

ANHUI DAXUE GONGSHANG GUANLI PINGLUN

安徽大學

工商管理评论

2008

周亚娜 杜鹏程 主编

安徽大学出版社

安徽大学“211工程”建设项目

安徽大学工商管理评论

2008年

ANHUI DAXUE GONGSHANG GUANLI PINGLUN

周亚娜 杜鹏程 主编

安徽大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

安徽大学工商管理评论. 2008年/周亚娜,杜鹏程主编.
—合肥:安徽大学出版社,2009.9
ISBN 978-7-81110-578-0

I. 安... II. ①周... ②杜... III. 企业管理—文集 IV. F270-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第166740号

安徽大学工商管理评论

周亚娜 杜鹏程 主编

出版发行	安徽大学出版社 (合肥市肥西路3号 邮编 230039)	经 销	新华书店
联系电话	总编室 0551-5108458 发行部 0551-5108397	印 刷	中国科学技术大学印刷厂
电子信箱	ahdxchps@mail.hf.ah.cn	开 本	787×1092 1/16
责任编辑	赵小文	印 张	11.5
封面设计	孟献辉	字 数	225千
		版 次	2009年9月第1版
		印 次	2009年9月第1次印刷

ISBN 978-7-81110-578-0

定价 17.50 元

如有影响阅读的印装质量问题,请与出版社发行部联系调换

《安徽大学工商管理评论》编委会名单

编 委 (以姓氏笔画为序)

杜鹏程	李 开	李晓玲
杨俊龙	宋 宏	周亚娜
荣兆梓	钱士茹	章沧授
章尚正	管信林	

主 编 周亚娜 杜鹏程

秘 书 从来好

目 录

【现代企业管理】

企业并购中的尽职调查与资产评估研究

——基于 ELCO 并购 RSD 案例 宋 宏(1)

从公司管理层的角度分析我国企业海外并购的动因 胡小龙(13)

第三方物流企业顾客价值管理探讨 马文彬(18)

组织公平感与组织沉默的关系研究 许凤琴(29)

企业信息化建设模式分析与选择 刘 玲(42)

【自主创新】

奇瑞汽车公司的自主创新之路及其启示 杜鹏程,孔德玲(51)

基于因子分析法的中国区域自主创新能力评价

..... 王 亮,孟银桃,刘亭亭(62)

安徽区域自主创新能力分析与评价 赵成名,尚宝明,武兴兵(70)

【会计与金融】

民营科技企业成本管理的战略思考 彭洁流,周亚娜(86)

完善我国商业银行市场退出制度的若干构想 王印清(94)

安徽省中小企业融资担保问题研究 ... 黄蓉娟,梁菊江,宋中权(102)

【旅游管理与旅游文化】

安徽省旅游企业自主创新存在的问题与对策研究

..... 张 洪, 时应峰(109)

中外文化遗产保护法比较研究 章尚正, 张 睿(117)

【产业集群】

基于产业集群视角的创业机会探讨 王朝云(132)

欠发达区域特色农业产业集群培育研究

——以安徽省广德县邱村镇养殖业发展为例 ... 邹文龙, 肖 鹏(145)

【教学改革与 MBA 教育】

基于默会知识的高校创新型教育模式研究 魏华飞(158)

全球金融危机形势下中部区域 MBA 教育发展的思考

..... 李 开, 陈 俊(167)

企业并购中的尽职调查与 资产评估研究

——基于 ELCO 并购 RSD 案例

宋 宏*

企业并购中的资产转让价格是一个焦点问题。在并购实务操作程序中,资产转让价格是通过并购双方谈判来确定的,然而这里有一个前提或者说基础,那就是并购尽职调查的资产评估。在外资跨国并购中国企业的活动中,中国企业较为普遍地存在不重视、不尊重尽职调查的现象,并且在尽职调查中也时常受到所谓资产流失质疑的困扰,这不能不引起研究者的极大关注。ELCO 公司跨国并购 RSD-MTG 合资公司的案例,就在这方面也给出了一些有益的经验。

一、并购尽职调查规范化的蕴含与操作

企业并购理论与国际经验都告诉我们,一个公道的资产转让价格的形成和确定,前提是必须有公开、公正的程序与科学、正确的定价方法。程序的公开、公正和方法的科学、正确,便保证了转让价格得以形成和确定一个公平、公道的尺度。从程序上说,在资产售卖价格的形成和确定过程中,按照国际惯例,必须由“第三方”的会计师事务所对买卖资产标的进行审计和评估,也就是对并购的目标公司的资产进行尽职调查。第三方中介机构的介入,意义正在于保证这一定价过程的公开、公正,它一方面避免了买卖各方的“暗箱操作”,另一方面又维护了资本市场交易的秩序,其核心作用即在于保证市场经济不可或缺的信用。

