

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741 _____



硕士学位论文

论文题目 “上市公司+PE”型并购基金的价值创造
研究—以九芝堂为例

研究生姓名: 夏亚楠

指导教师姓名、职称: 刘志军 教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融

研究方向: 金融理财和投资实务

提交日期: 2022年6月5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： 夏亚楠 签字日期： 2022年6月5日

导师签名： 刘伟军 签字日期： 2022年6月5日

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，_____（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： 夏亚楠 签字日期： 2022年6月5日

导师签名： 刘伟军 签字日期： 2022年6月5日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on the Value Creation of "Listed Companies + PE" Buyout Funds—A Case Study of Jiuzhitang

Candidate : Xia Yanan

Supervisor : Liu Zhijun

摘 要

近年来伴随着经济的深入发展，国内进入“新常态”时期，“供给侧”改革加速了市场结构的调整，企业发展模式发生改变，开始由内生转向外延，市场上产生了频繁的并购活动。根据国内的经济发展的具体情况，政府积极发布各项措施，鼓励并购重组的发展，但 2017 年，国家出台了再融资和减持新规等政策，监管趋严，PE 的退出渠道受阻，市场上的并购活动受到抑制，这时“上市公司+PE”型并购基金应用而生。自 2011 年首支“上市公司+PE”型并购基金“天堂大康”的设立开始，该模式的并购基金迅速发展，当前已成为并购基金中的最热模式。

本文从“上市公司+PE”型并购基金产生背景入手，梳理相关文献并界定“上市公司+PE”型并购基金的相关概念、理论基础。基于“九芝堂+PE”这一案例，分析九芝堂设立该类型并购基金具体动因，探究了“上市公司+PE”型并购基金运作过程，从两个方面对并购基金价值创造效果进行分析：在财务指标分析中，九芝堂的盈利能力、偿债能力、成长能力改善较明显，综合财务能力值在一定程度上有所提高，九芝堂通过设立并购基金实现了价值增值。在协同效应分析中，探究并购后企业的经营协同效应、财务协同效应和管理协同效应。“上市公司+PE”模式不仅能够很好的利用上市公司的平台资源，而且可以充分发挥 PE 的资金优势，能够最大程度上起到管理协同效应，但目前来看，未能很好起到财务协同和经营协同的作用。但从整个发展趋势来看未来可以发挥战略协同的作用。

最后，本文认为通过利用并购基金开展并购业务，九芝堂企业价值得到了提升，但是设立并购基金开展并购不是没有弊端，并购基金在我国是个新鲜事物，发展过程中也存在一系列的问题。我们要综合考虑各个方面的因素，不仅要督促企业和经营发展更要充分发挥国家层面的监管。企业要根据实际情况，理性设立并购基金，要充分利用自身资源，选择优质的并购标的；监管机构加大对并购基金的监管力度，完善信息披露，保障股东权益。

关键词：“上市公司+PE”型并购基金 价值创造 协同效应

Abstract

In recent years, with the in-depth development of the economy, China has entered a period of "new normal". The development model of enterprises has changed, and it has begun to shift from endogenous to epitaxial, and there has been frequent M&A activity in the market. According to the specific conditions of domestic economic development, the government actively issued various measures to encourage the development of mergers and acquisitions, but in 2017, the state introduced policies such as refinancing and new regulations on reducing holdings, and the supervision became stricter, the exit channels of PE were blocked, the IPO pass rate has reached a record low, and the M&A activities in the market were suppressed. and the application of "listed companies + PE" type buyout funds has emerged. Since the establishment of the first "listed company + PE" type buyout fund "Paradise "Dakang", in 2011, this model of m&a fund developed rapidly and became the most popular model among buyout funds Starting from the background of the "listed company + PE" type M&A fund, this article Collate relevant literature, clarify the related concepts and theoretical basis of "listed company +PE" type M&A fund. Based on the case of "Jiutang +PE", the specific motivation of Jiutang to set up such an M&A fund is analyzed, the operation process of the "listed company + PE" type buyout fund is explored, and the value creation effect of the buyout fund is analyzed

from two aspects: in the quantitative analysis of value creation, the profitability, solvency and growth ability of Jiuzhitang have sharpened the finance and accounting specialized ability, and Jiuzhitang has achieved value appreciation through the establishment of the buyout fund. In the qualitative analysis of value creation, the operational synergies, financial synergies and management synergies of post-merger enterprises are explored. The "listed company + PE" model can not only make good use of the platform resources of listed companies, but also give full play to the financial advantages of PE, and can maximize the management synergy effect, but at present, it has not played a good role in financial synergy and operational synergy. But the totality is on the rise, the role of strategic synergy can be played in the future.

Finally, this article believes that through the use of buyout funds to carry out M&A business, the corporate value of Jiuzhitang has been improved, but the establishment of buyout funds to carry out mergers and acquisitions is not without drawbacks. We must comprehensively consider all aspects of the factors, not only to supervise the development of enterprises and business, but also to give full play to the supervision at the national level. Enterprises should rationally set up buyout funds according to the actual situation, Use of their own resources, choose high-quality m&a targets; Regulators should strengthen their supervision of m&a funds, improve information disclosure, and protect the rights and

interests of shareholders.

Keywords: "Listed company + PE" buyout fund; Value creation; Synergy effect

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 “上市公司+PE”型并购基金的动因研究	3
1.2.2 “上市公司+PE”型并购基金的风险研究	3
1.2.3 “上市公司+PE”型并购基金的价值创造研究	4
1.2.4 文献述评	6
1.3 研究内容与方法	7
1.3.1 研究内容	7
1.3.2 研究方法	8
1.4 创新点与不足	8
1.5 研究框架	10
2 相关概念及理论基础	11
2.1 相关概念	11
2.1.1 私募股权投资(PE)	11
2.1.2 并购基金	11
2.1.3 “上市公司+PE”型并购基金	12
2.1.4 并购基金价值创造	12
2.2 理论基础	14
2.2.1 协同效应理论	14
2.2.2 价值低估理论	14
2.2.3 优序融资理论	15
2.2.4 市场势力理论	15
2.2.5 委托代理理论	16

3 “上市公司+PE”型并购基金的发展现状	17
3.1 并购市场的现状	17
3.2 “上市公司+PE”型并购基金的现状	18
3.2.1 总体情况分析	18
3.2.2 行业情况分析	19
4 九芝堂设立“上市公司+PE”型并购基金的案例介绍	20
4.1 医药行业背景	20
4.2 公司简介	22
4.2.1 九芝堂公司	22
4.2.2 Stemedica 公司	24
4.3 “上市公司+PE”型并购基金设立动因及运作过程	25
4.3.1 “上市公司+PE”型并购基金设立的动因	25
4.3.2 并购基金运作过程	27
5 九芝堂设立“上市公司+PE”型并购基金的价值创造效果分析	30
5.1 价值创造的财务指标分析	30
5.1.1 盈利能力指标分析	31
5.1.2 偿债能力指标分析	32
5.1.3 成长能力指标分析	34
5.1.4 营运能力指标分析	35
5.2 价值创造的协同效应分析	37
5.2.1 经营协同效应	37
5.2.2 管理协同效应	38
5.2.3 财务协同效应	39
5.3 本章小结	40
6 研究结论与政策建议	41
6.1 研究结论	41
6.2 “上市公司+PE”型并购基金运行中存在的问题	42

6.3 “上市公司+PE”型并购基金运作相关建议	44
6.3.1 上市公司与 PE 层面措施建议	44
6.3.2 监管层面政策建议	46
参考文献	48
后记	51

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

中国经济发展已经步入“新常态”，市场参与者的数量逐年递增，国民需求放缓等一系列原因对市场产生新的变化，公司的营业销售金额出现下滑，利润空间也逐渐下降。同时，资本市场也逐渐放缓了发展速度，国家开始调整产业结构，从需求侧向供给侧转化，各产业开始进行整合升级。因为市场的变化多端，单独的公司无论在产业规模还是资源力量都处于弱势地位，依靠自身的能力很难进行产业升级，所以市场逐步出现并购的方式并迅速成为一种潮流，来推动上市企业产业改造升级，推动了资源在资本市场的自由流动及优化配置。并购基金是近些年国内大部分公司选择并购重组时的方式，我国市场上主要采用模式是“上市公司+PE”型并购基金，PE 因为拥有丰富的投资融资经验，能够熟练掌握市场上的法律法规，可以提专业的资金运作和资产运营能力。另一面上市公司可以畅通 PE 退出渠道，减少 PE 运作中的市场风险。“上市公司+PE”模式完美满足了二者的需求，既满足了上市公司因主营业务增长乏力寻求外延发展的急切需要，同时可以发扬企业整合资源的优势，受到市场上大部分公司的欢迎。

国内首支“上市公司+PE”型并购基金是在 2011 年产生的，在此之后大部分行业都使用这种模式进行产业并购。“上市公司+PE”型并购基金能够在短短数十年的时间得到快速发展，一方面是因为市场发展起到了促进的作用，另一方面政策支持发展这种模式的基金。2014 年发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，指出，推动公司资源结构优化最有效地方式就是兼并重组，是促进企业高质量发展的重要措施。2015 年发布通知在政府层面促进市场的完善，推动上市公司的并购重组。除此之外，相关部门于 2018 年 11 月制定公布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号—上市公司重大资产重组（2018 年修订）》，这项修订出台了一系列优惠政策鼓励并购重组。其中就包含了缩短 IPO 被否决后公司重新筹划上市的时间间隔以及推行定向可转债的发展，

用多种并购重组的支付手段等。2019年10月出台了并购重组新规定,充分考虑各种情况取消修改不合理的规定,恢复企业重组上市过程中配套融资的规定。

政府政策的放宽以及国内市场的现状共同促进了“上市公司+PE”型并购基金在国内的发展,于是这种模式的并购基金在我国得到了充分发展。在国内的医疗行业,普华永道发布《2013-2020中国医疗健康服务投资趋势回顾》,数据显示,中国医疗健康服务市场无论在交易量还是在发展规模上都在2020年达到新高峰,共发生交易243笔并购基金的交易量,当年并购基金的交易规模达到600多亿元人民币。虽然市场上产品的规模很大,但也存在一些弊端。因为大多数单独药企无论是产品规模还是市场规模都比较小,缺乏集约化的行业格局,另一个重要原因由于研发新药投入的人力物力太高,短期也不见得能有收益,这种原因促进促使医药企业的扩展。

1.1.2 研究意义

“上市公司+PE”型并购基金这一模式在我国并购市场中的发展时间较短,但是西方国家资本市场发展时间长,体系已经比较成熟,拥有相对于国内更加活跃的并购,国内起步时间晚,发展时间短,对并购融资的研究还未形成完善的体系,所以在这一领域需要进一步探讨和细化。研究方向上,现有的研究大多针对普遍行业,对中医药行业缺乏深入的分析。因此,本文围绕在医药行业并购基金的应用展开探讨与研究,希望通过研究可以在一定程度上丰富这个领域。文章对这种模式的价值创造效应研究具有一定意义。

当前正处于产业结构转型的关键时期,“上市公司+PE”型基金模式对产业升级和建设多层次资本市场具有重要意义。通过结合新模式的并购基金的运行特点,给国内产业结构转型提供参考措施。此外,近些年医疗行业快速扩张发展,医疗行业并购趋势也越加明显,因为医疗行业的对并购基金更青睐,基金的数量多、额大,医药企业的发展前景好、潜力大,研究“上市公司+PE”型并购基金促进企业发展尤其具有典型性。近年来九芝堂经营业务快速扩张,立足于中医药行业,向医药行业的产业链上下游进行纵深发展。文章以九芝堂为例,深入分析成立“上市公司+PE”型并购基金对九芝堂企业价值创造的影响。分析九芝堂案例的具体运作,从中吸收做得好的方面,避免其中不足的地方,为国内企业的发展提供了

一定的借鉴作用。

1.2 文献综述

1.2.1 “上市公司+PE”型并购基金的动因研究

并购基金的发展历史较早，最开始是上个世纪 60 年代的美国产生的，因为特别的优势得到快速扩张，目前在国外市场上已经发展的较为成熟，在私募股权基金中占据着重要地位。Bienz (2019) 认为并购可以提高行业的集中度，扩大企业的规模，促进企业的发展，在并购完成后能够发挥双方优势，形成资源互补，达到企业经营协同的目标。Chen Y (2019) 在研究并购企业的盈利程度与企业内部的持股比例，PE 在企业管理中的参与程度，发现机构投资者在很大程度上能提高企业盈利管理能力。金玮 (2013) 认为，从 PE 机构视角看并购基金的优点，随着市场的发展，政府加强了市场管制，对公司的要求愈加严格，在这样大环境下通过与上市公司合作，达成战略一致，共同设立并购基金，并购目标公司，培育整合企业资源，成功并入目标企业之后，PE 机构作为基金管理人顺利退出投资，很大程度减少了退出风险。范硕 (2014) 认为上市公司联手 PE 机构的原因首先能最大程度发挥 PE 机构的平台功能，吸引更多的投资者，筹集更多的资金；其次利用 PE 机构丰富的项目投资经验，选定合适目标，制定并购计划，化解项目风险；最后是发挥并购基金的缓冲平台作用，在并入上市公司前有一定适应阶段，降低信息不对称风险。陈颖 (2019) 提出并购基金拥有先天的优势，具有融资经验的基金能够在合作中促进企业资源的利用效率。晏闪 (2019) 认为国家政策以及产业链的发展能够在很大程度上给企业带来竞争优势，提升企业的价值。

1.2.2 “上市公司+PE”型并购基金的风险研究

Can Kut (2007) 等人认为公司利用私募基金进行融资的最大风险在于基金公司的道德风险，也就是委托代理风险。Harris (2020) 认为基金出资人和基金管理人之间存在的是委托代理关系，他们之间的利益追求有时候不完全一致，但是管理人会占有一定的优势，会更容易获得目标公司的信息，从而会根据信息优势进

而做出对自己利益有益的事，这可能会侵害其他方的利益。Ljungqvist(2019)研究发现公司设立的并购基金中的有限合伙投资者能够有效避免 PE 与基金投资人之间信息不对称问题而产生的利益纠纷。金玮(2013)认为在基金运转过程中，基金管理者可能会因为自身利益，与上市公司的权益产生冲突，出现提高目标公司的定价、虚增价值等问题。刘晓慧(2015)认为并购基金存在的一定的局限性，阻碍企业的发展，因为基金管理人可能会产生金钱内幕交易的问题，在基金运转过程中缺乏充分的信息披露等风险，严重削减了其他投资者的利益。郁文祥(2016)认为“上市公司+PE”型并购基金更可能因为单个组织或者个人的利益产生内部操纵的问题，当合作者产生利益不一致时，会很大程度上降低联动的有效性，上市公司会因为自身利益在提供不完全信息，导致信息发布缺乏完整性、及时性。华夏(2017)认为，资本市场的环境非常的复杂，存在明显的逐利行为，上市公司可能达不到最优的结果，出现利益冲突时，机构投资者发生与合作企业目标不一致，可能会损害合作者的权益，无法产生协同效应。马万欣(2018)运用案例研究方法对企业外部环境风险和内部流程风险进行了研究和分析，并作出风险的重要性解读。陈颖(2018)认为国内并购基金的发展存在挑战，退出困难、融资渠道单一、财务风险高等种种问题制约着企业的发展。张瑞军(2019)认为并购基金在运作过程中并非是存在单一的风险，而是包含两个层次的风险，从整体来看包含系统风险和委托代理风险，并且通过分析其中的风险提出有针对性的对策。

