



(2026 年第 4 期，总第 207 期)

中国证券投资基金业协会

2026 年 6 月 4 日

境外并购基金积极股东作用案例分析

——并购基金“积极股东”作用课题成果之一

【编者按】并购基金自上世纪 70 年代后期在美国市场诞生以来历经四十余年发展，其角色与影响力正持续深化并展现出多元化特征。在美国等成熟资本市场中，并购基金不仅扮演着传统意义上为企业提供迅速扩张所需资金的关键角色，更通过深度影响企业战略方向、组织架构及运营效率，成为助力企业实现长期价值稳健增长的“积极股东”。

随着“并购六条”相关改革举措陆续落地，我国并购基金和并购热度持续升温，但充分发挥并购基金功能作用仍面临不少难点。为此，协会开展《发挥并购基金“积极股东”作用，活跃并购重组市场》课题，在总结并购基金发挥“积极股东”作用境内外典型案例基础上，对“积极股东”作用机制、相关风险以及行为规范作了深入分析，提出启示性建议。本文为课题成果之一，主要介绍了境外并购基金发挥积极股东作用案例及其启示。

一、相关概念界定

（一）并购基金

本课题对并购基金的定义是取得标的公司的控制权，并以重组、经营和改善的方式提升标的公司盈利能力，通过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。在控制权的取得上，若持有多数股权，并购基金可通过董事会决定公司战略与经营；若持有少数股权，则可与利益一致的投资者结成联盟，或凭借股东协议中的特定条款形成事实控制。课题组认为，并购基金具有两个核心特征：一是服务于扩张期、成熟期的企业；二是取得标的公司的控制权以主导企业运营。

（二）积极股东

“积极股东”指股东超越被动状态，主动影响公司决策的行为。这一概念源于对公司“委托-代理”问题的反思。Shleifer & Vishny（1986）指出，大股东有动机和能力去监督管理层，从而缓解股权分散下的“搭便车”问题。Brav, Jiang, Partnoy & Thomas（2008）在《对冲基金积极主义、公司治理与公司绩效》中，通过对对冲基金的实证研究，将“积极股东”行为具体化为：寻求董事会席位、提出战略议案（如分拆、回购）、影响高管任命等。

对于并购基金而言，其“积极股东”角色是内生性的。Acharya, Gottschalg & Hahn（2013）的研究表明，私募股权基金（以并购基金为主）通过控股和占据董事会多数席位，将其积极主义“内置化”于公司治理结构之中。“积极股东”是要深度参与公司治理与战略决策，致力于提升企业价值，

并购基金通过控制权将这种“积极股东”角色内化为一种主动的所有者经营模式。

（三）并购基金积极股东作用机制

国内外文献普遍认为，并购基金的积极股东作用是一个动态、连续的闭环过程。

在价值发现阶段，其“积极性”体现在超越传统估值模型的深度尽职调查。Gompers, Kaplan, Mukharlyamov (2016) 发现，顶级基金在投资前会进行极其详尽的运营尽职调查，精准识别企业运营中的改善潜力点，并预先制定详细的“百日计划”和“价值创造蓝图”，为后续的积极干预奠定科学基础。

在价值培育阶段，并购基金的积极股东作用最为明显，具体体现在三个维度：**一是治理机制重塑**，基金通常会主导优化董事会结构，引入具备相关行业经验和战略视野的专家，并建立以股权和期权为核心的长效激励机制，彻底革新公司的决策质量和执行力。**二是战略与运营赋能**，基金积极推动企业战略聚焦，剥离非核心资产，同时通过派驻运营团队或引入第三方专家，在供应链、生产、数字化等方面实施精益管理和流程再造。**三是提供战略性资源**，基金利用其生态网络，为被投资企业引荐关键客户、供应商或高管人才，甚至策划和实施后续的“补强型收购”，帮助企业快速获取技术、市场份额，实现外延式增长。

在价值实现阶段，并购基金的退出行为本身就在为资本市场提供经过专业化“淬炼”、价值得到显著提升的优质资产。无论是通过战略出售、IPO 还是二次出售，这一过程促

进了资源的优化再配置，提升了整个市场的流动性和活力。

二、市场实践与案例分析

（一）案例：黑石集团收购希尔顿

1. 交易背景与核心逻辑

2007年，黑石集团以约265亿美元的交易对价将希尔顿酒店集团私有化，收购价较其近期收盘价溢价31.7%。黑石发起此次杠杆收购的核心判断是，希尔顿作为全球酒店业巨头，其市场价值被显著低估，且存在明确的运营改善与价值提升空间。估值低估的主要原因包括：资产结构中重资产比例较高，导致资本回报率偏低；前期扩张累积的债务使信用评级承压；以及内部存在管理效率、品牌协同与创新动力不足等问题。

