



# 「評價分析」在併購交易中的實務應用

賴居易

在近年併購案中，我們發現「評價」議題越顯重要，所謂「評價」係在評估標的之價值，在交易中，可解釋為買方評估，取得的收購標的其「未來的現金流」或「每年可賺得之盈餘」為何？以便推估合理價格，所以進行交易前，透過公正第三方之評價投資人可更理性了解標的之價值，不然恐難以確定交易是否物超所「值」。

當在談論價值時，約可簡易分成四類：清算價值、內涵價值、市場價值、投資價值。「清算價值」指

當在時間的壓力下，急售的價值；「內涵價值」指在不考慮有潛在投資者併購前，獨自營運時未來所可以產生的價值；「市場價值」指市場上大多數參與者，可以產生的綜效，所願意出的價格；「投資價值」指針對特定人可能產生特定的綜效下，具有價值。其中「內涵價值」很重要，因為當買方的出價是低於這個價值時，可能連賣方的門都進不去。

依研究觀察顯示，「收購價格」一般會高於內涵價值，通常買方必

須付出一定的溢價，才有可能成交。所以當買方處理併購時，上述的價值應在交易前，宜先進行評價分析作釐清。買方必須知道：一、溝通前，如何出價，進得了賣方的門；二、處理併購時，推估議價空間有多少？市場上大多數參與者，願意出的價格是多少？買方評估可能產生的綜效後，可推估可產生多少溢價？交易實務上買方不太可能獲得所有的綜效，也就是說透過價值分析，買方可掌握戰略資訊，去進行議價。

當前段買方作完「併購評價」、「盡職調查評估」並完成交涉價金後，就到「簽署股份買賣契約（Share Purchase Agreement, SPA）」階段，實務上SPA最後的條款中有很多事項與「評價」有關，一般常經財務顧問協助後，才確定下來。SPA內容包含：賣方需完成哪些事項，標的才有這價值。因為評價是基於未來的預測，該預測的假設係基於賣方一定的承諾及必須要完成的事項。若SPA內沒有相對保障條款恐無法確保賣方在交割前，

是否會加速回收應收帳款？延遲採購正常水位的存貨？賴皮不支付應付帳款？從簽約到交割日甚至以後營運，若賣方沒有相對配合，應對價金應作出甚麼樣的調整。

在SPA價金調整機制中，通常以帳列「稅前息前攤銷前利益（EBITDA）」為基礎作調整，常見機制有三：一、借款與現金的淨額；二、營運資金調整；三、資本支出與超額非營業用資產之調整。SPA價金調整機制通常會約

定，帳上該等項目應保留多少或完成多少，若有差額，是否直接從價金調整或是該如何處理。

從併購交易的出價至合約簽訂過程，實質上涉及標的價值的部分，都隱含著「評價」的應用，建議買賣雙方於進行併購交易時，除應審慎進行外，亦應尋找具經驗的會計師或財務顧問協助，以降低交易過程的風險。

（本文作者為Grant Thornton Taiwan正大聯合會計師事務所資深經理）