

# 上市公司权益方式再融资选择：

## 配股与增发

杨小舟 黄庆

上市公司权益再融资的方式主要有配股、公开增发和定向增发等。随着股权分置改革的基本完成，上市公司通过权益方式再融资的规模较以前年度大幅上升，权益再融资已成为上市公司优化资本结构、降低融资成本和做大做强的重要手段。

### 一、权益再融资对企业财务的一般影响

#### 1、对每股收益的影响

企业权益再融资的方式不同，对每股收益产生的影响也不同。配股和公开增发募集的资金大多用于拟建造或正在建造的工程项目，这种做法虽然使上市公司总股本增长，但处于建设期的项目短期内难以给上市公司带来实质性收益，所以配股和公开增发往往导致每股收益被摊薄。而A股上市公司定向增发的主要目的：一是收购部分优质资产或实现集团整体上市；二是引入新的战略投资者或实现公司重组；三是满足新的对外投资项目的需要；四是大股东通过债权置换股权形成对上市公司增持。因此，定向增发未必摊薄每股收益，应视增发后注入资产的质量而定。

案例1：鞍钢股份(000898)的配股。鞍钢股份2007年10月为鲅鱼圈港钢铁项目进行配股筹资，项目投资

概算约为226亿元，所募集的资金全部用于营口鲅鱼圈港钢铁项目的建设或归还银行贷款。鞍钢股份按每10股配2.2股的比例进行了配售，每股价格15.40元，共募集资金170亿元。由于鲅鱼圈港钢铁项目的盈利贡献预计在2009年才能集中显现，因此这次配股对2007年每股收益的稀释作用仅为5.3%，但对2008年的稀释作用较为明显。另外，由于2007年11月A股市场出现了较大的调整，鞍钢股份在配股后股价也一度由38.6元跌至21.72元。

#### 2、对公司资本结构和控制权的影响

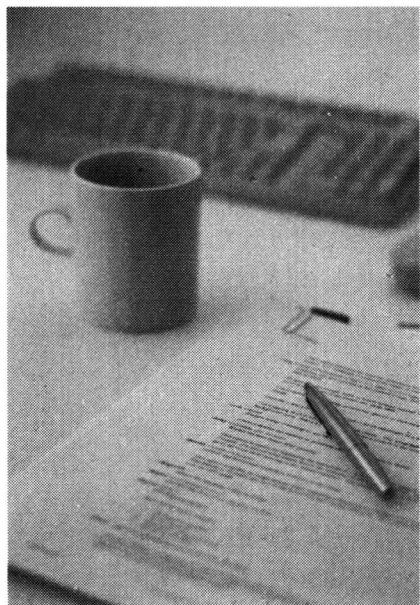
公司采用权益方式再融资后对资本结构的直接影响是降低了资产负债率，增强了企业的财务稳健性。对控制权的影响应视具体的融资方式而定。就配股和公开增发而言，由于全体股东具有相同的认购权利，控股股东只要不放弃认购的权利，就不会削弱控制权。而定向增发相对复杂，若对财务投资者和战略投资者增发，则会降低大股东的控股比例，但由于财务投资者和战略投资者大多与控股股东有良好的合作关系，一般不会对大股东的控制权形成威胁；若面向大股东增发以收购其优质资产或实现集团整体上市，则会提高大股东的控股比例，增强大股东对上市公司的控制权。

3、对加权资本成本(WACC)的影响  
企业进行再融资决策时需考虑的

一个非常重要的因素就是由债务资本成本和权益资本成本两部分构成的加权资本成本。上市公司以配股、增发等权益方式筹集的资本，其成本是一种机会成本，这种机会成本可以采用资本资产定价模型、股利收益加增长率法或债券收益加风险报酬法来进行估算。一般来说，权益资本成本高于债务资本成本。权益方式再融资后，可以增强企业的财务稳健性，有助于企业目标资本结构的实现，但会在一定程度上降低企业的加权资本成本，增加企业的整体价值。

