

中國重大資產重組現象之探討

高妮瑋、陳惠玲

中國市場特色：
業主少死守舞台
↓
併購頻率特高

在 2007 年開始研究中國上市公司時，最感驚訝的現象之一就是：頻繁的併購交易(中國市場泛稱為「資產重組」)¹。對比於台灣企業主死守舞台²之作風，中國上市公司動輒更換跑道、企業主不吝於售殼退場，還真的是一大挑戰：在此狀況下，舊瓶裝新酒、上市公司僅存其名(殼)，財務報表所反映的營運特性，很難再有延續性，特別是連控股者都更換時。

這對 CCRRI(中國企業信用風險指標)之評估程序，影響至鉅。有必要搞清楚其背景、政策、法規、類型、流程，進而追蹤各交易之成效、據以進行風險評估。本文即為背景性說明、並以符合《上市公司重大資產重組管理辦法》之交易作樣本，進行初步觀察。至於併購成效之分析，還待續後研究。

一、背景：中國資本市場的特殊發展歷程→蓬勃的併購交易

M&A 多發生於
成熟市場
◆買方
◆賣方
◆中介機構

併購交易要能盛行，多須輔以較成熟的資本市場。當資本市場夠成熟時，三種角色才容易到位：夠多的買方、有意願的賣方、及夠格的中間機構(可信的鑑價、可行的財務規劃、合法的換手機制)。中國證券市場起於 1990 年，理應未達此條件，但在共產制度上打造私有產權之資本市場的特殊發展歷程，卻讓賣方提早出現，故雖缺乏中間機構，也無礙於併購交易之風潮：

中國市場特例：
雖非成熟、但
M&A 熱絡

◆上市公司的改制成形，多切割自公有制事業單位(國家單位、省市單位、鄉鎮集體共營單位等)，改制過程已對資產重組一事極其嫻熟。再者，其企業主(負責人)及經營團隊多為上級派任，固守意識較弱。

特例，因
資本市場建基於
共產制度之上：

派任的企業主雖名為負責人，但與民營企業的負責人(多由創辦人擔任)在心態上大不相同。前者多依上級要求作決策，後者則多依資本市場的回饋；前者習於游走各公司間、無感情上的羈絆，後者則對一手打造的企業用情。因此，當營運內外環境遽變、控股股東策略調整時，前者可聽任控股股東之要求，快速重組事業部(置出和置入)、甚或脫手整個公司(收購)。併購市場的賣方自然源源不絕。

◆改制~資產重組
◆上市公司負責人多派任—無創辦人情結
◆政策導引—資產重組→做大做強
◆IPO 難、退市難
反向併購
→IPO 捷徑

反觀民營企業主，多因捨不得、或顏面考量、或能力限制，而苦撐待變。併購市場的賣方多出現於特定事件後：競爭過激導致經營不善時、第二代不接班時、第二代接班後進行事業部重組時。

◆中國政府一向就將「資產重組」作為實現國有事業「做大做強」的手段。在

¹ 貨幣觀測與信用評等雙月刊第 65 期，中國上市公司信用風險評估之特色—控股股東風險&會計準則變革，2007/5 出刊

² 一直以來，台灣企業主不輕易退場、也不輕易換跑道。這狀況於近幾年有些改觀，主因多在於第一代邁入退休期、產業競爭加劇、營運難度拉高。

1997 年的政策宣告：公營事業應能主導關鍵產業、於非關鍵產業「則以資產重組、或結構調整，優化國有資產³」。在此思維下，自 2001 年陸續立法規範，以達「支持上市公司通過重組提高資產品質⁴」、「利用資本市場開展兼併重組、促進行業整合和產業升級⁵」之目標。

在做大做強的旗幟下，加上提升資訊透明度之考量，也常見透過集團內的資產重組，整體上市——買賣方均隸屬同一集團。

- ◆中國證券市場，IPO 審查極嚴、退市(下市)卻也極少見。因此，上市之「殼」價值極高、且擁殼者可以從容尋獲買家。「借殼上市」遂成爲 IPO 的終南捷徑：當上市公司營運欠佳、原控股者無力撐住上市之門面時，不必直接退市，而是轉而進行「殼」交易——出讓股權、引入新控股者、注入非上市之資產(資產置換)、達到實質上市效果，投資人所熟悉的上市碼，僅爲其「殼」而已。借殼上市也屬併購交易之一，特殊之處在於其爲「反向併購」，會計處理較複雜(反直覺)，請詳另文說明。

當然，若控股股東有實力(如多數的國營企業)，旗下的上市公司僅是一個櫥窗；當櫥窗破落，更換就是：置入優質新資產、置出劣質資產(資產置換)，以此保留一個好殼，畢竟上市不易。這呈現出來的多半是關係人間的資產置換，買賣方均隸屬同一集團。

在進入政策及法規的說明之前，我們得先搞懂「資產重組」一詞之用法。在中國市場，「資產重組」並非法律用語，而是個泛稱；且此泛稱，也常與「併購重組」一詞混用。有如下意涵及狀況：

- ◆「資產重組」一詞雖僅含「資產」，但涵蓋各式重組：債務、股權
- ◆泛稱的交易極廣，可包括：收購資產、資產置換、出售資產、租賃資產、託管資產、受贈資產、債務重組(債務面)、股權回購(股權類)、股權轉讓等等。
- ◆由於是泛稱，並無統一定義；此之所以，媒體報導的交易統計出入極大。如對 2014 年 7 月之前的資產重組案量統計，就有兩種統計，一說 1573 起、另說 198 起⁶，相差近 9 成。面對這種狀況，讀者就得費心辨識所指何物。

至於法規《上市公司重大資產重組管理辦法》規則規範資產有重大變動者，兼及於相關的募資事件，一如該辦法第二條及第十一條所列示：

- ◆非屬日常經營活動之資產買賣或資產交易；該交易，會導致主營業務、資產、

“資產重組”之詞

- ◆泛稱
- ◆無統一定義

故，統計出入大

“重大資產重組”
法規明訂

↓
本文之範疇

³ 1997/9，江澤民在中國共產黨第十五次全國代表大會上的報告，五、經濟體制改革和經濟發展戰略

⁴ 2000/7/24，重大資產重組有章可循——中國證監會發佈《關於規範上市公司重大購買或出售資產行爲的通知》重大資產置換無需行政申請，回歸企業行爲，證券時報，劉倩

⁵ 2011/8/8，《上市公司重大資產重組管理辦法》

⁶ 2014/7/15，併購重組新規範催生上市公司新玩法“分離式”重組將大行其道，證券時報，周少傑「今年以來，兩市共有 1573 起併購事件」

2014/7/14 日，證監會：上市公司並購重組涉及發行股份仍需核准，中國新聞網，萬晶「同花順 IFIND 統計顯示，1 月 1 日至 7 月 13 日，滬深兩市共有 198 起重大購買、出售、置換資產行爲」

