

并购贷款解禁的利弊分析

——企业并购融资的福音

张璐怡*

(厦门大学 法学院法律系,福建 厦门 361000)

摘要 长期以来,由于我国企业并购的融资制度不完善,资金来源不足成为制约企业战略性并购的主要瓶颈,抑制了我国企业在开放经济环境中国际竞争力的提高。并购贷款的解禁有望改善这一状况。论文对并购贷款的现实意义、主要问题及以利弊得失作了系统分析。

关键词 企业并购;并购融资;并购贷款;并购风险

中图分类号: F275

文献标志码: A

文章编号: 1009-1033(2010)01-0050-03

1996年中国人民银行制定了《贷款通则》,明确规定借款人“不得用贷款从事股本权益性投资,国家另有规定的除外”。2008年12月6日,银监会发布了《商业银行并购贷款风险管理指引》(简称《指引》),正式宣告并购贷款政策解冻。

并购贷款的解禁对我国企业并购融资意义重大。企业并购是当今世界各国优化产业结构和企业组织结构的重要手段,也是企业实现扩张、壮大发展的有效途径。并购融资制度在企业并购活动中起着核心作用。通常而言,企业并购需要较多的资金支持,如果没有良好的融资渠道,不可能正常进行。长期以来,由于我国企业并购融资制度的不完善,导致融资渠道不畅。资金来源不足成为制约企业战略性并购的主要瓶颈,抑制了我国企业在开放经济环境中国际竞争力的提高。并购贷款的解禁有望改善这一状况。

1 国内企业并购的现实

并购(Mergers & Acquisitions, M & A)包括合并和收购两层含义,是指一个企业(收购企业)通过股权或资产的购买取得另一正在营运中的企业(目标公司)的控制权或一个企业(兼并方)兼并另一企业(被兼并方)使后者失去法人地位或改变法人实体的行为。《指引》将并购界定为境内并购方企业通过受让现有股权、认购新增股权,或收购资产、承接债务等方式以实现合并或实际控制已设立并持续经营的目标企业的交易行为。相应的,并购贷款指商业银行向并购方或其全资或控股子公司发放的,用于支付并购交易价款的贷款。

一般认为,我国企业的并购始于1984年的国有企业并购。据统计,1999年到2001年,中国国内企业并购发生了1700余起,并购金额达1730亿元,1997年到2001年间,我国企业并购个案以每年16%的速度增长,而并购交易额每年的增长速度更是超过了38%。2007年国际并购市场有

5万亿美元规模,国内市场也达3万亿元人民币。相对于国际规模,国内市场有很大的发展潜力,在未来几年,中国很有可能成为全球并购最活跃的地区之一。大量的并购交易必然导致对资金的巨额需求,但目前我国并购融资的现状不容乐观,融资渠道缺乏是制约我国并购交易发展的瓶颈之一。

2 我国企业的并购融资

2.1 我国并购融资状况

从各国企业并购的情况来看,并购融资一般从内外两个渠道来考虑:内部融资渠道,来源于企业的自有资金、未使用或未分配的专项基金以及企业应付利税和利息等;外部融资渠道,包括债务性融资、权益性融资和混合性融资。债务性融资主要包括向银行等金融机构贷款、发行企业债券、票据融资和租赁类融资;权益性融资主要包括发行股票、换股并购;混合性融资是兼有债务性融资和权益性融资特点的融资安排或融资工具,主要是指优先股、可转换债券和认股权证。

内部融资往往金额有限,在国外,企业并购多采用外部融资渠道。而在我国,混合性融资工具还没有得到充分的发展;发行有价证券也面临一些障碍,就发行股票而言,公开发行需要满足企业的规模、经营业绩和行业特征等多方面的限制,而发行企业债券更是困难;私募融资则因为融资渠道不畅通,成功的可能性也不大。即便是国外最常规的并购贷款融资,在我国也是困难重重。

