

首富巨量减持股价急升的思考

肖玉航 / 文

香港首富李嘉诚在去年对中国区域的房地产进行了大范围的抛售而通过 A 股资本市场来看,其唯一控股的上市公司——长园集团也被大量减持。从地产业到公用事业领域,其从内地撤资成为市场关注度较高的一个话题。对近期长园集团的巨量减持,在二级市场上股价表现却反而上行,其带给市场的启示意义也较为明显。

笔者认为,减持长园集团或是李嘉诚的一个战略性的举措,而非简单的套现行为;而股价的反弹显示另类机构看好其未来及港资股东治理的公司经营规范一面。2014年2月11日,A股公司长园集团发布公告称:2014年2月10日,长园集团股份有限公司(以下简称“公司”)分别接到公司股东长和投资有限公司(以下简称“长和投资”)及华润深国投信托有限公司(以下简称“华润深国投”)的通知,长和投资及华润深国投均通过上海证券交易所大宗交易及集中竞价交易的方式,分别减持公司股份 33,771,590 股(占公司总股本 391%),8,494,696 股(占公司总股本

098%)。从时间来看,涨停板中减持非常直接,且之后的 11 日股价再次触及涨停。

长和投资为香港长和控股有限公司的控股子公司,香港长和控股有限公司是李嘉诚家族旗下长江实业(集团)有限公司子公司。长园集团也因此一直被看作是唯一一家李嘉诚控股的 A 股上市公司。从历史轨迹来看,2013 年长和投资就开始减持长园集团。据市场统计显示,短期截至目前的一年时间内,长和投资共计减持长园集团 10 次,其持有长园集团的股数也从 222,415,869 股减持至目前的 102,293,300 股,减持比例高达 50%以上,可以说其减持速度与股数显示出退出意愿强烈的市场信号。

研究长园集团股价运行发现,在李减持的过程中,总体股价平稳,其近期连续上涨,并创下近三年新高,而其背后则显示出大股东可能易主或机构运作的痕迹。长园集团公告显示:2013年10月30日长园集团发布了定增预案,按照增发方案,全部定增股份将由同一管理人旗下的股权投资基金现金认购,并且长园集团董事长和多位高管以及核心员工会参与认购该股权投资基金。有



分析人士指出,由于长园集团大股东目前持股数量低于上市公司拟定向增发的股份数量,长园集团大股东或易主在即。从长园集团 2013 年财报

来看,社保基金、招商核心价值、银华富裕、招商先锋、中国平安等基金增持或介入,这显示出机构投资者看好增发并看好首富持有的上市公司

的一面,这也是其近期能够在巨量减持背景下,股价却不跌反涨的主要原因。

从长园集团经营业绩来看,其表现平稳,而公司以“热缩”作为发展起点,通过“热缩”业务做精做强后不断拓展产品线和服务架构,逐步形成高质量研发、产品、工艺和质量体系等搭建提升企业平台能力,其从二级市场投资角度来看,构成了新材料概念,这或许是另类机构敢于在巨量减持的背景下拉升的另一要因。

总体而言,李嘉诚大幅度减持 A 股中唯一控股公司表明其战略举措的一面,而股价的大幅度上升出现在减持窗口,也反映出机构投资者看好的一面,但如果大股东出现彻底退出,大股东易主,那么其带给上市公司的将是两个结果,一个是继续发展,另一个则是水土不服,业绩表现难有起色。因此对于大股东减持的上市公司,作为二级市场投资者需要认真分析大股东的战略行为和时点,另一方面看上市公司能否有好的项目或机构投资者的增持或关注,而非简单的理解为减持就一定全是坏事,但大股东的减持原因需要密切观察,以利于争取投资收益主动。

新股“秒停”,宁有种乎

肖玉航 / 文

市场进入马年交易期,上市新股继续演绎着“秒停”的大戏。2014年2月10日星期一,春节后首只上市新股晶方科技继续上演“秒停”,11日海天味业再次上演同样轨迹,使得 IPO 发行与上市以来,出现“秒停”个股达到 40 只。研究近期新股运行来看,让长期从事资本市场研究的笔者,深感问题严峻,我国证券市场诞生才短短 24 年时间,但 IPO 却已经经历了 8 次被叫停。历史发生过的每一次 IPO 被叫停和重启,都会给市场带来巨大的波动,难道目前新股所演绎的“秒停”,宁有种乎?

