

研究报告

2017 年第 87 期

2017.8.18

执笔人：藏波，徐瑞璟，杨康

邮箱：zangbo@icbc.com.cn

ruijing.xu@icbc.com.cn

kang.yang@icbc.com.cn

“出表” or “并表”：并购基金设计策略与 并购方财务优化

要点

- 在并购领域，通过并购基金收购目标公司的并购模式已成为融资性收购的一种重要方式。相对于有限责任公司，有限合伙企业在企业治理结构、利益分配方式、税收及资金进出方面均更具灵活性和优越性，所以通过合并有限合伙型并购基金报表，改善并购方资产负债结构的构想，在一些并购项目中被屡屡使用。
- 并购基金是否可以并入并购方财务报表当中，需严格满足“实际控制人”的会计判定。根据《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》关于“实际控制人”的判断指引，并购基金并表需满足四类核心判断：一是谁主导并购基金的投资行为；二是谁影响并购基金的投资回报；三是谁享有并购基金的可变回报；四是谁是并购基金的实质性代理人。
- 针对这四种判断，笔者构建了并购基金并表或出表的应用场景，以期从实务操作层面验证并购基金的财务优化效果和并购交易结构设计的合理性。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

“出表” or “并表”：并购基金设计策略与并购方财务优化

在并购领域，通过并购基金收购目标公司的并购模式已成为融资性收购的一种重要方式，其中，通过合并有限合伙型并购基金报表，改善并购方资产负债结构的构想，在一些并购项目中被屡屡使用。自2007年新修订的《合伙企业法》首次肯定“有限合伙企业”这一企业形式后，有限合伙型的股权投资基金快速发展，并迅速超过公司制股权投资基金，成为私募股权基金，尤其是并购基金中最重要的一种组织形态。由于有限合伙企业在税务负担、管理机制、分配机制等方面表现出显著的灵活性和优越性。在并购领域，通过有限合伙型股权投资基金（以下简称“并购基金”），收购目标公司的并购模式被广泛地运用于股权并购中。除了有限合伙型并购基金自身所具有的灵活性优势之外，并购基金还具有并表优化并购方资产负债的属性。需要说明的是，银监会45号文和46号文的出台，规范了融资方单纯为美化资产负债而开展并表基金业务的“空转套利”模式，并已对该模式进行了窗口指导。但并购基金具有切实的投资标的，且是经济转型期促进行业整合和企业兼并重组的重要组织形式之一，所以，只要并购方（即融资方）具有合法性和合理性目的，并购基金仍然是并购方提前锁定并购标的、优化资产负债率和提升市场竞争力的有力“武器”。

一、有限合伙的核心优势与并购基金设计

相对于有限责任公司，有限合伙企业在企业治理结构、利益分配方式、税收及资金进出方面均更具灵活性和优越性，且这四方面核心优势也为并购基金出表和并表提供了较好的底层基础。所以，并购基金通常采取有限合伙的组织方式，四方面核心优势具体表现为：

（一）管理人控制

有限责任公司当中，除公司章程特别规定外，管理人权利主要由其在该公司的股份决定。即出资额决定话语权；有限合伙企业当中，管理人通常为 GP，各



类 LP 并不参与管理和执行。

（二）分配可协商

有限责任公司当中，除公司章程特别规定外，根据投资风险对等的原则，出资人权利义务同样由其公司的股份决定，即“谁出钱多，谁分钱多”；有限合伙企业当中，主要由《合伙协议》中的条款规定，因而具有较强的灵活性。

（三）法律责任差异化

有限责任公司由各股东以认缴出资额为限，承担相应的有限责任；而有限合伙企业中，GP 作为合伙事务执行人，以其全部财产承担法律责任，各类 LP 以其认缴出资额为限，承担相应的有限责任。

（四）税收优势

有限责任公司的投资所得和股东分红分别要征收企业所得税和个人所得税；有限合伙企业则由合伙人分别缴纳所得税，其中个人投资者获得利息、股息、红利所得应缴纳个人所得税，企业投资者（法人合伙人）应根据分红所得缴纳企业所得税。

