

创新监管思路交易规则 推进市场化并购重组

□宏源证券并购私募融资部 洪涛

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,被收购公司股份往往会在短期内连续上涨超要约价格,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购和拆股操作,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方式,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进行定价,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,国资委需要出合法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,《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投资者或新股东等,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,区分的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出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,而使成为大股东失去《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

嵌入衍生工具需要拥有和同一企

业相关的权益特征才能被视为与主合同紧密相关。如果主合同不是一项权益工具但符合金融工具的定义,那么该主合同的经济特征和风险即为债务工具的经济特征和风险。

嵌入的非期权衍生工具(如嵌入的远期合同或互换合同),应基于标明或暗含的实质性条款将其从主合同中分离出来,其在初始确认时的公允价值为零;嵌入期权的衍生工具(如嵌入的看跌期权、看涨期权、上限、下限或互换期权),应基于标明的期权特征的条款将其从主合同中分离出来,主合同的初始账面金额即为分离出嵌入衍生工具后的剩余金额。

税务处理及存在的问题

对价调整的收入,应该在什么时候确认为收入或收益,对于这个问题,理论界和实务界有不同的观点。

有观点认为,投资方获得利益的应该按照合同确定的日期确认所得;至于是什么性质的也有争议。如果认定为转让财产所得,投资方是股权购买方,显然不能成立。那么就只能认定为捐赠所得或是其他所得,认定为捐赠所得明显违背了经济实质,同时企业所得税实施条例列举的“其他收入”没有罗列此项所得。至于投资者此种转让的损失不能税前扣除,也不能计入长期股权投资的成本。对此,笔者认为应针对不同情况区别处理。

1、调增投资人的股份或等值

当约定的业绩指标没有达到时,融资方即被投资企业向投资

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

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,待收购完成后或者者收购的过程中通过并购贷款、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。

不应该确认为当期收入。由于履行对赌协议时,投资者的股权还没有处置,对股权投资成本进行调整是可行的,也是必要的。当投资者处置投资时,确认为投资收益纳税,并没有减少国家的纳税收入,只是延缓了纳税时间。而且,根据企业所得税法的规定,股息、红利等权益性投资收益按照被投资方作出利润分配决定的日期确认收入的实现,在对赌协议中,被投资方是不可能做出利润分配的决定来履行给付义务的,因此,投资者的该收入也不应该认定为股息、红利所得。

2、调增目标公司股东的股份或转换为现金

当约定的业绩指标达到时,投资者向融资方转让预定数额的股权或者支付等值现金。由于对对赌协议的定性不同,同样导致了对于损失的不同理解。当对赌协议条件达到时,投资方需要转让投资或是支付现金,造成投资方公司的额外支出。实际上此种损失很明显是股权协议的一部分,是对股权协议相应的权利、义务进一步的确认。如果没有此项对赌协议,投资者是不认可股权转让合同或投资协议的交易价格的,也就不会签订之前的合同。对赌协议提供了一个对于之前双方认为不公平的合同价格的调整机制,构成整个合同的议价机制的一部分。从这个角度来看,我认为,对赌协议造成的损失应该调整股权交易的价格,计入长期股权投资的成本,不应当当期抵扣。实际上,此种损失的税前扣除也是很难得到税务机关的认可。

□财政部财政科学研究所研究员 段爱群

对赌协议业已作为股权投资中平衡风险和收益的有效工具得到广泛应用,但作为一个新的机制和手段,它与中国既有政策法律体系的原理和价值取向尚在对接和完善之中。在会计和税收处理上,对价调整的依据、对价调整收入的确认、成本费用

对赌协议的定义及其构成要件

1、定义

对赌协议是指收购方(投资方)与出让方(融资方)在达成并购(或者融资)协议时,在信息不对称、未来盈利不确定的情况下进行一种约定。如果约定的条件出现,融资方可以行使一种权利;如果约定的条件不出现,融资方则行使一种权利。双方约定的这种权利被称为“估值调整机制”,即Valuation Adjustment Mechanism,简称“VAM”,包含这种机制的条款一般被称为“对赌条款”,包含“对赌条款”的协议被称为“对赌协议”。

2、对赌的标的

这里的标的是指投资一方,一般是私募股权投资基金,与融资一方(一般是具有高速增长潜力的民营企业)在签订投资协议时,由于对未来的业绩无法确定,双方在协议中约定的条件,一般是以体现企业盈利能力的业绩指标作为标准或者能否按时上市发行股票。如果约定的条件未出现,由投资方行使估值调整权利,以弥补高估企业自身价值的损失;

