

上市資訊

2020年3月号（总第46期）

发行上市服务中心

2020年4月2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】

证监会发布科创板科创属性评价指标体系

注册制下首单公开发行公司债券已通过上海证券交易所审核并提交注册

【专题研究】

海外并购“后遗”问题及成因思考

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至3月31日，今年上交所主板IPO上市企业10家，募集资金395.92亿元；科创板IPO上市企业24家，募集资金294.47亿元。

2、在会审核企业情况

截至3月31日，证监会按周公布的在审企业共计496家。其中，上交所在审企业237家（主板157家，科创板80家），深交所在审企业259家（中小板76家、创业板183家）。

3、新增IPO申报情况

截至3月31日，今年新增IPO申报企业共计11家，其中，上交所8家（主板1家，科创板7家），深交所3家。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至3月31日，本所2020年已完成公司债累计发行778只，发行金额8229.88亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至3月31日，本所2020年已完成资产支持证券挂牌185只，挂牌金额1749亿元。

3、债券上市情况

截至3月31日，上交所各类债券挂牌数量已达16578只，比去年底增加1210只，增幅7.87%；债券托管金额已达10.70万亿元，比去年底增加5592亿元，增幅5.52%。

【交流动态】

1、中国证监会日前制定并发布了《科创属性评价指引（试行）》。《指引》进一步明确了科创属性企业的内涵和外延，提出了科创属性具体的评价指标体系。科创属性评价指标体系采用“常规指标+例外条款”的结构，包括3项常规指标和5项例外条款。企业如同时满足3项常规指标，即可认为具有科创属性；如不同时满足3项常规指标，但是满足5项例外条款的任意1项，也可认为具有科创属性。这种指标体系的设计在确保科创属性评价过程具有较高可操作性的同时，又保留了一定的弹性空间，体现增强资本市场对科技创新企业包容性的改革导向。（来源：证监会发布）

2、公开发行公司债券实施注册制后，3月2日，中国中煤能源股份有限公司向上海证券交易所提交了面向专业投资者公开发行公司债券并在上海证券交易所上市的应用。依照法定要求、程序及优化融资监管等相关规定，上交所对发行人发行上市申请材料进行了审核，认为符合《证券法》等法律法规规定的公司债券公开发行条件、本所规定的上市条件、中国证监会及本所有关信息披露要求，予以审核通过，并已于3月4日提请中国证监会履行发行注册程序。（来源：上交所发布）

【专题研究】

海外并购“后遗”问题及成因思考

上交所公司监管一部 凌云

近年来，随着宏观经济、国内外政策与法律法规、企业投融资环境的不断变化，中国企业海外并购经历了 2016 年交易数量和金额创新高，2018 年起投资逐渐回归理性，交易数量与金额持续降低。本文从跨境并购降温原因出发，探寻上市公司跨境收购实践中出现的一系列问题和“后遗症”，解析其中的原委和致因机理，为跨境并购的监管提供借鉴思路。

一、海外并购“退潮”迹象明显

中国境内企业在海外收购的十数年历程中，经历了从“好大喜功”“人傻钱多”，到不断趋于产业理性的冷静回归。表面上看是海外并购潮水的退去，实际上蕴藏着产业周期、政策周期、资金周期多重因素叠加的理性抉择，海外并购不断回归产业逻辑和价值本源。

从近年来的并购的产业选择分析，中资企业海外并购正在经历从资源占有型向技术获取型和市场拓展型的转变。其中，长电科技收购全球半导体封装测试行业排名第四的新加坡星科金朋、飞乐音响收购拥有百年历史的全球领先照明技术企业英国喜万年，维格娜丝收购 Teenie Weenie 等，均是近年来比较亮眼的跨境产业并购案例。海外并购不再单纯围绕着生产资料

的获取展开，而是以市场为导向，通过产品、技术、渠道的更新迭代来迎合企业的全球化战略定位与布局。直观分析，近年来海外并购降温明显的驱动因素主要有以下三方面。

（一）宏观政策影响：外汇管理、资金去杠杆等政策导向趋于审慎

政策层面，外汇管理、跨境并购监管等保持积极审慎的风格，控制盲目跟风式的并购行为，鼓励坚持发展主业、有能力、有实力的中国企业走出去，鼓励对符合国家战略、产业创新、“一带一路”建设的境外投资。

境内关于外汇管理、跨境投资等方面的政策对中资企业海外并购的可为路径产生一定影响。2018年6月，国家发展和改革委员会发布《境外投资常见问题解答》，明确了境内企业通过控制的境外企业再投资需要层层追溯穿透认定、在境外投资新设企业需要向相关发改委进行核准或备案、境内企业借款给其投资的境外企业用于投资属于境外投资活动等规定，对央企利用海外控股企业开展跨境并购的行为加强监管。外汇管理方面，2016年11月起，国家外汇管理局加大对大型海外并购交易的外汇审查，并提出超过500万美元的资金汇出需报审批。

