



(2026 年第 7 期，总第 210 期)

中国证券投资基金业协会

2026 年 9 月 1 日

并购基金融资与治理风险及对策分析

——并购基金“积极股东”作用课题成果之三

【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。本文为课题成果之三，主要分析了并购基金发挥积极股东作用过程中面临的融资与治理风险及其应对策略。

一、融资结构风险

融资结构是并购基金发挥“积极股东”作用的基石。其设计不仅决定了基金的收购能力，更深刻塑造了基金的行为模式、治理介入深度及长期价值创造的可持续性。适度的杠杆能够放大资本实力与治理话语权，但过度杠杆会诱使基金行为短期化，偏离长期价值创造的根本目标；复杂的融资工具在提供灵活性的同时，也对基金内部治理与风险管控能力提出更高要求。因此，理解并管理融资结构风险，是并购基金有效履行“积极股东”职责的前提。

（一）过度杠杆风险

1. 市场差异

在境外成熟市场，杠杆水平通常以 EBITDA 倍数为核心基准，并受宏观经济周期、资金成本、标的资产业务属性及资本市场深度等多重因素综合影响。2008 年全球金融危机之前，并购交易的整体杠杆策略相对审慎，债务融资约占收购价的 30%-40%，对应杠杆倍数多为 3-5 倍 EBITDA。近年来，在持续低利率环境下，非银金融机构特别是信贷基金（Credit Fund）深度参与并购融资，市场流动性充裕，融资条件显著宽松。杠杆倍数已普遍升至 7-9 倍 EBITDA，债务占比常超过 50%，“到期一次性偿还”“实物支付利息”等宽松条款进一步推升整体负债率。高杠杆策略在放大收益潜力的同时，亦积聚显著的财务脆弱性。一旦货币政策转向紧缩，例如美联储进入加息周期，企业偿债压力将骤然加剧，可能直接危及现金流安全与持续经营。

相较之下，境内并购基金的杠杆运用传统上更为克制。基于企业未来现金流的无担保并购贷款并不普遍，整体杠杆水平通常约为 EBITDA 的 3-4 倍。这主要源于并购融资主体仍以商业银行为主，其授信行为受严格的资本充足率监管、内部风险控制及本息偿还刚性要求约束。近期监管部门为鼓励产业升级与科技创新，已出台支持政策，允许特定领域并购贷款比例最高可达交易金额的 60%-70%，但在实际操作中，能够获得此类高比例融资的，多为自身信用资质卓越的借款主体，如上市公司或大型产业集团。

2. 双刃剑效应

杠杆对并购基金“积极股东”角色的影响具有一体两面的效应。

在合适的市场环境下，杠杆能极大增强基金的收购实力与投后治理话语权。例如，2010 年代初美国低利率环境下的杠杆贷款繁荣，为大规模产业整合提供了充沛资金，实质性地增强了收购方在投后治理与战略决策中的话语权，助力其发挥“积极股东”作用。

然而，杠杆过度使用会扭曲积极股东的行为逻辑。当经济步入下行周期或利率进入上升通道时，高昂的偿债支出将严重侵蚀企业经营性现金流，制约其再投资与业务创新的资本空间，甚至引发债务违约，导致基金与企业陷入双重困境。在此情形下，并购基金的管理重心将不可避免地由长期价值创造转向短期债务滚动与现金流管理。2013 年美国联邦监管机构发布的《机构间杠杆贷款指南》将 6 倍债务/EBITDA 视为高风险贷款的参考阈值之一，正是出于对此风险的考量。

极高杠杆率虽在交易当期强化了收购能力，但长期而言可能削弱基金作为“耐心资本”支持企业可持续发展的特质。

小结：杠杆是并购基金不可或缺但需审慎驾驭的工具。其合理运用能够有效赋能并购基金，撬动交易并强化治理影响力；而一旦过度依赖，则会在宏观环境转向时迅速转化为沉重的财务负担，不仅危及企业生存，也可能使并购基金的积极股东角色异化为被动的财务拯救者。因此，在不同市场环境及周期阶段中保持清醒的杠杆纪律，是实现长期价值创造与风险控制平衡的关键。

