

# 牛市催生定增井喷 警惕解禁潮引发“后效应”

中国上市公司研究院

今年上半年股指不断上扬,投资者皆大欢喜;下半年股市进入调整期,跌宕起伏,更让股民体验了一把股市“过山车”的滋味。事实上,经笔者统计,当二级市场上投资者热火朝天时,一级市场上,上市公司也在“纵情”于产业资本的运作,整个市场忙得不亦乐乎。其中,最瞩目的就是定向增发。

定向增发作为上市公司再融资和资本运作的主要形式备受瞩目,百亿级定增的扎堆涌现更是夺人眼球。追溯近一年来的轨迹发现,与其在二级市场与捉摸不透的股价纠缠,不如跟踪一级市场的资本运作更实在。

在本文之前,笔者从两个方面探究过定增的有效性:定增对象与定增目的。通过追踪2009年至今的数据,笔者剖析了不同定增对象与定增目的在定增中发挥的不同效应,并发现了一些与众不同的脉络。结果显示,大股东参与的定增偏向于治理动机,产生的正效应源自定增本身。另外,大股东参与的定增具有一定的“噱头效应”,虽能带来短期股价的上涨,但是长期的业绩驱动效应并不如机构投资者选择的标的显著。对于不同定增目的所产生的效应,笔者从业绩和股价两方面着手进行了分析。以上分析都是围绕一个主题:定向增发的正效应。

本文中,笔者从定增市场与二级市场相互关联的角度出发,探讨定增热潮以及正效应产生的原因,并提示由定向增发热潮引发的值得投资者关注的方面,即本文所指的“后效应”。定增的正效应在于定向增发与资本市场存在共性的因素。定增在资本市场中的功能,绝非融资或提升上市公司业绩那么简单,透过定增能发现资本市场的一些发展规律。但是,投资者应该用辩证的角度看待定向增发,定增如此泛滥也会引发一些不可忽视的风险,值得警惕。

## 行情热络催生定增热 “正效应”逐渐放大

截至2015年12月1日,自2009年以来,已实施完成的定向增发事件共1986例,涉及上市公司1285家,融资金额达32475.41亿元。尤其是2014年7月左右牛市行情开启后,定增市场开始爆发。本文按定增股份发行日将研究期分为两个不同的阶段:2009年1月至2014年6月与2014年7月至今(2015年12月1日)。研究发现,两阶段定增市场呈现两极分化的特点。

2009年至2014年6月,整体来看,市场处于熊市,投资者参与热情相对低,资金流动性不高,上市公司进行产业资本运作的热情也略低,这一阶段定增融资事件发生1042例,共募集资金18971.25亿元。2014年7月以后,市场先后经历了震荡筑底与牛市启动以及随后的大调整,这一阶段定增股份发行日上证指数平均表现为3267.51点。(详见表1)

市场处于牛市时,定向增发无疑受到投资者和大股东的追捧。2014年7月至今(2015年12月1日)虽然经历了下跌和震荡,投资者参与热情曾大幅下降。不过,在监管部门和各方维稳的推动下,经过一段时期的修复,大盘平均表现相对熊市仍处于高位,投资者参与热情也逐渐回暖,定增整体表现仍十分火热。这一阶段定向增发事件达944例,募资金额13504.16亿元。不难发现,不到一年半的牛市所推出的定增数量可以与此前五年的熊市所推出的定增媲美。

定向增发近年来的井喷现象与市场行情由冷转暖极为相关,行情带动了投资者的参与热情,促进了市场资金的流动。此外,定向增发有关制度和规定的合理化、合规化与市场化对定向增发热潮的兴起也有着一定的催化效应。定增热潮不仅是一个市场现象,也是市场各方面综合作用的产物。高折价率为投资者提供了极大的安全垫,吸引投资者不断涌入定增市场。与熊市阶段相比,牛市期定增项目平均折价率高出18个百分点,较整个研究时期定增折价率高约9个百分点。以定增股份解禁日收盘价(解禁定增个股)较增发价涨跌幅衡量定增项目的持有期收益,发现牛市期定增项目持有期收益远远高于熊市阶段,利益的诱惑也是定增爆发的最大诱因。

原本市场行情乐观,个股大面积

普涨,定增项目获益概率大大提高,高折价的定增个股更是让投资者在扑朔迷离的市场中眼花缭乱。归根到底,定增热潮的兴起还是市场行情在主导,定增正效应也与市场行情直接关联。

## 定向增发是双刃剑 警惕热潮的“后效应”

定向增发在市场发展中发挥了巨大作用。随着定增融资热的升级,相比时断时续的IPO,定向增发融资功能更强,融资规模更大。除2009年、2010年,IPO融资金额领先外,自2011年开始,定向增发融资金额一直位居IPO之上。

此外,定向增发还有多种“玩法”,如定向增发与股权激励、员工持股等各种搭配。上市公司通过定增不仅可以获得资金支撑,还可以实现各种资本运作。定向增发已成为市场不可或缺的一部分。但与此同时,定向增发也引发了一些容易忽视的风险,也就是本文定义的“后效应”。

