

# 海尔智家并购 GEA 财务协同效应实现路径分析

林镇江 林榕娟 张瑞琛 陈晓艺

**摘要:** 对于海外并购而言, 不管中资企业最初是出于什么动机决定实施海外并购, 并购后能否实现财务协同效应都是衡量企业并购成功过与否的关键因素之一。海尔智家并购通用电气家电部门(GEA)并未使企业达到非常理想的财务协同效应, 如在节约资本成本的同时加大了偿债风险, 节税效应也并未得到体现。本文就此案例开展分析, 并建议企业并购融资时, 应结合自身情况规划合理的融资结构, 将内部自由资金与债务、权益资金以适当的比例结合使用, 从而防止企业在并购后出现资不抵债的财务风险。

**关键词:** 海外并购; 财务协同效应

**中图分类号:** F234 **文献标志码:** A **文章编号:** 1003-286X(2020)16-0025-04

## 一、海尔智家并购通用电气家电部门(GEA)案例分析

### (一) 并购事件简介

海尔集团创立于1984年, 历经了三十多年的发展, 如今的海尔集团已成长为经营范围多元化且在全球知名的大型综合性集团企业。

美国的通用电气公司(GE)是一家集多种业务于一身的多元化服务公司, 同时具备较大的市场以及优势明显的研发实力, 经营区域涵盖除本国外的一百多个国家, 业务内容包含飞机发动机、发电设备、金融服务、基金业务、能源、交通、医疗设备等。

2016年1月14日, 海尔集团海尔智家股份有限公司与通用电气以54亿美元的对价签署资产购买协议, 海尔智家以现金支付方式完成对通用电气家电业

务(GEA)的收购。2016年6月6日, 海尔智家与通用电气正式进行了资产交接。双方签署价值54亿美元的资产交接文件, 海尔智家向通用电气及相关主体支付完毕。海尔智家此次交接的资金由40%的自有资金与60%的贷款资金组成, 其中包括国家开发银行33亿美元的贷款。至此, 海尔智家收购通用电气家电业务的项目顺利完成。

### (二) 海尔智家并购动因

1. 获得财务协同在内的海外并购协同效应

在并购前, 海尔与GEA在各自所属国境内的知名度以及市场份额都较高, 在家电行业各具竞争优势, 双方在产品品类、研发技术、销售渠道以及采购渠道等方面有着很强的互补性, 因此在此次海外并购后企业通过合理的资源配置可以实现多方面的并购协同效应。

根据初步测算, 在全球家电行业发展状况、宏观经济环境等没有重大变化的情况下, 海尔通过销售渠道的互补、技术共享、采购成本节约等方式, 有望实现协同收入近百亿元、成本节约超过10亿元, 利润大约15亿元。收入协同和成本节约协同分别有望在未来5年和3年内释放。

2. 获取目标企业优质的技术、人才资源

现阶段, 家电行业在国内发展越来越成熟, “价格为王”的发展战略渐渐失去竞争优势, 而产品本身的技术与质量越来越受到消费者的关注, 因此随着科技的不断进步, 家电企业要想在市场中寻求新的业绩增长点, 必然要通过提升自身产品的技术与质量实现产业转型升级。海尔作为国内家电行业的最早一批创立的家电企业, 在成立初期就很重视

**作者简介:** 林镇江、林榕娟, 福建农林大学管理学院硕士研究生; 张瑞琛, 福建农林大学管理学院会计系副教授, 全国高端会计(后备)人才学术类五期学员; 陈晓艺, 福建农林大学管理学院硕士研究生, 通讯作者。

自家产品的技术研发以及优秀人才的建设。因此,GEA本身具备的较强研发实力以及优秀的研发团队显然很符合海尔对于先进技术以及优秀研发人才的需求。GEA在美国、印度、韩国以及中国这四个国家都拥有属于自己的研发基地,且其研发团队人均都有二十年以上的从业经验,在厨卫类、冰箱以及洗衣类等方面的产品技术研发上已拥有1 000多项的专利,而处于申请流程中专利还有1 000多项。GEA作为世界范围内高效能家用电器制造商的领袖,其研制的产品在水处理方面以及降噪等方面都有着将为明显的优势。海尔在并购GEA后,不仅可以相互就各自优势产品的技术进行交流与提升,实现海尔在家电产品类别的全面布局,同时海尔与GEA还能通过共享双方各自在全球的研发资源,加快家电产品的高端技术研发与创新。

