

并购定价影响因素与定价风险判断

聂志萍 聂文忠

(河海大学商学院 南京 210098 国家开发银行江苏省分行 南京 210024)

【摘要】恰当的定价是并购成功的首要保证,并购定价的主要问题是针对被并购企业或部门进行合理的评估。本文从并购定价方法、并购定价影响因素及定价风险的判断三个方面对并购定价过程进行阐述,以为实务工作者提供参考。

【关键词】并购定价 影响因素 溢价率判定法 净现金流折现法

并购定价是指并购发生时双方对并购标的(股权或者资产等)所确定的价格,它是主并方在并购交易中所花费的最主要的成本或支出。恰当的定价是并购成功的首要保证。并购支付的价款过高会降低并购之后的投资回报率,甚至直接预示着未来整合的失败。

一、并购定价方法

并购定价的方法主要包括净资产法、清算价值法、市盈率法、净现金流折现法等。

净资产法和清算价值法是从静态清算的角度衡量目标企业的价值,忽视了资产整体经营的价值,适用于评估长期处于困境、业已停产或等待破产清算的企业。

市盈率法和净现金流折现法是从持续经营的角度出发,从市场股价和未来现金流量方面评价企业价值,考虑了目标企业的后续经营能力,对于一般的并购对象或者在估计协同效应时较为适用。

二、并购定价影响因素

虽然并购定价主要由目标公司的价值评估确定,但实际交易中会受到诸多其他因素的影响,如是否存在竞购者、并购谈判时间、就业安置问题、政府制定的收购规定等。

1. 竞购者与自大假说。Roll(1986)提出的自大假说认为,主并企业的管理者可能会高估自身的管理能力和目标企业的价值,从而高价收购目标企业,并在并购整合中失败,减少主并企业的股东财富。这种定价高估的现象在存在竞购者的情况下更易出现。其后诸多学者的研究都表明当存在竞购者时,主并企业容易出价过高,主并企业的股价会随着并购公告的发布而走低。

2. 并购谈判时间。重大并购事项从谈判直至交易完成费时较长,有的甚至长达数年,这可能导致之前认为合理的并购价格随着外部环境的变化而变得不适宜。2008年中联重科高价收购CIFA公司,业界存在不少质疑和争议。待雷曼破产引发全球金融危机时,中联重科出价过高已成为不争的事实,因为其定价所依据的预期盈利均难以实现。

3. 就业安置问题。在我国,不少并购交易中民营企业是主并方,国有企业是被并购方。主并方扩张的欲望越强,其对

价格的承受能力就越大。尤其是在一些竞争激烈的行业,扩大市场份额比维持近期盈利可能更为管理者所看重。对被并购方而言,由于多年经营不善、连年亏损,集团、大股东、政府将之视为包袱,急于摆脱,这时的定价往往不会太高,谈判的关键在于如何妥善解决众多国企职工的就业安置问题。如在三九万东并购项目中,被并购方东风药厂所拥有的北京三环的土地资源变卖后是足以偿债的,但若破产,则近千名职工的就业安置就成了一个大问题,因此企业选择并购之路。在这种情况下,对于主并方来说,若能妥善解决就业安置问题,则降低并购价格是有商量余地的。

4. 收购法规。防止国有资产流失历来是我国并购政策的底线。我国政府部门(主要为证监会和国资委)在批复国有资产转让时,都会要求转让价格应高于国有企业的净资产,即净资产溢价转让。随着全流通时代的到来,证监会甚至提出将来应以股价而非净资产作为是否溢价转让的参考,以与国际惯例接轨。这些政策为并购国有企业设置了价格方面的限制,并购定价过低可能会受到相关部门的严格审查,甚至导致并购项目搁浅。

三、定价风险的判断

对于主并方面言,并购定价中的主要风险在于定价过高,导致依靠后续整合经营不易回本,给主并企业带来沉重的财务负担。如在香港电盈并购案中,高昂的并购价格令并购后企业的所有者权益甚至出现负值,尽管当时各方媒体对此项并购案赞誉有加,但定价过高的客观事实为日后的经营困难埋下了伏笔。因此,如何判断定价是否过高,成为并购过程中至关重要问题。

通常,财务上可以用溢价率判定法和净现金流折现法来判断并购定价是否过高。此外,资产账面价值和清算价值还可以作为持续经营企业的静态定价底线。在较为成熟的资本市场,对并购交易的市场反应好坏也可以用来评判并购定价是否过高。

1. 溢价率判定法。溢价率判定法是指将并购交易的溢价率水平与当时市场同类并购交易的溢价率水平相比较,前者超出后者较多,则表示溢价支付明显,存在定价偏高的可能。

1990年12月,AT&T收购NCR公司时,收购溢价为120%,每股收购价格从最初的85美元上涨到110美元,当时电脑行业的市盈率(PE)为12.9,NCR公司的PE为11.5,然而AT&T最终的出价所对应的PE为18,这意味着它接手NCR公司后,NCR公司的盈利必须迅速提高近50%,其收购出价才合理,这显然颇为困难。市场对此的反应是AT&T的股价在并购谈判期间下跌13%,数年后的经营状况也证实了这场收购的惨淡收场。

