

控股股东的并购融资动机分析

沈阳大学工商管理学院 董建华 中南财经政法大学会计学院 袁天荣(教授)

【摘要】 并购融资方式的选择关系到利益相关者的利益,并购公司控股股东往往在权衡各种影响因素和各种利益关系的基础上选择并购融资方式。本文主要从公司控制权、并购动机、财务杠杆收益、抵御被并购等方面分析控股股东在并购融资方式选择中的行为动机。

【关键词】 控股股东 并购 融资方式 行为动机

并购融资按资金的来源渠道不同分为内源融资和外源融资。内源融资是公司为了扩大投资而将自身积累的资金(折旧和留存收益)和员工的闲散资金集中起来的行为,它具有原始性、自主性、低成本性和抗风险性的特点。外源融资是公司为了扩大投资而吸收其他经济主体的闲置资金(包括向金融机构贷款和在证券市场上进行融资)的行为,它具有高效性、灵活性和集中性的特点。并购融资方式的选择关系到利益相关者的利益。并购融资方式的内容基本上涵盖了并购支付方式的内容,并购公司控股股东往往会在权衡各种影响因素和各种利益关系的基础上来选择并购融资方式。

一、公司控制权与融资方式选择

融资方式的选择与并购公司控股股东的持股比例大小、目标公司规模大小及其股权分布情况等因素相关。在不影响控制权的前提下,并购公司控股股东和管理层有选择股权融资的倾向。当融资方式涉及到控制权时,控股股东会对融资方式进行审慎抉择。

权益性融资会改变股权结构,具体的融资方式也会改变股权在股东之间的分布状况。换股并购实质上是向目标公司股东定向发行新股,有可能造成股权向目标公司原股东手中集中,在未来形成控制权争夺。对控股股东特别是相对控股股东而言,其他股东股权的分散对自己总是一件好事,因而控股股东有向社会公众发行新股募集资金的倾向。在并购公司控股股东处于相对控股地位时,控股股东愿意向社会公众发行新股募集资金,相应的支付方式改为向目标公司股东支付现金,以分散增发新股的集中度。

对我国上市公司而言,还有一个特殊情况是配股。配股是向现有股东按持股比例发售新股。在全体股东参与配股的情况下,采用这种方式募集资金不会改变并购公司股东的持股比例,因而在不分散股权的情况下配股会使公司总资本规模扩大。按照控制权理论,资本规模的扩大能够带来更多的控制权收益,即使大股东处于绝对控股地位,他也愿意借助配股扩大资本规模。对于非绝对控股股东,这种动机也许表现得更明显,非绝对控股股东会将向现有股东按持股比例发售新股(配股)作为现金融资的第一选择。

从控制权角度看,即使大股东愿意放弃除配股以外的权

益性融资方式,也不会影响其向现有股东按持股比例配股,因为配股对股权结构的影响不大。债务融资是保持控制权的重要方式,但债务融资受融资规模、融资渠道及公司利息承受能力等因素的影响。由于这些因素的影响,在大规模并购中,债务融资有时难以满足并购支付的需要,因而其使用的范围会受到制约。

综上所述,从控制权角度看,处于相对控股地位的大股东倾向的融资顺序是先配股再进行内源融资和外源债务融资,最后才是配股以外的权益性融资。对于控股地位牢固的控股股东而言,由于存在配股比例限制,其选择顺序可能是包含配股在内的权益性融资、外源债务融资和内源融资。

二、并购动机与融资方式选择

并购带有强烈的目的性。并购动机不同,其关注的利益点也不同,对融资方式的选择也不同。公司总是希望选择那些能够满足其动机和目的的融资方式。如果并购是为了达到提高公司效率、取得协同效应、增强公司市场竞争力等长期性目标,那么并购公司就会考虑并购后的资本结构、对目标公司再注入优质资产等需要,在选择融资方式时,公司会选择内源融资和权益性融资等稳健型的融资方式。

当并购只是为了获得某些财务效应时,在进行融资决策时则可能会以投机为主,一般会采取激进型的融资方式,如短期债务融资等。当并购公司控股股东注重控制权收益时,股票融资并购对大股东可能是一把双刃剑。股票融资扩大了公司资产规模,增加了大股东可以控制的经济资源,从而提高了公司大股东和管理层的社会地位,为其谋取更多的职位报酬和控制权收益提供了可能,这是公司大股东和管理层所希望的。当新股发行不影响大股东对公司的控制权时,公司大股东和管理层则极有可能倾向于采取股票融资方式,通过增发新股进行股票融资,除了向原股东按持股比例配售的股票,增发的股票会稀释原股东的股权和控制权。大股东为了不丧失控制权,总是倾向于采取内源融资、配股、举债等不影响控制权或对控制权影响较小的融资方式。

在特殊情况下,并购可能成为转移风险的手段。让新股东分担风险、让自己独享收益是资本市场现有股东遵循的基本信条。当公司发展面临许多不确定性时,公司可能需要借

助增量资本来摆脱困境,此时现有股东总是希望借助大规模并购来扩充公司实力,以转移部分风险,因此外源性股权融资成为并购融资的首选。当公司未来发展势头强劲、并购公司股东对公司发展信心十足时,为了不稀释股权,并购公司大股东更倾向于内源融资、债务融资、配股等融资方式,从而阻止新股东的加入。

