

“储血式”定增大暴发 66 公司吸金 600 亿

■ 覃秘 报道

不约而同，上周二又有四家上市公司宣布拟定增募资补充流动资金。这并非巧合，因就在上周，证监会正式发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》，明确今后现金并购无需审核，较此前规定大为宽松。这使得先定增募资“储血”、再谋求现金并购的资本运作模式，一时成为不少上市公司的首选。事实上，自今年 7 月证监会修订《重组办法》征求意见以来，已有 66 家上市公司发布“储血式”定增方案，拟募资近 600 亿元，仅案例数就已达到去年全年的近三倍。

不过，无需审核并不意味着放松监管。因监管部门要求，“储血式”定增皆为定价发行，预先确定的发行对象的持股锁定期长达三年。但还有个别“隐藏资金”或借助上市公司的后续并购预期，或直接推动相关并购，提前潜伏赚取短期收益，引来“内幕交易”的风险与追责。

“储血式”定增大暴发

上周二，西陇化工、晨光生物、博深工具、华西股份同时宣布定增预案，募资用途都是清一色的补充流动资金，发行对象则都包括控股股东在内，同时亦有 PE 机构频频现身。值得关注的是，上述公司资产负债率都不到四成，有的甚至账上已有数亿资金，并无所谓的“资金饥渴症”。

四家上市公司在同一天发布定增预案，且都要募资“储血”，这看似罕见，其实却并非偶然，而是整个定增市场的新趋势。据统计，今年 7 月份以来的四个月时间里，两市合计已有 66 家公司发布此类定增预案，拟“吸脱”资金 5945 亿元。其共同点是，以锁定价格向大股东及其关联方或者其他战略投资者发行股份募集资金，募资投向都是偿债及补充流动资金或者单纯的补充流动资金。

对照整个 2013 年度，此类“储血式”定增公司仅有 24 家，其中实际完成 17 家(另有 2 家公司还在走程序，5 家公司已终止)，实际募资约 399 亿元。今年 1-6 月份，此类定增也仅有 22 家，涉及募资金额约 163 亿元。简单计算，今年 7 月以来，筹划“储血式”定增的公司数量是今年上半年的三倍，而和去年全年相比，案例数更呈现暴发式增长。

在“储血式”定增洪流背后，是并购重组审核的变革。今年 3 月，国务院印发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，向资本市场释放重要信号。随后，证监会于 7 月就《上市公司重大资产重组管理办法》(简称《重组办法》)的修订征求意见。其中，一个重要变化是，现金收购无需审核，而原《重组办法》规定：“上市公司出售资产的总额和购买资产的总额占其最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例均达到 70%以上的”，应提交并购重组委审核。新修订的《重组办法》最终于上周由证监会正式发布。

从时间上看，正是在《重组办法》7 月起



征求意见后，因为审核的放松，“储血式”定增数量激增。

为大手笔收购留后招

“储血式”定增为何暴发并流行，关键点自然是现金收购将不需要再报证监会审核。长江证券一位研究员向记者介绍，根据修订后的《重组办法》，凡不涉及发行股份且不构成借壳的重组，将完全取消审核，实质是鼓励了上市公司进行现金收购。其结果是，上市公司为了更方便地进行并购，完全可以采取“一步分作两步走”的模式，也就是先定增募资，再收购资产，以此避开可能需要的审核。

而在一位投行人士看来，此类定增的大规模暴发有两方面原因：一是部分公司确实需要钱，同时合适的项目并不好找，如果找到项目再募资，或者通过发行股份收购项目，过程会比较漫长，期间项目有流失的风险。相对而言，还不如以补充流动资金的名义进行募资，如果真碰上好的项目，就可以直接投资。当然，这样做也有一个“门槛”，即监管部门的相关内部指引，通过竞价定增所募集的资金，用于补充流动资金的部分不能超过募资总额的 30%，这也就使市场最终看到一个现象：即“储血式”定增最终主要是定价发行，由大股东及其关联方认购，同时有战略投资者参与，发行股份都需要锁定三年以上。

“毕竟是锁定 36 个月，三年后的市场究竟是怎么回事，谁能说得清楚，但和其他投资者相比，大股东肯定是最清楚公司的发展战略的，有底气的背后，其实也就是‘有后招’”。这位投行人士介绍。一位券商分析师也向记者指出，上市公司的大股东，

对公司的长期发展战略肯定是最清楚的，“不出意外，这些从大股东手上拿到现金的上市公司，很快就会有新的资本运作。”而当前异常火爆的并购市场，为此提供了长期支撑。

从实际案例来看，如大江股份，公司在今年 4 月底宣布，拟向二股东上海绿洲科创(由公司实际控制人俞乃奋控制)与长城资产两家发行股份，募集资金不超过 6.96 亿元，全部用于补充营运资金。

