

从国际化视角看国有企业资金管控模式

李婷雷¹(高级会计师), 刘瑾²(博士)

【摘要】通过分析国际化路径下不同融资模式、支付模式和整合阶段资金管控模式对企业的影响,以某国有企业国际化不同阶段的融资模式、支付模式和资金管控模式的选择和比较为例,提出在不同阶段对资金管控模式的选择建议,为我国国有企业国际化进程中的资金管理提供借鉴。

【关键词】国际化; 国有企业; 融资模式; 支付模式; 资金管控

【中图分类号】 F275.1

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2018)21-0111-8

一、引言

随着全球经济一体化发展进程的不断加快,区域经济合作的领域不断加深,各国之间的经济依赖程度越来越高。跨国企业由于能够有效利用不同国家(区域)发展的特色,取长补短,集众家之所长,提升企业的核心竞争力,成为企业发展的一大趋势。

自2013年习近平主席提出“一带一路”战略以来,我国企业在政府的支持下纷纷走出去,寻求更大的市场、更优质的资源,特别是国有企业,从以产品出口为主的市场国际化,发展为到境外设厂、并购的经营国际化,加快了国际化战略的步伐。《世界投资报告》显示,2016年我国以1830亿美元的对外投资额位居全球第二大对外投资国,其中国有企业特别是中央企业,作为国民经济的重要支柱,成为我国企业走出去的一支重要力量。部分国有企业通过全球产业链整合,战略性开拓海外市场,已逐渐实现了企业运营的国际化。

在这一过程中,资金管控模式是企业决策时不可忽视的一个重要因素。合适的资金管控模式可以降低企业的经营成本,促进企业国际化战略的达成;失当的资金管控模式则可能导致整个国际化路径中

断。而国有企业由于其性质的特殊性,在资金管控方面较民营企业等其他企业面临着更为严格的监管,因此,研究国有企业集团国际化的资金管控模式具有十分重要的意义。

二、国际化的资金管控模式概况

关于资金管控模式的概念,目前并没有统一的说法。本文所研究的国际化的资金管控是指企业在国际化过程中涉及的资金管控问题,主要包括:国际扩张过程中的融资模式和支付模式选择以及国际整合阶段的资金管控。

(一) 融资模式选择

融资模式的理论研究始于1958年,Miller、Modigliani^[1]提出了资本结构模型(MM定理),并指出资本结构和企业价值之间存在一定的联系,但不是线性关系。在MM定理的基础上,Jenson、Meckling^[2]从委托代理关系的角度对企业的资本结构进行了研究。他们认为负债融资的增加有利于降低股东与企业经营者之间的矛盾,从而产生收益;但是,负债融资也会增加企业的财务风险,从而增加融资成本。因此,当负债融资产生的边际利益与边际成本相等时,可以产生最大的收益,此时企业的价值最大,资本结

【基金项目】 国家自然科学基金青年项目(项目编号:71702051); 湖南省会计领军人才科研项目“企业国际化的路径选择、资金管控以及税收筹划探讨”(项目编号:2015LJ002); 湖南大学青年教师成长计划(项目编号:531107050780)

构也就最优。与此同时,Spence^[3]提出的非对称信息理论被运用到融资选择中,即企业价值取决于投资者对企业的评价与信心,负债融资代表着对未来收益的期望较高,因此可以提升股价,进而提升企业价值。在单一决策负债融资和股权融资的基础上,Myers、Majluf^[4]从优序融资理论研究的角度提出,企业融资时,应优先选择内部留存收益,其次选择负债融资,最后才是股票融资。美国二十世纪七十年代的企业融资案例中,负债融资比例是股权融资的十余倍,使得这一理论得到了有力论证。虽然国际上关于资本结构的理论研究十分丰富,但是正如杨柳^[5]指出的,现有的研究缺少普遍适用性,从不同的角度论证的结果可能各不相同,从整个理论方面看,还需要进一步深入研究。

近年来,我国企业跨国并购案例不断增加,对我国企业并购过程中融资模式的研究也逐渐深入。季成、任荣明^[6]通过对比中美跨国并购过程中融资模式的差异,提出在跨国并购的融资模式决策中应考虑并购效应、财务效应、信号效应以及更广泛的融资支付方式等因素。而Du、Boateng^[7]则对我国468家企业跨境并购案例进行了研究,认为外汇审批制度等国家政策会对并购企业的股东价值产生重大影响。罗勇、张悦^[8]从资本结构的角度出发,在对2005~2013年全国29个省、市、自治区的数据进行验证后,提出较高的负债资本比不利于企业国际化,因此要拓展融资渠道。殊途同归,杨兴悦、吴先明^[9]在研究我国企业跨国并购的价值创造问题时,也同样得出了“多样化的支付方式和融资方式可以通过避免使企业背上沉重债务负担而有助于并购后的价值创造”的结论。

