

并购重组与公司治理： 子公司为何“失控”？

许楠 西南财经大学会计学院

白家佳 中国工商银行江北支行 重庆

摘要

以“子公司失去控制”这一真实事件改编的特殊个案为基础，案例关注了管理会计并购重组中的并购动因、标的估值以及并购后母子公司双方的治理困境。结合管理会计中公司重组的知识点，本案例从并购前后的多个方面（并购重组的动机、定价、方式、后续治理）引导学生进行分析并尝试找出并购及后续整合中子公司失控的原因，并启发学生给出基于母子公司治理理论的现实解决方式。案例的亮点在于两方面：第一，案例改编自真实的事件，从并购环节、整合环节、管理环节等还原了并购重组中双方面临的现实问题和利益博弈。第二，大多案例集中于并购前的探讨，少有教学环节关注并购后母-子公司的治理问题。第三，本案例提供了与市场紧密结合的新素材，通过对失控事件始末的探讨，有机的联系了公司重组中多个知识点的应用。

关键词：子公司失控 标的估值 并购动因 母子公司-治理模式 业绩承诺

学习目的和教学指导：

目标课程：

适用于《公司重组与并购》或《公司治理与内部控制》等课程。这则案例不仅包含传统教材中公司重组与并购的话题，还将话题拓展到了并购后的母子公司治理。

长久以来，商誉管理是管理会计中战略管理的重要一环：这里的商誉更多指的是经济价值上的商誉——企业的品牌溢价、资源的稀缺性等；而合并中的商誉虽然被认为是财务会计确认和计量的重要内容，但代表了企业对并购企业真实商誉的估值溢价，因此，避免并购商誉与自身管理与利益相关者的评价等方面存在差距，产生较大的并购商誉风险，是管理会计参与商誉管理的关键环节。更重要的是，在管理会计中，并购后内控制度上的整合和控制机制设计——母子公司的整合和协同，常常被财务会计忽略，实际上也是管理会计关注的更为重要的治理问题。

案例目标：

通过让学生关注即便拥有绝对控股权的子公司也可能“失控”，让学生思考“控制”其实不仅仅是买入纸面股权即可达成的，而是需要通过一系列合约安排和治理机制去渗透和落实母公司对子公司的管控。同时，引入并购定价合理性的分析、并购后的治理模式思考，完整的把握母子公司的矛盾和冲突，寻找子公司失控的真正原因。

授课对象：

适用于修过《财务报表分析》课程的高年级本科生或会计专业学位研究生。案例集多种训练于一体，计算简单、篇幅短小，给出的问题和资料也颇具指向性和逻辑性，会自然的引导学生进行分析，确保学生在短时间内理解和破解案例。

教学计划：以一次三节课的课程安排来看，会计专业硕士的学生一般可以在一节课到一节半课内完成，剩下的时间供指导教师分享答案和引导课程讨论时使用。教师可以安排第一节课（40-50 分钟）让学生完成案例，第二节课前半节（20-30 分钟）讲解并购导致失控的因素（问题 1 和 2），考察学生对收购动机、价值评估合理性的掌握，从以上两方面引导学生找出子公司失控的（并购前）成因。这两个问题需要学生把握横向及纵向分析的方法，但计算简单，更突出解题的逻辑思路。第二节课到第三节课（40-50 分钟，其中 15-20 分钟时间自主查询资料）讲解并购后的治理问题（问题 3 和问题 4），建议教师从并购后双方的管控引导学生探讨子公司失控的（并购后）原因和对策。这两个问题需要学生查阅相关文献和理论，总结母子公司的治理模式，较为具有挑战性，通常花的时间较多，建议教师提示后留至少 15-20 分钟的时间给学生接入网络查找资料。问题 1-4 共同回答了本案例的主题——子公司为何失控，以及对此的对策和治理。

问题和参考答案

1. 新恒集团的收购动因是什么？博纳生物同意被并购的动机又是什么？这些动机为日后的子公司失控埋下了什么伏笔？

新恒集团的收购动机：

- 1) 如王晓伦所说，进入新科技产业，优化资产结构；但也如王晓伦指出，“这一业务对集团和现有管理层来说都不甚了解”，同时对中介机构的选择仅仅基于收费较低，没有考察团队的专业性，为博纳估值和谈判埋下伏笔。
- 2) 由案例内表 1 所示，自 2012 起，新日恒力营业收入和归属于母公司所有者的净利润几乎逐年下降，营业收入锐减趋势明显，集团迫切需要能够盈利的业务或子公司，买一只“下金蛋”的鸡（从案例附录附表 4 也可以看出博纳的高毛利率），也是新恒集团高价并购的动机之一，为日后博纳生物盈利不达预期埋下伏笔。

