



# 美国企业的收购 兼并与资产评估

朱震昌

## 一、收购兼并活动频繁

美国的商品经济高度发达,市场机制无孔不入,渗透到所有经济领域,企业竞争十分激烈,收购兼并活动频繁。本世纪中,美国已先后发生过四次收购与兼并的浪潮,第一次是上世纪末至1904年间,主要是在重工业、制造业方面,兼并对于提高竞争能力的作用至为明显;第二次是1922年至1929年间,主要在食品、化工、电器以及水、电、煤气等公用事业方面;第三次是在1967年至1969年间,与前两次不同之处是许多收购兼并与原来的经营无关,即把资金投入新的行业;第四次发生在80年代,到1988年达到高峰,当年收购兼并的总金额达到2460亿美元,其中有400多项单项收购超过1亿美元,有50多项单项收购超过10亿美元,大项目多数集中在石油化工企业。80年代以来,日本的大财团以咄咄逼人的姿态进军美国,收购兼并美国公司数量之多,规模之大,出价之高,令人眼花缭乱,瞠目结舌,连历史悠久、素负盛名的纽约曼哈顿岛上洛克菲勒中心大厦也被日本公司收购了去。美国人不害怕资金入侵,不害怕债务,他们认为,不在债务多少,而在资金效益,只要能够创造资金效益,有利于社会发展,就“债多不愁”。

## 二、利益动机支配一切

收购与兼并既有单体企业与单体企业之间的,也有集团公司与集团公司之间或集团公司与单体企业之间的;既有企业整体的兼并,也有部分企业股权的转让。但无论其内容规模和形式有多少种差别,对其当事人来说,都是为了追求更高的利益和更好的竞争地位。由于收购兼并活动最终成功与否,通常要在成交以后经过若干年的实践才能得到证明,因而对当事人来说,如何正确预测、评估收购兼并的必要性、合理性和可行性是至

关重要的。归根结底就是预测和判断利益动机能否实现。他们往往借助于各种专业机构,如投资咨询公司、资产评估公司、律师事务所、会计师事务所等来帮助策划,参与谈判,进行企业资产评估,拟定收购兼并的经济法律文件等。这些专业机构有时是受收购兼并交易的当事人一方委托,有时是受双方或多方委托,有时交易双方也可委托各自信得过的专业机构,以维护各自的利益,并对不同方面提出的咨询建议进行相互验证、相互补充。

## 三、决策基础——资产评估

收购兼并活动能否成立?以什么价格和 Related 条件成交?双方或各方当事人会有相同或不同的利益动机。双方或各方都会努力寻求各自利益动机的交汇点,这个交汇点就是各方都能接受的价格和相关条件,也是各方利益动机的平衡点,找到这个平衡点才会作出成交的决策。因而要对收购兼并的资产价值进行评估。

资产评估有很多方法,如成本法、市价法,预期收益现值法、清算价格法等等。现在美国学术界和商界较为流行的方法是“现金流量法”,实际上是通过现金流量分析,测算企业预期收益的现值,从而评估企业的价值,相当于我们通常所说的预期收益现值法。这种方法的特点是:估量企业价值时重视未来若干年内的预期收益,而不太重视企业现时的净资产值。也就是说看重企业将来能赚多少钱,不大看重企业现有资产值多少钱。这种方法之所以流行,正在于它和产权变动当事人的利益动机紧紧相扣。

现金流量法在西方已有100多年历史,在本世纪60年代趋于成熟和定型,70年代以后得到普遍采用。近年来还出现一种过分强调其优点而轻视其它评估方法的倾向。实际上现金流量法(预期收益法)既有与效

益观念紧密联系的优点,也有其适用的局限性。通常它适用于这样的情况:(一)收购兼并的企业继续正常经营,各种假设条件和预测数据较有规律,较有把握实现;(二)企业现有资产存量(净资产)对收购兼并的成交条件没有重大影响。

反之,如果收购兼并的企业未来经营情况有重大改变,对预期收益的种种假设和预测的把握性很小,或所收购兼并的不是一个完整的企业而是企业的部分资产,不能构成独立的经营条件时,现金流量法的适用性将大为降低。实际上很多资产评估的专业机构,总是根据评估项目的不同特点、目的、对象、范围等而选择不同的方法,还常常同时采用多种评估方法,互相比较验证并互为补充,以便获得较为准确翔实的评估结果。

