**案例正文**

**并购资金从何来？**

**——金钰集团携手交通银行创新并购融资新方案[[1]](#footnote-2)**

**摘要：**总部位于山东的金钰集团，作为国内三大黄金公司之一，自2005年董事长林建信上任以来，便跑马圈地，持续收购矿业资产，堪称中国最激进的矿业企业之一。近年来，金钰集团坚持其扩张收购的激进策略，公司规模不断发展壮大。此次，金钰集团又将目标锁定了全球第五大矿地加拿大银铅锌矿。而收购资源如此丰富的矿地需要雄厚的资金，金钰集团在资金方面已显得有些力不从心。面对较大的资金压力，金钰集团的筹资能力是否足以支撑其扩张的凌云壮志？在传统银行贷款渠道出现瓶颈之际，有没有新型的融资方式可以助推集团的宏伟蓝图？本案例从公司并购动机、并购融资来源及方案设计等方面对金钰集团的创新并购融资过程进行了全景描述，从中可为更多企业并购融资提供有益的借鉴。

**关键词：**金钰集团；并购；融资；交通银行

**并购资金从何来？**

**——金钰集团携手交通银行创新并购融资新方案**

**1. 引言**

2012年8月28日的加拿大，不列颠哥伦比亚北部的加拿大银铅锌矿在烟霭蒙蒙中与不远处的沃森湖交相辉映，更显得寂静而又深沉。绵绵细雨弥漫在空中，仿佛织成了一个柔软的网，把所有的景物都罩在里面。

此时，太平洋彼岸的金钰集团的办公室里灯火通明，一位两鬓斑白的老者眉头紧锁，整夜未眠。他就是金钰集团董事长林建信，一位激进的黄金大佬。在自己的脑海中，他还清晰记得，在上任之初的新闻发布会上，他就公开表示集团将实施资源战略和“走出去”战略，加大探矿增储投入，加快实施矿业区域扩张战略。在国内，公司将做强胶东、做大内蒙、做实甘肃、辐射中南、西南地区；在国外，则力促加拿大银铅锌矿项目并购成功。而此时，让陈建信愁眉紧蹙的正是这一海外并购案——加拿大银铅锌矿项目。

夜色正浓。林建信董事长伏案思索，时不时敲打一下太阳穴，间或又闭目沉思。近年来，因为集团的并购扩张，企业经营现金流已十分紧张，而此时让林建信烦恼的正是加拿大银铅锌矿的并购融资问题。这次加拿大银铅锌矿并购是金钰集团的第五次海外并购，但其并购规模与交易对价都远超前几次。若能并购成功，将会极大促进集团未来发展，使公司跻身世界一流矿业企业。但银行并购贷款迟迟批不下来，资金短缺问题是亟待解决的一道门槛。

并购是否能顺利进行下去？这是未知数。然而对于林建信来说，对矿产集团的扩张有着极大的野心与抱负，他必将排除万难，千方百计力争实现这次规模空前的海外并购，实现公司价值的提升。

不知不觉，晨曦的微风缓缓地卷起了笼罩着黑暗的朦胧纱帘，使天际露出一抹皎洁的清辉。董事长林建信拨通了总经理王华的电话，要求他再次安排时间，亲自带人与交通银行并购融资团队进行沟通，商讨海外并购融资解决方案。自一个半月前集团向工商银行山东省分行申请并购贷款未被批准以来，林建信就一直在思索如何筹资，即使只有一丝希望，集团也不会放弃收购加拿大银铅锌矿的想法。这次，交通银行能否解决集团的燃眉之急呢？

**2.历史悠久的矿业企业**

金钰集团有限公司成立于1996年，是直属于山东省政府的国有大型企业，是国务院首批重点扶持的300家国有大中型企业中唯一的一家矿产资源企业。金钰集团的经营范围主要包括：黄金地质探矿、开采；黄金选冶及技术服务；黄金珠宝饰品、贵金属、有色金属制品从提纯到销售的整个环节；黄金矿山专用设备及物资、建筑材料的生产、销售以及设备维修。该集团的经营模式是一条从黄金开采到黄金产品销售的全产业链条式经营模式。

**2.1激进的黄金大佬林建信**

2005年，董事长林建信上任之后，就制定了新的发展战略，谋求成为国际领先的金属矿产企业集团。自2005年以来，金钰集团坚持以资源为核心，积极实施国际化战略，实现了矿业由黄金到有色、资源由国内到国外的成功转型。在国内，以山东为主体，向着规模化、大型化、数字化、生态化、低碳化的“万吨大矿”方向快速迈进，即将建成世界级黄金生产基地、国内最大最先进的黄金精炼基地；同时走出山东，形成了“西进青陕、南拓闽琼、北扩辽蒙、中盘豫甘”的基地化大矿业开发格局，即将诞生亚洲最大的钒矿、国内最大的钼矿、国内设备最先进的锌冶炼厂、内蒙最大的铅锌矿和规模最大、链条最完整的铅锌产业集群。在国外，搭建起海外并购和资本运营平台，正加紧运作蒙古、加拿大、巴西、南非、澳大利亚、哈萨克斯坦等国的并购项目。同时，公司还积极投身旅游地产产业，成功开发了一系列特色旅游地产项目，成功打响了“黄金地产”品牌。

近几年来，该集团在董事长林建信的领导下，通过搭建资本运营的平台，加快了并购的步伐。例如，2010年该集团致力于内蒙几个项目的并购：收购内蒙哈尔哈达矿冶公司100%股权、并购内蒙黑牛王矿业公司股权。2011年，金钰集团收购了青海西部矿业地质勘查有限公司100%股权，接着又通过股权转让的形式并购了比利亚矿业公司。但金钰集团不满足于现有的规模和经营范围，通过并购希望达到规模化战略目标。

公司始终贯穿对外收购与对内增储的方式，以黄金生产为主业，集探矿、开采、冶炼于一体，主要产品是黄金和白银，其中黄金产品包括矿产金和冶炼金。公司已具有完整的产、供、销业务链，并确定了规模化和集约化经营方针，新城金矿、玲珑金矿、沂南金矿、焦家金矿和三山岛五大黄金生产基地和金钰集团莱州精炼厂已基本形成。

**2.2 跑马圈地收购扩张的金钰集团**

2005年林建信上任之时，公司只有莱州新城金矿，权益金属量仅有40吨左右。之后公司就开始了不断对外扩张的步伐。2006年收购莱州焦家金矿、乳山金州金矿；2007年发起对莱州金仓金矿、招远玲珑金矿、莱州三山岛金矿、沂南金矿、平度市鑫汇金矿、赤峰柴胡栏子金矿的收购；2009年继续收购莱州新立村金矿；2010年收购青岛鑫莱金矿、莱州金石金矿；2011年公司相继收购了赤峰柴矿周边4.76 平方公里的探矿权，并收购了金石公司其余25%的股权；2012年上半年公司又成功完成对甘肃西和县中宝矿业公司的股权收购，权益黄金储量增加约23 吨。

除了国内市场，金钰集团还通过海外并购积极进军海外市场，但过程并非一帆风顺。2008年，金钰集团收购蒙古山金哈拉特乌拉铁锌矿资源70%的股权，并成立了蒙古山金矿业有限责任公司。2010年年底，金钰集团与阿根廷拉里奥哈省能源矿业公司、香港贝迪克投资有限公司合资成立矿业勘探公司，在新组建的合资公司中，金钰集团将持有51%的股权。2012年1月30日，金钰集团在济南与吉尔吉斯斯坦某公司股东签订股权转让框架协议，收购该公司70%的股权。据称该公司在吉尔吉斯斯坦拥有面积为45平方公里的探矿权，具有良好的资源前景，可作为黄金集团开拓吉尔吉斯乃至中亚地区矿产资源的切入点。2012年上半年在竞购巴西Jaguar（猎豹）金矿计划流产后，金钰集团又斥资2.25亿澳元（约13亿元人民币）控股澳大利亚福克斯矿业公司。但就在并购后仅仅7个月，由于当时国际金价持续下跌，福克斯矿业探明的金矿等级又较低，导致无法维持开采运营成本，福克斯矿业宣布将关闭所有金矿。

如今，通过多年的并购扩张，金钰集团已经形成以山东为主体，辅以海南、内蒙古、河南、青海，东西南北中五大矿业基地的格局，并且积极在美国、加拿大、澳大利亚、蒙古、阿根廷、尼日利亚、马来西亚等国家寻求矿产资源并购与开发。

**2.3青睐已久的加拿大银铅锌矿**

“早在2010年，我们就开始关注加拿大银铅锌矿了”。此时，正值希尔威公司接收该项目，并在矿区完成了长10913米的地表钻探工作，并在某些矿段以几乎100%的命中率钻到新矿体。“我们发现加拿大银铅锌矿具有丰富的矿产资源，潜力巨大。一旦收购成功，将丰富集团的优质矿产资源，加以配合国内低成本劳动力资源的下游冶炼厂，二者结合会迸发出巨大的协同效应。”半年前，董事长林建信在一次内部高层吹风会上如是说。

矿产并购是黄金企业做大做强的重要途径。彼时，加拿大银铅锌矿是金钰集团的一块肥肉。而黄金企业并购发展得如火如荼之时，对资金的需求也愈加旺盛。此次金钰集团拟并购的目标企业以加拿大银铅锌矿为主，此外未来还包括新疆金矿、青海柴达木地区丰富矿藏的矿权以及云南金属项目。然而，收购所需的巨额资金是目前金钰集团面临的一大棘手难题。

**3.资金在哪——并购贷款？**

前期的收购狂奔使得金钰集团缺乏足够的自有资金进行标的资产的收购。收购资金从何而来成了横在董事长林建信心中的一道难解之题。不久前与工商银行的贷款谈判未能如愿，更使他的心中不免感到一阵阵寒意。

**3.1求援交行，能否解忧**

企业并购的实现方式中较常用的一种为现金并购，在这种方式中并购方需要根据协议约定，以现金支付的方式完成并购款项的交付。由于这种交易的资金量大，对于企业自身现金流动性造成巨大压力，故企业在进行此类并购时大量引入商业银行作为融资渠道，并购贷款也应运而生。

对于此次加拿大银铅锌矿并购项目，董事长林建信高度重视，他亲自挂帅组织了并购团队。经过多次讨论，集团决定采取现金支付的方式，并调整思路，转向交通银行山东省分行申请并购贷款。

**3.2银行并购贷款，风控严格**

近年来商业银行坏账率激增，给银行的风险管理水平提出了更高的要求。特别是对于并购贷款这种自2008年银监会颁布《商业银行并购贷款风险管理指引》（以下称“《指引》”）后才开始全面规范发展的业务来说，风险管理难度就更大了。

商业银行对于并购贷款的风险管理，包括横向和纵向两个维度。

横向来看，商业银行并购贷款风险管理从风险类别上可分为战略风险、法律与合规风险、整合风险、经营及财务风险等。

（1）战略风险是指并购双方所处行业协同性、所在市场结构、战略目标的实现程度、政策支持等宏观战略层面所带来的风险。

（2）法律合规风险是指并购交易及并购贷款本身在资格、合同有效性、交易合法性等法律问题上所引发的风险，该风险是商业银行在贷款清收处置中最为核心和重要的风险点，有效把控法律风险对于必要时诉讼、仲裁起着重要的作用。

