

国有资本收购民企情况分析 & 政策建议

——以深市民营上市公司为例

郑雪晴 刘喆仪 高维

(深圳证券交易所上市公司管理二部, 广东 深圳 518038)

摘要: 本文以2018—2021年国有资本收购深市民营上市公司案例为样本, 深入分析了国资收购民企的特征、模式与效果。研究发现, 国资收购民营上市公司有利于提高上市公司质量, 促进国有资本保值增值和布局优化, 实现国资与民企的互利共赢。为更好坚持“两个毫不动摇”, 促进国企民企共同发展, 本文建议国资收购民企前, 应做足功课, 谨慎开展上市公司收购; 收购后, 应注重把握国资决策的稳健和民企机制的灵活高效之间的平衡, 提升公司治理能力, 推动上市公司健康发展。

关键词: 国有资本; 收购; 民营企业; 整合效果

Abstract: Taking the case of state-owned capital acquisitions of private listed companies in the Shenzhen Market from 2018 to 2021 as a sample, this paper analyzes the characteristics, models and effects of state-owned capital acquiring private enterprises. The study finds that the acquisitions of private listed companies by state-owned capital are conducive to improving the quality of listed companies, promoting the preservation and appreciation of state-owned capital and its layout optimization, and achieving mutual benefit and win-win results between state-owned capital and private enterprises. In order to better adhere to the “two no irresolutions” and promote the common development of state-owned enterprises and private enterprises, this article suggests that before the acquisitions of private enterprises by state-owned capital, they should do their homework and cautiously carry out the acquisitions of listed companies. After the acquisitions, attention should be paid to grasping the balance between the soundness of state-owned capital decision-making and the flexible and efficient mechanism of private enterprises, improving corporate governance capabilities, and promoting the healthy development of listed companies.

Key words: state-owned capital, acquisition, private enterprises, integration effects

作者简介: 郑雪晴(通讯作者), 女, 经济学博士, 任职于深圳证券交易所上市公司管理二部, 研究方向: 信息披露监管、国企改革。刘喆仪, 女, 任职于深圳证券交易所上市公司管理二部, 研究方向: 公司治理。高维, 任职于深圳证券交易所上市公司管理二部, 研究方向: 再融资。

中图分类号: F276.1 **文献标识码:** A

2018年以来, 随着内外部环境变化, 部分上市民企陷入质押爆仓、债券违约等流动性困境。为贯彻习近平总书记在民营企业座谈会上的讲话精神, 进一步深化国企改革、完善国有资产管理, 多地陆续出台民企纾困的政策措施, 国资收购民营上市公司的案例不断增多, 国资收购民企逐渐成为各界关注的焦点。国资收购民企的效果如何、国企民企如何更好共同发展, 对于全面坚持

“两个毫不动摇”(即, “毫不动摇地巩固和发展公有制经济”和“毫不动摇地鼓励、支持、引导非公有制经济的发展”)具有重要意义。但从现有研究看, 多为对单个案例的剖析, 或对国资收购民企相关风险的定性讨论, 鲜有大样本案例的综合定性分析和多主体视角的利弊探究, 国资收购民企的效果、未来的完善方向仍不得而知。

为全面刻画国资收购民企效果实景，深入剖析其中利弊，填补此领域研究的空白，本文以2018—2021年国资收购的116家深市民营上市公司为样本，详细梳理收购前后参与各方的市场表现；同时，结合对被收购上市公司、部分国资平台、中介机构的深度调研，总结国资收购民企的整体效果、存在的问题，并提出相关完善建议。

一、收购特征

近年来，国资收购深市民企案例呈现如下特点：

(一)被收购上市公司特征

1.以中小民营企业为主，制造业公司占比近六成

近年国资收购的深市116家上市公司中，原中小板公司53家，创业板公司51家，数量合计占比近90%；从市值看，100亿元以下的公司94家，数量占比约81%，其中50~100亿元的32家，低于50亿元的62家；从收购时间看，2018—2021年，被收购家数分别为12家、41家、37家和26家。随着经济恢复、稳中加固，企业经营整体趋稳，2021年收购数量有所减少。