* 宋宏,《安徽日报》社评论理论部主任,高级编审,安徽大学兼职教授。

本文系作者所著《跨国大并购——中国企业的应对与博弈》一书中的第8章节选。

对尽职调查重视不足、尊重不够是中国企业应对外资跨国并购的一大隐患。尤其是在国内企业之间的并购中,相当普遍地存在着不重视、不理解尽职调查,或者尽职调查过于简单、草率、马虎,或者将尽职调查流于形式且并不以此作为并购资产价格的主要依据等等之类的现象。更有甚者,有的企业大做假账,隐瞒真相,欺骗公众,并且与有的资信不良的资产评估机构内外勾结,上下其手,暗箱操作,或导致目标公司资产流失,或引发并购市场价格秩序紊乱,损毁了企业应有的市场信用与尽职调查的公正信誉,扰乱了企业并购市场的秩序与规则,正所谓“劣币驱逐良币”,“潜规则代替显规则”。从近年来已有的外资跨国并购中国企业以及国内企业之间并购的大量案例中,人们不难发现,凡是不重视、不尊重尽职调查,凡是违背尽职调查规则和原则的并购,几乎无一不给并购活动留下了严重的后遗症,甚至给并购双方或多方都带来巨大而惨重的损失。一言以蔽之,其后果是灾难性的。

究其原因,无非有三。第一,体制性原因。即在中国的国有企业现行体制下还存在着“所有者缺位”的问题,虽然国有资产由各级国有资产管理委员会行使所有者权益,但具体到每一个国有企业却并没有所有者代理人或实际责任人。在尚不完善的“委托—代理”结构中,职业经理人并不能成为国有资产所有者的代理人,因而国有企业的资产责任约束处于一种被称为“软约束”的状态。当外资跨国并购中国的国有企业时,特别是跨国公司要在并购后取得控股权而国内放弃控股权的情形下,企业职业经理人对企业资产价值一般是不可能高度关切的,或者说他们对于自己在并购后的出路以及利益的关心远比对于企业资产价值的关心要多得多,也重得多。因此,国内不少国有企业对并购尽职调查采取不重视和无所谓的态度就是不可避免的了。第二,经营性原因。当一些国内企业经营难以为继,处于依靠自身力量不能摆脱的困境时,急需外资并购而注入新的生机与活力,因此不惜以所谓的“最优惠价格”甚至是“零价格”将企业尽快转让出去。在这样一个“底线”预期驱使下,企业当然不会把尽职调查置于重要地位,也不会看重尽职调查的结果,更不会去与收购方进行旨在维护自己原本应得权益的讨价还价。值得指出的是,一些地方政府在这方面起着推波助澜的作用,为了处理本地的“问题企业”,或为了追求所谓的“好看的政绩”,也大力提倡所谓的“零价格转让”,这便更加助长了企业对尽职调查的不重视、不尊重之风。第三,信用环境原因。眼下我国市场信用严重缺失、社会信用环境亟须改善是不争的现实难题,为数惊人的企业各种经营报表造假现象、社会中介机构虚假审计现象、市场信息严重失真现象等等,表现不一而足,令人触目惊心。在这种信用缺失的“潜规则替代显规则”的环境下,由于种种看上去扑朔迷离而大家都心照不宣的“潜规则”的驱动,假报表、假信息、假评估、假报告层出不穷,认真严谨的尽职调查当然难有立足之地,其遭受到不被尊重的冷遇也就在所难免了。

无论是何种原因导致不重视、不尊重尽职调查现象的产生,其后果都是一

样的,这便是与国际通行惯例相悖,与外资跨国并购规则不符,尤其对国内企业自身权益也大为不利,最终增大并购的隐患和风险,导致并购难以真正成功。改变不重视、不尊重并购尽职调查的现象,当然要从原因即源头上治理。本质性的问题在于:深化建立现代企业制度包括企业治理结构的改革,完善现代企业制度下的“委托—代理”契约关系和激励约束机制;建构现代市场经济的信用体系,建立企业、政府、社会的信用制度,形成良好的信用环境和氛围,应该说这两者是最重要的也是最迫切的治理之举。相关的研究及其提出的观点已有很多,且不是本文所要论述的重点,在这里不拟再予展开。

