

科创板并购重组问询函的监督效应研究

——以华兴源创为例

钟佳琴¹, 叶小杰², 钱春海³

(1. 上海交通大学 安泰经济与管理学院, 上海 200030;

2. 上海国家会计学院, 上海 201702;

3. 中国浦东干部学院, 上海 201204)

摘要: 作为一种非行政处罚性监管, 问询函发挥着揭示重组疑点、督促上市公司完善并购信息披露的重要作用, 但以往文献尚未关注科创板并购重组问询函具有何种监督效应。通过将科创板并购重组第一单——华兴源创并购欧立通作为案例, 构建了相应的理论分析框架, 全面验证问询函的监督效应。研究发现, 在直接监督效应方面, “问询一回复”机制提高了并购标的、商誉、业绩承诺、协同效应等相关信息的披露程度, 也会督促公司修订和完善并购方案。在间接监督效应方面, 公司股价和超额收益在问询期间产生负向波动, 并引发各方关注。总结了科创板并购重组的问询特点, 并从监管层、科创企业、中介机构以及媒体公众等层面对提高问询函监管水平、规范科创板企业并购重组行为提出了若干建议。

关键词: 问询函; 并购重组; 科创板; 信息披露

中图分类号: F275

文献标识码: A

DOI 编码: 11.7511/JMCS20230406

0 引言

并购重组是上市公司提高资源整合能力、提升经营绩效和竞争力的重要途径, 尤其是对于处在成长期的科创板企业, 通过协同效应的发挥, 科创行业将进一步发展壮大。因此, 科创板市场的并购重组活动应当得到强有力的监管, 监管层不仅要“阻止一场坏并购”, 更要“问出一次好重组”, 助力科创板企业质量提升。问询函作为一种非行政处罚性监管, 在揭示重组疑点、关注重组风险、督促信息披露等方面具有重要作用。2018年, 交易所一线监管地位确立, 通过问询函这一有效工具进行监管的力度

不断加大。但是, 理论界针对科创板市场上并购重组类问询函作用的研究相对少见, 也鲜有通过案例研究范式对问询函监督效应进行验证的相关成果。

那么, 在全新的科创板市场上, 问询函的作用如何? 对市场、对企业、对公众会产生哪些影响? 理论界对此的研究略有不足。高科技上市公司与其他类型的上市公司存在明显的差异, 研究我国科创板上市公司中间询函的作用, 无论是对理论界, 还是对实务界, 都具有重要的参考意义。与现有文献注重实证研究不同的是, 本文以个案研究为主, 以科创板并购重组第一单——华兴源创并购欧立通作为研究案例, 通

收稿日期: 2022-09-18

基金项目: 国家社会科学基金项目“高科技上市公司业绩预告修正行为的变异性与我国科创板市场信息披露规制建设研究”(20BJY024); 上海市哲学社会科学规划青年课题“科创板试点注册制改革下的IPO问题研究——基于风险投资的视角”(2019EGL007)

作者简介: 钟佳琴, 女, 浙江绍兴人, 上海交通大学安泰经济与管理学院博士研究生, 研究方向为监管问询与企业并购; 叶小杰, 男, 福建南安人, 上海国家会计学院副教授, 硕士生导师, 博士, 研究方向为企业并购、监管问询与资本市场; 钱春海, 通讯作者, 男, 江苏高邮人, 中国浦东干部学院教授, 博士, 研究方向为财务管理。

过构建相应的理论分析框架,来检验科创板企业并购重组活动中问询函的监督效应。

在直接监督效应方面,“问询—回复”机制有助于提高并购重组相关信息的披露程度,也有助于督促公司对并购方案的修订和完善。在间接监督效应方面,公司股价和超额收益在问询期间可能产生负向波动,媒体关注和社会讨论较多。本文注重总结科创板市场并购重组的问询特点,主要体现为从严“事前”监管、全面“刨根”问询以及有重点的聚焦性问询,但问询也存在内容稍显冗长、权威性和长期性不足、合规与价值两类导向不知如何取舍与平衡等欠缺之处。由此,本文主要从监管层、科创企业以及媒体公众的角度对我国问询函监管的水平、科创板企业并购重组活动的规范进行探讨。

本文的研究意义在于:第一,案例研究法能够更加深入挖掘问询函的监管作用。华兴源创所收到的问询函是科创板第一封并购重组类问询函,长达18页,问题全面且尖锐,公司的回复长达217页。研究文本丰富,研究可信度较高。第二,聚焦对科创板并购重组的研究。现有研究主要聚焦对主板市场的讨论,对于刚崭露头角的科创板市场在并购重组信息披露质量方面表现如何还缺少有针对性的研究,因此本文拓展了一定的研究范围。第三,对科创板并购重组监管环境的完善具有战略意义。本研究有助于重组问询函更好地发挥其监督效应,可为后续科创企业的并购交易和重组规则的修订提供参考性思路。

1 制度背景与理论分析

1.1 制度背景

为了落实关于全面实行股票发行注册制的决策部署,完善要素资源市场化配置体制机制,上海证券交易所于2023年2月27日发布了《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》(简称《审核规则》),旨在构建高效、透明、可预期的重大资产重组审核机制。《审核规则》与2019年8月23日发布的《科创板上市公司

重大资产重组特别规定》和2023年2月17日进行了修订的《上市公司重大资产重组管理办法》共同构成了科创板重大资产重组的基本规则体系,旨在切实发挥并购重组提升科创板上市公司质量的功能作用。

与主板相比,科创板并购重组规定的创新之处主要有:由上交所来审核重组活动,证监会仅负责批复与注册;新增并购重组委员会这一审议机构;引入“小额快速”审核机制;提升重大资产重组认定标准;定价更具灵活性及支付方式更加多样化。科创板的重组问询函秉承市场化、法治化导向,除了问询交易的合规性和必要性、资产定价的合理性、业绩承诺的可行性等一般性内容以外,还会特别关注交易标的的科创属性、并购的协同效应等,对于信息披露的要求更高,监管审核也更为严格。

基于Wind“全球并购库”数据,截至2021年12月31日,科创板累计发生140起资产收购事件。并购意愿强烈,但通常较为漫长,有82起并购事件正在进行中,顺利完成的并购事件共55起,失败的并购事件共3起。科创板市场较低的并购失败率也体现了注册制下强化信息披露带来的积极效应。有5家科创板上市公司的并购属于重大资产重组^①,有4家收到问询函。由表1可知,上交所发出的关于重大资产重组的问询函内容庞杂,问询页数最多达到27页,最多从9个方面展开,可见审核的细致与谨慎。问询函作为注册制下的重要一环,充分贯彻了“以信息披露为核心”这一主旨。4起并购事件均只收到1封重组类问询函,标的公司情况、风险提示的要求、并购重组的合规性、商誉等重要科目、盈利预测、标的物的估值、协同效应等都是问询重点。

1.2 理论基础

(1)问询函有助于应对市场时机带来的潜在负面风险。当股价被高估时,会发行更多股票^[1]。在并购重组中,“择时而入”应当辩证看待,科创板在注册制改革下全面提高制度的包容性和灵活性,对企业来说具有很多政策红利,