2. 交易结构

2007年，黑石通过其旗下私募股权基金主导了此次交易，共计投入了约57亿美元的股权资本，占交易对价的约22%，其余约78%通过外部债务融资实现。普通合伙人（GP）由黑石直接担任，有限合伙人（LP）主要为养老基金、捐赠基金等机构投资者。本次交易专门设立了特殊目的实体BH Hotels LLC作为收购载体，实现风险隔离与资产整合双重功能。

3. 融资方案

208亿美元的过桥贷款由贝尔斯登牵头，与美国银行、高盛、摩根士丹利组成银团共同提供。该笔贷款的杠杆率（债务/企业价值）达78.5%，债务与EBITDA的比率（以2006年EBITDA计算）高达12.5倍，远高于同期其他大型杠杆收

购交易。本次融资构建了多层债务结构，各层级期限为 6 至 9 年不等，为后续运营改善预留了时间窗口。

表 1 黑石集团收购希尔顿案例中的多层债务结构

融资层级	金额 (亿美元)	期限 (年)	利率 (LIBOR+利差)	核心特点与评述
高级担保债务	76	6	A 档: +0.80% B 档: +1.20% C 档: +1.60%	第一顺位抵押, 风险最低
次级抵押票据	10	6	+2.40%	次级留置权, 风险与利率提升
担保夹层贷款 I	83	7	+3.14%	无资产抵押, 依赖公司信用
担保夹层贷款 II	18	8	+4.25%	期限更长, 风险更高
担保夹层贷款 III	21	9	+5.25%	偿还顺序最末, 高风险、高收益

上述债务大量采用“Cov-Lite”宽松契约条款，即不设严格财务维持性约束，仅在发生支付违约等触发事件时债权人才可干预。该设计在金融危机爆发后为黑石赢得了战略缓冲期，但也使潜在风险在违约前持续累积。

4. 治理行为

私有化完成后不久，全球金融危机重创酒店业。2009 年希尔顿 EBITDA 降至 9.29 亿美元，仅为预期值的一半。黑石采取了“资本重组+运营重塑”双线并行的积极治理策略。

(1) 资本结构重组

2009 年底至 2010 年 4 月，黑石主导了大规模债务重组：其一，追加 8.19 亿美元股权注资。其二，以 54% 折价回购面值 18 亿美元的担保夹层债务。其三，推动约 22 亿美元次级夹层债务转换为希尔顿 12% 股权。其四，纽约联邦储备银行将其 3.2 亿美元债务置换为 1.8 亿美元现金及更优条款。重组后总债务减少 35 亿美元至 169 亿美元，加权平均利率从约 7.8% 降至 4%。

这一系列操作，结合美联储量化宽松带来的低利率环境，缓解了希尔顿的财务压力，为其后续复苏奠定了资本基础。

（2）战略与运营改革

在稳定财务状况的同时，黑石深度介入公司治理，推动了一系列旨在提升长期竞争力的改革。

一是领导层与治理架构重塑。黑石凭借其行业网络，任命重组专家克里斯托弗·纳塞塔为新的 CEO。将董事会规模从 11 人精简至 7 人，除 CEO 外，新董事多为黑石内部人员，实现了决策效率与专业度的统一。

二是组织瘦身与成本重构。将总部从高成本的比佛利山迁至弗吉尼亚州，此举利用了地区成本优势，最终仅约 20% 的原总部员工随迁，实现了大幅度的自然减员与成本节约。此外，打破此前各地区、各部门各自为政的孤岛状态，整合重复职能，总计实现约 4 亿美元的成本节约。

三是文化转型与绩效导向。纳塞塔上任后深入一线调研，并推行强制性管理层“沉浸式”轮岗计划（如体验客房清洁、前台服务），旨在打破官僚惰性，在全公司范围内植入客户导向与绩效问责的文化。

四是核心战略转向轻资产与全球品牌扩张。黑石力推希尔顿从“资产持有者”转型为“品牌运营者”，大力扩张管理与特许经营模式。至 2013 年 IPO 前，该模式客房数占比已从 2007 年的基础提升至 92%，贡献了超过一半的 EBITDA。这一“轻资产”战略使希尔顿能以极低的资本投入实现全球快速扩张。其全球版图显著扩大，国际客房数在

