

【交通运输与经济】

财务杠杆在企业并购中的应用及其风险

张荣刚^{1,2}, 张荣荣³

(1. 南京大学 商学院, 江苏 南京 210093; 2. 西北政法学院 经济贸易系,
陕西 西安 710063; 3. 华商报社 财务部, 陕西 西安 710068)

摘要: 针对企业收购兼并活动中财务杠杆的重要价值和作用, 运用博弈理论和财务风险理论分析并购双方的博弈过程, 揭示信息不对称状态下财务杠杆蕴含的风险和风险变化。结果表明, 运用财务杠杆进行收购兼并必须提前衡量风险、实时监控风险, 采取有效手段控制风险, 才能获得企业并购的成功和健康的发展。

关键词: 企业经济; 负债并购; 财务杠杆; 风险; 防范策略

中图分类号: F271 **文献标识码:** A **文章编号:** 1671-6248(2006)02-0048-04

Application of financial leverage in enterprises M & A and risks

ZHANG Rong gang^{1,2}, ZHANG Rong rong³

(1. School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, Jiangsu, China; 2. Department of Economics and Trade, Northwest University of Political Science and Law, Xi'an 710063, Shaanxi, China;
3. Department of Finance, Chinese Business View, Xi'an 710068, Shaanxi, China)

Abstract: It is important to use financial leverage in the merger and acquisition of enterprises under the circumstances of marketing and strategy. This paper makes use of the game theory and financial risk theory, after assessing the merging progress of financial leverage and the economic effect of the merger, to analyze the process of the merging parties of games in their conflicts, indicating the huge risk of financial leverage under information dissymmetry, and the behavior of game will release or enlarge risks. To make use of the financial leverage in merging, firms must weight the risks in advance, and effectively supervise and control the risks, then the merging can be successful and the firm can be develop healthily.

Key words: enterprise economics; liabilities and merger; finance leverage; risk; resisting strategy

0 引言

阿尔温·托夫勒在20世纪70年代向AT&T公司提交的一份秘密报告认为, 企业的使命不再是要建立永久性的坚固大厦, 而是通过不断地改组或并购, 建立一种灵活适变的具有“赢利中心”和“赢利点”的企业组织结构框架。在20世纪90年代中期以来的企业并购狂潮中, 一些大型跨国企业的规模成倍扩张; 在开始于1997年的东亚金融危机中, 曾

被认定为韩国经济起飞助推器的大企业集团纷纷落马, 至该年底, 排名30名以内的大企业中就有7家破产。与此同时, 中国企业并购也日渐频繁, 由于股权融资成本高、分散的公司控制权, 加之中国上市公司的比例太小, 多数企业缺少充足的自有资金, 更倾向于选择负债并购(金融机构信贷、杠杆收购、卖方融资), 借助财务杠杆来完成, 其中典型的就是杠杆收购, 例如被广泛关注的“中策现象”^[1]。香港中策集团公司一方面运用国际金融资本, 另一方面采用

收稿日期: 2005-12-04

基金项目: 江苏省博士后科研资助计划(2005KY); 西北政法学院科研计划(05XJC0011)

作者简介: 张荣刚(1973-), 男, 陕西淳化人, 讲师, 管理学博士, 博士后。

压低收购价格、分期付款、拖延付款等方法降低资金支出,大举收购中国国有企业,并转手出售所购得的国有企业股权。

杠杆收购于 20 世纪 60 年代在美国出现,随着银行、保险公司、风险资本金等各种金融机构的介入,加之由于杠杆收购交易能使股票持有者和贷款机构获得厚利,还有可能使管理人员成为公司的所有者,因而其发展很快。从财务视角看,杠杆收购与一般收购的区别在于,杠杆收购中引起的负债主要依靠目标企业今后内部产生的经营效益,结合有选择地出售一些原有资产进行偿还,投资者只要很小部分(10%~30%)的自有资金便可获得较大金额的贷款用于收购,可以将资本的利息支出在税前扣除以取得纳税利益;目标企业购并前若有亏损,可递延冲抵收购后的盈利,从而减低应纳所得额基数。

