

并购风险计量初探 ——以蓝色光标为例

近年来,随着“走出去”战略的推进,我国企业海外并购进入一个相对活跃的阶段。但与此同时,并购中的风险不容小觑,其中涉及的企业估值、风险计量和管控问题尤其值得深思。本文以北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司(简称蓝色光标)为例,分析和探讨并购投资中的风险计量问题,并提出加以管控的思路。

一、并购风险计量的理论分析

根据COSO风险管理框架中对风险的定义,风险具有正面(机会)和负面(损失)两个特性。而从基本的理论看,风险是可以量化的,如果不可量化则通常称为不确定性风险,这就出现了风险偏好(RA)、风险容忍度(RT)等专业术语,作为决策者,应对RA/RT有统一的认识。在具体量化方面,综合性的定义是将不确定性的风险事项发生的概率(P)和事项发生带来的后果(C)均包含在风险计量的框架内;在2013年COSO和德勤会计师事务所开展的合作研究中进一步拓展为发生可能性(L)、影响(I)、脆弱性(V)和速率(S)四个维度;而根据美国管理会计师协会(IMA)2007年发布的研究报告,风险量化的难度水平与所需或所取得资料的数量之间存在密切的关系,风险地图只是定性方法的一种,实务中还存在着概率分布技术、每股盈余分布等定量方法,以及风险调整收入、收益/损失曲线、旋风图、情景分析、净现值等定性定量结合的方法。因此,企业应在结合目标、现有数据基础等多个因素的情况下选择恰当的风险量化技术或工具。

对海外并购而言,除了财务风险之外,还可能牵涉到贸易壁垒风险、法制风险、文化风险、资金风险、无序竞争风险等,因此,企业应在考虑符合战略的前提下,对可能的风险事项加以识别、选择恰当的风险量化工具对风险进行排序,进而选择合适的应对策略加以管理。

二、实例分析

蓝色光标成立于2002年11月,并于2010年2月26日在深圳证券交易所创业板上市,公司业务涵盖整合营销、电子商务、移动互联网和大数据等领域。蓝色光标已经披露的信息显示,公司2015财年业绩大幅下滑,主要原因是并购的两家子公司发生了未预期的业绩变化,具体来说:

1. 博杰广告。

西藏山南东方博杰广告有限公司(简称博杰广告)主营业务为代理、发布广告及广告信息咨询等。2013年7月蓝色光标完成对博杰广告的并购,支付的对价为21.93亿元,持有其100%的股份,合并日博杰广告的可辨认净资产公允价值为3.40亿元,据此公司确定的合并日商誉为18.53亿元。

并购后的每年年末,蓝色光标会聘请专业的资产评估公司对博杰广告期末的股东权益进行评估,进而以最新确定的可辨认资产和负债的公允价值为基准重新对商誉进行确认,其中2014年评估的商誉减值为10.62亿元。

2. Huntsworth。

Huntsworth是一家总部位于英国的公关和综合医疗通讯集团,公司在英国伦敦证交所上市(代码HNT),主要提供消费、金融、公共关系、医疗和技术领域的服务。2013年4月24日,蓝色光标通过香港的全资子公司蓝色光标国际传播有限公司(简称香港蓝标)与Huntsworth签订了认购协议,由香港蓝标以自有资金认购Huntsworth发行的6300万股新股,认购价格58便士/股,投资成本共计3654万英镑(按中国人民银行4月24日的中间价1:9.4933折算,该笔投资折合人民币34688.52万元)。投资完成后,香港蓝标拥有Huntsworth(普通股,不包含期权,按年报截至2012年12月31日的股份数量计算)19.8%的股权,成为其第一大股东。

2015年4月10日,蓝色光标发布重大减值公告,声称境外参股子公司Huntsworth披露了2014年经审计的财务数据初步结果,两家子公司Citigate和Grayling的商誉减值金额合计为7150万英镑。

因此次商誉减值金额高达7150万英镑,造成Huntsworth2014年度亏损5617.2万英镑。按照公司持有的股权比例计算,此项亏损对蓝色光标2015年第一季度的净利润产生12764万元人民币的影响。

综上所述,对蓝色光标的盈余产生重大影响的两家子公司概况如表1所示。

表1 两家子公司基本状况概览

序号	子公司	持股比例	2014年减值	占初始投资比例
1	博杰广告	100%	10.62亿元	48%
2	Huntsworth	19.80%	1.27亿元	37%

也就是说,两家子公司在被并购后1年均发生了巨额减值,并对蓝色光标业绩产生了重大影响。由此公众不得不对蓝色光标并购乃至投资业务的风险管控是否有效产生质疑。那么,如何计量并购业务的风险并加以有效管控?

三、风险计量探析

风险是主体在实现目标过程中面临的不确定性的量化。就蓝色光标而言,并购中面临的风险涉及并购前的尽职调查不充分、并购中的估值不合理以及并购后的整合无效等多个方面。2014年蓝色光标修订了《对外投资制度》,对投资的审批权限、组织架构、投资程序、转让与收回、人事管理、财务管理及审计等做出了原则性的规定,但相关制度并没有提及重大投资的战略性、风险性、经济性评估的内容,更没有涉及具体风险事项的评估量化问题。

1. 商誉能否看作是风险的计量。

从会计处理上看,目前我国企业会计准则涉及商誉会计的包括第6号无形资产、第8号资产减值、第20号企业合

并、第33号合并财务报表。其中商誉的定义、确认、初始计量、后续计量等规定散落于相关企业会计准则中，基本的逻辑是：初始计量按照购买方支付的合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值的差额确认；后续计量是在持有期间的期末进行减值测试；报表日按照减值后的金额列为一项资产。

