

# 股改给上市公司并购带来八大变化

□中国银河证券公司 苑德军



苑德军,经济学博士,中国银河证券公司高级经济学家,中国社科院金融研究中心特邀研究员,中国农业大学金融与投融资研究中心特邀研究员,多所大学兼职教授。在报刊上发表经济金融论文350多篇,撰写专著并主编高校教材22部。代表作有《金融创新论》、《中国证券市场问题报告》等。个人事迹被收入《中国社会科学家大辞典》(英文版)。

如果把中国资本市场的发展史划分为若干个阶段的话,那么,股改从实施到结束这一阶段无疑是一个十分重要的历史阶段,在中国资本市场发展进程中具有里程碑意义。股改不仅消除了阻碍中国资本市场健康发展的根本性制度缺陷,而且给上市公司并购带来了相当积极的影响,使公司并购迎来了一个全新的市场环境。新《公司法》、新《证券法》和《上市公司收购管理办法》的颁布实施,则进一步扫清了影响公司并购顺利实施的法律障碍,从而必将激发并购主体的并购热情,极大增强并购市场的活力。

支付能力进而影响并购交易的实现程度。在股权分置情况下,并购支付方式较为单调,现金成为主要的并购支付方式。非上市公司并购上市公司,只能支付现金,协议收购也基本上用现金支付。由于并购主体没有足够的现金存量,加之并购融资的渠道不畅,因而极大地限制了并购主体的支付能力,从而也影响了并购交易规模的扩大和并购市场的拓展。股权分置改革后,全流通使得股票可以随时变现,增强了持有股票的并购主体的现金支付能力。换股并购、定向增发等市场化方式广泛被采用,也扩大了股票作为并购支付方式的范围,使股票将成为重要的并购支付方式。特别是大公司之间的强强并购,由于交易额巨大,更没有必要采用股票支付。一般说来,在股市低迷时,收购对象被低估,用现金收购较为有利;而在股市热络股价走高时,目标公司的股价可能被高估,这时用现金支付不利,而用同样被高估的股票换股并购,对收购方有利,目标公司也不吃亏。从国际上大型的并购案例看,几乎没有采用纯现金作为收购支付对价的。可以预见,随着并购规模的逐步扩大和并购融资渠道的拓宽,现金在并购支付方式中的地位将下降,股票将有可能居于主流地位,成为主要的并购支付方式。

## 并购双方在并购过程中的地位发生了变化

在股权分置时代,作为被收购方的卖方在并购中处于主导地位,其配合程度成为并购能否成功的重要制约因素。如果被收购方缺乏股权转让的诚意,不主动配合,纵使收购方再有实力也是枉然。所以,股改前并购的主动权掌握在卖方手中,作为主要收购方式的协议收购也只能是善意收购。

全流通条件下并购双方的市场地位发生了变化。这是因为,随着股改后要约收购和二级市场竞价收购的增多,恶意收购成为可能并将越来越多地出现。善意收购作为一种纯粹的市场行为,其不被收购方是否配合以及配合程度多高,作为收购成功的先决条件。在这种收购方式下,收购的主动权更多地掌握在有实力的买方手中。善意收购对上市公司高管层构成了较强的外部市场压力,有利于完善公司治理机制,淘汰能力平庸的公司高管人员;有利于按市场规则实现上市公司资源整合,提高公司运作效率。同时,善意收购往往会带动目标公司股价上扬,对公司股东有利。

## 并购主体的队伍扩大

在股改前,由于相关法律法规的限制,能够进入并购市场的并购主体,只能是具有相当实力的公司法人。全流通后所有的股票都可以上市流通,法人、个人都可以购买。而且新《公司法》允许设立一人公司,这样就消除了个人公司进入并购市场的法律障碍,使得拥有个人公司的个人也可以成为平等的收购方参与并购。新《公司法》还取消

了老《公司法》中关于公司对外投资不得超过公司净资产50%的限制性规定,这也促进了并购主体范围的扩大。随着并购融资业务的发展,只要小公司能够运用债券或其他融资手段顺利筹措到并购所需资金,就可以实现杠杆收购取得大公司的股权。即使是一人公司,只要有足够的融资能力,也可参与对规模较大公司的并购。

