

# 浅议企业购并中的分期付款方式

王宪榕 吴东辉

**摘要:**企业购并中的分期付款方式是:首先估算出被购企业的总价值,在此基础上,考虑目标企业的风险,确定一初始支付额,余下部分按被购企业的未来业绩支付。这样,购买方企业的未来给付额以被购企业已经证实的业绩为依据,在很大程度上避免“给付过多”的风险;而被购企业的股东也可以有机会以实际业绩来证明公司的价值。分期付款方式虽有这样的优点,但也存在着实际经营业绩难以客观准确评价、不恰当的会计政策和短期行为的出现等缺陷。因此,购买方企业应尽可能以换股方式进行购并,严密界定经营业绩的计量标准。

**关键词:**企业; 购并; 分期付款方式

## (一) 何谓企业购并中的分期付款方式?

同普通商品交易一样,企业购并中的分期付款是指购并双方完成购并后,购买方企业并不全额支付购并的价款,而只是支付其中的一部分,在购并后的若干年内,再分期支付余下的款项。但是,分期支付的款项应视被购企业未来若干年内的实际经营业绩而定,业绩越好,所支付的款项也越高。从融资的角度来看,这一支付方式无异于卖方即被购企业向购买方企业提供了一笔融资,因而这种方式在美国也称为“卖方融资”(Seller Financing)。由于购买方企业在未来期间的实际付款额需视被购企业的经营业绩而定,这种支付方式实质上可看成是一种“或有支付”(Contingent Payment)。

## (二) 企业购并中分期付款方式的产生原因

分期付款方式最初出现于一些失败企业的购并案中,这些公司因获利不佳,卖方为急于脱手,因而不得不采取这种有利于收购者的支付方式。如80年代美国华纳传播为了将旗下亏损严重的Atari电脑公司出售,不仅接受了购买方企业康莫德国际公司以票据支付的条件,而且同意前几年无需付清本金,这样康莫德公司在接手Atari公司之后的几年内可利用该公司产生的现金流入来偿还期票,付款压力大为减轻。在这种条件下双方同意了购并方案。

后来,人们逐步发现分期付款不仅是一种资金融通方式,而且可以解决企业购并中的估价难题。企业购并是一种产权交易,交易双方的股东都会千方百计地来实现其财富最大化目的,因此,交易双方在对被购企业的估价上有着不同的价值取向:购买方企业倾向于低估被购企业的价值,而被购企业则倾向于高估自身的价值。为了促成交易,人们采用了许多的估价模式来评估被购企业的价值,如付现购并中的贴现模式、市场模式,换股购并中的L-G模型等。应当说,这些估价模式在理论上已相当完美,但在实务中的运用却不尽如人意,存在这样那样的问题。如K. D. Larson与N. J. Gohedes所提出的L-G模型中,购并双方应当在以下两个因

素达成共识时才能确定双方的换股比率:1. 购并后公司市盈率的预期值;2. 购并双方对预期增量价值所作贡献的大小。但是,无论哪个因素都是难以预测的,当双方价值取向不同时尤为如此。因而在实际运作中,换股比率的达成往往是购并双方讨价还价的结果。根据 R. L. Conn 与 J. F. Nieisen 于 1977 年所作的实证研究,1960~1969 年的 131 项“换股合并”中仅有 60 项(占 45.8%)合并符合 L-G 模型的“合理性假设”。这就从某种角度上说明了在购并之时双方对未来因素的预计存在着很大的误差,以致于作出了不甚合理的购并决策。在以其他模式进行估价时,也存在着类似的问题。如美国西北大学 A. Rapport 创立的贴现现金流量法(Discounted Cash Flow Method)中,估价者需要对更多的变量进行估计与猜测。因此,这些所谓“科学的推断”在相当多情况下不如说是“主观的武断”。此外,各种模式在很大程度上奉行着“未来是历史的延伸”这一观点进行预测,但在购并实务中,被购企业在购并之前出现亏损,财务前景难以预测,或是被购企业成立时间不久,根本不可能以历史记录预测其前景,这类现象亦是屡见不鲜。因此,各种估价模式只能在大体上估算出被购企业的价值,但却很难为购并双方确定一具体的、可达成交易的购并价格。