通过对融资模式的研究,可以发现我国国有企业在国际扩张过程中,除了要从企业价值的角度考虑融资模式决策,还需要充分考虑资本市场的完善程度、融资额度的管理要求、外汇额度的管理要求及外汇风险管控要求等因素对融资模式的影响。

(二) 支付方式选择

支付方式研究主要来自对各类并购案例的分析。Hansen^[10]利用讨价还价模型,在模拟信息不对称条件下的并购议价博弈后,发现股票支付由于在股票价值的信息方面存在不对称,使得交易双方形成一种均衡的态势,因此较现金支付更容易达成一致,从而提高交易的成功率。不同于汉森单一交易模式,Fishman、Hagerty^[11]提出的弗什曼模型研究的是多

个交易者信息不对称条件下不同支付方式所代表的估值信号。当估值较高时,采用现金支付方式可以在一定程度上抢占先机,通过反映收购者的决心来消除潜在的竞争者,因此估值高时用现金支付,估值低时用股票支付。在同一时期,Stulz^[12]从支付方式对收购公司管理层所有权影响的角度开展研究,提出在收购公司管理层持股的情况下,为了不降低自己的控制权,管理层可能不愿意使用股票支付方式进行收购。Martin^[13]在斯徒尔斯研究结论的基础上进一步细化,通过实证研究发现,若以5%和25%的控制权为分界点,当持股比例大于25%或者小于5%时,股票支付对控制权的影响程度不大,管理层对采用股票支付的方式不会有特别的担心;当持股比例在5%~25%之间时,管理层对于使用股票支付的方式显示出较为明显的抵触。谷留锋^[14]梳理了上述研究成果后,提出支付方式会受到多种因素的影响,通常实际案例中的最终选择往往是多方博弈后的结果,但是信息不对称是各项分析的前提,其他影响因素只有在信息不对称框架下才能得到真实的结论。

近年来,针对我国企业支付方式的研究也不断涌现。潘颖、聂建平^[15]研究发现,我国跨国并购支付方式主要为现金支付、换股支付和混合支付三种,且2007年以后,我国股份支付的海外并购案例逐渐增多。陈有志等^[16]分析了我国A股上市公司的跨国并购案,发现我国企业并购过程中现金支付是最主要的支付方式,占比极高。

通过对支付方式的研究,可以发现支付方式的影响因素较多,我国企业更为偏好现金支付方式。而除现金支付与股票支付这两种主要的支付方式以外,实物期权支付方式也在逐渐发展,包括分期或有支付、员工持股计划等。这类支付方式运用或有决策思维减少了并购双方对未来不确定性的分歧,提高了并购的效率。

(三) 国际整合阶段的资金管控

整合阶段的资金管控是国有企业国际化过程中至关重要的一个环节。“一般管理理论之父”法约尔^[17]提出的十四项管理原则中的第八项就是集权原则,他认为领导者的权力和对发挥下级作用的态度是影响企业集权、分权的两大因素。在此基础上,哈伯特·西蒙^[18]进一步提出不能孤立地看待集权与分权问题,要结合企业实际来决策。将集权原则运用到资金管控上,就产生了分散型和集中型两种资金管控模式。

1. 分散型资金管控模式。与其他资产一样,资金由拥有其所有权的法人主体进行全权管理,对于这种分散在各个单一法人主体下的资金管控模式,为了与之后的集中型资金管控模式相区别,本文将其定义为分散型资金管控模式。

在分散型资金管控模式下,作为出资人的集团公司并不插手其下属企业的资金管理,各下属企业根据各自的业务需求分别与银行形成存贷关系,集团内部成员单位间的往来结算通过银行办理。

分散型资金管控模式的优点在于,集团公司下属各企业拥有充分的资金管控权,可以自由灵活地支配资金,以及时响应市场和内部业务的需求。该模式的缺点在于,集团公司下属各企业业务状况不同,资金流量充足情况也参差不齐,各自为政,导致无法有效利用集团内部的存量资金。

