

上市公司并购重组支付方式体系存在的问题及对策

赵立新 蔡曼莉 陈晓洁

(中国证券监督管理委员会, 北京 100033)

摘要: 上市公司并购重组在促进产业结构调整、优化社会资源配置方面发挥了日益重要的作用, 而丰富、灵活的并购重组支付方式是提高并购市场效率的关键之一。本文简要介绍了国内上市公司并购重组支付体系概况, 重点分析存在的问题, 并结合国内外并购市场案例及实证数据, 对并购创新支付工具作了评述, 提出完善上市公司并购重组支付体系的政策建议, 包括在并购交易中先行推出定向可转债、引入储架发行制度、论证认股权证试点的可行性、支持券商提供并购支付融资工具等。

关键词: 公司并购; 并购重组; 支付方式

作者简介: 赵立新, 博士, 中国证监会非公众公司监管部副主任、中山大学管理学院兼职教授。研究方向: 并购重组、公司治理、股权激励等。蔡曼莉, 中国证监会上市公司监管部副处长, 研究方向: 上市公司并购重组监管。陈晓洁, 中国证监会重庆监管局干部。

中图分类号: F830.9 文献标识码: A

Abstract: Mergers and acquisitions of listed companies are playing an increasingly important role in the industrial restructuring and the optimization of social resources allocation. A flexible payment system of mergers and acquisitions is one of the most important factors to improve the efficiency of M&A market. This paper briefly introduced the M&A payment system of domestic listed companies. Focusing on the analysis of existing problems, and combined with case studies and empirical data in domestic and international M&A market, the author made comments on the innovative tools of M&A payment, and several proposals on policies to improve M&A payment system of listed companies, including the introduction of private convertible bonds in M&A transactions, the introduction of shelf offering system, the feasibility study of the warrant, the encouragement of domestic investment banking to provide M&A financing method, etc.

Keywords: mergers and acquisitions, payment system

引 言

随着我国资本市场的不断发展, 上市公司并购重组在促进产业结构调整、优化社会资源配置方面发挥了日益重要的作用。而并购重组支付方式是影响并购市场效率的重要因素。在并购交易中, 并购支付工具的使用直接关系到并购成本的高低和交易成败。成熟资本市场往往可以提供多种创新支付工具, 使企业通过并购实现既定发展战略。从国

内外并购市场实践看，历史上，每次并购支付工具的创新都极大推动了并购市场的发展，甚至催生一次并购浪潮，为产业发展注入新的动力。

以美国市场为例，股份支付的兴起推动了横向和纵向的行业并购浪潮；高收益债券的诞生直接引发了美国上世纪 **80** 年代杠杆收购的浪潮，收购方以目标公司的资产作担保发行高收益债券或没有担保的低等级债券向市场融资，所获资金占收购资金的 **80%-90%**，实现“小鱼吃大鱼”式并购；在第五次并购浪潮中，并购支付工具不断丰富和多样化使大规模并购交易成为可能，一些企业通过并购实现强强联合，奠定了其在美国甚至全球的行业领先地位，如辉瑞制药 **680** 亿美元收购惠氏，采取了现金、股份、现金债券的混合支付方式。

再以国内市场为例，股权支付手段的推出使大规模并购交易成为可能，直接催生了国内上市公司自 **2006** 年以来整体上市的热潮，东方电气、长江电力、上港集团等一大批企业通过整体上市实现产业整合。

还有一些中资企业灵活运用并购支付工具，成功实施海外并购，实现既定产业目标。例如，联想集团并购 **IBM** 个人电脑事业部的案例中，直接支付对价为 **12.5** 亿美元，其中约 **1.5** 亿美元为联想集团自有资金、**5** 亿美元为财务顾问高盛集团提供的过桥贷款、**6** 亿美元由联想集团向 **IBM** 增发不超过 **9.2** 亿新股，同时，联想与私募基金签署募资协议，通过发行非上市可换优先股（**Unlisted Convertible Preferred Shares, “CPS”**）向私募投资人募资，并同意私募投资人认购非上市认股权证（**Unlisted Warrants, “Warrants”**），募集资金 **3.5** 亿美元。交易前的 **2003** 年底，联想集团营业规模仅 **23** 亿美元，全球份额不足 **3%**，到 **2010** 年，其营业规模升至 **216** 亿美元，全球份额超过 **12.2%**，形成产品覆盖超过 **200** 个国家和地区的全球业务布局。

