

创新监管思路交易规则 推进市场化并购重组

日期：2013-01-21 来源：中国证券报

上市公司市场化的并购重组将直接提升市场经济中资源配置和结构调整的力度，促进经济增长方式的转变和产业结构的调整。截至目前，中国上市公司的市场化并购可以说是非常少见，相关的法律法规主要侧重于原先的借壳上市和整体上市是一个重要原因，市场化的并购重组亟待加快推进。

建设有效的市场环境

1、提高证券市场的有效性

在证券市场整体建设方面，需要推出更多的市场化工具，如各种类、多层次的股指期货、融资融券、股票期货、国债期货等，提高证券市场对公司股票、公司债券估值的合理性，提高市场有效性，这样才能有效提高并购重组的估值合理性、交易活跃度和交易规模。

同时，让合法运作的中国“浑水公司”成为市场的天然警察，通过转融通机制融券做空实现及时矫正估值的泡沫。鉴于中国股市一旦发起要约收购时，被收购公司股价往往会在短期内连续上涨超越要约价格，使得要约收购成功率极低。全部上市公司的融资融券将有利于收购方发起要约收购时，目标上市公司被非理性炒作的现象得到制度上的抑制。只要公司估值呈现合理水平，上市公司市场化并购才能出现真正的繁荣。

2、不断完善并购重组的法律法规

市场化并购重组的进一步深入发展，需要监管机构尽快推出《上市公司监督管理条例》，推出吸收合并、分立、分拆、回购（资产定向回购、现金回购、要约回购等）的管理办法，修订《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》及交易所的各项规则。调整相关法律法规，允许收购人在合理范围内进行高杠杆负债收购；允许符合一定条件的债权、债券等债权类工具可以作为公司设立时的出资，也可以作为对包括上市公司在内的公司的增资；允许上市公司符合条件的债权进行债务重组，即在履行上市公司的决策程序之后直接进行债转股或发行股份购买对本公司的债权（债券）并注销，而不仅限于资产管理公司拥有此项权利。另外，为了促进上市公司并购重组，也应允许上市公司进行并股和拆股操作，以利于上市公司调整其股本规模和股本结构。

在时机成熟时，修改《公司法》、《证券法》等法律法规，以降低要约收购成本，丰富完善要约收购支付工具，简化要约收购审核程序，提高要约收购的效率，重新规范上市公司限售股份的适用条件，重新调整因并购重组产生的限售股份的锁定期限，建立收购强制挤出制度。相对于要约收购制度，还需要完善要约收购豁免制度；综合考虑法律法规和证监会规章中有关反收购条款和制度安排，形成完整、科学、合理的市场化反收购立法体系。

形成市场化的交易规则

1、实行并购重组市场化定价改革

市场化定价改革应是促进并购重组繁荣发展的核心问题。定价和支付手段不灵活使得资本市场配置资源的效率大为降低。因此，在不断降低 IPO 发行价和二级市场估值泡沫的同时，推动并购重组市场化定价是推动并购重组繁荣发展的核心。并购重组的市场化定价应包含五方面涵义。

第一，对于标的资产或者标的股权的估值定价，国内的收益现值法（DCF）定价是以相关产品过去 3-5 年的均价作为依据而进行评估的。但是北美等国外成熟并购市场在大多数情况下，是由买方和卖方的财务顾问或者聘请估值公司分别通过对市场的预测而采用的预测价格进行的估值，相比之下国外市场的估值水平更符合市场实际，因为他们采用的是未来的价格，是真正的未来现金流折现。我们建议由买方和卖方聘请的财务顾问或估值机构，采用预测价格进行估值以对目前国内普遍采用的收益法估值结果进行调整，避免僵化的按照过去价格进行估值的方法对交易成功造成障碍。

第二，对于标的资产估值后的交易价格，允许以双方的估值结果为标准进行折价交易和溢价交易，即允许出现溢价收购和折价收购，也允许出现溢价出售和折价出售，这样的处理结果更符合商业交易的实际情况。

