

# 我国企业并购的融资渠道及其拓展

湖南商学院 段琳

**【摘要】** 目前,我国企业并购采用的融资方式和融资渠道还不能完全满足实际需要,必须进一步从知识产权担保融资、票据融资、租赁融资、向保险公司贷款融资等方面来拓宽并购融资的渠道。

**【关键词】** 并购融资 渠道 拓展

并购是企业进行资本扩张和战略扩张的重要手段,也是企业获得快速发展的一条重要途径。近年来企业之间的并购活动非常活跃,但从我国企业并购实践来看,并购的资金来源问题已成为制约大规模战略性并购交易的因素之一。因此,企业必须进行多元化的融资,进一步拓宽并购融资的渠道。

## 一、我国企业并购融资的主要渠道

由于现阶段我国资本市场发育尚不成熟,企业可以选择的并购融资方式还十分有限,对于西方发达国家企业并购中常用的混合性融资工具和一些特殊的融资方式我国几乎没有应用到。我国企业并购融资渠道不畅,融资工具品种单一,更为突出的是,我国企业在并购融资过程中存在着一种严重的偏向,即偏好于股权融资而轻视债权融资,与发达国家“内部融资优先,债务融资次之,股权融资最后”的融资顺序恰恰相反。

造成我国企业融资行为出现不正常偏好的原因有:一是由于长期以来我国股票市场的供求失衡使得许多企业认为股权融资是低成本融资;二是由于我国上市公司普遍存在较少发放现金股利的做法,使得股权融资能够避免可能面临的现金支付压力;三是由于我国债券市场发展十分缓慢,发展规模比较小,加之审批严格,根本无法满足企业的融资需要;四是由于我国企业并购起步较晚,发展较为滞后,并购融资工具的创新缺乏内在的需求。

目前,我国企业并购运用较多的融资方式和融资途径主要有内部留存、增资扩股、股权置换、金融机构信贷、发行企业债券、卖方融资、杠杆收购等。这里,笔者对几种主要的融资方式作个简单分析。

**1. 增资扩股。** 并购方选择增资扩股方式取得现金来收购目标公司时,最重要的是要考虑到股东对现金增资意向的强弱。就上市公司而言,拥有经营权的大股东在考虑其自身认购资金的成本、小股东的认购愿望等因素的同时还会考虑增资扩股对其控制权、每股收益、资产收益率、每股净资产等财务指标产生的不利影响。对于非上市公司,若股东资金不足而需要由外界特定人士认购时,大股东可能会为保持控制权而宁可增加借款也不愿扩股。

**2. 股权置换(换股)。** 股权置换是企业合并的基本方式之

一。在企业并购活动中,并购方若将自身的股票作为现金支付给目标公司股东,可以通过两种方式来实现:一是由买方出资收购卖方全部股权或部分股权,卖方股东取得资金后以现金认购买方股权以增加股份,这种并购方式表现为双方股东不需另筹资金即可实现资本集中;二是由买方收购卖方全部资产或部分资产,而由卖方股东认购买方的增资股,这样也可以达到集中资本的目的。

股权置换完成以后,新公司的股东由并购方和目标公司的原有股东共同构成,其中没有改变的是并购方的原有股东继续保持对公司的控制权,但是由于股权结构的改变,这种控制权会被稀释。

**3. 金融机构信贷。** 金融机构信贷是企业并购的一个重要资金来源,在国外比较流行。这种贷款不同于一般的商业贷款,要求并购方提前向可能提供贷款的金融机构提出申请,并就各种可能出现的情况进行磋商,而且需要在收购初期就向金融机构提出融资要求。这是因为这种贷款与一般的商业贷款相比具有金额大、偿债期长、风险高等特点,故需较长的商讨时间。

**4. 卖方融资(推迟支付)。** 在许多时候,并购双方在谈判时会涉及并购方推迟支付部分或全部款项的情形。这是在国外因某公司或企业经营状况不佳、卖方急于脱手的情况下新产生的有利于并购方的支付方式,与通常的“分期付款”方式相类似。不过在这种情况下并购方要有极佳的经营计划才能取得“卖方融资”。这种方式对卖方的好处在于,因为款项分期支付,税负自然也分段支付,使其享有税负延后的好处,而且还可以要求并购方支付较高的利息。

**5. 杠杆收购。** 杠杆收购是指并购方为筹集收购所需要的资金而大量向银行或金融机构举债,或通过发行高利率、高风险债券来完成并购交易的行为。这些债务的安全性以目标公司的资产或将来的现金流入作担保,与其他并购融资方式相比,杠杆收购有如下基本特征:第一,并购方用来收购的自有资金远远少于收购总资金,收购资金主要是借款,贷款方可能是金融机构、信托基金、个人,甚至可能是目标公司的股东。第二,并购方用以偿付贷款的款项来自目标公司的资产或现金流量,即目标公司将支付其自身的售价。第三,并购方除投资非常有限的资金外,不承担进一步投资的义务。杠杆收购在提

高财务效益的同时也带来了高风险。这是因为这种收购方式的大部分资金依赖于债务,需要按期偿付本金和利息,沉重的债务偿还负担可能令并购方不堪重负而被压垮。收购后公司只有经过重组,提高经营效益与偿债能力,并使资产收益率和股权回报率有所增长,并购活动才算真正成功。

## 二、我国企业并购融资渠道的拓展

以上这些融资渠道在企业并购实务中起到了很好的促进作用。但由于企业并购的基本特征是所有权的转让,并购的完成需要大量的资金,因此仅仅依靠上述融资渠道来筹集并购资金是很难满足需要的。鉴于这种情况,拓宽融资渠道势在必行。我们必须结合企业的具体情况,借鉴西方发达国家的成功经验,充分调动一切有利因素,努力拓宽我国企业并购的融资渠道,并使之顺畅。

