

我国私募股权并购基金发展研究

——基于资本市场的视角

董银霞 杨世伟

(唐山师范学院经济管理系 河北唐山 063000 对外经济贸易大学国际经济贸易学院 北京 100029)

【摘要】目前私募股权并购基金已成为国外成熟市场私募股权投资(PE)的主流模式,本文研究了国内外私募股权并购基金的发展路径及资本市场的角色和地位,结果表明:相比国外多层次的资本市场,我国资本市场结构较为单一,这使得我国PE并购基金退出渠道不畅且不能大量运用杠杆工具来进行融资,从而限制了规模扩大及收益率的提高。本文认为,应建立多层次的资本市场、创新金融工具并加强监管,引导私募股权并购基金良性发展。

【关键词】资本市场 并购基金 杠杆收购

一、并购基金的含义及特点

并购基金(Buyoutfund)是指专注投资于企业并购的基金,其通常的运行模式是以股权收购的方式参与或取得目标企业的控制权,然后通过重组、资产置换等方式来提升企业的资产质量和营运水平,在持有一段时期后通过溢价出售的方式取得并购的收益。目前并购基金的操作以杠杆收购为主,与投资于创业型企业、对控制权无兴趣的成长型基金不同,它选择的对象是成熟企业,目标在于获得企业的控制权和管理权。

作为20世纪中期从欧美国家发展起来的一种基金形式,并购基金属于典型的私募股权基金,目前已成为国外成熟市场PE的主流模式。图1列出了私募股权基金的不同成长阶段及分别对应的特征和投资策略。

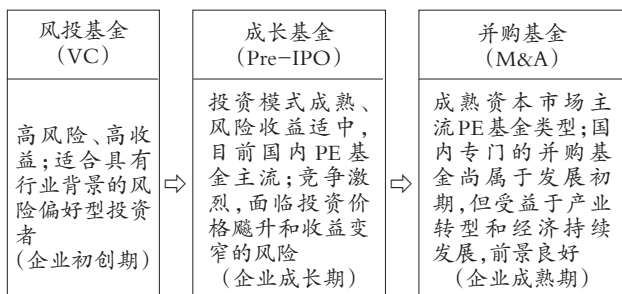


图1 私募股权基金成长路径

目前并购基金主要分为控股型并购基金和参股型并购基金两种形式,控股型并购基金是国际并购基金的主流模式,其强调获得目标企业的控制权,进而主导企业的运营、整合和重组,以最大限度提高资金使用效率并使收益最大化。而参股型并购基金通常以提供债权和股权融资的方式,协助其他主导并购方完成对目标企业的整合重组,并不取得企业的控制权。作为一项高风险的投资活动,并购基金投资通常都要遵守较为严格的流程,其基本的投资流程如图2所示:

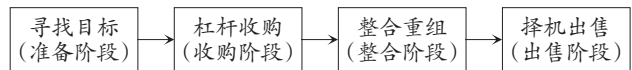


图2 私募股权并购基金投资流程

由上图可以看出,在并购基金成立以后,其管理机构会开始寻找目标企业或项目,然后进行杠杆收购并对收购对象进行管理,待企业经营改善之后择机退出,以达到资金使用效率最大化。另外并购基金的特点体现在以下几个方面:①高风险、高收益。虽然目标企业的盈利提升和成功出售将为并购基金带来较高的收益,但由于企业的改造和流程优化需要一定的时间(3~5年或更长),未来是否能够按预期实现企业价值的提升会具有一定的不确定性,因此其投资具有较大的风险。②机构设置与资金募集。企业设立多采取有限合伙制,因为这种组织形式能够避免政府的双重征税,对投资管理效率的提高也有益处,其中资金募集少部分为自有资金,其余大部分来源于债券市场、银行并购贷款及有较强资金实力的个人等。③投资方式与退出渠道。投资以不公布交易细节的私募方式进行,在并购企业时一般采用权益型而非债权型进行投资(能够获得表决权),而且退出渠道多样化,包括回售、股权转让、公开上市发行等。