## 并购的市场化程度明显提高

股改前,上市公司股权的收购、兼和重组,主要通过非流通股的场外协议转让进行。这种转让一般只是并购双方的博弈,行政力量对并购行为能否实现影响很大且在某些情况下起决定性作用。由于在场外完成股权转让程序上不透明,转让价格依双方协商议定而非在充分竞争的基础上形成,定价机制的市场化程度很低。股权分置问题的解决,奠定了上市公司股权市场化并购的制度基础。行政干预等非市场化因素对并购的影响大为减弱,并购程序高度透明,并购行为更容易实现。从定价机制看,股改后二级市场股价成为并购定价的基本“参照系”,而这种价格是在所有市场参与者全面博弈、充分竞争的基础上形成的,是被收购方股权价值的社会评价标准,具有充分的市场性、客观性和公正性。就定价过程看,其消除了协议收购方式下存在的道德风险,既简单快捷,又高度透明。

## 并购效率将大大提高

并购效率包括两个层面:一是并购的内部效率,即并购行为本身的效率。如果能够以较小的并购时间成本、较公正的并购交易价格,快捷、顺畅地完成并购行为,则并购的内部效率就高。反之亦然;二是并购的外部效率,即并购对完善公司治理结构和公司经营所产生的外部影响。尽管这两种效率存在有机联系,但比较而言,并购的外部效率或许更为重要。因为并购对完善公司治理结构、改进上市公司经营绩效、优化资源配置的作用,主要体现在并购的外部效率上。

股权分置改革消除了影响并购内部效率提高的制度障碍,为并购行为的迅速达成创造了有利的市场条件。同时,也会使公司并购的外部效率发生质态变化。

并购是一种非常有效的外部公司治理机制,其是通过公司控制权转移而对经理人施加的一种强制性市场约束力量。如果公司经营绩效较差,往往就会成为被收购兼并的目标。收购兼并成功后收购方就可以改组董事会,更换经理人员。一般来说,并购的频率和公司经理更换的频率是紧密联系的。正是由于这种并购机制的存在,使得公司经理人必须尽职尽责,精心经营,不敢懈怠,否则位子难保。不过,在三分之二的国有股和法人股不流通且公司股权高度集中的情况下,并购存在

相当大的阻力和难度。如果大股东对收购兼并有抵制心态,收购行为很难实施。这一点诚如前述。在这种情况下,并购对公司经理人的市场约束力量和优化资源配置的作用,也就打了很大的折扣。全流通后公司股权结构的集中程度将会降低,特别是一些高度竞争行业的上市公司,股权结构将逐步趋于分散化。公司股权结构的这种变化,有利于收购者的收购。因为在公司股权相对分散的情况下,众多小股东持股数额较少,没有抵制收购的心态,其一般采取“用脚投票”的方式维护自身利益。由于相对分散的股权结构下股东反收购的力量很小,收购发生和收购成功的概率都很高。这自然会强化并购对公司经理人的外部市场约束,有利于改进公司治理,提高公司经营绩效。从另外一个角度看,股改后并购实施顺利程度的提高,可以更好地整合上市公司资源,促进上市公司的优胜劣汰和强强联合,改善资本市场的资源配置效率。

## 外资并购的规模和范围扩大,成为并购市场的一大亮点

在全流通的市场环境下,公司股权结构分散化趋势和非流通股的上市流通,将降低市场的估值水平,从而降低并购成本。这是吸引外资并购国内企业的重要因素。中国经济增长前景看好以及人民币升值的大背景,则进一步刺激了外资并购的热情。今年2月,商务部、证监会等五部委联合发布了《外国投资者对上市公司战略投资管理暂行办法》,明确外资可通过一定规模的中长期战略性并购,投资于已完成股改的上市公司和股改后新上市公司的A股,这意味着外资通过投资A股实施并购的政策条件已经具备,外资投资国内上市公司有了顺畅的进入和退出机制。今年是“人世”过渡期的最后一年,外资对并购国内企业也有了一定的紧迫感。至于外资并购的动因,表现为扩展中国市场、实现全球业务发展战略、寻求竞争优势,以及价值发现等诸多方面。今年以来,外资并购A股公司的案例显著增多,外资并购似乎进入高峰期。从行业看,外资并购主要集中在零售、水泥、啤酒、造纸等行业,并且有向行业龙头企业延伸的趋势。毫无疑问,伴随着全流通后上市公司治理水平的不断提升和资本市场规范化程度的逐步提高,外资并购的发展前景广阔,将成为推动中国并购市场的重要动力。

