

我国上市银行股权再融资行为分析

——以民生银行为例

胡燕 田天 ■

随着《巴塞尔协议Ⅲ》的出台,我国银监会对我国上市银行制定了更为审慎的监管标准,更新了资本要求、杠杆率、贷款拨备率、流动性覆盖率和净稳定性资金指标四项要求,从而促使我国上市银行为保障其信贷扩张和利润增长开始进行股权再融资。中国民生银行股份有限公司(简称民生银行)从2011年1月起历经了预案发布、停止实施、预案修订等一系列过程,于2013年2月完成了历时两年的再融资计划,其过程在我国上市银行再融资案例中具有典型性。本文对民生银行股权再融资行为进行分析,并得出几点启示。

一、股权再融资方案的基本内容

2011年1月7日民生银行董事会决议通过了《2011年度非公开发行股票预案》,并于当日停牌一天。1月11日公布简式股权变动报告。但1月25日又召开董事会临时会议,停止

型公司的标准。同时,由于我国宏观政策以五年为一个计划周期,所以企业也常以五年为周期进行长期规划,因此,如果企业采用限制性股票形式激励,其限制期限至少应为五年。

(二) 应明确管理者股权激励收益的最高分配标准

企业无论选择何种股权激励形式,其基本目的是激励企业管理层努力工作,以提高企业业绩、增加股东价值,因此激励力度应有上限规定,否则管理层股权激励收益若超过股东分红收益,便会本末倒置。所以,应当明确规定管理者股权激励的最高比例必须由股东大会讨论通过,并且证监会应对企业激励力度进行审查,至少管理层收益分配比例不能超过股东收益分配比例的2/3。

(三) 应制定恰当的行权条件指标

理论上讲,股权激励的行权条件定量指标必须与市场股价挂钩。但目前我国普遍运用非市场指标(如净资产收益率等)来评价公司业绩,主要原因之一是,我国的资本市场不够健全,股价的波动与公司业绩常常不相关。但市价指标的引

实施原定向增发方案,根据公告,其再融资方式由A股非公开发行调整为A股发行可转债加H股增发。4月16日股东大会通过新的再融资决议。2012年3月30日获我国证监会批复并于2012年4月2日H股增发上市。2013年2月8日A股可转债获我国证监会批复并于2013年3月13日正式发行。自此民生银行的再融资方案实施完成。经计算,此次民生银行最终共募集资金合290亿元人民币(其中200亿元为可转债,90亿元为H股增发)。

从以上过程可以看到,民生银行的再融资之路可谓一波三折,经过修改,最终以A股发行可转债加H股增发代替原来的定向增发方案,方才实施了此次股权再融资计划。民生银行两次股权再融资方案的主要内容见表1。

二、股权再融资方案分析

入具有限制企业高管进行非正常盈余管理的作用,因此建议采用净资产收益率和股价双重指标做为行权条件。考虑到股价的资本市场现状,结合有关学者的研究成果,建议采用股权激励计划公布前30个交易日的平均收盘价和前1日的收盘价中较高者作为行权价格,以此可以降低股价波动对行权价格的影响。

(四) 应规定激励发布时间

证监会应当对企业首次公布股权激励计划草案摘要的时间进行限定,如果企业公布重大利好消息之前推出了股权激励计划,应要求其适当提高授予价格,只有这样才能防止管理层通过有意选择激励方案推出时间从而操纵授予价格的行为。在实践中,企业多是踩着规定的边缘在做事,因此相关规定必须细化。■

(作者单位:东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心)

责任编辑 刘黎静

表1

民生银行股权再融资方案内容对比

	初次预案	实施预案
公告时间	2011年1月7日	2011年1月25日
涉及市场	A股市场	A股、H股市场
募集规模	拟发行不超过47亿股新股,募集资金总额不超过214.79亿元人民币	A股:拟发行200亿元人民币可转债 H股:增发16.5亿股H股,90亿元人民币
发行价格及相关期限	定价基准日:第五届董事第十四次会议决议日 认购价格:定价基准日前20个交易日公司A股股票交易均价的90%,人民币4.57元/股 认购方式:全部以现金形式 锁定期:定向增发完成后36个月	A股:可转债期限:发行之日起六年 票面金额及价格:每张面值100元人民币,按面值发行 计息期限:每年付息一次 转股期限:发行结束之日满六个月后第一个交易日起至可转债到期日 H股:发行总量为原H股总股数的40%
再融资对象	上海健特生命科技有限公司14.24亿股,募集65.08亿元;中国泛海控股集团有限公司11.9亿股,募集54.38亿元;四川南方希望实业有限公司6.6亿股,募集30.16亿元;江苏熔盛投资集团有限公司5亿股,募集22.85亿元;中国人寿保险股份有限公司5亿股,募集22.85亿元;华泰汽车集团有限公司2.66亿股,募集12.16亿元;中国船东互保协会1.6亿股,募集7.31亿元。其中熔盛投资、华泰汽车为新入股东,其他5家为原有股东	A股:原A股股东:71.74%筹集143.5亿元 一般公众:0.28%筹集0.56亿元 机构投资者:27.98%筹集55.94亿元 H股:独立、非关联的境外自然人、机构投资者及其他符合资格的投资者

