

投资银行实务指导丛书



上市公司 并购重组

操作实务指引 (修订)

SHANGSHI GONGSI BINGGOU CHONGZU CAOZUO SHIWU ZHIYIN

陈德胜◎编著



产品经营做的是“加法”
兼并收购做的是“乘法”
研究公司并购的目标
确定公司整合的领域
合理防范交易的风险



法律出版社 | LAW PRESS

上市公司 并购重组

操作实务指引 (修订)

SHANGSHI GONGSI BINGGOU CHONGZU CAOZUO SHIWU ZHIYIN

陈德胜◎编著

图书在版编目(CIP)数据

上市公司并购重组操作实务指引 / 陈德胜编著. —修订版. —北京:
法律出版社, 2015. 10

(投资银行实务指导丛书)

ISBN 978 - 7 - 5118 - 8321 - 6

I. ①上… II. ①陈… III. ①上市公司—企业兼并—
研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 192271 号

上市公司并购重组操作实务指引(修订版)

陈德胜 编著

责任编辑 郑 导
装帧设计 汪奇峰

© 法律出版社·中国

开本 787 毫米×1092 毫米 1/16

版本 2015 年 10 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 三河市龙大印装有限公司

印张 16.75 字数 315 千

印次 2015 年 10 月第 1 次印刷

编辑统筹 独立项目策划部

经销 新华书店

责任印制 张建伟

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 8321 - 6

定价:48.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)



作者简介

陈德胜律师，北京市尚公律师事务所高级合伙人。同时担任北京市东城区青年联合会委员，东城区商会常委、东华门分会副会长等社会职务。毕业于中国政法大学。

陈德胜律师参加工作后，先后担任多家国内知名大型企业集团的法务高管，对于现代企业的法律制度建设、法律事务管理和法律风险防范等有较深研究和丰富的实务经验。2007年起专职从事律师工作，先后担任多家政府机构、大型国企和民营企业的法律顾问。

陈德胜律师精于诉讼业务，对于公司类重大经济纠纷的处理业绩突出，先后代理各类最高人民法院、各级高级人民法院的诉讼案件数百件，均取得了良好效果。在非诉业务领域陈德胜律师对于投资项目尤其是矿业投资、工程建设、重大项目融投资、公司并购与资产重组、公司改制上市等业务亦有深入研究，取得众多优秀业绩，累计涉及金额数百亿元。

陈德胜律师在丰富执业经历的基础上特别注重学术研究，致力将执业过程中的成果和心得归纳整理并集结成书，多年来取得一定学术成果，出版了多本独著和一系列的专业文章，形成一定学术影响，获得读者广泛好评。



目 录

第一章 上市公司并购重组综述	(1)
第一节 上市公司并购收购概述	(2)
一、上市公司并购重组分类	(2)
二、我国上市公司的并购重组特点	(5)
三、重组委审核法律标准的演化	(6)
第二节 上市公司并购收购法律体系	(10)
一、主要的法律法规体系	(10)
二、相关的法律法规	(10)
第三节 上市公司并购能力	(12)
一、踏准行业整合周期的节奏	(13)
二、并购能力要素	(14)
三、蓝色光标:并购能力成长的范例	(18)
第四节 上市公司重大资产重组法律问题举隅	(20)
一、借壳上市的认定与标准	(20)
二、外国投资者对上市公司战略投资	(22)
三、内幕信息管理与内幕交易核查	(23)
四、募集配套资金	(25)
五、结语	(25)
第二章 上市公司并购基金	(26)
第一节 上市公司并购基金概述	(26)
一、概述	(26)
二、交易结构创新	(27)
第二节 盈利模式、投资主题以及团队建设	(29)
一、并购基金盈利模式的“七种武器”	(29)

