

中國重大資產重組探討二：流程

高妮瑋

有關重大資產重組交易（即併購交易，以下簡稱「資產重組」）背景及市場現象，本刊第 21 期已初步探討過¹，本期繼續介紹其流程。由於資產重組耗時極長、且常涉及停牌（暫停交易），除了損及投資人的流動性外，事件進展中所發布的訊息，也會左右市場反應，影響較大。因此，本文先說明資產重組之流程、流程中的事件點、並測試部分事件之市場反應。本測試雖僅是簡單釋例，但仍得到顯著的結果：重大資產重組案的宣告，確時會引發市場之追漲，也易有內線交易。

一、重組流程介紹

重組流程階段

- I、重組宣告期
- II、交易條件確定期
- III、證監會審批期
- IV、交易執行期

中國市場無明確的重大資產重組階段定義，我們認為可將重大資產重組區分成四階段，以下分別介紹：

- I、重組宣告期：公司宣告可能進行重組，依規得先停牌，到交易雙方確定是否繼續協商之期間。宣告期結束後股票復牌。
- II、交易條件確定期：待條件股票復牌後到股東會通過之期間
- III、證監會審批期：股東會通過後到中國證券監督管理委員會（以下簡稱證監會）審批通過之期間
- IV、交易執行期：證監會審批通過後到資產交割、且完成交易之期間

階段 I：重組宣告期

- 階段 I：
重組宣告期
- ◆停牌：
公告~復牌 3 個月
- ◆復牌：
公告預案或公告
中止重組

如圖一所示，「重組宣告期」始於上市公司重組宣告及股票停牌，終於股票復牌為止。

由於重大資產重組交易對上市公司影響重大，且交易不確定性高，為避免衝擊股價，故上市公司宣告後，股票須停牌，直到達到下列兩個條件之一時，才可復牌。而 2015/6 之前完成的重組案平均停牌時間約 3 個月。

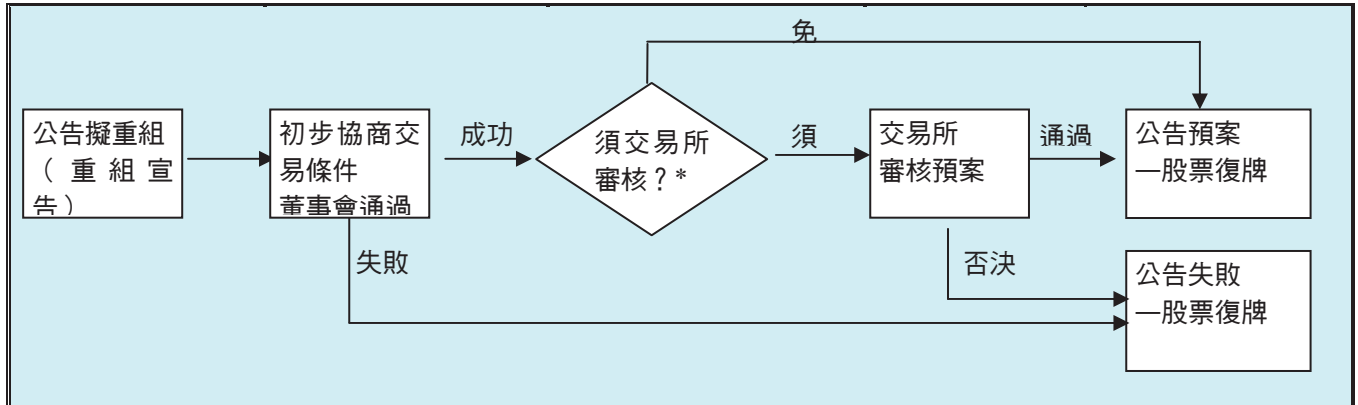
- ◆交易雙方繼續協商重組，且上市公司必須公告董事會通過的重組預案。但如重組上市公司是 ST 公司或股票交易異常公司或是該重組案涉及借殼上市、非經 A 級券商²輔導或是重組案涉及採礦權或房地產交易，該重組預案還須經交易所形式審核，才可對外公告預案。

