

# 不同收购方式下企业并购的协同效应研究

王 谦 张子刚

(华中科技大学管理学院,湖北 武汉 430074)

**摘 要** 企业并购双方往往是为了追求协同效应而实施并购的,在不同的收购方式下,价格支付水平存在较大的差异,竞价收购容易产生较高的支付溢价,而我国证券市场的场外协议收购又为并购操作提供了一定的投机空间,对以上问题进行了探讨。

**关键词** 企业并购 协同效应

中图分类号 F271

文献标识码 A

文章编号 1001-7348(2003)07-140-02

## 0 前言

并购的协同效应是指合并后的企业整体的价值大于企业各自独立组成部分价值的简单总和,即  $1+1>2$ 。毫无疑问,企业购并的主要动机是为了获取正的协同效应,协同效应问题也就常常成为并购业务中的关键问题。协同效应能否产生,除了与基于企业并购双方内部资源之间的整合和互补而产生的管理协同效应、经营协同效应和财务协同效应有关之外,购并企业对目标企业的价格支付水平是决定协同效应产生的关键;显然,在不同的收购方式下,价格支付水平存在较大的差异,竞价收购容易产生较高的支付溢价,而我国证券市场的场外协议收购又为并购操作提供了一定的投机空间,本文拟对以上问题进行探讨。

## 1 竞价收购下的价格支付水平及其对协同效应的影响

对于购并企业的决策者而言,要保证收购得到的总价值高于或至少等于目标企业资源产生最优配置时的价值。对于目标企业的股东来说,出价的最低值是目标企业合并前的市场价格。因此,一次成功收购的要价必然是:

$$P_T > P_E$$

式中:  $P_T$  为购并的成交价;  $P_E$  为目标企业出价的最低值。

当存在多个企业争夺目标企业的控制权时,企业兼并市场会转变为类似的拍卖市场。因为许多竞价者或竞争者投标一个价值相当不确定的目标时,会产生范围很大的标价。价格最高的投标者会中标,而且通常会支付高于在目标企业预计获得的增值收益。因此,从胜利的竞标者出价高于目标企业预计获得的收益的角度来说,竞标成功引致了灾祸。

我们假定,购并企业为了获得目标企业的控制权而进行收购,以重新配置两家企业的资源,从而实现更高的价值。设  $N_C$  为购并企业获得目标企业的控制权而所需的股票数,  $N$  为目标企业总的股份数,  $P_0$  为目标企业的股东愿意出售股票的最低价格,当股东掌握企业相关的信息时,股东的最低出价应为企业的内在价值。  $\Phi$  是第  $N_C$  股票所有者出售股票时要求的最低升水,当只有一家企业提出收购时,目标企业的股东在出售第  $N_C$  股票时,要求的升水为  $\Phi_1$ , 出价为  $P_1 = P_0 + \Phi_1$ 。如果存在数家企业提出收购目标企业,也就产生了拍卖市场,购并企业之间的互相竞争会提高出价,也就提高了目标企业持股者的供给曲线。供给曲线将从  $ABC$  上移到  $ADE$ ,

导致收购目标企业的股东在出售第  $N_C$  股票时,要求的升水提高到  $\Phi_2$ , 其出价  $P_2 = P_0 + \Phi_2$ 。从图 1 中我们可以看出,  $\triangle ABD$  的面积即为收购企业在竞价收购中多支付给目标企业持股者的金额。如果购并企业收购成功,获得的股票的数量大于  $N_C$ , 则获得目标企业的控制权,那么就可以重新配置这两家企业的资源,从而实现并购双方之间的协同效应,目标企业的内在价值也将提高。假设合并后目标企业的内在价值从  $P_0$  提高至  $P'_0$ , 则目标企业的股票供应曲线将从  $ACB$  移至  $A_1C_1B_1$ 。当只有一家企业提出收购而不存在竞价效应时,购并企业的股东通过收购而获得的协同效应为四边形  $ABB_1A_1$  的面积;当存在多家企业竞价收购时,购并企业的股东所获得的协同效应为: 四边形  $ABB_1A_1$  的面积减去三角形  $ABD$  的面积。当四边形

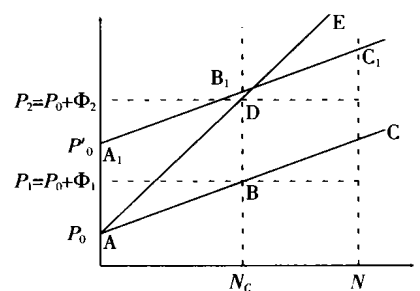


图 1

作者简介:王谦,江汉大学商学院副教授、经济系副主任,华中科技大学管理学院博士在读;张子刚,华中科技大学管理学院教授,博导。

收稿日期:2003-02-19

ABB<sub>1</sub>A<sub>1</sub> 的面积大于△ABD 的面积时, 并购双方基于资源的共享和互补而产生的股东带来价值的增加; 当四边形 ABB<sub>1</sub>A<sub>1</sub> 的面积小于△ABD 的面积时, 并购双方基于资源的共享和互补而产生的协同效应小于购并企业在竞价收购中的溢价支付额, 企业并购存在过度支付问题, 并购行为为购并企业的股东带来负的协同效应。