理论上，商誉可以看作是母公司对被并购方未来前景的看好，即通过并购抓住机会，从这个意义上看，商誉又可以视为母公司为实现目标而在并购时愿意承担的风险的量，因此，可以将商誉直接看作一个风险值。

而实务中，并购是一种投资行为，商誉的价值取决于两个因素：一是母公司愿意支付的对价；二是子公司可辨认净资产的公允价值。前者会受到双方谈判的影响，甚至存在潜在的道德风险，而后者则建立在大量的估计、判断和假设的基础上，因此，将商誉作为一个风险值可能存在一定的不准确性，决策者在使用这个指标进行风险度量时应对其局限性着重加以关注。

2. 并购业务中的风险如何定义和量化。

就并购业务本身而言，风险应与并购的目标结合起来考虑。蓝色光标并购博杰广告和Huntsworth可以看作是公司外延式发展、国际化战略的一部分。当公司在2013年完成两家子公司的并购业务时，可以看作是取得股权的初步目标已经达成，因此，可以将风险评估的结果看作是“可以接受”的水平，后续的风险管理是加强监控，避免出现未预期情况。

在具体的风险事项识别方面，企业可以结合具体投资项目的目标加以考虑，在量化时可以将预期回报率、投资回收期、现金流分布、商誉值、商誉减值额等指标作为风险计量值。之所以博杰广告和Huntsworth会引起大家的关注，一方面是减值的金额巨大（分别高达10.62亿元和1.27亿元）、发生的可能性很高（分别依赖独立第三方机构的评估结果和子公司的信息披露）；另一方面则是因为减值的速度过快，都是在并购完成后的1年就发生了巨额减值损失。因此，企业在计量并购业务的风险时，可以考虑将理论成果（如前文所述的风险计量四个维度中的速率S）加以应用。据此，可模拟蓝色光标对并购业务的风险进行量化，具体见表2。

表2 并购业务风险评估示例

目标	风险值	风险(以商誉及其减值为例)			
		L(减值可能性)	I	V	S
符合发展战略合理配置资源创造良好效益……	投资额/商誉值 投资回收期 投资收益率……	很高	很大	中	过快
备注	可按金额、比例或等级确定	依据第三方评估报告或公司测算	见表1	根据有无应对计划评估	1年时间减值超过30%

因此，企业在进行投资决策时，不仅应进行投资方案的战略性评估、考虑投资规模（持股比例）和方向、投资时机是否恰当，对投资方案进行技术、市场、财务可行性研究，同时还需要在投资前、中、后期将相关的决策参数如市场容量和发展前景、项目预计现金流量、风险与报酬等信息与可行性报告、实际产出值进行比较，跟踪分析并及时评价投资的进展和绩效，尤其是相关风险的量化和管控进行分析和反思。此外，风险管理归口部门还应应对相关投资的风险偏好额、风险容忍度、风险因子的排序、剩余风险等进行量化、细化，为治理层和管理层及时调整投资策略或制定投资扩张或退出策略提供决策依据。当然，商誉及后续的减值可以成为并购业务风险的一个表征变量，但减值额的确认标准、计算依据、信息披露等还需要细化和透明。

3. 会计准则是否有改进空间。

如前所述，商誉在报表中列为一项资产，但从理论上似乎更应看作是一个风险值，其增减变动对公司的财务状况、经营成果会有很大影响。可以判断，如果被并购对象的后续表现较好，商誉可以看作是“资产”；如果后续表现不好，商誉更符合“风险”的定义。由于商誉的确认、并购决策的参数中存在太多的不确定性，因此，现有企业会计准则修订了以前进行分期摊销的做法，而是改为期末定期减值测试的做法，这种修订有其合理性。但从蓝色光标的案例来看，短期内商誉的大幅减值导致了公司盈余、资产的巨大波动，如果说原企业会计准则对商誉进行摊销是对“风险”进行的“匀速”释放，那么，新企业会计准则进行期末减值测试的做法则变成了对“风险”的“集中”释放，甚至成为管理层粉饰报表、管理盈余的工具。会计信息的有用性在很大程度上取决于信息本身的预测价值，进行“匀速”摊销的做法能够给报表使用者带来相对稳定的预期，而短期、集中式的摊销，会让管理层有更多的操控空间，并在一定程度上削弱信息的预测价值。这也应是企业会计准则制定者在制定或修订准则时应考虑的问题。

蓝色光标两家子公司在并购完成后的短期内都出现了商誉大额减值的问题，并直接影响了蓝色光标的财务状况和经营成果，尽管出现这种现象的原因是多方面的，但站在内部控制的角度来看，管理层和治理层理应反思并购投资的决策流程，包括经济性评估、风险性评估的合理性。不可否认的是，并购是公司做大做强、战略转型的重要路径之一，但其中蕴藏的风险是不容忽视的，治理层和管理层在进行相关的并购决策（尤其是海外并购）时，除了应有的责任和风险意识之外，风险的量化、排序和有效管理是必不可少的。而由此引起的风险计量、商誉的性质认识、企业会计准则的合理性、信息披露的充分及时性等问题，仍然值得反思。对蓝色光标而言，子公司短期内的商誉大幅减值原因还应进行细化和深入研究，并汲取教训，在并购流程优化、风险管控、责任追究等方面进行反思和改良，以更好地指导公司未来的外延式发展。

（《财务与会计》2016.21）