

资本市场并购重组的十大趋势

□ 徐明

一、政府积极推动，政策举措加码

近年来，一系列支持和推动并购重组的政策陆续出台。在中央层面，2024年国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（下称“新‘国九条’”）。在监管层面，中国证监会2024年发布《中国证监会关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（下称“科八条”）、《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（下称“并购六条”），2025年发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》（下称“重组六条”）等。在地方层面，如《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027年）》等出台。

并购重组是资本市场的基本功能之一，对于市场统一、资源优化配置、体现优胜劣汰、推动企业做大做强和科技创新、促进新质生产力以及资本市场高质量发展至关重要，因此未来的并购市场，政策层面将会进一步加大支持力度，将在优化并购重组政策、改善并购重组生态环境、加强并购服务、发挥市场作用、聚焦并购重组主要方向和重点产业、拓宽并购重组融资渠道、加大资金支持力度、支持跨界并购、深化跨境并购合作、加强并购重组监管、强化风险防控保障等方面，出台更加有力、更具实操性的措施。

二、并购重组预期向好，市场更加活跃

一是在政策层面，持续加大对并购重组的支持力度，完善政策体系等是未来并购重组市场政策层面的主旋律。

二是在企业层面，企业转型升级、聚焦科技创新和新质生产力，实现高质量发展是经济高质量发展和企业自身发展的迫切需要，并购重组通过整合相关资源是实现这一需求的有效手段和重要实现路径，助力企业做大做强做优。

三是在市场层面，并购重组是企业实现资本市场基本功能的重要体现。融资、价格发现、资源配置所体现的发行、交易和并购重组是资本市场的基本功能。在这三种基本功能中：发行是筹措资金的行为，为企业和上市公司提供血液，具有阶段性和时效性；交易是为企业和资本市场提供流动性，通过交易能够发现上市公司股票的价格、揭示上市公司的价值；而并购重组在一定程度上包含了前述两种功能。通过并购重组将目标公司纳入上市公司，为上市公司带来新的优质资产，为上市公司提供新的血液。同时，并购重组是上市公司资产的重新组合，实现了资本市场资源配置，为资本市场的流动性和上市公司的价值体现提供了帮助。

四是在投资机构层面，并购重组是投资机构服务实体经济的重要体现。PE、VC等股权投资和风险投资机构是资本市场中服务实体经济的重要力量。PE、VC机构在上市公司并购重组中可以利用自己的专业，以及资金和资源等方面的专长和优势为上市公司提供支持。

三、与退市制度正向发力，保护投资者作用凸显

目前，在退市力度不断加强、退市中的投资者保护办法有限的情况下，并购重组能够缓解相关问题，凸显投资者保护作用。

一是并购重组有利于减少炒壳乱象。对于业绩不良、经营不佳、资产减少、治理欠缺、运作不规范等所形成的空有其表的“壳”公司，往往被冠以ST、*ST的风险警示，这些上市公司面临着退市危险。长期以来，二级市场上对这些“壳”公司炒作盛行，乱象丛生，中小投资者盲目跟风、亏

随着资本市场改革的不断深入，一场由政策与市场共同驱动的并购重组浪潮正在上演，并购重组案例数量、交易规模持续攀升。并购重组作为我国资本市场的重要功能之一，正与IPO形成功能互补，共同构建多层次资本市场体系。未来并购重组市场会持续发展，其发展方向上应遵循市场规律、优化资源配置、实行优胜劣汰，强调高质量和新质生产力。

损巨大。实际上，在这些“壳”公司中，真正通过自我经营或者并购重组脱壳摘帽的并不多。加大并购重组的力度、强化并购重组质量、严格并购重组审核、严惩“保壳”行为等，有利于降低“壳”资源价值、压缩炒壳空间、减少炒壳乱象，避免中小投资者跟风炒作遭受损失。

