

支付方式影响并购绩效的机理分析

宋希亮

(山东财经大学研究生部,山东 济南 250014)

[摘要] 运用信息不对称下的资本结构理论、信号理论和公司控制权等理论,搭建了支付方式选择是如何影响并购绩效的分析框架。支付方式确定后,为了安排并购支付所需要的资金,会导致公司的融资结构、资本结构、控制权结构、资产结构发生改变,以上因素变化的信息作为信号传递到市场上,市场会对收购方股价重新估值,加之不同的支付方式会带来不同的税收效应,进而会影响并购绩效;并购绩效是支付方式及支付方式选择所带来的公司资本结构变化、公司控制权结构变化等多种因素综合作用的结果,除了支付方式会直接影响并购绩效外,由支付方式选择所引起的现金流量、资本结构、控制权结构和资产结构的变化也对并购绩效产生影响。

[关键词] 支付方式;并购绩效;并购

[中图分类号] F271

[文献标识码] A

[文章编号] 2095 - 3410(2014)03 - 0077 - 05

一、问题的提出

并购是以商务控制权为标的的交易(张秋生,2010)^[1]。收购企业取得目标公司控制权实现对目标资产或股权的控制是有代价的,这种代价即为并购支付。按照支付的具体资产形式不同,分为现金支付、股票支付和混合支付三种。现金支付是指并购公司支付一定数量的现金以获取目标公司所有权的收购方式。现金支付一个鲜明特征是一旦被购企业的股东收到其原来拥有股份的现金对价,就失去了对原公司的权益要求权。现金支付要求收购方在确定日期或者以分期付款的方式支付一定数量的现金,因此是否有足够的即时支付能力是收购方首先要考虑的因素。股票支付是指收购企业将目标公司的股票或资产按一定比例换成本企业的股票,从而取得目标企业股权或非股权性资产的一种收购方式。其特点是交易过程中无需支付现金,因而不会影响并购公司的现金状况;收购完成后,目标公司股东的所有权由目标公司转移到收购企业,同时失去

了经营控制权。对收购方原来的控股股东来说,合并后由于有新的股东产生,可能会对其控制权形成威胁。

并购绩效是指并购事件宣告前后企业的股票价格波动所带来的市场价值的增量或者对企业会计指标(如利润或净资产)所带来的变化。并购支付方式的选择增加了公司价值还是毁损了公司价值。近年来,学者主要围绕着影响支付方式选择的因素以及选择背后的动机进行了深入的研究。Andrade等(2001)认为,在支付方式选择时,如收购方采用现金支付,不论是资产收购还是股权收购,在其所拥有的自由现金流既定的情况下,必然要对外举债,导致其资产负债率或财务杠杆的提高。如果采用股票支付,从收购企业角度看,股权置换交易可视作并购、股票增发两个阶段同时进行的交易,如果通过定向增发增资换股,意味着收购方公司流通股数增加,对并购方的股东和管理层来说,意味着公司控制权的稀释。而对目标方管理者而言,意味着有机会在合

[基金项目] 本文是山东省社会科学基金重点项目“支付方式选择对并购绩效影响的实证研究”(项目编号:09BJGJ25)的阶段成果。

[作者简介] 宋希亮(1965 -),男,山东招远人,山东财经大学研究生部教授,博士。主要研究方向:公司理财与企业并购。

并后的企业中留任或者被解聘。支付方式作为并购双方各利益相关人关注的焦点,会引起各自利益的不平衡,使投资者或潜在的投资者对并购双方重新估值,从而引起并购方股价发生变动,进而影响并购方的公司价值。^[2] Marina 等(2008)以欧洲发生的1361例并购事件为样本,在对企业并购交易的资金来源进行分析时,发现现金支付的收购交易通常选择外源融资方式,而选择股票支付方式时,收购方公司股价通常表现不佳^[3]。Alberta Di Giuli(2007)基于市场误估值的视角以美国1984-2005年完成的2602个并购事件为样本,采用多元回归方法分析了并购支付方式的决定因素有收购方和目标方的规模、并购双方市场价值的误估程度、合并实体的成长机会等,并且收购方和目标方的规模与现金支付方式呈正相关关系,而成长机会多的收购方更偏向于使用股票支付。^[4] Fangjian Fu(2013)等对被高估的公司如果能够用股票作为对价来置换那些被较少估值公司的股票,被高估的公司能够为股东创造价值的观念提出了挑战,他们认为价值被高估的收购方明显地向被收购公司支付过多,因而不能形成并购的协同效应。这一类型的收购的动机在于收购方的CEO借并购的名义获得补偿,并非为股东创造价值。^[5]从以上的研究成果来看,尽管从不同的角度对支付方式选择进行了研究,但是支付方式选择是如何影响并购绩效的,其机理并不清晰,这正是本文要解决的主题。

