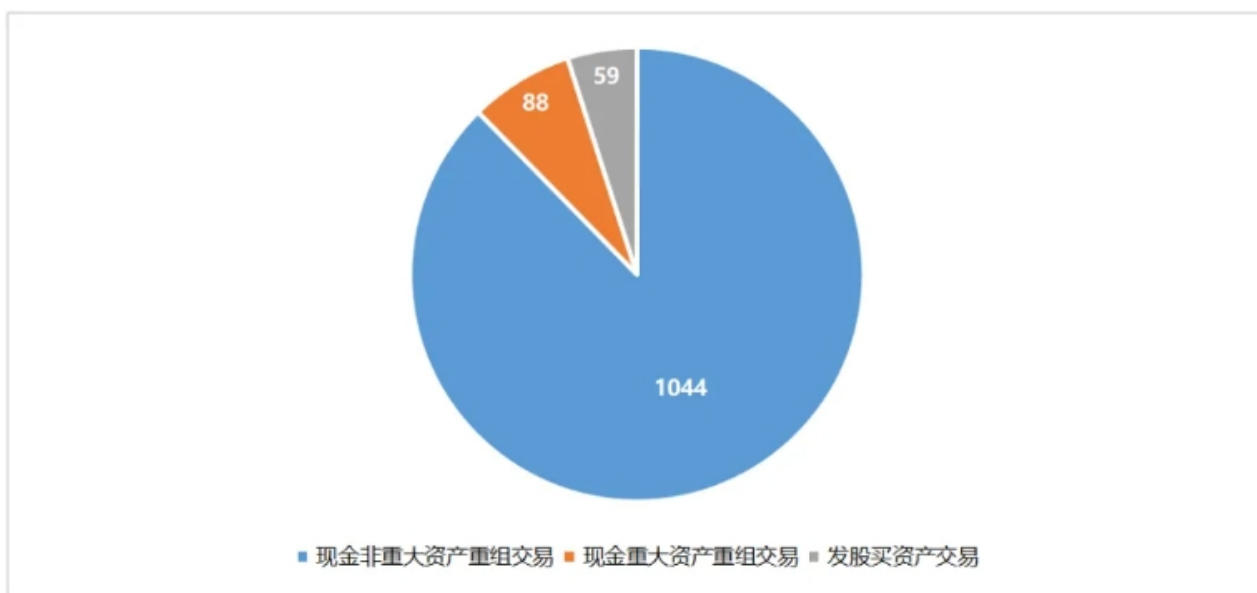


并购交易实务之一——A股上市公司参与并购交易的常见问题（现金交易篇）

作者：唐江山 迟卫丽 张玉立

A股上市公司是并购交易中的活跃主体。在IPO节奏相对放缓、证监会及交易所等监管部门相继出台优化并购重组监管机制的背景下，上市公司进行产业整合的并购交易愈发活跃。相较一般主体，A股上市公司参与并购交易受到更加严格的监管，包括需履行相应信息披露义务，经适当内部批准，并可能面临相应的交易所监管问询。

上市公司作为并购交易的买方，可以采用纯现金方式支付交易对价（“**纯现金交易**”），也可以采用发行股份、定向可转债等方式支付交易对价（“**发股买资产交易**”）；其中，在纯现金交易中，又基于交易规模的不同，分为非重大资产重组交易和现金重大资产重组交易。根据第三方数据统计^[1]，2023年1月1日至2024年2月期间，A股上市公司披露并购交易共1,191起，其中，纯现金交易1,132起（1,044起为非重大资产重组交易，88起为现金重大资产重组交易），发股买资产交易59起。基于交易规模、审核难度、所需时间等因素，纯现金交易仍为A股上市公司并购交易的主流。



本篇文章将聚焦A股上市公司（及/或其控股子公司）作为买方的纯现金交易，讨论上市公司审议程序、信息披露、常见问题及监管关注要点，以期对A股上市公司以及交易相对方有所助益。

一、如何判断A股上市公司需要履行的审议批准程序

A股上市公司筹划并购，首先需要考虑的是交易规模测试，从而确定上市公司在A股上市公司监管规则下需要履行的审议批准程序，以便对交易流程、所需时间和确定性有一定整体把握。总体而言，对于纯现金交易，视交易规模测试的结果，可细分为三类：“董事会审议批准的交易”“股东大会审议批准的交易”和“现金重大资产重组交易”。

