

再融资格局生变 机构掘金增量业务

□本报实习记者 陈健 记者 徐金忠



视觉中国图片

定增持续降温

2017年,随着再融资新规的实施,上市公司再融资结构中,定增募资规模大幅下降,逐渐回归理性;与此同时,可转债、优先股、配股等再融资工具异军突起。2018年以来,可转债、优先股、配股等继续保持强劲发展势头,成为上市公司再融资重要增量。券商等机构认为,上市公司再融资结构性调整将持续进行,上述再融资新渠道有望继续保持良好发展态势。在此背景下,今年各家券商也在重点关注可转债等再融资新渠道业务。

2017年以来,上市公司定增融资持续降温。2017年2月,证监会发布再融资新规。分析人士认为,监管意在从时间上防止密集增发、从规模上防止大额增发,以防止解禁到期后大规模减持对市场的冲击。随后出台的减持新规等政策,又让定增市场持续经历规模缩减、资金撤离的大洗牌。

据申万宏源统计,截至2018年1月5日,以定增发行日计,2017年以来A股市场共发行定增485宗,同比下降39.15%,实际募资总额9925.51亿元,同比降幅45.14%。定增募资金额占A股再

融资比例由2016年的87%下滑14个百分点至近十年来的中低水平73%,不过募资规模仍处在2008年以来相对高位,仅次于2015年和2016年的水平。

“再融资新政、减持新规等政策下,上市公司在定增融资上,受到的政策约束很多,而且市场资金对上市公司定增项目的热情快速降温。叠加2017年以来,二级市场的极端分化行情,很多上市公司的定增融资难以成行,成为鸡肋。”有上市公司董秘对中国证券报记者表示。

不过,持续降温中的定增市场出现了一些结构性的变化,显示这一再融资利器的转型发展。申万宏源证券分析师林瑾表示,对比2017年和2016年各行业定增积极性(发行项目数占所在行业全部A股的比值)可以看出:除了银行业,其余27个申万一级行业的定增发行积极性均呈下降之势,前述平均比值为15%,2016年为25%。其中通信、机械、轻工、食饮同比几乎持平,而传媒、计算机、医药、有色、军工、非银、交运等行业定增积极性更是显著下降。

此外,上市公司再融资的资金流向呈现了一

些新态势。相比于此前定增补充流动资金、定增偿债等融资目的,2017年的上市公司定增融资的使用逐步回归本源。申万宏源指出,2017年定增市场仍以项目融资和融资收购其他资产类为主,合计占比64.11%,其中不受2017年再融资政策中18个月融资间隔限制等影响的融资收购其他资产的项目数量占比提升至31.95%,同比增6.1个百分点,与之相关的配套融资占比亦同比提升1.93个百分点,二者合计占比达57.44%,而2016年这一比例为49.75%,融资收购类定增开始成为定增市场的绝对主力。

新渠道迅速发力

与定增融资持续降温一道,可转债、优先股、配股发行等再融资新渠道迅速崛起,成为上市公司再融资方式的重要组成部分。其中,上市公司发行可转债融资更是迅速增长,成为一道靓丽的风景线。财汇大数据终端数据显示,2017年,可转债发行44只,发行规模947.12亿元,同比增长345.66%。截至3月5日,2018年以来,共有8只可转债发行,累计募资135.47亿元。

上海德景投资管理有限公司合伙人刘万清告诉中国证券报记者,一系列监管新规对定增的退出期限及发行数量都提出了更多的约束。最明显的影响是,原本过度膨胀的定增开始收缩,可

转债则异军突起,使得再融资工具使用的比例和格局更为合理。

某券商固收人士表示,国内上市公司再融资结构很长一段时间是“重股轻债”,一提到再融资主要就是“发股”。去年以来,随着政策支持,资本市场制度建设的完善,转债、优先股等股债结合融资工具逐渐发展起来,上市公司有更多意愿通过可转债融资,而这也是证券公司今年的业务重点。

另外,2017年以来,上市公司发行优先股融资显示出巨大发展空间。在目前严监管的环境下,商业银行对于资本补充的需求愈发迫切,多

家股份制、城商行正在推进优先股发行计划。此外,记者查阅证监会网站发现,2017年以来,其核准的优先股发行机构就有浙商银行、牧原股份、江苏银行等。

分析人士指出,优先股是介于负债和权益之间的混合资本工具,但相对而言,其股性更强。银行发行优先股可以以较低成本,有效补充其他一级资本,以支撑业务发展。不过,优先股市场相比转债而言,受青睐的程度较为一般,这跟优先股的发行主体、优先股的资产价格弹性有关。

2017年以来,上市公司配股发行也是风生水起。统计数据显示,仅2018年前2个月,A股成

功通过配股融资的案例就已经赶上去年全年水平。相较于其他融资方式,配股有一定优势。与定向增发相比,配股需对原股东优先配售,不容易出现利益输送,也不会稀释原股东的持股比例。与可转债相比,配股无需满足最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%的要求。

