

商务部网站近日公布了《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》(下称《规定》),自2011年9月1日起实施。凡属于安全审查范围的企业,外国投资者应向商务部提出并购安全审查申请,由商务部在15个工作日内书面告知申请人,并在其后5个工作日内提请联席会议进行审查。

外资在华并购 需三跨“安全门”

□ 梁 杰

中国外资并购安全审查机制再次在制度层面进一步明确,外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查。商务部网站近日公布了《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》(下称《规定》),自2011年9月1日起实施。

哪些并购需要安全审查?

值得注意的是,此《规定》首次提出“从交易的实质内容和实际影响”来判断并购交易是否属于并购安全审查的范围。《规定》具体指出,外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查,包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式。

《规定》表示,凡属于安全审查范围的企业,外国投资者应向商务部提出并购安全审查申请,由商务部在15个工作日内书面告知申请人,并在其后5个工作日内提请联席会议进行审查。在向商务部提出并购安全审查正式申请前,申请人可就其并购境内

企业的程序性问题向商务部提出商谈申请,提前沟通有关情况。

事实上,早在今年2月初,国务院办公厅曾就建立外国投资者并购境内企业安全审查制度下发通知。通知称,并购安全审查的范围为:外国投资者并购境内军工及军工配套企业,重点、敏感军事设施周边企业,以及关系国防安全的其他单位;外国投资者并购境内关系国家安全的重要农产品、重要能源和资源、重要基础设施、重要运输服务、关键技术、重大装备制造等企业,且实际控制权可能被外国投资者取得。

有专家表示,早前下发的通知,除涉及国防安全这一点比较好掌握,其他方面在执行中随意性比较大。也有业内人士呼吁,应细化审查范围,建议出台具体的行业清单。

在反规避方面下了功夫

商务部国际贸易经济合作研究院副研究员梅新育说,“规定”在“反规避方面下了功夫”,不仅涵盖了目前已经暴露的规避手法,还涵盖了未来可能设计出来的规避手法,从而

“弥补了一个重大漏洞”。

梅新育分析,官方此次突出了反规避问题,或许是受到了“支付宝争端”的一些影响。在其看来,前段时间闹得沸沸扬扬的阿里巴巴、雅虎和软银就阿里巴巴旗下支付宝的股权转移争端的关键,是“通过协议控制模式规避中国政府对外资控制的管理规定”。

“反规避”之外,“规定”还要求,对外国投资者并购境内企业,属于并购安全审查范围的,若有两个或者两个以上外国投资者共同并购的,可以共同或确定一个外国投资者向商务部提出并购安全审查申请。地方商务主管部门按外国投资者并购境内企业规定、外商投资企业投资者股权变更若干规定、外商投资企业境内投资暂行规定等受理并购交易申请时,对于属于并购安全审查范围,但申请人未向商务部提出审查申请的,应暂停办理。

对审查部门增设保密条款

去年全球的对外直接投资额为1.12万亿美元,其中超过70%是以并



购方式实现投资。从全球范围看,许多国家都有类似的安全审查机制。建立该制度将有利于中国下一步的对外开放。

商务部研究院跨国公司研究中心主任、研究员何曼青指出,现在,外资以并购的方式进入中国需要经过三道门槛,依次是产业准入政策即《外

商在华投资产业指导目录》、反垄断调查以及国家安全审查。

北京工商大学经济学院教授洪涛在接受记者采访时表示:“对于外资来讲,《规定》实行后,我们在加入世贸组织之前就承诺的开放政策基本上是没有改变的。现在主要是对于一些企业的兼并重组进行安全登记审查制度,

这样做是为了保护本土的企业和一些品牌,同时防止垄断。”

值得一提的是,与“暂行规定”相较,“规定”还新增了一条“保密条款”:参与并购安全审查的商务主管部门、相关单位和人员,应对并购安全审查中的国家秘密、商业秘密及其他需要保密的信息承担保密义务。



□ 西南财经大学 邓云

在企业并购的过程中,对并购标的资产的价值评估是整个并购的核心环节。并购估值不准的原因可能是竞价者对并购中的市场价值和投资价值评估的差异造成,从而可能导致并购的失败。本文在简单介绍并购中企业价值评估相关概念及理论的基础上,结合雪津啤酒并购案例,探索不同的定价主体从各自的角度出发,选择不同的价值类型和目标市场,以及我国价值评估中容易忽略的因素,同时由并购产生的并购协同效应溢价等,最终剖析出市场价值与投资价值之间差异的实质,以期为企业并购过程中的利益相关者提供参考。

一、引言

上世纪的最后10年,世界经济出现了两个引人注目的发展趋势,一是经济全球化,二是跨国公司并购向国外延伸,进而引发全球性企业并购浪潮。而在企业并购中,溢价现象十分普遍,以致学界和实务界开始相信一个企业的价值往往在开购中才能充分体现出来:2008年2月,微软并购雅虎,初次报价为雅虎当时市场溢价的62%;同年7月,为国内外财经界广泛关注的凯雷徐工并购案历时三年之久,终于尘埃落定——凯雷投资出资3.75亿美元现金购买我国最大的工程机械集团徐工集团下属的上市公司徐工机械85%的股权;同年9月,可口可乐收购汇源的收购价为每股12.20港元,相当于50倍市盈率,收购溢价高达193%。西方国家企业并购中,被并购企业的市场溢价在20%-70%之间并不鲜见,虽然由于雅虎提高溢价标准、汇源违反我国反垄断法等原因,最终导致这两个收购案例无疾而终,但在我国企业的并购案例中,我们不得不提福建雪津啤酒

