



(2024 年第 12 期，总第 195 期)

中国证券投资基金业协会

2024 年 11 月 11 日

## 美国并购基金发展历程与经验总结

——并购基金课题成果之一

**【编者按】**并购重组是培育新质生产力的有效手段。并购重组的开展过程，是生产要素的重新配置过程，也是金融资本的运用和配置过程。在并购贷款、并购债券、并购基金等金融工具当中，并购基金既能提供直接的资金支持，又以存量股权受让方式主导企业整合，因此并购基金的效能发挥不仅有助于微观企业个体的成长壮大，也对宏观并购重组市场的活跃起到至关重要的作用。

为此，协会开展《我国并购基金发展趋势与效能研究》课题，梳理并购基金的理论研究与实践发展情况，结合案例深入剖析中美并购基金运作特点与效能发挥机制，研判我国并购基金的未来发展机遇及挑战。本文为课题成果之一，主要介绍了美国并购基金的发展历程及其经验总结，供大家参阅。

## 一、并购基金的特征和定义

并购基金起源于 20 世纪 60 年代的美国，通过取得企业控制权、改善企业经营，为成熟企业提供资金和发展支持，并分享企业改善带来的红利。并购基金具有两个基本特征：

**一是取得标的企业控制权。**与创业投资基金、成长型股权投资基金等直接股权投资仅持有标的少数股权不同，并购基金利用资产控制权或企业经营权主导标的企业运营，通过战略调整、组织重塑、运营优化等手段实现标的公司的价值增值，从而退出获利。因此，取得标的企业的控制权，从而掌控标的企业的运营发展是并购基金的基本策略。在行业层面上，只有获得标的企业控制权，收购方才能最大程度调动和整合资源，实现生产要素重新优化组合以及跨时间跨空间的重新分配。同时，由于并购基金往往运用高比例资金杠杆，只有获得标的企业控制权，才可能实现资本杠杆“放大效应”。

**二是服务于成熟期企业。**从企业成长周期以及与其相匹配的基金类型来看，初创期企业处于技术向商业化落地的“惊险一跳”阶段，需要的是允许企业创新试错的早期创投基金；在企业商业模式逐渐被市场验证，现金流由负转正，亟需扩张市场、树立竞争护城河阶段，需要的是可以赋能企业壮大的成长型基金。当企业逐步进入成熟期，现金流已经比较稳定，企业自身往往采取收购战略，以突破成长瓶颈，实现继续增长；另一方面，价值低估或经营管理欠佳的企业，有可能成为被收购的标的，并购基金因具备大额资金筹集能力和充分调动、整合企业资源的能力，在此过程中发挥重要

的企业价值提升及创造作用。

基于以上讨论，可将并购基金定义为：以取得标的公司控制权为条件，通过重组和改善经营提升标的公司盈利能力，进而出售标的公司股权或推动标的公司上市，实现退出获利的私募股权基金。

## 二、美国并购基金的演进历程与特征分析

美国是全球最重要的并购市场，美国的并购基金占全球并购基金的半壁江山，研究美国并购基金具有重要的借鉴意义。

### （一）美国并购基金发展演进过程

自 1895 年起，一百多年的时间里，美国发生了大量的并购活动，按照时间可划分为五次大的浪潮，并购基金在并购浪潮中孕育而生，并不断发展演变。

#### 1. 前三次并购浪潮

19 世纪末至 20 世纪初的第一次并购浪潮，以同行业内的企业合并为主，主要涉及制造业和采矿业。这次并购浪潮以横向并购为主，直接带来了企业规模的扩大以及市场集中度的提高。20 世纪 20 年代至 30 年代发生的第二次并购浪潮以纵向并购为主。企业通过并购，进入上游，如原材料生产、零部件供应等领域，或者向下游并购，进入运输、销售等终端领域。这次并购浪潮完成了美国产业由垄断到寡头垄断的演变。20 世纪 60 年代发生的第三次并购浪潮以多元化并购为主。从行业的角度看，第三次并购浪潮中受影响最大的是航空业，其次是工业用机械、汽车零部件等。这些行业受困于产能过剩带来的恶性竞争，销售增长缓慢、利润率下降，

