

资本市场发展转型中如何优化并购重组制度

——新“国九条”的政策思考与落实建议

王 啸*

资本市场的发展模式必须告别过去改革红利释放和 IPO 增量带动的数量扩容式发展,切换为以上市公司做大做强和资本市场吐故纳新为导向的高质量发展。并购重组可为资本市场发展转型提供新的动力机制。

通过并购重组,链主型企业可加速成为世界一流企业;未上市的优质企业和资产得以进入资本市场,从而疏导和分流 IPO“堰塞湖”,减少上市公司增量扩容对一二级市场均衡发展的冲击。

强制退市是资本市场出清劣质资产和风险资产的有效手段,新“国九条”多方位加大退市力度,意在实现资本市场优胜劣汰。不过,对于大量“小老树”上市公司,其低质而非劣质、低效而非无效的资产及其老股东进行自愿、主动的退市和退出,尚待通过并购重组来实现。

建议合理区分“借壳上市”和符合产业并购逻辑的重组上市,前者纳入加强退市监管的范畴,后者按照当前“等同 IPO”的标准审核,并调优重组上市的触发指标。

持续壮大长期投资力量,建议允许并购基金等长期投资者成为上市公司第一大股东,发挥其积极股东的作用,并通过发行证券购买资产的配套融资引进 VC/PE 机构作为战略投资者,运用其投后管理的赋能专长。

2024 年 4 月 12 日,国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(下称新“国九条”)。这是继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后,资本市场第三个“国九条”。

* 中国注册会计师、CFA、会计学博士、证券法律方向博士后,中央财经大学兼职教授。

与前两个“国九条”诞生的背景相比,资本市场的主要矛盾已经发生深刻的变化。由国民经济代表性行业企业改制上市需要与资本市场容量小、层次单一的矛盾,转变为证券交易场所内外的物质(资产和股权)、资源(企业家精神、新质生产力等)、信息(市场定价)庞大的交易需求与资本市场的系统配套制度不够完善的矛盾。

解决新的矛盾问题,实现高质量发展目标,资本市场的发展模式必须告别过去改革红利释放和 IPO 增量带动的数量扩容式发展,切换为以上市公司做大做强和资本市场吐故纳新为导向的高质量发展。因此,新“国九条”提出严把资本市场准入关,严格上市公司持续监管,加大强制退市力度的要求。

一、资本市场发展成就与挑战

1. 资本市场的高速发展及其历史驱动因素

以 1990 年底沪深证券交易所成立为起点,我国资本市场发展成就举世瞩目。截至 2023 年底,A 股公司合计 5 442 家;在境外主要市场,港股中资企业 1 447 家,美股“中概股”252 家;合计 7 141 家(如图 1 所示)。作为对照,纳斯达克和纽交所合计 5 704 家上市公司。如果扣除外国公司,美国本土的上市公司共 4 315 家(如图 1 所示)。以上市公司数量计,A 股公司、港股中资企业、美股“中概股”之和远超美国本土公司在纳斯达克和纽交所上市的家数。再从市场增量来看,自上一次全球金融危机以来,A 股历年 IPO 家数和融资规模名列全球前茅。

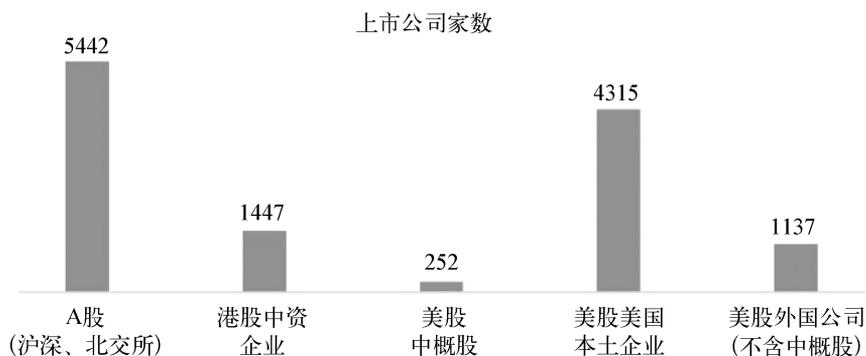


图 1 中国企业与美国企业上市家数对比 数据统计(截至 2023 年 12 月 31 日)

我国资本市场快速发展,与增量改革红利的不断释放息息相关。尤其是 21 世纪以来,上市公司家数从 2 000 家扩容至 5 000 余家,先后经历:2001 年核准制改革,

