

强化内幕交易防控 并购重组理性回暖

□本报记者 郭梦迪 王蕊

虽然去年下半年以来，针对并购重组政策松绑持续不断，但监管层也在持续出手强化信息披露，严打内幕交易。分析人士指出，并购重组一直是内幕交易的高发地带，数据显示，2018年并购重组内幕交易处罚案件较2017年增长30%。近日出台的《关于强化上市公司并购重组内幕交易防控相关问题与解答》（简称“监管问答”），强调要明确多阶段报备知情人，全方位强化并购重组内幕交易防控。

业内人士表示，随着监管不断强化券商等中介机构的责任意识，守好资本市场大门，预计并购重组市场未来将更多聚焦高端制造等战略新兴成长行业，进一步回归并购本源。



视觉中国图片

内幕交易的高发地带

2月13日，证监会公布了新日恒力并购重组内幕交易案处罚结果，两位当事人共被罚没1794万元。2015年，上市公司新日恒力筹划通过并购博雅干细胞，引入生物业务板块。其实控人虞建明在公司筹划并购项目期间，向相识多年的某银行行长李甫夫妇泄密，该夫妇遂利用内幕信息买卖新日恒力股票，最终构成内幕交易并实际获利448.74万元。

事实上，并购重组向来是发生内幕交易的高发区。中国证券报记者梳理证监会及地方证监局公告发现，仅在2018年12月，监管就针对并购重组事项中的内幕交易违法，连发5份行政处罚决定书，涉及多只股票。

并购重组事项筹划周期长、牵涉面广，且对市场具有重大影响，极易成为不法行为人谋取不正当利益的工具。证监会2019年1月发布的《2018年证监会行政处罚情况综述》指出，2018年证监会全年作出内幕交易类案件处罚87起，其中，有57起所涉内幕信息与资产并购重组事项相关，说明该领域依然是内幕交易的高发地带。证监会指出，涉及“汉鼎宇宙”、“长盈精密”、“士兰微”等股票的系列内幕交易案均呈现出“窝案”特征，围绕同一资产并购重组事项信息，部分内幕知情人罔顾职业操守、滥用信息优势蓄意侵害投资者合法权益，部分相关人利用与知情人的特殊关系或联络接触，非法获取内幕信息，妄图牟取不法利益，均被依法严惩。

中信建投证券相关业务负责人莫以琛（化名）告诉中国证券报记者，打击和防范内幕交易的难点在于：一是上市公司并购重组决策过程长，审核环节多，涉及面广，重组消息容易泄露。根据最新的停牌新规，上市公司筹划发行股份购买资产，可根据实际情况申请短期停牌，停牌时间不超过10个交易日。但在实际操作中，并购交易需要协调交易标的、交易对手、中介机构、监管机构等多方主体，可能到停牌时消息已经泄露。二是部分相关知情人法制观念淡薄，经受不住诱惑，容易产生内幕交易。

强化内幕交易防控

为进一步强化对于内幕交易的风险防控，证监会于2月11日发布的“监管问答”指出，上市公司应当于首次披露重组事项时向证券交易所提交内幕信息知情人名单。前述首次披露重组事项是指首次披露筹划重组、披露重组预案或披露重组报告书（孰早）时点。上市公司首次披露重组事项至披露重组报告书期间重组方案重大调整、终止重组的，或者首次披露重组事项未披露的资产主要财务指标、预估值、拟定价等重要要素的，应当于披露重组方案重大变化或披露重要要素时补充提交内幕信息知情人名单。上市公司首次披露重组事项后股票交易异常波动的，证券交易所可以视情况要求上市公司更新内幕信息知情人名单。

“监管问答”还指出，上市公司应在披露重组报告书时披露内幕信息知情人股票交易自查报告；股票交易自查期间为首次披露重组事项或就本次重组申请股票停牌（孰早）前6个月至披露重组报告书。上市公司披露重组报告书后重组方案重大调整、终止重组的，应当补

充披露股票交易自查报告；股票交易自查期间为披露重组报告书至披露重组方案重大调整或终止重组。

“对于内幕信息知情人的报备之前就有，而且一直都是比较严格的。”南方某券商投行人士李明（化名）告诉中国证券报记者，此次监管明确内幕信息知情人按照多阶段报备，是新的停牌制度所带来的新监管形式，核心要点仍是监管对于并购重组事项涉及的停牌保持重点关注。

李明表示，根据监管最新要求，上市公司不仅不能随意停牌，停牌时间也比以前更短，在此情况下，内幕信息泄露的风险实际上是有所增加的。因此，监管此次明确分阶段知情人报备，一定意义上是对于新停牌制度的一个补充。

