

# 上市資訊

2018 年 7 月号 (总第 25 期)

发行上市中心

2018 年 7 月 6 日

## 目录

### 【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

### 【交流动态】

浙股交与杭州市经开区政企团走进上交所

南京市建邺区干部和拟上市企业走进上交所

上交所资本市场服务湖北基地第一次联席会议召开

### 【市场前沿】

德交所集团业务全景透视

### 【课题研究】

非融资型存托凭证纳入发行监管的逻辑与制度建议

### 【监管动态】

沪市上市公司并购动机分析及监管思考

## 【发行信息】

### ■ 股票发行上市信息

#### 1、股票发行融资情况

截至6月30日，今年上交所IPO上市企业36家，募集资金637.01亿元，股票再融资企业156家，募集资金2604.12亿元。

#### 2、在会审核企业情况

截至6月30日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计322家。其中，上交所在审企业153家，深交所在审企业169家（中小板56家、创业板113家）。

#### 3、新增IPO申报情况

截至6月30日，今年新增IPO申报企业共计67家，其中，上交所28家，深交所39家（中小板15家、创业板24家）。

### ■ 债券发行上市信息

#### 1、公司债发行情况

截至6月30日，本所2018年已完成公司债累计发行608只，发行金额7314亿元。

#### 2、资产支持证券发行情况

截至6月30日，本所2018年已完成资产支持证券挂牌175只，发行金额3641.87亿元。

#### 3、债券上市情况

截至6月30日，本所各类债券挂牌数量已达10997只，比去年底增加611只，增幅5.9%；债券托管金额已达7.82万亿元，比去年底增加4109亿元，增幅5.6%。

## 【交流动态】

1、2018年6月20日，上交所杭州服务基地、浙江股交中心、杭州经开区管委会组织区内金融干部与重点企业高管30余人走进上交所。学员们首先观摩了中信建投上市仪式，随后，上证金服王勇总经理进行了开班致辞。发行上市中心专家就资本市场现状、IPO审核要点作了专题报告，债券业务中心专家对交易所债券市场和业务进行了解读。（供稿人：葛托）

2、2018年6月13日，南京建邺区组织相关职能部门负责人及重点拟上市企业高管40人，赴上交所参观学习。学员们首先观摩了南京证券上市仪式，上交所发行上市中心和债券业务中心专家就资本市场形势、企业上市政策及上交所债券市场主要产品等做了专题培训，企业家们收获很大。（供稿人：鹿小楠）

3、2018年6月6日，上海证券交易所、湖北省上市指导中心、湖北高投公司、武汉光谷生物城共同召开上交所资本市场服务湖北基地第一次联席会议。会议上，与会湖北相关领导分别对湖北高投公司和武汉光谷生物城的基本情况、投资或扶持企业的各项举措、未来的发展方向和服务重点进行了介绍。上交所发行上市中心总监助理余东东表示，上交所资本市场服务湖北基地已在5月份签署正式协议，接下来第一要务是做实基地，并在此基础上制定基地工作计划。省上市指导中心向勇主任总结并指出，相关单位要充分利用湖北基地这一新平台，做好省内企业对接资本市场服务工作。（供稿人：余东东）

## 【市场前沿】

# 德交所集团业务全景透视<sup>1</sup>

上交所资本市场研究所 李怡芳

2016年以来，为应对金融市场发展及欧盟金融监管改革的最新趋势，德交所集团的业务架构发生了重大变化。本文主要从现货和衍生品市场两个维度研究当前德交所集团的证券交易、清算、结算、登记与托管等整个业务链条，并总结其发展历程及经验，以便我们寻求与德交所的创新合作机会，同时也对我国打造世界领先交易所提供启示和借鉴。

## 一、组织结构

德交所集团现已发展成为集交易、清算、交收、存管、市场数据和信息技术服务、初创企业风险投资与培育于一体的集团化运营机构。拥有欧洲最先进的证券交易平台 Xetra 交易系统、欧洲最大的衍生品交易所——欧洲期货交易所（Eurex）、欧洲能源类大宗商品和碳排放权的主要交易场所——欧洲能源交易所（EEX）、欧洲最大的 CCP 机构——欧洲期货交易所清算公司（Eurex Clearing）及欧洲重要的后端服务机构——明讯国际结算托管银行（Clearstream International）。截至 2017 年底，德交所股票市值排名全球第 10 位，股票成交金额全球第 12 位，股票指数类衍生品和利率类衍生品成交合约数均排名全球第 2。

---

<sup>1</sup> 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

## 二、现货市场业务全链条分析

德交所集团采用直通式交易程序，提供一体化的交易、清算与结算服务。

### （一）上市

德交所集团的法兰克福证券交易所（FWB）设有三个市场板块：高级市场（Prime Standard）、一般市场（General Standard）和中小企业板（Scale）。其中，中小企业板于2017年3月推出，取代之前的自由市场（Entry Standard），主要为中小企业提供融资服务，属于交易所监管的市场。此外，交易所还推出了报价交易板块，提供证券的非上市交易。

