

发展壮大公募基金 积极引导长期投资

□武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新



多管齐下 推进资本市场改革

□申万宏源研究所副所长 蒋健蓉
申万宏源研究所政策与发展高级研究员 袁宇洋

近两个月,围绕存量资产的市场化改革取得了多个突破。证监会已经发布了《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见稿(简称《重组办法》)、《上市公司分拆所属于公司境内上市试点若干规定》征求意见稿(简称《规定》)、《科创板上市公司重大资产重组特别规定》(简称《特别规定》)等政策文件。近日国务院金融稳定发展委员会召开第七次会议指出,要进一步深化资本市场改革,使资本市场真正成为促进经济高质量发展的“助推器”。笔者认为,这一系列动作显示出资本市场改革正在加速。

促进上市公司做大做强

国务院金融委提出的目标以及证监会一系列政策,有助于上市公司做大做强,充分发挥资本市场服务实体经济的功能。《重组办法》在重大资产重组认定、借壳上市、配套融资等多方面对上市公司重组松绑:一是贯彻了金融供给侧结构性改革对提升资本市场服务实体经济的要求,有利于上市公司质量的提升;二是通过推动科创板企业资本形成促进产业升级,有利于创业板发挥资源配置功能;三是放开创业板借壳上市,完善创业板的资本平台功能,有利于资本市场多层次化发展,同时也有助于改善产业资本退出不畅的问题,从而化解金融市场风险。

《规定》主要在三方面实现了突破,一是没有限定分拆上市的目标板块,从而避免了规则上人为限制上市场所,将其选择权交给企业和市场;二是没有限定子公司上市必须采取IPO而非借壳的方式,给予企业充分的自主权;三是对分拆条件进行了灵活化处理。这三点突破预计将鼓励更多分拆上市需求的上市公司积极分拆上市,一方面有利于盘活存量资源,促进资本市场发挥其资源配置功能;另一方面推动子公司的资本形成,从而推动上市公司总市值的提升,为实现高质量发展提供支持。

《特别规定》针对科创板“资本市场试验田”的定位给予了多项特殊安排,具体来看,一是对营收较低的科创板公司的资产重组进行了松绑,并给科创板企业发行股份购买资产更大的定价权,这符合国家创新驱动发展的战略,有利于科创板企业通过资本市场取得更好的发展;二是在并购重组审核流程上同样实行注册制,有利于注册制经验的推广,同时为放开境外注册企业在科创板并购重组提供了依据,也有利于进一步发挥科创板试验田的作用。

关注四方面政策变化

笔者认为,2019年接下来几个月中需要重点关注四大方面的政策变化。

一是需要关注《证券法》修订进程。《证券法》四审稿预计将在年内出炉,需要关注四审稿中证券的定义范围是否由“股票、公司债券、存托凭证和国务院依法认定的其他证券”扩大至其他金融产品,特别是资产管理产品,资产证券化产品、非上市公司股权是否会定义为证券;是否对注册制的推广提供法律支持,在上市公司并购的并购成本、信息披露等方面的规定是否会有所放松,对证券违法打击力度是否有所提升。

二是需要关注引入和培育中长期资金、改善资本市场投资者结构方面的政策。我国资本市场中长期资金相对缺乏,引入外资和发展本土机构投资者是大方向,近期需要关注资本市场对外开放、养老金改革以及针对资管领域(特别是银行理财子公司)的政策会有何变化。

三是需要关注构建多层次资本市场方面的政策。比如,后续创业板的注册制改革进程值得关注。另外需关注新三板市场、机构报价系统以及券商柜台市场等场外市场的改革。

四是需要关注政策将如何进一步支持上市公司质量的提升。此前的一系列并购重组政策松绑对上市公司提升质量起到了一定的推动作用,后续需要关注信息披露、上市公司分红、退市等制度的持续完善,以及在提升上市公司违法成本和优化资本市场中介生态方面是否有所进展。

公募基金是法定的“投资专家”,也是典型的组合投资者、长期投资者及价值投资者。公募基金是股市最重要的“长钱”之一,也是资本市场最重要的长期机构投资者。

我国公募基金起步较晚。1997年11月,国务院颁布《证券投资基金管理暂行办法》;1998年3月,两只封闭式基金——基金金泰、基金开元设立,标志着我国现代公募基金正式起航。20年来,我国公募基金从无到有,从小到大,尤其是近10年来获得快速发展,但规模仍然较小,与我国作为世界第二大经济体和第二大股市的地位不相匹配。

