



股票或現金？ 併購過程買賣雙方的交換

科技聯盟與併購
李振宇



作者



阿佛列德·拉波特 (Alfred Rappaort) 馬克·希洛爾 (Mark Sirower)



Contents

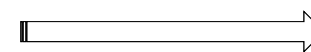


- 1 現金交易 vs. 股票交易
- 2 固定股份或固定價值？
- 3 公司該如何選擇呢？
- 4 股東價值風險

楔子



- ❖ 一九八〇年代興起的企業合併熱潮，在當時被視為傳奇現象，然而與一九九〇年代的併購活動相較，卻是小巫見大巫。
- ❖ 一九八八年——也就是一九八〇年代合併熱潮達到頂峰的那一年——併購案件數為**4,066**件，總成交金額為三千七百八十九億美元；而單單一九九八年一年，涉及美國企業的併購案件數便有**12,356**件，總成交金額高達一兆六千三百億美元。
- ❖ 我們也不必訝於這些數據，畢竟，收購仍然是欲進入新市場與取得新技術的最快捷徑。當市場全球化程度日益普及、科技變遷持續加速之際，愈來愈多公司將發現，面對迫切的成長需要，合併與收購勢將成為必須採行的策略。



楔子



- ❖ 一九九〇年代的收購交易較令人震驚的，是主併公司的付款方式
 - 一九八八年，大約近60 %的大金額收購交易（金額超過一億美元者）完全以現金支付，只有不到2%的交易以股票支付
 - 一九九八年，在所有大金額併購交易中，其中有50 %完全以股票支付，只有17 %的主併公司完全以現金支付
- ❖ 現金支付的案例中，雙方角色分明，透過現金完成股份轉換，只是單純的所有權交換
- ❖ 股票交換的案例中，雙方扮演的角色則變得比較模糊，很難區分誰是買方、誰是賣方...
 - 以股票交換乙公司所有權的甲公司（主併公司），將與被其收購的乙公司（被併公司）共同分享此一交易的潛在價值與風險

5

楔子



- ❖ 曾有一項研究，以一千兩百多筆大金額收購交易為對象，研究人員發現了一致現象：
 - 從雙方宣布合併那一刻起，以股票為交易工具的主併公司，其公司股價表現通常比以現金為交易工具的公司股價表現為差
 - 該研究進一步發現，採用股票與採用現金進行的兩種交易方式，二者之間的股價差距會隨時間愈久，而愈來愈大
- ❖ 然而不論在公司董事會例會中，或是在報章雜誌的金融理財版面，卻常被忽略...
 - 經理人和新聞記者最關心的，多半是最後定案的收購價格
- ❖ 當公司提議——或接受——以交換股票方式進行收購時，雙方經理人與投資人需要考慮的重點，就不再只是估算公司市值這一項了

6

現金交易vs. 股票交易



- ❖ 現金交易與股票交易的基本差異是
 - 若為現金交易，主併公司的股東將承擔「未實現內含於收購溢價中之預期綜效價值」的全部風險
 - 若為股票交易，此一風險即由買賣雙方股東共同承擔。
 - 買賣雙方擁有多少合併後新公司股權的百分比，將來便承擔相同百分比的綜效風險



7

現金交易vs. 股票交易



- ❖ 假設買家公司（Buyer Inc.）企圖收購競爭者賣家公司（Seller Inc.）。
 - 買家公司總市值為五十億美元，每股100美元，總共有五千萬股
 - 賣家公司總市值為二十八億美元，每股70美元，總共有四千萬股
 - 買家公司估計，兩家公司合併後，可創造十七億美元的額外綜效價值，因而宣布以每股100美元的價格買下賣家公司全部股權
 - 這筆交易意謂後者的市值躍升為四十億美元，比起原先的二十八億美元，多出十二億美元溢價
- ❖ 主併公司從收購交易中獲得的預期淨利得（expected net gain）——或稱「股東附加價值」（shareholder value added, SVA）——為主併公司從收購交易獲得之預期綜效價值減掉收購溢價後的金額
- ❖ 若買家公司決定以現金支付，這筆交易的SVA計算就非常單純，為十七億美元的預期綜效價值減掉十二億美元的溢價，答案是五億美元

8

現金交易vs. 股票交易



- ❖ 但如果買家公司**決定發行新股**以籌措此筆交易所需現金，該公司現有股東的SVA 將隨之下降
- ❖ 假設，買家公司新發行四千萬股股票，每股100 美元，而且就用這四千萬股股票買下賣家公司
- ❖ 賣家公司得到的價值為四十億美元，和先前使用現金交易的所得相同，**只是，買家公司股東將發現他們的股權縮水了**
 - 具體言之，完成收購交易後，他們僅擁有所有九千萬股中**55.5 %**（五千萬股／九千萬股）的股權
 - 因此，他們擁有收購後的預期SVA 金額，為五億美元的**55.5 %**，答案是二億七千七百五十萬美元
 - 其餘金額跑到股份增大後的買家公司新股東那裡，也就是賣家公司原來的股東

