

并购整合期财务风险的成因及规避

王宛秋 赵雪

(北京工业大学经济与管理学院 北京 100022 中信银行北京广安门支行 北京 100055)

【摘要】 本文在案例分析的基础上论述了并购整合期财务风险的主要表现形式,并结合已有的研究成果,分析了这些风险产生的原因,同时提出了相应的对策。

【关键词】 并购整合期 财务风险 规避

企业并购的整合是指当并购企业在获得目标企业的资产所有权、股权或经营控制权之后所进行的资产、人员等企业要素的整体系统性安排,目的是使并购后的企业按照一定的并购目标正常营运,实现相互融合,从而发挥协同效应。企业并购的整合期是指两个不同的企业在财务、文化以及人力等方面重构和融合的过程。并购整合的复杂性和动态性特征决定了整合阶段存在多方面的风险。

本文拟结合案例探讨并购整合期财务风险的表现形式、形成和控制等问题。在对企业并购整合期财务风险进行研究的基础上,在重点案例分析的基础上,描述我国企业并购整合期财务风险的具体表现形式,分析这些风险的成因及影响,并针对风险的成因提出规避和防范对策。

一、企业并购整合期财务风险的表现形式

通过分析大量并购案例,尤其是对德隆国际战略投资有限公司受让株洲市国有资产管理局所持国有股而成为湘火炬汽车集团股份有限公司的控股股东、TCL集团收购汤姆逊集团的彩电业务和阿尔卡特的手机业务、新疆中基实业股份有限公司与法国 SCATV 公司合资成立普罗旺斯食品有限公司的案例进行深入分析,我们认为,企业并购整合期的财务风险主要表现为并购整合期资本结构风险,并购整合成本风险以及并购整合期企业现金流量风险等。

1. 并购整合期资本结构风险。在并购的整合阶段,企业的资本结构是否合理直接影响企业并购整合的成败。通常,企业的资本结构是由企业的权益资本(即自有资金)和债务资本(即对外长期负债)构成,即企业长期资金来源中权益资本与债务资本的比例构成企业资本结构。权益与负债的比例结构实际显示的是企业所有者以自有资金对其债务承担偿付责任的能力,正常的比例应当维持在 1:1 左右。

但是,企业并购需要大量的资金,并且一般而言,企业很难完全通过自有的可用资本完成一项并购活动。因此,为了完成并购活动,并购方企业通常会因为筹集资金而提高自身的负债比例。负债比例越高,企业在并购整合期间所面临的财务风险就越大。同时,如果目标企业的经营状况不佳,因资金回收不利而形成经营亏损,权益资本过少,债务资本过高,更会

无形中增加并购方企业在整合过程中的债务负担。收购完成后,并购方企业应以控股出资的股本为额度对被并购企业承担风险。但是目前在我国,并购方企业为了保持被并购企业的持续经营,在整合过程中,会逐渐成为被并购企业债务的承担主体,这就对并购方企业的财务结构的合理化提出了更高的要求。因此,无论是并购方企业,还是被并购企业,如果企业的债务资本过高,不仅会给并购整合期的企业带来财务风险,而且会直接影响并购后企业的持续经营。

湘火炬汽车集团股份有限公司是德隆国际战略投资有限公司控股的上市公司之一,1997年11月6日,德隆国际通过受让株洲市国有资产管理局所持有的2500万股国有股而成为湘火炬汽车集团股份有限公司的控股股东。但由于持续大规模的并购资金主要来源于短期债务融资,导致这一并购增长模式存在巨大的财务风险。在1998~2004年期间,公司累计投资现金净流出30.81亿元,2003年年末的短期借款余额约为30亿元。因此,湘火炬的债务权益比率随着持续大规模的并购而快速上升,2003年年底达到538.29%,2004年第一季度则高达560.72%。持续上升且居高不下的财务杠杆比率增加了公司爆发财务危机的可能性,公司抗风险能力明显降低。从银行债务融资的角度分析,70%的资产负债率已经极大地恶化了公司的债务融资能力。这也意味着湘火炬在2003年以后很难从银行进行大规模的债务融资来支持其产业整合战略,即公司并购增长模式走到了极限。由此可见,依赖大规模短期融资进行的并购活动导致了公司形成高财务杠杆和高风险的债务期限结构,由此带来很大的并购整合期财务风险。

