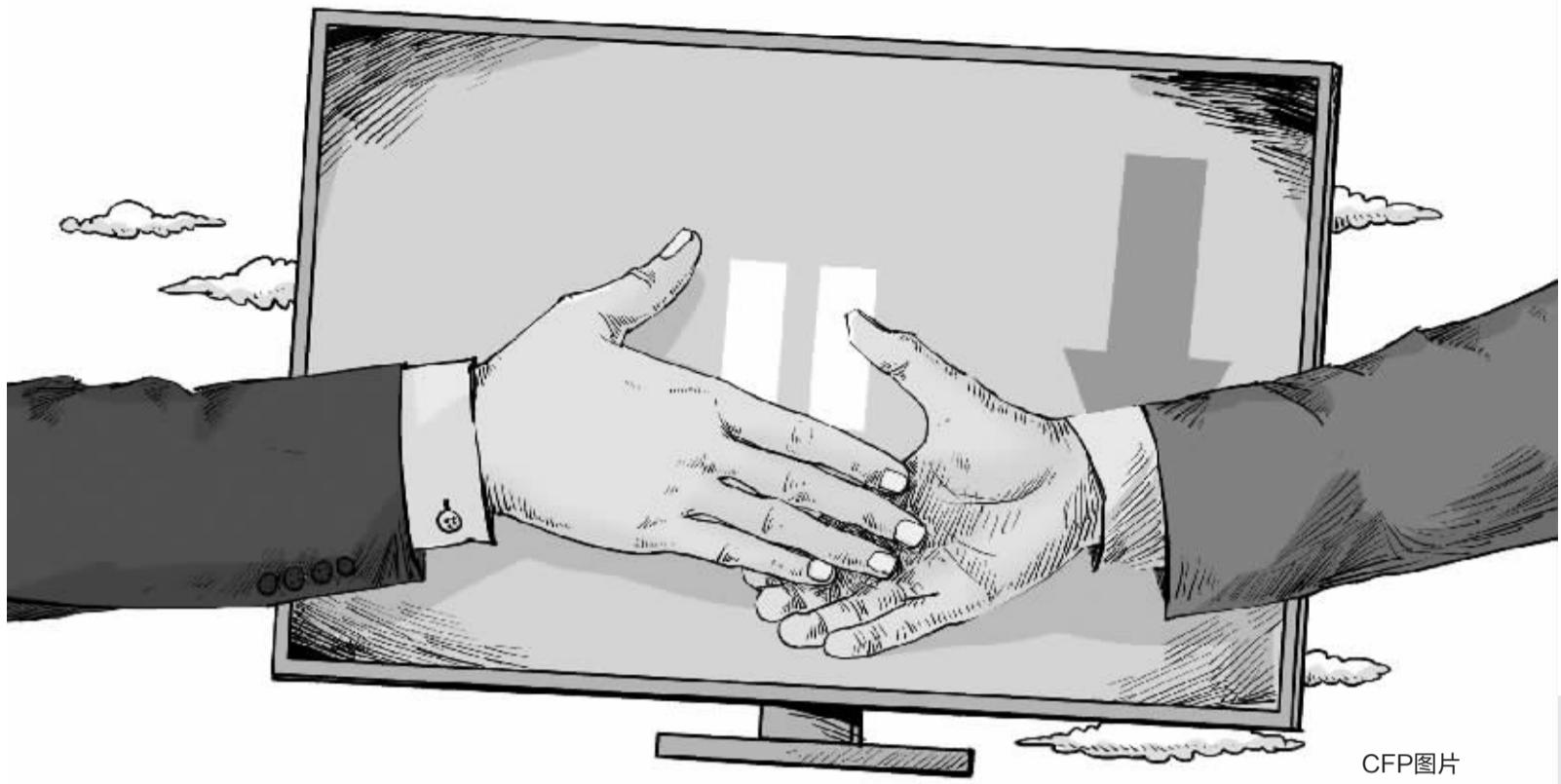


# 从紧急避险到骑虎难下 停牌“钉子户”还要市场等待多久

□本报记者 徐金忠



CFP图片

近期，上市公司重大资产重组频出意外，遭遇终止“点刹”的不在少数，仅国庆长假后就有大连热电、西部资源、昆明机床、中源协和、中技控股、东晶电子等多家上市公司公告终止重大资产重组。此外，部分公告重大事项方案的上市公司“无奈”面临补跌行情：10月13日复牌的宜华健康、伟星股份、山河智能、通源石油等公司均遭遇一字跌停。

据中国证券报记者统计，截至10月13日，目前两市中仍有约109家在今年二季度停牌筹划重大资产重组等事项的上市公司未复牌，而7、8月间停牌的上市公司仍有约188家未复牌。这部分在市场非理性下跌前高位停牌，借势推动资本运作以及下跌后停牌避险或资本运作的上市公司仍面临很大压力。市场人士认为，若市场未能及时确定企稳回升的走势，这部分停牌公司仍将是风险的“渊薮”。

截至10月13日部分未复牌上市公司情况			
证券代码	证券名称	停牌时间	同期上证综指/深证成指表现
000519	江南红箭	6月15日	-38.99%
002605	姚记扑克	6月16日	-37.62%
002671	龙泉股份	6月17日	-35.34%
000066	长城电脑	6月18日	-36.56%
000812	陕西金叶	6月23日	-29.78%
300112	万讯自控	6月24日	-31.18%
002075	沙钢股份	6月25日	-32.31%
600110	中科英华	6月26日	-27.27%
002238	天威视讯	6月29日	-23.31%
300149	量子高科	6月30日	-18.61%
600682	南京新百	7月1日	-23.01%
002622	永大集团	7月2日	-19.11%
300134	大富科技	7月3日	-14.56%
