

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: X2009157050

UDC\_\_\_\_\_

# 厦 门 大 学

## 硕 士 学 位 论 文

### 企业并购融资方式研究

#### Research on financing ways of enterprise merger and acquisition

李 志 平

指导教师姓名: 曾一龙 高级会计师

专业名称: 会计硕士 (MPAcc)

论文提交日期: 2016 年 月

论文答辩时间: 2016 年 月

学位授予日期: 2016 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2016 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘要

受到中国股市新政、IPO 排队多及传统行业公司“互联网+”等因素的影响，2016 年上半年，资本市场并购大戏不断上演，有强强联手，也有冤家联姻；有产业链整合，也有收购市场；有行业洗牌，也有私有化回 A，凸显了资本市场在融融通能力方面依有非常大的释放空间和价值驱动能力。不管从哪个角度来看，并购都是 2016 年上半年的关键词。

并购活动所涉及的交易金额通常较大，而绝大多数并购方通常不会闲置大规模的资金以应对并购交易，因此，外部融资支持成为并购活动顺利实现的重要保证，融资支持甚至会成为决定并购成功与否的关键因素。

并购融资工具选择、并购融资支付方式选择、融资规模大小选择、融资成本的高低、融资风险的评估和控制、融资渠道的开拓等等，这些因素对于企业并购都有着很大的影响，在相当程度上决定着能否取得并购的最后成功。

一直以来由于受法律规范的限制，并购一般采用内部融资，而外部融资没有得到很好的发展。随着我国并购规模加大，单笔并购金额越来越大，并购的频率也增加，企业通过内部融资已经很难满足并购资金需求，很多企业加快了融资方式的创新，新增了优先股、可转换公司债券、信托资金等新型的并购融资方式，融资的可选择性增加了，在这种情况下，如何选择最有效、最经济的并购融资方式，为并购企业筹集到足够的资金以支持并购交易的完成，是一个很有理论价值和实践意义的课题。

基于我国并购的发展，本文通过对融资理论的分析以及我国并购融资现状及发展趋势等方面进行研究，结合本人任职的上市公司贵人鸟公司并购的融资案例，重点探讨了我国上市公司并购融资存在的问题、风险及改进建议。

**关键词：** 并购融资； 债务融资； 权益融资； 融资方式

## **Abstract**

.As a result of new policies in Chinese market, long queue in IPO, and serious impact of internet on traditional industry, many corporate merger and acquisition cases occur in the first half year of 2016. These cases include the unions among large companies as well as rivals, integration of product lines and markets, industrial re-organization and returning to Share A after privatization, indicating a significantly large releasing space and price driving potential of market financing capability. In all aspect, merger and acquisition are the key words of 2016.

Merger and acquisition involve a large amount of transaction. Most cases do not froze large amount of cashes for transaction. Thus, external financing is a critical support of merger and acquisition. Financial support is the key element of successful merger and acquisition.

Several factors have strong influence on industrial merger and acquisition, including the selections of financing tools, payment methods, scale size, cost, risk evaluation and control, exploration of financing channels, etc, determining the result of merger and acquisition.

Because of the limitation of legal statements in China, internal financing is the major method used for merger and acquisition, and external financing is not well developed. Since the increase of merger and acquisition scale, cash flow, and frequency, internal financing can hardly satisfy the requirements. Many companies accelerate the innovation on financing methods, such as newly developed prior stocks, exchangeable bonds, and trust. These financial evolutions broaden selections of merger and acquisition financing. In this case, the optimization of financing methods for successful merger and acquisition becomes a crucial topic for theoretical study and practical applications.

Based on the development of merger and acquisition in China, this thesis studies the financing theory analysis and current status and future trend of merger and

acquisition financing. With a case study of Guirenniao company merger and acquisition financing, this work investigates the existing problems, risks, and improvement guidelines for merger and acquisition financing.

