

# 跨国并购的财务风险及防范策略

殷治平

(湖北经济学院 武汉 430205)

**【摘要】** 本文通过对跨国并购财务风险的分析,阐述其产生的原因,并从财务管理的角度提出了一系列化解跨国并购风险的对策,以期为我国企业参与跨国并购提供参考。

**【关键词】** 跨国并购 财务风险 对策

近几年来,由于经济全球化的发展,公司跨国并购的发展比以往要快得多,并出现了新的内容。随着跨国公司的增多,人们越来越关注跨国并购中的财务问题。一般来说,企业的财务风险是指筹资决策带来的风险。筹资渠道的不同选择、筹资数额的多少必然会引起企业的资本结构发生变化,由此带来企业财务状况的不确定性。从财务的角度看,跨国并购本身就是一项存在财务风险的投资,是一项财务活动。本文从公司自身的角度出发,就相关问题作了一些分析并提出了建议,希望对大家有所启发。

## 一、跨国并购中的财务风险

### (一)目标企业价值评估风险

在确定目标企业后,购并双方最关心的问题莫过于以持续经营观点合理地估算目标企业的价值,以其作为成交的底价,这是并购成功的基础。按照财务分析的要求,并购活动是否可行的一个重要依据就是目标企业的估值依据预期收益实现的大小和时间性预期。实际上,这些条件是需要去预测的,预测有其不确定性,这样目标企业的估值评估就会存在多种结果,从而就产生了并购企业的估价风险,其大小取决于并购

表2 扣除债务重组收益的2007年第一季度经营成果

	报告期	年初至报告期末	上年同期	本报告期比上年同期增减(%)
净利润(元)	1 572 138.76	1 572 138.76	-4 333 097.91	136.28
基本每股收益(元)	0.03	0.03	-0.07	136.47
稀释每股收益(元)	0.03	0.03	-0.07	136.47
净资产收益率(%)	14.17	14.17		增加14.17个百分点

注:表中数据是通过计算而得到的。其中,公司2006年和2007年的股本数都为60 711 288股。

通过两表对比不难看出:巨额债务重组收益确认所带来的财务指标的巨大变化,直接导致了2007年4月13日的股价暴涨。即债务重组收益的确认是导致股价暴涨的直接诱因。

## 四、结论与启示

本文分析表明:政府行为(政府补贴)是\*ST长控实现“扭亏”的直接原因;而债务重组收益的确认是导致\*ST长控2007年股价暴涨的直接诱因。对于\*ST长控的案例,至少带给我们以下两点启示:

1. 政府的任意补贴行为会影响市场的资源配置,导致股票市场上出现恶炒垃圾股的现象,从而带来股市的过度泡沫。另外,地方政府与企业的关系可能会因此陷入“囚徒困境”。困境愈深,企业愈依赖政府,公司治理中的地方政府烙印愈显

著,地方政府愈可能出于机会主义的动机,建立地方保护主义壁垒,限制资源的流动,从而形成市场分割,降低市场效率。这些应当引起政府相关部门和监管层的深思,从根本上解决政府治理存在的问题。

2. 巨额债务重组收益的确认会误导投资者对于上市公司预期价值的判断,给投资者带来巨大风险。对于债务重组巨额收益的确认,会计准则制定部门应同监管各方协调,积极对相关规定予以完善,考虑在确认收益时可否分期递延,从而减少上市公司利用制度变迁漏洞来扰乱正常市场秩序的行为。另外,政府主导债务重组会导致公司陷入困境时对政府的过度依赖,经营中债务软约束会带来公司对债务筹资的“事前不谨慎,事中不节约”,从而降低资源配置效率。

**【注】** 本文系国家自然科学基金资助课题“基于自由现金流量的我国上市公司业绩变化研究”(编号:70672013)的阶段性成果。

## 主要参考文献

1. 陈晓,李静.地方政府财政行为在提升上市公司业绩中的作用探析.会计研究,2001;12
2. 陈冬华.地方政府、公司治理与补贴收入——来自我国证券市场的经验证据.财经研究,2003;9
3. 张鹏,侯苏丹.企业补贴收入的操纵性研究.内江科技,2007;2
4. 李克穆.中国公司财务案例.北京:北京大学出版社,2006

