

中国企业“走出去”并购战略： 风险与对策

姜秀珍 张献华

摘要：“走出去”并购战略是我国新阶段对外开放中实施“走出去”战略的重要路径之一，这一现象正方兴未艾。但对并购中的高度复杂性与不确定性而给企业带来的风险问题却缺乏系统的认识与关注。本文从这一角度出发，从理论上分析了“走出去”并购的“风险链”，指出了中国企业跨国并购中的现实风险，并提出了相关可操作性建议。

关键词：“走出去”并购战略；风险链；建议

中图分类号：F276.7 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894(2007)04-0036-05

一、我国企业实施跨国并购的宏观背景

从广义上讲，“走出去”战略是指产品、服务、技术、劳动力、管理及企业本身走向国际市场开展竞争与合作的战略取向；狭义的“走出去”战略是指企业到国外投资，设立生产经营机构，向境外延伸研发、生产和营销能力，在更多的国家和地区合理配置资源的发展战略。十六大报告指出，实施“走出去”战略是我国对外开放新阶段的重大举措，我国将鼓励和支持有比较优势的各种所有制企业对外投资，以带动商品和劳务出口，并形成一批有实力的跨国企业和著名品牌。

在这样的宏观背景下，近年来国内的企业进行收购的风气日盛，逐渐出现了一些大型跨国并购交易，比如TCL公司并购法国汤姆逊公司彩电业务、联想集团宣布并购IBM公司PC业务。最近，围绕收购与反收购，又有两宗国际并购案浮出水面，海尔公司欲收购美国第三大家电企业——美泰克公司，收购代价将超过12.8亿美元；中国石油天然气集团公司宣布通过其全资子公司中油国际出价41.8亿美元收购哈萨克斯坦石油公司。据有关资料显示，截至2004年底，中国跨境交易总交易额约为390亿美元，在目前的对外投资中，跨国并购投资成为最为活跃的组成部分之一。据波士顿公司估测，中国企业的并购额在过去5年里以每年70%的速度增长。英国市场调查机构一项近期调查也显示了这个趋势：由于政府鼓励企业向海外投资，中国企业今后向海外投资并购还会继续扩大，2005年亚洲市场并购规模比上年增长10%~15%，中国将成为世界并购圈中的重要国家。由此可见，尽管中国的跨国并购交易最近几年才刚刚起步，但中国企业已逐渐开始成为全球跨国并购的中

坚力量,中国企业实施跨国并购战略成为我国新阶段对外开放中实施“走出去”战略的重要路径之一。

二、我国企业“跨国”并购的风险分析

然而,当我们为这些“扬眉吐气”式的跨国并购行为大声叫好时,也逐渐意识到了这些并购行为所带来的问题。事实上,跨国并购由于其投资环境的高度复杂性,致使并购的结果具有很强的不确定性,这种不确定性往往给跨国公司带来极大的风险。麦肯锡公司曾在2003年的一份研究报告中指出,并购成功的比例只有23%,而失败的比例却高达61%。跨国并购风险与并购的决策和过程密切相关,形成了一条风险链,提高对跨国并购风险链的认识与分析,有效控制风险,才是企业并购成功的关键。

1. 跨国并购风险链 从跨国并购内部运行程序来看,跨国并购主要包括3个紧密相关的过程,即并购决策过程、融资与支付过程、并购整合过程,与此对应,跨国并购的3个过程存在的风险构成了跨国并购的一条“风险链”。

首先,“链首”是并购决策风险,这一过程的主要风险是目标企业与并购价格的评估确定。这是因为,为了保证并购决策的合理性,并购方必须首先确定目标企业的实际价值,并以此正确确定企业并购价格。然而,尽管根据MM理论,企业价值是企业未来现金流量的折现值,但是企业的未来现金流量会受多种因素的影响,例如国家宏观政策的变动、地区经济环境的变化、经济周期的变动、所进入行业的成长性以及竞争的激烈程度、企业管理方式的变革等。另外,并购价格也受企业商品的供求关系、并购双方的谈判地位、谈判力量和谈判艺术的影响,并购双方对同一个企业价值认识的差异也使得并购价格确定过程充满着讨价还价。

其次,“链身”是融资风险。跨国并购一般涉及较大资金的交易,融资安排是企业并购计划中非常重要的一环,在整个并购链条中处于非常重要的地位。在企业并购资金的使用安排上,企业首先支付的是并购费用,这在并购成本中所占比例较小。其次是支付目标企业的买价,买价可一次性支付,也可分期支付。在分期支付的情况下,不但可以暂时缓解企业融资的压力,还可以在目标企业一旦出现不确定性因素所造成的损失使并购方难以承受的情况下,通过毁约减少损失的程度。最后是支付增量投入资金,尤其是生产经营急需的启动资金、下岗职工的安置费用等。因此,要合理进行融资,如果融资安排或融资结构不当、或前后不衔接都有可能产生财务风险或引发财务危机,甚至可能导致并购失败。

