

# 借壳限制将松绑 创业板能否迎来又一春

规则修订有利于提高上市公司质量,激发市场活力,对创业板重组是政策利好

□ 于德江 孟庆建

日前,证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见,拟调整重组上市认定标准、对创业板重组上市松绑、恢复重组上市配套融资。

此前,创业板借壳被严格禁止,现在得以松绑,多家上市公司相关人士对《证券时报》表示,此举为公司提供了更大的资本运作空间,但当前并无具体行动,会密切关注政策动向。投行人士较为理性,认为当前已有的商誉难题、融资困境仍然待解,拟修订政策对并购重组市场的影响程度尚有待观察。

二级市场的表现先热后冷。政策公布次日,创业板指跳空高开逾2%,小市值的创业板个股全线涨停,ST板块同样大涨。之后,相关个股分化,再难有集体表现,大涨者也迅速回落。

## 借壳限制松绑

2000年,深市增发新股,筹划创业板。经历了一波三折,创业板终于在2009年正式开板。相对于主板,创业板上市门槛略低,主要服务于自主创新企业及其他成长型创业企业。在设立之初,创业板就一直向市场传递创业板不支持借壳上市的理念。在2013年,证监会明确创

业板不允许借壳。直到今天,创业板不准借壳作为一条红线被严格执行。

2013年11月30日,证监会曾谈及关于创业板不允许借壳上市的考虑:由于创业板目前存在“三高”问题,如果允许在创业板借壳上市,将加剧对创业板上市公司二级市场炒作,还易引发内幕交易、市场操纵等违法违规行为。从中可以看出,禁止创业板借壳有其特定的历史背景,事实也证明,该政策对规范上市公司相关行为起到了积极作用。

此前囿于政策原因,创业板的重大资产重组行为被抑制,这一市场手段没能在创业板发挥作用。但乱象未能完全避免,仍有不少类借壳、逆向借壳的方案出炉,试图闯关。其实,监管层早已明确,借壳的审核标准等同IPO。通过借壳或IPO登陆创业板的公司,在审核方面不会有任何不同,质量上也同一层级。

从现在的情况来看,市场形势已经发生了很大变化,创业板公司市场估值处于合理水平,“三高”发行问题不复存在,炒作情形大幅降温。近年来重组上市趋向规范,重组上市的资产质量较高,不少优质企业通过重组上市获得了更好的发展机会。重组上市作为创新企业另一条重要的上市途径,可以有效解决

上市渠道单一的难题,改善上市公司经营状况,实现绩差资产的退出。创业板双创特征明显,但经过近10年发展后亦存在业绩两极分化的问题,相比退市周期较长的情况,重新上市可以让创新企业高效地剥离旧资产,更快地获得资本市场支持,服务国家产业转型升级。

终于在6月20日,为进一步理顺重组上市功能,激发市场活力,证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组办法》)公开征求意见,拟进一步提高“适应性”和“包容度”。主要内容有四点:一是拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标,二是拟将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至36个月,三是拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市,四是拟恢复重组上市配套融资。

从中可以看出,创业板的借壳限制被有条件地放开,依然有较高的准入门槛,符合创业板的定位。拟修订政策的积极意义也显而易见,在当前中小民企流动性趋紧的背景下,创业板的大股东化解风险又多了一条有效路径。

## 关注政策变化

受上述消息刺激,6月21

日,创业板的20多只小盘股集体涨停,部分股票“一日狂欢”,也有受追捧标的连续多日涨停。

有多家创业板公司相关人士表示,此举为公司提供了更大的资本运作空间,正在研究相关政策,但当前并无具体行动,会密切关注政策动向。一家小市值创业板公司人士表示,在此前有创业板借壳规则放松传闻之时,公司就在积极关注,证监会发布消息时也是第一时间就看到。公司要发展壮大,不排除并购、借壳等方式。只要是好项目,对公司发展来说多了一个选择,未来是否重组一切以公告为准。