Julian Birkinsha 将学术界对企业并购归纳为金融经济学派、战略管理学派、组织行为学派和过程导向学派等 4 个学派,不同流派分别从不同的侧面探讨了企业并购活动的规律和特质^[2]。金融经济学派属于金融并购或财务并购的研究范畴,其核心观点是并购促进了公司的市场有效性,从而为股东创造了新价值;战略管理学派以并购公司的绩效为研究对象,认为由规模经济、范围经济以及市场力量产生协同性,对并购公司的绩效有积极影响;组织行为学派在吸收文化融合理论的基础上认为,并购企业间的文化趋同有利于员工满意和有效整合;过程导向学派以厂商行为理论来研究并购后的价值创造,认为管理行为和整合过程决定着并购潜在效益的实现程度。

国内的学者对国外企业并购理论的综述也采取了不同的路径,如张维将企业并购理论按并购事件的先后顺序分为 3 种类型:并购动因研究、并购过程研究和并购效应研究,并对此分别给予了概述和评论^[3]。刘平则从并购绩效理论、实证检验结果和研究方法等 3 个角度对公司并购绩效问题进行了述评^[4]。

1 企业并购博弈及其蕴含财务风险

Mickel Both 对 1956 年至 1986 年美国企业成长进行调查发现,新建企业的失败率为 44%,合资企业的失败率为 50.3%,并购企业的失败率达 53.4%~74%,其中很多企业都是由于采用杠杆收购背负沉重的财务包袱。由此可见,并购在企业成长中隐藏着巨大的风险,其中财务风险带来的后果

有时是致命的。

1.1 并购双方的博弈过程

用博弈树来表示不完全信息动态博弈过程(图 1),初始结 N 表示自然选择并购方的企业类型 $\{g, b\}$,此时并购方的企业类型有好企业和差企业两种。收购方观察目标企业后会产生两种可能决定:在第一阶段为差企业的情况下,收购方同样可以选择收购或者不收购;如果收购方选择不收购,则博弈结束。如果收购方选择收购,则博弈进入目标企业的信息集 B ,目标企业根据自身的经验和判断决定是否接受收购,即选择行动 $\{a^1, a^2\}$,目标企业的信息集包含两个决策结。这表明目标企业在该阶段的决策是不了解自然第一阶段的选择(即并购方是好企业还是坏企业),也就是说,在并购方第二阶段选择收购计划的情况下,目标企业并不知道是从哪条路径过来的,因此无法针对不同的两种情况分别进行选择。这就要求目标企业做进一步的估计判断,以了解在并购方选择对自己实施并购的前提下并购方是好企业和差企业的概率^[5]。

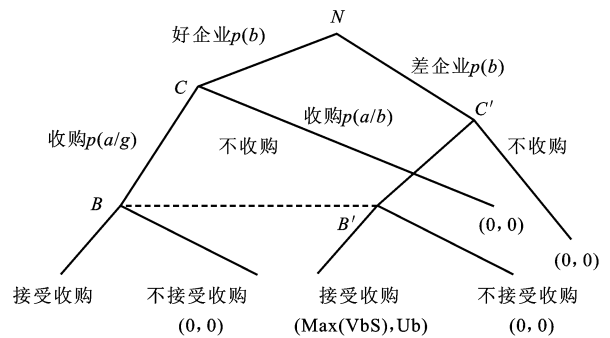


图 1 并购博弈树模型

1.2 财务杠杆的固有风险

杠杆收购主要采取以下几种方式来完成:一是背债控股,即收购方与银行商定独家偿还目标企业的长期债务。作为自己的实际投资,其中一部分银行贷款作为收购方的资本划到目标企业的股本之中,并足以达到控股地位。二是连续抵押,并购交易时不用收购方的经营资本,而是以收购方的资产作抵押,向银行争取相当数量的贷款,等并购成功后,再以目标企业的资产作抵押向银行申请收购新的企业贷款,如此连续抵押下去。三是与目标企业股东互利共生,目标企业的大股东往往成为收购企业必须争取的对象,取得其支持对并购交易往往能起到事半功倍的效果。四是以目标企业作抵押发行垃圾债券,收购方以目标企业的重要资产作抵押,发行垃圾债券,所筹资金用于支付目标企业的产权所有者。

此外,分期付款也是经常采用的方法之一,一般做法是根据目标企业的资产评估值,收购方收购其 51% 的股份,并以分期付款方式在若干年内陆续将款项付清,可以迅速筹集企业所需要的资金。从这些方式来看,都是以负债作为运营的逻辑起点,因而蕴含着相当规模的风险,这可以视为财务杠杆的固有风险构成。