2. 并购整合成本风险。并购前,企业需要对整合成本进行必要的估算和准备,否则,将存在不可估量的财务风险。美国会计学会所属成本与标准委员会给予成本的定义是:为达到特定目的而发生或应发生的价值牺牲,它可以用货币单位加以衡量。因此,这里的整合成本就是指为整合而发生的可以用货币加以衡量的价值牺牲。在整合成本中,有形的成本容易度量,如整合费用,但有些无形的成本却难以度量,如文化整合、制度整合中的摩擦所带来的整合成本。而这些无形成本也恰恰是容易被忽视的。

企业在估算整合成本时,如果没有全面考虑接收人员的安置、组织文化融合以及业务管理整合等方面所需要的成本,必然将要面临整合风险。TCL集团自收购汤姆逊集团的彩电业务和阿尔卡特的手机业务以来,不断地进行内部重组与调整,以应对接踵而来的整合难题。有关数据显示,TCL集团2005年前三个季度实现主营业务收入365.3亿元人民币,同比增长41.57%;净亏损11.39亿元人民币,每股收益进一步扩大为-0.44元,每股净资产为1.58元,净资产收益率为-27.84%。这说明TCL集团并购之前对于并购的交易成本和整合成本明显估计不足,使得企业在整合过程中不断面临财务危机,最终造成企业亏损。

3. 并购整合期企业现金流量风险。企业并购整合期的现金流量风险是指由于企业在收购前对自身以及目标企业现金流量情况缺乏准确的估算、并购整合期间对现金流量控制不利、现金准备不足等原因造成现金短缺,又无法及时应对突发情况,从而造成整合失败的风险。

在新疆中基实业股份有限公司与法国SCATV公司合资成立普罗旺斯食品有限公司的个案中我们可以看出,如果缺乏对并购整合期企业现金流量的控制,将直接导致并购企业在整合阶段陷入财务危机。在并购前,SCATV公司的财务状况已经不容乐观,并购后由于新疆中基实业股份有限公司和普罗旺斯公司之间的财务核算、管理理念以及企业文化存在巨大的差异,使原本就缺乏战略规划的并购整合工作变得更加困难。由于番茄制品行业年末需要实现销售并进行资金回笼,企业需要垫付大量生产环节的成本费用,并按照惯例在年末向番茄生产农户支付原料采购资金。而在2004年,国家银行贷款政策趋紧,新疆中基实业股份有限公司出现了严重的资金流转不畅问题,同时用1.9亿元投资构建了各类资产,截至2004年第三季度,新疆中基实业股份有限公司的现金流量为-2.27亿元,并负担了2亿多元的担保。企业现金流陷入了极度的困境中,最终导致并购的失败。

二、企业并购整合期财务风险的成因

并购整合对企业管理者是一个巨大的考验,他们要面对各种复杂的问题,包括:企业财务制度的整合、财务目标的制定、整合成本的控制等。这就需要分析对并购整合期财务风险产生的原因。Coopers和Lybrand曾经就“管理层人员所认为的收购失败与成功的原因”对英国最大的100家公司的管理层人员进行调查。他们认为,失败的原因包括:目标企业的管理态度和文化差异,无收购后的整合计划,对行业或目标企业缺乏了解,目标企业管理不善,无收购经验。成功的原因包括:详细的收购后整合计划被迅速实施,收购目的明确,文化融合良好,目标管理层的高度合作,对目标企业及其行业的了解。我们在此研究的基础上对我国并购整合案例进行分析,发现造成并购整合期财务风险的原因主要来自财务整合计划不周、对目标企业的财务状况缺乏了解、忽视并购整合速度和整合成本等方面。

1. 财务整合计划不周。整合前,并购企业需要对整合进度、整合过程中出现的财务问题、整合期限与整合成本、整合

期的现金需求有充分的预见和预算。忽略了这些必要的财务预算,企业在并购整合期一旦遇到财务危机,不仅难以及时调整,还会影响整个并购活动的成败。同时,在整合的实际操作中还需要管理人员与各方专家进行配合,比如投资银行专家、注册会计师等,对于这些人员的选择同样增加了并购整合的复杂性。然而,很多管理者只是一味地追求并购的目标,而忽略了并购整合过程中产生的财务风险。波士顿集团的一项研究发现,在收购之前,只有不足20%的企业考虑过如何将收购的企业整合到自己的企业中来。