^①华兴源创和新南制药的重组申请已通过且生效;沃尔德已获首轮问询;晶丰明源的重大资产重组因财务数据更新被上交所中止;普元信息已终止。

表1 科创板4起重大资产重组的问询函分析
Tab. 1 Analysis of inquiry letters of 4 M&A cases in the STAR Market

问询分析	华兴源创	南新制药	晶丰明源	沃尔德
基本问询情况				
问询日期	2020.04.10	2020.11.08	2021.11.18	2022.02.16
回复日期	2020.05.13	2020.11.24	未回复(后被中止)	未回复
是否发布延期回复公告	是	是	是	否
问询函页数	18	4	27	18
问询方面	5	4	9	9
主要问询重点				
标的公司	√	√	√	√
风险提示	√	√	√	√
合规问题	√	√	√	√
商誉与无形资产	√	√	√	√
盈利预测与估值	√	√	√	√
业绩承诺	√		√	√
财务信息披露	√		√	√
协同效应	√	√	√	√
交易原因与交易对方			√	√

且科创板本身的关注热度更高于其他板块。因此科创板的一些并购行为很可能是因为企业看中了“科创板”形成的市场时机,但基于该热点时机发生的并购属于高质量重组吗?是否有相关的规则制度防范非理性并购?问询函便是答案,它会充分考虑投资者需求,督促各个重组参与方及时披露信息,向投资者描述并购案件中的突出问题,所提出的各个疑问都可能成为判断并购案“虚假”“忽悠”“蹭热点”与否的重要线索。

(2)问询函有助于维护公共利益。问询函作为监管方式之一,在并购方案披露之后就对上市公司进行质询,在很大程度上能够及时发现和阻止不良重组行为。尤其在作为“改革试验田”的全新科创板市场上,针对其“硬科技”的定位,交易所更加要通过问询函抓出具有“假”的科创标的、“差”的协同效应的并购案并予以取消,坚持“问出一起好重组”,最大限度地保护中小投资者,促进科创板的健康运行,保证公共利益不被侵害。

(3)问询函有助于缓解信息不对称。并购重组的信息一般严重不对称,标的方企业多为未上市公司,公开信息很少^[2],且并购重组的信息更多具有预测性倾向^[3]。并购双方作为直接披露者,掌握的信息更多、更全面,还可能出于利益最大化的目的而隐瞒不利于自身的信息,其他利益相关者便会处于弱势地位。同时,投资者受限于较高的信息整合成本^[4],将进一步加重信息的不对称。此时,投资者需要借助“专家启发式”路径进行投资决策,而问询函便是能够为监管层提供“专家”观点的有效路径之一,可以充分降低投资者关于并购信息的整合成本,更加高效地解读和理解并购方案,缓解信息不对称,从而做出决策判断。已有实证研究发现,重组预案信披质量越差,越容易被问询,在被问询后,相关交易的信息不对称明显得到缓解^[5-7]。

(4)问询函具有信号传递的功能。Liebman 和 Milhaupt^[8]认为,处罚类公告具有信息传递功能,传至投资者,影响股票价格,且大多

具有负面性。问询函向投资者传递的是存疑信号,让投资者通过阅读重组问询函了解到监管层对若干并购重组事项的质疑之处,由此识别出风险,起到风险预警作用,已有实证验证了这一作用^[9-10]。具体来看,并购重组行为会依次形成三条路径:首先,上市公司停牌,发布并购重组方案,向市场传递了该公司可能正在“扩大规模”“优化资源”“产业升级”等利好信号。其次,当交易所发出问询函,即传递出并购可能有问题、被施加监管压力等信号,信任危机、舆论关注随之而来。然后基于此,上市公司试图通过对问询函的详细回复、对重组预案的修订等措施将应披露而未披露的信息展示给市场,再作为一种积极信号告知利益相关者,展示出所设计的并购重组方案的重大利好,增强投资者信心,这便是信号传递总路径。

(5) 问询函能够起到声誉约束的作用。从直接层面,出于对自身职业道路和企业形象的维护,管理层非常重视声誉。如果将并购重组作为套利工具,走机会主义路线,设计不当的重组方案所引起的不良后果一旦爆发,将造成声誉损失。问询函便是声誉压力机制的体现之一,能够提高违规成本,实现有效监管。Liu 等

的研究发现,收函后容易出现“声誉坍塌”,市场对收函企业将更加不信任^[11]。从间接层面,问询函会通过新闻媒体的报道、社会大众的讨论等途径提高公众对相应公司日常活动和重大交易的关注度^[12-13],进一步从声誉上对上市公司及其市场活动进行监督和治理。

1.3 理论分析框架

本文所构建的理论分析框架如图1所示。首先是通过分析案例公司并购的动因和被问询的原因来判断上市公司是否存在“蹭”科创板市场时机的不合理并购,既没有使自身得到真正良好的发展,又危害到了公共利益;其次是从直接监督效应的角度,通过华兴源创对问询函的回复情况及其重组报告书的修订情况来判断公司是否回复详细、充分,而促进了信息披露,减少了信息不对称,从而顺利推进重组活动;最后是从间接监督效应的角度,一是通过股价的变化、超额收益率等市场反应的衡量指标来评价问询函的信号传递功能,二是通过百度指数、股吧讨论、媒体报道等来分析问询函是否形成了声誉约束。该理论分析框架可作抛砖引玉之用,为未来对问询函监管效果的进一步研究提供指引参考。

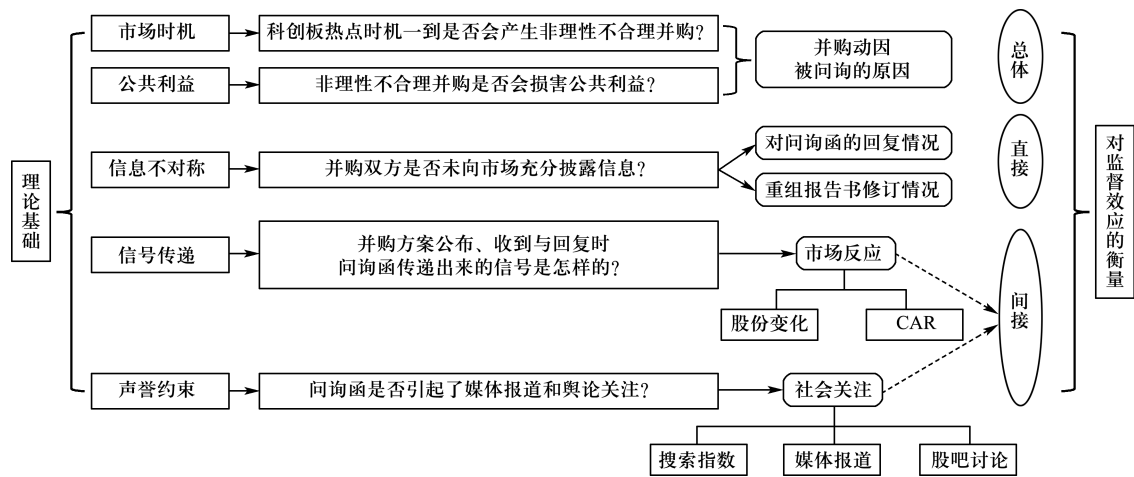


图1 理论分析框架

Fig. 1 Theoretical analysis framework

2 案例描述

2.1 并购方案和过程

并购方的华兴源创,全名为苏州华兴源创

科技股份有限公司,于2019年7月22日在科创板上市。科创主题为新一代信息技术产业,从事平板显示、集成电路检测设备的产销,专注于全球化专业检测领域。被并购方的欧立通,