中国证券报记者了解到，券商在项目开展中历来重视内幕交易的防范，重组停牌规则改变后，防范难度有一定程度的增加，但券商也积极响应新规则，进一步加大防范力度。莫以琛指出，本次监管规定的细化，进一

步明确了内幕交易核查的范围和期间，使券商的核查工作更加有据可依，降低了相关阻力，有利于工作开展，对防范内幕交易、遏制忽悠式重组等行为起到积极作用。作为财务顾问，券商应在相关监管规定指导下，针对内幕交易的严重性及其防范措施，加强对并购重组参与主体及其相关人员宣讲力度，同时进一步加大核查力度，最大程度防范相关风险。

“在项目源头上，券商应对上市公司并购战略有深刻理解和认同，从并购交易的商业实质出发筛选项目，对忽悠式、跟风式重组坚决抵制，有所为有所不为，做资本市场的第一道防线。”莫以琛强调，证券公司应该建立完善的内部风控体系，发挥好证券市场“守门人”的作用，将合规管理贯穿于项目立项、内核到对外报送材料等每一个阶段，保证项目顺利实施。此外，对节能环保、信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料等高成长性、战略性行业应给予更多关注。

并购市场理性回暖

依然没有放松迹象。

一位上市券商投行并购业务人员陈越（化名）表示，政策本身虽然对于业务开展有一定的影响，但并不是全部。并购业务毕竟还是市场化交易，主要影响因素还是市场情绪的变化。

中国证券报记者从某上市公司董秘处了解到，公司筹划了很长时间的并购项目不久前刚刚获批，中途也几次遭遇困局。尤其是为了支付交易对价，公司实际控制人将持有股份进行了股票质押，而在此期间，二级市场持续下行，公司股价接连走低，实际控制人不得不多次补仓，更因质押比例升高等问题受到监管关注。

不过，也有券商投行表示，目前尚未感受到明显的市场好转迹象，其中一个重要的因素就是现在财务顾问的佣金费率普遍偏低。“现在10亿元以内的现金交易，佣金收入基本都在1000万元上下，甚至可能更低，但是工作量和工作难度却并没有减少。”陈越透露，目前现金收购业务的佣金费率已经被压至1%左右，收费高的都

是涉及换股加配套募集资金的项目，因为只有涉及融资收费才能起来。

安信证券新三板首席分析师诸海滨表示，2018年上市公司并购三板公司完成并购金额达308亿元，同时现金支付成为主流方式，纯现金收购的比例高达76%。不过值得券商投行欣慰的是，根据Wind数据，虽然2018年的所有并购中现金并购金额占比仍高达69.9%，但发行股份购买资产的金额占比小幅提升到了12.3%，“现金+股权”的金额占比也小幅回升至9.1%。

诸海滨指出，2018年下半年以来，证监会连续出台多项并购重组利好政策，支持并购重组力度加大，效率提升。在并购政策刺激之下，企业适当采取股权+现金收购方式如能满足“小额快速”要求或将大大提高并购效率。但2019年需要注意的是整体资本市场环境偏弱，其次是上市公司商誉问题的累积，使得对被并购企业估值压力有所增大。

政策红利驱动 券商股“春意盎然”

□本报记者 郭梦迪

春节假期过后，A股迎来开门红，作为股市风向标的券商板块更是“春意盎然”。Wind数据显示，2月11日至21日收盘，申万二级券商行业指数上涨11.53%，超半数券商节后涨幅超10%。多家券商研报表示，目前证券行业估值还有修复空间，一系列的投行新举措能够为券商带来边际增量收入，直接提升了市场对于券商板块的关注度，带来二级市场超额收益。

8券商股今年以来涨幅超20%

2019年以来，券商板块已走出靓丽行情。Wind数据显示，截至2月21日，申万二级券商行业指数今年以来上涨23.89%，在全部103个二级行业中排名第六。其中东兴证券、财通证券、兴业证券等8家券商年内涨幅超过20%。

业内人士认为，券商股的整体上涨受到政策利好及市场行情上行的影响。华创证券称，从基本面数据来看，1月市场整体向好，主要体现在几方面：一是债市收益率稳定，十年期国债收益率震荡下行5个基点，沪深300指数环升6.34%，创业板指小幅下跌1.80%。二是市场交投活跃度改善，1月份沪深股市的日均成交额2967亿元，环比提升12%。三是股权融资环比改善明显，但债券规模稍有下滑，但整体维持高位。

据中原证券统计，35家纯证券业务上市券商（剔除新股华林证券）2019年1月共实现营业收入190.77亿元，环比下降35.89%，同比下降4.44%（剔除不可比数据）；共实现净利润67.41亿元，环比降6.42%，同比下降5.08%（剔除不可比数据）。

