

学校编码: 10384

学 号: 17920121150719



分类号 _____ 密级 _____

UDC _____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

中国债券市场推动并购融资
实践和创新研究

A Research on Current Situation and Innovation of
China's Bond Market and M&A Financing

江 威

指导教师姓名: 王志强 教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2016年 月

论文答辩时间: 2016年 月

学位授予日期: 2016年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016年 月

厦门大学学位论文原创性声明

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

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

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

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

本学位论文属于：

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

() 2.不保密，适用上述授权。

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

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

近年来，我国并购市场和债券市场均实现了长足发展。并购市场方面，并购活动日趋活跃，交易金额和交易笔数都达到历史新高，但是并购融资渠道狭窄，目前主要依赖股权融资和并购贷款两种方式，这在很大程度上制约了并购重组的发展；债券市场方面，债券托管规模超过股市，信用债市场取得巨大发展，但由于监管限制和投资者尚不成熟，创新型债券产品与国外成熟市场相比差距仍较大，已发行的债券用于并购的只数也寥寥可数。

一般而言，并购融资的资金来源主要有三个方面：股权融资、债权融资和股债混合融资。目前并购市场上应用较多的是股权融资和债权融资中的并购贷款，而对债权融资中的并购债券和股债混合类（可转换债券、可交换债券）产品却应用较少，债券市场的并购融资功能远没有被充分挖掘。因此，深入分析中国债券市场并购债券和股债混合类债券的产品设计和实际应用，对填补我国并购融资的渠道空白，完善债券市场功能，具有重要意义。

笔者在第一章中概述了本文的写作背景及选题意义，总结了本文的研究思路、创新和不足。在第二章中叙述和梳理了并购和债券的相关理论。第三章对并购市场、债券市场的现状进行了阐述。第四章分析我国债券市场推动并购融资的基础条件和现阶段并购债券的实际发行情况。第五章分析我国债券市场在推动并购融资方面的工具创新，主要阐述股债混合类债券品种（可转换债券、可交换债券）与并购融资的关系。第六章得出本文结论、债券市场在促进并购融资方面的产品设计启示和未来发展建议。

关键词：并购融资、债券市场、并购债券、混合融资

Abstract

In recent years, both of M&A market and bond market meet a rapid development. For M&A market, activities become increasingly active. The value of transactions and the number of cases, both reached a record high. But limited to the narrow of M&A financing (only depend on equity financing and M&A loan), the M&A market encounter a slow development. For bond market, its scale is larger than that of stock market and its main part—credit bonds experiences a great expansion. However, owing to the restriction of regulation and the immaturity of investors, there is still a long way to go for the innovative bonds to come out, compared with the foreign mature market. As a result, the M&A bonds are very few.

The financing source of M&A is mainly from three aspects: equity financing, debt financing and mixed financing (stock and debt mixed). Equity financing and M&A loans are mainly used in current market, but the M&A bonds and the mixed bonds gain little interest of the market. The M&A functions of bond market are far from being fully utilized. Therefore, to analysis the design and the practice of M&A bond and mixed bond, makes sense to fill the gap of M&A financing and improve the function of China's bond market.

The first chapter is the preface, which introduces the research background, purpose, framework, innovations and shortages. The second chapter reviews the theory of M&A and bond, and the third chapter demonstrates the current situation of both of them. The fourth chapter introduces the foundation of bond market to carry out M&A business and the issuing situation of M&A bonds. The fifth chapter focuses on the mixed bond, such as convertible bonds and exchangeable bonds, trying to find out the relation to M&A financing. The mixed bond represents the direction of innovation of M&A financing. The sixth chapter comes to a conclusion of M&A bonds design and their future development.