于是一些公司开始寻求进入其他相关或者不相关的行业，开始多元化的征程。并购基金的雏形也在这一阶段开始形成，但其繁荣发展却是在第四次并购浪潮期间。

## 2. 并购基金的繁荣与第四次并购浪潮

第三次并购浪潮的多元化并购催生了很多综合类的企业，但多事业部的发展也降低了企业的运营效率。20 世纪 80 年代的第四次并购浪潮，其主要特征就是“剥离”性质的并购——企业通过并购剥离，调整自身业务结构，优化资源配置。第四次并购浪潮期间，高收益债券成为杠杆收购、负债融资的主要工具，收益率的不断攀升使得交易规模不断放大，推动了并购基金业务的繁荣。并购基金在这一阶段的主要作用是对低效多元化公司的业务剥离和专业化重塑。并购基金的标的从非上市公司、中小型公司向巨型多元化的上市公司发展，帮助并购标的业务收缩、退出相对劣势的行业，同时在相对优势业务领域中展开收购，增强被并购企业的竞争力与比较优势。

随着高收益债券作为杠杆收购等并购活动筹资的工具大量发行，越来越多的投资人购买这种债券的目的并不在于进行长期投资，而是用于投机，债券票面利率一路走高，债券违约率提升，监管逐步收紧，债券发行遇冷。在此阶段，并购基金从一个业务剥离者，逐渐向企业管理层的战略顾问转型。一方面，并购基金作为资金提供者，为 **Management Buyout fund (MBO)** 提供资金，帮助管理层发起收购并取得公司所有权。另一方面，并购基金充分发挥自身的网络优势，扮演“战略型企业家”角色，专注为企业提供发展咨询服

务，为企业管理层发挥企业家精神、管理好企业现有资源等提供建议和支持。

### **3.并购基金的复苏与第五次并购浪潮**

20世纪90年代至2002年的第五次并购浪潮，规模远超80年代的第四次并购浪潮，并购发生的主要行业从传统工业向金融、计算机软件等服务行业转移。本次并购浪潮的主要特征是并购交易中的战略合作特征越来越明显，国际化并购活动趋于活跃，为聚焦核心业务的资产剥离，与为实现产业协同的纵向并购成为此次并购的主流。越来越多的金融从业者设立并购基金管理机构，一些做早期风险投资、产业发展的基金也开始向并购方向转型。

在这一阶段，并购基金从战略建议者的角度向主动操盘手转型。一方面，积极参与大中型公司以资产剥离为目的的并购业务；另一方面，围绕非上市公司的中小型并购也逐渐增加。此外，并购基金还通过对非上市公司、大型公司分支机构的一系列并购整合和跨境并购，帮助被并购企业在快速强化自身核心业务的同时，实现全球范围内的专业化发展。

### **4.并购浪潮之后的并购基金日趋成熟**

在繁荣的一级市场交易和充分的资金供给下，并购基金也逐渐沉淀形成了两种效能发挥模式。一是帮助被并购企业提高经营管理水平来实现价值提升。并购基金开始吸纳具有产业背景的管理专家，通过委任新的管理层，充分发挥产业人才卓越的企业运营及管理优势，帮助并购标的提高经营效率，提升其市场价值。二是帮助被并购企业通过产业转型升级实现价值提升。并购基金对标的企业的绝对话语权便利了

资源整合，通过剥离低盈利资产、推动核心资产协同效应发挥，提升标的企业的市场价值。全球化背景下，并购基金还可通过全球资源配置帮助被并购标的实现价值提升。

## **(二) 美国并购基金主要类型**

### **1.Leveraged Buyout fund (LBO)**

杠杆并购基金是美国并购基金的主要形式。私募股权管理机构作为并购的主要发起人，设立一个特殊目的实体（SPV）作为法律上的买方和并购融资的借款人；获得标的控股权后，私募管理人会通过改善管理、产业整合等方式提升标的公司价值，最终将标的公司卖给产业方或上市后通过公开市场交易等方式实现退出。LBO 基金能否运作成功取决于三个关键要素：

一是收购时巨额债权融资。管理人以即将并购取得的标的现金流创造能力为信用背书，大量借债。早期典型的并购基金收购，运用债权类资金的占比基本在 60%至 80%左右。二是收购后债务置换。并购基金管理人将收购前由并购基金承担的债务置换成收购后控股的标的公司债务。三是资本重组化后的分红（Recapitalization）。并购基金通过其控股的标的进行股权或债权类的融资，将融资获得的资金以类似分红的方式分配给股东。并购基金持有标的股权比例越高，分配获得金额就越多。这种策略下，并购基金得以在短期内快速收回本金并获利。