从行业分布看，71家公司属于制造业，占比近六成，以机械设备制造、电子制造和电气设备制造为主。信息技术行业和建筑业的民企也相对较多，占比分别为8.93%和8.04%。收购标的行业分布反映出国资推进供给侧结构性改革，推动制造业高质量发展，支持新兴产业发展等目标方向。

2.纾困是控股权转让的主要原因

据统计，近年国资收购的深市上市公司近八成存在大股东高比例质押、资金链紧张等风险。总体来看，被收购上市公司可分为三类：一是公司或大股东资金链紧张，存在股份高比例质押、债务逾期等风险；二是公司经营况恶化、发展空间有限，实际控制人退出动机强烈；三是公司所属行业需要国资或政府的支持，如资源类和基建类公司。116家公司中，60家存在控股股东高比例质押情形，26家存在持续经营能力下降、盈利能力恶化等情形，24家存在资金链紧张、财务成本较高情形，13家内部控制存在漏洞，无风险公司仅27家。国资入股纾困有利于企业风险缓释，对提高上市公司治理、促进非公经济发展具有重要意义。

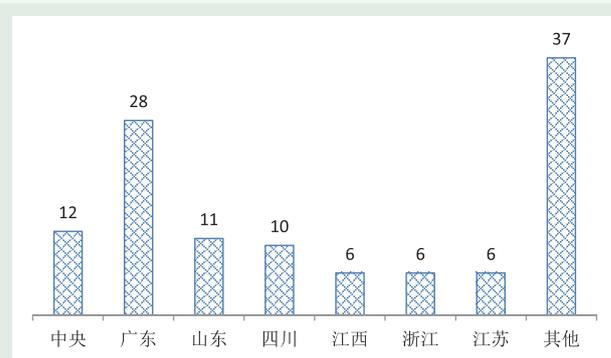


图1 2018—2021年中央及各省市国资收购上市公司家数

(二)收购方特征

1.地方国资是主力，跨区域收购特征明显

据统计，央企和23个省市地方国资涉及深市上市公司收购。收购集中度相对较高，前五大国资占收购数量的半数以上，如图1所示。收购数量与国资实力、参与资本市场意愿有关。广东省内国资收购上市公司数量最多，达28家，其中珠海国资和深圳国资分别收购11家和7家。

中西部国资跨省收购较为积极，且入主经济发达区域上市公司动力更足。在104起地方国资收购案例中，59起为跨省收购，其中32起由中西部地区国资完成。河南、湖北、陕西等地方国资收购的民企全部分布在其他省份，如河南国资跨省收购的5家公司被收购前注册地分别在江苏、广东、北京和吉林；四川国资跨省收购的7家公司分别来自北京、广东、浙江和天津。

2.收购主体以投融资平台和大型企业集团为主

实施收购的主体主要为国资旗下投融资平台和国资下属大型集团，两者占比合计约80%。其中，政府投融资平台占比约65%，如广州经开区管委会下属广州高新区科技控股集团有限公司收购利德曼；国资下属企业集团占比近15%，如上海国资下属电气集团收购天沃科技。另有少部分收购主体为国资产业基金及国资企业管理公司，如青岛国资旗下海洋产业投资基金及新动能基金收购百洋股份等。

3.收购目的兼顾产业规划和促进地方经济发展

经调研，国资出于产业发展规划而进行的收购，占比超七成。由于上市公司在市场、资源、技术等方面具备一定优势，国资通过收购上市公司能够快速介入目标市场，优化地方产业布局，同时充分发挥上市公司引领示范效应，激发地区非公经济发展活力。如福建电子信

息集团先后于2018年和2020年收购合力泰和华映科技，两家公司主业均为显示模组加工，与福建电子信息集团的新型显示产业可产生显著协同效应，有助于进一步贯彻落实福建省“增芯强屏”战略部署，推进“数字丝路”建设。

从产业领域看，中央国资和地方国资差异较大。中央国资的收购带有显著的行业特征，以国计民生、国家安全相关领域为主，如中国节能环保集团收购从事污水综合治理的节能国祯和从事生态环保、生态景观的创业板上市公司节能铁汉，国家开发投资集团收购从事信息安全的美亚柏科，中国城乡控股集团收购从事环境保护和水处理的碧水源。而地方国资的收购行业则相对分散，如四川省内国资收购的10家民企属于不同行业，包括化工、轨道交通、节能环保等。部分国资存在跨行业收购行为，如西安曲江文化产业投资集团收购商超零售企业人人乐、泸州老窖集团旗下金舵投资收购LED封装企业鸿利智汇等。

