

配套细则有望陆续出台 中概股回归A股政策通道拓宽

□本报记者 王小伟

继今年政府工作报告中提出“大众创业、万众创新”之后，国务院常务会议日前审议通过了《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，明确提出推动特殊股权结构类创业企业在境内上市。中国证券报记者从业界了解到，一方面，中概股回归A股的热情正被迅速点燃，另一方面，目前依然存在部分难点问题有待解决。业内人士表示，新的政策有通过市场化手段推动相关公司放弃VIE结构回归中国的意图，而多部门相关操作性细则也有望陆续配套出台，这将为在海外上市的高科技企业回归A股打开更为宽广的政策通道。

借力政策通道回归

申万宏源分析师表示，本次国家层面提出的“特殊股权结构类的企业”，主要是指红筹架构和VIE模式的企业。“此前，许多具有发展潜力的民营企业和高科技企业由于财务硬性指标的约束和较长审批时间，只得通过境外搭建‘红筹+VIE’架构，筹集海外资金并在境外上市。但实际上，这些有创新力和全新盈利模式的企业成长性更应该为国内投资者共同分享。”

“按照当前《首次公开发行股票并上市管理办法》的规定，一些诸如VIE架构的特殊股权结构类企业不符合首次公开募股上市标准，迫使很多处在初创期但具有发展潜力的企业不得不通过海外上市融资。而国家层面的最新政策无疑再给整个链条吃‘定心丸’，我们看到了国内对创新与创业的诚挚欢迎态度。”盈科律师事务所负责海外并购的相关律师对中国证券报记者表示。

上述律师介绍，此前VIE架构的公司在中法法律框架下实际上是处于“灰色地带”，不仅

相关部门对VIE结构的态度仍不明朗，导致保留、约束和取消VIE结构的声音存在，而且VIE结构的被滥用也加剧了市场对于VIE结构前景的担忧。“但这种情况目前正在发生迅速改变，我认为最新政策有通过市场化手段让部分公司自己放弃VIE结构的意味，我相信政策通道开启之后，会有越来越多的包括海外上市的中国概念公司通过这条通道‘驶’回国内。”

值得注意的是，除了中搜网络等公司拆解VIE架构成功登陆新三板成为明星企业之外，今年暴风科技登陆A股后的暴涨也使“中概股回归A股”的呼声不断。南开大学金融学院相关专家指出，国家对于科技创业型企业的支持又上升到新高度。这一方面会带动社会创业热潮风起云涌，另一方面从资本市场而言，则可能令海外上市的中国概念股扎堆回归A股。届时，中国A股公司的行业结构和投资模式将发生巨大变化，为中国经济结构实现转型升级贡献更大的力量。

估值鸿沟正待修复

“除了政策红利之外，估值差异也将成为驱动中概股‘返乡’回归重要原因。”国信证券相关分析师对记者表示，以分众传媒为例，2012年从纳斯达克退市时，分众传媒市值为约27亿美元，按当时汇率计算约为165亿元人民币。而根据最新交易方案，分众传媒本次100%股权已经作价457亿元，这意味着，回归A股使分众传媒的估值实现了轻松翻倍。

实际上，无论是相对于纳斯达克指数还是国内的上证指数和创业板指数，中概股都处于低估值区间，包括搜房网、聚美优品、乐逗游戏、500彩票、久邦数码、迅雷等在内的中概公司2015年以来股价实际上一直在低位徘徊。

“虽然从宏观经济和产业发展趋势看，中国

概念股的估值泡沫与对中国经济增长放缓的担忧，影响了近期大部分上市公司股价的大幅度下跌，但是从更深层次来看，这实际上反映了中美投资者之间的投资理念的差异问题。”上述分析师指出，这种差异体现在理念的差异、发展的差异、监管的差异等多个层面。

以在线视频领域为例，优酷土豆选择在美国上市，目前市值只有59亿美元，远远比不上与其业务相似但是选择在A股上市的乐视网。华泰证券相关人士介绍，目前A股创业板的市盈率早已经超过了110倍，而纳斯达克的平均市盈率仅仅为25倍，而这种差异在今后相当长的一段时间内或许会长期存在。

