

上市公司并购重组最新趋势与热点解析

——蔡曼莉 和易资本 CEO、金杜律师事务所顾问

并购重组市场趋势

上市公司重大资产重组的主要类型包括上市公司重大资产购买、上市公司重大资产出售、上市公司重大资产置换。在国内市场三大类型表现为整体上市、借壳上市、产业并购，整体上市主要解决的是同一控制下的同业竞争和关联交易，借壳上市是拟上市的公司通过收购、资产置换等方式取得已上市公司的控股权，产业并购包含同行业的产业整合及跨界的产业并购。上市公司收购的方式包括要约收购、协议收购、间接收购、定向发行、行政划转、二级市场举牌收购、继承、赠与。

根据 2013 至 2015 年并购重组市场的证监会审核情况来看，并购重组市场趋势如下：

1、市场化程度提高。2013-2015 年，证监会分别审核并购重组交易 191、280、342 单，交易金额 3143、4125、11080 亿元。其中 2014、2015 两年审核数量分别占上市公司并购重组总数的 9.6%、12.8%，证监会审核并购重组数量占比维持在较低水平。

2、产业整合占据半壁江山。2013-2015 年，产业整合类单数占比分别为 24.1%、41.8%、48.2%，金额占比分别为 64.2%、

47.8%、54.2%。

3、民营公司成为主力军。2013-2015年，民营上市公司交易单数占比分别为44.5%、66.8%、61.0%，但单笔交易金额较小，2015年，民营、地方国企、央企上市公司并购重组平均单笔交易金额分别为5.5、9.7、19.0亿元。

4、创业板公司并购重组活跃。2013-2015年，创业板上市公司交易单数占比分别为10.5%、22.5%、20.0%，但交易金额较小。2015年492家创业板上市公司共发生并购重组535单，每家公司平均发生1.09次。

5、部分行业出现并购热潮。2013-2015年，从交易次数来看，制造业、房地产业、软件和信息技术服务业位列前位，并购重组合计单数占比分别为69.6%、50.4%、76.43%；从活跃程度看，软件和信息技术服务业、影视传媒行业、游戏行业较为突出。

并购重组监管政策动向

2015年以来，随着并购重组市场的快速发展，证监会等监管机构基于实践中的问题，颁布一系列重组新政，进一步解答并规范上市公司并购重组活动，有利于激发市场活力，从制度层面为资本市场的长远发展奠定基础。从主要条款来看，行政审批方面，对不构成借壳上市的公司重大现金购买、出售、置换行为取消审批，以及取消部分豁免要约的行政审批；定价机制方面，20日、60日、120日均价90%中选其一，

可以根据股票市价重大变化调整发行价格，评估机构、估值机构的估值结果可以作为定价依据；业绩对赌方面，构成借壳上市的，应当以拟购买资产的价格进行业绩补偿计算，且股份补偿不低于本次交易发行股份数量的 90%，业绩补偿应先以股份补偿，不足部分以现金补偿；借壳审核方面，对借壳上市执行与 IPO 审核“等同”的要求，明确指出创业板上市公司不允许借壳上市；配套融资方面，配套融资的比例不得超过拟购买资产交易价格 100%，募集配套资金用途应当符合《上市公司证券发行管理办法》、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》的相关规定，还可用于支付现金对价、并购整合费用和标的资产在建项目建设；并联审批方面，2014 年推出外商投资项目核准和备案、经营者集中申报审查的并联审批，2015 年 11 月推出外国投资者战略投资上市公司的并联审批。



并购重组监管政策动向

2016年9月正式修订发布后的《上市公司重大资产重组管理办法》，严防借壳是修订核心。修订1：控制人变更五年之后超标不再构成借壳，期限规定5年。例如2015年控制权变更，如果是2011年之前注入总资产超100%，不再构成借壳。修订2：增加100%指标的参考系数，资产指标变成5个，除总资产指标外，新增4个指标（净资产、营业收入、净利润、对价股份占交易前总股本），任一指标超100%，都可能构成借壳；即使指标未超过100%，若导致上市公司主营业务变更，同样可能构成借壳。修订3：明确控制权的界定。