股权分置改革的即将完成,引领各类市场主体进入了一个多姿多彩的并购时代。上市公司面临着更复杂、更不稳定的外部市场环境,既要应对各种经营风险,也要应对收购风险。上市公司的股权结构更加充满变数。但与此同时,也使上市公司有了更大的选择空间和更多的实际资源整合、加速资产规模扩张的市场机会,其对促进市场竞争,完善上市公司治理结构,提高资本市场资源配置效率,意义深远。

## 三点对策建议

股改为公司并购提供了全新的市场环境和有利的外在条件。不过,推进上市公司的并购重组,提高中国并购市场的发育程度,还必须做一些扎扎实实的基础性工作。我认为,从上市公司并购的现状出发,要紧的是从以下三方面入手:

### 一、拓宽并购融资渠道

并购主体融资规模的足额性与融资时间的快捷性,直接关系到并购行为实现的顺利性。而使并购主体迅速筹措到并购所需资金,又必须以融资手段的多样性作保证。一般说来,并购融资主要有信贷融资、债券融资和股票融资三种方式。但在我国现实情况下,只有股票融资方式可以采用,用于并购的信贷融资业务尚属空白。自去年以来,企业债券市场升温,企业债券的发行规模明显扩大,但也还没有专门用于并购目的的企业债券面世。并购主体融资难,并购融资渠道单一,已经成为制约并购行为实施和并购市场拓展的“瓶颈”。因此,商业银行要加快信贷产品结构创新,尽快推出满足并购主体融资需求的信贷产品,银行监管部门也应予以积极支持。随着资本市场结构优化进程的加快和混业经营趋势的发展,为资本市场的一些业务和产品提供金融服务,应该成为未来商业银行产品创新的一个重要方向。银行积极开发这方面的信贷产品,既可以缓解流动性过剩,形成新的业务收入增长点,又可以促进资本市场的发展,推动金融业的混业经营进程。此外,应发展债券融资,尽快推出用于并购的企业债券,并进行满足并购需要的垃圾债券以及介于股权和优先债权之间的“夹层融资”的试点。

### 二、进一步完善外资并购

外资并购,对我国经济和资本市场发展的积极意义是不言而喻的。在经济、金融全球化的大背景下,在我国对外开放进程加快的情势下,外资并购规模和行业的扩展,是题中应有之义。近来,有人担心外资大量并购国内企业危及国家经济安全。我认为,对外资并购对国家经济安全的影响,要客观、全面地加以审视和评价。我们既不能不切实际地过分渲染外资并购对国家经济安全的威胁,也不能对外资并购对国家经济安全可能产生的负面影响掉以轻心。一般说来,即使是某些竞争性行业中的龙头企业,外资并购后也未必会影响国家的经济安全,不能把所有行业中的龙头企业和国家经济安全划等号。但对外资进入核心的民族产业,则应严格规定其持股比例,保证国有资本的绝对控股地位。一方面,我们应坚持国民待遇原则、对等原则和依法监管原则,来对待外资并购,同时,应建立专门的常设审查机构和制度,评估外资并购对国家经济安全的影响,应尽快出台“反垄断法”,并修订国家安全法、对外贸易法等相关法律,以形成完善的外资并购法律制度架构,为强化外资并购监管、避免外资并购引发产业垄断提供法律保障。

### 三、完善反收购方面的法律法规,规范反收购行为

随着并购规模的扩展

和并购频率的放大,并购市场上收购和反收购之间的博弈也将日益频繁和激烈。如果被收购方采用一些过于激烈的不当措施对抗收购行为,就会阻碍并购的正常进行,扰乱并购市场秩序,掣肘并购效应的有效发挥。证监会颁布的《上市公司收购管理办法》,体现了鼓励收购、适当限制反收购的立法精神。但在具体规定上有些笼统,操作性也有待改进。应进一步完善反收购方面的法律法规,明确哪些反收购是允许的,哪些反收购行为是被禁止的,哪些反收购行为属于股东大会会议决事项,哪些反收购行为属于董事会议决事项。有了颇具操作性的、较完善的法律法规,既可以保护正当的反收购行为,避免反收购措施被目标公司高管滥用,有利于并购顺利进行,同时也有利于目标公司董事会代表股东利益,依法行使反收购措施。

股改给上市公司并购带来了深刻变化。具体说来,这种变化表现在八个方面:

