

上市公司重大资产重组:架构、沿革与逻辑

林蔚然*

摘要:上市公司并购重组制度对于上市公司资本运作、实现跨越式发展有着重要意义,对资本市场资源有效配置有着毋庸置疑的重大作用。但由于我国资本市场新兴加转轨的特点,上市公司在进行资本运作时尚存在较多不规范之处。对此,监管机构颁布了诸多政策文件以及监管审核口径,并几经调整。历经多年演变,上市公司重大资产重组方面的政策文件数量之多,堪称上市公司监管方面之最。2019年10月证监会再次修订政策,以期激活市场活力,但是如何改革、改革着力何处等问题仍待破解,而对规则体系的梳理也就显得尤为重要。为此,本文对相关规则的框架、演变以及政策出台背景进行了一定梳理。

关键词:上市公司 重大资产重组 框架

2019年10月18日《上市公司重大资产重组管理办法》再次修订,象征着证监会对于并购重组的监管理念的一次重大变化,引起了社会各方的热议。同时,科创板重大重组制度也随着《科创板上市公司重大资产重组特别规定》与上海证券交易所《科创板上市公司重大资产重组审核规则》的出台初具雏形。并购重组作为上市公司引入源头活水的重要制度,对于资本市场资源配置、盘活市场存量有着重大意义,可谓上市公司监管中较为重要的工作。自颁布以来,围绕着《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组办法》)和《上市公司收购管理办法》,证监会出台了一系列的规范性文件以及监管问答,同时,证券交易所也各自出台了相应的自律规则以及业务指南,形成了今日根深叶茂、盘根错杂的监管体系。

* 深圳证券交易所合规检查部助理经理。
本文仅代表个人观点,与所在单位无关。

可是凡制度必有其衍生的逻辑,了解其衍生的逻辑,有助于我们更好地改进制度。本文以《重组办法》为中心,通过对历年上市公司重大资产重组制度监管文件的梳理,剖析了重大资产重组监管的逻辑,并提出了相应的政策建议。

一、概 述

(一) 监管架构

并购重组一直是我国资本市场上备受关注的主题,因其具有的资源配置效应,对市场影响较大,监管层在正式的政策文件之外,还出台了形形色色的规范性文件和监管问答,因此监管体系堪称庞杂。根据《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》中对于并购重组财务顾问业务的定义,我国资本市场上的并购重组应包含收购上市公司、重大资产重组、合并、分立、股份回购,其中,对于上市公司收购、重大资产重组以及股份回购,证监会制定了一系列的规则,相应的证券交易所等机构也制定了细化的监管规则,主要内容如下。

针对上市公司重大资产重组,目前证监会的监管体系主要是“部门规章—规范性文件—监管问答—自律规则”。其中,部门规章和规范性文件方面,规则的体量不大,主要是《重组办法》和 10 个规范性文件。而对于该 11 部规则的细节规定,则主要集中在监管问答和自律规则中。

证监会的监管问答,主要是针对实践中对《重组办法》中规则的细化,笔者将现行有效的监管问答^①分为重组上市、特殊交易标的、特殊交易模式、业绩承诺、定价机制以及概念界定等六部分。值得注意的是,除了明确分类列明的问答,证监会上市部于 2015 年 9 月 18 日发布的《关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》(以下简称《监管问答汇编》)对前期的监管问答以及未明确的监管口径进行了一次性的汇总、整理,涉及上市公司收购、重组定价、配套融资定性以及业绩承诺等多方面的问题,在上述文件中的地位尤为重要。

沪深证券交易所的自律规则方面,主要是对于上市公司重大资产重组信息披露的细化性规范。值得注意的是,因为《证券法》将上市公司停牌的决定权赋予了证券交易所,在停牌方面的规则,证监会仅公布了一项指导意见,具体的规定由沪深两交

^① 以证监会上市公司监管部网站上截至 2019 年 12 月 21 日尚存的监管问答为准。

易所进行规定。类似的还有关于“分道制审核”的规定,证监会仅以答记者问的形式进行了部分明确,沪深证券交易所则根据证监会内部文件各自就分道制审核的相关事宜进行了明确。但遗憾的是,2014 年行政审批权下放后,并购重组审核效率提高,2013 年 10 月启动的分道制改革似乎并未随之改变,加之分道制下,公司与中介机构必须同时符合 A 级要求才能豁免审批,要求较高,实践中真正适用分道制的案例寥寥可数。根据袁钰菲的数据,^①截至 2018 年年初,豁免通道仅不足 10 例。

以下拟结合历史沿革以及前述几方面的问题对我国上市公司重大资产重组监管框架进行阐述。

(二) 历史沿革

中国资本市场自 1990 年建立,当年市场经济尚处于萌芽状态阶段,人们对于资本市场的认识也处于懵懂的状态,认为公司上市了之后保持原样即可,因此,在最初的几年间,对于上市公司的监管尚没有“重组”这个概念。证监会对于上市公司重组业务的第一份监管性文件为 1998 年的《关于上市公司置换资产变更主营业务若干问题的通知》(证监上字[1998]26 号,以下简称 26 号文),该文件明确要求使上市公司资格发生根本变化的资产置换行为需要重走新股发程序,但并未对何为根本变化的资产置换进行界定。