### （二）交易

现货交易方面，德交所集团拥有三大交易平台。

一是法兰克福证券交易所，采用全电子化的 Xetra 交易系统及专家参与做市的大厅交易模式两种。此外，其旗下设立了权证交易所，交易 140 万只结构化产品，2017 年成交总额为 145 亿欧元，占德国结构化产品成交总额的 36%。目前，法兰克福证券交易所现货证券数量达 140 万只，居欧洲之首；种类涵盖股票、债券、ETF、ETC、ETN、投资基金、凭证和权证等产品。

二是 Tradegate 交易所，主要面向欧洲个人投资。投资者可从上午 8:00 至晚上 10:00 连续 14 小时交易，无需缴纳任何交易手续费，并可使用智能订单控制工具和免费的实时数据。证券品种包括约 4100 只股票、1700 只 ETP、2200 只债券和 2000

只投资基金。2017年，Tradegate交易所证券成交金额达到910亿欧元，创历史峰值，同比增加28%。

三是欧洲期货交易所债券公司，是欧洲期货交易所法兰克福公司联合9家金融机构合资成立的ECN平台，为德国、奥地利、丹麦、芬兰和荷兰的交易商提供交易商间场外债券交易平台。交易品种以国债为主，同时还包括市政债、资产担保债券、公司债、基差、收支相抵等产品。

### （三）清算

欧洲期货交易所清算股份公司（Eurex Clearing AG）是德交所集团现货市场的清算机构，为欧洲期货交易所、欧洲期货交易所回购公司、欧洲期货交易所债券公司、法兰克福证券交易所及爱尔兰证券交易所等多个交易平台的现货和衍生品交易提供清算服务。现已发展成为欧洲最大的CCP机构，2017年证券清算总额为167万亿欧元。

### （四）结算、登记与托管

明讯国际是德交所现货和衍生品市场唯一的证券结算与存托机构，于2000年1月由德交所清算公司与世达国际合并而成，随后于2002年7月成为德交所全资子公司。明讯国际为全球110个国家2500家客户提供固收、股票和基金的结算、存托与借贷服务。至2017年底，明讯国际证券托管总额为13.6万亿欧元。2017年1-11月，明讯国际参与了4090万笔国际证券交易、8450万笔本土证券交易和2080万笔投资基金交易的结算。

### 三、衍生品市场业务全链条分析

德交所集团衍生品种类齐全，包含股票类、股指类、利率类、能源类、外汇类等多种衍生品和大宗商品。

#### （一）交易

德交所集团拥有四大衍生品交易场所。

##### 一是综合经营各类衍生品和商品交易的欧洲期货交易所。

旗下设有多家交易所（欧洲期货交易所法兰克福公司、欧洲期货交易所苏黎世公司、欧洲期货交易所亚洲公司、欧洲能源交易所）、两家清算机构（欧洲期货交易所清算公司、欧洲期货交易所清算公司亚洲分部）、两大 ECN 电子交易平台（欧洲期货交易所回购公司、欧洲期货交易所债券公司）。欧洲期货交易所为来自 36 个国家的 400 多家交易会员和 7500 个交易商提供 2000 多只场内衍生品的交易。

二是以能源类产品为主的欧洲能源交易所集团。欧洲能源交易所（EEX）交易的品种包括电力衍生品、天然气和碳排放权。同时参股了欧洲电力交易所（EPEX SPOT）、中欧电力交易所（PXE）、Cleartrade 交易所（CLTX）、Powernext 交易所、Gaspoin Nordic 交易所、Nodal 交易所等七家交易所，以及欧洲商品清算公司和 Nodal 清算公司两家清算机构。

##### 三是以回购和证券借贷为主的欧洲期货交易所回购公司。

采用全电子化交易、高效安全的清算机制及标准化的证券借贷交易结算。有两个交易板块。一是一般担保品市场（General

Collateral)。二是特殊回购市场（Special Repo）。其中，前者集合市场已成欧洲有中央清算支持的标准化证券借贷市场基准。

四是以外汇产品交易为主的**360T**场外交易平台。360T是一家全球领先的基于网页的场外金融工具电子交易平台。总部在法兰克福，接受德国联邦金融监管局 BaFin 监管，并在纽约、新加坡、印度和迪拜等地成立了子公司。证券品种包括外汇及其衍生品、短期货币市场工具及利率衍生品，客户群体涵盖 75 个国家的 1800 多家集团财务公司、资产管理机构及银行等机构，在欧洲、美国、亚太地区、印度和中东设有营业场所。

## （二）清算

不同于现货市场完全垂直清算模式，德交所衍生品市场兼具垂直和水平清算，但以垂直清算为主。水平清算仅适用于新加坡 CLTX 交易所，其衍生品交易可由伦敦清算所-清算网有限公司、纳斯达克清算公司及新加坡交易所衍生品清算公司等多家清算机构灵活清算。垂直清算模式下的清算机构取决于交易场所。欧洲期货交易所、欧洲期货交易所回购公司及 360T 场外电子交易平台的证券交易，由欧洲期货交易所清算公司进行清算。Nodal 交易所的电力交易由 Nodal 清算公司清算；除 CLTX 交易所及 Nodal 交易所以外，欧洲能源交易所集团旗下其他交易场所的大宗商品和衍生品交易均由欧洲商品清算公司清算。

