

## 城投控股换股吸收合并 阳晨 B 股并分立上市

案例简介:2015 年 6 月 19 日,停牌近八个月的上海城投控股股份有限公司(以下简称“城投控股”)、上海阳晨投资股份有限公司(以下简称“阳晨 B 股”)同时公告重大资产重组预案,引起市场广泛关注。本次重组是通过换股吸收合并解决 B 股问题的一次新尝试。该方案包含两部分——合并和分立,两者互为条件、不可分割且分步实施。第一步,城投控股向阳晨 B 股全体股东发行 A 股股份,以换股的方式吸收合并阳晨 B 股,换股比例为 1:1。第二步,城投控股将安排全资子公司环境集团承接阳晨 B 股的全部资产负债,二者合并之后,环境集团将变更为股份有限公司,届时的股东持股比例保持不变,并以上海环境的身份申请上市,实现“B 转 A”。通过此次重组,上市公司融资效率低下、资产估值未充分释放、主业协同短板及潜在同业竞争等多方面问题得到解决,同时也为两家上市公司的控股股东上海城投(集团)有限公司(以下简称“上海城投”)后续资本化运作创造了机会,是 B 股市场化改革的一次有益探索。

## 一、方案背景与目的

### (一) 阳晨 B 股市场化改革需求, 融资功能获得释放

阳晨 B 股前身为上海金泰股份有限公司(以下简称“金泰 B 股”), 于 1995 年 7 月 28 日以人民币特种股票(B 股) 募集方式成立。2002 年金泰 B 股实施资产重组, 置出原有业务并置入污水处理业务, 主营业务变更为城市污水处理等环保项目和其他市政基础设施的投资、经营、管理及相关的咨询服务、财务顾问等业务, 并于 2003 年更名为阳晨 B 股。2011 年, 上海城投通过无偿划转取得阳晨 B 股 56.83% 股份, 成为阳晨 B 股控股股东。

当前, B 股市场的融资功能丧失, B 股市场无法扩容, 投资者可选择的空间愈加变小, 从而进一步降低了流动性, 并进而降低了 B 股市场估值水平。作为纯 B 股公司, 阳晨 B 股的融资渠道受限, 在面对新的业务机会时常常显得心有余而力不足。2014 年 12 月, 阳晨 B 股召开临时股东大会, 放弃对竹园(第一、二)污水处理厂提标改造工程中新建与竹园二厂改造部分行使优先选择权。上述提标改造工程总投资 22.4 亿元, 其中新建与竹园二厂改造部分 19.9 亿元。彼时, 阳晨 B 股资产总额不足 19 亿元, 归属于上市公司股东的净资产仅约 6 亿元, 货币资金余额仅约 2 亿元, 凭阳晨 B 股自有资金无法满足项目的建设要求, 如通过单一的债务性方式融资将进一步提高资产负债率, 增加财务成本, 这对年利润仅 5000 万元的阳晨 B 股而言无疑是一大负担。本次重组完成后, 其融资功能将得到释放, 原阳晨 B 股污水处理业务也将得以发展。

### (二) 解决潜在同业竞争, 实现两大核心主业分板块上市

城投控股前身为上海市原水股份有限公司(以下简称“原水股份”), 主要承担上海市引水工程的融资建设任务, 于 1993 年在上交所上市。2008 年, 原水股份向大股东上海城投发行股份置入固废处理业务及房地产业务, 于 2010 年置出水务类资产, 实现向环境、地产和股权投资业务的战略转型。

城投控股的固废处理业务由下属上海环境集团有限公司(以下简称

“环境集团”,亦为本次重组的分立方)运营,主要从事生活垃圾陆上中转运输、焚烧发电及卫生填埋等业务,与阳晨 B 股主营的城市污水处理业务,以及上海城投持有的水务资产同属广义上的环保行业。尽管上述业务彼此独立运营,互相关联性极小,且几乎不存在关联交易,但对上海城投的战略决策和管理运营而言带来较多不便。

借本次 B 股改革之契机,以一家 B 股上市公司退市的代价换取一家新公司 A 股上市的机会,将房地产和环保两大核心主业资产分别置入不同的上市公司平台,将有利于上海城投与两个上市公司之间,以及上市公司互相之间避免同业竞争,提升整体运营效率、增强盈利能力、完善上市公司治理水平。

