

# 降低并购重组成本 优化市场环境

□安徽证监局党委书记、局长 方向瑜

十八大提出要“促进工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展”，这就要求全面深化经济体制改革。资本市场并购重组在促进生产要素流动，加快经济发展方式转变方面有优势，在提高上市公司质量、调整产业结构等诸多方面发挥了重要作用，但我国资本市场并购重组毕竟还不成熟。在对安徽辖区并购重组监管实践中，我们认为还存在以下值得关注的问题，比如并购重组监管体制滞后、内幕交易等违法行为责任追究制度欠缺、市场化并购重组创新工具和手段有待进一步丰富、对并购重组的后续监管手段不足等。

图1:安徽辖区上市公司并购重组概览 (2000-2012年)

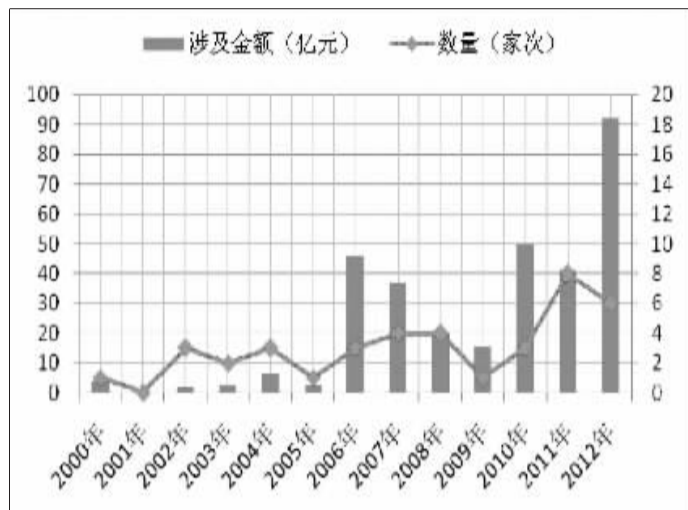


图2:安徽辖区上市公司产业整合或升级完成前后主要财务指标 (平均值) 对比

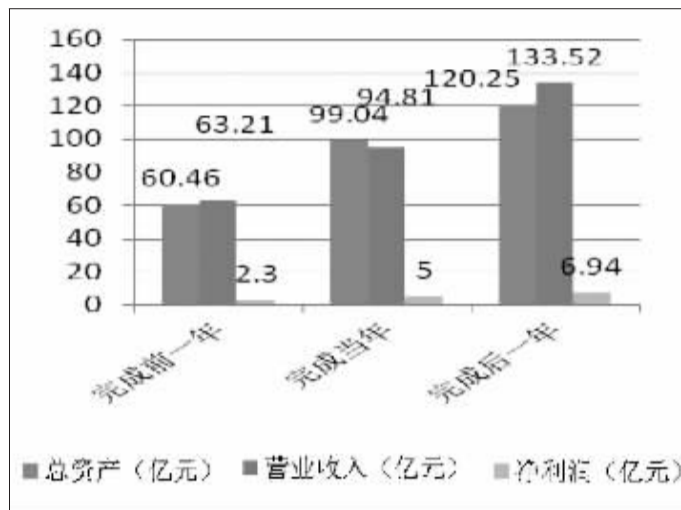
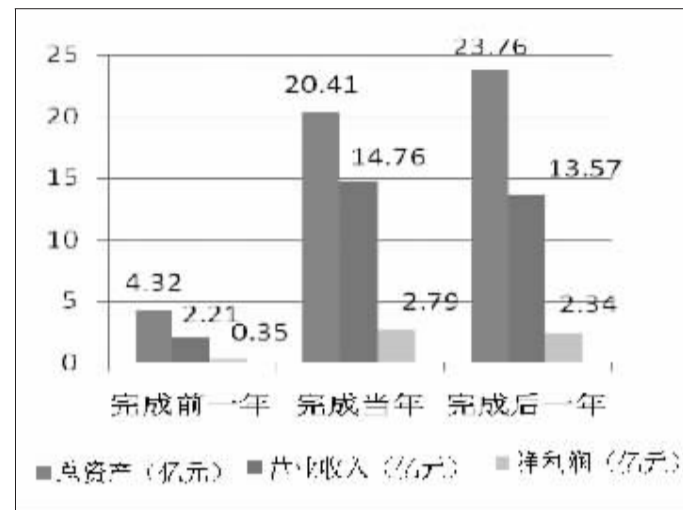


