



# 《上市公司重大资产重组管理办法》修订一年——

# 资本市场并购重组“退烧消肿”

经济日报·中国经济网记者 周琳

2016年9月份,修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》对外发布。新规完善了重组上市的认定标准、配套监管措施,也强化了上市公司和中介机构责任,加大了问责力度。新规实施一年来,并购重组逐渐“退烧”和“消肿”,走上了更加理性的发展轨道。

## 热点聚焦

为治理并购重组乱象,抑制盲目跨界重组,引导上市公司专注主业,防止资金脱实向虚,2016年9月份,中国证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》。新规实施一年来,并购重组市场经历了2017年上半年的调整之后,逐渐“退烧”和“消肿”,走上了更加理性的发展轨道。

### 市场加速“退烧”

自2016年以来,我国并购重组案例大幅增加,到2017年上半年并购重组市场逐步回归理性,近一年多来,我国的并购市场更加规范和成熟。

上市公司并购重组,一般是指一家公司通过产权交易取得其他公司一定程度控制权,以增强自身经济实力、实现经济目标的经济行为。并购重组一般包括买壳上市、资产置换、上市公司分立、公司之间换股合作、公司收购、向第三方发行股份购买资产、大股东注资整体上市等多种形式。

清科研究中心数据显示,2016年全年我国并购市场共完成并购案例3105起,同比增长15.3%,披露并购金额的规模为1.84万亿元,同比增长76.6%。2017年上半年我国并购市场共完成1148起案例,同比下降28.29%,披露并购金额的规模为1.04万亿元,同比上升32.2%。

“去年以来,我国并购市场回落趋于理性,良性产业并购受到监管层鼓励,这是并购市场重新回暖的重要原因之一。”清科研究中心分析师韩青璐认为,2016年下半年以来,并购案例数量在监管趋严情况下有所回落。具体来看,2016年9月份,证监会发布修订后《上市公司重大资产重组管理办法》,给“炒壳”现象降温,抑制部分借壳上市等行为。监管层在近两年持续收紧并购政策,对借壳交易、跨界并购从严审核,同时严厉打击“忽悠式重组”,遏制借并购重组的套利行为。2017年2月份发布的再融资新规与2017年5月份发布的减持新规,也在一定程度上为“高烧”的上市公司并购重组市场降低了温度。

### 具体落实“有保有压”

在中国证券业协会日前举行的“并购”保荐代表人系列培训会上,监管部门再度强调了“绕道借壳”“轻资产跨界并购”从严监管的态度,鼓励上市公司开展产业并购。

“并购重组新规实施一年,本义并非对所有并购重组案例‘一刀切’式地收紧,这样有保有压的表态,实际上更加明确了鼓励上市公司开展行业整合或产业升级,遏制忽悠式、跟风式和盲目跨界重组,体现出管理层对服务实体经济的支持,对不合规重组从严监管的态度。”前海开源基金首席经济学家杨德龙说。

2014年至2016年间,随着定向增发等多重工具的应用,A股市场并购重组盛行,部分上市公司为追逐市场热点、炒概念、做高股价,不惜溢价收购,促使A股上市公司商誉不断膨胀。通俗地说,在过去狂热的并购重组泡沫时期,各方过于乐观地估计了并购重组企业之间的“化学反应”,以为一加一肯定大于二,甚至大于三。实际上,随着盲目重组“泡沫”的破灭,近期不断出现商誉减值致业绩下滑甚至变脸的案例。部分游戏、VR、影视、互联网金融等轻资产类并购重组,打散标的资产股权的“绕道借壳”案例,都存在拖累上市公司业绩的重要风险。

摩根士丹利华鑫基金相关人士表示,商誉急剧变动对上市公司业绩来说潜在风险不小,尤其是作为近年来并购重组最为活跃的板块,中小板和创业板可能受到商誉的减值影响最大。监管层对相关情况提升了关注度,一系列并购重组举措强化了业绩补偿监管,旨在引导市场估值回归。

