

借壳上市认定标准研究

袁钰菲*

摘要:借壳上市作为拟上市公司登陆资本市场的重要交易方式,历来受到较多关注。关于借壳上市认定标准,《上市公司重大资产重组管理办法》规定了控制权变更和购买资产总额超过100%比例两项指标,并需执行累计首次原则和预期合并原则;境外市场则采取了不同的认定标准和监管态度。统筹考虑,我国借壳上市认定标准的监管应遵循严格执行与IPO标准等同、适度监管、统一监管原则。在具体认定标准上,需关注或完善作为借壳方的收购人的关联人及一致行动人的认定、累计首次原则及累计时间期限问题,强化对净壳重组及主营业务变更情形下的借壳上市监管,完善金融和创业投资等特定行业的特别规定。

关键词:借壳上市 认定标准 境内外实践
首次公开发行条件

借壳上市是利用资本市场并购重组制度实现上市的一种方式,是收购控制权与资产重组的组合

* 华东政法大学经济法学博士研究生,上海证券交易所员工。本文仅作为学术研究讨论,仅代表作者本人学术观点,与任何机构无关。

操作,客观上可以达到原上市公司脱胎换骨,拟上市公司间接上市的效果,又被称为“后门上市”。自2013年以来,上市公司并购重组市场极其活跃,2014年并购重组交易量和启动重大资产重组的公司家数创历史新高。在重大资产重组的几类交易类型中,借壳上市受到市场高度关注,监管实践中对此类案例的审核也给予了更多的关注和研究。

为抑制市场炒作,防止市场监管套利等问题,中国证监会自2011年起逐步提高借壳上市的门槛,2014年10月,中国证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组办法》),进一步完善借壳上市的认定标准,明确对借壳上市执行与首次公开发行(IPO)审核等同的要求。

本文在分析我国借壳上市总体市场情况和影响的基础上,对比借壳上市监管的境内外实践,探寻其背后的历史沿革和监管原则,最后结合相关典型案例剖析借壳上市的具体认定标准,并提出完善建议。

一、我国借壳上市的总体市场情况和影响

与多数境外市场实践一样,我国并购重组相关规则并未明确禁止借壳上市。此前较长一段时间内,对借壳上市未进行单独界定和监管,而是分别依据“收购”和“重大资产重组”相关规则进行核准。直至2011年,中国证监会发布《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》,在《上市公司重大资产重组办法(2011年修订稿)》第12条中首次明确借壳上市的定义和认定标准。自此,依据相对明确的认定标准,借壳上市作为重大资产重组独立的一种交易类型进行监管。借壳上市认定标准确定后,对构成借壳上市的上市公司重大资产重组行为,中国证监会逐步提高监管标准,从与IPO标准趋同逐步提升到与IPO标准等同。

随着我国借壳上市监管标准的不断提高,借壳上市类的重组公司数量有明显下降的趋势。以沪市为例,据统计,2011~2013年,借壳类重组占比30%左右,而截至2014年10月31日,借壳类重组不足20%,较以往有明显下降。(具体如表1所示)

表1 沪市完成重组公司的重组类型分布

重组类型	2011年	2012年	2013年	2014年 (截至10月31日)	合计
资产注入	23	20	15	7	65
第三方并购	6	5	11	14	36
借壳上市	11	12	11	4	38
合计	40	37	37	25	139

一直以来,借壳上市由于其巨大的市场影响和财富造富效应,以及其背后潜伏的内幕交易等不规范行为,受到市场主体各方高度关注。其一,借壳上市完成后绩效改善最为明显,实现脱胎换骨;其二,拟上市公司可以通过借壳上市登陆资本市场;其三,二级市场股价对借壳上市类公司重组反应较为敏感,市场预期较高;其四,部分绩差公司通过借壳上市进行保壳,市场对壳资源炒作反应强烈。

