

分拆上市规则合一

作者：肖毅 郑燕

前言：2022年1月5日，中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）公布《上市公司分拆规则（试行）》，统一了分拆境内上市和分拆境外上市的监管规则。本文将就统一后的分拆上市规则进行简要介绍和评析。

一、分拆上市规则统一的背景

2004年7月，中国证监会发布《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》（证监发[2004]67号，“境外分拆规则”），允许符合条件的A股上市公司分拆子公司到境外上市。境外分拆规则发布以来，已有十余家上市公司实现分拆子公司境外上市，上市地点主要是香港，也有个别其他海外证券市场。

可能是对于分拆上市可能会带来的同业竞争、利益输送、炒作套利等潜在风险的监管难度，以及投资者教育、市场理性程度等方面的顾虑，尽管分拆上市在境外已经较为常见，但分拆境内上市在2019年之前一直迟迟未予放开。2019年12月，为适应企业需要和市场发展要求，中国证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》（证监会公告[2019]27号，“境内分拆规则”），开展上市公司分拆到境内上市试点。境内市场多年被压制的分拆需求得到释放，试点两年以来，已有近十家上市公司完成分拆子公司境内上市，另有约八十家上市公司已发布分拆子公司境内上市公告或已进入分拆上市审核阶段。

近期，中国证监会组织开展了上市公司监管法规体系整合工作，其中即包括将境外分拆规则和境内分拆规则进行整合；同时，针对两项规则适用过程中市场反映的实践操作问题，中国证监会以整合为契机，结合市场发展实际一并在新制订的《上市公司分拆规则（试行）》（“新分拆上市规则”）进行了明确，至此统一了分拆境内上市和分拆境外上市的监管框架。

二、分拆上市的统一监管框架

新分拆上市规则统一适用于A股上市公司将直接或间接控制的子公司分拆在境内外证券市场IPO或重组上市的行为。监管框架主要由实质条件、实施程序、信息披露、中介机构职责等组成，下面我们逐条评析。

1、什么样的上市公司可以分拆子公司上市？

- 上市年限方面，要求上市公司应已在境内上市满三年

——如果上市时间太短，没有充分的时间观察有没有业绩变脸、是不是能遵守证券监管规则。

- 财务指标方面，上市公司应最近三年连续盈利，且最近三年累计净利润扣除拟分拆子公司净利润后不低于六亿

——需要是业绩表现良好的上市公司，且分拆后留存的业务和资产足以维持独立上市地位。

- 拟分拆板块与上市公司的相对体量方面，最近一年拟分拆子公司净利润占比不超过50%，净资产占比不超过30%

——拆出去的板块不能是上市公司的大部分盈利和资产来源，这一条是为了保障上市公司现有中小股东和债权人利益。

2、什么样的上市公司不允许分拆子公司上市？

- 上市公司或控股股东、实际控制人最近36个月被中国证监会处罚，或最近12个月内被证券交易所公开谴责

——与上市公司再融资的条件类似，存在违反证券监管规则的，分拆上市就再等等吧。

- 最近一年或一期财务会计报告被注册会计师出具保留意见、否定意见或者无法表示意见的审计报告

——财务规范性的红线。

- 大股东存在资金占用或严重损害上市公司权益

——分拆上市有助于对上市公司体系内业务板块进行价值挖掘，但应以不损害现有中小股东和债权人利益为前提，如果大股东有过对上市公司进行资金资产占用或者通过关联交易等方式严重损害上市公司权益的“前科”，监管机构对于分拆上市这一步能否做到不损害中小股东利益和债权人利益是存在担忧的。这一条未明确核查时点，实践中通常是上市公司就分拆上市发布预案时点需要说明不存在该等情形，会计师也会基于最近一年的非经营性资金占用专项核查意见予以复核。

- 董事、高管及其关联方持有拟分拆子公司股份超过10%

——拟分拆子公司获得独立上市地位可能带来更高的估值、获得更好的发展，对董事高管持股比例进行限制一来可以避免分拆上市这一步存在上市公司内部人利益导向，更好的保护上市公司中小股东和债权人利益，二来有助于保持分拆后与原上市公司之间的相对独立性。

3、什么样的子公司不允许分拆独立上市？

- 最近三年曾作为上市公司募集资金投向（但使用资金不超过子公司净资产10%的除外）

——一方面，上市公司某个板块最近使用过募集资金的，拆分独立融资上市的必要性不足；另一方面，也充分考虑了子公司使用募集资金的比例，不超过子公司净资产10%的可以放行。

- 最近三年上市公司重大资产重组标的

——装进来又很快拆出去，商业合理性不足，更像炒概念。

- 是上市公司IPO时的主要业务或资产

——这一条没有时间限制，无论已经上市多长时间，只要是上市公司IPO时的主要业务或资产，都不允许分拆上市。官方解释这一条是为了促进上市公司聚焦原有主业发展，但“主要业务或资产”如何界定，是否有明确的占比要求，还有待通过市场实践进一步明晰和优化。