全名为苏州欧立通自动化科技有限公司,主营业务为智能组装和检测设备的产销,也是苹果公司的重要供应商之一。华兴源创拟通过发行股份及支付现金购买李某、陆某持有的欧立通100%的股权。确定交易金额为10.4亿元,其中以发行股份的方式支付70%,即7.28亿元,以现金支付30%,即3.12亿元,且该方案构成

重大资产重组。

并购过程如下:2019年12月7日,华兴源创公告重组预案。2020年3月,正式公布草案。2020年4月10日,上交所下发问询函。5月11日,华兴源创、容诚事务所、华泰证券回复。5月25日,审核中心意见落实函发布。之后,重组申请依次获上交所同意和证监会批复(图2)。

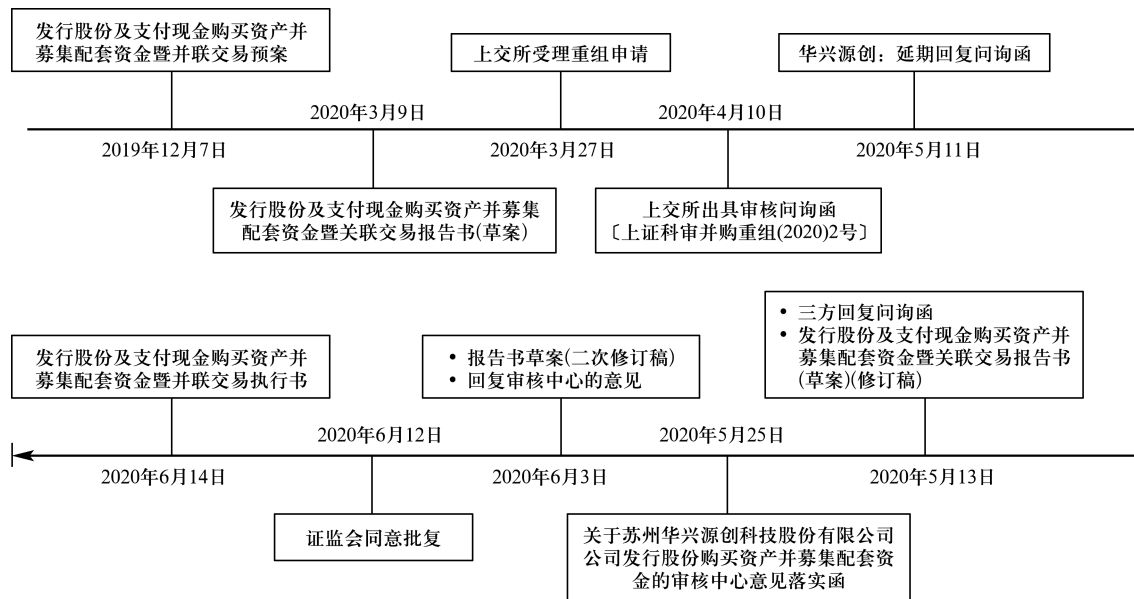


图2 华兴源创并购重组审核与问询流程

Fig. 2 M&A and inquiry process of HYC Technology

2.2 并购动因分析

(1) 维系业务高增长。从股价来看,华兴源创在科创板上市仅一个月后,股价便单边下行,2019年11月26日股价跌至30元,跌幅61%,市值蒸发近200亿元。因此,于2019年12月6日首次公布重组方案就有出于提振其股价的考虑。从业绩来看,该公司2019年的季报业绩已呈现下滑态势,营业收入同比下降11.51%,毛利率同比下降15.61%,收入的下降主要是由BMS芯片检测、SOC测试机等新产品的研发费用增加导致。如果能够通过重组拿下一个同行业的优质资产,且锁定未来三年的业绩,可以起到维系公司业务高增长率的作用。

(2) 分散风险、实现协同。华兴源创面临着客户集中带来的风险,其对头部客户的依赖性比较高,2016—2018年,来自前五大客户的销售收入占营收比例达到了78.99%、88.06%和61.57%。苹果公司是其主要终端客户,华兴源

创还面临来自苹果手机销量波动的风险。因此,收购欧立通可以通过增加客户资源的途径分散经营风险。华兴源创与欧立通在核心技术的应用领域、原材料需求、最终客户群上都具有一定的重合性。华兴源创将对原有的产品线进行扩充,通过并购可深入拓展到可穿戴设备等消费电子产品的检测业务线,丰富产品结构。

(3) 择时而入、享受红利。抛开出于未来实质发展考虑的积极动因,本文也推测了自利性动因。科创板的重大资产重组在发行价方面定为市场价的80%,即华兴源创可以享受“八折”的定价规则,这是科创板特有的价格红利。另外,华兴源创从首份《审核规则》出台一周后即宣布重组,且宣布重组时上市还不足5个月,很有可能也是趁并购重组新规颇受社会关注之际成为首单科创板重组案而提高企业知名度,起到渲染股价、做高估值的目的。由此可知,从市场时机的理论角度来看,华兴源创的并购存在

“择时而入”的可能性。

2.3 问询函内容

华兴源创所收到的重组问询函共涵盖标的公司主要客户的稳定性、商誉和无形资产、收入预测和业绩承诺财务信息、协同效应等5方面的问题,总体文本情况统计见表2。上交所紧扣

并购疑点与风险点,共细分25个问询小项,平均每个方面5个问询小项,每项平均问询字数为316.76;共86个问题点,平均每个方面17.2个问题点;5大问询内容的平均问询字数为1583.80,问询7919字。可知问询内容具体详细、由面到点,体现了问询函以信息披露为中心的特点。

表2 问询函文本情况

Tab. 2 Text content of the inquiry letter

问询与回复		问询函		
		问询项数	问询字数	问题点
欧立通主要客户的稳定性	总数	4	1 094	14
	平均值		273.50	3.50
商誉和无形资产	总数	3	876	11
	平均值		292	3.67
收入预测和业绩承诺	总数	4	1 489	17
	平均值		372.25	4.25
财务信息	总数	8	2 992	28
	平均值		374	3.50
协同效应及其他	总数	6	1 468	16
	平均值		244.67	2.67
总计		25	7 919	86
平均值(5大方面)		5	1 583.80	17.20
平均值(25个问询小项)		/	316.76	3.44

2.4 问询原因分析

(1)高估值与高商誉。欧立通的评估值为10.41亿元,溢价率为393.34%,较高的增值率会让监管层怀疑其估值的合理性。正是由于高溢价的并购,商誉从原先的“0”直接变成“6.55亿元”,面临着较高的减值风险。因此,商誉的计算和确认依据成为问询重点。