正是由于借壳上市巨大的市场影响,关于借壳上市认定标准的监管规则和政策引发了更多的讨论和关注,也从一定程度上影响了上市公司、交易对方等市场主体的重大资产重组行为。

二、借壳上市认定标准的境内外实践

(一) 境内借壳上市认定标准的相关规定

一般而言,借壳上市是指收购人及其关联方在取得控制权后一定时间内对上市公司进行重大资产重组,注入自身资产或业务,且相关指标达到一定比例,实现间接上市的行为。

根据中国证监会新修订的《重组办法》第13条,借壳上市是指收购人及其关联人取得控制权之后,上市公司向其购买的资产总额,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%以上的行为。据此,构成借壳上市,需同时满足两项指标:一是控制权发生变更;二是上市公司向收购人及其关联人购买的资产总额,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。

在借壳上市相关数据计算时,根据《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第十三条、第四十三条的适用意见——证券期货法律适用意见第 12 号》(以下简称《证券期货法律适用意见第 12 号》),需执行如下原则:一是执行累计首次原则,即按照上市公司控制权发生变更之日起,上市公司在重大资产重组中累计向收购人购买的资产总额(含上市公司控制权变更的同时,上市公司向收购人购买资产的交易行为),占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累计首次达到 100% 以上的原则;二是执行预期合并原则,即收购人申报重大资产重组方案时,如存在同业竞争和非正常关联交易,则对于收购人解决同业竞争和关联交易问题所制定的承诺方案,涉及未来向上市公司注入资产的,也将合并计算。

该适用意见主要考虑到借壳上市的特殊性,为防止化整为零规避监管,严格执行拟注入资产须符合完整性、合规性和独立性等要求。由此,前述收购人包括两种情况:一是本次重组后将作为上市公司新的实际控制人的收购人;二是上市公司首次上市至本次重组前,已通过收购、无偿划拨等方式成为上市公司实际控制人的收购人。

实践中,累计首次原则使用较多,尤其是借壳上市与 IPO 审核标准等同以后,甚至出现部分累计时间超过十余年的案例。累计首次原则对于试图通过多步交易规避借壳上市严格监管的行为起到了重要的阻拦作用,但对于累计时间期限的问题存在部分市场讨论,下文将对其进行详细论述。

(二) 境外借壳上市认定标准相关实践

综观境外市场,美国、日本、我国香港地区等成熟境外市场对借壳上市采取了不同的认定标准和监管态度。

1. 美国

在美国市场,借壳上市是指反向收购,是一家谋求上市的公司通过反向并购、换股发行或其他方式直接或间接收购“壳公司”,从而成为上市公司的行为。壳公司是指没有运营或没有实质性资产的注册公司。在美国借壳上市流程一般包括两个步骤:一是通过反向收购,获得一家“壳公司”的控制权,并在场外市场交易;二是运营一段时间后申请三大

交易所上市。借壳完成后的公司必须符合交易所的首次上市标准,及2011年新增的借壳上市的相关要求,^[1]才能向三大交易所申请上市。^[2]

2. 日本

在日本市场,东京证券交易所对借壳上市条件做了原则性的规定,如果上市公司销售额、利润或总资产都大于被合并公司,则不属于借壳上市;如果其中之一小于被合并公司,则属于借壳上市。此外考虑公司股权结构、高管组成、公司名称,以及总公司或分公司所在地等的变化情况。构成借壳上市的,须在三年内完成类似IPO的审核。

3. 我国香港地区

在香港市场,借壳上市被称为“反收购行动”,是在控制权变更后的24个月内进行100%重大资产收购的行为。根据香港交易所《证券上市规则》第14.06(6)条,反收购行动通常指:(1)构成非常重大的收购事项的一项资产收购或一连串资产收购,而当上市发行人进行有关收购之同时,上市发行人(不包括其附属公司)的控制权出现变动;或有关收购将导致上市发行人(不包括其附属公司)的控制权有所改变;或(2)属以下情况的资产收购:在上市发行人(不包括其附属公司)的控制权转手后的24个月内,上市发行人根据一项协议、安排或谅解文件,向一名(或一组)取得控制权的人士(或上述认识的联系人)收购资产,而有关资产收购或一连串资产收购(以个别或总体而言)构成非常重大的收购事项。其中,非常重大的收购事项是指,上市发行人的某项资产收购或某连串资产收购,就有关收购计算所得的任何百分比率(资产比率、盈利比率、收益比率、代价比率、股本比率)为100%或以上者。

