

# 大力推进并购重组 促进实体经济转型升级

## ——沪市上市公司2013年度重大资产重组专题分析报告

□上海证券交易所资本市场研究所

2013年度,沪市上市公司重大资产重组交易活跃。全年共有116家公司涉及重大资产重组事项,占沪市公司的12%。其中,36家公司完成重大资产重组,交易金额合计1128亿元。在宏观经济结构调整、国内经济下行压力加大的复杂形势下,沪市上市公司重大资产重组为增强企业实力,推动产业转型升级发挥了重要作用。目前,沪市上市公司重大资产重组也存在着区域发展不平衡、支付手段单一、跨境并购数量和规模有待提升等问题。有必要落实国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》和《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》等文件精神,完善各项配套机制,健全服务体系,营造良好资本市场环境,推动并购重组,壮大蓝筹股市场,提升资本市场服务实体经济的能力。

资本市场并购重组在我国经济结构调整和产业升级中发挥着日益重要的作用。上市公司可以通过并购重组实现行业整合,改善基本面,提高持续经营能力。对沪市上市公司(以下简称“沪市公司”)重大资产重组的分析总结,可以反映资本市场在推动国家经济结构调整和资源优化配置方面发挥的作用和基本情况。本报告对沪市公司2013年度重大资产重组交易情况和相关数据进行了统计和分析,归纳了沪市公司重大资产重组整体情况和总体特征,总结了存在的问题和不足,并在此基础上,提出进一步推动并购重组、壮大蓝筹股市场、服务实体经济发展的建议。

### 2013年度沪市公司 重大资产重组的主要特征

#### (一)交易日趋活跃,重组后公司市值实现较大增长

2013年,在国家调结构、稳增长宏观经济政策影响下,在工信部等12部委加快推进企业兼并重组、中国证监会并购重组审核分道制等政策的推动下,沪市重大资产重组趋于活跃。

2013年度,沪市共有116家公司涉及重大资产重组事项(见图1)。其中,84家系当年进入重大资产重组程序。全年有36家公司完成了重大资产重组,交易金额合计1128亿元。当年,沪市不构成重大的资产重组共发生332家次,较2012年度增长23%;交易金额合计2624亿元,较2012年度增长71%。另外,全年有9家公司经重组委审核通过或取得证监会核准文件等重大进展,14家公司完成重组配套融资,融资金额100.58亿元,有39家公司终止重组(除被证监会不予核准后终止重组的1家外,主要系公司自身原因终止重组)。

从整体市值看,公司重大资产重组实施完成后市值大幅增长。2013年,从启动重组日到完成重组日<sup>1</sup>的市值增加值看,36家完成重组的公司合计增加市值为2023亿元,同比增长29%。从个体市值看,上述36家完成重组的公司重组后市值平均增幅为133%,较2012年完成重组公司市值平均增幅同比增加49个百分点。完成重组后,市值增长在100%以上的有14家,市值增长在0~100%之间的有16家,仅6家公司市值下降(见图2)。值得关注的是,4家公司完成重组后市值增幅超过500%,其中3家属于借壳上市,另一家为吸收合并(浙能电力换股吸收合并东电B股),均属于脱胎换骨式重组。此外,有5家公司重组完成后市值增加至百亿以上,促进了企业做大做强。

#### (二)产业结构整合力度加大,新兴产业重组增多

2013年,沪市公司依托资本市场,大力进行行业整合,有力地促进了产业集中度的提升和结构的调整。

一是行业整合力度增强。2013年,未终止重组的77家公司中,重组标的资产所属行业与上市公司行业相同或相关的行业整合类重组共有53家,占比69%,较2012年增长4个百分点。在非行业整合类重组中,部分公司倾向于并购市场热点资产,似有进行市场炒作迹象。此类重组的后续效果值得进一步关注。

二是制造业公司重组较为集中,产业结构优化力度较大。2013年,41家制造业公司涉及重大资产重组,占比53%(见图3),分别属于化学原料及化学制品制造业(7家)、医药制造业(7家)、计算机、通信和其他电子设备制造业(5家)、专用设备制造业(3家)、纺织业(3家)等。此外值得关注的是,由于2013年房地产行业并购重组和再融资政策的变化,报告期内出现6家房地产重组公司,截至2014年4月30日,其中2家已收到证监会核准文件。