第三，对于换股发行价格等采取市场化的定价方法，目前国内执行的是不低于停牌前 20 日均价的 100% 的并购重组发行定价机制（破产重整除外），如果股票价格虚高，上市公司和标的资产因估值方法不同而处于不同的估值坐标体系之下，导致估值水平差距较大；或者在吸收合并中，吸并方和被吸并方（目标公司）的股价估值水平有差距，那么就需要采用更加灵活的定价方式，或者同时使用创新支付工具进行未来的估值调整。可以在发行股份购买资产、要约收购、吸收合

并中附加使用估值调整工具，如认股权证、顶（Cap）、底（Floor）等。

第四，建议在上市公司发行股份购买资产等并购重组中，对于非上市资产的估值允许以市场法(市盈率、市净率、市销率等方法)进行估值，以使上市公司与非上市公司在定价市场化方面的衡量基准逐步接近。许多行业属于轻资产类型，无法通过成本法合理估值，同时许多公司暂时没有实现盈利，但存在大量客户和收入，该类公司也不适用收益法进行估值，这就需要市场法估值。IPO 发行已经实现了市场化定价，普遍按照市盈率、市净率指标，按照市场询价或者定价的方式发行，这说明市场法在我国已是一个逐步成熟的估值方法，既然牵动广大中小股东和新增股东利益的 IPO 和再融资允许市场法估值，那么对于有董事会、股东大会的决策程序，而且大多属于定向非公开发行股份的并购交易，在健全的财务顾问制度的背景下，研究实行市场法估值理应成为并购市场化定价的重大举措。

第五，认股权证具有融资、投资、股权平衡、估值调整及激励作用。认股权证的发行可以作为对不同股东、交易方的补偿手段，解决在并购重组中的利益平衡，既可以用于非上市公司，也可以用于上市公司；既可以用于非国有企业，也可以用于国有企业。比如，在涉及国资的并购交易中，国资委需要出台法规和规章认可并购交易过程中已经核准或者备案的交易价格在未来某一段时间内可以通过认股权证进行估值调整，即通过业绩对赌的方式给予卖方股份或者现金奖励，实现双向的对赌。建议普遍适用允许在交易过程中进行业绩对赌，无论交易一方是国有企业还是民营企业，均需要对业绩对赌安排进行法律上的保护，形成真正的估值定价市场化。

2、通过业绩对赌方式奖励卖方

为了大力促进产业并购重组、鼓励整体上市中有更多的少数股权一同进行资产证券化、保护反向并购中与控股股东非一致行动人的少数股东、保护参与型并购基金正常参与整体上市和反向并购，可以在时机成熟的时候，考虑进一步完善《上市公司重大资产重组管理办法》及其配套规则中的相关规定。建议在讨论成熟的时候修改《重大资产重组管理办法》中的相关规定，在盈利补偿的同时，也需要考虑通过业绩对赌的方式给予卖方股份或者现金奖励，即在注入资产业绩超额增长时，给予交易对手方一定比例的股份奖励或者现金奖励（美国实行不超过

20%的奖励规则)实现双向的对赌。建议该对赌方式的并购也需要在国资委和商务部系统中得到法律法规方面的认可和保证。另外,如果实行市场法估值定价,从估值原理方面来分析,因为其不属于未来现金流折现,本质上是不需要像收益法一样进行盈利补偿的,IPO发行后也不需要上市公司进行股份补偿或者现金补偿就是这个道理。

3、放宽并购重组中同业竞争限制

放宽同行业上市公司之间控股并购、同行业非上市公司对上市公司控股并购中证监会对于同业竞争的要求,允许在2-3年的宽限期内,由同业的收购方通过进一步整合、重组等方式完全解决同业竞争问题或者完全建立起一套不反对同业竞争,但是必须建立同业竞争状况信息披露的制度体系,由投资者自主决定存在同业竞争对上市公司估值的影响,实现更加市场化的操作规则。

按照目前的规定,同行业的上市公司之间无法进行除吸收合并之外的协议控股收购、现金要约收购、换股要约收购等方式。同行业非上市公司对上市公司的收购也往往受到同业竞争的影响而无法展开。这些限制措施都严重影响了同行业整合的并购交易的开展。

