

公司合并对财务报表项目的影响

——法荷航合并案例分析

贺镜帆, 王 强

(中国民航飞行学院 航空运输管理学院, 四川 广汉 618307)

摘要:以法荷航合并为背景,从财务报表的角度分析了公司合并对企业的影响,研究发现,公司合并后,能够显著改善公司的财务状况,降低企业的成本,形成了规模经济,产生了协同效应。这一结论与许多学者的研究相符。

关键词:合并;协同效应;财务报表

中图分类号:F231.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2011)10-0052-03

1 公司合并的协同效应理论

公司合并是指一个企业与另一个企业实行股权联合,或者一个企业获得另一个企业净资产的控制权和经营权,从而将各自独立的企业组成一个经济实体。公司之间之所以进行合并,是由于公司合并能够带来效率,产生“1+1>2”的协同效应。这种协同效应包括:①管理协同效应。Servaes认为,当一家经营有方的公司收购管理上低效率的目标公司,通过适当的并购整合,将增加目标公司的价值,实现并购协同收益。这不仅会给单个企业带来效率,也会给整个社会带来福利的增进,这是一种帕累托改进。②经营协同效应。通过并购获得规模经济是实现协同效应的方式之一。经营协同理论认为,同一行业内的公司如果均未达到最优生产水平时,可以通过兼并与收购实现规模经济。Arrow认为这种规模经济,可以通过垂直兼并降低生产经营环节间的沟通与谈判等成本来实现,并且Slusky和Caves认为,同一行业内的公司基于经营协同效应的动因实施并购的可能性更高。③财务协同效应。Myers认为,有大量内部现金流和少量投资机会的企业与有投资机会但缺乏内部资金的企业进行合并,可能会获得较低的内部资本成本优势。本文将法荷航合并为背景,来详细分析公司合并对企业财务报表项目的影响。

2 法荷航合并案例研究

2.1 合并背景

合并前的法国航空公司是欧洲最大的航空公司(根据运载旅客量)、全球第三大客运航空公司、全球

第四大货运航空公司、全球第二大飞机维护公司,拥有各型飞机357架,每天可提供1800个航班。2003年,法航的经营收入达到12337百万欧元,实现净利润93百万欧元。然而,随着法国高铁的快速发展,法国航空受到了法国高铁的严重冲击。以巴黎到里昂为例,巴黎至里昂全程420km,tgv行程不过2小时,经里昂还可转到法国各角落。如果乘坐飞机,则需要一个小时时间,但从里昂国际机场到市区乘坐巴士还需要40分钟。因而,巴黎至里昂的tgv开通后的数月内,tgv便打败法国航空迅速占领了这一市场的90%的份额。面对tgv的强大竞争,法航在一些航线上节节败退,甚至不得不放弃一些航线,如巴黎至布鲁塞尔、伦敦、图门、勒芒等航线。面对tgv在本土市场的竞争,“飞得更高更远”成了法航的战略选择,而合并前的荷兰航空运营状况却始终不佳。由于受油价上涨、成本上扬、客源不足的情况影响,荷航的财务危机日甚一日。因而,法航与荷航的联姻,双方一拍即合。2004年5月,法国航空公司以8.33亿欧元(9.9570亿美元)获取了荷兰皇家航空公司的89%的控制权,组成当时全球收入最大的航空公司。

2.2 合并对企业财务状况的影响

首先,从资产规模来看,合并带来了新集团资产规模的迅速扩张。合并前法航资产总额为12959百万欧元,而合并后法荷航集团的资产总额合计为21507百万欧元。资产总额增长达到8548百万欧元。合并使得法荷航集团的资产规模超过了美国的几大主要的航空公司。如图1所示,在与美国达美、美西

收稿日期:2011-07-16

作者简介:贺镜帆(1979—),女,四川华蓥人,中国民航飞行学院,讲师,管理学硕士,研究方向:财务管理、财务会计。

北以及美国航空公司资产总额的比较中,法荷航集团以 27 892 百万美元的资产位居榜首,排列第二位的是美国航空公司,其资产规模合计为 25 758 百万美元,再次是美国达美航空与美西北航空。

