

研究报告

2019 年第 113 期

2019.12.30

执笔人：邓翔欧

xiangou.deng@icbc.com.cn

商业银行并购市场业务发展研究

要点

- 随着中国经济的转型发展和供给侧改革的不断深化，传统行业产能过剩、新兴行业快速成长，使得经济扩张的趋势进一步加重，并购重组作为实体企业实现结构调整和转型升级的重要途径。
- 商业银行尽管在并购金融业务领域发展迅猛，但当前仍面临几大发展困境，一是传统融资渠道比较优势逐渐弱化，二是债权融资市场标准化、市场化程度不足，三是理财通过资管产品投资出现过度杠杆化问题，四是并购基金受资管新规影响，发展不充分。
- 商业银行为应对并购市场业务的竞争，一是要大力发展投行业务，积极布局并购领域；二是要丰富产品结构，努力创建并购服务大平台；三是要聚焦新兴行业，提升“差异化”投行服务能力；四是要加强与其他金融机构合作，深化资本市场业务。

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现代金融研究院所有，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。

商业银行并购市场业务发展研究

现阶段，中国的经济正处于关键的转型时期，产业结构的变化也在不知不觉中影响着经济发展的方向，传统行业产能过剩、新兴行业快速成长，使得经济扩张的趋势进一步加重。并购重组作为实体企业实现结构调整和转型升级的重要途径，近年来在我国资本市场呈现不断增长趋势。

一、中国并购市场发展现状

（一）并购交易规模和数量

根据以往的统计数据研究，我们可以看出从 2009 年开始，我国的并购交易量不断增长，从 2013 年开始出现爆发式的急速增长，交易量较以往年份大幅提升。而在 2016 年，由于境内再融资和资金出境等形式严峻，导致并购市场交易量出现短暂的减少。但在随后的 2017 年中，并购市场交易数量和规模均创历史新高，全年宣布交易项目达 10305 笔，宣布交易规模达 50372 亿元，交易规模较 2016 年同比增长了 54%。

图 1 2013-2017 年中国并购市场交易统计



数据来源：WIND 数据库

随着并购交易数量和规模的增加，每笔并购交易金额也有很大程度的增长，已落地的并购交易中，中国化工集团的

430 亿美元并购瑞士先正达、奇虎 360 的 90 亿美元私有化退市等项目不断突破单笔交易金额上限。

（二）并购交易区域分布

东部沿海地区是并购交易最为频繁的地区，华东地区、华北地区、中南地区等地区的并购交易也比较频繁，特别是北京、上海、广东、江苏、浙江等沿海城市。相比较而言，中西部地区和东北地区的并购交易没有这么频繁。

图 2 2018 年中国各地域并购市场交易统计



数据来源：WIND 数据库

（三）并购交易行业分布

从并购交易的行业数量分布上看，工业、信息技术、金融为并购交易数量高发的三大行业。工业数量自 2013 年起保持了年均 22% 以上的市场占比，尽管其他产业的飞速发展稀释了工业占比的市场份额，但截至 2017 年，工业数量占比仍有 22.71%。而信息技术的数量占比则从 2013 年的 13.86% 一路攀升至 2017 年的 18.73%，增速为全行业之首。金融行业的数量占比呈现出一定的逆周期性，在并购交易总体数量下滑的 2016 年，金融行业数量占比达到了历史峰值

17.74%。

表 1 2013-2017 年并购市场行业数量分布

行业\数量 (个)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
电信服务	11	9	8	6	14
房地产	182	271	361	233	359
信息技术	328	632	988	795	1138
可选消费	277	570	785	564	825
公用事业	81	144	148	115	189
材料	287	446	551	417	601
日常消费	98	153	223	147	271
医疗保健	176	259	378	308	457
金融	284	469	920	781	750
工业	583	868	1251	963	1380
能源	59	82	107	73	92

