

上市公司并购中的财务风险及防范对策

王玉红 曲波

摘 要：本文通过视觉中国集团借壳远东股份的案例，阐释上市公司并购各阶段面临的借壳风险、估值定价风险、融资与支付财务风险和财务整合风险等，并有针对性地提出防范和规避财务风险的应对策略。

关键词：上市公司并购；财务风险；内部控制

本文将通过视觉中国集团（以下简称视觉中国）借壳远东股份（股票代码000681）案例阐释并购各阶段关键环节的风险控制点，有针对性地探究防范和规避财务风险的应对策略。

一、上市公司并购中的财务风险

（一）借壳风险

借壳上市通常是为了获取上市公司壳资源，注重的是取得上市资格后在资本市场的融资功能。因此，选择好壳是整个过程中至关重要的一环。

远东股份成立开始阶段的主营业务是服装经营，由于经营不善，业绩呈下滑趋势。交易前，远东股份的总股本为19 875.00万股，董事长姜放是实际控制人，股权结构不复杂，市值相对小，股票价格维持在6元左右，刚转型文化产业，面临业绩增长压力，急需发展状况较好的公司相助，寄希望于借助注入优质资产来使公司经营步入良好的发展态势，具有壳资源的一些特征，适合于并购整合。

并购前，视觉中国已拥有较成熟的研发团队与技术，保持着高收益、高利润的发展势头，快速借壳上市，可抢先扩张产能、占领市场高地。在

双方都有并购意愿的前提下，这次跨界融合快速促成，2014年远东股份出让壳资源，通过增发股份的方式，收购视觉中国旗下华夏视觉、汉华易美（以下合称标的公司）的全部股权，视觉中国通过借壳实现曲线上市。

（二）估值定价风险

估值定价财务风险一般包括两种情况：一是估值过高的财务风险。并购方对标的公司价值、潜在盈利能力估值溢价过高，超过了自身实际承受能力，高额成本抵销潜在收益，导致并购后毫无收益可言。二是估值过低的财务风险。并购方对标的公司的资产潜在价值、预期盈利能力评估不理想，财务和战略评估低于预期，与并购战略匹配契合度低，以至于决定放弃并购，从而丧失一次并购机遇。

对于标的资产进行预估时采用收益现值法，基本思想是基于预计未来产生的现金流量的现值估算注入资产价值。本次并购估值25亿元，远东股份以每股5.28元向廖道训等17名自然人定向增发47 225.95万股，价值溢价近34倍，变相降低了买壳成本，某种程度上规避了估值风险。

（三）融资与支付财务风险

1. 并购融资风险。并购融资财务风险主要指由于采取融资方式而带来的不确定性，融资风险主要体现在融资资金渠道支持是否得力与融资结构是否合理两方面。若预测需求量过低，不能满足并购的实际资金需求，很可能无法按时足额地支付应付款项而构成违约；相反高估会形成闲散资金的闲置和占用，而增加不必要的资金成本。同时，融资易导致偿债危险。

2. 并购支付风险。并购支付风险是指因为并购资金支付方式的安排选择不当，引发资金流动性风险以及导致股权被稀释的损失的可能性。并购过程中，因为并购方的融资结构、双方在谈判中的强弱势等原因，并购方会因此采取不同的支付方式。

现金支付的方式操作简单，比较灵活、方便、快捷。但其主要缺点在于当支付所需资金超过并购方支付承受额，且受限于融资渠道、融资成本高等难题，必然会导致收购方短期内现金流的压力增大。股权支付优点在于无需筹集现金，由并购双方共同承担估价风险，还可享受延缓纳税优惠。股权支付的主要缺点就是收购方的股权会被稀释。采取股权等非现金支付

方式会直接影响并购方的预期收益。

在并购交易前,以上市公司股票发行价格计算的上市公司市值为10.49亿元;而交易后,视觉中国持股比例为70.34%,持股被摊薄的比例为29.66%,即借壳资产中29.66%的权益和利益由上市公司原有股东获得,对并购方的利益造成较大稀释,交易行为的成本较高。

(四) 财务整合风险

交易交割之后,会面临人财物资源整合等问题,有效的整合能弥补前期决策过程的不足,优化资源配置,达到并购的预期。因此,并购后的整合工作不仅是更名等形式上的整合,更重要的是战略、财务、流程等深度整合。若对并购后的财务整合不够重视,公司在生产经营中很可能会出现质的转变,并购中先前积聚的不利情况将因为没有进行有效的整合而持续发酵诱发风险,从而出现战略失效、成本骤增等严重后果。

