

试析企业并购支付方式的选择

杭洁 俞丽辉

(华东理工大学商学院 上海 200237)

【摘要】 并购过程是并购方与被并购方双方博弈的过程,而并购支付的方式在其中起着举足轻重的作用。本文运用三个实例分析各种并购支付方式的主要特性、适用环境及交易双方的目的等。

【关键词】 并购 支付方式 选择

并购支付的方式在企业并购交易中起到举足轻重的作用,不同的并购支付方式适用于不同类型的交易,从采用不同的并购支付方式中也可以看出并购交易双方的目的与想法。一般并购交易采用的支付方式主要有现金支付、股票支付与混合支付(现金、股票结合,以及承担债务等)三种方式。

一、现金支付

现金支付是指并购方通过向被并购企业股东支付一定数额的现金,以取得目标企业控制权的支付方式。现金支付有两种形式:①现金购买资产,是指并购方以现金购买目标公司部分或全部资产,将其并入并购方或获得目标公司经营管理控制权;②现金购买股份,是指并购方用现金购买目标公司的部分或全部股票,对目标公司实施经营管理控制。现金收购可以用自有资金,也可以通过融资进行。

例1:2005年10月25日,美国凯雷投资集团与徐州工程机械集团有限公司签订合约,美国凯雷投资集团以3.75亿美元(约合30亿元人民币)的价格收购徐州工程机械集团有限公司85%的股权。

从并购方看,选择现金支付方式可以迅速完成并购过程,减少交易中的不确定性,有利于并购后企业的重组和整合。所以选择这种并购方式能最大限度地规避不确定性。从被并购方来看,虽然可以立即完成交易,但考虑到资本利得税,对大股东来说并不是最优的选择。比起股票支付方式,现金支付方式与未来利益完全无关,即无法享受到未来的长期利益。

除了我国最大的工程机械制造企业徐州工程机械集团有限公司被美国凯雷投资集团并购之外,力图以资本运作方式“吃掉”我国工程机械龙头企业的外资并购案例还有不少。如:油嘴油泵行业的龙头企业——江苏无锡威孚有限公司被德国博世公司收购;四年前全国轴承行业首家上市公司,占据我国铁路货车轴承25%的市场——西北轴承股份有限公司与世界第三大轴承公司德国FAG公司合资,两年后合资公司被德国FAG公司并购变成了德方独资企业,等等。

现金支付方式主要运用于对成熟企业、拥有较多实物资产的第一产业企业的并购。其特点是完成交易快速,事后不确定性最小。但是,这种并购支付方式需要的资金量较大,所以

其只适用于资金较为充沛、资产负债率较低的企业运用。另外,现金支付方式说明并购方对被并购方的盈利、市场占有率或其他优势十分看中,有强烈的吞食意愿,交易完成后一般不会保留被并购企业的品牌。

二、股票支付

股票支付是指并购方通过增加发行本公司的普通股票,以新发行的股票替换目标公司的资产或者股票,从而达到收购目的的一种出资方式。股票支付有两种形式:①以股票换资产,是指并购方用自己公司股票或股权交换目标公司的部分或全部资产并将其并入自己公司或对其实施经营管理控制;②以股票换股票,是指并购方用自己公司股票或股权交换目标公司的股票或股权。

例2:国美电器对永乐的收购。收购时间:2005年7月25日。收购代价:采用现金加换股方式,每股永乐对价0.3247股国美,外加每股永乐获0.1736港元,合计总对价每股永乐2.2354港元。支付方式:股票支付+小额现金支付。

永乐在香港上市,属于全流通企业,国美收购永乐时,永乐在港股价从4.30港元高位一路下滑到2港元附近,国美一直瞄准这个目标。永乐作为一个全流通企业,其公司章程中并没有设置任何一项反并购方案,这促成了这项交易的完成。

交易双方选择股票支付方式的案例不多见,另外一个比较著名的案例就是时代华纳并购案。双方选择股票支付方式是因为交易金额过大,无法用现金完成,所以这种并购方式一般可以看做是一种联营的形式,交易完成后,一般被并购企业的品牌会被保留。其特点是:对现金要求低。这种支付方式一般适用于关联方交易,双方可以通过股权互换,抬高某家企业的股价,从中套利,或者趁对方松懈时进行并购。

三、混合支付

混合支付方式是在并购实践中最经常使用的方式,以此种支付方式完成交易的案例也最多。本文选择了按一种指标乘以权数的浮动来作为支付方式的并购实例。

例3:TOM集团与TOM在线对雷霆无极的收购。收购时间:2003年9月。收购代价:1.33亿美元。支付方式:混合型。首期支付1850万美元等值、以未来TOM在线分拆上市时的IPO

