

# 合并与收购中的杠杆性买入

●周 戌 乾

在美国和加拿大，80年代标志着许多公司的基本结构重组。一种流行观点促成了这一结构重组，该观点认为，买企业要比建企业更为经济。因此，在经济持续增长而且资金充沛的环境里，一些公司咄咄逼人地争夺其它公司的股份和资产。在美国，合并活动在1987年10月，即当时的全球股市大崩溃之际达到一个高潮。即便在股市大崩溃之后，合并活动亦持续创下交易新纪录，这一趋势一直持续到90年代初的经济衰退。

在合并与收购活动中，无论是在收购方，还是在被接管方维护自己权益的活动中，投资银行都起了重要的作用。为客户在其企业重组方面提供咨询和协助是项非常有利可图的业务。正由于合并与收购工作的有利可图，很多大的投资经纪商都设有一个独立的合并与收购部门。

推动国际性合并与收购活动发展的，主要是杠杆性买入（Leveraged Buy out, “LBO”），使用该方法使得收购方能利用目标公司的资信来筹集相当大比例的收购资金。

杠杆性买入可以定义为利用卖主的企业作为担保而基本以债务手段融资，而收购一家企业（资产或股份）。收购方只投入极少量的资金，其目的是通过内部产生的现金收入结合策略性出售资产，以尽快地偿还收购债务。杠杆性买入与其它形式收购的主要不同点，在于融资的债务数量较高。杠杆性买入属风险较高的一种方法。通常而言，因为有收购风险就需要进行股本融资，而非债务融资。这是由于要是现金流入结果低于原来的预测，不能弥补融资成本，其后短缺的资金又必须偿还，或必须重新安排债务偿还，这就可能导致清偿危机。过于沉重的债务负担也会引起公司推迟所需的资本支出。简言之，杠杆率愈增加，经营有效性就愈受威胁。

当然，该法使用后两种情况都可能产生。若是情况按预计发展，收购方可得到远超过可从直接股本或更低杠杆性融资而实现的报酬。举例说明，甲公司有\$3750000的股本基数（股东资本加留存收益），无负债，假定税率为44%，该公司收益表可显示如下：

甲公司收益表（债务融资之前）

税前收益	\$ 1003571
所得税（44%）	441571
净收益	<u>\$ 562000</u>
股本收益率：\$ 562000 ÷ 3750000 =	<u>15%</u>

现假定甲公司的业主决定抽回股本\$3,450,000（以一次性股息形式），公司所剩股本基数仅\$300000，而使该公司杠杆率极高。在另一方面，他又使公司从银行借得贷款\$3450000，利率10%，为期一年。现在的收益表如下：

甲公司收益表（债务融资以后）

利息及税前收益	\$ 1003571
债务利息（10% × 3450000）	<u>345000</u>
税前收益	658571
所得税（44%）	<u>289771</u>
净收益	<u>368800</u>
现股本收益率 \$ 368000 ÷ 300000 =	<u>123%</u>

此时，甲公司的业主已从公司抽出大部分股本投资别处，故留在公司的剩余股本得到了极高的报酬。

若是该趋势能持续下去，公司就一帆风顺。不过，若经济下滑而债务成本提高时，情况就颇为不利。再假设，第一年税前及利息前的收益于降到 \$ 503571，而借款利率又上升到 13%，此时的收益表如下所示：

甲公司收益表（债务融资之后）

利息与税前收益	\$ 503571
债务利息（13% × \$ 3450000）	<u>448500</u>
税前收益	55071
所得税（44%）	<u>24231</u>
净收益	<u>\$ 30840</u>
股本收益率 \$ 30840 ÷ \$ 300000 =	<u>10.3%</u>

现在，甲公司的净收益降至 \$ 30,840，仅 10.3% 的收益不足以偿债，而迫使业主出售某些公司资产以支付部分债务。公司偿还剩余债务的能力进一步削弱，并继续恶性循环。

在杠杆性买入的情况下，甲公司的业主把他的股份卖给乙公司，而不是以特别股息的方式抽出股本。我们又假定，双方同意的价格为甲公司的帐面价值，即 \$ 3750000。乙公司筹集 \$ 3750000 进行收购，然后再调整甲公司的资本结构，让甲公司凭借其良好的营业记录借款 \$ 3450000。其后，甲公司向乙公司支付一笔特别股息，使其能支付原 \$ 3450000 的融资成本。应用这一方法，乙公司在这笔交易中只投入 \$ 300000 的自有股本，因为实际上收购价格的余额由甲公司提供。只要甲公司经营顺利，这项杠杆性买入就能成功。

