

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 夹层融资在杠杆收购中的应用
——以金投锦众收购焦作万方为例

研究生姓名: 李正勇

指导教师姓名、职称: 陈芳平教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融

研究方向: 金融投资

提交日期: 2021年5月25日

独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李正勇 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 陈芳年 签字日期： 2021.5.25

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 李正勇 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 陈芳年 签字日期： 2021.5.25

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

The Application of Mezzanine Financing in Leveraged Buyout--Taking Jintou Jinzhong's acquisition of Jiaozuo Wanfang as an example

Candidate : ZhengyongLi

Supervisor: FangpingChen

摘 要

当前，传统产业迫切需要进行产业转型升级，我国庞大的传统产业体量需要大量的并购融资来支持其转型升级。但是，我国的并购融资体系还不完善，法律环境壁垒高，银行参与企业的并购重组的限制较高，股权融资时股东资格、投资发起人资格的门槛也较高，总体并购融资渠道相对狭窄。夹层融资则因其结构的灵活性、收益的稳定性、风险的可控性等优势，按照并购双方主体的要求量身定制其适合的并购融资方案。国内传统产业的矛盾突出问题将带来并购融资交易需求的持续增长，夹层融资将会成为我国并购市场中重要的新型融资渠道。

本篇文章以夹层融资为主线，首先概述了夹层融资的概念、特点和理论基础，然后分析整理了普通型和权益型夹层融资的运作模式及其适用性，为焦作万方的夹层融资案例做铺垫。其次探讨了金投锦众采用夹层融资方式对上市公司焦作万方进行杠杆收购的案例，分析了此次交易的交易模式及具体流程，突出夹层基金在杠杆收购中的独特优势，并分析此次交易对焦作万方产生的绩效影响，对焦作万方并购成功的原因进行了深入的分析。由此得出阶段性结论，并购是传统产业重组整合、新型企业融资发展的重要手段，而采用夹层基金融资模式可以为企业提供结构化资金，灵活设计夹层基金融资方案来满足投融资双方的需求，助力我国传统企业实现转型升级。文章的最后，分别从投资者立场、社会角度、国家层面论述了我国发展夹层融资的可行性与对策建议。

关键词：夹层融资 杠杆收购 焦作万方

Abstract

At present, traditional industries urgently need to conduct an industrial transformation and upgrading, my country's huge traditional industrial volume requires a lot of mergers and acquisition financing to support its transformation and upgrading. However, my country's acquisition financing system is still not perfect, the legal environmental barriers are high, and bank participating enterprises have higher restrictions, equity financing shareholders, and the threshold for investment initiator is also high, and the overall mergers and acquisition financing channels are relatively narrow. The mezzanine financing is based on the flexibility of its structure, the stability of the income, and the requirements of the leveraged buyout the parties in accordance with the requirements of the M & A of the main body of the mergers and acquisitions. The contradiction between the domestic traditional industries will bring the continued growth of merger financing transactions, and the financing will become an important new financing channel in my country's M & A market.

This article is mainlined by sandwich financing as the main line, first outline the concept, characteristics and theoretical basis of mezzanine financing, and then analyzes the operation mode of ordinary and equity mezzanine financing and its applicability, which is the sandwich financing case of Jiaozuo Wanfang. bedding. Secondly, the case of Jintou Jinzhong used a sandwich financing method to leverage the listed company Jiaozuo Wanfang's leverage,

analyzed the transaction mode and specific process of the transaction, highlighting the unique advantage of the laminated fund in the leverage, and analyzed this time The transaction affects the performance of Jiaozuo Wanfang, has been analyzed in the reasons for the success of Jiaozuo Wanfang M & A. Thus, the classroom conclusion, mergers and acquisitions are an important means of traditional industrial restructuring, new enterprise financing development, while using mezzanine fund financing models can provide structural funds for enterprises, flexible design of mezzanine funds to meet the requirements of the investment and financing Help our traditional enterprises to implement transformation and upgrading. At the end of the article, from the investor position, social perspective, the national level discussed the feasibility and countermeasures recommendations of my country's development of mezzanine financing.

Keywords: Mezzanine financing; LBO; Jiaozuo Wanfang

目 录

1 绪论	7
1.1 选题背景和意义	7
1.1.1 选题背景	7
1.1.2 选题意义	8
1.2 国内外研究现状	8
1.2.1 国外研究综述	8
1.2.2 国内研究综述	9
1.2.3 研究评述	10
1.3 研究方法及内容	11
1.3.1 研究方法	11
1.3.2 内容框架	11
1.4 可能的创新及不足	12
2 夹层融资理论基础	13
2.1 夹层融资内涵	13
2.2 夹层融资特点及其优缺点	14
2.2.1 夹层融资的特点	14
2.2.2 夹层融资的优缺点	15
2.3 夹层融资的理论基础	16
2.3.1 交易成本理论	16
2.3.2 权衡理论	16
2.3.3 委托代理理论	17
2.3.4 优序融资理论	17
2.4 国内外夹层融资的发展情况	17
2.4.1 国外夹层融资的发展情况	17
2.4.2 国内夹层融资的发展情况	19
3 夹层融资的运作模式介绍	21
3.1 普通型夹层融资运作模式	21
3.1.1 资产管理计划的夹层运作模式	21
3.1.2 信托计划的夹层运作模式	22
3.1.3 混合的夹层运作模式	23
3.1.4 委贷银行的夹层运作模式	24
3.2 权益型夹层融资运作模式	25
3.2.1 可转让信托份额收益权夹层运作模式	26
3.2.2 可转让出资份额收益权夹层运作模式	26

3.3 我国发展夹层融资的可行性分析.....	27
3.3.1 夹层融资更受投资者的欢迎.....	27
3.3.2 夹层融资是我国企业并购重组的一种有效途径.....	28
3.3.3 夹层融资是国企改革的一种重要融资方式.....	29
3.3.4 夹层融资是我国海外并购的一种重要融资方式.....	30
4 焦作万方夹层融资案例分析.....	32
4.1 项目夹层基金方（金投锦众）.....	32
4.2 融资项目方（焦作万方）.....	33
4.3 夹层融资过程.....	34
4.3.1 目标企业选择.....	34
4.3.2 夹层基金设立要点.....	35
4.3.3 夹层基金结构与交易模式.....	35
4.3.4 收购价格分析.....	37
4.3.5 目标企业治理.....	38
4.4 夹层融资绩效研究方法.....	39
4.4.1 事件研究法.....	39
4.4.2 会计指标法.....	40
4.5 夹层融资绩效分析.....	40
4.5.1 短期绩效分析.....	41
4.5.2 中长期绩效分析.....	42
5 结论及对策建议.....	46
5.1 结论.....	46
5.2 对策建议.....	46
5.2.1 我国夹层融资发展面临的问题.....	46
5.2.2 我国夹层融资发展的对策建议.....	47
参考文献.....	49
后 记.....	52

1 绪论

1.1 选题背景和意义

1.1.1 选题背景

作为兼具债权和股权性质的一种交叉型混合融资方式，夹层融资能广泛应用于房地产项目、Pre-IPO、并购重组等领域，对于企业在进行完债权和股权融资后仍然不足的资金部分，夹层融资能较好地进行弥补，提高资金融通效率，为企业的长期可持续发展提供保障。夹层融资虽然在资本构成上既有债权又有股权，但其本质上是一种长期性债权融资，国际上习惯把夹层融资归集为私募债权。对夹层融资的投资方来说，能够得到比优先债权更高的回报率的同时，承担的风险又会低于股权融资的风险；对融资方来说，能够双享债权和股权融资的优势，一方面所提供的资金为长期资金，另一方面可以继续保持控股股东的地位，降低企业控制权被稀释的风险。通过观察夹层融资的特征及其优缺点和近年来在国内外的的发展状况可以发现，夹层融资以其独特的灵活性将在国内的并购融资交易中占有一席之地，并且它也能成为解决国内企业融资难题的一种有效途径。当前，随着我国金融市场环境的逐步建设，“十四五”规划提出了要实现产融结合，鼓励实体经济要和金融市场相结合，互相发展，通过多元的融资途径来帮助企业走出困境，鼓励企业进行兼并重组、转型升级，夹层融资作为一种新型的融资模式，存在更大的市场机遇。

我国目前正处于产业转型升级的重要时期，市场上的并购融资交易活动正在加速，企业融资的需求也在不断扩大。夹层资本可以通过支持成长型企业进行多元融资或杠杆并购形式来增强其企业核心竞争力。库存过多、需求疲软等因素导致了我国制铝行业突出的结构性矛盾，在我国供给侧结构性改革的背景下，中国的制铝行业将迎来产业调整期。“十四五”规划提出要严控企业能耗，制铝行业作为以生产成本为导向的企业，通过新增产能很难降低企业成本，因此面临的竞争和政策压力进一步增大，这也将致使我国铝业亟需进行并购重组、转型升级。因此，本文以主要从事制铝领域的焦作万方上市公司为例，探讨其运用夹层基金进行并购的案例，由此引出制铝行业也将继续存在更多的夹层融资业务机会。

1.1.2 选题意义

纵观全球，以美国为代表的西方国家的投资风险偏好较高，因此股权投资发展繁荣；以中国为代表的东方国家的投资风险偏好较低，更倾向于稳健型的债权投资，而夹层融资本质上还是属于债权投资，其资金来源为长期资金，并可凭借其结构的灵活性、收益的稳定性、风险的可控性等优势，按照并购双方主体的要求量身定制适合的并购融资方案，更加符合我国金融发展要切实服务实体经济的导向。

另一方面，我国目前正积极推进供给侧结构性改革，国内传统型产业迫切需要进行并购重组，并购基金需求出现巨大缺口，传统的债权、股权融资难以满足对存量改造、增量优化的相关要求，因此对夹层融资等私募债权融资需求正在逐步扩大。夹层融资能在企业杠杆收购中发挥重要作用，丰富企业的融资渠道，以期在一定程度上能缓解特别是受疫情影响下企业融资难的问题。本文先梳理总结了目前可行的夹层融资的普通型和权益型的运作模式，然后通过分析金投锦众采用夹层融资模式对焦作万方进行并购的案例过程。得出结论：夹层融资模式可以为企业提供结构化资金，灵活设计夹层方案来满足投融资双方的需求，助力我国传统企业实现转型升级。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究综述

第一，关于夹层融资介绍方面。George Blackburne (2005) 指出，夹层融资以其灵活的运作模式能够以不同的债权、股权投资组合构成的方式体现出来；Weissenberg, Cohen & Culliney (2003) 指出，夹层融资这种可灵活设计的交易结构融资方式，其既不同于以往的债权融资也不同于股权融资，而是二者的结合。在夹层运作模式的设计上细分优先级、中间级、劣后级等层次化有限合伙人，并且能与资管、信托等结合，灵活性能充分表现在其运作模式上。

第二，关于夹层融资产生原因方面。Chaplinsky & Anderson (2017) 指出，夹层投资的发展是为了填补传统的高级担保债务和直接股本之间的差距。因此，它们往往具有债务和股本的要素，收益大于直接债务，但风险较小，收益低于直接股本；Donald Braun (2002) 指出，夹层融资模式产生的原因是房地产市场上商业地产的质押率不足，现有的融资方式无法满足广大地产企业的融资需求，短缺的项目资金缺口亟需夹层融资这种

模式来填补；Peter Nockless & Sung Su Pak（2005）以美国和欧洲这两个资本市场为参照物，对不同形态的资本市场的夹层融资产生原因、影响因素、融资模式、资金退出等进行了全方面的对比论证。

第三，关于夹层融资估值方面。Chuanhe Shen, Zhe Xu & Yanchun Yang（2016）构建了基于夹层融资复杂的风险特征、收益机制的估值模型，并对其进行了定量分析，得出了实验结论，该估值模型能够有效地识别夹层融资的风险收益特性，能为投资方、融资方和监管部门提供借鉴意义；Nadine Assunta Amon & Gregor Dorfleitner（2013）以欧洲夹层市场为研究对象，对1982年至2010年在欧洲进行的1427次夹层交易贷款的典型成本成分进行实证分析，分析了夹层贷款的两个利息组成部分以及优先债务和次级债务份额之间的相关性和变化；Jae-Il Yoo, Eul-Bum Lee & Jin-Woo Choi（2018）结合韩国钢铁公司案例，构建了基于期权的夹层融资模式来弥补项目融资利率差的可行性。实验证明夹层融资方法可以获得较低利率的资金，特别是当夹层基金占总投资成本的20%时，项目的净现值实现最大。

第四，关于夹层融资应用方面。Muninarayanappa, Nirmala & Fatin（2018）结合了中小企业的生命周期理论，提出夹层融资这种非常规的金融工具为印度中小企业融资开辟了道路；John F. McDonald（2007）指出，夹层融资为解决中小企业融资难题提供了可行的方案，是拓展融资渠道的一个新方法，在弥补资金缺口方面具有重要现实；Dan Costin（2015）指出，由于金融危机和经济衰退原因，中小企业融资难题进一步深化，中小企业可寻求具备混合债权和股权的夹层融资模式来替代传统融资办法。

1.2.2 国内研究综述

第一，关于夹层融资的国内发展现状方面。孙景安在（2005）结合国内外对夹层融资的市场研究现状，提出了夹层融资一方面可以在未来的国内经济发展和企业改革中发挥重要作用，另一方面也可以为国内银行类债权产品和金融服务创新提供新的发展建议；傅璇（2004）在分析了夹层融资的来源、含义及运用场景后，肯定了夹层融资在中国目前经济发展中不可或缺的作用，具体在实践运用中，从国内的对另类资产的法律规定、市场准入、风险监管等方面进行了详尽分析。

第二，关于夹层融资的交易模式方面，冯珊珊（2017）指出，夹层融资的运作模式之所以灵活性大，是因为可以在运作模式设计中可融入可赎回优先股、可转换债券、含股权的次级债务等金融工具，并且让这些工具进行组合，丰富了夹层基金的运作模式；

单琳（2018）设计了适用房地产行业的夹层运作模式，并根据不同规模的房地产企业设计与之匹配的夹层运作模式，使夹层融资的运作模式变得“千人千面”；左进，刘晶（2019）指出，夹层融资的特点与优缺点符合我国保险资金稳健性、安全性的要求，要专业化的普通合伙人和机构化有限合伙人参与明股实债模式、投保联动模式的设计，由此促进我国保险资金参与夹层投资。

第三，关于夹层融资应用方面。袁华江（2010）指出，我国矿业因为其体量巨大的特殊产业特征，在债权和股权都不敢涉及融资的同时，可以借助夹层融资来探索融资可能性，为在更大范围内运用夹层融资奠定了一定的理论基础；陈碧茹（2019）通过分析上市房地产公司“华夏幸福”融资方式的模式和效果，探讨了不同融资方式的效果与融资目的，得出夹层融资能为企业提供多元化融资、融资模式创新、改善成本结构和提高资产利用率的结论；付晨曦（2018）指出，我国进行杠杆收购的融资渠道不仅包括利用银行、风险资本等进行债权融资，利用增发、换股等进行股权融资，还可以用债权和股权混合的方式进行融资；沈彦菁（2019）指出，夹层融资模式可以为科技金融发展提供借鉴意义，夹层融资模式可以参与到科技金融产品设计之中。

第四，关于夹层融资的风险管理方面。王秀福（2015）指出，由于我国对夹层融资的定位不明确，虽然夹层融资本质上属于债权，但在我国，运用夹层融资并不能为企业带来节税效应，因此，采用夹层融资模式会为企业增加财务风险的可能性；徐霞（2016）指出，新型融资方式夹层融资在我国房地产企业的运用中有金融环境不健全、项目管理不足、风险不确定性三个方面的缺陷；段欣（2017）以某房地产集团夹层融资案例为例，阐述了由于对夹层融资的界定的不易性，加大了企业外部审计的难度，最后站在审计机构角度提出了解决办法；张镛邦，刘远洋（2020）在分析了汇源集团的夹层融资案例后，提出信用风险贯穿于夹层融资的投前、投中、投后环节。

