



【锦心绣口】

建议进一步完善相关规则,更多赋权股东大会对交易的审议把关,为此应大幅降低股东大会对关联交易、非关联交易的审议门槛。



【环宇杂谈】

养老需要考虑很多事,当金钱支持最重要时,就该考虑资产来支撑,说服父母放弃传统观念,“租房也可以养老”。

【大势研判】

央企控股上市公司从促进行业创新发展、打造原创技术策源地的角度出发,技术成果转化的应用可以有效充实企业科技创新元素、增强科创属性,使其在资本市场获得更高的认可度及估值水平;被并购的科创企业转化亦需要具备强大产业基础和稳健财务状况的平台,方能有效承载并进一步以业务和资本推动其发挥产业价值,从而实现双向赋能,优势互补。

上市公司交易行为应主动接受股东监督

熊锦秋

11月30日,上市公司爱尔眼科发布公告:拟收购唐山爱尔、衡水爱尔等7家医院部分股权。公告称,本次交易不构成关联交易,有市场人士对此有不同看法。笔者认为,对是否构成关联交易存疑的,上市公司可当关联交易对待。

据公告,爱尔眼科此次交易对手有两家,包括拟从南京爱尔安星(有限合伙)手中收购四家医院51%以上股份,拟从湖南亮视晨星(有限合伙)手中收购三家医院69.9%以上股权。不过,爱尔眼科旗下两家全资子公司,分别持有南京爱尔安星和湖南亮视晨星各19%份额,由此引发关联交易的质疑。

所谓关联交易,是指上市公司或其控股子公司与上市公司关联人之间交易,关联人则包括关联法人和关联自然人。本案关键问题是,南京爱尔安星、湖南亮视晨星是否属于爱尔眼科的关联法人。

按股票上市规则,关联法人包括直接或者间接控制上市公司的法人或者其他组织;上市公司的关联自然人(上市公司自然人大股东、董监高等)直接或间接控制的除上市公司及其控股子公司以外的法人或者其他组织;根据实质重于形式的原则认定的其他与上市公司有特殊关系,可能造成上市公司对其利益倾斜的法人或者其他组织等五种情形。最后一种情形为兜底条款。需要指出的是,合伙企业不是自然人,也不是法人,但应属

“其他组织”。

综合来看,上市公司的关联人,主要是与大股东、董监高有关联的企业或自然人,上市公司本身持股企业,即使被其控制,一般并不构成上市公司的关联人。本案爱尔眼科的两个交易对手(合伙企业),虽然上市公司通过子公司持有其一定份额,但在不考虑上述兜底条款情形下,或并不属于上市公司的关联法人,本次交易或不构成关联交易。

不过,上市公司或其子公司参与入伙的合伙企业,是否属于前述关联法人的兜底情形,还是需视情况而定。兜底情形的范畴或许比较广泛,三两个合伙人共同出资、合伙经营、共享收益、共担风险,形成紧密利益关系,上市公司基于与其它合伙人这

种合作关系,背靠上市资源,也不排除与合伙企业交易时出现利益倾斜。从这个角度来看,合伙企业也不能完全排除构成关联法人兜底情形的可能。

之所以要甄别认定关联交易,一个主要原因是为了防止交易行为裹挟不当利益输送。按规定,上市公司与关联人发生的交易金额超过3000万元且占公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的,应当提交股东大会审议,且关联股东应该回避表决;显然,其中认定关联交易是基础,由此才能谈发挥股东大会把关作用。

有些上市公司净资产规模较大,即使交易规模达到3000万元以上,也未达到其净资产的5%,也即目前对关联交易强制要求股东大会审议的门槛

还太高;何况相当多的交易还不构成关联交易,对非关联交易,需提交股东大会审议的门槛就更高。资产收购、股权投资,即使是小量交易,也会积少成多,如果不能确保交易作价公平性,上市公司利益也容易遭受损失。

对上市公司交易行为最有监督动力的,无疑是广大投资者,建议进一步完善相关规则,更多赋权股东大会对交易的审议把关,为此应大幅降低股东大会对关联交易、非关联交易的审议门槛。实践中对是否构成关联交易存有疑问、把握不准的,上市公司或应当作为关联交易来看待、主动避嫌,将交易主动提交股东大会审议,这样将赢得股东等相关方面的更大信任。

(作者系资本市场资深人士)