**Key words:** Merger and acquisition financing; debt financing; Equity financing; Financing mode

厦门大学博硕士论文摘要库

## 目 录

<b>第一章 绪论</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 研究背景与选题意义</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 文献综述</b> .....	<b>2</b>
1.2.1 国外文献综述 .....	2
1.2.2 国内文献综述 .....	3
<b>1.3 主要内容</b> .....	<b>6</b>
<b>1.4 研究思路与研究方法</b> .....	<b>7</b>
<b>1.5 创新点和局限性</b> .....	<b>8</b>
<b>第二章 并购融资概述</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1 并购融资相关概念</b> .....	<b>9</b>
2.1.1 按融资工具性质划分 .....	9
2.1.2 按资金来源划分 .....	9
2.1.3 按支付手段划分 .....	10
<b>2.2 并购融资工具及决策</b> .....	<b>10</b>
2.2.1 债务性融资工具 .....	10
2.2.2 权益性融资工具 .....	14
2.2.3 混合型融资工具 .....	15
<b>2.3 并购融资风险研究</b> .....	<b>16</b>
2.3.1 溢价风险 .....	17
2.3.2 偿债风险 .....	17
<b>2.4 并购支付</b> .....	<b>18</b>
2.4.1 并购支付的分类 .....	18
2.4.2 并购支付方式及其特征分析 .....	19
<b>第三章 我国并购融资现状分析</b> .....	<b>23</b>
<b>3.1 我国并购市场的主要特点</b> .....	<b>24</b>

<b>3.2 我国并购融资工具</b>	<b>24</b>
3.1.1 债务融资工具	25
3.1.2 权益融资工具	27
3.1.3 其他融资工具	28
<b>第四章 贵人鸟并购融资案例分析</b>	<b>31</b>
<b>4.1 贵人鸟公司并购融资情况描述</b>	<b>31</b>
4.1.1 贵人鸟公司概况	31
4.1.2 贵人鸟公司行业状况	31
4.1.3 贵人鸟公司并购融资概况	32
<b>4.2 贵人鸟公司并购融资风险评估</b>	<b>34</b>
4.2.1 决策阶段融资风险	34
4.2.2 持续性风险	35
4.2.3 融资后的运作阶段风险	36
<b>4.3 贵人鸟公司并购融资建议</b>	<b>37</b>
<b>第五章 对我国并购融资的政策建议</b>	<b>38</b>
<b>5.1 融资工具及支付手段的创新</b>	<b>38</b>
5.1.1 引入杠杆收购融资方式	39
5.1.2 积极发展信托融资方式	39
5.1.3 试点银团贷款融资方式	39
5.1.4 积极发展换股并购的融资方式	40
5.1.5 探索设立并购基金的方式	40
5.1.6 探索引入夹层融资的方式	40
<b>5.2 中介机构创新</b>	<b>40</b>
5.2.1 投资银行	41
5.2.2 信用评级机构	41
<b>5.3 并购融资的制度创新</b>	<b>41</b>
5.3.1 大力发展多层次资本市场, 拓宽并购融资渠道	41
5.3.2 大力发展可转换公司债券市场	42
5.3.3 制定完善并购相关法律法规	42



5.3.4 大力发展机构投资者 .....	44
<b>第六章 结论与展望 .....</b>	<b>45</b>
<b>[参考文献] .....</b>	<b>46</b>
<b>致 谢 .....</b>	<b>47</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

## Content

<b>Chapter 1 Introduction</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research background and significance of the selected topic</b>	<b>1</b>
<b>1.2 Summary of philology</b>	<b>2</b>
1.2.1 Foreign literature review	2
1.2.2 Domestic literature review	3
<b>1.3 Main contents of the thesis</b>	<b>6</b>
<b>1.4 Research ideas and research methods</b>	<b>7</b>
<b>1.4 Innovation points and limitations</b>	<b>8</b>
<b>Chapter 2 Overview of M &amp; A financing</b>	<b>9</b>
<b>2.1 Merger and acquisition financing related concepts</b>	<b>9</b>
2.1.1 According to the nature of financing instruments	9
2.1.2 Divided by source of funds	9
2.1.3 By means of payment	10
<b>2.2 Merger and acquisition financing tools and decision making</b>	<b>10</b>
2.2.1 Debt financing instruments	10
2.2.2 Equity financing instruments	14
2.2.3 Mixed financing instruments	15
<b>2.3 Research on the risk of merger and acquisition financing</b>	<b>16</b>
2.3.1 Premium risk	16
2.3.2 Sinking risk	17
<b>2.4 Merger and acquisition payment</b>	<b>18</b>
2.4.1 Classification of merger and acquisition payment	18
2.4.2 Acquisition payment method and its characteristics analysis	19
<b>Chapter 3 Analysis on the present situation of China's M &amp; A financing</b>	<b>23</b>
<b>3.1 The main characteristics of China's M &amp; a market</b>	<b>24</b>
<b>3.2 China's M &amp; A financing tool</b>	<b>24</b>
3.2.1 Debt financing instruments	25
3.2.2 Equity financing instruments	27
3.2.3 Other financing instruments	28

