

杠杆收购原理及其应用

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

【摘要】 本文简要介绍了杠杆收购融资在美国的发展历程,分析了杠杆收购的特点及实施杠杆收购融资企业应具备的条件,并针对我国企业并购中极少使用杠杆收购的现状指出了实施杠杆收购存在的障碍,提出了相关建议。

【关键词】 杠杆收购 抵押 管理层收购

一、杠杆收购融资在美国的发展

杠杆收购源于美国,它是指在发达的资本市场上,一批投资者通过投入少量的自有资金和大量举债来收购目标企业的一种金融工具。它的本质是举债收购,这些债务以目标公司的资产和经营收益作担保,待收购完成后,再以企业的未来现金流入来偿还。

杠杆收购是20世纪80年代美国投资银行业最引人注目的发明。当时美国的许多企业匆匆扩张,收购本行业及行业外的公司以形成跨行业的综合性大公司。然而,大规模的盲目并购非但没有形成协同效应,反而使企业机构臃肿,造成了营运和管理不经济。为了摆脱困境,提高资本收益率,许多公司不得不低价出售公司下属的非主管部门和子公司,这就为杠杆收购提供了大量机会。经济评论家认为,杠杆收购把企业界和金融界带入了“核金融”时代,直接引发了20世纪80年代中后期的第四次并购浪潮。

自杠杆收购产生以来,金融界对其进行了不断的改革和创新,产生了管理层收购、员工持股计划等多种新的形式。1988年杠杆收购在美国的发展达到了顶峰。20世纪90年代,随着垃圾债券市场的萎缩以及80年代几宗大交易的失败,杠杆收购的步伐有所放慢。

二、杠杆收购融资的特点

1. 杠杆收购有广泛的资金来源。杠杆收购中的杠杆是指企业的融资杠杆,反映的是企业股本与负债的比率,发生杠杆作用的支点是企业融资时预付给贷款方的利息。杠杆收购的融资顺序依次为:①优先债券,约占收购资产的60%,是由银行提供的以企业资产为抵押的贷款;②居次债券,约占收购资金的30%,包括次级债券、可转换公司债券和优先股股票;③普通股股票,是购并者以自有资金对目标企业的投入,约占收购资金的10%。这种融资结构产生的结果是:企业负债率大幅度上升;如果企业盈利增加,那么每股收益会大幅度上升,因为每单位利润所支付的利息是固定的。之所以如此安排,是因为购并者不希望让他人过多地分享并购后产生的利润。

2. 杠杆收购的风险性较高。杠杆收购不同于以收购方自身的资产或收入作为担保取得资金的传统收购方式,其风险

较高。在实际操作中,一般是由购并企业先成立一家专门用于收购的组织,即特殊目的机构(SPV),再由投资银行等向购并企业提供一笔“过渡性贷款”用于购买目标企业股权,取得成功以后,以这家SPV的名义举债和发行债券,然后依照《公司法》使SPV与目标公司合并,将SPV因购并产生的负债转移到目标公司,再通过经营目标公司偿债、获利。由此而发行的债券由于企业负债率较高以及以未来收入(或资产)作担保,因而信用等级不高,被称为垃圾债券。

3. 在杠杆收购融资方式中,投资银行等中介机构起着不可或缺的作用。杠杆收购通常是由投资银行安排自有资金作为过渡性贷款,再由投资银行为收购方设计和承销具有高风险性质的垃圾债券作为偿还过渡性贷款的来源,因此过渡性贷款安排和垃圾债券发行成为杠杆收购的关键。由于杠杆收购所需的资金绝大部分来源于外部融资,并且风险较高,一般的商业银行往往不愿涉足,只有投资银行愿意承担较高的风险,以求获取丰厚回报,并且垃圾债券的发行也只能由投资银行进行操作。因此,有人将杠杆收购归纳为投资银行和购并企业的合作博弈,双方都从中获得了巨额交易合作剩余。

4. 杠杆收购需要以发达的资本市场为运作基础。首先,应当允许企业利用这些金融工具在资本市场上进行融资,有相应的市场环境和制度安排;其次,投资者也需要通过资本市场来分散风险。更为重要的是,资本市场中要有进行杠杆收购的大环境,形成对杠杆收购的信任预期。

三、实施杠杆收购融资企业应具备的条件

从国外成功实施杠杆收购的企业来看,通过杠杆收购进行重组的企业因为重组后会面临强大的偿债压力,因此适合杠杆收购的企业一般需要满足以下条件:①精确的现金流预测,如果不能准确预测企业未来支付债务本息的能力,就无法保证杠杆收购获得成功。②良好的经营前景与升值空间。杠杆收购的主要动机是财务回报,越是价值被低估的企业,越适合成为杠杆收购的目标。另外,因经营不善而亏损的企业经重组后,其业绩改善的空间很大,也可作为杠杆收购的目标企业。③收购者具有丰富的管理经验和良好的信誉。贷款方对于收购者的管理能力和信誉的要求往往比较苛刻,因为只有管理

人员尽心尽力、诚实守信,才能保证本金和利息的如期偿还。④管理层有一个可行的企业经营计划。这既是企业将来有能力偿还债务的前提,也是企业实现价值增值的必要条件。⑤收购前的负债率特别是长期负债率较低。如果目标企业在收购前的负债低于可抵押资产的价值,那么收购方就可以通过举债来筹集收购资金。⑥非核心资产易于变卖。如果目标企业拥有较易出售的非核心部门或资产,那么在必要时可以通过出售这样的部门或资产,迅速地获得偿债资金以支付一部分借款。⑦业务受经济周期波动的影响小。这样,企业的经营状况与现金流会相对较稳定,还债的可能性更大。⑧企业有足够适宜作为贷款抵押物的资产。

