

上市公司2009年度并购重组资产评估专题分析报告

上海证券交易所、中国资产评估协会 联合课题组

一、引言:资产评估是上市公司并购重组中的核心要件

2009年度,沪、深两市参与并购重组的上市公司总数及交易资产总量均创下了历史记录。并购重组整体呈现出涉及行业广、交易金额大、热点领域集中等特点,市场涌现出多起控股股东借助上市公司平台整合核心资产实现整体上市,以及跨沪深市场换股吸收合并等影响力空前的并购重组案例,体现了证券市场优化资源配置的功能。

资产评估在并购重组中的应用也呈现出新的趋势和特点。2009年是《上市公司重大资产重组管理办法》实施后的第一个完整会计年度,资产评估在更高的监管要求下,在并购重组中的定价和应用效果得到了更广泛的认可和关注,市场实践也促使资产评估在理论、规范、实务操作以及执业监管方面不断加强。

为进一步加强资产评估行业自律监管与上市公司信息披露监管,中评协与上交所编写本专题报告,对2009年沪深两市的并购重组与资产评估情况,以实证论述的方式,进行全景式统计、分类别梳理和系统性分析,总结问题,提出建议。该报告对于促进上市公司并购重组的有序推进和深度发展,促使上市公司提高信息披露质量,促使评估机构以更好的执业水准服务于并购重组,具有重要的推动作用。

二、2009年度并购重组资产评估的整体状况分析

(一) 2009年重大资产重组整体状况

1. 并购重组总体概况与重点行业分述

以将相关议案提交股东大会审议为标志,2009年度,沪、深两市共有95家上市公司启动重大资产重组,涉及的交易资产规模总计达3,205.96亿元,其中沪市60家,交易规模2,471.11亿元,深市35家,交易规模逾734.85亿元。

95家上市公司重大资产重组方案中,重组后导致公司主业发生重大变化的有49家,占51.58%,未发生变化的46家,占48.42%。注入资产最多的行业是房地产开发与经营业,有29家,占30.53%;其次较多的行业是电子信息、航空航天、电子等。

上市公司并购重组的热点集中在与产业整合、产业转型和产业升级需求较密切的电力、钢铁、房地产、航空航天和医药等行业。

表1 2009年沪深A股重大资产重组交易额超“百亿”行业一览

行业	交易额(亿元)	占比	单数(家)	占比	平均交易额(亿元)
电力行业	1248.95	38.96%	6	6.31%	208.16
房地产	556.09	17.35%	29	30.53%	19.18
钢铁行业	317.08	9.89%	3	3.16%	105.69
煤炭行业	253.59	7.91%	5	5.26%	50.71
航空航天	159.30	4.97%	5	5.26%	31.86
医药行业	123.42	3.85%	4	4.21%	30.86

表2 2009年沪深A股重大资产重组六大行业的资产增值概况

行业	交易额(亿元)	置入资产账面价值(亿元)	置入资产评估价值(亿元)	平均增值率
电力行业	1248.95	922.75	1264.62	37.05%
房地产行业	556.09	243.68	268.25	13.02%
钢铁行业	317.08	243.96	158.78	85.36%
煤炭行业	253.59	65.40	94.75	44.88%
航空航天	159.30	30.22	40.29	33.32%
医药行业	123.42	67.58	124.10	83.63%

注:钢铁行业置入资产评估价值不包括唐钢股份。

行业评述:电力行业是2009年资本市场并购重组中的交易规模最大、产业整合和升级力度最强的行业;产业结构调整仍是钢铁行业的主基调,地方政府在兼并重组中起重要作用,整体行业集中度进一步提升,重组方式不断创新;对资金需求极大的房地产企业依然是资本市场重组并购的积极参与者;医药行业并购进一步加速,整合集团系统内部业务、优化资源配置,逐步实现整体上市的趋势明显;随着国家能源战略的布局和实施,以煤炭为代表的资源类行业仍然以“注资整合”和“区域整合”为主,也不缺乏通过借壳上市实现公司价值的整体提升。除此之外,零售业、军工航空航天、一般制造业都随着市场的变化,也加入到资本市场并购重组行列。