如果股权分散，但董事高管可以支配公司重大财务经营决策的，仍视为具有控制权。修订 4：创业板仍然不得借壳，而且不受累计期限限制。修订 5：借壳不得募集配套资金。修订 6：借壳交易中的特定锁定期。上市公司原控股股东、实际控制人及其关联方锁定期为交易完成后 36 个月；资产方的其他股东锁定期为交易完成后 24 个月。修订 7：对不诚信上市公司被借壳说 No。为强化对违法或失信公司的约束，修改后的《重组办法》要求，拟重组上市的上市公司最近 3 年内的控股股东、实际控制人不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规被中国证监会立案调查的情形，或者涉嫌犯罪或违法违规的行为终止已满 36 个月，且最近 12 个月内未受到证券交易所公开谴责，不存在其他重大失信行为。

并购重组市场热点

热点一：举牌潮愈演愈烈

根据 CHOICE 提供的数据，2015 年总共有 154 起举牌，举牌概念股风靡整个 A 股市场。2016 年延续了 2015 年的“举牌”热，截至 2016 年 9 月 23 日，本年度 A 股市场总共发生 70 起“举牌”现象。常见违规“举牌”类型包括忽略一致行动人，已触举牌线浑然不知；举牌披露公告期间，继续买入；未及时进行信息披露或披露内容存在错误。

控制权之争相关的法律问题一：信息披露与“慢走规则”。

股份增持方面，法律规定包含两项制度：一是信息披露义务，即在首次达到 5% 时以及后续每增持或减持达到 5% 时，需及时履行公告与报告义务；二是“慢走规则”，即在履行信息披露义务的期间以及之后 2 日，均不得再行买卖股票，放慢收购的脚步，给投资者尤其是广大中小投资者一个决策的时间。

控制权之争相关的法律问题二：资金使用限制问题。如果增持资金来自保险资金，应遵守保监会关于保险公司举牌上市公司股票的相关规定。对于银行贷款的使用，中国人民银行《贷款通则》第 20 条规定，不得用贷款在有价证券、期货等方面从事投机经营。

控制权之争相关的法律问题三：短线交易问题。根据有关规定，自首次持股达到 5% 之后，增持方买入的股票就要受到短线交易规则的限制，即在买入后 6 个月不能再行卖出。

控制权之争相关的法律问题四：一致行动人问题——涉及股份合计。由于一致行动人的存在，在争夺上市公司控制权时应充分考虑双方股份合计后的对比情况。

控制权之争相关的法律问题五：“毒丸计划”是否能够实施。“毒丸计划”反映到我国目前《公司法》框架范围内主要为定向增发，但主要有以下障碍：第一、发行新股意味着注册资本的增加，属于特别决议事项，需要出席会议股东所持表决权的三分之二才能通过；第二、发行新股价格受到

严格限制。

控制权之争相关的法律问题六：公司章程自治问题。在公司章程中对更换、改选董事人数制定限制措施；提高董、监事候选人提名门槛；股东大会在选举董事、监事时，实行累积投票制而非直线投票制等手段均可影响上市公司的控制权之争。

控制权之争相关的法律问题七：持续增持的法律后果。根据《上市公司收购管理办法》的规定，收购方持有公司股份达到该公司已发行股份的 30% 时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行，发出全面要约或部分要约，收购比例不低于该上市公司已发行股份的 5%。或在一年内继续增持不超过该公司已发行的 2% 的股份，而无需进行要约收购。

热点二：国企改革成并购新动力

2016 年，国企改革进入从顶层设计到“施工阶段”的新阶段。未来，央企在军工、通信、基建、能源、化工等领域仍有大量企业存在合并的可能性和必要性，国资委将全面铺开央企改革试点工作。

热点三：海外并购更趋理性

国家政策支持国内企业“走出去”，同时一系列法规的要求放宽和简政放权给海外并购带来程序便利，减少法律障碍。2016 年 1—7 月，中国企业共实施海外并购项目 459 个，涉及 63 个国家和地区，涵盖信息传输、软件和信息服务业及

制造业等 15 个行业，实际交易金额达 543 亿美元。海外并购成为中国对外直接投资的主要方式，占同期中国对外投资的比重也明显高出 2015 年的 34%。

同时，海外并购也面临一定的困难。例如中方不熟悉国际市场游戏规则、不熟悉当地法律法规或者文化风俗，令整个收购陷于被动；各国反垄断法的审查标准迥异，导致审查结果不同；国家安全审查由于缺乏透明度，往往成为阻拦并购实施的“拦路虎”。

为避免海外并购失败，须关注投资风险，包括财税风险（关联交易、表外负债、虚增收入、税务违规、税法争议等）、合规风险（企业和个人没有按照世界银行的采购标准竞标、进行违规活动等）和整合风险（无法短时间内实现协同效应，面临跨境跨文化的挑战等）。

（本文根据专家授课内容整理）