二、并购基金的七个投资主题	(30)
三、并购基金团队的建设	(32)
第三节 上市公司并购基金	(33)
一、有限合伙人(LP)模式	(34)
二、无限合伙人模式	(36)
三、并购信托模式	(37)
第四节 并购基金的杠杆收购模式	(40)
一、管理层收购+杠杆收购	(41)
二、中国首例杠杆收购案交易结构	(42)
三、杠杆收购(管理层收购)的投资模式与要素分析	(44)
四、中国杠杆收购的金融环境	(45)
五、对PE投资杠杆的启示	(46)
第三章 上市公司收购	(47)
第一节 上市公司收购概述	(47)
一、上市公司收购人的资格限制	(47)
二、一致行动与一致行动人的概念	(49)
三、上市公司控制权的获得	(50)
四、争夺控制权五大模式	(50)
第二节 上市公司“净壳收购”的核心技术	(54)
一、上市公司净壳收购模式简介	(54)
二、收购方收益分析	(55)
三、收购方成本分析	(55)
四、出让方收益分析	(56)
五、出让方的损失	(57)
六、选择壳公司的标准	(58)
第三节 上市公司收购中的权益披露	(58)
一、权益披露制度概述	(58)
二、权益披露义务人和应披露权益的计算	(59)
三、权益披露的主要内容	(60)
四、权益披露的操作	(62)
五、关于股份权益披露的特殊规定	(64)
第四节 上市公司并购重组中信息披露责任	(67)
一、新《管理办法》明确信披责任	(67)
二、上市公司并购重组信息披露案例	(70)
三、结论	(72)

第四章 要约收购	(73)
第一节 要约收购概述	(73)
一、要约收购的基本规定	(73)
二、要约收购监管的目的	(73)
三、要约收购的特征	(74)
第二节 上市公司要约收购的操作	(74)
一、制作要约收购报告书	(74)
二、做出提示性公告阶段	(75)
三、被收购公司董事会尽职调查阶段	(76)
四、收购阶段	(76)
第三节 要约收购中的其他问题	(78)
一、收购定价和支付方式	(78)
二、要约的期限和效力	(79)
三、要约收购可能导致上市公司终止上市的情形	(79)
四、国有股东所持上市公司股份的转让	(82)
第四节 要约收购义务的豁免	(83)
一、要约收购义务豁免制度概述	(83)
二、要约收购豁免的具体操作	(83)
第五节 案例:中国东方电气集团换股要约收购东方锅炉	(85)
一、交易各方基本情况	(85)
二、交易背景和目的	(88)
三、交易方案	(89)
四、交易进程	(92)
五、方案执行中的难点	(93)
六、思考与借鉴	(95)
第五章 协议收购	(97)
第一节 协议收购概述	(97)
一、协议收购的概念	(97)
二、协议收购的特征	(97)
第二节 协议收购的操作	(98)
一、协商谈判并履行相关批准手续	(98)
二、签订收购协议	(98)
三、持股 5% ~ 30% 的报告和公告	(98)
四、持股达到 30% 的强制要约	(99)
五、强制要约的豁免	(99)

六、目标公司的公告义务	(99)
七、过渡期内的相关限制	(100)
八、履行收购协议,办理股权转让过户等相关手续	(100)
第三节 国有股东所持上市公司股份的协议转让	(101)
一、申请	(101)
二、披露	(102)
三、受让方条件	(102)
四、转让协议内容	(103)
五、国资委审批	(103)
第四节 协议收购相关文件	(104)
一、上市公司收购报告书	(104)
二、需要提交的备查文件	(105)
三、境外法人或者境外其他组织进行上市公司收购所需文件	(105)
第五节 案例:中国重型汽车集团协议收购山东小鸭电器	(106)
一、交易各方的基本情况	(106)
二、交易的背景和目的	(107)
三、交易方案	(107)
四、资产置换的情况介绍	(108)
五、与本次资产置换相关的其他安排	(109)
六、本次资产置换的合规性分析	(112)
七、思考与借鉴	(113)
第六章 间接收购	(115)
第一节 间接收购概述	(115)
一、间接收购及其特点	(115)
二、间接收购的方式	(116)
第二节 间接收购的操作	(116)
一、间接收购的权益披露	(117)
二、持股达到 30% 的强制要约	(117)
三、申请豁免强制要约	(117)
第三节 间接收购中的特殊问题	(118)
一、上市公司董事会的责任	(118)
二、实际控制人及受其支配的股东的配合披露义务	(119)
三、上市公司的报告、公告义务	(119)
四、国有股东所持上市公司股份的间接转让	(119)
第四节 案例:雨润集团间接收购南京中商	(120)