以沪深主板为例，沪深主板上市规则规定的交易规模测试标准如下表所示。对于达到“及时披露”标准的交易，上市公司需要及时披露（指触及披露时点的2个交易日内进行披露），根据市场实践，上市公司通常也将其作为重大事项提交董事会审议批准，为行文方便，以下统称为“董事会审议批准的交易”；对于达到“股东大会审议批准”标准的交易，上市公司还需要将其提交股东大会审议，经出席会议的股东所持表决权的二分之一以上通过。

1. 董事会审议批准的交易、股东大会审议批准的交易

标准	所需程序	
	及时披露，通常需董事会审议批准	股东大会审议批准 (经出席会议的股东所持表决权的二分之一以上通过)
1-资产总额标准 (交易涉及的资产总额/上市公司最近一期经审计总资产)	≥10%	≥50%
2-资产净额标准 (交易标的(如股权)涉及的资产净额/上市公司最近一期经审计净资产)	≥10%，且绝对金额超过1000万元	≥50%，且绝对金额超过5000万元
3-成交金额标准 (交易的成交金额/上市公司最近一期经审计净资产)	≥10%，且绝对金额超过1000万元	≥50%，且绝对金额超过5000万元
4-交易利润标准 (交易产生的利润/上市公司最近一个会计年度经审计净利润)	≥10%，且绝对金额超过100万元	≥50%，且绝对金额超过500万元
5-营业收入标准 (交易标的(如股权)在最近一个会计年度相关的营业收入/上市公司最近一个会计年度经审计营业收入)	≥10%，且绝对金额超过1000万元	≥50%，且绝对金额超过5000万元
6-净利润标准 (交易标的(如股权)在最近一个会计年度相关的净利润/上市公司最近一个会计年度经审计净利润)	≥10%，且绝对金额超过100万元	≥50%，且绝对金额超过500万元
注： 1. 并购交易将导致上市公司合并报表范围发生变更的，应当将该股权所对应的标的公司的整体财务指标作为计算基础；未导致合并报表范围发生变更的，应当按照上市公司所持标的公司股权变动比例将标的公司相关财务指标纳入计算。 2. 第4项交易利润标准，在上市公司作为买方的交易中通常不适用。 3. 上市公司购买或者出售资产交易，如果按交易类型涉及的资产总额或成交金额在连续十二个月内累计金额达到上市公司最近一期经审计总资产30%的，也应当提交股东大会审议，并经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。 4. 如果相关交易构成关联交易，将另行适用更为严格的规模测试标准：与关联自然人发生的交易金额在30万元以上的，或与关联法人发生的交易金额在300万元以上，且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值0.5%以上的，即构成“董事会审议批准的交易”；上市公司与关联人发生的交易金额在3000万元以上，且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的需要提交股东大会审议，并经出席会议的非关联股东所持表决权的二分之一以上通过。鉴于篇幅所限以及本文希望重点聚焦于上市公司作为产业方进行产业整合的非关联交易，下文暂不详细展开讨论若并购交易构成关联交易的情况。 5. 本表以沪深主板上市规则的要求为例，科创板和创业板上市规则规定的测试标准逻辑大体一致，具体公式细节略有差异。		

2. 现金重大资产重组交易

此外，根据《上市公司重大资产重组管理办法》（“《重组办法》”）的规定，上表中第1项中达到50%以上的，或第2、5项中任一项达到50%以上且超过五千万元人民币的（在判断重大资产重组时，具体测算方式有细微差异，即第1项中的分子以标的公司总资产和成交金额中的较高者为准，第2项中的分子以标的公司净资产和成交金额中的较高者为准），构成上市公司的重大资产重组，需要经交易所审核，提交股东大会审议，并经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。自2014年《重组办法》修订之后，对于现金重大资产重组交易，证监会的批准已经不再是一项专门的行政许可，由交易所对重大资产重组的相关信息披露文件进行审核并提出问询，上市公司只有在充分回复和披露交易所的审核问询之后，方可召开股东大会审议批准该次交易。

二、现金非重大资产重组交易的常见问题

1. 信息披露

对于交易规模达到“董事会审议批准的交易”和/或“股东大会审议批准的交易”，上市公司需参考各上市板块的相关公告格式指引进行信息披露。以沪深交易所主板为例，上市公司应根据实际情况，参考《上市公司购买、出售资产公告格式》在公告中真实、完整地披露如下信息：