随后的 2000 年,证监会出台了《关于规范上市公司重大购买或出售资产行为的通知》(证监公司字[2000]75 号,以下简称 75 号文),提出了 50% 的界定标准,同时对于量化指标达到 70% 的出售或者购买行为,要求按照首次公开发行股票的要求进行辅导。值得注意的是,该通知也同时放松了对于该类行为的监管要求,不再设置事前审批,只需要 6 个月后就规范运作情况报证监会及派出机构备案即可。该通知出台后,上市公司重组行为激增,同时也产生了各类乱象,中小投资者的权益无法得到保障。

因此,证监会于 2001 年公布《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》(证监公司字[2001]105 号,以下简称 105 号文),重新要求上市公司对重大资产重组行为履行审批程序,并对 4 类交易行为报发审委(现重组委在当时尚未组建)审批,而该文件也奠定了《重组办法》的基本框架。在此阶段,证监会对于上市公司重组业务的思路也处于探索阶段,监管的方式上采用了较为灵活的规范性文件,这

^① 参见袁钰菲:《并购实战:制度逻辑与方案设计》,上海财经大学出版社 2018 年版,第 52 页。

个局面一直持续到了 2008 年。

2008 年《重组办法》正式实施,并在其后的 2011 年、2014 年、2016 年以及 2019 年进行了 4 次修订。尤其是 2011 年的修订基本奠定了直到目前的监管框架,堵住了市场操作中的重大漏洞,包括增加了借壳上市、发行股份购买资产以及配套融资的相关规定。其中,首次于部门规章层面明确借壳上市(官方所称的重组上市)要求:(1)重组标的必须为股份或有限公司;(2)必须持续经营 3 年以上;(3)且最近 2 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 2000 万元。对发行股份购买资产要求如下:(1)为促进行业或者产业整合,增强与现有主营业务的协同效应;(2)控制权不得发生变更;(3)不得向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人发行;(4)发行占比不得低于发行后股份的 5%,否则主板、中小板交易额不得低于 1 亿元,创业板不得低于 5000 万元。对于配套融资则明确参照上市公司非公开发行的相关规定执行。

2014 年 5 月国务院进一步发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发[2014]17 号),要求充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用,秉持着简政放权、将决策权更多地还给市场的理念,证监会在此次修订中对于监管权限进行了一定程度的限缩,主要包括以下几方面:(1)明确只有借壳上市、发行股份购买资产由证监会审核,其余均下放至证券交易所层面进行信息披露监管;(2)明确借壳上市标准参照首次公开发行并上市(Initial Public Offering, IPO)发行条件核准;(3)业绩承诺只针对大股东、实际控制人及其控制的关联方强制要求;(4)股份发行的定价机制更加完善;(5)取消对于发行股份购买资产设置的规模下限;(6)将原本需要向证监会以及派出机构进行报告的事项进行了取消。

2016 年修订则集中性地针对借壳上市进行了细化的监管,具体包括以下方面:(1)借壳上市不得进行配套融资;(2)明确借壳上市中的“累计首次原则”的期限为 60 个月;(3)在借壳界定指标方面,将原有的资产指标扩展至资产、净资产、股份、收入、净利润以及主营业务根本变化等六个方面的指标;(4)原实际控制人、控股股东及其控制的关联方、此次交易过程受让股份的交易对象需要将其所持有的股份锁定 36 个月,非关联方需要锁定 24 个月。

在 2019 年的修订中,基于对借壳上市认知的转变,监管层放开了对于借壳上市的限制,具体表现在以下方面:(1)允许创业板借壳,但将范围限制在符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业;(2)放开借壳上市不得配套融资的限制;(3)借壳上市认定标准中,不再采用净利润的认定标准;(4)累计首次原则的认定期间,由控制

权变更60个月缩短至36个月。同时,本次修订明确了对于超期不完成业绩承诺的监管措施情形。

至此,中国资本市场对于重大重组以及借壳上市监管的基本框架初步形成。

二、重大资产重组:内涵与指标解读

(一) 内涵

根据《重组办法》的界定,理解重大资产重组的三个关键概念为“日常经营活动以外”“资产交易”“主业发生重大变化”。

1. 关于“日常经营活动以外”的理解。《重组办法》明确指出,重大资产重组行为指的是在日常经营活动之外的资产交易行为。根据马骁于《上市公司并购重组监管制度解析》的讲解,^①房地产公司购买土地的行为事实上并不构成重大资产重组,但是购买房地产开发公司的情形则应属于重大重组规制的范畴。实务中对于房地产公司收购项目公司一般不会要求执行累计首次原则并参照重大资产重组履行报告义务,可见在监管认知中,其应该属于日常经营活动的资产交易行为。

2. 关于“资产交易”的理解。除了一般认知资产买卖等行为,《重组办法》将“以其他方式进行资产交易”囊括其中,其后列明的方式中,受托经营、资产租赁、对外投资、接受捐赠等属于资产交易行为。对于该类型的界定,《重组办法》指出,此类行为实质上构成资产出售或者购买的,应该参照重大资产重组进行管理。但是怎样理解“实质上”?对此并无较为权威的解释,根据雷霆老师的解释,^②如果构成控制权的变化,对于合并报表范围有较大影响的,应该参照《重组办法》进行管理。

