

并购审核“分道” 财务顾问“分级”

## 并购江湖裂变 有人欢喜有人愁

□本报记者 李阳丹

中秋节前后,几位券商人士小聚,话题一直围绕着分道制进行。

国庆节后,并购重组审核分道制即将开始实施,几家券商都已经收到中国证券业协会下发的《证券公司从事上市公司并购重组财务顾问业务执业能力专业评价工作指引》,并向协会提交了2013年度专业评价申请材料。在相互猜测能被评到哪一级的同时,也有人担心评价的结果会导致财务顾问领域被大券商垄断。

业内人士认为,分道制的初衷是扶优限劣,加快对好公司好项目的审核,更加谨慎对待不放心的公司的可疑项目,让上市公司和中介机构更能洁身自好。然而,对优劣的评价标准却可能制约分道制的效果,而财务顾问领域则可能出现“强者恒强”的局面。

## 中小券商的“焦虑”

我们去年完成了两单并购,其中一单因为是关联方的重组,我们不能做独立财务顾问,做了卖方财务顾问,但推动整个交易完成的大部分工作都是我们做的,这些工作却不能纳入评级。如果被评为C级,今后的业务面临的困难将会很大。”某券商并购部负责人面对即将实施的分道制,显得非常郁闷。

很多中小券商的并购部门在分道制即将出台的当下,都面临着同样的“焦虑”。此前由于IPO业务收益高,券商投行团队中的大量资源都向IPO倾斜,而并购重组业务则备受冷落,多数券商并不具备专业开展并购业务的团队。近两年来,随着IPO关闸和并购业务风生水起,不少中小券商开始组建自己的并购团队,切入这一新的领域。他们的团队多来自中金、中信、华泰联合等大券商的并购部门。

当初是以创业的心态过来的,可以说有着创业者的热情和理想,对每一个项目都非常珍惜,希望做出自己的一个品牌。”上述人士对中国证券报记者表示,证券中介服务机构的人员流动性往往较大,大公司的优秀人才原本就不太愿意向中小公司流动,对财务顾问的分级制度以及分道制实施后,优秀人才从大券商出来到小券商“创业”的冲动更会下降,一些原本打算在并购领域有所作为的券商或许只能就此放弃,而今后的并购市场将是大型券商的天下。

在分道制下,上市公司并购重组申请将按照“先分后合、一票否决、差别审核”的原则,由证券交易所和证监会、证券业协会、财务顾问分别对上市公司合规情况、中介机构执业能力、产业政策及交易类型三个分项进行评价,之后根据分项评价的汇总结果,将并购重组申请划入豁免快速、正常、审慎三条审核通道。