¹ 高妮瑋、陳惠玲，「中國重大資產重組現象之探討」，2014/10

² 證券公司分類結果是根據《證券公司分類監管規定》，經證券公司自評、證監局初審、中國證監會證券基金機構監管部覆核，並由中國證監會證券基金機構監管部、證監局、自律組織、證券公司代表等組成的證券公司分類評價專家評審委員會審議而最終確定。證券公司分類評價共分為 A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E 等 5 大類 11 個級別。

- ◆宣告重組失敗。當上市公司決定不繼續協商交易，須公告中止重大資產重組及原因，股票才可恢復交易。

圖一：重組宣告期流程圖（階段 I）



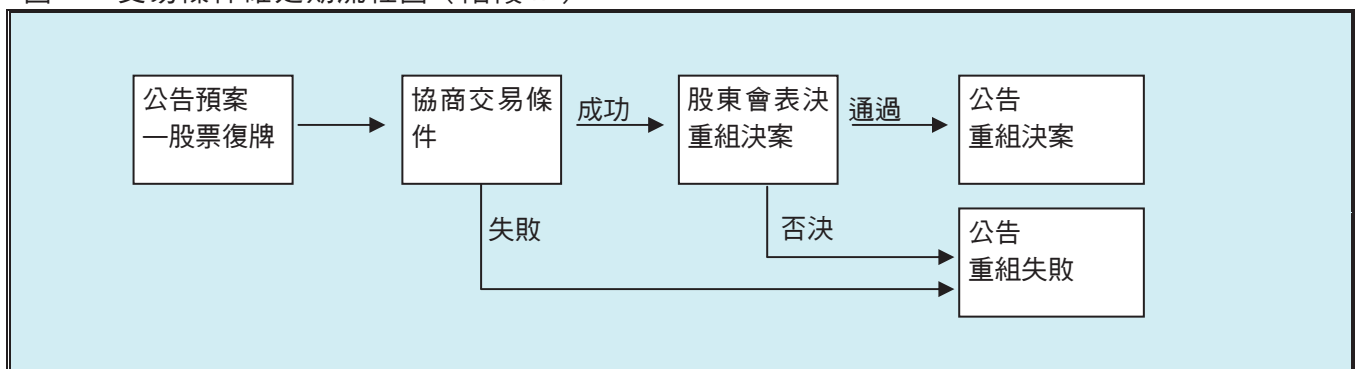
*：ST 及股價異常的公司及涉及借殼、或未經 A 級券商輔導、或交易資產涵蓋礦業權或房地產業務的重組交易須經交易所形式審核通過後，才能對外公佈重組預案。

階段 II：交易條件確定期

階段 II：交易條件確定期
預案~股東會通過

在公告預案之後，雙方就會開始進行實地查核，聘請註冊會計師及資產評估機構對交易資產審計及估價，並協商最終成交價格及付款方式，且交易對象還須承諾股份限售、業績補償、避免同業競爭等條件。重組案的預案須經過董事會通過，但之後雙方還是有可能修正交易條件，最後的重組決策須經過股東會決議，且須經 2/3 以上出席股東通過，才進入第 III 階段，將重組案交由證監會審批。而 2015 年中之前完成的重組案，在第 II 階段平均歷時約 2.6 個月。

