

全流通时代中国上市公司并购新趋势

■ 彭正昌 马晓逵 李亚萍

公司并购是市场经济条件下的一种普遍的市场行为,是资本市场优化资源配置的重要形式。并购推动了企业从生产经营向资本运营的转变,充分体现了市场经济条件下优胜劣汰的法则,作为迅速实现资本集中和公司规模扩张的有力杠杆,对于增强企业竞争力、促进市场经济发展有重大推动作用。然而,长期以来,中国资本市场流通股与非流通股并存的格局,不仅扭曲了股票定价机制,也限制了上市公司并购市场的培育和发展,严重弱化了资本市场的资源配置功能。始于2005年4月的股权分置改革,在消除中国资本市场重大制度性缺陷的同时,也使得中国资本市场的市场环境和市场机制发生了深刻变化。全流通的市场环境不仅有助于完善上市公司的治理,也有助于提高上市公司并购的市场化程度。在这一背景下,上市公司间的并购日趋活跃,并呈现出许多全新的趋势。

1. 并购方式趋于多样化。在股权分置时期,上市公司并购主要通过协议收购、间接收购和国有股权行政划转来实现。而全流通的市场条件和法律环境则为上市公司收购方式的发展和丰富创造了有利条件,较高的市场化程度催生了能更有效发挥证券市场功能的新收购方式。全流通时代上市公司并购的方式主要包括定向增发、资产置换、吸收合并、要约收购、协议收购、二级市场举牌收购、间接收购、管理层收购、股权拍卖、换股等。这些方式既可以单独采用,也

可以组合运作,降低了并购的交易成本。

如表所示,2009年,定向增发是中国上市公司最主要的并购方式,占比为68.42%,资产置换和吸收合并也是重要的并购方式。另外,二级市场举牌收购在股权分置改革后即流通股比例提高后,应用范围也有了很大扩展。《上市公司收购管理办法》中特别规定投资者自愿选择以要约方式收购上市公司股份的,可以部分要约收购,大大降低了收购人的收购成本。实践中,部分要约收购也已成为上市公司收购的有效手段。因此,多种并购方式并存使并购行为更加规范和公平,也为资本市场增添了更多的吸引力和活力。

2. 上市公司并购的支付方式更加灵活多样。并购往往需要支付包括直接成本(收购股权)和间接成本(收购后资产、人员的整合)在内的大量资金。在股权分置改革以前,上市公司融资方式、支付方式极为有限,资金问题是影响并购成功的关键因素。由于非流通股与流通股并存但同股不同价,使得非流通股很难合理定价,因此,即便在并购中采用股

权支付的方式,在非流通股的定价上也很难达成一致。与此同时,国内信贷市场和债券市场不发达,加之发行新股受到各方面的限制,除现金支付以外的其他并购支付方式很难推广。在这些因素的综合作用下,我国上市公司并购活动并不活跃,交易规模也明显偏小。在2005年,上市公司并购数量仅为42起,并购金额为33.19亿元。而在全流通时代,现金、股权及其他法律法规允许的支付方式均可作为支付手段。由于上市公司股票的定价基础趋于一致,以股权或资产作为并购支付方式就成为了可能。定向增发、换股合并等方式的创新应用,既缓解了主并方的资金压力,使得收购更具可操作性,同时也降低了收购成本,有力地推动了收购市场的活跃。2006年后,我国上市公司无论是并购数量还是并购金额均迅速上升。2008年,并购数量达到167起,并购金额为648.49亿元,平均并购金额达4.19亿元,分别是2005年的398%、1953%、479%。在面临严重金融危机的2009年,中国上市公司并购数量仍创五年来新高,达到212起。

中国上市公司并购方式统计(2009年)

并购类型	家数	交易规模(亿元)	比例(%)
定向增发	39	876.93	68.42%
定向增发、资产置换	10	188.19	17.54%
资产置换	2	7.85	3.51%
吸收合并	5	407.94	8.77%
定向增发、吸收合并	1	168.39	1.75%

数据来源:上海证券交易所,《上市公司2009年度并购重组分析报告》

3. 并购动机由财务性并购向战略性并购转变。股权分置时期,受市场环境和企业发展阶段等条件的限制,上市公司并购主要以财务性居多,以转移价值为目的,战略性并购非常少。与财务性并购不同,战略性并购则以价值创造为目的,追求并购双方基于各自核心能力的资源整合和一体化协同效应,其目的是实现产业整合、优化资源配置。全流通时代,资本市场价值机制日趋完善,这为优势企业通过战略性并购整合产业内的上市公司、优化资源配置奠定了制度基础。加之中国资本市场产业集中度偏低,为战略并购提供了巨大的空间和机遇,潜在并购方为整合产业资源,对上市公司的战略并购将逐渐成为上市公司并购活动中的主要形式。

