

学校代码：10272
学号：2014210447

上海财经大学

SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

MASTER DISSERTATION

论文题目 《“PE+上市公司”模式与企业并购
绩效——以博盈投资收购斯太尔为例》

作者姓名 宋哲

院(系所) 金融学院

专业 金融硕士

指导教师 刘莉亚教授

完成日期 2016年2月

学位论文原创性声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本人完全意识到本声明的法律结果由本人承担。

学位论文作者签名：

日期： 年 月 日

学位论文版权使用授权书

本人完全了解上海财经大学关于收集、保存、使用学位论文的规定，即：按照有关要求提交学位论文的印刷本和电子版本；上海财经大学图书馆有权保留学位论文的印刷本和电子版，并提供目录检索与阅览服务；可以采用影印、缩印、数字化或其它复制手段保存论文；在不以赢利为目的的前提下，可以公布论文的部分或全部内容。（保密论文在解密后遵守此规定）

论文作者签名：

导师签名：

日期： 年 月 日

日期： 年 月 日

摘要

并购是资本市场永不过时的话题。近年来，我国并购市场的发展无疑最为抢眼，2012年末至今三年多的时间，我国并购市场实现了近250%的增长，我国作为最具分量的新兴市场国家，通过并购市场有力地改变了技术、资本、品牌、渠道、管理、人才的全球分布格局。资本市场繁荣的同时，包括中国在内的全球大多数经济体亦面临着经济增速下滑、流动性过剩、有效需求不足的多重压力。有机增长渐显乏力的中国企业为了生存和发展亟需实现自身的升级转型，而并购重组必然是最为有效的路径之一。

在这一大背景下，我国并购市场的金融创新也层出不穷。所谓的“PE+上市公司”模式作为并购市场的新生事物亦诞生于此，首创者是如今登陆新三板的著名私募基金硅谷天堂资产管理有限公司。经过数年的发展，该模式逐步广为人知，如今已然“红遍”了资本市场。同时该模式在推进中也逐步暴露出自身的问题，例如私募基金与上市公司产生分歧甚至走向决裂，也偶有爆出关联方利用内幕信息违规操作的丑闻，多方猜测和质疑的声音虽此起彼伏，却鲜有深入的剖析和改进该模式的构想。故本文主要研究了两个问题，一是“PE+上市公司”模式实质是什么；二是这一模式下企业的并购绩效如何。

首先本文采取现有文献梳理、市场观点调查相结合的方法，给出了本文对于“PE+上市公司”模式的理解，系统性地梳理、总结了该模式的定义和一般运作思路：该模式具体内容为PE主动与上市公司合作推进并购，且具体的并购运作由PE主导。并购运作之前，PE会选择持有上市公司股份成为其投资者，或与上市公司共同出资设立有限合伙制并购基金。而现阶段并购基金的方式更加常用：PE一般出资额不大且担任基金GP的角色，先以该基金为并购运营主体对企业实施并购，标的资产经过一段时间的运营后未来再议价并择时注回上市公司。同时本文汇总了学界、业界对于该模式的不同态度，并总结了模式运作过程中存在的几个核心问题。

其次，本文通过案例分析的方法，采用不同的分析角度、分析方法，对该模式下典型案例——博盈投资收购斯太尔一案的并购绩效进行考察，分析“PE+上市公司”模式至于企业并购究竟产生了怎样的影响。案例分析过程中，本文

从案例发生的相关背景出发，系统性地介绍了上市公司、标的资产以及硅谷天堂为首的私募基金等各家参与方的基本信息，并阐述本次并购的两轮交易过程。随后采用事件研究法研究本次交易的短期并购绩效、会计指标研究法分析本次交易前后数年的财务指标变化，发现并购消息对公司股价的短期刺激作用较为明显，但个别长期财务指标则不够理想。最后发现博盈投资多年来托宾 Q 值的变化趋势良好，意味着投资者投资该公司的意愿较强。接着，本文以企业转型为视角，着重分析企业在不同阶段谋求转型的效果，发行此次并购不仅重构了企业的发展战略，也大幅度为公司完善了治理机制，而并购之后公司大股东与数家 PE 基金形成的相对稳定股权结构、相互制衡的董事会结构，客观上形成了对公司大股东的监督，可以保护中小投资者的利益。从这一个角度来说，此次并购的长期绩效是较为理想的。案例分析中本文也发现，此次并购确实存在 PE 与上市公司的利益冲突问题，主要集中于二次资产收购价格确定以及后续整合。但得益于本案例中巧妙的资本运作安排，资产定价冲突得以有效缓解，且 PE 与上市公司实现了长期的利益捆绑。这为本文提出解决“PE+上市公司”模式的核心问题的途径提供了思路。最后本文结合这一案例对“PE+上市公司”模式进行总结和分析，从案例中寻找灵感，提出了解决该模式潜在问题的构想。同时明确了要积极鼓励、引导、监管“PE+上市公司”这一产融结合新模式的态度，并进一步阐述该模式的发展方向和深远意义。

资本市场需积极拥抱来自市场的变化和来自市场参与者们的创新成果，同时要以审慎态度对待新事物带来的冲击和影响。进入供给侧改革关键期的中国企业或许正在经历转型带来的“阵痛”，未来产业资本深度融合金融资本或将成为主流，但如何把握融合的方式和尺度仍是未知数，“PE+上市公司”模式是探索道路上的重要一步。

关键词：“PE+上市公司” 私募基金 上市公司 并购重组 案例分析

Abstract

Mergers and acquisitions(M&As), through which enterprises can make transition to adapt to the changing economy, is always a hot topic among capital markets. Recent years, with economic globalization and new round of industrial revolution, the world has witnessed the great surge of China's capital markets on both scale and influence, among which China's M&A market has attracted most attention nationwide. Meanwhile, China's corporates have tripled inbound and outbound M&A transaction size in the last 3 years, reallocating technologies, capitals, brands, management and great intelligence over the global.

Against the prosperous capital markets and based on the multiple pressure from economic slowdown, liquidity surplus and insufficient effective demand, China's corporates are also facing deteriorative sale performance and weak organic growth, reflecting the urgent needs of business diversification or operation transition, and M&As are undoubtedly the most effective way.

The so called "PE+ listed company" model was created by GuiGuTianTang firstly in the second half of 2011 as a new form to promote corporate M&A transactions, which was unprecedented and now well known for its superiorities of merging private equities together with list companies within M&A process. "PE+ listed company" model is now in its forth years, developing various forms by hundreds of private equities along with listed companies, but only a few finished cases. Also we can see the problems or even scandals occur in "PE+ listed company" model now and then, making it necessary to providing improvement to this model.

This dissertation aims to study deep factors that created this model and the M&A performance under it. By digging the true reasons how it was created and why it is popular, this dissertation summarizes its advantages and problems remain to solve, providing new thoughts to this model to help companies make M&A moves, in hence promoting the development of China's M&A market and the merging of industries and capitals.

Firstly, this dissertation identifies what “PE+ listed company” model is and how it works in the current stage by combining literature and market views. Generally, there are two ways to run M&As under this model. One is that the private equities promote M&A activities by holding a certain amount of stock as companies’ strategic investors. The other way is that the private equities found M&A fund as GP and fund manager along with the companies as LP. This M&A fund buys assets that suits the companies and later on sell it back to companies.

Secondly, this dissertation chooses the classic case: BoYingTouZi acquired Steyr to observe the M&A performance under this certain model, considering the very special roles private equities play during the procedure. By using event-study method and accountant target method, we find that acquiring Steyr stimulated the share price of BoYingTouZi in a 60-day short period, representing positive M&A performance in the short term. On the other hand, accounting indices decreased in the year 2015 after a two-year growth period. Also we find that GuoGuTianTang had help BoYingTouZi solve dispute lawsuits and cut doubtful accounts since the year 2010, as well as involve in rebuilding company strategy and company governance system before and after the M&A transaction. The cooperation between GuoGuTianTang and BoYingTouZi will be last for at least seven years until the end of the year 2017.

Thirdly, this dissertation concludes the ways to solve core problems by learning from this case, improving M&A performance under this certain model . Also we suggest that our government should encourage this kind form of financial innovation and lead it to better serve the industries with supervision.

No doubt we should embrace those great changes and innovations from capital markets, cherishing what we achieve today. We are here to see the deeper merger between industries and financial capitals and “PE+ listed company” model is a significant step.

Key Words: “PE+ listed company” model private equity list companies M&A case study

目录

第一章 绪论.....	1
第一节 研究背景及意义.....	1
一、研究背景.....	1
二、研究目的及意义.....	2
第二节 研究思路与文章结构.....	2
一、研究思路及研究方法.....	2
二、文章结构.....	5
第三节 相关的文献梳理.....	6
一、企业并购动因的研究.....	6
二、PE 参与企业并购的动因研究.....	8
三、PE 对于企业并购的作用研究.....	9
四、文献简评.....	10
第四节 贡献与不足.....	10
第二章 “PE+上市公司”模式的产生与研究现状.....	12
第一节 “PE+上市公司”模式的界定.....	12
一、“PE+上市公司”模式的含义.....	12
二、模式的诞生发展及运作思路.....	13
三、与传统并购基金运作的差异.....	14
第二节 “PE+上市公司”模式的实践跟踪.....	16
一、模式诞生与发展.....	16
二、模式的活跃度调查及市场观点汇总.....	17
第三节 “PE+上市公司”模式的几个关键问题.....	21
一、“PE+上市公司”模式的实质.....	21
二、“PE+上市公司”模式的动因总结.....	22
三、“PE+上市公司”模式的优势及待研究问题.....	22
第三章 博盈投资收购斯太尔基本情况分析.....	25

目录

第一节 并购交易主要参与方介绍	25
一、并购方博盈投资	25
二、被并购方奥地利斯太尔动力 (Steyr Motors GmbH)	29
三、募股权基金硅谷天堂	30
第二节 本次并购交易的过程	31
一、并购过程及交易结构的设计	31
二、并购交易的关注要点	35
第四章 博盈投资收购斯太尔的客观绩效分析	37
第一节 博盈投资收购斯太尔短期绩效分析	37
一、窗口期和正常估值期的确定	37
二、博盈投资股票的超额收益率测算	38
三、博盈投资股票的累积超额收益率测算	40
第二节 博盈投资收购斯太尔长期绩效分析	41
一、博盈投资盈利能力指标	42
二、博盈投资运营能力指标	43
三、博盈投资发展能力指标	45
四、博盈投资偿债能力指标	46
五、博盈投资股东获利能力指标	48
第三节 博盈投资收购斯太尔长期市场反应	49
第四节 本章小结	50
第五章 转型视角下博盈投资收购斯太尔案例再剖析	52
第一节 失败的第一阶段转型	52
一、大股东变更与第一次退市警告	52
二、公司战略的摇摆与第二次退市警告	54
三、小结	55
第二节 PE 介入下的第二阶段转型	55
一、优质资产注入与发展战略重构	56
二、公司治理的改善	56
三、与上市公司实现利益捆绑	58
第三节 本章小结	58
第六章 基于案例的“PE+上市公司”模式的总结与思考	60
第一节 案例总结	60

目录

第二节 “PE+上市公司” 模式待研究问题的分析.....	60
一、“PE+上市公司” 模式能否推动企业转型.....	61
二、“PE+上市公司” 模式下如何协调两者的利益.....	61
三、“PE+上市公司” 模式下如何防范内幕交易和利益输送.....	64
第三节 “PE+上市公司” 模式的发展方向和深远意义	64
参考文献.....	66
致谢.....	68

第一章 绪论

第一节 研究背景及意义

一、研究背景

并购是资本市场永恒的话题。迄今为止，在全球范围内先后出现过多次并购浪潮，随之而来的都是金融市场乃至整个产业环境的重大转型。近年来，在宽松的市场环境、有力的政策支持以及蓬勃的产业发展的大背景下，我国并购市场逐渐“风起”：证监会上市部公布的数据显示，2015 年仅我国上市公司披露的境内并购重组事件共计 5771 起，总金额超过 2.4 万亿元，而这一数字在 2012 年仅为 1667 起以及 7900 亿元¹。中国作为最具分量的新兴市场国家，有力地影响了技术、资本、品牌、渠道、管理、人才的全球转移。

我国并购市场的迅猛发展必然带来并购市场资本运作的创新，而“PE+上市公司”的并购新模式就诞生于此背景下的 2011 年下半年，由私募基金硅谷天堂资产管理有限公司首创，如今已经“红遍”了资本市场。业界纷纷不吝褒奖称之为产融结合的新模式，是私募基金与上市公司合作共赢的新途径，是并购市场创新的结晶。其中本文提到的 PE 本即为 Private Equity，指得就是一般意义上的私募股权投资基金，其通过投资企业股权，进而在未来寻求合适时机溢价退出从而获得投资回报。

2014 年共有 40 家上市公司宣布采用“PE+上市公司”模式推进公司并购重组事宜，这一数字在 2015 年变为 140 家，而 2016 年第一个月这一数字就达到 45 家。² “PE+上市公司”在业界风靡也逐步引起了学界的关注，但这一模式下并购的实质性进展却并不多见。随着时间的推移，市场也出现了在这一模式下上市公司与私募基金合作走向破裂的消息，引发了多方猜测和质疑。2016 年伊始，市场又出现了关联方利用这一模式暗中输送利益被监管层开出罚单的丑闻，一时间“PE+上市公司”的负面评价如潮水般袭来。这一并购市场新模式未来究竟何

¹ 数据来源：证监会上市部，2012 年至 2015 年。

² 数据来源：谷歌财经。

去何从，是市场密切关注和谈论的热点问题。

二、研究目的及意义

总的来说，“PE+上市公司”模式是一种备受赞誉又频遭质疑的并购市场新事物，目前为止无论是业界还是学界都没有对这一模式形成统一的结论。而未来如何充分发挥这一模式的优势，解决这一模式的弊病，如何正确引导、鼓励、监管这一模式服务于我国企业的并购转型，是个值得深入研究的课题。

本文以“PE+上市公司”模式以及该模式下的代表性案例为研究对象，意在研究的主要问题是：“PE+上市公司”模式下企业的并购绩效如何？因为“PE+上市公司”这一新模式以其自身的优势和存在的缺陷综合影响着企业的并购绩效，故研究这一问题离不开对“PE+上市公司”模式实质、发展动因、优势及问题的研究，研究过程中来自学界和来自业界的态度和观点是及其重要的。

当前一个不可忽略的背景是，包括中国在内的全球大多数经济体也面临着经济增速下滑、流动性过剩、有效需求不足的压力，我国尤其面临供给侧结构失衡、产业落后、产能过剩等问题，企业有机增长渐显乏力。这一背景下，我国企业通过并购重组实现自身的升级转型是极为有效的路径。

不可否认，“PE+上市公司”模式作为诞生于这一背景下的并购市场新事物，是市场参与者勇于创新成果。充分重视这一模式背后的深层起源，从市场证据出发，深入研究该模式诞生的动因和特点，从案例着手，全面剖析该模式运作的机理和潜在问题，并为该模式的运作提供改进思路，也为监管层提供监管思路，对于我们引导、鼓励业界合理地、创新地推动自身转型升级具有重要的意义。

第二节 研究思路与文章结构

一、研究思路及研究方法

（一）研究思路

“PE+上市公司”模式作为并购市场的新事物，诞生至今四年有余，具体模式

仍处于发展和定型阶段，无论是业界还是学界尚未对其进行过系统性的介绍或统一的结论，可以直接参考的资料并不多见。本文目的在于结合案例深入研究“PE+上市公司”的本质，指出其主要优势及存在问题，为我国并购市场这一新事物改进思路和建议，也为未来我国产业资本更好的融合金融资本实现升级转型提供依据和发展方向。

本文研究思路如下：

首先本文从业界和学界对“PE+上市公司”模式的基本认识出发，总结了该模式的定义和一般运作思路；

其次，本文结合了学术研究成果以及市场调查的证据，在此基础上系统地观察并总结了“PE+上市公司”模式的起源、动因、特点，并指出目前无论是学界还是业界对于该模式最为关注的问题是并购的绩效问题。

第三，本文选择代表性案例——博盈投资收购斯太尔进行研究，其中硅谷天堂为主导此次并购的PE。以短期、长期的时间期限去观察、分析了此并购案例的并购绩效和市场反应。同时从转型的视角出发，对比博盈投资不同时期的并购转型动作，观察“PE+上市公司”模式在此并购案例中体现的作用。发现博盈投资在PE介入后的发展战略制定和公司治理情况均得到了明显的好转。博盈投资与硅谷天堂在一个相对较长的时间段内实现了利益捆绑，形成了较为深入的合作。

最后尝试结合这一案例对“PE+上市公司”模式进行总结，提出了该模式下影响企业并购绩效问题的解决思路，并进一步阐述该模式的发展方向和深远意义。

（二）研究方法

公司并购绩效的体现应该是多方面的，包括但不限于经营模式及发展战略、治理结构及管理能力，以及资源端的配置效率和运营端的成本风险控制能力等。在分析并购绩效时应结合并购的动因，动因和绩效并不是分立的。例如公司大股东和公司经理往往会产生利益冲突，在此基础上实施的并购活动是否损害了公司其他股东的利益，最终并购绩效不理想等。并购往往强调协同效应，这意味着投后管理的水平及整合进度意义重大。因此，诸多国内外学者在进行并购案例绩效研究时都不会忽略此案例发生的背景，并对相关参与方进行分析。

案例研究法能够构建和验证理论，也能用于观察分析现实世界中出现新事物、新现象。本文首先对“PE+上市公司”进行定义，随后明确了“PE+上市公司”

这一模式的实质和动因，并提出了现阶段学界和业界对这一模式较为关注、存疑较多的问题为该模式下企业并购绩效如何，PE 与上市公司在这一模式运作中是否存在冲突等。模式实践运作过程较为复杂，细致分析单个案例能很好的透视这一模式是如何推进企业并购的，以及这一模式下 PE 与上市公司如何围绕双方的利益进行协调，从而能有效判断并购绩效。

故本文采用案例研究法，选择“PE+上市公司”中具有较强代表性的个案作为分析对象。而在针对这一特定案例时，采用不同方法考察并购绩效：以股价变化看并购事件的短期刺激作用，判断市场的反应；建立财务指标体系，在相对较长的时间段观察上市公司在盈利、运营、发展、偿债以及股东获利方面的能力变化。再通过托宾 Q 指标变动观察来自投资者的投资意愿。最后以企业转型视角为切入点，观察并购前后不同阶段企业发展战略的变化以及公司治理情况，分析 PE 在并购案例中扮演的角色，并通过案例探索这一模式下解决现存问题、提升企业并购绩效的可行思路。

本文引用的事件及数据均来自公开资料，来源包括但不限于万德数据库、企业定期报告、中国知网以及其他权威网络媒体等。同时本文出现的多处来自业界人士的个人观点，均来自正规媒体的采访报道，内容真实可靠。