2004年成立中小板(后并入深交所主板)接纳民营优质企业上市;2005年至2007年的股权分置改革及催生的大牛市期间,大盘蓝筹纷纷回归A股;2009年推出创业板,鼓励创新型成长企业上市;2019年科创板开市,支持大量高科技企业上市;2021年北交所成立,推动专精特新企业上市。

2. 与全球最大资本市场的规模与结构差距

在取得瞩目成就的同时,存在的差距不容忽视。从规模看,2023年底沪深两市市值合计77.3万亿元人民币(约合10.88万亿美元),排名全球第二,约为美股(50.78万亿美元)的五分之一;结构方面,A股前十大市值公司分布在银行保险、白酒、石油、电信等传统行业,美股市值前十大公司除了巴菲特执掌的伯克希尔·哈撒韦,其余全部是科技企业或互联网龙头(微软、英伟达、谷歌、亚马逊、Meta等)(如图2所示)。

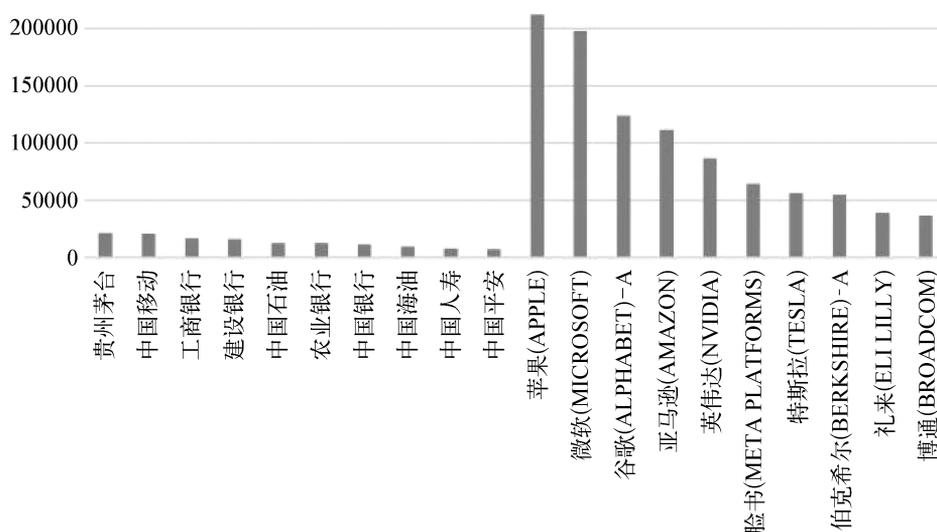


图2 A股与美股前十大市值公司对比(亿元人民币,以2023年12月31日人民币汇率折算)

资本市场从数量扩充到质量优化,是一个漫长的过程。自2005年股权分置改革以来,我国多层次资本市场先后为大盘蓝筹企业、创新成长性企业、科技创新型企业和专精特新企业上市提供支持,尤其是科创板成立以来,截至2024年3月底,累计完成570家企业上市,覆盖半导体、先进制造、新能源、新材料、医药医疗、航空航天等领域。A股公司、港股中资企业和美股“中概股”,与各细分赛道上国际龙头形成对标,初步实现从无到有、由寡及众的布局。资本市场进一步助力中国科技企业发展,重点要从行业覆盖拓宽和公司家数扩容,切换至助力上市公司做大做强。

二、寻找资本市场发展的新动能

1. 并购重组是成熟市场保持活力的重要来源

沿时间轴观察美股市场及其上市公司群体的变化曲线,不难发现一个现象:美股上市公司数量自 1996 年达到峰值以来,长期呈现下降趋势,仅在 2020 年至 2021 年上半年疫情期财政政策刺激下,上市公司家数略有增加。然而,上市公司数量增长的停滞甚至下滑,并不妨碍纳斯达克和纽交所的总市值(扣除外国上市公司)从 2000 年初的 15.11 万亿美元增长到 2023 年底的 50.78 万亿美元,增长 2.4 倍。

进一步观察可见,代表美国竞争力和规模实力的上市公司都在 10 年前甚至 20 年前完成了 IPO。例如,占纳斯达克市值近 50% 的前七大公司(微软、苹果、谷歌、亚马逊、英伟达、Meta、特斯拉或博通)没有一家是最近 10 年上市的,最晚上市的 Meta 于 2012 年完成 IPO。占纽交所市值约 25% 的前二十大公司除了 VISA 于 2008 年上市,其余全部为 20 世纪实现 IPO 的企业。