观察新股运行轨迹来看,实际上这种“秒停”与交易制度、内幕利益炒作等密不可分,其并非是一个有神的轨迹形态,此种秒停现象暴露出我国资本市场机制方面的重大缺陷或人为制度的一种利益保护与输送,也可以说机构投资者不成熟。

众所周知,在现有的股市运行结构中,凭借不合理的制度或政策整合错位、朝令夕改等而形成的比较稳定的合法的或不合法的利益群体,即所谓的既得利益者。既得利益集团就是这些既得利益者思想与行为的群体化,就是这些既得利益者为了维护其所谓的

既得利益而结成的集团。股票市场的运行事关券商、基金机构、上市公司、保荐机构、律师事务所、会计机构等一系列利益体,在中国 A 股市场的发展过程中,我们可以看到包装上市、利益输送、内幕交易、PE 式腐败等轨迹屡禁不止,这实际上正是相关既得利益者形成一个团体,进而损害其它投资人利益的一些重要体现。

今年 A 股市场 IPO 重启,从 IPO 发行与上市交易来看,其暴露出一系列的股市乱象,而这些乱象的背后或正是既得利益集团利用制度缺陷而维持既得利益的信号。目前 A 股市场 IPO 的发行与上市交易来看,无不呈现恶作剧的痕迹。发行市场无法体现三公原则,正如复旦大学谢百三先生所指出的 IPO 发行严重扭曲了三公原则,损害了中小投资者的利益,机构与中小散户打新股极不平等,违反“三公”原则,袒护机构,歧视散户,刁难群众。在 IPO 发行乱象不止的背后,其上市交易制度同样违背股票交易的三公即所有股票一致性对等原则。新股上市平均交易不足 5 分钟、不分质地上涨 45% 顶线等成为世界资本市场上的最大笑话,也累积了巨大的灾难性后果。笔者研究认为,这样的“恶作剧”式的交易,拿投资者当傻子的现象,具有典型的人为操纵股价之嫌,而新股上市首日交易机制也显露

出较大的缺陷,体现出既得利益者利用股市交易机制缺陷而炒作或利益放大的手法,其改革的必要性非常紧迫。

在制度缺陷、定价机制扭曲与监管政策不利的局面中,既得利益者运用合法或争议合法与不合法的手段进行着老股套现活动。比如今年发行上市的 47 家新公司中,老股东在半月之中,有 80.8% 的转让了老股,已兑现拿走真金白银 89 亿!如果是真正市场化与法制化体现的老股转让本无可厚非,但实际上,这些利益询价、交易制度缺陷导致的损害投资者利益的情况正是既得利益集团内线运作的真实写照。从国际资本市场来看,新股发行与交易的规则相对健全,且非理性询价与定价,转让与二级市场利益炒作的打击均有章可循,难道 A 股市场视而不见吗?新股首日上市所体现的 20%、45% 停牌,使得其非公平性交易与既得利益运用少量资金就可实际利益博取,这样的制度是荒唐的,更是培育了新股炒作的利益兑现天堂。

笔者认为,股市既得利益集团并不代表公共利益,也不代表现代文明,更不代表国际惯例,只代表小团体的权利和个人利益。既得利益集团目前在股市运行中造成的资源配置不公、明规则缺失、股市风险急增和效率低下以及投资者利益的损害是非常明显

的,而对中小投资者的歧视显现的更为明显。

作为股市监管层,需要从根源上对股市发行与上市、交易环节进行有效的梳理,对于其中涉及利益兑现、利益发行、利益炒作等重要环节更要有切实可行的规则应对,在 IPO 与首日交易环节完全可以充分尊重市场,尊重公平、公正、公开的对等性,如果源头不正,那么其造成了市场结果就是,股市既得利益集团非公平的取得其它投资者的真金白银,而其它投资者则成为股市的被伤害者。长期以往,股市危机将不断体现,而股灾也会随时累积产生。

研究认为,新股交易环节需要有切实与科学的交易市场机制来保障,以杜绝既得利益集团损害投资者的情况。市场机制是证券市场发展的基石,如果没有公平科学的交易机制作保障,那么整个市场机制将构成致命缺陷,也将成为利益集团和稀泥的重要工具与利益口。从世界主要资本市场新股交易来看,其 IPO 发行上市后,其上市首日交易规则并无与老股不同,更多体现的是股票交易面前股票平等的交易规则。而 A 股市场新股上市首日即炒特别是高 PE 发行后的新股,其累积的风险因素将是惊人的,对市场未来的伤害可能极大,同时如果交易机制不改或不

能公平实行,那么利益机构完全可以利用这一漏洞进行脱离价值的炒作。背后的利益炒作链条或是一个涉及内幕保价、操纵股价、违法市值管理等集团式利益联盟罪事犯罪。

通过研究发现,股市既得利益者往往利用新股上市首日交易规则进行利益维护或利益损害市场,因此这一市场机制要件必须进行改革。新股上市首日交易作为一个重要的交易机制要件,其体现的非公平交易、与老股交易制度的有别等均可能构成巨大的风险累积因素,导致未来股市出现重大危机。从目前来看,笔者认为改革新股上市首日交易制度非常必要,可以两方面选择改革入手,一是从公平与对等的角度,考虑实行与老股 10% 涨跌停板制度对接,其发行价作为参考;另一方面则可以放开所有股票涨跌停板,实施 T+0 交易制度,让新股当日实现风险与机会的充分释放,投资者当日介入或退出的市场化选择。