(2)业绩承诺的可实现性。一方面,方案的对赌设计趋于保守。相应安排为:2019—2021年间欧立通合计归母净利润不低于3亿元,但欧立通在2019年1—11月的净利润已达到1.16亿元,此后每年平均净利润只需达到1亿元便可完成对赌,甚至不存在净利润的增长要求。另一方面,方案对收入和利润的预测趋于乐观,并且欧立通本身存在大量关联交易,李某和陆某两位股东及关联方多次拆借资金给欧立通,监管层对于并购前两方存在关联交易甚至

利益输送行为的怀疑也具有一定的合理性。

(3)标的资产的优质性。根据重组报告书数据,欧立通的财务表现好于大部分的上市公司,资产负债率仅为9.72%,营收和利润均大幅增长,获利能力和成长性都比较强,完全可以尝试独立上市。但是,欧立通的两位实控人选择将如此优质的资产作为并购标的,与华兴源创间的交易动机和关系有待进一步确认,也的确值得引起监管层和投资者的关注。

(4)信息披露的充分性。华兴源创在并购重组方案上并未充分披露诸如欧立通收入高增长、高毛利率、关联采购、现金流等细节,上交所出于保护投资者的目的,严格遵循《审核规则》,要求华兴源创在财务信息披露方面做到更详细,从而缓解信息不对称的现象,避免“忽悠式”重组现象的产生。

3 问询函的直接监督效应

3.1 问询函回复情况

(1) 有关标的物客户稳定性的回复

4项问询平均回复字数约为5 215字,平均使用3.5张表格和2.25张图片进行补充披露。华兴源创解释了欧立通与苹果建立合作的来龙去脉,且以欧立通在智能手表领域具备先发优势、技术研发资源丰富和定制化生产及快速响应能力等三点核心资源证明了其能够保持住与这一大客户的合作,这一解释将加大监管层对该并购案的认可程度以及增强投资者的信心。但是,在问询函的威慑下,“完美标的”欧立通暴露出了相应问题。据华兴源创回复,欧立通的前身其实是2009年成立至2016年停止经营的苏州福岛自动化公司,实控人李某以“迁址手续复杂”为由选择新设公司而非搬迁,且隐瞒了2015年至2016年两者同时存在的事实,欧立通很可能存在通过重新注册直接抹去财务不规范等遗留问题来满足审核要求的嫌疑。这一处便是通过问询压力带来的信息披露,给予了投资者一定的警示。

(2) 有关商誉和无形资产估值的回复

科创公司大多为轻资产属性,不合理估值和超额商誉问题可能会更加突出,上交所对估值和商誉的问询会特别审慎。在该并购案中,首先,对于华兴源创确认的65 484.42万元的商誉,问询函要求公司回复商誉的计算过程、确认依据、分摊方法等,并向投资者提示商誉减值风险。其次,监管层还发现,华兴源创应当确认的商誉远不止这些,因为华兴源创将欧立通的客户关系确认为了无形资产,并估值为13 650万元,从而使得收购价格扣除净资产原值后确认的商誉有所减少。因此,上交所重点询问了具体的客户名称及对应的评估价值,模型和参数是否合适,摊销年限的确定依据、客户关系的减值测试等,要求华兴源创确认将“客户关系”认定为“无形资产”的合理性。三项问询的平均回复字数约为4 226,平均表格数为6张。对第2项问询的答复最多,字数为7 044。华兴源创详细列示了商誉的计算过程和金额,列示了各种证据证明“客户关系”的经济利益很可能流入、计量可靠、已进行了充分辨

认,证明了客户关系摊销年限的合理之处。值得注意的是,即使证据充分,但可以被认定为无形资产的客户关系也侧面反映了欧立通的业绩对苹果这一大客户的依赖,反而体现了客户高度集中的风险。综上,问询函不仅使得华兴源创的信息披露程度提高,更是站在了公共利益的角度使得利益相关者对此并购案背后的风险点了解得更加全面和客观。

(3) 有关收入预测和业绩承诺的回复

关于收入预测,华兴源创解释较大的收入增长幅度主要是基于业绩承诺期过后不再考虑新冠病毒感染疫情对消费电子产业的影响,并且用历史数据、行业数据进行了对比性的佐证。关于评估,华兴源创从规模效应的理论解释,营收规模增大,期间费用降低,预期净利润增长幅度较大,分别证明了对销售、管理、研发费用的预测合理性;在收益法评估中,也对 R_f 、WACC、 β 等指标的确定进行了详细说明。关于业绩承诺,华兴源创则在回复函中做出承诺,不会与欧立通发生利益输送,会计师会进行专项审计,两者之间的关联交易所得收入不会超过各自当期营业收入的5%。4项问询的平均回复字数约为4 963,高于总体问询情况的平均值,平均表格数为5.75张表格。重点回复了第1~3项,回复字数多达7 251,运用11张表格。由此可知,考虑到投资者普遍重视企业的未来业绩表现、客观突发事件的影响以及标的估值问题,上交所也将其作为了问询重点,督促企业加强了相关的信息披露。

(4) 有关标的公司财务信息的回复

该部分平均回复字数约为4 262,共使用77张表格、1张图片。第三项的回复最多,主要问询欧立通综合毛利率大幅高于同行业可比公司平均水平的原因。对此,华兴源创通过量化分析充分说明了高毛利率的原因,如列示了设备单价、成本等因素对毛利率变化的贡献情况,最后还阐述了欧立通各产品的竞争优势,向监管层再次强调了并购标的高质量。华兴源创的回复一直在强调标的资产的稳定和价值,然而,通过问询与回复,投资者可以发现,标的公司的财务信息暴露出了以下问题,也说明欧立通并不是一个“完美”的公司。第一,应收账款大量超期。截至2019年11月30日,超期应收

款占比高达 52.04%,有 6 665.36 万元来自重庆翔宝,而其并非优质客户。第二,已经出现订单下滑。在第一项回复中,欧立通披露,2019 年 11 月末在手订单仅为 3 096.08 万元,相比于 2018 年底的 12 888.66 万元,已大幅减少,说明其未来业绩表现很有可能会出现乏力,从而也会影响到业绩承诺的实现。在欧立通的“坦白”下,不难发现欧立通与客户关系的稳定性仍然是一大风险,而这也是欧立通选择被并购而非独立上市的可能原因。

(5) 协同效应及其他内容的回复

协同效应是检验科创板并购重组交易“成

色”的重要特征,这是科创板重组规则的特别要求。因此华兴源创在重要的第一项“协同效应”的问询上回复最多,说明了企业对协同效应相关信息披露的重视(表 3)。回复角度细分为原材料、供应商、技术融合、客户、员工、机密信息等,充分披露了协同效应的预计实现情况,使得这一重要的科创板重组特征得到更多的数据支撑,向市场强调了协同效应的可获得性,从而树立投资者信心。在其他方面,则详细解释了关于锁定期、募集资金、投资计划方面的疑点。该部分平均回复字数约为 3 046,共用到 15 张表格,同样彰显了信息披露程度的提高。