可见，并购重组支付方式对于活跃并购市场、助推产业结构调整升级具有重要意义。本文以并购重组支付方式为研究切入点，在分析统计国内外并购市场案例及实证数据的基础上，剖析国内并购重组支付方式体系存在的不足，逐一对并购支付创新工具（含并购支付融资工具）的特点、风险及在国内实施的政策障碍进行了研究，并结合国内上市公司并购重组市场发展及监管实践，提出完善并购重组支付方式体系的政策建议，以期对提高并购市场效率、更好地服务于实体经济发展有所助益。

我国并购重组支付方式体系概况

并购重组支付方式体系包括各种并购支付工具以及与之相关的监管法规制度等。**2006** 年以前，现金支付和资产置换是国内上市公司并购重组主要支付手段（参见图 **1**）¹。随着股权分置改革的完成及股份支付方式的推出，**2007** 年以来，股份支付迅速成为上市公司并购交易的主流支付手段（参见图 **2**）。回顾美国市场的五次并购浪潮，现金及股份支付的比例逐渐下降，包括创新支付工具的混合支付方式在并购交易中逐渐增多（参见图 **3**、图 **4**）。

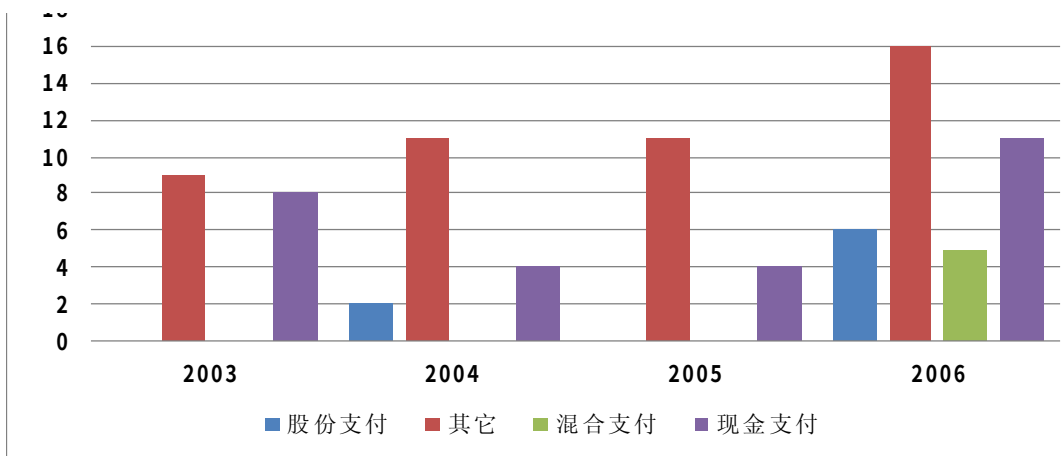
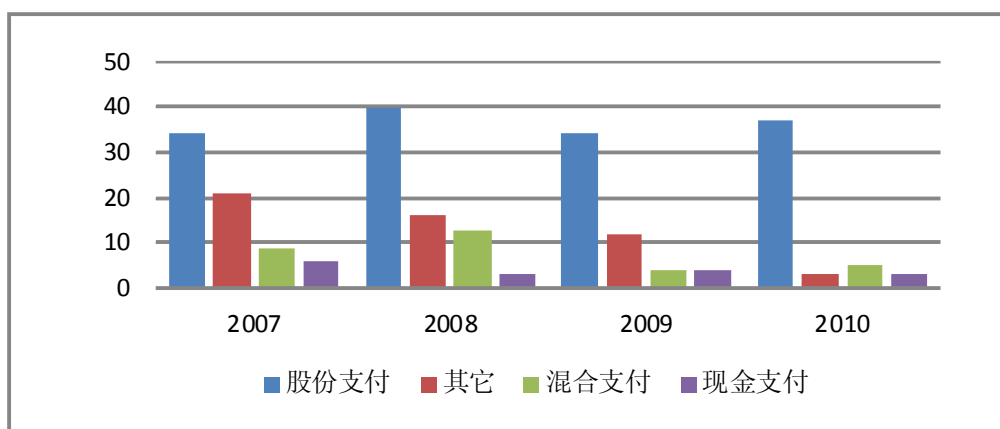