三、财务杠杆收益与融资方式选择

在选择并购融资方式时,从获得财务杠杆收益、加强对公司管理层的监督和约束、提高资本运作效率角度看,应首选债务融资方式。负债利率通常低于权益融资报酬率,且有抵税作用,因而债务融资成本低于权益融资成本。负债利率一般固定,当投资报酬率超过负债利率时,负债可以获得财务杠杆收益,负债数额越大,公司获得的财务杠杆收益越多。财务杠杆收益能大大提高股东的净资产收益率。负债与净资产收益率之间的关系如下:净资产收益率=[总资产息税前利润率+负债资本/权益资本×(总资产息税前利润率-负债利率)]×(1-所得税税率)。

利用负债压力制约管理层、激励管理层以提高资本运作效率也是并购公司选择负债融资的原因之一。债务融资到期必须还本付息,负债的利用减少了公司的自由现金流量,财务杠杆的上升增加了公司破产的风险,从而削弱了管理层从事低效投资的选择空间,提高了经营效率,限制了管理层的在职消费,进而抑制了其过度的投资扩张行为。有关研究表明,随着债务融资额的增加,管理层的股权收益也逐渐增加。增加债务融资额,可以激励管理层为提高股东收益而努力工作。这可以通过数学模型来证实。假设管理层对公司的股权投资额为*i*,其他股东对公司的股权投资额为*j*,股权融资获得的资金总额为*i+j*,则管理层持有的股份比例为*i/(i+j)*。假设公司的债务融资额为*c*,公司资产的平均收益率为*x*,债务的平均利息率为*y*(*x>y*),则管理层的股权收益*G*为: $G=[(i+j)x+(x-y)c]i\div(i+j)=ix+(x-y)ic\div(i+j)$ 。

可见,随着债务融资额的增加,管理层的股权收益也逐渐增加。这表明,债务对管理层形成了硬约束,可以促使其为提高股东收益而努力工作。

四、抵御被并购与融资方式选择

债务融资和股权融资作为两种可替代的融资方式,能够筹集公司生产经营活动所需要的资金。当公司面临被并购的威胁时,债务融资可作为一种重要的抵御被并购的方式。因为在公司总股本一定的情况下,控股股东具有对债务融资和股权融资进行安排的权力,可以通过增加债务融资额来扩大自己的控股比例,以抵御外来并购。

当然,控股股东并不能无限地增加债务融资额,同时,抵御外来并购并不一定是最佳选择,应该权衡以下因素来确定最佳的债务数量:①虽然增加了债务融资额,提高了控股股东的股权比例,减少了被并购的可能性,但也可能失去了利用并购公司的优质管理资源提高自身收益的机会。②债务因两方面的因素而减少了控股股东的控制权收益,一是债务比例的上升增加了公司破产的可能性,二是债务合同往往包含很多限制获得控制权收益的约束性条款。③债务会迫使控股股东承诺在未来支付现金流量,因而对控制者的控制权及其

利益形成了约束。

五、并购融资方式选择的其他相关因素

1.融资环境和融资成本。并购的融资环境包括很多方面,如资本市场、经济政策、相关并购融资的法律规定、汇率等。融资环境直接影响到并购公司融通资金的数量、难易程度乃至融资的成功与否,同时也会直接或间接地影响到并购公司融资方式的选择。融资方式的多样化及融资成本的降低都有赖于资本市场的成熟。完善而成熟的资本市场为并购融资提供了广阔的空间。

在进行融资方式选择时,不同融资方式的成本也是并购公司必须考虑的重要因素。公司并购时使用的权益资本主要是股票。股票融资成本主要是股票的发行费用以及支付的股利。由于股利在税后利润中支付,没有抵税作用,普通股的股利具有不确定性,普通股股东的求偿权居于最后且承担的风险最大,因而其要求的报酬最高。所以,权益性融资成本往往要高于债务融资成本。由于受多种因素的制约,公司不可能只使用某种单一的融资方式,往往需要同时考虑多种融资方式,进行加权平均资本成本的分析,争取以最低的成本获得最适合本公司的融资组合。

2.资本结构。资本结构影响公司价值,也影响公司未来的融资能力和方式。资产负债率较高的公司实施并购,其并购的本身目的就是改善资本结构。表面上看,公司并购只是为了对融得的资金进行使用,而实际上通过融资改善资本结构才是目的。因而对这类公司而言,管理层倾向于选择股权融资而不是债务融资。

3.市场信号作用。由于存在信息不对称,市场往往根据公司的行为对公司发展前景做出判断。并购公司的大股东为了使自己的收益最大化,会充分利用公司的外部股东、潜在股东与公司之间在信息总量和信息时间上的不对称制造错觉来谋取利益。一方面,他们会通过发布利好消息和提高对并购效应的预期来维持甚至进一步抬升股价,减少融资所需要增加的股份数量;另一方面,并购总是酝酿已久的,这使得大股东和管理层有足够的时间进行盈余管理,使公众对公司产生一种公司在稳步发展、不断成长的心理预期,以期在并购阶段维持较高的股票价格,减少并购的股票数量。如果有可能,并购公司还可能会采用其他手段,如收买目标公司管理层的有关人员,对目标公司进行盈余管理,造成目标公司盈利能力低下的错觉,打压目标公司在并购中的要价能力。对于我国公司管理层收购而言,公司管理层常采取转移公司资产、调低公司账面利润、降低公司盈利预期等手段为低价购买股权埋下伏笔。

主要参考文献

- ①J.弗雷德,威斯通等著.唐旭等译.兼并、重组与公司控制.北京:经济科学出版社,2003
- ②胡艳,任建华.公司并购支付方式的比较、选择及创新.盐城师范学院学报(人文社会科学版),2002;11
- ③史红燕.企业并购的支付方式评述.财经问题研究,2003;4
- ④财政部会计资格评价中心编.财务管理.北京:中国财政经济出版社,2004