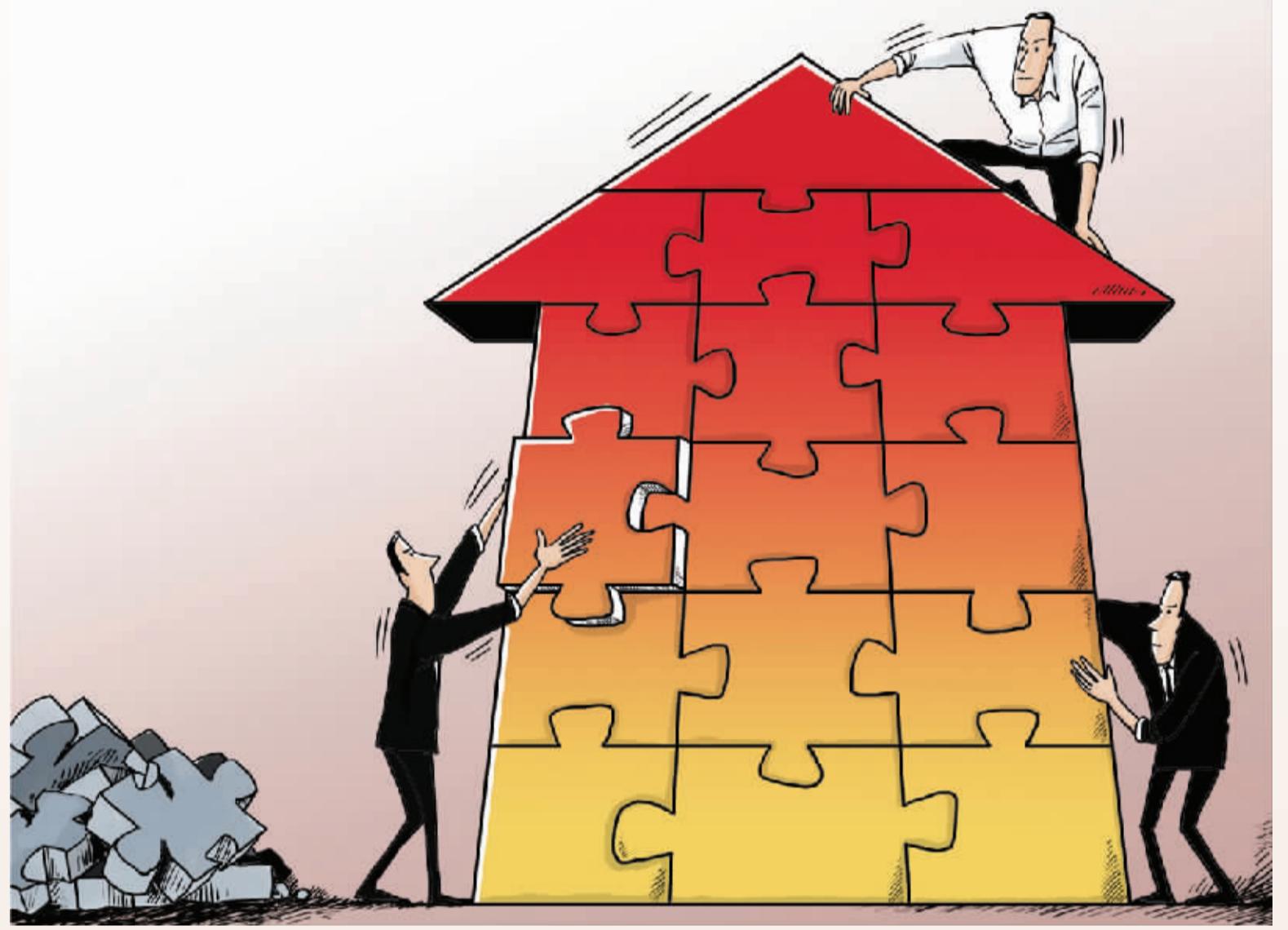


“僵尸基金”大量出现 内幕交易时有曝出 “PE+上市公司”模式热潮背后困惑迭生

□本报记者 黄淑慧 徐金忠

自2011年以来，“PE+上市公司”并购基金模式席卷A股市场，并发展成为并购的主流模式之一。Choice数据统计显示，5年来上市公司参与设立的并购基金达700多只，即便是今年市场持续震荡的情况下，亦有上百家上市公司公告与私募机构成立并购基金。