Key Words: M&A Financing; Bond Market; M&A Bond; Mixed Financing

目录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景和选题意义	1
第二节 研究思路与创新	4
第二章 并购行为与债券融资的理论概述	6
第一节 并购理论概述	6
第二节 债券的基本理论和融资优势	9
第三章 中国并购市场与债券市场现状及国际经验	12
第一节 中国并购融资的现状	12
第二节 中国债券市场的现状	17
第四章 中国债券市场推动并购融资的实践	23
第一节 中国债券市场参与并购融资的基础条件	23
第二节 并购债券的发展	24
第五章 中国债券市场与并购融资工具创新	30
第一节 可转换债券与并购融资	30
第二节 可交换债券与并购融资	35
第六章 结论、启示和建议	40
第一节 研究总结	40
第二节 并购债券的设计启示和发展建议	42
参考文献	46
致谢	48

Contents

Chapter One Introduction	1
Session 1 Research background and purpose	1
Session 2 Research framework and innovation	4
Chapter Two Theory of M&A and Bond	6
Session 1 Theory of M&A	6
Session 2 Theory of Bond and its financing advantage	9
Chapter Three Situation of M&A and Bond	12
Session 1 Situation of M&A	12
Session 2 Situation of Bond	17
Chapter Four Practice of M&A Financing	23
Session 1 Basic Conditions of Bond Market	23
Session 2 Issuing of M&A Bond	24
Chapter Five Innovation of M&A Financing	30
Session 1 Convertible Bond	30
Session 2 Exchangeable Bond	35
Chapter Six Conclusion, Revelations and Suggestions	40
Session 1 Conclusion of M&A Financing	40
Session 2 Revelations and Suggestions of M&A Bond	42
References	46
Acknowledgments	48

第一章 绪论

第一节 研究背景和选题意义

一、研究背景

并购是企业用以扩大品牌外延，迈入快速发展的重要手段。通过并购，企业可以迅速扩大生产规模，有效整合已有资源，实现规模效益。此外，并购还可以帮助企业跨越行业壁垒，嫁接知名品牌及先进技术，对于企业的发展有重大的意义。

并购作为一种重要的企业发展方式，在企业的发展史上已经存在了百余年，然而在我国并购却是近十年才开始引人注目的新鲜事物。根据清科研究中心的并购市场报告显示，2010年至2011年中国并购市场繁荣发展，2010年实现并购622例，交易规模超过2305亿元，同比分别增长112.29%和5.00%；2011年实现并购1157例，交易规模近4423亿元，同比分别增长86.01%和92.28%。2012年，受国际经济疲软的影响，中国并购市场的交易数量与整体规模均有所回落。2013年，全球经济逐步复苏，中国并购市场的交易数量与整体规模均有所回升。据统计在2013年一整年国内并购市场累计实现交易数量达到1232例，交易规模5657亿元，交易量较2012年略微提高，交易规模则有大幅的增长。2014年迎来并购市场繁荣时期，年内国内并购市场累计交易数量达到1929例，比上一年上升56.57%；交易规模7250亿美元，同比增长27.15%。根据最近的统计得出，2015年国内并购市场累计交易数量2692例，同比增长39.55%；交易规模10437亿人民币，同比增长43.96%。数据如图1-1所示：



图1-1 国内并购历年情况变化图 (2008-2015)

资料来源：清科集团，2016

与此同时，国内的债券市场也处在迅猛发展阶段，市场规模已超过股票市场，逐步成为上市公司重要的融资领域。根据万得数据库数据显示：2015年，中国债券市场交易总规模为608.80万亿元，同比增长101.30%。2015年末，债券市场的托管量达到48.50万亿元，同比增长34.72%，较2007年末12.87万亿的托管规模增长了2.77倍。其中，信用债的发展尤为亮眼——2015年末信用债托管量达21.84万亿元，而在2007年末信用债托管量仅1.21万亿元。中国债券市场情况历年发展情况如图1-2和表1-1所示：