<b>Chapter 4 Guirenniao analysis on the case of M &amp; A financing</b>	<b>31</b>
<b>4.1 Guirenniao merger financing description</b>	<b>31</b>
4.1.1 Guirenniao Company Overview	31
4.1.2 The status of guirenniao Industry Company	31
4.1.3 Guirenniao company merger financing situation	32
<b>4.2 Evaluation of financing risk guirenniao company mergers and acquisitions</b>	<b>34</b>
4.2.1 Decision stage financing risk	34
4.2.2 Persistent risk	35
4.2.3 Risk after financing operation	36
<b>4.3 Suggestions for financing mergers and acquisitions</b>	<b>37</b>
<b>Chapter 5 Suggestions on the policy innovation of M &amp; A financing in China</b>	<b>38</b>
<b>5.1 Innovation of financing instruments and payment methods</b>	<b>38</b>
5.1.1 The introduction of leveraged buyout financing	39
5.1.2 Positive development of trust financing	39
5.1.3 The pilot syndicated loan financing	39
5.1.4 The positive development of convertible financing	40
5.1.5 Explore ways to set up a buyout fund	40
5.1.6 Explore the way to introduce the financing of the sandwich	40
<b>5.2 Intermediary institution innovation</b>	<b>40</b>
5.2.1 investment bank	41
5.2.2 Credit rating agencies	41
<b>5.3 Institutional innovation of M &amp; A financing</b>	<b>41</b>
5.3.1 Vigorously develop multi-level capital market, broaden the financing channels for mergers and acquisitions	41
5.3.2 Vigorously develop Switching Company bonds	42
5.3.3 Develop and perfect the relevant laws and regulations of M & A	42
5.3.4 Vigorously develop institutional investors	44
<b>Chapter 6 Conclusion and Prospect</b>	<b>45</b>
<b>[Reference]</b>	<b>46</b>
<b>Acknowledgements</b>	<b>47</b>

## 第一章 绪论

### 1.1 研究背景与选题意义

刚刚过去的 2015 年，全球经济依然困难，复苏缓慢，除美国加息外，欧盟和日本等主要经济体利率仍然在历史低位，全球股市动荡、汇市波动，如何为资金寻求去处成为众多企业与投资者的困扰。在这个大背景下，资金更多地去寻求好的并购标的，2015 年成为了全球并购市场异常活跃的一年。而我国由于高层大力推进“一带一路”战略，受惠于这个战略，中国并购交易再创历史新高。2016 年上半年，企业并购依旧延续了火热的态势。据统计，2016 年上半年中国并购市场共完成交易 1,645 起，同比提高 25.7%，环比上升 18.9%；披露金额的并购案例总计 1,182 起，共涉及交易金额 7,836.87 亿元，同比上升 76.9%，环比上升 30.5%，平均并购金额为 6.63 亿元。

最近几年，上市公司并购规模越来越大，交易金额越来越高，出现多起百亿元的并购案例。若要成功实现并购，需要有雄厚的资金支持，如何进行并购融资安排，对于并购的进程和结果有很大的影响，包括融资方式、融资规模、资金成本等等有关并购融资的考虑，往往决定着并购活动是否能够有效推进以及能否最终成功。

虽然我国并购发展很快，但跟国外成熟市场相比，还是有很大的差距。究其原因，有历史因素，也有现行法律的限制因素。融资困难也是我国并购发展不够快的重要因素，主要表现为融资过程长，融资工具少，融资成本高。融资方式的创新已经成为我国企业并购发展亟待解决的问题。

俗话说“巧妇难为无米之炊”，成功的并购，需要有充足的资金来支持，没有资金，一切都是空谈。从目前我国企业现状来看，单靠留存收益等自身积累的资金，是很难满足并购所需的资金。欧美日等发达国家，由于有着较完善的金融市场和多种可供选择的并购融资工具，从而能够较好地实现跨国并购，甚至使得“蛇吞象”并购方式也成为可能。而在我国，法律对并购融资有一些限制。如银监会等监管机构的有关的法规，限制利用银行贷款进行权益性投资，即使可以进行权益性投资，也需要并购企业搭配一部分自有资金，同时，银行还需要对目标

