

清科观察：IPO 折戟企业海内外借壳 VC/PE 谋求借壳上市退出

2013-05-21 清科研究中心 张琦

自 2012 年 11 月“浙江世宝”上市后，境内新股发行审核便一直处于停滞状态。2013 年以来，为打击欺诈上市行为、维护投资者利益，证监会对排队上市企业进行了严厉的财务专项核查，第一季度无中国企业实现境内上市。A 股发行市场长达半年多的“空窗期”使得 VC/PE 机构 IPO 退出时间遥遥无期，而退出方式主要依赖 IPO 的机构们又该何去何从？值此时机，清科研究中心特推出《2013 年中国 VC/PE 机构借壳上市专题研究报告》。报告就中国企业借壳上市发展历程、壳资源现状以及借壳上市存在的风险与问题进行了系统梳理，对借壳上市和 IPO 要求进行了横向比较，并对部分 VC/PE 机构通过被投项目借壳上市实现退出的案例进行了剖析，以期为陷入 IPO 退出困境的 VC/PE 机构探寻可供实际操作的退出机遇。

为规范借壳上市，各资本市场相继提高借壳门槛

(一) 中国

借壳上市是市场经济发展到一定阶段的产物，是非上市公司、企业转变管理机制，拓宽融资渠道的良好契机，是企业上市的一条捷径。中国借壳上市的有关规定由一系列规章组成，并根据借壳上市所处的不同时间环节而适用，现行借壳上市的监管标准贯穿于上市公司并购重组法规体系之中，构成有机联系的整体，而不是针对拟借壳上市主体而专门制定相关的规则。

表 1 中国借壳上市相关法律法规及规章制度

	法律法规及规章制度	发布机构	发布时间	并购重组相关要点
法律法规	《证券法》	国务院	2005.10.22 修订	修订后的《证券法》在并购重组方面进行了一系列改进：首先，降低了公司在融资门槛，拓宽了上市公司再融资渠道，引进了非公开发行方式；其次，强化了定向增发在并购重组中的作用。
	《公司法》	国务院	2005.10.27 修订	与修订前《公司法》相比，修订后的《公司法》在公司并购重组监管方面的立法精神发生了重要变化：突出了公司股东自治原则，减少了行政干预；设专节完善上市公司治理结构；为国有独资公司深入改革提供制度支持；废除了公司转投资比例限制；引入了中介机构弄虚作假将承担赔偿责任。
行政	《上市公	证监	2006.05.17 修	2006 年修订该《管理办法》的核心是根据《证券



规章	司收购管理办法》	会	订，后根据 2008 年 8 月 27 日中国证券监督管理委员会《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十三条的决定》、2012 年 2 月 14 日中国证券监督管理委员会令第 77 号《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十二条及第六十三条的决定》修订	法》的调整，从原规定的收购人持股比例超过 30% 的须履行强制性全面要约义务，调整为仍需采取要约方式，但不强制收购人承担全部有意出售股份的收购义务。收购人在持股达到 30% 时，拟继续收购的，可以自行选择向公司所有股东发出收购其全部股份的全面要约，也可通过主动的部分要约方式取得公司控制权，从而大大降低了收购成本，有利于活跃繁荣并购活动的开展，推进资源优化配置。经过此次修订，我国要约收购规则从强制性要约走向主动性要约。 修改后的详细条款为：第六十三条第二款修改为“根据前款第(一)项和第(三)项至第(七)项规定提出豁免申请的，中国证监会自收到符合规定的申请文件之日起 10 个工作日内未提出异议的，相关投资者可以向证券交易所和证券登记结算机构申请办理股份转让和过户登记手续；根据前款第(二)项规定，相关投资者在增持行为完成后 3 日内应当就股份增持情况做出公告，并向中国证监会提出豁免申请，中国证监会自收到符合规定的申请文件之日起 10 个工作日内做出是否予以豁免的决定。中国证监会不同意其以简易程序申请的，相关投资者应当按照本办法第六十二条的规定提出申请。”经过此次修改，大股东豁免要约收购的申请由事前调整到了事后，上市公司控股股东的增持行为将更具有灵活性。 决定的修订主要集中在持股 50% 以上股东和 30% 以上股东增持时的信息披露要求，对原《管理办法》信息披露模糊的地方进行了进一步的明确。在原办法中，持股 50% 以上股东自由增持时达到上市公司发行股份的 5%，需进行相关的信息披露，披露之后可以继续增持。考虑到这种披露方式易对股价造成较大影响，新的决定第二条最后一款增加相关要求，明确持股 50% 以上股东每自由增持达到 1% 的，次日需进行披露；自由增持达到 2% 的，当天及次日（披露当天）需暂停增持。关于持股 30% 以上股东的增持信批，明确该类股东每 12 个月增持不超过 2% 的，信息披露时点分别为首次增持时、增持达到 1% 时和增持完成之后。
	《上市公司重大资产重组管理办法》	证监会	2011.08.01 修订	此次修订主要涉及规范、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。在规范、引导借壳上市方面，对监管范围，此次明确界定借壳上市是指，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，占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达

