

# 并购贷款：迈向杠杆融资大市场的一小步

并购贷款的推出,可被视为中国建设杠杆融资市场的一个初步尝试。随着中国并购市场的不断发展,我国亟须进一步拓宽融资渠道,立足杠杆融资大市场建设,推动我国企业的战略性并购。

在建设杠杆融资市场方面,我们应摆脱间接融资的发展思路,广开渠道,逐渐解除各种政策壁垒、融资额度、融资利率等多种约束,允许各种资金进入并购融资领域,并加强信贷市场、股票市场、债券市场、票据市场等金融市场对杠杆融资领域的支持。

◎史晨昱

杠杆融资市场在欧美历经三十年变迁,催生出一波又一波螺旋上升的并购浪潮,对西方实体经济增长功不可没。长期以来,我国杠杆融资市场缺失,制约了国内并购市场向纵深发展。随着并购贷款的新鲜出炉,对国内并购融资市场而言是破冰之举。其实,并购贷款只是杠杆融资中的一个组成部分,我们还应立足长远,致力于更广阔的市场建设。

## 国际杠杆融资市场发展日臻完善

近年来,国际杠杆融资市场快速发展,并形成了较为成熟的商业运作模式。商业银行、投资银行、私募股权基金(PE)等金融机构通过抵押借款、机构借款和发行高利率债券等形式为收购交易和其它重要业务活动提供融资,由被收购公司的资产和未来现金流量及收益作担保并用来还本付息。

在操作过程中,过桥贷款机制扮演着举足轻重的地位。因为,当收购者选定收购目标后,为避免其他公司加入竞争行列,必须在很短时间内完成股权收购程序。商业银行等金融机构给予融资收购方的短期性资金融通,以供买方向目标公司股东支付收购价款。

与传统的融资方式不同,杠杆融资具有以下五大特点:

1、高杠杆性。收购公司用于收购的自有资金只占收购总价的很小部分,通常在10%左右,其余大部分通过从银行

和其他金融机构筹措。

2、一般没有追索权。主要通过收购公司收购其他公司后日常运营的现金收入,或通过出售资产获取的现金流来偿还。

3、期限长。因为收购公司通常都是那些资本密集型或处于业务拓展上升期的企业,他们在日常运营活动中需要大量的现金流予以支撑,短期内通常难以产生明显的经济效益。所以,杠杆融资的偿还期限要长于普通银行贷款的期限,通常还附带递延的本金摊销等内容,这些都是出于为借款人考虑而设计的优惠方案。

4、风险大。收购公司通常自有资本较少,同时由于业务发展的需要,现金紧缺,相形之下,其债务水平显得特别高。这种高负债的资产结构蕴藏相当大的风险,一旦市场环境发生逆转,它们将面临生存危机。

5、收益高。相对普通银行贷款,杠杆融资定价比较高,通常比伦敦银行同业拆借率(LIBOR)高出125-150基点左右。

与上述特点相呼应,杠杆融资市场呈现以下发展趋势:

一是资金来源多样化。投资银行、共同基金、退休基金、保险公司等机构投资者逐步取代商业银行的主导地位,资金来源日益扩大:(1)债券。用于并购而发行的债券潜在的风险非常大,因而其利率也比较高。(2)票据。指向较大的企业或机构出售的商业票据,其在周转信贷融资过程中发挥关键作用。(3)金融机构贷款。分为第一顺位债务融资(Senior Debt)和第二顺位债务融资(Sub-

ordinated Debt)。前者是指对于债务人拥有第一求偿顺位的债务,其背后通常由公司的有形资产作为担保。后者的求偿顺位次于前者,且债务到期期限通常较长,多半可长达10-15年之久。由于次顺位债务不具备十足担保,因此企业必须给予融资者其它权力或以较高的报酬率补偿融资者承担的风险。次顺位债务通常同时具有“融资金”和“权益资金”的双重特性,又被称为夹层融资(Mezzanine Financing)。(4) 融资产收基金:为分散相关风险,融资产收基金应运而生。其性质类似股票型共同基金,基金经理人将所募集基金投入各融资收购项目的融资。(5) PE公司:其特点为:高风险与高报酬;主动参与公司经营发展;专业性长期投资。