（二）内部治理能力缺位风险

融资结构的演变不仅是财务工具的创新，更深刻地重塑了并购基金作为“积极股东”的治理环境与行为逻辑。当外部融资约束减弱或变得复杂时，对基金自身内部治理与投后管理能力的要求相应提高，能力缺位将引发显著的治理风险。

1. 宽松条款贷款的“双刃剑”效应

宽松条款贷款（covenant-lite loans）的兴起改变了并购基金与标的企业之间的治理关系。这类融资将“持续性财务承诺”转为“触发性财务承诺”，赋予并购基金更大的经营灵活性。以黑石收购希尔顿为例，从积极股东视角观之，该安排有利于基金实施长期战略，避免因短期财务指标波动而被迫调整经营策略。然而，宽松条款贷款也伴随治理责任转移风险。这一安排的实质是将部分监督与约束责任从外部债权人转移至基金管理人自身，对并购基金的投后管理能力

提出更高要求——基金必须建立更为严密的内部监控体系、运营研判机制及预警与干预能力。

2. 非银行机构融资的复杂化

非银行金融机构通过结构化工具深度参与并购融资，进一步加剧治理环境的复杂性，具体体现为风险的分散与隐匿。当杠杆贷款的基础从传统银行转向多元化的非银行机构时，风险虽得以分散，但其隐匿性也随之增强。金融稳定委员会（FSB）2019年的报告明确指出，非银行机构在杠杆贷款中的作用显著增加，使风险监测和防范更加复杂。这要求并购基金必须具备更强的宏观金融风险识别与应对能力。

3. 不同市场的治理基础差异

不同的融资环境塑造了差异化的治理基础。美国市场金融创新活跃，融资工具复杂多样，为基金提供了高度灵活性，但也经历了过度杠杆的周期性波动。监管试图通过《机构间杠杆贷款指南》等工具设定边界，其模式高度依赖管理人的专业能力与市场自律。中国市场以商业银行主导的并购融资体系风控审慎，贷款条件相对严格。这种环境虽在一定程度上限制了交易的初始杠杆倍数，但也为并购基金提供了更为稳健的财务基础。

小结：融资结构绝非单纯的财务工具，它深刻地塑造着并购基金作为“积极股东”的行为逻辑与风险偏好。从长期发展角度看，中国并购基金应当在融资结构设计中寻求平衡：既要充分利用杠杆提升收购能力和治理话语权，又要避免过度杠杆导致的短期行为倾向；在借鉴国际市场金融创新经验的同时，需格外警惕复杂融资结构可能带来的风险隐匿

与治理挑战。根本上，并购基金必须建立与融资结构复杂度相匹配的、强大的内部治理与主动价值创造能力。与此同时，监管机构应完善相应的宏观审慎管理工具与风险防范机制，共同促进并购基金积极股东作用的有效发挥。

二、治理风险

（一）退出策略短视风险

并购基金的运作受限于约定的存续期，这与产业培育、企业转型所需的长期性存在根本矛盾。迫于向有限合伙人（LP）返还资本的压力，基金管理人可能倾向于采取能快速提升账面回报的财务操作，构成治理短视风险。具体表现为：一是追求短期财务工程，例如进行高额股息资本重组，通过增加公司债务向股东派息，虽短期内提升基金回报，却可能削弱企业的财务稳健性和再投资能力；二是过早推动退出，例如在企业转型尚未完成或增长潜力未充分释放时，便急于推动其上市或被出售，从而中断长期战略投入，损害企业的可持续发展能力。

黑石集团收购希尔顿酒店后，将其私有化长达约 11 年，期间主导了数百亿美元的战略资本开支，完成全球品牌重塑与轻资产管理模式转型，并安然度过全球金融危机。长期持有使黑石能够实施那些在上市公司业绩压力下难以推进的根本性改革，最终在 2018 年通过分批出售股权实现约 137 亿美元的价值增值，充分体现长期持有对深度价值创造的积极作用。

反观部分境内并购基金，受限于基金存续周期或有限合伙人（LP）的流动性需求，往往在投资后三至五年内便寻求

退出。其价值实现过程更多依赖于行业周期的估值波动、一二级市场套利或简单的资产拆分与财务整合，而非通过深度运营提升企业内生价值。这种模式下的“积极股东”角色较为浅层，治理干预难以触及核心，亦未能充分分享企业长期成长的复利效应。

