

FINANCE

FOR

清华大学教育培训系列教材

EXECUTIVES

财务执行

[下]

总主编 骆建彬

总策划 周国桢

主 编 郑洪涛

副主编 黄国成 张颖

企业价值 管理

清华大学出版社
北京交通大学出版社

Managing for Value Creation

清华大学教育培训系列教材

财 务 执 行

(下册)

总主编 | 骆建彬

总策划 | 周国桢

主 编 | 郑洪涛

副主编 | 黄国成 张 颖

清华大学出版社
北京交通大学出版社

· 北京 ·

下册

第 8 章 并购财务策略	(339)
8.1 并购与企业发展	(339)
8.1.1 企业并购及其类型特点	(339)
8.1.2 企业发展战略与并购	(340)
8.1.3 实现战略目标的并购方式	(341)
8.1.4 企业并购的主要风险	(343)
8.2 并购财务动因与财务风险	(344)
8.2.1 企业并购财务动因	(344)
8.2.2 并购财务决策	(346)
8.2.3 企业并购中的财务陷阱	(347)
8.3 审慎调查与财务风险防范	(349)
8.3.1 审慎调查目的	(349)
8.3.2 审慎调查内容	(350)
8.4 目标公司的价值评估	(352)
8.4.1 资产价值基础法	(353)
8.4.2 收益法(市盈率模型)	(353)
8.4.3 贴现现金流量法	(354)
8.5 并购融资策略与支付	(355)
8.5.1 并购资金的筹措	(355)
8.5.2 并购资金支付	(356)
8.6 管理层收购	(357)
8.6.1 管理层收购的内涵	(357)
8.6.2 管理层收购的现实功能	(357)
8.6.3 管理层收购的基本方式	(358)
【案例 1】 四通集团的管理层融资收购	(359)
案例介绍	(359)
案例分析	(362)
案例警句	(362)
【案例 2】 太极集团的并购八卦阵	(363)
案例介绍	(363)

案例分析	(365)
案例警句	(366)
【案例3】 TCL 整体上市	(367)
案例介绍	(367)
案例分析	(373)
案例警句	(374)
【案例4】 新浪反收购	(375)
案例介绍	(375)
案例分析	(377)
案例警句	(379)

第9章 现代企业成本管理..... (380)

9.1 成本管理概述	(380)
9.1.1 现代成本理念	(380)
9.1.2 现代成本管理系统	(382)
9.1.3 成本管理系统的选择	(382)
9.2 成本管理与战略定位	(384)
9.2.1 作业基础成本	(384)
9.2.2 企业竞争战略	(384)
9.3 作业基础的成本计算方法	(386)
9.3.1 作业成本会计基本原理	(386)
9.3.2 作业成本计算	(388)
9.3.3 成本计算实例	(389)
9.4 战略成本分析	(391)
9.4.1 价值链分析	(391)
9.4.2 生命周期成本管理	(393)
9.4.3 适时制生产	(394)
9.5 目标成本管理	(395)
9.5.1 目标成本管理的战略管理思想	(396)
9.5.2 目标成本管理的实施	(398)
9.6 作业基础的责任成本管理	(399)
9.6.1 作业基础的责任成本管理系统的原理	(399)
9.6.2 构建作业基础的责任中心体系	(401)
9.6.3 建立作业基础的预算系统	(402)
9.6.4 改进业绩评价指标	(402)
【案例1】 厦门三德兴公司作业成本法的应用	(404)
案例介绍	(404)
案例分析	(408)
案例警句	(409)