毋庸置疑,IPO 在经济发展中承担着刺激创新、增加就业、活跃市场等重要功能。但耐人寻味的是,21 世纪美股大牛市不是由 IPO 扩容主导的,资本市场发展繁荣存在除 IPO 外的其他动力机制。

与美股公司家数增长停滞形成鲜明对照的是,纳斯达克和纽交所市场的并购重组交易非常活跃且规模庞大。美股 M&A(即收购兼并,在本文中与“并购重组”交替使用)的交易金额通常比 IPO 和股权再融资之和高出一个数量级。例如,2022 年美股市场 M&A 的披露交易金额 1.57 万亿美元(同比下降 42.6%),完成交易金额 1.69 万亿美元(同比下降 37.5%),是同期股票发行融资(包括 IPO、普通股、优先股的再融资)994 亿美元(同比下降 77.1%)的 17 倍。

2. A 股市场并购重组的结构性问题

2022 年沪深两市共披露并购重组交易 2 972 单,交易金额 1.74 万亿元人民币(同比下降 0.03%),仅为同期 IPO 和股票再融资合计 1.11 万亿元人民币(同比下降 7.96%)的 1.56 倍。与美股市场并购重组的活跃程度相比,境内资本市场的并购重组尚处于未放量和低能效状态。这固然是由于注册制改革红利释放下 IPO 活跃,也囿于并购重组的制度供给不够完备,市场各方在现实交易中仍束手缚脚。

对过去几年的数据扫描分析,不难发现我国并购重组交易的结构性问题。以

2023 年为例,股份支付的使用频率过低,在 A 股上市公司披露的并购交易中占比 5%;重大资产重组的比重也较小,占比不到 8%;涉及监管许可的交易数量不断萎缩,从 2019 年的 124 家下滑到 2023 年的 26 家;且市场化的交易较少,当年 26 家许可类交易中,横向并购等产业整合的市场化交易仅 5 单,整体上市、收购少数股权等集团资源整合的交易共 21 单;重组上市仅零星出现,2023 年仅一单公告和过会。

股份对价本是资本市场提供的有力工具,使用频率如此低,可能是因为交易双方担心发股涉及审核和注册造成时间和交易的不确定性。而重大资产重组较少,许可类交易稀少,市场化的许可类交易更是寥寥,或是因为较高的制度成本对较大规模的并购重组活动形成阻碍,甚至不排除有些交易分拆成几步实施。

商业世界中,多元化、上规模的产业整合离不开股份支付的支持,会不可避免地发生重大资产重组,甚至可能达到反向收购(监管概念的重组上市)的标准。为适应实体企业运用资本市场的交易需求,须在严监管、防风险的基本原则下,通过有关的制度改进予以积极回应。

三、并购重组是资本市场发展转型的动力机制

1. 经由并购重组,优质资产和资源进入资本市场

(1) 选择性上市途径的合理存在。

并购重组不仅是龙头级、链主级上市公司做大做强的有力工具,而且还是未上市企业进入资本市场的重要途径。当前私募股权市场积累了大量资产。据行业协会统计,私募股权投资基金、创业投资基金的累计在投企业近 10 万家,其中高新技术企业 3.5 万家。在半导体、新材料、高端装备、创新药和创新医疗器械、人工智能等领域,企业每一个产品和技术的突破往往需要多年积累,除了少数“独角兽”级别且符合境内上市条件的企业,大多数并不适合 IPO,但不等于没有价值。它们有的对于同行业或产业上下游的上市公司具有互补、协同性,有的对于拥有上一代技术和产品的上市公司构成升级或者替代的关系。

企业通过并购重组进入资本市场的途径(或者说资本市场服务实体企业的方式)呈现多样化(如图 3 所示)。除较小体量的未上市企业被龙头级、链主级上市公司兼并收购外,还有一些企业的科创属性更强,创始团队更年轻、竞争优势更大、市场估值更高,与中小市值上市公司的合并可能构成重大资产重组,甚至形成反向收购。在境

内资本市场,商业上的反向并购从严格“壳”监管的角度界定为重组上市。近年来重组上市的案例寥寥无几,2021 年、2022 年和 2023 年公告重组上市并通过并购重组委会议的分别为 1 家、3 家和 1 家。这折射出交易双方需求被抑制的状态。