## 2 我国证券市场场外协议收购方式下的价格支付水平及其对协同效应的影响

我国的证券市场上, 由于流通股只有 25% 左右, 而国有股和法人股是非流通的, 因此绝大多数上市企业的收购行为都是购并双方谈判达成一致意见, 而后通过场外协议转让而实现的。法人股协议转让模式在 2001 年的买壳上市中成为一种主流模式, 即通过上市企业国家股、法人股股权的有偿转移, 达到其企业买壳上市的目的。在交易过程中, 股权的出让与受让双方不通过交易所电脑主机系统按集合竞价的方式进行买卖, 而是通过面对面的谈判方式, 在交易所外进行交易。这些交易往往出于一些特定的目的, 如引入战略合作者, 被有较强实力的对手善意收购等, 具体步骤如下:

(1) 首先购并企业通过协议转让的方式受让目标企业的非流通股, 数额为  $N_c'$ , 并达到控股的比例。显然, 由于在场外交易市场上基本不存在竞价行为, 因此收购企业的支付额比二级市场竞价收购时要低, 均价可表示为  $(P_0 + \frac{1}{2}\Phi)N_c'$ 。

(2) 购并企业在投资银行的帮助下在流通市场上展开同步收购, 吸筹比例达到流通盘的 65% 左右, 达到控盘的目的。

(3) 在购并企业成为目标企业的控股股东后, 目标企业再反向收购购并企业的优质资产, 实现资产置换, 如果按等额净资产进

行交换, 由于不同的资产未来可以产生的现金流不一样, 则购并企业的股东承担了一定的价值损失。设购并企业的优质资产未来产生的现金流为  $C_N$ , 目标企业被交换的不良资产未来产生的现金流为  $C_N'$ , 则购并企业的价值损失额为:

$$\Delta V = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{C_n}{(1+i)^n} - \sum_{n=1}^{\infty} \frac{C_n'}{(1+i)^n}$$

(4) 借助资产重组题材, 目标企业的股价上涨, 购并企业借机在二级市场上出售其所持有的目标企业的流通股, 投机获利。

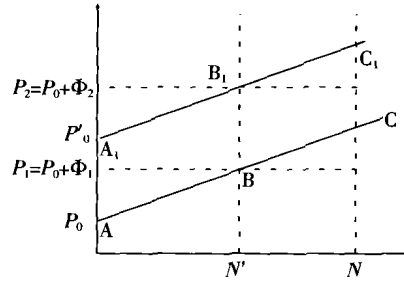


图 2

如图 2 所示, 购并企业在二级市场上原来的股票供给曲线为 ABC, 资产重组后, 由于市场预期普遍提高, 股票供给曲线上升为 A<sub>1</sub>B<sub>1</sub>C<sub>1</sub>, 购并企业投机获益额为四边形 ABB<sub>1</sub>A<sub>1</sub> 的面积, 即  $(P_2 - P_1)N'$ 。在整个股票市场的运作过程中, 假如购并企业在二级市场收购的流通股数额为  $N'$ , 则购并企业股东的实际支付额应为场外协议转让的法人股支出与资产置换的价值损失之和减去其二级市场的投机收益, 即:  $(P_0 + \frac{1}{2}\Phi)N_c' + \Delta V - (P_2 - P_1)N'$ 。

当  $(P_2 - P_1)N' > (P_0 + \frac{1}{2}\Phi)N_c' + \Delta V$  时, 即二级市场的投机收益不仅可以弥补受让国有股, 法人股的支出, 而且可以弥补资产置换过程的损失, 实现零成本甚至是负成本收购。

假如目标企业  $N_c'$  的股份可为购并企业

股东带来的价值表示为  $V$ , 则整个收购过程中购并企业股东财富的变化可表示为  $V - (P_0 + \frac{1}{2}\Phi)N_c' + \Delta V - (P_2 - P_1)N'$ 。

## 3 结论

(1) 由于在二级市场上的收购行为是一种公开行为, 大部分带有恶意收购的成份, 因此二级市场上的收购应属于竞价收购, 存在竞价效应, 竞价效应给收购企业股东带来一定的溢价损失。

(2) 我国证券市场被分割为流通股和非流通股两个部分, 并且非流通股占了大部分, 因此场外协议转让成为上市企业并购的主要形式。在场外完成目标企业控制权的转移必然导致二级市场股价的变化, 产生互动效应, 从而为收购企业以零成本甚至负成本方式完成收购创造条件。

(3) 由于存在零成本甚至负成本收购的可能性, 在我国上市企业场外协议收购行为中, 并购双方在资源上是否存在协同效应变得不如在二级市场中进行收购显得重要, 甚至一些上市企业把场外协议收购作为二级市场庄家炒作的一种工具或作为一种炒作的题材, 一旦在二级市场上庄家顺利出局, 收购的目的即可以达到, 今后购并双方如何整合, 被收购企业如何发展, 都变得不重要。我国证券市场国有股和法人股的非流通性直接影响了证券市场的资源优化功能的发挥。

## 参考文献

- 1 J·弗雷德·威斯通等. 兼并、重组与企业控制[M]. 北京: 经济科学出版社, 1998
- 2 迈克尔·波特. 竞争优势[M]. 北京: 华夏出版社, 1997
- 3 戴维·J·科利斯等. 企业战略[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2001
- 4 弗雷德·R·戴维. 战略管理[M]. 北京: 经济科学出版社, 1998

(责任编辑 焱 焱)

## The Synergy Effect Research about Enterprise M&A in Different Transaction Method

**Abstract:** To go after synergy effect, the business enterprises apply to merger and Acquisition. The synergy effect exists some difference in different transaction method. Acquisition though bidding may produce the higher premium price, Acquisition though negotiating on OTC may create some opportunity for speculating, this paper study above problem.