

國際企業併購之評價分析與出價結構

林正寶*

摘要

從收購公司的立場而言，對目標公司常用之評價方法有四種：即折現現金流量法、市場倍數法、內部報酬率法以及實質投資成本法。折現現金流量法需要併購後目標公司之預估現金流量表與折現率。市場倍數法是基於評價者個人主觀的意思判斷之，合理的倍數則由市場決定。內部報酬率法是指，收購一目標公司的內部報酬率是使收購價格等於該目標公司依據其未來預期現金流量之現值的折現率。實質投資成本法是基於，收購公司覬覦目標公司持有大量之未分配盈餘，如果能以較低價格收購目標公司，在併購後以股票股利方式分派予收購公司之股東，再以目標公司之新股價換算為收購公司股東之實質投資成本非常的低，值得收購公司進行併購。從目標公司之立場而言，目標公司之出價底線是其股票之總市值。經由各種評價方法之評價後，目標公司最後敲定的價值取決於併購雙方之議價能力以及當時之各種市場因素。另一方面，收購公司出價收購目標公司之支付工具型式有現金、收購公司之股票、收購公司之負債憑證或這些支付工具的某種組合。出價結構內容將影響合併後公司之資本結構、收購公司與目標公司股東的租稅處理、目標公司股東自未來併購後所能獲得之相關利益，以及收購公司可能遭受的反托辣斯法及公司法之管制程度。

關鍵詞：企業併購評價、目標公司市值、出價結構、併購後控制

* 國立中興大學企業管理學系所教授，
本論文經匿名審查通過，同意予以刊載。

一、前言

1960 年代中期以前，國際企業之善意併購(friendly acquisitions)大都是採用簡單的「以股換股」(exchange-of-stock)方式來達成，而委託書爭奪戰(proxy fight)則成爲敵對併購(hostile takeover)中使用的主要武器。不過，在 1960 年代中期，企業侵入者(corporate raiders)開始採取不同的策略運作模式。首先，侵入者花費一段很長時間發動委託書爭奪戰 ---- 向目標公司索取一份股東名單，若遭拒絕，再向法院控告目標公司以迫使其管理階層交出名單。在這段期間，目標公司之管理階層可以詳加考慮並採取適當策略以抵擋侵入者之併購行動。通常的結果是，目標公司之管理階層將贏得委託書爭奪戰的勝利。

如果企業侵入者能在目標公司採取反併購措施(anti-takeover measures)之前迅速作成決策，則其併購成功之機會即大增。同時，亦使侵入者由委託書爭奪戰轉向併購出價。例如，目標公司的股價只值\$20，其股東可能會收到來自侵入者給予\$27 的出價，並僅限兩週內接受。此外，侵入者也會在集中市場公開收購目標公司的大量股票，其他所需的股票經由侵入者的機構法人(institutional investors)朋友協助收購，而侵入者則承諾給予機構法人一些收購股票的利益。

面對侵入者有計畫的收購行動，目標公司的管理階層經常招架不住。目標公司股票的价值可能高於收購公司給予的價格，但目標公司的管理階層卻沒有足夠時間告知其股東或找到其他競價者。這種情形對目標公司似乎是不公平的，因此，美國國會乃於 1968 年通過 Williams 法案。這項法案有兩個主要目的：(1)管制收購公司出價(tender offer)的方式，以及(2)強迫收購公司揭露更多有關出價的資訊。基本上，國會要把目標公司的管理階層置於較爲有利的地位以防衛敵對併購。此外，國會認爲爲了作成理性的決策，目標公司的股東確實需要更易於取得出價的資訊，包括可以證券代替現金的資訊在內。

Williams 法案對收購公司設下四個限制：(1)在 10 日內，收購公司必須公佈其目前的持股與未來累積收購至少 5%股權之意圖；(2)收購公司必須公佈其用來收購的資金來源；(3)允許目標公司的股東至少有 20 日可以出讓其股權，