一、交易双方基本情况	(120)
二、交易背景和目的	(122)
三、交易进程	(122)
四、思考与借鉴——收购技巧分析	(123)
第七章 上市公司重大资产重组机制	(126)
第一节 最新的变化	(126)
一、修订的总体思路	(126)
二、本次修订的主要内容	(126)
三、并联式审批	(127)
第二节 上市公司重大资产重组的界定和构件	(127)
一、上市公司重大资产重组的界定	(127)
二、上市公司重大资产重组的构件	(129)
第三节 上市公司重大资产重组操作	(130)
一、重组筹划	(130)
二、中介机构的引入	(131)
三、董事会作出重组决议	(132)
四、召开股东大会审议重组方案	(132)
五、证监会审核	(133)
六、重组方案调整	(134)
七、重组的实施	(134)
八、持续督导	(135)
第四节 重大资产重组方案被否决的主要原因与案例分析	(136)
一、拟注入的资产权属存在瑕疵	(136)
二、拟注入的资产定价不公允(预估值或评过高)	(139)
三、拟注入资产的评估方法不符合规定	(141)
四、重组方关于业绩承诺等的履约能力存在不确定性	(142)
五、重组方案未有利于上市公司提高盈利能力和解决同业竞争及关联交易	(143)
第五节 案例:江淮汽车重大资产重组案	(145)
一、交易各方基本情况	(146)
二、本次交易的背景及目的	(150)
三、交易方案	(151)
四、交易进程	(153)
五、思考与借鉴	(154)
第八章 上市公司发行新股购买资产	(157)

一、取消向非关联第三方发行股份购买资产的门槛限制和相关的盈利补偿要求(第 35 条、第 43 条第 2 款)	(157)
二、进一步完善发行股份购买资产的市场化定价机制(第 45 条)	(157)
第一节 上市公司发行股份购买资产概述	(157)
一、发行股份购买资产的定性	(157)
二、发行股份购买资产的主要作用	(158)
第二节 发行股份购买资产的要件	(160)
一、发行股份购买资产的条件	(160)
二、上市公司发行股份购买资产的发行定价	(162)
三、发行股份购买资产的股份锁定期	(163)
四、发行股份购买资产的程序	(163)
第三节 案例:天康生物公开发行股份购买资产	(164)
一、交易各方基本情况	(164)
二、交易背景和目的	(168)
三、交易方案	(169)
四、交易进程	(170)
五、思考和借鉴	(171)
第九章 借壳上市	(172)
第一节 借壳上市概述	(172)
一、概述	(172)
二、借壳上市基本环节	(172)
三、最新的修订情况	(173)
第二节 借壳上市的主要模式和交易方案	(174)
一、借壳上市的主要模式	(174)
二、典型方案介绍	(175)
第三节 借壳上市工作流程	(180)
一、前期准备	(180)
二、制作申报材料	(180)
三、证监会审核	(180)
四、资产重组实施阶段	(181)
第四节 案例:奥瑞德借壳西南药业上市	(183)
一、交易各方基本情况	(183)
二、交易背景和目的	(191)
三、交易方案	(192)
四、交易进程	(195)