二、支付方式影响并购绩效的机理

在一项并购交易中,为了获取商务控制权,收购方就必须向目标方支付对方认可的对价。交易双方站在不同立场,考虑众多因素影响后选择可接受的支付方式。如果并购参与各方信息完全对称,不存在交易成本,则不同的支付方式不会对绩效产生差异,换言之,支付方式与并购绩效不相关;而在并购参与各方存在不对称信息时,支付方式的选择隐含了大量的内部信息,这些信息的传递会引起并购各方一系列因素的变化。在规模较大的并购交易中,一方面,支付决策对收购方所有权结构、资本结构、资产结构及后续的经营战略和决策等产生较大影响。不同支付方式的影响侧重点有所不同,现金支付的影响侧重于收购方的资本结构和资产结构,而

股权支付除了影响收购方资本结构和资产结构,还影响公司的控制权结构;另一方面,资本结构、控制权结构、资产结构又会影响支付方式的战略选择。任何一种支付决策都将向市场和投资者传递相应的信息,引发投资者对公司股价的重新估值。在有效的资本市场中,支付方式选择、所有权结构、资本结构、资产结构的变化本身就是企业向市场发送的信号,投资者会依据收购方公司或者目标方公司发送的信号,做出股价高估还是低估的判断,从而引发市场对收购方股价的重新估值,对公司价值产生影响。因为企业的经营决策者是理性的,在将来有新的并购机会时,他们会依据当期收购所产生并购绩效对下期并购所采用的支付方式进行预期,选择预期并购绩效高的支付方式。支付方式选择对并购绩效的影响的分析如图1所示。

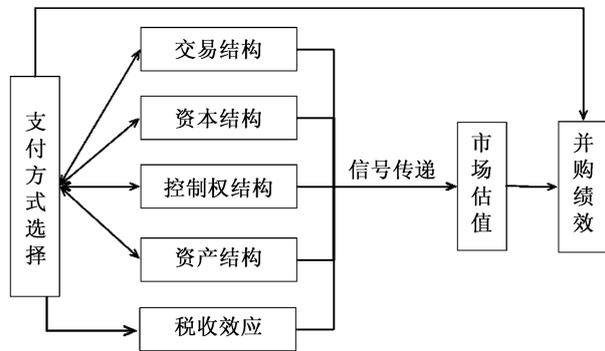


图1 支付方式影响并购绩效的机理分析框架图

从图1中我们可以看出:首先,当并购双方选择支付方式后,收购方亟待解决的问题是如何筹集交易所需对价(现金或股票),如果采用现金支付,收购方的融资决策多为自由现金流与债务融资,这将会减少并购后的自由现金流或加大总资产中的债务资本的比值,提高企业的财务杠杆,引起资本结构的变化,进而影响公司价值。如果采用股票支付,收购方多采用定向增发新股、股换股等融资方式,在其他条件不变的情况下,会相应降低企业的财务杠杆,同时,收购方公司发行新的股票意味着公司控制权结构的变化,而控制权结构的变化同样会影响公司价值。其次,由于所购入标的资产的具体形式不同,交易时所享受的税收优惠有所不同,加之不同融资结构对应的成本抵税收益不同,使得不同支付方式对并购的税收结构产生的影响迥异。再次,股票支付的并购交易必然影响收购方或者目标方的控制权结

构,进而影响并购后原有持股人的控制权私有收益。最后,通过并购获取的优质资产或核心业务,有助于收购后联合企业扩大生产经营规模,降低交易成本,带来规模经济或范围经济,产生协同效应,提高企业的获利能力;反之,若并购获取的是劣质资产或亏损业务,则会降低企业的获利能力。

