

“擦边球”并购重组频现 新政严控杠杆性方案

证券时报记者 张奇

自去年以来的并购潮,今年再有蔓延之势。而究其核心在于监管层放缓 IPO、简化并购审核后,使得一级市场储备了大量的优质企业,给现有上市公司改善其总体质量提供了便利。

尽管如此,背后的各利益方在并购重组潮中也是绞尽脑汁地搞模式创新,今年以来各种“擦边球”模式在 A 股市场频频出现,非公开发行+收购资产“两步走”、打包收购热门行业、一二级市场联动模式等层出不穷。在监管灰色地带,一级市场尽情享受二级市场溢价带来的巨额收益。

证券时报记者获悉,证监会近期已经开始严控杠杆性的定增方案,禁止个人或机构通过三年期结构化产品参与上市公司定向增发。这或许是监管层对于资本创新将逐步从严的一个信号。

金融创新接二连三

8月,焦作万方的并购方案一出炉,就受到市场广泛的关注。一种“双结构设计、三方共赢”的方案也为国内 A 股市场所首见。

根据方案显示,焦作万方拟出资 17 亿元收购吉奥高投资持有的万吉能源 100% 股权。与此同时,吉奥高投资分别与大成基金、华夏基金、金元惠理基金、泰达宏利基金签署《上市公司股份转让协议》,拟按每股 8 元的价格协议受让上述各基金管理公司所持有的焦作万方股票 2.06 亿股,转让总价款为 16.52 亿元。通过如此交易,上市公司以现金换资产,吉奥高投资以资产换股权,不新增股份,但即使大股东成功套现。焦作万方的“收购+套现”模式,也被市场相关人士解读为“金融创新”。

但吉奥高投资为何不直接拿走 17 亿元巨额现金,背后却有另一番原因。资料显示,去年 5 月初,在包括上述 4 家基金的定增对象大力支持下,焦作万方以 10.64 元/股的价格定向增发 16926.69 万股,募资 18 亿元。去年三季度,焦作万方实施 10 送 4 转 4 派 2.5 元的利润分配方案。按此测算,以 8 元价格转让股票的机构,一年多时间获利达到 38.65%。其既帮焦作万方还了此前定增的“情”,又获得了丰厚的回报。或者说,此次收购的前提就是以回购去年增发基金的股份而谈的。

中信证券财富管理中心总经理李旦告诉记者,资本市场是并购的舞台,主角就是上市公司,资本市场为上市公司提供各种各样的支付工具,提供各种各样的可能性。

比如,万好万家斥资 30 亿打包收购影视、动漫和传媒等 3 家市场热门行业的公司,也算近期打包收购的一个代表。近来,北京旅游、中技控股和松辽汽车等也都是通过打包收购的方式进行转型。

巨潮资产董事长赵公明告诉记者,像影视、游戏和传媒类的轻资产公司,整体估值较高的情况下,单一公司的总体量还是较小,近期普遍以打包的形式被收购。

但上述打包收购中,还蕴藏一种“非公开发行+收购资产”两步走的创新模式,增发收购的同时引进资金方,实际控制人变更却不构成借壳,这将为后续审批提供相应的便利。

而近日市场讨论较多的还是 PE 大佬、时代伯乐创业投资管理有限公司总裁蒋国云日前在多地论坛上高调发言的内容——以一二级市场的联动来确保回报的稳定性”。

业内 PE 行业人士对记者直言,蒋国云不是第一个用“二级市场联动”获利的人,但却是一个公开高调谈及这一模式的 PE 大佬。今年以来,PE 借助一二级市场追求稳定盈利模式已经渐成风潮,只是具体玩法不一。其中,部分机构或借道定增进入,为上市公司提供现金的同时,低价获得股份,再给公司提供并购服务及产业转型指导,PE 资金能在其中多重获利。

“非公开发行 + 收购资产”两步走

证监会今年对并购的审核力度

进一步放松的同时,对于借壳却更加严厉,其类 IPO 的标准让不少重组流产,部分上市公司和利益相关方却因此设计出另一套方案。

重组困难户万好万家多次重组未果,近日的打包收购方案虽涉及金额达 30 亿元却不构成借壳,原因是实际控制人的变更和资产的注入是两边进行又同时推进预案。

万好万家重组预案显示,将采取发行股份并支付现金的方式购买兆讯传媒、翔通动漫以及青雨影视三家公司的全部股份,对应估值为 11 亿元、12.3 亿元、7.13 亿元。其中,兆讯传媒、青雨影视都曾在 IPO 排队名单之列。

