

A集团并购瑞典B企业的风险分析及对策

张兴海 王玉红 柳莹莹

当经济全球化的路径逐渐清晰,我国企业的海外并购逐渐成熟并常态化。但由于陌生的市场环境、全新的商业规则和差异巨大的社会文化等方面的原因,多数跨国并购的结果并不尽如人意。本文以A集团并购瑞典B企业为例,结合案例执行的四个阶段,运用德尔菲法和层次分析法对各阶段并购风险进行判断和测度,最后为A集团以及其他企业跨国并购提供风险规避对策。

一、并购背景介绍

A集团是我国大型轴承企业,主导产品是重大技术装备配套轴等,国内市场占有率在20%以上。并购对象B企业是世界先进的高精密磨床制造企业,由拥有10亿欧元资金规模的N公司全资控股。B企业生产设施在瑞典,少部分产品从2008年开始在印度生产。

A集团并购瑞典B企业主要分为四个阶段:①准备计划阶段。此阶段按时序分为交易前管理、确定收购目标并与收购目标达成初步框架协议。②尽职调查阶段。具体步骤包括:收到数据索引和数据室使用协议、递交尽职调查清单、安排解答问题、使用数据室并进行实地考察进而完成业务、法律、财务方面的尽职调查;制定交易结构并进一步对目标企业估值;起草收购协议书。③谈判交割阶段。包括提交正式的收购协议、谈判交易价格、收购资金到位,商定签署最终收购协议书。④并购整合阶段。由于A集团

未确定准确收购标准,寻找目标过程消耗过多人力、物力和财力,市场信息的不对称和不完整以致对B企业的估值过高等风险因素导致并购并未成功,但这次并购案中风险因素的分析研究,能够为其他企业提供一些风险规避对策和启示。

二、风险分析

(一)运用德尔菲法判断并购风险因素

在12名专家的配合下,A集团基于德尔菲法,请专家预测并购前、中、后所涉及的主要风险以及各个风险的构成因素。经过三次意见收集、汇总,专家们达成共识,得到判断结果如下:

1. 准备计划阶段风险

战略风险在准备计划阶段尤为突出。另外,在中介费用金额的确定和支付方面表现有一定的财务风险。不正确的收购标准、市场信息的不对称性和不完整性,都可能导致并购方向和并购估值的失误,产生巨大风险。在聘请中介机构时,涉及中介费用金额和支付时间的确定,这些会涉及到一定的财务风险。A集团与财务顾问签署顾问协议时,将支付费用的时间点后至至保密协议签署并向其提供保密信息时,这大大降低了并购方的财务风险,也提高了并购成功率。

2. 尽职调查阶段风险

通过分析发现,政治、法律风险和财务风险在尽职调查阶段很突出。这是因为,近年来投资保护主义兴起,跨境并

购交易充满政治、法律和舆论挑战。国家安全、民族利益、民众排外情绪等都成为东道国加强监管、控制、干预甚至阻止并购活动的借口,尤其是机械行业会涉及反垄断和国家安全的问题。A集团在并购过程中发现,B企业的输出控制政策与当地政府政策文件存在不一致。

在法律风险方面,瑞典的养老保险制度给并购带来了一定风险。并购后并购方需支付大额的退休金。如果并购后该公司破产,根据已与保险公司签订的信用保险,养老金是强制性的支付部分。

另外,B企业的报表显示其资产负债率高达87%,债务由外债和母公司债务组成。虽然B的母公司N拥有大量现金,但B的可用现金只占年销售量的4%,这是非常大的运营风险和财务风险。

3. 谈判交割阶段风险

通过分析发现,在谈判交割阶段的协议条款、收购资金的筹集都会涉及到很大的财务风险。此风险的潜伏时间长、隐蔽性强、识别难度大。

在融资方面,A集团争取获得政府并购补助,这虽然是一个非常好的融资渠道,但这项政策可能会变化,存在截止日期。如果向进出口银行贷款,贷款额度可以高达并购资金的70%左右,但A集团仍然需要30%左右的自筹资金。在企业资金的流动性方面,并购必然会导致A集团大量的现金支出。过重的债务负担致使现金短缺,加上缺乏短期融资,会对正常生产经营活动产生影响。