总体而言,目前新股所体现的首日交易“秒停”现象,绝非是市场化股市的良性态势,也非一种有神的行,对比新股与同行业股票质地而言,实际上许多并不占优势,出现如此大面积的秒停现象,更多是一种市场机制缺陷所致。

巧避借壳指标

黄世瑾 / 文

如果要给“借壳”下一个简单的定义,那就是在控制权变更的情况下,置入资产超过上市公司前一年资产规模(100%)的换股并购。

既然如此,控制权和资产规模两个硬指标不容忽视,尤其是在资产规模较难控制的情况下,如何借助“细水长流”与“合纵连横”两大法宝,精确拿捏股权变动以避免控制权变更显得尤为关键。

此外,跳出借壳规则,通过“定增融资+收购资产”直接绕过重组环节也成为越来越多上市公司置入重大资产的不二选择。

停牌多时的实达集团日前公告终止重大资产重组,同时启动非公开发行,募资收购原先的重组标的,市场人士解读此举可有效避免启动重组带来的借壳风险。随着监管部门对“借壳上市”提出了较普通重组更高的审核标准及信息披露要求,或因标的资产不达标,或因试图降低审核难度,或因身处创业板,诸多上市公司“各显神通”巧避借壳,使出百般功夫上演了一出“监管套利”的好戏。

避免控制权变更现两大手法

如果要给“借壳”下一个简单的定义,那就是在控制权变更的情况下,置入资产超过上市公司前一年资产规模(100%)的换股并购。由此可以看出,规避借壳的企图主要围绕控制权和资产规模两个硬指标展开,其中尤以控制权变更为最。

具体到避免控制权变更,主要有两大“流派”。一派手法为收购较低比例的标的公司股权,只求先控股并表,剩余股份日后再说。原因在于,如果试图一次性实现全控,收购标的的体量远超上市公司,其股东也将因得到巨

量新增股份而成为新实际控制人。典型案例有顺荣股份,其仅收购三七玩 60% 股权,从而大大降低了向后者股东支付的股份总额。再如天瑞仪器,只收购宇星科技 51% 股权,甚至不借用了近 7 亿元的货币资金,以减少新增股份的数量。

收购部分股权的另一个好处在于,可以有选择性地进行收购。三七玩两名股东分别持股 50%,如果顺荣股份试图完全收购其中一人股权,依旧构成借壳。而在实际操作中,两名股东分别出售了 28% 与 32% 的股权,从而尽可能地降低了换股并购后各自的持股比例。

此外,降低标的资产主要股东持股比例,也是避免换股并购后威胁上市公司原有控制权的办法。神奇时代控制人李佳华为此就上演了一出“自废武功”的好戏。去年 7 月 2 日,天舟文化宣布停牌筹划发行股份收购神奇时代。为了排除借壳“隐患”,7 月 15 日,李佳华转让部分股权给六名机构或自然人,持股比例从 90% 下降至 60%。同时,李佳华接受的交易对价中有三分之一为现金。由此,天舟文化得以绕开了“创业板公司不得借壳”的规定。

另一派手法主要通过“合纵连横”,在追求全控的基础上强化原有实际控制,同时稀释新进股东的持股比例,一些大股东甚至提前“潜伏”标的资产。道博股份就是典型案例。去年 1 月 30 日,公司披露发行股份购买资产并配套募资方案,拟以 7.71 元/股的价格向大股东新星汉宜、益化集团和益福集团发行股份收购益江民爆 86.39% 股权,并利用配套融资的部分资金收购剩余 13.61% 股权。数据显示,标的资产预估值是公司可比净资产的近 6 倍。

在股票停牌期间,新星汉宜出资 1.5 亿元认缴益江民爆新增注册资本 3177 万元,获得

20.59% 股份,该部分权益将在定向增发中转换为道博股份的股权。与此同时,本次重组配套融资的定增对象仅新星汉宜一家,募集资金 212 亿元中有 1 亿元用于收购益江民爆股权。通过此等安排,新星汉宜将在重组完成后持有 31.42% 的股权,仍为控股股东;而益化集团以 26.03% 的持股比例位居第二大股东。