数据来源：WIND 数据库

从并购交易的行业规模分布上看，仍是信息技术、工业、金融三大行业保持领先。工业并购规模在 2014 年爆发式增长至 6815 亿元，相比 2013 年增长 5115 亿元。同时在 2017 年工业并购规模再度实现爆发式增长，达到 11571 亿元，跃居行业第一。信息技术行业并购规模也是逐年攀升，特别是 2017 年，信息技术行业的并购交易规模突增至 11040 亿元，相比 2016 年增幅高达 166.3%，规模占比将近 24%。

表 2 2013-2017 年并购市场行业规模分布

行业\规模 (亿元)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
电信服务	278.13	303.25	6.19	1.39	24.72
房地产	1103.06	2647.94	2918.33	3714.38	3492.48

信息技术	1737.88	2157.91	3083.83	4145.83	11040.05
可选消费	1590.92	3235.38	4752.79	3783.07	3107.00
公用事业	814.76	931.61	1645.02	700.66	1930.84
材料	1513.66	1964.46	3012.92	5528.09	2672.87
日常消费	496.94	654.65	796.74	705.03	5580.32
医疗保健	440.61	655.57	1608.26	1028.25	1128.16
金融	4165.32	5148.89	5193.45	5281.77	3942.43
工业	1699.80	6815.36	6914.07	5146.70	11571.75
能源	995.00	1178.41	938.23	718.75	1560.04

数据来源：WIND 数据库

（四）并购方式和资金用途

在并购方式方面，以资本市场运作占主导，杠杆收购的趋势明显。并购交易大都以高杠杆方式进行收购，融资比例增速非常可观。第一，从交易金额来看，发行股票购买资产占主要地位，其次便是协议收购和增资；第二，从交易数量上来看，协议收购和增资占领了绝对的高地；第三，在协议收购和增资中，首选现金支付，其次为现金加股权、股权等方式。在实际操作中，随着交易对价支付的杠杆率逐步增加，并购方成立并购基金，并将银行理财资金作为首选、将其他金融机构的资管计划作为备选的这种资金选择模式逐渐成为常态，并购方最终实际出资的自由资金比例逐渐变小。

对于并购资金的使用，约 42.6%的并购是横向规模的收购，而多元化战略、资产调整、借壳上市或实施私有化等囊括了剩下的并购资金。

二、中国并购市场发展动因

因为产业结构调整升级、微观经济主体谋求转型，我国的并购市场发展迅速。在经济转型的关键时期，企业想要实现规模经济、产业经济以及多元化的战略业务转型，只有通

过各类并购（横向、纵向、混合）来进行外延扩张。从外部环境来看，国家战略和政策导向均为并购市场的发展打下了基石。

（一）以横向并购、资源整合目的为主，追求协同效应

我国大多数企业的研发实力并不足以形成有效的规模经济，在这样一个前提条件下，大多企业不倾向于通过研发来进行产品的扩充，而是通过横向并购产生的协同效益来完成企业的发展目标。即企业牺牲资金来换取同类型的生产技术或者产品，将企业产能最大化，或者用资金换取强有力的销售渠道来使自身的产品掌控力达到可观的程度。

（二）以纵向收购、多元化目的为辅，实现业务转型

由于我国优质企业的迅速发展，企业并购的数量也逐步上升，为了获得对产业的掌控力，优质企业纷纷通过并购整合产业链。这些企业进行纵向并购，既可以帮助企业降低生产成本，也可以充分体现供应链的优势，同时提升企业的综合竞争力。

与此同时，发展逐渐进入经济新常态，传统行业压力剧增，面临着产业升级等一系列问题。当企业曾经引以为傲的主力业务的增长出现停滞时，许多传统企业开始向外发展，试图尝试进入新的业务领域，用新业务的增长来替代旧业务，从而顶住业绩增长的压力。

（三）外部国家政策环境逐渐宽松

除了产业转型等内部因素的影响，外部政策环境也为并购市场的发展提供了良好的基础。2014年证监会简政放权，取消上市公司非借壳上市类的行政审批，取消要约收购事前审批，在A股高估值背景下，上市公司通过大量并购实现市值管理。此外，新三板并购政策放行，《非上市公司收

