

简化放宽优化成上市公司并购重组最强呼声

证券时报记者 马玲玲 邱龙

日前,证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》意见稿(以下简称《意见稿》),对行政审批、标的定价、资产盈利要求等进一步放宽。上述管理办法即将于本月中旬生效。

针对《意见稿》的最新内容,证券时报向近年来实施了并购重组的逾50家上市公司发出调查问卷。被调查的公司来自于北京、上海、广东、湖南、四川、河北、辽宁等多个省市,包括交通运输、医药、传媒等不同行业。从反馈的意见来看,上市公司对于证监会简化审批、放宽标的资产估值及定价等措施颇为认同,同时也希望进一步完善相关法律法规。

简化审批影响最大

在修订的两个《意见稿》中,证监会具体做了六项修改,近八成的上市公司普遍认为,取消或简化了并购重组行政许可项目的审批”对公司影响最大。

目前,A股上市公司资产注入等相关事项需要进行合规性审查。而在《意见稿》中,证监会宣布大幅取消上市公司重大购买、出售、置换资产行为审批,并取得要约收购事前审批及两项要约收购豁免情形的审批。

不少公司在调查中表示,对证监会严格的行政审批表示理解。从事电子设备制造的高德红外认为,上市公司发行股票进行筹资,对社会资金流动、固定资产投资规模、资源配置以及股票流通市场行情等都较大的影响,证监会履行相关行政许可程序,可以维护市场的稳定性。

不过,从公司角度出发,并购重组行为有利于公司占据市场先机。然而,过于冗长的监管审批程序,往往使上市公司并购重组周期过长,甚至导致重组失败,从而丧失了市场机遇。因此,审核程序的简化能够有效提高并购重组的效率、降低并购的不确定性。

事实上,提高并购重组的效率对于公司经营颇为重要。位于上海的一家医药类公司直言,在并购重组、尤其是在国际并购中,监管审批程序以及不确定性是上市公司作为并购方与境外公司、非上市公司竞争的短板之一。

去年收购失败的四川某军工类上市公司称,当时因审批等环节时间太长,最终导致目标公司盈利发生变化,无法完成交易。

在此次调查中,多家曾收购失败的上市公司皆提出,公司并购重组过程中,出现了审批时间过长,导致市场环境发生较大变化的情况。

从事交通运输业的海南某上市公司也深有感触,该公司近年来进行了多起并购重组事项,审批周期大多超过1年。该公司表示,除借壳上市外的重大资产重组行政审批程序取消后,将大大加快上市公司产业整合能力与效率,有利于激发上市公司的潜力,充分发挥资本运作平台的能力。

期待取消资产门槛

除简化审批外,上市公司对于并购资产的估值及定价的修订也有较高的认可度,且不少公司期待并购资产的估值定价可以进一步放宽。

在修订方案中,证监会明确向非关联方发行股份购买资产无须签订盈利补偿协议。不少高科技类型公司坦言,并购资产的估值及定价等问题,是公司收购时的一大阻碍。

主营业务为智能控制器的英唐智控表示,公司并购行为主要集中在高科技领域,对创业期和成长期的高科技企业的估值,若用传统的资产评估方式难以操作。

朗玛信息亦表示,关于资产评估的新规定更加符合新经济,尤其是符合互联网行业的特征,有利于优良资产进入A股上市公司体系。据悉,当前海外针对科技类企业的评估指标,更为注重EBITDA指标(税后折旧及摊销前利润),但目前国内的会计准则和上市公司财报披露指引,并未强制引入这一指标。

在放宽对标的资产的估值后,一些打算收购中小企业的公司表示十分

欢迎。*ST合泰称:我们的行业集中度有待提高,很多有特色技术的小公司需要收购,因此希望资产定价更加市场化。”

不过,也有上市公司警示,资产评估的新规定,改变了产业整合的商业谈判模式,上市公司需要更为谨慎地判断及并购标的资产,以防止潜在的风险。

事实上,这一忧虑并非没有道理。证券时报此前曾对2012年上半年并购重组实施完毕的200多家(次)上市公司的盈利承诺或盈利预测达标情况进行了梳理分析,其中有三成的业绩承诺没有达到当初的预期。

在发行股份的定价上,《意见稿》给予了上市公司定价更广泛的区间。复星医药表示,此前发行股份的定价方式较为单一,《意见稿》提供了多种选择方式,上市公司发行股份其实是并购重组交易的对价,修订使定价增加了弹性,希望以后定价能进一步放宽。