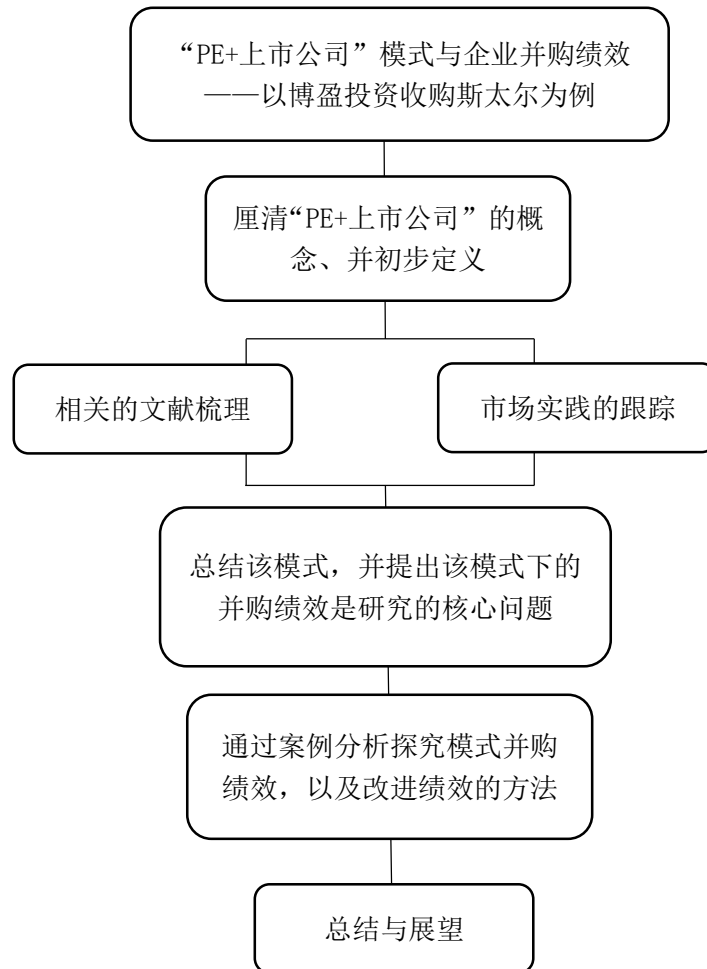


图 1.1 论文思路结构

二、文章结构

本文第一章是绪论部分，主要介绍了本文的研究背景和研究意义，提出“PE+上市公司”这一模式是我国并购市场创新的产物，对于面临供给侧改革背景下我国企业通过并购实现升级转型具有重要意义。同时也总结了本文的贡献与不足。

本文第二章是研究综述，首先阐明“PE+上市公司”模式的相关概念和定义，梳理了该模式的诞生与发展，阐述了其与传统并购基金的差异。接着从该模式

市场实践的情况出发，分别探究了该模式诞生的动因和发展至今的状况，并汇总了来自市场的观点和态度。接着从已有的文献出发，分别从企业并购动因、私募基金参与并购动因、私募基金至于企业并购的作用等多方面寻找理论研究和实证研究成果。在市场实践情况和学界研究成果相结合下，本章系统性地总结了“PE+上市公司”的实质、动因、优势，并提出该模式下的企业并购绩效是学界、业界最关心的问题，也是本文研究的重点问题。

本文第三至第五章选取了“PE+上市公司”模式具有代表性的案例进行案例介绍及并购绩效分析，并结合案例的特点和研究目的的特殊性，在更长的窗口期分阶段对比了公司的发展战略、经营状况以及公司治理情况，以深入探究“PE+上市公司”模式在此案例中发挥的作用和产生的影响。

本文第六章为总结与思考，首先总结并评价了此案例的并购绩效，并总结了第二章提出的关键问题，即“PE+上市公司”模式下企业并购的绩效到底如何？最后也为这一模式提出了改进建议，也为监管层提供监管思路，提出了该模式未来的发展方向和可能产生的深远意义。

第三节 相关的文献梳理

“PE+上市公司”模式是私募基金与上市公司为了寻求未来并购而产生的合作，故要深入研究“PE+上市公司”的本质、动因、特点、可能存在的问题以及发展方向，并观察研究这一模式下的并购绩效，就要首先从企业、私募基金参与并购的动因的理论研究出发，才能进一步研究两者合作下并购的效果，从而为“PE+上市公司”模式的研究提供理论和经验支持。

一、企业并购动因的研究

（一）协同效应理论

协同效应理论认为企业之间的并购能够带来“1+1>2”的效应，即并购重组能够实现某些方面效率的倍增。一般协同效应可以分为三种，包括企业经营协同、企业管理协同以及财务协同。

Servaes(1991)提到，一家在管理方面相对高效的公司收购了一家相对管理无序的公司，则可以通过适当整合来改善后者的管理问题，这将增加并购之后公

司的整体价值，甚至给予整个社会带来帕累托改进，这即为实现了管理协同。Palepu (1986)，Delong(2003)，刘犁子 (2010) 等在研究公司经营效率时发现，并购产生的规模经济、优势互补以及市场能力整体改善企业的经营状况，实现经营协同。而 Myers(1984)，Weston(2001)等指出，并购可以给企业带来较低的内部成本优势，在合并报表之后提高了负债能力等，从而实现了财务协同效应。

(二) 代理理论

最早由 Jensen, Meckling(1976)提出了企业在所有权和经营权分离的情况下会产生所谓的“代理问题”理论。这一理论认为，公司管理层做出并购交易决策是处于自身利益的最大化考量，而这一决策可能损害公司既有股东利益。Donaldson(1993), Jensen(1986)等认为公司的管理层有打造企业帝国的倾向，因为这能带给他们更大的控制权和更好的薪酬奖励，从而管理层有意愿进行大量兼并收购活动；Amihud, Lev(1981)研究发现，管理层有维持自身地位的动机，从而通过一些所谓的“多元化”并购交易来降低公司的经营风险。Jensen(1986)提出了“自由现金流假说”，并从经验证据中论证了管理层不舍得将巨额的自由现金支付给股东，而会将这些现金用于收购诸多糟糕的项目的事实。

(三) 股票市场驱动理论

该理论认为，并购之所以产生是来自于股票市场的定价错误，那些定价错误的公司其因为被高估或低估而进行收购及被收购交易。Shleifer, Vishny(2003)发现使用这一理论能够很好的解释为什么一些企业倾向于发行股份收购，而另外一些交易则采用现金收购；同时也能较好解释并购浪潮产生的原因。但是应当注意到，股票市场驱动理论归属于行为金融学范畴,假定市场是非有效的，但公司能够完全进行理性的决策，充分利用定价错误这一信息实现股东收益的最大化。

(四) 大股东掏空理论

“掏空”最早来自于 John, La Porta, Shleifer(2000)，用于形象描绘控股股东暗中侵蚀公司的现象，途径包括但不限于较高的管理者报酬、上市公司为大股东提供借贷担保、损害公司未来发展前景等。Claessens(2002)对亚洲地区数千家家公司进行实证研究时发现，公司大股东可以通过金字塔形控制结构、交叉持

股等方式掌握公司超过其现金流量的控制权，进而在无形中不断损害中小股东利益。Bae(2002)在亚洲地区特别是韩国地区企业进行研究时发现，大型财团下属的公司之间发生并购时，尽管目标公司股价下跌严重，但遭遇损失的仅仅是中小股东，控股股东依然可以从中获利：因为并购使得财团下属的其他公司价值提升。这一现象很好的支持了大股东掏空理论。

二、PE 参与企业并购的动因研究

PE 参与企业并购的动因在海外的学术界已经取得了较为一致的观点，主要为私募股权投资的传统理论。Dunning (1970) 认为，私募基金之所以参与并购，目的在于未来退出时获得较高的投资回报，而不会刻意谋求长期控制权从而获得持续收益。可以说资本收益率是私募基金进行并购决策的最核心因素。Gorman, Sahlamn (1989) 也提出类似看法，认为私募股权基金对私人公司进行股权收购也在于谋求未来退出时点的高收益率。我国学者杨丹辉，渠慎宁 (2009) 也持有相同观点，资本未来退出的回报率是影响 PE 并购决策的最重要因素。

而国内的其他一些学者则从更具体的层面分析 PE 的动因。胡挺，钟伟钱 (2015) 从 PE 自身转型的角度出发进行研究，认为 PE 基于内外两类因素的压力被迫进行转型。内部因素包括：投资模式日趋同质，也意味着获利模式较为单一以及投资退出渠道受阻。即各个 PE 过度依赖 Pre-IPO 快速跟投，通过公司上市后退出变现的方式获得收益，在 Pre-IPO 项目不充足、IPO 被屡屡暂停的情形下许多 PE 要么面临无项目可投，要么遭遇无渠道退出的窘境。外在因素则包括并购市场政策红利释放、混业经营下的金融行业竞争加剧以及一级、二级市场价差的消失等。此两类因素可以解释 PE 寻求转型的动机。而通过参与上市公司并购再退出的方式而能够极好地解决之前投资模式同质化、获利模式同质化等问题，同时一并避免了项目不足、IPO 排队拥堵等难题，可以做到一举多得。

范硕 (2014) 在研究 PE 与产业资本合作是提出，PE 参与企业并购与其传统投资业务相比有三大优势：

一是能通过对并购标的双重把关而降低投资风险。在合作项目实施过程中，产业资本与 PE 共同对并购标的进行遴选，层层把关，PE 可以利用产业资本的项目的判断减少项目的投资风险。二是提前锁定投资渠道、明确投资边界。因为参与并购之前 PE 往往与产业资本约定了退出渠道，这很好的提高了 PE 的投

资安全性和流动性。三是与产业资本的合作能提高 PE 的募资能力。与产业资本的合作退出机制明朗，很好的吸引了 PE 的资金方，因为国内 PE 的资金方较多来源于私人 LP。

三、PE 对于企业并购的作用研究

而 PE 的参与对于上市公司并购产生的作用和影响，学术界存在不同看法。邢（2014）认为，PE 为较快获得相对较高的投资回报，会主动介入公司的经营，向其提供优秀的资源及人才助其发展、创造价值。公司能够以较低成本享受到 PE 基金给予的资源网络和社交网络。Ferreira, Mass, Matos（2010）以并购双方都是上市公司的并购为研究对象，发现机构投资者能减轻并购中的信息不对称。Hochberg（2012），Ivashina, Kovner（2011），Demiroglu, James（2010）等研究表明，私募股权基金机构出于保持自身名誉的动机，在投资构成中会尽量减少信息不对称和债务成本、改善被投资公司的资本结构。

张弛（2014），陈忠勇（2013）认为，PE 基金谋求与公司进行并购方面的合作，可以带给上市公司至少四点优势：一是获得融资优势。同邢（2014）观点类似，PE 基金可以为上市公司提供更多的募资渠道，根据不同项目、同一项目的不同进度为上市公司寻找合适的投资者，匹配合适的募资成本；二是能够利用 PE 专业的投资能力。PE 对于特定行业有较为丰富的投资经验，对于资产也有专业的管理团队进行运作，从而更加专业地对潜在的收购标的进行评估审查和价值发现。而另一方面，PE 更加专业的谈判技巧能够带给公司更低的交易对价。三是把握并购时机。我国上市公司并购决策过程相对较长，且一旦涉及发行股份则要经过漫长的审核过程，容易错过最佳的收购时机。而 PE 与上市公司共同进行并购时，可先由 PE 进行收购再代为经营，寻找合适时机注回即可。四是降低并购风险。上市公司收购资产过程中，往往会面临较大的信息不对称情形，可能会造成并购战略偏差、并购目标的错选等风险，并购之后也可能存在资产投后整合不力，企业文化不兼容等问题，协同效应可能遭遇损害。

也有一些学者提出不同意见。Albert, Rappaport(1990)认为私募基金参与并购并不能带来真正的价值提升，因为往往 PE 在 5 年以内便逐步撤出投资，以个人的利益去推动交易的发生。Steven, Kaplan(1988)的研究发现，PE 基金参与并购能够提升公司价值，但更多只是短期效益：这些公司相对于行业平均水平而言

其资本性支出明显出现削减，故短期的提升很有可能是牺牲了公司未来的发展换来的。杨丹辉和渠慎宁（2009）提出 PE 基金追求的永远是套利，故所谓的财务重组虽然提高了企业的短期业绩，但最终不会对长期发展起到实质性影响。

徐子尧（2011）在关于 PE 介入上市公司并购提出了三点质疑，一是认为私募基金并购存在“短视效应”，短期内上市公司财务状况出现改善是粉饰的结果，例如减少资本性支出，剥离非核心业务等；二是 PE 如果介入到了公司运营，可能会大手笔进行诸如裁员等整合行为，可能会损害到公司的公众形象和社会效益；三是 PE 退出套利的动机很有可能最终损害中小股东利益。

四、文献简评

本节首先对企业并购的动因、PE 参与并购的动因分开进行文献梳理，发现企业进行并购决策背后动机较为丰富，而 PE 参与并购的动因则明确为追求未来时刻的退出收益回报。而 PE 的参与对于上市公司并购产生的作用和影响，学术界存在各种不同看法，主要观点认为 PE 能够减少上市公司在并购中存在的信息不对称问题、操作风险、决策风险、整合风险等，而另一派观点则认为 PE 会为了自身的利益而只注重企业短期的并购业绩，从而牺牲了企业长期的发展潜力。

同时我们也看到，国外文献中并没有涉及到“PE+上市公司”模式的介绍，而国内现有文献对于“PE+上市公司”的分析也依然较浅，内容也多为对于具体模式的介绍以及简单的案例的评析，缺乏对“PE+上市公司”审慎的定义、动因探究、优势分析、存在问题的解决等方面的深入分析。传统分析并购绩效的大数据实证研究似乎并不完全适用于这一新生事物：“PE+上市公司”模式诞生与特殊背景，模式的动因与传统并购可能不完全一致；且产生时间较短，实际完成的案例数较少，大数据样本的实证分析存在操作困难。这也突显了案例分析的必要性和重要性，对一特定案例运用多种方法深度解析，能够帮助我们更加生动地理解这一模式及背后的机理，以及为这一模式未来的发展提供指导和建议。

第四节 贡献与不足

本文主要贡献在于三个层次：首先在结合了市场观点、已有学者研究成果的基础上对“PE+上市公司”模式进行了更加系统、更深层次的观察和研究，深入

剖析了“PE+上市公司”从无到有这一发展过程背后的动因，并以此为基础揭示这一现象背后反映的实质问题。

其次本文对于该模式下案例分析，除了采用传统的绩效分析方法外，也从企业转型的视角出发分析了公司并购前后的公司治理状况和战略布局规划，突出分析了PE在并购中起到的作用和对上市公司的意义。同时注重观察这一模式下私募基金与上市公司长期合作过程，展示了此案例中双方利益合作与利益冲突的细节。最后以此案例为重要参考，创新性地提出了“PE+上市公司”模式在操作层面改进的构想，为并这一模式的发展方向提供思路。

最后，本文认为对“PE+上市公司”模式的探究更大意义在于寻找产业资本与金融资本融合的合适路径，这对于当前供给侧改革压力下我国企业的升级转型具有深远意义。

本文总体还存在如下不足。首先鉴于笔者学识积累与研究能力的不足，加上“PE+上市公司”模式已有的可供参考的文献的不足，使得论文研究总体依然不够细致，深度也有待加强。同时在搜集“PE+上市公司”模式的市场观点以及调查案例的更多交易细节的过程中，并没有足够的途径和时间去做实地调研或专人采访，所有的内容均来自公开可用的信息，故难免会有统计的疏漏或细节的缺失。

第二章 “PE+上市公司”模式的产生与研究现状

第一节 “PE+上市公司”模式的界定

一、“PE+上市公司”模式的含义

“PE+上市公司”或又称为“上市公司+PE”、“PE系并购基金”，目前无论是业界还是学界尚没有严格、完整的定义，对这一模式的研究也较多集中于模式介绍和案例梳理等。故本节搜集并梳理了业界、学界对于“PE+上市公司”的观察、看法和观点，并结合笔者自己的研究给出“PE+上市公司”的定义及分类，并将在以后章节逐步分析该模式动因、特点、优势和存在的核心问题。

金玮（2013）在私募基金参与上市公司并购的作用研究中是首次提到了这一模式，但当时这一模式并没有统一的称呼。作者认为这一模式是PE主动参与产业整合的结果，PE是并购活动的发起者和组织者。之后陈忠勇（2013）通过硅谷天堂与新京药业共同设立并购基金这一事件观察到了这一模式的运作方式，并将这一模式称为产业资本与金融投资者共同运作的并购基金。张弛（2014）在观察2011年底以来我国日趋活跃的并购市场中发现有一种新兴并购基金诞生，该基金由上市公司和私募基金共同设立，私募基金负责管理的同时为上市公司寻找合适资产适时进行收购，并且参与标的资产的运营管理，寻找时机进行二次注入。

颜永平（2015）、郑玉婷（2015）、桑彤（2015）、耿亚莹（2015）等也纷纷对此现象进行介绍和阐述，开始使用“PE+上市公司”等类似名称去称呼这一模式。并认为这是一种新型私募基金模式，或是产业主题基金，其中私募基金以退出获利为目的，深入介入至并购交易前安排和交易结束后的投后管理中去。

可见学界对于该模式也正处于一个逐步认识至深入研究的过程。故笔者通过对上述学者观点的汇总、以及对该模式在市场中实践的跟踪，对“PE+上市公司”模式做出如下定义：

“PE+上市公司”，主要指PE基金与上市公司以并购为目的共同主导的投资活动。PE以上市公司战略投资者的身份，或以共同出资下的并购基金管理人的

身份，直接主导上市公司的并购前至并购后的系列运作及整合（上市公司一般是收购方），未来通过分红或者退出获得收益。尤其值得注意的是，该模式下的并购活动从标的筛选、并购决策、资产注入以及投后整合的主导权由PE享有，但上市公司具有对于标的资产的优先购买权和决策否决权。

二、模式的诞生发展及运作思路

（一）模式的诞生与发展

“PE+上市公司”模式的雏形首次出现是在 5 年前大康牧业的一则公告：2011 年 9 月，大康牧业公告拟和浙江天堂硅谷共同发起设立并购基金（合伙企业）作为公司未来产业并购整合的平台。其中上市公司大康牧业的出资额约为 90%。

而当时该模式的诞生并没有引起市场的广泛关注。随后在 2012 年末，短暂停牌之后的博盈投资发布非公开发行预案，宣布收购硅谷天堂旗下的并购基金武汉梧桐 100% 的股权，而武汉梧桐的全部资产便是 Steyr Motors GmbH，一家来自奥地利的历史较为悠久的柴油机制造商。而并购募资的对象之一为硅谷天堂旗下的全资子公司，这也意味着硅谷天堂也将成为上市公司的第四大股东，连同其余三家私募基金共同成为上市公司的投资者。而随后交易信息逐步披露可以看到，此次并购使得博盈投资在并购海外资产的同时变更了主营业务，非公开发行股份引进新投资者，原本遭遇财务危机和发展危机的上市公司发生了巨大的变革。此并购案例使市场第一次真正认识到了这一模式，也为这一模式的发展奠定了基础。

随后“PE+上市公司”模式频频涌现，共同成立并购基金的公告此起彼伏。2014 年共有 40 家上市公司宣布采用“PE+上市公司”模式推进公司并购重组事宜，这一数字在 2015 年变为 140 家，而 2016 年第一个月这一数字就达到 45 家。值得注意的是，2014 年起我国 A 股市场逐步进入火爆行情，而监管层在 2015 年前后也陆续推出多项支持企业并购重组的政策新规。

（二）模式的运作思路

至今，“PE+上市公司”模式在实践中逐渐衍生出多种不同的实际操作模式完成最后的并购，但万变不离其宗，此模式的核心运作思路一般有两种：一是

PE 基金通过二级市场直接购买、协议转让或购买定向增发股份的方式成为上市公司的股东，在此基础上直接参与上市公司的并购决策，在推动公司非有机增长的同时实现所持股份的增值或获得分红；二是与上市公司或上市公司的子公司、关联方等共同设立有限合伙制并购基金，一般 PE 的出资额在 20% 以下并担任基金的 GP。然后先以该基金为并购运营主体对企业进行并购，未来通过二次并购将标的资产灵活地注回上市公司。