二、国内外并购基金发展历程

1.国外并购基金发展。国外并购基金起源于美国,随后扩展到欧洲及日本等国家。1976年贝尔斯登的三名投资银行家成立了一家公司KKR,专门从事并购投资业务,这是最早的私募股权并购基金。从20世纪70年代末80年代初开始,随着垃圾债券的兴起和众多重量级投资银行的加盟合作,以KKR为代表的杠杆并购基金开始崭露头角并成为市场的新生力量,并购交易规模也越来越大。从20世纪70年代的小规模并购逐渐发展到20世纪80年代对巨型上市公司的大规模杠杆并购,单笔交易记录不断被打破。20世纪80年代末可谓并购

基金设立的辉煌时代,期间黑石集团和凯雷投资等集团相继成立,它们在这次并购基金的兴起过程中也起到了推波助澜的作用。

20世纪90年代,随着美国经济的持续增长,并购基金再次迅速复兴,它们不再称自己为杠杆并购(LBO)或管理层收购(MBO),而改称为私募股权投资基金。此时美国政府监管的放松、股票市场的繁荣、市场的低利率环境和高收益债券市场的活跃都为并购基金的发展奠定了基础,而资本市场的繁荣更是为其兴起提供了坚实的土壤。据统计,当时私募股权并购基金55%以上的项目依靠IPO实现了资产变现从而成功退出。在此期间一系列如雷贯耳的并购基金相继设立,如德州太平洋集团于1993年由三位创始人成立,橡树基金1995年于洛杉矶创立等。与此同时政府主导的产业投资基金、风险投资基金也纷纷转型,它们也将业务范围由早期的种子基金扩展到并购基金领域。由于外部资金来源不断地进入,私募股权并购基金开始欣欣向荣地发展,其投资品种也不断增加。另外此时的私募股权并购基金通过普遍执行多产品跨区域的商业模式,使其投资规模迅速扩张到了全球。与此同时,欧洲也将自己的杠杆并购基金改称为私募股权投资基金,这一方面是因为并购交易带来的减税、企业裁员等负面效应容易引起政府的担忧和工会的抵制,另一方面也因其并购需求市场十分庞大,政府采取措施使其向良性方向发展。

本世纪初的互联网泡沫破灭使并购基金的发展暂时陷入了低潮,但从2004年开始,由于全球范围的低利率,私募股权并购基金在全球市场上的交易数量和规模不断增加,单笔基金规模逐渐达到200亿美元,其杠杆率也常常高达数十倍。但与此同时,由于经济的持续增长,并购基金的平均回报率达到了40%左右,在各类基金中首屈一指。自2008年开始,次贷危机、主权债务危机使得并购基金的发展陷入低谷,这主要是因为金融危机的爆发使得目标企业的盈利水平下降,而银行信贷规模的萎缩及融资成本的提高使并购基金杠杆收购的风险增加,资本市场的持续低迷更使其退出相对较难,在这种情形下并购基金损失惨重。但2012年后,由于各国金融救市政策频频出台,经济在一定程度上求稳,投资者信心也逐渐恢复,并购基金的交易规模及发展有了复苏的迹象。

2. 国内并购基金发展现状。并购基金在我国发展始于2002年,这主要是因为20世纪末的国企改革为市场提供了大量的收购目标,资本市场法规的完善也为并购基金的发展提供了保障。2002年中信资本和鼎晖投资先后成立,自此中国才有了真正规范的私募股权并购基金。2003年弘毅投资的成立标志着本土并购基金的崛起,2004年以后并购基金在中国开始快速发展并于2008年达到顶峰。此间如2007年4月,中信资本募集了4.25亿美元专门用来进行国有企业收购,同年12月采用国际标准合作制、定位于中国并购重组领域的厚朴基金成立,创立之初即募集25亿美元,大大超过原计划20亿美元的设想。2008年金融危机爆发以后,并购基金的海外资

金来源明显减少,其在国内市场的发展势头有所放缓。但自2009年12月开始,中央经济工作会议开始将兼并重组作为调整结构、促进经济发展的重要手段。2010年9月《国务院关于促进企业兼并重组的意见》更是要求积极探索设立专门的并购基金等兼并重组新模式,同时国资委、银监会、中国人民银行也相继出台并购的支持政策,政策的回暖使并购基金收购企业所有权的难度有所降低,部分企业出售意向也逐渐加强,这为并购市场提供了大量的机会,此后并购基金在国内又进入了一个较快发展的阶段。目前我国并购基金经过十多年的发展,主要分为以下几个部分(见下表):

