

# 上市公司并购重组热下的冷思考

陈志锋 胡辉东

**摘要:**随着我国加入WTO以及一系列新证券法律的出台,外资并购曙光乍现,内资重组新潮涌动,上市公司的并购重组再度点燃了人们的希望之火。在如此热度之下,充分认识投资者保护所遭遇的挑战、认真研究外资并购中所存在的问题,以及正确理解并购重组的价值意义,对监管者和投资者都是一支适时的清醒剂。

**关键词:**上市公司 资产重组 投资者保护 外资并购

中图分类号:F270

文献标识码:A

文章编号:1006-7973(2006)12-0127-02

1993年9月30日,上海证券交易所宣布延中实业股票停牌,同时深圳宝安集团上海公司发布公告称该公司拥有延中发行在外5%的股票。此一所谓的“宝延风波”拉开了中国上市公司收购的序幕。自此以后至今,沪深两市资产重组上千次,重大股权转让达数百次,买壳上市——资产重组成为中国证券市场的流行概念,并购重组一直是市场的热点,在人们心中,并购重组是扭亏为盈最有效的资本魔方,同时也是股价炒作最具魅力的题材。

我国加入WTO后,外资并购曙光乍现,内资重组新潮涌动;而《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》的正式出台,更是引起了人们对上市公司并购重组的热切期盼和无限遐想,一个由此起彼伏的并购重组激活的证券市场似乎指日可待。在如此的热度之下和氛围之中,冷静地分析与思考上市公司并购重组中存在并迫切需要解决的一些障碍和问题,对证券市场的健康、快速发展和我国生产力的提高无疑具有重要的意义。

## 一、投资者保护充满挑战

严厉打击损害中小投资者利益的行为,全力维护市场的“三公”原则,历来是各国证券监管的首要任务,也是整个证券市场发展的基础。投资者之于资本市场,犹如水之于鱼,倘若水之不存,鱼之安在?而上市公司的并购重组,为衍生虚假重组、投机炒作、内幕交易提供了无尽土壤,给投资者特别是中小投资者的利益的保护提出了挑战。

由于我国目前的上市公司并购重组主要是资产重组,短期“炒作”特征明显。不少上市公司重组并不寄望于改善公司的经营效率,而是希望提高股票投资效率,利用信息不对称和股价的不合理与庄家联手误导中小投资者,以在二级市场中获利,实现资产的集聚与扩充。而在并购重组的几种方式中,要约收购的交易成本较高,且技术性较强、义务多,而协议收购由于操作性强,一股独大的非流通股法人股股权结构为展开协议收购提供了广阔的空间,收购方只要与大股东达成了股权转让协议,一家上市公司的控制权便能轻松发生转移。《收购办法》出台后,我国上市公司的这种畸形关系,

并不会有所改变,在今后一个时期的收购活动仍然主要表现为扭转亏损局面,甚至是为防止退市而进行的强者对弱者的收购,真正意义上的强强联合、战略联合还是少数。因为这种强者对弱者的协议收购既利于上市公司保壳,也利于地方政府维护形象,还利于稳定证券市场,因此在数年内协议收购都将处于并购活动的主导地位。

除此之外,中国现存的公司法法律框架对中小投资者的保护也是不够充分,上市公司大股东侵害中小股东利益的问题普遍存在,如占用上市公司资金、欠付上市公司大量的应收货款、为大股东贷款提供担保等。一些上市公司资产重组之后,新任大股东不是花精力搞好公司生产经营,而是千方百计掏空上市公司的资产。因此,在上市公司并购重组中最大的难点就在于投资者的保护。改善上市公司的股权结构,加强上市公司信息披露管理迫在眉睫。《信息披露办法》、《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则第11号——要约收购中被收购公司董事会报告》、《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则第9号——上市公司股东持股变动报告》等规定都为信息披露的管理提供了规范作用,为投资者的保护提供了有利的法律依据。

尽管如此,如果没有一套相应的投资者赔偿机制和诉讼机制,投资者的保护仍然是一句空话,并不能取得实质的进展。

## 二、外资并购障碍尚存

### 1. 法律与政策的障碍问题

证监会制定的《收购办法》强调“平等对待各市场参与主体,没有实行国有与非国有、内资与外资、个人与法人的区别待遇”,这为外资并购上市公司提供了可能,但由于其与外经贸部制定的外商收购境内上市公司股权办法、经贸委即将制定的外商收购国有及国有控股公司的办法所体现的精神还有一定的差异。这种国有股政策不明朗、标准不明确、规范不具体的状况,严重影响到外资并购上市公司的可操作程度。例如,《中外合资合营各方出资的若干规定的补充规定》中,外国投资者通过收购国有企业设立外商投资企业,如果

收稿日期:2006-11-7

作者简介:陈志锋 男 厦门大学深圳研究院金融系 (518001)

为控股,在没有付清全部购买金之前,不能取得企业的决策权,不得将其在企业中的收益、资产以合并报表的方式纳入该投资者的财务报表。这种规定固然对防范风险起到一定作用,但实际上对于标的巨大的购并行为来说,由于购并资金数额巨大,不可能也没有必要一次性或短期内全部付清。若按照该规定外资就不可能取得企业决策权,从而使购并不能进行。

此外,在产业进入方面也有一定的限制,如服务业规定了3~5年的过渡期及股权限制,电信业在三年内只允许49%的外国投资股份。

## 2. 外资并购的融资通道问题

在我国,目前外资收购资金的主要来源有:(1)自由兑换的外币出资;(2)用机器设备、工业产权、专有技术等作价出资;(3)经批准,用从中国境内举办的其它外商投资企业获得的人民币利润出资。这些都属经常项目下的资本流动。