### (三) 实现环保资产的价值发现,提高整体证券化水平

城投控股在完成对原水股份的重组后,受制于下属房地产板块的影响,融资渠道不畅,资产估值偏低,进而也制约了其环保业务的发展。如果环境集团从城投控股中分立出并与阳晨 B 股下属污水处理资产整合在一起,在获得新上市平台的同时,估值也会得到极大提升,具有更大的发展前景。通过本次重组,环境集团整合阳晨 B 股污水处理业务并在 A 股上市,为上海城投未来环保资产注入提供了资本运作空间,在解决上市公司与控股股东潜在同业竞争问题的同时,提高上海城投整体证券化水平,利于集团层面的长远发展。

## 二、方案内容

### (一) 步骤一:换股吸收合并

合并环节中,首先由城投控股向阳晨 B 股全体股东发行 A 股股份,以换股方式吸收合并阳晨 B 股;其后,作为本次合并的存续方,城投控股安排其下属全资子公司环境集团承继阳晨 B 股的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务,作为合并对价发行的 A 股股份申请在上交所上市;作为被合并方,阳晨 B 股将终止上市并注销法人资格。

本次换股吸收合并中,综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模以及可比公司股价等因素,经公平协商,最终确定城投控股的换股价格为

15.50 元/股、阳晨 B 股的换股价格为 2.522 美元/股(按阳晨 B 股停牌前一交易日人民币对美元汇率中间价折合为人民币 15.50 元/股),因此换股吸收合并的比例为 1:1,即每 1 股阳晨 B 股股票可换得 1 股城投控股股票。本次吸收合并前后的结构示意图如下所示:

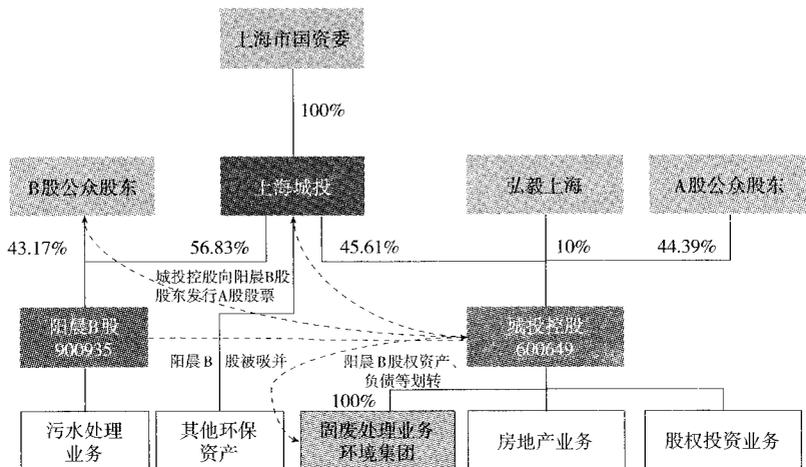


图 1 吸并前结构示意图

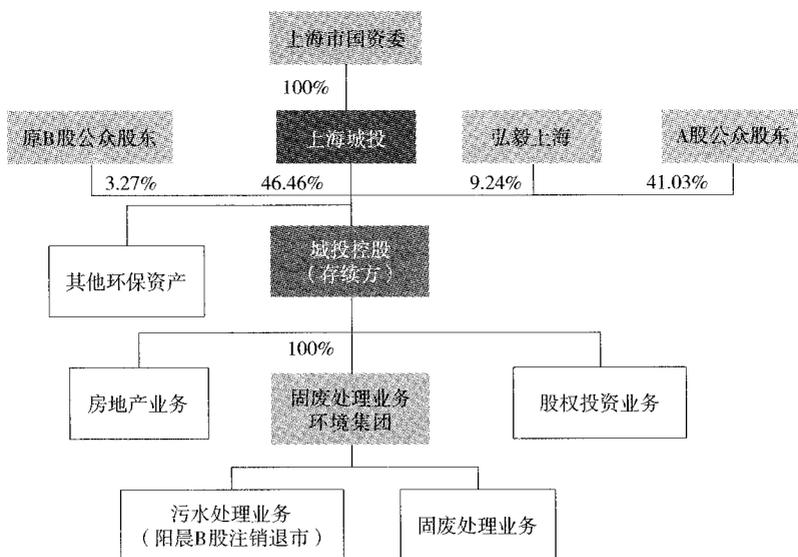


图 2 吸并后结构示意图

## (二)步骤二:分立

紧随合并生效实施后,城投控股将承继原阳晨 B 股资产、负债和业务等权利、义务的环境集团以存续方式实施分立。作为本次分立的存续方,城投控股将继续运营房地产资产和业务以及其他股权投资业务;作为本次分立的分立主体,环境集团的全部股权由城投控股于分立实施股权登记日登记在册的全体股东按持股比例取得及变更为股份有限公司(即“上海环境”)。

