

中国企业跨国并购融资新范式 ——京东方杠杆融资案的启示

姜秀珍

(上海对外贸易学院, 上海 200063)

摘要: 跨国并购实施阶段所涉及的融资决策是并购活动成功与否的关键环节。然而, 中国企业在“走出去”并购进行融资时由于企业自身、外部市场与制度原因而普遍缺乏创新模式, 大大影响了企业跨国并购的规模与发展。论文在阐述这些现状的基础上, 着重通过对京东方典型个案的剖析, 由此指出“战略定位 + 财务杠杆”这种产业资本与金融资本的新型结合模式, 是我国企业未来跨国并购融资的新范式。

关键词: 跨国并购; 并购融资; 财务杠杆

中图分类号: F271 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007 - 855X(2006)03 - 0090 - 05

New Financing Mode of Chinese Corporate International M & A ——The Revelation of BOE Leverage Financing Case

J IANG Xiu-zhen

(Business School of Shanghai Institute of Foreign Trade, Shanghai 200063, China)

Abstract: Financing decision that involved in the international M & A is a key link. But Chinese corporations are universally absent of innovative mode when they finance, because these corporations have some problems on itself, market and systems, which deeply affect the size and development in the international M & A. On the basis of these situation, the typical BOE case is analyzed in this paper, and "strategic + financial leverage" is pointed out - - this new mode of mixing industry capital and financial capital is new financing mode of Chinese corporation international M & A.

Key words: international M & A; merger acquisition financing; financial leverage

1 中国企业跨国并购的兴起

随着经济全球化的迅速推进, 以跨国公司为主体的跨国并购得到空前发展, 是 20 世纪 90 年代中期以来国际直接投资高速增长的最主要推动力, 并成为外国直接投资的主要形式^[1]。从整体来看, 中国企业的跨国并购起步较晚, 规模也较小, 但随着中国加入 WTO 与国力的强劲发展, 近几年来中国企业“走出去”的声势日益高涨。根据邓宁 (JOHN H D) 投资发展周期理论, 一国的人均净对外投资额随着该国人均 GDP 的增长而变化, 对该理论曲线分析表明, 中国正处于曲线底部的上升阶段。从这些方面来看, 中国企业在未来进行跨国并购的发展潜力巨大。

2 跨国并购融资策略理论分析

2.1 融资决策的核心问题

企业购并是一项有风险的业务, 没有充分的前期计划准备和谨慎的决策过程以及合理的工作步骤, 往

收稿日期: 2005 - 04 - 25. 基金项目: 上海市教委课题基金资助项目。

作者简介: 姜秀珍 (1973 ~), 女, 博士, 讲师。主要研究方向: 战略管理, 公司理财。E - mail: pink_jiang@163.com

往将会给企业带来意想不到的损失. 企业购并的步骤一般可以分为 3 个阶段: 购并计划阶段、购并实施阶段和购并后整合阶段. 在实施阶段, 并购支付方式的选择和比较是一宗并购交易最终能否成功的重要因素之一, 这样就必然涉及到融资问题. 企业进行融资决策活动, 其核心在于: 企业选择最佳的融资途径及资金组合, 以使资金成本最低. 因此, 在正确计算资金成本和资金利润率后, 只有后者大于前者, 其融资与投资才构成良性循环, 最终给企业带来利润. 因此, 无论选择哪种融资方式, 实际上其核心问题是融资成本与收益的分析与比较.

2.2 融资策略类型

企业融资的渠道可以分为两类^[2]: 债务性融资和权益性融资. 前者包括银行贷款、发行债券和应付票据、应付账款等, 后者主要指股票融资. 债务性融资构成负债, 企业要按期偿还约定的本息, 债权人一般不参与企业的经营决策, 对资金的运用也没有决策权. 权益性融资构成企业的自有资金, 投资者有权参与企业的经营决策, 有权获得企业的红利, 但无权撤退资金. 由此, 企业融资的详细策略有以下几种:

2.2.1 银行贷款

银行是企业最主要的融资渠道. 按资金性质, 分为流动资金贷款、固定资产贷款和专项贷款 3 类. 专项贷款通常有特定的用途, 其贷款利率一般比较优惠, 贷款分为信用贷款、担保贷款和票据贴现.

2.2.2 股票筹资

股票具有永久性, 无到期日, 不需归还, 没有还本付息的压力等特点, 因而筹资风险较小. 股票市场可促进企业转换经营机制, 真正成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的法人实体和市场竞争主体. 同时, 股票市场为资产重组提供了广阔的舞台, 优化企业组织结构, 提高企业的整合能力.