## 并购主体的行为动机发生了变化

在股权分置时期,收购方的主要收购对象是处于非流通状态的国有股和法人股,并且基本上采取协议收购方式。由于一般情况下收购行为导致的二级市场股价涨跌与收购方基本没有关系,因而通过股价升高实现增值并非收购方的目标函数。收购方的收购动机,主要是为了谋求公司的控制权,或取得稀缺的公司“壳资源”后实现再融资,进而达到“圈钱”的目的。股改后股票全流通的市场环境,改变了公司并购项目的价值评估体系,也使收购主体的收购行为动机呈现出多元化趋势。谋求公司控制权,实现产业整合以削弱或打败竞争对手,以及追求股价上涨等,都成为收购方收购行为的出发点。在全流通背景下,并购更多地体现为并购主体在追求价值发现、实现投资价值最大化和把公司做大做强等目标而进行的上市公司资源整合。而且,通过收购推动目标公司的股价上涨,以获取超过收购成本的盈利,实现财富效应,也成为收购方重要的收购动机。相对而言,再融资则成为次要目的。

## 并购主体的收购方式发生了变化

在股权分置改革前,协议收购成为主要的收购方式。要约收购由于操作程序繁琐、收购成本高、监管严格等原因而不被并购主体广泛采用。而且,对非流通的国有股、法人股来说,一般也只能采用协议收购方式。在协议收购方式下,行政干预和其他非市场化因素成为左右收购的主导力量,并购行为往往是在暗箱操作的情况下完成的。伴随并购同时出现的,是某些并购主体寻求交易顺利实现的“寻租”行为。

从资产评估标准来看,每股净资产成为股权转让时定价的“底线”。但净资产只是个静态的和账面的财务指标,并非市场对公司股权定价的客观评价标准。实际上,净资产水平大致相当的不同上市公司,在资产质量、盈利能力、核心竞争力、成长性等方面,往往存在很大的差异。以净资产作为估值标准,是单纯用过去的、历史的眼光来看待公司的资产价值,抛去了公司成长性这一影响资产价值的重要因素,是一种固化的评价方法。由于缺乏客观的、市场化的资产评估标准,加上国有股、法人股的所有者不是真正意义上的产权人格化代表,因而协议收购方式下的资产定价过程容易滋生腐败,出现目标公司决策层人为压低定价以谋取私利的行为,从而导致国有资产流失。股权分置改革后,协议转让、要约收购和二级市场竞价收购,都将成为并购主体的收购方式,并购方式将呈现出明显的多样化趋势,从而为并购主体提供了更大的选择空间。特别是《上市公司收购管理办法》对要约收购的相关规定做了重大调整,将强制性全面要约收购方式改变为收购人自我选择的选择性要约收购方式,即收购人可以向目标公司所有股东发出全面要约,也可以发出部分要约。这种规定放大了收购方的自主选择权,有利于降低收购成本。

## 并购过程中的支付方式发生了变化

并购过程中的支付方式,并非仅仅是并购清算层面的问题。并购支付方式的多样,实际上影响并购主体的

上并购竞争对手可以实现企业的做大做强,也能够减少过度竞争带来的资源浪费,比单纯通过降价挤垮对手,社会成本要低得多。因此,上市公司并购是通过“市场之手”实现整个社会资源的优化配置,而不仅仅是局部地区资源的重新配置,更不是个别地区“扶贫帮困”的工具。

为此,政府应从过多的行政干预中解脱出来,在呵护和帮助企业并购发展的过程中要充分尊重市场,按照市场规律办事,在市场条件下对企业并购进行引导,其手段应该从直接帮助的“有形之手”逐步转向市场导向与环境建设“无形之手”。作为监管部门,要为企业的并购活动创造条件,特别是要制定和完善与并购相关的法律法规,新《公司法》和《证券法》以及《外国投资者对上市公司战略投资管理暂行办法》以及《上市公司收购管理办法》出

台,为并购提供了更全面完善的法律保障。

在股权分置改革完成后,并购方式的多样化和复杂化对法律法规的制定和完善提出了很高的要求。比如,要约收购能否取代协议收购成为市场主流的收购方式;配套于收购的相关财务安排能否有所突破;对并购主体如何监管;如何规范目标公司的反收购行为,等等。这些问题,并不是股权分置改革后就能迎刃而解的,需要相关配套法律法规的完善,而这正是监管部门所要积极研究并妥善解决的。

其次,企业实施并购需要理性思考,要真正了解并购的战略意义。企业要明确实施并购的最终目的是增强自身的核心竞争力,实现可持续发展。目前,国内大部分行业呈现相对分散的竞争格局,行业整合远远还没有完成,因而并购成长的机会很多。但企