本次分立根据城投控股和分立主体截至分立基准日(即 2015 年 3 月 31 日)经审计的备考归属于母公司所有者权益的比例确定分立比例为 0.782637:0.217363,即投资者于合并完成后、分立实施前持有的每 1 股城投控股股份拆分为 0.782637 股城投控股(存续方)股票和 0.217363 股上海环境股票。本次分立还将基于分立前城投控股(合并后的存续主体)市值与分立后存续方、上海环境市值之和相等的原则,确定城投控股(存续方)和上海环境的复牌交易价格和发行价格。结合前述分立比例,于分立上市日,上海环境的发行价格及城投控股(存续方)的复牌交易价格,将与本次分立实施前最后一个交易日城投控股的收盘价格一致。本次分立后的结构示意图如下所示,如交易结构图所示,本次重组构成关联交易,但不会导致上市公司实际控制人变更,亦不构成借壳上市,且未安排配套融资。

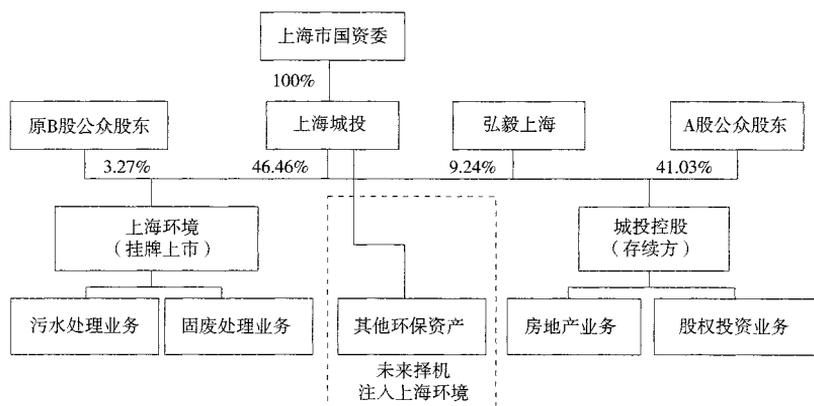


图 3 分立后结构示意图

### 三、分析与讨论

#### (一) 方案创新之处

与此前公布 B 转 A 方案的东电 B 股、新城 B 股相同,阳晨 B 股亦为纯 B 股公司,前两者的东电 B 股、新城 B 股 B 转 A 方案为,控股股东通过向 B 股公司其他股东发行 A 股换股吸收 B 股,并通过注销 B 股实现整体上市。本次重组方案在借鉴两者操作路径的基础上,根据企业自身情况,有所创新。其一,本次重组是以一家 A 股上市公司换股吸收合并一家同一控制下的 B 股上市公司,不同于此前换股吸收合并中合并方与被合并方之间的控股关系,本次重组中合并方是被合并方的“兄弟”企业。其二,本次方案在吸收合并后增加分立上市流程,吸并方进行存续分立,存续方保留上市地位,分立方实现 A 股上市,属于严格意义上是境内资本市场上市公司进行存续分立的尝试。

从方案适用性而言,较以往更为严苛,需要同一集团内有两家主业相关的上市平台,因此这一方案对市场的示范效应有限,符合证监会对解决 B 股问题“一事一议”的监管原则。同时以一家 B 股公司退市为前提,另一家 A 股公司实现分立上市,总体上没有增加上市公司数量。

#### (二) 方案合规性论证

本方案吸并环节由于东电 B 股、新城 B 股先例在前,在合规性论证和实施上均已较为成熟,其合规性论证重点在于分立上市环节。根据《关于做好公司合并分立登记支持企业兼并重组的意见》(工商企字[2011]226号),分立可以采取存续分立和解散分立两种形式,但关于存续分立目前仍无专门的规范性文件或操作指引予以指导,历史上也仅有东北高速进行过解散上市(国务院特批)。另外,就分立公司申请上市而言,《证券法》第 50 条等对股份有限公司股票申请上市进行了规定,但没有针对分立上市安排进行明确的规定。通过本次重组,可就上市公司分立事项做出有益的尝试和探索。

