

学校编码: 10384  
学号: 17920081151189



分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

# 廈門大學

## 硕士学位论文

### 战略并购下目标企业价值评估方法比较 及其选择

#### Selection and Comparison of Evaluation Methods of Target Enterprise's Value in Strategic Merger and Acquisition

徐国铭

指导教师姓名: 王志强 教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2011年 7 月

论文答辩时间: 2011年 月

学位授予日起: 2011年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2011年 7月

战略并购下目标企业价值评估方法比较及其选择

徐国铭

指导教师: 王志强

教授

厦门大学

厦门大学博硕士学位论文摘要库

---

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题(组)的研究成果，获得（）课题(组)经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人(签名):

2011 年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

---

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文,并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版),允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索,将学位论文的标题和摘要汇编出版,采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于:

(        ) 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文,于  
年 月 日解密,解密后适用上述授权。

(        ) 2.不保密,适用上述授权。

(请在以上相应括号内打"√"或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文,未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的,默认为公开学位论文,均适用上述授权。)

声明人(签名):

2011年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

基于提升企业核心竞争力，实现企业间的强强联合或优势互补的战略性并购中，目标企业（被并购方）的合理估值，是摆在并购双方面前的一个现实问题。它不仅是双方交易对价谈判的基础，更是并购方发现目标企业价值、预测战略效果、制定并购整合路径及策略、实现战略意图的一个重要过程。

战略并购下，目标企业价值的评估必须包括内在价值评估和战略协同效应价值评估两个方面。传统的企业价值评估注重企业内在价值的评估，但缺乏对战略协同效应价值的评估，尤其缺乏的是权威的战略协同效应价值评估模型和成熟的应用案例供实务操作参考。因此，战略协同效应价值量化评估是战略并购下对目标企业价值评估的难点和关键。

本文对企业价值评估方法理论研究及应用实践进行了归纳、总结，总结了不同的企业价值评估方法的优缺点及各自适用的条件，提出战略并购下目标企业价值评估方法的选择必须综合考虑并购动机、行业发展阶段、目标企业成长阶段以其资本结构等多种因素；通过对战略并购的特点的分析，提出战略并购目标企业价值评估需要结合并购双方所处行业以及目标企业的特点，综合考虑内在价值评估和战略协同效应价值评估两个方面；开发增量现金流量折现模型对战略协同价值进行量化处理，采用折现现金流量法对内在价值进行评估，在这两者的基础上，建立了完整的目标企业价值评估的计量模型；并通过一个笔者参与的并购案例的实证分析，阐述了该计量模型的应用步骤及过程，并对效果进行了检验。实证结果表明，该计量模型能结合并购动机、并购双方的行业特点以及目标企业的特点，对目标企业的价值进行计量，是一种有效可行的方法。

**关键词：**战略并购；企业价值评估；内在价值；战略协同效应

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Abstract

Compared with merge and acquisition for financial intention, the basic function of strategic merge and acquisition(M&A) is to improve the core competitiveness and to realize the effect of strong enterprises' combination or the complementary advantages. How to evaluate the strategic value of the target enterprise (also called the merged side) reasonably is one of the important and practical questions in front of the two sides in M&A. It is not only the basis of price negotiation, but also the important section of discovering the potential value of the objective enterprise, predicting the effect of the strategic M&A, formulating the strategies and routes of M&A, and of realizing the intention of strategic M&A.

Value evaluation of target enterprise in strategic M&A should take at least two parts into accounting, one is the intrinsic value and the other is strategic synergistic effect value. Traditional evaluation methods of enterprise value focus on intrinsic value, and neglect the strategic synergistic effect value. Especially, the highly approved evaluation model and convictive practical case for strategic synergistic effect value for reference are lack. So, the evaluation of strategic synergistic effect value is one of the difficulties and key factors in strategic M&A.

In this paper, first, various kinds of evaluation method of enterprises' value are summarized and compared with each other through pros and cons and their implement conditions, one conclusion is raised through the foundation study that the value evaluation of target enterprise in strategic M&A should consider the motivation of M&A, the development phase of the industrial, and the development phase of the target enterprise as well as the capital structure simultaneously; Following, through the analysis of the properties of strategic M&A, the other conclusion is developed that the intrinsic value and the strategic synergistic effect value are at least the two parts should be concerned about in evaluation of target enterprise's value; Then, a completed measuring model for value evaluation of target enterprise in strategic M&A is devised, which develops a Discounted Incremental Cash Flow Model to evaluate the strategic synergistic effect value and implies the Discounted Cash Flow Model to evaluate the intrinsic value; Finally, A practical case is recommended to elaborate the counting steps and processes of implement of the proposed model and to test the model. The result shows that this model is feasible and effective in evaluating the value of the target enterprise, and combines the properties of strategic M&A well.