图3:安徽辖区上市公司主业再造完成前后主要财务指标 (平均值) 对比



近年来,安徽证监局按照证监会统一部署,在安徽省委省政府全力支持和地市政府及相关部门的积极配合下,大力推动安徽辖区上市公司战略重组、打造资本运营平台,安徽辖区上市公司并购重组数量、金额显著增加,上市公司规模、质量不断提升,有力地促进了地方经济的转型发展。

## 资本市场并购重组内外部环境显著改善

证监会充分认识资本市场并购重组对实体经济的重要意义,坚持鼓励、引导、规范相结合的原则,不断推进制度完善和创新,推动解决企业市场化并购重组存在的机制性、体制性障碍,资本市场并购重组的环境得到显著改善。

### (一) 并购重组内生动力持续释放

股权分置改革解决了股票市场两元分割、两种定价状况,市场化定价机制使得上市公司股权价值得以重估,市值管理理念得到认同,大股东与社会公众流通股股东利益更加趋同。同时,在

市场估值相对合理或较低的刺激下,企业更倾向于通过市场化并购重组手段推动产业升级和产品换代,从而克服资源、环境、资金、技术等壁垒,推进集约化、规模化和可持续化经营。

### (二) 外部制度环境不断优化

法制层面,在《公司法》《证券法》的法律框架下,证监会先后颁布了《上市公司收购管理办法》《并购重组财务顾问业务管理办法》《回购社会公众股份管理办法》等部门规章,制定《并购重组审核委员会工作规程》等配套监

管指引,构建了多层次的资本市场并购重组制度体系。

政策层面,中央和地方不遗余力支持企业利用资本市场开展兼并重组,国务院分别于2008年、2010年颁布实施《关于当前金融促进经济发展的若干意见》《关于促进企业兼并重组的意见》;安徽省政府也发布了相关的实施意见,推进优质资源向优势产业和优势企业集中,实现行业整合和产业升级。

### (三) 市场化改革深入推进

一是突出效率,简化和取消部分行政许可。取消因发行行

为、大股东自由增持等部分豁免许可申请,完善并购重组流程,优化并购重组的信息披露安排,对涉及多部门、多项许可的审核工作重组行为实行合并审核制度。二是突出创新,支持并购重组方式变革。推出市场化创新工具,增加并购重组配套融资、向第三方发行等制度性安排,探索上市公司分立、合并等重组路径,支持符合市场化方向的分拆上市、整体上市等重组模式。三是突出公平,规范“借壳”重组行为。参照首发上市规定,对“借壳”公司的资产资质、规范运作、持续督导等适用趋同于首发上市的标准。

## 创新监管理念,推动安徽辖区资本市场实质性并购重组

安徽证监局以科学发展观为指导,牢牢把握资本市场服务实体经济的本质要求,开创总结“监管是手段、规范是前提、发展是要务、服务是宗旨、创新是活力、稳定是保障”的监管理念,强监管、抓规范、重服务、推创新、促稳定,全力推动安徽辖区上市公司利用资本市场实施并购重组。

### (一) 强监管:夯实上市公司并购重组基础

强有力的监管有利于提高上市公司规范运作水平,夯实上市公司并购重组基础,提高并购重组效率。安徽证监局按照证监会的总体部署,结合安徽辖区实际,主动创新监管方式方法。一是坚持风险监管导向。定期梳理安徽辖区上市公司风险状况,确定风险级别,合理配置监管资源,强化现场检查针对性和有效性,创建风险公司监管模式。推进风险公司通过并购重组的方式化解风险。二是严把并购重组关口。严格履行并购重组监管职责,以出具并购重组持续监管意见为抓手,结合日常监管情况,对公司开展重点检查,督促公司完善相关工作。三是完善信息披露与股价异动联动监管。对于并购重组前后股价异动保持重点关注,实行自查与监管核查相结合。通过严格的监管,促使公司健全治理结构,完善运行机制,提高规范运作水平,为顺利开展并购重组奠定坚实的基础。