##### 1. 吸收合并环节合规性论证

就合并而言,《公司法》、《关于做好公司合并分立登记支持企业兼并重组的意见》及《关于外商投资企业合并与分立的规定》等均做出了

明确的规定:合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式,其中吸收合并为“公司接纳其他公司加入本公司,接纳方继续存在,加入方解散”,且与“上市的股份有限公司”合并后为股份有限公司。在本次重组的合并环节,城投控股向阳晨 B 股全体股东发行 A 股,以换股方式吸收合并阳晨 B 股,城投控股作为存续方,安排其全资子公司环境集团承继及承接阳晨 B 股的全部资产、负债、业务及其他一切权利与义务,阳晨 B 股作为被合并方将终止上市并注销法人资格,符合上述法律法规的相关规定。

此外,对于本次合并导致阳晨 B 股的境外投资人通过换股而持有城投控股(存续方)和上海环境(分立主体)的 A 股股份,目前虽无明确的法律指引,亦无明确的禁止性规定。鉴于此前浙能电力换股吸收合并东电 B 股、新城控股换股吸收合并新城 B 股均已成功实施,这一问题并不构成法律障碍。目前,与该模式相匹配的境内 B 股个人投资者 A、B 股证券账户自动关联匹配、境外 B 股投资者由中登上海分公司统一配发特殊 A 股证券账户<sup>[1]</sup>等技术实现问题,已形成较为成熟的解决方案。

## 2. 分立上市环节合规性论证

我国《公司法》、《公司登记管理条例》、《到境外上市公司章程必备条款》及《关于外商投资企业合并与分立的规定》等法律、行政法规和部门规章中都有涉及分立的条款,但都是对公司分立的程序作了原则性规定。例如,《公司法》第 104 条规定,公司分立必须由股东大会决议,并经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过;第 176 条规定,公司分立,其财产作相应的分割,并应当编制资产负债表及财产清单,公司应当自作出分立决议之日起 10 日内通知债权人,并于 30 日内在报纸上公告。总体而言,现行法律法规中关于分立的规定过于原则,缺乏可操作性,对分立的类型、实现方式、实质条件和具体操作步骤等均无明确规定,不利于协调解决分立过程中相关各方可能产生的纠纷和利益冲突。

在本次重组的分立环节,城投控股将下属全资子公司环境集团(包括因本次合并由环境集团承继和承接的原阳晨 B 股全部资产、负债和业务等)以存续分立的方式实施分立,环境集团全部股权由城投控股届时

---

[1] 特殊 A 股证券账户由投资者原 B 股证券账户映射而成,为限制性账户,只能卖出,不能买入。

全体股东按持股比例取得,同时变更为股份有限公司并在上交所上市,符合《公司法》下公司分立的立法原则,亦符合商业实质并便于实践操作。在实质条件方面,由于 B 股改革实行“一事一议”的审批原则,本次交易主要为解决 B 股问题考虑,故而,整体方案一部分的分立上市并不具有市场化分立特征,并不能从本案例概括出市场化分立上市的实质条件,亦不具有示范效应。在具体操作层面,鉴于对公司分立的具体方式及路径目前仍无专门的规范性文件或操作指引予以指导,在分立环节股份应如何拆分、如何定价即成为了本次重组的两大难点。

### (三)方案难点:各方利益平衡

与以往 B 股重组方案不同,本次重组不仅涉及 B 股公众股东利益,同时也涉及国资及城投控股的 A 股公众股东利益,如何在三者间找到平衡,具体表现为吸收合并环节换股定价及分立上市环节分立定价,是本次重组最大的难点。

#### 1. 吸收合并环节换股定价问题

从方案整体性出发,本次合并、本次分立实施完成后,参与的城投控股的全体股东和阳晨 B 股的全体股东(包括上海城投),均将成为城投控股(存续方)和上海环境(分立主体)的 A 股股东,因此双方股东的利益基础一致。本次重组中换股吸收合并环节决定了 A、B 股股东的利益分配,换股比例是双方投资者关注的焦点;同时由于上海城投在城投控股、阳晨 B 股的持股比例不同,换股比例也决定了国资的利益增减。而换股比例则取决于两家上市公司的每股估值,换言之,即换股价格。