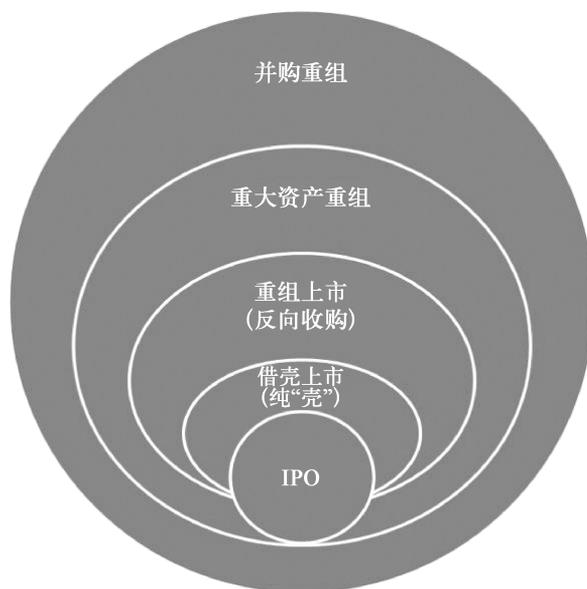


图 3 企业和资产进入资本市场的途径

(2) 作为对照的美股上市状况。

境外市场也时常遭遇 IPO 困难的情况。2021 年四季度以来,受到通货膨胀压力和美联储加息的外部环境影响,美股创新药研发企业等未实现盈利的上市公司估值剧烈下调,IPO 市场几近冻结,至今尚未完全回暖。在此背景下,反向收购提供了替代性的上市解决方案。在美国联邦证券法下,反向收购不需要履行 IPO 的注册程序,主要由被收购的上市公司作为重大交易事项提交 8-K 格式的临时公告。因此,反向收购被视为比 IPO 更节省时间和会计、法律费用的上市方式。

在生命科学领域,被反向收购的上市公司的画像通常是研发进展不顺但账面仍有大量现金或具备商业化等能力。通过注入新的资产,上市公司获得新的业务发展机会,新资产的股东则通过换股合并获得上市公司的控股地位。在商业世界中,收购与反向收购不一定存在明确的界限,有种情形是两家企业存在互补协同,合并后的股权以谁为主取决于谈判筹码。

以一桩中国和美国药企合并案为例。2024 年 3 月 25 日,美国生物制药公司 NuvationBio 宣布以换股交易收购葆元医药,预计二季度完成交割后,葆元医药的前股

东将持有上市公司约 33% 的股份, NuvationBio 的现股东稀释后持有约 67% 的股份。交易宣告后市场反应积极, 股价一周内上涨 50% 以上。

比普通的反向收购更激进的是 SPAC(特殊目的收购公司)上市, 可以称之为造“壳”上市。SPAC 在美股市场早已有之, 但在疫情期间刷新纪录。据 Statista 研究数据库统计, 2020 年美股 SPAC 挂牌 248 家, 超过传统 IPO(209 家), 并创纪录地募集 830 亿美元。

“美式”借壳上市并不值得效仿, 但其活跃市场的做法颇有启发。境内市场以防范系统性风险为要务, 必须对借壳上市从严监管, 但严监管的同时如何维持市场的活力, 容纳优质上市资源? 如何在激发市场活力的同时抑制“炒壳”, 这是我国证券监管须直面的重要课题。

(3) 港股上市实践的经验教训。

港股市场介于美股与 A 股两大资本市场之间, 既得扬长避短之利, 也有顾此失彼之困。港交所于 2019 年加强反向收购的监管, 有关要求与境内标准持平(与史上最严版本相比)甚至超越(与目前标准相较)。这与此前一年修订退市规则的目标一致, 意在整治困扰香港股市已久的借壳炒作, 实施效果可谓显著: 2019 年至今(截至 2024 年 3 月底), 港股仅完成一项反向收购(众诚能源被东北最大民营加油站资产反向收购), 已公告但尚未完成的交易每年也仅一两单(例如威马汽车借壳 Apollo 曾公告而后终止)。同时, 2022 年和 2023 年被强制取消上市地位的分别有 44 家和 47 家, 相比修订退市规则的 2018 年的区区 4 家, 效果充分彰显。