在海隆软件的案例中,其则选择与突击入股的第三人结盟。上月中旬,公司公告拟发行股份收购二三四五全部股权。在海隆软件停牌期间,二三四五实际控制人庞升东将持有二三四五 38% 股权的瑞信投资转让予浙富控股及其实际控制人孙毅。在分散二三四五主要股东持股比例后,孙毅控制的瑞信投资 14.47% 股权将“转化”为 967.55 万股海隆软件。孙已出具承诺,交易完成后,其将委托海隆软件实际控制人包叔平行使上述全部股权除收益权和处分权之外的全部股东权利,包叔平地“化敌为友”。

同时,包叔平还分别通过配套融资与部分要约收购强化了自身控制权,其控制的信佳科技以 8.13 亿元认购公司 5398.41 万股新增股份;公司现第一、第三大股东欧姆龙、慧盛创业已分别与包叔平签订了《预受要约意向协议》,分别以持有的全部股份 179452 万股和部分股份 540 万股接受本次要约。

当然,该手法也不是那么好玩的。天瑞仪器曾试图通过自身股东签署一致行动人协议,同时宇星科技解除其前三大股东一致行动关系的方法巩固控制权,却无意中触发了要约收购义务。由于实际控制人刘召贵持股比例处于 30% 至 50% 之间,如果达成前述一致行动,相当于进行了一次性的大笔(11.56%)增持。而《上市公司收购管理办法》规定,持股 30% 至 50% 的股东每年增持比例不超过 2%,

才可免于提出要约收购豁免申请。

“再融资+收购”两步走绕开重组

与前述在换股并购框架下的规避不同,另一种手法则是绕开审核发行股份购买资产的证监会上市部,试图通过“定增融资+收购资产”分两步走完成大体量资产的注入,其依据为《重组办法》第二条:上市公司按照经中国证券监督管理委员会核准的发行证券文件披露的募集资金用途,使用募集资金购买资产、对外投资的行为,不适用本办法。既然连重组都算不上,更不用提借壳了。

此前,天齐锂业、成城股份等多家公司均通过这种方式获得了大体量资产,最近涌现的案例则是 1 月中旬公布方案的大元股份,其拟以 20 亿元的评估值收购浏阳河酒业。换股并购对于公司而言是一条注定艰险的道路,正如本报《大元股份畅饮浏阳河》一文所分析的,除非变戏法一般掏出 20 亿元现金,否则必定构成借壳上市。由于大元股份的控制权曾发生变更,如果发行股份购买资产的对象是实际控制人,又会因为“首次累计原则”触及借壳红线。因此,非公开发行是其没有选择的选择。

当然,试图通过再融资规避借壳并不容易。在第二条之外,《重组办法》第四十二条还规定:特定对象以现金或者资产认购上市公司非公开发行的股份后,上市公司用同一次非公开发行所募集的资金向该特定对象购买资产的,视同上市公司发行股份购买资产。

换言之,资金提供方与资产提供方不能重合。2012 年底,博盈投资非公开发行方案之所以引起市场极大的关注,就是由于发行对象之一与标的公司属于同一实际

控制人所有,公司的实际控制权也发生了变更。对此,公司在方案中表示,两者重合部分比例较低,不适用前述第四十二条。但是,何等重合比例为监管红线,则至今不得而知。

就在春节前,菲达环保提出了一份非常有趣的非公开发行预案,公司拟向巨化集团发行 6316 万股,后者全部以现金认购,小部分募资用于收购巨化集团旗下的清泰公司和巨泰公司。发行完成后,巨化集团成为菲达环保的控股股东。

向巨化集团发行募资,又购买其旗下的资产,看似符合第四十二条的情形。同时,实际控制人由诸暨市国资变为浙江省国资。如此难免引人疑惑:公司是否打了借壳的擦边球?

对此,一位资深并购人士向记者解释,称该方案不存在这个问题,原因是其购买资产规模未达到重大资产重组的标准,“重组有三个‘50%’标准。在实践中,低于此标准可以提交上市部并购重组委审核,也可以通过先定增融资,再收购资产走发行部审核。巨化集团相当于用现金和小体量的资产参与了菲达环保的非公开发行。”

不过,如果新控制人利用现金和大体量资产,如资产总额大于上一年上市公司资产总额的 100% 认购上市公司非公开发行的股份呢?“将现金部分看作配套融资,上市部只能审核这部分比例不大于 25% 的方案。25% 以上,同时构成重组甚至借壳,应该由谁来审,至今没有这样的案例。”

因此,不排除有市场主体从博盈投资和菲达环保的案例得到启发,试图冲击上市部与发行部之间的“灰色地带”。“现有借壳认定标准存在不合理的地方,为什么是 100%? 我认为,控制权变更加上资产注入行为足以定义借壳的实质。”前述并购人士认为。

上市公司并购屡现“监管套利”