2. 集中型资金管控模式。为有效解决分散型资金管控模式的不足,近年来,大多数集团企业建立了内部资本市场,为了与分散型资金管控模式相区别,本文将其定义为集中型资金管控模式。所谓集中型资金管控模式,是指集团企业利用其对资本的控制权,对集团下属企业的资金进行集中管理,通过对各下属企业资金的统一调配,盘活集团内的存量资金,进而提高资金使用效率。

在集中型资金管控模式下,集团下属企业仍然拥有资金的所有权,但是资金的使用将受到集团公司的监管。集团公司根据集团整体的资金需求情况与银行形成实际的存贷关系,集团内各分子公司通过集团公司完成外部结算,集团成员企业间的内部往来结算则由集团公司通过内部资金划转来完成,而不再通过银行办理实际结算。

集中型资金管控模式的优点在于,充分发挥了集团优势,积少成多,平衡集团内部资源,有效解决了分散型资金管控模式下集团公司存贷双高的现象,降低了财务费用。因此,大多数集团企业倾向于选择该种模式,目前对于这一方面的研究也较多。董博欣^[19]详细介绍了资金集中管理的各种方式,包括统收统支方式、备用金方式、结算中心方式、内部银行方式、财务公司方式、资金池方式等,特别就其法律和税务方面的问题进行了阐述。王竹泉、孙莹、祝兵^[20]则以海尔集团为例,介绍了其现金池和全球资金电子结算模式。

集中型资金管控模式的缺点在于:一方面,集团下属分子公司的资金使用受到集团公司的限制,缺

乏自主支配权,在市场瞬息万变的情况下,可能无法及时满足业务的资金需求;另一方面,资金集中管理可能带来新的财务风险。刘俊勇、李鹤尊^[21]通过对某国有集团企业资金集中管控失败案例的分析发现,国有集团企业利用财务公司方式,归集优质企业的资金,放贷给运转不良企业,加剧了财务公司的风险,并最终导致了财务公司的破产。

三、A 国有企业国际化资金管控模式案例分析

(一) A 国有企业的国际化路径

A 国有企业为中国轨道交通装备制造企业集团,主要从事轨道交通装备电传动系统、网络控制、变频器、列控系统、大功率半导体器件等产品的研发、制造、销售和技术服务。自成立以来,A 国有企业一直致力于国际化的发展战略,成为国际化发展的佼佼者。

与大多数国有企业一样,A 国有企业的国际化之路也经历了从产品出口到资本出口的过程。从 20 世纪 90 年代为 GE 公司提供零配件开始,A 国有企业不断开拓海外市场,2002 年中标香港地铁项目,标志着其系统产品成功打入国际市场。作为轨道交通核心高端装备制造企业,A 国有企业除了大力推进自有产品直接出口,还积极与各主机厂合作产品配套出口,目前 A 国有企业产品已远销美国、澳大利亚、南非、阿根廷、土耳其等 20 多个国家和地区。

随着公司业务的发展,A 国有企业不再满足于产品出口。2006 年,在公司成立一年之际,A 国有企业成功在香港 H 股证券市场上市,成为中国轨道交通制造业内第一家境外上市公司,为公司后续的国际化发展搭建起国际级的融资平台。

资本的国际化不仅仅是国际市场上的资本流入,还表现在境内资本的输出。A 国有企业从 2005 年开始陆续在美国、巴西、中国香港、澳洲设立了四家全资境外子公司。

跨国并购是资本国际化的高级形式。2008 年,A 国有企业首次尝试跨国并购,此次并购是中国轨道交通行业首次跨国并购,开创了行业先河;2015 年,A 国有企业利用香港子公司投融资的便利条件完成再次跨国并购。

经过二十余年坚定不移地推进国际化战略,公司经营业绩日益提升,近三年销售收入增长超过 60%,净利润增长翻了一番,2016 年资产总额超过 237 亿人民币,公司市值近 500 亿港币。A 国有企业

