

经济转型、技术进步及政策放松机遇叠加 从炒作ST、垃圾股到注重业务转型

市值管理掀起A股重组大潮

□本报记者 万晶

众多公司停牌待重组

由于并购重组案例带来股价的快速飙涨,令越来越多的上市公司垂涎,成为资本市场最火热的亮点。9月19日,国投中鲁刊登重大资产重组复牌公告,江苏环亚拟作价20.5亿元借壳,公司主营业务将变更为医疗专业工程、医疗信息化以及公共装饰工程业务,股价当天涨停。国投中鲁总股本2.62亿股,复牌前的市值接近20亿元,折射出的正是今年小市值股票并购重组带来的局部牛市。9月16日,合众思壮复牌发布了收购长春天成和北京招通致晟的公告,切入警务和空管领域,当天复牌股价一字涨停,17日继续上涨超过9%,股价一度创出2011年4月以来的新高。

9月15日,天兴仪表、特发信息、平潭发展、天健集团、太阳鸟、星星科技、晨光生物、三川股份共8只股票齐刷刷宣布因重大事项停牌,阵容之庞大前所未有。其中天兴仪表于7月7日刚刚宣布终止重组,三川股份更为急切,距离8月18日宣布终止重组仅过去20多天。

9月12日,江泉实业、百润股份、福成五丰、长城集团和锦富新材等5家公司携重组方案复牌,股价均以涨停报收。其中,只有锦富新材收购资产

并购突破产业瓶颈

“上市求人门,并购求发展”,华泰联合证券投资银行部一位董事表示,A股上市公司往往上市时具有主营业务单一的先天特点,容易遭遇发展瓶颈。在公司上市后,需要通过产业并购延伸业务链,打开业绩增长空间,实现可持续发展。

“在资本的驱动下,一部分上市公司纷纷并购重组新兴产业公司,推高上市公司的市值。上市公司市值增加后,又可以利用其较高的市值发股购买更好的资产,进入良性循环。”这位投行董事表示。

近年来,政策层面对并购重组的支持力度明显加大。2013年10月起证监会实施并购重组审核分道制,有条件地淡化行政审核和减少审核环节,对符合条件的申请实施豁免或快速审核。2014年3月,国务院印发了《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》,为兼并重组营造了良好的政策环境。

中国证监会不久前就修订《上市公司重大资产重组管理办法》,《上市公司收购管理办法》向

与主业有关,其他四家公司都玩起了跨界收购,从事畜牧养殖业的福成五丰收购陵园资产,将成为畜牧、餐饮、殡葬多元发展的上市公司。主营艺术陶瓷研发、生产销售的长城集团则跟风“玩游戏”,收购游戏公司。生产香精香料的百润股份则收购上海巴斯克酒业100%股权,进军鸡尾酒行业。江泉实业被唯美度借壳,将变身化妆品公司。

“过去都是炒作ST、炒作垃圾股,博重组。现在是全面炒并购,包括同行业并购、跨界并购、跨国并购,业务转型才是最新的炒作点。”上海一位私募基金投资经理表示。

安信证券分析认为,目前中国并购市场已具备天时(即经济转型)、地利(即技术进步)及人和(即政策放松),加上产业并购基金和定向并购债券等新市场中介的出现,都预示着我国资本市场将出现一次历史性的并购浪潮。

在并购浪潮中,上市公司无疑是绝对主力,2014年并购活动火爆异常。Wind资讯统计数据显

并购突破产业瓶颈

社会公开征求意见,除借壳上市和发行股份之外,上市公司的重大资产重组不再需要经过证监会的行政许可。通过减少事前管制,以信息披露监管为核心,进一步简政放权,加强事中事后监管。

以热门的文化传媒行业并购为例,今年A股市场已发生63起电影与娱乐产业并购案,其中六成左右是跨界并购影视行业的案例。

“目前,上市公司的转型主要遵循三个路径,一个是以自有资金投资新领域转型,二是通过并购新项目以完成自身的业务转型,第三是跨行业转型,并基本放弃原有主业的模式。”武汉科技大学金融证券研究所所长董登新表示。

一家上市公司负责人表示,从机遇角度讲,一大批原来想IPO上市却至今未能实现的公司,其背后有大量的PE资本、股权投资,这些资本想要退出就不得不去寻找上市公司进行并购,从而为上市公司提供了巨大的机会。在二级市场,并购重组概念的小市值股票也成为投资者追逐的标的。

