

股权分置改革对我国上市公司并购的影响

张 娜 南昌大学法学院

〔摘 要〕 随着“全流通”时代的到来，制度性障碍的扫除将引发新一轮新的上市公司并购的热潮。加上新公司法和证券法的实施，将改善上市公司并购融资。本文结合现行经济形势来讨论股权分置改革对我国上市公司并购带来的新的影响。

〔关键词〕 股权分置 并购 影响

一、引言

随着股权分置改革的深入，中国 A 股市场的上市公司股票将实现真正意义的全流通。大规模并购所依托的资本市场的流动性有望得到解决，并购的驱动力、并购操作模式都将发生根本性改变，我国上市公司的并购将逐步显现成熟市场的特点。股权分置改革为企业实施并购创造了更多便利条件。由并购引发的产业重新布局将带动国有企业、外资企业、民营企业重新寻找自己的战略位置。2 008年我国股市大幅下跌，也为全流通下实施并购重组创造了良好机遇。股改不仅消除了阻碍中国资本市场健康发展的根本性制度缺陷，而且给上市公司并购带来了相当积极的影响，使公司并购迎来了一个全新的市场环境。新《公司法》、《证券法》和《上市公司收购管理办法》的颁布实施，则进一步扫清了影响公司并购顺利实施的法律障碍，从而必将激发并购主体的并购热情，极大增强并购市场的活力。

二、股权分置改革对上市公司并购的影响

1.“全流通”后，股权激励机制将真正奏效

市场并购活动的活跃必然产生一个新的竞争性的市场——上市公司控制权市场。这一市场让管理者感到压力努力改善上市公司治理结构。2 008年由于金融危机许多企业陷入了销售低迷和资金短缺的困境，这为并购重组带来了新的机遇。一旦公司被并购或收购，新的控股股东将对不称职的管理层进行更换，从而迫使经理人不得不从股东的利益出发，以追求企业价值最大化为己任。

股权分置改革也为公司的激励制度创新创造了条件，“全流通”后，一方面企业实施可以通过公开公平的控制权市场，另一方面股价真正成为衡量其收益的因素，股权激励机制将真正奏效。

2. 股权改革之后，新两法的修改，减少了股权和债券融资的限制

与股权改革同时进行的是新《公司法》和新《证券法》的实施，新两法相比之下放松了股票的发行条件，如新股发行条件中取消了“前一次发行的股份已募足，并间隔一年以上”和“公司在最近三年内连续盈利，并可向股东支付股利”等限制；新法与旧法比，债券发行条件中没有规定“用途须经审批、限制弥补亏损和非生产性支出”债券利率的确定方式；新证券法给予发行主体利率确定方式的权利。这说明在新证券法下，上市公司可以更容易地融得权益资本，由于债券融资用途限制和债券利率规定的放松，有利于企业为并购发行高风险高利率的债券用于融资。所以，股改后利用证券市场进行并购融资将变得更加容易。

3. 并购主体的收购方式发生了变化，要约收购成为上市公司并购的主流

长期以来，由于股权分置的现实存在，上市公司并购基本上是协议收购模式“一统天下”。股权分置改革后，协议转让、要约收购和二级市场竞价收购，都将作为并购主体的收购方式。

股权分置改革的完成，一方面消除了股权协议收购的存在理由，在股份全部可流通的背景下，所有股份都可以通过市场出售；另一方面也为要约收购创造了条件，股改后，不仅股权分散、全

部可流通，而且实现同股、同权、同价，体现所有股东权利的真正平等，从而从制度上保证了收购中交易各方利益实现的公允性，要约收购的自愿性行为才会发生。因此，股改的上市公司并购中，要约收购将会逐步得到推广，成为上市公司并购的主流。

4. 股权分置改革股票支付方式逐步增多

逐步降低上市公司并购中现金支付方式的比例和金额，是并购市场初步成熟的标志之一。股票已成为企业并购的主要支付方式，国际上大规模的并购案例也多采取换股方式进行。在我国由于股权分置，缺少换股所需的市价作基准，因此难以进行换股并购。股权分置改革后，股权将更趋分散，收购变得容易，可以相对降低收购金额；同时，由于同股同价，也便于实施股权交换。近年来，我国证券市场无论在理论上还是实践上都正在为股权支付这一方式创造条件。T C L 集团吸收合并 T C I通讯以及第一百货吸收合并华联商厦均采取了股权支付的方式。我国《上市公司收购管理办法》第 6 条也明确规定上市公司收购可以采用现金以外的其他方式。随着并购规模的逐步扩大和并购融资渠道的拓宽，股票将有可能居于主流地位，成为主要的并购支付方式。

5. 战略性并购将逐渐取代财务性并购成为上市公司并购的主流

过去同股不同权使得并购重组是出于短期的经济利益，并非完全取决于企业资产的正常组合需要。随着股权分置改革后，基于公司的长远战略进行，通过并购获得企业的技术、管理和市场资源，最大限度地发挥与企业的协同效应，在提升技术层次的同时，也满足企业战略调整和产业转移的需要。选择并购对象都有战略目标，原则是要有协同效应，实现双方企业价值增长，保证未来竞争优势。

三、结束语

2009年是股权分置改革后上市公司进入全流通的高峰之年，为通过二级市场增持、回购、收购实现资产重组创造了丰富的机遇。在经济低迷时期，低利率和低定价环境将催生重组浪潮。随着全流通上市公司数量增加，产业资本参与二级市场定价的动力在持续增强。中国证券市场将会出现一道精彩的风景线。

参考文献：

- 〔1〕中国人民大学财政金融与证券研究所副所长赵锡军在股改周年时作出的判断
- 〔2〕政策利好密集出台，并购重组或成基金投资焦点，2 1 世纪经济报道，2 009. 1. 17
- 〔3〕巴曙松：全流通时代：中国正开启战略并购之门，现代商业银行 2 0 0 6，1 1
- 〔4〕郑向勇 李凤林：股权分置改革对我国企业并购融资的影响. 理论研究 2007. 2
- 〔5〕股改使并购模式更丰富，中国证券报，2 005. 12. 20
- 〔6〕罗文志 董寒冰编著：上市公司并购法律实务，法律出版社，2 0 0 5 年版
- 〔7〕祖霆：国内并购练就国际化真功夫，《麦肯锡季刊》，2008. 1 0