

创投项目寻找新退出渠道、上市公司外延式扩张加剧、监管部门出台政策鼓励并购

三大力量推动并购市场井喷 轻资产项目受青睐

证券时报记者 郭峰

日前,百度收购 PPS、阿里投资高德——互联网行业的并购大潮,被业内人士视为并购市场爆发前夜的序幕。

中国经济走在当下的时点上,并购行为成为引导经济结构转型和优化资源配置的重要手段,开始受到各方重视。证券时报记者获悉,多家规模超过 30 亿元的大型风险投资及私募基金投资基金(VC/PE)都在筹备组建并购基金。

德同资本创始合伙人邵俊认为,并购市场将史无前例地活跃起来,目前正处于爆发性增长的前期阶段,并购热潮将长期持续。

三大助推动力

并购市场成为近期市场关注热点是受到多方面因素影响:首次公开募股退出路径不畅,VC/PE 项目寻求并购途径退出是一个推力;而从上市公司生命周期看,已进入依靠外延并购扩张的阶段,这是市场的拉力;再者监管部门及各级政府改革审批流程,鼓励并购行为,成为政策方面的助力。

中信建投投资银行部执行总经理张庆升详细解释了三方面原因:

首先,VC/PE 资金面临退出堰塞湖,而从首发未来审核导向看,VC/PE 通过首发机制退出的不确定性越来越大,回报率在逐年降低,市场上已有相关私募基金清盘传闻。目前,首发监管进入史上最严时期,对万福生科造假案的严厉处罚彰显了监管部门重拳整治新股发行市场的决心。与此同时,超常规财务核查风暴进入尾声,但本次核查的高标准将贯彻到常态化的审核过程中,财务真实性与信息披露透明化的要求更加严格;首发的软性壁垒不断抬高,从盈利性等硬性指标向财务规范、内控、公司治理等软性指标延伸;批量发行制度改革将促使首发估值长期呈下降趋势。

其二,上市公司强劲并购需求的内在逻辑。从惯常的企业增长生命周期规律看,一般情况下,依靠内生增长模式高速增长的时间大约为 5-8 年,而很多上市公司经历了上市前 3-4 年及上市后 2-3 年的高速增长之后,内生增长潜力大部分已挖掘殆尽,必然要转向外延增长模式以持续实现高速增长,此时并购将日益成为持续高速增长的重要手段。

其三,上市公司并购迎来了制度性利好。一个市场的并购交易是否活跃,制度性安排是个非常重要的因素。在中国产能过剩、经济结构急需转型的大背景下,监管部门也致力于推动并购交易制度的创新和加快改革步伐,并在最近两年陆续出台多项利好政策,简化审核流程,大力鼓励并购交易制度性创新,拓宽并购融资渠道,丰富并购融资工具。产业整合类并购蓬勃发展,日益成为上市公司并购的重要方向。

近年来,监管部门陆续推出的主要并购政策包括:支持上市公司发行股份购买资产与募集配套资金同步操作,明确向非关联第三方发行股份购买资产的规则,加大对产业并购的支持力度,鼓励产业资本增持,逐步取消 4 项豁免要约收购义务的行政许可,使得并购重组审核大大提速、审核程序不断简化。投行业内明显感觉到近年来并购项目的审核周期大大缩短,程序更为透明、简化,并购效率得到大幅提升。

未来,监管部门将进一步把并购作为工作着力点,可以预期未来改革、创新的举措将会更多,诸如并购重组的分道审核制,符合产业政策优先支持的使用绿色通道、进一步减少合并行政许可项目、同行业并购快速审核等。市场预期部分审核权力将下放到交易所,而交易所本身是业务导向的,更关注业务扩张,这都将刺激并购市场更加蓬勃发展。

多方共赢远景可期

从欧美等国的成熟资本市场情况看,大多数交易是通过并购实现的。目前全球超过 9000 家私募机构管理超过 1.9 万亿美元的资金,其中并购基金占比达到 63%。而中国市场并购基金占比不到一成。2011 年,美国并购基金参与的并购占全美商业并购总规模的 19%左右,而中国不足 1%。

