**中图分类号： 单位代号：10280**

**密 级： 学 号：15720559**

**专业学位硕士学位论文**

|  |  |
| --- | --- |
| **题**  **目** | **“上市公司+PE”式并购基金模式与市场反应研究** |

**作 者 白珊**

**学科专业 会计**

**导 师** 吴建刚

**完成日期** 2017-5-21

姓 名：白珊 学号：15720559

论文题目：“上市公司+PE”式并购基金模式与市场反应研究

上海大学

本论文经答辩委员会全体委员审查,确认符合上海大学专业学位硕士学位论文质量要求。

答辩委员会签名：

主任：

委员：

导 师：

答辩日期：

姓 名：白珊 学号：15720559

论文题目：“上市公司+PE”式并购基金模式与市场反应研究

**原 创 性 声 明**

本人声明：所呈交的论文是本人在导师指导下进行的研究工作。除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已发表或撰写过的研究成果。参与同一工作的其他同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

签 名： 日 期：

**本论文使用授权说明**

本人完全了解上海大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留论文及送交论文复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容。

（**保密的论文在解密后应遵守此规定**）

签 名： 导师签名： 日期：

上海大学MPAcc硕士学位论文

**“上市公司+PE”式并购基金模式与市场反应研究**

姓 名：白珊

导 师：吴建刚

学科专业：会计

上海大学管理学院

2017年5月

A Dissertation Submitted to Shanghai University for the Degree of Master in MPAcc

**The Research On The Model Of “Public Company + PE”Buyout Funds And Market Reaction**

MA Candidate：Shan Bai

Supervisor：Jiangang Wu

Major：MPAcc

**Management College, Shanghai University**

**May, 2017**

# 摘 要

近几年，我国经济发展进入了一个崭新的阶段，从注重发展速度转变为注重经济发展的方式以及经济结构的调整。上市公司为了更好的发展，在市场和政策的双重指引下，“上市公司+PE”式并购基金应运而生。2011年硅谷天堂与大康牧业合伙成立产业基金开创“上市公司＋PE”先河以来，这一模式迅速被上市公司和PE联手复制。2014年，“上市公司＋PE”式并购基金在并购的大潮中进入井喷行情，成为并购市场的一大亮点。该类并购基金一般以上市公司作为有限合伙人，以PE机构作为普通合伙人，专注于收购符合上市公司战略发展需求的合适的并购标的，并且上市公司在退出时拥有优先购买权可以对被并购企业进行第二次的收购，其本质是金融资本和产业资本的融合。

由于该模式的并购基金发展时间较短，在运作模式和投资方式上不够成熟，缺乏相应的法律规范，并且由于此前数据的缺乏，尚未有关于上市公司与PE合作设立并购基金与股价变动之间的关系的研究，所以本文以案例分析的方式对该模式的运作模式进行详细的解剖和分析，并且通过实证方法，研究上市公司与PE合作设立并购基金的股价效应。最后根据前文的研究结果，预测“上市公司+PE”式并购基金的发展趋势并提出相关建议。

**关键词：**上市公司；私募股权基金；并购基金

# ABSTRACT

In recent years, China's economic development has entered a new stage, from the focus on the pace of development into a focus on economic development and economic restructuring. Listed companies in order to better development, in the market and policy under the dual guidance, "listed companies + PE" type of M & A funds came into being. 2011 Silicon Valley Paradise and the big health animal husbandry partnership set up an industrial fund to create the model of "listed company + PE". this model has been quickly linked by listed companies and PE. In 2014, "listed companies + PE" type of mergers and acquisitions funds in the wave of mergers and acquisitions into the blowout market, a major spot in the M & A market. This kind of M & A fund generally takes the listed company as the LP, takes the PE institution as the GP, concentrates on the acquisition of the appropriate M & A target which meets the strategic development needs of the listed company, and the listed company has the right of first refusal to purchase the second Times the acquisition its essence is the integration of financial capital and industrial capital.

As the model of the M & A fund development time is short, in the mode of operation and investment is not mature enough, the lack of appropriate legal norms, and because of the lack of previous data, there is no cooperation between listed companies and PE to set up a merger between fund and stock price changes The paper analyzes the operation mode of the model by detailed analysis and analysis, and studies the stock price effect of the M & A fund between the listed company and the PE through the empirical method. Finally, according to the previous research results, forecast the "listed companies + PE" type of M & A fund development trends and make recommendations.

**Keywords:** listed companies;PE;buyout funds

目 录

[摘 要 V](#_Toc484639159)

[ABSTRACT VI](#_Toc484639160)

[第1章 引言 1](#_Toc484639161)

[1.1 研究背景 1](#_Toc484639162)

[1.2 研究意义 1](#_Toc484639163)

[1.3 国内外文献综述 2](#_Toc484639164)

[1.4 主要内容和研究方法 5](#_Toc484639165)

[1.4.1主要内容 5](#_Toc484639166)

[1.4.2研究方法 6](#_Toc484639167)

[1.5 创新点 6](#_Toc484639168)

[第2章 理论基础 7](#_Toc484639169)

[2.1 “上市公司+PE”式并购基金的定义 7](#_Toc484639170)

[2.2 “上市公司+PE”式并购基金热浪形成的原因 7](#_Toc484639171)

[2.3 “上市公司+PE”式并购基金的类型 8](#_Toc484639172)

[2.4 “上市公司+PE”式并购基金的动机分析 10](#_Toc484639173)

[2.4.1上市公司角度动机分析 10](#_Toc484639174)

[2.4.2 PE角度动机分析 12](#_Toc484639175)

[2.5 “上市公司+PE”式并购基金面临的风险 12](#_Toc484639176)

[第3章 “上市公司+PE”模式的运作模式 17](#_Toc484639177)

[3.1 运作过程 17](#_Toc484639178)

[3.2 运作团队 19](#_Toc484639179)

[3.3 盈利模式 20](#_Toc484639180)

[3.4 发展过程 21](#_Toc484639181)

[3.4.1初阶模式 21](#_Toc484639182)

[3.4.2中阶模式 22](#_Toc484639183)

[3.4.3高阶模式 22](#_Toc484639184)

[第4章 案例分析 24](#_Toc484639185)

[4.1 兼并交易主体 24](#_Toc484639186)

[4.2 并购背景介绍 25](#_Toc484639187)

[4.3 运作过程 26](#_Toc484639188)

[4.4 运作过程亮点分析 28](#_Toc484639189)

[4.5 并购的好处和疑虑 31](#_Toc484639190)

[4.5.1并购带来的好处 31](#_Toc484639191)

[4.5.2并购存在的疑虑 31](#_Toc484639192)

[4.6 并购前后企业状况分析 33](#_Toc484639193)

[4.6.1市场反应 33](#_Toc484639194)

[4.6.2财务分析 35](#_Toc484639195)

[4.6.3经营层面的影响 38](#_Toc484639196)

[第5章 实证研究 40](#_Toc484639197)

[5.1 理论分析和研究假设 40](#_Toc484639198)

[5.2 指标选择与模型构建 40](#_Toc484639199)

[5.3 样本选取和数据来源 42](#_Toc484639200)

[5.4 实证结果与分析 43](#_Toc484639201)

[5.4.1总体样本股价效应的实证结果与分析 43](#_Toc484639202)

[5.4.2总体样本股价效应的均值检验 46](#_Toc484639203)

[第6章 结论 49](#_Toc484639204)

[6.1 未来发展趋势 49](#_Toc484639205)

[6.2 发展建议 50](#_Toc484639206)

[参考文献 53](#_Toc484639207)

[作者在攻读硕士学位期间公开发表的论文 58](#_Toc484639208)

[致 谢 59](#_Toc484639209)

# 第1章 引言

## 1.1 研究背景

第一，我国经济发展对产业整合的需求逐渐提升。近年来，我国明确的将“调结构”定为经济发展的重要目标，提出我国的经济亟须进行产业整合以及结构升级，将兼并重组作为调结构的重要手段。习近平主席在2014年5月10日首次明确提出“新常态”概念，就是指经济的发展告别过去粗放的高速增长，进入低成本、高效率、可持续的增长阶段。这个过程中当然少不了对经济结构的调整以及整合。

第二，良好的政策环境。《反垄断法》、《国有股东转让上市公司股份管理暂行办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》、以及《外商投资产业指导目录》等法规的陆续出台，都显示了国家对并购发展的支持。

第三，企业对于并购的需要旺盛。传统行业由于在产能和结构方面存有较大的隐患，如果想要企业能够适应经济发展的浪潮，就必须进行产业整合，所以传统行业的上市公司对并购重组有着强劲的动力。新兴行业由于市场的不确定性和发展前景的广阔，并购浪潮也是居高不下。

第四，新型并购基金在并购市场大放异彩。这种新的并购方式在2014年以来受到了投资者的热捧。随着新模式的出现，对上市公司的转型和升级和PE的退出渠道都产生了不同程度的积极影响，很多的投资者开始关注这种极具中国特色的新的并购模式，并且该模式的出现日趋频繁。

## 1.2 研究意义

2011年大康牧业与硅谷天堂合作设立的天堂大康并购基金是“上市公司+PE”式并购基金第一次出现在中国的并购市场。在2014年，新模式的并购基金开始进入高速发展阶段，各家PE与上市公司争相合作设立并购基金，形成了百家齐放的局面。但在新模式的发展过程中，一直存在着不断的争议。支持者认为该模式能够使产业资本和金融资本产生较好的融合，对经济发展有着积极正面的作用。反对者认为，该模式不够规范和标准，法律不够完善，容易产生交易和代理风险。新模式下的并购基金由于其自身模式的特殊性，具有不可复制的中国特色，研究其相关风险、运作模式、对上市公司产生的影响以及后续的发展，对于理解新模式并购基金、防范可能存在的风险、完善其运作模式均存在着重要的意义并为后续的发展提供意见。

作为国内第一家首创“上市公司+PE”模式的PE机构，硅谷天堂在投资和运作模式上都已经较为成熟。其中硅谷天堂对[博盈投资](http://finance.sina.com.cn/realstock/company/sz000760/nc.shtml)的投资的案例更是被誉为经典的一个，让硅谷天堂一战成名，引起当时资本市场的巨大轰动，研究该案例可以对新模式以后的发展提供建议、规避风险以及供后面的初学者进行学习。所以该案例极具研究价值，本文将从并购背景，并购结构设计，并购过程以及并购对博盈投资的影响等这几个方面来详细研究该案例。

上市公司和PE合作设立并购基金是在近年才开始进入高速发展的阶段，在实证方面缺少一定的佐证，大部分的研究都是围绕理论方面。但是对于市场对于新模式的反应即股价效应缺少相关研究，因此，对这一事件及其影响进行相关研究是十分必要的。

## 1.3 国内外文献综述

因为并购基金的发展历史无论是在国外还是国内都非常短暂，并且“上市公司+PE”式并购基金更是只在中国市场发展，具有极强的中国特色，在2014年才引起中国资本市场的注意，相关学者的研究非常少。国外在并购基金的研究方面有更深的研究和更多的见解，而国内相关文献则很少，而且大部分都是在国外的研究基础上。由于新模式的并购基金是新兴的且具有独特的中国特色，所以国外的研究几乎是空白的，国内学者的研究也是基于基础的概念方面，没有深入的探讨和研究。

在并购活动对上市公司所产生的影响方面，有以下学者进行过相关的研究。Lev and Mandelke(1972)的研究表明，上市公司进行并购活动对上市公司的价值有明显的提升作用。Utton(1974)的研究结果发现发生并购的有些上市公司的绩效甚至低于行业的平均指标。Schwen(1996)利用事件研究法进行研究，把并购公司和被并购公司都作为研究对象。研究表明在并购公司发布并购公告前后公司的累计收益率高达35%，如果并购活动成功完成则被并购公司就可以获得超额的收益率。Asquith(1983)的研究表明并购公司在发布公告的前一天超额收益率会由负转正，被并购公司在其发布被并购的公告时将会获得较大的资本溢价，并且发现并购公司的长期收益是处于亏损状态的，这点与Agrawal，Jaffe 和 Mandelker(1992)发现的并购公司在并购活动发生之后的长期收益一般为负具有异曲同工之妙。Bruner（2002）汇总了并购方在并购事件发生后所获超额收益的相关研究，发现有24项研究表明了并购企业在并购事件发生后的超额收益为正；同时有13项研究表明并购方在并购事件发生后的超额收益显著为负，可见该事件的不可确定性因素有很多。

在并购对上市公司的影响因素方面，后续有学者进行了以下的分析。Yeoh 和 Brailsford（2004）的研究表明合伙企业的并购公告的发布会产生显著的超额收益率，而个体企业的没有。Healy,Palepu 和 Ruback(1992)对上市公司并购活动进行了研究，选择美国1979-1983年期间发生并购的工业类上市公司作为样本，且所选择的样本都是行业中的佼佼者，他们通过并购扩大了企业的规模。研究结果表明，这样的并购是很有效的，对公司的绩效起到了显著为正的效果。除此之外，他们还得到了这样一个结论，业务相关性比较强的企业之间进行并购的效果是最显著的。Maquieira,Megginson 和 Nail(1998)研究发现混合并购对企业的帮助几乎为零，但纵向和横向的并购则恰恰相反，这类的并购会对企业产生正面且积极的影响。同时，他还认为，对并购方和被并购方产生收益的影响因素有并购规模，并购后的整合，双方战略是否相同。