(三)收购后的整合情况

1. “管业务”与“管资本”并存

不同国资对企业的管理模式存有差异，目前“管业务”与“管资本”两类并存。“管业务”模式以央企为典型代表，国资注重与上市公司的产业协同，如中国兵器工业集团收购江南化工，收购完成后通过提供产能支持、注入优质资产和加强政策指导等方式实现业务整合。“管资本”模式以深圳国资为典型代表，如深圳投资控股有限公司(以下简称深投控)针对收购的上市公司构建了“一部章程、一支队伍、一套程序和紧急情形干预”的“3+1”管理体系，主要把握战略规划、投资决策和产权变动等重大事项，具体经营则放权给具有丰富管理经验的专业人员。大部分原实控人未转让其所持全部股份，对上市公司仍拥有一定的话语权，如节能铁汉、光库科技、富春环保的原实控人转让控股权后，仍分别持股19.15%、18.73%、14.11%。超六成收购中，国资在获得控制权后未直接介入经营管理，通过委派董事、监事、财务总监等人员来把握发展方向，原实控人及管理团队仍负责日常经营管理。约三成收购中，国资全面介入经营管理，对董事会、监事会及管理层进行改组，原实控人及管理团队退出上市公司。

2.以资金支持为主，业务协同为辅

收购完成后，国资提供的支持主要有资金支持、业务协同和资产注入。支持方式以资金支持为主，国资通过增进企业信用评级、直接提供资金等方式，帮助上市公司拓宽融资渠道、降低融资成本。部分国资在收购后为公司提供业务支持，拓宽市场渠道，推动上市公司高质量发展。如山东国资入主圣阳股份，公司利用国资平台优势，推进在通信、电力、轨道交通等细分行业的战略布局，扩大产品应用领域，持续提升竞争力。

二、收购典型模式

通过梳理116起国资收购深市民企案例，本文从国资自身基础、收购目的、决策主体、介入程度、管理灵活度等多个角度，将国资收购上市公司大致归纳为三种模式，实践中部分国资介于第一种和第二种之间。

(一)市场化程度较高的地方国资模式

此模式中，国资所处地区经济金融发展水平通常较高，本地区已拥有较多上市公司，对收购上市公司较为理性。同时，国资监管体系放权程度较高，收购决策权主要在以国有资本投资运营平台为主的出资实体。此类实体按照市场化原则开展资本运作，兼顾地区发展战略与自身经济效益，筛选标准明确且执行严格，对民企尽调深入，把握较为全面。

实践中，此类国资不断探索优化管理模式，推进国资的资源和管理优势与民企的灵活机制优势之间的融合与平衡。在“管资本”理念的指引下，国资管理民企的总体原则是把握战略、投资和产权等重大事项，具体融合方式集中在规范民企内部管理、国资业务赋能、国资民企良性互动、聚焦目标产业发展等方面，而融合侧重点根据具体情况有所不同。

(二)行政色彩较浓的地方国资模式

此模式中，国资所处地区经济金融发展水平不高，上市公司数量较少。国资收购上市公司行政色彩较浓，收购目的包括增加本地区上市公司数量和招商引资等。由于对资本市场规则不够熟悉，可能出现前期尽调不足、考虑不够周全、决策不够谨慎等情形，为后续业务和管理整合留下隐患。相比于市场化程度较高的国资，此类国资对于民企的整合介入较易出现两极分化，过度

介入和疏于管理并存。

(三)产业协同的央企模式

从现有案例看，中央企业收购活动总体表现出较高的专业度和决策效率。与地方国资不同，央企收购民企的主要目的是对产业链上下游或同行业整合，发挥产业龙头牵引作用，推动产业链上下游有效衔接、协调运转，因此标的选择通常围绕主责主业展开。央企在生产经营、业务拓展、团队建设和党建工作等方面，均会与上市公司全面融合。尤其是在业务、技术、研发等方面，央企支持力度较大，能充分发挥产业龙头作用，与上市公司优势互补，较好地实现业务协同。