三是战略新兴产业重组不断涌现。2013年未终止重大资产重组的77家公司中,有18家公司属于节能环保、高端装备制造、新材料、新能源、新能源汽车、生物、新一代信息技术等战略新兴产业,占比23%,截至2013年12月31日市值合计1220亿元。其中,完成重组公司9家,净利润合计13.87亿元。例如,哈飞股份通过重组基本实现中航工业集团体系内民用直升机组业务的整体上市;瀚蓝环境拟重组收购国内固废处理行业企业创冠中国,实现全国性的业务扩张。

#### (三)并购创新动力增强,境外收购有所增加

2013年,中国证监会大力推进监管转型,促进并购重组市场化改革。在此背景下,部分公司积极创新,扩展了运用吸收合并方式进行重大资产重组的领域和范围。当年,浙能电力吸收合并东电B股,其中换股过程中的账户转换等事项较A股公司吸收合并均存在较大差异,本次吸收合并的顺利实施,实现了首家B股转A股上市,为解决B股历史问题探索了全新的路径。同期,广州药业跨市场吸收合并白云山,成为第一家跨市场吸收合并深市公司的沪市A+H公司,其中换股过程涉及股份跨市场登记,广州药业同时向广药集团发行股份购买资产,通过吸收合并及购买资产,上市公司实现了集团医药资产的整体上市。

在境外收购方面,2013年,在提升公司价值、打破市场竞争格局,推进全球化战略的驱动下,沪市公司开始选择通过跨境并购购海外优质资产。2013年,较典型的有7家沪市公司收购海外资产,涉及交易金额473.84亿元,其中部分公司构成重大资产重组,如卧龙电气和时代新材。但具体分析,跨境并购的数量和规模仍较为有限。有必要在完善相关政策和服务机制上,促进上市公司积极开展境外收购,实现多元化资源配置,增强上市公司的全球竞争力。

#### (四)公司重组后效益提升,承诺实现良好

2013年,沪市公司重大资产重组正向效应显著,在促进企业发展的同时实现社会效益的提升。

一是多数公司重组实施完成后净利润增长,实现企业做强。2013年度,完成重组的36家公司中,除天方药业被吸收合并退市外,其余35家公司<sup>2</sup>2013年度归属于上市公司股东的净利润(以下简称“净利润”)总和117亿元,同比增长49.8%。从单家公司净利润来看,完成重组的36家公司中,26家公司实现净利润同比增长,5家公司2013年净利润增幅在100%以上,增长最多的公司增幅达到578%(见图4)。从利润绝对金额来看,36家公司中,33家公司2013年度均实现了盈利,其中3家实现扭亏为盈,完成重组后公司净利润绝对金额最大的达到57.57亿元。

二是绝大多数公司完成业绩承诺,保障了重组效益实现。2013年度涉及利润承诺补偿的重组公司共有62家,其中51家公司完成了业绩承诺,占比82%,同比提高了14个百分点。11家公司未完成业绩承诺需要补偿的公司中,4家采用股份补偿,7家采用现金补偿,除2家变更补偿方式外,多数公司补偿事项取得实质进展。

### 沪市重大资产重组实践中反映的主要问题

从去年沪市公司重大资产重组情况来看,上市公司并购重组积极性比较高,市场竞争意识比较强。但另一方面,仍然存在部分制约性因素,对进一步活跃并购重组市场形成了障碍。

#### (一)支付手段相对单一,并购融资方式有限

从支付方式来看,股份仍是目前上市公司重组主要支付手段。目前,从税收优惠、现金流量管理等多方面考虑,上市公司重大资产重组多数采用发行股份方式进行,特别是在购买资产的情形下。2013年度未终止重组的77家公司中有63家公司涉及发行股份购买资产,占比高达82%,同比增加4个百分点。但是,与境内市场不同,多元化的并购重组支付方式一直是境外成熟并购市场的重要特征。成熟资本市场上,很多金融工具,包括优先股、可转债、期权等,均可以用来协助并购。

从金融支持来看,目前并购重组融资方式有限,融资成本较高,商业银行并购贷款规模总体偏小,利率较高,难以满足上市公司并购发展的需要。例如,跨境并购中,目前国内上市公司进行海外并购的支持手段大多数由大股东先行发起收购或上市公司通过小规模现金交易进行收购,境内银行及其他境内金融机构无法提供以收购标的资产或股权做抵押的贷款或同类定向债务工具,银行融资也较为