#### 4、对股价的影响

在发达的市场经济国家，上市公司配股、增发方案公布后市场往往会



出现负面反应,公司股价一般会随之下跌。解释这一现象主要有两种理论,即价格压力假设和信息不对称假设。价格压力假设认为,公司股票的需求曲线是向下倾斜的,不管是配股还是增发,都会使公司的股票供给增加,从而导致股价下跌。信息不对称假设认为,管理当局对公司远景和未来项目具有信息优势,只有当经理们感到当前股价高于公司真实价值时才会通过发行新股方式融资,否则应以债务方式融资,唯此才能保证股东价值的最大化。美国公司初次上市后,很少再通过权益方式进行外部融资,借款和发债是主要的外部融资方式。有些年份的股票净发行量甚至为负数(即总体上企业发行的股份少于购进的股份),如,1999年美国非农业、非金融业、制造业净借款283亿美元,股票的净发行额为-1140亿美元。

## 二、我国上市公司再融资的特点

我国上市公司再融资的实务与美国企业有很大不同。在股权分置改革之前,A股流通股股东和非流通股股东利益割裂,非流通股股东倾向于采用配股、增发的形式剥夺流通股股东利益(如非流通股股东经常放弃配股权)。加之上市公司过去很少发放甚至不发放股利,将股权融资视作“免费的午餐”,导致普遍患有“股权融资饥渴症”。随着股权分置改革的基本完成,流通股股东和原来的非流通股股东利益渐趋一致,上市公司普遍把市值管理作为重要目标,股权再融资开始表现出新的特点,通过折价的定向增发来并购集团优质资产或吸引战略投资者投资已成为目前权益再融资的主流方式。这一方式实现了流通股股东、控股股东及战略投资者的“多赢”局面,有利于上市公司价值的最大化。此外,随

着我国公司债市场的快速发展,A股上市公司必将重新审视再融资方式,权益再融资将逐步趋于理性。

从国内上市公司增发、配股后的股价表现来看,投资者已不再像以往那样对上市公司的权益融资方式盲目追捧。据统计,截至2007年12月4日,采取公开增发的公司有21家,其中跌破发行价的就有17家;相比之下,120家定向增发的公司只有12家跌破发行价,比例不足10%。由于定向增发普遍采用折价形式,并有一些集团资产注入,因此,定向增发后上市公司的股价上涨也在情理之中。

案例2:沪东重机(600150,后更名为中国船舶)的定向增发。沪东重机2007年1月24日公告拟向控股股东中船集团及宝钢集团、上海电气等非公开发行不超过4亿股的股票,以收购外高桥造船厂及部分现金资产。经测算,注入资产的收购价格对应的市盈率和市净率分别较市价有74%和88%的巨额折扣,每股收益由增发前的1.02元增至2.26元。由于每股收益的显著增厚效应及增发时股市处于牛市阶段,沪东重机的股价由增发前的37.72元最高上涨至300元,成为两市第一高价股。

## 三、上市公司选择权益再融资的决策要点

### 1、资本结构与资本成本的选择

筹资决策最重要的内容就是实际资本结构与目标资本结构的对比。企业首先应建立一个目标资本结构,然后按此目标资本结构进行筹资。但实际中企业很少能够精确地按照目标资本结构筹资,主要原因是考虑发行成本,如新股发行过少则发行成本高,不少公司都是本年利用负债筹资,下一年再集中发行股票筹资,使实际的资本结构在最佳水平上波动。虽然目标资本结构的微小波动对企业加权资本成本的影响较小,

但可以节约数量可观的发行成本。上市公司通过资产注入等外延方式实现做大作强后,应将融资所关注的重点逐步转移到优化资本结构、降低整体资本成本上,以促进企业价值的提升。

案例3:贵州茅台(600519)的融资决策。贵州茅台自2001年上市后,一直没有进行股票的增发和配股,股本的变动来自于资本公积转增股本和股票股利。为保障对股东的回报,公司控股股东在股改时承诺自2006年度起未来三年在每年年度股东大会上提出现金分红比例不低于当年实现可供分配利润30%的分配预案,并保证在股东大会表决时对该议案投赞成票。贵州茅台2006年的净资产收益率(ROE)高达25%,股利支付率为30%。若此时增发股票,只会加重公司的股利负担,相比债务融资也不具有成本优势。另外,从资本支出的角度来看,茅台的产能由于受自然资源的限制,短期内也不存在大规模融资的需要。因此,贵州茅台选择不进行权益方式再融资具有其内在合理性。