模式发展至今三年的时间，“PE+上市公司”模式的具体操作方式逐步丰富，形式多样，体现了我国资本市场的创新与活力。而并购基金为运作主体的模式因其灵活性而更受欢迎：并购基金作为主体进行并购运作能够更加灵活地“择时”出手收购标的，而不用受制于企业内部漫长的审批流程从而错过并购的最佳时机；同时来自企业方的观点表明，特别在企业跨境并购运作中，以并购基金的名义进行收购能够有效绕开来自于政府职能部门对外投资的审批，合理规避监管，又能够较快达成目标资产注入的目的。更为广义的“PE+上市公司”模式通常可以分为四种情况：共同设立并购基金；持有上市公司股份签署并购合作协议；仅持有上市公司股份、仅共同达成并购合作协议。四种情形下，PE 基金介入上市公司并购运作的层度是有深到浅的。

本文选取上市公司与 PE 设立并购基金的四种方式简单阐述，其中 PE 实际出资比例均在两成左右：一是上市公司直接作为 LP 出资人与 PE 成立并购基金，PE 作为 GP 和基金管理人，负责并购基金的日常经营和对外投资管理等；二是上市公司与其控股股东等关联方再连同 PE 成立并购基金，由各参与方成立投资决策委员会，致力于为上市公司寻求优质收购目标；三是上市公司与基金子公司成立并购基金，这里主要是考虑到基金子公司通畅灵活的融资渠道；四是上市公司的子公司作为出资主体，与 PE 基金成立并购基金进行运作。不论是具体哪一种运作形式，PE 基金的角色始终是基金管理人，有权利主导上市公司的并购运作；与此同时上市公司虽不直接参与基金管理，但对于基金投资的标的资产具有优先购买权，并有权在特殊情形下行使并购决策的否决权。

三、与传统并购基金运作的差异

一般而言，传统的并购基金（M&A Fund）作为股权私募基金的一种，它往往通过多种方式对标的企业的股权进行收购，最终通过多种方式实现退出和获

取差价收益。

海外的并购基金发展时机较早，美国早在二十世纪 20 年代就已经出现了并购基金雏形。而五十年代大量美国企业在经营管理、企业扩张和转型方面出现了问题，客观上产生了巨大的并购需求，并购基金从此在美国蓬勃发展。虽然随着美国并购浪潮的起落，并购基金的发展也度过了不同的时期，但如今并购基金已经成为美国最常见的私募股权基金了。

据伍康鸿（2012），刘益涛（2012）等总结整理，国外的并购基金一般运作模式是，一般在并购基金选择了合适的标的企业之后，采用杠杆并购的模式收购标的资产的控制权，经过精心的投后管理阶段实现增值，未来通过并购基金二次上市、标的资产转手等方式实现退出。

我国并购基金出现和发展的时间较晚，相应的学术研究也相对较少。以叶映兰，马兰（1998）等为代表的早期学者将并购基金定义为产业投资基金，是企业为对外收购而成立的产业资本。而之后学者看待并购基金观点发生转变，王燕辉（2009）则将对并购基金的理解从产业资本转为金融资本。陈忠勇（2013）对我国并购基金发展的研究中进一步将其理解为产业资本与金融资本的共同体。

国内外一般以是否获得企业控制权为目的进行分类，将并购基金分为参股型以及控股型并购基金。包括美国在内的国外发达以控股型并购基金为主，追求对标的企业的控制权收购。而国内则情况不同，参股型并购基金较为多见。刘益涛（2012），范硕（2013）等在总结这一现象时均认为，国外之所以采用较多的是以 PE 为主导的控股型并购基金，原因在于其成熟的金融市场和完善的金融工具能够为控股型并购基金解决融资问题；而我国更因受限于融资工具、企业家理念和职业经理人的短缺，而多采用参股型并购基金模式，此模式下主导方则为上市公司等产业资本。

“PE+上市公司”模式下的并购基金则有其特殊性，它不同于国内一般的参股型并购基金，它作为独立的运作主体追求标的资产的控股权收购，并将接入资产的整合与运营之中去。但它又不同于国外的控股型并购基金，它的最终目的并不是用于上市或转手其他私募基金，而是注回上市公司。因而“PE+上市公司”模式有其特殊的目的及运作方式，它的系列运作均受到 PE 与上市公司共同的影响。

第二节 “PE+上市公司”模式的实践跟踪

一、模式诞生与发展

（一）模式诞生于 PE 投资“寒冬期”

据调查发现,2009年创业板的首次推出使得我国诸多PE基金获得了绝佳的退出机会,一时间引发了项目的“哄抢”,而这一现象在2011年达到顶峰并造成了私募基金之间极度激烈的竞争,一度引发股权项目严重稀缺的状况。中国创业投资协会有关数据统计,2011年公开信息披露一共有超过2000家的私募基金投资退出案例,但随之而来的IPO暂停使得私募基金退出渠道受到严重影响,2012年新上市公司相比2011年减少127家,融资总额同比下滑超过6成。与此同时私募基金退出收益率也在下降:两年间VC/PE机构通过公司上市实现收益率从平均账面回报率8.22倍下降至5.4倍左右³。

由此可见,2012年PE机构迎来了投资放缓、退出不便以及退出收益下降甚至为负的“私募冬季”。如今新三板挂牌的著名私募基金中科招商的总裁单祥双在2012年曾表示,整个PE基金行业总资产同比下降超过30%。由此可见当年PE行业调整之剧烈。

故笔者大胆做出推断,早在2012年“寒冬”来临之前,以硅谷天堂为代表的具有先知先觉的PE们已经开始寻找新的投资模式和退出渠道,而后来“PE+上市公司”模式被证明是行得通的。

综上,该模式诞生的直接因素是PE们迫于IPO退出受阻的大环境压力而产生的自救行为,他们选择了与上市公司进行新的合作方式:以直接持有股份或共同设立并购基金的方式参与到上市公司的资本运作计划和战略运作计划中去,再从上市公司进一步成长、发展的过程中以并购的方式进行退出实现收益。

（二）来自业内人士的观点

³ 数据来源:中国创业投资协会公布数据。

本文在搜集“PE+上市公司”模式相关资料时特别重视搜集包括硅谷天堂在内的一些参与该模式实际运作的私募基金“当事人”对该模式的看法和观点，本文选择两个具有代表性的观点进行梳理：

高维资本创始合伙人孙刚在 2015 年某年会接受采访时表示，“PE+上市公司”作为两者一定深度的“联姻”在国际上本是一种常态，在国外市场中诸多 PE 基金投资人本就是企业股东，已经实质参与进企业的运营当中；同时国外 PE 的退出机制较为灵活，故不需要单独设计这样一个模式。

硅谷天堂的执行总裁鲍钺在 2015 年的一次采访中提到了博盈投资收购斯太尔的案例。他表示当时设计这一模式的目的，是单纯的为基金的 LP 寻找一个更加广阔的项目退出渠道。他直言，“作为基金管理人，第一要务是替投资人赚钱，这是我们当时做这个模式的考虑。”同时他也对表示，通过这一模式找到了 PE 发展的新定位是令人始料未及而又惊喜的，他提到现阶段 PE 基金与证券公司、律师会计师事务所扮演的角色都是相似的，就是从不同阶段服务于上市公司。

综合业界从业人员的观点，“PE+上市公司”模式作为一种与企业深度合作、“联姻”的模式，诞生于股权投资市场遇冷下 PE 谋求自身转型的背景，而其繁荣的背后是企业与 PE 共同经营公司的逻辑。这一模式的诞生不仅能让 PE 们平稳度过投资周期，规避了诸如投资项目稀缺、融资方式受限、退出渠道受阻等我国资本市场现阶段的功能缺失，同时也借用了 PE 的力量支持上市公司的发展。而其背后蕴含的思路则与海外发达资本市场的大机构或 PE 控股上市公司、积极参与企业运营的思路是不谋而合的。

二、模式的活跃度调查及市场观点汇总

2013 年之后，“PE+上市公司”模式似乎成为“香饽饽”，2014 年全年有近 40 家上市公司参与并购基金设立，2015 年前 10 个月则超过了 130 家。但至今为止，2014 年的近 40 家上市公司中仅有 4 家宣布有下一步动作。

表面上的增长相对“粗放”，而实质进展相对“寥寥”是该模式的一个现状。同时业界、媒体对于“PE+上市公司”模式的态度也逐步产生分歧。为了观察“PE+上市公司”模式自诞生以来的活跃度并汇总市场对此的观点、态度的变化，笔者利用 Google 搜索引擎按时间段对该模式进行网络关键词搜索与统计，并将关键结果进行人工统计。

（一）信息搜索及筛选方法介绍⁴

总体上以“PE 上市公司”、“私募基金 上市公司”、“并购基金 上市公司”等为关键词进行精确搜索，并将结果按照相关性进行排名。分别选择 2011-2015 年四个年度，以及 2016 年 1 月至 2 月 1 日共计 5 个时间段进行分类搜索，其中总搜索结果数量作为市场关注度/活跃度指标，并对每个时间段的高相关性结果进行人工分析。高相关性结果筛选为 Google 机器筛选，笔者进一步人工排除高相关性结果中明显具有机构打广告嫌疑的、个人博客推广的、一笔带过的、含不相关内容信息源，并排除同一信息的多次转载。之后将人工筛选结果按照“中性”、“正面”、“负面”进行分类。

其中“中性”主要为对“PE+上市公司”模式的客观介绍、论述，发布信息的作者并没有做出明确的主观评价；“正面”和“负面”信息则意味着信息发布者明确表达了对于此种模式的赞成或者批判，考虑了作者的措辞和倾向性。

注：不同时间段采用的搜索关键词组合略有不同，故本搜索结果和统计结果并不精确。但通过人工筛选高相关性结果，仍能很好观察市场对于“PE+上市公司”的态度和观点。

（二）搜索结果的统计与总结

表 2.1 2012 年至 2016 年 1 月搜索结果一览

	2012	2013	2014	2015	2016.1.30
总搜索结果	71,800	14,6000	216,000	348,000	12,2000
高相关性结果	75	106	165	196	144
有用结果	2	8	49	73	63
其中：中性	2	4	17	45	19
正面	0	3	23	19	18
负面	0	1	9	9	24

其中：“总搜索结果”为输入关键词后出现的所有相关的结果，“高相关性结果”为经过 Google 自动过滤重复信息之后的机器筛选结果。

⁴ 数据来源：谷歌搜索及信息人工筛选。

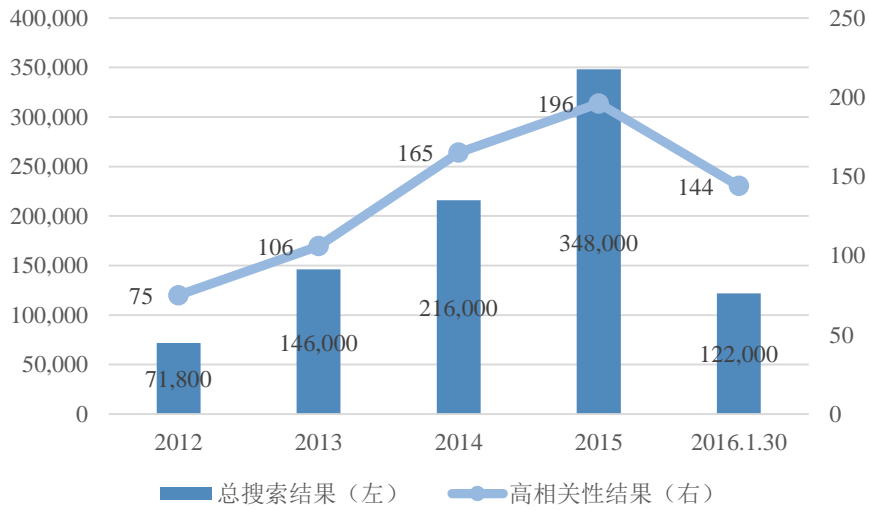


图 2.1 Google 搜索初步结果一览

可以看到从 2014 年起“PE+上市公司”相关热度明显提升，至 2016 年 1 月底仅一个月的时间就超过了 2015 年近三成的信息量，由此可见近几年来市场关注度之火热。笔者通过对 2012 年至 2016 年 1 月 30 日范围内所有的 686 条“高相关性结果”进行人工筛选，共筛选出 195 条“有用结果”。将统计信息按照“中性”、“正面”、“负面”进行分类，并按出现频率对三个分类下的观点进行简单汇总，具体如下。

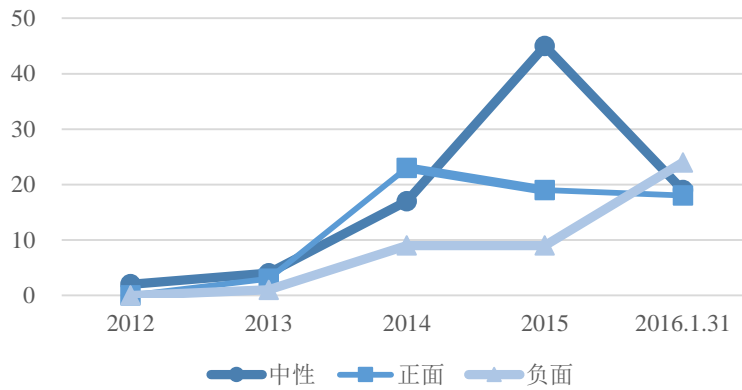


图 2.2 人工筛选“有用结果”一览

2012 年至 2016 年来随着该模式在市场的大范围应用，市场对于该模式的态度和评价发生了不同的趋势变化，2016 年负面评价增长令人吃惊。本文对于不

同年份各分类下的关键词作统计，具体如下表所示。

表 2.2 2012 年至 2016 年 1 月市场观点汇总

	2012	2013	2014	2015	2016.1.31
中性结果关键词	模式介绍	悄然兴起 退出通道	模式介绍 案例解析	模式解读 信息披露 业务指引 业内激辩	须监管 信息披露
正面结果关键词	无	预见式并购模式	新生事物 合作共赢 效率提升 风险可控 产融结合 示范效应	新常态 提升价值 兜底效应 私人定制	优势互补 产业转型 良性循环
负面结果关键词	无	隐性关联交易	长效性存疑 中国式市值管理 模式不成熟 炒作	风险陡升 内幕交易 并购套现	内幕交易 操纵市场 利益冲突 虚假陈述

最早在 2012 年便有关于“PE+上市公司”相关模式的讨论，但也仅限于简单的案例介绍。2013 年起关于此模式的讨论逐渐增多，最早是从 PE 的角度出发，认为这种模式能够提供“稳定的退出通道”；同时也开始了此模式对于上市公司的讨论，有报道称之为“预见式的并购模式”，也有媒体对其信息披露程度提出疑问，认为如果实际控制人的隐性关联方参与此模式可能会对上市公司利益造成侵蚀。

2014 年起，似乎市场对于该模式的关注的一夜暴增。各家主流媒体、门户网站以及各地方性媒体纷纷对该模式进行报道和解读，模式的创始者“硅谷天堂”出现的频率也直线上升。此阶段市场频频使用“创新”、“共赢”等字样形容这一模式，并分析讨论该模式之于上市公司的意义：主流观点认为这一创新性模式是产融结合的新形式，能够促进上市公司转型、刺激估值，开启了上市公司与 PE 具有示范性效应的优势互补合作典范。同时也有少数质疑、担忧的声音，认为 PE 单纯追求退出套利可能使得该模式侵蚀了上市公司的长期发展利益，且诸多上市公司宣布采取这一模式，也有通过炒作掩盖其经营疲软的嫌疑。

2015 年随着越来越多的上市公司采取这一模式，这一模式的关注度只增不减。媒体将其称为资本市场的又一“新常态”，是 PE 为上市公司的“私人定制”。而这一模式往往伴随实际控制人的业绩承诺，故称之为具有大股东“兜底效应”的低风险模式。同时也有越来越多的观点要求对这一模式严格监管，谨防内幕交易、虚假陈述和操纵市场，同时随着早期“PE+上市公司”的个别案例出现了上市公司与 PE 的“决裂”，市场关于上市公司与 PE 基金之间存在利益冲突的观点得以证实。2015 年下半年，上交所发布“PE+上市公司”指引，重点强调“PE+上市公司”的信息披露规范。

2016 年伊始，广东证监局连开三张罚单，受罚者正是这一模式的创始人——浙江天堂硅谷资产管理集团股份有限公司，涉及内容均是内幕交易。市场对于该模式的负面评价随即火速升温，指责以硅谷天堂为首的 PE 联合上市公司市场操纵，主导内幕交易、侵蚀股东利益等，认为资本市场缺乏“契约精神”。这也是 2016 年负面报道陡升的根源。

第三节 “PE+上市公司”模式的几个关键问题

本章结合了“PE+上市公司”文献的梳理和市场实践情况的跟踪调查，探究了“PE+上市公司”的诞生和发展的动因，介绍了模式演变的主要运作思路和演变过程，并汇总了来自市场的态度和观点。本节将基于上文研究，给出“PE+上市公司”的几个结论：“PE+上市公司”的实质、动因、优势以及存在的问题。之后章节将围绕案例进行分析，探究案例中是否体现了“PE+上市公司”模式的优势，是否存在着“PE+上市公司”模式固有的问题，并进一步探索问题解决的途径。

一、“PE+上市公司”模式的实质

正如郑玉婷（2015）所言，这种由传统 PE 主导，以 LP 为投资决策目标，再以 LP 为二次收购作为退出方式的有限合伙制并购基金在全世界范围内都比较罕见。

故本文以为，“PE+上市公司”模式本质上是一种具有中国特色的并购基金，主要形式为 PE 主导上市公司并购决策，以并购基金为收购主体进行收购，再择

时注回上市公司，而上市公司对标的资产拥有优先购买权和否决权。这一模式是金融资本在自身困难期寻求转型的产物，它不同于我国传统的以产业资本为主导的并购基金模式，例如中联重科借助弘毅资本的力量进行收购等；也不同于国外主流的并购基金中金融资本为并购的主导方，对标的资产实现收购后对其进行深度重组整合和培育后助其上市的模式。

“PE+上市公司”模式下产业资本和金融资本具有相对平等的话语权，作为金融资本的 PE 拥有基金投资的管理和决策权，而作为产业资本的上市公司具有对项目的优先购买权和否决权。笔者认为从主导地位来说，该模式介于传统中国式并购基金与国外并购基金的之间。

二、“PE+上市公司”模式的动因总结

动因的结论从 PE 和上市公司两方面总结。正如第二章所述，学术界普遍认可 PE 参与公司并购的动因是为取得更高的投资收益。而此模式下 PE 的动因更多是基于国内 PE 市场起伏大环境下为求生存和发展而做出的业务创新或角色转型，这与上述学术界观点并不矛盾。

上市公司角度方面：是该模式自 2012 年便为市场所知，而直至 2014 年起才逐渐火热，令人难以忽略的背景是 2014 年至 2015 年年中 A 股市场逐步步入牛市行情。故市场怀疑企业具有利用该模式进行“跟风炒作”，利用概念进行市值管理的动机是合理的。同时我国逐步进入所谓的“供给侧改革”的产能过剩阶段，企业有机增长遭遇瓶颈，客观上存在转型升级需求，而以并购为主的非有机增长则似乎是企业转型升级的捷径。故企业并购转型需求带动了这一模式的火热。同时，该模式下，PE 主动管理基金并为上市公司寻找项目，且上市公司具有优先选择权和否决权，似乎对企业颇有吸引力。

三、“PE+上市公司”模式的优势及待研究问题

（一）模式的优势的总结

首先“PE+上市公司”模式的确是我国产业资本和金融资本的新结合方式。这一模式下，由 PE 主导上市公司并购项目的搜寻、培养和整合，较好的利用了 PE 的专业投资能力，这在客观上可以减少上市公司寻找项目的成本、信息不对称

