

# 政策松绑助推市场化 上市公司并购浪潮汹涌

□本报记者 张莉

并购重组市场迎来政策松绑的较好窗口。日前,证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》征求意见稿,对行政审批、标的定价、资产盈利要求等进一步放宽。其中,取消或简化并购重组行政许可项目的审批,被市场视为政策松绑的重要信号。

一位经历多次并购重组的上市公司相关负责人认为,通过资本市场进行并购重组正在成为企业战略转型、实现跨越式发展的重要途径。通过外延式并购,上市公司可以快速高效完成业务和战略转型,抢占行业先机。接近监管部门的人士分析,此次并购重组的市场化改革旨在进一步消除上市公司并购与重组障碍,为企业战略布局和自身规模扩张创造良好的市场环境,并发挥好并购重组这一盘活存量工具的作用,并购重组制度的完善对上市公司发展有重要意义。

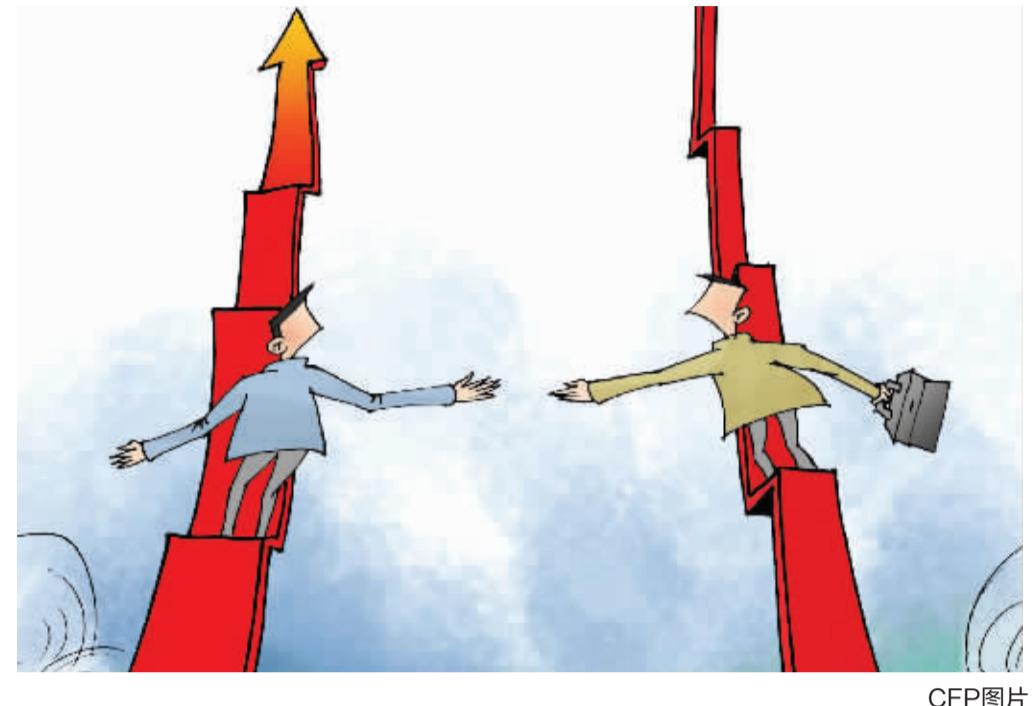
## 政策放松刺激市场活跃

今年以来,上市公司频现并购重组案例,市场交易规模日益扩大。同时,PE机构也开始积极参与上市公司并购产业基金,成为推动并购市场高歌猛进的新晋角色。在二级市场上,并购重组概念受到资金追捧。在市场人士看来,并购市场的空前活跃与相关政策的松绑无疑有着莫大关系。

2014年5月,《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》出台,要求充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主导作用。为了落实国务院文件要求,证监会结合对实践需求和市场各方意见的分析研究,对《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》进行了修订。

证监会新闻发言人邓舸表示,减少事前审批、加强事中事后监管、督促有关主体归位尽责是本次修订的核心内容。两个《办法》的修订主要是取消多项并购重组行政许可项目审批,包括:取消对上市公司重大购买、出售、置换资产行为的多项审批;对不构成借壳上市的上市公司重大购买、出售、置换资产行为,取消审批;取消要约收购事前审批和两项要约收购豁免情形的审批。

清科集团统计数据显示,7月并购市场共完



CFP图片

成141起并购交易,其中披露金额的有135起,交易总金额约159.74亿美元,平均每起案例资金规模约1.18亿美元。与上月相比,案例数上升11.0%,总金额上升212.3%;与去年同期相比,案例数上升38.2%,金额上升423.7%。