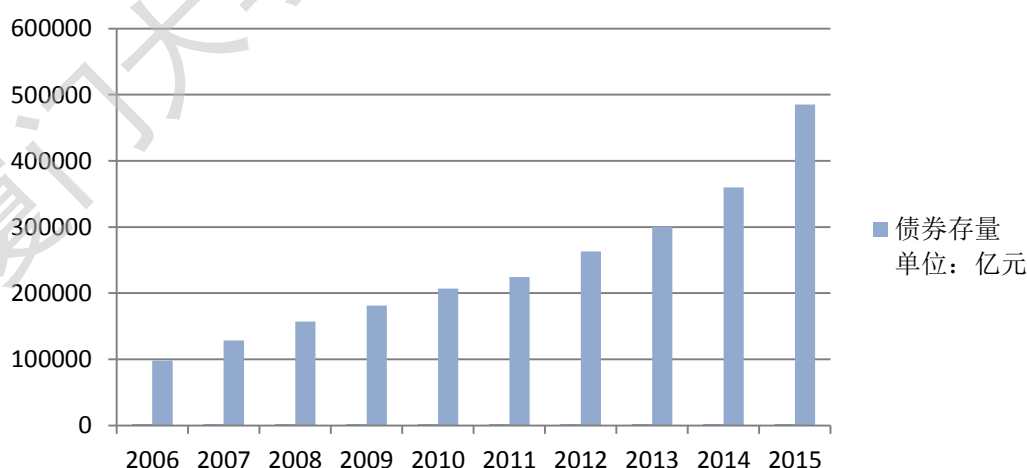


图 1-2 中国债券市场存量历年情况图 (2006 年-2015 年)

资料来源：万得资讯

表 1-1 2006-2015 年中国债券存量与股票总市值年度比较

单位：亿元	债券存量	股票总市值	GDP
2006	98,315	89,404	217,657
2007	128,715	327,140	268,019
2008	157,127	121,366	316,752
2009	181,136	243,939	345,629
2010	206,910	265,423	408,903
2011	224,319	214,758	484,124
2012	262,895	230,358	534,123
2013	300,155	239,077	588,019
2014	360,053	372,547	635,910
2015	484,985	531,304	676,708

资料来源：万得资讯

由以上数据我们不难看出近10年我国并购市场和债券市场都实现了快速的发展，遗憾的是，两者的交集并不多，在企业兼并重组的过程中，证券市场发挥中流砥柱的作用，债券市场未能引起足够的重视。虽然现在条件下，国内债券市场各方面发展水平都不算高，政府也未提供具体与兼并重组相关的法律支持，但就国外经验来看债券市场具有极大的发展前景，需要引起政府和企业的重视。。

二、选题意义

本文的选题意义在于探索中国债券市场进行并购融资的基础条件和发展空间。在我国企业兼并重组过程所遇到的问题中，融资首当其冲，资金是否及时到位很大程度上决定一笔并购交易的成败。和国际上一些先进的国家对比，国内关于公司兼并重组的法律规定不够健全，企业筹集资金的途径单一，这些都在很大程度上限制了企业资本结构的优化，使得产业集中度较低，进而影响到我国经济的发展。

就融资的途径来看，国内企业实现并购融资主要通过以下几种方式：

- 1、股权融资，其具体内容为换股收购、公开发行以及以权益为前提的筹资，比如定向增发、员工持股计划等；
- 2、债权融资，包括并购贷款、公司债券、信托资金等；
- 3、混合融资，主要是混合性融资工具的运用，指不但具有债权特点还具有股权特点的一种方式，主要为可交换债券、可转换债券。

目前国内并购融资市场上应用较多的主要是第一种方式股权融资，和第二种方式债权融资中的并购贷款，对于第二种方式中的发行债券和第三种方式混合融资都鲜有应用。近年来我国政府部门制定了一系列的政策以加快企业之间的并购重组，明确指出要在最大程度上借助债券市场，对企业并购提供资金支持，并配套相应的金融服务。本文拟从国内并购融资的空白领域着手，对并购债券和混合类债券的发行和应用进行分析，以期扩充现有并购融资渠道（图1-3），这对完善我国债券市场功能、助力企业并购发展具有重要的现实意义。

