

混合并购的期权评价模型研究

李朋林

(西安科技大学 管理学院,西安 710054)

摘要:在一组适当的假定下,构建了未来发展前景具有很大不确定性的一类企业混合并购的期权评价模型,并给出了其精确的定价公式。模拟结果表明,并购该类企业并等待进一步投资的机会价值相当之大,应成为决策者在并购过程中考虑的重要因素。

关键词:混合并购;期权;评价模型

中图分类号:F325.4

文献标识码:A

文章编号:1009-9107(2005)03-0057-04

并购理论的核心问题之一是并购价值的评估。传统的方法即是净现值法(NPV),但是这种方法有一个重大的缺陷,那就是必须在当前对并购后企业未来各期的净收入做出判断^[1],这通常是很困难的。事实上,包括企业并购在内的大多数较大规模的投资,一般具有如下三个特性:(1)未来的收益是不确定的,收益的波动性越大,用收益的期望值替代收益产生的失误就越多。(2)投资的不可逆性。其原因在于资产专用性或逆向选择机制以及制度等因素^[2]。(3)投资所必须的信息的充分性。因此,如何有效规避风险就是人们在企业并购投资决策中必须首先注意的问题,而投资的期权理论及其基本思想正好为解决这一问题提供了可行的途径。

所谓期权就是在未来某一时点或某一时段中是否做出某项决策的权利^[3]。由于一项投资机会一般来说要持续一定时期,这就使得延迟投资以规避风险成为可能。与金融期权对比,企业的投资机会相当于一种实物期权。基于不确定收益的资产的期权是有价值的,企业的投资机会同样具有价值,并可精确度量(用期权定价方法),称之为机会价值。

一、混合并购的期权理论

既然并购是一项投资(是投资的较高级形式),因此其价值也就可以用期权方法评估。与金融市场中的期权类似,这时期权费就相当于并购价值中除掉其中的资产的市场拍卖价值。拥有一个新的企业,就拥有了在新的行业投资的机会。在现实中有一类混合并购现象,其特点是并购方试图进入的行业正处于开发期,本行业的未来发展前景还很不明朗,如IT行业、生物医药行业以及新材料行业等。从技术发展与产业形成的关系上来看,科学的发展,特别是一项新型技术的诞生,往往会伴随着一个新的产业的出现。但新产业的出现并非一定要等到技术完全成熟之后,而往往是该项技术发展的初期。具有较强洞察力和战略眼光的企业家,往往会在一项新技术出现的早期,就预测到其后面隐藏的巨大的商机,并购一家这样的企业,就等于获得了未来在这一行业上扩大投资和获取利润的机会,用期权的观点就将相当于购买了一份看涨期权。期权理论的意义在于不论将来是否

②) 收稿日期:2004-07-01

作者简介:李朋林(1964—),男,陕西延平人,西安科技大学管理学院教授,博士,主要研究方向为企业管理理论。

成立,目前考虑这一可能性,就是在本次并购的基础上增加了一份争取将来更大回报的选择权,这一选择权是有价值的,并能以现值计算。由此可见,并购的期权理论在解释那些目前看来前景尚不明朗但在未来有广阔市场的新型行业间的并购将更为有效。

二、模型的建立

下面将在一组适当的条件下构建一个模型,以期进一步说明并购一家如IT、生物医药等行业的企业并等待投资的价值(称之为机会价值)是如此之大,以至于足已对并购决策产生实质性影响。

(一)前提假定与模型要解决的问题

假设一个企业正准备并购另一个企业,目前正处于决策阶段。一个自然的问题就是利用什么方法、如何确定该企业是否应该并购这家企业?如前所述,传统的方法是计算这项投资的收益净现值与直接投资支出,如果净现值为正则投资,反之则反是。利用这种方法有一个重要的前提假定,那就是收入与支出流量均是确定的(非随机的),因此它只能在特定条件下被利用。^[1]在大多数现实情况下(如本模型中的情形),这种方法已不再适用。当投资是不可逆且项目可以推迟的情况下,与传统的投资决策相比,这时的投资决策应为:只有当该项投资的收益大于其成本且超过某一数值时,该项投资才能被实施。而且选择最优投资决策的正确方法应是比较该项目于现时投资与未来另一时候投资的净现值(而不是像传统方法那样仅仅比较现时投资时的收益与支出。可见传统方法有一个隐含假定:投资项目不能延迟)。如果现时投资的净现值大于未来任何时候的投资,也只在这一条件下,现时投资才是最优的。^[4]

