



博弈与平衡：

借壳上市监管制度研究

施金晶◎著

博弈与平衡： 借壳上市监管制度研究

施金晶 著



中国金融出版社

责任编辑：丁 芊

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

博弈与平衡：借壳上市监管制度研究 (Boyi yu Pingheng: Jieke Shangshi Jianguan Zhidu Yanjiu) / 施金晶著. —北京：中国金融出版社，2015. 11
ISBN 978 - 7 - 5049 - 8192 - 9

I. ①博… II. ①施… III. ①借壳上市—监管制度—研究 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 261476 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 20. 75

字数 357 千

版次 2015 年 11 月第 1 版

印次 2016 年 2 月第 2 次印刷

定价 50. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8192 - 9/F. 7752

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

目 录

导论	1
一、借壳上市的发展现状与最新趋势	1
二、借壳上市交易中的利益博弈与监管难题	2
三、借壳上市监管的研究意义与研究方法	6
四、本书结构与主要内容	7
第一章 借壳上市的基础理论与实践	10
第一节 借壳上市的内涵	10
一、概念拆解与辨析	10
二、现行规定及其模糊性	14
第二节 借壳上市的类型及区分意义	18
一、净壳上市和实壳上市	18
二、现金借壳和发股借壳	20
第三节 借壳上市的动机与功能	22
一、借壳上市的动机	22
二、借壳上市的功能	27
第四节 借壳上市的流程	31
一、审核前的流程	31
二、审核流程	34
三、要约收购义务的豁免流程	34
四、股权过户登记	34
第二章 境内外借壳上市监管制度比较研究	35
第一节 借壳上市监管的必要性	35
第二节 我国借壳上市监管制度演进史	39
一、借壳上市监管制度萌芽期	40
二、借壳上市监管制度发展期	52

三、小结	61
第三节 美国借壳上市的监管制度	61
一、借壳上市的定义	61
二、借壳上市的监管制度	62
第四节 我国香港地区借壳上市的监管制度	65
一、借壳上市的定义	65
二、借壳上市定义相关的其他制度	67
三、借壳上市的监管制度	68
第三章 借壳上市的认定标准	71
第一节 关于“控制权变更”的认定	71
一、控制权	71
二、控制权变更	73
第二节 关于“收购人及其关联人”的认定	79
一、收购人及其一致行动人的认定	79
二、关联人的认定	86
第三节 关于“购买”的认定	87
一、购买	87
二、构成购买的实质性行为	88
第四节 关于“100% 指标”的计算标准及计算方法	89
一、数量指标：100%	89
二、计算标准：资产总额	89
三、计算方法	90
第五节 关于“借壳上市完成”的认定	92
第四章 借壳上市的交易难点与监管重点	96
第一节 借壳上市监管的规则体系	96
一、法律层面	96
二、行政法规层面	97
三、规章层面	98
四、规范性文件及其他	99
第二节 借壳上市中“取得上市公司控制权”的监管要求	100
一、收购的定义	101

二、收购的方式	105
三、权益披露的规则	115
四、收购人持股锁定期的规则	118
五、限制表决权的规则	120
第三节 借壳上市中购买资产的基本监管要求	121
一、重大资产重组的规范对象与量化指标	122
二、重大资产重组的程序性规范	125
三、重大资产重组的实体性规范：原则要求	140
四、重大资产重组的实体性规范：具体监管要求	142
第四节 借壳上市中发行股份购买资产的特殊监管要求	175
一、发行股份购买资产与其他制度关系	176
二、发行股份购买资产对上市公司交易方式的影响	177
三、发行股份购买资产的监管规则解析	182
第五节 借壳上市中吸收合并的监管要求	189
一、关于换股吸收合并的发行定价	190
二、吸收合并的现程序	190
三、关于异议股东保护制度	192
四、关于吸收合并与股权转让的关系	192
第六节 关于借壳上市中置出资产的监管要求	193
第七节 关于借壳上市中募集配套资金的监管要求	194
一、募集配套资金的金额	194
二、募集资金的用途	195
三、募集资金的定价方法、锁定期、聘请中介机构要求	196
四、募集配套资金的必要性	196
五、募集配套资金方案的重大调整	196
六、发行股份购买资产并募集配套资金 VS 发行股份募集资金用于购买资产	198
第五章 借壳监管与规避借壳的博弈	230
第一节 规避借壳上市的原因	230
第二节 规避借壳上市监管的主要手法	231
一、围绕上市公司控制权不变的规避借壳手法	232
二、围绕收购人与资产控制权差异的规避借壳手法	257

