

定增领域中的内幕交易值得警惕

肖玉航 / 文

定向增发作为上市公司的一种再融资形式本无可厚非,但通过近年我国此领域发展来看实际上定向增发与内幕交易关联性较高。早在2010年10月,相关机构做出的“基于全流通时代定向增发事件分析”报告显示:在通过对定向增发前后超额累计收益率与相对交易量的分析后,发现定向增发预案公告前存在严重的内幕交易和股价操纵行为。事实上,笔者观察相关上市公司定向增发事件发现,实际上这种定向增发过程中的内幕交易依然明显,由于内幕交易伤害投资者利益与新股东权益,因此需要投资者格外警惕。

同花顺统计显示,2013年以来共有224家左右公司实施了增发,绝大多数为定向增发,也

可以说上市公司再融资的主要形式集中于定向增发。从市场情况来看,笔者观察到一此定向增发出现了机构自愿买套的行为,甚至表面来看,浮亏巨大。比如联州煤电2013年12月3日披露的定向增发结果显示,只有唯一一家基金以867元/股认购了692042万股公司股份,认购额共计6亿元。在郑州煤电《认购邀请书》规定的时间内,11月21日、22日期间,郑州煤电二级市场股价仅为6元左右,严重低于增发价,只收到了一家基金公司的申购报价单,以2014年1月3日郑州煤电495元的最新收盘价计算,这家基金本次投资浮亏已超40%。透过现象看本质,郑州煤电原本计划发行117亿股,募资1012亿元,最终募集资金不到计划的60%。基金公司以远高于二级市场股价的价格认购增发股份令人费解。其实,该基

金并非最终的“埋单者”,而是中国对外经济贸易信托旗下的郑州煤电定向增发集合资金信托借基金公司专户通道参与定增。那么其是否存在某种契约式的内幕保底交易、定向回购承诺呢,如果单纯从盈亏或估值来看,这种情况概率极大,而实际上近年来这种行为并非只发生在郑州煤电一家,甚至绝大多数定向增发公司均显示明显。

随着市场发展或改革领域的变化,可以说此领域的问题并未引起相关方的高度重视,内幕交易在定向增发领域依然我行我素,但这种交易的背后却是一种违法违规行,所谓的专项信托、券商集合理财、基金专户等创新定向增发领域,实际上如果内幕交易继续,那么最终将伤害投资者的切身利益。

观察市场相关定向增发信息及运作轨迹发

现,为确保上市公司定增成功,保底协议逐渐成为操作的潜规则。保底协议主要通过大宗回购、抵押担保、预付收益、产品设置等途径实现。有的参与方担忧参与定增后可能浮亏,上市公司方面可能先行支付固定的收益,或者与大股东签订日后以增持的方式高价回购定增股份协议,或者承诺以直接弥补亏损等方式。参与定增的信托产品,几乎都是固定收益类产品,即使参与定增出现亏损,但通过保底协议,到期后仍然能够给投资者固定的回报。那么这种保底协议的过程中,就可能出现利用内幕交易倒赚差价、利用内幕操纵业绩等手段操纵股价的可能,因此可以说当前内幕交易在上市公司定向增发领域有着一定的市场,但这种违规与违法行为需要管理层加以规范与及时管理,以确保投资者利益不受伤害。

笔者观察市场发现,近期一些高价定向增发公司方案停止,充分显示所谓的保底协议也面临大股东承诺风险,或者是由于市场发展与股价结构化变化所致,如果保底,大股东或承受巨大亏损,也同样违规违法。比如山东黄金本来是以3372元准备增发,但二级市场股价表现不佳,最终跌至17元附近,如果机构以二倍高的价格参与增发,那么肯定被套,这时上市公司也会考虑风险加大,保底自然难保。

总体而言,笔者认为定增过程存在内幕交易的较多信号,监管部门有必要引起足够的重视,并通过完善制度的方式以切断其中的利益链条。作为投资者而言,需要防范此类投资领域中的风险,要认真的观察其背后利益链条与股票的真实估值三思而后行。