				到 100%以上的交易行为；对于监管条件方面，要求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 2 个会计年度净利润均为正数且累计超过 2000 万元；在监管方式方面，相比较 IPO 是主体自身的规范上市而言，借壳上市主要关切上市公司与标的资产之间的整合效应、产权完善以及控制权变更后公司治理的规范。此次修订对于借壳上市的监管重点更加突出持续督导效果，借壳上市完成后持续督导期限不少于三个会计年度，这对于遏制市场绩差股投机炒作和内幕交易的问题、平衡借壳上市与 IPO 的监管效率、以及推进市场化退市机制的改革等有所促进。不过，金融、创业投资等特定行业的企业，暂不适用现行借壳上市的规定。此外，本次《决定》还对发行股份购买资产的制度有新的要求。即明确了上市公司为促进行业或者产业整合，在其控制权不变的情况下，可以有第三方参与购买资产。具体而言，是可以向控股股东、实际控制人或其控制的关联人之外的特定对象发行股份购买资产，发行股份数量不低于发行后上市公司总股本的 5%，或者低于 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 万人民币。在支持上市公司重大资产重组与配套融资同步操作上，《规定》明确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，且证监会将采取一次受理、一次核准的方式。但配套融资不能用于新增项目和扩大生产，否则将走再融资程序。且所配套资金的比例不超过交易总金额 25%的，一并由并购重组委审核；超过 25%的，一并由发审委审核。
	《上市公司证券发行管理办法》	证监会	2006.04.26 出台	该《管理办法》共分七章七十五条，分别对公开发行证券的条件、一般规定、发行股票、发行可转换公司债券、发行附认股权公司债券、非公开发行股票的条件、发行程序、信息披露、监管和处罚等作了明确规定。是借壳上市后续融资环节的主要法规。
	《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》	证监会	2007.07.10 出台	该《办法》主要规定了证券公司、证券投资咨询机构以及其他财务顾问机构为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购等上市公司股权结构、资产和负债、收入和利润等具有重大影响的并购重组活动提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务的资格条件及规范。

业务规则	《股票上市规则》	沪、深交易所	2012 修订	在关于完善恢复上述审核标准中，修订后的《规则》明确了对通过借壳恢复上市的不支持。第一，新增“暂停上市公司申请恢复上市的条件”，要求公司在暂停上市期间主营业务没有发生重大变化，并具有可持续的盈利能力。第二，针对目前通过“借壳”实现恢复上市的暂停上市公司大多数以补充材料为由，拖延时间维持上市地位并重组的情况，《规则》对申请恢复上市过程中公司补充材料的期限做出明确限制，要求公司必须在 30 个交易日内提供补充材料，期限届满后，深交所将不再受理新增材料的申请。第三，明确因连续 3 年亏损或追溯调整导致连续 3 年亏损而暂停上市的公司，应以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为恢复上市的盈利判断依据，杜绝以非经常收益调节利润规避退市。第四，明确因连续 3 年亏损和因年末净资产为负而暂停上市的公司，在暂停上市后披露的年度报告必须经注册会计师出具标准无保留意见的审计报告，才可以提出恢复上市的申请。
------	----------	--------	---------	--