购管理办法》和《非上市公司重大资产重组管理办法》有效提供了新三板并购市场的政策支持。

表 3 支持并购重组政策的发文明细

时间	发文单位	文件
2010 年 9 月	国务院	《关于促进企业兼并重组的意见》
2013 年 1 月	国务院等 12 部委	《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》
2014 年 3 月	国务院	《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》
2014 年 5 月	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》
2014 年 6 月	证监会	《非上市公司重大资产重组管理办法》
2014 年 9 月	证监会	《非上市公司收购管理办法》
2014 年 10 月	证监会	《上市公司重大资产重组管理办法》
2014 年 10 月	证监会	《上市公司收购管理办法》、关于修订《上市公司收购管理办法》的决定

三、商业银行并购市场业务

国内商业银行并购市场业务主要分为表内信贷（并购贷款）、债务融资工具（并购债）和理财产品等。

（一）并购贷款

2008 年 12 月 9 日，银监会发布《商业银行并购贷款风险管理指引》，允许符合发放条件的商业银行提供并购贷款。2015 年银监会对《商业银行并购贷款风险管理指引》进行修订，进一步放松对商业银行并购贷款的管控，从政策上继续鼓励商业银行参与并购贷款业务，一是将并购贷款期限从 5 年延长至 7 年；二是将并购贷款占并购交易价款的比例，从 50% 提高到 60%；三是加强防控财务杠杆风险；四是加强防范虚假并购行为；五是加强完善并购贷款统计制度。

从 2013 年起，我国的并购交易规模稳步上升，我国具有资质的商业银行纷纷积极投入并购类的金融业务，使得并

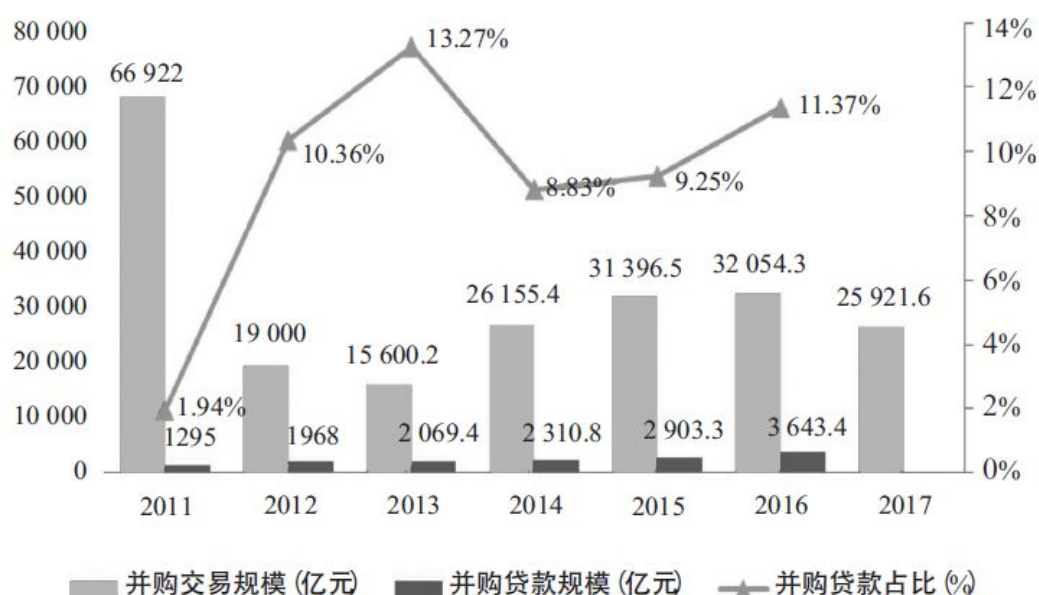
购贷款规模也进一步扩大。

表 4 商业银行并购贷款规模

年份	并购贷款规模（亿元）		
	人民币并购贷款	外币并购贷款	合计
2011 年	1241.5	53.5	1295.0
2012 年	1877.2	90.8	1968.0
2013 年	1970.4	99.1	2069.5
2014 年	2242.9	67.9	2310.8
2015 年	2854.0	59.2	2913.2
2016 年	3588.9	54.6	3643.5

