

企业并购融资存在的问题及对策

杨景海

(辽宁对外经贸学院 大连 116052)

【摘要】 在公司并购中,融资问题是决定并购成功与否的关键因素之一。本文分析了我国企业并购融资中存在的问题,并从多方面提出建立和完善我国并购融资体系的建议。

【关键词】 并购融资 问题 完善 建议

并购融资是指并购企业为兼并或收购被并购企业所进行的融资活动。并购需要足够的资金支持,并购融资具有融资额大的特点,并且对并购后存续企业的资本结构和公司治理结构有很大影响。因此,企业在进行并购融资时要认真预测并购资金的需要量,选择最佳的融资方式和支付方式,这样才能突破企业并购中资金短缺这个“瓶颈”,确保并购的顺利完成。

一、我国企业并购融资存在的问题

1. 并购融资渠道狭窄,融资方式单一。我国企业目前的并购融资的主要渠道集中在内部融资、贷款融资及发行股票融资几个方面。内部融资对企业来说,可以减少融资成本及并购风险,但在当前企业普遍处于资本金不足、负债率过高的状况下,内部融资的数量是十分有限的。尽管国内也有一些大型企业或集团公司内部成立了财务公司,利用其雄厚的自有资金收购其他企业,但毕竟为数不多。对于大多数企业而言,并购资金主要来源于外部融资。

目前,我国为并购提供贷款的融资渠道仅限于商业银行,企业融资结构中70%~80%为银行贷款,流动资金有90%以上也为银行贷款。由于受到贷款用途的限制(不能进行股票交易),贷款一般也只限于非上市企业并购中使用。而发达国家企业在这一方面往往有多种类型金融机构的介入,如商业银行、保险公司及养老基金等均可以为并购提供贷款。另外,由于我国并购中介机构的发展受到约束,企业原本可以从投资银行获得的并购融资贷款支持也没有被发掘和利用。

通过发行证券融资,是目前大多数企业并购融资考虑的主渠道,但由于我国证券市场起步较晚,支持并购的证券融资方式也只是刚刚开始探索和运用。同时,通过发行股票和债券为并购融资还受到许多条件的限制,尤其是发行企业债券为企业并购融资,目前尚无先例。发达国家企业并购中常见以发行股票作为支付手段的换股收购,可以避免大量现金支付,这样可缓解企业当期的融资压力。作为一种融资方式,换股收购在我国还运用得较少,不过也有成功的案例。这一方式在我国的发展主要受制于以下因素:一是资产的证券化程度;二是合适的换股比例确定方法;三是我国目前股权结构的优化,解决国有股、法人股及公众股之间的相互转化及流通问题。随着我

国股票市场的不断发展和完善,换股收购将成为我国上市公司并购的新途径。

2. 融资立法的限制。并购的首要条件是资金,而资金来源需要有法律作保证。从我国目前的情况来看,企业可利用的三种主要融资渠道即银行贷款、发行股票和企业债券在立法上都受到了不同程度的限制。

(1)在贷款融资方面,《商业银行法》并没有明确可以为企业并购提供贷款,相反,《股票发行与交易管理暂行办法》第43条规定:任何金融机构不得为股票交易提供贷款。《证券法》第133条也规定:禁止银行资金违规流入股市。由于股权并购也属于股票交易范围,这就限制了银行为涉及股权交易的并购提供贷款的可能性。然而现实的情况是,银行难以掌握企业是如何使用银行贷款的。尽管《贷款通则》中规定企业不得使用贷款从事股本权益性投资,但有条件的企业完全可以用自有资金进行股权并购,再以贷款弥补自有资金的不足,这应该是完全合法的。由此可以看出,银行信贷管理体制对并购贷款的限制缺乏灵活性。

(2)在股票融资方面,首先,由于现阶段发行股票实行额度控制,并按地方、行业进行额度分配,因此上市公司并购非上市公司后如何解决新增资部分的上市便存在障碍,为完成并购而发行股票也受到制约。其次,是否允许为并购融资发行股票,目前还没有明确的法律规定,《证券法》第四章“上市公司收购”中对股票收购也无明文规定。

(3)利用企业债券融资在立法方面存在和股票融资相似的问题。首先,企业债券的发行同股票一样实行计划额度管理,且审批过程繁琐严格,影响并购融资的时间要求。其次,企业债券的收益性、安全性及流动性较差,因而也限制了企业债券的销售。再次,《企业债券管理条例》第20条规定:企业发行企业债券所筹集的资金不得用于房地产买卖、股票买卖和期货交易等与本企业生产经营无关的风险投资。企业并购很多情况下都涉及股票买卖,因而该条款对企业利用发行企业债券进行股权并购融资明显不利。

3. 资本市场体系不完善,并购融资中介机构未能有效发挥作用。影响我国企业并购融资的很大一部分因素与资本市

市场体系不完善有关,对于融资渠道的限制首先来自证券市场发展状况的制约。由于我国上市公司的股权结构不合理,流通股数量少、比例小,仅占总股本的1/3左右,人为增加了并购融资的资金需求量。在这种情况下,对于并购企业而言,往往要付出高于非流通股转让方式数倍的并购成本。融资数量的增加、并购成本的提高使得并购企业在二级市场上进行融资增加了很大的难度。