收入的發生重大變化(第二條)⁷。包括收購資產(含收購股份)、合併、資產置換、分割(資產剝離)，均是其一。

◆重大變化的門檻：資產變動幅度達原資產 50%、或原營收 50%、或原淨值的 50%且超過人民幣 5000 萬元者(第十一條)⁸。

這規範較接近我們所熟悉的併購交易；依此統計，截至 7 月，2014 年僅有 49 個案例。本文以下的討論，原則上以《上市公司重大資產重組管理辦法》之定義為限。

二、政策&法規演變：鼓勵借殼→借殼回歸 IPO 程序

基於 1997 年的政策宣告，證監委開始建立相關規範、並歷數次修訂。其間最大的轉折是對待借殼上市之態度。修法歷程如表一所列，分述於下。

表一、重大資產重組相關規範之發展歷程

施行日	法規名稱	修改重點
1998/2/25	關於上市公司置換資產變更主營業務若干問題的通知 (共 7 項)	首次發布，主要規範：上市公司置換資產、變更主營業務 ◆按新股發行程序重新審批 ◆1998 年，先行試點(紡織業、問題公司)
2000/6/26	關於規範上市公司重大購買或出售資產行為的通知 (共 8 項)	審核制改為報備制、僅規範重大項目 ◆實施範圍擴大到全部上市公司 ◆界定「重大」之標準 ◆審核制改為報備制，不再要求重新審批，將評估權限下放到董事會、股東會；並賦予中介機構權責
2001/12/10	修訂(證監公司字[2001]105 號) (共 20 項)	鑑於違規情事過多，證監會回收部分審核權 ◆特別重大者，發審委審核、並停牌 ◆累計一年內的資產重組，以免規避本法規之審查 ◆接受重大贈與，也納入管理範圍 ◆開始管理重組效益，處分未達盈利預測的公司
2006/5/8	上市公司證券發行管理辦法	開放上市公司向特定對象發行股票
2007/9/17	上市公司非公開發行股票實施細則	首度規範非公開發行股票的發行辦法 ◆重大資產重組案和非公開發行股票籌資案由證監會分開審理 ◆發行價格不低於定價基準日之前 20 個交易日均價 ◆經營者或募資案引進的戰略投資者股票限售期三年
2008/5/18	上市公司重大資產重組管理辦法	首度建置完整的管理辦法。

⁷ 第二條：「本辦法適用於上市公司及其控股或者控制的公司在日常經營活動之外購買、出售資產或者通過其他方式進行資產交易達到規定的比例，導致上市公司的主營業務、資產、收入發生重大變化的資產交易行為(簡稱重大資產重組)」

⁸ 第十一條「(一)購買、出售的資產總額占上市公司最近一個會計年度經審計的合併財務會計報告期末資產總額的比例達到 50%以上；(二)購買、出售的資產在最近一個會計年度所產生的營業收入占上市公司同期經審計的合併財務會計報告營業收入的比例達到 50%以上；(三)購買、出售的資產淨額占上市公司最近一個會計年度經審計的合併財務會計報告期末淨資產額的比例達到 50%以上,且超過 5000 萬元人民幣。」

施行日	法規名稱	修改重點
	法 (共八章 56 條)	<ul style="list-style-type: none"> ◆加強定價依據，資產評估機構至少以兩法鑑價 ◆防杜內線交易，加強信息管理 ◆加強事後管理，盈利預測觀察期一到三年，交易對象補償公司損失 ◆專章規定向特定對象發行股票購買資產交易規則 ◆範圍擴大到取得經營權、租賃或對公司增減資的重組案
2010/8/28	國務院關於促進企業兼併重組的意見	引導方針 (國發〔2010〕27號)
2011/9/1	上市公司重大資產重組管理辦法修訂(共八章 58 條)	<ul style="list-style-type: none"> ◆整肅借殼，提高借殼上市標準 ◆鼓勵現金交易，可配套融資 (修改上市公司非公開發行股票實施細則，廢除第六條) <ul style="list-style-type: none"> ◆首次區分非關聯方重大資產重組，並另規範
2013/10/8	並購重組審核分道制實施方案	依重組案條件決定審核方式，好案可加快通關
2013/11/30	關於在借殼上市審核中嚴格執行首次公開發行股票上市標準的通知	再提高借殼上市標準 限制創業板借殼
2014/7/5	證監會網頁	配套融資案的募用途須和重組案相關
2014/7/31	上市公司重大資產重組管理辦法徵求意見稿(共八章 61 條)	<ul style="list-style-type: none"> ◆鼓勵創投、基金公司參予配套融資案 ◆支付工具多元化，增加可轉債及權證 ◆放寬發行股票購買資產的股票定價依據 ◆加快重組進度，非借殼案及定向增發案不用證監會審核 ◆非關聯方重組案無補償規定

《1998 通知》法令初訂，試點

《1998 通知》法令初訂
◆審批制
◆1998 年試點

1998/2 中國證券監督管理委員會(簡稱證監會)推出第一個資產重組的相關法令《關於上市公司置換資產變更主營業務若干問題的通知》(簡稱《1998 通知》)，要求上市公司凡有置換資產、變更主營業務者，均須按新股發行程序重新審批。且須先行報准，未經證監會批准者，上市公司不得擅自行動。不過，初步立法，故當年僅以紡織業及狀況異常財務不佳上市公司試點。

《2000 通知》法令初訂，全面規範「重大資產重組」

《2000 通知》
◆僅管理「重大」
◆報備制

經過試點之後，2000/6 證監會發布《關於規範上市公司重大購買或出售資產行為的通知》(簡稱《2000 通知》)，放寬管制範圍，並改採報備制：

- ◆範圍縮減至符合「重大」標準之重組案，且於法規明示
- ◆明訂「重大」之標準：變動幅度達資產、淨資產(即淨值)或營收的 50%
- ◆不再要求「按新股發行程序重新審批」，從審批制改為報備制；將評估權限下放到董事會、股東會；並賦予中介機構(註冊會計師、律師、券商)權責(表示意見)
- ◆不再封鎖資訊，轉而要求上市公司公告資產重組交易狀況，以讓資訊透明

◆要求保證持續經營能力

《2001 通知》修訂《2000 通知》規範不法

在證監會放手下，2000 年下半年～2001 年共有 130 餘件重大重組交易，卻有高達 1/3 個案交易不實：產權不清、債務剝離不合法、評估不實等。因此，證監會於 2001/12 修訂《2000 通知》，回收部分審核權(簡稱《2001 通知》)：

◆下列 4 種狀況，等同新股上市，須先提請中國證監會股票發行審核委員會(簡稱發審委)審核，且審核期間內，股票停牌：

- (1)同時進行重大購買、與重大出售資產，且總金額達總資產 70%以上者
- (2)置入資產達總資產 70%以上者
- (3)出售或置出全部資產和負債、同時收購或置入其他資產
- (4)其他由證監會認定重大問題者

◆一年內同一項資產交易金額需累計計算，以防公司分拆交易而規避重大資產重組審核。

◆交易方式除既有的買賣及置換交易外，增列贈與方式。

◆對重組後獲利未達盈利預測(簡稱財測)者，要求按《上市公司新股發行管理辦法》處罰：達 50%～80%者，公開道歉；未達 50%者，公開批評且不予受理之後 2 年的新股發行申請。