### 3. 提升海尔智家的全球品牌影响力

早在2005年,海尔便将品牌全球化列为集团的重要战略发展方向之一。这期间海尔一直将海外市场作为业务的重点拓展对象,积极将产品“推出国门”,希望能够进一步拓展国际市场份额并提高销售量。而GEA在经历一百多年的发展后,早在美国形成了较高的市场份额以及品牌知名度。在此次并购后,通过双品牌战略,海尔可以获得GEA在美国将近20%的市场份额,借助GEA本身品牌在美国市场的知名度,海尔品牌就能以更快的速度将业务深入扩展至美国家电市场,甚至可以从原先的较为边缘的品牌华丽转身为美国市场中第二大家电品牌,这对海尔品牌在全球市场影响力的提升有重大的意义。另外,在并购后,海尔也将获得GEA旗下Mabe公司48.2%的股份。Mabe公司作为墨西哥家电巨头在墨西哥市场也拥有着很高的市场份额,这为海尔在拉丁美洲业务拓展也提供了极大的便利。美国家电市场一

表1 2014~2018年海尔智家加权平均资本成本变动情况

日期	并购前		并购后		
	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
股权成本	16.30%	16.09%	13.43%	13.06%	11.64%
债务成本	4.58%	3.56%	2.15%	3.38%	4.3%
负债占比	8.09%	9.37%	49.38%	43.49%	38.18%
所有者权益占比	91.91%	90.63%	50.62%	56.51%	61.82%
加权平均资本成本	15.35%	14.92%	7.86%	8.85%	8.84%

数据来源:wind数据库

直以来都是全球家电行业的风向标,海尔若通过此次并购成功将自身品牌打入美国市场并在该市场中构建完善的产业链,势必会更进一步推动海尔在全球化的战略布局,并在很大程度上实现自身品牌全球影响力的提升。

### 4. 提升海尔智家的盈利能力

随着家电下乡等政策的退出,以及国内市场中农村、城镇居民对家用电器的需求逐渐饱和,海尔近年来的整体营业收入增长情况不如以前,并开始落后于同行业中其他规模相当的家电企业如美的、格力等公司。为扭转颓势,海尔近几年一直在海内外积极寻求新的业绩增长点,而此次通过海外并购GEA这一优质企业来扩大海外市场份额并提升集团整体盈利能力显然是海尔实现新的业绩增长而迈出的关键一步。GEA在2014年的营业收入为57.83亿美元,2015年前三个季度的营业收入为46.58亿美元,其利润率在这三年每年都有超过3%的增长,可见GEA在被并购前有着良好稳健的创收表现与利润增长预期,可以在并购后为海尔盈利能力的提升做出一定贡献。另外,GEA的厨电产品作为北美厨电的第一品牌,在此次并购后通过优质资源整合,可以很好的弥补海尔多年来在厨电业务上的不足,帮助海尔提升厨电产品的质量以及市场竞争力。

### (三) 海尔智家并购通用电气家电部门财务协同效应分析

1. 资本成本节约效应实现路径分析  
如表1,海尔智家于2016年债务占

比大幅上升至49.38%,但同年债务成本率并未随着上升,而是从上年的3.56%下降为2.15%;另外,所有者权益占比由2015年的90.63%下降为50.62%,且股本成本也随之由上年的16.09%下降至13.43%。很显然,海尔智家的资本成本能在并购GEA当年即2016年得到迅速下降主要是由于企业自身的资本结构发生了较大的变动所导致,企业负债资本占比上升而股权资本下降使得加权平均资本成本得到降低,而在并购后两年企业虽然逐年上调了股权资本占比并下调了负债占比,但其加权平均资本成本依然保持在8.8%左右,由此可见海尔智家在并购后采取了较为适当的融资策略,充分利用了负债的财务杠杆效应,使得企业在并购当年与并购后两年的资本成本得到了有效节约。

