**财务指标法下企业并购绩效研究**

—基于三元并购三鹿的案例分析

董义军 乔娇

（长庆油田分公司第五采气厂 陕西 西安 710018）

（西安经发地产有限公司 陕西 西安 710021）

摘 要:市场经济条件下，企业并购在全球范围内得到了广泛运用。以三元股份对三鹿集团的并购进行案例分析，通过对三元股份的并购类型和支付方式的分析，从盈利能力、偿债能力和营运能力财务指标评价三元股份的并购绩效。从政府干预、价值评估和资金占用三方面分析我国企业并购中存在的问题，并提出对策建议。

关键词：并购绩效；财务指标法 ；对策

企业并购是多数企业迅速成长扩张并创造辉煌的一个重要手段，尤其是在市场经济条件下，企业并购在全球范围内得到了广泛运用。中国企业的并购在改革开放过程中逐步兴起，并成为当代最具魅力的企业成长发展之路。2009年三元股份并购三鹿集团，获得了超常规跨越式发展的资源和机会，实现对三鹿集团市场、营销、人才、资金、管理的全面整合。然而，2013年三元经营业绩出现大幅亏损，根据三元历年业绩公告，2009年收购原三鹿乳业资产后，旗下子公司河北三元食品有限公司持续亏损，河北三元对于三元股份来说已经成为业绩包袱。

**1 并购绩效影响因素分析**

影响企业并购绩效的因素有很多，本文主要从不同的并购类型和不同的支付方式来说明如何影响并购绩效。

**1.1 并购类型分析**

三元股份对三鹿集团的并购主要采用的是产业型并购，增加产品种类，实现多元化经营。三元股份的业务主要集中在液态奶的生产、加工与销售，而三鹿的业务主要是奶粉业务的经营网络和生产管理经验，优势在于资源的有效运作。为了实现并购的成功必须加快整合步伐，提高资产的利用率，充分利用并购三鹿取得的硬件资源，以销带产，增加企业经营效益。然而就整合实践而言，产能渠道等整合并不成功，河北三元对于三元股份来说已经成为业绩包袱。

**1.2 支付方式分析**

三元股份对三鹿集团的并购采用的支付方式是现金支付。在并购后三元加快对三鹿的战略扩张步伐，制定详细的奶源重建计划，并在各地寻求进一步的市场拓展。由于建立奶源资金投入量大，回报速度和效率低，极大增加了资金周转的压力和产品生产的成本，使本来就在乳液市场不占优势的三元陷入资金周转困难的局面。

三元股份并购三鹿集团并不是全是错误的，通过并购成功取得三鹿的财产包。主要包括三鹿集团的土地使用权、房屋建筑物、机器设备等可持续经营的有效资产，这增加了三元股份的资产总额，一定程度上提升了企业的硬件质量，补充了三元奶粉产品和市场的空白。

**2 财务指标法下的并购绩效分析**

财务指标法主要采用并购事件前后企业的财务和会计数据进行比较分析。在我国, 由于证券市场发展还不完善, 用非正常收益法研究企业绩效问题其适用性还存在一些限制。而会计指标法的优势在于能够客观地、连续地反映并购前后公司业绩的变动情况, 但其不足主要来自于会计指标容易受上市公司操纵［１］－［２］。但是, 任何利润操纵手段只能操纵暂时的会计指标, 并购事件的实质性影响最终都要暴露到会计报表之中。财务指标法是通过定量分析的方法来检验企业并购行为对绩效的影响。此方法从企业公开的财务会计报表和财务相关数据入手，对并购企业的盈利能力、偿债能力、资本运营能力和现金流量等方面经营业绩指标进行研究［３］－［４］。通过构建企业财务指标体系，可以全方位对企业的并购绩效进行研究。

**2.1 盈利能力的财务指标分析**

三元股份在并购三鹿集团后，盈利能力的比较主要通过净资产收益率、权益系数、总资产周转率和营业利率四个指标来分析并购前后企业的盈利能力是否增强。如表1列出了并购前后三元股份前三季度财务指标情况汇总表。