亦即至少有 20 日的股權公開收購時間；(4)如果收購公司在這 20 日的公開收購時間內提高收購價格，則原已出讓其股權的股東可以比照而收取較高的價格。總之，這些限制之目的在降低收購公司嚇唬目標公司管理階層之能力，並勸阻目標公司的股東不去接受不當的價格。在 Williams 法案之前，股權收購是採用「先來先服務」之方式，且在收購公司取得逾 50%的股權之後，股權收購之背後常伴有降低收購價格之威脅。此項法案給予目標公司更多的時間以發動防衛，並給予其他競價者和白騎士(white knights)攪局的機會，以便目標公司的股東能獲取較高的價格。

美國有許多州已通過相關法律以保護該州的企業免於敵對併購；首先，這些州法律規定企業必須揭露與併購有關的資訊，但到了 1970 年代後期，才有幾個州明確規定企業併購的地位需受到限制，以排除敵對併購的可能性。在 1979 年，MITE 公司〔一家德拉瓦州的公司〕對一家股票在伊利諾州公開上市的 Chicago Rivet & Machine 公司進行敵對併購，Chicago Rivet 尋求伊利諾州企業併購法之保護。伊利諾併購法之憲法精神遭受挑戰，美國最高法院判定該法案是違憲的，法院裁定證券市場是全國的市場，即使發行公司在伊利諾州辦理註冊，伊利諾州亦不能管制跨州的證券交易行為。

伊利諾州後來決定刪除該州第一批的併購管制；不過，該州仍試圖繼續保護總部設在該州的企業；而在 1987 年，最高法院支持大幅改變併購遊戲規則的印第安那州法案。特別是，印第安那州法案首先把「控制股權」(control shares)定義為「能給予投資人 20%投票權之股權」，該法案並規定：當投資人收購「控制股權」時，這些股權只能在多數非關係之股東(disinterested shareholders)批准後才能投票，而所謂「非關係之股東」是指「非公司行政人員、非公司內部董事，以及非收購公司之關係人」。該法案亦賦予取得控制股權之買方得堅持目標公司須在 50 日內召開股東大會以決定該控制股權是否有投票之權利。印第安那州法案確實給予企業侵入者致命一擊，主要是因為該法案減緩了併購的行動。如同紐約州及其他的州一樣，德拉瓦州〔大部分的大型公司都在該州註冊〕後來通過了一項類似的法案。

這項新的州法案亦具有保護目標公司股東免於被自家公司經理人剝削權利之特色，這包括了限制金降落傘(golden parachutes)之使用、繁重的負債融資計畫之使用，以及一些併購防衛措施之使用。既然這些法案本質上並未管制併購出價，但仍影響該州企業的實際運作，因此，如今這些法案挑戰了所有其他的州法律。但是，像 IBM 這樣的公司給予 Lotus 100% 的溢價收購，就很難保護 Lotus 不被併購。¹

二、 企業併購評價分析

理論上，併購分析很簡單。收購公司只要執行對目標公司的評價分析，再以評價結果決定是否要收購該目標公司？另一方面，目標公司將考慮是否要接受比自己繼續獨立營運下去的價值還高的收購公司的出價，或來自其他競價者的出價？不過，撇開理論不談，有些困難的實務性問題存在。

〔一〕對目標公司之評價：

從收購公司的立場而言，有四種評價方法可用來評價目標公司：折現現金流量法、市場倍數法、內部報酬率法及實質投資成本法；其中，使用市場倍數法，又因分母是帳面價值、EBITDA、EPS，以及每股現金流量等不同的數值，而有不同的評價基礎。不過，不論使用何種評價方法，有兩個事實必須注意：第一、在併購之後，目標公司不再是一個營運的獨立個體，而是成為收購公司的資產組合之一部分；因此，營運的改變將影響企業的評價，在併購的評價分析中必須把它納入考慮。第二、因為目標公司是自股東身上收購，而非自債權人身上收購；因此，併購評價分析的目標是針對目標公司的股權進行評價。