从六大行业置入资产的平均增值率来看,房地产行业最高,为133.02%,钢铁和医药行业都超过80%,最低的行业当属航空航天,为33.32%。在电力、钢铁、煤炭和航空航天等行业中,国有资本在并购重组中占主导地位,较高资产的增值率同样显示出,在资产证券化的过程中可以实现国有资产的保值增值,提高国有及国有控股企业的整体竞争力和运行效率。

2. 2009年并购重组的主要特点

中央和地方国资委所属上市公司仍然成为资产重组的主力军,以产业战略调整为目的的重组增多,并且在比例上占绝对优势,尤其在钢铁、资源类及能源等基础类产业的重组依然体现了国家产业调整的意志和以市场化手段构筑国有资产高地趋势,国有及国有控股在这些产业保持了绝对的控制力。以省为界的区域性的资产整合和业务整合增多,体现了某些国有资产重组的行政性,也体现了地方国资迫切希望做大做强的愿望。如上海医药601607作为上海市国资委整合旗下医药资产的代表,唐钢股份作为河北省国资委整合旗下钢铁资产的代表。

房地产企业“借壳上市”盛行,其中又以民营企业为主要力量。2009年重组标的为房地产的交易总金额和交易总金额分别为29家和556.09亿元,分别占上市公司重组类交易总数的30.53%和17.35%。主要案例包括*ST商务、德棉股份、交大博通、中南建设、万方地产、方向光电等。

2009年经并购重组委审核的并购重组概况
2009年度沪、深两市共62家上市公司提交证监会并购重组审核委员会审核,除5家未获得通过外,通过的57家目前已基本完成并购重组事项,总交易金额高达2323亿元,超过了2009年沪深A股首发筹资金的1831.38亿元总金额。

根据对这57家过会重组方案进行分析研究,发现2009年度的并购重组在交易类型、交易目的、行业特点、实施效率、主体性质等方面呈现出以下特点:

(1)定向增发、吸收合并、资产置换等多种方式结合,其中定向增发成为并购重组的主导方式,股份支付的手段创新给并购重组打开了新的空间。

表3 2009年上市公司重大并购重组按业务类型分类统计

并购重组类型	沪市		深市		合计	
	家次	交易规模	家次	交易规模	家次	比例
定向增发	18	536.49	21	340.44	39	68.42%
定向增发、资产置换	6	145.13	4	43.06	10	17.54%
资产置换			2	7.85	2	3.51%
吸收合并	2	111.15	3	296.79	5	8.77%
定向增发、吸收合并	1	168.39			1	1.75%
合计	27	961.16	30	688.14	57	100.00%

从上表可以看出,定向增发,包括有资产置换情况下的定向增发,从家数上占整个样本的比例为87.71%,从发行规模上占整个样本的比例为74.79%。吸收合并,包括含有定向增发的吸收合并,合计6家,交易规模576.33亿元,在家数上所占的比例为10.52%,在规模上所占的比例高达34.94%。吸收合并虽然家数不多,但交易规模却较其他方式高。单纯的资产置换家数2家,交易规模7.85亿元。

按业务类型的平均交易规模来看,吸收合并平均值超过80亿元,资产置换仅3.93亿元,而占并购重组主导地位的定向增发平均值则为20亿元左右。各交易类型的评估值及平均增值率差异也很明显。

表4 2009年度上市公司重大并购重组按业务类型平均交易规模及评估值情况

并购重组类型	家数	交易规模(亿元)	平均规模(亿元)	账面价值(亿元)	评估值(亿元)	平均增值率
定向增发	39	876.93	22.49	1,230.44	1,802.66	46.51%
定向增发、资产置换	10	188.19	18.82	150.05	312.44	108.22%
资产置换	2	7.85	3.93	3.70	6.74	82.16%
吸收合并	5	407.94	81.59	14.59	47.70	226.94%
定向增发、吸收合并	1	168.39	168.39	27.66	53.86	94.72%
合计	57	1649.30	28.94	1,426.44	2,223.40	55.87%