二是二级市场交易增强贷款流动性。美国市场将原有贷款进行一定重组,有效改进结构,降低风险后,再向投资者出售抵押贷款债券CLO。而在欧洲,由于债券市场起步较晚,还无法满足杠杆融资的需要,同时由于收购交易金额越来越大,处于分散风险的考虑,融资通常以银团贷款的形式完成。

## 国内杠杆融资市场发展滞后, 外资并购在中国长驱直入

在2009年并购贷款开闸之前,中国金融环境对并购市场的支持力度并不充分甚至缺失。《贷款通则》彻底堵死了商业银行提供并购贷款的路径。在并购交易中采用发债(不含可转债)形式融资也属无从。同样,在股票市场上,上市公司或非上市公司通过资本市场进行并购重组的渠道也不顺畅。

金融压抑导致国内并购市场主要以政府驱动型的行政划拨和协议转让交易以及外资收购中国目标资产为主,市场化交易比重很低。特别是近年来,以并购国内行业龙头为目标、以控制某一行业为目的的外资并购是引人瞩目的。

外国并购资本大多借道外商直接投资(FDI)进入中国。在2003年以前,并购在FDI中所占比例很小,FDI大多流向新建投资。2004年以后,在落实

WTO“市场准入”和加快国企改革的大背景下,外资并购激增。2004年和2005年所占比例分别增长到11.16%和13.68%,达到67.7亿美元和82.5亿美元。

2006年底,随着中国全面加入WTO,以及各个行业的外资准入政策限制被逐步取消,具有庞大的消费市场和相对弱小的产业体系,外资加快了并购国内相关产业的步伐。2007年,外资在中国并购流量达到150.3亿美元左右。

目前世界经济深陷危机,美国等发达国家经济出现衰退,跨国公司的全球化经营面临了10年来最严峻的挑战。但伴随着中国经济转型、产业结构优化和扩需政策扶持下新兴消费需求热点的出现,预期外资并购在中国仍将提速。

得益于海外杠杆融资市场的强大支撑,国际巨头“挟资本以令中国企业”。虽然不可否认国外公司会给国内企业带来先进的管理理念,可是境外的便利融资杠杆,明显让国内同样出色但资金悬殊的企业处于不公平的竞争地位。一方面,被并购企业在外资并购攻势面前,几无抵抗之力;另一方面,缺乏并购融资渠道,再好的项目,也只能拱手相让。

2007年以来,国际PE基金在国际杠杆融资市场中最为活跃,正逐渐成为国内外资并购的主要力量。外资巨头在中国畅通无阻的“圈地运动”,已引发国内群体性忧虑。国内研究多倾向于出台相关政策法规对其设限。其实,落后的金融体制所造成的经济损害要比外资并购大得多。我们应该更好地研究如何武装我们的企业,以应对外资并购浪潮的挑战。

## 以并购贷款为起点,构建国内杠杆融资大市场

经过30年持续快速的经济发展与市场化体制转型,目前中国已具备了做大做强国内并购市场的一些条件:

首先,中国已渡过了储蓄缺口和外汇短缺阶段,国内资本供应能力增强。其次,随着国际形势急转直下,经济膨胀与企业扩张所造就的浮肿状况,中国清洗或消肿的产业整合需求也日趋强

烈。最后,为企业尝试跨国并购提供了演练与积累经验的机会。在尝试借助跨国并购“走出去”之前,先行通过国内并购,积累实施并购以及整合并购企业的经验。

随着并购市场和并购方式的不断发展,我国亟须进一步拓宽融资渠道,立足杠杆融资大市场建设,推动我国企业的战略性并购。

并购贷款的推出,可被视为杠杆融资市场建设的初步尝试。但建设杠杆融资市场,应摆脱间接融资的发展思路。

间接并购融资方式的主要难点在于:一是目前国内银行的业务能力还没有专业化到统一安排企业债务成本以及并购完成后对企业运作实施有效的参与、监督与驾驭,从而难以控制信贷风险;二是由于在征信、立法、司法等中介环境或基础设施,以及多渠道的并购融资措施等方面存在的不足,会使商业银行对于并购活动的融资支持趋于保守;三是因涉及面广操作性差,可能仅能让大型国有企业并购受益。