3. 关于“主业发生重大变化”的理解。事实上,第一份正式界定重大资产重组行为的文件——26号文并未列明量化指标,只是称其为“通过置换资产变更主营业务,导致上市公司上市主体资格发生变化的”。后续的75号文中,首次提出了50%的标准,逐渐被延续下来。根据马骁的观点,^③这一标准并没有什么客观的计算过程,只不过直观上认为一半发生变化,就构成了主营业务的重大变化。值得注意的是,对于重组上市,即一般认为的借壳上市来说,《重组办法》用的是“上市公司发生根本变化”的表述。

^① 参见马骁:《上市公司并购重组监管制度解析》,法律出版社2009年版,第153页。

^② 参见雷霆:《公司并购重组原理、实务及疑难问题诠释》,中国法制出版社2014年版,第457页。

^③ 参见马骁:《上市公司并购重组监管制度解析》,法律出版社2009年版,第151页。

(二) 监管框架

如前所述,2014年《重组办法》修订后,证监会将重组事项分为许可类与非许可类事项,形成了如今的基本监管框架(见图1)。

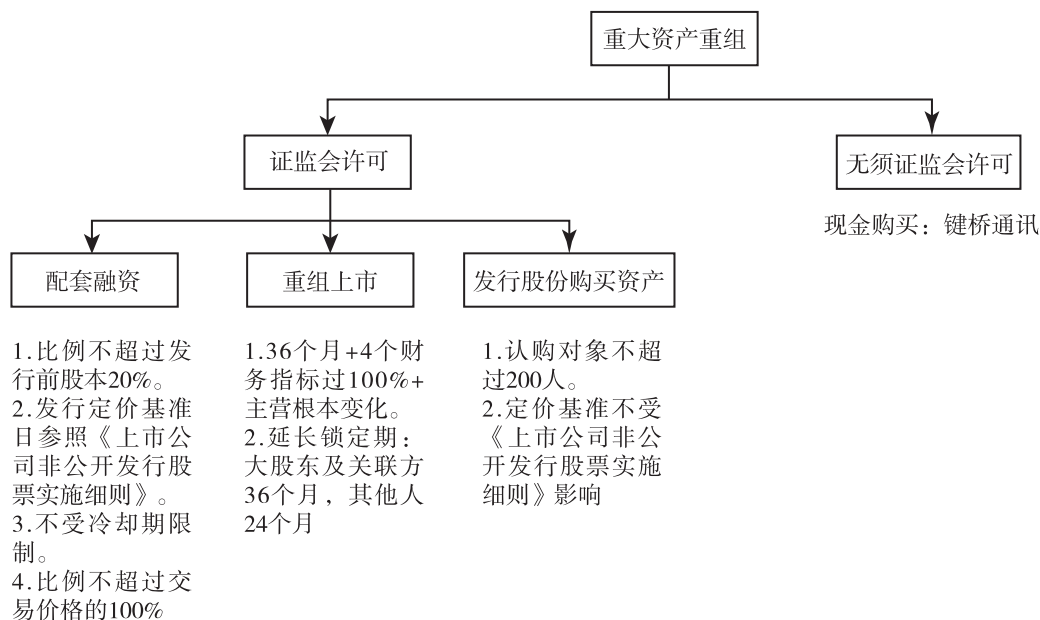


图1 重大资产重组监管框架

具体而言,对于发行股份购买资产(含配套融资),因为涉及证券发行,属于行政许可事项,根据《证券法》的基本授权,证监会仍保留了该类资产重组行为的监管权限;而借壳上市,因监管要求明确参照IPO上市进行监管,故此仍然属于证监会审批的范畴。而对于除此之外的重大资产重组,原则上证监会不进行许可,仅由证券交易所进行信息披露方面的监管,现实中一般体现为现金购买。

目前,针对重大资产重组界定的量化指标为总资产、净资产以及收入等三方面数据之一达到50%以上,其中,资产净额还需要同时满足5000万元的标准。从历史来看,2000年的75号文在首次提出重大资产重组的量化标准时,选取的财务指标为总资产、净资产以及净利润。因为进行资产交易的主体多为PT、ST公司,大多处于亏损的状态,按照净利润指标会很容易触发“重大”的标准,证监会在105号文中取消了利润指标,转而在收入指标替代。在2008年首次公布《重组办法》时,考虑很多亏损上市公司的净资产额较小,同样出于避免“动辄得咎”的考虑,在考虑净资产指标的同时,则新增了5000万元的绝对指标。

此处应该注意的是,对于资产、收入以及净资产的计算中,采用的衡量原则有以

下3项:一是限高买不限高卖;二是累计12个月计算;三是资产置换分别计算。

1. 限高买不限高卖

即在进行指标选取时,如果是买入资产,则应以成交额与相应指标的孰高来确定(见表1)。在具体选取时,依照是否为股权资产、是否获取控制权有一定的区分,简单来讲,基本规律就是“限卖不限买,股权看收入,收入无孰高,非股无收入”。同时,需要注意的是,对于不涉及负债的资产,则不宜适用资产净额的标准;而在计算净资产额的时候,并不包含少数股东权益。