博纳生物接受并购、主动提出业绩承诺的动机在于：根据案例所述，徐夏仅提出两个要求：现金收购和保留管理层。

①高价现金收购，传递了博纳生物控制人出让控制权的决心和对现金的渴望。②从王晓伦的叙述中可以看出徐夏对并购后集团的助力和战略重心的转移都较为有信心，保留了对公司的经营权和主动提出的业绩承诺都能说明这一点（但在问题 4 的分析中我们可以看到，集团在并购后并没有助力博纳发展，将大量的精力放在其他业务，也为徐夏的失控埋下伏笔）。

2. 分析比较收益法和资产基础法的区别和适用情况。综合评价，新恒集团收购博纳生物的定价合理吗？是否与收购后接管失败是否有直接或间接关系？

1) 两种方法的比较

两种不同的估值方法依赖于不同的理论原理，资产基础法主要考虑资产的价值，但忽略资产组合的协同效应以及现有资产后续为公司带来的长期收益。收益法则主要考虑了资产的未来盈利能力和协同收益。

国际评估准则中，倾向于收益法，仅规定资产基础法通常适用于以下三种情况：

- (1) 处于初期或初创阶段的企业，其利润或现金流无法可靠地确定，而且按照市场途径与其他企业比较是不切实际或不可靠的。
- (2) 待评估企业是一项投资或控股的企业。
- (3) 该企业并非持续经营，而且其资产在清算时的价值可能超过该企业作为一家持续经营公司的价值。

除此之外，资产基础法的一般适用前提是要求被评估对象处于继续使用状态或被假定处于继续使用状态，能够确定被评估对象具有预期获利潜力，具备可利用的历史资料。

国内评估准则中，中评协颁布的《资产评估准则—企业价值》（2011）中将资产基础法定义为以目标企业评估基准日资产负债表为基础，合理评估所有表内表外资产，得到最终评估值的方法。同时准则提醒评估师注意，在评估持续经营的企业时，应尽量避免仅仅使用资产基础法作为评估方法。

综上，资产基础法的适用情况是有一定局限性的。学术界对两种方法的使用和评估结果展开了大量讨论，例如，郑炳南和刘永清（1999）认为企业整体资产基础法和收益法属于两种评估理念，共同使用时结果不能相互佐证，但是可以评估投资价值，资产基础法至少可以评估投资价值的最低值，因此在并购重组中，资产基础法评估结果可以看作目标企业价值的兜底值和参考值。毛剑锋（2014）根据实际工作经验对资产基础法在企业价值评估中的应用提出了新思考，他认为短期投资、产成品（库存商品）、长期待摊费用、土地适用权等资产无法以重置的思路进行评估，应当恰当地采用收益途径或市场途径。

综合来看，我们补充了明确答案：“案例中使用收益法为主的评估方法是合理的”。在实务中，应主要考虑被收购公司的利润或现金流可持续并能可靠确定。虽然选择收益法是更加贴合市场情况的，但在公司的利润或现金流可持续性评估上，需要谨慎和公允。在估值合理性评价中，我们探讨这些指标的估值是否公允。

2) 估值合理性评价

根据案例内表 2 收益法给出的数据，可以推算出教案 - 表 1 中的博纳的销售毛利率、销售净利率和营收增长率。

表 1：根据预测数据推算的相关盈利指标（单位：万元）

	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	6616.51	16088.39	24416.30	41974.56	62548.09
营业利润	2244.49	5673.64	9395.78	17085.97	27019.86
净利润	1891.66	4781.74	7918.76	14400.05	22772.34
销售毛利率	33.92%	35.27%	38.48%	40.71%	43.20%
销售净利率	28.59%	29.72%	32.43%	34.31%	36.41%
营收增长率	—	143.16%	51.76%	71.91%	49.01%