肖玉航 / 文

从A股近年历史表现来看,新股总体呈现出抑价明显的特征,而较长时间,新股不败的神话演绎不断。从其主要原因来看,国内股市投机风气较浓,“打新”稳赚不赔似乎成为投资者的共识,但笔者研究认为,伴随着市场化、法制化与国际化、注册制改革的推进,未来新股的稀缺性将逐渐降低及估值风险凸显,新股不败的神话将难以维系。

资本市场战略目标明确中将使得风险溢价效应降低。从市场化角度来看,虽然行政与市场结合方面仍在改善之中,但市场化的雏形已是大势所趋,市场化最大的特点是充分

竞争,优胜劣汰,相信股票市场的新股并不会都是非常优秀的,上市与退市法律的不断完善,终将使得部分公司呈现出风险爆发,股价跌破发行价的扩散。从国际化的角度来看,我们以美国与香港资本为例,来说明股票市场退市与上市对新股市场的影响。

美国资本市场发行与上市方面体现出严格的市场化、法制化特征,特别是退市方面,这一严格的优胜劣汰机制,使得新股发行、定价与上市相对合理,而一旦出现违法与违规,并触及退市规则,其退市将是及时与正常的。据中金公司相关市场统计显示:从数量上看,自1995年至2012年,纽交所共有3000家左右公司退市,纳斯达克共有8000家左右公司

退市,数量相当可观的。从市值上看,从2005年至2012年,纽交所退市公司市值高达31万亿美元,而新上市公司市值仅有13万亿美元,退市市值是新上市公司市值的2.5倍,如此之高的退市率,新股投资的风险考虑、价值估值等方面促使其新股不败难以全面性,分化与退市共存使得市场投资者相对理性,市场建设相对健康稳定,风险与收益对垒,机构淘汰与发展共存。

香港股票市场的新股发行其遵循了严格的上市规则,从2012年香港整个IPO市场新股来看,分化加剧,市场定价的理性使得新股并不会体现不败的神话。据香港信报信息显示:香港2013年有81只新股于主板挂牌,当中5间以介绍形式上市,全年新股集资金额约

1660亿港元(港元,下同),按年增长八成四,全球排名就重新跻身三甲,仅次于纽约交易所,全球排行第二。从81只新股表现来看,上市首日破发的不在少数,而仅有少数股票出现持续溢价效应。A股中低市盈率的光大银行(以7倍左右PE发行H股)于去年12月20日登陆香港主板市场后,股价破发,2014年1月7日股价为3.77港元,较招股价3.98元跌去0.21元,其它如和谐汽车、荣阳实业、重庆银行等均表现不佳。值得说明的是,从事移动电讯产品铝壳产品生产及销售的荣阳实业,虽然拥有“苹果概念”,但股价上市后表现一落千丈,2014年1月7日收报1.46元,较招股价4.13元,低2.67元或64.6%,成为今年新股潜水王。这说明市场

化与国际化的资本市场整体新股不败几无可能。

从目前A股市场IPO动向来看,新股发行PE不可谓不高,新宝股份、我武生物市盈率依然高于国际同类股票市场的发行PE,香港股票发行PE大致在7-15倍PE之间,由于A股市场多年的新股不败影响,无论是机构还是中小投资者,投资理性化与风险控制不足。目前大量的机构资金参与新股发行,但从未来展望来看,如果A股在市场化、法制化与国际化上严格推行,伴随着退市制度的改革不断完善,恐怕这种机构新股持有将呈现巨大的差异化风险与收益特征,即少部分股票或有溢价效应,而许多新股的不败神话将难以维系。