## 上市公司借并购扩张

随着资本市场并购交易的高潮迭起,越来越多的上市公司选择通过并购重组来完成战略扩张布局。私募人士分析,行政监管层面的审批放松后,大量拟上市公司希望借助并购重组通道上市,加上新兴产业领域投资加码、上市公司自身的市场战略布局以及规模扩张的需要,未来并购案例会越来越多。

对于上市公司来说,并购重组正在成为企业拓展业务外延、实现战略转型的重要途径。以创业板公司立思辰为例,早在2011年底,立思辰就围绕自身产业链,以2.95亿元的交易对价换股收购了友网科技,从以前的单一文件输出完成了文件全生命周期的转变,完成文档全生命周期产品线调整,成为国内少数几家具有文档全生命周期管理能力的本土企业之一。

在经历了2012年的宏观经济“低谷”之后,立思辰对公司业务重新进行调整,将教育和安全作为公司战略业务,并确定通过外延式并购实现转型。2013年1月,立思辰以4200万元的价格购买合众天恒100%股权,强化了公司在数字化校园领域的实力。2014年初,公司以4亿元的交易对价并购汇金科技100%股权,使自己从“内容安全服务”向“泛安全”业务延伸。2014年4月,立思辰以2000万元的代价收购乐易考51%股权,布局在线教育服务平台领域。

被业内称之为“并购之王”的创业板公司蓝色光标也借助政策东风和资本市场优势,通过连续、多次并购,跃升为行业领军企业。公司相关负责人表示,并购能帮助企业实现盈利能力的快速增长,大大增强吸引新客户的能力,有效促进业务发展。同时,内生式增长与外延式发展结合的发展模式正在逐渐获得投资者的认同,公司市值得到显著提高。截至8月5日,蓝色光标市值从上市之初的30亿元增长至223亿元。在公司业绩、市值快速增长的同时,公司也注重对投资者的回报,上市以来总计向A股股东派现5次,派现金额达2.14亿元。

## 市场化改革提高并购效率

并购重组的“松绑”同样凸显资本市场的市场化改革趋势。按照目前的监管制度改革方向,不难看出,未来资本市场化目标就是要强化上市公司并购重组的可操作性,凡是市场主体能自主决定、市场机制能有效调节、能采用事后监督等其他行政管理方式解决的事项,都要取消行政许可。

业内人士表示,并购重组市场化体现在两方面:一是监管部门审核效率显著提高。企业并购重组审核耗时呈逐年下降趋势,大大推进了上市公司并购重组进度;二是监管部门大范围取消事前审批,允许灵活定价机制和丰富支付手段,一些优质上市公司受益匪浅。上市公司可以采用市场化手段,对交易结构和支付方式、估值方法和交易作价、债务和或有风险、盈利预测和补偿奖励、人员和治理、交割和交接等内容作了多项创新。

某上市公司相关人士坦言,在并购重组的市场化进程中,监管层坚持以信息披露为中心,充分尊重和理解公司与交易对手方的谈判结果,淡化实质性的价值判断,对于市场化并购重组的支持力度不断加大,审核周期大大缩短,有效提高了并购重组的效率。根据立思辰的并购历史,公司上市后完成了两单换股收购。其中,在2010年收购友网科技的交易中,证监会审核周期达8个月;在2014年公司收购汇金科技的交易中,证监会审核周期不足4个月,审核周期大大缩短。2012年以来,随着并购重组审核流程和审核进程的公开,证监会并购重组的审核流程更加透明,审核周期较以往年度大幅缩短,有效提升了并购重组的实施效率。

此外,并购重组配套融资政策将有效缓解上市公司并购整合的资金压力。两个《办法》的征求意见稿对并购重组支付工具做了进一步丰富,为上市公司发行优先股、定向发行可转换债券、定向权证作为并购重组支付方式预留制度空间,为上市公司根据自身需求设计支付方式提供多样化选择。业内人士分析,此举意在鼓励并购基金、私募、风投、产业投资基金等多种融资工具的使用。并购工具种类的丰富可以增加私募基金等机构的并购业务,大幅提高业务量,增加收入。支付方式的多元化会助推各机构在金融领域的创新,推出新的金融工具,强化资本市场金融创新的活力。

## 信托公司监管评级 关注风险处置

银监会近日出台的最新版《信托公司监管评级与分类监管指引》明确,对于综合评级结果为6级的信托公司,应及时制定和启动应急处置预案,实施促成机构重组等救助措施,同时可以采取责令暂停业务、责令调整董事或高级管理人员或者限制其权利、限制分配红利和资产转让、责令控股股东转让股权或者限制有关股东的权利等措施。对于已经无法采取措施进行救助的,应根据有关法律法规启动市场退出程序。