【案例2】 中石油低成本战略	(410)
案例介绍	(410)
案例分析	(413)
案例警句	(414)
【案例3】 美菱的成本管理创新模式	(415)
案例介绍	(415)
案例分析	(419)
案例警句	(420)
【案例4】 日产汽车公司的成本企画	(421)
案例介绍	(421)
案例分析	(426)
案例警句	(427)
第10章 企业纳税筹划	(428)
10.1 纳税体系及其特点	(428)
10.1.1 我国的税收制度	(428)
10.1.2 纳税筹划的含义及特点	(429)
10.2 纳税筹划的基础	(430)
10.2.1 纳税筹划的客观基础	(430)
10.2.2 纳税筹划的条件	(431)
10.2.3 纳税筹划的视角	(432)
10.2.4 纳税筹划的形式	(432)
10.3 纳税筹划的技术手段	(433)
10.3.1 充分利用税收优惠政策	(433)
10.3.2 利用现行税收管理体制	(434)
10.3.3 选择最优纳税方案	(434)
10.3.4 充分利用会计制度的有关规定	(436)
10.3.5 税负转嫁	(437)
10.3.6 利用税收协定	(437)
10.3.7 避免违法纳税	(438)
10.3.8 选择恰当的投资方式	(438)
10.4 纳税筹划的方法	(439)
10.4.1 企业购进中的筹划方法	(439)
10.4.2 企业销售中的筹划方法	(440)
10.4.3 企业财务安排法	(440)
10.4.4 企业投资中的筹划方法	(441)
10.4.5 企业设立、合并、分立和收购中的筹划方法	(442)
10.4.6 利润分配中的筹划方法	(444)
【案例1】 家乐福如何转嫁税负	(446)

案例介绍	(446)
案例分析	(447)
案例警句	(447)
【案例2】 中国移动通信的税收政策效应	(448)
案例介绍	(448)
案例分析	(449)
案例警句	(449)
【案例3】 保险公司涉嫌集体漏税，国税总局与诸巨头谈判	(450)
案例介绍	(450)
案例分析	(452)
案例警句	(452)
【案例4】 高新免税期将满，价降利不降	(453)
案例介绍	(453)
案例分析	(454)
案例警句	(454)
【案例5】 广东白云电子与西部电子收购中的纳税筹划	(455)
案例介绍	(455)
案例分析	(456)
案例警句	(457)

第11章 企业业绩评价 (458)

11.1 企业业绩评价概述	(458)
11.1.1 企业业绩评价的内涵	(458)
11.1.2 业绩评价的功能分析	(458)
11.1.3 业绩评价系统的运行程序	(459)
11.1.4 有效业绩评价系统的特征	(460)
11.1.5 企业业绩评价模式	(462)
11.2 业绩评价的财务模式	(464)
11.2.1 责任中心的划分	(464)
11.2.2 责任中心的业绩评价	(468)
11.3 业绩评价的价值模式	(472)
11.3.1 EVA 业绩评价体系简介	(472)
11.3.2 EVA 指标的计算	(473)
11.3.3 EVA 业绩评价系统的实施	(473)
11.4 业绩评价的综合模式	(474)
11.4.1 平衡记分卡的内容	(475)
11.4.2 平衡计分卡的创新	(475)
11.4.3 平衡计分卡的实施步骤	(477)
11.5 企业业绩评价的实施	(478)

11.5.1	建立业绩评价系统应考虑的因素	(478)
11.5.2	业绩评价的支持系统建立	(480)
11.5.3	业绩评价策略	(480)
【案例1】	华能集团业绩考核与激励制度	(483)
案例介绍		(483)
案例分析		(486)
案例警句		(488)
【案例2】	“青岛啤酒”的EVA之旅	(489)
案例介绍		(489)
案例分析		(494)
案例警句		(495)
【案例3】	美国FMC公司基于战略的平衡计分卡业绩评估体系	(496)
案例介绍		(496)
案例分析		(497)
案例警句		(497)
【案例4】	大庆石油管理局业绩评价案例研究	(498)
案例介绍		(498)
案例分析		(503)
案例警句		(504)
第12章	企业薪酬激励制度	(505)
12.1	企业激励制度概述	(505)
12.1.1	激励概念及种类	(505)
12.1.2	企业为什么需要激励机制	(506)
12.1.3	企业激励机制与财务总监职责	(506)
12.2	企业薪酬体系设计	(507)
12.2.1	企业薪酬设计应考虑的因素	(507)
12.2.2	薪酬设计理念	(508)
12.2.3	薪酬战略	(509)
12.2.4	典型薪酬体系设计	(510)
12.3	股权激励机制	(515)
12.3.1	股权激励基本原理	(515)
12.3.2	常用股权激励工具	(516)
12.3.3	股权激励的设计和实现	(518)
12.4	员工持股计划	(521)
12.4.1	员工持股计划概念及特征	(521)
12.4.2	典型员工持股计划模式介绍	(522)
12.4.3	员工持股计划的借鉴	(526)
12.4.4	员工持股计划的操作	(528)