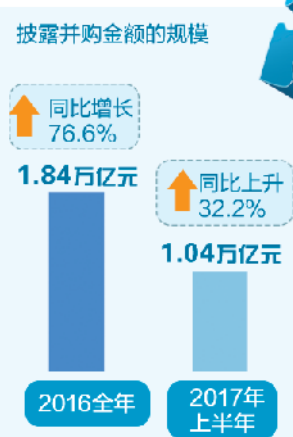
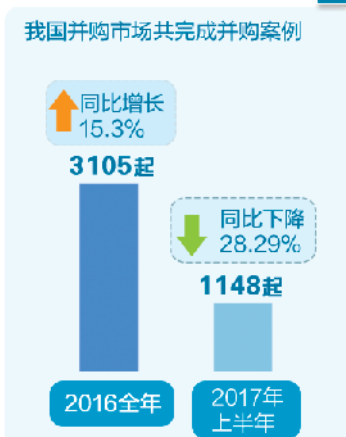
并购重组新规实施一年来,随着审核力度的加大,忽悠式重组、所谓的轻资产借壳、商誉减值等现象有所减少。今年1月份至5月份,并购重组的上市公司数量分别为10家、6家、14家、11家、11家,6月份上市公司数量增加至26家,7月份达21家。仅7月22日至7月28日这一周,证监会就审核并放发了18家上市公司批文。业内人士表示,这并非监管部门有意控制节奏,而是在过滤掉忽悠式重组等不合规重组案例后,更注重满足正常市场需求,同时也与季节性因素和环境有关。随着国家脱虚向实政策导向进一步落实,涉及产业整合、国企改革等实体经济领域的并购重组将迎良机。

### 简化程序标准不降

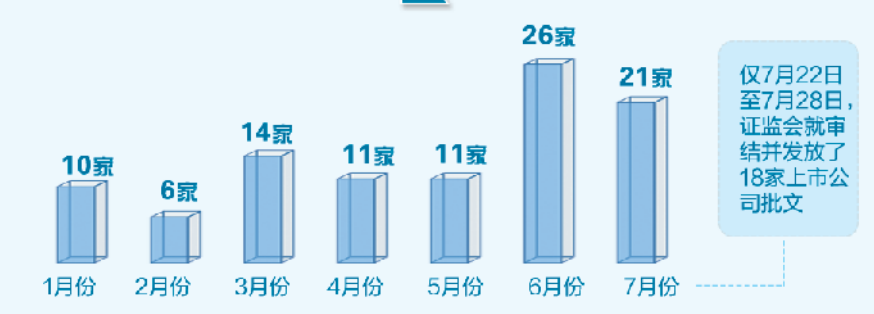
2014年以来,证监会在并购重组市场化改革方面采取了一系列措施,包括取消简化并购重组行政审批,目前90%的上市公司并购重组项目已经无需证监会审批。

从并购重组审核通过率看,截至7月底,今年以来证监会共审核约99家

### 清科研究中心数据显示



### 今年并购重组的上会企业数量



企业的并购重组申请,其中约有7家未能通过审核,通过率约为92%;约有57家公司无条件通过,剩下大约35家公司为有条件通过。

“监管层保持谨慎的态度调节并购市场的套利行为,借壳交易和跨界并购等形式在未来的并购市场将更加困难。总结起来,2016年下半年是并购重组市场政策持续收紧的时期,但简化并购程序和支持产业并购也从另一个层面体现出并购市场化改革的进步。”韩青璐说。

简化并购重组审核程序不是降低标准。证监会副主席姜洋此前曾表示,证监会系统正加速完善并购重组监管,完

善并购重组市场化机制,包括改革定价机制,丰富要约收购履约保证方式,增加并购重组支付工具等。

展望未来,韩青璐表示,随着近期中国联通混合所有制改革、中国神华及国电电力等大型国企并购案例出现,并购重组作为国企混合所有制改革重要工具的逻辑越发清晰。监管层在2016年以来大幅简化并购重组行政审批,鼓励基于产业整合的并购重组,严格重组上市要求,加强并购重组监管。这一松一紧有效促进了资源优化配置,有力支持了国企改革、产业升级,同时并购重组市场的刚性需求将持续存在。

## 点评

# 处置好存量 and 增量关系

小舟

建设融资功能完备的资本市场,既要吐故纳新,又要盘活存量。稳步推进新股发行工作,既能解决企业融资问题,也能活跃二级市场。同时,也要考虑盘活存量、优化上市公司资源配置,支持上市公司通过并购重组做大做强。

处置好盘活存量和用好增量的关系,在经济新常态下尤为重要。与新股发行常态化“消化”的企业数量相比,并购重组对于部分企业来说,门槛和成本相对较低、审批时间短、简化了上市程序。这些并购企业能够通过产业整合、资源优化实现企业外延

式发展壮大、提高上市公司质量,通过产业整合实现一加一大于二的效果,也可盘活存量,对支持供给侧结构性改革、服务实体经济意义重大。

考虑到我国以散户为主的投资者结构、国企混合所有制改革的要求以及当前实体经济发展的实际情况,今后一段时间,既要通过新股发行给资本市场不断增加新的投资标的,给新企业融资带来便利,更要努力通过并购重组盘活存量、优化国有企业资源配置,鼓励产业并购实施多元化战略,这也是实现分散投资风险、保护中小投资者的应有之意。