有限。此外,目前财务顾问提供过桥融资也受到限制。

有限的支付手段和融资方式在一定程度上影响了并购重组的动力。历史和实践表明,并购融资工具的创新可以极大地推动物联网并购重组市场的发展,为产业发展注入新的动力。因此,亟需研究推进优先股、定向可转换债券等新型支付方式,增强发行股价定价弹性,推动开展股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金、并购基金等并购重组融资业务,以充分挖掘利用资本市场进行并购重组的优势。

#### (二)平均重组时间缩短,但多部门审批时间跨度仍较长

从重组完成时间来看,完成重组的36家公司平均重组时间为13.5个月,同比缩短1.5个月。自2012年10月起,中国证监会实现并购重组审核全流程公示,审核效率大大提升。但从重组全过程来看,从停牌到完成重组,平均每家公司需历时一年以上,仍存在较大改进空间。

从停牌时间来看,2013年,沪市84家启动重组公司平均停牌时间为2.75个月,同比延长0.15个月。根据现行规定,公司重大资产重组累计停牌时间原则不得超过3个月。2.75个月的平均停牌时间几乎接近3个月的时间上限。

从影响重组效率的原因看,除标的资产不规范,清产核资、改制等环节占用较多

时间外,企业兼并重组涉及多部门审批,时间跨度较大也是重要因素。例如,涉及国资的公司重组在召开审议重组事项的股东大会前需取得国资委的正式批复,部分重组公司因审批时间较长,导致股东大会的召开时间延期或股东大会通知迟迟不能发出;再如,对于重大跨境并购,除了在签署正式收购协议后取得发改委核准外,在签署协议或递交约束力书前,还需获得发改委的事前确认,拉长了交易周期,增加了操作难度,对并购效率有一定影响。今后,可以考虑采取并联式审批等机制优化流程,提升效率。

#### (三)部分重组迎合市场炒作,内幕交易仍是监管难点

现阶段市场形势下,并购重组往往是市场热点。为杜绝利用并购重组损害上市公司利益和中小投资者利益的行为,防范内幕交易、股价炒作都是监管重点工作。

实践中,部分上市公司倾向于向独立第三方跨行业并购市场关注度较高的相关业务,追逐市场热点。但被收购业务往往与上市公司主营业务没有任何关联,其并购理由往往是公司现有业务盈利能力不强,通过并购可以挖掘新的利润增长点。该类型并购重组的似乎在于迎合市场热点,报表性重组的短期化现象明显,不排除有炒作公司股价嫌疑,

存在内幕交易的可能性较高。为促进并购重组市场健康发展,明确市场主体责任,强化并购重组持续信息披露要求,防范上市公司或相关主体的股价炒作和内幕交易等违规行为,仍然是日常监管中常抓不懈的工作。

#### (四)区域发展不平衡,中西部及东北地区整体较弱

从地区分布来看,经济发达地区仍是重大资产重组的活跃地带,中西部及东北地区并购重组整体较弱。2013年,经济发达地区的上市公司重组相对更为活跃,报告期内重组公司数量排名前五位的地区分别为上海(12家)、北京(9家)、江苏(6家)、广东(5家)、山东(5家)。77家未终止重组公司中,上述五个地区共37家,占比48%。位于中西部及东北地区(19个省市自治区)的沪市公司有28家公司进行重大资产重组,占36.36%。

与东部省份相比,中西部及东北地区上市公司数量、质量、规模及效益等方面均有一定差距,特别优质公司数量较少,中西部及东北地区359家公司,2013年度实现净利润仅为1216亿元,仅占沪市整体的6.28%。这些地区更需要发挥资本市场并购重组的优势,盘活存量资产,淘汰落后产能,加快资源整合,以提升上市公司质量,实现产业升级和区域优化,改善区域发展不平衡情况。

### 继续大力推进并购重组 促进实体经济转型升级

#### (二)继续优化审批方式,提高并购重组效率

2014年国务院《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》等文件,为营造良好的市场环境,充分发挥企业在兼并重组中的主体作用,有针对性地提出了一系列要求。但是,目前上市公司并购重组涉及证券、银行、国资、外资等多个监管部门,仍存在审批环节较多,时间跨度较长等问题。