表 3 华兴源创问询函及回复文本情况

Tab. 3 Text information on the inquiry and response of HYC Technology

问询方面	序号	问询项	问询字数	问题点	回复字数	表格数	图片数
标的公司 主要客户	1	重要终端客户的可持续性	288	4	8 959	3	2
	2	直接客户的稳定性	279	3	3 063	3	0
	3	单一客户依赖	174	2	1 514	2	0
	4	单一产品依赖	353	5	7 326	6	7
商誉和 无形资产	1	商誉的确认和计量	164	2	2 238	1	0
	2	客户关系作为无形资产的确认	471	6	7 044	10	0
	3	其他可辨认无形资产的确认	241	3	3 398	7	0
收入预测和 业绩承诺	1	收入预测的合理性	428	5	6 530	9	1
	2	新冠病毒感染疫情的影响	507	4	5 329	3	0
	3	评估	360	6	7 251	11	0
	4	业绩承诺	194	2	742	0	0
标的公司 财务信息	1	收入增长的原因	452	2	6 707	12	0
	2	营业成本	350	4	3 474	12	0
	3	毛利率高于同行业	373	4	7 172	15	0
	4	关联采购	327	2	1 436	7	0
	5	外销收入	273	3	3 486	9	1
	6	应收账款	511	6	4 912	12	0
	7	现金流	312	3	3 497	6	0
	8	关联方资金往来	394	4	3 418	4	0
协同效应 及其他	1	协同效应	564	7	6 805	6	0
	2	锁定期	256	3	4 680	0	0
	3	募集资金	149	2	3 501	4	0
	4	福岛自动化与标的公司	237	2	1 342	1	0
	5	投资计划	156	1	1 858	4	0
	6	豁免申请	106	1	91	0	0

3.2 问询函回复评价

(1) 交易标的信息得到更多披露

对于欧立通这一交易标的相关信息,华兴源创在问询后的方案中直接增加了很多内容,分别从欧立通的主营业务、人员、会计政策、资产评估、核心资源、财务状况、关联交易等方面进行了补充。通过列示欧立通与前五大客户的合同情况、核心技术人员协议情况等来充分说明其业务的稳定性,通过增加对收入预测的合理性分析和新冠病毒感染疫情对估值的影响分析等来证明资产定价的合理性,从而消减监管层对并购“高估值”“高商誉”的质疑,通过增加毛利率、外销收入、现金流量净额的具体变动情况来强调这一标的物财务质量的良好与稳

定,从而增加重组成功的筹码。

(2) 风险提示得到更新与补充

华兴源创在问询后的并购草案中更新了交易相关风险、欧立通的经营风险和新冠病毒感染疫情带来的风险。由表4可知,每一条风险提示的字数都出现了明显增多,平均增量为179字。另外,修订稿中直接增加了苹果公司经营状况对标的公司业绩的间接影响风险、欧立通单一产品依赖的风险、非智能手表业务拓展的风险、非消费电子产品订单的持续性风险等共4条风险提示。总体而言,华兴源创通过修订并购草案,使得风险提示部分得到了不断的规范和完善。

表4 修订稿与草案在风险提示章节的差异

Tab. 4 Differences between the revised and the initial draft in the risk warning section

重大风险提示	具体风险	字数			
		修订前	修订后	字数增量	
本次交易相关风险	业绩承诺无法实现的风险	315	459	144	
	商誉减值的风险	184	344	160	
	主要客户相对集中的风险	683	728	45	
	对单一客户的依赖风险	207	409	202	
	苹果公司经营状况对标的公司业绩影响的风险	0	249	249	
	单一产品依赖风险	0	240	240	
	标的公司经营风险	非智能手表业务拓展风险	0	283	283
		非消费电子产品订单持续性的风险	0	152	152
		市场竞争加剧的风险	338	355	17
		毛利率下滑的风险	325	471	146
	应收账款回收风险	272	428	156	
	汇率波动风险	172	174	2	
其他风险	新冠病毒感染疫情对欧立通生产经营的风险	188	717	529	

(3) 股份发行、业绩承诺、协同效应等重要信息得到完善

基于问询函要求,华兴源创对并购重组的一些重要信息都进行了修改和强化,主要包括更新锁定期安排、明确发行价格和数量安排、增加资金募集失败影响的量化分析、补充业绩补偿中的盈利预测信息以及协同效应的具体表现描述等。其中,修订稿对于协同效应的补充最

多,协同效应的表现一般包括增加定价权、降低成本、加速迭代、进入新市场、获取关键技术和研发人员、获得税收优惠等积极影响。原草案中只对前述四类影响各进行了一小段宏观描述,被问询后,华兴源创意识到了监管层对科创板并购重组协同性的看重,在修订稿中通过详细的数据增加了对协同效应的具体描述,尤其对降低成本、加速产品迭代、产品或服务能够进

入新的市场进行了更细致的分析,证明了协同效应的可实现性。

4 问询函的间接监督效应

4.1 市场反应

(1) 股价于问询函发布期间出现下滑

图3为华兴源创每日收盘价的变化情况。首先,华兴源创的股价趋势基本与上证综合指数一致,走势关联度较高,较为稳定。其次,在

3月9日发布并购重组报告书后,股价在第二日小幅上升之后便出现明显下滑,且之后一直处于缓慢下滑状态,到了问询函发布的4月10日,仍然出现小幅下滑,而在5月13日进行问询答复和修订报告书后,股价有所上涨。由此可以推断出问询函监督效应的存在,问询函的发布传递给投资者不够乐观的信号,使投资者对公司现状产生怀疑,投资热情降低,可能会反映在股价的降低上。

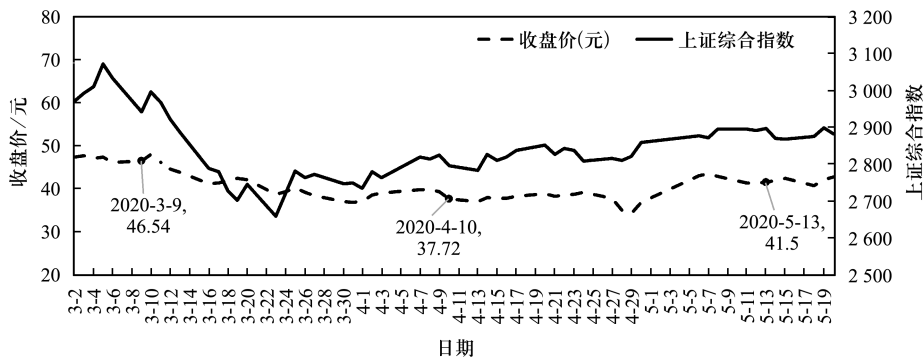


图3 股价变化图

Fig. 3 Chart of stock price change

(2) 华兴源创的超额收益率在被问询时下降,回复后上升

本文运用事件研究法分析该封问询函所引起的市场反应,分别选择2020年4月10日的问询函发布日和2020年5月13日的问询函回复日及修订草案发布日作为事件基准日。超额收益率的计算采用市场调整模型^①,结果如图4所示。由图4可知,问询函发布后,虽然AR在0时点仍是上升趋势,但在1时点便出现下降,而CAR则是在问询函发布后出现了近乎直线的下降趋势。以上可以反映出问询函揭示了华兴源创并购案中的众多问题,原来的一些可能并未被投资者注意到的负面信息被监管层直接披露,因此市场对其做出了负面反应。由右图可知,0时点是正式回复问询的节点,同时修订版的并购重组报告书也在同日发布。AR在0时点短暂上升且由负变正,CAR也在0时点有所短暂上升,此外,华兴源创在5月13日后并