新股不败神话将难以维系

利益纠结中稀土整合道路曲折

肖玉航 / 文

A股市场来看,有色金属中的稀土板块仍是最为亮丽的明星体之一。在总体疲弱的A股市场,实际上稀土板块仍然表现惊人。比如1月3日,开盘不到六分钟,稀土概念股威华股份迎来15个交易日里的第14个涨停板。股价从2013年4月15日的477元暴涨到1737元,涨幅超过264%,2014年1月6日,在整个沪深市场重挫的背景下,稀土概念股五矿发展强势涨停,但从其它如稀土品种如包钢稀土、广晟有色等表现来看,已大不如以往。通过行业变化及股价运行来看,笔者认为市场一度热盼的稀土国家整合预期,实际上正面临企业利益纠结而整合道路曲折的局面之中。

早在2011年5月,国务院发布《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》,提出基本形成以大型企业为主导的稀土行业格局,南方离子型稀土行业排名前三位的企业集团产业集中度达到80%以上,即“1+3”格局。此后,各地加快了稀土资源整合步伐,包

钢稀土“独霸”北方。就南方来说,五矿在湖南有稀土矿;中铝在广西整合稀土资源;广晟有色是广东省稀土整合主体,且进入了云南;赣州稀土集团是江西稀土整合平台;福建形成以厦钨为核心的稀土集团;江铜集团则进入了四川稀土领域。

近期,据《中国证券报》报道显示:工信部最后拿出了稀土大集团“1+5”的方案。方案显示稀土大集团整合后,下一步稀土行业一系列政策,包括生产配额、指令性计划、新增采矿证等,总体向稀土大集团倾斜。这意味着,国内稀土原矿和冶炼分离等上游资源和生产指标,将进一步向大集团集中,稀土行业将迎来新一轮洗牌。

稀土作为中国重要的矿产资源,具有国际较大的影响力。透过中国稀土企业实际发展来看,情况并不如人意,多年来,因稀土企业进入门槛低、投资比较小、工艺相对简单,加上较高利益的诱惑,以及地方部门的保护,存在着严重的超量开采、私挖乱采现象,市场一直处于无序竞争状态,可谓乱象丛生。近年来,国家开展稀土企业的环保专项检查,推出



稀土准入制度,推行专用发票举措,开展稀土行业整治专项行动等,但依然没有从根本上解决稀土乱象问题。

国家为解决上述问题,提出了稀土行业整合的重要政策,其组建大的稀土集团就

是一个明确的信号,但由于稀土的价值特别是前些年稀土价格的疯狂上涨,使得相关企业利益保护和利益定价非常艰难。即使在国字背景下的稀土企业集团整合,其也同样面临利益纠结与步伐缓慢的现实。

跨区域整合不利方面,现在各方都在争夺四川的稀土资源,但是四川境内有上市公司盛和资源,还有乐山有研稀土新材料有限公司,外来企业要进行整合难度可想而知。跨区域整合不利那么区域内整合如何呢?实际上也非常的不顺利,比如目前A股上市公司包钢稀土,自传出稀土行业整合之后,公司就以北方稀土龙头企业的身份,扛着北方稀土整合的大旗,但事实上,整合过程仍是十分艰难。方案一次次更新,一次次推迟承诺的整合完成时间,这一点从公司的近年公告中便可得知。

笔者最近观察的一次整合也并不尽人意,如2013年12月底国家收储局曾在北京召开会议部署稀土收储,但由于收储局的报价太低,没有企业愿意做,导致流标。

总体来看,对于稀土行业整合虽然是行业大势所趋,也是国家稀土资源战略的重要方针,但从实际整合的难度与步伐来看,明显受制于相关企业利益纠结之中,从未来整合预期来看,虽然部分层面会取得突破,但实质性与市场化的重组之种将依然曲折。

尹中立 / 文

苦等了14个月之后,投资者满怀期待IPO在新的规则下重新开闸,但迎来的确是二级市场的大跌。二级市场下跌和新股IPO有什么关系?看看这几天的市场舆论就知道了,几乎都在惊呼IPO的节奏太快了,有人干脆把当前的IPO称之为“史上最凶猛的融资潮”,还作过一番对比,下周有近20家公司要发行股票,而历史最多一周发行新股10家,玄外之音是希望监管部门把新股发行的节奏控制一下。