1.2.3 “上市公司+PE”型并购基金的价值创造研究

(1) “上市公司+PE”型并购基金价值创造的路径

并购基金对公司的财务方面有一定影响，这种影响主要体现在目标企业的资产管理和业务经营上，Ching(2007)认为并购基金的成立能够发挥双方的优势，形成有效地员工激励体系，健全企业组织结构，创造价值。Ahmed(2020)则将并购基金创造价值的途径归纳为财务绩效和企业管理两个方面，并购基金的高杠杆可以限制企业的盲目投资和并购，同时 PE 控股可以最大程度地对管理层决策施加干预。Wright and Bruining(2007)认为私募股权机构与上市公司的合作能够加倍产生经济效益，双方都能够建造更大的平台，产生更深远的影响，也为管理

层收购标的企业搭建起桥梁,达到设立基金的战略目的。陆正华,谢敏婷(2018)认为在上市公司与管理者有趋同的目标。分析“上市公司+PE”型并购基金的运作流程进,二者会通过有效合作,优势互补的方式对并购基金进行精细化运作,提升企业的价值。根据企业的战略计划,选择合适的目标,整合并入,实现价值创造的过程。陆张舵、鲁强(2019)整合投资者的资源对目标企业进行价值创造,上市企业在前期、募集、整合、并表方面都存在明确价值创造路径,很大程度产生了经济、规模、市场等效益。许望伟(2020)认为不能从单一维度来分析并购基金产生的作用,具体可划分为五个流程来分析并购基金价值创造,从价值发现、持有、提高、放大到兑现。

(2) “上市公司+PE”型并购基金对价值创造的影响

Wright(2002)研究通过成立并购基金能够促进企业发展,形成有效的员工激励机制,完善公司的治理结构,充分调动企业管理层的积极性,从而提升企业价值。Kamoto(2017)认为并购基金可以筛选与管理优秀并购企业,推动并入上市企业,进一步整合上市公司的资源,最终影响上市公司的经营业绩。Steger(2017)对私募股权基金PE的价值创造效果进行了研究分析,与外部公开指数相比,PE的收益率相比其他产品显然更高。张幸欣(2018)认为并购基金能够优化配置资源,改善公司的经营状况,提高公司价值产生常态化驱动效应,发挥企业的规模经济优势,实现协同效应。林兢、郑楠楠(2019)结合医药企业博雅生物的案例,探讨基金管理人在并购基金价值创造中所产生的作用。研究显示,上市公司通过成立并购基金具有非常利好的效应,公司之间会发生协同效应,很大程度上优化财务指标,最终实现公司价值的提升。但是,基金在具体的运行过程中需要协调好各方利益,缓和各方的冲突,加强合作与沟通,减少参与主体间的矛盾,关注基金的运行过程并促进并购基金的创新活力,更好地发挥基金的作用,更好地实现企业价值。

并购基金价值创造的衡量。不同的研究者所使用的方法有一定差异,现有理论和文献主要从协同效应和财务效应两个方面讨论并购基金的价值创造效应。最常见衡量价值创造的方法通常采用财务指标衡量,对其他非财务指标的分析较少。Ansoff(1965)认为企业通过并购活动,可以优化企业的管理,形成协同效应,带来价值创造的作用。周小春等(2008)企业并购活动后,其中的衡量企业

价值创造财务指标主要有流动比率、速动比率、存货周转率等。李雅君（2012）认为从短期来看，市场表现为超额收益，“上市公司+PE”型并购基金能够形成财富效应，长期来看，企业的财务收益得到了提高，提升了企业的盈利能力。何孝星（2016）运用事件研究法，发现“上市公司+PE”型并购基金对企业价值创造能力明显。同时，分析还发现并购基金杠杆效应的高低与其获得的财富效果呈正相关，创造出更大的价值。王焯（2016）进行了定性和定量两方面的分析，定性方面认为“上市公司+PE”模式的并购基金发挥了协同作用，定量通过财务分析法得出并购基金的价值提升是一个长期效应。陈颖（2019）通过研究发现，在设立并购基金制后，产生了多方面的影响，具体可以分两个阶段来分析并购基金的影响，从短时间来看，能够向市场释放较好的信号，提升投资者的信心，能够给企业产生最大的增值效果，从较长时间来看，在优化优配置资源上具有重大优势，进一步提升企业的营运效率等优点，最终提高上市企业的内在价值，增加股东财富。

1.2.4 文献述评

并购基金从诞生至今都是热门话题，一直受到国内外学者青睐，文章整理国内关于并购基金的文献，通过对比国外并购基金的文献，发现不同经济水平的国家也存在差异，国内外研究者在研究并购基金进程也存在一定差异。国外并购历史比较久，关于并购基金的研究内容已经逐渐成熟，研究的体系也比较完善；我国前期并购活动的发展比较缓慢，公司设立并购基金的模式发展也较晚，在文献丰富性、全面性方面较国外经济发达的国家还有一定距离。国内并购基金的产生比较晚，直到2011年的时候出现首例并购基金，但国内的发展速度很快，且非常有国内特色。“上市公司+PE”型并购基金是国内特色的并购基金，在国外无法找到这种模式的并购基金做研究参考，国内学者关于并购基金的研究大部分是并购基金的设立动机、风险、以及设立绩效等单独因素分散的实证研究，缺乏系统性分析和案例研究。

从上述的文献中可以得出，“上市公司+PE”型并购基金确实可以给上市企业并购活动创造价值。目前市场关于这方面的研究方法较为单一，并未形成多元化系统的研究方法，主要基于事件研究法的实证研究，这种方法有一定科学性和

规律性，但是存在一定的缺陷，市场上可研究典型案例研究较少；另一方面现有文献研究角度比较狭窄，学者大多从财务视角来分析价值创造的效果，缺少在非财务角度的研究。因此本文根据九芝堂药企案例，不仅通过财务指标进行量化分析，而且重视并购基金的价值创造的定性分析，得出结论，从中吸取经验，从监管和公司两个层面对上市公司设立并购基金提出建议。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

第一部分是绪论。主要阐述了本文的研究背景、研究意义、研究方法、文献综述和本文的创新。

第二部分为基本概念与相关理论分析。首先介绍了私募股权投资(PE)、并购基金和“上市公司+PE”型并购基金以及并购基金价值创造的路径。其次整理了委托代理理论、优序融资理论、市场势力理论、协同效应理论等。共同奠定了文章的理论基础。

第三部分介绍了我国“上市公司+PE”型并购基金发展现状。包括并购市场现状和“上市公司+PE”型并购基金的现状。

第四部分是案例分析，以九芝堂为案例。首先突出案例的典型性和重要意义。其次，分析了中医药行业背景、九芝堂公司和 Stemedica 公司简介以及设立并购基金的原因，着重阐述了“上市公司+PE”型并购基金成立发展的过程。

第五部分为九芝堂设立“上市公司+PE”型并购基金的价值创造分析。探究了“上市公司+PE”型并购基金的价值创造效果。可以得出：首先依照两种分析方法对价值创造评价，利用财务绩效法，分析九芝堂在这种模式下并购前后的盈利能力、偿债能力、发展能力和营运能力的变化，发现盈利能力、偿债能力、成长能力改善较明显，营运能力未有较大改善，综合财务能力值在一定程度上有所提高。基于价值创造的协同效应分析，从经营协同、财务协同、管理协同三个视角分析了并购前后公司的发展变化，“上市公司+PE”的模式可以发挥平台优势，同时还可以充分利用 PE 市场资源优势进行融资，起到战略协同的效果，最终促使公司价值提高。

第六部分是结论和建议，首先对全文的研究内容进行最后的总结，分析九芝堂设立并购基金后对企业价值的动因和实施效果，并从文章得出的结论给希望在市场上引入并购基金的上市企业和广大投资者提出了相关建议。指出并购基金存在的风险，督促上市公司和机构提前整合资源，降低市场风险，合理设定决策机制，缓解双方利益，另外针对投资中退出机制不明确、内幕交易等现象的问题，需要相关政府部门强化对并购基金的监管力度。

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

本文通过整理大量国内外文献资料，对并购基金相关理论有了一定的铺垫，同时，本文也整理了并购中应用并购基金的经典案例等资料，在完成以上任务的基础上对上市公司并购基金进行研究。

(2) 案例分析法

通过对九芝堂这一案例的分析，探究了上市企业与私募股权机构合作设立并购基金价值创造研究，为其他上市企业实施该并购模式提供案例参考。选择具有代表性的企业作为研究对象，通过分析“上市公司+PE”型并购基金开展并购的行为进行研究，研究其产生的经济效果。

(3) 财务分析法

在并购后的绩效研究方面，本文采用了财务分析的研究方法，对九芝堂公司在进行并购活动前后的财务绩效进行分析，从而探究并购是否达到预期目标。

1.4 创新点与不足

本文创新点在于：

1. 本文选题较为新颖。“上市公司+PE”型并购基金的形式很新颖，成立的时间较短，虽然市场活跃度很高，但成功的案例较少，较少的学者对这种模式开展全面的分析和研究，可参考的文献比较少。本文研究“上市公司+PE”型并购基金的价值创造研究，无论是在内容上还是形式上都具有一定的创新性。

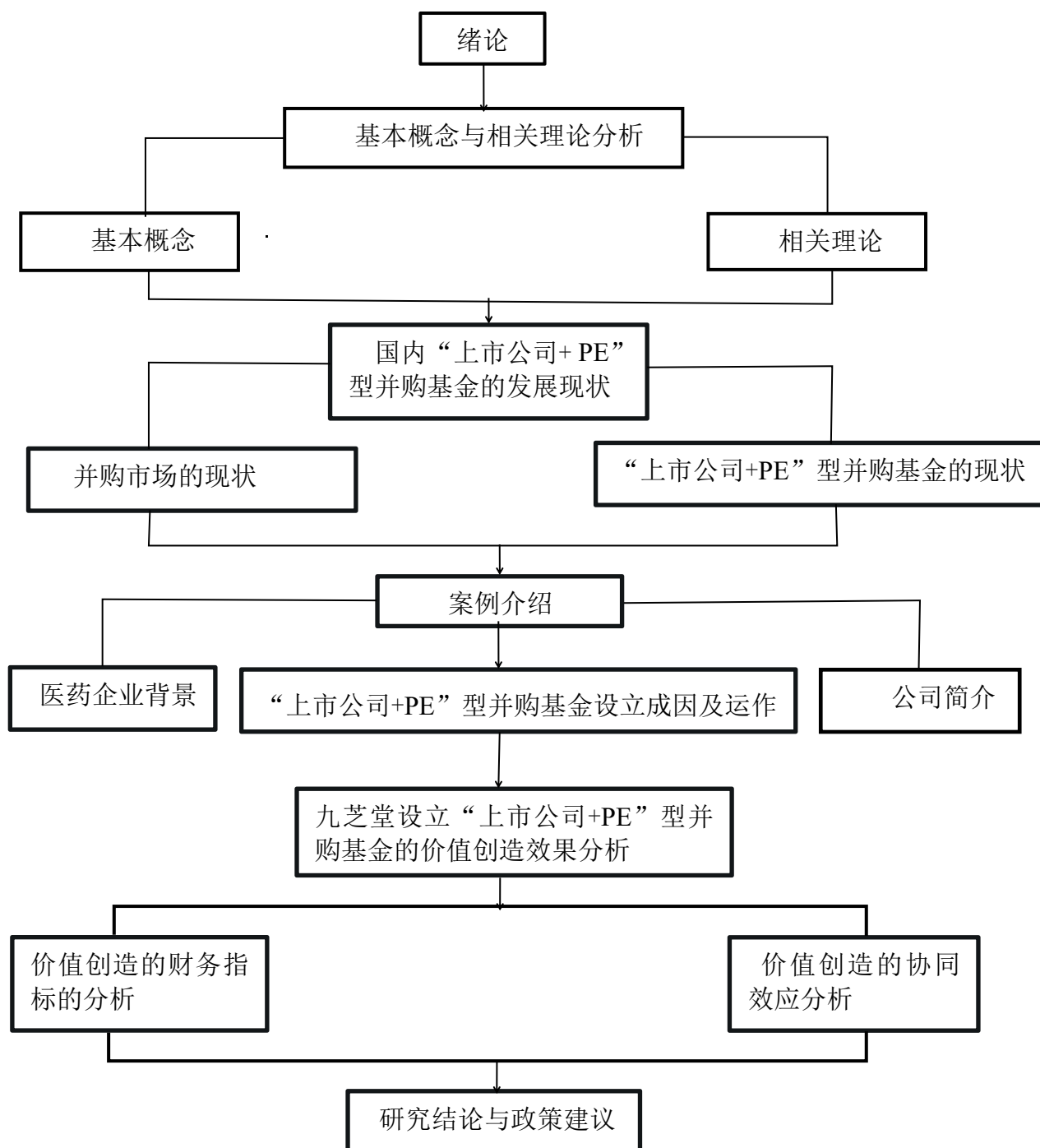
2. 本文选取的案例具有典型性。选取九芝堂公司主要原因是近年来医药企业发展前景势头迅猛，前景好。九芝堂是国家重点中药企业，国内驰名商标，国内

的学者对这一类型企业的并购基金研究较少。

本文可能的不足：

由于客观条件的约束，“上市公司+PE”型并购基金在国内成立时间晚，发展的时间较短，市场上涌现很多这种类型的基金，但大多数还在存续期，可研究的局限性较大，而且可参考的文献中研究的样本单一，很难对样本做实证研究，所以对本文的研究结论有一定的影响。

1.5 研究框架



2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 私募股权投资(PE)

私募股权投资基金是在美国产生的，在上个世纪 80 年代的时候出现了快速发展，在这样的趋势下基金的规模增长迅速。私募股权投资基金的兴起于它的特点有很大关系，能筹措出巨额资金。它有自己的标准化运营的方式，非公开向特定投资者募集资金，投资的目标也与常规投资不同，倾向于有发展潜力的非上市企业，退出手段大多以被投资企业首次公开发行或者被回购。

文中所叙述的“PE”就是私募股权投资基金。这种基金的最大特点就是它的募集目标是事先确定的，不会广泛的向市场投资者募资。它主要的投资对象是未上市企业股权，适用于有发展潜力的高科技公司，但最近几年情况有所改变，PE 也开始投资上市企业，市场情况发生了较大变化。通常来说私募股权投资一般可分广义和狭义。广义的私募股权投资涵盖的范围广，包括了公司首次公开发行前的所有过程。在资本市场历史上，PE 机构的存在使其发展更为迅速和高效。而我国的私募机构发展周期较短，初期一直维持在初步阶段。

2.1.2 并购基金

并购基金产生直接原因就是服务于企业并购目标公司的基金，是在风险投资基金和私募股权投资基金的基础上产生的，身为私募股权基金的一个重要衍生品，它的投资方式主要通过收购标的公司的股权，取得对目标公司的控制，随之对公司进行重组改造，持有一定时期后售出设立的并购基金，最终获得超额收益和公司价值的增值。并购基金不同于其他类型的投资主要体现在风投的投资标的是新兴创业型企业，为了取得短期的效益。而并购基金的投资标的大多是成熟企业，退出期限较长，一般为 3 到 5 年，并购基金存在的意义就是收购标的公司以及后续的资源整合。比较出名的并购基金大多在资本市场比较发达的西方国家，就像凯雷、黑石、美林等就属于比较完善，基金的类型也包含多种形式，一般有