资料来源:巨潮资讯网公告汇总

(一) 原定向增发预案被否决原因分析

1. 认购对象资格不符。根据《上市公司非公开发行股票实施细则》的规定,非公开发行股票的发行对象包括三类,即上市公司的控股股东或实际控制人、通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者及董事会拟引入的境内外战略投资者。那么,民生银行原定向增发预案确定的发行对象是否符合这一规定呢?

首先,民生银行公布的定向增发预案中,除了熔盛投资和华泰汽车为新入股东,其他5家均为原有股东。2010年普华永道中天会计师事务所出具的年报显示,5家原股东虽有4家为民生银行当年的前十大股东,但是其持股比例分别为:泛海控股2.62%、南方希望2.09%、中国人寿4.31%、船东互保协会3.39%,而上海健特仅持0.43%。上述5家认购对象共仅持有流通股总股数的12.84%。由于民生银行的股权结构较为分散,上述5家认购对象均不属于民生银行的控股股东或实际控制人。

其次,按照预案实施后,认购对象的持股比例与股数将分别为:泛海控股持18.89亿股占6%;南方希望持12.18亿股占3.87%;中国人寿持16.51亿股占5.24%;船东互保协会持10.66亿股占3.39%;上海健特持15.39亿股占4.9%;熔盛投资持5亿股占1.6%;华泰汽车持2.66亿股占0.85%。可见即使定向增发方案顺利实施,认购对象中将持有民生银行股份比例最高的泛海控股也仅占6%。所以预案中的认购对象也未能通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权。

再次,此次民生银行的增发对象能否归属于引入的境内外战略投资者呢?战略投资者一般要求长期稳定持股、持股

量大、有能力参与公司治理。新引入的熔盛投资和华泰汽车认购股份合计仅能占到2.45%,显然也难以纳入“引入境内外战略投资者”这一类。

综合以上分析,民生银行的定向增发对象资格不符合我国证监会的相关规定。

2. 认购价格确定不合理。民生银行本次发行的定价基准日定为董事会决议公告日前20个交易日公司A股股票交易均价的90%,即人民币4.57元/股。由于其定向增发的认购对象不符合证监会的相关规定,因此应该以竞价方式确定发行价格和发行对象。但民生银行的预案发行价格是在无竞价的情况下确定的,且定向增发价格4.57元/股所对应的市净率为1.2倍,尚未计算扣除各项费用。如以预案前一季度披露的净资产3.75元/股计算,民生银行当前的市净率为1.34倍,这基本接近于民生银行的历史最低。民生银行的财报数据显示,2008-2010年民生银行分别实现净利润175.81亿元、121.04亿元、78.6亿元,这一数据远高于我国银监会公布的这三年股份制商业银行净利润的平均值113.16亿元、77.08亿元、70.12亿元。因此该定价实际股价无疑被低估。

3. 存在利益输送嫌疑。由于民生银行此次非公开发行的认购价格明显偏低,使认购对象中存在“左手卖右手买”的情况。如此次增发的认购对象泛海控股,其实际控制人是民生银行副董事长,从2007-2010年先后抛售民生银行股票4次,由民生银行的第二大股东降到第七位,仅2007年12月首次减持就获得现金约20.7亿元。另一认购对象上海健特由民生银行董事长控制,在2011年之前也先后减持5次,仅2009年一季度通过减持5.78亿股就获得现金27.34亿元。而此次定向增发预案中,上海健特和泛海控股分别准备以65

亿元、54 亿元参与新股的认购，总计出资金额超过民生银行拟募集资金的 50%，针对民生银行定向增发的认股主力在二级市场过往的频繁减持表现，此次定向增发预案明显有利益输送之嫌。

