

金融“脱实向虚”之规制逻辑

——以上市公司并购重组规制为例

蒋大兴

(北京大学 法学院, 北京 100871)

摘 要: 上市公司并购重组日趋活跃, 并非全是正常商业利益驱动的结果。从纯净市场角度出发, 监管部门有责任去除不合商业理性的并购行为。若资本市场有其预设的功能目的和服务方向, 则证监会可通过对并购交易之规制, 增加非理性并购的成本, 使并购交易为实体经济融资发展服务。理性并购是一项商业决策, 有其正常的交易结构和节奏。证监会可在并购交易所属业态、并购频次、并购融资渠道及规模、并购方式、并购退出渠道等方面对非理性交易予以规制。同业并购是最理性的商业并购形式, 却背离有关制度理性, 亟须检讨同业并购限制、禁止的规制逻辑是否仍有其存续价值; 遏制非理性并购还需要限制并购频次, 让并购保持合理节奏; 完全以自有资金进行的并购交易, 通常不会发生“忽悠式”重组, 但融资并购乃并购之常态, 证监会对并购融资之鼓励又在一定程度上促成了并购活跃及非理性并购。在 IPO 严管时代, 借壳、买壳式并购交易符合中国商业实践需求, 却因存在与 IPO 竞争的内生局限而受到证监会严格规制, 因借壳、买壳主体多为实体企业, 这种规制还可能影响实体经济发展。根据并购者退出企业的时间长短不同, 分别设计不同的所得税率, 遏制短期的投机型并购交易, 鼓励长期的投资型并购交易, 是沉淀并购投资、支持并购交易“脱虚向实”的又一举措。

关键词: 上市公司; 并购; 交易; 实体经济

中图分类号: DF411.91

文献标志码: A DOI: 10.3969/j.issn.1001-2397.2018.

05.07

金融之本质和存在目的乃为实体企业提供“融资中介”服务。今日之中国资本市场已开始走向并

购时代, 但立法者似乎并未为此做好准备。虽然“自 2008 年全球金融危机之后, 监管改革和科技发展正在从根本上改变金融市场的本质、服务及机构”^[1], 但并购重组领域的监管仍存在很多盲区, 大量旨在操纵股价的“忽悠式”并购重组在“并购促进”的幌子下盛行, 如何在法政策之功能方向上予以调整, 加大上市公司“脱实向虚”并购融资之成本, 以促进服务于实体经济的“正当并购”, 实为当

收稿日期: 2018 - 06 - 08

基金项目: 2014 年度国家社会科学基金重大项目“社会主义市场经济中的公共商行为及其规制”(14ZDC019)

作者简介: 蒋大兴(1971), 男, 湖南邵阳人, 北京大学法学院教授, 博士生导师, 法学博士。

务之急。但既有文献多属新闻式评论^[2-4],较少理论文章从规制者维度对并购交易如何“脱虚向实”进行研究。

本文遵循并购交易法律结构之内在逻辑,拟从并购融资的资金来源、标的公司状况、并购交易节奏、并购后标的企业治理整合、并购交易的税收规制等维度,区分“投机性并购”和“投资性并购”,通过增加交易成本的方式,最终以制度变革引导上市公司实现并购投资、融资转向,从“脱实向虚”走向“脱虚向实”。

一、并购交易的法律结构

所有正常的并购交易都是法律设计的产物,因此,从并购交易结构设计出发,有助于规制“不良并购”,实现并购交易之良性发展。所谓并购交易的结构设计,是指买方或卖方为完成标的企业、资产的最终交割而对该企业在资产、股权、财务、税务、人员、法律等方面进行重组,设计出更易为市场接受的“商品”的过程。企业收购兼并需要结构设计,这是由并购交易之特性决定的。企业并非标准化的合约产品,而是一个动态的开放系统^[5]。其交易结构(deal structure)的法律设计与企业并购的商业过程密切相关,而交易结构是买卖双方以合同条款形式确定的、协调与实现交易双方最终利益关系的一系列安排^[6]。从交易结构设计出发,可以控制并购交易的趋向和节奏。

(一) 并购交易的商业过程

企业并购的商业过程通常包括六大环节:制定目标、市场搜寻、调查评价、结构设计、谈判签约、交割接管。所谓制定目标,就是勾画出拟并购企业、资产的轮廓,如所属行业、资产规模、生产能力、技术水平、市场占有率等。根据确定的目标进行市场搜寻,捕捉并购对象,并对可供选择的企业进行初步比较。当选定一个“适当”对象后,开始深入调查了解,并就企业的资产、财务、税务、技术、管理、人员、法律等方面进行评价。根据评价结果、限定条件(最高收购成本、支付方式等)及卖方意图,对各

种资料进行深入分析,统筹考虑,设计出一种购买结构,包括收购范围(资产、债项、契约、网络、知识产权等)、价格、支付方式、附加条件等。然后,以此为核心制成收购建议书,作为与对方谈判的基础,结构设计将买卖双方的利益拉得很近,双方才有可能进入谈判签约阶段^[6]。

(二) 并购交易的法律结构

并购交易的法律结构来源于其商业过程,但又不同于其商业过程,不是商业过程的简单法律翻译,并非并购交易商业过程中的所有行为最终都会转化为并购交易法律结构设计的相应要素。只有并购交易商业过程中最为重要的要素——那些可能影响并购交易合同成立及履行的重要元素,才可能在并购交易法律结构设计中成为考量因素,从而进入合同条款设计之中。

有人认为,并购交易法律结构的设计要坚持创新、综合效益和稳健原则^[7]。结构设计通常涉及六大方面:第一,法律方面,包括并购企业所在国家的法律环境、不同并购方式的法律条件、企业内部法律(如公司章程、企业以往的股东会决议等);第二,财务方面,包括企业财务(资产、负债、税项、现金流量等)和并购活动本身的财务(价格、支付方式、融资方式和规模、成本等);第三,人员方面,包括企业的高级管理人员、核心技术人员、熟练员工等;第四,市场网络(营销网、信息网、客户群等);第五,特殊资源方面,包括专有技术、独特的自然资源、政府支持等;第六,环境方面,即企业所处的“关系网”(股东、债权人、关联企业、银行、行业工会等)^[8]。这种交易结构的设计明显侧重于商业事实的记录,法律方面的考量不足。还有人认为,并购交易结构包括以下六点:收购方式(资产还是股权);支付方式与时间;交易组织结构(离岸与境内、企业的法律组织形式、内部控制方式、股权结构);融资结构;风险分配与控制;退出机制。此种交易结构设计元素之把握,具有更强的“法律性”。

综合以上并购交易法律结构设计的考量因素,本文认为,并购交易法律结构之设计,具体涉及以下有法律意义的要素:并购交易之主体;并购交易

之标的企业、资产; 并购交易之方式; 并购标的、对价之交付期限及条件; 风险分配与控制; 退出机制。

二、并购交易的“脱实向虚”