图 1 2002-2006 我国上市公司并购支付手段

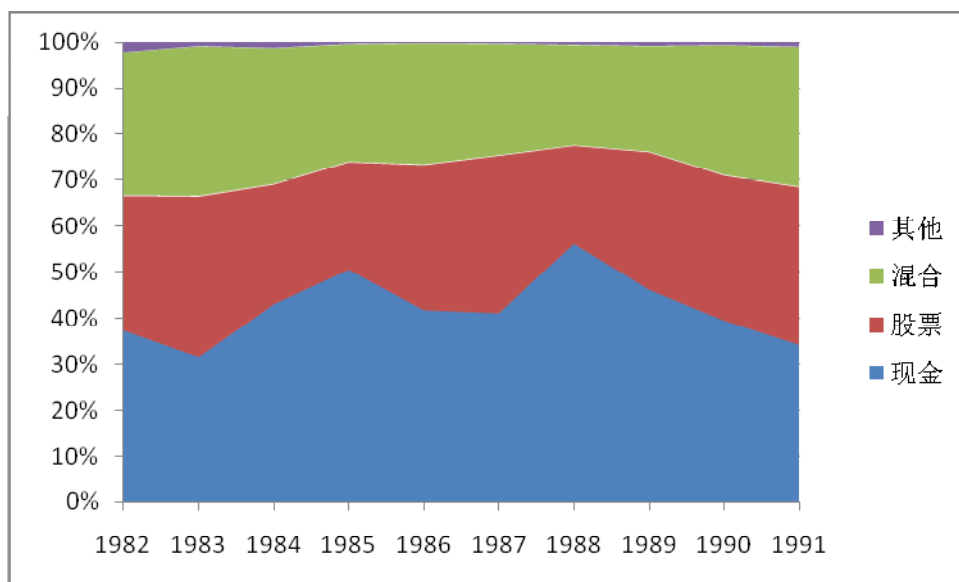
数据来源：华泰联合证券并购部

图 2 2007-2010 我国上市公司并购重组支付手段



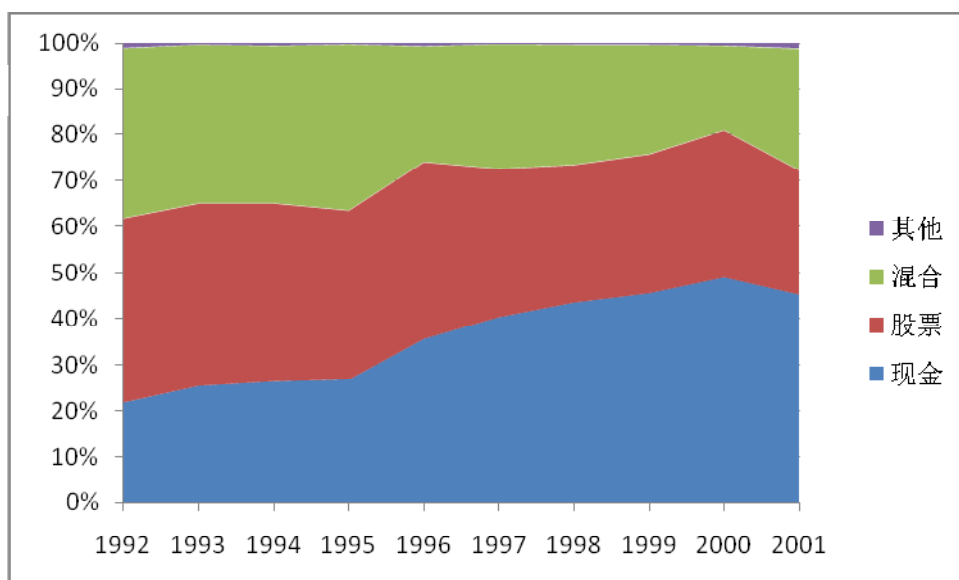
数据来源：华泰联合证券并购部

图 3 美国第 4 次并购浪潮中的并购重组支付手段



数据来源：MergerStat Review

图 4 美国第 5 次并购浪潮中的并购重组支付手段



数据来源：MergerStat Review

与市场发展相适应，近年来证监会制定发布了系列部门规章和制度，先后修订《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》等，进一步规范并购重组行为，并与《公司法》、《证券法》及其他相关部门规章共同构成较为完备的并购支付法律框架。

目前，我国资本市场已建立起基本适应现阶段上市公司并购重组活动的并购支付体系。并购重组形式也从“借壳上市”、“整体上市”为主过渡为上述两种形式的并购与产业整合等市场化并购并重，市场化并购或将逐渐成为上市公司并购重组的主要形式。

当前并购重组支付方式体系存在的主要问题

一、并购重组支付工具

现有支付工具相对滞后于市场化并购重组的需求，并购重组作为资源配置重要手段的作用没有得到充分发挥。究其原因，在于我国并购重组直接支付工具不够丰富，还需要更好的满足和平衡交易各方的利益诉求，使并购交易顺利达成。上述问题的弊端主要体现在：

1. 不能完全满足不同风险偏好的交易对方需求

