

绿地集团成功上市的经验启示

史习民(教授)

【摘要】 2015年6月,世界500强企业绿地集团以反向收购方式借金丰投资的壳成功上市,成为迄今为止中国资本市场交易金额最大的并购重组案例。本文以此案例为基础,对绿地集团上市交易的技术与经济效益进行分析,并总结其经验,以期为其他公司提供借鉴。

【关键词】 借壳上市; 反向收购; 上市交易; 绿地集团

【中图分类号】 F832

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)10-0071-3

2015年6月,绿地集团以精湛的交易设计,冲破员工持股、公司规模、业务组合、股权结构等多重障碍,借金丰投资得以整体上市。这不仅使绿地集团获得了资本市场运作平台、金丰投资嬗变为绩优大蓝筹,还使原绿地集团与原金丰投资的股东共同实现了财富增值。

一、绿地集团上市交易的技术解剖

金丰投资是一家在上海证券交易所上市的房地产公司,在与绿地集团的上市交易发生之前,其总股份为51832.01万股,第一大股东为上海地产集团,持有其38.96%的股份,按停牌前20个交易日交易均价5.54元/股计算,其总市值为287149.33万元,股权结构如图1所示。

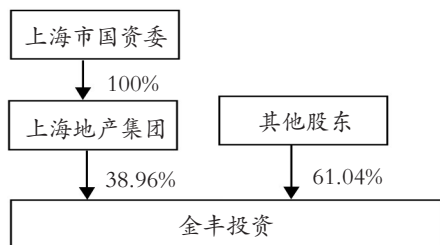


图1 交易前金丰投资股权结构图

2014年3月18日,金丰投资发布公告:以公司全部资产及负债与上海地产集团持有的绿地集团等额价值的股权进行置换,同时向绿地集团全体股东非公开发行A股股票,购买其持有的绿地集团股权。2015年6月,绿地集团全体股东——上海地产集团、中星集团、上海城投集团、上海格林兰、天宸股份、平安创新资本、鼎晖嘉熙、宁波汇盛聚智、珠海普罗和国投协力,以其持有的100%绿地集团股权,按5.54元/股的价格认购金丰投资增发的1164983.43万股。交易完成后,金丰投资吸收合并绿地集团,金丰投资的总股份增加到1216815.44万股。2015年8月,上市公司的名称由“金丰投资

股份有限公司”变更为“绿地控股股份有限公司”,股权结构如图2所示。

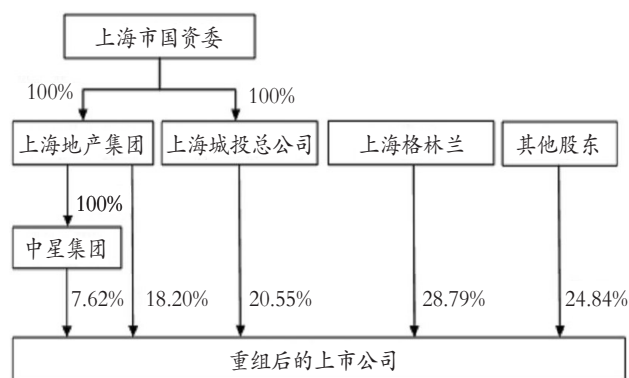


图2 交易后上市公司股权结构图

1. 从财务视角看,该交易为借壳上市。金丰投资原控股股东是上海地产集团,实际控制人为上海市国资委。交易完成后,绿地集团管理层控制的上海格林兰成为公司第一大股东,上海国资委控制的上海地产集团和上海城投总公司合计持有46.37%的股份,但两大国有股东为相互独立的主体,且承诺作为财务投资者不参与企业日常经营管理,上市公司的控制权发生变更。2013年12月31日,绿地集团的资产总额为37216089.04万元,是金丰投资资产总额的6042.67%,超过100%,该交易构成借壳上市。