- 交易概述（主要包括交易各方当事人名称、交易标的名称、交易事项、交易价格及与账面值相比的溢价情况、购买资产的资金来源（是否属于募集资金）、董事会审议情况、所需的审批及其他程序等）；
- 交易对方基本情况（交易对方是法人或其他组织的，应说明主营业务、主要股东或实际控制人等基本信息）；
- 交易标的基本情况（主要包括权属情况、运营情况、主要财务指标（包括资产总额、负债总额、净资产、营业收入、净利润、扣除非经常性损益后的净利润等财务数据，并注明是否经过审计））；
- 交易标的评估、定价情况（定价情况和依据，定价合理性分析）
- 交易协议的主要内容（合同主体、交易价格、支付方式（现金、股权、承债、资产置换等）、支付期限（全额一次付清、分期付款）、交付或过户时间安排、过渡期安排、合同的生效条件、生效时间、业绩对赌条款或超额业绩奖励、违约责任等）；
- 购买资产对上市公司的影响（交易对上市公司未来财务状况和经营成果的影响、交易所涉及标的的管理层变动、人员安置、土地租赁等情况）。

2. 审计/评估要求

鉴于财务状况是理解标的公司整体情况的重要信息，上市公司通常需要在公告中对标的公司的财务数据进

行披露。根据沪深交易所《上市公司购买、出售资产公告格式》和《股票上市规则》：

（1）对于交易规模仅达到“董事会审议批准的交易”，上市公司的交易公告中需要披露标的公司最近一年又一期的主要财务指标，但该等数据不强制要求审计，仅需在公告中注明是否经审计；

（2）对于交易规模达到“股东大会审议批准的交易”，（a）交易标的为公司股权的，上市公司还应当披露交易标的最近一年又一期的审计报告，会计师事务所发表的审计意见应当为无保留意见，审计截止日距审议该交易事项的股东大会召开日不得超过六个月；（b）交易标的为股权以外的其他资产的，应当提供标的资产的评估报告，评估基准日距审议该交易事项的股东大会召开日不得超过一年；（c）审计报告和评估报告应当由符合《证券法》规定的证券服务机构出具。

为对上市公司董事会或股东大会决策提供良好基础，对于交易标的为股权的交易，尽管上市规则并不强制要求披露资产评估报告，实践中也有较多上市公司聘请第三方准备相关资产评估报告或估值报告，以支撑交易定价合理性。

3. 信息披露义务触发的时点

A股各个板块的上市规则均就上市公司涉及的重大事项需履行信息披露义务的触发时点进行了规定，大体原则基本相同。上市公司应当在涉及的重大事项最先触及下列任一时点后及时履行披露义务：**（1）董事会、监事会作出决议时；（2）签署意向书或者协议（无论是否附加条件或者期限）时；**（3）上市公司（含任一董事、监事或者高级管理人员）知悉或者理应知悉重大事项发生时；（4）筹划阶段事项难以保密、已经泄露或出现市场传闻、引起公司股票及其衍生品种交易异常波动时。

根据上述原则，从会议安排和信息披露效率的角度，如果一项交易达到“董事会审议批准的交易”的标准，上市公司通常会在董事会审议通过相关交易事项的同一天安排签署正式交易文件，并在同一天披露交易公告、董事会决议公告等信息披露文件。

在很多并购交易中，出于卖方交易流程的安排或其它商业因素的考量，上市公司在签署正式交易文件之前可能与交易对方签署了投资意向书（如Term Sheet、Letter of Intent等）。投资意向书可能整体都没有约束力，或者除保密、争议解决和适用法律等少数条款外其它涉及交易内容的约定都没有约束力。另外，在实施竞标流程的交易中，A股上市公司可能需要提交一轮或多轮的报价函以及对卖方版本交易文件的修改稿。根据上市规则的规定，严格来说，签署的投资意向书或报价函无论是否有法律约束力，均会触发信息披露义务。在较早期的阶段就对交易事项进行披露，可能会引发交易各方、尤其是卖方关于交易信息保密性的顾虑。