(一) “脱实向虚”的经济环境

在最近风起云涌的并购交易中, “脱实向虚”现象比较严重。所谓实, 指实体经济, 即一切为满足人民各种物质、文化需求而进行的商品与服务生产、流通工作。比如, 日常生活用品的生产和流通, 是实业^[1]。实体经济是人类社会赖以生存与发展的基础, 包括物质的、精神的产品和服务的生产、流通等经济活动, 包括农业、工业等物质生产和服务部门, 也包括教育、文化、体育等精神产品的生产与服务部门^[2]。所谓虚, 指虚拟经济, 多指基于资产价格上涨来获利的投资行为, 也即通常所谓的“炒作”, 主要对象是金融工具、投资品、收藏品等。更简洁地理解, “实”是指围绕居民消费的生产与流通, “虚”是指基于资产涨价的投资(资产的二级市场投资)^[3]。GDP 大致可代表实体经济(或者说, 至少 GDP 里的大部分是实体经济, 即围绕民居消费的生产和流通)。因此, 衡量特定区域经济是否存在“脱实向虚”以及“脱实向虚”程度的常用指标是金融业利润占 GDP 的比重。有关统计数据显示, 2007 年、2009 年、2015 年, 因股市暴涨, 金融业利润占 GDP 的比重均显著提升(参见图 1), 若剔除股市影响, 在 GDP 总体下行的情形下, 同样可发现存在类似曲线(参见图 2)^[4]。这可能意味着“脱实向虚”现象更为严重, 因为金融利润曲线与 GDP 曲线离空程度更高。

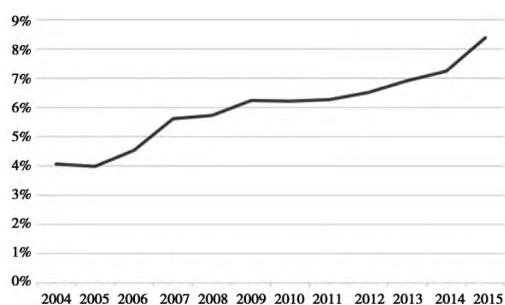


图 1: 股市暴涨情形下金融业利润占 GDP 的比重

从比较经济维度而言, 若以银行业增加值/GDP 比重衡量, 美国历史上该占比曲线虽有波动, 但总体呈缓慢上升趋势, 通常该比重的变动周期晚于 GDP 的变动周期, 且 3% 左右的占比是美国银行增加值、GDP 的正常水平(参见图 3)。从 1997 年开始, 该比重快速上升, 直至 2002 年创出高位 3.66%, 经济“脱实向虚”的程度可能较高了。最后, 经济下行时, 同时经历了泡沫破裂, 导致银行自身的盈利状况恶化^[5]。我国与美国的差异在于, 银行经营并未迅速恶化(至少表面上未恶化), 所以占比迟迟不下降。直至 2015 年, 银行盈利增速进一步放缓, 比 GDP 增速更慢了, 该比重才开始下降。我们与其抱怨银行盈利不佳, 还不如庆幸, 经济虚拟化程度缓解了^[6]。

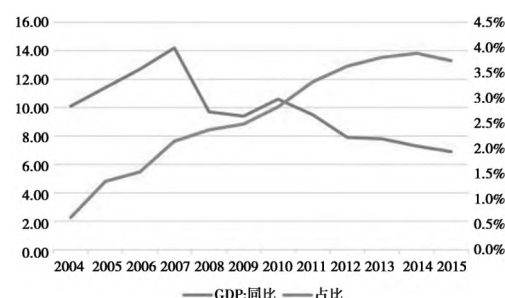


图 2: 剔除股市暴涨因素情形下金融业利润占 GDP 的比重

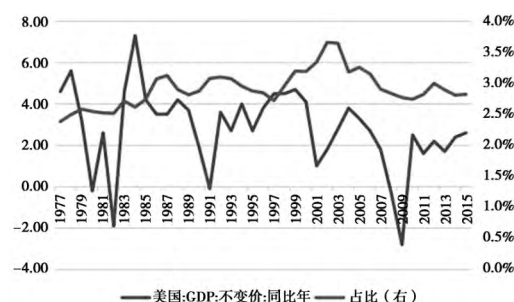


图 3: 美国银行业增加值/GDP 比重

(二) “脱实向虚”的交易结构表现

从交易结构而言, 此种“脱实向虚”的行为表现也是明显的, 无论是在交易主体、交易客体方面, 还是在交易条件、交易方式、风险分配机制、交易退出安排等方面, 都有不同程度的体现。

1. 交易主体

在并购交易主体方面, 非实体经济尤其是非制造业企业(如保险公司等金融类企业等) 作为并购

主体或者组织并购基金参与并购的现象日益增多,因为金融企业本身的逐利追求,此种并购交易并非旨在改善实体企业的经营状况,而是试图通过并购交易获得资本利得、投资利得。例如,在宝能收购万科的过程中,我们可以看到保险机构、险资参与企业并购交易之热情。尤其在市场行情看跌、经济下行之时,保险资金收购现象明显增多。例如,2015年6月15日到8月26日,沪指累计跌幅高达45%。与此同时,A股共发布举牌公告117起,其中,以保险资金为举牌主体的有48起,涉及资金1355.69亿元^①。国内出现了大规模的保险资金并购浪潮,除了2013年到2014年间安邦保险大举参股银行和国内外保险公司以外,中国平安与中国人寿也在海外进行大幅资产兼并,前海人寿、阳光人寿、富德生命人寿、国华人寿、上海人寿、君康人寿、百年人寿等亦举牌多家上市公司。这充分说明,保险资金收购具有发展前景的各行业企业是常态而非例外,在资本市场处于低潮的时期尤其如此。在经济下行的时候实施并购,通常能为保险公司带来更多潜在的增长机会,同时也对稳定经济发展发挥作用^②。这样的情况也在美国发生过,2003年到2012年,美国市场中由保险公司主导的并购共有185件,其中保险公司跨行业并购93件。数据表明,2008年金融危机后到2012年,美国保险公司跨行业收购有逐渐回暖的趋势。进入2012年,美国所有保险资金参与的并购涉及金额已回升到135亿美元。根据德勤2014年保险业并购报告数据,2013年国际主要市场中,保险资金用于收购公司的数量达54家,涉及资金1022亿美元,其中,寿险资金227亿美元,非寿险资金795亿美元,包括美国车险公司 Progressive Corporation 宣布收购全球电子产品供应商 ARX Holding Corp. 等跨行业并购。可见,保险资金兼并和收购其他行业企业,在国际上已成为重要的资本管理手段。另外,美国保险公司也会通过其资产管理公司持有大量上市公司的股权,2011年,美国第二大保险公司保德信金融集团(Prudential Financial)持有美国社交网站 LinkedIn 15.9%的股权^③。保险公司资本的“金融资本”本

色,使其资本保值增值的方式不同于传统实体企业,更类似于金融企业——不像传统企业那样依赖对劳动力和生产资料的运营,而是依赖对自身资本的金融运作,并购通常是促使其资本增长最有效且成本最低的方式。

根据交易主体的并购目的是长期持有并购标的企业还是短期获利,可以将其区分为战略投资者和财务投资者。可以发现,从2012年到2016年,战略投资者在同比减少,而财务投资者在同比增加,这也意味着并购交易存在“脱实向虚”的趋向(参见图4)。

2. 交易客体

在并购交易客体方面,包括被并购的企业、资产(含股权)等,投资利润率高的非实体经济形式日益成为热门的并购对象,尤其是互联网企业、娱乐游戏企业、金融企业、房地产企业,甚至投资公司等新兴商业领域、经营模式亦成为此轮并购的热门对象。相反,实体经济企业因为平均利润率低,很难成为并购标的企业。从中国2012年10月-2017年10月发生的并购案件中,不难看出中国实体经济的主要领域——制造业——虽然发生了为数最多的并购项目,并购总金额也最大,但并购项目的平均金额远赶不上房地产业、金融业和采矿业(参见表1)。

从全球来看,金融科技(FinTech)产业最近也备受关注。例如,全球投资金融科技企业的款项(包括行业汇款、贷款支付)已增长3倍,从2013年的40.5亿美元增长到2014年的122.1亿美元。尽管金融科技产业仍处在发展的早期阶段,但其可能会定义和塑造金融行业的未来。虽然有大量资金进入市场,并不是所有金融科技企业都会成功。为了保持可持续和盈利,企业需要通过拥抱金融来包容扩展它们的业务。全世界估计有38%的人口没有正式银行账户,另外有40%的人口,银行对其服

① 资料来源: Bureau van Dijk Database (US January 2003 to December 2012); 转引自: 明桥. 保险资金收购上市公司的若干问题与思考 [EB/OL]. (2016-01-04) [2017-12-11]. <http://insurance.hexun.com/2016-01-14/181800971.html>.