上述券商人士表示，中概公司要想走出估值洼地，实际上有四条路径可以选择：一是继续坚守美国阵地，反击各类型空机；二是引入知名战略投资者；三是选择两地上市，比如A股或H股上市；四是选择私有化退市之后，重新在A股上市。

事实上，随着A股牛市以及国内政策放宽预期的增强，不少中概股公司已经踏上回归A股之路。中国手游5月18日宣布，已收到东方证券旗下东方鸿泰投资管理公司提出的每股21.50美元现金收购要约；4月21日，中概股学大教育宣布收到A股上市公司银润投资初步收购要约。此外，世纪佳缘、久邦数码等公司都已公布了各自的私有化计划。有市场人士预期，盛大游戏、巨人网络这两家早已完成私有化的公司，很有可能成为下一个回归A股的中概股，甚至出现A股公司为这些回归公司“让壳”的预期。

“中概股回归或与国企改革一道，成为刺激今年并购重组市场的两大重要因素。”有投行人士对记者表示，“不排除注册制之前，壳价值再度被重视起来。”

诸多环节面临难题

根据wind数据，目前在境外上市交易的中国概念股共有380家，总市值接近2万亿美元，很多都是增长力强、创新能力较强的公司。但记者从业内人士处了解到，中概股回归A股并非一片坦途。有投行人士指出，对不少公司而言，VIE架构进行合法有效拆分是一种特殊的公司并购，这是中概股公司回归A股市场的必由之路。

该人士表示，中概股回归的通常流程是拆掉VIE，而后整理内资公司的账务、法务和税务问题，而后向交易所申请上市或者挂牌。但这在实际操作中是一个系统工程，很多环节可能会出现问题甚至死结。“仅以VIE结构的拆分为例，就面临诸多难点。比如第三方基金定价问题，老投资人的接盘比例问题，内资公司再增资的细节确认问题等。”

“国内欢迎具有创新模式的企业回到国内的态度已经非常明确，相关部门正在对执行细节进行细化。”盈科律师事务所相关律师表示，相信日后还会有越来越明朗的政策出台。

除了流程难题之外，制度问题业内更为关注。某互联网企业负责人表示，在A股上市目前依然存在盈利能力这项硬指标的挑战。但公司即便已经登陆美国市场多年，但至今仍处于亏损境地。目前随着注册制改革步伐的临近，这一难题不知能否顺利解决。

对此，上述律师指出，上交所目前正在筹建战略新兴板淡化盈利要求，深交所创业板也有望尽快建立单独层次来推行注册制，支持尚未盈利的互联网和高新技术企业上市，而新三板更是已经开始取消盈利门槛，这都将为更多渴望回归A股的中概股公司创造机会。

深交所：理性参与退市整理期股票交易

□本报记者 张莉

*ST国恒、*ST武锅B股票于5月29日进入退市整理交易阶段，截至目前已满六个交易日。深交所表示，高度关注*ST国恒、*ST武锅B退市整理期交易情况，采取强化风险提示、公开交易信息等多项措施，充分提示*ST国恒、*ST武锅B的终止上市风险，确保退市整理期交易平稳运行。

具体而言，一是督促两家退市公司持续披露风险提示公告，明确退市整理期间不筹划重大资产重组等重大事项，充分揭示即将终止上市的风险；二是督促*ST武锅B持续披露公司退市后通用电气无主动要约收购公司股份的商业意图，明确市场预期；三是在深交所官网推出退市整理期股票信息公开栏目，集中披露退市公司相关信息，方便投资者查询；四是强化异常交易监管，每日发布股票交易信息，提示交易风险。

鉴于市场相关方非常关注*ST国恒、*ST武锅B退市整理期的交易情况，为了充分提示风险，深交所现将*ST国恒、*ST武锅B的投资者持股结构信息(截至2015年6月4日)在深交所官网及微博上予以公开。