## 四、财务状况

近三年来，德交所集团经营业绩稳健，收入稳定增长。



一是收入水平缓和增长，盈利规模超预期大幅增长。受益于全方位的业务布局，德交所集团的营收规模持续增长。2017年1-9月，德交所集团的净收入额为18.2亿欧元，同比增长3%；营业费用继续控制在合理范围内，同比减少4%；最终实现净利润6.6亿欧元，同比大增20%；每股盈利为3.53欧元，同比增长19%，增幅高于欧洲另外两大交易所集团。

二是衍生品交易与后端服务仍是最重要的收入来源。长期以来，德交所是以衍生品交易为主的交易所市场。旗下欧洲期货交易所衍生品合约成交数量在欧洲市场独占鳌头，尤其是其股票类和利率类衍生品交易规模位居全球第二。相比之下，其现货市场成交规模相对逊色于泛欧交易所与伦敦交易所。因此，从收入贡献来看，衍生品交易费用的收入占比远高于上市与现货交易费用的收入占比。

三是股东回报维持稳定，上市至今年均回报率13%。保持稳定的股利支付规模是德交所的一贯作风。2013年-2016年，集团的每股股利水平保持稳定水平，介于2.1-2.4欧元之间。2016年，每股股利为2.35欧元，较上一年小幅增加0.1欧元。同时，集团整体的股东回报水平维持在20%左右。自2001年上市至2016年，德交所集团股票的年均回报率为13.2%。

## 五、对我国建设世界领先交易所的启示与建议

### （一）简化上市条件，支持优质新经济企业上市

国内现行发行上市条件存在与新经济企业的业务模式和治

理结构不相适应的问题，阻碍了我国新经济企业的上市融资步伐。而境外交易所多数兼顾了不同类型企业的发展特点，提出了灵活化、多元化的上市要求。比如德交所集团于 2017 年 3 月新推出中小企业板，仅提出了营业记录满两年、初始市值不低于 3000 万欧元、自由流通比例不低于 20% 或自由流通股票不少于 100 万股等硬性指标；财务指标的设置则较为宽松，企业只需满足雇员人数不少于 20 人、净资产不为负、上市前净资产不低于 500 万欧元、净利润不为负、营业收入不少于 1000 万欧元等 5 项指标中的任意 3 项即可。但德交所对于中小企业板的初始市值要求比主板市场更为严格，从而将拟上市中小企业锁定在那些已具备一定市场认可度和投资价值的优质企业。

因此，针对新经济企业上市融资的难题，结合德交所集团中小企业板的上市制度设计特点，建议国内交易所新设一个新经济板块，专门面向新经济企业，设置不同于主板的差异化上市制度，上市条件适度宽松。主要关注主营业务范围、自由流通比例和初始上市市值，要求主营业务属于国家规定的战略新兴产业类型，研发投入占比达到一定比例，且初始股份发行数量和市值达到一定规模；盈利要求方面，可以设置多套财务指标，以供拟上市新经济企业灵活选择，其中“最近一年度净利润不为负”只是可选指标，而非必须满足的财务指标，从而尽可能保证优质企业不存在明显的上市障碍。

## **（二）强化信息披露，严格对高风险企业的监管**

从德交所集团的上市公司监管制度来看，其坚持“宽进严出”的监管理念，上市条件较为宽松，但上市后持续监管加强，对中小企业等风险相对较高的上市公司设置了比一般主板市场更严格的信披要求，要求中小企业板的上市公司每年召开一次分析师和投资者的发布会，定期披露外部研究机构出具的研究报告，并及时更新公司日程。考虑到目前我国中小板和创业板上市公司风险事件频发，参考德交所实践，建议国内交易所制定差异化信披要求，对高风险企业采取更为彻底的“刨根问底式”监管，要求其及时披露影响其日常经营和股价走势的全部重大信息，并及时处置高风险公司，确保资本市场的长治久安。

### **（三）优化技术服务，开发多元化数据信息产品**

无论是纳斯达克交易所从一个小型的场外电子交易平台快速发展成为美国市场首屈一指的大型交易所集团，还是德交所从一个地方性股票交易所发展成为跨国交易所集团，这些都充分证明了信息技术是一个交易所赖以生存与发展的核心。数据与技术服务已成为德交所集团第三大主营业务，收入占比接近二成。因此，对我国交易所而言，必须加快信息技术投入，开发多层次、多类型行情数据产品和低延时、高效率的技术系统，将数据行情和主机接入服务作为建设世界领先交易所的关键突破口。同时，加大金融科技的投入，积极推行科技监管实践，依托于大数据、人工智能等先进技术探索建立资本市场信息与资金流向监测平台，实现一线监管的智能化、实时化、全景化。

