2016年深市公司“特殊”重组问题分析

王建伟

(深圳证券交易所公司管理部，广东 深圳 518038)

摘要：近年，在“依法、从严、全面”监管下，深市并购重组市场呈现了新趋势。本文对2016年度深市上市公司涉及的“类借壳”、盲目跨界重组和“保壳式”重大资产出售等特殊重组方案进行了系统梳理，研究和评估可能存在的问题。最后，从完善规则制度和降低监管成本出发，提出了相关政策建议，以防范监管风险，提升监管效能。

关键词：借壳上市；跨界重组；重大资产出售；重组监管

Abstract: In recent years, under the supervision of "according to law, strict and comprehensive", the Shenzhen M&A market has shown a new trend. This paper systematically sorts out special M&A plans such as "backdoor borrowing", blind cross-border M&A and the sale of major assets to maintain the listing status, researches and evaluates possible problems involved in Shenzhen's 2016 listed companies. Finally, the paper brings out suggestions for improving the rules and regulations and reducing regulatory costs. It can guide the regulatory practice, prevent regulatory risks and enhance regulatory effectiveness.

Key words: backdoor listing, cross-border M&A, sale of major assets, M&A regulation

作者简介：王建伟，任职于深圳证券交易所公司管理部，研究方向：并购重组。

中图分类号：F830.9　　**文献标识码：**A

2016年，在“依法、从严、全面”监管背景下，深市并购重组市场总体运行平稳，上市公司实施并购重组更加理性务实，紧贴实体经济运行轨道，数量虽略有下降，质量效率却逆势提升。但是，其中部分重组方案也不乏涉及“类借壳”、盲目跨界重组和“保壳式”重大资产出售等(以下统称“‘特殊’重组”[1])情况，引起了市场和舆论的广泛关注。

市场总体概况

2016年，由于重组新规的出台及监管环境的变化，总体上，深市并购重组整体活跃度有所降低，但交易规模仍略有增长。

2016年深市有447家次[2]的上市公司停牌筹划重大资产重组事项，同比下降15.82%；披露并购重组方案328单，累计披露交易金额10,401亿元，披露数量同比下降14.81%，披露交易金额同比增长19.74%；完成并购重组212单，累计实现并购交易金额4476.41亿元，完成数量同比下降15.87%，交易金额同比增长8.46%。其中，主板、中小板、创业板并购交易金额分别增长19.49%、3.34%和1.4%。

2014年以来，证监会在并购重组简政放权、减少行政审批、推进市场化改革、提升并购重组效率等方面做出了一系列政策安排，有效地促进了上市公司并购重组的活跃程度。与此同时，并购重组对上市公司业绩提升的促进作用尤为明显，2015年度完成重组的深市公司2016年平均营业总收入和净利润同比增长29.26%和29.35%，高于深市业绩整体增速。

另一方面，自2016年5月以来，证监会陆续发布发

表1　深市各板块公司重大资产重组数量和交易金额(2015~2016年)

年度	板块	主板	中小板	创业板	合计
2016	实施完成数量(单)	50	83	79	212
	完成交易金额(亿元)	1676.80	2002.47	797.14	4476.41
2015	实施完成数量(单)	41	103	108	252
	完成交易金额(亿元)	1403.35	1937.74	786.29	4127.38
同比增长	实施完成数量(%)	21.95	-19.42	-26.85	-15.87
	完成交易金额(%)	19.49	3.34	1.4	8.46

注：交易金额不包括配套融资金额。

行股份购买资产同时募集配套资金、业绩补偿承诺等监管问答、修订《上市公司重大资产重组办法》(以下简称“《重组办法》”)等系列重组监管新政，扎紧制度与标准的“篱笆”，进一步规范重组上市行为，遏制“忽悠式”、“跟风式”和盲目跨界重组，有效抑制了市场投机“炒壳”等套利行为。