（二）外部环境影响：新形势下西方国家投资审查趋严

近年来，全球贸易摩擦升温，从“世界是平的”大贸易时代逐步趋向于“本位主义”“保护主义”的价值取向，逆全球化的思潮和主张有所抬头。从政策选择上，美国政府不断收紧

外商投资审查，2018年年中美国参议院通过《外国投资风险审查现代化法案》，大幅修改现行CFIUS审查程序，涉及科技类等27个行业的外商投资需作强制性申报审查，进一步增加中资在美投资并购难度，中国赴美国的资产收购因而大幅减少。

欧洲方面，自2018年以来，欧盟反垄断审查和外商投资审查均呈现出收紧趋势。《欧盟外商投资审查框架》于2019年4月生效、2020年10月起全面实施，投资限制类行业领域包括关键基础设施、关键技术、能源和原材料等关键投入品的供应安全、涉及敏感信息及媒体等。2018年12月，德国政府将非欧盟公司对德国公司的股权收购申报门槛从25%进一步下调至10%。这一系列措施，使油气能源、重工业、芯片半导体、通信等资源性行业的海外并购遭受巨大阻碍。

（三）企业自身因素：上市公司出海并购回归理性

近来一段时间的海外并购“退潮”，伴随着海外并购引发的业绩不及预期、整合失效乏力、商誉减值拖累、资金成本高企、海外标的事件性暴雷等诸多问题暴露和显现，上市公司感到难以应对处理，市场各方在一定程度上对海外并购的认知逐步回归理性，市场层面开始主动选择降温。

同时，海外收购往往以大额现金作为支付手段，对企业自有资金实力或融资能力有着较高的门槛要求。在宏观货币政策趋稳、企业资金流动性趋紧的背景之下，企业在保证日常营运资金之外，海外收购的资金调动余地不足，进而减少投资。

二、海外并购各类“后遗症”问题显现

考察和观测一项海外并购是否成功，不仅需要从产业角度、业绩角度、股价反应等方面进行分析，亦应当考虑时间维度是否立足长远，短期的并购市值效应往往需要经历长期的业绩验证，甚至需要经受一个完整产业周期的历练。

不可否认，中国企业出海收购的数十年征程中，不乏通过海外并购获取海外市场、资源储备、先进技术等要素的产业并购案例。但从持续监管实践看，海外并购仍然呈现成效参差不齐的局面，部分盲目开展的海外并购使得上市公司陷入流动性紧缺的危机。海外并购往往存在交易金额巨大、支付方式单一、海外资产监管手段有限等特征，在当前流动性偏紧、经济增速换档的背景下，容易成为利益输送的高危区域。

（一）海外收购资金成本高企，融资费用长年拖累业绩

相比于境内的跨界并购，海外跨境并购的方案更为复杂、耗时更久、投入成本更高。海外并购的交易架构主要呈现以下三种模式，一是上市公司直接收购海外标的，二是通过设立境外子公司的方式收购境外标的，三是上市公司大股东或关联方先收购境外资产，在过渡之期后上市公司向控股股东或关联方收购境外标的。海外并购所需的资金往往来自于上市公司的自有资金、发行股份募集资金或者银行并购贷款。因而，上市公司需要具备充足的资金实力或较强的融资能力以实现出海并购，跨境交易现金为王。一旦公司撬动高杠杆收购，交易完成

之后上市公司资产负债率高企，容易陷入流动性风险。高负债和高利息支出将不断稀释和摊薄经营业绩和经营现金流，公司在并购之后的若干年中将要长期承担高昂的融资成本和利息费用，公司业绩和流动性资本因而被长年拖累。

例如，曲美家居耗资 40 亿元收购国际家具巨头 Ekornes ASA，业绩同比降幅 123.12%，是公司上市以来的首次亏损。2018 年并购贷款相关利息即达数亿元，高昂的海外并购资金成本是拖累业绩的关键。又如，海航科技 2016 年以 60.09 亿美元收购英迈公司，其中公司以自有资金支付 87 亿元人民币，联合投资方国华人寿支付 40 亿元人民币，剩余部分全部来自银行借款，目前公司已陷入流动性危机。

