VOICE OF AMAC

（2025 年第 1 期，总第 198 期）

中国证券投资基金业协会　　2025 年 1 月 13 日

我国并购基金发展机遇与趋势

——并购基金课题成果之四

【编者按】并购重组是培育新质生产力的有效手段。并购重组的开展过程，是生产要素的重新配置过程，也是金融资本的运用和配置过程。在并购贷款、并购债券、并购基金等金融工具当中，并购基金既能提供直接的资金支持，又能通过存量股权受让主导企业整合，因此并购基金的效能发挥不仅有助于微观企业个体的成长壮大，也对宏观并购重组市场的活跃起到至关重要的作用。

为此，协会开展《我国并购基金发展趋势与效能研究》课题，梳理并购基金的理论研究与实践发展情况，结合案例深入剖析中美并购基金运作特点与效能发挥机制，研判我国并购基金的未来发展机遇及挑战。本文为课题成果之四，主要介绍了我国并购基金发展机遇与趋势，供大家参阅。

并购基金通过为企业提供长期资金、深度参与公司治理、高效整合配置行业资源，能够发挥服务新质生产力、提升企业治理水平、助力产业链重构、盘活市场存量经济等独特功能作用。

一、并购基金促进高质量发展的功能作用更加突出

（一）并购基金是促进新质生产力形成的重要推动力

新质生产力的形成离不开生产要素的优化和创新性匹配，并购基金作为取得标的控制权的“赋能型”资金，致力于标的企业的治理和产业整合，通过管理赋能、产业赋能等方式，完善企业生产要素的配置，有效服务并促进了新质生产力的形成。

并购基金的治理改善能力为新质生产力的形成打下基础。劳动者、劳动对象等的优化组合跃升是新质生产力的基本内涵；从公司层面看，董事会是公司的经营决策机构，董事会结构和能力的改善，将直接作用于劳动者和劳动对象，为新质生产力的形成奠定基础。并购基金在控股标的企业后，一方面，通过精简董事会成员、引入外部董事来改组董事会，完善董事会治理水平，提高董事会的决策水平和专业性；另一方面，采用提高管理团队持股数量，实施更广泛的员工股票期权计划，推动绩效管理等方式激励核心团队，推动公司管理能力水平的创新和提升。并购基金对标的治理能力的主动作为有效改善了标的公司的治理能力，提升了生产要素的创新配置水平，有利于新质生产力的孵化和培育。

并购基金的产业整合能力加速了新质生产力的形成。技术创新是推动新质生产力形成的关键因素之一。新质生产力

由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级而催生，并购基金在控股标的企业后，深度参与标的企业的产业整合，通过创新资源配置、集成创新能力，催生新质生产力。一方面，并购基金通过整合资源、推动战略转型、加强财务管理、实施资本运作等方式，提升企业资源配置效率，聚焦企业创新能力；另一方面，并购基金将控股行业内多个规模相对较小企业，集成不同企业的创新优势资源，并将其整合成为一个平台型企业，管理赋能，助力其不断发展壮大，成为产业龙头、培育先进生产力。

（二）并购基金有助于推动上市公司高质量发展

上市公司是经济高质量发展的重要微观基础，目前我国已有 A 股上市公司 5300 多家，上市公司市值合计已接近 90 万亿元，位居全球第二，但存在部分公司大而不强、小市值公司多、亟待培育新兴产业龙头等情况。并购基金可通过提升运营能力，集成创新资源，推动上市公司高质量发展。

并购基金服务小市值主板公司整合再生。主板上市公司是 A 股公司的重要构成，目前沪深主板共有上市公司 3100 余家，约占 A 股上市公司数量的 60%。从板块定位看，主板重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。从市值看，主板有 2000 家左右上市公司市值不足百亿元，约占主板上市公司数量的 65%。这些市值较小的主板上市公司，主要分布在基础化工、建筑装饰、纺织服装、商贸零售等传统行业，截至 2023 年 12 月 31 日，其中有 800 余家公司净利润低于 5000 万元，600 余家公司净利润率不足 1%，部分公司的毛利率呈现下降趋势，经营业

绩亟待提升。从经营性现金流的情况来看，主板市值不足的百亿的上市公司中，约一半以上的公司拥有较稳定的现金流。市值低、业绩弱，但现金流稳定，这种“利润表表现差的好公司”正是传统并购基金偏好投资的标的。这类公司通常某一业务有一定的技术壁垒或行业竞争力，但受累于公司盲目多元化、或者公司管理混乱等因素，公司市值和利润表现不佳。并购基金管理人取得这类公司的控制权后，从治理和运营两个方面对公司进行赋能：一方面，可以通过完善公司治理制度，建立更科学的董事会结构、更合理的激励体系等方式提升公司治理水平；另一方面，可以通过剥离低效资产、聚焦重点产业，整合资源、推动战略转型，加强财务管理、实施资本运作等方式提高公司运营能力。