2.2 并购贷款解禁的背景

以上种种原因,都迫切需要修改我国的《贷款通则》,解禁并购贷款,为企业并购融资提供应有的渠道。而这种需要在当前全球经济危机的大背景下显得更加迫切。某并购业内人士表示,金融危机向实体经济蔓延,使得许多行业涌现出大量的并购机会,这种机会并不局限于国内,国内企业

* 作者简介:张璐怡(1986-),女,经济法专业硕士研究生。研究方向:财税法。

也可以利用并购贷款进行海外并购,在国际上通过并购争取行业话语权。在这个时候出手,产业资本会收到事半功倍之效。中国企业如果能够通过并购做大做强,在国内外创出重量级品牌,经营百年老店,无疑会对整个中国的经济发展以及在世界经济中地位的提升作出重大贡献。这也是银监会放行并购贷款的一个重要原因。

当然,受金融危机的影响,全球“去杠杆化”进程正如火如荼地进行,反观我国此时放行并购贷款,有点逆势刺激经济的意思。但是,《指引》的出台并非一蹴而就的,而是经过了充分的论证。监管部门对这一领域关注已久,多次组织专家和银行界的人士进行了调研和讨论,并在较早前即已启动《指引》的起草工作。早在2007年两会期间,全国工商联并购公会就提交了《关于完善我国企业并购融资制度的提案》,建议修改《贷款通则》,引导信贷资金进入并购市场,实现银行与企业之间的互惠互利。之后,银监会政策法规部开始研究商业银行从事“并购贷款”的可行性。与此同时,央行的金融市场司也开始进行相关研究。2008年6月29日,国务院颁布的《关于支持汶川地震灾后恢复重建政策措施的意见》(国发〔2008〕21号)中,明确提出在受灾地区的灾后重建中,“允许银行业金融机构开展并购贷款业务”。这是并购贷款第一次出现在国务院文件中,允许试行。2008年12月3日金融“国九条”首次在第五条中明确提出“创新融资方式,通过并购贷款、房地产信托投资基金、股权投资基金和规范发展民间融资等多种形式,拓宽企业融资渠道。”2008年12月6日,银监会发布了《商业银行并购贷款风险管理指引》,允许符合条件的商业银行法人机构开展并购贷款业务。

3 并购贷款的主要问题

3.1 贷款银行

首先,《指引》明确规定开展并购贷款业务的商业银行限于依照《中华人民共和国商业银行法》设立的商业银行业务法人机构。外资银行分行仍无法进行该项业务。

其次,银监会从五个方面对能够开展并购贷款业务的商业银行进行了硬性和软性的规定。硬性的规定如,要求资本充足率不能低于10%。这一规定大大提高了开展并购贷款业务的门槛。近些年来,国内银行的快速扩张,已消耗了原有的大量资本金。至于软性约束,比如商业银行的内部风险控制,比如银行对并购业务的理解,对并购企业产业的把握,《指引》显得比较空洞。并购贷款业务虽然仍是服务于企业,但是终究不尽相同,具体流程的制定、抵押物等问题需要银行仔细斟酌。

3.2 合格的并购方

《指引》将并购方限定于境内企业,因此,并购贷款将不能直接用于外资并购交易。而银行是否可以为境外投资者通过其在境内设立的投资性公司或其他实体在境内进行的并购活动提供并购贷款,则有待进一步明确。

此外,《指引》体现了对产业投资者通过并购提高其自身核心竞争力,并购双方在发展战略、资产、业务等方面整

合效应的强调。国家放行并购贷款的根本目的在于加速行业整合和结构调整,因此,出于风险控制的考虑,并购贷款将优先支持具有产业升级和产业整合意味的战略性重组,而恶意并购因为往往会带来股价的剧烈波动,难以撇清“炒作”嫌疑,因此很难得到银行的支持。申请并购贷款的企业,需要满足并购方与目标企业之间具有较高的产业相关度和战略相关性。