#### **（四）加快产品创新，探索推出 ETC、ETN 等证券**

虽然我国交易所已迈入衍生品开发第一步，初步实现了跨期现市场产品覆盖，但相对德交所等境外交易所而言，产品创新仍有较大空间。从德交所发展经验看，旗下法兰克福证券交易所在推出 ETF 产品同时，还积极开发了 ETC、ETN 等多类交易所交易产品，实现了现货证券与大宗商品全面布局。目前，ETF、ETC、ETN 等交易所交易型产品是德交所集团现货市场仅次于股票的第二大证券品种，年成交金额 1467 亿欧元，占现货成交总额 10%。考虑到交易所交易产品具有成本低廉、交易便捷、风险可控等优点，建议国内交易所在继续深化推进 ETF 市场建设同时，加快 ETC、ETN 等产品的研发，进一步丰富产品种类和投资工具，实现建设“全球领先财富管理中心”的目标。

#### **（五）完善产业布局，探索参股清算与结算机构**

在国内现行制度框架下，交易所只能开展证券交易等前端业务，后端结算服务统一由中国结算负责。而从境外成熟交易所竞争经验看，同时提供证券交易前端和后端服务，打通整个产业链条，可大大提升市场参与主体信心及交易所的国际竞争力。因此，借助于“一带一路”倡议带来的绝佳资本市场开放契机，探索购买“一带一路”沿线清算机构股权，尤其是与我国建立良好合作关系的交易所下设的清算机构，既是我国交易所完善产业布局的积极尝试，也是打造世界领先交易所的现实需求，更是支持“一带一路”金融创新合作的具体举措。（摘编：张冯彬）

## 【课题研究】

# 非融资型存托凭证纳入发行监管的逻辑与制度建议<sup>2</sup>

上交所法律部 谭婧

存托凭证既包括以发行人新发股票为基础证券的融资型存托凭证，也包括以存量股票为基础证券的非融资型存托凭证。典型的非融资型存托凭证并无集中发行申购环节，而是通过跨境转换将境外存量基础证券逐步转换为存托凭证并在境内上市交易。这一过程是否构成《证券法》意义上的“公开发行”，如何进行监管和配套制度设计，值得思考和研究。

### 一、非融资型存托凭证上市交易是否构成“公开发行”？

《证券法》第十条对证券公开发行的界定，主要是对“公开”这一概念的解释，明确向不特定对象发行证券、向特定对象发行证券累计超过 200 人都构成“公开”发行。但《证券法》并未进一步对何谓“发行”作出解释。《证券法》对股票发行的规定是以典型的募资型发行为主线的，对证券无集中发售环节而直接进入公开市场交易的特殊情况是否构成发行，并未作正面规定。

2012 年建立的新三板相关制度，对《证券法》上的“公开发行”概念作了进一步阐释。《非上市公众公司监督管理办法》明确，非上市公司股票的公开转让应向证监会申请核准（但股

---

<sup>2</sup> 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

东少于 200 人时可豁免核准)，这一规定的直接依据，正是《证券法》关于公开发行核准的规定。其背后的逻辑，是认为证券由非公开市场进入公开市场交易，与直接面向公众进行公开发行的效果类似，应受到大致相当的行政监管。因此，虽然《证券法》对于股票未经发行即进入公开市场交易的核准程序并无直接规定，但是这一行为可在性质上纳入“公开发行”，并适用《证券法》关于公开发行的核准要求。这一解释也解决了新三板公开转让中国证监会行政许可权的来源问题。

新三板的制度路径对于非融资型存托凭证具有较强的参考意义。非融资型存托凭证上市交易后，即进入公开市场、由不特定对象进行买卖，与新三板中股票直接挂牌公开转让的性质类似。按照上述制度逻辑，非融资型存托凭证的上市交易实质上构成了《证券法》上的公开发行，应由证监会根据《证券法》的原则授权进行核准和监管。

## 二、非融资型存托凭证如何进行发行监管？

非融资型存托凭证的上市交易虽构成了法律意义上的公开发行，需纳入发行监管范畴，但与境内公司股票首次公开发行相比，非融资型存托凭证存在无募资环节、基础证券已在境外上市等特殊性的，在建立发行监管制度时需相应作出差异化安排。

一是在发行条件上，可在适用股票发行基本条件的同时，对其他具体发行条件作差异化安排。据证监会《存托凭证发行与交易管理办法》，存托凭证适用股票发行的基本条件。但其并

不直接适用《首次公开发行股票并上市管理办法》关于股票发行条件的细化规定，在持续盈利能力等发行条件的具体认定上存在差异化空间。由于非融资性存托凭证对应基础证券通常已在境外成熟市场发行上市，在境外上市地已对其发行上市资质作充分监管的基础上，可对境内发行条件作适当简化。一方面，适当放宽持续盈利能力的认定标准，不适用实际盈利等硬性指标，增强制度包容性；另一方面，不适用关于公司治理的相关具体规定，主要按境外注册地公司法、境外上市地规则等执行。