不过,相比定增融资等,配股发行仍是再融资“江湖”中的“支流”,成功配股融资的上市公司数量较少,融资金额相当有限。统计数据显示,2006年至2017年,A股共计仅有略超百家上市公司合计完成110多次配股募资,合计募资不到3500亿元。

机构顺势掘金

事实上,2017年以来上市公司再融资的换挡,背后是监管部门为再融资正本清源,引导融得资金流向合理用途的监管导向。兴业证券固收团队指出,在以往再融资环节中,一二级市场套利的情况很多,企业可能巨额融资、频繁融资,融资后可能存在购买理财产品而非用于投资等情况,这显然与监管层的意图是相悖的,也不利于二级市场投资者特别是中小投资者的保护。

“监管层鼓励转债等股债结合产品发行,主要是为了更加规范再融资。”申万宏源固收研究主管孟祥娟认为,首先,转债以公募居多,发行上对盈利、负债率、分红等均有要求,避免资质较差企业依靠定增等激进融资。其次,转债转股有一定期限,可以避免短期再融资对股市的冲击以及

稀释股权。转债最终仍然是股权融资,暂时可能作为债权类项目(可以通过下修价格促进转股,目前未有回售出现),一定程度上是降低企业负债率,优化融资结构。

“再融资结构的变化,可转债等再融资方式对公司管理者提出了更多的约束,从多个维度规范资金的用途,引导金融服务实体经济。”刘万清称。

对于未来上市公司再融资的调整发展,兴业证券指出,总体而言,再融资工具的发展首先受当前经济状况和融资需求的影响,其次是货币政策和流动性环境的状况。目前在“严监管+中性货币”的环境中,再融资总量受到一定限制,但在个别融资方式上(比如可转债和ABS)遇到

一定程度的利好。

兴业证券认为,转债(可转债、可交债)受政策鼓励,仍有较好的发展空间。从一级市场的发行状况看,转债进入董事会预案、证监会核准的项目逐渐增多,加上权益市场较好,转债今年仍有继续扩容的趋势。目前转债存量约2000亿元,在备案准备发行的约3900亿元,考虑到未来可能的转股和到期,转债容量有望在5000亿元以上。

记者了解到,今年各家券商也在重点关注可转债等再融资新渠道业务。前述券商固收人士表示,公司看好今年转债和资产证券化的业务机会。不过,今年可转债发行预计会出现分化,质地好的公司发行可转债,更受市场认可;如果是质量差的公司(如本身负债率高),预计其转债

的市场吸引力也不大。

从二级市场来看,有机构人士表示,随着转债市场的扩容不少机构如券商资管、银行也在调整投资策略,尝试把握转债市场带来的投资机会。

而对于优先股和配股,多数机构认为其快速发展的时机仍在酝酿,未来将有进一步发展空间,但是短期来看,仍难以撑起上市公司再融资的大片天地。

定增融资仍将是上市公司再融资的核心手段之一。“不过,定增融资强监管、正本清源的态势已不会倒转,定增市场的新生态已经形成,定增融资已经旧貌换新颜。”前述上市公司董秘表示。

区域股权市场探索发行私募可转债

□本报实习记者 陈健

在2017年明确区域股权市场可以发行私募可转债的政策出台后,全国各地区域股交中心开始探索发行私募可转债,助力中小微企业融资。据中国证券报记者不完全统计,截至目前,自去年以来已有北京股权交易中心、海南股权交易中心、新疆股权交易中心、江西联合股权交易中心、厦门两岸股权交易中心等多家区域股交中心发行了多单私募可转债。

分析人士表示,可转债比较契合中小微企业需求,不过,目前仍在审慎推进阶段,在积极试点的同时,防控好风险是未来持续发展的关键。

发行数量与规模逐渐增长

今年2月初,海南股权交易中心在旗下“海惠盈”综合金融服务平台成功发行海惠盈可转债3号,总规模为300万元,发行主体为海南本土成长型企业。而在2017年6月6日,海南股权交易中心推出了首单中小企业可转债产品。

中国证券报记者了解到,截至目前,海南股交

中心在半年左右时间里,已经为6家企业发行6单中小微企业可转债,票面利率在7%—8%左右,累计募集资金770万元,单笔来看,最大金额300万元,小的不到100万元。

除上述区域股交中心已发行私募可转债外,中原股权交易中心2017年宣布推出“私募可转债”业务,重庆股份转让中心今年有望推出可转债业务。

全国各地区域股交中心这一系列“动作”,主要是得益于私募可转债发行政策的出台。国务院办公厅在2017年1月印发《关于规范发展区域性股权市场的通知》确定了区域性股权市场发行或者转让的证券限于股票、可转换为股票的公司债券以及国务院有关部门按程序认可的其他证券。证监会于2017年5月发布的《区域性股权市场监督管理试行办法》也指出,企业可在区域性股权市场非公开发行可转换为股票的公司债券。