另一家湖南省的上市公司也表示赞同,发行股份的定价方式会对上市公司市值产生影响,并影响上市公司与交易对方的谈判结果,修订后有多种方式可供选择,更为科学合理。

并购重组还待优化

面对未来的方向,受访的上市公司在现有的两个《意见稿》基础上,提出了更多的要求。如制度化授权计划、借壳上市调整等,希望监管层能够进一步优化相关法规。

上述海南的上市公司就建议,希望给予上市公司年度增发股票授权额度,进一步切实简化审批。公司表示,目前“发行股份购买资产”类并购审批程序较为复杂,现金并购则较为简单。公司认为,经济增速放缓条件下,公司动用大量现金进行收购,不利于保持稳健财务结构,同时有碍资产整合的现金流充裕度。因此,希望监管层可以给予“发行股份购买资产”更多便捷通道。

该公司举例称,以香港为例,目前港股公司存在“一般性授权计划”,即公司年度股东大会授予董事会不超过原总股本20%的股票增发额度,发行价不低于公告前5日交易均价的8折,董事会可根据市场情况自主决策并购事项。

不少上市公司建议,监管层可以效仿上述授权计划,提升A股上市公司在并购市场的优势。

另外,在调查中不少上市公司认为,应适度调整对“借壳上市”的相关规定,既然市场中存在借壳需求,建议监管层切勿实行一刀切的方式。数据显示,今年前七个月,沪深两市完成了11起借壳上市重组案。

目前,借壳的认定标准为:自控制权发生变更之日起,上市公司向收购人购买的资产总额,占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到100%以上。”

此外,采访中记者还了解到,尽管监管层对借壳审核严格,一些上市公司还是可以通过种种手段来规避监管。

如某上市公司在被收购后,向控股股东及关联方收购资产累计不超过控制权发生变更前年度总资产的50%,但在此过程中置换出原有业务资产,导致了上市公司主营业务种类发生变更。目前该公司的资产置换方案已通过了证监会审核。

对于上述公司案例,公司主营业务发生了根本变化,就已经形成了实质性借壳;但该公司却绕开了借壳审核标准,顺利过会。

一家上市公司认为,与其让“曲线借壳”方式层出不穷,不如适当考虑豁免部分借壳公司以IPO标准审核,从而促进更多壳公司充分发挥产业整合的平台作用。

建立赔偿措施

对于投资者的保护问题,上市公司建议,应当建立直接与投资者挂钩的赔偿机制。在管制大幅放松的背景下,监管层需要从“中、后期监管”方面来防范上市公司利用并购重组,进行内幕交易和市场操纵等违法行为,保护投资者利益。

证监会并购重组新规修订的内容:

- A、本次修订取消或简化了并购重组行政许可项目的审批。
- B、本次修订对上市公司发行股份的定价作出了完善。
- C、取消了上市公司破产重整的协商定价机制。
- D、取消了对上市公司向非关联方发行股份购买资产的门槛限制和盈利预测补偿要求。
- E、《重组办法》对于标的资产不以资产评估值作为资产定价依据的情况进行了规范,要求披露估值的相关信息。
- F、本次《收购办法》修订中,将要约履约保证的形式拓展为三种。

问题: 在新管理办法中, 哪一项对公司的并购重组事项影响最大?(可多选)



问题: 您觉得目前并购重组市场最迫切需要改变的管理规定是哪一项?(可多选)



问题: 贵公司是否有过并购、重组等行为审批不通过的情形?



问题: 贵公司是否有因审批时间过长, 导致因外部市场发生变化, 而终止并购或重组的情形?



翟超/制图

内幕交易是二级市场中较为常见的违法行为,超过三分之二的受访公司表示,不少上市公司在进行并购、重组过程中,往往存在信息披露、不正当竞争、操纵股价进而套现和套利等不法行为。因此建议监管层进一步明确相关法律法规和约束机制,防范取消审批后,上市公司在并购重组过程中,出现上述违法违规行为,从而保障证券市场正常运行。

目前的《上市公司重大资产重组管理办法》针对保护投资者有多项监管措施,如监管谈话、出具警示函、警告、罚款、市场禁入等。绝大多数公司表示,面对动辄数亿元的经济利益,上述处罚措施过轻,导致违法成本低。

针对于这种现象,一家上市公司建议,应以信息披露为核心,对关联方的并购应该要审批或者回避表决,对非关联的并购要放开;建立事后审查制度,加大事中、事后监管和处罚,并建立上市公司与投资者直接损失补偿机制。如上市公司罚款要直接给损失的投资者,而不是给监管部门。