假定资本市场是强式有效的,投资者是风险厌恶的且其资产是充分分散化的以及项目价格与投资成本遵循某种随机模式的条件下,本模型给出了:(1)最优投资时点的判定规则;(2)项目由于可以推迟投资而产生的期权价值及其精确的定价公式。这一公式不但可使我们能精确地计算出最优投资价值,而且能计算出由于投资于次优时刻时所损失的价值。

(二)投资最优时间选择及等待投资的价值

假设该公司在时点 t 时(直到一个可能的终止时刻 T)支出数量为 F_t 的资金用于该项目的建设,项目

投资后,产生收益的现值为 V_t 。 F_t 与 V_t 均是随机的。假定 V_t 遵循下列 ITO 过程^[3]:

$$\frac{dV_t}{V_t} = \alpha_v dt + \sigma_v dz_v \quad (1)$$

其中 α_v 、 σ_v 为常数, $\sigma_v \geq 0$, z_v 为标准维纳过程^[5](Wiener process)。

由于 V_t 在许多实际应用问题中是一项资产的市场价值,假定项目得以实施,而且该公司只拥有这项资产,这时 V_t 就应是该公司股票价值,也就是说 V_t 是一项金融资产的价值,因此假定 V_t 服从布朗(Brownian motion)运动^[5],就等同于假定其股价服从布朗运动,而这在许多金融文献中是一个标准的假定。

类似地,我们假定:

$$\frac{dF_t}{F_t} = \alpha_F dt + \sigma_F dz_F \quad (2)$$

(F_t 的波动可能缘于利率的变动,原材料价格的变动等)

投资决策问题所要解决的是:在投资收益与支出服从上述随机过程时,最优的投资决策是什么?是现在投资还是未来某时投资?

为了分析的简单化,我们在这一部分中假定 F_t 为常数。这时,当该公司进行投资时,它可以收取 $V_t - F$ 的回报。最优投资时间问题,即是寻找一个正数 C_t^* ,对每一 t ,当 $V_t/F \geq C_t^*$ 时进行投资,反之则推迟。最优投资函数 $\{C_t^*\}$ 的选择应使 $V_t - F$ 最大。

当 $V_t/F = C_t^*$ 时,本项目的净现值为 $V_t - F = F(C_t^* - 1)$,对任意的边界序列 $\{C_t^*\}_0^T$,投资机会的现值为:

$$(X)T = E_0 \{e^{-\mu t} [V_t - F]\} \quad (3)$$

最优投资应选择 $\{C_t^*\}_0^T$ 使上式最大化。其中 t' 为 V_t/F 首次到达 C_t^* 的时刻(为一随机变量,称为“停时”^[6]), μ 为贴现率,假定为常数。

当投资机会永远有效,即 $T = \infty$ 时,由于对每一 t ,上述最优化问题不变,所以 $\{C_t^*\}_0^T$ 将与 t 无关, $C_t^* \equiv C'$ (对任意 t)。因为 $V_t - F = F(C^* - 1)$ 为常数,最大化(3)式将化简为:

$$\max_c F[C' - 1]E_0 \{e^{-\mu t'}\}$$

而当 F_t 服从(2)式的过程时,最优化问题化为:

$$\max_{\{C_t^*\}_0^T} E_0 [V_t - F_t]e^{-\mu t'}$$

当 $T = \infty$ 时,化为:

$$\max_c E_0 [(V_t - F_t)]e^{-\mu t'}$$

$$\begin{aligned}
 &= \max_C \{ (C' - 1) E_0 [F_t e^{-\mu t'}] \} \\
 &= (C^* - 1) E_0 [F_t e^{-\mu t'}] \\
 &\equiv X
 \end{aligned} \tag{4}$$