（3）整合风险是并购贷款中较为独特的风险点，具体指并购方与被并购方在整合的过程中，在发展战略、组织结构、资产架构、业务条线、人力资源、企业文化等方面整合失败所引起的贷款风险。整合风险虽然看似不直接影响企业现金流，但实际是并购贷款各类风险中最触及根本、判断并购是否成功的最重要风险点。

（4）经营及财务风险指并购双方在并购后经营中对预期现金流和经营情况的实现程度，与预期的偏差会导致现金流回流的变化，从而引发还款风险。这部分风险与企业估值、持续经营状况、现金流回笼情况、国别汇率风险等均有密切关系。

纵向来看，商业银行并购贷款风险管理从环节上分为贷前、贷中、贷后风险管理。商业银行风险管理从流程上来讲是一个连续的管理周期，从借款人申请贷款起自借款人贷款结清后，均属于风险管理的范围，如图1所示。

（1）贷前审查环节的重要职能是审核借款人基本面、并购标的、交易结构、贷款条件是否符合商业银行向其发放并购贷款的条件，审批过程是一个风险点识别、合同条件设置、贷款结构优化、出具授信批复的过程，对于后期保障商业银行自身利益有着重要的作用。

（2）贷中环节是对于授信批复的落实过程，这个阶段主要的风险为操作风险，在贷款发放的过程中严格落实贷前批复条款，并对贷前未尽事宜进行补充，根据借款人情况进行动态调整。贷后管理是并购贷款风险管理中最繁杂的部分，并购贷款一般期限较长，且贷前审查中大部分数据均为预测数，需要在贷后管理中予以验证。

（3）贷后管理的主要内容包括且不限于对各并购管理方经营情况、整合效果、现金流回笼、抵质押物价值及有效性等进行定期核查，对于重大风险事项进行识别，调整授信政策，在贷款质量下降时进行清收处置等。



**图1：商业银行并购贷款融资风险管理流程**

**3.3贷款受阻，无能为力**

《指引》将商业银行并购贷款定义为商业银行向并购方或其子公司发放的，用于支付并购交易价款的贷款，《指引》对于商业银行办理并购贷款业务从风险管理体系、贷款损失准备充足率、资本充足率、一般准备余额等方面进行了准入要求，只有符合规定的商业银行才能开办并购贷款业务。

《指引》第十七条规定，商业银行应按照本行并购贷款业务发展策略，分别按单个借款人、企业集团、行业类别对并购贷款集中度建立相应的限额控制体系。商业银行对同一借款人的并购贷款余额占同期本行核心资本净额的比例不应超过5%。第十八条规定，并购的资金来源中并购贷款所占比例不应高于50%。

由于现金流的紧缺，金钰集团目前初步估算收购加拿大银铅锌矿需要30亿元人民币，而前期的跑马圈地式的收购扩张导致集团目前现有可用资金甚少，80%的资金需要通过外界贷款获得。而这又无法满足《指引》中并购的资金来源中并购贷款所占比例不应高于50%这一要求。

另一方面，交通银行山东省分行前期已为集团其他并购项目提供多次并购贷款服务，截止2012年6月30日，交通银行核心资本为2924.12亿元。根据第十七条例规定，交通银行对集团的并购贷款余额不应超过146.2亿元。而先前的多次并购贷款已使得集团的并购贷款余额达到135亿元。显然，金钰集团是无法通过传统并购贷款的方式向交通银行申请到贷款的。结局果不出所料，金钰集团与交通银行的并购贷款谈判再次陷入了僵局。

金钰集团的并购融资之旅又一次走到了十字路口，何去何从，融资之路竟在何方？

**4.救世主来了——并购信托融资**

**4.1锲而不舍，另寻妙计**

就在林建信董事长拨通总经理王华电话，要求邀请交行并购团队再次进行并购融资方案沟通的次日，双方团队又进行了长达五小时的商讨。面对这次并购，金钰集团急需资金，但由于此前集团客户综合授信额度已接近上限，交通银行已无法满足金钰集团的新增贷款要求。与会者充分考虑种种现实情况，再三斟酌、协商，希望能够商讨出一套新方案弥补集团的资金缺口。随着讨论的逐渐深入，在座各方每位成员的表情也愈发严肃、凝重。

交通银行风险管理部高级经理魏明月一直沉默不语，此刻她突然眼前一亮，说道：“我们是否可以通过采用其他并购融资新模式来帮助企业进行资金筹集，从而避开传统并购贷款的合规要求呢？”一句话让会议室里的人们豁然开朗，很快一个新的融资方案被提了出来：交通银行可以不使用自有资金，而是通过发行银行理财类产品筹集资金对接信托计划的方式为企业并购事项提供融资服务。等项目结束时客户回购股权，交通银行实现收益。

然而，融资过程是否能够顺利进行呢？融资风险与收益如何确定呢？交行专业人士建议首先由交通银行对集团资信以及收购标的价值进行合理评估与调查论证，进而再设计一套符合金钰集团现状的融资方案，与会各方纷纷表示赞同，总经理王华一颗悬着的心终于放了下来。

**4.2峰回路转，柳暗花明**

并购融资前，交通银行派出评估部专家对金钰集团进行了前期尽职调查，主要包括以下三方面：

（1）对金钰集团资产和负债情况进行调查；

(2）对金钰集团并购标的公司的债权和债务关系进行清算和估值；

(3）对金钰集团并购实施后的发展前景、规模效益进行系统论证。

交通银行的前期调查显示，金钰集团财务和信用状况良好，没有逾期拖欠本息的记录。

金钰集团的融资情况较为理想。直接融资方面，集团尚存在存续期的债券余额为39亿元，包括中期票据和企业债。间接融资方面，截止2012年6月30日，金钰集团共有抵押贷款、保证贷款以及信用贷款共计135亿元，其中信用贷款仅占到了3.85%。对银行而言，信用贷款规模较低，金钰集团整体偿债风险可控。

交通银行在设计并购融资方案时不仅要考察金钰集团的资信，同时也要对并购标的进行评估。金钰集团的并购项目是资源极其丰富的矿产资源，目前勘探工作已基本完成，关键的步骤就是通过技术手段将资源变为资金。评估结果表明并购项目本身风险也在可控范围。

基于上述尽职调查结果，交通银行为金钰集团量身定做了一套并购融资创新方案。

**5. 披荆斩棘——交行量身打造并购融资创新方案**

**5.1信托融资，应运而生**

交通银行并购团队在项目建议书中指出，交行为金钰集团的并购融资方案中确定的融资额度不超过30亿，资金最终投向用于金钰集团的相关矿产资源的并购项目。本次融资期限不超过5年，可以提前到期。方案年化综合融资成本不低于6%。

交通银行为集团设计的融资创新模式基本结构是：合作信托公司成立信托计划，以理财资金购买信托收益权，信托计划向并购融资方购买股权；融资人到期回购信托受益权和基金收益权。即金钰集团全额出资设立金钰长虹股份有限公司，集团实行100%控股管理。金钰长虹股份有限公司和交通银行国际信托有限公司发起成立基金管理公司并且共同成立并购基金，交银国信以发行信托计划募集资金入股，资金最终投向用于金钰集团相关矿产资源的并购项目，金钰集团承诺到期回购信托受益权，如图2所示。



**图2：信托并购融资创新模式**

该基金采用母子基金形式，由母基金直接设立子基金用于收购被收购标的，每个子基金对应一个并购标的。交通银行发行理财计划对接交银国信信托发售的信托计划，入股母基金以及旗下的子基金（优先股，不参与管理），一起收购被并购标的。交银国信持有的母基金股权最长不超过5年，持有子基金股权最长不超过3年。

并购融资的基金发起人是金钰集团，金钰集团注册成立的金钰长虹股份有限公司控股基金管理公司。金钰长虹股份有限公司申请的经营范围为股权投资、实业投资、资产经营管理、资本运作、企业管理、投资管理、财务顾问（除代理记账）、投资咨询（除经纪）等。

基金提供者主要是交银集团，交通银行的信托计划通过对接资产总池或通过分行定制理财的形式分期发行理财产品筹集并购所需资金。除了提供资金，交通银行还提供资金的托管、交易顾问等服务。而金钰集团的出资规模仅考虑到能够覆盖各期的利息。

按照合同约定，融资期间，金钰集团按季度预付基金股权分红款，母子基金按季度向交银国信进行分红预分配，分红资金来源主要有三个方面，分别是：（1）金钰长虹股份有限公司对母基金的出资资金；（2）并购资产转入金钰集团的转让价款以及项目自身收益；（3）金钰集团承诺的股权收购价款。融资到期后，金钰集团回购交银国信持有的股权基金。

金钰集团为信托计划提供回购承诺，在信托计划到期或提前结束时，金钰集团回购信托持有的基金股权，信托退出，向理财产品投资人分配收益，信托结束，理财计划结束。运行结束具体分为以下三种情况：

（1）如果并购项目提前结束，金钰集团提前将并购资产装入金钰集团。根据理财计划、信托设计的提前结束条款，金钰集团有权利在信托成立12个月后行使股权远期收购权力，向信托收购子基金股权。金钰集团行使该权利后，子基金及子基金名下资产归入金钰集团，信托股权退出，信托获取资金后向委托人（理财计划）分配收益。这种期权的设计给予金钰集团以更大的选择权，并购项目提前完成，就可以及早偿还信托计划还清债务，这会向市场传达一种企业经营良好的信号，维护企业信誉。

（2）如果项目正常到期，金钰集团履行回购承诺，将并购资产置入金钰集团，信托期限届满，金钰集团必须履行其股权收购义务向信托收购子基金股权。金钰集团履行该义务后，子基金及子基金名下资产归入金钰集团，信托股权退出，信托获取资金后向委托人分配收益。

（3）如果是金钰集团按照届时的公允价格（超过回购价款）购买子基金股权，信托仅享有优先股权收益，超额部分成为母基金的收益。母基金可以按照母基金章程的规定进行分配。

通过该项并购融资新模式，金钰集团成功实现了融资，为项目并购打下了资金基础。

**5.2尘埃落定，抱得美人归**

20013年1月8日，正是金钰集团收购加拿大银铅锌矿的日子。金钰集团董事长林建信乘飞机前往位于加拿大北部的银铅锌矿，这是一次让林建信激动不已的旅程。这座全球第五大的矿地，将从此易主，纳入金钰麾下。在加拿大银铅锌矿，林建信与矿山管理团队首次会晤，并与矿区管理人员、员工们共进午餐。从此刻开始，金钰对加拿大银铅锌矿的收购宣告完成，金钰集团海外扩张的步伐又迈进了一步。

2013年2月16日，金钰集团在加拿大正式成立金钰加中矿业集团有限公司，该公司将管理金钰所收购加拿大银铅锌矿的全部资产。鼓舞人心的是，金钰矿业集团有限公司在运营一年后就实现了初步盈利。通过这次收购，金钰集团希望健全集团的全球资源供应体系，实现资源的全球配置和全球整合，并将金钰矿业集团有限公司打造成为中国集资本、技术及国际化开发经验于一体的矿业企业“领头羊”，成为代表中国参与国际竞争的重要主体。