几类“特殊”重组情况分析

一、“类借壳”重组情况

借壳上市，又称重组上市，通常情况下是指非上市公司通过证券市场购买一家已经上市的公司一定比例的股权来取得上市地位，然后通过“反向收购”的方式注入自己有关业务及资产，实现间接上市的目的，其更多属于一种约定俗成的概念，并未有明确的法律概念。相比IPO，借壳上市作为进入资本市场的另一种手段，具有门槛、周期、程序和成本等多重优势。另外，这种方式也能够为上市公司带来资源优化，避免上市壳公司被退市的风险。因此，其能够为上市公司和借壳公司带来利益双赢。随着经济和资本市场的发展以及借壳上市方式的演变，借壳上市受到了各方面的关注与重视，然而也有越来越多的问题浮现出来，对于借壳上市的监管一直是监管部门的重要课题之一[3]。

2011年8月，《重组办法》修订过程中引入相关规范性条款，首次明确界定了借壳上市的标准。同时，证监会通过发布《证券期货法律适用意见第12号——<上市公司重大资产重组管理办法>第十三条、第四十三条的适用意见》，明确了对借壳上市执行累计首次原则和预期合并原则，防止通过化整为零方式规避借壳重组监管。对于借壳上市，从最初的“控制权变更”及“资产总额占比100%以上”两项指标，到2016年9月修订的资产总额、资产净额、营业收入、净利润、发行股份规模等五项指标，加之主营业务发生根本变化及证监会认定的可能导致上市公司发生根本变化的其他情形等两项兜底指标，同时明确累计首次原则的期限为60个月，并取消了借壳上市的配套融资，延长了相关股东的股份锁定期等，我国资本市场逐步确立了较为完善的监管制度安排。

与此对应的是，“类借壳”重组亦不存在非常严谨的法律概念，主要是指市场中未达到《重组办法》中规定的“借壳”标准，但效果与借壳上市类似，并导致上市公司资产、营收规模、业务结构等方面发生根本性变化的重组方案。由于借壳上市本身存在监管套利空间，又容易滋生内幕交易、引发“壳”资源炒作等问题，监管层从规范借壳上市行为，遏制短期投机和概念炒作，促进市场估值体系的理性修复，引导上市公司围绕主业做优做强、并购优质资产并能产生协同效应等角度出发，最初执行与IPO趋同标准，到与IPO等同标准，再到重组上市新规实施，对借壳上市监管在制度、流程、审核上逐渐予以规范，减少了套利空间，且逐步提高对重组方实力的要求。因此，面对趋严的监管环境，市场中为绕开相关监管标准，进而曲线实现资产证券化的目的“类借壳”重组逐渐增多。

对于“类借壳”重组，概括起来，主要围绕两大要点展开，即上市公司控制权保持不变，或是控制权虽发生变化，但是向独立第三方收购资产，即“三方交易”。

针对维持控制权不变情况，又可分为以下几类情形：一是控股股东或实际控制人通过认购募集配套资金保持控制权不变。2016年度，深市披露的重组方案中有8单[4]存在此类情况，分别是主板的恒天海龙、深天地A、长城动漫，中小板的*ST云网、精工科技、王子新材、仁智股份，创业板的金石东方。二是通过突击分散(增资或转让)标的资产股权等方式，以保持上市公司在交易完成后的控制权不变。2016年度，深市披露的重组方案中有6单存在此类情况，分别是主板的金马股份，中小板的王子新材、仁智股份，创业板的梅泰诺、恒信移动、九洲电气。2016年6月17日，证监会发布了《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》(以下简称“《发行股份购买资产问答》”)，明确了控股股东、实际控制人突击入股或参与认购募集配套资金剔除计算原则，在一定程度上堵住了这两类规避借壳上市情况。三是通过交易对方将获得股权的投票表决权委托给原控股股东或者放弃行使投票表决权等方式避免控制人发生变化，主要有准油股份、王子新材两家公司披露了类似方案。

针对三方交易，其明显特征是，向一方转让上市公司控制权，同时或随即向非关联的其他方“跨界”购买大体量资产，新购买的资产与原主业明显不属于同行业或上下游。由此，上市公司在很短时间内不仅变更了实际控制人，还对原主业作了重大调整，在控制权稳定、持续经营

