

上市公司偏好大规模再融资用意何在

编者:上市公司大规模再融资问题已成为当前市场特别关注的焦点问题之一。中信证券的这个研究报告通过对上市公司的几大主要再融资方式——增发、定向增发和配股定价折让与定价制度之间关系的探讨,实证分析了A股市场股权再融资的定价效率。这将有助于我们进一步认识当前A股市场中上市公司为什么偏好于大规模再融资问题。

◎胡为敏 陈虹

随着股权分置改革成功,A股市场也迎来了一个新的繁荣发展阶段。但是,由于近期中国平安、浦发银行和美的电器等上市公司巨额再融资方案的陆续出台,对市场确实产生了一定的负面影响,再融资问题也成为当前市场特别关注的焦点问题之一。

从目前来看,股权再融资已经成为我国上市公司较为重要的一种再融资方式,其主要形式有增发和配股两大类。随着市场环境的不同,以两类方式进行股权再融资的上市公司数量及规模也发生了较大变化。2001年以前,配股是主要的股权再融资方式。从1998年开始到2002年以后,增发逐渐取代配股成为主要的股权再融资方式。在2006年后,定向增发的发行数量和规模都超过了其他两种股权再融资方式。

下面,我们试图通过对上市公司的几大主要再融资方式——增发、定向增发和配股定价折让与定价制度之间关系进行探讨,来实证分析A股市场股权再融资的定价效率。由此,也有助于我们进一步认识当前A股市场中上市公司为什么偏好于大规模再融资问题。

公开增发成A股上市公司主流再融资方式

在我国,公开增发新股是1998年以龙头股份和申达股份等7家公司为试点开始的一项新的股权融资方式。在过去10年中,公开增发市场在定价机制方面发生了一些变化。

从定价的方式来看,最初增发是投资者被动接受价格的定价发行,从1999年康佳增发开始引入了投资者共同参与的询价发行或竞价发行。2006年恢复融资以来,28次公开增发中有26次以上网下定价的方式发行,定价发行再次成为主流。

从定价的依据来看,1998年开始试点时,一般采用市盈率定价法;在1999年增发中,曾出现过市盈率折扣定价法;1999年后,公开增发主要采用了市价折扣法;在2006年A股市场重启融资后,《上市公司证券发行管理办法》规定了公开增发价格沿用市价基准的定价模式。

上市公司IPO和增发之间最重要的差异在于后者的股份已经在二级市场上流通并存在交易价格,公开增发的价格势必会与二级市场当前的交易

价格存在联系。

通过对衡量公开增发定价指标折让(discount)和抑价(underpricing)的考察发现,在1998年以来的A股公开增发案例中,大部分上市公司增发的发行价格对价格确定前的二级市场价格有不同程度的折让,即指标折让(discount)为负数,同时,指标抑价(underpricing)多为负数也从另一角度反映了增发折让的现象。总体来看,在历次的公开增发中,定价模式较为显著地影响了发行定价的折让水平。

回顾以往A股公开增发的案例,其定价方式可归纳为以下四种:

第一,市盈率定价模式。即:每股发行价格=(发行当年预测净利润/发行当年加权平均股本数)×一级市场发行市盈率。

从1998年和1999年增发案例来看,由于上市公司确定增发价格时所依据的市盈率是参照一级市场IPO发行的市盈率水平,也带来了增发价格与二级市场价格较大偏离,上市公司股价普遍较增发前上涨较多。

第二,市盈率折扣定价模式。即:每股发行价格=(发行当年预测净利润/发行后股本数)×折让后的二级市场平均市盈率。

单纯使用市盈率折扣定价的增发较少,但这种定价模式一定程度上体现了发行定价的市场化,增发价格与二级市场价格仍存在着较大的偏离,相对定价前一个交易日的收盘价折让-51.84%。

第三,市价折扣的询价(竞价)模式。即:价格区间确定方式:价格区间=基准价格×(1-两个不同的折扣率)或下限价=预测当年摊薄后每股收益×市价率上限价格=基准价格×(1-折扣率)。

1999年实施增发的深康佳首先采用了这种定价模式。在1999年引入询价或竞价模式至2005年的96次增发中,相对于前两种定价模式,发行价格要更接近二级市场价格水平,此阶段增发折让幅度的均值为-9.71%,中值为-8.63%。