**6．尾声**

作为矿业企业来说，矿产资源的并购一直都很重要。因为，公司的业务都是围绕着矿业开展，有了资源之后才能够去勘探、评估、开采。金钰集团扩张型并购策略使其拥有了丰富的矿藏资源，增强了市场竞争力。然而曾几何时，收购所需的巨额资金筹集问题也曾是集团面临的重大瓶颈问题。

2015年2月，林建信由于身体原因离职金钰集团，新任董事长为公司前总经理王华。

林建信在职期间，金钰集团实现了快速发展，在过去的几年里，集团推行了激进的扩张路线，对外收购矿产的动作不断为金钰集团金的发展打下了基础，他的离职对金钰集团具有重大影响。林建信离职是否会改变金钰集团一直以来的激进风格，新任董事长王华将会把集团带领向何方？

夜已经很深了，金钰集团现任董事长王华的办公室却依旧灯火明亮 ……

**（案例字数：8200）**

**Where is the acquisition fund?**

**——JinYu Group creates innovative financing mode**

**together with BOC**

**Abstract:** Headquartered in Shandong, JinYu Group, as one of the three major domestic gold companies is one of the most radical Chinese mineral enterprises. Lin Jianxin has been buying mineral assets since he became the chairman of JinYu Group in 2005. JinYu Group adheres to its acquisition of radical expansion strategy, so it continues to grow and develop. Recently, the acquisition goal of JinYu Group is the world's fifth largest ore mine which is Canada silver lead-zinc mine. The acquisition of such rich mineral resources needs abundant funds. As a result, JinYu group appears to be somewhat powerless in terms of capital. Does JinYu group have such a strong capital? Can its financing ability afford its ambitions? Can traditional bank loans meet its satisfaction of expansion ambition? Is there any new financing way which can boost a grand blueprint for the group? This case provides a panoramic description of the JinYu Group acquisition process in terms of M&A motivation, M&A financing resources and the design of the program, hoping to provide a reference for other mergers and acquisitions financing.

**Key words:** JinYu Group; merger and acquisition（M&A）; financing; Bank of Communications（BOC）

**案例正文附件**

**附件1**

**金钰集团公司概览**

金钰集团成立于1996年，作为国有大型骨干企业，集团黄金产量、资源储备、经济效益、科技水平及人才优势均居全国黄金行业前列。近年来，集团以科学发展为主题，聚焦矿业（黄金、有色）、地产、金融等主业，实现了优势互补、协同创效，综合实力迈上新台阶。

**黄金业务：做优做大**

　　金钰集团以黄金开采为主业，建成了集勘探、采矿、选矿、冶炼和黄金产品深加工、销售于一体的完整产业链，拥有与之配套的科技研发、工程设计、设备制造、电力供应和人员培训等支撑体系，并首创国内黄金矿山经营管理全程无忧“一条龙”服务，享誉业内。

　　集团聚焦差异化竞争优势锻造。优化存量、做好增量，提高产出能力和产出规模，走高效、节能、环保的新型发展道路。聚焦核心竞争力培育。加快海外并购步伐，加强企业内部挖潜，全方位推进精细管理，加大科技研发投入，实现绿色生态发展。聚焦全球领先地位。尤其是把莱州黄金基地建设成为全球领先的黄金生产与冶炼基地。

**有色业务：做优做强**

金钰集团积极发展有色矿业，以铜、锌、铅、银等高吸引力品种为重点，以区域开发和“安全、环保、简洁、速度”的新型建矿模式为主线，搭建起了以金属、非金属矿地质勘查、开采、选冶加工，以及有色金属贸易的核心运营平台。整合省内、面向全国、跨出国门，打造产业基地，集团形成了基地化开发和建设格局，资源量和规模效益大幅增长。

　　集团充分发挥自身优势，聚焦产业链优化，瞄准利润率高的采选环节，严格控制冶炼环节，审慎介入贸易环节，规避经营风险。同时，并购优质矿山，拓宽融资渠道，使有色矿业的规划水平、设备水平、效率水平、环保水平和安全水平都处于全国有色金属行业领先地位。

**地产业务：做优做精**

　　金钰集团拥有国家房地产开发一级资质，成功打造了“黄金地产”、“黄金旅游”、“黄金装饰”、“黄金物业”、“黄金汽车”及“黄金高尔夫”等金字品牌。通过坚持走“精品化、差异化”之路，集团快速推进由单一地产开发商向城市综合地产运营商的转型升级。其中，斥资42亿元，与保利集团合作开发了上海杨浦区翡丽甲第等项目，拉开了进军国内一线城市的发展大幕，从而实现了立足济南、面向山东、辐射全国一线城市的房地产开发布局。

　　集团以住宅开发为主，以“短、平、快”为原则，加强一线城市布局，不断创新营销模式，增强独立运作能力，同时，依托地产开发稳妥发展物业和装修业务，提高投资回报水平。

**金融业务：做优做稳**

　　金钰集团积极探索产融结合的新模式，通过统一运作和集中管理，打造区域性金融战略平台，为实现金钰集团腾飞提供了有力支撑。

　　在上海，以黄金全产业链为特色，以“金融并购、金融融资、黄金交易、金融管控”为发展重心，全方位进行产业布局，有效提升在金融市场上的竞争力和抗风险能力，走在了黄金行业产融结合的前列。

　　在济南，充分发挥黄金特色“产业银行”优势和统一融资授信职能，通过“资金运营、金融服务和价值创造”三大平台的耦合互动，构建起了服务全集团产业链的“输血”大动脉。

　　在香港，成立了专业的金融控股平台，充分利用境内外两种资源、两个市场，为对接国际资本市场提供了有力支撑，国际化进程迈出了新步伐。

在天津，充分发挥期货公司的套期保值功能，有效规避了黄金价格波动风险。

在深圳，集团通过与实力雄厚的加工商和销售商合作，创新产品和业务模式，推广了一批市场占有率高、反响热烈的热销产品，品牌影响力和区域知名度不断提高。

　　在北京、济南，成立了两大资本市场投资运营平台，实现了并购重组和资本运营“双轮驱动”。

　　集团突出黄金产业链金融特色，以产业基金、融资租赁、创投基金、期货业务、银行业务、资产管理为重点，逐步拓展信托、证券、交易、保险等业务，提升专业运作能力，实现金融产业科学合理布局。

**资源业务：做优做多**

“十三五”期间，聚焦资源勘查，金钰集团树立“大资源”观，发挥低成本勘探优势。年均勘探工程量不低于5.5万米，大幅提升储量在资源量中所占比重。

　　聚焦资源并购，集团以中型规模以上或具有良好前景的资源为主，每年新并购矿山2-3个，形成“新增一批、勘查一批、储备一批”的资源配置梯次。

　　聚焦风险规避，集团积极探索推动勘查项目资本化、勘查资金市场化，科学、合理、合规避免投资风险。

**附件2**

**中国矿业行业特征**

众多的矿业企业及利益相关者形成了整个矿业行业。矿业行业是直接从事矿产资源勘查开发，为国家提供矿物能源和矿物原材料的生产单位。新中国成立以来，在地质勘查取得丰硕成果的基础上，我国己建成了15万多座矿业企业，其中国有大型矿山8000多座。作为我国工矿企业的重要组成部分，矿业企业的建设与发展为国家经济建设、社会发展和人民生活水平的提高，提供了不可缺少的能源和工农业原材料等物质资源，做出了巨大贡献。矿业行业投资与其他行业投资相比，有着显著的特征，这些也正给矿业行业投资带来了很大的风险性。

**1.矿产价格的波动性大**

矿产价格的波动性大是由矿产供给和需求关系决定的。一方面，由于矿业企业工程浩大，投资周期长，所以矿产在其价格较高时，供给的价格弹性小；在价格较低时，供给的价格弹性大。另一方面，由于矿产没有很好的可替代品导致矿产的需求弹性小。但是，矿业企业作为产品需求主要是中间需求的基础产业，是国民经济和社会生活的“共同条件”，受国民生产总值和国内生产总值的影响非常大。所以，在经济萧条时，矿产价格较低、需求量较少；在经济腾飞时，矿产价格较高、需求量较大。矿产的供求弹性和价格波动给中国矿业行业带来了一定的投资风险。

**2.矿业投资规模大**

矿业投资规模很大程度上决定了矿区未来开发利用的经济效益，然而矿业投资规模的确定是一个复杂的工程问题，首先它受到资源条件和矿产资源储存量的制约，其次要考虑经济效益，最后，环境因素、技术因素、国民经济的要求也在一定程度上制约着投资规模的发展。矿业投资的规模一般较大，大规模导致大的资本需求量，使得矿业投资项目筹资困难。因此，市场需求量、开采技术条件和经济条件三个因素中任何一个发生变化，都会影响投资规模，最终导致资本需求量短缺引发投资风险。

**3.矿业投资回收期长**

矿业投资是高风险、周期长的项目，投资的效益极易受市场价格和通货膨胀水平的影响。进入矿山建设之前的一系列工作通常需要2-5年的时间，最终开始收回初始投资成本一般需要8-10年，而且在整个运营过程中，为保证企业的正常生产活动，需要源源不断的基本建设性投资，对企业的资金流要求很高。矿业投资项目占用的营运资本的资金成本很高，相对而言，短期的项目有较大的灵活性，快速收回的资金可以用于投资报酬率更高的项目。投资总额不易控制是矿业投资面临的另一难题，目前，国内大多数矿山的投资额均大幅度超过预算。另一方面，矿业投资回收期越长，项目的风险就越大。

**4.矿业投资成本高**

开发矿产资源具有外部不经济性，矿产资源与土地、森林、水体、植被等自然资源密切相关，开发矿产会在不同程度上对上述生态环境和资源造成破坏或污染。这就导致了矿业生产外部成本高的现状。作为矿产成本费用主要组成部分的矿床勘探费用是矿业生产中的经常性支出，这是矿床地质信息在开发过程中需要不断完善导致的。另外，矿业生产经营活动多在人烟稀少、交通闭塞的地区，交通条件等工业设施条件差。这就是矿业生产的运输、销售、信息等交易费用居高不下的原因。较高的成本费用，加上市场需求价格波动导致矿产收益的不确定性，给中国矿业行业的投资带来风险性。

**5.矿产资源的不可再生性**

通过不断消耗矿体资源，矿产开发的经济效益才得以实现。因此，矿业的税收政策对资本设备折旧、资源折耗补贴等有明确的规定。矿产资源是不可再生资源，这就意味着持续不断的矿产勘探活动是矿业生产经营活动至关重要的部分。最近几年，伴随着我国矿业行业的蓬勃发展，矿产资源供需不平衡现象日益严重，矿产资源的后续开发和可替代品问题，己经成为矿业行业得以可持续发展必须面临的挑战。当前，矿产勘探工作是绝大多数民营矿产企业工作的重中之重，其中最成功的方式是通过与地质队建立良好的合作关系，共享效益、同担风险。大大降低了矿业企业的勘探风险，全国类似的可供借鉴的案例颇多。但由于矿床勘探的不确定性导致矿业投资的风险性在所难免。

**附件3**

**中国资源型企业海外并购情况**

在本案例发生前一年的2011年，当海外企业在欧债危机的阴影下苦苦挣扎时，资金相对充足的中国企业正在全球范围内展开一系列大规模收购活动。据统计2011年中国企业共完成1157起海外并购，披露价格的985起并购金额达到669. 18亿美元。与2010年完成的622起案例相比，同比增长高达86%0