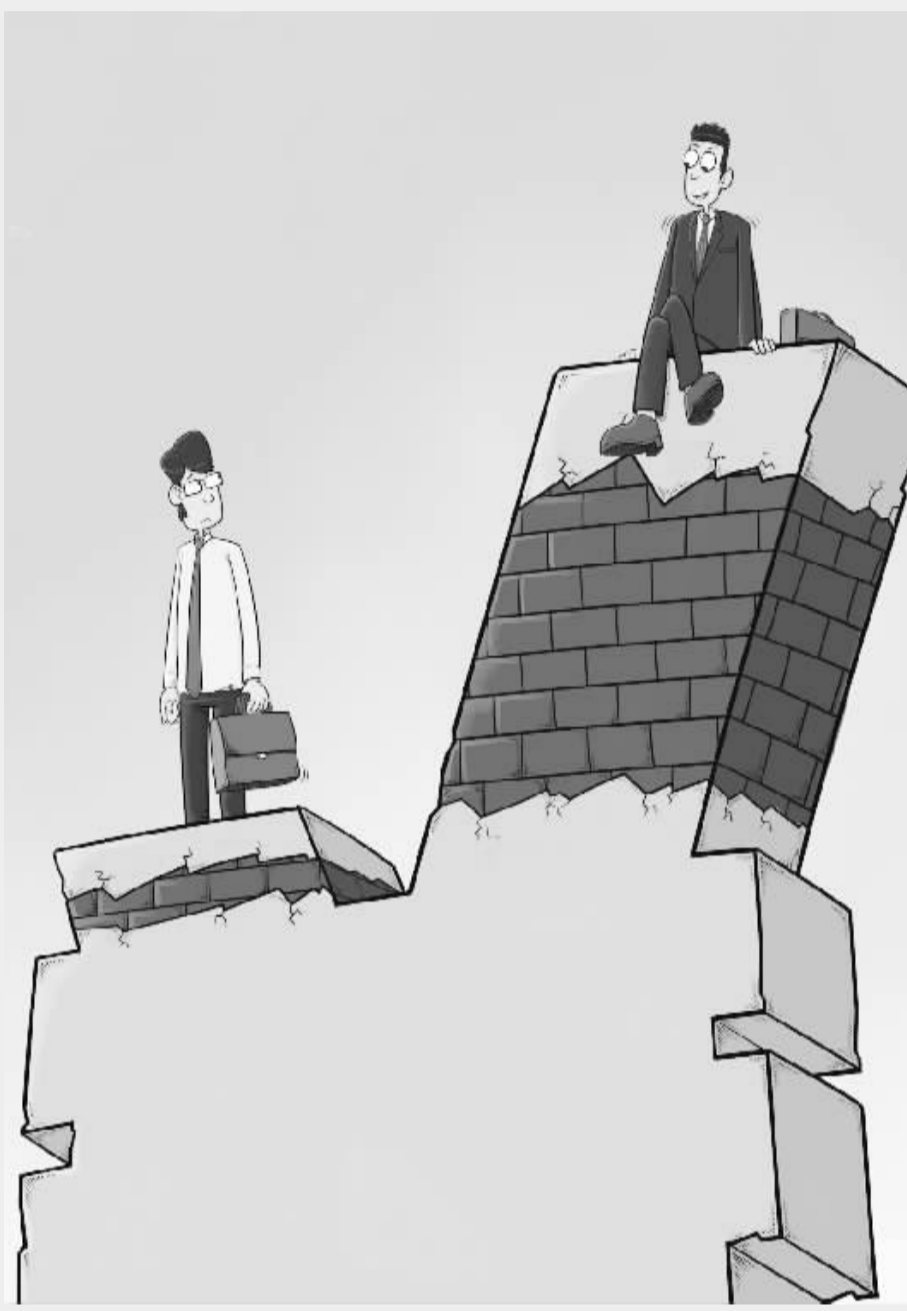
证券业协会出台的指引指出,根据财务顾问执业能力专业评价得分高低,财务顾问将被分为A、B、C三类。其中,A类财务顾问执业能力强,执业质量优秀;B类财务顾问执业能力较强,执业质量良好;C类财务顾问执业能力较弱,或执业质量较差。

按照证监会的规定,只有在证券业协会执行质量评价方案中获得A类的财务顾问,才有可能让客户豁免审核。这表明,即便是同一家公司,因为选择了不同的财务顾问,将可能享受到不同的审核“待遇”。券商内部专门从事并购重组的人士担心,分级制度会造成不公平的执业环境,进而造成“强者恒强”的局面。有投行人士指出,从长远来看,分道制会对投行格局产生冲击,投行之间的马太效应可能会更为显著。

据了解,协会对财务顾问职业能力的评级主要基于2012年的证券公司评级,项目数、交易金额、业务收入、业务质量以及诚信记录等进行打分衡量,其中,证券公司本身的评级占25分,证券公司分类结果为AAA级的,得25分;E级的,得0分;中间等级递减2.5分。显然,这一评价体系更有利于实力强大的券商,而中小投行将面临巨大的压力。公开数据显示,在去年涉及上市公司的并购重组中,申银万国、中金公司、中信证券、华泰联合证券等大型券商担任财务顾问的较多,而从资信评级的角度看,AA类券商基本被中信证券、国泰君安、海通证券、银河证券、中金公司等大型券商包揽。

一位从事了7年A股并购重组业务的财务顾问表示,目前真正从事并购重组业务的券商并不多,而2012年整个市场总共只完成了几十单项目,平均到每家券商的量是很少的,能够完成五单项目以上的券商屈指可数,余下的券商完成的项目数则相差无几,一年完成两、三单的券商就能排进前十名,并列完成一单的有十几家券商,颗粒无收的是绝大多数。

并购重组交易具有准备工作周期长、成功率低的特点,绝大部分券商每年只能做完一个或两个项目,在这样的大环境里,很容易出现评级起伏较大的情况,今年完成三单可能评为A级,明年完成一单可能降至B级,如果某年一单都没成,可能就会滑到C级,这会给并购团队的持续发展带来很大的困扰,而客户即便认可团队的专业能力,也很难坚持选择C级评级的财务顾问。”该人士对分级制度的实施不无担忧。