### (二) 抓规范:重点加强内幕信息管理和内幕交易防控

始终坚持规范是持续发展前提的理念,以防内幕交易为重点,督促上市公司规范并购重组行为。一是在全国率先规制上市公司接待调研采访活动。督促安徽辖区上市公司建立《接待特定对象调研采访》制度,使接待调研采访行为有章可循。二是解决了解决了规范运作突出问题。以关联交易为例,上市公司通过发行股份收购大股东资产,关联交易额占营业收入的比重持续下降,从2009年的10.02%,下降为2010年的8.52%,至2011年,更下降为5.01%,下降幅度分别为14.97%和41.20%。如华菱星马,通过重组彻底解决了金额达24亿元的关联交易问题。

其三,创新了上市公司激励机制。2006年,作为国有控股公司的海螺水泥,在发行股份购买大股东海螺集团相关资产的同时,向员工和管理层持股的海螺创投发行28799.90万股购买其持有的相关资产。在监管允许范围内,在国有控股上市公司的体制下,妥善解决“委托-代理”问题,实现管理层利益与股东目标的和谐统一,进一步激发管理层和员工的发展动力。

(一) 进一步完善并购重组

为规范化,防止上市公司内幕信息通过调研采访途径泄露。二是较早构建上市公司内幕交易防控制度,督促安徽辖区上市公司全部建立《内幕信息知情人登记管理制度》,规范上市公司内幕信息决策流转,使内幕信息处于可控范围之内。三是主动构建防控内幕交易协作机制,防控上市公司外部内幕信息知情人。联合安徽省国资委等部门完善上市公司相关主管部门完善防控内幕交易制度。近年来,安徽辖区内幕交易防控取得较好成效,所有上市公司并购重组非正式调查中,尚未发现内幕交易行为。

### (三) 重服务:提供并购重组全方位、全过程监管服务

并购重组是上市公司提高质量的重要途径。安徽证监局从服务实体经济发展的全局出发,为上市公司并购重组提供全程监管服务。一是加强事前引导。通过上门宣讲、专题培训、交流座谈等方式,引导上市公司强化市场运作意识,加快并购重组发展步伐。二是加强事中指导。安徽证监局与沪深证券交易所、安徽省国资委、安徽省经信委、安徽省发改委、安徽省金融办等部门建立协作机制,共同为上市公司开展并购重组提供政策支持和帮助。三是加强事后督导。通过并购重组“回头看”、强化保荐机构监管等措施,督促上市公司全面履行并购重组承诺,坚决杜绝不履行承诺等资本市场失信行为。

### (四) 推创新:搭建并购重组创新创造平台

创新是资本市场发展的源泉和动力。一方面,实施功能化监管和分行业监管创新,设立并购重组功能化监管小组和7个行业监管小组,提升监管精细化水平,增强监管的前瞻性、

## 几点建议

行政审批和监管制度体系。复杂的监管体系和行政审批流程在一定程度上制约了并购重组活动顺利进行,同时也不利于内幕交易的防控。建议以效率为出发点,简化审批流程,尽快推行并购重组分道制审核制度,针对不同风险级别的并购重组项目,实行不同的审核标准,合理分配行政资源,提高并购重组效率。

(二) 进一步加大对违法违规行为的打击力度。加大对并购重组相关违法违规行为的打击力度,进一步推动相关民事、刑事立法工作,完善责任体系,构建民事、行政、刑事责任追究机制,加大违法成本。

预见性和科学性。通过深入的行业分析和专业研究,强化对上市公司所处行业的研究和对比分析,针对不同行业、不同上市公司的特点,有针对性的提出并购重组意见建议。另一方面,支持上市公司创新重组方案。如恒源煤电重组案,采取向控股股东发行股份收购资产的同时,向第三方募集资金收购控股股东资产。通过这一创新方案,既实现了控股股东优质资产的注入,又有效防止了控股股东一股独大。此案例为证监会其后进行的上市公司发行股份收购资产并配套募集资金审核改革提供了借鉴。

### (五) 促稳定:形成并购重组平稳、有序、多赢格局

稳定是并购重组顺利进行的前提。一是健全机制促稳定。安徽证监局通过与安徽辖区所有地市政府签订促进资本市场健康发展备忘录,明确将维稳作为协作的重要内容,落实地方法政府在维稳方面的主体责任,增强维稳合力。二是落实责任保稳定。对重组中的上市公司,安徽证监局尤其注重对其关键人的监管,实行重组公司高管集体约谈制度,要求重组公司明确维稳责任,切实维护上市公司全体股东和职工利益,切实维护重组过程中公司和职工队伍稳定。三是力保稳定促多赢。安徽证监局将保稳定贯穿于并购重组监管过程中,以职工利益是否得到维护作为衡量并购重组成效标准之一,力促企业、职工、股东、债权人等多方共赢。

