

# 企业并购财务目标：并购增值最大化

胡玄能(博士)

(中央民族大学管理学院 北京 100102)

**【摘要】** 本文认为并购增值最大化具备了作为企业并购财务目标的基本条件,即与企业财务目标的一致性、与股东利益的可协调性、并购增值的可计量性、指导并购运作的可操作性。尽管还存在着一些不可避免的局限性,但笔者认为以并购增值最大化作为并购财务目标是适当的。

**【关键词】** 并购 目标 增值

## 一、并购财务目标的选择：并购增值最大化

1. 并购增值。并购增值是指两家企业并购后所有者权益价值超出并购前两家企业单独存在时的所有者权益价值之和的部分,是由并购的协同效应带来的。关于协同效应目前主要有管理协同论、经营协同论和财务协同论三种观点。管理协同论认为,经营管理能力强的企业并购经营管理能力低下的企业之后,被并购方企业的经营管理水平便被提高到了并购方企业的水平,给并购双方企业都带来了经济效益。经营协同论认为,协同效应来源于并购后企业经营规模的扩大、市场垄断力的增强所产生的效益,比如通过横向并购获得规模经济及范围经济、通过纵向并购降低交易成本、通过混合并购分散经营风险等。财务协同论认为,协同效应主要是通过并购寻求投资机会或调整资本结构、通过纳税筹划等降低资本成本。

2. 并购财务导向：并购增值最大化。企业是追求企业价值最大化或股东财富最大化的经济实体,企业既可通过产品经营也可通过企业并购实现企业价值最大化。通过企业并购可以使企业迅速发展起来,给股东创造巨大的财富。企业并购的整个过程涉及很多方面,但最终都需要落实到财务上,企业并购能否实施、能否顺利完成都需要财务评价。一项成功的并购应当给并购双方都能带来经济利益,只有这样并购方企业才有动力去实施,而被并购方企业才可能乐于接受。因此,企业并购只有存在价值创造即并购增值大于零,并购才是可行的。并购增值越大对并购双方越有利,它是企业并购能否顺利完成、能否成功的关键。为了使企业并购能产生最大的并购增值,笔者认为企业应以并购增值最大化作为并购财务目标,并围绕并购财务目标制定并购财务战略,指导企业寻找和评估目标企业,确定并购融资需要量以及支付方式,进行税务安排等财务运作,每个环节都以价值创造为标准,确保并购双方利益最大化。

## 二、并购增值最大化作为企业并购财务目标的优势

1. 与企业财务目标的一致性。以并购增值最大化作为并购财务目标与企业财务管理总目标是一致的。我们知道财务管理目标是由不同层次的系列目标所组成的目标体系。财务

管理目标之所以具有层次性,主要是因为财务管理的具体内容可以划分为若干层次,分为总目标和具体目标。目前国内外大都以股东财富最大化或企业价值最大化作为企业财务管理总目标。

企业并购作为财务管理重要内容之一,是企业的战略性投资方式。将并购财务目标设定为并购增值最大化既有利于企业顺利开展并购活动,又有利于财务管理总目标的实现。企业并购产生的并购增值越大,表明并购创造的价值越大,对股东的贡献越大,因此并购增值最大化与财务管理总目标是一致的。

2. 与股东利益的可协调性。以并购增值最大化作为并购财务目标便于协调并购双方股东的利益,促进并购的实施与完成。并购能否达成,主要取决于并购能否给双方带来利益。因此一项成功的并购应该有双赢的结果,而参与并购双方股东的利益无不来自于并购增值。

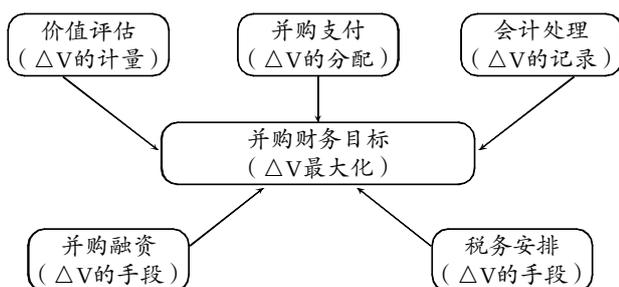
我们知道,支付对价高于被并购方权益价值的部分称为支付溢价。在现金支付方式下,支付溢价就是被并购方股东得到的利益,本质上是从并购增值中分配给被并购方股东的部分,并购增值的剩余部分由并购方股东享有。在股权支付方式或换股支付方式下,被并购方股东不但获得以股权(或股票)价值计算的支付溢价的好处,还能按换股后所拥有的股权比例享有剩余的并购增值。可见并购增值是并购双方股东利益的基础。

另外,并购增值越大,说明并购后的企业权益价值增加越大,也越能保障债权人的利益,同时企业并购也要关注被并购方企业职工的利益。所有这些利益都应当以并购增值为基础,只有并购能创造价值,各方利益才有保障。

3. 并购增值的可计量性。并购增值是可以测算的,目前主要有两种测算方法:一是并购总价剩余法,即先估算两企业并购后的权益价值以及并购前两企业各自的权益价值,然后计算并购前后权益价值的差额(增值);二是增量现金流量折现法,即折现并购后企业由于并购而预计每年增加的自由现金流量,增量自由现金流量的计算可通过预计并购后营业收