第三,“链尾”是并购整合风险。由于并购整合涉及到所有利益相关方,包括股东和资本市场,企业管理层,雇员和政府机构等,而且在时间安排上不能有所拖延,涉及到战略和管理整合、运营及人事组织上的一系列重大而关键的问题,特别是当这些问题之间又存在着极大的关联性时,企业整合就会变得相当复杂。可见,控制并购后的整合风险是很重要的。

从跨国并购运行的连续性与整体性的角度看,跨国并购内部风险构成了跨国并购的一条“风险链”,具有链式传递性。链式传递性是指跨国并购的风险沿着风险链进行无形传递,决策风险对融资风险和整合风险等其他运行风险具有一定的诱发作用,是跨国并购风险发生的起始点,后续环节的风险受到前向环节的直接影响。但是目标企业评估、选择决策的成功

只是整个并购目标实现的必要前提,并购能否最终成功的基础必须依赖于并购每一个环节的成功,尤其是并购整合的成功。

2. 我国企业跨国并购存在的现实问题 从上述对跨国并购风险的理论分析来衡量我国企业目前跨国并购的现状,不难看出,我国企业的“走出去”并购中确实存在着这样一些风险:

(1)从并购决策角度看,一方面,我国企业对于符合自身的企业价值评估技术手段尚显不足。这主要是因为企业效率评价市场化程度不高。在有效市场假说理论中,最有效的市场是能够及时地、全面地吸收、反映所有信息的市场,这表明整个经济系统已经步入完善和成熟阶段,但我国由于受宏观计划管制下的方法影响,对企业价值评估的理解缺乏全面的考察。另一方面,在并购决策中,企业还受到国家宏观环境的影响,主要表现在:1)政策支持力度不够,我国目前鼓励走出去的政策文件原则性规定多,但能真正落实到企业的少,扶持政策范围有限,并且对外投资手续繁杂。2)缺乏规范企业跨国经营与并购的法律法规。在并购领域,国内的法律法规尚处于一个完善过程之中,涉及跨国并购的法律法规和实施条例就更少。

(2)从并购融资角度看,企业在融资和用汇方面困难,并且融资结构不合理。据统计,在“走出去”战略遇到的困难和问题,融资困难和外汇管理过严分别排列第一和第三,占28.5%和16.5%。在境外融资方面,有些企业已具有股票境外上市或发行债券的条件,但由于受到额度和审批限制,往往坐失并购良机。另一方面,企业并购资金来源有自有资金、股票、债券融资等内部与外部多种渠道。以自有资金进行并购虽然可以降低财务风险,但可能造成机会损失,尤其是抽调企业宝贵的流动资金用于并购,可能导致企业正常周转困难。由于跨国并购一般涉及较大资金,这就使得我国企业在“走出去”并购中必须要融通资金,但目前在跨国并购中盛行的杠杆收购方式一方面使小公司吞并大公司成为可能(所谓的“蛇吞象”),另一方面又使企业本身背上了沉重的债务包袱,一旦市场出现变化,就会导致企业并购的实际效果达不到应有的预期,将使企业自身陷入财务危机甚至破产。

(3)从并购整合角度看,整合的难度和挑战对中国企业而言应是空前巨大的。事实表明,由于我国企业并购的历史很短,跨国并购更是如此,现在还处于一个“新手”的水平,缺乏大量相应的宏微观配套机制以及丰富的具有市场意义的运作经验。普遍存在的现象是一方面只在并购谈判上倾注全力,而忽视并购后期的整合与管理。另一方面,即使考虑整合问题,却又因为不明确和熟悉整合的目标、规则以及不重视专业机构在并购整合中的作用,不重视风险管理与控制等原因,最终极易导致并购的失败。2004年在柏林举行的德中经济峰会上,德国政府甚至对德国有意同中方进行兼并合作企业提出“忠告”,主要是从施耐德等收购案的失败教训中指出中国企业在进行兼并后整合和管理的能力仍十分有限。

三、实施跨国并购战略的对策

上述分析明确了我国企业在“走出去”并购中存在的一些现实问题。由于跨国并购使各种资源在全球进行重新配置,也会使跨国公司面对更多的机会,如在并购过程中,并购企业往往面临决策的时机选择、目标公司的价值评估和选择、融资方式及并购后的整合等问题,其中每一个过程都是各种机会选择的结果,实力强、信息灵敏、创新能力强的跨国公司

就会具有较多的选择权和行使权。因此,针对我国企业跨国并购的“风险链”,我们应该采取相应对策,控制这些风险,使企业的合作系统表现出更强的自稳定性和抗风险能力。笔者认为,应从企业和政府两个层面上实施对策。

1. 企业层面应采取的措施

(1) 并购企业必须加强对国际并购市场的调查与研究。中国企业“走出去”并购的一个重要障碍是对国际市场的调查研究能力较弱。大多数的国外投资者在进入中国之前,总会花大量的时间与金钱来对中国市场进行调查与研究,这些研究可以由大公司的研究机构自己来做,也可以通过中介机构来完成。我国不少企业自身的研究力量现在还不足以研究国际市场和所在国市场,因此,这些企业应该养成使用中介机构的习惯。如在并购交易的定价与谈判上,最好由投资银行或其他中介机构提供审慎性调查,使信息客观、准确而充分,了解合适的交易价格范围,并对筛选后的并购目标进行比较分析。

