

国企改革需先打破高负债经营路径依赖

利用资本市场

进行“混改”的经典案例

【案例一】在国有控制权不变情况下，国有或国有控股公司可以通过主营业务重组形式引入其他地方国资，优化股权结构。

深天马A，深圳主板上市（股票代码000050），处于液晶显示行业，是国内液晶显示行业领先企业之一；控股股东系中航国际控股，实际控制人为国务院国资委。

2014年7月，公司发行股份购买资产并募集配套资金的重大资产重组事项经证监会审核通过。公司通过向中航国际控股、上海张江集团、上海国资、成都工投等9家单位发行股份的方式，购买这些国资企业持有的上海天马、成都天马、武汉天马、上海光电子、深圳光电子的其余全部股权。一方面，使得相关中小尺寸液晶显示制造类资产实现整体上市，在国家政策大力扶持、行业景气度持续好转的背景下进行的产业整合，有助于公司解决同业竞争、减少关联交易，保证公司持续保持在国内中小尺寸液晶显示行业的领先地位。另一方面，在方案实施后，尽管公司控股股东不变，但股权结构得到进一步多元化——湖北科技持有公司13.13%股权，成为公司第二大股东，上海、成都等地方国资将成为公司前十大主要股东。

该重组方案，实现了股东结构优化，有利于公司建设更加科学合理的法人治理结构，是开展“混改”的有益探索。

【案例二】在控制权不变情况下，国有或国有控股公司引入民营资本作战略投资者。

中山公用，深圳主板上市（股票代码000685），从事水务、市场营销管理等公用事业，业务板块包括供水和污水处理两项业务。控股股东中山中汇投资集团有限公司（持股比例62.26%，以下简称中汇集团），实际控制人中山市国资委。

2014年8月，公司公告控股股东中汇集团以公开征集受让方式，以每股10.52元的价格将所持13%股权转让给上海复星高科技集团有限公司（以下简称复星集团），总价款10.65亿元。股权转让完成后，中汇集团持有公司49.26%股份，仍为公司控股股东，实际控制人亦不变；复星集团持有公司13%股份，成为公司第二大股东，并承诺3年内不减持。

市场评价复星集团入股中山公用，将可以为其提供专业化的并购能力和资金支持，有助于将中山公用打造为国内环保行业综合服务龙头企业。

【案例三】集团层面突破“混改”与实施整体上市同步推进，相得益彰。

2014年12月，江淮汽车（股票代码600418）以新增股份换股吸收合并江淮集团暨重大资产重组事项，获证监会审核通过，江淮集团由此实现整体上市。

方案概要：江淮汽车向江淮集团全体股东发行股份以吸收合并江淮集团，江淮汽车成为存续公司，江淮集团解散并注销，江淮集团全体股东所持有的江淮集团全部股权将相应转换为江淮汽车的新增股份，江淮汽车因换股吸收合并而取得的本公司股份将在换股吸收合并中予以注销。

早在2013年底，江淮集团即完成“混改”：引入央企建投投资作为战略投资人入股，同时吸收由江淮汽车管理团队成立的合肥实动股权投资合伙企业作为新股东，分别持有江淮集团公司25%和4.63%的股份，安徽省国资委控股比例由78.21%降至70.37%。

江淮集团通过整体上市，实现了上市公司股权多元化和管理层持股。另外，江淮集团在采购、生产、技术研发、市场营销、管理等方面可以发挥协同作用，最大程度实现资源共享和优势互补，降低管理成本，提升管理效率，增强上市公司盈利能力与抗风险能力。最后，江淮集团零部件业务通过整体上市进入上市公司，在完善产业链的同时，可以减少关联交易，改善法人治理结构，有利于上市公司的规范运作。

江淮集团从2013年9月宣布启动“混改”到完成整体上市，用了不到一年半时间。

（记者 王爽 整理）

关于开展“3·15诚信金融品牌”评选的启事

“3·15”消费者权益日即将到来，为维护广大读者的金融服务消费权益，打造我省优秀金融品牌，本报从即日起公开接受读者对我省金融行业服务满意度的评议，请您通过电话、电子邮件、微信等方式对您服务的金融机构和金融产品作出公平、公正的服务评价，本报将及时将您的评价转达给相关金融机构和政府主管部门，并对读者评议出的“3·15诚信金融品牌”进行宣传报道，恳请广大读者积极参与。