MBO 基金、重组基金等。

2.1.3 “上市公司+PE”型并购基金

“上市公司+PE”型并购基金指私募股权投资机构通过联合上市公司发起的并购基金，这种模式最大的特点是以 PE 为基金管理人，负责在既定的领域内寻找符合战略目标的标的，进行后续的培养和整合，最终在完成任务之后退出。国内这种“上市公司+PE”模式并购基金的组织形式比较单一，大部分通过设立有限合伙公司，共同成立的制度。文章所论述的“上市公司+PE”型并购基金并不是突发奇想创造出来的，而是在原来私募股权投资基础上衍生出来的新形式，这种类型的并购基金作为上市公司产业并购的主体，围绕上市企业选定的战略发展目标开展各个环节业务发展，进一步强化公司在本领域的地位，也提升了其他投资者进行投资的安全性，实现了投资者和上市公司共赢。

2.1.4 并购基金价值创造

(1) 并购基金价值创造机理

陆张舵、鲁强（2019）认为上市公司设立并购基金的前期、募集、整合、并表等方面都存在鲜明价值创造路径。许望伟（2020）认为并购基金并非是单一运行的过程，它的价值创造的过程是多层次、多阶段、多角度的，是从战略目标的价值发现，选定标的物，到促进并入企业实现价值持有，再到资源整合，优势互补的价值提高，最后实现企业价值放大的全过程。

价值发现指的是企业的计划阶段。“上市公司+PE”型并购基金在最开始成立的时候，成立基金的双方会根据投资方向做出商定，一般以上市公司的行业发展战略为方向。设立后，凭借 PE 机构丰富的投资经验以及专业的技能筛选出优质投资方向的标的，通过双方的前期沟通和专业性谈判与被并购公司达成共识。在此阶段，并购基金会进行尽职调查，对与并购活动相关的信息进行全面的调查，尤其是在衡量上市公司整体发展战略的契合度上产生的驱动效应，即判断目标公司是否能够给上市公司企业价值的提升。

价值持有即“上市公司+PE”型并购基金投资阶段。在基金前期对目标企业全面调查后，并购基金开始投入资金，成为目标企业的股东，根据企业的经营发

展状况采取间接性的买入或者直接控股。多数情况下，并购基金一开始进入目标公司时并不会采用直接控股的方式，因为如果所持股票份额高于一定的限度会产生相反的效果，这很大程度上会导致原有团队积极性的丧失。所以在这一阶段并购基金深入参与管理，给予目标公司一定的缓冲期，但也并不是说一直放任目标公司自由发展，而是可以约定相关业务范围，保证企业经营业绩向好发展，最大限度减少并入过程的冲突，保护投资人利益。

价值提升阶段，这一阶段对于上市公司来说最为重要，如果能实现企业各方面价值的提高，很大程度上就意味着并购的成功。“上市公司+PE”型并购基金的成立就标志着双方合作的达成，因为公司与 PE 有共同的目标，发展策略一致，在共同利益的指引下，二者会在并购基金运行的各阶段的相互配合，共同发展，PE 机构将会利用自身的优势，为标的公司提供包括资金在内的各方面资源，全面提升企业的经营管理和业绩表现，有效提高标的公司的内在价值，增强投资者信心进而提升企业价值。

价值兑现阶段，这一阶段如果能够顺利进行就意味着最终目标的达成，所以这个时期最重要的是上市公司顺利整合标的，优秀的目标企业的成功注入，可以充分利用其优质的资源，一方面可以改善上市公司的财务状况，另一方面可以提升公司的行业影响力。目标企业的并入会提高上市公司资产、营收、利润等方面的增长，并入之后，不仅有利于扩大企业的市场份额，而且有利于进一步完善公司整体布局，在实现企业整体战略的同时增强其综合实力，产生长久的驱动效应。

（2）并购基金价值创造衡量

目前国内对并购基金价值创造效应衡量的方式有两个方面，在引用典型案例的基础上分别采用定性和定量分析方法。首先先来探讨定性分析，主要是结合“上市公司+PE”的运行方式以及结合公司自身优势，对本公司的产业整合和绩效提升进行了陈述和分析。张幸欣（2018）认为从短期效应上分析，并购基金能够提升企业财报报表的估值，长期来看，能够完善公司的经营管理状况。林建山（2016）认为，并购基金能够实现股权价值的增长，通过对标的企业的整合来改善公司治理机制，进而完成并购基金的价值创造。在定量分析评价中，可以通过研究企业的财务数据，计算各个方面的指标，分析它们内在的联系，深入讨论并购基金产生的影响，是否能产生价值创造的效果。寻展文（2016）对并购基金价

值创造进行界定，并购基金成立之后，经过一系列的项目选定、投资活动等来判断公司的各方面能力，重点观测盈利方面、企业偿付方面和运营管理方面的能力，这一系列的指标在很大程度上反映出公司实际经营的情况。

综合分析以上的分析成果，文章通过两个层面进行基金价值判断，一方面可以根据财务指标对九芝堂盈利能力、营运能力的指标进行多方面的探讨研究。反映公司的财务状况是否能够优化，另一方面通过分析公司协同效应，并购后企业能否产生战略协同，具体产生多大的效果。

2.2 理论基础

2.2.1 协同效应理论

协同效应就是指企业生产、营销、管理的不同环节，不同阶段，不同方面共同利用同一资源而产生的整体效应，并购产生的协同效应包括：经营协同效应、管理协同效应和财务协同效应。这种理论主要表现在以下三个方面：首先是范围经济的发展，上市公司与目标公司的战略目标一致，二者之间的技术、市场和其他资源能够实现共享。其次是规模经济的发展，两家企业之间合并后，能够实现更优化的发展，企业的营业成本会随着经营活动范围的扩张而降低。最后是流程、业务、结构优化或重组，减少企业中重复的岗位、重复的设备、厂房等。协同效应意味着既要在微观的层次上促进单独公司效益的提高，又要在整个社会上提高福利，并购来种种优势，促进整个社会的发展是一种帕累托改进。协同效应理论是本文的核心理论，文章通过利用协同效应理论对九芝堂设立“上市公司+PE”型并购基金进行分析。

2.2.2 价值低估理论

价值低估理论认为如果标的公司的市场价值不能反映出企业的真实价值，市场上存在真真假假的信息，大部分投资者会受羊群效应的影响，这是企业的价值可能存在不实的评价，如果公司价值在市场上被低估时，有识之士会根据这一信息进行并购。企业通过并购活动，目标企业能够获得更多的资金和资源，最终达到企业提高经营业绩、提升价值的目的。价值低估理论主要包含三个方面：短视

理论、托宾 Q 理论和信息不对称理论。其中主要内容是信息不对称，资本强大的公司处于绝对的信息高位，能够获得内幕信息，而大部分市场投资者只能从公开报告获取有限的信息，处于信息的劣势地位。

2.2.3 优序融资理论

优序融资理论是关于公司资本结构的理论。优序融资理论产生的一个重要原因就是市场上的信息存在不对称，大部分企业在评估项目时会着重在意交易成本，其次会考虑项目资金的来源，按照最优的选择，应选择内部的盈余，因为这样的融资成本才能达到最低；如果内部无法满足需求就会考虑债券融资，发债的成本在企业的可承受的范围内；在其他方式都无法满足资金需求时选择股权融资，这种形式的成本最高。但优序融资理论是在假设条件下成立的，假设市场上所有的信息都被投资者所知，且所有的企业都不存在破产成本。如果广大的市场上投资者与企业内部经理人存在不完全的信息对称，市场上的投资者是信息的被动接受者，由于对公司的运营过程不了解，只能做价格的接受者，听从企业的定价。企业采用外部融资方式，会引起企业价值的下降，所以企业释放股票增发的信息不利于维护投资者权益。如果企业内部有盈余资金，为了实现公司利益的最大化，企业最优的融资方式一般是从企业内部筹集。九芝堂公司通过成立“上市公司+PE”型并购基金非常恰当的应用了这样的理论。

2.2.4 市场势力理论

市场势力理论又称市场力量理论、市场垄断理论，认为企业并购活动的主要动因是由于可以借并购达到减少竞争对手，一方面企业可以更加有力把控市场变化情况，另一方面公司可以取得一定程度的垄断利润。通常在三种情况下会导致以增强市场势力为目的的并购活动：首先是市场需求量下降，企业生产能力过剩，企业利润下降，公司之间通过联合或者并购，来获得相对优势的市场地位。其次随着全球化进程的加快，经济的全球性竞争更加激烈，国内许多企业无论在技术上还是在市场上处于不利地位，所以公司之间可以合作成立集团公司来面对激烈的竞争。最后市场化深入的同时，相关部门的监管也变得更加严格，市场制度也变得更加规范化，通过企业间的并购能够规避一些管制，使资本扩张变得合法化，

达到继续控制市场的效果。本文运用该理论对九芝堂设立“上市公司+PE”型并购基金动因进行分析。“上市公司+PE”型并购基金的成立可以在多个方面促进九芝堂的发展，Stemedica公司在干细胞领域取得了不错的成绩，成功并购不仅能够扩大九芝堂新业务范围，很大程度上能满足九芝堂多元化战略发展，而且企业通过并购基金并购目标企业引进了大量的专业人才、先进的技术、广阔的市场等，减少进入新兴领域的阻碍，扩大九芝堂产品的市场占有率，提高九芝堂市场竞争力。

2.2.5 委托代理理论

委托代理理论是在不对称信息博弈论的基础上建立的，主要研究一个或多个行为主体根据一种明示或隐含的契约，指定、雇佣另一些行为主体为其服务，同时授予后者决策权利，并支付相应的报酬。在这样的理论研究下，存在这种相对人，一种是委托人，一种是代理人。授权者就是委托人，被授权者就是代理人，“上市公司+PE”型并购基金的相关主体之间信息不对称，不能最大程度上发挥基金优势，在基金的运作过程中存在双层委托代理问题。PE私募机构与上市公司之间存在第一层委托代理关系，基金管理人与其他有限合伙人之间存在着第二层委托代理关系。这种双重代理情况的发生会损害投资者的权益，侵蚀投资者的利润。

3 “上市公司+PE”型并购基金的发展现状

并购基金在我国起步较晚,在经济高速增长的背景下,企业被并购意愿不强,加上并购融资工具有限,并购市场的数量规模与相对成熟的欧美市场相比差异较大。但随着经济进入降速提质的高质量发展阶段,市场的马太效应逐步显现,强者恒强在各行业中表现越来越明显,中小型企业被并购的意愿逐步提高,时间到达 2011 年的时候,国内资本市场发生巨大的变化,伴随着经济的放缓转型,新型的并购方式也随之出现,天堂硅谷与大康牧业开启了一个新时代,成立了首家并购基金,由此“上市公司+PE”型并购基金正式在中国流行。这种模式的并购基金设立的目的是确定的,所投资项目是明确的,它的退出方式也是事先商定的,在发起方完成并购时就是并购基金退出之时。

3.1 并购市场的现状

随着市场经济的快速发展,行业间的企业的竞争更加激烈,在这样的大环境下国内的公司开始意识到企业并购对企业长期发展的重要性。当前来看,国内很多领域的资源集中度低,整个市场中有巨大的发展潜能。所以企业之间加强合作,促进优质资源共享,实现共同发展成了共识。2017 年之前并购数量属于一直上升的状态,2017 年达到顶峰,但在 2017-2020 年,中国整体并购市场数量持续下滑,根据 Wind 金融终端统计数据,2020 年国内公司并购市场的交易资金达到 24577.5 亿元,与 2019 年的成交额相比略有下降,市场上企业的并购数量有 9000 多笔,较 2019 年下降 8.7%。但是并购的质量在不断提升。分地域来看,2020 年中国并购市场成交金额排名前三的省份分别为北京、广东、上海。疫情影响下,区域之间分化加剧。从并购方式看,协议收购、增资、发行股份购买资产是主流方式。

从并购行业来看,其中医药产业比较突出。从战略层面看,是在传统药企基础之上改革创新发展成新型企业的过程。从业务层面看,是在原有核心产品基础上加大研发投入,完善销售渠道,畅通产业链的组合。其他分支也在开展整体布局:在医疗器械方面,加快并购平台型公司建设;在医疗健康服务领域,展开全方位的发展,从横向发展的路径来看,医疗企业亲来与收购实体医院机构,从纵

向发展来看，呈现出线下企业扩大发展并购线上业务，在数字医疗方面，企业通过并购探索更多应用场景，互联网巨头也积极参与医疗行业的发展，布局在线医疗机构的并购整合。创新药企和传统药企之间的并购是大势所趋，创新药的研发和试验需要长期的过程，再到药品工艺开生产，整个并购过程可以产生协同效应。

3.2 “上市公司+PE”型并购基金的现状

3.2.1 总体情况分析

从总体情况来看，我国并购基金的发展历史虽然短暂，但其中的势头却不容小觑，自从首只产业并购基金“天堂大康”成立以来呈现出很好的发展前景，经历了 10 余年的发展，“上市公司+PE”型并购基金在各个领域中得到青睐和应用。根据 Wind 数据库资料显示，在发展的多年里，这种新模式的并购基金经历了一个爆发式的增长，后来又恢复冷静期，到 2020 年底，我国“上市公司+PE”型并购基金将近 19300 只。如图 3.1，“上市公司+PE”型并购基金在发展的过程中有过快速增长的时段，也有过持续下降的时期，在 2017 年的时候增长最为迅速，后来随着市场的发展变化，市场也逐步趋于成熟和理性，速度逐渐变得缓慢下来。

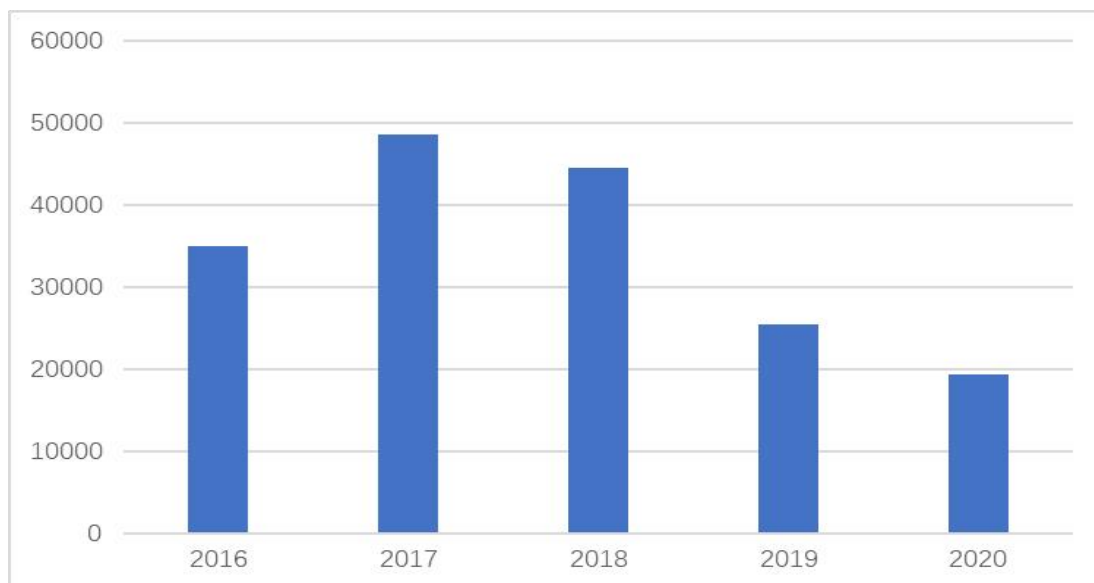


图 3.1 “上市公司+PE”型并购基金（只）

数据来源：Wind 数据库。

3.2.2 行业情况分析

从行业情况来看,不同领域的行业对于并购基金的需求不同,一般而言成立“上市公司+PE”型并购基金多是资金需求量就比较大的领域,而且比较有急迫企业结构转型升级的现实要求。其中制造业的需求最为旺盛。主要是在供给侧结构性改革的大背景下,更多的公司希望通过并购的手段来实现突围,优化管理结构,完善产业布局。同时在国家宏观政策的影响下,“十三五”规划中健康中国是一个重要规划,国家推动落实相关政策的实行促进了得医疗产业的健康发展,医疗健康领域愈发受到公众及投资机构者的青睐。国内PE并购基金的发展,一方面推动了国内资本市场的进一步完善,另一方面可以提高企业吸收社会闲置资金的能力,促进民间资金利用效率的大幅度提升。在产业升级改造和经济持续健康发展的推动下,中国并购市场发展非常迅速,展示出旺盛的生命力,并购基金的市场投资机会也明显增加。

