

企業遊刃有餘在購併

Stanley Zets 談如何創造企業購併價值

購併策略要能成功，企業必須很清楚購併的動機與目的，以此為基礎，再運用財務操作來創造購併價值，甚至降低成本，提高獲利空間。

國內少數集團企業，運用跨國購併策略發展全球佈局的專業技術愈來愈熟稔，如神通集團上個月旗下子公司新聚思（Synnex），在亞洲稱為聯強，兩年內連續購併北美、美國、中南美洲三家電腦通路商，一家軟體授權公司，迅速地提高在美洲的市佔率，成為全球第三大通路商。

Synnex 一連串策略性的購併動作，背後一定要能預先建立一套「評估購併價值」的衡量系統，才能有效地選擇適當的對象與時機，了解購併標的的實際價值，並避免購併對象潛藏的財務危機，後續才能達成購併的目的，發揮購併的綜效。

對絕大多數企業來說，運用購併策略尚處於起步階段，大多數將重心放在合併前的換股比率與談判過程，因此對於影響購併綜效發揮的組織整合與財務操作，反而無所適從，而後者是本文的重點。

史坦力·傑士（Stanley Zets）是殺業國際組織（Expense Reduction Analysts, ERA）國際發展部總裁，也

是中華殺業（ERA Taiwan）董事。他擅長企業購併、企業成本控管、企業財務審查與稽核、上市輔導等，曾經擔任南非會計師公會會長、政府顧問、及多家上市公司董事長及董事，擁有豐富的企業財務輔導經驗。

過去，他曾經多次參與國際企業的購併過程，提供企業在營運績效、財務操作上的協助，此次接受本刊獨家專訪，特別將過去豐富的經驗與讀者分享。

什麼時候需要運用購併策略？

企業運用購併策略的原因很多，在不同的動機下，著重的重點不同，所產生預期性綜效也大不相同，所以企業必須很清楚購併的動機與目的。

從企業採取購併策略的原因與動機中，可以了解企業通常在什麼情況下，會運用購併策略來達成階段性的經營目標。接下來才談如何運用財務操作來創造購併價值，甚至降低成本，提高獲利空間。

他表示，從產業與市場層面來看，

文／李宜萍 攝影／書世豪

現階段許多企業透過購併以擴大市場經濟規模，進一步滲透市場，提高產品的市場佔有率，並取得市場的領導地位。

此外，擴大經濟規模的另一種原因是，由於產業有大者恆大的發展趨勢，經由購併，一方面將競爭者摒除市場，造成他們無法在市場生存，一方面可以提高市場進入障礙，避免新的競爭者出現。

還有，為了建立市場優勢，一方面讓雙方的結合變得更大，取得更多市場利基；另一方面整合產業中的競爭者，減少競爭者。

企業在產品與品牌發展的過程中，購併也可以達到產品整合化、產品合理化的目的。前者由於目標公司具備買方想要取得的新產品，買方為了強化其商品線，因此透過合併達到發展多元化產品線的目的。

後者是因為市場呈現供過於求的現象，太多供應商提供相類似產品，造成產能過剩，產品低價競爭的現象，另一方面，由於市場太多品牌競爭，造成彼此壓縮市場發展空間，相對銷售獲利空間也受到限制，因此藉由購併競爭品牌，以減少市場品牌數量，取得更大的獲利空間及贏得價格保衛戰，避免市場落入低價的惡性競爭中。

此外，也因應未來產業發展趨

勢、提高銷售，及顧客消費習慣的改變，而必須合併經營，金控合併就是明顯的例子。合併的目的是為了提升經營效率如人力資、研發、集資與融資及降低成本等考量，如金控公司只要成立一個訓練中心，統籌訓練工作，如此不僅達到提升經濟效益的資源整合，也能達到降低成本，並將資金用於提升競爭力的投資上。

對短期內想上市或轉型企業來說，購併可以擴增公司規模，以縮短上市進度，或藉由購買上市公司或即將上市公司，以借殼上市的方式，縮短上市的時間，並且縮短公開募集資金的時間。