由此,香港市场的反收购行动是指上市发行人控制权发生变更的同时进行构成非常重大的收购事项;或者上市发行人控制权发生变更后的

[1] Securities and Exchange Commission (Release No. 34 - 65708; File No. SR - NASDAQ - 2011 - 073), Securities and Exchange Commission (Release No. 34 - 65709; File No. SR - NYSE - 2011 - 38), Securities and Exchange Commission (Release No. 34 - 65710; File No. SR - NYSEAmex - 2011 - 55).

[2] 马骁、刘力臻:“中、美及香港证券市场借壳上市监管制度比较”,载《证券市场导报》2013年3月号。

24 个月内向取得控制权的人士(或上述认识的联系人)进行非常重大的收购事项。

另外,除了上述《证券上市规则》第 14.06(6)条明文规定的情形外,该条还对反收购行动进行了定义,即上市发行人的某项资产收购或某连串资产收购,而有关收购按港交所的意见构成一项交易或安排(或一连串交易或安排的其中一部分),或者属于一项交易或安排(或一连串交易或安排的其中一部分);而该等交易或安排具有达致把拟收购的资产上市的意图,同时亦构成规避有关新申请人规定的一种方法。根据该条规定,意图把拟收购的资产上市,且构成规避新上市申请的情形,也按借壳上市处理。

根据港交所《证券上市规则》第 14.54 条、第 14.57 条,拟进行反收购行动的上市发行人,会被当作新上市申请人处理,须遵守有关新上市申请的程序及规定。

从上文所述各地借壳上市标准来看,各地由于 IPO 制度和上市资源等原因,借壳上市具体认定标准和监管态度与我国境内市场有所不同。但对于构成借壳上市的,基本上采取了视作新上市申请或类似 IPO 的处理。有的国家,如美国,尽管 IPO 上市成本较低,发行通道通畅,但与 IPO 相比,借壳上市速度更快、法律和财务成本更低。

三、我国借壳上市认定标准的监管原则

综观境外市场实践,借壳上市认定标准的设定体现了明显的监管态度和导向。我国借壳上市认定标准的设定一方面需借鉴境外成熟市场的实践;另一方面也需充分考虑到我国经济发展的现实需要和证券市场的发展阶段,制定符合我国资本市场发展需要,促进资本市场服务实体经济能力,并能遏制滥用借壳上市危害的借壳上市监管制度。笔者认为,需遵循以下原则。

(一) 借壳上市严格执行与 IPO 标准等同原则

2008 年证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》,全面规范上市公司重大资产重组,但并没有明确界定和规范借壳上市行为,借壳

上市案例分别依据“收购”和“重大资产重组”规则进行核准。由于我国经济结构调整转型和保壳等因素影响,此前较长一段时间内,我国境内借壳上市数量居高不下,壳公司炒作问题突出。

为防范借壳上市背后的绩差公司炒作、内幕交易等问题,我国证券监管系统一直在探索研究借壳上市的监管标准。2011年《重组办法》修订稿首次明确了借壳上市的认定标准,即“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”构成借壳上市。

自2011年开始,中国证监会逐步提高借壳上市标准,从与IPO标准趋同逐步向等同过渡。2013年11月,证监会发布《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》,将借壳上市标准由“趋同”提升到“等同”IPO标准,强化对借壳上市的监管。