从总体上来看，并购贷款的规模是不断扩大的，但并购贷款的资金数量在并购交易规模中的占比仍比较低，并购方也因此难以获得大量的资金。2011 年，并购贷款规模仅占并购交易规模的 1.94%，到 2013 年，比重大幅上升，达到 13.27%，之后并购贷款占比不断下降，到 2016 年上半年，并购贷款规模为 11.37%，与《商业银行并购贷款风险管理指引》规定的并购贷款占并购交易价款 60%的比例上限有较大差距。

图 3 商业银行并购贷款占比



（二）并购债

2014 年出现了银行间市场并购债，此并购债既可以作为直接支付的并购资金也可以作为银行贷款还款的资金来源，是商业银行为并购市场做出的改变。并购债的发行方式可采用公开或私募，发行规模上限为并购标的金额的 60%，另外 40% 为并购方自有资金。目前我国并购债市场发展空间巨大，按照并购融资债券占比 40%-50% 的水平测算，我国债券并购融资约有 2.5-3 万亿元的资金缺口，提升空间较大。

（三）理财投资产品

1、债权类产品

根据还款资金的来源，债券类工具可以分为资产质押类融资和项目型融资。资产质押类融资指用途为并购，但还款资金来源于出质资产的产品，如股票质押融资。项目型融资指还款资金来源于并购标的现金流或处置并购标的现金流。

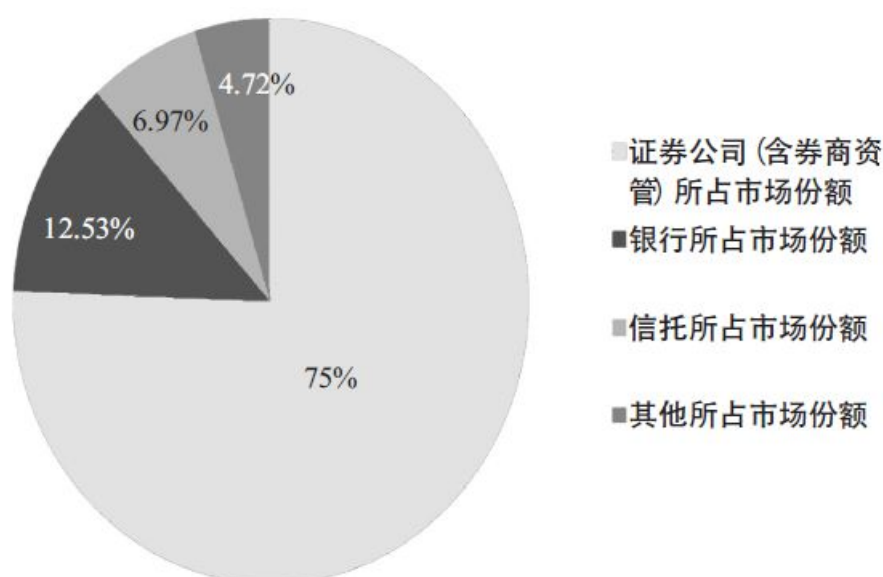
（1）资产质押类融资

资本市场快速发展，以公司股票作为标的物的表外融资形式也进入了大家的视野。融资方可以将其持有的上市公司股票通过质押的形式交付给信托计划从而获得资金，股票质押融资的特点是融资的还款来源主要依赖于被质押股票的转让价款，而不是融资用途（比如用于并购）所产生的现金流。

根据上交所、深交所发布的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》规定，股票质押回购期限不超过 3 年，股票质押率上限不得超过 60%。这就意味着并购方通过交易所渠道进行股票质押后，融入资金的还款期限长达 3 年，这种融资方式解决了部分股东的资金需求，不可避免地成为了上市公司股东获取资金的重要方式之一。