3.3 “并购”和“炒股”

《指引》将适用于企业在二级市场收购上市公司股票。业内人士曾担忧并购贷款发放之后,难以防范企业拿贷款去炒股。并购企业如果在二级市场购入被并购方的股票,则银行难以区分正常并购和股票炒作。对于这个潜在问题,《指引》没有明确规定,但通过一系列操作,这种风险也可以得到一定程度上的防范。首先,企业在二级市场收购上市公司股票,仍要满足并购方与目标企业之间具有较高的产业相关度和战略相关性这一条件;其次,商业银行可在借款合同中通过保护贷款人利益条款规定对借款人或并购后企业的主要或专用账户进行监控;再次,在二级市场如何收购股票,证监会有相关规定,所以,企业如果在二级市场收购上市公司股票,一定要符合证监会的要求。在这个前提下,银行可评估相关风险,自主决定是否放贷。

当然,为规范企业在二级市场收购上市公司股票的行为,我们期待着以后能有涉及上市公司的合并、分立等内容的更进一步的相关规定出台,大力推进上市公司并购重组,充分发挥资本市场的资源配置功能和价格发现功能,促进产业结构调整。

3.4 贷款担保

原则上,商业银行对并购贷款所要求的担保条件应高于其他贷款种类。依据《指引》规定,商业银行应要求借款人提供充足的能够覆盖并购贷款风险的担保,包括但不限于资产抵押、股权质押、第三方保证,以及符合法律规定的其他形式的担保。《指引》特别规定,以目标企业股权质押时,商业银行应采用更为审慎的方法评估其股权价值和确定质押率。

2002年12月1日起执行的《上市公司收购管理办法》第7条规定,禁止不具备实际履约能力的收购人进行上市公司收购,被收购公司不得向收购人提供任何形式的财务资助。在《指引》出台前,根据有关规定,通过股票抵押取得贷款的,还只限于证券公司,企业如果想通过抵押被收购企业的股权以取得并购资金,是受到多重限制的。《指引》的出台,为企业通过抵押被收购企业的股权以取得并购资金打开了缺口。

3.5 过桥贷款

并购贷款开闸放行意义重大,为允许券商发放过桥融资贷款埋下伏笔。在国外,并购融资贷款多数都是由证券公司发放,然后证券公司再通过银行等渠道获得融资。证公司对并购业务的先天性优势、银行可以转嫁风险是国外多数并购相关贷款均由证券公司完成的最主要原因。而国外经验也同样适用于国内,并购相关贷款由券商发放或

者由券商和银行合作完成也许是最佳模式。券商可以帮助银行寻找优秀的并购项目,而银行具有充足的资金。

证券公司在并购业务的先天性优势主要表现在:一是人才储备的优势,具有知识复合型的人才团队;二是客户资源的优势,在历年从事承销业务的过程中,券商与很多企业及其主管部门建立了密切的联系,积累了丰富的客户资源。

相对于券商,国内银行业务集中在一般性贷款,投资银行团队相对薄弱,并购贷款风险控制经验也匮乏。在这样情况下,银行并购贷款的开闸无疑使其面临新挑战,虽然商业银行现有资金足以满足企业并购交易需要,但受制于并购经验欠缺,银行在放贷时会比较谨慎,将使并购贷款政策效果大打折扣。如果由券商作为中介发放过桥贷款,则可以很好地实现银行与券商的双赢。

4 并购贷款的利弊得失

商业银行贷款融资方式对企业来说有利有弊。有利方面表现在由于银行提供的并购贷款所要求的低风险、低收益率,使企业的融资成本降低。银行贷款发放的程序比发行债券、股票简单,而且发行费用也低于证券融资。通过银团贷款可以得到巨额资金,足以进行标的金额巨大的收购活动。但是这种融资方式对企业来说也有一定的不利之处。一是若要从银行取得贷款,企业必须向银行公开其经营、财务状况,并在今后经营管理上有很大程度受到银行的制约。二是为了取得银行贷款,企业可能要付出资产的抵押权,从而降低了企业今后的再融资能力,产生了隐性的融资成本。三是有时银行还要求提供担保,这为企业融资带来了一定的困难和增加了费用的支出。四是银行并购贷款并不一定能完全满足企业收购融资的需要,而其他融资方法因投资风险增加会要求更高的收益率,使融资成本激增。