4、大幅缩短股份锁定期限

目前国内的法规、规章和规则对于并购重组股份的锁定期限较长,有些规定甚至要长于首次公开发行(IPO)和股票增发等。比如说,在IPO前12个月之内的私募股权(PE)投资锁定期已经缩短到发行后12个月。而根据《上市公司重大资产重组管理办法》,涉及发行股份购买资产前12个月之内的PE投资或者新股东等,目前仍然执行的是锁定期36个月的政策。在并购重组中,引入并购基金进行整合,其迫切性要远远高于Pre-IPO中的财务投资者和投机套利者,为了提高并购基金和其他投资者参与并购重组的积极性,改善投资者对于收益获得的预期、缩短收益实现周期、提高预期的收益率,有必要缩短锁定期,甚至可以考虑最低6个月的锁定期,以此进一步提高投资者或者并购基金参与并购重组的预期收益。

5、其他市场化改革措施

允许上市公司进行破产清算;允许上市公司出售全部资产一段时间内成为纯现金或者纯负债的公司,等等。这些措施还能够实现产业资本与金融资本间的套

利来对上市公司估值进行调整。

形成市场化的监管思路

1、监管重点是强化信息披露

现有规则对上市公司并购重组采用实质性审核为主，兼顾信息披露的方式，对于上市公司收购来说，区分标准主要集中于持股比例。对于上市公司重大资产重组项目来说，区分审核与否的标准主要是总资产、净资产、营业收入三个指标之一是否超过上市公司相应指标的 50%，这造成一些弊端。有些上市公司资产规模非常大，但进行上市公司资产收购、资产出售或者资产置换的比例均不超过上市公司相应指标的 50%，那么这种并购重组就不需要审核。目前的法律法规对其进行信息披露的要求非常低，这种情形直接导致了市场监督的盲区。

鉴于目前中国证券市场诚信体系、诚信制度尚不健全，实质性审核可能在短时间内无法完全取消，但强化信息披露完全可以在逐步弱化实质性审核的过程中有效地对上市公司收购、并购重组行为进行监督和制衡。

2、简化并购重组的审核流程

美国并购市场的历史证明，产业结构的大调整只是历次并购浪潮后形成的客观现实，而非政府主导下刻意追求或是规划的结果。

对一个个具体交易成败的担忧以及对小股东利益保护，往往成为行政权力介入并作实质性判断的最冠冕堂皇的理由，这在目前上市公司对外并购中表现得最为明显，实际上大股东与非关联交易对手艰难博弈的过程本身便自然形成对包括大小股东利益的保护。

在并购重组的推进过程中，股东大会的表决通过具有决定性的意义。因此，需要公司自治原则贯彻执行，在市场化定价、协商定价的并购重组中，尊重股东大会决议的法律效力，应尽量避免出台使用股东大会分类表决机制的规章制度，在保护中小股东利益的同时，也要保护上市公司大股东的利益，避免因并购重组利益盲目向中小股东倾斜，而使得大股东失去《公司法》所赋予的本应有的主导上市公司战略发展方向的正当权利。

3、监管思路区别于股票发行

并购重组活动本质上属于交易行为，存在买方和卖方，买卖双方的利益不同，他们是交易对手方，监管的目标应该是公平交易、充分及时的信息披露。而 IPO、

再融资的发行主体上市公司与其控股股东、实际控制人属于利益共同体。国内监管股票发行、并购重组的重点在于维护上市公司及其股东尤其是中小股东的利益不受损害。但是对于并购重组的监管如果与股票发行监管思路一致，就意味着监管态度很可能过度偏向于维护上市公司利益，这样就会造成对于公平交易的尺度偏移，甚至因为监管导向的原因达不成交易，进而可能对并购市场形成反向示范作用。如果市场上形成对上市公司及其股东利益保护“一边倒”的共识，反而使得潜在目标公司参与并购重组的意愿不强，不利于上市公司通过并购重组进行价值提升和资源的优化配置。因此，建议并购重组的监管思路应该区别于股票发行。