当 $V_t/F_t \geq C'$ 时投资, 否则等待。

上式中 E_0 是关于 F_t' 与 V_t/F_t 首次达到 C^* 的时刻(是一随机变量) t' 的联合密度而求的。

$$L(V, F) = E_0 \{ F_t e^{-\mu t'} \}$$

由文献[7]知, L 满足如下微分方程:

$$\begin{aligned}
 \mu L &= \frac{1}{2} [L_{VV} V^2 \sigma_V^2 + L_{FF} F^2 \sigma_F^2 + 2L_{VF} VF \sigma_{VF}] \\
 &+ L_V \alpha_V V + L_F \alpha_F F
 \end{aligned} \tag{5}$$

其中 L_{VV} 为 L 对 V 的二阶偏导数, 其它类似; σ_{VF} 为 V 与 F 的协方差。

对于目前的问题, 方程的解必须满足如下边界条件: (1) 当 $C = V/F = C^*$ 时, $L = F$, 这由 L 的定义可知; (2) 当 $V/F \rightarrow 0$ 时, $L \rightarrow 0$ 这是由投资的性质决定的(边界 $C^* \rightarrow 0$, 导致等待无价值)。

通过直接验证, 方程(5)的通解具有如下形式:

$$L = k F^a C^b \quad k \text{ 为常数}$$

为满足边界条件(1), 我们选取 $k = (C^*)^{-b}$, $a=1$ 。这时

$$L = F \cdot \left(\frac{C}{C^*} \right)^b$$

将此式代入方程(5)得:

$$\mu = \frac{1}{2} b(b-1) \sigma^2 + b \alpha_V + (1-b) \alpha_F \tag{6}$$

其中 $\sigma^2 = \sigma_{V2} + \sigma_{F2} - 2\sigma_{VF}$ 。当 $\alpha_V < \mu$ 时方程(6)(关于 b)既有正根, 也有负根。而由边界条件(2)知, 正根满足要求, 且为:

$$\begin{aligned}
 b &= \sqrt{\left(\frac{\alpha_V - \alpha_F}{\sigma^2} - \frac{1}{2} \right)^2 + \frac{2(\mu - \alpha_F)}{\alpha^2}} \\
 &+ \left(\frac{1}{2} - \frac{\alpha_V - \alpha_F}{\alpha^2} \right)
 \end{aligned} \tag{7}$$

这时

$$X = (C^* - 1) F_0 \cdot \left(\frac{V_0/F_0}{C^*} \right)^b \tag{8}$$

其中 V_0, F_0 为 V_t 与 F_t 的初始值。

对 X 关于 C^* 求最大值, 得:

$$C^* = b/(b-1) \tag{9}$$

从(8)与(9)可知, 上述解有意义, 需要 $\alpha_V < \mu$, 这时 $b > 1$ 。这点是很自然的。事实上, 如果 $\alpha_V \geq \mu$, 这说明该项目价值的增长率将超过贴现率, 这使得等待投资的期权价值趋于无穷大, 从而任何时候执行投

资都不是最优的。

从(8)式与(9)式可知, 等待投资的期权价值以及投资时 V/F 的水平均是 V/F 的方差 σ^2 的增函数, 这点是容易理解的。 σ^2 的增大, 使得 V/F 的可能取值范围增大了, 因而增大了可能的收益。注意到只有 V/F 的方差 σ^2 进入公式, 这是因为投资规则只依赖于 V/F , 因此, σ_V^2 与 σ_F^2 的增大或者 ρ_{VF} 的减少都将增加投资的期权价值, 这与我们的直观的理解吻合。

(三) 模拟结果

利用上述公式, 在一组适当的参数下, 考察波动率 σ_V^2 的变化对最优投资时的收益成本比 V/F 以及投资的机会价值 X 的影响。令 $V_0 = F_0 = 1; \sigma_{VF} = 0; \sigma_V^2 = \sigma_F^2 = 0.04; \alpha_V = \alpha_F = 0.05; \mu = 0.1$ 。利用 2 中的公式(7)、(8)、(9), 可以计算不同波动率下的 C^* 与 X , 如表 1 所示。

