

新三板近千次定增多为“补血” 大股东参与度偏低但收益率高

中国上市公司研究院

定向增发是新三板挂牌企业进行融资的重要方式之一。宽松的定增条件和灵活的定增机制有助于中小微企业扫除“融资难”和“融资贵”的发展障碍。此外,在当前二级市场流动性低迷的环境下,定向增发也为投资者参与新三板投资提供了重要途径。

新三板定增有以下特点:1,企业可以在挂牌前、挂牌时、挂牌后定向发行融资,发行后再备案;2,企业符合豁免条件便可进行定向发行,无须审核;3,新三板定增属于非公开发行,针对特定投资者,不超过35人;4,投资者可与企业协商谈判确定发行价格;5,除公司的董事、监事、高级管理人员所持新增股份外,其余定向发行新增的股份不设锁定期。

今年以来,共有1025家新三板挂牌企业发布了1210个定增预案,占挂牌企业总数的31%;786家企业实施了990次定向增发,占挂牌企业总数的23%,募集资金总额474.26亿元。定向增发募集的资金在企业项目实施、改善资本结构等方面都起到了积极作用。

“补血”定增占主流

信息技术企业是实施定向增发的主力。在今年实施了定向增发的新三板挂牌企业中,信息技术类企业占比33%,位居所有行业第一;而在所有新三板挂牌企业中,信息技术企业仅占28%,排名第二。

新三板企业定向增发的目的与A股不尽相同(见图1)。在今年公布的定增预案中,73%的企业以补充流动性资金为目的,24%的以项目融资为目的,其余目的包括公司间资产置换重组、融资收购其他资产、引入战略投资者等,合计仅占3%。而在A股市场,以项目融资、资产收购、配套融资为定增目的的企业各占四分之一,以补充流动性资金为目的的企业仅占到15%。

相较于其他融资目的,补充流动性资金对于企业长期发展的作用往往被认为是治标不治本。定向增发背后凸显了部分新三板挂牌企业流动性资金不足、盈利能力有限、财务结构不合理等问题。据2014年年报统计,新三板中已有上百家企业的资产负债率超过80%的警戒线,游走风险警示边缘。在定增募集资金详细用途的披露中,提及改善财务结构的企业占比为17%。

定向增发确实可在改善该类企业短期财务结构、提高资金实力等方面起到积极作用,但解决的多是一时之急,难以对企业发展产生实质性影响。

大股东参与度偏低

在2015年实施定向增发的新三



板挂牌企业中,有大股东参与认购的企业仅占30%(见图2),相较于A股市场44%的比例,新三板市场大股东的参与度明显偏低。此外,在所有大股东参与认购的企业中,新三板企业大股东平均认购比例仅为45%,A股市场这一比例则为57%。

大股东参与热情不高的原因,一方面在于新三板企业的股权已高度集中,近三分之一企业股东人数不足5人,大股东认购对于加强股权控制已无太大帮助;另一方面也可能反映出大股东对企业的信心不足,对股价未来的走势不够乐观,定向增发多为解决当下流动性资金困局。

与大股东的较低认购热情相反,机构投资者及境内自然人成为新三板定向增发认购的主力军。对于投资者而言,参与新三板企业的定向增发有着无限售期、定价机制灵活等A股市场无法比拟的优势,此外,二级市场流动性偏低的现状也将投资者推向了一

级市场。

机构和境内自然人的广泛参与,为企业融资提供了大量资金支持。在分层制度的呼声下,新三板竞价交易方式的施行不再遥不可及,二级市场流动性的提升也因此有了较大的预期,此时参与定向增发也成为了投资者提前锁定企业筹码、在流动性打开之时获取溢价的重要方式。

除了融资外,定向增发也是企业对核心员工进行股权激励的重要手段。2015年新三板定向增发的企业中,有公司股东参与的超过三分之一,成为了新三板定向增发的一大亮点。

定增收益可观 高折价是主因

以8月25日收盘价为准,2015年新三板定向增发的股票破发比例为14%,而在A股市场这一比例为20%。同时,今年以来新三板企业定向增发的

平均收益率为163%,几乎为A股公司定向增发平均收益率的两倍。

新三板相较于A股市场的高收益,主要得益于新三板宽松的定增制度。在定增价格的规定上,新三板并没有严格限制,只需要与投资者沟通后决定。而A股市场严格规定了增发股价不得低于定价基准日前20个交易日均价的90%。这极大地增加了新三板增发定价的不确定性,高折价屡见不鲜。