1.3 目标企业行为使风险放大

并购中的财务陷阱源于并购过程中双方信息不对称:目标企业想尽量高估资产与预期盈利,乃至刻意隐瞒其真实负债与(或)有负债的状况,以此达到抬高并购价格与再融资能力的目的。可以说,目标企业通过构筑财务陷阱改变了杠杆平衡,这使财务杠杆蕴含的风险得以释放或放大。若并购方对企业财务报表过分倚重或事前调查疏忽,不小心踏入了财务陷阱,那么其实际承担的并购成本将大大高于协议支付的成本,而且财务陷阱与法律陷阱往往是伴生的。

1.4 收购方运用财务杠杆使风险显化

财务杠杆是一把双刃剑,如果收购后公司经营状况不能得到很好的改善,负债融资就会成为企业的负担,严重时甚至会影响企业的生存。

一方面,当企业投资利润率高于借入资金利润率时,企业使用一部分借入资金,可以因财务杠杆的作用提高自有资金利润率;当企业投资利润率低于借入资金利息率时,企业使用借入资金将使自有资金利润率降低,甚至发生亏损,严重的则会导致资不抵债而破产。以美国东部航空公司和台尔塔航空公司为例,在 20 世纪 60 年代,前者股价在 60 美元以上,而后的股价却只有 10 美元。但是到了 20 世纪 90 年代中期,台尔塔公司股价高达 80 美元以上,而东部航空公司却已破产^[6]。造成这一结果的一个重要原因就是东部航空公司一直采取大量负债并购,当美国资本市场利率上升时,东部航空的经营成本显著提高,而台尔塔公司因为低负债率,所以影响很小。

另一方面,由于债权人并无参与企业经营决策的权利,所以当贷款或债权投入企业后,企业经营者或股东就有可能为了自身的利益而改变契约规定的贷款用途,进行高风险投资,从而损害债权人的利益。因此,债权人需要利用各种保护性条款和监督条款督促和监督贷款使用的合理性,并以此来保护其利益免受资金借入公司侵占;同时,由于增加条款和监督实施会发生相应的代理成本,债权人一般以提高贷款利率等方式将代理成本转移给资金借入公

司,从而提高了资金成本^[7]。

此外,企业在筹措资金时,可能面临利率变动带来的风险。当国家实行扩张的财政政策和宽松的货币政策时,贷款的利率降低,此时企业筹资成本较低,企业所负担的经营成本减少,这样就降低了企业的筹资风险;相反,当国家实行紧缩的财政政策和货币政策时,货币的供给量萎缩,贷款的利息率提高,企业的筹资成本就会增加,经营成本也会提高,这样企业就要承担较大的风险和较高的资金成本。

再筹资成本增加、债务期限安排的合理性也会给企业带来筹资风险。若长短期债务比例不合理,还款期限过于集中,就会使企业在债务到期时的还债压力过大,资金周转不灵,从而影响企业的正常生产经营活动。这可能使企业信誉受损,不能有效地再筹资金,导致企业陷入财务困境。

2 杠杆并购的风险防范

利用财务杠杆进行并购时,应该首先采用分类分析来揭示被兼并企业和未被兼并企业的特征:一方面运用财务指标体系,对企业进行比较分析;另一方面,根据被兼并和未被兼并企业的特征,采用预测分析法分析兼并后的企业绩效,从而最终达到预测与检测、控制风险的目的。

2.1 风险衡量

风险衡量最重要的是确定企业允许的负债比率水平,而在权益资本既定的前提下,负债比率的高低直接决定于负债额度的大小,目前有 3 种负债额度的确定供企业风险控制和财务决策时参考。

一是破产临界额度,即负债极点额度是企业的净资产额,一旦资不抵债,多将沦为停业清偿。二是盈亏临界点负债额,企业必须以税前利润抵补负债的利息成本,即利息税前利润/负债利息率。三是实现企业期望每股盈余相宜的负债额,这可以通过式(1)来核算。

$$K_{EPS} = \frac{(I \times R - D \times i)(1 - T)}{N} \quad (1)$$

式中: K_{EPS} 为期望每股盈余; I 为投资总额; R 为预计息税前投资利润率; D 为负债总额; i 为负债利息率; T 为所得税率; N 为普通股数。

