

在上市公司所处行业内进行投资,完成对上市公司上下游产业链的整合;另一方面,就是上市公司仅仅作为财务投资人,和上市公司买房一样,仅仅是为了日后出售来获得投资收益。

### 市场争议

在“上市公司+PE”这一模式存在和发展的过程中,市场上始终存在不同的声音,有两个意见比较具有代表性。

一方面,有人提出“上市公司+PE”模式是

等待期,风险资金选择“上市公司+PE”模式,为日后资金退出增加一个“保底”方式,也是可以理解的。

7月初,证监会原主席肖钢在一次论坛上表示,“现在非常欣慰地看到,IPO不停发了,即使市场再困难也没有停发,这是很不容易的。”这无疑近些年来国内资本市场的重大进步,但也说明,既然市场有正常的PE退出渠道,为什么还要走“上市公司+PE”这个模式呢?

另一方面,“上市公司+PE”模式在实际运作中,也出现了很多争议,上市公司金字火腿的例子就十分典型。

2010年,主营火腿、低温肉产品为主的金字火腿成功登陆中小板,但随后金字火腿却选择了多元化经营的道路,入股煤矿、网商行业和新能源,都是当时的市场“热点”。虽然上市公司表示这些大多是财务投资,但其与PE机构中钜资本的合作却是实实在在的。

根据当时披露的信息,2016年7月,金字火腿宣布以自有资金4.3亿元受让中钜资本43%股权,跨界布局大健康产业。同年底,中钜资本再次获得金字火腿增资1.63亿元,持股比例由43%提升到51%。随后,中钜资本开始在大健康产业一展拳脚,先后并购科技公司、数据公司等。

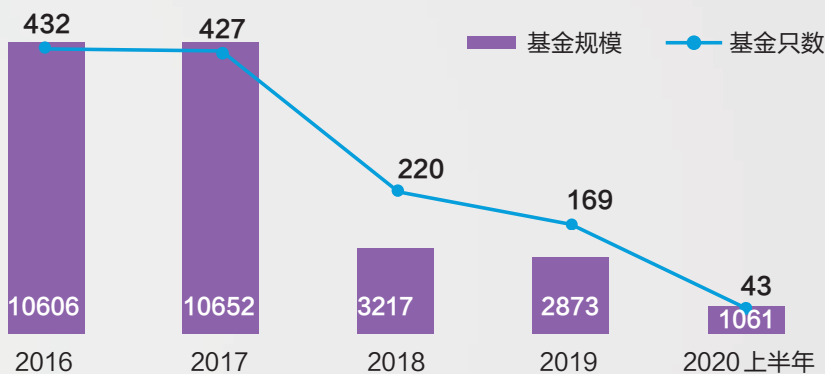
但2018年11月28日,金字火腿发布了关于《深交所关于对金字火腿股份有限公司的重组问询函》的回复的公告,“中钜资本经营业绩未达预期,上市公司在业绩承诺期内出售中钜资本股权是必要举措。”

在上述过程中,不少市场人士就质疑金字火腿最初高溢价收购中钜资本“不明智”,资本运作的意味太浓。但事后看,不仅仅是金字火腿没赚到钱,中钜资本也承受了巨大的资金压力,显然是一场“双输”。

前不久,金字火腿负责人在谈到企业发展时说,前期公司进行的一些股权投资类项目,基本上都是财务性投资,主要是为了获取财务回报,2017年已经全部剥离。与中钜资本的合作,是为了发展双主业,出发点是为了公司的发展,2018年末已经完成股权出售,“下一阶段,我们将由火腿企业向肉类企业发展,从火腿细分行业进入肉制品、肉类大产业,扩大市场空间和发展维度。”

因此有投资者调侃,在外面转了一圈之

## 2016-2020年上市公司参与PE情况



来源:清科私募通 中金公司财富研究 制图 孙立

后,金字火腿终于重操旧业,再度开启“卖肉生涯”。但机构投资者注意到的是,“上市公司+PE”并不一定能取得1+1大于2的效果。如果上市公司在行业内有话语权,并购能力强,其实没有必要通过产业基金来做资金杠杆。同理,对头部PE机构来说,也没必要通过上市公司来为日后资金退出“留后路”。

简单来说,“上市公司+PE”很容易成为弱者的抱团取暖,这也不符合政策初衷。

### 新的起点

清科研究中心私募通的数据显示,2016年至2020年上半年,上市公司参与的私募股权基金的数量与规模整体呈下降趋势。

如果我们把时间细分,2018年因为国内金融整体环境影响,当年获得上市公司参与的私募股权基金数量同比大降48.5%。今年上半年,受疫情等多方面因素影响,上市公司参与私募股权投资的积极性进一步下降,仅有43家上市公司选择投资私募股权基金。

根据清科研究中心的统计,上述43家股权投资基金中,上市公司作为纯财务投资人的有6只基金,专业投资机构作为管理人的有4只,余下的33只“上市公司+PE”产业基金中,仅有5家上市公司承担了管理人或Co-GP的角色。

“现在,这个市场越来越专业化了。”一位PE资深从业者告诉新金融记者,现在一级市场比较认可的赛道,就是医药、TMT和互联网,“如果你查一下2019年PE投资领域,这三个行业肯定是前五位的。”

另一组数据也显示,2016年至2019年,医药生物行业公司参与私募股权基金数量都是第一名。“考虑到今年的疫情,我感觉

医药生物行业还会保持高增长。”上述PE资深人士告诉新金融记者,“当前市场有个共识,未来10年是成熟公司不断提高、完善自我的过程,也就是大家常说的强者恒强。”具体到“上市公司+PE”这个模式,将成为行业龙头整合产业链上下游的利器。

截至2020年上半年,参与PE基金的上市公司,48%的公司市值在100亿元以上,而市值在30亿元以下的上市公司只有10%。简单来说,“上市公司+PE”这个模式将进一步促进市场的集中度。其实这也不难理解,大市值上市公司说明其盈利能力更强,货币现金更充裕,有向产业链上下游布局的需求。另一个数据也显示,参与PE基金的上市公司,94%在基金设立当年处于盈利状态,而且平均净利润为24%,明显高于A股上市公司的平均水平。

当前,从政策层面看,管理层对“上市公司+PE”这种模式还是支持的。2019年10月份并购重组新规出台,取消了重组上市认定标准中的“净利润”指标,缩短“累计首次原则”计算期间至36个月;恢复重组上市配套融资,重点引导社会资金向具有自主新能力的高科技企业集聚等。

在市场人士看来,上述规定都说明管理层鼓励PE机构通过参与定增、协议转让、大宗交易等方式,购买已上市公司股票,参与上市公司并购重组。

但需要指出的是,管理层绝不是鼓励类似乐视、暴风影音这样的题材炒作,而是真正希望让PE机构通过产业并购“反哺”上市公司,帮助龙头企业进一步做大做强。

如果从这个意义上说,“上市公司+PE”模式的关键并不在于数量,而是在于质量。

## LP2,LP3,...

### 项目三

在国内多层次资本市场建设不完善,A股IPO市场暂停的大背景下才出现的。

从时间线上可以看出,2011年证监会发布《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》,以“鼓励上市公司以股权、现金及其他金融创新方式作为兼并重组的支付手段,拓宽兼并重组融资渠道,提高兼并重组效率”;2014年,《上市公司重大资产重组管理办法》又“鼓励依法设立的并购基金、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等投资机构参与上市公司并购重组”。

但应该注意到,在上述两个政策推出的时间段内,即2012年10月至2014年1月,正是A股历史上最长的IPO空窗期,时间跨度长达15个月。显然,经历了漫长的