盘活住房资产 让父母体面养老

李宇嘉

在《我没有时间悲伤也不想死亡》一书中,90岁的智慧老人莉西亚·菲尔茨说:愿每个老人有体面、不焦虑,像莉西亚一样坐在星之舟享受整个星空。养老如同一座山,压在所有人头上,对于高龄老人越来越多的中国来说更是如此。体面养老有三大条件:有足够的财富支配,居住在熟悉的环境,有直系亲属的照料。这其中,房子是能将这三者链接起来的关键。

讲一下我本人的案例。年届75岁左右的父母,告别常年的乡下劳作,搬来城里养老。已定居在南方的我前几年给他们买好了养老的房子,但二老始终无法适应商品房社区和电气化、智能化的生活模式,饮食起居存在一些障碍。好在姐姐和妹妹也在同一个城市里工作,方便照顾他

们。但是,妹妹要上班,又要照顾小孩走读,照看父母的任务更多落到了刚退休的姐姐身上。

生活总有不如意。姐姐家住得远,她还要给姐夫及刚参加工作的外甥女做饭,跑来照顾父母着实辛苦。于是,想到一个解决办法,姐姐把她的房子卖掉,我把父母养老的房子卖给姐姐,然后在同一个小区给父母租一套房子。这几年,三四线城市房价跌了,但还在高位,而租金却很低廉。即便一次性付完10年的租金,手上还有一大笔钱。这样,父母可以体面养老了。

重要的是,这一联动还解决了N个问题,首先,就是姐姐和父母家隔的近了,正所谓“一碗汤”的距离;其次,姐姐家老旧的楼梯房置换为较新的电梯房,这样倒腾就把未来价值损耗更快的资产处理掉了;再次,姐姐腿脚不方便,上下楼提费劲,这么操作也了却

了她换电梯房的愿望;最后,父母还在这个小区,自己的子女就在附近,心理上也比较舒适。

房地产火热的那几年,老家很多人都以拥有两套或多套房为荣,两三代人的积蓄积淀在不动产上,甚至还有大量债务。但是,除少数旅居目的地外,大部分内地三四线城市租赁不活跃,空置率很高,除了“我有产”的心理满足之外,房子的实际效用很低。一线城市租售比在1%~2%,内地三四线城市则低于此,父母所在小区租售比不到0.5%,自住之外持有房产很不划算。

租金是由租客的实际收入决定的,而房价则是由过去狂热的买房热情、加杠杆所推高的。尽管三四线城市楼市开始回调,但由于交易低频、投资性抛盘少、自媒体不活跃,市场对价格认知有偏差,信息鸿沟导致实际售

价并不低。但这几年就业形势不好,租金下跌比较明显,租房变得划算,100平米的商品房每月租金甚至低至几百元,卖掉商品房以租房养老是不错的选择。

这些年,有关住房支撑养老的传统和设想很多,比如“以房养老”(反向抵押)、卖房换取养老床位、子女给父母养老(房子留给子女)、居家自我养老(请保姆)等,实践中有很多障碍,很难兼顾到体面养老的三个条件。根本问题在于传统观念制约,比如房子要给予子女、房子会增值、老人要居住在熟悉的环境中等。但是,地产形势彻底变了,观念也要变。

比如,前面讲的租房更划算,比如房价不再上涨,比如经济形势压力大,子女就业收入难以维持,比如国家鼓励养老“第三支柱”(本质上是养老提前储蓄)等。将这几个养老的新

问题结合起来看,我们须以全新的视角对待住房在养老中的作用。特别是,在商品房价格还在高位的时候,从资产效用价值(而非有产的满足感)入手,最大化房产在养老中的实际作用。

也就是,养老需要考虑很多事,当金钱支持最重要时,就该考虑资产来支撑,说服父母放弃传统观念,“租房也可以养老”。过去,租期不稳定、房东卖房、不愿租给老人等制约了租房养老。未来,房子多如牛毛,可能卖不掉,出租也不易,长租估计会受到很多业主欢迎(总比空着强,有人帮你缴物业费、供暖费)。未来,养老投入会越来越大,也是一个家族的事情,就应该考虑如何盘活手上资源,最大化其对养老的支持,而非守着房子无法体面养老。

(作者系广东省住房政策研究中心首席研究员)

政策利好叠加内生需求 央企并购业务提速

逢淑学 王培浩 刘英蒙

新一轮国企改革提升行动已启动,其重要任务是优化国有经济布局 and 结构,做强做优做大国有资本和国有企业。要实现这一目标,并购重组优质企业以及通过资本市场进行资本化将是重要手段。