从另一个角度看, 港股面临上市资源的全球性竞争, 上市制度供给须做到“人有人亦有”。港交所于 2022 年 1 月 1 日宣布引进 SPAC 上市机制, 显然是对美股 SPAC 前两年的火爆作出的姗姗来迟的回应, 但此举不免与前述改革背道而驰。为防止壳公司借 SPAC 概念炒作抬头, 港股设置了若干限制条件(包括 SPAC 上市募集不低于 10 亿港币, 散户不能参加 SPAC 投资, 装入资产阶段不少于 3 家 PIPE 参与投资且金额不低于目标价值的 25% 等)。由于“赶了个晚集”且限制颇多, 港股 SPAC 机制引进两年以来, 至今尚无一例完成最终的 De-SPAC(即完成并购交易, 往 SPAC 装入资产)。

与此同时, 港股 IPO 的准入门槛不断放宽和降低。原有的盈利和未盈利(但对收入、现金流、估值要求较高)三套标准持续开放, 2018 年为尚未产生营收(pre-Revenue)的生命科技公司开通“18A”(指港交所《上市规则与指引》第 18A 章), 2023

年 3 月又为“特专科技公司”开出“18C”(《上市规则与指引》第十八 C 章)。当宽松的上市门槛遭遇紧缩的市场资金面(全球货币宽松的终结叠加国际资金因地缘政治因素的抽离),新股发行的供需严重失衡,“丐版 IPO”(指发行较少的新股以进行融资)从个案蔓延成惯例,而解禁临近时股价大幅下跌就难以避免了。

应当理解,港股市场作为离岸金融中心,其准入制度的包容性、便利性是吸引各地优质企业上市交易的基本盘,同时身处不断波动的国际金融环境中,不免受到来自投资端(资金供给端)的冲击。

(4) 境内资本市场入门端的定位。

境内资本市场依托大国经济内循环与金融自主性的优势,应从源头把握上市公司质量,维持一二级市场平衡。不同于美股市场上市制度(IPO、反向收购与 SPAC)的宽进宽出和大起大落,也有异于港股上市的 IPO 宽而反向收购紧,A 股宜坚持严进(IPO 和并购重组的严格监管)严出(严格的强制退市制度),既把好资本市场的质量准入关,也避免优质企业和资产被拒之门外。

2. 通过并购重组,低质低效资产实现退市“软着陆”

强制退市是资本市场出清劣质资产和风险资产的有效手段,而对于大量低质而非劣质、低效而非无效的资产及其控股股东,自愿、主动的退市和退出可通过并购重组来实现。

(1) 中小市值上市公司的积累和出路。

在国内经济和产业转型以及全球信息化、智能化迭代的大背景下,A 股上市公司市值加速分化,金字塔结构正在形成。截至 2024 年 2 月底,总市值 100 亿元以上的公司占比为四分之一,这些公司合计市值约占 A 股总市值 80%;50 亿元以下市值(中小市值)则占到一半以上(56%),这些公司合计市值占 11%;30 亿元以下市值(小市值)有 1 770 家,占三分之一(35%),市值仅占 5%。

进一步观察发现,小市值公司即便剔除亏损以及 PE>100 的极端值样本,市盈率的加权平均值、算术平均值、中位数仍分别达到 34.3x,34.5x,27.8x,明显高于 30 亿元至 50 亿元的中小市值公司,后者又明显高于 100 亿元以上的中大型市值公司。

小市值、高市盈率的上市公司中,除了少数高估值的成长阶段公司和濒临退市的极小市值公司(主板 3 亿元市值,创业板和科创板 1 亿元市值),有相当一部分为“小老树”公司。它们遇到增长的天花板,市场规模有限,转型困难,创始人退休而后继乏人,但仍有一定的经营能力,拥有账面现金、土地和厂房、业务渠道等有形或无形

资产,且未发生重大违法违规,不符合强制退市的条件。这些企业中,少数有机会被同行业或上下游的链主级上市公司吸收合并,更多的出路在于被新一轮竞争中成长起来的未上市企业反向收购,双方经过市场化的博弈进行资产和股权的整合或置换。