为完成上述收购,万好万家将发行约 1.85 亿股股份,并支付现金 11.64 亿元。另外,万好万家的实际控制人将变更为浙江国资委。控股股东万好万家集团将所持 4500 万股上市公司股份转让给浙江省发展资产经营有限公司,再加上浙江国资委下属关联方的现金认购股份,合计持股比例将成为实际控制人。

值得注意的是,虽然上市公司大股东易主,但此次重组并不构成借壳上市。构成借壳上市的条件要素包括两条:一是实际控制人发生变更;二是上市公司向收购人购买资产总额占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 100% 以上。

太和投资董事长王亮告诉记者,证监会对借壳上市的审核过程复杂,而对于并购重组的审核程序近期有所简化。采用迂回的方式借壳上市,对收购双方而言,都能有效节约时间成本。

而此前松辽汽车和北京旅游的重组方案也是大同小异。松辽汽车拟以 6.48 元/股的价格,向文资控股等 10 位投资者定向发行 60925.92 万股,所募约 39.48 亿元资金将主要用于收购耀莱影城 100% 股权及都玩网络 100% 股权;北京旅游拟以 8.94 元/股的价格发行不超过 37071.39 万股,募资不超过 33.14 亿元用于收购北京世纪伙伴文化传媒 100% 股权、浙江星河文化 100% 股权、拉萨群像文化 100% 股权。

上述两个方案,认购股份和提供资产的各方存在明显的关联关系。认购松辽汽车 1.43 亿股、认购金额 9.28 亿元的耀莱文化的实际控制人为基建虹,基建虹合计持有耀莱影城 61.52% 的股份;而分别认购北京旅游 5269.83 万股、3790.57 万股、3131.99 万股和 638 万股的西藏金宝藏、新疆嘉梦、西藏金桔、新疆愚公分别是世纪伙伴实际控制人晓曦的关联方、世纪伙伴股东的持股平台、浙江星河实际控制人王京花的关联方以及拉萨群像 3 名控制人的持股平台。

而且,上述两个重大重组方案都不构成借壳,通过认购增发股份,松辽汽车的实际实际控制人将变更为北京文资办下属的文资控股,北京旅游的实际实际控制人则由“野蛮人”生命人寿揽入怀中。

赵公明认为,粗看之下,这只是两个资产体量较大的并购而已,但实际上有打“擦边球”之嫌。《上市公司重大资产重组管理办法》第四十二条明确规定,特定对象以现金或者资产认购上市公司非公开发行的股份后,上市公司用同一次非公开发行所募集的资金向该特定对象购买资产的,视同上市公司发行股份购买资产。

此外,今年已有菲达环保、博云新材、方正科技、威海广泰等多家日发布类似方案进行闯关,只是体量大小不同而已。

赵公明指出,从规则上看,这种“两步走”模式虽构成重大资产重组,但不会走借壳的类 IPO 审核通道。本质上来讲,上市公司股东、资产均改头换面,变相来看,资本创新的另一面,围绕上市公司及其各方与监管层之间的博弈,成败最终由市场来检验。

一二级市场联动玩法

所谓的“二级市场联动”,目前最典型的玩法是,PE 先在二级市场大量买入股票(或通过大宗交易平台购买),然后帮助上市公司在上下游产业链上寻找并购标的,一旦上市公司完成并购,利好刺激股价,PE 则可

实现持有股票市值的上涨,然后伺机退出。

而知名 PE 大佬之所以公开高调谈及这一运作方式,一方面这是这一玩法在行业中已经不是秘密。业内人士估计,正在为上市公司做并购服务、市值管理服务的 PE,约八成会采取这一做法;另一方面,由于打了点时间差,这一玩法虽然看似存在违规嫌疑,却不在监管范围内。

而其变种开创业者非硅谷天堂莫属,只是提前通过不同方式拿到上市公司的股权后,再帮助上市公司治理内部结构和整合上下游资源,相对符合监管的要求。

一切都要从 2011 年说起。当年 9 月 19 日,大康药业公告称,拟与硅谷天堂集团控股的浙江天堂硅谷共同设立从事产业并购服务合伙企业——长沙天堂大康基金。由此,硅谷天堂在国内首创了“PE+上市公司”的并购模式。