五、思考与借鉴——成功实施借壳上市的关键	(196)
第十章 并购重组中财务顾问的介入规则	(197)
第一节 财务顾问制度的设定	(197)
一、财务顾问制度概述	(197)
二、独立财务顾问的定义	(198)
第二节 财务顾问业务的从业资格	(198)
一、财务顾问的资格条件	(198)
二、财务顾问主办人的资格条件	(200)
三、财务顾问业务的资格申请	(200)
四、财务顾问主办人的资格申请	(201)
五、独立财务顾问业务的限制性规定	(201)
第三节 财务顾问的职责	(202)
一、《收购管理办法》中规定的职责	(202)
二、《财务顾问管理办法》中规定的职责	(205)
三、财务顾问业务操作	(205)
第四节 财务顾问的监管机制及其法律责任	(209)
一、财务顾问的监管机构	(209)
二、财务顾问和相关当事人的法定义务	(209)
三、持续信用监管	(210)
四、中国证监会对于财务顾问和财务主办人的监管措施	(210)
五、财务顾问的法律责任	(211)
第十一章 上市公司并购中的税收筹划和支付方式	(212)
第一节 上市公司并购中的税收筹划	(212)
一、企业并购的税收筹划概述	(212)
二、企业并购的税收筹划的注意事项	(213)
三、目标企业选择上的税收筹划	(214)
四、选择并购支付方式的税收筹划	(217)
五、企业组织形式选择上的税收筹划	(219)
第二节 上市公司并购中的支付方式	(220)
一、并购付款方式	(220)
二、公司并购的融资方式	(223)
三、并购贷款	(227)
附件一 《上市公司收购管理办法》新旧对照表	(237)
附件二 《上市公司重大资产重组管理办法》新旧对照表	(246)
参考书目	(256)

第一章

上市公司并购重组综述

2014年3月7日,国务院以国发〔2014〕14号印发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(以下简称《意见》)。该《意见》的要点包括下列五点:其一,取消上市公司收购报告书事前审核,取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批(构成借壳上市的除外),对上市公司要约收购义务豁免的部分情形取消审批。其二,地方国有股东所持上市公司股份的转让下放地方政府审批。其三,允许符合条件的企业发行优先股,定向发行可转换债券作为兼并重组支付方式,研究推进定向权证等作为支付方式。其四,对上市公司发行股份实施兼并事项,不设发行数量下限,兼并非关联企业不再强制要求作出业绩承诺。其五,改革上市公司兼并重组的股份定价机制,增加定价弹性。

这是继2010年国务院《关于促进企业兼并重组的意见》和2013年十二部委《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》等规定之后,国务院对兼并重组的又一重磅级政策,彰显决策层全力推动市场化改革的施政导向。该文件体现了十八届三中全会提出的要处理好政府与市场关系、发挥市场在资源配置中起决定性作用等精神,意味着我国兼并重组的生态环境将发生重大变革,欲从行政审批、交易机制、金融支持、支付手段等全链条进行梳理革新,市场化力度超乎预期。

兼并重组是企业加强资源整合、实现快速发展、提高竞争力的有效措施,是调整优化产业结构、提高发展质量效益的重要途径。当前,我国企业兼并重组仍然面临一些体制机制和政策上的障碍。一是兼并重组税收负担较重;二是融资难,融资成本高,融资手段相对单一;三是涉及企业兼并重组的体制机制还不完善,跨地区、跨所有制兼并重组难;四是企业兼并重组涉及的审批环节多、时间长。

《意见》是十八届三中全会精神的贯彻落实,其出台的便是要处理好政府与市场关系、发挥市场在资源配置中起决定性作用。《意见》从简化审批、改善金融服务等多个方面提出了相应支持举措。比如,根据《意见》的规定,要取消上市公司收购报告书事前审核,强化事后问责;取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批(构成借

壳上市除外)。《意见》提出,推进定向权证等作为支付方式;改革上市公司兼并重组的股份定价机制,增加定价弹性。《意见》将丰富交易结构,使得定价更加能够反映未来价格,保障当事方的利益,从而增加重组的积极性。此《意见》的出台同时也意味着中国迎来市场化并购大潮。

第一节 上市公司并购收购概述

一、上市公司并购重组分类

证监会 2009 年编制并发布了《中国上市公司并购重组发展报告》。报告认为并购和重组的监管相对独立,但是实际操作中密不可分,并将上市公司并购重组分为以下 12 种类型。