深交所所有方面提醒，截至6月5日收市，*ST国恒、*ST武锅B尚有最后24个交易日，预计退市整理期最后交易日为2015年7月10日，退市整理期届满的次一个交易日，深交所将对*ST国恒、*ST武锅B股票予以摘牌，请投资者理性参与退市整理期股票交易。

吉林证监局启动理性投资宣传月

□本报记者 尹哲辉

“公平在身边”投资者保护专项活动暨“理性投资宣传月”启动仪式日前在长春举行，本次活动是按照中国证监会的统一部署，由吉林证监局和吉林省证券业协会共同发起举办。

吉林证监局局长万玲玲在启动仪式上表示，本次活动的目的在于通过具体实在的工作措施，把投资者保护的各项要求落实到资本市场改革、发展和监管执法的各个方面和环节，让每一位投资者，特别是广大中小投资者真切感受到公平就在自己身边。

万玲玲表示，资本市场参与主体多元、利益诉求多元，没有公平的市场环境，就不可以保证有活力、有秩序的竞争，资本市场资源配置的功能作用就难以有效发挥，投资者的利益就无法得到保护。因此，确保资本市场的公平有序既是监管者的职责所在，也是各市场主体共同努力的目标。

近年来，吉林证监局开展了一系列旨在保护投资者公平地享有信息知情权、收益分配权、决策参与权和损害赔偿权的活动，取得了显著效果，也得到了投资者的广泛认同。今后，监管部门将继续加大工作力度，切实履行好维护市场公平正义和保护投资者合法权益的神圣职责。同时，她要求各市场主体要切实增强责任意识，把回馈投资者、保护投资者视作义不容辞的责任；要遵规守法、守信言重承诺，通过加强自身建设和实现可持续发展，夯实回报和保护投资者的重要基础；要立足本职、创新形式、拓宽渠道，按照总体部署把专项活动的各项任务抓实做好。

万玲玲认为，证券投资具有很强的专业性，证券交易的特点及其对投资者权益的影响决定了投资者必须树立理性的投资理念。本次专项活动把理性投资宣传月作为开篇之举，就是为了倡导理性投资理念，切实增加投资者、特别是中小投资者的风险识别能力和防控能力，为投资者分享资本市场的改革红利和发展成果营造公平的市场环境。

专家称应明确股权众筹业务发展方向

□本报记者 李超

多位专家和业内人士日前在股权众筹实务研讨会上表示，股权众筹作为资本市场的组成部分正在解决中小微企业融资方面发挥更大作用，同时，其发展方向有待探讨和明确。

中国证券业协会原会长黄湘平表示，股权众筹是多层次资本市场的的重要组成部分，是金融资本市场的体系的重要补充和完善。随着互联网的发展，众筹已经从原始草根阶段，走上了包括股权众筹的多种形式，并且日趋成熟。股权众筹是解决中小微企业“融资难、融资贵”的最有效途径和方式，其进一步发展必须建立在法治、自律和诚信为本的基础上。建议加强对股权众筹的理论研究，特别是诚信缺失下众筹模式的特点、特色，同时严格自律，坚决打击违法违规行为。

黄湘平表示，股权众筹能够突破地域与渠道的融资限制，为中小微企业和自主创业者提供一种便捷高效的全新融资模式，未来将在支持实体经济发展中发挥越来越重要的作用。

华融证券场外市场部总经理邱平表示，私募股权众筹契合中国经济转型的发展需要，有利于集中解决中小企业“融资难、融资贵”的问题。通过众筹，企业一方面可以解决资金，另外一方面也可以推广品牌。邱平表示，应进一步探讨或者明确股权众筹业务发展的方向，同时配套相应的股权众筹领域相关的法律法规，包括登记托管和交易基础性的制度，并加快诚信体系建设，加强项目投后的管理。

前5月私募冠军净值涨幅逾300%

□本报记者 曹乘瑜

前5个月私募业绩出炉，合肥倚天投资的“倚天雅莉3号”仍稳坐冠军宝座，前5个月的净值涨幅达到333.37%。5月份单月冠军则是深圳大帅资产的“湖南信托-湘军彭大帅2号”，单月收益翻番。部分私募人士认为，A股市场的调整随时可能出现，今后将加紧对盘面监控，目前看好相对安全的券商、国企改革等方向。