4. 市价收购或溢价收购成为上市公司并购的主流。股权分置时期,由于缺乏可靠的价格发现机制,难以对目标公司的市场价值进行合理估计,特别是难以对上市公司控制权进行市场化的估

值。非流通股转让的定价通常是以净资产为依据,转让价格并不能正确反映真实价值。在全流通时代,上市公司所有股份均可上市流通,二级市场价格能够更准确地反映公司内在价值,以此为基础确定的并购价格更具合理性,也更易为并购方和被并购方所认可。实践中,并购方为提高并购成功的可能性,以高于市价的并购价格溢价收购已成为上市公司并购的主流。

5. 并购的价值体系逐步转为对股东负责。在全流通时代,原先不能流通的国有股、法人股变成了流通股。上市公司在融资、资产重组、资产置换时,需要更多地考虑二级市场的股价反应,控股股东逐渐以股票二级市场价格替代原来惯用的净资产作为判断自身价值的标准,国有资产的经营管理理念从以前的对上级主管部门负责转变为对投资者负责。股价的上涨过程实际上也是股东权益最大化的过程,这就使得国有资产的经营管理者的激励目标与股东相一致,可以

提高经营的积极性,进而提高国有资产的盈利能力。

尽管上市公司股权并购日趋活跃,推动了上市公司治理结构的完善及公司质量的提高,完善了市场资源配置的功能,并促进了市场法制的规范,但我们仍要清醒地认识到,我国资本市场与海外成熟市场尚有很大差距。当前的公司间并购仍存在很多问题:股票全流通后,上市公司可能面临竞争对手的敌意收购,导致公司控制权丧失;有的企业在面临并购时,采取焦土、毒丸等反并购举措,使得上市公司元气大伤,最终会损害全体股东的利益。此外,在并购中公司的中小股东或者职工的利益经常得不到有效保护。上述问题的存在,在一定程度上反映出我国资本市场尚不十分成熟,监管机制仍有待进一步加强。

(作者单位:中国人民大学商学院)

北京工商大学经济学院)

责任编辑 刘莹

封面简介

绿色发展 和谐共赢

——玉柴集团社会责任履行情况

作为中国内燃机行业的领军企业,玉柴集团始终将社会责任贯穿于企业发展的全过程,以客户、员工、股东的利益和社会效益为出发点,着力打造民族品牌,努力做强做大企业,积极回馈社会,驱动企业可持续发展,在行业和社会中做出了表率,并于2009年荣获“中国企业社会责任特别大奖”、“金蜜蜂·责任采购奖”,成为中国企业履行社会责任的典范。

2008年5月,集团正式成为联合国全球契约成员,支持恪守“全球契约”十项原则;从2008年开始,集团每年发布企业社会责任报告,自觉接受社会监督,其中《玉柴2008可持续发展报告》获“供应商”专项奖;2009年,集团与上下游合作伙伴签订“社会责任共同承诺书”,倡导履行社会责任;根据玉林市政府的“强柴兴玉”战略,集团积极带动和推进供应链企业的发展,有力地推动了地方经济的发展。

集团还慷慨解囊,积极参与各类送温暖、献爱心公益活动。迄今为止,集团已投入6亿多元用于资助教育、卫生、环保、慈善、文化和体育等公益事业,其中连续多年向广西希望工程捐款,连续4年为春蕾女童捐款并每年资助500名春蕾女童上学,2009年5月资助天津大学大一贫困生50万元,后又在该校设立励学金,用于奖励品学兼优的学生。另外,集团团委还持续开展以“大手牵小手,爱心心连心”为主题的玉柴青年“一助一,多助一”爱心助学圆梦行动。为此,集团获得了“广西希望工程20周年贡献奖”、“广西实施春蕾计划先进集体”、“玉林市希望工程工作先进集体”等荣誉。

此外,集团还坚持走资源节约、环境友好的绿色发展之路,在研发中主动推进“绿色”产品的研发和生产,在燃烧开发技术、低排放开发技术、机械开发技术上已处于国际领先水平。据统计,2009年集团的单位产品综合能耗与上年相比下降21.66%,万元产值综合能耗下降26.04%,工业三废治理排放达标率为100%。