2. 从法律视角看,该交易为反向收购。在法律形式上,金丰投资以本公司股份为对价吸收合并绿地集团,但由于合并后的上市公司由原绿地集团的股东控制,所以该交易属于企业合并中的反向收购。在会计处理上,吸收合并方金丰投资被视为被购买方,被吸收合并的绿地集团为购买方,交易中上市公司金丰投资原有的资产和负债被全部置出,不构成业务的反向购买交易。

□ 案例分析

二、绿地集团上市的经济效益分析

1. 绿地集团成功上市, 股东财富成倍增加。绿地集团自成立以来, 其业务由房地产向能源、金融、建筑、酒店及商业运营、汽车销售与服务等多个板块拓展。规模的高速扩张和经营业务的多元化, 使绿地集团的非上市公司背景短板突显。上市后, 公司的融资渠道拓宽、资本成本降低, 可以为持续做强房地产主业、加快发展“大基建、大金融、大消费”等业务和实现国际化发展提供坚实的基础; 而且随着公司治理机制的完善和竞争能力的提升, 也有利于提高其管理效率和持续的价值创造能力。

账面价值为 3221172.72 万元的绿地集团全部权益, 在反向收购交易中以 6673205.00 万元的资产评估价值作价, 溢价 107.17%; 以 5.54 元/股的价格认购的金丰投资股份在交易完成日 (2015 年 6 月 30 日) 股价上涨为 24.43 元/股, 上涨 340.97%。资产评估溢价和认购股份价格上涨的乘数效应, 使绿地集团的股东实现了 3.65 倍 (107.17% × 340.97%) 的财富增值。实业公司股权的证券化增加了资产的流动性, 可以更好地满足股东财富变现和风险分散的诉求。

2. 原上市公司变身绩优大蓝筹, 股东获高额投资回报。金丰投资原是一家从事房地产流通服务、投资开发、金融服务和代建管理的上市公司, 其 2013 年年末总资产 615887.95 万元, 其中归属于母公司的权益 218742.22 万元。严厉的房地产宏观调控政策对金丰投资的经营产生了较大的影响, 其 2013 年营业收入只有 89241.92 万元, 归属于母公司的净利润 6963.07 万元。吸收合并绿地集团后, 上市公司的资产、营业收入和净利润分别实现了几十倍甚至上百倍的增长 (见表 1)。交易完成日上市公司的市值高达 29726801.16 万元, 较停牌前增长了 102.52 倍, 成为中国资本市场上市值最大的房地产公司。

表 1 反向收购交易对上市公司主要财务指标的影响

项目	反向收购后 (万元; 元/股)	反向收购前 (万元; 元/股)	增长 倍数
资产	36767814.18	615887.95	58.70
负债	32070682.05	395741.81	80.04
股东权益	4697132.13	220146.14	20.34
其中: 归属于母公司 股东权益	3293773.65	218742.22	14.06
营业收入	25218185.62	89241.92	281.58
净利润	831066.98	6817.44	120.90
其中: 归属于母公司 股东净利润	818511.34	6963.07	116.55
每股收益	0.67	0.13	4.15
每股净资产	2.71	4.22	-0.36

绿地集团的反向收购交易, 也使金丰投资的股东获得了不菲的投资收益。停牌前一交易日 (2013 年 6 月 28 日) 金丰

投资的收盘价为 5.19 元/股, 2014 年 3 月 18 日反向收购交易信息公告后, 公司股票价格逐步上升, 在 2015 年 5 月 28 日达到 42.98 元/股, 之后虽随市场暴跌而下滑, 但交易完成日的股价 (2015 年 6 月 30 日) 仍为 24.43 元/股。从 2013 年 6 月 28 日到 2015 年 6 月 30 日, 金丰投资的股票价格上涨了 370.71%; 同期上证指数的涨幅为 90.95%, 可比公司万科 A 的涨幅只有 46.04%; 超额收益率分别高达 279.76% 和 324.67%。

三、经验总结

受《公司法》对股份制公司发起人股东数的限制、《证券法》对上市公司发行在外股份数的要求以及 IPO 审核制度、资本市场高波动性和房地产行业政策调控等诸多因素的影响, 绿地集团的上市之路异常艰难。绿地集团以巧妙的路径选择和精湛的交易设计成功上市, 其操作经验值得借鉴。