为此,应当继续坚持简政放权,加强部门协作,优化审批方式,释放市场活力,充分发挥企业在并购重组中的主体作用。在具体做法上,可以考虑将目前递进式的审批方式调整为并联式的审批方式,即将目前公司重组过程中国资委、商务部、教育部等其他部委先行审批、证监会最后把关的审批方式改为证监会与其他单位同时审批的审批方式。

同时,也需要采取有效措施,着力减少并购重组跨地区、跨所有制壁垒,消除企业并购重组的外部障碍,提升上市公司并购重组的动力和意愿,推进转型升级。

#### (三)丰富并购支付手段,促进市场并购创新

2014年,要继续在上市公司并购重组中发挥市场的资源配置决定性作用,进一步加大创新力度。针对目前上市公司重组中股份仍是主要支付手段,支付手段单一和定价机制缺乏弹性的特点,尽快丰富并购支付方式,对发行股份定价进行市场化改革,拓宽融资渠道,减少并购重组的外部障碍。

2013年,国务院发布了《关于开展优先股试点的指导意见》,允许上市公司和非上市公司发行优先股;2014年3月证监会发布《优先股试点管理办法》,为上市公司发行优先股明确了具体要求。今

后,市场参与者可以在发行股份购买资产、要约收购、吸收合并、回购股份等并购重组活动中使用优先股作为支付手段。多种支付手段的使用,可以一方面避免支付大额现金,另一方面避免发行普通股导致的现有股东持股稀释。对于交易对方而言,由于优先股、定向可转债等工具兼有债权和股权工具特点,一方面能获得较为固定的收益,另一方面可以在适当时机将上述工具转为普通股,享受并购整合完成后的上市公司股份溢价。

#### (四)继续支持跨境并购,提升公司国际竞争力

目前,我国跨境并购的数量和规模仍然有限。究其原因,既有从商业角度,跨境并购整合难度大,交易结构复杂、法律风险多等问题,也有相关外资审批政策相对管控严格等问题。实践中,有不少上市公司反映,现行国家政策对外国投资者的要求过高:外国投资者的资产规模需达到一定要求,且该外国投资者最终获得的上市公司股份比例不低于10%;即使实施后,股份需锁定3年,较境内投资者锁定期更长。此类规定导致上市公司跨境并购一般采用现金方式,或者向大股东发行股份购买其境外资产。

“新国九条”提出,在符合外商投资产业政策的范围内,逐步放宽外资持有上市公司股份的限制,完善对收购兼并行为的国家安全审查和反垄断审查制度;随着相关配套办法、措施的出台,相信采用发行股份方式的跨境并购会逐渐增多。为此,应当继续优化落实企业跨境并购的相关政策,支持和鼓励具备实力的企业开展跨境并购,提升企业的国际竞争力和境内上市公司的整体实力。

#### (五)大力推进监管转型,强化并购重组事后监管

2013年以来,上交所先后发布了重大资产重组九号、十号备忘录,严格规范终止重组公司信息披露和重组公司持续信息披露行为,在防范虚假重组、恶意重组方面取得了一定成效。

今后,沪市市场应当继续大力推进监管转型,强化并购重组事后监管,明确信息披露要求,打击内幕交易活动,为资本市场的并购重组活动创造良好的市场环境。在信息披露方面,督促上市公司做好并购重组持续性信息披露工作,要求公司及时披露相关进展、潜在风险特别是可能导致本次并购重组失败的风险。鼓励上市公司通过召开投资者说明会等方式与投资者特别是中小投资者进行及时沟通,保护中小投资者的知情权。在内幕交易防控方面,要求上市公司做好内幕知情人登记和保密工作,对于重大资产重组继续实行“每单必查”,加强二级市场核查。有重大违规嫌疑的,及时报送证监会立案稽查。(执笔人:王汉卿 袁钰菲 张玮婷 潘妙丽 易翀)

注释:

1、启动重组日指重大资产重组停牌起始日,完成重组日为刊登“重大资产重组实施情况报告书”的日期,对于个别未刊登实施情况报告书的公司,以刊登非公开发行股票发行结果暨股份变动公告(适用于发行股份购买资产情形)或者资产交割公告(适用于未发行股份情形)日期作为完成重组日。