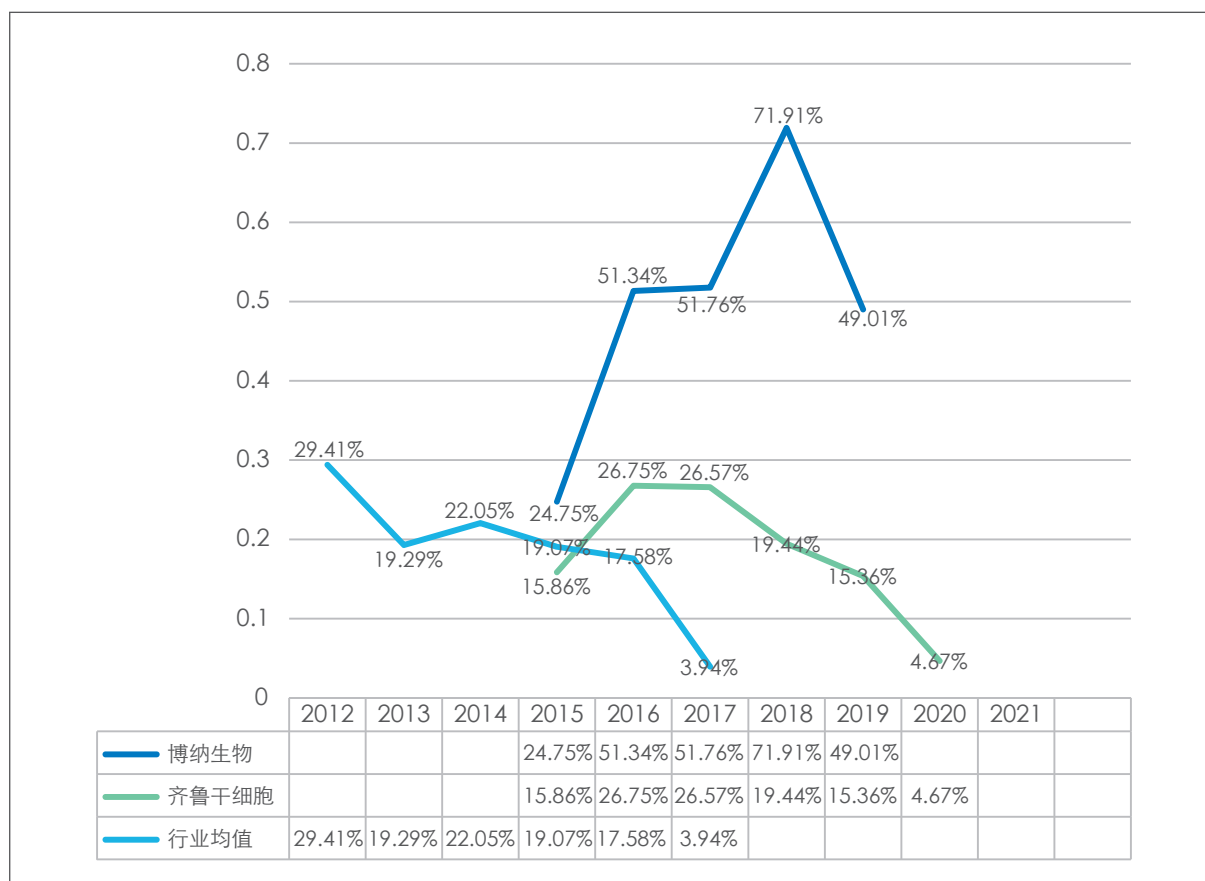
而据案例附录中附表 1 的实际数据，可以看出并购前 2014 年公司毛利率仅 3.65%，2013、2014 年公司净利率也仅为 0.73%、0.32%，这两年的数据与对其 2016-2019 预测的数据差距极大。即使是盈利状况好转的 2015 年上半年度，销售毛利率、净利率也分别低于预测的 2015 年下半年度的对应值近 10%。

另外，与类似并购和行业数据比较：如案例附表 2 所示，同期齐鲁干细胞公司是运用收益法进行价值评估预测营业收入增长率最高不超过 27%，最低仅为 4.6%，均值为 18.1% 左右。齐鲁干细胞也是很好的比较对象：第一，收购时期方面，使用同期类似的收购案例作为对比，在收购估值同期，市场平均回报率、贴现率的选择上都应该都是相似的，排除因收购时期不一致产生的估值差异。第二，评估方法方面，南京新百公司收购齐鲁干细胞公司，运用的也是收益法进行价值评估，与案例高度类似，具有可比性；第三，收购类型方面，南京新百公司收购齐鲁干细胞，收购类型也与案例一致，均是跨行业的不同业务类型的收购，作为同类型收购估值的参考较为有说服力。如案例附表 3 所示，生物科技行业 2012-2017 年平均营业收入增长率最高也不超过 30%，最低仅在 3.9%，均值为 18.56%。

