

〔投資研究報告〕

2026/5/27

WBD：監管折價是否過深

目錄

- 一、 交易條款：對價清楚，履約折價仍在
- 二、 Spread 模型：14.7% 價差需轉成動態 NPV
- 三、 監管路徑：DOJ、FCC、海外審查與政治時間軸
- 四、 融資結構：no financing condition 仍有時間錯配風險
- 五、 下行風險：終止費是具訴訟折價的或有資產
- 六、 蒙地卡羅附錄：從靜態 spread 走向 NPV 分布
- 七、 投資檢驗：從 gross spread 轉向 risk-adjusted IRR

31 美元現金對價下的事件驅動套利定價

2026/5/27 新光投顧

Warner Bros. Discovery 已進入標準事件驅動套利定價階段。現階段的研究核心為交易能否完成、何時完成，以及交易失敗時的真實下行保護；內容產業景氣、串流競爭與有線電視衰退已降為次要變數。對事件驅動資金而言，WBD 的股價已由基本面倍數定價，切換為現金對價、監管核准機率、資金成本、融資履約與下行回收率共同決定。

交易條款具備明確錨點。Paramount Skydance 已與 WBD 簽署收購協議，將以每股 31 美元現金收購 WBD 100% 股權；交易對 WBD 的股權價值約 810 億美元、企業價值約 1,100 億美元，且 Paramount 公告交易不附融資條件，並搭配股權資金與債務承諾安排。此交易在企業體量上呈現非典型反向併購特徵，官方公告已實質確認收購主體、標的、對價與融資框架。

股東端障礙已基本移除。WBD 於 2026 年 4 月 23 日公告，股東已投票通過與 Paramount Skydance 的交易；公司亦表示交易仍預計於 2026 年第三季完成，條件是取得監管許可並滿足其他慣常交割條件。

以 WBD 約 27.0 美元股價計算，相對 31 美元現金對價仍有約 4 美元價差，gross spread 約 14.7%。高達 14.7% 的 spread 實質反映市場對監管、交易延遲、融資承諾、重大不利變更條款、終止費可回收性與資金成本的綜合定價。

目錄

- 一、 交易條款：對價清楚，履約折價仍在
- 二、 Spread 模型：14.7% 價差需轉成動態 NPV
- 三、 監管路徑：DOJ、FCC、海外審查與政治時間軸
- 四、 融資結構：no financing condition 仍有時間錯配風險
- 五、 下行風險：終止費是具訴訟折價的或有資產
- 六、 蒙地卡羅附錄：從靜態 spread 走向 NPV 分布
- 七、 投資檢驗：從 gross spread 轉向 risk-adjusted IRR

一、交易條款：對價清楚，履約折價仍在

交易結構具備三項套利要素：31 美元全現金對價、延遲補償機制、監管終止費條款。Paramount 與 WBD 先前公告顯示，WBD 股東將取得每股 31 美元現金；若交易未能於 2026 年 9 月 30 日前完成，股東將取得按日累計、相當於每季每股 0.25 美元的 ticking fee；若交易因監管事項無法完成，Paramount 需支付 70 億美元 regulatory termination fee。

融資安排表面上具備較高確定性。Paramount 公告列明交易不附融資條件，資金來源包括大額新股權資金與債務承諾；相關條款也包含 Larry Ellison 及相關信託在必要時提供額外股權資金，以支持貸款銀行要求的 solvency certificate。

條款保護需要分層看待。31 美元現金對價是完成情境的上方錨點；ticking fee 是延遲情境下的名目時間補償；70 億美元 regulatory termination fee 是監管失敗情境下的或有索賠資產。三者適用不同折現邏輯。現金對價的可得性取決於交割，ticking fee 的價值取決於延遲時間與資金成本，終止費的價值取決於觸發條件、付款意願、訴訟風險與回收時間。

WBD 先前公告也列出其他股東保護條款，包括 Paramount 支付 WBD 退出 Netflix 協議所需的 28 億美元 termination fee、消除 WBD 因債務交換可能產生的 15 億美元融資成本，並將 WBD Global Linear Networks 業務表現排除於 Company Material Adverse Effect 定義之外。這些條款降低了線性電視疲弱被用作退出理由的風險。