圖二：交易條件確定期流程圖（階段 II）



階段 III：證監會審批期

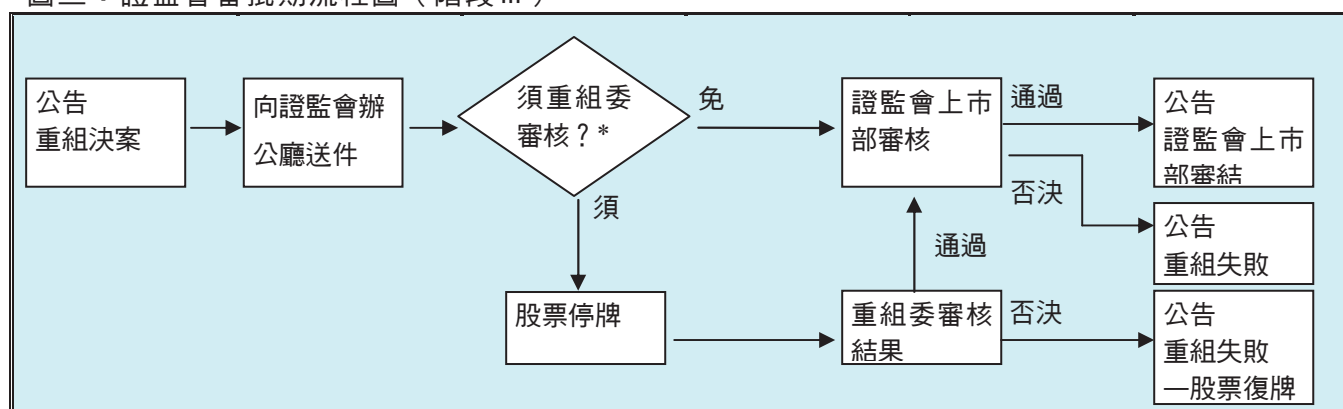
在股東會通過後，上市公司須在三日內將重組案送交證監會辦公廳受理

階段 III：證監會
審批期
6.8 個月
◆併購重組委審
發行股份及借殼
上市案
◆併購重組委審
核期間停牌

處辦理，如果資料不齊全，受理處會要求上市公司補正資料，等資料齊備後，證監會正式受理重組案申請。重組案會經由證監會上市部審核，但如果是發行股份購買資產案、或借殼上市案還須由併購重組委審理，而併購重組委審理期間，公司股票暫停交易。

2014 年起證監會在網頁公告各重組案的審批進度，並將重組進度區分成證監會辦公廳接收資料日、公司補正資料日、證監會受理重組案申請日、上市部或併購重組委反饋（提出問題）日、上市公司反饋回覆（回覆問題）日、併購重組委審議日及證監會上市部審結日等七個重點日期。證監會審批期間較其他階段久，2015 年中以前完成的重組案平均歷時 6.8 個月。

圖三：證監會審批期流程圖（階段 III）



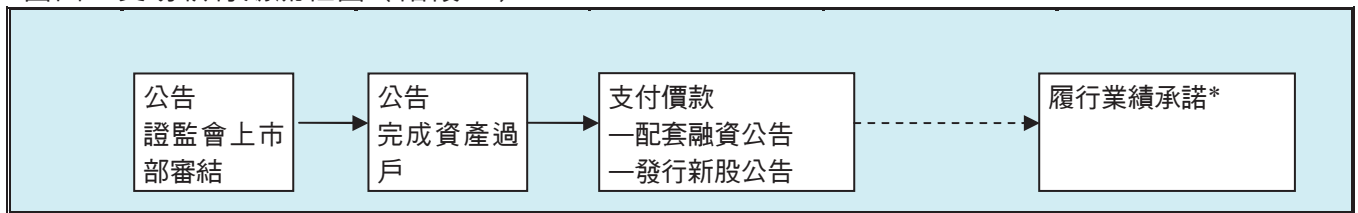
*屬發行股份收購資產或借殼上市案件，併購重組委審，股票停牌

階段 IV：交易執行期

階段 IV：交易執
行期
◆證監會核准～
過戶，約 1.2 個
月
◆收購案有業績
承諾期，1 年~3
年（借殼案）

證監會核准後，上市公司須在 2 個月內完成資產過戶，最遲不能超過一年，否則要重新送件。截至目前，所完成的重組案平均在證監會核准後 1.2 個月內過戶。本階段除執行資產過戶、支付價金外，還有中國特殊的業績承諾期規定。業績承諾期從證監會核准後起算。除了借殼上市交易的業績承諾期為 3 年以外，其他的重大資產重組案的業績承諾期均為 1 年。而業績承諾期僅適用於上市公司收購資產交易，交易對象須提出交易資產在業績承諾期間的獲利承諾，及未達承諾時交易對象給予上市公司的補償方案。常見的補償方案有補償現金或是縮股（交易對象將當初重組取得之股票，依比例退還給上市公司），但股東會也可能會否決原先的補償方案，改採其他補償方式。如恆逸石化、利歐股份及大連重工三家公司股東會否決原先的縮股方案，並改採交易對象把股票送給小股東的送股方案。而*ST 海潤則是因為交易對象資金不足，無法用現金彌補上市公司損失，最後採用送股方案。2008 年~2015 年中，共約 1 成重組案（62 個）未達業績承諾，其餘 9 成重組案均達到當初之業績承諾目標。