2011年，中国企业跨国并购对象主要为能源、矿产等资源性企业，2011年上半年，中国公司宣布了7起在全球矿业行业中的收购，总价值约47亿美元。进入2012年，中国企业海外能源矿产并购开始明显加速。来自投中集团的数据显示，2012年1月到2012年8月，中国能源矿产海外并购案例共10余起，其中仅1月份宣布并购的企业就达到8家。与获取技术、品牌或市场等并购活动相比，获取资源的并购交易风险相对较小，并购之后的整合重组也较为容易。然而，由于能源、矿产等资源的稀缺性和不可再生性，资源行业的国际争夺正不断升级，以资源为主要对象的中国企业跨国并购将愈加艰难。

2010年中国资源型企业跨国并购主要呈现以下特点：

（1）起步晚，但发展迅速。2003年，国内资源型企业跨国并购交易额为17亿美元，占国内矿产金属领域并购总额的38%；而到2007年，国内资源型企业跨国并购交易额升至1227亿美元，占该领域并购总额的58%。

（2）战略资源涉及到国家安全，政治阻力大，并购的成功率不高。如：中海油、中铝等因涉及战略资源等国家安全问题而使得并购搁浅。

（3）中国资源型企业跨国并购是一个不断试错的过程。中国企业跨国并购初始阶段决定着中国企业跨国并购的行为是一个不断试错的过程。可以预见中国企业在以后的跨国并购中的失败不可避免。

（4）国有企业充当资源型企业并购的核心力量，民营企业的力量弱小。中国资源型企业跨国并购的主体多数是我国的龙头企业。中国企业跨国并购都会看到龙头企业的影子。如表3所示，几乎是清一色国有企业和国内大型公司。

**表3：我国2010年以前部分资源型企业跨国并购情况**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 时间 | 中方收购者 | 外方收购目标 | 并购金额 | 并购类型 |
| 1990 | 中港集团 | 澳大利亚Channer铁矿40%的股份 | 3.26亿美元 | 纵向并购 |
| 1992 | 首钢 | 秘鲁铁矿98.4%的股份 | 1.18亿美元 | 纵向并购 |
| 2002 | 中海油 | 西班牙Repsol公司的印尼资产 | 5.91亿美元 | 横向并购 |
| 2002 | 中石油 | 美国Devon公司的印尼资产 | 2.16亿美元 | 横向并购 |
| 2003 | 宝钢 | 澳大利亚Easterrange46%的股份 | 1.2亿澳元 | 纵向并购 |
| 2005 | 中石油 | 哈萨克斯坦石油公司全部权益 | 41.8亿美元 | 横向并购 |
| 2007 | 中铝 | 秘鲁铜业公司91%的股份 | 8.6亿美元 | 纵向并购 |
| 2008 | 中铝 | 力拓的英国上市公司12%的现有股权 | 140.5亿元 | 纵向并购 |

**备注：本文仅分析本案例发生期当时的中国资源型企业海外并购情况。**

**附件4**

**中国矿业企业海外并购风险**

跨国并购风险是指由于外部环境的不确定性、并购项目的难度与复杂性以及并购企业自身主观因素的限制，导致并购未来实际收益和预期收益的偏差或变动，是并购企业可以防范的非系统风险。并购风险贯穿于并购的全过程，只要存在并购行为，就有可能产生并购风险，而且时期越长，不确定性因素越多，风险越大。如果企业在并购过程中对风险处理不当，就会造成不良后果，如并购失败、并购后企业业绩下滑、并购后被动出售或分离等。

**（一）非财务风险**

矿业企业海外并购的非财务风险是指与企业财务无关的风险。

**1.东道国政治风险**

东道国政治风险主要是指由于目标企业所在国家的某种特定政治、经济、金融政策或突发事件造成的收购方经济利益损失的可能性。主要涉及国家政权和地区稳定性、外交关系、私有财产的安全性、腐败、恐怖主义、种族冲突、领土争端等诸多因素。国家不同，其所面临的东道国政治风险也有诸多不同。在实际业务中，应该具体问题具体分析，以下归纳几种主要政治风险。

（1）国有化风险。国有化风险特指被并购方所在国政府依据自己国家的法律对国外投资者所有的财产实行征用、没收，使其转移到本国政府的风险。值得注意的是，这种转移财产，使其国有化的行为有时并不是公开进行的，而是采用各类阻碍措施限制外国投资者使用、控制和处置该企业的财产，这种实际上限制了外国投资者行使权利的行为，也被认定为国有化风险。

（2）政治暴力风险。政治暴力风险特指由于东道国发生带有政治因素的破坏活动，例如革命、战争和内乱，使得外商及其投资项目蒙受重大损失，甚至无法继续运营的风险。政治暴力风险与一般的劳资纠纷不同，发生政治暴力事件后，外国投资者无法从国家获得赔偿，因此政治暴力风险造成的危害更加严重。

（3）国家违约风险。国家违约风险指东道国运用非法手段解除与国外投资者签署的协议或拒不履行与投资项目相关的义务，给国外投资人造成损失的可能性。

东道国政治风险是中国企业，特别是中国矿业企业在海外资源并购的过程中所不得不考虑的环境因素，作为合作伙伴的东道国的一些举措常常会对国外投资者造成超乎想象的影响。特别是近几年，中国的崛起，让一些西方国家心生警戒，从而在中国矿业企业海外并购的过程中，以中国企业的央企背景为借口，诸多阻挠，造成许多并购项目的失败。如中海油集团对尤尼科公司的收购案、中石油对俄罗斯斯拉夫石油公司的并购、中国五矿集团对加拿大诺兰达公司的收购案，在经济上来讲，这些国家的公司都不吃亏，但是东道国从政治上考虑还是要进行审查，政治风险对并购的进行产生了绝对性的影响，并最终导致了并购的失败。

**2.法律政策风险**

东道国的法律政策风险特指国外投资者由于对东道国相关的法律法规缺乏准确认识，而蒙受损失的不确定性。法律政策风险贯穿于企业并购的全过程。不同国家针对外资企业的海外并购制定的法律法规都各不相同，但内容上一般都会涉及外资并购者对目标企业所有权的法律、反垄断条例、技术壁垒法及劳工法等。这些相关法律法规构成了东道国法律政策风险的主要因素。我国海外并购开始时间较晚，缺乏应对并购中法律政策风险的经验，对国外的相关法律法规了解不够，在面对西方国家相对完善，成熟的法律体系的时候，常常误入法律雷区，提升了并购成本，降低了我国并购的成功率。

**3.文化整合风险**

文化整合风险主要指并购发生后由于目标企业和并购方之间的文化不相容，造成企业并购达不到预期结果的可能性。企业组织文化差异和国家社会文化差异构成了文化差异的两个重要部分。企业文化又称为组织文化，是一个企业所信奉的价值观，是企业在生产经营过程中逐渐形成具有该企业特色的精神财富，好的企业文化使员工们凝聚在一起，为实现企业目标而共同努力。社会文化是指对社会民众造成广泛影响的文化现象和活动的总称。矿业企业的文化整合风险特指目标企业所在国的民众对外来企业的并购行为不满的可能性，集中表现在工作懈怠、种族冲突、以及矿业项目所在地的文化宗教、语言等与投资者的差异。

不同的企业文化源于不同的企业发展历程和其所处的外部环境，这种文化差异在并购后的整合过程中会产生重大影响，除了可能出现决策管理和经营理念的冲突外，价值观的不一致将引发更广泛、更深层的矛盾，被并购企业的职工可能对被并购方产生疑虑或不确定的感觉，致使员工对企业缺乏认同感，工作懈怠，甚至引发高级管理者、关键员工及客户资源的流失。不同的历史文化背景造就了国家之间的文化差异。随着经济全球化的发展，文化差异对商业活动的影响也越发明显，体现在语言、宗教、思维方式、社会习惯、价值观等各个方面。语言差异通过聘请翻译人员或学习外语即可解决，但思维方式和价值观的差异却难以捉摸，成为企业整合过程中的较大障碍。

**4.经营管理风险**

经营管理风险是特指由于被收购企业和收购方企业在市场定位、销售策略、品牌、管理制度等方面的差异或未来经营环境的不确定性造成的影响企业正常经营管理的可能性。对我国矿业企业而言，面临的经营管理风险有以下两点：

（1）涉及到欧美企业的跨国并购时，如何降低劳动力成本是摆在中国企业面前的一个问题。因为欧美公司的员工劳力成本高，裁退部分员工不失为一个解决办法。但很多欧美国家都具有完善的劳动保护法，规定不能随便裁员，即使裁员，也要给予大量的经济补偿。如果企业对东道国的劳工法和社会情况缺乏认识，则很容易导致工人罢工、企业停产的事件，给企业带来巨大经营损失。

（2）任何企业都有其自己的行为和管理系统，兼并和收购的发生使得这两个组织的管理系统集成一体。管理系统的集成主要体现在双方形成一个标准统一的管理系统，包括开发、生产、营销、财务、人事等功能，实现优势互补，并由此产生管理协同效应。然而当中国矿业企业收购或兼并西方发达国家的矿业企业时，被收购公司的员工和管理者往往对中国公司持有怀疑态度和偏见，倾向于相信，他们的管理系统是最有利的，如果中国企业将自己的管理制度强加在所收购的公司上，将造成双方的管理冲突，严重影响合并绩效。

**5.人力资源风险**

人力资源风险在矿业企业的海外并购中主要体现为以下两个方面：

（1）中国企业缺乏实施海外并购的人才。中国的矿业公司对具有国际经验的管理人才需求极大。国际管理人才，是指具有复杂知识和技能结构的管理精英，他们不仅需要熟悉公司的产品技术，管理知识和技能，更重要的是要有国际视野，熟悉国外市场以及外国的政治，经济，法律和文化环境，了解跨文化环境中的谈判和沟通技巧，掌握在跨文化环境中的进行领导，决策的方法。作为收购方企业，如果缺乏战略规划，兼并和收购通常无法良好地推进海外业务人员的培训，而进行外部招聘，往往不能及时地找到合适的候选人。

（2）中国企业海外并购能否留住关键管理人员与目标企业的技术人员。海外并购的决定公布后，目标公司的员工将有各不相同的应激反应，影响他们的思想和行动，从而影响整体稳定的商业组织，引起一系列的问题。

**6.战略决策风险**

战略决策风险，包括并购目标选择不当，兼并和收购时机不当的风险。

（1）目标选择的风险。目前，中国矿业公司的海外收购目标划分成3类：一类是位于西方国家的一些比较成熟的矿产项目；一类是位于亚洲、非洲和拉丁美洲的矿产项目，或饱受战争蹂厢地区的矿产项目；最后一类是因为经营业绩下滑到了破产边缘陷入困境的企业。西方发达国家矿产项目的收购是一项收购成本非常高的活动，收购过程非常复杂；收购经济落后，饱受战争蹂踊的地区的项目开发成本非常高，且不得不面对被征收的风险；而收购濒临破产的企业常常使收购方陷入财务困境。因此，企业在海外兼并收购的开始阶段就应建立一个全面的目标选择评估机制。

