

前言

企业并购与制度变迁

盛 洪 · 中国社会科学院经济研究所北京天则经济研究所

就在几年前，“并购”一词在我国的经济生活中还是相当陌生的。我们只是在一些来自市场经济发达国家的消息中听到这样的词汇。面对大洋彼岸数十亿、上百亿美元的成交额，惊心动魄的并购与反并购之战，我们如隔岸观火。短短几年间，并购竟成了我国经济生活中的一种时尚。自 1993 年“宝延事件”和“中策现象”发生以来，并购事件接连出现，以至到今日已成为一股不可遏制的浪潮。珠海恒通收购上海棱光国有股，深圳君安协议接管万科，福特汽车参股赣江铃，五十铃和伊藤忠参股北旅，华润创业并购北京华远，仪征化纤并购佛山化纤，以及法国圣戈班参股福建耀华等等并购事件，经媒体的宣传，已成为金融界和企业界津津乐道的话题。还有数量大得多的，我们并不知晓的并购事件在默默地发生。并购是一种什么样的经济活动？它对于我国的经济发展和制度变迁意味着什么？为什么它引起了那么多人的关注？它将把我国的经济生活导向何处？如果并购对我国企业制度的变革和资产存量的重组有着积极的作用，怎样能够促进并购活动的开展？

为了寻求上述问题的答案 来自不同领域、不同国别的人走到了一起。有趣的是 这些看来很不相同的人 却有着共同感兴趣的话题。从并购中 投资银行和证券公司看到了商业机会 生产企业看到了融资渠道 政府部门看到了国有企业改革的希望 股民们看到了股市的生机 经济学家看到了产权交易的实践，法学家兼律师既看到了法律问题又看到了新的业务领域 跨国公司则看到了进军中国市场的通道。这就是“中国企业并购典型案例国际研讨会”的背景。这次研讨会是由北京天则经济研究所、《中国证券报》社、万森源产权信息顾问中心和里昂证券公司联合举办的，其主要内容并不是对并购活动作一般的讨论，而是试图通过对包括上述并购案例在内的十余个具体案例进行分析和评述 发现上述问题的答案。具体形式是由并购事件的当事企业的主要负责人（除了仪征化纤以外几乎都是各公司的总裁或董事长）讲述并购背景、过程和效果 然后分别由一个经济学家、一个法学家和一个并购操作专家评论 再由参会的人员自由提问和评论 最后由公司的老总回应。尽管是对具体案例的讨论，却得出了很多一般性的心得。这虽不能圆满回答上述的问题 却至少将我们对并购活动的理解向前大大推进了一步。

一、企业作为一种商品

所谓并购 (M&A)，即兼并 (Merger) 和收购 (Acquisition) 的简称 用通俗一点的话来说 就是购买企业。这意味着 企业本身被视为一种商品。80 年代改革的一个重要成果，就是建立了较为成熟的产品市场，近年来并购浪潮的兴起或许意味着在 90 年代会形成一个买卖企业的市场。如果这是事实，从购买产品到购买企业，究竟发生了什么样的重大转变呢？

毫无疑问，可以被买卖的显然是一种商品。但企业这种商品与一般的商品有什么样的区别呢？在探寻区别之前，我们首先要清楚一般商品交易的性质是什么，为什么会发生商品交易？经济学一般假定，人与人之间存在着禀赋和偏好上的差异。对于同一种商品，不同的人会有不同的价值判断；生产这一商品，不同的人也会付出不同的成本。这就构成了交易的基础。同一种商品，对其价值判断低（如 50 元）的人可以卖给价值判断高（如 100 元）的人，价格取其中的任何一点（如 75 元）或者生产成本低（如 30 元）的人可以卖给生产成本低（如 60 元）的人，价格取其中的任何一点（如 45 元）交易双方都会由交易而受益。更一般地说，只要存在禀赋和偏好上的差异，交易就会给人们带来好处。对企业的买卖也是如此。只不过对企业的价值判断不同于对一般商品的价值判断。对一般商品的价值判断是根据个人对商品消费的效用，而企业的效用不是消费的效用，而是其盈利能力。对同一个企业，不同的人、不同的企业家有着不同的价值判断，就意味着他们对企业的盈利能力有着不同的估计。然而问题是，对同一个企业、同一本财务报表，为什么会有不同的价值判断呢？与对一般商品的效用的判断不同，当我们说一个企业的盈利能力时，我们指的是预期的盈利能力。这反映不同的企业家对企业未来的判断。一般来说，一个想出售企业的企业家（这是一个较抽象的词，含有股东和经营者）对企业价值的判断是根据现有的盈利能力，因为这已经体现了他们的企业家能力了；而一个想购买企业的企业家则对该企业的盈利能力有着更乐观的判断。这种差异来源于企业家能力和禀赋的差异。其中可能包括现有企业资源的更好用途，产品的更大的市场，资产的更好的组