表1 重组标准计算认定

| 项目 | | 控制权不变化 | | 控制权变化 | |
|-----|----|-------------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 股权 | 非股权 | 股权 | 非股权 |
| 总资产 | 卖出 | 股权占比乘以资产总额 | 账面价值 | 资产总额 | 账面价值 |
| | 买入 | 股权占比乘以资产总额与成交金额孰高 | 账面价值与成交价格孰高 | 账面价值与成交金额孰高 | 账面价值与成交价格孰高 |
| 净资产 | 卖出 | 股权占比乘以净资产额 | 账面价值 | 净资产额 | 账面价值 |
| | 买入 | 股权占比乘以净资产额与成交金额孰高 | 账面价值与成交价格孰高 | 账面价值与成交金额孰高 | 账面价值与成交价格孰高 |
| 收入 | 卖出 | 营业收入乘以净资产额 | — | 营业收入 | — |
| | 买入 | 股权占比乘以营业收入 | — | 股权占比乘以营业收入 | — |

2. 累计12个月计算

对于以上指标,上市公司自股东大会作出决议之日起,再次作出决议进行购买同一或相关资产时,需要进行累计计算,计算时采用的分母为第一次交易时最近1个会计年度上市公司经审计的合并财务会计报告期末数值。需要说明的是,该处的同一或相关资产,指的是同一交易对手方控制的资产或相同或类似行业的资产。

3. 资产置换分别计算

对于实践中经常出现的资产置换行为,即同时买入、卖出资产,则分别计算占比,

以孰高为准判断其是否属于重大资产重组。

此外,在《重组办法》中,一旦重组方案的调整构成重大调整,则需要重新履行相关内外部程序,对于何为重大调整市场也较为关心,对此,证监会于2017年9月15日的监管问答中从交易对象、交易标的、配套募集资金3个维度明确了5种视为重大调整的行为(见表2)。

表2 重大变化认定

| 项目 | 交易对象 | 交易标的 | 配套募集资金 |
|----|--|--|--------|
| 增加 | 构成重大调整 | 有条件构成(交易作价、资产总额、资产净额及营业收入占原标的资产相应指标总量的比例之一超过20%) | 构成重大调整 |
| 减少 | 有条件构成(剔除该交易对象持有的相关标的资产份额占交易作价、资产总额、资产净额及营业收入之一超过20%) | 有条件构成(交易作价、资产总额、资产净额及营业收入占原指标之一超过20%) | 不构成 |
| 其他 | — | 变更对交易标的的生产经营构成实质性影响 | — |

以上就是对于重大资产重组的一般定义,但事实上,重大资产重组制度中的内容远不止此,本文以下将从借壳上市、发行股份购买资产以及业绩承诺等3个制度维度对其进行介绍。

三、重点监管内容

(一)借壳上市

1. 监管沿革

在中国上市公司重大资产重组中,最为重要的一分子就是重组上市,即一般意义上认为的“借壳上市”。事实上,对于借壳上市的理解,市场与监管存在一定的偏差。根据马骁解释,^①只要上市公司的控制权发生了变化,同时收购人将一些资产注入上市公司中,就达到了借壳上市的目的;但是,从监管的意义上来讲,《重组办法》要求的

^① 参见马骁:《上市公司并购重组监管制度解析》,法律出版社2009年版,第208页。

是收购人注入的资产必须为其所有,且同时需在一定期限内,注入资产的规模达到一定程度。

从历史的角度来看,借壳上市的监管肇始于26号文,其中对于资产置换导致上市公司资格变化的,要求重新按照新股发行流程进行申报。105号文中对于资产指标达到70%(同时购买与出售的需均达到;置换的只计算单边的置入资产规模;出售或置换全部资产以及负债,也即一般意义上的净壳交易)的,明确要求需要重走发审流程。2008年《重组办法》延续了105号文的大体规定,要求出售和购买资产总额达到70%以上或者出售全部经营性资产同时购买其他资产的,需要报并购重组委审批(当时隶属于发审委)。该时期借壳上市标准的特征是,并不关心是否存在控制权变更,仅以特别重大的资产重组为标准进行监管。

2011年《重组办法》的修订基本确定了现有对于重组上市的定义,即控制权变更+资产规模达到100%以上。但当时修订时,尚未明确要求借壳上市参照IPO发行标准,仅要求“2年2000万净利润+持续经营达3年以上”。随后在2012年的《〈关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定〉的问题与解答》中,证监会直接明确借壳上市审批与“IPO趋同”,即根据IPO上市的标准进行审核。随后在2013年发布的《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》中,证监会将趋同改为“等同”,并明确了创业板不得借壳。这一监管精神在2014年的《重组办法》中得到了延续,并于2016年的修订中再次得到了加强。具体而言,2016年修订后的《重组办法》,从资产、净资产、营收、净利润以及所发行股份等5个指标对借壳上市涉及的特别重大资产重组行为进行了定义,相较原本的单一资产指标,如此规定使借壳在规避财务指标方面基本不可行。2019年考虑重组上市的公司大部分已经没有实际业务,采用了净利润指标后,公司极易触发借壳上市的认定条件,于是监管层将净利润指标去除。

2. 两个重要的原则

在借壳上市制度中,有两个制度构建极为重要,由证监会在《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第十四条、第四十四条的适用意见——证券期货法律适用意见第12号》(以下简称《证券期货法律适用意见第12号》)中进行了明确。

(1) 执行累计首次原则。在2011年《重组办法》确定了“控制权变更+资产占比100%+向收购人购买”的标准后,因为《证券期货法律适用意见第12号》中明确的“执行累计首次原则”未规定累计计算的时间跨度,使只要发生了控制权变更,其后跨