风险以及对标的资产的管理能力不足的诸多问题。同时 PE 通过这一模式获得了具有相对稳定退出渠道的新投资模式，同时其与上市公司的合作无疑能为私募基金的投资方带来更大的信心。

其次这一模式较我国传统并购基金模式合作而言，上市公司与 PE 的合作深度有所加强，意味着 PE 同时也扮演着类似于上市公司战略投资者的角色，通过对标的资产的运营管理，直接或间接地影响上市公司的战略制定及资本运作计划。在一定程度上可以对上市公司大股东或实际控制人起到监督作用，更好地保护投资者利益。

最后，在当前我国步入供给侧改革、大量企业有机增长乏力的背景下，这一模式客观上促进了上市公司迈向了并购增长、转型的第一步，PE 的介入未来也可能进一步影响公司的发展战略、日常运营、资本运作乃至公司治理中去。

（二）模式的当前的待研究问题——并购绩效

本文通过对目前学界、业界的态度和观点进行汇总，发现目前对于“PE+上市公司”模式最大的质疑点在于该模式下促成的并购运作效果如何。而这一问题又可以分解为以下三个子问题：

第一个问题则是这一模式下并购案例的客观绩效如何。具体评判采用客观数据进行比较，观察短期的股价刺激效果和长期的财务变化趋势。笔者尝试通过下文选择案例体现的客观数据指标进行观察。

第二个问题则是该模式下 PE 与上市公司的利益冲突能否协调，冲突的不可协调可能直接导致合作模式流产，或投后的长期整合无法顺利推进。从上文可知，该模式下上市公司与 PE 利益冲突客观存在于：一是资产注回时，PE 基金可能为了追求退出收益的最大化，会以较高的溢价将标的资产转售给上市公司而损害了上市公司的利益；而是并购基金中上市公司虽为 LP，但出资额较高，且具有项目否决权，基金其他参与方的利益可能受损。

第三个问题同时也是笔者最关心的问题，即 PE 与上市公司深度合作下的并购运作能否推动企业的转型？正如前文所述，PE 的“短视”的套利动机会不会侵蚀企业的长期发展？而企业自身打着“转型”的旗号发出公告，声称运用此模式推动企业转型增长，该模式到底能不能起到这一种效果，亦或仅仅是一种炒作的“噱头”？

最后，目前“PE+上市公司”饱受批评的最大原因，即内幕交易和利益输送问

题如何解决。如果大股东或其关联方凭借信息不对称而从中赚取差价牟利，无疑将严重损害中小投资者利益，而并购绩效则根本无从谈起。案例结束之后，本文也将对这一问题做简要回答，从监管的角度提出改进思路。

下一章，本文选择 2012 年让市场熟知“PE+上市公司”模式的经典案例：博盈投资收购奥地利斯太尔（Steyr Motors GmbH）实现主业转型作为观察和研究对象，观察此案例中“PE+上市公司”模式是否发挥了自己的优势，也尝试寻找上述三个问题的答案。

第三章 博盈投资收购斯太尔基本情况分析

2012 年末，博盈投资宣布收购定向募资 5 亿人民币收购硅谷天堂旗下的海外资产——奥地利老牌柴油发电机厂商斯太尔。并购之后，博盈投资进而实现了从汽车零部件供应商到汽车柴油机生产商的业务转型。硅谷天堂实现巨额收益的同时，又参与博盈投资定向增发，成为其第三大股东。

选择这一案例的主要原因在于其具有重大代表性。严格意义上说，博盈投资收购斯太尔一案出现之后，“PE+上市公司”这一模式才开始广泛为人知晓，“操刀”这此案的主角也正是该模式的创始者硅谷天堂。

其次，这一案例同时体现了 PE 参股上市公司、PE 设立并购基金这两种思路的混合，故本案例能够为解决 PE 与上市公司利益冲突提供很好的借鉴思路。同时，“PE+上市公司”可研究的案例相对稀缺，而此案例发生距今也已经超过三年，整合完毕至今也有近两年，故对其并购绩效的各方面研究成为可能。

分析此次案例，能够帮助我们形象的观察“PE+上市公司”模式在具体运作中的前后各项安排以及细节处理，能够全面的探究在这一案例中“PE+上市公司”模式是否影响了企业的并购绩效，发挥了怎样的优势以及暴露了怎样的问题，这有助于我们改善、发展“PE+上市公司”模式，更好的服务于上市公司的并购中去。

最后，此次并购是一次“蓄谋已久”、结构复杂、精心设计的跨境并购案例，不仅值得我们去研究学习，也值得我们去欣赏。

第一节 并购交易主要参与方介绍

一、并购方博盈投资

（一）概述

博盈投资最早是由湖北车桥厂改组成立的，国资背景。实行股份制改革后于 1997 年在深交所上市，简称“湖北车桥”主营汽车前后桥生产与销售，可以说

是技术含量不高的劳动密集型产业。2003 年企业国有股权发生转让，之后多年一直无法逃脱主营业务混乱、业绩低迷的情况，遭遇退市警告。2012 年收购奥地利发动机制造商斯太尔（Steyr Motors GmbH）后，2014 年公司名称直接变更为“斯太尔动力股份有限公司”（简称“斯太尔”），主营业务变更为新型汽车柴油机的研发、生产及销售。

（二）公司现状

目前斯太尔（博盈投资新名）的主要业务为柴油发动机业务，原车桥业务陆续剥离完毕。据公司 2014 年年报披露称，目前公司能够为航空、铁路、车船用等多个领域提供优质柴油机及配套部件，拥有多项独立、先进的专利技术。

研发团队方面：斯太尔的研发部门位于奥地利工业城市斯太尔市。斯太尔市一直以来是全球柴油发动机研究中心，公司在奥地利组建了一只百余人的研发团队，相关人员背景均为全球一线汽车发动机制造公司。拥有多项自主知识产权的专利的同时也为公司在新能源汽车领域带来了丰富的技术储备。

公司自 2012 年 10 月 30 日发布非公开预案，中间过程一共耗时超过一年，直至 2014 年 1 月才完成最终并购交易的全部完成。故 2014 年起公司才对奥地利斯太尔实现会计并表。

表 3.1 主营业务收入概览

单位：亿元	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31
营业收入	5.51	4.47	6.17	6.32	7.41
同比(%)	-8.61	-18.80	38.01	2.44	17.20
营业利润	0.12	0.02	0.06	0.08	0.20
同比(%)	296.52	-81.66	173.54	38.67	141.80
扣非归母净利润	0.03	0.04	0.02	0.03	0.07
同比(%)	135.44	25.57	-49.59	25.70	159.05
研发费用		0.01	0.02	0.01	1.37
EBIT	0.17	-0.01	0.17	0.21	0.30
EBITDA	0.30	0.10	0.32	0.34	0.72

第三章 博盈投资收购斯太尔基本情况分析

表 3.2 按产品分类的主营业务收入

单位：亿元	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31
产品收入	5.33	4.30	6.03	6.11	7.27
传统主营产品： 汽车前后桥	4.79	4.04	5.58	5.66	4.16
零部件及其他	0.54	0.26	0.45	0.45	
传统主营占比	100%	100%	100%	100%	57%
新增产品： 发动机类					1.77
发动机技术服务					0.94
铁屑					0.41

表 3.3 按地区分布的主营业务收入

单位：亿元	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31
地区	5.33	4.30	6.03	6.11	7.27
国外					1.76
中国大陆	5.33	4.30	6.03	6.11	5.52

盈利状况简评：表 4.1、4.2、4.3 中可见，自 2010 年来公司经营状况一直堪忧，处于基本不盈利状态（扣非归母净利润区区两三百万元）。即便是 2014 年度，公司扣非归母净利润同比实现超过 159% 的增长，也只达到 700 万元。2014 年，公司实现原奥地利斯太尔动力业务的并表，新增产品收入占比达到当年产品总营收的 43%。

但值得注意的是，2014 年度计提的研发费用高达 1.37 亿元，相比过去四年的每年 100 万至 200 万的费用额实现了惊人的增长。研发的作用往往无法在当期体现，故在客观上突然高昂的研发费用也对公司 2014 年度的财报数据起到了影响。

表 3.4 按产品、地区分类的经营毛利率

单位：亿元	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31
毛利率(%)	12.76	11.44	12.67	13.49	28.52
传统主营产品：	12.34	10.53	11.85	13.10	28.81
前后桥	12.71	11.80	12.02	13.20	12.46
零部件及其他	9.11		9.73	11.85	
新增产品：					
发动机类					31.03
发动机技术服务					99.26
铁屑					22.77
零部件及其他	9.11		9.73	11.85	
地区：		10.53	11.85	13.10	28.81
国外					32.35
中国大陆		10.53	11.85	13.10	27.68

从上表 4.4 的毛利率数据看来，新增产品中发动机类及发动机后续技术服务类业务毛利率显著高于传统主营产品；销往海外地区的产品毛利率高于销往国内产品 3.5 个百分点。

表 3.5 斯太尔动力产品表

船用产品	军用产品	民用产品
SE 系列	道路用泵喷嘴单增压 6 缸发动机 M16	非道路用泵喷嘴单增压 6 缸发动机 M16
MO286	道路用泵喷嘴单增压 4 缸发动机 M14	道路用泵喷嘴单增压 6 缸发动机 M16 (民用)
MO256	二缸泵喷嘴发动机 M12	非道路用国三泵喷嘴四缸发动机 M14 UI NR
MO4 缸发动机		道路用国五共轨四缸发动机 M14 CR
SE6 缸发动机		二缸共轨国三~五发电机组 M12 CR 二缸泵喷嘴国三发动机 M12 单缸单体泵国三发动机 EM11

二、海外标的资产斯太尔动力（Steyr Motors GmbH）

“斯太尔”品牌在中国重卡界声名卓著，现阶段我国多家重型汽车生产商依然采用着斯太尔提供的核心技术。可以说斯太尔是中国汽车整车、汽车发动机的重要技术来源之一。此次收购标的 Steyr Motors GmbH 的前身正是上述斯太尔重汽技术的老家：奥地利著名国有企业斯太尔-戴姆勒-普赫集团旗下重卡资产。

而在 1987 年至 2001 年期间的奥地利国有企业私有化大潮推动下，这一大型奥地利国有企业开始逐步分拆和出售，例如集团商用车部分卖给了德国曼（MAN）公司，军用部分卖给了双斯公司。2001 年，一家名为 ING.Rudolf Mandorfer 的公司注资设立了此次交易的标的公司 Steyr Motors GmbH，用于收购斯太尔-戴姆勒-普赫集团旗下的 Monoblock（又称“连体机身发动机技术”）资产，集团曾联手德国宝马公司为这一技术资产投入超过 1.2 亿欧元。主导这一交易的正是后来担任 Steyr Motors GmbH 欧洲总裁的 Rudolf Mandorfer 先生，他也曾任职于斯太尔-戴姆勒-普赫集团。这一技术又别名“新一代柴油发动机技术”。

Rudolf Mandorfer 在收购了该部分资产后，Steyr Motors GmbH 发展的并不尽人意，2009 年至 2012 年前三季度的销售收入呈现逐步下滑趋势。同时公司资产负债率达到 77.58%。

表 3.6 收购前 Steyr Motors GmbH 经营状况

单位：万欧元	2009	2010	2011	2012.9.30
营业收入	2,768.02	2,208.69	2,947.68	1,834.68
营业成本	2,724.21	2,377.67	3,073.06	2,061.42
税前利润	180.06	88.83	86.39	29.26
税后利润	160.54	76.58	76.51	34.42
EBIT	217.95	128.68	128.03	56.18
EBITDA	342.64	248.36	251.72	120.20

表 3.7 收购前 Steyr Motors GmbH 资产负债表

单位：万欧元	2011/12/31	2012/9/30
资产合计	2,445.92	2,545.79
负债合计	1,812.82	1,975.13
归母净资产	633.10	570.65

这家奥地利公司的研发团队堪称豪华，一百多位资深研发工程师均来自西欧知名汽车整车、零部件生产企业，包括德国宝马公司、采埃孚、奥地利李斯特内燃机设计制造公司等。作为一家技术强劲的公司，斯太尔形成了自身在柴油发动机行业的独家核心技术，多项专利具有世界领先水平。

而公司的短板也十分明显：销售能力较弱。过于重视技术研发而忽视了市场营销，使得奥地利斯太尔每年发动机效率只有 3000 至 4000 台，且主要集中在奥地利及周边市场，公司主要还是通过向海外其他公司授权使用发动机技术作为其主要收入来源。同时，斯太尔也为韩国、德国、俄罗斯等多家知名发动机生产商提供核心部件设计解决方案等。作为一家知名的发动机生产商，拥有优秀的多项核心技术却鲜有销量，与我国上市公司形成巨大反差，客观上存在互补可能。

三、募股权基金硅谷天堂

纵观本次并购交易，“硅谷天堂”是此次交易的主体，一方面出资认购博盈投资非公开发行所增发的股份，另一方面又向博盈投资出售标的资产：“天津硅谷天堂恒丰”参与了上市公司非公开发行的购买。上市公司所要购买的标的资产正是“武汉梧桐硅谷天堂”100%的股权，而“武汉梧桐硅谷天堂”的资产正是奥地利 Steyr Motors 公司 100% 股权。

而参与本次交易的各方主体中，有不少主体的名称里含有“梧桐”、“硅谷”等字样，有点令人眼花缭乱，而其背后的“势力”都指向了一家：硅谷天堂。

据公开信息披露，硅谷天堂的全称为“硅谷天堂资产管理集团股份有限公司”（简称“硅谷天堂”）。硅谷天堂作为一家著名的资产管理公司，以为企业提供兼并收购业务见长。成立于 2000 年的硅谷天堂如今在中国大陆及香港地区十多个重点城市设立了分支机构，并多次获得“优秀创投机构金奖”、“中国创业投资机构十强”等称号。据硅谷天堂官方网站披露，截止 2015 年第一季度，硅谷天堂旗下共有超过一百支基金，资产管理规模超过百亿元。累积投资的数百家企业中已有近八十家企业上市。2015 年 7 月，硅谷天堂登陆新三板成为公众公司，上市代码 833044.OC，与我国著名的九鼎投资、中科招商以及同创伟业并称为新三板的四大股权基金巨头。

多年来硅谷天堂逐步完善由其首创的“PE+上市公司”的投资模式，逐步形成

了自己的核心竞争力，这一业务模式也逐步被业绩做模仿、发展。硅谷天堂在选择上市公司作为合作对象时有着自己的一套标准，然后通过获得上市公司股份或共同设立并购基金的模式主动推动上市公司的并购活动；同时也为上市公司在并购战略制定、并购标的选择以及头后管理方面提供全面、专业的服务。

2014年6月21日，硅谷天堂董事总经理韩惠源在接受采访时表示，博盈投资收购一案是硅谷天堂多年来最满意的一起并购交易。那么此次交易的并购绩效如何，让我们拭目以待。

第二节 本次并购交易的过程

一、并购过程及交易结构的设计

本次交易共分为两轮并购：第一轮为硅谷天堂设立下属子公司武汉梧桐硅谷天堂投资有限公司（下文简称“武汉梧桐”）对 Steyr Motors GmbH 进行收购；第二轮则为博盈投资非公开发行股票收购武汉梧桐所有资产。

（一）第一轮并购

通过大量的公开信息梳理本文发现，本次收购的标的资产的控股股东“武汉梧桐”成立于2012年3月，而武汉梧桐的直接控股股东为“天津硅谷天堂桐盈科技有限公司”（简称“天津桐盈”），天津桐盈为硅谷天堂全资控股孙公司。由此可以推测，武汉梧桐是硅谷天堂用于收购海外资产 Steyr Motors GmbH 而在境内设立的收购主体。这一主体在收购之后的重要职责时确保海外资产的正常运营，并着手安排国内外资产的对接和下一步国产化运作计划的制定。

而武汉梧桐收购海外资产 Steyr Motors GmbH 的定价则参考了其历次股权变动的价格。最后的收购价格是以 Ernst Young 在2010年底给出的估值意见（3200万欧元至3500万欧元之间）作为重要的参考依据，最后的成交价3425万欧元，根据当时汇率折合人民币约2.84亿元。

下图为第一轮并购后 Steyr Motors GmbH 的股权结构。

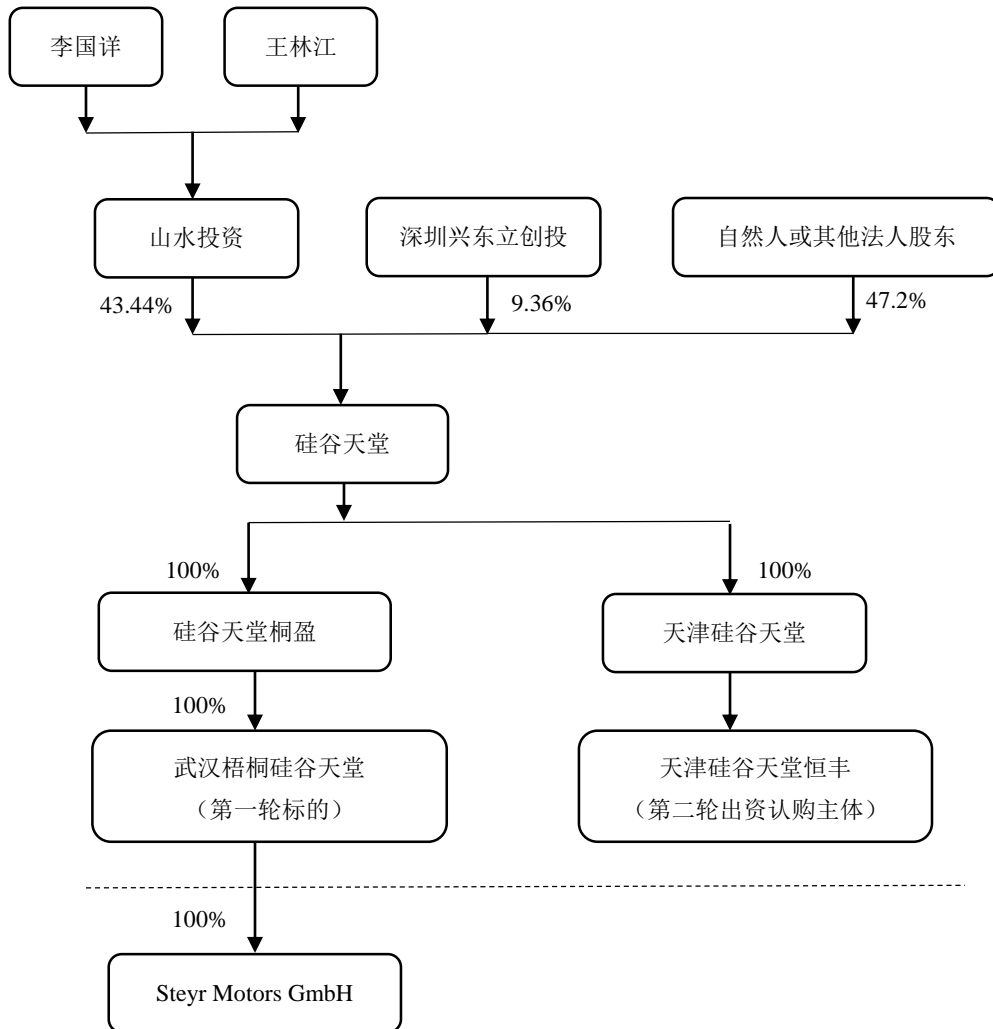


图 3.1 第一轮并购后 Steyr Motors GmbH 的股权结构

(二) 第二轮并购

2012年11月5日，博盈投资发布公告：拟将以4.77元/股的价格向新股东东营市英达钢结构有限公司（简称“英达钢构”），包括硅谷天堂旗下基金“天津恒丰”在内的四家私募基金非公开发行3.14亿股股票，共计募集资金达到15亿元，非公开认购的股票锁定期为三年。募集资金中，5亿元人民币用于收购武汉梧桐所持有的Steyr Motors GmbH 100%股权，3亿元增资Steyr Motors GmbH用于下一步的技术研发，剩余资金用作补流。