(2)以挽救危机为交易目的的被动式并购重组,已逐步转向行业整合、产业升级为交易目的的积极式并购重组。

现阶段我国上市公司并购重组交易目的主要有行业整合、产业升级、挽救危机、国企重组等。上述57家重组过会上市公司中,挽救危机为交易目的上市公司家数为22家,占全部的38.60%,紧随其后的是行业整合21家,占比36.84%,产业升级11家,占比19.30%,后两类占比已达到56.14%。并购重组肩负着多重目标,交易目的呈现出多样化的趋势和积极进取的态势。

表5 2009年度上市公司重大并购重组按交易目的划分家数及评估值情况

交易目的	家数	家数比例	置入资产账面价值(亿元)	置入资产评估价值(亿元)	平均增值率
行业整合	21	36.84%	1,136.51	1,620.60	42.59%
产业升级	11	19.30%	53.14	183.87	246.01%
挽救危机	22	38.60%	209.13	365.07	74.57%
国企重组	3	5.26%	27.66	53.86	94.72%
合计	57	100.00%	1,426.44	2,223.40	55.87%

(3)有较多的房企加入并购重组大潮,或实现借壳上市,而部分机械制造、化工行业的企业则选择退出上市公司。

2009年通过并购重组委审核的57家企业中,有16家与房地产行业相关。例如,*ST耀华、ST天香、ST雅鲁、ST华源、ST东源和方向光电等。有19家制造类企业进行了并购重组,有6家在并购重组后主业变为其他行业。另外,近年我国航空、航天行业整合力度加大,也通过并购重组进入到上市公司行列。合理规划上市公司行业和产业分布在国际化的竞争背景下具有重要的意义。

表6 2009年上市公司重大并购重组所属行业变化情况

行业	沪市		深市		合计	
	重组前	置入资产	重组前	置入资产	重组前	置入资产
房地产业	2	9	2	7	4	16
电子信息	2	1	4	4	6	5
军工、航空航天	1	3	1	1	2	4
电力行业	3	3	2	1	5	4
零售业	0	0	4	4	4	0
煤炭行业	2	3	1	1	3	4
医药行业	3	2	2	2	5	-2
化工行业	3	1	3	0	6	1
农林牧渔	1	1	1	1	2	2
钢铁行业	1	1	0	0	1	0
其他制造业	9	3	10	10	19	13
合计	27	27	30	31	57	57

(4)重大资产重组从发布筹划公告并停牌到并购重组委审核的时间总体较短,效率较高,成效明显。

2009年,在提交证监会并购重组委审核的62家上市公司中,共47家上市公司以拟筹划重大资产重组为由申请停牌,其中沪市有25家,在规定时间内披露预案并复牌的有16家,占比为64%,深市有22家,在规定时间内披露预案并复牌的有15家,占比为68%。

从发布筹划公告并停牌、披露预案并复牌、股东大会审议通过方案到上重委会审核的时间统计,沪市30家公司最短为5个月,最长的达20个月,80%的企业在一年内完成;深市32家公司最短为4个月,最长的达32个月,65%企业在一年内完成。

总的来看,企业通过并购重组的方式,把优质资产经评估后置入公众公司,通过评估发现资产的潜在价值,通过资产证券化来提升全体股东的共同价值,所用时间总体相对较短,效率较高,成效明显,充分体现了并购重组对于合理配置资源的效力。新的高效的监管审核流程支援了企业在较短的时间内通过并购重组来改善资产质量、提升盈利能力,成为新的监管办法下的亮色。

(5)国有和国有控股企业主导的上市公司重组比例较高按照重组主体的所有制经济成分分类,国有和国有控股企业主导的上市公司重组比例较高。从资产购买方(被重组方)角度分析,其控股股东主体为民营性质的占27.3%,国有性质的占72.7%,其中央企占36.3%,国有性质的企业比民营企业高45.4%,表明国有资本在并购重组中扮演主要角色;从资产出售方(重组方)角度看,主体性质为民营、国有和央企的比例分别为23.6%、74.6%和14.5%,表明具有国有性质的企业向上市公司置入资产的家数所占比例远远高于民营企业。地方国有企业比央企高60.1%,表明我国国有资产重组的行政性取向,体现了地方国资迫切希望做大做强的愿望,同时也提示市场化的道路与国家的调控布局需要更加紧密和切合实际的结合。

