



TSINGHUA Financial Review

清华金融评论

增刊

规范杠杆收购 促进经济结构调整



ISSN 2095-6738



9 772095 673162

CONTENTS

规范杠杆收购 促进经济结构调整

主报告 REPORT

12	“宝万之争”的过程回顾	12	杠杆收购资金的组织方式和存在的问题
12	第一阶段：宝能建仓成为第一大股东， 矛盾初次公开化	12	杠杆收购资金的组织方式
12	第二阶段：宝能系与万科管理层对峙升级	17	杠杆资金组织中存在的问题
12	第三阶段：多方参与博弈局面进一步复杂化		
18	杠杆收购在宏观与微观层面的价值意义	20	政策建议
18	杠杆收购对于宏观产业升级与结构调整的意义	20	宏观层面的政策指引与监管
19	企业并购对于改善公司治理结构的价值所在	21	杠杆收购的融资工具和手段
		24	敌意收购的公司治理与法规

“宝万之争”的脉络、焦点与研究目的

1 子报告 REPORT

28	“宝万之争”的发展脉络	31	“宝万之争”的争议焦点
28	第一阶段：宝能系持续建仓成为第一大股东	31	公司治理之争
29	第二阶段：宝能系与万科管理层对峙升级	31	收购行为之争
30	第三阶段：多方参与致局面进一步复杂化	33	收购资金组织方式之争
33	研究“宝万之争”的目的与意义		
34	探索和发现产业结构调整与供给侧改革的微观基础		
34	推动上市公司加强公司治理		
34	推进并购市场发展，规范企业并购行为		
34	加强对企业杠杆收购的风险控制与金融监管		
35	进一步规范和完善杠杆收购资金来源		

海外杠杆收购市场的发展状况 及对中国市场的启示

2 子报告 REPORT

38	杠杆收购的美国经验	42	杠杆收购的其他国家经验
38	美国杠杆收购市场的发展趋势	42	欧洲杠杆收购概况
40	美国市场杠杆收购的资金来源	42	主要融资机构的地位和作用
41	美国市场的并购潮与经济形势间的关联关系	43	欧洲杠杆收购的主要融资工具
44	杠杆收购标的公司的特征	47	杠杆收购中创业者保护和公司治理的监管启示
53	杠杆收购对产业升级与供给侧改革的影响	47	公司治理提升应该作为杠杆收购收益的主要来源
		48	杠杆收购中公司治理、创业者保护的借鉴与政策建议
		52	高杠杆也蕴含巨大风险

CONTENTS

中国并购市场发展现状与存在问题

3 子报告 REPORT

58	从“宝万之争”看中国并购市场的发展动向	69	从“宝万之争”看新型并购融资工具的使用
58	“宝万之争”的宏观背景分析	69	传统并购融资方式
60	当前并购市场环境分析	71	新型并购融资工具
61	企业并购主体分析	77	促进中国并购市场发展的政策建议
62	企业并购客体分析	77	规范发展产业并购促进经济转型升级
64	企业并购目的分析	77	大力支持商业银行开展并购贷款业务
65	企业并购方式分析	78	丰富并购支付手段和杠杆收购的融资工具
66	并购融资工具分析	79	充分厘清市场机制和行政监管的边界
68	中国并购市场的运行逻辑	80	附录 1：四类传统并购融资模式
74	从“宝万之争”看中国杠杆收购存在的主要问题	82	附录 2： 并购整合重塑行业竞争力 ——以全球钢铁行业为例
74	杠杆收购的融资工具缺乏		
75	对杠杆收购融资工具的风险识别不足		
76	金融中介服务能力有待提高		
76	并购市场“乱象”频发		

敌意收购的法律规制与公司治理

4 子报告 REPORT

88	上市公司的敌意收购	97	反收购措施规制的比较法视角
88	关于敌意收购	97	各国反收购的立法和司法规制实践
90	敌意收购与公司的外部治理	101	各国实践差异的原因分析
91	敌意收购的价值争议	103	对中国的启示
104	A 股上市公司反收购措施的法律评价	112	反收购情境中董事的诚信义务
104	现行法规环境	112	各国实践
105	实践中的重点防御策略及其法律检讨	114	对中国的启示
111	小结	117	结论和政策建议
115	创业企业家与多数表决权股份制度	117	需要遵循的原则
119	附录：宝能收购万科事件中的公司法 和证券法相关问题	118	主要政策建议要点