企业进行一些调查评估等,这使得并购企业很难利用借贷资金直接收购目标企业,而这又是欧美日等国家经常利用的方式。同时,我们的资本市场对首次发行股票和债券的用途管制严格,即使是上市公司,通过增发股票、发行债券等融资方式也受到一些限制,且时间长、成本高,同样面临着很多困难。

近年来,随着产业转型升级,其引发的并购热潮在延续,也产生了新型的并购融资方式,比如越来越多的上市公司开始与投资机构合作设立产业并购基金,谋求外部资金的助力。

我国无论在并购融资规模还是融资方式、金融创新上,与欧美等西方发达国家相比还有很大的差距。如何选择合适的融资方式,为并购筹集到足够的资金,从而成功支持并购的完成,是一个既有理论价值又有实践意义的课题。

本文通过对我国及西方企业并购融资现状及发展趋势等方面进行比较研究,结合我国上市公司贵人鸟股份有限公司并购的融资案例,重点探讨我国上市公司并购融资存在的问题、风险和机遇,并提出改进建议。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 国外文献综述

#### 1、关于并购融资理论研究

国外的并购活动发展比较成熟,已经经过了多次的并购浪潮,由于并购发展的原因,使得国外关于并购融资的理论研究时间也较长,形成了一套较为丰富的理论体系,包括MM理论、代理成本理论等。

杰费.马杜拉(2000)提出,对一个跨国公司的企业价值产生重要影响的有资本成本,资本结构的选择会影响资本成本,跨国并购应该选择资本成本的构成,从而使得并购融资的成本最小。

亚历山德拉.里德.拉杰科斯、J.弗雷德.维斯顿(2002)在《并购的艺术-融资与再融资》中,重点探讨了企业战略性的问题,包括企业是否应该去做并购,若要进行并购,并购价格如何选择,价格如何支付等问题,该书更加重视实际操作。

施蒂格勒(2014)经过研究认为:美国大公司都是通过并购成长壮大,而并购都需要进行融资,通过内部扩张是很难成长为大公司。

## 2、关于融资方式的研究

国外学者对于融资方式的研究，主要是遵循从小到大，从国内并购到跨国并购，理论与实践相结合的方法。国外的并购融资工具较为丰富，包括内部融资、金融机构贷款(商业银行、保险公司、基金公司)、商业票据、企业债券、股票、可转换债券、认股权证、杠杆收购、管理层收购、员工持股计划和卖方融资等。

Basha、Walz (2001) 和 Hellman (2000) 通过研究表明，可转换优先股比传统债务或普通股融资更能做出最优的退出决策。

K.P.Ramaswamy、James F.Waegelien (2003) 通过研究认为，收购方对于交易金额的支付方式的选择会对公司产生影响，如果收购方用现金方式来支付，那收购方将面临较高的负债，从而对后续的其他收购造成影响。此外，这些负债会产生利息支出，负债需要偿还，这些都对公司的业绩以及日常经营造成不利影响。

Frederik P.Schlingemann (2004) 通过研究多年的并购案例，发现并购融资方式会对并购绩效产生影响，如采用股权融资的方式，对并购绩效会产生积极的影响，但若采用债务融资，则没有显著影响。

Moeller (2004) 通过研究发现，并购融资方式对股票价格及收购方的企业价值会产生影响，若采用股权融资的方式，将会导致收购方的股票价格下跌，从而对公司的企业价值产生不利影响，不利于后续并购活动的顺利进行。

Bharadwaj、Anu 和 Anil Shivdasani (2013) 通过实证研究发现，如果完成通过银行贷款进行并购融资，则会给收购方带来显著为正的收益。银行对促成并购的成功，以及对并购的质量会有积极影响。

### 1.2.2 国内文献综述

由于我国并购的发展起步较晚，国内对于并购的研究源于上世纪 90 年代，当时也出现了很多并购方面的著作，对我国的并购实践与西方的理论进行了很好的归纳、整理，从而指导我国的并购。当时的著作主要还是以介绍国外并购的理论，缺乏对于我国有中国特色的并购的专门化研究。进入 21 世纪以来，我国的并购发展迅速，并购的复杂性也加剧，并购的规模也日益扩大，因此，对于并购的研究也更加深入。