从行业的监管层面来观察,上市公司在管理运营中存在的内幕信息交易、逆向标准选择、投资退出机制不清晰等问题,严重影响“上市公司+PE”型并购基金的发展,破坏了整个市场,需要相关监察部门提高意识和相关的执法力度,对并购基金的违规方面加大处罚,减少市场波动性。

4 九芝堂设立“上市公司+PE”型并购基金的案例介绍

4.1 医药行业背景

随着经济水平的提高，国内人民生活质量迅速提升，医疗水平也逐步完善，民众的健康意识也越来越强，正是因为医疗的提升、意识的增强才促进了国内医药行业的快速发展。国家统计局有调查报告指出 2016-2020 年五年间，国内市场比较活跃，规模以上的医药公司数量越来越多，如图 4.1 所示，从 2016 年的 7449 家到 2020 年的 7665 家，短短五年期间就有 116 家规模以上的医药公司成立。总体来看医药公司的数量有增有减，本身是发展医药的公司拥有很大的行业优势，它在扩张中因为有先天的基础所以扩张起来更加熟练与迅速，在促进医药行业的集中度中发挥巨大的作用。

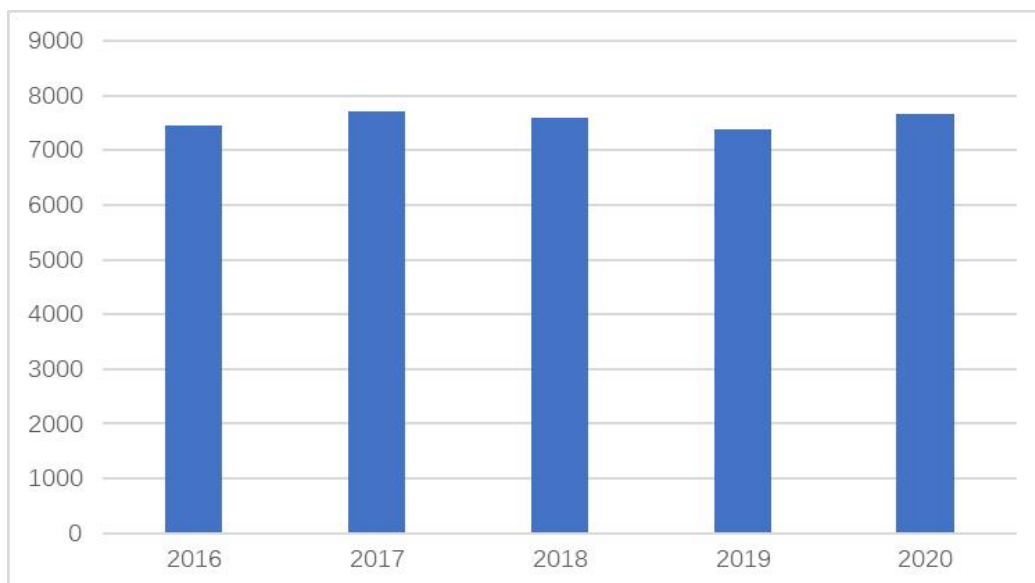


图 4.1 医药企业数量（只）

数据来源：中商产业研究院大数据库

医药行业经营状况良好，市场呈现出平稳增长的态势，从增长速度来看，国内的速度高于国外的速度。在 2016 年到 2020 年这四年间国内的医药行业发展迅速，从金额增加的幅度上看从 13294 亿元增长到 17919 亿元。2021 年整体增长情况也是持续保持，金额达到 18858 亿元。出现这种情况有多种原因，一方面是

国家宏观政策支持，促进市场资源倾向于创新药、医疗、保健、养老等领域，同时在医疗保险方面，提高优质药品的研发，扩大优质药使用的范围，能够照顾到更多的病人，这也很大程度上提高企业的正面积极回应。民众的认可为医药上市公司的发展创造了良好的社会环境，从长远来看，医药上市公司整体投资价值良好。另一方面是人口增长、老龄化和城镇化等因素也将有效促进医药上市公司的发展。最近几年我国医疗卫生机构数量急剧扩张，个人消费中医药品支出金额逐年上涨，国内医药市场的需求量不断扩大，因为巨大的人口基数，国内拥有非常活跃的消费市场，医药行业在市场的推动下，将会不断向前发展。

2020年我国医药制造业规模得到了快速提升，规模公司实现了24857亿元的营业收入，比前一年增长了4.5%左右，实现了3506.7亿元的利润，比上一年增长12.8%左右，公司每年的利润均处于稳定增长的态势，这些现象均说明医药行业的发展现状良好。医药制造业规模以上企业利润情况如图4.2所示。国内中医药市场的经营情况良好，在此背景下，医药企业应加速提高药品质量，改善用户的体验感，不断开发活引进新技术，推动产品创新，提高医药领域的整合度拓展国内外市场，推动医药行业快速发展。

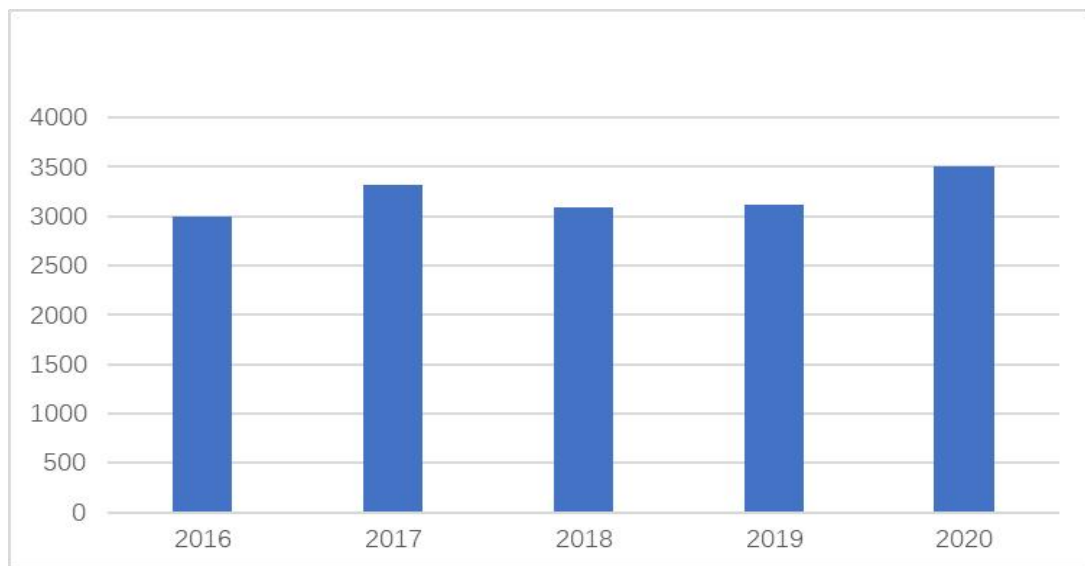


图 4.2 2016-2020 我国医药制造业利润总额（亿元）

数据来源：中商产业研究院大数据库

如今受到新冠病毒疫情的影响,我国中药疗效取得了一定的成果,获得大众的肯定,中医药的认可度上升,为中医药新发展带来契机。在这次新冠肺炎的治疗中,我国中医药被证明具有明显作用,这一点得到国外许多国家的认同,日前世界卫生组织修订通过《国际疾病统计分类和相关健康问题》,其中包含了传统中医药内容,这进一步的提升了我国中医药的国际认可度。另一方面,这次受新冠病毒疫情的影响,居民对于接种疫苗的意识将进一步的提升,在这些因素综合影响下我国的医药上市公司将会得到进一步的发展,整体来看具有很好的投资价值。

4.2 公司简介

4.2.1 九芝堂公司

九芝堂起源于清顺治七年,原有的名字是“劳九芝堂药铺”。现在国民耳熟能详的九芝堂股份有限公司设立于1999年,是一家综合性的大型医药企业,包括了生产、销售、科研、健康管理全方位的经营体系,在全国拥有近三百家连锁店。九芝堂借鉴国内先进的中药制剂工艺技术,购买现代化的生产设备,将从古至今流传下来的工艺与现代技术相配合,发挥制剂的核心作用,涵盖OTC、扩展中药新饮片及最近市场上大火的大健康领域,不断提升公司产品品质。在2000年的时候,九芝堂在深交所挂牌上市,成为进入新时代的重要标志。2015年,身为百年老字号的九芝堂,百年品牌九芝堂与创新型中药企业牡丹江友搏药业实现重组。

九芝堂公司具有很强的前瞻性,九芝堂设立“上市公司+PE”型并购基金具有一定代表性,在医药行业中设立并购基金的公司很多,但成功的案例很少,九芝堂通过设立并购基金不仅拓展了新领域,而且提高了行业地位。

(1) 股权结构

截止2016年底,九芝堂前十大股表4.1所示,第一大股东李振国股份占比较高,持股比例占整个上市公司股权的33.52%,九芝堂控股的实际控制人同样是上市公司的第一大自然人股东李振国。

表 4.1 九芝堂前十大股情况

序号	股东名称	持股比例 (%)	持有股数 (股)
1	李振国	42.33%	367982854
2	黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司	19.48	169348487
3	绵阳科技城产业投资基金(有限合伙)	8.99%	78118045
4	九芝堂(集团)有限公司	4.84%	42079384
5	润深国投信托有限公司润金-76号集合资金信托计划	1.62%	14099000
6	九泰基金-广发银行-民安分级1号资产管理计划	1.31%	11386861
7	润深国投信托有限公司一顶秀雄楚集合资金信托计划	1.22%	10591483
8	陈树雄	0.96%	8329064
9	陈妙宣	0.94%	8193690
10	润深国投信托有限公司一优瑞1期集合资金信托计划	0.49%	4290064

数据来源：九芝堂公司年报。

(2) 主营业务

九芝堂的主要的利润贡献主体是药品销售，产品涵盖了 OTC 系列、处方药系列、大健康系列共计 9 大类 300 多种产品，主营业务收入来源是传统的重要领域包括中成药、西成药、和生物药品，2020 年占到公司营业收入的 59%，其中中成药的毛利率更是惊人，达到了 73.43%，生物药品的毛利率同样很高达到了 60.3%，西成药的毛利率达到了 18.9%。作为九芝堂主要收入来源，九芝堂整个产品系列分为两个梯队。既有涵盖六味地黄丸等传统的中医药产品。又有安宫牛黄丸等优秀产品。九芝堂一方面采用传统的经销商营销，保持原有的市场占有率，另一方面也在积极开拓新渠道，寻求多元化的营销方式，积极开拓线上模式，加强线上和线下相结合的营销模式努力拓宽市场。多渠道并行的销售模式有利于九

芝堂加强多条销售路径的发展，保证产品的正常销售，另一方面可以进一步开发潜在客户，了解市场新需求，积极改进服务，给客户提供更高质高效的体验。

（2）财务状况

并购前，上市公司九芝堂的主要财务数据如下表所示，公司的总资产、净资产规模逐年扩大，营业收入也逐年增长。

表 4.2 九芝堂 2015-2017 年主要财务数据

项目	2015	2016	2017
总资产（亿）	44.71	47.98	58.74
总负债（亿）	13.71	6.6	6.83
净资产（亿）	31	41.3	51.9
营业收入（亿）	8.72	26.74	37.97
营业成本（亿）	3.29	19.69	30.63
营业利润（亿）	5.43	7.05	7.34

数据来源：九芝堂年报。

在并购之前，九芝堂财务方面指标向好发展，整体处于比较景气阶段，公司产品销售业绩表现较好，利润方面有所提升，尤其在友博药业入驻九芝堂后，公司积极科研，开发新产品，与其第一大客户康美药业宣布就整合道地药材资源、互联网医疗健康云平台等方面展开全方面合作，推动九芝堂完成跨越式进步，在中医药行业具有举足轻重的地位。

4.2.2 Stemedica 公司

Stemedica 公司 2005 年成立于美国内华达州，公司总部设在圣地亚哥，干细胞虽然是处于比较新兴的领域，但 Stemedica 已经有了 14 年干细胞研发生产历史，拥有一大批顶尖科学团队，优秀的医师队伍以及经验丰富的投资人员，是全球生物科技和制药行业的领导者，不管是主要产品质量还是拥有的核心技术都处于世界的前列。

Stemedica 拥有较强的产权意识。其中建立了 BioSmart 平台。这个平台拥有

完整的知识产权，符合高标准生产，拥有美国 cGMP 标准的认证，并通过了美国 FDA 和瑞士医药管理局的 GMP 认证。研究内容主要是以下 4 个领域，包括：神经病学，心脏病学，眼科学和皮肤病学。在干细胞领域，Stemmedica 经过多年的干细胞研究，已经从基础领域到广阔的临床研究，Stemmedica 生产的干细胞具有突出的优点，无论是在产品的疗效上还是产品专利申请上都优于其他同类产品。被 Life Technology 评为同类最好产品。Stemmedica 生产的骨髓间充质干细胞和神经干细胞产品，已经在美国被用于 7 项临床试验，展开了多国临床试验，其中在治疗心脑血管方面具有突出表现。

4.3 “上市公司+PE”型并购基金设立动因及运作过程

4.3.1 “上市公司+PE”型并购基金设立的动因

(1) 有利于上市公司完善产业布局

并购在公司的发展过程中占据着重要地位，通过并购可以使一家企业快速成长为一流企业，很大程度能促进企业的转型升级，助力公司的长久发展。这也是公司设立新型模式并购基金的原因。上市公司与机构投资者合作设立“上市公司+PE”型并购基金完成对标的公司的并购，对于新兴产业的上市企业来说，能够取得现金技术和行业领先状态，实现延长整个产业链的布局，对于传统产业的公司，设立并购基金最大的好处莫过于对产业结构的优化。从另一个角度来看，公司设立的并购基金后续管理运行有效，顺利完成并购的使命，这意味着无论是企业的影响力还是把握节奏的能力都更进一步。从企业的纵向发展的角度，基金可以帮助企业打通行业上下游的关键点。纵观全局，九芝堂的并购活动符合合作双方的共同利益，可以充分发挥企业的协同效应的作用，为二者的常态化增长给予了强劲的战略支撑。

(2) 有利于缓解上市公司资金压力

并购是企业扩展发展的主要措施，当企业发展一定阶段的时候，需要其扩展其本身的业务范围，扩大公司经营内容。但是仅靠企业自身的力量从无到有做起挥毫为大量的资金和经历，然而每个行业或者领域都有自己的进入壁垒，要想进入一个新领域无论是在市场上还是在渠道上都会遇到各种困难，严重降低了企业