并购交易对方具有不同的风险偏好，在成熟资本市场往往能够选择现金、股票、债券等与之风险偏好相适应的支付工具。目前我国资本市场 2011 年并购成交额中，股份支付占比高达 90% 以上。由于国内股票市场波动较大，采用股份支付为主的方式，往往使交易对方面临更高的风险，却又无法选择低风险的支付工具，导致交易对方不愿或被迫放弃交易。以 2008 年为例，因股市大幅下跌导致重组非公开发行价远高于公司现时股价，29 家公司原定重组预案“流产”，占当年已公布重组预案公司的 17%。此外，现行与股份发行相关的对上市公司盈利承诺及补偿单方面的规定，使交易对方无法实现相关利益补偿，特别是面向独立第三方的市场化并购中，交易对方为降低风险往往要求获取现金，如近期获批实施的蓝色光标收购今久广告案例，交易作价 4.35 亿元，交易对方要求其中 25% 的对价由现金支付。对大规模并购交易而言，短期内巨额现金支付往往给交易实现造成障碍。

2. 不能完全满足上市公司不同股权结构、不同交易标的而产生的并购交易需求

按照 Amihud Lev and Travlos (1990^[1]) 提出的控制权稀释 (dilution of control) 理论，注重控制权和拥有显著企业股票份额的经理不愿意通过发行股票进行项目融资，以避免其持有股份的稀释和控制权丧失的风险。Stulz (1988^[2], 1995^[3]) 认为，经理人员的持股比例对并购支付方式的影响较大，企业选择股票支付方式的可能性与经理人员的持股比例成反比。在现金有限的情况下，大股东为规避控制权分散的风险，很可能放弃并购计划。

股权分置改革以后，国内上市公司大股东持股比例分散度提高，大股东对控制权稳定性的要求日益增强，也会相对减少股份支付数量以避免控制权稀释。我们统计了沪、深上市公司第一大股东持股比例（截至 2011 年 12 月 31 日），平均持股比例为 36.4%，其中持股比例在 30% 以下的占 40.23%、在 30%-50% 之间的占 38.66%、在 50% 以上的占 21.11%。