1.2.3 研究评述

综上所述，国外对夹层融资的研究显得比较微观具体，不仅对夹层融资的定义、适用场景、运作模式以及资金退出等进行了全方面的对比论证，而且还基于夹层融资复杂的风险特征、收益机制的估值模型，并对其进行了定量分析，为夹层融资这种新型模式运用于现实提供了可行的办法，为投资方、融资方和监管部门提供更多的借鉴意义。深刻剖析了夹层融资这种创新型的融资方式适合于成长型中小企业、房地产行业、证券化、并购重组、开发融资等场景，在弥补融资缺口方面具有应用意义。

由于夹层基金在我国的发展时间较晚，国内学者对于夹层基金的研究目前还处于探索阶段，大多偏重于对夹层融资的来源、含义及运用场景的总结，对夹层融资的实际运用方面的研究范围也比较狭窄，学者研究的夹层融资应用范围大多仅限于房地产融资方面的应用，对其他产业只是结合夹层融资的特点论证其适用性，并无结合实际的案例，对夹层融资在并购重组中的应用缺乏更加直接的研究。因此，本文尝试分析夹层融资在杠杆收购中的应用，探索一种能应用于企业并购的新型融资模式，在受新冠疫情与我国供给侧结构性改革的影响下，推进我国传统企业实现转型升级。

1.3 研究方法及内容

1.3.1 研究方法

(1) 文献资料法：对相关国内外学者在夹层融资的基本理论、国内外研究现状、运作模式等方面的研究进行梳理，为后续的研究和案例分析做好铺垫。

(2) 定量分析法：通过具体数值来计算 *CAR* 值，运用会计指标数值对夹层融资方式的效果进行评价，具体的数据和指标数据为本文提供了有力支撑，使研究过程及结论变得有依有据。

(3) 案例分析法：以焦作万方股份有限公司为研究对象，分析其在进行夹层融资实现杠杆收购的具体过程。

1.3.2 内容框架

论文主要是对金投锦众采用夹层融资方式对上市公司焦作万方进行杠杆收购的案例分析。先对夹层融资的相关概念、优缺点和发展现状进行阐述，然后结合焦作万方夹层融资的应用案例，分析金投锦众如何运用夹层融资方式进行杠杆收购，并对此次夹层融资杠杆收购事件进行短期和中长期的绩效分析，得出采用夹层基金融资模式可以为企业提供结构化资金，灵活设计夹层基金融资方案来满足投融资双方的需求，助力我国传统企业实现转型升级的结论。最后基于目前我国资本市场的现实状况，通过投资者立场、社会角度、国家层面分别论述了我国发展夹层融资的可行性与对策建议。

第一部分为绪论。对文章的选题背景和意义、国内外研究现状、研究方法及内容、可能的创新与不足进行了阐述。

第二部分为夹层融资理论基础。包括夹层融资内涵、特点及其优缺点、理论基础，国内外夹层融资的发展情况。

第三部分介绍了夹层融资的主要运作模式、适用情景。梳理分析夹层融资在实际运用中采用的运作模式，为下文案例的分析打下基础。

第四部分介绍了金投锦众利用夹层融资方式对焦作万方进行并购重组的案例过程分析。具体分析了金投锦众夹层融资杠杆收购焦作万方的原因、流程及意义。

第五部分通过事件研究法和会计指标法分别对此次夹层融资案例的绩效和成果进行了分析。

第六部分通过投资者立场、社会角度、国家层面分别论述了我国发展夹层融资的可行性与对策建议。

1.4 可能的创新及不足

本文的研究对象夹层融资的运作模式相对较为新颖，在对夹层融资的基本理论和融资运作模式进行分析之后，结合具体的案例，详细论证了这种融资模式在企业进行杠杆收购时的可行之处。

不足点在于夹层融资在我国发展较晚，其应用范围有限，本案例的投融资双方公开可用的资料仅限于公开的上市公司的公告，对于数据的引用也只限于企业并购前后公告的财务数据，因此比较欠缺，对项目的拓展分析也存在不足之处。

2 夹层融资理论基础

2.1 夹层融资内涵

债务融资 (Debt Financing) 是指向债权人借款, 并在双方规定的时间内偿还借款的本利和的融资行为。债务融资可以是短期的, 也可以是长期的。一般而言, 短期债务用于为当前活动提供资金, 时期通常在一年之内, 而长期债务用于为建筑物和设备等资产提供资金, 时期通常在一年或一年以上。债务融资包括亲朋好友、银行、商业金融公司、政府项目和债券。相比于其他融资方式, 债务融资的操作更具简易性, 成本也更低。

股权融资 (Equity Financing) 是将企业所有权的一部分交换为金融投资的融资方式。所述股权投资产生的股权允许投资者分享企业的利润。股权涉及对企业的永久投资, 企业不在以后偿还。股权融资包括个人储蓄、亲友、风险资本、天使投资者、政府赠款、股权、公开发行和认股权证。

夹层融资 (Mezzanine Financing), 是既有债权又有股权的一种新型融资方式, 但本质上是另类资产中的私募债权, 对于企业在进行完债权和股权的融资后, 能较好地弥补融资剩下的资金缺口, 提高资金融通效率。其风险、收益均高于债权但低于股权, 常见的形式包括但不限于可赎回优先股、可转换债券和含股权的次级债务, 如图 2.1 所示。

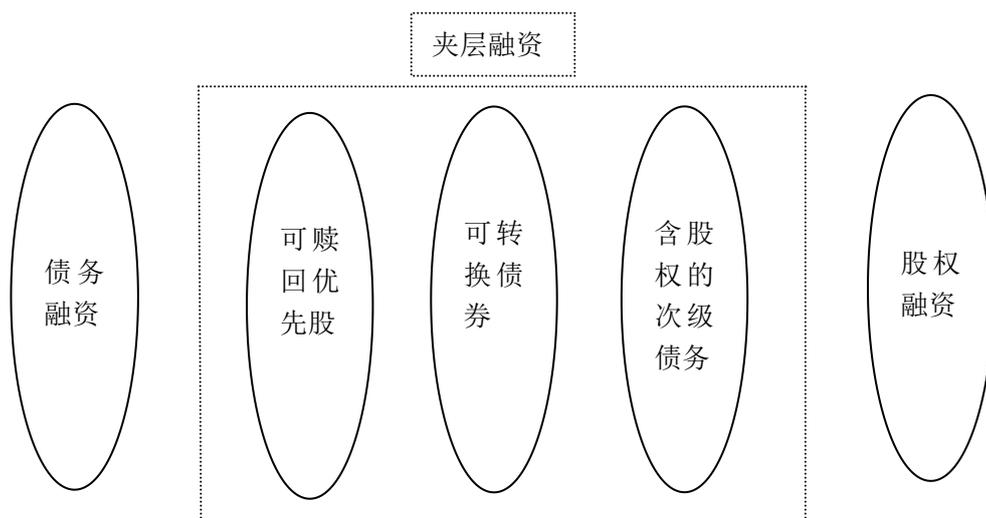


图 2.1 企业融资结构

在进行夹层融资之前,需要成立一只夹层基金,夹层基金是企业进行杠杆收购(LBO)时的一种创新型融资工具,在企业在进行债权和股权融资后仍不足以满足收购资金的要求时,此时夹层融资能用来填补此次的收购资金缺口,由此使得收购资金的使用效率得以提高,并能增加企业并购的成功率。在进行夹层融资运作模式的设计时,主流方向是分为普通型和权益型两大类,在具体运作模式中,普通型即为加入了资管计划、信托计划、委贷银行,在对目标企业进行份额认购时加入了不同债股比例的结构设计,由此产生多种不同的普通型运作模式;权益型即在普通型的运作模式基础之上,允许投资者对夹层融资的份额进行转让,由此得以满足投融资双方之间的不同投融资需求。

2.2 夹层融资特点及其优缺点

2.2.1 夹层融资的特点

第一,夹层融资是企业进行杠杆收购的一种创新型的融资来源。作为债权和股权之间的缓冲,它提供的是企业在进行债权和股权融资后仍不足以满足收购资金的要求时,此时夹层融资能用来填补此次的收购资金缺口,由此使得收购资金的使用效率得以提高,并能增加企业并购的成功率。

第二,夹层融资可以灵活满足投资方的需求。对于投资方而言,夹层融资的收益来源不仅包含了优先股、可转换债券及次级债这一类债权性质的固定收益,而且若是融资方的经营业绩改善,能获得企业资本增值部分的股权收益。

第三,夹层融资可以灵活满足融资方的需求。对于企业股东而言,夹层融资本质上属于债权类融资,可以最大程度地减少对公司控制权的稀释。从企业融资的偿还顺序角度看,债权投资方首先得到本金及利息的偿还,紧接着偿还的是夹层资本投资方,最后才是股权投资方,由此来看夹层资本的风险大于债权而小于股权;从企业融资的成本角度看,融资费用会高于债务资本但低于股权资本(如下图 2.2 所示)。



图 2.2 企业融资特点

2.2.2 夹层融资的优缺点

根据投融资双方不同的立场，夹层融资对双方各自的优势可具体分解为表 2.1 所述：

表 2.1 夹层融资对于投融资双方各自的优势

投资人	融资方
(1) 投资收益较高。它不仅可以获得优先合伙人的利息收益，而且可以获得劣后出资人股权部分的股价增值和分红；	(1) 借款期限较长。可提供中长期融资，一般在设计夹层基金时，都协议要求 3-7 年后才可实现资金的退出和赎回；
(2) 投资风险较低。债务资本具有优先获取收益权益，而且在协议中通常也会加入对企业资产负债率的限制，加强对投资人的资产性保障；	(2) 融资成本较低。相较于股权融资，夹层融资中的优先级有限合伙人只收取固定利息；
(3) 资金容易安全退出。夹层基金的协议中对债权部分有规定明确的还款期，当劣后投资人已完成还本付息，优先投资人按协议实现资金退出；	(3) 融资款限制性条件较少。相较于股权融资，优先级投资人承诺只作为财务投资人，不谋求企业的经营管理权；
(4) 流动性更强。夹层融资的回报中绝大部分来自于定期偿还的固定收益，因此更具流动性。	(4) 融资模式多样化。夹层融资结构可以根据需求灵活调整设计。

资料来源：公开资料整理

夹层融资以其融资模式的灵活性和多样性为投融资双方增加了诸多便利，但是物无完物，其自身的缺陷也同样无法避免。主要分为如下几个方面：

第一，夹层基金的法律环境不完善。一方面，目前我国不允许金融领域进行混业经营，夹层投资所涉及的债权与股权同时使用方法，在金融领域属于混业经营；另一方面，我们国家没有专门针对夹层投资出台相关的专业性法律文件。

第二，夹层基金产品非标准化。由于夹层融资的灵活性，夹层基金成立之时并无统一的标准，不利于其流转和监管。

第三，夹层基金对融资企业的资质要求较高。

2.3 夹层融资的理论基础

2.3.1 交易成本理论

交易成本理论由科斯在 1937 年提出。该理论指出，交易和管理成本的边际价值共同决定了企业的边际价值，企业进行内部资源协整时会产生管理成本，当企业的管理成本小于市场交易成本时，企业应势而生。当企业间的资源发生重组时，会发生相应的交易成本。对于企业经营者而言，交易成本的控制显得尤为重要。

在进行杠杆收购融资渠道的选择时，夹层融资模式的交易成本相较于传统并购融资渠道更低，这种融资模式更受企业经营者的青睐。

2.3.2 权衡理论

权衡理论由罗比切克和梅耶斯在 1966 年提出，该理论指出，在平衡债务利息可抵税收益和财务成本的基础上，最优资本结构可以实现企业价值最大化。最优资本结构在税收成本节省与财务约束成本与代理成本之间取得平衡。

由于夹层融资本质上是另类资产中的私募债权，被并购企业只需对夹层基金支付债权部分的固定利息费用，一方面，可以依我国税法规定，进行所得税前抵扣，间接增加了被并购方的利润；另一方面，对债权固定利息的支付会减少企业的流动资产，流动资产的减少能降低企业再投资风险。

2.3.3 委托代理理论

委托代理理论由伯利和米恩斯提出，该理论指出，当企业的所有权与经营权相分离时，企业股东与管理层之间的委托代理关系会产生代理成本。

在完成杠杆收购后，由于夹层融资本质上是债权融资，被并购企业将负担着大量需按期偿还的负债，放大了被并购企业的经营风险，此时收购方作为第一大控股股东，会选择对企业管理层加强监督管理，以期降低与管理层之间的委托代理成本。

2.3.4 优序融资理论

优序融资理论由迈尔斯与迈勒夫在 1984 年提出，该理论指出，当存在信息不对称时，企业会优先进行内部融资，再发行债券，最后才使用股权融资方式。内部管理人员比投资者（外部人员）对公司的回报和投资条件有更好的了解；外部人员只能参考内部人员或者该企业给出的信号来评估投资决策。

最安全的融资方法是保留内部融资，这种方法可以保留原股东的股权利益同时避免外部融资带来企业价值的降低。债务融资通常会以公司的固定资产作为抵押品，并仅收取固定利息，因此大多数利润仍归股东所拥有。夹层融资本质上是另类资产中的私募债权，能符合企业的安全融资方法。

2.4 国内外夹层融资的发展情况

2.4.1 国外夹层融资的发展情况

1980 年是国外夹层投资的第一个黄金年代。两伊战争导致的全球石油危机严重冲击了西方世界，原油价格的暴涨暴跌引发了美国的经济危机，许多上市公司的市值严重缩水。刚刚成立不久的 KKR 公司敏锐地看到了其中的机会，开始通过 10% 自有资金+90% 债务杠杆对这些企业进行资本收购，先后主导完成人类历史上第一笔大型上市公司私有化项目（Houdaille Industries, 1979 年）和第一笔交易总额超过十亿美金的并购项目（Wometco Companies, 1984 年）。

2003-2007 年间的美国，杠杆并购热潮再起。由于结构性融资工具的出现，银行得以给私募基金提供大量资金用于收购，夹层投资迎来第二次黄金发展期。黑石迅速行动，很快设计出了“全额收购+拆分卖出”的交易策略，5 天之内就从美国银行、高盛等机构

拿到了 290 亿美元的直接借贷 (Direct lending) 和 60 亿美元的夹层融资 (Mezzanine Financing)，买下了 EOP 旗下的全部资产。

从公开数据来看，近年来全球私募夹层类基金的资产管理规模呈现出快速增长的趋势，募资金额屡创新高。据 Preqin 统计，另类投资 (Alternative Assets) 在 2019 年末达到 13 万亿美元，面对近年来的宏观经济挑战，全球私募债 (Private Debt) 基金管理规模 (AUM) 从 2010 年末的 3150 亿美元，增长到 2019 年 8450 亿美元 (如下图 2.3 所示)，2014 年后，全球夹层类私募债权基金 AUM 增长有小幅加快的趋势，2014-2019 年年复合增速达到 15.3%，风险投资行业比以往任何时候都更有活力和动力。另据 Preqin 数据，私募债基金的表现十分出色，从 2010 年至 2019 年年底的 10 年里，私募债基金的平均内部回报率为 8.8%。