期无论长短的资产重组均需要合并计算,借壳上市标准触发过于容易,并不利于上市公司通过并购重组增加活力。基于此,在2016年修订的《重组办法》中,将“执行累计首次原则”确定为60个月,以减轻前述弊端,而2019年的修订更是将时间跨度缩小至36个月,进一步松绑重组上市。

(2)预期合并原则。即收购人申报重大资产重组方案时,如存在同业竞争和非正常关联交易,则对于收购人解决同业竞争和关联交易问题所制定的承诺方案,涉及未来向上市公司注入资产的,也将合并计算。通过上述设计来降低通过“交易规模不足100%”规避借壳。2014年《重组办法》修订后,将向收购人购买的范围扩展至收购人及其关联方购买。此处颇有意思的是对于“及其关联方”的理解,根据施金晶的研究,^①无论是从2014年之前的监管实践,抑或2014年《重组办法》修订的监管本意来看,此处的关联方均不能与《上市公司信息披露管理办法》体系中的关联方类比,因为持股5%以上的标准过于宽松,故此应该理解为收购人及其控制线条上的上下游关联方。

3. 规避手法与监管应对

考虑控制权变更事实上是借壳上市的主要衡量标准,监管机构尤为关注,因此,对于已经发生控制权变更但财务指标未完全达到标准的方案,上市公司以及中介机构为避免监管不确定,倾向于将其按照借壳上市进行披露并报批。因此,大量的规避借壳上市手段都是围绕着控制权展开,具体手法包括以下几类。

(1)第三方发行,即向与收购人不关联的第三方发行股份购买资产。因为2014年《重组办法》在发行股份购买资产的制度要求中将“增加协同效应”的规定进行了删除,所以第三方发行的方案大量出现,这一方案虽然实现了控制权变更,但是并未向收购人购买,因而并不构成典型的借壳上市。

(2)突击转让标的公司控制权,即在上市公司发行股份购买标的公司股权前,标的的实际控制人突击转让其持有的股份以降低持股比例,进而减少上市公司需相应支付的股权对价,以避免获取上市公司股权。但事实上,在该类模式中,股权转让大多存在虚假成分或标的实际控制人与上市公司及其原控制人签订了“抽屉协议”。

(3)提前收购标的公司股份。在该模式下,因由上市公司实际控制人在提前收购标的资产一部分股份后再以该部分股份对应的资产在上市公司发行股份购买资产时

^① 参见施金晶:《博弈与平衡:借壳上市监管制度研究》,法律出版社2015年版,第87页。

认购上市公司股份,所以也就保证了原实际控制人依旧是上市公司第一大股东,进而认定为控制权未发生转移。

(4)增强上市公司原控制人控制权。该模式下,由标的公司股东通过协议转让、公开要约、非公开发行认股、签订一致行动协议抑或由新进入股东放弃表决权的情形,先行增加对上市公司的持股,再进行发行股份购买资产,进而保证发行后第一大股东的控制地位。

(5)“现金交易+三方交易”。在该模式下,控制权变更后,由上市公司通过现金交易收购第三方股份,进而规避控制权变更的规定。事实上属于第三方发行规避的一种升级版——现金收购并不会再次增加二股东。

针对以上的情况,监管部门分别出台了以下一些政策。

首先,针对第三方发行和“三方交易+现金交易”的行为,要求第一大股东与第二大股东持股比例达到一定程度的差距(一般 10% 左右较为稳妥,根据部分监管人员的培训,目前明确的监管口径为 5%),并要求控制权在一定时间内不变更,上市公司一定时间内主业不变更(例如,在三爱富的案例中,第一大股东与第二大股东差距为 8%,控制权锁定 5 年,主营业务锁定 3 年),对此,《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》(以下简称《信息披露格式准则 26 号》)明确要求其披露相关情况。

其次,针对突击转让股份,监管机构会要求将转让前一定时间的股份进行合并计算,或者直接认定为借壳上市(有兜底条款)。

最后,针对增强上市公司原控制人控制权的行为,证监会在同一个监管问答中指出,如果原实际控制人拟在配套融资时认购股份,则该部分股份剔除后再认定控制人;如果有提前收购标的股份的情况并以该部分股份认购上市公司股份的,则将在本次交易停牌前 6 个月内及停牌期间认购的股份相对应的上市公司股份部分进行剔除。

值得注意的是,为避免实践中有商业实质的股权认购行为被因此“误伤”,2018 年 10 月 11 日证监会对该条监管问答进行了修订,对于现金认购的行为,如果可以进行“股份锁定+资金到位”的承诺,则可不进行剔除;对于突击入股行为,如果是资产重组决议作出前就已经实施完毕的,则可不进行剔除。

(二)发行股份购买资产

在 2008 年《重组办法》中,除了前四章作为主体部分对重大资产重组进行了规

定,还在第五章中首次对发行股份购买资产进行了一定的明确规定,允许上市公司在一定条件下发行股份购买资产,但发行股份购买资产应当满足可以提升上市公司财务质量与持续经营能力、标的资产权属清晰以及财务报表无保留意见的要求。

在《重组办法》2011年的修订中,对于第三方(向收购人及其关联方以外的特定对象)发行制度进行了明确的规定,要求第三方发行必须满足提升上市公司协同效应的条件,同时发行股份数量不少于发行后总股本的5%,或者主板(中小板)交易金额不低于1亿元,创业板不低于5000万元。同时,此次修订首次明确发行股份购买资产允许进行配套融资。但事实上,对于配套融资行为与上市公司再融资后进行资产购买行为的边界,在实践中一直不甚明确。