因此,下一阶段我们应广开渠道,逐步解除各种政策壁垒,允许各种资金进入并购融资领域。不仅银行资金可以用于并购融资,在提高监控水平的前提下,还可以允许证券公司、社会保险资金、商业保险资金、企业盈余资金等全方位进入杠杆融资领域。此外,对银行而言,也不应局限于单纯的并购贷款,要从前期的财务顾问到后期的融资,进行一站式服务,还可与信贷资产证券化实践结合起来,完善风险分担机制。

除了信贷市场以外,股票市场、债券市场对杠杆融资领域的金融抑制仍未缓解。在当前股票市场融资功能丧失环境下,以机构投资者为主导的债券市场,并购融资可以先行突破。目前债券市场发债主体多是一些关系国计民生的大企业和基础产业,募集资金主要用于支持能源、交通、通信、重要原材料等瓶颈产业的发展。

迄今为止,企业并购利用债券和票据融资均是空白。继并购贷款之后,我们应解除政策、额度、利率等多种约束,跟进推出并购票据、并购债券等产品。

(作者系经济学博士,工行投行研究中心高级研究员)

# 企业应对金融危机之道：资源整合与现金为王

◎杨青峰

由美国次贷危机引发的金融危机席卷全球,对实体经济的影响也迅速扩散和蔓延。随着国际金融危机日益深化,摆在中国企业面前的一个异常严峻的课题,如何苦练内功,提高企业竞争力,顺利度过这个越来越冷的“经济寒冬”,这个问题值得我们深入思考。

## 整合资源, 培育企业核心竞争力

在当前国际金融危机日益深化背景下,中国企业如何通过资源整合提升自己的核心竞争力,这是一个值得关注的企业发展问题。

在战略思维的层面上,资源整合是指企业通过组织和协调,把内部彼此相关但却彼此分离的职能,把企业外部既参与共同的经济活动又拥有独立经济利益的关联方整合成一个完整的价格系统。资源整合的目的是实现企业资源的优化配置,取得1+1>2的效果。按照这一概念,企业资源整合可以划分为对内部资源的整合和对外部资源的整合。

根据迈克尔·波特的“价值链”理论,企业内部的管理、设计、生产、销售等一系列创造价值的活动通过某种机制的连接而形成企业价值链。企业通过“组织与协调”活动使企业内部各个环节紧密相扣,配置在各环节之上的资源比例关系合理,而且促进各环节之间资源的流动顺畅有序,进而形成一个有效的企业价值链。这一“组织协调”的过程就称之为企业内部资源整合。

企业的外部资源整合指的是不局限于企业内部,而将企业价值链根据企业与相应供应方和需求方的关系,分别向前、向后延伸形成产业价值链,将产业链上的供应商等相关企业、单位作为管理对象,纳入企业的业务体系中。企业的竞争优势,来自于通过对内外部资源的整合形成有效的企业价值链和产业价值链。这就从根本上“颠覆”了资源禀赋比较优势理论对于企业竞争优势的理解,该理论所引申出的企业竞争力理论就是:一个企业的市场竞争力取决于该企业所拥有的相对于其他企业的资源整合优势。

纵观我国改革开放以来外资企业的发展历程,由于我国拥有丰富的自然资源和劳动力禀赋优势,促使我国对外加工出口企业近几年来发展迅速,但由

在国际金融危机日益深化背景下,中国企业应当“苦练内功”,通过整合资源和实现资源向优势环节集中,提升企业的核心竞争力;通过实施稳健的财务管理,以现金为王,全方位加强企业自身的现金流控制。只有这样,中国企业才能顺利度过这个“经济寒冬”。