1. 折現現金流量法(discounted cash flow, DCF method)

把資本預算程序用於對整個企業之評價，需要兩個關鍵項目：預估現金流

¹ 請參考 E. F. Brigham & J. F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, Chapter 21, ninth

量表與折現率〔或資金成本〕。

(1) 預估現金流量表(pro forma cash flow statements)：

在 DCF 法下，取得精確的併購後之現金流量預測值是併購評價中最重要
的工作。在純粹的財務併購(financial merger)之場合，因沒有預期的「綜效」
產生，所以併購後之增額現金流量等於目標公司的預期現金流量；在營運併購
(operating merger)之場合，兩家公司營運的整合，在預測未來現金流量方面是
較為困難。

下表是 A 公司〔收購公司〕預測未來五年 B 公司〔目標公司〕的現金流
量，假設第五年以後之預期現金流量每年呈 10%速度成長，所有併購後期間
之預估資料與綜效都已考慮進來。目前，B 公司之負債比率是 50%，在併購後，
A 公司仍維持 50%之負債比率不變；假設兩家公司之邊際稅率皆為 40%。

併購後 B 公司之預估現金流量表

	2003	2004	2005	2006	2007
銷貨淨額	105.0	126.0	151.0	174.0	191.0
銷貨成本	75.0	89.0	106.0	122.0	132.0
銷管費用	10.0	12.0	13.0	15.0	16.0
折舊費用	8.0	8.0	9.0	9.0	10.0
EBIT	12.0	17.0	23.0	28.0	33.0
利息費用	8.0	9.0	10.0	11.0	11.0
EBT	4.0	8.0	13.0	17.0	22.0
所得稅 (40%)	1.6	3.2	5.2	6.8	8.8
稅後淨利	2.4	4.8	7.8	10.2	13.2
加：折舊 費用	8.0	8.0	9.0	9.0	10.0
現金流量	10.4	12.8	16.8	19.2	23.2

減：為成長而保留之現金	4.0	4.0	7.0	9.0	12.0
加：終值					150.2
屬於 A 公司之淨現金流量	6.4	8.8	9.8	10.2	161.4
備註					

1. 利息費用：是由 B 公司現有之負債，加上為了融通未來成長所需的額外負債；
2. 所得稅：A 公司在併購後收到一筆退稅，表中之所得稅全部是 B 公司的所得稅，併購後 B 公司並未移轉任何所得稅至 A 公司；
3. 減（為成長而保留之現金）：併購後由 B 公司產生之部分現金流量是保留予融通替換資產及未來成長的現金，其他現金流量則移轉至 A 公司供作發放股利之用。這些保留現金是指已扣除未來成長所需負債融資之現金部位；
4. 加（終值）：在此，假設 B 公司於 2007 年以後每年呈 10% 之穩定成長，公司之股權成本為 18.2%，故 2007 年 B 公司之終值為： $V_{2007} = (\$23.2 - \$12.0)(1 + 0.1)/(0.182 - 0.10) = \150.2 ；
5. 屬於 A 公司之淨現金流量：這些淨現金流量是在併購後屬於 A 公司之預估現金流量，此項現金流量可用來分派予 A 公司之股東、融通 A 公司未來成長所需之資產擴充等。

在上表，把利息費用考慮到現金流量預測值中乃基於三個理由：(1)收購公司通常要承擔所有目標公司之負債，承擔負債是併購交易內容之一部分；(2)併購通常需要負債融資；(3)如果收購目標公司後，目標公司將來呈現成長，也需要發行新負債以融通其持續的成長。既然收購公司承擔目標公司之負債，故在計算併購後屬於收購公司之淨現金流量時，必須先扣除目標公司預估之利息費用及所得稅。因此，DCF 法又稱為權益剩餘法(equity residual method)。