### **2.Management Buyout fund (MBO)**

管理层收购指的是公司现任管理团队作为并购交易的核心，发起收购并取得公司所有权，由于收购资金中涉及大

量债务融资，所以境外实践中也将 MBO 视为杠杆并购基金的一种特殊形式。

在这种形式下，并购基金管理人不再扮演对标的企业改善经营、提高治理能力的角色，更多是一个资金的提供者和并购融资策划者的角色。标的企业原管理层是 MBO 的主导者，由于管理层对企业的情况更加了解，对企业未来的发展规划有更清晰的认识，获得企业的控制权后，企业的发展往往能上一个新的台阶。

### **3.Secondary Buyout fund (SBO)**

Secondary Buyout fund 通常被称为“二级收购基金”，指的是并购基金通过杠杆收购的方式取得由另一家 PE 公司对目标公司持有的股权。与 LBO 的交易发生在基金管理人和标的企业之间不同，SBO 是发生在投资者之间的交易，标的买卖双方均是私募股权投资者，信息披露有限，在一定程度上更加便利交易的达成。从这个角度上看，SBO 可以视为专门承接 LBO 份额的 S 基金。但与资金来源以股权类为主的 S 基金不同的是，SBO 执行的并购交易中，大部分资金也是来自债权类资金。

随着美国市场 IPO 数量的减少、私募股权市场可投资金增多，除了 SBO 外，三级收购、四级收购等多级收购现象也开始出现，多级并购基金逐渐增多，并购基金之间的交易逐渐增多；有的公司可能会在并购基金手中经历 4 到 5 次换手，最终才会卖给产业方或独立上市。

### **4.Relapse Buyout fund (RBO)**

Relapse Buyout fund 通常被称为“重复性收购基金”，

指的是并购基金通过杠杆收购的方式回购一家曾经持股的公司。RBO 可以看作是特殊的多级收购，即在当前轮次的交易中，交易的买方在同一标的的前几次交易中，曾经担任过某次交易的卖方。与 LBO 相似，RBO 在交易的资金筹措中，也使用了大量的杠杆资金。

从市场的现实情况看，RBO 的交易正在增加。据统计，2021 年全球 RBO 的交易总额已达到 420 亿美元，虽然在并购基金的交易总额中占比仅有 4% 左右，但已经比 2020 年增长了 55%、比 2019 年增长了 180%。随着 RBO 发生频率的逐渐增多，其经济影响和基金绩效值得关注。

### **（三）美国并购基金发展特征分析**

纵观美国并购基金的发展，大致呈现以下特征：

**一是管理资产规模庞大且快速增长。**美国私募股权基金的资产管理规模中，并购基金资产管理规模占比约为 32.1%，是管理规模最大的一类私募股权基金（麦肯锡，2023）。根据睿勤（2023）的统计，2006 年美国并购基金的资产管理规模约为 5000 亿美元，直到 2018 年其规模才翻一翻，达到 1 万亿美元。从 2018 年至 2022 年 6 月，不到 5 年时间，并购基金在管资产规模再次翻番，突破了 2 万亿美元。

**二是并购基金管理人活跃且不断增加。**美国活跃的并购基金管理人数量从 2018 年的 600 家左右增至 2022 年的 800 家左右；除了传统的并购基金巨头黑石、KKR 等持续保持活跃外，越来越多的基金管理人进入并购市场，最活跃的并购基金管理人近年平均投资次数在九次以上。2022 年美国并购基金共完成了 4380 笔并购交易，交易金额合计为 4297 亿美

元。虽然较 2021 年并购基金完成的 5139 笔交易、4868 亿美元的交易金额相比有所下降，但与 2018 年并购基金完成的 3422 笔交易、3073 亿美元的交易金额相比，呈现明显上升的趋势。