《2006 辦法》：《上市公司證券發行管理辦法》法令初具、容許定向增發

2005 年～2006 年中國上市公司股權分置改革，控股股東為取得流通權，作出各種做大做強的承諾；要能於短期內達成目標，「資產重組」自然是最佳手段。為使股改順利完成，證監會特別彙整既有的上市證券相關法規⁹，於 2006/4/26 公布《上市公司證券發行管理辦法》(簡稱《2006 辦法》)。該辦法特於第三章訂定「非公開發行股票的條件」，允許「定向增發(即私募)」，一舉排除資產重組的障礙。

未修法之前，資產重組案多採現金或資產置換交易。若公司口袋不深、且無資產可換的公司，就得先辦現增，再以所募資金進行資產收購。但現增案須經審核，曠日費時；再加上需重組者多處虧損中，難以符合現增的獲利門檻，根本不可能進行資產重組。修法之後，條件差的公司也能以定向增發，進行資產收購，完成資產重組、達成股改承諾；就可實現整體上市、引入戰略投資者、挽救財務危機公司、增強控股權等目的。

《2001 通知》採部分審核

- ◆審核特重大者
- ◆要求財測達成
- ◆納入重大受贈
- ◆防堵化整為零

《2006 辦法》完整的法規—證券發行

目的：以重組達成股改承諾

開放定向增發：向特定對象發行股票、收購資產

⁹ 《上市公司證券發行管理辦法》自 2006/5/8 施行，同時廢止 5 個法規：《上市公司新股發行管理辦法》、《關於做好上市公司新股發行工作的通知》、《關於上市公司增發新股有關條件的通知》、《上市公司發行可轉換公司債券實施辦法》、《關於做好上市公司可轉換公司債券發行工作的通知》

《2007 細則》：《上市公司非公開發行股票實施細則》法令初具

《2007 細則》
共五章、33 條
規範定向增發

為規範定向增發，於 2007/9 公布《上市公司非公開發行股票實施細則》(簡稱《2007 細則》)。《2007 細則》完整規範發行度對象及認購條件(第二章)、決議程序(第三章)、及核准與發行程序(第四章)。主要規範如下：

- ◆定向增發，雖涉及重大資產重組，仍依不同程序分別審理(第一章，第 6 條)
- ◆發行價格，不應低於定價基準日(董事會決議、股東會決議或發行日)前 20 日均價(第二章，第 7 條)
- ◆發行對象，以 10 人為限(第二章，第 8 條)
- ◆發行對象，若為原控股者、新控股者、或戰略投資者，36 個月內不得轉讓(限售期)；其餘限售期為 12 個月(第二章，第 9、10 條)
- ◆迴避表決：定向增發案，須經股東會通過，發行對象之股東及關聯人應迴避表決(第三章，第 17 條)
- ◆發行時，應詢價，詢價對象除已提交意向書者、前 20 明股東外，尚應向 20 家以上的基金管理公司、10 家以上券商、5 家以上保險公司詢價(第四章，第 24 條)

《2008 辦法》：《上市公司重大資產重組管理辦法》法令初具

《2008 辦法》
共八章、56 條
完整的法規
一資產重組

基於以上機制，股改得以完成(股改方案在股東會通過)¹⁰。資產重組方案也大量出籠，證監會開始通盤檢討資產重組問題，並於 2007/9 提出《上市公司重大資產重組管理辦法》草案、徵求意見。2008/5《上市公司重大資產重組管理辦法》(簡稱《2008 辦法》)正式實施，這是證監會首度以行政規章形式對上市公司重大資產重組的構成要件、基本原則、各方義務和職責、實施程序、資訊披露檔等作明確規範。該管理辦法，共分八章 56 條，自然比之前的《2001 通知》要來得完整(同年也修訂了《上市公司收購管理辦法》)：

《2008 辦法》
§9、併購重組委
§11、修門檻
§13、擴資產範圍

- ◆證監會在發審委之下，設立上市公司併購重組審核委員會(簡稱併購重組委)¹¹，專責審核特重大資產重組案(第一章，總則，第 9 條)
- ◆中小型上市公司日增，為簡化小型重組交易的交易流程，故修改重大之標準：變動額占淨資產 5 成以上且金額達 5000 萬者，才需依重大資產重組交易流程辦理。(第二章，重大資產重組的原則和標準，第 11 條)
- ◆對於非採一般購買、出售方式進行的資產重組，條列其方式，更客觀：
 - (1)與他人新設企業、對已設立的企業增資或者減資
 - (2)受託經營、租賃其他企業資產或者將經營性資產委託他人經營、租賃
 - (3)接受附義務的資產贈與或者對外捐贈資產與他人
 (第二章，第 13 條)

¹⁰ 股改自 2005 年試點，2006 年大部份的上市公司都完成股改。

¹¹ 《關於在發行審核委員會中設立上市公司並購重組審核委員會的決定》及《中國證券監督管理委員會上市公司並購重組審核委員會工作規程的通知》

程序：23 條

- §15、引入鑑價
- §22、股東表決權
- §22、回避條款
- §27、修部分
- §30、完成期限
- §33、補償分案
- §34、獨立財顧

- ◆「第三章 重大資產重組的程序」，共 23 條(第 14~36 條)，是管理辦法的核心。規範整個程序，除了延續原有的程序之外，有幾項較新的規範：
 - 由具有證券業務資格的資產評估機構鑑價，鑑價機構至少要用兩種鑑價法(第三章，第 15 條、第 17 條)
 - 應於股東會中表決，經 2/3 以上表決權之通過；加入回避條款(第三章，第 22 條)
- ◆一般採報准制，特別重大者，才由併購重組委審核。提交併購重組委者，僅留《通知》的第(1)及第(4)項，並加列「出售全部資經營性資產，同時購買其他資產」(第三章，第 27 條)
- ◆經核准之重大資產重組案，理應於 60 日內完成；未完成者，須於期滿後每 30 日公告進度；若於 12 個月內仍未完成，則核准檔失效(第三章，第 30 條)
- ◆要求對盈利預測未達成者，提出補償方案：若資產評估採「收益現值法」或「假設開發法」時，須於重組完成後 3 年內檢討，並就實際短缺數，提出可行的補償協議(第三章，第 33 條)

發行股份買資產：6 條

- §41、發行條件
- §42、發行價下限
- §43、限售期
- §44、重組委審
- §45、豁免要約
- §46、過戶

- ◆明訂獨立財顧對重組效益，須負責督導 1 年以上(第三章，第 34~36 條)
- ◆新增揭露規範「第四章 重大資產重組的資訊管理」，共 4 條(第 37~40 條)
- ◆新增定向增發之融資規範「第五章 發行股份購買資產的特別規定」(第 41~46 條)：
 - 限制會計師審計意見異常公司從事此交易¹²(第 41 條)
 - 發行價格，不應低於董事會決議日前 20 日均價(第 42 條)
 - 所發行的新股，至少 12 個月內不得轉讓；若置入資產來自控制股東、或認購方對該置入資產之持有期不足 12 個月，則限售期延長至 36 個月。目的在於，防止不當操縱股價。(第 43 條)
 - 向特定對象發行股票重組均須由證監會併購重組委審核。(第 44 條)
 - 持股 3 成以上的交易對象可豁免要約收購義務¹³。(第 45 條)
 - 資產過戶及新股發行登記規範。(第 46 條)