企业所用信息的质量。影响目标企业信息质量的因素有：①目标企业是上市企业还是非上市企业；②并购企业是善意收购还是恶意收购；③准备并购的时间；④目标企业审计距离并购的时间长短。目标企业价值评估风险的大小在很大程度上取决于信息不对称程度的大小，实际情况又比理论要复杂得多。如果在跨国并购过程中，相关的会计师事务所提交的审计报告水分较多，那么上市公司信息披露就不够充分，从而导致严重的信息不对称，使得并购企业难以准确判断目标企业的资产价值和盈利能力，在定价中可能接受高于目标企业实际价值的收购价格，导致并购企业支付更多的资金或以更多的股权进行置换。目标企业为了吸引其他企业，很有可能从事短期行为使得自身的财务报表看起来更漂亮。多方面的因素使信息不对称客观存在，并购企业很可能由此造成资产负债率过高以及由于目标企业不能带来预期盈利而陷入财务困境。

## （二）融资风险

并购的融资决策对企业的资金规模和资本结构产生重大影响，企业通常可采用的融资渠道有：向银行借款，发行债券、股票和认股权证。由于并购动机不同以及目标企业资本结构不同，使得企业并购所需的长期资金和短期资金、自有资金与债务资金的投入比例存在差异。如果企业进行并购只是暂时持有，待适当改造后重新出售，这就需要投入相当数量的短期资金才能达到目的。这时可以选择资本成本相对较低的短期借款方式，但还本付息的负担较重，企业若安排不当，就会陷入财务危机。如果并购企业是为了长期拥有目标企业，就要根据目标企业的资本结构及其持续经营的需要，来确定收购资金的具体筹集方式。并购企业应针对目标企业负债偿还期限的长短、维持正常营运资金的多少，来确定投资的不同回收期与借款种类的配合，合理安排资本结构。如用短期融资来维持目标企业正常营运的流动性资金需要，用长期负债和股东权益来筹措购买该企业所需的其他资金，在并购企业不会出现融资危机的前提下，尽量降低资本成本，力求资本结构的合理性。企业的融资风险主要来源于以下几个方面：

1. 企业的经营风险。从企业经营风险的角度观察，如果企业经营亏损，即纳税付息前净收益为负数，企业经营就存在财务风险。

2. 企业的资本结构。企业的性质决定了企业采取何种财务政策。跨国并购的企业大多处于扩张时期，企业的资本结构不稳定，很难确定什么样的结构才是合理的。资金的结构取决于企业资产的性质，如果企业的资产容易变现，说明清偿债务的能力强，这样较适合采取激进的财务组合。否则，企业就要从自身的情况出发，相应地选择稳健的财务政策或保守的财务政策。

3. 外汇风险。跨国并购难免要涉及外汇市场，这样就会存在外汇风险。从国际金融市场上筹措资金，当企业借入的外币在借款期间升值时，就会出现汇兑损失，借款到期还本付息的实际支出要高于借入时的价值，致使企业发生风险损失。这就要求企业合理利用理财工具。

4. 企业负债经营过度，融资风险加大。根据资本结构相关理论，在经营环境中，运用负债是有利的。但是，由于市场不确定因素的存在，以及社会不同团体利益的冲突与协调，负债的运用必须适度。因为随着负债的增加，企业的财务风险也就相应增加，负债越多，企业的破产成本就越高，企业破产的概率也就越大。

5. 目标企业所在国的政治风险。在一个政治不稳定的国家，并购一家企业的融资风险要比在政治稳定的国家高得多。银行等金融机构要求的利率和风险回报相对要高得多，他们也害怕自己的投资无法收回。