2014年10月,在国务院《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发〔2014〕14号)和《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发〔2014〕17号)等文件的推动下,中国证监会发布修订后的《重组办法》,修订后的《重组办法》进一步贯彻放松管制、加强监管的监管理念,减少和简化行政许可,取消除借壳上市和发行股份购买资产以外的重大资产重组行政审批;但对于借壳上市则强化监管,在规章层面明确借壳上市标准与IPO等同,并进一步完善借壳上市的认定标准,明确对借壳上市执行与IPO审核等同的要求。

由此可见,我国对借壳上市的监管经历了从模糊到清晰,标准逐渐趋严的过程,也是在借鉴境外经验,解决市场实践突出问题的过程中逐渐发展的,借壳上市执行与IPO等同的标准顺应实践需求。在我国上市公司并购重组制度的发展过程中,借壳上市曾经作为挽救危机公司和促进经济结构调整转型的重要交易形式,也有不少优质公司通过借壳上市登陆资本市场。但较长一段时间内,借壳上市较IPO门槛低,导致垃圾股借壳预期强烈,炒壳问题突出,扰乱市场定价机制,影响退市制度发挥作用,并产生了大量内幕交易。因此,借壳上市与IPO标准等同,既是净化市场和规范市场发展的需求,也与境外成熟市场的监管理念一致。

(二) 适度监管原则

历史和境外实践经验表明,借壳上市的认定标准不可过松,也不可过严,需在严格监管的基础上,设定符合我国资本市场发展实际的监管标准。

如果借壳上市认定标准过低,可能带来如下问题:

其一,滥用借壳上市,规避监管。与一般重大资产重组相比,借壳上市中除了满足一般重组的要求外,上市公司购买的资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司,还需符合《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的其他发行条件,包括主体资格、独立性、规范运作、财务与会计等标准,更为严格。特别是,2014年10月新修订的《重组办法》进一步减少和简化并购重组行政许可,取消了对不构成借壳上市的上市公司重大资产购买行为的审批。因此,若借壳上市认定标准设定过低,购买资产行为,尤其是纯现金购买资产行为可以不经证监会审批直接在股东大会通过后实施,可能造成规避监管,导致不符合条件的主体取得上市地位,不利于市场稳定发展。

其二,壳公司炒作问题。对于业绩较差,主营业务萎缩,濒临亏损、靠卖资产或微利维持的公司,按照资本市场优胜劣汰的功能,该部分公司应当退出资本市场,或处于较低的股价水平;但由于这部分公司股本规模较小,其控制权易于获取,如果借壳上市认定标准较低,该部分公司借壳预期强烈,会诱导市场炒小、炒差,扭曲市场估值体系,不利于市场定价机制的发展和资源配置功能的发挥。

其三,借壳再卖壳问题。如果借壳上市设定标准过低,部分收购人在获得上市公司控制权后无意上市公司生产经营,而热衷于投机炒作,在借壳完成后通过减持套现,或再度出售壳,不利于上市公司控制权的稳定和中小投资者合法权益的保护。

如果借壳上市认定标准过高,可能带来如下问题:其一,影响收购人资产注入的积极性。收购人在获取控制权若干年后仍构成借壳上市,可能导致再度注入优质资产困难。其二,不利于优胜劣汰,盘活存量资产。借壳上市作为资产证券化的重要交易形式,通过向被借壳公司注入优质资产,实现其业绩提升,避免其股票被暂停、终止上市的风险,可以实现绩差资产的退出;若借壳上市认定标准设定过高,则可能影响存量资产

的优化。

(三) 统一监管原则

从发行与上市监管制度来看,借壳上市的监管与 IPO 改革和退市改革紧密关联。借壳上市的认定标准,与新股发行制度及退市制度的实施密切相关,反过来,也会影响退市制度的执行效果。目前,一方面,IPO 堰塞湖尚未解决,排队企业多、时间长;另一方面,证监会在不断加快并购重组行政许可的审核效率,这势必导致部分拟上市公司转而通过借壳谋求上市。因此,需要统筹考虑证券市场的进入端、退出端与借壳上市监管。