也有的企業因為要去除產業技術被取代的威脅，透過惡性購併，惡意消滅一家公司，以求自保。如石油公司，可能擔心太陽能汽車技術會取代石油，因此購併了專門研發太陽能技術的公司，取得他的技術，並將

技術擱置一旁，主要目的是去除被取代的威脅。史坦力表示，這種情況較常發生在經營石油、礦業原物料的企業，由於新技術的出現，造成可預見的威脅。惡性購併，在競爭激烈的科技產業也屢見不鮮。



Special Report

特別報導

以「財務衡量指標」評估 購併價值

購併對企業來說是一項重大的投資決策，購併前對投資標的價值評估會直接影響購併綜效，無論對購併者或被購併者來說，都不能太高估對方或低估自己，如何評估價值是購併前重要的工作。

購併目的與考量因投資著眼點不同，因此評估價值的方法也不相同，大致可分為傳統及非傳統的方法。一般評估價值的方式就是採取「財務衡量指標」，另外，非傳統的評估方法並非著眼於目標公司實質價值，而是看重其現在非具體有形的價值與未來願景。

財務衡量指標包括以下幾種：

一、市場指標 (Market dictated)

以公認市場引導為衡量方式，如以公開市場股票交易價格來評估目標公司的價值。

二、淨資產值 (Net Asset Value, NAV)

企業的淨資產又稱股東權益或淨值，為一企業的「資產總價值」減去

「總負債」的餘額，如果 NAV 是正數，該投資案的可行性就較高。

如何更準確地評估淨資產值？首先，必須從資產負債表上了解企業的現存資產價值。由於資產價值包括固定資產與非固定資產，以及有形資產或無形資產，其中固定資產是否考量了重置成本，折舊資產、無形資產是否真實，甚至經由公正、可信任的鑑價機構所評估，這些都會影響資產價值的正確性。

另外，要注意對象是否有呆帳提列，為了慎重起見，提列呆帳可以進一步確定是否有部份可以回收。從降低淨資產的風險度考量，應該提列一些準備金，以補足呆帳的部份。

此外，在負債的部份，首先要釐清是否有負債的存在，是否有隱藏的承諾或保證的金額（即或有負債）。史坦力說，曾經有客戶在過去的購併案中，購併一家已經附帶擔保某家關係企業的公司，當時買時並沒有注意到，結果被擔保的關係企業出了問題，連帶這個客戶也遭債權人透過法律途徑要求償還負債。

事實上，負債還可以從另一個角度

評估，由於負債可以扣抵稅額，對於購併企業來說，也是一項節稅的方式，企業在進行購併價值評估時，也必須將此項價值列入評估中。史坦力建議，企業如果同時評估幾家購併對象，可以將此項價值列入考量，選擇一家最有益、最恰當的企業。

三、現金流量貼現法 (Discounted cash flow, DCF)

現金流量貼現法指未來某年的現金收支，折算為目前的價值。首先評估購併目標的現值為多少，可以產生多少現金流量，再評估這些現金流量可以產生多少現金交易，獲利空間有多大，評估其獲利率為多少，另將影響因子列入考量，以估算未來的獲利水準。

四、內部報酬率 (IRR)

內部報酬率又稱投資者方法 (Investor's Method)，是衡量投資決策是否值得採行的方法之一。此方法是將該項投資完成後，於存續期間內所可能產生的一連串現金流入，依某一貼現率折算成現值，將此現值總和與投資成本現值總和做一比較，以評估該投資的可行性。

原則上，若計算而得之報酬率大於投資成本，則該項投資即為可行的方案。但若投資方案不只一項，而需從中選取一項時，則需比較各方案內部報酬率之大小及可用資金總額，始可取捨。

若從投資者的角度來看，要評估投資標的 IRR，如每年希望報酬率為 30%，投資三年，希望報酬率為 90%，可

ERA 創立於一九八三年，堪稱世界級企業財務顧問公司，專業於協助企業進行成本控制與獲利提升，目前在全球二十九個國家都設有分公司，其「成本未降、不收費用」的保證，以績效導向的商業模式，已成功將顧問重新定位為解決問題專家，在國際上建立獨樹一幟的良好口碑。