CFP图片

## 寄望蛋糕做大

尽管分道制的推出让中小券商的财务顾问们对未来感到焦虑,但业内人士指出,引入豁免快速审核不仅可以提高重组审核的效率,在多方面还可以起到积极的引导作用,将有助于促进资本市场健康良性发展。而随着整个并购市场的蛋糕做大,中小券商也将从中获益。

有财经观察人士认为,分道制将对中介机构提出更严格的要求。在分道制下,执业能力强的中介机构将更容易受到青睐,而能力差或存在问题的中介机构将存在被抛弃的风险。如此,将促使券商等中介机构提高其执业能力,提升其职业操守,以提高其在市场中的竞争能力。否则,将可能失去并购重组这块“大蛋糕”。

在产业结构调整、经济转型升级大背景下,今年以来我国企业并购重组交易持续活跃。根据清科研究中心数据显示,截至2013年8月,国内共发生654起并购交易,同比上升1.2%,涉及交易金额486.98亿美元,较2012年同期大幅上涨约50%。上市公司作为并购重组活动的主力,2013年1-8月共完成并购交易436笔,总交易金额为315.15亿美元,并购规模较去年同期增幅明显。

政策的带动与制度的支持,也是催热本轮企业兼并重组的主要因素。2012年10月,中国证监会首次开始公示并购重组行政许可审核流程和审核进度,旨在以市场化为导向简化并购重组行政审批的同时,

积极推进审核工作的标准化、流程化和公开化,持续提高监管透明度和审核效率。2013年年初,工信部、财政部、发改委等部门联合发布《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》,确立了“汽车、钢铁、水泥、船舶、电解铝、稀土、电子信息、医药、农业产业化龙头企业”等九个推进兼并重组重点行业。

一位上市公司高管表示,审核速度对于上市公司重组往往至关重要,尤其是一些竞争激烈的项目,如果上市公司收购走的流程过长,很可能导致项目被别的非上市公司抢走,或者上市公司被迫付出更高的对价。清科研究中心认为,此次分道制是配合国家财政政策,加快经济结构转型,淘汰落后产能。由于分道制实施将大大提高上市公司并购重组的审核效率,必然为本已活跃的上市公司并购重组以及中国并购市场再注入活力。

在将蛋糕做大的情况下,中小券商也将获得一定的市场机会。有业内人士指出,由于信息披露评级结果为A的上市公司较少,符合行业要求的结果更少,所以即使券商的财务顾问考评无法拿到A类,也不会使券商面临无项目可接的局面。在英大证券首席经济学家李大霄看来,中小型券商要在市场竞争中立足,必须要有良好的质量意识,通过良好的质量来争取更多的机会,以质取胜。

## 期待更市场化

业内人士预期,分道制或许是过渡性的安排,未来并购重组或许会采用备案制,让上市公司在重组并购中更有优势。天风证券并购融资部总经理吕英石表示,市场已经明显感受到证监会上市部这几年的巨大变化,政策越来越明晰,行政审批事项明显减少,审核理念逐步市场化,审核效率已经大大提升。

目前证监会针对上市公司的并购重组申请,正常审核通常是20个工作日左右完成。未来划入豁免快速通道的,将取消预审环节,预计审核时间将会缩短至10天左右。分道制推行后,证监会将不断完善分道制方案,并根据有关部门确定的推进兼并重组重点行业,动态调整支持的项目类型,逐步扩大进入豁免快速通道的项目范围。

行政手段划分市场化程度很高的并购重组交易,仍然不是最佳的选择。

除了审核制度有碍并购效率外,有投行人士认为,相比IPO的询价机制,国内并购市场的定价机制弹性不足,还有待进一步完善。事实上,由于有关并购重组的制度规定限制较多,国内投行在并购重组中能够发挥的空间有限,因而普遍参与度不深,在搜寻并购机会、方案设计、估值定价、撮合交易等方面的竞争力仍有较大提升空间。

一位主要从事香港市场并购的投行人士表示,香港公司并购项目中的财务顾问的“功力”往往主要反映在价格博弈的能力上。只有并购价格市场化了,才可能真正激活整个并购市场,也才能真正看出财务顾问之间的水平差异。”基于此,有券商人士认为,监管部门对财务顾问的考核应采取“扣分制”,而非“分级制”,即同等对待所有的财务顾问,让市场检验其顾问水平,但对于出现问题的财务顾问要严格问责。

