

深度解析

国有企业资产并购风险及防范策略研究

——以浙江物产中大公用环境投资有限公司为例

缪昌晖

(浙江物产国际贸易有限公司 浙江杭州 310002)

摘要：资产并购已经成为资本市场的新浪潮，国有资产作为国民经济的重要支柱，并购重组的价值重大，但并购风险也较大，并购前期的风险包括并购浪潮下的盲目求进、可行性调研不够深入全面、被并方信息披露不完全，并购过程中包括并购估值方法选择不当、商誉估值难度较大，并购结束后的风险包括资源整合成效不足、被并购方业绩不佳影响公司财务绩效。因此要制定科学合理的风险规避策略，包括理性对待资本市场环境，实行稳健的并购策略；深入调研目标企业，了解真实可靠的运营状况；聘请专业评估机构，优化估价方法；实现高效整合，提高运营质量。

关键词：国有资产；并购；风险；防范

前言

国有企业是国家事业发展的重要基石，是国民经济健康长久运转的定海神针。习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第十四次会议强调国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础，是党执政兴国的重要支柱和依靠力量。^[1]在新时代如何做大做优做强国有企业，深化体制改革、优化布局结构，增强国有资本配置效率和功能，是重要时代命题。战略性并购重组是深化国有企业改革的重要途径之一，是整合行业优质资源的有效资本运行手段，通过并购重组可以降低行业竞争程度，提高企业的盈利能力，改善企业财务管理状况。但是在看到并购对国有企业的好处之外，也应该充分认识并购过程中存在着的种种风险，在实际并购案例中经常发生高溢价收购的“暴雷”事件，给国有资产造成不同程度的流失，给资本市场带来了一定的负面消极影响。因此，如何在国有企业资产并购中识别相关风险，并且采取一定的防范策略进行规避，对国有企业资产并购实施具有重要的现实指导意义。

一、国有企业资产并购重组的价值蕴意

我国经济正处于提档换速的结构性调整关键阶段，国有企业作为国民经济重要支柱，通过并购重组推动国有经济更加健康、可持续发展具有重要的历史意义，同时对于国有企业自身也具有强大内生价值。国有企业资产并购重组的价值可以从国家经济发展战略和国企自身发展两个层面进行解析。

(一) 从国家经济发展战略的角度

首先，可以有效整合资源，形成行业良性竞争。长久以来国有企业资源沉积闲置现象比较严重，资产分散、重复建设亦成国企发展中的桎梏，因此通过资产的并购重组，可以加速资源的整合，减少行业内不良竞争，促进国民经济健康有序发展。

其次，可以优化产业结构，促进产业转型升级。通过并购重组，可以使社会生产要素得到最优配置，从而使产业结构走向合理化。^[2]国有企业通过资产并购重组，可以进入新的产业领域，也可以扩大至上下游全产业链，以资金杠杆撬动更多资源，形成更大的实力和影响力。

第三，可以保证社会稳定，实现“以人为本”治理理念。目前很多企业因为运营不善，面临着破产倒闭的风险，员工也面临着失业的危机。通过国有企业并购重组，可以保证被并购企业员工的整体流动，重新得以录用，员工的福利待遇也能得到不同程度的提升，并且能够减少不必要的社会震荡，保证社会稳定发展。

第四，加强证券市场活力，促进国民经济健康发展。国有企业是我国证券市场的重要参与资本，其拥有较强的资金实力和先进的管理能力，通过科学合理的资产并购重组，可以将经营不善、举步维艰的中小型企业纳入到大型国有体系之内，可以有效地激活我国证券市场，促进我国整体国民经济的发展。^[3]

(二) 从企业自身发展角度

首先，能够形成多元化现代治理模式。国有企业发展一大困境就是参与主体单一，导致企业活力缺乏。国有企业实行并购重组，可以大范围吸收社会资本进入，使得过于企业产权主体更加多元化，改变过去单一产权管理模式。参与主体的多元化，可以有效推动企业经营模式的转换，在内部治理模式方面更加科学合理，治理结构更加完善。

其次，通过资产并购重组，可以实现业务范围增长。企业并购重组的重要意义在于可以通过企业兼并和收购股权等形式，以最低的成本和最短的时间，达到扩张企业实力，扩大市场份额和跨入新行业的战略目标。^[4]因此，国有企业通过并购重组行业内上下游企业，可以实现资产的快速增加，同时可以覆盖全产业链，迅速建立产品生产、销售渠道，市场份额快速扩大。

第三，提升核心竞争力，增加企业生产效益。在规模快速扩大的同时，通过资产并购重组还可以促进国有企业效益大幅度提升，这主要是因为并购使企业之间可以实现一体化发展，成本投入会大幅度减少，而收益显著增加，双方可以形成较强的互补性，进而提升企业核心竞争力。^[5]