#### 四、比较和借鉴

资产评估总是随着产权变动的需要而来的,在产权不变的情况下,存量资产的计价一般采用历史成本法。我国从50年代中期起,实际上实行单一的全民所有制,严格的计划经济和指令性价格体制,在全民所有制范围内的资产转移,一般采用有偿调拨或无偿调拨的方式,按历史成本计价,只须转一笔帐而已,不算产权变动,也毋须资产评估。近年来随着改革开放的不断深化,以全民所有制为主体的多种经济成分并存的格局形成,不同所有制之间,以及全民所有制内部的产权关系变动出现了,经常发生了,随之也引发了资产评估的需要。

我们现时所采用的评估方法,偏重市价法或重置成本法,较少采用预期收益法;较多地注意存量资产的评估,较少注意增量资产的评估;较多注意有形资产的评估,较少注意无形资产的评估。因而对涉及资产权益当事人的某些敏感问题,往往难以作出合情合理的处理和解释。例如“企业价值”与“企业净资产价值”显然是两个不同的概念,如果有两个企业净资产价值大体相当,但由于经营业绩悬殊,预期收益悬殊,其“企业价值”也自然很悬殊。假定在某一时刻两个企业的净资产同样是一千万元,但一个很兴旺景气,另一个却在走下坡路,对前者,出1500万元收购,未必能到手;对后者,出500万元收购,也未必合算。由此可知,股票上市公司的股票价格,应主要取决于公司的经营业绩和预期收益而非取决于它的净资产价值。同样还可推论,在企业产权变动时,必然要涉及到如何评估企业的整体价值,如何正确估量企业无形资产(包括商誉)的价值。如果忽视这一点,就谈不上资产的公平交易,就会损害某一方当事人的正当权益。

美国流行的现金流量法(预期收益现值法)其主要优点正在于是从“企业价值”角度去进行评估,因而企业

无形资产价值(包括商誉价值)也就自然地从中得到恰当估量。现就美国流行的评估方法和我国现时较多采用的评估方法,其若干重要差别列表于下:

	中国多数采用	美国现时流行
一、流行方法	市价法、重置成本法	预期收益现值法(现金流量法)
二、基本观念	重视资产市值	重视资产收益
三、评估时态	现在式——静态评估	将来式——动态评估
四、评估对象	存量资产	存量资产+增量资产
五、评估内容	有形资产	有形资产+无形资产(包括商誉)
六、评估范围	硬资产	硬资产+软资产
七、主要方法	评定、估算	假设、预测
八、手续程序	事先申报立项、委托评估、事后确认(如有国有资产时)	委托评估,不须立项与确认
九、评估结果	企业资产净值	企业整体价值
十、结果使用	经确认的数值不可更改,有法律效力,没有弹性	只是评估判断一个价值范围,作为当事人议价成交的基础,有弹性

在上表所述差别中,一个很重要的课题是企业无形资产(包括商誉)的价值,或者说企业软资产的价值应否得到考虑。它通常包括企业的名牌产品、市场占有率、商标权、经营权、免检权、进出口权、进出口配额、国内外的销售网络、新产品的更新开发能力、企业员工的素质、经营管理水平,等等。这些不是有形资产、硬资产,但这些软资产是构成企业获利能力的重要因素,它既可以给企业带来正收益,也可能带来负收益。就是说,软资产可能是正值,也可能是负值,在产权不变动时可以去不注意这部分价值,但在产权变动时,这部分价值不可忽视。

要说明的一点是,不同的评估方法有不同的适用性,任何评估方法都不是万能的,应当根据评估目的、要求、对象、内容的不同而选用恰当的评估方法,有时要同时采用几种方法互相验证,互相补充,得出更恰当的评估结果。

· 财会快讯 ·  
 广播电影电视部5月11日至14日召开直属单位计划基建财务座谈会。总结交流1991年计划财务工作;布置今年的计划财务工作;研究贯彻邓小平同志讲话精神,结合广播电影电视工作的实际情况,加快改革步伐的措施;表彰1991年度广播电影电视计划基建财务工作先进集体13个,先进个人25个。  
 (刘国良)