二、出表与并表的关键因素：主导投资、影响回报和可变收益

根据 33 号准则第八条规定，投资方应当在综合考虑所有相关事实和情况的基础上对是否控制被投资方进行判断。反映在并购基金中，相关事实和情况主要包括：一是并购基金设立的目的；二是并购基金的相关活动以及合伙人如何对相关活动作出决策；三是合伙人享有的权利是否使其目前有能力主导并购基金的相关活动；四是合伙人是否通过参与并购基金的经营管理活动获得可变回报；五是合伙人是否有能力运用对并购基金的权力影响其回报金额；六是合伙人之间的关系。上述六条因素中，最为倚重且判断是否构成控制**最为关键的是第三条、第四条、第五条和第六条**。下面笔者将着重对该四条因素在并购基金中的体现进行详细阐述。

并购基金是否合并报表本质上是关于有限合伙“控制权”的判断，即 GP 或 LP 在何种情况下构成对并购基金的控制。此类财务处理具有普遍争议，为此，国际会计准则委员会制定了 IFRS 10（International Financial Reporting Standard

10, 国际财务报告准则第 10 号), 于 2013 年 1 月生效。**IFRS 10** 明确规定了判断实质控制的“三大要素”: 一是是否拥有主导被投资方的权力; 二是是否享有可变回报; 三是是否具有运用对被投资方权力影响投资方回报的能力, 且据此提出“实质性代理人”的判断。财政部借鉴 IFRS 10 并结合我国实际, 于 2014 年 2 月 17 日发布了《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》(以下简称“33 号准则”), 引入关于拥有决策权的投资者是委托人还是代理人的判断指引。因此, 我们根据 33 号准则中要素标准, 对并购基金是否并表进行分析。

(一) 判别因素一: 谁主导投资

并购基金是否拥有主导被投资方(或称之为标的公司)权利, 需要分别剖析基金内部控制权和外部控制权所形成的双层结构。其中, 外部控制权是指并购基金作为整体投资标的公司, 以其所持有的标的“表决权”作为主导投资方权利的判断依据。“33 号准则”规定**50%的表决权是判断是否拥有实际控制权的分割线**, 若表决权份额大于 50%, 则通常认定为实际控制人; 等于或小于 50%, 通常不被认定为实际控制权, 但若通过协议约定控制半数以上表决权的, 也会被判定为实际控制人。这里的“表决权”可以是标的公司股权、董事会席位, 亦或是标的公司潜在表决权, 如可转换公司债券、可执行认股权证等。

并购基金的内部控制权的判定, 则需从有限合伙人法律属性和协议约定两方面加以综合考虑。首先是合伙人法律属性。并购基金本质上是有限合伙, 《合伙企业法》第六十七条规定: 有限合伙企业由 GP 执行合伙事务。同时, 第六十八条规定: LP 不执行合伙事务, 不得对外代表有限合伙企业。由此可见, 法律层面将合伙企业的经营管理权赋予 GP, 仅保留 LP 对经营管理事务的建议权。但从实操层面来看, **单纯的 GP 身份并不能保证其执行合伙事务人地位(尤其是在多 GP 环境之下)**。合伙人之间的协议约定经常将执行合伙事务权限进行他项分配, 甚至分配至劣后级 LP。协议约定的一般做法集中在三方面: 一是赋予劣后级 LP 投委会的关键少数席位, 如投委会共 7 席, 劣后级占 2 席, 投资决策需征得 2/3 及以上同意, 劣后级就成为了关键少数; 二是赋予重大事项决策权, 如投资一票否决权, GP 推荐权; 三是直接与 GP 达成一致行动协议约定。其中,



后两种情况通常会认定劣后级 LP 拥有基金的实际控制权，此时并购基金和标的公司的财务报表均要并入劣后级 LP 公司当中。

（二）判别因素二：谁影响投资回报

合伙人对并购基金投资回报影响力的大小与上述主导基金投资决策能力密切相关，主导投资决策的能力越强，对基金投资回报的影响力也越大。但与通过投委会席位和结构设置来主导基金投资决策不同，投资回报的影响能力主要是通过投资范围、投资规模和形式、退出机制和收益分配等方面的协议约定来实现。

投资范围方面的协议约定主要围绕行业性质、企业信用等级、是否上市公司、资产规模、市场影响力、现金流状况等；投资规模和形式方面的约定条款则主要是投资金额以及现金、股权、债券等投资形式的选择；退出机制方面的协议条款主要集中于转让基金份额、二次并购或 IPO、股东回购等方面；收益分配方面的协议约定则关注收益偿还次序、超额收益分配比例和收益分配时点等。从“实质重于形式”的角度来看，这四个方面的协议约定是真正判断并购基金实际控制人的“实质性”要素，也是《合伙协议》中合伙人之间协议约定条款最多和最集中的部分。实务中常常出现并购基金主要的投资事项以及退出安排都已通过《合伙协议》及合伙人达成的其它《补充协议》予以明确约定，GP 虽在名义上负责基金的经营管理，但实际上仅是负责基金行政事务的管理，其影响基金投资回报的能力基本丧失。