未发生其他重大事件,可以排除其他事件对收益率的影响。由此可知,对问询函的回复的确可以起到提振市场信心的作用,但其回复所产生的正面效应并不持久。

4.2 社会关注

(1) 百度指数在问询期间出现小高峰

本文运用Python对百度指数进行数值爬取,图5至图7为2020年3月到2020年5月“华兴源创”一词的百度搜索指数情况,图中的三条折线从上到下依次表示PC端与移动端的总指数、移动端及PC端的分指数,大体趋势一致。如图5所示,在发布重组草案的3月9日,百度指数达到最高峰,说明华兴源创并购案引起了很大的社会关注。如图6所示,在发出重组问询函的4月10日,百度指数出现了一个小高峰,问询函产生了较强的社会监督力量,通过提高公众关注度传递威慑信号,来遏制企业管理层的虚假式重组等机会主义行为。如图7所

^①主要公式为: $AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$; $CAR_{it} = \sum AR_{it}$ 。 $R_{i,t}$ 指的是日个股回报率, $R_{m,t}$ 指的是采用等权平均法计算出的科创板日市场回报率。两者数据均来源于CSMAR库。

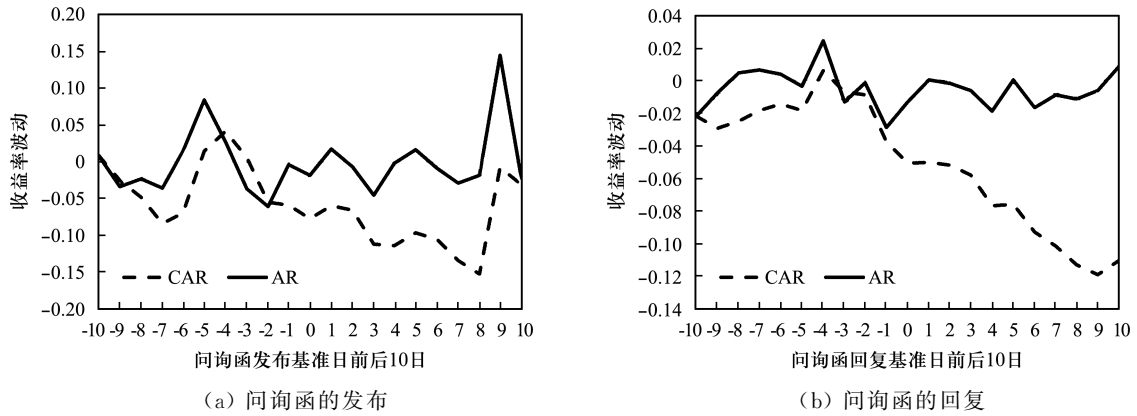


图4 问询函期间的超额收益率(AR)与累计超额收益率(CAR)

Fig. 4 Chart of abnormal returns and cumulative abnormal returns during the inquiry period

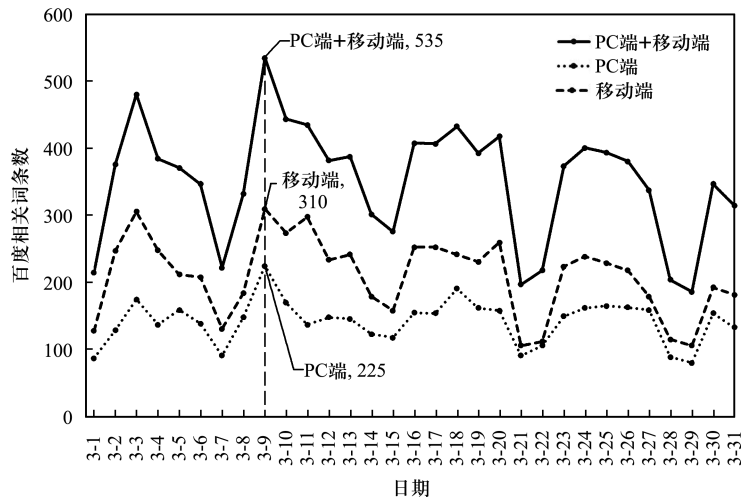


图5 百度指数——“华兴源创”词条(2020年3月)

Fig. 5 Baidu Index - Entry for “HYC Technology” (March 2020)

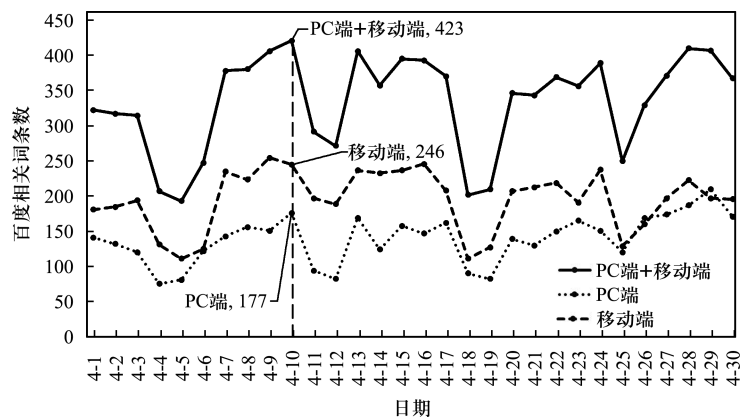


图6 百度指数——“华兴源创”词条(2020年4月)

Fig. 6 Baidu Index - Entry for “HYC Technology” (April 2020)

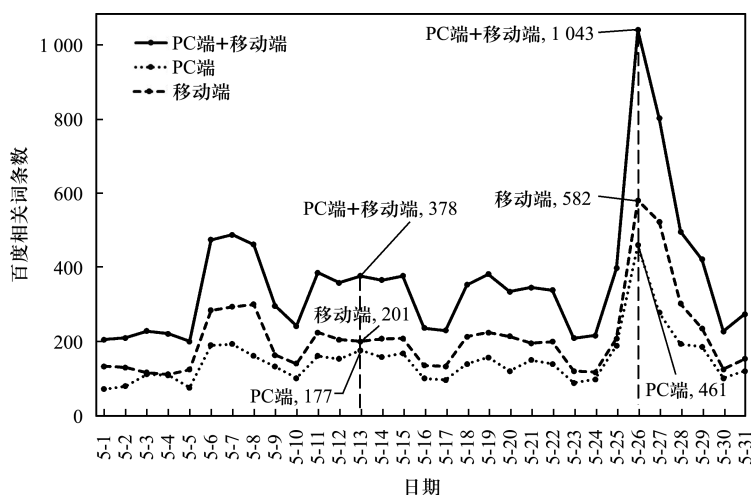


图 7 百度指数——“华兴源创”词条(2020年5月)

Fig. 7 Baidu Index - Entry for “HYC Technology” (May 2020)

示,在回复问询的5月13日,百度指数出现向上波动,但从绝对值来看,其关注量较之前并购案发布和问询函发布时明显降低,说明公众对类似事件的关注度具有持续性不高的特点。此外,在重组方案被交易所正式审核通过后,再次达到关注,并产生了3月至5月期间的极高关注度,指数高达1043,由此也可以说明社会公众对类似事件的关注具有结果导向,会在方案正式落地时达到关注量的巅峰。但不管社会舆论的持续性或关注动机,综上百度指数的变化均可以证明问询函能够引发公众关注。