入增加额和经营成本节约额扣除追加投资支出而得到,而折现率的选取可以在并购方企业权益资本成本率的基础上考虑并购后企业财务状况的变化加以调整得到。

4. 指导并购运作的可操作性。以并购增值最大化作为并购财务目标有利于企业顺利开展并购财务运作。并购增值是企业并购财务运作和并购会计处理的核心,并购增值把并购价值评估、并购支付、并购融资、税务安排以及并购会计处理等财务活动紧密联系在一起。价值评估需要确定并购双方在并购前后的企业价值或权益价值,其重要内容就是确定并购增值;并购支付的本质内容是并购增值的分配;并购会计处理主要是并购商誉的处理,而并购增值又构成了并购商誉的核心内容;并购融资和税务安排都是实现并购增值最大化的手段。它们与并购增值( $\Delta V$ )的关系如下图所示:



### 三、并购增值最大化作为企业并购财务目标的局限性

1. 并购增值的不确定性。并购增值理论上可计量的,可通过对所实施的并购方案如并购支付、并购融资、并购整合、税务安排等方案进行事前规划以及对并购后的企业发展态势进行预测而得到结果,但其结果受未来多种因素的影响,具有较大的不确定性。并购本身就是一项风险很大的战略投资活动。

从非上市公司并购来看,并购增值一般采用增量现金流量折现法确定,但由于计量方法要预测实施并购和不实施并购两种情况下并购双方企业未来的经营状况,因而并购增值难以准确确定。而从上市公司并购来看,并购增值一般采用并购总价剩余法确定,并购双方没有实施并购时的权益价值可通过并购前的一段期间的股票价格进行计量,并购后的权益价值可以通过预计并购方案实施后的股票价格走势进行计量。然而股票价格受诸多因素的影响,并非只是并购增值的结果。所以,并购增值在实际并购操作中难以为并购双方企业管理当局所把握。

2. 与其他并购利益相关者的矛盾。企业并购涉及的不只是并购双方股东的利益,还涉及社会公众、债权人以及企业职工等多方的利益。并购增值最大化的目标直接反映了并购参与主体的利益,有时会与其他利益主体的利益发生矛盾。

(1)与社会公众利益的矛盾。并购增值最大化可能与社会公众利益产生冲突而招致政府的干预。企业并购迅速扩大了企业规模,增强了市场垄断力,尤其是大型企业之间的横向并购。并购后可能存在价格垄断而损害社会公众利益,这样政府就有可能依据反垄断的相关法规干预甚至禁止这类并购的实

施。有的企业并购尽管能创造并购增值,但就社会公众角度而言是财富损失,因此许多国家都对企业并购进行法律监管,以避免并购带来垄断而损害社会公众利益。另外对于跨国并购,被并购方所在国政府可能会以“国家安全”为由对并购进行干预。

(2)与债权人利益的矛盾。并购增值最大化可能与债权人的利益发生冲突。有的企业并购由于采用债务融资方式解决并购资金问题,甚至采用杠杆收购方式进行“小鱼吃大鱼”式的并购,这样势必增大并购后企业的资产负债率。资产负债率的上升反映了企业违约风险的增加,而违约风险的增加说明参与并购的股东与债权人的利益冲突加剧。西方有学者通过实证研究表明,并购企业股东财富的增加大部分是从债权人那里转移过来的,尽管这一说法受到人们的质疑,但也说明有的并购企业股东与债权人确实存在着利益冲突。例如,我国德隆系的崩塌说明企业大量举债进行大规模并购扩张将可能导致债权人产生巨大损失。

(3)与内部职工利益的矛盾。并购增值最大化可能与企业内部职工产生利益冲突。有的并购可能对被并购方管理层构成威胁而遭受被并购方管理层的抵制。有的并购可能由于并购整合需要关闭、变卖一些业务部门而使一些职工失去工作。尽管政府为了保护职工利益出台了一些相关政策,但职工利益受到损害的事实正受到越来越多人的关注。

### 四、结论

并购增值最大化仍是企业追求企业价值最大化或股东财富最大化下具体进行并购财务运作的目标导向,与企业财务总目标是一致的。并购增值具有可计量性,尽管有着不可确定的局限性。并购增值把并购价值评估、并购支付、并购融资、税务安排以及并购会计处理等财务活动紧密联系在一起,以并购增值最大化作为并购财务目标有利于指导企业顺利开展并购财务运作,具有很好的可操作性。并购增值最大化有利于处理企业并购中涉及的利益相关者的矛盾。首先并购双方股东利益矛盾在并购增值最大化下能够得到较好的解决,如果没有并购增值,一方股东所得利益必然是另一方股东的损失,因此只有把并购增值变大,参与并购的双方股东才有财富增加的基础。其次在处理与其他利益相关者的矛盾的问题上,遵循并购增值最大化对企业来说仍是最佳的选择。比如与社会公众利益的矛盾,企业并购可能由于规模的扩大产生价格垄断而损害社会公众的利益,但企业规模的扩大具有规模经济效益,生产成本更低且效率更高,在这种情况下政府就应该权衡利弊,有条件地进行干预和监管,以协调企业利益与社会公众利益之间的矛盾。另外,与债权人、内部职工等的利益冲突在并购增值最大化下进行协调也比较合乎逻辑,企业并购首先要创造价值才有经济能力处理职工安置和补偿问题,对债权人才有保障。综上所述,并购增值最大化作为并购财务目标是较为恰当的。

#### 主要参考文献

邵勤.产权理论分析与财务管理目标的现实选择.经济与管理,2004;8