



视觉中国图片

定增告别收缩周期 环境重塑仍需时间 基金感叹“伤太深爱不易”

□本报记者 李良 徐金忠

一个硬币的两面

尽管证监会拟对《上市公司重大资产重组管理办法》修订的消息一度让A股市场雀跃,但对于许多“泥足深陷”的定增市场老手们来说,心里还难免有些苦涩。

数据显示,在过去三年,大量上市公司的定增项目历经了启动时的“浪漫满屋”,到锁定期的“爱与痛的边缘”,再演变成最后伤痕累累的默默分手。这其中,卷入的受伤者不仅有上市公司的大股东、产业资本、私募基金以及各类资管计划,还有号称研究实力雄厚的公募基金。

中国证券报记者根据WIND数据粗略统计,从2016年初至2018年底,三年时间里实施过定向增发的上市公司中,有33家上市公司如今被ST,处于潜在退市的边缘。有趣的是,这33家公司中,部分公司在期间甚至进行了两次定增。而综合这三年的股价走势来看,即便是那些以借壳为目标的定增,如今也陷入大幅亏损的尴尬局面。以骤然爆发丑闻而被戴帽的ST康美为例,在2016年6月,其以每股15.28元的价格定向增发5.3亿股,除大股东外,一家基金旗下子公司的资产管理计划吃下了高达1.63亿股。如今,虽然这些股份已经解禁,但股价最低已经跌至每股2.57元,至上周五收盘才回到3.47元。近期,相关方却表示尚无出售、转让或减持ST康美股份的计划,并表示这是基于对ST康美未来发展的信心和价值的认可。

“这只能叫‘哑巴吃黄连,有苦说不出’。这么巨量的浮亏一旦变成实际亏损,哪家机构都没法向客户交代,除了硬扛,或者在表面上力挺上市公司来暖暖股价,也没有别的办法。这种现象在其他定增项目也有。”一位资深投行人士私下向记者表示,“但这是个非常危险的博弈。如果市场仍然看不到全面上涨的迹象,脱离基本面的股价回归是不可能出现的。我也不太相信基金公司这种不减持的表态,这样的表态有多少约束力很值得怀疑。”

除了这些ST公司外,还有大量定增项目到期后造成投资者巨亏,而尚未到期的一些定增项目也令参与者备受煎熬。

WIND数据显示,已实施但尚未解禁的608个定增项目中,以上周五收盘计算,多达350个项目出现了定增价高于最新收盘价的“倒挂”现象。其中,“倒挂”幅度超过10%的有269家,超过30%的有145家,超过50%的有45家,甚至还有4家超过80%。

上海某基金经理认为,A股市场的环境发生了巨变,定增市场的“牛市”已经终结,“结构性”机会将成为新的特征。而经历了过去三年的惨痛教训之后,上市公司以私下承诺获取的定增投资将很难获得市场认可,忽悠式重组也容易作茧自缚,只有部分优质的定增项目才能得到投资者尤其是机构的认同。

这种观点得到了许多基金经理的认可。在

“重组办法修订消息的出台,对于压抑已久的定增市场来说,无疑是久旱逢甘霖。但是定增业务作为政策套利、非公开套利的业务模式终将幻灭。前两年对定增业务趋之若鹜的机构,目前多是受伤太深,再想说爱你不容易。我们看到政策正在走出收缩阶段,但市场环境的重塑仍需时间。”一家公募机构业务人士凌云(化名)在看到证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》向社会公开征求意见时表示。

此次重组办法修改幅度不小,例如取消重组上市认定标准中的“净利润”指标,支持上市公司资源整合和产业升级;拟恢复重组上市配套融资,多渠道支持上市公司置入资产改善现金流、发挥协同效应,引导社会资金向具有自主创新能力的高科技企业集聚,等等。重组政策“松动”不禁让市场浮想联翩,近年来备受压抑的定增市场是否迎来大发展?中国证券报记者采访发现,目前基金公司表现得还较为谨慎,一古脑儿蜂拥而上的局面预计将让位于专业专注、潜心投研的行业格局。

他们看来,证监会修订政策的目的,恰恰是在市场环境已然理性后放开定增限制,让市场形成“良币驱逐劣币”的正循环。银河蓝筹精选的基金经理袁曦指出,这是一个比较积极的信号,有利于增加A股市场的活跃度。

“一方面,产业也好,企业也罢,都有其发展周期,并购重组作为一种市场工具,能进一步完善我国资本市场多元化退出渠道和出清方式,提高上市公司质量,激发市场活力;另一方面,证监会坚定支持上市公司借助资本市场这一并购重组的主渠道、盘活存量的主战场,有利于进一步促进产业转型升级,谋求创新发展,加快实现我国经济发展新旧动能转化。”袁曦说。

有望“助攻”科技股

对于此次重组政策可能出现的变化,华金证券分析师谭志勇表示,根据2016年9月8日中

国证监会关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定中表述,上市公司自控制权发生变更之日起60个月内,向收购人及其关联人购买资产,导致上市公司发生根本变化情形的,构成重大资产重组,应当按照本办法的规定报经中国证监会核准。相对来说,中国证监会核准条件严格,审查时间较长,程序较为复杂,谭志勇认为,本次重组办法的修改,明显缩短了新控股股东和实际控制人通过重组快速提升公司业绩的时间周期,尤其是本次修改向国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业倾斜,与科创板相辅相成。