2、其中东电B股按浙能电力2012年、2013年净利润计算。

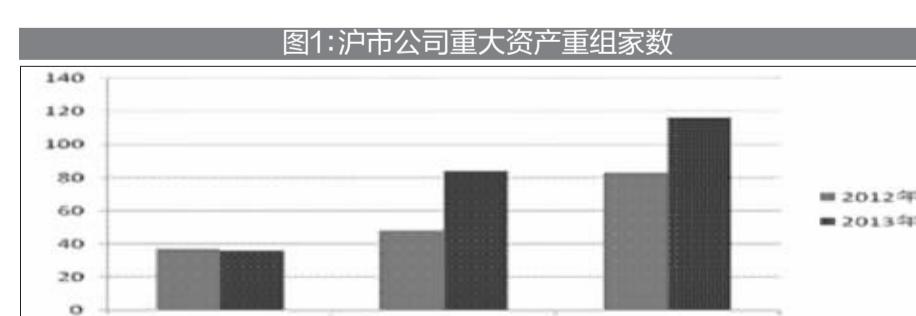


图1:沪市公司重大资产重组家数

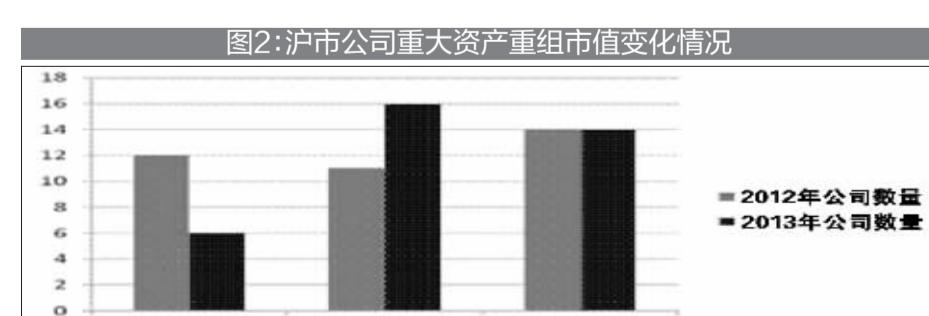


图2:沪市公司重大资产重组市值变化情况

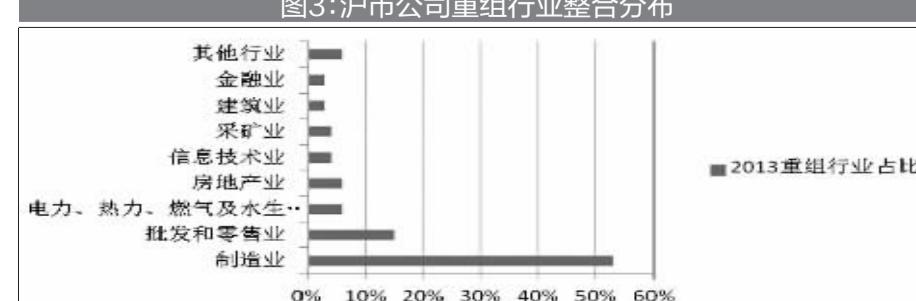


图3:沪市公司重组行业整合分布

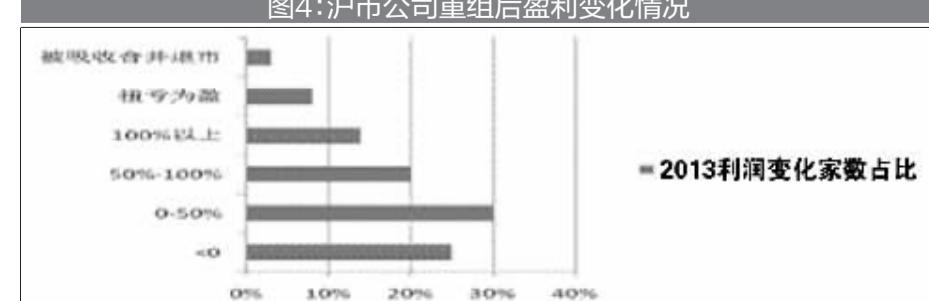


图4:沪市公司重组后盈利变化情况