如图1,2014年至2018年海尔智家的加权平均资本成本总体呈下降趋势。其中在2016年即海尔智家并购GEA当年其资本成本下降幅度明显,其资本成本由2015年的14.92%下降至2016年的7.86%,并购后两年即2017年与2018年有所上升,但上升幅度并不算大,分别为8.85%与8.84%。从图1可以看出海尔智家在并购前两年即2014年与2015年的资本成本率与格力电器相当,甚至在2014年高于格力电器,从2016年开始,两家企业的资本成本率虽然都呈下降趋势,但海尔智家的下降幅度明显要大于格力电器,格力电器在2016年的资本成本为13.12%,海尔智家从这一年开始资

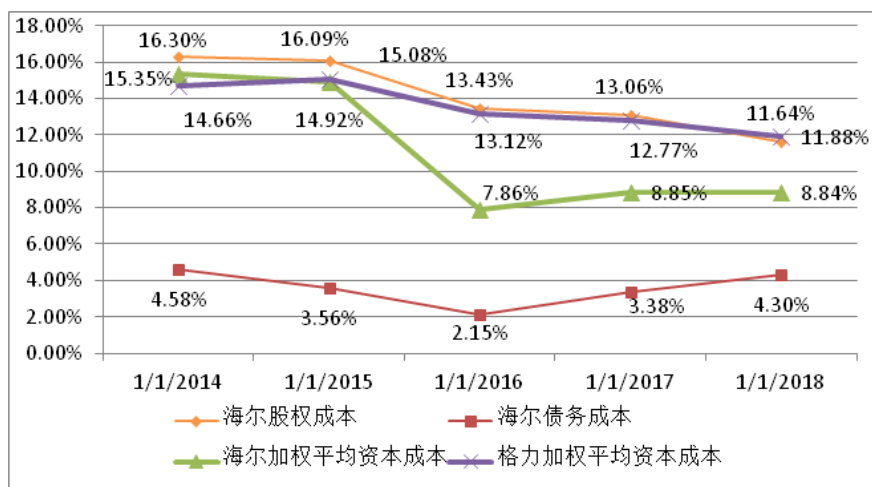


图1 2014~2018年海尔智家与格力加权平均资本成本对比图

数据来源：wind数据库以及根据实际相关数据运算得出

表2 2014~2018年海尔智家及可比企业实际所得税率对比

日期	并购前		并购后		
	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
海尔智家	16.83%	15.09%	18.23%	14.15%	15.98%
美的集团	16.76%	15.12%	16.14%	14.84%	16.00%
格力电器	14.92%	15.33%	16.22%	15.44%	15.65%