来源：清科研究中心根据公开资料整理 2013.05

www.pedata.cn

（二）香港

2004 年香港联交所修订了上市规则，对以反向收购的方式实现的借壳上市做出了更加严格的规定。此次修订，主板规则引入了创业板规则中关于反向收购的规定。根据新的规则，任何交易若因为上市发行人收购资产而令买方获得上市发行人的控制权或主要股权而让买方实际上获得上市发行人的管理控制权，并随即（或在相隔不久后）向上市发行人注入资产，即作买壳上市论。在此种情况下，将被视为新上市处理。其中，联交所将上市发行人控制权易手之后 12 个月内收购资产的限制延长到 24 个月，即控股股东在获得控制权后的 24 个月内向上市发行人注入资产，都将被视为借壳上市。

在过去，借壳上市由于周期短、门槛低和费用低廉，一直是内地企业，尤其是民营企业进入香港证券市场的主要手段。在这个过程中，难免鱼龙混杂，出现了很多侵害投资者利益的恶性事件。因此，此次联交所提高借壳上市的条件，主要目的在于规范市场，保护投资者利益，但同时也给内地的企业，尤其是民营企业，在香港的上市设置了很大的障碍。

（三）美国

2011 年，在美国市场相继有中国高速频道、艾瑞泰克等多家中国概念股被浑水、香橼等机构质疑财

务造假做空，其中多数企业正是通过反向收购登陆美国资本市场。为了保护投资者权益，美国三家主要证券交易市场纽约证券交易所 NYSE、纳斯达克交易所 NASDAQ 和全美交易所 AMEX 提高纷纷提高了借壳上市门槛，以加强对外国公司通过反向收购在美国上市的监管。根据新规定，国外公司欲通过借壳在美国上市，需另外满足以下条件：

- 1、借壳企业需在美国场外交易市场或其他受监管的美国或外国证券交易所交易满一年；
- 2、必须向 SEC 提交借壳交易相关信息的详细文件，以便美国金融业监管局以及其他监管机构审查其交易模式以及披露潜在操纵交易提供时间；
- 3、必须向 SEC 提交至少一个会计年度的经过审计的财务报表；
- 4、在企业上市申请和交易所批准其上市之前的 60 个交易日内，至少有 30 个交易日股价不得低于 4 美元；
- 5、如果该借壳企业在国外交易所交易，那么此国外交易所必须是正规交易所。

IPO 暂停 并购与 PE 二级市场之外的退出方式探索

虽然香港、美国资本市场为了规范借壳上市、维护投资人权益，先后提高了借壳上市的准入门槛，增加了借壳上市的成本与难度，中国近年来为了规范、引导借壳上市发展，也对相应规范性文件进行了修订，提高了借壳上市要求，2012 年出台的创业板退市制度也明确了不支持通过借壳方式恢复上市，壳资源成本不断降低是必然趋势，但是面临着境内资本市场 IPO 自查和新股发行暂停，高企的排队上市企业短期内难以消化，不论是有着融资需求的企业还是退出需求的 VC/PE 机构都迫切需要途径解决自身需求，因此壳资源此刻就有被利用的价值。

对于壳公司而言，通过借壳上市，优质资产实现与壳公司不良资产的置换，资本要素进行合理流动，证券市场优化资源配置功能得以发挥。其次，借壳上市行为使得上市公司的控股股东发生改变，公司质

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_15597