三、收购的积极影响

(一)从上市公司角度

被收购后大部分公司风险得到缓释，规范运作水平和财务状况明显好转，上市公司质量得到一定提升。特别是2020年国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》出台后，部分地方国资制定了详细的提质方案和激励机制，推动上市公司做强做优，为提高上市公司质量营造了良好外部环境。

1.纾困效果良好，股权质押风险下降

被收购公司股票质押风险得到有效化解。收购后，国资通过支付股权转让款、代偿贷款等方式，帮助上市公司股东解决高比例质押、占用公司资金等问题，有效化解了上市公司风险，纾困效果较好。据统计，116家被收购上市公司大股东质押比例中位数逐年降低，2018—2021年底分别为86.41%、78.24%、70.64%和67.25%。

2.规范意识增强，信息披露质量提升

总体看，收购后国资推动上市公司规范运作程度显著提升。国资从加强制度建设着手，促进公司完善内部控制、财务管理，同时发挥国资优势，全面加强党建工作，推进党建写入《公司章程》。优化治理结构，明确“三会”职责范围、决策流程和审批权限，提高治理水平，督促公司做好信息披露工作与投资者关系管理，有效提升上市公司信息披露质量。

3.融资环境改善，财务杠杆显著下降

收购后，国资通过提供借款、融资担保、认购非公开

发行股份等方式为上市公司提供资金支持，上市公司财务状况明显好转。据统计，2018—2021年被收购的116家公司中，部分上市公司财务费用明显较少，半数公司资产负债率在被收购当年较上年显著降低，平均降幅达8.17个百分点。例如，对现金流要求较高的上市公司，如怡亚通、金一文化、天音控股等，在国资收购完成后通过逐步恢复银行融资信用、国资股东资金支持等，公司现金流紧张的状况得到明显改善，财务杠杆呈下降趋势。

4.业绩有所增长，但稳定性待观察

民企引入国资有效缓解了流动性紧张、担保及债务等经营风险，部分上市公司同时获得了国有企业及地方政府各方面的支持，对上市公司的长远健康发展起到了积极作用。从业绩表现看，2018—2021年国资入主的116家上市公司中，逾半数公司在控制权变更后盈利能力得到改善，如表1所示。

不过，被收购公司盈利稳定性仍有待观察。以2019年被收购的41家公司为例，控制权变更当年和次年连续两年净利润增长的公司仅13家，净利润连续三年增长的公司仅7家，如表2所示。民企被收购后盈利能力变化趋势，与行业整体环境、解决历史遗留问题及整合效果需更长时间体现等因素有关。

(二)从国资角度

国资收购民营上市公司不仅有效化解了资本市场流动性风险，同时促进了国有资本的保值增值和布局优化，推动了国有资本投资运营平台的培育与成熟，为国有资本的进一步做强做优做大奠定了基础。

表1 2018—2021年被收购上市公司净利润与营业收入增长情况

	营业收入		净利润		统计家数
	家数	占比	家数	占比	
被收购当年实现增长	66	56.89%	60	51.72%	116
被收购次年实现增长	53	58.89%	46	51.11%	90
被收购第三年实现增长	34	64.15%	27	50.94%	53

注：90家公司在2018—2020年被收购，53家公司在2018—2019年被收购。

表2 上市公司被收购后净利润增长情况

	收购当年净利润增长		收购次年净利润增长		收购当年与次年两年净利润增长	
	家数	占比	家数	占比	家数	占比
2018年被收购	4	33.33%	5	41.67%	2	16.67%
2019年被收购	22	53.66%	25	60.98%	13	31.70%
2020年被收购	19	51.35%	16	43.24%		
2021年被收购	14	53.85%				

1.以上市公司为增量，提升国有企业的经济主导力

国资通过收购民营上市公司，优化了资本结构和产业布局，培育了新的利润增长点，有效增强了国有经济的活力、控制力和影响力，进一步提升了产业控制力。如深圳国资近年通过市场化收购上市公司，有效提高了国资国企发展质量，在较高水平和层次上激发了国有资本活力。目前深圳国资拥有35家上市公司，2021年实现总营收约8,991亿元，占市属国企总营收比例超过80%。市属国资总规模从2017年的2.56万亿元增长至2021年的4.6万亿元。