**三是并购基金在新经济行业发挥重要作用。**纳斯达克的数据显示，信息技术和医疗健康行业是上市公司并购最为频发的两个行业，这两个行业也正是美国并购基金最主要的投资领域。2022 年并购基金在信息技术和医疗健康的投资分别高达 1683 亿美元、741 亿美元，分别占年度并购基金投资总额的 39.2%、17.2%。此外，受大宗商品市场复苏的影响，并购基金增加了在工业和能源行业的投资，2022 年分别投入了 449 亿美元和 215 亿美元。相反，受经济增长预期不明的影响，并购基金大幅减少了在非必需消费品行业的投资，投资金额从 2021 年的 826 亿美元降至 2022 年的 197 亿美元。

**四是退出受阻，并购基金收益下行。**据统计，2016 年至 2019 年美国并购基金的 IRR 中位数保持在 24% 以上；但 2022 年这一数据降至 16.5%，是近十年来的最低值。退出受阻，在一定程度上影响了并购基金的收益。根据睿勤（2023）的统计，2022 年并购基金通过 IPO 实现退出的数量大幅下减，全年仅有 16 只基金通过 IPO 退出，而这个数字在 2021 年为 142 只。

### **三、美国并购基金发展经验总结**

并购基金能够挖掘潜在标的价值创造空间，在获得控制权后通过产业整合、运营管理赋能等方式提升企业价值，一方面推动企业向价值链高端攀升，实现产业的深度转型升级

级；另一方面借用杠杆等金融工具，最大程度为基金出资人创造回报。美国并购基金的效能发挥主要依托于企业价值提升机制、资金杠杆运作机制，以及法律和市场等制度环境支持机制。

### **（一）企业价值提升机制**

并购基金的企业价值提升机制可进一步提炼为治理改善机制和运营改善机制。

#### **1.治理改善机制**

并购基金在控股标的企业后，积极改善标的公司的治理机制，通过建立更科学的董事会结构、更合理的激励体系，委派新的管理层人员等，实现管理赋能，提升标的企业价值。

对公司治理能力负责、提升公司治理水平，是并购基金效能发挥的基础。不同于其他持有少数股权的私募股权投资基金，并购基金对并购标的有绝对的控制权，基金不需要依赖与企业创始人的“对赌”条款来控制风险，而是通过躬身入局、积极作为来控制投资风险。有效的公司治理是企业长青的基石，提高标的公司的治理能力是降低并购基金投资风险的重要途径。

公司治理机制可进一步划分为基于监督和基于激励的内部治理机制（李维安等，2019）。从实践来看，并购基金在控股标的后，都在第一时间加强了对标的企业的监督以及对标的企业管理层的激励。

监督方面，并购基金通常会改组公司董事会。黑石收购塞拉尼斯后，将董事会成员从11人减少到了7人，但将独立董事从3人增加到4人，增加了董事会决策的独立客观性。

此外，通过改组董事会，黑石成功地将具备丰富经验和专业知识的独立董事引入到塞拉尼斯的管理层中，提高了董事会的决策水平和专业性。

激励方面，并购基金通常会大幅提升对公司管理层的激励水平。从美国并购基金投后管理实践看，被收购公司的高管持股比例均比收购前高。美国公司股权集中度较低，特别是上市公司的股权高度分散，Russell 3000 指数的样本公司中，52.6%的公司高管持股比例不足 1%。但根据 Jenkinson et al. (2021) 的统计，在美国市场，并购基金控股标的公司后，绝大部分标的公司的高管合计持股比例会提升至 10% 及以上。并购基金充分借用股权激励工具，激发了管理层的潜能。

## 2.运营改善机制

通常并购基金在谋求某一公司控制权时，已经初步做好了运营改善的计划。控股标的企业后，并购基金将深度参与标的企业的运营，通过整合资源、推动战略转型、加强财务管理、实施资本运作等方式，提升企业的竞争力和盈利能力。

整合资源方面，并购基金会对标的企业进行资源整合，通过优化资源配置、提高运营效率等方式，提升企业的竞争力和盈利能力。推动战略转型方面，并购基金通常会根据市场变化和行业发展，推动标的企业进行战略转型，以适应市场需求和实现持续发展。加强财务管理方面，并购基金会对标的企业进行严格的财务管理，通过加强成本控制、提高资产周转率等方式，提高企业的盈利能力。实施资本运作方面，并购基金会对标的企业进行资本运作，通过并购、重组、上市等方式，实现企业价值的提升和股东利益的最大化。