务不周(underserved by banks) ,这为金融机构提供 并购热门的市场原因。
了一个巨大的潜在市场^[4] ,也是金融科技产业成为

金额: 10亿美元		2012		2013		2014		2015		2016		%差异 数量 2016 比 2015	%差异 金额 2016 比 2015
		数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额		
战略投资者													
国内		2,667	83.6	2,704	138.2	4,180	225.6	4,821	422.1	4,804	329.7	0%	-22%
国外		286	8.6	275	14.1	354	22.2	316	13.6	337	10.5	7%	-22%
战略投资者总和		2,953	92.2	2,979	152.3	4,534	247.8	5,137	435.7	5,141	340.2	0%	-22%
财务投资者													
私募股权基金交易		359	35.4	392	33.6	593	67.8	1,063	182.1	1,767	222.9	66%	22%
风险投资基金交易		473	0.9	738	0.8	1,334	1.3	2,735	4.2	3,492	5.9	28%	42%
财务投资者总和		832	36.3	1,130	34.4	1,927	69.0	3,798	186.3	5,259	228.8	38%	23%
中国大陆企业海外并购													
国有企业		41	35.8	55	36.5	78	25.9	80	27.6	116	66.5	45%	141%
民营企业		124	10.1	118	10.6	145	13.6	207	21.0	612	116.3	196%	453%
财务投资者		26	9.6	25	1.0	49	13.3	95	15.3	195	38.1	105%	149%
中国大陆企业海外并购总和		191	55.4	198	48.1	272	52.7	382	63.9	923	220.9	142%	246%
香港企业海外并购		166	12.2	164	9.0	215	20.7	199	25.0	281	18.2	41%	-27%
总计		4,116	186.5	4,446	242.7	6,899	377.0	9,421	695.5	11,409	770.1	21%	11%

图 4: 2012 年至 2016 年交易总数与总金额

3. 交易方式、价格条件

从交易方式而言,资产收购往往存在更直接的
给付及产业整合问题,此种并购方式必须深入介入
企业实体资产的运营,产业化要求高,协调难度大,
投机性并购者很少会采此种并购方式。相反,股权

并购则更容易退出变现,基于股东可能存在战略投
资者和财务投机者的区分,并购者可以选择是否需
要介入企业运营,对于财务投机者来说,此种并购
方式更为灵活,有助于其与实体经济保持距离。

表 1: 行业并购状况(2012 年 10 月 - 2017 年 10 月)

行业代码	行业名称	事件个数	披露金额事件数	总金额(亿元)	平均金额(亿元)
A	农、林、牧、渔业	565.0000	503.0000	542.1298	1.0778
B	采矿业	412.0000	303.0000	2,066.7203	6.8209
C	制造业	8,735.0000	7,524.0000	20,837.3334	2.7694
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	907.0000	773.0000	2,502.2332	3.2370
E	建筑业	601.0000	533.0000	2,039.3596	3.8262
F	批发和零售业	900.0000	785.0000	1,255.9168	1.5999
G	交通运输、仓储和邮政业	526.0000	465.0000	1,777.7946	3.8232
H	住宿和餐饮业	111.0000	101.0000	318.9210	3.1576
I	信息传输、软件和信息技术服务业	3,587.0000	3,216.0000	8,014.9499	2.4922
J	金融业	1,851.0000	1,662.0000	10,640.8523	6.4024
K	房地产业	877.0000	773.0000	9,644.8144	12.4771

行业代码	行业名称	事件个数	披露金额事件数	总金额(亿元)	平均金额(亿元)
L	租赁和商务服务业	947.0000	854.0000	5,051.0168	5.9145
M	科学研究和技术服务业	2,450.0000	2,206.0000	3,339.6124	1.5139
N	水利、环境和公共设施管理业	606.0000	537.0000	916.9738	1.7076
O	居民服务、修理和其他服务业	725.0000	647.0000	1,244.7777	1.9239
P	教育	160.0000	149.0000	218.6161	1.4672
Q	卫生和社会工作	78.0000	72.0000	227.3279	3.1573
R	文化、体育和娱乐业	906.0000	788.0000	2,515.1904	3.1919
S	综合	123.0000	107.0000	410.3442	3.8350

数据来源: 东方财富 Choice 数据

交易价格条件则视交易标的、交易方式不同而有所区别,可能是现金交易,也可能是股份交易,还可能是各种价格条件的混合交易。当交易标的物为资产时,通常以评估报告确定资产价格。资产交易定价以资产评估结果为依据的,上市公司应当聘请具有相关证券业务资格的资产评估机构出具资产评估报告^①。并购交易以股份给付交易价款时,需要参考特定时期的股票均价。

4. 风险与分配机制

商业性并购通常会充分考虑并购风险,在风险转移与分配机制方面,往往会设计出复杂的条款,以免风险过于集中。比较典型的例子,是在并购交易合同的生效条件、资产评估、权利保证、回购条款、业绩补偿等方面,都会设计对赌规则,或设计担保责任,以避免因陈述不实、资产不实、业绩不实带来交易履行的障碍。

5. 并购退出

从并购退出的方式也可发现并购交易是否有助于实体经济发展。首先,“忽悠式”重组通常不可能长期持有标的公司的股权、资产。因此,根据并购交易退出期间的长短,可以在一定程度上推断出并购交易的真实目的——是否为实体经济服务。其次,“忽悠式”重组往往旨在获取超额利益,因此,大多会选择有助于获取高额利益的方式退出,例如,以高溢价的 IPO 方式退出,在该类方式退出的

并购重组中,非理性重组可能会更多。而且,并购本身也是一种退出方式。从 2016 年及以前年度 A 股并购重组的交易金额来看,远远超过 A 股 IPO 金额(2016 年并购重组金额近 2.4 万亿元,而 IPO 新股发行募集金额不超过 3000 亿元)。一直以来,并购都是投资机构退出的重要渠道。随着我国产业结构的深入调整,以及新股发行节奏加快而带来的新股市场趋于价值理性,未来以并购方式退出的可能会越来越多,这也是成熟的资本市场中并购者常用的退出方式^[1]。

从 2014 - 2017 年上半年的数据来看(上半年用 1H 表示,下半年用 2H 表示),私募股权、风险投资基金在投资之后,退出企业的主要渠道还是上市和再并购,尤其是国内 A 股上市,仍是风险投资者选择的首要退出方式(参见图 5)。

