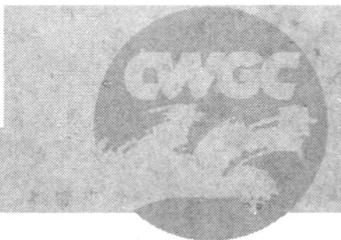


基于财务视角的华源并购 失败案例分析



朱爱丽

一、华源并购危机始末

1992年，原纺织工业部在上海浦东注册成立了以纺织为主业的华源集团。之后在不到13年的时间里，华源通过资本运作实现了跨越式发展，产业范围涉及农机、医疗等领域。截至2004年年底，华源拥有全资和控股子公司11家，并拥有华源股份、华源发展、华源制药、上海医药、双鹤药业、万东医疗和凯马B股等一批上市公司。2005年总资产已达到了572亿元，注册资本也由1.4亿元增加到了10多亿元。

华源并购所用资金大多为银行贷款，因此，其资金链具有天生的脆弱性，这种脆弱性对于其并购后的整合提出了严峻的挑战。在国家开始进行宏观调控、银行信贷体制改革加快的情况下，华源实施整合、压缩银行负债的速度没有达到银行收缩信贷规模的要求。2005年9月，华源部分企业的短期贷款偿还逾期，在短短几天内便遭到了上海银行、浦发银行等十几起诉讼，涉及金额超过12亿元。随着多家债权银行起诉，债权银行冻结了华源下属部分公司和上市公司的部分股权，使股票价格发生波动，生产经营受到制约，多年来以巨额举债实现快速并

购扩张的华源陷入了财务危机。2006年4月，华润集团以获得华源70%的股权正式入主华源，至此，华源并购以失败告终。

二、基于财务视角的华源并购案例分析

隶属国务院国资委的华源集团，凭借其良好的国资背景、发展机遇，通过不断兼并、收购，实现了快速发展，创造了中国资本市场的奇迹，2004年曾以404.61亿元营业收入位列中国1000家大企业集团的第29位，但其为何会陷入财务危机？本文从财务角度对华源并购失败案例进行剖析。

1、华源并购大多为财务性并购而非战略性并购，使企业不可避免地落入了并购陷阱

企业并购的根本动因是追求企业价值最大化，即为了实现 $1+1>2$ 的协同效应，但在华源的并购实践中，并购的动因掺杂了较多的其他因素。

首先，华源在并购决策上缺乏以核心竞争力为导向的并购思想，为并购而并购，热衷于资本经营，忽略了并购的目的，盲目走上了多元化的路子。结果规模虽然扩大了，资产创利能力却不断下降，使企业落入了并购的陷阱。

其次，华源并购过多地关注短期财务利益，以获取政府的各种优惠政策作为主要推动力，而并非是看目标企业中既有的业务与资产价值，其收购的多数目标企业资产质量较差，长期以来沉淀了较多的不良资产，有的还存在大量的或有负债，给并购埋下了隐患。

再次，作为国资委旗下的企业，在国家政策的支持下，华源一度成为风光一时的“并购先锋”，弱化了华源并购的风险意识。这种非市场化的并购行为自然无法抵御市场经济行为的冲击，一旦银行重新评估企业扩张的风险而追讨贷款，并购资金链的断裂就成为必然。

2、华源依赖银行贷款的支撑，缺乏风险控制措施

(1)华源自成立以来就一直利用央企的优势，从银行进行大笔贷款，资金链脆弱，隐性的风险可想而知，这是导致并购失败的直接原因。2005年以来，华源总资产为572亿元，集团的银行贷款长年维持在近60亿元的规模，而纳入华源合并财务报表的11家核心企业，其整体银行负债逾250亿元。在2005年，华源每个月到期需偿还的银行债务达3亿~4亿元。随着银行信贷管理

体制改革的加快,华源在资金调度、管理模式上明显跟不上步伐,不可避免地遭遇财务危机。

(2)华源短贷长投,并购耗费了大量的流动资金,流动性风险不可避免。期限匹配理论指出,企业应将债务的期限与企业资产的期限即资产产生现金流的期限模式对应起来,以减少因资产产生的现金流不足以支付利息和投资需要而带来的流动性风险。如果债务期限比资产期限短,资产不能产生足够的现金流来偿还债务,那么流动性风险就不可避免。企业并购过程中资产负债结构配置不当是导致流动性风险的一个主要原因。在华源的负债结构中,短期债务过高,短贷长投导致负债结构严重不合理,且华源在并购过程中主要采取现金支付方式,而新并购企业不能迅速为华源补充现金流,因而华源不可避免地陷入了资金链断裂的局面。

