

现代投资银行介入企业并购的经济合理性

□ 曾志钊 郑鸣

早期的企业并购作为偶发性的活动基本上自我完成的,并没有投资银行的参与;企业并购真正引入投资银行的参与也不过是从19世纪末期开始的。到了现代,在风起云涌的企业并购浪潮中,任何一个企业既可能成为并购方,也可能成为被并购方。然而,始终站在风口浪尖,运筹帷幄的是投资银行。那么,一个问题就自然而然地提出来了:企业并购为什么需要投资银行?或者说,投资银行为企业并购带来什么好处?本文从交易费用的角度,构建了一个简单的模型,来说明投资银行介入企业并购的经济合理性。当然,这里只涉及到投资银行作为并购中介的角色,并不考虑投资银行自身作为并购当事人的角色。

一、交易费用理论

交易费用(Transaction Cost)理论的产生,源自于科斯对企业性质的研究。他认为,企业与市场是两种不同的交易方式或资源配置方式。市场上的交易是由价格机制来协调的,也就是亚当·斯密所说的“无形的手”。但是,通过市场或价格机制组织的交易是有成本的,这些成本包括了“发现有关价格的成本”、“每一笔交易谈判和达成一份独立合同的成本”等。这就是科斯所定义的交易费用。如果市场的交易费用太大,企业就将原来属于市场的交易内化(Internalization),通过行政命令和权威代替价格机制而成为资源配置的动力。因而,企业存在的原因就是因为企业在内化市场交易的过程中节省了交易费用,而不是传统的分工。

当然,企业的范围也不会无限扩大,因为企业内部的资源配置也需要一定的组织、协调、监督的成本。那么,企业的边界是什么呢?科斯认为,“在边际上,企业内的组织成本将等于另一个企业内的组织成本或通过价格机制组织交易的成本。”如果企业内的组织成本小于通过价格机制组织交易的成本,则交易应在企业内部进行,或者新建一个企业,或者在现有企业基础上扩大规模,如通过企业间的并购和一体化;反之,交易应通过市场进

行,企业规模不能再扩大。这就是企业的边界。

从这里我们可以看出,交易费用理论的核心实际上是为我们在判断提供或需求一种服务时,相互替代的两种或多种交易方式哪种更优时提供单一依据:单位交易费用最低者为最优。同样,运用边际交易费用的概念,我们可以判断不同的交易方式之间的边界在什么地方——显然是在边际费用相等的那一点上。对于投资银行介入企业并购的经济合理性,我们仍然可以利用交易费用的这两个原则来阐释。在企业产权交易市场上,存在着两种互相替代的交易模式:一种是由并购双方直接交易,另一种是由投资银行代理交易。这时,到底选择哪种交易模式,就取决于这两种交易模式各自的单位交易费用的大小了。然而,科斯仅仅提出了交易费用的抽象概念,它的具体含义还有待于进一步明确。

二、交易费用的具体内容

在科斯的交易费用的基础上,在威廉姆森、阿尔奇安、克莱因等人的推动下,交易费用理论得到了空前的发展。然而自始至终,没有人对“交易费用”概念本身下严格的定义,也没有人对其进行量化。阿罗将交易费用定义为经济制度运行的费用,这一定义是有高度概括性的。不过阿罗的定义没能使人们就定义本身直接得到更多的信息,人们还是不能因此具体知道交易费用到底是什么。威廉姆森认为,交易费用分为两个部分:一是事先的交易费用,即为签订契约、规定交易双方的权利、责任等所花费的费用;二是签订契约后,为解决契约本身所存在的问题,从而改变条款到退出契约所花费的费用。诺斯的定义更具一般性:交易费用由衡量所交换物品的价格属性的成本、保护权利的成本以及监察与实施契约的成本组成。达尔曼在回顾了关于交易费用的种种定义后认为,它包括搜寻和信息费用、谈判和决策费用一级政策及实施费用。张五常将交易费用称作制度成本,并赋予它更广泛的含义:在最广泛的意义上,交易费用包括那些不

可能存在于一个克鲁梭·鲁宾逊(即指单个人)经济中的所有成本……它们不仅包括那些签约和谈判成本,而且包括度量 and 界定产权的成本、用契约约束权力斗争的成本、监督绩效的成本、进行组织活动的成本。实际上,耗费租金的等待成本也是一种交易费用。

