

企业并购的财务风险及其控制

刘宗生

(山东经济学院, 山东 济南 250014)

[摘 要] 企业并购是高风险经营活动, 风险贯穿于整个并购活动的始终, 其中财务风险是企业并购成功与否的重要影响因素。通过企业并购中的价值评估、融资活动和整合中的财务风险的系统分析, 表明企业并购是一项高风险的产权交易活动(其中又以财务风险最为突出)。因此, 要用事前和事后控制进行财务风险防范, 应用事后控制以减轻财务风险, 从而提高企业并购的成活率。

[关键词] 企业并购; 财务动机; 财务风险; 成因; 控制

[中图分类号] F275 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1000-971X(2007)06-0112-03

一、企业并购的财务风险

企业并购的财务风险, 是指在一定时期内, 为并购融资或因兼并背债务, 而使企业发生财务危机的可能性。从风险结果看, 这的确概括了企业并购财务风险的最核心部分, 即“由融资决策引起的偿债风险”。但从风险来源来看, 融资决策并不是引起财务风险的惟一原因, 因为在企业并购活动中, 与财务结果有关的决策行为还包括定价决策和支付决策。

首先, 企业并购是一种投资行为, 然后才是一种融资行为, 投资和融资决策共同影响着并购后的企业财务状况。其次, 企业并购是一种特殊的投资行为, 从策划设计到交易完成, 各种价值因素并不能马上在短期财务指标上得到体现, 而必须经过一定的整合和运营期, 才能实现价值目标。再次, 企业并购的价值目标下限也决不仅仅是保证没有债务上的风险, 而是要获取一种远远超过债务范畴的价值预期目标, 实现价值增值。

因此, 如果仅用融资风险作为衡量财务风险的标准, 在一定意义上降低了并购的价值动机。从公司理财的角度看, 企业并购的财务风险还应该包括“由于并购而涉及的各项财务活动引起的企业财务状况恶化或财务成果损失的不确定性”。即企业并购的财务风险应该指由于并购定价、融资、支付等各项财务决策所引起的企业财务状况恶化或财务成果

损失的不确定性, 使并购价值预期与价值实现严重负偏离而导致的企业财务困境和财务危机。

二、并购财务风险的界定及其成因分析

一项完整的并购活动通常包括目标企业的选择、目标企业价值的评估、并购的可行性分析、并购资金的筹措、出价方式的确定以及并购后的整合等。而这些环节中都可能产生风险。并购过程中的财务风险主要源于以下几个方面:

(一) 并购方对目标企业进行价值评估时产生的财务风险。

企业并购的基础是对目标企业的价值评估, 即通过对并购标的(股权或资产)所作的价值判断, 为并购双方的讨价还价提供基点和依据。目前我国目标企业的价值评估是遵循资产评估的基本原则和方法程序作出的估算, 其合理性受到诸多因素的影响。

1. 评估指标体系不健全。我国企业并购缺乏一系列行之有效的评估指标体系, 相关的规定多为原则性的, 操作性不强。并购过程中人的主观性对并购影响大, 不能按市场的价值规律来实施, 难免会导致“国有资产流失”, 或者出现为避免国有资产流失而高估目标企业价值所导致的并购无法进行。

2. 缺乏服务于并购的中介组织。由于缺乏独立的为并购提供准确信息和咨询服务的中介组织, 所以无法降低并购双方的信息成本, 也无法对并购行

[作者简介] 刘宗生(1970—), 男, 山东章丘人, 山东经济学院财务会计学院讲师。主要研究方向: 会计理论与财务管理理论。

为提供指导和监督,增加并购的交易成本和风险。

3. 并购中政府干预太多。有的地方政府“拉郎配”,甚至出现以不合理的交易价格强行将劣势企业并入优势企业最终将优势企业拖跨的现象。政府的干预不仅使交易价格严重偏离价值,还给并购方造成巨大的经营负担。

