

国内并购市场温和复苏 国资央企成主力军

■ 本报记者 张宁

中央金融工作会议于10月30日至31日在北京举行。会议强调，金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分。要加快建设金融强国，坚定不移走中国特色金融发展之路，加快建设中国特色现代金融体系。

在此背景下，11月1日，由加拿大女王大学史密斯商学院、中国人民大学国际并购与投资研究所、凤凰网联合主办的“2023中国企业并购重组国际论坛”在北京举行。中国人民大学原副校长、国家金融研究院院长吴晓求，中国人民大学金融学教授汪昌云，纽约大学斯特恩商学院金融学荣誉教授爱德华·阿尔特曼，中国上市公司协会学术顾问委员会主任委员黄运成等出席了此次论坛。

与会专家学者与业界人士认为，作为完善多层次资本市场、推动上市公司高质量发展、提高资源配置效率的重要手段，并购重组对于建设金融强国有重要意义。而在国有企业并购重组活跃的当下，各种并购行为背后的问题更需要得到重视。

何为金融强国

此次召开的中央金融工作会议提出，要把中国建设成为金融强国。何为金融强国？吴晓求指出，金融强国的特征，首先是现代金融，金融功能具有多样性，包括资源配置、财富管理、支付、所有权分割等；其次是具有成熟的风险识别

与配置机制；三是金融国际化，更具影响力。

吴晓求认为，中国要实现金融强国的目标，目前来看有三项改革任务：一是要着力推进中国金融体系市场化改革，实现金融业态多样化，以及金融功能的转型。

二是要着力完善中国金融体系法治化建设。现代金融一定是法治化的金融。进一步完善中国金融体系法治化建设，对于推动中国金融的现代化、实现金融强国的目标是最重要的软条件。

三是要着力推进中国金融体系的开放性与国际化。金融国际化，必须完成人民币的可自由交易与国际化，同时，必须提升中国金融市场，特别是资本市场的对外开放程度。

“今天中国资本市场的外部投资者，包括港澳台的投资者在内，大约只占到45%，中国的金融还存在大而不强的问题。建设金融强国，必须大幅提升外部投资者在中国资本市场的占比。”吴晓求说。

A股上市公司高质量发展，是建设金融强国、支撑中国经济的重要组成部分。

黄运成指出，A股上市公司已成为区域经济增长的重要力量。广东省800多家上市公司，为地方政府贡献了63%的税收；福建省上市公司为地方政府贡献了55%以上的税收；浙江省上市公司为地方政府贡献了34.5%的税收。整体而言，税收排名前10的省份，平均有36.86%的税收是上市公司贡献的。

从A股市场本身的变化发展情况看，目前A股市场上市和退市的速度都在加快。今年以来，A股上市公司总数量已经突破了5000家；随着注册制的推行，去年有42家公司退市，今年以来退市公司数量已经超过40家，公司退市速度进一步加快。

但需要注意的是，现阶段A股市场上两极分化的问题越来越明显。从数据对比上看，目前，A股市场上市值100亿以下的上市公司占比近70%，市值500亿以上的上市公司占比不到5%；而市值500亿以上的上市公司创造的利润占比超过了80%。二八分布越来越显著，两极分化越来越明显。

对此，黄运成指出：“A股上市公司高质量发展，不能仅仅依靠几家头部企业，而应该是大中小企业共同发展，这样才有助于A股市场整体质量的提高。”

并购重组背后的问题

此次论坛发布的数据显示，2023年前三季度，中国并购市场（包含中国企业跨境并购）共披露6101起并购事件，交易规模约13110亿元；其中，第三季度较前两个季度有显著提升，并购数量为2319起，环比提升13.29%，并购规模为5148亿元，环比提升36.45%。

国内并购市场温和复苏，为建设金融强国创造了有利环境。其中，国资央企成为带动这一轮并购热潮的主要力量。

中金公司投资银行部执行总经理谭笑指出，央企战略性新兴产业布局加速，

地方国有资本并购重组活跃；同时，跨境并购与“一带一路”相关的投资并购或战略合作也成为当前市场并购重组的热点。

当前环境下，并购重组已成为企业的第二增长曲线，包括央企、国企在内的企业并购，主要着眼于五方面目标，一是形成规模效应的横向并购，可以降低企业成本或者提高产业链上的溢价能力，二是产业链价值延伸的纵向并购，三是寻找新的业务增长点，进行业务转型，四是优化资产组合，平滑风险，五是获得上市平台，利于后续资本运作。