二、文献综述与理论梳理

并购是公司战略决策的重要组成部分,准确地评估目标公司的价值是并购中的重要环节。企业并购中,需要对被并购企业进行价值评估。根据2004年2月25日财政部发布的《资产评估准则——基本准则》以及《资产评估价值类型指导意见》,资产评估价值类型包括市场价值和投资价值以外的价值类型。众所周知,并购企业价值多为市场价值和投资价值两种:市场价值是指被并购企业按原有企业管理战略持续经营条件下进行评估的价值,买卖双方自愿对评估对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额;投资价值是指被并购企业按兼并企业管理战略,考虑兼并方特定的协同效应条件下评估的价值。

并购溢价是指收购方公司为取得目标公司的股权而向目标公司股东支付的高于其市场价格的部分价值。国外学者一直在不断地进行着广泛深入的研究,试图从管理学、经济学和金融学等多领域、多角度去揭示并购溢价的动机——协同效应,Mark L Sirower(1997)认为“协同效应”必须放到竞争环境中去考虑,它应该是合并后公司整体效益的增长超过市场对目标公司及收购公司作为独立企业已有预期之和的部分;Chatterjee(1986)将并购协同效应分为合谋的、经营的

和财务的协同效应三类;Andrew Campbell(2000)认为协同的效果可能是正面的,也可能是负面的。国内学者李志军(2003)等认为中国学界对企业并购理论的真正研究是从20世纪80年代开始,起初主要是介绍国外的企业并购理论与实务,刘文纲(1999)分析了无形资产对企业并购的影响,认为在企业并购中依托品牌、企业文化、专利技术等无形资产优势的转移可以产生协同效应,并能提高并购绩效;王长征(2002)以企业价值链评价为基础,将协同效应分为纯粹增加效应、加强效应、转移与扩散效应和互补效应四种类型等。

综上所述,按照西方国家的并购理论,公司并购中并购公司向目标公司支付溢价的主要原因是由于目标公司的发展远景及其被并购后所产生的协同效应。在西方企业跨国并购的过程中,并购双方需要对并购标的价值,即并购企业的企业价值进行评估,以确认自己的目标价格来参与谈判。根据不同的购买目的,购买者可以分为战略收购者和财务收购者。对于战略收购者而言,其看重的不仅是目标企业的长期盈利能力,更看重目标企业被并购后,能否与原企业产生协同效应,能否实现并购方的企业长期发展战略。同时,在这一过程中,很多情况下还需要企业双方利用外部评估机构的第三方意见来帮助自己确定企业的价值,由于评估机构、国内投资者和国际投资者之间采用的方法、选择的范围范围和所处地位的不同,可能导致对同一标的企业的价值判断出现较大差异。相应地,显而易见,西方国家对待被并购企业的价值评估方法与我国企业的价值评估方法之间也存在评估差异,这样就使得我们很有必要对并购中的市场价值和投资价值之间的差异进行分析。

三、市场价值与投资价值差异因素分析

雪津啤酒的高溢价变现让我们反思企业的市场价值到底是多少,以及如何才能充分体现企业的市场价值这个问题。如何评估企业的价值?无论用什么方法,企业的真实价值总是难以评估的,企业的估值是一门综合而艰深的学问。

并购中市场价值和投资价值的差异分析——雪津啤酒并购溢价对企业价值评估的启示

在雪津啤酒并购神话中,英博集团之所以愿意出高价把雪津并入麾下,是出于在中国战略布局的考虑,英博集团认为,此举将会加强其在中国华南地区的市场领先地位,且预期并购完成后,使雪津啤酒在中国的啤酒年销量达350万吨,使其将成为英博集团在中国位居前列的销售品牌。显而易见,英博集团在这一过程中,是一个战略投资者,其看重的是并购产生的协同效应。但我们不得不去思考雪津是否具备这个价值,进一步来看,即中国的啤酒公司是否还存在着未被挖掘出的价值,这次并购之中是否真正实现了大量报道中所说的“双赢”?

