

# 再融资制度调整 助推资本市场正本清源

□中信证券资本市场部 杜克

非公开发行(定增)作为A股上市公司再融资的重要手段,由于发行主体要求低、透明度不足等原因,过度融资和套利行为广受市场诟病。对此,近期证监会对再融资规则进行了修改。本次修订后的《上市公司非公开发行股票实施细则》突出了市场化定价机制的约束作用,对相关政策进行了深化改革。

**一、本次制度调整有利于注重上市公司自身发展质量,旨在带动上市公司正本清源、砥砺前行**

之前三年定价类增发价格明显偏低,三年期定增在董事会决议公告日(或股东大会决议公告日)为定价基准日,那时候就锁定价格,然后再向证监会报材料,经过审核,等到真正发行的时候间隔较短,据不完全统计2015年至2016年此类定增项目发行价格与启动发行时市价平均价差约为39% (即发行价为当时市价的60%左右),存在利益输送的可能性,公众股东的利益也会因此受损。而部分上市公司控股股东进行利益输送的最主要手段就是操纵增发价格,通过隐匿利润、释放利空、联手庄家等手段,尽可能打压股价,以达到低价向相关联股东定向发行股票的目的。为防止套利性融资行为,挤压泡沫,令融资更为理性,证监会本次修订取消了将董事会决议公告日/股东大会决议公告日作为上市公司非公开发行股票定价基准日的规定,明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日。此举,意味着此前三年期的定向增发模式不再可行,纯粹博取资本利得的三年期项目将降低对投资者的吸引力,三年期项目将更多的适用于战略投资者的引入。

此前定价机制存在较大的套利空间,投资者往往偏重发行价格相比市价的折扣,忽略公司成长性和内在投资价值。过分关注价差会造成资金以短期逐利为目标,不利于资源有效配置和长期资本的形成。限售期满后,套利资金集中减持,对市场形成较大冲击,也不利于保护中小投资者合法权益。此次再融资制度调整后,现金流良好、有扎实内生性增长的优质上市公司



本报资料图片

的稀缺性与投资价值在中期角度进一步凸显,也将同步拥有更为便捷的融资渠道。同时也显著抑制了那些脱离主业、靠牺牲资产负债表来支撑短期损益表的低质量上市公司的炒作,此类公司将无法再靠概念、靠故事、靠价差吸引资本。

这样可以引导再融资市场回归合理,优化资源配置,提升上市公司质量和投资价值,督促更多资金回归主业,非理性高估值、利益输送等问题将得到规范,募资用途将更多地用于支持主业与投向实体经济,进而起到对资本市场正本清源的作用。

**二、本次制度调整也将促进证券公司投行业务重新定位、正本清源**

在原有再融资定价制度下,上市公司绝大部分采用董事会决议公告日作为定价基准日确定发行底价,董事会召开到实际发行完成往往超过半年时间,发行时公司股票市价和发行底价之间已经形成显著价差空间,足以吸引大批价差导向而并不真实关注上市公司投资价值的社会资金蜂拥而至,如此积极的资金追逐又进一步助推部分上市公司靠讲故事、讲概念推出更

大规模的再融资预案。例如2015年、2016年发行的竞价类非发行期首日定增项目,由于经历了市场大幅上涨,非发行期首日定价项目的发行底价较市价折让分别高达39%和20% (即发行价为当时市价的60%和80%左右),单项目平均融资规模分别高达17亿元、23亿元。在这种价差推下的定增发行环境中,不论上市公司是否具有投资价值,只要是底价较市价折让空间大的项目就会吸引数倍于融资规模的资金参与申购。由于股票发行销售供不应求,不存在任何发行压力,投资银行在整个过程中只需要尽可能多地承揽到项目,部分投行在争取项目过程中并未起到发掘优质上市公司的作用,而是沦为了低质上市公司融资的申报通道,部分上市公司对投行的选择也仅限于低费率、项目申报速度快等方面,造成了投行竞争集中在项目承揽阶段的粗放式竞争。

本次再融资制度对定价机制、融资间隔和融资规模的调整将有利于国内投行提高自身核心价值发现和发行销售能力。一方面,定价基准日一律调整为发行期首日贴近国际成熟市场定价惯例,由于发行底价和市价较为接近,投资者选择二级市场买入股票和定增买入股票之间不存在显著套利空间,势必减少了价差投资型的投资者的投资需求,从而加大了股票销售难度,这就要求投行在承揽项目阶段合理判断上市公司投资价值,同时谨慎判断其销售团队能否成功卖掉本次发行的股票。另一方面,两次股权融资间隔原则不超过18个月、单次融资规模不超过总股本20%的规定,要求投行需要具备帮助上市公司合理论证融资方案的能力,这就需要投行对上市公司所在行业、所处的发展阶段和募投项目规模、融资时点有较高的判断能力,通过合理规划融资规模、融资频率和融资产品类型,帮助上市公司优化资源配置,进一步提升优质上市公司的质量和投资价值。长此以往,上市公司会更倾向于选择研究、销售等综合实力雄厚的综合性券商合作,优胜劣汰机制将有利于投行间形成在价值发现、价值创造和销售能力