（2）兼并和收购时机不当的风险。对矿产资源类企业而言选择并购的时间特别重要，因为国际采矿业具有很强的周期性。矿山企业在海外并购有时会发生同一家公司，选择不同的时间点收购，兼并和收购的成本差异是非常大的。例如澳大利亚OZ矿业公司在2008年6月的市场价值为160亿澳元，而2008年12月，该公司的市值只有1. 7亿澳元。

**7.勘探开发风险**

由于矿产资源的隐蔽性和不确定性，使得矿产的勘探开发具有极大风险。勘探开发风险主要是指由于地质环境的多样性和复杂性，不能完全确定矿产的特征，由矿点开发出经济可采矿床的概率低（据统计，仅为1%-2%）。中国矿业的海外并购中人们往往非常重视东道国政治风险，却忽略了矿产所特有的勘探开发风险。

勘探和开发作为矿业投资的第一步相当重要，在没有确定该矿点确有经济矿藏的情况下，盲目地进行投资，无疑于赌博。矿产资源勘探的关键在于信息，海外一套完整的地质勘查周期至少需要六个月，这么长的时间很可能错过收购的最佳时机。这也使得一些中国企业购买海外项目时只能是简单的调查数据和进行估值判断，造成了勘探风险的进一步增大。

**8.价格波动风险**

矿产产品在国际市场的价格波动直接关系到在海外能源和矿产资源的发展，直接影响未来的经济利益。矿产行业投资周期长，投入资本高，一旦出现投资决策失误的事件，往往将对企业造成重大损失。西方发达国家长期积累的经验教训表明，在价格低迷的行业周期低点进行收购兼并的成功率较大，在产品的价格居高周期则应加强成本控制。这是值得中国企业海外并购参考借鉴的。现阶段，中国矿业企业正在大力开拓海外能源市场是众所周知的事实。许多外国企业抓住中国企业急于开拓海外市场的心理和不了解国际市场的弱点，不合理地抬高报价，增加了中国企业的投资成本和经营风险。因此，中国企业必须加强价格风险意识，理性决策，控制好投资成本。

**9.环境保护风险**

环境保护风险主要体现在两个方面，一是收购时由于调查不力或处理不善留下的后续麻烦，如目标公司在收购前所导致的污染可能会由收购方来买单；二是收购后经营过程中因环境保护问题导致的民事或刑事责任，以及对业务发展不利的企业社会责任产生负面影响。因此，并购前的目标企业环境影响评估和并购后的环境保护责任，是海外投资不可忽视的风险。

**（二）财务风险**

财务风险是指公司财务结构不合理、融资不当使公司可能丧失[偿债能力](http://baike.baidu.com/item/%E5%81%BF%E5%80%BA%E8%83%BD%E5%8A%9B)而导致的风险。此外，融资财务风险还包括支付风险、流动性风险、汇率及利率风险、估值风险等。

**1.融资风险**

融资风险主要是指与资金来源和资本结构相关的财务风险，具体涉及到能否确保及时获得所需数量的资金，并购的融资手段和资本结构是否适应企业的实际情况，债务负担是否影响正常的生产和经营等。融资风险主要以债务风险的形式表现。它来自两个方面：收购方和目标公司的债务风险。

一般而言，兼并和收购所需的巨额资金，是很难通过以单一途径的融资来解决的。一般可以选择的融资渠道有：银行贷款，发行债券，发行股票及认股权证。在多渠道筹集并购基金的情况下，企业还面临着融资结构风险。企业的资本结构包括债务资本和权益资本，债务资本又分为短期债务和长期债务。在以债务资本为主的融资结构中，收购后的公司的经营绩效达不到期望，可能会产生利息支付的风险和无法按期还本的财务风险。股本融资为主的融资结构中，收购后的公司绩效达不到预期值，会损害股东的利益，给竞争对手提供了敌意收购的机会。甚至以自有资金支付收购款，都有一定的金融风险，一旦企业将自有资金用于并购而再融资又出现了困难，不仅造成机会成本的增加，也产生新的融资风险。

中国矿业公司的海外并购主体主要集中在国有企业，主要是国有企业能获得国家财政补贴资金和专项资金，并且国有银行的贷款利率非常低，但这种优惠政策，越来越多地成为其他国家提出“中国威肋论”的借口，造成“中国银行将不惜一切代价，以支持国有企业”的态势，严重影响了中国矿业公司海外并购的顺利进行。

**2.支付风险**

支付手段，不仅对并购交易的实施和完成造成影响，而且还会影响目标公司整合后该交易的完成和后续业务。在实践中，并购支付手段是多样化的：现金、股票、债券、优先股、认股权证、可转换债券、实物资产、应收账款及票据等。这些支付手段的不同组合，又衍生出新的支付手段。

近年来，中国企业的海外并购案，主要采用现金支付的手段。现金支付具有简单快捷、提高收购竞争力的优点，但同时也给主并方带来了巨大的资金压力。随着我国资本市场的不断开放，海外并购时摆脱传统的现金并购模式逐渐被我国企业所重视。但一些企业还是习惯于传统方法或不结合企业自身情况盲目选择支付方式。

**3.流动性风险**

流动性风险又称变现力风险，泛指企业无法在特定的时机获得足够的现金或现金等价物的风险。现金是企业的血液，是企业的生命活力所在。流动性强的企业能够从容地应对突如其来的债务危机，而缺乏流动性的企业往往容易陷入财务困境中。中国企业在海外并购中面临的流动性风险是比较复杂的，主要涉及到筹资能力、外部环境突变、不确定支付等因素。

当主并方选择现金支付方式时，流动性风险显得尤为突出。大量的现金支出会在一定程度上减弱公司应对突发状况的能力，增加了企业的运营风险。采取债务融资的公司也面临着巨大的流动性风险，借债进行并购会增加企业的长期负债，造成再融资困难。如果主并方缺乏对流动资金的安排，那么缺乏流动资金很可能造成后续经营整合陷入困境。

**4.汇率风险和利率风险**

跨国并购的一个典型特点是交易过程中会涉及两个或两个以上不同国家的货币，因此利率风险和汇率风险成为中国企业海外并购所必需考虑的风险因素。

由于被并方企业的市场价值和股票价格会随着国际利率市场的波动而变化，主并方可能因为利率原因支付更多的并购价款。这被称为利率风险。

而汇率风险是指由于并购有效价格受本币和外币汇率的相对变化的影响，使得主并方支付融资成本数值的不确定性。当被并方所在国货币相对并购方货币升值的情况下，并购方将支付更多的本币，会增加并购的融资成本。

**5.估值风险**

对目标企业估值是企业并购的重要环节，合理公平的价格是并购成功的首要保证。估值风险又称为定价风险，是指在并购过程中，对被并方企业估值不当的可能性。估值风险产生的原因十分复杂，究其根本原因在于并购双方的信息不对称。这导致主并方对目标企业的资产负债状况和营运能力无法准确判断，对目标企业的估值往往会超过其实际价值，这种对被并购企业的定价过高使得主并方的并购成本增加，在后续的经营整合中难以收回成本，财务负担沉重。

矿业企业在海外并购中的价值评估主要涉及到矿产项目外部环境、企业矿产资源价值、采矿技术、未来市场预期、企业资产价值和盈利能力等因素。主并方对目标企业进行价值判断的主要来源是该公司的财务数据，然而财务报表有其局限性，它可能并没有及时、完整充分地披露目标公司的财务状况和经营成果，使得收购方没有关注到一些重大事项，而做出错误决策。并且不同国家会计准则不尽相同，企业在不同的会计准则下财务状况也有所不同，主并方与目标企业之间距离遥远，无法准确掌握目标企业的实际情况，这都增加了并购过程中的估值风险，影响了并购和整合的进程。

**附件5**

**中国银监会《商业银行并购贷款风险管理指引》（2008）**

**第一章总则**

第一条 为规范商业银行并购贷款经营行为，提高商业银行并购贷款风险管理能力，促进银行业公平竞争，增强银行业竞争能力，维护银行业的合法、稳健运行，根据《中华人民共和国银行业监督管理法》、《中华人民共和国商业银行法》等法律法规，制定本指引。

第二条 本指引所称商业银行是指依照《中华人民共和国商业银行法》设立的商业银行法人机构。

第三条 本指引所称并购，是指境内并购方企业通过受让现有股权、认购新增股权，或收购资产、承接债务等方式以实现合并或实际控制已设立并持续经营的目标企业的交易行为。

并购可由并购方通过其专门设立的无其他业务经营活动的全资或控股子公司（以下称子公司）进行。

第四条 本指引所称并购贷款，是指商业银行向并购方或其子公司发放的，用于支付并购交易价款的贷款。

第五条 商业银行开展并购贷款业务应当遵循依法合规、审慎经营、风险可控、商业可持续的原则。

第六条 商业银行应制定并购贷款业务发展策略，包括但不限于明确发展并购贷款业务的目标、并购贷款业务的客户范围及其主要风险特征，以及并购贷款业务的风险承受限额等。

第七条 商业银行应按照管理强度高于其他贷款种类的原则建立相应的并购贷款管理制度和管理信息系统，确保业务流程、内控制度以及管理信息系统能够有效地识别、计量、监测和控制并购贷款的风险。

**第二章风险评估**

第八条 商业银行应在全面分析战略风险、法律与合规风险、整合风险、经营风险以及财务风险等与并购有关的各项风险的基础上评估并购贷款的风险。

商业银行并购贷款涉及跨境交易的，还应分析国别风险、汇率风险和资金过境风险等。

第九条 商业银行评估战略风险，应从并购双方行业前景、市场结构、经营战略、管理团队、企业文化和股东支持等方面，包括但不限于分析以下内容：

（一）并购双方的产业相关度和战略相关性，以及可能形成的协同效应；

（二）并购双方从战略、管理、技术和市场整合等方面取得额外回报的机会；

（三）并购后的预期战略成效及企业价值增长的动力来源；

（四）并购后新的管理团队实现新战略目标的可能性；

（五）并购的投机性及相应风险控制对策；

（六）协同效应未能实现时，并购方可能采取的风险控制措施或退出策略。

第十条 商业银行评估法律与合规风险，包括但不限于分析以下内容：

（一）并购交易各方是否具备并购交易主体资格；

（二）并购交易是否按有关规定已经或即将获得批准，并履行必要的登记、公告等手续；

（三）法律法规对并购交易的资金来源是否有限制性规定；

（四）担保的法律结构是否合法有效并履行了必要的法定程序；

（五）借款人对还款现金流的控制是否合法合规；

（六）贷款人权利能否获得有效的法律保障；

（七）与并购、并购融资法律结构有关的其他方面的合规性。

第十一条 商业银行评估整合风险，包括但不限于分析并购双方是否有能力通过以下方面的整合实现协同效应：

（一）发展战略整合；

（二）组织整合；

（三）资产整合；

（四）业务整合；

（五）人力资源及文化整合。

第十二条 商业银行评估经营及财务风险，包括但不限于分析以下内容：

（一） 并购后企业经营的主要风险，如行业发展和市场份额是否能保持稳定或呈增长趋势, 公司治理是否有效，管理团队是否稳定并且具有足够能力，技术是否成熟并能提高企业竞争力，财务管理是否有效等；