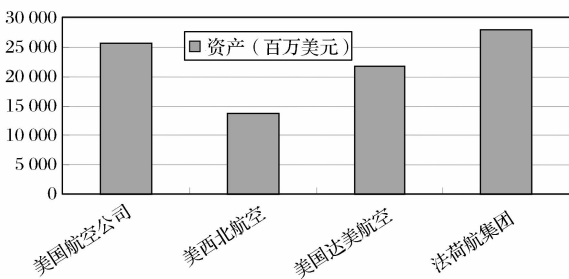


图 1 合并后的法荷航与美国几大主要航空公司资产总额的比较

在企业资产的增长中,大部分增长来源于企业固定资产的增长。其中最主要的是飞行设备的增长。

合并前企业的飞行设备价值总额 6 951 百万欧元,共有飞机 245 架。其中自有飞机 128 架,融资租赁飞机 25 架,经营租赁飞机 92 架。而合并后企业飞行设备价值总额 10 917 百万欧元。共有飞机 382 架,其中自有飞机 165 架,融资租赁飞机 81 架,经营租赁飞机 136 架。显然,法荷航的合并,带来了公司资产规模的迅速扩张,尤其是企业飞机数量的增长。按照波音飞机 747 系列的报价,以每架飞机平均 5 000 万美元计算,增长一百多架飞机,仅仅依靠公司内部积累和负债融资租赁是不可能短期内实现的。

第二,从净资产来看,就净资产的账面价值而言,合并后的法荷航集团净资产的账面价值从 4 085 百万欧元增长至 5 161 百万欧元。其中股本面值由 1 868 百万欧元增长至 2 290 百万欧元。而如果按企业对外发行股票的市值计算,企业合并前后股本溢价如表 1 所示:

表 1 公司合并前后股价变化

时间	面值	股价(当季最高)	股价(当季最低)	股份
合并前第一季度	8.5	10.7	7.47	219(百万)
合并后第一季度	8.5	17.77	12.18	219(百万)
溢价=股份*股价差额		1 548.33	1 031.49	219(百万)

上表所示,合并前,企业对外发行股票约 219 万股,每股面值 8.5 欧元,公司股本面值总额为 1 868 百万欧元。然而,随着法航与荷航合并的消息向市场传播,公司股价也随着大幅度攀升。合并前一年的第一季度,法航公司在巴黎证券交易市场上的最高股价为每股 10.7 欧元,最低股价每股 7.47 欧元,而在合并消息发放出去的合并后的第一季度,公司最高股价达到每股 17.77 欧元,最低股价每股 12.18 欧元,按最高股价计算,法航原有股东在这一年期间发生股本溢价 1 553 百万欧元,如果按最低股价计算,公司原有股东发生股本溢价也达到 1 035 百万欧元。

第三,从负债规模以及负债比率来看,合并后的法荷航集团负债比率有所增加,就负债规模而言,合并前截止 2004 年 3 月 31 日,法航的负债总额为 8 874 百万欧元,资产负债比率为 68%,而合并后的法荷航集团的负债总额为 16 281 百万欧元,资产负债比率为 76%。这说明企业合并后,由于规模与实力的增强,企业的融资能力也随着增加。

2.3 法荷航合并对盈利能力的影响

法荷航合并对盈利能力的影响主要表现在两方面。一方面,公司合并后,销售收入大幅度提高。合

并前,法航的航线主要分布在欧洲、非洲以及南美,而荷航则在北美及亚洲地区具备优势,两家公司仅在 30% 的国际航线上有重叠业务,两家公司合并后,与原有公司相比,新集团在跨大西洋地区的销售收入大大增加。且通过航线网络整合,新集团通航城市新增加至 225 个,其中短距离航线为 199 条,长距离航线为 106 条,取消部分不盈利的直飞航线,通过枢纽提供转机服务。在发展战略上,合并后的新集团采取了双枢纽策略——戴高乐机场与史基浦机场,可以提供较高的航班频率与较低的票价政策,从而使航空公司拥有更大的市场占有率。每年戴高乐机场中转的旅客达到总旅客量的 50%,而在史基浦机场中转的旅客达到了 72%。另一方面,公司的合并也降低了集团的平均单位成本。这主要表现在,第一,公司的合并提高了载运率,而载运率的提高降低了平均每客公里成本;第二,随着公司的合并,规模也随之增加,一些共同的固定支出被节省,同时一些固定资产投资发生增加,规模经济得以体现;第三,公司合并后,企业的销售渠道被整合,节省了企业的销售费用。合并后的法荷航集团收入、成本费用情况如表 2 所示。