自 2013 年 6 月券商股票质押式回购办法出台后，券商大规模加入到股票质押融资的融出方中，市场份额尤为可观。截至 2014 年末，券商在股权质押市场的份额从 2012 年的不足 10% 上升至 60%，银行、信托公司的市场份额从 2012 年的 30%、50% 下降至 23%、11%。股权质押越来越受到投资者的青睐，券商也因此获得了市场优势，截至 2017 年 6 月，证券公司（含券商资管）所占市场份额超过 75%，银行占比仅为 12.53%，对比 2014 年的 23.05%，银行所占市场份额下降幅度较大。

图 4 2017 年商业银行股权质押市场占比



（2）项目型融资

项目型融资是指商业银行用理财资金等表外资金按照表内贷款的审批标准进行管理和操作的债券投资，这种债券投资以资产管理计划或信托计划作为载体，通过标的产生的现金流来进行还款。

2、股权类产品

股权类产品按照对资管资金有无明确兜底方分为有兜

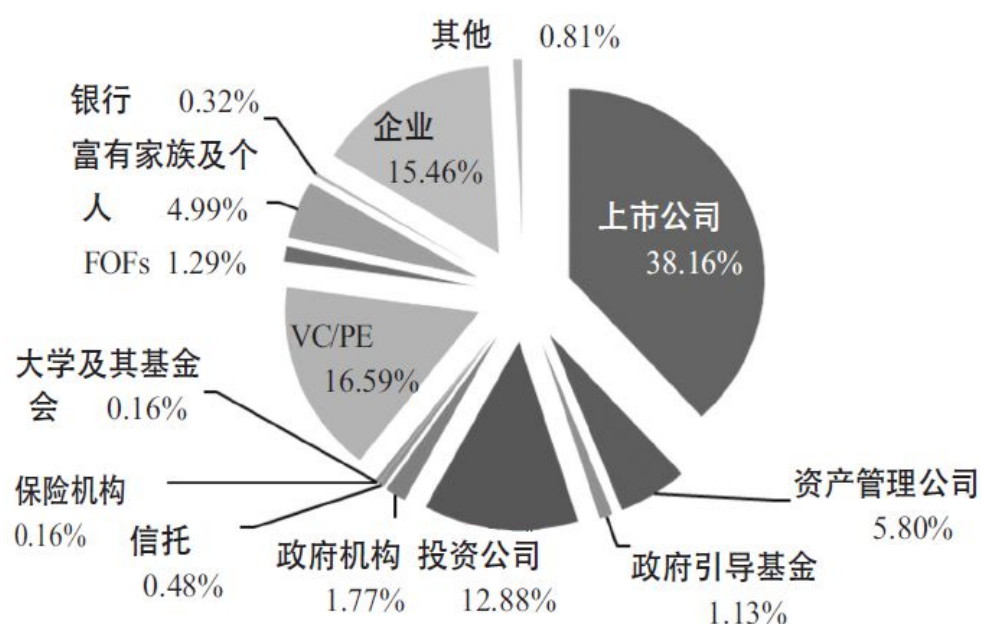
底的名股实债类并购基金和无兜底的市场化退出并购基金。兜底条款指并购发起人为银行资金的退出提供刚性的保障，具体形式包括本金收益差额补足条款、股权回购协议、第三方收购、对赌、定期分红等。

（1）名股实债类并购基金

从 2014 年开始，银行系的并购基金打入并购市场。名股实债是银行参与并购基金的主要方式，银行理财通过资产管理计划或信托计划作为并购基金的有限合伙人，与并购发起人、专业 PE、券商及其他机构共同设立并购基金（一般以有限合伙企业作为载体）参与企业并购，通过并购发起人受让理财资金持有的基金份额或直接受让并购基金持有的股权等方式退出。

截至 2017 年，共有 621 只并购基金完成募集，从银行在并购基金 LP 构成中的数量占比来看，各类金融机构作为 LP 募集的基金数量超过 100 只，占比约为 20%，其中，商业银行仍有较大发展空间，占比仅为 0.3%。