能力等方面存在重大不确定性，比典型的重组上市更复杂多变。2016年度，深市披露的重组方案中有11单存在此类情况，分别是主板的恒天海龙、深天地A、全新好、方大化工，中小板的南洋科技、键桥通讯、民盛金科、仁智股份、云南能投、申科股份，创业板的汇冠股份。

二、盲目跨界重组情况

大多数公司并购重组的目的在于整合资源、优化配置，实现转型升级，强化核心竞争力和可持续发展力。与此同时，也存在部分公司以推高股价为目的，盲目跨界并购，追逐市场热点而有意或无意地忽视标的盈利能力，甚至有公司以此掩护相关股东减持，损害中小投资者利益，具体表现为匆忙进入重组停牌程序，或披露方案后随即终止等现象。由于持续的强监管导向下，深市上市公司2016年度披露方案后主动终止重组的情况同比增长异常显著。据统计，2016年度深市上市公司披露终止重组情况共计发生225单，同比增长10.66%，其中停牌期间终止重组、披露方案后主动终止重组的情况分别占53.78%、40.89%。特别是，2016年深市披露方案后主动终止重组的情况同比增长了119.05%，达到92单。

2016年以来，伴随重组新规的推出，证监会加大了对“忽悠式”、“跟风式”和盲目跨界重组的打击力度，防止“有毒资产污染资本市场”，并于2017年3月10日重点通报了鞍山重型矿山机器股份有限公司收购浙江九好办公服务集团有限公司(现更名为九好网络科技集团有限公司)的“忽悠式”重组行为。针对“忽悠式”重组，本身就属于违反《重组办法》和信息披露管理制度的行为，且具有一定市场操纵属性，往往具有较强的隐蔽性，并在一定程度上伴随内幕交易等其他违法违规行为，更多需要现场核查，甚至是立案调查或稽查，对监管实践带来了严峻的挑战。

另一方面，随着近年并购重组市场快速扩容，单笔交易规模亦在逐年快速提升，高估值、高溢价、高承诺等“三高”问题日益突出。经统计，2014年至2016年深市上市公司单笔交易规模分别为14亿元、16亿元和21亿元。在过热的市场环境下，出于市值管理需要或盲目跟从心里，导致“跟风式”重组快速增加。在“三高”作用下，交易完成后将导致大额商誉挂账现象，一旦并购标的经营及盈利状况不达预期，将面临巨额减值压力，大幅吞噬企业利润，演变为二级市场波动、正常生产经营受损等系统性风险。总体来看，“跟风式”重组可能存在以下几方面特征：一是并购标的多属于跨界式、市场热点式收购，易发生于游戏、教育、影视和互联网等新兴行业，有着盈利波动性大或者业务模式不清晰的典型特征；二是估值水平相对较高，且历史数据缺乏合理性的支撑；三是伴随着高估值情况，安排爆发式业绩对赌情况。

综合来看，无论是“忽悠式”重组，还是“跟风式”重组均具有强烈的盲目跨界重组性质。从并购重组委审核情况来看，2016年度，深市上市公司重组方案被否决案例中，有多单涉及互联网、游戏、传媒行业交易标的的重组方案，否决原因多为标的资产未来持续盈利能力的披露不充分或具有较大不确定性、标的资产盈利预测的信息披露不充分等指向标的质量的理由，具体情况详见表2。

图1 深市整体终止重组情况统计(单位：单)

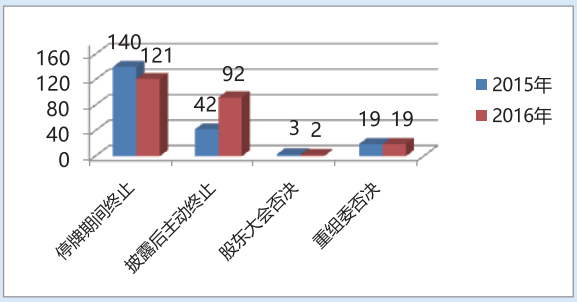


图2 深市上市公司披露方案后主动终止重组情况(单位：单)