**表1 三元股份2008年～2010年前三季度财务指标情况汇总表**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 年份  财务指标 | 2008 | 2009 | 2010 |
| 净资产收益率  权益系数  总资产周转率  营业利率 | 0.03  1.67  0.77  0.02 | 0.02  2.05  1.16  0.01 | -0.05  1.58  0.77  -0.04 |

通过表中数据可以看出三元股份在并购三鹿集团后，盈利能力持续下降。相比并购前2009年前三季度三元股份的营业利润较2008年同期下降25%，净资产收益率下降33.33%，总资产周转率有所上升。虽然营业收入有大幅度的上升，但随着并购后市场的拓展，营销网络的投入加大，各种费用的大幅增加。同时原奶收购价格的不断上涨，使净利润下滑。

**2.2 偿债能力的财务指标分析**

偿债能力的分析主要通过流动比率和速动比率两个财务指标。总体来说偿债能力下降，指标分析如表2。

**表2 三元股份2008年～2010年前三季度财务指标情况汇总表**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 年份  财务指标 | 2008 | 2009 | 2010 |
| 流动比率  速动比率 | 0.38  5.84 | 0.42  1.46 | 0.33  0.22 |

2009年三元股份大规模筹资拟收购三鹿集团，并进行整合，得到相关政府的支持，资金状况得到改善，但贷款数额的增加使资产负债率比同期增加。2009年速动比率和流动比率都有上升，偿债能力得到提高。并购之后三元股份的流动比率和速动比率下降，而现金比率和资产负债率有所上升。

**2.3 营运能力的财务指标分析**

三元股份并购三鹿集团后，营运能力的比较主要通过应收账款周转率与存货周转率、流动资产周转率与固定资产周转率四个财务指标来分析，并通过总资产周转率来辅助分析并购后营运能力是否增强。各指标汇总如表3。

**表3 三元股份2008年～2010年前三季度财务指标情况汇总表**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 年份  财务指标 | 2008 | 2009 | 2010 |
| 应收账款周转率  存货周转率  流动资产周转率  固定资产周转率 | 6.88  5.4  2.17  2.05 | 10.76  6.22  2.85  3.82 | 10.79  6.93  2.19  2.12 |

通过表中数据可以看出并购后应收账款周转率、存货周转率都较并购前有所上升，但是流动资产周转率、固定资产周转率在并购后都有所下降。前两者显著提高的原因主要是由于企业的销售量增加，市场进一步扩大所致。

通过三元股份并购三鹿集团的案例来看，财务指标法在企业并购绩效分析应用中存在一些不足。该方法忽略了公司在并购前后面临风险所发生的变化，且在指标的选取上有较大的主观性，客观规律不足；其次，财务指标法难以剔除其他因素对企业经营绩效可能产生的影响。

**3 改进企业绩效的对策建议**

**3.1 并购失败的原因分析**

三元股份对三鹿集团的并购通过绩效分析可以看出，此次并购是以失败而终止，我国的很多企业并购也都是以失败而结束。对三元并购三鹿的失败案例分析，其原因分析可归结为以下几点:

（1）政府干预过多。并购应是企业为生存和发展而自愿采取的战略行动，企业的并购动因应与企业的战略目标相一致。但在我国，许多并购行为并不是出于纯粹的市场经济动因，政府干预在很大程度上代替了企业动机，政府干预企业并购的现象比较严重。政府干预企业并购的目的，主要是为帮助目标企业摆脱亏损局面，使企业走出经营困境，以缓解政府财政压力。三元股份对三鹿集团的并购受到相关政府的支持，但并购的同时要求解决三鹿集团原有员工的就业问题，实行整个集团人员的并购，以缓解政府的就业压力和财政压力。