既然购并双方难以就被购企业的价值达成共识,那么采取分期付款方式就成为一种可行的变通方法:首先初步估算出被购企业的总价值,以此为基础,考虑目标企业的风险(包括经营风险与财务风险),确定一初始支付额,余下部分按被购企业的未来业绩支付。这样,购买方企业的未来给付金额将以被购企业已经证实的业绩为依据,很大程度上避免了“给付过多”的风险;而被购企业的股东也可以有机会以实际业绩来证明公司的实际价值。

除了作为估价模式的变通外,分期付款还因以下原因而被采用:

(1) 采用分期付款方式,被购企业的股东是分期收到款项的,因而可以享受到递延税负的好处,这一点在以现金为支付手段的购并中更为明显。

(2) 在一些被购并企业中,原股东同时兼为经营者,且其人力资源在企业的经营管理中发挥着显著作用,购并之后,购买方往往保留其经营者的地位,但由于此时产权已实现了转移,为避免出现“代理人问题”,购买方也会采用分期付款方式,以此作为激励机制,这样经营者将会更努力地经营,通过不断增长的业绩既可增加其自身的财富,也可证明其个人在企业中的价值。

(3) 在换股购并中,购买方企业如果购入高速成长型的企业,因被购企业往往具有较高的市盈率,购买方企业的 EPS 将立即被稀释, EPS 是考核管理当局业绩的重要尺度,在自己的任期内出现 EPS 下降的局面是购买方企业管理当局所不乐意的。若以分期付款方式支付,由于购并日发行的股票数量较少,可以避免 EPS 遭稀释的情况。这一点可在下面所举的例子中得到证明。

### (三) 企业购并中分期付款方式的综合举例

设 M 公司欲合并 N 公司,合并之前 19X0 年双方的基本情况如下表:

表 1 M 公司和 N 公司合并前基本情况

	目前盈利额	发行在外的股数	EPS	市盈率	每股市价	盈利成长率
M 公司	500 000	200 000	2.50	12	30	10%
N 公司	50 000	5 000	10	15	150	50%

如果 M 公司以直接支付方式进行合并,并愿以 20% 的溢价即每股 180 元的价格收购 N 公司的全部股份,则 M 公司需发行新股  $180/30 \times 5\,000 = 30\,000$  股,这样合并后 M 公司的总股数将达到 230 000 股。假设 M、N 两公司合并不产生协同效果,则合并当年的盈利总额为  $500\,000 + 50\,000 = 550\,000$  元, EPS 为  $550\,000/230\,000 = 2.39$  元,可见, M 公司的 EPS 将因合并由 2.50 元降至 2.39 元。而 N 公司股东得到的报酬总值为  $180 \times 5\,000 = 900\,000$  元。

如果 M 公司以分期付款的方式进行合并,经双方商议, M 公司在合并当年向 N 公司支付的价款为 N 公司当年的盈利额乘上略低于 M 公司市盈率的资本化因子 10,则当年 M 公司发行新股数为  $(50\,000 \times 10)/30 = 16\,667$  股;在未来三年内, M 公司将以 N 公司较上一年度增加的盈利额为支付标准,资本化因子仍为 10。如 19X1 年 N 公司的盈利额为 75 000,较上年增长了 15 000,则 M 公司发行新股的总价值将为  $15\,000 \times 10 = 150\,000$ 。若 N 公司各年盈利按预计的 40% 的成长率增加,则 N 公司股东各年可得到的总报酬如表 2 所示:

表 2 N 公司股东各年可得到的报酬

年 度	盈利额	超额盈利	资本化因子	增付票总价值
19X0	50 000			
19X1	75 000	25 000	10	250 000
19X2	112 500	37 500	10	375 000
19X3	168 750	56 250	10	562 500
总 计	406 250	118 750	-	1 187 500

