



穿越并购重组冰火线

进入中国市场的方式在更新 外资盯住上市公司

有人惊呼：美国吸引外资的第五波浪潮已来临

在不能直接进入中国股市的情况下，外资并购国内企业，成为外资进入中国资本市场的重要途径。从并购的方式看，跨国并购和国内并购，成为外资进入中国资本市场的主要方式。从并购的行业看，外资并购主要集中在制造业、服务业和高新技术产业。从并购的规模看，外资并购的规模越来越大，有的甚至达到数十亿美元。从并购的动机看，外资并购既有战略性的，也有财务性的。从并购的效应看，外资并购对中国经济的发展产生了积极的影响。

1995年8月11日，日本五十铃和伊藤忠商事株式会社两公司以协议购买方式联合一次性购买北京北旅4002万股非流通股，占北旅总股本25%，成为该公司第一大股东。

彼时，《国际金融报》的前身《国际金融信息报》在头版对此事件进行了题为《外资盯住上市公司》的报道。在不能直接进入中国A股市场的情况下，外资大规模并购国内企业已引起各界人士的普遍关注，利与弊的双重压力下，我国的资本市场在发展和监管上备受挑战。

上市公司收购管理办法出台

证监会发布《上市公司收购管理办法》后，2003年4月，南钢股份公布要约收购公告书。这是自1999年7月1日《证券法》实行以来沪深股市的首例强制性全面要约收购案。

2004年产生了我国首例上市公司间的吸收合并案。第一百货和华联商厦这两大商业巨头的合并成为外资冲击下中国零售业的一面旗帜。

证监会努力推动上市公司并购重组市场发展，于2002年出台《上市公司收购管理办法》。《国际金融报》在头版头条对此事件进行报道，根据《办法》，投资者可采用要约收购、协议收购和集中竞价交易等方式进行上市公司收购，允许依法可转让证券和其他合法支付手段作为上市公司收购的对价。新出台文件将与《证券法》一起，对优化上市公司资源配置起到积极的推动作用。

首例要约收购 考验上证所

2003年4月，由四家企业合资设立的南钢联合宣布对南钢股份进行要约收购。此次要约收购在国内尚属首次，涉及到停牌情况也没有先例，故各个方面都较为慎重。《国际金融报》记者紧密联系了事件关键人物，以一手材料为基础，提炼出市场关注的关键问题，引人深思。

中国立法鼓励上市公司收购

2006年，证监会发布修订后的《上市公司收购管理办法》（征求意见稿），鼓励上市公司收购，内外并举提升公司价值。《国际金融报》第一时间在头版头条刊登报道，并发布评论文章。

并购重组：IPO“弃儿”新去处

2013年10月8日，酝酿已久的并购重组分道审核制正式实施。《国际金融报》细数新政策下三大利好：根据规定，来自九大行业、符合三标准的上市公司并购重组将可以进入豁免/快速审核通道。这意味着新一轮并购重组浪潮即将展开，对苦等IPO开闸的中小企业、PE机构、券商投行来说，无疑是一扇“面朝大海”的窗户。

市场萌芽：摸索中前进

1993年的“宝延风波”是国内首例通过证券市场的并购，它标志着中国证券市场的功能有了进一步的延伸。中国证券市场从单纯的上市融资发展到企业利用资本市场进行资本运作和重组，自此具有了优化配置资源、调整产业结构的可能性。其后万科参股中华、恒通控股棱光、康恩贝吃掉凤凰、恒丰举牌兴业、辽国发争爱使、一汽买金杯等一系列事件，都可以说是宝延事件激起的千层波浪，也催生了中国资本市场一大挖掘不尽的题材板块——并购重组。

伴随着改革开放的步伐，中国资本市场的并购重组如何做，怎么管，都在摸索中进行。三十年来，有人构建资本体系，有人在盛宴间徘徊，也有人钻空子暗渡陈仓。各方力量交织，共同谱写了并购重组市场的冰与火之歌。《国际金融报》一路同行，忠实记录了曲谱上每一段特别的旋律。

1995年，“北旅事件”成为轰动一时的首例外资收购案，也触发了产生了阶段性限制上市公司国家股和法人股向外商转让的规定。

证监会发布《上市公司收购管理办法》半年后，2003年4月，南钢股份公布要约收购公告书。这是自1999年7月1日《证券法》实行以来沪深股市的首例强制性全面要约收购案。

2004年产生了我国首例上市公司间的吸收合并案。第一百货和华联商厦这两大商业巨头的合并成为外资冲击下中国零售业的一面旗帜。

政策松绑：机遇掀起热潮

2005年，A股市场启动了股权分置改革，股票自此有了充分的流通性。紧随其后2006年修订《上市公司收购管理办法》和2008年颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》，则是A股并购重组市场活跃起来的另一大标志性的开端。