但是在国外的并购活动中,大多数跨国并购都是通过换股等需要涉及到资本项目资本流动的方式来进行的。而到目前为止,人民币在资本账户下的自由兑换仍然没有一个明确的时间表,存在相当大的变数。如果无法实现人民币的自由兑换,这就显著地影响跨国并购所需资金的融资通道,也就极大地限制了投资并购的方式和途径,而且,它将会长时间地影响到外资在我国的大规模并购。

## 3. 国有资产保护与产业安全问题

要成功实施并购,其中关键的一个环节是对目标企业价值进行市场化评估以及由此形成并购双方都能接受的并购价格。目前,国内外机构在上市公司价值评估的差异较大,这种差异一方面可能导致国有资产特别是其中无形资产的流失,另一方面也会影响外资并购市场的活跃程度,因此在推动外资购并中如何保护国有资产,仍然非常值得研究。

另外,由于目前已经在我国证券市场上市的公司基本上都处于所属行业的前列甚至龙头地位,而跨国公司收购这类上市公司获得控制权之后,不仅可以迅速占领市场,还往往导致对我国的产业结构和产业安全发生无法预见的变化,而国家的产业安全应该是至关重要的。况且在当前各国贸易保护主义抬头的现实情况中,各国企业往往将跨国收购企业作为进军其它国家的市场和扩大、占有其它国家市场份额的有效手段,在这种观念的指导下,很容易造成被收购企业所在国的产业受到冲击。因此,在考虑如何吸引外资并购的同时,思考确保我国的产业安全,也不容忽视。

### 三、并购重组不是百灵丹

#### 1. 对于企业而言,并购重组并不绝然意味着咸鱼翻身

过去一个世纪以来,全球先后出现了五波并购热潮,而在每一次的波翻浪涌之下,终于形成了20世纪90年代空前的并购热。2000年全球并购金额达到3.4亿美元,平均每17分钟即有一笔交易完成。然而令人吃惊的是这些新合并的公司大都2/3不如所愿,挺不住在股市的市值。最近的典型例子中,安然公司原本是一家石油管道企业,并购后转型为能源交易商,丑闻便由此而生,最终导致破产;世界通讯公司没因并购MCI公司赚钱,最后被曝光隐瞒3.9亿美元的支出,

难逃破灭之灾。

对此,荷兰堤堡大学经济学家谢恩克(Hans Schenk)指出,就生产力、获利力、新增专利和市场占有增长率而言,1960年以来,经过合并的公司平均表现落后独立公司17%。他估计,1996年到2000年间欧美企业合并金额总计9万亿美元,其中大约5.8万亿美元无法发挥合并效果。所以他说:“大部分合并案是经济废物。”汤普逊财务信息公司的调查也显示,购并企业在合并案宣布后一年的股价大都下跌,表现也不如同业。但与此相反的是,多数企业高层随合并案获取了丰厚的报酬,不管后来股价是涨是跌。奎斯特通讯公司(Qwest)总裁纳齐奥(Joseph P. Nacchio)1999年因收购美西公司(Us West)净赚2600万美元,原总裁图希洛(Solomon Trujillo)也因卖掉美西侵吞1500万美元。可见,并购重组能提供的仅仅是一个起死回生或锦上添花的契机,而接下来的路,将依然荆棘密布、迷雾重重。

#### 2. 没有健全的退市机制,并购重组将成跛脚之鸭

中国证券市场目前所出现的大部分资产重组,大部分都没能很好地发挥并购重组的积极功能,而且还带来很多负面影响,扰乱了中国的证券市场,其中一个重要原因是退市机制的不健全和执行的不彻底。没有健全的退市机制的弥补,并购重组很难达到实现规模经济和进行产业整合的目的。

十多年来,中国证券市场一直对破产讳莫如深,连退市的门槛都是非常地高。并购重组不仅变成唯一的主题,而且几乎成为压倒一切的理由。可想而知的是,由此付出的代价也是非常地巨大,不仅有经济上的,因为事实上重组一家濒于破产的上市公司的成本远远超过重新组建一家新的企业;更为严重的问题是,该破不破、该退不退,令资本市场制度性风险迅速积聚,虚假重组、虚假利润事件的发生频率急剧增大,投资者权益受到了不应有的漠视和侵犯。

破产保护下的并购重组一直为国外经济立法所遵循,并购重组制度和退市机制本应是二重奏,必须同步协调;规范的证券市场不仅需要并购重组,也不能没有退市和破产。如果没有一部好的《破产法》,那就意味着听任各类造假大王随心所欲地用重组掩盖造假,用重组代替破产,由此产生千百个郑百文,千百个银广厦,那么并购重组所引发的系统性风险,最终将成为并购重组自己的掘墓人。

#### 参考文献

- [1] 落千丈沈华珊. 外资并购潜在壁垒. 载于2002年10月号. 资本市场.
- [2] 黄湘源. 资产重组新潮涌动. 载于2002年5月号. 资本市场.
- [3] 肖力. 合并案造就许多经济废物. 载于2002年8月号. 资本市场.
- [4] 李志强. 外资并购七大问题亟待解决. 载于新华网.
- [5] 何晓梅. 并购重组: 诸侯混战时代来临. 载于北方网.
- [6] 周到, 简析. 上市公司股东持股变动信息披露管理办法. 载于网易网.
- [7] 杨晓平. 上市公司资产重组上千次, 中国狂热购并何时休. 载于新浪网.