此外,市场中还存在着利用虚假并购、重组操纵股价的行为。例如,不少上

公司的股价因传言而大幅波动,从而导致部分投资者权益受损的情况。

2011年3月,某矿业上市公司宣布并购一家稀土企业,由于当时正值稀土概念火爆时期,公司一度成为明星股。然而令人诧异的是,随后该上市公司重组被终止,而该公司大股东及二股

东利用股价波动,趁高位大幅套现获利颇丰。

对此,湖南某医药类上市公司建议,在进一步提升信息披露要求的同时,还需加强中介机构在并购重组中的责任机制,并进一步提高中介机构的专业性,从而避免恶意炒作。

2014年1-7月并购行业、规模分布

行业	交易数目		交易总价值-合计(亿元)	
	已完成	未完成	已完成	未完成
能源	29	34	298.21	294.67
材料	124	164	571.93	405.18
工业	180	208	488.72	3007.08
可选消费	148	174	540.28	1080.98
日常消费	53	53	501.55	422.23
医疗保健	94	82	125.68	197.33
金融	150	208	576.5	2335.93
信息技术	189	232	765.7	1046.02
电信服务	4	8	8.14	231.56
公用事业	46	38	248.06	490.94

说明:货币转换汇率以最新汇率为计算依据

邱龙/制表 翟超/制图

重组“消耗战” 上市公司玩不起

证券时报记者 马玲玲

短辄半年长则1年的收购,对于不少上市公司来说都是一场输不起的“消耗战”。

2013年7月,成飞集成酝酿了半年之久的收购终止。公司内部人士将失败的原因归结为:“时间拖得太长,最终目标公司盈利发生变化,无法完成交易。”

2013年1月,成飞集成拟通过“现金+股权”的方式收购曾冲击创业板的同捷科技87.86%股权。同捷科技是汽车整车设计行业龙头企业,上市公司正是期望以此扩展产业链。但2013年7月,上述并购重组宣布失败。公司公告称,失败原因为“先决条件未达成”与“原内部资产重组范围外的关联企业的整合方式尚未达成一致”。

重组预案显示,2010年、2011年同捷科技营收分别为3.06亿元和4.04亿元,净利润分别为5125.81万元和5261.04万元。而2012年1-9月同捷科技业绩下滑严重,实现营收2.11亿元,净利润仅有570.8万元。

成飞集成内部人士坦承,该项收购从谈判到重组失败拖了1年多,同捷科技2010年和2011年业绩都不错,但2012年因汽车行业、市场环境等影响,同捷科技业绩不佳,最终也成为了重组失败的重要原因。

面对复杂的行政审批,也有上市公司在收购时直接选择了让步。一家航空类上市公司证券事务代表表示,虽然公司并未出现因审批时间过长导致外部市场发生变化而终止并购或重组的情形,但集团及关联方在收购相关资产的过程中,因考虑到上市公司审批不确定性及缺乏时效性问题,曾出现放弃以上市公司为主体进行收购的情形。

除了因审批时间过长导致目标公司盈利情况发生变化外,也有一些公司因为拖的时间过长,增发股份的价格与二级市场股价相比出现了较大变化,最终未能完成集团整体上市前的美的电器就曾有过这样的先例。

2006年11月,美的电器与高盛集团签订定向增发协议,拟向后者非公开发行7559万股股份,发行价格为每股9.48元。但2007年8月,美的电器的定增被否。

根据公告,上述定增价格为不低于董事会决议公告日前二十个交易日股票均价的90%。该定增耗时将近1年,方案出台时,美的电器股价还不到10元,最终,按复权价格计算,到2007年8月份时股价已经涨到了70多元。美的电器方面表示,定向增发方案审批周期过长,前后接近1年时间,导致发行价与二级市场价格差异巨大,最终导致定增失败。

此外,标的资产的估值问题也是导致上市公司并购失败的常见原因。

2014年7月,天兴仪表宣布定增被否,主要原因则在于重组标的的高溢价。2014年1月,天兴仪表发布重组预案,拟通过发行股份及支付现金相结合的方式,购买网印巨星合计100%股权。

网印巨星的主营业务为丝网印刷设备及辅助设备的研究、生产和销售,天兴仪表给予了标的资产超出市场预料的高溢价,评估增值3.61亿元,增值率921.51%。这一高溢价遭到了股东及市场的质疑,最终并购失败。

在此次资产重组管理方法的意见稿中,证监会取消了对上市公司向非关联方发行股份购买资产的门槛限制和盈利预测补偿要求,整体上放宽了限制。有上市公司表示,此举凸显了交易的市场化,能够反映交易双方的充分博弈。

不过,也有不少上市公司亦表示,加强审查和监管很有必要,若公司高价买入低值资产,则会损害投资者的利益。