## （三）流动性风险

流动性风险是指企业资产不能正常转换为现金，或企业债务和付现责任不能正常履行的可能性。跨国并购流动性风险是指企业并购后由于债务负担过重，缺乏短期融资，导致支付困难的可能性。流动性风险在采用现金支付方式的并购企业表现得尤为突出。由于采用现金收购的企业首先考虑的是资产的流动性，流动资产或速动资产的质量越高，变现能力越强，企业越能迅速、顺利地获取收购资金，这也说明并购活动占用了企业大量的流动性资源，从而降低了企业对外部环境变化的快速反应和适应调节能力，增加了企业的营运风险。如果自有资金投入不多，企业必然会采用举债的方式。通常目标企业的资产负债率过高，会使得组合后的企业负债比率、长期负债大幅上升，资本的安全性降低。如果并购企业融资能力较差，现金流量安排不当，则流动比率也会大幅下降，给并购企业带来资产的流动性风险，影响其短期偿债能力。

因此，跨国并购流动性风险包括两层含义：前一层含义称为变现能力风险，后一层含义主要指企业支付能力和偿债能力发生问题，又称为并购现金不足及现金不能清偿风险。变现能力风险是引发现金不足及现金不能清偿风险的根源，而后一种风险又可直接促使企业并购失败。

## （四）杠杆收购的偿债风险

杠杆收购又称债务并购，指并购企业以目标企业的资产和将来的收益作为抵押，通过大量的债务融资来支持兼并与收购行动，通常由主收购企业、投资银行或其他商业银行、各类金融机构及投资者组成一个投资群体来完成，其本质就是举债收购。简单地说，杠杆收购即是并购企业主要通过借款来增加企业的财务杠杆以获得目标企业的产权，又以目标企业的现金流量偿还负债的并购方式，高比例的负债给企业本身以鞭策动力，促使其改善经营管理，提高经济效益。2002年11月，京东方科技集团股份有限公司的海外并购就是一次典型的海外杠杆收购。其收购的资本来自于不代表企业控制权的借贷资金，即由BOE-HYDIS以资产抵押方式获得银行贷款，占了收购金额的80%以上。但是，杠杆收购的风险也是不容忽视的。

1. 杠杆收购的风险。杠杆收购能迅速解决收购（尤其是大额收购）中融资这一关键问题，形成“小鱼吃大鱼”的现象，但其带来以下难以回避的高风险：

（1）收购时机和收购策略的运用带来的风险。杠杆收购中

所涉及的被收购企业通常是规模较大的上市公司,若并购企业的收购时机和收购策略把握不当,很容易导致收购失败。

(2)高息风险债券带来的风险。杠杆收购中通常有一部分资金来源于高息风险债券,收购企业以高息风险债券筹资所需负担的高利息和较高的发行佣金,使资金成本已经很高,而收购本身未来现金流量的不确定性又很大,即变化系数较大,很高的资金成本和很大的变化系数使风险调整贴现率较大。也就是说,杠杆收购项目必须实现很高的回报率才能使并购企业真正受益,否则,反而使并购企业因高额债务陷入困境。

(3)收购资金中过高的负债比例带来的风险。杠杆收购的资金来源除了高息风险债券,还有银行贷款。收购资金的绝大多数来自负债,必然带来收购后的债务清偿风险。

2. 风险的来源。杠杆收购财务风险的来源主要归纳为两个方面:资本结构变动风险、经营变动风险。

(1)资本结构变动风险。杠杆收购是一种高负债的企业收购。杠杆收购后企业的资本结构会发生巨大变化。如果举债过度,可能导致企业收购成功后,资本结构恶化,因付不出本息而破产倒闭。

(2)经营变动风险。跨国收购的企业有大量债务需要偿还,在研究开发、技术改造方面的投入不足,使企业的长期竞争力削弱,许多企业在收购成功后因此而倒闭。另外,如果一家企业的资产负债率很高,股东为了获得高回报率,就愿意投资高风险项目。一项高风险项目未来成功的可能性则较低,一旦投资项目失败就会使企业的市场价值下降,破产可能性增加。

## 二、防范跨国并购中财务风险的对策

### (一)对目标企业进行充分的价值评估

前文分析了企业价值评估风险及其影响因素,针对该风险我们很有必要采取相应的措施。企业可以从财务管理的角度出发,就目标企业的现状和未来发展做必要的财务分析。我们应当清楚,我国的企业价值评估系统和国外的价值评估系统有很大的不同,我们不能仅从自己的观点看问题,有必要从多角度去考虑。我们可以聘请专业的评估机构对企业进行评估,选择那些在国际上有声望和信誉良好的专业机构要比我们自己进行评估强得多。由于看问题的角度不同,我们的评价可能不够客观,而专业机构则不一样,他们作为第三方对企业进行评估,这样得出的结果肯定更加客观、公正。