让我们回到并购尽职调查中资产评估的规范化问题上来,这是我们所说的“尽职调查规范化”的第一个含义。在国际并购交易活动中,尽职调查的资产评估是对资产在某一个时点的价值进行评定和估算的社会性、公正性活动,也是外商和外资并购中国企业时,一般都必须涉及的一个重要程序。从ELCO公司并购RSD-MTG合资公司一案来考察,这里最为核心的问题是资产定价基本方式的规范化。实际上,当ELCO公司并购RSD-MTG合资公司的转让价格传出风声之时,立即引起轩然大波,有“贱卖”之说、有“吃亏”之论、有“流失”之评等等,而所有的分歧与质疑都源于对资产定价方式的认知不同和理解差异。

企业的经营资产可以按形态和流动性分为两部分,即由固定资产原材料、资金等组成的有形资产和由商标品牌、技术专利、专有技术、商业秘密、老字号商号、著作权、专营特许权、市场营销网络、经营管理水平、土地使用权、商誉等组成的无形资产。在并购企业资产定价基本方法上,按照当前世界并购浪潮中通行的国际惯例,买卖企业或资产的确定价格的方式是资产收益法。也就是说,企业和资产的收益状况决定了企业和资产的价格。在这个基础上资产买卖双方当然可以讨价还价,但这种讨价还价必须是在以资产收益为标准的价格水平上的上下浮动,而不能背离资产收益法的定价方式。这还意味着,资产转让价格的确定既是按照科学定价方法评估的结果,又是买卖双方博弈的结果。单纯以评估结果来定价或是以讨价还价来定价,都是不足取的认识误区。一般的共识是在这两个基础上形成和确定的资产转让价格,这才是大体公道、合理的价格。

在ELCO公司并购RSD-MTG合资公司的有关实务操作中,其转让价格正是在这样两个基础上形成和确定的。当RSD集团和MTG公司通过邀标方式选择了ELCO公司作为买方后,经有关三个产权主体同意,立即分别延请了香港三家会计师事务所对其资产及其收益状况进行了三次审计和评估,这体现了程序的公开和公正。之后,由ELCO方面延请国际权威的安永会计师事务所按照国际会计准则,用资产收益法审计评估了中美合资公司的应计各类资产及其收益状况,剥离了理应扣除的呆坏账以及应提费用,从而审计并确定了现有的具有收益功能的净资产数额,进而形成了转让价格的尺度。这

种审计评估所运用的方法,可以说大体是科学的、正确的。此后,经过买卖双方进一步的谈判、博弈,认同了交易的转让价格。从博弈结果来看,买卖双方都愿意接受的交易价格不可能是畸高或畸低的,尤其这个价格是以国际惯例的程序和方法为基准,所以能够防止发生大的偏差和失误。

但是,在并购实务中,企业价值的定价方法并不统一,尤其是在国内企业之间的并购活动中,企业价值的定价方法更是差异颇大。比如,有的企业把当初企业建立时的投资成本视为企业价值,这即是投资成本定价法。当 ELCO 公司欲以 2000 多万美元的价格收购 RSD-MTG 合资公司时,有不少人就指责说这个价格与当初合资公司成立时所投资的 7000 万美元反差巨大,是典型的“贱卖”。再如,有的企业则以“简单决策法”,即通常所说的“拍脑袋决策”方式,不经过社会中介机构的审计评估,自以为是地为本企业资产价值定价,而这种定价通常总是“大约、大概”的糊涂账。我们知道,规范企业并购中的定价法则,即如何对企业进行科学合理的估值,将直接影响到企业兼并和收购的成败,也关系到企业和资产交易市场的规范与有序。虽然从技术角度看,不同规模、不同情况的企业的定价操作方法必然是多样化的,但基本的原则和基本的规范亦即我们所说的“定价法则”必须统一。不可想象,在一个国家里,杂乱无章的企业价值定价法则能够带来企业并购与资产交易市场的井然有序。同样不可想象,在经济全球化格局中,与国际通行惯例大相径庭的企业价值定价法则能够促使国外公司放心地进入中国、中国公司顺利地走向世界。

既有的大量有关尽职调查及企业价值定价问题的研究成果,虽然观点和表述不尽一致,但也有着基本的共识,我们将其概括为两点:第一,如前所述,企业的经营资产按形态和流动性分为有形资产和无形资产。尽职调查及资产评估应将这两部分资产计入企业价值。第二,企业的价值不同于通常所说的“账面价值”,它还需要考虑一些“预期性”或“预测性”的因素,主要应包括当前国际和国内资产市场状况、企业盈利能力和成长潜力、企业运营风险三项因素。基于此,我们认为,尽职调查的企业价值定价应遵循这样的基本原则或称基本法则:企业现有的有形资产和无形资产乘以基于国际和国内资产市场状况的企业盈利能力与成长潜力,再除以企业运营风险,即为企业价值的基准价。用数学公式表达其关系即为:

$$(\text{有形资产} + \text{无形资产}) \times \text{盈利能力} \div \text{运营风险} = \text{企业价值}$$