(二) 并购重组资产评估业务整体状况

1. 提交股东大会审议的95家上市公司并购重组涉及的资产评估业务的总体情况分析

沪深两市2009年度共有95家上市公司的重大资产重组

事项提交股东大会审议,涉及注入资产的有87家,账面值合计1,727.89亿元,经评估后的资产价值为2,748.77亿元,评估增值率平均为59.08%,其中注入资产价值最大1家是长江电力,账面值835.63亿元,评估后资产价值1,073.15亿元。若不计长江电力,其余86家的资产经评估后平均增值率为87.79%。其中最大增值率3446.03%,最小是-8.05%。

涉及置出资产的有34家,账面值合计76.66亿元,经评估后的资产价值为130.83亿元,评估增值率平均为70.66%。最大的增值率为610.25%,最小增值率-937.50%。置出资产价值最大的是锦江股份,评估值为30.67亿元,增值率452.70%,其目的是该公司控股股东锦江酒店集团为避免同业竞争、减少关联交易而进行的经营业务整合,与通常借壳上市而置出资产目的不同。若不计锦江股份,其余33家的资产经评估后平均增值率为40.85%,不到置入资产增值率的一半。

置出净资产评估价值与注入净资产评估价值相比,仅为4.76%,说明通过增发股份以优质、盈利资产注入上市公司,实现资产上市是重大资产重组的主要推力和重要构成。

注入资产的评估方法中,均采用两种方法进行了评估,其中主要采用成本法和收益法两种方法结合,并多以成本法评估结果定价;而置出资产采用了一种方法成本法,或成本法与收益法两种方法相结合进行评估,并均以成本法进行定价。

2. 经并购重组委审核通过的57家上市公司并购重组涉及的资产评估业务的主要特点分析

(1)以资产评估结果作为并购重组交易定价基础是交易各方主要的选择。

2009年过会的57家重大资产重组上市公司,有49家以评估结果定价,占比85.96%;属上市公司之间吸收合并而采用交易价格定价的4家,占比7.02%;另有4家企业置入资产定价在评估结果的基础上进行了下调,其中:世荣兆业(6Z.002144)下调比例为15%,闽闽东(6Z.000536)下调比例为12%,另2家企业下调金额为1000万元。对于上市公司的置出资产,除个别公司外均按评估价出售。

(2)并购重组中购买、出售资产的评估方法仍以成本法和收益法二种方法结合为主,评估结果以成本法结果为主,但收益法结果定价的比例显著提高。

置入资产基本上采用了二种及二种以上评估方法进行,其中以成本法和收益法二种方法结合为主。同时采用成本法和收益法二种方法的企业有44家,同时采用成本法、市场法和收益法的企业有1家,单独采用成本法评估的企业有8家。

单独采用成本法的这8家企业置入资产主要类型7家为房地产、1家为矿产资源。究其原因在于,房地产如土地采用了市场比较法、基准地价系数修正法、成本逼近法、假设开发法等其中一种或多种方法结合进行评估,矿业权评估主要是现金流量折现法,从整个企业价值角度看采用的是成本法路径,但单项资产实际上采用市场法或收益法。

对于上市公司之间的吸引合并有4家,合并方无一例外采取决议公告日前二十个交易日公司股票交易均价作为股票发行价格,被合并方采取公告日前二十个交易日公司股票交易均价再加上一定的风险溢价作为换股价格。

对于上市公司的置出资产,已从单一采用成本法,转向采用成本法和收益法或市场法二种方法结合评估,但定价全部采用了成本法的评估结果。这种转变有利于重组各方了解置出资产的真实获得能力和价值。

(3)并购重组中上市公司购买资产的增值率显著高于出售资产的增值率

过会的57家并购重组评估结果较原账面值增幅较大,上市公司购买大股东资产的平均评估增值率与增值额均显著高于大股东购买上市公司资产时的平均增值率与增值额,含有无形资产的评估增值率、增值额远高于其他类资产。注入到上市公司的资产评估增值平均132.48%,而置出上市公司的资产增值平均不到10.57%。注入资产类型为房地产、矿产资源的溢价率较高,并多以成本法结果定价,但其中主要资产则采用收益法或市场法评估;而其他溢价率高的资产类型,均采用收益法结果定价。如,深圳华强(6Z.000062),溢价为1315.29%,注入资产类型为商业地产,虽整体采用成本法定价,但商业地产采用的是收益法评估。又如,中材国际(6H.600970),溢价为626.07%,注入资产主要业务为水泥工业工程建设,采用了收益法和市场法进行评估,最终采用收益法的评估结果。