在一波波的热潮之后，这一模式也给市场各方带来困惑，大量“僵尸基金”长时间没有实际运作，一二级联动套利模式暗藏利益输送风险，内幕交易时有曝出。在并购重组监管趋严的背景下，对并购基金的监管也在升级。今年以来，多家上市公司接到了交易所的问询函，“PE+上市公司”模式涉及的问题被重点关注。未来这一模式将走向何方，引发市场各方关注。



CFP图片

监管升级

从近期上市公司发布的公告看，“PE+上市公司”模式热潮仍在持续。国庆假期以来，赞宇科技、圣阳股份、任子行、罗牛山、新兴铸管、南威股份、广生堂、盛达矿业等多家上市公司先后公告，与私募投资机构合作发起设立产业并购基金。其中，南威股份、任子行两家公司同时设立了两只基金。

与此同时，多家上市公司因旗下并购基金收到了交易所的问询函。9月底，转型影视文化的浙江广厦公告，公司拟作为有限合伙人（LP）认购深圳前海盛世云金投资企业（有限合伙）的基金份

额，并通过并购基金增资上海路画影视传媒有限公司（简称“路画影视”）。上述公告引来上交所的火速问询。上交所注意到，小米科技旗下的天津金米投资合伙企业（有限合伙）持有路画影视5%的股权，但小米入股估值较低，要求浙江广厦补充披露天津金米入股路画影视的时间，并比较对价差异，说明原因。同时，上交所还对路画影视在连续两年业绩亏损的情况下，今年600万元业绩承诺能否兑现等问题表达了关注。

而对于利欧股份、万润科技的问询，深交所关注利欧股份并购基金由关联方

利欧数娱担任执行事务合伙人是否有利于提高公司的独立性和避免同业竞争，以及并购基金拟投资领域的具体情况等；深交所要求万润科技就并购基金合作投资事项是否可能导致同业竞争或关联交易作出补充说明。

2015年9月，上交所发布《上市公司与私募基金合作投资事项信息披露业务指引》；深交所同日亦发布《中小企业板信息披露业务备忘录第12号：上市公司与专业投资机构合作投资》。之后，交易所对“PE+上市公司”模式的并购基金频发监管关注函或问询函。其中，欣龙控

股等公司因劣后级风险问题受到过关注，文化长城、中科曙光、星期六等公司均因并购基金长期无进展受到关注。

锦天城律师事务所冯成亮律师指出，目前对上市公司与私募基金合作设立并购基金的监管，主要是证券交易所的信息披露要求。通过加强信息披露要求，防范利益输送、内幕交易、市场操纵、虚假陈述等违法违规行为。从交易所发出的问询函看，并购基金投资领域与上市公司主营业务是否存在协同效应、投资失败或亏损的风险、内部管理风险等也是重点关注领域。

诉求不一

交易所问询函可谓是一面镜子，折射出“PE+上市公司”模式5年来所暴露出的种种问题。

其中，并购基金“雷声大雨点小”广受诟病。很多并购基金在成立之后鲜有动作，成为“僵尸基金”。中国证券报记者不完全统计上市公司公告情况发现，仅今年公告成立的并购基金，目前大多数没有更进一步的动作。“（并购的）台子搭起来，并不着急着唱戏”，有上市公司董秘直言。

前海九派资本李浩成指出，很多并购基金成为“僵尸基金”无法落地的原因涉及多个方面。首先，上市公司成立的“并购基金”是以交易为前提，如果资产的买卖双方能够达成充分共识，可能上市公司通过股票和现金就直接成交了；其次，在并购监管趋严的情况下，利益相