需要说明,这一公式只描述了决定企业价值定价各因素的逻辑关系,但各因素的数量化测度无疑是复杂的问题,还需要进行数学模型化。困难在于,并购各方乃至不同的资产评估机构对于企业资产的预期盈利能力和未来风险的确认总不免带有相当程度的主观研判色彩,这就可能在见仁见智中莫衷一是,所以引致的争议也会很大。因此,计算评估的企业价值通常只能作为企业资产定价的参考性、基准性的依据,剩下的则需要由并购各方乃至尽职调查机构之间的博弈来解决。不过,这个问题不属本文范畴,故不予展开研讨。

大凡交易必然经过一个买卖双方讨价还价的过程。企业价值的基准价并不等同于并购交易最后的实际成交价。企业资产交易价格即成交价格,应是在这一基准价的基础上由交易各方谈判、经过讨价还价确定的,通常的情况是成交价格在企业价值基准价基础上有一定幅度的浮动,它的浮动方向以及浮动幅度大小,取决于交易各方当事人的信息拥有程度、谈判技巧和博弈策略的选择。如果说并购既是科学又是艺术,那么在企业价值定价方面则不妨说:确定企业价值基准价必须讲求科学,而作为谈判博弈结果的成交价讲求的便是艺术。尽职调查的作用在于给出并购目标公司价值的基准价,至于交易成交价格如何围绕基准价浮动,则全在于并购交易各方当事人的谈判博弈了。

并购尽职调查规范化的第二个含义,是尽职调查程序的规范化。如果说尽职调查中科学的企业资产价值定价法则与方法属于法学意义上的“实体公正”,那么尽职调查程序规范化则属于“程序公正”。在尽职调查中,两者相辅相成,缺一不可。在国际普遍实行的惯例上,如果并购目标公司是股份制公司也即西方国家所说的“公众公司”,那么必须由第三方亦即中介性的会计师事务所、法律事务所等机构进行尽职调查。并购活动的相关各方有着不同的利益甚至是相互冲突的目的,任由其中哪一方来进行尽职调查都必然有欠公允,同时还将会导致“信息不对称”问题。将第三方进行尽职调查作为规范化的程序,其意义在于保证尽职调查的公正性与公开性,而程序的公正、公开则正是为了保证尽职调查的客观性和真实性。在 ELCO 公司跨国并购 RSD-MTG 合资公司一案中,并购三方对尽职调查的程序规范化都给予了高度重视和充分尊重。当 ELCO 方与荣事达方和美泰克方达成并购的初步意向后,随即便不惜以重金延请安永会计师事务所对合资公司进行相当全面的尽职调查。尽职调查的内容涵盖了战略、财务、法律、运营以及环境、企业文化等方面,在运作上也严格按规范的尽职调查程序和方法进行,并独立地提出尽职调查报告。建立在“异乎寻常的高度谨慎”原则基础上的尽职调查,不仅是为了保障收购方在并购中规避风险,而且也是为了保障目标公司在并购中规避风险,因此对并购双方都是公正的。在此过程中,除目标公司方面给予尽职调查应有的配合如提供相关资料、安排现场调查等等之外,并购三方均不介入或干预尽职调查活动,保证安永事务所独立完成整个尽职调查工作。而在安永事务所完成尽职调查提出报告时,并购三方对报告同样给予了充分的尊重和信任,且以尽职调查报告作为进行设计并购交易方案谈判的主要依据。这一过程体现了规范化的尽职调查程序。

当下关于并购中的尽职调查规范化问题的讨论,大都把注意力集中在选择权威的、资质高的、信用好的尽职调查机构方面。诚然,为保证尽职调查的质量和水平,选择这样的尽职调查机构是完全必要的。研究者提出这一问题对中国企业应对外资跨国并购也具有很强的针对性,意味着中国企业必须高度重视尽职调查机构的选择,改变目前普遍存在的不重视尽职调查、不讲究选