合、企业制度的改造潜力等等。当然这些都只是在预期当中，并购的结果也有可能是失败的，如同其他投资的失败一样。但并购活动本身终究是提供了一个使企业向能力较强的企业家手中转移、使企业的盈利能力提高的机会。

二、产权与资产

对企业的盈利能力的判断，关键在于要把企业看成是活的机构，而不是死的资产。如同珠海恒通集团公司的总裁张少杰所说：购买企业是买猪，而不是买猪肉。这中间的区别在于，是把企业看作是由物质组成的财产，还是把它看成是由人组成的运转着的组织；是不同生产要素的简单堆积，还是一个有机的整体？一个运转着的组织、一个有机的整体意味着，存在着一种资源与资源、尤其是人与人之间的合作关系，如企业内部的组织结构、企业的销售网络或企业在公众心目中的商誉，等等。由于这种合作关系的存在，使得企业的价值要大大高于组成企业的资源个别价值的总和。这就涉及到对企业价值判断上的分歧。在珠海恒通接管了上海棱光以后，通过棱光董事会又去收购恒通旗下的电表公司，就发生了类似的分歧。我们将在后面详细讨论。

猪和猪肉的比喻是非常贴切的，与之相对应的经济学或财务学术语就是资产和产权。所谓资产 (Assets) 就是组成企业的个别资源，如机器、厂房、土地、专利、特许权和商誉等；所谓产权 (Property rights)，就是企业作为一个整体的全部或部分的权利。购买资产还是购买产权，是购买一般商品还是购买企业的又一个重大区别。更为形象的比喻是中华企业股份制咨询公司副总裁管维立先生对“猪与猪肉”比喻的进一步发展，即人与人的器官的比喻。尽管这一比喻过于残酷了一些，

但确实比猪和猪肉更能说明问题。因为人是有权利的。企业作为一个有机的整体和运转着的组织，是一个法人，它有着与自然人同等的民事权利。当我们购买一个企业的部分资产时，我们是在购买这个企业中的个别资源，与企业的权利无关；更准确地说，我们是从这个企业购买东西，而不是购买企业。这与购买这个企业的产品没有太大区别。当我们购买一个企业的产权时，情况就大不一样了。这时我们是把企业作为一个整体来购买。一个重要的标志是，我们不仅购买到了拥有企业的权利，而且购买到了企业拥有的权利。即我们获得了该企业本来就具有的法人权利。收购企业不仅可以拥有这样的权利，还可以消灭这样的权利。即取消被并购企业的法人资格，将其并入母企业。在这时，法人与自然人也有着重大区别。在今天的法律制度下，一个人或机构不可以购买一个人，并拥有或消灭他的权利，却可以购买一个法人，并拥有或消灭它的权利。

从财务学角度看，也许有一个解释资产和产权区别的简单方法。这就是资产负债表。在这张财务报表的中间有一道线，在其左边是资产，右边是负债。这里的资产与我们上面所说的资产是一回事。它是指具体的资源，如机器、厂房……。而负债包括两部分，一部分是股东权益，一部分是债务。这恰是股东和债权人的权利，即产权。当然这是产权较宽意义上的说法。当我们从这个企业中购买比如说一万元的资产时，在资产负债表上表现为资产方这一特定资产（比如说是一台机器）的减少。在财务处理上有两种方式。一种是将出售资产的现金列入资产方，这时资产总额和负债总额都没有减少；一种是将这一现金偿还相应的债务，这时资产减少了一万元，同时负债也减少了一万元。这两种方式都会使资产负债表继续保持

