

协议并购的博弈分析

邹 斌

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

内容摘要: 协议并购是一种市场化的并购方式, 并购双方根据各自对上市公司的评价, 就收购价格进行反复谈判, 最终形成一种均衡价格。本文从公司质地、行为策略和交易价格等三个方面研究上市公司的博弈行为。首先从理论上分析上市公司价值的判断方法, 然后研究在不完全信息条件下, 买方与卖方就上市公司的质地进行博弈过程, 利用贝叶斯法则, 求出不完全信息下的纳什均衡解; 然后应用了完全信息静态博弈中的“讨价还价”模型, 研究形成均衡价格的条件, 在模型求解的基础上给出相应的政策建议。

关键词: 协议并购 博弈分析 公司

一、协议并购概述

协议并购是指以协议方式在场外受让上市公司部分股东股权的一种行为。由于我国目前上市公司的股本结构中有高达 60% 的法人股和国家股不能上市流通, 在这种情况下上市公司的并购活动主要是通过法人股和国家股的场外协议转让来完成的; 从并购的成本来看, 由于流通股的市价较高, 而且信息披露的要求也很严格, 因此协议并购的成本要远远低于对流通股的要约并购。

另外, 在我国上市公司的国有股进行协议转让的时候, 地方政府主管部门具有强烈的参与意识, 股权转让也就具有强烈的行政色彩; 同时股权的转让又是在不同法人之间进行的, 而各个法人又具有各自的经济利益, 他们的行为策略又都具有市场行为的特征, 因此, 我们认为协议并购是属于介于行政主导与市场主导之间的并购方式。

(一) 协议并购的法律依据

我国的现行法律对于协议并购也进行了详细的规定:

在《证券法》第八十九条规定: “采取协议并购方式的, 并购人可以根据法规的规定同被并购公司的股东以协议方式进行股权转让。以协议方式并购上市公司时, 达成协议后, 并购人必须在三日内将该并购协议向国务院证券监督机构及证券交易所做出书面报告, 并予公告。在未做出公告前不得履行并购协议”。

在深沪两个交易所的《股票上市规则》也有一些规定: “发起人持有的股份在公司成立后三年内不得转让”; “国家股的转让, 应经过国务院授权部门或者国家国有资产管理部门的批准, 其中金融类上市公司股权的转让, 还要经过中国人民银行总行的批准”; “外资并购上市公司要经过有关部门的批准”。

在 2000 年底，中国证券监督管理委员会颁布了《上市公司并购管理办法》，在办法所规定的各种并购方式中，协议并购从实际操作和监管层面上看都是相对简单的一种，从规则条款的数量上也反映了这一点，涉及协议并购的规则为 11 条。《管理办法》对并购主体、证券公司、财务顾问以及信息披露等各个方面都进行了详细的规定，尤其是在并购的程序上作了更加明确的规定，主要表现在：

①转让双方达成协议后，应当委托具有从事证券经纪业务资格的证券公司向证券交易所和证券登记结算机构办理有关股份转让申请、将拟转让的股份转为暂时非上市交易的股份、转让过户登记及恢复上市交易的申请手续；

涉及触发要约并购义务的，应当按照本办法第三章的规定，事前向中国证监会报送要约并购报告书、豁免要约并购义务申请或进行备案；

②证券登记结算机构根据证券公司的申请将该部分股份暂时转为非上市交易的股份；拟转让股份的比例达到《披露办法》规定比例的，相关信息披露义务人应当报送申请次日就该部分股份的转让协议、暂时转为非上市交易股份的数量及接受委托的证券公司名称予以公告，并通知上市公司；

③证券交易所自收到转让申请后三个工作日内进行审核，对相关股份的协议转让做出予以确认或不予以确认的决定；

④证券交易所对相关股份转让予以确认的，证券公司可以在证券登记结算机构办理股份过户手续，转让双方予以公告；证券交易所不予以确认的，证券公司应当及时通知转让双方及上市公司，督促出让人及时公告；

