

企业并购中的财务问题思考

陈 杉

近年来,企业间的并购活动越来越频繁,妥善处理好并购重组中的财务管理问题,是成功并购的前提和基础。本文拟在了解企业并购财务动因的基础上,梳理并购环节中的相关财务问题,指出其间的财务风险并给出防范建议,以期对企业恰当运用财务手段、实现并购战略目标提供相应的参考。

一、企业并购的财务动因

在市场经济条件下,企业并购的动因有很多,有的是为了实现战略重组、开展多元化经营,有的是为了谋求管理的协同效应,有的是为了获得某项特殊资产。其中,财务动因作为企业并购动因的重要组成部分,是解决并购中其他问题的重要前提。一般情况下,财务动因是指企业并购对财务方面所产生的有利影响,即财务协同效应,主要包括规模经济效应、减少交易成本、自由现金流量的充分利用、财务预期效应、合理避税等。

(一) 规模经济效应

并购活动发生后,企业可根据其战略目标对并购双方资产进行调整以达到最佳经营规模,降低生产成本;还可以在保持整体产品结构的前提下,有效解决生产专业化的问题,使各生产过程有机配合,从而产生规模经济效应。新古典经济学厂商理论认为,企业规模的扩大可以通过劳动力专业化、管理专业化以及资本设备的专业化来实现,进而降低长期成本。但同时应该注意的是,企业的长期平均成本会随生产规模的扩大呈先下降后上升的态势,因此企业的规模不可能无限制地扩大,一般来说,企业的规模应该扩张到长期平均成本曲线最低点所对应的规模,一旦达到该点,并购行为就应停止。

(二) 减少交易成本

当市场交易成本很高时,用企业内部交易取代市场外部交易,即用管理机制取代市场机制,可以减少市场交易费用、降低市场风险。通过并购,企业一方面扩大了资产规模,另一方面也形成了一个以管理为基础的内部“市场体系”。现代企业理论倾向于用交易费用理论来解释企业的纵向并购,认为纵向并购的实质是从事同一产品的不同生产阶段、具有投

入产出关系的企业间的并购,不论是对上游企业还是对下游企业实施并购,都可以减少交易环节,节约生产要素的配置费用 and 产品销售费用等支出。

(三) 自由现金流量的充分利用

自由现金流量是企业营业现金流量扣除所有内部可行投资机会后剩余的现金量。利用自由现金流量可以实现企业财务资源的有效配置。产品进入成熟期的企业往往具有较丰富的自由现金流量,却没有合适的投资机会。而另外一些处于发展阶段的企业,虽然具有较多有利可图的投资机会,但内部缺乏资金,外部融资成本高,面临严重的资金短缺。有多余现金流量的低增长企业通过并购缺乏现金流量但高增长的企业可以有效利用自由现金流量,实现财务资源的重新分配。

(四) 财务预期效应

并购行为使股票市场对企业盈利能力的评价发生改变,从而影响股价,成为股票投机的基础,而股票投机又促使并购行为的发生。在我国发生的外资并购中,投机现象日渐增多,他们通过股市以大量举债的方式收购目标企业股权,再将部分资产出售,然后对目标企业进行整顿以高价卖出,利用被低估的资产获取并购收益。

(五) 合理避税因素

由于股息收入、利息收入、营业收益与资本收益间的税率差别较大,在并购中采取恰当的财务处理方法可以达到合理避税的效果。如利用税法中的亏损递延条款,拥有较大盈利的企业往往考虑把那些拥有相当数量累积亏损的企业作为并购对象,从而节约当前所得税支出。另外,在换股收购中,收购公司既未收到现金也未得到资本收益,因而这一过程是免税的。如果并购公司不是将被并购公司的股票直接转换为本公司的股票,而是转换为可转换债券,一段时间后再将它们转换成普通股票,这种并购方式由于企业支付的债务利息能计入成本而冲减了应税利润,可以达到合理避税的效果。

二、并购操作流程中的财务行为

(一) 并购前的财务尽职调查

并购前的财务尽职调查是并购实施的前提,直接影响到

并购判断的准确性和决策的正确性。在调研过程中,除全面了解公司概况、人员、资产分布、产业特点、发展趋势等内容外,更要关注企业的资产结构及组成情况、是否存在财务风险,全面分析或有事项,对企业的财务状况作出客观评价。另外,要重视对目标企业税收环境的分析和评估,一般来说,企业所处的地域、产业类型不同,采用的会计政策等也会有所不同,所享受的各项税收政策自然也不相同。如何通过企业并购对已享有的各项税收优惠政策进行继承,如何通过企业并购享有并购前没有享受到的税收优惠,这些都是企业并购前进行尽职调查和战略分析所需考虑的重要问题。