## 多家上市公司望饮快速通道“头啖汤”

行业投资机会或现分化

□本报记者 王小伟

据中国证券报记者梳理,在10月8日上市公司并购重组分道制审核方案正式实施后,多家上市公司有望饮下并购重组豁免或快速审核通道的“头啖汤”。

业内普遍认为,新规将刺激上市公司在四季度掀起并购重组的高潮,但行业和相关上市公司的投资机会或出现分化。

## 重组潮将袭

业内人士分析认为,分道制审核制与推动经济结构的转型升级是一脉相承的。早在2012年底,《国务院关于促进企业兼并重组的意见》和工信部等12部委《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》,已经确立了汽车、钢铁、水泥、医药等九个推进兼并重组重点行业。而本次分道制规定,来自上述九大行业、符合三大标准的上市公司并购重组,将可以进入豁免快速审核通道。可见,新规定实施的目标同样直指淘汰落后产能及加快经济结构转型。

某PE人士对中国证券报记者介绍,相较IPO而言,并购具有交易时间短、成功几率大等优点,而根据以往规律,年底通常是重组概念趋向火热的窗口,因此,在新规实施后,四季度迎来上市公司并购重组热潮将是大概率事件,多家企业都将通过并购重组实现跨越式发展。

新规规定:上市公司并购重组不涉及发行股份的,将直接豁免审核;涉及发行股份但符合相应等级要求的,将实行快速审核通道。这对于符合并购方向、现金流又非常充足的公司而言,审核效率将大幅提高,无疑将受益良多。从这个角度看,部分业绩优良、资本负债率较低、现金流含量充裕的上市公司或存在较大机会;而绩差股、信披不规范、T族公司等

由于不能享受相关“红利”,在日后并购重组中所占的比例或将出现下降。

已通过股东大会、尚未提交申请审核且符合产业方向的并购重组公司,有望首批踏上豁免快速审核的通道。以有研硅股为例,公司6月14日公布重组预案,拟向非公开发行股份约11069万股,购买有研稀土85%股份、有研亿金95.65%股份、有研光电96.47%股权,并向有研总院非公开发行股份购买部分机器设备。公司已于9月上旬收到国务院国资委批复,原则同意公司本次资产重组及配套融资的总体方案。由于其收购资产属于优质稀土资源,符合产业发展方向,因此,业内预计此类公司有望首批饮用快速通道“头啖汤”。

## 行业机会分化

今年以来,上市公司通过并购重组谋求新的盈利模式转型,开始成为一种趋势,以上下游产业链整合为主要目的和重要特征的并购重组活动日益活跃。业内人士表示,在可以预期的重组大潮中,从淘汰落后产能的角度考量,九大行业或再度掀起一波并购重组热潮,而豁免快速通道能够保证并购重组尽快完成,一些优质资产注入后马上产生利润,这对提升相关公司的业绩大有裨益。

具体来看,根据新规,并购重组不涉及发行股份的,将直接豁免审核;涉及发行股份但符合相应等级要求的,将实行快速审核通道。这对于符合并购方向、现金流又非常充足的公司而言,审核效率将大幅提高,无疑将受益良多。从这个角度看,部分业绩优良、资本负债率较低、现金流含量充裕的上市公司或存在较大机会;而绩差股、信披不规范、T族公司等

从实践来看,不少上市公司拟通过并购重组实现业务多元化或者华丽转身。对于涉足“朝阳行业”的并购,市场的正面反应相当强烈。除了被二级市场爆炒的“手游”并购之外,

## 年内并购交易金额突破1.4万亿元

传统行业稳扎稳打 新兴产业风生水起

□本报记者 于萍

经济转型调整正带来并购整合良机。这一点从今年我国并购市场持续活跃便有所体现。Wind数据统计,年内我国并购交易总金额达到1.43万亿元,而去年同期仅有7253.46亿元。在金融地产、能源等传统行业继续充当并购主力的同时,电信服务、信息技术等新兴产业并购也已风生水起。

## 传统行业并购保持增长

Wind数据显示,今年以来我国并购交易总金额达到1.43万亿元,其中已完成的交易金额为4639.98亿元,未完成的交易金额为9651.42亿元。与去年同期相比,未完成的交易金额同比增长了近两倍。

统计显示,在今年完成的并购交易中,金融地产行业金额达到953.3亿元,能源行业则达到973.99亿元。此外,电信服务业已完成的交易金额也达到960.48亿元。在未完成的交易中,金融地产、工业、信息技术、材料等行业的金额均超过了千亿元。