(二) 并购方融资活动带来的财务风险。

1. 不同融资方式的影响。并购融资通常包括内部融资和外部融资。内部融资资金企业可以自由支配,筹资压力小,且无须偿还,无筹资成本费用,可以降低财务风险。但是仅依赖内部融资,又会产生新的财务风险。一方面,由于我国企业普遍规模小,盈利水平低,依靠自身积累很难按计划迅速筹足所需资金;另一方面,如果大量采用内部融资,占用企业宝贵的流动资金,将降低企业对外部环境变化的快速反映和调适能力,一旦企业自有资金用于并购,重新融资又出现困难,就会危及企业的正常营运,增加财务风险。外部融资包括权益融资和债务融资。权益融资有其局限性:首先,我国对股票融资要求比较苛刻,所耗时间长,不利于抢占并购先机。其次,股票融资不可避免地会改变企业的股权结构,稀释大股东对企业的控制权,甚至可能出现并购方大股东丧失控股权的风险。债务融资相对于权益融资而言,成本要低一些,但是就我国目前而言,一是企业本身负债率已经很高,再借款能力有限,或即使举债成功,并购后企业由于负债过多,资本结构恶化,在竞争中处于不利地位。二是债务到期要还本付息,企业财务负担较重,如果安排不当,企业就会陷入财务危机。

2. 融资方式是否与并购动机相适应。这里的“并购动机”仅指并购企业打算暂时持有还是长期持有目标企业。如果企业进行并购只是暂时持有,待适当改造后重新出售,以赚取其中的差价,这就需要投入相当数量的短期资金才能达到目的。这时可以选择资本成本相对较低的短期借款方式,但还本付息的负担较重,企业若届时安排不当,就会陷入财务危机。如果为了长期持有目标公司,就要根据目标企业的资本结构及其持续经营的需要,来确定收购资金的具体筹集方式。因此并购企业应针对目标企业负债偿还期限的长短,维持正常的营运资金,使投资回收期与借款种类相配合,合理安排资本结构。

(三) 并购整合中的财务风险。

在企业的并购活动中,由于并购企业与目标企业之间经营理念、组织结构、管理体制和财务运作方

式的不同,在整合过程中不可避免地会出现摩擦,如果未能妥当处理将不仅抵销并购所带来的利益甚至会侵蚀原有企业的竞争优势。特别是在购买方缺乏经验和买卖双方信息不对称的情况下,卖方可能有意或无意地隐瞒一些对买方非常重要的信息,而买方如果没有对此进行充分洞察的能力,则可能在并购后的整合中尝到“苦果”。

(四) 其他来源的财务风险。

企业并购中存在制度性风险、固有风险和操作性风险。制定制度的目的是为了减少与决策相关的预期的不确定性进而降低风险。然而,正是由于制度相对稳定,影响期长,一旦制度制订与客观规律相违背则会对风险产生较大影响。我们把由制度而引发的财务风险称为制度性财务风险。

企业固有的财务风险来自财务管理本身固有的局限性和财务管理依据的信息的局限性两个方面。财务管理作为一门经济学学科和管理手段,其本身具有很大的不成熟性,一些重要的财务理论都是建立在一些假设基础之上的,这些假设与现实存在着一定的差距,是对不确定的客观经济环境所作的一种估计,可以说这些理论本身都面临着一定的风险。同时,会计信息作为财务管理依据的主要信息来源也不是完美无缺的,其依据的一些假设同样不总是能够成立的。

操作性风险是指财务管理的相关人员在进行财务管理过程中由于操作失误或是对具体的财务方法把握不准确而造成工作上的失误给企业带来的财务风险。

三、企业并购财务风险的控制

(一) 企业并购财务风险的事前控制:谨慎选择并购目标企业。

1. 明确自己的实力和立场。企业除了要重视对目标企业价值的评估外,还应当对自身实力,特别是资金实力进行客观分析和评价,减少不现实的盲目乐观和对自身实力的夸大。另外,应该意识到企业并购活动是一种战略行为,也是一种经济行为,企业应遵循市场化原则,不能以行政命令的方式,或为了获得政治资本,兼并一些债务负担重、冗员多或历史包袱尚未解决的企业。领导者应站在促进企业发展的立场,从理性角度来进行决策。

2. 合理评估目标企业价值。并购双方信息不对称是产生目标企业价值评估风险的根本原因,因此并购企业应尽量避免恶意收购,在并购前对目标公司进行详尽地审查和评价。并购方可以聘请投资银

行根据企业的发展战略进行全面策划,捕捉目标企业并且对目标企业的产业环境、财务状况和经营能力进行全面分析,从而对目标企业未来收益能力作出合理的预期。在此基础上作出的目标企业估价较接近目标企业的真实价值,有利于降低估值风险。另外,采用不同的价值评估方法对同一目标企业进行评估,可能会得到不同的并购价格。并购公司可根据并购动机、收购后目标公司是否继续存在,以及掌握资料信息的充分与否等因素来决定采用合适的评估方法。并购公司也可综合运用定价模型,如将运用清算价值法得到的目标企业价值作为并购价格的下限,将现金流量法确立的目标企业价值作为并购价格的上限,然后再根据双方的讨价还价在该区间内确定协商价格作为并购价格。