另一家小市值创业板公司的董秘亦认为,借壳松绑对创业板的小市值公司是大利好。“以前需要曲线借壳,现在有了政策支持,公司价值会得到提升。”他说,“配套融资的放开,让上市公司更有信心去并购好的标的,减轻资金压力。上市公司并购项目通常会追加投资的,没有配套融资的情况下,资金压力非常大,导致一些好的标的也不敢并购。”这家公司上市以来业绩不佳,市值也逐年缩水。上述人士表示,在证监会文件发布后,有券商人士来咨询过意见,但是去年最难的时候,公司也没想过卖壳,今年经营前景好转了,短时间内应该不会卖壳了。

太空智造相关人士表示,规则修订将有利于提高上市公司质量,激发市场活力,对创业板重组是政策利好。公司将持续关注政策动态,与时俱进。

吉峰科技表示,这次修改重组办法,放松了创业板借壳的要求,尤其是对高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市提供较大的便利。

## 仍需高度警惕

在就修改《重组办法》公开征求意见的文件中,证监会表示,并购重组是上市公司发展壮大的重要途径,重组上市是并购重组的重要交易类型,市场各方高度关注。中性、客观地看待重组上市这一市场工具,有利于准确把握市场规律,明确市场预期,结合我国现阶段基本国情,充分发挥资本市场服务实体经济的功能作用。

资深投行人士王骥跃认为,监管层对借壳理念发生重大转变,借壳上市不再被认为是抄近路的行为,而是正常的市场交易行为。借壳上市本身是正常的市场交易行为,而伴随借壳上市的一些乱象,例如高估值、内幕交易、财务造假等,本质上与借壳上市行为关系并不大。该打击正常打击,违法违规本就应严格处理。

证监会明确表示,下一步将遵循“放管制、加强监管、推进创新、改进服务”主线,不断推进市场化改革,强化对违法违规行为的监管。依托“三点一线”监管体系提升并购重组全链条监管效能,对并购重组“三高”问题持续从严监管,坚决打击恶意炒壳、内幕交易、操纵市场等违法违规行为,坚决遏制“忽悠式”重组、盲目跨界重组等市场乱象。强化中介机构监管,督促各交易主体归位尽责,支持上市公司通过并购重组提升内生动力,有效应对外部风险和机遇。

证监会就修改《重组办法》公开征求意见的次日,创业板壳资源个股即集体涨停。后续,壳资源是否被恶意炒作仍然需要警惕。从前述对创业板小市值公司的采访中也可以看出,在修改《重组办法》尚处于公开征求意见阶段,相关公司还难有实质性动作,也不是每一个小市值创业板公司都在琢磨着去卖壳求生。

观点

## 防“雷”之策在制度建设

□ 木木

《地雷战》是部教学电影。笔者小时候看了不少遍,最大的感受就是——地雷太厉害。尤其是制式地雷就更厉害,不但难发现、难排除,而且威力大,一炸就是一大片。

战场上的地雷太厉害,别的什么地方的“地雷”威力当然也小不了,比如股票市场上的“地雷”。或有意或无意,悄无声息地埋在一个让人意想不到的地方,不知什么时候,因了什么事情触发了机关,“轰隆”一声炸上天,随即倒地成千上万一大片……危害巨大。

股票市场里,“没来由”地突然爆炸的“地雷”实在已经不少了。远的如银广夏、蓝田股份之类的“雷”就不说了。最新鲜的“地雷”无疑就是刚刚炸响的新城控股了。粗粗翻检一下20多年来在市场中炸响的那些“地雷”,必须承认,其中的许多“老地雷”还是带了“土地雷”的模样,由于“伪装”比较不讲究,投资者只要仔细些,认真看财报,认真做调查,还是有可能发现、躲开的。相较于这些“前辈”,刚刚炸响这颗“新雷”,无疑就更高明,几乎让人察无可察,当然也就躲无可躲,伤害惨痛。