平衡。当我们购买了这个企业的一万元的股权或债权时，企业的资产负债表根本不发生变化，变化的只是股东或债权人的名字。但通过对企业产权、尤其是股权的拥有，我们拥有了整体的或部分的企业的法人权利。所谓部分的权利是指，当我们拥有企业的一部分股权时，我们可以通过企业的治理结构（Governance Structure），即股东大会和董事会的决策程序来影响企业行使它的法人权利，这同时意味着我们对企业的全部资产有着部分的支配权。

对资产和产权的区分，有助于我们对目前被统称为“并购”案例的理解。由于目前法律环境的限制，一些外资公司喜欢采用“合资”的方式来实现所谓的并购。一个经常出现的形式就是中方企业将自己企业的一部分（通常是最有价值的一部分）拿出来作价作为投资，与外方共同创立一个新的公司，外方的投资一般是资金（多用于流动资金）、技术、市场渠道。这种形式的例子如香港恒胜国际集团与 A、B 企业（由于合资未成功，所以隐去真名）的合资，广西玉柴与高胜等几家外资公司的合资。这类类似于资源的交换，即用资金、技术和市场渠道去购买生产车间。有些时候，这一形式更为直观，即由外资公司出资金买下中方企业的一部分生产系统，然后由中方用获得的资金作为股本投入到合资公司中来。在这样的合资中，外资公司实际上是在购买中方企业资产，而不是产权，尽管这些资产是以几个生产车间、甚至是整个生产系统的形式出现。既然购买的是资产，就不可能获得该企业的法人权利，同时也不承担该企业的义务。所以当恒胜国际集团公司提出他们不就 A、B 企业的债务进行谈判时，他们是对的，因为 A、B 企业的债务与它们出售其部分资产的行为无关。

相反 如果购买的是产权 就要继承被并购企业的权利和义务。但有时，这样的意识并不很清晰。例如，当上海大江集团并购了茸城饲料厂后，取消了其法人地位，将其并入公司。这本属正常。但由于在我国目前的法律环境下，有些企业法人不仅具有法人的一般权利，还拥有某些特殊权利。如特定地区的乡镇企业有着在本地区的土地使用权，其他地区的企业法人没有权利购买本地区的土地使用权。这时，这一乡镇企业的法人权利就包括这一特殊的权利。当大江集团取消了茸城饲料厂的法人地位后，问题就出现了。正如中国政法大学的王卫国教授指出的那样，取消了茸城饲料厂的法人地位，同时就失去了它对土地使用的特定权利。由于土地使用权证不能转让，大江集团不能简单地继承茸城饲料厂的土地使用权。最好的办法是保留茸城饲料厂的法人地位。一个相反的例子是仪征化纤收购佛山化纤时的问题。在收购前，仪征化纤与佛山化纤的所有者佛山市政府就佛山化纤的债务分担达成了协议，由佛山市政府承担 20 亿元债务中的 7 亿 仪征化纤以承担其他 13 亿元债务的形式收购了佛山化纤的全部产权。尽管在谈判中转移了一部分债务，仪征化纤还是继承了被收购方的偿债义务。有人指责说，在分配债务时，仪征化纤和佛山市政府没有征求债权人，尤其是那些其对应债务仍由佛山市政府承担的债权人的意见，但既然债务分配是企业并购的条件，这种债务分配可以被视为是在企业产权转移之前就发生的事情，即佛山化纤和佛山市政府之间的分配，仪征化纤仍是继承了佛山化纤的全部债务。

三、为什么需要中介机构

企业与一般商品的第三个重要区别是，一般商品多是标

准化地批量生产出来的 却没有任何两个企业是相同的。我们知道 只有存在着相当数量的相同的商品 才会形成市场中的竞争。通过竞争才会形成市场均衡价格。所谓市场均衡价格，就是经过很多人就一种商品讨价还价的结果。比如有十万台某一种型号的松下电视机投入了市场，并且没有制定任何价格。第一个购买者和销售商讨价还价达成了某一价格 这一价格便成了第二个购买者的参照 参照这一价格 第二个购买者作出某些修正 与销售商达成了新的价格。与第一个购买者相比 第二个购买者省事多了。第三个、第四个购买者也会照此行事。当购买者足够多时 已经完成的交易也足够多 使价格越来越多地包含着前人的经验和判断，包含着有关产品质量和成本的信息 这种价格就是市场均衡价格。一个市场中的新来者，无需自己再去搜集有关信息、并进行艰苦的讨价还价，简单地接受市场均衡价格就足矣。因为市场均衡价格包含了浓缩的信息 使他节约了大量的信息成本。反观购买企业的交易，由于一个企业不同于另一个企业，购买佛山化纤的价格，不能作为购买上海棱光国有股的参照；收购北旅法人股的价格 也不能作为收购福建耀华股份的参照。每一个企业产权交易 都是一次独特的交易 都需要为之专门搜集信息。因而与一般商品交易相比，企业的并购要付出更高的信息费用。