海南股权交易中心执行总经理程栋才告诉中国证券报记者,目前,区域股权市场的可转债发行规模在逐渐增加。总体看,可转债比较契合中小微

企业需求,主要体现在:发行门槛相对较低,不需要发行主体强制评级;发行金额、期限可以根据企业实际情况约定;融资成本相对小贷、民间借贷低;还本付息相对灵活;担保措施相对灵活,例如资产抵押、受益权抵押、应收账款、股权质押等单一或组合都可以。

程栋才说:“中小微企业成长具有不确定性,投资者可能需要通过一段时间的观察,才能决定是否进行股权投资。通过投资可转债,投资者可以在一定期限内考察、了解相关企业信息,决定是否转股。”

审慎推进把控风险

虽然当前各地区股交中心在积极试点可转债发行,但业内人士指出,总体看,多数地方还在审慎推进阶段。

程栋才告诉记者,影响可转债发行因素是多方面的,主要包括:首先是风险因素,如果发行的可转债后续无法兑付,那么该产品也很难在区域股权市场继续发展,所以要把控好风险;其次是如何落实相关担保措施,需要考虑多种担保增信方式,引入

小贷公司、担保公司进行增信等。

上海股交中心总经理助理陈妍妍表示,对于中小微企业而言,处于成长阶段,投入期,营业收入可能有增长,但因研发、市场推广等投入,利润可能没有,这意味着缺少资金偿付可转债到期时需要兑付的本金和利息。可转债尽管可以转股,但如果投资人在产品到期后,不要求转股而要求偿付本息时,中小微企业若缺乏资金偿付,会导致风险发生。

在可转债风控方面,要保证产品到期可以兑付,产品设计上需要有很多措施。程栋才表示,海南股交中心目前做的包括,对企业资金需求和还款来源要做充分的分析;追加企业的抵押资产、应收账款等,操作中与担保公司合作,为企业增信,对私募可转债,一些投资人选择转股。陈妍妍指出,这主要考虑两方面因素,企业质地和后续退出渠道是否顺畅。如果企业发展的好,转股后,想退出时较容易退出;有可能获得比利息更高的投资回报时,投资者可能愿意转股。否则,投资者意愿不高。从国际市场经验看,中小微企业主要还是靠股权融资。

记者观察

上市公司再融资功能正回归本源

□本报记者 徐金忠

一直以来,上市公司的融资动作备受市场关注。上市公司获得上市资格,除了首发上市融资外,身处资本市场,再融资是很多上市公司的必然选择。

事实上,再融资一直是很多A股上市公司继续发展的重要途径之一。上市公司再融资,募集资金收购资产、投资新项目、改善负债情况,乃至满足日常经营的流动资金需求等,都是上市公司再融资的主要目的。而借助资本市场的融资、再融资功能,很多上市公司实现了融得经营所需的重要资金来源,用更好的经营业绩、股价表现等,回报广大投资者。

凡事皆有双面性,上市公司的再融资功能,近年来却衍生出不少远离其“初心”的玩法来。部分上市公司滥用再融资功能,募集巨额资金并购虚高资产,从资本市场不合理地索取;一些上市公司滥用再融资功能,简单将融得的资金用于与主业关联度不大的支出,比如大额补充流动资金、过度融资偿还债务,乃至于募得大额资金,却长期处于空转状态,最终只能用来购买理财产品等;还有一些上市公司再融资的资金供给方,资金来源不明、层层嵌套、层层加杠杆等,借道上市公司再融资,将风险输送给上市公司,乃至“绑架”上市公司。

不过,监管部门及时关注到了这一风险。2017年以来,再融资新政、减持新规等陆续出台。政策的关注点在于引导上市公司合理合规再融资,引导上市公司融得的资金有的放矢、用在实处,引导上市公司再融资的各参与方合规合法开展业务、合理合法获得收益,引导上市公司再融资真正落地到回报投资者的正路上去。

上市公司再融资正在回归本源。对于上市公司而言,更加珍惜上市资格带来的再融资便利条件,更加明确地将再融资服务于自己的发展和战略转型,更加清楚再融资的便利条件是市场和投资者所给予的,应该为市场的持续健康发展和投资者的利益负责;对于再融资的资金提供方而言,杠杆、嵌套、利益输送等都被遏制,此前的一些“玩法”玩不转了,回归到程序严密、风险可控的合规展业上来。

另外,在监管部门的引导下,投资者也在对那些不合规的上市公司再融资方案“用脚投票”。各种“烟雾弹”、“野路子”的再融资方案,抛向市场后,越来越经不起市场的审视,投资者用脚投票,最终让这样的再融资动作化为泡影,难以成行。

可以说,上市公司再融资的新生态正在铸就。上市公司是资本市场的基础要素之一,是资本市场健康稳定持续发展的基石之一。上市公司再融资的新生态,正在为资本市场整体新生态的造就奠定坚实基础。