# 第三章 上市公司再融资

3.1　上市公司发行新股
3.2　上市公司发行可转换公司债券
3.3　上市公司发行优先股
3.4　再融资的承销风险

# 3.1 上市公司发行新股

- 本节内容

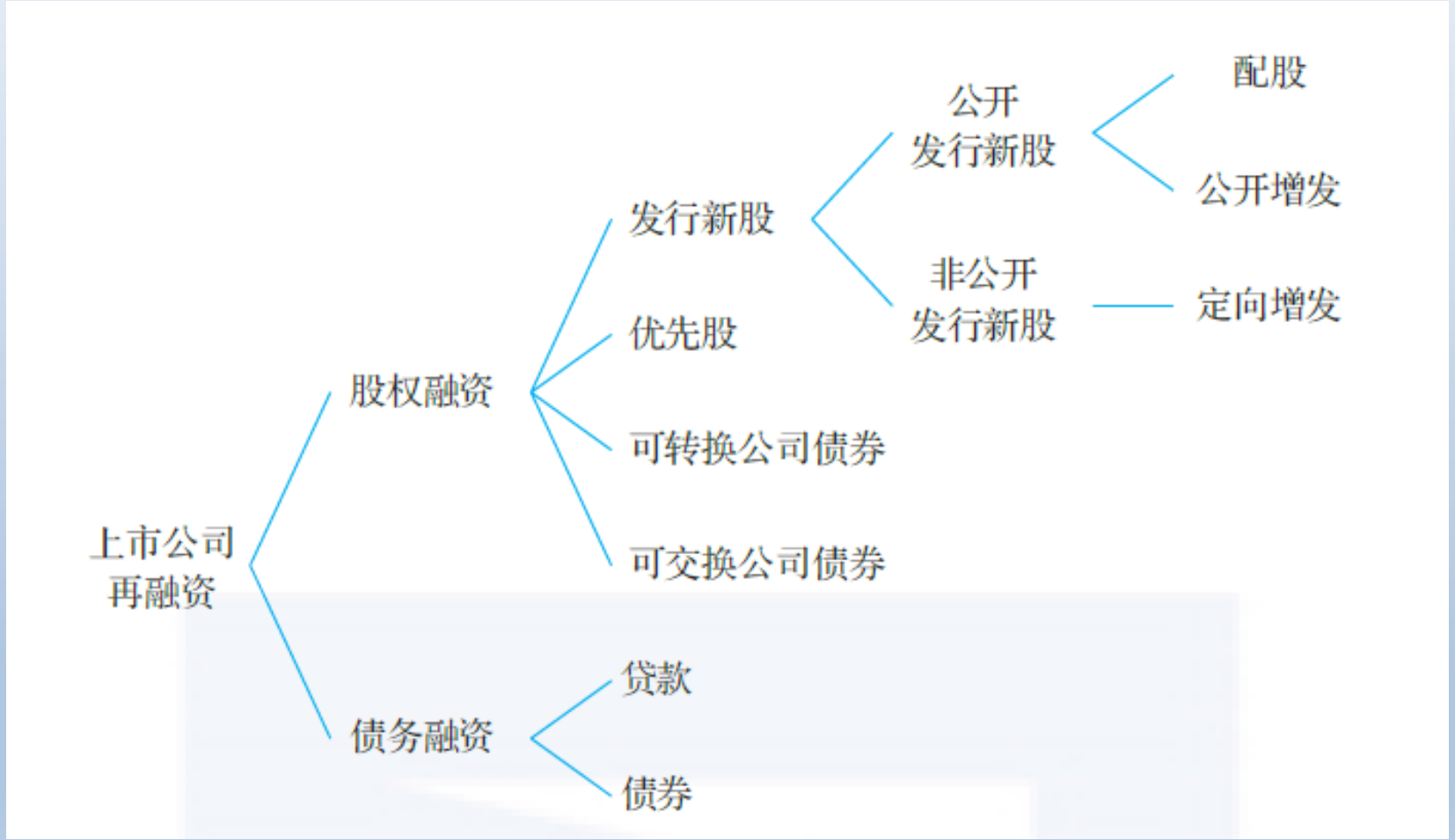
  - 3.1.1 上市公司资本市场再融资的方式
  - 3.1.2 定向增发
  - 3.1.3 上市公司发行新股的条件

# 3.1 上市公司发行新股

## •3.1.1 上市公司在资本市场再融资的方式

- 上市公司再融资的方法包括银行贷款融资、债券融资、股票融资等。
- 本章所指的上市公司再融资专指在资本市场股权方式的再融资，具体包括了发行新股和可转换公司债券，可转换公司债券由于具有股权融资的部分性质，而且在上市公司再融资时相应的定性和管理也是偏向股权类工具，因此将可转换公司债券放在本章讨论。
- 上市公司发行新股又可以分为配股和增发。

