

2014 并购盘点：这是并购的“黄金时代”，市值管理炙手可热

2014-12-16 清科研究中心曹紫婷

【引言】2014 年，中国资本市场改革东风助吹，一波波利好政策接踵而至，“市场化”成为改革大潮中的风向标。在此背景下，投资者热情高涨，备足弹药向中国并购市场挺进。截至 2014 年 11 月 31 日，中国并购市场完成交易 1,610 起，较上年同期的 1,015 起提高 58.6%；披露金额的 1,511 起案例涉及金额 1,035.50 亿美元，同比上年的 726.23 亿美元上涨 42.6%，并购活跃度与规模量双双突破 2013 年总交易量，可谓并购的“黄金时代”全面降临。时至年末，清科研究中心梳理 2014 年并购市场上的十大热点回顾，以飨业界。

国务院大尺度放权，市场化的并购浪潮正式来临

近年来，我国企业并购重组步伐加快，但仍面临审批多、融资难、负担重、服务体系不健全、体制机制不完善、跨地区跨所有制兼并重组困难等问题。针对此类问题，2014 年 3 月 24 日，国务院正式下发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，旨在实现体制机制进一步完善、政策环境更加优化、企业兼并重组取得新成效等主要目标，有效发挥兼并重组促进产业结构调整积极作用。这一重磅级政策从行政审批、交易机制、金融支持、支付手段、产业引导等方面进行梳理革新，全面推进并购重组市场化改革。整体来看，2014 年国务院加大兼并重组市场化改革力度，以大尺度放开并购重组的权限、取消并购重组行政审批、丰富支付工具等为抓手，以大大降低了企业并购重组的成本、着力提升行业集中度为目的，解决企业在并购过程中的矛盾和问题。清科研究中心认为：此次国务院出台的政策真正使市场如沐春风，并为日后的国企改革铺路，同时利好投行业务。政府此次加速放权，就是要充分发挥市场机制作用，解放企业生产力，实现优胜劣汰的竞争模式，市场化并购将会在中国资本市场掀起高潮。

证监会支持并购支付工具创新，并购基金成企业产业整合主流平台

2014 年初，证监会发言人明确表示未来将引入定向可转债、优先股作为并购重组的支付工具，支持财务顾问提供并购重组过桥贷款，支持并购基金等创新工具发展。另外，将丰富要约收购履约保证方式，取消第三方并购发行股份最低数量限制和业绩承诺要求。随后国务院正式下发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，其中提高将改善金融服务，推动商业银行并购贷款业务及优化信贷融资服务，同时允许企业采用多种融资工具、增减定价弹性等；另外将充分发挥资本市场的作用，鼓励证券公司开展兼并重组融资业务，各类财务投资主体可以通过设立股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金、并购基金等形式参与兼并重组。目前并购基金逐渐成为并购市场不可替代的重要金融产品，是参与并购交易和推动并购市场发展的重要力量，企业需要拓展并购基金的资金来源，提高并购基金的杠杆率，畅通并购基金的退出渠道。在政策支持下，未来并购基金的发展潜力巨大。清科研究中心认为：中国经济的高速成长阶段已经过去，接下来的任务是产业整合。并购基金能够为企业储备更多的并购标的，使其在扩张模式下将有能力通过产业资本的助力提速，缓解并购带来的资金压力，在政策扶持下，未来一些产业型基金、并购型基金将获得巨大释放空间。

国企改革背景下，“PE+上市公司”模式备受瞩目

在全面深化改革的大背景下，国有企业向混合所有制转型。上海、广东、重庆等多地陆续出台国企改革方案的具体政策和要求，考虑通过引入战略投资者实现股权多元化，实现推进混合所有制发展。对此，作为一种创新的融资方式，国有上市企业引入私募股权基金在国企改制发展进程中，对优化其产业结构、促进其利用资本市场做大做强，有着重大的战略意义。该类运行模式为 PE 先揽下上市公司部分股权后，以股东身份帮助其梳理产业链，进行并购交易。该种做法可以使得 PE 在入股后可以更加有效的与上市公司绑定利益，并且可是实现一、二级市场联动的需求，且在不触及限售条件的前提下，PE 入股后亦可随时套现退出，实现快速获利。在此模式下，并购基金作为公司产业并购整合及创新领域投资的平台，为公司提供更为募集帮助、项目拓展、资源整合的帮助，未来将发挥更加充分的作用。清科研究中心认为：并购基金正逐渐成为上市公司愈发重要的投资手段，是目前产业结构调整、产权优化过程的多种途径之一，越来越多的上市公司选择借道并购基金进行产业整合。预计未来，上市公司与 PE 机构联合成立并购基金的模式将在市场大幅度推广。