公開籌資：2 條

- §47、籌資標準
限制借殼公司
一年內公開募
資

- ◆新增專章重組後的公開籌資規範：「第六章 重大資產重組後申請發行新股或者公司債券」(第 47~48 條)
 - 已達成承諾者，可計入重組前的業績，以評估是否達到公開發行新股或公司債的獲利標準¹⁴。(第 47 條)
 - 借殼上市公司重組後一年內不可公開發行股票或公司債。(第 47 條)

¹² 最近一年或一期的會計師意見為保留意見、否定意見或是無法表示意見，除非會計師已確認重組案可消除這些異常意見的狀況。

¹³ 依《上市公司收購管理辦法》第二十四條規定，收購人持有一個上市公司的股份達到該公司已發行股份的 30%時，繼續增持股份的，應當採取要約方式進行，發出全面要約或者部分要約。

¹⁴ 依《上市公司證券發行管理辦法》規定，最近三年平均淨資產收益率不低於 6%的公司才可公開發行股票或公司債。

另外，爲了《2008 辦法》之施行，證監會還同步修訂相關法規，如資訊揭露相關的《關於規範上市公司資訊披露及相關各方行爲的通知》及《公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第 25 號——上市公司非公開發行股票預案和發行情況報告書》。

《2011 辦法》：依國務院之政策方針《2010 意見》，修訂《2008 辦法》

在 2010/8 國務院發布《關於促進企業兼併重組的意見》(國發[2010]27 號，簡稱《2010 意見》)，大力鼓勵併購重組¹⁵。爲配合《2010 意見》，證監會於 2011/9 小幅修訂《2008 辦法》，修訂後的《上市公司重大資產重組管理辦法》簡稱《2011 辦法》。

《2010 意見》
→修訂出
《2011 辦法》
加 2 條→58 條

- ①管制借殼上市
→增§12、修§36
- ②簡化融資程序
→增§43
→附帶修《2009 細則》：刪§6
- ③區分出非關聯方
→修§42

①管制借殼上市：ST 公司常爲借殼對象，股價常因此異常漲跌，損及投資人利益。《2010 意見》要求訂出借殼上市標準，提高借殼門檻，引導公司回歸 IPO 程序。因此《2011 辦法》新增第 12 條，並修訂第 36 條：

◆要求借殼上市者(控制權變更者)，其置入資產，必得是優質資產——營運 3 年以上、近 2 年均獲利、且累積獲利達 2000 萬人民幣(第 12 條)

此要求，僅與 IPO(新申請上市)「趨同」，尙未達「等同」程度

◆借殼上市，其獨立財顧督導之期間，須達 3 年以上(第 36 條，原《2008 辦法》第 35 條)

②簡化融資程序：相對於其他國家，中國併購的融資管道有限、且審批較複雜。《2010 意見》要求應提供重組公司配套融資，主管機關也應同步進行審理，以簡化程序。因此《2011 辦法》新增第 43 條：發行股份購買資產時，得以同步募集部分配套資金(配套融資)，訂價得以與收購資產之發行價不同因此，《2009 細則》也同步刪除第 6 條，容許併案審理定向增發、與重大資產重組。

③未區分交易對象屬性，《2010 意見》認爲二者不同，應予區分出非關聯方，並應訂定較方便的增發收購標準。因此《2011 辦法》修訂第 42 條(原《2008 辦法》第 41 條)：向非關聯方交易發行股份收購資產標準¹⁶

《2013 通知》借殼上市與 IPO 「等同」

不過，雖修法以導引借殼上市回歸到 IPO 程序，但在 2012/11 證監會再

¹⁵ 《2010 意見》並訂定「促進企業兼併重組任務分工表」計有 20 項，其中證監會負責第 5 及第 7 項。第 5 項主要是「設立專門並購基金等兼併重組融資新模式」；第 7 項則是：併購重組的市場化改革方案，主爲訂價機制、以資本市場提供多元化併購重組的支付工具

《2010 意見》規定目標：「支援企業利用資本市場開展兼併重組，促進行業整合和產業升級，進一步規範、引導借殼上市活動，完善上市公司發行股份購買資產的制度規定，鼓勵上市公司以股權、現金及其他金融創新方式作爲兼併重組的支付手段，拓寬兼併重組融資管道，提高兼併重組效率。」——摘自《關於修改上市公司重大資產重組與配套融資相關規定的決定》，2011/8/8，中國證監會

¹⁶ 在控制權不變下，得向非關聯方發行股份購買資產。發行股份不低於 5%；或雖低於 5%，但資產總價達特定門檻(主板、中小板 1 億元人民幣；創業板 5000 萬元人民幣)

《2013 通知》
◆借殼上市門檻
與 IPO
趨同→等同
●創業板不得借
殼上市

度凍結 IPO 審批¹⁷、以試圖讓股市脫離低迷時，一堆上市無門的公司，仍藉道資產重組，借殼上市反倒成為 IPO 的後門。特別是《2011 辦法》所提供的配套融資，與 IPO 效果幾乎相同(非上市轉上市、並同步募資)。故 2013 年證監會陸續訂定一些規範：

◆2013/7/5，證監會於其網頁「常見問題解答」網頁，明確解釋”關於併購重組配套融資問題”：配套融資的用途，僅以與資產重組案相關為限；禁止借殼上市者以補充流動資金為由，採用配套融資計畫。但實際審理時，證監會只要認定屬借殼上市案，大半會否決配套融資、或要求縮減規模。

如 2014 上半年完成重組借殼的梅花傘（002174），其申請的配套融資資金用途雖為「置入資產上海遊族資訊技術有限公司網路遊戲產品的研發及運營」，明顯與重組案相關，也非補充流動資金，但其配套融資案還是被證監會否決。此之所以，2013 年底多數資產重組申核案均自行取消配套融資案，以利資產重組案之核准。

◆2013/11/30，證監會公告《關於在借殼上市審核中嚴格執行首次公開發行股票上市標準的通知》（證監發〔2013〕61 號，簡稱《2013 通知》）。明白要求「上市公司購買的資產對應的經營實體應當是股份有限公司或者有限責任公司，且符合《首次公開發行股票並上市管理辦法》（證監會令第 32 號）規定的發行條件。」(第一項)

意即，借殼上市所需符合的各項門檻應與 IPO「等同」。

此外，《2013 通知》也明定「不得在創業板借殼上市」(第三項)

《2013 方案》分道審核併購重組案

《2013 方案》
分道審核併購重組
案

在《2010 意見》中，簡化重組流程，也是目標之一。因此 2013/10 證監會實施《併購重組審核分道制實施方案》¹⁸，依據「上市公司資訊披露和規範運作狀況、財務顧問執業能力以及仲介機構及經辦人員的誠信記錄，結合國家產業政策和交易類型」分道，採行豁免/快速、正常、審慎三種審核方式，進行「差異化審核制度」。最優的個案，是符合「好公司、好仲介、好項目」三條件，即可取得豁免/快速的審核資格：

