买壳上市壳资源之选择

付媛媛

(中国光大银行总行贸易金融部 北京 100045)

【摘要】本文从阐析买壳上市的定义、优势入手,论述了买壳上市选取目标壳公司时应注意的问题,并指出企业在选择买壳上市的壳资源时应遵循的原则。

【关键词】上市 壳资源 选择

(一)

买壳上市是指非上市公司购买一家上市公司一定比例的股权来取得上市的资格,然后注入自己的相关业务及资产,实现间接上市的目的。非上市公司主要是以获取上市资格、合并自身业务、募集资金为主要目的。通过购并成为上市公司的第一大股东,拥有相对控制权,即为买壳上市。非上市公司当然也可以购并业务规模大,股本与流通股大、业绩优良的上市公司,但购并成本高,购并上市公司以后,业务会以原有业务为主、非上市公司自身的业务为辅,或者两者并举。这种购并的主要目的是购并上市公司业务和资产,与非上市公司"买壳上市"的主要目的——低成本获取上市资格、合并自身业务、筹集资金、扩大发展规模不同。因此,一般而言购并在范围上比买壳上市要大得多。由于特定的历史原因,中国的IPO直接上市融资的窗口更多地向国有企业开放,很多非常优秀的非国有企业虽极具发展潜力,但由于融资渠道不畅,资金短缺成了制约瓶颈。而买壳上市为它们开启了一扇窗户,越来越受民营企业和乡镇企业的青睐,甚至很多国有企业也积极利用买壳上市和借壳上市来筹集自身发展所需要的资金。

与直接上市相比,买壳上市主要有以下两方面优势:

1. 买壳上市的成本低、周期短。直接上市一般要经历一个从争取额度、评估审计、改制、申报批准到发行上市的漫长过程,短的需一年半载,长的则要数年,其间要通过许多环节,不

会计师事务所应经常组织相应的讨论会和讲座,并建立高效的咨询部门,为 CPA 提供及时的帮助。CPA 要严格按照专业标准的要求,保持职业上应有的关注和谨慎,始终如一地遵循独立原则,实施适当且必要的审计程序,编制准确、完整的审计工作底稿,恰当地记录审计工作过程,保证审计结论有理有据、客观公正,不断提高审计质量。

(三)完善法规制度,提高 CPA 守法意识

1. 国家应不断制定、补充和完善现行的法规制度。国家宏观经济管理部门应紧密结合改革开放的实际情况,深入调查研究,及时掌握经济生活中的新情况、新问题,迅速补充、修订和完善有关的法规制度,使其既符合我国国情,又具有较强的可操作性,使 CPA 在进行审计工作时,有规可守、有章可循、有法可依,尽量减少审计工作的无序、随意和盲目性,从而有效地防范 CPA 的法律责任。

2. CPA 应认真学法、严格守法、正确用法。在 CPA 行业内大力开展法律责任教育,使业内人士熟悉并了解有关 CPA 法律责任的法律条文,使他们了解在什么情况下可能要承担什么样的法律责任。CPA 应经常同法律顾问探讨执业过程中可能出现的法律问题,一旦审计工作中出现有关迹象,应及时同法律顾问进行商洽并采取对策,将一些可能存在的重大法律风险消灭在萌芽状态,防止重大法律纠纷的产生。一旦发生法律诉讼,则应邀请有经验的律师参加诉讼,运用法律手段维护自身的合法权益。

(四)深入开展理论研究,强化行业管理

1. 深入开展审计理论研究,不断探讨规避审计法律责任的对策。CPA 之所以要承担一些法律责任,其主要原因是由于在履行职责过程中未严格执行国家现行的法律法规,存在过失或欺诈,致使工作结果没有达到报告使用者的要求。这既有报告使用者期望过高的原因,又有审计技术落后于现实的原因。因此,要针对当前的诉讼问题,深入开展审计理论研究,建立健全审计准则体系,完善法律法规,严格执业操守,强化风险管理机制,尽量将一些可能导致 CPA 承担法律责任的因素消灭在萌芽状态。

2. 强化内部管理,不断提高 CPA 行业的社会威信。实行行业自律是 CPA 行业防范法律责任的有效措施。一个职业道德良好、执业质量规范、严于律己的行业,一般不会受到太多诉讼案件的困扰。同时,加强行业的内部管理,通过同业复核、行业年检等将一些可能发生的过失与错误消灭在萌芽状态,也是 CPA 规避法律责任的有效措施之一。

主要参考文献

1. 郭晓梅,荣耀武.注册会计师的法律责任.大连:东北财经大学出版社,2004

2. 刘航宇.关于注册会计师法律责任的几点思考.中国注册会计师,2004;9

确定性因素很多，一旦在某一环节卡壳，则会前功尽弃。更令企业头痛的是，它们还要时刻面临着投入巨资却得不到任何回报的风险，因此，直接上市的成本相当高。很多公司在开始是一个业绩非常优良的公司，可是经过漫长的申请直接上市的过程后因耗费过大，等取得上市资格时业绩却严重滑坡，而与上市公司业绩优良的条件不相符。这是我国股市的悖论之一。而通过买壳上市所受限制则很小，主要是发生在企业之间的交易，一般周期较短、成本较低、成功率较高。