二是在核准程序上，可参照股票发行核准程序，并对具有投资者适当性门槛的存托凭证适当简化核准程序。一方面，存托凭证作为股本证券，原则上可参照适用股票发行核准程序。同时，存托凭证无论是否涉及融资安排，均需要进入公开市场交易，对投资者影响大致相同，其发行条件及核准程序似不应因融资与否出现大的差异。如美国、香港地区等市场实践中，是否募资对于发行条件及核准程序并无影响，仅在发行操作程序、募集资金相关信息披露等方面存在技术性差异。另一方面，具有投资者准入门槛的存托凭证，发行核准程序可适当简化。

《存托凭证发行与交易管理办法》中对此作出了明确规定。这一做法与新三板公开转让核准、小公募债券发行核准等程序相对简单的逻辑是一致的，即，核准程序的严格程度与证券品种的公众化程度成正比，对仅由合格投资者投资的证券品种，监管程序和要求也应相对宽松。在简化核准程序的具体制度安排

上，既涉及证监会内部审核程序如何简化的问题（如是否经发审委），也涉及是否设置交易所上市预审核机制的问题。值得注意的是，目前交易所作上市预审核的小公募债券发行条件较为客观和易于判断，但存托凭证的发行条件仍需作较多实质性判断，因此，目前交易所是否适合及有能力对存托凭证发行条件进行预审核，也需要结合实际情况作进一步评估。

三是在保荐制度上，可原则适用现有发行保荐制度，但对具体保荐职责作适当调整。一方面，基于存托凭证对应的基础股票已在境外成熟市场上市的前提，对保荐人的尽职调查、持续督导等职责可适当简化。允许其基于发行人在境外市场已披露的信息、境外中介机构已出具的专业意见等作必要核查并形成意见，减少不必要的现场核查要求；减少关联交易、资金占用等境外市场并不常见的持续督导内容。另一方面，基于存托凭证特有属性，增加与存托凭证特性相关的调查和督导内容。例如，可重点要求保荐人就存托凭证是否实现对境内投资者的同等保护等出具意见并进行持续督导。

四是在承销制度上，非融资型存托凭证不存在承销安排。承销安排是与集中发售环节直接相关的，由于非融资型存托凭证并无集中发售，直接上市交易，因此并不适用承销机制。

### 三、非融资型存托凭证的跨境转换是否属于发行行为？

如前所述，《证券法》上的“发行”有广义和狭义两个层次，其中“公开发行”的法律界定系从广义上使用“发行”这一概念，



而发行行为的具体规定则仅涉及有募资、有集中申购的狭义“发行”行为。从这一角度看，非融资型存托凭证的上市交易尽管构成法律意义上“公开发行”概念，但并无狭义上标准“发行”行为。

值得注意的是，非融资型存托凭证存在跨境转换的安排。一方面，在上市前阶段，非融资型存托凭证需要通过跨境转换建立一定的初始流动性，以防上市交易当天出现无券可买卖的情况。另一方面，在上市后的持续交易阶段，非融资型存托凭证需要通过跨境转换维持供需平衡，实现价格发现。其中上市前阶段的跨境转换，更易与证券发行行为相混淆。

本文认为，上市前阶段的跨境转换不宜界定为发行行为，而应属于非融资型存托凭证上市交易机制的一部分。一是标准意义上的发行行为是指证券发行人或特定持有人集中向市场发售证券的行为，而跨境转换则是由部分符合规定的主体通过境外公开市场买入基础证券、并将其转换为存托凭证的行为，不存在存托凭证的集中发售过程。二是非融资型存托凭证的“公开发行”是一个虚化的概念，指的是其由境外上市状态至在境内公开市场进行交易的状态变化，但并不存在具体的发行行为。因此，存托凭证上市前阶段的跨境转换并非发行，而是上市交易机制的一部分，通过提前进行跨境“搬运”为上市环节进行流动性准备；同样地，上市后的跨境转换，也不属于发行，而是交易环节的供需平衡机制。（摘编：张冯彬）

## 【监管动态】

# 沪市上市公司并购动机分析及监管思考<sup>3</sup>

上交所上市公司监管一部 张鸿儒 董轩

近年来，越来越多的上市公司通过并购重组加强资源整合，实现快速发展，增强自身竞争力。利益格局的复杂，造成上市公司并购动机呈多样化特征。总体而言，围绕公司主业的产业并购，其标的质量较好、交易结构较合理、后续整合效果较佳，而不当动机驱动下的并购，标的质量、交易结构和后续整合等均引起市场较大质疑。本文结合典型案例，介绍了常见的并购动机类型，并对其中存在的不当动机进行了重点分析，最后以动机识别为抓手，对提高监管针对性和有效性提出了建议。

## 一、常规动机类型

并购动机，即驱动公司做出并购行为的主要原因。公司经营情况与行业发展阶段、市场竞争格局、自身战略选择、监管政策约束、公司治理结构等多方面因素相互作用，共同塑造了不同的并购动机，难以严格区分。经梳理，大致分为以下四类。