当然,开展并购贷款业务对银行来说也会产生一定的

风险。商业银行开办并购贷款业务主要面临两方面的挑战。一方面是银行内部问题。并购贷款作为一种杠杆融资的方式,存在着较高的风险。包括对于并购的企业的股权的估值、并购成败、并购成功后的发展与磨合,这些都对银行的风险评估能力提出了更高的要求。企业之间的并购往往不是“1+1>2”,更多的时候可能出现“1+1<2”的情况,运行良好的企业因为并购适得其反的例子也不少,德隆系的崩溃便是适例。

另一方面是企业并购自身的风险转移。首先是并购活动的周期较长。一般上规模的并购项目,完成周期一般是1-3年左右,仅仅尽职调查阶段,就需要花费半年到一年的时间。运作周期长增加了整个并购过程的不确定因素,给银行信贷资金的回笼带来一定风险。其次是并购引发的财务风险。无论是内资互购还是内资外购,企业并购完成后的经营状况、资金运作能力、管理制度的整合情况等都是银行需要谨慎考虑、时刻关注的方面。

5 结束语

我国企业并购活动虽然起步较晚,但是发展速度之快有目共睹。国内商业银行开展并购贷款业务一方面可以拓展银行业务范围,提升其自身的国际竞争力;另一方面,也可以拓宽企业并购融资的渠道,突破企业并购的主要瓶颈,实现银行与企业之间的互利互惠。但同时我们也应清醒地认识到,并购贷款作为一种杠杆融资的方式,存在着较高的风险。其中,最大的风险是并购交易能否成功,而并购后的业务整合和企业文化整合等都会成为成功与否的影响因素。目前我国商业银行的业务能力还没有专业化到有参与并购的操作和并购完成后对企业的运作实施有效的参与、监督和控制,从而难以控制信贷风险,开办这项新业务可能需要很长时间的磨合期,银行应尤其重视风险的防范。

参考文献

- [1] 汤欣. 公司接管的价值争论与立法取向[M]//王保树. 商事法论集 1999年第3卷. 北京:法律出版社,1999:210.
- [2] 王淼. 并购贷款:一半海水一半火焰[EB/OL]. [2009-12-16]. <http://finance.sina.com.cn/roll/20081213/09115632065.shtml>.
- [3] 熊生铭,曾晓兰. 当前中国企业并购融资障碍和解决思路[J]. 商场现代化,2006(3):163.
- [4] 百度百科:去杠杆化[EB/OL]. [2009-12-16]. <http://baike.baidu.com/view/1950192.htm>.
- [5] 李冬敏. 大刀阔斧改革并购融资制度[EB/OL]. [2009-12-18]. http://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_yh-pl/20070313/13583402168.shtml.
- [6] 金杜律师事务所. 并购贷款已破冰,风险控制是关键[EB/OL]. [2009-12-18]. http://www.kingandwood.com/bankingnews-letter.aspx?id=banking-new_sletter-2008-12-01&language=zh-cn.
- [7] 任淮秀. 兼并与收购[M]. 北京:中国人民大学出版社,2004:140.
- [8] 王晓晶. 并购贷款开闸为券商发放过桥贷款埋下伏笔[EB/OL]. [2009-12-17]. <http://content.caixun.com/NE/01/3k/NE013k0o.shtml>.
- [9] 谢佩苓. 企业并购概论[M]. 上海:华东师范大学出版社,1998:198.

(责任编辑 李卫华)