

財務管理

第十四單元 合併與購併

授課老師：陳明賢教授



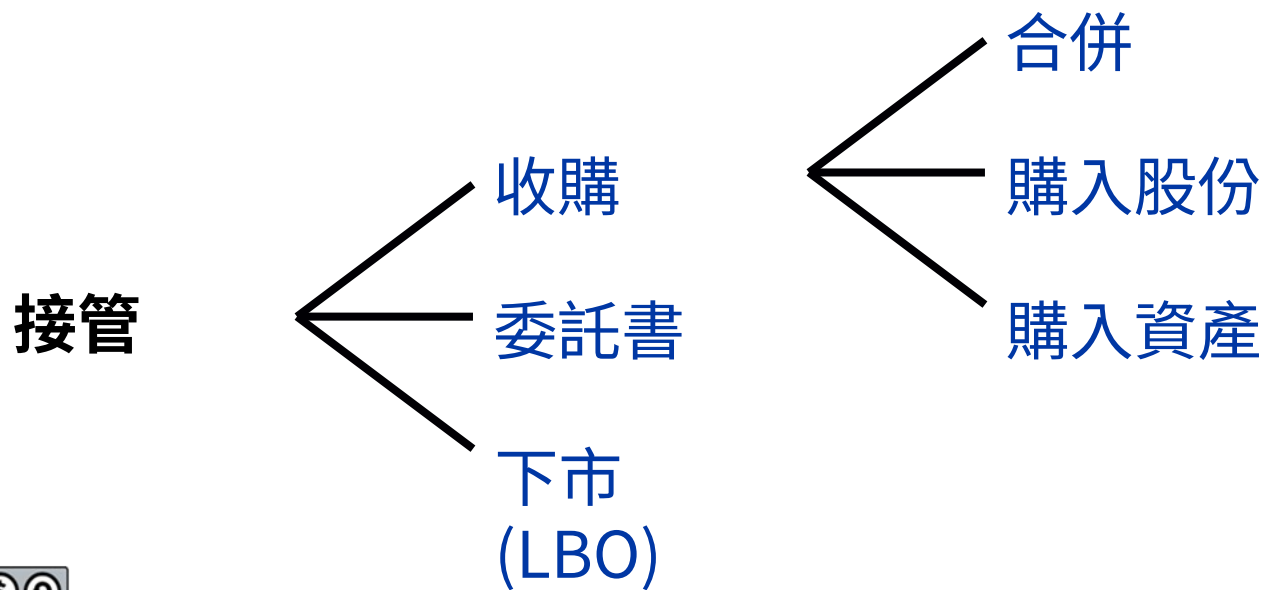
【本著作除另有註明外，採取創用CC「姓名標示—非商業性—相同方式分享」台灣3.0版授權釋出】

本課程指定教材為由華泰書局所經銷之 Ross, Westerfield, Jaffe, and Jordan's Core Principles and Applications of Corporate Finance, 3rd Global Edition (2011), McGraw-Hill, Inc. 中文書則可參考由華泰書局所出版，俞海琴、董佩珊所編譯之財務管理 (2012, 第三版)。



本作品轉載自 Microsoft Office 2007 多媒體藝廊，依據[Microsoft服務合約](#)及著作權法第46、52、65條合理使用

企業接管 (Takeovers) 種類



合併與購併

- **購併 (merger)**：是指一公司被另一公司吸收，主併公司 (acquiring firm) 維持其原有之名稱，並吸收目標公司 (target firm) 所有資產及債務。在購併完成後，被收購公司就不再存在。
- **合併 (consolidation)**：和購併所產生的交易相同，只不過在合併完成後，一家全新公司出現，原先合併前之兩公司不再存在。

有三種方式可以收購一家公司

- 合併及購併 (Merger or Consolidation)
- 收購股票 (Acquisition of Stocks)
- 收購資產 (Acquisition of Assets)

1980 年代以來，合併與購併活動頻繁之原因：

- 反托拉斯 (Antitrust) 管制者態度之改變，
- 法令鬆綁 (Deregulation)，
- 購併已成為最廉價及最迅速的企業發展策略。
- 融資方式的創新，
- 反購併之州法令式微，
- 聯邦法院及管制機構不再保護目標公司，並了解目標公司可獲超額報酬。