数据来源：wind数据库以及根据实际相关数据运算得出

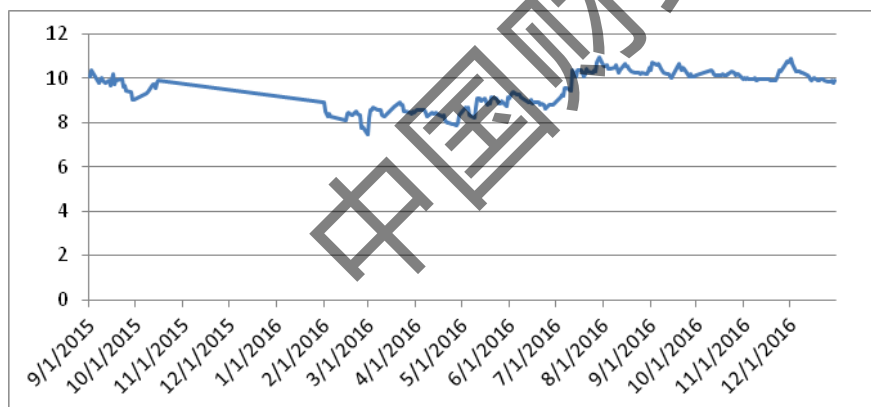


图2 2015年9月~2016年海尔智家股价变动情况

数据来源：wind数据库

本成本便低于格力电器，在并购后两年依然低于格力电器，由此可见，海尔智家在并购GEA当年的资本成本节约成果明显，且在并购后两年的加权平均资本成本也得到了控制。

并购完成后，海尔智家的整体资产规模及其年度业绩在短时间内扩大，而

GEA依靠自身业绩得到的利润可以在一定程度上为海尔智家减轻在并后的债务负担，这表明海尔智家选择举债收购决策是可行的。并购双方在合并后整体规模的扩大在客观上可为主并企业起到“共同担保”的作用，主并企业因此也就可以获得更多的贷款机会，而银行贷款

的增加则可以让企业的债券利息费用降低。另外，并购完成当年股东要求的报酬率下降，从而降低了企业的股权融资成本，也是导致海尔智家的加权平均资本成本减少的原因之一。

## 2. 节税效应的实现路径分析

本文采用实际所得税率这一指标反映海尔智家的实际税负变动情况，衡量此次并购中的节税效应。

从表2可以看出，海尔智家近五年的实际所得税率并不稳定，尤其在并购当年变动幅度最大。如表2显示，在并购前企业的实际所得税率呈下降的趋势，但并购当年企业实际所得税率却升至18.23%。这主要由于公司当年利润增长以及递延税负债的增加所导致。2017年企业的实际所得税率有所降低，2018年重新出现上升的趋势，其实际所得税率为15.98%，高于并购前一年即2015年，可见海尔智家只在海外并购后一年税负减少，但长期来看企业并未实现稳定减少税负的效果。对比其他两家企业可以发现，除了2017年海尔智家的税负明显比其他两家企业更低，其他年度海尔智家所承担的年度税负与另两企业相比并无太大的优势。总而言之，海尔智家在并购后获得了明显的短期节税效应，长期来看企业整体并未因此次海外并购呈现出持续稳定的节税效应。

此次海尔智家收购的目标企业GEA，其资产业务百分之九十以上都来自美国。根据美国的相关税法规定，对于并购交易中的美国标的资产，其资产税基可在被收购后重置为公允价值即提高的税基，因此海尔智家作为收购方可根据所收购的GEA资产类型以提高的税基在未来年度对其进行税务折旧，从而抵减应税收入，为企业创造节税收益；与此同时，海尔智家此次以54亿美元的成交价收购GEA，这一成交价与GEA的上一收购企业Electrolux达成的33亿美元成交价相比，是明显的溢价收

购,根据2016年年报显示海尔智家在此次海外并购中产生了较大的商誉,同样根据美国相关税法的规定,对于并购交易所产生的商誉,收购方可按15年的摊销年限在未来对其进行税务摊销,从而抵减应税收入,并获得节税收益。

### 3. 市场预期效应的实现路径分析

海尔智家于2015年10月17日发布重大事项停牌公告开始并购活动,2016年1月14日宣布和GE达成交易并签署了《股权和资产购买协议》,直到2016年1月30日股票重新复牌,同年6月7日海尔智家发出公告宣布此次收购GEA的交易基本完成,本文选取了2015年9月至2016年12月这一时间段作为股价的衡量区间,选取前复权的收盘价观察公司股价的运行情况。

从图2可以看出,海尔智家在2015年发布重大事项停牌前一日的日收盘价为9.92元,而在2016年并购交易正式达成后的复牌后一日的日收盘价为8.93元,且在之后的2至6月份里企业股价一直维持在8.93元及以下价位波动。这一期间的重大公告仅有并购GEA这一事件,很明显在2016年并购达成后的这段时间里的整体股价均低于2015年发布重大事项停牌前的整体股价,基本都维系在9元以下。这是因为海尔智家对于GEA的收购金额存在较高的溢价,并且海尔智家能否在如此大体量的海外并购后成功整合GEA使其发挥出预期的价值,还是个很大的未知数,因此在海尔智家并购复牌后大多数投资者持观望态度。海尔智家在实施举债并购的同时,为防止股权分散,进行了大量的股份回购,并对核心员工加强了股权激励,反映出管理层非常看好这一项目,为外部市场投资者传导了积极的信号。