（三）判别因素三：谁享有可变回报

33 号准则第十七条规定：投资方自被投资方取得的回报可能会随着被投资方业绩而变动的，视为享有可变回报。并购基金中 GP 和劣后级 LP 可获得可变回报（并购基金中“超额回报”）。其中，GP 获取超额收益的形式主要有两种：浮动管理费（基金规模的 1%-3%）和业绩分成。从税负角度来看，前者 GP 需要缴付所得税和增值税，后者只需缴付所得税；从激励程度来看，前者给 GP 带来的经济回报显著小于后者。所以，并购基金 GP 通常以业绩分成的形式参与基金的管理和运营。由此可见，可变回报在 GP 和劣后级 LP 间的分配占比是判断

并购基金实际控制人的又一主要指标。

一般情况下，GP 和劣后级 LP 约定的超额收益分享比例为 2: 8，所以 **20%** 就成为判断 GP 是否是实际控制人的分割线：小于等于 **20%**，认为劣后级 LP 为实际控制人；高于 **20%**，名义控制人为 GP，但劣后级 LP 可通过与 GP 间的协议约定达到实际控制的目的。后一种情况劣后级 LP 实现实际控制的通行举措有：“钩回”条款和预留保证金条款。其中，钩回条款是指 GP 将超出超额收益 20% 的部分返还给 LP；预留保证金条款是指并购基金退出单个项目分配收益时，GP 不能将 20% 的超额收益当次分完，而是预留部分（通常约 40%-50%）在基金中作为保证金，以作其他项目亏损时补足。可见，若劣后级 LP 和 GP 的协议约定中包含“钩回”条款和预留保证金条款，那么基金的实际控制人为劣后级 LP。但由于 GP 获得的超额收益已超过 20%，部分会计师事务所仍可能以其认定为控制人。

（四）判别因素四：谁是实质性代理人

33 号准则引入了“实质代理人”概念，要求区分决策者是否实质上是其他方的代理人。对于并购基金的业务场景，是在基金进行投资决策时，要区分 GP 是以主要责任人还是代理人的身份行使决策权，若 GP 被认定为其他 LP 的代理人，会计上并不认为其是并购基金的实际控制人。

在确定 GP 是否是实质性代理人时，应当综合考虑 GP 与劣后级 LP 以及其他 LP 间的关系，会计上的基本判断标准主要有两方面：若劣后级 LP 单独拥有无条件罢免决策者的权利，那么 GP 将判定为该劣后级 LP 的代理人；若劣后级 LP 在 GP 薪酬水平、基金投资范围、收益分配等方面享有实质性权利，则 GP 将被认定为劣后级 LP 的代理人。但一般来说，LP 并不能通过“一己之力”单方面罢免 GP，原因有两方面：一是 GP 通常在因故意、过失（或重大过失）或违反合伙协议约定致使合伙企业受到重大损害时，才能被罢免；二是 GP 的更换通常需全体 LP 一致同意（或持有 LP 权益 75% 的合伙人，视 LP 多寡而有所区别），共同行动方数量越多，GP 的解聘难度越大。

三、出表与并表的相机使用：策略与场景



上市公司通过发起设立并购基金收购标的公司之前，通常会权衡标的公司的资产和负债比例，考虑是否可以对标的公司进行并表处理，进而达到优化上市公司资产负债率的目的。标的公司是否并入集团母公司，将遇到两大情景：一是若标的公司属于优质资产，且债务负担较小，则可通过并购基金将其并入集团母公司的财务报表当中，优化集团母公司的资产负债率；二是若上市公司难以在短时期内对标的公司的资产和债务情况进行判断，或标的公司的资产负债率大于上市公司，则可通过并购基金先锁定标的公司，通过非并表的形式进行体外培育，待后期实现稳定盈利再置入上市公司体内。针对这两大情景，并购方将对应开展两类操作：情景一当中，并购方通过并购基金合伙人间的协议约定，使得劣后级 LP 成为基金实际控制人；情景二当中，并购方将奉行 GP 充当基金合伙事务执行人的一般做法。由于情景二并不涉及通过基金并表优化集团母公司资产负债率的做法，所以仅对情景一进行详细阐述。