此次双方换股价格考虑了各自的历史交易价格及可比公司市场估值。具体而言,城投控股换股价格为 15.50 元/股,较停牌前一个交易日收盘价的溢价率达 114.38%,较停牌前 120 个交易日交易均价的溢价率达 125.54%;阳晨 B 股换股价格为 2.522 美元/股,较停牌前一个交易日收盘价的溢价率达 118.92%,较停牌前 120 个交易日交易均价的溢价率达 126.09%。双方换股价格较停牌前交易价格均存在溢价,且换股价格溢价率基本一致,体现了本次交易的市场化程度并兼顾了 A、B 股股东利益。

城投控股换股价格对应的 2014 年市盈率为 23.52 倍、市净率为 2.78 倍,较可比公司 2014 年市盈率均值、市净率均值分别高出 123.36%、122.40%;阳晨 B 股换股价格对应的 2014 年市盈率为 74.77 倍、市净率

为6.25倍,较可比公司2014年市盈率均值、市净率均值分别高出103.62%、84.91%。以换股价格衡量,城投控股、阳晨B股与可比公司的估值差异接近,从另一个角度印证了换股价格的合理、公允。

基于上述换股价格,本次重组中的换股比例为1:1,即每1股阳晨B股股票可换得1股城投控股股票。根据这一换股比例,本次交易完成后,以2014年年末/2014年年度备考财务数据计算,上海城投在两家上市公司中占有的净资产、净利润之和较重组前略有提升,保证了国有资产不流失;城投控股A股公众股东对应的净资产、净利润小幅减少,阳晨B股公众股东对应的净资产、净利润略有增加,则说明基本符合A、B股公众股东的预期,也是股东沟通效果的体现。

本次重组前后国资(上海城投)、A股公众股东、B股公众股东在上市公司共同或各自占有的净资产、净利润变动如图4所示:

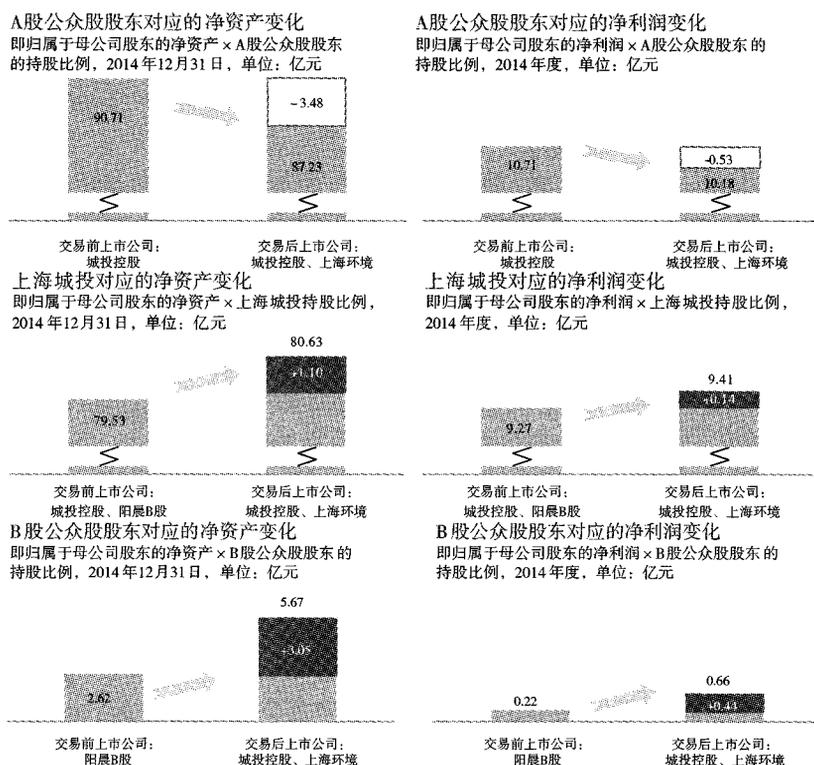


图4 重组前后各方净资产、净利润变动

从市值角度出发,本次重组后,原城投控股股东将同时持有城投控股、上海环境两家 A 股上市公司股份,在持股总数不变的情况下,由于环境板块估值显著高于房地产板块,原先受制于城投控股房地产业务而被低估的环境业务将在上海环境分立上市后迎来价值释放,经过市场调整,股东在分立后的城投控股、上海环境中享有的市值将超过本次重组前在城投控股中享有的市值,对于原城投控股 A 股股东而言无疑是一大利好。