1. 支付方式—资本结构—并购绩效

并购作为企业超常规的扩张方式,一旦实施往往会给收购方带来资本结构较大的变动,尤其是收购方必须审慎地安排自己的财务资源以保证并购活动的成功。这时确定并购活动的资金安排及并购的支付方式就成为十分关键的问题(张秋生,2010)。由于收购方确定的资金来源可以向市场传达关于公司资产质量和盈利能力的信号,并购的支付方式往往会影响并购的筹资决策,进而影响企业的资金成本和财务风险,对企业的资本结构产生影响,进而会影响并购后的企业价值。现金支付的资金来源主要有内部留存收益、举债、发行股票筹集资金等。由于本文假设现金支付时不伴随股票增发,因此举债(借款或发行债券)是现金支付的主要资金来源,举债融资将传递利好消息。Rose(1977)研究了债务的信号传递功能。^[6]由于债务合约本身包含的强制偿付约束,高债务对公司而言就意味着高破产概率。由于破产的概率和公司的质量负相关而同负债水平正相关,所以外部投资者就可以把公司较高的负债水平视为高质量的一个信号。因此,当作为内部人的管理层对其收购的项目质量和预期收益的概率分布比外部人拥有更多的信息时,相比拥有高质量项目的公司管理层,拥有低质量项目公司的管理层一般就不愿拥有很高的负债比例。这是因为对于任何负债规模,拥有低质量项目公司的预期边际破产成本比拥有高质量项目的公司要高。因此,拥有高质量项目公司的管理层可以通过提高负债比例向市场显示其项目质量,以减少资金成本,增加公司价值。相反,拥有低质量项目公司的管理层需要顾及过高债务融资可能导致的破产成本,一般也不会模仿拥有高质量项目公司的管理层的债务融资决策行为。因此,公司的债务比例或资产负债结构是将管理层拥有的内部信息传递给市场的信号。假设资本市场是有效率的,选择并购支付方式所带来的负债比率

(财务杠杆)的变化,会及时地传递到资本市场,投资者或潜在投资者会捕捉二级市场上新的信息,并对并购双方的价值重新估值。在一般情况下,债务融资的比例上升是一个积极的信号,而债务融资的比例下降则是一个消极的信号。即通过债务融资(现金支付)的并购向市场传递积极的信号,会推动股价上涨;同时,债务融资作为比股权融资成本低的融资方式,可以降低资金成本增加公司价值。

2. 支付方式—控制权结构—并购绩效

控制权指对公司所拥有的资源的决策支配权。拥有控制权的股东(即控股股东)利益除了与其他股东按现金流权比例获取公司会计账户上的投资收益外,还包括控制权私有收益(表现为控股股东利用控制权对中小股东利益的侵占)。控股股东可以通过一定的手段使持有的现金流权远远高于其所拥有的控制权,这种偏离吸引控股股东用较少的资本来控制公司。控制权结构是指公司股东、管理层持有公司权益资本的比例结构。控制权结构表明股东、持股管理层对公司价值的分享程度,很多学者认为控制权结构直接影响公司绩效,如 Morck、Sleifer & Vishny(1988)^[7]等。不同并购支付方式下,控制权结构的变化是如何影响公司绩效的? 现金支付方式下,无论购入的标的形式是资产还是股票,由于支付对价不涉及收购方股权,因此不会对收购方并购后的控制权结构产生影响。而在股票支付方式下,收购方以回购或增发的股票作为支付对价,会改变收购方原有股东的股权比例,控制权结构变化的信息传递给市场,则会带来股票价格的波动。研究表明,以下因素可能影响股票支付(如定向增发整体上市)的财富效应,包括股权集中度的变动、第一大股东持股比例、内部人认购比例、信息不对称程度和定向增发折价比例等(章卫东,2008)^[8]。根据 Morck 等人(1988)的观点,控股股东股权集中度与定向增发的财富效应正相关;控股股东持股比例的增加使其利益与公司利益趋于一致,即产生了协同效应。

