要理由。购并的真正动因是获得在市场上更佳的竞争地位,如更低的成本结构或更好的利润增长点。财务协同和税收规划固然能为股东创造价值,但仅靠它们并不能增强公司的竞争力,有时两家公司间的整合代价会超过单纯的财务及税收方面的利益。

(作者单位:上海对外贸易学院)