### （一）提升市场地位型动机

提升市场地位型并购动机，是指主要以提升主业竞争力为目标，实施并购行为。通常而言，这类动机在同行业的横向及纵向并购中较为常见，即通过横向并购扩大生产规模，或通过

<sup>3</sup> 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

纵向并购实现采购销售渠道的内部化，以克服各种交易障碍和机制缺陷，实现竞争优势。中远海控要约收购香港交易所上市公司东方海外，便是代表案例。近年来，国际航运业深度调整，集运公司通过横向并购或组成航运联盟，以实现规模经济效应、成本协同效应，维持竞争力的方式已成行业惯例。中远海控基于上述考虑，通过要约收购东方海外，超越达飞轮船成为全球第三大集运公司。此外，南北车合并、长电科技收购星科金朋、老白干酒整合区域内其他酒企，也属于此种案例。

## （二）实现多元化经营型动机

实现多元化经营型动机，即企业基于战略考虑，从经营转型或产业升级的角度出发实施并购行为，获取新的增长点。例如，郑煤机为国内煤炭综采液压支架行业的龙头企业，在下游煤炭行业去产能，煤机行业产能普遍过剩的背景下，公司需要调整主营业务结构。汽车零部件行业拥有广阔的市场空间，且相较于煤机行业抗周期能力更强，行业发展情况更为稳健。基于上述考量，郑煤机收购博世旗下起动机和发电机业务，为公司后续产业转型升级获得了技术储备。此外，天华院收购德国高端装备企业克劳斯玛菲，成为全球塑料和橡胶加工机械设备市场的行业领导者，也主要是基于多元化经营的动机。

## （三）主动适应政策型动机

适应政策型动机，即企业进行并购重组，主要是由政府出台一系列产业引导及优惠政策驱动的。这种类型的动机，在国

企并购重组中尤为明显。例如，宝钢股份吸收合并武钢股份，主要肩负着钢铁行业带头去产能的行业重任；国电电力与中国神华成立煤电合资公司，承担了为化解煤电顶牛难题寻找突破口的任务；而中国重工、中国铝业、中国船舶、中船防务推出市场化债转股方案，便是企业利用资本市场降杠杆的有益尝试。

#### （四）脱危解困型动机

脱危解困型动机，即处于困境中的企业，通过实施有效的外延式并购，去化解难以通过内延式发展解决的难题。这种动机驱使下的常见形式有资产置换、破产重整、或挂牌转让控制权后接并购等。例如，\*ST天利上市之后，原主营业务石化业务连年处微利或亏损状态，在被实施退市风险警示后，通过注入中石油的工程类资产，既解决了自身经营面临的困境，又增强了持续经营能力和抗风险能力。又如，\*ST金瑞因被实施退市风险警示后，通过注入五矿资本，从连续两年亏损的电池材料企业，转型成为拥有信托、金融租赁、证券、期货、基金以及商业银行等全牌照的综合性金融控股平台。

## 二、不当动机及表现

结合实践经验，并购重组中的不当动机，主要有以下几种。

### （一）利益输送掏空上市公司

利益输送动机，常见于上市公司与控股股东、实际控制人之间的关联交易中，即两者之间出现“高买低卖”的情况，或者关联股东“转手交易”的历史估值存在较大差异。并购中的

利益输送往往披着“合法合规交易”的外衣，主要通过调节资产的溢价高低向相关方“高买低卖”输送利益，且有第三方评估“佐证”，这也成为了该类并购监管中的难点所在。

如 A 公司拟以 19.1 亿收购实际控制人位于南非的某金矿，2014 年曾计划定增 4.5 亿收购，短期内两次交易金额差异巨大。此外，为使长期停牌的矿井恢复生产，公司后续还需投入 36.68 亿，后期投入及盈利不确定的风险完全由上市公司承担。又如，B 公司拟以现金 27 亿收购实际控制人下属的石化资产，与其 2016 年取得该资产时估值 5.95 亿相比，短期增值巨大。公司通过并购重组向实际控制人输送利益意图明显。

## （二）进行伪市值管理

在部分并购中，科学的市值管理动机却异化为伪市值管理，即并非从提升长期价值出发，而是意图通过并购引导股价进行牟利。常见的利益实现路径有两种。一种路径为，以“热点类”、“时髦类”题材为诱饵，配合虚假宣传，甚至市场操纵等手段推高股价，实现“大小非”高位减持；另一种路径为，公司筹划重组并非配合相关股东进行减持，而是通过利用重组题材刻意引导股价，规避所面临的不利情形。

例如，C 公司在原主营房地产业务经营不善的情况下，自 2011 年开始，涉嫌频繁通过并购乙肝疫苗、石墨烯、金矿、临近空间飞行器等热点题材标的资产迎合股价炒作。期间，公司主要股东合计疯狂减持套现近 40 亿。又如，D 公司因控股股东

面临严重债务危机，迫切需推高股价配合减持。公司先后两次筹划重组，标的公司均为“智慧城市”类资产，为股价极为敏感的热点题材。再如，E公司股价在2018年初大幅下滑，控股股东面临严重质押爆仓风险，公司随即停牌筹划重大资产重组，后期在大盘企稳情况下选择终止。公司停牌期间并未披露标的资产的任何信息，涉嫌利用重组停牌规避质押爆仓的动机明显。