- 主要从事金融业务

——鼓励发展实体经济的导向。

- 子公司董事、高管及其关联方持有其股份超过30%

——同上，避免分拆上市这一步存在上市公司内部人利益导向，损害上市公司中小股东和债权人利益。

4、分拆上市的实施流程是怎样的？

· 上市公司方面，需要履行董事会、股东大会审议程序，并履行相应的信息披露义务。董事会需要就分拆是否符合相关规定、是否有利于维护股东和债权人合法权益，上市公司分拆后能否保持独立性及持续经营能力，分拆形成的新公司是否具备相应的规范运作能力等作出决议。股东大会就董事会提案事项逐项审议，须经出席会议股东表决权的2/3以上通过，且为保护中小股东利益，还须经出席会议中小股东表决权的2/3以上通过。如为A+H股上市公司，实施流程可能还需考虑香港上市规则关于分拆上市的要求，比如通常会涉及的关于保证配额的香港联交所豁免。

· 拟分拆子公司方面，即履行常规的IPO或重组上市的审核流程。其中，就分拆境外上市而言，近期中国证监会已在就境外上市备案制度征求意见，境内审核环节会有较大变化。就境内企业境外上市规则的变化，可以参见我们前期的文章：《海问·观察 | 境内企业境外上市将统一实施备案管理》。

5、分拆上市的信息披露有什么额外要求？

· 除常规的董事会、股东大会相关信息披露要求之外，上市公司还应就以下事项作出充分说明并披露：（1）有利于上市公司突出主业、增强独立性；（2）上市公司与拟分拆子公司均符合中国证监会和交易所关于同业竞争、关联交易的监管要求；分拆到境外上市的，上市公司与拟分拆子公司不存在同业竞争；（3）上市公司与拟分拆子公司的资产、财务、机构相互独立，高管和财务人员不存在交叉任职，独立性方面不存在其他严重缺陷

——就其中的同业竞争披露要求，可以注意到分拆境内上市比分拆境外上市的要求更宽松：如果分拆子公司至上交所科创板、深交所创业板上市，子公司上市一侧的审核目前均允许存在一定程度的同业竞争，竞争方竞争业务的收入或毛利占发行人收入或毛利不到30%的，通常可认定为对发行人不构成重大不利影响，基本不影响发行人上市；而对于上市公司监管一侧，新分拆上市规

则也并没有因为分拆上市而对上市公司的同业竞争提出更高的要求，与此相关的一项要求是“有利于上市公司突出主业、增强独立性”，没有使用香港联交所关于分拆上市的PN15提出的“上市母公司与拟分拆子公司业务应能清楚划分”的类似表述；因此，对于分拆境内上市的，拟分拆子公司与上市公司之间如果存在少许同业竞争，或许并不一定会构成实质障碍。但是，对于分拆境外上市，提法则是“不存在同业竞争”。这一项并不是此次对分拆境外上市提出的新的要求，而是沿袭了2004年的境外分拆规则的原文表述。但这项规定的合理性可能是值得商榷的：从拟分拆子公司上市一侧的审核而言，境外证券市场对于同业竞争可能存在相对于A股市场更高的容忍度，比如香港上市关于同业竞争的审核尺度历来比A股审核更为宽松，存在一定的同业竞争通常不会构成香港上市的障碍；由于分拆境外上市的子公司与其上市母公司之间是否存在同业竞争更多是境外投资者和境外监管机构需要操心的问题，中国证监会在过往的H股上市审核、大红筹上市审核中亦不会审核同业竞争事宜，近期正在征求意见的境外上市新规（《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（征求意见稿）》和《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法（征求意见稿）》）对此亦无要求。总的来说，这一条的出发点还不是很能理解，但在同业竞争方面可能造成了分拆境外上市比分拆境内上市难度更大的客观情境。

· 除上述外，上市公司应当参照上市公司重大资产重组的要求，充分披露对投资者投资决策和上市公司证券及其衍生品种交易价格可能产生较大影响的所有信息。

6、需要哪些中介机构参与？

· 上市公司应聘请独立财务顾问、律师事务所、会计师事务所等证券服务机构就分拆事项出具意见。

· 独立财务顾问职责：分拆上市环节，就分拆事项出具核查意见；分拆上市当年剩余时间及其后一个完整会计年度续督导上市公司维持独立上市地位。

三、相对于境内分拆规则的主要变化

可以看到，统一后的分拆上市规则基本是在境内分拆规则基础上进行的微

调，几点主要变化如下：

1、增加了一项不允许分拆的情形，即拟分拆子公司主要业务或资产属于上市公司IPO时的主要业务或资产。如前文所述，此举是为了促进上市公司聚焦原有主业发展，但“主要业务或资产”的边界如何确定，有待市场实践进一步明晰。

2、对市场普遍反映的规则适用模糊的问题作出了回应：一是明确了拟分拆子公司最近三年使用募集资金的方式、起算期间、金额计算标准：使用方式包括上市公司向子公司出资或者提供借款；起算时间以子公司实际收到募集资金作为判断标准；借款情况下的使用募集资金金额可以按照每笔借款使用时间长短加权平均计算。二是明确了董事、高管持有拟分拆子公司股份的认定依据：无论上市公司董事高管持有拟分拆子公司股份不得超过10%，还是拟分拆子公司董事高管持有拟分拆子公司股份不得超过30%，均明确该等董事高管通过持有上市公司股份从而间接持有拟分拆子公司股份的情况不计入在内，这与《上交所科创板发行审核动态》2021年第2期的相关问答是一致的，我们理解也是符合最初立法意图的一项澄清。

