

# 你是收購交易的冤大頭嗎？

Robert G. Eccles and Kersten L. Lanes

管理與資訊系 李振宇



## Contents


- 1 沒有唯一正確的收購價格
- 2 收購交易的訂價
- 3 計算綜效價值
- 4 策略性併購
- 5 組織紀律與價格訂定

## 楔子



- 三十年來，大多數企業均未從收購行動獲得什麼實質利益，儘管如此，企業主管仍然樂此不疲，年復一年，商場上完成數量更多、金額更大的交易案...
- 收購交易沒有為企業創造預期的價值，原因或許有很多種，然而許多案例顯示，主併公司當了冤大頭才是最主要的原因。
  - Ex: 許多經理人非理性地重視此一行動的策略性價值；在談判過程中，主併公司被興奮的情緒沖昏了頭，及主併公司欠缺整合技能等等...
- 什麼是最適價格呢？

## Quaker Oats → Snapple

- 桂格燕麥 ( Quaker Oats ) 收購思拿多 ( Snapple ) 便是一個很有名的例子。
  - 此一收購案的最後成交價格為十七億美元，然而根據一些產業分析師的估計，桂格公司多付了十億美元的冤枉錢。
  - 自兩家公司宣布合併起，兩家公司的股價便隨之下跌
  - 新時代飲料 ( New Age drinks ) 市場持續衰退，再加上桂格公司執行時遇到種種問題，使得思拿多的經營立刻陷入困境
  - 短短兩年四個月後，桂格便將思拿多轉賣給三弧公司 ( Triarc Company )，成交價格是之前的八成。
  - 該交易完成簽約手續後，桂格燕麥與三弧的股價隨即雙雙上揚
- Why?
  - 經理人更需要回歸組織紀律，以作為控制情緒的韁繩

## 低溢價交易通常失敗，反之亦然

從以下所列二十筆交易的相關數字來看，溢價高低和交易是否成功並無直接關連。前半段的十家公司以較低溢價完成收購交易，一年後的投資報酬總額全為赤字；後半段付出較高溢價的十家公司，一年後的投資回收全部為盈餘。

### 低溢價交易與低回收

主併公司	被併公司	溢價	一年後市場回收
1 馬夏爾艾斯力	發利銀行集團	19 %	
2 賽利登	康達塔控股	19 %	
3 達高華特 (編注：流體機械公司)	BW/IP (編注：流體機械公司)	14 %	
4 3Com	U.S. Robotics (編注：數據機械廠商)	13 %	
5 柏格森	哈夫達	11 %	
6 美國電話電報公司	麥考行動電話公司	11 %	
7 德利銀行	生活實信	10 %	
8 華盛頓互惠銀行	大西部金融	6 %	
9 超微半導體	新世代處理器	5 %	- 59 %
10 奧特瑪	鑽石香洛克	1 %	- 18 %

### 高溢價交易與高回收

主併公司	被併公司	溢價	一年後市場回收
1 亞利根尼魯倫	泰利丹	115 %	33 %
2 第一銀行系統商業銀行	全美銀行公司	85 %	12 %
3 諾斯洛普	格魯曼	65 %	12 %
4 南方保健	外科護理聯盟	61 %	30 %
5 普雷瑟 (編注：工業氣體製造商)	CBI 工業	49 %	49 %
6 高普登諾利斯	優品化學	45 %	7 %
7 威廉斯公司	傳高能源	43 %	19 %
8 CAN 金融	大陸公司	39 %	48 %
9 維默造船 (編注：挪威造船、工程公司)	特拉法加公司	35 %	15 %
10 邊境	ALC 通訊	34 %	4 %



## 1. 沒有唯一正確的收購價格

- 面對欲收購的對象，資深主管最終必須懂得試算出公司「能夠」出的最高價格為何，並嚴守原則，一毛錢也不多出。



有關大西洋貝爾與空觸通訊正進行收購談判的傳言首度浮出檯面。四天後，大西洋貝爾公開收購空觸通訊的條件：以每股73美元，總共買下價值四百五十億美元的股票，收購空觸通訊；與空觸通訊一週前股票收盤價68美元相較，大西洋貝爾同意支付7%的溢價。

次年元月七日，伏得風加入戰局，開出更優渥的條件，以每股89美元，買下共值五百五十億美元的股票，收購空觸通訊。數日後，於元月十五日，伏得風同意每股金額提高為97美元，總額增為六百二十億美元。此一天價比最初由大西洋貝爾開出的起跳價高了33%，比首度謠傳空觸通訊將被收購之前的股價更高了43%。然而，隱藏在此筆交易之下事實是，伏得風必須雙管齊下，創造出至少二十億美元的成本節省與新增營收總和。不過，市場卻非常捧場，在競標過程中，伏得風的股價足足上漲了14%。

