

企业并购中的价值评估风险防范

□ 陈旭君

近年来,在经济转型、行业整合加速、国家政策扶持、审批流程简化的大环境之下,中国企业并购活动越来越频繁。成功的并购能给企业带来财务协同效应。然而,风险与收益共存。在企业的并购活动中,常常会存在着信息不对称的情况。这就会导致收购企业不能客观准确地对被收购企业进行价值评估。认真分析并购风险,周密筹划、作出科学合理的防范措施,减少风险发生概率,规范并购风险管理,实现并购各方主体互赢或多赢,是值得并购主体审慎对待的重要工作。

一、充分了解行业状态,减少信息不对称

企业并购作为一种在资本市场中的交易活动,必然是复杂的。尤其近几年,科技发展飞速,我国提出了“互联网+”概念,即互联网与传统行业结合产生新兴互联网企业,这些企业新型无形资产多,难以在并购时准确评估其资产价值。

因此,为了避免信息不对称造成的风险,特别是在跨行业并购时,对标的企业所处的行业发

展要有着较深的了解,重点是能清晰判断出目标企业在行业中的竞争地位和控制能力。例如对人才引进的情况、创新项目的数量、研发资金的投入进行充分了解。进一步核实财务报告信息,扩大被并购企业的调查取证范围,做到全面详尽,尽可能降低信息不对称的情况。

为了保证并购能合法地顺利进行,并购方应当与被并购方签订相关的法律协议。在协议中,双方应详细地列出并购过程中可能会出现未尽事宜的法律责任,并协商签订补偿协议,来保障自己的权益。

二、科学运用评估方法,完善价值评估方法系统

价值评估方法五花八门,通用的就有很多种。并购方企业若使用不同的价值评估方法对被并购方估值,可能会得到不同的价值结果。这就需要并购方企业,运用最专业的职业素养、精准判断,依据自身以及对方的实际情况,来选择最为科学合理的评估方法和收购估价模型。

1. 相对估值方法

如果评估标的在市场上能找到可比公司,这种建立在对类似资产进行估值的基础上,对资产所作的估值称为相对估值。采用相对估值方法,前提是要有与标的公司类似的公众公司的市场价值,能够清晰可比交易或可比行业的价值指标,这些指标包括企业利润、经营性现金流、营业收入等。这种方法可以被视为基于市场的方法,因为它反映了投资者在某个时点的市盈率。在使用相对估值法时,收益可以定义为连续的或者是当期的,也可以是预期的,但必须与可比公司保持一致。然后除去可比公司与标的公司存在的差



异值。

例如，一家可比公司在利润水平、经营性现金流及营收规模、预计未来的增长幅度及面临的风险方面，都与标的公司相似，可以选择可比公司法。如果近期有可比公司收购价格，可以选择先例交易法。采用可比公司法或先例交易法时，应当注意用企业增长率来调整相对估值模型，一般可以通过企业的市盈率除以收益的期望增长率来计算。

2. 资产导向估值方法

标的企业的营运、财务状况相较于行业优秀，则可以考虑使用净现值法进行估价，即将未来的现金流折合为现值。有时候，使用单一的评估方法过于冒险。那么，企业还可以利用清算价值法，对企业资产进行一个估算，能大致得出并购定价的下限。而同样地，采取现金流量法，则可以大致确定并购定价的上限。由此结合，便能确定合理的定价范围，并购方在定价范围内与被并购方进行谈判、“讨价还价”，得出最终收购价格，从而尽可能地降低目标企业的价值评估风险。

相反，当标的企业经营状况不佳，出现破产清算、或者所有者认为清算的价值比继续经营大时，一般采用清算价值或拆散出售价值，以及两者同时使用。通常是设定资产被有序出售，时限为不超出一一年。在这种情况下，优质的应收款、库存商品按八九折处理。一旦要加快清算速度，会给予更大的折扣。设备的清算价值变动范围更大，取决于设备的使用状况、通用性和先进性。