通过持续创新监管服务理念,为安徽辖区上市公司搭建了利用资本市场加快发展的平台,形成了产业资本与证券市场相互支持、相互促进的双轮驱动持续发展模式。证监会和安徽省委、省政府对此给予了充分肯定。

(三) 进一步丰富并购重组创新工具和手段。创新并购重组支付手段和交易方式,支持符合条件的上市公司通过发行股票、债券、可转债等方式为并购重组融资,支持设立并购基金等并购重组融资模式,支持上市公司换股合并以及以其他金融创新工具作为支付手段等,降低并购重组成本,优化并购重组市场环境。

(四) 进一步加强对并购重组的后续监管。建议加强对并购重组的后续监管,赋予派出机构更多的监管手段;同时,完善对财务顾问的培训、监督和评价机制,强化中介机构的责任意识,提高执业水平。

## 安徽辖区并购重组总体情况及近年来运行特点、成效分析

### (一) 安徽辖区市场并购重组总体情况

安徽辖区现有A股上市公司78家(另有3家过会待发),居全国第十、中部第二,其中,中小板公司家数居全国第八、中部第一;无退市或退市风险公司,唯一ST公司今年已扭亏为盈。安徽企业不失时机地推动并购重组,上市公司总体质量实现较大提升,一批上市公司借助资本市场快速成长为行业龙头。以安徽辖区主要上市公司为成分股的皖江30指数自基期起至2012年底,分别领先深成指11.4%、沪综指13.9%,树立了良好的皖企形象。

截至2013年1月,安徽辖区有31家公司涉及并购重组39家次(其中,美菱电器、芜湖港、华孚色纺、方兴科技、丰原药业、泰复实业各2次,中弘股份3次,盛运股份、华星化工、山鹰纸业尚在进程中),交易金额318.77亿元(见图1)。从并购重组方式看,发行股份购买资产的14家次,资产置换的3家次,单纯控制权收购的22家次(其中股权无偿划转4家次,取得上市公司发行的新股1家次)。从控股权所有制性质变化来看,15家次由国有控股转变为民营控股,2家次民营控股转变为国有控股,22家次控股权所有制不变。从上市公司板块看,主板33家次,中小板5家次,创业板1家次。从所属行业看,建筑建材类7家,化工类4家,机械设备类4家,交通运输类4家,其他类12家。

### (二) 近年来主要运行特点

2009年以来,在安徽证监局监管推动下,安徽辖区一批上市公司积极响应党中央“加快转变发展方式,大力推进经济结构战略性调整”战略部署,主动适应解决发展瓶颈,增强抵御市场风险能力的迫切需求,并购重组的步伐迈大、形式创新、节奏加快。

实质性资产重组逐步成为主流。2009年之前,安徽辖区发生21家次并购重组业务,单纯控制权变更有16家次,占比高达76.19%。

2009年至今,发生18家次并购重组业务,以资产收购置换为主,累计有12家次,占比高达66.67%,而单纯控制权变更的仅有6家次,占比为33.33%。

股份支付逐步成为主要定价方式。2009年之前,安徽辖区发生的并购重组基本以现金收购股权为主,累计有16家次,占比高达76.19%。2009年至今,发生的并购重组则基本以发行股份购买资产为主,累计有11家次,占比61.11%。

市场化并购重组逐步占据主导。2009年之前,并购重组项目大多涉及国有控股上市公司,主要由地方政府主导,公司往往处于被动地位;2009年之后,则主要是上市公司切入同行业或上下游企业,延伸产业链,产业并购逐步成为主流,这大多是上市公司的自觉市场行为。

并购重组效率显著提升。以安徽辖区2012年完成重大资产重组的雷鸣科化和泰复实业为例,两家公司从受理到过会,平均审核周期仅2个月,相比过去动辄1年甚至更久来说,并购重组效率明显提升,我们理解,这是证监会一系列发行和监管体制改革所释放的市场“改革红利”。

