

# 企业技术并购中的财务风险形成与规避

王宛秋(博士) 邹明志

(北京工业大学经济与管理学院 北京 100124 美国伊力诺伊大学香槟分校 厄巴纳 61801)

**【摘要】**随着知识经济的迅速发展,一种以获取先进技术为目的的技术并购逐渐活跃起来。实践表明,能否有效控制企业技术并购中的财务风险直接关系到企业技术并购的成败。本文总结了技术并购全过程中的主要财务风险,并分析了这些财务风险的成因,最后根据风险管理理论,提出了如何采用风险规避、风险减轻和风险转移等方式来控制技术并购中面临的财务风险。

**【关键词】**技术并购 财务风险控制 风险管理理论

技术并购作为一种并购形式,也存在财务风险的困扰。技术是一种无形资产,其价值比有形资产更难估计,并购后可能产生的价值也更难预料,这导致技术并购比普通并购存在更大的财务风险。如果不能有效地控制财务风险,可能会导致整个技术并购的失败,甚至使企业破产。目前,对技术并购的研究多从战略角度分析其成败,较少注意到技术并购面临的财务风险。实际上,并购后获得的的技术的不确定性会对财务风险起到倍数放大效应。Hema A. Krishnan 等(2007)就曾提出,对技术价值评估时既要评估新技术的未来商业价值又要对新技术的风险进行预测。能否有效地控制技术并购中的财务风险关系到企业技术并购的成败。同时,有效地控制财务风险也能为技术并购后的整合和运营创造一个相对安全、稳定的经营环境。因此,本文将借用案例分析企业技术并购中的财务风险及其成因,并依据风险管理理论提出财务风险控制方案。

## 一、企业技术并购中的常见财务风险

大量案例表明,企业的并购活动往往不能达到预先设定的目标,并因此对企业的经营管理带来影响。在财务方面,并购必然经历定价、融资、支付、整合等复杂环节,每一环节都可能导致实际效果达不到预期,从而使主并企业陷入财务危机。就技术并购而言,主并企业除了面临一般并购中的定价、融资、支付和整合风险,还可能出现技术价值评估和技术价值认可等风险。财务风险与企业技术并购中的其他风险往往互为因果,小到资金支付的困难,大到企业的破产,都与技术并购的其他安排有关,也都影响技术并购的其他风险。

1. 与技术并购成本相关的财务风险。企业技术并购成本包括三个部分,即并购价格、并购费用和增量投入成本。其中:并购价格是指并购企业支付给被并购企业股东的买价;并购费用是指为完成并购交易所需支付的交易费用和中介费用;增量投入成本是指为启动被并购企业的存量资源,充分发挥并购双方资源优势而支付的启动资金和输出技术等无形资产的支出,以及其他与之配套的投入成本。

一般而言,并购价格和并购费用之和总称为狭义的并购

成本,它是为完成并购交易活动所必须付出的代价。技术并购中,技术成本往往在并购的总成本中占重要份额。技术作为一种无形资产,其价值只能通过估价的方式来作大体估计。这样就可能会导致价值的高估,最终导致企业在技术并购后获得的技术的实际价值低于预期价值。而成本的确定受预期价值或者说期待中的协同效应影响,因此技术的实际价值低于预期价值时,可能会造成投入无法收回的财务风险。

2. 融资安排风险。企业技术并购既可以通过企业的自有资金完成,也可以通过发行股票、债券来完成。基于技术并购活动资金占用周期长和技术因素导致的未来现金流量不确定等特点,不同形式和组合的融资安排,都可能给主并企业带来财务风险,造成机会损失。融资安排在整个技术并购链条中处于重要位置,如果融资安排不合理,将可能带来资金占用风险和技术风险的乘数效应,最终给并购活动带来财务风险。