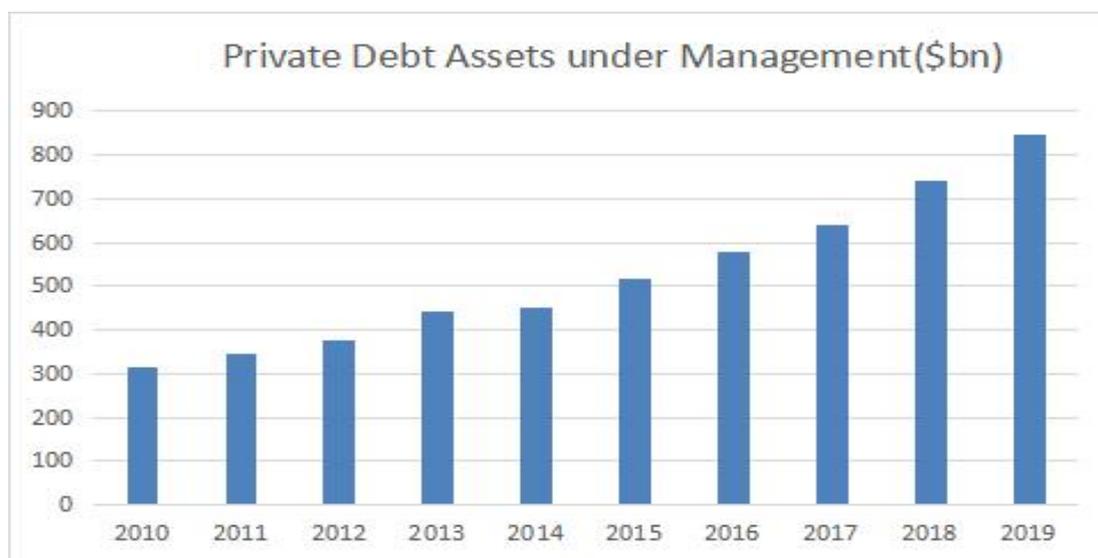


图 2.3 全球私募债管理规模

从国际夹层基金地域的分布上看，夹层基金最为活跃的区域主要集中于北美洲（其中以美国为主，包括募资金额前五的高盛、ICG、新月资本、GSO 和巴布森资本），欧洲次之，亚洲占比极低。根据公开数据，截止 2016 年，美国金融市场上总计有 133 支夹层基金，届时英国仅有 18 支，法国仅有 15 支。亚洲和其他地区作为未来夹层基金快速发展的新兴市场，虽然目前发展规模较小，但在未来金融市场中，其夹层基金的发展仍具有较大潜力。

2.4.2 国内夹层融资的发展情况

国内夹层融资的发展情况大体上可以在纵向上划分为如下几个阶段：

2005 年为我国夹层基金发展的第一个阶段，具体表现为对夹层融资模式的初级探索。2005 年之前，我国的另类投资私募债权市场除了境外的夹层基金之外，剩下的都是以信托计划为主的类夹层基金，其在本质上属于信托，而非结合债权和股权、且具有结构性资金的夹层基金。2005 年，在香港掀起一股到内地投资的热潮下，董事合伙人王琦宣布汇发基金一期成立，成为中国第一支完全意义上的夹层基金，确定“为中小型民营企业提供资金支持”为投资方向，以期解决成长型企业在成长期由于资金不足且融资难的困境；2006 年，中国发生第一例杠杆并购案例，境外私募基金 PAG 以 10 倍杠杆收购了“好孩子”，成了企业的控股股东。金融从业人员普遍认为，我国杠杆并购第一案为夹层基金在杠杆收购领域提供了重要基础。

2008 年至 2013 年为我国夹层基金迅速发展的第二个阶段。在 2008 年的次贷危机中，以夹层投资为代表的私募债表现出较强的抗跌性，受到投资者的青睐，发展继续加速。从 2008 年开始，亚洲夹层投资人专门设立了适合中国金融市场的夹层基金，我国夹层融资市场开始活跃。2010 年，在中国私募股权市场率先士卒的国家开发银行开展了夹层业务；随后，中信产业基金、光大控股、鼎辉投资与弘毅投资也相继成立了夹层基金，我国夹层基金数量犹如雨后春笋，迅速增加。

2014 年以后至今为我国夹层基金发展的第三阶段。主要表现为从 2014 年开始，由政府发起设立的政府引导基金促进了我国夹层基金的发展。2020 年以来，受新冠疫情影响，各国纷纷通过量化宽松政策来降低经济的衰退，全球将进入新的低利率时代，债券收益率将逐步降低，股市指数将维持震荡趋势，夹层基金又一次迎来新的发展机遇，国寿资本设 90 亿的夹层基金，鼎晖投资募集完成 80 亿规模的人民币夹层基金，市场的火热可见一斑。

从 2005 年的第一支夹层基金设立迄今，我国的夹层基金已经发展了 15 年，夹层基金作为人们眼中的“舶来品”，在我国金融市场上得到了不断的演变、发展壮大，其融资运作模式越来越具中国特色。中国另类资产投资市场在 2014 至 2018 年呈现出了快速发展之势，从成交规模上看，从 2014 年的 25.3 万亿元增加至 2018 年的 57.6 万亿元，年平均增长率为 22.8%。根据 Preqin 关于中国夹层基金的统计数据来看，全球投资中国夹层基金的资产管理规模（AUM）增长速度超过了国际夹层基金市场，从 2012 年至 2017

年，中国夹层基金 AUM 从 8 亿美元增加到 98 亿美元，年平均增长率为 65%，资产管理规模增加了 11 倍，远快于国际市场上私募债基金的增长速度。由此可见，中国资本市场的开放程度日益剧增，投资者的资本不断上升，中国另类投资市场规模有望持续增长。

我国夹层基金发展也有如下几大趋势。发展的第一趋势，普通合伙人愈加专业化。夹层基金普通合伙人已从逐渐从被动型投资者转换到主动管理投资者的方式，会在协议中做增值服务来提升成长价值，能按需设计股债结合的产品。发展的第二趋势，有限合伙人愈加机构化。夹层基金规模庞大，其风险收益特征适用于机构投资者进行投资，越来越多的养老基金、政府基金的加入提高了夹层基金的融资效率，同时也提高了基金的稳定性。发展的第三趋势，投资愈加多元化。夹层基金与实体行业的发展结合紧密，夹层基金以其债股结合的特性和极具灵活性的特点能在房地产项目、Pre-IPO、并购重组、借壳、私有化交易等领域大展拳脚。

3 夹层融资的运作模式介绍

夹层融资运作模式在进行并购融资业务中起着重要作用，选择适合并购方的自身条件的运作模式将有助于并购方更快，更平稳地获取并购资金。因此，在进行特定夹层融资分析之前对不同类型的夹层融资运作模式进行分析也具有一定的现实意义。

夹层融资的运作模式可分为普通型和权益型两种类型。夹层基金需要结构化投资人来发起成立，具体包括普通合伙人 GP（一个）和有限合伙人 LP（两个及以上）。夹层基金运作管理需要普通合伙人来担任，也可按照协议要求另行委托。夹层基金的组织形式中，普通合伙人需承担无限责任，有限合伙人按照出资额为限承担有限责任。优先级 LP 优先享有基金的固定收益权，并且优先收取本金；而劣后级有限合伙人享有对除优先权以外的剩余收益的分配权。由于优先级有限合伙人只能享有对固定收益的优先分配权，因此无法享受较高的超额收益回报，但所面临的风险也最小；劣后级有限合伙人则对剩余收益部分享有分配权，有可能因项目溢价高而获得超额收益，但也有可能因为项目的失败而面临亏损的风险。

3.1 普通型夹层融资运作模式

3.1.1 资产管理计划的夹层运作模式

在资产管理计划的夹层运作模式中，由结构化的资金来共同成立项目夹层基金，并对配套的资产管理计划进行注资，按照注入资金量的大小来认购资产管理计划的份额。资产管理计划再对融资项目的母公司注资，持有其一定份额的股权，然后，融资项目母公司通过债权融资给融资项目公司提供借款，完成此次对并购对象企业的夹层融资方案。在图 3.1 资产管理计划的夹层运作模式中，首先，调研融资项目公司的具体情况，由一个普通合伙人、两个或两个以上有限合伙人共同成立夹层基金。其次，夹层基金管理人委托资产管理公司设立资产管理计划并进行份额认购，来间接得持有融资项目公司的股权。最后，融资项目母公司向融资项目公司提供债权融资给融资项目公司。项目公司需按协议约定对母公司进行还本付息，融资项目母公司于夹层融资项目结束前回购股权，实现夹层基金的退出。

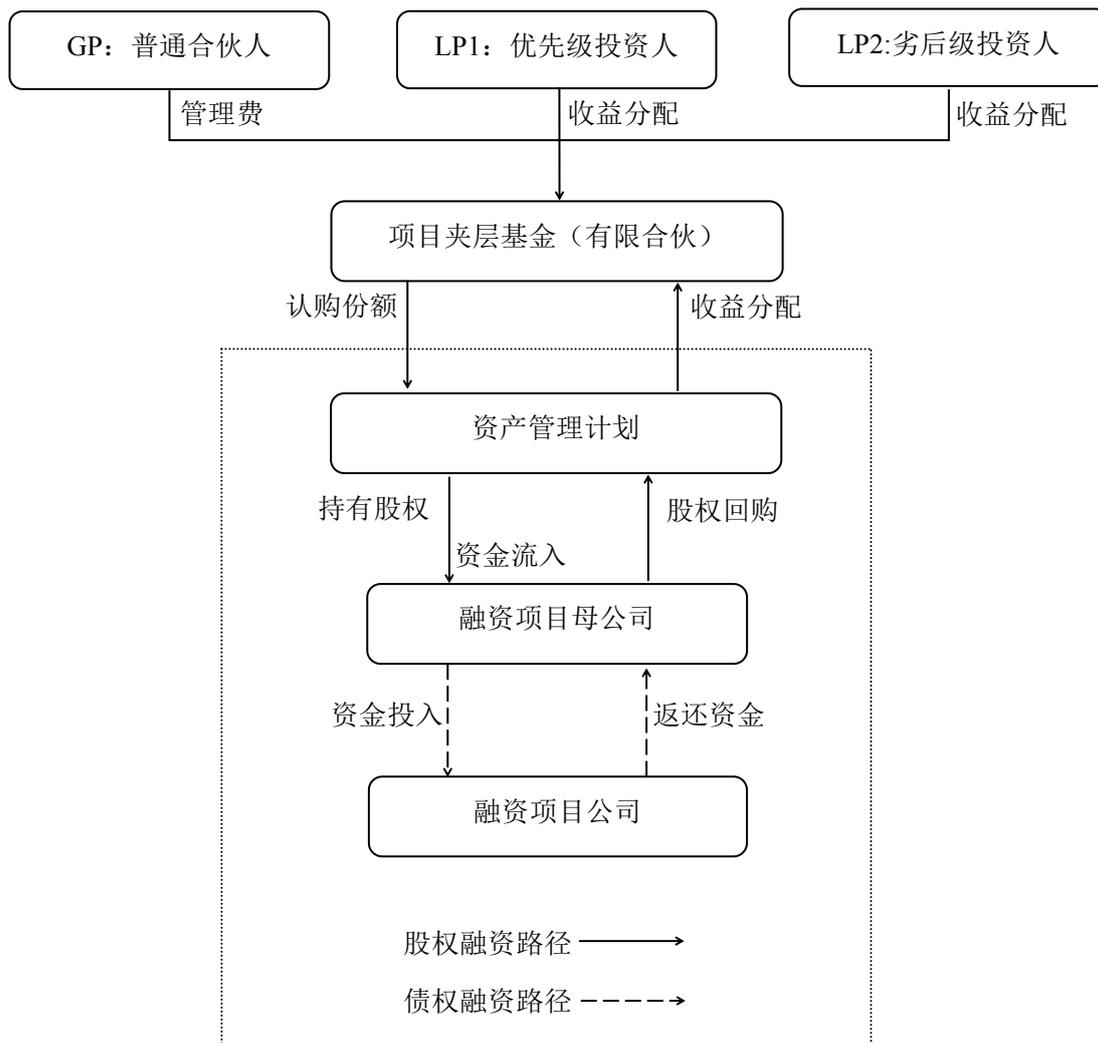


图 3.1 资产管理计划的夹层运作模式

3.1.2 信托计划的夹层运作模式

在信托计划的夹层运作模式中，由结构化的资金来共同成立项目夹层基金，并对配套的信托计划进行注资，按照注入资金量的大小来认购资产管理计划的份额。信托计划再对融资项目公司进行注资持有其全部或者部分的股权。在图 3.2 信托计划的夹层运作模式中，首先，调研融资项目公司的具体情况，成立夹层基金。其次，由 GP 委托信托公司设立信托计划并进行份额认购。同时，劣后级有限合伙人对本次融资的信用风险进行担保。然后，信托公司给项目公司提供债权性质的信托贷款的同时对其股权进行认购持有，这样，项目夹层基金间接得持有目标公司股权。最后，项目公司需按协议约定于夹层融资项目结束前回购股权，实现夹层基金的退出。

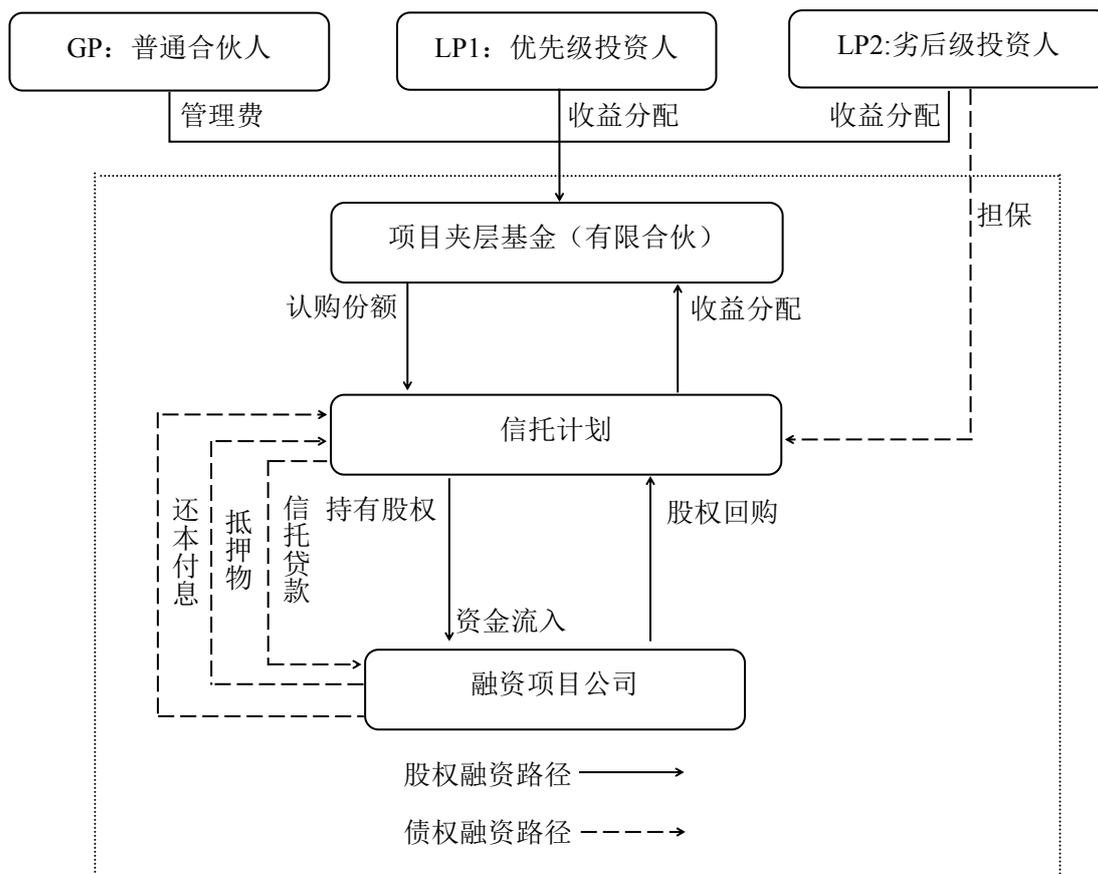


图 3.2 信托计划的夹层运作模式

3.1.3 混合的夹层运作模式

在混合的夹层运作模式中，由结构化的资金来共同成立项目夹层基金，并对配套的资产管理计划和信托计划以股债结合的方式进行注资，间接受让融资项目公司的股权，融资项目公司按期进行还本付息并于项目结束时回购股权。在图 3.3 混合的夹层运作模式中，首先，调研融资项目公司的具体情况，发起成立一支夹层基金。其次，由 GP 委托资产管理公司（基金子公司）设立针对此次并购的专项资产管理计划，然后项目夹层基金对其进行认购，再设立对应的信托计划，再由专项资产管理计划对信托计划进行股权认购，信托计划给融资项目公司提供债权融资。最后，项目公司需按协议约定对信托计划进行还本付息，并于夹层融资项目结束前回购股权，实现夹层基金的退出。

