

并购财务方式与资本结构

——并购财务方式的最优选择

谢 军

(厦门大学会计系, 福建 厦门 361005)

摘要: 本文运用资本结构理论分析各种并购方式的有效性, 从而选择一种最优的并购财务方式。文中首先回顾和阐释资本结构理论的主要观点, 并讨论了不同资本结构理论对并购方式选择的意义。最后结合国内关于资本结构研究的实证结果, 指出我国企业在选择并购方式时应关注的问题。

关键词: 并购; 资本结构; 融资; 支付

中图分类号: F234.4

文献标识码: A

文章编号: 1004-4892(2003)02-0069-05

对许多公司而言, 成长性是其生存和发展的基本条件, 而企业并购是公司外部扩张的主要渠道 (Weston, Chung, and Hoag, 1998)。兼并 (merger) 是指两个或两个以上的公司合并, 且法律上仅有一个公司作为法律主体; 收购 (acquisition) 是指对企业控制权的购买 (Van Home and Wachowicz, 1998)。鉴于兼并和收购在实质上的相似性 (均强调事实上的控制权), 往往将两者合称为“并购” (M&As)。尽管在实施反托拉斯 (anti-trust) 管制的国家中, 并购交易受到了一定程度的限制, 如, 韩国管制者 (watchdog) 对财阀 (conglomerate) 的投资限制¹。

但是, 为了追求协同效应 (synergy effect) 的企业家们一直在进行不同形式的并购交易活动。如近期的 HP 和 Compaq 的换股合并动议^④, Sina.com 对 SunTV 的控股收购^⑤。

在企业并购中, 常常涉及不同的金融交易工具和财务行为, 因而导致不同的财务方式。这些不同的并购财务方式都会对收购企业的资本结构带来不同的影响, 直至影响企业的价值。本研究就在于运用相关的资本结构理论考虑并购财务方式的最优选择。

一、企业并购财务方式的主要选择

当收购企业决定在市场上发动对目标企业 (target) 的并购战时, 它首先要面对两个基本问题: 一是支付问题; 二是融资问题。支付问题是指收购企业应以何种资源获取目标企业控制权; 融资问题是指收购企业应该利用何种金融工具筹集用以实施并购所需的资源。

(一) 支付方式

并购支付中主要考虑的是获取并购标的的资源或金融工具, 主要有以下几种方式:

1. 现金支付方式 现金支付方式是指收购企业通过支付现金获得目标企业资产或控制权。现金支付方式需要收购企业筹集大量现金用以支付收购行为, 这会给收购企业带来巨大的财务压力。

2. 证券支付方式 证券支付方式是指收购企业通过发行新证券 (股票或债券) 以换取目标企业

收稿日期: 2002-11-05

作者简介: 谢军 (1969), 男, 江西南昌人, 博士生。

¹ * » China Daily, 2001, Nov 16, P6; Sept 5, P6; Sept 26, P6.

(资产或股票)的并购过程。具体有以下两种形式:(1)股票支付方式。在股票支付方式下,收购企业通过发行新股以购买目标企业的资产或股票;其中较为普遍的是股票交换(stock exchange)这种形式。股票交换是指收购企业发行新股以换取目标企业股票。(2)债券支付方式。在债券支付方式下,收购企业通过发行债券获取目标企业的资产或股票;此类用于并购支付手段的债券必须具有相当的流通性及一定的信用等级。

3. 杠杆收购(Leveraged buyout, LBO) 杠杆收购是指少数投资者通过负债收购目标企业的资产或股份。杠杆收购与前面所提及的债券支付方式相比,有一个显著的区别就是杠杆收购以高负债率而著称。杠杆收购的一个特例是管理层收购(management buyout, MBO):企业管理当局利用杠杆收购本公司股票。

(二) 融资方式

融资方式所涉及的是筹集并购资源的金融工具:它主要有内部融资(internal financing)和外部融资(external financing)两大渠道。

1. 内部融资 内部融资是指收购企业利用留存盈余(retained earnings)进行并购支付,其对应的支付方式主要是现金支付方式。

2. 外部融资 外部融资是指收购企业通过外部渠道筹集资金进行并购支付。外部融资包括债务融资(debt financing)和权益融资(equity financing)。

(1) 债务融资。债务融资指收购企业通过举债(issue debt)来筹集并购所需的资金,该融资方式对应于债券支付方式和杠杆收购方式。(2) 权益融资。权益融资指收购企业通过发行权益性(issue equity)证券(如股票)筹集用于并购支付的资金,这种融资对应于股票支付方式或交换方式。