1980 年代以來，合併與購併活動頻繁之原因：

- 反托拉斯 (Antitrust) 管制者態度之改變，
- 法令鬆綁 (Deregulation)，
- 融資方式的創新，
- 反購併之州法令式微，
- 聯邦法院及管制機構不再保護目標公司，並了解目標公司可獲超額報酬。
- 購併已成為最廉價及最迅速的企業發展策略。

合併與收購是企業常見之擴充手段

- 合併與收購通常比企業自行設置資產在時間上與金錢上較為廉價。
- 合併與收購所花費時間比企業自行設置資產短，因此企業較易掌控未來之不確定因素。
- 合併與收購手段，通常原有之經營團隊及供應鏈均早已到位；成功機率比比企業自行設置資產高。

反對合併與購併人士之理由：

- 任何一方的利得只是其他人損失的財富重分配效果，
- 爭奪公司控制權使得資源無法用於其他具生產性的活動。

接管另一企業短期的財務效果

接管方式	成功		失敗	
	目標	主併	目標	主併
公開收購	30%	4%	-3%	-1%
合併	20%	0%	-3%	-5%
收購委託書	8%	NA	8%	NA



接管另一企業短期的財務效果

以上目標公司股東報酬雖為顯著，但亦僅包括宣告期間之報酬率，通常合併與購併宣佈之前，歷經一段時間的超額報酬。可能原因如下：

- 媒體之臆測，
- 購買者對目標公司所建立之基本持股部位，
- 善意或敵意的收購。

接管另一企業長期的財務效果

- 主併公司股價在購併後沒有太大改變；但就長期而言，呈下滑趨勢。
- 主併公司可分友善和敵意。敵意收購之主併者股價表現，比友善收購者好。原因是敵意收購之主併公司通常會將目標公司之不良管理階層撤換。

購併利得的可能解釋

- 目標公司股價被低估：然而學者發現當目標公司擊退購併活動時，股價卻下跌至購併前水準。若低估現象存在，則公司價值應可回復到購併交易時之高價。
- 稅負的誘因：購併公司充分利用目標公司之稅前損失或投資扣抵，或取得目標公司資產，而避免資本利得稅。學者發現在大額購併案中，稅負因素並非為主要考慮。但是有 20% 購併案之稅負因素，大到影響購併活動。
- 購併利得可能來自對債權人之剝削：學者發現購併公司或目標公司的公司債價格，在購併過程中並未遭遇損失。
- 購併利得來自勞工損失：購併的利得是否來自購併後員工裁減所產生？學者發現，涉入購併活動之公司，平均而言，工資及僱用人數均有上升。
- 購併之綜效
- 只有稅負的誘因及購併之綜效在實證上有明確的證明。

合併之綜效

■ 合併綜效之可能來源

- 收入改善
- 成本降低
- 稅負減少
- 資金成本降低

■ $\text{Synergy} = V(AB) - [V(A) + V(B)]$

共同保險效果 (Coinsurance effect)

- 不同產業之公司合併，我們稱為集團式合併 (Conglomerate mergers)。集團式合併通常會降低合併後企業之營運風險，（因為兩家企業之現金流量之不確定性非完全正相關），因而降低債務之倒帳風險，因而提升債務之價值；股東權益有可能因而受損。（注意：股東權益是否受損，端視**綜效**與**共同保險效果**相對大小而定。

防禦購併之策略

- 目標公司經理人員常會抗拒購併的進行。
- 由於購併會為目標公司股東帶來財富，經理人員抗拒購併（有時為了自我的工作安定）通常會損害股東利益。
- 經理人員抗拒購併有些時候會帶給股東利益。那是因為當經理人抗拒後，主併公司常會提高購併價格。

防禦購併之策略

防禦購併之理由：

- 反擊不適當的購價，
- 提高購併價格，增加競爭者競價機會，
- 消除股權收購之社會成本。

需經股東同意之防禦策略

- 更改章程，設絕對多數 (Super Majority) 之高門檻同意權。當絕對多數門檻通過後，目標公司股價明顯下跌。
- 公平價格 (Fair price amendment) 修正案：主併公司必須支付公平價格，否則購併無法成立。通過此修正案之公司，股價不明顯的下降。
- 股權分級 (Dual-Class Recapitalization)：將股票分成具有不同投票權種之股票，使購併者無法獲得足夠之投票權。當股權分級通過後，目標公司股價明顯下跌。
- 更換註冊地（購併法規較嚴），使購併較難執行。
- 降低累積投票權。