表 2 法荷航合并后企业经营收入、
利润变化情况(单位:百万欧元)

	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
收入	24 114	23 070	21 448	19 078	12 337
经营利润	1 405	1 240	936	497	139
净利润	748	891	913	351	93
每股收益	2.63	3.35	3.25	1.36	0.43

如表 2 所示,合并后的法荷航集团无论是在收入、经营利润以及净利润和每股收益上都发生了非常大的增长。2004 年合并前企业的主营业务收入为 12 337 百万欧元,而合并后的 2005 年企业的收入为 19 078 百万欧元,总额增长 6 741 百万欧元,增长比率达到 55%。此后,企业的收入持续不断的增长至 2008 年,合并的优势得以体现。而从每股收益来看,合并前法航的每股收益为 0.43 欧元/股,而在合并后的 2005 年,新集团每股收益达到 1.36 欧元/股,较合并前增长 2.16 倍,此后,到 2006 年每股收益增长至 3.25 欧元/股,较 2005 年每股增长 1.89 欧元,企业合并创造了经济价值,增长了股东财富,发挥了合并的协同效应。

表 3 合并前后各项成本费用占总收入中的比重

	合并后			合并前
	第三年	第二年	第一年	
销售费用/销售收入	5.21%	5.74%	7.33%	8.52%
维修费用/销售收入	3.88%	3.62%	3.26%	3.09%
着陆费/销售收入	7.39%	7.51%	7.65%	7.40%
燃油/销售收入	18.46%	16.73%	13.91%	10.55%
工资/销售收入	28.99%	29.64%	31.04%	33.06%
财务费用/销售收入	1.76%	1.83%	1.15%	0.49%
折旧及摊销/销售收入	7.72%	7.72%	8.31%	9.60%

从表 3 中,我们可以发现,企业合并后,有三大费用发生明显减少。其一是销售费用,从合并前的 8.52%下降到合并后第三年的 5.21%;第二是工资,从合并前的 33.06%下降到合并后的 28.99%,第三是折旧及摊销,从合并前的 9.60%下降到 7.72%。总体而言,企业合并后,平均单位成本发生了下降。

2.4 公司合并后现金流量表的变化

公司合并后,法荷航集团的经营活动、投资活动的现金流量也发生了很大的变化,如表 4 所示:

表 4 法荷航合并后现金流量表的变化

	合并后			合并前
	第三年	第二年	第一年	
经营活动的现金流量	2 850	2 656	1 955	1 201
投资活动的现金流量	1 863	1 807	1 218	849
筹资活动的现金流量	465	208	226	386

如表 4 所示,2004 年合并前,企业经营活动产生的现金流量只有 1 201 百万欧元,而在合并后的 2005 年,企业经营活动产生的现金流量迅速增长至 1 955 百万欧元,并且这一金额在合并后的第二年、第三年持续增长,到 2007 年,公司经营活动的现金流量增长至 2 850 百万欧元,比合并前增长 2 倍多,这一结论与前面分析的销售收入和净利润的增长相互印证。事实证明,公司合并后,企业销售收入增加、净利润增加并且经营活动产生的现金流量增加。从投资活动产生的现金流量来看,投资活动产生的现金流量为负数,2004 年合并前,企业投资活动的现金流量仅为 849 百万欧元,而在合并后的第一年,企业投资活动的现金流量增长至 1 218 百万欧元。并且这一金额在合并后的第二年、第三年中持续增加,这与前面分析的企业固定资产的增加相互印证。

3 结论

从上面的法荷航的合并案例中,我们可以得出以下结论:

1)航空公司的合并,能扩大企业的销售收入。由于合并前两家航空公司所占领的市场及航线网络各不相同,公司合并后,可以帮助原有公司占领新的市场,这样,整个集团的航线网络得以扩展。尤其是对于那些市场优势互补的航空公司的合并,其合并后的收入影响更加明显。

