第十四讲：

企业增资、并购与重组

武汉大学本科金融工程专业2021春公司金融

授课人：刘岩

本讲内容

- 企业增资
- 企业并购
- 企业重组
- BDM第23、28章，RWJ第20、29章

企业增资的形式

- 企业经营过程中，会出于很多原因增加权益资本
  - 规模扩张，风险对冲，监管要求
- 从增资的来源看，可以分为两种：留存收益增资，外部增资
  - 又称为内源融资与外源融资
- 外部增资可进一步分为两类：原有股东增资，新股东投资
  - 这一过程中可能同时出现部分原有股东退出，新股东购买接手其股份
  - 但也有可能是原有股东全盘退出，新股东整体接手——规避监管，例如土地、矿产等资源交易的限制

上市公司再融资

- 上市公司外源融资，又称为再融资
- 中国上市公司再融资分为三类：增发股票(SEO)，配股(right offer)，非公开发行（定向增发）
  - 前两种均在股票市场公开操作，后者为非公开
  - 其中增发股票针对非特定投资者（公众投资者），配股仅针对已有股东
- 2001年之前配股是主要再融资方式，2002年之后增发及非公开发行是主要再融资方式
- 2006年《上市公司证券发行管理办法》对上市公司再融资行为进行了规定

上市公司再融资监管要求

- 增发
  - 近三年平均净资产收益率不低于6%；以扣非净利润与扣除前净利润的低者为分子进行计算
  - 除非金融企业外，最近一期不持有大额金瓯让资产、借与他人款项、委托理财等财务性投资
  - 发行价不低于公告招股说明书前二十个交易日公司股票均价
- 配股
  - 拟配售股份数不超过本次配售前股本总额的30%
  - 控股股东在股东大会召开前公开承诺认购配股股份数量
  - 采用证券法规定的代销方式发行

上市公司再融资监管要求

- 定向增发
  - 特定对象符合股东大会决议规定的条件
  - 发行对象不超过十名；发行对象为境外战略投资者的，需经国务院相关部门审批
  - 发行价不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的90%
  - 本次发行的股份自结束之日起，十二个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，三十六个月内不得转让
  - 募集资金使用符合有关规定
  - 若发行导致控制权发生变化，还需符合证监会的其他规定

企业增资相关价格的计算

- 考虑一个具体例子：一个公司有1亿股本，增发前一股10元；现在增发1亿股，增发价每股8元
- 按照公司股权价值计算，增发后每股价值为9元——总股本2亿，总价值18亿元
- 关键点：同股不同价！
  - 同一时点，不同股东的入股成本可以不同
- 在上例中，新股东以低于旧股东成本（股票估值）的价格认购股份，造成了旧股东股权稀释并承担稀释成本(dilution cost)，即10元每股降为9元每股；而新股东从旧股东的股权稀释获利，从8元每股认购价上升为9元每股的价值

增资的会计处理

- 企业增资过程中，增资金额分为两部分：股本与资本溢价
- 股本（实收资本）：一元对应一股
  - 股本总额即工商登记中的注册资本
- 资本（股本）溢价：股东实际投入资金，每股金额中扣除面值（一股一元）的部分
  - 资本溢价计入企业所有者权益资本公积科目
- 当企业进行增资时，增资价格等于股本与资本公积合计增加值除以股本增加值

企业并购的基本形式

- 企业并购（Merger & Acquisition，简称MA）有多种分类方式
  - 并购企业（主并企业、收购方，acquirer）并购目标企业（目标企业、被兼并方，target）
- 按并购后企业组织形式分：吸收合并(merger)，新设合并(consolidation)
  - 前者保留兼并企业的法人地位，而后者则是设立新的企业法人，例如南车、北车合并为中车即为新设合并
- 按并购的实现形式分：收购股票，收购资产
  - 收购股票又可以分为向目标企业管理层发出收购要约，或直接向目标企业股东发出收购要约（tender offer，要约收购）

企业并购的基本形式

- 按照业务条线组合进行分类
  - 横向并购：并购企业与被并购企业属于同一行业，同产业链位置，具有相似业务
  - 纵向并购：并购企业与被并购企业有产业链上下游关系，但会跨行业（细分行业）
  - 混合并购：双方业务不相关，一般是主并企业寻求业务多元化，并购其他行业企业