1. 评议范围：全省银行、保险公司、证券公司、融资性担保公司小额贷款公司、第三方理财机构和其他与消费者密切相关的金融产品。
2. 评议电话：0531-85196513、85196706、85196509
3. 电子邮箱：dzjr2013@163.com
4. 微博账号：新浪微博搜索“大众日报—大众金融”
5. 公众微信号：dazh-jinrong（或百度搜索“大众日报—大众金融”）
6. 评议受理截止时间：2015年3月15日24时



▲微信二维码



▲新浪微博二维码

依托资本市场，打开“混改”创新空间

□ 本报记者 王爽 李铁

记者：自党的十八届三中全会作出积极发展混合所有制经济以及深化国有企业改革部署以来，我们发现，资本市场已成为各地探索发展混合所有制经济的重要舞台。为什么说发展混合所有制经济，现实中最为稳妥、可行的平台是资本市场？

冯鹤年：资本市场经过二十余年的运行，为混合所有制改革进行了诸多有益探索。其所拥有的产权明确、交易公开透明、定价机制科学公允等诸多优势，恰恰是其他市场平台无可比拟的；实践中国有资产流失、民营资产被侵蚀的顾虑，在资本市场出现的概率相对较低。因此可以说，积极发展混合所有制，让其目标得以实现的主阵地应当是资本市场。过去一年里，全国范围内开展的混合所有制改革成功实践，都印证了这一点。

记者：调研报告中提到，资本市场助推山东混合所有制发展，要着力破解“两个不理想、两个不合理、一个不足”共5个关键性难题（本报2月25日一期已刊发相关报道）。这其中山东上市公司最短板的问题是什么？最终解决上述问题的整体思路又是什么？

冯鹤年：五个关键问题中的第四个，即我省地方国企整体负债率偏高，资本结构不够合理，我感觉是最为突出的。以国有控股上市公司为例，目前平均资产负债率为55.33%。应该讲，长期以来在传统收入导向型考核激励下，很多国企及其控股的上市公司通常拥有了高负债经营的路径依赖，带息负债逐年增加，资产负债率有攀高的趋势，长远看并不利于企业良性发展。在我国宏观经济整体步入“新常态”背景下更是如此。当前，应特别重视调整资本结构，主动削减负债规模，减轻债务负担，力求“轻装上阵”，同时主动借助资本市场实现直接融资，稳步降低负债率。总之，要一步步消化企业的经营风险和财务风险。

记者：总结目前省内外国有控股上市公司依托资本市场所做的“混改”实践，作为监管部门得出什么结论和启示？

冯鹤年：去年下半年以来，我们集中精力梳理了全国范围内实施“混改”的典型经验做法。我们感触比较深的首先是资本市场已经在各地“混改”中切实发挥了主战场作用。下一步足以及在更大程度上激发各类经济主体创新活力和动力，引导其积极参与国企改革，推动国企改革机制转换。

其次，未来的“混改”探索中，要在把控风险前提下，坚决冲破不符合科学发展的陈旧观念和思维定势，把该放的坚决放到位，把该给的坚决给到位，鼓励和引导企业提出针对性强的“混改”方案。

再次，要拓展工作视野。比如，尽管主流观点认为混合所有制即国企引入社会资本，但国有股东之间的“混”，国有资本投向发展前景好、风险可控的非公有制企业，也是“混改”应有之义。再如，社会资本进入国企或国有控股上市公司后，也应支持其有序参与公司治理等等。

最后，要积极探索资本市场创新工具的运用，促进“混改”取得实效。国有资本可以尝试以优先股形式存在，强化对上市公司行政管控，亦可探索国有企业集团以所持上市公司股份为基础发行可交换债，实现溢价减持。总之，要尽可能利用资本市场的创新空间。