二是增加救济渠道、缓解退市压力。大力发展并购重组，可以进一步缓解退市压力，同时也可减少因退市给投资者带来的巨大损失。在通常情况下，上市公司并购重组的目的是通过资源整合和优化配置使其经营得到改善，实现做大做强做优。其中，也包含着一些绩差公司通过并购重组改善经营，避免公司因经营不善面临退市。

四、并购重组聚焦科技创新，侧重新质生产力

2024年以来，并购重组持续受到政策支持，并聚焦科技创新、侧重新质生产力。“科八条”“并购六条”等政策文件均明确了这一点。

未来，我国资本市场的并购重组更多地集中在硬科技核心赛道、高端制造业等，如半导体与电子信息，高端装备与先进制造业，生物医药与大健康，新能源、基础化工与新材料，人工智能和其他新兴科技等领域，进一步聚焦科技创新和新质生产力。

五、证券公司并购重组持续加强，互补作用明显

证券公司之间的并购是并购重组市场的重要组成部分，是证券公司自身发展的需要，更是证券金融机构做大做强做优的需要。目前，证券经营机构与成熟市场相比，在大和强上存在一定差距，需要迎头赶上，因此在政策上将会有积极支持和鼓励证券公司之间的并购重组。

毫无疑问，目前所发生的证券公司之间的并购案例具有积极意义，使证券公司的整体实力明显增加、业务互补作用明显，增强了证券公司综合竞争力。比如：国泰君安与海通证券的并购重组使原国泰君安的机构业务优势和原海通证券的财富管理、国际业务优势相互补充；近期公告的筹划中的中金公司与东兴证券、信达证券的合并，其业务互补集中体现在投行业务与特色业务、渠道与客户、资本与资源等三大核心维度，或实现从高端到区域、从传统到特色的全业务链互补。

从未来趋势看，证券公司之间的并购重组还会不断增加。证券公司并购重组将在政策的积极引导和支持下，按照市场化的方式进行，体现为三个有利于：一是有利于证券公司本身发展，应按照证券公司的发展战略，进行优质资源整合、实现优势互补、提升自我价值，能够做大做强；二是有利于资本市场发展，能够进一步挖掘和发挥资本市场资源配置和价格发现的基本功能，实现资本市场的优胜劣汰；三是有利于金融强国建设，扩大证券公司的规模和提升证券公司的质量，形成强大的证券公司参与国际竞争。

六、大型民企作用增强，国企民企协同发力

一直以来，我国高度重视民营经济的发

展，尤其是近年来发布了一系列重视民营企业营商环境、促进民营企业发展壮大的政策举措，其中包括鼓励民企尤其是大型民企并购中小企业。这些政策举措主要体现在中央和地方两个层面上。

在中央层面，具体体现为明确政策导向、简化并购重组流程、强化金融保障等。新“国九条”提出“加大并购重组改革力度”“鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量”。“并购六条”提出“对上市公司之间吸收合并，以及运作规范、市值超过100亿元且信息披露质量评价连续两年为A的优质公司发行股份购买资产（不构成重大资产重组），精简审核流程，缩短审核注册时间”“对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施‘绿色通道’，加快审核进度，提升并购便利度”“鼓励上市公司综合运用股份、定向可转债、现金等支付工具实施并购重组，增加交易弹性”。

在地方层面，体现为聚焦搭建平台、结合产业精准扶持、完善区域配套措施等。比如，深圳成立湾区产业并购服务中心，建立并购重组标的项目库，方便大型民企对接优质中小标的。北京搭建大型民企与中小企业、并购基金的对接渠道。上海在聚焦产业定向扶持行动方案中提出，到2027年形成3000亿元并购规模，支持大型民企在集成电路等领域并购中小企业。安徽明确重点支持优质大型民企并购中小企业、助力产业整合。天津出台13条支持并购措施，推动本地大型民企围绕新兴产业并购中小企业以提升产业集中度。四川鼓励大型民企通过并购相关中小企业向新质生产力转型，拓展产业生态圈。