1. 员工持股问题: 嵌套式有限合伙企业代替职工持股会。绿地集团的前身是由上海市农委和上海市建委分别出资 1000 万元, 于 1992 年 6 月建立的绿地总公司。1997 年 3 月公司改制时, 向职工募集资金 3020.43 万元并设立职工持股会。职工持股会的初始持股比例为 18.88%, 经过多次增资扩股、股权变更与转让, 持股比例上升为 36.43%, 职工持股会的成员增加至 982 人。我国《证券法》不认可职工持股会作为上市公司持股主体, 且《公司法》规定股份有限公司的发起人股东数不得超过 200 人。因此, 职工持股成为绿地集团上市的巨大羁绊。

一些有员工持股的公司为了能上市, 不是强制职工退股, 就是让高管层代持或强行买断, 但这会使持股员工无法享受公司上市带来的财富效应, 导致其利益受损。以嵌套式有限合伙企业的设置突破这一障碍, 绿地集团是首例。其做法是: 首先, 由绿地集团管理层 43 人出资 10 万元设立管理公司“格林兰投资”, 绿地集团董事长张玉良持股 30% 并出任其法人代表, 其他 42 位高管每人持有 1.66% 的股份; 其次, 格林兰投资作为执行合伙人与 982 名职工持股会成员成立 32 家有限合伙企业; 再次, 格林兰投资与这 32 家企业共同出资设立上海格林兰; 最终, 上海格林兰通过吸收合并职工持股会的方式继承职工持股会的权利和义务, 替代职工持股会成为绿地集团的第一大股东。上海格林兰的股权结构如图 3 所示:

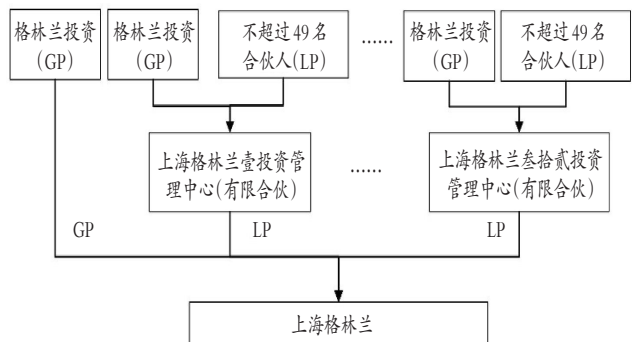


图 3 上海格林兰股权结构图

双层有限合伙的设计,不仅解决了员工持股的问题,也让上海格林兰的股权相对集中,保护管理层的控制权。

2. 业务组合及规模问题:以反向收购方式借壳上市。绿地集团是以房地产经营为主业的特大型多元化企业集团,虽然2013年来自房地产的营业收入已低于能源及相关贸易产业,但90%以上的营业毛利仍然来自房地产业务(见表2)。

表 2 绿地集团 2013 年经营业务结构数据

行业名称	营业收入		营业毛利	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
房地产	11510405.89	42.85%	2668610.17	92.15%
能源及相关贸易产业	14546563.93	54.16%	122376.65	4.23%
汽车销售与服务	592113.58	2.20%	28128.53	0.97%
其他	210386.30	0.78%	76706.05	2.65%
小计	26859469.70	100.00%	2895821.40	100.00%
内部抵销	1829255.06		48853.29	
合计	25030214.64		2846968.11	

中国资本市场容量有限,IPO的通道极为狭窄,且因市场波动或制度变革频繁而处于暂停状态,加之政府对房地产行业的经常性政策调控,使房地产企业的IPO显得更难。2007年中国证监会通过窗口指导的形式暂停了房地产企业IPO申请受理,迄今仍未开闸。面对这一状况,绿地集团果断地放弃了IPO,采取反向收购的借壳上市,具体做法是:以上海地产集团旗下市值仅为287149.33万元的上市公司金丰投资为壳,由其向绿地集团全体股东定向增发股份,吸收合并绿地集团,完成间接上市。选择反向收购,而不是“先买壳、再借壳”模式,使绿地集团的股东避免了为获得上市公司控股权而发生的现金支付,实现“零现金”借壳上市。