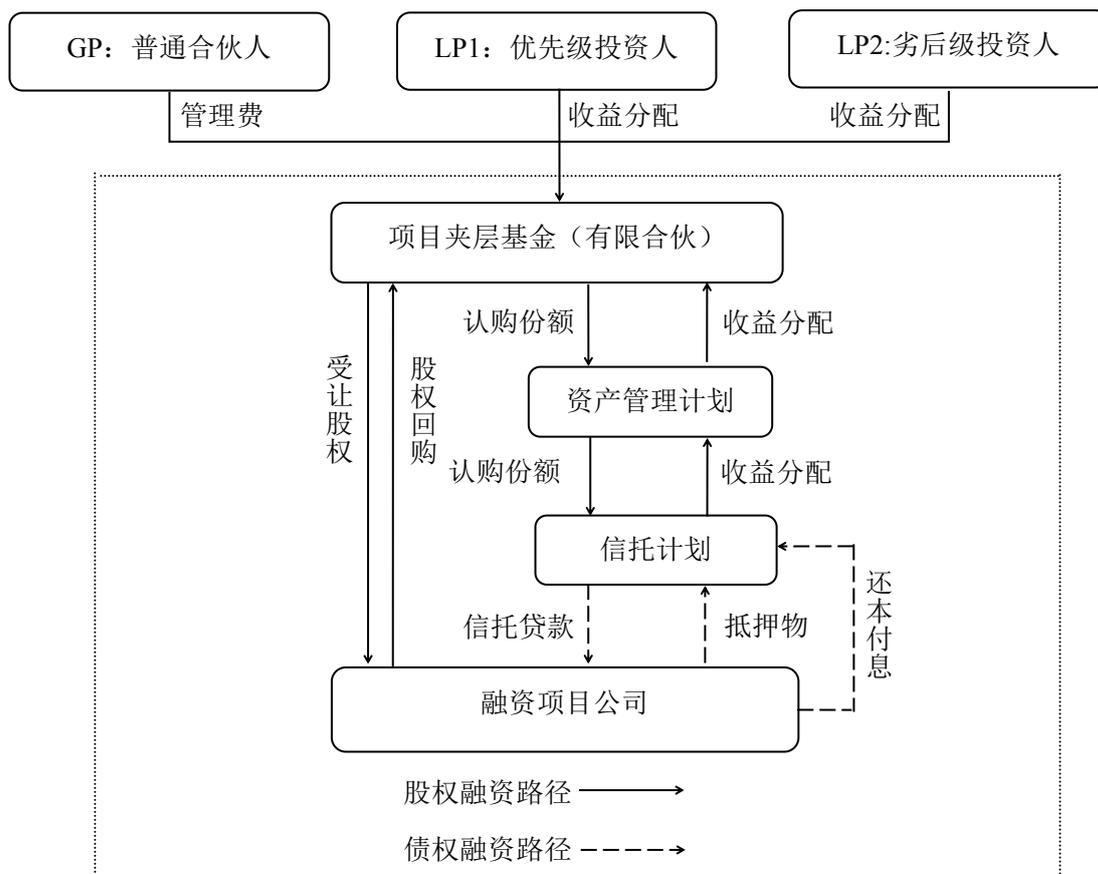


图 3.3 混合的夹层运作模式

3.1.4 委贷银行的夹层运作模式

在委贷银行的夹层运作模式中，由结构化的资金来共同成立项目夹层基金，一方面在委托贷款银行开设夹层基金专用账户，向融资项目公司提供债权融资；另一方面，项目夹层基金按照注入资金量的大小来通过认购融资项目母公司股权而间接持有融资项目公司部分的股权。在图 3.4 委贷银行的夹层运作模式中，首先，调研融资项目公司的具体情况，共同发起成立一支夹层基金。其次，由 GP 在委贷银行设立专门资金贷款账户，在发放贷款时需要融资项目公司向委贷银行提供抵押物和担保人签署连带责任条款；同时，夹层基金受让母公司的股权，再由母公司向项目公司提供债权融资。

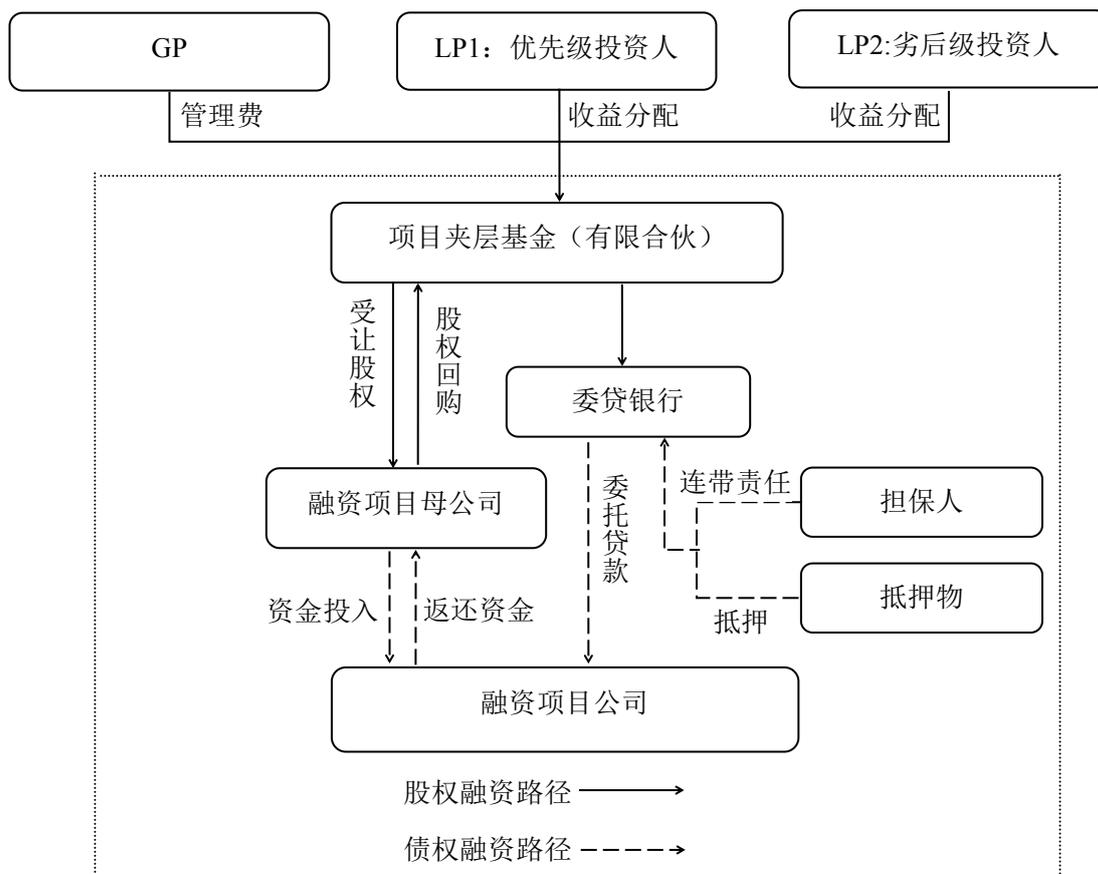


图 3.4 委贷银行的夹层运作模式

通过比对以上四种夹层融资的运作模式，夹层融资可以借道资产管理、信托计划、混合以及委贷银行的方式实现债权和股权相结合的融资模式。这四种运作模式能充分体现出收益权的分层设计中的夹层理念，能灵活的把债权和股权融合到夹层融资模式中去。以一种新的视角解决了纯债权或纯股权融资的困境，投融资双方可以按照不同的需求来灵活设计夹层融资的运作模式，探索出了一条新的融资方法和道路。

3.2 权益型夹层融资运作模式

夹层融资的权益型运作模式相较于普通型的区别就是在普通型的基础之上加入了资产收益权的转让，其设计的主要目的是为了给投资者更多的选择，能让投资者对夹层融资的份额进行转让，提高了投资收益率和夹层的流动性。夹层基金的资产收益权需要附着于一定的标的物之上，因此来说，只要能适用于夹层基金的标的物都可以用来设计

不同的运作模式。本文以融入可转让信托份额收益权夹层运作模式和可转让出资份额收益权夹层运作模式为例来代表权益类的夹层运作模式。

3.2.1 可转让信托份额收益权夹层运作模式

可转让信托份额收益权夹层运作模式是建立在信托计划的夹层运作模式基础之上，加入了项目夹层基金可以向第三方金融机构转让信托份额收益权，并约定在信托计划期限截至前回购转让的收益权。

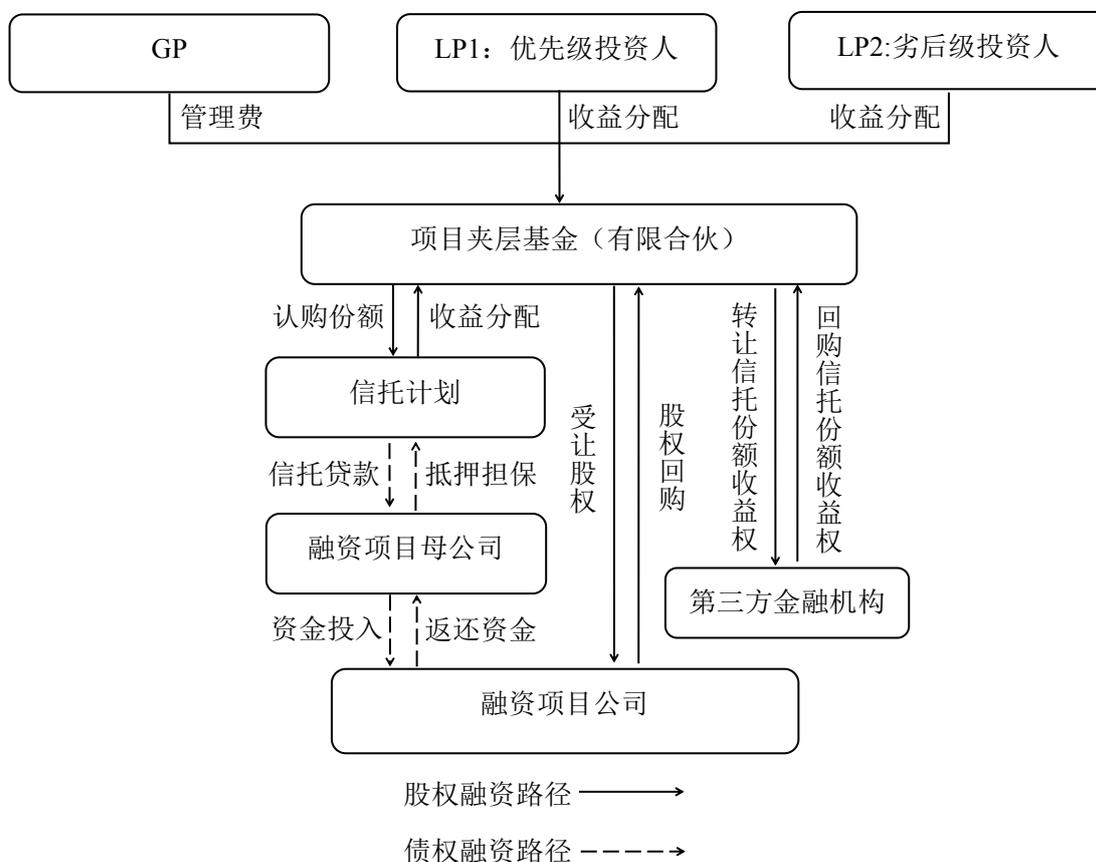


图 3.5 可转让信托份额收益权夹层运作模式

3.2.2 可转让出资份额收益权夹层运作模式

可转让出资份额收益权夹层运作模式是建立在委贷银行的夹层运作模式之上，加入了允许劣后级 LP 向第三方金融机构转让份额收益权，并约定在夹层融资期限截至前回

购转让的收益权。

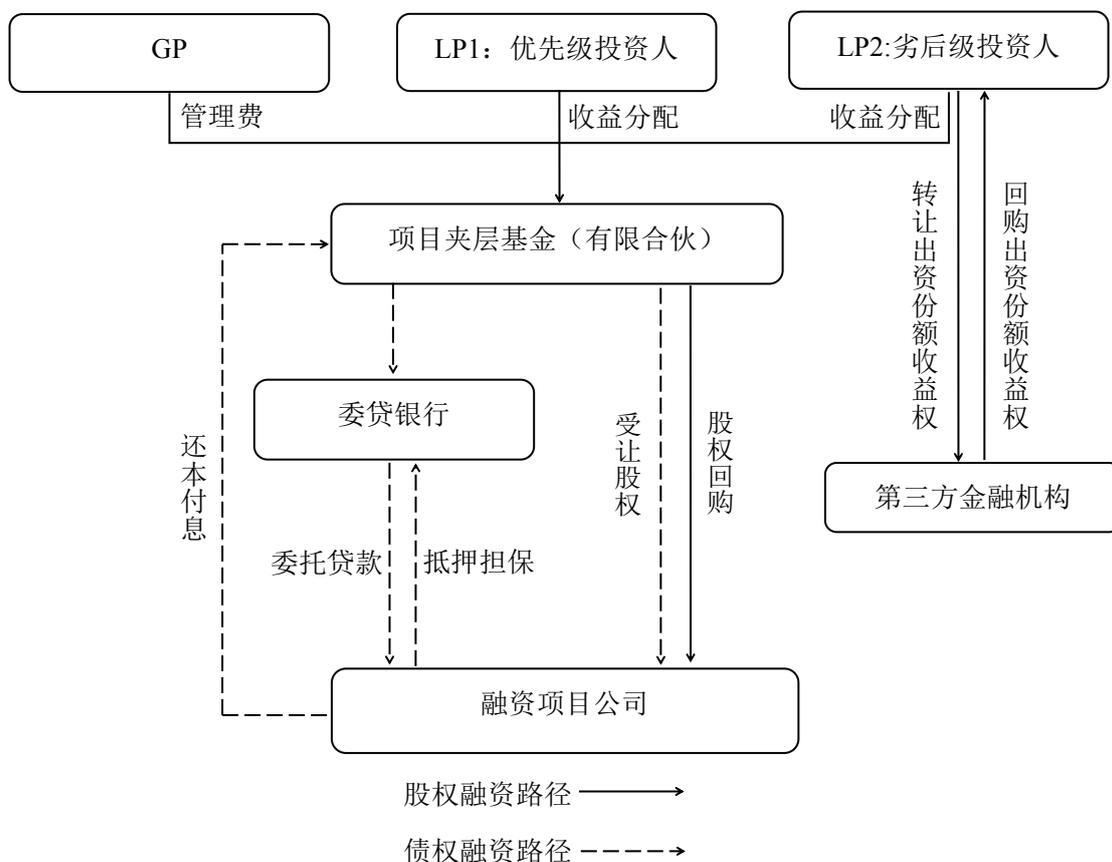


图 3.6 可转让出资份额收益权夹层运作模式

通过对上述两种权益型夹层运作模式的总结，当对收益权向第三方金融机构进行转让时，需要支付一定的交易成本费用，但夹层基金的投资人可以选择提前收回了让渡的本金，这部分本金又可以继续进入资本流通市场，选择更高收益的投资标的，能加快资金周转速率。