间的良性竞争格局,届时综合大券商和单一依靠项目承揽的中小投行的差距将进一步拉大,促进证券行业本身的良性循环。

**三、资本市场正本清源的制度环境将进一步深化国企改革**

本次的再融资制度调整不会影响国有企业改革。国有企业转型和改制通常是以资产注入、经营转型的方式进行的,实践中往往需要通过收购前景较好的新资产、剥离亏损资产进行重大资产重组。重大资产重组与非公开增发分属证监会上市部和发行部监管,这次的制度调整以规范发行部审核的再融资为主,对上市公司负责的重大资产重组影响不大。同时,据统计2015年至2016年,A股市场75单国企上市公司股权融资项目中,约50单为重大资产重组类型项目,为国企改革的主要资本运作方式。

对于上市公司通过募集资金实现产业转型升级,从证监会以往及近期就并购重组定价等相关事项答记者问中表示:并购重组发行股份购买资产部分的定价继续执行《重组办法》的相关规定;配套融资的定价按照新修订的《实施细则》执行,即按照发行期首日定价,规模也受20%融资规模的限制。配套融资期限间隔等还继续执行《重组办法》等相关规定的规定。据此传递的监管理念来分析,除与再融资定价监管趋同,均调整为发行期首日定价之外,对于重大资产重组及其配套融资的监管制度调整相对宽松。对于定价方式的调整,从公司质量和投资价值角度,将促使投资者更加主动关注国企改革+低估值蓝筹概念的上市公司,进而实现监管机构对于投资者支持实体经济发展的正确引导。整体而言,监管机构是比较鼓励实体经济发展的,包括这些规定出来,从发行价格、发行条件管理趋严,均是为了打击那些上市公司圈钱的行为,本身如果是能够振兴实业的,从大的逻辑上面来说,属于积极支持和鼓励的再融资行为,各类投资者更加无需担心。

## 规范定增市场 利好二级市场

□中信证券资本市场部 陈石磊 梅辛欣

2月17日,证监会发布关于再融资的政策调整,引起市场广泛关注,主要调整包括:(1)上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的,本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月(上市公司发行可转债、优先股和创业板小额快速融资,不适用本条规定)。(2)上市公司申请非公开发行股票的,拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%。(3)定价基准日为本次非公开发行股票发行期的首日。上市公司应按不低于该发行底价的价格发行股票。(4)上市公司申请再融资时,除金融类企业外,原则上最近一期未不得存在持有金额较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形。

2月18日证监会及时回应,并购重组仅配套融资需按照20%融资规模和发行期首日定价的规定执行,并购重组资产部分不适用本次调整;配套融资也不受18个月融资间隔的限制,对并购重组市场影响有限,本文不再分析)。

针对上市公司近年来非公开发行(定增)频繁融资、过度融资以及利益输送等行为,以及由此带来的二级市场巨大解禁压力,本次调整剑指增“猛虎”,对A股市场的长期健康发展有非常积极的意义。

### 一、中长期有利于抑制上市公司过度融资

不论从上市公司家数增长还是A股市场总市值增长来看,非公开发行规模体量明显与市场不同步。2016年上市公司数量达到3,052家,相较于2014年公司家数增长16%,总市值增长30%;相较于2015年公司家数增长8%,总市值降低5%,而2016年扣减优先股及可转债后的现

金类非公开发行数量较2014年增长1.65倍,融资总金额增长78%;较2015年融资数量增长12%,融资金额增长73%。IPO后立即启动再融资,短期多次再融资现象频出,上市公司圈钱行为影响股市健康发展,过度扩容对中小股东利益形成负面影响。

此次新政有利于约束上市公司合理融资。按证监会受理作为新老划断,已发定增融资预案尚未获得证监会受理的有124家公司,融资规模超过2,500亿元,其中,42家公司新发股份超过了发行前总股本的20%,融资规模1,496亿元;44家公司的预案时间较最近一次完成股权融资不足18个月,融资规模766亿元;上述合计影响81家上市公司(剔除重复),影响融资金额1,959亿元。总体来看,新政对于现存非公开发行预案影响可控。