四、制约我国上市公司杠杆收购运用的因素

杠杆收购是一种比较好的公司并购方式。在当前我国资本市场迅速发展、企业并购此起彼伏的形势下,杠杆收购仍然未能被普遍接受和广泛应用,因此有必要对该问题产生的原因加以分析。

1. 我国企业并不普遍具备成为目标企业所要求的条件。如杠杆收购要求的低负债率,在我国多数适宜进行杠杆收购的行业中并不存在,高负债率是我国企业普遍存在的问题,不少企业的负债率已超过100%,不具有再融资能力。另外,由于杠杆收购主要是运用财务杠杆加大负债比例,使收购方以较少的股本投入(一般约占10%)融得数倍资金,从而对目标企业进行收购或重组,这很容易被认为是“空手套白狼”。这一思想观念上的禁锢在一定程度上制约了杠杆收购的发展。

2. 资本市场不发达。我国企业兼并所利用的资金主要来源于企业留存收益、企业节余的折旧基金、计划内用于投资的银行贷款、企业通过发行股票和债券筹集到的资金。显然,上述资金都很难用于杠杆收购,通过发行垃圾债券筹资在我国基本上没有可行性。另外,我国对金融机构资金进入股市有极为严格的限制,这些都在客观上削弱了杠杆收购中购并方的力量。

3. 法律法规存在限制。杠杆收购同我国一些现有法律规定相抵触。如《公司法》规定,公司向其他公司投资,除投资公司和控股公司外,累计投资额不得超过本公司净资产额的50%。而SPV将其全部注册资本投资于目标企业,并且高负债率也使企业内部基本上不存在净资产,这明显与《公司法》的规定相违背。

4. 投资退出机制不完善,制约了风险资本的介入。风险资本一般是由专业的基金管理公司管理,但由于我国关于产业投资基金的设立、运作和监管的立法仍为空白,因此目前参与境内产业投资的风险资本大多以外资形式存在。投资退出的最佳途径莫过于实现被投资主体上市,再通过二级市场套现。但目前对于我国的外商投资企业而言,无论发行A股上市还是实施境外上市,都将遭遇“灰色地带”。这种两难的境地最终制约了风险资本对杠杆收购发展的推动作用。

五、发展我国上市公司杠杆收购融资的相关建议

杠杆收购在国外已被证明是一种行之有效的融资工具,在我国同样有广泛的适用范围,但我们不能完全照搬发达国

家的杠杆收购模式。除了期待市场发展能够带来融资方式多样化及融资环境的改善之外,当务之急是在现有法律框架下对引进的融资方式加以本土化处理,解决并购中的融资问题。

1. 修订与杠杆收购相关的法律法规。对《公司法》进行相应的修订,适当放宽公司尤其是投资公司对外投资的比例限制,使收购方能以购买股权的方式进行杠杆收购,以推动杠杆收购融资的发展。针对收购方融资难和债券发行门槛较高的问题,一方面应当为投资银行开辟新的融资渠道,在加强投资银行资本实力、提高其自身融资能力的前提下,为收购方提供过桥贷款;另一方面,可以对现行《公司法》进行修订,适当放宽企业发行债券的条件,降低其发行债券的门槛。这既有利于收购方采用“反向杠杆收购”的手段,以减少其利息支出,又便于将商业、投资银行为收购方提供的过桥贷款转换成长期债券,从而使银行能顺利套现,获得收益。

2. 利用信托破解杠杆收购的融资瓶颈。具体的信托持股方案为:公司管理层与信托公司共同制定一个杠杆收购的信托计划;由信托公司和管理层利用信托计划向商业银行或其他投资者进行贷款融资,原来的战略伙伴关系完全转变为借贷关系,并通过信托公司的中介作用为贷款提供保证;公司管理层与信托公司共同签订正式的信托合同;信托公司利用融入的资金以自己的名义购买目标公司的股权,进而完成管理层收购。管理层持有的股份可以根据信托合同中所约定的权限由信托公司持有、管理、运用和处置;管理层按照信托计划将股权作为偿还本息的质押物,并通过信托公司用持股分红所得现金逐年偿还贷款;管理层将股权转让变现或贷款归还完毕后,信托公司将现金或股权归还给信托合同指定的受益人。

3. 拓宽并规范杠杆收购融资渠道,加强对杠杆收购的监管力度。从西方发达国家成功实施杠杆收购的经验可以看出,发达的资本市场和金融体制为杠杆收购提供了宽松、优越的融资环境。而我国法律和金融制度规定过严、资本市场结构不合理、融资渠道不畅等问题一直存在,因此拓宽并规范杠杆收购融资渠道是国有企业成功实施杠杆收购的必由之路。应加紧修订有关法律法规,适当放宽金融管制,大力发展多层次的资本市场,并鼓励在融资工具和金融组织上进行金融创新。

由于杠杆收购的收购主体有可能发生道德风险问题,因此我们应借鉴西方发达国家公开、透明的收购方式,建立强有力的内外部监管体系。在外部,重点对用于杠杆收购的资金来源和偿还方式等方面信息披露进行监督,以及对杠杆收购操作过程中聘请的财务顾问和律师事务所进行监督;在内部,重点完善内部监管制度,收购主体完成对国有企业的杠杆收购进入后续阶段后,应该对整合的方式、效果进行监督,及时发现问题,以尽量减少国有资产的流失。

主要参考文献

1. 王旭国.论上市公司并购手段的单一性对并购的制约.金融理论与实践,2004;12
2. 闫小雷等.杠杆收购在我国的发展现状和成因以及对策.金融时报,2007-05-21