⑤相关股份过户登记手续办理完毕后，受托的证券公司代表受让人向证券交易所提出将暂时转为非上市交易股份恢复上市流通的申请；

⑥受让人在证券交易所拟安排恢复上市交易前两日内，应当披露拟恢复上市交易的股份数量、占上市公司已发行股份的比例、恢复上市交易的时间、接受委托的证券公司名称，并由该证券公司办理相关股份接触锁定的手续。

（二）并购的价格确定

在我国协议并购的理论与实践，并购价格始终是争论的核心，价格里面包含了双方对公司资产质量、盈利能力等各方面的综合评价。从理论上，协议并购价格的确定有 3 个方法：

1、净资产法

净资产法是指通过目标公司的资产进行估价来评估其价值的方法。目前国际上通行三种资产评估标准：

（1）账面价值。指会计报告记录的资产价值，如用账面净资产减去优先股价值，即为普通股价值。这种方法是评估一个公司价值得最为简单直接的方法，在评估公司时候，有的主要考察总资产，有的倾向于考察净资产。这种方法不考虑现实资产市场价格的波动，也不考虑资产的收益状况，因为是一种静态的估价标准，它虽然取数方便，但是却脱离了现实的市场价值。这种方法也没有对由于技术进步的原因引起的过时贬值和公司有价值的资产比如公司有效地组织资本等进行反映。

(2) 重置成本法。它是指把该资产视为一种商品在市场上公开竞争，在供求关系平衡状态下确定的价值，可以高于或低于账面价值。著名的应用如 Tobin 的 Q 模型： $Q = \text{企业价值} / \text{资产重置成本} = (\text{资产重置成本} + \text{增长机会价值}) / \text{资产重置成本}$ 。知道了 Q 和资产重置成本，就可以算出企业价值。但是 Q 值的选择比较困难，因为即使同样业务的公司其资产结构也不相同，同时对增长机会进行评价也很困难。在实践中被广泛使用的是 Q 值的近似值——“市净率”，即股票市值与公司净资产值的比率，市净率仍然只能反映一个动态的市场变化过程，在我国由于 60% 的股份不能流通，因此市净率的指标也不具备任何意义。

资本重置成本一般采用一种价格指数比如消费价格指数或者是批发价格指数，将资产购置年份时的价值换算成为当前的价值。此外还有另外的一个方法，即单项资产重置成本加总法得出，这种方法较之账面价值法有其先进性，因为它充分体现了沉没成本与决策无关的思维模式。但是，公司价值不是单性资产简单组合，而是各项单项资产的整合，如果整合成功，企业价值和能大于单项资产的组合。这种方法仍然有两个主要缺点：第一，很难判断调整后的账面价值是否较为准确地反映了市场价值；第二，调整过程通常也不考虑那些没有出现在资产负债表上的项目，比如组织资本、管理能力、销售渠道、人际关系等等。而且在上市公司并购中，并购行为往往是实现未来期望的现金流，并非是买卖上市公司取得利益。所以，目标公司的现有资产的重置成本并不能反映并购者的经济目标。

(3) 清算价值。清算价值是指在企业出现财务危机而破产或歇业清算时，把企业中的实物资产逐个分离而单独出售的资产价值。对于股东来说，清算价值是清算资产偿还债务以后的剩余价值。

2、市场比较法

市场比较法是通过与价值已经知道的可比公司的比较来评估一个公司的价值。对于上市公司来说常常用同类公司的交易价值作为参考来估算目标公司价值，但是有一个假设前提即证券市场为次强式有效市场，因为这种情况下当前的价值应充分反映了所有已公开信息不存在高估和低估。它包括以下几种方法：

(1) 市场自动定价法。在有效的证券市场上，上市公司的股票价格反映了市场对该公司未来业绩及相关风险的预期，它涵盖了市场上的一切信息。所以对目标上市公司的估价只需要“随行就市”即可。

(2) 市盈率法。市盈率是股票市场价值与股票每股收益的比率。市盈率法就是根据目标公司的预期平均收益乘以预期市盈率确定其价值的方法，在国外市盈率主要表示投资能够收回的时间，而我国上市公司业绩很差，而且很少进行分红利，因此市盈率的估价基础已经不成立，市盈率的选取有三种：并购时点目标公司的市盈率。但是为了对目标公司进行估价，利用与目标公司有可比性的公司的市盈率和目标公司所处行业的平均市盈率还是可以作为参考。一般而言，目标公司的预期风险和收益会高于平均水平，其业绩应该能达到相应竞争者的水平。所以，这种情况下即可以选取与目标公司具有可比性的竞争公司的市盈率并根据并购后的风险和成长性结构加以调整。