借壳上市监管标准与 IPO 标准等同,既可以有效防止部分公司转道借壳上市,通过借壳规避 IPO 审核,避免监管套利,也可以抑制市场对绩差公司的借壳预期,有利于发挥退市制度的作用,进一步理顺发行、上市、退市制度的关系,形成科学统一的监管政策。

四、借壳上市的具体认定标准剖析及完善建议

对上市公司、交易对方等市场主体而言,借壳上市标准提高到等同 IPO 标准后,借壳上市的认定标准和规则适用较以往更为关键。与一般重大资产重组条件相比,借壳上市审核标准与 IPO 等同的要求较高,对于许多上市公司而言,其购买的资产对应的经营实体可能难以满足首发条件,上市公司重大资产重组方案是否构成借壳上市,可能直接决定了该项重组交易适用的审核标准,进而决定其方案是否可行。因此,市场主体有较强的动力通过复杂的交易架构或分步实施来规避借壳。对此媒体也有较多关注和讨论。主要涉及以下几个问题。

(一) 收购人的关联人及一致行动人的认定

1. 借壳方包括收购人及其关联人

2014 年 10 月,修订后的《重组办法》进一步完善借壳上市的认定标准,将借壳方明确为“收购人及其关联人”,防止收购人在取得控制权后通过其关联人注入资产而规避监管。据统计,从最近 3 年的借壳案例看,购买资产并不仅仅是向收购人,有 65% 的案例是向收购人及其关联

人一同购买。实践中已将关联人一并视为借壳方,^[3]《重组办法》在规则上对其进行明确。

例如,某上市公司在 2007 年控股股东变更为 B 公司,实际控制人变更为 C。2013 年上市公司向实际控制人 C 及其关联方购买的资产总额,占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度 2006 年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例超过 100%,交易构成借壳上市。此案例中,借壳方即为收购人及其关联方,此方案已于 2013 年 11 月获得证监会核准。考虑到收购人及其关联人的密切关系,《重组办法》在规则层面将借壳方明确为收购人及其关联人具有必要性和合理性。

2. 收购人的一致行动人的认定问题

实践中,除了收购人的关联方,较容易通过收购人的一致行动人规避借壳。某上市公司发行股份购买资产的案例中,方案披露上市公司实际控制人 A 不变,上市公司向交易对方 B、C 购买标的资产 60% 的股权,购买的资产总额超过上市公司报告期末资产总额的 100%,方案实施后,B、C 的持股比例分别达到 22.82%、20.88%,累计超过上市公司控股股东 A 的 30.86% 的持股比例。方案披露,交易对方 B、C 不是一致行动人,由于控制权没有发生变更,因此不构成借壳上市。针对此方案,证监会作出不予核准的决定,否决理由为:申请材料中关于实际控制人 A 与交易对方 B、C 三者之间是否构成一致行动人的认定不符合《上市公司收购管理办法》第 83 条(即一致行动及一致行动人)的规定。

随后,上市公司披露新方案,C 承诺,在本次交易完成后 36 个月内,放弃所持上市公司股份所对应的股东大会上的全部表决权、提名权、提案权,不向上市公司提名、推荐任何董事、高级管理人员人选;B、C 承诺,在本次交易完成后 36 个月内,不得以任何形式直接或间接增持上市公司股份,也不通过任何方式谋求对上市公司的控制地位,不与其他任何股东采取一致行动;B、C 承诺,本次交易完成后,同意上市公司在 2016 年 12 月 31 日前以现金方式收购其所持有的标的公司剩余 22% 和 18% 的

[3] “关于修订《上市公司重大资产重组管理办法》的起草说明”,载中国证监会网站,<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201407/P020140711534565319661.doc>,2014 年 7 月 11 日访问。