2007-2013 年间增长 50%，并于 2013 年成为全球客房数量最多的酒店集团。

5.退出策略

2013 年 12 月，希尔顿全球以每股 20 美元在纽约证券交易所成功上市，筹资 24 亿美元，企业价值约 340 亿美元，创下酒店类企业上市融资新纪录。

IPO 后，黑石进入系统性减持周期，从 2014 年 6 月起分批退出，至 2018 年 5 月完全清仓。整个投资期近 11 年，净收益约 137 亿美元，回报倍数（MOIC）达 3.1 倍，内部收益率（IRR）达 14%。这不仅是黑石集团历史上盈利最高的单笔投资之一，也被业界广泛视为私募股权杠杆收购的里程碑式案例。

案例小结：黑石对希尔顿的收购展示了并购基金发挥“积极股东”作用的路径：第一，利用基金结构汇聚长期资本并设计高风险杠杆融资；第二，在危机中通过主动且创新的资本重组化解财务风险；第三，通过深度介入公司治理，推动根本性的战略与运营改革以提升核心价值；第四，灵活运用 IPO 与分批减持相结合的方式，在公开市场实现超额回报。该案例为理解并购基金在发现价值、承担风险、实施改造并最终实现价值提升方面提供了参考。

（二）案例：贝恩资本携手联合投资体收购 HCA

1.交易背景与核心逻辑

2006 年，贝恩资本、KKR、美林全球私募投资以及 HCA 的创始人家族（弗里斯特家族）组成联合投资体，以约 330 亿美元的企业价值将美国最大的营利性医院运营商——美

国医院公司（HCA）私有化，创下当时全球规模最大的杠杆收购纪录。

HCA 作为美国最大的营利性医院运营商，在收购前正处于发展的关键转折点。尽管拥有遍布 20 多个州的百余家医院和数百个医疗网点，优质资产基础稳固，但公司面临着医保支付政策调整带来的收入压力，运营效率出现下滑趋势。与此同时，公共投资者过度关注住院人数、无支付病人护理（坏账）等短期季度指标的波动，导致公司股价长期被市场低估。以创始人小汤姆·弗里斯特为首的管理层及私募股权投资机构认为，医疗服务的长期需求稳健，而 HCA 的核心优势在于其能够通过优质服务吸引医生和患者。HCA 面临的困境为并购基金通过私有化改造实现长期价值创造了机会。

2.交易结构

为匹配此次交易的空前规模，贝恩资本、KKR、美林证券与弗里斯特家族共同组建联合投资体，联手发起收购。该结构不仅汇聚了足以支撑交易的巨额股权资本，更融合了各参与方的产业洞察、运营专长与金融资源。交易全程在高度保密状态下推进，最大限度降低了信息外泄风险。

3.融资方案

本次交易总对价约 330 亿美元，其中债务部分约 200 亿美元。美林证券率先承诺承销，随后引入三家银行，共同组成精简承销团，并出具确定性债务承诺。债务规模虽大，但期限结构较长，为后续运营调整预留了充足空间。2008 年金融危机爆发时，得益于合理的债务期限安排，交易未对短期资产负债表造成直接冲击。

4.治理行为

作为积极股东，并购基金对 HCA 的治理体现在战略、运营与资本配置等多个层面。

一是在治理结构层面，收购完成后贝恩资本等立即改组董事会，引入具备大型医院运营经验的独立董事，确保治理结构的专业化与独立性，提升治理透明度并强化对管理层的监督；另外，实施管理层股权激励计划，核心高管与优秀医生持股比例提升至约 10%，实现利益共享。

二是在战略层面，引导公司重点发展高利润率的心血管、肿瘤等专科服务，并顺应市场趋势扩大门诊及日间手术中心等轻资产业务。同时，建立严格的投资回报评估体系，确保资本开支的有效性。

三是在运营层面，并购基金推动 HCA 从分散管理模式转向集权化、标准化的高效运营体系。第一，通过集中采购系统降低医疗耗材等供应链成本；第二，通过信息系统升级、引入先进医疗设备、建立标准化临床路径、将等候时间公开作为差异化竞争手段等措施，显著提升急诊室效率和床位周转率；第三，采用灵活用工模式，增加合同制医护人员比例，以降低人工成本并提升人力资源的弹性。

四是应对金融危机与资本管理层面，从 2010 年左右开始，主动利用市场复苏的机会，通过发行长期债务对原有债务进行渐进式再融资，成功平滑了债务到期期限，避免了“债务墙”风险，为之后的上市奠定了稳健的财务基础。