而该公司截至 6 月底的资产负债率不到 15%。果然，公司不久后披露，将寻找新的利润增长点，向养老健康产业进军。另如惠博普，公司 7 月初披露定增预案，拟向包括控股股东、实际控制人在内的九名自然人定增募资 581 亿元，全部用于补充流动资金。在该定增方案获证监会受理后不久，公司即披露，拟使用自有资金 9000 万美元收购油田资产权益。

但此种“分步走”模式也涉及一个内幕交易的问题，从监管部门的角度来看，是否存在大股东明拆后期有重大并购的利好而提前通过定向增发增持股份?有投行人士介绍，对此问题，监管部门在审核此类定增时，一般会要求公司对未来的并购计划作出说明。

“积极”资本运作的合规界限

在并购重组的大潮下，上市公司大股东的积极资本运作，自然有其合理的一面，毕竟现金收购仍是公司并购活动中最主要的交易方式。据兴业证券统计，A 股上市公司今年以来的 1307 起并购活动中，以支付方式进行划分，涉及股权支付的 188 家，非股权方式的 1119 家，主要包括现金、无偿划拨等，占比达到 85%。监管部门取消对现金

收购的审核，其目的也是进一步促进上市公司进行并购活动。

此外，从参与方的维度细察这些“储血式”定增案例，其中也不乏通过引进战略投资者进一步拓展主业的情况，典型如石基信息，其引进的股东是淘宝(中国)软件有限公司，双方除了股权方面的合作外，业务的合作更是值得期待。同样，永辉超市引进的战略股东牛奶国际，后者以 57 亿元拿下永辉超市 19.99% 的股份，并期待双方在业务方面的全面合作。还有不少公司将此类定增当作了对员工或者高管的“福利”，如特锐德，其发行对象即是公司 2014 年度员工持股计划，另有多家公司的发行对象包括了主要高管，此类定增在一定程度上也表明了公司管理层的态度，而并非完全为了融资而融资。

但这类“积极”资本运作，也应有其界限。据投行人士介绍，目前市场上就机构创造了所谓的“一鱼三吃”，即一方面由机构出面参与公司的定增，作为其战略投资者，同时这类机构利用其身份帮助公司寻找合适的收购项目，如果项目确实与上市公司现有主营业务相关，也还可以接受，但部分机构出于其快速获利的目的，往往是“往最热门的资产上靠”，更严重的是，部分机构还联系一些隐藏资金，通过在二级市场的提前潜伏获利，其操作手段显然已突破法规。

当然，此类并购活动虽然能拉升公司的短期股价，但由于与上市公司原有业务的“不协调”，也容易引起监管部门和媒体的关注。记者了解到，此前湖北有一家上市公司，就是在某些“别有用心”的机构推荐下，收购市场热门的资产，该机构却是在二级市场早有布局，目前该公司已被监管部门调查。

私募机构自主发行契约型基金的优势及挑战

■ 格上理财研究中心

契约型基金，又称单位信托基金，是指把投资者、管理人、托管人三者作为当事人，通过签订契约的形式发行受益凭证而设立的一种基金。目前市场存在的信托计划、基金公司资管计划、券商资管计划等均属于契约型私募基金，但这些基金都是由信托、券商、基金公司等金融机构发起设立的，像私募机构、第三方理财机构等过去不被认可为私募基金管理人的机构，是不被允许自主发行契约型私募基金的。格上理财了解到，截至 2014 年 10 月 21 日，在基金业协会备案的 787 只私募产品中，自主发行 574 只，其中，证券投资基金 476 只，商品基金 45 只，股权投资基金 41 只，创业投资基金 3 只，其他类型基金 9 只。备案的产品中很大一部分都是通过设立有限合伙企业，可见私募机构在自主发行基金上的活跃性。

私募机构发行契约型基金的优势及挑战

格上理财作为专业的理财机构，对私募行业有很深入的了解。在《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》颁布之前，阳光私募基金基本通过信托计划、基金公司资管计划、券商资管计划等通道发行，私募公司只能作基金的投资顾问；也有私募公司通过发行有限合伙制的基金，自己作私募基金管理人。私募股权投资机构、创业投资机构大部分都是通过设立有限合伙企业(有限合伙制私募基金)，自己作基

金管理人；也有部分机构设立公司制的私募基金。备案办法实施之后，私募机构可以作为管理人自己发行私募基金，而不必再通过各种通道或设立新企业发行私募基金。

格上理财认为，私募机构自主发行契约型基金有以下几点优势：

1、不必再通过通道发行，简化了发行流程；节省了通道费用(现在的通道费用大约为 0.4%左右，之前的通道费用不仅更高而且还会设保底金额)。

2、避免了很多投资限制，比如通道机构会在私募基金的投资策略中设置投资限制条款，限制个股比例、多空单、仓位等；私募机构不能自己下单，只能通过授权给通道机构统一下单等。