溢价率判定法在我国的应用有其特殊性。如前所述,我国以往的溢价率指标参照基准均为净资产,这是由于当时国有股、法人股不能直接上市流通所致。过去,并购定价在应用溢价率判定法时,依据的是净资产溢价率。虽然证监会已经提出将改为以市价为基础计算溢价水平,但由于股改有关于股票锁定期的规定,目前的并购交易主要还是考虑净资产溢价率。在2006年思源收购平高案中,初始协议价格为每股7.09元,虽比平高2006年第三季度报告的每股净资产溢价150%,但只有收购公告前日收盘股价14.05元的一半。由此可见,以市价计算溢价率来判断定价高低还需假以时日。另外,由于净资产溢价率历来是审查国有资产是否流失的关键指标,为使并购交易顺利通过审查,部分上市公司会通过盈余管理提高溢价率,这使得净资产溢价率指标失真,限制了其判断定价是否过高的作用。

2. 净现金流折现法。净现金流折现法是指利用目标企业产生的现金流折现来评价目标企业的价值,如定价超过计算出的折现值,则表明主并企业可能存在定价过高。除净现金流折现法外,财务上还常用异常盈余折现法来评价企业价值。这两种折现方法在我国都有一定的应用,它们都要求企业能较为准确地估计出企业收益方面的财务数据,还要能计算出加权平均资本成本(WACC)。

估计的准确性直接影响并购定价的判断,而估计本身是一种复杂且技术含量高的财务行为,不仅要基于并购双方的现有经营状况进行考虑,还要对未来整合所取得的协同效应进行预计,所处行业经济形势可能的变化对企业业绩造成的影响同样需要考虑。中联重科收购CIFA公司案之所以不被业界看好,是由于其在进行盈利预测时没有估计到经济大环境的巨变,使其对并购后的收益预期过高,从而收购定价被普遍认为是偏高的。

具体计算目标企业价值时,应计算目标企业独立存在(无并购)时的价值(P1)和目标企业对主并企业的价值(P2)。

(1)P1的计算方法。估计无并购交易时,目标公司权益资本所对应的异常盈余/自由现金流,用并购前的权益成本折现,或目标公司总资产所对应的异常税后经营净利(NOPAT)/自由现金流,用并购前的加权平均资本成本(WACC)折现,再扣除债务的价值。

(2)P2的计算方法。估计无并购交易时,目标公司权益资本所对应的异常盈余/自由现金流,用并购后的权益成本折现,或目标公司总资产所对应的异常税后经营净利(NOPAT)/自由现金流,用并购后的加权平均资本成本(WACC)折现,

再扣除债务的价值。

根据并购的一般情形推断, $P2 > P1$ 或者 $P2 < P1$,这说明并购并不能够产生协同效应、增加企业价值。对于目标企业股东而言,P1是接受的并购定价(P)的底线,如果主并企业出价低于P1,目标企业股东就可以维持现状,不出售企业;P2是主并企业出价的“天花板”,出价超过P2,主并企业的投资就显得出价过高,后续整合难以回本。因此正常的并购定价应为 $P1 < P < P2$,否则,并购就会对某一方不利。

3. 净资产账面价值的判断。净资产的账面价值为并购时合理评估企业价值提供了参考,但尽职的现场调查要远比只看报表或账册重要。在三九万东并购项目中,被并购方东风药厂的账面亏损不过700多万元,但其流动资产的价值却早已大打折扣,包括积压已久的中药产成品难以收回的诸多坏账,这些财务窟窿要6000万元左右的资金才能填补,且这些国有资产还不能轻易折价销售,因资产流失的责任无人能承担。最后,主并方选择收购其中的有效资产。由此可见,通过净资产的账面价值判断持续经营企业的价值是有效的,若是长期亏损的企业,其资产质量可能早已大打折扣。当然,对于土地、矿产等稀缺资源,会计上的处理可能并不能把它们升值的部分反映在账面上,这方面的价值重估也会影响并购定价。

4. 或有事项。或有事项对于判断定价高低也有重大影响。因或有事项导致未来现金流支出,则并购定价应适当高估;因或有事项导致未来现金流流入,则并购定价可适当低估。可以依据会计上的谨慎性原则,参照会计上对或有事项的处理来估计其对并购定价的影响。如三一重工与中联重科竞购CIFA公司时在所做的尽职调查中发现,CIFA公司面临30多项诉讼,可能遭受巨额赔偿。但是,若能在并购条款中明确排除或有事项(尤其是或有负债)的影响,则可较准确地判断并购定价的高低。

除了担保、诉讼等常见的或有事项外,技术使用费也是常见的或有事项。联想并购IBM的PC业务时,并购协议价为17.5亿美元(6.5亿美元现金、价值6亿美元的股票及承担5亿美元的负债),但除此之外,联想还需向IBM支付总计7.05亿美元的服务费用(分三年支付,第一年支付2.85亿美元,第二年支付2.23亿美元,第三年支付1.97亿美元)。虽然联想最终支付了两年的服务费用后停止接受IBM的技术支持,但这不菲的服务费用显然应计入并购定价才能对并购支付成本进行完全反映,因为它是取得未来现金流的保证。

【注】本文受霍英东基金项目(项目编号:101087)资助、系河海大学并购研究项目(项目编号:2084140801129)阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 张海峰. 三九万东项目蛇吞象的回忆. 中国投资, 2005; 3
2. 毛学麟. 李泽楷腾挪收购债. 新财富, 2006; 9
3. 佩普等著. 孔宁宁等译. 运用财务报表进行商务分析和评估. 北京: 中信出版社, 2002
4. 孙红. 郑跃文脱壳术: 思源电气“蛇吞象”幕后. 新财富, 2006; 12