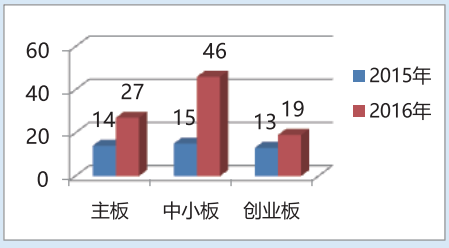
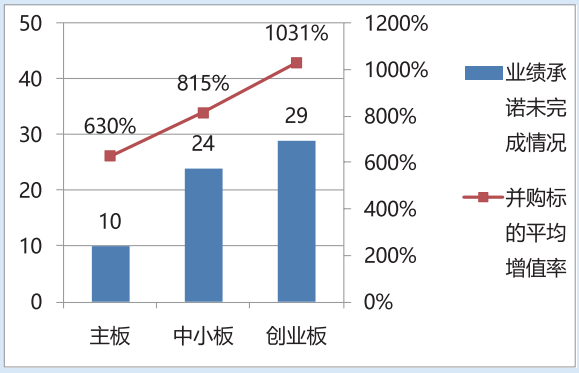


图3 2016年深市上市公司并购重组平均增值率和业绩承诺情况



三、报告期内通过重大资产出售避免亏损的情况

长期以来，经营业绩较差的上市公司，往往选择通过剥离亏损资产或出售盈利资产获利的方式提高当期盈利水平，避免因连续亏损而退市或被实施退市风险警示。这类交易具有以下几点明显的“保壳”特征：一是上市公司主体出现连续两年亏损(已被实施退市风险警示)或上一个会计年度亏损的情形，且公司的经营情况在短期内无法改善，公司不得不通过置出亏损资产或者出售其他盈利资产来避免当期再次亏损。二是通过出售资产获利方式来达到“保壳”目的交易，往往集中在年末筹划并实施，具有“突击性”，且置出资产的评估增值率较高，交易的公允性值得关注。三是通过重大资产出售，既为公司贡献了大额的盈利，又为后续的资产注入提供了便利。

2016年度，深市上市公司披露的重大资产出售方案中，有5单(主板4单、中小板1单)可能涉及“保壳式”重组情况；其中，以民营企业为主，关联交易2单，非关联交易3单；出售标的资产平均增值率达到110.14%，平均对当期披露的净利润贡献率为386.72%。特别是，一汽夏利通过出售一汽丰田15%的股权，确认当期收益17.77亿元，对当期披露的净利润贡献率达到994.48%。具体情况详见表3。

表2 重组委否决方案中部分涉及新兴行业标的情况统计

代码	方案内容	标的所属行业	被否原因
300242	明家联合发行股份及支付现金收购小子科技86.50%股权、线上线下90%股权	程序化投放技术开发、数据建模分析以及移动数字营销业务	申请材料关于标的资产未来持续盈利能力的披露不充分，披露的关于标的公司的重要数据不准确、不完整
002619	巨龙管业以发行股份以及支付现金相结合的方式，购买杭州搜影100%股权以及北京拇指玩100%股权	游戏行业	申请材料关于标的资产未来盈利能力的持续性与稳定性披露不充分
000835	长城动漫拟7亿元收购灵境科技和迷你世界	多媒体展示业务、和主题公园业务	申请材料关于标的资产盈利预测的信息披露不充分
002231	奥维通信发行股份及支付现金收购雪鲤鱼	游戏行业	申请材料关于本次交易标的公司未来盈利预测依据不充分，预测收益实现不确定性较大
002730	电光科技发行股份及支付现金收购在线教育企业上海雅力信息科技有限公司和上海乐迪网络科技有限公司的100%股权	在线教育业务	申请材料显示本次交易标的公司未来持续盈利能力存在重大不确定性
300093	金刚玻璃发行股份购买资产中罗伟广持有的喜诺科技12.6330%股权，以及纳兰德基金持有的OMG新加坡36%股权	境外CDN服务及互动媒体业务	申请材料未充分披露本次交易标的公司盈利预测可实现性及评估参数预测合理性
300336	新文化拟以发行股份及支付现金的方式购买千足文化100%股权	电视及网络视频栏目的创意、策划、制作、发行销售以及相关的广告等商务运营服务	申请材料关于本次交易标的公司经营模式及盈利预测的披露不充分
300431	暴风集团收购稻草熊影业60%的股权	影视行业	申请材料显示，本次交易标的公司盈利能力具有较大不确定性