(2) 媒体报道在不同时期有不同的倾向性

2019—2020年共有227条关于华兴源创的新闻报道,涉及并购重组的共有45条,其中谈论到对应问询函的共有14条,具体见表5。在45条与并购重组相关新闻的分布中,由于媒体本身的客观属性,加之并购预案在刚公布时

的不够明晰,2019年的媒体大多持中立态度,其中的2份负面性质的报道也仅用了“迷雾重重”“迷雾未解”等略中性的词语,未直接给出批判性评论。2020年并购方案正式发布,引起了更广泛的报道,正面报道为14份,中性报道为12份,负面报道为5份,该并购案以被媒体看好为主。在14条涉及重组问询函的相关新闻分布中,媒体对于重组问询函的三种倾向的报道数量相近,说明华兴源创并购案的利好与不足、监管层对该并购案的态度,新闻媒体各持己见,对此重组案的定调并不明确。这也给予了投资者一定的启示,媒体的报道主要以客观事实为主、以专业分析为辅,因此媒体观点也具有一定程度的主观性,其对并购案件的分析只能作为投资决策的参考,广大投资者仍应基于并购案本身和监管层问询函所给予的信息进行审慎判断。

表 5 华兴源创并购重组相关媒体报道统计

Tab. 5 Statistics of media reports on HYC Technology's M&A

年度	并购重组相关新闻报道总条数				涉及重组问询函的相关新闻报道条数			
	正面	中性	负面	小计	正面	中性	负面	小计
2019	0	12	2	14	0	0	0	0
2020	14	12	5	31	5	5	4	14
合计	14	24	7	45	5	5	4	14

表6是分时段新闻分布情况。第一,媒体的报道时间往往与公司的公告日或者收函日保持一致,反映出了媒体对华兴源创并购重组案的持续关注;第二,中性报道居多,但问询函时期的负面报道最为突出,新闻标题也用到了“直指三大问题”“原形毕露”等具有明显负面性

质的词汇;第三,媒体会对既定的事实报道较多,因此并购的成功是报道数量最多的,并购通过时期的报道量高达21篇,且以正面报道居多,说明经过详细问询,华兴源创并购方案的信息披露程度提高,方案设计得到了优化,因此媒体层面对该并购案持乐观态度。

表6 不同时期相关媒体报道统计

Tab.6 Statistics of relevant media reports in different periods

时期	具体期间	并购重组相关新闻报道条数分析			
		报道数	正面	中性	负面
并购预案时期	2019-12-06至2019-12-12	14	0	12	2
并购报告书时期	2020-03-08至2020-03-10	3	0	2	1
问询函时期	2020-04-10至2020-05-14	7	0	4	3
并购通过时期	2020-05-25至2020-06-14	21	13	7	1

(3) 股吧讨论量在问询期间明显增加

通过对东方财富网“股吧”帖子的整理,主要有以下发现:从帖子数来看,3月份数量最多,当月并购重组报告书公布,引起较大讨论。从帖子评论量来看,6月份的评论量最多,证监会于6月12日同意了该并购案,科创板首单并

购重组案的正式通过引起了社会公众的广泛讨论,因此5月至6月的评论量极高。除4月份外,积极帖子的评论量均大于消极帖子,而4月份正是问询函发布的月份,佐证了问询函负面信号的传递功能和间接的监督效应(表7)。

表7 2020年1—6月东方财富股吧发帖情况

Tab.7 Posting of “guba” from January to June 2020

月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月
帖子总数量	117	131	208	117	109	17
积极帖子总数	62	78	129	58	49	11
中立帖子总数	4	10	16	2	8	0
消极帖子总数	51	43	63	57	52	6
总帖评论量	203	198	246	147	16 772	17 471
积极帖评论量	162	115	166	59	8 800	13 097
中立帖评论量	2	26	12	19	3 924	0
消极帖评论量	39	57	68	69	4 048	4 374

5 结论与建议

5.1 研究结论

本文以华兴源创并购欧立通一案为例,从直接影响和间接影响两个角度全面研究了上交

所问询函对科创板并购重组活动的监督效应。此并购案存在高估值、高商誉等风险,信息披露工作不到位。因此,问询函充分发挥了监督作用,通过全面问询,传递威慑信号,督促华兴源创加强信披,保护投资者等公众利益,向市场传

递了不同的信号,增加投资判断的信息含量。

从直接监督效应来看,第一,问询函的发布行为可以直接传递监管信号,对上市公司的管理层施加压力,强化并购相关信息披露的含量和质量,尤其加强了科创板并购重组特色相关的“协同效应”“科创定位”等方面的信息披露以及关于风险的提示要求。第二,问询函的监管性质可以督促上市公司进一步落实对并购方案的修改与完善,有利于淘汰虚假式、忽悠式的劣质并购。从间接监督效应来看,一是问询函的发布使得上市公司的超额收益出现下降趋势,但在公司回复问询函之后出现上升,但是呈现的都属于短期动态和趋势。二是重组问询函会引发媒体的广泛关注,且媒体报道的负面倾向性会产生更大的声誉压力。三是问询函的发布在投资者公共交流论坛上引发大量的讨论与分析,从而形成了声誉约束。

从案例全过程分析,科创板重组问询函具有以下监管特点:第一,侧重“事前”监管。在重组活动未正式展开前,通过全面审查,可以及时捕捉到不合理不合规的事项,给予上市公司修正并购方案或者主动退出重组的机会,即充分发挥问询审核的监督矫正功能。第二,进行“刨根”式问询。对并购重组的各个方面进行问询,并且紧扣一个事项进行详细问询,发散至多个小问,增强对并购双方的威慑力。第三,一般性与特殊性问询并存。交易所对于并购重组的问询坚持以信息披露为中心,并且具有相应的侧重点,标的资产、业绩承诺、估值问题等是资本市场并购重组的一般性的问询重点,而协同效应有无实现、信息披露是否充分、交易标的科创定位等都是针对科创板重组事件的问询重点。第四,问询函不应被片面地定义为“坏消息”。虽然会引起负面的市场反应,但其对并购重组存在的问题进行了极为专业的问询,应当被理解为专业有效的一线监督手段。这也是帮助投资者了解更多潜在风险、缓解信息不对称、促进理性决策的监管工具,是帮助企业发现问题、督促企业修正方案、引导企业高质量并购的监管工具。因此,无论是广大投资者还是公司本身,都应当更加客观正面地认识问询函的作用。

当然,问询函也存在若干不足之处:第一,

问询与回复稍显冗长。投资者时间、精力、关注度有限,且大多经验不够,需要更加明晰的信息和更加精简的结论。第二,问询函的监督效力问题。一是权威性不足。交易所已经属于一线监管责任主体,但相比于证监会,其权威性仍然不够,容易出现上市公司及中介机构延期回复甚至不回复、回复敷衍搪塞等情况,也可能发生“函来函去”现象。二是长期性问题。问询函主要引起的是短期即时的市场反应,并未形成长期的监督效应,对于投资者的引导和提示力度有待提高。第三,重组类问询函的监管导向问题。科创板市场更加需要优质的并购重组,更多创新能力强的新兴科技型企业的注入,有利于提升上市公司质量,攻克“卡脖子”难关。因此,可以适度减少一些与投资者决策或企业价值提升等相关度不高的问询,既要对外合规重组进行遏制和规范,也要对优质重组进行引导及鼓励,兼顾合规和价值两个监管导向,这也是问询函的顶层设计和制度细化需要继续精进的地方。