但由于实际操作中价格区间选取依据的多元化、股价对增发反应及询价或竞价结果的差异化,折让指标并未集中在一个较窄的折让幅度区间内;有95%即91次发行价格的折让幅度小于20%,有65%即62次发行价格的折让幅度小于10%。

第四,市价基准的定价模式。即:价格=公告招股意向书前20个交易日公司股票均价或前1个交易日的

均价。

2006年A股市场恢复融资以来,公开增发大多采用的是市价折扣的定价发行模式。这一阶段的多数增发虽然没有引入询价,但由于存在发行底价约束,增发价格相对更贴近当时二级市场价格;此阶段增发折让幅度的均值为-7.06%,中值为-6.54%,28次增发发行价格的折让幅度均小于20%。

以上分析显示,从总的来看,公开增发的定价模式特别是价格确定的依据很大程度上影响了发行价格和二级市场价格之间的差距,以发行前二级市场价格为定价基准的增发即后两种定价模式,其定价较前两种市盈率模式更接近二级市场的定价;而询价或竞价的方式一定程度上有利于缩小价差。还有,发行人与主承销商对发行风险的敏感和规避会使其倾向于以较大的折让定价,以留给投资者更多的获利空间来保证发行的顺利。此外,发行的时机和发行前股价的走势会影响定价折让的幅度。一般而言,发行前出现过显著下跌的增发,定价折让的幅度相对较小。

就目前的公开增发而言,监管层对增发价格基准有明确规定,这有利于减小发行价格与股票市价之间的偏离,但在一定程度上又限制了发行定价的弹性;在股价走势不利时,对发行价格的下限控制可能会使增发价格折让幅度较小甚至高于价格确定前一日的收盘价,从而增加了发行难度。

非公开增发的再融资方式异军突起

2006年5月8日开始实施的《上市公司证券发行管理办法》中对非公开增发进行了界定,并首次对非公开增发的定价作出了要求。该办法实施之后,定向增发的数量和融资规模开始异军突起,成为A股市场股权再融资最为活跃的融资方式。

我们选择2006年后实施定向增发的发行事件作为对象,来研究定向增发的定价问题。根据《上市公司证券发行管理办法》的要求,非公开发行股票,发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十。2007年9月17日,监管机构又出台《上市公司非公开发行股票实施细则》,明确界定为“关于本次非公开发行的董事会决议公告日、股东大会决议公告日,也可以为发行期

的首日,进一步明确界定了发行底价计算的基准日期。

通过对2006年以来实施定向增发的163个案例进行统计分析,我们得到了历次定向增发定价折让的相关统计数据。

第一,定价相对价格确定日折让明显。随着发行人发行后股价向好,定价相对发行结果公告日折让进一步加大。根据统计数据,最终确定的价格相对定价基准日收盘价折让的均值为15.11%(存在溢价),折让中值为-4.31%,折让最高为-50.98%,溢价最高为468.72%。并且,价格折让水平随市场景气状况而变化。

第二,由于定价机制的差异,发行定价相对定价基准的溢价程度差异明显。一些上市公司在实施非公开增发时针对其关联股东和非关联机构投资者发行视为两次发行,并确定了不同的增发价格。其中,关联股东多以股权或资产折价认购,认购价格均贴近发行定价的基准底线,非关联机构投资者均采取竞价的方式认购,确定的价格更贴近发行当时二级市场交易价格。

结合境外学者对于定价折让的研究指标,发行价格相对确定价格日收盘价的折让情况对于反映定价的折让水平比较具有代表性。根据前面的数据统计,A股市场非公开增发的定价折让平均在22%-26%之间,但随着非公开增发中引入询价/竞价机制,最终确定的价格相对市价的折让有所减小,但仍高于境外市场增发的折让水平。

2007年9月17日《上市公司非公开发行股票实施细则》后,避免了上市公司对定价基准日选择的随意性,避免了上市公司过早确定非公开增发价格的情况,避免了发行价格与二级市场交易价格的过度偏离,在一定程度上也提高了非公开发行的效率。但由于A股市场增发仍存在发行周期较长的特征,该特征仍将影响发行定价