如果 N 公司股东所要求的最低投资报酬率为 15%,则 N 公司股东可得到的总报酬现值将达到 1 283 842 元,高于直接付款方式下的总报酬 900 000 元,因而分期付款方式对其较为有利,只要 N 公司能按预计的成长率实现各年的盈利。而对于 M 公司,在合并当年,公司的 EPS 为  $550\,000/(16\,667 + 200\,000) = 2.53$  元,因而 EPS 非但没被稀释反而略有提高。如果 M 公司股票市盈率保持为 12,则 M 公司股票市价在 19X1 年末为  $2.53 \times 12 = 30.36$  元, M 公司将发行新股  $150\,000/30.36 = 4\,941$  股给 N 公司的股东,年末 EPS 可达 2.82 元,较不合并情况下的 EPS [ $2.50 \times (1 + 10\%) = 2.75$  元] 高, M 公司各年的 EPS 如表 3 所示:

表 3 合并后 M 公司各年的 EPS

年度	M 公司盈利额	N 公司盈利额	M、N 公司盈利额合计	M 公司需发行的新股数	发行在外的总股数	EPS (合并)	EPS (不合并)
19X0	500 000	50 000	550 000	16 667	216 667	2.54	2.50
19X1	550 000	75 000	625 000	4 941	221 608	2.82	2.75
19X2	605 000	112 500	717 500	11 082	232 690	3.08	3.03
19X3	665 500	168 750	834 250	15 232	247 922	3.36	3.33

因此,分期付款方式下,M公司在EPS不被稀释的前提下可顺利实现购买高速成长型企业的战略。倘若市场发生了变化,N公司未按预定目标成长,则M公司亦可规避过高支付价款的风险。

可见,在此例中,分期付款支付方式对M、N公司的股东而言均为一种较好的付款方案。

#### (四) 运用分期付款方式的限制

尽管分期付款方式有前述的种种优点,但这一支付方式在运用上有以下限制:

(1) 由于付款期内需以被购企业的实际经营业绩作为应付价款的计量依据,这就要求购并之后,被购企业在经营上应独立于购买方企业,唯此才能客观地计量其实际经营业绩。但实际上有相当多的购并是为谋求企业之间运作上的协同效应,即购并之后被购企业并非独立经营,双方在关联交易价格的确定上往往要考虑到是否有利于企业集团整体,因此这些交易并非都是按公平的交易价格进行,客观计量业绩的要求也就无从谈起。更有一些起因于资产重组的购并案,同样也无法客观地计量购并后的业绩。

(2) 由于收购价款的支付期往往只有短短几年,被购企业的经营者可能为了提高付款期内的业绩,而有意采用种种不恰当的会计政策,如任意延长固定资产的折旧年限或提高其预计残值,甚至可能出现一些短期经营行为,如降低研究与开发费等酌量性支出,以致危及企业的长期发展。同时,在被购企业的原股东为经营者的情况下,付款期结束后由于其收入基本上同企业的经营脱钩,很可能使“代理人问题”死灰复燃。

(3) 在分期付款方式下,计算支付价款的依据之一的资本化因子同样难以确定。而且资本化因子的高低直接关系到购并双方的利益,这就为双方的讨价还价留下了很大的余地。因此,分期付款方式只能在一定的程度上,而不是完全解决企业的估价问题。

为了消除分期付款方式的这些限制,购买方企业应尽可能以换股方式进行购并,这样被购企业的股东(经营者)为了日后换取到的股票能进一步升值,在经营上会趋向于采纳有利于集团整体优化的政策。购买方还应在购并之前就业绩的计量标准进行严密的界定,对被购企业在付款期内所应保持的同经营规模相适应的酌量性支出作出规定,以避免被购企业的短期经营行为。向被购方交付若干年后认购的认股权证(Stock Option)的方法,也可起到避免被购企业的短期经营行为的作用。

#### 参考文献:

1. 张金良:《企业并购中的财务问题研究》,厦门大学会计系博士学位论文,1997年7月。
2. 余绪缨主编:《企业理财学》,辽宁人民出版社1995年版。
3. 孙黎主编:《公司购并与产权交易》,中华工商联合出版社1995年版。

作者:厦门建发集团有限公司;厦门大学会计系

责任编辑:沈小波