3. 支付方式—税收效应—并购绩效

相当一部分并购交易的出发点是利用并购的支付方式避税,以实现纳税协同效应。Eckbo(1989)认为并购可以更好地利用避税手段,如延迟交纳资

本利得税等；^[9]采用证券支付方式可使目标公司股东延迟纳税,对其有利;而收购公司增加了资产,扩大了折旧避税额使其获得好处。通常,并购双方通过并购交易获得的税收效应表现为以下几个方面:(1)资产增加折旧税基的抵税收益。并购交易中,使用现金购入资产,如果目标公司的资产账面价值小于其市场价值时,通过并购价值评估会提高所购资产的账面价值,购入资产带来折旧额增大,收购方可从中获得税收挡板效应。而股票支付不允许提高所购买资产的账面价值,从而使得收购方无法获得所购资产税基增大带来的税收挡板效应。(2)债务融资成本的抵税收益。对于收购公司而言,采用现金支付时,往往需要通过借款或发行债券的方式筹集现金,而债务融资的利息成本可以在税前扣除,因此,现金支付时可以获得负债融资的税收抵减效应。20世纪80年代流行的杠杆收购就是通过对资产的重新估值取得更大的折旧避税,同时较高的财务杠杆会产生更大的利息抵税额。股票支付方式下,采用股票融资的股权资本成本必须在税后列支,相对于现金支付,其融资成本不能获得税收抵减效应。(3)目标方股东资本利得税损失。在开征资本利得税的情况下,当使用现金并购时,目标公司股东必须在收到现金对价时立即支付资本利得税,这将降低目标公司股东的税后收益,因此,收购方必须提高现金收购的溢价,以弥补现金支付下对目标公司股东税收上的不利,否则,目标公司将退出交易,从而引起收购失败。而收购溢价的提高意味着收购方并购成本的增加,会相应降低收购方的公司价值。而股票支付时,目标公司股东可以避免在收购时纳税,他们需要在以后出售该股票时缴纳相应的资本利得税,纳税被延迟。纳税延迟对目标公司的股东是有利的,因此目标公司股东对权益融资的并购交易有着税收上的偏好,也更容易接受股票支付。2009年12月31日,财政部、国家税务总局和证监会联合发布《关于个人转让上市公司限售股个人所得税有关问题的通知》,对个人大小非征收资本利得税,并决定自2010年1月1日起实施,这表明资本利得税已经开始向一部分特定的投资者开征了。因此,全面分析不同支付方式带来的税收收益及其变化,研究并购支付决策对税收的影响同样具有重要意义。

4. 支付方式—市场估值—并购绩效

在信息不对称的条件下,并购支付方式的选择会向市场传输重要的信号,反映股价的误估与未来的成长机会等情况,引起市场或投资者对公司股价的重新估值,从而影响并购绩效。支付方式的信号传导作用已被多位学者证实。Eckbo、Giammarino & Heinkel(1990)采用加拿大1964-1982年间发生的182起并购交易,运用不对称信息理论对支付方式进行的研究表明:(1)收购方在交易后的真正价值能够通过交易支付时各种方式所占比例传递给目标公司。(2)宣告月份的平均超额收益,股票支付为正,混合支付交易比全部现金收购或全部股票收购的超额收益要高。(3)收购公司的超额收益由两部分构成:协同效应的重新估价影响和信息因素影响。现金支付方式并不传递任何信息,收购方任何超额收益都和协同效应重新估价影响有关。而股票支付方式所获得的超额收益是受信息因素的影响。^[10]Myers&Majluf(1984)认为在信息不对称条件下,现金支付意味着收购公司股价被市场低估了,对投资者是个好消息,有利于股票价值趋于上升;普通股支付意味着收购公司股价被高估了,对投资者是个坏消息,会使收购方股价趋于下跌。^[11]Hanson(1987)研究了支付方式选择(现金或股票)对兼并收购交易的效应,认为支付方式揭示了未来的成长机会或现金流量等情况,现金支付方式表明收购公司现有资产可以产生较大现金流量或者有能力充分利用目标公司所拥有的或由并购所形成的成长机会,是个利好消息;相反,股票支付则是一个不良的信号。支付方式的选择对收购公司的价值具有信号传递作用,会对市场价值产生影响,这些影响是并购交易本身所产生的超常收益。^[12]通过上述分析可以看出,支付方式能够向市场传递信号,且大部分研究认为现金支付传递了好的信息,而股票支付则传递了不良的信息。由此可以推断出,仅从信号传递的角度来看,收购公司采用现金支付的收益通常会高于股票支付;而目标公司采用这两种方式均会产生并购收益,但股票支付的收益会显著低于现金支付的收益。然而,在现实的并购交易中,收益的变化是多种因素共同作用的结果,除了支付方式选择的信号传递到市场引起股价重估之外,还要考虑支付方式选