借壳上市后,视觉中国主营业务从图片素材延伸至电影、电视、主题公园等图片以外的产业链,打造完整的视觉业务生态体系,公司的上市平台价值进一步凸现。

二、风险防范对策

(一) 并购前期时机选择与标的公司确立的风险防范

1. 选择恰当的并购时机。并购方需全面考虑与评估经济环境、产业周期、所处行业、财务资源等内外部因素,寻求与自身业务较为契合匹配的并购时点,更好结合双方各自的优势发挥协同效应,形成一个双赢的局面。

2. 筛选合适的标的公司。在实务操作中,选择原则有:一是契合自身发展战略,标的公司只是暂时存在发展“瓶颈”,但具有潜在的盈利能力;二是并购公司与标的公司存在一定的

协同潜能;三是并购双方在技术、管理及文化等方面具有一定匹配度的可融性。在充分尽职调查的前提下,全方位评估标的公司,确立并购契合目标,收购契合并购战略的优质资产,消除真正或潜在的价值缩水的并购风险,警惕落入并购中的估值陷阱。

(二) 并购中估值定价与融资支付风险的控制对策

1. 控制并购估值流程,合理运用评估方法。资产基础法依据资产构建成本进行估值;市场法是基于可比实例价值;收益法是基于未来的预期,需要测算现金流。并购估值方法取决于标的公司所处行业生命周期、竞争环境等外部条件,还需考虑并购动机、股权结构等自身条件,对价值类型恰当选择,对评估方法合理运用。

2. 确立适当的融资与支付方式。并购资金需求具有金额大、期限长等特点,并购融资方式选择要考虑融资成本高低、股权稀释影响、资本市场成熟与否以及股东的利益诉求等因素影响。并购公司所付出的成本费用也会因支付方式的改变而改变,股权支付会稀释股权从而减损股东的价值;现金支付会给公司日常运营及周转造成困难;债务融资会带来偿债还款压力。因此,上市公司融资方式的选择应考虑融资风险承受能力,并以该承受能力作为融资成本的上限。各种支付方式都有其适用性与局限性,筹划融资与支付方式的有效选择,才能规避并购中产生的流动性风险,避免因融资方案不当产生财务危机。

(三) 并购后财务重塑整合与事后督导

1. 重塑财务组织架构,协同整合财务经营战略。并购后的上市公司不完全等同于并购双方任何一个公司,为了支持新的发展战略,必须重新再造组织架构。按照并购后上市公司的

具体情况以及财务管理和经营要求,对人财物资源进行最优化配置,重塑并购后的财务管理职能,及时对双方公司进行财务经营战略等方面的整合,健全财务预警系统,防范财务风险并及时化解应对。

2. 架构财务共享信息系统,实现资源融合共享。并购后需协同整合财务信息系统,统一规范与监控标的公司业务系统、财务核算体系等。当前,实现财务战略统一协调的财务共享服务中心是有效的集团管控方式。按照精细化、标准化模式进行组织架构与人员配置,由财务共享服务中心统一架构会计核算、网银支付以及决策支持等信息系统,实施统一的支付审批、账务处理、业务融合等最优化财务流程,使财务信息上下通达共享,在全面预算基础上,对经营与财务活动实施量化模型的全面动态监控,发挥协同共享效应,完善财务共享服务价值体系。

3. 形成内控免疫生态循环系统,常态化预防财务风险。并购后需拟订多管齐下的全方位财务整合方案,健全内部控制体系建设,将内控提升到整个公司全面管理的高度,确保业务流程有效衔接,健全风险评价体系,推进上市公司的管控免疫系统形成,持续增强防范风险免疫力,实现长久良性运营。并购后最难整合的是对并购进来的公司文化软实力的整合,这需要一个漫长磨合的过程,要注重沟通与融合,逐步建立员工的归属感,形成共同文化的认同感,营造包容的文化氛围,重塑公司凝聚力,形成风险防范的免疫系统,通过全员自驱力的责任感实现有效管控,促进持久发展。

(作者单位:东北财经大学会计学院
中审众环会计师事务所)

责任编辑 李斐然