采用这种方法估算目标公司的价值，以投资为出发点，着眼于未来经营收益，并在测算方面形成了一套较为完整有效的科学方法，因而为各种并购评估广泛使用，尤其适用于通过二级市场进行并购的情况。

3、收益贴现法

收益贴现法是把公司在未来继续经营中可能产生的净收益还原为当前的资本额或投资额。它分为贴现现金流量法、收益资本化法和股利贴现法三种。

(1) 贴现现金流量法。他使用贴现现金流量方法确定最高可接受的并购价格，这就需要估计有并购引起的增量现金流量和贴现率（或资本成本），贴现率即公司进行新投资市场要求的最低可接受的报酬率。依据现金流量的口径不同，可将现金流量分为经营实体现金流量（其所对应的收益贴现模式可用经济增加值评价指标来反映）和鼓动自由现金流量两大类。它们的计算原理一致，但折现率口径不同，经营实体自由现金流量在清偿债权人前产生，因此需采用债务、优先股和普通股的加权资金成本作为贴现率；股东自由现金流量在清偿旧债及举借新债后产生，应采用权益资本成本（可有 CAPM 模型计算得出）作为贴现率。

贴现现金流量法以现金流量预测为基础，充分考虑了目标公司未来创造现金流量能力对其价值的影响，在现代经营理念中“现金被认为是公司价值驱动器”的情况下，对公司并购决策具有现实的指导意义。但是，这一方法的运用对决策条件与能力的要求较高，且易受预测人员主观意识（乐观或悲观）的影响。所以，合理预测未来现金流量以及选择贴现率的困难与不确定性可能影响贴现现金流量法的准确性。

(2) 净收益贴现法。它是以未来的净收益作为贴现的对象。净收益与现金流量往往不一致；非现金流出较高的企业，其净收益小于现金流量；高速成长的企业，净收益可能大于现金流量。

(3) 股利贴现法。它没有深入分析股利产生的原因以及所要承担的风险。股利在多大程度上影响公司的价值，至今尚无定论。在并购实践中，大多数并购这并非以赚取股利为并购动机，所以也很少才有股利贴现模式对目标公司进行价值评估。

以上几种方法都有一定的适用范围，资产价值基础法与市价资产价值出入较大，是一种较为简单的方法；市场比较法适用于比较成熟的证券市场，通常是由市场来进行定价；收益贴现法具有较强的理论性和科学性，对评估人员的素质要求较高。目前市场比较法和收益贴现法在西方比较流行。

在我国实际操作中，由于受证券市场发育程度的影响，协议并购价格基本上是采用资产价值基础法，通常是以上市公司的净资产为基础，再根据公司的盈利能力作一定的浮动，当然这个浮动值的大小是双方讨价还价的焦点。

二、协议并购中的公司质地博弈

（一）完全信息静态博弈

完全信息静态博弈是各个博弈方同时决策并且关于各个博弈方的得意信息是公开的。而在协议并购中，参与并购的各方对相互的收益都十分了解，他们的行为策略和行为特征是公开的信息，因此我们就利用完全信息静态博弈的方法来分析协议并购中关于公司质地博弈。