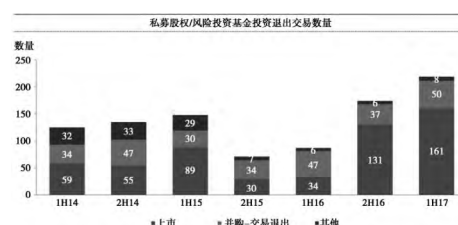


图 5: 私募股权、风险投资基金投资退出交易的数量

① 参见《上市公司重大资产重组管理办法》第 17 条第 3 款。

三、并购交易的规制逻辑

(一) 跨行业并购限制

“脱虚向实”的并购交易规制策略首先面对的是跨行业并购规制。在同业或主业领域进行并购,符合通常的商业目的,属基于业务需求的正常、理性并购的可能性大。在同业领域,并购主体了解并购客体(财务欺诈困难),有同业运营经验,市场判断相对准确,并购后协调运营难度小,并购运营成功的可能性更大,故依此进行资本利得性投资的可能性相对较少。因此,从规制促进角度而言,鼓励同业并购仍应是上市公司并购规制策略的主要方向,对跨业并购行为应实行更严格的限制。例如,上下游产业(临近产业)之外的跨业并购,应成为并购重组委重点审查的对象,其审查之重点在于并购主体发挥商业协同效应之可能及强度,《上市公司重大资产重组管理办法》即特别关注并购重组的协同效应。该办法第43条规定“上市公司发行股份购买资产,必须充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续盈利能力,有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性;上市公司为促进行业的整合、转型升级,在其控制权不发生变更的情况下,可以向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象发行股份购买资产。所购买资产与现有主营业务没有显著协同效应的,应当充分说明并披露本次交易后的经营发展战略和业务管理模式,以及业务转型升级可能面临的风险和应对措施。”《上市公司收购管理办法》也对上市公司收购造成的同业竞争进行了限制和规制^①。如此规制的主要原因在于,并购交易首先是“商业行为”,并购必须有助于实现“商业目的”才是理性并购。事实证明,跨界并购往往很难实现预期业绩,也因此成为“忽悠式”重组的重灾区。例如,2016年“金瑞矿业收购成都

魔方案”^②、“骅威股份收购掌娱天下案”^③,都是跨界并购失败的典型。

另一个需要检讨的问题是,商业逻辑往往与制度理性存在冲突,某些并购符合商业逻辑却未必符合制度理性,反之亦然。例如,同业并购虽然符合商业逻辑,但会面临立法中“同业竞争禁止、限制”的规制,所以,同业并购未必符合现行制度理性。监管部门需要反思和调整现行有关上市公司并购

① 参见《上市公司收购管理办法》第17条。

② 2016年2月,金瑞矿业发布消息称,公司拟合计作价7.2亿元收购廖继志等8名股东持有的成都魔方100%股权。金瑞矿业的主营业务为煤炭及锑盐产品的生产销售。受产能过剩、国家战略资源调整的影响,煤炭消费和市场容量持续下滑,近年来公司盈利能力出现大幅下滑。金瑞矿业拟将煤炭资产出售,并通过此次交易进入未来盈利能力强、资产质量良好的游戏行业。时隔3个多月之后,5月21日,金瑞矿业宣布终止此次收购,理由是收购标的业绩未达标。金瑞矿业介绍,成都魔方全体股东与金瑞矿业在附条件生效的《发行股份及支付现金购买资产协议》中约定“如成都魔方2016年度第一季度经审计的扣除非经常性损益后的经营性净利润低于当年业绩承诺金额(6000万元)的四分之一的80%的,即低于1200万元的,任何一方均有权通知对方行使单方解除权。”经会计师事务所审计测算,成都魔方2016年一季度经营业绩未达到1200万元,针对该事项,经公司综合考虑,决定终止本次重大资产重组事项。除了行业属性不同之外,跨界收购的标的业绩不达标也是导致重组失败的重要原因。(参见:张敏. 33家上市公司跨界并购遇阻并购估值泡沫化引监管层关注 [EB/OL]. (2016-05-25) [2017-10-16]. <http://stock.hexun.com/2016-05-25/184038282.html>.)

③ 骅威股份(002502,现更名为骅威文化)2010年11月17日在深圳证券交易所上市,公司主要致力于玩具的研发、生产、制造和销售。近年来,公司逐渐向网络游戏、影视剧、动漫及其相关衍生产品拓展。此前,公司发布公告称拟以发行股份及支付现金的方式,向掌娱天下的全体股东即王勇、楚立、宋金虎和神州高铁技术股份有限公司收购其合计持有的掌娱天下100%股权。4月30日,公司发布了《关于终止重大资产重组事项的公告》。骅威股份表示,由于市场环境变化和取得游戏发行版号滞后等因素影响,掌娱天下2016年部分游戏上线计划推迟,导致2016年一季度业绩实现情况不及预期,并且预计掌娱天下2016年度承诺业绩的完成存在较大的不确定性。经协商后,终止了此次收购计划。(参见:张敏. 33家上市公司跨界并购遇阻并购估值泡沫化引监管层关注 [EB/OL]. (2016-05-25) [2017-10-16]. <http://stock.hexun.com/2016-05-25/184038282.html>.)

交易的“同业竞争禁止、限制逻辑”，以促进并购交易回归商业理性，而非通过不当的制度安排，促成背离商业逻辑的跨界式并购重组交易，或者为了让同业并购合规，不得不修正交易结构，导致并购成本增加。

（二）特定领域并购促进

与跨行业并购相关，规制部门基于产业政策需要，还可能限制某些领域的并购行为，促进某些特定领域的并购交易。“促进型并购”是推动并购交易“脱虚向实”的重要策略，如以并购交易实现重组、淘汰落后产能或者进军新兴产业领域。这是因为，实体经济产业的可持续发展不仅需要提升行业内的集中度与上下游产业链之间的协同效应，还需要跨行业并购和新兴产业与传统产业融合。助推实体经济发展的并购重组，其目的往往是为产业整合和转型升级融资，提升资本配置效率，获得资本市场对实体经济发展的支持，提高企业效益，同时对投资者以相应回报^①。这同样可以通过淘汰落后产能和进军新兴领域“双向行动”得以实现。

其一，通过并购交易淘汰落后产能。自国务院2015年提出供给侧结构性改革以来，并购重组服务供给侧结构性改革，助力去产能、去库存，促进产业转型升级的功能日益明显。2016年，钢铁、水泥、船舶、电解铝、煤化工、汽车、纺织、电力等8大产能过剩行业共有118家上市公司实施并购重组，合计交易金额2336.78亿元。其中，有的通过减少恶性竞争，提高行业集中度化解过剩产能，如宝钢吸并武钢，合并成立的宝武钢铁集团是中国第一、全球第二的特大型钢铁企业；有的通过置出过剩产能，置入优质资产，重新“盘活再生”，如*ST济柴通过重组置入中石油旗下金融资产、*ST天利成为中石油石油工程建设平台^①。

其二，通过并购交易进军新兴领域。很多上市

公司都以并购方式进行产业转型或者发展新兴产业，以减少培育成本。在2016年，新一代信息技术、高端装备制造、节能环保、新能源、新材料、服务业新业态等战略性新兴产业上市公司共发生并购重组交易270单，涉及金额3253.31亿元。其中，艾迪西、大杨创世、鼎泰新材分别重组申通快递、圆通速递、顺丰控股，从传统行业转型为综合物流服务业；华中数控重组江苏锦明，拓展机器人系统集成业务；四维图新收购杰发科技，将产业链延伸至汽车芯片制造^[3]。