因此，如教案图 1 所示，博纳生物价值评估中营业收入增长率预测持续高于同期同行业公司预测值和行业实际平均值。这反映出博纳生物公司进行股权价值评估时采用的营业收入等预测值过于乐观理想，在真实市场竞争中难以实现。

综合上述分析，新恒集团较大程度地高估了博纳生物的未来收益。

图 1：博纳、齐鲁预测营业收入增长率与行业实际值对比



3) 与收购后接管失败的关系

这一高估和后续的业绩承诺会对子公司博纳生物产生较大影响。新恒集团高估了博纳生物的未来收益，造成集团公司在并购活动中获取的实际收益与预期收益存在极大差距，并且高额的溢价伴随着商誉减值的风险。而博纳生物提出的业绩承诺使得博纳生物也同时接受了高溢价带来的并购风险。

新恒集团在并购博纳生物时定价存在偏高的可能，这与企业价值评估方法的选择、未来收益情况的预测、对并购公司以及行业的调查了解等诸多环节有关。在并购时新恒集团为了快速完成并购，对于目标公司的了解不够详细，对定价的讨论也过于乐观。信息的不充分可能使得方法选择和预测数据的准确性受到影响，从而得到偏离企业真实价值的定价。

而高额的溢价带来商誉减值、融资风险等问题，为了尽可能的转移相关并购风险，集团选择采用业绩对赌协议。但是业绩对赌协议并没有真正消除并购风险，只是将不良局面的出现时间延后。并购的高额定价是此次子公司失控事件的源头之一，集团为了规避高定价、高融资、高商誉带来的财务风险和压力，采用业绩对赌协议，将风险全部转嫁给子公司。为了防止大量现金支付导致资金流断裂，集团对子公司的规划并不是长期缓慢稳健发展，而是期望其市场占有率、营收、利润指标都迅猛上涨，立刻为公司带来高效回报。这样的高价并购交易过于不近人情，更像一场短期对外投资活动，与收购初衷大相径庭。并购双方着眼于各自的短期利益，而不是更多的谋求融合发展、长期稳健发展。

3. 并购后，新恒集团对于子公司的人事和财务是如何协调和管理的？母子公司治理和协同整合是否存在问题，从而导致对并购后的子公司管理的失控和并购最终的失败？

- 1) 新恒的管控现状：结合新恒集团实际情况，其对于博纳子公司的管控模式偏向于高度分权化的自主管理型，此管控模式重点在于对子公司重大决策的审核控制和对财务指标的监控，一般向子公司派遣有权利的董事或改组董事会，对于子公司的业务运营无直接介入。集团对人事的管理仅在于——派出的两名董事，财务管控更是无相关作为。
- 2) 问题和评价：在此模式下，子公司较为独立，管理层拥有较大的决策管控权利。而博纳在刚被并购后就采用此管控模式，这对于其融入集团是不利的。而博纳所处的行业环境不确定性程度较高，子公司的在面对市场竞争时更需要集团的帮助。另外，高度的分权化管理，使得权利大量下放流失，也成为子公司管理者徐夏能够带来博纳脱离集体管控的原因之一。

人事管理中对于子公司失控起到推波助澜作用的较大因素是集团的不作为。虽然派出的两名董事都是经验丰富的集团相关高层，但是由于身兼数职，缺乏对子公司的日常经营起到时刻监督或帮助的作用。另外，董事这一职位本来对于子公司的干预能力就较弱。虽然在法律上拥有了博纳，但是从员工管控而言，博纳几乎和并购前一样是完全独立的。集团在子公司财务部门、业务部门、科研部门等重要环节都没有指派管理者，也间接导致了博纳原控制人保有大部分实质控制权，拒绝提交财务数据，不配合审计的原因之一。

4. 新恒集团并购博纳生物的初衷实现了吗？或者说博纳生物享受到了集团平台的助力吗？

结合新恒集团并购博纳的初衷，是为了实现企业双主业模式，积极拓展新的业务领域，优化集团的业务结构。但是，结合附表 4 的数据，可以看出 2016 年集团仍大力发展了电解铜贸易业务，其占比高达 69.89%，增长率达 812.37%，而这一业务的毛利率仅 0.33%，对于集团的盈利并无明显益处。而对于业务毛利率高达 82.43% 博纳生物干细胞业务却并没有着重发展，业务占比仅为 4.04%，在整个集团业务中地位颇轻。从交易背景也可以看到，由于混合并购，双方业务差距，例如品牌效应、潜在客户、营销模式等都迥然不同。并购后集团与子公司各自经营。公司举债高价并购博纳生物，并且签订了高业绩对赌协议，但是集团的业务重心并没有实现从传统制造业到干细胞业务的转移，与案例中王晓伦的多处叙述大相径庭。企业在业务上的能力不仅没有实现一加一大于二的有利局面，在徐夏最后描述中，也隐晦的指出集团责任。