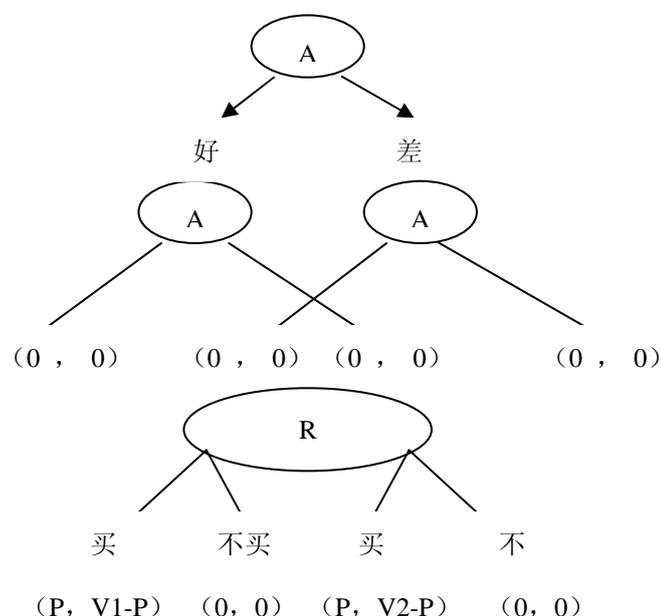
（二）协议并购中关于公司质地的博弈

目标公司质量的好坏对并购公司来说非常重要，如果目标公司资产质量较好，并购成功后，通过资产、人力资源整合，可以促进两个公司协调发展，达到 1+1 大于 2 的效果；如果被并购公司资产质量较差，导致并购失败，那么并购公司不仅丧失了机会成本而且必将拖累母公司的正常经营和发展。在并购过程中，由于并购方与被并购方存在信息不对称，

被并购方知道自己企业的经营现状和企业价值，并购方只能从公开的信息资料或花费一定的成本才能了解被并购方的真实情况，因此并购方的决策是否合理，以及如何进行合理的决策我们将用博弈论的知识来进行分析。

假设：A：表示并购企业，B：表示被并购企业，A想进入资本市场，有两条途径，其一是公开发行，其二是买壳上市，即本文所谈的协议并购。B是证券市场上的经营环境差，缺乏竞争能力，拟进行股权转让上市公司，它有好和差两种类型，好的公司是指具有融资功能的微利公司，其债务负担和历史包袱较轻重组成本低，资产结构合理，重组成功的可能性大。差的上市公司就是那些经营亏损、债务沉重以及缺乏核心竞争力的上市公司。对于A来说，他想买好的上市公司，尽快完成重组工作，打通进入资本市场的通道。假设， $P(g)$ 表示企业A判断B是好企业的概率； $P(b)$ 表示企业A判断B是差企业的概率， $P(g) + P(b) = 1$ 。P：表示交易价格， $V1$ ：表示企业A对于企业B是好企业的价值判断， $V2$ ：表示企业A对于企业B是差企业的价值判断。下列的博弈树就是协议博弈并购的一半模型。

在括号内，第一个数字代表A公司的得益，第二个数字代表B公司的收益，在没有考虑伪装成本的情况下，对于买方来说，好企业的价值大于价格，差企业的价值小于价格，好企业时候成交对于双方都有利，P与 $V1-P$ 都是正值，差企业时候，成交对于卖方有利，而买方损失；不论好企业还是差企业，如果没有成交，则买卖双方都没有得利，同时双方可能都丧失了获得收益的机会；如果存在伪装成本C的话，双方的收益都要发生相应的变化，差企业在成交的情况下获得的收益为 $P-C$ ，在没有成交的时候收益为 $-C$ 。此外差企业如果面临退市的时候，地方政府一般都要施以援手，为并购提供优惠的经济政策M，这时候双方的收益有发生变化尤其是在并购差的企业时候，并购方在收益将变为 $M+V2-P$ 。（如下图）



（三）博弈均衡的类型

由于 $V1$ 、 P 、 $V2$ 具有不同的数字，它们的关系不同，使得模型的均衡类型也存在很大的差别。在政府介入的概率大于0.5的情况下，就我国上市公司的现状而言，目前存在几种均衡。

1、当 $V1 > P > V2$ 时，对于企业 B 来说，由于他有好、差两个可能，他在决策策略是，如果是差企业，其经营状况、经营环境都很差，面临着退市的风险，因此这时候，发生股权转让的概率为 1，如果是好企业，则他是否同意被兼并的概率，主要看兼并方提出的兼并条件和价格，假设其愿意转让股权的概率为 0.5。差企业为看上去像好企业，要花费成本 C 进行包装，对于国有控股企业包装成本多是承诺银行贷款等一系列优惠政策，民营企业则多是关联交易，虚增利润等会计手段。在中国股票市场上，根据上市公司年报统计的数字资料，可以假设发现差公司的概率为 $P(b) = 0.3$ ，而好公司的概率 $P(g) = 0.7$ 。