多产品收益率逾150%

私募排排网的数据显示，对比同期上证指数42.57%的涨幅，1200只可统计的股票策略型产品(包括信托类和自主发行类非结构化产品)的前5月平均收益率达到54.94%。

排在第二位至第五位的产品分别是皓泽投资的“西部信托-清皓1期(小雅1号)”、广州合肥投资的“中信信托-雪球财富信融汇天下2号”、深圳东大投资的“东大对冲1号”、巴沃睿德资产的“巴沃成长一号”，前5月收益率均在200%以上。

此外，排名在第六位至第十位的产品分别是徐翔管理的“山东信托-泽熙3期”、深圳清水源的“兴业信托-清水源1号”、北京荣世安达投资的“荣世安达睿选1号”、北京和聚投资的“中信信托-和聚鼎富2期”、北京泰月添富投资的“泰月添富1号”。这些产品收益率均在150%以上。

值得关注的是，5月上证指数上涨3.83%，但单月私募平均收益达到12.66%。月度冠军为深圳大帅资产的“湖南信托-湘军彭大帅2号”，单月净值涨幅100.16%，令其今年以来业绩排名迅速进

入前30位。据悉，因其重仓网游股顺荣三七，而该股在5月份出现12个涨停，因此单月业绩暴涨。

关注次新股暴跌后机会

有私募人士认为，在经历了此前5个月的上涨之后，A股需要“深蹲”，尤其是前期涨幅较大的成长股。据记者了解，成长股已经被多位私募人士调至配置之外，目前正加紧对盘面的监控，随时应对调整。

大帅资产董事长兼投资总监彭树祥曾以擅长大投资科技股闻名，但如今他表示已经调仓至券商股。彭树祥认为，中小盘股票上涨节奏过快，单月创业板指涨幅近24%，是上证综指涨幅的6倍。相比之下，大盘指数处在可上可下的阶段，因此相对安全，其中券商股二季度有着明确

业绩，已经盈盘多个季度，安全性更高。

近4个月内收益已经达到245.78%的盈阳7号基金经理薄君杰表示，相对看好现金流充沛并具备整合能力，而且将通过收购、兼并、合作等多种方式谋求转型的传统企业。

盈阳资产预计，2015年国企改革将提速，这也会成为资本市场的重大风口。重量级国企将加大内部资源整合力度，加大资本运作力度，推动资产证券化，盘活资源，实现资产价值最大化。

倚天雅莉3号基金经理叶飞表示，其在5月份已经减仓创业板，调仓至高铁、锂电池、水利和核电等板块，接下来仍将半仓操作、以防御为主。但他认为，大盘的调整将超过中小盘的调整，或将调整至3900~4000点，而小盘股预计调整不大。此外，他提醒投资者关注次新股暴跌后的机会。

“公平在身边”投资者保护专项活动

两地方证监局积极应对“告知类”投诉

□本报记者 王小伟

确认；另一方面，该公司开户流程中存在瑕疵，易致投资者“误操作”。

最终，秉持证监会设立“12386”热线的初衷，以维护投资者权益为出发点，在内蒙古证监局的督促指导下，证券经营机构与投诉者耐心解释反复沟通，双方达成协商和解。经此“一诉”，公司修改了开户流程，使业务流程得以规范，服务质量得以提升。

同时，记者还从广东证监局获悉，该局日前顺利解决了一场因为没对客户告知而对期货进行强制平仓的纠纷案例。某日一大早，12386热线接到某期货营业部客户张某的投诉，电话中张某语急促地声称要追究因该营业部违规强行平仓的责任。原来在2014年12月1日10:07，该营业部在没有通知张某的情况下，对其持有的24手豆油Y1501进行强平，造成损失。张某认为营业部违规操作，请求热线予以解决。热线工作人员立即安抚其情绪，表示会督促处理。因投诉双方均位于广东辖区，热线当天即转交广东证券期货业协会，协会立即将张某的投诉情况及时通报该营业部，要求营业部积极与投资者沟通，认真解释，妥善处理。

