



## 杠杆收购：中国资本如何以小博大参与国际博弈

——发表于《清华金融评论》

作者：朱丽洁，龙门资本董事总经理

洪正阳，龙门资本投资者关系总监

几乎所有第一次来纽约的人，都会想去看看那头全世界股民都想摸一摸的华尔街铜牛。然而出人意料的是，这座铜牛并不在华尔街上，而是百老汇大街南端的保龄绿地公园（BORLINGGREEN）。而在那条 1.1 公里长、诞生过无数全球富豪和商业巨子的华尔街上，唯一的一尊雕像却是一位政治人物——乔治·华盛顿。

这尊静静伫立了 130 多年的雕像，纪念的是华尔顿就任美利坚合众国第一任总统的

那个日子。而在这尊雕像的身后是美国第一栋国会大楼——联邦大厅（Federal Hall），在这里著名的权利法案被写入了美联邦第一部宪法。从此，象征着每个人能够凭借自身能力、通过自己奋斗而最终成就理想的美国梦，在法律和制度上得到了人类历史上前所未有的保障。从此，无数平凡的小人物，在这栋国会大楼面前这条窄街上，上演了无数以小博大的草根成功范例。

而就在这个岔路口的另一侧，与联邦大厅咫尺相对的正是著名的纽约证券交易所。也许是历史的巧合，这两栋建筑默默构筑了两条并行不悖的铁律：机会均等，无论出身和财富，任何人都有胜出的机会；接纳风险，在金融市场上的收益始终与风险对等，任何人都没有例外。

而当这两条铁律在 1955 年相交的时候，人们发现了一种前所未有的金融工具：它允许每个人去挑战巨无霸，同时它鼓励每个人通过引入适当的风险来成就更多的收益。这就是杠杆收购。

收购与其说是一门技术，毋宁说是一门艺术。而在花样百出的收购类型中，杠杆收购又以其“四两拨千斤”的特点，在金融界脱颖而出。这种以小博大、打破既有商业现状和成见的游戏规则，始终是收购必修课中最吸引人但又很难毕业的课。

愿意承担杠杆风险的投资家们，在 20 世纪 80 年代掀起了第一轮杠杆收购的浪潮。特别是从 1984 年价值超过 10 亿美元的

Wometco 交易成功以后，杠杆收购市场出现爆炸性增长，总规模迅速上升，1983 年完成的交易额为 45 亿美元，到 1989 年完成的交易额上升为 766 亿美元。

其中最高潮也最为金融从业者所称道的一笔收购就是电影《门口的野蛮人》中所描述的那场惊心动魄的对雷诺兹-纳贝斯克公司（RJR Nabisco）的争夺战。

雷诺兹-纳贝斯克公司由生产骆驼牌香烟的雷诺兹公司和生产奥利奥饼干的贝纳斯克公司在 1985 年合并联姻而成。表面看似强大的新公司，在经营策略、管理体制和企业文化等方面存在巨大漏洞，为之后的融资并购埋下了伏笔。1988 年，公司首席执行官罗斯·约翰逊（Ross Johnson）向华尔街放出风声，希望出售公司。当时应战竞标的公司有四家：第一竞标方是雷诺兹-纳贝斯克的管理层，包括公司部分管理层、投行 Shearson Lehman Hutton 及其母公司美国运通公司；第二竞标方是 KKR 公司、Drexel Burnham Lambert 公司、摩根斯坦利、Ralston Purina 食品公司；第三竞标方是福斯特曼·利特尔联合公司、高盛公司；第四竞标方是第一波士顿公司。

尽管当时所有人都看好那些鼎鼎大名的华尔街投行，但由杰罗姆·科尔伯格（Jerome Kohlberg）、亨利·克拉维茨（Henry Kravis）与乔治·罗伯特（George Roberts）三人共同成立的公司（KKR 即是三人名字的第一个字母），利用混战后雷诺