◆不涉發行股票者，採豁免、直接核准

◆涉及發行股票交易者，採快速審核，免預審、直接由併購重組委審核。

《2014 辦法草案》：依國務院之政策方針《2014 意見》，修訂《2011 辦法》

2014/3 中國國務院印發《關於進一步優化企業兼併重組市場環境的意見》（國發〔2014〕14 號，簡稱《2014 意見》），證監會遂於 2014/7 發出《上市公司

¹⁷ 此為中國第八次暫停 IPO，時間：2012/11/16~2014/1/7。

¹⁸ 該方案，無法取得全文，以下依上海證券交易所《關於配合做好並購重組審核分道制相關工作的通知》，上證發〔2013〕3 號。2013/9/13 公布

《2014 辦法草案》
修訂
《2011 辦法》
共八章、61 條

◆融資管道多元
§9, 各式基金
§50, CB、權證
§45, 訂價彈性
◆簡化程序
§27, 僅借殼上
市、發行股份
者, 須審核
◆補償協議
§35, 非關聯方
免提

重大資產重組管理辦法(徵求意見稿))(簡稱《2014 辦法草案》)以修訂《2011 辦法》。修定目的仍是延續《2010 意見》的精神, 排除體制上的四大障礙: 稅負重、融資難(成本高、管道少)、跨地區難、審批環節多之問題。其中的稅負及跨地區, 似非證監會的權限範圍內, 本文尚無法說明; 另兩個障礙的排除, 則已於《2014 辦法草案》提出因應措施。整個修法的精神與過去大有不同, 朝向「放寬事前管制」及「加強事後監理」, 以引導併購重組交易的市場化。修訂重點如下:

- ◆鼓勵併購基金、股權投資基金、創業投資基金、產業投資基金等投資機構, 參與上市公司併購重組, 以擴大融資管道(增列, 第 9 條)
- ◆除普通股外, 也可發行可轉換公司債、定向權證等, 擴大融資工具(增列, 第 50 條)
- ◆原以董事會預案通過公告日前 20 個交易日均價為基準價, 未來放寬規定, 公司可選前 20、60 或 120 個交易日計算參考均價, 且可打 9 折, 並可依市場狀況調整(修訂第 45 條, 《2011 辦法》第 44 條)
- ◆大幅簡化審核: 除借殼上市案及發行股票購買資產案以外的重組案件均無需審核, 僅須依規由股東會通過即可(修訂第 27 條, 《2011 辦法》第 26 條)
- ◆向非關聯方收購資產者, 非關聯方無須補償財測不如預期的損失(修訂第 35 條, 《2011 辦法》第 34 條)

三、2006 年~2014/7 之重大資產重組交易統計

98%收購案
2%處分案

《上市公司重大資產重組管理辦法》於 2008/5/18 實施, 本段以該法施行後且於 2014/7 之前完成交割的 427 件重大資產重組案作觀察。如表二所示, 基於政策鼓勵, 重組案量逐年增加, 2013 年已達近百件(號稱重組市)。在 427 件中 98%涉及收購資產(419 件), 其中 106 件案件兼有處分舊資產; 僅 8 件為單純處分案。以重組的主要目的「做大做強」觀點來看, 純處分案就屬特例。值得一探, 如表三所列:

表二、重大資產重組按年統計—交易別

年	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014/7	合計
收購	25(68%)	27(57%)	32(67%)	47(69%)	59(71%)	77(80%)	46(94%)	313(73%)
案	11(29%)	19(40%)	16(33%)	21(31%)	22(27%)	14(15%)	3(6%)	106(25%)
純處分	0	1(2%)	0	0	2(2%)	5(5%)	0	8(2%)
合計	36	47	48	68	83	96	49	427
比重	8%	11%	11%	16%	19%	23%	12%	100%

- ◆7 家賣股, 其中 5 家處分子公司部分股權後, 喪失控制力, 不再列為子公司, 2 家處分參股公司股權, 祥龍電業則是土地被徵收交易。
- ◆除航天機電外, 其餘 7 家公司明顯利用大額處分資產利益粉飾獲利。其中 4 家公司(石油濟柴、廣電電子、南紡股份、祥龍電業)均處於*ST 或財務危機

純處分案：
多美化財報

支付工具：股票
最多
2011年後配合現金

狀態，透過重組得以解除危機。而且，除祥龍電業外，均涉及關聯方。這反映的是：公司靠關聯方之助(高價收購資產)而脫困(摘帽、解除繼續經營假設有疑慮之簽證意見)。

- ◆除百大集團，7家公司的處分案均以現金為對價。百大集團的案例較特別，對價是「解除委託經營權」：
百大集團和綠城集團各擁有杭州杭州百大 30%股權，但綠城集團將其 30%股權委託百大集團管理，以致百大集團擁有杭州百大 60%表決權，具控制力，故納入合併報表中。2013/6/6 綠城集團解除該委託契約，收回表決權，因此百大集團喪失對杭州百大控制權，故改列長期投資。值得注意的是，該交易雖無實際對價，但還可認列 1.2 億元處分利益，讓當年實際虧 0.1 億元的百大集團賺 1.1 億元。該處分利益全來自會計公報對轉投資與子公司的處理差異——控制力改變的公允價值利益 0.6 億元、及轉回原合併抵銷的未實現內部交易利益 0.6 億元。

表三、8家純處分案狀況

單位：億元

處分對象	公司	重組年	出售資產(持股率變化)	對象(*為關聯方交易)	交易方式	處分利益	淨利潤	處分利益佔比	危機時點(ST/GC)	解除危機時點
參股公司	000019 深寶	2013	深圳百事可樂(10%→0%)	中國(百事)	現金	0.67	0.5	134%	無	無
	000617 石油濟柴	2012	寶雞石油鋼管有限公司(21%→0%)	*實際控制人控制公司寶雞石油鋼管廠	現金	0.6	-0.1	-600%	2013/4 *ST	2014/4
子公司	000862 銀星能源	2012	吳忠儀表50%→30%	北京康吉森自動化設備公司	現金	0.5	0.6	83%	無	無
	600151 航天機電	2013	神州矽業49%→19%	*控股股東上海航天工業集團	現金	0.3	1.9	16%	無	無
	600865 百大集團	2013	杭州百大(60%→30%)	綠城集團	解除委託經營權	1.2	1.1	109%	無	無
	600602 廣電電子(註)	2009	TFTLCD 相關轉投資公司	*控股股東上廣電	現金	2.4	0.3	800%	2008/12 (繼續經營有疑慮 GC)	2009/12
	600250 南紡股份	2013	南泰國展(100%→49%)	*控股股東(商旅集團)	現金	2	1.2	167%	2012/5 *ST	2013/5
土地	600769 祥龍電業	2013	八宗土地使用權	東湖土地儲備中心	現金	8.2	5.2	158%	2013/5 *ST	2014/4

註：廣電電子在 2009 年處分 LCD 業務之前，該業務已虧損 1.4 億元。

在 419 件涉及收購的重組案中，90%(380 件)以股票作為支付工具之一，如表四所示。這應該是《2006 辦法》、《2007 細則》允許發行股票收購資產之功。在此 380 件重組案中，搭配現金的約 1/4(106 件)，且明顯集中在 2012 年