基金类型	代 表
券商系并购基金	中信并购基金等
二级市场并购基金	景良投资、长城国汇等
各类产业基金	航空产业基金、渤海产业基金、矿业基金、能源基金等
本土国际化并购基金	弘毅资本、中信资本、建银国际、鼎晖基金等
上市公司、集团控股类并购基金	新希望、复星、科瑞集团等
其他并购基金	硅谷天堂等

由上表可以看出,随着并购市场机会的日益增多,许多券商、上市公司等也纷纷设立私募基金来开展并购业务。但值得注意的是,国外PE并购基金经过长时间的发展,其大多只从事单一类型的业务。如KKR、黑石、凯雷团队一般只做大型杠杆并购投资,橡树、博龙资本只做困境投资,曼达林基金只做中欧间传统产业的中小规模并购投资等,这样做的好处在于其不但有利于自身品牌的建设,也能够保证管理团队的业务水平和投资决策的效率。而我国的PE并购基金成立之后往往受到市场中各种机会的诱惑,使得其经营理念和投资策略相对模糊。由于受政策的限制和资本市场变化的影响,其管理人往往依靠人脉关系和自身经验对项目进行投资。

近十年来我国PE并购基金虽然一直在快速发展,但同欧美并购基金相比,我国并购基金规模偏小、数量较少且成熟度不高。目前我国PE并购基金主要面临控制权难以获得、融资渠道狭窄等诸多障碍,发展模式仍不清晰。但相比国外30多年的发展,我国的并购基金已经取得长足进步,相信随着资本市场的完善,并购基金会逐步成为我国私募股权基金的重要部分。

三、并购基金与资本市场

1. 国外并购基金与资本市场。国外并购基金在收购目标公司时,由于基金投资条款方面的限制,基金管理人通常会以设立载体的方式来完成对项目的收购。具体操作过程为:并购基金成立一个拥有名义资本和临时主管的新公司(壳公司),并将自己的一部分自有资金投入到壳公司中。然后通过发行债券或商业银行贷款等方式融入资金,进而获取目标公司的主要股权或控制权。接着并购基金管理人会将壳公司与目标企业合并形成单一主体。最后提升企业价值并择机退出。整个并购流程如图3所示:

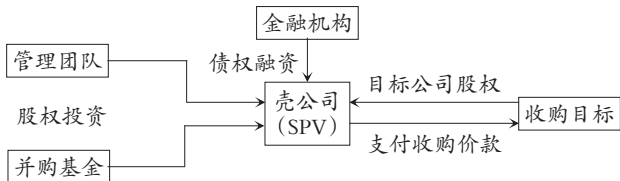


图3 私募股权并购基金运作流程

由上图可以知道,国外并购基金在资本市场中融资会大量使用杠杆工具,其资金主要来源于三个渠道,分别为债券融资(高利息债券、夹层债券及次级债等)、夹层融资(投资者对融资者附有权益认购权)和股权融资。这其中并购基金自身的股权融资一般只占到收购价格的25%左右,其余大部分资金都由债务融资和银行贷款提供。银行贷款作为一种流行的融资渠道,虽然放款速度快,但其必须以被收购公司的资产作为抵押,贷款额度也有限制。股权和债务融资也各有自己的优缺点,因此并购基金管理人在面对不同市场行情时,应对融资方式及比例做出合理选择以使风险降到最低。在国外并购基金的融资中,银行贷款通常占比40%,股权融资为25%~30%,债券(高收益债券、夹层债券等)为20%,夹层融资约10%。

一般而言,由于杠杆融资具有一定的风险,并购基金通常会以所收购目标的资产和未来现金流,而不是以其本身为新公司所发行的债券提供担保。此外,由于国外成熟的金融体系为并购基金提供了优先贷款、垃圾债券、夹层融资等多样化的融资工具,因此其杠杆率得以数倍甚至数十倍释放,而其多层次的资本市场也为并购基金的退出提供了便利,所以其投资规模和收益率得以迅速提升,从而使得并购基金逐渐成为国外PE的主流模式。