3、华源并购财务整合不力,无法实现协同效应

从纺织龙头企业到农机航母再到中国最大的医药集团,华源在陌生的产业领域,整合未见起色。到2000年,华源在纺织品总量上已跃居全国第一,但始终看不到自己的核心竞争力,没有突出的品牌,没有“单打冠军”。而农机业也无法实现整合的协同效应,亏损严重,华源最终在2005年5月全线退出。华源进入上药集团和北药集团,虽力求实现纺织和医药的整合效应,却由于纺织板块日颓,医药板块内部也难有协同,仅是“兼而不并”,使并购流于形式。

此外,华源内控薄弱,没有实现财务整合,主要表现在:一是财权比较分散,具有独立法人地位的各子公司的财权较大,集团总部难以控制。二是对各子公司未建立起有效的财务负责人委派制度,集团总部不能完全掌握子

公司的资金运行状况。三是集团未建立起统一的财务会计制度和财务报告制度。四是集团内审体系建设较薄弱,对子公司缺乏必要的内审流程。五是财务基础管理特别是财务信息化的基础十分薄弱。华源外部主要依靠高额银行贷款投入,内部又无法实现管理、财务与运营的协同效应,无法获得稳定的现金流入,经营和财务风险日益加大,最终使资金链断裂,从而导致整个集团的倒塌。

三、华源并购引发的思考

1、政府对国有企业并购应给予必要的政策指导和监管

在华源并购扩张的过程中,政府部门除了一路“绿灯”给予政策上的支持外,并没有给予相对应的政策指导和监管。如果政府对于重点央企在给予重点支持的同时,还能够给予重点关注,关注其风险与并购中可能出现的问题,多进行一些例行检查,则华源的问题就可能早一点被发现。因此,政府在对国有企业并购给予支持的同时也应加强必要的政策指导和监管。

2、并购企业应端正并购动机

华源并购失败,很大程度上缘于盲目并购。多元化投资与经营作为分散财务风险的一种重要手段,可以减少企业的风险损失。但是如果不切实际地搞多元化投资与经营,涉及过多产品或项目,主业不突出,不仅不能分散风险,反而会使企业陷入困境。并购企业应端正并购动机,根据自己的发展战略,立足长远发展,从理性层面考虑规模效应,实行强强联合、优化重组,从而达到企业间优势互补、提高核心竞争力能力的目的。

3、重视财务风险的防范与控制

从财务角度看,资产负债结构的优化和调整以及现金流量的合理匹配是抵御流动性风险、防范财务危机的

根本举措。在并购融资过程中,应遵循优化资本结构的要求,尽可能按合理的资本结构安排负债与股权比例;应在对未来流动资金进行准确预测的基础上,合理配置资产与负债结构;应当适当平衡长、短期负债,使企业资金能满足未来现金流的需要,又不至于使大量资金沉淀在企业而降低资金的使用效率。

4、加强企业并购后的财务整合工作

“有并购无重组、有上市无整合”是华源并购失败的重要原因之一。华源并购失败的现实表明:仅仅追求并购的表面效应,而忽视了并购的财务整合,“捷径”就有可能变成“困境”;纵使拥有先进的技术和丰厚的资本,但缺乏财务整合能力,仍然无法避免并购的失败。因此,并购企业在并购协议签署以后,应根据事先的规划安排,有计划、有步骤地对并购后的企业进行财务整合。不同的并购企业,其财务整合的框架也有所不同,但一般来说可以概括为:“一个中心、三个到位、七项整合”。一个中心即以企业价值最大化为中心。三个到位,即对并购企业经营活动、投资活动及融资活动的财务管理到位。七项整合包括财务管理目标、财务制度体系、会计核算体系、资产、业绩考核体系、现金流转内部控制及债务的整合。从我国企业并购的实际情况来看,要提高并购的成功率,企业在强化财务整合的同时还必须做到:制定系统的整合规划和有效的整合执行计划;加强并购双方的沟通、交流和协调;重视人员整合,注意调动被并购方员工的积极性,防止关键人员的流失,解决好并购方与被并购方员工的矛盾;此外,每个企业都有自己相对稳定的企业文化,成功的并购还必须考虑到双方企业文化的融合。■

(作者单位:山东聊城大学财务处)

责任编辑 刘黎静