(2) 折現率(discount rate)：

預估現金流量是表達目標公司在併購前應屬於目標公司股東的權益，故在對目標公司評價時應以該公司的權益成本作為折現率。在此，使用 CAPM(資

本資產訂價模式)以估計目標公司之權益成本(r_s)。假設無風險證券之利率(r_f)是 10%，市場風險溢酬($r_m - r_f$)為 5%，目標公司於併購前之市場風險〔以 β 衡量〕是 1.63，則 B 公司〔目標公司〕之權益成本為：

$$r_s = r_f + \beta (r_m - r_f) = 10\% + 1.63(5\%) = 18.2\%$$

在估計得到目標公司之預估現金流量及折現率後，即可評估其在 2002 年之價值：

$$V_{2002} = \$6.4/1.182 + \$8.8/(1.182)^2 + \$9.8/(1.182)^3 + \$10.2/(1.182)^4 + 161.4/(1.182)^5 = \$92.8$$

這項目標公司的價值(\$92.8)是包括目標公司併購前之價值加上因財務或營運綜效而生之價值；除非有其他競價者提出更高的收購價格，否則這個價值亦是收購公司願意收購目標公司之最高價格。

2. 市場倍數法(market multiple method)：

市場倍數法是指，市場價值是稅後淨利、每股盈餘、EBITDA〔息前、稅前、折舊前及攤銷前之盈餘〕、銷貨、帳面價值或現金流量之倍數。上述 DCF 法是基於企業預期現金流量之概念以評估企業的價值；而市場倍數法則基於評價者個人主觀的意思判斷之，合理的倍數則由市場決定。一般而言，當股市上漲呈多頭走勢，代表景氣由持平轉趨樂觀時，樂觀的市場氣氛將使市場倍數上升，若以市場價值是帳面價值的倍數為例，這個倍數由景氣持平的 2 倍上升至 2.5 倍甚至 3 倍以上；反之，當股市下跌呈空頭走勢，代表景氣由持平轉趨悲觀時，悲觀的市場氣氛將使市場倍數下降，例如由景氣持平的 2 倍下降至 1.5 倍甚至 1 倍以下。

爲了說明這個方法如何應用於企業併購之評價上，在此，假設上述的 B 公司在 2003 年預估的帳面價值是 \$42.6，以後各年皆呈穩定成長，2007 年預

估的帳面價值是\$49.8。因此，併購後 B 公司未來的平均帳面價值是\$46.2，如果市場上與 B 公司所屬相同的產業之另一家公司經營風險與 B 公司相近，這家風險相近的公司在 2002 年之市場倍數約為 2 倍，則依據市場倍數法 --- 市場價值是帳面價值的倍數〔在本例為 2 倍〕，B 公司之市場價值應為 $\$46.2 \times 2 = \92.4 。其次，在上述例子中，若以本益比〔每股股價/每股盈餘〕為例，市場可以接受的這家風險相近公司的合理本益比是 12 倍，併購後 B 公司未來的平均稅後淨利是\$7.5，則 B 公司的市場價值約為 $\$7.5 \times 12 = \90 。²

至於其他依市場倍數法評估目標公司之價值，只要能搜集到其銷貨、EBITDA、現金流量等方面的資料，即可獲得相關的評價；但各種依市場倍數法評價之結果，未必會得到相同的估價；目標公司最後敲定的價值取決於併購雙方之議價能力以及當時之各種市場因素，例如：反托辣斯法管制之規定、市場有無其他競爭的收購者、出價條件是以現金、股權、負債憑證或這些支付工具的某種組合收購、併購後之綜效利益、股市的表現等。一般而言，如果目標公司的議價能力愈強，或政府之反托辣斯法管制規定的執行愈趨嚴格，或市場出現的競爭者愈多，或收購公司的出價條件是採取股權交換或可轉換債券交易方式，或併購後之綜效利益愈大，或股市是處在多頭階段，則目標公司最後敲定的價值即愈接近收購公司自己內部的評價〔以上述為例，即愈接近\$92.8 百萬元〕；反之，目標公司最後敲定的價值即愈接近目標公司普通股的市值〔以上述為例，即愈接近\$62.5 百萬元，此將在下面分析〕。