的折让水平造成影响。

配股所占再融资市场份额逐渐降低

近年来,上市公司多选择增发作为股权再融资的主要手段,选择配股进行再融资的案例较少。

2006年以来,共有鞍钢股份等8家公司进行了配股。从这8家公司配股价格折让情况发现,由于配股的发行对象均为公司老股东,价格确定对老股东利益、公司收益摊薄等方面影响均相对有限。上市公司在确定配股价格时,通常并未完全参考市价,从而相对有效二级市场价格折让幅度均较大。当然,配股的价格折让较大并不反映其定价的低效率。因此,对配股定价折让的研究以及监管机构的要求均较少。

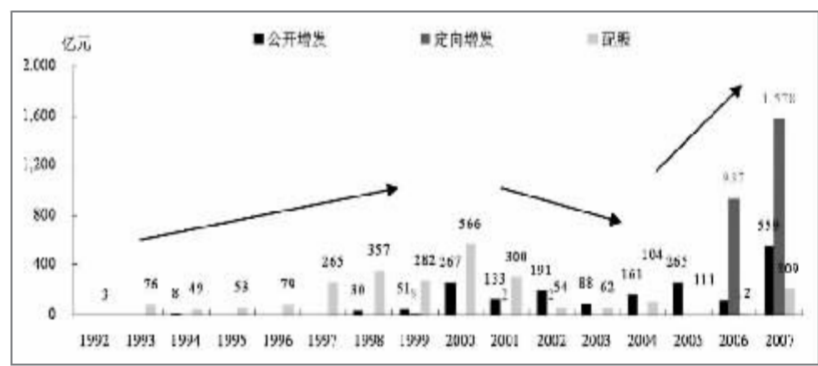
以境内首例A+H两地同步配股的鞍钢股份项目为例,在该次配股发行的定价过程中,H股定价的压力更大,因为该次发行两地同时配股、确定同一配股价格。在发行当时,鞍钢股份A股股价相对于H股存在超过20%的溢价,按照境内外券商讨论的配股价格,A股市场相对二级市场交易价格均存在较大幅度的折让,定价压力略低。而境外券商考虑到确定价格日与投资者配股日之间存在较长的时间间隔,H股市场存在包销风险,要求配股价同二级市场交易价之间留有足够的折让。

从这一发行案例,我们可以看到发行价同市场价格之间适度的折让可以有效平衡各方所承担的风险,保证发行的顺利进行;而定价日与实际发行日之间存在的时间间隔是发行定价过程中确定价格折让程度的重要考虑因素之一。

结合实际操作来看,发行人和投资者对配股价格折让的关注程度不如增发等再融资方式。

(作者单位:中信证券资本市场部)

历年股权再融资发行规模分布图



数据来源:Wind资讯、中信证券资本市场部

2006年以来定向增发的折价统计

	定价相对基准日折让	定价相对确定价格日折让	定价相对批文日折让	定价相对结果公告日折让
均值	15.11%	-25.69%	-34.36%	-40.71%
中值	-4.31%	-22.78%	-27.29%	-35.03%
最高值	468.72%	10.16%	27.80%	13.43%
最低值	-50.98%	-80.88%	-88.93%	-87.94%

注:相对折让对比基准均选择比较日收盘价进行计算。数据来源:Wind资讯、中信证券资本市场部

■多棱镜

加息并非是防治通胀唯一良策

◎邓聿文

2月份高达8.7%的CPI涨幅出乎很多人的预料,由此引发了市场对加息的普遍预期。日前,多家研究机构的负责人纷纷发表看法,预测年内央行至少会加息一至二次,而且极可能就在近期。

加息的理由似乎是很充分的。但笔者认为,仅凭2月份的物价涨幅还不足以支撑央行作出加息的决定。

首先,二月份高企的CPI主要受了两个因素的影响,一是春节,二是雪灾。特别是后者,影响居民消费价格环比上涨1.03个百分点。而这两个因素都属于季节性因素,随着春节的过去,春节因素不复存在,物价至少有0.5个百分点的回落。雪灾的影响虽然会延续一段时间,主要表现在,大量冻坏的蔬菜,可能会导致今后几个月本应回落的蔬菜价格涨幅很难回落,甚至有所提高;油菜产量的减少,也会使今年植物油价格继续上涨;另外,仔猪、肉鸡的冻死,会导致9月份以后猪肉供不应求的状况仍将延续,鸡肉价格也可能上涨。这些方面将对控制全年价格涨幅增加新的困难。但是也要看到,随着雪灾的结束,受雪灾影响较大的几种重要的大宗商品,特别是煤炭和钢铁的价格由于运力瓶颈的消除会回落。食品、钢铁、能源等生产资料价格