《上市公司重大资产重组管理办法》的相关规定也体现了此种特别区分“抑制—促进”的规制策略。例如，该办法第13条第5款规定“上市公司自控制权发生变更之日起，向收购人及其关联人购买的资产属于金融、创业投资等特定行业的，由中国证监会另行规定。”

（三）并购频次限制

虽然没有任何法律能强制规定或限制一家上市公司每年最多能实施的并购次数，但因任何一项并购交易都面临较长时期的“并购后整合难题”，均需要花较多时间进行“并购适应”“并购融合”及“并购共生”，因此，除财务投资外，同一公司以产业整合为目的进行高频次并购的可能性几乎没有。反之，某公司进行高频次并购，则可能会或者应当引起监管部门重视。例如，恒康医疗为进行市值管理而进行持续高频次收购（参见表2），最终引起了证监会关注，并以操纵市场进行了处罚。尽管对该案之行政处罚仍可圈可点，高频次并购会更多地得到监管部门关注，却是不争的事实。

① 以上内容可以参见：佚名，上市公司并购重组服务实体经济转方式调结构取得明显成效 [EB/OL]. (2017-08-15) [2017-12-08]. http://news.xinhuanet.com/fortune/2017-08/15/c_129681161.htm.

表 2: 恒康医疗市值管理过程中实施的并购行为

时间	收购情况	收购金额(亿元)
2017 - 08 - 22	支付公司收购 PRP 公司 70% 股权的部分对价	16.94
2017 - 08 - 22	收购瓦房店第三医院 70% 的股权	5.03
2017 - 08 - 22	萍乡赣西肿瘤医院建设项目	3.21
2017 - 08 - 22	收购崇州二医院有限公司股权对价	1.20
2017 - 08 - 22	瓦房店第三医院南区楼改造项目	0.84
2017 - 06 - 08	恒康医疗大连国际肿瘤医院项目	3.50
2017 - 06 - 08	恒康医疗大连北方护理院建设项目	1.55
2017 - 05 - 05	收购 PRP Diagnostic Imaging Pty Ltd	16.94
2017 - 03 - 23	收购泗阳县人民医院	2.3
2016 - 05 - 24	收购兰考县人民医院、埭阳医院及东方医院	4.89
2016 - 01 - 22	收购崇州二医院	1.24
2015 - 11 - 19	收购广安福源医院	0.27
2015 - 10 - 16	收购杰傲湃思生物医药科技(上海) 有限公司	0.20
2015 - 06 - 20	收购盱眙恒山中医医院	1.72
2014 - 07 - 19	收购瓦房店第三医院	5.03
2014 - 05 - 10	收购萍乡市赣西医院	1.20
2014 - 03 - 18	收购大连辽渔医院 100% 的产权	1.28
2013 - 10 - 29	收购邛崃福利医院	0.60
2013 - 09 - 26	收购四川华济药业有限公司	1.01
2013 - 09 - 12	收购白山市三宝堂生物科技有限公司	0.12
2013 - 06 - 28	收购蓬溪健顺王中医(骨科) 医院	0.80

(三) 并购融资规模限制

并购融资是一个很复杂的问题, 目前, 合法的

并购融资渠道很多。例如, 并购公司自有资金、发行股份募集资金、股东定向融资、银行贷款、并购基

金支持等,不一而足。有关立法文件也鼓励各种并购融资渠道支持并购交易进行^①,或者只是要求并购者以法定方式(如财务顾问尽职调查和披露)证明自己具有并购支付能力^②。法律禁止的并购融资也多局限于上市公司对并购行为的资金扶持。例如,不允许上市公司通过提供贷款或担保的方式,直接或间接为并购者提供资金扶持。而且,通常并购资金需要集中支出、规模较大,考虑到资金沉淀成本,完全以自有资金储备实施并购的现象并不多,加杠杆融资并购就成为常态,一些并购项目甚至其主要资金都是融资提供的。例如,在赵薇担任法定代表人的龙薇传媒收购上市公司万家文化案中,所需30余亿元并购资金中,龙薇传媒股东赵薇提供了6000万元,其他资金均拟通过银行及其他公司融资解决,杠杆率达到50余倍。证监会调查后认为,在股权转让过程中,龙薇传媒通过万家文化在2017年1月12日、2月16日公告中披露的信息存在虚假记载、误导性陈述及重大遗漏。龙薇传媒在自身境内资金准备不足,相关金融机构融资尚待审批,存在极大不确定性的情况下,以空壳公司收购上市公司,且贸然予以公告,对市场和投资者产生严重误导。同时,龙薇传媒关于筹资计划和安排的信息披露存在虚假记载、重大遗漏^③。我们姑且不去评论证监会行政处罚的妥当性,在法政策方面,对于此种几近“全融资”的杠杆式并购模式,到底应持何种规制立场,很易发生争议。我们到底是应鼓励多渠道融资并购,还是应鼓励以自有资金进行并购?换言之,法政策之平衡点究竟应划定在何处,是一个非常棘手的问题。杠杆收购凭借精准的定向设计,可在短期内汇聚大量资金实现对上市公司的控股收购或举牌,若单纯依靠自有资金,将会对收购形成明显制约,上市公司易主案例将大幅减少。然而,杠杆收购涉及多个资金主体,任一层级资金均有大小不等的成本要求及其他利益诉求,此外,杠杆资金对上市公司的股价更为敏感。凡此种种,构成了杠杆成本^④。《上市公司收购管理办法》第36条也仅要求在以现金进行要约收购时,应提交收购价款总额20%的履约保证金,但对该保证金之来源未予详细规制。从理论角度来看,并未禁止融资担

保的并购模式。《公司法》曾经限制公司对外转投资不得超过公司净资产额的50%,但现行《公司法》已将转投资额度限制完全交给公司章程进行自治,法律对全额转投资或超额转投资行为并未设定强制性规范安排^⑤。

金融之本质是为实体经济(包括实体经济的并购项目)提供融资服务,因此,不能因并购资金主要来源于融资而非自有渠道就简单否定并购行为(尤其是并购目的)之正当性。在美国,对杠杆收购也曾经历过从严格禁止到宽容许可的过程。当然,在规制监管方面,是否应限制并购杠杆融资的额度、比例,以及如何确定该额度、比例,恐难达成共识。过于宽松的并购融资策略,无异于支持“空手套白狼”,会纵容不负责任的投机型并购,甚至放任股价操纵型并购的发生;过于严格的并购融资策略,又会不当增加并购成本、阻挠理性的“帮助型”并购,使并购回到放松规制前的“不活跃状态”,影响融资资源的高效配置,甚至可能背离金融之本质。当然,并购融资规制政策的设计,还可按照不同行业产业政策之差异,分设宽严不一的融资政策,甚至还可能分阶段实行不同的融资政策,让并购融资政策与实体产业政策保持总体方向上的一致性。

之所以要对并购融资规模较大的项目进行更严格的监管控制,是因为并购交易规模越大,其对股价可能产生的影响也越大,也就越有可能被利益集团操作设计成“忽悠式”并购重组。因此,证监会在规制策略方面仍应“抓大放小”,重点监管交易规模大的并购项目。以截至2016年11月11日该年度125起上市公司并购重组在审样本数量为例进行研究,可以发现上市公司短期股票上涨与并购规模存在很大的正相关关系。上述并购重组事项平均涨幅为25.29%,但其中多达61家上市公司的股