商业计划书财务分析中的常见问题及对策

孔蕾蕾 邵希娟

(华南理工大学工商管理学院 广州 510640)

【摘要】商业计划书是项目获得风险投资的“敲门砖”,其中财务分析是对投资项目所做的经济上的可行性分析,在商业计划书中占据重要的地位。本文对商业计划书财务分析中经常出现的问题进行了总结,并提出了具体的解决对策。

【关键词】商业计划书 财务分析 间接法 直接法

商业计划书是一份全方位的项目计划,它从企业内部的人员、制度、管理以及企业的产品、营销、市场等各个方面对即将展开的商业项目进行可行性分析。其中,财务分析是对商业计划书中的所有定性描述进行量化的一个系统过程,直接关系到对项目价值的评估和取得资金的可能性。

一、运用直接法估测增量现金流量

运用间接法来估测现金流量,即根据当期的利润表和资产负债表计算出现金流量表中每一项的数据。用间接法来估测现金流量,将增加很多不必要的工作量,估测项目实施后的现金流量和编制单位期末的现金流量表不同,此时可运用直接法来估测增量现金流量。所谓的直接法,即不需要预计利润

表和资产负债表,而直接根据所发生的经济活动来估测现金流量。其基本表格如表1所示:

有关经济活动或财务指标	对经营利润的影响	对现金流量的影响
.....
.....
.....
经营利润增量 ΔR	(以上各行第2列中数字之和)	/
所得税增量 ΔT	/	$-(\Delta R \times \text{所得税税率})$
税后净现金流量增量	/	(以上各行第3列中数字之和)

价格折算的TOM在线股票,另按2004年度盈利的7.7倍计算获利能力代价,总代价是获利能力代价减去首期支付代价,如为负数差额,将由雷霆无极的股东卖出已接受的首期TOM股票的方式退还给TOM,最高不超过1.5亿美元,支付工具为50%现金和50%股票。

对于被并购方雷霆无极来说,选择这个支付方式,可以看出雷霆无极是处于相对较弱的地位,支付价格完全要看自己下一年度的盈利情况。而从并购方TOM看,以50%现金和50%股票为支付手段,而且设置了最高限额,可见他们对于被并购方的盈利能力很有信心。采用浮动定价的方法可以减小风险,对并购方十分有利。

按照TOM最终确定的1.33亿美元的收购价格和7.7倍市盈率推算,雷霆无极2004年度的净利润竟高达1700余万美元,相当于TOM在线当年全部净利润的一半;雷霆无极2004年度实现的营业收入是2650万美元,净利率高达65%,竟与其他移动增值业务的毛利率相等甚至还高。2004年6月份,雷霆无极的IVR月收入超过1700万元人民币,排名第二的新浪则只有300余万元,这年IVR利润大幅超过整个灵通网2004年度实现的1250万美元的净利润,接近空中网2000万美元的净利润。灵通网目前在纳斯达克的市值为1.55亿美元,空中网为2.35亿美元,它们的市盈率大约为11.5~12.5倍,从这个角度来理解,TOM收购雷霆无极的代价确实不高。

这种按一种指标乘以权数的浮动来作为支付方式的并购,对并购方是十分有利的,风险小,它比较适用于并购IT、电信等行业的企业。这种方式中被并购企业处于主动地位,希望通过并购交易将投入的资金从企业中撤出。混合支付方式综合了现金和股票支付的特点,是一种比较折中的支付方式,几乎任何交易都可以运用混合支付的方式来完成。

四、结论

企业并购实践中对于并购支付方式的选择,要考虑到并购企业所处行业、自身财务结构和现金流、支付金额大小、融资成本、资本市场和法律环境。另外,并购的支付方式与税收待遇是密切相关的,不同的支付方式会导致不同的税收待遇。几乎所有的国家都根据支付方式的不同来确定应税并购与免税并购,不同国家对债务融资并购所发生的融资费用也有着不同的税收规定。

并购交易的双方也可以通过分析对方提出的并购交易支付方式来判断对方对于此次交易所抱有的目的与态度,以便做出相应反应。

主要参考文献

1. 郭世钊,蔡嗣经.企业并购支付方式与融资方式的选择.价格月刊,2005;5
2. 谢宏.企业并购的税收问题研究.北京:中国财政经济出版社,2006