记者：我们注意到，在山东2015年《政府工作报告》中，提出鼓励非公有制企业参与国有企业改制重组。而资本市场助推混合所有制发展的路径中，除了传统的IPO外，推进国有控股上市公司开放性市场化重组也是必要手段。对此，其具体措施有哪些？

冯鹤年：推进国有控股上市公司开放性市场化重组，首先思路应当拓宽，不应再局限在一个企业集团内部搞重组整合，也不要把视野局限在山东地域，而是面向全国和世界，对接各类资本，消除一部分国企效率不高、活力不足痼疾，带动区域经济结构调整和产业转型升级。具体讲，可以有如下几个可行的方向。

第一，在公司股东层面引入各类社会资本。鼓励上市公司围绕打造优势产业，以股份支付作为对价，主动对外开展股权、资产收购和重组，这是我省国有控股上市公司发挥“转方式调结构”生力军作用的主要途径。

第二，视需要实施控制权转让。在个别国有资本不需要控股的竞争性领域，可以探索通过二级市场减持或公开征集受让方形式，将控制权转让给民营资本或战略投资者。

第三，准予国有控股上市公司参股一批符合经济结构调整优化目标，有利于技术提升、自主创新能力增强和产业链延伸的非公有制及其他类型公有制企业。

第四，推进以上市公司为平台进行深度

的国资整合。我们建议，一是加大同一行业内国有控股上市公司之间资产重组力度，调整清理非主业和壳体企业，“腾笼换鸟”为省内其他优质国企上市预留空间。二是对业务板块未能进入省属企业范围内前三名的，优先由该业务板块位居前三、且存在上市平台的省属集团兼并重组。三是国有资本投资运营公司组建或改造完毕后，对主业突出、市场竞争力强、成长性高的集团所属企业，调整为由相关国有资本投资运营公司直接持股，以其为龙头整合相关业务，集中资源支持其做大做强；而后，择机将其注入相关上市公司。总之，坚持有进有退，加快有效资源流动，促进国有资本布局的战略性调整。

记者：随着“混改”进入改革“深水区”，有效避免国有资产流失，也是各界关注的课题。在坚守改革底线，不触碰改革“红线”与积极作为方面，应如何找到平衡？

冯鹤年：在发展混合所有制经济问题上，中央的态度是较为慎重的，除支持在总结经验基础上稳妥有序开展外，最关心的问题在于深刻汲取上世纪末国企改革的相关教训，切实杜绝国有资产流失——这是深化“混改”的政策底线或“红线”。进一步看，中央关心“混改”的成败，聚焦的问题在于规范国有资产评估，完善国有资产定价机制，实现公开透明操作等，同时防止“大轰大嗡”和“一混了之”。我省深化“混改”的过程中，无疑应当把握好上述政策底线要求，遵照国家即将出台的深化国企改革相关制度细则，稳妥有序推进。

对我省而言，更需重视的，则是在把握各项政策要求前提下，打破传统思想禁锢，总结和推广省内外深化“混改”的成功经验，务实操作，确保以“混改”的成果消除我省国企改革中多年积累的痼疾。

我们感到，“混改”的核心依然要以市场化为导向，其必然离不开资本市场的利用。资本市场在聚集市场资金、提供高效市场运作机制等方面非常灵活，有益于改革的成分最多，按其规则操作，所发生各类风险的概率最小，因而构成上述“按规则办事”和“大胆破题”两方面要求的重要“支点”，完全有理由成为我省“混改”的主要依托。因此，下一步我省各有关方面应重视和充分挖掘资本市场配合“混改”所能提供的丰富的市场手段，打开“混改”操作上的创新空间。

山东省地方国有控股上市公司与全省上市公司指标对比(2014)