新城控股这颗“雷”爆掉后,“朋友圈”里最痛的领悟就是——“这样的‘雷’怎么躲啊?”如果单看K线图,新城控

股的K线走势无疑特别好看,“金叉”连连,加之盘子适中,业绩尚可,市场整体形势也配合,股价很快突破4月10日的高点,看起来真是问题不大。关键前一天,还是量价齐升,晴空一片……买这样的股票,当然不会有毛病。谁能想到,一脚脚踩上一颗大“地雷”。

虽然公司实控人涉嫌刑事犯罪罪被抓,对公司经营短期看似很难造成很大的影响,但投资者会联想啊——能干出这种事情的人,还有什么事情干不出?投资者如此联想,别人好像也很难挑得出毛病,这样的风险确实有。

防范这种“地雷”,不能把目光盯死在“防范”上,因为效果差,也不是长远之计,而应该制定措施,根本不能给他“埋雷”的机会,即使钻空心思把“雷”埋下去了,而且最终爆掉了,对投资者也一定要有救济措施,对“爆雷者”要有严厉的惩罚措施,或许才能最大限度上防止出现这样的“地雷”。

在防“雷”过程中,制度建设很重要。或许,这样的制度——杜绝“地雷”为祸市场的制度——完全可以借了这个“反面典型”进一步建立、完善起来。如果投资者的损失能得到最充分的补偿,他们对整个市场的信心也就有了保证。而那些“埋地雷”的或者有心“埋地雷”的,或许也会因了“被抓”的风险,因了天价赔偿的风险而死了“埋雷”之心。

## “三只松鼠”要登陆A股了

2018年实现营收70.01亿元,净利润3.04亿元,已是休闲零食行业“一哥”

□ 李小兵

随着7月3日开启申购,被新华社称作“改革名片”的零食品牌“三只松鼠”终于要登陆A股市场了。零食行业巨头中的“三只松鼠”、百草味、来伊份及盐津铺子,至此都跑在了资本市场的赛道上。

根据披露的最新财报,“三只松鼠”2018年实现营收70.01亿元,净利润为3.04亿元,已是休闲零食行业“一哥”。“既然上市了,就要利用好上市这个工具,比如构建数字化渠道。”面对上市,“三只松鼠”实控人、董事长章燎源依然不忘改革。

而2018年,则被章燎源定义为“三只松鼠”的新时代初始元年:即加快从电商品牌向数字驱动的供应链平台企业转型。章燎源表示,“三只松鼠”希望通过数字化供应链平台重新连接,赚取产业链成本降低的利润。

据《上海证券报》报道,根据“三只松鼠”的研发构架,在被称作“松鼠云造系统”中,公司将实现产品从生产到消费者手中的最短距离,而这个改变间接带来的库存层级的精简,就可以“溢出”几个点的利润。显然,这也成为“三只松鼠”上市动力。

根据最新财报,“三只松鼠”2016年~2018年营收分别为44.23亿元、55.54亿元、70.01亿元,净利润分别为2.36亿元、3.02亿元、3.04亿元。这一组数据显示了两个方面:一个是营收持续较快增长;另一个是净利增幅较大下

降。章燎源表示,这是因为公司从单一的坚果类电商向全品类零食供应商转型,核心就是烘焙蛋糕类。为了推动这个市场的发展,“三只松鼠”主动降低价格。对于从坚果向烘焙蛋糕类转型,章燎源表示,是因为坚果这个品类的流量确实出现了瓶颈。为此,2018年,“三只松鼠”做出的转型策略就是由单一的线上渠道向全渠道转型(即去更多的地方卖),由单一坚果为主的品类向全品类零食拓展(即卖更多的产品)。转型的结果是:“我们在烘焙类电商也是第一名。”章燎源透露。而2020年,“三只松鼠”线下店将会完全重新布局。

让人意外的是,在这样一家表面上看来只是“买进卖出”的“没门槛”的公司,还会有“黑科技”加持。从“三只松鼠”不断揭开的谜底可以看出,在这些黑科技背后,是“三只松鼠”持续追求用新的商业模式完善产业生态链的创新动能。