2.国内并购基金与资本市场。在国内并购基金发展的这十多年里,我国资本市场也在不断完善,如2004年国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,并随后进行了一系列的如发展机构投资者、证券公司综合治理、股权分置及发行制度改革。2006年修订《证券法》以及《公司法》的实施,使资本市场监管法规和部门规章得到了相应的调整,此法案对规范市场参与者的行为起到了一定的作用。2004年中小板、2009年创业板的推出也使中国在建设多层次资本市场体系方面迈出了重要一步。此外债券市场也有了初步发展,形成了以银行间市场、交易所和商业银行柜台三个基本子市场的分层市场体系,市场交易规则不断完善,债券托管体系和交易系统基础建设也开始逐步加快,这些改革在规范资本市场的同时也使投资者的信心得到了恢复。

然而近十年来我国资本市场的发展虽然很快,但同欧美国家相比还相对滞后,总体来说我国并购基金的发展在资本市场方面受到融资渠道狭窄和退出渠道不畅两个方面的制约,下面本文重点加以介绍:

(1)融资渠道狭窄。从下图可以发现,目前我国并购基金的融资方式主要为自有资金和股权融资,而国外则为股权融

资、银行信贷和债券融资。这主要是因为:在银行信贷方面,银监会发布的《商业银行并购贷款风险管理指引》虽然允许符合条件的商业银行向并购方发放贷款,但由于贷款门槛较高且需要进行复杂的风险评估,因此导致并购管理人对银行贷款的使用缺乏足够的动力。在债券市场方面,海外并购基金在进行收购时一般高额负债(如发行可转换债券、夹层债券等),但由于我国企业的发债条件受到严格限制,如《公司债券法》规定债券余额不得超过最近一期净资产的40%且需要一定的担保,因此无法与海外杠杆收购一样发行无担保的垃圾债券进行融资。这在一定程度上抑制了我国并购基金的投资规模,也限制了其利用高杠杆来提高收益的空间。

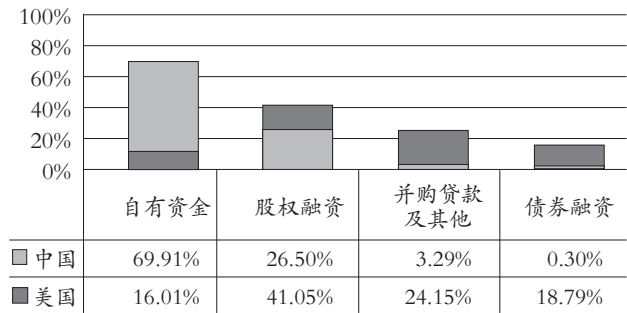


图4 中美并购基金融资方式比较

(2)退出渠道不畅。目前我国的资本市场与国外相比缺乏层次性,如美国具有纽约和纳斯达克交易所(主流市场)、地方性和柜台交易市场(中小企业)以及场外交易市场(无形的资本市场)。相比之下我国还主要是以沪深两个证券交易所为中心,由于资本市场的限制,我国并购基金的退出渠道也不通畅,具体表现为:主板上市门槛较高、审批较严且成本较大;中小板、创业板的开通虽然为私募资本拓展了退出渠道,但容量较为有限,上市资源仍然十分稀缺。此外我国虽然于2006年设立了新三板并于2012年将新三板扩容,2008年开始先后在天津、重庆、上海设立了OTC市场(场外交易市场),然而由于OTC市场尚未形成气候,新三板刚刚设立且投资门槛过高(个人300万、机构500万),因此仍难以满足多样化的投融资需求。基于此不少企业甚至绕道去国外证券市场上市,但由于境外市场对企业上市有不同的要求,大部分中小企业营业收入、财务信息披露等达不到境外资本市场的要求,而且由于文化差异,企业上市后依旧存在较大的运营风险也给并购基金的顺利退出增加了难度。如2011年分众传媒等中国概念股遭遇美国浑水公司机构的做空,股价在一周内暴跌40%,因此在这种情形下私募股权并购基金在国内、国外资本市场的顺利退出都有不小的难度。

四、我国并购基金的发展前景及政策建议

持续增长的经济使我国并购基金获得了快速发展的良好契机,然而由于在资本市场中存在着融资渠道狭窄、退出渠道不畅等诸多问题,其发展受到一定程度的制约,但随着资本市场的日益成熟,配套融资渠道和退出渠道等问题已经

权证退市对股市流动性与波动性的影响

戴俊 欧军

(百色学院经济管理系 广西百色 533000 衡阳华菱钢管有限公司战略规划投资部 湖南衡阳 421001)