圖四：交易執行期流程圖（階段IV）



*業績承諾期：借殼案三年，其他一年

已過戶，卻宣告
「停止收購」：星
河生物(300143)

通常在資產還沒過戶或價金還沒支付之前，重組案都有可能因為交易雙方決定不繼續進行交易，或因證監會等其他主管機關未核准重組案而宣告中止，且由於中止重組事件重大，證監會希望上市公司謹慎決定，還規定公司宣佈中止後的三個月內不可再發布重大資產重組計劃，以免公司反覆。

然只要過戶及付款後，交易大致確定，很少會退貨。不過還是有反例——星河生物（300143）收購洛陽伊眾清真食品有限公司（以下簡稱洛陽伊眾）案：

- ◆2014/10/9 證監會通過星河生物(300143)發行股份及現金收購洛陽伊眾 93% 股權的重組案。
- ◆2014/10/11 完成洛陽伊眾股權的過戶及相關工商登記。
- ◆2014/12/1 公告暫緩支付現金、與相關配套資金之募集。理由是：該案購買日為 2014/2/28，距離交割日長達 9 個月，過渡期較長；基於股東權益，再度評估標的資產之過渡期經營績效、暫緩續後工作。
- ◆2015/1/6 公告終止重組，因洛陽伊眾 2014 年獲利未如預期，無法達成重組效益³。

此案之所以可以如此反覆，主因該重組案之交易對手為控股股東。而重組目的是，要讓星河生物扭虧（轉虧為盈），以免落入「特別處理（ST）」或退市風險（*ST）⁴。一旦判斷無法獲致效果，當即另起爐灶。事實上，在 2015/4 已啟動另一個重組案：定向增發 11.25 億元跨行收購瑪西普醫學科技發展（深圳）有限公司 100%股權。

二、重大資產重組股價宣告效果檢定

中國的重大資產重組(即併購交易)，對公司的營運可能產生結構性改變，自然是投資人最關心的事件。而面對這一長串的事件進程，市場究竟會如何反應，也通常是事件研究的主要議題。本文無法做詳盡的檢視，僅能就前述 4

³ 洛陽伊眾清真食品有限公司的牛羊養殖業務因流動資金問題，導致無法按計劃投產，以致標的公司 2014 年前 11 月僅可賺人民幣 0.35 億元，全年無法達到業績承諾的 0.55 億元目標。

⁴ 星河生物於 2013、2014 年分別虧損人民幣 1.6 億及 2.9 億，雖技巧性的閃過 ST，但已於 2015/7 公告，若 2015 年不能扭虧，將被處以*ST（2015 年度財報公布後，即 2016 年 Q2）

混同測試，
均顯著
僅董事會宣告日
有正異常報酬
—10日達15%

階段的 5 個主要公告日之股價表現，粗略地觀察：

- ◆5 個事件日：階段 I 的重組預案公告日、階段 II 的重組決策公告日、階段 III 的重組委核准公告日、證監會通過公告日及階段 IV 的完成資產過戶公告日。階段 I 的資產重組宣告日，依理也是個重要事件，但因宣告後，就須停牌，無從觀察市場反應，故不納入測試。
- ◆選樣：2008/6~2015/6，已完成的 600 件重大資產重組成功案例。但受限於事件研究的最低樣本數要求，得作下列處理，故各事件日之測試樣本，均略低於 600，如表五所列。
 - 估計期：若發生缺適值⁵，直接刪除該期資料；剔除缺適值後，若資料數量不滿足模式的最小需求筆數，則剔除該證券。
 - 事件期：若發生缺適值，以 0 取代當期的異常報酬率，再計算平均異常報酬率。
- ◆估計模式：OLS 風險調整模式。
- ◆市場指數：滬深 300 指數。
- ◆估計期：一般日資料之估計期長度多為 100~300 期，且最好該期間無其他重大事件之影響。依我們的觀察，在重組案宣告前 6 個月，已屬「訊息敏感期」（請詳下所述），因此本段將估計期訂為-280 期~-180 期。
- ◆事件期：以中國漲跌停板幅度 10% 來看，我們認為檢定兩週內的異常報酬已足夠，所以將事件期設於 0 期~10 期。

