清科观察：《2016A 股借壳上市报告》发布，中概股借壳回归套利存变数

2016-5-26 清科研究中心 丁宁

2009 年以来，由于 IPO 不定期关闸、排队漫长等问题，大量拟登陆资本市场的企业把目光转向了借壳。尤其自 2014 年至今，借壳上市逐渐风靡市场，据统计仅 2014 年和 2015 年两年就已完成 56 起借壳上市，累计交易金额达 2581.9 亿元人民币，其中中概股回归对这种现象起了很大作用。

自 2016 年伊始，中概股私有化达到了一个小高潮，正在进行私有化的有奇虎 360、聚美优品、世纪互联、艺龙、酷 6 传媒等多家中概股，有了七喜控股、世纪游轮两个借壳上市后股价连续涨停的例子，壳资源价格也随着私有化的如火如荼而水涨船高。然而在连续“爆炒”之后，5 月初的一则有关证监会限制中概股借壳上市的消息让国内“壳资源”股纷纷遭到重创。值此背景之下，清科研究中心发布《2016 年中国 A 股借壳上市分析研究报告》，对借壳上市的政策和市场环境进行的梳理，对壳资源背后的价值进行了深入挖掘以供广大企业和投资者参考。

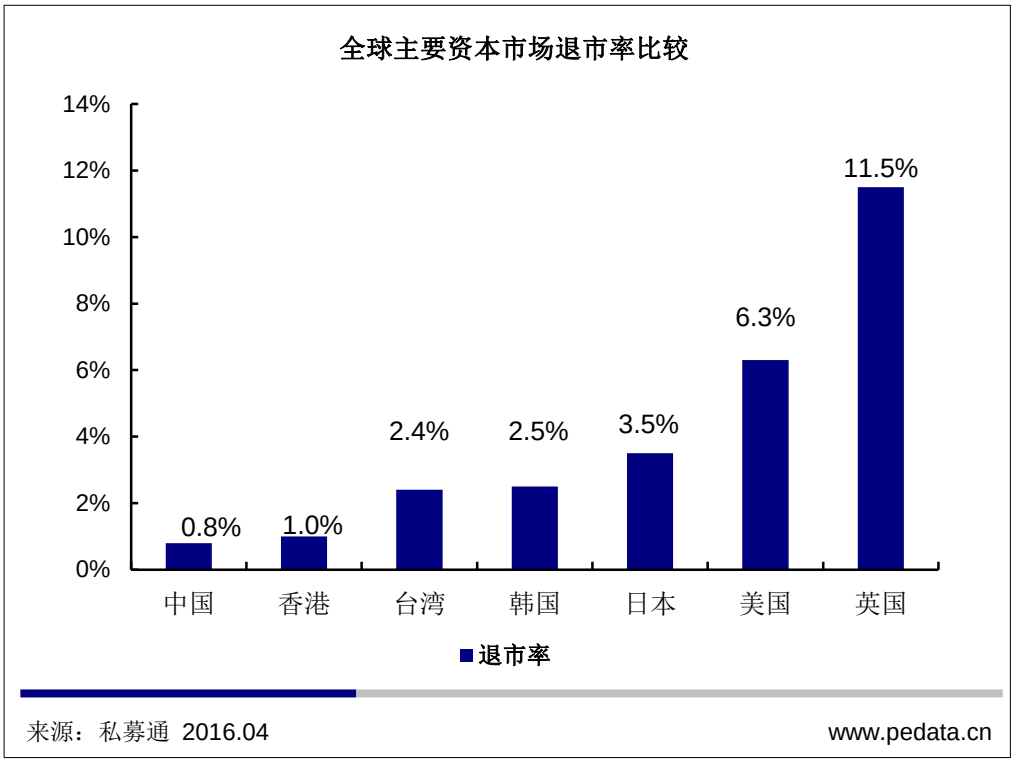
上市资格稀缺造就壳资源价值

我国 A 股市场始于 20 世纪 90 年代，距离现在发展不足 30 年，优胜劣汰的机制尚未完全形成，总体呈现“只进不出”的不合理格局。2014 年 10 月，证监会修订退市制度，明确了重大违法强制退市的意外情形。2015 年 11 月 16 日，证监会发布的《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》正式实施。退市新规明确“实施重大违法公司强制退市制度”，“严格执行不满足交易标准要求的强制退市指标。”其中，涉嫌欺诈发行、重大信息披露违法两类违法行为的上市公司将被强制退市。2016 年 3 月 21 日，上证所发布公告，因重大信息披露违法，由于情形极为严重，且不具备恢复上市条件，决定*ST 博元终止上市，成为我国 A 股历史上强制退市的第一股。

与国际水平相比，中国的退市率依然很低。截至 2016 年 3 月底，A 股上市企业已达 2,800 多家，而总共退市数量仅为 100 家左右。相比之下，成熟资本市场的退市率则要高得多，以美国为例，从 1995 年至 2012 年的 17 年间，纽交所共有 3,000 家左右的公司退市，纳斯达克共有 8,000 家左右的公司退市，数量相当可观。