通过上述文献的回顾，我们可以看出：第一，相关实证研究的结论证明上市公司发布并购公告存在一定程度股价效应，且明显为正。第二，股价效应会受到很多其他因素的影响。

PE作为一种舶来品，在我国的发展仅仅只有十几年，但是由于它填补了市场上资金需求的来源方式，给经济注入了新的活力，所以自发展以来一直处于快速发展阶段。但相比蓬勃发展的现状，国内学者对其研究局限于其设立的动机、运作模式和投资模式等方面的探讨。相关文献多注重于探讨如何借鉴国外的发展经验，我国较早对PE进行全面的分析并对其相关理论进行界定的是吴晓灵 ( 2007) 、李建伟 ( 2007) ，在这些学者的论述中，主要指出了PE发展的必要性以及其发展必须解决的法律方面的问题，并指出对于中国的市场而言，PE最好以有限合伙制的模式来进行接下去的发展。黄亚玲（2009）、李曜（2010）对国内外的PE分别进行比较和分析，分别就其成立的方式，运作的模式，激励的相关制度都做出了较为详细的论述。蒋悦玮和黄培清（2012）指出现阶段的PE研究已经逐步在向跨领域方向以及交叉学科混合的方向发展，比如公司治理、博弈理论等相关方面与PE的融合以及发展等方面。赵冰梅、吴会敏（2013）发现国内很多学者对PE的研究都相关概念属性上止步不前，主要集中在投资、运作、管理以及激励模式的选择。张杰、张兴巍（2014）表明PE在发展方向、投资模式、激励政策等方面亟须进一步的进行改革。综上所述，我国学者已经意识到了PE在发展中亟须进行转型的急迫性。

李松青（2014）在研究中指出上市公司并购活动是指以上市公司作为并购主体或者被并购对象的活动，如果从并购主体和被并购对象间的关系来进行划分的话，可以分为同一实际控制人下的并购活动和非同一实际控制人下的并购活动。从国际资本市场的发展历程来看，由上市公司进行的并购活动将逐渐占领中国的并购市场，并且在多方因素的驱动下，形成一种新的浪潮，即PE的转型升级正在和上市公司并购需求正在进行融合。金玮（2013）研究了PE对上市公司并购活动所产生的帮助，并且得出PE的参与能够使上市公司更好地进行产业并购。范硕（2014）就新模式并购基金热浪出现的原因、存在的主要模式、上市公司和PE的动机以及该模式面临的相关风险等方面进行分析。

上市公司和PE合作设立并购基金作为我国并购市场上的新兴事物。截至目前国内学者对其相关的研究还很少，并且主要集中在理论分析方面，在市场对该模式的反应方面的研究近乎空白。所以本文认为对上市公司与PE合作设立并购基金的股价效应进行研究很有必要，可以为以后相关学者进行后续研究提供借鉴和资料。

## 1.4 主要内容和研究方法

### 1.4.1主要内容

本文共分为五部分，各部分内容简述如下：

第一部分为导论，主要介绍了研究背景和研究意义，国内外相关文献综述，提出本文研究内容、研究方法以及本文的创新点。

第二部分是上市公司产业并购基金理论，主要介绍了“上市公司+PE”式并购基金热浪形成的原因、上市公司发起设立产业并购基金的类型、上市公司和PE合伙设立并购基金的动机分析以及上市公司参与发起设立产业并购基金所面临的一系列风险，为后文中的理论分析与实证分析做好铺垫。

第三部分是详细介绍了“上市公司+PE”模式并购基金的运作模式，包括运作过程、运作团队和盈利模式，并且创新性的指出“上市公司+PE”模式的三步进阶之路。

第四部分是案例概况与分析，在博盈投资的案例基础上，主要分析案例的背景，并购基金成立的过程与运作方式，以及案例运作过程中的亮点分析，并购带来的好处，并从并购对上市公司带来的股价和财务以及运营方面的影响来进行追踪分析，最后总结出存有的疑虑。

第五部分是实证研究，用事件研究法研究新模式并购基金对上市公司的股价效应的影响。主要介绍实证研究的思路、假设、指标选择与模型构建，样本的选取和数据的来源，对样本进行了描述性统计并检验其显著性水平，验证上市公司与PE合作设立并购基金存在股价效应。

第六部分是结论与展望，对“上市公司+PE”式并购基金的发展趋势进行分析并提出相关的发展建议。

### 1.4.2研究方法

本文采取理论分析、案例研究和实证研究相结合的方法对“上市公司+PE”式并购基金的的模式进行研究，具体研究方法如下：

第一，理论研究法。对“上市公司+PE”式并购基金的理论方面在前人的研究基础上进行更为深入的分析，就其内部逻辑和新模式的运行进行剖析，提出几点创新性的意见，完善了前人的研究。为下文的案例和实证提供理论基础。

第二，案例研究法。为了更加详尽的了解"上市公司+PE"模式并购基金，本文采取案例研究的方法，选取博盈投资（上市公司）和硅谷天堂资产管理集团股份有限公司（PE）合作设立的武汉梧桐硅谷天堂产业并购基金作为研究对象，通过研究其运作模式，分析研究其后续的发展进程，以分析该案例的亮点以及存在的问题。

第三，事件研究法。本文以上市公司发布与PE合作设立并购基金的公告日作为研究的基础点，通过计算事件日前后上市公司获得超额收益率的情况来分析该事件的股价效应。

## 1.5 创新点

第一，本文运用事件研究法探讨了上市公司与PE合作设立并购基金的公告发布对上市公司股票价格的影响。

第二，本文创新性的提出“上市公司+PE”是并购基金的进阶之路，对研究该模式的发展有重大的意义，提出新模式的三层委托代理风险，为新型基金的内在逻辑和风险防治提供意见。

第三，本文对博盈投资这个案例进行了详细的分析，并对该公司发生并购之后的影响进行追踪分析，为 “上市公司+PE”式并购基金的可持续发展道路提供意见。

# 第2章 理论基础

## 2.1 “上市公司+PE”式并购基金的定义

在IPO被关闸的时间里，一种新型并购基金以迅雷不及掩耳之势成为中国并购市场上的新星。相对于传统的并购基金，其拥有更为可靠、安全以及可预期的投资边界的优势。且拥有传统私募股权基金所不可比拟的优点，譬如新型并购基金可以提前锁定退出渠道，缓解募集资金的压力，获得上市公司的产业资本的输入。该类并购基金一般以上市公司作为有限合伙人(LP)，以PE机构作为普通合伙人(GP)，专注于收购符合上市公司战略发展、产业整合以及产业转型等方面所需要的合适的并购标的，上市公司在并购标的的选择以及收购后的资产管理等方面拥有着非同一般的权利。在并购基金退出时上市公司由于拥有优先购买权可以对被并购企业进行第二次的收购，新型并购基金一般在设立时就会已经确定好以上市公司退出作为退出渠道，选择从而完成整个投资循环。这种新型私募基金就是“上市公司+PE”式并购基金。

## 2.2 “上市公司+PE”式并购基金热浪形成的原因

（1）从政策环境来看

2014年10月，证监会发布了的重新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》等法律法规中明确规定：不涉及借壳上市或发行股份购买资产的并购重组将取消行政的审批，并提出“鼓励依法设立的并购基金、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等投资机构参与上市公司的并购重组”。

2015年8月31日，证监会和财政部再次发出关于鼓励上市公司兼并重组的通知，明确地表示鼓励大力推进兼并重组市场的改革，以增强并购的灵活性，提高并购的效率。大幅减少并购重组审批的政策松绑和证监会对并购基金参与上市公司并购重组的明确鼓励，将在政策层面上进一步推动上市公司借助并购基金进行并购重组。

（2）从市场环境来看

第一，上市公司具有一定的资金储备。由于在2013和2014年股票市场的大牛市行情中上市公司的估值被大大的提升从而使上市公司具有一定规模的资金储备。并且在2014年后资金成本下降大环境下，使得募集资金变得相对简单许多，许多机构都积极参与并购活动，使得并购市场异常活跃。

第二，传统行业希望通过并购实现转型升级，避免步入一般传统行业逐渐没落的境地；新兴行业由于其行业的不确定性以及发展的前路较为模糊，希望实现产业链的完整布局，大部分上市公司希望通过并购活动实现其战略发展的外延式扩张需求，整合其上下流产业链，形成完整的产业链结构，使公司的经营更加稳定。另一方面，上市公司也希望通过设立并购基金来向投资者传递积极正面的投资需求，而投资者也会对上市公司的设立并购基金的行为表示看好，从而可以达到上市公司市值管理的需求。

第三，由于IPO堰塞湖事件，传统的 PRE-IPO 投资方式已经是千人过独木桥，不上不下的一个状态， PE机构的投资模式亟须转型，寻找新的投资方法以缓解IPO堰塞湖的影响，这就更加进一步地推动了上市公司和PE联手设立并购基金的浪潮。

## 2.3 “上市公司+PE”式并购基金的类型

传统的并购基金有两种运作模式来运作，一般是以第一种运作模式来运作。

一、独立选择看好的并购标的后完成并购，之后并进行进一步的产业整合和管理，最后通过 IPO退出或资产转让等方式完成获利退出。

二、作为第三方，只为有并购需求的上市公司提供咨询服务和融资帮助等服务，在这个模式中，只能获得少许的服务费。

这两种运作模式都存在有很大的弊端，工作量与回报不成正比，本质上其实更倾向于FA[[1]](#footnote-1)的角色。但在 2011 年，天堂硅谷开启了与上市公司共同发起成立并购基金的第一例，这种模式大大降低了并购基金的门槛，在发行市场和流通市场之间建立了流通以及交流的渠道，使他们之间的联动性变得可能。下面将详细介绍上市公司与PE合伙设立并购基金的两种类型。

（1）上市公司作为LP与PE共同设立并购基金

由于缺乏相关的专业投资团队和投资经验，部分上市公司会选择成为并购基金的有限合伙人，通过与具有丰富投资经验的PE合作设立并购基金，对符合自己战略需求的并购标的进行收购。该类并购基金一般采用有限合伙形式，其中普通合伙人对基金的债务承担无限连带责任，其他投资者作为有限合伙人以其出资额为限对基金的债务承担连带责任。有限合伙制模式一般是LP不执行合伙企业事务，不对外代表有限合伙企业，不参加企业的日常[管理](http://www.goingconcern.cn/topic/@%E7%AE%A1%E7%90%86)；GP负责全权来执行和管理合伙企业的具体事务。但该模式与一般的有限合伙模式在权责分配上存在较大的差异，将在下文风险研究中详细论述。

在实际案例中，由于上市公司不想承担过多的风险，又想加强对并购基金的影响力，大部分的上市公司会选择作为LP与PE共同设立并购基金，再与PE商议签订“共同管理合作协议”。一方面可以规避可能存在承担无限连带责任的风险，一方面可以避开中国证监会和交易所对上市公司[信息披露](http://www.goingconcern.cn/topic/@%E4%BF%A1%E6%81%AF%E6%8A%AB%E9%9C%B2)的要求。上市公司作为LP与PE共同设立并购基金是新模式的主体模式，所以下文中如无特别说明，所指皆为该模式。

（2）上市公司控股子公司作为GP与PE共同设立基金

根据《[合伙企业法](http://www.goingconcern.cn/topic/@%E5%90%88%E4%BC%99%E4%BC%81%E4%B8%9A%E6%B3%95)》的规定，上市公司不得成为普通合伙人，但并未限制上市公司控股子公司以普通合伙人身份参与设立产业并购基金，因此，上市公司可以通过其控股子公司参与设立产业并购基金，来规避法律的规定。

上市公司作为GP参与设立并购基金，可以增强对并购基金的控制，使其完全的为自己的需求来并购符合自身战略发展的并购标的。但是也存在以下两点需要注意的地方：第一，作为GP的[上市公司](http://www.goingconcern.cn/topic/@%E4%B8%8A%E5%B8%82%E5%85%AC%E5%8F%B8)控股子[公司](http://www.goingconcern.cn/topic/@%E5%85%AC%E5%8F%B8)将对并购基金承担无限连带责任。第二，由于上市公司的GP身份，需要考虑中国证监会以及证券交易所对并购[信息披露](http://www.goingconcern.cn/topic/@%E4%BF%A1%E6%81%AF%E6%8A%AB%E9%9C%B2)的种种要求，就可能对并购基金的决策产生影响，并且披露过多关于并购基金的运营和投资情况，对上市公司来说对于之后一系列的运作都埋下了隐患。

此外，近期出现了一种新模式，即上市公司与PE共同设立资产管理计划，该模式的基本架构与新型并购基金类似。但也存有一定的差异，譬如该模式中上市公司一般作为劣后资金[[2]](#footnote-2)，PE作为优先资金，与新模式并购基金的第二种类型的权责关系相似，上市公司需要承担较大的风险。PE作为资产管理计划的管理人，这又与新模式并购基金的第一种类型中PE的角色有异曲同工之处，并购完成后以将并购资产转移给上市公司完成获利和退出。

## 2.4 “上市公司+PE”式并购基金的动机分析

### 2.4.1上市公司角度动机分析

（1）可以充分利用资金杠杆

在上市公司市场化并购交易中，通常选用现金支付或股票支付作为支付手段。现金支付会给并购方带来较大的财务压力；股票支付的主要方式是增发新股，需要经过证监会和发审委的批准和审核，时间周期比较长。上市公司参与设立并购基金进行并购的话，只需要付出少量的资金，剩余的资金交给PE进行募集，就可以开启并购基金，充分利用了资金杠杆解决了资金不足和时效性问题。

（2）可以选择注入上市公司的时间

在并购基金完成对标的企业的并购之后，一般由上市公司与PE共同管理标的企业，标的企业将暂不纳入上市公司的合并财务报表，所以在投后管理期间标的企业的盈利或亏损状况不会对上市公司的年度报表产生影响，在该种并购模式下，上市公司可以选择将并购标的装入上市公司的时间，在确保标的公司的利润增量达到预期之后再将其装入上市公司。

（3）可以减少并购的风险

第一，减少项目风险。与PE专业的管理和投资团队合作，可以寻找和发现更多项目资源，也可以协助上市公司更好地对已有的项目机会进行预估和判断，如果上市公司直接进行并购，不仅存在较大的项目选择风险，并且并购后被并购公司的业绩具有较大的不确定性，可能会对上市公司的短期业绩造成不利影响。

第二，减少整合风险。由于PE具有的专业管理和分析的能力，上市企业可在PE的帮助下深入接触了解标的企业，可以进行更好的产业整合。

（4）避免披露和停牌

上市公司直接进行产业并购的话，如果确定了并购事项之后上市公司需要停牌3个月，而一旦双方谈判失败的话将会对公司股价产生不利的波动影响，也会对上市公司以后的并购谈判产生不利的影响。