企业如果能严格按照相关标准衡量风险,在进行并购之前发现、揭示风险,就能为有效控制和监测风险奠定良好基础。

2.2 风险监测

索罗斯有句名言:“没有风险就不能称之为事

业,但重要的是要知道什么地方有风险,给自己留有出路与活路。”可见,随时监测企业财务风险指标的波动,是防范和及时化解财务危机的前提。监测财务风险,主要是对比负债经营资产收益率与债务资本成本率;如果前者大于后者,就能保证不会发生财务危机,否则就存在财务风险^[8]。

如果企业拥有现金数量不足或其资产变现能力弱,债务资本在各项目之间配置不够合理,则财务风险就会存在。这时风险监测可从长期和短期两种情况来考虑:就短期而言,企业能否维持下去,其取决于是否有足够的现金用于各种支出,因此企业财务风险的短期监测指标主要涉及现金存量;就长期而言,企业要发展,必须有盈利,企业的盈利能力越强,对外筹集资金的能力和清偿债务的能力也会越强。因此,企业财务风险的长期监测指标主要考察企业的获利能力、偿债能力、经济效益和发展潜力,其中核心指标是获利能力。企业偿债能力的指标也不容忽视,这主要考察资金流动比率和资产负债率。如果流动比率过高,会使流动资金丧失再投资机会;在投资报酬率大于借款利率时,借款越多,获利就越多,同时财务风险也越大^[9]。

2.3 风险控制

如果通过监测发现杠杆收购存在财务风险,就要适时采取措施,进行防范,及时化解财务风险。

第一,充分利用和加强管控自有资金,对各种借款事项要严格审批并及时催收,使债务资本和自有资金比例适当,形成总风险最低的融资组合;如果计算出的利息率高于利息税前资金利润率,就不能举债,只能用增资的方法筹资,并且应努力减少现有债务,避免财务杠杆的反作用,否则就会使企业陷入财务困境。

第二,长短期债务资本的布局要合理,引入偿债能力指标,避免债务资本的还本付息期过于集中;同时要拓宽和分散筹资渠道,可采取发行股票、债券、从银行或非金融机构借款、最大限度地合理利用应付账款和应付票据及预收账款等商业信用手段。

第三,按照投资机会以及市场与金融环境的实

际情况来把握筹资时机,确定合理的筹资计划和时机,避免因取得资金过早或者相对滞后而造成投资前的资金闲置,从而影响投资机会。

因此,要对投资回收进行科学的评估和风险论证,系统规划投资取向,使对不同品种、不同行业或部门、不同期限的投资形成最佳组合,把收益性、风险性、可持续性有机统一起来。

3 结 语

当今经济的发展已进入合作时代,企业之间的合作不仅跨越了行业界限,而且跨越了国界。企业通过杠杆并购,寻求企业间的优势互补,将使企业得到更好的发展。

中国企业的杠杆并购应当认真研究和借鉴国外企业的经验和教训,减少并购风险,从而促进、鼓励企业之间的积极合作,建立灵活适变的具有“盈利中心”和“盈利点”的企业集团,从而在激烈的市场竞争中不断发展壮大。

参考文献:

- [1] 谢兴龙.国际直接投资和经济增长的关联度[J].长安大学学报:社会科学版,2005,7(4):37-45.
- [2] 周国光.公路行业财务管理学[M].北京:人民交通出版社,2005.
- [3] 周治翰,胡汉辉.分工、企业组织演进与企业负债并购分析[J].中国工业经济,2001,18(8):34-37.
- [4] 张建忠.企业集团——创新、蜕变与成长[M].北京:社会科学文献出版社,2002.
- [5] 王文举,周 斌.企业并购的博弈分析[J].经济与管理研究,2004,23(1):41-44.
- [6] 张雄林.项目管理中的“知识发酵”[J].长安大学学报:社会科学版,2005,7(4):24-27.
- [7] 张 杰.民营经济的金融困境与融资次序[J].经济研究,2000,35(4):3-10.
- [8] 郭 强.基于行为金融学的公司股利支付[J].长安大学学报:社会科学版,2006,8(1):64-67.
- [9] 张荣刚.企业集群的融资机制与社会资本网络实证分析[J].长安大学学报:社会科学版,2005,7(3):39-42.