不需經股東同意之防禦策略

■ 反托拉斯訴訟：

- 使用州反托拉斯法：當 Ohio 州反托拉斯法通過時，內部人持股低於 30%(潛在目標) 公司，股價明顯下跌 3% 。

■ Greenmail ：目標公司以高價買回潛在購併者之股權，購買者 (目標公司) 會有顯著負的報酬率，而出售者 (潛在主併公司) 會有顯著正的報酬率。

■ Poison Pill ：宣告毒藥丸者 (目標公司) ，股價會有顯著下跌 0.84% ；而這些宣告者中，主併公司之股價卻明顯下跌 1.51% 。

- 毒藥丸的例子，例如當購併案子成立時，允許目標公司股東以半價購買主併公司股票。若主併公司仍堅持購併，有如吞下毒藥丸。

購併防禦策略

- 購併防禦策略中，需要股東同意之策略，比不需要股東同意之策略，對目標公司股東財富產生損失比較少。

購併常見其他抗拒策略

- **黃金降落傘 (Golden parachutes)**：給予經理人購併時，優厚的退場報酬。
- **皇冠寶石 (Crown jewels)** 指目標公司最值錢的資產；通常引起主併公司覬覦的原因。因此，目標公司經理人為了抗拒購併，可能將其出售。
- **白色騎士 (White Knights)**：目標公司邀請其他較為友善之主併公司，加入競價。經理人可以保有購併前職務。

企業分割 (Divestiture)

- 企業分割常被企業用來提高專注 (focus) 及核心競爭力，減少企業在多市場曝露。
- 企業分割以下列三方式進行
 - 出售資產 (交換現金)
 - 組織分割 (Spin-off)：部分資產獨立出來成立另一家公司。母公司再將新公司股票分發給既有股東。因此原公司股東及擁有兩家公司股票。
 - 發行虛擬股票 (Issuance of tracking stock)：發給股東另一種類股票，其價值和企業某單獨資產表現，相互連結。

下市 (Going Private) 和融資買回 (LBO)

- 企業管理階層將所有流通在外股票買回，則公司即變成私有公司，稱為下市。通常在股價極度被低估時，經理人才會如此做。
- 如果買回過程中，使用大量銀行借款（融資），則稱為融資買回 (leveraged buyout, LBO)。
- 這些融資將為新主人達到抵稅功能，也將經理人便為公司所有人。
- 此舉將可消滅權益之代理成本 (equity agency cost) 。

版權標示

頁碼	作品	授權條件	作者 / 來源																								
1			本作品轉載自 Microsoft Office 2007 多媒體藝廊，依據 Microsoft 服務合約及著作權法第 46 、 52 、 65 條合理使用。																								
2-23			本作品轉載自 Microsoft Office 2007 多媒體藝廊，依據 Microsoft 服務合約及著作權法第 46 、 52 、 65 條合理使用。																								
2			作者：國立台灣大學 陳明賢教授																								
9	<table><tr><th rowspan="2">接管方式</th><th colspan="2">成功</th><th colspan="2">失敗</th></tr><tr><th>目標</th><th>主併</th><th>目標</th><th>主併</th></tr><tr><td>公開收購</td><td>30%</td><td>4%</td><td>-3%</td><td>-1%</td></tr><tr><td>合併</td><td>20%</td><td>0%</td><td>-3%</td><td>-5%</td></tr><tr><td>收購委託書</td><td>8%</td><td>NA</td><td>8%</td><td>NA</td></tr></table>	接管方式	成功		失敗		目標	主併	目標	主併	公開收購	30%	4%	-3%	-1%	合併	20%	0%	-3%	-5%	收購委託書	8%	NA	8%	NA		作者：國立台灣大學 陳明賢教授
接管方式	成功		失敗																								
	目標	主併	目標	主併																							
公開收購	30%	4%	-3%	-1%																							
合併	20%	0%	-3%	-5%																							
收購委託書	8%	NA	8%	NA																							