

并购支付成本的财务比率分析

中央民族大学管理学院 胡玄能(博士)

【摘要】 本文阐述了并购支付成本的含义与构成,构建和分析了并购支付成本合理性的财务比率评价体系,并在此基础上提出了选用财务比率的若干建议。

【关键词】 企业并购 支付成本 财务比率

一、并购支付成本的财务比率评价体系

财务指标与企业价值关系密切,并购企业可以利用类似并购案例的财务比率进行对比分析以判断支付成本的合理性。现对五类支付倍数共十个财务比率分别介绍如下:

1. 账面收益支付倍数。

(1) 净利润支付倍数。其用公式可表示为:净利润支付倍数=支付成本÷目标企业净利润。该指标也即支付市盈率,可以跟股市中类似企业的市盈率相比较,以判断支付成本的合理性。由于目标企业的权益价值与净利润相关,从估价角度看,目标企业净利润的某一倍数就是目标企业的权益价值,因此支付成本与目标企业净利润之比也可反映出支付成本与目标企业权益价值的关系。支付成本如果过分高于目标企业的权益价值,说明支付成本过高,对并购企业不利。该指标的倒数即是并购投资利润率。

如果是控股收购的并购方式,收购的是目标企业的部分股权,则目标企业的净利润也应按收购股权的比例进行调整,即目标企业净利润乘以收购的股权比例。如果目标企业是上市公司,支付成本、净利润也可分别用每股支付成本、每股净利润(每股收益)来代替。

(2) 息税前利润支付倍数。其用公式可表示为:息税前利润支付倍数=(支付成本+债务价值)÷目标企业息税前利润。息税前利润为净利润加上所得税和利息支出,是目标企业总资产带来的。息税前利润的某一倍数就是目标企业总资产的价值即企业价值,而企业价值等于权益价值加上债务价值。由此可见,该指标实质上是通过比较支付成本与目标企业权益价值的大小关系来判断支付成本的合理性。该指标的倒数为并购投资基本报酬率,只不过这里的债务价值是以市值表示的,一般而言债务价值与其账面价值差异不大。如果是控股收购的并购方式,则目标企业的息税前利润和债务价值也应按收购股权的比例进行调整。

2. 账面价值支付倍数。

(1) 账面净资产支付倍数。其用公式可表示为:账面净资产支付倍数=支付成本÷目标企业净资产账面价值。企业的净资产价值即权益价值一般与其账面价值有一定的比例关系,因为净资产带来净利润,而净利润的某一倍数就是净资产价值。由此可见,该指标实质上是比较支付成本与目标企

业权益价值的大小关系,在相似的企业并购案例间有一定的可比性,可用来判断支付成本的合理性。如果收购的是目标企业的部分股权,则目标企业的净资产账面价值也应按收购股权的比例进行调整。

(2) 账面总资产支付倍数。其用公式可表示为:账面总资产支付倍数=(支付成本+债务价值)÷目标企业总资产账面价值。企业总资产带来息税前利润,而息税前利润的某一倍数就是企业总资产,企业价值与总资产账面价值有一定的比例关系。该指标分子中的支付成本对应于目标企业的权益价值,实质上也是比较支付成本与目标企业权益价值的大小关系。该指标在相似的企业并购案例间有一定的可比性。如果收购的是目标企业的部分股权,则目标企业的总资产账面价值和债务价值也应按收购股权的比例进行调整。

3. 现金流量支付倍数。

(1) 股东自由现金流量支付倍数。其用公式可表示为:股东自由现金流量支付倍数=支付成本÷目标企业股东自由现金流量。股东自由现金流量是可由股东自由处置的现金流量。支付成本最终要从目标企业的股东自由现金流量中回收,该指标以所获取的股东自由现金流量来说明支付成本的高低。折现股东自由现金流量是目标企业的权益价值,因此目标企业权益价值与股东自由现金流量成倍数关系,该指标用于分析支付成本与目标企业权益价值之间的关系。如果目标企业是上市公司,支付成本、现金流量也可以分别用每股支付成本、每股现金流量表示。如果收购的是目标企业的部分股权,则股东自由现金流量应按收购股权的比例进行调整。

(2) 企业自由现金流量支付倍数。其用公式可表示为:企业自由现金流量支付倍数=(支付成本+债务价值)÷目标企业自由现金流量。企业自由现金流量是尚未向股东和债权人支付现金前的剩余现金流量。从本质上看,它是股东和债权人的总报酬,只不过该报酬是由企业可自由处置的现金表示的。企业自由现金流量也等于股东自由现金流量加上债务本金净流入再加上所得税纳税调整后的利息支出。其中,所得税纳税调整后的利息支出=利息支出×(1-企业所得税税率)。

折现企业自由现金流量是企业价值,因此企业价值与企

业自有现金流量成一定的倍数关系。与息税前利润支付倍数类似,该指标只是用目标企业自由现金流量代替了目标企业的息税前利润。

4. 重置价值支付倍数。

(1) 净资产重置价值支付倍数。其用公式可表示为:净资产重置价值支付倍数=支付成本÷目标企业净资产重置价值。净资产重置价值表示的是在现有条件下重新建造相同的净资产(总资产减去总负债)所需付出的代价。净资产重置价值与其账面价值有一定的关联性,一般而言,资产账面价值越大,其重置价值也越大。该指标实质上就是通过目标企业权益价值与其净资产重置价值的比值(托宾q值)说明支付成本的合理性。