细细体味这一过程,并结合相关理论分析,我们也不难发现,对雪津啤酒这一企业的价值评估,评估机构、国内投资者和国际投资者的价值判断存在较大的差异。这一现象的产生,除了一些偶然因素的影响外,三个不同的估值主体所站的立场、各自的视野和采用的估值方法的差异可能是造成这一现象的主要原因。

(一) 评估机构、国内投资者和国际投资者在价值评估方式上的差异

首先,评估机构与投资者之间的差异可能由两方面构成:一方面是由于评估机构与投资者得出的企业价值在标的的选择上存在一定差异。在“雪津神话”中,评估机构得出的企业净资产价值中并不包含雪津啤酒的商誉、商标等无形资产的价值,而投资者——英博集团进行企业价值评估时就考虑了无形资产的影响,因此在评估机构与投资者得出的企业价值间的差异可能就包含了一部分雪津啤酒的无形资产的价值;另一方面,两者的差异有可能是来自于两者在价值类型选择上存在的差异。评估机构的企业价值评估可能建立在正常交易情况下的公开市场交易价值的基础上,因而选择的是市场价值,投资者则可能将其放在并购这一特殊交易市场上进行评估,即采用的是投资价值。所以,市场价值和投资价值间的本质区别在很大程度上是由于评估机构与投资者之间在价值评估方式选择上的差异。

其次,国内外投资者之间的差异。在英博并购雪津创造了“神话”的过程中可以看出,国内外的投资者在对雪津啤酒进行估价的过程中所选

择的价值类型是相同的。相同的价值类型下出现差异的原因,主要可能是因为:国内外投资者在价值标准的判断,即他们可能处于不同的市场通过各自的价格评估标准进行评估进而导致差异;或者,双方对雪津啤酒的投资需求上存有差异,即同样的资产对两者效用上的差异。

(二) 我国价值评估的忽略因素

随着中国企业并购进程的加快以及不断涌现的全国性跨国并购,中国学者借鉴西方的企业并购理论,提出了一些具有中国特色的企业并购理论,同时在实践中开始出现一些中国特色的价值评估方式。目前最常见的国内价值评估方式与国外相比,是在控制权、人力资本和商誉等方面的缺失,这正是我国价值评估中忽略的因素。对于目标股权的价值评估国内外存在较大差异,对于股票不公开交易的企业,国际推行的做法是采取现金流量贴现法,注重市场价值的评估,充分考虑资产的未来盈利能力和市场综合因素。由于现金流量贴现法对股权进行定价的基本假设是有效市场假设,该方法在成熟市场条件下才被承认。我国上市公司的股权转让价格通常以每股净资产为基础,更注重历史静态的账面价值的评估,而且,我国国内监管机构普遍认可的是历史成本重置的评估价格。

(三) 经营协同效应溢价

按照西方国家的并购理论,公司并购中并购公司向目标公司支付溢价的主要原因是由于目标公司的发展远景及其被并购后所产生的协同效应,而企业的协同效应具体表现主要在企业资源的优化配置及企业竞争者的削弱。并购的参与各方由于所占有资源的不同,协同效应产生的预期也有所不同。

通过分析雪津啤酒的定价可以看到,目标企业的评估价值是基础,是目标企业可以接受的价格的最低限度,仅仅是企业并购定价时考虑的依据,往往最后的定价与它相差甚远。并购双方经营协同效应来源于企业在研发、生产、营销、交货等过程的许多相互分离的活动,这些活动中的每一部分都对企业的整体协同效应有所贡献,因此可以借鉴“价值链”对如何识别并购双方的经营协同进行分析。

经营协同效应分析主要是分析并

购双方现存业务间各种价值链联系和协同关系能否带来竞争优势。协同关系主要从以下两个角度来看:一是并购双方是否有战略协同关系;二是目标企业是否与并购企业的长期战略方向配合良好。当并购双方具有相关的技术、相似的价值链活动、交叉的分销渠道、共同的顾客或其他一些竞争性的有价值的联系时,并购企业就可以通过并购实现获得竞争优势潜力。

四、结论

简言之,以现在的观点来看,英博集团之所以愿意用超出净资产近十倍的价格收购雪津,主要基于考虑到以下三个方面:(1)雪津成功的高端产品战略所引致的英博盈利能力提高;(2)雪津成功的营销所表现出的竞争能力带来的英博在中国市场迅速扩张能力;(3)未来经济快速发展将带动中国啤酒市场旺盛的需求增长,这为英博雪津的扩大提供更广阔的空间。当然,通过以上分析不难看出,并购中的市场价值和投资价值的差异主要来自于各个主体所站立场的不同。针对雪津啤酒的企业价值这一标的评估机构、国内投资者和国际投资者由于价值类型的选择、目标市场的定位和投资者需求等方面的差异,导致了三者对同一企业的价值评估出现了较大的差异。评估机构和投资者使用的是不同的价值类型,评估机构选择的是公开市场下的市场价值,而投资者选择的是特殊市场下的投资价值。这导致了评估机构和投资者之间差异的产生。而在同样选择投资价值的中外投资者之间,中外的投资者由于市场定位和各自具体需求上的差异导致两者估价也存在差异。

通过对雪津啤酒并购案例的讨论,我们不难发现,虽然企业的内在价值是并购溢价的主因,但市场价值和投资价值的差异主要来自于上述评估机构、国内投资者、国际投资者价值类型的选择以及经营协同效应等几个因素的影响。除了以上提到的因素之外,也要看到,并购双方的心理预期、并购后的股权结构、并购后的整合成本等也影响着并购溢价。此外,目标企业对交易流程的巧妙设计以及并购企业对并购后的乐观心态也是造成并购中的高溢价的因素。