

上市公司并购五大高发区激流涌动

演播嘉宾: 李阳 西南证券投行收购兼并部副总经理、保荐代表人
张红雨 北京东方高圣投资顾问有限公司首席研究员
主持人: 周舛 本报记者

昨日,上证第一演播室请来上市公司并购领域的两位专家,就新颁布的《上市公司收购管理办法(征求意见稿)》对上市公司并购市场未来产生的影响进行了深入探讨。

并购将创造超额价值利润

主持人:在新办法颁布以后,哪些行业或者板块可能成为并购的高发区,对于中小投资者而言,其间的机会是什么?

李阳:我觉得以下几个板块可能更突出一些:一是核心技术掌握者,或垄断资源掌握者。比如金融行业,虽然收购的潜在价值比较高,但行业壁垒很重,会涉及到一些产业政策问题,并购的难度也比较大。二是增长潜力巨大的行业,比如消费品产业,商业批发零售等流通行业。三是原材料和基础设施行业——比如电力、钢铁、水泥等行业可能成为热点。四是资产类行业,比如房地产业。房地产业成为并购对象也是近段时间发生的事情,我个人认为是与人民币汇率评价存在关系。五是存在财务困难的公司,比如ST板块,这类公司并购的价值在于成本较低,并购之后可以通过重组再造,最终形成较高的资本溢价。

张红雨:从去年发生的并购或类似并购的潜在投资活动来说,很多与直接消费品相关的行业发生并购概率可能更高一些,比如饮料、牛奶、百货等等,这些行业因为现金流较好,很多潜在价值尚未充分发掘,公司内在的业绩和盈利能力不错,因此可能会引发规模较大的并购。

主持人:成熟资本市场有哪些并购手段值得我们借鉴?利用成熟市场的并购手段催生大的蓝筹股是否已经为时不远了?

李阳:我认为,所谓并购是否将催生大的蓝筹企业,一定要结合市场的情况来看。管理办法出台的时机很好,正好赶在股改完成了3/4的阶段。风险正在有效释放,制度建设在有序推进,此时市场会有明确预期,这是推动并购活动的源泉和动力。在这样的市场环境中,上市公司的价值必然会得到进一步的挖掘。第二,是中国宏观经济和产业发展的背景。近年的实践证明,我们的市场是有活力、有巨大发展潜力的市场,这也是催生并购的动力。在上述两大基础之上,办法的出台就是“及时雨”了,可以对有需求的并购进行一定的制度规范和制度约束。另外,我们发现办法有一个很好的趋向:监管层主体行为的定位是很准确的——对市场的裁判;运动员就由中介机构、收购者和被收购者的股东、董事、高管都参与其中,各司其职,各负其责。在上述条件的共同作用下,并购办法就能够成为一个即将到来的并购时代的催化剂。总体来讲,并购是创造超额价值和超额利润的,其实现还是有赖于宏观经济和股市向好的趋势来实现。

张红雨:有些个案可以体现出通过并购产生蓝筹股的过程,比如说香

港市场上的中信泰富:中信买了泰富的壳,冠名中信泰富,一方面向公司中注入优质资产,另一方面也在不断进行收购。在这个过程中,中信泰富逐渐成长起来,在若干年中迅速膨胀,逐渐成为香港市场上非常重要的公司,这就是通过并购催生蓝筹股的过程。

监管层并不鼓励反收购

主持人:办法征求意见稿删除了6种对反收购策略的限制性规定,一些企业采用的金色降落伞、分级分期董事会制度等,是否在将来有可能成为上市公司反收购的主流策略?

李阳:我认为,删除限制性规定并不意味着监管层鼓励反收购。反收购行为是双刃剑,鼓励反收购将阻碍市场发挥有效收购的作用。中国资本市场并不是完全开放的市场,我个人认为不能推出过分鼓励反收购的政策。同时我们也不能限制反收购,因为被收购主体也可以维护自己的正当权益。所以一定要把握好尺度,既然办法的主导思想是市场化,删除上述规定,把采取反收购方法的决定权适当下放给董事会,还是符合趋势的做法。

说到反收购策略,我提供几个案例,可以作为预备的反收购策略。个人认为,随着并购的深入进行,更激烈的反收购办法可能会出现,比如新浪在遭到恶意收购时采用的毒丸政策,再比如国际上流行的利用大幅提高准备来降低公司价值的焦土政策等,下一步收购与反收购的争夺会愈演愈烈,方法也将更多。我倒要提醒小股东,在收购、反收购的时候,双方采取的一些措施可能将给中小股东在短期内带来伤害。我认为,应该鼓励收购,反收购信息披露的透明化、及时化,不能到短兵相接的时候才向市场披露信息,以后的监管重点,我感觉可能放到信息披露这个角度,让市场有足够的时间和足够的信息来做出判断。

主持人:管理办法为什么对MBO相当谨慎,是不是会影响今后MBO的实践?