2. 买壳上市可以绕开直接上市的政策壁垒。目前我国在企业改制上市方面还存在浓厚的计划经济色彩，政策上明确向国有大中型企业倾斜。出台的《证券法》将股票发行方式由审批制改为核准制，形式上对上市公司“出身”的限制有所放松。但实际上我国证券市场还是要积极为国有企业改革服务，因此资源的分配主要还是以计划为主，更多业绩优良的非上市公司直接上市的难度依然很大。买壳上市则可以避开这一政策壁垒，为优良企业打开了一扇通往证券市场的大门。

和IPO直接上市融资相比，买壳上市的筹资额少得多，但是可以通过优良资产的注入，再加上连续三年的每股净资产的收益率不低于6%，就可以获得配股资格。而且由于上市公司是公众公司，可以采取更名等方式使得自己企业的知名度和产品的品牌形象获得大幅提升。这样通过买壳上市不仅可以筹集企业发展急需的资金，而且可以更换形象，把企业做大做强，为产品顺利地销往全国，走向世界铺平道路。

（二）

买壳上市无疑对每个成长中的企业都具有吸引力，但是综观上个世纪末买壳上市热潮中的间接上市企业，成功的案例并不多见，很多企业在支付了不低的买壳费之后一蹶不振，并没有做大做强。这其中很大一部分原因是成本太高，特别是没有意识到其中的隐性成本。一般情况下，企业在选取目标壳公司时应该注意遵循以下原则：

首先，股本总额规模小。公司的股本规模小，因此达到相对控股所需要的资金规模就比较小，成本就比较低，而且扩张能力强。在1997年和1998年的换壳高峰期，以上海证券交易所为例，上交所一共有101家换壳案例，总股本小于一亿股的有39家，所占的比例将近40%。

其次，股权比较集中，而且流通股所占的比例较小。买壳的方式之一是通过二级市场直接收购股本，这就牵涉到要约收购问题，在收购期内二级市场的股价会水涨船高，收购的成本高昂。若收购对象的流通股较少，二级市场的抛售压力就较小，比较容易成功。对股权还有一个要求就是股权要比较集中，跟少数几家谈判总比跟很多家谈判的交易成本来得小。

最后，公司属于夕阳产业，经营业绩较差。如果上市公司在它的股票上市以后经营业绩不良，不但难以实现配股，而且还将会有被摘牌的危险，它成为壳公司的可能性也就越大。在我国目前的证券市场中，被列为特殊处理的ST、PT上市公司可以认为是比较明显的壳资源对象。只有当一个公司的经营状况不太好的时候，壳的费用才能便宜一些，获得股权持有人和主管政府部门的批准容易些。经营状况良好的公司的费用相当高昂。而且买壳上市主要是获取上市资格，而并不是合并壳公司的业务，所以选取业绩差的行业壳费相对较低。特别是已经被ST的公司，为了防止被摘牌，它们也在积极地寻求资产重组，渴望注入优良资产，改善财务状况。因此双方谈判成功的可能性较大。

也有人认为这种做法不妥，那么既然既要注重公司是否处于夕阳产业，希望降低买壳成本；又要求公司有三年的盈利，希望一买壳上市就能获得配股资格。这本身就自相矛盾，保持三年盈利的上市公司很少处于夕阳产业，而且买壳费用绝对很高，如果购买这样的壳公司的话，再加上壳公司本身的优良资产与自有资产不一定有协同效应，很可能归于失败。因此笔者认为，比较好的选择是购买业绩差的夕阳产业公司，如纺织业、冶金业、零售业、食品饮料、农业等行业的上市公司。

根据以上选择的原则，可以设计以下一些指标来进行量化。如总股本数额以15 000万股为界，这个指标反应盘子的大小；每股净资产收益率，以10%为界；流通股/总股本，以30%为界；未分配利润/债务总额，以20%为界；法人股/总股数（没有国家股），以50%为界；法人股/总股数（有国家股），以30%为界，以上一共六个指标。有人根据1999年的中报测算了之前换壳的上市公司中的各项指标，发现吻合得相当好。40家换壳更名上市公司中，占有4项指标的上市公司有11家；占有3项指标的上市公司亦有12家；占有2项指标的上市公司有9家；占有1项指标的上市公司有6家。因此用这些指标来评价壳资源的好坏是经得起实践检验的。

根据我国的国情，由于在买壳上市的过程中，壳资源主要是上市的国有企业，背后有千丝万缕的政府关系，而且国有企业本身也肩负着非同一般企业的职能，需要考虑员工的就业问题和社会的稳定。所以在买壳过程中除了需考虑现金和资产置换的显性成本，还必须考虑其中的隐性成本，比如清壳费用，这些有时产生的成本可能比显性成本还大，考虑不周，就会使原计划落空。

毫无疑问，在我国这样直接融资市场尚未充分发展的发展中国家，壳资源是一种非常稀缺的资源，很多优秀的企业无缘直接上市，可以通过买壳上市来实现间接上市的目的。一方面可以提高公司的公众形象，另一方面通过注入优质资产，改善企业的业绩，获得配股的资格，从而为企业的做大做强提供起飞的契机，这是一条切实可行的道路。这样做还可以使得壳资源得到优化配置，这也是对我国上市制度的优化补充。当然，买壳上市还得慎重考虑其中的成本和收益，特别是在我国证券市场还不成熟的情况下，不确定性因素还较多，在考虑一般的显性成本的情况下必须认识很多入主后的重组成本，否则不仅使自身无法获得发展，还可能遇到困难。

主要参考文献

1. 何小锋，王国强.买壳上市的成本效益分析.经济科学，2000；4

2. 徐迅.买壳热抬高壳价.新财富，2002；14

3. 张道宏.上市公司壳资源研究.西安：西安交通大学出版社，2002