12.5 股票期权激励	(529)
12.5.1 股票期权的概念及特征	(529)
12.5.2 股票期权激励的实施方案	(530)
12.5.3 我国股票期权激励制度实践	(532)
【案例1】 昌华科技公司薪酬模式变革方案	(533)
案例介绍	(533)
案例分析	(537)
案例警句	(538)
【案例2】 华远的员工持股计划	(539)
案例介绍	(539)
案例分析	(540)
案例警句	(540)
【案例3】 三毛实业的股票增值权计划	(541)
案例介绍	(541)
案例分析	(541)
案例警句	(542)
【案例4】 上海贝岭股份有限公司期权方案	(543)
案例介绍	(543)
案例分析	(545)
案例警句	(546)
第13章 财务风险与财务预警	(547)
13.1 财务风险类型与特点	(547)
13.1.1 财务风险类型	(547)
13.1.2 财务风险特性	(548)
13.1.3 财务风险成因	(549)
13.2 财务风险控制与防范	(550)
13.2.1 财务风险识别	(550)
13.2.2 财务风险控制方法	(551)
13.3 财务危机特征与过程	(552)
13.3.1 财务危机的主要特征	(552)
13.3.2 财务危机的形成与阶段	(553)
13.4 财务预警机制与功能	(554)
13.4.1 财务预警功能	(554)
13.4.2 财务预警机制	(555)
13.5 财务预警程序和方法	(556)
13.5.1 财务预警程序	(556)
13.5.2 财务预警方法	(556)
13.6 财务风险四阶段症状分析与对策	(560)

13.6.1	财务风险“潜伏期”的分析	(560)
13.6.2	财务风险“发作期”的分析	(562)
13.6.3	财务风险“恶化期”的分析	(564)
13.6.4	财务风险“发作期”与“恶化期”的对策	(564)
13.6.5	财务风险“实现期”的分析	(565)
【案例1】	百富勤神话的破灭	(566)
案例介绍	.....	(566)
案例分析	.....	(567)
案例警句	.....	(569)
【案例2】	云南白药财务预警分析	(570)
案例介绍	.....	(570)
案例分析	.....	(571)
案例警句	.....	(573)
【案例3】	银广夏的危机与征兆?	(574)
案例介绍	.....	(574)
案例分析	.....	(577)
案例警句	.....	(581)
【案例4】	中港集团财务防火墙是如何构建的?	(582)
案例介绍	.....	(582)
案例分析	.....	(584)
案例警句	.....	(585)

第14章 内部控制及设计

14.1	企业内部控制原理及控制方式	(586)
14.1.1	内部控制的内涵、目标和属性	(586)
14.1.2	内部控制的方法和手段	(587)
14.2	企业内部控制的要素	(589)
14.2.1	控制的环境	(589)
14.2.2	风险评估	(590)
14.2.3	控制活动	(592)
14.2.4	信息与沟通	(592)
14.2.5	监控	(593)
14.3	财务会计内部控制方式	(594)
14.3.1	不相容职务分离控制	(594)
14.3.2	授权批准控制	(594)
14.3.3	会计系统控制	(595)
14.3.4	预算控制	(596)
14.3.5	财产保全控制	(597)
14.3.6	风险控制	(599)