关方通过并购基金实现“倒手差价”越来越难，关联方资产收购溢价的空间小。交易双方利益诉求不完全一致，未来不可能成为主流；第三，因出资人的心态和资金属性差异，PE机构和上市公司在产业基金的投资方向、投资阶段上可能存在分歧。第四，PE机构想通过和上市公司成立基金投资锁定退出通道，可能只是一个看似美好的想法。在上市公司不可能对基金所投资标的的退出方式和退出价格进行承诺和兜底情况下，退出本身存在较大的不确定性。发展好的标的可能并不需要并购锁定退出，而发展不好的标的，上市公司没有兴趣，也没办法承诺一定收购。从收益最大化的角度看，产业基金所投项目通过IPO退出仍然是实现收益最好的方式。在这一点上，PE机构与上市公司提前锁定标的初衷并不

完全一致。另一方面，上市公司的并购诉求也存在变数。如硅谷天堂和大康牧业并购基金所投资的项目，后因大康主业转向肉牛养殖而引起双方分歧甚至对簿公堂。

除了上述因素之外，在上海凯石益正合伙人俞铁成看来，有些PE一口气和十几家上市公司成立并购基金，行业跨度十多个行业。实际上，PE的能力难以覆盖到这么多行业，心有余而力不足，导致预先设定的目标很难实现。

除了“僵尸基金”受到市场各方高度关注外，由于PE深度介入上市公司投资运作，对上市公司经营情况也更了解，可能滋生内幕交易、利益输送等问题。今年年初，作为“PE+上市公司”模式的开创者，硅谷天堂子公司天堂硅谷内部工作人员及其客户、亲属内幕交

易受罚，所利用的“内幕”正是天堂硅谷与上市公司的合作信息。这在当时引发了市场极大震动。

在“PE+上市公司”模式中，还有一些PE采取的模式，是与上市公司合作进行投资和并购的同时，以多种方式成为上市公司的大股东进而分享上市公司市值成长的收益，即通过“一二级市场联动”获取收益。在这种模式中，可能存在的利益输送、股价炒作也成为市场的疑点。有机构风控人士直言，这种所谓的“一二级市场联动”触到了监管红线。上市公司股东且提前知晓相关并购，又是并购交易的交易对方，“哪怕有所谓的时间差作为洗清嫌疑的借口，但是监管高压下，谁又能保证能成功。刀口舔血风险大，监管红线摸不得”。

走向何方

监管升级正在考验上市公司并购基金是“真情实意”，还是“暗度陈仓”。未来这种模式将走向何方？

俞铁成表示，总体而言，A股中小市值上市公司市盈率偏高，而不少上市公司账面上现金充裕，急切想要通过找到优质并购项目来消化高估值压力，预计并购基金的设立热潮仍将持续。

私募机构人士表示，从中短期来看，当前各金融机构多在加大对并购

基金投资的支持。其中，保监会相关政策明确，“保险资金可以投资设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构，专业保险资产管理机构可以设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金”。《证券公司直接投资业务规范》等规定券商直投子公司及其下属机构可以设立和管理并购基金，这为券商系并购基金的设立提供了监管依据。而商业银行对并购基金的投资机会也在纷纷试水。

但从PE的盈利角度来看，“这条路看似热闹，其实未必真的特别宽。”由于参与并购基金多数是上市公司而非上市公司大股东，部分公司还占到了主导地位。由并购基金将并购标的出售给上市公司，某种意义上实则是“自己向自己收购”，既因为构成关联交易而导致买卖差价难以实现。PE可能只是挣到了点名气，难有可观盈利。

另外，A股市场持续震荡，市场估值中枢下行的压力下，很多并购基金的好消息。

记者观察

产业逻辑是并购基金实现价值的关键

□本报记者 黄淑慧

经历五年的爆发式发展，“上市公司+PE”模式已成为国内并购基金的主流模式。但在具体实践中，这一模式所暴露出的问题逐步浮现，需要市场各方共同甄别，矫正“异化”，回归本源，让并购基金更好地服务于实体经济的转型升级。

作为中国资本市场的独特创新，“上市公司+PE”模式既契合了上市公司因主业增长乏力等原因寻求外延扩张的迫切需求，又解决了PE机构在IPO排队背景下退出难的问题。在此背景下，这一能够实现资源双方优势互补的模式蔚然成风，也的确成为了一些上市公司产业并购的助推器。