并购基金服务双创企业整合壮大。科创板和创业板是上市公司的重要新增力量，两个板块都十分重视上市公司的创新能力，其中，科创板坚持“硬科技”定位，创业板服务成长型创新创业企业。但从市值看，截至 2024 年 12 月 26 日，科创板和创业板中，市值低于 30 亿元的上市公司数量约占 30%；市值低于百亿的上市公司数量占比约为 80%，双创企业的整体规模不大。从市值低于 30 亿元的小市值公司行业分布来看，双创企业主要集中在机械设备、电子、计算机、生物医药等新兴产业；从盈利能力看，截至 2023 年 12 月 31 日，八成以上的公司营业收入超过 3 亿元，三分之一公司的净利润超过 5000 万元，接近三成的公司净利润率超过了 10%。可见这些小市值的公司市值难以成长并不是因为业绩表现不佳，主要是由于其技术商业化落地的产品受到一定地

域限制，或者是因为其所在行业规模小，行业空间不大，并且企业尚未发现技术可在其他领域应用的第二成长曲线。并购基金通过整合小规模并购标的成为一个较大的实体，铸就产业龙头企业，服务小企业的成长壮大。一方面，被并购基金锚定分散度高的行业，通过控股同行业多家公司，从而实现在技术、研发、财务、市场等方面的协同效应，聚集企业创新能力，降低企业内部成本。另一方面，并购基金在产业平台打造中继续发挥其运营能力的优势，通过组建专业化管理团队，对并购标的的创始团队赋予更清晰的定位和更合适的激励，借助数字化工具，优化平台的业务流程和人才领导力体系，打造一个内部治理完善的平台企业。

（三）并购重组是私募股权创投基金退出的重要补充渠道

近年来，我国创投基金陆续进入退出期，而随着阶段性收紧 IPO 节奏，创投基金的退出渠道亟待扩宽。并购基金在服务创投基金退出上，也将发挥更加积极的作用。从境外数据看，2013 年 1 月至 2023 年 9 月，美国创投基金约 70%至 80%的退出交易为来自上市公司或产业方的并购退出，被上市公司或者产业方并购是创投基金的一个主要退出渠道。活跃的并购市场，意味着更多的交易机会、更公允的交易定价、以及更快的交易速度，而并购基金通过提供并购所需资金、筛选优质目标企业、创新并购模式等方式不断提升并购市场的活跃程度，便利了创投基金的退出。随着新经济的蓬勃发展，并购基金开始向信息技术、生物医药等新兴产业切入，开始针对特定的产业方偏好，收购多家初创型、科技型的小

公司，将其整合或培育一段时间后，再卖给该特定产业方。例如，在生物医药行业，并购基金会让控股标的专门围绕大药企想收购的管线进行针对性的研发，然后定向出售。随着这一策略的广泛使用，并购基金发挥活跃并购重组市场的作用将更加显现，有利于创投基金通过并购重组方式退出。

二、我国并购基金步入重要发展机遇期

并购基金发展初期，更多考虑如何通过并购实现证券化获利空间，对产业协同、并购整合等风险的思考相对不足。2015 年前后掀起的并购热潮，大量“高估值、高溢价、高业绩承诺”并购以失败告终，市场参与者以深刻教育。随着注册制改革走深走实，企业上市标准多元化，资本市场对上市公司的包容度更强，一二级市场估值差逐步回归理性，并购逻辑从“资产证券化”的套利逻辑逐渐向“服务产业发展”的产业逻辑转变。围绕产业发展方向展业的并购基金也将成为未来并购基金主流，可能会呈现如下几个主要趋势：

一是小体量公司的存量整合拓宽并购基金发展空间。随着注册制改革的深化以及机构投资者在市场中影响力的提升，大市值、高流动性的股票更受青睐。很多市值较低的公司上市时首发融资不及预期，上市后公司的流动性较差，以 A 股为例，近百家小市值公司出现单日成交额不足 100 万人民币的现象，小公司上市后再融资存在较大不确定性，一定程度降低了创始人的上市动力，逐渐愿意接受出让控制权。从行业客观情况看，我国部分行业细分赛道的市场集中度显著低于欧美成熟市场，行业存在将多个规模相对较小的企业整合成为龙头企业的机会。例如，在检验检测、虫害防治、

物流快运等行业中，前十大企业的市场份额占比不到 5%，行业分散度高，缺乏规模化、专业化的平台型公司，这为平台组建型并购基金的发展提供了广阔的空间。事实上，在过去 5 至 10 年，并购整合是细分行业市场集中度提升的推动力之一，平台组建型并购基金有望成为未来发展的主流。