14.3.7	内部报告控制	(600)
14.3.8	电子信息技术控制	(600)
14.4	内部控制制度设计	(601)
14.4.1	内部控制设计步骤	(601)
14.4.2	内部会计控制设计——货币资金控制	(602)
14.4.3	内部会计控制设计——销售与收款控制	(603)
14.4.4	内部会计控制设计——采购与付款控制	(605)
14.4.5	内部会计控制设计——工程项目	(606)
14.4.6	内部会计控制设计——担保	(608)
14.4.7	内部会计控制设计——成本费用	(608)
【案例1】	一汽集团采购供应控制	(610)
案例介绍	.....	(610)
案例分析	.....	(611)
案例警句	.....	(612)
【案例2】	小会计贪污挪用两亿元巨款——会计控制缺失分析	(613)
案例介绍	.....	(613)
案例分析	.....	(614)
案例警句	.....	(615)
【案例3】	航油帝国如何折戟狮城?——中航油失控分析	(616)
案例介绍	.....	(616)
案例分析	.....	(620)
案例警句	.....	(622)
【案例4】	海尔凭什么出海?——海尔集团控制环境分析	(623)
案例介绍	.....	(623)
案例分析	.....	(625)
案例警句	.....	(626)
参考文献	.....	(627)

兼并企业成为被兼并企业新的所有者和债权债务的承担者，是资产、债权、债务的一同转换，而在收购中，收购企业是被收购企业的新股东，以收购出资的股本为限承担被收购企业的风险。

由于在运作中它们的联系远远超过其区别，所以兼并、合并与收购常作为同义词一起使用，统称为“购并”或“并购”，并购的一方称为“买方”或并购公司，被并购一方称为“卖方”或目标公司。

8.1.2 企业发展战略与并购

企业发展的最终战略目标是企业价值最大化。在不同的发展阶段需要不同的具体扩大再生产方式实现阶段性扩大战略。并购是实现上述战略的重要手段。

(1) 发挥协同效应

通过并购，发挥企业间的资源优势，产生资源效益的扩散和叠加。在生产领域，并购可以产生规模经济性，接受新技术，减少供给短缺的可能性，充分利用未使用的生产能力；在市场及分配领域，并购同样可产生规模经济性，是企业进入新市场的途径，可扩展现存分布网，增加产品市场控制力；在财务领域，并购充分利用未使用的税收利益，开发未使用的债务能力；在人力资源领域，并购使企业能够吸收关键的管理技能，使多种研究与开发部门融合。

(2) 获取战略机会

并购者的动因之一是要购买未来的发展机会。当一个企业决定扩大其在某一特定行业的经营时，一个重要战略是并购那个行业中的现有企业，而不是依靠自身内部发展。通过并购，企业可以直接获得正在生产经营的组织，获得时间优势，避免了工厂建设延误的时间；还可以利用被并购方的资源，包括设备、人员和目标公司享有的优惠政策；同时减少竞争者，并直接获得其在行业中的位置。并购后双方或多方采用统一价格政策，可以使大家获得高于竞争时的收益；大量信息资源可用于披露战略机会，其中会计信息可起到关键作用，如会计收益数据可用于评价行业内各个企业的盈利能力，可用于评价行业盈利能力的变化等。另一方面并购可以降低企业进入新行业和新市场的障碍。例如，为拓展上海业务，占领市场，恒通通过协议以较低价格购买上海棱光实业国有股份达到控股，从而使自己的业务在上海成功地开展。出于市场竞争压力，企业需要不断强化自身竞争力，开拓新业务领域，降低经营风险，并购无疑是值得考虑的选择。

(3) 提高管理效率

如果企业目前的管理者以非标准方式经营，当其被更有效率的企业收购后，就可以通过更替管理者而提高管理效率。当管理者自身利益与现有股东的利益更好地协调时，可以提高管理效率，例如采用杠杆收购，现有管理者的财富构成取决于企业的财务成功，此时管理者会集中精力于企业价值最大化。

(4) 获得规模效益

企业的规模经济由生产规模经济和管理规模经济两个层次组成。企业通过并购对生产资本进行补充和调整，达到规模经济的要求，在保持整体产品结构不变的情

况下,在各子公司实行专业化生产,这是生产规模经济的主要内容。管理规模经济主要表现在:由于管理费用可以在更大范围内分摊,单位产品的管理费用大大减少,企业可以集中人力、物力和财力致力于新技术、新产品的开发。

