

A股再现举牌潮 “买家”逻辑浮出水面

□本报记者 黄淑慧 徐金忠

资金动机彼此有别 意向标的各有千秋

“

继2015年年底的“举牌潮”之后,2016年三季度各路资金再度发力,已经有20多家上市公司被举牌。恒大介入万科股权之争、阳光保险举牌伊利股份,更是一石激起千层浪。

“举牌潮”引发市场各方高度关注,这是“门口的野蛮人”搅动市场,是“股东积极主义”新投资哲学的实践,还是“资产荒”背景下寻求优质资产的必然结果?

市场人士指出,多元化市场环境下,戴着有色眼镜看待举牌资金已经不合时宜。一些违规举牌的资金固然不得不防,但在合法合规、保护投资者权益基础上的举牌行为,市场则应理性看待。

”



CFP图片 制图/苏振

举牌大潮再度来袭

如果说今年8月“恒大系”杀人万科股权争斗,以及对廊坊发展的“买买买”已经赚足眼球的话,那么阳光保险9月14日的举牌行为引发伊利股份停牌,更是将“举牌”二字推到了资本市场热词榜前列。

不仅仅是万科、伊利等明星公司先后成为资金举牌标的,三季度以来“举牌”大有蔓延之势。根据Choice数据统计,今年三季度,已经有20多家上市公司遭遇举牌。

回溯过往举牌情况可以发现,这可以说是2015年以来的第三波“举牌潮”,前两次分别发生在2015年7月-9月,以及2015年11-12月。值得注意的是,此轮“举牌潮”对市场的影

响远远超过了前两次。尤其是恒大对万科、廊坊发展的举牌一度引发了地产股行情,甚至在二级市场上出现炒作举牌的逻辑,从股权分散、市值较小、个股到股权分散的白马股等等,都成为炒作举牌的标的,一时间市场资金趋之若鹜、跃跃欲试。

上海一家上市公司的董秘感叹,突然间市场上出现了这么多举牌资金,让一些上市公司如坐针毡。“举牌资金来做财务投资者还好,获得收益后大多减持撤离,而有所企图的举牌者,要的不是二级市场投资收益,而是要入主董事会、改选公司高层,其目的在上市公司的控制权。”

“近期的举牌潮主要是由于恒大高调介入

万科股权之争引发的,也是由于“资产荒”和无风险利率下降导致资金无处可去,另辟蹊径寻找的一个新突破口。相较之下,险资明显更注重公司质地,因为需要长期稳定的回报,倾向于所谓的权重,比如股份制银行、龙头地产等这些低估值的蓝筹。而产业资本和民间资本就不那么统一了。由于资本逐利性,大部分PE和私募机构对“壳资源”保持着持续的关注度,前期也有过炒壳热潮。这部分投资者大多偏好市值小、股权分散的公司。其目的有的是企图掌握公司控制权,有的是见好就收,搭乘并购重组东风,博取差价获得二级市场的收益。”中投在线研究员吕晴认为。

青睐标的各有侧重

在逐鹿举牌疆场的各路资金中,以保险资金、产业资本、私募和牛散最具代表性。而从各类资金选择标的的上市公司的偏好和诉求来看,也各有侧重。总体来讲,保险资金更看重举牌标的的盈利性、稳健性和利润分红;产业资本更看重上市公司拥有的资产、市场和渠道,以及与原有业务的协同效应;私募和牛散偏爱“黑马”,更看重举牌标的是否有资产重组、借壳的可能性,或者寻求深度介入上市公司的战略发展。

以三季度的举牌个案来说,保险资金中,阳光保险看上的伊利这种“白马股”。产业资本中,恒大瞄准的目标是同属地产业的万科、廊坊发展;广日股份举牌新筑股份,一方面是看好后者作为轨道交通领域技术领先企业的发展前景,另一方面,双方的产品和技术在轨道交通相关市场的开拓中能够形成业务协同和互补,在相关技术领域能够形成联动和集成,利于广日股份业务的加速拓展。私募基金中,和信融智作为和君集团旗下专注于上市公司股权投资的资

