

后股权分置时代的并购支付方式

——国际经验与中国借鉴

□ 王哲¹ 王浩¹ 林百宏²

(1.华南农业大学 经管学院,广东 广州 510642;2.厦门大学 管理学院,福建 厦门 361005)

摘要:本文回顾了最近几年国外对并购支付方式的实证研究成果,同时从美国、欧洲和全球不同地区分析国外主要采用的并购支付方式。我们发现,与成熟证券市场的国家相比,目前我国支付手段过于单一,普遍采用现金支付;股票支付将逐渐成为我国后股权分置时代并购支付的主要手段。通过以上分析,我们为相关部门提供了翔实而全面的国际经验,并在最后提出相应建议。

关键词:后股权分置;并购支付方式

Abstract:This paper reviews the latest foreign empirical evidences about M&A payment, and analyzes American, European and global M&A payment. We find that comparing with foreign countries that own mature capital markets, Chinese M&A payment is too single, almost cash payment. And stock payment will become one of the most important M&A payment in China in the era of post stock non-tradability reform. Through the analysis above, we provide the detailed and useful international experience of M&A payment to the relevant departments, and make corresponding recommendations finally.

Keywords:Post Stock Non-tradability Reform;M&A Payment

股权分置改革是推进上市公司并购以实现产业结构调整和优化的重要催化剂,股权分置问题得到顺利和妥善解决,为上市公司并购重组业务扫除了制度性障碍。近期颁布的《上市公司收购管理办法》为市场进入并购时代拉开帷幕,对换股并购给予明确的法律支持。随着全流通时代的到来和制度的完善,上市公司并购市场的并购支付手段将发生显著变化。单纯靠现金支付不可能支持大型并购交易,未来以股票支付或者股票与现金的混合支付模式必将成为新的主流,而并购支付方式的多样化也将推动我国并购市场的繁荣发展。

并购支付方式按出资方式可以分为现金支付、股票支付和混合支付(股票加现金);并购支付的最终选择体现了并购双方的利益,是并购双方谈判的焦点和矛盾的核心。由于并购双方的动机和地位不同,加上企业融资渠道等方面的限制,导致企业并购过程中选择不同的支付方式。与发达资本国家相比,我国支付手段过于单一和落后,普遍采用现金支付,极少采用股票支付方式,使得大规模的产业并购受到资金瓶颈的约束,根本不能适应我国经济的飞速发展。并购支付方式的研究,既是投资者急切关注的问题,也是今后进一步完善并购支付方式制度首先要了解的

问题。国外学者对其进行了深入研究,取得了丰硕的成果。遗憾的是,我国学术界对其研究不甚深入,在许多重要研究领域仍是一片空白。

鉴于此,本文首先回顾了国外学者对并购支付方式的实证研究结果,总结了美国、欧洲及全球关于并购支付方式的经验,结合我国近几年并购支付方式,深入分析后股权分置时代全流通对我国企业并购支付方式的影响,最后得出结论并提出相应建议。

一、国外并购支付方式的实证研究

20世纪80年代以来,并购支付方式的选择逐渐受到西方财务学者的重视,许多学者从不同角度对并购支付方式的选择做出了研究,相关文献大致可以分为以下两类:

一是支付方式选择的实证分析。这方面最早的研究可以追溯到 Carleton 等(1983)的研究,Carleton 等(1983)发现选择现金与选择股权作为并购支付工具的主并企业在财务特征上没有显著差异;但是,当目标企业的 P/E 越大、股利派发率越高,主并企业越可能选择股票支付。Wansley 等(1983);Brown 和 Ryngaert(1991)发现税负递延、税盾效果及会计处理因素是企业选择并购支付方式中最重要的影响因素。Hansen(1987)认为,因换股支付具有或有性支付(contingent payment)的特性,主并公司更偏好换股支付。Huang 和 Walking (1987);Fishman (1989);Trifts(1991);Perterson (1991);Franks JR,Harris RS 和 Timan S.(1991);Iqbal 和 Shetty (1995)等均指出,并购支付方式对企业的资本结构、财务风险、未来现金流及股东财富有极其重要的影响。