企业并购的动机：协同效应

- 企业并购的经济动机可以归结为利用企业间的协同效应(synergy)，创造增量价值
- 企业A与B并购后的合并价值为V_{AB}，各自独立的价值为V_A与V_B，则协同效应可表示为

$$V_S = V_{AB} - V_A - V_B$$

- 协同效应价值的基础是增量现金流，进一步可拆分为四部分

$$\Delta CF = \Delta\text{收入} + \Delta\text{成本} - \Delta\text{税负} - \Delta\text{资本投入}$$

- 并购还可以有很多的非经济动机：如建立企业帝国，为管理层带来在职消费收益

协同效应的来源：收入上升

- 并购后，企业收入可能会上升，增长空间也可能更大
- 营销利得
  - 更好的分销网络，更平衡的产品结构，更好的广告投入转化
- 战略收益
  - 核心在于创造更多的增长机会，比如金融机构收购科技公司，实现金融科技业务的突破
- 市场和垄断势力
  - 兼并可直接减少竞争，提高产品价格和垄断利润；但也因此会收到严格的反垄断监管，例如滴滴并购优步（中国）

协同效应的来源：成本削减

- 规模经济
  - 更大的规模有可能削减单位成本，包括可变成本和固定成本两部分；横向并购均更可能有此效应
- 纵向一体化的经济效应
  - 更好的供应链和下游市场，节约交易成本
- 技术转让
  - 半导体、通讯行业并购，英伟达并购芯片设计公司ARM
- 资源互补
- 淘汰无效管理层
  - 公司控制市场(market of corporate control)

协同效应的来源：税收与资本投入

- 税收利得
  - 经营净损失：并购一个亏损企业，则可以大幅节约所得税
  - 举债能力：充分利用举债空间，提高税盾价值；风险分担，提高举债能力
  - 利用剩余资金：目标公司股东获得非股利现金回报，节约股利所得税
- 资本投入
  - 并购后，固定资本和营运资本投资都有可能得到缩减
- 两个伪装的并购理由
  - 收益增长，多元化
  - 做大未必做强

并购方式：现金购买与股票互换

- 现金购买，股票互换(stock swap)
  - 两种情况下，均会对目标公司支付一个溢价，其根源是并购所实现的协同效应价值
- 现金购买：主并公司用现金进行收购
- 股票互换：主并公司用自己的股票换取目标公司股票
  - 假设并购方独立价值为A，目标公司独立价值为T，协同价值为S，并购前股份数量为N_A, N_T，价格为P_A, P_T；收购方增发股份ΔN用于股票互换，则该投资为正NPV项目的条件为

$$\frac{A+T+S}{N_A+\Delta N} > \frac{A}{N_A} \Rightarrow \text{换股比率} = \frac{\Delta N}{N_T} < \frac{T+S}{A}\frac{N_A}{N_T} = \frac{P_T}{P_A}\left(1-\frac{S}{T}\right)$$

敌意并购与防御策略

- 并购方可能绕过目标公司管理层、董事会，直接收购其股票，例如要约收购；此种情况通常称为敌意并购(hostile takeover)
  - “敌意”是从目标公司管理层角度看，如前海系对万科的并购事件中，从万科管理层角度出发，视其为敌意
- 防御策略：防止称为目标公司
  - 公司章程：分类董事会（如每年仅改选1/3董事），绝对多数表决条款
  - 金色降落伞：为卸任高管提供一大笔补偿
  - 毒丸计划：允许收购方之外的股东，以低价购买公司增发的新股，从而极大稀释收购方股权

敌意并购与防御策略

- 防御策略：成为目标公司后，防止被接管
  - 绿票欺诈(greenmail)：目标公司溢价收购并购方已经持有的股份，并签署协议停止并购
  - 白衣骑士(white knight)与白衣护卫(white squire)：前者指目标公司寻找另一个可以合作的投资者收购自己，以组织被敌意并购者收购；后者指当出现敌意收购者时，公司将大量股份出售给友好第三方，以支持目前的管理层，同时白衣护卫不能随意再次出售所持股份
  - 资本结构调整：资本杠杆化，大幅发债，用于发放股利或回购股票，拉高股价
  - 排他式自我收购：高价向非敌意并购方股东要约收购股票
  - 资产重组：将敌意并购者的目标资产重组出售