3.3 我国发展夹层融资的可行性分析

3.3.1 夹层融资更受投资者的欢迎

从美国的经验来看，历史上经典的夹层投资案例几乎都出现在经济周期的衰退时期。在经济周期的尾声，资产价格由涨转跌，人们对未来的预期从乐观转向悲观，伴随

着社会总需求降低和信贷活动的停滞，大批企业的资产负债表迅速恶化，很多优质企业或项目将可能陷入困境，而这也正是困境债、特殊机会策略寻找资产的好时机。

另一方面，为了对冲经济下行压力，政府会在此时出台宽松的货币政策向社会释放流动性，而夹层产品由于其同时具备债性和股性的双重特性，通常估值会先于经济复苏进行增长，这部分的收益既获取了股价上涨部分的浮动收益，同时又可享受到类债券的安全边际。在 2008 年出现的次贷危机时，全球的股票市场、高收益债券等资产均遭受到不同程度的冲击，另类资产私募债权以其灵活性的特点表现收益最佳，市值下跌幅度优于其他资产 17 到 30 个百分点。并且在随后的经济复苏过程中，收益能提前回暖，为投资者提供了持续健康的收益率。

当前我国疫情日渐平稳，复产复工正在逐步恢复落实，周期方面已经先于欧美等国开始复苏，经济活动开始回到正轨；但另一方面，美国仍处在金融周期底部，疫情拐点尚未出现，困局之下，新一轮贸易摩擦和全球衰退的可能性都呈现上升趋势，而这也意味着中国经济或将面临潜在外部冲击的风险。在这不确定外部风险和纷繁复杂的经济形势下，夹层融资以其同时具备固定现金流和股权增值收益的优势，充分展现了其灵活性的特点。其中的固定现金流一般高于银行贷款利率，同时在协议中规定可以通过优先股、可转债、次级债等方式赎回溢价或获得更大的资本增值收益。从极端风险考虑，投资标的企业破产后，夹层融资的追索权也在股权融资之前，其收益的安全性有一定的保障。结构化夹层基金的投资策略，主要是固定收益的债权投资加股票投资，以实现市场上升时，分享股权的回报；而市场低迷时，获取固定收益回报。并通过充足的抵押物、严格的法律结构及限制性条款来提高投资的可控性和安全性，实现中长期类似非标资产的稳健投资目标。因此，“进可攻退可守”的夹层基金便成为了投资者穿越周期的选择。

3.3.2 夹层融资是我国企业并购重组的一种有效途径

夹层基金作为一种金融舶来品，它在我国落地发芽的标志是参与到了企业并购中，是在企业进行并购重组业务时衍生而来的，因此夹层基金在我国得以发展的原因是企业并购需求的存在，夹层融资也将成为我国企业并购重组的一种有效途径。

我国经济转向高质量发展阶段，低成本、粗放式发展经济的模式已经过去，已有的改革红利、开放红利、劳动力红利、土地红利基本已经用完，发展增速变缓，我国企业需要更加丰富的融资渠道来满足其多样化的融资需求，因此市场上可供选择的融资渠道也变得更加结构化、多元化，融入了更多可用的金融工具，促进了金融市场的发展。

对发达国家来说,夹层融资是私募债资本市场上常用的一种投资形式,而对于我国来说,夹层融资在我国发展时间较晚,但其兼具债股特性能为我国企业提供新型的融资渠道及兼具灵活性的融资模式。并购是传统产业重组整合、新型企业融资发展的重要手段,但我国的并购融资服务相对短缺,当下并购资金主要来自银行贷款、信托基金、杠杆收购基金,并且由于我国实行金融分业经营政策,及我国银行对风险控制管理要求较高,并购贷款的发放对项目条件、杠杆比率等方面壁垒较多,我国并未掀起新一轮企业并购浪潮。

夹层融资可以灵活提供结构型资金,灵活制定融资方案来满足不同企业的并购需求,是拓宽企业融资渠道的一种创新型方式,是助力我国企业实现转型升级的优异途径。在企业完成直接、间接的融资后,仍存在无法有效解决融资需求问题时,夹层融资可凭借其结构的灵活性、收益的稳定性、风险的可控性等优势,按照并购双方主体的要求量身定制适合的并购融资方案,这一融资行为更加符合我国金融发展要切实服务实体经济的导向。

3.3.3 夹层融资是国企改革的一种重要融资方式

2020年,我国实现了工业化进程,在工业化数量上我们已经是世界级工业大国,但在质量上与西方国家相比还有很大的差距。随着工业、房地产的过剩、地方政府负债过高、资本金融与债务金融比例失衡,产业升级、消费升级调整产业结构,对国有企业进行深层次的产权制度变迁,调整金融负债结构才能保持中国经济持续健康发展。国有控股企业凭借其在产业资源、政策资源、金融资源方面等的优势,逐渐弱化了在市场竞争中的能力,导致存在市场化水平低下、竞争能力匮乏、经营效率低、腐败严重等问题。对于国有企业混合所有制改革方面的政策导向在2021年政府工作报告中也有所提及,该报告针对国企混改问题提出以股权投资为主的引导基金投资运作模式单一,对国企混改力度有限,可以引入夹层融资的运作模式来使基金发挥更大的作用,加速我国国企混改的进程,提高国企在市场中的竞争力。夹层基金一方面可以向国有企业输送充足的资金,另一方面能够引入社会资本改变国企产权结构单一的现状,实现国企产权结构的层次化、多样化,为国有企业引进更加与时俱进的管理经营理念,注入新鲜前沿的思想理念。具体来说,可以归纳为以下几个方面:

第一,增加了国企混改中资金的来源渠道。

根据Wind数据显示,在A股上市公司中,国企占28%,总市值占39%。截至2021

年3月10日，A股共计有非金融上市公司4086家，其中中央国有企业总计377家，总市值合计11.65亿元，地方国有企业745家，总市值为13.60亿元。通过以上数据可以看出，我国目前国有企业存量巨大，总体市值体量大，继续实行国企混改需要更多的融资渠道和大量的资金支持。然而，仅仅依赖传统的债券市场、股票市场和商业银行信用贷款三大融资渠道还不能够解决我国国企这么大的改制资金量，同时也无法达到国企混改的主要目的。夹层基金融资渠道引入国企混改，能帮助解决改制资金来源的问题，充分利用夹层融资模式的杠杆效益，更可能广集社会资本参与到混改中来，逐渐推进我国国企混改进程，完善国有经济向社会经济转型。

第二，提高了国有资本的流动性。

夹层基金融资模式的加入，能提高国有资本的流动性，帮助国有资本实现全部或绝大部分的退出市场竞争，提高市场资金的流转力，盘活资本市场运作。夹层基金引进社会资本，通过市场竞争方式受让国有股份，为国有资本在资本市场中实现退出提供了一条可操作的路径。国有企业中国有资本的退出不仅能改善企业竞争能力匮乏、经营效率低、腐败严重的现状，而且可以将实现退出的资本加大对基础设施的建设，促进社会经济的发展。

第三，实现了放大产业引领的作用。

国企改革夹层基金在进行国企混改进程中，不仅将国有资本实现从产能过剩、经营效率低下的行业中解放出来，而且能为社会资本树立资本引领标杆，引领社会资本向战略新兴产业、生态环保业、公共服务业等领域进军，逐步形成有利于国有经济发展的企业生态链，促进经济与社会的循环发展。

3.3.4 夹层融资是我国海外并购的一种重要融资方式

我国企业目前对海外并购战略研究尚不成熟，企业利用手上的现金资源到处买上市公司，提前在二级市场布局，利用上市公司重大资产重组交易的机会，等待市场对消息的炒作，完成上市公司收购。这系列操作完全没有对战略投资的思考，利用上市公司的壳资源，不断挖掘市场热点，目的仅是为了不断套利，只注重短期利益，缺少一种可行的、适合我国企业长期可持续发展的并购模式。

在全球经济一体化的大背景下，中国产业结构面临调整、需要转变发展方式，实现产业和消费目的升级，具有庞大经济体的中国将催生出巨大的海外并购需求，将面向全球的前端产业进行大规模、持续性的并购重组交易，特别是高端装备制造业、高端消费

业、现代服务业等能与中国发展整合协同效应的产业。通过海外并购，为中国企业引入无法逾越突破的技术壁垒，实现国内外产业链和价值链的有效重组整合，优化配置，提高价值释放力，完成产业转型升级。进行海外并购的目的也是多方位的，对于战略投资者来说，海外并购是全球性战略投资的需要；对于财务投资者来说，海外并购是为获取更高投资报酬率的需要；对上市的壳公司来说，海外并购是充实上市公司产业内容，扩大产业链的需要。

海外并购中引入夹层融资模式，实现金融服务在前，产业重组在后的并购思路，成立专项夹层基金直接实施对海外标的企业并购，并购交易完成后，海外标的公司将成为中国上市公司的海外子公司，通过一定时间的管理、培养和整合，之后以并购标的作为再并购的跳板，反过来在中国产业领域寻找合适的配套整合目标，由中国专项夹层基金控股的外国企业回到中国，对中国产业链上的标的企业进行反向投资、并购和整合，以中国市场的低成本优势形成中国与所有发达国家全新的产业链和价值链的关系。最终目的是充分发挥海外并购标的在技术、设计、管理等方面的优势，将生产制造转移至原材料、人工成本具有相对优势的中国，实现国内产业整合升级的目标。形成顶端是中国夹层基金为代表的金融资本，中间层是控股的外国并购标的，底端是与海外并购标的同一产业链上、需要被协同整合的中国企业。通过夹层基金，把外国具备高技术水准的目标企业并购过来，和中国存在特殊技术壁垒的相关企业进行并购重组整合，拓展中国产业转型升级、调整产业结构的一个独特创新模式。

4 焦作万方夹层融资案例分析

4.1 项目夹层基金方（金投锦众）

浙江恒杰实业有限公司（普通合伙人）、杭州锦江集团有限公司（有限合伙人）、杭州富阳投资发展有限公司（有限合伙人）和杭州金投建设发展有限公司（有限合伙人）于 2016 年 4 月 21 日共同出资成立了杭州金投锦众投资合伙企业（有限合伙），其合伙期限到 2036 年 4 月 20 日。其中，浙江恒杰为锦江集团的控股子公司，但实际控制人及一致行动人均均为钭正刚，其具体股权结构图如下图 4.1 所示。其成立目的就是准备参与此次焦作万方股权的拍卖。

恒杰实业成立注资人民币 2,000 万元，主营投资管理咨询；技术开发；批发建筑材料等；其控股股东为杭州锦江集团有限公司，控股比例 100%。富阳投资发展有限公司成立注资人民币 100,000 万元，为国有控股有限公司。金投建设发展有限公司成立注资人民币 100,000 万元，也为国有控股有限公司。锦江集团为私营民企，注资人民币 99,000 万元，是一家以集股权投资、财务管理咨询、化工产品及其原料、有色金属材料等为主产业的大型民营企业。拥有氧化铝产能 780 万吨，电解铝产能 130 万吨，是国内排名第三的铝业集团。

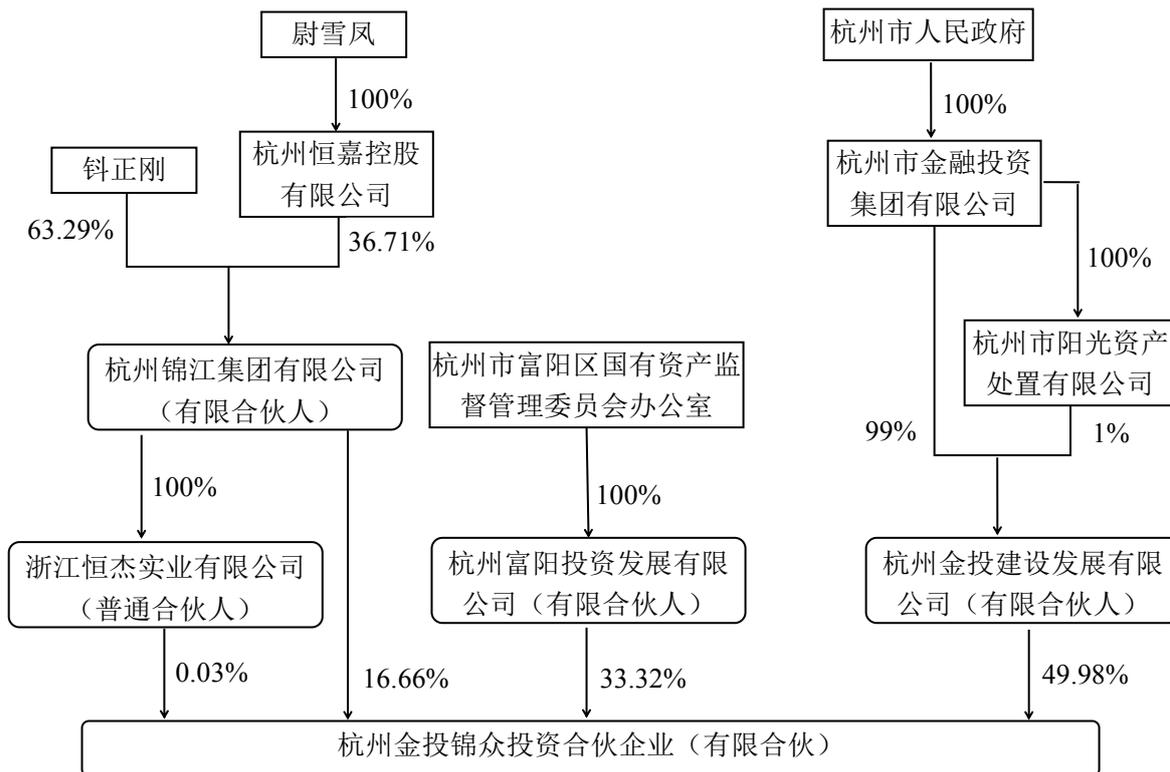


图 4.1 金投锦众股权结构图

4.2 融资项目方（焦作万方）

焦作万方铝业股份有限公司成立于 1993 年，1996 年于深交所上市，是焦作市第一家上市公司。主营业务为金属铝、电解铝等，这种以电解方法生产的轻金属，进一步用于铝加工材料。经过多年耕耘，公司结合产业链上下游供需情况，建立了较为完善的煤—电—铝一体化的运营模式。由于此次并购事件发生于 2016 年，因此对 2016 年我国铝业相关产量进行描述。我国是铝工业大国，2008-2016 年间，中国电解铝、氧化铝产能年平均增长率分别为 12.53%和 11.87%，但随着建筑地产业、交通运输业发展的饱和，我国铝业产能过剩问题逐渐凸显。截止 2016 年底，我国电解铝的总产能 4244 万吨，但总产量仅 3238 万吨，产能利用率仅为 76%，原因在于我国铝业产品同质化、结构单一、生产成本低、产品回收利用率低。随着我国铝工业深化供给侧结构性改革，严控电解铝产能快速增长，推进电解铝产能转移消耗，我国铝业发展需重新寻求出路。并且受贸易摩擦的影响，铝业生产成本居高不下，铝业发展停滞不前，行业整体呈现亏损状态，因此焦作万方面临的竞争压力进一步增大。