评级要素包括风险管理、资产管理和合规管理三个方面。单项要素的评级结果根据定量指标和定性因素的得分情况划分为1~6级。综合评级以合规管理要素为前提,统筹考虑资产管理和风险管理要素的评级结果。综合评级根据各要素的重要性和级别情况确定为1~6级,每个级别分别设A、B、C三档。(陈莹莹)

## 上海自贸区存量 建设用地可转综合用地

上海自贸区管委会官网日前发布通知,出台《关于中国(上海)自由贸易试验区综合用地规划和土地管理的试点意见》。上海自贸区将鼓励地块用途兼容,用地类型实行两种或两种以上用途混合。存量建设用地转型为综合用地的,需要补缴土地价款。自贸区综合用地将进行地价管理。(徐金忠)

## 六券商获准做市

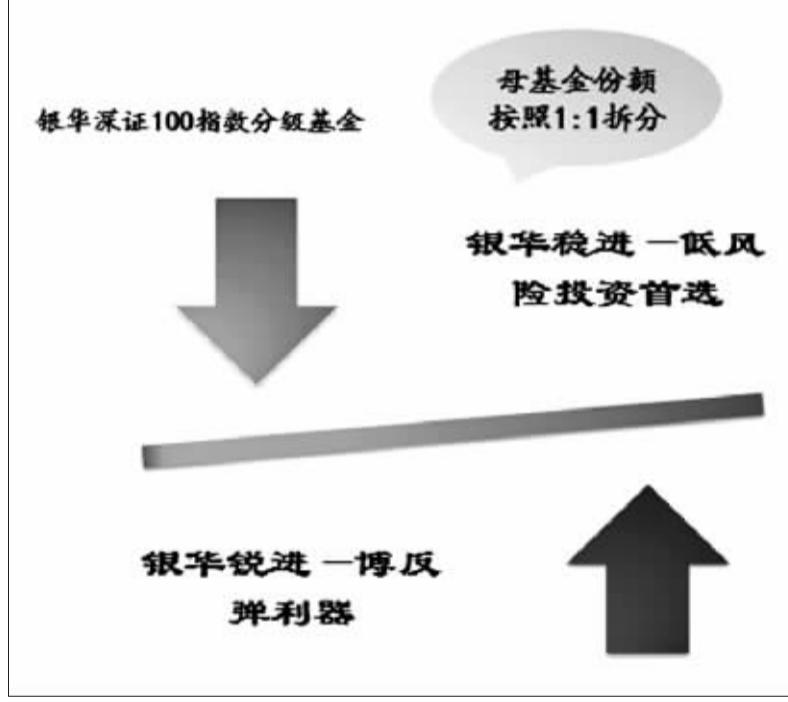
全国股转系统13日公告,同意安信证券、国元证券、华福证券、大通证券、华安证券、财通证券作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事做市业务。(蔡宗琦)

## 沪市小额账户 实时申赎货基限制放开

上交所13日发布《关于上海证券交易所实时申赎货币市场基金相关业务变化的通知》,18日起对此业务实施优化,允许小额账户不受基金净赎回额度限制。此举旨在提升上交所货币市场基金场内实时申购、赎回业务的投资者体验,改善此类基金“赎回难”问题。(周松林)

# 银华深证100分级基金:“稳健”静如处子,“锐进”动如脱兔

兴业证券研究所金融工程



银华深证100分级基金由稳健和锐进两类份额构成:稳健天生安静,默默地为低风险投资者贡献稳健收益;锐进生来冲劲十足,在市场上涨时为风险偏好者攻城略地!以下,我们分别来分析这两类个性迥异的份额其投资机会,以及两者结合起来后带来的惊喜。

### 银华锐进 ——博反弹利器!

在7月份以来的一波股市反弹行情中,银华基金旗下的急先锋——银华锐进表现尤为突出。据wind资讯数据统计,7月17日至8月5日,银华锐进涨幅高达50%,期间总成交额为84亿元,日均成交金额达6.46亿元,而同期沪深300指数和深证100指数的涨幅仅为9.14%和9.17%。其中,从8月1日成交额达到12.52亿以来,锐进的二级市场成交额一直保持在10亿左右,市场成交活跃。8月4日A股市场在券商、煤炭、有色等大盘权重股的带领下大涨,拥有最高杠杆比率的银华锐进更是强势涨停,单日成交额高达11.19亿元,超过所有同类产品成交额之和。

在这一波上涨的行情中,银华锐进所呈现的旱地拔葱般的涨势让银华锐进成为市场上最抢眼的分级基金。银华锐进表现之所以能在分级基金中一只独秀,与其高杠杆是分不开的。银华锐进具有蓝筹特性,折溢合理,杠杆优势明显。截至8月12日收盘,银华锐进的价格杠杆为2.77倍,同类产品中最高。价格杠杆是指B类份额价格预期涨幅随母基金净值变化的倍数,它表明的是产品的预期杠杆水平;而实际杠杆是阶段数