当前,拓宽我国企业的融资渠道、实现融资方式的多元化可以考虑以下几种方式:

**1.知识产权担保融资。**知识产权担保融资是以企业资产的未来收益作为债务清偿的资金来源和保障的一种直接融资方式。近年来,我国资产证券化的运作机制已经逐渐为国内业界人士所熟悉,但是知识产权担保融资在国内仍然是一种鲜为人知的新型融资方式。对于大多数的中小高新技术企业来说,其缺少的不是技术和人才,而是缺乏传统的担保手段和技术开发资金,特别是不能够获得商业银行的长期资金。因此,实现以知识产权作为担保来替代传统的担保,这对科技型中小企业的融资是十分重要的。

知识产权通常包括工业产权和著作权等,而工业产权又可以细分为专利权、实用新型权、商标权等。对金融机构来说,知识产权担保融资属于债权融资,其本金和利息的亏损不能依靠成功创业企业的资本获利来进行补偿,而必须考虑获得一定利息以上的收益,并寻求本金安全回收的保障手段,因此必须考虑作为担保的权利是否具有担保性。

知识产权担保融资作为一种新的融资方式,不仅能够为中小高新技术企业并购融资提供新的渠道,而且还可能成为银行未来开展的一项新业务。

**2.票据融资。**票据作为传统的金融工具有着悠久的历史,但是其作为金融工具的功能似乎并没有衍生金融工具那么明显。票据主要包括商业承兑汇票和银行承兑汇票。票据上列明了收款方和付款方的名称,持票人可以在票据到期前向银行申请贴现。随着市场经济的不断发展,票据交易渐渐脱离了实际的商品交易,公司也不再是为了某一笔具体的商品交易而签发票据,而纯粹是为了筹措短期资金而签发票据。在票据交易中,发行人和投资人之间是一种单纯的债务债权关系,从而这种票据也不再收收款方的名称了。

票据融资自20世纪60年代以来有了很大的发展,已成为发达国家企业筹措短期资金的重要工具。我国的一些企业自20世纪80年代后期也开始使用这一短期融资方式,但是我国的票据融资功能有较大的局限性,其功能主要体现在票据贴现上。票据的贴现是企业为了解决资金困难而进行的票据融通活动,而且主要是向银行进行贴现。

虽然我国目前企业并购交易中通过票据融资的情况还不多见,但是票据融资为企业开辟了一条新的融资渠道,扩

大了融资的范围,使企业在银行借款以外多了一种可以利用的融资方式。随着资本市场的不断发展、资金融通的不断加速及票据市场的迅速发展壮大,票据融资作为一种新兴的融通资金的方式必将有着广阔的发展前景。

**3.租赁融资。**这里主要是指融资租赁。融资租赁又称资本性租赁,是一种以融资为目的的租赁形式。融资租赁是指出租人根据承租人对租赁物的特定要求和供货人的选择,出资向供货人购买租赁物,并租给承租人使用,承租人按约定的条件支付租金,在租赁期满后,承租人按约定的办法取得租赁物的所有权。

与欧美国家的20%~30%设备租赁市场渗透相比,我国租赁业的发展还不是很完善,而且我国租赁业务大多发生在关联企业之间,不少关联方交易难免有调控利润之嫌。因此,要稳步推进我国上市公司并购中的融资租赁业务,必须加强监管,改善上市公司股权治理结构,同时进一步完善与租赁业务相关的制度、法规和准则。

由于融资租赁具有迅速获得所需设备、承受的风险较低、限制性条款比较少、可以获得减税利益、可以保存企业的借款能力等优点,相信我国的上市公司在并购融资中将会越来越多地运用这种融资方式。

**4.向保险公司贷款融资。**保险公司是当代世界各国最重要的非银行金融机构。如果仅从保险业务自身来看,其并不属于金融活动,但由于保险公司获得的保费收入大大超过其保费支出,从而可以获得大量稳定的货币资金用于投资与信贷,因此保险公司又是最重要的金融企业。例如,财产与灾害保险公司,其资金来源主要是保险费收入,除部分用于赔偿支付外,其他资金主要用于各种投资,如国债、地方政府债券、公司债券与股票等。但是由于财产损失的预测比较困难,因此财产与灾害保险公司主要将其资金投资在流动性较强的项目上。

又如人寿保险公司,由于其可以较为准确地预计下一年度需要支付的死亡保险金,因此其资金的稳定性相对较高。在这种情况下,人寿保险公司的绝大部分资金可以用于长期投资和不动产的长期抵押贷款。

由于保险公司积累了大量的金融资产,在金融体系中担任了越来越重要的角色,因此向保险公司贷款融资是企业并购融资的一个重要渠道。

总之,努力拓宽企业的融资渠道,使之多元化、合理化、科学化,不仅能够优化企业资源配置,更能使企业顺应市场经济潮流,促进企业的战略性并购。

### 主要参考文献

- ①陈勇等.财务管理案例教程.北京:北京大学出版社,2003
- ②王丹蕊,许敏敏.一位财务经理眼中的企业兴衰.北京:中国经济出版社,2004
- ③张泽来等.并购融资.北京:中国财政经济出版社,2004
- ④巴曙松,贾蓓.发展票据市场若干问题研究.财会月刊(会计),2005;3
- ⑤钟加泰,杨公齐.企业融资.广州:暨南大学出版社,2004