按理说,新的IPO制度改革倡导的是注册制,所谓注册制就是把新股发行的选择权充分交给市场。三中全会的确定的改革大方向就是要减少政府的行政干预,让市场在资源配置方面发挥决定性作用。既然如此,让监管部门控制一下新股发行的节奏是不符合改革的目标和方向的,如果监管者重新干预新股发行的节奏,则意味着我们又回到老路上去了。

从发行人角度看,尽管现在发行的节奏很快,但市场需求十分火爆,动辄超过100亿的认购,而且新股定价都在40倍市盈率,所有的公司当然都想马上完成IPO,凭什么要减缓发行速度呢?

可见,当前的股票二级市场和一级市场那个存在巨大的矛盾。之所以存在如此巨大的矛盾,根本原因在于当前股票二级市场的价格严重不合理,主要表现为小盘股的价格严重偏高。对于新兴行业的所谓成长股而言,15倍左右市盈率的估值是合理的,高于30倍市盈率是不正常的,而当前创业板市场的平均估值达50多倍市盈率。当二级市场的估值高达50倍市盈率时,发行股票就如同中了彩票的大奖,发行人发行股票的愿望当然是强烈的。

那么,二级市场的价格为什么如此之高?原因很复杂,即有源于监管者的责任,也有来自投资者的原因。监管者控制新股发行数量,导致了上市的所谓“壳价值”,有人做过估计,一个壳的价值大约为5至10亿元。假如监管者开始放开新股的上市节奏,则意味着上市公司的“壳价值”就消失了,当然意味着股价的大幅度下跌。

当二级市场的股价严重高估,新股的定价一定是不合理的。即使人为地将新股IPO的定价压低,上市后必然出现较大幅度的溢价。浙江世宝就是典型的案例,该公司在A股上市之前已经在香港市场上市,交易价格在2012年一直处在25港元至3港元之间,该公司于2012年10月份在国内发行A股,在

监管部门的指导下,发行价格定在258元人民币,主要参照其港股定价,该股于2012年11月初在深圳中小板挂牌,首日收盘价是1867元人民币,比发行价格溢价620%。为什么该股在二级市场出现高溢价?最主要的原因是流通盘子小,只有1500万股。A股市场的估值与香港市场之所以出现如此大的反差,最主要的原因是A股存在所谓的“壳价值”,而香港市场不存在“壳价值”。正如前文所分析的,A股存在“壳价值”的原因是监管部门人为控制股票的供给造成的。

可见,作为监管者现在很尴尬,如果控制新股发行的节奏,意味着新瓶装旧酒,一年多的改革没有获得成功;如果不控制,则二级市场价格将不断下跌,甚至是大幅度回归。当

市场出现恐慌,一切都无从谈起了。

从博弈的力量对比看,一级市场的很多拟发行股票的公司背后都有很多“关系”,市长甚至省长亲自到中国证监会跑项目的比比皆是,监管部门很难拒绝这些“关系”,唯有市场去决定,才能让监管者和发行者都能获得满意的结局,因此,注册制不仅是改革的大方向,也是现实中诸多利益博弈的必然结果。结合当前的股票市场现状,我们可以得出一个简单的结论,即新股的快速发行是难以抗拒的,一级市场和二级市场之间的平衡需要价格的回归来获得,简单来说,当二级市场的股价跌到足够低时,发行人觉得通过发行股票来融资不合算就不会那么热衷于发行股票了。

当然,高估值的股票价格回归到合理水平需要一个过程,不能一蹴而就,如果操之过急会出现市场恐慌性抛售,导致系统性风险爆发。如何实现股价的理性回归?需要监管者高超的操作技巧。

新股发行制度改革之尴尬

“还原交易”在A股应有一席之地

曹中铭 / 文

继香港证监会公布历时逾6年的前摩根士丹利高管杜军涉嫌内幕交易案件的最终裁定结果后,日前,香港原讼法庭再次颁令,要求老虎亚洲基金及其两名高管人员向受影响的投资者支付4527万港元。香港证监会严打内幕交易的举措,无疑值得内地学习与借鉴。

