



# 企业并购评价中的财务分析

厦门大学 宋玉

**【摘要】** 本文以哈佛商学院的财务报表分析框架为依托,论述了企业并购评价中所涉及的财务分析,为企业外部利益相关者客观地评价企业的并购行为提供了一个框架。同时,本文还指明了企业合并的会计处理方法具有一定的经济后果,这为信息使用者进一步正确认识企业的并购行为提供了帮助。

**【关键词】** 并购 财务报表 分析框架

## 一、企业并购的财务报表分析框架

“并购”是我国理论界和实务界对兼和收购的统称。简单来说,并购是指一家企业购买目标企业的全部或部分股票或资产,以获取目标企业控制权的行为。并购行为势必会影响并购双方以及利益相关者的利益。那么,如何对这种影响进行客观的评价呢?这就需要采用一套科学的分析框架,其中主要包括以量化分析为主的财务报表分析。而由哈佛商学院的Palepu、Healy和Bernard提出的运用财务报表进行企业分析与评价的框架正好满足这一需要。

哈佛商学院的财务报表分析框架强调从企业活动到财务报表分析和从财务报表分析到企业活动两个方面,并且系统地阐述了财务报表分析的四大步骤,即企业战略分析、会计分析、财务分析、前景分析。其中,战略分析的目的是确认企业业绩的驱动因素和相关风险,从定性水平上对企业潜在的盈利

外支出——应收债权融资损失”科目或贷记“营业外收入——应收债权融资收益”科目。企业实际发生的与所售应收债权相关的销售退回及销售折让如果等于原已记入“其他应收款”科目的金额,则应按实际发生的销售退回及销售折让的金额,借记“主营业务收入”(如为现金折扣,应借记“财务费用”科目,下同)等科目,按可冲减的增值税销项税额,借记“应交税金——应交增值税(销项税额)”科目,按原记入“其他应收款”科目的预计销售退回和销售折让金额,贷记“其他应收款”科目。企业实际发生的与所售应收债权相关的销售退回及销售折让与原已记入“其他应收款”科目的金额如有差额,除按上述规定进行会计处理外,对应补付给银行等金融机构的销售退回及销售折让款,通过“其他应付款”或“银行存款”科目核算。对应向银行等金融机构收回的销售退回及销售折让款,通过“其他应收款”或“银行存款”科目核算。

应收票据比照《解答(四)》和《暂行规定》进行会计处理,考虑到应收票据不存在提取坏账准备、贴现金额是考虑协议中约定预计将发生的销售退回和销售折让(包括现金折扣,下同)的金额后根据公式计算的等因素,不带追索权的票据贴现一般不会涉及到“坏账准备”、“营业外支出——应收债权融资损失”、“营业外收入——应收债权融资收益”科目。企

能力进行评估;会计分析是为了评估会计系统对企业经营管理状况的反映程度;财务分析是为了评价企业当前与过去的业绩状况以及业绩的持久性;前景分析则是为了预测企业的未来,该步骤需要综合考虑前三个步骤的分析。由此我们不难发现,上面四种分析恰好分别与企业并购行为中的战略考虑、企业合并会计处理方法的影响、财务分析的具体应用以及并购后的效应和前景分析相对应,这为我们全面评价企业的并购行为提供了科学的理论框架。

## 二、企业合并不同会计处理方法的财务影响

我们知道,财务分析不可避免地要用到企业会计系统提供的信息。因此,为了保证财务分析的可靠性,首先应进行会计分析,即会计分析是财务分析的前提。表现在企业并购行为评价中,即要分析企业合并的会计处理方法对企业并购评价的影响。

业将应收票据上的风险和未来经济利益全部转让给银行,冲减应收票据的账面价值,应收票据贴现值(即贴现所得金额)与账面价值的差额记入“财务费用”科目(可能在借方,也可能在贷方)。已贴现的不带追索权的商业汇票到期时,因贴现企业不承担连带偿付责任,不作任何会计处理。

若协议中没有约定预计将发生的销售退回和销售折让的金额,则贴现时的会计处理为:借:银行存款(贴现所得金额),借或贷:财务费用(贴现所得金额与账面价值的差额);贷:应收票据(应收票据的账面价值)。

若协议中约定了预计将发生的销售退回和销售折让的金额,则贴现时的会计处理为:借:银行存款(贴现所得金额),其他应收款(协议中约定预计将发生的销售退回和销售折让,包括现金折扣),借或贷:财务费用(贴现所得金额加上预计将发生的销售退回和销售折让与账面价值的差额);贷:应收票据(应收票据的账面价值)。已贴现的不带追索权的商业汇票到期时,因贴现企业不承担连带偿付责任,不作任何会计处理。

## 主要参考文献

财政部注册会计师考试委员会办公室.会计.北京:中国经济出版社,2005

从世界范围来看,企业合并的会计处理方法主要有两种,即购买法与权益结合法。在购买法下,购买方按照公允价值对被购买方的资产、负债和净资产重新进行计量,净资产的价值变动以及商誉必须在购买方的财务报表中予以反映,商誉还需要进行摊销或计提减值准备,并且购买法仅将合并日后被购买方实现的利润纳入合并财务报表。而在权益结合法下,合并一方在编制财务报表时,计价基础保持不变,沿用合并另一方资产和负债的账面价值,既不反映资产和负债的价值变动,也不确认商誉,这样也就不存在商誉摊销或计提减值准备的问题。而且权益结合法将参与合并另一方的整个年度的利润纳入合并财务报表。因此,一般而言,采用购买法报告的利润比采用权益结合法报告的利润要少。在财务比率分析方面的差异表现为:在权益结合法下,净资产收益率(ROE)和每股收益(EPS)通常较高;而在购买法下,情况则相反。