此外，上市公司为避免摊薄当期损益，也需要运用一些延期支付工具。如长江电力曾在 2007 年计划将 400 亿元的在建工程注入上市公司，如采取发行股份的方式，会明显摊薄当期收益；如支付现金，一方面缺乏如此大额度的流动资金，另一方面也易受到市场对大股东套现的质疑。在方案筹划阶段长江电力曾提出使用类似可转债这样的延期支付工具，但因政策限制而未能予以实施。

二、并购支付相关法律环境

从并购支付相关法律环境看，现有监管法规、制度还尚待完善。目前，证监会对重大资产重组审核相对较严、程序较多，从重组申请受理到最后实施时间跨度较长。特别是在产业并购初期，将呈现并购规模较小、频率较高的特点，而现行行政审批制度要求逐次审批，且在审核期间不能进行新的重大资产重组活动，不能完全适应高频率的市场化并购需要。

同时，为保证上市公司利益，与股份支付相关的盈利承诺及补偿、锁定期规定相对较严，但交易对方却无法获得相关利益补偿，往往出现标的资产实现了承诺盈利但因上市公司整体业绩下滑导致股价下跌的风险，使交易对方持股市值大幅缩水，而上市公司无法向交易对方承诺相同期限的盈利以保证交易对方的持股市值，交易双方实际上处于利益不对等的地位，增加了交易谈判达成的难度。对借壳上市、整体上市两类并购重组而言，上述问题并不突出，因为第一类交易改变了上市公司基本面，据统计，**2010** 年公告的借壳上市交易平均每股收益增厚约 **80.2%**^[4]，凭借国内市场高流动性带来的溢价，交易对方（即借壳方）所持股份可实现巨大增值，还可获得上市公司控制权；第二类交易本来就属于关联方之间的交易，交易双方利益趋同。但对于市场化并购重组而言，交易双方之间的利益博弈更趋复杂，交易后第三方将丧失对原有资产的控制权，且获得的上市公司股份存在一年或三年的锁定限制，所持股票还将面临下跌的风险，同时又缺乏其他支付工具使第三方获得合理的利益补偿，最终导致交易谈判失败。

可见，对上市公司利益的保护却可能导致交易谈判失败，实际上导致上市公司利益受损或妨害了上市公司寻求利益增加的机会，违背了政策制定的初衷。仅靠完善制度本身还不能从根本上解决上述问题，而通过市场化运作的方式推出并购创新支付工具，并利用其功能特性为交易双方达成利益均衡提供灵活多样的选择，可以成为现行并购交易监管制度的有益补充。随着并购市场的发展，并购支付手段的匮乏已成为目前制约上市公司并购交易、特别是市场化并购交易的一个重大障碍。

并购重组创新支付工具的特点、风险及障碍

不同的支付方式对并购方而言意味着不同的并购成本。企业采取何种支付方式既取决于企业的内部因素，又取决于外部市场环境。为此，我们逐一对并购支付创新工具（含并购支付融资工具）的特点、风险及在国内实施的政策障碍进行了研究。

一、定向可转换债券

在我国现行法规体系下，可转换债券已成为上市公司常规融资工具之一。除了作为融资工具使用外，向特定对象发行的可转换债券在成熟市场的并购交易中也是一种重要的直接支付工具。以香港市场为例，就常采用可换股票据（即可转债）作为支付并购交易的对价。如 **2008** 年奋发国际（**1130.HK**）收购从事种植业务的凯金 **100%** 股权，支付方式为向卖方发行 **1** 亿港币承兑汇票以及 **4** 亿港币可换股票据；**2010** 年泰德阳光（**00307.HK**）收购目标集团 **UP Energy Investment(China)** 不少于 **88.14%** 已发行股本，支付方式为 **10** 至 **15** 亿港币以及发行本金 **63** 至 **68** 亿港币可换股票据。