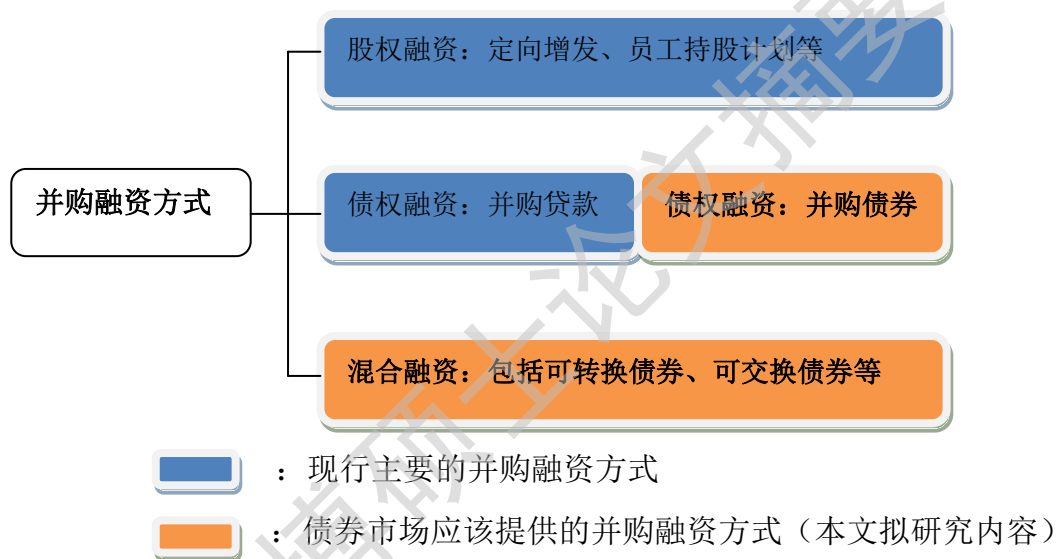


图1-3我国并购融资方式图

第二节 研究思路与创新

一、研究思路

本文的分析思路如图1-4所示：

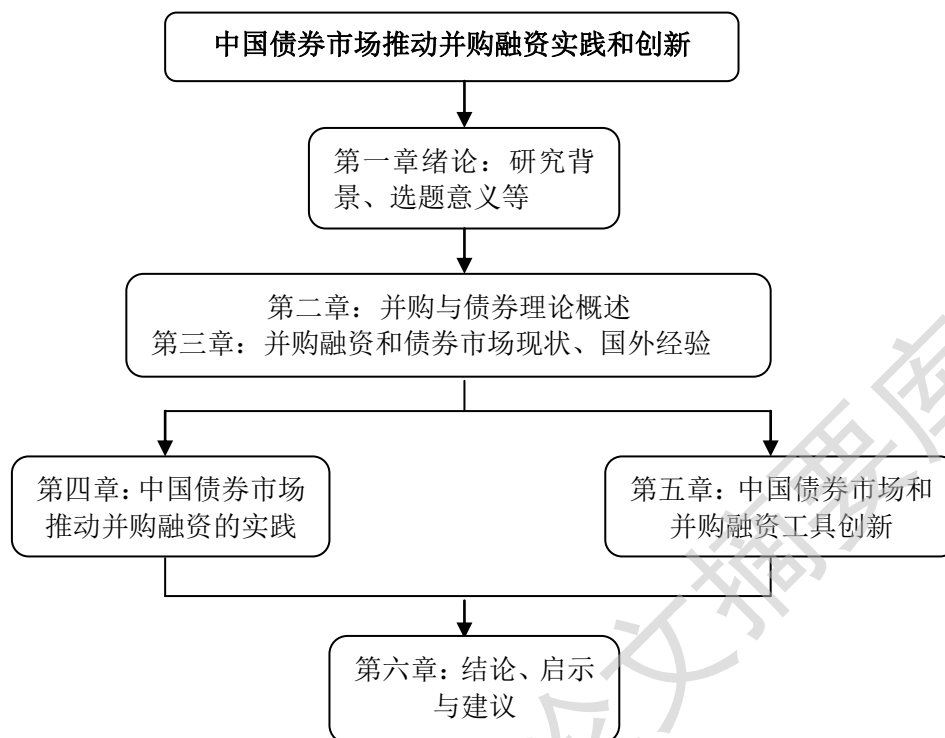


图1-4 研究思路图

本文在绪论中概述了本文的写作背景及选题意义，总结了本文的研究思路、创新和不足之处。在第二章中叙述和梳理了并购和债券的理论。第三章对并购市场、债券市场的现状、美国债券市场并购融资经验进行了阐述。第四章分析我国债券市场推动并购融资的基础条件和现阶段并购债券的实际发行情况。第五章分析我国债券市场在推动并购融资方面的工具创新，主要阐述股债混合类债券品种（可转换债券、可交换债券）与并购融资的关系。第六章得出本文结论、债券市场在促进并购融资方面的产品设计启示和未来发展建议。