首先，我们先考察一般均衡，在假设的概率下，并购企业需要做出的判断，即在买方决定的时候，其首先要判断买入是好、差企业的概率是多少，我们分别用 $P(g|s)$ 和 $P(b|s)$ 来表示：利用贝叶斯法则求出并购方的后验概率：

$$P(g|s) = P(g) P(s|g) / P(s) = 0.8 * 0.5 / (0.8 * 0.5 + 0.2 * 1) = 2/3$$

$$P(b|s) = 1 - P(g|s) = 1/3$$

其次，对于 A 来说，如果发生并购行为，其预期得益为：

$$(V1 - P) P(g) + (V2 - P) P(b)$$

由于 $P(b)$ 较小，我们认为 A 发生并购行为的总体收益是大于零的，如果没有并购行为发生，A 的收益为零，所以买是 A 公司的必然选择。对于 B 来说，如果是好企业，其预期收益为： $0.5 * P + 0.5 * 0 = 0.5P > 0$ ，如果不卖，其经营环境进一步恶化，并有发生亏损的趋势，因此越早转让股权，就越能卖个好价钱，买是她的最好选择；如果是差企业，其预期收益为： $0.5 * P + 0.5 * C = 0.5(P - C) > 0$ ，因此卖是他的必然选择。

通过以上分析，以下的策略组合和判断构成一个不完全信息下的完美贝叶斯均衡：

① 卖方是差企业一定选择卖，是好企业时以 0.5 的概率选择卖

② 买方以 0.5 的概率买卖方卖出的企业

③ 买方的判断 $P(g|s) = 2/3$ $P(b|s) = 1 - P(g|s) = 1/3$

这种市场中能够进行正常的交易，潜在的贸易利益能够实现，但是也存在部分不良贸易，一次市场类型属于部分成功市场。

2、当 $V1 > V2 > P$ 时， $P > C$ 也就是说，不论交易价格是多少，不论目标企业的好还是差，并购方那个的预期收益都是正值，并且交易价格大于差企业的包装成本。在这种情况下，符合不完全信息下的完美贝叶斯均衡的策略组合和判断为：

① 卖方是差企业一定选择卖，是好企业时以 0.5 的概率选择卖

② 买方选择买，只要卖方卖

③ 买方的判断 $P(g|s) = 2/3$ $P(b|s) = 1 - P(g|s) = 1/3$

这种市场类型属于博弈论中的市场部分成功的合并均衡，从理论上来说，这种市场具有较高的效率，但是在实际中不符合市场经济的原则。在我国的并购市场上普遍存在的现象。先看看买方的行为，因为上市公司作为稀缺资源，具有高昂的壳资源价值，并购一家上市公司股权后，可以获取三个方面的利益：其一是，股权本身的价值；其二是，可以通过重组从

二级市场上获巨额收益；其三是，入主上市公司后，利用大股东地位，通过在融资，关联交易，对外担保贷款等手段获取利益，即使是差企业，在面临退市的情况下，政府也不会坐视不管，远的有郑州百文重组案例，近期有济南市政府介入济南市 5 家上市公司重组工作，都是在上市公司面临清盘的情况下，有政府出面进行救助。在这样的背景下，并购方对于并购对象的价值预期肯定会大于成交价格。因此不论上市公司质量如何，买就是他的必然选择。卖方在了解买方的决策背景下，差企业肯定会选择卖；好企业则会待价而沽，以一定的概率进行出售。因此上面的策略和判断就构成了完全但不完美信息条件下贝叶斯均衡。

3、当 $V1 > P > V2$ 时，但是 $P < C$ ，这里讨论存在伪装成本的情况下，差企业退出并购市场，在一般商品市场的分析中，这种情况最理想，属于完全成功的市场类型，这时候只有好的商品的卖方将商品投放到市场，由于 $P < C$ 使得差的商品的卖方不敢将商品投放到市场。对并购市场而言，这种市场类型不存在。