3. 內部報酬率法(internal rate of return, IRR method)

內部報酬率是指使一投資計畫之淨現值等於零的折現率；在企業併購之評價上，內部報酬率是指收購一目標公司支付的價格等於該目標公司依據其未來預期現金流量之現值的折現率，可使用下式表示：

² 同註 1。

$$C = CF_1/(1+IRR) + CF_2/(1+IRR)^2 + \dots + CF_T/(1+IRR)^T$$

式中，C=收購目標公司支付的價格或成本〔不含支付予投資銀行、律師或會計師的諮詢顧問費及簽證費等交易成本〕；

$CF_t(t=1,2, \dots, T)$ = 第 t 年之預期現金流量；

IRR = 內部報酬率；

企業併購之評價準則是：如果 $IRR >$ 使用資金成本，則表示收購目標公司之預期報酬率高於使用資金成本，值得併購該目標公司；否則，表示收購計畫之預期報酬率偏低，應停止收購的行動。在上述 A 公司併購 B 公司之例子，假設 B 公司自 2003 年至 2007 年之預期現金流量分別是 \$6.4, \$8.8, \$9.8, \$10.2 以及 \$161.4，收購目標公司支付的價格或成本是 \$92.8，因此，此項收購計畫之內部報酬率(IRR)為 18.2%。假設 A 公司用來併購之現金或其他支付工具的加權平均資金成本是 12.8%，則依「內部報酬率法」，A 公司「值得併購」B 公司；所謂「值得併購」之意係指，在精確預測 B 公司之現金流量與資金成本的情況下，此項併購案可為收購公司帶來併購利益。同時，由上述 IRR 之評價公式可知：如果併購後目標公司之預期現金流量愈大、收購目標公司支付的價格或成本愈低或使用的資金成本愈低，未來產生之併購利益將會愈大，收購公司積極併購之可能性即愈大；反之，則收購公司積極併購之可能性即愈小。

4. 實質投資成本法(real cost of investment method)

有時，收購公司覬覦某一目標公司是基於「目標公司持有大量之未分配盈餘」，如果能以較低價格收購目標公司，則經由目標公司的「超額未分配盈餘」，在併購後以股票股利方式分派予收購公司之股東，目標公司之新股價換算為收購公司股東之實質投資成本非常的低，相較於目標公司所屬產業之其他公司的股價，以如此「超低股價」收購目標公司可謂非常的便宜，值得收購公司進行併購。

在上述併購 B 公司之例子，假設併購前 B 公司持有\$175(百萬元)之未分配盈餘，每股市價\$6.25，已發行在外流通普通股數有 10(百萬)股，依照規定，B 公司持有未分配盈餘以一個資本額(\$50 百萬元)為限，超額的未分配盈餘\$125(百萬元)應以股票股利或現金股利分派予股東。從股東偏愛股票股利之立場來看，假設這項超額未分配盈餘是以股票股利方式分派予股東，以每股面額\$5 計算，共可發放增資股 2.5 百萬股，此相當於 A 公司股東手上的一股可分派到 B 公司的 0.25 股，或 A 公司股東取得 B 公司一股的價格只有 $\$6.25/(1+0.25)=\5 。以 A 公司股東投資 B 公司股票之每股「實質投資成本」僅有\$5，低於 B 公司每股市價\$6.25 來分析，這是一項有併購誘因之併購案。^{3註 8}