业内人士认为,中国此前每年有几百家企业进行首发,这是我国资本市场发展初期所提供的巨大增量空间决定的,但随着我国资本市场的日益成熟,存量的并购市场将会日益重要。

张庆升表示,就并购市场参与各方主体来看,目前多方共赢的交易机制正在形成,这也是并购能实现爆发式增长的重要支撑。

在并购活动中,一般涉及以下三个重要的主体:

首先,对购买主体上市公司而言,目前多项监管政策的改革大大便利了并购交易实施。一是,交易方式从单一现金支付方式扩展到现金、股票等混合支付方式,甚至还可以配套融资,使上市公司的购买能力实现了倍增;二是业绩承诺的“金手铐”条款引入,大大降低了交易过程

中被并购企业创始股东的道德风险;三是,被并购企业的创始股东通常大部分以股票支付并有锁定期限制,创始股东的利益将被阳光化,可实现与上市公司共进退;四是,上市公司除了并购交易之外还可以进行配套融资,不但可以降低并购的现金压力,而且有利于提高交易后整合的成功率。

其次,对于被并购企业而言,创始股东可以上市公司股东身份实现自身价值最大化,并充分利用上市公司平台强大的融资功能、资源整合功能,迅速把企业做大做强。在上市公司并购之后,创始股东仍将充分享有被并购企业的经营管理权。业绩承诺的“金手铐”机制设计,不仅是对被收购方的约束,同时也是对上市公司的约束。以前很多企业家都有一个心态,即企业是自家孩子,担心失去控制权,一定要凭一己之力把企业做大做强直到首发上市。但今后,像欧美成熟市场一样,我国创始股东也将逐步接受被上市公司并购也是一种成功标志的理念。

最后,对于 VC/PE 机构而言,如果操作得当,并购回报率将不逊色于首发。由于退出方式非常灵活,可以根据需要自由选择股票或是现金。此外,由于审核周期而导致的投资时间成本会大大减少。退出方式的多元化将促使并购市场的蓬勃发展,同时也会令 VC/PE 的投资更加理性,会根据自身的业务领域与优势而分化出并购基金参与产业整合。

我国的并购基金刚刚起步,正是因为多方共赢机制的形成。对此,永淳资本董事长唐祖荣认为,今后投资银行、并购基金将在并购市场上发挥更多作用,由 VC/PE 主导的并购案例数量将急剧增长。

地方政府助跑

曾任证监会主席助理后升任浙江省副省长的朱从玖,熟谙资本市场。在他推动下,浙江省于 2013 年 3 月底召开的“资本市场助推经济转型升级研讨会”上,以并购重组为重要抓手成为多方共识。

为此,浙江省还下发了《关于进一步发挥上市公司在经济转型升级中积极作用的若干意见(征求意见稿)》,内容包括:一、积极鼓励上市公司开展行业整合和收购兼并,实现平稳快速扩张。各级政府要积极支持本地上市公司收购整合国内外同行优质资源及产业上下游优质资源。二、鼓励上市公司和专业投资机构发起设立各类投资、并购基金,并对大型基金给予税收方面的优惠。三、省政府设立企业上市和并购重组专项资金。引导并购基金优先支持新兴战略性新兴产业并购项目。

近两年来,深圳交易所总经理宋丽萍在多个场合呼吁发挥资本市场基础性作用。企业以并购重组为核心的资本战略优势日益凸显,宋丽萍亦在今年两会期间提交议案,呼吁在法律和规章制度上为并购创新预留足够的空间。

就在 4 月底,深圳证监局也专门主办了上市公司并购重组研讨会,多家大型投行、知名私募股权基金介绍了并购业务,推动上市公司并购重组、加快实现产业结构调整 and 增长方式的转变。