不仅如此，与一般商品相比，企业的物理边界要模糊得多 影响‘质量’的因素也复杂得多。一台电视机的物理边界是很清楚的 但一个企业的物理边界就未必如此。公司总部大楼或工厂用地的围墙显然不是一个企业的物理边界。在全国乃至全世界的销售网络、在消费者心目中的商誉 也可以看作是企业的领地。至于企业的‘质量’应是指企业的盈利能力。不

仅和企业的产品结构有关，也企业的市场营销有关；不仅和企业的技术力量有关，也企业的组织制度有关；不仅和企业家的素质有关，也企业中通行的习惯有关。不对这些相关的信息进行把握，就不可能正确地判断企业的质量，也就不可以作出并购企业的正确决策。

最后 当我们购买一种一般商品时 我们除了是在购买拥有这个商品的权利外，我们还在购买这个商品的附带权利，最常见的，是耐用消费品的免费保修权。附带还是不附带这种权利 影响到商品的价格。同样 当购买一个企业的产权时 就意味着我们继承了该企业的现有的权利和义务，这些权利和义务对企业产权的定价有着重要的影响。一个权利会使企业产权升值，一个义务会使之贬值。但一个经营中的企业所附带的权利和义务，是一般的商品不可比拟的，以至不是一下子能够弄清楚的。从股东到债权人，从政府到消费者，从社区到供应商，甚至离开企业多年的退休职工、一次未了结的交通事故，都有可能存在着明示的或隐含的权利义务关系。尤其是各级政府的法规与政策，都可能对企业的权利义务有所增减。这些法规政策、这些权利义务关系也许是收购企业并不熟悉的。掌握这类信息，又大大增加了并购活动的信息成本。

任何一个想并购的企业 只要不是专门从事这一活动 就缺少对另一个企业的经营、管理、财务、法律和组织制度的信息收集和评估判断的经验，以至专门的人员与组织。这时，专门为并购服务的中介机构的存在，就起到了降低信息成本的作用。投资顾问公司、管理咨询公司、会计师事务所、律师事务所所在对企业的经营管理绩效的估价，组织制度的判断，财务状况的审查，和法律上权利义务关系的清理等方面，有着专门的

人才 规范的程序 特定的处理技术 以及长期的经验 因而能够较低成本地为并购企业提供服务，有效地促进了并购活动的展开。在仪征化纤并购佛山化纤时，双方共同委托华证毕马威会计师事务所对佛山化纤进行财务审计，委聘中华会计师事务所和香港西门估值有限公司对之进行资产评估；对于了解被并购企业的财务状况、确定交易价格提供了准确的信息和有益的参考，不仅促成了交易的实现，而且对仪征化纤的接管提供了很好的基础工作。

除了能够降低信息成本以外 中介机构还有一个作用 就是提供中立的、公正的判断。交易双方都会有较强的主观倾向，这有可能阻碍交易的达成。这时，第三者的判断就有可能成为“客观的”、“权威的”的判断而为双方接受 最后导致交易的达成。另一类中介机构，如遍布全国各大城市的产权交易中心，其服务性质似乎就并不很强，但有更多的中立性和公正性。在很多市场经济发达的国家，企业间的产权交易是在无形市场中进行的，而我国存在的这种产权交易中心是有形市场。有人会问，这种产权交易中心对于企业并购有积极意义吗？实际上，上海产权交易中心的实践已部分回答了这一问题。自 1993 年开办以来，在该中心成交的产权交易已达 720 家 交易总额为 200 多亿元 且呈上升势头。一个原因 是它搜集有关产权交易意向和有关企业的信息，并向其会员和有关各方发布，显然起到了降低搜寻并购对象、了解其基本情况的费用。但这还不是它存在的主要原因。在我国目前这种从计划经济向市场经济过渡的体制下，产权交易有着与市场经济发达国家不同的地方。一是还没有一个规范产权交易的法律体系和商业规则；二是有大量的国有企业要进入产权交易。没有