作为一个匹配现实情况的可考虑方案，各个板块上市规则规定了“暂缓披露”的机制，如果符合暂缓披露的条件，即，“上市公司及相关信息披露义务人拟披露的信息属于商业秘密、商业敏感信息，按照上市规则披露或者履行相关义务可能引致不当竞争、损害上市公司及投资者利益或者误导投资者的”，且“相关信息未泄露；有关内幕信息知情人已书面承诺保密；上市公司股票及其衍生品种交易未发生异常波动”，上市

公司可以将签署投资意向书或提交报价函等事项进行暂缓披露，待正式交易协议签署后再做信息披露。目前实践中，暂缓披露的办理主要依据上市公司的相关内部制度由上市公司自行判断决定，通常应当由公司董事会秘书负责登记，并经公司董事长签字确认，交易所主要进行事后监管。部分上市公司并购交易中，上市公司就前期投资意向书或竞标程序进行暂缓信息披露的案例如下。

上市公司	交易概述	暂缓披露情况
节能风电 (601016)	节能风电通过浙江省产权交易所公开摘牌获得张北二台风力发电有限公司60%股权。	2023年11月28日，节能风电董事会审议通过了《关于收购张北二台风力发电有限公司60%股权暨关联交易的议案》。鉴于节能风电以公开摘牌的方式参与该项目，该事项存在不确定性且涉及公司商业秘密，提前披露该事项和金额，可能损害公司和股东利益或存在误导投资者的情况，节能风电决定暂缓披露该事项。 2023年12月25日，节能风电成功摘牌签约后对该次交易予以披露。
鼎胜新材 (603876)	2023年2月8日，鼎胜新材与Rolling Mills International Holding GmbH和Rolling Mills International GmbH签署《股权购买协议》，鼎胜新材拟以现金形式收购后两者持有的子公司股权。	- 鉴于该次交易存在不确定性，属于临时性商业秘密等情形，鼎胜新材对该事项采取暂缓披露措施。 2023年6月30日，鼎胜新材就境外投资事项取得发改和商务部门的核准，对该次交易予以披露。
天山铝业 (002532)	2021年8月9日，天山铝业与印尼本土矿业控股公司及其实际控制人签订了《合作意向协议》，天山铝业拟直接或间接收购该印尼公司和/或其下属三家矿业公司不低于49%的股权。	由于《合作意向协议》的交易对方和交易标的基本信息属于临时性商业秘密，如披露会让竞争对手获悉上述敏感信息，可能会给后续交易的达成带来重大不确定性，从而损害公司利益，天山铝业决定暂缓披露交易对方和标的信息2个月。

4. 上市公司大股东的投票支持承诺

对于交易规模达到“股东大会审议批准的交易”和/或“现金重大资产重组交易”，交易对方可能对于本次交易是否能够通过上市公司股东大会的批准、进而对交易确定性有所顾虑和担心，可能要求上市公司大股东向交易对方出具投票支持承诺，承诺在审议交易的股东大会上就交易有关议案投赞成票。

我们理解，目前A股上市公司监管规则并未对大股东做出这样的投票支持承诺有限制和禁止性规定，而且，仅就做出这样的承诺而言，也并不会导致并购本身构成关联交易反而导致大股东无法投票。A股市场上也不乏类似的市场先例。就该承诺本身，站在上市公司和大股东角度，几点提示供参考：

(1) 该事项对公众投资者了解整体交易的确定性有重要影响，建议在上市公司交易公告中披露；

(2) 为确保大股东的赞成票对届时股东大会的决议结果能产生预期的重要影响，交易对方通常要求大股东在投票前不得进行股份转让，或者至少承诺在减持后仍能达到特定股比门槛。大股东可以结合自身的减持需求、上市公司股东大会的过往出席率情况，与交易对方沟通协商双方均可接受的方案。例如，鉴于上市公司股东大会决议的通过以出席股东大会的股东表决权（而非全体股东的表决权）作为计算基数，而通

常情况下A股上市公司的股东大会公众股东出席率并不高，可以结合大股东的持股比例、上市公司过往股东大会的出席率等进一步减轻交易对方的顾虑，大股东也可以承诺维持控制权但不承诺维持具体持股比例；