但是，一项成功的杠杆性买入有几个重要的前提：

1. 稳定的行业。卖主的公司必须在一个成熟的行业中，而且有可预测的收益流入。
2. 原有资产利用不足。较理想的是公司有一些非核心资产，在资产负债表上估价偏低，而这些资产可出售以支付部分收购债务。比如，公司的厂房座落在地价昂贵的区域，因而该土地可以出售。厂房可以租用，或迁至地价便宜的区域。
3. 较强的现金流入。公司的现金流入应足以满足任何可预见利率条件下的债务偿还需要。在偿债方面，现金流入要比净收益更有用。甲公司可采取进取性的会计方针，使某些连续性的营业费用资本化，而避免由收益来负担。另一种可能是，甲公司最近对厂房和设备进行了大量的投资，故折旧费用过高而减少了报告期收益。在这两种情况下，都需客观地分析

（下转第13页）

注：

①公司制在我国常常被称为“股份公司制”或简称为“股份制”。需要指出，这是一种不很确切的说法。“股份公司”可被理解为公司制的前身——存在于18—19世纪的合股公司（joint-stock company），也可以理解为公司制的一种类型——股份有限公司（日语“株式会社”的直译）。为了避免概念上混淆，本文采用“公司制”的说法来涵盖包括有限责任公司、股份有限公司在内的一般公司制法人组织。

②民法中有两类民事主体：自然人和法人。法人是自然人的对称，指具有民事权利能力和民事行为能力 的组织体，这类组织体依法独立享有民事权利和承担民事责任。

③corporation一词在英语中有两种不同的用法。其一是该词的原义，指中世纪欧洲享有皇家“特许状”所确认的特权（优惠权或豁免权）的法人团体，象自治城市、行会、教会和慈善机关等。它们从事的是管理活动而不是以营利为目的的经营活动。其二就是指上述从16世纪末开始出现的具有法人地位的工商业公司。

④徐向艺主编：《工业公司管理学》，山东大学出版社1991年版，第12—13页。

⑤大冢久雄：《股份公司发生史论》，转引自奥村宏：《日本的股份公司》（1985），中国展望出版社1988年中文版，第2页。

⑥N·罗森堡和L·小伯泽尔《西方致富之路》（1985），参见北京三联书店1989年5月中文版，第225—226页。

⑦约翰·伊特韦尔编：《新帕尔格雷夫经济学大辞典》（1987），经济科学出版社1992年中文版，第1卷，第731页。

⑧伯利（A.A.Berle）和米恩斯（G.Meams）著，陆年青、许冀汤合译：《现代股份公司与私有财产》（The Modern Corporation and Private Property），台湾银行出版社，1982年，第60—61页。

⑨见同上书。

⑩参见R. G. Lipsey and P. O. Steiner, Economics (6th Edition), New York, Happer & Row, 1981, pp. 321.

⑪在我国，人们往往把现代公司中的这种“两权分离”同借贷资本家与产业资本家之间的“两权分离”混为一谈，这是不正确的（详细的考证，见吴敬琏：《“两权分离”和“承包制”概念辨析》（1989），《吴敬琏选集》，山西人民出版社1989年版，第373—389页）。

⑫现代国际关系研究所北美研究室、北京国际信托投资公司合编：《美国大公司概况》，时事出版社，1985年版。

⑬钱德勒：《看得见的手——美国企业中的经理革命》，商务印书馆1987年中译本，第1—6，571—591页。本文以下所引材料均见该书。

⑭马克思：《资本论》第1卷，第688页。

（上接第39页）现金流入，以确定公司是否真有偿债能力。

4. 管理连续性。在收购之后，收购方要力争使被收购公司高级管理人员留任。

5. 技术风险低。被收购公司不应基本上依赖一种可能被新的竞争性产品或服务所取代的单一专利技术。

6. 市场地位较强。被收购公司应在其行业内占有一个较强的竞争地位。

7. 有效的成本结构。被收购公司应有严密的财务控制，并是家有效的经营机构。

杠杆性买入本身不创造价值，基本上是纸上交易。在交易中，一家或几家金融机构提供了很高百分比的资本，因而股本结构可以重新调整。有人认为，新的管理人员由于有个人股权参与，会对改善经营成果而增添刺激力，因而将导致企业更精简并更有效率。然而，人们对追加的杠杆率是否能在更长的时期改善管理技能仍有争论，