在2014年的修订中,秉持着简政放权的原则与理念,《重组办法》对于前述条件进行了删除,也就极大地为第三方的发行进行了“松绑”。在2016年的修订中,《重组办法》又明确将借壳上市排除在配套融资范围之外。2019年《重组办法》的修订中则取消了这一限制。

在发行股份购买资产制度中,有以下几个方面的问题需要注意。

1. 股份锁定期

在2008~2014年的3版《重组办法》中,股份锁定期的基本规定都是获取控制权的特定对象、属于实际控制人关联方的特定对象或者用以认购资产标的的时间不足12个月的特定对象,锁定24个月,在其余情况下,特定对象锁定股份12个月。在《重组办法》2016年的修订中,对于借壳上市的情形,如果属于原控股股东、原实际控制人及其控制的关联人(包含从此3类主体获得股份的),则需要锁定股份36个月,在其他情形下则锁定24个月。

2. 发行对象数量

在2008年《重组办法》刚刚制定时,发行股份购买资产的要求是符合非公开发行的相关规定,发行对象人数自然也是不超过10个。2011年增加了配套融资作为制度配套后,证监会在《〈关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定〉的问题与解答》中明确,如果是采取询价方式进行配套融资证券发行的,购买资产与配套融资的发行对象各不得超过10人。但在实践中,考虑发行股份购买资产的标的通常为公司且为了避免同业竞争与关联交易的遗留,发行对象的股东数量较多且是既定的、无须询价,2012年证监会在关于“上市公司实施并购重组中,向特定对象发行股份购买资产的发行对象数量是不超过10名还是不超过200名?”问题的解答中,

将人数上限放宽至原则上不超过 200 人(也有超过的,如绿地控股借壳金丰投资)。随后,证监会在 2015 年 9 月 15 日的问题汇编中将其固定,并一直延续至今。

3. 发行股份购买资产、配套融资与再融资的规则适用

配套融资制度首次在《重组办法》中出现是 2011 年修订时。《重组办法》中对于配套融资制度的规定较为原则,仅有“上市公司发行股份购买资产的……可以同时募集部分配套资金,其定价方式按照现行相关规定办理”一句话,即原则上参照上市公司再融资的相关规定执行。但事实上,因为发行股份购买资产从形态上类似上市公司发行新股的情况下认购方非现金认购,所以实践中也会参照上市公司非公开发行的制度执行,比如,证监会之前就不允许发行股份购买资产的认购对象数量超过 10 人。同时,由于在 2017 年 2 月之前,上市公司普遍倾向于选择锁价发行进行融资,配套融资与发行股份购买资产的定价逻辑差别不大,执行中争议不大。

但在 2017 年 2 月证监会修订《上市公司非公开发行股票实施细则》后,非公开发行的锁价机制丧失,配套融资如何适用就成了一个问题。对此,2017 年 2 月 18 日证监会的答记者问明确,配套融资在定价、融资规模等方面需符合证监会关于上市公司再融资的新规,即基准日只能是发行期首日且不得超过现有股本的 20%,但融资间隔不受冷却期的影响。

同时,对于实际细节,如交易价格的计算、定价方式、募集资金使用等问题,证监会则以多次监管问答的方式进行了明确,具体见表 3。

表 3 配套融资规则变化一览

| 名称 | 日期 | 资金用途 | 审核分工 | 定价机制 | 计算公式 |
|--------------------------------------|-----------------|------------------------|----------------|------------------------|------|
| 《证券期货法律适用意见 12 号》 | 2011 年 8 月 1 日 | 未明确,仅称“主要用于提高重组项目整合绩效” | 25% 以下归并购重组委审核 | 无变化 | 未明确 |
| 《〈关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定〉的问题与解答》 | 2012 年 1 月 19 日 | 无变化 | 无变化 | 分锁价与询价,锁价情况下,认定为一次发行行为 | 未明确 |

续表

| 名称 | 日期 | 资金用途 | 审核分工 | 定价机制 | 计算公式 |
|--------------------------------------|-------------|-------------------------------------|--------------|---|---|
| 《关于并购重组配套融资问题》 | 2013年7月5日 | 非借壳上市可以补充流动资金 | 无变化 | 无变化 | 未明确 |
| 《关于并购重组募集配套资金计算比例、用途等问题与解答》 | 2014年11月2日 | 仅部分可以用于补流,但未明确比例 | 无变化 | 无变化 | 交易总金额 = 本次交易金额 + 募集配套资金金额 - 募集配套资金中用于支付现金对价部分 |
| 《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金涉及定价等有关问题与解答》 | 2014年11月21日 | 无变化 | 无变化 | 发行股份购买资产按照《重组办法》,配套募资按照上市公司再融资规定;募集资金部分与购买资产部分应当分别定价,视为两次发行 | 无变化 |
| 《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金涉及定价等有关问题与解答》 | 2015年4月24日 | 非借壳上市的补流比例为不超过募集资金的50%,借壳上市的为不超过30% | 无变化 | 无变化 | 无变化 |
| 《证券期货法律适用意见12号》 | 2015年4月23日 | 无变化 | 100%以下归并购重组委 | 无变化 | 募集配套资金的比例基础由交易总金额变为购买资产交易价格(未明确计算中是否包含现金对价) |