我们还可以市场价值替代标的企业资产所需的成本，股权价值可从企业现值中减去负债产生，也就是通常所称的替代成本法，其可以忽略无形资产价值，以及目标公司资产综合运用所产生的协同效应所反映的价值。

在当今互联网时代，对于无形资产的评估尤为困难。如果想要在价值评估过程中，尽可能地减小评估误差，那么企业可

以考虑选择多种模型进行估值，并且在有条件的条件下，精心挑选相对独立、互补的模型。然后选择这些结果的合理平均值作为最终评估结果。并购方在积极完善价值评估系统，不断优化估价模型的同时，还要全方位地搜索、分析大数据资料，在并购前对被并购方进行详尽的调查、审查。只有知己知彼，才能百战不殆。

三、选择有经验、高素质的评估机构和人员

企业价值评估工作要求评估人员不仅要精通资产评估、会计等专业知识，还要懂得财务管理、金融、经济学等方面的理论知识与实践经验。同时由于待评估企业面临的客观环境总是在不断变化的，需要评估人员灵活运用所掌握知识，从而准确进行价值判断。

评估人员的知识和经验积累需要一个过程，而且总会有一定限度，因此即使对一个长期从事企业价值评估业务的评估人员来说，也可能因为情况的变化和待评估企业的复杂性而判断失误产生风险。如果评估人员在从事企业价值评估过程中责任心不强或缺乏职业道德，没有尽责地完成评估项目，或者丧失了应有的独立性、公正性原则，违反了评估法规和准则的要求，做出了错误或不实的判断，就会增大企业价值评估的风险，造成企业进行不恰当的并购行为。

我国资产评估师有很多是会计出身，都偏爱成本法。但成本法可能与评估目的、对象不相符合，并不能真正满足委托人的需要。

四、注意环境变化风险，谨慎选择目标企业和并购时机

企业并购的时机选择不当，也会产生风险，主要分为外部时机选择风险和内部时机选择风险。

1. 外部时机选择

经济不景气或国家政策有大的变动时，中小企业抵御市场和政策的冲击能力较差，易倒闭和破产。此时，大企业可以依

仗雄厚的资金优势寻找并购机会。企业并购活动与扩大再生产周期在同一个轨迹上运行，这就是说并购活动有极强的时间性。因此，企业并购要把握时机，注意当时宏观经济发展水平和相关政策活动。

2. 内部时机选择

企业产品存在着周期性：开创期、成长期、成熟期、衰退期。在开创期，企业新开发的产品技术在不断完善中，具有高度技术垄断、产品成本高、市场需求有限等特点。此时切忌盲目出击。产品进入成长期以后，生产技术逐步提高，生产规模日益扩大，管理水平日臻提高，市场渠道不断拓宽，产品产量和企业利润都有了迅速增长。这是企业进行并购的一个好时机。成熟期市场极易趋于饱和，产品销售量开始下滑，企业利润开始减少，技术垄断开始削弱。一般来讲，一个企业在这个阶段并购其他企业，比较容易实现。衰退期产品已进入老化阶段，企业销售额与利润呈下降趋势，企业实力受到很大的削弱，这时需要考虑并购那些产品还处于开创期的企业。

在价值评估过程中，不仅要考虑被评估企业本身的价值，同时要考虑并购企业和被并购企业的价值相互促进或相互抵消的作用。同一家被并购企业对不同的企业来讲，它的价值也是不一样的。

企业的并购估值，不存在一种被普遍认可的最佳方案，因此，我们往往会用几种方法计算后进行加权平均，它是一种妥协中和，也是避免估值风险、提高估值信心的不错选择。除此之外，我们在实施并购过程中，要对标的企业所处的行业、盈利模式进行深度了解，对产品的未来发展前景有一个正确的预期。财务部门要有良好警觉的风险管理意识，对容易产生财务风险的环节，进行重点把控，切实保障企业并购的科学合理。

（作者单位：浙江大洋生物科技股份有限公司）