(5) 买壳上市

目前,我国对上市公司的审批较严格,上市资格成为一种稀缺资源,某些并购不是为获得目标公司本身而是为获得目标公司的上市资格。通过到国外买壳上市,企业可以在国外筹集资金进入国际市场。中国远洋运输集团在海外已多次成功买壳上市,控股了香港中远太平洋和中远国际。在国内中远集团(上海)置业发展有限公司耗资1.45亿元,以协议方式一次性购买上海众城实业股份有限公司28.7%的发起人法人股,达到控股目的,成功进入资本市场。

8.1.3 实现战略目标的并购方式

1. 从产业、产品战略实施并购

(1) 横向并购(Horizontal Merge)

当并购方与被并购方处于同一行业、生产或经营同一产品,并购使资本在同一市场领域或部门集中时,称为横向并购。如奶粉罐头食品厂合并咖啡罐头食品厂,两厂的生产工艺相近,并购后可按购买企业的要求进行生产或加工。这种并购投资的目的主要是确立或巩固企业在行业内的优势地位,扩大企业规模。

(2) 纵向并购(Vertical Merge)

纵向并购是对生产工艺或经营方式上有前后关联的企业进行的并购,是生产、销售的连续性过程中互为购买者和销售者(即生产经营上互为上下游关系)的企业之间的并购。如加工制造企业并购与其有原材料、运输、贸易联系的企业。其主要目的是组织专业化生产和实现产销一体化。纵向并购较少受到各国有关反垄断法律或政策的限制。

(3) 混合并购(Conglomerate Merge)

混合并购是对处于不同产业领域,产品属于不同市场,且与其产业部门之间不存在特别的生产技术联系的企业进行并购,如钢铁企业并购石油企业,因而产生多种经营企业。采用这种方式可通过分散投资、多样化经营降低企业风险,达到资源互补、优化组合、扩大市场活动范围的目的。

2. 从财务考虑实施并购

(1) 承担债务式并购

在被并购公司资不抵债或资产负债相等(或接近相等)的情况下,并购方以承担被并购方全部或部分债务为条件,取得被并购方的资产所有权和经营权。

(2) 现金购买式并购

现金购买式并购有两种形式。

① 并购方筹集足额的现金购买被并购方全部资产,使被并购方除现金外没有

持续经营的物质基础,成为有资本结构而无生产资源的空壳,不得不从法律意义上消失。

② 并购方以现金通过市场、柜台和协商收购目标公司的股票或股权,一旦拥有其大部分或全部股本,目标公司就被并购了。

(3) 股份交易式并购

股份交易式并购也有两种情况。

① 以股权换股权。这是指并购公司向目标公司的股东发行自己企业的股票,以换取目标公司的大部分或全部股票,达到控制目标公司的目的。通过并购,目标公司或者成为并购公司的分公司或子公司,或者解散并入并购公司。

② 以股权换资产。并购公司向目标公司发行并购公司自己的股票,以换取目标公司的资产,并购公司在有选择的情况下承担目标公司的全部或部分责任。目标公司也要把拥有的并购公司的股票分配给自己的股东。

3. 从企业资产范围实施并购

(1) 整体并购

整体并购指资产和产权的整体转让,是产权的权益体系或资产不可分割的并购方式。其目的是通过资产的迅速集中,增强企业实力,扩大生产规模,提高市场竞争能力。整体并购有利于加快资金、资源集中的程度,迅速提高规模水平与规模效益,但限制了资金紧缺者的潜在购买行为。

(2) 部分并购

部分并购指将企业的资产和产权分割为若干部分进行交易而实现企业并购的行为。具体包括3种形式:

① 对企业部分实物资产进行并购;

② 将产权划分为若干份等额价值进行产权交易;

③ 将经营权分为几个部分(如营销权、商标权、专利权等)进行产权转让。

部分并购的优点在于可扩大企业并购的范围;弥补大规模整体并购的巨额资金“缺口”;有利于企业设备更新换代,使企业将不需要的厂房、设备转让给其他并购者,更容易调整存量结构。