张红雨:MBO有一个特点,由于中国金融体制的特殊性,收购的融资是很困难的,对于管理层收购,这个问题尤为突出,一般管理层收购的资金来源基本上靠借贷。过去的MBO有一个特点,虽然说MBO,并不是全部把公司收购下来,只是收购部分权益和控股权,比如20%,30%,收购完了以后,管理层只能通过公司分红获得一部分资金,无法支付本金;同时,由于以前管理层往往收购到的是非流通股,其流通变现的能力和升值空间都比较有限,也无法支付本金。这就容易导致管理层与上市公司进行一些不正当、不公平的关联交易,从上市公司套取资金或套利,来归还收购的本金,这样就会损害中小股东的利益。鉴于这些情况,证监会对于管理层收购仍然持有谨慎的态度,是可以理解的。如果管理层把一些公司完全私有化,买到百分之百的股份,可能这个问



昨天,在上海证券报第一演播室,西南证券投行收购兼并部副总经理、保荐代表人李阳(中),北京东方高圣投资顾问公司合伙人、首席研究员张红雨(左)与上海证券报记者周舛(右)在线讨论后股改时代的上市公司并购

本报记者 史丽 摄

题相对好一些,但现在没有看到这个案例。

李阳:从办法看,管理层对MBO确实设置了一些前提,我个人觉得这些前提并不苛刻,这些前提对于一个正常运作的公司而言是没有问题的,这些问题并不能说明,管理办法会给MBO带来巨大阻力。

并购过程存在五大融资方式

主持人:银行对于收购方提供过桥贷款是否可行?国外并购过程中银行对收购的支持力度非常大,目前国内银行能否以贷款支持杠杆收购?

张红雨:按规定,银行资金不允许直接用于投资的,当然也不能用于并购,正常情况下是这样。事实上也有银行提供所谓“过桥贷款”,但总体上我不认同这样的操作。

李阳:说到“过桥问题”,我们国内并购的一个大的障碍在于融资环境滞后,在控制风险的前提下,如何打通融资渠道,随着办法的发布,我想管理层会对这个问题进行一些分析。

主持人:权证能否作为并购支付手段?

李阳:这涉及到一个支付手段的估值问题。权证不同于股票,它的价值体现为未来获得一个权利的价值,权证在国内上市时间不长,投机的成分也比较高,如果作为并购的支付手段,其估值的难度确实比较大,相对股票估值来说,权证在这方面可能存在一些劣势;另外,股票是有对应的公司价值的,权证是建立在股票基础上的权利,对公司价值的反映也并不直接。

张红雨:在并购交易中,可能会涉及到一些类似的安排,比如说管理层收购,原来出让股东没有完全套现的话,可以给管理层一些认购的期权,给他一个比较低的价格,如果管理层把公司做好,未来可以通过这种安排来认购一部分股权。

主持人:上市公司可否为并购发行债券,目前政策上有没有障碍?

李阳:这个行为跟管理办法应该不冲突。上市公司无论发债还是公开发售,或者直接融资,这个不应该是一个障碍。另外,还是应该符合发行债券的相关规定。目前我们没看到是否允许公司发债收购另一家公司的规定,但是从道理上说,如果我是一家做基础设施的公司,要收购一个做水务、电力公司的控股权,这种行为也可被视为主业投资,这样的并购我个人看,应该可以允许利用债券融资进行并购。

主持人:如果说并购中融资渠道还不是特别通畅,换股收购是否将成为主流?