表 1 波动率 σ_V^2 的变化对收益成本比以及投资机会价值的影响

波动率 σ^2	最优投资时的收益 成本比 V/F	投资的机会 价值 X
0.010	1.558	0.162
0.020	1.863	0.225
0.030	2.131	0.272
0.040	2.380	0.309
0.060	2.849	0.368
0.080	3.297	0.414
0.100	3.732	0.452
0.200	5.828	0.575

从表 1 可以看出, 随着波动率的增加, 最优投资时的收益成本比 V/F 以及投资的机会价值 X 也随之增加, 这与常识相符。波动率的增大, 表示未来收益流变化的不确定性增加, 从而增加了本项并购的期权价值。当波动率为 0.04 时, 最优投资时的收益成本比 V/F 为 2.380(表 1 中的黑体部分)。这表示, 在上述参数下, 只有当未来的收益是成本的 2.380 倍时投资才是最优的, 这一阈值是相当高的。这一点与传统的净现值法有很大的差别。另外, 此时的投资机会价值为 0.309, 也即投资的期权价值相当于 V 的 30.9 个百分点, 可见投资的期权价值理应成为并购决策中认真对待的重要因素, 对并购决策的影响不可忽视。我们在表中还列出了波动率取其他值的情形, 从表中可以看出, 当波动率趋于增加时, 最优投资时的收益成本比 V/F 以及投资的机会价值 X 均显著地增大。

三、结 论

由于混合并购主要发生在处于成熟产业的企业向新型产业中的企业之间,而新型产业由于技术、需求等方面的不确定性使其在未来收益方面具有较大风险但同时也可能有较高回报。因此处于成熟行业的企业对处于新型产业中成长性高的企业的并购就有未来获取高回报的可能,考虑未来潜在的投资机会

价值是这一类并购的一个重要的动因。本文在对传统净现值法与期权方法比较分析的基础上,通过构建模型,给出了该类混合并购的期权评价方法。由于本模型是在假定投资机会在长时间内有效且投资支出不变的情况下作出的,因此,对那些有较长等待投资时机且外部经济环境较为稳定,投资支出不会因利息与原材料价格的变化有太大起伏的一类并购运用本模型进行评价时将更为有效。

参考文献:

- [1] 蒂姆·科勒,汤姆·科普兰. 价值评估——公司价值的衡量与管理[M]. 贾辉然译. 北京:中国大百科全书出版社,1998. 137~161.
- [2] Klein, B, Crawford, R. G. and Alchian, A. A. Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process[J]. Journal of Law and Economics, 1978, (21): 45~79.
- [3] 约翰·赫尔. 期权、期货和衍生证券[M]. 张陶伟译. 北京:华夏出版社,1997. 5~24.
- [4] Jonathan E. Ingersoll. Investment and uncertainty[C]. In: stephen. ross. waiting to invest[C]. Harvard of Business, 1992. 125~135.
- [5] 王梓坤. 随机过程引论[M]. 北京:自然科学出版社,1975. 324~325.
- [6] 胡迪鹤. 随机过程[M]. 长春:吉林大学出版社,1988. 349~351.
- [7] Milliards, A. G, W. A. Brock. Stochastic methods in economics and finance[M]. North-Holland Publishing Company, 1982. 23~45.

On Option Evaluation Model of Conglomerate M&A

LI Peng-lin

(College of Economics and Management, Xian Science and Technology University, Xi'an 710054, China)

Abstract: An option evaluation model on conglomerate M&A is given for those companies that have high uncertainty of future development perspective, by using a precise mathematical model. The result indicates that under several suitable parameters, the opportunity value of waiting to further invest after merging such a company is very large and makes it an important fact in M&A decision-making.