股权。新方案即确认保证上市公司原股东的控制权,再次上会后,重组方案获得重组委审核通过,审核意见为请申请人进一步完善 C 放弃表决权的承诺并补充披露。

由此,在此方案中,交易对方是否构成一致行动人是认定是否构成借壳上市的关键,若交易对方构成一致行动,则其持股比例需合并计算,则其累计持股超过原控股股东而掌握控制权。关于一致行动人的认定,《上市公司收购管理办法》第 83 条对“一致行动”及“一致行动人”有原则性的规定,并列举了一致行动人的 12 种情形。但现实情况较为复杂,经常出现规则没有明确列举而需要解释适用的情况,且“投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系”、“投资者之间具有其他关联关系”等具体情形较难认定。

因此,上述案例中交易对方放弃表决权等承诺实为表明其不是一致行动人的印证,是规则不能覆盖现实情形下的权宜之计。有必要完善《上市公司收购管理办法》中的一致行动关系认定条款,从客观和主观两个方面完善一致行动的认定标准。客观上,针对实践中频繁出现的情形,对持股同进同出、密切商业合作或往来等情形,作为认定一致行动关系的客观情形,予以归纳总结;主观上,对有一致行动意图的主观动机,予以概括描述,从而扩展一致行动人的认定情形,适应实践的需要。而对于存在一致行动嫌疑或质疑的情形,相关主体需通过承诺或其他方式证明其独立性,即证明不存在一致行动关系;如不能证明的,则认定其为一致行动人。

(二) 累计首次原则及累计时间期限的问题

1. 累计首次原则

为防止化整为零,将控制权变更、购买资产行为分两次或多次完成,以规避借壳上市监管,2011 年《证券期货法律适用意见第 12 号》明确要求执行累计首次原则,即按照上市公司控制权发生变更之日起,上市公司在重大资产重组中累计向收购人购买的资产总额(含上市公司控制权变更的同时,上市公司向收购人购买资产的交易行为),占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累计首次达到 100% 以上的原则。

因此,在判断重大资产重组方案是否构成借壳上市时,需关注本次

交易是否导致控制权发生变更,若本次重组未导致控制权变更,则需关注历史上最近一次控制权变更时间。从历史上最近一次控制权变更之日起,将上市公司在历次重大资产重组中向收购人购买的资产总额进行累加计算,与控制权发生变更的前一年度期末资产总额相比,若占比达到100%以上,则构成借壳上市。

2. 累计时间期限的问题

实践中,有的上市公司控制权变更较长时间后,变更后的实际控制人向上市公司注入资产,按照执行累计首次原则,也有可能构成借壳上市。例如,某上市公司在2002年控制权由A公司变为B公司,此后2002年至2005年若干资本运作事宜均未构成重大资产重组。2014年上市公司拟发行股份向B公司收购其全资子公司100%股权,上市公司拟购买的资产总额,占2001年经审计的合并财务会计报告期末资产总额超过100%。根据《重组办法》及《证券期货法律适用意见第12号》规定的执行累计首次原则,自2002年控制权发生变更之日起,2014年上市公司本次拟向收购人购买的资产总额,即超过上市公司控制权发生变更的前一个会计年度2001年经审计的合并财务会计报告期末资产总额的100%。从现行规则来看,该次交易构成了借壳上市。该方案也因构成借壳上市,导致交易各方对于相关事项未达成一致意见而终止重组。

执行累计首次原则,有利于避免相关方通过化整为零规避监管,对于保证上市公司控制权的稳定,提高规避借壳的成本发挥了重要作用。但有观点提出,应对控制权变更后进行重大资产收购的行为的累计时间设定期限限制,如3年或5年;超过3年或5年,再进行重大资产购买则不构成借壳,而为实际控制人资产注入。上述案例中,2002年实际控制人发生变更,根据累计执行首次原则,实际控制权发生变化12年后注入资产的行为仍构成借壳上市。