# 上市公司再融资的方式


上市公司
再融资
股权融资
发行新股
公开
发行新股
配股
公开增发
非公开
发行新股
定向增发
优先股
可转换公司债券
可交换公司债券
债务融资
贷款
债券

# 再融资之难

- 项目信号
- 股价信号
- 股东两难：以配股/公开增发为例

# 增发与配股的比较

1.在发行条件和程序方面，配股是向原有股东按一定比例配售新股，不涉及引入新的股东，因此发行条件要低于增发，发行程序也较为简单。正是由于配股实施时间短、操作简单、发行成本低、审批快捷，它成为上市公司最为常规的再融资方式。

2.从定价方式来看，配股的价格由主承销商和上市公司根据市场的预期，采用现行股价折扣法确定。而增发的定价方式更为市场化，尤其是公募增发，一般公募增发会采用询价方式，相比配股的定价方式，增发更加充分地体现了投资者的意愿，更加贴近市场。在询价的过程中，包括战略投资者、普通投资者在内的投资者对增发价格具有相当的影响力。

# 增发与配股的比较

3.配股和增发虽同属再融资行为，但两种方法募集到的资金数量不同。一般来说，公募增发由于打破了配股通常的10股配3股的限制，从而可以募集到更多的资金。这笔资金可以成为处于高速成长阶段、资金缺口大的上市公司巨大的助推器，成为企业实现产业转型的契机。

4.除了上述区分外，配股和增发还有一些细微差别，如配股是定向的，增发则根据募集方式而不一定是定向的，它分为公募增发和定向增发；配股不需要项目支持，可以用于补充公司资本，增发则往往和项目挂钩。

# 3.1.2 定向增发

- 公募增发和定向增发是增发的两种方式，其中定向增发是近年来在我国资产市场中广泛使用的再融资方式。定向增发也称为“非公开发行股票”，是指上市公司采用非公开方式，向特定对象发行股票的行为，发行对象不超过35名（之前为10名）。
- 在发行程序和监管方面，定向增发和其他再融资方式相比具有“一简三低”的特征，即审核程序简单、发行成本低、信息披露要求低、发行人资格要求低。其原因在于定向增发属于私募性质。
- 承销方式：上市公司非公开发行股票未采用自行销售方式或者上市公司配股的，应当采用代销方式。

# 表3-2 定向增发和公开增发的比较

| 比较项目 | 定向增发 | 公开增发 |
| --- | --- | --- |
| 增发目的 | 引入战略投资者、项目融资、收购资产、资产重组、调整股东持股比例、股权激励等 | 募集资金 |
| 增发对象 | 35个以内的特定投资者 | 社会公众 |
| 发行频率 | 无限制 | 距前次股票发行时间不少于12个月 |
| 增发对价 | 现金、股权、实物资产等 | 现金 |
| 发行价 | 一般低于公开增发 | 根据市场询价定价 |
| 信息披露要求 | 较低 | 较高 |
| 中介机构 | 可以不通过承销商 | 证券机构承销 |
| 程序 | 简单 | 复杂 |
| 费用 | 低 | 较高 |
| 限售 | 一般6~18个月 | 无 |

# 3.1.2 定向增发

- 与定向增发相应的公司财务战略
  - 引入战略投资者
  - 为产业项目进行融资
  - 利用资产收购实现整体上市
  - 财务重组型定向增发
  - 调整股东的持股比例
  - 对管理层增发，行使股权激励计划

# 定向增发过程中需要注意几个问题

- **定价问题**
  - 定价过低，伤害广大中小股东的利益；定价过高，伤害战略股东的利益，甚至引起发行失败。
  - 定向增发的股价下限，即“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80%”（之前为90%）。
- **锁定期的安排**
  - 本次发行的股份自发行结束之日起，6个月内不得转让（之前为 12个月）；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，18个月内不得转让（之前为36个月）。
- **上市公司定向增发注入资产的质量**

# 农业银行1000亿定增的定价

- 本次发行的定价基准日为本次非公开发行A股股票发行期首日，即2018年6月26日。
- 定价基准日前20个交易日公司A股股票交易均价为3.60元/股，其90%为3.25元/股。
- 经公司2018年3月26日召开的董事会、2018年5月11日召开的2017年年度股东大会审议通过公司2017年度利润分配方案，以公司截至2017年12月31日的总股本3,247.94亿股为基数，向股权登记日登记在册的A股股东和H股股东派发现金股利，每10股普通股派发人民币1.783元（含税），合计人民币579.11亿元（含税）。本次利润分配不实施资本公积金转增股本。公司发行前最近一期末经审计每股净资产，即2017年末归属于母公司普通股股东的每股净资产为4.15元/股，利润分配方案实施完毕后相应调整为3.97元/股。故本次非公开发行的价格确定为3.97元/股。
- 4.15-0.1783=3.9717元/股