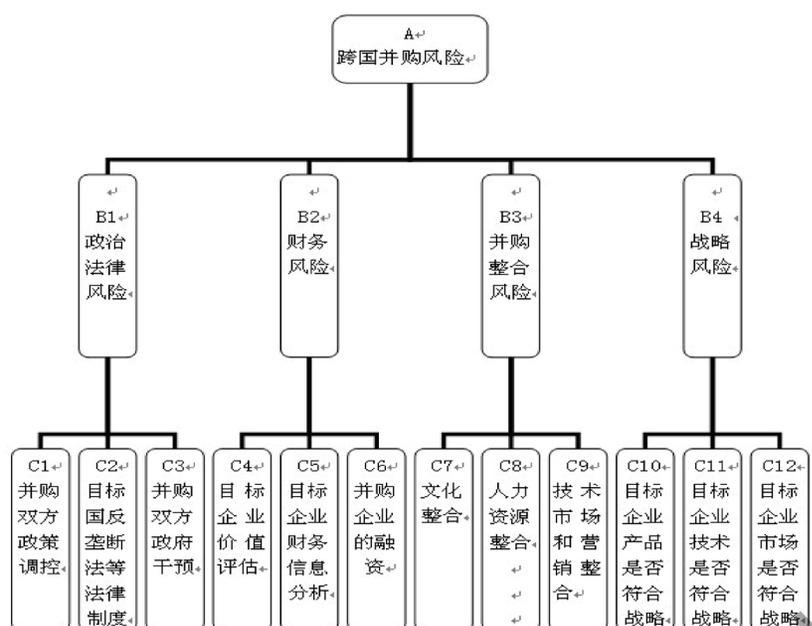


图1 A集团并购B企业风险层次结构模型

表1 标度表

| 标度 | 定义 |
|---------|----------------------|
| 1 | G因素与H因素同样重要 |
| 3 | G因素相比H因素略重要 |
| 5 | G因素相比H因素较重要 |
| 7 | G因素相比H因素非常重要 |
| 9 | G因素相比H因素绝对重要 |
| 2、4、6、8 | 为以上两种判断之间的中间状态对应的标度值 |

在估值方面，B企业曾是上市公司，它的母公司N于2008年1月将B收购退市。当时的交易对B股权作价总额为1.65亿美元。该项交易会成B定价的一个参考点。按照初步的交易结构，A集团将先收购B企业精密磨床部分股份，如果单纯按照收入比例确定收购额，精密磨床的销售收入约占集团的30%，那么精密磨床作价在5 000万美元左右，加上一定溢价后，磨床业务的估价大约会低于1亿美元。但实际情况中还需要考虑公司的盈利、负债、成长性等多方面因素，5 000万美元与国内近十年部分企业海外收购额相比偏高，这将加大A集团的资金压力，增加了财务风险。

4. 并购整合阶段风险

通过分析发现，运营及整合风险主

要出现在并购整合阶段。

A集团在制定交易结构时考虑采用管理层的股权计划，与管理层目标业绩挂钩，给母公司N和管理层保留部分股份，先收购B企业中精密磨床部分的控股股份。这样在整合的初期能够更好地得到现有股东、管理层以及员工的支持。

