

企业并购风险的分段识别与系统控制

胥朝阳¹,周婉怡²

(1.华中农业大学 经贸学院,湖北 武汉 430070;2.武汉科技学院,湖北 武汉 430073)

摘要:企业并购可分为并购准备、并购谈判交易和并购整合3个阶段,各个阶段的并购风险具有不同的特点和诱因。可以此为依据构建并购风险分段识别流程图,从并购战略、并购策略和控制方式等多角度对企业并购风险进行系统控制。

关键词:并购风险;分段识别;系统控制;并购战略

中图分类号:F271

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2004)06-0062-03

1 企业并购风险识别的阶段性的

并购风险是指并购投资净收益的不确定性。企业并购的动机在于实现净现值最大化,它取决于3个因素:预期现金流入量、预期现金流出量、折现率,这些因素均具有不确定性。因此,并购风险自始至终都是存在的,并贯穿于企业并购的全过程。但不同的并购阶段面临不同的并购风险。

1.1 准备阶段的并购风险

指存在于并购战略的制定和目标企业挑选过程之中的风险,包括并购战略风险、策划不足风险和信总风险等。

并购是一项复杂的经济行为,首先要制定并购战略,其次是选择目标公司,再次是确定并购方式进行融资及财务规划,最后才能进入一般操作程序。企业欲通过并购来实现其效率成长与扩张、竞争策略、市场份额等方面的战略目标时,应避免把资本扩张等同与规模经济、把多样化经营等同与降低风险、在衰退产业中谋求集中等误区。

并购前的准备工作包括:①自我评估;②目标公司基本情况分析和财务分析;③并购依据分析;④并购可能性分析;⑤经济效益和社会效益评估。在实际并购活动中,由于主并企业收购标准的制定和收购对象的选择不当,缺乏对目标公司及其行业的了解,并购前的调查不力等,未能发现自身或

目标公司隐藏的问题:

信息风险是指在并购过程中,由于信息渠道受阻等原因,并购者与企业处于信息不对称地位,并购者对目标企业资产价值和盈利能力难以做出准确的判断,导致并购难以达到预期效益

1.2 谈判交易阶段的并购风险

并购交易过程中的风险包括评估风险、谈判风险和付多付风险等。为保证并购决策的合理性,并购方首先要确定目标企业的实际价值,即企业未来现金流量的折现值。并购双方对同一个企业价值认识的差异是并购交易得以达成的前提(分别从协同运作和独立经营的角度考虑)。

由于企业间的并购涉及到目标企业资产与负债的转移,需要对目标企业的资产、负债进行评估。对标的值进行评估是双方能否成交的价值基础。由于评估方法、评估参数和评估标准不同,导致评估结果存在一定的误差。同时,由于我国资产评估行业处于发展阶段,在评估技术或手段上尚不成熟,这种误差可能更加明显。

并购价格受并购市场供求关系、并购双方谈判地位、谈判力量和谈判艺术的影响,也是对并购谈判双方心理素质的考验。一旦并购价格及附属条件不恰当,会给企业带来非常不利的影响。

当收购成本相对于并购公司的价值过

大时,使并购方不能获得满意投资回报的可能性,称为并购的多付风险。多付风险主要由并购中支付的买价过高造成,而导致并购价格制定不当的主要原因则是估价偏差。

1.3 整合阶段的并购风险

整合阶段的并购风险指存在于并购交易完成后即并购重组整合过程中的风险,包括融资风险、整合风险、体制风险和法律风险等。并购活动通常需要大量资金的支持,即便是负债并购,也不过是把资金和支出后移一定时期而已,无论哪种融资途径,均存在一定程度的融资风险。

首先,现金支付的并购会占用企业大量的流动资金,增加企业的运营风险,对企业造成巨大的压力;其次,使用现金支付工具,交易规模常会受到付现能力的限制;再次,从目标公司的角度来看,由于现金支付会因无法推迟资本利得的确认和转换来实现资本增益,不能享受税收优惠等,企业股东可能不欢迎现金支付方式,这会影响并购成功的机会,带来相关的风险。