## （二）资金杠杆作用机制

美国并购基金的资金杠杆作用主要体现在并购对价的支付中，基金管理人以少部分自有资金出资，更多的资金是以债权融资的形式获得。据统计，美国并购基金交易中，债务资金的使用占比一度曾高达 80%至 90%；近年来降至 40%左右。

并购基金的杠杆作用主要体现在标的公司的公司治理和对 LP 投资的回报创造方面。

### 1.提升标的公司的治理能力

并购基金杠杆收购的核心在于其债务融资的结构设计。如前文所述，并购基金并不是直接去收购标的公司，而是首先会成立一家特意为收购目的存在的公司（SPV），因该公司仅为收购目的而存在，并无实际的经营业务和资产。并购基金管理人控股该 SPV，并以其作为融资主体和收购主体去完成杠杆收购。

通常情况下，并购交易过程中，投资银行等金融机构会向 SPV 提供一笔过桥贷款或购买其发行的债权，并购基金管理人利用这些资金购买标的公司的股权（股票）；取得标的公司控制权后，再以 SPV 的名义进行银行贷款或者发行债券（以标的公司或标的公司资产作担保）来偿款；最后，将 SPV 与标的公司合并或者通过一系列债务转移安排，将因收购而产生的负债转移到标的公司名下，由标的公司来偿还负债。

这样操作后，标的公司的债务比就会急剧上升。债务还本付息的压力会敦促公司管理层更加勤勉的工作、提高自身的管理效率，减少公司的自由现金流，将精力集中在产生必

要现金以支付更高利息的活动上。Jenkinson et al. (2021) 的研究也认为，并购基金杠杆使用带来的偿债压力，减少了管理层代理成本，提高了标的公司的治理能力，有助于并购后标的公司的价值提升。

## **2.为 LP 创造更高投资回报**

美国并购基金的杠杆作用是其实现高效投资回报的关键因素之一。通过合理利用杠杆融资工具，并购基金能够以较小的资本投入获得更大的投资回报。以黑石对塞拉尼斯的收购为例：从 2002 年启动对塞拉尼斯的收购事项沟通，2004 年完成收购，再到 2007 年完成退出，五年左右的时间里，黑石以 6.5 亿美元的自有资金出资，撬动了价值 38 亿美元的交易，获得了约 34 亿美元的净利润，投资回报率超过五倍。

美国并购基金杠杆作用的发挥与其高收益债市场的发展紧密相关；如果没有高收益债券市场的繁荣，很难判断并购基金是否还能撬动如此高的杠杆。

### **(三) 制度环境支持机制**

并购基金的制度环境支持可进一步细分为法律环境支持机制和市场环境支持机制。

#### **1.养老金与税收政策推动长期资金稳定增长**

过去六十年间，美国修订了多项法案，推动资金投向私募股权投资基金，并购基金也因此收益。

影响最大的法规是 1978 年修订的联邦法律《职工退休收入保障法案》(Employment Retirement Income Security Act, ERISA)。1978 年，美国劳工部放宽了 ERISA 法案的部分限制，允许企业养老基金投资于私募股权，使得并购基金能够

吸引更多的长期资金。同时，美国政府还通过降低资本利得税率，引导投资者投资股权类资产。1978年《税收法案》（Revenue Act of 1978）将资本利得税从35%削减到28%；1981年《经济复苏法案》（Economic Recovery Tax Act of 1981）再次将资本利得税降低至20%。资本利得税的降低，增加了私募股权基金的收益，从而吸引更多投资者进入私募股权基金领域，并购基金也因此受益。

2006年，《养老金保护法案》（Pension Protection Act of 2006）的出台进一步推动了养老金进入私募股权投资市场。

《养老金保护法案》引入“自动加入”机制，即不需要个人明确同意（即默认）就可以划转个人的工资或薪水向401-K计划缴费。这一法案极大地促进了第二支柱养老金的发展，参与率从2006年的40%提高到了2016年的80%以上。同时，法案还明确，401-K计划资金“自动投资”目标日期基金或目标风险基金等默认产品，雇主对此投资免责，雇员不得以亏损等理由上告雇主。由于这一法案的推动，资产配置类合格投资者数量与资金规模井喷式增长，养老金逐渐成为美国长期资本积累的基石，也为并购基金的发展提供了更多的资金。