2023年6月,中办国办联合印发《国有企业改革深化提升行动方案(2023—2025年)》,标志着继国企改革三年行动之后的新一轮改革正式启动。新一轮改革以服务国家战略为导向,以提升国有企业核心竞争力和增强核心功能为重点,构建新发展格局中的科技创新、产业控制、安全支撑作用,推动国有资本和国有企业做强做优做大。为实现这一目标,尤其是在进入战略新兴产业、提升科技创新能力、提升产业控制力方面,对于优质项目的并购发挥了重要作用。目前,央企并购重组有三种主要方式:一是吸收合并,即同一产业链上下游的整合,这有利于强化协同效应,优势互补,完善产业链,实现补链延链强链的作用。二是战略性重组,即同一领域内的两家或多家龙头企业强强联合,此方式有利于企业高质量发展,增强企业国际竞争力。三是专业化整合,这也是央企在2022年起并购重组的重点方向,即企业通过资产重组、股权合作、无偿划转等方式,打破边界,解决国有资本分散布局问题,实现聚焦主业做优做强。

根据万得数据显示,2020—2022年国企改革三年行动中,央企年度并购重组金额保持在2000亿元左右。今年以来,A股市场并购重组尤其活跃,企业并购交易意愿大幅提升。截至目前,今年已有超过150家A股上市公司首次披露重大重组事件,相比去年提升40%,央企成并购重组市场的主力军。

从股市生态的演变与政策的适时调整中,可以看到并购重组的新动向。2013—2015年的并购重组井喷期

之后,借壳上市的数量在最近几年开始下降,2021年之后全市场仅有14家公司推出借壳上市预案,其中还包括江山股份、中电电机、弘宇股份等公司借壳失败。2023年以来,仅有路畅科技、日播时尚、大连热电3家公司推出借壳预案。

借壳上市的数量和前几年相比减少幅度较大,一是因为注册制推行后,企业借壳上市动力不足;二是相比IPO审核,借壳上市审核更加严格,一般的借壳方案很难通过。未来企业独立上市难度加大且时间周期变长,通过并购重组等方式,绕道实现资本化的诉求会越来越多,预计未来2-3年上市公司并购重组的数量会显著增加。

自2019年分拆上市相关规则发布实施以来,累计已有逾百家A股上市公司发布相关公告,其中,央企占比约一半。央企普遍上市较早,存在主业多元、估值偏低的现象,通过分拆上市,有助于优质资产独立上市,带来价值重塑。同时,央企具备分拆上市的自然优势,资产质量相对优质、财务状况良好、公司治理规范性较强,能更好满足分拆上市的要求。

对于分拆上市,独立性是审核重点,自2019年至今,已有20余家公司宣布终止分拆上市,市场环境变化导致业绩不达标是分拆上市失败的主要原因。为了提高分拆上市的规范性,《上市公司分拆规则(试行)》对分拆上市的独立性作出了全面而明确的规定,要求上市公司分拆应当就部分事项作出充分说明并披露,包括本次分拆后,上市公司与拟分拆所属子公司在独立性方面不存在其他严重缺陷等。

综上所述,未来2-3年,在既不与大的政策背景相悖,又能活跃资本市场的框架下,并购重组是优化资源配置、激发市场动力的重要途径。证监会也在监管问答中给出了明确指引:推动央企上市公司并购重组整合力度,将优质资产通过并购重组渠道注入上市公司,进一步提高上市公司质量。

当前许多央企以打造第二增长曲

线、实现产业转型为目标,组建了一批产业创新平台。这些新设立的央企科创类公司需要通过并购手段实现产业布局和自身造血双重功效,因此需要重点寻找处于相对成熟阶段、营业收入规模较大、具有一定规模的稳定净利润、现金流良好的财务稳健型企业进行控股并购,一方面可以有效控制投资并购的风险,另一方面也可以依托被投企业稳健的财务状况承载一定前瞻性业务的探索。

在并购标的选择上,已经具有明确IPO计划和实质进展的企业将较难具有机会实施并购。首先,由于企业股东对于财富通过上市实现具有相对较为明确的预期;其次,被央企控股后,企业的管控模式将会在根本上进行改变且原有的上市计划和进展会明显延缓。对于在资本市场上尚未有动作的企业,将具有较好的并购机会。一方面因为处于该阶段的企业实际控制权更不会影响未来上市计划的进程,另一方面央企的控股可以通过产业协同、资本助力和规范管理等方面提升企业的综合实力(包括经营能力、财务水平、研发能力及治理水平等),大幅增强企业上市预期,激发管理团队的动力并提振原股东的信心,共同推动企业发展,双方可实现共赢。

