



视觉中国图片

变身实控人操盘资本运作 PE买“壳”心潮涌动

□本报记者 吴瞬 李惠敏

PE暗藏“买壳心”

此前盛行的“PE+上市公司”模式中，多数都是以上市公司和PE机构合作成立并购基金的形式存在，其关键是发挥PE的资金优势以及项目培育优势，借助一二级市场的估值差进行获利退出。对上市公司而言，这种合作模式能够不占用或仅占用极少量的上市公司自有资金，在上市公司体外发展新的业务增长点，或者实现业务转型。

但现在，“PE+上市公司”模式可能还会有第二条道路——由PE机构直接控制上市公司。华南一PE机构人士就告诉中国证券报记者：“我们几年前就控制了一家上市公司，这对我们而言，不仅是公司品牌和知名度有巨大提升，我们在后续的投资布局上也可以有更多的施展空间。同时上市公司经营良好，每年分红都能拿到很大一笔钱。其实，我们重点关注的一些项目都是围绕上市公司主业的上下游进行投资，待项目孵化成熟后，就可以逐步装入上市公司。”

正是在这种成功案例的刺激下，越来越多的PE机构认识到直接控制上市公司的好处。今年以来诸多上市公司控股股东面临的股权质押风险以及流动性压力，也给了PE机构介入上市公司的良机。

东方富海拟以12亿元的价格收购光洋股份控股股东100%股权正是近期一个最为直接的案例。光洋股份在回应深交所关注函的公告中也指出，交易完成后，东方富海在稳定并持续做强做大公司现有主业的基础上，将通过优化公司管理及资源配置等方式，全面推进公司的战略性发展与提升。公告中虽未直接表明东方富海后续会将其培育的项目装入上市公司，但业内人士事实上早有共识，市场更是对此早有期待，在11月7日光洋股份公告称公司控股股东正在筹划将其股权转让给东方富海后，光洋股份在后续11个交易日中，股价上涨幅度超过15%。

对此，某创投公司负责人韩明（化名）表示：“一般来说，PE控制上市公司就是为了装资产，但也存在部分PE为当上市公司大股东，将其主营业务做好的可能。目前PE和上市公司合作，不论哪个行业，只要估值、评估、操作等方面合规，均可装入。若上市公司有足够的现金，可以现金收购的方式，该方式不需要监管批准，只需股东大会通过即可；若通过增发股份或换股收购则需监管部门审核。”

在不少上市公司股价大跌以及面临股权质押风险之际，不少PE机构就开始寻找机会介

近日，老牌PE机构深圳东方富海拟以12亿元的价格收购光洋股份控股股东100%股权从而控制光洋股份的案例，再次引发资本市场对“PE+上市公司”这一模式的思考。

近几年来，PE机构控制上市公司案例不少，部分为装资产，部分为做并购变现或其他财务投资等需求。在PE行业竞争白热化以及募资难的双重困境下，能够直接在资本市场融资的上市公司资源越来越被机构所看重，部分PE不仅想参与上市公司的投资，直接控制上市公司也成为一个重要选项。

但是，PE买壳也并不总是一帆风顺。由于牵涉到控制权变更以及可能背后深藏的内幕交易等原因，监管层对这一类交易尤其关注。

在不少人士看来，资本市场的寒冬往往就是PE机构投资的最佳时机。深圳一股权投资机构人士就直接向记者询问：“我们想买个壳，现在有没有质地比较好的上市公司实控人遇到困难想转让股权的？”在这位人士看来，买壳就是为了让旗下投资的项目多一个更好的退出渠道。

深圳另一家PE机构也表示，他们也与纾困国资达成了一定共识，希望合作成立基金帮助上市公司大股东解除股权质押和流动性风险，在这一过程中他们也表示并不排除会通过股权转让而成为上市公司实际控制人的可能。

某业内人士坦言：“此前，PE向上市公司装资产需要很多资金，但现在为了缓解上市公司质押率，不需要这么多资金就能控制上市公司。”

并购重组迎机遇

当前上市公司大股东资金不足，PE才有机会。韩明说：“上市公司不等同上市公司大股东，若上市公司没钱意味着情况较糟或是被ST，但当前很多上市公司有资金，我们接触到的上市公司本身质地不错甚至利润有所增长，

但是大股东资金不够。”

值得注意的是，PE机构如此热衷于直接控制上市公司，不仅是当前上市公司本身显得“很便宜”的这一原因，并购重组市场的变化同样是一个重要因素。“提前布局”上市公司资源更显重要，即使不能直接控制上市公司，但只要在上市公司中有一定的发言权都能为接下来的投资布局带来益处。

