

并购中的“柠檬”问题及其解决策略

傅代国(博士生导师) 田小刚

(西南财经大学会计学院 成都 610074)

【摘要】据相关研究文献显示,并购失败的主要原因之一是并购交易中普遍存在着“柠檬”问题。本文对并购中“柠檬”问题存在的原因进行了分析,就解决“柠檬”问题可采取的策略进行了探讨。

【关键词】并购 “柠檬”问题 信息

在经济全球化和产业同质化的今天,以资产和资源重新配置为目的的企业并购逐渐成为一种重要的经济活动,企业并购交易已成为企业扩大规模、增强实力、提高效率的重要手段。然而大量研究结果显示,大多数并购效果并不能令人满意,其往往损害了并购方公司股东的利益。

赛罗沃在《协同效应的陷阱:公司在购并中如何避免功亏一篑》(2001)一书中深入分析了并购交易的后果,并且总结了美国多年来的并购情况,其总体结论是:半数以上的上市公司并购方得不偿失,但被并购方通常得到溢价补偿。唐纳德·德帕姆菲利斯在《兼并、收购和重组:过程、工具、案例和解决方案综合指南》(2004)一书中曾列出了导致企业并购不成功的一些主要原因,包括高估协同作用、整合步伐缓慢、战略不当、股票支付、超额支付价款、兼并后沟通不当、公司文化冲突、核心业务不强、目标公司规模较大、尽职调查不当、技术评估不当等。

通过深入分析可以发现,上述诸多因素主要源于并购企业对目标企业缺乏充分的了解,也就是说,导致企业并购交易失败的根本原因在于并购交易双方之间广泛存在的不对称,即并购交易中存在严重的“柠檬”问题。“柠檬”产品在经济学中是对次品或劣质品的比喻说法,而“柠檬”问题指的是在使用这些“柠檬”产品后所产生的、对消费者的不利后果。“柠檬”原理告诉我们,“柠檬”问题产生的原因主要是存在于卖主和买主之间的信息不对称,它是逆向选择的必然结果。

一、并购中“柠檬”问题存在的原因及其影响

1. 并购中“柠檬”问题存在的原因。

(1)反映目标企业质量的相关信息具有极大的复杂性与隐蔽性。从市场交易的角度看,目标企业本身也是一件商品,而目标企业作为特殊商品与普通商品相比,其质量信息更具复杂性和隐蔽性。反映目标企业质量的信息主要包括以下几方面:①市场方面,如目标公司所处行业及产品市场前景、市场地位;②法律方面,如企业经营的业务、拥有的资产是否存在法律方面的问题,包括产权的真实性担保等或有负债事项等问题;③财务方面,包括目标公司的资产状况、销售收入、利润、现金流等财务指标,以及应收账款或其他应收账款的真实

性和税务问题等从表面上无法发现的问题;④目标企业整体管理水平、企业机构效率、产品开发能力和企业凝聚力等影响企业未来价值的众多因素。

目标企业质量信息的复杂性及隐蔽性使得上述诸信息获取不易,且调查难度较大,从而导致并购双方出现严重的信息不对称问题。

(2)目标企业发布的信息并不全面。经营者不可避免地在传递的信息中或多或少地加入“柠檬”成分,对于并购企业来说,如果目标企业的所有者和经营者从自身利益出发,勾结起来共同散布有利于自己的虚假信息,则会进一步加剧并购双方信息的不对称程度。

(3)资本市场的次强式有效。在目前情况下,我国的资本市场基本处于发展阶段,各项规章制度并不健全,监管受到干扰,从而不能正确、合理地反映企业价值,也在一定程度上影响了目标企业信息传递的有效性。

(4)企业并购属于“一次性购买”行为。企业并购中逆向选择行为的产生不仅因为并购双方存在的不对称,而且因为并购行为的一次性。因为在重复购买中,消费者能够用不再购买的方式对低质量商品做出反应,这种反应就会成为对卖者的惩罚;而并购属于一次性购买行为,因此无法产生这种惩罚效应,从而容易造成并购中的逆向选择问题。

2. 并购中“柠檬”问题的影响。在并购过程中并购企业要解决的一个关键问题便是努力评价目标企业价值,并与目标企业就并购价格达成一致。但由于关于目标企业价值的深层次信息,尤其是相关的负面信息(而这些信息才是最终决定合理并购定价的关键)较难获得,以及并购企业在时间上具有较大压力等原因,都使得并购企业难以确定合理的目标企业定价上限。因此,当这种信息不对称的情况出现在并购双方之间时,原本可能成功的并购交易计划可能会落空;而那些已经完成的交易,其收购价格却可能大大高于目标企业的实际价值,即并购企业的并购活动担负着“逆向选择”的风险,最终导致并购活动得不偿失。

二、并购中“柠檬”问题的解决策略

对于并购中出现的“柠檬”问题,并购企业应采取怎样的

策略予以应对呢?在传统经济学中,“柠檬”问题的解决思路就是要让消费者产品的质量有把握。根据国内外学者的相关研究,可归纳为以下三种策略,即选择替代的所有权结构、采用“或有额外对价”方式和目标市场锁定。