2017年的《减税与就业法案》（Tax Cuts and Jobs Act）从一定程度上引导基金管理人更长期持有资产。在该法案下，基金经理的附带权益<sup>1</sup>将视为短期资本利得，如果与该附带权益相关的投资持有期在3年或以下，就按普通收入税率纳税，最高累进制税率可达37%；反之，如果与该附带权益

---

<sup>1</sup> 附带权益指基金经理在没有股本金投入的情况下，通过对私募基金的突出服务贡献所获得的盈利分成。

相关的投资持有期在 3 年以上，附带权益将被视为长期资本利得，享受比较优惠的个人税率，最高为 20%。此外，该法案将公司税从 35% 降至 21%，使得并购基金管理人可以选择从有限合伙制转向公司制，从而便利并购基金管理人更好地利用资本市场工具融资，凯雷、黑石等老牌并购基金管理人就从有限合伙制转向了公司制。

## 2. 资本市场重要规则便利并购基金发展

美国并购基金的蓬勃发展离不开公开市场规则的支持。以纳斯达克为例，公司满足一定的财务、流动性和公司治理要求即可登陆资本市场。其中，流动性部分对公司股东数量、不受限制的公众持有股份、不受限制的公开持有的股票市值有一定要求；公司治理部分对年报和中期报告披露、独立董事设置、审计委员会、薪酬委员会、董事会的多样性等有所规定；但对公司实际控制人情况并无要求。因此，被并购基金等机构投资者控股的公司也能登陆公开市场，而且对控股时间也没有时间要求。此外，一些比较特殊的规则为美国并购基金发展提供了便利。

一是资本重组化后的分红（Recapitalization）。资本重组化后的分红，是指允许并购基金通过其控股的标的进行股权或债权类的融资，并且将融资获得的资金以类似分红的方式分配给股东。并购基金持有标的股权比例越高，分配获得金额就越多。这种方式，使得并购基金管理人在控股标的后能尽快实现现金流入，收回投资现金，提高了基金的收益率。

二是债权人对 EBITDA 测试的特殊认定。美国并购基金在标的控制权获取中通常会向银行等机构借款，为控制贷款

风险，债权人通常会要求标的公司的债务水平需要维持在 EBITDA 的某个倍数内。债权人定期展开 EBITDA 测试，如果超过这一倍数，标的公司就要进入债务重整，债权人通过债转股就会成为标的的新股东。但在这个 EBITDA 测试中，债权人允许将新融入的股权类资金视为 EBITDA，这个条款给并购基金整合标的延长了整合时间。如果短期内并购基金对标的的整合不达预期，EBITDA 没有明显的提升、或者是债务增加即将触发阈值，只要并购基金管理人找到资金认购标的的部分股权，那么这部分股权投资金额就会被计入 EBITDA 的计算，从而避免触发阈值，给了并购基金更多的时间去运营整合标的。

### **3. 产业环境为并购基金提供有力支撑**

美国并购基金于第四次并购浪潮期间繁荣，离不开当时产业竞争、公司治理、资本市场这三个要素同时叠加的市场环境。

产业竞争方面，七八十年代的美国呈现出经济全面滞缓、产业全面过剩的状况，整合压力遍及各行各业，几乎所有重要行业都通过并购剥离，调整自身业务结构，优化资源配置。多元化集团的剥离业务给并购基金提供了大量可供选择的标的；并购基金也为企业提供了重要的资金支持和专业服务，帮助企业实现业务结构调整和资源优化配置，提高其产业竞争力。

公司治理方面，这一时期，美国大部分公司已经完成从创始人治理向经理人治理的转变，但是由于第三次并购浪潮期间大量盲目多元化的并购，经理层的治理效率低下，市场

估值走低，也给并购基金提供了大量的投资机会。以并购基金为首的外部投资者为改善上市公司经营低效发起控制权争夺，再结合前文提到的高收益债这一创新杠杆工具，使要约收购总额创历史之最，占到上市公司市值的 20%至 40%。

资本市场方面，随着上市公司数量和整体估值提升，上市公司更加积极地利用估值优势加速并购整合，大量并购基金将控股标的转卖给上市公司，畅通的退出渠道也推动了并购基金发展。