张红雨:刚才说的那个问题应该是一个趋势。因为以前在市场分割的状态的时候,假如说上市公司去发行股份去收购的话是很困难的,假如说你发行的是非流通股,没有人愿意换股;如果发行流通股,按照当时政策是跟公募同等对待的,是非常难的,现在发行的管理办法将发行分成公开发行和非公开发行,当上市公司收购其他公司的时候,可以向目标股东去定向发行股份,然后换得目标公司的控股权,这种方式其实是有利于上市公司不断扩张,因为可以不动现金,也可以用部分的现金方式、部分换股的方式,也是可以。

李阳:定向发行是这段时间的热点,定向增发行为毕竟不是公募行为,它是点对点谈的行为,我个人判断审核的条件要宽松一些,但毕竟要经过证监会的初步审核,在审核的时候,据我们掌握的信息,可能对项目有要

求,这样并购的对象有很多因素需要落实,比如并购的目的是什么,如果是产业投资,同行业并购还好说,如果是财务投资者就有问题了,因为市场肯定会提出对项目相应的要求。同时如果并购项目不落实,并购对象的治理不好,很可能找不到机构投资者来提供资金,因为用途是不明朗的,机构投资者关心就是出钱后,这个钱上市公司怎么用。总而言之,增发换现金来收购是没有障碍的,关键是资金如何使用。我记得关于这方面证监会规定,针对纯财务投资,建议还是参考一下相关办法。

张红雨:这种行为原理上可以行得通,但现实操作的话还是有障碍,我建议现阶段不要用这种操作方式。

换股收购有望成为趋势

主持人:如果说并购中融资渠道还不是特别通畅,换股收购是否将成为主流?

张红雨:刚才说的那个问题应该是一个趋势。因为以前在市场分割的状态的时候,假如说上市公司去发行股份去收购的话是很困难的,假如说你发行的是非流通股,没有人愿意换股;如果发行流通股,按照当时政策是跟公募同等对待的,是非常难的,现在发行的管理办法将发行分成公开发行和非公开发行,当上市公司收购其他公司的时候,可以向目标股东去定向发行股份,然后换得目标公司的控股权,这种方式其实是有利于上市公司不断扩张,因为可以不动现金,也可以用部分的现金方式、部分换股的方式,也是可以。

机构点评

并购市场三大主要方向

此前并购市场最核心的问题主要表现在三个方面:

一是并购法规的滞后性;二是股权分置导致并购项目价值评估体系的扭曲;三是并购退出渠道匮乏。然后,随着《公司法》、《证券法》的修订,《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》的发布,《上市公司收购管理办法》的修订,以及股权分置改革在年内的基本完成,并购市场的市场基础、制度环境都正在不断完善,并购市场的对外开放程度也有所提高。这些都促使着上市公司并购市场正在发生质的变化。

上市公司并购行为,将随着并购市场体系的完善而趋于活跃,当前充沛的流动性为此提供优越的资金条件。具体而言,以钢铁、水泥为代表估值便宜的上游资本品行业整合;以中石化为代表的中央企业整合;以银行、饮料为代表的消费服务行业并购,是三大主要方向。

申银万国(蒋健蓉、徐妍)

产业并购将掀起热潮

在未来全流通条件下,资源流动与配置的深度、广度与频率不断提高,市场合理定价的标准得以确立,这就使得市场化的产业整合和并购成为可能。同时,在央企业管理体制改革不断深化的背景下,国有控股公司可通过并购重组以实现资本增值和竞争力的提升。因此,新的收购管理办法的出台,必将成为积极的应对我国国民经济结构性调整和股权分置改革后全流通的崭新局面的重要举措。可以预计,未来的产业资本或优势企业将掀起我国证券市场收购兼并的热潮。

海通证券(谢盐)

二级市场并购将成持久热点

新的上市公司收购管理制度改革具有鲜明的市场化特征。一方面,收购价格主要以上市公司市场价格为基准,这对保护广大中小股东的权益具有积极意义;另一方面,允许进行换股收购,收购方可以用证券作为收购支付的手段。我们认为,这些证券可以是具有确定行权价格的权证。

此外,新的管理办法适度限制反收购,虽然不再禁止董事会提出有关反收购的议案,但必须经股东大会批准方可采取反收购措施,并且对反收购活动作出原则性规定,要求被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施,应当有利于维护本公司及其股东的利益,不得滥用职权对收购设置不适当的障碍。因此,全流通时代,围绕二级市场的上市公司并购将成为A股市场一个持久热点。此外,从新办法规定的监管途径的方式来看,为市场化并购顺利进行提供了保障,也有助于我国上市公司并购能不断突破地方保护主义的制约。

国信证券(汤小生)

用双内核完成更多任务。

HUAQING

选用配备有英特尔® 奔腾® D 处理器的
华清豪华系列套餐
随您需要加快多任务处理的速度。

5999元

上海华清经济发展有限公司
地址: 昌平路710号228室 传真: 32180908
总机 32180908
www.huaqing-sh.com.cn

英特尔® 奔腾® D 处理器