2.与上市公司业务协同，优化地方产业布局

部分国资通过与上市公司的业务协同，推动国有资本集中到优势产业、战略新兴产业以及民生保障、国家安全等领域，有助于国有资本布局优化、结构调整。如基于珠海在能源环保行业的战略布局，珠海港集团收购风电主轴重要供应商通裕重工和风机塔架生产商天能重工；山东国资陆续收购的宝鼎科技、茂硕电源、圣阳股份和荣联科技等公司，均属于信息技术、锂电池等战略新兴产业。

3.部分国有资本投资运营平台崭露头角

伴随着国资收购上市公司的实践探索，一批市场化、专业化的国有资本投资运营平台开始在资本市场崭露头角。作为国有资本的运营载体、政企之间的隔离层，国有资本投资运营平台成为实现国资监管思路由“管企业”向“管资本”转化的重要抓手。收购上市公司带来的资产规模增长、资产质量提升和专业经验积累，加速了国有资本投资运营平台的成长与成熟，为国有资本的进一步做强做优做大奠定了基础。以深投控为例，“十三五”期间通过收购怡亚通、天音控股、英飞拓等上市公司，有效提升了资产规模和盈利水平，2020年成为深圳市属国企首家世界500强企业。截至2021年底，深投控总资产达9,347.72亿元、净资产达3,674.34亿元，全年实现营业收入2,425.28亿元、净利润234.20亿元。

四、存在的问题

总体来看，国资收购民营上市公司，对整体提高上市公司质量起到积极作用，同时也促进了国有资本的保值增值和布局优化，实现了国资与民企的互利共赢，激发了地区发展活力，体现了资本市场优化资源配置的功

能。但在国资对上市公司的风险识别、国资与上市公司的产业协同，以及国资与上市公司的决策流程融合等方面也暴露出一些问题，主要如下：

(一)部分国资前期尽调不足、决策不谨慎导致“踩雷”

从现有案例看，民企上市公司控股权转让大多由于大股东资金链紧张不得已而转让控制权，这类公司存在资金占用、违规担保、财务造假等违规行为的风险相对较高，部分国资在收购前对上市公司及大股东的风险未能有效识别，从而出现收购完成后爆出财务造假和巨额亏损的情况。如某电子器件制造公司的控股权于2019年发生变更，实际控制人由自然人变更为某地方国资。2021年8月，上市公司披露对2020年年报调减营业收入约32亿元，调减存货4.33亿元，补提高誉减值准备8.76亿元；2021年上市公司亏损近14亿元，目前已进入破产预重整阶段。收购完成不足两年上市公司便爆出巨额亏损，地方国资在收购前是否对上市公司风险情况进行了全面了解和把握存疑。再如某地方国资收购某土地开发公司，该公司盈利能力较差，近十年净利润处于-0.35~0.16亿元之间且盈亏反复交替，长期存在规避退市风险警示情形。

(二)部分国资与上市公司的产业协同不足

国资要更好发挥支柱引领作用，在改善融资状况、提升规范程度的基础上，更重要的是整合上下游产业链，发挥产业协同效应，提升上市公司市场竞争力。但从收购实践看，不同国资、不同公司差异较大。如某地方国资2019年从原实控人取得某园林绿化公司控制权后，原计划集中资源帮助公司在水环境治理和工业危废处置领域逐步实现区域升级和战略升级；但直至目前上市公司主营业务和盈利能力仍未有明显改善，2020年和2021年分别亏损约5亿元和11.60亿元，公司原实控人债务问题仍对上市公司日常经营和规范运作存在拖累。再如某地方国资2019年和2020年分别收购某信息技术服务行业公司和某金属材料行业公司，收购后均未能采取举措改善上市公司经营状况，上市公司质量未见明显改观。

究其原因，一方面是由于上市公司历史遗留问题尚存或存在其他不符合发行条件的因素，需要较长时间解决；另一方面是部分国资在选择投资标的时缺乏整体产业规划，未形成明确的、可落地的上市公司提升计划。部分国资收购中小民营企业控制权，主要是为实现当地

上市企业“破零”或完成政府对上市公司增量的要求。收购完成后，由于本身资源有限，同时缺乏熟悉证券市场规则的专业化人才，虽有主观意愿但没有足够的资源禀赋和专业能力采取有效措施，国资产业与上市公司原有主业难以形成有效融合与协同。