作为并购支付工具的定向可转换债券，是现行现金及股份支付方式的有益补充，其优势主要有：（1）实现交易对方的避险需求：定向可转债持有人拥有自主选择转股的权利，在可转债期间，如上市公司股价下行，债券持有人可不转股而要求上市公司赎回债券或到期支付债券本金，弥补了因上市公司无法对交易对方承诺盈利以保证其持股市值的问题，保障交易对方可以获得基本的交易对价。（2）弥补现金支付和股份支付的不足：利用定向可转债进行支付，可以降低当期支付大量现金给上市公司带来的资金压力和财务风险，也可以突破上市公司现有流动资金的限制，使大规模并购交易更易实现，还可以避免因发行股份而摊薄当期每股收益的问题，为上市公司赢得一个发展的缓冲期。如青岛啤酒与安海斯—布希公司（**AB** 公司）的并购案例中，青岛啤酒向 **AB** 公司分三次发行总金额为 **1.82** 亿美元的定向可转换债券，并在七年内全部转换成股权（**H** 股），避免了当期现金流出或因发行股份而摊薄当期收益。（3）交易条款设置更加灵活：经交易双方协商，定向可转债可以灵活设计初始转股价溢价比例、转股价格修正条款、赎回、回购及利率补偿或浮动利率补偿等条款，降低了并购交易带来的财务风险。

当然，将定向可转换债券作为支付工具引入并购交易，在增加交易灵活性的同时，也会带来一定风险，如转股价格过低等损害股东利益的风险。为此，可以明确要求发行定向可转债作为并购支付工具需经董事会和股东大会双三分之二通过。

目前，在并购交易中引入定向可转债，还需对《上市公司重大资产重组管理办法》等部门规章的有关条款作出相应修订。

二、储架发行

并购交易中的储架发行，是指针对并购交易额较大、时间跨度较长的项目，由证监会一次核准上市公司发行股份购买资产的应用，再由上市公司、承销商根据项目的实际需要，分次择机发行股份，即一次核准、分次发行。目前，国内上市公司发行股份购买资产，均采取一次核准、一次发行的方式。这种方式能够较好的满足上市公司大额及偶发性的并购重组交易需求。但是，随着新兴行业的发展，相关上市公司，特别是创业板和中小板的一些新兴行业企业，有快速并购扩张的动力，一次核准、一次发行的方式已无法满足其小规模、频繁的并购交易需求。现阶段，小规模、频繁的并购交易均需证监会逐次审核，且在审核期内上市公司无法同时进行新的发行股份购买资产活动。如西南合成（000788）、广百股份（002187）、威海广泰（002111）等并购案例中，交易规模很小，发行股份占发行后总股本的比例只有 2% 左右，但仍需提交证监会审核。

成熟资本市场国家，如美国、日本等均有储架发行制度，香港市场发行不超过 20% 股份仅需上市公司内部决策程序即可实施。目前，一次核准、分次发行模式并不违背我国《证券法》有关条款的规定。公司债券发行中，已有一次核准、分次发行的先例，如柳工股份在 2010 年获准分两期发行面值不超过 33 亿元的公司债券。针对规模较小、频繁发生且有明确并购战略的并购交易，可以引入储架发行制度，一次核准、分次发行，同时在《上市公司重大资产重组管理办法》中增加相应条款规定。

三、认股权证

认股权证赋予持有人在未来约定时期以约定价格买入或卖出基础资产（股份）的权利。认股权证中的选择权属性对于调节交易买方和卖方的对价差异有重要意义。在 2008 年攀钢钢钒吸收合并攀渝钛业和长城特钢的案例中，吸并方向首次未行使现金选择权的异议股东追加提供第二次现金选择权，行权日期在两年后，且行权日股价远高于行权价，权利持有人最终放弃行权，通过“时间换空间”，吸并方避免支付约 148 亿的现金，这其中选择权起到关键性作用。