(二) 运用层次分析法测度并购案例风险因素

得到德尔菲法对A集团并购瑞典B企业风险因素的判断结果后，为了避免判断的主观，再运用层次分析法对其进行量化处理，同时也是对德尔菲判断结果的验证。

1. 构建层次结构模型

将德尔菲法预测的风险元素按属性分组，按支配关系分层，同一层次元素

作为准则对下一层次的某些元素起支配作用。这样就形成了自上而下的支配关系，一种阶梯层次结构如图1所示。

2. 构造两两比较判断矩阵及权重计算

A集团依据层次分析法的原理和程序，聘请专家，自上而下对跨国并购风险因素层次指标进行两两重要程度判断比较，构造判断矩阵A，引入1~9的标度，如表1所示。

构造判断矩阵A， λ_{max} 为判断矩阵A的最大的特征值， $W=(W_1, W_2, \dots, W_n)$ 为与 λ_{max} 相对应的正规化特征向量， W 的分量 W_i 即是相应指标 X_i 的权重，也就是 X_i 的重要程度。根据政治法律风险、财务风险、并购整合风险、战略风险因素构造A-B判断矩阵如表2所示。

$$\bar{W}_1 = \sqrt[4]{1 \times 2 \times 3 \times 5} = 2.340$$

$$\bar{W}_2 = \sqrt[4]{\frac{1}{2} \times 1 \times 2 \times 3} = 1.316$$

$$\bar{W}_3 = \sqrt[4]{\frac{1}{3} \times \frac{1}{2} \times 1 \times 2} = 0.760$$

$$\bar{W}_4 = \sqrt[4]{\frac{1}{5} \times \frac{1}{3} \times \frac{1}{2} \times 1} = 0.427$$

$$\bar{W}_1 + \bar{W}_2 + \bar{W}_3 + \bar{W}_4 = 4.843$$

$$W_T = (0.483, 0.272, 0.157, 0.088)$$

$$A^* \cdot W = \begin{pmatrix} 1 & 2 & 3 & 5 \\ \frac{1}{2} & 1 & 2 & 3 \\ \frac{1}{3} & \frac{1}{2} & 1 & 2 \\ \frac{1}{5} & \frac{1}{3} & \frac{1}{2} & 1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} 0.483 \\ 0.272 \\ 0.157 \\ 0.088 \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 1.938 \\ 1.092 \\ 0.630 \\ 0.354 \end{pmatrix}$$

$$\lambda_{max} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{W_i'}{W_i}}{n} = (1.938/0.483 + 1.092/0.272 + 0.630/0.157 + 0.354/0.088) / 4 = 4.015$$

3. 一致性检验

一致性检验可以避免其他因素对判断矩阵的干扰，通过检验，说明判断矩阵在逻辑上是合理的，可以继续对结果进行分析。一致性检验需计算： $CR=CI/RI$ 。式中，CR为一致性比例。当 $CR<0.10$ 时，认为判断矩阵的一致性是可以接受的，否则应对判断矩阵做适当修正。CI为一致性指标： $CI=(\lambda_{max}-n)/(n-1)$ 。式中， λ_{max} 为判断矩阵的最大特征根；N为成对比较因子的个数；RI为随机一致性指标，可查表确定，如表3所示。

$$CI = (\lambda_{max} - n) / (n - 1) = (4.015 - 4) / (4 - 1) = 0.005$$

表2 A-B判断矩阵表

| A* | B1 政治法律风险 | B2 财务风险 | B3 并购整合风险 | B4 战略风险因素 |
|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|
| B1 政治法律风险 | 1 | 2 | 3 | 5 |
| B2 财务风险 | 1/2 | 1 | 2 | 3 |
| B3 并购整合风险 | 1/3 | 1/2 | 1 | 2 |
| B4 战略风险因素 | 1/5 | 1/3 | 1/2 | 1 |

表3 修正值RI表

| 标度 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|----|------|------|------|------|------|
| RI | 0.00 | 0.00 | 0.58 | 0.89 | 1.12 |
| 标度 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| RI | 1.24 | 1.32 | 1.41 | 1.45 | 1.49 |

$CR=CI/RI=0.005/0.89=0.006 <$

0.1 (排序结果有满意的一致性)