为保护公众股东利益,本次重组在合并、分立环节向投资者提供两次现金选择权。吸收合并阶段,分别向城投控股、阳晨 B 股股东提供现金选择权,现金选择权价格均为 10.00 元/股(按汇率折算阳晨 B 股现金选择权价格为 1.627 美元/股),较两家上市公司停牌前交易价格溢价率均在 40% 左右;分立阶段,向包括因本次合并而成为城投控股 A 股股东的原阳晨 B 股股东在内的全体城投控股股东提供现金选择权,第二次现金选择权价格亦为 10.00 元/股,保持不变。上述安排不仅给予了 A 股股东和 B 股股东同等的现金选择权退出机会,且较停牌前交易价格溢价率基本相同。

## 2. 分立上市环节分立定价问题

其一,对于股份拆分而言,除《公司法》、《关于外商投资企业合并与分立的规定》及《关于做好公司合并分立登记支持企业兼并重组的意见》等规定“分立后公司注册资本之和、实收资本之和不得高于分立前公司的注册资本、实收资本”以外,目前尚无其他规范性文件对分立后各公司注册资本或实收资本的具体划分予以明确或要求。鉴于此,结合市场惯例及通常操作(以净资产为参考),在本次重组中,城投控股(存续方)和上海环境(分立主体)的股本划分按照其各自截至分立基准日经审计的备考归属于母公司所有者权益的比例进行确定;且本次分立完成后,城投控股(存续方)的股本与上海环境(分立主体)的股本之和等于本次分立前(本次合并完成后)城投控股的股本,这一股本设置亦符合前述规定。

其二,对于股份定价而言,基于上述法律法规对公司分立时财产分割的要求,本次分立设定分立前后上市公司市值不变的基本原则,并据此设定城投控股(存续方)的复牌日开盘价、上海环境的上市日开盘价

均与城投控股于本次分立实施前最后一个交易日的收盘价一致,以确保投资者享有上市公司市值的连续性。

#### (四) 方案会计处理难点

鉴于本次重组属于重大无先例事项且交易结构较为复杂,尤其对于本次分立,在部分问题上现行会计准则尚无明确规定。基于本次交易的事实背景,在现有会计准则的基本框架下,经交易各方及会计师反复讨论,最终拟就本次分立采取如下会计处理方式:

就城投控股而言,在母公司报表层面,于本次分立完成日,其股本将按照分立比例重新确定的股数及面值确定,同时全额结转对环境集团的长期股权投资,差额在本次交易安排下将调整资本公积—股本溢价;在合并报表层面,于本次分立完成后,将以账面价值剥离环境集团分立出的资产、负债,根据法律约定减少股本,差额在本次交易安排下调整资本公积—股本溢价。

就上海环境而言,在母公司报表层面,环境集团从有限责任公司改制为股份有限公司时,将按照分立比例新确定的股数及每股面值,参照有限公司股份制改制的常规做法,将母公司的净资产按账面价值折算为股本,原净资产账面价值扣除新股本金额的差额确认为资本公积—股本溢价。

#### (五) 监管审批关注要点

根据相关法律法规及规范性文件,本次重组涉及的监管审批部门主要包括中国证监会、国资部门、商务部门、外汇管理部门以及工商部门。吸收合并上市公司在市场上较为常见,但上市公司分立在实践中却鲜有操作。在监管审批层面,本次合并与本次分立可否一次性整体审批、分立主体是否须完全适用《首次公开发行股票并上市管理办法》(以下简称《首发管理办法》),成为监管反馈与沟通中的重点关注问题。

##### 1. 本次合并与本次分立整体审批的必要性及可行性

从必要性角度来说,其一,本次重组具有解决 B 股遗留问题及潜在同业竞争问题、实现城投控股环境业务板块独立上市及优化资本市场资源配置等多重目的,为实现上述多重目的,本次合并与本次分立互为条件,不可分割。其二,在实施层面上,本次合并与本次分立互为条件、分步实施,在程序上存在一定交叉和重合,本次分立将在本次合并的换股

实施完成后立即启动。其三,在内部决策上,本次重组方案须经城投控股、阳晨 B 股的董事会、股东大会审议通过,审议事项均为包括本次合并及本次分立在内的整体方案。

从可行性角度来说,本次分立紧随本次合并生效实施后实施,即在城投控股(具体由环境集团承继和承接)完成本次合并所涉及的资产、负债、业务及人员等的交割(即分立资产于本次合并的交割日确定),以及城投控股完成本次合并下注册资本/股本增加的工商变更登记(即被分立方的总股本于分立基准日确定)后,本次分立即可具体实施。