Key words: conglomerate M&A; option; evaluation model

混合并购的期权评价模型研究

作者: [李朋林, LI Peng-lin](#)
 作者单位: [西安科技大学, 管理学院, 西安, 710054](#)
 刊名: [西北农林科技大学学报\(社会科学版\)](#)
 英文刊名: [JOURNAL OF NORTHWEST A&F UNIVERSITY \(SOCIAL SCIENCE EDITION\)](#)
 年, 卷(期): 2005, 5(3)
 被引用次数: 0次

参考文献(7条)

1. 蒂姆·科勒, 汤姆·科普兰, 贾辉然 [价值评估—公司价值的衡量与管理](#) 1998
2. Klein B, Crawford, R. G, Alchian, A. A [Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process](#) 1978
3. 约翰·赫尔, 张陶伟 [期权、期货和衍生证券](#) 1997
4. Jonathan E. Ingersoll [Investment and uncertainty](#) 1992
5. 王梓坤 [随机过程引论](#) 1975
6. 胡迪鹤 [随机过程](#) 1988
7. Milliards, A. G. W. A. Brock [Stochastic methods in economics and finance](#) 1982

相似文献(3条)

1. 学位论文 [赵婧 实务期权在防范企业并购财务风险中的应用](#) 2008

企业并购是一项高风险的资本经营活动, 很多企业因为并购而“一去不复返”。导致这一结果的原因很多, 但财务风险是其中尤为重要的一个因素。企业并购蕴涵着大量风险, 其中又以财务风险尤为突出。因此, 加强企业并购的财务风险管理具有重要的现实意义。

然而, 防范企业并购财务风险的一般措施存在诸多的不足和缺陷, 采用的并购支付方式均属于一次性支付方式, 它们不仅不能消减财务风险, 反倒加大了并购风险, 加重了并购双方的自利行为, 阻碍了企业并购的顺利整合, 造成了企业并购高风险、低绩效的局面。为此, 本文引进了一种新的并购支付方式—实物期权支付方式, 以更好的防范企业并购过程中的财务风险。

本文共分为六章。第一章介绍: 1. 论文选题背景及研究目的。在经济全球化的推动下, 企业并购浪潮不断涌现, 并购数量和规模日益增加和扩大。然而, 由于并购中存在着巨大的并购财务风险, 真正从并购中成功获益的案例为数不多。本文试图运用实物期权支付方式为防范企业并购中的财务风险提供新思路。2. 国内外关于实物期权支付方式的文献回顾。国外期权支付方式的发展大致经历了三个阶段: 第一阶段, 20世纪70年代以前, 金融期权的产生、发展、成熟阶段; 第二阶段, 20世纪70年代至80年代, 实物期权的产生和发展阶段; 第三阶段, 20世纪80年代至今, 期权支付方式的产生和广泛应用阶段。目前, 国外对实物期权支付方式的研究已较成熟, 开始从理论研究向实践应用、规范研究向实证研究转变, 而国内关于并购中的期权研究较少, 还处于基本理论研究阶段。我国学者虽然意识到了企业并购具有实物期权特征, 实物期权也有防范并购风险的作用, 但并没有对其加以运用为企业获利, 也没有具体论述它能如何防范。