9

現金交易vs. 股票交易



- ❖ 唯一能夠讓買家公司原有股東從股票交易獲得等同現金交易SVA 的途徑，是**提供賣家公司較少的股票，並說服對方相信，若納入預期綜效價值，每股市值是更高的**
 - 換言之，新股價將反映買家公司經理人所相信的合併後新公司價值，而非宣布合併前的100 美元每股股價
 - 在實務上，除非賣家公司股東相信，合併後的新公司市值甚至高於買家公司經理人所估算的價值，否則他們不太可能接受數量較少的股票收購提議
 - 回顧過去十年來令人失望的併購成績，我們不難預料，賣方想要賣一個好價錢的確不容易

10

現金交易vs. 股票交易

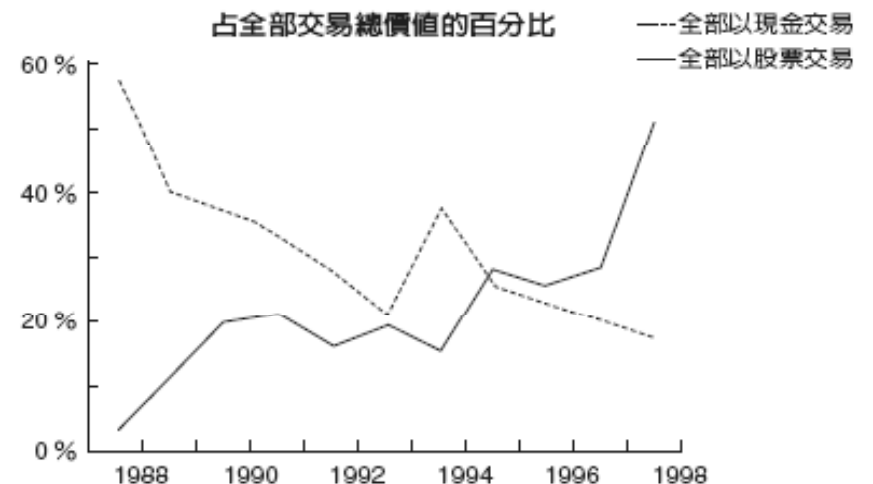


- ❖ 股票交易似乎讓被併公司的股東更有機會從「主併公司股東期待收購交易能夠創造高於溢價的潛在綜效利得」獲利
- ❖ 被併公司的股東也不是傻瓜，當他們拿到的是股票而非現金時，即意謂他們也要承擔主併公司的風險
 - 買家公司以交換股票方式完成收購賣家公司，最後卻未實現先前的預期綜效價值。若為現金交易，買家公司的股東將承擔付給賣家公司十二億美元溢價的損失。若為股票交易，他們的損失僅為溢價的**55.5 %**。剩下**44.5 %**的損失，即五億三千四百萬美元，則由賣家公司的股東承擔