博弈与平衡：借壳上市监管制度研究

三、围绕资产比例的规避借壳手法	281
四、其他规避借壳的手法	290
第六章 构建借壳上市的平衡监管体系	301
第一节 老问题与新挑战	301
一、老问题	301
二、新挑战	306
第二节 关于借壳上市监管的若干建议	312
一、监管逻辑的再梳理	313
二、借壳上市的再定义	313
三、借壳上市监管标准的再思考	317
附录：2012 年至 2015 年上半年的借壳上市交易名单	319
一、2015 年上半年核准的借壳上市项目	319
二、2014 年核准的借壳上市项目	319
三、2013 年核准的借壳上市项目	320
四、2012 年核准的借壳上市项目	321
后记	323

导 论

一、借壳上市的发展现状与最新趋势

在我国，借壳上市的历史并不长，但却是上市公司并购重组^①的重要交易类型，备受市场各方关注。随着上市公司并购重组市场的快速发展，借壳上市成为产业界和政府、媒体及公众关注的一个热点和焦点。

近年来，借壳上市的绝对数量基本保持稳定。笔者根据上市公司公开披露的信息进行统计：2012年中国证监会核准借壳上市数量为21单，占全年核准重组总数的25%。2013年中国证监会核准借壳上市数量为24单，占全年核准重组总数的25%；2014年中国证监会核准借壳上市数量为23单，占全年核准重组数量总数的12%。2015年上半年，中国证监会核准借壳上市数量为12单，占同期核准重组数量的11%。上述数据显示，虽然借壳上市在整个并购重组市场中的比重下降，但借壳上市的绝对数量并没有下降，也未出现下降趋势。^②

同时，近年来，借壳上市交易呈现出一个值得关注的趋势性的特点，即疑似借壳案例不断增多。

① 并购重组是什么，很难定义，从经济学角度来看，并购重组是实现市场上资源配置的重要手段。美国芝加哥大学教授、诺贝尔经济学奖得主乔治·斯蒂格勒曾经说过：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的。一个企业通过兼并其竞争对手的途径成为巨型企业是现代经济史上一个突出现象。”但何为并购重组，很难给出一个准确的法律定义，因为并购重组实际上是一个概括性的概念，包括兼并、收购、资产剥离等多种法律行为。

上市公司并购重组同样不是一个准确的法律概念，只是我国证券市场通常的说法。作为一种政策性措辞，上市公司并购重组于2004年首次出现在《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发〔2004〕3号）中，其中第五条明确提出“鼓励已上市公司进行以市场为主导的、有利于公司持续发展的并购重组”。随后，并购重组出现在规章和规范性文件的标题中。从我国证券市场来看，上市公司并购重组主要包括上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、回购等活动。这类活动又可分为两类行为：一类涉及上市公司的股权变动，如上市公司收购；另一类涉及上市公司体内资产的变动，如重大资产重组。

② 提请读者注意的是，出于简捷性和准确性考虑，笔者统计的口径为中国证监会核准的口径，因此被中国证监会否决的案例不在统计之列。同时，仅公告了借壳预案但尚未获得中国证监会核准的案例也不在统计之列。

疑似借壳方案没有明确的认定标准，且该类方案披露不构成借壳上市，因此较难统计。我们从以下两个方面可以发现这一趋势：第一，笔者曾经统计过中国证监会核准的“第三方发行”的案例^①，2013 年以前，基本不存在主营业务完全不相关的跨行业并购；2013 年至 2014 年两年，约 10% 的交易为主营业务完全不相关的跨行业并购。这 10%（约 30 单）的交易中，疑似借壳的案例较多。第二，部分疑似借壳上市的方案是通过上市公司定向发行股份募集资金，变更控制权，同时用该笔资金购买大额资产来实现的。^② 笔者未对该类交易数量进行统计，但从媒体报道可以发现，该类疑似借壳案例不在少数。