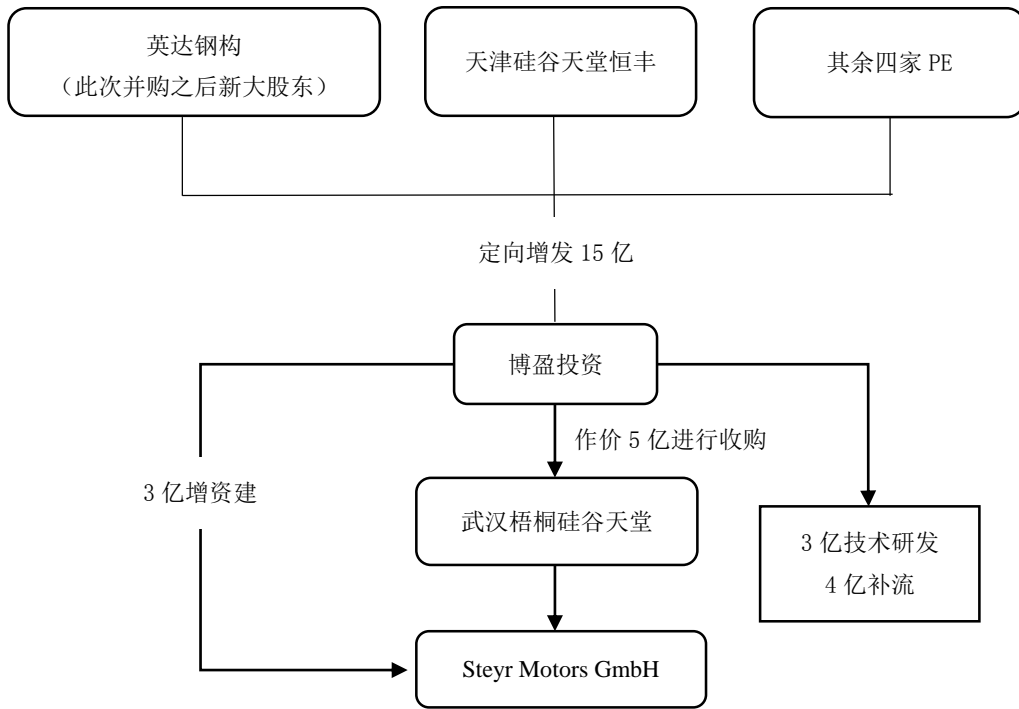


图 3.2 非公开发行结构

而本次非公开交易进行之前，博盈投资的原控股股东为“荆州市恒丰制动系统有限公司”（简称“荆州恒丰”），荆州恒丰持有上市公司的股权比例为 7.18%，荆州恒丰的实际控制人为罗小峰及卢娅妮。此次非公开发行之后，由于股权进一步稀释，荆州恒丰的持股比例进一步大幅下降；而英达钢构为本次认购主力，将持有上市公司 83,857,400 股股份，占非公开发行之后上市公司股权比例的 15.21%，从而成为公司第一大股东和控股股东。上市公司实际控制人发生变化。

第三章 博盈投资收购斯太尔基本情况分析

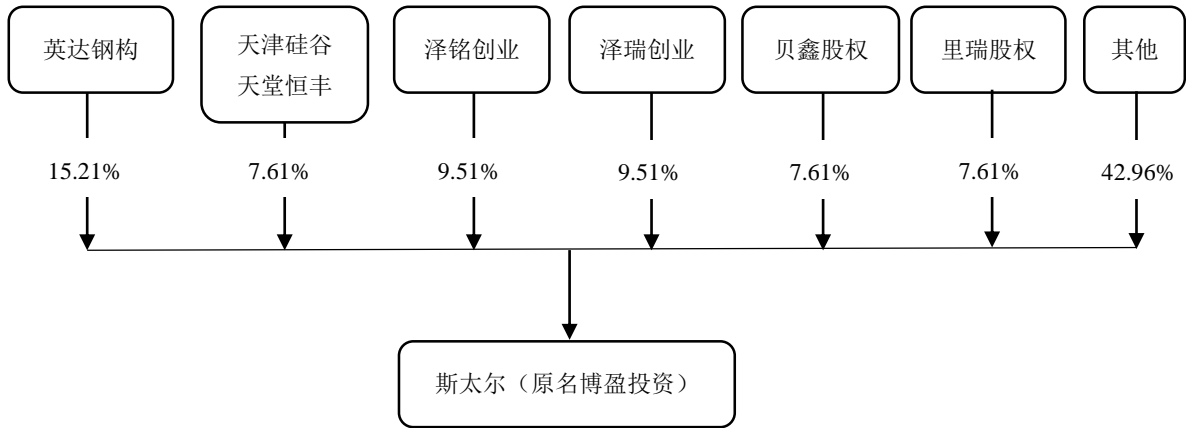


图 3.3 非公开发行之后的博盈投资的股权结构

2013 年 9 月 27 日，该方案获得证监会发审委审核通过，并于 2014 年 1 月完成全部交割手续。从发布预案至并购交易的最终完成，共历时 14 个月。

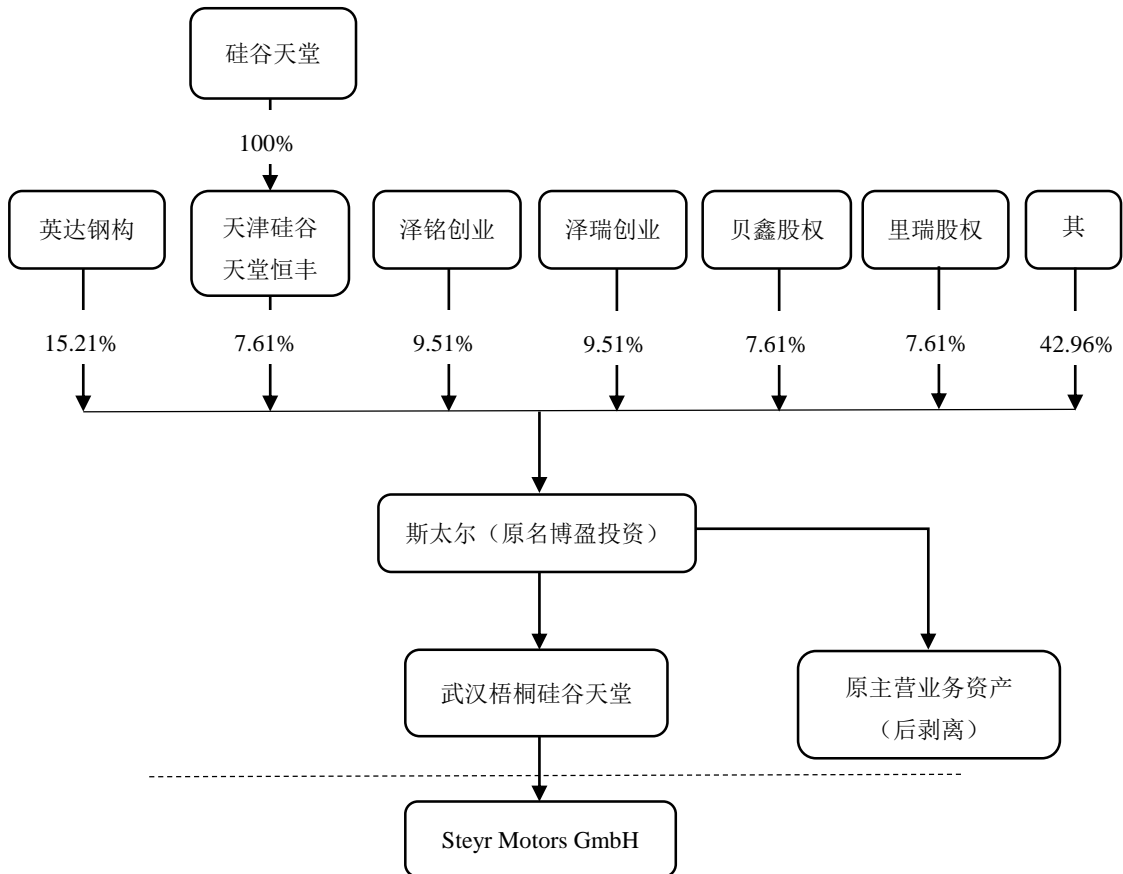


图 3.4 第二轮并购之后 Steyr Motors GmbH 的股权结构

二、并购交易的关注要点

（一）上市公司实现业务转型

博盈投资通过收购完成了从汽车零部件这一低端领域向核心发动机制造领域的横跨，成为中国少数拥有汽车柴油发动机制造核心生产技术的厂商。在拥有了多项独立、先进的柴油机制造核心技术和技术力量储备之后，利用上市公司已有的市场渠道和平台优势，博盈投资有望成为我国领先的汽车柴油机龙头企业，其产品未来在车船、民航、军工等领域具有广泛的运用前景。

Steyr Motors GmbH 技术研发人员占员工的比例超过半数，其产能不足、不注重市场营销的弱点较为突出。同时标的资产客户群定位为较为单一的高端客户，战略定位不足也阻碍了其发展更丰富的产品线和拓展低层次市场。并购后，上市公司将 Steyr Motors GmbH 的奥地利本部作为中国市场柴油发动机的创新研发中心，获得注资解决产能问题的同时也为 Steyr Motors GmbH 的产品提供了巨大的中国市场空间。

（二）股权结构、实际控制人发生变更

事实上博盈投资在过去几年中经营业绩糟糕，大股东数次更换，股权比例也及其分散。此次并购之后，公司的新股东为英达钢构，主要钢材的加工以及钢结构的设计，可以为斯太尔提供原材料以及柴油机部分零部件的设计与加工。英达钢构持股比例 15.2%，其余 5 家 PE 持股比例共计 41.85%，实际上形成了大股东与私募基金共同控股上市公司的股权结构。英达钢构承诺将充分保证新任高管经营公司的独立性，同时 5 家 PE 也分别承诺不干涉公司经营，保障公司独立决策等条款。

（三）硅谷天堂与上市公司的捆绑

硅谷天堂 2012 年上半年收购 Steyr Motors GmbH 花费 2.84 亿，而下半年非公开发行预案中，Steyr Motors GmbH 估值为 5 亿人民币，硅谷天堂事实上已经实现获利 2 亿人民币以上。

但随即硅谷天堂旗下全资基金硅谷天堂恒丰参与了此次非公开发行，购买了上市公司价值 2 亿元的股票，占总股本 7.61%，禁售期三年。由此看来，硅谷天堂安排了此次交易之后的净盈利为 1600 万人民币再加上上市公司 7.61% 的股权。

故自 2014 年初至 2017 年初，硅谷天堂作为斯太尔的第四大股东，与斯太尔实现利益捆绑。

第四章 博盈投资收购斯太尔的绩效分析

本章分别采用事件研究法分析 60 日窗口期下博盈投资收购斯太尔之后短期的股价刺激效果，以及在 5 年窗口期下的分析其会计指标的长期变化。同时观察其多年来托宾 Q 值的变化趋势。通过上述分析从客观数据出发，说明此次并购的客观绩效。

第一节 博盈投资收购斯太尔短期绩效分析

一、窗口期和正常估值期的确定

短期绩效分析采用事件研究法。如下图所示， t_0 为事件发生日，即并购事件首次披露日期， $[t_1, t_3]$ 是整个事件期，其中 $[t_2, t_3]$ 是事件窗口期， $[t_1, t_{2-n}]$ 是正常估值期。窗口期和正常估值期均以博盈投资股票正常交易日为准，剔除所有停牌日。

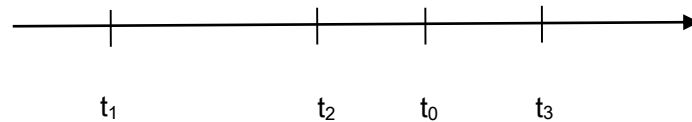


图 4.1 事件窗口期和正常估值期示意图

2012 年 7 月 6 日，公司首次发布股票临时停牌公告。停牌至 2012 年 7 月 13 日当天，公司发布公告《湖北博盈投资股份有限公司重大资产重组暨继续停牌公告》正式宣布停牌，直至 2012 年 11 月 5 日非公开发行预案公布并复牌交易。故此次事件的 t_0 日定为 2012 年 11 月 5 日。

以往学者对于并购事件窗口期的选择并没有统一的标准， $[-40,40]$ 、 $[-30,30]$ 、 $[-10,10]$ 、 $[-5,5]$ 等比较普遍。本文结合对前人文献的研究，同时为了避免窗口期内出现其他事件从而产生影响，故选择 $[-30,30]$ 为本次并购事件的窗口期。同时为了排除此次并购事件对于博盈投资股价的影响，计算公司股票的预期正常收益率 $E(R_{i,t})$ 所选择的正常估值期为 $[-300,-50]$ （其中 n 取 20）。这样既保证了较

长估值期来计算预期收益率，也与窗口期有一定程度的间隔。

二、博盈投资股票的超额收益率测算

超额收益率（Abnormal Return），指的是事件发生的窗口期内股票的实际收益率 $R_{i,t}$ 与事件没有发生情况下的预期正常收益率之间的差额。预期正常收益率计算方法一般分为市场模型法、均值调整法、市场调整模型法和不变收益法等四种方法。其中市场模型法适用于单个并购事件，即该并购事件前后均不存在其他并购事件。这与其他三种方法相比，市场模型法明确考虑了与市场相联系的风险因素和平均收益，所以较多为学者们所使用。

所以本文选择使用市场模型法计算预期的正常收益，计算公式 1 如下所示：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中： $R_{i,t}$ 为个股的日收益率， α_i 为无风险收益率， $R_{m,t}$ 为市场指数的日收益率， β_i 表示个股价格对市场指数的敏感度，衡量个股相对市场的风险。

通过将正常估值期[t1, t2-n]即[-300,-50]天的个股实际收益率和市场指数实际收益率做回归，得到理论的 α_i 和 β_i ，记为 $\hat{\alpha}_i$ 和 $\hat{\beta}_i$ 。将[t2, t3]内即[-30,30]事件窗口内的指数收益率 $R_{m,t}$ 代入下方公式 2，据此理论上可以得到如果并购事件没有发生，则在[t2, t3]内每天的预期收益率，即为预期正常收益率。计算公式 2 如下所示：

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}$$

其中 $E(R_{i,t})$ 表示个股在 t 天的预期正常收益率。

并购事件首次披露后，用股票当天的实际收益率 $R_{i,t}$ 减去上面公式 2 算出的预期正常收益率，可以得到由于并购事件所导致的个股在事件窗口期[-30,30]天内的超额收益率。超额收益率 $AR_{i,t}$ 的计算公式 3 如下所示：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

其中个股实际收益率 $R_{i,t}$ 的计算公式 4 如下所示：

$$R_{i,t} = (p_{i,t} - p_{i,t-1})/p_{i,t-1}$$

其中 $p_{i,t}$ 为股票 i 在 t 日的收盘价。

同理，大盘指数的收益率计算公式 5 如下：

$$R_{m,t} = (R_{m,t} - R_{m,t-1})/R_{m,t-1}$$

之后进行超额收益率的计算。首先博盈投资在[-300,50]期间的实际收益率

$R_{i,t}$ 以及深证综指(399106.SZ)在该窗口期的实际收益率 $R_{m,t}$ 可以通过 WIND 数据库直接计算导出。在正常估值期内,通过最小二乘法计算 α_i 和 β_i 。得到 α_i 值为-0.096629074, β_i 值为 0.29728136。代入公式 2, 计算在该窗口期内博盈投资股票的预期正常收益率。最后利用公式 3 计算在窗口期内的超额收益率。

表 4.1 博盈投资并购交易窗口期[-30,30]期间的超额收益率

交易日	AR	交易日	AR	交易日	AR	交易日	AR
-30	0.0375	-15	0.6127	1	10.2447	16	2.2473
-29	-3.4328	-14	0.0889	2	10.1554	17	2.7167
-28	0.3722	-13	-1.4817	3	10.7355	18	9.1197
-27	2.4270	-12	-2.6003	4	0.2127	19	-0.7734
-26	-1.4698	-11	-0.9701	5	-0.0438	20	-2.2722
-25	-0.6933	-10	-2.3295	6	0.6761	21	-4.3787
-24	-0.5710	-9	-4.6048	7	0.0073	22	2.8450
-23	-2.0207	-8	2.3974	8	0.5574	23	-5.8744
-22	0.1580	-7	-2.3223	9	0.3074	24	3.1664
-21	-0.5618	-6	-1.6709	10	0.0728	25	5.4346
-20	-0.5098	-5	0.7530	11	0.1521	26	-0.7128
-19	0.3735	-4	9.7372	12	1.1961	27	6.3959
-18	0.6512	-3	-0.0216	13	2.3550	28	-1.0904
-17	0.0249	-2	-1.0828	14	-9.9926	29	-0.4074
-16	-0.2572	-1	2.1853	15	0.6609	30	1.5264

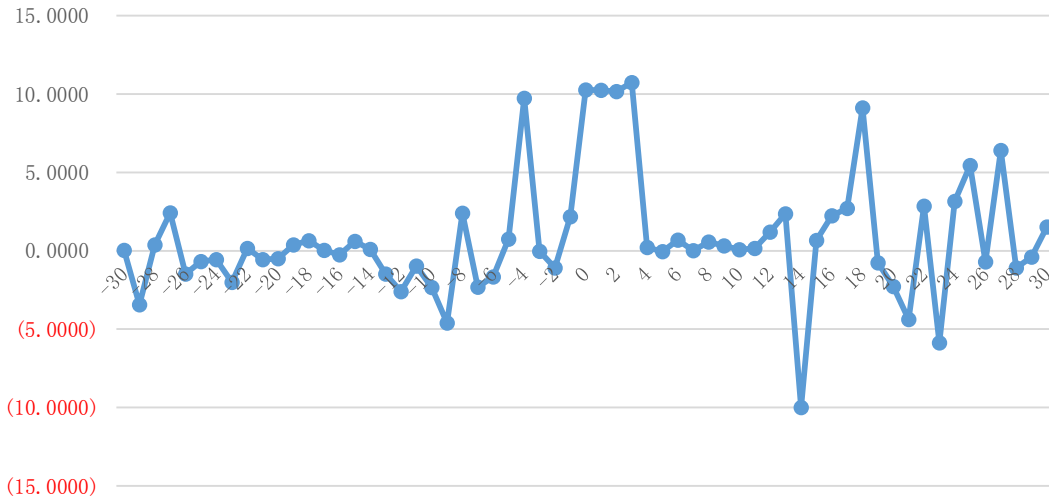


图 4.2 事件窗口期内超额收益率走势图

由表 5.1 和图 5.2 可见，博盈投资在窗口期内 60 个交易日中，共计 26 个交易日超额收益率为负。其中[-30,0]期间 17 个交易日 AR 为负，[0,30]期间 9 个交易日 AR 为负。复牌之后连续 4 个交易日涨停，之后股票在并购交易之后在大多数交易日内获得了超额收益，股票短期提振效果比较明显。