由政府保证和企业自律的交易秩序，交易就可能出现各种各样的问题，导致交易效率的下降以至交易的失败。更何况是企业产权交易这样复杂的交易。在这时，一个有形的市场会为产权交易创造一个小的法律和商业环境，使得过程复杂、易于发生纠纷的产权交易得以较顺利地进行。因此可以说，产权交易中心的一个重要职能就是提供交易规则。同时，国有企业的产权交易有一个重要的问题，就是有可能出现代理人出卖所有者的情况。如果允许就国有企业的产权进行私下交易，国有企业的代理人就有可能暗中收受贿赂，从而压低其产权的价格。而私人企业就不存在这样的问题，因为所有者不会出卖自己。但如果因为这个原因就禁止国有企业的产权交易，就会因噎废食，使国有资产存量无法实现重组。产权交易中心的存在，通过对交易信息的披露和对交易正当性的公证，既能避免国有企业产权交易中的弊端，又能证明交易的合法性，从而解决了国有企业产权交易的悖论。

四、通过证券市场的并购活动

自从股份有限公司被创造出来、证券市场发展成熟以来，对于企业的买卖发生了革命性的变化。上一节说到，任何一个企业都是独特的，因而在对整个企业产权的交易中不可能存在有参照价值的信息。然而，当我们把一个企业的产权在概念上等分成数万、数十万、以至数百万、数千万份时，我们发现，我们创造了一种大批量、标准化的商品，这就是股票。同是一家公司的股票，这一张和那一张有着同等的价值，包含着同样的权利和义务。当某一公司的股票在证券市场上大量流通时，实际上造成了一个充分竞争的市场。如果该股票的价格还没有形成，任何一个想要购买该公司一部分股票的人，决不会只

了解该公司的部分信息 而是要把握全部信息。当有成千上万的人交易该公司股票时，他们都会各自根据自己掌握的信息做出在什么价位买入还是卖出的决策，从而最终会将分散的信息浓缩到最后形成的市场均衡价格中。从而，通过证券市场，一个企业的价值被评价了出来。不能不说 股份有限公司和证券市场是了不起的创造 通过这样的组织制度 大大节约了有关企业产权价值的信息成本，从而大大简化了并购活动。

反过来说，一个股份有限公司若想成为上市公司 就有义务定期向现有的和潜在的股东披露其财务状况；进一步说，只有向公众提供更详尽可靠的财务报告，才能吸引更多的股东。这种主动提供信息的制度又推进了信息成本的节约。除此之外 股票持有者还关心有关企业盈利能力的各个方面 从政治变动、宏观态势和产业发展 到市场波动、技术进步和企业的人事改组，所有这些信息都会被反映到股东或潜在股东对股票价格的分散的判断上 通过证券市场中的竞争 最后决定股票价格。按照企业理论方面的权威经济学家詹森和马克林的说法 甚至公司内管理层对股东利益的任何微小的背离 如出差开销较为铺张 购买了较豪华的办公用品或汽车 都会反映到股票市场的价格上。当然这并不是说 在证券市场中的任何时点上 股票价格都如实地反映了企业的价值。由于在证券市场上有多种股票、各种不同的金融证券在互相竞争 又由于投机行为的存在 股票价格经常会偏离企业的真实价值 而对这种偏离的纠正又往往表现为向相反方向的偏离，这就形成了实际上的股票价格的波动。在收购时对企业进行估价 就不能简单地根据某一时点的股票价格，而是要参照相当长一段时间的股票平均值。当然，这比没有证券市场时要简单多了。

