

# 全流通背景下上市公司再融资行为的变化

刘林 李亦农

2005年股改之前,股权分置问题一直是困扰我国资本市场发展的基础性问题。在股权分置背景下,我国上市公司再融资普遍呈现出啄序悖论现象,即先外源融资,再内源融资,而在外源融资中,首先选择股权融资,其次才是债权融资。我们不妨以一个上市公司股权融资以及股利政策的实际案例,说明其在股权分置背景下为什么偏好股权融资。

桂林集琦股份有限公司(000750,以下简称桂林集琦)的前身是成立于1967年的桂林市第三制药厂,1993年股份公司成立,1997年6月,桂林集琦公开发行4000万股A股,每股价格6.99元。发行后,第一大股东桂林市刘三姐集团公司持有42.38%的股份,为国有法人股,第二大股东仅持有2%的股份。桂林集琦当年每股净资产从1.20元变为4.65元,增值287.5%。1998年,桂林集琦以10股派5元的比例实施了现金分红。这一次现金股利共支付4250万元,占IPO总融资的15.2%,集团公司获得了1801万元现金,现金分红不仅使集团公司获得了大额现金红利,还提高了上市公司的净资产收益率,由无现金分红时的9.94%提高到11%,正是11%的净资产收益率使其具备了配股资格。1999年桂林集琦上市配股,2000年配股资金入账,每股净资产从4.58元变为

6.23元,增值36%。由此可见,股权融资对于非流通股股东具有巨大的增值效应。

类似于桂林集琦这样的上市公司,在我国股市为数不少,具有相当的代表性。在我国,如果把上市公司股票发行时的成本以及支付的股利计算在内,与公司同期从银行贷入3~5年期的贷款利率以及公司因贷款从税收中得到的好处相比,股权融资成本显然要低于债权融资成本。如果说股权融资成本低是导致上市公司偏好股权再融资的直接原因,那么特殊的股权结构才是其产生股权再融资偏好的根本原因。股权分置造成“同股同利”的基础丧失,利益的差别导致非流通股股东和流通股股东各自追求不同的目标。流通股资产的增值要依靠股价,而股价要依靠公司每股业绩的提升。根据股东财富最大化的原则,流通股股东坚持认为债权融资才是企业的最佳外源融资方式。与此相反,大股东的股份不能上市流通,可能的选择是协议转让,要想从协议转让中更多地获益,只能想方设法地提高净资产的价值,上市融资和再融资便成为一条迅速提高净资产值的有效途径。股权集中使大股东对上市公司拥有绝对或相对的控股权,可以直接影响公司的重大决策,客观上为大股东剥夺流通股股东的利益创造了条件。非流通股中主要是国有

股,这种国有股“一股独大”的股权结构,使得上市公司的控股股东完全可以根据自己的融资成本而不是流通股股东的资本成本来选择再融资方式。

## 全流通对上市公司再融资的影响

股权分置改革对上市公司再融资的影响体现在以下几方面。一是对价除权。对价除权会造成上市公司的估值水平下降,市盈率也将跟着下降,最终带动股市整体市盈率下降。如果股利不变,在市盈率下降引致股权融资数额减少的情况下,股权融资成本就会上升,这将对上市公司的股权融资冲动起到一定的抑制作用。二是市值损益。全流通后,市值波动会影响到大股东的利益,大股东在选择是否进行股权融资时,会考虑融资行为对市值可能产生的影响。就增发而言,发行方为了顺利发售公募增发的股份,在确定增发价格时,通常是在股票市价的基础上打折扣,这会使新股东的认购成本低于老股东的持股成本,而且增发会摊薄公司的每股收益,提高市盈率水平,造成股价的下跌和市值损失,因此上市公司不会再像过去那样随意增发。就配股而言,配股的条件比过去宽松,但配股价格和大股东放弃配售的或有风险均难以确定,特别是对股权比较分散的上市公司而言,有可能发生第一大股东易主的情况。因此,今

