

成功并购的关键： 从评估师角度看价金

作者：刘震宇先生，余学深先生，谭子轩先生，梁浩贤先生

成功并购的关键：从评估师角度看价金

撮要

本文将从兼并和收购的基本描述开始，接着介绍并购的动机以及评估公司价值作为洽谈价金的参考，然后描述当代价金的形式，再讲述一个香港上市公司的并购由于可换股债券公允价值变动令价金攀升从而引起商誉减值最后导致重大亏损的简化个案，最后会讨论可能的解决方案，包括在交易后期的估值，与交易前期议定可换股债券条款时的预防性措施。

导言

兼并和收购是现代金融公司拓展业务的一种常用方法。在近期企业行动日益复杂的背景下，兼并和收购越来越难区分了。通常情况下，收购是指一家公司只购买另一家公司的其中一部分，主要有两种形式：资产收购和股权收购。资产收购，是指购买另一家公司的全部或部分关键资产，而股份收购是指购买另一家公司的股份，而股份数目足以获得公司控制权。合并发生时，至少有一个收购目标在交易后不再存在。在术语“并购”将会交替地使用“合并”或“收购”。下面介绍的并购的发起动机以及价金的形式。这些会作为买家和卖家谈判价金的参考价格（或价格范围）。

并购的企业动机

兼并和收购的典型原因包括：低估值，多元化，经营协同，财务协同和控制。

低估值：低估值发生在一间公司在金融市场价格低于其基本价值。一个有能力收购方会有兴趣藉此机会收购，并等待价值恢复到其真正的价值。

多元化：多元化发生在收购方希望将其业务多元化，投资在一个完全不同的商业环境。这目的是有争议的，股东可以自己更便宜达到同样的目的，就是购买无相关的股票。

协同：协同是指多间公司合并经营时所创造的附加价值。协同可以是业务或财务的。业务协同，一般是指实现经济规模，提高经济增长，增加市场的主导地位，并节省运营成本。财务协同效应一般是指税收优惠，扩阔债务能力和增加更好投资/项目机会。

控制：控制是指接管和重组组织得很差的公司从而创造价值。

协商价金的依据

买家和卖家协商以确定价金才能把收购完成。对于由于低估值和多元化的并购，公司价值会假设他们是独立运行来评估。营运协同，应用于评估公司价值时可以使用更高的收入，更高的增长，更低的运营成本；对于金融协同，可应用更低的税率和较低融资成本；对于控制，可以采取更佳的效率和更好的盈利能力。自然地，并购交易的总价金应不得多于已考虑由协同和控制所创造的额外利益的公司价值，因为否则从这个并购交易的盈利能力是非常值得怀疑。因此，我们认为作为一个成功的交易的一个重要组成部分，是如何设定的价金。

并购价金的形式

并购的价金常见的成分包括现金，普通股，普通债券，认股权证，优先股，利润保证，购回/退回条款，及可换股债券。

现金是最安全、最直接的支付方式。在大多数情况下，价金将以现金及其他金融工具混合出现。

普通股是常见的选择，特别是当收购方的管理层认为他们的股票价格被高估时。当收购方是缺乏资金，或需要调整其资本结构是，则他们会考虑发行普通债券。

认股权证可以连同普通债券发行，当中的股权性质可令价金更具吸引力。

优先股赋予持有人在普通股股东收取股息以前收取特别股息(通常较高)。因此，优先股拥有普通债券和普通股性质。

利润担保及购回/退回条款是根据公司未来的业绩目标保障买卖双方。它们是典型或有价金例子，可能引起评估事宜。根据实际条款及情况，或有价金的影响可能是巨大的。

可换股债券是一种具有债务和股票性质的混合工具。他们有一个本金金额，在换股期内可以转换成发行公司的普通股，如果换股没有发生，则需要在期内派发利息和在到期日偿还本金。

可换股债券是在并购其中一种最复杂的融资方式。他们可能会涉及其他衍生工具功能，包括赎回及退回条款，进一步增加其复杂性。当他们的估值须符合汇报及监管用途时，其公允价值根据公平交易原则在债券发行日往往要求与其本金

相约。然而，在并购交易的购买价格分摊（PPA）¹，有时这个要求不能满足，甚至可能不必要的。以下将介绍一个香港上市公司的简化个案，其根据在并购发行的可换股债券对公司利润造成了很大的影响。

案例研究

在 20X0 年 5 月，一间公司签订收购协议，当中价金包括将于 20X1 年 5 月发行本金总额为港币 1.8 亿元的零利息可换股债券。可换股债券将在 5 年后到期，可以在期内用每股 1.00 港元转换成公司普通股，当中换股价 1.00 港元则和签订时的股价相符。债券除了转换股票，没有其他衍生功能。本次交易完成日为 20X0 年 9 月。然而，股价飙升至 20X1 年 9 月的 1.83 港元和 12 月（财政年度结束）的 1.7 港元。应付价金高达 HK \$ 4.0 亿美元，从而产生巨额商誉。在年度结尾时，收购目标营运的公允价值未能支撑该高额商誉。公司因此悲惨地遭遇一个重大的商誉减值损失。

交易完成后后期估值

在交易完成后的估值，也有一些方法来降低应付价金的公允价值，例如稀释效应和换股限制。稀释效应是指每股价值可能会因未来大量的新股发行时而下落。深信市场效率的人会认为，效果会在公告日立即反映，由于专业的投资者会知道交易的效果，然后迅速对公告作出反应。至于转换限制，根据香港证券及期货事务监察委员会发布的公司收购，合并及股份购回守则，任何人或关联方取得公司 30% 或以上的投票权，除非获授予宽免，否则必须作出强制要约。因此，30% 的转换限制可以适用于可换股债券估值。然而，转换限制在实践中仍然有争议的，尤其当债券可自由转让时。

建议

上述意味交易完成后后期的拯救计划可能很容易失败。下面将讨论从可换股债券发行人（并购中的收购方）的观点，避免这些企业悲剧的最好方法。首先，最直接的方式是使交易完成日期尽量贴近订立条款和条件时的日期。这是为了减少不利的股价变动的机会，从而增加价金。第二种方法是设置完成日作为转换价格参考，例如，在完成日前过往 5 个交易日的平均收市价。这样完成日市场价格及转换价格之间的差距应该是最小的。第三种方式是使债券可以在期内赎

¹购买价格分配，或 PPA，是当一家公司（收购方）购买了第二家公司（目标）时所需的商誉会计的程序，把购买价格分配到各种收购交易中的资产和负债。（来自维基百科）

回，也就是说，发行人有权要求用本金的一定比例的金额收回所有债券。发行人在股价对他们是不利时有权收回债券。

（此中文译本跟原文英文版本如有任何差异，以英文版本为准）