关于中国企业在国际并购中的机会和挑战，五矿有色金属股份有限公司董事长徐基清表示，当前的国际并购市场发生了巨大变化。对于中国企业来说，通过自身的全球化和专业能力对目标企业进行整合，形成与当地共同发展、可持续发展的健康模式是成功关键。具体操作上，首先要要在战略层面进行顶层设计，做熟悉的资产，在并购过程中保持战略定力；其次，一定要和当地社区、社会形成共同发展的理念和氛围。

“当前国际并购面临的最大问题是，并购后如何整合，如何实现未来的长期发展。其中最大的问题是，如何抵御被收购企业所在国家的社区风险、社会风险、罢工风险、政策不稳定风险等一系列问题。在这些方面，中国企业必须与当地深度融合，做好自己必须做的事。”徐基清说。

谈到企业并购时需要注意的问题，天风国际证券（香港）董事长王勇指出，企业做并购时，需要考虑并购主体与自身发

展战略是否一致，一味追求做大企业而忽略了对诸多并购细节的谨慎考虑，将会给企业带来灭顶之灾。例如，企业并购时，首先要提高信息透明度，充分考虑股权与债权双方的利益以及评估风险等。

可行性是另外一个关键因素。在行业政策变化频繁、剧烈的情况下，任何一个并购都要考虑可行性，尤其是涉及各方面主体较多的国际并购。

在当前经济周期中，企业可能受到外部因素或内部管理因素产生的现金流冲击，陷入困境。如何帮助危困企业走出困境，做出正确的抉择？加拿大女王大学史密斯商学院金融学杰出教授、副院长王炜认为，解救危困企业的普遍方法有两种，一是修复资产负债表，二是增加现金流、减少成本、增加企业经营效益。

谈到企业如何有效地重组，王炜指出，当一个企业产生困境的时候，要清晰地看到企业的两种价值：一是存活价值，即可持续价值；二是清算价值。“我们对企业进行估价，需要知道这两种价值的对比。如果一个企业的清算价值高于它的可持续价值，那这时候企业应该进行清算，哪怕清算不是我们本身需要达到的目的，但这是有效的重组。此外，我们还要对企业的举债能力和资本结构进行分析，知道企业可以举多少债，最优的杠杆率应该是多少。”

值得关注的是，此次论坛成立了并购重组国际产业联盟，该联盟将以论坛为起点和平台，进一步设立并购重组国际联合基金，为中国企业在并购重组领域开启下一个黄金机遇期。**E**

地方债化解新招揭秘

■ 张凤玲

城投平台再次成为各路资本的宠儿。放眼望去，城投平台的利好消息越来越多：7月24日，中央政治局会议提出“一揽子化债方案”；9月26日，多省重启城投平台发行特殊再融资债券；10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议提出，提前下放2024年新增地方债务限额。

更重要的是，在数万亿元的债务风险处置过程中，城投平台逐渐摸索出了化解路径。

有些债务负担一般、财力一般的城投公司，正发行特殊再融资债券，借新还旧，拉长债务周期，减轻还债压力；有些债务负担重、财力差的城投公司，清除债务，缩减编制，退出城投平台；有些债务负担轻、财力强的城投公司，依然继续挖掘城投平台的潜在价值，继续做大城投平台收入。

政策的利好，加上城投公司的优胜劣汰，让金融公司再次相信城投平台，密集地拜访城投公司，承揽业务。

借新还旧

对于一些债务负担一般、财力一般的城投公司而言，首要任务是降低城投平台的债务规模。

其中比较有代表性的是柳州市城投平台。

根据华福证券研报显示，截至2022年末，柳州城投有息债务规模达到2492亿元，而2022年柳州GDP只有3100亿元。据中证鹏元测算，2023年，柳州城投平

台需要兑付400多亿元债券，偿债压力较大。

于是，2023年上半年，柳州市政府成立化债专班，制定三年化债方案。同时，分类制定了盘活国有资产、利用项目结转资金、筹措资金、降息等化债措施。

在柳州市政府支持下，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行、桂林银行、北部湾银行和柳州银行给予柳州城投平台持续支持。2023年3月，“柳州国资”官方微博披露，柳州市城投平台北城集团与这些金融机构签订40亿元贷款合同。

之后，北城集团再次获批农发行“柳州市香兰河流域综合治理生态环境导向的开发（EOD）模式项目”155亿元贷款授信，期限30年。

柳州市政府官方数据显示：2023年柳州9家市级平台已经完成合计约百亿元的债券兑付；此外，通过和债券持有人的积极沟通，部分信用债到期未行权，即续期。柳州市城投平台的偿债压力减轻。

