国外企业并购中的分阶段延期支付方式

新疆石河子大学　**刘　嫦**　江西修水县地税局　**易　顿**　暨南大学　**沈湘平**

【摘要】 目前国外企业并购中广泛采用了分阶段延期支付的方式,而我国企业并购则很少采用这种支付方式。本文主要从三个方面介绍国外企业并购中的分阶段延期支付方式。

【关键词】 并购　延期支付　分阶段

并购双方之间客观存在的信息不对称导致了并购双方对目标企业未来预期收益的估计存在差异,进而导致了并购估价的悬殊。当并购估价差异过大时,就可能导致并购谈判的终止、并购行为的流产。为了应付这种局面,国外出现了一种新的并购支付方式,亦称延期支付、或有支付。我国学者李曜(2003)将其翻译为并购中的激励性支付技术——赢取计划。这种并购方式不排斥并购双方估价的差异,而是保留这部分差异,使之成为延期支付金额的一部分。国外实证研究表明,延期支付并购方式下的超常收益率远远高于一般并购方式下的超常收益率。

一、延期支付的概念及其实施环境

分阶段延期支付方式是在借鉴期权或有决策思想的基础上演变而来的一种特殊并购支付方式,它将企业并购价款进行分阶段延期支付,其中延期支付金额视目标企业未来实际业绩给予或有支付,将企业并购支付价款和目标企业一定期间的业绩水平联系起来。最初采取分阶段延期支付是为了将经营业绩差的目标企业尽快剥离而提供给收购企业的一种"卖方融资"。而在后来的不断实践中,人们发现分阶段延期支付还起着降低并购风险的风险防范作用和激发目标企业原有管理者继续保持工作热情的激励作用,于是分阶段延期支付方式开始在西方国家盛行。尽管分阶段延期支付方式在西方国家盛行, 但是这一方式并不适用于任何并购环境。一般情况下,在出现以下情形时企业可以采取延期支付并购方式。

1.并购双方对目标企业价值估计悬殊。在企业并购中,并购双方对目标企业价值估计的差异是并购谈判中最常见的问题,也是并购谈判中必须解决的问题。鉴于双方立场、信息拥有量以及各自风险、价值观的差异,并购双方对目标企业未来预期收益的估计存在很大差异,双方的估价存在很大差距,这种差距在有的案例中高达70%~80%。为此,双方就并购价款问题难以达成一致意见,在以往的一次性并购支付方式下很容易导致并购的中途流产。而分阶段延期支付方式不排斥并购双方估价的差异,而是保留这部分差异,使之成为延期支付金额的一部分,从而解决了双方估价的差异问题。

2.目标企业拥有无法复制的独特专利技术、优秀管理人才以及其他无形资产(以下简称"无形资产")。相对于有形资产而言,无形资产的价值创造具有不稳定性,其作用的充分发挥有赖于其拥有者的主观努力程度。因此,企业制度设计的好坏直接影响到企业员工的工作积极性,进而影响其价值创造能力的发挥,影响企业内在价值。解决这一问题的可选择途径就是依据无形资产实际创造的价值来支付相应价款,从而使得企业员工的行为成为其收入函数的一个变量。同样,在企业并购中,由于无形资产的存在导致了企业价值评估难度很大。然而采用延期支付就可以依据无形资产在考核期间的实际业绩来决定支付相应的价款,从而解决了无形资产评估困难的问题。此外,分阶段延期支付条款还有助于挽留目标企业的人才、保护目标企业的无形资产、激发目标企业实现预定经营业绩指标的积极性。

3.并购双方企业文化、价值观差异悬殊,企业并购整合难度大。并购整合好坏直接决定了并购协同效应的高低。当并购双方的企业文化、价值观存在很大差异时,并购整合难度大,直接影响企业并购效益的发挥,稍有不慎,必将前功尽弃。延期支付模式是解决这一问题的良好途径。在并购过渡期间,收购企业就可以继续使用目标企业关键人才并发挥其在目标企业的优势(包括原有管理人才的专业优势、市场开发优势、市场分销渠道优势以及其与目标企业原有员工、供应商、顾客、竞争对手的关系网络优势),从而较好地解决了知识和决策权的"错位"问题。另外,收购企业无需急于寻找新的管理阶层来接替目标企业的管理阶层,可以缓解收购企业在并购之初急于招聘、培训专业人才的压力。这样有助于化解并购双方的冲突,实现企业并购的顺利整合。

二、分阶段延期支付方式的效应分析

1.分阶段延期支付方式对收购企业的影响。从国外企业并购分阶段延期支付方式的实施情况来看,收购企业在并购中起积极主导作用。

首先,也是最重要的原因在于分阶段延期支付方式降低了并购双方信息不对称的负面影响,从而达到降低企业并购风险的目的。企业并购作为一项风险投资,其潜在风险不容忽视。总的来讲,并购风险可以归纳为过度支付风险、信息风险、制度风险、并购整合风险等。就过度支付风险和信息风险而言, 其主要根源在于并购双方之间存在着信息不对称,由此导致双方对目标企业预期收益能力的估计产生差异。目标

企业为了获得并购溢价最大化,必然会采用各种手段来粉饰企业财务状况,隐瞒企业实际负债情况。在这种情况下,就有可能导致收购企业过度支付,甚至导致企业并购活动的中途流产。采用延期支付就可以较好地避免信息不对称带来的过度支付风险。根据信息经济学的观点,为克服信息不对称带来的不利影响,最好的办法就是让其承担说大话而带来的后果。延期支付就是目标企业真实价值的试探器。只有真正物有所值的目标企业才会接受延期支付,而过分夸大获利能力的企业则担心难以实现预期目标而拒绝采用延期支付并购方式。也可以说,延期支付是降低企业并购信息不对称和并购风险的良方。