2013年的IPO经历了近一整年的“冰封”，并购重组成为了企业与资本市场衔接的新出路。IPO之路的堵塞以及中概股的“回归”大潮，促使这一年推出并购重组预案、并购重组获批或已实现的上市公司数量呈现井喷之势。

2014年3月，《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》进一步提出要减少企业兼并重组相关行政审批，营造良好的市场环境，发挥资本市场作用。同年10月24日，证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》和《关于修改上市公司收购管理办法的决定》。办法规定，将对不构成借壳上市的上市公司重大购买、出售、置换资产行为取消审批，取消要约收购事前审批及两项要约收购豁免情形的审批等。政策的“松绑”繁荣了A股并购重组市场。

这段时期，并购重组市场产生了不少里程碑式的案例。2014年，中国中车实现“南北合并”。同年3月，绿地集团以667亿元的交易作价借壳金丰投资。2015年，海外归来的分众传媒、巨人网络等选择了借壳回A。2016年，快递三巨头圆通、顺丰、韵达均以过百亿的交易规模借壳登陆A股，其中顺丰借壳鼎泰新材的作价高达433亿元。2017年11月，三六零宣布作价504亿元借壳电梯公司江南嘉捷……

可以说，2015年前后的中国并购市场极为繁忙。2015年当年，67%的上市公司发生了并购行为。不过，随着2016年“最严重组新规”的实施，这一比例在2016年、2017年下降为51%、44%。

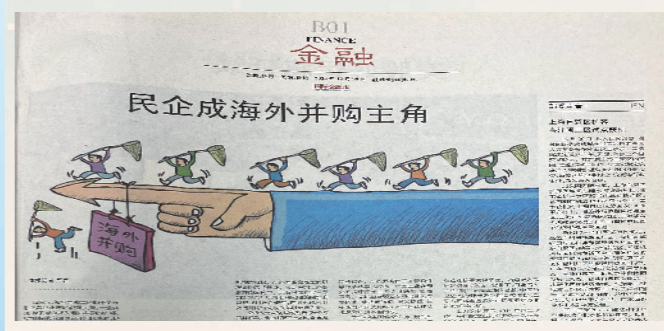
回归理性：质与量双重提升

2019年，创业板放开借壳上市限制，润泽科技借壳普丽盛实现上市，成为创业板借壳上市第一股。尽管政策再迎利好，但并购重组市场的热度明显趋于理性，高估值、高商誉、高业绩的“三高”现象有所降温。这一年，《国际金融报》观察到产业内并购大流行，借壳上市数量激增；但同年7月，又已有41起重大重组主动终止。不论市场是狂热还是冷静，《国际金融报》都以理性专业的态度陪伴左右。

2021年，并购市场又迎来一大重要变化——新设并购重组委员会。在注册制逐步推行下，主板、科创板、创业板及中小板公司的重大资产重组项目统一调整为提交并购重组委员会审议。转换角度看海外并购，在跨国并购的舞台上，中国企业同样担纲了重要角色。《国际金融报》观察到，外资“闯进来”的同时，中国企业也在积极“走出去”，国企和民企均有不俗表现。

跨境并购：“走出去”遭遇“闯进来”

2006年，中国在并购领域取得了一系列值得称道的成绩。跨国巨头加速并购中国本土企业，打入中国市场的同时，中国本土企业也在勇敢走出国门展开企业国际化战略。然而，众多跨国并购事项频频受挫，让人不禁发出疑问：中国企业的价值是否被低估？政府部门又该如何调控？《国际金融报》在2007年伊始刊发特稿，回顾“走出去”和“闯进来”之间的重重挑战。



以中国为代表的新兴市场国家开始在国际资本市场扮演重要角色，中国民企崭露头角。与国企明显不同的是，民企在标的选择上更加广泛和多元化。与此同时，海外并购也因金融环境、政策法规等多方面差异而危机四伏。《国际金融报》发出呼吁：企业应理性面对海外并购热。

监管层三招管“重组”



2016年，“最严”重组新规出台，证监会对炒壳行为的监管再次升级。这次，远非窗口指导可比，而是用监管规则正式向炒壳行为下达最后通牒，是一次对不良重组的“重拳出击”。



创业板放开借壳上市限制后，润泽科技通过借壳普丽盛成功实现上市。《国际金融报》从普丽盛发布重组公告伊始便予以关注，对普丽盛和润泽科技双方的背景进行梳理和跟踪报道。

41起重大重组为何主动终止



由于宏观经济环境及国内外资本市场情况发生较大变化，多家上市公司选择主动终止重大重组事项。有趣的是，《国际金融报》记者比较后发现，尽管2019年主动终止并购重组的上市公司数量较去年同期增多，但并购市场整体更加活跃，且失败率略有下降。

并购之2021

2021年，并购重组委员会新设，各大板块重大资产重组事项统一提交并购重组委员会审议。这一举措有力地简化了审核流程，让资本运转周期更加合理高效。《国际金融报》对政策变动进行报道的同时，回顾了2021年并购重组市场的整体情况。