4.3 夹层融资过程

2016年4月11日，焦作万方向焦作市中级人民法院递交申请原第一大股东西藏吉奥高投资控股有限公司持有焦作万方股票份额进行拍卖，锦江集团知晓后，进行了集团内部讨论，出于同行业并购重组目的，拟参与本次股份拍卖。4月18日，锦江集团同金投集团协商一致，共同决定参与本次拍卖事项。4月21日，锦江集团与富阳投资、金投建设等企业共同出资，注册成立了金投锦众有限合伙企业，并协议规定此次所认缴的资金份额仅能用于本次焦作万方股权的司法拍卖。5月19日，金投锦众合法拍下吉奥高所持有的焦作万方股份份额，双方签订股权转让协议，转让合计占比焦作万方股份总额的17.56%的股权（合计211,216,238股股票），本次拍卖股份协议转让分两次进行，第一次转让15.81%的股权（合计190,216,238股股票），转让价20.5亿元。约定在第一次转让完成变更登记后，继续收购剩余的1.75%股权（合计21,000,000股股票），转让价2.3亿元。5月31日，焦作万方发布公告，第一大股东由吉奥高变更为金投锦众。在本次运用夹层融资模式进行企业并购重组中，实际收购方一致行动人斜正刚自有资金出资5亿元人民币，认缴出资数额30.01亿元人民币，撬动了6倍的杠杆，实现了本次并购，成为了焦作万方的战略投资人。

4.3.1 目标企业选择

首先，杠杆收购方会选择有潜在盈利的企业进行收购。由于一些可控因素而导致企业出现亏损或者利润较低的企业，如果其自身拥有较强潜在经营管理能力，通过并购重组后带来的经营协同效应在很大程度上就能够改善其盈利水平，更易获得以经营获利为目的的购买方偏好。

其次，杠杆收购方更青睐于同行业收购。同行业并购可以帮助收购方更容易对被收购企业进行管理，更易达到管理协同、经营协同的正面效果，能最大程度地降低企业并购整合的难度，能有效减少并购整合的预期损失。外部投资者对长期亏损的企业会降低未来收益的预期，同时亏损企业为了谋求发展，会有更强的被收购意愿，此时，并购方就能以更低的成本，收购处于估值低谷的目标企业，在收购后也将带来更为明显的溢价。

最后，杠杆收购方更加青睐对有形资产占比大、负债率低的企业的收购。有形资产具有能实时变现的特征，有形资产的占比大，也间接的表明未来资产的变现保障率高，

能帮助降低并购重组的风险。另外，高负债率水平会增加杠杆收购方的财务风险，低负债率能够帮助杠杆收购方提高对目标企业的治理。

根据焦作万方披露的2016年第一季度的财务报告，焦作万方的营业利润为-6631.92万元，净利润为-2934.26万元，业绩亏损严重。在估值方面，焦作万方的每股净资产为3.9531元，净资产一直保持正值，市净率为150%，其市净率甚至不足行业均值的一半。资产负债率为43.973%，低于行业平均。有形资产占总资产的比重为57.25%，可变现资产占比较高。处于估值低点的焦作万方吸引了金投锦众对其进行并购。

表 4.1 焦作万方与行业平均指标对比

	焦作万方	行业平均
市净率 (%)	150%	380%
资产负债率 (%)	43.973%	49%
有形资产占比 (%)	57.25%	41.5%

资料来源：巨潮资讯网

4.3.2 夹层基金设立要点

- (1) 融资方（融资主体）：焦作万方；
- (2) 基金管理人：恒杰实业；
- (3) 临时管理人：金投资产管理有限公司；
- (4) 融资额：人民币 30.01 亿元；
- (5) 融资期限：3 年；
- (6) 融资用途：杠杆收购，实现产业并购重组；
- (7) 运作模式：资产管理计划的夹层运作模式；
- (8) 有限合伙人还款来源：主营业务收入、股东投入资本等。

4.3.3 夹层基金结构与交易模式

- (1) 普通合伙人 GP：恒杰实业出资 100 万元，占比 0.03%；
- (2) 有限合伙人 1-优先级 LP：富阳投资出资 100,000 万元，占比 33.32%；
- (3) 有限合伙人 2-中间级 LP：金投建设出资 150,000 万元，占比 49.98%；

(4) 有限合伙人 3-劣后级 LP: 锦江集团出资 50,000 万元, 占比 16.66%。

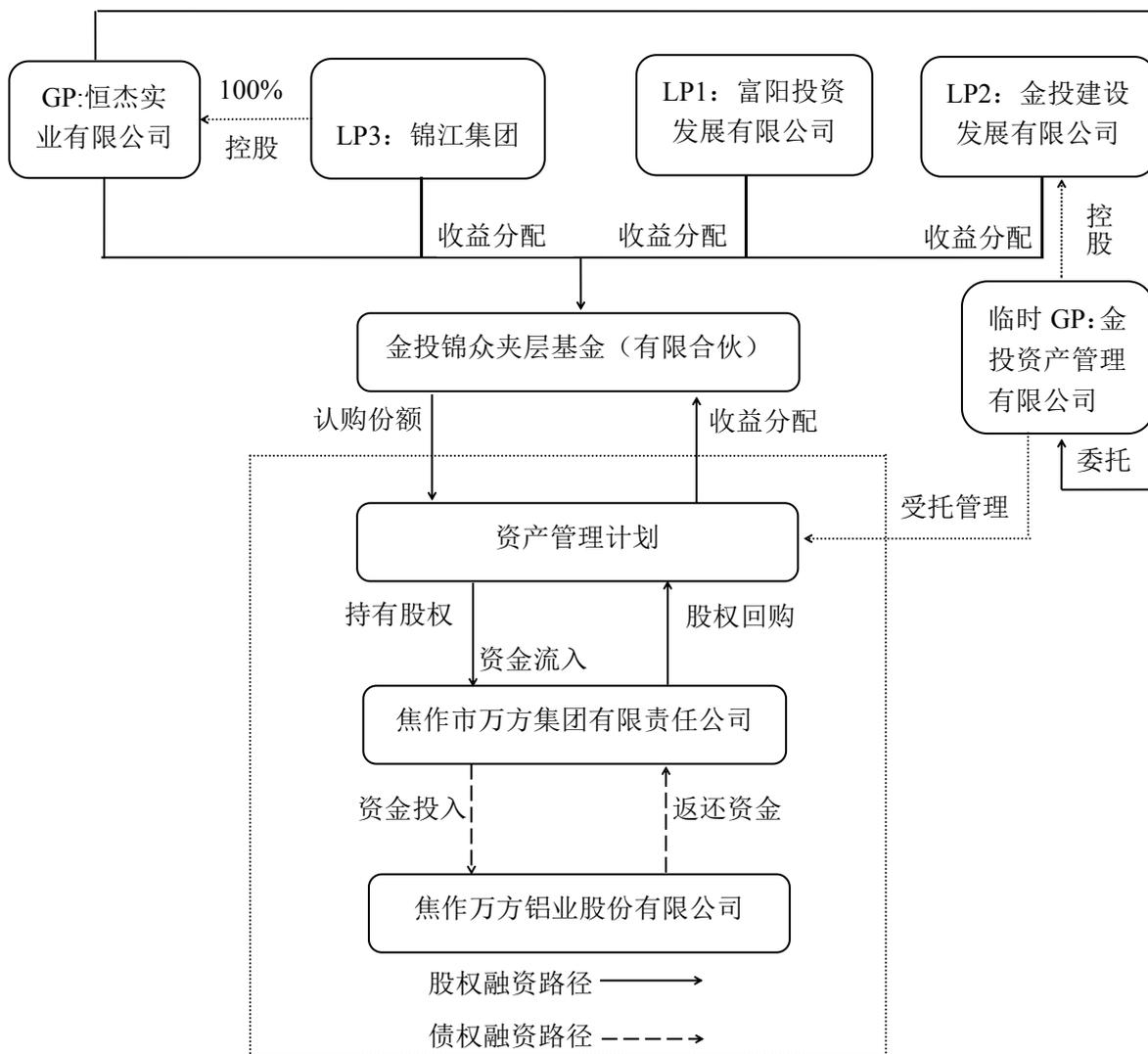


图 4.2 焦作万方资产管理计划的夹层融资运作模式

上述资产管理计划的夹层运作模式中，比一般的资管式运作模式增加了临时 GP 的交易结构，具体表现为：恒杰实业委托金投建设的母公司金投资产来担任合伙企业夹层基金的管理人，对此资产管理计划进行临时经营管理，并独立且排他地行使执行合伙企业事务的全部权利。在劣后级有限合伙人（锦江集团）收购优先级（富阳投资）及中间级（金投建设）全部财产份额、履行转让价款支付及差额补足义务后，才最终将 GP 的工作交还给恒杰实业有限公司。

此次并购重组设立的夹层基金中，优先级 LP 富阳投资和中间级 LP 金投建设皆只作为财务投资人，获取固定的投资收益，不参与、干涉企业的正常经营管理。恒杰实业为

锦江集团的全资子公司，项目夹层基金的全部风险由劣后级 LP 锦江集团及其实际控制人斜正刚承担，在劣后级对优先级和中间级分配完固定收益后，享受剩余收益。为保证合伙企业的稳定性，锦江集团与金投锦众、金投建设、富阳投资共同签署了差额补足协议，并书面承诺对其他企业承担无条件的差额补足义务。同时，斜正刚先生与金投建设、富阳投资签署了保证合同，书面承诺为差额补足义务提供个人连带责任担保。

金投锦众选择资产管理计划的夹层模式的原因有如下几点：一方面，从投资者收益的方面考虑，同样的融资成本，资产管理计划能绕开信托公司高额中间环节费用，能为投资者提供更高的收益率。另一方面，从风险控制的角度考虑，作为中间级有限合伙人，金投建设发展有限公司的母公司对夹层基金进行资产管理，能有效把控夹层基金的风险控制。

4.3.4 收购价格分析

(1) 收购溢价率高

对目标企业所有资产的收购是并购重组的目的之一，在收购方对并购重组后的目标企业进行再经营时，这些资产都是目标企业未来价值通过再次经营获得提升的重要基础。因此，杠杆收购方通常愿意支付更多高于企业实际估值的溢价。根据焦作万方公布的权益变动书，金投锦众与吉奥高签订的协议中，金投锦众为获得本次焦作万方 17.56% 的股权，支付吉奥高的杠杆收购价款总额 22.8 亿元，合计 211,216,238 股股票，折合 10.79 元/股。按此次并购重组事件前的收盘价 5.94 元/股来计算，此次杠杆收购溢价率超过 80%。

(2) 资本成本低

杠杆收购方通常具备行业内领先的管理能力，在成功并购目标公司后，他们能利用自身管理优势，通过协同增效增加目标企业整体价值的的能力。对于劣后级收购方而言，对目标企业控制权的掌握是决定性因素，有了控制权之后才能对目标企业进行一系列的改革改制计划，加入自己成功的经营管理理念，这直接影响着目标企业在被收购后的重组经营。因此，杠杆收购的买方处于绝对控制权的初衷，将更青睐于引入债权融资来降低并购资本成本。在本案例中，夹层融资的优先级有限合伙人与中间级有限合伙人承诺只作为财务投资人，收取出资额部分的固定收益，不参与并购后目标企业的经营管理。劣后级有限合伙杭州锦江集团有限公司及其实际控制人斜正刚实质上是采用了负债融资的方式进行收购，虽然其作为普通合伙人承受了此次收购的全部风险，但是也以较低

的资本成本完成了此次并购资金的募集。

4.3.5 目标企业治理

通常所说的并购整合，是并购双方在完成并购交易后，对所有要素进行重新分配、重新组合，以达到提高效率、降低成本、优化结构、提升价值等多重协同性目的。金投锦众完成对焦作万方的夹层融资后，采用了以下三个方面的举措来提高目标企业的治理：

（1）完善企业人员的薪资方案

在收购完成后，金投锦众作为第一大股东，提出了新的人员薪资方案。在企业管理人员薪资方案方面，将管理人员的基本薪酬提升 33%，同时，一方面把业绩薪资与年度利润预算挂钩，对企业超额预期利润部分按超额预期利润的 5%--10%进行浮动提成，另一方面，管理人员做出对企业的主营业务业绩有重大贡献部分，包括优惠政策争取、管理重大创新等事件，由股东大会考核确定后给予相应的提成奖励。新的薪资方案在一定程度上可以提高企业高管的员工满意度，有利于激发其工作的热情和积极性，激励薪资中将对企业有重大影响事件的奖励的加入，将能在一定程度上提高企业高管的归属感，为企业的可持续发展提供一定保障。

（2）增强企业原材料成本管理

原料成本是每个企业必须要面对的成本，而如何控制好原材料的成本将对企业的未来长期发展具有重要意义。焦作万方作为煤电铝加工一体化的大型能耗型企业，煤炭资源、电力等原材料成本占据了很大一部分，这对企业的利润影响巨大。由于煤炭资源的不可再生性，其价格易受消息面、基本面、政策面等外界因素影响，原材料市场价格变化不定，特别对大企业来说，由于采购量巨大，单位成本的变动会对当期利润产生巨大影响，因此为了能有效控制生产成本，在并购重组后，焦作万方购买力能对冲煤炭材料的期货，通过套保减少对当期利润的影响。

（3）开展产业投资业务

在焦作市政府重视促进焦作产业结构转型升级的背景下，在焦作万方杠杆并购后，焦作万方参与了产业投资业务。设立与制铝行业密不可分的高端制造产业发展基金，以期可以进一步提高企业营业外收入，增加企业的整体竞争力。

4.4 夹层融资绩效研究方法

企业杠杆收购绩效是指在企业完成杠杆收购事件后所达到的并购目的及效果，即并购企业收购目标企业后产生的协同效应。企业杠杆并购绩效通常体现在以下几个方面：是否达到并购目标，是否产生协同效应，是否优化了资源分配以及是否提高了企业价值等方面。衡量企业杠杆收购绩效的常用方法包括事件研究法和财务指标法。前者专注于研究资本市场对并购事件的反应，而后者专注于研究并购事件对该企业绩效的影响。

4.4.1 事件研究法

事件研究方法，也称为股票价格研究方法，是指一种使用统计思想测量和判断特定事件对公司股价影响程度和持续时间的研究方法。该方法认为，在有效市场中，特定事件对公司的影响程度最终将反映在一段时间内股票价格的变化中。事件研究方法通常通过观察事件前后一段时间内公司股价的波动，将特定事件与非特定事件分离开来，单独计算该特定事件对公司超额收益率的影响，通常选择计算累计超额收益率（CAR 值）的方法来判断资本市场对该特定事件的反映程度。

CAR 值的研究计算一般分为以下三个步骤：

1. 定义事件窗口。选择一定的时间间隔作为事件窗口，过短或过长的窗口期均会错过特定经济事件对股价的影响，导致最后计算的结果不可靠。对窗口期的选择如下图 4.3 所示。

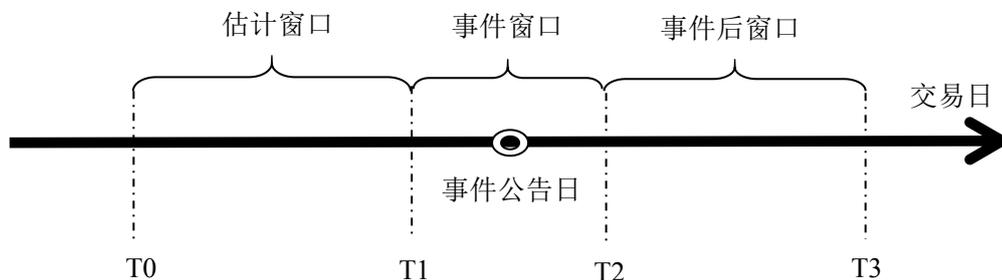


图 4.3 CAR 值事件窗口图

2. 利用资本资产定价模型来估计市场模型参数。计算公式如下：

$$\text{Market Model: } R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \mu_{it}$$