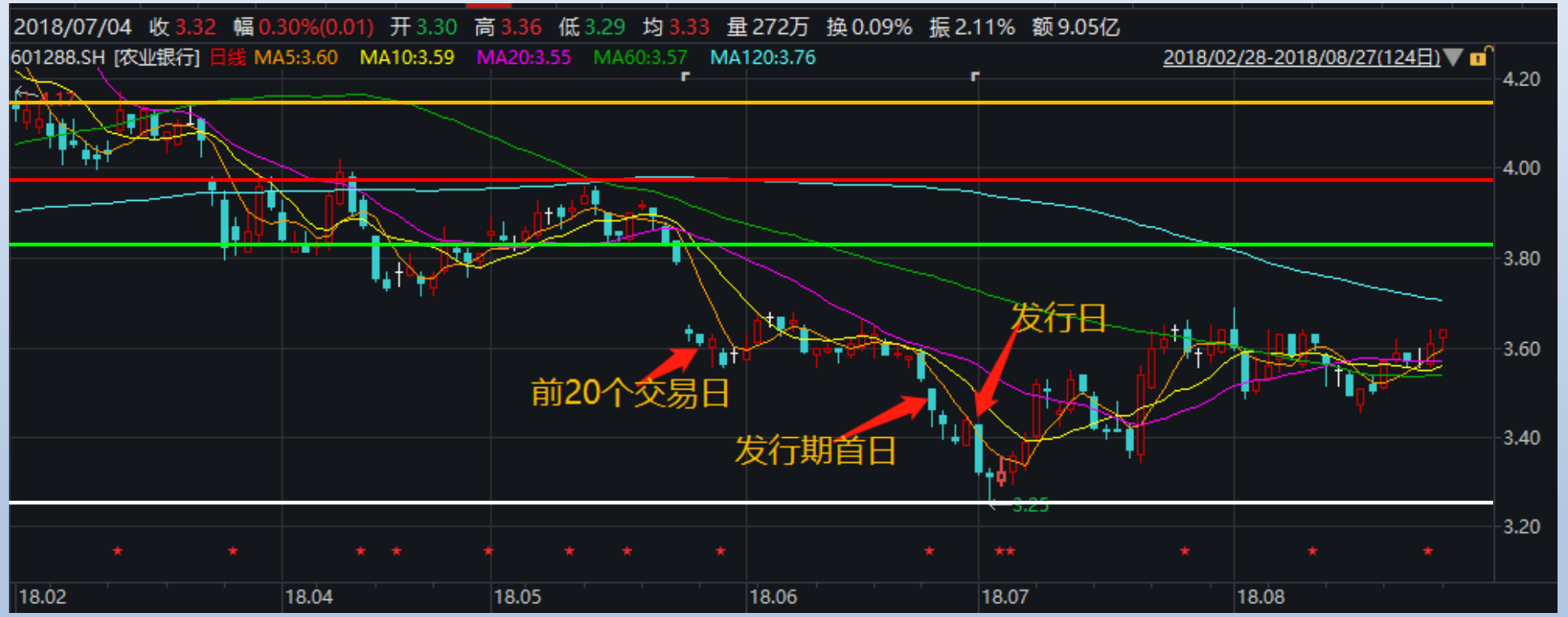
一边分红579亿，一边增发1000亿，是否自相矛盾？

# 农业银行1000亿定增的定价

- 7月3日晚，农业银行公告，该行与汇金公司（400亿）、财政部（392亿）、中国烟草总公司（100亿）、上海海烟投资管理有限公司（50亿）、中维资本（30亿）、中国烟草总公司湖北省公司（20亿）及新华保险（7.6亿）签订的附条件生效的股份认购协议的先决条件已获全部达成，该行已于2018年7月2日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成了此次非公开发行项下股份的相关登记及限售手续。
- 此次发行价格3.97元人民币/股，发行股票数量251.89亿股，募集资金净额为999.89亿元，将全部用于补充该行核心一级资本。

# 农业银行1000亿定增的定价

黄线：2017年末净资产价格：4.15元　　绿线：2016年末净资产价格：3.81元
红线：最终发行价：3.97元　　白线：前20交易日均价90%：3.25元



# 发行价格对净资产价的突破

江苏银行2020年的配股：
净资产价格10.48（2020Q3）VS 配股价格4.59元
审核通过时的股价：6.01元

| | 2020 年报 |
|---|---|
| 方案进度 | 实施 |
| 配股价(元人民币/股) | 4.59 |
| 配股比例 | 0.300 |
| 股权登记日/B股最后交易日 | 2020-12-08 |
| B股股权登记日 | |
| 除权日 | 2020-12-17 |
| 配股上市日 | 2021-01-14 |
| 缴款起始日 | 2020-12-09 |
| 缴款终止日 | 2020-12-15 |
| 主承销商 | 中银国际证券股份有限公司,华泰联合证券有限责任公司,招商证券股份有限公司,中信建投证券股份有限公司,中信证券股份有限公司 |
| 募集资金合计(万元人民币) | 1,480,313.41 |
| 配售费用(万元人民币) | 3,108.66 |
| 实际募集资金(万元人民币) | 1,477,204.75 |