股份有限公司和证券市场为并购带来的另一个好处是，收购方可以只购买企业产权的一部分。即使收购的目的是为了接管管理，也无需购买整个企业。这对于节约并购资金，减少融资压力有着积极的意义，也是降低并购交易费用的另一方面。理论上，人们可直接通过证券市场的运作，达到接管某一企业的目的。这比通过中介机构评估和审查，再与被并购企业的主要股东和管理层进行艰苦的谈判相比，已是天壤之别。当然，为了证券市场的稳定，为了避免利用并购投机，许多国家设立了一些规定，要求当对某公司的股票收购达到一定的百分比时，应该发布公告，及时向股民通报影响股票价格的信息。有并购意向的，应向股东提出并购要约，按要约承诺的价格和数量收购股票。即使有这些规定，通过证券市场的并购操作还是相当简便的。在市场经济发达的国家和地区中，并购多采取在证券市场收购股票的形式。如美国的华尔街，就是一个并购与反并购的战场，许多著名的并购案都发生在这里。但是在我国，证券市场刚刚开始发展，上市的公司很少，上市的股票也只占上市公司的股权的很小一部分，因而发生在证券市场中的并购事件并不多，像宝安集团在证券市场上收购延中公司股票那样的事件是很少发生的。但证券市场的存在，一方面诱导并购的一个重要原因，如所谓“买壳上市”，这是珠海恒通并购上海棱光的动机之一，一方面确实也为并购提供了企业产权价值的重要参照，如当上海棱光回购恒通电表时，参照棱光公司和上海上市公司高科技工业股的市盈率，确定了收购价格，从而简化了资产评估和讨价还价的程序。

五、应按什么价格成交

我国证券市场的不成熟，和我国正处于一个从计划经济

向市场经济的过渡过程中有关。因而目前的并购活动以及并购活动的关键环节——资产评估，都受着这一经济制度背景的影响。在这一背景下，既有计划经济的评价标准，又有市场经济的评价标准。在计划经济中，一个企业的价值是这个企业的总投资额。所谓资产，是这个企业的固定资产。在考虑通货膨胀的情况下，可以用重置成本来修正。如果将固定资产的投资对应于股本金，将流动资产对应于负债，可以粗略地将用重置成本表示的固定资产对应于账面净资产，即股东权益。而在市场经济中，一个企业的价值就是由市场评价出来的价值。在证券市场中，这是一目了然的。某一公司的市场价值就是这一公司的股票的每股价格乘以股票总数。决定这一市场价值的是该公司的盈利能力。用什么来衡量一个公司的盈利能力呢？是实际的利润水平，又如何将利润水平换算成企业价值呢？按经济学理论的说法，资产的价值应是该资产的预期收益的净现值，或预期收益的资本化。所谓资本化，就是从预期收益或利润水平倒推资产价值。怎样资本化呢？假定有一种资产或一个企业，每年能给其所有者带来 1000 万元的利润收益，我们可以用一个简单但可靠的参照系来衡量这一资产或企业值多少。比如这个参照系就是一年期的国库券。由于国家有很高的信用，所以国库券的风险几乎等于零。再假定国库券的利率为 10%，我们就可以计算。如果我想每年获得 1000 万元的收益，应该买多少钱的国库券？结论很简单，应是一亿元。所以这一资产或企业的价值应是一亿元。因为如果高于一亿元，人们就不愿购买这一资产，而转而去买国库券；如果低于一亿元，人们就不愿买国库券，转而竞相购买这一资产，结果会把这一资产的价格抬高到一亿元。当然在现实的证券市场

中，一个股票的价格并不是严格地按照这一公式决定的，因为国库券之外的各种资产都有较高的风险，投资者必然要把风险计算进来，并且既然购买的是“预期收益”，预期与现实就有差距。在现实中，人们常把每股股票市场价格与其分红的比率称为“市盈率”。当市盈率较高时，说明投资者对该公司有着乐观的预期；当市盈率较低时，表明预期较悲观。在实际操作中，市盈率可以简单地用来对企业价值进行估计，因此预期收益的资本化，可以转换为市盈率评估法。