平安集团并购深发展银行

- 中国平安集团在2010年9 月~2012年2月对深发展银行实施了非同一控制下的收购和深度整合
- 收购的方式是以旗下非上市子公司平安银行+现金置换深发展定向增发的股票，最终平安银行被深发展吸收合并，中国平安控股深发展银行，并将其更名为平安银行
- 并购前的平安银行为地方城商行，而深发展银行为12家全国性股份制商业银行之一
  - 深发展1987年成立，1991年上市，股票代码000001

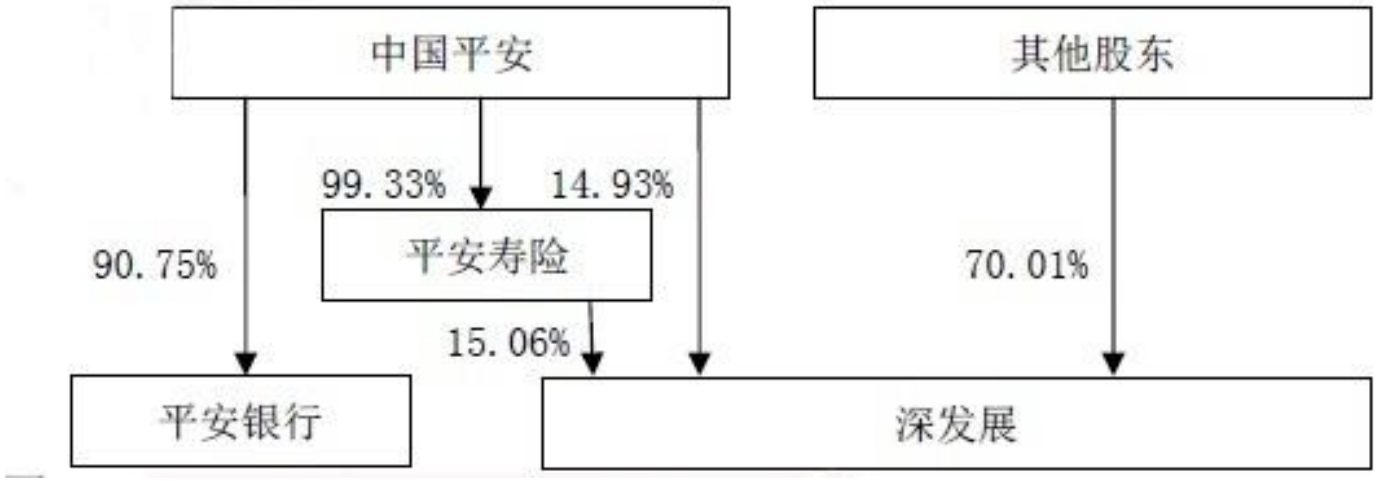
并购前平安银行历史沿革

- 最初由平安信托联合汇丰出资在上海设立平安银行，分别占股73%与27%
- 平安保险集团入股深圳城市商业银行，持股占比90%，并于2007年吸收合并平安银行（上海），同时更名为深圳平安银行
- 2009年深圳平安再度更名为平安银行，但仍为城商行

平安集团并购深发展：第一阶段

- 2010年5月中国平安向深发展第一大股东NEWBRIDGE ASIA AIV III, L.P.定向发行299,088,758股H股作为对价，受让其持有的深发展520,414,439股股份
- 2010年6月平安寿险认购了深发展非公开发行的379,580,000股股份，至此中国平安及平安寿险合计持有深发展1,045,322,687股股份，约占深发展总股本的29.99%，成为深发展第一大股东
- 同时中国平安集团持有平安银行总股本的90.75%，是平安银行的控股股东

