

浅探杠杆并购的财务风险与控制

中原工学院 方光正



所谓杠杆并购,是指并购企业以未来并购的目标企业的资产和收益为担保,向银行或其他金融机构大量举债,用借来的资金完成并购的一种方式。在杠杆并购中,借债比例通常占并购总资金的70%以上,有时甚至高达90%,并且通常被安排在10年以内分期偿还。并购后并购企业的债务将增加10倍、20倍甚至50倍。同时,杠杆并购过程中的债务

结构也非常复杂,不同类型的债务其风险报酬各不相同。由此可见,由于财务杠杆的作用,杠杆并购与其他并购方式相比,承担着巨大的财务风险。

一、杠杆并购中的财务风险及其成因

杠杆并购一旦成功,并购企业将会获得巨大的回报,但在这种高收益的背后也存在着高风险。杠杆并购的风险主要包括信息风险、反并购风险、法律风险、融资风险、营运风险和政府干预风险。上述风险中有一部分可直接表现出财务性质,属于财务风险,如融资风险和营运风险,还有一部分虽然没有直接表现出财务性质,但却包含着财务风险,如信息风

理制度,如零库存、全面质量管理等,要求企业经营的各个环节紧密衔接并相互协调。

4.增加熟悉作业成本法的管理人员和会计人员。

作业成本法是一种比较费时费力的复杂方法,为实施作业成本法,需要企业调整组织结构、重新配置人财物等,并且如何将作业成本法融入现行会计系统也是一项有挑战性的工作。因此,企业需要增加熟悉作业成本法的管理人员和会计人员,既可以通过内部培训,也可以从外部招聘,或两者相结合,让企业尽快实现变革。

三、结合不同企业情况采取相应的对策

1.可以条件相对成熟、制造费用相对较高的现代化制造型企业为试点,总结经验,逐步推广。

从理论上讲,作业成本法主要在制造费用相对较高的现代化制造型企业中应用。改革开放以来,随着我国经济的发展和科学技术的不断进步,涌现出了一批高度自动化的先进制造型企业,它们不仅采用了先进的生产技术如适时生产技术、柔性制造技术、成组技术、现代化产品设计技术等,而且在成本管理上也发生了巨大的变革,如全面质量管理理论、价值工程理论等在一些企业中被广泛运用。随着市场经济的

险中包含财务估价风险,反并购风险中包含反并购的“财务陷阱”。因此,杠杆并购的财务风险主要来自以下四个方面:

1.目标企业的财务估价风险。杠杆并购中最关键的环节是目标企业的确定和对目标企业价值的估计。其中,对目标企业价值的估计是一项较为艰难的工作,存在着较多风险因素:一是信息的不对称性。并购企业几乎不可能准确地掌握目标企业的所有信息。二是目标企业有意粉饰其财务状况、经营成果和现金流量信息,误导并购企业,以取得有利的要价。三是财务信息的滞后性。

2.并购资金的筹措及未来的偿债风险。实施杠杆并购往往需要大量的资金。杠杆并购资金的来源主要是借入资金,如银行借款、发行债券等。因此,杠杆并购的融资决策对企业的资金规模和资本结构将产生重大影响。杠杆并购的融资风险主要包括两个方面:一是筹措风险,二是偿债风险。筹措风险主要是指能否按时、足额地筹集到资金保证并购顺利进行。偿债风险是指并购企业并购成功后能否在规定的时间内偿还因并购所产生的债务本息。

3.短期偿债风险。短期偿债风险是指杠杆并购后企业由于债务负担过重,缺乏快速融资能力从而导致偿还到期债务困难的可能性。杠杆并购给并购企业带来了沉重的债务负担,

进一步完善以及企业法制化管理意识的增强,自动化程度较高的企业逐渐建立起完善的内部控制制度,为优化作业链和价值链创造了有利的条件。由此可见,我国自动化程度较高的制造型企业已经具备了作业成本法应用的基本条件。我们可以在这些企业中率先推行作业成本法,在总结经验并对其加以完善后再逐步推广。

2.对条件不太成熟的企业和其他非制造型企业,同样也可以推行作业成本法。

(1)对条件不太成熟的企业,可以分步骤实施作业成本法,借此提高企业的整体管理水平。如通过作业分析,使管理者可以识别并消除不增值作业,抓住关键作业,尽可能地减少不增值作业,从而更有效地控制成本和增加企业价值,促进企业整体管理水平的提高。作业成本法不仅是一种核算方法,也是一种成本控制的新理念,任何企业都可利用作业成本法达到提高企业成本管理水平的目的。

(2)在其他非制造型企业推广作业成本法。作业成本法是在先进制造型企业中产生的,并在实施中收到了较好效果,但这并不说明它仅适用于制造型企业,国外其他一些行业如金融、商业等都有成功应用作业成本法的案例。□

定期的利息和本金偿付占用了并购企业大量的流动资金。因此,短期偿债风险在杠杆并购中表现尤为突出。同时,组合后企业的负债比率会大幅度上升,资本的安全性也会随之降低。在这种财务状况下,如果并购企业现金流量安排不当,且融资能力又较差,则并购企业的流动比率和速动比率将会大幅度下降,从而影响并购企业的短期偿债能力。