002102	冠福股份	7月6日	-9.83%

数据来源：Wind资讯 制表：徐金忠

## 高挂“免战牌”原因多样化

安妮股份为例，公司因拟筹划非公开发行股票事项从7月2日起停牌，9月28日公司决定终止非公开发行股票事项并启动筹划重大资产重组。西部资源因“筹划重大资产重组事项”从7月20日起开始停牌。10月13日，公司公告终止重大资产重组并同时启动筹划非公开发行股票，公司股票继续停牌。

另外，还有不少公司借资产重组等重大事项，停牌“免战牌”挂了又摘、摘了又挂。自7月3日起，升达林业因拟筹划重大资产重组停牌，8月6日公司公告员工持股和对外投资事项8月7日起复牌，8月26日起因重大资产重组事项停牌至今。雪人股份因筹划重大事项6月30日开始

停牌，公司在公告员工及持股计划等之后于8月20日复牌，9月10日起公司以“拟筹划发行股份购买资产事项”为由停牌至今。

在上市公司内部人士看来，重大资产重组等停牌已经成为上市公司实现多重目的的工具。“公司在5月停牌筹划重大资产重组之后，在准备定增收购资产的过程中，就遭遇市场的非理性下跌，一方面是公司本身觉得定增没法做下去，但另一方面是公司需要借停牌躲避市场非理性下跌的风险，且同时也有意要做新的资产重组，于是继续停牌筹划重大事项”，一位不愿透露姓名的上市公司高层介绍。

## 逆势力推遭遇尴尬局面

近十家潜在战略投资者均因交易价格原因退出，致使公司引进战投、通过募集配套资金转型升级的愿望暂时受阻”。10月14日，公司将召开投资者说明会并将随后复牌。参照中源协和等终止资产重组并已复牌的上市公司，长期停牌后的“补跌”行情外加终止重大事项的利空消息，公司股价下挫似乎难以避免。

终止重大事项后，上市公司面临资本运作的被动局面。比如大连热电、昆明机床等公司公告显示相关方承诺“6个月内不再筹划重大资产重组相关事宜”。另外一些上市公司则选择逆势推出资产重组相关预案。今年4月就开始连