频频出现的疑似借壳、变相借壳案例引发了诸多疑问和思考：借壳上市的认定标准和监管原则如何发展而来，又存在何种问题？当前市场上为什么会出现如此多疑似借壳上市的案例，有什么影响？借壳上市监管的初衷和立法理念究竟是什么？借壳上市认定标准和监管制度应该如何完善？

二、借壳上市交易中的利益博弈与监管难题

借壳上市作为一项复杂的交易模式，是在一定的法律环境和市场环境中，与公司相关的不同利益主体之间就上市公司资产、控制权等作出的利益交换和利益安排。借壳上市涉及多方利益主体，主要包括上市公司控股股东、中小股东及交易对方。^③ 下面笔者举一个借壳上市的案例，扼要说明借壳上市交易中的各方利益博弈与监管工作所面临的挑战。

上市公司主要从事酒店经营业务，控股股东 A 公司占 34.47% 股权。为实现业务转型，2012 年拟将酒店经营业务全部出售给 A 公司，同时向甲、乙、丙三人发行股份购买其持有的一家矿业公司 70% 股权。出售资产为位于北京东三环的一家酒店，交易作价 4.8 亿元，增值率为 170%；购买资产交易作价 23 亿元，增值率为 520%，占上市公司 2011 年资产总额 12 亿元的 190%。交易完成后，上市公司主营业务变更为铅锌矿的采选和销售。A 公司仍为控股股东，持股比例降为 22%，同时，甲、乙、丙三人的持股比例分别为 18%、18%、2%。甲、

① 实务中，一般将上市公司重组的交易类型划分为借壳上市、大股东注资（向控股股东、实际控制人及其控制的关联方购买资产）、第三方发行（向控股股东、实际控制人及其控制的关联方以外的交易对方购买资产）。部分疑似借壳上市的案例被统计在这一交易类型中。

② 具体操作方式见本书第五章的案例。

③ 部分借壳上市的交易方案还涉及置出资产的员工利益，潜在的购买上市公司股票的中小股东利益；交易对方的大股东与中小股东利益也可能存在不一致，但上述问题与本书讨论的主题相对较远，因此本书对此不做展开讨论。

乙、丙为该矿业公司的创始人，共同合作多年，但无关联关系。公司交易报告书说明甲、乙、丙不构成一致行动人。

与多数境外市场实践一样，在较长一段时间内，我国并购重组相关规则并没有对借壳上市进行单独监管，而是要求其符合一般的并购重组规则即可。2011 年借壳上市规则首次写入《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》），其后监管部门不断细化借壳上市的认定标准，提高借壳上市的监管要求，从趋同于 IPO^①（Initial Public Offering，首次公开发行）逐步提升到等同于 IPO。但随着我国借壳上市标准的不断提高，借壳上市类的重组公司数量并没有呈现下降趋势，反而在绝对数量上保持稳步上升，且市场同时出现了诸多疑似借壳上市的案例。上述案例既是一个典型的疑似借壳方案，又是借壳上市规则出台后首个疑似借壳上市的案例。在这个案例中，上市公司原有资产全部置出，同时购买了一块大额的新的资产，主营业务发生根本变化。但该方案最终因不符合借壳上市的认定标准没有被界定为借壳上市。公司按照一般并购重组的要求披露了交易报告书，并最终获得监管部门批准。