后配股可能会与别的融资方式结合,比如在增发中安排相当比例的配售优先权,配股与权证结合等。而且,由于配股存在除权效应,会对股价产生较大影响,大股东从维护市值的角度出发就不会再青睐这种方式。三是市值考核体系的引入。把公司市值引入考核体系后,为了维护市值,上市公司在决定是否再融资时,有把股权融资的定价定低的倾向。这是因为股权分置改革后,参与增发配股的部分可以上市交易,如果股市的交易价格比股权融资的价格高,大股东就有可能从中套利。四是大股东持股比例下降。股权分置改革之后,大股东的持股比例下降。根据测算,股改后大股东绝对控股的比例下降为16.94%,相对控股的比例变为24.67%,非控股公司的比例增至58.39%。对于非控股公司,如果经营不善,引致股价下跌,发生敌意并购和代理权之争的可能性将大幅提高,因此,全流通后市场外部约束机制将抑制上市公司的股权融资冲动,经理人将不得不考虑资本结构的优化问题。总之,在全流通环境下,大小股东尽管仍存在着利益冲突,但基本上实现了同股同权同利,融资成本与过去相比提高了,考核体系改变了,内外部治理约束机制也不同了,因此,是否再融资、融资多少,关键要看融资所投项目的收益预期如何。如果能够取得这样的治理效果,可以说,我国上市公司的融资顺序选择本质上在向成熟市场经济国家的融资优序靠拢。

股权分置改革以来,为保持市场的稳定和健康发展,上市公司再融资功能处于暂停状态。2006年5月7日中国证监会正式发布《上市公司证券发行管理办法》(以下简称《管理办法》),上市公司再融资重新启动。《管理办法》对上市公司再融资行为将产生一定影响。首先,《管理办法》强化了市场约束机制,对公开发行股票和可转

换公司债券的条件进行了相应的调整和完善。规定增发股票发行价格不低于公告招股意向书前20个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价。发行可转债修正转股价格须经参加股东大会2/3以上表决权投票通过,且修正后的转股价格不得低于股东大会召开日前20个交易日该股票交易均价和前一交易日均价。在这种情况下,可以抑制大股东在股权融资决策中可能定低价的倾向。其次,配股引入发行失败机制。《管理办法》要求配股采用新《证券法》规定的代销方式发行,并引入发行失败制度,即代销期限届满,原股东认购股票的数量未达到拟配售数量70%的,发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还已经认购的股东。在采用代销方式配股的情况下,即使股东大会通过了配股决议,也有可能由于中小股东不参与申购而导致配股发行失败。此外,配股还要求控股股东事先承诺认配的数量,从而为其他中小股东的投资决策提供了必要的判断依据。这与过去大股东随意决策显然不同,使大股东从中谋取利益的可能性大大降低。第三,严格募集资金管理。《管理办法》对融资额仍进行了一定的限制。如对配股规模仍延续了现行的不超过发行前总股本30%的要求,根据新《证券法》的规定,可转债发行后累计债券余额由不超过公司净资产的80%降低到40%;在不再限制增发融资规模的同时,对资金用途和资金管理的要求更加严格,规定除金融类企业外,所有证券发行募集资金不得用于买卖有价证券、委托理财、借与他人或投资于以买卖有价证券为主营业务的公司。为鼓励上市公司回报股东,要求公开发行公司最近3年以现金或股票方式累计分配的利润不少于同期实现的年均可分配利润的20%。作为再融资必要条件,对现行公开发行的公司治理、诚信记录、财务会

计无虚假记载、无重大违法行为等方面的要求,予以保留并完善。

## 定向增发——上市公司 现行主要再融资方式

虽然市场普遍预期全流通之后,上市公司大股东的利益逐渐和中小投资者趋于一致,再融资“圈钱”的色彩将越来越淡。但投资者还是有些担心。不过,目前提出再融资的公司绝大部分选择的是定向增发,由于定向增发针对的都是机构投资者,其定价分析能力要远胜于一般的散户投资者;对上市公司来说,这是隐性提高了再融资的门槛,如果没有好的项目,定价又不合理,机构就不会认购,增发就有可能流产。所以综合而言,实施定向增发再融资的上市公司定价会更趋于合理。当前,定向增发正成为市场合理再融资的重要手段,许多上市公司也选择了这样的方式筹集资金,而且受到二级市场的追捧。可以说,非公开发行对上市公司来说是重大利好,大股东以及有实力的、风险承受能力较强的大投资人可以以接近市价乃至超过市价的价格,为上市公司输送资金。

5月9日,《管理办法》颁布后的第一批再融资方案出炉,G中信向机构投资者增发不超过5亿股,苏宁电器则向特定机构投资者增发不超过2500万股,G宝钛拟向特定机构投资者增发不超过2600万股。G综超(600361)以5月10日为定向增发的定价基准日。发行价相对于定价基准日前20个交易日公司股票均价(13.57元/股)溢价23.8%,相对于停牌前一个交易日(5月9日)股票收盘价17.81元/股,有5.67%的折扣。因资本公积金转增股本(10转增3),发行价调整为12.92元/股。G综超非公开发行的46439628股,全部为易方达、嘉实、广发等8家基金公司所认购。此举意味着新老划断三步走中第一步所包括的定向增发有了第一