根据美国投资公司协会(ICI)统计,截至2018年底,美国公募基金净值规模为21.08万亿美元,占据了世界总规模的45.14%,而中国公募基金净值总规模(不含FOF)仅为1.77万亿美元,仅占3.79%的市场份额。

由于美国公募基金的主体是共同基金,其总净值占公募基金的比重约为85%,再加上美国共同基金的统计数据翔实,因此笔者选取美国共同基金与我国公募基金进行比较,希望“他山之石可以攻玉”。

存在多方面差距

基金规模比较。基金规模至少包括三个指标:基金净值总规模、平均单只基金规模、基金公司托管资产总规模。基金规模大小,在一定程度上反映了基金市场的地位、体量与影响力。

截至2018年底,美国共同基金合计8059只,净资产总规模为17.7万亿美元,平均每只基金净值规模为22.7亿美元。

截至2018年底,中国公募基金为5626只,净资产总规模为13.03万亿元,平均每只基金净值规模为23.3亿元。如果按当前汇率折算,美国单只公募基金平均规模是中国的7倍左右。单只基金规模大小,将直接影响其经营管理成本与规模效应。

再从公募基金公司托管资产规模来看,我国基金公司规模整体偏小。截至2019年6月底,易方达总资产管理规模接近1.3万亿元,其中非货币非短期理财公募基金规模排名行业第一;博时管理资产总规模为9345亿元;华夏基金本部管理资产规模为9181亿元,其中公募基金管理规模4875亿元。此外,天弘基金是国内最大规模的货币市场基金,截至2019年6月底,天弘基金仅公募基金管理规模就达1.2万亿元。目前我国资产管理规模超过1万亿元的基金公司仅有两家,即易方达和天弘基金。

根据美国基金业最新排名,截至2019年第一季度末,管理资产超过1万亿美元的美国家基金公司共有18家。其中,托管资产规模最大的两家基金公司分别是黑石6.84万亿美元、先锋基金公司5.2万亿美元。

长期基金与短期基金比较。一般地,我们将货币市场基金称为“短期基金”,将其他公募基金称为“长期基金”。其中,短期基金主要满足人们日常流动性管理需要,以及企业资金头寸管理需要,其投资对象主要是货币市场工具,它无法进入资本市场;长期基金则以股票和债券投资为主,它直接为资本市场提供长期资金来源。

从公募基金的期限结构来看,2018年底,美国短期基金(即货币市场基金)所占比重

仅为17.15%,而长期基金占比则高达82.85%;与此相反,我国货币市场基金占比却高达58.44%,而长期基金占比仅为41.56%。这表明我国大量公募基金都扎堆在低风险、高流动性的货币市场基金上,无法为资本市场提供长期资金来源支持。而美国公募基金则以长期基金为主,它为资本市场提供了庞大的长期资金支持。这是中美两国公募基金市场的最大区别之一。

股票基金的规模与地位比较。我们知道,在公募基金的类型划分中,与混合基金、债券基金、货币市场基金相比,股票基金是风险最高、管理难度最大但预期收益也是最高的,这也是最能吸引投资者的地方。因此,股票基金成为公募基金的实力象征,也是公募基金的龙头和标杆。一国股票基金的地位,决定了该国公募基金的发展水平与实力。

截至2018年底,美国股票基金总净值为9.22万亿美元,在共同基金中所占比重最高,为52.1%;相反,我国股票基金总净值仅为0.82万亿美元,占公募基金的比重最低,仅为6.33%。很显然,我国股票基金正在不断萎缩,扩容十分艰难,正是因为股票基金的狭小与缺位,它更无法为资本市场提供有效的长期资金支持,更无法成为家庭理财投资的重要选项。事实上,我国股票基金应该而且必须成为A股市场未来“去散户化”的中坚力量。

基金国际化程度比较。公募基金最重要的特征之一,就是组合投资、分散风险。它不仅在一个市场进行组合投资,它更需要跨地区、跨市场进行组合投资,这样才能有效平滑单个投资品种、单一投资市场的异动风险。在美国共同基金净资产中,有2.43万亿美元投资在境外市场,占共同基金净资产总额的13.7%,这一比例已是相当高的。而在我国公募基金净资产中,仅有0.07万亿美元投资在境外市场,占公募基金净资产总额的0.54%,几乎可以忽略不计。当然,公募基金“走出去”,不仅取决于投资者自身的需求,也取决于基金公司的专业人才和经营管理水平。