兹·纳贝斯克股价跌至 45 美元的机会，以出人意外的每股 109 美元的高价一举击败所有的对手，杠杆收购了雷诺兹·纳贝斯克公司。此举不仅完成了这场被称为美国 20 世纪最著名的杠杆收购，KKR 公司自身也一跃成为专业进行杠杆收购的世界知名公司。在这次收购中，KKR 付出的代价极小，公司发行了大量垃圾债券进行融资，并承诺在未来用出售被收购公司资产的办法来偿还债务。虽然这次收购资金的规模超过 250 亿美元，但由于充分运用了杠杆，收购使用的现金还不到 20 亿美元。

在中国资本积极在全球扩张的浪潮中，杠杆收购也是不可缺少的工具。2013 年双汇集团对美国史密斯菲尔德集团进行杠杆收购，一跃成为了全球最大的肉类加工企业，这也是中国企业运用杠杆收购工具在全球资本市场上的一次成功大狩猎，更为美国金融界所津津乐道。

早在 30 年前就风行于美国的杠杆收购，为何在中国国内迟迟没有引起金融界的兴趣呢？

在现在的经济环境下，人们对“杠杆”既依赖又担心。从政府债到银行债到民间借贷，对杠杆是否过度使用的问题，学术界和业界一直争论不休。

然而，平心静气地看，杠杆收购的本质是收购，不是杠杆。杠杆是融资的方式，收购才是这种金融工具的核心。杠杆带来的风险需要在收购过程中加以控制。

在杠杆收购中，杠杆代表的是通过不同渠道取得融资，每个渠道都对应着不同的还款义务和违约风险，如果能够将收购标的的未来现金流与之相对应，那么风险就变得可控，这也就是杠杆收购这门艺术的核心。

另外，由于杠杆收购目的的不同，风险的差别很大。如果是战略性收购，因为收购方要长期运营和管理标的公司，需要承担杠杆收购所带来的债务；相比之下，一般由基金公司牵头的杠杆收购，由于目的是为了在一段时期之后卖出盈利而非长期持有，因此债务主要由标的公司承担，收购公司承担的风险也相对更小。

在目前全球资本市场深度博弈的融合过程中，中国资本进入全球市场的风潮日盛，尤其是近几年来中国资本在海外的扩张步伐之快、范围之广、幅度之深，是前所未有的。仅就美国金融中心纽约来说，阿里巴巴集团 2014 年在纽交所上市以及安邦保险一举购入华尔道夫酒店，让中国资本在纽约炙手可热。我们看到越来越多的中国公司正在通过参与国际资本市场的竞争和博弈，在海外寻求机会。这个趋势方兴未艾，越来越多的美国公司也跃跃欲试，想参与其中。也就是说，与中国公司博弈的对手已经在摩拳擦掌了。

然而，不少中国公司在海外资本运作中对国际游戏规则中的并购技术还表现得不够熟悉。特别是在杠杆收购等高效但也相对难

度较高的并购过程中，不少初来乍到的企业往往摸不着方向。

对此，龙门资本的投资者关系专员张思萌表示：“对并购过程中风险的接纳和管理，是建立在一套非常完善的投资策略、数学模型、缜密思考的基础上的，我们为此曾专门准备了一份具体详实又易读的《“收购艺术家”——杠杆收购模型快速入门》，可以作为操作参考。”

### 关于美国龙门资本

美国龙门资本总部设立在纽约曼哈顿中城，是一家全球领先的、以国际投资公关管理（IRM）见长、专门协助中资机构进入全球资本市场、并为已经在美国上市的中国公司构建最佳投资者关系的金融服务公司。作为中国资本在华尔街最受信赖的合作伙伴之一，龙门资本通过其下属基金，直接参与投资跨境成长性企业。

龙门资本由众多有投资银行、传媒背景的专业人员所构成，他们中大多数都拥有注册金融分析师（CFA）以及工商管理硕士（MBA）。骨干团队成员在纽约华尔街工作多年，深谙美国市场体系及各类工商政策，并与市场监管机构、投资银行与对冲基金的高层人员保持紧密的商业往来。作为一个群体，龙门资本对中美文化和国内外企业现实情况有深刻的认知。