6820.32亿元
截至三季度总资产
占全省上市公司比重 45.71%

436.20亿股
截至12月底总股本
占全省上市公司比重 37.21%

4307.73亿元
截至12月底总市值
占全省上市公司比重 32.87%

2372.03亿元
截至三季度净资产
占全省上市公司比重 40.17%

146.72亿元
截至三季度净利润
占全省上市公司比重 35.36%

注：1.资料来源：Wind资讯。

2.与境内资本市场对接且分析方便，将红筹上市的国有控股公司中国重汽、招金黄金剔除，增入了省地矿局控制的上市公司山东地矿。

制图：巩晓蕾

激活碳排放交易离不开金融支持

锐思维

我们关注财经热点

□ 孟佳

上周末至今，雾霾一词异常火热。虽然雾霾最严重的冬天已过去，但与雾霾相关的话题，还是在这个春天通过新型社交媒体，形成信息爆炸。以至于本周一央行降息对银行股的杀伤，被扶摇而上的“雾霾概念”股对冲，大盘最终得以微涨。

雾霾作为一个热词，已走进公众视野三年多。每年冬天的大雾天都能引得全国人民集体吐槽，但多数人实际并不具备关于雾霾的基础知识。近期雾霾在社交媒体高频出现，让相关科普知识取得了空前的传播效果，这是之前官方和传统媒体机构未曾做到的。

其实，检索近期的相关新闻不难发现，在雾霾大热之前，与之相关的公共信息很多，只是没有引发如此舆论关注。从治理的逻辑链条看，制度建设与公众监督一样必不可少。

例如，湖北省碳排放权交易中心1月26日发布消息称，2014年湖北碳排放市场总成交量1020万吨，交易额达到2.34亿元人民币，已成为中国最大的碳排放交易市场。在2月4日举行的中国碳排放交易高层论坛上，国家发改委官员表示，我国将在2016年启动全国碳排放交易市场。

有媒体报道，广东省发改委近日与中国人民银行广州分行签署了《共建广东省碳排放信息共享机制协议》，广东省发改委将建立控排企业和单位、报告企业、核查机构信用档案，并将相关信用信息及时纳入社会信用系统和金融征信系统。

去年底，京冀跨区域碳排放权交易试点启动，承德市作为河北省的先期试点，其境内的重点排放单位将完全按照平等地位参与

北京市场的碳排放交易，用“市场之手”推动节能减排，控制温室气体排放。

值得一提的是，在碳排放中的6种温室气体，有5种与PM2.5相关，碳排放交易通过碳排放权在不同主体间交易，以市场化手段达到减少和控制碳排放的目的，从而有效减少燃煤使用、遏制雾霾。

碳排放交易的好处在于市场主体清晰、权责统一，是制度架构层面的治霾尝试。国家发改委于去年12月10日发布《碳排放权交易管理暂行办法》（下称“管理办法”），中国官方第一次发布全国碳排放权交易市场运行模式的具体资料。

不过，在人人触手可及的环保“个人能动”之外，这场关乎国家雾霾治理战略的宏观尝试，眼下仍只是作了象征意义上的尝试。根据国家发改委的数据，截至2014年11月底，国内成交的碳排放权交易量达到1436万吨，总值只有5亿多元人民币。

碳排放交易不温不火的一个重要原因是与金融资源的对接不够。例如，碳排放交易

中的市场风险需要相应的衍生品交易进行分散，碳排放交易价格需衍生品交易发现，但相应的衍生品却无一落地。

据报道，全国碳交易市场初步将纳入5+1个行业（电力、冶金、有色、建材、化工和航空服务业）的年排放量在2.6万吨以上的企业，碳排放交易量可能涉及30亿—40亿吨。若仅考虑现货，交易额可达12亿元至80亿元；如果加入期货，交易活跃度都将大幅提升，交易金额将达600亿元至4000亿元。

另一个更根本的问题是碳排放监管力度还远远不够。碳排放交易的前提是严格的碳排放管理，没有碳排放指标的企业不敢排放，显然从中国环保执法的现实来看，这方面差距太大。

总之，作为一个交易市场，碳排放交易需要完备的市场规范运行和交易活跃措施。通过从严格的执法和丰富的金融工具激活碳排放交易市场后，相信市场会在未来的雾霾治理中扮演举足轻重的角色。如此，大建交易市场才不枉改革初衷。

制图：巩晓蕾