事件驅動基金的真實決策基準為經資金成本與尾部風險調整後的 Net IRR。WBD 的套利定價需由「31 美元減現價」轉為「完成機率、交割時間、資金成本與下行回收率」共同決定。

二、Spread 模型：14.7% 價差需轉成動態 NPV

以現價約 27.0 美元、對價 31 美元估算，WBD 的單純價差接近 4 美元。若交易在 2026 年第三季完成，持有期較短，年化報酬具備吸引力；若交易延至 2027 年，ticking fee 會提高名目對價，也會拉長資金占用天數。

ticking fee 的名目年化補償約 3.23%。每季每股 0.25 美元，相當於一年 1 美元；以 31 美元對價計算，年化約 3.23%。若套利資金成本、短天期美國國庫券利率或 prime broker 融資利率高於 3.23%，延遲情境仍可能形成負 carry。ticking fee 可降低延遲損害，對高利率環境下的資金成本覆蓋能力有限。

交易模型需使用時間分布，而非單一交割日。可將情境拆為快速通過、基本通過、延遲通過、深度延遲與交易失敗。快速通過情境收取 31 美元；2026 年 12 月完成情境可能收取約 31.25 美元；2027 年 3 月完成情境可能收取約 31.50 美元。每組現金流都需按對應期限資金成本折現，才能計算真實 NPV。

二項式模型可反推出市場隱含完成機率。若完成價為 31 美元、現價約 27 美元，失敗後 WBD standalone downside 假設為 20 美元，市場隱含完成機率約 64%；若下行價為 18 美元，隱含機率約 69%；若下行價為 22 美元，隱含機率約 56%。上述敏感度矩陣確立了 WBD 的資產價值，高度取決於真實監管核准機率與下行支撐定價。

相較於靜態 spread，蒙地卡羅模型能動態驗證風險調整後 NPV 在多重變數波動下的韌性。核心輸入包括監管通過機率、交割月份、資金成本、債務承諾函失效日、termination fee 回收率、standalone downside、股權承諾流動性與信用利差。蒙地卡羅模擬的輸出必須涵蓋中位數 IRR、5% VaR、失敗情境平均回收價與延遲情境 net carry，以彌補單純平均值的盲點。

三、監管路徑：DOJ、FCC、海外審查與政治時間軸

美國監管可拆為 DOJ / HSR 與 FCC 兩條線。公開文件指出，Paramount 已完成與 DOJ 第二次要求相關的 HSR 程序，等待期已於 2026 年 2 月 19 日屆滿，

移除了 HSR 法案下的前置法定障礙。大型媒體整併仍可能受到 DOJ 對市場集中、內容議價能力、體育版權、串流競爭與新聞媒體影響力的持續關注。FCC 風險集中在媒體牌照、外資所有權與公共利益。媒體報導指出，合併後公司將有接近一半股權由國際投資者持有，FCC 需審查外國投資安排。此類審查廣泛涵蓋競爭、媒體所有權、投票權、治理安排、公共利益與國家安全敏感度。

海外監管形成第二層折價。英國監管機構正在審查交易，歐洲電影與視聽組織也要求歐盟嚴格調查，理由包括文化多樣性、獨立製作、就業與美國大型媒體集團對歐洲影音生態的影響。這類壓力可能導致內容投資承諾、行為限制、就業承諾或其他附條件批准。

新聞資產提高政治敏感度。WBD 擁有 CNN，Paramount 擁有 CBS News；合併後的新聞與公共傳播影響力，容易在選舉年被放大為政治議題。2026 年 11 月美國期中選舉提供重要時間軸變數。監管機構在選前可能採取技術性拖延，以降低大型新聞媒體併購在選前形成政治爭議的機率。Q3 完成機率需納入選舉時間軸折價。

監管情境的合理基準線為「附條件通過與時間延長」。若監管機關要求行為承諾、新聞治理安排、內容投資承諾或局部剝離，spread 可能先擴大後收斂；若 DOJ、FCC 或海外監管要求剝離核心資產，交易完成機率與交易經濟性將同步惡化。