与定向可转债相似，认股权证在并购支付中也可以起到估值调整的作用，同时，与可转债兼具债券和股票的双重属性不同，认股权证为独立工具，在作为估值调整机制的使用方面更加灵活，可以与股份支付和现金支付随意组合，为交易增添更多的柔性因素：

（1）交易方可灵活调整并购支付对价的现金流分布、支付节奏甚至支付额度。如 2003 年瑞士先正达公司（Syngenta）收购 Diversa（一家美国生物技术研究公司），交易总额 5340 万美元，包括 4400 万美元股票和 940 万美元认股权证，该认股权证有效期从 2008 年开始共计 10 年。与仅发行普通股融资相比，发行延期执行的认股权证，一方面降低了短期内对公司股权的稀释作用，另一方面，可通过设计如行权有效期等条款对支付对价进行调节。（2）交易方可利用简单直接的估值调整机制实现对赌安排。上市公司通过发行认购权证，使资产卖方获得以约定价格购买上市公司新发行股份的权利，以此奖励标的资产实际业绩超过承诺水平；或由上市公司发行认沽权证，保证交易卖方在上市公司股价下跌时可以按约定价格将所持股份出售给上市公司，锁定最低收益。（3）为权证发行主体提供潜在的二次融资机会。如 2009 年美国 Charter Communications Inc 公司破产重组过程中，交易总额约 1410 亿美元，采取了发行普通股票、优先股票、认股权证以及支付现金的混合支付方式，其中 Charter 向部分票据持有人发行两类权证，分别

以 46.86 美元/股（640 万份）、51.28 美元/股（130 万份）的价格购买 Charter 重组后新的 A 类普通股票，原有 Charter 的 A 类普通股全部注销。而重组实施前一天公司原有股票收盘价为 35 美元。通过向特定债务人发行认购股证，为公司业绩回升、股价提升后补充第二轮融资提供了保障。

作为一种金融衍生工具，权证具有天然的风险属性，可能出现过度投机的情况。为此，可以设定作为并购支付工具的认股权证只能由上市公司向参与并购交易的特定第三方发行，而不具有交易属性，从而规避投机风险。

目前，在并购交易中引入认股权证在法律上不存在障碍，但还缺乏具体的操作细则，如对发行条件、权证行权的具体规定等。

四、财务顾问过桥融资、直接投资、理财产品、并购基金

过桥融资、直接投资、理财产品、并购基金有的属于间接融资，有的属于直接融资，均为国外资本市场常见的并购支付工具。在发达资本市场，财务顾问往往在并购重组交易中发挥重要作用。在并购融资中，财务顾问必须能够根据交易需求组合所有可用的融资工具从而获得综合成本最低、风险收益与并购方匹配的融资方案。在支付工具方面，财务顾问通常可以提供过桥融资、直接投资、理财产品以及发起设立并购基金等。我国以券商为主的财务顾问也可以在并购交易中适时探索提供创新支付工具。

以理财产品为例，券商在并购交易中提供理财产品既可以丰富并购支付工具、活跃并购市场，还可以弥补供给短板，扩大证券市场理财产品规模，使券商获得新的利润增长点。据中国证券登记结算公司发布的有关数据显示，近年来我国证券市场理财产品规模发展较快，但与银行理财产品相比仍存在差距，截至 2011 年 6 月末，证券市场理财产品规模为 2645.6 亿元，相当于商业银行理财产品余额的 13%。而银监会在 2008 年发布的规范商业银行个人理财业务投资管理的有关通知中明确规定²，严禁理财资金直接或间接投资于未上市公司股权和上市公司非公开发行或交易的股份。如由券商发起设立理财产品并投资于上市公司非公开发行的股份，则可弥补上述市场空白。

现阶段，证券公司作为财务顾问在并购交易中提供过桥融资、直接投资、牵头发行券商理财产品和并购基金等的法规依据尚不完备，如《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》第十七条明确规定，证券公司、证券投资咨询机构或者其他财务顾问机构受聘担任上市公司独立财务顾问的，最近 2 年与上市公司之间不能存在资产委托管理关系、相互提供担保，或者最近一年财务顾问为上市公司提供融资服务等。