(4)并购重组评估市场集中度较高,同时“属地”色彩相当明显

上述57家过会上市公司购买、出售资产共涉及77家企业进行了资产评估,其中51家是由注册地在北京的评估机构承做的,占比66.23%;其余26家由注册地非北京的评估机构承做,占比33.77%,均为企业当地的评估机构。而北京的评估机构涉及17家评估单位,各家承做的项目数差异很大,最多的一家资产评估公司承做了12家,最少仅1家。承做数排前两名的评估机构完成了21家企业的评估,占全部数量的27.27%,排前五位的评估机构完成了33家企业的评估,占全部数量的42.86%。

3. 并购重组与资产评估实务操作中较为突出的问题

2009年度资产评估执业环境和执业过程中仍存在值得重视的问题。例如,并购重组中作为交易方之一的上市公司往往处于劣势、弱势或不平等地位,对资产的交易定价、交易方式没有对等的话语权;上市公司购买资产的评估增值率显著高于出售资产的评估增值率;少数评估机构对于整体资产的评估结论以及单项资产的具体评估政策方面选择性地使用评估方法;部分项目评估方法的选用以及评估结果的取舍受制于交易各方在博弈中的主动权、交易的目的、资产的性质、交易的关联性、重组方案设计的局限性等多种因素,这些因素大大影响最终的评估增值率和增值额,影响了交易定价机制的正常运作。

上述问题一方面反映出并购重组定价机制中存在着人为因素对评估执业的不当干预;另一方面也反映出个别评估机构和从业人员独立性和专业性的欠缺,损害了市场的公平和效率,需要引起执业机构的警觉和监管机构的重视。

三、资产评估对证券市场的影响分析

(一) 资产评估在并购重组中的作用和影响

1. 现行规章对并购重组中执行资产评估给予了强制性的规定

《上市公司重大资产重组管理办法》等监管文件对资产评估的执业情形、方法、信息披露、责任、监管等进行了规定,体

现了资产评估在并购重组中的定位、地位和影响。

2. 资产评估在2009年度重大资产重组交易定价中的地位分析

2009年度过会的57例重大资产重组中,沪市27家,深市30家。从置入资产定价情况看:49例重大资产重组案例是通过资产评估结果直接定价;闽闽东和世荣兆业等4例重大资产重组案例是以资产评估结果为基础经调整后定价;剩余4家案例因重组方式或为换股合并或为换股收购股权而未涉及资产评估,这4家案例包括,*ST东航吸收合并*ST上航”、新湖中宝吸收合并新湖创业”、唐钢股份吸收合并邯钢股份和承德钒钛”及”同方股份收购晶源电子”。

3. 资产评估对并购重组的推进发挥了积极的作用和影响

(1) 资产评估已经成为上市公司重大资产重组定价的核心环节。2009年度经并购重组委审核通过的案例中,以评估结果为定价基础的占92.98%,其中以评估值直接定价的占85.96%;涉及直接资产交易的上市公司重大资产重组案例100%进行了资产评估,其中92%以上的资产交易定价直接使用评估结果。

(2) 国有资产借助专业化的评估定价登陆资本市场,实现了保值增值,提高了资产的整体竞争力和运行效率。置入资产涉及国有资产平均评估增值率接近100%,增厚了重组后上市公司每股净资产含量,重组后的国有及国有控制的市值均有不同程度增长。资产经评估定价后证券化对于国资部门科学监管国有资产,逐步引入市值考核奠定了良好的基础。

(3) 资产评估提高了实施重组的质量。标的资产注入上市公司实现资产证券化的过程中,独立的专业化的评估服务帮助各相关方对标的资产形成合理的价值判断,客观上遏制了质差资产披着合法交易的”形式外衣”进入上市公司,有效防止了上市公司和其他相关方利益受损。