(二) 企业并购财务风险的事中控制。

1. 采取多种融资手段。企业在制定融资决策时,应视野开阔,积极开拓不同的融资渠道,做到内外兼顾,以确保目标企业一经评估确定,即可实施并购行为,顺利推进重组和整合。同时注意将资本结构控制在一个相对合理的范围内,既包括企业自有资本、权益资本和债务资本之间的比例关系合理,也包括债务资本中的短期债务与长期债务的比例关系合理等,在这个前提下,再对债务资本组成及其期限结构进行分析,将企业未来的现金流入和偿付债务等流出按期限组合匹配,找出企业未来资金的流动性薄弱点,然后对长期负债和短期负债的期限、数额结构进行调整,力求资本成本最小化。

2. 采取混合支付。企业应在支付方式上采用现金、债务和股权等方式的不同组合。如果并购方预期并购后通过有效地整合可以获得较大的赢利空间,则可以采用以债务支付为主的混合支付方式,利用债务的抵税作用,还可以降低资本成本;如果并购方自有资金充足,资金流入量稳定,且发行股票代价较大或市场上企业的股票价值被低估,则可选择以自有资金为主的混合支付方式;如果主并方财务状况不佳,资产负债率高,企业资产流动性差,则可采取换股方式,以优化资本结构。

3. 采用灵活的并购方式,以减少现金支出。主要方式包括:(1)抵押式并购。将被并购方作为抵押,向银行申请相当数量的可用于并购的贷款。(2)承债控股并购。当被并购方的债务主要来自银行贷款,并且其无力偿还的条件下,通过与银行商定,由并购方独立承担偿还的义务,银行还允许把债务作为资本金划转到被并购方的股本之中,从而达到控

股地位。(3)折股分红式并购。当被并购方的资产大于债务时,并购方不需要购买被并购方的剩余资产,而是通过与被并购方的所有者或资产管理机构进行协商,以入股形式把被并购方的剩余资产加入到并购方中去,并根据所占份额分取相应的利润。

(三) 企业并购财务风险的事后控制。

1. 建立财务预警管理系统。并购企业在整合期内,由于财务波动和财务风险发生的频率较大,极易造成并购企业的财务危机。因此,并购企业应该适时地建立科学的财务预警管理系统,做到未雨绸缪。财务预警管理系统是把并购企业在整合期内的财务管理失误和财务过程波动以及由此引发的财务风险和财务危机作为研究对象,并对其进行监测,管理失误行为,确保企业管理状态的良性发展。应识别、评价、预测、预控,不断矫正不良财务发展趋势。

2. 企业分拆——剥离和分立。剥离是指公司将其现有的某些子公司、部门、产品生产线、固定资产等出借给其他公司,并取得现金或有价证券的回报。分立是指公司通过将母公司在子公司中所拥有的股份,按比例分配给现有母公司的股东,从而在法律上和组织上将子公司的经营从母公司分离出去。在分立过程中,不发生现金交易,不存在股权和控制权向第三者转移的情况,现有股东对母公司和分立出来的子公司同样保持着他们的权利。不明智的并购会给企业造成灾难性的后果,而剥离和分立可以帮助企业纠正一项错误的兼并,减轻并购的财务风险。当企业在整合的过程中,发现情况与预期有很大出入,被并购方业绩不佳或正在亏损,并购方不堪利息重负、公司股价下跌等财务状况不稳定时可以考虑将此类子公司或部门剥离、分立出。

参考文献:

- [1] 朱朝华. 我国企业并购过程中的财务风险分析[J]. 哈尔滨商业大学学报, 2002, (06).
- [2] 千春晖, 刘祥生. 企业并购理论与实务[M]. 上海: 立信会计出版社, 1999.
- [3] 田进. 兼并与收购[J]. 南开学报, 2000, (09).
- [4] 王巍, 欧阳晓明. M&A 并购手册[M]. 北京: 中国时代经济出版社, 2002.
- [5] 翟雪改. 财务风险探究[J]. 会计研究, 2003, (08).
- [6] 李新飞. 企业并购中的价值评估风险及防范对策研究[J]. 湖南农业大学学报, 2005, (06).
- [7] 宋东风. 企业并购财务风险及其防范[J]. 重庆邮电学院学报, 2004, (04).