宽松的定向增发制度增加了企业融资的便利,却也同时削弱了市场上现有投资者的安全投资边际。手中股份容易被稀释、定向增发折价率过大加剧市场波动、定增参与者套现等问题都给投资者造成担忧。

从发行对象上看,大股东参与的定向增发普遍获得了更高的收益。在2015年收益率最高前100位的定向增发中,有大股东参与的占47%。相比之下,在收益最低的前100位定向增发中,有大股东参与的仅占18%。

推动大股东获取高收益的原因并非股票在二级市场上的良好表现,而是定向增发的高折价率。以“思考投资”为例(见表1),在7月10日实施股份变动的定向增发中,大股东认购比例100%,最近交易日收盘价35.68元,然而定向增发价格仅为1.15元,折价率高达96.78%,新增股份一上市便可获得三十倍溢价。

同样的例子参见表1,今年以来收益最高的前10个定增事件,增发折价率均超过了80%,发行对象中包含大股东或大股东关联方的有6家;而在收益最低的十个定增事件中,增发折价率可高达数倍,发行对象多为机构投资者和境内自然人,其中仅有一家包含大股东关联方认购,大股东直接认购的比例为0。

二级市场流动性差 退出机制匮乏

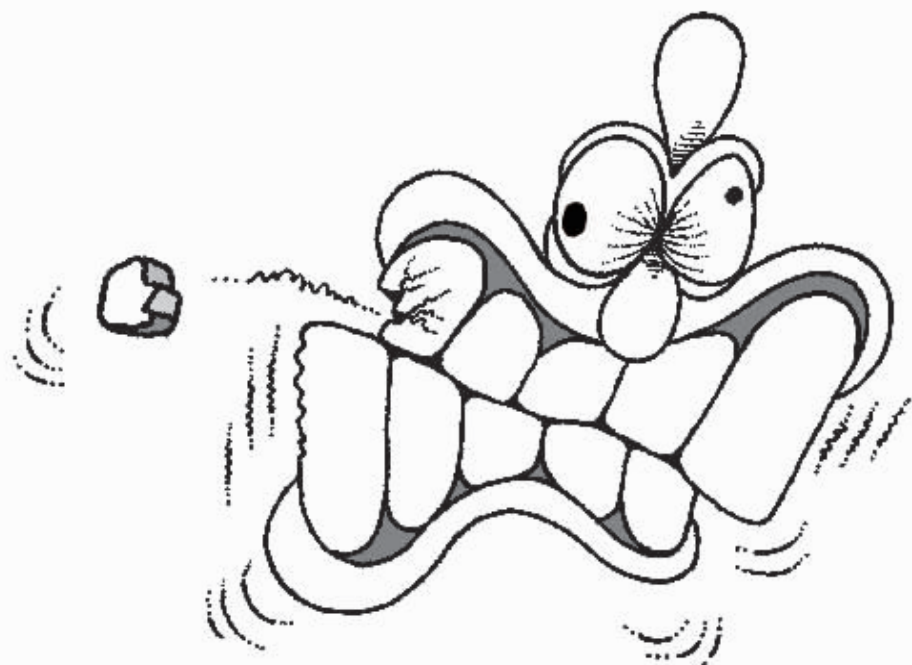
除公司董事、监事、高级管理人员

所增持的股份及自愿锁定的股份外,新三板对于定向增发的股份并没有限售期的规定。但由于二级市场成交量低迷,流动性差,尤其是协议转让的企业,可能在定增实施后相当长的时期内都无新的行情,导致参与定向增发的主体缺乏合适的退出机制,增加了所持股份的风险。

当前,二级市场的冷清难以与一级市场定向增发的火爆相匹配,改善二级市场的流动性不仅是二级市场健康发展的重中之重,与一级市场的联通可为定向增发提供重要的退出渠道,有助于定向增发的良性实施。

除此,建立灵活的转板制度,为新三板企业晋升创业板提供通道也是增加定向增发退出机制的有力手段。割裂的市场阻碍了股份的流通,只有依靠制度的不断完善,打开一二级市场以及不同层次的市场间的壁垒才能使市场的各个环节得以匹配,从而促进全市场的有序发展。

(助理研究员 范璐媛)



当有机会获利的时候,千万不要畏缩不前。

——乔治·索罗斯

忌·恐惧