可以看到,以金融地产、能源为首的传统行业仍然是并购交易活动的“主战场”。Wind数据显示,今年以来共完成21笔房地产行业的并购交易,涉及金额79.96亿元;未完成的房地产并购交易共109笔,涉及金额505.9亿元。

中,海航入主亿城股份成为金额最高的一笔。8月7日,亿城股份第一大股东干通实业与海航资本控股有限公司正式签署了《股份转让协议》,干通实业将其持有的公司全部股份(占总股本的19.98%)转让给海航资本,转让价款总计为16.10亿元,折合5.63元/股。

在能源方面,今年2月中海油完成收购加拿大尼克森公司的交易。收购尼克森的普通股和优先股的总对价约为151亿美元。这成为中国企业成功完成的最大一笔海外并购。此外,通源石油、亿利能源等多家能源公司各自尚有超过10亿元以上的并购交易等待完成。

## 新兴产业交易涌现

在传统产业并购交易保持增长的同时,以电信服务、信息技术为首的新兴产业并购也明显活跃起来。

Wind数据显示,今年完成的5宗电信服务行业并购金额合计达到960.48亿元,尚未完成的6宗并购交易金额为127.21亿元。此外,信息技术行业并购交易已经完成的金额为232.69亿元,尚未完成的金额则高达2860.63亿元。

带动电信服务行业并购额激增的主要因素是中国电信完成收购网络资产及相关负债。根据年初中国电信的公告,公司收购母公司中国电信集团所持有的30个省、市及自治区的

在高端餐饮寒流中颤抖不止的湘鄂情对外收购也为市场所认可。公司7月26日晚公告称,计划收购江苏中显环保科技有限公司51%股权,拟通过控股中显环保从而涉足环保行业。由于环保系国家战略性新兴产业,公司二级市场股价连续收出两个涨停板。

虽然并购重组通常能够为相关公司带来想象空间,但也并非一定意味着公司资产状况的改善。以国机汽车为例,公司6月28日晚披露重组预案,拟以13.80元/股的价格,向控股股东国机集团定增5583万股购买后者持有的中汽进出口有限公司100%股权。由于所购资产属于国家政策限购范畴,行业前景存疑,因此,市场并没有给予本次并购以“掌声”。公布预案当日,公司股价反而暴跌7.7%。有分析认为,目前钢铁、水泥等产能过剩行业的并购重组更多的可能是打通上下游的并购,虽然收购上游企业利于降低成本,收购下游企业则利于产品销售,但在整体而言行业远未走出低迷的背景下,传统产业同业并购所带来的想象空间并不大。总之,并购重组的投资机会或现分化,符合国家政策和经济发展方向的并购将获得更多资金青睐。

对于并购重组未来的发展方向,兴业证券在最新研报中列出了三大主线:其一,上市公司通过横向、纵向并购进行优质资产的产业链整合,推进新兴产业并购,这主要集中于医疗、环保及TMT领域;其二,传统上市公司寻求主业转型及更高利润增长点实施的跨行业并购,从2013年的并购案例看,传媒及环保最早进入跨行业并购活动;其三,伴随人民币国际化进程,国内上市公司开始仿效世界优秀公司资本战略,实施海外并购,快速学习海外市场的先进商业模式,此类成长行业战略拓展同样值得关注。

若干CDMA网络资产及相关负债,收购的初步对价为845.95亿元。

除了已经完成的交易外,鹏博士收购长城宽带股权、华数传媒收购网通信息港的宽带网络业务及其对应资产等并购交易也在进行中。

Wind数据还显示,目前还有172宗信息技术行业的并购重组等待完成,包括大智慧收购新加坡新思维100%股权、京东方收购显示技术48.92%股权、TCL集团、华闻传媒、太光电信、大唐电信等公司也均有10亿元以上的并购交易正在进行中。

作为市场热点之一的手游公司今年更迎来并购高发期。目前两市已有多家公司参与到手游行业的资源争夺,除掌趣科技、中青宝等游戏公司外,华谊兄弟、凤凰传媒、天舟文化等文化企业也通过收购或设立公司等方式加入了手游大军。

华泰联合证券总裁刘晓升曾表示,看好TMT等新兴领域的并购机会,而传统制造业虽然也需要并购转型,但会滞后一些。其他业内人士也指出,目前我国正处于结构转型升级关键时期,将带动一批符合政策导向的产业,并购市场活跃度将提升。

不过,与部分公司通过并购形式促进产业转型相比,目前还存在个别公司进行“脱机式”并购。因此,上市公司进行并购交易需要多一份理性。