

银亿股份海外并购决策中存在的问题及建议

余四林 袁野 张庆

2013年9月,习近平总书记提出与沿线国家共建“丝绸之路经济带”和“二十一世纪海上丝绸之路”的重大倡议后,我国企业跨国并购的规模和速度迎来了高速增长。上市公司银亿股份(000981.SZ)于2016年以布局高端制造业为契机,开始了针对汽车零部件产业的大规模海外并购,但因大股东过度自信、对行业存在严重误判等因素,最终造成过度负债无法如期偿还致企业破产重整的后果。

一、案例回顾

2011年4月,宁波银亿控股收购上市公司*ST兰光(000981),并更名为银亿房地产股份有限公司(以下简称银亿股份),成功实现借壳上市。其母公司是国内房地产行业领军企业——银亿集团,下辖子公司80余家。面对近年来房地产行业普遍进行回调、“三去一降一补”政策降低房地产高杠杆、热点城市调控政策不断收紧、三四线城市仍坚持去库存策略的形势,2016年银亿股份提出“房地产+高端制造业”的双轮驱动发展战略,开启了转型发展之路。

(一) 大规模溢价海外并购

银亿股份海外并购的第一家是世界第二大安全气囊生产厂商艾尔希集团(ARC)。此前,银亿集团旗下西藏银亿通过子公司宁波昊圣间接

持有艾尔希集团100%股权。2016年3月2日,银亿股份发布收购预案,将通过非公开发行的方式以8.25亿元收购母公司旗下西藏银亿持有的宁波昊圣100%股权,收购完成后,公司将间接持有其子公司艾尔希集团,实现对艾尔希集团的控股。

另一家收购标的比利时邦奇集团(Punch)是业内知名的老牌汽车变速箱制造厂商。与艾尔希集团的并购方式类似,邦奇集团原为银亿集团旗下宁波东方亿圣投资有限公司(以下简称东方亿圣)的全资子公司,银亿股份同样通过非公开发行的方式,以79.81亿元的合并对价购买东方亿圣100%的股权,从而间接成为邦奇集团的控股股东。

经过一系列高溢价并购,银亿股份的境外资产占比接近50%,基本达到了与其传统房地产产业旗鼓相当的水平。

(二) 子公司业绩未达预期

在收购过程中,东方亿圣与银亿股份签订了盈利预测补偿协议,银亿股份承诺在收购完成后的三个会计年度中至少实现7.52亿元、9.17亿元、11.18亿元的净利润。无独有偶,银亿股份向宁波昊圣也作出了未来三个会计年度内税后净利不低于1.7亿元、2.6亿元及3.3亿元的业绩承诺。若子公司到期业绩未能达

标,银亿股份需要对并购中产生的巨额商誉进行减值测试,计提商誉减值损失。

然而,两家子公司的实际盈利状况并不尽如人意,截止到2018年年底,两份业绩承诺均未如期实现。邦奇和艾尔希在收购完成后两年内为转型后银亿股份带来的收益远低于收购之前的预期值,银亿大股东过度自信导致其对两家收购标的未来发展出现了严重误判。

(三) 过度融资无法如期偿还

除上述两起并购案例外,2016年到2018年之间银亿股份高价收购了各类汽车零部件公司十几家,为公司带来了巨大的资金压力,实际控制人为继续推进汽车零部件业务,急于扩大融资规模,采取了过度融资的激进行为。为了缓解在连续并购中大量现金支出在短期内为公司带来的资金压力,在短短几个月间集中发行了三笔为期5年的债券,金额分别为7亿元、4亿元、4亿元。

这三笔债券均带有调整票面利率选择权和投资者回售选择权,这就意味着一旦银亿股份出现财务紧张或偿债能力下降的征兆,投资者可以依照债券选择权对其进行回售。实际上,这一行为等同于债权人保留要求债务方银亿股份提前还款的权利。在银亿股份子公司业绩表现不佳、银亿