中国证监会分类表

分类依据	类型	特点
按并购双方所属行业性关系	横行并购	并购双方行业相同
	纵向并购	并购双方行业同类,不同阶段产品
	混合并购	行业不相关
按并购后双方法人地位的变化	吸收合并	被收购对象解散
	收购控股	并购双方不解散
	新设合并	并购双方解散,产生新的主体
是否取得目标公司的同意	恶意收购	管理层反对收购
	善意收购	友好协商达成一致
按收购的形式分类	间接收购	收购上市公司大股东
	要约收购	对目标公司所有股东发出收购要约
	股权拍卖	通过司法拍卖程序收购
	二级市场买卖	

证监会对并购重组的分类比较复杂,没有包括只有重组的案例。实践中,我国上市公司收购活动采用的方式主要有要约收购、协议收购、间接收购、定向发行、二级市场举牌收购、司法裁决、继承、赠与、征集投票权等类型。学理关于上市公司收购的一些大的分类主要有如下几种:

(一) 根据收购交易是否通过证券交易所划分为要约收购和协议收购

要约收购是指收购公司通过证券交易所的证券交易,持有目标公司已发行的股份的30%,依法向该公司所有股东发出公开收购要约,按符合法律的价格以货币付款的方式购买股票,获得目标公司股权的收购方式。要约收购又可以分为全面要约收购和部分要约收购。证监会颁布的《上市公司收购管理办法》在要约收购成立的条件、要约收购报告书的内容、要约收购的支付方式、要约的收购期限、要约收购义务的豁免、要约收购的股票价格等方面进行了详尽的规定。对要约收购的严格规范缩小了收购义务的豁免范围,在一定程度上增加了上市公司收购的难度,但有利于维护市场秩序和保护各方投资者的利益。

协议收购是指收购方不通过证券交易所,直接与目标公司取得联系,通过谈判、协商达成共同协议收购的方式。协议收购是在取得目标公司的理解和合作的前提下进行的,从而有利于降低收购的风险和成本。2006年,上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司联合制定了《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》,其中第2条规定:“上市公司流通股协议转让必须在证券交易所进行,由上海证券交易所、深圳证券交易所和中国证券登记结算有限公司集中统一办理。严禁进行场外非法股票交易和转让活动。”

(二) 根据收购的支付方式划分为现金收购、股份交易收购、综合证券收购和承债式收购

现金收购是指收购企业用现金作为支付手段购买目标企业的部分或全部资产或股份的收购行为。现金收购可以分为以下两种情况:其一,收购方使用现金购买目标公司的全部资产,使得被并购方除现金外没有可持续经营的物质基础,成为有资本结构而无生产资源的空壳公司而被并购,这种情况下,要求收购方筹集大量的现金,筹资压力很大;其二,并购方使用现金通过市场、柜台或协商购买目标公司的股份,拥有目标公司的大部分或全部股份。

股份交易收购是指并购方以本公司发行的股份换取目标公司的部分或全部资产或股份而实现收购。股份交易式收购分为以下两种情况:其一,收购方以本公司发行的股票换取目标公司大部分或全部资产,收购方在有选择的情况下承担目标公司部分或全部的债务责任;其二,收购方以本公司发行的股票换取目标公司大部分或全部的股票,以达到控制目标公司的目的。

综合证券收购是指收购方对目标公司进行收购时,不仅可以采取现金股票作为支付方式,而且还可采取认股权证、可转换债券等多种形式的证券作为支付方式。认股权证是一张由上市公司发出的证明文件,赋予持有人一种权利,即持有人在指定的时间内,按照指定的价格认购由该公司发行一定量的新股份。认股权证本身并非股票,

其持有人不能认为是股东,因此不能享有股东权益。这对收购方来说可以延期支付股利,从而为公司提供额外的股本基础。可转换债券是向持有人提供一种选择权,即在特定的时期内,持有人可以用一种特定的价格将债券转化成股票。该方式使得收购方可以以低于普通债券利率和在较为宽松的条件下发行证券,同时公司可根据股票市场价格确定该债券转换期,将其延迟到预期股价上升的时期,也使收购公司有效地防止控股权的转移。另外,综合证券收购还包括在股票市场上发行一种无表决权的优先股票以及以普通的公司债券等方式进行支付。