3、删除了“证券交易所、上市公司所在地证监局应当就上市公司是否符合本规定第一条规定的相关条件进行专项核查，并出具持续监管意见”的规定。根据中国证监会的修订说明，删除只是因为该等要求属于监管内部授权分工事项，实践做法与目前不会有大的变化。

四、相对于境外分拆规则的主要变化

相对于境外分拆规则，统一后的分拆上市规则整体上则更为严格了。一方面，境外分拆规则出台距离现在已有十余年时间，立法技术已经得到了提升，监管实践也发生了较大变化；另一方面，本次修订是以体现了最新监管精神的境内分拆规则为基础将两套规则拉平，因此对境外分拆上市也新提出了一些境内规则体系下的要求。主要变化总结如下：

1、分拆上市的范围，原来仅为IPO，新规还涵盖了重组上市。“重组上市”在A股语境下专指借壳上市，而境外资本市场的重组上市路径则更为多元，比如香港联交所近期借鉴国际经验引入的特殊目的并购公司（SPAC）上市机

制，理解也一并纳入了新分拆上市规则的调整。

2、分拆应满足的条件，新增了上市公司股票境内上市已满三年的要求。过往确实存在个别案例（如康德莱分拆康德莱医械）的分拆上市时点距离上市公司上市时点不到三年的情况，新规执行后将不再具有可参考性。

3、分拆应达到的财务指标，由原先的“最近三年连续盈利”变更为“最近三年连续盈利，且最近三年累计净利润扣除拟分拆子公司净利润后不低于六亿”，实质性提高了分拆境外上市的门槛。

4、将原分拆条件中的“上市公司最近三年无重大违法违规行为”替换为“上市公司或其控股股东、实际控制人最近三十六个月内未受到过中国证监会的行政处罚、最近十二个月内未受到过证券交易所的公开谴责”。即，对于上市公司规范运作的要求，更聚焦于证券监管方面的规范运作；税务、环保、安全生产等领域的重大违法行为不必然成为分拆上市的障碍。

5、将拟分拆子公司董事高管持有该公司股份不得超过10%，改为不得超过30%，且明确通过持有上市公司股份从而间接持有拟分拆子公司股份的情况不计入在内。在股权激励作为企业提升竞争力的常规动作之后，原有的10%持股比例上限确实成为了分拆境外上市的桎梏，放宽至与分拆境内上市同一水平，有助于拟分拆子公司更容易实现境外融资平台的发展。

6、拟分拆子公司最近三年使用募集资金的方式，此前仅为上市公司向子公司出资，统一规则后明确包括提供借款，符合募集资金使用的实践；也同样明确了最近三年使用募集资金的起算期间和金额计算标准。

7、上市公司董事、高级管理人员在拟分拆所属子公司安排持股计划的，此前要求独立董事应当就该事项向社会公众股股东征集投票权，统一规则后不再要求征集投票权，而是以独立董事发表独立意见并作为独立议案提交股东大会表决来制约。

8、独立财务顾问持续督导工作结束后十个工作日内向中国证监会、证券交易所报送持续上市总结报告书的要求，修改为“持续督导工作结束后，自上市公司年报披露之日起十个工作日内出具持续督导意见，并予以公告”。

9、因境外上市规则修订，相应将“上市公司所属企业申请到境外上市，应当按照中国证监会的要求编制并报送申请文件及相关材料。中国证监会对上市公司所属企业到境外上市申请实施行政许可”修改为“上市公司分拆，涉及境外上市的，应当符合中国证监会关于境外发行上市的有关规定”。

五、对进行中分拆上市的影响

根据中国证监会的修订说明，新规对于正在进行中的分拆上市项目的适用将以分拆方案是否经过了股东大会审议为分水岭：新规实施前上市公司分拆方案已经股东大会审议通过的按原规则执行，其他按照新规则执行。考虑到新规新增了一些禁止分拆上市的情形（特别是上市公司IPO时的主营业务和资产不得分拆上市），不符合这一条件的项目很可能不会继续推进。

结语：

新分拆上市规则基本沿用了境内分拆规则的规定，一方面对于境内分拆规则实施后实践中已有案例但待明确的问题作了澄清，另一方面亦从监管目的的角度新增了个别规定，虽然整体改动不大，但新增的禁止性规定可能会给目前火爆的分拆上市行情降降温。境外分拆规则的改动则相对较大，在实质条件、实施程序以及信息披露等方面都更为严格了。此外，新分拆上市规则中的一些细节问题（包括上文所述的问题）亦有待于市场实践进一步明晰。海问在境内外分拆上市方面均有丰富的实践经验，知悉正在执行的分拆上市交易的最新动态，可为有需要的客户提供这一领域的高质量法律服务。

2022-01-08