【摘要】 本文研究权证退市对中国股市的影响,选取了权证退市前后50周的换手率、振幅及收益率波动性等数据进行对比研究,运用SPSS进行单因素方差分析与方差齐异性检验,运用eviews进行收益率波动性回归分析。结果表明,权证退市对中国股市的影响是流动性明显减弱,波动性略有减小,投资风险有所减弱,但投资者普遍继续亏损。

【关键词】 中国股市 权证退市 流动性 波动性

关于权证对股市的影响,国内外学者已经做了许多研究,这些研究大至可被分为两类:一类是权证的发行对标的股的影响,另一类主要强调权证对股市的影响。以往研究都是从标的股的流动性、波动性的变化出发,以事件研究为基础,用权证对标的股的影响来替代整个股市的影响。但由于整个股市中每个股票的权重、 β 系数及相关系数不同,这种以少数个股替代整个市场的研究方法,肯定是有缺陷的。同时,现有研究也没有针对权证终止发行或退市对股市影响的研究。鉴于此,本文在现有学者研究的基础上,以所有权证品种退市作为研究事件,运用对比、AR(1)回归等研究方法,来揭示权证退市

开始逐步得到改善。另外,随着Pre-IPO项目竞争的日益激烈和回报率的降低,占我国主流地位的成长型基金的空间日益缩小,而并购基金将在以后逐渐占据主流地位。为了促进我国私募股权并购基金健康发展,应从以下方面加以改善:

1. 拓展融资渠道,降低融资成本。目前我国并购市场融资渠道单一且成本高昂,因此应大力发展并购贷款和债券市场。在并购贷款方面,应降低贷款人的准入门槛,允许其利用被投资公司的经营现金流实现还本付息,以解决杠杆交易中的现金流匹配问题。在债券市场方面,应坚持市场化的运作模式,扩大中小企业私募债的试点范围,放宽私募债的用途限制,鼓励中小企业利用信用增级、风险掉期等衍生工具来控制风险,以降低其融资成本并提高融资效率。

2. 建立多层次资本市场,鼓励中小企业上市。首先应加快新三板等场外交易市场的建设,使其达到一定的规模来满足中小企业的融资和发展需要。其次应完善产权交易市场,一个成熟完善的产权市场是并购交易的推动器,而我国目前产权交易成本过高、监管落后并以实物型交易为主,因此应尽快设立统一的产权市场监管机构以规范企业的产权交易行为。最后由于各层次资本市场标准及功能定位不同,因此在建设时应使其紧密联系并互补互动,以尽量满足不同企业和

对我国股市的影响。

一、研究方法与数据来源

1. 研究理论。本文研究权证退市对中国股市的影响,主要是基于三大理论:①股票市场指标理论。②统计分析理论。③显著性判断理论,包括均值和方差显著性检验,运用t值、F值及P值与临界值比较,从而判断是否显著。

2. 研究方法。文章研究权证退市对中国股市的影响,选取了权证退市前后50周的换手率、振幅及收益率波动性等数据的变化进行对比研究,运用SPSS进行单因素方差分析与方差齐异性检验运用eviews对收益率波动性进行回归分析,以

投资者的需要。

3. 创新金融工具,完善监管机制。相比国外大量的杠杆收购,我国并购基金进入目标企业以资产置换和股权置换为主,因此应借鉴美国等发达国家私募基金创新金融工具的经验,适当发展垃圾债券、延迟零息债务处理等金融工具,以逐步解决我国并购工具单一的问题。而由于衍生工具创新具有一定的金融风险,因此应建立统一的并购基金监管机构,并逐渐完善相关法律体系以实现我国并购基金的良性发展。

【注】 本文系2012年唐山市科学研究与发展指导计划(项目编号:12140209a)阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 朱武祥. KKR、杠杆收购与公司治理. 证券市场导报, 2001; 7
2. 洪渊. 开放条件下私募基金的功能与风险控制. 财经科学, 2007; 2
3. 韩世君. 发展产业投资基金问题初探. 财贸经济, 2006; 4
4. 白洋. 金融危机后中国PE市场投资特征分析. 国际金融研究, 2010; 2
5. 刘伟. 中国资本市场效率实证分析——直接融资与间接融资效率比较. 金融研究, 2006; 1