并购基金数量将井喷

清科研究中心数据显示,2012 年中国并购市场共完成 991 起并购交易。而 2013 年 1-3 月份国内并购完成案例 177 起,披露金额的 166 起案例共涉及交易金额 53.02 亿美元。近年,与 VC/PE 相关的并购案例大幅上涨,数量从 2006 年的 36 起上升到 2012 年的 208 起。清科预计,2013 年国内并购市场仍将呈现大幅涨势。

就在 2012 年末私募股权投资行业遭遇寒冬之时,招商局资本正式成立,明确提出要做真正的并购型投资,目标直指千亿规模,其豪华的管理团队已昭示了对并购市场极度看好。近来,多家私募股权基金密切接触合作伙伴成立并购基金,并购基金规模与数量井喷在即。

永淳资本创始人唐祖荣表示,今后 VC/PE 通过并购方式退出的比例将大大增加,但并购基金并不容易做,需要具备多方面资源,诸如要有广泛的金融机构资源,取得优秀投资银行等中介机构的支持;还要具备行业内优质上市公司的资源,具有较强资金实力、并购交易实施能力与并购整合能力;此外,并购基金需要更深入了解行业背景和发展趋势,专业的并购管理人能成功地促成各方顺利完成并购交易。

邵俊认为,并购基金不是有钱就能做的,基于整合的复杂性,并购基金更青睐有产业背景的管理人,而不一定看中有交易背景的管理人。

轻资产类成并购新宠

今年 1 月,国家工信部等十二部委联合发布《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》,提出将汽车、医药等九大行业为重点推进并购。唐祖荣预计,并购热潮将不仅在上述行业产生,轻资产类公司目前尤其值得关注。

轻资产行业的并购案例日渐增多,并已在资本市场引起公募基金等机构加仓持有。轻资产包括文化娱乐、传媒、游戏、互联网等行业。如蓝色光标通过收购博思瀚扬、思恩客广告等同行业公司,其营业收入从 2008 年的 3.27 亿增长到 2012 年 21.75 亿,净利润从 4441 万增长到 2.6 亿,从一家不起眼的小型轻资产公司一跃成为传媒行业整合的龙头企业。华谊嘉信、华策影视、光线传媒等公司都因为有业务外延式扩张预期而受到基金重点布局,符合经济结构转型方向的并购板块已然成为资本市场的热点。

近期互联网行业的大手笔并购层出不穷,行业正通过并购走向新的均衡。重大并购包括阿里 5.86 亿美元入股新浪微博(持股 18%),百度 3.7 亿美元收购 PPS 视频业务全部股份,阿里 2.94 亿美元战略投资高德成第一大股东(持股 28%),360 拟 14 亿美元收购腾讯旗下,搜狐计划 4 亿美元全资收购 PPTV。

而从纸媒生存情况看,不少纸媒日子并不好过,一些纸媒已开始向其他媒体介质延伸。如浙报传媒定向增发收购互联网企业边锋网络和浩方在线,博瑞传播 10 亿巨资收购腾讯旗下的漫游谷。对此,业内人士表示,并购并不与牛市必然相关,熊市时逆向做并购的也很多,巴菲特对纸媒的收购思路也可能影响到国内的并购基金。

但中国的并购市场要达到成熟资本市场的规模还需要跨越很多障碍,创始股东在自立门户与合作发展之间的选择受到很多因素制约。不过,随着相关并购法规的完善和融资工具的丰富,并购交易将能更便利地实现资源优化配置的目标。



并购基金淘金首发撤单项目

见习记者 杨庆婉

近日,两度折戟首次公开募股的中技桩业拟由 ST 澄海收购其 92.99% 的股权,实现借壳上市。记者注意到,在首发上市融资受阻、风险投资及私募股权投资基金(VC/PE)退出渠道缺乏的双重压力下,不少“终止审查”的项目转向并购重组之路,并购基金也逐渐风行。