（二）境外标的信息透明度较低，价值评估调整空间大

整体而言，海外并购中标的资产透明度整体较低，一是海外资产真实性难以有效确认。比如西藏珠峰控股股东向公司置入塔中矿业股权，其经营实体位于塔吉克斯坦境内，相应的油气矿产储量、当前经营情况、主要客户及供货商等均难以确认，且其采掘销售均在境外发生，相关渠道难以现场核实。二是投产前环节尚存在诸多不确定性，资金投入需求未知，评估调整空间较大。如，鹏欣资源并购标的资产奥尼金矿，在交易开展时尚需取得矿权续期，可能影响并购交易的投资收益。同时矿井因多年废弃而被坑内涌水淹没，相关设备和巷道均受到不同程度损坏，对矿区进行复产建设所需资金涉及大量估计

值，难以准确衡量前期投入规模和效益。

（三）境外标的经营管理难度大、成本高

中国企业海外并购“会买”却不一定“会管”，并购交易的完成只是境外标的运营管理的“万里长征第一步”，不少标的企业在后续运营中期间费用率呈现上涨的态势，反映出并购前后管理效能的降低、营运水平的减弱。并购后财务报表各期销售费用和管理费用率持续抬升，公司业绩因而持续承压。例如，商赢环球 2016 年收购美国环球星光公司后，管理费用、销售费用高企，标的资产在两个报告期内累计亏损 7.69 亿元，与业绩承诺相差 17.64 亿元。

（四）“中国溢价”形成高商誉，下行周期减值风险集中爆发

上市公司实施的海外并购普遍具有高估值、高溢价特点，许多国家和地区的交易对方对中国买家有着比较高的估值期待，被戏称为“中国溢价”。一方面中资跨境并购经验总体较少，不少案例也呈现出重短期利益的特征，在多方面因素影响下，“人傻钱多”的现象屡见不鲜；另一方面，与世界其他资本市场相比，A 股溢价率较大，并购所能带来的二级市场市值预期较高，中国买家愿意支付比其他竞标者更多的市场溢价。

过往几年海外并购高商誉计提减值的案例少，原因在于并购标的资产处于海外，审计和价值评估的成本较高、难度较大，在经营无重大变动时商誉减值测试“走过场”，真正计

提减值的情况较少。当经济环境下行周期来临之时，公司集中计提大额商誉减值，某些公司甚至出于“大洗澡”等不良动机，高商誉减值风险在某个会计年度集中引爆。如，南京新百2014年收购 House of Fraser 后，累计为上市公司带来亏损23.33亿元，导致公司不得不在2018年年度报告中对当初并购形成的36.91亿元商誉全额计提减值。

三、海外并购失败的归因分析

（一）尽职调查不充分，海外并购时机不当、选择欠妥

相比于境内收购，海外收购的信息不对称情况更为普遍和严重，标的企业可能故意或者遗漏向收购方披露存在的各种风险和潜在风险，需要更为深入、详实、广泛的尽职调查。

海外收购选取时机欠佳、标的选择只重短期不看长远，也往往使得并购效益不及预期，致使业绩下滑甚至变脸。部分能源类上市公司在石油行业处于景气高位的时间节点上选择海外并购，并购完成后油价下行，标的资产经营业绩不如预期表现，致使并购效益不佳。例如洲际油气收购马腾公司95%股权，2014年6月26日公告称完成交易，但原油价格自2014年下半年起快速下跌，对标的资产经营业绩造成重大影响，由于错误预判宏观价格走势且并购时机不巧，并购交易效益较低。

（二）交易支付方式和利益捆绑机制设置欠缺

首先，海外收购的实践中，上市公司直接向境外交易对方发行股份进行换股并购境外资产因政策原因案例极少，海外收

购大多采用现金作为支付方式。相对于股份支付而言，现金收购的一大弊端，在于被收购方的股东可以“套现走人”、完全退出被收购公司，无法享受或承担交易后的收益或损失，交易双方利益捆绑机制在海外并购中大为缺失。

其次，大多海外并购鲜有设置业绩补偿安排或分期支付安排，这其中考验的是海外并购的交易谈判能力和博弈能力，也同样反映中国买方更看重的是短期市场效应、还是长期的持续业绩效应。从本质上讲，业绩补偿和分期支付是为了消弭交易双方的信息不对称，国内《重组办法》强制要求上市公司购买控股股东资产且采用收益法的交易，必须设置业绩对赌，其初衷就是为了防止控股股东利用信息优势侵占上市公司利益。而海外收购相比于境内收购，信息不对称更为广泛和深重，利益捆绑机制设置理应更为科学、有效。

（三）风险预判不够，合同条款对收购方利益保护不足

首先，对标的资产或有负债的风险预判不足，收购条款中未对债务和或有债务的分担进行安排。在暴风科技收购 MPS 的案例中，标的资产 MPS 因为没有及时支付体育赛事版权费导致业绩滑坡、破产清算，在交易谈判之初，上市公司就理应识别可能的未付版权费风险，设置向交易对方追偿机制以规避风险。由于信息不对等，在海外收购时，交易对方可能故意或遗漏向收购方披露存在的债务和或有债务，收购合同条款需对未披露的债务和或有债务未来发生时由谁来承担进行明确约定。