几点建议

根据上述并购重组创新支付工具的不同特点，结合我国资本市场发展现状，下一步，建议按照“分步推进、健全制度、强化披露、限制投机”的思路，以市场化并购为导向，以强化信息披露为核心，以防范风险、限制投机为目的，进一步丰富并购重组支付工具，适时修订完善相关法规制度。具体建议如下：

一、先行推出定向可转债

定向可转债作为现行法规体系下已有的金融工具，可直接选择部分案例先行推出，再根据执行过程中发现的问题，对现行法规进行修订完善。在实施过程中建议：一是仅允许向特定对象发行；二是财务指标等发行条件可较《上市公司证券发行管理办法》中的规定适当降低，并在担保要求、信用评级、发行债券余额等条件方面与公开发行的可转换债券作出区分；三是对转股价格、转股条件应事先设定；四是不可交易；五是转债期限应与股票锁定期协调。

二、适时引入储架发行制度

建议结合目前正在推进的并购重组分道制审核工作，进一步研究在发行股份购买资产中试点引入储架发行的有关制度安排，择机试点推出。实施中，建议：一是该制度适用于上市公司有明确产业并购战略、以促进产业整合或产业结构调整升级为目的的市场化并购；二是一次核准、分批发行，经证监会审核一次批准上市公司发行股份购买资产的股份总额，允许其在股份额度内，分次用于各次并购交易的股份支付；三是强化储架发行的事后公告及备案管理制度，配套制定相关信息披露内容与格式指引，提高储架发行信息披露的及时性和充分性；四是建立完善上市公司决策流程以及发行责任追究机制；五是增加财务顾问职责，建立分次发行的持续督导机制，加大问责力度。

三、进一步论证认股权证的具体操作细则

从我国资本市场实践看，此前已有为配合股改而发行的认股权证，并由沪、深交易所配套发布了《权证管理暂行办法》。在并购交易中配合使用认股权证具备可操作性。但是，鉴于并购交易本身内含的风险，在其中引入认股权证还需更加谨慎。建议进一步组织论证认股权证作为并购支付工具的具体操作细则，对权证发行对象、发行形式、主体资格等要素予以明确，并适时选择试点，待条件成熟时推出。在有关制度安排中可把握以下原则：一是向特定对象发行；二是明确作为支付工具的认股权证是以上市公司普通股为基础资产的股本权证；三是用作估值调整机制的权证可以是认购权证也可以是认沽权证；四是明确非上市交易属性。

四、支持券商提供并购支付融资工具

国内证券公司经过前几年的综合治理集中化解了行业风险，为其规范创新发展奠定了坚实基础。当前，证券公司作为财务顾问主体，可以适时探索提供并购创新支付工具。按照证监会“定准底线、放大空间”的监管思路，建议会内相关部门研究制定配套法规，进一步完善券商提供并购创新支付工具的有关制度安排，支持证券公司深入参与到并购支付领域。

注释

¹ 支付手段中“其他”主要为资产置换。

² 2009年银监会发布《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》（银监发[2009]65号）第十八条规定“理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的证券投资基金”、第十九条规定“理财资金不得投资于未上市企业股权和上市公司非公开发行或交易的股份”。

参考文献：

[1] Amihud, Y., B. Lev, and N. G. Travlos, 1990, “Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions”, The Journal of Finance, 45: 603-616.

[2] Rene M Stulz. Managerial Corporate of Voting Rights: Financing Policies and Market for Corporate Control. Journal of Financial Economics, 1988, 20(4): 125 — 142

[3] Jung Kooyul, Yong — cheol Kim, and R.M. Stulz. Timing, Investment opportunities, managerial discretion, and the security issue Decision Journal of Financial Economics, 1996, 42: 159 — 185

[4] 蔡曼莉，徐翌成，陈洁. 关于完善重大资产重组股份发行定价机制的思考[J]. 证券市场导报 2011, (6): 4-8