对于定增个股,一般有12个月的限售期(认购后变成控股股东或拥有实际控制权的36个月内不得转让)。如此,定增热潮兴起的后期也带来了定增个股的解禁潮。市场风云变幻,大股东、机构投资者等存在减持套现的冲动,一笔定增可能成就一笔笔现金,由此对股价的冲击不容小觑。统计显示,2016年2月、6月定增个股解禁数量超100亿股,定增个股将出现小幅解禁潮(见表2)。

而近来一笔笔巨额定增更是值得投资者警惕和关注的。近来百亿级以上的巨额定增频频亮相。研究期间,定增实际募资金额100亿元以上的有35家上市公司,涉及定增项目41例。今年实施完成的大体量定增项目尤其多,涉及13个,占比近32%。

今年6月中旬以来,股价的大面积下跌给市场带来了不少冲击。在各方合力维稳护盘下,市场逐步回暖,近来发布巨额定增预案的上市公司也密集袭来。最吸引眼球的同方国芯,预计募集800亿元的公告发布后,股价连续拉出七个涨停板,巨额定增对市场股价的冲击可见一斑。但资本市场风云变幻,定增项目能否取得预期收益面临极大的不确定性。

此外,定向增发热潮兴起的同时,定增破发现象也略显普遍。对大股东和机构投资者等参与认购定增股份的参与者来说,定增破发个股的存在是一种风险,但对其他的投资者来说,定增破发却是一种机遇。因为股份解禁前,出于利益的考虑,大股东与上市公司都有维护股价上涨的动力。

以2015年12月11日的收盘价来看,研究期间尚未解禁的699只定增个股中有107只破发,占比约15%。其中,芭田股份、银江股份等个股破发率居前(见表3)。

## 定向增发引发思考

定向增发有助于提高市场资金的利用效率,有效帮助企业解决资金困境,为企业转型升级提供一臂之力,增强市场活力;同时积极的市场行情也能带动企业与投资者参与定增的热情。

随着上市公司再融资中定增所占比重的直线上升,定增融资行为对市场发展态势的折射更为明显。定向增发融资由主板向中小企业尤其是创业板的转移,这也是当今市场的一个发展趋势,代表新兴产业的创业板正蓬勃兴起,发展态势乐观。此外,定增热门行业多为市场重点关注或国家支持的产业。

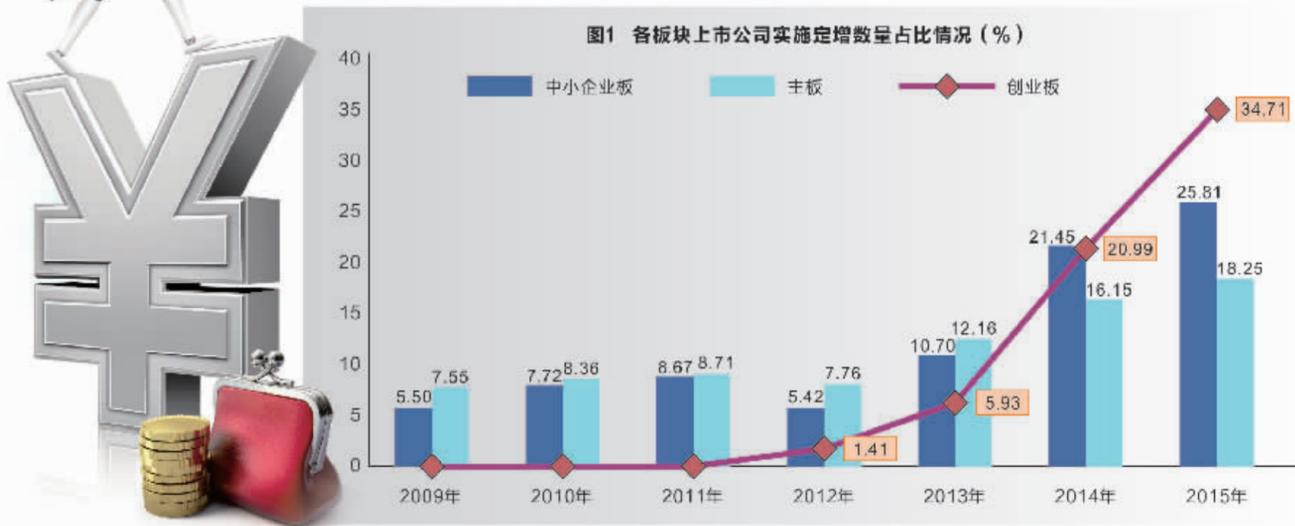
宏观上,投资者可以透过定向增发进一步地了解资本市场的发展趋势,把握投资的大方向。通过结合定增上市公司的基本情况以及定增的其他影响因素,理性选择定增投资标的,可以提高投资收益率。