（5）获得业务和资本上的长足发展

PE 机构在基金管理和运作方面都有着丰富的经验，上市公司在与PE合作设立和管理并购基金的同时可以学习到PE的投资经验为以后自己单独筹备一些并购项目打下了良好的基础，将这些经验知识运用在独自收购并购标的的时候，将会大大提升收购成功的几率。并且上市公司可以利用PE的行业口碑和资源优势更好地进行收购，进而对上市公司在渠道、产业线、上下游产生长足的影响，从而增强上市公司实力并且获得更多的资本介入，为后续的并购打下了坚实的基础。PE也可以近距离地学习到上市公司的运作机制和内部控制，充分了解上市公司所处的行业，为以后的业务打下良好的基础，并且与知名的上市公进行合作对PE后续的资金筹集提供了良好的条件。这种产业和资本的相互交融，呈现彼此共融上涨的趋势颇受二级市场投资者的青睐和认可，强强联手各自发挥自己的强项，并且互相学习经验对上市公司和PE而言都会获得长足的发展优势。

### 2.4.2 PE角度动机分析

（1）提前锁定退出通道

由于通过IPO实现基金退出受限，通过产业并购基金退出风险小，IPO堰塞湖[[3]](#footnote-3)使得PE投入资金后退出困难，PE不得不改变以往的投资模式，开始将并购作为其主要的退出方式。上市公司一般都会选择优先收购并购基金所投资的标的企业，相当于PE提前锁定了退出通道。产业并购基金并购标的公司，经过整合培养后巧注入上市公司进而实现基金退出，远比基金独立运作再出售给上市公司更具优势，退出风险比上市发行更小，周期也更短。

（2）借助上市公司的强大行业优势，并购效率更高

上市公司一般在自身所处行业地位较高，拥有专业丰富且夯实的专业知识，产业链上下游资源较为丰富，借助于上市公司在渠道、客户、品牌、技术、政府关系等方面的输入支持，并购基金更容易取得并购标的的信任从而取得其控制权，并购标的重组效率更高。

（3）降低融资压力

由于PE募集资金方法的问题导致其资金的来源具有较大的风险性，且期限比较短。上市公司具有的行业地位以及在金融界以及和银行的资金关系可以为PE募集资金提供隐性背书，使募集资金变得相对容易许多。

## 2.5 “上市公司+PE”式并购基金面临的风险

（1）权责不一致的风险

“上市公司+PE”模式并购基金采用的是有限合伙制，却与成熟的有限合伙制有着很大的差别。虽然都是由有限合伙人和普通合伙人构成，但是新模式下有限合伙人内部出现了区别对待，上市公司作为有限合伙人与其他有限合伙人之间存在着权责不一致的情况，上市公司与作为普通合伙人的PE共同管理并购基金，甚至有优于普通合伙人的决策权和管理权，对并购基金的盈利和成功与否起到了至关重要的作用，虽然PE仍留有选择权以及日常管理的相关权利，但是相比于上市公司的权利来说也是难以望其项背。而其他有限合伙人则是依旧扮演着旁观者的角色不参与并购基金的管理事务，因此，上市公司在新模式中的地位，更类似于原有模式中的GP，而非并购基金所声称的LP。

上市公司作为并购基金中的有限合伙人，身份上与其他合伙人享有一样的责任，却拥有着其他合伙人不具有的权利，对其他合伙人的利益产生举足轻重的影响，将造成权责不一致的重大风险。上市公司拥有着与责任不相符的权利就会导致其不受法律制度的约束，这种情况就会导致其他利益相关方的权益不受法律的保护而受到损害，扰乱现有的法律秩序和市场秩序。一旦出现重大的失误或者被并购企业的业绩低于预期的时候，其他利益相关方对上市公司的追究和制衡将无迹可寻，严重损害了其他投资者的自身利益，为该模式接下来的可持续发展产生不利的影响。

新模式并购基金若想要长期可持续的发展，必须解决权责不一致的风险，主要在两方面进行改革：其一，需要根据上市公司所具有的权利来明确上市公司的地位，避免权责失衡。其二，其他有限合伙人的权益过分被模糊化，需要进一步进行明确。如果能够解决这两个问题，上市公司在接下来的发展过程中就会跟好的平衡各个参与者的权益，使该模式的可持续发展更加顺利。

（2）市场操纵和内幕交易风险

上市公司通过这种新模式进行外延式并购的过程中，由于监管机构没有制订统一的信息披露标准的内容和形式，使得上市公司在披露利益链条时并不详细和充分，投资者对上市公司的投资预期不够明确，存在较大的随意性。由于并购基金本身有很多利益相关方，参与并购基金的机构投资者拥有着比普通投资者更多的消息和信息，由于巨大的利益诱惑导致个别的投机者涉嫌利用内幕信息进行短期套利或者内幕交易以至于损害了大部分投资者的权益，使上市公司处于市场操纵的风险。Kcown 和Pinkerton(1981)研究发现在上市公司的并购公告发布前一个月，就有投资者提前得知了内幕消息。

如若在第一轮并购成功后发现标的企业具有经营风险，为了确保后续股权转让成功，往往上市公司会选择不披露风险，这不仅对于并购基金的投资者来说是个很大的风险，对于其他看好的投资者也是巨大的风险。随着我国投资者不断趋于理性和风险识别能力的不断加强，将会愈加关注信息披露，监管方对于并购基金的信息披露要求会更加严格。

（3）上市公司和PE盲目跟随热潮

自2014年的并购大浪潮起以来，新模式并购基金的热浪一直处于不停歇的状态。不过，随着时间的推移，这些当初信誓旦旦要进行产业整合和战略扩张的并购基金竟然就一直这样毫无音讯了，在忽悠了投资者之后就没了下文，可能是由于缺乏合适的并购标的进行收购或者并购后期运作不佳导致项目流产，也可能是上市公司设立并购基金的初衷就是为了进行单纯的市值管理。据相关统计，在上市公司发布合作成立并购基金之后再无下文的并购基金竟然达到了半数之多，可见上市公司设立时的考虑并不够充分，只是盲目跟随大潮。

（4）三层委托代理风险

由于新型并购基金不同于一般的并购基金，其涉及的利益关联方较多，产生的三层委托代理问题对于并购基金的健康运作存在着较大的风险。

第一层委托代理关系——其他有限合伙人与GP和上市公司。这层委托代理关系存在于其他有限合伙人和上市公司以及GP之间。一方面，是因为上市公司拥有着实为GP，名义上却为LP的复杂身份，极大的影响着其他有限合伙人的利益。 另一方面，实际的GP仍然拥有决策权力，能够对其他有限合伙人的投资收益起到重要的影响。在这一层委托代理关系中，委托方是其他有限合伙人，代理方却分别有上市公司和GP两个。这种结构的设计将导致其他有限合伙人缺乏维护自身权益的工具，严重损害了其他有限合伙人的利益。

第二层委托代理关系——GP与上市公司。在新型的模式下，投后管理由上市公司和GP共同进行，但实际上PE仍拥有更重要的角色，拥有更明显的信息优势，对项目的选择拥有更大的权利，上市公司只能就PE所提供的项目进行选择，并且PE与上市公司之间存在利益冲突，从而产生委托代理风险。显然GP和LP的角色发生了对换，责任却没发生对换，对该模式的运行产生一定的风险。

第三层委托代理关系——标的公司与并购基金。在并购基金完成对标的公司的收购后，并购基金就拥有了标的公司的控制权，为了标的公司能够继续正常的运行，会保留其原有的管理层，并购标的作为委托人，由于并购标的的原管理层拥有更多的权利并且能接触到更多的信息，并且双方之间存在明显的利益冲突，上市公司更注重于标的公司的长期发展，而标的公司的原管理层更希望进行短期扩张，甚至不惜牺牲公司的长期收益以达到短期收益增加的目的，所以这时并购基金和标的公司的管理层之间就形成了委托代理风险。

（5）上市公司和PE间存在利益冲突

在将并购标的转移给上市公司的时候，上市公司希望标的公司的价值被低估，这样就可以以较低的价格进行二次收购，显然PE并不希望这样，这就导致了上市公司和PE之间对标的公司的估值存在利益冲突。由于在并购基金成功收购标的公司之后的投后管理大部分是交予上市公司进行整合和管理，所以上市公司会通过粉饰标的公司的财务报表或者做低上市公司的短期收益来使标的公司的价值被低估的目的，这样就会使PE的利益受到较大的损害。并且一般标的公司的估值是由上市公司和PE商讨决定的，具有很大的不确定性，所以建议双方在成立并购基金之时就制定一套相应的估值方案，又或者交予专业的估值机构进行估值，以防止出现损害双方权益的事情。

（6）经营整合风险

控股型收购的后续运作本来就是极其复杂且需要专业的团队进行操作，恰恰中国缺乏专业的投资整合团队。这也是“PE+ 上市公司”模式为何被大规模运用的原因，金融资本与产业资本的融合可以一定程度上改善这种情况。上市公司通过与PE 合作设立并购基金希望来完成产业整合，但是整合一定程度上存在着重大的经营风险，通过与PE共同设立并购基金可以在一定程度上可以缓解这种风险，但是当二次收购完成后PE的工作就告一段落了，随后的产业整合依旧需要上市公司亲自进行整合，当然上市公司也可以继续聘用PE团队辅助进行后续整合，但还是需要上市公司对自身业务有长远的规划，最好提前建立专业的管理和整合团队，对标的公司进行详细的调查和分析其内部运作，以便后续的产业整合能够顺利地完成，而不是仅仅寄希望于通过“上市公司+PE”的模式解决整合问题。

# 第3章 “上市公司+PE”模式的运作模式

“上市公司+PE”式并购基金的运作模式主要是对标的企业进行股权投资。具体到实际操作上，需要解决资金募集，合伙人的职责分配和决策机制，最终的退出方式和利益分成的模式问题等一系列问题。

## 3.1 运作过程

（1）PE和上市公司合作设立并购基金

PE选择与上市公司成立并购基金对符合上市公司要求的标的企业进行并购。但并不是所有的行业都适合并购。行业选择上有三个标准：一是行业的集中度比较低，没有高度垄断且中小型企业较多，有整合机会；二是获得政府的政策支持的行业，有更大的升值和发展空间；三是行业价值被低估，能通过相关的产业整合来实现企业的价值。

在 “上市公司+PE”式并购基金设立的早期，上市公司往往是作为整个基金的劣后方，PE 基金作为次劣后方对整个基金的优先级资金承担兜底和担保责任。譬如“大康牧业+天堂硅谷”、“京新药业+天堂硅谷”。随着新模式并购基金的不断发展，资本并购市场的风险承受能力在上升。所以2014 年以后新设立的“上市公司+PE”式产业基金，更多用到的是平行基金模式。譬如“华数传媒+天堂硅谷”、“鱼跃医疗+前海红杉”。

[上市公司](http://www.goingconcern.cn/topic/@%E4%B8%8A%E5%B8%82%E5%85%AC%E5%8F%B8)在参与设立[产业并购](http://www.goingconcern.cn/topic/@%E4%BA%A7%E4%B8%9A%E5%B9%B6%E8%B4%AD)基金过程中，为了保障并购基金是为了自身进行产业整合的需要而进行相关的投资，会设定资金使用的限制条款来约束PE。为了增强对并购基金的控制，会通过参与合伙人会议及委派投资决策委员会委员的方式来随时掌握并购基金的投资动态。

（2）项目的选择

主要由PE利用其自身以及全国子公司的资源和信息寻找适合上市公司产业整合需求的并购标的，并进行控股型收购。在整个运作模式中，最关键的一步就在于合适项目的寻找，这一步将直接影响该模式运作的成功与否。并购标的的选择应该是围绕上市公司的战略发展需求去选择，关键在于上市公司的产业整合需求的倾向，是更倾向于纵向发展还是横向发展，还是混合型并购，又或许上市公司想实行多元化战略跨行业进行产业收购，不过由于产业整合太过于困难，一般跨行业实施并购的企业很少。

在该阶段PE主要负责项目寻找、谈判、评估、交易的结构设计等，上市公司也会派人参与其中，并在项目的决策方面有两次一票否决权。第一次是在对项目开始调研的时候，若上市公司对该项目不满意即可行驶一票否决权；当项目进入了决策委员会时，若上市公司认为该项目不符合自身的产业整合需求，也可直接进行否决。因为并购基金本就是为上市公司进行产业整合而专门设立的，所以要服务于上市公司的需求才能顺利地进行第二次的收购。

为了减少项目风险，PE可以通过对项目的选择进行专门管理的方法进行控制：

第一，对可选择的项目建立专门的储备库。通过前期对项目的考查，建立适合上市公司战略需求的并购标的储备库。由于前期已经进行了大量的调查和筛选，可以减少前期的风险。

第二，对每一个项目储备库的并购标的进行详尽的调查。项目的筛选标准是符合上市公司的产业整合的发展需求。通常要对目标企业的财务状况、发展概况和前景、规模大小、内部控制、行业概况和前景以及目标企业是否面临重大风险等一系列的问题进行详尽的调查，据此分析得出该目标企业所面临的财务和经营风险。

（3）控股型收购

在新模式并购的全过程中，一共发生了两次并购标的控制权的转移，第一次是由并购基金从原始股东那里完成收购，经过PE和上市公司的共同管理，将并购标的转移给上市公司完成第二次收购。为了更好地对企业进行了解，以便更顺利的进行产业整合，并购标的仍会聘用大部分原管理团队，但为了避免原团队故意隐瞒企业存在的问题从而造成的信用风险，一般将保留 10%-20%的股权给标的企业的原始团队。并购基金除了与并购标的企业的原始管理团队利益捆绑外，还可以选择反向参股上市公司，一般不到 5%的举牌线，以实现与上市公司的利益捆绑，减少委托代理风险。