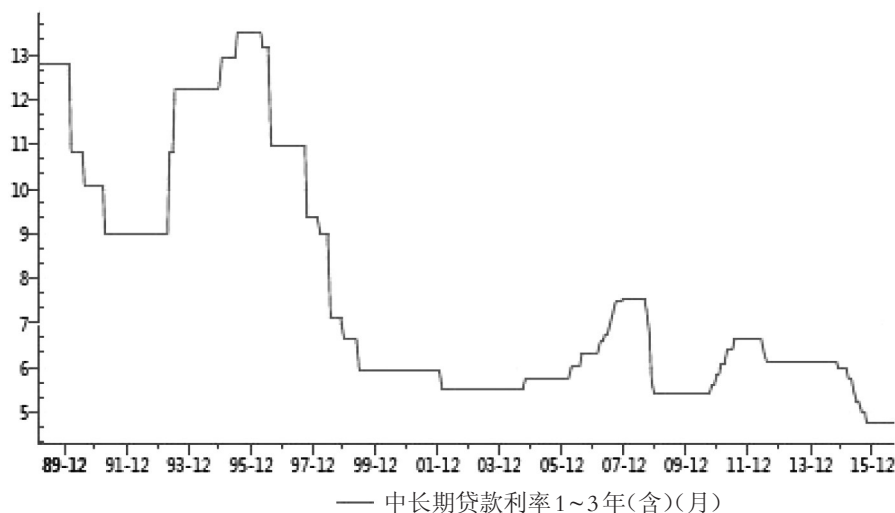
的国际化路径如表所示。

A 国有企业国际化路径表

阶段	路径	方式	涉及国家或地区
第一阶段	产品国际化	直接出口 + 间接出口	美国、澳大利亚、南非、阿根廷、土耳其
第二阶段	资本国际化	境外上市	中国香港
第三阶段	资本国际化	境外新设公司	美国、巴西、香港、澳洲
第四阶段	资本国际化	跨国并购	加拿大、英国

(二) A 国有企业国际化的融资模式

A 国有企业国际化的融资模式情况如下：2005 年，A 国有企业投资 43 万美元设立美国子公司，使用资金为自有资金。2008 年，A 国有企业为引进新技术，从加拿大证券市场上斥资约 1672 万加元收购了加拿大 D 公司 75% 的股权。本次收购所使用的资金为 A 国有企业 2006 年在香港 H 股上市时募集的资



资料来源：中国产业发展研究网，2016 年中国利率走势分析、利率调整情况及历年利率回顾，下同。

图 1 1989~2015 年中长期贷款利率

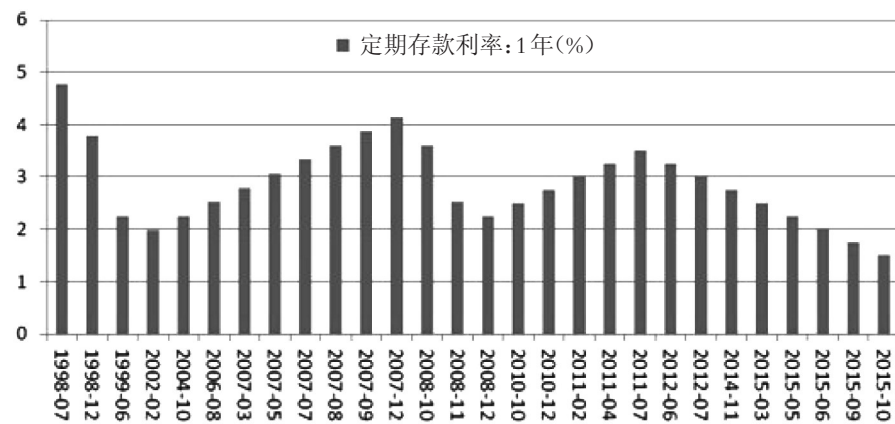


图 2 1998~2015 年我国利率调整情况

本金。2011 年，为充分利用香港国际金融中心的优势政策，A 国有企业投资 1000 万港币设立香港子公司，使用资金为自有资金。2012 年，A 国有企业相继在澳洲、巴西设立子公司，分别投资 29 万澳元和 132 万巴西雷亚尔，使用资金为自有资金。2015 年，A 国有企业再次启动跨国并购项目，以约 1.3 亿英镑从基金公司手中取得英国一家高技术制造企业 S 公司 100% 的股权。与上一次的收购不同，受 S 公司本身的资本结构影响，本次收购支付资金中仅有约 0.3 亿英镑为股权价值，其余均为股东贷款，因此所用的资金也均为银行贷款。

从 A 国有企业国际化路径下的融资模式来看，其新设公司均为由权益性融资获取的资本金投资设立，这主要有三方面原因：①新设公司的注册资本金一般不高，大多数在 200 万~300 万人民币，最高的香港公司注册资金也不超过 1000 万人民币；②A 国有企业 2006 年在香港上市后募集了大量资本金，资金充足；③A 国有企业新设公司主要集中在 2011~2012 年，这段时间国内金融市场贷款利率上升趋势明显，基本保持在 6% 以上（如图 1 所示）；而存款利率则呈现出波浪式的特征，在 3% 上下波动（如图 2 所示），融资成本明显高于理财收益。

