我国资本市场并购重组的特点与政策建议

http://www.crifs.org.cn 2009年2月4日 国务院发展研究中心企业研究所课题组

近年来，我国并购重组活动日趋活跃。随着我国资本化趋势的不断强化，越来越多的并购重组与资本市场发生了联系。

十多年来，我国资本市场上有300多家上市公司通过并购重组改善了基本面，提高了盈利能力、持续发展能力和竞争力，一批上市公司通过并购重组实现了行业整合、整体上市等目的。通过并购重组实现整体上市逐渐成为一种趋势。

资本市场并购重组的五大特点

由于我国资本市场的特殊结构和其他一些特殊原因，与其他国家相比，我国资本市场上的并购重组具有一些与众不同的特点。认清这些特点，对于推动我国资本市场并购重组的进一步发展、改善有关政策、规范并购重组行为、保护各方面的合法权益，具有重要意义。

第一个特点是，虽然大宗股权转移不断增加，但大宗资产重组仍占主流。我国资本市场上的并购重组长期以来呈现资产重组多、股权并购少的特征，不少企业热衷于将非上市资产不断注入上市公司，或者将上市公司的不良和不适资产不断剥离。根据资料综合分析，2007年我国上市公司并购重组交易数量为1759笔，但股权收购仅仅149笔，占全部并购重组交易的比重还不到10%。即使这两组数据可能存在统计口径差异，也不难看出大宗股权交易仍然偏少这个事实。当然，近年来大宗股权转移，特别是控股权转移的并购不断增多，反映了我国资本市场上通过并购重组来进行业务拓展和实现行业整合的功能在增强。但那些发生大宗股权转移的并购，也往往与资产剥离和资产注入联系在一起，这在一定程度上说明了我国资本市场“借壳”这一现象普遍存在。广受资本市场议论的国金证券借壳成都建设这一并购重组案，就是一个典型的股权收购和资产注入相结合的案例。

第二个特点是，虽然开放型并购重组在增加，但封闭型并购重组仍占主流。所谓的封闭型并购重组，是指关联公司之间或者政府主导的同一管辖范围内企业之间的并购重组，而开放型并购重组则相反。我国资本市场上的并购重组，有很大部分是母公司主导的并购重组或者政府主导的并购重组，母公司通过并购重组将其非上市的资产注入上市公司或将上市公司的资产剥离，以实现上市公司资产规模增加、质量改善、结构优化等目的，或者实现主业整体上市及法人整体上市。宝钢集团、鞍钢集团的主业整体上市都属于母公司主导的封闭型并购重组。政府也常常对其管辖范围内的企业进行某种方式的重组整合，以改善上市公司质量、增强上市公司的融资功能，或者实现行业板块的某种整体目的。一些地方政府甚至通过行政划转的方式来转移上市公司的国有股，推进区域内的结构调整。封闭型并购重组有母公司或政府作后盾，可能有时候比较容易完成交易，但有时候可能会与市场利益形成冲突，反而难以完成交易。2007年，政府曾经试图推动京东方、上广电等国内

几大液体晶生产企业重组整合，但由于企业利益难以很好协调，从而错过了重组时机。

第三个特点是，虽然以业务结构的战略性调整和行业整合为目的的并购重组在逐步增加，但以资产套现和再融资为目的的并购重组仍占主流。许多资产重组行为都是大股东将非上市的资产或股权注入上市公司，并从上市公司获得现金，从而完成套现过程。通过这种方式套现，充分利用了我国资本市场对上市公司资产和股权的不正常溢价，特别是可以利用牛市当中对资产重组行为的不正常追捧，这样的交易远远比在一般资产市场和并购市场出售合算。一些公司甚至可以以较低价格在一般市场上进行并购，然后伺机以较高对价注入到上市公司当中，以获得差价产生的所谓资本运作收益。即使是发生控股权转移的股权并购，新控制人也通常会利用上市公司从资本市场上再融资，或者将其他资产注入上市公司以套取现金。

第四个特点是，在股权收购中，对控制权的争夺日益激烈。随着股权收购日益增多，并购重组中对上市公司控股权的争夺日益激烈。资料显示，2006年我国上市公司1511笔股权交易中，发生控制权转移的为650笔，占全部股权交易的43％。一些企业通过收购上市公司小股东的股权积累股份，逐渐对大股东的地位形成挑战，并可以通过在二级市场择机吸纳股份而争夺控股权。对控股权的激烈争夺，说明我国上市公司控制权存在较大溢价，从一个侧面反映了上市公司控股股东利用控制权获得额外好处的可能性非常大，特别是可以从资本市场再融资并将资金用于对控股股东非常有利的领域。对控制权的争夺往往伴随着二级市场股份的竞争收购，如银泰集团通过协议方式收购了鄂武商之后，由于并没有达到绝对控股的目的，而且与鄂武商的第二大股东的持股比例相差无几，遂在二级市场收购鄂武商的股份，导致大股东和二股东对上市公司控制权的争夺日益激烈。