5. 结合以上问题，在并购后母子公司的治理问题上，你认为哪些方面是重点关注的内容？你会如何建议新恒采取合适方案来管控子公司？

重点关注和对新恒的建议：

1) 合理选择管理模式

在完成对公司的并购后，集团常用的集权或分权的管理模式。已有文献从子公司治理角度对母子公司管控模式研究结论总结，主流的几种管控模式及其特点如教案表 2：

表 2：母子公司管控模式分类

主要管控节点	行政管理型	自主管理型	治理型
决策权	母公司	子公司董事会	母公司参与、子公司董事会
经营权	母公司	子公司经理层	子公司经理层、 母公司有控制权
子公司人事权	母公司	子公司	母公司通过子公司董事会 进行操作
管控主体	母公司经理层	母公司董事会 管理层	母公司董事会 管理层
管控客体	子公司经理层	子公司董事会	子公司董事会
集权化程度	集权	分权	集分权

新恒集团对于高价并购的子公司就采用了放权式的管理模式，集团不派遣管理团队干涉子公司的经营决策。另一种常见的就是集权化的干预式管理模式，集团在通过人事安排介入子公司运营并且逐渐渗透完全掌控子公司。但是两种并购后常见的管理模式都容易走向极端化，过度放权容易导致集团无法对子公司实施管控甚至对其财务数据的真实性也无法核查；而过于干预的集权化管理则容易令子公司面临较大的人事波动从而影响经营成果，原控制人和集团可能因为对赌失败等产生纠纷。总体而言，集团应当结合自身实际情况选择合理的管控模式，同时要注意把握好对子公司的管理尺度，尽量避免过严或过松的极端情况出现。

2) 倡导员工交流融合

在并购后对于子公司的人力资源应当进行调查、调整、交流、融合等步骤，并且应当在子公司重要岗位安排集团管理者进行重要决策的监督商议，降低子公司失控的风险。公司也应建立有效的沟通机制，积极向子公司宣传自身品牌，让子公司员工对于集团公司产生认可和归属感，避免子公司过分独立与集团公司脱节。尤其是跨行业并购如同新日恒力案例，员工的交流也是两个截然不同行业、不同学科、不同技术领域激情四射的碰撞，产生的火花更可能推动企业的创新和发展。而在不断的碰撞磨合中，子公司才能真正融入集团，而不只是意味着法律上的被控制，实际业务中的失控。

3) 注重文化整合

由于跨界并购，集团对于子公司业务掌控能力较弱，必须采取一定的措施或制订合理的计划，不能因为不了解就选择不参与子公司的业务的消极处理手段。例如新日恒力从金属制造业到干细胞行业的高度跨界使得集团更需要思考双方业务流程、企业文化、管理模式等方面的迥异之处并且使得业务进行融合。

4) 注重集团和子公司财务管理

企业并购后对于子公司以及集团公司财务的管理融合等环节是并购能否保持成功为公司带来效益的重要步骤。首先，集团公司应当以自身财务情况为重点考量对象，只有在集团保持良好财务的大环境下子公司才更有可能维持较优的财务结构。集团公司的财务情况如同坚实的地基，是子公司发展的必要前提。博雅干细胞的失控并不能脱离集团公司的不良财务状况单独讨论。在并购决策和后续管理中，对于集团公司的财务管理应当放在首要位置，不能本末倒置。另外，集团财务的状况不能由个别子公司起主导作用，尤其集团公司大多是希望并购子公司在短期之内就带来明显的利润，从而改善集团整体的财务水平。但是依靠于新子公司提升财务水平并不是可持续的。

联络 IMA 中国

电话: 8610-85534600 4000 462 262

邮箱: imachina@imanet.org

网址: www.imachina.org.cn



扫描二维码关注官方微信



扫描二维码关注 CMA 订阅号



扫描二维码关注官方微博



扫描二维码关注 SF 小程序



扫描二维码关注官方抖音号



案例写作讲座视频回放