2.2.3 债券融资

企业债券, 也称公司债券, 是企业依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券, 表示债企业和投资人之间是一种债权债务关系. 债券持有人不参与企业的经营管理, 但有权按期收回约定的本息. 在企业破产清算时, 债权人优先于股东享有对企业剩余财产的索取权. 企业债券与股票一样, 同属有价证券, 可以自由转让.

2.2.4 融资租赁

融资租赁, 是通过融资与融物的结合, 兼具金融与贸易的双重职能, 对提高企业的筹资融资效益, 推动与促进企业的技术进步, 有着十分明显的作用. 融资租赁有直接购买租赁、售出后回租以及杠杆租赁. 此外, 还有租赁与补偿贸易相结合、租赁与加工装配相结合、租赁与包销相结合等多种租赁形式. 融资租赁业务为企业技术改造开辟了一条新的融资渠道, 采取融资融物相结合的新形式, 提高了生产设备和技术的引进速度, 还可以节约资金使用, 提高资金利用率.

2.2.5 海外融资^[3]

企业可供利用的海外融资方式包括国际商业银行贷款、国际金融机构贷款和海外上市. 国际商业银行贷款, 是指在国际金融市场上, 一家或几家国际商业银行向工商企业提供的贷款. 贷款的主要形式是期限贷款和转期循环贷款. 国际金融组织贷款是国际金融组织按章程及其自身运作规定要求, 向会员国家提供的各种贷款. 目前与我国关系密切的是国际货币基金组织、世界银行和亚洲开发银行. 海外上市一般通过适当控股架构, 使控股主体于海外上市. 又可分为: 初次公开发行 (IPO, Initial Public Offering), 借壳上市、买壳上市、与海外上市公司交换股权或资产, 以提升股权价值及流动性. 过去几年来香港许多上市公司市值不断缩水, 所以有许多国内企业以优惠价格取得控股权, 再逐次配股并注入国内资产, 进而提升股价.

3 中国企业跨国收购融资模式分析

全球金融资本一体化和加入 WTO, 促进了中国在金融领域的开放. 在这种背景下, 中资企业实施跨国并购已成为不可阻挡的浪潮. 目前, 全球资本市场非常关注中国内地良好企业资源, 较高素质的中资企业

也成为国际资本关注的对象.然而,我国企业在跨国并购融资决策中存在突出现实问题,使得我国企业的融资方式受到较多制约.

3.1 我国企业跨国并购融资策略现状

企业跨国并购是企业经营行为国际化的体现,它包括企业的投资、融资、生产、销售等方面的国际化,但我国企业在这其中遇到融资方面的困难.这主要表现在:在跨国并购活动中,由于受自身规模及资本项目外汇管理的约束,企业很难进行有规模的对外投资,阻碍了开展国际化经营的步伐;承包劳务企业自有资金严重不足,难以获得进出口银行贷款,受国际市场带资承包要求的限制,影响了业务的开展和扩大.即使企业进行海外上市,但由于海外融资的资金与国内融资比较有很多不同的特点,比如金额较大,常须整合多种金融工具,使用期限较长,涉及专业机构多,对企业财务透明度要求高.因此,在海外上市之前,企业要仔细考量这些因素.拿在美国上市为例,我国企业在美国通过 IPO 上市的平均成本达 15%,如此高的成本让许多已实现境外上市的企业为此付出过多,而且每年还有一笔不菲的年费及上市的维护费用.海外上市本已不易,要维护上市公司的地位则更难,收益与付出不成比例导致巨大的市场压力,致使企业持续经营陷入困境.

3.2 我国企业跨国并购融资经典案例:京东方杠杆收购

由上述可见,中国企业跨国并购融资渠道的不通畅必然影响并购的规模与企业的可持续发展,灵活创新的融资策略成为企业必然的内在要求.在中国企业“走出去”的浪潮中,京东方的融资方式非常具有典型性.

京东方的海外渊源可追溯至 1987 年,当时公司开始尝试通过与外企合资的方式来发展健全自己的产业体系.2001 年 8 月,公司正式更名为“京东方科技集团股份有限公司”,实现了公司商号与品牌的统一,为海外并购及进入国际市场提前做好准备.2001~2004 年,3 年之中京东方进行了 3 次海外并购,其中 2002 年 11 月的第 2 次跨国并购融资模式最为典型,而第 3 次收购是对第 2 次的收购活动中融资模式的如法炮制与进一步的诠释,第 2 次并购融资模式堪称对中国企业具有强烈的创新示范效应,它的具体范式是采用杠杆收购,本文着重对此进行分析.