（4）投后管理

第一次并购完成后，上市公司将会联合PE进行产业整合和管理。其中，PE负责对标的企业进行分析和规划，对产业整合提供意见，具体的整合和经营以及日常管理则是由上市公司全权负责。该阶段对上市公司和PE的产业整合能力有较高的要求，尤其是对上市公司。需要与标的公司进行良好的沟通和交流，充分的了解标的公司的产业结构和文化环境，将双方的意愿和设想进行分析制定计划，才能在接下来的资产整合中化解一系列的矛盾和冲突。

（5）退出

新模式下的并购基金从设立初始的初衷便是为了上市公司的战略发展规划而进行相关的产业并购，所以该模式下上市公司对并购标的具有优先购买权。并且一般在并购基金设立之初就会签订相关协议，由上市公司进行二次收购以完成该模式的退出。上市公司会采用发行股份收购或者现金购买等方式来获取并购基金的全部股份，至此PE 实现退出获得收益，同时上市公司实现了自己产业整合的需求。

## 3.2 运作团队

（1）调查团队

由于筛选并购标的是个工作量巨大的工作，并且这一步直接影响后续的运作风险，选择合适的并购标的作为新模式最关键的一步，需要设立专门的调查团队以控制风险，一般由行业研究员、法律和财务等专业人士构成，必要时还会聘请外部投行以及会所和律所专家进行咨询解答。可以采取的调查方法包括：审阅公司提供的各项书面资料；其他机构对标的公司出具的调查报告；与管理层进行了访谈；与标的公司法律负责人进行了访谈；与标的公司的会所负责人进行了访谈；团队的内部讨论及网络调研等。通过这些综合的方法，较为全面的认识了标的公司。

（2）评审委员会

由上市公司和PE委派人员组成，评审委员会对由调查团队筛选出来的项目进行审核，其中上市公司委派的人员具有一票否决权，对不符合的项目，可以直接决定不交于投资决策委员会。

（3）投资决策委员会

由PE和上市公司委派的人员组成，是负责对项目进行最后的审判的最高决策机构，是独立于并购基金之外的机构为了保障并购基金的独立运营所设立的，投资决策委员会也负责定期向合伙人会议提交并购基金日常经营和管理的情况，并接受合伙人会议的监督，投资决策委员会的设立可以有效的缓解委托代理风险。

（4）产业整合团队

主要由上市公司进行委派，PE委派人员进行辅助和相关专业知识的指导，因为产业整合是并购是否能在完成二次并购后为企业带来增值价值的最关键的一步，也是整个运作过程中最复杂和困难的部分，非常考验上市公司和PE的资产整合能力。上市公司需要设立专门的产业整合团队，需要由具有专业背景的行业内专业人士以及相关咨询机构的人员参与以提高产业整合的效率。

## 3.3 盈利模式

为了深入了解“上市公司+PE”式并购基金的运作模式，分析其盈利模式是至关重要的，其盈利模式将直接决定该模式能不能有可持续发展的前景。但由于该模式的创新性，相关的运作和盈利模式具有多重可变性，所以针对具体案例可以参用不同的方法，不可一概而论。根据上市公司所披露的公告中显示，基金管理费一般都设为2%左右，收益分配则是GP与LP之间按照预先设定好的比率原则分配增值收益，一般为20：80，在此基础上也会设置一些特别的条款来起到激励和规避风险的作用。新模式下的盈利模式大体上可分为以下两种：

第一是在PE机构未持有上市公司股份，仅仅与上市公司合作建立并购基金，与上市公司只有合作的关系，PE机构可以获得两方面收益：一是上市公司支付的财务顾问费和并购基金支付的基金管理费；二是退出后的投资收益，但投资收益部分的收益存在一定风险。

第二是PE选择参股上市公司之后再合作设立并购基金，此时PE与上市公司属于利益共同体，PE机构可以获取三方面收益：一是上市公司支付的财务顾问费和并购基金支付的基金管理费；二是退出后的投资收益；三是入股上市公司获得的资本溢价。

## 3.4 发展过程

新模式自2011年初次设立之后，经过不断地演进发展已经更具备可操作性。本文将新模式的发展总结为三段，下文将作详细的介绍。

### 3.4.1初阶模式

在初阶阶段，上市公司与PE合作设立并购基金，主要为上市公司寻找合适的并购标的以完成上市公司产业整合的愿景，能够充分的将PE的专业能力和上市公司的融资优势相结合，并且提前锁定退出渠道使得并购基金的风险大大降低。在初阶模式中，PE能够获得帮助上市公司进行并购业务的财务顾问费以及基金管理费和并购标的被装入上市公司所获的投资增值。

该模式存在的不足：第一，PE不能获得等价的收益。在初阶模式中，PE作为GP承担着较大的风险且工作量巨大，但实际获得的收益却不尽如人意。上市公司进行并购的支付手段主要有现金支付和股票支付两种方式，由于现金支付对企业的现金流产生较大的影响，一般企业股票价值被高估的时候会选择股票支付的方式，将其股票作为交易对价受让PE所持有标的公司股权，但此时投资者会对并购前景良好的上市公司抱有看好的态度，股价一定会大幅上涨，PE转让标的公司股权所获得股份数量就会减少许多。第二，风险太大。由于上市公司和PE之间只有合作关系，利益有较大的冲突，很容易产生委托代理风险。结合以上不足， “上市公司+PE”模式将会向中阶模式进行改进。

### 3.4.2中阶模式

在中阶阶段，除了初阶模式的运作以外，若上市公司采用现金支付的方式完成并购，那么进行二次收购需要大量的资金支持，上市公司会选择进行定向增发，因为定向增发的时间不受限制且成本费用相对较低，而 PE会为了促成并购标的的收购以及分享并购后的股权增值收益，利用现有资金参与上市公司的定向增发，能进一步获得上市公司并购后的股权增值收益。在中阶模式中，PE能获得额外的通过增发所持有的上市公司股权的增值收益。

该模式存在的不足：第一，PE的收益存在不确定性。上市公司自有资金充足不需要定向增发股份融资时，PE将不能获得并购完成后的上市公司股权增值收益。第二，上市公司和PE无法成为利益共同体，委托代理风险依然没有得到有效的解决。第三，并购后上市公司的股权增值收益存在较大的不确定性。PE参与上市公司的增发，只能享有上市公司并购整合之后的收益，若上市公司的整合能力达不到，该部分收益就会变成亏损，存在较大的风险。就像博盈投资这个案例，硅谷天堂参与了博盈投资的增发，原以为会获得未来收益，但博盈投资在并购整合方面存在较大的问题，近几年的利润更是连年下降为负，使得硅谷天堂期待的未来股权增值收益泡汤。结合该模式存在的不足，“上市公司+PE”开始向高阶模式发展。

### 3.4.3高阶模式

在高阶阶段，PE通过大宗交易等方式，成为和上市公司利益关系紧密的小股东之后再合作设立并购基金，这时的PE能够更加专注的为上市公司寻找具有更大前景和更加符合上市公司的需求的项目，并且会对上市公司的并购后的产业和资本整合提供专业的帮助和支持。PE能够额外的获得为上市公司进行产业整合所提升的上市公司股权价值增值收益。

该模式的好处：第一，二级市场的投资者认同双方的战略合作关系，对上市公司的发展前景看好，将会导致上市公司的股价大涨，使上市公司和PE获得额外的股权增值收益。第二，PE与上市公司成为利益共同体，能够获得所提升上市公司股权价值增值的收益，所以将会更加专注于上市公司的产业整合项目。第三，上市公司与PE间的利益冲突缓解，能够更加专注于并购后的产业整合。第四，委托代理风险降低，由于上市公司和PE的利益一致性，所以能有效缓解上市公司与PE的委托代理风险。

不过有些上市公司并不愿意采用这种入股的模式，比如说国有企业，入股的话需要层层上报，等审批完成，PE入股的成本也就非常高了，这时候再选择入股上市公司对PE来说也是非常不明智的事情了。再比如说很多上市公司的第一大股东的持股比例很低，一旦稀释了股权可能会出现实际控制权的转移。所以在新模式的运作一定要参照实际情况进行分析，制定符合自身情况的运作模式。

# 第4章 案例分析

作为新模式的创始人，硅谷天堂一直将博盈投资的案例标榜为新模式的运作中最成功的一次案例。其巧妙的结构设计让投资者纷纷惊叹不已，将跨境进行海外并购、定向增发以及控制权变更以及PE的退出一气呵成。下文将详细的介绍和分析博盈投资这个案例。

## 4.1 兼并交易主体

（1）上市公司——硅谷天堂

硅谷天堂资产管理集团股份有限公司是中国领先的综合性资产管理集团，成立于2000年，注册资本为44.3214亿元人民币。以其优秀的业绩表现和稳健且不失创新的投资风格受到业内人士的大力称赞，并且并不拘泥与现有的成功的框架和模式，总是会带给投资者新的惊喜和亮点，多次独具创新性的开创新的投资和运作模式，其远见和眼光能够高瞻远瞩的走在众多PE机构之前。多次被权威机构评选为优秀创投机构、中国私募股权投资机构TOP10、年度创新并购和最佳并购基金等。2015年7月30日，硅谷天堂在新三板挂牌，股票代码833044。硅谷天堂的发展理念是以人为本，将人才视为其最大的财富，用优秀的企业文化和人文环境以及丰厚的薪酬和激励政策吸引了许多高精尖人才的加入，这些人都曾是各个领域的核心管理人员，对资本市场和各个行业都有着深刻的认识和丰富的经验以便对各个不同的行业进行资产管理和并购，是硅谷天堂不断前进的动力和保障。

（2）PE——博盈投资

湖北博盈投资股份有限公司，其前身是湖北车桥股份有限公司，1997年在深交所上市，随后改名为博盈投资，法定代表人是杨富年，注册资本23685.2292万元，经营范围是汽车配件、自产机电产品、相关技术的出口业务，车桥为其主营业务。

（3）被并购主体——斯太尔动力有限公司

斯太尔动力是拥有140多年柴油发动机生产和研发历史的奥地利品牌企业，也是奥地利军方动力的主要贡献者，是国际市场上顶尖的柴电混合动力发电机设备商，多项专利技术在手。是由拥有着近 150 年历史的奥地利国有汽车集团斯太尔-戴姆勒-普赫私有化而来。而该集团就是当年我国重型车技术专利的持有者。公司所在地为奥地利斯太尔，企业类型是私营企业，经营范围是提供全面的架构及解决方案，范围包括引擎设计、发动机相关咨询、生产安装等。

斯太尔的技术优势在于拥有着业界内数一数二的研究开发能力和完全独立的全系列柴油发动机项目。拥有着前斯太尔集团的工程研发中心和与宝马汽车公司联合投资的“下一代新型柴油机”项目，在以Monoblock为特征的技术、知识产权和研发体系基础上继续投入，形成了现有的四大核心技术。但是斯太尔是一家典型的技术研发型公司，公司在技术研发方面投入过多的人力和财力，却在销售和产能方面相对薄弱很多，最后导致要靠技术出口来维持企业正常运作。由于其销售方面的弱势使其在准备进军国际市场的时候遇到许多瓶颈与障碍。

## 4.2 并购背景介绍

第一，并购机会的出现。2008 年的经济危机，欧洲汽车业也受到了巨大的冲击，面临着巨大的生存经营危机，产生了许多并购机会。

第二，国内技术落后的现状。中国柴油发动机技术落后，产品结构不合理并且研发能力低下，拥有的专利权微乎极微，关键零部件一直依靠进口来解决，缺乏完全独立的全系列柴油发动机制造线。为了解决对柴油发动机的需求问题，中国曾依靠进口来解决问题，但是价格高昂并且并不能学习到国外的先进技术，一味的依靠进口也会对国内的相关企业产生冲击，并不能从本质上解决技术落后的问题。

第三，斯太尔产能和销售问题。斯太尔动力是研发主导型企业，其技术研发人员近半，拥有世界领先产品及技术，但由于其主要销售目标是高端客户，产能较为有限。斯太尔动力公司尽管坐拥强大的技术研发能力，但由于销售定位和销售策略的失误，并且不注重产能导致斯太尔的业绩一直很不起眼。斯太尔也逐渐认识到在过去的发展过程中太过于注重技术的研发而忽略了销售的方法和产能的建设，因此也急迫的想寻求在销售方面突出并且在产能方面有优势的企业进行合作。斯太尔的负责人曼道夫在经历了数次的考察以及沟通之后表示，中国的市场和欧洲的市场之间存在巨大的差别，国内在产能方面投入巨大却缺乏相应的技术可以带动产能，从而导致产能过剩的问题，一旦将斯太尔的前沿技术注入，产能和技术相结合就能发挥出最大的效果，从而改变中国发动机落后的现状，同时也能解决斯太尔所面临的产能和销售难题，可谓是个双赢的局面。

第四，博盈投资业务转型的需求。博盈投资有限公司的主营业务的车桥行业竞争激烈且亏损严重。博盈投资的负责人杨富年表示由于公司的主营业务处于下滑的阶段并且前景并不看好，公司亟须实现业务的转型升级，斯太尔的先进技术的注入将从非本质上改变公司资产质量较差和技术落后的问题，实现从车桥行业向发动机行业的转型，企业将彻底的进行转型升级。

## 4.3 运作过程

（1）并购基金的设立

2012年3月20日，天津硅谷天堂桐盈科技设立武汉梧桐硅谷天堂投资有限公司（以下简称“武汉梧桐”），天津硅谷桐盈科技是硅谷天堂资产管理集团的全资子公司，2012年4月，武汉梧桐以3245万欧元的价格并购了斯太尔动力，约合2.84亿元人民币。武汉梧桐除持有 100％斯太尔动力公司股权外再没有其它经营性资产或负债。由此可见，武汉梧桐实质上是专门为兼并斯太尔动力而成立的融资性壳公司，在此次海外并购的交易中担任着并购基金的角色。