A 国有企业于 2008 年和 2015 年进行了两次跨国并购，分别采用了权益性融资和债务性融资，这既与两次并购案所处时期的经济形势有关，也受项目自身特点的影响。首先，从经济形势分析，2008 年收购 D 公司时正处于金融危机爆发前后，融资成本相对较高；而 2015 年收购 S 公司时，各国为了刺激经济均采取了信贷宽松政策，融资成本相对较低。A 国有企业当时利用香港融资平台，通过境内外银行取得的三年期欧元贷款平均利率仅为 1.46%，而同时期人民币

的理财收益可以达到3%，远高于贷款利率，拉低了并购融资成本。其次，从项目自身特点分析，D公司为加拿大上市公司，收购是为了获取新技术，采用权益性融资可以更为有效地控制收购方的风险；而S公司在被收购前由基金公司控制，考虑到税收筹划和管理层激励，其采用的是“小股权+大债权”的资本结构，利用贷款融资模式进行收购，可以实现以债换债和持续管理层激励的作用。

当然，采用贷款融资模式进行收购也存在其固有的风险。由于并购项目的经济效益难以在短期内实现，因此并购项目的贷款融资期限一般较长。如果不对长期的外币贷款做好外汇保值措施，则出现汇率大幅波动而发生损失的可能性较高。以A国有企业为例，在完成欧元贷款后，欧元区发生了英国脱欧等多起突发政治事件，导致欧元大涨，A国有企业及时操作外汇保值方案才避免了大额汇兑损失的发生。因此，采用外币贷款融资方式时，最好配备相应的外汇保值措施，以控制融资风险。

（三）A国有企业国际化的支付模式

由于A国有企业所有境外新设公司均为全资子公司，因此都采用了现金支付的模式。A国有企业进行的两次跨国并购也都以现金支付为主。

1. D公司并购案支付模式分析。D公司并购案中，A国有企业以现金支付的模式进行收购，主要有以下几方面的考虑：第一，本次收购的目的是取得新的技术，为此，A国有企业需要获得D公司的绝对控制权，若采取股票支付模式，则在取得D公司控制权的同时也放弃了部分母公司的权益，不利于形成清晰的公司股权结构，可能会削弱相应的控制权。第二，A国有企业虽然是香港上市公司，但仍具有国有企业性质，股票支付模式涉及国有产权的转让，过程更为复杂，交易成本更高。第三，A国有企业与D公司所处的行业存在差异，两个行业的利润率水平相差较大。D公司在被收购前经营状况不佳，利润率一度在盈亏平衡点附近波动，而A国有企业则凭借其优质资产，经营效益处于行业前列。2008年并购案发生时正处于金融危机爆发前后，A国有企业股票市值可能存在一定低估，股票支付将提高交易成本。

2. S公司并购案支付模式分析。S公司并购案中，A国有企业同样采取的是现金支付的模式，但是在签订购买协议时与对方约定，交易对价分两部分支付，第一部分在交割时支付，第二部分在之后两年延期支付，即对赌对价。该种模式通过或有事项的约

定，分期支付，降低了并购过程中的不确定因素，增强了对原有股东的约束。

通过分析A国有企业的两次并购融资案例可知，国有企业的支付模式正在由简单向复杂发展，由单一模式向组合模式发展，但总体而言，仍然是以现金支付为主。

国有企业在支付模式上存在着天然的短板。国有企业的股权代表着国有资产的份额，采用股票支付模式时，对双方股权价值的评估是交易达成的关键，而如何准确评估国有股权价值则是制约国有企业采用股票支付方式的关键。在股票支付模式下，国有资产流失的风险成为国有企业悬于头上的达摩克利斯之剑，这也是大多数国有企业在跨国并购时更愿意采用现金支付模式的主要原因。

（四）A国有企业国际化整合阶段资金管控模式

A国有企业在国际化整合阶段的资金管控模式经历了从分散型向集中型转变的过程。

1. A国有企业实行分散型资金管控模式阶段。A国有企业陆续在美国、澳洲、巴西设立境外子公司，这些子公司的运营较为简单，主要发生的是开拓市场所需的费用，在这一阶段，A国有企业采用分散型资金管控模式的原因主要包括：

（1）由于境外设置的子公司定位较为单一，一般是为了扩展海外销售业务，或是为了取得境外先进的技术研究成果，因此只设置了销售职能和研发职能，而没有形成全产业链的业务体系，资金量较少，业务形式较为简单，为了便于业务的及时开展，A国有企业采取了子公司自管的模式。