同时,投资者也应注意到定向增发潜在的风险因素。疯狂定增吸走市场上的大量资金,然而企业融资后是否也能创造同样的资本回报,值得警惕。尤其是近来的巨额定增频频现身市场,少数上市公司定增募集资金超过其总市值,这些募集资金是否能达到预期的收益或实现盈利,不得而知。另外,定增热潮引发的解禁潮对个股股价的冲击力也值得投资者关注。

总之,定向增发带来的正效应是毋庸置疑的,但是同时也应警惕定向增发热潮带来的“后效应”。

(助理研究员 陈静)

定向增发	熊市期	牛市与震荡期	整个阶段
定增案例(个)	1042	944	1986
实际募资总额(亿元)	18971.25	13504.16	32475.41
发行折价率平均值(%)	15.62	34.3	25.25
定增项目到期平均收益(%)	20.87	106.87	66.15
定增股份发行日上证综指收盘点位	2485.82	3267.51	2845.69



解禁时间	定增项目(个)	实际募资总额(亿元)	增发数量(亿股)
2015年	12月	49	753.14
	1月	46	713.35
	2月	41	732.82
	3月	43	661.32
	4月	34	643.62
2016年	5月	34	533.67
	6月	31	1428.02
	7月	38	528.36
	8月	39	588.65
	9月	40	592.96
	10月	22	194.06
	11月	60	739.07
	12月	16	238.26

名称	增发价格(元/股)	破发率(%)	增发数量(万股)	实际募资总额(亿元)	限售股份解禁日	申万行业	上市板
芭田股份	28.73	55.17	165.45	0.48	2016/7/22	化工	中小企业板
银江股份	23	39.04	4,339.13	9.98	2016/8/22	计算机	创业板
万顺股份	26.55	37.14	1,766.48	4.69	2016/7/18	轻工制造	创业板
国金证券	24	36.33	18,750	45	2016/5/27	非银金融	主板
富瑞特装	84	36.24	951.19	7.99	2016/8/4	机械设备	创业板
三爱富	23.08	34.88	6,499.13	15	2016/7/15	化工	主板
石化机械	30.14	33.31	5,972.13	18	2016/6/13	机械设备	主板
愿华药业	41.08	32.57	1,342.28	5.51	2016/7/1	医药生物	中小企业板
安徽水利	20.1	31.99	2,998.01	6.03	2016/6/27	建筑装饰	主板
郑州煤电	10.09	31.67	31,699.92	31.99	2015/12/28	采掘	主板

数据来源:中国上市公司研究院、Wind 陈静/制表 周靖宇/制图

## 定增市场“调结构” 创业板升温明显

中国上市公司研究院

定向增发是股权融资的重要方式,能有效满足上市公司对资金的需求。对投资者来说,市场资金的流向是资本市场运行的重要风向标,在一定程度上可以判断市场板块发展的趋势所向。随着市场多元化的发展,股权分置改革带来的流通股便利,定增市场呈膨胀式发展,定增市场悄然由主板向中小创蔓延。

近年来,随着中小板、创业板市场的快速发展,上市公司数量逐年增加,市场规模稳步扩大。截至2015年12月1日,中小企业板上公司已达767家,创业板上市公司已达484家,与主板市场的差距逐渐缩小。与此同时,中小创板块对再融资的热情和需求也不断增长。以历年来各板块参与定增的上市公司数量占当年各板块上市公司总量的比例来看,代表高新技术产业的创业板参与定增的热情最引人注目。创业板自2012年第一例定增开启至今(2015年12月1日),参与定增比例增长近33%。(见图1)相比主板、中小板,创业板作为后起之秀参与定增的热情更高涨。

从融资规模来看,主板市场融资规模呈缩小趋势,中小板、创业板融资规模逐渐扩大(如图2)。一方面是市场内生性结构与外生性需求合力作用的结果,创业板的设立本身就源自于解决中小企业融资难的问题;另一方面市场资金的流动方向与市场的战略发展方向也是高度契合的,体现了“大众创业、万众创新”的宏观发展方向,高度践行了“十二五”规划中发展新兴产业的要求。定向增发市场的融资行为与市场的发展趋势是一致的。

行业板块来看,定向增发的热门行业榜与当今资本市场行业发展高度吻合。计算机、电气设备、电子、化工、机械设备、医药生物六大行业定增项目超100例,位居定增排行榜前列,占定增案例总数的42%以上。其他58%的定增案例分布于其他22个不同行业。

定增前六大行业主要有两类:一类是高科技产业,如计算机、电子、医药生物;另一类是亟待改革或转型升级的产业如电气设备、机械设备、化工。伴随着“互联网+”产业概念的兴起,互联网与不同产业的融合升级成为当今许多产业的战略发展目标,而通过定向增发不仅可以达到融资的目的,还可以借力实现转型升级、资产置换重组、并购重组等目的。

定增的正效应不仅直观体现在股价的上涨、公司资产质量的改善、业绩的提升等方面,作为资本市场的一部分,定向增发对资本市场的发展动态有一定的指导性,投资者可观察风向。

(助理研究员 陈静)