Martin(1996)利用 1978~1988 年美国公司的并购案例,实证发现主并企业 Tobin Q 越大,非正常累计收益率越高,越趋向于股票支付。Raymond 等(2000)研究了 1990~1996 年澳大利亚公司的并购案例,发现目标公司与主并公司的规模之比越大,股票支付的可能性就随之增加。Zhang(2003)对 1990~1999 年英国公司的并购案例进行了因素分析,证实了 Raymond 等(2000)的研究结果。Faccio 等(2005)利用 1997~2000 年西欧 13 个国家公司的并购案例,并根据最大股东的持股比例将并购公司被分成 3 类(0~20%,20%~60%,>60%),实证发现:只有最大股东持股 20%~60%时,才显著表明并购时倾向于使用现金以防止控制权分散,其他两段则无显著影响。

二是支付方式效果的实证分析。国外对支付效果的研究主要以累计超常收益(CAR)为统计指标,实质是对收购宣布前后市场反映短期效果的评价。Gordon 和 Yagil(1981);Wansley,Lane 和 Yang(1983)研究表明对主并方来说,现金支付比股票支付能产生

更多的超额收益。Franks, Harris 和 Mayer(1985, 1987)发现在现金收购中,目标企业的收益较高,主并方仅出现微小的正超额收益。Pettway 和 Yamadu(1986)发现在股权收购中,目标公司获得了明显的超额收益而主并公司则没有。Huang 和 Walking(1987)研究了1977~1982年间的162笔交易,发现支付方式是最有力的影响目标收益的因素,收购方以现金支付的平均累计超额收益率为29.3%,股票支付为14.4%,而以现金和股票混合支付为23.3%。Asquith, Bruner 和 Mullins(1990)的研究结果与之相似。Travlos 和 Nickolas G.(1987); Asquith 等(1990); Servaes(1991)发现,无论是采取股票支付或现金支付,主并方收益均较低且为负值。Andrade 等(2001)在对1973~1998年3688个并购样本的研究中发现,现金支付创造的财富比股票支付多。

二、国外并购支付方式的经验

作为体制转轨时期的新兴市场,我国资本市场存在着许多亟待解决的矛盾和问题,借鉴国外成熟市场的做法,有助于我们寻找这些问题的解决方案。发达资本市场金融品种齐全,并购支付方式种类丰富,股票支付早已成为企业并购的主要支付手段。后股权分置时代,伴随着我国经济的飞速发展和日益开放,我国上市公司并购重组将掀起巨大浪潮,并购的支付方式必将与发达资本市场接轨。全球并购主要集中于大西洋两岸,美国和欧洲是全球并购的主战场,因此我们将在本部分简单介绍美国、欧洲及全球近几年的并购概况,并主要集中于并购支付方式的比较。

首先,作为世界上最发达的资本市场,美国并购的总交易额占全球总量的近一半。根据 Mergerstat Review 统计,美国并购的股票支付比例在1982~1991年期间保持在20%~30%左右,在1992~1999年期间上升到30%~40%左右,而在2000年后略有下降。在1982~2005年美国的并购交易中,从交易金额看,股票支付和混合支付方式在美国并购中具有非常重要的地位,而纯现金支付只占一小部分。从交易次数看,股票支付约占30%,现金支付的比例约占42%,现金和股票混合支付约占27%,其他支付方式平均仅占0.72%。总之,美国从1982年并购支付方式就一直保持多样化,股票支付成为一种不可或缺支付手段,多样的融资渠道和并购支付方式促进了美国企业的迅速发展。

其次,20世纪80年代后半期欧洲经济一体化的升级以及宽松的货币环境推动了欧洲企业并购浪潮的兴起,欧洲成为全球并购市场最重要的组成部分之一,交易金额约占全球总量的1/3;欧洲拥有大量的上市公司、健全的法律制度和完善的资本市场环境。据 Thomson Financial 数据显示,在1993~2001年欧洲的并购过程中,从交易金额看,股票支付占绝大部分,现金支付的总交易金额仅占股票支付总交易金额的20%;从交易数量看,纯现金支付占总交易数量的38%,纯股票支付占15%,混合支付占47%。可见,股票支付在并购尤其是大型并购中已经成为一种必不可少的支付工具。