（二） 并购双方的未来现金流及其稳定程度；

（三）并购股权（或资产）定价高于目标企业股权（或资产）合理估值的风险；

（四）并购双方的分红策略及其对并购贷款还款来源造成的影响；

（五）并购中使用的固定收益类工具及其对并购贷款还款来源造成的影响；

（六）汇率和利率等因素变动对并购贷款还款来源造成的影响。

第十三条 商业银行应在全面分析与并购有关的各项风险的基础上，建立审慎的财务模型，测算并购双方未来财务数据，以及对并购贷款风险有重要影响的关键财务杠杆和偿债能力指标。

第十四条 商业银行应在财务模型测算的基础上，充分考虑各种不利情形对并购贷款风险的影响。

上述不利情形包括但不限于：

（一）并购双方的经营业绩（包括现金流）在还款期内未能保持稳定或呈增长趋势；

（二）并购双方的治理结构不健全，管理团队不稳定或不能胜任；

（三）并购后并购方与目标企业未能产生协同效应；

（四）并购方与目标企业存在关联关系，尤其是并购方与目标企业受同一实际控制人控制的情形。

第十五 条商业银行应在全面评估并购贷款风险的基础上，综合判断借款人的还款资金来源是否充足，还款来源与还款计划是否匹配，借款人是否能够按照合同约定支付贷款利息和本金等，并提出并购贷款质量下滑时可采取的应对措施或退出策略,形成贷款评审报告。**第三章风险管理**

第十六条 商业银行全部并购贷款余额占同期本行核心资本净额的比例不应超过50%。 第十七条 商业银行应按照本行并购贷款业务发展策略，分别按单个借款人、企业集团、行业类别对并购贷款集中度建立相应的限额控制体系。

商业银行对同一借款人的并购贷款余额占同期本行核心资本净额的比例不应超过5%。

第十八条 并购的资金来源中并购贷款所占比例不应高于50%。 

第十九条 并购贷款期限一般不超过五年。

第二十条 商业银行应具有与其并购贷款业务规模和复杂程度相适应的足够数量的熟悉并购相关法律、财务、行业等知识的专业人员。

第二十一条 商业银行应在并购贷款业务受理、尽职调查、风险评估、合同签订、贷款发放、贷后管理等主要业务环节以及内部控制体系中加强专业化的管理与控制。

第二十二条 商业银行受理的并购贷款申请应符合以下基本条件：

（一）并购方依法合规经营，信用状况良好，没有信贷违约、逃废银行债务等不良记录；

（二）并购交易合法合规，涉及国家产业政策、行业准入、反垄断、国有资产转让等事项的，应按适用法律法规和政策要求，取得有关方面的批准和履行相关手续； 

（三）并购方与目标企业之间具有较高的产业相关度或战略相关性，并购方通过并购能够获得目标企业的研发能力、关键技术与工艺、商标、特许权、供应或分销网络等战略性资源以提高其核心竞争能力。

第二十三条 商业银行应在内部组织并购贷款尽职调查和风险评估的专门团队，对本指引第九条到第十五条的内容进行调查、分析和评估，并形成书面报告。

前款所称专门团队的负责人应有3年以上并购从业经验，成员可包括但不限于并购专家、信贷专家、行业专家、法律专家和财务专家等。

第二十四条 商业银行可根据并购交易的复杂性、专业性和技术性，聘请中介机构进行有关调查并在风险评估时使用该中介机构的调查报告。

有前款所述情形的，商业银行应建立相应的中介机构管理制度，并通过书面合同明确中介机构的法律责任。

第二十五条 商业银行应要求借款人提供充足的能够覆盖并购贷款风险的担保，包括但不限于资产抵押、股权质押、第三方保证，以及符合法律规定的其他形式的担保。

原则上，商业银行对并购贷款所要求的担保条件应高于其他贷款种类。以目标企业股权质押时，商业银行应采用更为审慎的方法评估其股权价值和确定质押率。

第二十六条 商业银行应根据并购贷款风险评估结果，审慎确定借款合同中贷款金额、期限、利率、分期还款计划、担保方式等基本条款的内容。

第二十七条 商业银行应在借款合同中约定保护贷款人利益的关键条款，包括但不限于：

（一）对借款人或并购后企业重要财务指标的约束性条款；

（二）对借款人特定情形下获得的额外现金流用于提前还款的强制性条款；

（三）对借款人或并购后企业的主要或专用账户的监控条款；

（四）确保贷款人对重大事项知情权或认可权的借款人承诺条款。 

第二十八条 商业银行应通过本指引第二十七条所述的关键条款约定在并购双方出现以下情形时可采取的风险控制措施：

（一）重要股东的变化；

（二）重大投资项目变化；

（三）营运成本的异常变化；

（四）品牌、客户、市场渠道等的重大不利变化；

（五）产生新的重大债务或对外担保；

（六）重大资产出售；

（七）分红策略的重大变化；

（八）影响企业持续经营的其他重大事项。

第二十九条 商业银行应在借款合同中约定提款条件以及与贷款支付使用相关的条款，提款条件应至少包括并购方自筹资金已足额到位和并购合规性条件已满足等内容。 

第三十条 商业银行应在借款合同中约定，借款人有义务在贷款存续期间定期报送并购双方、担保人的财务报表以及贷款人需要的其他相关资料。

第三十一条 商业银行在贷款存续期间，应定期评估并购双方未来现金流的可预测性和稳定性，定期评估借款人的还款计划与还款来源是否匹配。

第三十二条 商业银行在贷款存续期间，应密切关注借款合同中关键条款的履行情况。 第三十三条 商业银行应按照不低于其他贷款种类的频率和标准对并购贷款进行风险分类和计提拨备。

第三十四条 并购贷款出现不良时，商业银行应及时采取贷款清收、保全，以及处置抵（质）押物、依法接管企业经营权等风险控制措施。

第三十五条 商业银行应明确并购贷款业务内部报告的内容、路线和频率，并应至少每年对并购贷款业务的合规性和资产价值变化进行内部检查和独立的内部审计，对其风险状况进行全面评估。

当出现并购贷款集中度趋高、风险分类趋降等情形时，商业银行应提高内部报告、检查和评估的频率。

第三十六条 商业银行在并购贷款不良率上升时应加强对以下内容的报告、检查和评估： （一）并购贷款担保的方式、构成和覆盖贷款本息的情况；

（二）针对不良贷款所采取的清收和保全措施；

（三）处置质押股权的情况；

（四）依法接管企业经营权的情况；

（五）并购贷款的呆账核销情况。

**第四章附则**

第三十七条 本指引所称并购双方是指并购方与目标企业。

第三十八条 本指引由中国银行业监督管理委员会负责解释。

第三十九条 本指引自发布之日起施行。

**案例使用说明**

**并购资金从何来？**

**——金钰集团携手交通银行创新并购融资新方案**

**一、教学目的与用途**

1．适用课程：公司金融学、投资学、商业银行经营管理学

2．适用对象：金融专业高年级本科生和金融专业硕士生、MBA研究生

3．教学目的：通过对交通银行创新并购融资模式的案例研究，了解我国企业的并购融资方式的不同特点与差异；了解影响我国企业并购融资方式选择的因素；了解我国商业银行发放并购贷款的具体要求；了解交通银行推出创新并购融资模式的意义与作用，以及可能存在的风险。

**二、启发思考题**

1.除并购贷款和创新银信合作并购融资以外，企业还可采用哪些并购融资方式?它们分别具有哪些特点？我国企业并购融资方式选择的影响因素有哪些？

2．金钰集团为什么要收购加拿大银铅锌矿？收购加拿大银铅锌矿采取了哪种支付方式？不同支付方式的优缺点有哪些？

3.结合本案例说明，交通银行为金钰集团进行并购融资可能存在哪些风险。

4.结合本案例，分析创新并购信托融资与传统并购贷款的优势和劣势。

5.分析交通银行推出创新并购信托融资后的具体收益情况。

**三、分析思路**

具体分析思路如下：

1.金钰集团海外并购的原因。

2.从理论上总结公司并购支付方式种类及各自优缺点。

3.分析公司现金流短缺情况下的融资问题，交通银行为其进行融资会承担哪些风险？

4.金钰集团并购融资从传统银行贷款走向创新并购融资新模式，试比较两种方式的优缺点。

5.分析交通银行从创新并购融资模式中获得的收益。

**四、理论依据及分析**

**（一）理论依据**

1.企业融资理论

2.公司并购理论

3.商业银行并购贷款理论

4.商业银行信用风险管理理论

**（二）具体分析**

**1、除并购贷款和创新银信合作并购融资以外，企业还可采用哪些并购融资方式?它们分别具有哪些特点？我国企业并购融资方式选择的影响因素有哪些？**

并购融资是指并购企业为了兼并或收购目标企业而进行的融资活动。根据融资获得资金的来源，我国企业并购融资方式可分为内部融资和外部融资。内部融资和外部融资在融资成本和融资风险等方面存在着显著的差异，对企业在并购活动中融资方式的选择有着重要的影响。

**内部融资**是指从企业内部开辟资金来源，筹措所需资金，即利用企业自身生产经营活动获利并积累所得的资金。内部融资资金主要来源于企业提取的折旧基金、无形资产摊销和企业的留存收益。内部融资是企业在生产经营活动中取得并留存在企业内可供使用的“免费”资金，使用时具有很大的自主性，只要股东大会或董事会批准即可，基本不受外界的制约和影响。资金成本低，无需支付债务融资、权益融资和其他方式所需的大量费用，并且不会稀释原有股东的每股收益和控制权。但是内部融资受公司盈利能力及积累的影响，资金规模有限，很难满足企业并购所需大额资金，因此内部融资一般不作为企业并购融资的主要方式。

并购中采用较多的融资方式是**外部融资**，即企业从外部开辟资金来源，向企业以外的经济主体筹措资金。外部融资方式中，除了传统的债务融资和权益融资工具外，还有一些创新的并购融资方式，包括杠杆收购融资、信托融资、换股并购融资、认股权证融资、卖方融资等。

**债务融资**是指企业为取得所需资金，通过对外举债方式获得的资金。债务融资包括贷款、票据和债券融资等。债务融资相对于权益性融资来说，筹资速度较快，债务融资如银行贷款不需要经过复杂的审批手续和证券发行程序，可以迅速地获得资金，抢占并购先机。债务融资还具有财务杠杆效益，利息可以发挥税盾作用，并且不会稀释股权，不会威胁控股股东的控制权。但债务融资具有还本付息的刚性约束，财务风险较高，风险若控制不好会直接影响企业的生存，并购后因不堪债务重负而破产的企业屡见不鲜。在债务融资方式中，商业银行贷款是我国企业并购时获取资金的主要方式，这主要是由于我国金融市场不完善，其他债务融资渠道不畅，融资成本较高。

**权益融资**是指企业通过吸收直接投资、发行普通股、优先股等方式取得的资金。权益性融资具有资金可供长期使用，不存在还本付息的压力，财务负担相对较小。但权益融资容易稀释股权，威胁控股股东控制权，而且以税后收益支付投资者利润，融资成本较高。传统的权益融资最常见的方式是并购企业通过发行股票并用销售股票所得价款为并购支付交易价款。在这种情况下，并购企业等于用自有资金进行并购，因而使财务费用大大降低，收购成本较低。然而在并购后，每股净资产不一定会增加，这是因为虽然总资产增加了，但公司总股份数也会随之增加。另外，每股收益率要视并购后所产生的效益而定，因此具有不确定性，给股东带来的风险较大。