经协会进一步核实，事情原委真相大白：当年11月28日外盘行情出现暴跌，导致12月1日开市后国内期货市场豆油合约行情直逼跌停板，张某的风险率骤增，其保证金比例已经低于交易所的标准。公司风控人员觉得张某账户风险非常高，若不及时强平，将给张某本人甚至给公司带来损失，慌乱之下，在未通知客户的情况下，直接对其账户采取了强平措施。

在情况弄清楚后，协会向该营业部负责人指出：双方签订的期货经纪合同已明确规定期货公司强行平仓前要通知客户，期货公司负有履行通知的合同义务。同时根据《期货交易管理条例》第三十五条第二款规定，客户保证金不足时，应当及时追加保证金或者自行平仓。客户未在期货公司规定的时间内及时追加保证金或者自行平仓的，期货公司应当将该客户的合约强行平仓。因此，期货公司在强行平仓前，一定要先采取合理有效的方式通知客户在合同约定的时间内追加保证金，或要求客户自行平仓。期货公司如不履行通知义务就要承担相应的民事责任。在充分沟通后，公司认识到自身存在一定过错，主动向张某赔礼道歉，并就其损失给予一定的补偿。

政策密集推动 国企改革加速

(上接A01版)6月4日，国资委发布《关于进一步做好中央企业增收节支工作有关事项的通知》要求，央企要加大内部资源整合力度，推动相关子企业发展，并加大资本运作力度，推动资产证券化，用好市值管理手段，盘活上市公司资源，实现资产价值最大化。此外，近日，国税总局发布公告，明确包括母公司向子公司、子公司向母公司以及子公司之间等四种情形的股权转让或资产划转，可以享受递延纳税待遇，无疑为央企并购重组创造条件。

央企整合主题贯穿全年

市场分析人士认为，国企改革已再次进入政策密集推动阶段，各部委对于国企改革的高度重视以及积极推动，都显示其深化国企改革的决心，预计国企改革顶层设计方案近期出台概率较大，将带来国企改革主题全年最强“风口”。

随着总体方案出台的临近，资本市场央企

落定，中国南车6月2日晚间发布公告，称“中国南车”更名为“中国中车”，股票8日起复牌。

同时，地方国资层面，继黑龙江出台分类监管实施意见后，5月30日，广州市全面深化国资国企改革意见出炉，提出到2017年，市属企业调整至30户左右，资产证券化率要从目前的20%上升到70%，2017年将超过70%，致使广东国资改革概念股大涨。

6月2日，珠啤集团100%国有股权划入广州国资发展控股有限公司。股权转让后，珠啤集团将成为国资发展的全资子公司，而国资发展由广州市国资委全资持股。此前，广州国资发展控股有限公司已参与广州友谊收购越秀金控100%股权的定增，以及广州浪奇的定增计划。广州国资发展作为国资运营平台的作用正逐渐清晰。

齐鲁证券认为，在预期顶层设计方案近期出台和8日中国中车复牌的双重催化下，国企改革将是驱动6月蓝筹阶段性行情的最大主题。以资本平台为核心的央企整合加速推进，会进一步增

强资本市场并购重组的预期。首先，无论从保障国有资产在关键领域做大做强，还是“一带一路”战略下的走出去，央企整合具有牵动全局的作用，将受到政策持续强力推动；第二，2015年是“十二五”的收官之年，根据“十二五”规划央企数量将减少至30~50家的要求，央企整合在今年必然会加速推动，成为贯穿全年的主题性投资机会。因此，今年以来有关键人员调动以及所在行业有明确产能整合政策的央企集团，将是6月国企改革主题的最明确受益对象。

申万宏源认为，一旦国企改革顶层设计出台，地方国企改革将加速。地方国资整合是地方优化产业布局、提升证券化率、改善经营现状的重要抓手。2014年初以来，地方国企累计收益跑输央企，估值相对较低，未来空间巨大，对标央企，地方国企资产回报率、权益报酬率等指标落后，更有必要加快改革。从区域来看，可重点关注上海、广东、江苏、北京、浙江以及山东改革推进速度较快区域。