武汉梧桐的股权结构如下图4-1[[4]](#footnote-4)：

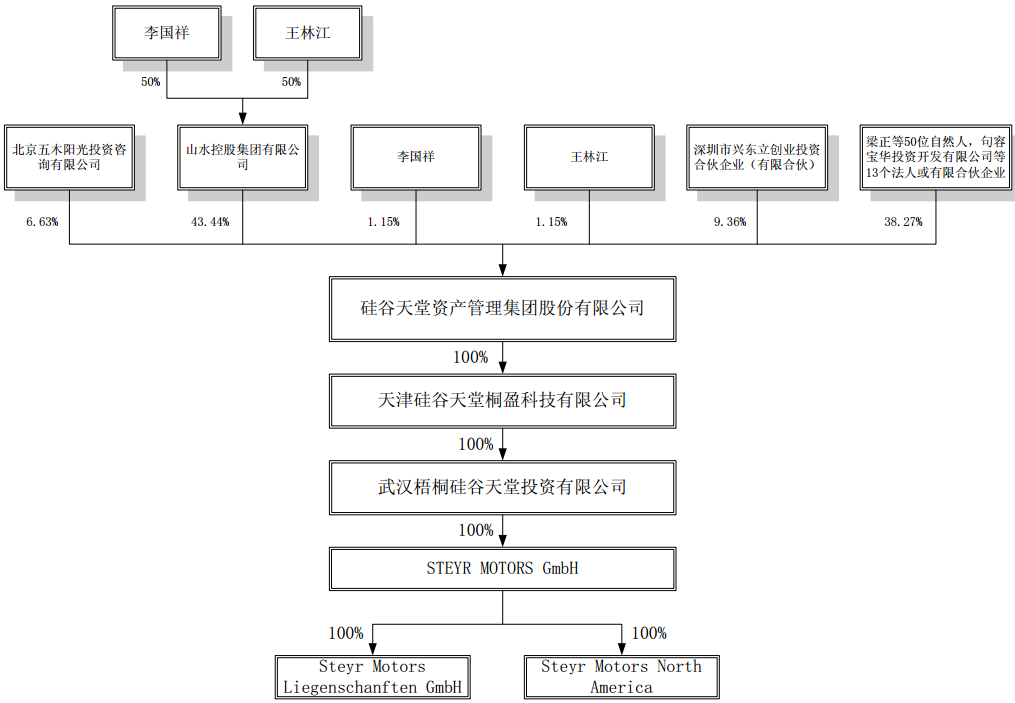


图4-1武汉梧桐的股权结构

（2）第一轮并购

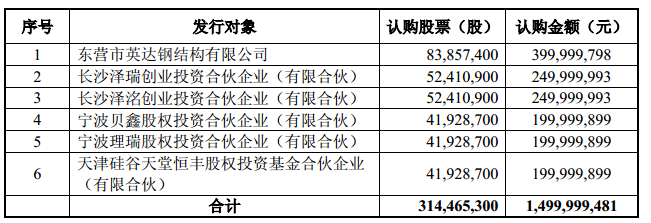
2012年4月，硅谷天堂通过武汉梧桐以3245万欧元约合2.84亿元人民币的价格收购斯太尔动力100%的股权，此次收购内容包括了斯太尔动力旗下的两间100%控股的子公司，以及固定资产和无形资产的使用权。

（3）上市公司募集资金

2012年11月5日，博盈投资发布公告称将以低于收盘价4.77元/股的价格向英达钢构及5家投资机构共6名特定对象定向增发股票3.14亿股，募集资金15亿元人民币，具体情况如下表4-1[[5]](#footnote-5)。值得注意的一点，停牌前公司股本仅为2.37亿股，单价5.29元，市值总额约为12.6 亿元。且根据当时最新的审计报告所示，博盈投资总资产为7.5亿元。根据两项数据的对比可以发现，此次定向增发的15亿元为总资产的 200%，高出上市公司市值高达20%。

博盈投资公告宣告了募集资金的预计使用情况大致为，5亿元购买武汉梧桐硅谷100%股权，3 亿元用于斯太尔的产能扩建，未来的技术研发项目将由斯太尔主导，再追加3亿元投入到斯太尔现阶段的开发项目，以技术委托开发的方式获得研究成果的所有权。剩余的募集资金则用于补充流动性资金。

值得一提的是，5个参股的私募机构均承诺股份的认购仅作为财务投资，分享公司盈利而不要求控制决策权，无意参与到公司的日常运营管理，同时自愿放弃相关的提案表决权利，不会就公司运营达成一致行动，不向博盈投资举荐任何董事和高管人员。这就意味着，尽管英达钢结构有限公司仅占15亿元增发额的15.21%，但是却由于大股东的弃权理所当然地掌控了新公司的决策权，成为其第一大股东，并通过博盈投资控制了斯太尔动力。

表4-1博盈投资非公开发行股票的发行对象及认购份额 （4）退出——第二轮并购

2013年9月30日，证监会审核通过了博盈投资的非公开定增方案。并于同年的11月份的完成了本次非公开定向增发。

2013年12月20日，博盈投资与桐盈科技有限公司签订《股权转让协议补充协议》，确定标的资产的交割审计基准日为2013年12月31日。斯太尔于2014年1月10日完成了工商变更登记手续，正式成为博盈投资的控股子公司，至此购买股权项目已经完成。

2014年6月5日，经公司向深圳证券交易所申请，公司简称由“博盈投资”变更为“斯太尔”，公司证券代码不变，仍为“000760”。

## 4.4 运作过程亮点分析

在业内人士看来，这次并购是运作手段上的一次巨大创新，完美的避过了国内国外的监管当局的规定和限制，在非常短的时间内完成了融资、收购和退出的一系列运作，实在是不得不令人拍手称赞。总结起来主要体现为三大亮点：

（1）巧妙的避开繁杂的审核过程

整个交易过程中避开了可能由于重大资产交易和借壳上市等问题所面临的繁杂审核过程，高效地完成了整个并购周期。可以归纳为：

其一，硅谷天堂通过其设立的并购基金并购斯太尔之后，再将并购基金转移给博盈投资，巧妙的规避了上市公司跨境并购的各种障碍，而是通过武汉梧桐将之转换为境内并购业务。此举既降低了审批和信披难度，又大大缩短了PE机构退出周期，降低投资的风险性。

其二，利用非公开发行股份的方式而不是直接增发新股收购斯太尔动力，避免上市公司重大资产重组的审核。

其三，根据博盈投资的原始股本数量，非公开发行融资额15亿元占到了博盈投资总股本的56%。因此，若参与增发的机构或企业的数量过少，将会触发30%的要约收购点[[6]](#footnote-6)就必须向监管机构报送收购报告书，从而影响并购效率。但在完成非公开定向增发以后，英达钢结构作为认购额最大的一方所持有博盈投资的股份也仅为15.21%，成功规避了30%的要约收购点。

其四，参与非公开发行的私募基金中，天津恒丰与武汉梧桐同为硅谷天堂的子公司，涉嫌违反了证监会条例中关于资产置换和借壳上市的规定。但实际上，天津恒丰出资额仅占募集总额的13.33%，且通过非公开定向增发获得的资金仅有1/3用于收购武汉梧桐，因此天津恒丰实际认购博盈投资收购并购基金项目为募集资金总额的4.44%，即博盈投资用来购买并购基金的资金大部分均来源于其他认购人的现金。同时，天津恒丰与标的公司的最终股东非同一主体且无实质关联。所以无法按照前述条款认定为重大资产重组，同时也不属于借壳上市的交易。

（2）英达钢构成为控股股东

参与定向增发的PE机构中，有4家机构均承诺在作为博盈投资股东期间，仅作为财务投资者，承诺放弃自己的一切权利，只分享公司的未来收益，由此将英达钢构推上了博盈投资控股股东的位子。作为一家私营企业的英达钢构在如此短的时间内就拥有了一家上市公司的控股权，并且成功规避了监管层对于重大资产重组的界定以及借壳上市，还进军了新的领域和行业。

（3）全球性视野的战略部署

尽管大家都在为其巧妙的结构设计而惊叹，但其本身所蕴含的全球性视野才是最重要并且值得关注的。

为了促成这次并购，在前期的准备的时间里作为中间人的梧桐资本几十次往返于国内国外，将种种的困难和问题都深入的研究并且提供了相关的解决方法，据此对交易结构进行设计，才使得这次并购能够如此顺利的避过各种监管部门。梧桐资本还对中国市场的销售前景和巨大的产能是否能释放斯太尔的前沿技术的可行性进行了详尽的分析。目的是将实现并购后的上市公司的转型为一个以研发为导向的产能庞大型企业，将国外的先进技术与国内的过剩产能进行产业整合，从全球化的视角来实现可持续的发展。

国内大部分的投行并不具有如此高超的产业整合能力以及随机应变的能力，他们都长期浸泡在证监会硬性规定中，行事的风格趋于形式化。而梧桐资本不是一味地遵循法律法规，小心翼翼的研究审核要求，而是真正地将各方面的资源进行整合从而实现产业整合以及战略发展的需求，并且能够在全球化战略的角度上来为上市公司寻求更好的发展，从而促进中国资本市场的繁荣发展。所以有太过于墨守陈规不懂得变通和思考在现今资本市场如此变幻莫测的今天是百弊无一利的，需从全球化战略的发展角度来看待问题并且解决问题才是我们要学习的重点。

## 4.5 并购的好处和疑虑

### 4.5.1并购带来的好处

（1）优势互补

从上市公司来看，博盈投资通过并购斯太尔动力，一举甩开原本已进入衰退期的主营业务，成功转型柴油发动机制造商。

从被并购对象来看，斯太尔动力可以继续潜心开发技术，无需担心资金以及产能不足、市场销售渠道和营销等问题，斯太尔被收购后将会完全转型为专注于研发的企业。

此次并购将国外先进技术实现国产化，充分利用国内在产能和营销渠道两方面的优势。同样不可忽视的则是由于核心技术的移植在国内将引起革命性的转型以及提高国内自主的研发能力，国外技术的核心领域将强势切入中国的柴油发动机市场。

（2）弥补行业短板

出于优化能源结构的考虑，中国政府大力倡导发动机柴油化以降低对石油的依赖。目前在国内外广泛的行业领域内，柴油发动机正逐渐占据主导地位。国内乘用车高品质柴油发动机的需求量进一步提升，再加上“十三五”规划和《中国制造2025》等一系列政策的推动，高性能新型柴油发动机的需求日渐上升。但与此形成强烈对比的便是由于技术研发的短板，中国柴油发动机的生产处于技术落后、无法掌握核心要领、产品缺乏竞争力的现状。博盈投资并购斯太尔之后，以技术研发为导向，将国际一流技术与国内过剩产能融合，有望有效弥补国内的行业短板。

### 4.5.2并购存在的疑虑

（1）上市公司的资产整合能力薄弱

第一，产业整合的计划不充分。斯太尔的核心产品技术含量过高，对产品生产线的要求很高。在国产化深入推进的过程中发现原国产化计划对上述问题的准备不足，对问题的复杂性和困难性没能及时的预估，从而制定详尽且可行的整合计划。以致相关的配套生产线没能及时建立，使得产品不能大规模的投入生产，无法开展之后的一系列产业整合措施和手段。国内其他相关产业的企业现有的技术和生产线也只能满足小批量生产而无法保证大批量的投入生产。

第二，产业整合受到限制。上市公司本应该从财务运营、内部控制、组织结构等方面提升企业的经营管理效率，舍弃协同效应弱的业务线，提高业务间的相关性以便更好地进行整合。但由于斯太尔仍采用了原有的董事会管理层，上市公司很难对公司进行大规模的产业整合和改革，所以上市公司的资产整合也就受到了一定的限制，存在较大的隐患。

第三，沟通和地域障碍。并购企业在获得一家公司的控股权之后，必须与公司的管理层和底层员工分别进行有效沟通，以便尽快熟悉被并购企业的情况。一般来说，并购方还应该对标的企业员工的情感和个人需求进行充分的了解，这样有助于并购基金今后有效的整合和管理标的企业，避免标的公司优秀管理人才的离职而导致企业的经营管理风险。但是斯太尔和博盈投资之间存在语言障碍和地域障碍，没办法有效的进行沟通和交流，导致了一定的整合风险。

（2）夸大的业务承诺

为了消除投资者的顾虑，英达钢构对外做出业绩承诺：2013-2015年度每年实现的经审计扣除非经常性损益后的净利润分别不低于2.3亿元、3.4亿元和6.1亿元，并且承诺就承诺利润额与实际盈利额之间的差额进行全额补偿。因为博盈投资在2013年才完成本次非公开发行，所以英达钢构将对上述业绩补偿期限进行顺延。 2013年12月兼并重组完成后，2014年斯太尔的经营业绩虽然获得提升，净利润为7406.6万元，但与英达钢构所承诺的2.3亿元相比只是杯水车薪，仅完成了目标设定的 4.78%。2015年斯太尔扣非后净利润竟已经开始处于亏损，与承诺的利润额之间的差距有3.51亿元之大。按照斯太尔2016年的业绩预告，这一差额可能会更大。虽然英达钢构就其所承诺业绩的差额进行了补偿，并且对负利润做出了回应是由于车桥板块的出售以及主营项目正在进行还未实现盈利，但仍旧让投资者存有很大的疑虑。

（3）财务预期不到位

由于直到2013年12月底非公开定向发行股票的募集资金才到位，在此之前由于资金的缺乏使得国产化的进程一直停滞不前，产能的建设也一直没有推进，导致浪费了大量的时间却没有达到产业整合预期的效果。

各方费尽心力地促成这场并购交易愿景就是获取斯太尔的技术研发方面的优势，解决国内相关产业的技术落后问题，这是一个非常庞大的工程。产业整合需要三到五年的整合时间，更何况是跨国进行产业整合。斯太尔作为一个技术研发型企业，技术是没问题的，问题出现在生产线落后、市场定位和营销策略以及先进技术嫁接的困难等其他相关的环节，这些都取决于斯太尔的产业整合能力，投资者可报有观望的状态。

## 4.6 并购前后企业状况分析

为了考察博盈投资在并购发生后资本市场的表现，选取并购宣告日的 2012 年 7 月 6 日以及证监会审核通过的 2013 年 9 月 30 日作为重要的起始点。前者是考察短期表现的始点，而后者则作为长期表现的起点。