(3) 该承诺的有效期通常持续至审议交易议案的股东大会结束。

5. 常见监管问询关注点

根据我们的经验，视不同交易的具体背景，交易所可能在上市公司披露相关公告后反馈问询函，提出相关问题并要求上市公司进行回应和补充披露。由于该类交易本身不涉及行政许可程序，交易所总体上倾向于尊重各方达成的商业安排，关注重点主要在于交易合理性、对上市公司的影响、要求上市公司充分披露信息等方面。常见的交易所反馈问询问题如下：

- 交易必要性
- 上市公司资金来源，大额现金支出对上市公司的影响
- 估值和定价合理性
- 相对方是否做出业绩承诺，是否有利于维护上市公司利益
- 交易后整合计划

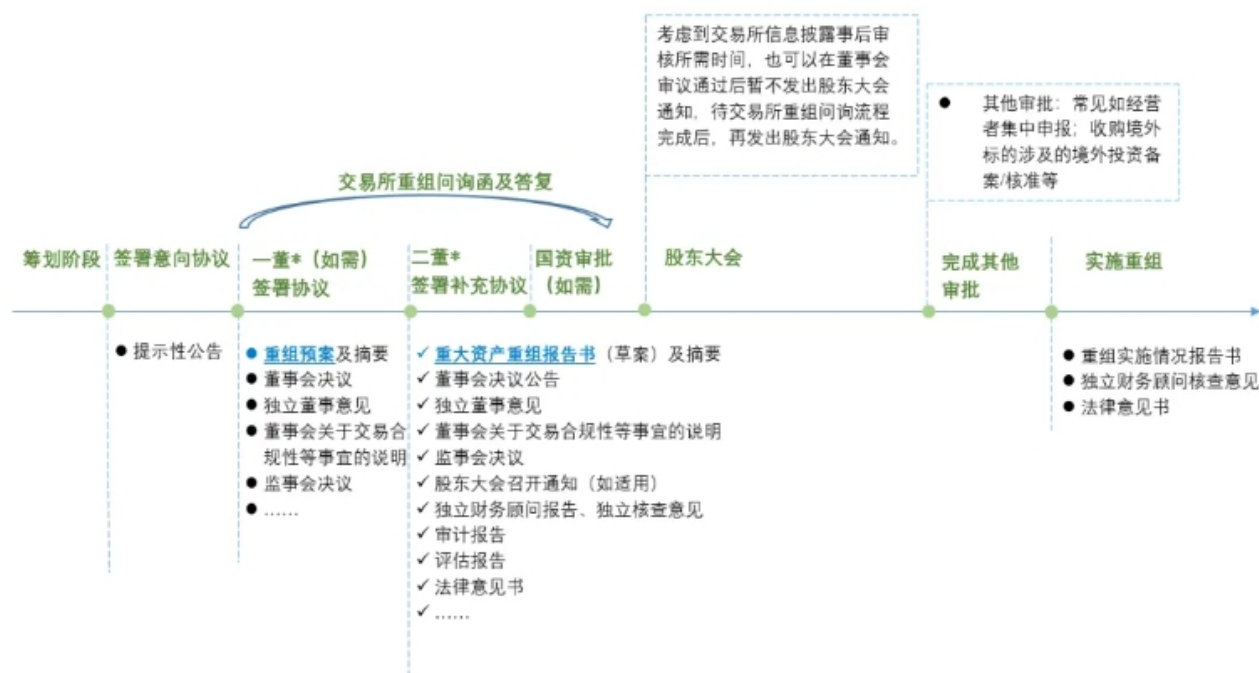
三、现金重大资产重组交易的常见问题

1. 条件与程序

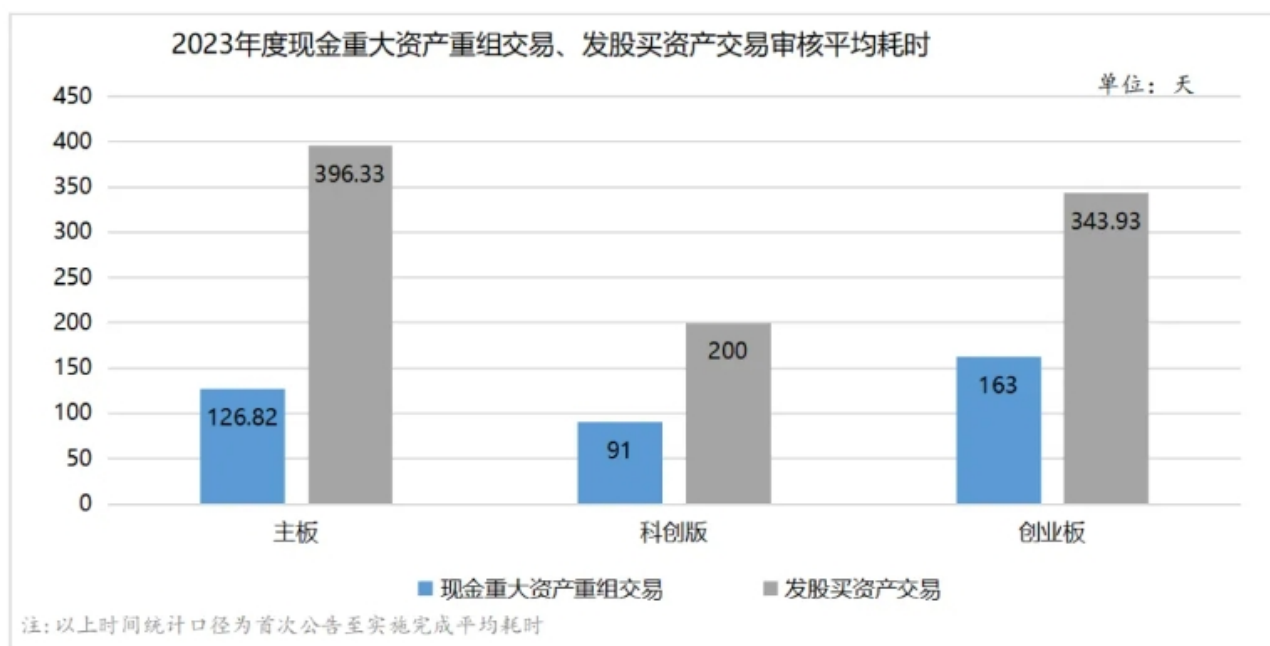
《重组办法》规定上市公司实施重大资产重组需满足一定的条件，包括：(1) 符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断、外商投资、对外投资等法律和行政法规的规定；(2) 不会导致上市公司不符合股票上市条件；(3) 重大资产重组所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形；(4) 重大资产重组所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法；(5) 有利于上市公司增强持续经营能力，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形；(6) 有利于上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定；(7) 有利于上市公司形成或者保持健全有效的法人治理结构。此外，根据科创板和创业板的相关规则，科创板上市公司实施重大资产重组的，拟购买资产应当符合科创板定位，所属行业应当与科创板上市公司处于同行业或者上下游，且与科创板上市公司主营业务具有协同效应；创业板上市公司实施重大资产重组的，拟购买资产所属行业应当符合创业板定位，或者与上市公司处于同行业或者上下游。