图 5 2017 年商业银行并购基金市场占比



（2）市场化退出并购基金

市场化退出并购基金结构与名股实债类并购基金看起来很相似，但在具体的交易条款上存在很大的不同：一是市场化退出并购基金完全依赖或主要依赖于投资标的本身的运营、运作情况退出；二是更重视基金管理人主动管理能力；三是各参与方均可获得超额溢价的分配权利

四、商业银行并购市场业务发展现状

随着传统融资方式的衰落和并购市场的迅速发展，工商银行开发了并购贷款、并购融资顾问、联合并购、并购财务顾问、并购基金、并购债、代理并购与投资业务、跨境并购财务顾问和融资顾问等丰富的并购融资产品，以满足客户多元化并购融资需求。截至 2017 年，工商银行并购贷款余额近 2000 亿元，并购交易累计金额超过 8700 亿元。

尽管商业银行并购金融业务发展迅猛，但当前仍面临几大发展困境。

（一）传统融资渠道比较优势逐渐弱化

由于人民币在国际化的道路上迅速发展以及利率市场化的完成，企业并购融资的渠道更加丰富、多元。2002 年以来，我国直接融资比重和债券融资比重不断提高，直接融资比重从 2002 年的 4.95% 上升至 2016 年的 23.8%，债券融资比重从 2002 年的 1.82% 上升至 2016 年的 16.8%。直接融资比重的不断提高，多层次资本市场的不断完善，对银行传统并购业务形成有效替代，银行融资渠道的比较优势被不断弱化。同时，由于受到牌照限制，商业银行不能从事首次公开募股和上市公司再融资等保荐和承销业务，使得商业银行难以像证券公司等财务顾问机构那样深度介入上市公司并购重组过程，在竞争中处于劣势。

（二）债权融资市场标准化、市场化程度不足

目前国内商业银行续做并购贷款业务需遵从《商业银行并购贷款风险管理指引》，风险偏好相差不大，在用途、融资方式等方面都受到限制，不能满足市场上并购交易结构、信用结构多元化的需求。商业银行贷款通则和《商业银行并购贷款风险管理指引》的框架对银行并购融资具有以下几方面的限制：

第一，不支持渐进式并购。《指引》中对并购的定义中含有“控制权转移”的表述。也就是说，参股不属于并购贷款支持的范围。而实践中，渐进式的并购方式运作的更加谨慎，且成功的概率更高。

第二，杠杆比例限制。《指引》对并购融资比例存在不高于 60% 的限制。在自有资金和银行提供不高于 60% 融资的限制下，并购方会通过其他成本更高的形式举债，或利用短贷长用实施并购，缺口部分的高成本高风险融资，成为整个交易中风险较高的环节。

第三，用途限制。按照银监会的要求，并购贷款必须“受托支付”，其不得用于置换并购方自有资金，也不能作为债券等融资形式的再融资。这在一定程度上限制了资金运用和交易结果的灵活性。

（三）理财通过资管产品投资出现过度杠杆化问题

商业银行在产品的设计层面存在风险，如资金资产不匹配，存在产品没有单独建账，单独管理，多个产品资金混用的状况。同时，由于资管计划不公开披露信息，金融机构之间也没有信息共享机制，银行在对项目提供融资时，很难判断该项目是否已经存在杠杆，或者是杠杆加杠杆，银行自身作为资管产品的受托管理机构，也难以完全评估项目风险。

（四）并购基金发展不充分

截至 2017 年，我国并购交易规模为 3.2 万亿元，在中国基金业协会备案的 PE 基金共有 13435 只，管理规模为 5 万亿元左右，并购基金有 833 只，管理规模为 4640 亿元，并购基金的数量和规模占比仅为 6.2%、9.3%，其中银行作为 LP 募集的基金数量占比不到 1%。并购基金是助推实体经济转型升级的重要力量，与迅猛增长的并购交易规模、并购基金规模相比，并购基金发展仍不充分。影响并购基金发展的主要原因在于，一方面，由于并购信息披露机制不完善，市场缺乏有效规则，市场交易成本上升，影响到机构投资者对整个市场的信心；另一方面，由于受到期限、偿付等刚性约束，大量银行理财资金、保险资金更倾向于充当并购交易的杠杆资金，而不是进入并购基金，而养老金、产业资本、大学捐赠基金等机构投资者较少进入并购基金，并购基金缺乏长期稳定的机构投资者。