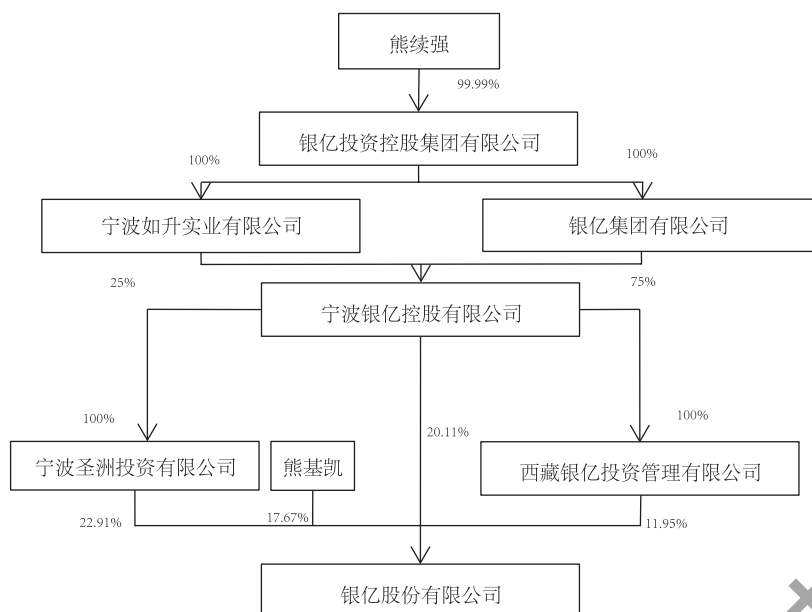


图1 银亿股份股权架构

股份财务绩效受到拖累的情况下，为稳定投资者信心，降低提前还款压力，银亿股份曾对票面利率进行上调，尽管如此，仍然遭到了近全部投资者的回售。由于不能清偿债务，银亿股份通过质押和贷款两种方式并用也无法解决流动性不足问题，出现了大规模贷款逾期及资产受限的情况。此时，银亿集团并购邦奇和艾尔希公司已经两年，企业面临外部资金不足，内部资金难以再生的困难局面。2019年6月24日，银亿股份因财务运行困难，无力偿还到期债务，被迫向江苏省宁波市中级人民法院申请破产重整。

二、银亿股份海外并购中存在的问题

(一) 实际控制人过度自信

银亿股份在转型前，公司内部上到实控人、管理层，下到技术人员及整个公司运营管理体系都是按照房地产行业特征设置，大多数决策人员不具备汽车零部件行业生产管理经

验。银亿股份在转型中没有循序渐进地积累和提升，而是“狼吞虎咽”地并购，公司管理架构难以迅速适应陌生的经营模式。而且在2010年以后城市乘用车增幅开始下降、汽车消费市场接近饱和的情况下，银亿股份仍高价转型汽车零部件制造，严重高估了国内乘用车市场短期内的发展前景。

此外，在银亿股份并购艾尔希和邦奇之前，这两家公司均已出现了经营问题：2015年7月美国高速公路安全管理局收到一项投诉，就艾尔希所产驾驶座侧气囊致死事件展开了一系列的安全及合规性调查，导致其客户大量流失，销售业绩大幅下滑；邦奇集团所生产的变速箱产品在与另外两家世界级变速器巨头的竞争中连连失利，市场不断萎缩。但银亿股份坚持认为邦奇能够为公司带来的良好前景大于其现时负债，艾尔希成熟的技术能够快速帮助公司在汽车零部件制造行业中取得一席之地，故仍以高溢价进行收购，导致了后续盈

利能力持续走低、公司无力还款的严重后果。

(二) 银亿股份内部治理缺失

银亿股份实控人熊续强是银亿投资控股集团有限公司董事长，持有银亿股份约54.97%的股份，其子熊基凯持有银亿股份17.67%的股份，为第二大股东。熊氏父子占银亿股份合计约为72.64%，对银亿股份有绝对控制权（见图1）。银亿股份在股权结构方面被熊氏父子绝对控制，导致企业在重大转型过程中，中小投资者决策权被稀释。收购邦奇和艾尔希后，熊基凯的股权比例加大，大小股东之间的代理问题更加突出，公司内部治理机制难以真正奏效。

同时，高度集中的股权结构致使银亿股份内部控制机制严重失效。天健会计师事务所对银亿股份2018年度内部控制进行审计后出具了否定意见，认为银亿股份子公司相互关联的房产预付账款、其他应收款（计提坏账准备）、销售款等都逾期未归还；违反了多项内部控制管理制度，信息披露质量严重不达标，内控机制失效。可见在股权高度集中、实控人家族一股独大的环境下，银亿股份公司内部控制制度名存实亡，在大股东过度自信决策失误的情况下难以真正有效发挥监督制约作用，造成了难以挽回的经济后果。

(三) 占资问题严重监管有待加强

在银亿股份所披露的占资情况说明中，截至批露日，公司控股股东及其关联方累计占用资金数额高达22.47亿元，接近公司最近一期净资产数值的15%。因房地产项目融资较为容易，而汽车零部件业务盈利状况不佳，银亿股份这一系列占资行为背后的动机不言而喻。据查证，这20余亿元资金大部分流入了邦奇集团用于变速器的开发、生产经营及满足再