产管理机构明确表示,未来将在战略管理提升、产业运营、人才培养等方面为冠昊生物提供资源和能力支持,提升公司的综合竞争力;阳光私募基金上元资本举牌的永安药业是一家市值不超过50亿的小市值公司。而ST慧球、*ST山水被资金看中,显然与其“壳资源”价值相关。以前的举牌案例也呈现出上述特点。平安证券分析,截至2016年8月底,2015年以来共116家上市公司被举牌,涉及资金2264亿元。从行业划分看,房地产、银行、商业贸易和休闲服务是四大举牌“高发地”。从被举牌上市公司的规模看,超大公司(市值1000亿以上)容易受到产业资本和保险资金青睐,4家被举牌的超大公司成交金额共计1521亿元。而超小公司(市值100亿以下)较容易受到PE等私募资金的关注,86家被举牌的超小公司成交金额共计285亿元。

在各路举牌大军中,一些资金颇有作为,已然成为这一领域的活跃分子。在保险资金中,“安邦系”、“阳光系”、“宝能系”、国华人寿等

较为活跃。“安邦系”举牌标的包括民生银行、招商银行、万科A、金融街、金地集团、大商股份、金风科技、同仁堂等,偏好低估值、高股息率的个股,集中在房地产、银行、商业贸易板块。除了伊利股份外,“阳光系”持股5%以上的上市公司还包括凤竹纺织、中青旅、京投发展、胜利股份、承德露露等。

私募基金中尤以罗伟广为代表,其成立了6只以“举牌”命名的私募。截至今年二季度末,罗伟广执掌的这些举牌私募基金持有天广中茂、天兴仪表、潮宏基、天舟文化、科斯伍德、金明精机、哈空调等股票。目前,前两个个股都处于筹划重组的停牌状态。

而“中植系”的足迹也是遍布A股多家上市公司。除了举牌之外,“中植系”还通过定增、协议受让等多种方式进驻上市公司。近日“中植系”又通过协议转让获得了达华智能10.07%股权,成为其第二大股东,迄今由解直铤直接持有或控制5%以上股份的境内外上市公司约20家。

背后逻辑不尽相同

A股“举牌潮”兴起之初,关于“门口的野蛮人”的讨论一度甚嚣尘上。随着“举牌热”趋于常态化,市场人士也观察到,各类资金的目标各有千秋。虽然一些资金不乏为争夺上市公司控制权而来,但更多资金出于资产配置的需要,或者希望以更为积极的方式进行投资。

国海证券研究员指出,险资举牌的深层次原因还是“资产荒”的逻辑。在利率下行叠加经济转型升级的大背景下,一方面实体经济的资本回报率已降至4%左右,缺乏好的投资项目;另一方面,十年期国债利率已经跌破3%,信用债刚兑逐步打破,风险上升,大部分险资负债端的成本还在4%以上。为了匹配现金流并保持足够的流动性,权益类资产成为一种相对合理的选择。通过财务投资,以及权益法的核算方式,可以避免受到股价波动的影响,从而提高资产端的财务收益率。

而对于不少私募基金来说,更多是谋求以二二级市场联动的方式深度介入投资、获取超额收益。

虽然举牌目的各有千秋,但由于涉及到大规模股权变动,因举牌而起的控制权争夺也屡屡发生。如近期伊利举牌事件中,阳光保险连发两份声明表示,承诺“不主动谋求成为伊利股份第一大股东,且未来12个月内不再增持伊利股份”,并称“以上承诺都不会因为任何相关变化而变化,不会因为市场某些过度解读而变化”。但依旧引起了伊利管理层的“反弹”,9月19日,伊利股份紧急发布重大事项停牌公告,声称公司正在筹划重大事项,该事项可能涉及重大资产重组或非公开发行股票。9月22日,中国奶业协会和中国乳制品工业协会均发声:“龙头乳企不应成为资本运作的工具,险资也不应成为影响中国

乳业稳定的不利因素。”