重组风险不容忽视

并购重组并非一帆风顺,中途夭折者不少,也蕴藏着巨大风险。3月13日,熊猫烟花曾公告,拟以发行股份方式,收购东阳华海时代影业传媒有限公司100%股权,然而半年之后,熊猫烟花终止这项重大资产重组。9月11日,泰亚股份也宣布终止与影视企业欢瑞世纪的重大资产重组事项。

有业内人士表示,并购热潮导致影视公司开价过高,上市公司在经济上产生一定压力。以华海时代为例,公司的注册资本为300万元,而熊猫烟花需要以5.5亿元为收购价发行股份才能买到全部股权;泰亚股份之前拟收购的欢瑞世纪,收购价为8.4亿元,年利润只有5100万元。在投入重组热情过后,上市公司发现并购无利可图后终止重组计划。

上市公司对游戏行业的追捧,同样遭遇瓶颈。业内人士分析,收购方上市公司多半缺乏互联网基因,相关技术团队匮乏,对接困难较大;传统行业跟游戏行业间跨度较大,整合难以深入,商业模式不成熟,存在较大经营风险;最后手游行业单一

产品性注定持续经营风险较大,高成长性难以持续。很少有公司在收购后会专心经营,全力发展实现转型,部分公司是炒作热门概念,以掩护大股东套现,最终为其埋单的还是二级市场跟风买入的投资者。

投资咨询机构前瞻投资认为,上市公司对影视、游戏等行业的跨界并购热潮,不排除存在“玩票”的心态,由于很多传统行业进入下行通道,个别上市公司业绩表现不佳,寄希望于正在快速增长的影视和游戏行业,以扮靓业绩或产业转型。跨界并购,对于买方和卖方都是一个极大的挑战,既体现于并购整合的过程及后续发展,也在于业绩对赌压力等方面。

在众多A股上市公司拟筹划重大资产重组的热潮之下,相应地重组失败案例也在增多,今年上半年就有47家公司重组失败。9月以来不断有公司宣布终止重大资产重组计划,而终止原因大多都是相关各方未就重组的细化交易方案达成一致意见。

并购重组题材是资本市场永恒的投资主题,但今年A股市场对并购重组题材的炒作却异常狂热。上市公司在“市值管理”的驱动下,频频展开大规模跨界并购,并购重组最终能否达到整合和转型目的已不重要,傍上热门概念题材就会引发市场追捧。业内人士表示,跨界并购成败关键要看能否为上市公司盈利能力带来实质性提升,以及并购之后能否顺利实现整合。



CFP图片 制图/韩景丰

基民曲线套利“停牌股”

□本报记者 李良

WIND数据显示,截至9月19日,沪深两市共有234只股票停牌。这个数字,已近两市挂牌上市公司数量的十分之一。

对善于捕捉上市公司并购重组机会的基金经理们而言,这无疑是一场难得的盛宴,因为这临时停牌的234只个股中,绝大多数的停牌原因,都与重大资产重组有关。按照惯例,这些个股复牌后,短期内将会连续暴涨,对于抓住这些“牛股”的基金而言,也就意味着基金净值将会大幅上升。

业内人士指出,如果按照复牌后连续涨停计算,这些所持重仓股停牌的基金净值已被低估,从而给投资者提供了一个曲线套利的好机会。

基金态度复杂

在部分投资者饕餮“停牌股”大餐的同时,一场借道基金套利“停牌股”的盛宴悄然开幕。以富国医疗保健行业基金为例,在该基金披露的二季度末十大重仓股中,就有五只个股遭遇停牌,其中于9月12日复牌的百润股份已经连续拉出六个涨停板,且有继续涨停的迹象,上周三复牌的华润东尔也连续三个涨停板,而仍处于停牌状态的其他三只个股,其所涉及事项或为重大资产重组,或为筹划重要事项。

某业内人士指出,由于不能明确“停牌股”复牌后的走势,其估值方法大多以停牌前股价计算,如果这些“停牌股”复牌后均能出现连续涨停,那么类似于富国医疗保健这种重仓股大量停牌的基金,就存在基金净值被低估的可能,从而为投资者提供较大的套利空间。

事实上,由于“停牌股”数量较多,有不少基

金都存在类似的套利机会,差别只在于套利空间的大小。不过,记者采访中发现,许多基金经理对这种套利行为颇为反感。在他们看来,虽然这些套利行为会快速增加基金资产管理规模,但即便“停牌股”果真复牌后暴涨,这些行为却会显著摊薄单位基金份额的收益率,令原有的基金持有人利益受损。