四、融資結構：no financing condition 仍有時間錯配風險

No financing condition 提高交易確定性，但大型槓桿交易仍受信用市場風險影響。Paramount 公告列出股權資金與債務承諾安排，並聲明交易不附融資條件。這使收購方較難以一般融資不可得作為退出理由，但債務市場流動性、信用利差與媒體現金流穩定性，構成套利資金對履約機率定價的核心折價參數。

債務承諾函失效日與 merger agreement outside date 之間可能存在時間錯配。銀行團開立的 debt commitment letter 通常設有明確 expiration date；併購協議則可能設定較長 outside date，或允許雙方因監管延遲協議展延。若

監管審查拖至 2027 年，而債務承諾在較早日期失效，收購方可能需要重新議價融資。信用市場若在此期間轉弱，展延成本、條件或可用性均可能惡化。

重大不利變更條款風險需分層處理。交易條款中排除 WBD Global Linear Networks 表現對 Company Material Adverse Effect 的影響，有利於降低線性電視疲弱觸發買方退出的可能性；貸款文件層面仍可能涉及 solvency certificate、信用市場、交割條件與其他承諾可用性要求。Paramount 條款中列出額外股權資金義務，以支持貸款銀行所需 solvency certificate，顯示此案的融資確定性與 solvency 檢驗高度相關。

股權承諾亦有尾部風險。此案包含巨額股權資金安排，背後承諾方流動性與資產價格波動會影響套利資金的尾部模型。若科技股或高淨值資產在交割前出現系統性下跌，承諾方的流動性與可動用資金可能受到市場重新折價。此項極端風險必須納入尾部壓力測試模型。

融資風險具備長尾特徵，仍需保留適當折價參數。信用環境穩定、監管按時通過時，no financing condition 與資金承諾足以支撐交易；信用市場急凍、債務承諾展延受阻、股權承諾方流動性受壓或 solvency certificate 遇阻時，履約折價會快速擴大。

五、下行風險：終止費是具訴訟折價的或有資產

交易失敗的下行風險具備高度非線性特徵。交易完成時，收益由 31 美元現金對價與可能累計的 ticking fee 決定；交易失敗時，WBD 將回到 standalone value，重新面對線性電視衰退、串流競爭、債務負擔、內容資產折價與控制權溢價消失。

70 億美元 regulatory termination fee 屬於具備流動性折價的或有資產。交易破局之初，定價將瞬間回歸 standalone downside，後續始伴隨極深的流動性折價逐步反映終止費之索賠現值。買方若友好支付，該費用可顯著緩衝 downside；買方若主張 WBD 未滿足 reasonable best efforts、未配合補救條件或交割義務存在瑕疵，終止費可能進入談判或訴訟。

downside 模型應分成三層。第一層為交易失敗後的 WBD standalone value，不含終止費。第二層為終止費回收率，例如 25%、50%、100%。第三層為回收時間，例如 6 個月、18 個月、36 個月。嚴謹的下行模型必須將 termination fee 視為或有索賠資產，並以可得機率、訴訟折價、回收時間與資金成本估算其現值。

WBD 的 standalone value 具備資產支撐。公司擁有 HBO、Warner Bros. 片庫、DC、CNN、Discovery、TNT Sports、HGTV、Food Network 等資產；競標過程中 Paramount 與 Netflix 均曾參與，顯示 WBD 底層資產具控制權價值。交易若因監管封殺失敗，後續再出售或拆分的可行性也會被市場同步折價。

終止費模型需避免機械式加回每股價值。適合交易台使用的版本，是把 termination fee 視為或有索賠資產，並以可得機率、訴訟折價、回收時間與資金成本估算其現值。這能降低對失敗情境緩衝的高估。

六、蒙地卡羅附錄：從靜態 spread 走向 NPV 分布

WBD 適合用蒙地卡羅模擬建立動態淨現值分布。靜態 spread 只能呈現現價與 31 美元對價之間的距離；蒙地卡羅模型能在監管時程、資金成本、融資承諾失效、終止費折價與失敗下行同時波動下，驗證風險調整後 NPV 的韌性。