**杠杆收购**(Leveraged Buy-Outs，简称LBO)是指并购企业以目标公司的资产作抵押，向银行或投资者融资来对目标公司进行收购，待收购成功后再以目标公司的未来收益或出售目标公司部分资产偿还本息。杠杆收购融资不同于其它债务融资方式，杠杆收购融资主要依靠目标公司被并购后产生的经营收益或者出售部分资产进行偿还债务，而其它债务融资主要由并购企业的自有资金或其他资产偿还。通常，并购企业用于并购活动的自有资金只占并购总价的15%左右，其余大部分资金通过银行贷款及发行债券解决，因此，杠杆收购具有高杠杆性和高风险性特征。杠杆收购融资对缺乏大量并购资金的企业来说，可以借助于外部融资，通过达到“双赢”促成企业完成并购。但同时伴随着的财务风险和经营风险也随时有可能使并购后企业面临资不抵债，甚至是破产的风险。

**信托融资并购**是由信托机构向投资者融资，购买并购企业能够产生现金流的信托财产，并购企业则用该信托资金完成对目标公司的收购。并购的信托融资可以分为两种方式：第一种方式为通过发行单一或集合资金信托计划，信托投资公司向企业发放信托贷款，来支持企业的并购重组；第二种方式为信托投资公司作为战略投资者来协助企业并购融资活动，目标公司的股权被自由资本或者信托资金直接收购，然后股权被逐步转让给企业并购方，最后信托投资公司退出。信托融资具有筹资能力强和筹资成本较低的特点。根据中国人民银行2002年发布的《信托投资公司管理办法》规定：信托公司筹集的信托资金总余额上限可达30亿元人民币，从而可以很好地解决融资主体对资金的大量需求。由于信托机构所提供的信用服务，降低了融资企业的前期筹资费用，信托融资降低了融资企业的资本成本，信托融资就有利于并购企业完成收购目标公司。

**换股并购**是指并购企业将目标公司的股票按照一定比例换成并购企业的股票，目标公司被终止或成为并购公司的子公司。换股并购通常分为三种情况：增资换股、库存股换股、母公司与子公司交叉持股。其中比较常见的是并购企业通过发行新股或从原股东手中回购股票，然后再进行交换。换股并购融资对并购企业来说不需要支付大量现金，不会挤占公司的营运资金，相对于现金并购支付而言成本也有所降低。但这种方法会受到各国证券法中有关规定的限制，审批手续比较繁琐，耗费时间也较长，可能会给竞购对手提供机会，目标企业也有时间实行反收购。更重要的是，发行新股会改变原有股权结构，进而影响股权价值，股价的变动使收购成本难以确定，并购企业不得不经常调整方案。

**认股权证**是企业发行的长期选择权证，它允许持有人按照某一特定的价格购买一定数额普通股。它通常被用来作为给予债券持有者一种优惠而随同债券发行，以吸引潜在的投资者。通常，上市公司发行认股权证时将其与股票、债券等一起发行，通过给予原流通股股东的一定补偿，提高了股票、债券等融资工具对投资者的吸引力，这样有助于顺利实现上市公司融资的目的。认股权证融资成本较低，可在金融紧缩时期或公司处于信用危机边缘时，有效地推动公司证券的发行。认股权证受股价影响较大，当公司股价上涨大大高于认购价格时，发行认股权证融资反而使公司财务蒙受损失；当股价未如预期上涨，认购无法实施时，会导致投资者对公司的信任危机，从而对未来融资造成障碍；顺利转换时，意味着公司原有控制权的稀释。

**卖方融资**也叫推迟支付，是指并购方暂不全部偿付价款，而是承诺在未来一定时期分期分批偿还价款给目标公司的支付方式。企业并购中一般都是买方融资，但当买方没有条件从贷款机构获得抵押贷款时，或市场利率太高，买方不愿意按市场利率获得贷款时，而卖方为了出售资产也可能愿意以低于市场利率为买方提供所需资金。买方在完全付清贷款以后才得到该资产的全部产权，如果买方无力支付贷款，则卖方可以收回该资产。

这种方式通常发生在目标公司获利不佳，股东急于获得现金或者兼并方拥有极为出色的经营管理能力的时候。这种支付方式一般对兼并方更加有利，而对被兼并方而言同样也有一定的好处。由于付款是分期支付的，因此被兼并方可以获得税负的分段延迟支付，同时还可以要求较高的利息。在卖方融资支付中，通常根据未来目标公司的经营业绩而决定支付价款的多少。这种措施有助于缩小双方在兼并价格认定上的差距，可以使被兼并方在开始兼并时，努力保持公司的正常运作以证明公司的价值，而兼并者也可以充分保护自己，以免业绩在兼并完成后迅速下滑。但此种依绩效而订价格的方式，若支付期间过短，则在收购后，卖方可能只为短期利益而不愿兼顾长期的发展利益，从而使未来支出大增，影响未来正常生产和效益，使得未来业绩大幅度下滑。

我国企业在选择并购融资方式时应着重考虑以下影响因素：

**融资成本高低。**资金的取得、使用都是有成本的，即使是自有资金，资金的使用也绝不是“免费的午餐”。融资成本既包括资金的利息成本，还包括融资费用和不确定的风险成本。企业并购融资成本的高低将会影响到企业并购融资的取得和使用。企业并购活动应选择融资成本低的资金来源，否则，并购活动的目的将违背并购的根本目标，损害企业价值。优序融资理论从融资成本考虑了融资顺序，该理论认为，企业融资应先内部融资，后外部融资，在外部融资中优先考虑债务融资，不足时再考虑股权融资。因此，企业并购融资方式选择时应首先选择资金成本低的内部资金，再选择资金成本较高的外部资金，在外部资金选择时，优先选择具有财务杠杆效应的债务资金，后选择权益资金。

**融资风险大小。**并购融资风险可划分为并购前融资风险和并购后融资风险，前者是指企业能否在并购活动开始前及时筹集到足额的资金保证并购顺利进行；后者是指并购完成后，企业债务性融资面临着还本付息的压力。债务性融资金额越多，企业负债率越高，财务风险就越大；同时，企业并购融资后，该项投资收益率是否能弥补融资成本，如果企业并购后，投资收益率小于融资成本，则并购活动只会损害企业价值。因此，我国企业在谋划并购活动时，必须考虑融资风险。

我国《商业银行并购贷款风险管理指引》对企业从商业银行获取并购贷款进行了严格的准入条件限制。我国对发行股票融资要求也较为苛刻，《证券法》、《公司法》等对首次发行股票、配股、增发等制定了严格的规定。“上市资格”比较稀缺，只有符合条件的少数公司可以成功发行股票募资完成并购。

**对企业资本结构的影响。**企业并购融资方式会影响到企业的资本结构，并购融资方式会通过资本结构影响公司治理结构。在具体的并购融资操作中，并购企业选择融资方式时，并不是单纯考虑融资成本和融资风险，实际的决策过程，往往是在目标资本结构的前提下选择融资成本最低和风险最小的融资方式组合，或者是在现有融资方式的约束下，尽量实现目标资本结构。从而实现股权与债权的合理配置，优化公司治理结构，降低委托代理成本，保障企业在并购活动完成后能够增加企业价值。常见的资本结构决策方法主要有每股收益无差别法和最优资本结构法。

**融资时间长短。**在面对有利的并购机会时，企业能及时获取并购资金，容易和便捷地快速获取并购资金有利于保证并购成功进行；反之，融资时间较长，会使并购企业失去最佳并购机会，导致不得不放弃并购。在我国，通常获取商业银行信贷时间比较短，而发行股票融资面临着严格的资格审查和上市审批程序，所需时间较长。

**2、金钰集团为什么要收购加拿大银铅锌矿？收购加拿大银铅锌矿采取了哪种支付方式？不同支付方式的优缺点有哪些？**

矿产资源具有不可再生性。矿产并购是黄金企业做大做强的重要途径。加拿大银铅锌矿具有丰富的矿产资源，潜力巨大。一旦收购成功，将丰富集团的优质矿产资源，加以配合国内低成本劳动力资源的下游冶炼厂，二者结合会迸发出巨大的协同效应。金钰集团收购加拿大银铅锌矿属于横向并购，可以通过协同效应为集团创造价值。

一般来说，并购支付方式主要分为四种：现金支付、股票支付、综合证券支付和递延支付。

**现金支付**，是指主并公司按照交易双方谈判所确定的并购价格，向目标公司的所有者一次性或分期偿付现金方式。只要不涉及到新股发行，即便是主并公司直接发行了其他一些形式的有价证券，也可被认为是现金支付。现金支付最突出的特点在于它的迅捷性，一般来讲，需要考虑主并公司自身的短期货币资金的流动性，目标公司中长期货币资金的流动性，在跨国并购时还需注意汇率风险以及成本和税收问题。

**股票支付**是指主并公司以自身公司的股票换取目标行为，与现金支付相对，不涉及现金支。随着全球化并购浪潮的推进，交易所涉及金额越来越大，单纯依靠现金支付难以完成，因此股票支付逐渐为主要的方式。 股票支付中包含增发新股、库存股换股和母子公司之间的交叉换股三种方式。股票支付优势明显，不会影响主并公司自身的现金状况，能够享受税负递延的好处，但是需要考虑主并公司股权结构、管理层需求、财务杠杆比率和当前公司股价水平等因素。

**综合证券支付**可以采用公司债券、优先股、认股权证、可转换债券等多种支付方式。与股票相比，公司债券的利率比较低，而且股权稀释的可能性小，还可防止公司被恶意并购。主并公司发行认股权证可以延期支付股利，提供了额外的股本基础，是一种选择权证，而可转换债券则兼具了股票和债券的双重特征，公司可以利用财务杠杆的作用，降低并购成本。

在并购的支付方式中，也常常使用**递延支付**。在并购时，主并公司和目标公司的股东都会面临估值的风险，递延支付可以减少这种风险。但是此种支付方式范围有限，只适用于股东数量比较少，股权相对集中的目标公司。

本案例中，金钰集团收购加拿大银铅锌矿采用现金支付的方式。现金支付具有简单快捷，提高收购竞争力的优点，但同时也给主并方金钰集团带来了巨大的资金压力，对于现金支付方式，其资金来源主要有内部留存收益、举债、发行股票等。本案例中，金钰集团原本打算采取银行贷款的方式筹措收购资金。然而由于无法满足商业银行并购贷款指引的相关规定，交通银行为金钰集团量身打造了创新并购贷款融资模式。主要结构为：金钰集团全额出资设立金钰长虹股份有限公司，集团实行100%控股管理。金钰长虹股份有限公司和交通银行国际信托有限公司发起成立基金管理公司并且共同成立并购基金，交银国信以发行信托计划募集资金入股，资金最终投向用于金钰集团相关矿产资源的并购项目，金钰集团承诺到期回购信托受益权。