(4) 资产评估后金融危机会时代以并购重组保经济平稳增长起到了积极的作用。新的重组管理办法是在股权分置改革基本完成背景下的重大举措,掀起了新一轮的资产注入、整体上市热潮,大大促进了上市公司质量和规模效益的提高,对于2009年度扭转经济走势,优化经济结构,提升经济运行质量,实现国家经济平稳增长、稳定股市预期发挥了积极有效的作用,成为并购新景象下的制度性基石和新价值的发现者。

(二) 资产评估对上市公司规范运作、独立性和信息披露等方面的意义

1. 资产评估是保证上市公司规范运作和独立性的重要手段

上市公司控股股东、实际控制人及其他关联方基于解决同业竞争、减少关联交易、理顺产权关系、保证上市公司独立性等目的,与上市公司发生重大资产交易,资产评估的介入有利于关联交易定价的公允性,防止关联方损害上市公司和其他股东的利益,从而促进上市公司的规范运作。在2009年过会的57个项目中,55个项目涉及关联交易,占总数的96.49%,其中53个项目均进行了评估,49个项目中置入资产直接以评估结果定价。

2. 资产评估是上市公司信息披露的重要内容

按照有关监管要求,资产评估报告等相关信息需在重大资产重组申请文件中做充分的披露,包括采用基于未来收益预期的估值方法的理由和评估假设前提合理性、预期未来收入增长率、折现率等重要评估参数取值合理性的说明。上市公司及时、完整地披露资产评估的相关信息,有利于督促评估机构勤勉尽责地履行职责,提高资产评估报告的质量;有助于投资者更全面的分析注入资产的合理价值,抑制过分投机和盲目投资。

四、并购重组资产评估中有关问题研究

(一) 建立完善的资产评估法律法规体系,解决资产评估的地位问题

法律对于资产评估的合法地位、执业责任和自身改革不但能够起到强制约束作用,而且能够维护资产评估机构和人员的合法权益,有效的保障行业健康发展。应加快制订专门的评估法,完善资产评估法律法规体系,从法律上赋予资产评估的法律地位,明确法定的权利和义务。

(二) 在评估的制度安排层面,解决评估发挥价值发现的辅助功能问题

1. 目前资产交易往往是直接采用评估结果定价,扭曲了评估的价值参考作用,交易方或为了规避定价的责任,或是将评估值作为博弈的结果。目前重组的交易对价安排,也存在严重的不对称,由于前20日市场交易均价已锁定,为追求发行股份的数量,必然出现对置入资产高估的期望和要求。

2. 判断增值率是否合理需要注意评估市场价值与账面历史成本的差异,如折旧政策及特定资产账面取得成本很低的原因等。如房地产与矿业权,可能原始取得成本较低,而开发价值很大。轻资产公司,如高科技公司,将人力资产价值体现在收益法评估结果中,也会造成与账面价值相比出现大幅增值。

从实证分析看,置入资产评估后价值的市盈率处于资产正常收益率水平,远低于二级市场市盈率水平,说明资产评估的估值水平是基本合理的。特别是重组办法规定了利润承诺的制度,部分方案采用了股份偿还的”对赌”设计,对于不当高估起到了很好的制约作用。

3. 目前资产评估未涉及股票首次发行和上市的定价,也未涉及再融资的企业估值。赋予有资格的评估机构独立第三方的地位,通过公司估值和评估报告的公开披露,提供公允性的定价参考,可对目前市场化IPO定价和再融资定价中的制度性缺陷或询价随意性起到补充、矫正和约束作用,有助于定价回归合理,有助于抑制新股发行的畸高市盈率和首日上市爆炒,有助于防止资本融资失败。因此,可以考虑试行将资产评估作为股份发行中的价值参考。

(三) 在证券评估执业监管方面,解决从评估”单刀直入”问题

重组利益相关方往往会向评估施加影响。个别上市公司与相关重组方常常习惯于先行商定交易价格,然后再委托评估师进行评估,并采取给评估师施加压力或更换评估师的办法。如评估机构屈从于客户,将无法保证独立性及执业质量。今后应对随意更换评估师的行为予以更加严格的监管,这种监管既包括对”接下家”的评估机构的监管,也包括对委托方的监管。

(四) 在评估行业标准方面,解决专业准则之间的衔接和协调问题

(下转A18版)