如今,硅谷天堂已与 A 股超过 10 家上市公司建立这种模式,包括华数传媒、赞宇科技、万马股份,以及接盘通威股份等。而参与的模式包括定增、举牌和大宗交易等多种方式。

而近一年的时间,更有超过百家上市公司与各种机构联合设立产业基金的创新模式。据李旦介绍,这一模式更多是实力雄厚的 PE 在运作,因为不论是寻找企业还是购买控股权,均需要大量的投入。而一般规模的 PE 更愿意和上市公司共同进退,在帮助上市公司提升价值的过程中获得利益。

另外一个现象是,今年以来,由大股东主导的以再融资为主的上市公司定向增发逐渐增多。与此前市场熟悉的还贷款和补充流动资金不同的是,这类定增即为上市公司后续的资金运作做资金储备,并且定增往往会有专业的投资机构参与。

比如,大江股份 4 月末向二股东上海绿洲科创与长城资产二者发行约 1.23 亿股,募资 6.96 亿元补充营运资金,而公司半年报显示资产负债率仅为 10%。此后不久,大江股份披露,将寻找新的利润增长点,向养老健康产业进军。

而星湖科技定增募资 3.85 亿元还债的同时,将引进知名并购基金经理宋晓明控制的汇理资产,随后星湖科技在年报中披露意图打造生物医药产业战略发展基地,而宋晓明的投资重点也在医药领域,双方将形成共赢的局面。

相比直接从二级市场买入股份,通过定增方式低价获得上市公司股份,再寻求提升公司市值的模式,相对容易规避内幕交易之嫌。但是,PE 等相关利益方的做法仍可能被外界质疑。例如,PE 在采取行动时,可能包括与 PE 关系够铁的上市公司高管以及其他市场资金,也会“搭便车”。

变相股权激励

据不完全统计,今年共有 16 家上市公司的董事、高级管理人员等高管拟参与公司的定增,其中个别公司的定增对象甚至全为高管。其中,至少有 10 家公司的定增对象仅限于公司高管、前高管及其关联方。

其中,得润电子 7 位高管包揽 3.1 亿元定增、达实智能董事长单独认购全部 7.68 亿元定增。此外,八菱科技、冠豪高新等则是高管部分认购。

王亮认为,高管参与定增,除满足公司自身资金需求外,另一核心因素则是为了解决管理层股权激励问题。

证券法规对管理层持股的股权激励措施有严格的条件要求,包括持股的价格等要求。而定向增发则没有这些约束。所以,向管理层定向增发,实际上是为了规避限制性规定。

有分析人士赞成“定增式”股权激励,认为高管通过参与定增方式获取自家股份,待日后解禁时减持,则可从中节省巨额的缴税支出。

但其中也有一些问题,部分高管动辄拿出上千万甚至上亿的现金认购,与其实际收入相差甚远,这就不利于借助结构化的产品,增加杠杆与公司未来的业绩、未来的股价对赌。广誉远 6.39 亿元定增募资的第一大定增对象为广誉远安宫清心膏



部分“非公开发行+收购资产”两步走公司

证券代码	证券名称	融资金额	重组性质	收购标的
600576	万好万家	30亿元	重大重组但不构成借壳	兆讯传媒、翔通动漫以及青雨影视三家公司的100%股权
600802	北京旅游	33.14亿元	重大重组但不构成借壳	世纪伙伴、浙江星河和拉萨群像三家公司100%股权
600715	松辽汽车	39.48亿元	重大重组但不构成借壳	耀莱影城和都玩网络两家公司100%股权
000711	天伦置业	14亿元	重大重组但不构成借壳	远江信息100%股权

部分定增引入机构投资者的公司

证券代码	证券名称	资产负债率	募资金额	募资金额	募资金额	发行对象
002069	獐子岛	55.06%	10亿元-13.7亿元	偿还贷款和补充流动资金	偿还贷款和补充流动资金	大股东关联方、机构投资者
600478	科力远	40.03%	6亿元-9.99亿元	补充流动资金	补充流动资金	机构投资者
600866	星湖科技	47.87%	3.66亿元	偿还公司债和补充流动资金	偿还公司债和补充流动资金	机构投资者
300187	永清环保	35.79%	16.55亿元	补充流动资金	补充流动资金	大股东、大股东关联方、机构投资者
002684	新五丰	46.89%	5.76亿元	补充流动资金	补充流动资金	大股东、机构投资者
601567	三星电气	41.01%	11.84亿元	偿还贷款和补充流动资金	偿还贷款和补充流动资金	大股东、大股东关联方、机构投资者
600535	天士力	60.99%	12亿元-25亿元	补充流动资金	补充流动资金	大股东及关联方