同时，我们还注意到，实践中部分公司通过筹划并购来规避履行法定义务可能带来的不利后果。例如，收购人通过间接收购，拥有上市公司发行股份30%的，需发出全面要约。为避免终止上市风险，收购人通常会通过公司释放重组等利好消息，引导股价超过要约收购的价格，人为造成要约失败的情形。在F公司间接收购某地产的案例中，就采用了筹划重组推高股价，使得无人接受全面要约的方式，市场对此存一定质疑。

### （三）规避相关制度限制

2016年以来，证监会对上市公司重大资产重组和非公开发行等相关规则进行了修订。政策的收紧使得部分公司难以适应，在这种背景下，部分公司筹划的重组常带有明显的“主动”规避相关制度限制的动机，实践中主要表现为两种情形。

**一是规避重组上市。**重组新规下，构成重组上市将不利于各方实现短期套利目的。因此，部分公司在设计重组方案时，采用各种方式避免构成重组上市。从引起较大争议的疑似规避借壳案例看，其共同特征是其特殊的交易架构与一般商业逻辑

不符，且与重组方案本身无直接关联，不是重组交易的必备安排，实现制度套利动机较明显。

**二是规避定增新规。**由于定增新规对发行间隔和定价基准日进行了限制，因此，单纯为了增加自身持股比例，控股股东更倾向于采取并购重组的形式。例如，G公司前两大股东持股比例十分接近，为增加第一大股东持股比例，解决潜在控制权之争，公司拟通过发行股份的方式，收购第一大股东旗下多项质地不佳且盈利能力存疑的资产。公司此次采用并购重组而非定增，是因为重组可锁价发行，实现大股东利益的最大化。

此外，截至目前，沪市有四家公司推出了债转股重组方案。这些方案的通行方式，即子公司层面的债权转为股权，和上市公司层面发行股份购买资产的并购重组。从资本市场服务国企降杠杆的大局来看，上述交易确有必要，但如仅从交易形式看，与非公开发行股份募集资金偿还子公司债务，并无实质不同，却绕开了定增新规下必须询价发行的限制，不排除有引起市场质疑可能。如后续有公司采用相同或类似方式，应引起重视。

#### **（四）填补前期业绩承诺**

从利益实现链条看，上市公司和交易对手方合谋，通过“双高”并购抬高股价，在业绩难以完成时通过实施并购获得并表利润弥补业绩承诺，以维持虚高股价，待承诺期满后高位减持。

例如，H公司通过某公司股份重组上市时，依靠虚高的业绩承诺确立了极高的评估值和交易价格，取得了大量上市公司

股份。当 H 公司无法实现前期业绩承诺时，为逃避业绩补偿义务，主导上市公司先后 5 次启动重大资产重组，以高估值和高交易价格收购 10 家公司股权，将标的资产业绩纳入业绩承诺核算范围。公司通过不断购入标的填补重组上市时的业绩承诺，但随后高溢价收购的资产未能实现承诺业绩，也未能帮助 H 公司实现承诺业绩，对中小投资者利益造成巨大损害。

### （五）利用筹划重组实现停牌

停复牌制度设计的出发点，是在股价重大敏感信息已经产生但尚未公开披露的情况下，通过暂时中断证券交易，保证市场参与者公平地获取信息，维护交易秩序。实践中，部分公司利用筹划重组可以停牌这一功能刻意停牌，主要包括两种情形。

**一是停牌躲跌，即利用筹划重组进入停牌，避免股价继续下跌。**如，2018 年年初大盘出现调整，部分存在控股股东高比例质押、前期股价大幅下跌等情况的公司，纷纷以筹划重组为由申请停牌。**二是抵御收购，即利用筹划重组进入停牌，以中断交易方式应对收购人收购行为。**例如，当某基金拟发起主动要约收购某集团 30% 股份时，作为应对措施，控股股东 J 集团立即宣称筹划重组进入停牌。在上述以停牌为真实动机的重组筹划中，监管难点在于，“停牌筹划重组”是一项客观事实，监管部门缺乏有力事实来判断公司停牌是否属正常决策。

主观动机认定标准富有弹性，无论是上述常规动机，还是不当动机，均有相当大主观判断和自由裁量空间，须具体分析。



### 三、动机识别与监管思考

并购重组在助力上市公司进行产业链整合、提升竞争力的同时，一些不当动机驱动的并购后遗症也逐渐显现，如业绩承诺不达标，商誉大额减值，甚至出现并购标的失控的极端现象，严重影响上市公司经营质量。需指出，上市公司的并购重组并非公司自身单纯的经营行为，具有很强外部性，其正面作用的发挥与否，事关提高上市公司质量、维护中小股东利益、净化资本市场环境、服务实体经济转型升级的大局。因此，有必要从合规性监管向实质性监管“多迈半步”，通过对并购动机有效识别，提高并购重组监管的针对性和有效性，发挥其正面作用。