因此,基于本次重组方案的整体性尤其是本次合并及本次分立在操作及实施层面前后衔接的客观情况及需求,国务院国资委、中国证监会分别在城投控股和阳晨 B 股履行相应内部决策程序后对本次重组的整体方案及有关事项进行了审核并予以批复。商务、外管及工商等其他部门则按照各自的法规或规范性文件对相应环节进行了核准或批复。

## 2.《首发管理办法》对分立主体的适用性

鉴于目前对于上市公司分立尚无专门的操作指引或细则规定予以指导,故本次重组除按照《证券法》、《上市公司重大资产重组管理办法》等相关规定执行以外,本次重组的分立环节还参考比照了《首发管理办法》中关于发行条件的有关规定,在我国尚未针对分立上市出台明确规定的背景下,本次重组作为上市公司分立上市事项的一次尝试,对未有明确规定事项,从谨慎角度出发,采取严格遵守《首发管理办法》的态度。具体而言:

针对《首发管理办法》中能够适用的绝大部分规定,逐条进行比照并在重组报告书中说明分立主体是否符合。比如,发行人的主体资格(《首发管理办法》第 8~11 条、第 13 条)、发行人的独立性(《首发管理办法》第 14~20 条)、发行人的规范运行(《首发管理办法》第 21~23 条、第 25~27 条)、发行人的财务与会计(《首发管理办法》第 28 条、第 32~37 条)等。

针对《首发管理办法》中不适用或无法完全适用的个别规定,则由发行人在重组报告书中充分披露分立主体的相关情况,旨在全面地向投资者提供作出投资决策的必要信息。比如,关于发行人规范运行、发行人财务与会计规定中,均存在针对发行人内部控制制度及相关审计工作

的要求(《首发管理办法》第24条、第29~31条),但在本次合并及分立完成前,仅存在分立后的模拟主体,无法适用于上述规定,故采取了环境集团承诺“于本次分立实施后,将建立健全各项内部控制制度,并聘请具有证券资格的会计师事务所对分立主体的内部控制有效性发表意见及出具内部控制鉴证报告”的方式予以解决。又如,《首发管理办法》第12条要求发行人最近3年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化,但环境集团由于报告期内原外资股东退出以及国有企业内部人事调整等客观原因导致董事及高级管理人员存在较多变动,发行人就该等变动情况在重组报告书中进行了全面详实的披露,并就其对分立主体治理结构及持续经营能力的影响进行了充分分析,此外环境集团承诺“未来将尽量保证分立主体董事、监事和高级管理人员的连续性和稳定性”。

#### (六) 特殊性税务处理的适用问题

##### 1. 12个月内经营连续性、股权架构连续性的认定

财政部、国家税务总局《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》(财税[2009]59号,以下简称“59号文”)对适用特殊性税务处理需满足的条件作了明确规定。此外,财政部、国家税务总局《关于促进企业重组有关企业所得税处理问题的通知》(财税[2014]109号,以下简称“109号文”)、国家税务总局《关于资产(股权)划转企业所得税征管问题的公告》(国家税务总局公告[2015]40号,以下简称“40号公告”)以及国家税务总局《关于企业重组业务企业所得税征收管理若干问题的公告》(国家税务总局公告[2015]48号,以下简称“48号公告”)中也对12个月内经营连续性、股权架构连续性等提出要求。本次交易是否满足特殊性税务处理下的12个月内经营连续性、股权架构连续性的要求存在疑问。

本次重组会形成重组资产在不同实体间的连续转移以及股权结构的连续变化的情况(如果能认同“本次合并”是环境集团通过母公司股权支付的方式吸并阳晨B股,则不存在连续变化情况)。根据上述税法文件要求,重组方认为阳晨B股的污水处理业务多次转移是为了达成重组安排商业目标,且其虽在不同实体间连续转移,但实质性经营业务并未发生变化,因而不会打破12个月内经营连续性的规定。此外,原取得股权支付的主要股东持有的城投控股股权比例未发生变化,且重组并未

引入任何新的股东,不存在股权转让对象,因而也不会打破 12 个月内股权连续性的规定。

## 2. 境外股东

此次合并交易中,由于 B 股的特殊性,阳晨 B 股的流通股股东涉及境外法人投资者。当然,非居民投资者所占比例不大。根据税法文件规定,重组方认为,在实践中涉及非居民的企业合并,不属于 59 号文件规定的跨境重组(针对股权转让和资产转让)范畴,从而可以按照境内重组适用特殊性税务处理的条件进行判断,此问题同样有待税务部门明确。