### 4.6.1市场反应

（1）短期反应

在 2012 年 7 月 6 日公司发布非公开发行 A 股及并购方案的公告后，博盈投资进入了长达4个多月的停牌。直到 2012 年 11 月 5 日复牌后，受巨额定增方案影响，公司股价连续 4 个交易日一字涨停。11月8日，收盘价报 7.74 元，再创新高。显示出投资者对于博盈投资未来发展的信心，不过二级市场的投资者对于并购一向持有积极正向的态度，并且大部分都是有着投机而非投资的心理，所以不可将短期的股价上涨看作为企业的价值增值。值得注意的一点在于，增发股票完成后的博盈投资的控股股东英达钢构，对企业未来的盈利做出了高额的业绩承诺，并承诺若业绩未达标，则将按承诺利润数与实际盈利之间的差额进行补偿。想必投资者也被这“唬人”的业绩承诺给唬住了，不管实际上以后三年的业绩如何，反正在当前股价的涨停就为投资者和股东带来了盆满钵盈的收入。



图5-1 博盈投资股价和成交量走势图

（2）长期反应

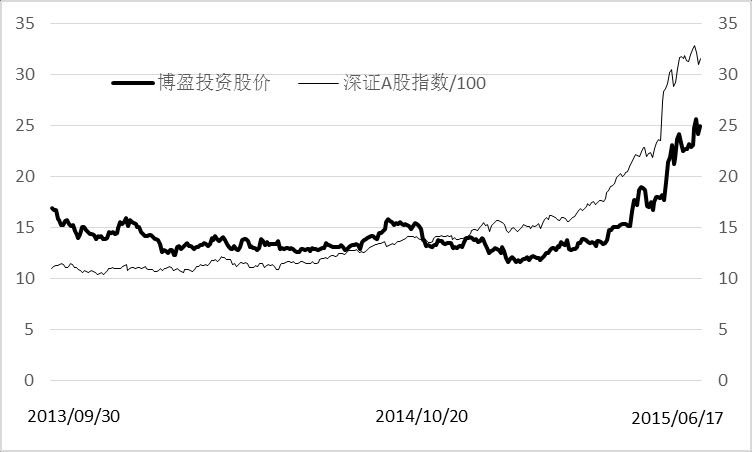
为衡量博盈投资在股票市场上的长期表现，我们选取了所有在深圳证券交易所挂牌上市的 A 股股票的股价指数——深证 A 股指数，来与博盈投资的股价走势进行比较。选取的区间从2013年9月30日证监会批文同意并购定增方案到 2015 年6月17日博盈投资并购后的第一次权益分派为止。从图中可以看出，虽然在短期内博盈投资的股价受并购方案的刺激大幅上扬，但至此以后股价并没呈现稳定上升的态势。2014 年 10 月 20 日以后，经调整后的深证 A 股指数已经在数值上超越了博盈投资的股价，并且差距在逐渐拉大。这主要表现为投资者对于公司在合并后的资产整合能力、长期运营管理以及可持续发展都表现出了潜在的担忧。想要其股价有长期的上涨趋势，就只能靠企业自身良好的发展前景和趋势，才会让投资者对其股票有信心。一时的股票上涨并不会带来长期的收益，只能带来短期的投机收益，只有长期的良好发展才会为企业带来实在的价值增值。 

图5-2 博盈投资股价与调整后深证 A 股指数对比

### 4.6.2财务分析

财务指标法主要是借助财务指标数据，对兼并前后公司的盈利状况进行评价， Healy、Palepu、Ruback研究发现并购活动对并购企业业绩有所改善，但也有不少研究显示并购对企业的业绩影响为负。本文基于样本公司公开的财务报表提供的财务数据以及东方财富网数据库提供的相关数据，运用多个财务指标对样本公司的经营业绩进行综合评价。

（1）盈利能力指标趋势分析

这笔公告于2012年7月的交易最终在耗时14个月后在2013年9月30日才正式得到证监会批复通过。虽然2014年的营业收入和利润都取得了进步，但遗憾的是，根据 2015 年最新的年报显示，在2015年盈利能力较前一报告期有大幅度的下降且处于亏损状态，这主要是因为：

第一，2015年度出售了博盈投资的原主营业务车桥，营业收入下降3.3亿。值得注意的是，此次的车桥板块出售体现了公司将柴油发动机作为主营业务和战略发展的决心。

第二，2015年度，柴油发动机板块尚处于建设期，虽然在产品的研发和市场的开拓方面取得一定的进展，但是柴油发动机的还未正式投入生产，因此柴油发动机业务目前处于小幅亏损。

第三，根据企业的长期战略发展规划，并购了青海恒信融锂业科技有限公司，实现了新能源领域的战略布局。该项目正处于建设期，2015 年未形成销售收入。

表5-1 盈利能力指标

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| 主营业务利润率 | 0.48% | 0.96% | 1.30% | 2.67% | -60.81% |
| 总资产利润率 | 0.38% | 1.24% | 0.58% | 0.93% | -9.36% |
| 净资产收益率 | 2.02% | 2.51% | 1.11% | 0.61% | -12.52% |
| 资本金收益率 | 1.55% | 1.95% | 0.36% | 0.59% | -10.72% |

（2）偿债能力指标趋势分析

最新的年度报告显示速动比率为1.45，高于历史平均水平 1.28，说明本公司短期偿债能力在并购后有所上升。当前流动比率高于行业平均水平 1.39，说明本公司短期偿债能力处于行业上游。当前资产负债比率 17.86，低于历史平均水平 58.81，且低于行业平均水平 53.96，处于行业下游，说明公司的经营风险在并购后有所下降。这三项指标的改善得益于企业合并后在财务报表端带来的改善。定向增发股份以及全现金收购的模式使得资产负债状况并没有产生杠杆收购下带来的举债经营负担，相反却为企业未来的投资以及战略规划奠定了良好的财务基础。

表5-2 偿债能力指标

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| 资产负债率 | 73.52 | 77.38 | 32.64 | 34.34 | 17.86 |
| 速动比率 | 0.68 | 0.66 | 2.41 | 1.36 | 1.45 |
| 流动比率 | 0.97 | 0.94 | 2.11 | 1.75 | 1.88 |

（3）资产运营能力分析

由表5-2可以看出，公司的总资产周转率在2013年大幅度下降，原因是2013 年 9 月 30 日并购交易正式得到证监会批复通过。2013年的年报显示的就是合并后的报表，由于斯太尔的资产系数庞大且销售收入不尽如人意，所以2013年的总资产收益率有了大幅度的下降，在2015年，出售了博盈投资的原主营业务——车桥，导致销售收入锐减，投资青海恒信融锂业科技有限公司并取得控股权，使得资产总额增加，所以2015年的总资产周转率更低。固定资产周转率在2015年相较于之前有大幅度下降，是因为固定资产增长 22.39%，主要因推进柴油发动机国产化进程及基础设施升级改造而增加固定资产投入所致。存货周转率逐年下降，可见公司在成本控制和存货周转方面做的差强人意。

表5-3 资产运营能力指标

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| 总资产周转率 | 71.34 | 81.66 | 39.11 | 30.63 | 15.83 |
| 存货周转率 | 3.25 | 3.27 | 2.64 | 1.9 | 1.41 |
| 应收账款周转率 | 3.47 | 3.96 | 3.13 | 3.26 | 2.51 |
| 固定资产周转率 | 3.52 | 5.14 | 3.57 | 4.23 | 1.62 |

（4）发展能力分析

由于2013年的报表是与斯太尔的合并报表，所以2013年的总资产增长率有大幅度的增长，增长率将近达到了2倍之多。2014年上市公司的主营业务收入和主营利润增长率都在明显的进步，但是到了2015年各项指标都大幅度的下降，表明上市公司在并购完成后的后续资产整合能力不尽如人意，资产续存能力不合格，让投资者不得不对其可持续发展能力产生怀疑。上市公司在并购完成后的业绩发展往往是很不理想，不得不引人沉思，到底是并购企业的发展前景和资产质量不如预期，还是上市公司的资产整合能力不达标，又或者是海外并购的局限性所影响。

表5-4 发展能力指标

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| 总资产增长率 | 0.21 | 0.2 | 1.92 | 0.01 | -0.2 |
| 主营业务收入增长率 | -0.19 | 0.38 | 0.02 | 0.17 | -0.53 |
| 主营利润增长率 | -0.28 | 0.53 | 0.09 | 1.49 | -0.96 |

### 4.6.3经营层面的影响

（1）对公司未来发展战略思路的转变

公司将以柴油发动机作为长期战略目标和主营业务，巩固各项核心的技术优势，择机对产业链上下游的企业进行产业纵向整合。在不断学习斯太尔技术的同时，继续加大研发投入，积极开阔市场同时寻找新的利润增长点，向新兴行业进行投资和部署，使企业成为一个主业突出，并拥有一批具有发展前景的产业群的集团以增强公司的核心竞争力和可持续发展能力。

（2）如何进行产业整合

第一，加大研发投入，保持斯太尔的核心竞争力。

第二，加强营销策略。譬如通过梳理产品的核心竞争力来对产品进行精准的市场定位；注重对品牌进行建设从而提升品牌的内在价值；建立核心的客户群体，对客户的需求进行详细的分析，制造出符合客户需求的产品。

第三，加快产能建设。企业产能的大小决定着企业的销售收入，对产能进行投资是现阶段斯太尔的主要任务之一，只有把产能规划落实好了，后面的销售计划才能跟得上。

第四，寻找和发展新的项目。充分利用上市公司的平台，寻求符合企业的长期发展战略规划的企业进行产业整合，使企业能够全面的发展，增加企业的综合竞争优势。

第五，促进并购企业与被并购企业的交流和沟通。产业整合最重要的一步就是沟通与交流，通过设立交流小组以便交流双方项目的进展情况并及时发现和纠正问题，双方各派出团队去企业进行实地考察与技术交流，以保障各个项目的顺利推行。

# 第5章 实证研究

## 5.1 理论分析和研究假设

上市公司与PE合作设立并购基金，表明其有相关的并购活动的打算，市场上的投资者在得到上市公司发布并购公告的信息之后，会对公司的价值产生新的判断，而并购行为一般是表示企业希望做强做大的愿景，所以投资者会对其做出利好的判断，从而对企业股票价格产生波动性的影响这就是股价效应。本文将采用描述性统计和均值检验的方法来验证“上市公司+PE”式并购基金的设立具有股价效应以及股价效应的显著性。

基于以上的分析，提出本文的假设：上市公司和PE合作设立并购基金存在股价效应。

## 5.2 指标选择与模型构建

本文采用了事件研究法来探讨上市公司与PE合作设立并购基金所产生的股价效应，在下文将具体的介绍指标的选择与模型的构建：

（1）事件日、估计期及窗口期确定

由于本文研究的是上市公司和PE宣告合作设立并购基金这个事件所带来的股价效应，所以将选取上市公司发布设立并购基金公告的日子作为事件日（t=0）。为了合理的估计事件窗口期的异常报酬率。本文将选取样本发布公告的前90天至前20天，即[-90，-20]设定为事件的估计窗口期，因为不确定事件影响的异常收益率会曼延至公告前多少天，所以一般在设立事件窗口日与估计窗口日之间通常留有间隔，所以选取事件日前后20日即[-10，10]定为该事件的窗口期。

（2）指标选择

本文基于事件研究法需要以样本股价的日报酬率估算其预期报酬率，再透过实际报酬率与预期报酬率的差额来计算超额的收益率，以便观察整个事件在宣告期内是否具有股价效应，最后运用均值检验的方法来验证该股价效应是否是显著的，所以将选取日超额收益率（AR）、累计超额收益率（CAR）、日超额收益率均值（AAR）以及累积超额收益率均值（CAAR）作为研究指标，将在下文具体介绍其计算方法和含义。

第一，日超额收益率（）和累积超额收益率（）。超额收益率指的是股票i在第t日的实际收益率与其预期收益率的差额。估计某一事件发生前后对股价的影响，必须建立股票收益率的预期模型来计算股票的预期报酬率，估算预期股票报酬率的方法有很多种，其中市场模型是最为常用的模型，该模型假设股票的收益率和市场的收益率存在一定的线性关系，并且该线性关系可以表示出来，下面以市场收益率建立股票收益率的回归模型：

其中，指的是股票i在t日的实际收益率，表示在 t 日的市场加权指数股票收益率，本文分别就不同类型股票采用上证A 股指数、创业板指数和中小板指数的市场收益率分别作为它们的市场收益率，指的是回归残差项即市场模型中的随机扰动项。运用最小二乘法对上式进行回归，使用估计窗口期以及间隔日间的70天滚动数据分别估计事件窗口日[-10，10]前后二十天的不同的和值，分别表示回归截距项以及回归模型的斜率，由此可估算股票i在事件期间的预期收益率，与事件窗口期的实际收益率的差额就是股票的超额收益率：

一旦估计出了样本股票的日超额收益率就可以得出累计超额收益率，为了了解事件异常收益率的累计效果并且观察其增减趋势需要计算出事件窗口期内的日超额收益率的累加值即为累计超额收益率，其计算公式为：

第二，日超额平均收益率（）和累积超额平均收益率（）。日超额平均收益率就是计算所有样本股票的日超额收益率的算术平均值即：

累积超额收益率均值就是样本股票在事件窗口内每日的累计超额收益率，指的是样本股票在事件窗口期一段时间内的累计超额收益率的平均值即：

（3）模型构建

本文基于事件研究法构建模型。计算样本股票在事件窗口期内的日超额收益率和累计超额收益率并进行描述性统计分析，为了验证其结果是否是由股价的随机波动所产生的，对二者进行显著性检验，即检验CAR是否与0有显著性差异。以验证我国上市公司与PE合作设立并购基金的事件是否存在显著的股价效应，如果存在那么该效应是正的还是负的，又能持续多久。

在假设基于上市公司与PE合作设立并购基金并发布公告的公告事件对样本股票不产生影响的前提下，这时的日超额收益率和累计超额收益率均服从均值为 0 的正态分布，由此做出以下假设检验：