的发展效率。企业通过并购的手段可以有效避免这样的事情产生，可以给企业扩大规模从外部提供帮助，降低进入新领域的困难。然而并购行动都需要大量的资金流，一般而言并购的标的企业要么可能在技术上具有行业领先地位，要么在市场上具有很强的市场号召力，并购所需的资金比较高，所以上市公司无法仅仅依靠自身自有资金收购，这时跟 PE 合作设立并购基金是个绝佳的选择，不仅可以很大程度上减轻资金压力，而且可以把握机会促进并购成功。

（3）降低融资成本, 提高并购效率

顺利完成对目标公司的并购，这一过程中需要大量的资金周转，如果上市公司完全依赖企业内部融资来实现对目标的并购，可能会对本企业产生巨额的资金压力，引起公司内部资金流紧张，从而带来经营风险。一般而言，上市企业在开展传统意义上的产业并购时，企业主要采取现金、支票的支付手段，然而企业在大量使用现金支付时会造成本身财务上的流动性压力，使用支票方式支付时则需等待新股的发行，二者都无法在短时间内完成，而“上市公司+PE”型并购基金完全克服了这两种交易手段的缺陷。

上市公司设立的并购基金，交易资金主要来自于非公开募集的方式，从资金来源的特点来看，具有高速度性和灵活性。从资金来源渠道来看，PE 可以从社会闲散资本的方式获得资金，这很大程度上化解了公司的资金的压力。此外，在采取“上市公司+PE”型并购基金方式下，投资机构和个人投资者可以通过与并购基金管理人协商的方法，处理好中途突发事件的相关事宜，从而避免上市企业自身的流动性风险。因此，上市公司通过参与设立“上市公司+PE”型并购基金开展收购活动，不仅使这种新型基金模式的融资能力得到充分的利用，而且有利于解决企业资金短缺的问题，降低融资风险。

（4）引进先进技术, 拓宽新领域

技术是一个企业长久发展的命门，它代表着一家企业的核心竞争力，拥有这样的能力需要企业不断地发明创新。根据美国的权威数据库的登记数据显示，在全球范文内干细胞都有广阔的发展力，截至 2021 年，可查询的临床研究产品有 5000 多项。目前干细胞临床研究项目主要是成体干细胞临床试验，涉及肿瘤、神经等领域，在众多研究者中美国保持绝对领先的地位。九芝堂作为百年药企，恰逢其时，在 2015 年前瞻性地发布着要在发展主营产品的时候开拓发展新领域，

不满足于现状，进军再生医学领域，扩大企业的商业版图。九芝堂为了提高效率，减少科研的时间，率先占领中国市场，扩大影响力，在干细胞制药领域拥有一席之地。九芝堂在确定目标，积极寻求合作者成立了雍和启航基金，在和合作者充分的周旋下选定一家有只美国企业，投资了 Stemedica 公司。为了提高并购效率，避免业务交叉的麻烦，成立了九芝堂美科公司为目标公司的承接方。九芝堂在引进美国 Stemedica 公司后整个产业的战略布局发生了变化，解决了缺乏核心技术和核心人才的问题，促进九芝堂在全球的战略布局。

4.3.2 并购基金运作过程

（1）设立阶段：并购基金投资方向高度契合上市公司发展战略

并购基金的投资领域和范围在成立之初就已经确定下来了，要依据上市公司的整体的战略规划进展活动，2015年，九芝堂高瞻远瞩的提出：立足自身发展，发挥主营业务的战略优势，保持稳定增长，另一方面利用国际干细胞技术优势，突破核心技术的壁垒，继续积极发展主业，在此基础上继续延续“传承创新结合”的发展模式，持续发力世界生物医药前沿领域的干细胞研究，力争将中国传统医学与干细胞前沿生物技术相结合，走出一条创新之路，发展之路，未来之路。2017年，九芝堂与北京纳兰德投资基金管理有限公司合作，确定共同的战略发展目标，九芝堂作为优先级有限合伙人发挥带头作用，与合作者联合出资设立并购基金，一共缴资为9亿元，九芝堂认缴出资3亿元。之后并购基金结构进行调整，九芝堂认缴总额变为4.5亿元，需额外追加1.5亿元投资。2017年9月，一个名为珠海横琴九芝堂雍和启航股权投资基金成立了。

（2）投资阶段：围绕上市公司战略布局锁定优质标的，提高并购效率

Stemedica 具有核心技术优势，可以在 cGMP 条件下生产骨髓间充质干细胞和神经干细胞产品的企业，这是非常罕见的。其生产工艺和质量体系符合美国 FDA 和 cGMP 要求。在美国已经获得 6 项 IND，被 Life Technology 公司评为“同类最佳”产品。自 2012 年以来，Stemedica 发表高水平研究论文 15 篇，获得专利 7 项。2018 年，九芝堂参与投资的并购基金成立九芝堂美科细胞技术有限公司，并拥有九芝堂美科 99.9% 的股份。九芝堂美科自成立以来就肩负重责，作为 Stemedica 唯一承接方，主要开展与干细胞研究相关的业务。并购基金主要投向的

是其参股公司 Stemedica 公司，用于继续履行双方已签署的增资协议，计划投资金额为 2100 万美元，将根据并购基金与 Stemedica 公司的约定分步实施。并购基金主要投向的是其参股公司 Stemedica 公司，用于继续履行双方已签署的增资协议，计划投资金额为 2100 万美元，将根据并购基金与 Stemedica 公司的约定分步实施。2018 年并购基金实际向 Stemedica 公司支付增资 2.851 亿元，取得其 32.05% 的股权，且 Stemedica 公司是九芝堂的关联法人，九芝堂的董事、副总经理高岩嵩担任 Stemedica 公司董事一职。2018 年 5 月 15 日，九芝堂发布公告称，珠海横琴九芝堂雍和启航股权投资基金拟以增资方式，向美国 Stemedica 投资 7000 万美元，持有其增资扩股后的 51% 股权。

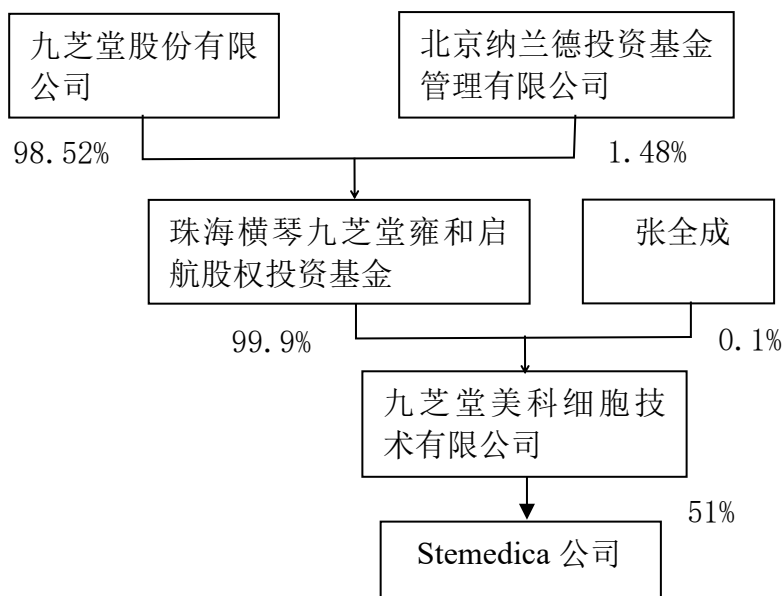


图 4.3 公司控股结构

(3) 并入阶段：适时并入实现增值

九芝堂根据自身的发展情况，多方面考虑各种因素，判断合适的机会进行并入标的企业。九芝堂在 2017 年底设立的并购基金开始并入 Stemedica 公司，选择的时机非常重要，一定要在拥有比较小的资金压力资金的时机加快并入企业，一定注意避开一次不能成功带来后续更大激进的压力。企业的成功并入不仅有利于企业长久的发展，也有利当下股票的积极反应。

(4) 整合阶段：实现全产业链业务布局，提升规模效应

九芝堂公司通过投资将满足 Stemedica 公司业务发展对资金的需求，同时将通过并购基金提升对 Stemedica 公司的影响力，加快研发进程，进一步提升其与北京美科协同性效应，进而推动上市公司干细胞业务体系发展战略实施。九芝堂美科通过引进美国 Stemedica 公司全球领先的专利低氧 BioSmart 制备平台，获得了临床级干细胞生产的规模化、标准化和可追溯性的核心技术。该平台符合美国 cGMP 标准，在保证干细胞安全性和有效性的前提下，实现技术突破，拥有充足的干细胞制备量，保证了生产的安全性，化解了干细胞成药问题，也在一定程度上巩固了在该领域的地位。2019 年，九芝堂集团响应“一带一路”号召，与哈萨克斯坦 ALTACO 公司展开合作，经过积极的协商合作成立了国际联合发展的机构-ALTACO 国际医疗中心顺利建成，这标志着九芝堂干细胞战略布局的重大飞跃，作为国际干细胞科研与临床转化的创新合作平台。九芝堂通过设立并购基金进行并购 Stemedica 公司，通过促进企业间的资源流动，发挥双方的资源优势，实现传统中医药企业和前沿医学领域共同发展，实现产业链业务布局的扩大，可以很大程度上解决当前企业业务类型单一的发展困难，也充分展现了九芝堂公司的长远目光，促进了企业的高技术领域的发展。

5 九芝堂设立“上市公司+PE”型并购基金的价值创造效果分析

5.1 价值创造的财务指标分析

绩效分析是根据上市公司产生的实质性变化来评价的。九芝堂通过与 PE 合作，共同设立战略目标，商讨相关事宜成立并购基金，开展后续工作。按照既定的战略，九芝堂依照计划成立并购基金，促使并购的顺利成功，产生价值创造。所以文章通过分析九芝堂收购干细胞公司前后的财务方面的表现来评价活动的效果。对本公司而言，并购成功与否主要体现在财务指标的分析上，基于此本文评价优劣主要通过分析企业的盈利能力、成长能力、运营能力和偿债能力。

表 5.1 财务指标计算式

财务指标	细分	计算公式
盈利能力	净资产收益率	净利润/净资产
	总资产收益率	净利润/资产平均总额
	净利润率	净利润/营业收入
	每股收益率	净利润/总股数
成长能力	营业收入增长率	营业增长额/上年同期营业收入总额
	总资产增长率	总资产增长额/期初资产总额
	净利润增长率	(本年净利润-去年净利润)/去年净利润
营运能力	存货周转天率	销售成本/平均存货
	应收账款周转率	销售收入/平均应收账款
	总资产周转率	销售收入/平均资产总额
偿债能力	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	资产负债比率	负债总额/资产总额

5.1.1 盈利能力指标分析

盈利能力是指企业获取利润的能力，也可以看做是公司运行资本能够获得更多资本的能力，体现一段时间里企业收益情况、盈利水平质量。盈利能力具体表现在企业主营业务产生的收益和损失，但是也存在特殊的情况，一些偶然性事件也会产生收益和损失。所以在研究中应该把一些非日常的盈利活动剔除出去。

文章评价九芝堂的盈利能力是通过研究它的各种财务比率来体现的。当下图中这四个比率的值越大时，则企业的盈利能力越强。基于九芝堂设立并购基金前后的财务数据，计算了企业的这四个数值。

表 5.2 九芝堂盈利能力指标

年份	2017	2018	2019	2020
净资产收益率	16.68%	7.33%	4.7%	6.94%
总资产收益率	13.52%	5.88%	3.79%	5.32%
净利润率	18.80%	10.36%	5.86%	7.58%
每股收益（元）	0.33	0.22	0.39	0.83

数据来源：同花顺

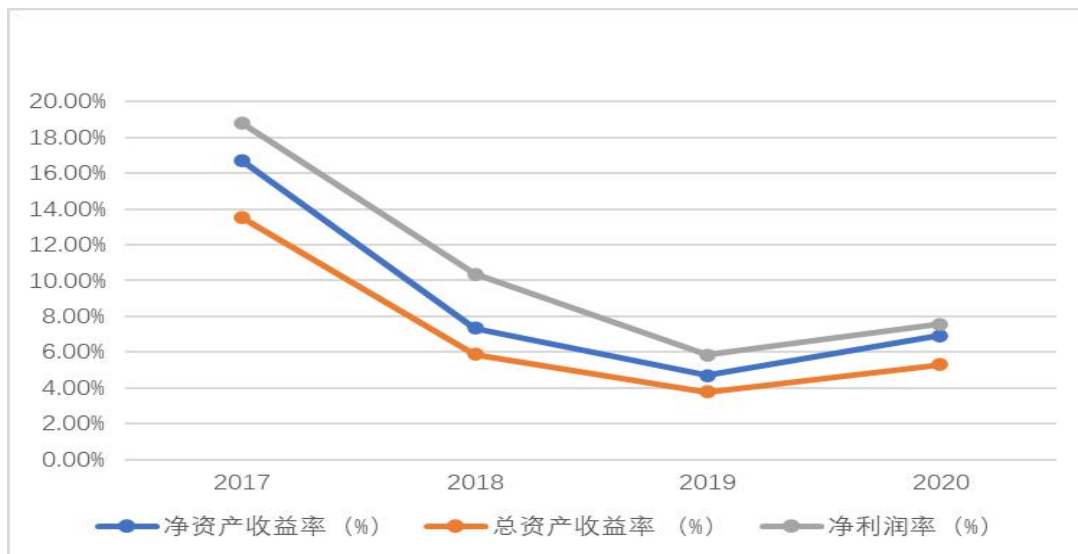


图 5.1 九芝堂盈利能力趋势图

数据来源：九芝堂公司 2017-2020 年年报整理

从表 5.2 可以看出九芝堂在总资产和净资产的比率上有较大的变动,在 2018 年都呈现下降的情况,出现这种减少的情况主要是因为刚开始成立并购基金时,企业的并购活动能够产生资产的增长,这种资产的增长幅度明显超过利润的幅度。且在 2019 年,九芝堂旗下并购基金加大了对美国 Stemedica 公司的投资力度,投资比例从期初的 22.91%增加至期末的 51%。由于 Stemedica 尚处研发投入阶段,对当期净利润产生一定影响。九芝堂 2020 年的净利润率为 7.58%,总资产收益率为 5.32%,成本费用利润率为 7.41%,净资产收益率为 6.94%,较 2019 年相比有较大的幅度增长。总资产报酬率呈上升趋势,说明在资产与营收规模不断增加的过程中,九芝堂的利润增长速度比它的资产方面要快,这充分体现了九芝盈利有较大的发展,也进一步的体现了九芝堂成功并购目标企业后,多个业务和项目互助发展,产生了较好的互助效果。净资产与每股收益变化较大,体现了九芝堂所有者权益得到了保障,可以直白的观察出企业价值的提高。

5.1.2 偿债能力指标分析

企业的偿债能力是指企业偿还债务能力的大小,关系着一家公司能否长远的发展下去,也标志着一家公司的财务情况的好坏,投资者投资一家企业之前尤为看中公司的偿债指标。一般情况,流动资产越多,企业的流动资金就会更多,流动比率更快,偿还债务的能力更强。

表 5.3 九芝堂盈利能力指标

年份	2017	2018	2019	2020
流动比率	273.27%	338.73%	299.87%	257%
速动比率	225.98%	273.36%	229.79%	196%
资产负债比率	23.22%	17.86%	18.61%	22.6%