**3、结合本案例说明，交通银行为金钰集团进行并购融资可能存在哪些风险。**

在本案例中，交通银行为金钰集团提供并购融资时，需识别和评估以下可能的风险。

**宏观经济风险。**黄金行业是一个周期性行业，受宏观经济的周期影响较大。黄金兼具商品及金融工具双重属性，与国民经济的景气程度有很强的相关性，当出现通货膨胀预期时，市场避险情绪上升，黄金金融属性中的保值增值能力凸显，金价通常会上涨，从而有利于黄金生产企业；当经济运行良好时，黄金的避险作用会有所下降，金价通常会出现回落，但仍有对黄金首饰、工业用金、医务用金等方面的需求支撑金价。金钰集团并购融资时国际黄金价格正处于一个高位，并不是海外收购的最佳时机。若并购后全球经济形势转好，国际黄金价格下跌，新探明的金矿等级又较低的情况下，金钰集团可能无法维持开采运营成本，不得不关闭部分金矿，企业效益下降，甚至遭受亏损。

**信用风险和道德风险。**一方面，金钰集团可能由于并购后与被并方整合失败，或者并购方金钰集团本身经营环境恶化导致企业业绩下滑，甚至形成巨额亏损，无法在约定时间内按时为信托计划支付红利；或者在基金到期时，金钰集团无力兑现信托计划的回购承诺，导致理财产品无法得到支付，投资者遭受损失，交通银行的信用和声誉受到影响。另一方面，金钰集团可能为了在短时间内迅速扩张，不按约定用途使用资金，暗中改变并购融资资金的投向，转向风险更高的业务，如果计划失败，在未来可能会使投资者遭受更大的损失。

**政策和法律合规风险。**自2006年我国银信合作业务开展以来，一方面是银行利用信托合作业务逃避信贷监管，另一为面是银信合作业务发展速度加快，银信产品种类不断增多，规模也不断变大，在这样的情况下，一系列用来规范银信合作业务的规章制度由监管部门颁布出来，如《商业银行个人理财业务风险管理指引》、《银行与信托公司业务合作指引》、《关于规范银信理财合作业务有关事顶的通知》、《商业银行个人理财业务管理暂行办法》、《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》等。在这期间，银信理财合作业务监管政策发生多次变化，这充分说明了银信合作业务的监管规则处在 不断调整和变化的过程中。当我国相关金融法规或监管政策导向发生变化时，理财产品收益的不确定性将大幅度增加。近几年，银监会对银信合作的产品频频叫停，一些理财产品不得不提前履约。在交通银行与金钰集团设计融资方式和合同条款过程中，也存在由于疏忽而违反现有法规政策的风险。

**期限错配风险。**银行在需要流动性或者有好的投资项目时，会倾向于发售短期理财产品，需要资金的数量越大、时间越紧迫，理财产品的期限就会越短，收益却反而会提高，甚至出现收益率期限倒挂的现象。银行为获取更高的收益率，长期融资项目和长期资产就成为了理想的投资选择，短期理财产品资金大量投资于长期资产，期限错配就此产生。

并购融资的长期性和理财产品的短期性之间的矛盾正是期限错配风险的根本来源。“资金池－资产池”模式是银行固定期限类理财产品所使用的主流运作方式。资金池对应的是投资者的理财资金，资产池则是理财资金的投资组合。案例中并购基金对接的理财产品是结构化理财产品，即以“资产池”的未来现金流作为“资金池”中资金的收益保障，实现收益的前提是稳定持续的现金流。在交通银行发行与并购融资相对接的理财产品时，信托计划所需的资金进入“资产池”，但“资产池”中的资产并不局限于并购项目的资金需求，还包括在货币市场和债券市场中的一些投资，这主要是为了在一定程度上弥补期限错配的问题。与并购项目资金相比，这部分安全性更高、收益更稳定的资产在整体资产配置中的比重可能更大，这样既解决了理财产品本金偿还的问题，又降低了产品整体的风险。然而风险只可分散却不可消除，当市场整体风险加剧时，所有资产的质量都会恶化，投资者的收益将急速下降，理财产品兑付资金紧张，期限错配可能进一步加剧银行流动性风险。

**4.结合本案例，分析创新并购信托融资与传统并购贷款的优势和劣势。**

对于传统并购贷款，一方面，贷前审查审批把关严，能通过重重审查获得并购贷款资格的企业少，这也是许多并购方难以申请到贷款的主要原因。各行出于对风险的控制，对接受比并购贷款的企业把控也比较严。并购方企业主要要满足四个方面的要求。

首先，要有良好的信誉，比如交通银行要求并购方企业的信用评级达到AA级及以上，无不良信用记录；结构融资类的并购贷款要求子公司的信用评级要在A级及以上。

其次，有较强的实力，要求并购方企业效益良好，具备完成并购的财务实力，并且在所处行业或地区有较强的市场领导力。

第三，符合政策规定，主要是看是否符合国家产业政策、环保政策和交通银行信贷政策。

第四，提供可靠的担保，目前商业银行把企业提供的担保作为风险控制的重要方式，若企业不能提供满足商业银行要求的担保，则难以获得并购贷款。

除了满足这四大类条件外，部分商业银行还要求资产抵押、股权质押等担保足值有效，以及针对并购双方和并购案例的特殊性提供其他必须满足的条件，由于部分商业银行发放并购贷款对并购双方要求较高，并且收到政策方面的限制，使得许多企业，尤其是民营企业获得并购贷款较难。另一方面，在贷中、贷后管理环节，部分商业银行对企业交易跟踪和整合管理经验不足，导致把风险把控的重心前置，更加提高了对申请企业的前期审查要求。

并购贷款业务开展模式有待创新。在我国目前的并购贷款运作模式中，与产权交易所的合作模式以及商业银行自主开发客户的模式采用较多，而商业银行与并购顾问的合作以及与其他银行金融机构的合作相对较少。在现有的运作模式下，部分商业银行由于人才有限和对并购项目管理经验有限，一般只能依靠自身判断选择行业龙头型的并购方作为客户，以最大限度控制风险。这一方面是由于和其他合作机构发展较不成熟，经验也相对有限；另一方面也在于部分商业银行并没有和一些有并购经验的金融服务机构建立长期合作的稳定模式。

**创新并购信托融资**是商业银行为满足中国经济转型过程中日益活跃的并购交易需求而设计的境内外一体的创新综合金融服务方案，在服务内容、产品体系和组织架构上进行了整体设计与创新，形成了独特的并购金融服务体系。该业务结合境内外资本市场不同的融资特点，针对性地满足上市公司的横向并购、纵向并购及产业整合需求，支持国有企业改革，满足国有企业资产证券化、混合所有制改革、借壳上市等融资需求，支持中国企业“走出去”和“退回来”，满足中国企业、资本进行境外资产收购、红筹搭建以及中概股私有化回归的融资需求，创造了较高的经济效益与社会效益，并形成了品牌效应和良好知名度，赢得客户和社会各界一致认可。

在创新并购信托融资中根据企业并购资金的组织形式以及资金投向的方式不同又分为：有限公司制和有限合伙制。有限公司制并购时可以对外投资，而有限合伙制方式主要是对集团直接控制的企业进行投资，属于对内投资，且国有企业不可以采用这种模式。

有限合伙制方式资金主要由上市公司提供，上市公司决策权力较大；未来获得的后期收益分成比例较其他模式并购基金高。此类并购基金通常规模较小，无法对大型标的进行并购；并且绝大部分由上市公司出资，无法发挥资本市场的杠杆作用。

有限公司制运行模式适用的企业范围较为宽泛，除了两高一剩、房地产等国家禁止的产业，其它的都可以考虑（更倾向于相对成熟的成长型企业），弥补了并购贷款可申请贷款企业类型范围较窄的缺陷。

**5.分析交通银行推出创新并购信托融资后的具体收益情况。**

该并购项目为银行带来的预期收益，包括了**直接收益**和**间接收益**。其中直接收益主要是指并购融资带来的投资银行收入。按照总融资额度以及综合年化成本，用单利计算的话，总共将获得至少9亿元的收入。扣除理财产品的支出，剩下的为交通银行的净利润。

间接受益则包括了至少以下6点：

（1）存款收益。集团将暂时不需要的资金放在交通银行的账户上，增加了商业银行的存款规模，直接增加了存款收益。交通银行通过帮助客户成立和管理基金可以沉淀较多的存款；

（2）其他中间业务收入。在为企业融资过程中，商业银行同时为集团提供了咨询等服务，增加了银行的其他中间收入，包括项目启动费用、中间执行费用以及佣金。商业银行提供并购重组服务，当为客户达成了重大战略、获得了重大收益或明显节省了成本，可依照合同约定收取一定比例的费用；

（3）获得联动收益。为集团提供并购融资，深化了交通银行与该客户集团之间的合作，密切了银企关系，而且为这些集团提供更为精细化的服务，丰富了交通银行本身的服务品种。相关分行可以以此为切入点，建立与集团各层级管理者的良好关系，使他们成为银行的私人银行客户；

（4）增加了对企业服务的市场份额。并购过程中的并购顾问业务可以对企业重大战略进行介入，有效占据融资的优势地位，在融资产品日益同质化的形势下，有效扩大对企业服务的市场份额。

（5）提高定价能力。采用这种并购融资方式可以帮助客户在一系列并购交易前完成资金的审批，为客户持续实施并购重组相关战略提供有效地保障，因此交通银行可以要求较高的回报。

（6）增强市场知名度。交通银行为金钰集团融资成功会得到市场的认可，为开展类似业务铺平了道路。另外，对企业来说，融资的额度是一次性审批的，避免了多次审批带来的繁琐程序，理财产品完全可以在企业需要时分期发行，对企业来说做到专款专用，最大程度上提高了企业使用资金的效率，同时企业用款的确定性增强、灵活性提高。

这种并购信托融资形式需要借助企业的信用，但往往不增加企业的资产负债率，在很多情况下银行可以应企业要求帮助其大幅增加净资产和降低资产负债率。

而并购贷款需要企业支付利息，财务成本的负担较重。可以说，因为并购信托融资创新模式这些优势，相比并购贷款，不仅能节省交通银行的成本，也能减少金钰集团的各项成本，增加了它们各自的收益水平，实现双方共赢。

**五、案例关键要点**

1．关键点

本案例需结合理论和现行的金融法规与监管政策，分析企业无法通过传统并购贷款融资的原因，探讨银行和信托公司应该如何结合实际情况，对并购融资模式进行创新。

2．知识点

了解我国企业不同并购融资方式的特点与差异，分析金钰集团无法通过传统并购贷款融资的原因，深入认识创新并购信托融资和传统并购贷款的优势与劣势，探讨交通银行推出创新并购信托融资的意义和作用，以及可能存在的风险。

3．能力点

分析与综合能力、批判性思维能力以及解决问题的实际能力。

**六、建议课堂计划**

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，以下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

（1）课程时间：整个案例课的课堂时间控制在40-60分钟。

（2）课前计划：提出启发思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。

（3）课中计划：课程前言（2-5分钟），简单扼要、明确主题；分组讨论（15分钟），准备发言大纲；小组发言 （每组5 分钟），幻灯片辅助，控制在20-30 分钟；教师引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（10-15分钟）。

（4）课后计划：请学生上网搜索其他并购融资创新模式的信息资料，尤其是最新信息，采用报告形式给出对于我国企业采用其他并购融资创新模式的相关分析（2500-3000字左右）。

1. 本案例由上海财经大学金融学院的何韧、王漂莎、易沁、魏玲撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

本案例根据真实事件改编，出于保密需要，案例中出现的公司名、人名和企业重要财务、金融数据信息等均已进行了技术处理。

本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。 [↑](#footnote-ref-2)