#### （一）多角度综合考量甄别不同类型动机

一是关注上市公司经营基本情况。首先，应当关注的就是上市公司经营的基本情况，若上市公司前期存在业绩承诺，或属新上市公司，应当特别关注其业绩实现情况。例如，K公司2014年重组上市时，进行了高额业绩承诺。然而，公司后续均未能完成前期业绩承诺，且差异率不断扩大。因此，充分关注上市公司前述经营情况，就不难预判公司后续会不断进行现金收购，将标的资产的业绩纳入前期重组上市时承诺的业绩之中。

二是关注上市公司控股股东基本情况。在关注上市公司经营情况的同时，还应重点关注上市公司控股股东及实际控制人的基本情况。若上市公司控股股东存在经营困难、资金压力较大、热衷资本运作、所持股份临近解禁期等情形，应予以特别

注意。如，L公司的案例中，其控股股东深陷严重债务危机，资金被冻结，所持公司股份也被轮候冻结。控股股东存在的这些情形，都构成了其促使公司做出热点题材并购的背景。此外，如上市公司控股股东为热衷于资本运作的资本系，也应当予以高度重视。例如，热衷于“壳资源”炒作的某系进入M公司后，于两年内筹划三次重组，涉及分拆上市、规避重组、热点锂电资产等市场关注度较高的热点事项，但均以失败告终。对上市公司控股股东情况进行全面了解，能够在面对其主导的重组方案时，更好地厘清并购动机。

**三是关注上市公司股价及交易情况。**在对公司申请停牌的事前审核及方案的事后问询中，还应充分关注其二级市场的股价表现。如，N公司筹划重组停牌前，控股股东质押比例近八成，在股价短期内大幅下跌超两成情况下，已接近质押平仓线。在筹划重组停牌期间，公司还曾披露将通过回购方式稳定股价。关注公司股价情况，也利于把握公司筹划重组真实动机。

**四是关注宏观经济及政策情况。**上市公司的经营情况、控股股东及实际控制人的基本情况、股价表现情况，除了相关主体的内因外，也离不开宏观经济环境及相关政策，特别是资本市场相关政策的影响。例如，证监会近期表示，对于拟通过重组上市的企业，如果曾经存在IPO被否的情形，则该企业需要在IPO被否后至少运行3年才可筹划重组上市。后续，应特别关注标的资产是否存在IPO被否，是否存在IPO被否后通过规

避重组上市认定标准实现制度套利等情形。因此，日常监管中，应该重点关注宏观经济环境、行业发展趋势、相关政策变化对并购市场及相关公司重组方案的影响。

## **（二）针对不当动机进行更有针对性监管**

在全面掌握公司并购重组背景后，建议据不同类型不当动机驱动下的方案，采取更有针对性监管措施，主要有以下方式。

**一是提高关联交易披露要求。**针对关联并购中容易产生利益输送的现象，如果上市公司与关联方之间存在明显“高买低卖”情形，应要求上市公司召开媒体说明会，相关方应当现场回应质疑，并要求相关方以公告形式，明确说明是否已与其余大股东就本次交易取得一致意见，并就市场对交易存在利益输送质疑进行专项风险提示，提请投资者审慎行使投票权。

**二是从严监管热点题材并购。**针对利用重组利好进行不当市值管理的方案，在问询中，应重点关注方案中对相关热点题材的描述是否真实、准确、完整，与公司主业间是否具有协同效应，是否存在“重前景描绘、轻风险揭示”的情形，及上市公司是否具有相关行业经营经验、是否具有人员配备、是否进行了充分的可行性研究。必要时，可以要求上市公司召开媒体说明会，现场回应质疑。

**三是关注业绩承诺是否明确可行。**在重组问询中，应重点关注高估值的合理性，估值方式、评估过程、参数选择、结果确定是否审慎合理，承诺业绩的具体计算方式，是否包括后续

并表利润，业绩补偿是否明确可行。后续，应当严格执行重组业绩承诺不可变更的规定。此外，对于一些并购重组实施后，承诺完成比例低、媒体质疑较大的上市公司，应当提请交易所监管执行部及证监局开展专项检查，及时查处违法违规行为。

**四是以商业逻辑甄别规避行为。**针对重组方案存在规避重组新规、定增新规等质疑的情形，应重点关注交易架构与重组方案本身是否直接关联，是否为重组交易的必备安排，刻意规避规则限制迹象是否较为明显。建议强化问询其合理性，如经问询，具备商业合理性，应认定不构成刻意规避。此外，同行业产业并购对于促进国企改革与供给侧改革、化解过剩落后产能、培育先进产能具有极大的促进作用，建议在规则允许的范围，适当放宽认定标准予以支持。

**五是适度收紧重组停牌标准。**建议对停复牌规则进行完善，明确规定不得以停牌代替信息保密义务，上市公司申请停牌时的信息必须明确、具体，筹划重组停牌时需要披露标的资产和交易对方等确切信息。此外，应当规定交易所对上市公司停牌申请进行实质审核的权力，以减少通过筹划重组意图实现长期停牌的情形。（摘编：张冯彬）

## 【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：王新苗)



服务创造价值



上交所企业上市服务

### 发行上市中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路 528 号南塔 13 楼

邮编：20120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构