#### (四) 财务协同效应总结

从资本成本节约效应来看,海尔智家在并购当年的加权平均资本成本比并购前下降了50%左右,并在并购后两年

也未出现较大回升,并购后资本成本得到有效节约,其中企业的债务成本和股权成本在并购后都有所下降。

从节税效应来看,海尔智家在并购当年的实际税率大幅上升,虽然在并购后两年有所回落,但与并购前的实际税率以及同行业企业相比并未形成较大的落差,因此反映出海尔智家在此次海外并购后并未实现较好的节税效应。

从市场预期效应来看,海尔智家在签署并购协议并重新复牌的短期内并未实现市场预期效应,这段期间企业股价呈低迷态势,市场投资者对此次并购主要持观望态度,但在半年后也就是企业并购交易基本完成之后,股价开始明显上涨,实现了市场预期效应。

## 二、结论与建议

在此次海外并购中,海尔提前规划融资方案使得企业能在并购过程中顺利获得33亿银行贷款并节约了资本成本,但与此同时企业也因为融资结构过于激进,甚至出现“短资长用”的情况,使得企业在并购完成后相当长一段时间内背负着较大的偿债压力以及一定程度的流动性风险。由此可见,融资结构与方式选择的正确与否对于并购后资本成本节约效果的影响还是比较大的,选择合理的融资结构以及筹资方式对于企业在并购后财务协同效应的发挥至关重要,企业在进行并购资金的融资时,应结合自身情况规划合理的融资结构,并将内部自由资金与债务、权益资金以适当的比例结合使用,从而防止企业在并购后出现资不抵债的财务风险。

并购后海尔智家选择融合模式开展财务整合,甚至比理论中的融合模式更加开放包容,财务整合是以被并购方的财务管理体系为主,再将海尔智家的科学管理经验融入其中。从结果上看,并购后,海尔智家的营业收入逐年递增,2018年度在美国市场的收入增长13%,

成为美国市场成长最快的家电企业,并购的财务协同效应逐步显现。可见,在并购整合过程中,企业只有根据并购双方的实际情况,有针对性地实施有效的财务整合措施,才能助推企业在并购后财务协同效应的实现。

但同样值得关注的是,因国际税务筹划不足而导致长期节税效应未实现是海尔智家在此次并购中存在的明显不足之处,这也是我国企业“走出去”所需要不断完善的领域。因此,对于这类跨国公司在完成海外并购后应格外重视企业整体的国际税收筹划问题,可通过税收管辖权规避、利用税率差别、利用税收优惠政策等从全局角度来开展国际税收筹划。

责任编辑 武献杰

## 主要参考文献

- [1] 武礼英. 民营企业“走出去”海外并购财务风险分析与防范[J]. 财务与会计, 2019, (14): 40-43.
- [2] 汪翼鹏, 盛利军. 中企海外并购股权间接转让税务风险管控[J]. 财务与会计, 2018, (11): 63-64.
- [3] 刘丽华, 陶蕴彬. 医疗器械行业企业并购的协同效应分析——以Y企业并购S集团为例[J]. 财务与会计, 2018, (10): 51-53.
- [4] 张军华. 上市公司海外并购风险防范措施探讨[J]. 财务与会计, 2018, (8): 58-59.
- [5] 李洪, 叶广宇. 并购顾问与中国企业海外并购溢价——基于关系结构的分析[J]. 软科学, 2020, 34(5): 57-63.
- [6] 关慧明, 刘力钢. 中国企业海外并购绩效评价——基于A股上市公司的海外并购案例[J]. 河南社会科学, 2020, 28(7): 44-52.