（二）战略不连贯风险

并购基金以“积极股东”身份介入，往往伴随对企业战略方向、管理团队乃至企业文化的深度改造。然而，这一积极作用的最终检验，不仅在于持有期间的业绩提升，更在于其退出后企业能否保持持续健康发展。当基金因到期而退出时，控制权及核心管理职能的转移可能引发治理层面的“断层”，战略连贯性面临严峻考验。

该风险的核心在于战略方向的突然转向与组织资本的流失。基金退出后，新的控股股东或管理层可能否定前任的战略规划，例如多年的研发计划、海外市场拓展或供应链重构，导致业务发展路径断裂。同时，与并购基金紧密配合的管理团队可能随之离开，这不仅造成关键运营知识、客户关系与内部网络的流失，还可能引发更大范围的管理层动荡；企业文化亦可能因领导风格突变而出现断层，削弱组织凝聚力与执行力。

为应对退出导致的战略断层风险，市场已出现制度创新。例如，面对投资周期漫长、技术壁垒极高的集成电路产业，武岳峰资本采用“公司制产业平台”替代传统有限合伙基金模式进行投资运作。该设计旨在汇聚长期资本，不受固定存续期束缚，从而能够对标的企业进行长期持有与培育，

为需要数十年技术积累和生态构建的产业发展提供稳定性保障。

（三）利益冲突风险

并购基金以控股或深度参与的“积极股东”身份介入公司治理，其核心优势在于能够克服股权分散下的代理问题，推动企业进行根本性的战略与运营改革。然而，高度集中的决策权在提升效率的同时，也孕育了复杂且多层次的利益冲突风险。此风险不仅存在于基金与被投企业其他利益相关方之间，更深植于基金内部不同投资者之间，构成对其治理正当性与长期价值创造能力的严峻考验。

一是与外部利益相关方的冲突。作为控股股东，并购基金的决策权高度集中，其基于自身财务回报最大化目标作出的决策，可能与公司其他利益相关方（如长期员工、债权人、地方政府、原创业股东）的诉求产生直接冲突。典型表现包括：为提升效率而进行的激进裁员可能引发劳资纠纷与社会舆论压力；为提高杠杆回报而实施的高负债策略可能增加债权人风险，引发债务重组谈判；为聚焦核心业务而进行的非核心资产剥离，可能与地方政府期待的就业稳定与产业完整性目标相悖。这些冲突不仅消耗公司大量管理资源，也可能招致监管审查、损害企业声誉，最终侵蚀治理效率。

二是基金内部投资者间的冲突。同一基金管理人旗下往往管理多只处于不同生命周期、具有不同条款的基金。并购基金作为控股积极股东，其决策权高度集中，使得利益冲突问题在“募、投、管、退”各环节更为凸显和复杂。国际证监会组织（IOSCO）发布的《私募股权基金利益冲突》指出，

此类冲突在各阶段普遍存在：在投资阶段，管理人可能在多只基金间不当分配优质投资机会；在管理阶段，可能对表现不佳的项目放弃管理，或在不同轮次融资中优待新投资者，损害特定基金投资者利益；在退出阶段，管理人可能优先安排即将到期的基金以有利条件退出，而让存续期较长的基金承接后续风险。美国证券交易委员会（SEC）的持续合规检查亦反复警示，此类利益冲突未能向投资者充分披露是行业的核心风险。

因此，成熟的并购基金需将利益相关方管理纳入核心治理框架。以基石资本收购香农芯创为例，通过保留其部分股权并维持其运营参与等方式，构建了一种合作共治的过渡结构。这种安排实质上是一种治理风险的主动缓释机制，通过绑定原股东利益、平滑控制权转移过程，减少潜在的对抗与震荡，保障整合阶段的运营稳定性。

三、风险管理与应对策略

并购基金凭借“积极股东”身份深度介入公司治理，已成为驱动企业战略革新与运营提效的关键力量。然而，这一角色的有效发挥始终与内生性风险相伴，其核心矛盾在于：激进的融资结构会显著加剧退出短视与控制权动荡。一套审慎、前瞻且系统化的风险管理策略，其根本目的并非束缚基金的“积极性”，而是为确保这种积极性能够始终锚定并服务于“长期价值创造”这一终极目标，实现金融资本与产业价值的可持续共生。