**Key words:** strategic M&A; enterprise value evaluation; intrinsic value; strategic synergistic effect

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 目 录

<b>第 1 章. 绪论</b> .....	<b>1</b>
1. 1. 选题的背景与意义 .....	1
1. 2. 国内外研究及应用现状概述 .....	3
1. 3. 本文的研究范围和体系 .....	5
<b>第 2 章. 企业并购及企业价值界定</b> .....	<b>7</b>
2. 1. 企业并购 .....	7
2. 2. 企业价值 .....	11
<b>第 3 章. 企业价值评估方法及其综合比较</b> .....	<b>16</b>
3. 1. 企业价值评估方法综述 .....	16
3. 2. 主要方法介绍 .....	17
3. 3. 不同评估方法所依赖的前提条件 .....	26
3. 4. 各种评估方法的应用 .....	27
3. 5. 常用的评估方法的综合比较 .....	27
<b>第 4 章. 战略并购下目标企业价值的评估</b> .....	<b>29</b>
4. 1. 目标企业并购价值的构成 .....	29
4. 2. 目标企业价值评估的目标要求 .....	31
4. 3. 影响目标企业价值评估方法的选择因素 .....	32
4. 4. 目标企业价值评估方法的选择 .....	33
<b>第 5 章. 案例分析</b> .....	<b>40</b>
5. 1. 并购双方介绍 .....	40
5. 2. 收购背景 .....	41
5. 3. 行业概述 .....	42
5. 4. 收购过程 .....	43
5. 5. 目标企业的价值评估 .....	44
5. 6. 案例小结 .....	54
<b>第 6 章. 结论及建议</b> .....	<b>55</b>
<b>参考文献</b> .....	<b>57</b>
<b>致 谢</b> .....	<b>59</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Contents

<b>Chapter 1. Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1. background and significance of topic selection .....	1
1.2. research and application status.....	3
1.3. research scope and structure .....	5
<b>Chapter 2. basic definitions .....</b>	<b>7</b>
2.1. enterprise M&A .....	7
2.2. enterprise value .....	11
<b>Chapter 3. enterprise value evaluation methods and general comparison.....</b>	<b>16</b>
3.1. introduction of enterprise value evaluation methods.....	16
3.2. main methods of enterprise value evaluation.....	17
3.3. preconditions of various enterprise value evaluation methods.....	26
3.4. application study of various enterprise value evaluation methods...26	
3.5. general comparison of common methods.....	27
<b>Chapter 4. value evaluation of target enterprise in strategic M&amp;G ....</b>	<b>29</b>
4.1. constitution of target enterprise value.....	29
4.2. target demand of target enterprise value evaluation.....	31
4.3. factors affecting methods selection of target enterprise value evaluation.....	32
4.4. selction of methods of target enterprise value evaluation.....	33
<b>Chapter 5. case study .....</b>	<b>40</b>
5.1. introduction of the two sides of M&A.....	40
5.2. background of M&A.....	41
5.3. introduction of the industrial.....	42
5.4. process of M&A.....	43
5.5. value evaluation of the target enterprise.....	44
5.6. conclusions from the case .....	54
<b>Chapter 6. conclusions and suggestions .....</b>	<b>55</b>
<b>References.....</b>	<b>57</b>
<b>Acknowledgment.....</b>	<b>59</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第1章 绪论

### 1.1 选题的背景与意义

任何危机的背后，或许都有虎视眈眈的猎食者伺机出击。2009年一场席卷全球的金融风暴，让无数曾经辉煌一时的大企业遭受重创，加上发达国家低利率政策的持续，在所谓的“后危机时代”手持数万亿现金的猎食者开始活跃觅食，在全球各地寻找着合适的并购目标。而且在过去的一段时间，并购手笔之大，超过以往任何一次并购潮。