如果约定的条件出现,则由融资方继续享有投资合同中约定的权利,或者行使调整权利,以补偿企业价值被低估的损失。

对赌协议的法律性质及其效力判断

对赌协议是有效还是无效,我国现行法律并没有明确规定。投资合同中的对赌条款直接移植于国外,与中国现行金融管制和司法制度缺乏对接,具有不确定性。

作为我国司法实践中的首例,日前最高法院对苏州海富投资有限公司(下称海富投资)与甘肃世恒有色资源再利用有限公司(下称甘肃世恒)之间对赌协议效力做出了终审判决。将对赌条款的法律性质,由一审和二审法院的对赌条款协议的无效到最高法院的有效认定;由一审法院的“名为投资,实为借贷”或“名为联营实为借贷”到最高法院的不违法律、法规的禁止性规定,是当事人真实意思表示的认定反应了中国司法审判的进步和水平的提高。尽管最高法院认为对赌补偿承诺只要不损害公司和债权人的利益就是有效的,并且暗含的前提是股东间的对赌有效,股东与公司间对赌因损害公司和债权人利益而无效有待进一步商榷。

上述最高法判例中,最高法院认为对赌协议的主体是投资人与目标公司的股东,在股东间签署,是真实意思表示则是有效的;如是投资人与目标公司签署,则是无效的,理由是损害了公司和债权人利益。对这一无效认定的理由判断,笔者表示质疑和有不同的理解,笔者认为:

1)即使签署对赌协议的主体是目标公司但实质调整的利益是目标公司的股东时,没有损害目标公司和债权人利益,对赌协议也应该是有效的。

第一,如果是与目标公司签署对赌协议,但目标公司签署这一协议调整的是股东的股权,目标公司签署这一协议取得了股东大会的一致同意,目标公司是代为执行股东的行为,真正的执行或对赌主体是股东,调整的实质上还是股东的利益。

第二,目标公司与投资人签署对赌协议,但实质上替公司的经营管理层签署,对赌协议调整的是管理层基于股权激励而约定的股份或利益,也不是公司的利益。

2)是否损害公司和债权人利益应该依据是否破坏公司的资本法定原则来判断。即是否破坏公司资本确定、资本维持和资本不变原则来判断,对于公司业已多收而少支付的暂时情况的调整,不是对公司利益和债权人利益的损害而是对各方依据投资合同或对赌协议对各方合法利益的再明确和最终确定。

对价调整的会计处理

1、第一种观点和模式:调减投资成本款

第一种观点认为,它属于企业合并方在调整期内收到或有对价时对投资成本进行调整的问题。投资人收到的补偿,不同于从被投资的公司中分得的股利,同时原先持有的股权比率也没有发生变动,因此不作为收益,而作为冲减长账面成本处理较妥。对方股东作为增

加长投账面成本处理即可。

2、第二种观点和处理

1)期权模式

对赌协议就是收购方(包括投资方)与出让方(包括融资方)在达成并购(或者融资)协议时,对于未来不确定的情况进行一种约定。如果约定的条件出现,投资方可以行使一种权利;如果约定的条件不出现,融资方则行使一种权利。所以,对赌协议实际上就是期权的一种形式。

2)嵌入衍生工具、主合同概念

嵌入衍生工具,是指嵌入到非衍生工具(即主合同)中,使混合工具的全部或部分现金流量随特定利率、金融工具价格、商品价格、汇率、价格指数、费率指数、信用等级、信用指数或其他类似变量的变动而变动的衍生工具。

主合同通常包括租赁合同、保险合同、服务合同、特许经营合同、债务工具合同、合营合同等。嵌入衍生工具与主合同构成混合工具。在混合工具中,嵌入衍生工具通常以具体合同条款体现。附在主合同上的衍生工具,如果可以与主合同分开,并能够单独转让,则不能作为嵌入衍生工具,而应作为一项独立存在的衍生工具处理。

3)嵌入衍生工具、主合同会计处理

企业对嵌入衍生工具进行会计处理时,应当合理地判断其是否与主合同的关系。通常情况下,应先明确主合同的经济特征和风险。如果主合同没有明确的或事先确定的到期日,且代表了在某一企业净资产中的剩余利益,那么该主合同的经济特征和风险即为权益工具的经济特征与风险,而且