（2）受到了被投资企业或投资企业所在国家的外汇管理的要求限制，如我国的外汇管理要求外汇资金的每笔流入、流出都需要向外管局报批，若采用集中管控模式，则管理成本较高。

2. A国有企业实行集中型资金管控模式阶段。在完成两家境外公司的跨国并购后，A国有企业开始研究搭建全球集中型的资金管控模式。这主要是由于：第一，收购的两家境外公司是全产业链的公司，其中一家为境外上市公司，另外一家也具有复杂的股权结构。这两家公司代表着A国有企业未来要开拓的两个产业板块，因此业务链非常完整，包括了产销研的各个阶段，资金体量远大于初期阶段的子公司。且为了加快这些产业的发展，A国有企业与收购的境外子公司之间资金往来非常频繁，若继续采取分散型资金管控模式，则对境外公司的资金管控

力度不够。第二,我国的外汇管控力度相对放松,国家外汇管理部门印发了《国家外汇管理局关于印发〈跨国公司外汇资金集中运营管理规定〉的通知》(汇发[2015]36号),允许企业申请开展跨国公司总部外汇资金集中运营管理业务。这一政策的调整促使企业加强集团外汇资金管理,降低集团整体外汇融资规模和成本,提高集团整体资金收益和使用效率,逐步实现全球外汇资金集中管理。

为了搭建集中型的资金管控模式,A国有企业开展了以下四个方面的工作:

(1)梳理资金管控权限,确立集中管控原则。所谓集中管控,并不表示所有的资金业务都要提交总部审批,而是要有所为、有所不为。为了明确集中管控的原则,A国有企业对资金业务的管控权限进行了全面梳理。把握资金业务的基础,将全球银行授信和账户开立注销的权限收归公司总部;严控风险业务,将担保、外汇保值等业务的审批权上收;根据业务成熟度分级授权,将资金日常业务的管理权限授予管控能力较为成熟的并购公司,而要求管控能力较弱的新设境外公司定期上报资金计划,控制资金支出。

(2)整合境内外银行资源。基于总部香港上市公司的优质资信,A国有企业整合了境内外的银行资源,由总部与各主要合作银行建立战略合作关系,统一协调全球的银行授信和业务资费洽谈,从而使全球各地的分子公司均能享受到总部的优惠。

(3)打通境内外资金流通渠道。针对汇发[2015]36号文件的规定,A国有企业积极申请跨国公司总部外汇资金集中运营资质,成功搭建起跨境资金池,为境内外资金的流转打通了渠道。A国有企业跨境资金池模

式如图3所示。

通过在香港公司这一筹融资平台搭建境外金融中心,可以在归集境外公司资金的同时,充分享受香港金融中心的优惠政策。同时,香港资金中心与A国有企业跨境资金池国际主账户连接,实现境内外跨境资金流通。

(4)搭建全球资金管控系统平台。为实现资金信息的及时跟踪管理,A国有企业充分利用现代信息化手段,在公司总部搭建了跨境资金管理平台,平台架构如图4所示。

跨境资金管理平台的搭建,使得总部可以足不出户就实时监控境内外各公司的资金使用情况,其高效的全球支付结算和资金调拨处理为总部实现集中管控提供了有效工具。

采用集中型资金管控模式后,A国有企业旗下的全球分子公司在享受到更为优质的银行服务的同时,大大降低了财务成本,境外公司的银行保函业务成本下降了90%,贷款业务的成本下降了20%,凸显