之後。這應該是《2011 辦法》修定後，配套融資得以同步完成，結合現金及股票交易的重組案數明顯增加。

表四、419 件收購案的支付工具別

交易方式	完成重組年度							合計
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
股票	26(72%)	37(80%)	37(77%)	52(76%)	51(63%)	54(59%)	17(35%)	274(65%)
股票+現金	7(19%)	8(18%)	9(19%)	9(13%)	16(20%)	29(32%)	28(57%)	106(25%)
現金	1(3%)	1(2%)	1(2%)	4(6%)	12(15%)	6(6%)	4(8%)	29(6%)
置換+現金	1(3%)		1(2%)		1(1%)	2(3%)	.	5(2%)
置換	1(3%)	.	.	3(5%)	1(1%)	.	.	5(2%)
合計	36	46	48	68	81	91	49	419

多關聯方交易

除交易型態及交易工具外，交易對象為另一分析重點。市場通常認為關聯方交易較可能有交易公允性等利益輸送問題，多特別關心重組案是否涉及關聯方交易。因此證監也要求上市公司於重組報告書內說明是否屬於關聯方交易。表五即依各重組公司的表述，統計關聯方交易比重。在 427 件案件中，77%交易為關聯方交易，可見重組案普遍涉及關聯方交易。

表五、重大資產重組統計—關聯方交易及支付工具的交叉統計

交易對象	型態	件數	支付工具						股票 (A+B)	現金 (B+C+D)
			股票 A	股票 +現金 B	現金 C	置換 +現金 D	置換	解除委 託經營權		
關聯方	收購	221	191	24	5				215	29
329(77%)	收購+處分	105	52	42	2	4	5		94	48
	小計	326(100%)	243(75%)	66(20%)	7(2%)	4(1%)	5(2%)		309(95%)	77(23%)
	處分	4			4					4
非關聯方	收購	93(100%)	32(34%)	40(43%)	22(23%)				72(77%)	62(67%)
98(23%)	處分	4			3		1			3
合計		427(100%)	275(65%)	106(25%)	36(8%)	4(1%)	5(1%)	1(0%)		

關聯方偏好拿股票

非關聯方偏好收現

表五就關聯方交易、支付工具別，進行交叉分析。可發現，關聯方及非關聯方處分案幾全採現金交易方式；但收購案則有異。收購交易中，關聯方及非關聯方各有 95%及 77%涉股票發行、又各 23%及 67%搭配現金支付。看來，關聯方偏好拿股票、而非關聯方偏好拿現金，可能原因如下：

- ◆依規定，借殼上市案一律歸屬於關聯方交易。既是借殼，新控股股東自須在重組過程中取得股權，才可取得公司經營權，當然會涉及發行股票
- ◆關聯方交易的對象，通常是公司的控股者，取得增發的股票可提高持股比例，進而鞏固經營權

極少數關聯方收購交易以現金

- ◆非關聯方，若不以控制權為目標，以目前的規定，現金交易似較划算。一則定向增發的股票限售期至少 12 個月、缺流動性，再則須承擔股價漲跌風險。
- ◆若交易對象，非中國本國人，則因中國的資本管制，外資股審批較複雜，故以外資為對象的非關聯方交易多選擇現金交易。
- ◆發行股份收購資產之交易，比須經過證監會併購重組委審批，時程較長、履約風險較高，故非關聯方可能偏好非股票交易。

雖關聯方偏好拿股票，但仍有 7 件關聯方收購案屬純現金交易，有幾種狀況：

- ◆交易金額不高，公司資金足以支付。

如方大化工(000818)及華中數控(300161)分別向控股股東收購化工及機電資產，金額各僅 0.57 億及 1.5 億元；南江公司(000160)以 0.1 億元向總經理親戚收購潤華農水(天津)國際貿易有限公司。

- ◆以處分舊資產的資金來收購新資產

如華映科技(000536)2013 年將深圳華映顯示科技以 3.3 億賣給華星光電，並以 7 億向控股股東收購華映光電 35%股權；榮豐控股(000668)及東凌糧油(000893)之原控股股東分別於 2008 年及 2009 年將股票協議轉讓給新經營者，同年利用處分原上市公司資產的資金來收購新資產。

- ◆以自有資金購入股權

如渤海租賃(000415)2011 年底帳上仍有 62 億現金，2012 年以 24 億元向關聯方購進海航香港股權。

溢價倍數=評估值/帳面值-1

處分案溢價倍數較低

非關聯方交易溢價倍數較高

一般都認為關聯方交易的價格較不客觀、可能有利益輸送問題。我們可以資產重組的交易價格來檢視一下。依規定，重組公司需聘請審計機構查核資產基準日的標的資產淨值，此為資產帳面值；並聘請資產評估機構採用至少兩種評估方法鑑定資產價格，此為評估價格，最後交易雙方再依據評估價格決定最後的成交价格。作各簡單的假設，資產高買低賣較可能圖利對手。高買或低賣，本應以成交价與評估價來看；受限於資料不足，本文暫標的資產的評估價與帳面值的差距作代表，名為「溢價倍數」。

表六所列為各類交易的溢價倍數，就此來看，完全違反直覺，還待研究：

- ◆重大資產重組主要目的在於做大做強，因此傾向收購好資產並處分不良資產。好資產因為前景佳，估值理應較高；反之處分資產溢價就低。如表六所示，純收購案的溢價倍數最高、純處分案的溢價倍數普遍最低。

- ◆原以為關聯方交易較容易有利益輸送問題，所以可能會有比較高的溢價倍數，但結果卻發現不論是收購或處分案，非關聯方交易的溢價倍數均高於關聯方交易的溢價倍數。這可能和會計處理有關。依會計準則，向實際控制人及其可控制對象收購資產的交易屬同一控制合併交易，其會計處理採帳面價值法，不可認列商譽；非屬同一控制合併的會計處理則採用公允價值法入

原因：非關聯方交易以 FV 入帳合法重估報表

帳，並認列商譽。加上關聯方資產重組交易對象多是控股股東或實際控制人的關聯方，符合「同一控制合併」，僅能以帳面價值入帳；反之非關聯方重組交易就可採公允價值入帳。自然呈現出表六之現象：非關聯方交易的溢價倍數會高於關聯方交易。

表六、重大資產重組統計—各交易類型的資產交易溢價倍數統計

型態	收購						收購+處分					處分	
	股票		股票+現金		現金		股票	股票+現金	現金	置換	置換+現金	現金	
對象	關聯	非關聯	關聯	非關聯	關聯	非關聯	關聯方					關聯方	非關聯方
家數	174	26	24	40	6	19	50	40	2	4	3	4	3
平均值	2.4	3.6	3.2	6.7	1.1	9.6	1.7	2.2	0.5	0.7	0.9	0.2	1.0
最大值	57.4	13.7	12.4	31.6	6.3	174.6	10.1	16.5	0.6	1.5	1.9	0.4	1.6
最小值	-0.2	0.6	0.0	0.7	-0.3	-10.3	0.0	-2.2	0.4	0.3	0.3	0.0	0.0
中位數	0.975	2.96	2.675	3.93	0.125	0.4	0.95	0.795	0.5	0.505	0.79	0.225	0.4

註：本表僅統計有提供完整交易鑑價資料的 395 家重組公司之溢價倍數(評估值/帳面值-1)