① 参见《并购重组私募债券试点办法》(中证协发[2014]197号);国务院《关于促进企业兼并重组的意见》(国发[2010]27号);国务院《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发[2014]14号)。

② 参见《上市公司收购管理办法》第36条。

③ 参见《公司法》第16条。

价涨幅不及 10%，还有 48 家上市公司的股价出现不同程度下跌，有 77 起并购重组事项在上市公司股票复牌一个月后仍维持上涨态势，涨幅超过 50%

的上市公司仅 22 家(参见图 6)，这表明 A 股市场并购重组事项不再是刺激上市公司股价上涨的“万灵药”，其内在的逻辑判断已悄然发生改变^[3]。

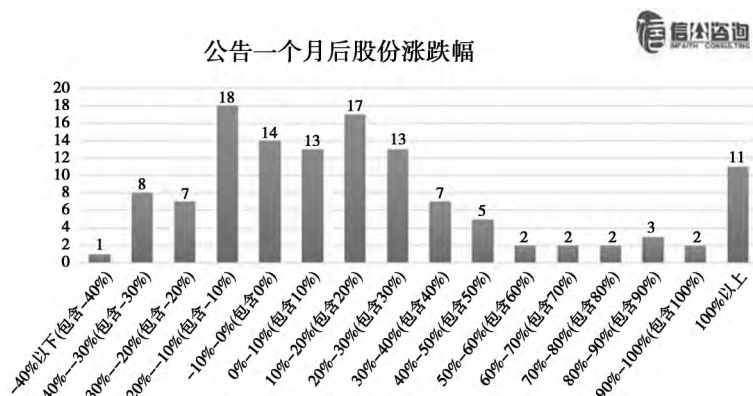


图 6: 公告一个月后的股价涨跌幅

从并购重组事项的交易规模来看，上述 125 起并购重组事件涉及交易总额高达 4751.11 亿元，平均每起交易规模为 38.32 亿元，单个并购重组事项交易规模在 50 亿元以下的样本多达 102 例，占总样本的比重达 81.6%，且又以 10 亿元规模以下的并

购重组事项居多，共 46 例，占比高达 36.8% (参见图 7)。可见，中小规模的标的资产仍为上市公司并购重组之主流^[3]，这是因为小规模并购比较灵活，总体支出不多，转型容易。

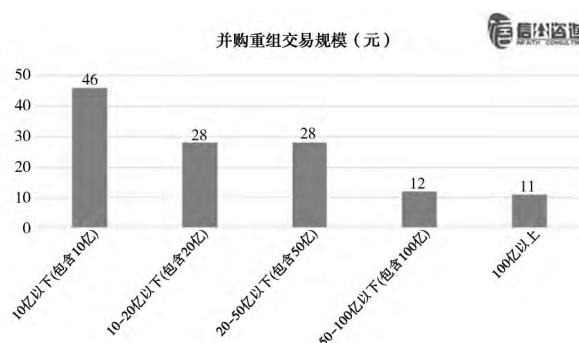


图 7: 并购重组交易规模与交易数量

综合并购重组交易规模与股价涨幅可以发现，股价平均涨幅与交易标的体量大小存在一定正相关关系——并购重组交易涉及的交易规模越大，上市公司在后续阶段获得的股价涨幅可能越高。但通过数据对比发现，在 5 亿元 - 10 亿元区间的交易

规模涨幅最低。可见，交易规模大小对股价有明显影响，而交易规模在 5 亿元 - 10 亿元的并购重组事项对上市公司股价的拉升作用相对较弱(参见表 3)^[3]。

表 3: 股价涨幅与交易标的体量(交易规模)的关系

交易规模	5 亿元以下	5 亿元 - 10 亿元	10 亿元 - 20 亿元	20 亿元 - 50 亿元	50 亿元以上
样本数量	22	24	30	28	22
复牌后一个月股价平均涨幅	8.61%	6.53%	18.04%	26.08%	67.27%
剔除最高最低涨幅后的平均涨幅	6.08%	4.26%	16.36%	22.19%	47.03%

以上市公司重大资产重组预案公告日的总市值规模为参照基准,与交易标的规模大小进行比较可发现,相对交易规模与上市公司后续股价走势也存在一定正相关关系。在全部样本中,实施并购重组且股票复牌一个月后公司股价仍然下跌的案例有 48 起,交易规模占总市值的比例平均为

0.23,剔除因买壳、借壳、整体上市的影响后,交易规模占总市值的比例为 0.22。在股价上涨的 77 起案例中,交易规模占总市值的比例平均为 1.23,剔除因买壳、借壳、整体上市的影响后,交易规模占总市值的比例仍高达 0.8,相对交易规模大小对股价也有明显影响(参见表 4)^[3]。

表 4: 股价涨幅与交易标的体量(交易规模与上市公司市值比) 的关系

交易规模与上市公司市值比例	10% 以下	10% - 30%	30% - 50%	50% - 100%	100% 以上
样本数量	32	40	22	15	16
复牌后一个月股价平均涨幅	-6.64%	17.27%	24.21%	35.63%	100.96%
剔除最高最低涨幅后的平均涨幅	-7.83%	16.23%	21.65%	28.94%	76.45%

综上所述,交易规模占上市公司市值的比例越大,后续股价涨幅走势表现更佳,尤其是交易规模比重超过上市公司总市值的交易,公司股票复牌一个月后平均涨幅高达 100.96%;交易规模占上市公司总市值比例较小的,尤其是占比在 10% 以下的并购重组事项中,对公司股价的提振作用不明显^[3]。由此,大规模并购交易应成为监管部门重点关注的对象。

(四) 并购方式: 借壳、买壳式并购限制

另一个与并购方式、动机相关的是借壳、买壳式并购,即以并购方式实现借壳、买壳上市的目的。因证券公开发行之难度很大,借壳、买壳上市现象在中国大陆资本市场中并不少见,很多并购重组都旨在实现借壳、买壳目的。对此类特定目的之并购,应持何种规制立场?或许是为了维护公开发行市场的严肃性和垄断性,避免规避型融资交易,证监会在诸多文件中对借壳、买壳进行了严格规制:其一,限制借壳上市的条件和审核程序,强调借壳上市必须遵循新股发行条件要求,并报经证监会核准;其二,限制借壳上市时间,上市公司自控制权发生变更之日起 60 个月内,向收购人及其关联人购买资产,导致上市公司发生法定根本变化情形之一的,构成重大资产重组,应当报经证监会核准^①;其三,限制借壳上市时发行股份购买资产的额度,发行股份购买资产总额超过法定限度(达到上市公司期末资产总额、营业收入、净利润、净资产额或者发行股份比例的 100%)或导致上市公司主营业务发生根本性变化,应当报

经证监会核准^②;其四,限制借壳上市时借壳主体的法律形式及所在行业。例如,《上市公司重大资产重组管理办法》明确限定,上市公司购买的资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司,且符合《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的其他发行条件。而且,创业板上市公司自控制权发生变更之日起,向收购人及其关联人购买资产,不得导致本条第 1 款规定的任一情形。上市公司自控制权发生变更之日起,向收购人及其关联人购买的资产属于金融、创业投资等特定行业的,由中国证监会另行规定^③。这些严苛的条件,在限制上市公司资金向金融等企业转移的同时,也使实体经济企业借壳、买壳的道路变得异常艰难,而且,这样的规制逻辑也与中国的商业文化实践、企业并购重组的商业逻辑不一致。