（四）博弈模型的经济解释

对于一般商品来说，在市场上以一定的价格买到差的商品，对买方来说，总是产生负的效用。当交易对象称为上市公司的时候，就会发生变化。首先不同的人会从不同的角度来对企业价值的评估，低估的情况总是存在的，比如上个世纪 80 年代美国发生的以杠杆并购为主要特征的第五次并购浪潮就是源于市场低估了企业的价值。在正常的市场条件下，协议并购的均衡模型应该是上面分析的第一种情况，但是从我国上市公司并购的现状看，第二种的情况更为普遍，这样就使并购市场的正常运行受到影响，一些具有效率的并购不会发生。

我国上市公司的并购的并购市场为什么存在这样的贝叶斯均衡，买卖双方的决策与判断的形成有深刻的制度背景。

首先，从我国股票发行制度来看，我国经历了审批制到核准制的变革，审批制是完全按计划发行的模式，它表现为股票发行资格的行政审查，发行规模的额度控制，发行价格的计划定价等具有浓厚的行政指令的色彩和计划经济特征；核准制是指证券监管机构除对拟上市的公司的申报文件进行全面性、准确性和真实性的形式审批外，还要对发行人的营业素质、财务素质、发展前景、发行数量和发行价格等条件进行审查，并据此做出发行人是否符合条件的价值判断和是否核准申请的决定。因此不论是审批制还是核准制都需要监管部门的行政审批，从而使上市公司成为稀缺资源，上市公司不论经营的好坏，都具“壳”价值。

其次，我国证券市场属于新兴国家股票市场，投机气氛浓厚，市场波动大，有些机构常常利用资金优势，在交易规则和交易制度不完善的条件下，来操纵股票价格。而上市公司并购这样的题材，常常被用来当作操纵股票价格的工具。

第三，我国上市公司的控制权大都掌握在国家手中，地方政府将上市公司视为自己的宠儿，一旦上市公司出问题，地方政府就会从地方经济利益出发，输血抢救，因此并购方预期并购后的预期收益远远大于交易价格，所以存在越是亏损公司越有人并购的现象。使并购不是成为资源配置的工具，而是成为各个利益集团争夺政府资源和利用制度缺陷进行投机的地方。

第四，我国股票市场退出机制不完善，因此是“壳”资源公司价格远远高于其自身的价值，使市场上的理性投资者望而却步。

第五，对于被并购方来说，伪装成本过于低廉，而一旦交易成功则收益巨大。从伪装手

段来讲，主要利用会计手段；从伪装结果来看，成功，给上市公司造成的损失最终由中小投资者承担，伪装失败，最多时受到交易所的谴责和除以少量的罚款，与作假获取的收益相比，这些出发对于造假者无关痛痒。

三、协议并购中的价格博弈

（一）双方出价的规则

在我国证券市场上，企业上市实行的是核准制，企业上市也需要经过层层筛选，需要花费大量的公关费用和承销费用，因此我国上市公司的价值体现在公司价值和“壳资源”价值两个方面。公司价值重要有企业每年利润的折现值来表示；“壳资源”价值则有企业的融资成本、上市费用以及通过上市公司的地位进行资本运作所获得的相关收益构成。在企业并购过程中，公司价值根据行业的景气度和公司过去的业绩可以计算出来，而“壳资源”价值计算起来比较复杂，因此双方讨价还价的焦点在“壳资源”价值上。

在讨论协议并购双方价格博弈之前，我们仍然要进行一些必要的假设。这里我们仍然用A和B代表并购公司和目标公司，这里博弈分为三种情况，即A公司的出价高于B公司的出价或者B公司的出价低于A公司的出价，则博弈自动结束；现在我们主要讨论A公司的出价低于B公司的要价。