## 3. 个人股东

最新发布的 48 号公告明确针对重组交易,股东可以是自然人,且当事各方中的自然人应按个人所得税的相关规定进行税务处理。据此,阳晨 B 股和城投控股的股东构成中包括自然人股东理论上是否影响重组的企业当事方适用特殊性税务处理有待明确。

# 四、案例点评

## (一) 境内外规范情况

按照现行《公司法》、《证券法》的规定,上市公司分拆控股子公司上市或进行分立并无法律障碍,《公司法》还对分立程序作出了简要规定。在证监会规章层面,关于分立分拆上市的规则体系并不完整。证监会仅对 A 股上市公司境外分拆上市出台了专门规定;对于 A 股上市公司境内分拆上市以及实施分立,未出台专门规则或可参照的指引。

综合来看,境外成熟市场对于分拆分立上市的具体程序和实施条件都有基本的明确规定,从而使得公司具体操作时有章可循。在实体权益方面,各国规则都非常注重对母公司股东、债权人的保护,主要机制包括:一是强化信息披露,充分披露分拆分立的影响和风险;二是强调母公司股东对重大分拆分立的表决权,以及异议股东的回购请求权;三是强调公平保护母公司股东利益,原则上要求按比例分派子公司股份;四是强调程序透明公正,要求充分通告债权人、独立专家发表意见,甚至要求

提交法院批准等;五是防止利益输送,严格规制高管人员持股和母子公司关联交易;六是强调分拆分立后各公司保持独立性,要求符合关联公司持续上市标准。

## (二) 境内外实践情况

在分拆方面,境内主板公司分拆子公司到香港上市已有先例。早在2000年就有A股上市公司青鸟天桥和同仁堂,分别分拆下属子公司青鸟环宇和同仁堂科技到香港上市。随后几年,又有托普软件、TCL集团、新疆天业、海王生物、友谊股份、华联控股等8家公司将自己的控股子公司拆分至香港创业板上市。A股上市公司分拆子公司在境内IPO上市目前还没有成功案例。在分立方面,境内市场唯一实现上市公司分立的案例是,东北高速在2010年分立为龙江交通和吉林高速,但其分立是解决历史遗留问题、化解市场和社会稳定风险的试点产物,并不具备可复制性。因此,境内A股上市公司分立,无论是规则层面还是实践层面,都欠缺足够的经验储备。

分拆分立上市是成熟市场的上市公司常用的资本运作手段,相关案例很多。例如,2007年中粮集团控股的香港上市公司中粮国际通过派生分立,中粮控股(主营农产品加工)作为新公司上市,原上市公司在分立后仍存续,更名为中国食品(主营食品饮料);此外,加拿大的油气公司EnCana分拆石油业务上市、英国电信分拆移动通信业务上市都是较为经典案例。

## (三) 分拆分立上市的积极作用和消极影响

从积极作用来看,在微观层面:一是有助于上市公司理顺业务管理架构,解决历史遗留问题、适应新形势发展。二是有助于提升公司市场价值和现有股东权益。三是可以增强母子公司的独立融资能力,扩展投资者选择机会。四是有助于解决对子公司或业务分部的管理者激励不足的问题。五是可以作为母公司反收购的策略之一。在宏观层面:一是有助于增强资本市场吸引力,优化市场功能定位。二是有助于进一步发挥资本市场支持战略新兴产业发展、促进产业结构优化升级的作用。三是可以助力多层次资本市场体系建设。四是有助于进一步完善资本市场并购重组功能。

从消极影响来看,分拆分立上市一是可能诱发利益输送和不公允关

联交易；二是可能削弱上市公司的抗风险能力；三是可能引发与推动整体上市相悖的政策导向；四是可能在融资和获取壳资源方面产生负面示范效应；五是可能诱发二级市场炒作并助长投机文化；六是可能影响发行审核资源和市场资金的有效配置。

#### (四) 建议

基于前述分析,应当把健全上市公司分拆分立的市场化运作机制作为长远目标,并树立“远近结合、整体考虑、局部启动、逐步完善”的监管理念,现阶段暂不鼓励 A 股上市公司在境内分拆分立上市,但需要积极应对市场合理需求,多渠道寻求解决方案,缓解分拆分立诉求,并研究出台分拆分立指导意见,统筹考虑分拆分立的功能和市场定位。