中国商业史中长期存在类似借壳的历史,例如,隐名投资,出借、出租营业执照,商号借用,挂靠经营,借壳、买壳上市等,都是某种程度、某些领域中的“借壳行为”。此种现象的流行可能有文化因素、生活模式的原因,我们中国人经常会说一个人很会“装”或者说“你不要装了”,也就是为了得到某种利益而掩盖真相。借壳、买壳以及类似行为,其实也是一种“装”。中国现行法律对上述“类借壳行为”曾经存在严格管制,但在一些领域

① 参见《上市公司重大资产重组管理办法》第 13 条。

② 参见《上市公司重大资产重组管理办法》第 13 条。

③ 参见《上市公司重大资产重组管理办法》第 13 条第 2 款。

(如隐名投资、挂靠经营等)已逐渐放松对“类借壳行为”的管制,逐渐认可相关民事行为的法律效力,只是在出借、出租营业执照以及商号借用等方面仍存在严格的禁止立场。《上市公司重大资产重组管理办法》也专设相关条文,旨在打击借壳、买壳之并购重组行为。但此种法律规制的社会成本高昂,不符合借壳、买壳行为在中国具有的历史

理性、实践理性和制度理性,这主要是因为借壳或者买壳上市效率较高、成本可控、时间可预期。尤其在早期缺乏严格规制时,借壳、买壳相对流行。新三板发展早期也有类似的现象,有人总结了新三板借壳上市与自主挂牌的对比优势,从中可窥见借壳的市场魅力(参见表5)。

表 5: 新三板借壳上市与自主挂牌的对比优势^[4]

新三板借壳上市与自主挂牌的对比优势		
自主挂牌	比较因素	借壳上市
面临公司资质、沿革、成立时间、挂牌周期较长等诸多因素限制,有些因素甚至会导致挂牌失败。新近不断推出的负面清单致使挂牌成本愈发提高	难度	不存在相关问题,对于拟置入资产仅审查当期表
周期至少要一年以上	时间成本	通常 3-6 个月能完成谈判、股权质押、收购报告书等流程
基础挂牌成本 200 万元-300 万元,且有很高的规范成本,越不规范,挂牌规范的成本就越高。面临补税 1000 万元以上等问题,比比皆是,实际付出成本更高	经济成本	成本可控,可根据不同需求选择不同价位的壳资源,购入的壳是可交易的资产,购入后放置一段时间再售出获利可期
挂牌准入门槛越来越高,审核条件越来越严格	时机	新三板借壳监管还不严格,不需要收购方一定要符合新三板挂牌条件

美国自 1934 年已开始许可借壳上市,因成本较低及成功率高,该方式很受欢迎。尤其在经济衰退期,不少上市公司收入锐减,市值大幅下跌,这就形成了可供他人并购上市的“壳”。在中国改革开放后,一些企业在国内上市融资遇阻,就会寻求海外上市,但碍于政治因素及烦琐的审核程序,部分企业会选择收购美国壳公司,在纳斯达克或纽交所上市。在“科网泡沫”爆破后,很多科网公司濒临破产,市值极低,这就造就了更多借壳上市的机会^[5]。随着资本市场中介服务的一体化,借壳上市逐渐从国外流行转入国内流行,借壳并购

也成为并购多元目的中非常重要的一种。以 2012 年 10 月-2017 年 10 月发生的并购交易为例,按目的区分,借壳上市的事件个数虽非最多,但并购交易个案平均金额最高(参见表 6)。因借壳上市容易滋生内幕交易,高价“壳资源”扰乱估值基础,借壳重组削弱了退市制度的价值^[6],证监会对借壳、买壳上市行为实行了严格监管。在从严监管金融等企业借壳、买壳行为的同时,实体经济变通上市的通道也因此变得越来越困难,毕竟实体企业是借壳、买壳上市的主流,这也会直接影响资本市场为实体经济服务。

表 6: 2012 年 10 月-2017 年 10 月并购交易的多元目的及并购交易情况一览表

交易目的	事件个数	披露金额事件数	总金额(亿元)	平均金额(亿元)
多元化战略	7,205.0000	6,246.0000	29,850.1266	4.7791
横向整合	7,988.0000	7,010.0000	22,876.2635	3.2634
借壳上市	229.0000	172.0000	5,993.8975	34.8482

交易目的	事件个数	披露金额事件数	总金额(亿元)	平均金额(亿元)
行业整合	5,107.0000	4,493.0000	14,010.0372	3.1182
业务转型	57.0000	43.0000	689.1066	16.0257
终止上市	1.0000	1.0000	2.9163	2.9163

数据来源: 东方财富 choice 数据

(五) 并购退出渠道限制

另一个可能需要规范的内容是并购退出机制。按照交易自由原则,并购退出似乎非属法律规制之范畴,但频次过高的并购,以及毫无退出成本的并购政策,会增加非理性并购之可能。因此,有必要在并购退出方面施以税收规制,鼓励投资型、产业型并购,限制投机型、财务型并购。

在通常情况下,限制并购退出可以采取两种方式:其一,私法的方式,例如,并购主体在并购过程中以并购契约或“单方承诺”方式,限制自身退出公司的时间。比较常见的做法是在类似并购对赌条款中,明确规定只能以上市方式退出,或者设计“锁定条款”,明确约定在1年内或者3年内不得转让并购所得股权。其二,公法方式,即以产业政策或税收激励,引导、限制并购者的退出行为,或者以强制性规范,直接约束并购者的退出行为。因为“柔性规制”及与此相适应的激励性规制、合作行政的推行,以公法的强制性规范直接约束并购者的退出行为已不多见。

鉴于实体经济本身回报的周期性甚至长期性,服务于实体经济的并购也应适应实体经济发展周期所需,因此,限制并购者在并购完成后短期内退出目标公司是合理的,这也是区分投资型并购与投机型并购的核心标准所在。目前有关并购退出的税收政策未能充分凸显对投资型并购者的支持,未来要考虑并购者退出的不同时间设计差别税率,以支持战略并购行为发生,让并购回归产业轨道。以股权并购为例,并购完成后,持股1年退出者设定一档税率;持股1-3年、3-5年、5-8年、10年以上等退出变现的,再分别设定不同的变现所得税率,持有期限越长,变现税率越低,由此,可达到通过并购稳定企业经营政策之效果。

区分进行并购退出税收规制在其他国家也有

先例。例如,在法国,一般会计科目都要将“参与型证券”与“投资型证券”区分开来。长期占有参与型证券被认为是有益于企业的活动,因为这种参与可以对发行证券的公司施加某种影响;取得投资型证券,则主要是为了从中获得收入或利润。但是,随着“机构投资者”即使不是在主动管理方面至少也是在管理实行严密监督方面所起的作用越来越积极,上述区分也正在逐渐淡化^[9]。在中国,证券市场以散户为主,机构投资人的参与程度不高,存在极强的投机性,区分证券持有期间,分别设置不同的退出税率,有助于形成稳定的参与型持股结构,对实体经济的发展有利而无害。

四、结论

一定规模的并购重组可能引发上市公司股价变化,因此,并购重组交易可能为特定主体带来交易以外的附加利益,并购重组常常成为实现其他附加利益的工具。所以,上市公司并购重组日趋活跃,并非全是正常商业利益驱动的结果,非理性并购重组,甚至操纵股价、内幕交易、虚假陈述的并购重组交易时有发生。从纯净市场角度出发,监管部门有责任去除不合商业理性的并购行为。但并购交易本质上乃商业活动,是利益驱动的结果。如果资本市场有其预设的功能目的和服务方向,则证监会可以通过对并购重组交易的规制,增加非理性并购重组的成本,促使并购重组交易为实体经济融资发展服务。理性并购是一项商业决策,因此,可从并购交易所属业态、并购频次、并购融资渠道及规模、并购方式、并购退出渠道等方面予以规制。从并购交易商业动机、并购整合的难度而言,同业并购是最理性的商业并购形式,却背离有关制度理性。证监会在有关规制文件中要求