5 個事件日之檢定結果如表五所列，事件期之超額報酬累計狀況。很明顯，董事會預案公告日之後累積平均異常報酬率（以下簡稱 CAR）顯著為正（0.01 的顯著水準）為正：累積 10 日異常報酬達 15%。除此之外的 4 個事件日，均為顯著負異常報酬，-1.2%~-1.8%。

表五：重大資產重組重要事件日檢定證券家數統計

事件日	董事會預案	股東會決策	併購重組委核准	證監會審結	資產過戶
樣本數 ^註	570	564	315	567	534
10 日累計異常報酬率	15% (***)	-1.6% (***)	-1.8% (***)	-1.2% (***)	-1.3% (***)

註：部分公司缺估計期或事件期資料，以致各事件日之證券家數不同。

***：達 0.01 顯著水準。

由於混同考量，太過粗略，我們試行就滬深二市場分別檢驗。結果如表六所示。表六結果有點不同：僅前二事件日（董事會預案公告日、股東會決策日）有顯著的異常報酬，其餘則無。有意思的是，深圳市場的 CAR 值略高於上海市場。

⁵ 缺適值是指大盤有交易日記錄，但個股無成交價格或個股暫停交易，導致無法計算報酬率的交易日。

表六：重大資產重組重要事件日檢定證券家數統計

公告日	董事會預案	股東會決案	併購重組委核准	證監會審結	資產過戶
樣本數 ^註 （上海）	178	178	115	190	197
樣本數 ^註 （深圳）	302	324	174	327	337
10日CAR（上海）	13.5%（***）	-2.7%（*）	不顯著	不顯著	不顯著
10日CAR（深圳）	16.7%（***）	-1.05%（*）	不顯著	不顯著	不顯著

註：部分公司缺估計期或事件期資料，以致各事件日之證券家數不同。

三、重組宣告高報酬，易生內幕交易

重組宣告前為內幕資訊敏感期

◆協議~公告
◆內線交易時間
2個月~1年

重組易生內線交易

在重組案首度宣告期之前，交易雙方已展開協商，此為重組內幕資訊敏感期（中國稱為「內線交易」為「內幕交易」）。由於交易雙方在協商時還不用對外公告，所以無從得知所有案件的內幕資訊敏感期間長短，但從證監會及滬深兩交易所懲戒的 34 件重大資產重組內線交易案發現，這些重組案的訊息敏感期間短則 2 個月，長則超過 1 年（如表七所示）。

2008/6~2015/6 期間發生且遭證監會及交易所懲戒的內線交易案共 85 件，又重大資產重組案佔 4 成⁶，此和市場認定重大資產重組是內線交易最大的滋生地⁷狀況不謀而合。

表七：重大資產重組內線交易懲戒案

	懲戒日	公司	訊息敏感期			違法所得（萬）	完成重組日	中止重組日
			起月	迄月	月數			
1	2010/6	600699 均勝電子	2008/2	2008/4	3	-628	-	2009/10
2	2010/11	600603 大洲興業	2008/4	2008/6	3	-208	-	2008/6
3	2011/4	600826 蘭生股份	2009/2	2009/9	8	1.6	-	2009/10
4	2011/6	000657 中鎢高新	2009/8	2009/10	3	1.1	-	2009/11
5	2011/7	000967 上風高科	2010/8	2010/9	2	0.7	2011/11	
6	2011/12	600636 三愛富	2008/1	2008/6	6	-62	-	2009/7
7	2012/2	600499 科達潔能	2010/3	2010/12	10	7.4	2011/12	
8	2012/12	002464 金利科技	2011/9	2012/2	6	12	2013/1	
9	2013/1	000975 銀泰資源	2011/7	2012/1	7	128	2013/1	-

⁶ 85 件內線交易案中，重大資產重組案共 34 件、重大投資案共 13 件、上市公司分紅案共 10 件，其餘 28 件案件原因包括大股東股權異動、財報訊息、業績預告、土地搬遷補償、重大合約等交易。

⁷ 鄭學軍 2011/3 指出內幕交易的“滋生地”主要分佈在三處：一是上市公司的資產重組，二是推出「高送轉」方案的上市公司年報，三是新股發行前的“突擊入股”。其中重組、資產注入對上市公司影響較大，一直是股市“永恆的題材”，A 股市場大多數內幕交易、市場操縱、財務舞弊案都與資產重組有關，且上市公司進行重大資產重組過程涉及的環節多，所需時間較長，為內幕資訊的保密增加了難度，證監會近年所查辦的市場操縱案有三分之二都涉及到資產重組。而在 2014/8 首屆深港併購論壇上，深交所總經理助理王紅指出，併購重組仍是內幕交易違規行為的高發區。