4. 根据对方配合程度实施并购

(1) 善意并购(Friendly Merge)

善意并购指并购公司事先与目标公司协商,征得其同意并通过谈判达成关于收购条件的一致意见而完成收购活动的并购方式。善意并购有利于降低并购行为的风险与成本,使并购双方能够充分交流、沟通信息,目标公司主动向并购公司提供必要的资料。同时善意行为还可避免目标公司的抗拒而带来额外的支出。但是,善意并购使并购公司不得不牺牲自身的部分利益,以换取目标公司的合作。而且漫长的协商,谈判过程也可能使并购行为丧失其部分价值。

(2) 敌意并购(Hostile Merge)

敌意并购是指并购公司在收购目标公司股权时虽然遭到目标公司的抗拒,仍然

强行收购；或者并购公司事先并不与目标公司进行协商，而突然直接向目标公司股东开出价格或收购要约的并购行为。敌意并购的优点在于并购公司完全处于主动地位，不用被动权衡各方利益，而且并购行动节奏快、时间短，可有效控制并购成本。但敌意并购通常无法从目标公司获取其内部实际运营、财务状况等重要资料，给企业估价带来困难，同时还会招致目标公司抵抗甚至设置各种障碍。所以，敌意并购的风险较大，要求并购公司制定严密的收购行动计划并严格保密，快速实施。另外，由于敌意收购易导致股市的不良波动，甚至影响企业发展的正常秩序，各国政府都对敌意并购予以限制。

5. 根据监管要求实施并购

(1) 要约收购

要约收购是并购公司通过证券交易所的证券交易，持有有一个上市公司（目标公司）已发行股份的30%时，并购方应依法向目标公司所有股东发出公开收购要约，按符合法律的价格以货币付款方式购买股票，从而获得目标公司股权的并购方式。要约收购直接在股票市场中进行，受到市场规则的严格限制，风险较大，但自主性强，速战速决。敌意收购多采取要约收购的方式。

(2) 协议收购

协议收购指并购公司不通过证券交易所，而是直接与目标公司取得联系，通过谈判、协商达成共同协议的并购方式。协议收购易取得目标公司的理解和合作，有利于降低收购行为的风险与成本，但谈判过程中的契约成本较高。协议收购一般都属于善意收购。

8.1.4 企业并购的主要风险

(1) 忽视并购风险

并购可以给企业带来光明的未来，也可能给企业造成巨大的损失，从思想上重视并购风险是有效避免并购损失的前提。美国著名管理学者迈克尔·波特对1956—1986年美国企业成长失败率进行了调查，结果表明：新建企业的失败率为44%，合资企业的失败率为50.3%，并购公司的失败率最高为53.4%~74%。由此可见，并购在企业成长中隐藏着巨大的风险。当前许多企业对并购风险认识不足，主要表现在：只预期并购后积极的发展前景，忽略资金支持的限制，结果预期收益尚未实现，收购方资金链已经崩断，导致收购的重大风险变成现实。

(2) 缺乏整体战略考虑

强调收购战略在收购前期准备工作当中的重要性，是因为收购战略将统领并购过程中的一举一动。从目标公司标准的确定到搜寻、确定最终的目标公司，从交易条件的提出到目标公司后期的整合，正确到位的收购战略将成为贯穿并购整合过程的脉络。目前我国并购中大量存在的现象是：并购方只聘请专业机构在收购前按照相关规定做评估与审计，更多关注目标公司的历史财务状况与经营结

果,不能结合公司管理水平与发展前景提供前瞻性决策支持,甚至得出与发展趋势相悖的分析判断。

(3) 缺乏深入了解

不履行必要的调查程序,对目标公司缺乏深入了解,这种盲目决策的并购非但不能体现协同效应,反而增加了企业的包袱。对于收购方而言,并购最大的风险来源于收购方对出让方或目标公司的信息不对称,在对上市公司收购的过程中,由于目标公司的特殊性 & 游戏规则的特殊性,这种不对称性更加突出。