5.2 发展建议

(1) 监管机构层面

第一,建立健全问询函机制。从投资者的视角出发,进一步研究不同情境下的问询函发放规则、问询函的重点关注事项、问询下发频率等。第二,建立健全信息披露机制。对于回函不及时的公司和中介机构等,可以将是否延期回复纳入上市公司的信息披露考评,成为评级指标之一。第三,考虑行政性处罚与问询函等非行政性监管方式的充分结合。在问询函的基础上增加行政性处罚手段,完善惩戒制约制度,根据不同情节的严重程度,选择不同的处理措施。第四,在兼顾合规性的条件下坚持价值导向问询。在涉及科创板并购重组质量的问询上,着重关注并购重组的目的、协同效应的实现、科创属性的有无、风险提示的完备、信息披露的充分等,力争问出价值,问明质量。

(2) 科创企业层面

第一,应当对问询函做出及时、充分、真实的回应,将并购目的、资金安排、对赌协议、超额商誉等信息充分披露。第二,应当根据监管层的疑问与建议,重视信息披露规范。客观来看,

问询函既是监管层对并购方案的质疑,也是对并购双方的建议,企业应当从问询函中发现重组活动中的问题,明确不足之处,及时向市场和投资者充分揭示风险。第三,应当注意自身声誉的维护。对于媒体和公众层面对于并购事件和问询事件的讨论,管理层应当主动维护声誉成本,在问询之后主动加强信息披露,或者对并购方案做出完善,缓解声誉压力。第四,注重“科创”要求,保证并购标的具有科创属性、协同效应可以实现、信息披露足够充分,从而为科创板注入更多创新活力与发展动力。

(3) 中介机构层面

以会计师事务所为代表的第三方中介机构应当做到:第一,进行必要提醒,督促企业及时向市场披露并购重组相关信息。第二,进行必要纠偏,确保并购重组的合规性。以其专业经验对并购重组中的重要事项予以规范,减少其所服务的并购双方被问询的概率、频率和内容。第三,及时回复问询函,发表核查意见。和上市公司配合进行积极核实,做出真实、明朗的独立核查意见。第四,监管层也应当对中介机构进行约束。对第三方中介机构加大威慑,增加中介服务机构发表独立意见的频率,对第三方机构的监督不力、信息失察等也要做出相应的连带惩罚。

(4) 媒体和公众层面

媒体应充分尊重事实,及时关注相应的并购事件,以及监管层的问询情况,并保持持续跟踪报道。同时,媒体也应当站在公众利益的角度,通过专业的报道与分析,给予投资者以更多的信息参考,尽可能地帮助中小投资者规避损失。而对于公众尤其是中小投资者来说,应当积极关注问询函的发布与内容。由于问询函仅属于非处罚性监管,不断的问询与回复也只能能够让利益相关者看见并购疑点,上市公司的并购方案究竟有没有存在严重的问题?中介机构是否勤勉尽责?发表的核查意见、评估结果是否可靠?还需投资者能够形成自己的合理判断。

参考文献:

[1] Stein J C. Rational capital budgeting in an irra-

tional world [J]. *Journal of Business*, 1996, 69 (4): 429-455.

[2] Franco G D, Gavius I, Jin J Y, et al. Do private company targets that hire big 4 auditors receive higher proceeds? [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(1): 215-262.

[3] Kimbrough M D, Louis H. Voluntary disclosure to influence investor reactions to merger announcements: An examination of conference calls [J]. *Accounting Review*, 2011, 86 (2): 637-667.

[4] Blankespoor E, Dehaan E, Wertz J, et al. Why do individual investors disregard accounting information? The roles of information awareness and acquisition costs [J]. *Journal of Accounting Research*, 2019, 57(1): 53-84.

[5] 李晓溪, 杨国超, 饶品贵. 交易所问询函有监管作用吗? ——基于并购重组报告书的文本分析 [J]. *经济研究*, 2019, 54(5): 181-198.

[6] 李敏才, 李思杰. 问询函制度对并购信息披露质量的影响及其经济后果——基于亚夏汽车与神州数码的比较研究 [J]. *科技经济导刊*, 2020, 28(35): 162-166.

[7] 赵立彬, 赵妍, 周芳芳, 等. 并购重组内幕交易与股价崩盘风险 [J]. *证券市场导报*, 2021(5): 2-12.

[8] Liebman B L, Milhaupt C J. Reputational sanctions in China's securities market [J]. *Columbia Law Review*, 2008, 108(4): 929-983.

[9] 傅祥斐, 崔永梅, 赵立彬. 监管问询函有风险预警作用吗? ——基于证券交易所重组问询函的证据 [J]. *证券市场导报*, 2020(8): 12-21.

[10] 傅祥斐, 郑雷, 赵立彬. 投资者网络搜索、监管问询与并购公告市场反应 [J]. *财经论丛*, 2020 (6): 63-73.

[11] Liu A Z, Liu A X, Wang R, et al. Too much of a good thing? The boomerang effect of firms' investments on corporate social responsibility during product recalls [J]. *Journal of Management Studies*, 2020, 57(8): 1437-1472.

[12] Bozanic Z, Dietrich J R, Johnson B A. SEC comment letters and firm disclosure [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2016, 36 (5): 337-357.

[13] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 非处罚性监管具有信息含量吗? ——基于问询函的证据 [J]. *金融研究*, 2018(4): 155-171.

Research on the Supervision Effect of Inquiry Letters on STAR Market's Mergers and Acquisitions: A Case of HYC Technology

ZHONG Jia-qin¹, YE Xiao-jie², QIAN Chun-hai³

(1. Antai College of Economics & Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200030, China;

2. Shanghai National Accounting Institute, Shanghai 201702, China;

3. China Executive Leadership Academy Pudong, Shanghai 201204, China)

Abstract: As a kind of non-administrative punishment supervision, the inquiry letter plays an important role in revealing the doubtful points and urging listed companies to improve the information disclosure of M&A. Previous literature lacks the attention to the supervision effect of the STAR Market's inquiry letter of M&A. This paper takes the first M&A case in the STAR Market, and the corresponding theoretical analysis framework is constructed to fully verify the supervision effect. It is found that, in terms of direct supervision effect, the "inquiry-reply" mechanism improves the disclosure degree of M&A target, goodwill, performance commitment, synergy effect and other related information, and also urges the company to revise the M&A plan. As for the indirect effect, the inquiry letter caused the company's stock price and excess earnings to fluctuate negatively, and caused widespread concern and discussion. This paper summarizes the inquiry characteristics of M&A in the STAR Market, and puts forward some feasible suggestions on improving the supervision level of inquiry letters and standardizing the M&A activities of enterprises in the STAR Market.

Keywords: inquiry letter; mergers and acquisitions; STAR Market; information disclosure