第二章内容主要包括: 1. 并购及其财务风险的基本概念。并购包括兼和收购。按并购双方的行业关系, 可划分为横向并购、纵向并购和混合并购; 按并购是否取得目标企业的同意与合作, 分为善意并购和恶意并购; 按并购后目标企业的法律状态, 可分为创立并购、吸收并购和控制型并购。回顾企业并购的发展历程, 西方国家企业并购共经历了五次并购浪潮。五次并购浪潮各有特点, 反映了资本主义社会的激烈斗争, 在一定程度上推动了技术进步和经济发展, 优化了企业组织结构和资源配置。我国企业并购起步较晚, 经历了四个阶段, 即孕育阶段、启蒙和探索阶段、起步和发展阶段以及规范发展阶段。关于并购财务风险的界定, 国内外专家各持己见。本文认为, 企业并购的财务风险是指由于并购定价、融资、支付等各项财务决策所引起企业财务状况恶化或财务成果损失的不确定性, 是并购价值预期与价值实现严重偏离而导致的企业财务困境或财务危机。2. 企业并购流程中的财务风险。企业并购中财务风险产生的主要原因是支付方式不当, 另外还有目标企业价值评估方式落后, 融资方式选择不当等原因。从企业并购流程的角度来分析, 并购的财务风险包括: 计划阶段的环境风险、信息不对称风险和估价风险; 交易执行阶段的支付风险和融资风险; 运营整合阶段的偿债风险、流动性风险和运营风险。这些风险具有综合性、前后关联性、可控性以及动态性的特点。3. 企业并购中财务风险防范的一般措施。从宏观上来说, 企业应着重考虑信息资源的收集和利用, 防范信息不对称给收购方带来的财务风险。从微观上来说, 企业可采用以下措施防范企业并购财务风险: 选用灵活的并购支付方式, 降低融资风险; 合理确定目标企业价值, 降低目标企业的估价风险; 正确预测并购资金的需求量, 防范超支风险; 扩大并购融资渠道, 力求降低资金成本。4. 目前, 企业并购的财务风险防范中, 支付方式的选择均属于一次性支付, 它们不但不能防范反倒会加剧并购财务风险, 容易激发并购双方的自利行为, 使并购难以顺利进行而以失败告终。

第三章是期权及实物期权理论基础。本章首先介绍了期权的基本理论, 认为期权的核心思想包括期权中蕴涵的权利和义务不对称、期权的成本与风险不对称以及期权的价值与不确定性正相关三个方面。然后, 引进实物期权概念, 认为实物期权是指未来收益存在不确定性, 并能赋予持有者选择权利而非义务的实物投资机会。它具有不同于金融期权的独特性质。最后, 分析了企业并购中的期权特性, 指出并购活动具有如下实物期权的特征: 并购决策具有灵活性、并购中的标的资产价格具有波动性、并购双方承担的风险与收益不对称性。

第四章提出了实物期权支付方式概念, 分析其在防范企业并购财务风险中的作用, 构建了实物期权支付方式的基本框架, 并使用布莱克—斯科尔斯模型计算实物期权价值。主要内容包括: 1. 实物期权支付方式的提出。实物期权支付方式又称为或有支付方式。收购企业在并购协议生效时向目标企业支付一定的基础款型, 如果目标企业在合同规定的考核期间内成功地实现了合同中双方约定的业绩考核指标, 目标企业则获得收购企业的额外付款, 这种支付方式就是实物期权支付方式。2. 实物期权在防范企业并购财务风险中具有以下作用: 第一, 极大的缩减了并购双方关于目标企业价值评估的差距, 使收购方对目标企业的价值评估更客观合理, 防止了企业在并购过程中因价值评估过高而造成的过度支付风险。第二, 克服了企业并购中的信息不对称, 从根本上防范企业价值评估风险。第三, 降低企业并购融资成本, 减少企业融资风险。第四, 加速收购方实现对目标企业的整合, 降低企业整合风险。3. 实物期权支付方式的构建。实物期权支付方式的主要内容包括首期付款、后付款项、考核指标和考核期间四部分。这种支付方式的协议设计主要包括七个关键元素的设定, 即首期付款与后付款项、考核期限、考核指标、支付计划、实施整合、会计政策与业绩衡量以及附加条款。本章还设计了实物期权支付方式的风险控制模式, 即收购企业通过与目标企业控股股东或其母公司协商签订有关协议, 规定企业并购价款的最低金额和最高金额。其中, 并购价款的最低金额在协议生效时及时支付, 而最高额与最低额之间的差额作为延迟支付部分, 具体金额视目标企业实际业绩的状况分期支付。4. 期权价值计算。使用布莱克—斯科尔斯定价模型, 对采用实物期权支付方式的并购中的期权价值进行计量, 并结合案例, 论证采用实物期权支付方式是并购双方的互利选择。