再次,从全球所有上市公司的并购支付情况看,在20世纪90年代初的全球并购项目中,现金交易占总金额高达96%。而在最近几年的全球并购中,股票支付占有极为重要的地位,根据彭博(Bloomberg)统计,在1997~2005年的全球并购中,除了40.1%

的并购未透露支付方式外,现金支付占24%,不含股权的混合支付方式占7.2%,含股权的混合支付方式占20.2%,纯股票支付占8.5%。从发达国家并购方式交易额增长的速度来看,股票支付交易额呈现成倍的增幅,而现金支付交易额则显现出逐年下降的颓势。股票支付在全球并购支付方式中的地位逐渐快速上升,并成为一种趋势。

三、我国并购支付方式的现状

我国上市公司的并购实践虽已经历了二十余年的发展,但与国外相比,我国金融工具匮乏、直接融资市场起步晚,间接融资市场受政府约束,并购的交易规模明显偏小,这些因素导致我国并购支付方式仍然非常单一,普遍采用现金支付。表中显示:在我国上市公司已经实施的799例并购案中,只有21例的收购对价支付方式是股票,而且几乎都是通过吸收合并达成交易;另有75例采用其他支付方式(包括承债式、无偿划拨以及未公布的支付方式)。在后股权分置改革时代,我国将有大量企业进行产业整合与重组,这必将引起我国新一轮的并购潮。但是,如果支付手段仍过于单一,并购中现金消耗过大,这将使得公司进入并购市场门槛很高,令大量具有扩张意向的潜在主并方望而生畏,被迫放弃收购计划。这种现状将导致我国并购市场需求方的有效竞争不足,不能充分发现公司控制权的真正价值;而且,即使达成并购交易,收购方也可能会因为支付巨额现金而陷入资金紧张的局面,影响了其收购后的整合运作实力和效果。

1994~2007年中国上市公司已实施并购的支付方式

年份	总计		现金支付		股票支付		其他	
	交易次数	金额(万元)	交易次数	金额(万元)	交易次数	金额(万元)	交易次数	金额(万元)
1994	1	2460	1	300	0	0	0	0
1995	3	20422	2	20422	0	0	1	-
1996	4	10233	4	10233	0	0	0	0
1997	5	3593	5	3593	0	0	0	0
1998	16	95045	11	92542	2	2503	3	-
1999	19	79367	12	79276	3	-	4	91
2000	20	135957	17	135957	2	-	1	-
2001	29	162661	26	162661	2	-	1	-
2002	33	248598	28	246976	1	-	4	1622
2003	34	667406	21	666436	2	-	11	970
2004	230	2352530	215	2206868	3	-	12	145662
2005	318	2354535	288	1495555	4	32502	26	826478
2006	51	397542	45	390767	2	-	4	6775
2007	36	2170507	28	2170507	0	-	8	-

Source: Wind 资讯、中证网及《中国并购报告》。

鉴于我国并购重组是体制因素驱动型,每一部并购法规的实施对并购支付方式影响重大,从以下几个跟我国并购支付方式相关的法律法规可以看出我国并购支付方式的进化过程:

1989年《关于企业兼并的暂行办法》第4条规定企业兼并主要有以下几种形式:承担债务式;购买式;吸收股份式;控股式。

1998年《国务院办公厅转发证监会关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》鼓励上市公司与非上市企业实施吸收合并。从此我国才有了换股合并,不过我国换股合并基本上都是在上市公司与非上市公司之间进行。

2002年12月《上市公司收购管理办法》实施,规定了“上市公司收购可以采用现金、依法可以转让的证券以及法律、行政法规规定的其它支付方式进行”,通过股权交换收购上市公司成为可能。这些规定突破性地丰富了收购的手段,为通过换股、定向增发实现公司合并和收购提供了可以尝试的机会。

2005年10月新修订的《证券法》第85条规定“投资者可以采取要约收购、协议收购及其他合法方式收购上市公司”。这里的其他方式包括但不限于国有股权的行政划转、司法裁决、仲裁裁决、继承、赠予等方式。