不只是柳州市城投平台。

内蒙古自治区政府也在极力支持地区城投平台。

9月26日，内蒙古自治区政府发行再融资债券，额度为6632亿元。按照财政部要求，债券资金纳入一般公共预算管理，募集资金全部偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款。

根据内蒙古自治区财政厅数据显示，截至2022年末，内蒙古一般债务限额71271亿元，一般债余额65848亿元，一般债限额和余额之间的差值为5423亿元。目前内蒙古拟发行、已发行的特殊再融

资一般债合计约1000亿，超过前述差值。

企业观察报根据目前已知内蒙古、天津、辽宁、重庆、云南、山东、广西、青海、吉林、江西、宁夏、福建、甘肃、湖北等省级行政区发行特殊再融资债券总额超过1万亿元。从发行目的来看，本轮债券主要用于置换纳入隐性债务之中的拖欠款、非标及城投债券。从发行期限来看，本轮已发或待发特殊再融资债券期限以3-10年期为主。

退出平台

对于一些债务负担重、财力差的城投公司而言，首要任务是清除债务，退出城投融资平台。

8月22日，盱眙县天源控股集团有限公司在官网称，集团下属子公司江苏天源建设集团有限公司等5家已转型为市场化运作的国有企业，自公告发布之日起退出政府融资平台，不再承担政府举债融资职能，转型后的国有企业依法开展市场化经营、自负盈亏，政府出资机构以出资额为限承担有限责任。

8月24日，江苏山水双盛实业有限公司和徐州嘉农农业发展有限公司公告称，今后不会承担公益性项目融资职能，承诺两家企业自主经营、自负盈亏。

9月4日，江阴市月城镇投资有限公司、江阴新港投资管理有限公司发布公告称，退出政府融资平台，不再承担政府融资职能。

10月23日，南通海智贸易有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、江苏海晋城建集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、南通海门富江建设发展有限公司、南通海恒水利建设有限公司

发布公告称，其转型为市场化运行主体，自公告之日起退出政府融资平台，不再承担政府融资职能，企业的融资为企业自主行为。

地方政府也正在出台政策，要求部分城投公司退出城投融资平台。韶山市政府2023年3月22日印发的《关于严肃执行财经纪律深化预算改革的若干措施》的通知就针对地方政府融资平台（即城投公司）明确提出“压减子公司、法入户数，压缩管理层级”“确保公司机构人员精简10%以上、管理层级控制在3级以内”。

《企业观察报》根据公开数据统计获悉，2022年初至2023年9月，共有287家城投主体退出政府融资平台，其中2023年初至9月共189家。

转型升级

对于一些债务负担轻、财力强的城投公司而言，主流思路是从土地一级开发转型到城市更新、新基建以及智慧城市业务上。

以石家庄市城市更新基金为例，此基金为城投公司代政府出资。

2021年11月，石家庄发布了《石家庄市城市更新基金设立方案》《石家庄市城市更新基金管理暂行办法》，基金组织形式为公司制，名称为石家庄市城市发展基金有限公司，由市国资委委托石家庄国控城市发展投资集团有限责任公司（简称城发投集团）履行城市更新基金出资人职责。该基金亦采取“母基金+子基金”架构，基金通过与有实力的社会资本共同发起设立若干子基金，力争拉动社会投资500亿元。母基金存

续期10年，子基金存续期不超过6年，母基金对子基金的出资比例原则上不超过30%，投资项目规模大的，可放宽至50%。

目前，母基金规模100亿元已认缴完成，石家庄市城市更新建设发展基金有限公司已于2021年11月成立，由石家庄国控城市发展投资集团有限责任公司100亿元全额认缴。

其中，市本级筹集更新资金20亿元，通过市国资委拨付至市城发投集团，再由城发投集团拨付基金公司；募集的社会资金80亿元，为其他社会资本方通过债权方式注入石家庄国控城市发展投资集团有限责任公司。

之后，该基金公司分别以47.91%及21.41%的持股比例对外投资了两家房地产公司：石家庄市城创房地产开发有限公司（注册资本1700亿元）和石家庄市城启房地产开发有限公司（注册资本509亿元）。两家房地产公司的另外一个股东均为石家庄国控城市发展投资集团有限责任公司的全资子公司石家庄城市更新集团有限公司，这两家公司目前负责城市更新项目。

再如西安城市基础设施建设投资集团有限公司在项目周边增加服务复合功能，增强产业链整体收益。对开元公园停车场、付村东路停车场、凤城一路停车场项目进行商业化运营，积极引入汽车美容、修理、仓储、4S店等服务，预计年增收150万元。

《企业观察报》根据公开数据统计获悉，2023年，涉及转型升级的城投平台达到100多家，多数集中于一二线城市。**E**