二是基于上市公司控制权转让的并购基金将逐步活跃。随着小市值上市公司维持上市的成本占比增加，加之产业竞争压力等问题日益凸显，创始人对被并购的接受程度逐步提高，并购基金可借机取得上市公司控制权，再借助自己的产业能力和金融能力赋能上市公司成长。以美国为例，并购退市的上市公司中，约有三分之二被并购基金收购，或者是创始人/管理团队联合并购基金一起购买；并且一些并购退市的公司在经历若干年变化后又实现了上市，例如戴尔、卡夫亨氏、汉堡王、希尔顿酒店等。在我国，近五年来，A 股低于 30 亿元的小市值公司从不到 50 家已经增长到超过 1300 家；私募基金取得上市公司控制权的案例也开始出现。

三是上市公司资产剥离为并购基金发展创造机会。剥离资产是实现上市公司部分资产退市的方式，其交易活跃度高、涉及金额大。据统计，全球每年至少发生 3000 至 6000 笔剥离资产的交易，总交易规模超过 5000 亿美元，占到全球并购交易额的 20%左右。被剥离资产中约 90%会被产业方或并购基金收购，一些资产剥离后经过整合会再次登录资本市场，例如半导体企业博通、NXP、全球安全软件龙头 McAfee 都是先从惠普、飞利浦、英特尔等巨头中剥离出售后再重新上市的。目前，我国大量上市公司存在多元化经营，随着注

册制改革的深入，资本市场的定价将更加向价值中枢回归，这些多样化发展的企业估值逐步回归，上市公司也会重塑战略、主动剥离资产，叠加上市公司需聚焦主业等政策引导下，未来上市公司资产剥离将成为并购基金寻找并控股合适标的的重要机会。

四是并购基金与上市公司将拓展多元合作模式。在2015年的并购浪潮中，“上市公司+PE”型并购基金一跃成为我国并购基金的主流形式，上市公司与PE合作、通过PE控股上市公司意向标的，可规避并购标的运营整合失败对上市公司的负面影响，有助于解决上市公司在并购交易中的资金筹措问题，帮助上市公司在创新领域寻找第二增长极。但该模式不能完全隔离并购失败风险对上市公司的影响，并购项目的估值和方式存在争议，又很快随着并购热潮的褪去而迅速走冷。未来并购基金将拓宽与上市公司合作模式，一方面，并购基金为上市公司提供并购标的。从美国市场经验看，上世纪90年代末期至今，累计约有70%的并购基金是通过将标的出让给产业方实现退出，而上市公司在产业方中的占比一直在50%以上。有的并购基金围绕上市公司产业所需方向布局，专注某一行业，持有相应标的并对其进行运营赋能后，再卖给上市公司。另一方面，并购基金可协助上市公司取得并购标的。跨国并购中，如果面临地缘政治等问题，上市公司直接收购的难度较大，可以通过并购基金先取得标的。此外，很多创业者在出让控股权时不愿意直接卖给产业竞争方，这时候并购基金就是很好的过渡。对于被并购基金控股规范和治理优化后的企业，产业方也愿意购买。另外，并购

基金还可以单纯地仅作为出资方，为上市公司大额并购提供资金。

三、启示与建议

为活跃并购基金，充分发挥其在培育新质生产力、优化生产要素配置中的功能作用，可推进以下相关工作。

一是完善并购基金运作相关法规制度。并购基金周期较长，涉及对标的企业的控制权获取、运营改造、治理提升等多项关键内容，基金管理作用的发挥需要有较强的法律支撑体系。一些并购基金特有做法如通过其控股的标的进行股权或债权融资、“资本重组化后的分红”等需要明确规则。

二是正确引导杠杆资金参与并购基金投资。为促进并购基金发展、繁荣并购市场，可明确杠杆资金参与并购基金投资要求，加强信息披露监管。对于杠杆率超过一定阈值的基金，可借鉴国际经验要求其以保密电子呈报形式，详细披露杠杆资金来源、资金成本、资金用途、偿债计划、偿债风险评估以及使用了杠杆资金的标的运营和业绩情况。

三是引导险资、养老金等机构投资者合理投资并购基金。并购基金持有标的控股权，深度参与标的企业的实业经营和价值创造，投资风险相对可控。美国经验表明，并购基金是中等收益、中等风险的长期投资基金，是适合险资、养老金优化大类资产配置的资产类别之一。

四是优化银行资金与并购基金合作机制。并购贷款是并购基金重要资金来源。银行与并购基金合作，借助管理人的价值挖掘和价值创造能力，通过出资并购基金将资金投入并购市场，不仅可以优化信贷资金效能，在基础利率下行背景

下，也能为银行提供新的资产配置选择。

五是加强并购基金人才培养。并购基金效能发挥的关键就是对被投标的的管理和赋能。并购基金管理人不仅要有产业知识和行业发展洞见，还需要有运营管理能力。应多渠道加强人才培养、培训和引进工作，提升并购基金从业人员专业素质能力。

【本文为中国证券投资基金业协会课题《我国并购基金发展趋势与效能研究》的成果之四】

报送：会领导。

抄送：会内各司局，各派出机构，各会管单位。

分送：协会会员，理事，监事。