三、博盈投资股票的累积超额收益率测算

累积超额收益 (Cumulative Abnormal Return) 就是计算个股在选定的时间窗口期的首日到末日的异常收益率的累积求和，通过对 CAR 的计算也能观察并购事件对于企业股票价值的短期影响，以检验并购事件的短期绩效。此处可以通过计算不同区间宽度的窗口期来观察 CAR 的值。

$$CAR_{i,t} = \sum_i^t AR_{i,t}$$

表 4.2 博盈投资并购交易不同窗口期累积超额收益率

窗口期	[-30,30]	[-20,20]	[-10,10]	[-5,5]
累积超额收益率 CAR (%)	38.4581	37.3081	35.9665	42.8756

从上表的不同窗口期的累积 CAR 数据可见，均在 35% 以上，且以 5 日窗口期累积超额收益为极大值。这也客观反映了此次并购事件公布之后，博盈投资股票连续涨停带动了此次交易较好的短期并购绩效。公告日 2012 年 11 月 5 日

博盈投资的股票涨停，而此次计算已经剔除了这一天的数据，不同窗口期仍然取得较高 CAR，证明资本市场在短期内确实认可此次并购交易。

第二节 博盈投资收购斯太尔长期绩效分析

在并购绩效的研究中一般采用会计指标法进行长期绩效分析，学者往往根据不同类型的并购交易设置不同的考核指标。本文在对前辈们所采用的指标体系进行了借鉴，并结合了本案例的特殊性，设置五个会计指标评价体系，具体如下表所示：

表 4.3 博盈投资收购斯太尔会计指标评价体系

盈利能力	销售毛利率	销售利润/营业收入	运营能力	应收账款周转率	营业收入/应收账款平均额
	销售净利率	净利润/营业收入		存货周转率	营业成本/存货平均额
	总资产收益率	净利润/总资产平均余额		总资产周转率	营业收入/平均总资产
	净资产收益率	净利润/净资产平均余额		流动资产周转率	营业收入/平均流动资产
	销售期间费用率	期间费用/营业收入		运营资金周转率	运营资金周转天数/365
发展能力	总资产增长率	(期末总资产-期初总资产)/期初总资产	偿债能力	流动比例	流动资产/流动负债
	固定资产增长率	(期末固定资产-期初固定资产)/期初固定资产		速动比例	(流动资产-存货)/流动负债
	净利润增长率	净利润增长量/上年净利润		资产负债率	负债总额/资产总额
	研发费用增长率	研发费用增长量/上年研发费用		利息保障倍数	EBIT/利息费用
股东获利能力	每股收益	净利润/总股本			
	市盈率	股价/每股收益			

一、博盈投资盈利能力指标⁵

盈利能力通常意义上可以理解为企业通过经营创造利润的能力，在一定时期内持续、稳定创造利润不仅确保了企业的还款能力，同时也为公司股东创造价值。本文将盈利能力指标设置为销售毛利率、销售净利率、总资产收益率（ROA）、加权净资产收益率（ROE）、期间费用率等五个指标进行评价。通过比较并购前后利润率的高低，可以最直观了解此次并购是否提高了企业的经营利润，降低了费用及成本。ROE 和 ROA 则比较了企业综合利用权益资本和债务资本的能力。而期间费用率则从成本端体现公司控制支出能力的变化，从而影响企业的最终利润。故前四项为正向指标，数值越高则代表并购绩效越高；第五项为反向指标，越高则代表公司控制成本的能力下降。

表 4.4 盈利能力指标

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-09-30
ROE(%)	2.35	2.03	2.48	0.21	0.62	-6.01
ROA(%)	0.97	0.99	0.61	0.21	0.41	-4.62
销售毛利率(%)	12.76	11.44	12.67	13.49	28.52	7.75
销售净利率(%)	1.08	1.38	0.75	0.54	1.33	-33.92
期间费用率(%)	9.8	11.19	11.67	11.23	25.64	49.32

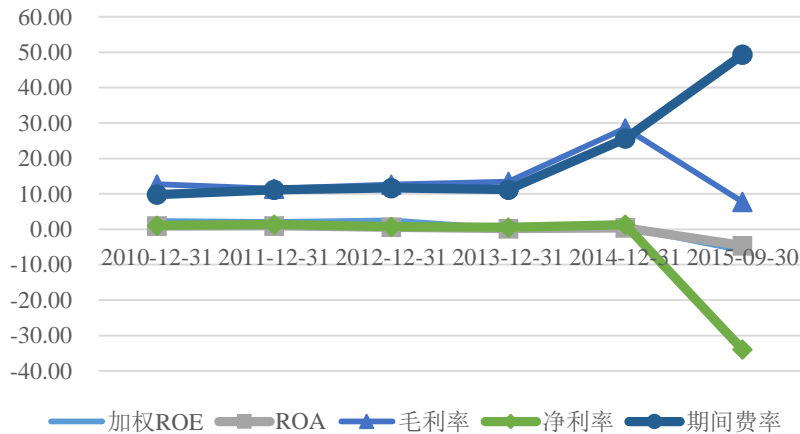


图 4.3 盈利能力指标趋势图

⁵ 数据来源：公司年报。

可以看到盈利指标方面，自 2010 年至 2013 年前四个指标均处于稳定略呈下降趋势，体现了公司逐年下跌的盈利能力。2013 年公司完成募资，故在总资产和净资产大幅上升而并购交易尚未完成的情况下 ROE 及 ROA 均出现正常的大幅度下降。而在彻底完成并购交易的 2014 年末，各项盈利的正面指标均呈现出了显著的增长，最主要的原因是公司将奥地利斯太尔的发动机业务并表，2014 年当年产生 1.77 亿人民币的收入，占全年总营收的 43%。

而最新披露的 2015 年第三季度数据显示的结果则不甚理想，正向指标均遭遇显著下挫，而代表成本控制能力的反向指标则大幅上扬。主要原因是营收的大比例下降以及期间费用的持续上升。但值得注意的是，2014 年 6 月斯太尔（000760.SZ）宣布将其所持湖北车桥、荆州车桥股权实现对车桥业务板块整体剥离，出售给公司原实际控制人荆州恒丰，于 2015 年 5 月完成全部交易。这可以解释公司营收同比大幅下降；同时 2015 年前 4 个月，公司的车桥业务继续亏损，累积近 800 万元。

二、博盈投资运营能力指标⁶

运营能力方面，本文尝试使用应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率、流动资产周转率、运营资金周转率来衡量。前四个指标如下：应收账款周转率代表的是企业回收账款的速度，体现了运营资金的使用效率；存货周转率体现的是公司的销售水平和库存管理能力，体现了从初始生产到最后实现销售期间的的时间间隔；总资产周转率能够综合评价一家企业全部资产的经营质量以及对应的经营效率；流动资产周转率是衡量公司流动性的重要指标；运营资金周转率需根据实际情况进行判断，体现的是每单位营运资本所能获得的销售收入，同时也反映了每单位销售收入需要配备多少营运资金。如果营运资本周转率如果在一段时间内出现较大幅度下降，可能以为这企业的运营资本使用率严重不足，销售能力下降明显。其中营运资金周转天数=存货周转天数+应收帐款周转天数-应付帐款周转天数+预付帐款周转天数-预收帐款周转天数。

⁶ 数据来源：公司年报。

表 4.5 运营能力指标

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-09-30
存货周转率	4.62	3.23	3.26	2.65	1.90	1.12
应收账款周转率	4.27	3.47	3.97	3.13	3.27	2.08
流动资产周转率	1.37	1.05	1.13	0.56	0.47	0.26
总资产周转率	0.89	0.71	0.82	0.39	0.31	0.14
营运资金周转率	18.52	15.91	12.78	1.46	0.94	0.45

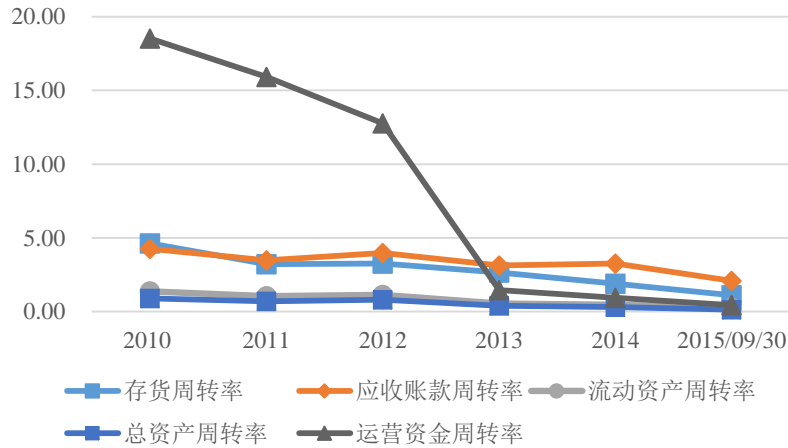


图 4.4 运营能力指标趋势图

前四个指标自 2010 年以来均呈现逐年下滑趋势，并结合运营资金周转率的急速下跌可以推断，公司出现了主营业务销售能力逐年下滑，库存消化困难的窘境，至 2013 年运营资金周转率下降至 1.46。据公司 2013 年年报披露，公司车桥业务进入门槛低，属于劳动密集型企业，市场竞争激烈。而在 2014 年初完成对 Steyr Motors GmbH 的并购之后相关指标并没有出现回升，体现公司销售状况依然堪忧的现状，而很大一部分原因在于对外来技术的整合需要时间。据公司公开信息披露，奥地利斯太尔的产品技术水平较大程度领先国内市场，需要中方技术人员一段时间的消化，配套设施例如高精度流水线的建设也需要时间。技术因素导致了斯太尔国产化计划落后原计划时间表。

三、博盈投资发展能力指标⁷

发展能力体现的是企业的成长性，决定着企业未来能达到的高度。本文选取总资产增长率、固定资产增长率、净利润增长率、研发费用增长率进行分析。资产的增长反映的是企业资产规模的扩大，是从总量上评估企业；而研发费用增长率则体现了公司专注于技术研发的决心和未来技术进步的潜力；净利润增长则是成长性的直接指标。

表 4.6 发展能力指标

	2011	2012	2013	2014	2015/9/30
总资产增长率	21.16%	20.09%	191.76%	0.96%	-21.23%
固定资产增长率	-7.18%	16.49%	232.74%	28.32%	13.06%
净利润增长率	0.00%	-16.67%	-40.00%	233.33%	-1100.00%
研发费用增长率	0.00%	100.00%	-50.00%	13600.00%	

从上表中可以发现，四个指标均出现了较为剧烈的波动。故需结合下表进行分析：

表 4.7 发展能力指标（续）

单位：亿元	2011	2012	2013	2014	2015/9/30
总资产	6.87	8.25	24.07	24.3	19.14
固定资产	1.94	2.26	7.52	9.65	10.91
净利润	0.06	0.05	0.03	0.10	-1.00
研发费用	0.01	0.02	0.01	1.37	—

2013年12月基本完成非公开发行的募资、资产的购买等，故公司在资产端实现了大范围的扩张。2015年5月完成了原主营业务的剥离，故2015年总资产出现缩水；但值得注意的是公司的固定资产稳步上升，很大程度上归因于并购之后的基础设施升级改造、厂房改扩建及设备购置等前期支出的逐步转固，这是未来实现转型增长的关键储备阶段。而公司在2013年及以前研发费用始终在一两百万徘徊，而2014年则一改风格大手笔投入技术研发，也是努力向市场传达转型决心的举措。净利润方面2015年不尽如人意，主要受原主营业务的持续

⁷数据来源：公司年报。

拖累；同时受到国家关于机动车尾气排放新标准的影响，公司于 2015 年 4 月完成对青海恒信融锂业控股权收购，用于调整研发计划至新型混动柴油机产品。故公司想要实现大范围盈利尚有待时日。

四、博盈投资偿债能力指标⁸

偿债能力是企业用其资产偿还债务的能力，偿债能力受损将直接影响企业的生存。本文选取流动比例和速动比例来衡量公司的短期偿债能力，选择资产负债率和利息保障倍数衡量公司的长期偿债能力。

流动比例和速动比例实则为适度指标，不能简单从其增长或下跌中得出偿债能力变化的结论，且不同行业维持的比例有所不同。通常情况下，制造业企业的流动资产比例较非制造业类企业较低。

资产负债率则直接体现了企业的财务杠杆，举债经营能力的意味着企业在破产清算时能够多大程度上保护债权人的利益。在低偿付风险的情况下企业可以适度提高自身的资产负债率，更好的使用低成本资金经营企业。通常情况下 30%—70% 都是可以接受的区间。

利息保障倍数也可以成为“已获利息倍数”，即企业利息支付的能力，计算公式为企业生产经营所获得的息税前利润/利息费用。它是衡量企业支付负债利息能力的指标,该指标一般高于 1，且越高则表明支付利息能力越强，体现了强大的长期偿债能力。

表 4.8 偿债能力指标

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-09-30
资产负债率	56.25	73.52	77.38	32.64	34.34	10.11
流动比率	1.24	0.98	0.94	2.21	1.83	4.99
速动比率	0.91	0.68	0.65	1.90	1.42	4.01
利息保障倍数	2.91	2.12	1.70	1.64	2.58	-7.85

⁸ 数据来源：公司年报。

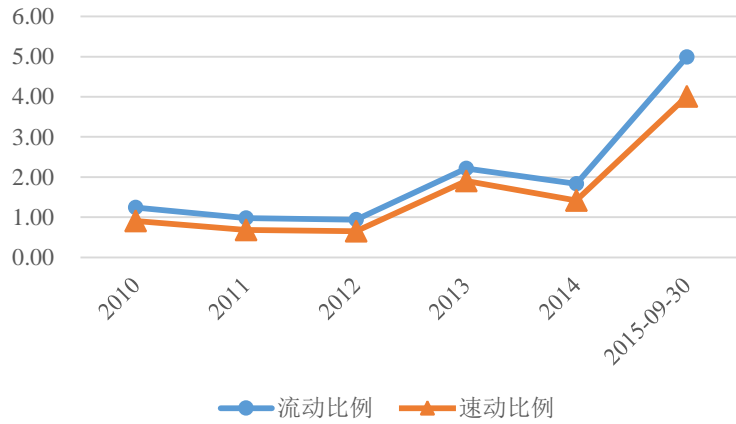


图 4.5 短期偿债能力指标趋势图

从上图可以发现，2010年至2012年公司的短期偿债指标呈下行趋势，而一般制造类企业的流动比例在1.4-1.6左右，速动比例在1.1-1.3左右。故当时作为汽车零部件制造商的博盈投资的短期偿债能力一般。而2013年底完成非公开发行募资之后，公司流动性相当宽裕，完成对Steyr Motors GmbH的收购之后，公司陆续剥离了原汽车车桥业务，并清理了相关重资产。故目前公司处于流动性宽裕，短期偿债能力较强的阶段。

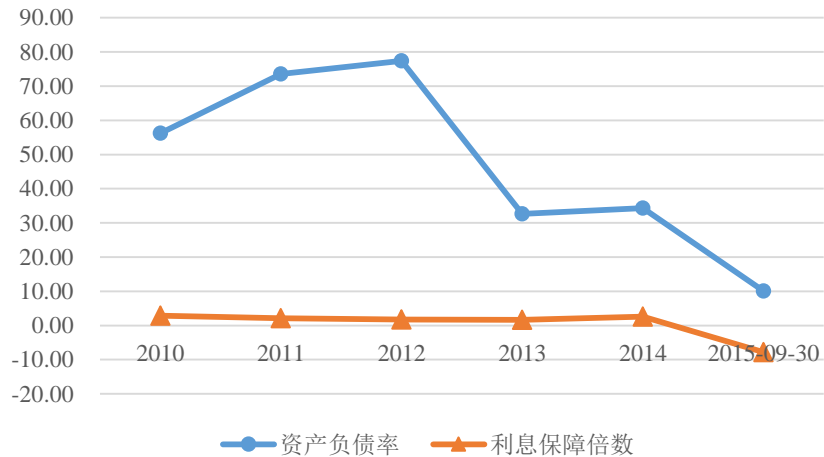


图 4.6 长期偿债能力指标趋势图

上图我们可以看到，自2012年之后公司的财务杠杆大幅削减，2015年3季度几乎成为一家全权益公司。这在某种程度上也反映了公司在更换实际控制人

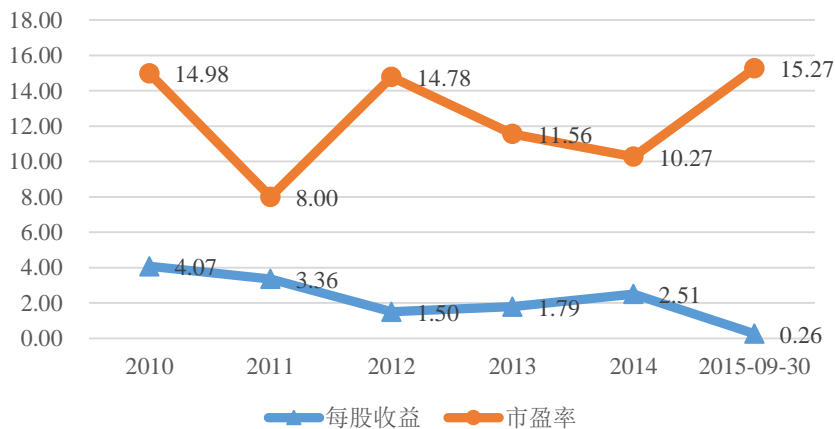
之后对财务杠杆的运用偏好出现了改变。虽然这意味着更小的财务风险，却也意味着公司更高的资本成本。同时长期以来及其羸弱的盈利能力使得公司的利息保障倍数在 3 倍以下，这与同行业可比公司具有较大差距。2015 年度公司业绩续期亏损，利息保障倍数为负。总的来说，公司长期偿债能力目前仍不容乐观。

五、博盈投资股东获利能力指标⁹

股东获利能力反映的是公司为股东保值、创造价值的指标。本文选择每股收益（EPS）和市盈率（PE）作为参考指标。每股收益或称为每股盈余，是企业期末净利润与期末总股本的比值。故每股收益较易受到股本变动带来的影响，例如期间公司增发股票、分拆股票等。市盈率指标反映了投资者愿意为企业单位利润投入多少资本。本文采用了滚动市盈率（市盈率 TTM），其中每股收益的计算是企业过去一段时间（本文选取 12 个月）的净收入采用滚动收益率可以有效弥补上市公司收入的季节性的客观差异。

表 4.9 股东获利能力指标

	2010	2011	2012	2013	2014	2015-09-30
每股收益	4.07	3.36	1.50	1.79	2.51	0.26
市盈率	14.98	8.00	14.78	11.56	10.27	15.27



⁹ 数据来源：公司年报。

图 4.7 股东获利能力指标

每股收益方面，由于 2012 年公司进行非公开发行增发新股，显著稀释了每股收益，但 2012 年至 2014 年三年间每股收益呈平缓上涨趋势。而依旧受累于 2015 年相对糟糕的业绩，每股收益急剧下跌。而市盈率方面，即便是火爆的 A 股市场行情也没有另公司的估值在 2014 年与 2015 年实现爆发，目前估值与 2010 年类似。这与目前阶段公司转型预期未达标，以及受“限排”等多项政策影响下传统柴油机市场的萎靡等多项因素有关。

第三节 博盈投资收购斯太尔长期市场反应

本章的第一节的事件研究仅仅设计了短期市场的判断结果，第二节的财务指标研究了并购之后数年间的历史业绩。在这一节本文补充采用托宾 Q 指标法观察市场此并购事件之后的长期市场反应。

托宾 Q 理论由 James Tobin 提出，是一个有关投资的行为模型，以成本的调整为基础，认为企业在权益市场的价值可以衡量本期末资本存量与下期末意愿资本存量之间的差额。变量 Q 定义为企业权益市场价值与资产重置成本的比例，大于 1 则意味着未来投资者的意愿高于目前实际投资，投资是相对有效的；反之则会缩小投资。