4.反并购的“财务陷阱”。如果被并购企业对于并购行为不欢迎、不合作,尤其是面临敌意并购时,被并购企业往往不惜代价进行反并购,从而使并购企业面临较高的并购出价和较大的风险。杠杆并购往往难以防范这种反收购风险,因为如果并购行为得不到被并购企业的认可,被并购企业就会制造虚假会计信息迷惑并购企业。更有甚者,实行“毒丸”计划,如果并购企业没有及时识破,一旦吞下这些“毒丸”,并购企业不但以远远高出被并购企业真实价值的价格收购了被并购企业,而且并购企业并购后将深受其害。

二、杠杆并购的财务风险控制措施

从上述杠杆并购的财务风险分析中可以看出,杠杆并购的财务风险一部分来自于并购企业自身,另一部分来自于外部环境。由于并购中财务风险的涉及面广、融合度高,因此并购企业应从系统和战略的角度,全面考虑并购中财务风险控制措施。

1.正确选择目标企业。杠杆并购要成功,并购企业的首要任务是结合自己的并购动机选择一个能极大发挥杠杆并购效益的目标企业。这是保证杠杆并购顺利进行的战略起点。

首先,并购企业应该以国家和地方的产业政策为导向,准确地进行产业选择。国家和地方的产业政策一般都明确规定在某一时期内要抑制、淘汰或是支持、扶持哪些产业。同时,随着全球经济一体化的深入和我国企业经营国际化程度的提高,企业的产业选择应符合世界产业结构的变动情况。因此,并购企业应该以产业政策为导向,充分利用其中蕴含的商机,降低政策风险,减少并购中的政策壁垒,充分利用政策资源。

其次,并购企业应根据自身条件进行目标企业的选择。如果并购企业本身属于高风险行业,从投资组合理论出发,并购企业应将目标企业定位在风险较低且收益较稳定的行业。如果并购企业在市场营销方面有较强的优势但研究开发能力不足,则应进行横向并购,选择研究开发能力较强而市场营销能力较弱的企业。互补性并购能有效发挥并购效应,降低并购风险。

最后,并购企业应将企业价值被市场低估的企业作为目标企业。由于目标企业的真实价值被市场低估,并购企业一方面可以较低的并购价格收购目标企业,另一方面收购目标企业后,目标企业的真实价值将通过重组整合得以体现。

2.采用不同的价值评估方法,正确评估目标企业的价值。企业价值的评估方法可分为客观评估法和主观评估法。客观评估法主要包括原始成本价值法、市盈率法、市场价值法、同业市值比较法、账面价值法等,主观评估法主要是折现现金流量法。采用不同的价值评估方法对同一目标企业进行评估,可能会得到不同的并购价格。

并购企业应根据并购的目的、企业的经营战略和能够收

集到的估价资料来决定采用哪种评估方法。并购企业在评估目标企业价值时,应将客观评估法和主观评估法相结合,因为如果单纯采用客观评估法而将主观评估法摒弃,就变成了一种机械计算和推导,很难准确地对目标企业进行估价。

同时,由于并购双方信息不对称,并购企业应尽量避免敌意并购,并购前应对目标企业进行详尽的调查和评估。并购企业可以聘请投资咨询公司根据企业的发展战略进行全面策划,挑选目标企业并且对目标企业的内外部经营环境、财务状况和潜在能力进行系统分析,从而对目标企业未来获利能力做出科学、准确的预测。

3.正确选择杠杆并购的融资财务模式。杠杆并购是一种高负债、高风险、高收益的并购方式,它对发达资本市场有较大的依赖性。因此,融资方式的选择对杠杆并购的效果具有重大影响。西方发达国家的杠杆并购实践表明,不同财务状况的企业应采用不同的融资财务模式。

如果并购企业和目标企业的预期投资报酬率远远高于社会平均资金成本率,而且流动资金比较充裕,为了尽可能大地实现股东利益,应采用借款融资财务模式,即通过债务筹资达到并购目标企业的目的。借入资金主要来自于银行、保险公司和资本市场。

如果并购企业和目标企业的预期投资报酬率远远高于社会平均资金成本率,但流动资金比较紧张,则应该采用资本结构调整的财务模式,即采取债转股或者是借款回购股份的方式,通过调整资本结构达到杠杆并购的目的。

财务风险最小的杠杆并购融资财务模式是控股公司模式,即并购企业不是把自己作为杠杆并购融资的对象来考虑,而是以拥有各种资本的并购企业身份出现。操作方法是,先对拟并购的目标企业的财务状况进行评估,然后以杠杆并购方式筹资并购。在这种模式下,应保障原有企业继续存在和原有股东的股东权,并购企业以母公司的身份保持对子公司的绝对控制权,即使子公司产生很大的财务危机,对并购企业的影响也不会太大。

4.增强目标企业未来现金流量的稳定性。降低杠杆并购偿债风险的关键是增强目标企业未来现金流量的稳定性,即杠杆并购能否最终成功取决于并购整合后目标企业的现金流量是否能够偿还并购带来的债务。降低杠杆并购的偿债风险,除了应选择经营风险较小、产品有较为稳定的市场需求和发展前景很好的目标企业外,还要求并购前并购企业与目标企业的长期债务都不是很多,这样才能保证并购后以较为稳定的现金流量偿付日常性的利息支出。同时,为避免出现破产而导致杠杆并购失败,并购企业应从净利润中提取一定比例的资金作为偿债储备基金,以满足偿债高峰出现时的现金需求。☐

