

城投类企业参与上市公司 购并重组应关注的重点

余敏红 ■

城投类企业资产体量大、种类多、行业分布广，拥有诸如城市供水、燃气供应、污水处理、垃圾焚烧等符合资本市场偏好的优良资产，但由于整体资产较重、收益率不高等问题的存在，难以通过IPO实现资产证券化，相较而言，以参与上市公司购并重组的方式实现企业优质资产证券化更为可行。

一、购并重组方式的选择

以控股为目的参与上市公司购并重组的方式主要有买壳和借壳两种。

(一) 买壳

买壳是购买方通过收购债权、出资定向增发股份、现金直接购买上市公司股票等手段取得上市公司控制权的一种投资行为。一般而言，被收购的上市公司业绩较差、筹资能力较弱。按照后续资本运作方式的不同可分为三类：

第一类是取得控制权后维持上市公司经营业务不变，通过除资产重组外的其他方式（如管理团队调整、战略架构调整优化等）改善上市公司运营能力，提高上市公司盈利水平，实现股权增值收益，同时获得资本运作平台。由于不开展资产重组，被收购的上市公司一般与收购方现有业务不构成同业，相当于“购买”了一个全新的产业。对城投类企业而言，一是可以考虑与现有产业链相关的上市公司，如企业有供排水业务便可考虑收

购水处理设施设备或污泥处理类的上市公司以延长产业链，通过产业链整合优化实现效益提升；二是可以考虑收购后续有优势可介入的产业，如企业目前没有固体废弃物处置产业，但随着城市品质提升和配套设施的完善，政府后续极有可能加大这方面的投入，城投类企业在政府关系、资金实力、信誉等方面具有得天独厚的优势，可先收购该类上市公司，为今后的业务延伸奠定基础。

第二类是取得控股权后实施小规模的业务重组，即将小于上市公司总资产、净资产、营业收入100%的存量优质资产置入上市公司，通过置入比上市公司质量更佳的优质资产改善业绩，吸引投资者，既实现存量资产证券化又提升上市公司经营业绩，既获得股权增值收益又收获一个资本运作平台。比如城投类企业下设一个规模较小的垃圾焚烧厂，单体上市不符合IPO条件，可先收购一家环保类企业，将垃圾焚烧厂置入，实现部分资产的证券化，待条件成熟后再将企业优质资产分步置入上市公司。

第三类是取得控股权后实施大规模的业务重组，即置入资产的总资产、净资产、营业收入超过上市公司对应指标的100%，通过大幅提升上市公司经营业绩实现自有优质资产的资产证券化。由于证监会规定取得上市公司控股权后5年内资产发生重大变化，该重组业务视同借壳，借壳上市审核

标准与IPO一致，因此对于第三类买壳行为，可视为分步实施的借壳行为。

(二) 借壳

借壳是通过收购一定比例上市公司股权，同时采用定向增发，以反向收购的方式注入购买方存量业务及资产，实现购买方存量资产上市的行为。一般而言，被购买的上市公司是主营业务发生困难、面临退市或潜在退市可能的公司。被收购的上市公司虽然资产质量差、盈利能力较低，但由于其拥有在资本市场获得资金的资格，故购买方支付的价格远高于被收购公司评估净资产价值。由于借壳上市和IPO审核标准一致，相较于直接IPO，借壳上市相当于额外支付了一笔价值不菲的壳资源费，但其优势在于可以缩短企业上市的时间，实现快速上市。考虑到城投类企业资产多集中于传统产业，市场估值不高，在选择借壳上市时要对必要性和紧迫性进行充分论证，防止为追求上市而支付过多成本。

二、购并重组上市公司应关注的重点

(一) 收购程序的合规性

程序合规是购并重组成功的前提。不同于一般企业的购并重组，上市公司购并重组受《上市公司收购管理办法》《上市公司重大资产重组管理办法》等法规约束；同时，国有企业参与投资收购业务应当遵循《上市公司国有股权监督管理办法》等国资管



图 / 朱珠

理规定,因此城投类企业在购并重组上市公司的过程中,首先应全面了解资本市场和国资委的相关规定,重点关注以下内容:相关法规对被收购方董监高、股东,以及收购方的具体要求;收购方和被收购方需开展的决策程序;需报国资委、证监会审批的内容、材料和申报流程;在购并过程中的信息披露(特别是权益披露)要求,协议转让、要约收购的标准和要求等。

(二) 影响购并重组的成本因素

1. 购买价格。传统的国资收购以评估价格作为依据,上市公司则以市场的交易价格为基础,由于股权转让方要求溢价转让,使得支付的股权价格高于评估价格,因此在收购时,一要选择合适的时机,如可选择在资本市场整体低迷或被收购方出现危机时进行收购。二要参考同类企业的市盈率、市净率,评估收购价格的合理性。

2. 置入资产的权益被稀释的成本。如涉及后续资产注入,其成本除借壳方所付出的现金支出外,还应包括拟置入资产的权益稀释部分。一般而言,壳公司股本规模越小,被稀释的成本

越少。

3. 其他因素。一是壳公司是否隐藏大额债务或法律纠纷,会在一定程度上增加借壳成本。二是控制权取得的难易程度,如果壳公司股权集中,存在实际控制人和控股股东,那么借壳的方案只需考虑实际控制人意愿,沟通成本相对较低。三是企业经营状况,由于壳公司所在行业处于衰退期或公司经营存在困难,则股东层的议价能力会随之下降,转让意愿更强。

(三) 管控能力考验

按照国资管理要求,在取得控股权后,国有企业应委派相关人员主导上市公司的生产经营管理,届时将面临三个方面的考验:一是是否具备可委派的专业经营管理人才,能够在相对短的时间内了解经营实情、提出切实可行的经营对策和企业发展规划,提升公司经营业绩。二是是否具备稳定队伍的能力,在当前严监管的大背景下,将上市公司纳入国资监管体系是否会造成上市公司人才流失乃至业绩大幅波动,如何平稳实现“民营”上市公司向“国有”的转换也将是一大考

验。三是是否具备平衡各方利益的能力。由于持股比例的限制,国有企业作为第一大股东与第二大股东之间的股权比例往往差距不大,如何平衡好与第二大股东之间的利益安排,缩短与老股东之间的磨合期,让老股东认同国有企业的管理理念和管理风格,提升企业管控力,共同提高经营业绩,也将成为国有企业开展购并重组时需考虑的现实问题。

(四) 企业存量资产注入的可能性

城投类企业涉及的资产市场估值普遍不高,目前环境下,置入上市公司的传统资产的合理市盈率为12~15,同时由于国有资产出售价格原则上不得低于评估净资产,在不考虑不动产增值的前提下,置入上市公司资产的净资产收益率应达到6%~8%,且应高于原上市公司收益率(若拥有符合国家新兴战略发展的资产或稀缺牌照资源的资产,则要求的市盈率相对较高,对盈利能力的要求将相对降低)。

(作者单位:杭州市城市建设投资集团有限公司)

责任编辑 张璐怡