具体到企业并购,一般来说,企业并购的交易费用主要包括:①信息搜寻费用。并购双方为获得最大效用,实现自身利益的最优化,必须充分占有有关信息,并及时、迅速地加以处理、分类、筛选,以找到满意、合适的交易对象,因而需要耗费一定的信息搜寻费用。威廉姆森认为,人是有限理性和机会主义倾向的混合物。而事前机会主义的存在,要求对并购交易对方的情况进行彻底的了解。特别是并购方要对被并购方的资产状况、赢利能力、管理水平进行调查,所有这些都需花费时间和金钱,因而都是达成交易之前所必须支付的成本。②交易谈判费用。当信息搜寻结束,并购双方初步确定交易伙伴后,双方还要就目标企业的资产价值、价格,购买方式、结算方式,交易期限、费用负担等交易条件进行谈判、协商、交涉,并在此基础上订立交易契约。交易谈判是双方讨价还价、斗争、妥协的过程,要耗费大量时间和精力。③资产评估费用。资产评估是企业并购中维护和协调产权交易双方权益的重要手段,其根本目的在于分析确定资产的账面价值与实际的差异,以及资产的名义价值与实际效能的差异,准确地反映资产价值量的变动,对资产的评估的费用是交易费用的必要组成部分。④合同履行费用。交易契约的订立,并不意味着交易的完成。为了履行交易契约规定的责任和义务,交易双方必须对对方的履约情况进行监督、检查,并为此付出交易费用。如果在履约过程中一方违约或发生纠纷,还要支付进一步谈判交涉直至行政调解或法庭诉讼费用。⑤交易风险费用。不确定性遍布于经济生活中,这是导致风险产生的根源。此外,反托拉斯法和证券管理条例可能带来司法诉讼;企业不能获

得足够的控制权,不得不以低价处理已购得的证券,从而遭受巨大的损失;并购完成后,并购方企业往往发现他们不能很好地融合和管理目标企业,不得不放弃某些经营项目,并对子公司进行清理。

三、投资银行的介入导致企业并购交易费用的减少

根据对企业并购两种交易模式的分类,以及我们对于企业并购交易费用内容的阐释,接下来我们看看投资银行的介入如何减少企业并购费用的。

总的来说,在第一种交易模式即直接交易模式下,以上所有交易费用都必须由交易双方共同承担。而在第二种模式即投资银行中介的模式下,以上交易费用则由交易双方和投资银行一起承担。只不过,在投资银行介入下,交易双方所承担的交易费用内容和交易费用金额已经减少了,减少的部分主要是信息搜寻费用和交易谈判费用,但同时交易双方还必须承担支付给投资银行的中介费;而投资银行则承担了大部分的信息搜寻费用和交易谈判费用。

表面上看,在第二种模式下,就整个并购交易的总交易费用来说,似乎除了第一种模式必须承担的所有交易费用以外,还额外增加了支付给投资银行的中介费用。其实不然,尽管确实增加了投资银行的中介费用,但交易双方由于投资银行的参与所减少的信息搜寻费用和交易谈判费用并没有全部转移到投资银行。首先我们看信息搜寻费用。

1. 信息搜寻费用的减少

企业并购市场上固然有一些公开上市的企业,其信息搜寻可以很大程度上借助于企业定期或不定期的信息公布。但是,一方面企业公开的信息有限,无法提供并购交易者足够的信息披露。另一方面,企业出于自身的利益考虑,往往倾向于公布于己有利的信息,隐瞒不利的信息。再者,企业并购市场上还存在着大量的非上市公司,这些公司的信息,就更难以从公开渠道获取了。基于上述情况不难发现,企业并购信息是非标准的,因而其信

息搜寻只能是点对点的。

假定并购市场上存在 n 个并购企业和 n 个被并购企业,分别用序列 A 和 B 表示;每一个并购企业可自主选择被并购企业,每一个被并购企业也可以主动寻找并购企业;假设每一个企业或投资银行对另一个企业的信息搜寻费用为 c 。

首先我们看图(略)所示的直接交易模式。为了寻找合适的交易对象,每一个并购企业都必须在 n 个被并购企业中进行信息搜寻,而每一个被并购企业也可以在 n 个并购企业中进行信息搜寻,这样,无论是并购企业还是被并购企业,每一个企业都重复了 n 次信息搜寻过程。这样,在并购市场上,总数为 $2n$ 的企业总共进行了 $2n^2$ 次信息搜寻过程,总共支付了 $2n^2c$ 的信息搜寻费用。这里必须注意的是,图中的线条其实是双向的,如 A_1 必须对 B_1 进行了解,而 B_1 也必须对 A_1 进行了解。

接下来看图(略)所示的单一投行中介模式。所谓单一投行中介模式是指投资银行同时承担并购企业和被并购企业的顾问,每一对并购双方的配对都需要一个投资银行的中介。这样,在每一对并购双方的配对前,作为双方共同中介的投资银行都必须对 n 个并购企业和 n 个被并购企业进行信息搜寻,支付 $2nc$ 的总成本。假设中介完成所有 n 个配对的投资银行的数目为 m ($m \leq n$),则总的信息搜寻费用是 $2mnc \leq 2n^2c$ 。而在现实中,一方面企业并购交易的数量不断增加,即 n 增加;另一方面投资银行的业务也出现集中的趋势,即大投行兼并了其他小投行,并且集中了大量的并购交易业务。于是便成为一个相当合理的假设,即有些投资银行同时中介完成了几个的配对。那么,对于这些同时完成几个配对的投资银行,它们不需要重复进行完成第一个配对时的信息搜寻过程,因而,总的信息搜寻费用是 $2mnc < 2n^2c$ 。