中银国际证券分析师徐沛东认为,这意味着政策走出收缩周期,后续限制放宽可期。此次修订进一步放宽对上市公司重组的限制,意在重新激活并购重组市场,促进市场资源向高新技术产业及技术型公司倾斜。从近期的政策定调来看,证监会逐步提升了对上市公司资本运作的“包容度”。此次修改后,上市公司并购重组的政策环境比第二轮修改后(2014-2016)更加宽松,不仅允许创业板借壳上市,并拟恢复重组上市的配套融资,此举有利于充分发挥资本市场服务实体经济的功能。

“我们认为,《管理办法》的修订只是政策走出收缩周期的开始,正如我们3月在《再融资再出发》中提出的,2019年是证监会对有关再融资政策的再评估之年,后续包括再融资定价以及大股东减持方面的政策都有再调整的可能。”徐沛东表示。

多位公募机构基金经理在接受中国证券报记者采访时均提出,此次并购重组政策的变化,有利于中小市值个股的股价表现,尤其是科技板块的个股。而券商板块,则因为投行业务的潜在扩张而备受青睐。

海富通基金的公募权益投资部总监周雪军认为,《上市公司重大资产重组管理办法》的修订利好中小市值成长公司,也利好券商业务的开展。不过,对于具体的行业、产业趋势的影响,还需就该行业的情况进行判断。更重要的是,该变化也体现了监管政策的放松态度,对于活跃市场气氛帮助明显。

袁曦则明确表示,修改后的上市公司重组办法支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市,政策调整有利于改善科技资产流动性,促进产业链并购,长期来看,符合产业趋势的并购会成为主流,长期利好科技股。她同时指出,修改《上市公司重大资产重组管理办法》,将进一步激发市场活力,在当前股票市场逐步触底、开启反弹的时候,可逐步布局,并购重组放松将给券商带来更多业务机会,尤其头部券商是受益的方向。

一位基金公司的权益副总监老张(化名)向中国证券报记者表示,A股的长期主线一定是围绕国家战略和政策方向进行,而“科技”是毫无争议的主线,因此,科技股未来一定会成长为A股市场最重要的力量。在此过程中,除了正常

IPO外,也会有很多科技类企业或者项目通过并购重组的方式进入上市公司,提供阶段性或持续性投资机会。

“浪里淘金”见真章

不过,虽然大家都意识到新办法或将“助攻”科技股,但此前定增项目鱼龙混杂导致的恶果,以及科技股优劣的辨识难度较大等因素,还是让机构投资者变得谨慎。如有公募基金经理就认为,不能着眼于短期概念炒作,一定要仔细甄别项目的好坏,对于明显的“估值泡沫”坚定拒绝。

周雪军表示,此次并购重组政策的修订预计将让上市公司并购重组增多,但在目前的经济情况下,优质资产仍然非常稀缺,投资者需关注并购标的对企业内生盈利能力的改善作用。而老张则指出,对于中小市值个股,基金买入和卖出的冲击成本都很大,而定增项目又存在锁定期,时间成本也不小,且集中解锁时容易对股价造成情绪压力,因此,参与定增的潜在风险是偏高的。除非项目足够优质,能够通过利润的持续增长提供真实抗压的股价上涨,基金不应贸然参与上市公司的定增项目。

“定增从市场资金趋之若鹜到深受伤害,门可罗雀,直接原因是市场走势不配合等,但其背后深层次的原因是定增所代表的一级半市场套利模式、定增所代表的不合理的“无风险收益”,遭遇了政策和市场的出清。回顾前两年的定增项目,不是以专业刻苦的投研所主导,而是一种短期套利思维,非公开套利模式来把持定增业务,这样的做法,只会积累风险,预计有些公司未来一两年定增项目上的爆雷将不可避免。”凌云表示。去年他从一家公募机构的定增业务部门离职。

当然,也有一些基金经理认为,相较于其他定增参与者,公募基金业相对强大的研究实力是优势,在一定程度上可以抵消偏高的投资风险。但需要指出的是,随着公募基金业的快速扩张,行业格局早已出现了“强者恒强”的局面,在少数公司拥有足够的利润支撑强大研究平台的同时,大部分公司其实并无资源建立雄厚的投研团队。因此,未来在定增项目上的竞争,或许也会呈现“强者恒强”的格局。

中国证券报记者从多家公募基金公司了解到,上市公司定增业务近两年所享有的人员、资源等已经发生不小变化,显示出基金公司对这一业务的不同定位。深圳一家大型基金公司人士表示,公司曾存在过定增业务研究小组,但是目前已经弱化其定增业务的定位与功能,而是将定增业务融合到日常的投研业务和投行业务服务方面,“定增是公司开展相关延伸业务的抓手,公司有相应的实力和资金准备,但是也不会盲目而动”。而北京一家中小型基金公司则已经在定增上的资源配置格局等进行了明显调整。“根据对定增市场专业性和竞争格局的研判,公司的整体方向是,审慎发展这类需要综合资源配备的业务”,该基金公司产品部门人士表示。