监管对策

一、关于“类借壳”重组

由于监管套利的存在源于制度内部以及制度之间的差异，对于拟上市公司而言，借壳重组更容易实现控制人的资产上市目的，主要体现在对拟借壳资产的质量、盈利能力、信息披露等监管要求和审核时间效率上，甚至是一些IPO被否的企业经常转而通过借壳重组的方式实现曲线上市。因此，对于借壳上市本身就存在诸如监管套利的争议，而对“类借壳”重组而言，其通过方案设计试图规避重组上市行为，资产质量甚至不如符合借壳标准的重组标的，是一种方案设计更为复杂、市场影响更加严重的监管套利，应当属于从严监管范畴。特别是，在2016年9月重组上市新规发布后，市场仍存在一些的规避借壳交易模式，例如通过安排第三方突击分散标的股权、调低股份支付比例、委托或放弃投票权等诸多方式维持公司控制权不变，避免构成重组上市。

但是，从另一种角度考量，由于IPO上市通道狭窄、上市周期较长等问题，借壳上市长期以来是IPO之外的重要途径。证券市场亦存在一批盈利能力不强、发展停滞的上市公司急需注入盈利性资产，实现转型升级。对此，充分利用并购重组资本运行工具，可以有效解决证

表3 2016年深市可能涉及“保壳式”重组情况统计

代码	简称	方案简介	对公司的影响
000534	万泽股份	向控股股东子公司出售深圳市万泽房地产开发集团有限公司100%股权	该交易对公司2016年净利润的影响金额为18875.54万元，2016年公司净利润金额为7619.02万元
000927	一汽夏利	向控股股东中国第一汽车股份有限公司转让所持天津一汽丰田汽车有限公司15%的股权	该交易对公司2016年净利润的影响金额为177,663.45万元，2016年公司净利润金额为16,232.70万元
000037	*ST南电A	公开拍卖中山市深中房地产投资置业有限公司与中山市深中房地产开发有限公司各75%股权	该交易对公司2016年净利润的影响金额为166,100万元，2016年公司净利润金额为130,700万元
000622	*ST恒立	将岳阳恒通实业有限责任公司80%股权转让给长沙丰泽房地产咨询有限公司	该交易对公司2016年净利润的影响金额为10,089.94万元，2016年公司净利润金额为4,648.28万元
002199	东晶电子	公司拟置出标的资产黄山光电和成都锐康，从而剥离蓝宝石业务和部分谐振器业务	该交易对公司2016年净利润的影响金额为12,102.75万元，2016年公司净利润金额为1,619.67万元

券市场上市渠道单一的难题，以此改善上市公司经营状况，实现上市公司绩差资产的退出，成为资本市场实现资源优化配置的有效手段之一，亦可以实现服务实体经济根本目标。以目前情况看，诸如深市华数传媒、顺丰控股等公司就是通过这种方式，实现彻底脱胎换骨式发展，取得了良好的社会效果。

综上，针对上述存在的突出问题、矛盾，可从以下几方面予以研究或规范：

一是严管刻意规避重组上市方案，遏制监管套利。近年，为适应市场新形势的变化，证券交易所在监管格局中不断强化监管属性。对于并购重组监管机制，证券交易所同样发挥着重要的前段控制作用，其监管更加贴近一线、更加灵活、更加多样。因此，证券交易所应当持续从严把握和执行重组上市认定标准，积极采用“刨根问底式”监管手段，坚持直击要害、多次问询、一问到底，严防监管套利。