“对于老客户来说,这是一种不公平的行为。对于基金公司来说,由于套利资金的短期逐利性,套利完成后大多会迅速赎回,其实基金公司也难以从中获利。”上海某基金公司投资副总监向记者说,“所以,我们不仅不鼓励,还会采取相应措施来阻止这种套利行为的大规模发生。”

切忌盲目跟风

在“停牌股”复牌后屡屡暴涨的诱惑下,许多投资者开始押注“停牌股”。对此,基金经理们指出,“停牌股”在带来想象空间的同时,也潜藏着巨大的投资风险,投资者不可忽视。

上海某基金经理表示,“停牌股”复牌后的股价表现,取决于其基本面是否发生变化,比如资产重组或收购能否成功,以及能否提升上市公司的估值。而从历史情况来看,有许多“停牌股”复牌后的重组事项,不仅对上市公司估值并无提升,反而埋下了诸多隐患,其投资便隐藏了巨大的投资风险。

“更何况,近年来伴随着监管力度的加大,许多不符合规范的重组事项屡屡被否决,‘停牌股’以重组失败的结果复牌屡见不鲜,二级市场股价往往在复牌后暴跌。这些个股风险不容忽视。因此,即便投资者偏好于押注‘停牌股’,也需要先做好功课,精选个股为先。”该基金经理说。

记者观察

莫把停牌当“赌局”

□本报记者 李良

众多“停牌股”在复牌后连续涨停,使正处于停牌期的200多只个股,成为投资者眼中的盛宴。

在目前的局部牛市背景下,这已渐渐成为一种惯性思维:停牌时间越长,复牌后的上涨空间就越大,如果停牌所涉及内容正巧赶上了市场热点,或将迎来连续的“一字涨停板”,持有人将收获短期暴利。

从投资逻辑而言,这种通过“停牌”获取暴利存在一定的可能。因为,许多上市公司的停牌事项会涉及重大资产重组、收购资产以及其他将影响公司基本面的事项,而从过往历史经验来看,这些事项的发生,常常被资金追逐,并在复牌后引发剧烈上涨。一些停牌时间较长的公司,如果在停牌期间A股整体呈上扬趋势,那么,还存在一定的补涨需求。于是,两重利好叠加,便出现了“停牌股”复牌后飙涨的现象。

但“停牌股”的这种短期暴利,并不是一种必然现象,其中潜藏着巨大风险,一着不慎,反可能引发巨额亏损。需要指出的是,上市公司的停牌成因较为复杂,既有日常事项的停牌,以及一些突发事件导致停牌,也有涉及重大事项的停牌,譬如会引发公司基本面重大变化的增发配股、重组、并购、股东变动等,这些停牌事件,对上市公司的影响程度各有不同,有些甚至是负面事件,会对上市公司的基本面或形象造成损害。如果投资者不仔细分析基本面,只是盲目追逐停牌与否,就有可能会踩中“地雷”,不仅没有短期暴利,还有可能出现短期巨额亏损。

这种停牌中潜藏的“地雷”,在过去屡有发生。以宏达股份为例,2007年9月26日,该股宣布停牌,在停牌前,由于资产注入预期的存在,股价已经大幅拉升,但在停牌7个月,由于市场环境的变化以及行业状况发生变化,原拟定的资产注入事项告吹,复牌后股价连续走出六个跌停板,令所有参与追逐其“停牌”的投资者损失惨重。

因此,有业内人士指出,追逐“停牌股”只是一种投资技巧,不可将其作为投资方法或投资理论。从投资技巧的角度,“停牌股”的出现,是事件驱动投资的一种,如果能够把握好上市公司基本面的变化脉络,并密切跟踪行业的变化情况,那么潜伏相关“停牌股”确实有更大的概率获得高收益。但如果将追逐“停牌股”作为自己的一种投资方法,将主要精力都放在打探消息以及寻找停牌可能上,那就变成了舍本逐末之举,将投资“停牌股”变成了一场“赌局”,而且这场“赌局”是一个规则并不公平的对赌,一旦停牌事项发生变化,或其他方式不可预料因素发生,对赌程度越深,输的就会越惨。

真正的投资之路漫长,需要投资者秉承价值投资理念,将上市公司基本面变化作为投资依据。若有幸获得“停牌”带来的短期暴利,那也不过是坚持价值投资而水到渠成之事。

未能尽到勤勉监督义务的经纪公司须为其雇员的欺诈行为担责

——哈里森诉添惠有限责任公司案

雇员以公司的名义进行诈骗,而公司由于雇员带来很好的效益而未尽到勤勉尽责的监督义务,公司是否应对受害者的损失进行赔偿?本案就是美国在20世纪80年代发生的经典判例。受害者哈里森被添惠公司的雇员肯宁和卡彭特欺诈,而添惠公司虽有全面具体的内控规则,但由于肯宁和卡彭特带来的利润而疏于审查,对各种欺诈迹象视而不见,导致骗局维持了30个月都没有被发觉。上诉法院最后认定受害者哈里森胜诉,添惠公司在所有问题上败诉并承担赔偿責任。