数据来源:九芝堂公司 2017-2020 年年报整理

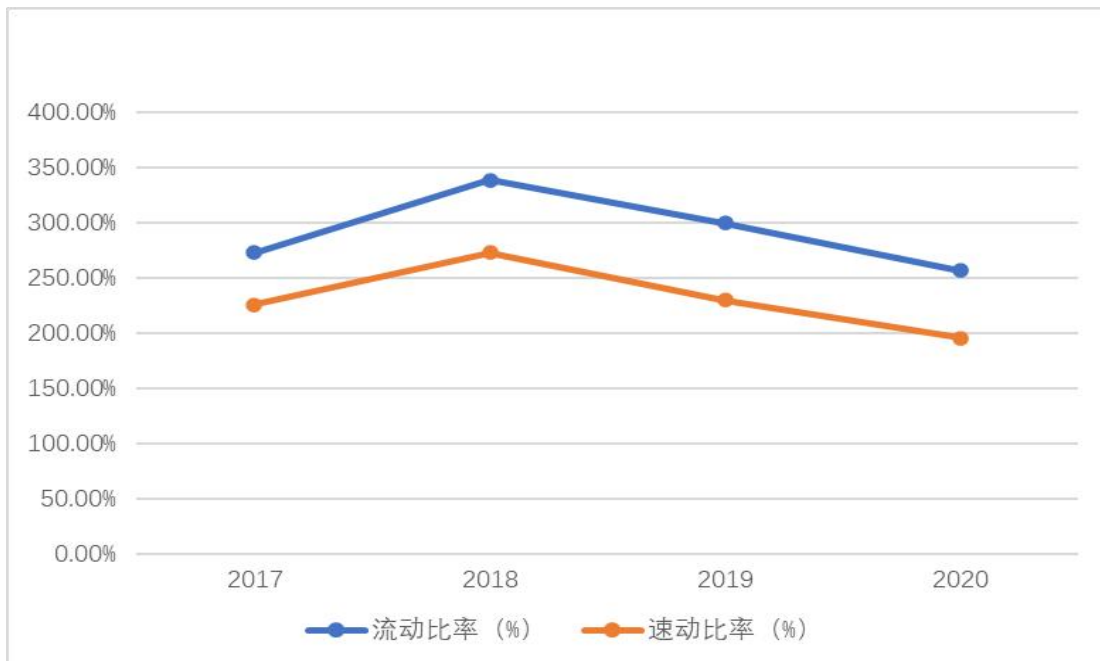


图 5.2 九芝堂流动比率和速动比率对比图

数据来源：九芝堂公司 2017-2020 年年报整理

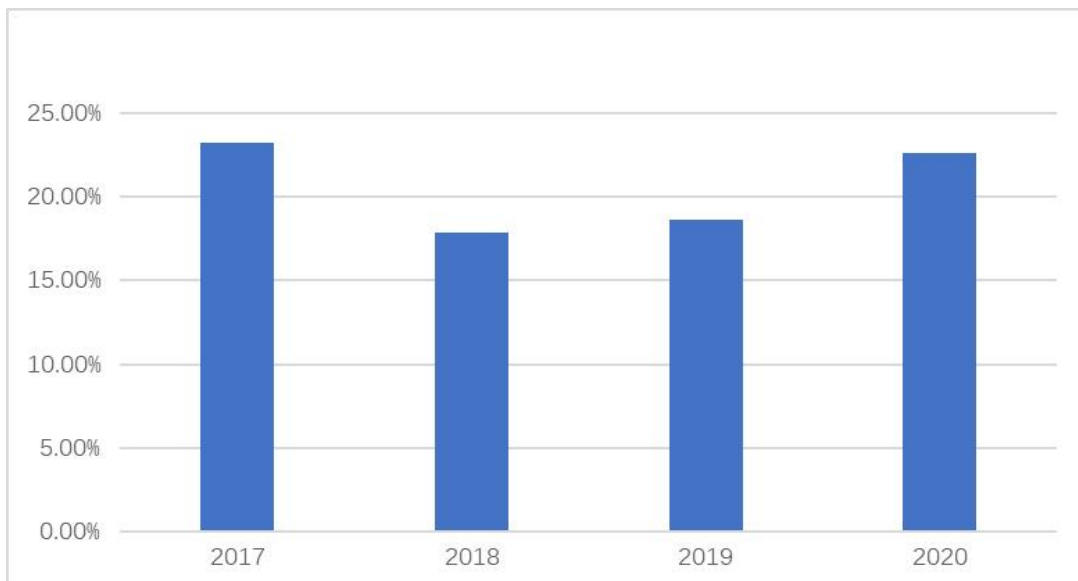


图 5.3 九芝堂资产负债率对比图

数据来源：九芝堂公司 2017-2020 年年报整理

如表 5.3 所示，从总体上来看九芝堂的流动和速动比率的变化情况，从柱状图中可以看出来它们在逐渐减小，从另一个角度来说公司的短期偿债能力随着时间的发展变得更弱。从 2018 年到 2020 年之间九芝堂 2020 年流动比率为 257%与

2019年的338%相比大幅下降下降了81%。发生这种大幅度的下降主要原因是资金的大量占用。2017年末，刚成立并购基金的时候，九芝堂在科研方面的发展上，进行了大量的投入导致企业现金流出，资金链条出现紧张，企业的流动负债增加。与2018年相比，2019年流动资产的下降速度高于流动负债的下降速度，导致企业在发展过程中短期偿债能力呈现下降趋势。但流动资产和负债的增长较快，流动资产的指标2019年相比2020年增长了8.87%。实现了大幅度的增长，流动负债与2018年相比也实现了27.66%高跨度的飞跃。从财务报表最大指标来看九芝堂资产负债率发生了先下降后上升的阶段，并购交易后资产负债率下降至17.89%，后又回到了22.6%，主要原因负债减少导致的资产负债率低，后又回到正常水平。总体来看九芝堂的短期偿债能力下降，偿债压力上升，长期偿债能力基本平稳。

5.1.3 成长能力指标分析

衡量企业未来经营趋势和经营绩效的重要指标，可以用成长能力来表示，成长能力一般用增长率来衡量。本文选择营业收入、净利润和总资产的三个增长率指标计算上市公司的成长能力。

表 5.4 九芝堂成长能力指标

	2017	2018	2019	2020
营业收入增长率	43.49%	-18.61%	0.68%	11.8%
总资产增长率	22.5%	-10.7%	-6.5%	3.4%
净利润增长率	10.65%	-55.16%	-43.87%	44.5%

数据来源：九芝堂公司 2017-2020 年年报整理

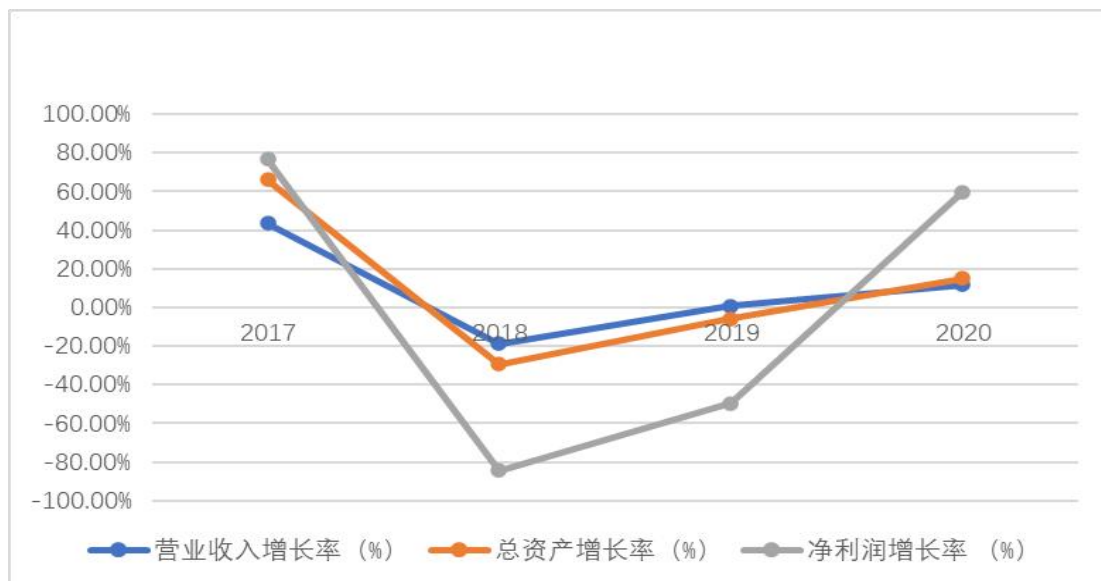


图 5.4 九芝堂流动比率和速动比率对比图

数据来源：九芝堂公司 2017-2020 年年报整理

如表 5.6 所示，九芝堂的总资产增长率、净资产和营业收入增长率经历了跌宕起伏的发展历程，九芝堂公司在 2018 年出现下降，主要原因有两条：一是公司参与的并购基金所对外投资的公司研发投入较大，二是因为国家医保政策的变化，两票制、新版医保目录等限制的出现，九芝堂的主营业务处方药销量发生严重下滑，对利润产生较大影响。2020 年无论是在总资产增长率实现了增长，还是在净资产和营业收入方面都扭转了公司的发展颓势实现了上升，业绩大幅增长的原因在于：九芝堂一方面重视与子公司的合作，促进双方优势资源的流动，另一方面加强业务板块的发展，在各种方式的努力下，2020 年九芝堂总资产增长率增长至 3.4%，扩大了业务规模，净资产也获得了大幅度的提升，增长率达到 44.5%；公司转变发展思路，面对市场消费者需求的变化，积极调整企业战略，提供有针对性的、个性化的服务。进行精细化的经营，在保障原有优势产品的市场占比的情况下，开展新型服务，提高公司营业收入。

5.1.4 营运能力指标分析

营运能力用来分析和衡量企业运营资金的运行效果，产生的经济利益。企业营运能力并不是单独存在的，它与企业的能力紧密相连，是评价经营绩效的重要指标。运用营运能力来评价企业的原因在于可以通过资产的周转天数来评价，根

据天数具体分析资金运转速度，一般选择下图三个指标来评估上市公司营运能力的大小，当下图三种周转率越小时，意味着企业资金的运转效率越高，业务经营能力越强，管理水平越高。

表 5.5 九芝堂营运能力指标

	2017	2018	2019	2020
存货周转天数	177.67	176.4	168.71	159.68
应收账款周转天数	61.14	108.81	71.91	43.90
总资产周转天数	500.83	641.25	573.98	504.48

数据来源：九芝堂公司 2017-2020 年年报整理

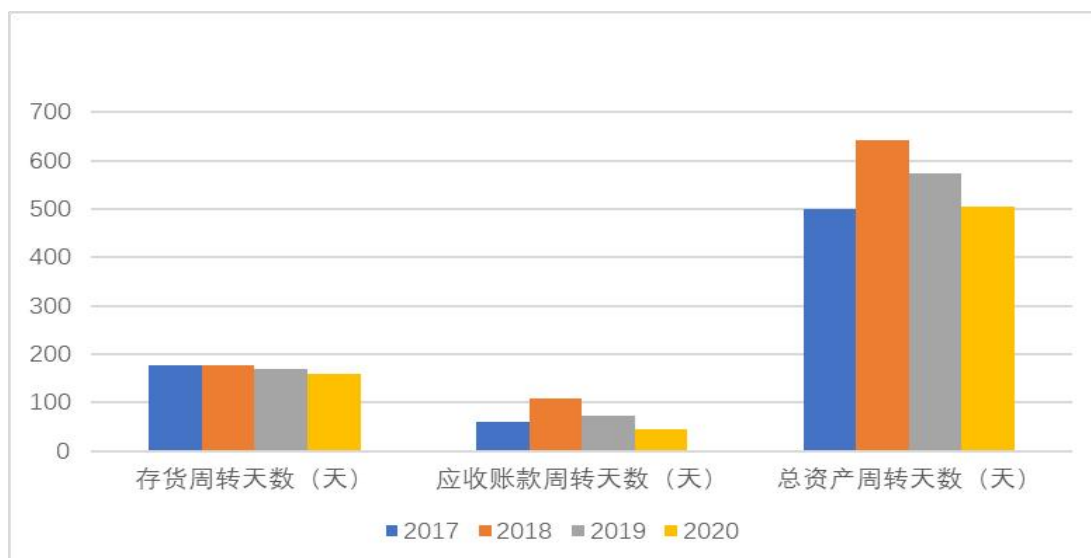


图 5.5 九芝堂营运能力趋势图

数据来源：九芝堂公司 2017-2020 年年报整理

如图 5.5 所示，九芝堂的存货周转天数呈逐年降低的趋势，这很大程度上说明产品销售顺利，资源的利用效率高，企业生产的货物剩下来较少，企业的产品受市场消费者欢迎，流动性强，资金回流迅速，存货管理经济优化。在九芝堂运营过程中资源利用效率提高的主要原因是存货周转天数缩短，虽然企业内每年的平均存货有一定程度的增长，但主营业务成本也有较大幅度增长，且快于平均存货的增长速度，这就导致存货周转天数缩短。九芝堂成立并购基金的首年，由于业务发展战略出现差错和负面新闻使销售收入出现大幅下降，反映出总资产和应

收账款的周转出现问题，速度放缓。为了解决这个问题，九芝堂加强了对营业现金流和销售收入的管理，虽然公司在整体规模发生了较大程度的下降，但在产品的营业收入方面发生相反方向的变化，实现了增长，说明九芝堂在减少资金占用，提高利用效用的同时，一方面九芝堂在收缩市场战线，提高资金的利用效率，另一方面可以促进公司主营产品的持续发展，提高资金周转速度。总体来说，自设立并购基金后有所提升各方面周转趋于稳定，说明九芝堂积极采取措施，对目标企业进行高效率管理，同时保持了原有的营运能力。

5.2 价值创造的协同效应分析

5.2.1 经营协同效应

经营协同作用是指企业运营资本效率提高，原因就包括并购交易发挥了规模效应，并购交易双方资源得到有效配置，交易成本有所降低，并购提高了企业的营运能力。

提高行业竞争能力。科研资源构建人才壁垒，科研资源作为医药行业最重要，但又最为稀缺的核心资源。因此，掌握科研资源最重要的是掌握核心技术，核心技术的背后是核心人才队伍的建设。美国 Stemedica 拥有优质的资源和高质量的人才队伍，能够大规模的生产干细胞领域的核心产品，拥有超越其他公司的优势地位，可以提供医用级人骨髓间充质干细胞。九芝堂通过外延并购 Stemedica 公司，成功切入干细胞领域，扩大了九芝堂的经营范围，实现了产业链横向扩展。并购成功后，九芝堂扩大了产品的种类，能够为客户提供更大范围的服务，提高品牌的好感度，加强顾客粘性，提高企业的利润收入，实现规模经济效益。

实施产业整合，实现规模经济。九芝堂通过并购 Stemedica 为公司下一步的扩张和业务增长打开了天花板。九芝堂是中医药企业，有着百年的品牌传承和文化积淀、规范的生产质量保障体系、丰富的产品品类及医疗资源，在传统中药与现代中药领域，九芝堂均进行了较大的研究投入，同时探索药食同源大健康领域，布局干细胞生物药。

从下图可以看出，九芝堂的总资产规模 2018 年下降之后呈上升趋势，其中资产规模由 2009 年的 49.05 亿元增加至 2020 年的 50.72 亿元；从经营角度进