沪“国资九条”提速混合所有制改革，弘毅等 PE 积极介入

2014 年 7 月 7 日，上海市政府于印发《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》（以下简称“意见”），明确上海国资改革的主要目标，指出在未来三到五年的主要工作就是发展混合所有制经济、分类监管、设立国资流动平台和建立约束激励机制。在混合所有制的大方向前提下，股权转让、增资扩股、技术转让及上市等为主要的改革手段，且倾向于与战略投资者合作，这种要求使得具有更全面战略资源的 PE 机构将会在参与此轮国企改革中拥有更大的优势。目前上海部分国企已经开始动作：城投控股引入弘毅（上海）股权投资基金中心成为战略投资者一事完成股权过户手续，弘毅基金将持有城投控股 10.0%的股权；绿地集团借壳金丰投资，上海地产集团及其全资子公司中星集团、上海城投总公司、上海格林兰持股比例均不超过 30.0%；永辉超市斥资近 5,000.00 万元认购 653.59 万金枫酒业股份，占金枫酒业此次非公开发行结束后总分的 1.27%等。清科研究中心认为：对于 PE 机构来说，该轮改革释放出经营机制市场化红利，股权多元化和混合所有制的开放使得 PE 机构获得更多机会介入国企，帮助企业实现市场化和专业化、完善公司治理、建立有效机制，从而提升企业效率，寻求回报。

“三一”案尊严胜诉中企海外并购信心大增

2014 年 7 月 15 日，美国华盛顿哥伦比亚特区联邦巡回上诉法院裁定，中国三一重工集团在美国的关联公司罗尔斯（Ralls）公司在起诉奥巴马政府和美国外资委员会一案中胜诉。中国企业的此次海外并购案胜诉，称得上具有“历史性”的意义。此案例可追溯至 2012 年 3 月，三一重工在美关联企业罗尔斯（Ralls）公司从希腊电网公司 Terna US 处收购了位于美国俄勒冈州海军军事基地附近的 4 座风力发电厂项目，在拥有项目建设的相关审批和许可的情况下，在后续施工中被美国政府叫停并要求罗尔斯公司移走全部设备且只允许获得许可的美国人进入。随后，该临时禁令又被修改为“设备移除前进制转让”；而当罗尔斯公司抗议美国外国投资委员会做出的决议并将其告上法庭后，美国总统奥巴马签发总统令，命令中止该风场

的风电项目，理由是“涉嫌威胁美国国家安全”。这也是 1990 年后的 22 年里首次由美国总统出面，叫停外资收购的案例。近年来，美国外国投资委员会针对中资企业在美并购的国家安全审查案件数量呈直线上升趋势，中资企业在该委员会能否得到公平对待一直是中方密切关注的问题。清科研究中心认为三一重工事件是历史上美国外资委员会首次面临严重的诉讼，也是美国政府历史上第一次败诉。三一重工的胜利将为更多外国企业在美投资赢得发言权，使得企业向海外市场进驻的信心也得到了进一步提升。

37 号文重新定义“SPV”，简政放权便利企业“走出去”

为支持国家“走出去”战略的实施，2014 年 7 月 14 日，外管局下发《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（下称 37 号文）。相比于 75 号文，37 号文在定义、特殊目的公司（下称“SPV”）范围、境内居民境外投资、融资以及返程投资、股权激励计划登记、各项登记程序、处罚依据与措施等方面均进行了较大的调整。其中比较显著的是对于定义的重大调整，主要包括：（一）将“SPV”变成“以投融资为目的，在境外直接设立或间接控制的企业”。“SPV”的资产或权益来源，不仅包括境内居民在境外的资产或权益，还包括其在境内的资产或权益。（二）“返程投资”在 37 号文中被重新定义为境内居民直接或间接通过特殊目的公司对境内开展的直接投资活动，即通过新设、并购等方式在境内设立外商投资企业或项目，并取得所有权、控制权、经营管理权等权益的行为（三）“境内居民”定义区分为“境内机构”和“境内居民个人”。清科研究中心认为，37 号文的发布，无论是境内法人还是自然人，均可以其境内外资产或权益向其控制的境外企业出资，并办理相应外汇登记，以便境外投融资及外汇流转。在我国外汇储备比较充沛的情况下，37 号文通过简政放权、促进跨境投融资便利化，有利于引导资金合理有序流出，减轻外汇储备过快增长的压力，同时将方便境内居民设立特殊目的公司，方便企业“走出去”，进行海外投资。