这个看似简单的案例引发了很大争议，争议的背后是各方对于现行借壳上市认定标准和监管理念的不同认识。

有观点认为，借壳上市交易中中小股东的利益无法得到有效保护，迫切需要监管部门出手。具体来说，上市公司大股东控制公司董事会和日常经营，其拟置出全部资产且购买新的资产。在这笔交易中，控股股东与中小股东均希望购买资产的价格尽量低，价值尽量高，减少对自我股权的稀释，并能够在交易完成后通过股价的上涨实现投资收益。但大股东更倾向于能够低价收购置出资产，即使通过置入资产一定程度的高估来实现这一目的。在这一点上，控股股东与交易对方的利益一致，而与上市公司中小股东的利益并不一致。此时，指望通过控股股东控制的董事会、管理层与交易对方博弈实现交易作价的公平性，明显不具有可操作性。而中小股东由于在信息上处于弱势，无法对公司控股股东、董事会及管理层贱卖资产同时高买资产形成有效监督，也就是说，通过单纯的公司治理已无法实现各方利益的平衡。监管部门必须采取有效措施来约束和监督上市公司控股股东及交易对方，防止置出资产的贱卖或置入资产的高买，

^① 与此略有差别的一个词是 IPL（Initial Public Listing，首次公开上市）。自证券交易所建立以来，我国一直实行发行与上市连续进行的一体化过程，公司获准首次公开发行股票即意味着在较短时间内能够在上海证券交易所或深圳证券交易所上市，因此，以下我们对首次公开发行与上市两者不加区分，统称为首发上市或 IPO。

防止控股股东与交易对方合谋侵害中小股东的利益。概言之，监管部门必须有效约束上市公司控股股东和交易对方，从而形成对上市公司中小股东的倾斜性保护，达到实质公平的目标。因此，对于此类“净壳重组”^①，应该界定为实质的借壳上市，并严格监管。但为什么该类交易在我国不被界定为借壳上市呢？这就涉及到我国借壳上市的认定标准问题。根据2014年修改后的《重组办法》第十三条，借壳上市行为包括三个构成要件，缺一不可：第一，收购人取得上市公司控制权；第二，上市公司向收购人及其关联人购买资产；第三，上市公司向收购人及其关联人购买的资产总额占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到100%以上。因此，应当取消控制权要件。

反对观点则针锋相对，认为如果据此案例就简单地认为我国借壳上市认定标准应该取消控制权变更这一要件，明显过于武断。监管部门之所以在制定规则时不将上述行为纳入借壳上市范畴，是因为如果借壳上市认定标准过宽，实践中极有可能导致产业并购受阻。试想一下，如果将本方案修改为仅购买资产，不出售资产呢？再甚至，不但不出售资产，而且购买的资产业务与上市公司主营业务相似呢？如果取消控制权变更这一要件，则资产规模超过100%的产业并购将均构成借壳上市。这显然不符合监管逻辑和监管目标。同时，监管本身也是有成本的，不能无限制地扩展这一“有形之手”。

孰是孰非，聚讼纷纭。2014年《重组办法》修订时，借壳上市的条文就因争议较大，最终未能达成一致意见而基本未作修改。^②充分说明借壳上市交易的复杂性导致的各方观点差异以及监管工作面临的挑战。

纵观我国借壳上市监管的历史，可以说多年来，经历了从模糊到清晰，标准逐渐趋严的过程。在我国上市公司并购重组制度的发展过程中，作为挽救危机公司的重要交易行为和IPO通道不畅环境下公司实现上市的重要方式，发挥了重要作用。但借壳上市伴随的炒壳问题、内幕交易问题等也异常严重，助长了跟风炒作股价的行为，不利于长期投资的投资理念的形成；直接扰乱了定价机制，影响了资本市场优化资源配置的基本功能。因此，对借壳上市实施更严格的监管符合市场发展的需要。

规范借壳上市交易的制度前提是科学设定借壳上市的认定标准。从实施效

^① 或称“净壳上市”，具体概念见第一章第二节。

^② 参见中国证监会2014年10月24日《重组办法》发布时的新闻稿，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201410/t20141024_262329.html。