但一些市场人士认为,如果看到举牌资金在市场上涌动就一棍子打死,甚至带着有色眼镜来看待举牌资金也不符合市场发展规律。“举牌上市公司,是因为上市公司在国内市场是稀缺资源,资金和产业需要资本平台。有些上市公司确实空留其壳,在合法合规、做好投资者保护的前提下,二级市场举牌甚至谋求控制权和协议转让、定增进入等有其合理性。”某产业资本方表示。

吕晴认为,举牌资金方要介入主营业务最好与公司有一定的相关协同性,要具备充分的专业知识、对业界了解和对该公司的把控程度,但这难免会对公司管理层造成一定影响。长期而言,还是要看举牌能否促进公司的转型升级、产业整合,与被举牌企业达到互利共赢。

举牌概念股成弱市亮点

□本报记者 黄淑慧

业内人士表示,举牌资金对被举牌上市公司的定价权正在增强,“举牌概念股”也成为弱市中结构性投资主题之一,受到市场资金关注和跟进。

险资渐成风向标

从2015年底和2016年第三季度的“举牌潮”看,举牌概念股都显现出了一定的超额收益。尤其是2016年三季度以来,恒大举牌万科和廊坊发展引领,此轮举牌从个股行情演变成了板块行情,地产、银行板块异军突起,并驱动市场风格发生切换。

在一些市场人士看来,这是举牌资金定价权的体现形式之一。这方面尤其以保险资金的角色变化最为明显。东吴证券首席证券分析师丁文韬表示,伴随近年来保险资产的快速提升,其股票投资规模亦大幅提升。2016年6月保险资金股票投资规模占股市总市值的2.3%,已逐步接近基金(约占总市值的3.7%)的规模。随着资金体量的快速扩容,险资在二级市场的投资策略亦发生根本性变化,开始独立于市场中其他资金进行长期价值投资,投资策略为大比例长期持有(举牌)银行地产标的,并寻求获得董事会席位。凭借在资金规模(可以集中资金投资单一标的)和资金稳定性方面的绝对优势,险资逐步获得了银行地产等蓝筹板块的市场定价权,作为估值标准引导市场其他资金跟随。

对于一些私募基金和产业资本举牌的中小市值上市公司,虽然较为零散难以形成板块效应,但因市场预期随后会有相应的资本运作或产业整合空间,因此相关个股也受到一些资金追逐。从近期被举牌的永安药业、三峡水利等公司来看,均有不错的市场表现。上海一位私募基金经理表示,某种意义上,举牌者作为“积极股东”对于

标的公司的了解和介入程度较市场其他资金更为深入,举牌资金的买入价格和动向可作为参考指标。

股权博弈藏风险

在当前弱市背景下,急需增量资金和热点配合。由于市场期待举牌资金抢夺筹码带来股价上涨,举牌往往为投资者所欢迎。但市场人士表示,要警惕股权争夺战带来的负面效应,并剔除一些投机性的被举牌公司。

一位基金经理以万科为例表示,举牌拉锯战可能给上市公司治理和经营带来意想不到的影响,最直接的后果是举牌方与其他股东或者管理层之间的分歧,以及由此带来的对公司经营和长期价值的挫伤。万科股价一波三折完全超出了预期。7月中旬万科复牌股价一路下挫时,谁又能预料到恒大介入所带来的巨大反转?双方乃至多方博弈过程中的不确定性,是跟进这些标的的最大困扰。

事实上,在7月中旬对万科股价极为不利的市场情绪下,部分基金选择了卖出。公开交易信息显示,7月4日和7月5日万科A卖出金额排名前五位的交易席位中,多数为机构席位。

也有基金经理分析伊利案例表示,伊利股权结构与万科相似,第一大股东呼市投资仅持有公司不足9%的股权,管理层对于举牌股东的态度也很相似。在“宝万之争”发生后,伊利曾尝试修改公司章程,以防止公司控制权被外部资本攫取,但由于修改条款被交易所问询,未获成功。在举牌实际发生之后,伊利随即紧急停牌。未来股价的走势也还需密切观察。