## 棋牌在线游戏商排队上市 家乡互动上市首日暴涨

近日,棋牌游戏开发及运营商家乡互动科技有限公司在香港交易所主板挂牌上市。该公司主营麻将及扑克在线游戏。家乡互动是继今年4月禅游科技上市后港交所迎来的又一家棋牌在线游戏商,上市首日即暴涨。另有5家在线游戏企业排队等候在港上市。图为家乡互动负责人共同敲响上市铜锣。张炜摄

□ 王雪青

## “再融资30条”:公司业绩下滑将分类处理

公开相应审核标准,增加审核透明度

近日,证监会网站发布《再融资业务若干问题解答》(以下简称《再融资问答》),本次公布的问题解答共30条,主要涉及再融资具有共性的法律问题与财务会计问题,也被业界称之为“再融资30条”。

证监会表示,为进一步推动证券发行工作市场化、法治化改革,增强审核工作透明度,引导规范上市公司融资行为,便于各中介机构履职尽责,更好地发挥再融资支持实体经济的作用,证监会发行部根据相关法律法规等规定,在研究总结再融资监管实践的基础上,经充分征求市场各方意见,不断完善审核标准,形成《再融资业务若干问题解答》。

从内容上来说,《再融资问答》主要对同业竞争、关联交易、承诺事项、重大违法行为、土地问题、诉讼或仲裁事项、上市公司对外担保、募集资金用途产业

政策、募投项目实施方式、认购对象资金来源、股东大会决议有效期、股份质押、可转债担保事项、募集资金拟投资于PPP项目及、类金融业务、收购资产及股权、按章程规定分红、商誉减值等发行人和中介机构如何进行核查或信息披露等注意事项进行指引。

业内人士表示:“《再融资问答》是公开相应审核标准,增加审核透明度。不过,对于市场关注的再融资发行定价和持股锁定期等问题,这次再融资问答尚无最新的解释。”

在诸多问题中,对于“发行人最近一期业绩下滑将对再融资审核有何影响”的问题,市场较为关注。证监会表示,审核中将区分业绩下滑的情形(大幅下

滑指的是公司净利润同比下滑超过30%,以合并报表下扣非前后归属于母公司净利润下滑比例孰高为准)进行分类处理。其中,对于有盈利要求的发行申请,最近一期业绩下滑,但相关盈利指标、盈利预测数据仍满足基本发行条件的,在履行充分信息披露程序后予以推进。对于有盈利要求的发行申请,最近一期业绩下滑可能影响发行条件的,保荐机构应就业绩下滑后是否满足发行条件审慎发表意见。而对于不存在盈利要求的发行申请,经营业绩出现大幅下滑时,在上市公司及中介机构更新申报文件或报送会后事项文件并履行信息披露程序后予以推进。

而对于报告期末账面存在大额商誉的公司,证监会表示,

对于存在大额商誉而未计提或较少计提减值的,保荐机构及会计师应详细核查计提的情况是否与资产组的实际经营情况及经营环境相符,商誉减值测试的具体过程是否谨慎合理。对于报告期内集中计提大额商誉减值的,保荐机构及会计师应重点分析计提当期与前期相比公司生产经营情况发生的重大变化,以及该变化对商誉减值的影响。若为行业性因素,应对同行业分析其合理性,若为自身因素,应分析因素发生的时点、公司管理层知悉该变化的时间及证据。同时就相关变化对本次发行是否可能构成重大影响发表意见。

此外,在募集资金用途方面,《再融资问答》显示,原则上,

募集资金投资后不得新增过剩产能或投资于限制类、淘汰类项目,但偿还银行贷款或补充流动资金、境外实施、境内收购等不涉及新增境内过剩产能的项目,以及投资其他转型发展的项目,不受上述限制。

在境外投资上,《再融资问答》再次强调,2017年8月国家发改委等多部门发布的《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》中,明确房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资,在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台,使用不符合投资目的国技术标准要求的落后生产设备开展境外投资,赌博业、色情业等境外投资等属于限制类或禁止类的对外投资。