并购后的整合既包括并购双方有形资源的重组,也包括并购双方无形资源的整合。重组和整合工程是对并购双方经济资源的重新配置。重组、整合得当会产生良好的协同效应;重组、整合不力则会造成管理成本,组织成本和营销成本的上升,企业价值不升反降。整合期愈长,并购双方的经营、组

收稿日期:2003-11-13

作者简介:胥朝阳(1966-),男,河南平舆人,华中农业大学经贸学院博士生,武汉科技学院管理学院副教授,注册会计师,研究方向为企业并购与财务管理。

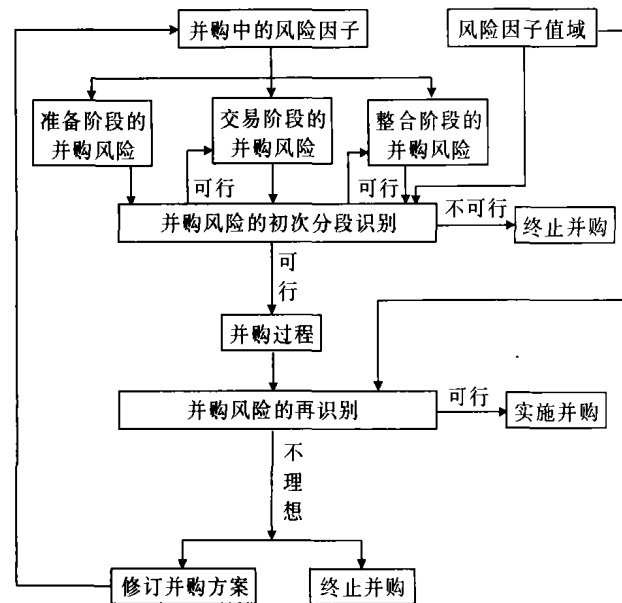
织资源越难有序组合形成合力,并购失败的风险愈大。

体制风险。由于历史和体制方面的原因,相当一部分企业的并购活动,都是在政府部门直接撮合下实现的,如果政府在企业并购过程中定位不准、角色不当,会给企业并购带来一定的风险。

法律风险。各国对并购均有相应的法律规定,如果操作不当,企业就可能因违反有关法律而招致诉讼或遭受失败。我国企业并购的法律不健全、不完善,不具备可操作性,不仅限制了并购活动的健康发展,也给并购企业带来了极大的风险。

2 并购风险分段识别流程图

并购在给主并企业带来风险的同时,也在一定程度上降低了企业的经营风险。上述三个阶段的并购风险并非彼此孤立,而是相互联系、相互作用,构成企业并购的风险体系。如体制风险和法律风险贯穿于准备阶段、谈判交易阶段和整合阶段的全过程,并在整合阶段表现出来。见附图:



附图 并购风险分段识别流程图

分段识别流程如下:①识别企业并购中的风险因子,并设定各风险因子的值域;②识别各并购风险因子所处的主要阶段;③按并购进程分阶段识别并购风险并初步谈判并购的可行性;④对初步谈判可行的并购方案进行再识别,并根据识别情况决定实施并购、方案修订后实施并购还是停止并购。

3 企业并购风险的系统控制

风险的系统控制是指通过采取一定的

风险控制措施来降低风险可能造成的损失程度。当并购风险从潜在转化为现实时,企业无法回避或转移,只能采取一定的措施将风险可能造成的损失控制在一个适当的范围之内。

3.1 并购战略科学化

(1)从收购模式作战略分析。一家公司做出的战略选择,可以表明这家公司选择的收购战略类型和被收购企业的基本情况。收购公司选择的收购战略类型主要有3种:

一是市场渗透型战略。该战略表明收购企业与目标企业出售同样的产品,这意味着将进行一场横向收购。二是产品扩展型收购。收购双方出售互补性产品,合并后增加的产品可以在原有市场出售。三是多元化战略。混合合并的目标企业与收购企业的业务毫无联系。