(二)目標公司之市值

從目標公司之立場而言，目標公司的股東所能接受之出價底線是其股票之(總)市值，亦即每股市價乘以發行在外流通普通股數。在上述 B 公司為目標公司之例子，2002 年年底 B 公司每股市價是\$6.25，已發行在外流通普通股數有 10(百萬)股，故 B 公司之總市值為 $\$6.25 \times 10(\text{百萬})\text{股} = \$62.5(\text{百萬元})$ ，這項金額是 B 公司股東所能接受 A 公司出價之底線。只要 A 公司的出價高於\$62.5(百萬元)以上，將吸引 B 公司股東同意接受 A 公司之併購。不過，以 A 公司股東的立場，對 B 公司的出價愈高，A 公司股東的權益或財富減少愈多；反之，對 B 公司的出價愈低，B 公司股東的權益〔財富〕增加愈少或 B 公司股東的權益減少愈多。併購雙方最後敲定之價格將介於目標公司的股東所能接受之出價底線(\$62.5 百萬元)與收購公司對目標公司評價之結果〔例如依市場倍數法中之市場價值-帳面價值比率為\$92.8 百萬元〕之間，真正成交價格則決定於許多重要因素，已如上述；但在議價前，收購公司對於其所能收購之最高價格是保持絕對的秘密。

³ 請參考謝劍平、周昆合著，投資銀行〔華泰書局〕，頁 145-176。

三、 併購之出價結構

收購公司出價收購目標公司之支付工具型式有現金、收購公司之股票、收購公司之負債憑證或這些支付工具的某種組合。出價結構內容將影響：(1)合併後公司之資本結構，(2)收購公司與目標公司股東的租稅處理，(3)目標公司股東自未來併購後所能獲得之相關利益，以及(4)收購公司可能遭受的反托辣斯法及公司法之管制程度。

支付予目標公司股東之付款型式會影響其股東個人的租稅處理；若目標公司股東收到逾 50%之收購公司的股票，其股東不需繳稅。在不需要繳稅的付款型式下，目標公司股東要等到出售其持有之收購公司股票時，才会有資本利得或損失之發生。不過，若出價結構包含逾 50%的現金及〔或〕負債憑證，交易時產生之資本利得是要繳稅的。同時，即使在「不需繳稅的付款」型式下，任何出售股票收到現金之股東仍須繳稅。

在其他情況不變下，因為可延後繳納資本利得稅，故目標公司股東較偏愛「不需繳稅的付款」型式。而且，若目標公司股東收到收購公司之股票，股東仍可自併購之綜效獲取利益。因此，多數目標公司股東寧願在「不需繳稅的付款」型式下，以較低價格採取以股換股的出價，也較不喜歡「需要繳稅的出價」型式。可以理解的是，在收購公司出價的結構中，「不需繳稅的付款」型式較具優勢，但實務上，約有半數之併購案是「需要繳稅」的。

在 1986 年美國租稅改革法案實施之前，在需要繳稅的併購場合，如果一家公司以超過帳面價值的價格買下目標公司的資產，則這家公司可以基於租稅目的，折舊這些資產的超額價值，進而降低合併公司的稅負〔相較於兩家獨立營運公司的稅負〕。此時，目標公司不需為併購時繳交資產超額價值的任何租稅。但依據現在的稅法，如果收購公司基於租稅目的把目標公司的資產超額價值列入合併財務報表內，則目標公司須在併購年度繳交資本利得稅〔如果收購公司選擇不列記目標公司的資產超額價值，並採用原來會計方法折舊之，則目標公司即不須繳稅〕。不過，基於租稅目的，超額價值的資產可以折舊，而商

譽卻不能沖銷。

美國證券法對收購公司建構出價程序亦有影響力；證管會(SEC)會密切監視包括與併購有關的新股票或新負債憑證之發行。因此，不論何時公司透過股權或負債憑證之交換以達到收購另一家公司的出價目的，整個程序都必須在證管會嚴密監督下進行。審查所需時間給予目標公司的管理階層採取防衛措施，並尋求其他公司出面競價，在此情況下，幾乎所有敵對併購出價是採現金完成，而非證券型式完成。⁴