在京东方收购韩国现代和冠捷科技公司的连续、大规模的并购活动中,巨额资金需求的满足是并购成功的关键。在融资安排上,京东方为了筹集巨额资金,动用了成立“壳”公司、自有资金购汇、资产抵押和再抵押、银行借贷等诸多技术。由于京东方良好的业绩记录和朝阳产业的地位,其能较容易地获得银行贷款,以收购冠捷科技公司。并购借贷资金的期限以中短期为主,这加大了短期偿债的压力。这种高负债的杠杆收购不可避免地带来了技术并购后的高财务风险。同时,并购获得的技术未取得足够的增量现金流量也增大了企业面临的财务风险。相关数据表明,并购后京东方资产负债率猛增到70%以上,TFT-LCD第5代完成投产前后,资产负债率高达80%以上。2005~2006年京东方连续两年业绩亏损,2007年其向市场配售所持冠捷科技股份2亿股,为公司带来约1.99亿元投资收益(未扣减所得税影响),但仍未扭转亏损态势,直到2008年情况才有所好转。可见,融资安排不当会给并购后的企业带来财务风险。

3. 与增量技术投入相关的财务风险。在技术并购中,大量的并购成本属于增量投入成本,主要用于后续研发和技术

的产业实现。这部分成本容易被估计不足,并在技术并购后的整合过程中暴露出来。2001年10月,华立集团通过收购飞利浦CDMA无线通信部门获得了飞利浦CDMA的上游核心技术,即芯片软件设计及整体参考设计相关业务。但是并购后,华立集团在整合阶段未能形成独立研发能力,其没有拿到飞利浦CDMA无线通信技术专利所有权,在开发和销售这种技术时,需额外缴纳授权费用,这大大增加了华立集团的增量投入成本。同时,由于并购成本过高造成资金短缺,华立集团陷入了资金困境。显然,未充分估计增量投入成本同样是导致财务风险的一个重要因素。

4. 与整合成本相关的财务风险。在技术并购后的整合过程中,企业主要需考虑整合成本和整合速度。技术并购中,技术迅速更新和整合难度大的特点使整合成本过高或者整合速度过慢,这都会带来技术并购后的财务风险。这也是目前技术并购中普遍遇到的问题。

1994年,宝马以8亿英镑的价格收购了罗孚汽车集团。但在整合过程中,皮希斯里德的整顿计划走了样。在工厂改造方面,由于英国工人不认同宝马的管理模式和方法,改造工程进展得非常缓慢;在产品开发上,新一代罗孚的开发成本远远超出当初的预算,以至于宝马不得不推迟新一代罗孚的上市计划。由此,罗孚给宝马带来的亏损超过了30亿美元,罗孚显然成了宝马最大的累赘。最终,罗孚汽车及MG跑车被英国私人投资商凤凰集团象征性地以10英镑“领回”了英国。到2000年,宝马在罗孚并购上损失了40多亿美元。

5. 与增量现金流量相关的财务风险。虽然企业为实现技术并购提供了大量的资金和技术投资,但是如果并购后,技术价值无法获得预期的市场认可,就必然导致无法实现预期的现金流量进而带来财务风险。这种财务风险一旦在公司蔓延,波及面将十分巨大。

2004年1月,TCL并购法国汤姆逊彩电业务,4月又并购了阿尔卡特移动电话业务。TCL集团董事长李东生认为,与外资合作可以获得外企的核心技术和国外销售网络。而对外企而言,TCL成熟的管理、低廉的劳动力成本以及中国庞大的市场,足以完成资源互补。收购后,TCL资金日渐吃紧,数据显示,2004年并购后的TCL净利润为2.45亿元,同比下降57%。利润下降的主要原因在于TCL与汤姆逊的合资公司TTE亏损了1.43亿元,TCL与阿尔卡特的合资公司T&A亏损了2.83亿元,两家合资公司的亏损直接影响集团合并利润减少了1.41亿元。经营活动产生的现金流量为负,如何尽快扭转亏损成了TCL的首要任务。但是,就在TCL收购汤姆逊彩电业务前后,彩电行业正经历着液晶电视的快速发展,尽管TCL已经开始在国内市场的平板电视等高端产品上发力,但在欧洲彩电业市场,由于新产品推出延误,TCL的CRT电视产品价格迅速下滑,亏损严重。这使得TCL面临的局面更加棘手,其一方面要扭亏止损,另一方面又要加大投入,将生产设备升级换代。为了弥补整合过程中不断损失的现金流,2005年底,TCL转让了国际电工和智能楼宇两家子公司,同时停止了其他业务的扩张。