原假设（H0）：AARt=0，CAARt=0；

备择假设(H1)：AARt，CAARt不为0；

## 5.3 样本选取和数据来源

因为“上市公司+PE”模式是在2014年以后才开始兴起，所以本文选取2014年1月1日-2016年12月31日期间宣布与PE合作设立并购基金公告的上市公司作为研究样本，所用数据来源均来自于wind数据库。

本文主要采取手工整理的方法对样本数据进行筛选，剔除一部分对研究结果可能会产生不利影响的数据：（1）在公告前后处于停牌状态的企业；（2）并购基金公告内容不清楚的股票；（3）在2015年6月15日到2015年8月30日期间公告设立并购基金的股票，防止股市的大幅度波动对样本数据产生影响从而导致结果的偏差，最终得到150家公告与PE合作设立并购基金的上市公司样本数据。

## 5.4 实证结果与分析

### 5.4.1总体样本股价效应的实证结果与分析

本文所选取的样本上市公司在并购基金的公告发布事件窗口期内的日超额收益率和累计超额收益率的描述性统计结果如下表所示：

表5-1 总体样本股票日超额收益率描述性统计结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 指标 | N | 极小值 | 极大值 | 均值 | 标准差 |
| AR-10 | 150 | -6.29% | 8.70% | 0.13% | 2.02% |
| AR-9 | 150 | -9.44% | 10.42% | 0.25% | 3.04% |
| AR-8 | 150 | -9.89% | 9.43% | 0.05% | 3.00% |
| AR-7 | 150 | -10.34% | 9.58% | -0.02% | 3.08% |
| AR-6 | 150 | -10.28% | 9.05% | -0.01% | 2.70% |
| AR-5 | 150 | -6.55% | 9.51% | 0.08% | 2.26% |
| AR-4 | 150 | -9.32% | 9.75% | 0.16% | 2.56% |
| AR-3 | 150 | -9.62% | 8.25% | -0.20% | 2.35% |
| AR-2 | 150 | -7.87% | 9.71% | 0.31% | 2.96% |
| AR-1 | 150 | -8.73% | 9.30% | 0.71% | 2.99% |
| AR0 | 150 | -7.31% | 9.45% | 1.24% | 3.19% |
| AR+1 | 150 | -6.63% | 9.34% | 0.24% | 2.23% |
| AR+2 | 150 | -9.00% | 9.52% | 0.12% | 2.41% |
| AR+3 | 150 | -8.41% | 10.04% | 0.06% | 2.48% |
| AR+4 | 150 | -7.33% | 8.66% | -0.05% | 2.39% |
| AR+5 | 150 | -9.93% | 9.34% | -0.26% | 2.84% |
| AR+6 | 150 | -10.11% | 9.53% | 0.10% | 3.25% |
| AR+7 | 150 | -9.03% | 7.52% | 0.09% | 2.49% |
| AR+8 | 150 | -6.78% | 8.86% | -0.08% | 2.11% |
| AR+9 | 150 | -8.15% | 8.16% | -0.19% | 1.78% |
| AR+10 | 150 | -8.07% | 7.11% | -0.11% | 2.21% |

由上表可以观察到，在公告发布的事件窗口期内，可以看出在[-2，3]内的日超额收益率都是大于0的。并且在并购公告日的前2个交易日开始日超额收益率开始逐步上升，在事件日当日出现事件窗口期内最大的日超额收益率1.24%。在事件日之后日超额收益率开始呈现缓慢的下降趋势，直到事件日后的第四天开始出现负值之后波动的趋势将不再显著。

根据以上的分析结果，我们选取事件窗口期在[-3，10]的累计超额收益率进行描述性统计分析得出下表：

表 5-2 总体样本股票累计超额收益率（CAR[-3，10]）描述性统计结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 指标 | N | 极小值 | 极大值 | 均值 | 标准差 |
| CAR-3 | 150 | -36.73% | 41.37% | 1.18% | 9.74% |
| CAR-2 | 150 | -32.78% | 36.17% | 1.48% | 10.38% |
| CAR-1 | 150 | -27.10% | 33.40% | 2.19% | 10.68% |
| CAR0 | 150 | -22.41% | 38.37% | 3.44% | 11.39% |
| CAR1 | 150 | -25.60% | 36.68% | 3.67% | 11.41% |
| CAR2 | 150 | -24.51% | 41.83% | 3.79% | 11.90% |
| CAR3 | 150 | -26.92% | 45.16% | 3.86% | 12.28% |
| CAR4 | 150 | -27.09% | 50.74% | 3.81% | 13.02% |
| CAR5 | 150 | -33.03% | 48.32% | 3.55% | 13.37% |
| CAR6 | 150 | -42.14% | 47.94% | 3.65% | 13.89% |
| CAR7 | 150 | -34.61% | 46.40% | 3.74% | 13.64% |
| CAR8 | 150 | -37.43% | 51.63% | 3.66% | 14.07% |
| CAR9 | 150 | -37.33% | 51.31% | 3.47% | 14.03% |
| CAR10 | 150 | -37.21% | 50.98% | 3.36% | 14.12% |

从表中可以看出，在发布并购公告的事件日前第3日的累计超额收益率已经大于零，且一直处于快速提高的状态，直到事件日后第3日到达事件窗口期内的顶峰值，在事件日后第4日样本股票的累计超额收益率便开始波动性的下降，这说明了上市公司和PE合作设立并购基金并发布公告的事件的股价效应主要集中在事件日前3日到事件日后第4日。

接下来，我们将对日超额平均收益率和累积超额平均收益率的趋势进行分析，以便更好的看出该事件股价效应的趋势和走向，以及持续的时间。如下图所示，日超额平均收益率在[-10，-3]间一直处于震荡不平的状态，且都在0附近徘徊，在事件日前第2日，日超额平均收益率出现了大幅度的上涨，在事件窗口期[-2，3]期间都保持较高的正值，在事件日当天出现了最高值，然后开始迅速下滑至事件日后第4日出现了负值，至此以后的波动趋势归于平缓。对应的累积超额平均收益率曲线，在事件日前第2日开始一路飙升直到事件日后第4日，上升的趋势消失，曲线出现轻微波动直到最后归于平缓。

图5-3 总体样本日超额收益率均值

图5-4 总体样本累计超额收益率均值

### 5.4.2总体样本股价效应的均值检验

为验证上述股价效应是否是由股价的随机波动所引起，需要对上述的统计结果进行显著性检验，本文采用均值检验的方法对总体样本的日超额收益率和累计超额收益率分别进行检验，具体如下表所示：

表5-3 总体样本股票日超额收益率的均值检验

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 指标 | 均值 | T | P |
| AR-10 | 0.13% | 0.7601 | 0.4484 |
| AR-9 | 0.25% | 1.0241 | 0.3075 |
| AR-8 | 0.05% | 0.1884 | 0.8508 |
| AR-7 | -0.02% | -0.0953 | 0.9242 |
| AR-6 | -0.01% | -0.0429 | 0.9658 |
| AR-5 | 0.08% | 0.4522 | 0.6517 |
| AR-4 | 0.16% | 0.7753 | 0.4394 |
| AR-3 | -0.20% | -1.0496 | 0.2956 |
| AR-2 | 0.31% | 1.2632 | 0.2085 |
| AR-1 | 0.71% | 2.9108 | 0.0042 |
| AR0 | 1.24% | 4.7697 | 0.0000 |
| AR+1 | 0.24% | 1.2956 | 0.1971 |
| AR+2 | 0.12% | 0.6191 | 0.5368 |
| AR+3 | 0.06% | 0.3161 | 0.7524 |
| AR+4 | -0.05% | -0.2621 | 0.7936 |
| AR+5 | -0.26% | -1.1138 | 0.2671 |
| AR+6 | 0.10% | 0.3851 | 0.7007 |
| AR+7 | 0.09% | 0.4409 | 0.6599 |
| AR+8 | -0.08% | -0.4924 | 0.6232 |
| AR+9 | -0.19% | -1.2986 | 0.1961 |
| AR+10 | -0.11% | -0.6040 | 0.5467 |

根据上表的均值检验结果，可以看出在事件窗口期内，样本股票的日超额平均收益率大都呈现先震荡上升至事件日当日达到顶峰值，然后震荡下降的发展态势。日超额平均收益率在事件日前第3日至事件日后第1日期间，由于p值明显小于0.05，所以在95%的置信区间内可以拒绝原假设，选择备择假设即日超额收益率显著大于0的假设，说明上市公司与PE合作设立并购基金的股价效应在[-3，1]期间是显著的。

表5-4 总体样本股票累计超额收益率的均值检验

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 指标 | 均值 | T | P |
| CAR-3 | 1.18% | 1.4812 | 0.1407 |
| CAR-2 | 1.48% | 1.7489 | 0.0824 |
| CAR-1 | 2.19% | 2.5177 | 0.0129 |
| CAR0 | 3.44% | 3.6942 | 0.0003 |
| CAR1 | 3.67% | 3.9418 | 0.0001 |
| CAR2 | 3.79% | 3.9046 | 0.0001 |
| CAR3 | 3.86% | 3.8489 | 0.0002 |
| CAR4 | 3.81% | 3.5810 | 0.0005 |
| CAR5 | 3.55% | 3.2523 | 0.0014 |
| CAR6 | 3.65% | 3.2204 | 0.0016 |
| CAR7 | 3.74% | 3.3590 | 0.0010 |
| CAR8 | 3.66% | 3.1813 | 0.0018 |
| CAR9 | 3.47% | 3.0266 | 0.0029 |
| CAR10 | 3.36% | 2.9123 | 0.0041 |

根据上表的均值检验结果，可以看出从事件日前第3天至事件日后第3天，累计超额平均收益率一直都处于逐渐上升的态势，由1.18%增长至3.86%，增幅较为显著，并且都在5%的显著性水平下显著为正。由此可见，样本股票在事件日前3日至事件日后3日均具有显著为正的累积超额收益率，由此可以验证上市公司与PE合作设立并购基金并发布公告的事件存在股价效应且具有显著性的假设。

# 第6章 结论

## 6.1 未来发展趋势

作为2011年才出现的一种金融创新工具，“上市公司+PE”模式并购基金的发展前景引起众多学者的热议，究竟该模式能够完善和活跃中国的并购市场还是只是昙花一现之后就迅速的陨落。值得一提的是，硅谷天堂作为“上市公司+PE”模式的创始人，在有了和众多上市公司进行合作的经验之后也逐渐的开始改变其运作模式。最初是选择与上市公司共同设立并购基金，但在2014年并购基金浪潮正汹涌的时候，其与上市公司合作设立并购基金的数量却明显减少。可见 “上市公司+PE”模式并购基金一直在改善或者正处于发展阶段，还没有形成完全成熟的投资和获利模式。

基于已有的文献和资料，对于新模式并购基金的未来发展，可以得出以下三点推论：

第一，可持续发展。“上市公司+PE”模式并购基金的出现是对中国现阶段经济改革需求的创新性回应，是金融资本与产业资本的创新性融合，其创新性应该得到肯定。在法律政策的支持和推动以及资本市场的转型需求下，只要能够解决其监管上的疑虑并且在运作模式上更加严谨和成熟，新模式不失为一条具有中国特色的产业整合之路。

第二，海外并购基金蓄势待发。近年来随着中国经济的迅速发展，“走出去”开始成为中国企业迫切的需求。由于中国的人口众多，虽然身为能源和资源大国，但对外的能源和资源的需求度也在不断提高，同时国外的先进技术和巨大市场也在不断吸引着中国企业的脚步，所以海外并购活动开始变得日益活跃。跨境并购交易的运作流程较国内复杂很多，需要综合考虑两个国家的法律政策，并且取得被并购公司的信任使其相信这次并购可以为企业带来更大的机会和收益也是很困难的。PE作为专业的投资机构，拥有着巨大的关系网络和相关海外并购的经验，可以更好地促进海外并购的成功完成。在海外并购过程中也可以引进国外的PE机构使得双方能够更好的进行沟通达到信任，也为后续的运作提供便利。

第三，或有新的亮点出现。近几年来，PE开始与地方政府引导基金[[7]](#footnote-7)合作参与设立并购基金，PE有了政府的资金、资源和背景支持，政府有了PE的专业知识支持，将会实现双方共赢的局面。另一个亮点是PE与新三板企业合作设立并购基金，专注于新三板企业的投资并购机会，由于新三板有良好的项目池，在项目的选择上会相对容易许多，并且由于新三板的企业未上市，不会引起股权操纵的嫌疑。过去的新三板企业往往是希望能够被上市公司收购，但随着新模式的介入也给新三板的企业看到了另外一条通过自身的产业并购整合使企业慢慢壮大起来的路线。

虽然“上市公司+PE”这一模式十分火热，但是绝大多数产业基金的成立仍处于学习尝试阶段，相关的资本运作尚不成熟。所以各个PE机构都在为寻找一个成熟和高盈利的投资模式而努力。尽管模式会有些许的改变，但是原模式下的运作和经验会给后续的进步和改进提供很多意见。

## 6.2 发展建议

（1）严控内幕信息

一是将内幕信息知情人进行详细的划分。将参与设立并购基金的所有机构相关人员纳入知情人的统计范围，普及利用内幕消息以及泄露有关内幕消息的严重后果，在保密协议上签字，加大泄露内幕信息的处罚措施，必要时可以寻求法律的帮助，以确保知情人不会随便透漏相关信息。

二是监管机构要进行统计调查。对多次发布设立并购基金公告却迟迟没有动静和行动的企业进行调查，防止其利用投资者的心态来操纵股价获取超额收益损害投资者权益。

（2）完善信息披露制度

上海证券交易所于2015年4月发布了《上市公司与私募基金合作投资事项信息披露业务指引》，以下简称业务指引，该法规的制定旨在加大上市公司的披露情况，使得投资者能够对上市公司设立并购基金的行为有较为明确的预期以便进行估算上市公司的升值空间。该法规主要针对的就是要求上市公司对新模式下并购基金的运作模式和管理模式进行详细、及时、完整、真实、有效的履行披露义务。