（五）并购基金受资管新规影响

受到《商业银行法》、《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》、《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》的限制，商业银行认购并购基金需要占用非标资产额度，或将成为银行考虑非标投资的限制因素，同时银行理财不能直接进行股权投资，需借道下属机构或以通道的方式参与投资。2018 年中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》在分级产品设计、多层嵌套和通道、期限错配等方面进行了限制。商业银行借助资产管理产品投资非标准化债权资产和股权投资也将会受到影响。

五、商业银行并购市场业务应对举措

（一）大力发展投行业务，积极布局并购领域

并购市场被视为近年来较有潜力的市场，包括工商银行、招商银行、浦发银行、兴业银行、民生银行等股份制银行以及上海银行等城商行在内的多家银行都把并购金融业务作为投行业务最核心业务之一。对此，各大商业银行都在组织架构和人才队伍方面进行了调整和配备，工商银行投资银行部在总行专门设立了国内和跨境两支并购顾问与投融资服务团队，在分行和重点大中城市行建立专业的投资银行业务团队。招商银行对投行部门进行了重整，重设部门架构，设立了债务资本市场部、并购金融部、股权资本市场部、结构化融资部等，在实践过程中形成了“融资+融智”的立体服务体系，形成了成熟的十大业务模式。民生银行总行投资银行部专门设立了“并购业务中心”，强势推进全行并购业务发展。

（二）丰富产品结构，努力创建并购服务大平台

商业银行应结合自身业务优势和战略定位，大力开发各种针对性产品和融资工具。一方面为并购交易提供并购贷款、并购债等债权资金，另一方面通过并购基金等形式提供夹层或准股权资金。此外，立足自身资源与优势，商业银行可以加强投行和商行部门的联动，从前期交易撮合到后期并购整合提供全流程顾问服务，为并购客户提供综合化、一篮子并购金融服务，做并购服务集成商。浦发银行在《并购金融服务方案 2.0》基础上，以发挥浦发银行集团化优势为基石，从上市公司的买方金融服务、卖方金融服务和特色金融服务三大领域，突出了“智融投结合、股债贷协同、境内外联动、前中后全程”的特点，推出了涵盖“国资改革+上市公司整合重组”、“科技金融+上市公司收购”、“境外上市公司私有

化与再上市”、“PE 并购融资+上市公司收购”、“香港上市公司收购”等特色的系列子方案。

（三）聚焦新兴行业，提升“差异化”投行服务能力

从中国并购市场完成交易数量和交易金额来看，信息技术行业与互联网较为活跃。招商银行并购金融业务主要集中于 TMT、医疗、大消费、环保、新能源、高端制造等核心领域。可以看到，在建设创新型国家和现代化经济体系的大背景下，发展新兴产业是未来并购市场的亮点。商业银行应加深对并购交易多发行业的研究，紧抓市场热点，在深入研究的基础上积极探索介入“互联网+”、高端装备制造、新能源、新材料、生物医药和文化传媒等高技术、高成长和轻资产新兴行业并购重组，以项目为载体，不断积累经验、提高水平、树立品牌，形成差异化特色，扩大市场份额。

（四）加强与其他金融机构合作，深化资本市场业务

商业银行应放下身段，与其他金融机构通力合作，进一步拓展上市公司并购再融资业务。同时，加强与专业化金融资产交易机构合作，深入拓展并购融资和并购顾问业务。通过与这些金融机构合作，实现强强联合、优势互补，形成发展合力，为企业并购融资提供综合一体化服务。