



打击“忽悠式”重组

打击“忽悠式”重组，一方面要适当借鉴成熟市场的制度安排，完善停复牌制度，目前两市新规已体现这方面的迹象；另一方面，要加大处罚力度，提高违法成本。

文 | 林海

3月10日，证监会通报了对九好集团借壳鞍重股份这一“忽悠式”重组大案的查处。财务造假、虚增收入、以废充好的套路，无非是为了将自己打扮为优质资产，再联手上市公司借壳重组。这套把戏如果玩得顺利，又会是害惨散户的一个大坑。证监会对此重拳出击，给顶格处罚，还对主要责任人采取了终身市场禁入。可以说，这是对惯玩“忽悠式”重组的市场大鳄们警示性的一击。

上市即变脸 走上“卖壳”路

2012年3月29日，鞍重股份登陆中小板。当时，公司的主营业务为工矿用震动筛等机器设备的研发、生产和销售。上市首年鞍重股份实现净利润6638万元，同比增长9.29%。好景不长，之后几年公司利润连连下滑。上市仅三年，鞍重股份就从年利润6千余万变脸为亏损2212.24万元，落魄走上了“卖壳”路。

上市前总是表现抢眼，上市后令人“大跌眼镜”地遗憾变脸，这在一定程度上是我国资本市场的常态。当鞍重股份突然传出绯闻，有机会注入优质资产时，散户们自此在“惊喜—失望—欣慰—绝望”情绪中反复轮回。

鞍重股份传出绯闻的对象，是浙江九好办公服务集团有限公司（以下简称“九好集团”）。2015年11月25日，鞍重股份发布公告称，拟通过资产置换，置入九好集团100%股权。同时，公司拟向九卓投资等9名特定对象发行股票募集不超过17亿元的配套资金。其中，认购人九卓投资的实际控制人和九贵投资的普通合伙人均为郭丛军。交易完成后，九好集团实现反向收购、“借壳”上市，郭丛军、杜晓芳夫妇将成为上市公司控股股东和实际控制人。

当时，相关公告方案披露，九好集团是一家从事“后勤托管平台”服务的大型企业集团，其不仅首创后勤托管平台服务模式，并致力于

打造中国后勤托管领域的高端服务平台。郭丛军、杜晓芳夫妇承诺，九好集团2016年净利润不低于3亿元，2016年和2017年净利润不低于7.2亿元，2016年至2018年三年累计净利润不低于13亿元。如此诱人的业绩承诺，着实吸睛。

宠儿到弃儿 吞下有毒产

优质资产的注入，自然意味着原本利润不佳的“阿斗”重获新生。上述重组方案披露后，鞍重股份股票瞬间成为资金的宠儿，中邮趋势精选灵活配置混合型证券投资基金、农银汇理行业成长混合型证券投资基金、农银汇理信息传媒主题股票型证券投资基金、融通新区域经济灵活配置混合型证券投资基金，均携重金杀入。2015年11月26日至12月17日，公司股价在短短16个交易日里上涨255.21%。

此后的发展却让人始料不及。2016年5月，鞍重股份和九好集团相继收到证监会《调查通知书》；6月，独立财务顾问方西南证券被立案调查，并购重组申请被暂停审核；7月12日，证监会下发通知书，决定终止对鞍重股份行政许可申请的审查。种种利空消息之下，鞍重股份股价一泄千里。截至2017年3月13日收盘时，公司股价报收于23.74元，已跌至重组停牌前一日（2015年4月3日）的水平，尚有多达8.72万手的卖单来不及出逃，被封死在跌停板上。

从宠儿到弃儿，个中缘由，证监会在3月10日的公告中用了十分形象的说法：吃下了“有毒资产”。

从证监会披露的情况看，九好集团通过各种手段虚增2013年至2015年服务费收入2.6亿元，虚增2015年贸易收入57万余元，虚构银行存款3亿元。为掩饰资金缺口，借款购买理财产品或定期存单，并立即为借款方关联公司质押担保。九好集团通过上述种种恶劣手段，将自己包装成价值37.1亿元的“优良”资产。

所谓的“顶格处罚”，只不过是439万元。如果九好集团上市成功，受益人获利少则几十亿元，多则上百亿元，风险远远小于利益。

以“忽悠式”重组来炒作股价，几乎成为了A股上市公司的看家本领，并美其名曰“市值管理”。

九好集团的虚假财务报表，直接导致鞍重股份《重大资产重组报告书（草案）》出现虚假记载。

识别“乔装打扮” 理性投资

“忽悠式重组”的背后，是利益主导方的套利阴谋，浮云散尽后，留下的是受骗和被套牢的投资者。总结归纳“忽悠”的几个招数，或许能帮助投资者识别这“乔装打扮”的骗局，理性投资。

第一招，画宏伟蓝图，编黄粱美梦。当下市场的热点在哪儿，重组的方向就在哪儿。例如，上海泓泽在控股大连实德后，便抛出了通过定向增发向该公司注入估值约16.75亿元的珠拉黄金矿业公司的重组方案。但是，这个黄金梦最终落空，上海泓泽却成功减持套利6亿元。

第二招，绯闻不断，任你捕风捉影。例如，2011年4月以来，某家电公司“涉矿”重组消息和介入风电的传闻此起彼伏。公司的风电传闻似乎只是空穴来风，但传闻风行的两天内，公司股价异动明显，连续两日飙升超过16%。随后大股东或高管便趁机减持获利。