果和社会评论来看，现行的借壳上市认定标准尚存两方面不足。首先，对部分借壳上市交易监管不足。目前，《重组办法》对于借壳上市的界定主要包含“控制权变更”、“向收购人购买资产”及“资产总额占比 100% 以上”三大要件，任一要件缺失，均不构成借壳上市。这一认定标准有利于上市公司进行产业并购，但同时也使得规避借壳上市相对容易。如上市公司置出全部资产，新的股东取得控制权同时注入资产，但资产比例占上市公司前一个会计年度总资产的 95%，按照现行规则，该方案不构成借壳上市。但该行为实质实现了收购人将其资产上市的意图，且上市公司从控制权到主营业务、主要资产均发生了根本性变化。类似疑似借壳的案例日益增多，从开始的少数试探到逐步增多，屡见不鲜。不将其认定为借壳上市，或纳入借壳上市的监管范畴，可能导致该部分交易中对上市公司中小股东权益保护的严重缺失，也使得日益严格的借壳上市监管制度在市场面前显得苍白无力。

其次，对部分借壳上市交易监管过严。为防止化整为零规避监管，在借壳上市相关指标计算时，执行“累计首次原则”^①，即在计算上述 100% 指标时，按照上市公司控制权发生变更之日起，累计向收购人购买的资产总额计算。上述规定旨在防止化整为零的规避监管行为，在实践中也确实阻止了该行为的发生。但在一些方案中，由于时间跨度太长，导致对类似交易方案监管标准不一，对部分交易监管过严。如收购人取得上市公司控制权 10 年后注入资产，该资产的资产总额或交易金额（孰高原则）超过上市公司 10 年前资产总额的 100%，根据累计首次原则，构成借壳上市。将该类交易方案认定为借壳上市存在两大问题：首先，该类交易与一般的上市公司向控股股东购买资产的行为并无实质差别。同样的交易，如果认定为向控股股东购买资产^②，则不构成借壳上市，拟购买资产无须满足借壳上市的条件；如果认定为借壳上市，则拟购买资产须符合 IPO 标准，否则就无法注入上市公司，不利于上市公司控股股东、实际控制人解决同业竞争和关联交易问题，不利于上市公司的长期发展。其次，计算 100% 指标时，将拟购买资产的资产总额或交易金额（孰高原则）与上市公司控制权变更前一个会计年度的资产总额进行比较，但由于时间跨度较长，上市公司购买资产时的资产规模较 10 年前控制权变更时的资产规模已经发生巨大变化。拟购买资产相对于 10 年前的上市公司来讲，确实达到或超过 100%；但

① 具体含义见第三章第四节。

② 上市公司向控股股东、实际控制人或其控制的关联人购买资产，又被称为大股东注资或整体上市。

按照上市公司最近一个会计年度的资产规模，可能连 50% 都达不到，该交易对上市公司影响实际并不大。将该种小额资产注入认定为借壳上市，按照 IPO 审核，监管的一致性和必要性值得斟酌。

可以说，借壳上市交易本身的复杂性带来了各方利益主体的激烈博弈，作为监管主体，要在实现保护中小投资者合法权益与促进并购市场发展的艰难平衡中不断探索。比较境外主要国家和地区的借壳上市制度，可以说，放之四海而皆准的借壳上市认定标准和监管原则历史上不存在，未来也不会有。不同的国家要根据自己国家的基础法律制度、资本市场状况、上市公司股权结构及股东构成等来寻求最为有效，且可操作性强的监管制度。

三、借壳上市监管的研究意义与研究方法

（一）借壳上市监管的研究现状与研究意义

借壳上市是一种特殊的上市公司并购重组行为。翻开一个多世纪以来的西方经济史，企业并购重组越来越成为其中的重要内容。从 19 世纪末以来的五次并购浪潮刺激了卷帙浩繁的研究文献问世。近三四十年来，企业并购重组理论及其实证研究更是成长为当代西方经济学、金融学（财务学）和管理学最重要的研究领域之一。在我国，并购重组仅有 30 多年的发展历程。相比成熟发达国家，我国并购市场仍然处于起步阶段。并购重组研究的历史不到 20 年，已有文献对并购重组的研究，一类是主要介绍境外并购重组的概念及体系，与我国境内上市公司并购重组的概念和实践相去甚远；另一类是对上市公司并购重组规则或案例的介绍，缺乏对基本问题的深入分析，读者常常“知其然不知其所以然”，且我国境内上市公司并购重组实务发展变化迅速，导致该类书籍介绍的规则和案例已滞后于实践的发展。总体来讲，对我国境内上市公司并购重组实务的针对性理论研究还比较少，许多关键问题没有解决。