(二) 价值评估

并购方对目标公司的价值评估是整个收购活动的关键环节。企业价值有账面价值、评估价值、市场价值、清算价值等多种表现形式,虽然从不同方面反映了企业的价值,但不能代表并购方所需了解企业的实际价值。收购公司应利用所有可以公开获得的信息和目标公司提供的资料,以客观公正的立场对目标公司进行评估。对目标公司进行价值评估的方法有折现现金流法、市盈率法、清算价格法、重置成本法等,在具体的并购活动中应根据目标公司的客观状况采用不同的评估方法,或综合采用多种评估方法估计目标公司的价值。如果企业并购是为了利用目标企业的资源进行长期经营,则适合使用收益现值法;当证券市场功能健全,上市公司的市价比较公允时,可以采用市盈率法;当并购的动机是为了将目标企业分拆出售,则适合使用清算价格法;收购者看中目标公司经营状况很差,收购者采用重置成本法会更加合理地反映目标企业的价值。

(三) 并购资金的筹措及支付

影响企业融资结构的因素有许多,其中最为关键的因素是企业的目标资本结构、大股东对企业控制权的要求以及并购完成后企业现金流量的均衡。对并购方而言,在融资决策过程中应根据具体情况选择适合企业情况及并购项目的融资方式。

根据筹措资金的来源一般将融资方式划分为内部融资和外部融资。并购企业在选择融资方式时,首先应考虑的是企业的内部留存,这是企业最稳妥、最有保障的资金来源,其对应的支付方式主要是现金支付;外部融资方式在我国主要有债务融资和权益融资,债务融资对应于债券支付和杠杆收购,权益融资对应于股票支付或换股。向银行等金融机构贷款的融资方式有速度快、弹性大、成本低、保密性好及不改变股权结构等优点,能使企业在自有资金有限的情况下,利用债务资本的杠杆作用进行并购活动,以取得更高的收益。但是高负债增加了企业还本付息的财务风险,提高了企业的资产负债率。利用证券市场发行有价证券可以获得可观

的融资额度,但融资成本较高,且分散了企业控制权,因此在选择顺序上应次于债券。

(四) 并购后的财务整合

通过对过往的并购案例进行分析不难发现,不少并购案例的失败都是因为对并购后企业的整合与管理不到位,导致并购不但未能给企业带来更好的效益,反而使整个企业的经营陷入困境。因此,企业并购完成后必须加强对并购后企业的整合与管理,尤其是加强财务方面的整合与管理,充分发挥财务管理在整个企业经营管理中的重要作用。

制订一个在战略上全面而完整的并购后财务整合计划是并购成功的关键之一。财务整合计划应包括对财务目标、财务制度以及财务组织机构和职能的全面整合,在此基础上还应注重绩效评价系统的建立,在同一财务管理目标的指引下,有效地实施一系列财务政策,如财务核算制度、内部控制制度、投融资制度、分配制度等。只有顺利完成财务整合,权责、利明确并相互制约,才能为企业并购后的生产经营创造条件,实现并购的真正成功。

三、并购中的财务风险及防范

企业并购是一项高风险的经营活动,风险贯穿于并购活动的始终,而财务风险又是并购风险中的重要组成部分。具体而言,企业并购的财务风险主要源自两个方面:目标企业价值的评估风险和资金筹措与支付风险。

目标企业的估价取决于并购方企业对未来收益的大小和时间的预期。估值过高会导致出价过高,进而造成并购活动成本不合理上升,并将风险向后传递,直接导致筹资、支付等后续环节出现资本结构、债务结果等方面的重大不确定性。而低于合理价值的评估又会产生过低的报价,致使并购企业失去并购的有利时机。控制价值评估风险就要在估值时明确目标企业价值评估的内容,改善信息不对称状况,采用适当的价值评估方法、进行并购协同价值评估和设置并购交易价格上下限等措施。

资金筹措与支付时发生的风险主要包括流动性风险、资本结构恶化风险和财务杠杆效应引发破产清算风险等。为防范融资和支付活动的财务风险,首先要对并购企业自身进行全面的财务分析,客观评价自身资金实力,为确定合理的融资方式和支付方式作准备。在选择并购融资方式时,要根据企业实际情况灵活地选择,并应尽可能减少由于并购带来的现金支出,可考虑采用承债控股并购方式、租赁方式融资和员工持股融资等。同时,可以根据融资情况采取多种支付方式搭配组合以降低支付风险。■

(作者单位:中国人民大学)

责任编辑 张璐怡