杠杆收购资金组织方式的法律框架

5 子报告 REPORT

134	我国杠杆收购资金组织方式概述	141	商业银行理财业务及银信、银证合作业务
134	我国杠杆收购资金组织方式的特点	142	通道业务
134	多种资金来源运用示例	144	私募股权投资
137	资管计划以及与银行理财资金的对接	144	保险资金
138	现行金融监管对杠杆资金组织的规制方式	145	杠杆收购资金组织方式的 潜在风险及其监管应对
139	券商资管计划	145	现行杠杆收购资金组织方式的潜在风险
140	基金（子）公司资管计划	146	监管新政及其对杠杆资金组织方式的潜在影响
140	信托公司集合资金信托计划		

CONTENTS

6 子报告 REPORT

关于保险资金参与企业并购

152	保险资金的权益类投资和近期举牌情况	165	一致行动人问题
152	权益类投资成为保险公司资金运用中重要的大类资产	165	从公司治理监管的角度看
155	近期保险资金举牌情况	167	从市场行为监管和偿付能力监管的角度看
157	保险资金参与企业并购投资	168	政策建议
157	从负债端看保险资金	168	改善公司治理，加强保险公司独立性
158	保险资金的并购式投资	168	强化价值发展理念，稳健经营，不断优化产品结构
		168	加强对资金运用特别是重大权益类投资的监管
		169	加强资产负债匹配监管和偿付能力管理
		169	建立统一的金融监管机制
160	保险资金的来源——以万能险为例		
160	万能险的发展历史和产品特点		
161	万能险投资的管理方式		
162	目前市场上部分保险公司对万能险产品的倚重		
164	避免对万能险的全盘否定或妖魔化		

7 子报告 REPORT

商业银行运用多元化融资工具参与企业并购的分析

172	“宝万之争”中商业银行参与情况分析	177	商业银行参与并购业务：机遇与挑战
172	“宝万之争”中商业银行提供的融资工具	177	商业银行并购融资产品
172	宝能运用的银行融资方式分析	182	商业银行参与并购融资的特点和优势
172	宝能运用的银行融资方式存在的问题	183	商业银行参与并购融资的挑战
		185	现阶段商业银行有必要通过理财业务参与并购融资
173	中国并购市场的发展与“宝万之争”的定位	187	相关解决方案与发展建议
173	中国并购市场的发展阶段——与美国市场比较	188	鼓励商业银行参与建立以市场为导向，规范化和定制化兼顾的多元融资体系
174	近五年中国并购市场整体形势分析	191	建立市场化的统一监管机制
175	当前市场主流并购融资形式		
176	中国并购市场未来展望		
177	“宝万之争”的市场定位和融资方式评价		

关于发行债券参与企业并购研究

194	并购债券的产生和发展	204	并购债券在我国的发展
195	杠杆收购的融资方式	210	我国发展并购债券的可行性分析
195	杠杆收购的融资结构	210	中美宏观经济金融环境比较
196	杠杆收购的融资工具	212	我国并购市场正在走向繁荣
		212	融资工具缺失制约并购市场发展
200	杠杆收购在我国的发展	213	关于促进并购债券市场发展的政策建议
201	我国杠杆收购的融资方式	213	明确并购债券市场定位
202	我国杠杆收购的典型案例	213	完善并购债券发行交易制度
202	我国杠杆收购的发展趋势	213	加强并购债券风险管理和监管

8

子报告
REPORT

资管计划与企业并购

217	资管计划用于并购的方式与特点 ——以宝万之争为例	226	资管计划涉入并购给公司控制权市场带来的风险及监管对策
217	宝能杠杆局的资管计划	227	资管计划作为名义收购人的风险
220	万科方面对结构化资管计划的运用	227	法律对策——“实际控制人”与“一致行动人”规则
220	潜在的风险与争议	228	监管新规——结构化资管计划的信息披露
220	结构化资管计划 ——从理财产品到杠杆收购工具	229	资管计划涉入并购给私募资管市场带来的风险及监管对策
221	结构化资管计划的特征	229	传统资管计划投资于股票市场的风险防范措施
222	结构化资管计划的实质——融资担保交易机制	230	涉入并购导致资管计划自身的风险控制机制承压甚至失效
222	结构化资管计划用于并购——杠杆收购机制	230	资管计划涉入并购的金融交叉业务风险
		231	监管应对措施——杠杆率控制与叫停类借贷的结构化安排
223	资管计划的股东身份与投票权问题	232	借鉴域外的并购子/壳公司模式，集中有序地配置多层次的杠杆资金
223	资管计划的法律性质	232	并购子/壳公司模式与杠杆资金的组织
224	资管计划的股东身份	234	配套的法律措施或政策建议
224	资管计划的投票权		
225	结构化资管计划投票权的特殊问题		

9

子报告
REPORT