择尽职调查机构的倾向。

但是,仅止于此还是不够的。应当特别注意的是,当中国企业作为外资跨国并购的目标公司时,一般的是由收购方延请尽职调查机构对目标公司进行尽职调查。但在国际惯例中还有一种情形,即目标公司有时也对收购方进行“反向尽职调查”。其具体形式可以是正式的,即延请第三方尽职调查机构对收购公司进行尽职调查;也可以是非正式的,即由目标公司利用资本市场公开披露的信息和要求对方提供的资料对收购公司进行尽职调查,调查的内容与正式的尽职调查一致。“反向尽职调查”与一般的资信调查和验资不同,通常的资信调查和验资只是方便被收购方了解收购方的资本实力和信用记录,内容简单,方法也不过是简单的咨询方法。这种“反向尽职调查”的必要性,体现在目标公司选择收购公司时要保证收购公司的动机及收购后的运营与目标公司的意图和利益相一致,比如通过“反向尽职调查”可以使目标公司了解收购公司究竟是“实质并购”还是“投机性并购”。如果未来存在合作则更需要确认收购公司的战略与目标公司的战略能不能协调一致,从而作出对收购方的正确选择。在 ELCO 公司跨国并购 RSD-MTG 合资公司一案中,RSD 集团在选择收购公司以及确定选择收购公司的标准时,就对 ELCO 公司进行了非正式的尽职调查,在此基础上确认 ELCO 公司的并购属于“实质并购”且有实力完成现金并购,符合 RSD 集团提出的六项选择标准。这一经验极具借鉴意义。中国企业在应对外资跨国并购时,为了切实保护自己的长期利益和保证自己的战略意图得以贯彻,对收购方进行反向尽职调查是极其必要的,这样可以避免选择收购方的盲目性、随意性、被动性,并且可以防止“投机性并购”者乘虚而入。我们认为,对中国企业而言,对外资收购公司进行反向尽职调查是应对外资跨国并购的必要之举,应当作为并购尽职调查的规范化程序之一。

这是因为,尽职调查的实质就在于以“异乎寻常的高度谨慎”原则发现并购可能存在的一切风险,而规避并购风险不仅仅是收购方所必须关心的,而且是被收购方同样所必须关心的。在许多有关并购理论和实务的研究成果中,基本上只论及尽职调查对收购方的意义以及收购方应该关注的有关问题,对尽职调查对于被收购方的意义以及被收购方应该关注的问题却几乎被忽略不论,呈现出一定程度的“集体失语”,这显然有失偏颇。如前所述,中国企业在外资跨国并购中要求的是“实质并购”而非“投机性并购”,要求收购方是战略投资者而非金融投机者,并依据这一战略利益正确地选择收购公司。当包括战略投资者和金融投机者的大批外资收购公司一拥而来时,从中辨别符合中国企业要求的收购公司就尤其必要了。倘若辨别不清、选择失误,则将给作为并购目标公司的中国企业带来巨大的风险,损害中国企业的战略利益。对于中国企业来说,应对外资跨国并购绝不能“一卖了之”,相反,必须要关注自身的战略利益能否规避风险,能否在并购中实现,能否在未来有所增长。在战略投资者和金融投机者鱼龙混杂中辨识中国企业所要求的收购公司,规避外资

跨国并购的风险,这是尽职调查对于中国企业的意义所在,也是中国企业应该关注的关键问题。中国企业运用尽职调查机制,最为谨慎也最为可靠的方法是对收购公司的反向尽职调查,由此认识其战略意图、财务状况和资金实力、主副业结构和发展方向、运营状态和市场营销网络、管理方式和企业文化特征等等,观测其在并购后重组新公司的全面整合的可行性,从而判断并购活动真正为中国企业带来的战略利益且取得成功的可能性。正是在这个意义上,我们认为,考虑到中国企业在应对外资跨国并购中处于相对被动、相对弱势地位的现实,中国企业为正确选择收购公司、规避并购风险,尤有必要将中国企业对外资收购公司进行正式的或非正式的反向尽职调查作为尽职调查程序规范化之必要内容。

二、所谓“资产流失”与资产评估规范化

在外资跨国并购中国企业中,人们议论较多的一个问题即是与尽职调查直接有关的“资产流失”问题。毋庸置疑,如果尽职调查的资产评估方法科学化和尽职调查程序规范化得以实现,那么所谓“资产流失”问题便可迎刃而解。然而,走上现代市场经济道路才只有 20 多年的中国,要实现和完善资产评估方法科学化和尽职调查程序规范化毕竟还需要一个过程。现实中,在外资跨国并购中国企业的活动中确实存在着中国企业资产流失的问题,所以,每当有外资跨国并购中国企业的事情发生时,人们总不免担忧其中会不会存在中国企业资产流失的问题,因此而质疑并购当事人特别是尽职调查,便是情有可原、不足为怪的了。