在实施方法上,建议并购方对战略定位中重点关注的赛道进行充分研究,梳理出产业链中现阶段发展相对成熟的环节,并在其中挖掘具有较大规模且财务稳健的企业,拓展控股并购的机会。但是,企业从被并购完成到最终上市依然需要一个漫长的过程,能否顺利IPO存在一定的不确定性。

为更加高效地实现央企产业转型、打造第二增长曲线的战略目标,对于已上市公司的控股并购可以在一定程度上达到事半功倍的效果。上市公司在业务规模、盈利能力及规范程度上普遍优于未上市公司,相对而言财务更加稳健,具有较高的行业地位、较好的品牌知名度,研发投入

强度和科技水平也处于行业顶尖水平。同时,上市公司的业务规模和再融资能力可以使并购方在符合央企集团对下属企业财务状况要求的前提下,更好地承载对于前瞻性业务的探索,推动战略实施和落地。从估值的角度,当前不少优质上市企业的估值处于历史低位,实施收购的性价比也相对较高。

在实施的可行性上,由于上市公司已经完成了资本化,公司股东更加关注企业价值和股权价值的提升,在目前的市场环境下,民营背景变更为央企背景普遍能为企业带来估值重塑的空间,获得更多的市场关注和认可。在减持新规的约束下,上市公司大股东对于提升上市公司资产质量和改善股票流动性均具有较大的需求,这为并购方拓展上市公司并购标的创造了有利环境。央企并购民营上市

公司的案例不在少数,例如中建发展并购环能科技、中国中铁收购恒通科技、中航工业收购耐世特等,仅2022年大约有22家民营上市公司被国资收购。并购上市公司采用市场法进行估值,可解决央企并购中企业资产评估与市场价值估值差异较大的难点和痛点,在估值谈判方面相较于并购未上市公司的成功率更高。

对于上市公司而言,公司的管控权在一定程度上会从属于公司的股权价值,有利于公司将业绩提升和价值创造作为首要目标,激发企业发展的动力和活力,一定程度上减少央企控股管控对企业市场化经营所带来的潜在干扰。此外,对于控股并购的非上市企业,如果在推进IPO的过程中遇到财务指标不达预期或政策进一步收紧等因素的影响,也可以通过装入控股的相关领域上市公司实现资本化,更好地助力国有资产增值和并购方整体市值的提升。

在央企重点关注的产业赛道中,有不少科技创新属性强,但尚处于相对早期阶段的优质标的。这类企业处于初期的高速发展阶段,对于央企背

景资源、场景开放及资金支持具有很大的诉求,但央企直接对此类标的进行并购,不仅具有较大的风险,且效率不佳。若以产业链上的成熟控股上市企业作为抓手和并购主体,沿着产业链上下游进行深入挖掘和筛选,推行持续并购的策略,可以不断强化控股企业在细分领域的竞争力,推动企业价值和市值的提升。

央企控股上市公司从促进行业创新发展、打造原创技术策源地的角度出发,技术成果转化的应用可以有效充实企业科技创新元素、增强科创属性,使其在资本市场获得更高的认可度及估值水平;被并购的科创企业转化亦需要具备强大产业基础和稳健财务状况的平台,方能有效承载并进一步以业务和资本推动其发挥产业价值,从而实现双向赋能,优势互补。

发展壮大战略性新兴产业,包括新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备制造等15个重点领域方向,已成为国企改革下一阶段的重点任务。中央企业应当加快发展战略性新兴产业布局,深入推进专项行动落地实施。

在新经济形势下,特别是在解决“卡脖子”技术的战略性新兴产业发展过程中,不仅央企积极布局,民营企业发挥其体制机制灵活的特点,抢抓风口,诞生了很多明星企业。中央企业承担着引领现代化产业建设的重大使命,加大布局战略性新兴产业,除了自主进行技术研发和产业升级,一方面需要运用资本市场力量推进并购重组,另一方面需要加大与各地政府、科研院所、民营企业的合作力度,加快市场化经营,发挥现代产业链“链长”的主体支撑和融通带动作用,引导其他社会资本投入战略性新兴产业,推动央企业技术创新和产业发展。

(逢淑学、王培浩、刘英蒙供职于中国中科创集团有限公司资本运营中心;王培浩同时为上海财经大学金融学院学者)