于缺乏对企业内外部资源的有效整合,大多数企业始终处于供应价值链末端,核心竞争力不足,大量外贸加工企业未能抵御住经济危机的冲击而纷纷破产倒闭。但是,一些企业通过内部资源的整合及企业产业链的整合,形成了在某一产业和业务方面的核心竞争优势,虽经历危机的冲击但依然能茁壮成长。中粮集团始于2004年的组织结构调整,实施“对外有限扩张,对内积极整合”的策略,对旗下企业进行整合,就是一个典型案例。在组织结构调整后,中粮集团将集团内分散在上百家子公司的资源集中到粮油贸易、食品加工、房地产与酒店、金融服务等四大经营领域,实现了资源的优化配置,也极大地提升了企业的核心竞争力,企业盈利能力和销售能力不断提高。在世界500强的排名中,中粮集团节节攀升,目前已升至第398位。这说明,整合企业内外部资源可以创造新的市场竞争力和企业能力,这一能力也是企业参与竞争、实现可持续发展最重要的能力。在经济危机时期,资源整合更是在“狂风暴雨”中为企业“保驾护航”的坚实利器。

在国际金融危机下,中国企业面临的又一个突出问题是,企业如何通过资源整合,实现资源向优势环节集中。因为,如果资源过于分散会加大企业经营风险,由于缺乏资源支持,优势的职能、业务、产业发展会受到抑制。对此,企业务必要做好战略发展规划,在认真调研和分析内外部资源配置现状的基础上,积极推进企业的资源整合,做到“有进有退,优胜劣汰”,将资源向具有竞争优势的主业领域集聚,向优势职能部门和子企业集聚,向具有发展潜力的行业、产业集聚,做强做大优势业务,产业,形成企业的核心竞争优势。同时,及时退出、清理不符合企业发展战略、缺乏竞争力的业务和子企业,退出非主业、低收益、缺乏增长潜力的产业投资。

确实,国际金融危机带来了经营困难,国内外很多企业纷纷加快了资源整合和实现资源向优势环节集中的步伐。例如,国内家电巨头TCL集团之前收购汤姆逊(Thomson)的多媒体业务及阿尔卡特(Alcatel)的手机业务,但由于

企业资源整合能力有限,以及欧洲市场的拖累,收购之后一度出现巨额亏损,并波及其它业务,企业面临巨大的经营风险。在当前金融危机环境下,TCL集团积极吸取“前车之鉴”,重新统一规划了业务布局,进行了产业结构调整。该公司近期将旗下DE两大子公司--TCL国际电工和TCL楼宇科技100%的股权转让给法国罗格朗公司,所获的资金将集中用于多媒体和通讯等主业。

## 现金为王: 企业必须实施稳健的财务策略

现金流是企业生存发展最基本的保障,“现金就是生命”,这不仅是华尔街的铁律,更是所有企业在经营管理中所必须秉承的永恒不变的真理。

在当前我国企业战略转型重组的第三次浪潮中,很多大企业通过横向兼并,推进多元化发展,以图占领更多的市场份额,在更广阔的领域内促进企业的规模扩大和效益提升。但是,通过并购实现企业的多元化发展绝非易事,一些大型企业不顾自身实力,一味追求规模扩大而陷入了“资金陷阱”。随着当前金融危机的不断深化,货币市场上银行信贷紧缩,企业融资变得更加困难,大量企业特别是实施大规模并购的企业出现了前所未有的资金困难,现金流一度更加紧张。这场金融危机,让很多企业更加深刻地理解了现金对于企业生存的意义。

首先,我们一定要对当前的融资环境有一个客观、全面的判断。从目前看,直接融资变得更为困难已成定局,而银行的间接融资仍是我国企业首选和最主要的融资渠道。

为应对全球金融危机,从去年四季度开始,我国货币政策作出了重大调整,从“从紧”转为“适度宽松”,结果到今年一月份,全国新增信贷1.62万亿元,单月增幅创历史之最。但据有关部门调查,新增部分主要是中长期信贷和票据融资。前者与国家拉动内需的投资项目有密切联系,主要投向了“铁公基”(即铁路、公路和基础设施建设);后者主要投向了市场稳定增长、短期偿债能

力强的少部分企业和其他机构,也往往和拉动内需的项目有关。

但是,银行对外向型企业的贷款支持变得越来越谨慎,因为国际金融危机导致我国外向型企业所依赖的外部需求市场大幅萎缩,并引发这些企业的资金困难,注重风险管理的银行是不会“雪中送炭”的。这一点我们必须要有清醒的认识。尽管银行信贷量猛增,但不是出现“普降甘霖”,特别是财务指标处于下行趋势中的外向型企业,更应该及时引导资金紧缺的局面短期内难以改变。