对于部分私募或牛散举牌标的,市场人士认为,缺乏参考价值,部分举牌本身带有投机性。特别是在并购重组监管趋严的背景下,对于壳资源的举牌不宜盲目跟风。

■ 记者手记

用理性眼光看待举牌

□本报记者 徐金忠

近期,举牌潮涌,在资本市场中掀起了一波波风浪。在万科A、伊利股份等案例中,举牌动作纠缠着情怀之争,利益之别,目标之异,甚至让投资者看不清事情本来的面目。

关注的焦点还是要回归资本市场和资本运作。举牌资金为成长中的市场留下很多值得探讨的问题:“门口的野蛮人”越来越多,一些上市公司的反应也较为激烈,到底谁更“野蛮”成为疑问;举牌资金风云激荡,如何监管,如何公开透明成为难题;如何平衡举牌资金、上市公司、投资者利益仍在摸索。不论愿意与否,举牌已经是市场的重要部分。市场只有“正常”看待举牌,才能找出问题的解决之道。

部分资金屡屡挑战市场规章制度,超比例举牌、不及时公告、违反举牌窗口期等手段是它们的最爱。近期,监管部门处罚了一批违规举牌的行为。例如,任向敏、任向东、任巍峰作为一致行动人,利用控制的多个账户买入万安科技,共同持有上市公司已发行股票比例达到5%时,未按相关规定及时履行报告与公告义务。安徽证监局决定对任向敏、任向东责令改正,给予警告,并分别处以60万元罚款;对任巍峰责令改正,给予警告,并处以30万元罚款。

还有的举牌资金操之过急,在举牌进入上市公司后,并没有按照合法合规的流程参与公司治理。这也会让市场对举牌资

金心存疑惑。

违规举牌,让举牌名不正言不顺;操之过急,不能合法合规参与公司治理,让市场心生怀疑。这样的举牌自然会引来诸多纷争。这类举牌正是监管部门应该紧盯的。

一些举牌资金对上市公司控制权的觊觎,引发很多公司的强烈反应。除了控股股东增持、推动自发自买式定增外,近期部分公司对公司章程进行了修改,试图增大制度成本。

上市公司“高筑围墙”的动作或许对举牌资金、对自己并非是最完美妥当的举措。市场上,也有一些资金是冲着做好上市公司、与上市公司主业协同的目标而来,制度“壁垒”升高无疑也会让协同成本增加。

有人说“宁可错杀不可放过”,但举牌潮,或者资金配置的滚滚浪潮,恐怕没那么容易刹住;有人说自己要牢牢抓住上市公司,但在产业升级、经济转型的浪潮下,怎么守好家业值得思考。

市场需要正视举牌资金所带来的正能量:主业协同、盈利提升、治理完善、投资者保护。一些举牌资金高呼“取而代之”入场,正是基于对做好上市平台的信心而言。但举牌资金要获得市场认可,道远且长。好形象来之不易,坏形象却会很快形成。我们也在朝合规,朝平衡各方利益的方向发展。”一位私募投资机构人士感叹,在他的心目中,举牌资金也要向“阳光举牌”的方向发展。

2015年7月以来部分被举牌上市公司情况

证券代码	公司简称	行业	举牌方	举牌时间
000002	万科A	房地产	前海人寿	2015年7月11日
000002	万科A	房地产	安邦保险	2015年12月7日
600694	大商股份	零售业	安邦保险	2015年12月10日
600697	欧亚集团	零售业	安邦保险	2015年12月10日
000783	长江证券	多元金融	国华人寿	2016年1月27日
600712	南宁百货	零售业	洪婉玲	2016年2月15日
600887	伊利股份	食品	阳光保险	2016年9月14日
002033	丽江旅游	餐饮旅游	张一卓	2016年9月22日
000610	西安旅游	餐饮旅游	赛石集团等	2016年9月20日
600275	武昌鱼	食品	长金投资	2016年9月23日

数据来源:上市公司公告 制表:徐金忠