据,是B类份额价格实际涨幅随母基金净值变化的倍数。过往的数据证明,银华锐进在大部分市场上涨的阶段的实际杠杆几乎都是高于价格杠杆的,充分体现了其作为杠杆类份额在上涨行情中的优势。

此外,银华深证100分级基金具有独特的不定期折算机制,当母基金银华深证100份额的净值达到2.00元或当银华锐进份额的基金份额净值达到0.250元时进行折算。这种机制有效维持了分级基金不同份额的风险收益特征,其中向下折算机制可以避免银华锐进份额在市场大幅下跌过程中所面临的净值归零的风险;向上折算机制可以避免因为银华锐进资产净值涨幅过高而导致的杠杆比例大幅下降的情况,从而保证银华锐进维持较高的杠杆水平。

可以预料,如果市场延续目前的上涨行情,相对于那些宽基指数而言,银华锐进高杠杆的优势必将为投资者带来更为丰厚的收益。对于那些希望抓住大盘反弹的良机,获取更高收益的投资者而言,银华锐进绝对是博取反弹行情的利器。

### 银华稳健 ——低风险投资首选!

作为银华深100分级基金中的优先份额,银华稳健为投资者提供稳

益于基础份额灵活的申购赎回和分级份额便利的上市交易。投资者从场内申购银华深证100份额后,既可以持有银华深证100份额,也可以选择按1:1的比例将银华深证100份额分拆成等额的银华稳健份额和银华锐进份额,然后找机会卖出。同理,投资者可以直接从场内赎回所持有的银华深证100份额,也可以先申请按1:1的比例将其持有的银华稳健份额和银华锐进份额合并为银华深证100份额,然后将银华深证100份额赎回。

由于银华锐进份额、银华稳健份额都上市交易,交易价格就由市场供求关系来决定,会出现折价或溢价现象,如果银华锐进份额、银华稳健份额市场价格之和与银华深100份额的净值不相等时(当考虑交易费用时,需要价格与净值的价差大于交易费用才可获得套利收益),投资者即可进行套利。以下具体说明配对套利操作过程:

- 1)、“申购-拆分-卖出”套利  
当分级份额出现溢价,即0.5\*银华锐进价格+0.5\*银华稳健价格>银华深100净值时申购银华深100份额,T+2日申购份额确认,当天申请“分拆”成银华锐进份额、银华稳健份额,T+3日卖出,获取收益。

- 2)、“买入-合并-赎回”套利

当分级份额出现折价,即0.5\*银华锐进价格+0.5\*银华稳健价格<银华深100净值时,在二级市场买入1份银华锐进份额,1份银华稳健份额(银华锐进:银华稳健=1:1),当天申请合并成银华深100份额,T+1日合并份额确认,并以当天净值申请赎回,T+2日获取收益。

由于赎回费率远高于申购费率,因此赎回套利的成本和机会都小

申购套利,历史的整体折溢价数据也说明了这一点。这波行情中,银华100持续七个交易日在0.6%以上的溢价,即使扣除所有交易成本,仍然有很大的申购、赎回套利空间,在8月4日与8月5日这两个交易日,整体溢价更是超过了3%,套利空间极其可观。

需要提醒投资者注意的是,不管是“买入-合并-赎回”套利还是“申购-拆分-卖出”套利,交易过程需耗时2~3天(申购套利3天,赎回套利2天),如果期间基金份额净值呈现与预期相反方向的变化,则无法获取预期的套利。为避免这种风险,可以结合股指期货进行反向操作,获取无风险收益,对于专业的投资者,建议一直持有母基金,结合股指期货对冲系统性风险,在市场出现高溢价的时候即卖出子份额,获取无风险套利收益,并再次申购,以此滚动。

此外,银华深100分级基金是目前市场上成交量最大,交易最为活跃的分级基金,在进行套利操作的时候,可以避免因流动性不足所带来的冲击成本增大的问题,是投资者进行分级基金套利的合适工具。

### 总结

银华深100分级基金的低风险份额银华稳健和高风险份额银华锐进,具有鲜明的风险收益特征,可以满足不同风险收益需求的投资者。此外深100分级基金也为投资者实施分级基金套利等多样化的投资策略提供了工具。总而言之,作为市场上分级基金数目最多、类型最为全面的银华基金,以打造分级基金旗舰之势在国内分级基金发展之路上充分展示了自己的实力,也成为投资者选择分级基金的不二之选。

—企业形象—