某老牌股权投资机构财务负责人张涛介绍：“并购重组放松主要是因为上市公司股价今年以来普遍跌得较多，而质押率又高；另一方面，今年整体经济形势不佳，部分行业中的公司主营业务竞争激烈。为了解决以上问题，PE此时介入并装入优质资产，对稳定上市公司估值有一定作用。”

据了解，并购重组一直是公司外延式发展的重要方式，但由于2015年-2016年，并购重组市场出现众多不规范、扰乱市场的行为，2016年9月证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，新的规定严格限制了“控制权变更”、股份转让等期限，并取消借壳上市的配套融资，并购重组监管趋严。

2018年9月以来，监管层鼓励合理、合规的并购重组的政策密集出台。证监会和交易所自2018年9月以来已经出台包括推出“小额快速”并购重组审核机制等在内的4项具体措施，并购重组市场有望重新回暖。中基协也发文重申，私募股权投资基金可以通过多种方式参与上市公司并购重组。同时，中基协还宣布对参与上市公司并购重组纾解股权质押问题的私募基金、对符合条件的私募基金和资产管理计划特别提供产品备案及重大事项变更的“绿色通道”服务。

“目前，监管部门鼓励上市公司并购，并购重组的确有放松的迹象。”韩明表示，“此前需要监管部门审核，并且是从严审核，包括价格、资金等具体方面均需严格审核。但当前因鼓励上市公司改善自身情况，对交易行为有所放松，但合规方面并未放松。原来压制较严时，审批较慢或不予审批，类似IPO。当前鼓励再融资，即改善上市公司质地，而只有通过装入优质资产方能改善，此类行为是当前较为鼓励的。前段时间监管部门下发警惕商誉减值的通知，对交易规范要求未变。”

在张涛看来，PE投资项目通过并购上市主要有几方面影响：“一、项目可通过二级市场募资，二级市场募资好处是资金时间相对更长，投资项目可更关注项目本身，部分优质项目需要更长期的时间；二、实际上，早期PE投资者均为了高回报进行投资，通过项目直接上市对出资者来说有更好的退出渠道，能缓解其流动性问题。”

题，亦能调整投资者心态；三、从项目本身来看，当前项目退出仍以IPO为主，但IPO政策并不稳定，监管介入较多，企业上市周期较长。”

成效尚待检验

虽说PE选择在当前节点介入上市公司是“天时地利人和”，但控股权变更牵涉到监管层、上市公司原大股东、普通投资者以及未来装入的项目等多个方面，任何一个方面出现问题都可能让PE机构焦头烂额，上市公司后续的经营能否好转更是一个未知数。

2018年，被一家PE机构入主的上市公司就拟筹划重大资产重组，该PE也表示希望通过上市公司这一平台进行产业链上下游整合。但是，这一重组却遭遇交易所三次问询，涉及其资金来源、控股股东将其股权全部质押等诸多问题，最后在今年9月不得不宣布终止重大资产重组，可谓一波三折。

对此，韩明表示：“有些PE在装入资产时一波三折，实际上可能在装入资产的合规、评估等方面存在问题，目前有些资产是不允许装的。比如文化产业、影视方面，现阶段监管较严，若此前未涉及相关资产，现在是肯定不能装的，类金融公司若将自身当资产装入亦不被允许。”

张涛认为，从PE角度来看，控制上市公司目的是为了装资产，但PE所投企业质地有不同等級，质地好的企业并不一定愿意被装入资产；而中等质地企业有一定运作空间，PE机构普遍会将子行业内的企业进行组合，整体资产质量不错，因此获得更好的融资能力，将质地较差的企业装入则存在一定风险。同时也存在野蛮生长、利益冲突的情况。

另一个需要关注的问题是，PE机构可能存在盲目“捡便宜”而冲动买壳的情况。在很多人看来，当前一些上市公司股价大跌而股价显得“很便宜”肯定有其原因，市场定价从来不会错误。前述深圳PE机构就坦言，有些上市公司股价即使跌了50%其实还是很贵，可以在很多方面都有理不清的问题，PE机构盲目买壳可能掉入“陷阱”，因为在严监管、退市新规等政策下，一旦上市公司出现退市的可能，PE机构本身可能就万劫不复。

从目前趋势来看，缓解上市公司质押问题需要更多的PE机构进入。韩明表示，一方面，部分上市公司大股东变为PE机构或某PE机构管理的基金，未来PE机构需承担大股东的相关责任；另一方面，更可能的是，更多的PE机构成为上市公司的二股东或前几名重要股东，此后通过资本运作或并购改善上市公司运营的合作会更多，亦是监管部门的鼓励方向。