退市制度的完善对于保护投资者权益举足轻重，长期以来，我国资本市场未能给予主动退市足够的重视与应有的地位，在退市实施程序、后续安排等方面，主动退市与强制退市混同。纵观 A 股的发展历史，A 股的退市进程才刚刚拉开序幕，目前上市企业面临的退市风险仍然较低，上市机会仍旧显得弥足珍贵。

图 1　全球主要资本市场退市率比较



我国市场退出机制的匮乏、退市股票交易市场的缺乏，造成资源在相当程度上的浪费。于是证监会出台相关优惠政策鼓励上市公司资产置换和资产重组，地方政府亦采取行政干预出台优惠政策拯救业绩差的上市公司，使得上市公司不容易退出资本市场，为壳资源的利用提供了制度基础。

此外，多数优秀企业考虑到上市条件严格，上市成本过高，便对已上市的公司进行兼并和收购，为壳资源的存在提供了需求条件。一些经营不善，业绩较差的上市公司也希望优势企业注入以改变自身劣势。国家为了经济的健康发展、证券市场的规范运行，也出台了相关政策鼓励达不到上市条件的企业借壳上市，这些都为壳资源的存在和交易提供了条件。

借壳上市对壳公司股价有巨大的推动作用

我们统计了 2009 年以来借壳上市案例中，上市公司被借壳复牌后的股价分别相对于上证综指和创业板指数的涨幅情况。在复牌后的 30 个交易日内，被借壳上市公司的累计超额收益从 10%左右持续上升，尤其是在复牌后一周左右的交易日内，几乎每天都有 10%的超额收益，说明上市公司在复牌后的最初一周基本处于连续涨停的状态。随后股价增速逐步趋于平缓，30 个交易日后累计超额收益最终可达 70%，可见借壳上市的预期对于壳公司股价的正面推动作用是非常大的。

从最近的两例中概股回归中也能看到，被借壳方在宣布重组消息之后股价出现连续攀升，通常会有连续涨停的情况出现。

七喜控股借壳方是有“中国传媒第一股”之称的分众传媒，七喜控股自 2015 年 9 月 2 日复牌起即连续 7 天一字涨停，截至 2015 年 12 月 31 日收盘，报价 42.55 元/股，比借壳

前的收盘价 13.38 元/股上涨了 218.0%。

世纪游轮于 2014 年 10 月即开始停牌，1 年后确定被巨人网络借壳，自 2015 年 11 月 11 日起复牌，连续 20 天一字涨停，截至 2015 年 12 月 31 日，收于 162.09 元/股，比借壳前的收盘价 31.65 元/股上涨了 412.1%。

以上证综指为基准，以 2015 年 9 月 30 日为例，大盘指数为 3052.78，截止 2015 年 12 月 31 日，大盘收于 3539.18，在此期间上证指数涨幅为 15.9%，也即在差不多同一时段内，七喜控股的累计超额收益达到约 200%，而世纪游轮更是高达 400%左右。

表1　七喜控股和世纪游轮被借壳前后股价对比

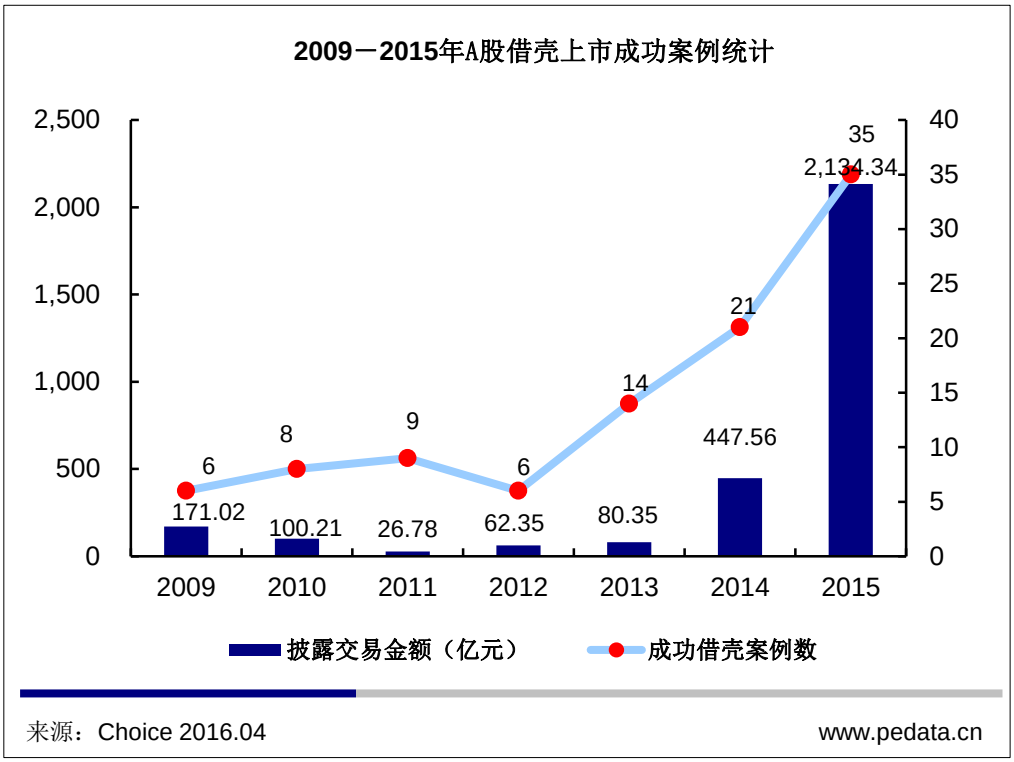
	七喜控股	世纪游轮
借壳方	分众传媒	巨人网络
确定借壳公司日期	2015/8/31	2015/10/8
复牌日期	2015/9/2	2015/11/11
借壳前收盘价	13.38	31.65
2015.12.31 股价	42.55	162.09
复牌连续涨停天数	7	20