其次,在上述认识的基础上,企业在面对国际金融危机日益深化的背景下应不遗余力地苦练内功,全方位加强自身现金流的控制,实施稳健的财务管理。

一方面,稳步发展优良业务和主营业务,以获得稳定的现金收入,并使企业保有一定比例的现金资产。如果没有稳定的现金收入,现金流管理和企业战略的实施将无从谈起。

其实,稳定的收入取得是从降低风险开始的。在这一点上,李嘉诚的投资理念是:不同业务有着不同的回报期,对当前经济的敏感程度也不同。通常回报期较短的业务,对当前经济状况较为敏感,这些业务的好处是在经济状况好的时候抓住住机会获得较为丰厚的利润,而现金流量也比较连续,比如酒店和零售等。通常回报期较长的业务,受当前经济状况的影响较低,且能够提供较为稳定的收入,比如基建和电力。这种投资的战略组合,使得“长和系”即使在我国香港地区经济最不景气的时候,旗下传统产业也能提供比较稳定的现金收入,从而保证该集团几十年来持续健康发展。

在当前金融危机环境下,为降低流动性风险,企业必须实施稳健的财务策略,适当增加现金资产的比重。例如,中国海运集团也充分认识到,“现金”对于企业的生存发展是非常重要的。为此,它加强了企业内部财务的预算管理,提升了内部管理水平,特别是对资金的管控能力。到2008年底,中国海运集团经过努力,已将其资产负债率降低至40%,持有现金超过总资产的20%,已为应对金融危机做好了充分准备。同时,

该公司对收购扩张也保持了非常谨慎态度,以确保企业资金链顺畅。

另一方面,采取多种举措,增加企业现金资产。企业应认真梳理投资业务,对增长潜力不大、长期处于亏损状态的业务要及时退出,可以通过股份减持、出售资产等各种渠道实现现金回流,增加企业现金资产以用于优势业务。

目前,我国香港地区的和记黄埔已决定暂停全球业务的新投资。同时,李嘉诚还精简了现有投资计划中投资周期长、资金花费巨大的投资项目,比如房地产,甚至在金融危机来临时,他不惜低价出售和套现旗下物业。例如,2008年11月,李嘉诚将在北京所投资的“誉天下”以最低5.7折的低价甩卖。这种采用低价策略来回笼资金的手段,有其合理性。从经营策略上看,李嘉诚抛盘抛地策略是为“屠杀”同行做铺垫,是为了在未来的几年内能抢占更大的行业份额,也是为了追求利润最大化,而绝对不是看空或要退出内地房地产市场。

另外,由于受国际金融危机影响,为缓解资金压力,参股我国银行的国外战略投资者纷纷抛售银行股,以加快资金回笼。2008年末,瑞银集团抛售了中国银行34亿股H股(占比1.33%),外资股东抛售中资银行股也开始潮涌。2009年1月,美国银行以每股3.92港元减持了56亿股建设银行H股,美国银行持股建行比例从原来的19.1%下降至16.6%。实际上,国际战略投资者对中国广阔的市场仍然是充满信心的,而抛售银行股只是为了增强其自身的流动性,是为了应付金融危机不得已而为之的非常措施。

而TCL也以“现金为王”的理念应对金融危机,为保证集团旗下通讯、多媒体、家电等产业集团及房地产、物流等两大产业集群的资金投入,该公司近期定向增发募集资金,除用于置换其液晶模组一期项目银行贷款之外,主要用于补充集团及成员企业正常运营流动资金。在一定程度上,保证了该公司营运资金的需要,并为企业的生存发展提供了一定的空间。

在国家金融危机四处蔓延、实体经济萧条萎缩的凛冽寒风中,中国企业必须要强身健体,加强资源整合,时刻坚守“现金为王”的理念,提升自身的核心优势,在这场经济的寒冬中生存下来,并且走得更好、更远。

(作者单位:江苏舜天股份有限公司)

## 两会新观察

### 中国经济加快“内需”型战略调整步伐

◎亚夫

一场国际金融危机,成了中国经济实施“内需”型战略调整的催化剂。从最近几个月的政策变化和两会的政府工作报告看,中国经济明显加快了以内需为主的结构性调整步伐。这一重大转变,不仅增强了中国经济发展的内在要求,为下一轮增长打开了新路,也为产业界、金融界、投资界,创造了许许多多的机会。

那么,从哪些方面可以发现,以内需为主的结构性调整正在明显加快呢?