所謂「高送轉」，指的是高比率的盈餘轉增資（送股）、或高比率的資本公積轉增資（轉股）

	懲戒日	公司	訊息敏感期			違法所得(萬)	完成重組日	中止重組日
			起月	迄月	月數			
10	2013/4	600331 宏達股份	2010/4	2010/5	2	1.8	-	2010/6
11	2013/5	002562 兄弟科技	2012/1	2012/3	3	-0.3	-	2012/12
12	2013/5	300067 安諾其	2010/12	2012/2	15	284	-	2012/8
13	2013/5	002201 九鼎新材	2009/11	2010/10	12	9	-	2012/5
14	2013/8	000669 金鴻能源	2012/1	2012/2	2	73	2012/11	-
15	2013/9	600860 京城股份	2011/12	2012/4	5	54	2013/9	-
16	2013/10	000976 *ST 春暉	2011/2	2012/1	12	-32	-	2012/3
17	2013/11	600765 中航重機	2010/7	2010/11	5	424		2011/8
18	2013/12	300058 藍色光標	2010/6	2010/8	3	4.7		2010/9
19	2014/1	002238 天威視訊	2011/10	2012/4	7	不明	2014/9	-
20	2014/1	000639 金德發展	2008/8	2009/4	9	35		2009/4
21	2014/2	600613 神奇製藥	2011/4	2012/2	11	43.6	2013/6	-
22	2014/2	002141 蓉勝超微	2009/6	2010/4	11	-5	-	2010/10
23	2014/3	600988 赤峰黃金	2011/11	2012/1	3	137	2012/11	-
24	2014/4	300025 華星創業	2012/7	2012/8	2	6.6	2013/7	-
25	2014/4	002102 冠福股份	2012/6	2012/8	3	29	-	2012/9
26	2014/5	002198 嘉應製藥	2012/5	2013/1	9	8	2013/11	-
27	2014/5	600656 *ST 博元	2011/4	2011/8	5	-180	-	2012/1
28	2014/6	000576 廣東甘化	2010/10	2011/1	4	76	2011年	-
29	2014/6	002214 大立科技	2011/3	2011/11	9	-813	-	2012/2
30	2014/8	000088 鹽田港	2011/9	2012/1	5	不明	-	2012/4
31	2014/10	002410 廣聯達	2010/6			68	2010/12	-
32	2014/10	600735 新華錦	2013/3	2013/8	6	-1.5	-	2013/10
33	2014/10	002211 宏達新材	2013/5	2013/11	7	虧損		2013/11
34	2014/12	002071 長城影視	2013/4	2013/5	2	17	2015/7	-

資料來源：TEJ 中國懲戒 DB

四、結語

重大資產重組影響時間長達 2~4 年

重大資產重組可依交易流程區分為四個階段，包括重組宣告期、交易條件確定期、證監會審批期及交易執行期。從公司宣告重組到董事會通過預案，平均費時 3 個月；再經 2.6 個月後，股東會通過重組決案；再過 6.8 個月後取得證監會核准，最後平均再花 1.2 個月完成資產過戶。如再加計 1~3 年的重組業績承諾期，重大資產重組案影響時間長達 2~4 年。而重組案的股價宣告效果以董事會預案通過宣告日最強，10 日內累積異常報酬高達 15%，且由於重組宣告後的股價高報酬，使得重組容易產生內線交易，從證監會的懲戒案可看到此現象。

參考資料：

1. 券商分類結果出爐 27 家獲評 AA 級，上海證券報，2015/7/18

2. 上市公司業績補償遊戲，財新《新世紀》，2012/12/5
3. 高妮瑋、陳惠玲，中國重大資產重組現象之探討，TEJ 信用風險評估專刊，2014/10，第 21 期
4. 鄭學軍，防控和打擊併購重組中的內幕交易，中國證券監督管理委員會，2011/3/11
5. 吳倩，併購重組仍是內幕交易高發區，廣州日報，2014/8/28