（二）博弈模型的建立与求解

现在假设B公司的控股股东准备将其持有的股份全部或者部分对外转让，A公司由于缺乏上市公司这样的运作平台，因而无法进入资本市场进行直接融资和进行规模扩张，准备并购B公司控股股东转让的股份X。在花费一定调研、考察和谈判的成本C后，认为经过对B公司进行重组、整合、注入优质资产后，企业的价值将得到全面的提升，其增加的股东价值为K，K值的大小或者其分布区间为双方共知信息。由于我国目前进行的国有股权转让中要求转让价格不得低于净资产，因此对于买卖双方，他们谈判的目的也就是对增加的股东值为K的重新分配，即转让价格为V+L，V代表公司的净资产价值，L为转让价格中超过净资产的部分。 $L \in [0, K]$ ，在双方谈判过程中，假设A公司提出的价格V+L1，如果B公司控股股东同意，则博弈结束；如果不同意，则由B公司还价（出价）为V+L2；如果A公司同意，则博弈结束；如果不同意，则由A公司还价（出价）为V+L3；如此循环，直到一方的出价被另一方接受为止。在双方轮流出价过程中，双方每进行一轮谈判，就会增加一定谈判费用和机会成本损失，双方的收益都要打个折扣，即乘上一个贴现因子，假设A公司和B公司的贴现因子分别为 δ_A 和 δ_B ， $\delta_A, \delta_B \in (0, 1)$ 。假设双方在t阶段达成一致意见，A公司的最终收益的贴现值为 $(K-L^*)X$ ，B公司的最终收益的贴现值为 $\delta_B^{t-1}L^*(1-X)$ 。根据Rubinstein的结论在完全信息条件下，再无限期轮流出价模型中，唯一的子博弈精炼纳什均衡结果为：

$$L^* = \frac{1 - \delta_A}{1 - \delta_A \delta_B} K$$

这样在双方都是理性的条件下，作为双方都能接受的价格为：

$$V+L^* = V + \frac{1-\partial_A}{1-\partial_A\partial_B} K$$

(三) 博弈模型的经济学解释

在本模型中，我们讨论的是上市公司净资产的基础上，双方对新增价值进行的利益分配过程，从结果来看，双方讨价还价的结果与公司净资产、新增价值以及目标公司的贴现系数正相关，与并购公司的贴现系数负相关。

实际上目标公司和并购公司都知道 K 分布区间和分布概率，但是两者存在一定的信息不对称，比如目标公司知道 K 的取值在 300 万元——1000 万元的区间内，而并购公司知道 K 在 600 万元——1000 万元的区间分布，这样双方的出价策略就不大一样，因此如果并购公司具有很强的经济实力，尤其是不易被目标公司察觉的资源整合能力、公关协调能力等软实力，那么它就可以提高对 K 值的预期，也就愿意来出较高的价格来购买上市公司的股份。此外由于并购公司掌握重组上市公司的内幕信息，它非常清楚上市公司的价值是否被市场低估，知道公司具有什么样的业绩与题材，这样它还可以利用操纵股价的办法，来获得额外的巨大收益。

在并购过程中，由于股东对并购后公司的新增加值的预期，导致目标公司的股票价格在一定时期有较大的波动。美国学者 Jensen 和 Ruback 在 1983 年；Franks 和 Harris 在 1989 年；Slusky 和 Snerky 在 1991 年分别以美国不同时期的并购事件为研究对象，发现美国目标公司的市场价值在并购发生期间都有一定幅度的溢价，在 20 世纪 60 年代平均溢价为 15%——25%；80 年代平均溢价幅度上升为 50%——100%；我国学者冯根富和吴林江在 2001 年，李善民和陈玉罡在 2002 年等也对我国股票市场的财富效应进行研究，发现我国上市公司在被并购期间，股票价格也都有 20% 的升幅，这说明流通股的价格已经反映了目标公司业绩改

善的机会，而协议并购过程中，由于存在贴现因子，使得 $V + \frac{1-\partial_A}{1-\partial_A\partial_B} K < V+K$ ，因此交易价格要低于市场上认可的价格，这样国家股和国有法人股很难在并购活动中获得拥有的收益，因此就不能够从并购活动中获取相应的资本利得，这也说明应该进快的解决国家股和法人股的流通问题。