另外,由于我国直接融资市场起步晚、规模小,间接融资市场仍是我国资本市场的主体。作为直接融资市场的重要角色,投资银行业务也是刚刚起步,券商投资银行部门的主要职能还放在证券承销上,而为企业充当财务顾问,为并购提供融资安排的业务还远未开展,这方面的人才也非常缺乏。企业包括上市公司在并购过程中也忽视了谋求投资银行的咨询和指导的重要性,甚至还没有这种意识,这也影响了并购中介机构作用的发挥。在并购中充分发挥投资银行等金融机构的中介作用,运用投资银行、证券公司的资本实力、信用优势和信息资源等,能够为企业并购开创多种多样的融资渠道。

二、对策

1. 逐步放松金融管制,推进金融自由化。融资机制是推动经济增长的重要动力,并购是整合经济的重要方式。为了推动并购融资的发展,我们首先要广开渠道,逐步消除各种政策壁垒,允许各种资金进入并购融资领域。不仅银行资金可以用于并购融资,在提高监控能力、风险防范水平的前提下,还可允许证券公司、社会保险资金、商业保险资金、企业盈余资金、个人资金、外资等全方位进入并购融资领域。如美国劳工部在1978年放宽了《雇员退休收入保障法案》的有关条款,允许养老金有条件地介入风险投资事业。其次是基于风险和收益的对称性原则,应逐步推进利率的市场化。再次就是国家应通过各种优惠措施,鼓励创立各种行业性或区域性的投资基金,如中国移动在为收购国内九省市的移动网络时,90%以上的募集资金来自于各类专业性的投资机构,专业机构对行业的发展有清晰的了解,有利于融资交易的达成。

2. 调整税收优惠政策,提高并购融资收益。为了鼓励将社会盈余资金用于并购,各国均出台了一系列优惠政策,如美国减少民间投资成本的重要措施之一就是长期坚持减税政策。1978年美国“岁入法案”提出将资本增值税从49%降到28%,该法案的出台使1979年高新技术产业投资比上年增长10倍。1981年经济税务法案进一步使资本增值税从28%降到20%,使当年风险投资的承诺资金翻了一番,达到了13亿美元。美国前总统克林顿允诺“永久性提供研究与开发税减免优惠待遇”,对500万美元以下投资的小企业也实行“永久性的税收减免”。通过降低资本利得税、再投入免税等政策鼓励民间资本进入长期权益投资。如美国对风险投资收益的60%免税。法国风险投资公司从持股中获得的资本收益可免除部分所得税,免税金额最高可达收益的三分之一。英国对风险投资信托实行全面税负豁免。新加坡风险投资的最初5至10年完全免税,并允许风险投资公司从所得税中扣除投资于经批准的风险企业造成的损失,而且对于连续3年亏损的

风险投资者提供亏损额50%的政府补助。我国可以借鉴国外的做法,通过税收优惠措施鼓励资金进入并购融资领域。

3. 加强金融中介机构的实力,促进并购融资的顺利开展。在并购融资中,信息不对称问题非常严重,资金的需求者和资金的供应者处于不同的地位并具有各自的利益,并购的这种复杂性使得专业中介机构的全面参与成为必然。对证券公司而言,不仅需要具备提供与企业共同成长的连续性的财务顾问、管理顾问的能力,还应具有提供短期并购资金的能力;同时还要有专业的会计机构、审计机构、法律顾问、信用评级机构等参与其中,并尽力提高并购融资的公开性和透明性。

4. 促进金融产品创新,丰富和完善并购融资工具。我国的债券市场有很大的发展潜力,应挖掘债券融资方式,形成多层债务形式,推动我国上市公司并购业务发展。大型并购交易进行债务融资时,往往需要多重放款人共同提供资金。因此,可在并购融资中适时考虑多重债务方式。多重债务包含:具有优先权的周转债务、具有优先权的定期债务、具有优先权的从属债务、出售方的从属票据(有无担保均可,并在某些时候可转换成股票)、出售方的优先股(通常作为出售方从属票据的代替物出现)、出售给独立第三方的优先股或普通股(其出售对象可能是一个杠杆收购投资基金或一个放款人)、出售给买方的普通股。此外,针对一些特定类别的器材或设备可采用出售、拍卖或其他特殊的融资安排。

从融资成本考虑,我国的利率水平在经过连续8次降息后虽进入了加息期(今年已先后两次加息),但总的看,债务融资的成本并不高。当前1年期银行贷款利率为5.31%,3年期银行贷款利率为5.49%,5年期以上银行贷款利率为5.76%,与之相比,即使加上约一个百分点的发行费用,发债成本通常还是比贷款利率低出不少。加之发行企业债券相比股权融资,手续更简便、成本更低廉。因此,在即将来临的国内上市并购热潮中,应积极适时推行发行债券融资的办法。

5. 以换股并购为切入点,发展综合证券收购方式。2002年推出的《上市公司收购管理办法》首次提出了定向增发、换股等收购方式,由此在我国证券市场上将不断有换股并购案例的出现。换股并购大大减轻了现金收购对并购方造成的现金支付的压力。但换股并购本身也有缺陷,它的缺点主要表现在股价的不确定性加大了被并购方的风险,而对于并购方来说则会导致原有股东股权的稀释。因此,我国今后在采用换股并购方式时,应注意克服这些缺点,逐步完善以现金、股票、可转换债券和认股权证等多种融资工具相结合的综合证券收购。在境外的公司收购实践中,这种综合证券收购的使用率呈逐年递增趋势,我们应积极进行探索。

主要参考文献

1. 张泽来,胡玄能,宋林峰.并购融资.北京:中国财政经济出版社,2004
2. 刘星,魏锋,詹宇.我国上市公司融资顺序的实证研究.会计研究,2004;6
3. 杨兴全,郑军.基于代理成本的企业债务融资契约安排研究.会计研究,2004;7