2006年8月《关于外国投资者并购境内企业的规定》发布,第四章“外国投资者以股权作为支付手段并购境内公司”第一次明确界定了外国投资者以股权作为支付手段并购境内公司的行为、以股权并购的条件,并规定了申报文件与程序。

2006年9月最新修订的《上市公司收购管理办法》第36条规定“收购人可以采用现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款”。并将“证券”细化为“在证券交易所上市交易的证券”、“未在证券交易所上市交易的证券”,这意味着收购方持有的流通股和非流通股都可以作为上市公司收购的工具,收购方可以更灵活地选择并购支付方式,通过换股并购等创新方式去收购其他上市公司。

2008年3月《上市公司重大资产重组管理办法》发布,规范了我国上市公司的重大资产重组活动,更好地适应股权分置改革后市场发展的需要。

后股权分置改革时代,市场实现全流通,取消了以往并购过程中流通股和非流通股不一致的收购价格,统一了要约价格,支付方式更加市场化,换股支付并购得到强有力的法律支持。可以预期,未来上市公司的并购行为将向市场化回归,收购支付方式将“百花齐放”,不再局限于现金收购,换股收购和混合收购等支付方式将日益得到应用。上市公司将可能借此呈现爆发性增长,使上市公司股本扩张和资产扩张能力得到极大提升。

四、结论与建议

不同的并购支付方式对于并购双方的财务影响各异;支付工具选择的适当与否,关系到并购策略的实现,甚至决定着并购交易能否成功。而不规范的股权结构、法人治理结构是制约我国采用股票支付的主要原因。在后股权分置时代,上市公司收购的定价机制将更加市场化和透明化,上市公司股份“同股同权”、“同股同价”;同股同价为通过二级市场举牌收购和要约收购提供了很

好的市场基础,二级市场竞价收购和要约收购将取代以往的协议收购。非流通股逐步流通,股权就能作为支付手段,使上市公司大量采取换股方式支付收购对价成为可能。

为规范我国后股权分置时代的并购行为,进一步有效发挥资本市场资源配置和价格发现的功能,笔者认为政府应该:

第一,出台有关换股并购的法律法规、操作细则,并健全我国并购法律制度。《上市公司收购管理办法》只是对换股并购给予法律支持,有关具体操作细则仍有待规范和明确,如为换股并购而进行定向增发的具体规定等。目前我国已颁布有关企业并购重组的法律法规除了《公司法》和《证券法》由国家立法机关制定外,其他均以“办法”、“意见”等名称出现,至今尚无一部有关并购重组的主干法律《企业并购法》。

第二,深化金融体制改革,丰富并购支付方式种类,鼓励并购融资工具创新。融资问题是决定并购成功与否的关键因素之一,特别是在完成大规模并购的时候通常需要综合运用现金、股票、可转换债券和认股权证多种方式,仅靠企业自有资金是很难完成的。我国公司并购融资渠道限制重重,如《上市公司收购管理办法》规定“目标企业不得为收购方提供财务支持”;《商业银行法》规定“信贷资金不得用于股权性投资”,“企业债发行仅局限于国有大型重点企业”。 □

注释:

这里的财务特征是指企业的流动性、负债水平、P/E值、规模盈利能力、股利政策和股价比率等。

其他支付方式包括债权、权证等。

“金额”只包括公布的并购金额,并不包括未公布的。

参考文献:

[1]Hansen, R. G. A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions [J].Journal of Business, 1987, (60): 75-95.

[2]Mara Faccio and Ronald W.Masulis,The choice of payment method in European mergers and acquisitions [J].Journal of Finance, 2005.6

[3]UNCTAD,FDI from Developing and Transition Economies: Implication for Development [Z].World investment report 2006.

[4]张建民.后股权分置时代中国股市与上市公司治理的问题与对策——对股权分置改革实践的反思[J].经济动态,2006,(06).

[5](美)J.弗雷克·威斯通.(韩)S 郑光.(美)苏珊 E 侯格著,唐旭等译.兼并、重组与公司控制[M].北京:经济科学出版社,2003.

作者简介:

王哲,女,华南农业大学经济管理学院硕士研究生。

王浩,男,华南农业大学经济管理学院研究员、博士生导师。

林百宏,男,厦门大学管理学院硕士研究生。