3、仅需通过基金合同约定各种法律关系，避开了成立企业(有限合伙制或公司制)所需的工商登记及变更等手续。

4、投资者人数优势：单只契约型基金的投资者人数累计不得超过二百人，投资门槛 100 万元(《证券投资基金法》)；而通过通道发行的私募基金只有 50 个小额(100 万-300 万元)；有限合伙企业和有限责任公司则不能超过五十人(《合伙企业法》、《公司法》)。

5、税收优势：契约型基金本身为一笔集合财产，不被视为纳税主体，并且不代扣代缴个人所得税；有限合伙企业也不被视为纳税主体，但代扣代缴个人所得税(20%)；公司制企业本身为纳税主体(25%企业所得税)，代扣代缴个人所得税(20%)。

因我国刚刚放行私募机构自主发行契约型基金，对私募机构来说是机遇也有挑

战。格上理财认为最重要的一点是，通过通道发行私募基金时，基金运作过程中的风险控制等都是通道方来把控的，并且相关合同中规定的主要法律责任也在通道方。私募机构自主发行契约型基金之后，私募机构由投资顾问转为基金管理人，就需要对基金的整体运行过程负责，但由于私募机构过往风控等经验不足，所以面临一些挑战。其他面临的问题有，过往由通道方负责的基金产品创设、份额登记、财产清算、绩效分析、会计报告等事项，私募机构自主发行产品后，面临相关人员扩充问题，或者服务外包。

相关法律法规

格上理财摘取了两个新办法中涉及私募机构发行契约型基金的关键条款，并介绍了其颁布背景及意义，供投资者及业内人士参考。

1、2014 年 1 月 17 日，中国证券投资基金业协会，《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》，2014 年 2 月 7 日起施行。

第一章总则 第三条 中国证券投资基金业协会按照本办法规定办理私募基金管理人登记及私募基金备案，对私募基金业务活动进行自律管理。

第二章基金管理人登记 第五条 私募基金管理人应当向基金业协会履行基金管理人登记手续并申请成为基金业协会会员。

第三章基金备案 第十四条 经备案的私募基金可以申请开立证券相关账户。

背景及意义：经格上理财了解，该办法颁布以前，根据《行政许可法》、《证券法》、《证券投资基金法》等法律法规，仅有像信托、券商、基金公司等金融机构方可发起设立契约型私募投资基金，并且这些机构开展契约型私募基金业务必须事先取得行政许可。该办法颁布以后，对私募基金管理人实行登记备案制度，登记成为私募投资基金管理人的机构，可自行发起设立私募投资基金，并无需取得行政许可。

2、2014 年 6 月 30 日，中国证券监督管理委员会，《私募投资基金监督管理暂行办法》，2014 年 8 月 21 日起施行。

第五章投资运作 第二十条 募集私募证券投资基金，应当制定并签订基金合同、公司章程或者合伙协议(以下统称基金合同)。基金合同应当符合《证券投资基金法》第九十三条、第九十四条规定。募集其他种类私募基金，基金合同应当参照《证券投资基金法》第九十三条、第九十四条规定，明确约定各方当事人的权利、义务和相关事宜。

背景及意义：经格上理财了解，2013 年 6 月 1 日施行的修订后的《证券投资基金法》，最早将契约型私募证券投资基金纳入法律体系。除此之外，《信托法》、《证券法》等法律法规也对私募证券投资基金进行监管。2013 年 6 月 27 日，中央编办发布《关于私募股权基金管理职责分工的通知》，明确 VC/PE 主归证监会监管，发改委负责制定行业宏观发展政策。该暂行办法将私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金统一纳入监管，并涉及到契约型、有限合伙制、公司制三类私募基金形式。

创业板个人投资者户均盈利 5.5 万

■ 刘伟 报道

日前，深圳证券交易所金融创新实验室发布《创业板五周年投资者结构与行为分析报告》。《报告》分析认为，五年来，创业板投资者结构日趋优化，参与投资者数量不断增加，持股结构逐步改善，机构投资者和个人大户持股占比和交易占比上升，创业板“散户市”的局面已经得到较大改变。

散户市局面得到较大改变

《报告》显示，投资者数量不断增加，创业板吸引了越来越多的投资者参与其中。五年来，创业板投资者数量不断增加，截至 2014 年 9 月末，创业板累计签约户数达到 2436 万户。参与交易户数从 2009 年的 155.3 万户增加到 2014 年的 716.0 万户，持股户数则从 2009 年底的 155.3 万户增加到 2014 年 9 月底的 745.4 万户。