一般而言托宾 Q 指标是正向指标，且具有一定前瞻性，一般计算方式如下：

市场价值 = 股权市值 + 净债务市值

（其中：非流通股市值用净资产代替计算）

托宾 Q 值 A = 市场价值 / 期末总资产

托宾 Q 值 B = 市场价值 / （资产总额 - 无形资产净值）

表 4.10 2010 至 2015 年博盈投资托宾 Q 指标

托宾 Q 值 A	托宾 Q 值 B	时点
1.445223	1.477256	2011/12/31
2.407278	2.450431	2012/12/31
2.855915	3.39096	2013/12/31
2.64366	3.207969	2014/12/31
5.08838	7.58831	2015/6/30

上表可以看到，在 2012 年并购发生之后的三年间，博盈投资托宾 Q 指标相比之前年份呈现稳定增长，Q 值均大于 1，表明进行收购之后的博盈投资其市场价值大于其重置成本。这在客观上反映了当前市场的投资者意愿，可以说进行了这次并购转型之后的博盈投资，其长期市场反应良好。

第四节 本章小结

本章采用事件研究法对于此次并购的短期绩效、采用会计指标法对于此次并购的中期绩效分别进行了分析，用于观察本次并购的客观绩效，以回答第二章末提出的第一个子问题。短期绩效方面，以并购事件宣布日前后 30 天为时间窗口期，以并购事件前 300 日、后 50 日为事件估计期进行评估分析。分析结果显示，时间窗口期内公司股票呈现了较为显著的超额收益和累积超额收益，这反映了此次并购很好地刺激了公司股价的短期上涨，体现了较为理想的短期并购绩效。

在评估长期绩效方面，本文设置的会计指标从盈利能力、运营能力、发展能力、偿债能力以及股东获利能力等五个方面进行分析。结果显示，总体来说并购后的第一年出现了较为明显的改善，而 2015 年整体则不够理想。具体方面，并购之后公司体现了毛利率、净资产收益率和短期偿债能力的改善，同时相对高昂的研发费用的投入预示着未来公司技术进步的潜力；同时我们也观察到公司销售能力、长期盈利能力依然羸弱，财务杠杆的大幅削减虽然减轻长期还债压力，但客观上增加了公司的资本成本；股东获利能力也未并没有得到充分的改善，公司股价的中长期估值刺激作用不明显。

故上述结果没有显示完全的一致性。博盈投资于 2014 年初才完成全部并购交易开始走向业务转型，而在 2015 年又多次进行了诸如剥离原有主营业务、收购新能源资产等围绕新主营业务的中小型资本运作，可以看到此次收购的长期整合可能才刚刚起步，并购绩效的释放还有待时日。同时据公司公告，由于来自 Steyr Motors GmbH 柴油机技术吸收目前尚有困难，故核心产品的国产化进程不及预期；同时柴油机行业在排放政策变动以及柴油机行业整体产销量下滑也加剧了公司目前的业绩压力。

最后本文采用了托宾 Q 指标法观察并购前后 5 年期间的企业托宾 Q 值变化，

发现并购之后的博盈投资在 4 年来其托宾 Q 指取得较为明显的持续增长，说明了目前市场投资者愿意投资该公司的意愿，长期市场反应相对较为良好。

但值得注意的是，上述并购交易分析缺乏交易前后上市公司实际运作的深度探究，仅从数据方面无法看出交易前后上市公司的实际细节情况的变化。而分析“PE+上市公司”模式时要非常注意观察在较长的窗口期内观察 PE 与上市公司之间的合作，分析交易前后 PE 对上市公司产生了哪些实质性的影响，在什么样的情景下促成了企业并购，在企业转型中扮演了什么样的角色。

第五章 转型视角下博盈投资收购斯太尔案例再剖析

笔者在梳理博盈投资历史沿革时发现，多年来博盈投资经营混乱、业绩低迷，也曾尝试过向诸如房地产行业转型，但均以失败告终。同时自国有股出售之后，大股东数次发生变更，且新老股东均出现过直接或间接损害公司利益的行为。2012 年并购交易之前，除业绩低迷以外，公司股权结构及其分散，公司治理混乱。故本章从转型视角出发，观察硅谷天堂主导的本次并购除了带给公司业务转型之外，还对博盈投资的战略发展、公司治理方面是否有显著改善。

第一节 失败的第一阶段转型

一、大股东变更与第一次退市警告

由湖北车桥厂改组成立的湖北博盈投资股份有限公司于 1997 年登陆 A 股市场，代码：000760.SZ，简称“湖北车桥”，长期以来主营业务为汽车配件制造与销售，其中配件以大中型客车桥和重型载货车桥为重点开发产品；同时辅以自产机电产品的生产与出口销售。

据湖北车桥 2002 年半年报披露，当时公司控股股东为湖北华通集团，性质为国家股。2002 年上半年公司实现净利润仅为 93 万元，相比 2001 年的 876 万元同比下降近 90%。受压于长期以来的业绩压力，公司也在半年业绩披露之前公告，意将国家股转手于北京嘉利恒德房地产开发有限公司（简称“嘉利恒德”）和坦博风险投资有限公司（简称“坦博风投”）。而值得注意的是，当时并未有任何资料说明两位股东存在任何关联关系。2003 年，嘉利恒德成为公司大股东，并控制了董事会。嘉利恒德的大股东地位一直持续至 2011 年第三季度，之后被“荆州恒丰”取代。期间持股比例也从 22.4% 一路下滑至 2011 年的 5.43%。2003 年湖北车桥正式更名为“博盈投资”，故本文对于博盈投资转型视角的分析将 2003 年定为起始点。

得益于 2001 年左右房地产市场的火热，当时嘉利恒德对湖北车桥接手也曾引发市场的一度看好。而完成股权交接，正式更名为“博盈投资”之后却并没有开

始向房地产业务的转型：原来 2003 年初包括北京在内的几大热门城市的地产泡沫警钟一再响起，一度引发市场担忧；而国产汽车却在 2002 年得到了高速的发展，汽车及汽车零部件行业成为关注热点。作为汽车配件供应商的博盈投资也表示公司将“迎来产销两旺的大好形势”，绝口不再提进军房地产事宜。

同时房地产市场的动荡引发了房企资金链的紧绷，2003 年 6 月博盈投资公告称公司第一大股东嘉利恒德、第三大股东坦博风投已分别将其持有的本公司股份全数质押给了当地银行，为金浩集团有限公司向该行的借款提供质押，质押期限一年。而据当时公告披露，金浩集团持有嘉利恒德 80% 的股权。两大股东同时为同一家公司输送资金，这也在客观上也反映了这两大股东实为关联方的事实。随后博盈投资 2003 年业绩公布，其业绩相比 2002 年更加糟糕。

表 5.1 博盈投资 2003 年业绩

年度/业绩	主营业务	原因	评价
2003 年/亏损 2963 万元	汽车零部件制造及销售（汽车前后桥为主）	1.原材料（钢材）价格的持续上涨。 2.整车制造公司采购降低成本。 3.公司产品技术无优势，毛利率偏低。	公司未能享受汽车工业发展成果，也无法与新股东有机融合，公司开始进入发展混乱期。

经营严重亏损的原因除去上表陈述的三点外，也与公司经营战略混乱、思路不清、盲目追随热点，大股东所营的房地产业务与公司的汽车零部件业务无法兼容有深刻关联。

为了克服上表中的三大原因，公司于 2004 年声称“将坚持以市场为导向，以大中型客车桥和中重型载货车桥为重点开发产品，加大技术创新力度，努力提高产品的技术含量和质量水平，并缩短新产品开发周期”，以期实现产品销售量较 2003 年有大幅度增长，并实现扭亏为盈。而 2004 年业绩公告显示的结果再度令人吃惊，公司遭遇到了更加严重的亏损。

表 5.2 博盈投资 2004 年业绩

年度/业绩	主营业务	备注	评价
2004 年/亏损 1.6 亿	汽车零部件制 造及销售（汽车 前后桥为主）	1.汽车零部件行业竞争更为激烈，公 司产品技术劣势短时间内无法取得 改善。 2.公司存在的历史遗留问题严重损 害公司利益。	公司连续两任股东均损害 了公司利益，牺牲了公司 发展前景和小股东利益。

上表中所谓的“历史遗留问题”，首次出现于 2004 年 8 月 14 日博盈投资的公告。公告中提到了原股东华通集团的遗留的隐性债务和依然占有的上市公司资产：

公司发现在 1999 年至 2002 年的三年间，公司的财务报告中存在未列举的表外负债 5650.2 万元本金及其未付利息。这一部分的负债本应该有上市公司原大股东华通集团偿还，但实际上博盈投资承担了这一部分的债务还款。

同时公司发现大股东华通集团及其关联方依然占有着公司近一亿的资产。

至此博盈投资陷入数千万元的外债支付和与原股东长期的诉讼纠纷，原本惨淡的业绩再次雪上加霜。2005 年 4 月博盈投资首次遭遇退市警告，更名为“*ST 博盈”。

二、公司战略的摇摆与第二次退市警告

公司战略的不断调整换来的只是业绩的持续低迷，公司董监高也开始频繁更换。2003 年至 2010 初的这段时间里，共更换 10 名董事长、5 名总经理、8 名副总经理。

在不同董事长的带领下，公司也开始不同性质业务的尝试，2005 年以后进行了多次对外投资，包括对于一些商贸公司、水利项目、土地项目等，效果均不理想。虽然在 2005 年至 2007 年实现扭亏为盈，但博盈投资于 2007 年收购北京金浩华置业有限公司 20% 的股权，“正式”进军房地产，声称“我们相信，未来几年，公司将会在坚持一业为主、多种经营的方针下，在汽车零配件生产与销售、房地产业有一个长足的发展。”结果公司投资参股的房地产项目未能正常开工，也未产生收益，当年计提的减值为 3260 万元，占 2008 年总亏损的三成。结合原主营业务的持续疲软，在 2008 年度、2009 年公司产生连续亏损，2010

年4月25日深圳交易所再次对其实施退市风险警示。

三、小结

由此可见，公司在2002年国家股出售之后直至2010年初，经历了一个极其混乱的时期：

发展战略方面，公司虽然不断地试图寻找改善经营、转型升级的路径却一次次适得其反，所谓的“一业为主、多种经营”的发展战略实为盲目跟风的糟糕举措；公司治理方面，因缺乏完整规范的信息披露制度，两任大股东均对公司造成了直接或间接的利益损害，同时董监高团队变动频繁，企业内部控制、三会议事规则、投资者关系管理制度，以及激励制度形同虚设；股权结构方面，公司股东股权集中度持续降低，对企业未来的发展逐步丧失共识。

期间公司还多次陷入债务纠纷、与原股东的法律诉讼、与劳工的经济补偿纠纷等多重泥淖中，故此阶段公司谋求转型的一系列动作给无疑是失败的。我们也有理由相信，博盈投资糟糕的业绩与大股东不负责、公司战略发展混乱、公司治理无序存在必然的联系。

第二节 PE 介入下的第二阶段转型

当我们关注博盈投资公告第一次提到要收购 Steyr Motors GmbH 的时间是2012年11月5日，而在梳理博盈投资多年来董监高人员背景时有两任董事长引起了笔者的关注。董事长杨富年于2010年5月上任，在上任前曾经担任过上市公司董事长，具有丰富的高管经验。在其担任董事长超过三年半的时间里，他帮助博盈投资成功处置了与多位股东之间的债务纠纷，并连同处置了与关联方的法律纠纷，对博盈投资进行了大刀阔斧的变革。而笔者在翻看杨富年履历时发现，其早年与现硅谷天堂的高管有过密切的共事经历。

同时，本次第一轮并购主体武汉梧桐的母公司梧桐资本于2011年5月成立。其实现在可以清晰地看到，硅谷天堂最早于2010年就和博盈投资接触，并随后于2011年开始为公司并购转型铺路。

一、优质资产注入与发展战略重构

2010 年之后，博盈投资的大股东再次出现更替，变为荆州恒丰，但因为其较低持股比例并无法构成对博盈投资的实际控制。而博盈投资业绩的持续不理想也使其受到退市警告。在新任董事长的带领下，博盈投资在 2011 年完成了公司剩余几乎所有的民事诉讼纠纷，清偿了对外隐性负债的同时业绩也实现了扭亏为盈。

而硅谷天堂也寻觅了适合博盈投资转型的优质标的资产：2012 年随着武汉梧桐完成了对 Steyr Motors GmbH 的收购，博盈投资也于年末推出了非公开发行收购方案。2012 年正处于全球柴油发动机市场的高速增长阶段，全球年销售规模近 4500 万台，中国市场占比全球的三分之一，主要有中低端产品为主。长期以来，我国柴油机需求量巨大，但国产柴油机技术落后严重，且难以满足柴油机日渐高端的应用需求：大型轮船、铁路、军工及现代化重型农用柴油机等。故我国中高端柴油机主要依赖进口，且根本不具备核心零部件生产加工能力。

收购后的博盈投资直接更名为斯太尔，其发展战略是以 Steyr Motors GmbH 为新的技术研发中心，消化吸收并进一步发展新型柴油机技术并投放到中国这一巨大的市场，直接切入中国柴油机市场的薄弱环节。同时为了适应我国新的发动机行业政策，斯太尔于 2015 年 4 月 30 日完成对青海恒信融锂业科技有限公司的增资，进一步研发锂动力混合柴油机。最后，斯太尔也与传统业务彻底告别：2013 和 2015 年，斯太尔分两次完成对于汽车前后桥业务的全部剥离。

二、公司治理的改善

（一）股权结构的改善

长期以来，博盈投资面临着公司股权结构分散，小股东对大股东无法形成有力的监督，故无力阻止大股东直接或间接损害公司利益的行为。借本次非公开发行收购资产，硅谷天堂为公司选择了合适的新大股东：英达钢构。新股东持股 15.21%。英达钢构主要钢材以及钢结构设计，可以直接为公司的柴油机业务提供原材料以及关键部件的设计，有效规避原材料价格风险并节省发动机部分零部件设计成本。同时包括硅谷天堂在内的 5 家私募基金持股比例在 7% 至 9% 不等，可以有效制约和监督大股东，形成了大股东与私募投资基金共同控制公

司、运营公司的局面。

（二）董事会、监事会与高管团队变更

2009 年以前，公司原董事会成员基本均由大股东指派，目前，斯太尔董事会成员共计 5 名，一位董事长以及五位董事。五位董事中有三位为大股东英达钢构指派，原职务分别是英达钢构的董事长、总经理以及监事。第四位董事为公司总经理且有政府背景，第五位董事为外部聘请，并担任公司董秘。而董事长的人选则颇有深意，笔者在查询其履历及背景时发现，其在此次并购交易进行前就担任了 Steyr Motors GmbH 的董事长，故可以推断此次董事长的人选其实是由硅谷天堂敲定。

综上，董事会成员组成方面私募基金方提供一名董事长，大股东提供三名董事，公司新任政府背景的总经理担任董事，公司再外聘一名董事。相比以前大股东独揽董事会大权的情形，目前的董事会成员体现了尊重大股东权益的同时适当制衡的原则：大股东提供的董事与非大股东提供的董事人数呈一比一。独立董事方面，公司聘请了三名独立董事，分别为会计事务所合伙人一名，法律事务所合伙人两名。

高管的设置则配合了公司的发展战略：总经理拥有一定政府背景，并曾在多家公司出任高管，拥有相对较丰富的管理经验；三位副总经理分别负责人力资源、技术研发、战略及营销，这也与三位的相关专业背景相吻合，各司其职，有效带动整个公司的运营和战略制定。

监事会方面，大股东英达钢构提供三名监事会成员，其中监事会主席由英达钢构的财务总监担任；另外两名监事会成员为原博盈投资员工，原职务分别为会计负责人和法务负责人。

（三）内部控制与激励机制

内部制度的修改和完善实则在 2012 年就有所进展：在 2012 年 4 月原董事长杨富平主持的董事会决议中公告，公司审议通过了关于重新制订《内幕信息知情人登记管理制度》的议案，新管理制度从原来的二十四条增加到三十五条，大大完善了内幕信息范围、信息披露和管理，同月出台《内部控制自我评价报告》，客观分析了公司控股子公司、关联交易、对外担保、募集资金使用、重大投资、信息披露等关键流程的内部控制情况，承认了内部控制体系的不足之

处，并承诺未来在不断加强内部控制建设方面出台完善的激励机制。

之后公司逐步修改完善公司章程、三会议事规则以及信息披露制度，并与2015年推出限制性股票激励计划，对象为公司董事长、总经理、副总经理、董秘、财务总监以及核心技术人员，对象共计24人。可以说公司内部控制与激励机制正朝向打造一家合格的上市公司的方向发展。

三、与上市公司实现利益捆绑

正如前文所提，此次并购值得关注的一点在于上市公司与私募基金实现的长期利益捆绑。从上节分析来看，早在2010年末硅谷天堂已经进入博盈投资，解救深陷债务泥淖和诉讼纠纷的上市公司，并于2011年专门成立基金为其寻找优质资产，从而为博盈投资的转型铺路。

此次并购中最引起争议的点在于2012年硅谷天堂将手中的Steyr Motors GmbH作价5亿出售给博盈投资，相比其收购价格2.84亿净多出2.16亿，市场对此颇有质疑声音。不可否认，硅谷天堂在第一轮并购中获得了高昂的投资回报，Steyr Motors GmbH的确存在价值高估的嫌疑。但我们同时也应该客观看到，硅谷天堂收购Steyr Motors GmbH是作为VC的身份而非财务投资者身份，同时在第一轮并购结束后，硅谷天堂旗下基金也参与了博盈投资的非公开发行，购买了价值2亿元的股份。即两轮并购之后，硅谷天堂的净收益为1600万现金以及博盈投资41,928,700股股票，而该股票的锁定期为三年，将于2017年初解除锁定。而将2010年至2017年作为上市公司与硅谷天堂的合作期并不过分，两者在一个相对较长的时间里形成了利益捆绑，并共同参与决定了上市公司董监高的人选、上市公司经营计划以及战略发展的制定。

第三节 本章小结

本章从上市公司转型的视角出发，分析了上市公司博盈投资（后更名为“斯太尔”）不同时期的转型动作存在巨大差异：公司自行主导的第一阶段转型带给公司更为混乱的经营思路和更为糟糕的业绩，且大股东逐步产生侵蚀上市公司利益的行为；而PE与上市公司共同主导的第二阶段转型带给了公司从经营战略、治理结构、管理机制等多方面的改善。通过对比两个阶段公司股权结构、公司

治理和公司发展战略的变化，证明了在硅谷天堂在 2010 年开始与上市公司合作之后，确实参与了上市公司的经营，先后为上市公司注入了优质资产、调整了发展战略，建立了大股东与私募基金合作监督的新股权结构，解决了一直以来大股东损害上市公司利益的状况；在为上市公司摆脱债务、诉讼纠纷的同时也促进了上市公司逐步完善包括内部控制制度、股权激励机制在内的公司治理机制。所以从这个意义上来说，此次酝酿多年的并购交易的绩效是十分理想的。

同时我们也应该看到，此次并购在第二轮并购中确实存在了向上市公司出售的标的资产价值可能被高估的现象，这也符合学术界对于“PE+上市公司”模式的担忧。但在此案例中，硅谷天堂立即参与了上市公司的非公开发行，将现金溢价转变为锁定期三年的上市公司股份，这在一定程度上实现了与上市公司利益的再度捆绑，缓和了投资者的担忧和质疑。这对于我们思考如何解决“PE+上市公司”的核心问题有极大的帮助。