（一）针对融资结构风险

有效的融资结构风险管理是一套贯穿募资、投资与投后全过程的主动策略体系，其核心在于增强资本结构的适应性、多元化和抗风险能力。

一是实施动态与情境化的杠杆率管理。摒弃静态、统一的杠杆标准，是成熟并购基金管理能力的体现。关键在于建立与行业周期特性、企业特定现金流模式及宏观利率环境紧密挂钩的动态模型。以基石资本为例，其杠杆管理贯穿“结构设计—动态监控—合规约束”全流程，重点围绕债务承载能力、偿债保障、资本结构稳健性与流动性安全四大维度展开。具体措施包括：其一，严控债务杠杆，在适度利用财务杠杆的同时防范过高负债，以增强抵御市场波动的能力；其二，注重期限匹配，基金存续期与债务融资期限均设置在5年以上，避免“短钱长投”带来的流动性风险；其三，依托深刻的产业认知、技术趋势判断以及丰富的产业资源与资本市场经验，为被投企业提供持续支持，保障其长期稳定发展。

二是推动融资来源的多元化与长期化。拓展多元化的长期资本渠道，是从源头上抑制短视行为的治本之策。一方面，应积极引入养老金、保险资金、主权财富基金、捐赠基金等具备“长期负债”特征的机构投资者作为有限合伙人（LP）。这类“耐心资本”对短期业绩波动容忍度更高，其投资周期天然与长期价值创造相匹配，能有效缓解基金管理人因LP流动性需求而产生的退出压力。另一方面，在交易层面，可试点运用永续债、可转换优先股等混合资本工具。这些工具兼具债权与股权特性，既能提供低于普通股权的资本成本，

又因其没有固定到期日或可转换为股权，能显著优化企业的长期资本结构，降低对短期银行信贷的过度依赖。

（二）针对治理风险

治理风险源于基金“期限性资本”属性与“企业长期所有者”角色期待之间的根本矛盾。管理策略的核心在于弥合这一矛盾。

一是优化基金期限与激励结构。化解期限错配矛盾，需从基金最根本的契约与激励设计入手。一方面，鼓励设立期限更长的并购基金或建立灵活的续期机制，为复杂的企业转型提供时间保障。黑石集团对希尔顿酒店长达约 11 年的持有与改造，充分证明充足的时间窗口对于实施深度运营改善和战略转型的重要意义。另一方面，将普通合伙人（GP）的核心绩效报酬与长期价值指标强力绑定。例如，部分业绩报酬可取决于企业 IPO 后三年至五年的资本市场表现，或退出后一段时期的经营业绩复合增长率，从而将管理人的经济利益与企业长远发展深度捆绑，遏制短期套利冲动。

二是构建控制权平稳过渡机制。退出阶段的治理断层是重大风险。可通过分步退出（如先转让部分股权给战略投资人，逐步减持）、共同控股（在退出前引入产业资本作为共同控制方，确保战略连贯）以及管理团队绑定（通过任期承诺、股权激励确保核心团队在基金退出后至少稳定运营一段时间）等方式，实现控制权与经营责任的平滑交接，避免战略突变的冲击。

三是强化利益相关方主动沟通。健全内部合规体系，细化关于利益冲突的信息披露要求，要求管理人建立并运行有

效的内部隔离与利益冲突审查机制。同时，建立常态化的透明沟通机制，主动披露重大战略意图与进展，特别是在涉及裁员或资产剥离时，通过提前协商与社会责任方案化解潜在冲突，将环境、社会与治理（ESG）风险纳入主动管理范畴。

总结：并购基金“积极股东”作用的有效发挥，与其风险管理能力的成熟度紧密相关。对并购基金管理人而言，需将审慎的融资管理、长期化的治理能力锻造为核心竞争力；对市场与监管而言，应着力培育有利于长期资本形成的制度环境，并强化对杠杆融资的宏观审慎管理，引导并购基金真正成为提升公司治理效率、促进产业升级的稳定器与助推器，而非短期主义与金融风险的源头。