### (三) 主要成效分析

1. 从宏观层面看,为有效执行宏观调控和国家产业政策开创了新局面。其一,推动了产业的调整升级。通过并购重组,安徽辖区一批上市公司的主业从日渐衰落的夕阳产业转变为蓬勃发展的朝阳产业,或从简单加工转变高精尖的深加工。如华孚色纺重组飞亚纺织后,实现了技术与产品结构的升级,专注中高档新型纱线制造,现已成为全球最大的色纺纱线企业之一。

其二,促进了行业的优化整合。以民爆行业为例,长期存在“外、散、低”的突出问题,行业政策趋向控制总产能,鼓励和支持以上市公司为平台实施兼并重组。安徽辖区两家民爆上市公司江南化工、

雷鸣科化先后参与整合行业内10多家民爆企业,两家公司产能由重组前的10.4万吨增加至35.25万吨,大幅提升了民爆行业的市场集中度,同时也使江南化工一举成为国内工业炸药规模最大的民爆上市企业。

其三,加快了地方经济转型发展。在全国文化体制改革的背景下,时代出版重组科大创新借壳上市,安徽省内文化产业首次登陆资本市场并迅速发展,在其影响下,区域性出版物发行龙头企业新传媒成为全国文化传媒行业主板上市第一股,实现了安徽省文化产业龙头企业上市的又一突破,有力支持了安徽文化强省的发展战略,为地方经济提供了新的增长点。

### 2. 从市场层面看,为推进上市公司持续健康发展创造了新条件。

其一,改善了上市公司整体财务状况。2000年至今,安徽辖区共有13家上市公司完成单纯控制权变更,完成后两年平均总资产、总收入、净利润分别增长了18.73%、40.66%,净利润由重组前一年的亏损1.46亿元变为盈利3.74亿元;9家上市公司完成产业整合或升级,完成后两年平均总资产、总收入和净利润比重重组前一年分别增长了74.47%、66.53%和162.37%(见图2);6家上市公司完成主业再造,完成后两年平均总资产、总收入和净利润比重重组前一年分别增长了410.72%、539.56%和638.86%(见图3)。显而易见,上市公司通过并购重组不仅实现了量的扩张,更实现了质的飞跃。

其二,造就了一批行业龙头。如海螺水泥通过并购重组实现整体上市后,连续通过资本市场募集资金274亿元,新建和收购了数十条水泥生产线,公司水泥产能达到2.09亿吨,熟料产能达到1.84亿吨,成为亚洲规模最大、盈利能力最强的水泥生产企业。江淮汽车、安凯客车、华菱星马通过并购重组分别成为商用车、

新能源客车、罐式专用车行业领先企业。

其三,维护了市场和社会稳定。并购重组优胜劣汰的选择机制,淘汰劣质公司和落后产能,置入优质公司和产能,有利于资本市场的长期稳定。一些长期微利或连续亏损,处于退市边缘的公司,通过实质性的资产重组,实现主业再造或产业升级,迅速“摘星脱帽”、浴火重生。如飞彩股份经中鼎股份借壳重组后,成功跻身国际汽车橡胶零件主要供应商行列,同时也解决了职工安置等影响社会和资本市场稳定的问题。

### 3. 从监管层面看,为上市公司改进公司治理、提高规范运作水平提供了新契机。

其一,优化了上市公司股权结构。如泰复实业重组后,前三大股东持股比例分别为27.12%、15.06%、9.73%,另有持股5%以上股东3个,股权结构较为合理,改变了之前丰原集团一股独大的局面,为公司建立权责明确、各司其职、有效制衡、科学决策、协调运作的法人治理结构奠定了良好的基础。

其二,解决了规范运作突出问题。以关联交易为例,上市公司通过发行股份收购大股东资产,关联交易额占营业收入的比重持续下降,从2009年的10.02%,下降为2010年的8.52%,至2011年,更下降为5.01%,下降幅度分别为14.97%和41.20%。如华菱星马,通过重组彻底解决了金额达24亿元的关联交易问题。

其三,创新了上市公司激励机制。2006年,作为国有控股公司的海螺水泥,在发行股份购买大股东海螺集团相关资产的同时,向员工和管理层持股的海螺创投发行28799.90万股购买其持有的相关资产。在监管允许范围内,在国有控股上市公司的体制下,妥善解决“委托-代理”问题,实现管理层利益与股东目标的和谐统一,进一步激发管理层和员工的发展动力。