在市场经济体制和法制发育健全的发达国家,“资产流失”总是与商业欺诈联系在一起的。毋宁说,资产流失就是商业欺诈的结果,而商业欺诈必将受到法律的惩罚。早些年美国发生的安然公司与安达信会计师事务所合谋欺诈社会投资者,最终受到法律严惩的事件,人们当记忆犹新。一般情况下,按照有关规则进行的并购活动以及尽职调查,虽然资产评估和交易价格也受到“高估”或“低估”的质疑,但只要并购当事人自愿达成交易,则不被认为有资产流失问题。似乎可以给出一个假说:所谓“资产流失”除了与商业欺诈相联系外,更重要的是由于市场经济体制不健全不完善而导致的。中国企业在外资跨国并购中发生资产流失,应该说主要是制度环境和制度安排原因所致。

首先,中国的资本市场发育不足,这是制度环境方面的原因。并购原本就是资本市场发育成熟的产物,一个完善的市场经济体制、一个发达的资本市场,是并购发展和实现的必要基础。然而我国仍处在从传统的计划经济体制向社会主义市场经济体制转变的过程中,现代市场经济体制还有待于完善,资本市场还远未发育充分,因此,我们缺乏成熟的并购运作的基础。

从理论上考察,现代市场经济是以现代产权制度为支撑的,在产权转让和

企业并购活动中,参与流动和交易的是一组产权,从而形成一个完整的产权流动体系。就产权流动的形式而言,主要有三种:一是实物权利交易,二是持股权利交易,三是债权的流动和交易。(魏杰,2002)在这三种产权流动形式中,流动量最大的是股权交易,这是因为它是成本最低的一种交易方式。在近年来国际资本进入中国企业重组领域的进程中,业已越来越多地采用股权交易的方式。一般地,股权交易要通过证券市场来进行和实现。如果不把产权形态变为股权形态并进行大规模的产权流动,那么产权流动将是十分困难的。在发达的市场经济国家,证券交易体系包括几大系统,形成了一种梯级股票流动机制,从最大的企业到最小的企业都能够在证券市场中进行产权交易。正是因为有这种产权流动的市场体系,才保证了产权交易得以活跃而顺畅地展开。然而反观我国,目前还没有建立起这样一套证券交易体系,股市也很不规范、完善,没有形成一套多层次的股票市场,除沪市和深市这种主板股市外,二板股市以及场外交易系统都没有建立起来。就企业来看,产权制度仍然处于传统形态,产权的证券化、股权化程度很低,上市企业所占企业总数的比重很小,大量非上市企业从事资本经营和产权交易缺乏有效的机制和载体。至于产权流动体系还应当包括的市场网络功能权、无形资产商标权等等多种形式的产权交易,目前还尚未发育起来。因此,魏杰评估说:“我国产权流动体系的现状是,就交易对象而言,实物权利交易占很大比重,股权交易刚刚起步且很不规范,债权还没有真正流动起来。产权流动体系的残缺导致要素重组十分困难,并进而导致了并购形式的资本经营的困难。”

从 ELCO 公司跨国并购 RSD-MTG 合资公司一案来考察,这一并购从一开始就显现出极大的难度。根据有关规定,中外合资企业不得在中国股市上市,所以 RSD-MTG 合资公司一直是一家非上市公司,其融资渠道因而不多、融资能力因而不强,这也是该公司长期以来只能主要靠拼老本来经营的原因所在。由于合资公司缺乏规范的现代企业管理制度体系,也没有像上市公司那样公开财务年报的硬约束,致使“内部人控制”现象较为严重,导致了大量的“隐性亏损”和“或有负债”发生。对于这种情况,ELCO 公司在欲图收购合资公司的股权时便忧心忡忡,对国内企业的管理水平、财务报表的真实性、企业的诚信度等都极不放心。在谈判中,ELCO 公司方代表经常指出中国产权市场体系太不健全,使之无法通过证券市场的报价系统了解中国企业的价值,给他们增加了极大的并购工作难度。由于不能通过股市直接进行并购,也使他们大大增加了中介费用、调查费用等前期成本。事实上,外方遇到的困难也是中方遇到的困难,中国企业参与并购的成本同样也十分高昂。比如,RSD 集团为 ELCO 公司的并购就足足耗费了近一年的时间成本,合资公司在这近一年的时间中无法确定战略方向,无法实施战略举措而延宕了发展。与此形成鲜明对比的是,惠而浦公司并购 MTG 公司所花费的时间仅仅不到一个月,其原因之一就在于两家公司均为上市公司,并购交易的资产定价有股市价格为依据,交易活动全部在股市框架