张奇/制图 吴比较/制图

管计划,该对象由财富证券设立和管理,广誉远董事长张斌、总裁杨红飞及部分中层管理人员认购前述计划 45% 份额,剩余 55% 份额由无关联方认购。

类似的案例还包括獐子岛,公司 6 月发布拟募资 10 亿元-13.7 亿元的预案,其中定增对象之一“兴全定

增 69 号分级特定多客户资产管理”拟出资 1 亿元参与认购。该资产管理计划系分级基金模式,獐子岛高管及部分核心员工拟至少认购 5000 万元充当劣后级。

高管作为公司重要信息知情人和管理者,在某一价位敢于通过高杠杆重金押注自家股票,易引发其他投资者对公司涉嫌向高管团队利益输送的担忧。

变相损害市场岂能谓之创新

证券时报记者 张奇

7 月以来,超过 10 家公司对再融资业务发布补充公告,对参与认购的三年期产品是否存在结构化设计、最终资金来源等做出说明,同时配以相关方的承诺。证券时报记者获悉,证监会近日下发通知,禁止个人或机构通过三年期结构化产品参与上市公司定向增发。值得提及的是,本月一家杠杆达 3 倍的药企定增计划被叫停,被迫取消修改增发方案,取消杠杆。

李旦告诉记者,当前通过通道业务参与定增非常火爆,已经给市场造成了信息披露困扰,为各路资金提供了多重“马甲”身份。那些在认购时出现的基金公司或者券商,往往到了股东榜单上摇身一变成为“某基金或者某券商—某银行—定增×号产品或

者计划”,通常其中还少不了信托力量的加盟。

此前,在酒钢宏兴股价暴跌的情况下,一款投向酒钢宏兴定增的“中信理财之惠益计划成长系列 5 号 3 期”人民币产品年化收益率仍有 6.2%。这也将上市公司定增“保底协议”公开化。

另外,金瑞科技定增股今年 4 月解禁后,按照相关资料,参与定增的东海证券翔龙 2 号、3 号产品为结构化产品,劣后份额享受三倍的杠杆,投资收益被放大三倍。

近期,齐星铁塔、和而泰、吉林化纤、东晶电子等 10 多家上市公司就增发方案做出说明,其中一大共同点,即对发行对象出资来源以及是否结构化、是否为关联方或互相是否构成一致行动关系进行说明及承诺。而且所谓的“定

增进程”跨度极大,无论是已向证监会申报材料的公司,还是过会且已获得批文的公司,都是一视同仁。

王亮指出,不久之前,高管以杠杆方式参与认购上市公司定向增发股份的模式已被证监会明确叫停,理由之一系出于对高管的道德风险顾虑。但从目前看来,不单是涉及高管的项目,所有三年期结构化产品均已被叫停。

除了结构化产品嵌入定增外,大小非的减持也不乏“创新”之举,不再回购约定购回式证券交易回购股份却成为大小非另一种“创新”的减持方式。如今年 7 月 9 日,烯碳新材控股股东银基集团宣布,不再回购此前的约定购回式证券交易回购股份,交由相应证券公司自行处置。又如湘鄂情大股东及其一致行动人在去年 3-6 月份分别与广

发证券、招商证券进行了约定购回式证券交易。而在去年 12 月份,公司股东克州湘鄂情以 5 元/股减持股份 804 万股,大小非最终以规避法律风险为由不再回购相关股份,这些大小非实际上等于提前减持套现了相关股份。

另外,包括“非公开发行+收购资产”两步走、一二级市场联动玩法都处于监管的灰色地带,利益方都想想方设法绕开严格的监管,以便从二级市场攫取利润差。

A 股市场需要更多有价值、有意义的创新。但是,创新应该是有利于相关行业,有利于资本市场,而绝对不能成为少数人牟利的手段,更不能使创新变成损害其他投资者利益的工具。对于市场上出现越来越多的“金融创新”行为,监管部门有必要保持一份警惕。