

台商 A 股 IPO 遭拒 兩岸雙掛牌引熱議

文／徐雪舫、李小明

一、背景

2017年11月28日，擬申請大陸A股IPO的聯德精密材料（中國）股份有限公司被大陸證監會發審會否決，引起兩岸資本市場的高度關注。聯德精材的A股IPO之路之所以備受矚目，係因其此次IPO申請，屬於臺灣F股上市公司Lemtech Holdings（臺灣證券代碼：4912）在保留F股上市地位的同時分拆大陸孫公司資產以申請大陸A股上市，而此前大陸台資企業為成功在大陸IPO，大多會選擇台灣母公司與大陸上市主體（即註冊於大陸的台企企業）業務剝離或者台灣母公司與大陸上市主體控制關係倒置等方式來調整架構。因此，如果聯德精材此次成功過會，可成為保留台灣F股上市地位前提下，將大陸資產另行分拆後又在大陸上市的首家台資企業。

在此背景下，聯德精材甫一被否，台灣輿論便喊出「F+A」股模式現階段已被大陸證監會嚴拒的論斷。惟此論斷過於率斷，尚須根據相關事實及證監會披露之資訊作進一步的分析。

資訊揭露不實遭退件

二、聯德精材被否決原因

雖然聯德精材與其間接控股股東Lemtech Holdings在經營業務層面重疊度較低，一定程度上避免了同業競爭的紅線，不過，聯德精材仍舊存在資訊披露有重大遺漏、招股書真實性存疑、重大會計差錯存疑、關聯交易和經營不規範等問題，根據大陸證監會網站公布之公開資料，聯德精材本次被否決的主要原因如下：

1. 2014、2015、2016及2017年上半年期間（即「報告期」），聯德精材部分人員（含員工、高管）的工資和費用報銷由控股股東Global Solution及其間接控股股東Lemtech Holdings承擔，該等關聯方代付款項合計占聯德精材報告期內調整後的當期淨利潤比例分別為18.04%、10.10%、9.84%和9.84%，但其在2016年12月首次申報及補充2016年年報材料中均未說明和披露上述事項。然而，聯德精材在其2017年8月回饋意見及補充說明中，對申報報表進行了調整，並在招股說明書中對此代付款事項進行了補充披露。此種披露情形前後不一致的行為引發了發審委的質疑。

與關係企業臍帶太深

2. 報告期內，聯德精材向其前10大客戶銷售占比在80%以上，客戶集中度較高，其中，日本古河集團是聯德精材的最大客戶與最大供應商，且是其風扇與散熱管的唯一供應商。發審委對聯德精材與日本古河集團該等合作的商業合理性存在質疑，認為其存在重大依賴情形。
3. 針對聯德精材間接控股股東Lemtech Holding曾持股100%的New Fortune於2017年3月30日註銷、控股股東Global Solution曾持股50%的Lemtech Services於2017年7月28日註銷、聯德精材財務負責人持股100%的昆山旺正商務諮詢有限公司於2017年3月註銷等諸多情形，發審委對該等公司設立目的、運行狀況及登出後主要資產、人員及業務的去向提出質疑，認為可能存在為聯德精材墊付費用、款項等情況。
4. 報告期內，聯德精材境外銷售額占其該年度營業額的比例分別為66.24%、61.31%、60.71%、59.54%。其出口退稅、海關資料與出口資料的匹配關係被發審委質疑，認為出口退稅對聯德精材業績存在影響。不僅如此，發審委還質疑聯德精材與其主要客戶存在關聯關係及關聯交易情形、對境外客戶銷售存在返利或補貼、存在協力廠商回款情況、聯德精材的關聯方與境外客戶存在資金往來、代墊成本費用的情形。

F+A難以論斷不可行

5. 聯德精材在境外自然人股東葉航、談勇、蔡文龍、李配字未按規定辦理相關外匯登記事項前曾多次向境外股東進行利潤分配，該種情況存在違反《國家外匯管理局關於境內居民通過境外特殊目的公司融資及返程投資外匯管理有關問題的通知》第六條、第十二條等當時有效的相關外匯管理法律法規的可

能性。

三、「F+A」模式是否仍可實現

嚴格來說，聯德精材申請A股IPO不是狹義的台灣上市公司Lemtech Holdings的分拆上市，而是Lemtech Holdings的唯一資產在大陸再次申請上市。此前，就此種「重複上市」是否會被大陸監管部門嚴拒，業界確實存在不少擔憂。但是，本次發審委的審核意見顯示，雖然聯德精材因供應商/客戶依賴、關聯交易披露等硬性指標瑕疵最終被否決，但是發審委對聯德精材間接控股股東Lemtech Holdings係台灣F股上市公司議題並沒有提出任何的質疑，也未有任何明確證據指向本次聯德精材申請被否與「重複上市」有關。因此，作出「F+A」股模式成為大陸發行人上市障礙的論點為時尚早。

兩岸雙掛牌成功案例

四、台灣大陸證券市場雙掛牌案例

為最大程度發揮IPO的融資功能，在成本可控的範圍內，除上述「重複上市」的嘗試外，雙掛牌或多個交易所同時上市或可成為諸多企業的優選融資策略，目前這樣的案例並不鮮見。例如，考慮到A股市的高估值、融資能力以及港股市場的成熟、理性及針對國際行情的高靈敏性，大陸包括國企在內的許多企業會選擇在大陸A股和香港聯交所同時上市，中國石油和近日過會的大陸家居業巨頭紅星美凱龍就是此類雙掛牌的典型。此外，自從大陸證監會於2004年頒布了《關於規範境內上市公司所屬企業到境外上市有關問題的通知》後，通過分拆形式達成雙掛牌甚至多地上市的途徑也逐漸開放。

就台資企業雙掛牌問題而言，其實，早在去年12月30日，知名的台企亞翔就成功分拆其大陸投資事業——亞翔系統集成科技（蘇州）股份有限公司，成功在上交所掛牌上市，成為首家「T+A」股模式的掛牌公司。此案例也從側面印證了我們前文的判斷，即尚無明確跡象表明「F+A」股模式會被大陸證監會當然否決。

（作者徐雪舫是理律法律事務所資深顧問；李小明是上海律同衡律師事務所合夥律師。本文不代表理律法律事務所及律同衡律師事務所意見。）