(2)从价值创造模式作战略分析。当并购双方的资源、能力和机会不协调时,就会产生一种持续的竞争优势。这种竞争优势所创造的价值主要分为3种模式。

征服模式:当收购者的资源和能力转移到被收购企业,且这种转移改进了被收购企业的战略和财务成效时,就创造了价值。

渗透模式:当收购企业与被收购企业的资源和能力合并在一起时,两家企业互相作用,取长补短。这种合并能够有效地利用两家企业的资源、提高其合资经营的生产能力,以便在合并中得到机会和规模经济效应。

共谋模式:指并购双方共同创造或者增强战略资产的竞争优势,如卡特尔、纵向联合等并购模式。

(3)从价值链入手作战略分析。收购公司通常关心两个价值链——本公司的价值链和被收购企业的价值链,价值链重组可以创造出新的竞争优势。重组过程涉及改变一家或者两家企业的价值链,改变价值链相应地需要改变两家企业的组织结构。

从战略角度考察,对收购战略的价值链分析即是企业包括政治和文化程序在内的组织结构元素转化成流动的价值创造逻辑

即价值链来分析。例如,当价值创造逻辑是指两家企业合并后达到规模经济和生产设备合理化,价值链的运营成本就会下降;当收购企业试图将被收购企业的产品通过自己的销售网络大量出售时,被收购企业的销售成本必然会下降。

(4)并购与企业发展相结合。由于同区域相关或相近产业并购风险较小,可将企业并购与发展产业集群相结合,将企业并购与大企业离散化相结合。可视不同情况分别采取“先并购、后剥离”或“先剥离、后并购”的方式,以便控制并购风险,提高并购绩效。

3.2 并购策略灵活化

(1)企业并购策略的内涵。企业并购策略是在并购战略的指导下,按照协同价值最大化原则,根据并购双方实际情况制定的具体并购实施方案。对于发展中国家而言,政策因素、法律因素变数较大,资本市场投资银行发育迟缓,合理制定并购策略就显得尤为重要。

第一步是确定企业并购所要达到的具体目标。并购具体目标不明确,必然加大并购过程中的盲目性和随意性,增加并购失败的可能性。标准是目标的细化,只有首先确定具体的并购实施标准和结果标准,才能使并购目标落到实处。如美国通用汽车公司确定的并购标准有两个:一是只开展与行业有关的并购活动,二是回报率必须在10%以上。

第二步是正确选择目标企业。通常情况下,经营亏损、市盈率较低、但盈利潜力较大的企业,发展前景看好而管理层出现矛盾的企业,景气行业中的不景气企业往往成为并购的对象。如海尔公司的“休克鱼疗法”,其并购对象是那些处于“休克”状态,但依靠海尔的品牌、企业文化能够激活的企业。

第三步是合理选择并购方式。认真研究并购双方资源的互补、关联和协同程度,全面分析影响并购效果的风险因素,并按照风险最小化原则选择并购方式和实现的途径,如先租赁后并购、先承包后并购、先参股后控股等,是防范并购风险的关键。

(2)并购策略选择分析。①先清算、后并购。通常,处于破产状态的困境公司,其价值往往被明显低估,这为收购提供了有利时机。但处于困境的公司一般也存在较多问题和风险,如债务人违约、债权人集体诉讼等。

但一旦困境公司在法院的监管下进入重整程序,其所有的债权和诉讼都自动终止,以便给困境公司管理者一定的时间,由其提出重整方案。这一时期,目标企业所有的债权、债务均需申报、登记,并按照清算价值法重估。主并企业可以测算相关债权人在扣除清算费用和其他必要支出后能够得到的清偿比例和金额,然后通过收购目标企业股权或目标企业主要债权人债权的方式取得相对控制地位,使目标企业的重整计划向有利于自己的方面发展,完成对目标企业的收购;

②先剥离、后并购。从本质上看,主并企业所要购买的并不是目标企业的资产,而是这些资产的未来盈利能力。目标企业的价格并不是由其历史成本决定的,而是由其未来收益能力决定的。因此也在目标企业不同意出售关键资产的情况下,往往采取先剥离后并购的策略。