在2010年8月份，全球经济面临二次探底的不明朗形势下，全球并购之潮已经风起云涌。其中香港首富李嘉诚掷出91亿美元（约合700亿港元）收购了英国电网，成就了长江实业集团史上最大金额的收购项目；接着，英特尔宣布以77亿美元收购McAfee，而私募巨头黑石公司则以5.43亿美元收购电力公司Dynergy，新西兰Rank Group以45亿美元收购美包装公司PTV，戴尔公司以11.5亿美元收购3PAR公司等等。

在国内，企业并购也是风生水起。我国著名投行研究机构清科研究中心发布的《2011年第一季度中国并购市场研究报告》显示：2011年第一季度，在全球经济缓慢复苏并步入正常发展轨道和中国经济强劲增长的大环境下，中国的并购市场呈现了爆发式增长，并购案例数和并购金额均创下单季度历史新高。一季度中国并购市场共完成并购案例227起，同比增长48.4%，环比增长22.0%；披露金额的202起案例并购总额达141.52亿美元，与去年同期相比增长高达162.5%；与上季度相比环比增长11.9%。其中，国内并购案例186起，涉及金额58.24亿美元；海外并购19起，涉及金额高达55.78亿美元，外资并购22起，涉及金额为27.50亿美元。

从2009年10月创业板开市以来，截止2010年10月31日已经累计上市120家，筹集资金577.80亿元，其中超募资金276.82亿元，这些超募资金很大一部分将用于企业的并购。这些以创新为龙头的创业板上市企业，在巩固已有产业的基础上，也具备了跑马圈地的能力和资本。这些中小企业要发展，少不了外延式扩张；另一方面，虽然上市了，它们却没有表现出应有的成长性，甚至还出现业绩下滑。为扭转这种局面，它们也有必要开展资产收购或对外投资的冲动。因此，并购是一些创业板公司下一步发展的必然选择。

而且，国发〔2010〕27号文件，即《国务院关于促进企业兼并重组的意见》指出，我国要充分发挥资本市场推动企业重组的作用，进一步推进资本市场企业并购重组的市场化改革，健全市场化定价机制，完善相关规章及配套政策，支持企业利用资本市场开展兼并重组，促进行业整合和产业升级，支持符合条件的企业通过发行股票、债券、可转换债等方式为兼并重组融资。鼓励上市公司以股权、现金及其他金融创新方式作为兼并重组的支付手段，拓宽兼并重组融资渠道，提高资本市场兼并重组效率。以此为精神，国家积极推进十大产业的振兴计划，鼓励国有大中型企业横向和纵向并购，实现产业转型及升级，以提高企业竞争力。

在市场经济条件下，企业并购一般是竞争力强的吃掉竞争力弱的，发展速度快的吃掉发展速度慢的。而如今产业结构升级背景下所鼓励的战略性并购，则要比市场的优胜劣汰还要好，产生了一加一大于二的效果。在当前的国际国内形势下，战略性并购有利于企业产业结构的调整，有利于提高企业核心竞争力。综合目前全球经济发展趋势和我国经济发展的内外政策、资本环境改善程度来看，我国的企业间战略性并购将成为未来并购市场的主要方式。

战略并购实施的过程一般包括目标企业选择、目标企业的价值评估、定价区域确定、谈判和达成协议等阶段。交易对价是战略并购双方谈判的焦点，合理的并购价格是提高并购成功率的关键因素，而价格是由价值决定的。因此，目标企业价值评估就成为企业并购中至关重要的环节。如果交易价格超过了被并购企业的实际价值，则并购企业的所有者权益受到侵害；如果交易价格低于被并购企业的实际价值，则被并购企业的所有者权益受到侵害。由此看来，合理地评估目标企业的价值是一项具有重要现实意义的工作。

在长期的理论研究与实践操作中，企业价值评估的理论和方法也在不断完善和发展。目前，比较通用的企业价值评估方法有收益法（收益为基础）、市场法（以市场为基础）、成本法（以资产成本价值为基础）和期权法（潜在收益为基础）。

不同企业价值评估方法所得到的结果是不同的，有时甚至相差甚远，各种评估方法各有优劣势，也各有应用领域。因此恰当选择价值评估方法在企业并购过程中非常重要。同时，战略并购不同于财务并购，它不是关注并购后短期目标企业的增值，而是从企业战略出发进行并购活动，以此增强细分市场竞争力，并关注与目标企业的协同效应，并购后的整合，以及长期价值最大化等问题，因此对目标企业价值评估有特殊的要求。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库