2. 对目标企业的财务状况缺乏了解。并购方企业的管理者往往意识不到目标企业的财务状况在整个并购活动中,尤其是在整合过程中的重要性,所以忽略了对被并购企业的资本结构、现金流量、获利能力以及偿债能力等财务指标进行全面调查和评估。在整合过程中,当目标企业因资本结构严重不合理、现金流量不足等问题出现时,并购方企业往往会为了保证目标企业的持续经营,不得不承担起被并购企业过多的债务。这样不仅给企业自身带来了巨大的债务负担,而且阻碍了整合进程的顺利进行,甚至会导致并购的最终失败。

从上述的新疆中基实业股份有限公司与法国SCATV公司合资成立普罗旺斯食品有限公司的失败个案中我们可以看出,并购前对目标企业财务状况的全面调查至关重要。新疆中基实业股份有限公司正是由于忽略了目标企业不容乐观的财务状况以及两家企业在财务核算和经营理念等方面存在的巨大差异,只是一味地追求目标企业在欧洲的销售网络和品牌知名度,最终导致了债务负担加重、现金流量不足等财务风险,增加了整合的难度。

3. 忽视并购整合速度和整合成本。在企业并购整合过程中,整合速度是受行业动态和整个市场的大环境影响的,它直接关系到企业并购整合期所要消耗的整合成本的高低,现金流量的多少以及债务负担的大小。整合计划的拖延只会增加并购的不确定性。拖延所带来的并购双方管理层决策的缓慢以及企业员工的焦虑将会直接导致企业的市场份额缩小、产量下降、利润减少甚至人员流失。因此,整合速度把握得准确与否直接影响着整合的效果,影响着并购活动的最终成功。2005年,德国西门子将全部手机业务无偿转让给明基,并同时赠送2.5亿欧元现金。但事实上,并购西门子手机业务不仅没能让明基加入世界第一手机阵营,还给它造成了6亿欧元的亏损,并让明基的股票市值蒸发掉一半。其主要原因就是整合速度过慢,新产品推出落后,使得配套的营运完全空转。由此可见,整合速度过慢会直接导致并购整合期的财务风险。

三、规避企业并购整合期财务风险的对策

显然,并购整合期的财务风险会给企业并购带来负面影响。如何规避这些财务风险成为企业并购整合过程中的一个主要任务。本文拟针对这些风险的成因提出相应的对策。

1. 对目标企业财务状况设定最低要求。企业应该在并购前对目标企业财务状况设定最低要求,并全面了解目标企业的资本结构,尤其是目标企业的债务结构以及偿债能力,这样才会避免在并购后的整合过程中出现由于债务资本过高、缺

乏债务清偿能力所带来的财务风险。

(1) 设定对目标企业偿债能力指标的最低要求。并购前,企业需要根据自己的承受能力分析目标企业的偿债能力。采用财务指标的形式,例如流动比率、现金比率、资产负债率、权益乘数、利息保障倍数等,做出最低要求,从而预防企业在并购整合期出现债务负担过重和偿债危机等风险。

(2) 设定对目标企业资本结构的最低要求。权衡理论认为,MM理论忽略了现代社会中的两个因素,即财务拮据成本和代理成本。尽管负债可以给企业带来减税效应,使企业价值增大。但是,随着负债减税收益的增加,财务拮据成本和代理成本的现值也会增加。只有在负债减税利益和负债产生的财务拮据成本及代理成本之间保持平衡时,才是企业的最佳资本结构。所以,在并购前,企业若想规避由于资本结构不合理、债务资本过高所带来的财务风险,就需要根据自己的情况,设定对目标企业资本结构的最低要求,并将其纳入选择目标企业的基本要求中。

2. 制订弹性的并购整合期财务计划。并购整合期的财务计划是对企业并购整合中财务方面的全面安排,主要包括并购整合期的资金安排、并购整合期限的长短与所需成本、并购整合期的现金流量、企业的债务结构和降低负债比例的后续安排等。需要注意的是,整合是一个动态的过程,并购整合期的财务计划也就应该具有较好的弹性和适应性。全面和弹性的并购整合期计划有利于企业及时应对并购整合期的财务风险。