承债式收购是指在目标公司经营困难、负债较重但仍有发展前景的情况下,并购方以承担目标公司的部分或全部负债为条件,取得目标公司的资产所有权和经营权的一种收购。收购后,收购方一般会对目标公司进行重组,偿债的来源可能是收购方的资金,也可能是被收购方重组后产生的现金流,如果是后者,则类似于杠杆收购。

(三) 根据是否取得目标公司的同意与合作划分为善意收购和敌意收购

善意收购又称友好收购,是指目标公司同意收购公司提出的收购条件并承诺对其给予协助的收购形式,其间收购双方通过协商来决定收购的具体安排,比如收购方式、收购价位、资产处置和人事安排等事项。这种方式有利于减低收购方的收购风险和成本,但是也可能由于协商和谈判的时间过长而导致收购行为减值。

敌意收购又称强迫接管并购,是指收购公司在目标公司管理层对其收购意图尚未明了或持反对意见的时候,对目标公司强行进行收购的行为。敌意收购由于得不到目标公司的合作,甚至通常导致目标公司采取一系列反并购措施,所以敌意收购的风险较大,并且容易导致股价的不良波动。

(四) 根据收购人是否直接收购目标公司的股票划分为直接收购和间接收购

直接收购是收购人采用直接购买股权,收购完成后以目标公司股东的身份行使控制权的一种收购方式。

间接收购往往是采用控制目标公司的大股东或者大股东的大股东等形式进行收购。收购成功后,收购人不直接成为目标公司的股东,而是通过目标公司大股东等间接的方式在行使控制权的收购方式。

(五) 根据收购是否构成法定义务划分为自愿收购和强制收购

这是以收购是否构成法定义务为标准所作的划分。自愿收购是收购人自主自愿进行的收购。强制收购是在大股东持有某一公司的股份达到一定比例时,法律强制其在规定的时间内发出全面要约而进行的收购。

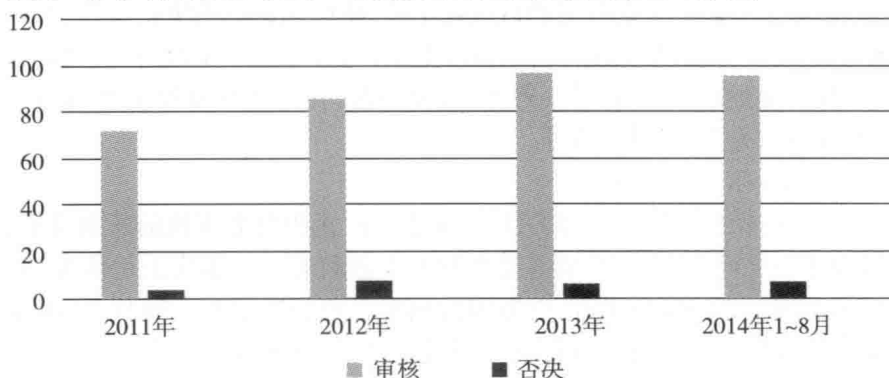
二、我国上市公司的并购重组特点

近年来在多方因素的促进下,我国资本市场发展迅速,逐步与国际接轨,相关的法规体系建设日益完善,市场参与者的成熟度也在不断提升。进入2014年以来,中国市场的并购重组出现明显加速,Wind统计数据显示,仅2014年上半年,涉及A股上市公司以及在港、在美上市的中国公司已经完成的并购交易数目已达到898宗,交易总价值达到3447.51亿元;未完成的并购交易数目则达到939宗,涉及金额更是高达8790.37亿元,两者合计达到1.2万亿元之巨。相比之下,在重组比较活跃的2013年,全年并购交易也只有1296家次,金额合计6330亿元。但是进入2014年,A股仅前5个月的并购重组次数就达到了870起,占2013年全年的67%。《中国上市公司并购2014年中期报告》显示,截至2014年6月30日,中国并购市场共发生863宗并购交易,同比减少24.83%;交易总金额达3445.65亿元,同比增长19.35%;平均交易金额为3.99亿元,同比大幅增长58.77%。