在本案例中,肯宁是添惠有限责任任公司(下称“添惠”)的副总裁,卡彭特是添惠的销售员,肯宁是卡彭特的上司,在经纪业务方面具有资深经验。肯宁加入添惠时,坚持要求添惠也雇用卡彭特,“作为一揽子交易”。理查德当时是添惠波卡拉顿分支机构的经理,他同意了肯宁要求的一揽子交易。肯宁和卡彭特同在分支机构工作,关系密切。几年之后,两人都于1986年在佛罗里达州的联邦法院认罪,承认犯有欺诈罪,由此产生了本案的民事诉讼。除原告哈里森之外,另有100多人也被诈骗,情况大致相同。在受骗的投资者中,哈里森的损失最大,陪审团认定他的损失为340万美元,法院又加了310万美元,作为损失的利息。

肯宁解释了他们欺诈一再得手的原因。他告诉受害人,他是添惠的副总裁,卡彭特是销售员。因为职位之便,他们可以购买市政债券,而且价格优惠,这是添惠为其主要经纪人专门提供的市政债券投资项目。这些债券发行时都打了折,赎回时有溢价,而且可以避税,通过他们购买市政债券是很好的投资。肯宁作证时还表示,他告诉哈里森,自己是添惠的主要创收人员,股票经纪业务能力出众,而且还是副总裁,所以可以买

进大批市政证券,与哈里森分享。哈里森也就相信了。卡彭特在添惠有自己的账户,不在肯宁的名下。卡彭特的账户在欺诈活动中也有作用。肯宁和卡彭特是通过这个账户接收客户投资资金。两人将此账户称作“交易账户”,但他们并没有将此账户用于他们所称的市政债券交易,而是把钱投入了高风险的期权投资,希望通过他们的高风险期权投资获得更高的回报。他们以为这样一来,自己和客户就能皆大欢喜。而为了证明已经投资了市政债券,两人给包括哈里森在内的受害人出具了本票,先是由卡彭特在本票上签字,后来再由肯宁在本票上签字。这些假的本票看起来可以获得很高回报,年化利率大约是18%到60%,而且期限很短,使得哈里森等受害人都信以为真。

哈里森作证时称,肯宁和卡彭特告诉他市政债券项目是添惠为公司创收高的经纪人提供特殊项目,如果他们在市政债券太多,他们用不完,就会与其特别客户分享市政债券的投资机会。肯宁和卡彭特还表示,他们可以给通常的佣金打折,还可以避免添惠加价,他们自己和客户都可以从中获益。但两人告诉受害人,添惠的其他效益不高的经纪人和其客户没有这项特别安排,所以受害人不能与添惠直接联系,只能通过他们两人进行交易。听了肯宁和卡彭特的话后哈里森以为,肯宁和卡彭特两人给他提供了市政债券的特殊交易,如果他自己在添惠开户,就拿不到这些优惠。

肯宁和卡彭特将欺骗的客户资金放在卡彭特的个人交易账户内进行风险很大的期权投资,并从中收取佣金。证据表明,该交易账户下的交易很活跃,远远高出行业内股票经纪公司雇员的平均交易水平。通过他们交易账户上的期权投资,肯宁和卡彭特在添惠交

易的资金总额近200万美元。据称添惠从他们的交易中获得的佣金收入超过了40万美元。

理查德当时是添惠波卡拉顿分支机构的经理,是他雇的肯宁和卡彭特,分支机构也由他负责监督管理。他每月都收到卡彭特在添惠交易账户上的交易报告,添惠的规则要求管理层审查这些报告。卡彭特的交易账户报告显示,其交易额异常高,而且报告具体说明了盈利和亏损。账户报告还显示,肯宁和卡彭特通过该账户进行的交易经常接近其交易限额。但账户上的活跃交易为添惠创造了利润。添惠给肯宁和卡彭特发了表扬信,肯定他们获得了利润,甚至还给了他们一个表彰匾,肯定其经纪业务方面的杰出业绩。添惠的合规人员定期到波卡拉顿分支机构检查,包括审查交易账户。但肯宁和卡彭特都不记得,添惠的合规人员曾经问过他们,其高风险期权投资为什么经常出现大量亏损,也没有问过他们两人能否处理这些亏损,尤其是没有问过他们交易账户上资金的来源。但,如果提了任何相关问题,只要肯宁和卡彭特做了回答,添惠就表示相信,不再深究。