续停牌的宜华健康，10月13日公告重大资产重组及出售的预案（修订稿）并复牌，公司股价遭遇一字跌停。同日，通源石油在公告定增购买资产并复牌后也遭遇跌停，公司在市场非理性下跌前的5月28日开始停牌至今。此前更有部分上市公司在公告复牌后遭遇连续跌停。

对此，广发证券分析人士认为，停牌上市公司现在更为被动，若市场短期内并未确立回升走势，上市公司筹划重大资产重组等资本动作将面临“骑虎难下”的尴尬局面，“具体要看停牌时的位置、复牌带来的利好是否充足以及复牌时市场大环境的情况”。

## 停牌背后风险有待解决

工作”或是“相关方案正在做进一步论证，公司及有关各方正在积极推动本次发行股份购买资产涉及的各项工作的”等。

对此，中国证券报记者以投资者的身份联系了部分停牌公司证券投资部门。部分公司相关人士表示，前期的停牌确实“有点仓促”并“有一些情况没有考虑到”。对于如何应对停牌期间市场发生的变化，有上市公司证券事务部人士表示将在资产重组方案的设计、停牌时间的选择上更为用心，以此来应对复牌后二级市场可能带来的风险。

但部分投资者显然已经意识到停牌上市公司背后的风险。在投资者互动平台上，有永大集团投资者表示，近两个月因重大事项停牌后复牌的公司不管题材多好，股价下跌幅度都较大，并提出希望公司延迟复牌等待市场形势

好转。同样，飞马国际等公司的投资者也建议公司延迟复牌，等待市场形势好转。

然而，长期停牌上市公司也面临着法律法规的相应约束。劲嘉股份表示，公司承诺争取在12月15日前披露发行股份购买资产预案或报告书，如公司未能在此期限内披露发行股份购买资产预案或报告书，公司将根据具体情况确定是否向深交所申请延期复牌，公司未提出延期复牌申请或延期复牌申请未获深交所同意的，公司股票将于12月15日开市起复牌，并承诺6个月内不再筹划相关事项。而北方创业则公告，将加快推进相关工作，确保10月27日之前召开重组董事会审议重组相关事项并公告公司本次重组预案，如逾期未能公告重组预案，公司及相关各方将终止本次重组。

## 投资重组股应注意风险收益比

□本报记者 朱茵

根据WIND数据显示，并购重组指数在今年上半年达到峰值后有所回落。从投行人士的角度来看，近期重组失败的案例频频发生，尽管并购重组是资本市场的重头戏，但投资者仍需要注重风险收益比。而随着相关政策的陆续发布，并购重组的政策环境得到改善，未来相关行业有望获得相对收益。

### 重组失败原因增多

A股市场自经历2011年的并购小高峰后，从2013年起，并购失败和并购后业绩变脸的案例开始增多。业内人士指出，并购市场正出现效率下滑的隐忧。并购标的资产质量略有下滑，并购标的资产定价上升，同时并购盈利提升用趋于减弱。据统计，从2011年开始，上市公司并购后净利润增长的企业数量占比呈现下降趋势。

一位私募投资者表示，“客观来讲，中国经济也是一个大浪淘沙的过程，真正做大做强的企业其实很少。”他指出，未来还有一些行业会快速从分散走向集中，经济转型过程就是不断优胜劣汰过程，这个过程是经济规律，所以重组必然是投资重点。

据国泰君安统计发现，并购重组热度与行业性机会息息相关，并形成“热度上升—股价上升—增发—并购—业绩上升—热度进一步上升”的正反馈之中。在2007年到2009年中，房地产、机械、有色等传统行业表现最为优秀，是那轮牛市中的领涨行业，这几个行业的并购重组率也是最高的；2010年至2011年，经济处于后4万亿时期，消费类公司崛起，它们的并购率开始进入行业前列；2012年至2014年，则是互联网新兴行业的天下，计算机、传媒、通信的并购率一直处于各行业前列。