（3）缓解三层委托代理问题

一是加强制度约束。在项目的选择方面和资金的使用方面通过预先签订相关的协议条款来约束PE机构的行为。其他合伙人也可以通过协议条款来限制上市公司和PE的行为，以保障其他有限合伙人的权益。

二，加强激励政策。上市公司需要加大对PE机构的激励政策，可以通过股权赠予等方式使PE与上市公司结成利益相关体，从而达到双方利益一致。

三是加强对标的项目的控制。在并购基金完成对并购标的的收购之后，需要在对标的公司的原团队管理层进行了解的基础上进行替换，替换掉多余且处在信息中心的职位，保留下有助于上市公司进行产业整合的管理层人员，以减少委托代理风险。

（4）理性对待对赌协议

一是正确认识对赌协议的作用。由于被并购公司的管理层拥有着比上市公司和PE机构更为详细和有用的信息，但由于利益不一致的问题，被并购企业的管理层不愿意将内幕的有价值的信息分享给上市公司和PE机构，因此上市公司往往会采用签订对赌协议的方法来防范被并购企业的信息不对称风险；并且由于上市公司更加关注于被并购企业的长期业绩，而被并购企业则更关注自身的短期业绩以达到对赌协议的规定，所以上市公司应该派专业的团队进行实地的调研和考察以降低投资风险。对赌协议并不是万能的，过度依赖其将会产生更大的风险。

二是重视目标公司培养。上市公司和PE应该积极的参与到被并购企业的产业整合和经营决策的过程中，给予企业更多的专业指导和技术支持，寻找双方业务的契合点。而不能只靠签订对赌协议来保障被并购企业的业绩。寻找双方业务的契合点，为未来资源整合、战略发展谋划方向。

综上所述，“上市公司+PE”模式并购基金是一种适合中国资本市场的创新性开发，其出现活跃了整个并购市场，使业内人士开始对并购活动产生新的认识，去研究开发新的并购模式以适应市场发展的需求，并且能够充分调动投资者的投资热情。虽然业内外认识都对该模式的存在合理性充满了争议，但当代的资本市场，存在即是合理的，是值得被鼓励的。相信只要做好相关的风险防范措施、对其运作模式进行一系列的优化、加强激励政策的建立，新模式并购基金能够有效的促进中国资本市场的良性发展，尤其是在产业转型和资产整合方面提供强有力的支撑。

# 参考文献

1. Anonymous. GTCR Completes $3.25 Billion Buyout Fund[J]. Wireless News,2011,:.
2. Berson, Bryan L. FUNDING BUYOUTS OF DEPARTING OWNERS[J]. EN,2012,514:.
3. Mike Wright,Luc Renneboog,Tomas Simons,Louise Scholes. Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect[J]. Journal of Applied Corporate Finance,2006,183:.
4. Jingjing Yang,Lesha Zhang. Research on the Exit Routes of Chinese Private Equity Funds[J]. International Business Research,2009,13:.
5. Irina Bezhentseva,Cesario Mateus,Natasa Todorovic. UK Equity Mutual Fund alphas make a comeback[J]. International Review of Financial Analysis,2016,:.
6. Li Yi,Lei He. False discoveries in style timing of Chinese mutual funds[J]. Pacific-Basin Finance Journal,2016,:.
7. Sadok El Ghoul,Aymen Karoui. Does Corporate Social Responsibility Affect Mutual Fund Performance and Flows?[J]. Journal of Banking and Finance,2016,:.
8. Mieszko Mazur,Galla Salganik-Shoshan,Maxim Zagonov. Comparing Performance Sensitivity of Retail and Institutional Mutual Funds’ Investment Flows[J]. Finance Research Letters,2016,:.
9. Asquith,P. Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns[J].Journal of Financial Economics,1983,11(1):51-83 .
10. Bruner.R.F. Does M&A Pay a Survey of Evidence for the Decision-Maker [J].Journal of Applied Finance, 2002, Spring/Summer: 48-68 .
11. Chatterjee,R., & G.Meeks. The Financial Effects of Takeover: Accounting Rates of Return and Accounting Regulation [J].Journal of Business Finance and Accounting, 1996,23(5)&(6):851-868 .
12. Dodd,P. Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth[J].Journal of Financial Economics, 1980,8(2):105-138 .
13. Franks,J.,R. Harris, & S. Titman. The Post-merger Share Price Performance of Acquiring Firms [J]. Journal of Financial Economics, 1991, 29(1):89-96 .
14. Ghosh,A. Does Operating Performance Really Improve Following CorporateAcquisitions [J]. Journal of Corporate Finance, 2001,7(2):151-178 .
15. Healy,P. , K. Palepu, & R. Ruback. Which Takeovers are Profitable: Strategicor Financial [J]. Sloan Management Review, 1997, 38(4):45-57 .
16. Jesen,M.C. & K. J. Murphy. Performance Pay and Top-Management Incentives [J]. Journal of Political Economics, 1998, 2: 225-264.
17. Matthias M.Ick(2005), Private Equity Returns：Is there really a benefit of low co-movement with public Equity Market?”，Working paper, University of Lugano .
18. Steven N.Kaplan. and Antoinette Schoar(2005),“Private Equity Performance:Returns,Persistence, and Capital Flows”,The Journal of Finance,Vol.LX, No.4 .
19. 王烨.“PE+上市公司”模式的并购绩效研究[D].西南财经大学,2016.
20. 侯莎莎.投资管理公司“PE+上市公司”投资模式研究[D].宁夏大学,2016.
21. 胡挺,钟伟钱.私募股权基金转型动因及突围路径——兼论硅谷天堂“上市公司+PE”创新模式演进[J].海南金融,2015,02:24-27.
22. 杜善友.解读“上市公司+PE”式产业基金[J].大众理财顾问,2015,05:82-84.
23. 刘晓慧.上市公司与PE机构共同设立并购基金的风险及对策研究[J].时代金融,2015,26:76-77.
24. 金玮.PE在我国上市公司并购中的作用、影响与发展趋势——理论、实务与案例分析[J].中央财经大学学报,2013,04:41-47.
25. 张斌,兰菊萍,庞红学.PE对中小板、创业板上市公司价值影响的实证研究——基于托宾Q值的考察[J].宏观经济研究,2013,03:15-23.
26. 王月溪,王萍.VC/PE-BACKED对我国创业板上市公司IPO抑价度影响的实证研究[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2011,03:3-11.
27. 胡从意.上市公司+PE掀起资本联姻潮[N].东莞日报,2015-04-20B08.
28. 王力.我国并购基金运作模式研究[D].对外经济贸易大学,2014.
29. 张新男.我国并购基金的运行模式与发展趋势探析[J]. 金融经济,2017,02:112-114.
30. 曹乘瑜. 并购基金面临天价“分手费”[N]. 中国证券报,2016-12-07A01.
31. 刘杨. 环保公司设并购基金热潮将持续[N]. 中国证券报,2016-12-08A09.
32. 高改芳. 借道“并购基金+定增”上市公司联手私募育“体外胚胎”[N]. 中国证券报,2016-12-31A01.
33. 赵建刚. 中国并购基金的发展浅析——以中信并购基金为例[J]. 生产力研究,2016,11:35-37.
34. 付莉. 国内外并购基金运作模式比较分析[J]. 时代金融,2016,35:175-176.
35. 桂小笋. 去年参与设立372支基金 仅不足三成有投资行为 上市公司+PE或成“危险游戏”[N]. 证券日报,2017-02-23C01.
36. 桂小笋. 年初至今上市公司海外并购12单 PE基金成为重要“护法”[N]. 证券日报,2017-02-27C02.
37. 吴家明.PE机构最青睐高科技行业[N]. 证券时报,2017-02-24A06.
38. 徐金忠. 并购基金加速落PE投资回归价值[N]. 中国证券报,2017-03-21A05.
39. 张新男. 我国并购基金的运行模式与发展趋势探析[J]. 金融经济,2017,02:112-114.
40. 王荣. 上市公司“搭档”PE热度不减[N]. 中国证券报,2016-05-25A07.
41. 证券时报记者 梅双. 年内近60家公司设立并购基金 携手PE更易转型[N]. 证券时报,2016-02-26A09.
42. 黄莹颖. “PE+上市公司”模式入冬 政府引导基金欲破局[N]. 中国证券报,2016-11-09A07.
43. 马才华,马芸. 上市公司设立并购基金事件短期市场价值效应检验[J]. 财会月刊,2016,32:120-123.
44. 何孝星,叶展,陈颖,林建山. 并购基金是否创造价值?——来自上市公司设立并购基金的经验证据[J]. 审计与经济研究,2016,05:50-60.
45. 陈锋杰. 并购基金在我国民营企业海外并购的作用[D].暨南大学,2016.
46. 宋钰. 新三板企业定向增发融资效率研究[D].西南财经大学,2016.
47. 中国风险投资研究院，《2010 中国风险投资年鉴》[M].民主与建设出版社，2010 .
48. 成思危著，《成思危论风险投资》[M].中国人民大学出版社，2008 .
49. 李梅著，《中国企业跨国并购绩效的实证研究》[M].武汉大学出版社，2010：1-1.
50. 陈建梁编，《企业并购：成本收益与价值评估》[M].经济管理出版社，2003 .
51. 高明华著，《中国上市公司并购财务效应研究》[M].厦门大学出版社，2008：6-1.
52. 鲁育宗著，《产业投资基金导论—国际经验与中国发展战略选择》[M].复旦大学出版社，2008：11-1.
53. 干春晖，刘祥生，《企业并购理论、实务、案例》[M].立信会计出版社，2002.
54. 艾西南，周军，本土私募股权基金—产业整合资本的新通道[J].现代管理科学，2008.5.
55. 吴进红著，《开放经济与产业结构升级》[M].社会科学文献出版社，2007：7-1.
56. 钱苹，张帏，我国创业企业的回报率及其影响因素[J].经济研究，2007.5.
57. 陈信元，原红旗，上市公司资产重组财务会计问题研究[J].会计研究，2008：1-10.
58. 范从来，袁静，成长性、成熟性和衰退型产业上市公司并购绩效的实证分析[J].中国工业经济，2002.
59. 方芳，《中国上市公司并购绩效的经济学分析》[M].中国金融出版社，2003.
60. 清科研究中心，《中国并购市场年度研究报告》[R].2006-2009 .
61. 吴晓灵，发展私募股权基金需要研究的几个问题[J].中国金融，2007.
62. 周丹，王恩裕，私募股权投资基金存在性的经济学分析[J].金融理论与实践，2007.
63. 李建伟，私募股权投资基金的发展路径与有限合伙制度[J].证券市场导报，2007.
64. 安青松，我国上市公司并购重组发展趋势[J].中国金融，2013.
65. 徐子尧，私募股权基金收购: 效率提升还是价值转移[J].财贸经济，2012.
66. 宫悦，私募股权基金对我国中小板上市公司价值影响的实证研究[J].财会研究，2012.

# 作者在攻读硕士学位期间公开发表的论文

【1】白珊，汤臣倍健公司价值评估研究[J]. 大众投资指南, 2017(3).

# 致 谢

本文是在导师吴建刚的悉心指导下完成的。吴老师对学生亲切热情，对学术有炙热的追求，吴老师在百忙的工作之中抽出时间给予我学术上的指导和帮助，使我从中受益匪浅。吴老师对学生认真负责、治学严谨，他告诉我们如果做研究就做点东西出来，不要只为了完成任务而去敷衍的做一些粗糙的研究，那样是没有任何意义的。吴老师有敏锐的学术洞察力、能从一些比较新颖的角度切入思考问题，他勇于开拓的精神是我永远学习的榜样。在此，我要向吴老师致以深深的敬意和由衷的感谢。

还要感谢我的父母，他们在生活上给予我很大的支持和鼓励，是他们给予我努力学习的信心和力量，无论我在学习上还是生活中遇到困难，他们都永远在背后默默的支持我。另外我要感谢我的同门，感谢师兄师姐，虽然他们已经离开学校，但是在我遇到学术难关的时候， 他们毫不犹豫的想我伸出了援助之手，竭尽所能帮我克服难关，我非常感动，因为有了他们我才能不断进步，在这里我衷心的感谢他们；感谢和我一同学习的同门小伙伴，感谢他们我研究生生活期间给与我生活、学习上的帮助。

最后，对参加论文评审和答辩的各位专家、老师表示衷心感谢，恳请指正和批评！

1. finance advisor，理财顾问是利用自己的专业理财知识为我们提供理财规划方面的服务的专业人士。 [↑](#footnote-ref-1)
2. 劣后资金属于一个安全垫的资金，意思是在资金遭到风险的时候，劣后资金将优先偿付风险，在获得收益的时候，他的收益将会在优先级的收益之后支付。 [↑](#footnote-ref-2)
3. IPO堰塞湖：一边是股市行情低迷导致IPO节奏放缓，另一边是企业上市热情持续高涨，两大因素共同作用的结果，导致了IPO堰塞湖这道A股奇观。 [↑](#footnote-ref-3)
4. 博盈投资公告，http://pdf.dfcfw.com/pdf/H2\_AN201211040005571603\_1.pdf [↑](#footnote-ref-4)
5. 博盈投资公告，http://pdf.dfcfw.com/pdf/H2\_AN201211040005571603\_1.pdf [↑](#footnote-ref-5)
6. 当收购一家公司的股份到达30%时即为要约收购点，需要发出收购要约，收购人必须事先向国务院证券监督管理机构报送上市公司收购报告书，并载明规定事项。在收购要约的有效期限内，收购人不得撤回其收购要约。 [↑](#footnote-ref-6)
7. 政府引导基金又称创业引导基金，是指由政府出资，并吸引有关地方政府、金融、投资机构和社会资本，不以营利为目的，以股权或债权等方式投资于创业风险投资机构或新设创业风险投资基金，以支持创业企业发展的[专项资金](http://baike.baidu.com/item/%E4%B8%93%E9%A1%B9%E8%B5%84%E9%87%91)。 [↑](#footnote-ref-7)