第五个特点是，并购重组普遍引发资本市场动荡，而且在并购重组中操纵市场价格的情况时有发生。由于我国资本市场并购重组的主流仍然是资产注入或剥离，并购重组对上市公司资产质量和盈利能力影响非常大。一般而言，并购重组的成功会改善上市公司资产质量、提高盈利能力，而不成功的并购重组则会使预期的利好破灭。因此，并购重组容易引起上市公司二级市场价格的剧烈波动。一些并购重组尚处于试探准备阶段便能刺激二级市场价格暴涨，或者在复牌之后非理性上涨，也有一些并购重组由于透支二级市场价格过多或者未能符合投资者的预期而发生二级市场价格暴跌。无论二级市场价格暴涨还是暴跌，往往带有非理性色彩，引发证券市场动荡，并不利于投资者良好投资理念的形成和证券市场的健康发展。由于我国对并购重组的管理存在一些漏洞或者管理不严，特别是我国许多并购重组都发生在关联企业之间或者政府主导的同一管辖区域内的企业之间，信息披露管理工作存在很大漏洞，一些不法分子常常利用这个机会操纵市场价格进行不当牟利，使二级市场股价的暴涨暴跌成为少数人的牟利机会，但导致更多人的利益受到损害，一些规模巨大、具有标杆性质企业的并购重组如果被不法分子利用，还会引起同一板块甚至大盘的波动。

我国资本市场并购重组的这些特点决不是偶然的，而是由我国资本市场的一些特殊情况决定的。

我国资本市场上的上市公司以分拆方式上市的多，法人整体上市的少，这就给后续的资产重组交易埋下了伏笔。我国境内A股市场1600多家上市公司中，绝大多数属于分拆上市，即企业将一部分资产分拆出来另立一个公司实现上市，而其他资产则放在原企业，从而形成母子公司结构。国有控股上市公司基本上都有一个国有全资或国有控股的母公司。即使像宝钢股份这样所谓实现整体上市的企业，其母公司宝钢集团公司仍然存在，而且集团公司仍然在大力发展自己的业务，母公司的资产积累到一定程度或者母公司需要现金，就有可能将资产注入到上市公司当中。即使一些民营企业

没有进行分拆上市，同一控制人拥有上市公司和其他非上市企业的情况也普遍存在，也就是说，一人多企的情形比较普遍。有关资料显示，2006年，我国证券市场“一控多”的民营上市公司，即同一个控制人拥有两个以上上市公司，达到了53家，占全部民营上市公司的13％。只要存在这样的结构，母公司或控制人就可以不断将资产或股权注入上市公司。特别当资本市场存在高于一般市场的溢价时，这类并购重组就有很大的吸引力。

我国上市公司国有企业多，非国有企业少，为大量的资产重组提供了源源不断的资源。我国上市公司绝大部分是国有控股企业，研究资料显示，2006年底我国民营上市公司数量仅有405家，占全部上市公司不到1/3，说明国有控股的上市公司占2/3以上。我国国有资产总量十分庞大，进入上市公司的只是其中一小部分，更多的国有资产在上市公司之外。更重要的是，许多国有企业本质上存在关联关系，政府可以通过一定手段促使非上市国有企业的资产不断注入到上市公司当中，从而为我国资本市场的并购重组提供源源不断的资源。2006年以来，中央国有企业加快了向上市公司注入资产的步伐，一些企业实现了主业资产整体上市。地方政府也不甘落后，许多地方出台了相关规划，推动国有资产向上市公司集聚。

我国资本市场上并购重组的一些特点的形成，也与我国股票发行制度以及银行信贷资金使用制度有关。我国股票发行最初实行审批制，甚至通过行政系统分配发行额度，后来过渡到核准制，朝市场化的方向迈出了重要步伐，2006年还出台了《上市公司证券发行管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》及《证券发行与承销管理办法》，进一步放松了管制和提高了发行效率。但是，我国股票首发和增发制度与成熟市场的注册制有着根本差别，仍然存在严格的政府管制，离市场化发行还有相当距离。同时，发行条件比较苛刻，特别是对连续盈利有硬性规定。这样的发行制度，导致股票发行较难，因而壳资源仍然具有一定价值，从而推动了争夺壳资源为导向的并购重组。2007年，我国有七家证券公司实现了借壳上市，如海通证券借壳都市股份、东北证券借壳锦州六陆、国金证券借壳成都建设实现了上市，主要原因就在于这些证券公司缺乏连续三年盈利记录。证券发行较难，也使得换股收购这一在国外普遍流行的方式在中国难以开展，并购者必须要准备大量现金才能进行并购，制约了股权并购的进行。2007年，中国铝业收购云南铜业49％的股份，动用了近百亿的现金。一般的企业，特别是民营企业很难在短期内获得这么多的现金进行并购。我国的有关政策限制银行信贷资金用于股权并购，对于并购重组具有较大的制约作用。