如不考虑证监会已受理因素,目前已出预案中,192家上市公司融资金额3,489亿元的非公开发行预案在融资期限上不符合要求,240家上市公司融资金额7,230亿元预案不符合股本不高于20%股本比例要求。由此可见,新政对于中长期约束上市公司融资冲动影响将较为明显,将有效缓解二级市场扩容压力。

### 二、缓解二级市场解禁冲击,挤出定增逐利资金,长期利好二级市场

2015年至2017年全市场年均约3万亿元解禁市值,其中,定向增发机构获解禁市值9,050亿元,约占市场总体规模30%。近年来,屡创新高的再融资规模导致解禁市值不断增加,且参与定向增发投资的机构不同于IPO原始股东的产业背景,在解禁后存在短期变现诉求,往往清仓式卖出,追求获利了结,对二级市场形成集

冲击。不少上市公司出现过解禁日定增机构砸盘,股价急剧下跌现象,甚至部分上市公司解禁金额是日均成交金额的数倍,解禁前后二级市场股价持续承压,对价值投资者、中小股东造成不利影响。

此次新政在定价机制、融资必要性方面给出了明确指引,从源头遏制投机套利资金,未来总体解禁规模、机构退出决策方面将发生根本变化。

此外,发行期首日作为定价基准日将有助于挤出囤积在一二级市场的定增逐利资金,优化市场资金配置。非公开发行股票品种以市场约束为主,主要面向有风险识别和承担能力的特定投资者,因此发行门槛较低,行政约束相对宽松,但从实际运行情况来看,自董事会定价基准日至发行,投资者往往偏重发行价格相比市价的折扣,忽略公司的成长性和内在投资价值。过分关注价差会造成资金流向以短期逐利为目标,不利于资源有效配置和长期资本的形成。发行期首日定价机制下,底价相较于现价的折价空间压缩,定增市场整体的折价率将明显下行,高折价率的定增套利机会将减少,定增市场投资将更加注重公司未来的成长性和投资价值,利于市场长期发展。

### 三、有利于上市公司注重内生增长,减少利益输送,维护中小股东利益

在逐级一级市场投机套利资金充裕的情况下,业绩不良甚至是亏损的企业通过非公开发行进行频繁融资,没有起到市场优胜劣汰的效果。其次,再融资额度没有限制,上市公司想融资多少钱就融资多少钱,在募投选择过程中容易出现论证不充分、规划不细致、决策不谨慎的

情况,对上市公司自身“内功”修炼反而产生不利影响;第三,再融资投资项目缺少责任制,融资容易情况下,不少上市公司买理财、募投项目业绩不达标、业绩变脸的事情时有发生,侵害中小股东利益。508家公告非公开发行预案的上市公司中(不含重组类配套募资),有224家上市公司ROE水平低于6%,约占公告融资预案公司数量的44%;112家上市公司距离最近一次股权融资不足18个月。因此,此次新政,有利于引导上市公司理性融资,提升资金配置效率,提升上市公司质量,进一步推动资金使用脱虚向实。

在原有制度框架下,除创业板外的上市公司在确定非公开发行方案时,可选择董事会决议日、股东大会决议日和发行期首日作为定价基准日,绝大部分的上市公司都选择董事会决议日作为定价基准日。一般情况下,非公开发行在董事会预案后,还要经过股东大会表决、证监会审核并取得核准批文后,在6个月批文有效期内择机发行。因此,从董事会预案至发行日的周期较长,为了获取投资人充分的认购需求,发行人有较强的冲动去提升股价,扩大底价相对于发行时市价的折价水平。在此冲劲下,有些发行人在发行期频繁制造利好或采取其他手段抬股价。鉴于此,此次新政将定价基准日的选择约束为发行期首日,能够抑制部分发行人炒作股价的冲动,有利于引导发行人将工作重心向提升上市公司长期价值的角度回归。

定价类非公开发行在董事会预案时,即由发行人自主确定发行对象。同时,定价类项目由于有36个月的锁定期,通常都结合了非常积极的融资方案(如:与重大资产重组配套的募资、引入重要的战略投资者等),方案公布后,股价

一般会大幅上涨。2015年和2016年,全市场约500单现金定价类非公开发行项目(含重大资产重组募集配套资金),平均定价折让水平达40%(即发行价为当时市价的60%)。这些项目中,约一半都有大股东参与认购,平均认购比例为60%。剩余没有大股东参与认购的项目,发行对象也多为关联方或战略投资者。对于定价类非公开发行中潜在的利益输送,近年来有较多的质疑之声。因此,采用发行期首日作为定价基准日,能够有效降低定价类非公开发行项目的定价折让水平,减少利益输送,从而维护中小股东的利益。