基金投资者结构比较。2004年我国开始发布公募基金投资者结构数据。2007年底,我

国个人投资者持有公募基金净值比例为86.53%,创历史最高纪录;随后这一比重开始逐年持续下滑,2015年底机构投资者持有公募基金净值首次超过个人投资者;2016年底我国机构投资者持有公募基金净值高达58.41%,而个人投资者持有公募基金净值的比重则降至41.59%。

与此相反,2017年底,美国个人投资者持有共同基金净值的比重高达87.24%,而机构投资者持有比重仅为12.76%。其中,在股票基金、混合基金中,个人持有净值比重分别高达92.07%和95.97%,但在货币市场基金中,美国个人持有净值比重要明显低一些,仅为61.66%。因为机构投资者大量持有货币市场基金,主要是为了满足日常资金头寸管理的需要。

事实上,公募基金是典型的集合投资者,从这一意义上讲,美国的共同基金市场是标准的“散户市”,这与美国股市的“机构市”格局正好是相反的。正因如此,公募基金成为了美国个人及家庭理财投资的最重要选项之一,这也是大多数美国人并不直接炒股的重要原因,因为散户可以通过购买股票基金来间接参与股市投资。

鼓励养老储蓄与投资

美国公募基金不仅规模庞大,而且能为美国资本市场提供源源不断的长期资金来源。相反,中国公募基金规模仍然较小(与GDP比较),而且主要以短期基金(货币市场基金)为主,无法为资本市场提供足量的长期资金。中美公募基金存在较大差距,笔者认为,背后的原因主要有三个。

第一,长期积累的私人养老金成为美国公募基金的最大贡献者和支持者,这也是美国公募基金以长期基金为主的重要原因。第二,2018年底共有5720万个美国家庭、1.02亿美国人持有公募基金,44.8%的美国家庭持有基金,平均每户持有基金资产15万美元,平均每个家庭持有4只基金。大多数美国人不炒股,他们将私人养老金与公募基金作为家庭理财投资的最重要选项之一。与此相反,中国股市是一个“散户市”,股市交易的90%左右都是由个人投资者来完成的,因此,中国股民更愿意亲自进入股市搏杀,而不是购买股票基金。

第三,美国公募基金已经形成了良性循环的生态体系:庞大的私人养老金支撑公募基金扩容;公募基金与私人养老金作为长期机构投资者,又共同支撑着美国资本市场做大做强;反过来,美国资本市场能够保证并满足私人养老金与公募基金的保值增值诉求。相比之下,我国私人养老金与公募基金规模仍较小,尚不能为资本市场提供强大的长期资金支持,这也是A股“散户市”形成的重要原因之一。

在人口老龄化背景下,无论是从资本市场角度考虑,抑或是从家庭理财角度考虑,我国都应加大对养老储蓄及家庭理财理念的培育与引导,采用税收优惠等政策手段鼓励国民养老储蓄与养老投资,并逐渐改变以“短炒、赚快钱”为特色的家庭理财观。同时,以公募基金为代表的各类金融机构,应该加大产品与业务创新,研发出更多样、更丰富的个人养老金产品及中长期理财产品(资管产品),并以此吸引或引导更多的个人投资者参与长期投资,享受长期投资收益,进而为资本市场提供稳定而庞大的长期资金来源。

央企并购地方国企步入加速阶段

□中国企业研究院首席研究员 李锦

根据近日公布的2019年中国500强报告,千亿级企业明显增多,兼并重组重回活跃轨道。其中,国有企业是并购重组主体,104家国有企业去年完成了613次并购重组。显然,今年以来中央企业兼并重组地方国企,进入加速推进的新阶段。有必要研究央企对地方国企重组兼并的逻辑,对于政府和企业认识、把握发展趋势并采取正确对策具有重要意义。

并购活跃

中国宝武收购马钢集团在央企重组案例中有代表性。实际上,早在去年9月就有消息称中国宝武正在洽购马钢集团,不过当时中国宝武并未对此发表评论,仅表示“尚未接到任何通知”。今年6月初,中国宝武对马钢集团实施重组,安徽省国资委将向中国宝武无偿划转马钢集团51%的股权。