(2) 境外资本市场的退市制度实践。

退市制度是资本市场关键的基础性制度。2020年中央深改委审议通过《健全上市公司退市机制实施方案》以来,常态化退市平稳推进。为进一步深化改革,实现进退有序、及时出清的格局,更大力度保护中小投资者合法权益,中国证监会在认真总结改革经验和充分考虑国情市情基础上,于2024年4月12日又推出了新一轮退市制度改革意见,进一步严格强制退市标准,逐步拓宽多元化退出渠道,大力削减“壳”资源价值,切实加强监管执法工作,更大力度落实投资者赔偿救济。A股退市新规,旨在清退“坏孩子”,让“好孩子”充分受益资本市场资源,同时也有助于廓清上一轮A股并购重组乱象,为新一轮并购重组的优质高效扫清道路。作为对照,不妨看看境外资本市场的成败得失。

美股的退市经过多年洗礼,系统已经比较成熟。大量研究表明,被并购是美股市场上市公司退市的最主要原因,其次是私有化、交易所转板等其他自愿因素,非自愿退市占比极低。例如,麦肯锡咨询对美股公众公司2000年至2020年间退市原因的分析显示,退市企业中,被战略收购的比例高达84%;其次是私有化,占比11%;破产清算占比4%;非自愿退市及其他原因占1%。Statista数据库的一项研究跟踪了1999年到2013年纳斯达克全部上市公司的退市原因,被兼并收购占比53.9%,转板到其他交易所(主要是纽交所)占比22.9%,监管不合规和不达标占比17.4%(注:经常对外国公司采用),其他自愿退市占比2.2%,转到柜台市场占比1.3%。除了咨询机构、商业数据库的统计分析,实证性研究文献也得出较为一致的结论。

港股曾饱受退市不力之苦,2018年终于推行严格的强制退市规则,取得了不错的效果。2021年至2023年被港交所取消上市地位的家数占全部退市的比例分别为53.1%、75.8%和73.4%。但私有化退市(包括控股股东或管理层发起的私有化,也包括产业方或PE机构发起的收购)却一直不温不火,近年在市场低迷的环境中,私有化也仅有24起(2021年)、12起(2022年)和15起(2023年)。背后的原因是,在港股规则下私有化成功的操作难度较大,可能港交所担心若放宽私有化的条件,绩差企业未必积极响应,优质公司却因对估值和流动性的不满而率先退市。

(3) 强制退市与主动退市相结合作为 A 股市场的制度选择。

不难看出,不同市场的证券交易所从维护自身竞争力出发,因地制宜地作出差异化的安排。借鉴境外经验并立足国情市情,我国宜双管齐下推行退出机制。一方面有力执行强制性退市,对符合退市条件的企业应退尽退,将落后产能、风险资产和问题股权清理出证券交易所。另一方面为自愿的、市场化退市创造条件,允许大量低质而非劣质、低效却非无效的企业及其控股股东通过并购重组实现退市和退出的“软着陆”。具体方式可能是被其他上市公司吸收合并,也可能是被新涌现的未上市优质企业反向收购等。

四、优化并购重组制度安排的建议

A 股市场的并购重组监管经历了从松到紧,再到“有管有放”的制度变迁,积累了宝贵的经验教训,建立了较完备的规则体系、实践标准和操作指引。面对资本市场服务实体经济的新矛盾、新问题,相关制度仍存在调整和优化的空间。择要而论:一是合理区分“借壳上市”和符合产业并购逻辑的重组上市,前者纳入加强退市监管的范畴,后者按照目前“等同 IPO”的标准审核,并调优重组上市的触发指标;二是在监管实践中允许并购基金等长期投资者成为上市公司第一大股东,给予其在参与资格、税收优惠等方面的同等待遇。具体讨论如下:

1. 合理区分“壳”公司与正常经营的上市公司,差别对待“借壳上市”与符合正常商业逻辑的“重组上市”。

完成新“国九条”提出的资本市场高质量发展目标,应厘清现实的矛盾:一方面,在国内经济、产业转型以及全球信息化、智能化发展迭代的大背景下,A 股市场多年发展不可避免沉淀下来众多腰部(中小市值)企业,大部分不适用强制退市,退无可退;另一方面,数万家创业投资基金、私募股权投资基金所投资的具有一定价值的企业,大部分不适用独立 IPO,进无可进。

实事求是解决矛盾,应区分不同的情形:第一,上市公司之间的吸收合并;第二,龙头、链主级上市公司收购兼并未上市企业;第三,未上市企业及非上市公众公司对同行业、上下游或其他具有互补、协同等价值的中小型上市公司的反向收购;第四,跨界、借壳上市。