在单一投行中介模式下,并购双方都委托同一投资银行,这个假设比较理想化的。更为接近现实的是图(略)所示的双投行中介模式,即并购方和被并购方委托各

自的投资银行作为顾问。这时,投行 a 接受并购方的委托,对 n 个被并购方进行搜寻;投行 b 接受被并购方的委托,对 n 个并购企业进行搜寻(注意,图中的投行 a 是并购企业的投资银行,而投行 b 是被并购企业的投资银行)。这样,为了完成一个并购双方的配对,投行 a 支付的成本,投行 b 也支付 n_c 的成本,即一个配对完成的总成本为 $2n_c$ 。同样假设并购市场上存在 m 个投资银行,基于与上面相同的理由,我们仍然可以假定,即每一个投资银行既可以在某些配对中作为并购企业的投资银行,也可以在另外一些配对中作为被并购企业的投资银行。这样,总的信息搜寻费用仍然是 $2mnc < 2n^2c$ 。

可以发现,在投资银行介入的企业并购中,信息搜寻费用确实被缩减了,其原因就在于某些投资银行对所有企业进行信息搜寻并建立信息数据库以后,它在为其他并购配对的中介中,就不需要再花费成本进行信息搜寻了。如果同一个投资银行中介的并购配对越多,其每个配对的平均信息搜寻成本就越低。或者说,并购市场上的投资银行数量越少,即投资银行越集中,其信息搜寻费用就越低。

2. 交易谈判费用的减少

而就交易谈判费用而言,在第一种模式下,交易双方亲自参加谈判,因而各自承担了部分的交易谈判费用;而在第二种模式下,交易双方已经委托各自的投资银行进行谈判,由于投资银行从事大量并购谈判会获得一定的经验,节省一定的费用,因而交易谈判费用中一部分转为投资银行的交易谈判费用,而另一部分则由于投资银行的经验而获得节省。以上两部分费用的节省构成了企业并购在投资银行介入后的最主要收益。

3. 其他费用的减少

① 资产评估费用:由于资产评估一般由专门的资产评估机构进行,因而这部分费用在两种交易模式下大致相同。

② 合同履行费用:一方面这部分费用只占企业并购总费用很小的比例;另一方面由于投资银行可以代替当事人进行监

督并处理相关的履行事项,因而会有所减少。

③ 交易风险费用:无论投资银行是否介入,交易风险费用都始终存在。但由于投资银行具有丰富的经验以及专业的技术手段,从某种程度上可以大大降低交易风险费用。

4. 投资银行的中介费用

前面我们分析的是由于投资银行的介入所减少的交易费用,但这里还必须考虑到由于投资银行的介入所增加的费用,即并购双方付给投资银行的中介费用。事实上,并购双方付给投资银行的中介费用包括了以下几个方面的补偿和收益:① 信息搜寻费用;② 交易谈判费用;③ 专业知识报酬。信息搜寻费用和交易谈判费用是由并购双方转移给投资银行的,并且在转移过程中有所减少,而专业知识报酬则属于新增的交易费用。但是我们发现,投资银行的专业知识主要包括行业知识和对行业发展趋势及并购政策法规的了解。这部分成本是具有规模效应的:随着投资银行完成的并购配对的增多,其获取专业知识的边际成本递减,因而专业知识所要求的平均补偿也在逐渐下降。在这样的前提

下,投资银行的介入可能会使得信息搜寻费用、交易谈判费用、以及其他费用的缩减部分大于专业知识的补偿成本。

四、结论

综合以上分析,我们可以知道,在投资银行的介入下,企业并购的交易费用的有些部分会减少,但是也额外增加了投资银行的中介费用,因而投资银行能否介入就取决于所减少的交易费用能否大于增加的投行中介费用。套用科斯关于企业边界的论述,我们可以得出结论:当投资银行介入的中介费用超过所减少的交易费用时,则并购交易会在并购当事人中直接进行,这就是早期企业并购多为直接交易的原因;而当投资银行介入的中介费用小于所减少的交易费用时,并购交易会在投资银行的中介下进行。而在当代企业并购大量增加以及投资银行业务日趋集中的情况下,现代投资银行介入企业并购的经济合理性也就显而易见了。□

作者单位:厦门大学经济学院金融系
地址:厦门大学东区 2 号楼 401 室
邮编:361005