低价配股使得江苏银行的每股净资产在配股后反而更低了

# 参考：银行IPO对净资产价格的突破

- 2021年12月14日，兰州银行（001227）发布《首次公开发行股票招股说明书》，将以3.57元/股发行新股5.69569亿余股，募资总额20.33亿余元。而2021年6月末，兰州银行每股净资产是4.43元。
- 即便如此，发行市盈率22.97倍，远高于市场中的银行股。



| | | |
|---|---|---|
| 每股发行价格： | 3.57元 | （通过网下投资者询价、由发行人与主承销商协商确定发行价格或证券监管部门认可的其他方式） |
| 发行市盈率： | 22.97倍 | （每股发行价格除以2020年度每股收益计算，其中每股收益按照2020年经审计的扣除非经常性损益前后孰低的归属于母公司普通股股东的净利润除以本次发行后的总股本计算） |
| 发行前每股净资产： | 4.43元 | （按截至2021年6月30日经审计的扣除其他权益工具后归属于母公司普通股股东的所有者权益除以当时的总股本计算） |
| 发行后每股净资产： | 4.33元 | （按截至2021年6月30日经审计的扣除其他权益工具后归属于母公司普通股股东的所有者权益基础上加上本次发行募集资金净额除以发行后总股本计算） |
| 发行市净率： | 0.82倍 | （按发行价格除以本次发行后每股净资产计算） |

# 3.1.3 上市公司发行新股的条件

- 《证券法》第十二条规定：“上市公司发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，具体管理办法由国务院证券监督管理机构规定。”
- 根据《上市公司证券发行管理办法》（2020 修正）第二章“ 公开发行证券的条件”
  - –第六条解释了“上市公司的组织机构健全、运行良好”；
  - –第七条解释了“上市公司的盈利能力具有可持续性”；
  - –第八条解释了“上市公司的财务状况良好”；
  - –第九条规定了“上市公司最近三十六个月内财务会计文件无虚假记载，且不存在下列重大违法行为”
  - –第十条规定了“上市公司募集资金的数额和使用应当符合下列规定”
  - –第十一条规定了“上市公司存在下列情形之一的，不得公开发行证券”

- 《上市公司证券发行管理办法》规定了配股的具体条件：
- **第十二条** 向原股东配售股份（简称“配股”），除符合本章第一节规定外，还应当符合下列规定：
  - （一）拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的百分之三十；
  - （二）控股股东应当在股东大会召开前公开承诺认配股份的数量；
  - （三）采用证券法规定的代销方式发行。

- 增发（公募增发）的具体条件（第十三条），基本包括：
  - （一）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。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据；
  - （二）除金融类企业外，最近一期末不存在持有金额较大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；
  - （三）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。

- 定向增发要求发行对象不超过35名，发行对象为境外战略投资者的，应当经国务院相关部门事先批准。同时，定向增发还必须符合下列规定：
  - 1.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八十；
  - 2.本次发行的股份自发行结束之日起，六个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，十八个月内不得转让；
  - 3.募集资金的使用必须符合相关的规定；
  - 4.本次发行将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。

# 3.2 上市公司发行可转换公司债券

- 本节内容

  - 3.2.1 基本概念
  - 3.2.2 基本条款
  - 3.2.3 可转换公司债券的发行条件
  - 3.2.4 可分离公司债券
  - 3.2.5 再融资的承销风险

# 3.2 上市公司发行可转换公司债券

- 我国很早就推出了可转换公司债券这一融资工具，证券交易所成立未多久，1992年深宝安就发行了首只可转换债券，但是前期的发展是缓慢和不成熟的，从1992年到2001年九年时间里仅发行了5只可转债。
- 2001年4月27日证监会发布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》和三个配套的相关文件，从而使可转换公司债券进入了规范发展阶段，很多上市公司开始使用可转换公司债券作为再融资工具，
- 之后，又推出了可转换公司债券的创新模式——可分离公司债券，这些可转换工具已经成为上市公司再融资的重要选择。

# 3.2.1 基本概念

- 定义：可转换公司债券，是指发行人依照法定程序发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。简称“转券”或“转债”。
- 实质：公司债券+股票买入期权
- 债券、股票和期权三方面的特性。

# 转债的一般特征

- 具有债务和股权两种特征，两者密不可分。
- 投资者买入期权
- 两大特点：较普通公司债券的利率低；转换价格高于股票现价。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/538020065143007011