借壳上市是上市公司并购重组领域最为复杂的交易行为，不仅涉及上市公司大额资产重组行为，而且涉及上市公司控制权问题。境外市场由于发行制度、定价机制、公司治理的相对完善，借壳上市的问题不那么突出；同时整个监管规则的体系性和自洽性相对较好，规避借壳上市的现象并不常见。反观我国的资本市场，在特定时期内，借壳上市俨然成为上市公司并购重组市场的主流交易类型。针对借壳上市实务的理论研究也在此时起步，其中专门针对“借壳上市”的专著较少，通常在系统性研究上市公司并购重组时有所提及。此外，也

有部分论文专门论述借壳上市的实务问题,但囿于实务案例的单一性,现在来看,这些理论研究的深度和广度略显不足。2008年《重组办法》明确上市公司可以股份为支付手段购买资产,借壳上市的操作手法开始发生根本性变化;2011年借壳上市认定标准、配套融资等制度出台,借壳上市行为模式继续变化,同时开始出现疑似借壳上市的案例;2013年借壳上市标准提高到与IPO等同,各类规避行为先后涌现。面对上述实务变化,媒体对此多次报道并呼吁完善借壳上市标准,^①但与实务界热热闹闹的情况不同,从学术研究的角度来看,我们对借壳上市的重要规律还缺乏深入的理解,对很多重要问题还知之甚少,更遑论对疑似借壳行为的深刻认识和研究了。可以说,在这个问题上,理论研究未能跟上实践的发展,未能对实务界出现的新问题迅速作出反应。^②故笔者选择这个论题,希望能够为借壳上市的理论研究添砖加瓦,能够对借壳上市的实务发展有所裨益。

(二) 微观与宏观相结合的研究方法

正如前文所述,借壳上市是一项涉及多方主体利益博弈的复杂交易行为,要实现监管的一致性和公平性,构建平衡的监管体系,要充分研究借壳上市的规定、案例及存在的各类问题。

为此,一方面,要从上市公司并购重组规则体系的视角,从微观行为的角度来分析借壳上市、疑似借壳上市的交易行为,分析借壳上市中各方利益主体之间的关系,厘清借壳上市监管保护的法益以及规避借壳上市监管侵害的法益。另一方面,要探索将该类行为置入整个资本市场发展的阶段和框架下进行宏观的观察和研究。只有这样,才能科学勾画出借壳上市的认定标准和监管方法,通过规则设计让各方利益主体在平等的基础上进行博弈,达到各方利益的内在平衡。

四、本书结构与主要内容

本书包括导论和六章正文以及附录,大致可以分为五个部分。

① 各类媒体报道随着个案层出不穷。如《上海证券报》2014年5月8日刊登的《熊锦秋:现有法规对借壳上市的定义有漏洞》,再如《理财周报》2014年11月18日的《投行规避借壳新花招:资产分步收购 借壳方甘当2股东》、《21世纪经济报道》2015年4月28日的《并购募资比扩容抬升想象空间 或现多招式规避借壳审核》。

② 近几年有几篇关于借壳上市的硕士论文,但基本雷同,对现行规则及其存在问题的认识和分析浮于表面,同时完全没有对借壳上市规则演进变化对行为模式的影响分析,没有对当下新出现的疑似借壳问题的认识和分析。

导论是第一部分，是对本书研究缘由的详细描述。从借壳上市的发展现状和最新趋势，引出借壳上市交易中的利益博弈与监管难题。在此基础上，分析借壳上市的研究现状及研究意义，介绍本书微观与宏观相结合的主要研究方法。最后介绍本书的结构与主要内容。

第一章和第二章是本书的第二部分，是对借壳上市问题的初步说明和界定。第一章介绍借壳上市的基础理论与实践，包括借壳上市的概念、分类、动机与功能以及借壳上市的流程。第二章分析了借壳上市监管的必要性、我国借壳上市监管制度的演进史，并结合美国、我国香港地区的借壳上市制度简要说明我国 A 股市场借壳上市制度存在的问题。