二、国有资产并购风险分析

目前很多企业由于业绩不佳等原因，开始探索产业的转型，以获取新的利益增长点，并购方式已经成为提升自身盈利能力和扩大市场的主要选择。但是，资产并购重组并非包治百病的神药，在整个并购过程中存在很多风险，并购案“暴雷”事件也层出不穷。因此有必要对资产并购过程中的风险进行分析。

(一) 并购前期的风险

并购前期是并购的准备阶段，主要风险有以下三点：

第一，并购浪潮下的盲目求进。我国自2014年以来，国家政策出台支持并购重组，资本市场掀了一场并购浪潮，众多企业开始整合资源扩大规模，其中有很多企业快速发展壮大，资产并购一时成为资本市场的大热点。因此有些企业急于拓展市场，加上资本市场对于资产并购的炒作热度推动，容易造成盲目求成的非理性决策，为企业运营埋下风险隐患。

第二，并购可行性调研不够深入全面。^[6]在盲目求成的心态下，对并购资产标的的调研容易出现浮于表面、流于形式。企业运营是否良好与众多细节相关，因此对并购标的调研更显重要，企业需要谨慎考量并购的可行性，特别是对并购企业所处行业成长周期、未来发展态势、政策环境影响等众多因素进行解读和研判，不然并购存在巨大的风险。

第三，被并方信息披露不完全。信息不对称一直是影响企业决策的重要因素，因此在实施资产并购前，必须获取被并购方全面准确的信息，包括其经营实力、财务信息^[7]和重要持股人的并购动机等。但是在现实并购案中，往往存在着信息不对称的情况，这里有因为被并

购方的有意隐瞒,也有自身调研不够深入的原因,但最终带来的结果就是风险识别的延迟。

(二) 资产并购过程中的风险

国有资产并购过程风险主要在于资产估值。资产估值是并购的核心步骤,对于风险的关注度也最高。其风险主要有以下两点:

第一,资产并购估值方法选择不当。目前资产并购的估值方法主要有收益法、生产法和资产基础法等几种^[9],不同类型的企业,采用的估值方法也不尽相同,必须采用与之相对应的合适的估值方式。另外,由于企业运营是一个长期的过程,因此资产估值的参考时间要适当延长,估值方法的运用要以企业运营周期为单位,结合盈利能力,综合不同角度,不断修正估值参数,最终确定被并购对象的资产价值。

第二,商誉估值难度较大。过于企业资产并购有时会涉及一些轻资产,而商誉减值一直是轻资产并购中最常出现的问题,这是由于轻资产企业的核心价值就是品牌、技术、员工、销售渠道等无形资产,而无形资产无法通过账面形式进行资产价值认定,只能以商誉的形式存在,而且像知识产权类的轻资产公司,市场独立性较强,商誉估值难度更大,并购后产生巨额商誉减值的风险大幅提高。^[9]

(三) 国有资产并购后存在的风险

并购手续的完成只能说明并购成功了一半,资产并购真正成功是实现并对并购企业的一体化运营与管理,因此对于这部分的风险也要重点关注。

首先,资源整合成效不足。并购程序完成只是并购进程的一半,并购是否达成目标,取决于资源整合情况,主要是企业发展战略、制度、文化的整合,还有业务上的有机联动,能够实现并购企业双方的优势互补和协同发展,合并后的资源能够发挥更大的效应。如果并购后,双方企业文化价值冲突、资源无法实现协同发展,会直接导致并购结果的不理想,为企业带来巨大的经济损失。

第二,被并购方业绩不佳,影响公司财务绩效。并购完成后,双方企业合并财务报表,当子公司盈利能力强、成长性好时,合并报表所呈现的企业盈利能力和成长性都有所提升^[10],但是如果被并购方如果经营不善,业绩大幅下滑,将会严重影响企业整体财务绩效。因此,对于被并购子公司的业务管理,也是并购后需要重点关注的点,需要确保子公司持续盈利能力和高成长性,改善公司整体财务绩效。

三、国有资产并购风险规避策略

浙江物产中大公用环境投资有限公司(以下简称“物产环境”)是物产中大集团股份有限公司培育“大公用”、“大环境”产业重要的战略投资和运营管控平台,公司通过战略投资、兼并收购、PPP合作等模式聚焦水务、环境治理、固废危废等业务领域。物产环境通过自建和收购并举的方式,持续改善投资质量和运营管理,不断提高企业实力,探索打造成为一家以技术服务、专业设备集成服务、智慧水务运营为核心的专业公司,完成运营模式的转型升级。经过一系列成功的并购项目之后,物产环境在资产并购风险规避方面形成了卓有成效的策略方针。

(一) 理性对待资本市场环境,实行稳健的并购策略

目前资产并购正是资本市场的热点,但是企业规模发展需要从自身实际状况出发,切记盲目冲动跟风并购,企业管理者要持谨慎、冷静、理性的态度对待并购事件,以专业的管理素养去审视并购后相互融合的可能性,对并购企业所处行业发展趋势要形成科学、清晰、具有前瞻性的判断,并且对并购过程中产生的风险要有研判,再结合自身企业融资能力和定位目标,实行稳健的并购策略,维护广大投资者的利益。并购是企业发展的重大决策,企业管理者要警惕资本泡沫,稳健的发展策略才是公司发展的最佳良策。