两大案件存在如下方面的共同点:一是均属于内幕交易案件。杜军涉嫌有关中信资源控股股份的内幕交易;而老虎亚洲基金则因参与中行、建行的私人配售而涉嫌实施了内幕交易。二是内幕交易者均须向相关投资者支付数额不菲的资金。如杜军需要向297名投资者支付2390万港元;老虎亚洲基金及其两名高管人员需向1800名投资者支付

4527万港元。三是违规者因内幕交易获利丰厚。两案中,杜军与老虎亚洲基金获利均超过3000万港元。四是香港证监会根据《证券及期货条例》第213条对杜军、老虎亚洲的内幕交易案向香港法院提出诉讼,主动为投资者进行追偿。

值得注意的是,杜军案是香港法庭首次就内幕交易案颁发回原状命令,而亚洲老虎基金案则不过是“如法炮制”。所谓的“回原状命令”,其通俗解释即普通投资者因内幕交易受损害有权恢复到交易前的状态。由于两内幕交易案件中违规者已卖出股份,因而无法向交易对手交回股份,但通过向交易对手作出金钱赔偿的形式,可令他们恢复到进行交易前的状况,投资者的损失也得到了弥补。

香港证监会频频利用“还原交易”,既维护了投资者的权益,也严惩了内幕交易者,可

谓“一箭双雕”。其实,目前的A股市场更需要“还原交易”,而“还原交易”的监管措施也应该在A股占据一席之地。

来自中国证监会的统计数据显示,去年前10个月,证监会各项主要执法数据均全面超越去年全年水平,受理各类证券期货违法违规线索486件,同比增长44%。在违法违规线索大幅增长的背后,凸显出市场违法违规行为的疯狂程度,也凸显出投资者利益常常遭遇到不法行为的侵害。毫无疑问,违法违规行为的增多,会严重打击投资者对于资本市场的信心。

就众多的违法违规行为而言,上市公司因为虚假陈述导致投资者出现损失的,在监管部门作出行政处罚之后,投资者还可据此提起诉讼。如果是因为内幕交易行为而导致损失的,则其维权行动则犹如“老虎吃天,无

从下口”,即使最终法院对内幕交易行为作出了判决,其最见的情形是,内幕交易者获利被没收,并处以一至两倍的罚款,利益受损投资者则一无所获,内幕交易案件最终往往形成“国库增收、股民失利”的局面,这不仅没有保护到投资者的利益,也有违市场的“三公”原则。如果回复到进行交易前状况的“还原交易”能够在A股实施,因内幕交易由投资者无辜承担损失的现象将可避免。

其实,香港证监会除了在内幕交易案件中实施“还原交易”外,对于在招股书与公告中存在重大虚假或具误导性资料的上市公司亦采用此措施。如群星纸业已被法院冻结资产,香港证监会正在寻求法庭颁令,使群星纸业把集资金额还给投资者,以恢复交易前原状。而A股中存在类似问题的公司并不少,虽然像胜景山河、立电子因造假丑闻曝

光也被采取了“还原交易”的监管措施,但只要像万福生科、绿大地一样上市成功,即能继续苟活于市场中,监管部门无法也让其恢复到交易前的原状。

事实上,在中国证监会颁布的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中,并不乏“还原交易”的监管措施。如招股书中存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,对判断发行人是否符合法律规定的发行条件构成重大、实质影响的,由发行人承诺回购所有发行以及被减持的股份。但是,一纸承诺其实并没有约束力,如果发行人不履行承诺,监管部门是无法强制执行的。因此,A股市场中的“还原交易”,应该像香港市场那样,有相关法律为其保驾护航。笔者以为,今后的证券法大修,应该涉及到这个问题,而不能对违法违规行为仅仅“罚”了之。