二、本文的创新和不足

鉴于我国债券市场的发展现状和监管环境，和世界上一些先进的国家相比，我国企业发行债券用于并购重组的水平明显不足。本文系统回顾和梳理中国债券市场的发展历程和现有债券品种，挖掘中国债券市场参与并购重组的基础条件和所能发挥的功能。本文的创新之处在于深度聚焦债权融资类债券和混合融资类债券这两个重要但是应用较少的并购融资渠道，填补当前并购融资渠道的空白，也完善了债券市场的功能，具有重要的现实意义。本文的不足之处在于，鉴于数据局限性（目前市场上募集资金用于并购的债券只数较少，没有进行实证分析。

第二章 并购行为与债券融资的理论概述

第一节 并购理论概述

一、并购和并购融资的概念

并购是（Mergers & Acquisitions, M&A）兼并与收购的合称，企业兼并一词最早出现在 1989 年国家相关部门出台对于企业之间相互兼并整合的试行条例，此法明确指出：企业兼并从定义上说是规模较大企业通过购买另一个企业的产权，从而取代其法人的一种经济活动。未使用此种形式达到兼并目的的，就不属于该概念的范畴。因此，兼并也就是企业在法律规定的范围内实现购买重组。公司法规定的另一种公司合并形式是新设合并，也就是至少两个企业合并成为了一个新的企业称为新设合并，若企业解体，不管是什么形式的合并，被兼并的各个企业其所有债权都须交由兼并后的公司负责。收购从定义上说是企业通过股票、资金等方式对另一个企业实现收购，以此来获取该企业的相应股权。通常企业之间的收购表现为两种形式，资产收购与股权收购。对于股权收购来说，就是通过一定的方式获取对方相应的股份，从而成为该企业的股东。对于资产收购来说，就是一种资产转移行为。兼并和收购的最大区别在于：兼并是并购企业和目标企业两者结合为一个企业，被兼并企业失去原来的法人；对于收购则是并购各方不合为一体，只是收购方处于控制地位。由于在实际运作中兼并和收购的联系远远超过其区别，往往是交织在一起的，很难严格区分，因此，国内学者都将两者共同使用，都被叫做并购，从定义上说的一个企业通过一定的方式来得到对方企业相应的股权，从而对其实现有效的控制。并购可分为狭义并购与广义并购，前者单单说的是收购和兼并，后者具体说的是企业为实现对另一企业有效的控制，因此发生的一种产权转移行为，其具体有租赁、分拆、托管、合资等很多种方式。以下笔者重点对狭义上的并购进行探讨，但是文中可能会对广义上的并购有所涉及。

并购融资方式说的是并购企业为了达到并购的目的，对并购双方的资本结构进行规划，通过各种渠道、运用各种手段融通资金的行为，它往往是决定并购成功与否的技术性条件。并购作为企业的一种产权交易行为，需要巨额的资金支付来完成

交易过程，这些资金的特点是支付数额大、支付目的单一、支付对象明确、支付方式肯定，因此，对这些资金的筹集就成了整个并购中的重要问题。就现实情况来看，将要进行并购的公司必须要以最快的融资速度去顺利完成兼并，否则，不仅会造成兼并无法实现还很有可能会使得本身被兼并，从而导致公司受到影响。因此，西方发达国家对并购融资非常重视，各种并购融资的方式比较齐全，大部分并购融资都是在投资银行的帮助下完成的。此外，企业并购是在国家法律政策允许的范围内进行的，所以其一切融资活动都要严格遵守我国的相关法律规定、依照法律流程进行融资行为，融资数量、规模、方式都要受宏观环境的影响。企业并购流程按照下图 2-1 所示：



图 2-1 企业并购流程图

二、并购融资的基本理论

（一）国外关于并购融资的研究

国外特别是美国对企业并购融资的研究比较全面，不仅提出了完善并购市场法规制度的方法，也提出了创新融资工具的建议，以及该怎样选择合适的融资方式，对企业该怎样并购融资提供了良好的方向。杰森和巴克（1983）对企业并购融资做出了详细的介绍，包括并购资金的来源、并购融资方式的选择以及美国并购市场的现状，还总结了美国企业在并购融资中出现的问题并提出了相关建议。巴拉达瓦杰和沙哈那斯（2003）通过统计数据介绍了美国企业各融资渠道的占比情况，包括银行贷款的比例，非银行贷款（中介机构）的比例，债券比例以及股票融资的比例，由此总结出美国企业通过外源融资最重要的方式。