(2) 企业在并购之后,应重视并购后的整合问题。我国企业收购国外企业之后,要考虑自身的管理模式、经营理念和企业文化是否有助于目标企业今后的发展。如果目标企业具有较好的管理模式、经营理念和企业文化,不妨保留其原有的管理制度,而将主要精力放在管理控制方面,即使目标企业的管理存在着这样那样的冲突,在整合过程中也应谨慎从事,以免产生企业文化、人事等方面的冲突。在用人问题上,要尽可能使用当地的管理者,那些在国外做过国际市场的经营者或在跨国公司中有过亚太地区工作经验的人士往往都是很好的管理者人选,因为他们不仅熟知当地市场,同时也很了解国内企业的文化和运作方式。

(3) 要完善公司治理结构,大力培养适应国际化要求的复合型人才。要加强所有者、董事会包括投融资决策在内的重大事项的集中控制,切实履行监事会和外部监事的职能,强化企业内部的激励和约束机制,遵循国际通行准则,完善公司信息披露制度。我国企业“走出去”并购不仅需要金融、法律、财务、技术、营销等方面的专业人才,更需要有战略思想和熟悉现代企业管理的经理人才。人才不足是我国企业“走出去”并购的主要制约因素。因此,必须积极培养人才,完善人才管理。

2. 政府层面应采取的措施

(1) 加强“走出去”并购战略的总体规划和政策指导,积极营造良好的国际环境。要定期选定和公布对外投资的鼓励行业,以明确发展目标和重点。加快改革境外投资外汇管理体制、投融资管理体制,适当加大财税支持力度,进一步完善促进对外投资的政府和社会公共服务体系。同时要积极推进国际多边合作,为我国企业营造良好的国际环境。

(2) 加快对外投资的立法进度。对外投资需要法律的保护和支持。改革开放以来,我国对外投资的实践一直走在立法的前面。到目前为止,仅有一些关于对外投资行为的管理规定和办法,《对外投资法》等相关法律仍然没有制订出来。而随着对外投资步伐的加快,迫切需要更高层次的法律出台,以切实维护相关投资者利益和制约相关投资行为。

(3) 完善监管体系。在鼓励企业“走出去”的同时,要加强政府的监督与管理职能,这是“走出去”并购战略健康发展的保证。既要加强管理,又要防止政府过度干预。对投资的后期监管应予加强,主要是建立防止国有资产流失和对外投资企业逃税的机制。要完善对外投资统计制度和海外企业信息披露制度,要求海外企业必须向政府部门公开和披露法定信息,便于政府对对外投资宏观情况进行监管,这也是完善对外投资统计制度,真实反映对外投资状况的基础工作;加强外汇监管,建立用户资料库,科学管理外汇的使用和回收,做到

经济全球化视角 的金融结构变迁*

史龙祥 马 宇

摘 要: 本文首先提出经济全球化条件下金融结构变迁的趋势,即各国金融结构越来越趋向以金融市场为主导,并通过建立金融结构指数对由25个国家组成的样本进行实证检验,发现20世纪80年代以来各国的金融结构指数明显增长,从而证实此趋势的存在。其次,从经济全球化的角度对金融结构变化趋势的原因和机理进行分析,认为全球投资组合收益率提高是导致金融结构变迁的主要原因。最后,指出金融结构变迁带来的负面影响,认为全球金融风险的传递可能加剧。

关键词: 经济全球化;金融结构;全球投资组合;风险分担

中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2007)04-0040-08

蒙德·W·戈德史密斯在1969年提出了金融结构的概念,他认为金融结构是一国现有的金融工具和金融机构之和,金融发展的实质是金融结构的变化,研究金融发展就是研究金融结构的变化过程和趋势。研究金融结构的主要目标之一是揭示一国经济发展过程中,资金通过怎样的渠道和形式从供给者流向需求者以及各种融资渠道的重要性。因此,我们将金融结构定义为金融市场和银行中介在金融体系中所占的比重和地位,根据金融市场和银行中介在承担金融体系核心功能方面所占的地位不同区分金融体系类型,即市场主导型金融体系和

* 本论文得到上海市重点学科的资助。项目号T1201。

既方便企业用汇,又有利于国家外汇储备增加;还要加强政府部门之间的协调,减少政策之间不匹配现象;建立政府、行业协会等多层次的组织协调功能,制止恶性竞争和欺诈行为,维护经营秩序和我国企业整体商誉和形象。

(作者单位:上海对外贸易学院 云南财经大学)

参考文献:

- [1] UNCTAD (2003) World Investment Report: FDI Policies for Development: National and International Perspectives[R]. United Nations, 2003.
- [2] 宋军. 跨国并购与经济发展[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2004.
- [3] 郭杰,肖善. 企业跨国并购问题分析[M]. 北京:中国三峡出版社, 2004.
- [4] 叶克林. 经济全球化与“走出去”战略——金城集团境外加工贸易模式案例研究[J]. 管理世界, 2002, (6).
- [5] 徐波. 第五次企业并购浪潮及对我国经济影响的研究[M]. 北京:中国商务出版社, 2004.