经过五年的深度运营和战略重塑，HCA 的经营效益显著改善。公司 EBITDA 利润率显著提升，自由现金流实现翻倍

增长。在财务指标向好的同时，HCA 的医疗服务质量指标也持续改善，患者满意度得分提升明显，实现了经济效益与社会效益的平衡发展。

5.退出策略

2011 年，并购基金抓住资本市场回暖的有利时机，推动 HCA 公司在纽约证券交易所以每股 30 美元的价格实现第三次上市，通过 IPO 募集资金约 40 亿美元，创下当时美国历史上最大规模的私募股权退出案例。在 IPO 之后，贝恩资本等投资者并没有急于抛售，而是在接下来的几年里，继续受益于 HCA 进一步的并购扩张（如 2017 年收购 Tenet 的 3 家医院、2018 年以 15 亿美元收购 Mission Health System）以及数字化转型带来的利润增长，通过二级市场稳步减持。贝恩资本最终从这项投资中获得了约 5 倍的回报。创始人家族弗里斯特家族则长期持有大量股份，获得了极高的长期回报。

案例小结：贝恩资本对 HCA 的收购展示了并购基金发挥“积极股东”作用的路径：第一，通过联合投资体模式解决巨型交易的资金难题，分散风险并整合专业资源；第二，采用主动负债管理，在利用财务杠杆的同时维护了企业的财务韧性；第三，通过系统的运营干预与战略引导，在持有期内切实提升企业核心效率与盈利能力；第四，耐心的价值实现，选择通过 IPO 重返公开市场，并以业绩增长支撑股价长期上行，最终为投资者实现了远超行业水平的回报。

（三）案例：PAG 收购盈德气体

1.交易背景与核心逻辑

2017 年初，国内领先的工业气体供应商盈德气体因创始

人内部股权纠纷陷入严重的治理危机，股价持续低迷，公司发展停滞。**PAG**（太盟投资集团）认为，尽管面临治理困境，该公司的核心业务基本盘依然稳固，其 **EBITDA** 利润率长期保持在 30%左右，与全球龙头相当。**PAG** 判断，此次危机提供了一个以合理价格收购优质资产、并通过主动治理解决历史问题、释放其潜在价值的窗口。

2.交易结构

PAG 以 6 港元/股的价格发起全面要约收购，总成本约 100 亿港元，迅速获得控制权并终结股东内斗，创下港交所历史上最快完成的全面要约收购纪录。

3.融资方案

有别于典型的高杠杆收购，**PAG** 根据目标公司已存在一定债务负担的实际情况，主要运用基金股权资本进行收购，体现了审慎的风险控制原则。

4.治理行为

收购完成后，**PAG** 立即启动了系统性的治理改革。

一是在治理结构层面，引入了拥有跨国公司管理经验的职业经理人，其中包括前林德集团大中华区总裁方世文担任 **CEO**，提升了公司在技术研发与国际化运营方面的专业度。同时，**PAG** 重塑了企业文化，优化组织架构，消除了原有派系斗争对运营效率的影响。

二是在战略层面，首先，果断剥离非核心的煤化工业务，聚焦于具有竞争力的工业气体主业。其次，积极布局清洁能源赛道。在 **PAG** 主导下，盈德气体与中国氢能有限公司达成战略合作，投资橙氧科技等创新企业，推动公司在氢能和电

化学领域的技术布局。最后，把握住国企混改机遇，于 2018 年以约 42 亿元收购宝钢气体控股权，随后将其与盈德气体合并，组建气体动力科技有限公司。此次整合创造了中国当时最大的独立工业气体平台，显著提升了行业地位和规模效应。

通过上述治理与整合，公司经营大幅改善，营业收入从 2017 年的 47.6 亿元提升至 2020 年的 161 亿元，EBITDA 利润率维持在 30%左右，行业竞争力显著增强。

5.退出策略

在退出环节，PAG 展现了较高的灵活性：其一，最初筹划的港股上市计划因市场环境变化而搁置后，迅速转向并购退出路径。其二，2023 年，成功促成由杭州国有资本牵头，联合多家险资组成的买方团，以约 500 亿元人民币估值收购气体动力 75%的股权。其三，PAG 在此次交易中部分退出，仍保留 25%的股权。