当目标企业相对于主并企业无效资产较多的情况下,并购双方难以就一些盈利潜力较弱资产的处置达成一致意见。例如目标企业应收款金额较大、时间较长,这些债权在未来期间能否收回、能够收回多少具有极大的不确定性,因此如何确定这部分资产的价格困难较大,应采取先剥离后并购的策略;

③先过渡、后并购。当目标企业财务的真实情况或有负债难于掌握、并购后的重组和整合效果估计过于乐观时,为了提高并购成功的概率,降低并购风险,往往采取先过渡、后并购的策略。

过渡形式有先承包、后并购;先租赁、后并购;先托管、后并购;先参股、后控股,先建立战略联盟、后全面合并等。一般情况下,承包、租赁、托管等过渡形式适用于优势企业对劣势企业的并购,而参股、战略联盟等过渡形式则适用于优势企业之间的并购。

3.3 并购风险控制方式组合化

(1)分期付款。当市场环境的变化使并

购后的企业收益达不到预期,而且在未来若干年内达到预期的可能性不大时,若继续经营下去,企业要承受长期亏损的风险;中止合同,企业要承受违约风险。分期付款方式下,如果长期经营亏损造成的损失大于违约损失,并购者就可能采取违约方式以减少损失程度。如果违约损失大于经营损失,企业还可以在违约风险与所并购目标企业转手出售的风险之间选择。并购后的目标企业能否出手、出手价格以及出手价格与违约损失的对比是决定选择何种方式的关键。

(2)风险隔离。风险隔离指将某一可能的风险因素在时间和空间上隔离起来以减少这一风险可能造成的损失对整体并购效果的影响程度。但风险隔离增加了风险单位的数量,导致总体管理费用增加。如将目标企业中市场前景暗淡的产品部门隔离为独立的企业法人,并对其采取相应的风险管理措施:一旦管理失败,可避免该产品部门对其他产品部门的影响,保证企业总体并购效果的顺利实现。

(3)风险组合。风险组合作为一种风险管理手段,即通过增加风险单位的数量以分散风险。在此方式下,并购者并不知道何种风险因素可能会对企业全局造成何种影响以及影响程度,增加风险单位数量的目的仅是为了分散风险,提高企业整体的风险防范能力。风险过分集中可能使企业承受的总风险有所增加,而不同的项目有不同的风险,因此,通过一定的风险组合将过于集中的各种风险因素加以分散,可以降低企业整体风险水平,确保企业平稳发展。

(4)间接并购。即由主并企业设立一个子公司或控股公司,然后以子公司的名义并购其他企业。主并企业对子公司的投资是象征性的,其成立的目的是为了并购而非经营。间接并购的优点在于:一是主并企业对并购后企业可能出现的或有负债如担保、产

品质量、侵权行为等所造成的损失不承担责任,而由子公司承担;二是一旦并购失败,其损失可以控制在子公司的范围之内,对主并企业不会产生重大影响;三是可以避免复杂的批准程序,主并企业董事会可以直接批准子公司的并购事宜,而不必通过主并企业的股东大会,可以迅速把握有利时机,加强并购的保密程度,减少并购过程中的交易成本。

以上风险控制方式可以根据实际情况组合成不同方案使用,以增强风险控制效果。

参考文献:

- [1]姜青舫等.风险度量原理[M].上海:同济大学出版社,2000.
- [2]Auerbach,A.ed.Merger and Acquisition[M]. Chicago:university of chicago Press,1988.

(责任编辑:焱 焱)



Identification by Stages and Systematic Control of Business M&A Risk

Abstracts: Course of business M&A includes three stages: preparation, transaction and integration, with different risk profiles and risk factors for each stage. Flowing chart of M&A risk can be described according to above explanation; systematic control of M&A risk can be described according to above explanation; systematic control of M&A risk can be done accordingly from the perspective of strategy, tactics and means.

Key words: M&A risk; identification by stages; systematic control; M&A strategy