择所引发的资本结构、控制权结构等因素变化的影响。

三、研究结论

本文运用信息不对称下的资本结构理论、信号理论和公司控制权等理论,分析了支付方式选择影响并购绩效的机理,阐明了支付方式如何通过改变公司的融资结构(资本结构)、控制权结构、资产结构、税收结构进而影响并购绩效的。融资决策会受到支付方式决策的影响,如果收购方通过股权融资,则收购方会向目标企业股东提出股权收购要约,同目标企业现有股东共同分担风险。控制权结构变动可能使并购企业面临控制权稀释的风险,那么使用股权融资的机会就会较小。如果股权融资会威胁大股东的控制权,那么企业会倾向于选择债务融资或内部积累融资,而避免股权融资。具体来说,支付方式选择会形成相应的交易结构和资产结构,资产结构的调整会带来公司规模扩大或者经营业务的变化,从而影响公司的获利能力或者并购绩效;而资本结构、资产结构、控制权结构、公司治理结构的变化,连同支付方式的选择会向市场传递这些因素变化的信息,从而引起二级市场对收购方公司股价的重新估值,带来公司价值的提高或降低,这就是支付方式影响并购绩效的机理。

前人的研究仅仅把支付方式看成是一个整体因素来分析对公司价值的影响,而没有分析支付方式所带来的融资结构(资本结构)、控制权结构,资产结构、税收效应等对公司价值的影响,本文不仅分析了支付方式本身对公司价值的影响,还综合考虑了支付方式确定后所引起的连锁反应,这对进一步探索并购协同效应的真正来源是具有重要意义的。另外,支付方式与并购绩效是互动的,支付方式不仅会影响并购绩效,而且人们可以通过对并购绩效的合理预期进行支付方式的选择,这对正确选择支付方式具有导向性的作用。

参考文献:

[1]张秋生.并购学[M].北京:中国经济出版社,2010:

1.

[2]Andrade, G., Mitchell M. L. and E. Stafford. New Evidence and Perspectives on Mergers [J]. Journal of Economic Perspectives, 2001, 15(2): 103 - 120.

[3]Marina Martynova, Luc Renneboog. A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand? 2008, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=880379> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.880379>.

[4]Alberta Di Giuli, Cash or Stock? The Postmerger Investment as A Key to Explain the Method of Payment in Mergers [R]. Working Paper, 2007, SSRN: <http://ssrn.com/abstract,2007-69,175,2,130>.

[5]Fangjian Fu, LemingLin, MicahS. Officer. Acquisitions Driven by Stock Overvaluation: Are They Good Deals [J]. Journal of Financial Economics 109 (2013): 24 - 39.

[6]Ross, Stephen. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach, Bell Journal of Economics 8: 23 - 40.

[7]Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1988b, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis [J]. Journal of Financial Economics 20: 293 - 315.

[8]章卫东.定向增发新股、投资者类别与公司股价短期表现的实证研究[J].管理世界,2008,(04):179-180.

[9]Eckbo, B. E. and L. Herwig. Information Disclosure, Method of Payment and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offers in France [J]. Journal of Financial Economics, 1989, 24: 363 - 404.

[10]Eckbo, B. E., Giammarino R. M. and R. L. Heinkel. Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests [J]. Review of Financial Studies, 1990, 3: 651 - 675.

[11]Myers, S. C. and N. S. Majluf. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have [J]. Journal of Financial Economics. 1984, 13(2): 184 - 221.

[12]Hansen, R. G. A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions [J]. Journal of Finance, 1987, 50: 131 - 156.

(责任编辑:周杰)