案例小结：PAG 收购盈德气体的案例，展现了并购基金如何通过“危机投资、深度治理、产业整合、灵活退出”创造价值：第一，能够在企业因治理等非基本面问题陷入困境时，识别其核心资产的内在价值；第二，以“积极股东”身份实施全方位再造，包括更换团队、重塑战略、优化资本及推动行业整合；第三，根据市场环境动态调整退出策略。此案例不仅实现了自身投资回报，更帮助企业摆脱治理困境、重塑核心竞争力，最终促进了行业整合与市场活力提升。

三、总结与启示

（一）总结：作用机制探讨

上述三个案例表明，基金结构、融资结构和治理行为方面的作用机制，共同构成了境外并购基金价值创造的核心逻辑，也为研究境内并购基金提供了重要的分析思路和框架。

1.基金结构

三个案例均采用有限合伙制（LP-GP）基本架构，其共性是：通过清晰的权责划分实现决策效率与风险控制的平衡；基金存续期相对较长，为深度运营改善提供必要的时间窗口，使长期价值投资理念得以落地。

2.融资策略

在融资策略上，境外并购基金根据标的特性与市场环境实现风险收益的匹配。黑石为希尔顿设计多层债务结构，以精细的利率与期限安排为后续重组预留空间；贝恩资本在HCA交易中综合运用多种融资工具，并在持有期通过再融资持续优化资本成本；PAG基于标的高负债现状采取相对保守的股权融资策略，体现审慎原则。上述灵活性建立在成熟金融市场提供的丰富工具供给之上。

3.治理行为

治理行为是境外并购基金发挥积极股东作用的核心环节。境外并购基金普遍采取“控制权导向”或“强影响力”的介入模式，其治理介入是系统性的，而非零散的。这通常包括：改组董事会以掌握战略方向、设计强激励相容的管理层薪酬体系、以及推动深度的运营优化。从黑石推动希尔顿的轻资产转型与文化重塑，到贝恩资本对HCA实施基于关键绩效指标的运营效率提升，再到PAG为盈德气体引入职业经理人并化解治理危机，其共同点在于，并购基金不仅仅是

财务投资者，更是企业战略的重塑者和运营效率的提升者，通过专业化的管理赋能实现企业内在价值的根本性改善。

4.退出策略

退出策略的有效性依赖于市场环境 with 制度条件。美股市场条件为黑石近百亿美元级别分批减持提供了流动性保障；HCA 案例中，联合投资体选择在业绩持续增长后以 IPO 退出，实现估值最大化；PAG 则因应市场变化灵活切换上市与并购路径。三个案例共同表明，退出的成功不仅是时机的选择，更是持有期价值创造的结果。

（二）启示

从市场发展现状来看，境外并购基金行业已形成较为成熟的运作模式和专业化的分工体系。大型并购基金如黑石、贝恩资本等凭借其品牌影响力和资源整合能力，能够主导数百亿美元的大型交易；区域性基金如 PAG 则依托其对本地市场的深刻理解，在特定领域形成竞争优势。在投资策略上，境外并购基金注重通过运营改善和战略重构来创造价值。此外，与产业资本、金融机构等各方的协同合作日益紧密，形成了良好的生态系统。

境外并购基金积极股东作用的发挥呈现出以下几个显著特点：**一是**长期价值导向，基金存续期更长，为深度运营改善提供了时间保障；**二是**融资策略上，引入杠杆时具有较强的灵活性，充分利用债务工具的放大效应；**三是**在治理介入上，强调通过董事会改组、管理层激励、运营优化等系统性措施来提升企业价值；**四是**在动态调整能力上，根据市场变化及时调整投资策略和退出方案；**五是**全球化视野，能够

整合全球资源为被投资企业赋能。

境内外并购基金在运作模式上存在根本差异。案例中，境外并购基金的典型操作是收购上市公司后使其退市，在私有状态下进行重组改造，待价值提升后再重新上市或出售，因此其“积极股东”作用发挥期间主要发生在私有化时期，并购基金可以不受公开市场的监管规则约束和短期股价波动影响，实施大刀阔斧的改革。在中国实践中，并购基金控股上市公司后通常维持其上市地位，即在持续上市状态下规范治理。

因此，中国并购基金的“积极股东”作用发挥，不能简单照搬境外的私有化经验，而应立足中国现实特点，探索制度包容性设计。在基金结构上，可鼓励设立存续期更长的基金，并完善 GP 的激励与约束机制，培育其长期投资视野；在融资策略上，丰富并购融资工具供给，在审慎监管下拓展杠杆运用的空间；在治理行为上，需从“被动财务投资”向“主动价值创造”转型。这要求基金培养或整合专业的行业运营和投后管理能力，深度参与企业战略制定与执行，推动实质性的运营改善和产业整合。