对于第一类,A 股公司之间吸收合并在数量上毕竟是少数;第二类,产业链上处

于整合者地位的上市公司虽有增多趋势,但整体数量有限。这两类属于鼓励的范围。第三类,从长期、动态眼光看,因产业兴衰、企业竞争而产生的此类交易需求持续存在。此类行为属于市场中性,允许在监管规则下合规的发生。第四类,壳公司,对其刻意规避退市的行为属于抑制和打击的对象。

因此,在新“国九条”的指导原则下,应具体区分“壳”公司与正常经营的上市公司,差别对待炒壳、保壳和跨界的“借壳上市”与符合正常商业逻辑的“重组上市”:

首先,明确“壳”公司的判断条件。包括:主营业务基本停滞,主营业务收入达到或接近退市条件,连续亏损,公司被交易所施以退市风险警示(*ST)和其他风险警示(ST),其他符合或接近退市条件的情形。对借壳上市的监管纳入加大强制退市力度的范畴,从严掌握“等同IPO”的审核标准。

其次,明确不属于“借壳上市”的反向收购。如上市公司不属于“壳”公司,且并购重组不构成跨界,及交易双方属于同行业、上下游或存在其他互补、协同、赋能关系(如互联网+、AI+),则属于商业上正常的反向收购。如果仅因触及从监管角度设计的规模性标准(如下所称“五项测试”),按正常的“等同IPO”审核即可。

等同IPO标准方面,主板可适用目前的三套指标;创业板适用目前的两套指标(皆为带至少一年盈利条件的指标);科创板为体现对科技企业的包容性,可选择五套指标之一。如该并购交易未进行上市公司原主要资产的剥离,且新的实际控制人承诺未来一段时期(如36个月)仍不进行出售的,在审核IPO的有关指标时,可将标的企业与上市公司合并模拟计算。

2. 微调重组上市的边界条件,为优质企业进入资本市场提供可选途径

4月12日,沪深北交易所就上市公司重大资产重组审核规则等业务规则修订向市场公开征求意见,沪深交易所在征求意见稿中都强调,要加大对重组上市的监管力度,削减“壳资源”价值。对照当日发布的最新上市条件(IPO门槛)的修改,沪深交易所均提高了重组上市条件。笔者认为,在严格执行上述最新关于重组上市要求前提下,涉及重组上市边界条件的细节标准,似有进一步优化与修正余地。

(1) 删除资产总额、资产净额和交易金额孰高的要求。

在判断是否触达重组上市的五项测试中(指拟购买资产的总资产、净资产、营业收入、发行股份占上市公司相应指标的比重超过100%,或者主营业务发生根本变化等五项标准),标的企业与上市公司的资产总额、资产净额的比较,要求分子采用资产总额和交易金额孰高,资产净额和交易金额孰高。由于成交金额以标的企业估值为

依据,与总资产、净资产的账面会计数字的可比性较差,尤其对于科技创新等轻资产企业,并购重组交易会频频误撞重组上市的测试线。另外,虽然成交金额与上市公司市值相对可比,但这一项比较已经隐含在发行股份与上市公司原股本的比较当中(发行股份×换股交易的股价=成交金额-现金交易金额),不必另行添加。

(2) 删除可比性较差的净资产指标。

总资产和营业收入指标对同行业企业规模的描述相对可靠,但净资产虽名义上以历史成本记账,实际上是会计报表各科目不同计量方法计量后的一个余项。诸多商业活动或交易会导导致净资产数字的变形(例如股份回购,可赎回优先股的公允价值变动,承诺回购产生的负债等)。随着轻资产企业增多及商业活动多样化,建议不再将净资产作为企业之间规模比较的指标。

(3) 明确真实意图的三方交易不属于重组上市的范畴。

根据重组办法,如果上市公司自控制权变更之日起 36 个月内,向新的实际控制人及其关联人购买资产,导致上市公司发生根本变化,即构成重组上市。三方交易是指上市公司收购的资产并非新实控人及其关联方所有,而是来自市场上的第三方,因此本就不属于重组上市的范畴,但市场交易为避免被错划为重组上市,干脆把股份支付也放弃了,以免涉及发行股份的行政许可而“节外生枝”。为明确市场预期,促进正常商业诉求的交易活动,可通过具体案例实施,示范并非恶意规避借壳上市的三方交易可通过正常审核。