# 防止「房抵贷」「首付贷」兴风作浪

梁睿

上周,中国人民银行营业管理部、北京市银监局联合印发通知,要求北京市银行业金融机构对个人经营性贷款和个人消费贷款开展自查工作,重点检查“房抵贷”等资金违规流入房地产市场情况。

据介绍,近期北京银行业金融机构的个人经营性贷款和个人消费贷款规模快速增长,个别银行发放的上述两类贷款却违规流入了房地产市场,借款人将其用于购买住房,而非个人经营或日常消费,这种行为不符合房地产调控的政策要求。

除了“房抵贷”资金违规流入楼市,近期原本销声匿迹的“首付贷”亦重出江湖,一些开发商打出“首付10%、无息、无手续费,开发商垫资”等广告,违规促销。尽管在这一游戏中提供资金的对象从房产中介变成了开发商,但性质却是一样的。

在房地产市场融资全面收紧的背景下,房地产成交量明显下降。房地产商、中介机构等资金压力加大,为此他们不惜铤而走险,引导、诱惑消费者采用“房抵贷”“首付贷”等融资手段。金融机构开展“房抵贷”“首付贷”等业务,收入要比正规房贷业务高30%至50%,出于业绩考虑,一些金融机构明知违规,却存侥幸心理,对此睁一只眼闭一只眼。

“房抵贷”“首付贷”等资金违规流入楼市,危害不小。由于降低了购房和首付门槛,实质上是一种加杠杆行为。“房抵贷”把本来就是贷款买来的住房再次抵押贷款,再次投资买房,其风险可想而知。在“首付贷”中,开发商为促成销售,拿购房者的订单套现商业银行的按揭贷款,作为期房开发的滚动甚至启动资金,风险极大。“房抵贷”“首付贷”还让还款能力不足的人进入了房地产市场,一旦房地产市场走势逆转,开发商卖房套现离场,但这些还款能力不足的人会产生违约风险,从而造成金融机构坏账,并可能带来系统性金融风险。

防止“房抵贷”“首付贷”兴风作浪,降低房地产金融风险,关键在于强化监管。对于“房抵贷”而言,要重点关注银行资金流向是否真实用于消费和个人经营,对银行要开展现场检查,看贷款审核资料是否齐全,对资料真实性把关是否严格,申请贷款时提供的消费合同或经营合同是否真实,重罚把关不严和弄虚作假的机构;对于“首付贷”而言,要重点监管提供“首付贷”垫资的开发商,重罚违规者,甚至吊销其资质;同时,要进一步落实互联网金融平台的各项监管规定,防止其成为“首付贷”资金的新提供方。

# 我国首批公募FOF获批

本报讯 记者周琳报道:南方基金、华夏基金、嘉实基金、建信基金、泰达宏利基金、海富通基金等多家基金旗下公募FOF(基金中基金)日前获批,这是基金业历史上首次公募系FOF出炉,也是市场等待已久的产品。

截至目前,据不完全统计的首批获批FOF基金分别为:华夏聚惠稳健目标风险混合型基金中基金(FOF)、南方全天候策略混合基金中基金(FOF)、建信福泽安泰混合基金中基金(FOF)、泰达宏利全能优选(FOF)、嘉实领航资产配置混合型(FOF)、海富通聚优精选(FOF),从产品来看,首批获批产品各有其特色。

南方基金总裁杨小松认为,公募FOF将为公募基金的发展带来新的机遇,打开新的空间。FOF将实现底层资产投资与大类资产配置的专业化分工,更加专注于大类资产配置,为解决投资者的痛点,弥补行业价值链的缺失提供了新工具。

### 2017中国产融经济交流峰会提出

# 振兴实体经济需产融良性互动

本报讯 记者杨国民报道:日前,在中国商业联合会、日新控股集团联合主办的“2017中国产融经济交流峰会”上,与会专家提出,目前我国科技转化和创业活动仍面临融资难、融资贵等问题,迫切需要破解融资困局。

专家们提出,振兴实体经济需要产业资本和金融资本双轮驱动,产融良性互动。只有产业与金融对接机制建立起来,并有序运转,金融服务产业的能力才能够得到大幅度提高。当前,随着利率市场化的不断推进,中国资本市场开放程度更高,金融行业也相应地迎来了新一轮发展大潮。互联网金融的蓬勃兴起为缓解实体经济融资难题拓展了新渠道,传统金融机构加大了对“草根实体经济”的服务力度,大型银行、股份制商业银行纷纷重视实体经济市场,加快布局。

同时,我国的产融结合实践尚处于初级阶段,产融结合助力产业金融发展的体制与机制尚不健全,产融结合破解企业信贷约束的作用尚未完全发挥。专家强调,未来,还需从产融结合发展的战略方向、顶层设计、政策引导等方面入手,做好产融结合发展规划和部门协调。