（一）交易场景

（1）集团母公司 D 拟收购目标公司 E，并购动机是公司 E 资产较为优质、债务负担较小、且可以增强公司 D 在生产技术、营运模式和市场竞争力等方面的协同效应。在融资期间，母公司 D 要求对并购基金及其所控制的目标公司 E 并表。

（2）为解决并购资金来源问题，母公司 D 拟设立并购基金并将其作为融资平台，募资先行收购目标公司股权。待融资期限届满后，母公司 D 按照约定的固定价格再收购基金所持有的目标公司股权。

（3）为确保融资安全，母公司 D 委托有长期合作事宜的公司 A 为基金提供部分并购融资，公司 A 在融资期限内作为有限合伙基金的 GP，并负责执行基金合伙事务。并购基金在目标公司处于相对控股地位，即持有目标公司 51% 的股权。

（4）公司 B（或银行理财）和公司 C 作为公司 A 所安排的投资人，分别认购并购基金的优先级和中间级份额，其中公司 C 为母公司 D 的非并表关联公司。公司 B 和公司 C 通过向并购基金实缴出资，为母公司 D 提供并购资金。

(5) 由于目标公司 E 和母公司 D 在所属行业、经营范围等方面具有同一性特征，且母公司 D 在该领域已经积累了丰富经验，所以，并购基金委托母公司 D 在融资期内进行项目管理。

(6) 基金 LP 的本息来源为标的公司 E 的综合经营收益，公司 A 每年按照并购基金实缴出资规模的 2%收取固定管理费，并不分享基金可能获得的超额收益。需要说明的是，GP 不分享基金超额收益的条款也可用上述提到的“钩回”条款和预留保证金条款加以替代。

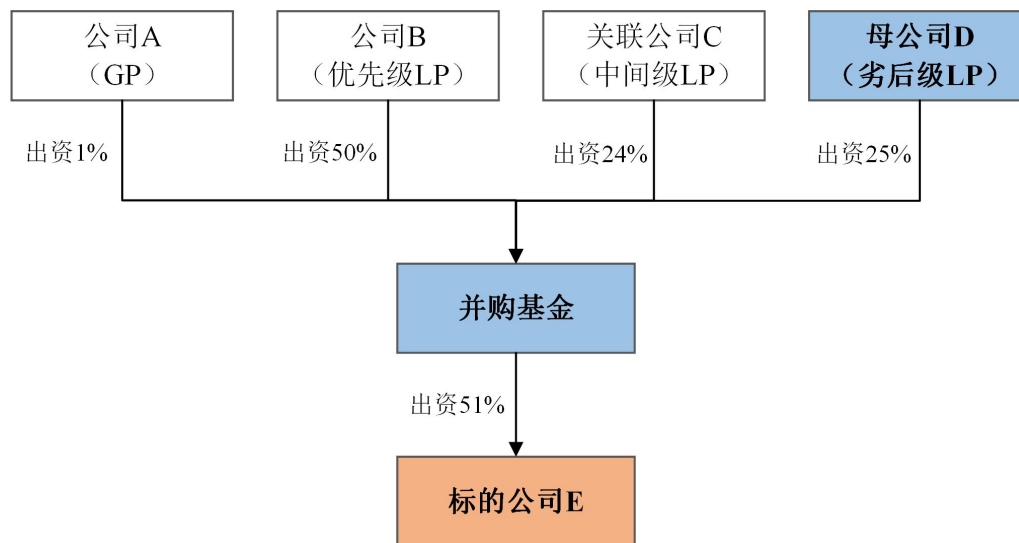


图 1 通过并购基金并表的交易结构图

(二) 主要操作

(1) 主导投资决策的权利：基金的投委会和管委会均设置为 7 个席位（即 7 票决策权），并根据《合伙协议》约定分配决策权票数，其中 GP 为 2 票、公司 B 为 2 票，子公司公司 C 为 1 票，母公司 D 为 2 票。重大事项投资决策需征得投委会 2/3 及以上同意。通过这样的决策权安排，母公司 D 实际上拥有了委员会 3/7 的决策权，大于整体票数的 1/3，母公司 D 拥有了主导并购基金投资决策的权利。