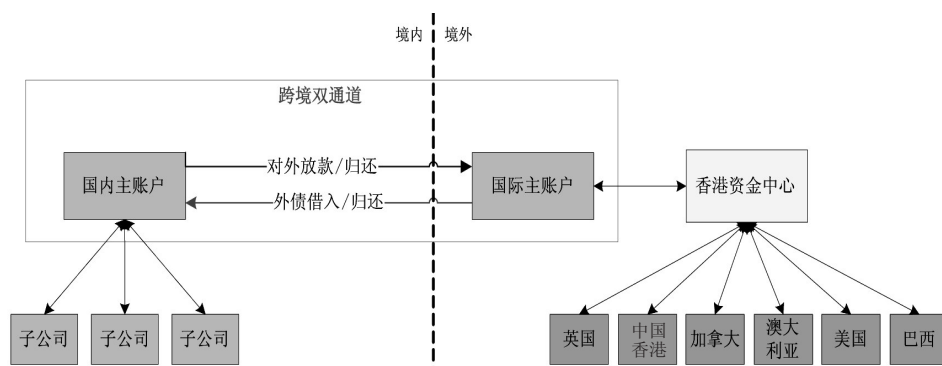


图3 A国有企业跨境资金池



图4 A国有企业跨境资金管理平台

出集中型资金管控模式下的谈判议价优势。此外,A国有企业通过全球资金池的多币种资产负债的自然匹配,实现了外汇风险的自然对冲,从整体上降低了外汇风险。

四、研究结论及启示

(一)提前规划,为国际化的资金管控创造选择空间

通常国际化项目的进度会受到各种因素的影响,存在较大的不确定性,特别是国际并购项目,从项目启动、确定收购标的、形成收购意向、组建团队,到多轮谈判,加上国有企业境外投资涉及的审批流程较长,可能耗时数年,期间甚至可能数度暂停。然而一旦影响因素被排除,进度也可能很快。因此,在国际并购开始之前应做好充分的规划,从公司战略出发,根据公司产业发展的要求,对未来3~5年可能开展的并购项目进行预测,形成公司的国际并购规划,并及时更新与跟踪。在国际并购项目规划的基础上,结合公司资金状况,完成资金预测及所需资金的融资方案。这可以为未来国际化实施过程中的资金管控创造更多的选择空间。

以A国有企业为例,其在两次跨国并购前都进行了权益性融资,分别为2006年在香港上市和2011年增发股票。这两次权益性融资正是基于公司战略,提前测算资金需求,规划了融资方案。这两次的权益性融资为A国有企业后续的两项跨国并购提供了充足的资金储备,使得项目执行过程中,公司可以根据当时的具体情况选择成本更低的融资方式和支付方式。如果没有这两次融资,A国有企业在操作跨国并购项目时,可能只能被动地选择债务融资的方式。

(二)充分考虑经济形势、项目特点等因素对资金管控的影响

国际化的资金管控应充分考虑所处时期的经济形势及项目特点。虽然MM定理等理论研究为融资模式、支付模式给出了一定的分析模型,提出了参考建议,但是针对不同时期、不同目的、不同对象,做出的判断和得出的结论也不尽相同。同样是基于技术更新的并购案,D公司的收购采用的是股权融资,而S公司的收购采用的是债权融资。正如上文中分析的,做出这种不同选择的原因,既有收购当时经济环境的影响,也与收购对象的特点有紧密的联系。如果不是S公司特殊的资本结构,不是当时欧元贷款的超低利率和境内人民币理财的利率形成了获利价

差,A国有企业集团也不会再在自有资金充足的时候选择债权融资方式来完成收购。

除了外部因素的影响,收购企业自身的经营状况、资本结构也是影响收购决策的重要因素。A国有企业自2006年上市以来,资产负债率始终保持在38%以下,资本结构非常稳健,财务风险极小。在这种情况下,适度的贷款不仅不会为企业带来过高的财务风险,反而可以通过财务杠杆提升企业的盈利能力,这也是A国有企业选择通过债权融资并购S公司的原因之一。如果是一个资产负债率极高的企业,并购贷款有可能给企业带来无法承受的风险,那么就不适合选择这种融资模式。

(三)搭建国际化的投融资平台

在企业国际化的过程中,要想获得更优的资金管控效果,搭建国际化的投融资平台是必不可少的一个条件。无论企业采用何种融资模式、支付模式和资金整合管控模式,其目的都是尽可能降低资金成本,提高交易速度,实现效率、效益的最大化。金融机构在不同的区域拥有的货币头寸不同,可以提供的贷款利率也就存在差异。假如央行推行货币宽松政策,使得境内中资金融机构人民币充足,那么企业就能在境内拿到更为优惠的人民币贷款利率。同样的道理,如果有金融机构在境外拥有更为充足的外币头寸,该银行就能提供更为优惠的该类币种的贷款。要想获取这种优惠,企业应提前选择合适的地区搭建自己的投融资平台。