民企尤其是大型民企在并购重组市场作用日趋增强的情况下，国企与民企协同发力将成为并购市场的未来趋势。尽管国企仍然是并购重组市场的主力军，但彼此之间的协同力度增大。国企与民企通过战略、资源、渠道、治理机制等多维度的协同，形成“国企稳底盘、民企添活力”的互补格局。

在并购重组的重点上，国企聚焦战略性重组、专业化整合和前瞻性布局，重点领域面向“三个集中”，即向关系国家安全和国民经济命脉的行业集中，向关系国计民生的公共服务、应急能力和公益性领域集中，向战略性新兴产业集中。而民企主要是根据自身需求和特点，瞄准市场机遇实现自我发展。

在资源和渠道方面，国企具有更为丰富的资源包括资金筹集的途径、规模和资金运用的成本优势等，民企具有更为灵活的市场相应机制和终端客户的运用能力等优势，两者之间在并购重组市场上可以形成资源和渠道上的互补作用。

在公司治理体制机制上，国企具有规范的合规管理体制，风控意识和能力较强，而民企的市场化决策机制灵活、激励模式多样。在并购重组市场，国企并购能够帮助企业完善公司治理结构、实施规范经营、进行风险管控等，民企并购能够进一步激活企业经营活力，提高经营效率等。

七、并购重组形态更加丰富，市场化程度不断提高

从资本市场发展趋势看，未来的并购重组形态更加丰富、效率更高。并购重组将形成

以产业整合类并购为核心，并伴随着多种形式多种创新及特色的并购方式：一是并购重组类型更加多样，比如横向合并、纵向合并、混合合并，吸收合并、新设合并，要约收购、协议收购，现金收购、换股收购等；二是并购重组支付形式更加灵活，比如“股权+现金+业绩对赌”组合支付模式等；三是并购重组在形式上主要涉及产业整合类合并、整体与联合重组、分拆与借壳上市重组、跨境与SPAC（特殊目的收购公司）合并重组、小额快速并购等。

在提高并购重组市场化程度上，主要体现在监管部门进一步放松管制，优化审核机制、丰富交易工具、完善配套制度等方面，比如：允许上市公司收购未盈利但具有技术潜力或市场准入资格的资产；降低创新型企业的融资门槛，简化审核程序，缩短审批时限，建立重组简易审核通道；鼓励企业综合运用现金、股份、定向可转债等工具并购，完善并购重组股份对价分期支付机制；完善锁定期与资本退出机制，落实私募基金“反向挂钩”机制，对长期资金的私募基金缩短锁定期；适度放宽并购重组的财务、同业竞争等条件，提高监管包容性、拓宽并购重组边界等。

八、跨界并购渐次展开，跨境并购逐步升温

目前，跨界并购的数量仍然偏少。据不完全统计，2024年全年同口径下，跨界并购数量为25起，即使是在“并购六条”颁布后的9月24日至12月27日，上市公司披露的48起并购重组案例中，也仅有12家为跨界并购。而2024年“并购六条”发布后至2025年3月，109家上市公司披露的重大资产重组中，仅有28家为跨界并购，占比26%。可见，跨界并购在上市公司并购重组中仍是少数。但是随着政策的持续推动、产业不断升级、市场化体制机制的不断完善、并购重组热度的升高，以及对跨界并购风控能力的加强，跨界并购案例会逐步增加。未来跨界并购将呈现出规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨界并购重组，加快向新质生产力转型升级步伐。

未来的跨界并购具有以下特征：一是跨界并购更加聚焦，周期性行业公司在新旧动能转换、行业转型升级的大背景下，更倾向于通过并购寻求新的增长点，谋求多元化经营；二是跨界并购更加注意风险控制；三是中小市值企业成为跨界并购的生力军。

目前，境外并购活动已呈现出显著增长趋势。由于在政策上对跨境并购进一步便利化，比如缩短外汇审批时限，支持医疗健康企业跨境布局等，2024年的中国企业展现出更强的全球化战略意识，境外并购活动显著增长。在重大资产重组中，境外并购事件占比达到8.6%，较2023年提升5.5个百分点。同时，境外并购交易的平均金额达34.32亿元，同比增长17.86%。