### 2、具体发行方式的选择

一是考虑相关法规的要求。《上市公司证券发行管理办法》(以下简称《办法》),明确规定了企业进行公开增发、配股、非公开增发的各项特定条件,企业在进行权益再融资时,应充分考虑《办法》规定的各项条件,选择适合企业并满足相关规定的再融资方式。如,《办法》规定公开增发的条件是最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六,并以扣除非经常性损益后的净利润和扣除前的净利润低者作为计算依据。若企业达不到公开增发的条件,则只能考虑其他的融资方式。二是考虑项目的特点。如果再融资是为了引进战略投资者、收购集团资产以实现整体上市或向管理者实行股权激励等特殊目的,则应选择定向增发;否则应选择配股或公开增发方式。

公开增发和配股对公司股价有一定的消极影响,公司若选择公开增发和配股需要有较好的市场状况进行配合,否则易出现跌破发行价的情况。定向增发往往对每股收益有增厚作用,受市场状况的制约相对较小。另外,一些上市公司的控股股东按股权分置改革要求向流通股股东支付股票对价后,导致对上市公司的持股比例下降,控制权削弱。为增强控股权,控股股东会通过二级市场增持或定向增发。相比而言,定向增发成本更低,实施更为便捷。

案例4:驰宏锌锗(600497)的定向增发。股改前,云南冶金集团总公司持有驰宏锌锗8 237.86万股,占其总股本的51.49%,属于绝对控股。送股后,因持股比例下降驰宏锌锗向云南冶金集团定向增发,而云南冶金集团也借此注入优质资产,在继续保持绝对控股权的同时,实现了将上市公司做大做强的目的。

### 3、时机选择

公司在选择权益再融资时应注意以下时机:(1) 社会经济的发展态势。社会经济的发展形势决定了企业和个人的收入水平、投资能力及投资者的信心,当国民经济处于增长繁荣时期,企业和个人的收入增加较快,居民投资股市的欲望增强,股票的市场价格一般会上涨;反之,股票投资的总量就会下降。(2) 股市行情。进行权益再融资的公司应选择股市上扬、交投活跃时配股、增发新股,以筹集足够的资金。(3) 银行等金融机构的利率水平。一般来说,企业和个人的资金是储蓄还是投资,其中起决定性因素的是银行金融机构的利率水平。通常投资和利率是成反比关系,即利率越高,投资越少;利率越低,投资越多。相对来说,应选择银行利率较低时或在利率将要提高之前发行股票。(4) 企业产品或劳务的销售情况。企业应选择产品或劳务处于增长期、盈利较为可靠的时期

进行增发或配股,以提高对潜在投资者的吸引力。

案例5:万科(000002)的公开增发。2007年8月22日万科公告了公开增发方案,拟向全体股东增发不超过317 158 261股普通股,投资11个房地产项目,投资总额约为313亿元,公司拟募集资金100亿元用于项目的开发建设,且投资的11个项目均在2008年以后全部完工。公开增发前万科的股份总数为4 369 898 751股,经估算该次增发会减少当年的每股收益约2.4%,增发价为31.53元,增发股票的动态市盈率约为45倍。由于万科增发时A股市场正处于牛势阶段,其股价走势强劲,因此,增发价格十分理想,成功地项目筹集了足够的资金。

### 4、融资规模的确定

权益再融资的规模大小会影响企业的财务结构、财务风险和筹资成本。企业在进行再融资规模决策时,应考虑政策对融资规模的限定,如发行股票融资的规模不能超过募集项目所需资金,采用配股方式融资时拟配售股份数量不能超过配售股份前股本总额的百分之三十,同时把原股东认购股票的数量未达到拟配售数量百分之七十视为发行失败的限制。而公开增发和

定向增发则没有对融资规模做出规定。比较而言,配股的融资规模较小。此外还要考虑公司规模和募集项目。公司经营规模越大,所需资金越多,可通过定向增发向上市公司注入更多的资产。

### 5、价格确定

目前对增发和配股价格的主要政策规定是,公开增发的发行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;定向增发的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。由于定价基准日的灵活性较大,为保证定向增发的顺利进行,公司应根据情况及时调整定向增发价格。公开增发的招股意向书公告日一般是在证监会审核批复之后,因此,增发价格和市价差异较小。公司应选择股价处于上升时期作为公开增发招股意向书的公告日,以获得较为理想的增发价格。用较少数量的股票筹集到相同的资金,可减少对每股收益的稀释。前述案例5中,万科的公开增发就充分考虑到了发行价格确定方面的规定,取得了极为理想的融资效果。■

(作者单位:财政部财政科学研究所研究生部)

责任编辑 林燕