其中, R_{it} 为 t 时刻的预期收益率, R_{mt} 为 t 时刻的市场收益率, α_i 和 β_i 为待估参数, u_{it} 为随机项。

3. 计算预期收益率与超额收益率。然后把实际收益率与预期收益率作差, 可得出超额收益率 AR 和整个窗口期间的累计超额收益率 CAR , 计算的公式如下:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it}'$$

$$CAR_i = \sum_{j=i}^t AR_{ij}$$

其中 R_{it}' 表示目标企业股票在第 t 个交易日的正常收益率, R_{it} 表示目标企业股票在第 t 时刻实际收益率, CAR_i 表示目标企业在事件窗口的累计超额收益。

4.4.2 会计指标法

会计指标法是一种通过分析企业并购重组前后相关会计指标的变化来对并购绩效进行评估的方法。由于我国的股票市场还是一个弱式有效市场, 因此其信息及时性及其有效性已经落后于国外发达市场, 因此, 股票价格很容易受到市场炒作等人为因素的影响。此外, 我国大多数公司都有一定数量的非流通股。特定事件的影响可能无法完全反映在股票价格的变化中, 但是从中长期来看, 企业的业绩最终将反映在其相关财务数据及报表中。会计指数法可以从不同角度连续反映并购对企业中长期业绩的影响, 通过将其与事件研究方法 (CAR 值方法) 相结合, 可以充分发挥两者的互补作用。

4.5 夹层融资绩效分析

文章从短期和中长期绩效两个方面对焦作万方被金投锦众采用夹层融资方式进行杠杆收购前后的企业绩效进行对比分析。文章采用累计超额收益率 (CAR 值) 对短期绩效进行衡量, 采用财务绩效指标分析对中长期绩效进行度量。

通常来说, 成长能力是未来价值水平和未来发展空间的体现。盈利能力是反映企业绩效的核心指标, 代表着企业目前创造的价值收入的高低, 最能直接体现并购整合的效益大小。偿债能力则体现了企业的信用偿债能力和可用于周转资金的充裕度, 一定程度上反应了企业的负债压力状况。营运能力反映了企业各项资产的周转速度。综上所述, 本文着重选择与成长能力、盈利能力有关的指标来分析焦作万方杠杆收购后的中长期财务绩效。

对于分析企业的成长能力方面, 选取如下四个指标来衡量: 指标一: 总资产增长率

（反映企业的资产经营规模、资产总量的变化）；指标二：资本累计率（反映企业抵御风险能力的大小）；指标三：营收增长率（反映企业营业收入未来增长空间与企业未来市场前景）；指标四：可持续增长率（反映企业可持续增长能力的大小）。对于分析企业的盈利能力及质量方面，选取如下指标来衡量：指标一：总资产收益率（反映企业使用所有资本获取的利润效益）；指标二：杜邦分析法求净资产收益率（包括营业净利率、总资产周转率、权益乘数）。

4.5.1 短期绩效分析

文章对评价金投锦众采用夹层融资对焦作万方进行杠杆收购中的短期绩效，拟采取事件研究法中的 *CAR* 值法来进行检验。选择焦作万方对此次收购事件首次进行公告披露的日期作为特定事件日，查询焦作万方的公告可以确定的此次收购案的事件日是 2016.5.31。

将事件日作为 0 时点，选择事件日前后 15 个交易日，即 $[-15, 15]$ 为事件窗口。选择事件窗口前发生股票交易的 100 个交易日，即 $[-115, -15]$ 为估计期。另外，焦作万方在 2016.2.27 至 2016.6.26 期间停牌，故剔除该期间数据，于是将事件日顺推至 2016.6.27，事件窗口期为 2016.2.1 至 2016.7.18，事件估计窗口期为 2015.9.2 至 2016.1.29。然后对这 100 组估计窗口数据进行线性回归分析，求得 *Market Model*： $R_{it} = 0.5197 R_{mt} - 0.0132$ 。最后把深成指的日收益率代入构建的线性回归方程，计算没有特定收购事件条件下股票的预期日收益率与特定收购事件下累计的异常收益率。

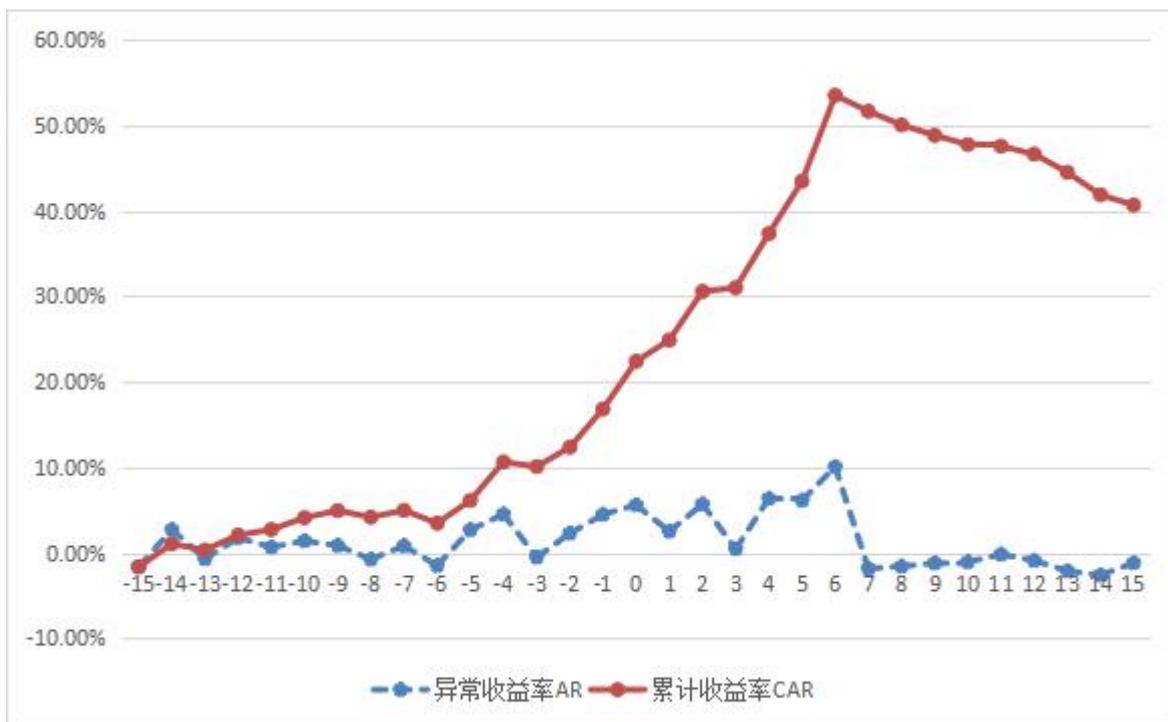


图 4.4 焦作万方事件窗口期内累计超额收益图

图 4.4 表示了焦作万方在事件窗口期内异常收益率和累计异常收益率变动的情况。从股价的收益率角度看，金投锦众采用夹层融资模式进行杠杆收购提高了焦作万方的短期收益率。在窗口期 $[-5, 0]$ 内，日超额收益率已经提前反应，保持较大的正值，其累计收益率也保持高速增长的走势，表明市场对于此次并购重组的期望度很高，市场上对于该股票的买方力量大于卖方力量。而在并购重组消息公告股票停牌期间，焦作万方也曾收到过深交所的《股价关注函》，要求夹层融资收购方金投锦众企业的相关信息进行公开披露，随之在并购公告发出之后，在窗口期 $[0, 6]$ 内，焦作万方的累计异常收益率在这 7 个交易日内出现大幅度的上涨，最后达到了此次事件的峰值 53.50%。在对消息面的炒作热度逐渐褪去之后，投资者的短期追涨杀跌行为开始减少，在窗口期 $[7, 15]$ 内累计超额收益率发生小幅度回调，但截至窗口期结束，焦作万方的股东仍然获得了 40.67% 的累计超额收益率。

4.5.2 中长期绩效分析

本文从成长能力、盈利能力两个角度来分析焦作万方杠杆收购后的中长期财务绩效。对比的时间段为收购事件前 4 个季度及收购后 4 个季度，总区间为 2 年的相关财务数据与指标。

(1) 成长能力分析

表 4.2 焦作万方成长能力变化表

衡量指标	收购前				收购后			
	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
总资产增长率 (%)	-0.55	-1.64	-2.64	-20.60	10.98	-0.07	0.36	0.76
资本累计率 (%)	-0.80	-0.19	2.43	-7.27	0.21	0.84	1.68	3.55
营收增长率 (%)	-11.23	-3.14	13.10	-52.15	121.56	-14.52	19.79	19.58
可持续增长率 (%)	-1.68	-0.61	2.51	-0.95	1.34	0.69	1.68	5.56

数据来源：CSMAR 数据库整理计算

将上表 4.2 的数值通过图 4.5 所示，能更直观的观察在收购前后 2 年时间内成长能力的变化情况。

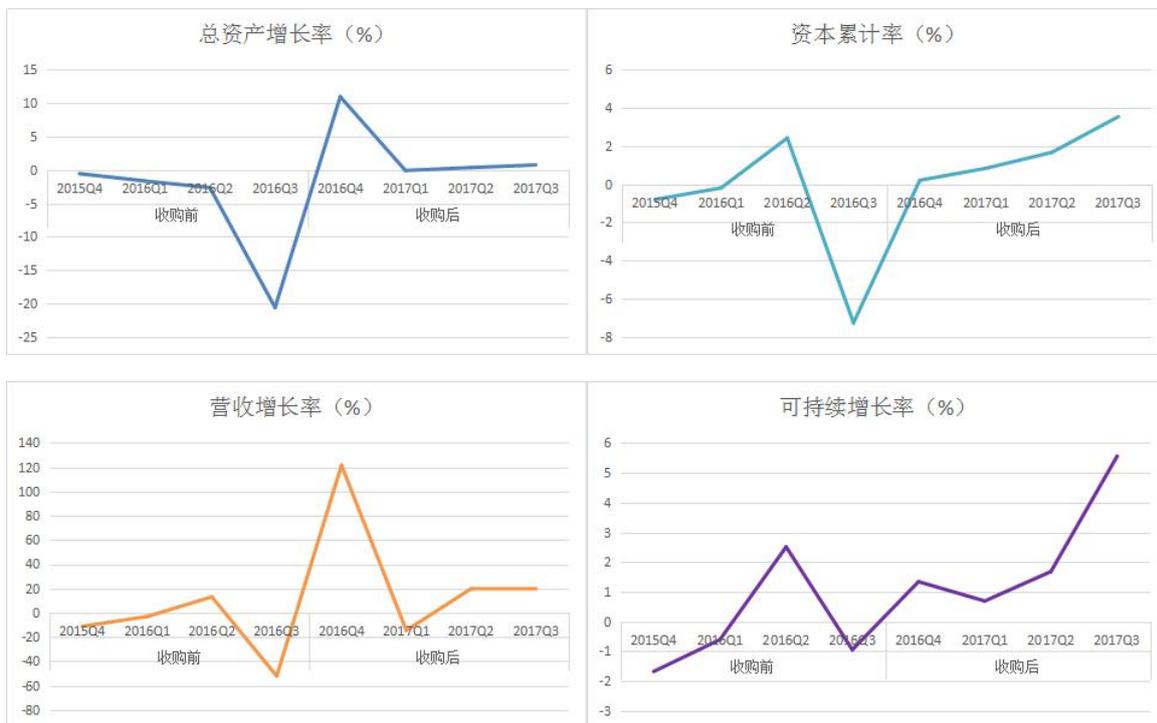


图 4.5 焦作万方成长能力变化图

从上图中可以看出，反映焦作万方成长能力的各项指标在并购重组后均得到了显著提升。总资产的大小能代表企业的规模大小，总资产的增长代表着企业在不断发展壮大，

此次并购为焦作万方注入了巨额资产，提高了总资产规模。资本积累率表示企业资本的积累能力，在收购之后，连续四个季度都为正值，代表了并购为焦作万方带来了所有者权益稳定上涨的增益。营收增长率在收购之后的第一季度增长幅度更是达到了 121.56%，表明此次并购重组后，第一大股东金投锦众对焦作万方进行主营业务的管理效果具有很大的正效益性，同时也提高了企业的可持续增长率。

(2) 盈利能力分析

表 4.3 焦作万方盈利水平变化表

衡量指标	收购前				收购后			
	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业净利率 (%)	-1.34	-2.89	4.24	1.57	2.53	3.01	4.72	7.22
总资产周转次数	0.54	0.12	0.26	0.41	0.54	0.14	0.31	0.51
总资产净利率 (%)	-0.72	-0.35	1.11	0.65	1.36	0.43	1.48	3.70
权益乘数	1.81	1.78	1.70	1.45	1.61	1.60	1.57	1.53
净资产收益率	-1.31	-0.62	1.88	0.94	2.19	0.68	2.32	5.67

数据来源：CSMAR 数据库整理计算

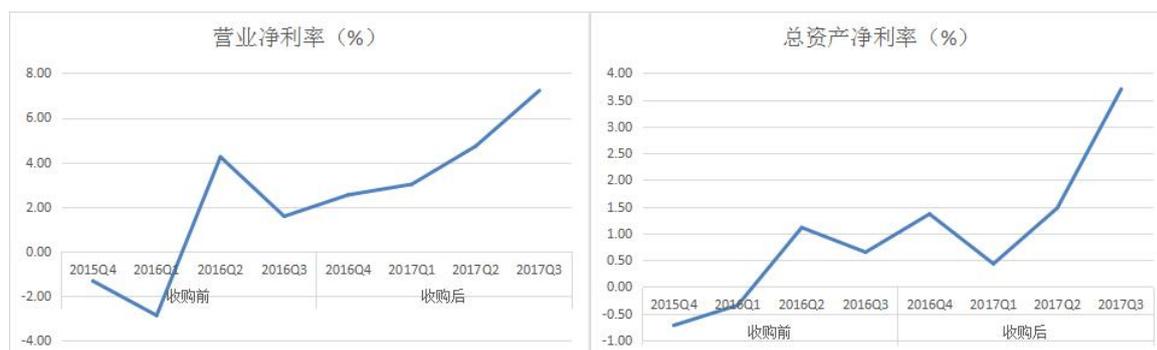


图 4.6 焦作万方盈利能力变化图

从上图 4.6 可以看出，在企业的最终获利能力方面，企业并购完成后，新上任的第一大股东金投锦众在前两个季度对焦作万方改制后的净利润成效并不明显，但在之后，企业的营业净利率和总资产净利率明显提高，说明企业的获利能力逐渐变强。

从上表 4.3 可以看出，采用杜邦分析法测量企业并购重组前后的核心指标净资产收

益率，通过观察净资产收益率可以发现，并购前企业存在两个季度的亏损状态，随即企业绩效有一定的改观，但整体上投资者的净资产获利能力较差，并购重组后，净资产收益率稳定上升。对核心指标进行分解可以看出并购重组后：i) 企业大股东对主营业务品牌进行了推广，加大了对企业的成本管理使得营业净利率得以上升；ii) 总资产周转次在并购前后并无大变化，表明新入主的大股东并未对企业存货处理等方面做出改善，存货周转率并未提高；iii) 权益乘数在并购后略微下降，说明了所有者投入企业的资本占总资产比重增加，劣后出资人对优先级按协议还本付息一定程度上降低了企业的负债率。