行分析，专业的 PE 机构拥有巨大的优势，专业的平台能够吸引更多的投资者加入，能够汇集更多的资金，这些优势可以进一步扩大九芝堂的产品在原根基上进一步发展壮大。由于国内大环境因素，并没有充分发挥经营协调的作用，但是随着干细胞临床的应用，国际疫情大环境下，双方的合并必将产生更大的优势，不仅能够促进公司之间的优势资源互相流通，形成双倍效应，而且提高了企业间资源利用的效率，扩大业务链条的延伸，促进公司的共同进步。

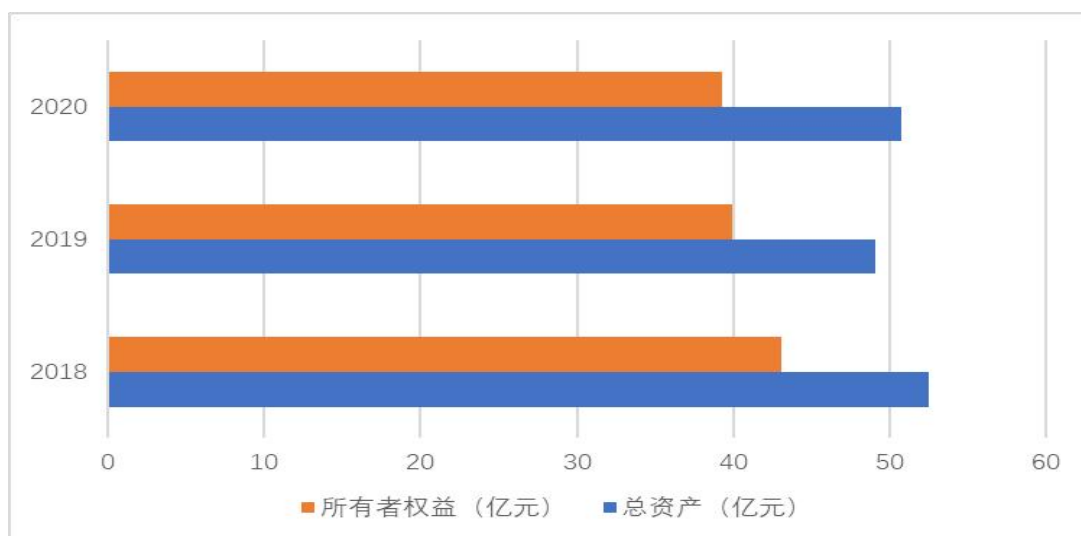


图 5.5 九芝堂权益和资产变化

数据来源：九芝堂 2018 年-2020 年财务报表

5.2.2 管理协同效应

管理协同效应的发挥，是两家企业对先进的管理理念、科学的管理模式和熟练的管理人才等方面优秀的管理资源的整合合并，使得两家公司的管理优势可以互相补充，实现管理效能最大化。随着九芝堂的业务规模持续发展壮大，也伴随着相关费用的提高，其中企业发展过程中的销售和管理费用不断地上升。在传统意义上指两者费用的产生代表着公司的扩大发展规模的成本，能在很大程度上反映出企业最近的经营状况以及未来的发展趋势。Stemedica 为公司多年发展，保证了产品的质量，培养了大量的人才，保证了九芝堂对人才的渴求，也可促进员工形成良性竞争，发挥员工的创造力和上进心，可以节约公司的管理成本，减少企业整合的矛盾。

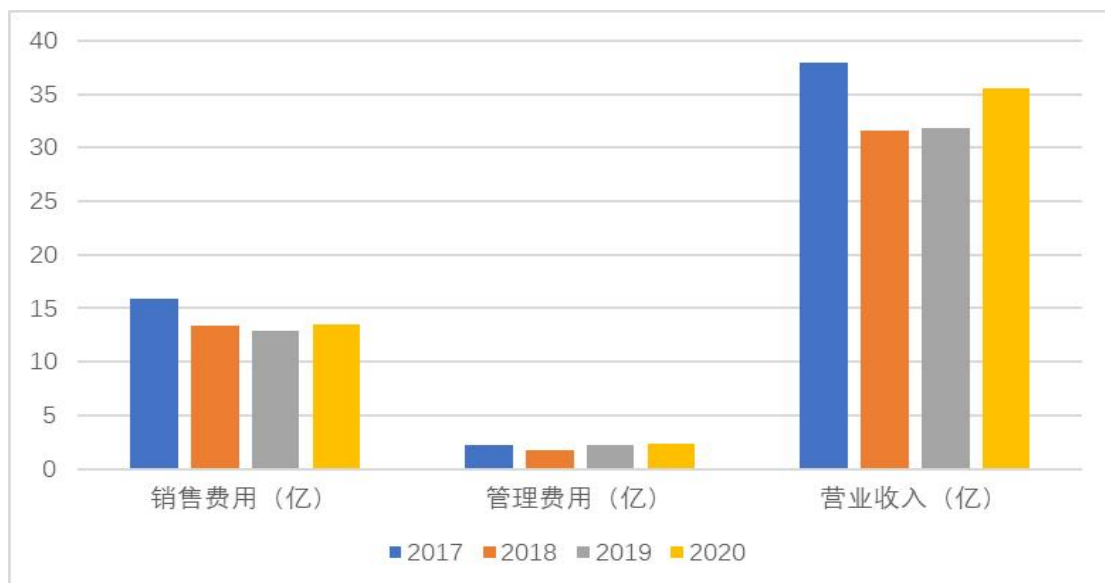


图 5.6 九芝堂营运能力趋势图

数据来源：九芝堂公司 2017-2020 年年报整理

如图 5.6 所示，九芝堂各个指标呈现相同的变化趋势，无论是在销售、管理还是在营收方面，我们都可以清晰地看到，他们的费用与营收呈现一致性原则。探讨其背后的原因，在刚开始设立并购基金时九芝堂加快了并购的进程和速度，后后期因为国家政策的调整，两票制因素的影响，三个指标都出现了下降的变化，但在 2018 年之后出现了逆转，公司积极调整战略，在产品管理和销售方面发力，整个过程中提高了管理效率，促进了公司管理水平的上升，降低了成本，化解了九芝堂的经营危机，保证了公司的收益。

5.2.3 财务协同效应

财务协同效是指企业通过合作，产生了协同效应，不仅在很大程度上改变了企业财务指标，增加了营业收入，提高了企业利润，产生了财务管理效能。企业间的联合不仅提高了企业现金流，缓解了企业的资金压力，而且提高企业运转效率，加快了资金的的周转，提高资金使用效率，改善资本结构。

一方面，九芝堂收购 Stemedica 公司之后，减少进入新领域的壁垒，成功进入干细胞市场。如果九芝堂仅仅自身力量，投入资金进行科学研究，培养专业人才，培养客户等等需要花费大量的时间和资金成本，从经济的角度来看是

不合理的。九芝堂通过并购基金开展并购，提高了自身发展的效率，加快市场交易进一步优化，在前者的基础上转变成内部交易，实现各个领域的共享，降低企业在发展新领域的成本。还有一个基础性的原因是筹集资金，九芝堂的并购加快了资源在企业间的流转，Stemedica 公司获得了发展资金，提高了科研效率，降低了发展成本。双方并购成功，两家企业的各方效益高于合并前双方各自的效益之和，从而达到了企业发展的效益最大化。九芝堂从 2017 年至 2020 年间，主营业务、成本费用都呈现先减少再增加的趋势，但还未达到 2017 年的水平。从公司的公告可以看出，九芝堂在当年改变了公司策略，积极开展市场的扩张，投入大量的资金，因为整个投资的时间过长，资金回流慢，企业的资金链紧张，企业的利润出现降低。通过分析，九芝堂通过设立并购基金，不能到财务协同的效果，但从整个的发展趋势来看未来可以达到财务协同的效果。

5.3 本章小结

“上市公司+PE”型并购基金在发展过程中，会出现好处和坏处并存的现象，但是通过文章的分析仍然认为好处大于坏处，能够起到优化财务指标的作用，发挥企业的协同效应，促进企业的发展。其背后有深层次的原因，随着近些年的发展，市场上的消费者也逐渐变得理性，大机构的投机者炒作的空间变得狭窄，市场监管也更加严格，这一切都促进这种模式的基金有更广阔的前途发展。文章得出九芝堂顺应了市场潮流，成立“上市公司+PE”并购基金，积极应对市场的变化，最大化的发挥正向效应，抑制基金的负向效应，经过长时间的整合发展，最终提高企业的价值。

6 研究结论与政策建议

6.1 研究结论

文章介绍了“上市公司+PE”型并购基金的定义、理论基础，探讨了并购基金从设立到结束的具体运作过程，结合九芝堂公司的实际情况，得出结论，九芝堂公司联合 PE 设立并购基金进行并购，能够缓解九芝堂内部的资金难题，提前锁定并购标的，结合外部培育的方式，扩大公司整体产业布局，提高了九芝堂经济效益和在中医药行业的竞争力，“上市公司+PE”型并购基金能够完成价值创造的功能。从案例中可以分析出并购基金价值创造并非局限于某个单独的时点，而是贯穿于基金运作的不同阶段。具体表现为：在设立阶段，九芝堂公司设立并购基金的初衷就是与公司发展战略高度迎合，PE 机构具有非常强的专业性，不仅有广阔的融集资金方面平台，而且拥有多年的投资经验，企业与 PE 的合作，能够更好地发挥二者的优势，根据共同的目标，实现战略效应，达成最终的目的；在投资阶段，并购基金根据选定的目标，锁定优质标的，具体实施投资，提高并购成功率；在并入阶段，判断合适的时机，降低并购成本，成功并购，实现企业增值；在整合阶段，推动企业规模扩大，多项业务资源优势互补，促进协同发展，达成多元化业务布局目标和产业的规模效应，进而促进企业价值提升。因此，并购基金在整个运作过程产生了利好，这种影响是综合性、常态性的。

进一步剖析并购基金对九芝堂公司的影响，运用财务和协同效应两个方面来证明“上市公司+PE”并购基金价值创造的效果。分析结果表明，九芝堂在盈利能力、偿债能力、成长能力改善较突出，发挥了好的效应。但从分析中也可以看到存在一些不足，企业的营运能力表现较差，企业发展动力不足。综合财务能力值在一定程度上有所提高。从经营协同、财务协同、管理协同三个视角分析了并购后企业的变化，“上市公司+PE”型并购基金一方面能够充分利用上市公司方的平台优势，另一方面可以发挥 PE 方的资源优势进行多种方式融资，形成整体的管理协同，但目前来看，并购基金也存在一些不足，在运作的过程中未能充分发挥财务协同和经营协同的作用。总体而言从企业的发展趋势来看未来可以发挥

战略协同的作用。

并购基金如果实现价值创造,首先就要发挥好上市公司与 PE 的的协调作用,加强二者的战略合作,促进基金的有效运转,才能达到最终价值提升的目的。因为“上市公司+PE”模式的并购基金的优势,上市公司设立并购基金进行并购活动越来越成为一种发展趋势,希望通过这种手段来优化经营业绩,提高企业收益,给投资者展现出更好的财务状况,最终实现价值。但这种情况不是必然的,国内市场环境中也存在大量并购基金在成立时没有做好尽职调查,基金内部的管理松散,缺乏统一目标导致无法运转,更有甚者,影响自身业务的发展。所以,在上市公司是否成立并购基金的决策上,应根据自己的实际情况,做好准备工作,保持客观理性,制定长期的发展规划。其次,在并购基金的投资运作过程中明确自己的目标,参与实际运作中,发挥自身的监督功能,促进并购基金发挥最大功效。

6.2 “上市公司+PE”型并购基金运行中存在的问题

(1) PE 选择标的不良, 导致基金空转

由于 PE 以 IPO 方式退出的渠道受阻,在这样的大背景下“上市公司+PE”型并购基金产生了。在这样的政策背景下,即使 PE 以 IPO 的方式退出的回报率远远高于并购方式退出的方式,但是通过并购基金进行投资的行为是上市公司最优选择。PE 可能会为了自身利益最大化,对于一些优秀的目标企业,可能会通过 IPO 的方式进行退出。上市公司在通过与 PE 合作的过程中成立了并购基金,应提防 PE 为了自身权益最大化损害上市公司的利益,为上市公司推荐的标的企业并不是最优质的,若 PE 选中的目标企业不被上市公司认同,则会出现并购基金的空转,浪费资源,最终沦为“僵尸基金”。

(2) 决策权分配不当, 引起并购风险

在这种情形下,公司一般选择成立有限合伙公司,公司事务的管理一般由 PE 负责,有限责任人大多是上市公司及基金投资者。在这种模式的基金成立后,为了避免项目投资决策过于武断产生不利后果,有限合伙企业会制定规范性的会议组织,无论是在前期的标的选定或者中期的投资金进程、亦或是终期的退出事情等非常重要的决策中成立决策委员会,会议的成员大多是普通合伙和有限合伙组成的。只有当上市公司取得目标企业时,并购基金才能够实现真正意义上的退

出，但是上市公司拥有一票否决的权利，在进行项目投票时，如果上市公司不愿意并购之前设定的标的，这种情况下上市公司就变成了并购基金目标的敌对方，如果成功并购，基金也就失去存在的意义，处于被动方面临被迫将目标转让。对于其他投资人而言自身权益会受到损失，尤其是需刚性兑付的银行资金，风险理论上是不可控的。

（3）职责划分不合理，增大并购失败风险

由于并购基金发展时间短，还没有形成完善的模式，所以并购基金的模式不够规范，在运行中的职责分布并没有形成专业的体系，基金的业务经营活动和项目投资都是由基金管理人主持的，涵盖了投资项目运行的全过程，基金管理人收取固定管理费及浮动收益，作为有限合伙人的上市公司，不具体参与日常经营活动，只行使监督作用，主要针对基金管理人以及基金的财务状况进行监督，参与业务利润分配。不同于一般形式，“上市公司+PE”型并购基金是专项基金，依据公司长期计划有针对性的投资，提高精确性、成功性。并购标的企业一般都是转让给上市公司。目前市场上完全参考传统私募股权投资基金模式，在职责划分上不能发挥上市公司的优势，不能最大化的利用各方面的资源和企业丰富的投资经验，就不能选择最优的并购目标，无法做到充分的调查和价值分析判断，最终会耽误企业间提前整合的目标，提高了并购目标企业失败的风险。

（4）信息披露不完善，可能存在内幕交易

通过查找数据库、公司官网、企业年报以及证券交易所官网等途径的“上市公司+PE”模式并购基金的信息，了解到目前这种模式的基金信息披露不充分。并购基金的具体运作过程，目标企业的情况以及具体环节等信息的披露程度较低。披露的内容大多是一些基础性信息，仅包括设立并购基金公司的名称，基金成立阶段的具体时点、吸纳资金的规模大小和范围等。“上市公司+PE”模式并购基金的在业务发展进程中阶段运作以及其交易架构相较于传统私募股权基金更复杂，如果参与并购基金的各方信息披露不充分会造成各个利益群体之间的关系更为隐蔽，可能产生内幕交易、逆向选择等问题。当前的制度与标准随着时间的发展逐步变好，可以在基金进程的前期对事情加以控制，可以通过询问函的手段来督促企业对信息进行披露，进一步保障市场安全。即使如此仍未形成强制执行文件和有威慑力的法律。