资料来源：清科研究中心根据公开资料整理 2016.04　　www.pedata.cn

监管层严控“炒壳”，借壳上市由热转冷

2009-2015 年 A 股市场累计有 99 起成功借壳的案例，涉及交易总金额达 3,022.61 亿元。其中 2009-2012 年，A 股市场每年成功借壳的案例数均不超过 10 起，涉及的交易金额从 2009 年开始呈缩水态势，2011 年达到近年来最低值 26.78 亿元。而从 2012 年开始，受 IPO 全年关闸、上市公司并购重组政策红利等影响，借壳上市案例出现稳步上涨。2015 年 A 股成功借壳的案例数达 35 起，披露金额的 34 起案例涉及交易金额 2,134.34 亿元，平均借壳上市交易金额为 62.77 亿元，同比 2014 年借壳成功案例数大涨 66.7%，交易金额同比大涨 376.9%。

图 2　2009-2015 年 A 股借壳上市成功案例统计



然而随着中概股回归浪潮越来越凶猛和壳价格的不断爆炒，近期监管层频频喊话严控“炒壳”，借壳上市前景堪忧。2016 年第一次保荐代表人培训会上，证监会相关负责人在解读并购重组管理规则时也明确表示：证监会对借壳上市执行与 IPO“等同”的要求，禁止创业板上市公司借壳上市。而在此前的规则中，相关表述则是借壳上市条件与 IPO 标准“趋同”。一方面政策导向出现变化，另一方面，壳资源价格虚高不下也是导致借壳上市难度剧增的原因之一。

借壳上市风险加大，未来操作需谨慎

与首发上市相比，借壳上市涉及更多的利益主体，包括上市公司、上市公司的大股东、上市公司的社会公众股东、上市公司的债权人和债务人、上市公司的职工、收购方、收购方拟注入资产的持有者、收购方的实际控制人等等。借壳上市一旦成功，对壳公司来说往往属于重大利好，会促使壳公司股价上升，使壳公司的股票持有人价值增加，许多壳公司的投资者甚至可以借此实现一夜暴富的神话。但与收益对应的风险也随之增长，主要包括以下几个方面：

一、内幕信息泄露和内幕交易的风险。由于进行重大资产重组对壳公司的资产质量会有明显的改善，如提前泄露了该等信息，会造成市场上对壳公司股票价格的疯狂操作。证券市场监管者近年来对内幕交易的查处日益严格，一旦壳公司的股票价格异动，将会引起监管者的注意和核查。如一旦核查发现壳公司存在信息披露不及时，或者相关方存在内幕交易的情形，将会阻碍借壳上市的进程，最终损害相关方的利益。

二、未能获得全部政府部门审批的风险。借壳上市涉及的审批部门众多，审批程序繁复，

借壳上市的完成需要所有的审批事项都获得通过才能进行，尤其是上市公司往往曾是一个地方的重点企业，即使上市公司业绩下滑，甚至名存实亡，地方政府仍然对上市公司保持相当的重视程度。因此，即使拟购买的壳公司不属于国有企业，收购方（特别是外地收购方）亦要注意与当地政府进行充分沟通，取得当地政府的支持。

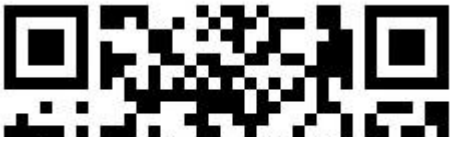
三、壳公司债务重组失败的风险。借壳上市能否获得成功还有一个关键因素是购买方买到的壳应是个“净壳”，净壳就是壳公司在进行资产处置时能够切实把所有的资产、负债、业务剥离出壳公司，而不受壳公司原有资产、负债和业务的影响。如果壳公司未能剥离原有债权债务，或者仅剥离部分债权债务，那么会面临债务重组失败的风险。因此，在借壳上市过程中收购方应对壳公司债权债务进行详尽调查，并将相应的债权债务转让给有资质和能力进行处理的接收方，以保障债务（特别是或有债务）得以真正剥离。

上文引用数据来自清科研究中心私募通：www.pedata.cn。

私募通是清科研究中心旗下一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的专业数据库，为有限合伙人、VC/PE 投资机构、战略投资者，以及政府机构、律师事务所、会计师事务所、投资银行、研究机构等提供专业便捷的数据信息。

咨询电话：400-600-9460

咨询邮箱：research@zero2ipo.com.cn



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15173