综上，本章的分析也回答了第二章末本文提出的第二、第三个子问题，及利益冲突在这一案例中是如何体现与协调的，以及这一模式能否促进企业转型升级。同时案例中股权结构、董事会结构的变化形成了大股东与 PE 共同控制公司、企业高管独立运营公司的局面，这也在客观上保护了中小投资者免于大股东利益损害的局面。

第六章 基于案例的“PE+上市公司”模式的总结与思考

第一节 案例总结

本文第五、第六章在基于一定框架下对博盈投资收购斯太尔案例的详细剖析，详细分析了并购前、并购过程以及并购后续的案例细节。首先采用事件分析法研究此次并购的短期绩效，其次采用会计事件研究法分析并购前后公司主要会计指标的变化趋势，并采用托宾 Q 指标辅助观察。最后基于此模式、此案例的特殊性，以转型的视角对比了博盈投资不同时期发展战略和公司治理情况。

从客观数据出发，显著的短期绩效表面此次并购事件在短期内趋势有效的刺激了公司股价，被市场投资者解读为“利好消息”；但长期绩效方面我们应当看到，在并购整合不及预期、行业政策风险和宏观经济下行等多重因素下，除了少数指标有明显改善外，长期指标总体不够理想。故从客观数据指标来说，并购绩效是不甚理想的。

但从博盈投资的实际情况出发，硅谷天堂在并购交易发生前两年就已经进入博盈投资，助其走出债务泥淖和诉讼纠纷的同时为其真正意义上的战略转型铺路。并购交易完成之后又积极参与公司经营和公司治理，先后参与完善公司各项内部治理机制和限制性股权激励计划，实际意义上成为公司的战略投资者，起到了对企业各方面转型的实质性帮助。故从这个意义上说，“PE+上市公司”模式下的此次并购是有极大意义的。

第二节 “PE+上市公司”模式待研究问题的分析

本文第三章总结了“PE+上市公司”主要面临的三大问题，之后尝试通过具有代表性的案例去观察与分析回答上述问题，或寻找解决问题的途径。本节则对上述三个问题进行有针对性的解答。

一、“PE+上市公司”模式能否推动企业转型

纵观当前市场，“PE+上市公司”概念依旧火热，2016 年仅过去一个月就有超过 40 家上市公司宣布与 PE 携手设立并购基金，而与之相对的依然是并购活动的实质性进展的不足。市场现有的进展来看，“PE+上市公司”对于企业并购运作乃至转型增长的推动是相对有限的。这固然也与投资项目难觅、募资环境不良有关，但更深层次或许在于双方真实的合作意愿，以及合作过程中利益的协调。

博盈投资收购斯太尔之所以成为“PE+上市公司”模式中为数不多已经落成的并购案例，笔者认为更深的原因在于硅谷天堂在策划并购交易之前数年已经进入博盈投资进行整合，而并购后又顺理成章成为上市公司的战略投资者：在此收购中案，上市公司与 PE 在收购前后有着长达 7 年的合作整合，硅谷天堂作为博盈投资的战略投资者，在较长的利益捆绑期内有动机保护上市公司的长期发展利益，急于退出套利的短视风险得以控制。

这或许给予我们启发：目前大多数“PE+上市公司”模式中，PE 与上市公司合作的深度其实依然是不够的。在成立并购基金之前两者并没有密切的接触或合作历史，PE 也未直接持有上市公司股份，没有更加牢固的共同利益基础。当下多数“PE+上市公司”其实是上市公司主动寻找 PE 进行的“速配”，实则有违模式创立时的初衷。在这一条件下，“PE+上市公司”模式推动企业转型的作用将极为有限。

二、“PE+上市公司”模式下如何协调两者的利益

这一问题是实际操作中的十分重要。目前“PE+上市公司”主要以并购基金的模式运作，正如前文提到，PE 和上市公司都有可能损害到彼此的利益。博盈投资案例中，硅谷天堂在二次并购的收益为 77%，这距第一轮并购完成的时间仅隔半年有余，的确存在标的估值高估的嫌疑。但随后硅谷天堂将多数现金溢价转换为上市公司股份。而现阶段，资产买入与注回的价差也是阻碍“PE+上市公司”模式顺利发展的重要因素之一。故改进“PE+上市公司”模式，从而缓解上市公司与 PE 的利益冲突，我们可以从此案例中借鉴进一步利益捆绑的思路。本文认为，从保护上市公司利益的角度出发，一个可行的解决思路是：“PE+上

上市公司”模式不可将 PE 基金资产注回上市公司从而退出作为两者合作的终点。即建立起上市公司与 PE 更为长久的合作机制,例如在二次并购标的资产注回时,上市公司选择支付一定比例的现金,剩下的部分用股份支付,股份支付可以采用非公开发行的方式。因为并购基金的管理人为 PE 而非上市公司本身,可以参与购买公司非公开发行,故这一方式在理论上是可行的。具体方法见下图。

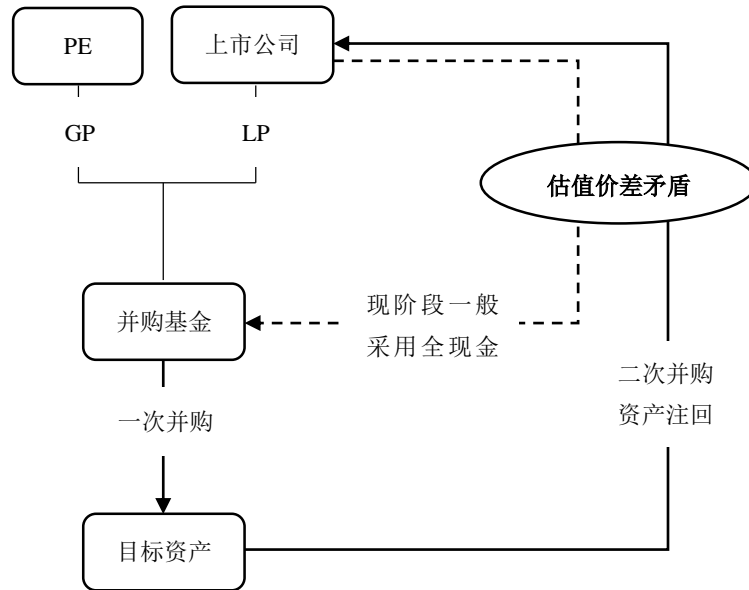


图 6.1 现阶段运作的一般模式

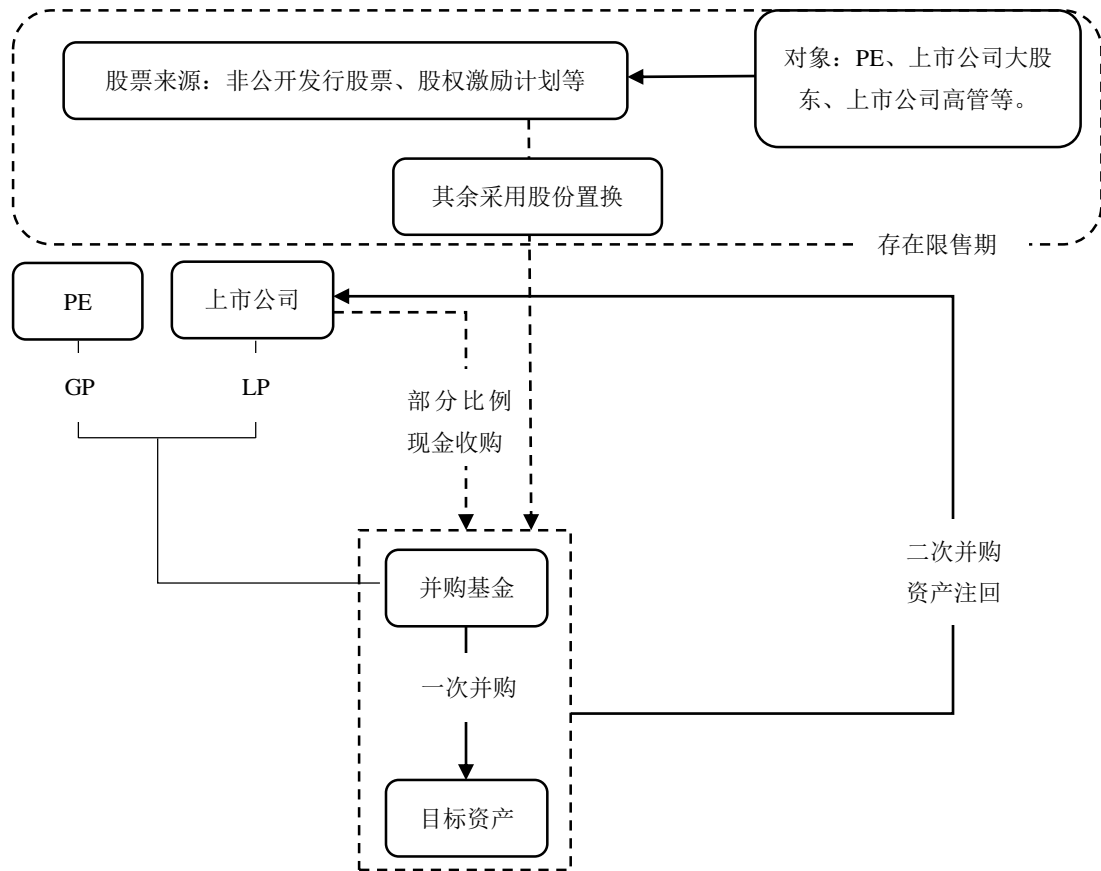


图 6.2 模式的改进思路

在改进的模式下，上市公司通过部分现金收购可以使得 PE 实现投资项目的部分退出，而不是完全退出从而终止合作。通过股份置换的方式，PE 在获得了部分的现金资产以及存在限售期的上市公司股份。一般非创业板上市公司非公开发行限售期为 3 年，而执行股权激励计划可以将限售期控制在 1 至 3 年之间。采用持续利益捆绑的方式可以有效避免标的资产定价过高的分析，如果标的资产定价明显高估，一是股票发行时可能遭遇上市部审核否决，起到了监督制约的作用；二是明显高估的资产注回上市公司将不利于上市公司公布公司的股价表现，届时 PE 也将承担这一风险。

而从保护 PE 利益的角度出发，单纯提高 PE 在并购基金中的出资比例并不能保证其在并购基金中的话语权，从而无法从根本上解决问题。笔者认为，一

个可行的思路是上市公司在慎重的选择 PE 之后，将其作为公司重要的战略顾问角色，甚至主动引入 PE 作为其战略投资者。这无疑能稳定、加深上市公司与 PE 的合作关系。未来更可以考虑邀请有长期合作关系的 PE 进入董事会，最大限度借助金融资本的力量推动企业的转型发展。这也与本节最初提到的观点一致，即仅仅停留在浅层的合作，两者共同推进并购运作的效率是不够理想的。

三、“PE+上市公司”模式下如何防范内幕交易和利益输送

必须审慎监管“PE+上市公司”模式。该模式客观上为公司股东、高管甚至是 PE 基金提供内幕信息套利便利，或方便其利用其关联方参与并购运作从而暗中输送利益，这都将会严重损害上市公司利益。2015 年上交所发布《上市公司与私募基金合作投资事项信息披露业务指引（征求意见稿）》，明确提出了要强化这一模式的信息披露，要求清晰明确阐述 PE 与上市公司就并购基金运作的具体模式、关联方、上下游利益链等。这是首次对“PE+上市公司”提出监管思路，本文认为未来还应该扩大内幕知情人范畴，详细披露并购基金运作计划和运作进展，特别要注重对于该模式下隐性关联方的挖掘和监管。

第三节 “PE+上市公司”模式的发展方向和深远意义

“PE+上市公司”模式无疑是我国资本市场参与者们智慧的结晶，市场也很期待未来能够看到这一模式更加健康的发展。对待这一模式，资本市场参与者必须充分重视现阶段存在的问题，鼓励创新，审慎监管。本文认为，“PE+上市公司”模式能够成为企业并购、转型的有力推动力量，而未来这一模式的发展将更多的集中在中间的“+”，即 PE 与上市公司在长期磨合中寻找实现“双赢”的最佳合作模式。

正如前文所说，“PE+上市公司”模式实则是位于我国传统模式的并购基金与发达国家资本市场并购基金中间的一种特殊形态，其中体现的是金融资本和产业资本共享主导权的状态，而相对平等的主导权似乎是可行之路。案例中 PE 不仅深度主导了并购交易本身，也部分参与了企业的实际控制，而企业发展的效果有待进一步观察。

而这一种模式对于资本市场广大的上市公司均有重要的借鉴意义。产业资

本如果能够大胆引入金融资本的力量，将企业未来在外部增长以及转型增长这一领域的任务一定程度上交给具有产业背景、丰富资本运作经营的 PE 去承担，不失为一种各司其职的好路子：公司原经营层专注于公司原主营的规划与发展，而自己所长不擅长的资本运作事宜则由自己的战略投资者主导。而通过这一模式设立的并购基金无疑起到了资产重组缓冲垫的作用：公司在信息基本对称的情况下有充足的时间作并购决策。

文中案例无疑是产业资本借助金融资本的资源 and 经验进行转型的典型案列，案列的特殊性掩盖不了模式的普遍意义，而有没有比这一模式更好的路径？这一问题值得进一步深思。未来金融资本和产业资本如何更好地融合，以促进产业资本升级转型这一问题将大大考验我们的智慧和创新能力。“PE+上市公司”模式是这条道路试探性的一步，是意义重大的一步。

参考文献

- [1] 陈忠勇, 2013:《利用产业并购基金推进上市公司并购重组的研究》,《财会学习》,第08期,第17-18页。
- [2] 范硕, 2014:《产融合作式参股型并购基金:发展动因、模式与争议》,《浙江金融》,第04期,第66-70页。
- [3] 耿亚莹, 2015:《关于“PE+上市公司”模式的思考》,《经营管理者》,第29期,第10页。
- [4] 胡挺, 钟伟钱, 2015:《私募股权基金转型动因及突围路径》,《河南金融》,第2期,第24-27页。
- [5] 金玮, 2013:《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》,《中央财经大学学报》,第4期,第41-47页。
- [6] 刘益涛, 2013:《并购基金在中国并购交易中的作用》,上海交通大学硕士论文。
- [7] 桑彤, 2015:《PE涉足上市公司并购》,《金融世界》,第4期,第87-89页。
- [8] 伍康鸿, 2012:《关于发展我国企业并购基金的探析》,《学理论》,第25期,第65-67页。
- [9] 邢静依, 2013:《私募股权基金与跨国并购的相关性研究——基于我国A股上市公司的实证分析》,杭州电子科技大学硕士论文。
- [10] 徐子尧, 2011:《私募股权基金收购:效率提升还是价值转移——新桥投资收购深发展的案例分析》,《财贸经济》,第12期,第62-68页。
- [11] 颜永平, 2015:《PE系并购基金模式浅析》,《金融视线》,第188-190页。
- [12] 杨丹辉, 渠慎宁, 2009:《私募基金参与跨国并购:核心动机、特定优势及其影响》,《中国工业经济》,第03期,第120-129页。
- [13] 叶映兰, 马兰, 1998:《发展我国企业并购基金的思考》,《银行与企业》,第06期,第25-26页。
- [14] 张弛, 2014:《上市公司与私募股权投资机构共同设立并购基金:运作模式、动机及风险》,《会计师》,第13期,第5-7页。
- [15] 郑玉婷, 2015:《“上市公司+PE”模式并购基金的法律模型与经济逻辑——以天堂硅谷大康股权投资合伙企业为例》,《金融法苑》,第89-103页。
- [16] Amihud Y., Lev B., 1981, "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Journal of Economics*, No. 12, PP 605-617.
- [17] Bae K., Kang J., 2002, "Tunneling or Value Added? Evidence From Mergers by Korean Business Group", *Journal of Finance*, NO. 57, PP 2986-2740.
- [18] Brown S., Warner J., 1984, "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", University of Rochester, Working paper.
- [19] Claessens S., H.P. Lang., 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, NO. 57: 2741-2771.
- [20] DeLong G., 2003, "Does Long-Term Performance of Mergers Match Market Expectations? Evidence from the US Industry.", *Financial Management*, No. 32, PP 5-25.

- [21] Demiroglu C., James C., 2010, "The role of private equity group reputation in LBO financing", *Journal of Financial Economics*, No. 96, PP 306-330.
- [22] Dyckman, Philbrick, Stephan, 1984, "A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach", *Journal of Accounting Research*, No. 22, PP 54-83.
- [23] Ferreira M., Massa M., Matos P., 2010, "Shareholders at the gate? Institutional investors and cross-border mergers and acquisitions", *Review of Financial Studies*, No. 23, PP 601-644.
- [24] Hochberg, 2012, "Venture capital and corporate governance in the the newly public firm", *Review of Finance*, No. 16, PP 429-480.
- [25] Ivashina V., Kovner A., 2011, "The private equity advantage: Leveraged buyout firms and relationship banking", *Review of Financial Studies*, No. 24, PP 2462-2498.
- [26] Jarrel G., Pousen A., 1989, "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence From Three Decades", *Review of Finance*, No. 8, PP 12-19.
- [27] Jensen M., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, No. 76, PP 323-329.
- [28] John S., La Porta and Shleifer. 2000, "Tunneling", *American Economic Review*, NO. 90, PP 22-27.
- [29] Kaplan S., 2007, "Management Buyouts: Efficiency Gains or Value Transfers.", University of Chicago, Working Paper.
- [30] Montgomery C., Wilson V., 1986, "Research note and communication mergers that last: A predictable pattern?", *Strategic Management Journal*, No. 7, PP 91-96.
- [31] Myers, C S., 1984, "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, No. 39, PP 575-592.
- [32] Palepu K. G., 1986, "Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, No. 8, PP 3-35.
- [33] Rappaport A., 1990, "The staying Power of the public Corporation", *Harvard Business Review*, No. 19, PP 953-970.
- [34] Servaes H., 1991, "Tobin's Q and the Gains from Takeovers", *Journal of Finance*, No. 46, PP 409-419.
- [35] Shleifer A., R V., 1990, "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", *Journal of Financial Economics*, No. 12, PP 187-221.
- [36] Weston, F J., J A., Siu, Johnson B. A., 2001, "Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance", Prentice Hall.

致谢

时光荏苒，岁月如梭。不知不觉来到上财快两年了，而如今即将走向离别。对于即将踏上工作岗位的我，每当回忆起在上财的日子，总感觉愉悦充实，感觉丝丝的留恋。

还记得2014年9月初次入学，与一群陌生而友好的同学们相遇相知，认识了今天已经亲如家人的室友，认识了现在无话不谈的同门师兄妹，参加了第一次校友交流会，有了人生的第一份实习，找到了第一份工作。最重要也是最幸运的，是结识了刘莉亚老师并成为了她的学生，她对于我在各方面的指导让我受益终生。

故在论文结尾，我首先想衷心地表达我对上财的感谢，感谢上财接纳了我，培养了我，教育了我，感谢金融学院优秀的教师们的辛勤付出：感谢导师刘莉亚对于我课程、论文、生活乃至事业方面的指导，您严谨治学的精神是学生心目中永远的榜样；感谢辅导员刘福忠老师，您对于我们金融分析师班学生的付出是我们有目共睹的；感谢我的授课老师李曜老师、郭丽虹老师、何韧老师、于研老师、杨金强老师等，你们精彩的课程给我留下了难以磨灭的印象。

最后，我也想感谢室友、同门师兄妹、校友以及来自我的家人的鼓励和照顾，你们的支持给予我无限前进的动力。感谢你们，我将不忘初心，不断奋进。

宋哲 二零一六年二月 上海