其次,延期支付方式可以作为一种激励手段挽留目标企业优秀的管理者, 激发目标企业为达到或有支付条款而努力。获取目标企业专用技术以及管理人才是企业发动战略性并购的一大缘由。因此,如何完好无损地保护目标企业的专用技术和管理人才以及顺利实现并购整合、实现企业的平稳过渡将是收购企业考虑的重点问题。

最后,可以缓解收购企业的支付压力,进一步降低并购的机会成本。采用分阶段延期支付方式,收购企业的初始支付金额相对较小,而或有支付作为一种延期支付,要到考核期完毕才可以决定其金额并予以支付。显然,这样可以缓解收购企业一次性支付的压力。另外,企业并购成败受到各种各样的不可控因素影响, 谁都无法保证并购一定能成功,因此前期的较少支付可以避免收购企业因并购活动失败而带来的致命损失,最大的损失也只是数量相对较少的前期支付款。此外,延期支付金额暂时可以用于其他用途,这对于收购企业而言是一项机会收益。

2.分阶段延期支付方式对目标企业的影响。概括来讲,延期支付并购方式对目标企业股东最大的好处是可以以更高的价款出售企业,尤其对于一家市场评价过低的企业。鉴于市场的不确定性以及信息不对称的原因,部分企业即使采用低价出售,也不会得到主顾青睐。采取延期支付方式就意味着向有意购买的主顾传达了企业价值被低估的信息,从而吸引主顾的注意力。因此,对于一家被市场低估的企业而言,采取延期支付并购方式,首先,可以使目标企业股东剥离企业并获取更高的并购价款。这是目标企业愿意采用延期支付方式的首要原因。其次,可以使目标企业员工继续留在目标企业工作以获得薪金收入,避免增加失业人员。最后,可以消除目标企业进行长期投资的顾虑。众所周知,增加企业长期投资,如加大企业人力资源投资、开发长期项目等可以增加企业的潜在价值,引起外部投资者的兴趣。在投资效应尚未发挥出来时,其潜在价值没有或只有很小部分包含在目标企业价值中,这将导致企业的投资得不偿失,长此以往将导致目标企业不愿进行长期投资,尤其是投资效应需要较长时间才可以发挥出来的项目。然而,采用分阶段延期支付方式将使这一不合理现象得到改变, 此时目标企业人力资源价值、研究开发费用以及其他的长期投资构成了延期支付的一部分,构成了企业价值的一部分,从而消除了目标企业长期投资的顾虑。

当然, 这一方式也会对目标企业产生一些不利影响,最重要的就是目标企业可能无法获取额外支付。换句话说,目标企业可能达不到延期支付条款的要求,无法获取或有支付金额。因此,目标企业的售价可能低于其真实的价值,或者低于其他企业的出价。此外,延期支付的价值也有依赖于收购企业未来的财务支付能力。

三、分阶段延期支付方式的实施难点

尽管延期支付方式具有一次性支付方式所不具备的优点,但是它的运用受制于很多因素。Max H Bozeman(1999)就提醒:延期支付条款并不适用于任何企业的并购行为。

1.业绩考核标准的选择以及业绩确定。采用延期支付遇到的障碍之一就是采用哪种业绩考核标准来决定延期支付的金额。目前主要有两种方法,即销售收入法和净利润法。这两种方法都受到企业会计政策选择的影响。为了提高企业销售收入,目标企业可以低成本倾销产品;为了提高企业净利润,目标企业可以采取推迟成本开支、提前确认收入等手段。因此, 协调这两种标准的冲突问题不仅仅是延期支付的难题,更是会计政策本身的难题。

2.过渡期控制权的分配问题。过渡期间的控制权分配也是影响延期支付效果的一大重要因素,直接影响并购双方在目标企业的主导地位,进而影响并购收益在并购双方之间的分配问题。控制权的分配在很大程度上可以决定目标企业能否达到延期支付条款的要求、能否获取延期支付以及延期支付金额的大小。假定目标企业在过渡期不再拥有目标企业的任何控制权,那么收购企业必然从自身的利益出发,采取种种措施干预目标企业的经营,致使其难以达到或有支付条款的要求,无法获得或有支付。但是,如果控制权掌握在目标企业手中, 目标企业就可能采取某些措施损害企业整体利益,尽可能达到或有支付条款的要求, 获取最大的或有支付金额。因此,如何合理地将过渡期间的控制权在并购双方之间分配,将直接关系到延期支付的采取与否以及实施效果。

3.目标企业经营独立性问题。为保证目标企业接受延期支付方式,其首要的问题就是保证目标企业在延期支付期间的各项生产经营活动保持相对独立性, 不受收购企业的干预。可是这样却与收购企业的并购目的相背离。因此,如何在目标企业的经营独立性与收购企业的整体战略性之间进行选择,是关系延期支付方式得以采纳和实施的又一难点。

4.目标企业管理人员的替换问题。首先需要考虑的问题是全部留用原有的管理人员还是将其替换,如果从目标企业管理者的积极性来看,继续使用原有管理者有助于目标企业实现延期支付条款,获得或有支付。从收购企业利益角度考虑, 继续使用原有管理者尽管可以保证目标企业的平稳过渡,顺利进行并购整合,实现并购协同效应,但可能影响收购企业的各项政策、策略的贯彻执行,因此更换部分或全部管理人员是必然的选择。那么,究竟更换多大比例的管理人员才合适?这是双方各持己见的问题。同时,寻找适合的时间替换目标企业的管理人员也是需要考虑的问题。

主要参考文献

John A Del piccalilli,Joseph P Fuhr.The pros and cons of earn outs.Journal of Financial Service Professionals,2001;11