## 1、关于融资偏好的研究

很多学者开始对我国上市公司融资偏好进行了研究,大部分均认为我国上市公司偏好股权融资,不符合国外的并购融资理论,这主要是由于我国资本市场发展不完善,股权融资成本偏低所致。

香港大学经济金融学院课题组(2001)通过研究发现,我国上市公司股东权益占比较高,而负债占比较低。在融资偏好中,偏爱股权融资,更依赖外部融资。

李涛、黄晓蓓(2008)通过实证研究表明,融资方式的选择与企业内部的现金流情况有关系,如果公司现金流较好,则公司会偏好股权融资,而不会选择债务融资。

余剑梅(2012)通过对3年上市公司融资行为进行实证研究,从而对我国上市公司融资偏好的原因进行分析,得出了股权融资偏好于大股东持股比例、负债水平、股权激励等相关。

李江涛(2012)通过研究得出,我国上市公司偏好股权融资,原因主要与股权结构有关,因为我国上市公司的股权结构是国有股、非流通股比重较大,选择股权融资更能实现股东利益的最大化。

范婕(2013)通过研究发现,我国上市公司偏好股权融资,主要是为了改善资本结构,因为股权融资不会产生负债,从而使得资产负债率较低。

## 2、关于融资方式的研究

对于并购融资的方式的选择,学者也有涉及,但主要还是基于国外的研究成果上进行,虽然也有一些新观点、新建议,但还是没有较大的改进。很多学者的研究都发现,适度的债务融资比股权融资来说,能产生财务杠杆,从而带来税负的减少,有利于提升公司的经营效益。而并购融资方式的创新有利于改善公司资本结构、增加市场交易品种,提高并购的效率和效果。

许崇正(2002)在他的书中指出,兼并公司必须充分认识不同融资方式的差别,尤其是跨国并购的融资方式涉及到许多不同于国内并购融资的特殊性,如国家风险,国际税收,跨国汇率等因素。

傅强、彭隆泽、张天永(2006)通过研究建立了一个并购融资决策模型,该模型主要是基于信息不对称,在我国目前的情况下,这个模型可以帮助企业选择

合理的并购融资方式。

贾立(2006)、刘颖(2008)等在他们的文献中, 都有涉及到杠杆收购, 主要是将国外的这个并购融资工具于我国的国情进行匹配, 从而对我国如何来运用这个融资工具提出一些建议。

龚覃(2010)通过分析指出, 并购融资方式的选择是并购成本的关键, 需要根据并购交易的项目特点、方式来进行融资。

张燕(2010)通过分析指出, 现在企业并购规模日益扩大, 动辄百亿, 如何筹集并购资金是一个很重要的问题, 融资方式的选择对公司的现金流、收益、股权控制能力等都会产生重要的影响。

### 3、关于我国并购融资现状的研究

我国的并购融资方式与国外基本一致, 融资方式也较丰富, 但具体到并购实践中, 大家选用的融资方式都较为传统有限, 主要原因是, 我国法律法规的限制较多, 对于融资方式的选择有着严格的限制, 不是公司自主就可以自由选择的。

肖小玮(2009)认为, 由于我国资本市场不完善, IPO 门槛较高, 股市规模不大, 上市公司有限, 使得股价较高, 如果直接通过二级市场进行并购, 代价较高, 换股并购很难推行。而且我国上市公司还有一大部分的限售股, 流通股占比不高, 这种情况下, 对于并购企业来说, 要增加一定的并购成本。

田影(2010)通过分析指出, 商业银行贷款是我国并购融资的主要方式, 但由于我国信贷政策及监管问题, 导致银行贷款难以获得, 此外, 我国商业银行对贷款用途限制较多, 除了要求信用较好, 有些还要有一定的抵押担保, 而且对于并购贷款占并购标的金额的比例也有限制, 影响了商业银行贷款进入并购融资领域。

张燕(2010)通过研究认为, 我国企业并购规模越来越大, 资金来源成为了影响并购成功的一个很重要的问题, 通过内部自身积累是很难满足并购的需求, 一般都需要金融机构提供资金支持。不同的并购融资方式对企业会产生不同的影响, 融资方式选择成为一个并购重点需要考虑的问题。

### 4、关于融资创新的建议

受到我国融资市场不完善以及对并购融资理论研究的不足, 造成了我国并购



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.