对于 ∂_A 来说， ∂_A 越小，表示并购公司的并购信息成本、机会成本、利息费用等都非常低，并购成功后，并购公司获得的收益越大。这也说明了为什么与上市公司同处于一个区域的公司更容易取得并购成功。对于 ∂_B 而言， ∂_B 的大小，表示目标公司就有耐心和时间来与对手进行谈判，希望能够卖个好价钱；反之，如果目标公司处于亏损状态，面临着退市的压力，谈判时间拖延的越长，机会成本就越大，一旦达到连续 3 年亏损退市底线，公司的股权只能低价转让。

由于我国上市公司股权转让过程中，普遍以公司净资产为定价基础，从博弈结果

来看，双方交易的区间只能在净资产这条直线的上方，因此造成许

$$V+L^* = V + \frac{1-\partial_A}{1-\partial_A\partial_B} K$$

多有效率的并购活动不能够实现。如果我们以贴现现金流量法、收益资本化法来计算上市公司的价值，那么并购前上市公司的价值很可能要远远低于其账面净资产的价值，从而使一些有效率的并购活动得以实现。

（四）改善协议并购效率的政策建议

通过对协议并购中股权转让价格的讨论，发现要想进一步提高并购市场的运作效率，必须对现有的一些政策、制度进行改革。

第一，增强 K 值的透明度，减少并购公司借机操纵二级市场股票价格的赢利空间，使 K 值真正成为并购公司的经济实力、资源整合能力、管理能力等综合能力的反映。为此必须从制度上严厉打击利用并购、重组等内幕消息与相关机构联手炒作公司股票价格的行为。

第二，放弃在净资产的基础上减持或者转让国有股或国有法人股的规定，采用较为科学的现金流量法、收益资本化法来计算上市公司的价值，使并购市场的效率向帕累托最优化方面改进。

第三，完善信息披露制度，降低异地并购公司获取目标公司相关信息的成本，使资源能够在全国范围进行合理的配置。

第四，积极稳妥地推进国家股和法人股的上市流通工作，使国家股和法人股东也能够享有由于并购兼并带来的资本升值。

参考文献

- [1] 深圳市产权交易所《现代企业并购与兼并》，深圳，海天出版社
- [2] 孔礼鹏《企业产权交易的法律与实务——公司并购与兼并》，经济出版社 1995 年 5 月
- [3] 宋永泉《公司并购法律问题比较研究》，武汉大学法学院 1999 年国际经济法博士学位论文集
- [4] 符启林《中国证券交易法律制度研究》，法律出版社，2000 年版，第 119 页
- [5] 冯根富 吴林江《我国上市公司并购绩效的实证研究》，经济研究，2001 年第 1 期
- [6] 高见《中国证券市场资产重组效应分析》，经济研究，2000 年第 1 期
- [7] 段爱群《跨国并购原理与实证分析》，法律出版社，1999 年版，第 178-179 页
- [8] 张艳《信息博弈与监管：我国证券市场监管新视角》，管理世界，2002 年第 5 期
- [9] 安杰《博弈、企业购并与资源配置》，山东经济，2001 年第 4 期
- [10] 万瑶华《二级市场中小流通市值股票的博弈分析》，商丘师范学院学报，2002 年第 3 期
- [11] 乔桂明《我国股市中政府与投资者的行为博弈分析》，财经研究，2002 年 12 月
- [12] 杜煊君《从博弈论角度分析我国证券市场违规现象》，财经研究，2000 年第 6 期
- [13] 郑海航等《中国企业兼并研究》，经济管理出版社，1999 年第 40 页

Game Analysis of Contract Acquisition

Zou Bin

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: contract acquisition is a means of acquisition with market nature, by which the two parties bargain over the acquiring price according to their own evaluation, and eventually reach an equilibrium price. This paper studies the game behavior of listed companies from the aspects of company quality, behavior strategy and bargained price. First, the method to decide the value of a listed company is analyzed theoretically; and presents a Nash equilibrium employing Bayes' Rule modifying the game process of the buyer and seller over the quality of a listed company with perfect information. Then, the acquisition strategy of contract acquisition is studied. Lastly, bargain model is employed with perfect information to constitute an equilibrium price, and hereafter some policy suggestions are presented.

Key words: contract acquisition, game, company

收稿日期: 2006-04-01

作者简介: 邹斌, 男, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 金融理论与实践。