(三)国资稳健决策与上市公司灵活竞争存在一定矛盾

国资与民企在管理体制和决策机制上各有其天然特质。国企重视规范管理、稳中求进，而民企则更重视市场机遇、强调效率优先，这一客观现状决定了国资与民企在决策效率与灵活参与市场竞争、快速抢占市场机遇等方面存在一定矛盾。调研中部分上市公司反映，出于国资监管要求，上市公司的重大事项需事前沟通、层层上报，沟通程序复杂而且耗时较长。国资收购完成后，大部分上市公司仍以原经营团队为主，这对于从市场竞争环境中成长起来的民企经营者而言，需要适应长流程的决策周期和相对较低的决策效率，在一定程度上制约了上市公司参与市场竞争的灵活性与及时性。

五、几点建议

国有经济与民营经济都是我国社会主义市场经济体系的重要组成部分。为更好实现国资与民企的利益共享、共同发展，打造出符合中国资本市场实际的融合发展新模式，本文提出以下建议：

(一)做足功课，谨慎开展上市公司收购

国资应理性看待上市公司收购，清晰认知收购及后续整合中的风险和困难，审慎开展控制权收购活动。在收购启动前，应对目标上市公司主营业务与国资现有资源优势和产业现状进行全面评估，围绕国资功能定位和战略任务，以实现产业协同和优势互补，或者资产注入为目标。在尽职调查阶段，应对上市公司的产品、市场、核心技术以及财务报表真实性、对外担保等，对实际控制人股权的抵质押情况、债务情况和诚信情况，进行全面深入调查，充分评估收购风险。严格履行投资决策和审核把关程序，尽量避免因尽调开展不足、风险识别不全、底数掌握不清而导致“踩雷”或后续整合困难而面临进退两难的境地。

(二)宽严并济，在稳健与灵活之间寻找最佳平衡

国资应进一步优化管理机制，在国资决策的稳健和

民企机制的灵活高效之间实现优势互补。对于收购前上市公司风险事项，要加强管控，重构或理顺内部治理体系，着力快速解决历史包袱，实现脱胎换骨、轻装上阵。对于上市公司日常经营活动，要优化公司治理机制和运行有效的内部控制制度，在防范内部人控制的同时，可逐步精简决策流程，做到“当管必管、尽量少管”，实现上市公司机制灵活与国资稳健决策的有机融合。此外，在所有权和经营权分离情况下，要建立良好的经营者及核心技术人才的长期激励机制，保持经营队伍长期稳定，充分调动上市公司积极性，实现上市公司长期稳定发展和国有资产做优做强。

(三)完善现代企业治理体系，进一步提升公司治理能力

国资收购民营上市公司后，除了注入资本“血液”，还需搭建治理“骨骼”。应发挥国有企业规范运作的优势，补足此前公司治理短板，将坚持和加强党对国有企业的全面领导与建立现代企业制度有机结合，健全具有中国特色的国有控股上市公司治理机制。明晰权责范围，规范前置研究讨论的要求和程序，鼓励探索创新，力争简便易行，防止机械套用。完善“三会一层”决策机制，加强董事会建设，落实董事会职权，建立科学规范的外部董事选聘和管理制度，防范“一股独大”，实现有效制衡；全面建立董事会向经理层授权的管理制度，将“专业的事交给专业的人来办”。同时优化股权结构，加强与中小股东的沟通协商，以共商共建共享为原则，完善公司治理机制，推动上市公司健康发展。

(四)加强人才培养，做好最佳实践经验交流

从现有案例看，国资收购民企效果不够理想的主要原因，既有诸如收购目的不明确或单纯为了上市公司增量而收购等主观因素，也有地方国资对资本市场法律法规不够熟悉、缺乏专业人才等客观因素。应进一步加强地方国资特别是中西部地区国资金融人才的培养，助力有效利用资本市场促进地方产业经济发展、优化地方经济布局和结构调整，进而提高上市公司质量，实现资本市场和地方经济发展互促共进。同时，加强对国资收购民企的经典案例宣传，将好经验、好做法进一步推广应用。 ■

(责任编辑：吴林祥)