以上在严格监管重组上市前提下的优化和微调,目的是:第一,便利具备规模的优质资产进入资本市场;第二,疏导和分流 IPO“堰塞湖”,减少增量扩容对一二级市场均衡发展的冲击;第三,促使存量的低质低效资产及其原控股股东实现退市和退出的“软着陆”。

3. 引导发挥并购基金的积极股东角色,允许其成为上市公司第一大股东

新“国九条”提出,大力推动中长期资金入市,持续壮大长期投资力量。当前 A 股市场投资机构不仅持股比重仍然较低,而且较少成为大股东(指持股 5%以上),鲜有成为第一大股东(指持股比例最高)。这与一些成熟市场的股东结构形成较明显的反差。以纳斯达克前七大市值公司为例,微软、苹果、英伟达的前四大股东清一色是指数基金、并购基金等投资机构,谷歌前四大股东除了第三股东之外其他都是机构投资者,亚马逊、脸书、特斯拉仅次于创始人持股的第二、三、四大股东为投资基金。

股权基金控股上市公司的障碍根源在于 IPO 监管对(拟)上市公司的股权明晰

且控制权相对稳定的要求。然而,通过上市公司的并购重组,基金成为第一大股东或控股股东的情况亦不多见。虽出现过一只或多只同一管理人旗下的投资基金通过协议转让、集合竞价和大宗交易增持、要约收购、表决权委托等途径取得并巩固上市公司控制权的案例,但这类交易主要通过二级市场及法律协议完成,有意无意避开了上市公司发行股份等涉及注册审批的事项。

从长期看,公司大股东榜频现投资机构的身影是必然趋势。伴随控制权逐渐从集中到分散,公司股权面临机构化或者散户化的分岔口。如果公司大股东当中长期价值投资者缺位,主导股权交易的一边是以退出为诉求的老股东,一边是频繁交易的投资者,A 股市场的股权结构将有散沙化之忧。

考虑 A 股市场的发展阶段,在 IPO 准入关尚须保持对股权明晰性和稳定性的要求,但对上市公司的资产和股权交易可拆除实践中无形的壁垒,投资机构与一般法人、自然人一样,都可以成为上市公司的第一大股东及控股股东。尤其是并购基金或其他长期投资策略的基金,它们作为长期和大额权益性资金的提供者,天然扮演积极股东的角色,应可以通过集合竞价、大宗交易、协议转让、换股合并等各种合法方式进入大股东之列。

作为落实新“国九条”的措施,监管机构积极鼓励上市公司吸收合并、私有化等类型的并购重组。目前这类交易主要由控股股东或其企业集团主导,由于参与面窄,交易并不活跃,历年案例仅以个位数出现。应发挥并购基金等长期价值投资者的专业化、市场化优势,在参与资格、税收优惠等方面给予一致待遇。同时防范风险,加强行为监管,做好投资者资格、资金来源等方面的穿透核查,强制信息披露,压实中介结构的鉴证责任。

4. 引进 VC/PE 机构的赋能专长,将其有条件纳入定增融资的战略投资者范围

上市公司非公开发行股票或可转债(下称“定向增发”)是并购重组支付对价和募集资金的主要工具。目前由于定向增发规则的限制,以现金认购的投资者除了上市公司的新老实际控制人及相关产业方属于战略投资者,投资基金等专业机构都被排除在外,导致现金定增的询价参与方主要为看重股票流动性(锁定 6 个月)及折价空间(发行期首日的股价八折为询价下限)的二级市场投资者。

创业投资基金、私募股权投资基金、并购基金(下称“VC/PE 机构”),与二级市场投资机构相比,其投资和退出周期长,持有股权的流动性差,更擅长投后管理,愿意投入资源为所投企业提供战略咨询、并购谈判、海外拓展等多方面支持。然而,目

前 VC/PE 机构进入 A 股市场的途径,主要是伴随企业上市而成为股东,诉求主要是减持和退出,这无疑是一种巨大的浪费。

因此,应以并购重组的配套融资引进战略投资者为契机,将符合条件的 VC/PE 机构纳入战投的认定范围。资格审核的条件包括:第一,在发行人所在行业或产业上下游具备战略资源,拥有相关行业投资和赋能的历史记录;第二,签署战略合作协议,战略合作的目标可量化、可落地,若未在限售期内完成战略合作目标,则相应延长锁定期,并取消未来一段时期该投资者参与定增的战投资格;第三,限制 VC/PE 机构单独或合计参与战投认购的比例。