二是持续研究规避重组上市手段，完善制度供给。重组上市新规对常规的规避借壳上市手段，发挥了较强的规制作用。在现有规则体系中，《重组办法》第十三条的“收购人”概念是否仅指控股股东或实际控制人，是非常值得关注的问题。根据监管实践来看，判断是否构成重组上市，使用的是取得上市公司控制权的收购人及其关联人的概念。但是，根据《上市公司收购管理办法》，似乎“收购人”概念又不仅局限于上市公司的控股股东或实际控制人。对交易完成后导致持股较为接近原大股东的交易对方，且资产注入后将使上市公司主营业务、资产、收入发生根本性变化的方案，本质上具有强烈的“类借壳”性质，通过分散重组标的股权或降低发行股份比例等方案设计，也较容易实现避免触碰重组上市标准。对此，该类案例尚无明确研究，或者未引起市场广泛关注。

此外，根据《发行股份购买资产问答》，针对上市公司控股股东及其一致行动人在交易停牌前六个月内及停牌期间，取得标的资产权益需要剔除计算；同时，该问答针对上市公司控股股东及一致行动人通过认购募集配套资金部分，在计算控制权是否发生变更时也是需要剔除计算的。但是，如果是安排第三方突击入股分散重组标的股权或通过投票权委托等方式保持控制权稳定，亦可规避重组上市监管。

因此，对重组上市监管标准将是一个动态完善的过程。同时，理论上，只要存在“划线式”的监管指标，就可能存在被市场创新所突破的可能。监管者需要不断评判规则体系的短板和漏洞，进而不断完善制度供给，以降低监管成本。

三是审慎对待三方交易，促进转型升级。在加强对规避重组上市监管的同时，也需要考虑到，部分类似已实现较长时期内控制权变化的公司，存在通过并购重组转型升级或产业调整的需要。特别是一些上市公司受亏损资产的拖累，业绩出现大幅下滑或连续亏损，导致艰难负重前行，难以完全依靠自身运营进行转型升级。而且，我国资本市场经过近三十年发展，上市公司收购行为越来越成熟，控制权变化频度显著增加。因此，对于控制权发生变化的上市公司，如过严的套用“三方交易”界定进行监管，可能对并购重组服务实体经济的效用产生不利影响。对此，适度允许上市公司一方面通过并购重组将亏损资产置出，另一方面通过向独立第三方收购优质资产实现转型升级，同样具有一定的现实意义。

四是持续优化监管刚性指标，保持适度弹性。2016年9月修订的重组上市新规，从根本上，疏堵结合，较大程度遏制了规避重组上市监管行为。但是，根据监管实践来看，其中部分指标的杀伤力过大，导致陷入经营困难的公司非常容易触及重组上市标准，进而无法通过并购重组实现转型。特别是，针对净利润指标，本身具有较大波动性，对于利润较为薄弱，甚至是亏损的公司，注入盈利能力较强资产注入反而构成障碍。为此，如同《重组办法》第十二条有关净资产指标设置情况，可针对重组上市监管中净利润、净资产指标，增加小基数除外条款。

二、关于盲目跨界重组

一是持续打击“忽悠式”重组停牌，净化重组环境。针对披露重组方案后主动终止的公司，信息披露层面，应提出更具针对性的信息披露要求，必须披露终止详细原因，通过披露约束随意停牌、忽视中小投资者交易权等行为；监管层面，应着重加强公司股票交易核查，必要情况下相关方应作出承诺和披露减持计划，严禁借“假重组”、“忽悠式”重组等牟取不正当利益行为。

二是加强联动监管，提高监管效率。充分发挥“三点一线”监管联动作用，建议监管机构持续强化监管执

法力度，对于严重高估资产作价、无法兑现业绩承诺、显著损害中小股东利益、市场反响强烈的负面案例，通过责令暂停、终止重组等后续监管手段保护上市公司及中小股东利益，并对构成违规的行为加大稽查力度和处罚力度，形成强大的执法威慑力。