1. 选择替代的所有权结构。信息不对称之所以会带来一系列问题,原因在于收购相当于末端销售,购买者担负着出价过高的风险。而现有的一些其他所有权安排方式虽不具有这两个特征,但仍可使企业通过合并资源产生增效作用,其中较典型的一种方法就是合资。一项对美国200家公司的调查发现,82%的管理者将收购与联合视为可以达到同样增长目的的两不同的方法,而只有14%的管理者认为,对于这两者之间如何进行选择有明确的政策指导原则。其中,一个重要的经验法则就是:当收购者对要收购资源的信息掌握得不够充分,或卖方很容易有保留的信息时,合资或其他形式的联合则是很有吸引力的。

企业可以先利用合资这一方式来试探行情,如果结果表明目标企业是理想的,那么接着就可以对目标企业实施收购计划。这类类似于市场上的产品试用协议,使用者可以在购买之前先试用产品,以避免对产品质量信息了解不充分,在试用满意后再进行购买,若不满意则予以退货。同样,在合资的情况下,合资双方可以实现信息共享,从而可以解决信息不对称的问题。

2. 采用或有额外对价方式。当并购企业面临信息不对称时,除了选择可替代的所有权结构(如合资)以外,决策者还可以通过签订特定合同,即采用或有额外对价方式来避免逆向选择的风险,以获取目标公司的全部所有权。在并购中,无论是善意并购还是恶意并购,并购开始之日就是并购双方博弈开始之时。

对于买方而言,完美无缺的企业是不存在的,因此尽职调查就是要发现企业的不完美之处。买方的倾向是尽可能多地了解卖方的情况。对于卖方而言,则要在提供足够的信息和不提供太多的负面信息之间进行权衡,若提供的信息过于片面,则可能导致将来的法律追索;若提供太多的负面信息,则会缩小卖方自己的谈判空间。采用或有额外对价方式就是为了将出价过高的风险由买方向卖方转移,以降低信息不对称效应的程度。

在或有额外对价方式下,并购方不必先期一次性付清款项,而是可以采用灵活的、滞后的、与业绩相联系的有条件付款方式。例如,Siebel Systems公司在2004年宣布以1.3亿美元的价格收购Dublin-based Eontec公司,该公司是爱尔兰小额银行业务技术供应商。在该项收购中,Siebel Systems公司采用的交易方式是:Eontec公司开始只得到0.7亿美元,如果收购后其经营业绩达到一定标准,则可以得到余下的0.6亿美元。在这种方式下,通常由目标企业的管理者继续管理公司业务,或有额外对价方式则为他们提供了一种业绩激励(Koehers and Ang,2000)。但是,由于或有额外对价方式的运用本身十分复杂,并且其运用还会带来其他的问题,因此其并未被经常使用。

基于存在的这些问题,决策者可能会认为以股票作为付款方式是一个有效的选择,这种付款方式同样可以将部分出价过高的风险由买方转向卖方。然而,这种解决方法有一个重大的缺陷,即并购公司对未来业绩的预测也是股东们所无法了解的。因此,当并购公司的管理者认为他们的公司被估价过高时,他们愿意用股票为并购付款,而这样的付款对目标公司而言不具有太大的吸引力。权衡或有额外对价方式的利弊之后,可以得出这样的结论:或有额外对价方式一般被用于并购私有的新公司,因为这些目标公司的并购目标常常伴随着逆向选择风险,同时其所拥有的人力资本既具有吸引力又要求进行自我管理。

3. 目标市场锁定——IPO市场。若并购企业要求完全控制目标企业,又希望避免或有额外对价方式的一些不足之处,则应将并购的目标锁定为在那些已经上市的目标企业。

相关研究表明,与私人公司或者成立时间较长的上市公司相比,新上市的公司通常会被引入并购市场(Field,Karpoﬀ,2002)。IPO市场运作是如何减少并购市场中存在的风险和改进无效率的呢?有两个基于IPO市场和并购市场之间信息溢出的解释可供参考(Reuer,Shen,2004)。上市的过程减少了信息不对称,因为关于目标公司的信息可以通过多种渠道披露,如路演、注册登记。更为重要的是,一旦这些公司上市交易,为了对潜在的目标公司进行价值评定,股市就会集中反映出投资者所了解的各种各样的信息。

同时,IPO市场还可以通过公司在上市过程中所发出的信号来降低信息不对称程度。在上市过程中,公司为了向社会公众展示出自己良好的形象,往往选择声誉良好的、具有实力的证券交易所和投资银行进行合作。显然,同声誉良好的金融机构合作并能够承担上市费用的这些公司是“柠檬”的可能性比较小。因此,并购公司可以借助于股市和相关机构来辨别目标公司的优劣。

在并购交易中,并购企业必须充分考虑到可能出现的“柠檬”问题,即必须把信息不对称和逆向选择的风险考虑在内。当在并购过程中面临这些信息不对称的问题时,并购方可以通过选择合资、或有额外对价方式,或者利用IPO市场的信息来予以避免。

当然,“柠檬”问题是不可能完全得到解决的,但上述几种方法可以在很大程度上避免“柠檬”问题的产生,并且在一定程度上可以使买方避免出价过高的风险。同时应注意的是,逆向选择风险的潜在来源还包括并购双方地理区域差异、民族文化差异和企业文化差异等。要进一步获得并购交易中的信息特征,深入分析“柠檬”问题及其避免途径,还需要理论研究和实践工作者的进一步努力。

主要参考文献

1. 周媛媛.非对称信息条件下企业并购定价决策的博弈分析.中国管理信息化(综合),2005;10
2. 潘勇,陈禹.论网络交易中的“柠檬”市场.经济问题,2005;4
3. 张远超等.微观经济学.北京:经济科学出版社,2005