3. 股权结构问题:引入私募股权投资者。在交易前,绿地集团排名前三的股东为职工持股会(上海格林兰)持有36.43%的股份、上海市国资委旗下的上海地产集团(包括其全资子公司中星的持股比例)和上海城投总公司分别持有34.68%和26.00%股份。如果直接进行交易,高达6673205.00万元的交易作价在扣除置出资产交易价值219196.80万元后,按5.54元/股的价格可认购金丰投资1164983.43万股份,其中上海格林兰、上海地产和上海城投三大股东合计持有上市公司1151467.54万股股份,占公司总股份的94.63%。这样的股权分布不符合《证券法》规定的“发行在外的股份不低于10%”的上市条件,具体的持股数据见表3中不引入PE(私募

表 3 交易完成前后各股东持股数据

单位:万股

股东名称	交易前绿地股权结构		反向收购获得股份数量		金丰投资 股份数量	交易完成后总股数	
	引入PE前	引入PE后	不引入PE	引入PE		不引入PE	引入PE
职工持股会 (上海格林兰)	36.43%	29.09%	424356.95	350374.19	-	424356.95	350374.19
上海地产	34.68%	26.69%	404024.94	294020.67	20195.81	424220.75	314216.48
上海城投	26.00%	20.76%	302889.84	250083.76	-	302889.84	250083.76
天宸股份	2.89%	2.31%	33711.70	27834.38	-	33711.70	27834.38
五家PE	-	21.15%	-	242670.44	-	-	274306.64
金丰投资公众 股东	-	-	-	-	31636.20	31636.20	31636.20
合计	100%	100%	1164983.43	1164983.43	51832.01	1216815.44	1216815.44

股权投资)列。

为解决上述问题,绿地集团在2014年1月以私募股权融资方式进行增资扩股。具体做法是:在上海产权交易所公开挂牌,按每股5.62元的价格向平安创新资本、鼎晖嘉熙、宁波汇盛聚智、珠海普罗、国投协力等5家机构投资者发行208700万股股份,占当时公司总股本的21.49%。由表3数据可知,引入PE后再进行反向收购交易,上海格林兰、上海地产和上海城投三大股东的持股比例下降到75.17%,发行在外的股份比例达到24.83%。此外,PE的进入使绿地集团的股东类别更加多元,推进了公司的混合所有制改革。

4. 公司控制权问题:反向收购交易选择不构成业务模式。上海格林兰虽是绿地集团的第一大股东,但引入PE后,其持股比例仅比第二大股东上海地产集团高2.4%。而上海地产集团是壳公司金丰投资的第一大股东,如果不进行资产置换直接反向收购,绿地集团6673205.00万元交易价值的资产可认购金丰投资1204549.64万股股份。交易完成后,上市公司的总股数为1256381.65万股,上海地产集团及其全资子公司中星合计持有353735.61万股,占总股本的28.16%,超过上海格林兰成为第一大股东。这样的结果,不仅绿地集团管理层难以接受,而且与国企混合所有制改革方向相背离。

为了使上海格林兰在交易完成后仍然是公司的第一大股东,反向收购交易采用了不构成业务模式。具体做法是:金丰投资以全部资产及负债与上海地产集团持有的绿地集团等额价值的股权进行置换,从而使上海地产集团认购的定向增发股份减少39519.13万股,持股比例下降为25.82%,低于上海格林兰的持股比例。从而保住了上海格林兰第一大股东的地位,也使上市后的绿地集团仍然是国有控股、管理层控制的混合所有制体制。

主要参考文献:

戴娟萍. 嘉凯城借壳上市的经验启示[J]. 财会月刊, 2012(12).

作者单位:浙江财经大学会计学院,杭州310012