以A国有企业为例,早在2011年,其就考虑到了未来的融资需求,在香港设立了公司,搭建起自身的投融资平台。选择香港主要是考虑到香港作为国际金融中心,各类金融机构林立,金融资源丰富,其可以更为便利地以更低的成本获得资金;此外,香港多年来为了鼓励在港开展业务,对离岸交易免征利得税,降低了公司投融资业务的税收成本。得益于这一国际化投融资平台的搭建,2015年收购S公司的时候,A国有企业正是利用其香港子公司获得了平均成本仅1.6%的欧元贷款,以香港子公司为投资主体收购S公司后形成的股东借款也成功申请了离岸免税。

(四)搭建跨境资金池,打通资金流通通道

国家外汇管理局颁布的汇发[2015]36号文件为企业国际化的资金管控打通了资金通道,文件规定:符合规定的企业可以将境外外汇资金境内归集,并且统筹共享集团外债与对外放款额度。这一规定

增强了企业的投融资能力,为建立全球资金管理中心,实现集团全球资金的可视、可控、统筹管理,搭建全球资金管理平台创造了条件。因此,当企业的国际化程度较为成熟,已形成较为完整的全球产业分布时,可以尽快搭建跨境外汇资金池或跨境人民币资金池,以提高企业资金管控的能力。

A 国有企业正是在形成全球战略布局后,第一时间向国家外汇管理局申请了跨境资金池资质,并联合两家中资银行完成了跨境外汇资金池的搭建。利用资金池,A 国有企业集团实现了向境内外成员企业快捷放款与扫款,提升了集团内的资金使用效率,降低了集团整体资金成本。

当然,跨境资金池的建立也需要满足一定的条件,其会受到国家外汇管理局的监管,对于国际化程度不太高、仅开展产品出口业务或单一目的国际化路径下的企业来说,这种模式就不太适合。因此,是否要搭建跨境资金池,要根据企业自身情况具体分析,而不能一概而论。

主要参考文献:

[1] Merton H. Miller, Franco Modigliani. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment [J]. American Economic Review, 1958 (3):261~297.

[2] Jensen Michael C., Meckling William H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976(4):305~360.

[3] A. Michael Spence. Job market Signaling [J]. Quarterly Journal of Economics, 1973 (3) : 355~374.

[4] Myers Stewart C., Majluf Nicholas S.. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984(2):187~221.

[5] 杨柳. 中国企业跨国并购财务风险研究[M]. 北京:中国经济出版社,2015:37~39.

[6] 季成,任荣明. 中国企业跨国并购的融资支付方式研究[J]. 经济纵横,2007(10):6~8.

[7] Min Du, Agyenim Boateng. State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms [J].

International Business Review, 2015(3):430~442.

[8] 罗勇,张悦. 融资约束对企业国际化的影响——基于扩展的新新贸易理论模型分析[J]. 国际商务,2017(1):99~109.

[9] 杨兴悦,吴先明. 跨国并购与企业价值——基于动态能力视角的研究[J]. 国际商务,2017(4):149~160.

[10] R. G. Hansen. A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions [J]. Journal of Business, 1987(1): 75~95.

[11] M. J. Fishman., K. M. Hagerty. Disclosure decisions by firms and the competition for price efficiency[J]. Journal of Finance, 1989(3):633~646.

[12] René Stulz. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control [J]. Journal of Financial Economics, 1988 (1):25~54.

[13] Kenneth J. Martin. The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership [J]. Journal of Finance, 1996(4):1227~1246.

[14] 谷留锋. 信息不对称与并购支付方式的分析[J]. 经济问题探索,2011(4):69~73.

[15] 潘颖,聂建平. 我国企业海外并购融资问题研究[J]. 开发研究,2010(1):127~129.

[16] 陈有志,丁黎青,徐世腾. 上市公司跨国并购财务风险及影响因素研究[J]. 风险管理,2016(6):105~107.

[17] 法约尔著. 迟力耕,张璇译. 工业管理与一般管理[M]. 北京:机械工业出版社,2007:34~35.

[18] 哈伯特·西蒙著. 詹正茂译. 管理行为[M]. 北京:机械工业出版社,2007:48~65.

[19] 董博欣. 企业资金管理[M]. 北京:电子工业出版社,2015:191~209.

[20] 王竹泉,孙莹,祝兵. 全球化企业营运资金管理模式探析——以海尔集团为例[J]. 中国科技论坛,2011(8):56~61.

[21] 刘俊勇,李鹤尊. 内部市场还是集权管理?——某国有集团企业资金集中管理案例研究[J]. 财务研究,2016(4):47~54.

作者单位:1.株洲中车时代电气股份有限公司,湖南株洲412001; 2.湖南大学工商管理学院,长沙410082