中原证券认为，从营收增速看，1月共7家证券公司环比出现增长，共28家公司环比出现下滑；净利润增速方面，1月有20家公司环比出现增长，有11家公司环比扭亏为盈；15家公司环比出现下滑。1月上市券商的单月经营业绩的分化现象有所收敛，头部券商较罕见地出现大面积净利环比下滑的现象；非头部券商的经营业绩则集体改观。

关注投行优势明显的券商

对未来券商板块的投资机会，华创证券非银行金融组分析师洪锦屏认为，短期来看，基本面触底回升、政策面利好不断、市场流动性边际改善，料将继续推动板块估值修复。长期来看，随着中国资本市场改革创新和自我完善，券商角色将不断深化提升，业务多元化、复杂化，发展空间巨大，行业集中度将不断提升。目前证券行业估值还有修复空间。

东方证券认为，2018年末以来，对券商投行业务，科创板即将正式推出，对券商板块行情有望产生持续催化；再融资方面缩短18个月限制，提升了二级市场融资能力；并购重组方面推出“小额快速”审核通道，促进定向可转债支持并购重组事宜。这一系列的投行新举措能够为券商带来边际增量收入，直接提升了市场对于券商板块的关注度。

民生证券指出，从经验来看，市场利率下行对券商板块具有明显的行情推动效果，建议高度关注利率下行、流动性改善趋势下的板块估值上行趋势。近期政策暖风频吹，市场交易显著激活，券商板块将持续受益。科创板落地在即，建议关注投行业务优势明显的大型券商。

并购重组政策宽松 利好计算机传媒

□本报记者 王蕊

2018年三季度以来，监管机构接连出台宽松政策，并购重组市场开始“冰消雪融”。分析人士指出，并购重组市场回暖，将利好计算机、传媒等较为依赖外延式并购发展的行业，相关板块上市公司业绩有望回升。

并购重组政策解绑

分析人士称，回顾近几年的并购重组政策变化，可以发现我国并购重组政策趋严自2016年。为治理并购重组乱象，2016年9月证监会发布了《上市公司重大资产重组管理办法》修订版，增加借壳认定的标准，取消借壳上市配套融资；2017年2月，证监会发布《上市公司非公开发行股票实施细则》修订稿，将配套融资定价基准日限定为“发行期的首日”，同月发布的监管要求首次提出了18个月的再融资区间隔期要求。上市公司并购重组市场自此陷入寒冬。

2018年9月，监管机构在《关于发行股份购买资产实行价格调整机制的相关问题与解答》中明确了定价双向调整机制，助力并购重组市场回暖。此后，监管层在2018年10月连续出台四份“监管问答”，打出了一套组合拳。先是于10月8日推出小额快速审核机制，压缩符合条件的小额交易审核时间；10月12日，放宽对于控制权变更的认定，加快不构成借壳的大额并购项目推进；10月19日，证监会将进一步新增并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型，涉及新一代信息技术、新材料、新能源等亟需加快整合、转型升级的产业并购事项，驶入高速道；10月20日，并购重组再迎利好，IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月，并购重组政策持续松绑，借壳和大额并购开始升温。

2018年11月9日，证监会发布了最新修订的《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，进一步放宽企业再融资限制。通过配股、发行优先股或定向增发募集资金的，可以将募集资金全部用于补充流动资金和偿还债务；时间间隔限制也缩短至6个月。

利好计算机传媒

中信建投中小市值首席分析师陈萌认为，政策放宽对上市公司业绩有着正面积极的影响，受2016年至2017年外延并购和再融资政策收紧的影响，2018年各行业外延业绩占比出现不同程度的下降，甚至直接导致一些依赖外延并购的行业业绩出现断崖式下滑。其中，传媒和计算机行业体现得尤为明显，传媒行业外延并购增速从2014年—2015年的100%以上，降至2017年的4.2%左右，2018年更是同比大幅下滑，同比增速为-42.2%，剔除乐视后，传媒行业的整体业绩增速在2017年下滑至个位数增长。

陈萌指出，2018年外延并购回暖，预计对上市公司2019年后的报表贡献有望提升。计算每个行业外延并购对上市公司业绩的影响，传媒、计算机、机械外延并购业绩占比排名前三，分别达到62.3%、29.4%、27.2%（2017年度），而2018年并表业绩占比各行业均出现不同程度的下降。

“随着2018年并购重组的继续放开，2018年的并表占比可能是一个阶段最低点。2019年开始，并表贡献有望出现回升。”陈萌认为，这将对资本市场产生正面积极的影响。