二、并购财务方式的最优选择——资本结构理论的分析

通过上述分析,可以发现并购支付方式和融资方式问题最终都可归结为收购企业利用何种金融工具实施并购的问题,其所讨论的焦点是一致的:均涉及企业的融资方式。因此,在这里我们将支付方式和融资方式并称为并购财务方式。本文运用资本结构理论分析不同并购财务方式对企业价值的影响及其最优选择。

(一) MM 定理及其扩展

Modigliani and Miller (1958) 提出资本结构无关论(irrelevance of capital structure)或投资现金流理论。该理论指出公司价值仅与公司的资产及其投资决策有关,取决于企业的基本获利能力(投资现金流)和风险:资本结构的调整不会改变企业的平均资本成本和企业价值。MM 定理对于并购活动的财务方式的意义在于:并购财务方式的不同并不会影响收购企业的价值。

Miller (1977) 扩展了 MM 定理,并提出税盾和破产成本(tax shield and bankrupt cost)的权衡(trade-off)理论。该理论认为债务具有增加企业价值的税盾作用和不利于企业价值的破产成本。当债务的边际税盾收益大于其边际破产成本时,应选择债务融资以增加企业价值;反之,应放弃债务融资以避免企业价值的不利变化。根据税收和破产成本理论,当债务发行的边际税盾收益大于其边际破产成本时,收购企业应选择债务融资方式实施并购交易,例如采用债券支付方式或杠杆收购方式。

(二) 代理成本(agency cost)

代理成本源于利益冲突,代理成本的模型表明资本结构取决于代理成本。代理成本研究领域的早期开拓者是 Jensen & Meckling (1976) 以及更为早期的 Fama and Miller (1972) 的工作。Jensen & Meckling (1976) 将企业作为一个契约结点(contractual nexus),并区分了两种类型的利益冲突:一是股东和经理之间的冲突;二是股东和债权人之间的冲突。

1. 股东与经理之间的利益冲突 股东与经理之间的利益冲突源于经理持有少于 100% 的剩余索取权 (residual claim), 经理在承担全部经营活动成本的同时, 却不能攫取全部经营活动的收益。这会导致经理投入更少的努力于管理企业的资源或者可能将企业资源转移到个人利益之中。这种管理行为的无效率会随着经理的股份额的增加而减少。Jensen & Meckling 进而认为债务融资会增加经理的股份额 (假定经理对企业的投资为常量), 从而缓解由经理与股东之间利益冲突而导致的价值损失。

Jensen (1986a) 在研究公司自由现金流的代理成本时, 指出债务的存在会要求企业支付现金, 并最终减少经理所能获得的自由现金流 (free cash flow), 从而限制经理追求不利于股东利益的自身利益最大化的管理行为。Jensen (1986b) 进一步认为较高的债务水平会激励管理当局更有效率地工作。Grossman and Hart (1982) 认为企业破产机制会约束企业管理当局的道德风险 (moral hazard) 行为; 并激励管理当局进行较高效率的投资活动, 以避免因清算 (财务状况不佳) 而招致的代理权丧失。

从股东——经理代理成本理论来看, 债务融资有助于抑制经理管理行为的道德风险倾向, 并降低其相应的代理成本, 提高经理的管理效率。

2. 股东与债权人的利益冲突 股东与债权人的利益冲突源于债务合约会激励股东做出次优的 (suboptimal) 投资决策。由于只承担有限责任 (limited liability), 股东会将投资风险转嫁给债权人; 结果, 股东会得益于冒险行为 (going for broke): 如: 投资于高风险的项目 (即使它们是价值减少的)。Black-Scholes (1973) 运用期权 (option) 工具分析公司债务时认为: 债务融资及其所隐含的期权性质会激励股东以债权人的利益牺牲为代价以换取其自身价值的最大化, 并最终导致企业整体价值的减少。这种效应, 称之为资产替代效应 (asset substitution effect)。另外, 当敏锐的债权人洞察到 (see through) 股东转嫁与其的风险时, 会要求一个更高的溢价 (或最终由股东承担的监督成本); 从而增加债务的资本成本, 降低企业的整体价值。

从 Jensen and Meckling 的分析可以看出: 一方面债务融资有助于缓解股东与经理的利益冲突, 从而减少管理行为的代理损失; 另一方面债务融资会诱使股东的冒险行为, 产生资产替代效应。

Jensen and Meckling (1976) 的代理成本理论对并购财务方式选择的启示是: 当债务融资的边际收益大于其边际成本时, 收购企业应选择债务融资方式 (债务支付方式和杠杆收购) 以实现企业价值增加; 反之, 收购企业应放弃债务融资方式以避免企业价值的减少。