4、进行市场化整体改革的顶层设计

目前证券监管部门、国资管理部门、外资管理部门还有发改委等都对并购有行政审批权，审批内容除包含国外并购市场常见的关乎垄断、国家安全等方面的内容，但更多的是关于定价、行业准入等方面的审批，且有些部门规章之间时有冲突，尤其是对交易定价等一些交易商业条款的干预，会打破并购各方经过充分博弈后达成的平衡格局，进而导致交易无法达成。定价窗口期的机械设定、储架发行和闪电配售等制度缺失、现行再融资制度对募投方向的监管和实质审批、对并购重组审核的监管划界、内幕交易核查作为审批的前置条件，都直接导致了资本市场并购效率低下。如何顺应产业并购的发展趋势，对原有并购监管和发行融资制度进行前瞻性设计，对并购监管和并购融资进行更加市场化的改革，改革并购重组财务顾问制度，发挥资本市场的并购主战场功能，将成为监管层当下应该思考的核心命题之一。

推出并购融资和并购支付工具

成熟市场并购大量依托资本市场，一个非常重要的原因是因为股票、现金，以及认股权证、可转换债券、高收益债券等金融工具的存在，这些并购融资和支付手段可以灵活高效地组合使用，进而平衡交易各方不同的利益诉求以达成交易。国际上通行的杠杆收购流程是先由投资银行负责向收购方或者收购方设立的壳公司（SPV）提供过桥贷款，再进行收购，待收购完成后或者收购的过程中可以通过并购贷款、垃圾债券等金融工具再次进行长期融资然后偿还该笔短期过桥贷款。2011年开启的大规模公司债的发行以及尚待破冰的高收益债券，都有利于解决并购当中的融资问题。因此，多层次的债券市场的发展也是并购活动繁荣

的基础条件之一。

1、推出并购私募高收益债

积极推出并购融资工具，允许为并购非公开发行高收益债券。尤其是推出用于杠杆收购的无担保次级债券、并购债券等夹层融资工具，丰富和完善并购债券的品种和募集方式。允许私募发行不受净资产 40% 和利率限制的用于并购的高收益债券。放宽对债券品种的利率约束、规模限制和条款限制，允许公司和企业根据自身状况和市场需求灵活定价、并自主选择平价发行、溢价发行或折价发行。由于我国仍处于非上市公司被收购为主的阶段，那么监管机构就有必要出台相关政策，允许以非上市公司资产作为质押或抵押的非上市主体的并购债券或者高收益债券的发行，扩大发行主体的范围，提高与国内并购实际情况相适应的程度。

2、过桥贷款和过桥融资票据

由投资银行提供过桥贷款有利于增强投资银行在并购重组中的主导作用。我们还可以推出由证券公司发行的过桥融资票据，允许证券公司进行认购，也可以由其他机构投资者认购，该票据可在银行间市场或交易所市场进行交易。

3、大力发展并购基金

并购基金是参与并购交易和推动并购市场发展的重要力量，我们需要拓展并购基金的资金来源，提高并购基金的杠杆率，畅通并购基金的退出渠道。

4、加强混合型支付工具在并购中的运用

推出可避险的定向可转换债券等并购支付方式；推出并购重组估值调整工具认股权证、顶（Cap）、底（Floor）；未来随着《公司法》的修改，可以择机推出累计可转换优先股等工具。加强和大力推动定向可转换债券、夹层融资、卖方融资等混合性并购融资工具在企业并购融资中的运用。放宽公众公司和非公众公司换股收购、吸收合并的条件。

推出零息可转换票据等金融创新产品。零息可转换票据可以活跃并购融资市场，它可以普遍用于资本市场和产业市场，建议尽快推出零息可转换票据产品。

5、推出信用违约掉期（CDS）等信用风险管理工具

早已在欧美流行的信用违约掉期可以作为中国目前公司债券、企业债券担保问题的一种变通途径。CDS 的出现解决了信用风险的流动性问题，使得信用风险可以像市场风险一样进行交易，转移担保方风险，同时也降低了企业发行债券

的难度和成本。2012 年以来上交所和深交所推出的中小企业私募债仍然强行要求企业或第三方提供担保，否则无法备案，其实该做法将限制中小企业私募债的规模和发展，解决方法就是推出 CDS 工具，降低发债成本，解决无担保问题。另外，债券抵押债务凭证（CBO）也可以在结构化重构中通过债券的再证券化实现收益风险的重新构造组合。