未来可改进的政策

一是对于新上市的公司，应尽量采取法人整体上市的方式。我国企业在境内证券交易所上市，基本上全部采用分拆上市形式。以分拆形式上市有许多优点，对于整体资产质量不高、业务结构比较复杂且各业务板块盈利状况不一的企业，可以将其中资产质量较高、盈利状况好的业务分拆出来单独设立一个子公司进行上市。特别是对于那些冗员多、历史包袱重的国有企业而言，整体上市较难，即使能够上市，也难以提高发行价，所以大都选择分拆上市。分拆上市后保留的母公司，在战略调整、重大投资、业务扩张、并购重组等方面也具有更大灵活性，避免受到资本市场的过多约束。但是，不可否认，选择分拆上市也往往成为企业蓄意设计的一种逃避监管、输送利益的特殊结构。许多企业，不管是国有企业还是民营企业，明明可以通过结构重组实现法人整体上市，却偏要选择分拆方式上市。一些国有企业通过分拆上市方式来提高发行价，本身就逻辑不通、居心不正，因为整体上市虽然降低了发行价，但是也将历史包袱卖给了资本市场。一些民营企业刻意选择分拆上市，也反映出民营企业家的“要利用资本市场、但要留一手”的思维，给资本市场带来了监管漏洞。而且，现在资本市场上“一母多子”、“一人多企”的结构越来越普遍，这样的结构一方面给

并购重组带来了很多空间，另一方面又给并购重组带来了很大的利益操纵空间。

我们认为，以后对于新上市的企业，要尽量采取法人整体上市方式，这样有利于并购重组的单纯化，有利于产业整合式并购重组的开展。

二是择机实行市场化发行，放松对于增发的管制，推动换股方式的收购。我国股票发行制度在过去十年里发生了重大变化，审批制、额度制的发行方法早已成为历史。但是，目前的核准制仍然存在需要进行实质性改革，应该真正实行市场化发行，由市场自身决定发行时间、发行数量、发行价格，监管部门重点应该放在保证信息真实性、打击欺诈和误导等行为方面。过去10年，我国资本市场上的机构投资者已经有了极大的发展，交易者的结构已非10年前可比，这为市场化发行准备了很好的条件。2008年以来，监管部门核准了不少企业发行股票，但一些企业因为证券市场低迷等原因纷纷推迟或暂停发行，说明市场本身能够调节发行节奏和发行价格，实行市场化发行是可行的。至少，对于上市公司的增发应该实行市场化，这非常有利于以换股方式实行并购重组。

三是改变贷款通则中贷款资金不能用于股本权益性投资的规定。我国的贷款通则是在1996年制订的，但这个通则已经远远脱离了市场经济发展的步伐。通则禁止将银行贷款资金用于股本权益性投资，这样的规定是极不合理、极不科学的。因为在现代市场经济中，企业发展不一定采取有机式成长方式，也可以采取并购式成长方式。在实际当，将银行贷款用于股本权益性投资的行为已经存在，监管部门也是睁一只眼闭一只眼，这种处理方法既加大了监管难度，也给并购交易带来了很大的不确定性，还容易导致风险和扯皮。我国企业在国际上进行并购重组，从银行获得贷款支持已是普遍现象，但这是依靠特批获得的，不利于企业和银行进行常规性交易。因此，我们认为应该修改有关规定，使并购重组可以得到更多的资金支持。

四是在《上市公司收购管理办法》中增加对内幕交易、操纵市场价格等行为的监管。我国资本市场并购重组中的内幕交易、操纵市场等行为比较严重，但《上市公司收购管理办法》对此基本没有涉及，《上市公司重大资产重组管理办法》虽然有所提及，但内容粗糙，可操作性不够。国际上，对资本市场上并购重组的管理重点不是对交易的审批，而是对内幕交易、操纵市场等犯罪行为的界定、查处和打击。我们应该进一步完善《上市公司收购管理办法》，增加内幕交易、操纵市场等方面的内容，特别是要规定这些行为的界定标准，使其具有可操作性。

五是对反收购的规范。反收购是一种正常行为，在国际资本市场上，收购和反收购往往相互交织。但是，如果反收购行为得不到规范，企业内部或者一些股东就有可能滥用反收购措施阻止正当的收购，或者无法利用反收购手段阻止无益的收购，同时可能出现对企业控制权无休止的恶性争夺。我国资本市场上已经出现了收购和反收购的情况，如华建电子并购重组济南百货，以及银泰集团对鄂武商的争夺等。我们认为，应该在《上市公司收购管理办法》中详尽地对反收购措施进行规范，使反收购既能成为一种正常的市场手段，又不至于阻碍正当并购重组的进行。

国务院发展研究中心企业研究所

“中国企业并购重组研究及政策”课题组

课题负责人：陈小洪

课题协调人：张文魁

课题组成员：马 骏 张政军 肖庆文 王怀宇

项安波 周 燕 张永伟

执 笔：张文魁

文章来源：中国发展观察杂志社　　（责任编辑： zfy）

Copyright© 2005 财政部财政科学研究所 版权所有 All rights reserved
通信地址:北京海淀区阜成路甲28号新知大厦　邮政编码：100142　联系电话：86-10-88191430