但在这一模式持续高热的背后，业内人士也在不断提出“冷思考”。比如，“僵尸基金”泛滥就饱受诟病。诚然，部分并购基金“雷声大雨点小”是由于资金募集难、项目寻找难等原因，导致实际成交和落地项目不多。但也不排除一些上市公司与PE设立并购基金的动机并不纯粹，就是一场炒作“共谋”。上市公司视并购基金为“速效药”，借产业并购之名，有针对性地释放利好，甚至是“制造资本故事”，行市值管理、炒作股价之实。在这一方面，A股一些上市公司对“市值管理”概念的理解存在误区，资本运作和并购过于急功近利，反而忽视了企业的长远发展。

而对于PE而言，一些PE为了追求名气，或者借助上市公司“背书”解决募资、退出等问题，无视自身在某些行业并不具备充足的项目甄选和投后管理能力，以冒进速成的方式与十数家上市公司成立并购基金，因而导致并购基金后续迟迟难以推进。

与此同时，在一些“上市公司+PE”并购基金案例中，上市公司与PE方不仅合作设立产业并购基金，PE还通过大宗交易、二级市场购买等方式成为上市公司的股东，或者与拟并购标的之间有着千丝万缕的联系，其间复杂而隐秘的利益链容易滋生内幕交易、利益输送等问题，个中细节是否会伤及小股东利益，仍有待商榷。

对于并购基金实践过程中的“变形”现象，监管层的关注度也在提升。这对于厘清并购基金的初衷和使命具有重要意义。从根本上而言，基于产业逻辑的并购才是并购基金正确的打开方式，投资的本质是价值发现、价值提升到最终价值实现的过程，新兴行业龙头借助并购实现更快成长，是并购的核心价值所在，股价上涨只是与之伴生的副产品。“产业为本，资本为器”，并购基金的盈利应当通过标的企业的价值挖掘和提升，进而帮助并购方改善经营业绩来实现，而不是单纯依赖上市公司收购为退出渠道，或者通过一二级市场简单套利来获取收益。

炒作概念、拼凑利润、资本套利等玩法，即便能带来一时的收益，也终究将昙花一现，不具有可持续性。从上市公司角度而言，首要应该考虑的不应该是并购对股价有多大刺激，而应当以基本面改善为出发点，寻找能够产生协同效应和新增长点的标的。全球范围内，并购的成功率历来不高，只有寻找到合适的标的，并推动后整合，才能确保并购真正提升价值而不是摧毁价值。从PE角度而言，并购基金红利一定来自于产业整合的长远价值，通过这一点才能在并购基金运营中与上市公司形成合力，最终实现双赢。

上市公司并购业绩参差不齐

□本报记者 徐金忠

进入公司合并报表范围。因合并范围扩大，促使公司本期利润指标较上年同期调整前数字大幅上升。收购资产并表大幅提升了公司业绩。

部分上市公司并购业绩不及预期。以双成药业为例，公司前三季度业绩预告修正公告显示，1-9月净利润亏损额将超过两亿元。公司去年揽入的杭州澳亚生物技术有限公司盈利不及预期，导致上市公司股权投资减值损失。

谨慎看待“两高”并购

虽然上市公司并购资产产业绩表现不一，但高估值、高业绩承诺的“两高”并购屡屡出现。

统计数据显示，2016年第三季度并购市场共完成交易768起，披露金额的并购案例总计582起，涉及交易金额3010.22亿元，平均并购金额为5.17亿元。而Wind数据显示，截至三季度末，A股市场共发生并购535起。其中，已完成164起，涉及资金4614.07亿元。并购市热持续。

在这一轮并购热潮中，高估值、高业绩承诺的“两高”并购案例备受市场关注。以丰东股份为例，公司表示，拟作价18亿元收购方欣科技，介入财税互联网领域，同时拟募集配套资金不超过12亿元。公司此次高估值并购源于交易对方的高业绩承诺，不过与方欣科技历史业绩相比差距较大。当前，监管部门对“两高”并购监管力度趋严，近期频频发出问询函，要求相关上市公司说明其交易的合理性。

“上市公司并购成功者，失败者甚至业绩被拖入泥潭者也不在少数。上市公司并购需要评估相关风险，谨慎‘落子’。”券商投行业务人士提醒。