创业板总股本持股结构五年来变化不大，个人(包括个人大户投资者为持股主体，个人投资者和机构投资者持股占比基本维持平衡。至 2014 年 9 月末，个人投资者持有总股本比例为 64.4%(其中，个人原始股股东持有 34.2%的创业板总股本)，机构投资者为 35.6%。相较于主板和中小板，仍然表现出明显的以个人投资者为持股主体的特征。2014 年 9 月末主板、中小板个人持股比例分别为 35.4%和 52.4%。

2014 年 9 月末，个人大户、机构大户和个人小户持有市值比重分别占 47.7%、33.6%和 10.8%，为主要持股群体。机构大户和个人大户合计持有 81.3%的深市总股本，创业板“散户市”的局面已经得到较大改变。

从持有流通市值的比例来看，创业板开板五年以来机构投资者持有比例逐步上升，从 2009 年底的 40%到 2014 年 9 月末的 44.1%，主要以机构大户持有占比增加为主。个人投资者持股比例的下降主要来自于个人中小户，中户、小户 2009 年底持有流通市值比例分别为 22.3%和 51.8%，而 2014 年 9 月末相应比例为 9.5%和 17.7%。个人大户持有流通市值比例持续小幅上升，从 2009 年底的 19.5%上升到 2014 年 9 月末的 28.7%。截至 2014 年 9 月末，机构大户、个人大户和个人小户为主要的流通股持股投资者，分别占 41.1%、28.7%和 17.7%。

机构投资者成交金额占比上升(从 2009 年的 21%上升到 2014 年的 12.8%)，目前已经与主板(机构交易占比 13.2%和中小板(机构交易占比 12.8%)大致持平。其中，机构大户交易比重明显增加，从 2009 年的 0.3%上升至 2014 年的 8.3%。个人大户交易比重也有小幅上升。

机构投资者及个人大户整体投资偏好更加成熟。以机构大户投资者为例，市盈率方面，2013 年前，机构大户持仓加权市盈率比值均大于 1，2013 年后该比值显著下降至低于市场平均的水平；换手率方面，五年来机构大户的换手率偏好均低于市场平均水平，2014 年持仓加权换手率比值为 0.7；流通市值方面，机构大户普遍偏好大市值的创业板股票，但偏好度有所下降，持仓加权比值从 2009 年的 1.93 倍下降到 2014 年的 1.05 倍；ROE 方面，机构大户持有股票 ROE 普遍高于市场平均，但近年来有下降趋势，其持仓加权 ROE 比值从最高峰的 1.25 下降到 2014 年的 1.02。个人大户的投资偏好与机构投资者高度吻合。

机构投资者和个人大户投资者所持创业板股票相对于市场整体市盈率较低、换手率较低、流通市值较高、ROE 较高，表现出更成熟的投资倾向。

投资回报丰厚

截至 2014 年 9 月末，考虑所有股本，创业板投资者合计盈利 9137.5 亿元(未扣除交易成本、利息成本及其他税费)。个人投资者整体盈利高于机构，分别为 6066.1 亿元和 3071.4 亿元，但从户均盈利金额来看，机构投资者(6149 万元)则远远高于个人投资者(5.5 万元)。投资者资金规模越大，盈利金额越高，收益率也越高。

机构投资者收益率整体高于个人投资者，但收益率最高的投资者群体为个人大户(46.2%)。资金规模较小的中小户个人投资者也表现为盈利，其中个人中户合计收益率 8.2%，小户 7.5%。对于资金规模较小的投资者而言，交易活跃与否对收益率影响并不大。

投资者结构仍然存在不足

尽管机构投资者持股和交易占比均逐步上升，从绝对比例来看，个人投资者仍是创业板投资者的主体。至 2014 年 9 月末，个人投资者持有总股本比例为 64.4%(其中，个人原始股股东持有 34.2%的创业板总股本)，机构投资者为 35.6%。相较于主板和中小板，仍然表现出明显的以个人投资者为持股主体的特征：2014 年 9 月末主板、中小板个人持股比例分别为 35.4%和 52.4%。

资金规模较小的中小个人投资者投资偏好仍然不成熟，尤其是 2013 年以来，伴随创业板走势的强劲，个人中小户越来越偏好高市盈率、高换手率、小市值和低 ROE 的创业板股票，表现出对公司估值、市场风险缺乏理性判断的趋势，投资者教育有待进一步加强。

个人中小户，尤其是不活跃的个人中小户投资者，表现出明显的“处置效应”特征。在市场风格转换期间反向操作，当指数上涨时整体净卖出，下跌时整体净买入；而在市场风格确定后，落后于指数地追随价格同向操作。个人中户、个人小户投资者创业板投资收益率分别为 8.2%和 7.5%，远远不及机构和大户。