(三) 不对称信息 (asymmetric information)

在关于企业知识的信息结构中, 企业内部人 (insider 或经理) 与外部人 (outsider 或外部投资人) 之间存在着信息不对称; 关于企业的收入流或投资机会的特征, 内部人拥有私人信息。不对称信息下的资本结构理论主要有两类观点: 一是信号 (signal) 理论, 该领域的研究开始于 Ross (1977) 和 Leland & Pyle (1977) 的工作; 另一类观点认为: 资本结构可设计用于缓解由不对称信息所导致的企业投资决策的低效率, 该类研究源于 Myers and Majluf (1984) 和 Myers (1984) 的研究成果。

Ross (1977) 提出资本结构决定的信号激励 (signal incentive) 理论。该理论认为, 企业管理当局可以通过改变资本结构来传递企业有关获利能力和风险的信息, 资本结构可以作为传递内部人私有信息的信号。在 Ross 的模型中, 企业的外部投资人会将较高的债务水平看作企业高质量或较好前景的信号。Leland and Pyle (1977) 通过对管理风险回避 (managerial risk aversion) 的研究认为: 企业杠杆的增加会允许经理保留一个较大部分的 (风险) 权益; 基于风险厌恶, 较大的权益份额会减少经理的福利; 但是对于较高质量项目的经理而言, 这种福利减少是较低的。因此, 高质量企业的经理会通过拥有较多的均衡债务来传递包含这一事实 (高质量) 的信号。

Myers and Majluf (1984) 研究发现, 如果投资者关于企业资产价值的信息少于企业内部人, 那么权益就会被市场错误定价。权益价格的低估 (underprice) 会使新股东捕获较新的项目的净现值 (NPV), 从而造成现有股东的净损失。在这种情况下, 即使净现值为正的投资项目也会被现有股东拒绝。企业只能通过发行不被市场严重低估的证券为新项目融资才能够避免上述投资不足 (underinvestment)。因此, 内部资金

(internal funds) 或无风险债务 (riskless debt) 甚至风险程度不太高的债务都要优于权益融资。Myers (1984) 将这一新项目融资的优劣排序称为“等级次序” (pecking order)。

Harsen (1987) 通过对并购支付方式信号作用的考察, 认为支付方式的选择揭示了未来投资机会或现金流量情况。使用现金表明收购者现有资产可以产生较大的现金流量; 收购者有能力充分利用目标企业所拥有的, 或由并购所形成的投资机会。现金收购还可能反映了收购者对于收购的盈利性拥有秘密的信息。因此, 使用现金是一个好的 (good) 信号。

不对称信息下的资本结构的主要理论观点可归纳为: 为新项目的融资, 发行债务是预示着企业具备较高质量的信号。或者存在一个融资的“等级次序”: 内部融资优于 (无或低风险) 债务融资, 而债务融资优于权益融资。这些理论所给予的启示是: 收购企业应首选现金支付方式, 其次债券支付方式 (或杠杆收购), 最后才是股票支付方式。

(四) 公司控制权 (corporate control)

伴随着上个世纪 80 年代日益增加的收购活动, 财务文献开始考察公司控制权市场和资本结构的联系。这些研究揭示了一个事实: 普通股股东具有债权人所没有的投票权 (voting right)。这些研究中, 主要有 Williamson (1988) 的交易成本 (transaction cost) 理论和 Amihud, Lev and Travlos (1990) 的控制权稀释 (dilution of control) 理论。

Williamson (1988) 运用交易成本和资产专用性 (specialization of asset) 分析工具指出, 不同的融资手段代表了不同的治理结构。Williamson 认为: 债务融资是较为简单的治理结构; 而股权融资是一种复杂得多的治理方式, 允许较高度度的处置权 (discretion), 组织成本较高。Williamson 所得出的最后结论是: 资产专用性较低的投资项目应通过举债来进行融资; 而对于资产专用性高的投资项目, 股权融资是更适宜的金融工具。

Amihud Lev and Travlos (1990) 考察了公司控制权与公司收购融资方式的关系, 并提出假设: 注重控制权和拥有显著企业股票份额的经理不愿意通过发行股票进行项目融资, 以避免其持有股份的稀释 (dilution) 和控制权丧失的风险, 他们更可能选择现金或债务方式为新项目融资。他们的实证结果支持上述假设: 收购企业的管理者持有股权份额越大, 现金融资方式就越可能被使用; 有控制欲望的经理更偏好于现金或债券支付方式。