11

現金交易vs. 股票交易

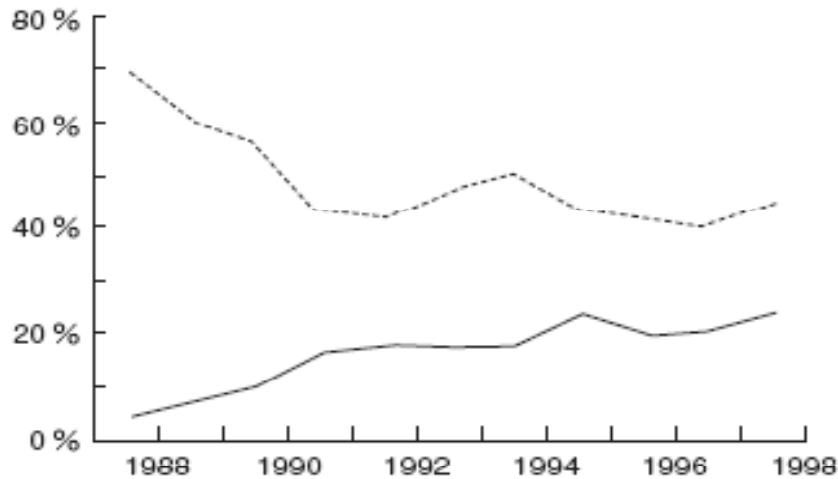


12

現金交易vs. 股票交易

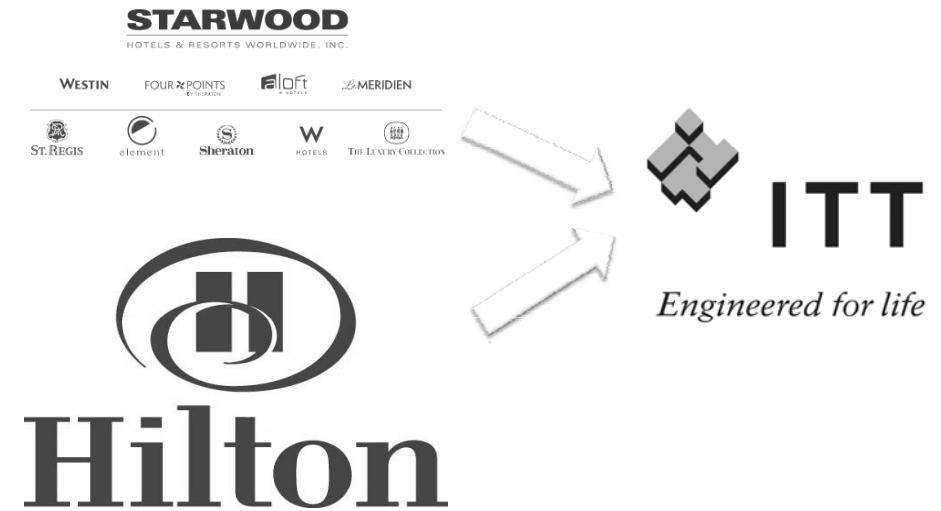


占全部交易總數量的百分比



13

現金交易vs. 股票交易



14

固定股份或固定價值？



❖ 在提議收購或接受對方收購提議時，除了全股票與全現金兩種交易外，董事會與股東其實還有其他選擇

- 選擇發行**固定數量**的股份
- 選擇發行**固定價值**的股份

15

固定股份或固定價值？



❖ 固定股份

- 選擇發行固定股份，係指公司發行一定數量的股票，但是從宣布發行股票當日一直到交易完成日，交易價格將隨著主併公司的股價不斷波動
 - 買賣雙方股東均將受股價波動的影響，不過，他們在合併後新公司所擁有股權的百分比絲毫不受影響
 - 儘管實際股東附加價值（SVA）與預期數值不同，雙方公司股東從特定合併交易衍生之SVA而獲得的利益不變
- ❖ 在固定股份模式交易中，**被併公司的股東較容易因為主併公司股價下跌而吃虧**，原因是，自主併公司正式公布該公司將進行交易的那一日起，被併公司的股東即需負擔價格下跌的風險。

16

固定股份或固定價值？



❖ 固定價值

- 在此一模式中，公司發行的股票數量不固定，一直要等到交易正式敲定那一天，再根據當時股價決定發行股票的數量
 - 雙方公司股東擁有合併後新公司股權的百分比，要等到雙方正式簽約的那一日才能揭曉
- ❖ 採固定價值模式，從宣布交易之日起一直到成交日的價格風險，將全部由主併公司的股東承擔
- 如果股價下跌，主併公司必須多發行一定數量的股票，其總值必須等於當初答應支付給對方的金額
- ❖ 主併公司的股東不僅被迫減少新公司的持有的股份，他們可獲得的預期SVA也將相對降低
- ❖ 被併公司的股東可享有較大保障，一直到正式成交日，都可確保獲得一定的價值，而不會蒙受任何損失

17

固定股份或固定價值？



	交易結束後的市場風險	交易結束後的營運風險
全現金交易		
主併公司	全部	全部
賣方	無	無
固定股份交易		
主併公司	預期擁有股權之百分比	實際擁有股權之百分比
賣方	預期擁有股權之百分比	實際擁有股權之百分比
固定價值交易		
主併公司	全部	實際擁有股權之百分比
賣方	無	實際擁有股權之百分比

18

公司該如何選擇呢？



- ❖ 選擇不同的支付方式，對股東權益將產生極大影響
- 買賣雙方公司的董事會必須在決策過程中審視考慮這類影響，以不負全體股東所託
 - 主併公司應向股東解釋清楚，他們為何必須與被併公司的股東共同負擔此交易的綜效利得
 - 同時讓被併公司股東了解，承諾其擁有合併後新公司一定數量的股權，實質為承擔一項新投資風險

19

公司該如何選擇呢？



❖ 主併公司該問的問

- 在決定以何種方式支付之前，主併公司的管理階層與董事會該問三個與經濟議題有關的問題
 - 第一，主併公司的股價是被低估、被高估，還是合理呢？(評估主併公司的股價)
 - 其次，未實現「為支付收購溢價所需之預期綜效」的風險為何？(綜效風險)
 - 正確答覆這兩個問題，有助於主併公司決定要以現金還是以股票支付
 - 最後，交易結束前，主併公司股價下跌的可能性為何？(成交前的市場風險)