德姆赛茨与莱恩（1985）分析了企业杠杆融资对股东利益的影响，总结出如果股东们的利益有所减少，那么公司在税收方面的支出就会相应减少，这为企业节省了现金方面的支出，对企业通过杠杆再融资会产生一定的影响。

Bhardaway 等(2003)对并购银行融资的影响进行了实证研究，发现当企业完全以银行信贷方式为并购筹资时，该项并购交易往往获得了超常收益。

此外，专门针对并购融资的理论研究也零散分布于并购相关著作。例如，Alex and Reed-Lajoux(1997)的《并购的艺术：整合》中以整体框架模式详尽地分析了并购融资来源以及融资与再融资策略，分别描述了美国并购市场的各种融资工具。

（二）国内关于并购融资的研究

国内关于并购融资尤其是并购债务融资的理论研究仍然较少。沈强等（2003）以我国上市公司为对象，发现大多数并购企业偏好股权融资，较少采用债务融资工具，而内部融资却几乎被忽视。周鲜华等（2005）详尽概述了我国上市公司的并购融资方式，包括举债、配股、发行新股以及对杠杆收购的初步尝试等。杨丽（2006）横向比较了国外和国内所采用的并购融资方式，阐述了将西方国家的方式应用在我国的前景和缺点，讨论了控制权市场如何受到并购融资方式的影响。贾立(2006)重点分析了我国企业并购过程中融资的金融风险，通过杠杆收购的融资原理，认为投资银行在并购融资中起到了重要作用。郭加林（2009）聚焦于我国国情，认为由于行政主导的并购行为主要在国有企业之间进行，并购方容易获得国有银行的贷款支持，此外我国金融市场还不尽发达、并购融资渠道相对有限，因此并购企业倾向于向商

业银行贷款。王飞（2010）比对了国内外的债券发行情况，认为由于受到监管条例的限制，只有大型国企和实力雄厚的基础设施企业才能够发行公司债，且募集资金的用途也受到严格的限制，尚未拓展到企业并购的领域。曹两彰（2013）从财务角度研究了并购债务融资的风险，认为并购企业如果进行债务融资来获得资金支持，将在之后面临较大的财务风险和再融资风险。可见国内对并购债务融资研究，其重点关注问题在于融资工具和融资环境方面。

第二节 债券的基本理论和融资优势

一、债券的基本理论

我国的债券市场发展较晚，但随着债券市场的快速发展、不断发展完善，对债券融资的日益重视，在债券融资方面的研究也取得了一系列的成果。忻文（1997）首先对我国企业的资本结构进行了分析，认为我国作为一个发展中国家，我国企业的整体资产负债率较高有一定的合理性，但更多的原因是我国特殊的国有体制影响了我国企业的资本结构决策。而资本结构的形成主要受融资结构的影响，因此张宗新（2001）进一步指出，我国目前企业资本结构的形成原因是由于我国的融资制度存在着一定的缺陷，导致银行贷款与证券市场的发展失衡。银行贷款在企业融资中占有绝对优势；证券市场上股票和债券发展不协调，股票市场发展迅速而债券市场则发展缓慢；在债券市场上国债、政府债券占据大多数，企业债券仅占小部分。

改善我国企业的资本结构，就要改善我国的融资环境，发展完善债券市场，提高债券市场在企业融资结构中的比重。王昕等（1999）通过对比国内外的直接融资结构，发现在美国企业的融资结构中，主要融资方式是债券融资，而我国的企业则主要是银行贷款，债券融资占很小的比重，因此应该大力发展企业的债券融资。高占军（1999）同样指出我国企业融资结构的发展模式可以借鉴国外发达国家的融资模式，并进一步认为，中国银行业目前的不良贷款较多，在制约了银行贷款的同时也将为债券融资带来发展机遇。而靳俐（2000）则从社会资金利用效率的角度认为，债券的发行可以为社会资本的利用提供了良好的渠道，因此债券市场应该在占据我国资本市场的重要组成部分。邓建华（2005）从宏观经济的角度进行了分析，认为随着我国经济的快速发展，金融体制改革已迫在眉睫，而要实现我国金融市场的改革，就必须发展完善债券市场。李洁（2006）认为要实现债券市场的快速发展，

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

Fulltexts are available in the following ways:

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