除了专业的评估,我们还要结合评估的结果,从大局出发,从实际出发,选择合适的目标企业和合适的并购时间。

### (二)融资渠道和融资方式的多样化

当前,我国企业的跨国并购融资还面临着重重障碍,企业在积极开拓国内外多种渠道融资的同时,可以通过融资支付方式创新,顺利完成跨国并购。

1. 与国外企业结为联盟,寻找适合的跨国战略投资者,共同完成收购。目前,我国企业的海外并购多是独立完成的,这对企业的融资能力提出了巨大挑战,并使企业承担很大的财务风险。我国企业可以与海外企业合作,在利益上共享。这样既可以解决部分甚至全部的融资问题,也是企业战略管理的需要。这种合作是双赢的,我国企业从中可以积累与海外公

司合作的经验,通过结为战略联盟来共同完成并购,实现企业的战略性发展。

2. 利用有形资产进行产权嫁接融资。利用有形资产进行产权嫁接融资是并购企业将自己拥有的机器设备、厂房、生产线、部门等嫁接于目标企业,成为目标企业的一部分,从而获得相应的股权以实现目标企业的控制。2000年5月,法国雷诺汽车公司将其麾下的雷诺工业车辆公司的所有权全部转让给瑞典沃尔沃公司,沃尔沃公司则将其15%的股份增发转让给雷诺汽车公司。此外,雷诺汽车公司还在股市上收购沃尔沃公司5%的股份,使之成为沃尔沃公司第一大股东。雷诺汽车公司的产权嫁接融资利用有形资产作为并购支付手段实现并购,为大型并购融资尤其以小并大的融资提供了成功范例,对我国企业的跨国并购尤其具有借鉴意义。

3. 融资方式的多样化选择。银行贷款是我国企业融资的重要来源,在企业的跨国并购中,银行贷款也成为企业获得跨国并购资金的主要渠道。同时,由于跨国并购所需的资金数额巨大,只进行国内银行贷款往往不能足额筹集到所需资金,我国企业在进行跨国并购融资时,多利用银团贷款。银团贷款可筹集到金额较大的贷款,期限较长,还款方式灵活,限制条件较少,这些优势使得我国企业在跨国并购融资中广泛采用银团贷款。

除上面提到的融资方式外,还有其他的融资方式,如海外上市、海外发债、海外发行可转债、美国存托凭证、换股等。多元化的融资方式逐渐出现在我国企业的跨国并购中,有些企业通过联合国外企业完成并购,有效分担了并购的资金压力,并降低了财务风险,显示出我国企业日益成熟的资本运作技巧。多元化融资方式是我国在跨国并购中的尝试,这种有突破性的融资方式显示了我国企业跨国并购融资的发展方向。但从总体来说,我国企业跨国并购的融资方式仍然极为有限,还远远不能代表当前并购融资的主要方式,它们在我国企业近年来的几十起跨国并购中只占了很小的比例。我们应该从中得到启发,多角度地思考问题,而不局限于国内。

### (三)充分考虑跨国并购的破产风险

跨国并购涉及并购企业和目标企业双方的利益,并购应该是一个双赢的过程,其中的风险同样需要关注。有跨国并购成功案例,也有跨国并购破产案例,事实在提醒我们要时时注意问题的发生。企业在跨国并购时需要考虑破产成本。在西方,破产成本也是很重要的,在某些时候它是不容忽视的。企业流动性风险和杠杆收购风险的存在,使我们不得不考虑可能失败的情况,这样就涉及破产成本。比较两者之间的得失,我们就可以得到一些启发。

#### 主要参考文献

1. 季成,任荣明.中国企业跨国并购的融资支付方式研究.经济纵横,2007;10
2. 姜秀珍.中国企业跨国并购融资新范式——东京方杠杆融资案的启示.昆明理工大学学报(理工版),2006;3
3. 罗雨泽,罗来军,邵亮.跨国财务管理的策略调整.商业时代,2006;27