四、企業併購後之控制

在併購分析中，合併公司的員工與人事控制是一個非常有趣的問題。首先，考慮售予大公司的一家所有權與管理權合一的小型公司。這家公司所有權集於一身的經理人可能擔心無法保有高職位的地位，對員工也有一份深厚的同事情感，因而關心其併購後的職位。果真如此，這些要點須在併購協商過程中加以強調。但是如果目標公司的管理階層表現相當良好，收購公司也可能會關切目標公司現任經理人併購後之職位。事實上，併購雙方可能會在協商中議定人事條件，例如目標公司的管理團隊於併購後繼續留任五年；在此情況下，協商價格可能決定於目標公司於併購後之管理團隊的績效。例如，International Holding 公司收購 Walker Products 公司時，雙方議定目標公司經理人的酬勞是：如果 Walker Products 於併購之三年期間，每年至少可賺進\$1 百萬元，則 International Holding 立即支付每股價值\$63 之 International Holding 股票 10 萬股，另加未來三年每年 3 萬股的股票。既然 Walker 公司經理人持有 International Holding 股票及接受可觀的紅利，因此這些經理人有著強烈誘因留下來並協助合併公司達成其目標。最後，如果目標公司經理人的能力很強，但表示不願意於併購後留

⁴ 同註 1。

任，收購公司可能會與目標公司原有管理團隊簽訂「非競爭協議」。傳統上，目標公司主要的經理人必須答應於公司被收購後一段時間內〔例如五年內〕，不參加與合併公司相互競爭之新公司的任何職務；這項「非競爭協議」對以服務為導向之企業顯得特別重要。

當一家股權並非公司經理人獨有的公開上市公司被併入另一家公司時，這家目標公司的經理人即擔心其併購後之職位；如果收購公司同意留任目標公司原有管理團隊，則這些經理人可能願意支持併購案並向其股東推薦此項併購案；如果目標公司原有管理團隊被解僱，則他們可能會抵抗併購。另一方面，這些被認為有併購吸引力的企業經理人，可能會為自己安排「金降落傘」(golden parachutes)；「金降落傘」是指若雙方達成併購交易，目標公司經理人將可享有優渥的退休金給付。例如，當 Allied 公司收購 Bendix 公司時，Bendix 公司的主席 Bill Agee 為自己安排了一項金降落傘，他離開公司時拿走了 4 百萬元。但若金降落傘的金額過大，有可能會成為「吞食毒藥丸」(poison pill)；例如，一家公司總裁的身價值 1 千萬元，如果這位總裁安排公司被收購時必須付給他 8 千萬元，因為股東會強力反對這項安排，所以，這項協議將有效阻止併購案。

⁵註 10

此外，合併後兩家公司企業文化之差異性亦會影響併購後之綜效；如果原來兩家公司企業文化之差異性很大〔包括企業經理人的性格、企圖心，溝通協調的技巧，各部門階層授權程度，對達成目標的方法及認知，以及同事間之情感等〕，合併後於短期內恐怕很難達到人事協調與溝通之目的，而需要較長時間的調適，故合併後之綜效可能不如預期的好。

⁵ 請參考 P. A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Chapter 10, second edition.

五、結語

從收購公司的立場而言，對目標公司常用之評價方法有四種：即折現現金流量法、市場倍數法、內部報酬率法，以及實質投資成本法。折現現金流量法需要兩個關鍵項目：併購後目標公司之預估現金流量表與折現率（或資金成本）。市場倍數法則基於評價者個人主觀的意思判斷之，合理的倍數則由市場決定。內部報酬率法是指，收購一目標公司的內部報酬率是使收購價格等於該目標公司依據其未來預期現金流量之現值的折現率；其評價準則是：如果收購目標公司之內部報酬率大於使用資金成本，則表示值得收購該目標公司；否則，表示收購計畫之預期報酬率偏低，應停止收購的行動。實質投資成本法是基於，收購公司覬覦目標公司持有大量之未分配盈餘，如果能以較低價格收購目標公司，則經由目標公司的超額未分配盈餘，在併購後以股票股利方式分派予收購公司之股東，目標公司之新股價換算為收購公司股東之實質投資成本非常的低，值得收購公司進行併購。從目標公司之立場而言，目標公司的股東所能接受之出價底線是其股票之總市值，亦即每股市價乘以發行在外流通普通股數。經由各種評價方法對目標公司評價後，目標公司最後敲定的價值取決於併購雙方之議價能力以及當時之各種市場因素（例如：反托辣斯法管制之規定、市場有無其他競爭的收購者、出價條件是以現金、股權、負債憑證或這些支付工具的某種組合收購、併購後之綜效利益、股市的表現等）。