(2) 总资产重置价值支付倍数。其用公式可表示为:总资产重置价值支付倍数=(支付成本+债务价值)÷目标企业总资产重置价值。总资产重置价值是指在现有条件下,重新建造相同的总资产所需付出的代价。总资产重置价值与总资产账面价值有一定的关联性,该指标实质上就是通过分析目标企业价值与总资产重置价值的比值(托宾q值的另一种算法)说明支付成本的合理性。

值得注意的是,重置价值支付倍数中所涉及的资产的重置价值是目标企业有形资产的价值,应当包括在会计报表上已确认的无形资产的价值如外购无形资产价值,但不包括在会计报表中没有确认的无形资产价值。如果收购的是部分股权,目标企业净资产重置价值、总资产重置价值、债务价值应按收购股权的比例进行调整。

5. 市场价值支付倍数。

(1) 权益价值支付倍数。其用公式可表示为:权益价值支付倍数=支付成本÷目标企业权益价值。该指标以支付成本与所获取的目标企业权益价值比值直接判定支付成本的合理性。支付成本高于目标企业权益价值的部分称为支付溢价。一般而言,目标企业的股东接受的并购价款须高于目标企业权益价值即有支付溢价时目标企业才愿意接受并购。支付溢价与目标企业权益价值之比称为支付溢价率。支付溢价率=权益价值支付倍数-1,这说明权益价值支付倍数实质上就是支付溢价率,在实际并购中可以利用类似企业并购案例的支付溢价率来评价支付成本的合理性。如果目标企业是上市公司,目标企业权益价值可用股票市值(包括优先股的股票市值)计量,如果收购的是部分股权,目标企业权益价值还应按收购股权的比例进行调整。

(2) 企业价值支付倍数。其用公式可表示为:企业价值支付倍数=(支付成本+债务价值)÷目标企业价值。该指标从支付成本加债务价值之和与所获取的目标企业价值来判定支付成本的合理性。企业价值与权益价值支付倍数是同等的,因为企业价值等于权益价值加上债务价值,因此在实际并购中很少使用企业价值支付倍数来评价支付成本的合理性。如果收购的是部分股权,目标企业价值、债务价值应按收购股权的比例进行调整。

二、财务比率的选用

1. 财务比率分类。

(1) 财务比率按价值类型分为净资产价值相关型支付

倍数和总资产价值相关型支付倍数。净资产价值相关型支付倍数(亦称权益价值相关型支付倍数)包括净利润支付倍数、账面净资产支付倍数、股东自由现金流量支付倍数、净资产重置价值支付倍数、权益价值支付倍数等。总资产价值相关型支付倍数(亦称企业价值相关型支付倍数)包括息税前利润支付倍数、账面总资产支付倍数、企业自由现金流量支付倍数、总资产重置价值支付倍数等。当并购案例债务比率与目标企业债务比率差异较大时,选用总资产价值相关型支付倍数如息税前利润支付倍数、账面总资产支付倍数、企业自由现金流量支付倍数更为恰当,因为总资产价值相关型支付倍数无需考虑债务比率对总资产价值的影响,这样就免去了对并购案例债务比率差异进行修正的麻烦。

(2) 财务比率按支付成本的对比内容分为账面型支付倍数、现金流量型支付倍数和价值型支付倍数。账面型支付倍数包括净利润支付倍数、账面净资产支付倍数、息税前利润支付倍数和账面总资产支付倍数。现金流量型支付倍数包括股东自由现金流量支付倍数和企业自由现金流量支付倍数。价值型支付倍数包括净资产重置价值支付倍数、总资产重置价值支付倍数、权益价值支付倍数和企业价值支付倍数。

从支付倍数与目标企业价值相关程度上看,价值型支付倍数与目标企业价值最为相关,尤其是市场价值支付倍数如权益支付倍数直接说明了为收购目标企业所支付的成本与目标企业权益价值的大小关系,比较直接和客观,因此运用十分广泛。重置价值支付倍数如总资产重置价值支付倍数与目标企业价值关系较密切,也常常用于评价并购支付成本的合理性。现金流量型支付倍数与目标企业价值的相关性也较强,因为现金流量比会计利润更客观,不受会计方法的影响,同时现金流量也是价值的源泉。因为净资产账面价值、净利润等都来源于会计数据,账面型支付倍数采用不同的会计处理方法以及会计估计会影响计量结果,但由于都是直接来源于会计报表的账面数据,在需要收集多个并购参照案例的情况下数据收集显得相对容易。当目标企业未来收益比较稳定时,选用账面收益支付倍数(如净利润支付倍数、息税前利润支付倍数)比选用账面价值支付倍数(如净资产支付倍数、总资产支付倍数)更符合客观情况。

2. 并购参照案例与财务比率的选用。

(1) 并购参照案例的选取。一般而言,为了更客观地评价支付成本的合理性,应选取与目标企业相类似的三个以上的参照案例。但实际中很难找到完全相同的并购案例,因此要特别关注并购参照案例与目标企业不相同的因素。

(2) 数据收集与财务比率选用。评价并购支付成本应尽可能采用多个财务比率,从多个侧面进行评价,但也要权衡资料收集成本与评价效益之间的关系,关注所收集资料的可信度与可靠性,把财务比率的选用与并购参照案例有机地结合起来,根据参照案例的具体情况选择可用的财务比率。

主要参考文献

- ①道格拉斯·R.爱默瑞,约翰·D.芬尼特.荆新,王化成等译.公司财务管理.北京:中国人民大学出版社,1999
- ②胡玄能.企业并购财务与会计实务.大连:大连理工大学出版社,2005