此外,产融结合也对监管机构提出了更高的要求。有专家提出,目前,有众多大型企业集团横跨“产”“融”两大领域,金融领域复一行三会监管,产品生产领域受国资委的监管,形成重复监管和监管真空同时存在。产融结合的超大型企业,要有对应的金融监管机构负责日常监管;在金融资本与产业资本之间建立有效的“防火墙”,防止僵尸企业的产生;隔离不同金融业务风险,严防关联交易、产融结合的杠杆过高等问题。

本版编辑 温宝臣

## 从上市公司中报看中国经济走势 ⑧

# 农业板块业绩平稳 内部结构分化明显

本报记者 何川

农业是国民经济的基础,也是国民经济中最基本的物质生产部门。上半年,我国第一产业增加值为21987亿元,同比增长3.5%,从已披露的上市公司半年报来看,农林牧渔板块整体业绩表现平稳,但各个子板块之间有明显分化。

目前,农林牧渔板块下属90家上市公司半年报已披露完毕,整个行业板块合计营业收入2263.92亿元,同比增长23.96%,净利润为118.72亿元,同比下降29.28%,主要是林业、畜禽养殖等子板块业绩下滑明显,农产品加工、渔业等子板块则保持较快增长。

从农产品加工板块来看,上半年其景气度维持较高水平,该板块下属19家公司当期营业收入267.67亿元,同比增长38.31%,净利润为15.32亿元,同比大增138.02%。其中,中粮生化、冠农股份、中粮糖业、朗源股份等4家公司净利润同比翻倍。

以中粮生化为例,该公司表示,报告

期内,在柠檬酸、DDGS(干酒糟高蛋白)等产品价格上涨的同时,公司加大了主要产品的市场开发,使产品销量和毛利增长;不断优化融资结构,使财务费用降低;收到木薯燃料乙醇补贴等补助资金。受上述因素综合影响,公司今年上半年利润较同期大幅提升。

财富证券分析师赵欢表示,发展农产品加工业是推进农业供给侧结构性改革的重要抓手,也是相关龙头企业打造品牌形象、提升公司业绩的重要支撑。上半年,全国规模以上农产品加工业增加值增速为7.3%(扣除价格因素),较去年同期提高1.7个百分点,显示出农产品加工业转型升级步伐加快,运行质量效益不断提高,向好发展态势稳固。

相比之下,上半年畜禽养殖板块表现欠佳。数据显示,畜禽养殖板块下属15家上市公司上半年营业收入为505.54亿元,同比增长12.46%,但净利润为34.57亿元,同比下降64.56%。具体来看,罗牛

山、绿庭投资等6家公司业绩同比实现增长,民和股份、圣农发展、华英农业等9家公司净利润同比大幅下滑。此外,林业板块业绩不佳,4家上市公司中仅有ST景谷上半年净利润同比实现增长。

海通证券分析师丁频表示,“上半年我国养鸡行业大幅亏损、活禽禁售范围的扩大以及环保整治力度加强等,对养殖行业企业冲击较大,全行业产能缩减20%至30%,不少上市公司净利润同比大幅下滑。下半年,随着下游消费持续改善,畜禽产品价格有望稳中趋升”。

以益生股份为例,该公司表示,上半年,主要产品父母代肉种雏鸡价格和商品代雏鸡价格下降,导致公司业绩亏损。此外,农业部发布的数据还显示,上半年我国生猪价格持续下跌,集贸市场猪肉和生猪价格同比分别跌9.7%和16.2%,春节过后连续4个月下跌。

对于下半年农业板块的发展趋势,太平洋证券分析师程晓东表示,从全球玉

米主要产销区发布的数据来看,玉米库存消费比在历史较低水平基础上下降,国际玉米价格有望反弹。在市场化改革背景下,国内玉米价格和价格之间的联动性增强,国际玉米价格反弹有望带动国内玉米价格自底部回升,将利好玉米制种行业。此外,在父母代种鸡产能下降、环保压制产能复苏、消费回暖等因素作用下,毛鸡价格将继续上涨,养殖板块行情在前期回落后将再次向上拓展空间。

赵欢认为,下半年国企改革引入非国有性质的外部投资者,将有效改善农业国企的公司治理结构,增强企业的发展能力。“中国联通混改方案亮相提升了市场对于国企改革主题性投资机会的关注力度,农业板块涉及混合所有制改革的主要有中粮生化、中粮糖业等中粮系,以及华英农业、新五丰、正虹科技等地方国企,未来这些公司业绩弹性较大。”赵欢说。(本系列报道完毕)