在整个并购整合期财务计划中,现金流量预算格外需要引起重视。并购整合期的现金流量是与整合成本、企业的债务资本直接相关的。并购整合的期限越长,整合成本就会越高,同样,企业在整合过程中所需的现金就越多。因此,在制定并购整合期现金流量预算时,财务管理者应在明确并购整合步骤以及限定并购整合期限的基础上,结合并购前企业自身的现金流量状况、管理层监控情况、目标企业的债务负担以及债务偿还期限、并购后企业的预期利润等情况,进行现金预算,从而保证企业在并购整合期的资金正常流转。

3. 控制并购整合成本。根据奥利佛·威廉姆森交易成本学说,事前交易成本包括起草、谈判和维护合同协议的成本。事后交易成本包括:当交易偏离要求而引起的不适应成本;为纠正事后的偏离而做出的双边努力,由此而引起争论不休的成本;伴随建立和运作管理机构而带来的成本以及使协议保证生效的抵押成本。同样,企业并购的整合成本也涉及并购的各个阶段和经营的各个环节,包括整合前制订的整合计划成本、整合中销售、生产、采购、库存、资金等环节的整合成本、并购融资的资金成本等。

企业在进行整合之前应该将整合成本予以量化,并纳入预算管理体系,防止因整合成本过高而造成整合财务风险。企业在预算整合成本时,应该将可以度量的成本,如生产、市场整合等开销具体化,将难以度量的成本,如组织文化整合、业务管理制度整合等花费进行准确估算。同时,还应考虑目标企业的债务资本、并购融资的资金成本、接收人员的安置等方面

所需要的成本。在并购整合期,应该随时监控整合成本,设定预警机制。

4. 把握并购整合速度。并购的整合从本质上来讲是一个复杂的、艰巨的过程。并购整合的速度对整合的成功有着重要的影响。更快的整合速度会带来更多的现金流量、生产效率、获利能力以及更快的市场进入速度。

把握整合速度,首先要对并购双方企业财务状况进行全面调查,从而获得双方企业充分而且准确的财务信息,制订科学、合理的并购整合财务计划,将并购整合过程中与财务相关的任务进行合理分配,明确财务管理人员的责任,加强人员之间的沟通,确保各项财务任务按时完成。同时,管理人员在并购整合之前,要熟悉并购整合期的财务任务,根据这些任务的重要程度进行排列,做到从容地面对并购整合过程的复杂性和风险,这样也有利于把握并购整合速度。

企业并购活动是由策划、控制、整合、目标的最终实现这几个阶段所组成的,并购的策划应该引起企业并购决策者的高度重视,要对存在的风险进行一定的预测和预防,而企业的并购整合期作为决定并购能否成功的重要阶段,是各种风险集中体现的阶段,对此阶段进行重点控制是十分必要的。其中比较突出的是企业并购整合过程中所面临的由资本结构、并购整合成本、并购整合期现金流量所带来的财务风险。而这些风险的出现,正是由于企业没有制订并购后的整合计划,并购方企业没有对目标企业的财务状况进行全面评估,整合速度过慢等原因造成的。因此,企业在进行并购活动时,并不能以交易的完成作为并购成功的标志,而是应该通过衡量目标企业的偿债能力,确定企业的最佳资本结构,监控债务资本成本,制订并购整合期的财务计划,控制并购整合成本,加强并购整合期现金流量的管理,以及把握并购整合速度等手段,合理、有效地规避并购整合期出现的财务风险,将并购双方企业真正融合到一起,使企业的运营步入正轨,从而实现并购的最终成功。

随着对企业并购整合期财务风险对策研究的不断完善,企业在进行并购后的整合时也会提高对风险的控制能力。但是,并购活动的日益活跃会增加并购整合的复杂性。因此,对于企业并购整合期财务风险的规避还需要作进一步研究,尤其是针对不同行业、不同类型的并购,分析不同的风险现状与成因,从而更加具体地提出规避对策,减少并购整合期出现的财务风险。

主要参考文献

1. 廖运凤. 中国企业海外并购. 北京: 中国经济出版社, 2006
2. 张金鑫, 王方, 张秋生. 并购整合研究综述. 商业研究, 2005; 9
3. 杨彦民. 企业并购的财务风险及其协调. 财会研究, 2005; 9
4. 王东, 张秋生. 企业兼并与收购案例. 北京: 清华大学出版社, 北京交通大学出版社, 2004
5. Peter F. Drucker 著. 阎佳译. 管理前言. 北京: 机械工业出版社, 2006