(3) 盈利质量分析

本文拟选取被收购前（2015Q4-2016Q3）、后（2016Q4-2017Q3）各一年时期来计算其净利润、营业利润、经营现金流量净额三个指标对焦作万方的盈利质量进行分析。

表 4.4 焦作万方成长能力变化表（单位：元）

	收购前	收购后	变动幅度
净利润	-39,210,805	329,320,392	939.87%
营业利润	-96,009,276	333,236,848	447.09%
经营现金流量净额	8,498,544	312,352,103	3575.36%

数据来源：CSMAR 数据库整理计算

从上表 4.4 可以看出，焦作万方被收购后，盈利质量得到了显著性提升，净利润和营业利润均扭亏为盈，其变动幅度更是分别达到了 939.87% 和 447.09%。经营现金流量净额更是达到了收购前的 35 倍之多。

通过对焦作万方中长期的市场绩效分析可以发现，金投锦众对焦作万方进行收购后，对成本管理、主营业务的开拓发展一方面带来了企业绩效的大幅提高，另一方面也稳定提升了股票价值。在财务绩效方面，收购后的焦作万方成长能力呈现波动上升的趋势，盈利水平与盈利质量更是得到了显著性提升。

5 结论及对策建议

5.1 结论

本文以夹层融资为主线，结合其特点及优缺点，分析整理了普通型和权益型夹层融资的运作模式及其适用性，为焦作万方的夹层融资案例做铺垫。其次探讨了金投锦众采用夹层融资方式对上市公司焦作万方进行杠杆收购的案例，分析了此次交易的交易模式及具体流程，突出夹层基金在杠杆收购中的独特优势，并分析此次交易对焦作万方产生的绩效影响，对焦作万方并购成功的原因进行了深入的分析。由此得出阶段性结论，并购是传统产业重组整合、新型企业融资发展的重要手段，而采用夹层基金融资模式可以为企业提供更结构化资金，灵活设计夹层基金融资方案来满足投融资双方的需求，助力我国传统企业实现转型升级。关于中国在金融业态方面的发展，夹层融资目前来说是一个重要的发展方向。不同国家的金融环境塑造了其独具特色的金融业态特征差异。从美国的金融构架来看，私募股权力量空前壮大，其资本市场中股权市场的交易活动量最大，交易的股权类金融工具的流动性好、定价效率高。从德国的金融构架来看，债权市场规模庞大，每年发行国债金额超过一千亿欧元，是欧洲最具流动性的市场，银行主导的债权融资发展良好。相比之下，中国的金融构架介于美、德之间，中国的股票市场目前还是弱式有效市场，对银行发行债权的监管约束有严格限制，而夹层基金作为一种封闭式偏债权的金融工具，资金来源具有长期性，一般为3至5年，且兼具一定的股权性质，因此，夹层等私募债更适合于中国金融业态在今后的发展。

5.2 对策建议

5.2.1 我国夹层融资发展面临的问题

夹层融资以其融资模式的灵活性和多样性为投融资双方增加了诸多便利，但是物无完物，其自身的缺陷也同样无法避免。

第一，夹层基金的法律环境不完善。目前我国不允许金融领域进行混业经营，夹层投资所涉及的债权与股权同时使用方法，在金融领域属于混业经营，我们国家没有专门针对夹层投资出台相关的专业性法律文件。关于夹层基金中股权回购的法律问题，在我

国现有法规体系下，回购义务主体不同，相应法律后果也不同。如果回购主体是公司，根据《公司法》只有在减少注册资本时公司才可以进行股权回购。关于夹层基金中固定收益的法律问题，夹层基金通常要求每年有固定收益，如达不到收益目标还需补偿。但在《公司法》中不允许公司作为补偿主体。关于夹层基金中优先股的法律问题，我国《公司法》并没有明确优先股概念，要求同股同权。

第二，夹层基金产品非标准化。由于夹层融资的灵活性，夹层基金主要结合债性及股性工具进行非标准化设计，重点选择一些具有一定资产的行业和公司进行投资，并多采用结构化的产品设计来提高投资回报。夹层基金在成立之时并无一个标准化，不利于监管部门对其流转过程进行监管。

第三，夹层基金对融资企业的自身要求较高。夹层基金在选择标的融资企业时，需考察目标是否具备多年稳定增长的历史；是否连续一年有正的现金流和息税前利润；企业是否处于一个成长性的行业或占有很大的市场份额；管理层是否能坚信企业将在未来几年内有很大的发展；估计企业在两年之内可以上市并实现较高的股票价格，但是现时IPO市场状况不好或者公司业绩不足以实现理想的IPO，于是先来一轮夹层融资可以使企业的总融资成本降低。

5.2.2 我国夹层融资发展的对策建议

对于政府层面，需要及时完善夹层融资的法律法规建设，对夹层基金的投融资双方进行行为主体界定。对夹层融资运作方式和过程做出明确规定，规范对融资方风险行为的约束力，完善融资担保体系，这样可以有效提高项目的可融资能力；同时，也要建立风险分担机制以降低项目风险。制定出有关保护投资方利益的法律法规、明晰兜底条款，让投资者信任夹层基金，这样才能有利于夹层融资在我国的发展。政府应制定相关的优惠政策，来促进我国夹层基金的发展，加大政府引导基金对夹层基金的扶持力度，为夹层基金投资者提供一定量的金融兜底服务，降低投资者的面临风险程度，提高其抗风险能力。

对于企业自身来说，需要不断探索创新，灵活运用新型夹层融资模式。在进行融资战略制定时，应当根据自身整体情况统筹安排，融资模式应该参照企业自身的实际情况和经营目标来制定。在选择并购目标时要做尽职调查工作，要以降低并购风险因素为目标，筛选出有稳定现金流、发展前景广阔、并购重组后能带来更大升值空间的投资并购标的。同时，应当充分听取专业机构投资的建议，提高资本运作能力，以此提高并购效

率，优化资源配置，促进企业持续发展。我国中小企业数量众多、规模小、行业集中度不高，对于夹层并购的实力、战略、整合管理都存在问题，真正并购的主体还是以国有企业为主的主体，先成功发展国有企业夹层融资模式，然后再带动引领中小企业的夹层并购。先抓大头，层层递进，最终实现夹层基金更全面的发展。

对于投资机构来说，需要组织庞大的市场资源，培养一大批优秀人才来设计出灵活独特的夹层融资商业模式，需要积极探索建立投资、并购、整合、退出这样一系列非常复杂的并购交易模型。在中国，设立一个真正意义或者具备国际水准的夹层融资并购基金非常不容易，主要原因是我国缺少真正的、合格的机构投资人。

对于监管部门来说，需要适当放宽夹层资本对企业并购重组的政策限制，同时适当放松对融资杠杆比率的限制。具体措施可以从以下几个方面进行：首先，可以先出台商业银行对企业进行并购融资贷款的相关优惠政策，先从并购需求大的地区开始实行，由点及面进行部分试点的运行；其次，对于债券市场方面，要放宽政策，提高债券市场进行夹层融资的可行度，提高债务资本融通速率，简化相关审核程序与发行条件，构建完善可靠的金融市场信用评价体系。由此，夹层融资模式在企业杠杆收购中便得以充分运用。

受贸易战、新冠疫情、全球量化宽松政策等外部冲击的影响，债券市场收益率逐步降低，股市指数维持震荡趋势，夹层基金的收益率将凸显优势，受我国供给侧结构性改革的需求，传统产业迫切等待产业的转型升级，庞大的传统产业体量需要大量的并购融资来支持其转型升级，夹层基金又一次迎来新的发展机遇。具体表现为：一方面，中国处于经济周期的尾声，传统渠道的投资收益不可观，夹层基金、困境债等私募债迎来新的发展空间，能为投资者带来可观收益，带来较厚的安全边际；另一方面，全球的量化宽松政策尚未传导到企业，企业的融资渠道变得愈加狭窄，需要借助夹层等私募债满足融资需求。

参考文献

- [1] Jae-Il Yoo, Eul-Bum Lee & Jin-Woo Choi. Balancing Project Financing and Mezzanine Project Financing with Option Value to Mitigate Sponsor's Risks for Overseas Investment Projects [J]. Sustainability, 2018, 10(5)
- [2] Chaplinsky S & Anderson K. Elephant Bar Restaurant: Mezzanine Financing [J]. Darden Business Publishing Cases, 2017, 1(1): 1-29
- [3] M. Muninarayanappa, M. Nirmala & M. Fatin. The Role of SIDBI in the Development of SMEs in India-A Case Study with Special Reference to Mezzanine Finance [J]. 2018, 8(1): 24-29
- [4] Motta V, Acs Z J & Audretsch D B. Lack of access to external finance and SME labor productivity: does project quality matter? [J]. Small Business Economics, 2020, 54
- [5] John F. McDonald. Optimal Leverage in Real Estate Investment with Mezzanine Lending [J]. A Great Cities Institute Working Paper, 2007
- [6] William Brueggeman & Jeffrey Fisher. Real Estate Finance & Investments [J]. McGraw-Hill Education, 2010
- [7] Chuanhe Shen, Zhe Xu & Yanchun Yang. A reduced pricing model for mezzanine financing based on options and support vector machines [J]. Cluster Computing, 2016, 19(4)
- [8] Nadine Assunta Amon & Gregor Dorfleitner. The influence of the financial crisis on mezzanine financing of European medium-sized businesses - an empirical study [J]. Journal of Small Business, 2013, 26(2)
- [9] AF Weissenberg, J Cohen & P Culliney. Mezzanine financing for hospitality property owners [J]. Journal of Retail & Leisure Property, 2003, 3(2): 115-121
- [10] Jan Svedik & Libena Tetreva. Use of Public Debt Mezzanine Instruments in the Czech Republic [J]. 2015, 210: 449-455
- [11] Golej R. Selected Determinants of Mezzanine Financing in Poland [J]. Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation, 2016, 12
- [12] Peter Hockless & Sung Su Pak. The Key Differences Between U.S. And European

- Mezzanine Financing [J].Capital Eyes, 2005
- [13]George Blackburne. Intercreditor Agreements [J].Mezzanine Loans and Commercial Financing, 2005
- [14]Rachel Byers. Mezzanine Financing: Funding Corporate Growth [J].2016, 16(2)
- [15]S Guo, ES Hotchkiss & W Song. Do Buyouts (still) Create Value? [J].Journal of Finance, 2011(2): 479-517
- [16]Kaplan S & Stromberg E. Leveraged buyouts and private equity [J].Journal of Economic Perspectives, 2009(1): 121-146
- [17]Dan Costin NIȚESCU. A new beginning for SMEs development? [J].Theoretical and Applied Economics, 2015, XXII(3)
- [18]Donald Braun. Mezzanine financing experiencing a surge [J].Dallas Business journal, 2002
- [19]黄亚玲.论私募股权基金杠杆收购与债券市场的发展[J].国际金融研究,2009(08): 92-96
- [20]傅璇.夹层融资:股权与债务之间资本通道[J].国际融资,2004(12): 56-59
- [21]孙景安,尹惠兰.夹层融资创新研究[J].财务与会计,2006(05): 15-17
- [22]袁华江.中国矿业融资的经济选择:夹层融资[J].石家庄经济学院学报,2010,33(02): 45-49
- [23]陈帅.利用夹层融资拓展我国房地产企业融资渠道[J].时代金融,2013(36): 297+302
- [24]王秀福.从会计视角看夹层融资对企业财务的影响[J].财会研究,2015(04): 50-51
- [25]徐霞.基于夹层融资的房地产企业创新融资方案[J].财会通讯,2016(08): 14-16
- [26]段欣. J 房地产集团夹层融资外部审计风险研究[D].江西财经大学,2017
- [27]冯珊珊.中国夹层基金发展三大趋势[J].首席财务官,2017(05): 42-45
- [28]左进,刘晶.保险资金夹层投资的机遇及问题思考[J].保险职业学院学报,2019,33(02): 56-59
- [29]孙太周.国贸雅诗阁夹层融资并购项目案例分析[D].吉林财经大学,2018
- [30]曹莹,殷悦焱.夹层基金:一种介于固收与股权之间的投资产品[J].中国信用卡,2017(07): 75-77
- [31]郑宇.夹层基金运作模式[J].全国流通经济,2017(03): 58-59
- [32]张镕邦,刘远洋.夹层融资的信用风险分析与控制——以汇源集团为例[J].商业会

- 计,2020(02): 91-93
- [33]单琳.夹层融资的交易模式分析[D].对外经济贸易大学,2018
- [34]吴逸轩.地产基金设计中的激励制度、税收设计与夹层融资[J].纳税,2018,12(26): 3-4
- [35]张辉锋,郑雪婧.好莱坞电影业拼盘融资模式及其借鉴意义[J].现代传播(中国传媒大学学报),2017,39(06): 126-129+135
- [36]何华显.夹层基金透视[J].首席财务官,2014(13): 60-63
- [37]陈怀豫.夹层融资:适用于科技型中小企业的融资模式[J].武汉金融,2010(07): 30-32
- [38]董小君.我国杠杆率水平、系统性风险与政策体系设计[J].理论探索,2017(02): 5-15
- [39]庄燕娜.科技型中小企业知识产权融资模式优化研究[J].财会通讯,2018(05): 19-23
- [40]陈昊,鲁政委.另辟蹊径:缓解中小企业融资难的国际经验与创新路径[J].金融市场研究,2019(01): 10-26
- [41]鲁政委.发展股债混合融资方式[J].中国金融,2019(07): 47-48
- [42]董浩.不同动因下杠杆收购模式及目标企业绩效[D].浙江工商大学,2019
- [43]沈彦菁.科技金融发展的模式探讨和路径研究[J].浙江金融,2019(03): 54-61
- [44]张学平,张婧.夹层资本、契约条款治理机制与国有企业混合所有制改革[J].经济与管理研究,2016,37(01): 31-38
- [45]王世渝.全球并购 中国整合[M].中国民主法制出版社: 201603.377
- [46]李文河,李勃欣.中企海外并购中协同效应的实现[J].金融理论与教学,2019(04): 52-55+63

后 记

光阴似箭，岁月如梭，充实的三年硕士学习生涯即将结束。面对培育我七年的母校，回想起在校期间的学习和生活，心中感慨万千。三年前，我从兰州财经大学的本科生迈进了研究生之时，就为自己规划了充实研究生学习生涯，回首过去，虽不尽完美但依然没有抛弃初衷。在论文完成之际，由衷地对写作过程中给予我帮助的所有老师和同学表示感谢。

一是感谢上天三年前给予了我机会，让我与兰州财经大学能再续前缘，在兰州财经大学的校园里能继续生活学习；二是感谢我的导师，他以严谨的教学态度和渊博的知识成为了我学习的榜样，为我指明前进的方向，三年里除了给予我学业上的指导，更是在生活、为人等各个方面都做出了表率，他待人的耐心程度和丰富的人生阅历都是我要学习的目标和动力，这些将在我未来漫长的工作、学习生涯中发挥重要的作用；三是感谢我的班主任，她平易近人，关心我生活学习上的种种事情，我们亦师亦友；四是感谢我的师门同窗、班级同学和舍友们，我们同甘共苦一起度过的这三年的生活是我此生无尽的财富。最后，有幸能遇到在我困难且自暴自弃之时能不断给予安慰和照顾的女朋友李海婷，谢谢你的包容，在这即将完成毕业论文时刻，我想说，有你真好。

未来已来，将至已至，也许我们还没有摆出完美的姿态迎接明天，但依然没有人停下脚步，在此祝愿我的母校能够越来越好，也愿老师们万事顺心、顺意，同学朋友们生活幸福、事业有成。