和机制中进行,既公开透明,又极富效率。我国资本市场发育不足,还表现在市场管理体制不健全,市场秩序时有“乱象”出现。近年来揭露出的上市公司蓝田公司造假案、格林柯尔违法侵占资产案等等,都反映出资本市场管理体制、信用体系、运作机制等方面存在的严重弊端,尤其是格林柯尔一案直接反映着企业并购交易领域及其资产定价环节存在的严重缺陷。

在这种发育很不充分的产权流动体系中,企业价值的公开性与透明度都很低,这就使得企业资产交易价格的形成缺失了一个公开、公正、公平的参照系。反观市场经济发达国家,证券市场的企业价值即为企业产权交易价格的基准参照系;即便是非上市公司的产权交易,也都是以证券市场上类似公司的股票价值为参照系,其交易价格则一般采取“市场比较法”,即比较同类上市公司的企业价值的方法而确定。这一参照系无论在理论上还是在实务中都非常重要,因为它实际上给出的是一种界定、一个界限甚或可谓一种规则,能够使并购当事人一目了然,从而清晰地辨识那些企业并购交易中资产评估和交易价格偏离参照系的“问题并购”,进而制约了并购活动以及资产定价中的商业欺诈行为。也正是由于缺失这样一个公开、公正、公平的参照系,缺失规范化的统一标准尺度,外资跨国并购中国企业时大都采取了“一企一策”方式进行资产估价,因而其中的或然性和随意性难免很大,这就势必加大了中国企业资产流失的风险。

从程序规范化角度观察,我国并购市场现存的缺陷还表现在竞争性的资产评估机制和市场中介组织发育不足,致使外资跨国并购中的中国企业在获得国内资产评估机构的中介服务与支持上相应缺失。第三方尽职调查是并购活动的必要程序,然而我国作为“第三部门”之一的资产评估中介服务事业目前还处于初级发展阶段,尤其是涉外资产评估中介服务机构和机制的发展更是滞后于现实经济发展的步伐,诸如评估机构不健全、评估力量相对薄弱、评估中外来干预过多、评估人员素质不高等问题还相当突出,由此导致资产评估粗糙,甚至流于形式。正因为缺乏权威性的资产评估机构和高素质的专业评估队伍,缺乏科学的评估标准和有力的评估监管,所以在外资跨国并购中国企业时,凡做尽职调查通常都是延请境外的会计师事务所机构、法律事务机构进行,而国内中介服务机构几乎无缘参与其中,跨国并购尽职调查市场差不多被境外机构所垄断。也正是由于缺乏竞争性的资产评估机制,致使被并购企业往往处于一种不利的地位,并在并购中不得不以低于竞争性的价格出售,从而造成资产的流失。至于中国企业在外资跨国并购中对收购方的反向尽职调查服务,国内中介服务机构几乎没有涉足,而只能由企业依靠自己的微薄力量进行非正式的反向尽职调查,其效率难免大受影响。这类程序环节上的缺失,同样加大了中国企业资产流失的风险。