个成功案例。

《管理办法》对于非公开发行并无盈利要求,即使是亏损企业只要有人购买也可私募。以G京东方推出的非公开发行计划为例,该公司去年前三季已亏损13.68亿元(每股-0.62元),2005年全年和2006年首季分别预亏16亿元和5亿元,就是这样一家巨亏企业,照样推出了增发15亿股、增发价不低于20日均价(比证监会规定的9折价要高)的发行预案。增发预案称,大股东将以8亿元现金和8亿元债权认购,其他特定对象以现金认购,若以当时市价(约2.70元)增发,发行后约可增加40亿元净资产,其中大部分为现金。这就极大地增强了公司的实力,而这些并非像以前的增发那样由大股东动口、小股东掏钱。即使增发后效益不理想,吃亏的也首先是以市价增发的出资者,而由于控股股东认购股份需锁定三年,这样既可减少即期扩容压力,同时也逼迫上市公司持续将业绩搞上去,有

效地制止了增发变脸现象。此外,上市公司由此引进了一批敢于承担风险的、有一定话语权的大股东。鉴于非公开发行最多也就10个投资者,这些投资者买的股份又占相当比例,加之其出价不低(至少为市价的90%),有一年的锁定期(控股股东除外),从切身利益出发自然会维护公司的合法权益,特别是对控股股东的制约和制衡有相当作用。

到8月7日为止,沪深股市已有G华新、G重汽、G太钢、G建投、G泛海、G京东方、G天威、G阳光等公司提出了非公开发行计划,包括已经实施的G鞍钢,以及以前曾提出定向增发的海南航空(增发28亿股)等,非公开发行的阵营正在逐渐壮大。

### 深层次问题仍有待解决

从理论上讲,全流通后不再存在一级市场与二级市场的分割,股权市场的统一与资本市场的开放“倒逼”上

市公司的内部改革,也大大降低了上市公司的治理成本与交易成本,从而增加了上市公司的投资价值,最终使投资者愿意为良好的公司治理支付一定的溢价以实现长期稳定的增值。虽然股权分置改革可以带来种种益处,但仍有许多深层次的问题有待解决:“一股独大”仍未根本解决,还需要相应的小股东保护机制的建立,尽管“一股独大”的风险减少了,但股权分散与内部人控制的风险增加了,到底国有股最低持股底线是多少,最低持股比例在新的环境下对上市公司治理会产生怎样的影响,等等。制度建设具有很强的互补性,全流通改变了原有体制的一环,但要求其承担全部责任是不现实的,体制建设需要全盘考虑,尤其在某个环节改变后,更应尽快推进相关环节的改革。■

(作者单位:中国石油大学(北京))

工商管理学院

深圳兰光电子集团有限公司)

责任编辑 刘莹

## ● 词条

**买断式回购**是指债券持有人(正回购方)在以一定价格卖出一定数量、品种的债券给债券购买方(逆回购方)的同时,双方约定在将来某一日期以约定的价格,由卖方向买方买回相同数量、品种债券的交易行为。买断式回购是买卖关系,不是质押关系,其对应的是两个标准化的买卖合同,一个是即期合同,一个远期合同。买断式回购的参与者主要有:正常的机构资金管理、包括资金融入和融出(正、逆回购)业务;对冲避险,套利,包括现券对冲和回购套利等;做空投机。

与封闭式回购相比,由于债券的所有权发生了转移,因此买断式回购在原有融资方(正回购方)到期不能还钱的风险上,增加了融券方(逆回购方)到期不能还券的风险。新增风险有可能是融券方(逆回购方)无意违约,即出现“逼空”行情,使融券方在将券卖出后无法在合同到期前买回足额的券造成违约;也有可能是融券方主动违约,即市场运行方向和融券方预期一致,以至于融券方获利丰厚且仍面临巨大获利空间,融券方不愿意补券主动违约,而愿意通过现金交割或以其他券种替代交割的方式了结合同。不管是无意违约还是主动违约都会放大市场风险,而提前中止合同,到期变更交割券种、现金了结合同等,都属于违约行为。

作为标准化的合约,买断式回购合同只有买卖价与交割期限条款可以变动,其他条款尤其在业务开展初期应尽量标准化;买卖报价采用现券交易中的净价报价、全价交割的方式;回购期限设置可以相应的灵活,买断式回购可以1年期为其上限,设置多个品种。■