相较现金非重大资产重组交易，现金重大资产重组交易中，上市公司需根据《重组办法》及《公开发行证

券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组（2023第二次修正）》（“《26号准则》”）的要求准备重大资产购买报告书等更为详细的信息披露文件，并由上市公司聘请相关中介出具重大资产重组所需的中介意见，如聘请独立财务顾问出具独立财务顾问报告、中国律师出具法律意见书、审计师出具审计报告、评估师或财务顾问出具评估报告或估值报告等。上市公司还需在召开股东大会审议批准该次交易前，回复交易所对信息披露文件的审核问询。现金重大资产重组交易的主要披露文件和具体程序如下图所示：



根据第三方数据统计[2]，2023年度A股上市公司披露的72起现金重大资产重组案例中，已完成交割的27起从首次披露重组预案/草案到完成交割的平均时间约为126.94天，远低于发股买资产交易所需时间。



2. 现金重大资产重组交易无需停牌

根据《重组办法》及沪深交易所停复牌的监管指引，上市公司筹划现金重大资产重组事项，应当分阶段披露所筹划事项的具体情况，不得申请停牌。

上市公司在披露重组方案前应披露筹划重大资产重组提示性公告。提示性公告应当至少包括本次重组交易方式、交易标的所属行业、是否已签署交易意向性文件、必要的风险揭示等信息。上交所规则要求在提示性公告中明确披露重组方案的预计时间，公司未在预定时间内披露重组方案的，应当及时披露原因、风险及是否存在重大障碍；深交所规则虽然没有预计时间要求，但在首次披露重组提示性公告后六个月届满时，上市公司未能披露重组预案的，应当详细披露筹划本次重组事项的具体工作、主要进展，以及未能披露重组预案的原因，并充分论证筹划本次重组事项的必要性和可行性。