续表

| 名称 | 日期 | 资金用途 | 审核分工 | 定价机制 | 计算公式 |
|--------------------------------------|-------------|---|------|------|---------------------------|
| 《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》 | 2015年9月18日 | 非借壳上市的补流比例以不超过交易作价的25%与不超过募集配套资金总额的50%孰高;构成借壳上市的,不超过30% | 无变化 | 无变化 | 无变化 |
| 《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金涉及定价等有关问题与解答》 | 2016年6月17日 | 不得用于补流、偿还债务 | 无变化 | 无变化 | 购买资产交易价格为以发行股份方式购买资产的交易价格 |
| 《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金涉及定价等有关问题与解答》 | 2018年10月12日 | 补流、偿还债务比例不超过交易作价的25%与募集配套资金总额的50%孰高 | 无变化 | 无变化 | 无变化 |

在有关的配套融资的规则中,较为关键的是配套融资比例的计算方式以及配套融资的用途规定,二者均经历了一定的变化。

(1) 融资比例计算方面。根据《证券期货法律适用意见第12号》的规定,配套融资占交易金额比例达到一定标准的,由发审委审核(2011年该比例为占交易金额的25%,2015年该比例提升至占拟购买资产交易价格的100%)。因此,该比例的计算尤为重要。但是在制度建设的前期,证监会并未对分母(交易金额或资产交易价格)进行明确,市场上的执行方式也不一致。前期,为扩大基准,尽可能的多募资,市场的计算方式多为“交易金额=资产购买价格+募集资金”,考虑在事实上,募集资金中有部分是用来支付购买价格的,如此计算存在重复计算的问题,证监会于2014年11月将计算公式明确为“交易总金额=本次交易金额+募集配套资金金额-募集配套资金中用于支付现金对价部分”。

2015年在《证券期货法律适用意见第12号》修订后,证监会将分母调整为资产

交易价格,但是该资产交易价格是否为股份对价与现金对价之和也造成了一定的困惑,如果包含现金对价的话,也同样存在上述问题。2016年证监会通过监管问答将交易价格界定为股份对价的价格。

(2)募集资金使用方面。证监会规则改变的主要部分对于募集资金可否用于补充流动资金、偿还债务方面。总结下来,监管政策经历了“未明确—放开—收紧—进一步收紧—禁止—有限制的放开”的经历。截至2019年12月底,在证监会的规则中,《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》(2018年修订)则是将允许上市公司使用不低于配套融资的50%或交易作价25%孰高的募集资金用于补流、偿还债务。

(三)业绩承诺

1. 制度概览

重大资产重组的业绩承诺始于2008年的《重组办法》,其中规定,上市公司在重大资产并购重组中,应披露利润预测,如果无法实现预测,则需要由交易对手方对上市公司进行补偿。该项制度在2005年的“股改”中首次出现,在2008年被引入资产并购重组,随后在2014年针对制度运行中的凸显的问题,新版的《重组办法》以及相关的监管问答对该制度进行了细化规定,基本呈现以下特征(见表4)。

表4 业绩承诺制度相关规则

| 名称 | 规定 | 规定方式 | 备注 |
|--------|---|----------|-------------------------------------|
| 适用情形 | 与控股股东、实际控制人或者其控制的关联人发生交易且采用了收益现值法、未来开发法等方式进行估值的 | 《重组办法》 | 如果是部分资产采用该方式进行,也应该进行补偿 |
| 承诺期限 | 一般为3年 | 《监管问答汇编》 | — |
| 补偿方式 | 现金和股份,优先使用股份补偿 | 《监管问答汇编》 | — |
| 补偿计算方式 | 即累计未实现的利润扣除已经补偿的利润部分。如果是进行股份补偿,则根据本次股份发行的价格进行换算 | 《监管问答汇编》 | 如果在补偿期终了依旧存在未补偿部分,则对于未实现且未补偿部分一次性补偿 |

续表

| 名称 | 规定 | 规定方式 | 备注 |
|------|--|-------------------|----|
| 惩罚措施 | 业绩未达到预测金额的80%,上市公司及中介机构解释原因、公开道歉;业绩未达到预测金额的50%,监管机构有权采取监管谈话、出具警示函、责令定期报告。 交易对方超期未履行或者违反业绩补偿协议、承诺的,监管机构有权责令改正,并可以采取监管谈话、出具警示函、责令公开说明、认定为不适当人选等监管措施,将相关情况记入诚信档案 | 《重组办法》 | — |
| 能否变更 | 不能 | 证监会2016年6月17日监管问答 | — |
| 其他要求 | 如果构成借壳上市,则股份补偿占比应高于90% | 《监管问答汇编》 | — |

从规定来看,在2014年《重组办法》修订后,根据交易对手方的性质,对业绩承诺进行了区分。如果是与上市公司的控股股东、实际控制人及其控制关联方进行交易或者控制权发生变更时,因担心出现利益输送的问题,监管层强制要求交易对手方进行业绩承诺;但是对于其他情况,因为是市场博弈的后果,所以并不强制要求进行业绩承诺。需要注意的是,2016年1月15日证监会发布监管问答称,对于实践中存在的大股东过桥收购等情形,无论其是否控制标的资产,均须进行业绩承诺。

2. 运行情况

根据证监会上市公司监管部的一篇公开研究成果,^①2013~2015年,经证监会核准的重大资产重组共计570单,有248单签订了业绩补偿协议,占比高达43.5%,包含沪市114单,深市134单。