新《重组管理办法》出台，并购重组市场化力度逐渐加强

2014 年 10 月 24 日，中国证监会正式发布《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称“新《重组管理办法》”）和《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》，该等规定将于 2014 年 11 月 23 日起正式施行。新《重组管理办法》的出台是对于国务院文件要求的落实，强调营造良好的市场环境，通过释放资本市场的活力，进一步发挥其在市场经济中的资源配置作用。新《重组管理办法》体现了“放松管制、加强监管”的市场化监管理念，在强化信息披露、加强事中事后监管、督促中介机构归位尽责等方面做出配套安排的同时实现“简政放权”。同时也新增了多元化的并购重组支付工具：增设优选股特别条款，增设定向发行可转债、定项权证及并购基金等并购支付和融资工具的规定。还取消向非关联第三方发行股份购买资产的门槛要求和相应的盈利预测补偿强制性规定，鼓励交易双方经协商签订符合自身特点、方式更为灵活的业绩补偿协议。清科研究中心认为新《重组管理办法》体现了国务院关于加快推进审批制度改革、进一步加强服务和管理、健全企业兼并重组的体制机制等要求，有利于资产市场的健康发展，对未来兼并重组市场的发展必然产生积极的影响。

跨境并购热潮高涨，新兴产业并购将超越传统产业

2014 年多数上市公司倾向于选择生技医疗、TMT、清洁技术、互联网等二级市场概念较热的项目进行并购。上市公司股东会先增持股权，再通过并购推动股价上涨。而对于传统行业上市公司，面对产能过剩和激烈的市场竞争，也选择通过并购新兴行业来实现跨界转型，从而实现业绩和市值的增长。2014 年第二季度，新兴产业电子及光电设备、生物技术/医疗健康行业首次超过能源及矿产与机械制造两个热门传统行业。未来我国并购市场中产业链整合将成为主流：新兴产业方面，在全社会资金偏紧的环境下，上市企业积极利用融资优势进行新兴产业并购：以医疗、清洁技术为代表的行业通过横向并购以拓宽产品线、进入新市场等；以 TMT 为代表的行业通过纵向收购向上下游拓展、延伸产业链、进入细分行业。传统产业方面，上市企业通过横向、纵向并购进行优质资产的产业链整合、消化过剩产能、促进产业转型升级。清科研究中心认为：未来资本市场已经将目光移开传统行业，新兴行业在未来的竞争格局会更加猛烈。

2014 年前三季度中国并购市场活跃度突破上年交易总量

据清科集团旗下私募通统计，2014 年前三季度中国并购市场共完成交易 1,285 起，较 2013 年同期的上涨了 74.6%，此外，披露金额的 1,198 起案例共涉及交易金额 873.23 亿美元，同比增长 49.5%。其中国内并购共完成交易 1,150 起，涉及交易金额 586.06 亿美元；跨境并购完成的案例数为 135 起，涉及金额达 287.16 亿美元。在政策刺激下中国企业并购热情高涨，中国并购市场的活跃度和规模量均再次破历史最高纪录。尤其自 2013 年下半年来，国内并购市场迎来空前高涨，而 2014 年初的新股发行重新开放并没有使其热情受到负面影响。随着 2014 年国企改革序幕的正式拉开，以及产业结构调整的进一步深入，上市公司为迎合资本市场通过并入新兴产业来拓展自身业务。同时，证监会于 7 月中旬起草了《上市公司重大资产重组管理办法（征求意见稿）》和《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定（征求意见稿）》，在取消或简化审批的基础上强化了信息披露，完善了发行股份的定价安排，同时明确了借壳上市标准，政策的松绑有助于大量资金流入市场。在此背景下，清科研究中心认为，2014 年第四季度，一方面，国内并购活跃度将持续升高，并购已成为企业资本运营实现跨越式成长不可或缺的策略和手段；而跨境投资的总体趋势在政策上正走向宽松，这将在跨境并购上释放出便利化红利，未来企业赴海外投资的规模将出现大幅上升。另一方面，目前中国经济遭遇一定的下行考验，且发改委对反垄断的力度逐渐加大，短期内外资并购不会得到大幅改善。但是，我国经济质量正在不断提高，结构不断优化，引领经济增长的新抓手也已出现，改革效应不断释放，新的增长动力正在生成。

上市公司并购重组管理办法

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15359