我国现已进入新一轮的发展时期,并且在加入 WTO 之后在更广的领域和更深的层次上融入经济全球化,国民经济的产业结构正在升级,经济成分结

构正在调整,各类企业也正面临战略性重组,因此,包括外资跨国并购在内的产权流动的加速和多样化便成为一种客观趋势和现实需要。我国现有的产权流动体系及证券市场体系发育状况如不能尽快地改善,将必然会给产业结构、经济主体结构和企业重组等带来不利的影 响。进一步分析,在中国经济更全面地融入全球化潮流之际,如经济体制和市场体系不能尽快与国际惯例接轨,就将使我国企业与外国企业处于不对等交易、不对等竞争的境地,这对我国经济的发展也是大为不利的。因此,加速我国产权流动体系及证券市场建设和完善,应该作为新时期完善社会主义市场经济体制的一个重点,也是健全适应外资跨国并购中国企业的制度环境的根本要务。这里有必要指出,中国需要引进外资外商,需要优化引进外资外商的制度环境,但是必须廓清“优化制度环境”的内涵。在现实中,一些地方和企业为了吸引资本雄厚、具有先进技术和管理经验的外商来华并购,从而给本地区或本部门带来较大的引资利益和关联效益,竞相对外商许诺各种优惠条件,自行其是地给出超越国家规定的各种优惠政策,如在土地、贷款、原材料供应、税收等诸多环节上给予“超国民待遇”的优惠,随意压低中国企业的资产价格,各种“优惠政策大战”业已引起了严重的内耗,更导致我们的制度环境愈加失序、愈加紊乱。我们认为,优化制度环境应该着眼于根本,即在资本市场以及产权交易市场体系和相关规则、法律建设上优化制度环境,并且要使相关规则、法律适应于我国加入 WTO 后的形势,与国际惯例接轨,在对等的规则、法律体系框架中有效保护中国企业的权益。因此,以下两点应是当务之急。第一,发展产权交易市场,规范相关市场规则。世界并购经验表明,企业产权交易需要一个统一而规范的市场体系,只有在这样一个统一而规范的市场体系中,企业产权的自由交易和流动才能趋于资产配置的最优化与效用最大化。就我国而言,当下需要拓展一板、二板和场外交易的梯级资本市场及产权交易市场,并且制定相应的交易规则与交易程序,使之规范有序。在产权交易和企业并购上,逐步实行“国民待遇”的统一规则和法律环境,使不规范的、“超国民待遇”的种种所谓“优惠政策”逐步退出企业并购活动。加强产权主体的认定保护、交易信息的公开透明、交易中介的公平公正、交易主体的信用资格审查以及政府证券监管、金融监管、工商管理、审计、税务等职能部门监督监管的相关配套机制的建设与完善,从而形成统一而规范的产权交易及企业并购市场体系。第二,加快完善企业并购的资产评估机制。如前所述,企业并购中的资产评估原则应是“客观、公正、真实、合理”,应以第三方评估为主要形式和程序。因此,我国急需发展建立具有高度权威的专业性资产评估机构,严格注册资产评估师考试聘用制度、考核升级制度、奖惩制度,对评估人员进行严格的培训、职业道德教育和定期考核,提高评估人员的业务及综合素质,实行评估人员持证上岗制度,并予以责任约束。应参照国际通行的资产评估方法,改进和完善资产评估办法,使之更加科学、合理,并逐步与国际资产评估接轨。改革资产评估管理体制,变目前的政府部

门多头管理为统一行业管理,强化注册资产评估师协会自律作用和行业管理职能,同行业互相监督促进,并加强对资产评估机构的管理和监督,提高信用水平。充分运用舆论监督、司法监督等手段,杜绝资产评估过程中的“寻租现象”和商业欺诈现象,健全相关的法律法规,严厉惩处资产评估中的违法当事人,净化资产评估中介服务市场。还应当指出,我国现有的资产评估机构规模普遍过小,难以满足越来越多的大规模的企业并购活动和其他资产交易活动的需要,特别是难以面对境外规模、实力、信誉都高出一筹的资产评估机构的竞争,我国的资产评估机构应该走规模化之路,有必要建立若干规模大、实力强、权威性高的资产评估机构,并使之发挥引领资产评估行业发展的主导作用,从而提升整个行业的水准。

概括起来,我们认为,尽职调查的规范化应该着力于两个方面。其一是尽职调查的内容、方法的规范化,其中特别重要的是企业价值即净资产评估方法的规范化;其二是尽职调查程序的规范化,包括第三方尽职调查、中国企业对外资收购企业的反向尽职调查等。尽职调查的规范化程度越高,中国企业应对外资跨国并购中的资产流失问题就越有可能避免。

参考文献

- [1] [英]保罗·斯佩里,比珂特·丽斯·米切尔. 公司转让[M]. 北京:北京大学出版社,2003.
- [2] [美]亚历山德格·里德·拉杰佛丝,查尔斯·M·埃尔森. 并购的艺术——尽职调查[M]. 北京:中国财经出版社,2001.
- [3] Roger A. Morin, Sherry L. Jarrel. 公司价值[M]. 麦格劳—希尔教育出版集团,2002(中文版).
- [4] [美]约瑟夫·克拉林格. 兼并与收购:交易管理[M]. 北京:中国人民大学出版社,2002.
- [5] [美]大卫·J·本丹尼等. 国际并购与合资——做好交易[M]. 北京:中国人民大学出版社,2002.
- [6] A. J. Auerbach. Corporate Take over: Causes and Consequences[M]. Chicago: University of Chicago Press, 1988.
- [7] Allan Jay R. LBO—The Evolution of Financial Structures and Strategies[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1996(8).
- [8] [美]保罗·萨缪尔森,威廉·诺德豪斯. 经济学(第16版)[M]. 北京:华夏出版社,1999.
- [9] [美]斯蒂格利茨. 经济学[M]. 北京:中国人民大学出版社,1997.
- [10] [美]布莱恩·伯勒,约翰·希利亚尔. 大收购——华尔街股市兼并风潮[M]. 海口:海南出版社,1997.
- [11] [美]艾尔弗雷德·D·钱德勒. 战略与结构:美国工商企业成长的若干篇章[M]. 昆明:云南人民出版社,2002.