业的并购不应该只专注于股票二级市场的融资和炒作,而应该把注意力集中在企业自身的长远发展上,通过战略性的并购重组调整自身的产品结构、经营结构甚至整个产业结构,通过强强并购快速壮大企业。并且,在并购中要注重发挥与被收购公司之间在经营、管理、财务、技术、营销、品牌和文化等方面的协同效应。同时,股权分置改革后国内不少上市公司在全球化视野中并购价值将日渐突出,特别是那些拥有自然资源、品牌、特许经营权、专利及市场份额优势的上市公司,必然受到国内外战略投资者的全面收购。因此,相关上市公司在并购国内企业的同时,要特别注意防范其他企业的收购,要充分做好反收购的准备工作的。

再次,上市公司流通股股东要密切关注并参与上市公司并购活动。股权分置下上市公司控股

股东因持股比例高(往往超过50%),根本不担心公司控制权会因敌意收购而转移;同时,由于股权分置也扭曲了证券市场的正常利益机制,流通股的交易价格与控股股东(非流通股)之间的利益没有直接关系,而流通股股东(特别是中小股东)又无法真正参与上市公司的管理。因此,流通股股东往往只关心上市公司股价在二级市场的表现,而对包括并购在内的公司大事并不特别关注。股权分置改革后,流通股股东应转变这一观念,要认识到股权分置改革后上市公司全体股东的利益趋同和损益与共;并购能改善上市公司治理结构,提升上市公司质量,增加公司的市场价值;中小流通股股东还可以享受到由并购带来的溢价。因此,流通股股东(特别是中小股东)应该

积极参与有利于改善公司治理、提升公司业绩的战略性并购。最后,券商等并购中介机构要积极参与上市公司并购。在西方发达国家,并购业务被视为低风险、高收益的“金奶牛”,是大券商和大投行竞相追逐的重点业务。从1995年到2003年,美林、摩根斯坦利、莱曼兄弟三家券商并购重组顾问费年均增长超过30%,约占投资银行业务收入的1/3,利润率远高于发行承销业务。相比之下,并购业务对现阶段作为我国主要并购中介的券商来说还刚刚起步,尚未作为业务的重点。股权分置改革后,由于市场的流动性增强,并购数量和机会将显著增加,交易也会变得更加复杂,这无疑将给具有专业优势的券商提供了广阔的舞台。因此,国内券商在壮大规模的同时提升业务层次,

必须积极介入上市公司并购,分享并购市场成长的利益。现阶段国内券商应该通过辅导、路演、承销、回访等工作,树立自身在上市公司、企业及主管部门心目中的良好形象,并建立与企业长期合作机制,为争取到并购业务打好基础。要重视优秀团队的培养,准确定位,树立品牌,同时还

要积极进行金融创新。针对成熟市场并购融资中广泛使用的垃圾债券、认股权证、可交换债券、优先股、票据等在我国并购融资中基本是空白的现状,券商要积极研究并借鉴国际成功经验,开发出各种并购支付方式,丰富我国并购融资工具品种。

总之,后股权分置时代将为推动我国上市公司的并购,促进企业的发展带来无限机遇,但是面临的问题也较多,如何应对复杂多样的企业并购,值得我们关注。

# 四大市场主体如何参与后股权分置时代并购

□中央财经大学 刘胜非 陈乐华

随着股权分置问题得到顺利和妥善解决,势必将促进上市公司并购重组业务进入到一个崭新的时代。笔者认为,要想使上市公司并购目的和并购方式发生根本性改变,即实现由以价值转移为目的的传统并购向以价值创造为目的的战略并购方向转变,就必须改变过去单一的协议并购方式和现金支付方式。为了保证后股权分置时代我国上市公司并购的正常和有序开展,有以下四个方面的问题值得关注。

首先,政府和监管部门要为企业并购创造条件。过度的行政干预会导致并购市场的混乱无序,不利于该市场的培育和良性发展。为此,政府(特别是地方政府)必须明确自己在上市公司并购中应该扮演的角色。市场机制下的上市公司并购实质上是一种产权交易活动,通过并购可以优化资源配置;通过在证券市场

上并购竞争对手可以实现企业的做大做强,也能够减少过度竞争带来的资源浪费,比单纯通过降价挤垮对手,社会成本要低得多。因此,上市公司并购是通过“市场之手”实现整个社会资源的优化配置,而不仅仅是局部地区资源的重新配置,更不是个别地区“扶贫帮困”的工具。