Williamson 的交易成本理论所给予的启示是: 如果收购目标企业的资产专用性较低, 收购企业应选择债务融资 (债券支付方式或杠杆收购); 如果收购目标企业的资产专用性较高, 收购企业就应选择股权融资 (股票支付或交换方式)。Amihud Lev and Travlos 的控制权稀释理论的启示是: 收购企业的管理当局如果要避免控制权的稀释, 应选择现金支付方式或债务支付方式。

三、我国企业并购支付和融资方式的现实选择

根据 1998 年 5 月 4 日《上海证券报》提供的统计资料, 1997 年深沪两市共有 211 家上市公司进行了资产重组, 绝大部分公司的资产重组内容是股权或资产的兼并收购。并购的价款支付方式主要有现金支付、资产置换支付、混合支付、承担债务等 4 种方式, 其中以现金支付方式为主。现金支付方式的重大缺陷是: 巨额的现金支付会给收购企业造成巨大的财务压力。

陈晓、单鑫 (1999) 通过对我国上市企业资本成本的实证比较和分析发现: 债务融资成本远低于权益融资成本, 债务融资依然能降低企业的融资成本, 提高企业的市场价值。其主要理由是: (1) 债务融资具有税盾作用; (2) 债务融资有助于降低经理人的代理成本; (3) 负债程度尚未威胁企业的永续经营, 破产成本不足以抵消前述债务融资收益; (4) 利率刚性, 债务利率不随企业杠杆增加而提高, 负债水平不会增加债务成本。

沈艺峰、田静 (1999) 在对我国上市公司资本成本的定量研究中发现: 在 1995 年、1996 年, 上

市公司权益资本成本较债务资本成本分别高出 7.72%、7.53%。他们建议,上市公司应选择成本较低的债务融资而不要一味追求权益融资。阎达五、耿建新和刘文鹏(2001)在对我国上市公司配股融资行为的实证研究中建议上市公司再融资应向多元化方向发展,大力发展债券市场,鼓励债券融资。

晏艳阳、陈共荣(2001)在对我国上市公司的资本结构与代理成本的关系进行的相关实证分析中发现:增加债务可以减少经理用于超额在职消费的自由现金;增加债务,可以有效抑制过度投资问题。他们的结论认为:虽然在我国特殊的股权结构和借贷市场的条件下,债务对减少代理成本所起的作用形式有所不同;但资本结构的优化对减少上市公司代理成本,减少股东利益向经理的转移,控制经理在职消费以及控制过度投资方面仍然可以起到不可替代的作用。他们最后建议:上市公司应扩大债务融资的比重,同时控制配股融资比重,并建立和完善债券市场。

上述我国关于资本结构研究的部分实证结论和建议对我国企业关于并购财务方式选择的现实启示是:中国企业在选择现金支付方式的同时,应更多地关注债券支付方式或杠杆收购方式,并在适当情况下(如债务代理成本过高、资产专用性较高和控股权的保持)关注股票支付或交换方式。

最后要指出的是,鉴于资本结构理论在不同假设条件下的适用性和有效性,发展多样化的财务方式以适应不断变化的市场环境和制度背景是恰当的。国内企业应依据瞬息万变的周边环境和自身财务状况,相机灵活地选择多元化的适宜的金融方式;充分利用资本市场提高和扩大企业的竞争能力和生存空间。

参考文献:

- [1] 陈晓,单鑫. 债务融资是否会增加上市企业的融资成本[J]. 经济研究, 1999, (9).
- [2] J. F. 威斯通, S. 郑光, S. E. 侯格. 兼并、重组与公司控制[M]. 中译本, 北京: 经济科学出版社 1998.
- [3] 沈艺峰, 田静. 中国上市公司资本成本的定量研究[J]. 经济研究, 1999, (11).
- [4] Myers, S. C., and N. J. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics 13 (June): 187- 221.
- [5] Van Horne, J. C., and J. M. Wachowicz. 1998. Fundamentals of Financial Management. New York: Prentice-Hall, Inc.
- [6] Williamson, Oliver. 1988. Corporate finance and corporate governance. Journal of Finance 43: 567- 591.

M&As Financial Pattern and Capital Structure ——Optimum Selection of M&As Financial Pattern

XI E Jun

(Department of Accounting, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: Choice of M&As financial instruments determinates corporate capital structure, and change of capital structure can exert impact on firm value. The paper argues that corporate should consider capital structure effect before selecting financial pattern in M&As. This paper reviews the theory of capital structure, discusses capital structure effects on M&As pattern. Finally, it analyzes M&As financial decision of China's firm.

Key words: M&As; capital structure; financing, payment

(责任编辑: 殷雅斐)