20

公司該如何選擇呢？



❖ 評估主併公司的股價

- 如果主併公司相信現行股價被市場低估，就不應該發行新股，否則就是在懲罰現有股東
 - 許多研究結果一致指出，一家公司發行新股，通常意謂著該公司經理人——他們最了解所屬公司的前景——**相信公司股價被高估了**
 - 因此，有太多證據顯示，當一家公司決定發行股票以籌措收購資金時，該公司股價下跌的機率即相對增大

倘若主併公司經理人確信其股價被嚴重低估，改採現金交易應是合理的作法。

我們卻不斷地看到一個奇怪的現象：公司負責人一方面公開宣稱股價遠低於合理水準，另一方面卻以如此「低價格」發行新股，以支付收購特定公司所需的資金。面對這兩個互相矛盾的訊息，市場人士該相信哪一個呢？

21

公司該如何選擇呢？



❖ 綜效風險

- 一家公司決定採用股票或現金收購另一家公司，亦顯示主併公司對此筆交易是否能達成預期綜效的風險評估
- 自信的主併公司應會選擇用現金支付交易所需金額，如此一來，公司股東將來便無須和被併公司的股東分享預期的合併利益
- 如果經理人相信，將來未能達到期望綜效水準的可能性頗高，他們便有可能改採股票交易方式，好為自己下的賭注避險
 - 由於已自行稀釋對新公司股份的所有權，主併公司在交易完成前後需負擔的損失，將相對減少

事實上，許多實證研究均提出一致的調查結果：市場人士對現金交易的反應較熱絡，對股票交易的反應較冷淡。

22

公司該如何選擇呢？



❖ 股票交易傳遞給市場兩個強有力的訊息

- 主併公司本身的股價被高估了
- 管理階層對該收購交易缺乏信心

大多時候，公司可能因為一時沒有那麼多現金，或一時籌不到足夠現金，而無法以現金交易。此時的決策就比較繁雜，董事會必須考慮是否值得多支付額外成本，來發行被低估股票。



23

公司該如何選擇呢？



❖ 成交前的市場風險

- 主併公司展現出「承擔更多成交前市場風險」的意願，以表示對自己股票的價值很有信心，市場通常會給予正面的評價
- 提供固定股份的收購條件，就不是一個展現信心的作法，因為賣方的報酬將隨著主併公司的股價下跌而減少
 - 除非雙方確定成交前的市場風險相對偏低，否則不建議採用固定股份的收購條件
 - 當雙方同屬一個產業，或所屬兩個產業有密切關連，它們很有可能（但不必定）會採用固定股份的收購模式，因為雙方股價均受經濟大環境影響，因此到成交時，雙方仍維持先前交換比例的可能性很高
- ❖ 主併公司也可以改變固定股份模式的內容，而不至於傳遞其股價被高估的訊息。例如，主併公司可以訂定一最低價格底線以保護賣方

24

公司該如何選擇呢？



- ❖ 固定價值提議傳遞的訊息是，主併公司對交易更有信心，因為一方面保證賣方可獲得事先約定的市場價值，另一方面，成交前因股價下跌而造成的成本損失，將由主併公司悉數吸收。

25

公司該如何選擇呢？



- ❖ 賣方的問題
 - 若為現金交易，賣方公司董事會要應付的課題就較為單純。他們只需視自己公司為一獨立經營事業，再評估它是否值得主併公司開出的那個價格。
 - 面臨的唯一風險是，再等一陣子，說不定會有人開出更高價碼；或現行管理團隊發揮功能，為此一獨立經營事業創造出更高身價。
 - 董事會面臨的抉擇是，要掌握手中機會，還是寄望公司能在未來收回相等的投資報酬？

26

股東價值風險



- ❖ 雙方公司的股東必須評估，將來新公司組成後，如果當初被認定為溢價一部分的預期綜效未實現時，切身利益會受到什麼樣的影響
- ❖ 他們預備拿多少百分比的公司市值，當作收購成敗的賭注？

27

股東價值風險



- ❖ 股東價值風險
 - 主併公司以其答應付給對方的溢價，除以雙方正式公布合併交易前，主併公司的市值
 - 主併公司若未實現收購後的預期綜效，將有多少百分比的公司市值面臨化為烏有的風險
 - 主併公司付給被併公司的溢價愈高、被併公司市值對主併公司的市值比愈高，股東價值風險就愈大
- ❖ 溢價風險
 - 可以幫助賣方公司股東評估，將來若未實現預期綜效，他們將負擔多少風險
 - 賣方公司股東想問的是，若為股票交易，溢價風險多高？答案是賣家公司股東將擁有的合併後新公司股份百分比。

28