3.2.1 第 2 次杠杆收购过程描述

借鉴 2001 年第 1 次海外并购的成功经验,京东方在韩国设立子公司 BOE - HYDIS 作为收购主体.2002 年 11 月,BOE - HYDIS 收购了韩国现代半导体株式会社 (HYNIX) 及其子公司韩国现代显示株式会社 (HYDIS) 全部与 TFT - LCD (薄膜晶体管彩色液晶显示器件) 业务持续进行有关的资产、房产和权益.用于收购的 3.8 亿美元资金来自 4 个方面如图 1 所示:

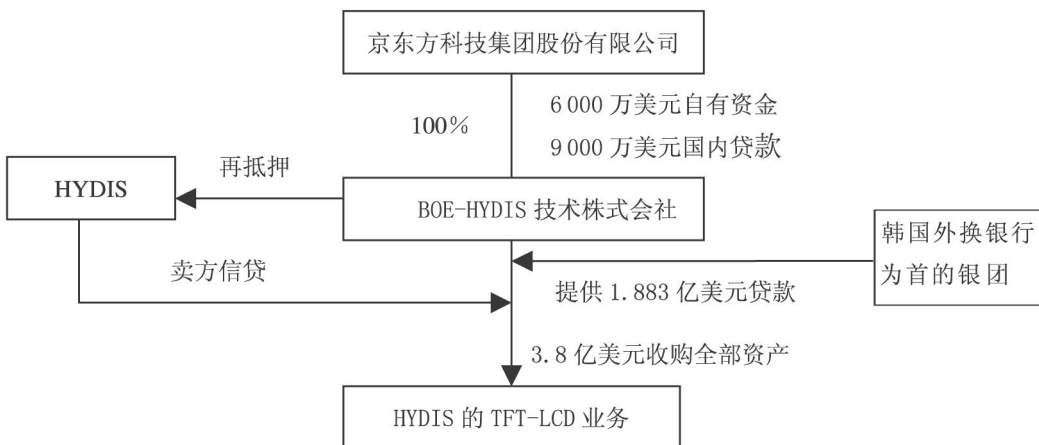


图1 京东方收购模式图
Fig.1 Buyout mode figure of BOE

1)京东方筹集 15 000 万美元资金用于投资 BOE - HYD IS 其中公司自有资金及自有资金购汇 6 000 万美元,通过国内银行借款 9 000 万美元,借款期限均为 1 a,利率为 1.69% ~ 1.985%。

2)BOE - HYD IS 以资产抵押方式,向韩国产业银行、韩国外换银行、Woori 银行以及现代海商保险借款折合 1.883 亿美元,利息率由提款日前一天的市场利率决定。该笔贷款从 2005 年 10 月 22 日开始按季度分 10 次等额偿还本金。

3)BOE - HYD IS 以资产向 HYD IS 再抵押方式获得卖方信贷,BOE - HYD IS 向 HYN IX, HYD IS 签发了长期票据 A 和票据 B,金额分别为 3 590 万美元(5 年期)和 373 万美元(6 年期)。

4)根据《托管协议》规定,京东方的 BOE - HYD IS 股权证交由中国工商银行汉城分行托管。

3.2.2 京东方杠杆收购分析

1)设立收购主体控制风险。京东方在收购前,根据所掌握的情况,对收购的风险逐项进行了评估,包括政治风险、经济风险、财务风险、法律风险、文化风险、技术风险、经营风险、市场风险、行业风险和资金风险等。研究表明,京东方的这次海外收购风险很大,因此在杠杆收购模式中创新性地设立一个新企业作为收购主体,以起到防火墙的作用。这样,京东方不直接收购,并把收购的主要风险留给新设企业,京东方只需承担投入资金的风险。

2)采用连续抵押方式。作为杠杆收购的具体运用,基本有 9 种可供选择的方式,包括背债控股、连续抵押、合资加兼并、与猎物企业股东互利共生、甜头加时间差、借势、以猎物企业作抵押发行垃圾债券、将猎物企业的资产重置后到海外上市、分期付款。此次京东方对韩国现代 TFT - LCD 业务虽不能完全简单的用以上其中的某一种单独方式来概括,但从整个收购过程来看,这次杠杆收购所采用的是 9 种策略当中的连续抵押方式。

京东方不是用本企业的资产或收入作为担保对外负债的,而是利用本身自有资金 6 000 万美元及向国内银行贷得的 9 000 万美元,全部投入成立了一家全资子公司作为收购主体,即“子公司兼并”,将风险完全转嫁以保护母公司的利益,这里扮演防火墙的就是 BOE - HYD IS 技术株式会社。另外,BOE - HYD IS 以资产抵押方式,先向韩国外换银行为首的银团借款合 1.883 亿美元,然后通过 BOE - HYD IS 以资产向 HYD IS 再抵押方式,获得来自 HYD IS 的卖方信贷。