2)航空公司的合并,扩大了企业的规模,形成了规模经济,降低了企业的成本。这种规模经济包括线路通过密度经济,即在某条航线上由于运输密度增加引起平均运输成本不断下降的现象;飞机载运能力经济,即随着单架飞机载运量增加而平均运输成本逐渐降低的现象;机队规模经济,即随着机队规模扩大平均运输成本逐渐降低等。

3)航空公司合并后,提高了企业的股价,增长了股东财富。这与许多学者所做的关于合并对股价影响的实证研究结论相同。如美国证监会的首席经济办公室估计,从 1981 年至 1986 年之间,这些合并公司的股东由于合并获得的财富增长超过 540 亿美元。Asquith 以 1962—1976 年间合并的公司为样本,对这些公司合并后股价变化进行分析,认为公司合并对股价的影响显著。

参考文献

[1]黄兴李. 中国上市公司并购动因与绩效研究[D]. 厦门:厦门大学,2009.

(下转第 65 页)

Intellectual Property Protection of the Insolvent Business Thinking

GUO Ying-jie

(Business College of Shanxi University, Taiyuan 030031, China)

Abstract: In the case of bankruptcy proceedings, the bankrupt company's intellectual property rights are often ignored or omitted in the bankruptcy liquidation, or asset valuation was low rating, this phenomenon is not caused by recessive loss of the estate, is not conducive to the general protection of the interests of creditors and a continuation of intellectual property rights, therefore, strengthen the protection of intellectual property of bankrupt enterprises should attract some attention. In this paper, several bankruptcy cases Reflections, analyzes China's current bankruptcy status of corporate intellectual property protection, specifically the scope of protection of intellectual property of bankrupt enterprises, and made relevant recommendations and measures to promote the protection of intellectual property of bankrupt enterprises healthy development, better safeguard the legitimate interests of creditors.

Key words: bankrupt companies; intellectual property rights; protection

(上接第 54 页)

[2]许秀梅. 论杜邦财务分析体系及其改进[J]. 财会通讯, 2009(10): 1-3.

[3]刘志强. 上市公司并购绩效及其影响因素的实证研究[D]. 长春: 吉林大学, 2007.

[4]罗荣华. 杜邦财务分析法及应用实例[J]. 中国科技信息, 2005(12): 1-2.

[5]黎群. 航空公司战略联盟的网络经济性分析[J]. 北方交通大学学报, 2003(3): 1-5.

[6]荣朝和. 关于运输业规模经济和范围经济的探讨[J]. 中国铁道科学, 2001(4): 1-5.

[7]TAE HOON OUM, JONG_HUN PARK, ANMING ZHANG. Globalization And Strategic Alliances: The Case of The Airline Industry[M]. Amsterdam: Elsevier Science Ltd, 2000: 152-212.

[8]BRUECKNER J K, WHALEN W T. The price effects of international airline alliances [J]. Journal of Law & Economics, 2000, 43: 503 - 545.

[9]GILLEN D, OUM T, TRETHEWAY M. Airline Cost Structure and Policy Implications[J]. Journal of Transport Economics and Policy, 1990, 24: 9-34

[10]BAMBERGER GUSTAVO E, D W CARLTON, L R NEUMANN. An Empirical Investigation of The Competitive Effects of Domestic Airline Alliances[Z]. NBER Working Paper, 2001.

[11]OUM T H, ZHANG Y. A note on scale economies in transport [J]. Journal of Transport Economics and Policy, 1997, 31: 309 - 315.

[12]CHATTERJEE S. Type of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival Firms[J]. Strategic Management Journal, 1986, 7(2): 119-139.

[13]PANZAR J, WILLIG R. Economies of scope[J]. American Economic Review, 1981, 71: 268 - 272.

The Influence of Merger on Financial Statements

HE Jing-fan, WANG Qiang

(Civil Aviation Flight University of China, Guanghan Sichuan 618307, China)

Abstract: In this article, the theory of synergy is introduced. The influence of merger on financial statements is expanded. In the AF-KLM case, the change of financial statements after merger is analyzed. The conclusion is, corporations' financial position can be improved after merger.

Key words: merger; synergy; financial statements