通过对相关板块观察，可以发现几个特点，一是经济相对落后省份公司并购度低，但深度高；二是2007年后，上市公司在上市3年左右发生并购的概率在50%左右；三是中小创公司并购比例大幅高于主板公司。同时，绝大部分公司的并购重组均是以现金作为支付手段。

### 重组政策环境持续改善

有投行人士表示，近来独立财务顾问的压力越来越大，今年以来业务项目的风险在加大，同时订单数量也在增加，上市公司的要求明显提高，出于专业和综合能力的考量，真正能够成为经典案例的还是出自业内大型投行。

统计来看，重组事项失败原因各异。交易双方有涉及违法违规行为被立案稽查、重组一方临阵换人，还有一些是因交易的价格、交易标的未来业绩承诺等不能达成一致等等。上市公司的重组并购反馈意见也是各不相同。

有业内人士根据证监会近期对并购重组

的反馈意见，整理了其中的共性问题：在经营的合规性方面，目前管理层关注的有几个要点：一是特殊行业资质是否需要行业主管部门批准；在披露的报告期内是否存在未取得相关资质而开展业务的行为。二是存在未决诉讼的，需说明诉讼事项的进展情况及对交易完成后上市公司生产经营的影响。三是存在开具无真实交易背景银行承兑汇票的，需说明原因及对财务报告的影响以及该违规行为可能承担的法律责任及对交易的影响。四是如存在非经营性资金占用，需各方重点核查并发表明确意见。五是存在租赁生产经营及办公场所的，重点关注涉及的租赁合同是否需要履行备案程序；租赁房产的权属情况，是否存在产权纠纷，城市更新改造、整体规划拆除、出售或抵押等情形，如有上述情形，则需说明该等情形对生产经营的影响及拟采取的应对措施。

此外，针对近期私募基金参与重组的事例增多，管理层在并购重组事件中要求交易对方涉及私募投资基金的，需在提交反馈回复材料前完成私募基金备案程序。如果认购对象设计资产管理计划的，需说明资管计划设立进展、预计完成时间、认购资金到位时间、员工持股计划的认购人员名单及份额、运作机制、决策及转让程序、是否存在代持等。

有投资人认为，在IPO暂缓的背景下，上市公司壳资源价值会更加珍贵，未来注册制实行后，壳资源价值就会大打折扣，因此很多公司希望加速重组速度，这也反映出市场现状，很多公司急于重组。但基于多方面原因，特别是市场下跌后可能重组条件并不成熟，投资者需要多加分析。

国泰君安证券持续跟踪中小盘增发并购增发最新动态后发现，最近两周新增增发预案数达72例，募集资金1590亿元，出现显著大幅回升；公告发行成功37例，募资合计355亿元，则有所回落。最近两周的并购案例有152例，并购金额1266亿元，出现大幅上升，并购主要集中于计算机、房地产行业，传统企业通过并购实现转型仍是主要趋势。

业内人士认为，近期随着相关政策的发布，并购重组的政策环境得到改善，未来相关行业有望获得相对收益。建议投资者关注资源类、装备类受益于整合环境的改善。资源类、装备类行业产业集中度不高，存在恶性竞争，产能过剩情况，核心竞争力与国际同行业的大型企业存在一定差距，整合预期较强。其中，资源类的水泥、玻璃、钢铁、煤炭、有色、冶金行业受益。装备类的电力设备、海洋船舶、重工等行业受益。其次，现金流丰厚的大消费龙头受益于分红预期的增强。