以上的业绩承诺呈现高估值、高承诺、高溢价的特点。具体来说,高估值主要体现在收购资产的增值率较高,发行股份购买资产的增值率高达751%,现金收购的平均增值率为506%,资产置换方式的增值率仅为156%;承诺过高主要是从业绩达标的指标来看,在2015年的业绩承诺中有1/5未能达标,而传统行业的不达标率更是高达70%左右(钢铁煤炭行业高达100%);就高溢价而言,在2015年的重大资产

^① 参见方重:《并购重组业绩承诺的现状与监管》,载《清华金融评论》2016年第10期。

重组中,有业绩承诺的企业比没有业绩承诺的企业的估值溢价要高出 140%。

尽管业绩承诺“看起来很美”,使大股东对资产购买承担了兜底责任,但事实上,在实践中,其不仅增强了大股东盈余管理的动机,更是面临着实际执行中的诸多困难,具体问题如下。

(1)业绩承诺执行难。因股份锁定期(1年,特殊情况下为3年)一般短于业绩承诺期(3年,甚至会延长),加之普遍存在的质押套现情况,导致在执行时会出现大股东手中可用以补偿的股份数量不足的情况,而如果诉诸法院,不仅面临着流程较长的司法程序,更是因法院对业绩承诺有效性态度不一面临着不确定性。

(2)业绩承诺“变相”变更。尽管《监管问答汇编》明确不允许承诺期内变更承诺,但部分上市公司面临着并购标的业绩情况不理想甚至暴雷的情形,此时,上市公司就会寻求置出资产。监管层就会面临一个两难的问题:如果强制要求其存续于上市公司中,会严重拖累上市公司业绩,进而损害中小股东权益,与业绩承诺制度的本意南辕北辙;可如果允许其置出资产,一方面,规则严肃性丧失,另一方面,又给了上市公司“变相”变更承诺的动机——高溢价买入后以业绩不好再低价或平价卖出,这甚至会成为大股东侵占上市公司利益的新途径。

针对前述问题,证监会于2019年3月22日发布监管问答(《关于业绩承诺方质押对价股份的相关问题与解答》),要求承诺方必须在承诺时明确保障承诺可履行的机制,在质押股份时须告知质权人股份存在业绩承诺并于质押公告中进行披露。同时,在此次修订中,证监会增补了业绩承诺不履行的相关监管措施,以期保障承诺履行。

四、监管建议

自《重组办法》颁布实施以来,重大资产重组作为上市公司盘活资产、引入源头活水的重要制度,其一举一动都牵动着中国资本市场的神经,更是深刻影响着市场的生态。但值得注意的是,我国重大资产重组制度尚存在较多一些问题需要解决。

一是业绩承诺制度有待完善。如前所述,证监会要求向实际控制人及其控制的关联人购买资产时,必须进行业绩承诺,但实践中业绩承诺不仅面临着上述承诺履行难的问题,更存在标的资产失控抑或抵赖的情形,即被重组方以实现业绩承诺为由,拒绝上市公司对其实现有效的整合管控,甚至拒绝上市公司聘任的审计机构进场审

计,加之资产业绩承诺精准达标的现象屡见不鲜,标的资产承诺期内的业绩真实性甚至都无法得到有效保证。

二是发行股份购买资产制度与上市公司再融资制度的衔接。发行股份购买资产因为形态较为特殊,且与上市公司再融资存在较大的相似性,二者之间的制度衔接一直存在一定的争议。尽管证监会于2017年2月的新闻发布会上将再融资与发行股份购买资产制度的规则适用进行了一定解释,但是诸如发行股份购买资产与上市公司再融资非现金认购的边界、发行股份购买资产行为是否属于保荐业务等问题仍存在一定的争议。

三是财务顾问责任有待厘清。相较首次公开发行制度下对于保荐人及保荐机构的职责规定,针对并购重组财务顾问应履行职责的文件较少,仅证监会的《上市公司财务顾问管理办法》一部规范性文件与沪深两家证券交易所的2份业务备忘录,呈现出“效力层级较低、规定较为原则”的特点。至于重组后的持续督导期规则更是付之阙如,仅上海证券交易所制定了一份规则文件,证监会层面与深圳证券交易所均未作细致规定。这就给监管机构实现对财务顾问的监管带来了一定的不便,且其自由裁量权较大,易引起社会争议。

四是发行股份购买资产财务顾问的角色认定。从形态上来讲,发行股份购买资产也涉及新股的发行上市,且证监会明确要求上市公司发行股份购买资产的财务顾问需具备保荐资格,财务顾问理应同时承担保荐机构的职责,但在实践中却一般不认定为保荐业务,究其原因,盖因为《证券发行上市保荐业务管理办法》(2017年修订)及《保荐人尽职调查工作准则》未明确将上市公司发行股份购买资产纳入保荐业务的范围。尽管《证券发行上市保荐业务管理办法》(2017年修订)将上市公司发行新股认定为保荐业务,但无论是从行政处罚的角度抑或是从投资银行业务实践,均未将发行股份购买资产认定为保荐业务。

需看到的是,重大资产重组制度仍为我国上市公司盘活存量资产提供了有力工具,而只有认识到这一点,不断完善改进重大资产重组制度,才能助力上市公司通过“吐故纳新”,进一步做大做强,提升自身质量。