尽管2月CPI涨幅创下了近12年的历史纪录,但加息的空间其实很小。事实上,从紧的货币政策,不仅在于严格控制货币信贷总量和投放节奏,更在于把握好结构。

曾是2月PPI的领涨主力军。另外,虽然猪肉价格在2月上涨63.4%达到历史新高,但2007年国家对种猪的补贴和支持政策其效应今年会显现出来,这会部分抵消仔猪冻死对CPI产生的影响。还应提到的是,雪灾对粮食基本没造成影响,这为今年的CPI上涨消除了一大隐患。综合以上因素,2月份极可能创下年内CPI的新高,其余月份CPI会继续在高位盘桓,但幅度应该不会超过2月份。

其次,在目前人民币加速升值的背景下,加息导致的中美利差加大只会引来更多境外热钱进来套利,这不但不能减轻通货膨胀的压力,相反,会加剧。美

国次贷危机发生后,今年已进行了两次降息,目前一年期存款利率只有3%,据悉,美联储近期仍有降息的可能,幅度是一个百分点。而目前人民币一年期存款利率达到了4.17%,如果再加息50个基点的话,那么这里就有2%多的套利空间。另外,今年以来人民币对美元加速升值,目前已突破1美元对7.16元人民币的关口,据预测,到年底1美元兑人民币可能跌破6.8元。假若人民币今年升值10%,那么国际游资就至少有12%的套利空间。有人说中国还没有开放人民币资本账户,热钱不会大量进入。但事实是,今年1月份外汇储备增加600亿美元,除由直接投资等进来的300亿美元外,至少还有300亿美元是国际短期资本通过各种渠道来赚取人民币升值和加息的双重收益的。热钱大量进入,央行将不得不发行更多的票据进行对冲,从而增加流通中的货币数量,加剧国内的流动性过剩,进一步引起货币贬值。

最后,也是更重要的,至少到目前为止,还没有迹象显示加息能够抑制投资和通胀压力。央行去年加息了五次,并多次上调存款准备金率,但物价却是屡创新高。今年以来,虽未加息,但年初也上调了一次存款准备金率,可从贷款来看,1月末金融机构人民币各项贷款余额达26.97万亿元,同比增长16.74%,增幅比上年末高0.64个百分点。当月人民币贷款增加8036亿

元,不仅创下1999年以来1月份新增贷款量的最高值,同时创下近年来月新增贷款峰值。虽然一月份贷款快速增长有季节性因素,但投资贷款需求和银行贷款冲动仍然很强烈亦是一个不可否认的事实。

这一现象说明两个问题。其一,由于货币政策是总量政策,无论加息还是上调存款准备金率,其对结构性通货膨胀压力所起的抑制作用不是很大。从去年和今年头两月的物价上涨情况来看,基本是食品类价格涨幅过大,非食品类特别是服务类和耐用消费品类价格涨幅很小甚至有所下降。其二,中国式的投资膨胀和贷款增长有其特定的因素,这就是受政府行政干预的影响较大,很多都是指令性和关系性贷款,特别是在政府换届时,都会有一段时期的投资冲动。而去年和今年正逢政府换届。对此,市场手段的货币政策基本不管作用,须用行政手段,如窗口指导甚至直接分配贷款额度等办法才行。

此外,目前通胀压力的一个很大因素是国外输入性成本引起物价上涨,特别是钢铁、铁矿石、原油、农产品等国际大宗商品的大幅涨价效应不容忽视。对于此类通胀趋向,可以通过人民币升值的办法加以缓解;也可以从财政政策上着手,通过减免进口关税,进口更多产品平抑物价;还可以通过

对“三农”进行补贴,既消除社会分配不公,也调动农民积极性,增加国内供给。惟独通过加息所起作用不大。

由此来看,尽管2月CPI涨幅创下了近12年的历史纪录,但加息的空间其实很小。事实上,从紧的货币政策,不仅在于严格控制货币信贷总量和投放节奏,更在于把握好结构。从根本上说,总量合理,结构不一定合理;总量不合理,结构肯定不合理;结构不合理,总量也不可能合理。只有结构合理,总量才能真正合理。而在目前中国经济发展中,结构问题远比总量问题严重,调控难度也大得多。前银监会副主席唐双宁就说,本轮通货膨胀趋向并非单纯的货币总量问题,而恰恰是结构问题,本质上是对长期以来资本边际报酬率过高、劳动和土地的边际报酬率过低的一种纠偏。这种结构问题最终会以农产品价格上涨和农民收入提升来重新实现均衡,而不会简单地因货币紧缩而终止。我认为点到了问题的实质。因此,在运用货币政策时,我们就不应简单针对总量问题,而首先或重点考虑结构问题,把总量、结构、质量放在一起进行“捆绑式”研究,实现不同地区、不同产业、不同金融机构的货币差别供给,满足产业政策对货币的不同需求。