业内人士认为，近期随着相关政策的发布，并购重组的政策环境得到改善，未来相关行业有望获得相对收益。建议投资者关注资源类、装备类受益于整合环境的改善。资源类、装备类行业产业集中度不高，存在恶性竞争，产能过剩情况，核心竞争力与国际同行业的大型企业存在一定差距，整合预期较强。其中，资源类的水泥、玻璃、钢铁、煤炭、有色、冶金行业受益。装备类的电力设备、海洋船舶、重工等行业受益。其次，现金流丰厚的大消费龙头受益于分红预期的增强。政策鼓励上市公司现金分红，而大消费类的龙头企业现金流丰厚，分红预期增强。食品饮料、家电、纺织服装、商贸零售及休闲服务等行业有望受益。三是银行受益于回购预期的增强。政策鼓励上市公司在股价破净时回购股份。

## 严防并购重组滋生内幕交易

□本报记者 官平

经济转型意味着并购重组站上“风口”，近年来监管层多次发文力挺上市公司并购重组，但不可忽略的是，并购重组也容易滋生内幕交易。因此，为维护证券市场“三公原则”，必须严防各种以并购重组名义进行内幕交易的行为，进一步加大查处与打击力度。

一般来说，企业兼并重组一般要经历准备、设计、交易启动、谈判等诸多环节，为防止消息走漏对交易产生巨大影响，通常都需要提前做好消息泄露应急预案。

今年6月25日，重组获证监会无条件审核通过的汇鸿股份，突遇内幕交易的“瑕疵”。据辽宁证监局披露的《行政处罚决定书》称，参与筹划汇鸿集团整体上市的唐某之妻杨泉，在公司停牌前两个交易日买入2万股并于复牌首个涨停日卖出，获利1.12万元，遭证监局没收违法所得并处以3万元罚款。从公开披露来看，此唐某或为汇鸿集团法人代表唐国海。

近期，证监会对3宗内幕交易案件作出正式行政处罚决定。这3宗内幕交易案件涉及上市公司定向增发、重组或进行利润分配等对上市公司股价价格有重大影响的内幕信息，在内幕信息敏感期内，当事人利用和上市公司内幕信息知情人之间的关系，获取内幕信息并从事内幕交易。

据了解，在上述3宗内幕交易案件中，当事人利用了和上市公司董事长、董秘等内幕信息知情人之间的关系，非法获取内幕信息并交易获利，侵害了资本市场的公平交易秩序，证监会对相关人员均作出了没收违法所得并处以1倍罚款的行政处罚。

内幕交易是基于信息产生的违法犯罪行

为，打击内幕交易是全球性难题。具体到我国，按照现有管理审批体制，上市公司并购、重组决策链条长、环节多、知悉范围广，容易滋生内幕交易。

据了解，内幕信息有的存在信息传递的载体、有的则没有传递的载体，行政调查不仅难以获取信息传递的方式，更难以使当事人自认，因此案件取证往往只差最后一步。同时，随着内幕交易的隐蔽性不断增强，行政执法调查难的问题日益突出。

业内人士表示，重大资产重组是一个相当复杂而具有不确定性的过程，公司需要与重组方进行协商，的确存在做不成的可能。如果协商的情况是真实的，但重组最终未能成功，尽管对重组方、投资者都不是好事，但相关方没有法律责任可言。但是，如果整个重组的安排是虚假设计出来的，即本来没有真正的重组计划，或者根本就没有重组的实力，重组停牌期间笼统地披露进展，复牌股价上涨，同时披露前后伴随大股东、高管及其关联人预先安排好的减持行为，这种情况可能涉嫌操纵股价。根据《证券法》第77条第一款（四）项中的规定，这种通过捏造虚假信息、借机炒作股价的行为是利用“其他手段”来操纵市场。

如果设计了所谓的重组过程而重组最终未能成功，但在重组失败的消息公告之前出现公司大股东、内部人士及其相关人员提前买卖公司股票的行为，则这些行为同时具有内幕交易和操纵市场的嫌疑。因此，上市公司在启动涉及对证券价格有重大影响的内幕信息知情人管理，也要注意提醒参与方案研究的相关方加强内幕信息管理，严防内幕信息知情人利用内幕交易牟取私利。