信息不对称最终演化的风险就是我们通常所说的并购当中的陷阱——债务黑洞、担保黑洞、人员负担、无效乃至负效资产、违法违规历史、输血成本超过承受极限等。收购方在信息不对称的基础上涉足并购,最终身陷泥潭而望洋兴叹。其实这一切风险因素可以在收购的前期准备工作中通过精心策划而加以剔除。

(4) 尽职调查疏漏

尽职调查是克服信息不对称的有效途径。我国企业并购市场尚处于初级市场阶段,市场规则的完善性、市场参与者的成熟程度、监管方式的先进程度等诸多要素都有着初级阶段的明显特征。在这种不成熟的并购市场体系下,收购方通过并购的方式进行企业规模与市场份额的扩张,更需要在并购之前进行全盘的规划,通过尽职调查发现潜在的风险。但是目前很多收购方因为利益的诱惑或者机会成本的考虑,按照常规程序了解目标公司时未按照特定的收购方式与收购目的确定调查范围,没有考虑前期尽职调查工作的重要性,正是这种不成熟的举措,使得并购方不能有针对性地发现风险。并购市场上一个又一个惨败案例大多源于此。

(5) 收购团队水平低下

在成熟的并购市场中,收购方进行收购之前要组建一支专业化的团队,该团队既包括收购方内部的员工,也包括外部的专业机构人员。在国内,大部分公司都是第一次涉足并购,由于对并购风险认识不足,收购方经常表现出一种“无知者无畏”的收购行为,收购企业自行组队进行调查,当收购出现问题时才想起咨询专业的机构解决问题,这使得收购方要额外耗费巨大成本。

8.2 并购财务动因与财务风险

8.2.1 企业并购财务动因

有的并购理论认为并购通过有效的财务活动提高经营效率,并有可能产生超常利益;有的从资本市场信号分析出发,认为股权收购传递目标公司被低估的信息,会引起并购方和目标公司股票上涨。企业产权在买卖中流动,遵循价值规律、供求规律和竞争规律,使生产要素流向最需要、最能产生效益的地区和行业,同时,还要考虑由于税务、会计处理惯例及证券交易等内在规律作用而产生的一种纯货币的效益。企业并购财务动因主要包括以下几方面。

(1) 避税因素

由于股息收入、利息收入、营业收益与资本收益之间的税率存在差别,在并购中采取恰当的财务处理方法可以达到合理避税的效果。例如在税法中规定了亏损递延的条款,拥有较大盈利的企业往往考虑把那些拥有相当数量累积亏损的企业作为并购对象,纳税收益作为企业现金流入可以增加企业的价值。

企业现金形式的盈余使用方式有:发放股利、证券投资、回购股票和收购其他企业。如果发放红利,股东将为此支付较证券市场并购支付的证券交易税更高的所得税;如果投资有价证券,可能难以获得较高的收益率;回购股票通常又会提高股票行市,加大成本。而如果用多余资金进行收购可能对企业 and 股东都将产生一定的纳税收益。在换股收购中,收购公司既未收到现金也未收到资本收益,因此这一过程是免税的。企业通过资产流动和所有者转移实现追加投资和资产多样化目的。并购方通过发行可转换债券换取目标公司的股票,这些债券在一段时间后再转换成股票。这样发行债券的利息可先从收入中扣除,再以扣除后的盈余计算所得税,从而降低企业所得税;另一方面企业可以保留这些债券的资本收益直至其转换为股票为止,通过资本收益的延期偿付减少资本收益税。