总之,是不能把防治通货膨胀的重任只交给利率来承担。

■今日看板

从五个方面完善上市公司再融资

◎胡为敏 陈虹

对历年来A股市场股权再融资定价折让及其效率的实证研究,也可以看到,目前上市公司股权再融资的一个基本市场结构:配股所占市场份额在大幅降低,公开增发已成为上市公司进行股权再融资的主要方式,非公开增发是目前A股市场中最活跃的再融资方式。

通过对A股市场股权再融资发行定价机制的分析与回顾,我们认为,目前A股市场增发的定价机制已经相对市场化了,增发定价的效率也处于提高过程中。对于增发定价目前仍然存在显著的价格折让,有其客观存在的原因,有投资者心理方面的因素,也与A股市场的发行流程相关。因此,我们可以从以下几方面来予以改进。

第一,缩短从确定发行价格到投资者获得配售及可以出售股票之间的时间间隔。以目前A股市场公开增发为例,发行公告刊登前一日(T-3日)确定发行价格,投资者在T日申购,T+8日获得配售的股票才挂牌上市可以交易。换言之,在确定发行价格到投资者可出售股票之间通常会间隔10个交易日或更长,在这期间市场环境或公司股票价格都有可能发生变动,从而给承销商和投资者带来包销或损失的风险。投资者、发行人以及承销商均存在对于价格风险的顾虑,自然会要求更大的发行折让。

因此,如果能缩短从确定发行价格到投资者获得配售可以出售股票之间的时间间隔,将有助于减小增发发行定价折扣,提高发行效率。而缩短发行流程,一定程度上也可以提高市场融资的效率。

第二,引入先旧后新、存量发行的模式。在境外市场IPO和再融资发行中,先旧后新、存量发行的发行模式是比较常见的。引入这种发行模式,一方面可以丰富发行人对发行方式的选择,另一方面可以免去新进入股东等待股份登记的时间,可以提高发行的效率,作为缩短从确定发行价格到投资者获得配售可以出售股票之间的时间间隔的工具之一。

第三,合理调整上市公司增发的价格底线,或者给予发行体更为灵活的窗口选择权。根据《上市公司证券发行管理办法》,公开增发价格应不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价。在市场波动较大的环境之下,发行有可能会面临被迫选择一个紧贴市价的发行价格,从而给发行人带来较大的破发风险。由于办法中确定的是一个价格底线,我们建议可以适度放宽价格底线,价格底线可以相对基准日留有一定比例的折扣。

根据目前的发行经验,发行人在获得监管机构的发行批文后需要根据市场情况尽早启动发行。考虑到特殊市场环境,办法中提到的前一交易日均价通常都为两个均价中的低者,如果获取批文后马上启动发行将面临较大的风险。因此,可以考虑给予发行体更为灵活的窗口选择权,在发行价留有适度折扣的情况下启动增发。

第四,适当降低投资者需缴纳的申购款比例。投资者进行增发申购时需要交付定金或全额资金,存在申购资金成本的问题。由于目前A股市场不存在自主配售的机制,投资者违约不认购已承诺认购股票的成本较低,因此提前缴款有其存在的必要性。考虑到发行效率问题,可适当降低投资者需缴纳的申购款比例。

第五,未来适当放松对定向增发锁定期的要求。《上市公司证券发行管理办法》规定,定向增发股份自发行结束之日起,12个月内不得转让;控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份,36个月内不得转让。在现阶段设定明确锁定期有一定意义:它维护了上市公司利益,有利于股价稳定,同时防止利益输送等问题出现。在成熟市场(如美国市场等)中,均未对获得配售的投资者设置锁定期要求,A股市场可在未来适当放松对定向增发锁定期要求,赋予发行人和投资者更大的自主性。