## 1. 沒有唯一正確的收購價格

- 市場對大西洋貝爾出的價錢沒有什麼特殊反應，對抬高價格的伏得風反而非常捧場，這是何原因呢？
  - 綜效的評估！
  - 相較於大西洋貝爾，伏得風在歐洲占有更大的行動電話市場占有率
    - 伏得風在歐洲各國已建立穩固地位，但空觸通訊在歐洲卻沒有什麼力量，兩家公司合併可相輔相成，從而創造出第一家泛歐洲的行動電話公司
    - 合併後的新公司將可節省過去必須付給其他行動電話同業一大筆愈來愈高的費用，及付給固網業者的連接費
    - 兩家公司技術基礎與採購供應商相同，伏得風與空觸通訊合併後創造的另一個綜效是：未來採購電話聽筒、開關與基地台等設備時，所可能節省的巨額成本
    - 產業獨走，造就對手壓力！



## 1. 沒有唯一正確的收購價格

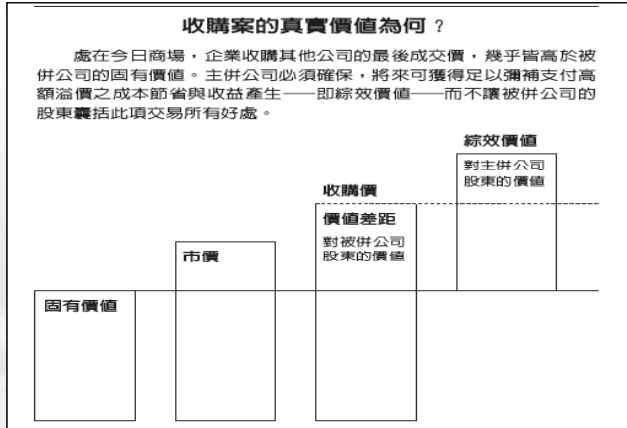
- 如本例所示，面對欲收購的同一個對象，甲公司出的價錢，和乙公司出的價錢可能有很大差異。
- 由於兩家公司通常是直接競爭者，因此財力較差的公司很可能會忽略本身的財力狀況，一心想要競標成功，最後做了冤大頭而不自知。只為了贏過另一個競爭對手而持續加碼競標，最後通常證明是一種非常愚蠢的作法。



## 2.收購交易的訂價

- 在評估潛在收購案的利益時，經理人與董事會成員首先應了解與價值有關的幾個特殊觀念

- 固有價值
- 市價
- 收購價
- 綜效價值
- 價值差距



## 3.計算綜效價值


- 計算正確收購價有兩個關鍵。
  - 第一個是確保經理人運用最嚴謹的方法與最符合現實的假設，計算被併公司的綜效價值
  - 其次，不管未來出現多少干預，以「這是一筆策略交易，如果我們不做，將來一定會後悔的！」等理由，迫使談判者接受，主其事者仍應堅守既有立場，多一毛錢都不同意成交。
- 成本節省
- 營收強化
- 程序改進
- 財務規劃
- 稅務優惠

## 3.計算綜效價值

- 成本節省
  - 正面效益：人事精簡、採購力量
  - 負面影響：相關抗拒
- 營收強化
  - 正面效益：通路擴張、市場地位改善、規範的調整
  - 負面影響：被併公司顧客有不同認知、競爭對手反噬
- 程序改進
  - 正面效益：產品開發、作業流程
- 財務規劃
  - 取得營運資金或現金
  - 試場位置改變，籌資難度降低
- 稅務優惠
  - 資金移轉

## 4.策略性併購

- 若經過計算得到的結論是，併購某公司不合算，但公司裡仍有不少人不斷提醒管理階層，應將策略因素納入考慮，這時該怎麼辦呢？
  - 最符合公司長期利益的作法，就是不理會這種不理性要求。
  - TMT成員在併購過程中常陷入情感面的堅持
- 當事人若過於投入，可能會忽略重要數據。其中最危險兩種情況
  - 不要相信「這是一生僅見的機會」的鬼話——你永遠都有可能碰到更好的機會
  - 「如果不收購這家公司，競爭對手很快就會接手。」問題是，如果數據證明它不是一樁好生意，為何不讓競爭對手傷腦筋呢？
- Real-options valuation



## 5. 組織紀律與價格訂定

- 有豐富成功併購經驗的公司，不僅知道應如何計算正確綜效，也知道何時該當機立斷，停止和對方繼續談判
  - 不少公司嚴禁談判者訂定收購價格，便是擔心他們投入太多個人情感，而出現放水行為
- 因企業規範制定併購標準
  - Ex: 併購績效與個人績效連結
  - Ex: 被併購者未來成長率需高於現況
  - Ex: 被併購者的股東報酬率需提升



# Thank You !



HBR issues