同一时间,辽宁省与招商局集团围绕“辽宁省港口资源”重组事宜再获实质性进展。也几乎是同一时间,“江中药业实控人将变更为中国华润”消息坐实。江中药业发布要约收购报告书摘要,明确华润医药基于每股25.03元的要约价格,以42.78亿元的资金总额,持有江中药业56.97%的股权。

马钢集团、大连港、江中药业,都是闻名遐迩的大型国有企业。上述三个案例均为央企对地方国企的重组。紧接着,6月16日,云南两家国企——贵研铂业和锡业股份发布了变更实控人公告,其中贵研铂业发布公告称,公司控股股东贵金属集团收到云南省国资委通知,云南省政府拟与中国五矿深化合作,该事项可能导致公司的实控人发生变更。这也为“央地混改合作”再添新案例。

企业并购是一种通过转移公司所有权或控

制权的方式实现企业资本扩张和业务发展的经营手段,是实现企业业务、资产、财务等方面的结构性调整的重要途径。并购的实质是一个企业取得另一个企业的资产、股权、经营权或控制权,使一个企业直接或间接对另一个企业发生支配性影响。

资产重组是资源的重新组合,包括将其他企业资源整合进自己企业的行为。资产重组是资本运作的结果,而并购本身就会产生资产重组,安徽省国资委将马钢集团51%股权无偿划转至中国宝武,并通过马钢集团间接控制马钢股份45.54%的股份,并成为马钢股份的间接控股股东。

再来看看招商局集团对辽港集团的收购情况。此次收购并非一步到位,而是通过两步走实现的。去年11月,辽宁省与招商局集团签署协议,招商局集团通过增资方式入股辽宁东北亚港航发展有限公司,并取得后者49.9%的股权。后来,招商局通过无偿划转方式取得辽港集团1.1%的股权。最终招商局持有辽港集团51%的股权。

事实上,无论是中国宝武还是招商局集团,此前都有收购地方国企的先例。比如,招商局集团在今年2月完成对湛江港集团的增资控股;而早在2007年,当时的宝钢集团就跨区域重组了位于新疆的八一钢铁。

四大逻辑支撑

过去央地重组在外界看来是困难重重,而今央地重组频频出现。是什么逻辑支撑央企与地方国企合作,值得研究。

逻辑之一,主要是专业化整合,优化国有资本布局,避免无序竞争,促进产业链整合升级。从央企的现状来看,存在资源分散、主业不突出的现象,也存在在在某些专业上同质化竞争、无序竞

争的问题。在此背景下,按照市场发展需求,推动中央企业专业化整合,使得企业资源相互融合,增强竞争优势。目前央企重组呈现“三业一合”状态,即围绕主业、产业链条、专业化进行重组,“合”则是指央地合作式的重组。围绕专业化,推进区域资源整合,减少同质化竞争,提升效率和效益。

逻辑之二,是盘活地方政府手上的企业资产,让存量资产变成增量资产,使呆滞的资本运动起来。今年国家减税降费两万亿元,在财政支出刚性增加的背景下,地方政府“节流”可能性不大,只能通过“开源”的方式增加财政收入来源。地方政府除了拥有土地资产外,更重要的是有大量的企业资产。央企已经具有规模优势,通过重组地方国企,能够进一步提高这些领域的集中度。在此之后,还能够采取提高分红比例等方式进一步为财政收入“开源”。

逻辑之三,整合相同业务或是产业链上下游,以及互补式重组,实现产业链条互补协同。通过发挥央地联动效应,还能进一步盘活同类企业资源,从而有效优化资源配置,提升整个产业的资源利用率。类似五矿中冶互补式重组,发电企业与地方煤炭企业的煤电一体化重组,是必然性选择。以央企为代表的国资企业也在资本市场上频频收购民营上市公司,近期的案例包括中国中铁拟入主恒通科技等。

逻辑之四,围绕主业做大做强做优,加快提升产业集中度,并提升国际竞争力。重组后的中国宝武和马钢集团粗钢产量合计达到8707.13万吨,而目前世界上最大的钢铁集团安赛乐米塔尔为9250万吨。

整合加快

对新一轮央地并购重组发展趋势的预测,要从多方面要素进行考察。