處分案標的：資產營業為主
收購案標的：股權為主

接者，再檢視各重組案的交易標的。由於多數重組案會涉及數個交易標的，故在此 427 個重組案中，收購案涉節之標的計有 1,111 項、處分案則有 165 項，如表七所示。我們將標的分為兩類：資產業務、股權。這兩類的統計方式不同：前者較難切割項次，多為一案一項目(至多切分出土地使用權)；後者則可依法律個體計算項次，但每一項次的權重不同。本文尚無法進行細部探討，故僅以項次作初步觀察。

表七、重大資產重組統計—交易標的統計

單位：筆數

	總項次	資產業務	股權	收購股權 比例(%)							
				100%	50%以上	50%以下	0~10%	10%~20%	20%~30%	30%~40%	40%~50%
收購	1111	127	984	556	279	149	11	22	23	32	61
%	100%	11%	89%	57%	28%	15%	1%	2%	2%	3%	6%
處分	165	111	54	13	14	27	4	3	7	3	10
%	100%	67%	33%	24%	26%	50%	7%	6%	13%	6%	19%

註：股權比例含上限不含下限，但「50%以上」欄不含 100%

在 114 個處分案中(置換者 106 個、純處分者 8)，以資產業務為標的者達 111 項、股權僅 54 項。主因處分案，多屬借殼上市之資產置換，自然處分資產營運為主。但收購案就不一樣了，以項次論，股權標的占約 9 成。依常識，既是併購案，收購就該是從「沒有控制力」變成「有控制力」、意即，所收購的各項股權比例理應都達 5 成以上。

但如表七所示，約有 1 成 5 未符常識，值得探究一下。受限於篇幅，先就近較重大之案例來看。在 2012 年~2014/7 間、計有 7 件收購標的交易金

收購股權比例
100%：近 6 成
50%以下：1 成 5

額在 1 億元以上、且收購股權比例不及 30%。可分三類，如表八所示：

- ◆分段收購、取得控制力：江河創建及萬家樂 2 案係透過重組而對標的公司有控制力，並改列為子公司。
- ◆收購少數股權：華聞傳媒、華工科技及新海宜三案。依理應無重大影響(原即為合併個體)，但因三家公司均以發行股票換入股權，故屬重大資產重組範圍。
- ◆成本法投資：皖能電力及魯銀投資分別首次買入核電泰山聯營公司及萊商銀行股份，持股比例低、且無控制力，仍為成本法投資之金融資產。但也因其以發行股票換入股權，故屬重大資產重組範圍。

表八、2012~2014/6 收購股權% < 30%，金額 ≥ 億元之交易標的狀況

類別	公司	交易年	標的	收購前%	收購%	收購後%	金額	方式
改列子公司	601886 江河創建	2014	北京港源建築裝飾工程	38.75	26.25	65	4.7 億	股票
	000533 萬家樂	2013	順特電機	50	10	60	1.7 億	現金
收購少數股權	000793 華聞傳媒	2013	華商數碼	79.6	20.4	100	10 億	股票
	000998 華工科技	2013	湖南亞華種子有限公司	80	20	100	1.5 億	股票
	002089 新海宜	2013	深圳市易思博軟體	73.63	26.37	100%	1.5 億	股票
成本法投資	000543 皖能電力	2013	核電泰山聯營	0	2	2	2.8 億	股票
	600784 魯銀投資	2014	萊商銀行股份有限公司	0	4.98	4.98	4 億	股票

少數涉及合併

◆上市公司私有化

- (1) 控股股東整體上市
- (2) 集團整併
- (3) 跨市場整併
- (4) 借殼公司

在 427 個併購案中，涉及 100% 股權收購的項數雖達 556 個，其中僅有 29 個併購案屬於吸收合併(被收購方消滅)，顯然偏好保有原獨立的法人個體。且這 29 個吸收合併中，計有 9 個上市公司就此消失，以「殼」在中國證券市場所具的高價值，顯然浪費，值得了解。如表九所列，大致分為 4 類：

(1) 集團整體上市

國企整體上市，原就是政策。一般可採借殼上市方式——控股股東注日資產後，自行消滅；但也可讓以上市的子公司消滅，改由控股股東於一周內以新股上市。限於篇幅，其間條件還待續後研究。

(2) 集團、產業內類似業務之公司整併

同性質上市公司整併，值得注意的是中國殼資源有價值，下市不易，23 家上市公司整併後僅剩 14 上市公司，推測這可能和中國規定同一集團內除非經過核准，否則不能同時有兩家相同公司上市有關

◆因鋼鐵業產能過剩，依 2009/1《鋼鐵產業調整振興規劃》及 2009/3《鋼鐵產業調整和振興規劃細則》重組鋼企

◆2013/1 工信部發布《關於加快推進重點行業企業兼併重組的指導意見》，選定汽車、鋼鐵、水泥、船舶、稀土、電解鋁、電子資訊及醫藥產業為八大重點整併行業

◆2008/9 上海國資委發布《關於進一步推進上海國資國企改革發展的若干意

少數涉及合併

- ◆非私有化
 (1)控股股東整體上市
 (2)併非上市公司

見》，對於上海國企進行重組。根據《上海市國資國企改革發展十二五規劃》（簡稱“十二五”規劃）中的相關表述，到“十二五”末，上海國企 90%以上的產業集團都要實現整體上市或核心資產上市，市國資委系統 95%的國有資產要集中到 20 個大企業集團，集中到「關係國家戰略、國計民生、城市安全、基礎資源即現代服務業、先進製造業等領域。」同時，在市場化重組的思路下，“十二五”規劃更是明確「支持上汽、電氣、華誼、建工、上港、百聯、錦江國際、光明、上藥等產業集團做大做強，成為有核心技術、知名品牌的大企業集團。」

(3)轉 A 股市場之吸併

如 B 股轉 A 股，東南發電 B 股下市，轉 600023 重新上市。而已於香港掛牌的中國交建回中國發行 A 股，同時吸併上市公司路橋建設。

(4)借殼上市

9 家公司借殼上市時讓吸收合併新控股股東置入的資產，推測原因可能是金融業的重組需採合併方式或是基於稅負虧損扣抵的原因，但這還需進一步研究。

表九、2008~2014/7 之 29 件吸收合併案

類別	公司	年度	目的	下市公司
整體上市	1 000333 美的集團	2013	美的電器下市，由控股股東美的集團同天(2013/9/18)重新上市	美的電器(000527)
	2 601727 上海電氣	2008	上電股份於 2008/11/26 下市，由控股股東於 2008/12/5 重新上市	上電股份(600627)
	3 601238 廣汽集團	2012	廣汽長豐於 2012/3/20 下市，由控股股東於 2012/3/29 重新上市	廣汽長豐(600991)
	4 000027 深圳能源	2013	深圳能源(000027)2013 年合併控股股東	
集團產業整併	1 000629 攀鋼鈮鈦	2009	配合政府政策，三家攀鋼系上市公司整併為一家	攀渝鈮(000515) 攀長鋼(000569)
	2 000709 河北鋼鐵	2010	配合政府政策，三家河北上市鋼鐵公司整併為一家	邯鄲鋼鐵(600001) 承德鈮鈦(600357)
	3 600022 山東鋼鐵	2012	山東鋼鐵集團整併，兩家上市鋼鐵公司整併為一家	萊鋼鋼鐵(600102)
	4 600056 中國醫藥	2013	兩家上市公司整併為一家，600253 下市	天方藥業 600253
	5 600332 白雲山	2013	廣藥集團整併，兩上市公司併為一家,000522 下市	廣州白雲山製藥(000522)
	6 600827 百聯股份(原名友誼股份)	2011	百聯集團整併，兩上市公司併為一家,600631 下市	百聯集團(600631)
	7 601607 上海醫藥	2010	上實集團及上藥集團業務整合,兩家上市公司併為一上市公司	上實醫藥(600607)
	8 002096 南嶺民爆	2012	安徽省和湖南省民爆企業整合	
	9 600985 雷鳴科化	2012	安徽省和湖南省民爆企業整合	
	10 000917 電廣傳媒	2012	湖南省“三網融合”	
	11 600449 寧夏建材	2011	配合政策整併水泥產業，引入青水股份之“青銅峽牌”水	