由于存在两种不同的资产评估方法，在并购的谈判时，就会出现两种方法的冲突，以及对两种方法的选择。例如在香港恒胜国际集团与 A 公司的谈判中，中方坚持用重置成本法评估资产，而恒胜集团坚持用预期收益净现值法。又如在珠海恒通收购上海棱光国有股时，用的是净资产评估法，在通过上海棱光回购恒通电表时，用的是市盈率法。在前一个案例中，由于对采用什么方法的分歧，导致谈判受阻；在后一个例子中，由于分别采用了不同的资产评估方法，使恒通大为受益。一般而言，当收购针对的是一个继续运营的企业的所有权时，应采用预期收益净现值法；当收购针对的是一个破产的企业或企业的部分资产时，应采用以重置成本计算的账面净现值法。用预期收益净现值法评估，实际上是一个双刃剑，它可以“放大”一个盈利企业的价值，也可以使一个不盈利甚至亏损企业的市场价值为零甚至是负数。在这时，企业的整体价值还不如它的各种资产分别出售的总和多，所以在这时的一个选择是破产，将资产分别出售，同时终止法人身份和清理与债权人和股东之间的财务关系。在恒胜与 A 公司的分歧中，如果前者收购后者的所有权，则应采用预期收益净现值法，如果只是购买其

部分资产，则应采用重置成本法，只不过在这时，恒胜不应继承 A 公司的包括债务在内的各种权利义务。在恒通的例子中，棱光和恒通电表都是盈利企业，尤其是棱光公司是一个上市公司，其股票的市场价值当时是 13 元，本可以对两次并购的资产评估均采用市盈率法，但实际上是恒通收购棱光时采用净资产法，在棱光收购恒通电表时采用市盈率法。这种对两种方法的选择显然有利于恒通集团公司，因为用净资产法评估棱光的资产价值明显低于用市盈率法。不能不说，这是恒通的有意安排。问题是，如果同时通行着两种方法，一个企业家难道不可以巧妙利用吗？

其实，正如有些学者指出的那样，上述的两种资产评估方法并不是决定价格的因素，而只是价格谈判时的参照。从某种意义上讲，经济学不认为价格可以计算出来。最终决定价格的是买卖双方的同意。无论是净资产法还是市盈率法，都是根据历史数据对企业的现状进行评判，而对企业产权的交易是依赖于买卖双方对企业未来的不同预期。对于企业现状，买卖双方的评价不会有太大差距，真正的差距是预期的差距。一个想要并购某企业的企业家显然要有比该企业现状更好的预期，一个想出售企业的企业家一般不会有比该企业现状更好的预期。至少他的预期不会好于收购者。这就形成了对企业价值判断的差距，正是由于这个差距的存在，才会有企业的产权交易。价格应该定在最好预期和最差预期的中间的某一点，到底是哪一点，取决于双方讨价还价的能力。只要存在着一个产权交易的竞争性市场，只要产权交易得到双方产权所有者的同意，通过谈判达成的价格就是一个最好的价格。因此，从这个意义上讲，问题不在于恒通选择了对自己有利的资产评估方

法，而是为什么交易的对方同意了这种选择。只要是对方同意的，价格就有最坚实的经济基础和法律依据。也许在出售上海棱光的上海建材集团总公司看来，虽然其上市流通股的价格已达 13 元，但因其国有股不能上市兑现，因而 13 元的参照没有意义，有意义的是比其账面净资产多一些的现金。但是，依据这一同样的原则，棱光回购恒通电表的交易却似乎有些问题。因为通过收购棱光国有股，恒通已成为其第一大股东，并在董事会九名成员中占有四个席位，对棱光的决策有着重要影响，这很类似于买卖双方都是一个人的情形。如果是这样，买者和卖者之间就没有利益上的对立，讨价还价就没有基础，一致同意规则也就没有意义。所以正如某个律师所说，如果这一产权交易确实有利于棱光，恒通可以通过向其他股东提供充分的信息，而自己回避投票的方式达成。这样做，将使这一交易更为无懈可击。

六、盈利能力从何而来？

那么，是什么支撑了并购企业家的较好预期呢？换句话说，并购公司靠什么来提高被并购公司的盈利能力、从而使其升值呢？一个简单的说法就是，靠资产的重新配置。在这里，资产是相当广义的。既包括通常所说的生产要素，又包括各种通道或经营特许权。如，对于收购北旅股权的日本五十菱和伊藤忠来说，这种收购是为进入中国汽车市场开辟通道，是将它们自己的产业优势与在中国制造汽车的经营特许权结合起来；对于香港华润创业公司来说，收购北京华远这样业绩优秀的公司，是为了通过合并财务报表改进自己的资产负债表，从而使股东和投资者增强信心，最终使股票升值；对于香港恒胜集团来说，并购 A、B 两家铜业制造公司，是为了与自己的国