3. 对标的资产的审计和评估

对于现金重大资产重组交易，就标的资产的审计和评估而言，上市公司需准备及披露，（1）拟购买/拟出售资产最近两年及一期的财务报告和审计报告，且应当按照与上市公司相同的会计制度和会计政策编制；（2）根据本次重大资产重组完成后的架构编制的上市公司最近一年及一期的备考财务报告及其审阅报告；（3）以评估值为交易标的定价依据的，应当披露相关资产的资产评估报告，不以资产评估结果作为定价依据的，应当披露相关资产的估值报告。

4. 交易对方所需提供的信息和出具的承诺

现金重大资产重组交易的交易对方主要需提供如下信息，并在重组报告书中予以披露：

- 名称、企业性质、注册地、主要办公地点、法定代表人、注册资本、统一社会信用代码、历史沿革、经营范围，最近三年注册资本变化情况；
- 主要业务发展状况和最近两年主要财务指标，最近一年简要财务报表并注明是否已经审计；
- 产权及控制关系、主要股东及其他关联人的基本情况、按产业类别划分的下属企业名目；
- 交易对方成立不足一个完整会计年度、没有具体经营业务或者是专为该次交易而设立的，还应当按照上述要求提供实际控制人或者控股股东的相关资料。

根据重组规则以及项目实践，现金重大资产重组交易的交易对方通常需要出具如下类型的承诺：

- 关于提供的信息真实、准确、完整的承诺函；
- 关于最近五年合法合规及诚信情况的承诺函；

- 关于标的资产的完整性的承诺函/关于交易标的资产权属状况的承诺函。

5. 业绩承诺

根据《重组办法》，对于采取**收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法**对拟购买资产进行评估或者估值，并作为定价参考依据的重大资产重组，交易对方应当与上市公司就相关资产**实际盈利数不足利润预测数**的情况签订明确可行的补偿协议。但上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，可以不进行业绩补偿安排。

因此，对于与非关联方进行的现金重大资产重组交易，规则层面不强制要求交易对方出具业绩承诺。证监会在2024年2月5日召开的支持上市公司并购重组座谈会上，也重申了鼓励上市公司并购重组的监管导向，将“坚持分类监管，对采用基于未来收益预期等评估方法的大股东注资型重组要求设置业绩承诺，**其他类型重组的交易双方可自主协商是否约定业绩承诺**”。

6. 常见监管问询关注点

与现金非重大资产重组交易类似，交易所对现金重大资产重组交易的问询关注重点主要在交易方案及合理性、估值合理性、标的资产的质量和运营情况、交易完成后整合等方面，但对标的资产质量的相关问题会更为细致。相较于发股买资产交易，交易所对现金重大资产重组交易的问询问题也相对克制，仍以尊重合理商业安排、促进信息披露为主要导向。常见的交易所反馈问询关注点如下：

- 交易方案及合理性（如上市公司资金压力或流动性风险，是否有利于上市公司增强持续经营能力）
- 估值和定价合理性
- 业绩和资产减值补偿承诺
- 标的资产的质量和运营情况
- 收购涉及的前置批准
- 交易完成后的经营管理、整合计划

根据第三方数据统计^[3]，2023年，上市公司已完成27起现金重大资产重组交易，宣布终止13起；相对发股买资产交易过会25起、被否及终止37起（含被否、主动终止），现金重大资产重组交易成功率要更高。当然，现金重大资产重组交易也存在因未能就交易条款达成一致、市场变化或其他监管因素而主动终止的情况。

[1] 文艺馥欣：《从问询角度看当下并购重组交易的监管关

注》，<https://mp.weixin.qq.com/s/a5lmlmXwwYyzZnuMuWthsg>，最后访问时间：2024年3月27日。

[2] 《2023年度A股上市公司重组市场回顾》<https://finance.sina.cn/2024-01-18/detail-inacyiez8956613.d.html>，最后访问时间：2024年3月27日。

[3] 《2023年度A股上市公司重组市场回顾》<https://finance.sina.cn/2024-01-18/detail-inacyiez8956613.d.html>，最后访问时间：2024年3月27日。

2024-03-29