因此, $W_T=(0.483, 0.272, 0.157, 0.088)$, 依次表明政治法律风险、财务风险、并购整合风险、战略风险在并购风险中的权重。

同理, 对二级指标进行比较构造判断矩阵及权重计算(计算结果略), 最后得出跨国并购风险权重计算表, 如表4所示。

从表4可知, 政治、法律风险是影响A集团并购瑞典B企业的首要风险, 其次是财务风险、并购整合风险, 战略风险权重排在最后。

在政治、法律风险中, 并购双方政府干预权重最大, 要首先予以重视。在财务风险中, 目标企业财务信息分析权重最大, 说明信息的不对称性对并购的影响很大; 其次是目标企业价值评估、并购企业的融资。在并购整合风险中, 文化整合占最重要的地位, 中西方文化的差异不容忽视。在战略风险中, 目标企业的产品是否符合战略需要权重最大, 其次为目标企业的技术、目标企业的市场是否符合战略需要。

三、风险规避对策

经过对众多并购风险因素的分析研究, 能够为A集团并购瑞典B企业遇到的风险提出可行性的风险规避对策, 同时也为我国机械行业“走出国门”提供有益

的借鉴。

(一) “知己”——充分的自我评价

1. 知并购战略

俗话说知己知彼百战不殆, 企业要“走出去”, 一定要明确战略动机, 同时制定准确的收购标准才能制定出可行性高的跨国并购战略, 规避战略风险。在并购战略制定中还必须制定准确的收购标准, 避免再出现寻找并购目标过程中过多耗费人力、物力和财力的情况。

2. 知融资能力

跨国并购交易金额一般较大, 交易金额之外的各项费用也是一笔不小的开支, 如果没有做好充分的自我融资能力分析预测, 庞大的资金费用很容易对企业正常的经营造成不良影响, 因此在选择筹资的时机、规模和方式时要充分考虑需求和经营安全。

(二) “知彼”——详尽的尽职调查

1. 知企业概况

由于市场信息不对称、不完整, 在了解“彼方”时要多下功夫。A集团属于机械行业, 被并购方的知识、技术、资产的产权问题是否明确关乎并购的成败。在并购前, A集团要做好相关调查, 并要明确交割的先决条件, 确保相关技术产权通过相关机构的审批。A集团还应了解人力资源对企业经营的影响情况, 根据调查结果提前拟定并购后人力资源整合方案。留住原有人才, 才会留住原企业的宝

贵客户、渠道等有利资源。另外还要了解与瑞典的民俗文化差异。详尽的调查会将并购风险大大降低。

2. 知政策法律

A集团应重点考虑职工安置及其福利保障等社会问题。由于瑞典国家的养老保险金制度与中国的不同, A集团不仅要考虑政策法律风险, 还要考虑资金支付的财务风险。另外, 很多外国政府以国家安全为由, 或为增加本国就业、促进当地经济的发展, 对一些重要的公司并购进行干预, 因此要详尽调查相关的政策法律, 尽量做到规避政治、法律风险。

3. 知企业价值

在对瑞典B企业的概况和东道国相关政策法律了解的基础上, A集团要对其价值进行准确评估, 除上述方法外, 还要运用收益法、成本法和市场法等从经济技术角度做出价值评估, 使交易价格相对公正合理, 从而提高交易成功的机率。

(三) “双剑合璧”——外聘专业团队与组建自有团队

1. 外聘专业团队

由于市场信息的不对称性和不完整性, 外聘投资银行、资产评估机构、法律咨询机构、财务顾问公司等中介机构可以提供更简洁、合理、有效的建议, 帮助企业制定并购战略。

2. 组建自有团队

有的外聘专业团队为了使交易能顺利进行并获得最大的利益, 时常“两边说好话”。因此企业应组建内部并购管理团队, 吸收和培养相关人才, 实时参与到并购过程中, 掌握全面、真实的信息。

(四) “海纳百川”——并购整合

1. 营销、市场整合

并购后的经营环境具有很大的不确定性, 过于庞大的规模可能产生规模不经济, 甚至拖累整个企业集团的经营业绩。A集团可利用尽职调查阶段所获信息, 在获取原来的销售渠道、销售方式基础上完善发展, 利用同当地原料供应商、产品客户多年建立的友好合作关系, 使