每次模擬可產生一條交易路徑。路徑包括快速交割、基本交割、延遲交割、深度延遲、監管失敗與融資 / MAC 失敗。快速交割情境收取 31 美元；延遲交割情境收取 31 美元加 ticking fee；監管失敗情境回到 standalone value 加折現後 termination fee；融資或 MAC 失敗情境通常應給予更深 downside 與較低 termination fee 回收率。

模型輸入可設定七組隨機變數：監管核准路徑、交割時間、資金成本、DCL 失效與再融資風險、standalone downside、termination fee 回收率、股權承諾流動性。監管路徑可設為無條件通過、附條件通過、深度調查延遲與結構性阻礙；交割時間可設為 2026 年 7 月、9 月、12 月、2027 年 3 月與 2027 年 6 月後；資金成本可設為寬鬆、基準與壓力三種利率環境。

蒙地卡羅模擬的輸出必須涵蓋中位數 IRR、5% VaR、失敗情境平均回收價與延遲情境 net carry，以彌補單純平均值的盲點。重點應放在左尾，而非平均值。Merger-arb 的右側報酬受 31 美元對價限制，左側則可能因交易破局、監管封殺、融資失效或終止費訴訟折價而顯著放大。

若蒙地卡羅模擬後的中位數 IRR 仍高於資金成本，且 5% VaR 可由部位規模吸收，WBD 才具備可執行的 merger-arb 吸引力。若平均 NPV 為正，但左尾損失過大，交易仍不適合重倉；若中位數 IRR 低於資金成本，gross spread 即使具有視覺吸引力，也可能只是高風險事件鎖定資金後的名目報酬。

七、投資檢驗：從 gross spread 轉向 risk-adjusted IRR

WBD 的套利框架應集中在七項指標。

第一，deal spread。現價約 27 美元對 31 美元現金對價，gross spread 約 14.7%。股價若收斂至 29 至 30 美元，風險報酬會快速下降；若維持 27 美元附近，而監管進度改善，吸引力會提高。

第二，監管里程碑。DOJ / HSR、FCC 外資審查、英國與歐盟審查，是 spread 收斂的主要催化。HSR 程序降低部分不確定性，新聞資產、外資所有權、文化多樣性與就業承諾仍是主要審查議題。

第三，交易時程與淨 carry。若交易在 2026 年第三季完成，spread 具吸引力；若延至 2027 年，0.25 美元 / 季 ticking fee 未必足以覆蓋融資成本或無風險利率。套利模型需以動態資金成本計算 ticking fee 的實質 NPV。

第四，DCL 與 outside date 對齊程度。若債務承諾失效日早於併購協議最終截止日，深度延遲情境中的融資風險將上升。此項需在交易文件中明確核對，不宜只依據 no financing condition 判斷。

第五，融資與股權承諾流動性。交易具備大額股權與債務承諾，但信用利差、銀行承諾可用性、solvency certificate、股權承諾方流動性與合併後槓桿，仍需作為履約折價參數。

第六，termination fee 可回收性。70 億美元 termination fee 應作為或有資產測算。交易失敗後第一階段市場定價，大概率先回到 standalone downside，再逐步反映索賠價值。

第七，部位規模與左尾承受度。事件驅動交易的風控核心涵蓋期望值與破局資本損失。若 5% VaR 超過基金可承受範圍，即使平均 NPV 為正，也不應重倉。

WBD 的套利價值完全取決於市場對監管與履約風險的過度折價程度。31 美元現金對價、股東通過、ticking fee 與 no financing condition 支撐交易框架；DOJ / FCC / 海外監管、termination fee 訴訟折價、MAC / MAE 融資風險、DCL 時間錯配、股權承諾流動性與資金成本，構成 spread 的主要折價來源。若真實核准機率高於市場隱含機率，且風險調整後 IRR 高於資金成本，WBD 具備可執行的 merger-arb 吸引力；若監管或融資尾部風險升級，交易失敗後的 standalone downside 將重新主導定價。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告