三是聚焦重组“三高”问题，推动理性重组。针对高估值、高业绩承诺、大额商誉的问题，应从严要求详细披露评估情况、评估增值的合理性，对未能完成业绩承诺、商誉减值风险进行充分提示，强化中介机构详细核查并督促其发表意见。

四是引入媒体监督，强化市场约束。针对盲目跨界并购，可借鉴对重组上市监管安排，要求公司召开媒体说明会，及时回应市场关注和质疑，接受市场监督，提升交易各方责任意识，督促市场主体诚实守信、归位尽责。

三、关于“保壳式”重大资产出售

近年来，“保壳式”重大资产出售方案在不断出现，且呈现快速增长趋势，并导致存在三方面突出问题：一是交易真实性存疑。近年来由于实业持续低迷，不少上市公司的盈利压力较大，部分公司通过重大资产出售交易确认大额收益以避免亏损。此类“保壳式”重大资产出售的交易目的明确，刻意安排的痕迹明显，交易的真实性存疑。二是会计处理复杂性高，调节空间大。“保壳式”重大资产出售方案一般在年末突击进行，且交易经过巧妙设置，牵涉复杂的会计处理问题，公司往往利用会计处理的判断空间，调节收入、虚增利润。三是潜在同业竞争和关联交易问题。“保壳式”重大资产出售标的有不少为公司的亏损资产，交易对手方常为公司关联方。此类交易完成后，可能导致公司与实际控制人存在同业竞争问题，且可能造成新增关联交易。

此外，如果资产出售交易完成后，亦可能导致上市公司主要为现金或类现金资产情况，进而导致持续盈利能力存在重大不确定性。但是，《重组办法》第十一条第(五)项“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”的标准，却存在难以量化，不便于执行的矛盾。

对此，针对此类交易的突出问题和执行难点，建议可从以下三方面考虑完善或优化监管安排：

1. 加强检查力度，严肃市场秩序

目前，证监会并购重组回头看等检查侧重点主要集中在重组上市方案，建议后续进一步加强对“保壳”式重组方案的现场检查力度，尤其是涉及到异常交易或特殊交易安排的情况，持续打击重组违规行为，提高上市公司违规成本。

2. 强化会计审计监管，切实担负退市工作主体责任

建议持续关注高风险公司退市风险，对公司可能通过重大资产出售保壳的行为要做到预判，防范利用财务造假、利润操纵实现扭亏或摘帽。针对突击交易行为以及明显不符合会计准则的会计处理，持续深化会计审计监管，对规避连续亏损带帽、暂停上市及退市等行为从严监管，并进一步加大对上市公司及会计师事务所等中介机构关注和问询力度，强化风险揭示，从而切实推进退市制度改革落地工作。

3. 明确监管尺度，便于实践执行

针对“有利于上市公司增强持续经营能力”要求，根据文意解释，原则上本次重组交易有利于改善上市公司财务状况、增强持续盈利能力。为此，可进一步明确适用该条的要求，应当在交易完成后的上市公司备考总资产、净资产、营业收入或净利润指标中至少有一个或两个财务指标对比交易前存在增长的情况。这样，既适度允许上市公司置出亏损或盈利状况较差资产情况，又可以遏制单纯的“清壳式”交易，促使上市公司聚焦主业，防范过度化的资本运作，促进并购重组市场清本溯源。

另一方面，针对“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”要求，可根据交易完成后上市公司备考财务报表中现金类资产的比重，或者主营业务收入变化情况，明确监管标准，以便于监管执行。 ■

注释

1. 本文仅从研究角度对论述的三类重组情况予以概括性统称，并不表示对该等重组案例的具体评判。

2. 数据来源于对深市上市公司公开披露信息的统计，下同。

3. 参见周丽娟. 我国借壳上市监管问题研究[D]. 青岛：中国海洋大学，2014。

4. 统计基于研究目的，数据来源于上市公司重大资产重组预案或报告书的披露公告，相关重组方案的成功实施与否、符合监管要求与否等情况不在研究讨论范围之内，下同。