哈里森卷入此事时,卡彭特的交易账户已经出现了大额的资金亏损。为此,卡彭特还曾给了添惠一张空头支票,是从他个人的银行账户上开具的,总金额为10万美元,用于其在支付添惠交易账户上的大量亏损。为了解释支票资金不足的原因,肯宁和卡彭特编了一个很好的借口,说是存款时间上出了问题,所以给了空头支票。然而,这并没有引起添惠的警惕,理查德还是继续给他们施加压力,要他们为添惠创造更加可观的利润。

添惠有相对全面、具体的内部规则,用于约束公司的业务运营和公司员工的行为。例如,为了防止违

反规则的行为,寄到公司的邮件都被公司拆开,如果邮件内有支票,都交给公司出纳。理查德和添惠的合规管理人员负责贯彻这些内部规则,这些规则明确禁止员工从事公司正常业务之外的证券交易,而本案中正是从事了这种交易。哈里森从来没有在添惠开过个人账户,也没有收到过添惠的任何报告。除肯宁和卡彭特之外,哈里森没有与添惠的任何其他人有过信函来往。在肯宁和卡彭特的指使下,哈里森把投资资金寄到卡彭特家里,或者汇到卡彭特在银行的个人账户。哈里森从肯宁和卡彭特处得到的本票根本就没有提到添惠。哈里森不时收到所谓的债权投资回报,要么是卡彭特的个人支票,要么是肯宁或卡彭特直接给他现金,但从来都不在添惠办公室里给钱。卡彭特向哈里森提供纳税表,该表上卡彭特是收入来源,而不是添惠。但哈里森一直深信这些都是按照添惠的正常规则办理,他有时与肯宁和卡彭特在添惠的秘书联系,秘书接电话时都会报“添惠”。证据表明,哈里森打电话给添惠,找肯宁和卡彭特,次数多达四十到五十次。有一次哈里森还被请到添惠办公室。

肯宁作证时表示,他们交易最忙的那段时间,卡彭特资金方面没有结余,已经面临破产。大部分客户资金以及他们两人偶尔获得的利润都已化为乌有,要么是因为他们的高风险投资而赔掉,要么是被他们花掉,其中大约百分之四十的资金又流回到该骗局中,因为这是维持欺诈所需要支付的。肯宁和卡彭特的骗局持续了三十个月,发生在分支办公室的里里外外,但添惠没有发觉。最后,整个骗局终于在肯宁和卡彭特眼前崩溃了,两人从添惠辞职。

在考虑有关证据之后,地区法院陪审团解决了有

可能存在的任何证据问题和可信度问题。陪审团认定哈里森胜诉,添惠在所有问题上败诉,并且陪审团评估了添惠须赔偿的金额。

添惠上诉时指出,公司有全面的内控规则,有合规人员,有分支机构经理负责监督,再加上特殊本票交易的性质,所以添惠不应当承担責任,或是可以允许添惠不承担責任。上诉法院认为,本案记录的材料,地区法院陪审团有充分的根据认定,即便是像添惠这样很有声誉的著名成熟公司,至少是在本案中,完全没有尽到勤勉义务,监督草率或是敷衍了事,添惠完全无视明显的危险迹象。本案涉及的金额很高,添惠仅依赖其公布的规则,对肯宁和卡彭特行为的监督不上心或敷衍了事,同时两人对添惠提供收入。鉴于上述因素,陪审团可以合理确定,添惠对各种欺诈迹象视而不见,如果不是这样的话,在整个骗局彻底崩溃之前,添惠早就可以发现并关闭这一骗局。此外,分支足够的利润越高,理查德本人的报酬也就越高。因此,无视肯宁和卡彭特在其账户上的频繁交易,有利于产生更多的佣金,对理查德本人和添惠都有好处。理查德作证时表示,肯宁和卡彭特他们上缴佣金交钱交的“很好”,他没有理由对两人产生怀疑。问题是虽然交钱交的“很好”,但这却是属于别人的钱,并不是他们自己的钱。纵观本案的全面情况,陪审团可以合理认为,对于整个欺诈骗局中的虚假陈述,哈里森确实信以为真。

上诉法院对添惠的控制人责任、客户的合理信赖、所得税证据与证券欺诈的关系等争议点进行了审查分析,认为陪审团就该证据做出的裁决应当有效,就此维持本案判决的所有内容。

(中国证券投资者保护基金公司供稿)