其次，对核心人员流失的风险预判不足，收购协议中对核心人员竞业禁止的条款设置不足。当上市公司缺乏境外运营能力时，标的资产严重依赖于原核心人员的人脉资源和技术经验，对此，收购条款可以对核心人员如高管、技术人才作出竞业禁止的安排，或通过现金奖励、股份期权等激励措施留住关键少数员工，以实现平稳过渡，维护公司的利益。

（四）轻触式收购居多，跨境并购整合乏力

对于大部分海外交易而言，最具挑战的部分发生在交易结束之后。境内和境外资产在业务、人员、技术、文化上理应积极整合、优势互补，才能真正创造并购价值。

部分海外并购在协同整合上呈现乏力失效的局面，境内外资产在业务、技术、渠道、人员方面难以真正优势互补，部分境内企业甚至交易后采取全盘放手外方的管理模式。比如海航科技并购英迈国际后，全权保留了英迈交易前的管理模式。究其原因，一是境内外的商业文化差异，中国股东对当地商业环境不尽熟悉，在与当地工会组织的交涉、与国外供应商和客户的交流方面存在隔阂和困难，境内外人员在运营、沟通、管理上的文化冲突和弥合是必解之题；二是部分中国企业对国外管理层的控制力不够，在激励机制和问责机制安排上有所欠缺；三是部分“三高”收购并非以资产整合为目的，而是沦为向境外关联方输送利益、实现“伪市值管理”的工具。

四、海外并购相关建议

（一）出海并购注重产业逻辑和人才稳定

出海并购水高浪急，无有充分把握与储备往往折戟沉沙。建议对海外并购的监管和服务，更多注重收购方对出海并购产业逻辑的阐释和披露。高杠杆、高溢价、高商誉等均是海外并购交易呈现的风险特征和表象，真正影响并购质量和结果的因素源自于收购方的并购初衷和意图。基于同行业横向整合、上下游纵向深入的产业并购，在交易设计、谈判、整合的全过程，均体现产业布局的基本逻辑，即使经历磨合阵痛、周期波动，产业韧性依旧坚挺。同时，出海“买标的”亦是“买人才”，建议更多引入对标的资产核心管理和技术团队的稳定措施，包括股权激励、服务协议、竞业禁止等多重安排。

（二）提升海外尽职调查资质、程序、质控标准

区别于境内收购，海外并购所聘请的财务顾问在资质条件、经验水平、能力范畴、工作深度等方面都会有不同的定位和要求。本文建议，对境外并购中的财务顾问资质设定区别于境内收购的不同条件和门槛，比如对财务顾问机构的项目经验要求、对财务顾问项目团队及签字人的从业经验要求、相关产业项目经历要求等。同时，对于海外尽职调查的工作范围、程度、对象，现场调查的程序、内容、深度，以及海外尽职调查的工作底稿的记录要求、内部控制质量要求等，均需区别于境内并购作一些详细的政策制规，或通过总结经典案例的做法汇集形成“最佳实践”指引。

（三）强化财务信息真实性，增加事务所信用要求

按照前期实践，上市公司收购境外资产符合一定条件的，可以聘请境外审计机构提供服务，并豁免按照中国会计准则披露财务信息，因此在股东大会审议重组方案阶段，投资者将主要依赖海外会计师事务所提供的财务报表做出决策。为保证财务信息的真实性，有必要加强对海外收购中的会计师事务所信用质量要求。就适用豁免情形的海外并购交易，建议就标的资产境外审计机构的资质和条件设置门槛，比如要求聘请的审计师为国际知名事务所，相关事务所和团队成员最近若干年内不得存在受到本国政府或证券监督管理部门重大处罚的情形。

（四）灵活运用或有对价支付方式，适当约束交易对方

针对境外交易信息不对称尤为显著的情况，建议引入或有对价的分期支付方式，或设置特定条件下的退出安排。收购方可以要求境外交易对方提供未来 3 至 5 年的业绩承诺或其他条件，同时对收购价款的支付进度根据承诺条件的成就情况做分期支付安排，如此以中长期利益约束交易对方，避免信息优势方的“道德风险”，增强交易弹性和博弈空间。

此外，鼓励弱化境外资产收购的业绩承诺为单一指标，以综合评估重组效果。业绩承诺的实现与否不能成为跨境交易成败的唯一度量指标，建议采用多元化指标评估重组实施效果，比如采用产品研发、人均价值贡献等，并要求公司在后期加强整合协同效应的具体进展披露。（摘编：黄玲）

【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：黄玲， 校对：张冯彬)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市服务中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路500号33楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构