(2) 影响投资回报的能力：《合伙协议》中规定母公司 D 负责项目运行管理，所以其可以决定项目的生产经营，营收能力和现金流状况。也就是说，母公司 D 拥有影响基金投资回报的能力。



(3) 实质性代理人：由于公司 A 与母公司 D 具有长期业务合作关系，且前者也受后者私下委托担任 GP 角色，母公司 D 已经享有了 GP 的推荐权，且超过 1/3 的决策权票数和重大事项的 1 票否决权，均保证了母公司 D 实质上已拥有 GP 的无条件罢免权。此时，GP 已经成为母公司 D 的实质性代理人。

(4) 享有可变回报的能力：GP 并不分享基金超额收益（或者在《合伙协议》中附有“钩回”条款或预留保证金条款），且劣后级 LP 和中间级 LP 均被母公司 D 和其体外子公司 C 所把控。根据风险和收益对等的法理判读，出资额占 49% 的母公司 D 和公司 C 享有全部超额收益。

（三）操作结果

通过上述《合伙协议》中协议约定条款的设计与操作，母公司 D 将会被判定为并购基金的实际控制人，基金和标的公司 E 的财务报表均要并入母公司体内。在上述交易结构下，涉及两次收购：第一次是并购基金收购目标公司 51% 股权；第二次是母公司 D 收购并购基金所持有的目标公司 51% 的股权，使其资产负债置入集团母公司体内。

为了更好地说明优质标的公司 E 并表如何优化母公司 D 的资产负债结构，这里以数字简单列举例：假设母公司 D 原有资产负债率为 80%，其中资产为 500，负债为 400；标的公司 E 的资产负债率为 60%，其中资产为 500，负债为 300；优先级 LP 份额 50%，退出来源为标的综合经营收益，即优先级 LP 还款体现为并购基金的负债，所以，基金的资产负债率为 50%，假设资产为 102（标的公司权益的 51%），负债为 51（母公司、基金各合伙人资产负债情况详见表 1）。

表 1 母公司 D、并购基金和标的公司 E 的本部报表

本部报表	资产	负债	权益	资产负债率	股东：母公司	股东：并购基金
母公司	500	400	100	80%	—	—
并购基金	102	51	51	50%	50%	—
并购标的	500	300	200	60%	—	51%

首先，标的公司 E 并入并购基金表内，合并报表中资产项需抵消并购基金对标的公司的“长期股权投资”科目 $(300-200) \times 51\% = 102$ ，合并后资产项调整为

$102+500 - (300-200) \times 51\%=500$ ；负债项直接加总，并表后调整为 $51+300=351$ ；所有者权益当中，其他投资者持有的 49% 标的公司股权计入合并报表“少数股东权益”科目，具体为 $(500 - 300) \times 49\%=98$ ；并购基金合并资产负债率为 $351/500=70.2\%$ 。

表 2 母公司 D 和并购基金的合并报表

合并报表	原长期股权投资	资产	负债	少数股东权益	权益	资产负债率
并购基金	102	500	351	98	149	70.2%
母公司	25.5	974.5	751	123.5	223.5	77.07%

其次，并购基金并入母公司 D 表内，合并报表需扣除母公司对并购基金的“长期股权投资” $(149 - 98) \times 50\%=25.5$ ，合并资产项调整为 $500+500 - 25.5=974.5$ ；合并报表的负债直接加总，具体为 $400+351=751$ ；由于标的公司的所有者权益已经在并购基金中的合并报表中体现，所以母公司合并报表中的所有者权益应扣减对并购基金的“长期股权投资”，最终所有者权益调整为 $100+149 - 25.5=223.5$ 。母公司合并报表中的资产负债率为 $751/974.5=77.07\%$ ，相比之前的 80% 下降了 2.93 个百分点，达到了在并购基金存续期内母公司优化资产负债率的目的（母公司合并报表的优化结果详见表 2）。

虽然与母公司本部报表的资产负债率相比，基准方案的优化效果仍不是很明显，但若与不通过并购基金并表的情形相比，母公司财务优化效果就会较为显化，具体为：当母公司 D 不使用并购基金进行融资时，合并报表资产为 876.5，负债为 776.5，资产负债率为 88.59%，再次说明了前述操作对母公司优化资产负债率的作用。另外，基准方案可进一步进行深化，在并购基金层面通过条款协商或其他技术手段，实现优先级份额的权益确认时（如劣后级 LP 不明确承诺兜底条款），母公司合并报表的资产负债率可下降至 71.83%。