首先,将需求目标转向国内,特别是将扩大内需的目标,转向消费已有基础、需求潜力巨大、消费水平正在提高的广大内陆农村地区。这一政策导向,充分利用了中国经济四波余地的特点,不仅能够有效化解当前一部分企业面临的经营困难,而且也打开了国内需求的新天地,同时对治理前30年积累的一系列结构性矛盾,也提供了有效的解决方案。

最明显的标志是,家电下乡、汽车下乡,以及现代物流与消费服务下乡。在去年秋天外需急剧下降的情况下,政府及时调整了经济政策,对广大农村地区采取财政补贴的办法,鼓励消费升级。此举,一则为部分外向型企业赢得了调整经营方向的时间;二则让利给农民,对启动农村市场带来了助力;三则对农村居民生活质量的改善,特别是消费习惯的转变,有深远影响。

近30年来,由于城乡经济非均衡发展,城乡居民不仅在收入分配上差距越拉越大,在生活习惯和消费品质上距离也越拉越大。现在,通过财政和金融手段,补贴和支持农民消费,不仅直接施惠给农民,有利于缩小城乡差距,而且也有利于打通城乡经济的往来,创造新的商机和就业机会。使中国经济走出前30年由点到线的发展模式,进入由线到面、城乡一体、全面提升的新阶段。

其次,将产业结构调整和产业地区布局,作了更明晰的安排,尤其是关于中西部地区承接产业转移思路的提出,以及进一步加大对“三农”的投入,加大农业补贴,提高农民收入的保障性措施。这一系列政策安排,不仅对广大内陆地区的经济社会安全 and 生产要素的优化配置,有实际帮助,同时也将对内陆地区居民的未来收入与消费结构,产生持久影响。

这里,特别要指出的是,关于东部和中西部地区的一些新提法。在今年的政府工作报告中提到,东部地区要培育新的经济增长点,形成参与国际合作竞争新优势,增强更高水平上的可持续发展能力。在促进区域协调发展时,要抓紧研究制定中西部地区承接产业转移的具体政策,制定和实施全国主体功能区规划。显然,东部与中西部地区“腾笼换鸟”的产业转移,将改变中国的产业分布版图。

而“三农”问题在中国的经济生活中始终占有特殊位置。今年的政府工作报告提出,要大幅增加对农业和农村的投入,大幅增加对中西部地区农村公益性建设项目的投入,提高粮食最低收购价,适时启动主要农产品临时收储政策,进一步增加对农业的补贴。这些政策措施其意义已超越了“三农”范畴,对稳定社会预期、激发农村消费、有效扩大内需,有很强的保障作用。

此外,在社会保障与改善民生方面,今年提出,要集中力量办一些关系群众切身利益的大事,让群众得到更多实惠。要实施更加积极的就业政策,加快完善社会保障体系,扩大社会保障覆盖范围,努力建成覆盖全国城乡的基本医疗卫生制度,初步实现人人享有基本医疗卫生服务。这些政策的实施,一方面,有利于增强城乡居民的消费信心;另一方面,也给提供基本公共服务的相关产业部门,创造了大量需求,带来了新的商业与就业机会。

由此观察,正在实施的“内需”型经济战略调整,在以最直接的方式应对当前国际金融危机带来的严峻挑战的同时,也给中国经济在新的历史时期、新的世界经济格局经过这番洗礼即将逐步形成的背景下,成功实现转型,开辟了新的道路。

而中国现有13.28亿人口,其中,城镇人口6.07亿,农村7.21亿。按去年城乡居民在全社会消费品零售总额的占比计算,目前农村居民人均消费只是城镇居民的二分之一。试想,如果人口相当于整个欧洲的中国农村居民,其消费水平能提高三分之一,会释放出多大的需求。而“内需”型经济战略的深入实施,无疑为这股需求的洪流打开了闸门,其效果诚可期待。