未来，随着企业国际化布局的进一步推进，跨境并购数量还会持续增长。在范围上，企业主要根据自身的战略需求，将集中在科技、能源、医疗等多个领域，通过跨境并购海外优质资产尤其是科技资产，获得核心技术和国际市场渠道，以提升国际竞争力。

九、估值体系更加合理，并购整合风险管理愈发重视

估值是并购重组中的核心环节，关系到标的公司的价值和上市公司股份的对价。近年来，对于上市公司并购重组的估值，无论是监管层还是并购重组双方当事人均予以高度重视，但仍存在着一些问题，影响着上市公司的并购重组。未来在并购重组的估值体系上，将会从监管、评估方法等多个维度协同完善估值体系。具体体现在以下几方面：

一是在体制机制上，进一步优化监管规则，提升对估值体系的包容性。充分尊重市场化谈判结果，明确业绩承诺的灵活性边界，对估值方法合理、信息披露充分的并购增加监管包容性。同时，进一步完善信息披露制度，细化估值信息披露规则等。

二是在估值评估上，进一步丰富评估方式，提升估值体系的适配性。在使用传统估值方法的同时，加大新型估值方法的运用。传统的估值方法较为简单，更加侧重于资产基础法、收益法等估值方法，但这一方法对新兴行业或轻资产公司的独特价值考量不足，对于以技术、品牌、用户数据等无形资产为核心的企业，无法准确反映企业真实价值，尤其是对于上市公司并购重组未盈利资产的估值，未盈利资产由于账面亏损，资产结构特殊以及所处行业的快速更迭等，传统的市盈率（PE）、市净率（PB）倍数等价值判断方式难以适用。因此，针对不同类型的并购重组，将会进一步优化估值方式，拓展市销率（PS）、企业价值/营业收入比（EV/S）等价值比率，推动资产基础法优化、尝试量化客户关心、品牌等无形资产价值，避免忽略标的的潜在竞争优势等，以丰富评估方式、提升估值体系的适配性。

在未来的并购重组中，对并购整合及其风险管理将会更加重视。对并购整合风险管理将贯穿在并购重组全过程，采取“事前、事中、事后”全流程风险管理，进一步针对性地强化战略、治理、运营、财务、法律等核心风险点的防控管理体系：事前要加强对重组标的公司的全面尽职调查，制订多场景的整合预案；事中要妥善处理好对价支付与业绩补偿履行等关系，在人员、财务、业务方面加强对标的公司控制，细化协议约定，对过程中出现的重大风险具有应急机制和调整方案；事后要加强投后管理，形成完善长效的管控机制，使得并购重组稳稳落地。

十、资金与服务体系支撑力度持续增强

随着各方对并购重组的重要性形成共识，涉及并购重组的资金支持和服务体系的支撑力度也会不断加强。

在资金支持方面，中央和地方推出相关政策，资金支持的政策集中在贷款优化、并购基金扶持、融资工具创新等。未来，这些支持力度将会进一步加大，比如：国资并购基金规模不断扩容，会组建更多百亿级、千亿级的国资并购基金，产业并购基金也将不断涌现；再贷款利率、并购支付工具、可转债转股价格机制灵活性、股权激励工具等方面也会有进一步改善。

在服务体系方面，未来，将进一步简政放权，加强政策协同引导，积极支持和引导并购重组，进一步降低行政管制、简化审核流程、强化并购服务，为并购重组提质增效。进一步为并购重组搭建多元对接平台、破解信息不对称难题。提升中介服务质量、推动中介机构与金融监管部门协同、强化专业服务能力；进一步完善容错机制以及退出与纠纷解决机制，保障交易安全和参与者的合法权利等。

（作者系华东政法大学国际金融法学院教授、博士生导师）