首发受阻拟借壳上市

日前,停牌近 4 个月的 ST 澄海公布资产重组预案,通过定向增发方式购买中技桩业 92.99% 的股权。这是中技桩业在首发折戟的情况下,转道并购重组借壳上市。

2011 年,中技桩业第一次递交首发申请,但因专利纠纷遭到举报而未能过会。去年 2 月,中技桩业再次冲刺首发,但随后排队企业渐多,首发发放放缓,该公司上市计划被迫再次搁浅。今年 4 月 3 日,中技桩业的审核状态已显示为“终止审查”——即被称为首发撤单。

据业内人士透露,中技桩业两度首发未果,为准备上市付出的改制辅导、信披及公关成本不小,需要支付给财经公关公司的公关费用甚至接近 1000 万元,如果融资渠道受阻,这笔钱就得打水漂。于是中技桩业转道通过借壳上市的方式进入资本市场。

被撤项目需要寻求其他融资渠道,像中技桩业这样另辟蹊径、拟通过并购重组实现借壳上市的企业不止一家。

曾多次冲刺首发未果的山东金创,拟由山

东黄金收购其控股股东金创集团,从而间接实现上市。另外,还有吉安集团借壳山鹰纸业、天津滨海海水业集团借壳 *ST 四环等。

目前,首发重启还没有明确的时间点。统计数据显,在审项目多达 745 家,上市之路可谓漫长,尤其是 171 家“终止审查”的企业首发之路遥遥无期。

拟上市公司首发融资受阻之后,寻求以并购重组方式上市成了趋势。并购交易中的买方大多为有产业整合战略需要的上市公司,对它们来说,当前时机购买资产有议价空间,比较划算。

据 ST 澄海重组预案披露,标的资产(中技桩业 92.99% 股权)的预估值为 17.65 亿元,与一年前中技桩业的招股说明书粗略计算的资产估值相比,标的资产估值已缩水三成。

以往,在首发融资渠道畅通的情况下,拟上市公司股东并不太热衷并购,一方面是融资可通过首发,另一方面是不愿控股权旁落。如今,这种现象已发生改变,首发折戟的企业仍有融资需求,其 VC/PE 股东也需要寻求退出渠道。

据证券时报网络数据部统计,171 家“终止审查”的企业中,有 VC/PE 支持的企业为 63 家,占比 38%。其中,九鼎投资公司投资的企业有 6 家撤单,中科招商则有 5 家撤单。

业内人士表示,如果中技桩业借壳上市成功,身陷其中的创投机构——首创创投、士兰创投、银湖投资、复星创富和中比基金等也能找到出路。

并购基金渐风行

据中信建投证券投行部执行总经理张庆升估

算,近三年首发市场火热也带动了 VC/PE 的大发展,目前 VC/PE 投资规模约在 9000 亿元左右,而退出资金不到 2000 亿,仍有几千亿资金沉淀在项目上。因为这些基金封闭期一般在 3-5 年,而今时间已经过半,大量投资需要寻求其他退出渠道。

VC/PE 转向并购,有些是主动转型,有些是被动转型,市场逐步细分化是行业发展的趋势。近年来,VC/PE 并购基金开始风行,红杉资本、IDG、达晨等都涉足并购基金。

我们正在筹备一只并购产业基金,偏向于生物医药行业的并购。有两家中字头的险资有限合伙企业正在做尽调。”深圳高特佳投资集团执行合伙人张巍透露。

去年,券商系的并购基金也开始崛起。中信证券的直投子公司金石投资成立了业内首只并购基金,随后广发证券直投子公司广发信德与延安鼎源投资公司合作设立延安广发产业整合和升级并购基金,光大证券、海通证券等多家券商也开始试水并购领域。

一位业内人士表示,券商有做并购的优势,由于拥有丰富的客户资源,方便为买卖双方搭建桥梁。但长期以来,国内券商的投行专注通道业务,善于把握监管取向和规范性,但对市场化交易的方案设计、各方利益平衡的经验还不足。

自去年首发审批放缓,很多券商已意识到投行业务结构亟需调整,在并购业务的投入上也越来越大。从国外投行发展历史看,并购业务将是国内投行重要发展方向。

并购这么火,我都不好意思说自己是做首发的了。”国信证券一位代调侃道。

翟超/制图