另一方面，收購公司出價收購目標公司之支付工具型式有現金、收購公司之股票、收購公司之負債憑證或這些支付工具的某種組合。出價結構內容將影響：(1)合併後公司之資本結構，(2)收購公司與目標公司股東的租稅處理，(3)目標公司股東自未來併購後所能獲得之相關利益，以及(4)收購公司可能遭受的反托辣斯法及公司法之管制程度。

至於併購後之管制問題涉及：(1)目標公司經理人的薪資及職位高低，(2)目標公司管理團隊的績效，(3)目標公司經理人對併購的抗拒程度，以及(4)合併後兩家公司企業文化之差異性。

參考文獻

謝劍平、周昆著，民八十五年，《投資銀行》，初版，華泰書局。

BenDaniel David J. and Arthur H. Rosenbloom, (1998), *International M&A, Joint Ventures & Beyond: Doing The Deal*, First Edition, John Wiley & Sons, Inc.

Berger, Philip and Eli Ofek, (1995), "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics*, 37, 37-65.

Brigham, E. F. and J. F. Houston, (1999), *Fundamentals of Financial Management*, ninth edition, Harcourt College Publishers.

Faltermayer, Edmund, (1991), "The Deal Decade: Verdict on the '80s," *Fortune*, August 26, 58-70.

_____, (1990), "The Best and Worst Deals of the '80s: What We Lernered from All Those Mergers, Acquisitions, and Takeovers," *Business Week*, January 15, 52-57.

Gaughan, Patrick A. (1999), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, second edition, John Wiley & Sons, Inc.

Lang, Larry and Rene' Stule, (1994), "Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102, 1248-80.

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, (1991), "The Takeover Wave of the 1980s," *Journal of Applied Corporate Finance*, Fall, 49-56.

Weston, J. Fred, Brian A. Johnson and Juan A. Siu, (2000), *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, third edition, Prentice-Hill Inc.

Valuation Analysis and Bidding Structure of International Merger & Acquisition

Jeng-Bau Lin

Abstract

For an acquiring firm, four methods can commonly be used to value its target firm; that is, the discounted cash flows, the market multiple, the internal rate of return and the real cost of investment methods. The discounted cash flows method requires the postmerger expected future cash flows and the discounted rate of the target firm. Based on subjective judgments, the market multiple method is used through the stock price of the target firm divided by the component selected in terms of actual needs, but the reasonable multiple depends on the market conditions. The internal rate of return method is the one that makes the purchase price equal to the present value of the target firm calculated by the expected future cash flows discounted in terms of an appropriate discounted rate. The real cost of investment method comes from the fact that, the acquiring firm is seeing a tremendous retained earnings the target firm has kept, and presumes lower price acquisitions of the target firm so that it can acquire the target firm at a very low real cost of investment by distributing stock dividends to its shareholders after acquisition. For a target firm, the bottom line of asking price by the target firm is the total market value of its outstanding shares. Actually, the final striking price of the target firm is dependent of the negotiating ability between the two parties involved and the various prevailing market factors. On the other hand, the payment instrument pattern of tender offer by the acquiring firm covers cash, stocks, debt securities or some combination. The content of bidding structure affects the postmerger corporate capital structure, the tax treatment of the acquiring firm's and the target firm's stockholders, the relevant benefits obtained by the target firm's stockholders through acquisition, and the possible regulation of antitrust laws and corporate laws the acquiring firm encounters.

Key words: Valuation of Corporate Mergers, Market Value of Target Firm, Bidding Structure, Postmerger Control