第五章分析了在企业并购中实施实物期权支付方式的内部局限性和外部环境支持的现状以及相应的解决办法和发展方向。首先, 实物期权支付方式

的内部局限性阻碍了它在企业中的实施。第一，考核指标的选择在一定程度上具有可操控性，不能客观真实的反映企业的内在价值。需要寻找独立于并购双方的中介机构担任考核主体。第二，考核期间对目标企业控制权的分配需平衡，尽量在并购协议中对此有明确规定。第三，目标企业管理人员的替换及替换的比例和时间都需合理把握。第四，管理人员素质较低，综合性人才较少，传统风险观念根深蒂固，这些都要求管理人员提高自身素质，冲破思想枷锁，改变对风险的认识。其次，实物期权支付方式需要良好的外部环境作为支撑，才能得以顺利实施。政府需转变观念，变换角色，加快国有企业产权制度改革步伐，规范产权市场交易，为并购提供一个公开、透明的产权交易市场；政府还需制定统一的支持实物期权支付方式的企业并购法，并成立独立的机构来实施并购法，以建立良好的监管体系。

第六章得出了本文研究的结论，并提出了研究中的一些不足之处，希望对他人研究提供帮助和参考。

本文的主要贡献在于：将实物期权引入并购财务风险的防范中，提出实物期权支付方式的概念，构建实物期权支付方式的基本框架，创设实物期权支付方式的风险控制模式；利用金融期权定价模型，对采用实物期权支付方式的并购中包含的实物期权进行科学价值计量，并结合案例分析，论证实物期权支付方式是并购双方实现双赢的选择。

2. 学位论文 [陈勇 企业并购动因分析与上市公司并购绩效的实证研究](#) 1999

企业并购动因是并购理论中的核心部分。由于中国并购的实践较短，关于这一问题的研究较少且不够深入，该文正是在这一前提之下对中国企业并购的动因作了深入细致的分析，以期对指导中国并购实践有所帮助。该文在系统概述西文企业并购理论的基础上，分横向、纵向与混合三种并购模式分别利用规模经济、交易费用以及多样化经营与成长最大化等理论对横向、纵向与混合并购的动因作了全面深入的考察。而后利用期权的思想对混合并购的动因作了进一步分析，并指出一类混合并购的动机是为了获得未来投资机会价值的新观点。

3. 学位论文 [郭炜 企业并购动态定价决策模型与应用研究](#) 2003

企业并购是现今学术界、实业界关注的重要热点，它是提升企业整体竞争力、加速经济发展的重要手段，也是促使中国企业尽快溶入国际经济大格局、获取有利位置的重要途径，因而具有重要的现实意义和理论研究价值。企业并购定价问题是迄今为止并购理论研究领域中面临的重大难点之一。通过美国博硕士论文数据库的检索发现关注企业并购定价博弈的少之又少。究其原因，一来企业并购决策多属于企业核心商业秘密，可公开的信息不多，因而在此基础上进行研究面临众多困难；二来不完全信息动态博弈本身也仍处于一个不断发展的过程之中，由于社会系统中信息的不对称性以及行动顺序的先后不一致性，不完全信息动态博弈的精练贝叶斯均衡结果的求解一直是经济学家感到头痛的难题。该文正是以此为研究对象和突破口，系统地研究了在完全信息下和不完全信息下企业并购定价的决策过程。该文以1995—2001年中国股市发生的全部547起并购事件作为样本，利用最新的数据从并购动机、交易价格与评估后净资产值的关系检验、超常收益分析、经营绩效变化对比等几个方面对中国股市并购绩效进行了实证研究，反映出了中国上市公司并购的某些新规律和新变化。得出的结论具体包括：在中国的资本市场中，以炒作二级市场为主要动机的并购占据了主导地位；整体上看上市公司并购后的整合未取得成功；横向并购的绩效优于混合并购。

本文链接：http://d.g.wanfangdata.com.cn/Periodical_xbnlkjdxsb-sh200503014.aspx

授权使用：西北农林科技大学图书馆(wf1sxbt)，授权号：4a38d9c9-c990-410d-8625-9df80171085a

下载时间：2010年9月21日