融资需求。

集团内部抽调资金支持重点产业项目发展本无可厚非，但银亿股份的占资行为未经合法的决策程序审批，严重损害了中小股东及广大投资者的知情权与合法权益。此外，因占资所投资的汽车零部件业务难见起色，无法创造足够的经济利益以偿还集团贷款，最终导致银亿股份的房地产项目开发进度搁浅，对公司原有业务的品牌形象及市场竞争力造成了极大破坏，使得银亿股份的财务压力雪上加霜，颓势渐露。

三、启示与建议

(一) 完善公司内部治理机制

首先，银亿股份内部治理严重失效，缺乏对大股东和实控人个人行为的监督制约，是造成其转型失败乃至申请破产重整的重要原因。针对这一问题，以银亿股份为代表的股权集中度普遍较高的民营上市公司，为防范大股东或管理层个人带来的决策风险，避免遭受重大投资失误，应着力于改善内部管理决策流程，提升内部控制质量，适度分散公司经营决策权，并建立行之有效的机制保障中小投资者能够积极参与公司日常事务。在进行重大投资决策时，公司应加强风险把控意识，在事前对投资项目严格把关，全面了解和评估投资可能面对的风险与损失，综合考虑包括市场风险、政策风险、法律风险等在内的风险因素，根据自身财务状况合理确定公司风险承担水平。

(二) 适度负债理性投资

第一，主动控制杠杆率，适度举债。在金融市场趋紧的环境中，企业需积极响应金融去杠杆的政策号召，主动控制好自身杠杆比率，避免出现如银亿股份一般过度负债无法偿还的过度举债行为，损害自身利益的同

时造成市场波动，使投资者遭受无妄之灾。第二，合理确定投资规模，理性投资。在融资受限的前提下，企业的投资规模势必受到一定程度的影响，无论是生产经营决策还是并购重组，都要结合实际市场需求，量力而行。第三，转型要稳扎稳打，循序渐进。转型升级企业的结构性调整涉及研发、生产、销售各个环节，需要企业内部人员、管理制度、文化观念同步调整，绝非一朝一夕之功。尤其是试图转型到技术导向型新兴产业的企业，要坚持以研发创新为核心，采取循序渐进的模式对企业内部进行逐步调整，不可过分追求速度而忽视质量。

(三) 强化金融监管执法力度

在公司内部治理机制失效、决策缺乏足够理性时，监管部门及相关金融机构有必要适度介入，强化对企业的监管执法力度。事前，对贷款资格审批及其用途进行详细审查，确保款项发放合理；事中，严格监控企业资金使用情况，保证企业所得到的贷款被用于适当的渠道，一旦发现违规挪用，及时对相关信息进行通告披露，并对违规行为人进行充分的风险警示；事后，对于到期无法偿还的债务，应对违约责任人建立更加细致和公开的信用记录，对其高风险融资行为加以限制，并加强执法力度，合理保护债权人利益，提高借贷方违规成本。

(四) 注重决策团队专业水平

为降低企业投资失败发生的概率、减少资源浪费，降低对市场的负面冲击，国内企业尤其是民营上市公司应在重大投资决策中更加注重管理团队的专业知识水平，充分重视专业型人才在企业经营决策中所发挥的重要作用。

对于转型企业而言，因行业性质

发生转变，原有的生产技术与管理经验适用性受到考验，其决策团队的专业性水准与企业内部管理流程的科学性必须根据新的行业特性进行调整。受行业周期、技术门槛、人员构成、市场需求等诸多复杂因素影响，企业必须依靠具有相关专业背景知识的人才与管理者参与，才能正确做出决策。对于拟进行海外并购的企业而言，国外公司在语言文化、制度环境、法律标准、市场特征等方面与国内存在较大差别，国内企业的管理模式未必适用于海外公司，外企的所谓先进经验也未必能够在国内发挥最大效用，因此企业在跨国并购前需对这些跨区域差异因素进行充分考量，在明确并购前景及并购风险的前提下谨慎进行投资，真正发挥海外并购在企业转型升级中的促进作用。

(作者单位：湖北经济学院会计学院)

责任编辑 姜雪

主要参考文献

- [1] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009, 44(1): 131-143.
- [2] 罗贵海. 从萨博公司被并购的历程看我国跨国并购中的财务风险[J]. 财务与会计, 2014, (6): 70-71.
- [3] 张建红, 卫新江, 海柯·艾伯斯. 决定中国企业海外收购成败的因素分析[J]. 管理世界, 2010, (3): 97-107.
- [4] 王梦环, 姜阳. 光明食品跨国并购财务预警与风险管理[J]. 财务与会计, 2015, (24): 17-19.