表4 跨国并购风险权重计算表

| A级 | 权重 | B级 | 权重 |
|---------|-------|------------------|-------|
| 政治、法律风险 | 0.483 | 并购双方政策调控 | 0.167 |
| | | 目标国反垄断等法律及养老保险制度 | 0.333 |
| | | 并购双方政府干预 | 0.500 |
| 财务风险 | 0.272 | 目标企业价值评估 | 0.333 |
| | | 目标企业财务信息分析 | 0.500 |
| | | 并购企业的融资 | 0.167 |
| 并购整合风险 | 0.157 | 文化整合 | 0.550 |
| | | 人力资源整合 | 0.210 |
| | | 技术、市场和营销整合 | 0.240 |
| 战略风险 | 0.088 | 目标企业的产品是否符合战略需要 | 0.550 |
| | | 目标企业的技术是否符合战略需要 | 0.240 |
| | | 目标企业的市场是否符合战略需要 | 0.210 |

并购后企业能够迅速在当地销售市场的同类商品中具有竞争力,同时节省采购、销售成本,最终成功地形成良好的协同效应,实现营销系统和市场的整合。

2. 文化整合

“第六届中国企业跨国投资研讨会”发布的《中国企业海外投资及经营情况调查报告》显示,文化整合是跨国并购整合的一个重点,海外并购遇到的经济文化风险高于政治政策风险。A集团要主动了

解东道国和异国员工的民族文化、传统习俗,了解企业历史和文化风格,努力寻找双方文化的契合点,保留各自文化的优秀成分,构建适应未来发展的新文化。

3. 人力资源整合

人才是企业最重要的资源。许多研究表明,各种非正式的关系和行为方式构成了并购整合的最大障碍。并购后A集团要坚持以人为本的理念,任人唯贤,尤其是那些熟悉东道国的法律、政策和文化,了解顾客需求,有广泛的当地社会关系和销售网络的人才,要主动挽留。并购后组织结构的变化、制度的修订、职位的调整要能充分调动各方面的积极性和创造性,最终实现人力资源优化配置。■

(作者单位:瓦房店轴承股份有限公司 东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心 中国建设银行股份有限公司辽宁省分行)

责任编辑 李斐然

● 简讯

中国上市公司投资者保护论坛暨会计投资者保护指数发布会在京召开

2013年9月18日,北京工商大学召开了中国上市公司投资者保护论坛暨会计投资者保护指数(AIPI2013)发布会。财政部企业司司长刘玉廷、北京市国资委副主任谢忠胜等政府部门代表,以及来自上市公司及投资机构、在京高校和科研机构、财经媒体等单位的代表共100余人参加了发布会。刘玉廷司长以“国有企业运行与投资者保护”为题作了主题发言。刘司长认为,随着资本市场的不断发展,有关投资者权益保护的问题越来越受到重视,他高度评价了北京工商大学会计投资者保护团队所取得的成绩,并看好其今后发展。北京工商大学副校长谢志华以“出资者财务与投资者保护”为题作了主题发言。他表示,虽然近几年我国上市公司的内部控制质量和会计信息质量有了一定程度的提升,但中国上市公司的会计投资者保护水平依然在低水平徘徊,会计信息质量和外部审计质量与往年持平、管理控制与财务运行质量都出现了较大幅度的下降。对于上市公司投资者保护水平连续四年下滑的原因,谢志华认为,受后金融危机影响,过度投资带来的遗留问题导致企业成长能力低下、自我创新能力不足、价值创造乏力,加之企业结构调整与升级处于产业调整期,使投资者保护呈现逐年下滑的态势。会议宣布了中国上市公司投资者保护前10名及后10名名单。最后,参会代表与会计投资者保护项目组就一些热点问题进行了交流。

(本刊记者)