

证监会新规规范借壳上市

李伟 电话: (8610) 8357 1322

邮箱: liwei_yjl@chinastock.com.cn

8月5日,证监会发布了《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》(下称《决定》),自2011年9月1日起正式实施。该《决定》主要涉及规范、引导借壳上市、完善发行股份购买资产的制度规定和支持并购重组配套融资三项内容。《决定》首次明确了借壳上市的标准,以对这一内幕交易频发地带进行规范。

一、新规确定借壳上市高标准

《决定》对借壳上市确定了较高的标准,其净利润指标将与IPO基本一致。根据规定,自控制权发生变更之日起,上市公司向收购人购买的资产总额(即借壳上市),占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度期末资产总额的比例应达到100%以上。拟借壳对应的经营实体持续经营时间应当在3年以上,最近两个会计年度净利润均为正数且累计超过2000万元。另外,《决定》强化了财务顾问对实施借壳上市公司的持续督导,要求财务顾问对借壳上市完成后的上市公司的持续督导期限不少于三个会计年度。不过,金融、创业投资等特定行业的企业,暂不适用于现行借壳上市规定。

目前主板和中小板的IPO标准是:最近3个会计年度净利润均为正且累计超过3000万元;最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过5000万元,或者最近3个会计年度营业收入累计超过3亿元;最近一期末无形资产占净资产的比例不高于20%;最近一期不存在未弥补亏损。

对比可见,借壳上市的净利润指标已经与主板非常接近。但对于营业收入、现金流和净资产要求,还是有一定的差距。而对于公司治理,比如管理层是否有违规记录等,更是没有要求。

二、新规的积极意义

借壳上市作为当前中国股市最重要也是最普遍的一种资产重组模式,应该说是有其积极意义的。借壳上市不仅让处于困境中的上市公司获得重生的机会,而且对于一些即便不是处于困境中的

企业来说，通过借壳上市，实现行业整合与产业升级，同样也可以促进上市公司做大做强。

尤其对于有色、矿产、房地产等强周期行业的企业而言，由于其盈利能力受行业周期和政策影响明显，往往难以符合 IPO 连续三年盈利的上市条件，因此借壳上市虽然影响力较小，且财务成本未必便宜，但“能绕过很多规章制度”的优势就足以让这些企业趋之若鹜。

然而，由于借壳上市不需经过 IPO 阶段保荐人的审慎核查及层层审批，在过去很长一段时间里，有些借壳上市其实并不是以提升上市公司资产质量和盈利水平为目的，而是将上市公司的壳作为重组方上市圈钱以谋私利的工具。

不少公司的借壳上市并没有从根本上带来资产质量和治理机制的根本改变，也不可能使企业的持续经营能力得到真正意义上的提升，反而可能令本来就已经困难重重的上市公司雪上加霜。

在此背景下，证监会发布《决定》，首次明确借壳上市的标准，以对其进行规范，《决定》的积极意义主要体现在以下三个方面：

1、规范借壳上市

对借壳上市入主方的盈利能力等方面提出了较高的门槛条件，弥补了之前的部分制度漏洞。同时强化了财务顾问对实施借壳上市公司的持续督导。

《决定》明确规定借壳上市的监管范围、监管条件和监管方式，借壳上市行为有了进一步的规范。借壳上市的门槛也有了很大的提高，有利于提高上市公司资产重组的质量，有利于进一步规范、引导借壳上市行为，遏制市场绩差股投机炒作和内幕交易等问题，有利于统筹平衡借壳上市与 IPO 的监管效率，有利于市场化退市机制改革的推进和出台。

2、完善发行股份购买资产的制度规定

《决定》规定向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象发行股份购买资产的，发行股份数量不低于发行后上市公司总股本的 5%；发行股份数量低于发行后上市公司总股本的 5%的，主板、中小板上市公司拟购买资产的交易金额不低于 1 亿元人民币，创业板上市公司拟购买资产的交易金额不低于 5000 万元人民币。

《决定》进一步健全和完善了发行股份购买资产的制度规定，有利于降低重组成本，提高重组效率，有利于优势上市公司进行行业深度整合和产业升级，有利于国家产业政策的贯彻和落实。

3、支持上市公司重大资产重组与配套融资同步操作

《决定》明确规定，上市公司发行股份购买资产的，可以同时通过定向发行股份募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理。《决定》允许上市公司发行股份购买资产与通过定向发

行股份募集配套资金同步操作，实现一次受理，一次核准，有利于上市公司拓宽兼并重组融资渠道，有利于减少并购重组审核环节，有利于提高并购重组的市场效率。为进一步拓宽并购融资渠道，不断创新和丰富并购融资工具进行了有益的探索。

三、进一步规范借壳上市的政策建议

借壳上市新规提高借壳上市门槛，有利于借壳上市公司质量的提高，能够起到一定程度的正面规范及引导作用，做到优胜劣汰，实现资本市场优化资源配置的功能。但是，如果仅仅从通过提高门槛对借壳上市进行规范，其效果相对有限。

要规范中国股市的借壳上市，除了要将借壳上市标准向 IPO 标准趋同，更应关注由于重融资轻回报的市场体制所造成的 IPO 渠道不畅通和退市机制的不到位。

1、疏通 IPO 渠道

由于 IPO 渠道不畅，而借壳上市由于“能绕过很多规章制度”的优势让其显得格外具有魅力。若中国 IPO 像国际成熟资本市场那样实行注册制而不是审核制，则上市机会将不再是稀缺资源，拟上市企业自然不会走借壳的曲线，而走 IPO 的直线。

2、强化退市机制

要规范中国股市的借壳上市，需要强化上市企业退市机制。近几年，人们很少见到企业退市的身影，只进不退的机制滋生了很大的道德风险。很多公司上市的动机就是圈钱，它可以等公司发展出现问题而不能继续运营下去时，把‘壳’转让出去。规范借壳上市关键在制度。必须强化退出机制，使资本市场的融资行为和企业实力挂钩，而不是仅作为一个把股市作为融资平台。

规范借壳上市的治本之策，在于尊重资本市场优胜劣汰的自然规律。有关部门只有下大决心彻底纠正“重融资轻回报”的市场错位，在发行环节实现真正意义上的市场化以及退市机制一步到位的条件下，拟上市企业才有可能遵照自己的真实意愿自主选择 IPO 或是选择借壳上市。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-83571322

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>