从理论上分析,增加时间期限,适当放宽借壳上市累计执行的时间标准的合理性和弊端都存在。从合理性的角度分析:一是主观上,通过10年以上的交易规避借壳的主观动机不太强烈,且规避的成本较高。二是财务上,是否构成借壳上市比较基础为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,该标准可

以使通过几笔交易规避借壳的情形下比较基础一致;但对于控股权变更多年的公司,资产状况可能已发生重大变化,如发生了较大增长,严格执行累计首次原则,则可能导致资产注入规模不大也构成借壳的情形,容易降低市场主体向上市公司注入资产的积极性。三是公司治理上,对于控制权已变更多年的公司,经过一段时间的上市公司监管相关规则的约束以及股东和外部监督,内部公司治理相对稳定,公司董事、高级管理人员的管理、自治能力已达到一定水平,部分公司已成为治理规范的优质公司,对该部分公司的资产注入行为仍采用借壳上市的标准严格审核,意义不大,不利于监管资源的有效利用。

关于借壳上市累计执行的时间期限,众说纷纭,较多集中在3年或5年。参考我国香港地区,实践中,香港地区市场中是把控制权变更后的24个月内进行100%重大资产收购的行为认定为借壳上市。该规则解决了前述无时间期限的问题,但也导致部分公司通过交易模式的设计成功绕开借壳上市监管。例如,一些企业为避免烦琐的上市手续,有意避开反收购行动的规定,暂时不向空壳公司注资,直至24个月结束。^[4]

统筹考虑我国调整经济结构的市场现状,一方面,目前我国证券市场仍处于大量优质资产亟待证券化的阶段,增加累计计算期限,有利于明确市场预期,疏导IPO环节的压力,提高已经变更控制权的上市公司通过资产注入方式提高上市公司质量的积极性,提升依托上市平台做大做强能力;另一方面,也需关注到证监会自2013年11月提高借壳上市标准后,通过各种交易模式设计试图规避借壳的“创新”方案层出不穷,市场关注度较高。目前IPO通道堰塞湖的问题仍未解决,大量拟上市企业有意愿通过并购重组上市,若设定累计计算期限,可能会导致降低对注入资产的监管要求。根据目前IPO排队情况,拟通过IPO途径筹划上市的企业可能需经历超过3年的周期,若设定借壳上市的累计计算期限,则容易诱发市场出现“养壳”行为,在取得上市公司控制权超过规定期限后,再将远低于IPO上市条件的资产注入上市公司,造成监管套利。另外,现行规定的创业板公司不得借壳的规定也可能易于规避,流

[4] “香港证监会:港交所应检讨借壳上市”,载凤凰网,http://finance.ifeng.com/a/20131204/11213326_0.shtml,2013年12月4日访问。

于形式。

因此,在现行借壳上市标准中增加累计计算期限,具有实际的市场需求,也有其必要性,同时弊端显而易见。借壳上市监管与 IPO、退市制度的监管应连贯统一,借壳上市累计计算期限的长短应与 IPO 的监管政策相配套。证监会修订后的《重组办法》保留原有做法,未增加计算期限,并在新闻稿中提到,鉴于借壳上市的定义是否需要调整还存在不同认识,还有待实践进一步检验,同时加强对个别规避借壳的行为监管,并不断总结实践经验,在我国现行 IPO 制度和实践框架下,暂不设定累计计算期限,增加规避借壳的成本,确保与 IPO 审核标准一致的借壳上市从严监管的政策,具有一定的现实性。未来,随着市场化发行改革的推进和注册制的实施,合理规定借壳上市的累计计算期限,是可以预见的发展方向。

(三) 强化对净壳重组及主营业务变更情形下的借壳上市监管

在现行借壳上市认定标准中,主要根据上市公司向收购人及其关联人购买的资产总额来判断是否构成借壳上市,重点考虑购买资产的总量,建议增加对于净壳重组或主营业务变更情形下的重大资产重组行为的关注。