### 四、以发行期首日为定价基准日,整体上对竞价类项目的发行影响不大

2015年和2016年,全市场约800单现金定价类非公开发行项目(不含创业板),根据发行结果统计,平均定价折让约13%(即发行价为当时市价的87%)。其中,有三分之一的项目,定价折让水平在10%以内(即发行价为市价的90%以上)。因此,在本次新政的框架下,按照发行期首日的90%作为发行底价,与目前市场实际定价结果平均值并无实质差异,对竞价类非公开发行项目的影响有限。

另外,从创业板公司非公开发行情况看,2014年《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》开始实施,即采用发行期首日作为定价基准日。目前已经过去近三年,全市场共约270家创业板上市公司实施了竞价类非公开发行,占全部创业板上市公司的一半,其中仅10家公司的发行未能足额募资,占比仅3%。三年来,大量的创业板上市公司采用发行期首日作为基准日实施了非公开发行,绝大部分都成功发行,发行情况良好。

## 再融资新政 资本市场大利好

□华西证券 杨炯洋

的上市公司,压缩短期套利空间。制度调整前,定价机制的选择存在较大的套利空间,为市场诟病。此外,上市公司对如何选择和确定价格本身也是个两难选择。如以董事会决议公告日或股东大会决议公告日作为定价基准日,由于从董事会、股东大会召开到实际发行完成往往超过半年,因此发行时的市场价格难以预期。如果市场处于下行期,上市公司将面临因“价格倒挂”而发不出去的问题。如果市场处于上升期,则对上市公司来讲,发行价格折扣过大,可能实际融资额不能充分反映公司价值。实践中,已有越来越多的上市公司选择以发行期首日作为定价基准日。从2016年统计数据来看,上市公司定向增发的实际发行价格与市价差距已经逐步缩小,平均价格折扣为8.6折。因此,将发行期首日作为唯一的定价基准日对上市公司定向增发的影响有限,相反,可以引导投资者注重上市公司质量和内在价值,将资金投向真正具有竞争力

的优质上市公司,保护中小投资者的利益。

二、遏制随意“圈钱”。新政要求两次股权融资间隔原则上不少于18个月和单次增发股份规模不超过发行前总股本的20%,引导上市公司理性融资。当前,部分上市公司存在过度融资的倾向,通过频繁、大额融资,“炒概念”、跨界进入新行业,或是“编项目”,超需求融资,募集资金到位后长期大量闲置或通过变更用途开展财务性投资。再融资新政一方面有利于上市公司谨慎确定融资方案,充分论证募投项目可行性,提高上市公司资金使用效率,提升上市公司质量和投资价值;另一方面,由于融资间隔限制并非适用于所有的再融资品种,存在合理融资需求的上市公司还可以通过发行可转债、优先股、资产重组配套融资等不设置间隔期的品种进行融资,特别是可转债和优先股属于需要付息的有成本融资,能够有效地减少上市公司融资的随意性。

三、限制“不缺钱”定增。新政对财务性投资余额与融资必要性的规范性要求,将提高社会资金利用效率、助力实体经济发展。修订后的再融资制度对上市公司融资的必要性给予高度关注,明确要求上市公司申请再融资时,除金融类企业外,不得持有大量财务性投资。即只有真正存在融资需求,做大做强主业的上市公司才可以从市场继续融资。对于一些不差钱的上市公司,一方面账上有大额的理财产品,另一方面又向市场伸手要钱,资金的利用效率较低,也没有真正流入实体经济。限制这类融资,可以引导上市公司专注主业、发展实业,避免资金空转,制造泡沫。

四、利好二级市场。2016年A股再融资的总规模超过1万亿元,远远超过IPO融资规模,定向增发一直是再融资的主流品种。海量定向增发不仅从市场拿走了大量资金,而且股份解禁后对市场也形成了较大的冲击。限制定向增发,抑制上市公司过度融资,不仅有利于二级市场资金流出,而且可以把部分专门从事定增认购的资金挤入二级市场,还可以减少未来限售股解禁压力。此外,规范上市公司再融资行为,理顺定向增发的定价机制,减少套利空间,有利于减少利用定向增发制造概念题材,投机炒作,出利好减持跑路,损害中小投资者合法权益等现象,长远利好二级市场。

五、投行竞争回归本源。此次再融资制度改革将对券商投行的市场格局和竞争模式产生重大影响。作为保荐机构和承销商,券商投行在上市公司再融资过程中扮演着非常重要的角色。再融资的承销保荐收入也一直是国内券商投行的主要收入来源之一。经过此次制度调整,未来投行的竞争将从目前集中在项目承揽阶段的粗放式竞争,回归本源,转变成价值发现、价值创造和销售能力的竞争,券商的差距会进一步拉大,强者愈强。