(二) 调整后新融资方案的特点

1. 超额完成了资金募集规模。按照修订后的融资方案，民生银行在 A 股和 H 股两市募集资金共计 290 亿元人民币，比原定向方案的预期募集金额增加了 35%，将其公司资本充足率和核心资本充足率分别提至 12.44% 和 10.63%，超额完成了民生银行资金募集规模。

2. 降低了再融资成本。民生银行 A 股发行的可转债利率为前三年 0.6%、后三年 1.5%，远低于此前刚成功发行的次级债券的利率 5.5%。且初始可转债的转换价格 10.23 元/股，远高于原预案 4.57 元/股的增发价格，降低了银行股权再融资成本。此外，可转债具有的 callable 条款为民生银行未来的筹资决策提供了较大的灵活性。

3. 符合多方利益诉求。新方案相对原方案兼顾了更多股东的利益，体现了更多的公平性。对于 A 股大股东来说，增发时民生银行 H 股估值溢价于 A 股约 11%，此举可以增加 A 股投资者每股净资产，同时他们具有可转债的优先认购权，转换日到期后一样可实现扩大持股比例的目的。对于小股东和 H 股股东来说，则给予了他们更为公平的参与权，减少了原预案可能给他们带来的损失。对于银行整体来说，A 股可转债方式对净资产收益率的影响小于直接股权融资。因为可转债不会马上摊薄每股净利润，而是通过可转债自身的资本金提高每股盈利，之后伴随转股进程逐步摊薄，对公司每股盈利和净资产收益率等财务指标均不会立即产生影响。同时有效减少利益输送问题，传递了银行管理层对未来公司经营和股价的信心，符合公司整体利益和长远发展的目标。

三、启示

(一) 上市银行合理的股权结构是再融资行为市场化和规范化的保障

在我国上市银行中，选择以定向增发方式再融资一般还是以大股东及关联方为主要认购对象。从管理者行为角度来说，管理层基于自身利益考虑往往会表现出对外部股权再融资的偏好，而且债权融资会增大银行每年的还本付息压力，从而使其资金流紧张。所以民生银行在原始预案中选择了定向增发方式，顺理成章地给予了少数大股东利益。但民生银行的股权结构较为分散，正是这种较为分散的股权结构将银行的控制权、股东的表决权和经营管理层的经营权分散化，使民生银行的最终经营决策要顾虑到各方面的利益诉求，促成了原预案的终止，保护了大多数股东的利益，在某种程度上重



建了投资者的信任，展现了一个成熟上市银行公平决策的能力。因此，优化上市银行的股权结构，加大机构投资者的投资及管理参与程度、分散大股东持股比例等对于防止上市银行控股股东股权乱用是十分有效的，而合理的股权结构也将使上市银行的再融资行为更加市场化和规范化。

(二) 上市银行多元的再融资方式是必要选择

我国上市银行的再融资方式目前主要有增发、配股、可转债、次级债或混合几种方式。在我国特有的制度背景下，上市银行有其自身的利益冲突问题，对与民生银行的股权结构类似的上市银行来说，可转债是较佳方式。众所周知，债券融资具有抵税作用，我国上市银行发展前景良好，财务业绩出色，运用负债具有的财务杠杆效应进行债券融资能够减少由所有权和经营权相分离产生的代理成本。而股权融资除了股东对报酬率的要求高于债券融资方式外，市场公告效应也不佳。此次民生银行在 A 股发行可转债是一个有效的选择，降低了融资成本也减轻了公司的资本充足率负担。在将来以高价进行股权融资时，通过可转债的发行溢价可获得比配股、增发等方式更好的价格，同时可转债可以避免股票发行的股本迅速扩张所带来的每股收益摊薄问题，对市场的冲击相对减小。而增发 H 股的方式最突出的优点是解决了再次发行新股时的流动性不足问题，增发对象更为多元化，从而提高了市场效率。由于民生银行 H 股市值与其经营情况较为匹配，所以增发方式对于其经营效益的提升要优于债权融资。

民生银行的最终再融资方案因体现出再融资方式选择“地”制宜而成功，启发我们应以不同发行市场的具体情况做出具体分析，以全方位的视角选择适宜的融资方式。同时可鼓励有条件的内地上市银行选择债权融资，以使我国上市银行的再融资行为趋于理性化。■

(作者单位：北京工商大学商学院
中国地震局地球物理研究所计划财务处)

责任编辑 刘黎静