2014年上半年,中国上市公司并购交易具有以下几个明显特征:

1. 机械设备仪表制造业、信息技术服务业与房地产业依然是并购交易最活跃的行业;
2. 北上广与江浙地区为国内并购第一梯队;
3. 外资并购持续低迷;
4. 海外并购集中发生在欧美市场,往年海外并购最大热门采掘业交易冷淡;
5. 横向并购是产业并购的主流,在重组并购类型中,产业并购占比超过半数,其中以横向并购占比最高,创业板上市公司的并购类型全部为产业整合。

就上市公司并购重组而言,并购重组委员会2011年共审核72家,否决4家;2012年共审核86家,否决8家;2013年共审核97家,否决7家;2014年仅仅1~8月共审核96家,否决8家。种种迹象表明一场前所未有的并购浪潮正在袭来。



证监会并购重组委员会审核情况表

三、重组委审核法律标准的演化^①

近两年来,A股并购重组市场呈现井喷的态势,这与重组委的“去行政化”审核思路不无关系,无论是对重组标的资产情况的实质性审核,还是对信息披露观察的进一步加强,都可初窥到这一思路的践行。

尽管如此,两年多来有多家企业并购重组被毙掉。具体原因,官方一直秘而未宣。究竟是什么原因是呢?近期公布的一份文件对共26家(2013年18家和2014年1月至10月间8家)并购重组企业被否决的原因做出了说明。

该文件显示,这26家被否决的企业中有9家涉及重组标的资产持续盈利能力待考,5家企业涉及重组标的资产存在瑕疵等问题,由于上述两项原因导致被否决的企业共14家,占总数的一半以上。可见,重组委审核关注的重点仍是重组标的资产盈利能力、产权归属等实质性因素。

需要注意的是,信息披露进一步成为考量企业并购重组事项中的重要因素。今年前10个月中8家被否决的企业中就有3家是因信息披露问题而折戟,监管层对信息披露的重视程度可见一斑。

有业内人士分析称:“尽管在被否决的案例中,因信息披露的原因而导致被否决的案例数量进一步提高,但并不表明监管层降低了对重组标的的质量审核,而应该看成是对信息披露重要性的进一步强调。实际上信息披露和标的的质量两者的审核并行不悖,可以预见,未来这两大因素将同步构成并购重组审核过程中最为关键的要素。”

证监会官方近期的一份统计数据显示,截至2014年9月30日,上市公司并购重组交易金额达到1万亿元,已超过2013年全年交易金额,并购重组炙手可热,风头一时无两。不过在资深业内人士看来,近期并购重组大热的背后,监管层对上市公司并购重组的监管力度其实并未有丝毫放松。

前述的业内人士称:“应该将之解读为监管思路的转型,为了加快审批效率,在审批流程方面,对一些影响审批效率的行政化手段,诸如现金收购审批流程、并联式审核等方面砍去中间环节;而在重组信息披露环节上,则要求进一步透明,如负责督促中介机构归位尽职,加强事中事后监管,等等;与此同时,在一些涉及原则性的问题上也并未松口,如提高借壳上市门槛,等等。”

1. 重中之重:标的资产考量

在10月初的保代培训上,有监管层人士指出:“重组财务审核的原则及重点之中,涉及并购重组会计处理、关注业绩真实性和未来盈利能力。”事实上也的确如此,从官方所披露的重组被否的原因来看,财务审核仍然是审核的重点。而其中,围绕并购重组标的资产情况的考量则是重中之重,主要包括资产持续盈利能力、资产权属是否清

^① 来源:《21世纪经济报道》,记者:徐亦姗,实习记者:冉一方。