企业合并的不同会计处理方法对企业盈利状况的影响可决定一项并购行为能否得以实施,体现了不同的会计处理方法具有不同的经济后果。但是,购买法下以资产负债率、流动比率等指标反映出来的偿债能力往往优于权益结合法下的,原因是被购买方的负债评估值与其账面价值的差异往往不大,但资产的评估价值往往高于其账面价值。因此,企业外部利益相关者在进行财务分析之前,势必要了解相关会计处理方法的差异。

### 三、企业并购的具体财务分析

**1. 并购准备阶段。**通常,并购方在选择被并购方(或称为目标企业)时,是以自身战略为出发点的。并购方一方面要考察目标企业的成长性、发展潜力、经营管理水平、企业形象和商誉等多方面的因素,另一方面要对目标企业的财务报表进行分析。比如,并购方需要考察目标企业的盈利能力、营运能力与长短期偿债能力等,通过这些信息判断目标企业是否符合自己的并购目标定位,从而达到优势互补的目的。此外,Tobin's Q 值(资产的市场价值与重置成本之比)的大小也可以成为选择目标企业的一种依据。当 Tobin's Q 值小于 1 时,代表该资产的市场价值小于重置成本,意味着企业的价值被市场低估,该类企业更容易成为并购目标。

**2. 并购执行阶段。**当并购目标基本确定后,企业外部利益相关者需要对目标企业价值确定的准确性与并购出资方式选择的合理性进行评估。就并购出资方式的选择而言,首先需要考虑控制权、利润分享、税负等因素的影响,然后再对现金并购或换股并购的合理性进行评估。①当并购方有充足甚至过剩的闲置资金时,采用自有资金进行并购是恰当的,但需要考虑对企业营运能力的影响;当并购方没有充足的自有资金时,若是通过银行贷款不会使并购方的资产负债率有显著提升以致影响企业后期的融资能力时,则采用银行贷款是恰当的;同时,若通过证券市场进行融资的成本更低,并购方应通过证券市场融资,但是需要分析企业股权结构的变化,以及对企业盈利能力的影响等。②当采用换股并购时,利益相关者应重点评价换股比例的合理性,对并购行为的公允性做出客观的评价。

#### 3. 并购完成阶段。

(1)基于传统财务指标对比的并购财务效应分析。一方

面,企业外部利益相关者可以利用单个指标进行分析,其主要是指对盈利能力、成长性、现金持有状况、资产营运能力以及偿债能力五个方面的变化进行分析。另一方面,企业外部利益相关者可以借助综合指标评价方法,最常见的就是杜邦分析体系。该体系以净资产收益率指标为核心,将若干反映企业盈利状况、财务状况和营运状况的比率按照其内在联系有机地结合起来,形成一个完整的财务分析体系。此外,还可以运用以可持续增长比率为核心的分析框架进行评价。该框架以可持续增长率为核心,考虑了股利支付率,可以说是对杜邦分析体系的拓展。

(2)以改进的财务指标进行并购财务效应分析。传统的财务指标如净利润、每股收益、投资报酬率等,忽略了企业的资本成本问题。由于在企业并购中可能涉及的交易金额较大,并购资金的筹集通常会带来并购资本结构的改变以及资本成本的变化,当资本成本较高时,将其忽略不计会导致评价结果的严重失实。因此,要分析并购是否会带来股东价值的增加,采用剩余收益或经济增加值(EVA)的评估方法能够更深入地解释并购的影响。但是,剩余收益指标和 EVA 指标更多的是对投资行为的评价,对企业筹资活动、经营活动和分配活动评价的作用力较弱。因此,应将传统的和改进后的财务指标评价方法结合起来,共同用于企业并购财务效应分析。

(3)基于市场价值的并购财务效应分析。由于财务数据反映的是企业过去的信息,对于预测企业未来业绩的作用甚微,而且财务数据容易受企业管理当局的操纵,这将使得基于财务指标对比的并购财务效应分析的真实性和有用性大打折扣。为了弥补基于财务指标分析的不足,企业外部利益相关者可以结合运用基于市场价值的并购财务效应分析方法(如计算 Tobin's Q 值),以期对企业的并购行为做出客观、科学的评价。

根据 Chung 和 Pruitt(1994)计算 Tobin's Q 值的方法, $Tobin's Q = (MVE + PS + DEBT) / TA$ ,其中:MVE 是企业的流通股市值,PS 为优先股的价值,DEBT 是企业的负债净值,TA 是企业的总资产账面值。Tobin's Q 值可以用于企业并购财务效应分析的原理在于:企业价值决定其股票价值,而股票价值决定股票价格,因此,企业价值决定了其股票价格,即企业的市场价值。对于股份全部流通的上市公司,其市场价值就是企业在股票市场上的市值。但是,由于我国流通股与非流通股并存,使得我们很难准确计算出股东权益的价值,从而 Tobin's Q 值目前在我国难以得到广泛的应用。

(4)以并购战略为基础的深入分析。由于并购行为往往伴随着并购方战略的调整,以及并购后复杂的重组、整合过程,因此,并购的成效在短期内可能并不明显。这就要求并购评价还应结合长期的财务分析。而以并购战略为基础的深入分析,不是以“短视”来评价企业的并购行为,而是以长期的趋势分析作为评价的基础。这为更加科学地评价企业的并购行为提供了有力的依据,为对企业的前景预测提供了充分的数据支持。

#### 主要参考文献

①沈艺峰,沈洪涛.公司财务理论主流.大连:东北财经大学出版社,2004

②王东,张秋生.企业兼并与收购案例.北京:清华大学出版社,2004