## 二、企业技术并购财务风险的成因

1. 缺乏周密的融资计划。企业为完成技术并购,往往都需要通过融资的方式筹措并购资金。不合理的融资计划会导致企业在融资安排和资金使用结构方面产生风险。具体来说,在融资时机方面,融资超前可能会造成利息损失,融资滞后则可能导致技术应用没有强大资金作为支持,从而直接影响到整个技术并购计划的实施,甚至可能从根本上导致技术并购的失败;在融资方式方面,债务和权益融资的选择是关键,资本结构的不合理可能导致企业负担较高的债务,从而带来破产成本。

2. 技术成本管理方式尚不完善,技术评估方式落后。目前,大多数企业仍按照传统成本管理方法即采用估值的方式量化技术并购成本,大多数企业往往以目标企业提供的财务报告为主要依据,在其提供的账面价值信息基础上进行简单调整得出最终技术评估价值。但目标企业财务报表编报本身存在着固有缺陷,不能充分、全面地披露重大信息。落后的技术价值评估方式很可能导致技术估价风险,主要表现为技术价值高估。并购后企业的技术往往没有达到预先的价值增值效果使利润提高,同时企业又面临着高额的并购成本,这无疑会大大增加并购后的财务风险。

2000~2003年德隆集团先后与美国Murray、德国Heltex和德国多尼尔公司进行了技术并购。但除了第一次收购进行了六个月的技术审计外,德隆集团其他两次并购都没有进行严格意义上的技术评估,而是仅就目标公司的财务报表进行简单分析来估算技术价值。最终,巨大的财务风险和其他一些管理问题使德隆集团走向没落。可见,不成熟的技术成本管理和技术评估方式是导致财务风险的一个重要原因。错误地估计并购后技术所产生的价值,可能会导致技术并购整体战略的失败。

3. 缺乏整合规划。一项全面的整合计划应该是对海外并购整合中业务、资源、文化差异等风险因素综合权衡后的方案。缺乏整合计划会导致整合中的顾此失彼或速度过慢,造成企业丧失市场机会,并购获取的技术老化、核心员工流失等,最终导致并购的失败。调查显示,只有28%的企业拥有比较完善的并购整合规划,60%以上的企业不能尽快成立一个管理小组实施全面的整合计划。一般而言,整合计划包括就资源、业务和文化等方面整合的具体步骤、阶段、开始和预期完成的时间、团队、所需成本、资金支持、风险评估和止损线等制定详细和可行的规划。技术并购中,整合计划更强调技术的后续开发、技术产品价值的实现以及技术人员的认同等。

4. 技术和品牌未被认可。技术并购的目的是为了获取并购后先进的技术价值,但是先进的技术价值需要获得市场的认可才真正具有价值。并购后缺少价值的实现,同时又要负担大量的并购成本,这必然给企业带来潜在的财务风险。

## 三、企业技术并购的财务风险控制

技术并购前认真研究并购双方资源可能发生的互补、关联和协同程度,全面分析影响并购效果的风险环节和因素,然后适当选择、安排衔接涉及技术并购财务风险的各个环节是

防范技术并购中可能出现的财务风险的关键。

1. 风险规避。对于在技术并购中发生可能性较小但影响较大的财务风险,我们应采取规避战略。规避是指有意识回避某种特定风险的行为。在技术并购的财务风险中,与融资相关的财务风险应采取风险规避。对于由融资安排而导致的财务风险,主要是采取多种技术融资组合方式进行规避,这样即使其中一两种融资方式由于安排不当而导致财务风险,也可以其他融资方式来分散这部分风险。

2. 风险减轻。在技术并购中有一些财务风险是无法规避的,或者说为规避这些风险所付出的成本过高,导致技术并购后的总体效益降低,得不偿失。这些风险发生的可能性和影响力都较大,如与增量技术投入相关的财务风险或与整合成本相关的财务风险,我们可以采取减轻财务风险的策略。具体措施如下:

(1)加快整合速度。由于整合过程中会产生大量成本,即整合时间越长,所需的人力和物力也会相应地增加,高额的整合成本也将为企业带来潜在的财务风险。所以,加快整合速度对于降低整合成本、减少潜在财务风险至关重要。全面、具体的整合规划是加快整合速度的核心,重视文化融合是加快整合速度的保障。