所谓净壳重组,是将原有资产业务全部置出,收购人置入新的资产业务的重组行为。对于此类净壳重组,可能达到脱胎换骨的效果,但实际控制人没有发生变化,或者注入资产的资产总额未达到上市公司控制权发生变更前一会计年度期末资产总额的 100%。主营业务变更情形下,存在同样的问题。实践中,部分公司购买资产的总额虽然未达到控制权变更前上市公司资产总额的 100%,或实际控制人没有发生变化,但购买资产对应的主营业务与上市公司原有业务相比发生了重大变化,有的还变更了上市公司的董事、高级管理人员。

对于主营业务变更或类似“蛇吞象”式重组,市场存在不同观点^[5]在上述情形下,客观上实现了资产上市的效果,易诱发通过人为调整资产金额等手段规避借壳上市的行为。因此,建议在现有“总量”要求的

[5] 熊锦秋:“现有法规对借壳上市的定义有漏洞”,载人民网,[http://finance. people.com.cn/stock/n/2014/0508/c67815-24990663.html](http://finance.people.com.cn/stock/n/2014/0508/c67815-24990663.html),2014年5月8日访问。

基础上,增加对净壳重组、主营业务变更情形的考量。

(四)金融、创业投资等特定行业的特别规定

《重组办法》第13条规定,上市公司购买的资产属于金融、创业投资等特定行业的,由中国证监会另行规定。该条延续2011年修订稿的规定,当时设置的原因是,考虑到某些行业的特殊性,在中国证监会另行规定出台前,属于金融、创业投资等特定行业的,暂不适用现行借壳上市规定。截至目前,相关另行规定尚未出台,因此,若上市公司购买资产属于上述特定行业,重组方案构成借壳上市的,目前暂无法进行相关交易。

关于该限制,有观点认为,应为券商借壳上市松绑。^[6]笔者认为,随着我国金融市场的发展,券商等金融、创业投资等行业企业借壳上市需适时放开,但放开的时机需待进一步论证。

第一,金融、创业投资等特定行业借壳上市需求强烈。从宏观层面看,近年来,国际国内市场经济形势发生较大变化,国际金融竞争日趋激烈,金融、创业投资等行业在国民经济结构转型中发挥了重要作用。允许金融、创业投资等特定行业借壳上市,有利于培育本土金融、创投企业,拓宽金融、创投公司融资渠道,完善公司治理结构,提升金融国际竞争力和资本市场服务于实体经济的能力。从微观层面看,目前不少证券公司、城市商业银行等计划改制筹划上市,适时放开借壳上市通道,有助于缓解IPO通道压力。

第二,金融、创业投资等特定行业借壳上市,有利于平衡市场主体参与证券市场机会,促进公平竞争。一方面,限制金融、创业投资等特定行业借壳上市并非完全限制其登陆资本市场,券商等金融企业仍可以通过IPO首发上市,对借壳上市路径的阻隔意义不大;另一方面,2011年之前,已有多家证券公司通过借壳方式登陆A股市场,而目前金融、创业投资等特定行业的拟上市公司,仅能通过IPO途径实现上市,不利于金融、创业投资企业之间的市场化竞争。

值得注意的是,由于金融、创业投资等行业的特殊性,其风险具有传递速度快、破坏性大的特点,部分细分行业,如典当、租赁等整体发展尚

[6] 皮海洲:“为券商借壳上市松绑”,载中证网,http://www.cs.com.cn/gppd/mjks/201411/t20141106_4556715.html,2014年11月6日访问。

不够规范,风险相对较大,建议:其一,慎重考虑放开时机;其二,对允许借壳上市的行业作进一步细分,分类管理,分阶段逐步放开;其三,借鉴该类企业 IPO 的相关条件,在准入环节把关,要求公司在借壳上市前,就是否符合准入条件等,取得相关主管部门的同意,并强化公司治理、规范运作以及风险控制等方面的要求。