(二) 深入调研目标企业,了解真实可靠的运营状况

并购行为产生的根本原因就是为寻找新的利润增长点,帮助企业运营结构的优化转型,因此选择优良并购标的是并购成功的重要前提,而目标并购企业是否为优良标的,并且与自身企业未来融合度如何,都需要对并购目标企业进行深入的调查。首先,要对并购目标企业的基本运营状况进行细致研究,包括企业规模、员工数量与质量、财务状况、持股人关系等,力争打破信息壁垒,确保信息获取的真实性;其次,要对并购目标企业所处行业的市场环境、行业生命周期特

点和政策环境进行研究和判断,对行业未来发展趋势进行充分评估;第三,对于同行业内的企业进行比较,分析并购目标企业的优势与劣势、市场份额和产品特点等,判断其并购价值;最后,对并购目标企业所处行业的历史并购案例进行分析,为并购估值提供一定的参考。中大物产环境在2016年并购江西海汇项目时,聘用专业团队对标的企业江西海汇公用事业集团股份有限公司进行了深入全面的调研,包括标的公司的财务状况、运营业务、管理团队、政策环境、运营周期内的盈利状况、行业竞争、产品工艺等全面详细的,为并购决策提供了有力支撑。

(三) 聘请专业评估机构,优化估价方法

资产并购的核心环节就是资产确认,有条件的企业会培养自身的专业评估团队,也可以聘请专业的第三方评估机构对并购目标进行资产估价,同时要求专业评估机构形成评估报告中内容应作强制性要求。另外,估价方法的选择也是影响资产估价的重要影响因素,所以要对评估方法进行优化改良,创新估价模型。目前市场上常见的估值方法主要有收益法、生产法和资产基础法等,在此基础上,已经有很多研究者对资产估值模型建立进行了新的探索,出现了实物期权模型、综合估值模型、经济增加值模型等创新方法,可以为最终定价起到一定的参考作用,减小估价误差。中大物产环境在进行并购时采取聘用专业团队进行估计的方式进行,与行业内深厚投资经验的公司成立专项基金实现产融联合,能够采用针对行业特性的估计方式,科学准确的对并购资产进行估价。

(四) 实现高效整合,提高运营质量

并购成功与否,关键要看并购后企业能否在各方面进行高效整合,实现整体战略目标。首先在战略目标上要实现整合。企业发展战略是企业发展的根本指导方向,并购后双方企业要统一领导层战略思想,实现战略上的协同整合,形成发展合力。其次,在企业文化上要实现融合。在企业文化的融合上要求同存异,加强母公司文化的宣传与培训,开展多样化的文化活动,潜移默化营造新文化氛围,另外还可以制定新的规章制度,用制度推动新文化的融合。第三,资源上要实现协同。企业发展拥有多种资源,包括财务资源、人力资源、客户资源、技术资源、供销渠道等,并购后这些资源需要打破壁垒,实现融合共享,降低企业运营成本,提高运营能力,实现良好业绩。物产环境完成并购江西海汇项目后,对于被并购公司的组织机构、员工结构、业务流程、资源配置、企业文化等方面进行了全面的整合,并购后整体产能得到进一步提升,市场占有率大幅提高,竞争优势明显。

参考文献:

- [1] 新华网.习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十四次会议 [EB/OL].(2020-06-03)[2021-03-31].<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1670925320288957173&wfi=spider&for=pc>.
- [2][4] 赵瑾璐.国有企业战略性兼并重组的意义[J].中国特色社会主义研究,1998(02):61.
- [3] 贺辉.国有控股上市公司资产并购重组风险研究[J].商业经济,2013(20):77-78.
- [5] 倪红娣.国有企业市场化并购转型的实践意义[J].中国中小企业,2020(07):181-182.
- [6] 陈思晓.业绩承诺下并购轻资产企业的估值风险研究[D].北京交通大学,2020.
- [7] 冯晓明.国有控股上市公司资产并购重组风险探讨[J].全国流通经济,2018(12):27-28.
- [8] 李长春,谢芳,张洪光.并购轻资产企业的风险点及其处置方法[J].企业改革与管理,2021(01):6-7.
- [9] 陶龙飞.轻资产公司并购产生的商誉问题分析[J].现代营销(下旬刊),2020(12):48-49.
- [10] 李惠彬,黄相煜,曹国华.超募、并购与公司经营绩效[J].财会月刊,2017(27):3-8.

作者简介:缪昌晖(1965.3—),男,浙江台州人,浙江物产国际贸易有限公司党委副书记、副董事长,研究方向为党建工作及水务环保。