資產重組(併購)

類別	公司	年度	目的	下市公司
			泥商標價值	
	12 000685 中山公用	2008	合併控股股東自來水公用事業資產	
	13 000895 雙匯發展	2012	合併控股股東肉類資產	
	14 002004 華邦穎泰	2011	整合醫藥主業，增加獲利	
轉 A 股	1 601800 中國交建	2012	中國交建，由 H 股轉往 A 股上市，陸橋建設下市	陸橋建設(600263)
	2 600023 浙能電力	2013	配合 B 股轉 A 股政策，原上市公司東南發電下市，並轉為 600023 重新上市	東南發電(900949)
借殼上市	1 000030 富奧股份	2013	原上市公司破產重整，本次吸收合併係配合重組計畫	
	2 000656 金科股份	2011	解除退市風險及無主業問題	
	3 000750 國海證券	2011	解除退市風險	
	4 600369 西南證券	2009	解除繼續經營問題	
	5 600401 海潤光伏	2011	解除退市風險	
	6 600503 華麗家族	2008	解除退市風險	
	7 600743 華遠地產	2008	解除退市風險	
	8 600873 梅花集團	2010	原上市公司輸變電設備獲利不佳	
	9 000555 神州信息	2013	解除退市風險	

2014 借殼案大減

最後，我們統計一下透過重大資產重組借殼上市的案例，如表十所示，2011 年政府提高借殼上市的標準後，借殼家數不減反增，直到 2013 年中後政府再抬高借殼門檻，2014 前七個月借殼家數才明顯降到 6 家。

表十、重大資產重組統計—借殼上市與否

年	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014/7	合計
借殼上市	14(39%)	12(23%)	12(25%)	23(32%)	19(24%)	18(19%)	6(12%)	104(24%)
非借殼上市	22(61%)	35(77%)	36(75%)	45(68%)	64(76%)	78(81%)	43 (88%)	323(76%)
合計	36	47	48	68	83	96	49	427

五、小結

427 個案

- ◆多涉收購案
- ◆多採股票
- ◆多涉關聯方
- ◆非關聯方，多取現金
- ◆非關聯方溢價較高，GAAP 有差
- ◆吸併案少

中國重大資產重組最終目的在於提升或改善上市公司質量，本文除介紹重組交易歷史發展背景及政府所推出的各項重要法令及政策外，並以 2008 年~2014/7 完成的 427 個重大資產重組案，就交易型態、交易對價、交易對象、交易價格及交易標的略作觀察：

- ◆因重組案主要目的是做大做強上市公司，故以收購交易居多
- ◆股票為主要支付工具，但 2011 年之後政府簡化配套融資案的審理流程，以致搭配現金交易的案件明顯增加
- ◆關聯方交易居多
- ◆關聯方偏好拿股票，而非關聯方因無公司經營權，不願承擔股價風險，故偏好收現金

- ◆因會計準則對同一控制與非同一控制之處理不同，可能導致非關聯方交易溢價倍數高於關聯方交易
- ◆處分案多借殼案，故多處分舊資產，而收購案則以股權收購為主，但很多交易非 100%股權收購。
- ◆收購案雖以股權收購為主，但極少案件吸收合併收購標的，涉及吸收合併的狀況以集團整併及借殼案為主

本文主介紹重大資產重組案的交易型態，尚有許多重組相關議題尚未著墨，還有很多議題待進一步研究，舉例如下：

待研究

- ◆擴大樣本？
 - ◆增發訂價？
 - ◆承諾履行？
 - ◆借殼規避？
 - ◆關聯方規避？
 - ◆吸併考量？
- ◆目前僅以「重大資產重組」為觀察範圍，若擴大至一般的資產置換，狀況有無可能不同？
 - ◆股票交易為主，但股價定價是否合理？
 - ◆各重組案的承諾達成狀況及公司為達成承諾的手法、及達成狀況
 - ◆依據政策，政府鼓勵重組但不鼓勵借殼上市，上市公司是否因此出現規避借殼上市的手法？
 - ◆政府鼓勵非關聯方重組，非關聯方重組無須承諾業績，是否讓非關聯方重組交易為名行關聯方重組交易之實的交易大增？
 - ◆決定合併交易方式時，稅負等行政成本的考量為何？(如，損失遞轉以後年度之稅盾)

參考資料：

1. 上市公司非公開發行股票實施細則，證監會，2001/9
2. 上市公司重大資產重組資訊披露工作備忘錄第一號~第八號
3. 上市公司重大資產重組管理辦法，證監會，2001/9
4. 上市公司重大資產重組管理辦法，證監會，2008/5
5. 上市公司證券發行管理辦法，證監會，2006/5
6. 上交所，關於配合做好並購重組審核分道制相關工作的通知，2013/9
7. 中國證監會新聞發言人就《上市公司重大資產重組管理辦法（徵求意見稿）》和《關於修改〈上市公司收購管理辦法〉的決定（徵求意見稿）》公開徵求意見答記者問，證監會，2014/7/11
8. 去除掣肘 水泥業兼併重組正當時，中國工業報，2014/3/29
9. 成都市上市公司資產重組的實施意見，成都市人民政府辦公廳，1998/6/23
10. 江芬芬，證監會收緊配套融資閘口 上市公司紮堆修訂重組案，金陵晚報，2013/10/25
11. 江澤民在中國共產黨第十五次全國代表大會上的報告，中國共產黨歷次全國代表大會數據庫，1997/9/12
12. 吳育輝，股權分置改革後控股股東新的掏空行為研究，北京大學出版社，2012/4
13. 吸收合併後被合併企業虧損該如何彌補？，中國稅網，2011/12/14
14. 借殼上市新標準今起實施 排除重組內幕“暗礁”，證券日報，2011/9
15. 證監會，關於併購重組配套融資問題”的常見問題解答，2013/7
16. 證監會負責人就發佈六部法規及規範性檔答問，證監會，2007/9
17. 關於上市公司重大購買、出售、置換資產若干問題的通知，證監會，2001/12/10
18. 關於上市公司置換資產變更主營業務若干問題的通知，證監會，1998/2
19. 關於規範上市公司重大購買或出售資產行為的通知，證監會，2000/6