上市公司保持独立性、限制同业并购,从而促成了不合商业理性的跨界并购,未来需要检讨同业并购限制、禁止的规制逻辑是否仍有存续价值。遏制非理性并购交易还需限制并购频次,让并购保持合理节奏,若某上市公司频发并购交易,很可能就是非理性并购的策源地。完全以自有资金进行并购交易,通常不会发生“忽悠式”重组,但融资并购乃并购之常态,正因为并购融资渠道广泛,以他人资金进行并购很容易促成非理性并购交易,证监会对并购融资的鼓励在一定程度上促成了并购融资的活跃及非理性并购的盛行。在IPO管制严格的状态下,借壳、买壳式并购交易符合中国商业实践需求,却受到证监会严格规制,因借壳、买壳主体多为实体经济企业,这可能会影响到实体经济的发展。从并购交易的退出渠道、时间的安排中,也可以发现“忽悠式”重组的痕迹。根据并购交易完成后退出的时间长短不同,分别设计不同的并购所得税率,遏制短期的投机型并购交易,鼓励长期持有的投资型并购交易,是沉淀并购交易、支持并购交易为实体经济服务的又一举措。总之,鉴于并购交易的商业属性,证监会作为规制者可能无法禁绝非理性并购交易,只能提高非理性并购交易的成本,以减少该类交易的发生。■

参考文献:

- [1] Douglas W. Arner, Janos Nathan Barberis, Ross P. Buckley. FinTech, RegTech and the Reconceptualization of Financial Regulation [J]. Northwestern Journal of International Law & Business, 2017, 37(3): 371-413.
- [2] 佚名. 并购重组未来脱虚向实是一个大的方向 [EB/OL]. (2016-11-28) [2017-12-08]. http://blog.sina.com.cn/s/blog_c1f613770102wu9z.html.
- [3] 周科竞. 并购重组早该脱虚向实 [EB/OL]. (2017-08-17) [2017-12-08]. http://epaper.bjbusiness.com.cn/site1/bjsb/html/2017-08/17/content_378658.htm?div=-1.
- [4] 崔启斌,高萍,刘凤茹. 脱虚向实并购重组渐趋理性 [EB/OL]. (2017-08-15) [2017-12-13]. http://www.sohu.com/a/164897774_268453.

- [5] 唐波. 公司并购中的交易结构设计 [EB/OL]. (2016-03-08) [2017-11-27]. <http://www.lawtime.cn/article/1114027843403293700412840>.
- [6] 江南朝雪. 并购:如何在并购项目中设计交易结构(附案例) [EB/OL]. (2016-08-05) [2017-11-27]. http://www.360doc.com/content/16/0805/23/35262413_581120916.shtml.
- [7] 邱冠华,王剑,张宇,赵欣茹. 揭开“脱实向虚”真相 [EB/OL]. (2016-08-23) [2017-11-27]. <http://wallstreetcn.com/articles/259331>.
- [8] 龙煦霏. 并购重组如何助力实体经济发展 [EB/OL]. (2017-11-09) [2017-11-27]. http://www.sohu.com/a/203255203_481016.
- [9] 明桥. 保险资金收购上市公司的若干问题与思考 [EB/OL]. (2016-01-04) [2017-12-11]. <http://insurance.hexun.com/2016-01-14/181800971.html>.
- [10] David LEE Kuo Chuen, Ernie G. S. Teo. Emergence of Fintech and the Lasic Principles [EB/OL]. (2015-09-30) [2017-11-25]. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2668049>.
- [11] 并购退出模式再度抬头 [EB/OL]. (2017-08-30) [2017-12-05]. <http://stock.hexun.com/2017-08-30/190644564.html>.
- [12] 佚名. 上市公司并购重组服务实体经济转方式调结构取得明显成效 [EB/OL]. (2017-08-15) [2017-12-08]. http://news.xinhuanet.com/fortune/2017-08/15/c_129681161.htm.
- [13] 曾剑. 龙薇传媒说假话证监会怒斥“名人效应”误导投资者 [EB/OL]. (2017-01-10) [2017-12-11]. http://finance.ifeng.com/a/20171110/15780680_0.shtml.
- [14] 中视网. 监管层重拳出击穿透杠杆收购 [EB/OL]. (2017-04-26) [2018-06-08]. http://www.cs.com.cn/xwzx/201704/t20170426_5257839.html.
- [15] 信公咨询. 2016年上市公司并购重组报告(上篇) [R/OL]. (2017-02-20) [2017-11-30]. http://www.sohu.com/a/126716579_475888.
- [16] 启鼎创投. 新三板借壳上市与自主挂牌的对比优势 [EB/OL]. [2017-12-08]. <http://qidingvc.com/xsbjk/>.
- [17] 借壳上市 [EB/OL]. [2017-12-08]. <http://baike.baidu.com/item/借壳上市/267763?fr=aladdin>.
- [18] 掌上财经咨询. 一张图告诉你什么是借壳上市? [EB/OL]. (2015-08-07) [2017-12-08]. <http://www.>

The Regulatory Logic of Transferring Finance “From Real Economy to Virtual Economy”: Taking the Regulation of the Listed Companies’ M&A Activities as an Example

JIANG Da-xing

(Law School, Peking University, Beijing 100871, China)

Abstract: The increasing activity of listed companies’ M&A is not all resulting from the impetus of normal commercial interests. From the pure market point of view, the regulatory authorities have the responsibility to eliminate the irrational M&A activities. If the capital market has its preset functional purpose and service direction, the CSRC can regulate the M&A by increasing the cost of irrational M&A activities, making the M&A transaction a service for the real economic financing development. Rational M&A is a business decision with its normal trading structure and rhythm. The CSRC can regulate the irrational trade in the types of operation, the frequency, the financing channels and scale, the mode and the exit channels of the M&A activities. Inter-industry M&A is the most rational mode. However, it is deviating from institutional rationality. We urgently need to review whether the regulatory logic of inter-industry M&A restriction or prohibition still has its existence value. In order to curb the irrational M&A, it is necessary to limit the frequency of it so as to maintain a reasonable rhythm. The M&A transaction with its own funds does not usually lead to bluffing M&A. Nevertheless, the leverage buyout is normal, and the encouragement of CSRC to leverage buyout has contributed to the activity of M&A and the existence of irrational M&A. In facing with the strict scrutiny of IPO, backdoor listing or shell-buying transactions are in accordance with the demand of Chinese business practices, but it is strictly regulated by the CSRC because of the inherent limitation of its competition with IPO. Since the main bodies of backdoor listing or shell-buying are business entities, the practices may also affect the real economy development. Finally, according to the different timeline of the acquirer withdrawing from the enterprise, curbing the short-term speculative M&A transactions, and encouraging the long-term investment M&A through the design of the different income tax rate is another measure to stabilize the M&A investment and transfer the M&A transaction “from virtual economy to real economy”.

Key Words: listed company; merger & acquisition; transaction; real economy

本文责任编辑: 邵 海