Cisco 公司是全球领先的互联网设备和解决方案供应商。1993~2000年,Cisco共并购了71家处于成长阶段的小企业,仅在2000年就并购了23家,并且与多家有实力的IT企业结成战略联盟。在2004年和2005年,Cisco每年并购12家企业。至今Cisco收购的企业数量已经达到100多家。Cisco一般会在100天的期间内完成并购整合,在30天内就可以实现计算机和薪酬系统的对接。不难看出,能确保Cisco并购成功最主要的原因就是整合速度快、效率高。

(2)评估技术价值。技术的性质不仅会影响企业未来的预期收益,还会影响企业未来的市场竞争力,因此企业在实施技术并购之前,一定要对目标技术进行科学判断,适当的选择评估作价方式和协商作价方式。既要预估新技术的未来商业价值,又要对新技术的风险进行预测。只有对技术并购整个流程中的技术价值作出有效、准确的评估,才可以对并购作出正确的决策,保证技术并购的顺利完成。同时,正确的价值评估也是获得市场认可的一个有效手段。

Cisco公司收购Linksys就是一个典型的案例。Cisco的主要产品定位于高端企业级用户,而Linksys的技术和产品主要定位于家庭和个人用户。收购Linksys之后Cisco不仅可以提供高端的企业级产品,还可以提供低端的个人应用产品。正是由于Cisco在并购Linksys前对Linksys公司所能提供的价值作了有效的评估,才能在技术并购战略实施后实现两个企业之间技术上的互补。

(3)控制整合成本。整合能优化企业资源配置方式,合理配备企业技术并购后的资源和人力,可以保证技术并购战略的顺利完成,是技术并购中不可或缺的一个环节。随着技术并

购模式和目的的不同,整合重心及成本也会不同。控制整合中的有形成本和无形成本,使企业不会因为技术并购后的整合过程而面临巨大的财务压力,对企业技术并购的成功实施有着重要的意义。

以整合中的人力成本为例,斯坦福大学的两名教授的研究指出,Cisco公司用平均50万~300万美元的代价兼并一家公司,买的是科技力量 and 市场份额,这是一种有效的投资,因为其在留住并购企业核心员工的同时,也为自己减少了一批潜在的竞争对手,同时还可以通过兼并网罗高级工程技术人才、节省研发投资。由于Cisco公司成功留住了被并购企业的员工,因此其有效地控制了技术并购中的一大类成本——裁员成本。这种整合成本控制方法虽然是短期行为,但对企业的长远发展和降低财务风险有着重要意义。

3. 风险转移。在风险管理技术中,风险转移的策略适用于那些发生可能性较大但影响不大的风险。在技术并购中,与并购成本相关的财务风险就属于这类风险。例如,在技术并购中,获取的新技术有些需要较高的并购成本,高成本就可能造成并购中的财务风险。为转移这部分风险,在不影响并购整体效益的情况下,可以采取预先出售这部分高成本技术的策略,这样随着技术的转移,风险也会随之转移。

#### 四、结论

当今科学技术的迅猛发展和技术的不断更新使新兴的技术并购发挥着越来越重要的作用,由技术并购所产生的财务风险也成为关注的热点。本文在案例分析的基础上总结了技术并购全过程中的主要财务风险和导致这些风险的成因,并根据风险管理理论提出结合使用风险规避、风险减轻和风险转移等避险工具控制技术并购中的财务风险。由于该课题较新,我国技术并购的实践有限,本文只是从个案分析的层面提出了防范技术并购财务风险的基本对策,技术并购中财务风险的具体测度和量化还有待深入研究。

【注】本文系教育部重点课题“基于大学科技创新资源的企业孵化器网络系统结构与作用机制研究”(项目编号:DIB030338)的阶段性研究成果。

#### 主要参考文献

1. Hema A. Krishnan, Michael A. Hitt, Daewoo Park. Acquisition Premiums, Subsequent Workforce Reductions and Post-Acquisition Performance. *Journal of Management Studies*, 2007; 5
2. 廖运凤. 中国企业海外并购案例分析. 北京: 企业管理出版社, 2007
3. 吴添祖, 陈利华. 跨国并购获取核心技术——中国企业核心竞争力的培育模式. *科学学与科学技术管理*, 2006; 4
4. 吴婷, 康灿华. 从中外企业技术并购比较中得到的启示. *科技创业月刊*, 2006; 11
5. Ed Paulson. *Inside Cisco: The real story of sustained M&A growth*. New York: John Wiley & Sons, 2001