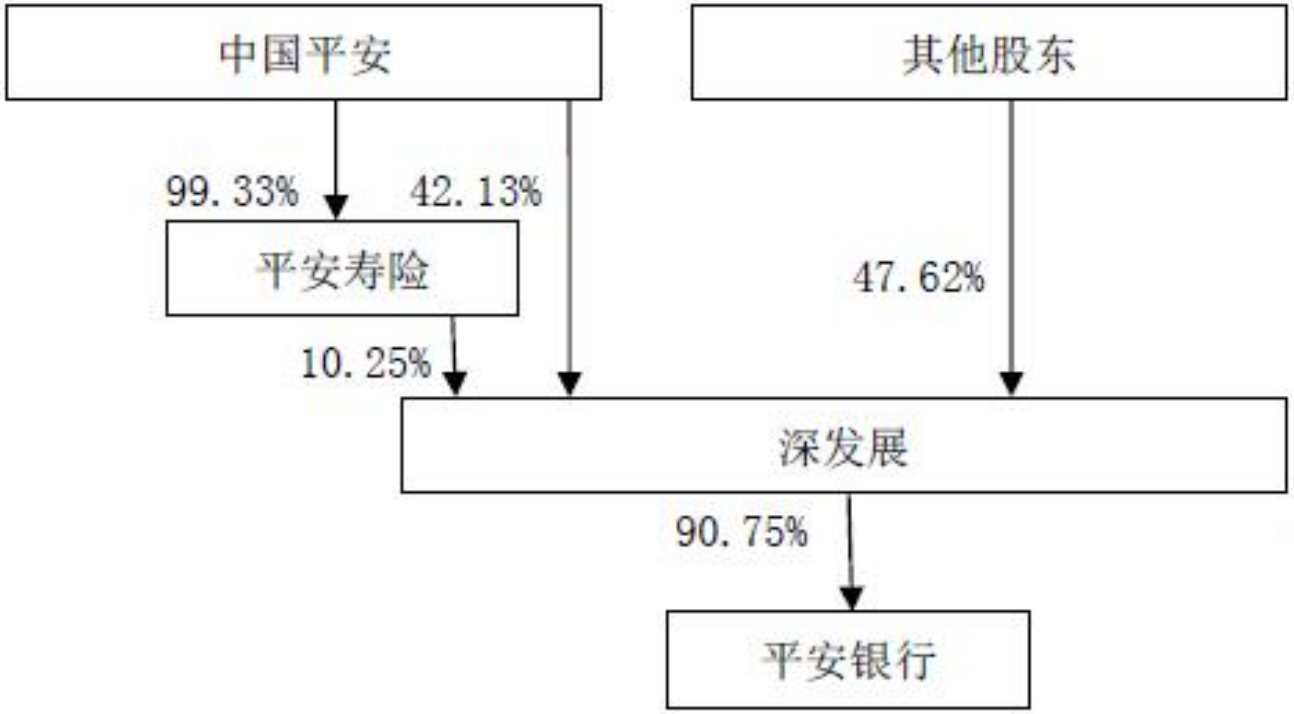
平安集团并购深发展：第一阶段



平安集团并购深发展：第二阶段

- 2011年7月18日，中国平安以其持有的平安银行7,825,181,106股股份及2,690,052,300元现金认购了深发展的1,638,336,654股股份，认购价格为17.75元/股。交易完成后，中国平安持有深发展约52.38%的股份，成为深发展的控股股东

平安集团并购深发展：第二阶段



平安集团并购深发展：第三阶段

- 深发展2012年2月9日召开的2012年第一次临时股东大会，以及平安银行于同一日召开的2012年第一次临时股东大会，分别审议通过了深发展吸收合并平安银行的方案的议案以及深发展与平安银行签署吸收合并协议的议案
- 2012年4月24日银监会批准此次吸收合并；2012年6月12日平安银行依法注销工商登记
- 20212年7月，银监会批复同意深发展更名为平安银行

公司的其他重组形式

- 管理层收购(management buyout)并退市
  - 一般形式：通过杠杆收购(leverage buyout)，举债融资，收购流通股，完成私有化，并退市
  - 通常会对公司进行重大业务、结构调整，实现价值增值，并可能进行二次上市(SIPO)
- 公司分立：主要动因包括提高效率、战略调整、突出特色、法规监管
  - 股权分割(spin-off)：拆分为若干个独立法人实体，如华为分拆荣耀
  - 部门出售：出售若干业务部门给其他企业，例如万达出售酒店物业给融创
  - 持股分离(equity carve-out)：分拆独立法人，但有股权联系