(2) 筹资需要

筹资是迅速成长企业共同面临的一个难题,设法与一个资金充足的企业联合是一种有效的解决办法。并购一家掌握有大量资金盈余但股票市价偏低的企业,可以获得其资金以弥补自身资金不足。在有效市场条件下,反映企业经济价值的是以企业盈利能力为基础的市场价值而非账面价值,被兼并方企业资产的卖出价格往往较低,兼并后企业管理效率提高,职能部门改组有关费用降低,都是并购筹资的有利条件。当前许多国有企业实施的技术改造急需大量发展资金投入,采取产权流动形式使企业资产在不同方式下重新组合,盘活存量以减少投入,迅速形成新的生产力。举例来说,在香港注册上市的上海实业控股有限公司斥资6 000万元收购了上海霞飞日化公司,为我国企业探索一条间接利用外资发展国产品牌的新路。霞飞虽然拥有驰名商标的优势,但是由于缺乏资金,发展缓慢,并购完成后,注册香港的公司成为向海外融资的途径。

(3) 企业价值增值

通常被并购公司股票的市盈率低于并购方,如果并购完成后市盈率维持在较高的水平上,股价上升可使每股收益得到改善,提高了股东财富价值。在实施企业并购后,企业的绝对规模和相对规模都得到扩大,控制成本价格、生产技术和资金来源及顾客购买行为的能力得以增强,能够在市场发生突变的情况下降低企业风险,提高安全程度和企业的盈利总额。同时企业资质等级上升,筹资成本下降,反映在证券市场上则是并购双方股价上扬,企业价值增加。

(4) 进入资本市场

随着我国金融体制改革和国际经济一体化增强,国内外资本市场成为越来越重要的筹资渠道,许多业绩良好的企业出于壮大势力的考虑往往投入到资本运营的方向,通过并购进入资本市场。

(5) 投机

企业并购的证券交易、会计处理、税收处理等所产生的非生产性收益，可改善企业财务状况，同时也助长了投机行为。在我国出现的外资并购中，投机现象日渐增多，他们以大量举债方式通过股市收购目标公司股权，再将部分资产出售，然后对目标公司进行整顿再以高价卖出，充分利用被低估的资产获取并购收益。

(6) 财务预期效应

由于并购时资本市场对企业股票评价发生改变而影响股价，成为股票投机的基础，而股票投机又促使并购发生。因此，股价在短时期内一般不会有很大变动，只有在企业的市盈率或盈利增长率有很大提高时，价格收益比才会有所提高，但是一旦出现企业并购，市场对公司评价提高就会引发双方股价上涨。企业可以通过并购具有较低价格收益比和较高每股收益的企业，提高企业每股收益，让股价保持上升的势头。在美国的并购热潮中，预期效应的作用使企业并购往往伴随着投机和剧烈的股价波动。

(7) 追求最大利润和扩大市场

企业利润的实现有赖于市场，只有当企业提供的商品和服务在市场上为顾客所接受，实现了商品和服务向货币转化，才能真正实现利润。与利润最大化相联系的是企业市场份额最大化。由于生产国际化、市场国际化和资本国际化的发展，一些行业的影响范围日益扩大，并购这些行业的企业以迎接国际开放市场的挑战。

8.2.2 并购财务决策

1. 并购成本

并购的成本与效益决定是否进行并购。并购的成本有广义和狭义两种解释。广义的成本概念是由于并购引起的一系列代价的总和，具体包括并购完成成本、整合与营运成本和并购机会成本。

并购完成成本，是指并购行为本身所发生的并购价款和并购费用。其中，并购价款是支付给被并购公司股东的，具体形式有现金、股票或其他资产等。并购费用是指并购过程中所发生的有关费用，如并购中的搜寻、策划、谈判、文本制定、资产评估、法律鉴定、顾问等费用。

整合与营运成本，指的是并购后为使被并购公司健康发展而需支付的营运成本。这些成本包括：

① 整合改制成本，如支付派遣人员进驻、建立新的董事会和经理班子、安置多余人员、剥离非经营性资产、淘汰无效设备、进行人员培训等费用；

② 注入资金的成本，如并购公司向目标公司注入优质资产、拨入启动资金或开办费，为新企业打开市场而需增加的市场调研费、广告费、网点设置费等。

并购机会成本，指的是因并购成本费用支出而放弃其他项目投资所丧失的收益。

狭义的并购成本仅仅指并购完成成本。下面的论述主要采用狭义的并购成本概念。