（5）并购基金逐利性倾向

在并购基金逐步发展的过程中，市场上逐步出现存利用并购基金进行“买壳卖壳”的行为，其中一部分管理人存在过度逐利行为，在实际操作中利用自己的职权便利，聚焦于上市公司的“壳”资源，利用并购基金来获取“壳”资源，在获得控制权之后，并没有对被并购的企业进行战略整合，而是通过将“壳”卖出套利，不仅没有提升企业业绩，而且影响企业的长远发展战略，对被收购企业百害而无一利。并购基金如果受到基金管理人的驱使，违背并购基金的初衷，过分看中短期利润，如果市场上这种目光短浅的行为成为潮流，会很大程度上减弱并购行为推动企业转型升级的功能，进而影响整个行业的健康成长。

6.3 “上市公司+PE”型并购基金运作相关建议

6.3.1 上市公司与 PE 层面措施建议

（1）根据企业实际情况，理性设立并购基金

针对市场上很多的上市公司盲目跟风设立“上市公司+PE”型并购基金，应立足自身理性判断，符合企业的战略规划。并购基金的成立可以帮助企业寻找优质目标，提高并购效率，在九芝堂开始成立并购基金时，九芝堂企业内部的管理层希望通过这种新模式来促进企业的跨越式发展，外部的广大的投资者希望能获得更加可观的收益。总体上扩大九芝堂的经营业务，实现企业价值的增加，为股东和投资者创造更大的利益。但是，并购基金并不是万能的，前期需要大量资金，如果不能平衡公司现金流很可能会让公司陷入债务的泥潭，所以九芝堂并购基金要想获得成功需要多方精诚合作，完美整合其他投资方的资源，才能获得市场高度。提高公司资本运作能力，找到企业的最佳并购对象，如果不能找到优质的标的或者并入的企业不符合公司的产业发展，不仅发挥不了并购基金的正面作用，反而可能适得其反，延误了企业的发展时机。因此，在设立产业并购基金的之前，需要充分调查研究标的企业的实际情况，根据现实需要，谨慎考虑，理性设立并购基金。

（2）缓解双方利益冲突

针对九芝堂公司与私募股权投资公司之间可能存在利益冲突的问题，九芝堂

需要与 PE 层面展开讨论协商，事前根据可能造成风险的分歧进行界定、明晰，对并购基金设立的一系列重大事项明确责任与义务，确定出资比例以及后续的增资额度和方式，保护上市公司的权益，除此之外 PE 和其他合伙人的合法权益也要得到保障，采取一系列措施减少上市公司在并购过程中产生的道德逆向选择。在基金最开始设立时，在九芝堂并购基金的投资方向、公司的管理权责、并购过程的费用、项目决策与退出等事项，九芝堂公司要商讨各方面事项的过程中加强与投资者的联系，明确各方权责，加强机制建设，减少发生矛盾或不可抗力而致使项目失败，损害双方利益的情况。除了上述一系列措施，还可以采取扩大基金管理人的权利，让其成为上市公司的股东，充当缓冲剂的作用，可以缓和 PE 与公司的利益纠纷，能够一定程度上减少风险的发生率，减轻可能发生的失败带来的沉重代价。

（3）合理设定决策机制

为解决公司在决策方面权力分配不合理的弊端，保障各方权益，需分阶段进行解决，首先可以设立一票否决权对上市公司进行限制，其次通过合理设计决策机制，对并购基金投委会决策进行一定区分：在并购基金成立之前，会通过明确公司具体的扩展方向来规定成立什么基金。在投资阶段，并购基金会根据上市公司发展需求开展推进活动，九芝堂是主要发起人，拥有优先并购的权利。所以，在目标企业的确立上，九芝堂公司具有天然的优势，所以在整个并购项目退出的时候，城里的投委会会进行会议审核表决将目标公司并入九芝堂。如果上市公司因为其他缘故不收购目标企业，则并购基金的功能将消失，也就是说目标公司与上市公司的绝对联系会被切断，另一方面上市公司的委员表决权，权利将减弱，换句话说就是公司一票否决的消失。

（4）提前整合降低风险

并购基金的发展过程中存在很多不合理的方面，其中急救内部职权划分不清晰尤为突出，合适设立管理费的分享机制，最优化解决方式就是加强双方的参与度，具体问题具体分析，由 PE 和上市公司共同执行项目投资的具体细节，一起进行挖掘市场资源，选定最终的目标公司。标的企业并入公司后，并购基金与目标企业之间就不再具有法律或利益关系，PE 机构得职责也完成了，不再承担对目标公司的管理权责，所以九芝堂公司能否提前对资源进行有效整合，决定着

目标企业是否能够对九芝堂产生影响以及产生多大的影响。这一系列的操作中，将九芝堂纳入管理中，一方面可以最大化发挥公司在医疗领域的影响力，充分利用其管理经验，另一方面九芝堂可以更进一步参与项目，这一系列行为可以帮助九芝堂对并购的判断，把目标公司的整合进度改为并入阶段之前，大大提高了企业的并购成功率。

6.3.2 监管层面政策建议

(1) 制定监管标准，细化监管措施

在国内的经济发展进程中，资金融通市场得到了大力发展，但“上市公司+PE”型并购基金在我国产生的时间短，但与传统意义上私募股权基金来比有着特殊的优势，迸发出旺盛的生命力，但就因为发展时期较短，还未形成完善的监管机制，其中相关的法律法规、监管政策比较滞后。在这种并购基金运行过程中会滋生内幕交易和利益输送的问题，原因在于一些基金管理人成立设立并购基金，在选定目标企业之后，并入过程中分享上市公司的投资和并购收益。

处理的这样的问题一定要先要找到矛盾产生的具体原因，在什么情况下会产生，在深入了解基本情况的基础上相关监管部门制定明晰的行政法规，进一步细化具体的监管方式。确定“上市公司+PE”型并购基金它在运作过程中信息关键期的跨度、开始和结束的时间，根据能够依照的并购基金监监管准则，规定适合这种特殊基金的具体监管制度，严加监管市场上的股票停复牌规则，上市公司发布的信息的真实性和时效性，对市场散布的消息进行核实和澄清，对企业间的内幕交易严格打击等，在完善监管的下，促进相关企业公开、公正、公平的并购基金的发展。在对专业的基金管理人的资质核查也要进一步规范，对于机构中人员数量，公司整体业绩表现和公司内部建立诚信档案的标准进行明确规定。

在进行监管并购基金运作流程的前期、中期进行外，对基金运作的后续进展情况也要加强监管，从而避免部分并购基金只是在空转运行，出现大量的“僵尸基金”的情况，影响投资者对“上市公司+PE”模式并购基金的投资积极性。因此，监管部门需加要求上市公司强制性定期披露一些信息，例如目标企业的经营发展、财务状况、投资具体事项等，帮助投资者了解这种模式他的后来进行的状况以及是否能取得一定的效果。通过事前、事后、事后全过程的检测可以对基金

本身起到形成有效地约束功能，一方面可以很大程度上控制股价炒作、操纵市场的行为，有助于保护处于弱势地位股东的权益。此外，通过加大信息披露力度，可以帮助投资者可以形成明确的了解和判断。

(2)完善信息披露，避免内幕交易

相关部门需要针对公司信息披露的相关问题出台法律，在满足保护企业机密需求的基础上制定具体整体性框架对信息进行披露，尽最大努力上让中小股东的权益得到保护，严厉惩戒企业内幕交易和操纵市场的行为，加大资金出发和营业限制，提高公司的违规成本。此外，监管部门应完善公司质询制度，定期对成立新型并购基金的上市企业进行盘查问话，扩大询问范围，主要围绕成立基金的具体内容进行盘查，像设立并购基金的必要原因，在成立并购基金之前做了什么准备，基金主要负责人的资质，成立后的投资行业目标等问题，来进一步分析企业成立并购基金的确切目的。成立并购基金的最佳时机对于有刺激公司股价，甚至于有内幕交易的不当目的的上市企业予以惩戒，从整个市场的长远发展来看应扩大并购基金的披露范围，尽快完善对 PE 和非上市公司的披露范围，最大程度地保障中小股东的合法权益。

参考文献

- [1] Bienz C , Thorburn K S , Walz U . Coinvestment and risk taking in private equity funds[J]. SAFE Working Paper Series,2019,(11):75-81.
- [2] Chen Y , Business S O , University M N . Value Creation Effect and Influencing Factors of China Holding Type Buyout Funds[J]. Journal of North Minzu University(Philosophy and Social Science),2019,(12): 185-210.
- [3] Harris R S , Jenkinson T , Kaplan S N , et al. Has Persistence Persisted in Private Equity? Evidence from Buyout and Venture Capital Funds[J]. NBER Working Papers,2020,(75): 395-416.
- [4] Huss, M. , and D. Steger . “Diversification and Fund Performance—An Analysis of Buyout Funds” [J].Journal of Risk and Financial Management,2020,(27): 473-524.
- [5] Irving Fisher. The Rate of Interest: Its nature. Determination and Relation to Economic Phenomena[M].New York:The Macmillan Co,1907.
- [6] J.Huang. The Impact of Industrial Buyout Funds of “PE+ Listed Companies” on Industrial Structure Adjustment[C]. Proceedings of the 2019 4th International Conference on Financial Innovation and Economic Development , 2019.
- [7] Kenneth R. Ahern. Bargaining power and industry dependence in mergers[J]. Journal of Financial Economics,2018,(05): 395-416.
- [8] Ljungqvist A , Richardson M , Wolfenzon D . The investment behavior of buyout funds: Theory and evidence[J]. Financial Management,2019,(06):35-41.
- [9] Miller M H,Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares[J].The Journal of business,1961(10):411-433.
- [10] Paul A. Gompers. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital[J]. The Journal of Finance, 1995:1461-1489.
- [11] Phalippou, L. Performance of Buyout Funds Revisited? [J]. Review of Finance, 18(01): 189-218.
- [12] Roggi O , Giannozzi A , Baglioni T , et al. Private equity characteristics and performance: An analysis of North American venture capital and buyout funds[J]. Economic Notes,2019,(2):21-27.

- [13] Ribstein L. Federal Misgovernance of Mutual Funds[J]. Social Science Electronic Publishing, 2010,(06):33-38.
- [14] Robinson, D. and B. Sensoy. “Cyclicality, Performance Measurement, and Cash Flow Liquidity in Private Equity[J]. Journal of Financial Economics, 122,(03): 521-543.
- [15] 陈颖. 我国控股型并购基金价值创造效应及影响因素研究[J]. 北方民族大学学报, 2019,(06):170-176.
- [16] 陈颖. 我国并购基金的价值创造效应及其影响因素研究——基于“上市公司+PE”型并购基金的实证检验[J]. 亚太经济, 2019,(06),100-109.
- [17] 陈颖. 国内并购基金的发展形势及对策研究——基于价值创造的视角[J]. 现代管理科学,2018,(10):67-69.
- [18] 陈爱贞, 张鹏飞. 并购模式与企业创新[J]. 中国工业经济, 2019,(12)115-133.
- [19] 杜雨洁. 如何完善私募股权投资基金退出机制 [J]. 人民论坛, 2017, (05) 110-111.
- [20] 蒋冠宏. 并购如何提升企业市场势力——来自中国企业的证据 [J]. 中国工业经济, 2021, (05) :170-188.
- [21] 何孝星, 叶展, 陈颖. 并购基金是否创造价值?——来自上市公司设立并购基金的经验证据 [J]. 审计与经济研究, 2016, (05) :50-60.
- [22] 黄福广, 王贤龙, 田利辉, 孙凌霞. 标的企业风险资本、协同效应和上市公司并购绩效[J]. 南开管理评论, 2020,(04):96-106.
- [23] 林兢, 郑楠楠. “PE+上市公司”型并购基金与公司价值创造——以博雅生物为例[J]. 财会月刊,2020,(01):42-49.
- [24] 刘晶明. 私募股权投资基金退出机制法律完善研究——以防范系统性金融风险为视角 [J]. 法学杂志, 2020, (02) :97-104.
- [25] 倪宣明, 沈佳瑜, 赵慧敏, 周骏. 基于讨价还价的私募基金机制比较研究 [J]. 中国管理科学, 2021, (05) :69-79.
- [26] 庞家任, 周桦, 王玮. 上市公司成立并购基金的影响因素及财富效应研究 [J]. 金融研究, 2018, (02) :153-171.
- [27] 庞家任, 刘淳. 目标公司的私募背景与并购绩效 [J]. 投资研究, 2017(07):4-23.

- [28] 权忠光,肖翔.收益法在企业价值评估中的应用研究[J].中国资产评估,2004,(05):8-11.
- [29] 宋贺,段军山.财务顾问与企业并购绩效[J].中国工业经济,2019,(05):155-173.
- [30] 宋毅成,张琦.并购基金应回归实体经济[J].中国金融,2018,(03):58-59.
- [31] 佟岩,林宇彤,李鑫.经济政策不确定性与长期并购绩效[J].北京理工大学学报,2021,(01):53-66.
- [32] 闻岳春,谭丽娜.中国PE投资对信息披露质量的影响—基于创业板上市公司的实证分析[J].同济大学学报,2016,(05):117-124.
- [33] 王永妍,肖玥,佟岩.上市公司设立并购基金的信号效应研究[J].科学决策,2018,(02):40-57.
- [34] 王治皓,廖科智,齐岳.内部控制、机构投资者与上市公司海外并购绩效[J].华东经济管理,2020,(10):120-128.
- [35] 王爱群,贺子聪.私募股权投资对创业板上市公司企业价值的影响[J].大连理工大学学报(社会科学版),2019,(02):27-35.
- [36] 袁丽.“PE+上市公司”模式对公司异常收益的影响研究[J].财会通讯,2019,(03):54-58.
- [37] 燕艳.我国私募基金管理人市场准入“放”与“管”的再思考[J].金融理论与实践,2021,(05):88-99.
- [38] 杨超,谢志华,宋迪.业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效[J].南开管理评论,2018,(06):198-209.
- [39] 张晓涛,徐微茵,郑艺.私募股权投资基金在跨国并购交易中的角色与作用——以中联重科并购CIFA为例[J].国际贸易,2020,(12):85-92.
- [40] 张永冀,何宇,张能鲲,段相域.中国医药上市公司技术并购与绩效研究[J].管理评论,2020,(08):131-142.
- [41] 张永明,潘攀,邓超.私募股权投资进入对上市公司IPO当年业绩的影响研究[J].管理科学,2018,(01):149-160.
- [42] 张杨,谭祖卫,赵弟,付莉.上市公司设立私募股权基金的价值效应分析[J].金融理论与实践,2019,(03):70-78.

后 记

行文至此，感慨万千，因为这意味着学校生活的结束，虽然在这三年的里经历并不是一帆风顺，疫情的原因让我最后的学生生活并非都是在校园渡过的，但兜兜转转也完成了三年的学习，至此我要离开这个曾经承载我青春的地方，踏上人生另一个阶段，另一段旅途，感谢过去的自己，期许未来的自己。

首先感谢金融学院的支持，在院里领导们的帮助下，顺利完成了毕业实习，在此期间，院里积极给我们联系单位，带队老师带领我们学习，关心我们的日常出行安全，得以顺利完成毕业任务。

其次感谢我的导师不仅给予我学术上的帮助，而且在生活中也会叮嘱我注意安全，在老师的帮助下提出修改意见，完善文章的结构及内容，最终完成了毕业论文的写作，同时还要感谢金融学院的其他任课教师及研究生教学秘书，让我渡过了充实的研究生的学生生活。

最后感谢我的家人和朋友，考研及读研期间给我最大的支持，时光匆匆飞逝，这段经历弥足珍贵，希望未来可期。