第三章和第四章是本书的第三部分，研究了我国 A 股市场现行借壳上市制度。第三章是对借壳上市认定标准的说明，第四章主要介绍借壳上市的监管规则。鉴于借壳上市行为的监管规则是一个综合监管、组合监管的规则体系，故第四章第一节首先介绍借壳上市监管的规则体系，在此基础上，第二节到第七节具体介绍相关行为的监管规则。具体的监管规则又可分为三个部分：首先是取得上市公司控制权的监管要求；其次是上市公司购买资产的监管要求，既包含上市公司现金收购资产的一般监管规则，又包含上市公司通过发行股份等支付工具收购资产的特殊监管规则，既包含上市公司收购股权成为子公司的一般监管规则，又包含上市公司吸收合并的特殊监管规则；最后是部分方案中涉及行为（主要是置出资产、配套募集资金）的监管要求。在本章的最后，笔者选择了一个案例，相对较为详细，试图帮助读者更好地理解借壳上市交易行为及监管规则。该案例是笔者从近几年借壳上市的案例中精选出来的，涉及的问题具有很强的代表性。

第五章和第六章构成本书的第四部分。在这一部分，笔者力求将借壳上市从“具体机制”介绍层面提升到“利益主体”博弈的分析层面，以利益相关者这一角度分析规避借壳上市行为中利益的失衡，力求从更宏观的角度梳理借壳上市的监管逻辑和存在的问题，并提出建议。

需要说明的是，近两年资本市场并购重组实践的快速发展，尤其是借壳上市及疑似借壳上市案例的大量出现，为本书的研究带来了难得的机遇：（1）上市公司并购重组频繁发生；（2）资本市场的信息披露和审核信息的不断公开提供了相关数据及资料的可得性；（3）借壳上市及疑似借壳上市方案不断创新，为进一步的研究和深入分析提供了很好的案例素材。故笔者在工作之余搜集了大量的实务案例，并穿插在本书各章的内容之中。限于篇幅，笔者在本书中所

选择的案例仅是实务案例中的一小部分，目的是为了介绍具体制度。对这些案例并没有进行全面分析，更不是可供读者借鉴的结论性内容。因此在本书的最后，也就是第五部分，笔者选择了 2012—2015 年上半年借壳上市的案例目录作为附件，供读者参考。

第一章 借壳上市的基础理论与实践

对证券市场的参与者来说，借壳上市是一个热门又前沿的话题。一提到借壳上市，跃入眼帘的大概是如下印象：公司受制于法规和政策等原因无法成功IPO，无奈之下收购一家主营业务萎缩、业绩迅速下滑甚至是所谓“垃圾股”的小规模上市公司，注入资产，使得上市公司“乌鸦变凤凰”，业绩大幅改善，瞬间焕然一新，股价亦连续飞涨。上述印象只是借壳上市交易中的一种样态。借壳上市本身是一项需要高度专业技能的交易，其各种交易方案远比上述情形复杂得多。为了更好地理解这一复杂的交易行为，本部分将首先介绍借壳上市的概念，在剖析其动机与功能后，简要梳理实务操作流程。

第一节 借壳上市的内涵

本书将从概念解析与规则解读两个层面介绍借壳上市的概念，既要理解借壳上市这个词本身的内涵，又要了解我国借壳上市的法定含义。

一、概念拆解与辨析

通透借壳上市的内涵，要在了解“上市”和“壳”两个基础概念的基础上，明晰借壳上市与买壳上市、反向收购等类似概念的关系。

（一）上市

常规意义上的“上市”是指“（货物）开始在市场上出售”，^①而资本市场的“上市”有其特定的含义，是证券发行和流通之间的联系环节，或者说是沟通证券发行市场和流通市场的桥梁。《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》对“上市”有明确的界定，“一种证券被正式纳入一种公开的交易系统（一种正式交易市场或店头交易市场）”。^②由于证券是用来证明持有人享有的特定权益的法律凭

① 中国社会科学院语言研究所：《现代汉语词典》，1108页，北京，商务印书馆，1996。

② [美]彼得·纽曼等：《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》，第二卷，581页，北京，经济科学出版社，2000。