（2）价值评估欠准确。企业确定并购目标后，最重要的问题莫过于合理估算目标企业的价值并作为收购的底价，这是并购成功的基础。三元股份对三鹿集团的并购是在乳业市场萧条的外部大环境下进行并购，未对三鹿集团的价值进行合理的估算，且盲目地对三鹿集团进行整体整合，以至于到最后为实现整体整合将其全资子公司进行低价挂牌转让。

（3）占用流动性资源过多。我国企业并购大多采用现金支付方式，如果企业本身没有大量闲置资金，就需要对外筹集资金，才可以保证并购的顺利进行。三元股份对三鹿集团的并购采取现金支付的方式，在并购后即制定详细的奶源重建计划，并在各地寻求进一步的市场拓展。建立奶源资金投入量大，使得流动资金的资源被过多的占用，令三元陷入资金周转困难的局面。因此，企业应根据并购目的、自身资本结构等多方面因素选择适当的融资渠道，避免因融资渠道、还款方式选择不当增加企业资本成本，使企业陷入财务危机。

**3.2 我国企业并购绩效改进的对策建议**

通过三元股份对三鹿并购失败案例的分析，提出以下对策建议，以改进我国企业并购绩效。

（1）实行政企分开。实现政企分开，就应该使政府与企业成为法律上两个平等的法人组织。否则，企业改革不可能有实质性的进展，只有有效地实现政企分开，理顺产权关系，改革企业产权制度，才能规范政府和企业的行为，避免两者相互“越位”。明确界定产权，完善市场机制，加快企业并购中的法律建设问题，政府与企业才能更好地在市场经济中进行角色定位。

（2）合理评估目标企业的价值。并购双方信息不对称，是对目标企业价值评估不准确的根本原因。企业在并购前，应对目标企业进行详细的审查和评价，并聘请投资银行根据企业的发展战略进行全面策划，对目标企业的行业发展前景、财务状况和经营能力进行全面分析，进而对目标企业的未来自由现金流量做出合理预测，在此基础上对目标企业进行合理估价。

（3）合理安排资金支付。并购支付方式有现金支付、股票支付和混合支付三种，其中现金支付方式的资金筹措压力最大。并购企业可结合自身情况，合理设计并购支付结构，以满足并购双方的要求。避免因流动资金的过多占用，使企业出现财务困境。

**4 结语**

我国企业在并购绩效分析方法上主要采用的是财务指标法，并购采用的支付方式主要是现金支付，现金支付会给企业在并购中带来很大的财务压力，同时由于我国企业并购受国家体制的影响，在并购中政府干预对并购往往会产生很大的障碍，在并购中并购双方在信息完整性和对称性方面也存在很大的漏洞。在今后企业并购绩效的改革中，建议在政府与企业两个主体的分离、信息的对称性以及不断完善我国资本市场等方面进行重点改革，以使我国在企业并购领域的研究更为全面，更具前沿性。

**参考文献:**

[1] 朱治龙.中国上市公司绩效评价模型研究[N].证券市场导报,2003(12).

[2] 朱朝华.企业并购绩效研究现状分析[J].学习与探索,2002(6):56.

[3] 罗维.上市公司并购动因与绩效研究[D].长沙: 湖南大学,2004.

[4] 陈善朴.企业并购绩效研究[J].现代商贸工业,2010(1):18-19.

**Study on M & A Performance with Financial index method**

—Case analysis based on three shares to Sanlu of M & A

DONG Yi –jun QIAO Jiao

(Gas Production Plant 5 of Petrochina Changqing Oilfield Company,Xi’an,710018,China)

（Xi'an Jingfa Real Estate Co., Ltd. ,Xi’an,710021,China）

Abstract: under the condition of market economy, the enterprise merger and acquisition has been widely used in the world. Three shares to the sanlu group analysis of M & A as a case, through the analysis of types of M & A and the method of payment, the M & A performance of ternary shares was evaluated from the profitability, solvency, and operating ability of financial indicators evaluation. From the government intervention, value assessment and capital occupation of the three aspects existing problems of mergers and acquisitions, Countermeasures and suggestions are put forward.

Keywords: M & A performance; Financial index method; Countermeasure