3)融资特点分析。首先,此次杠杆收购符合投入少量的自有资金便可获得较大金额的银行贷款用以收购目标企业的特点,同时高比例的负债给公司本身以鞭策动力,促使其改善经营管理,提高经济效益。京东方收购的资本来自于不代表企业控制权的借贷资金,即以 BOE - HYD IS 为资产抵押的银行借贷款,占了超出收购总额的 80%。另外,并购的组织过程中不能没有中介机构的参与,尤其是海外并购。在此次收购中,尽管京东方当时对韩国的法律、文化都不是很了解,但投资银行等市场中介组织组成了强大的顾问团,发挥了重要的作用。

就上述分析,可以看出这是一次相当成功的资本运作。京东方 2001 年的销售收入是 54.8 亿元人民币,如果以 3.8 亿美元(约合人民币 32 亿)现金进行海外收购,无疑是行不通也是不明智的。因此,采用杠杆收购模式,能最大限度地发挥财务杠杆作用,最大程度地避免财务风险,最快速度完成收购计划。对并购后公司财务的进一步分析可看出,公司总资产、负债及资产负债率、营业规模、投资收益、利润、净资产收益率较去年同期都有较大增加,表明企业并购后综合实力增强,股东收益增加,企业并没有因为并购负债而资金紧张,并购达到了预期目的。

3.3 我国企业跨国收购融资新范式:战略定位 + 财务杠杆

历来的经济学都强调要用最小的投入去取得最大的产出,从来也没有哪种经济学说过不投入就会有产出。尽管现在的问题是中国企业“走出去”并购融资途径十分狭窄,但许多企业并没有创新性地充分运用金融杠杆,这也是一个重大的遗憾。前面已经提过,在资本的来源上,就其大类来看可以分为两种:一是企业募集的资本;一是企业借入的资本。资本与债务的关系形成了资本的组合,因而,任何企业都会遇到这

一对关系.

现代市场经济,是信用高度发达的经济,一个成熟的企业必须学会充分利用债权债务实现自己的经营目标.完全没有债务或不会利用债务就是对资本运作没有真正把握.而从上面京东方的资本运作手段可知,该企业是在创业时期便懂得了合法合理利用债务这一财务杠杆进行融资迅速发展自己的极具金融意识的企业.由于中国企业的整体规模较小,可融通资金少,并购的融资就成为中国企业跨国并购的瓶颈,很多企业因无法筹集并购所需资金而只能望“洋”兴叹,这是我们应从京东方跨国并购的案例中得到的最重要的启示.

另外,全球产业格局调整为中国企业带来了重大机遇,中国企业悄悄开始了第三次创新浪潮,这次浪潮以开放状态下自主创新为特征.优秀的中国企业在奠定了一定的技术基础后,获取了对产业发展方向的深刻理解,努力抢占战略制高点,充分利用全球开放市场的条件,通过掌握构架性软技术整合全球资源,快速进入产业分工的高增加值环节.京东方正是通过“境外收购-海外融资-国内建设-带动配套”这样的方式,展现出中国企业在防守中出击的“走出去”战略.这对于目前国内许多企业在“走出去”时缺乏明确的发展战略方向和规划,出去之后面临较高的经营风险,无疑是个很好的借鉴.因此,只有明晰战略目标,充分利用财务杠杆,才能敢冒该冒之险,并能起到以小博大,四两拨千斤的功效,这种产业资本与金融资本的新型结合模式,是我国企业未来跨国并购融资的新范式.

参考文献:

- [1] UNCTAD (2003) World Investment Report FDI Policies for Development: National and International Perspectives[R]. United Nations, 2003.
- [2] 吴晓求. 公司并购原理 [M]. 北京:中国人民大学出版社, 2002.
- [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: 20 - 25.
- [4] [美]唐纳德·德帕姆菲利斯 (DEPAMPHLIS D). 兼并、收购和重组:过程、工具、案例和解决方案综合指南 [M]. 黄瑞蓉, 罗雨泽, 译. 北京:机械工业出版社, 2004.
- [5] 原松华. 融资并购经营战略——“京东方”杠杆收购凸显财技 [J]. 中国投资, 2005.
- [6] 王礼. 京东方 3.8 亿美元成功收购韩企 TFT-LCD 业务 (第二版) [N]. 国际金融报, 2003 - 02 - 13.
- [7] 王一. 企业并购 [M]. 上海:上海财经大学出版社, 2001.