第三招，鱼目混珍珠，真假看不清。在这一招上，与传统的“忽悠式”重组相比，九好集团的手段更加高明。一是虚实混淆，难以查实。九好集团2015年的供应商共计1300多家，其中1000多家是真实的，虚假的为200多家，且分布于全国多个省市，难以查证。二是以假乱真，手法高明。九好集团通过过桥借款、承兑汇票等金融手段虚增存款，在财务账簿上难以看出门道，而且造假隐蔽性高，在各个银行账户之间设置“防火墙”、采用多道转账等手法，隐藏了资金的真实来源和去向。

提高违法成本

无论是捏造收入，还是“创造”资金流，都显现出了九好集团“知假造假”的故意。其

中的手法并不复杂，比如通过资金循环（签合同—不收货物—退回货款—再签一次），虚增销售收入；通过伪造资金流转，如将1.7亿元从“平安银行账户”划转到“上海银行账户”，虚构收入来源。如果中介机构足够谨慎勤勉，这些手法或许不难识别。为此，证监会在对于九好集团、鞍重股份及其负责人进行惩罚的同时，对于本案的财务顾问西南证券也进行立案调查，并暂停其投行业务。根据相关规定，处于立案调查期间，证监会暂不受理该公司作为保荐机构的推荐，暂不受理相关保荐代表人具体负责的推荐，暂不受理公司作为独立财务顾问出具的文件。

然而，无论是对于券商还是对于“忽悠式”重组的企业，处罚力度或许都太轻了。

有市场提出，所谓的“顶格处罚”，只不过是439万元。如果九好集团上市成功，受益人得到的利益少则几十亿元，多则上百亿元，风险远远小于利益，这或许是鞍重股份和九好集团在证监会加强监管的年头，顶风进行忽悠式重组的动因。而且，无论是对九好集团负责人郭丛军采取的“终身证券市场禁入”，还是对其财务总监陈恒文采取的5年证券市场禁入措施，都并不能真正阻隔其在幕后“运筹帷幄”。市场希望，相关部门能够进一步加大打击力度，提高“忽悠式”重组的违法成本。

以“忽悠式”重组来炒作股价，几乎成为了A股上市公司的看家本领，并美其名曰“市值管理”。用某投行人士的话说：“现在A股公司流行做市值管理，主要就是靠并购重组，尤其是那些所谓的跨界并购，什么热买什么。实际上，背后往往是一帮人大量的套利交易。”每当这套把戏上演，我们总会看到，上市公司假借重组名义申请长期停牌，吊起市场胃口，再配合重组绯闻，拉来投资机构，趁机拉高出货。

沪深两市停牌时间

筹划控制权变更、重大合同以及须提交股东大会审议的购买或出售资产、对外投资达到提交股东大会审议标准以及签订重大合同、战略性框架协议等其他事项 ≤ 10 个交易日	不涉及重大资产购买事项的非公开发行股票事项 ≤ 10 个交易日
筹划非公开发行 ≤ 1 个月	募集资金涉及重大资产购买的非公开发行股票事项 ≤ 1 个月
筹划重大资产重组 ≤ 3 个月	重大资产重组 ≤ 3 个月
停牌后连续筹划重组 ≤ 5 个月	决定是否继续停牌筹划相关事项 ≤ 6 个月

资料来源：《上市公司筹划重大事项停牌业务指引》《上市公司停复牌业务备忘录》

完善停复牌制度

不过，遏制套利说难也难，说不难或许也不难。就停牌这一细节而言，美国市场的交易中止规则，就在很大程度上阻绝了大量的“忽悠式”重组。

在美国，并没有长期的停牌机制。如果上市公司重组可能导致股价波动，应当主动通知证券交易所有重大信息待披露，并中止股票交易，此类因信息披露引起的交易中止，通常持续时间不超过 30 分钟。在交易中止期间，专门交易商通过向投资人传递交易重启后可能的股价范围的信息，恢复买卖双方要约的均衡。根据相关统计，一年纽交所的交易中止近 300 起，其中中止时间在 2 小时之内的占近 80%。如果看交易中止的原因，有 1/3 以上的中止是出于披露并购或收益情况的信息。

采取交易中止而非长时段停牌，是为了充分进行信息披露，让价格对于信息及时作出反应。

如果九好集团的“忽悠式”重组发生在美国，那么市场上的投资人会迅速作出反应，无论重组是真是假，巨幅的期待会被短时间的交易中止与恢复分割为许多区间，投资者可以在发现信息不实时，及时止损离场。由于期间更短，造假带来的“提升”影响和谎言戳破的“落空”效果，都不会造成巨幅波动，“忽悠”也更容易被识破。在这个意义上，交易中止制度限制了造假的套利空间。加上投资者可对造假提起天价赔偿之诉，SEC 也会对造假的上市公司作出巨额罚款，收益与风险在某个程度上形成了平衡。

目前，沪深两市交易所的新规突出了对停牌和复牌时间与条件的限制，以及强化了停牌期间的信息披露要求。这已经初步体现了积极的监管方向。然而，或许我们还可以适当借鉴成熟市场的制度安排，并加大对内部人士市场操纵和内幕交易的惩处力度，重塑一个“公开、公平、公正”的有序透明的证券市场。□