

《上市公司证券发行管理办法（征求意见稿）》短评

证监会网站4月16日公布《上市公司证券发行管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），就发行股票、可转换公司债券、附认股权公司债券等公开征集意见。有关意见或建议征求截止日期为2006年4月22日。

评论：

- 1、《上市公司证券发行管理办法（征求意见稿）》对上市公司再融资的条件、程序、信息披露、监管和处罚进行了规范。该征求意见稿在现行再融资办法基础上，根据新的《公司法》和《证券法》精神，以及今后全流通的市场条件进行了较大修改。相对而言，在再融资方式上，通过引入附认股权公司债券、非公开发行的创新方式来促进再融资方式的多元化；在再融资条件上，有松有紧，但紧大于松；在发行程序上则有了明显的简化；在信息披露、监管和处罚条款中，都体现了加强上市公司诚信，保护投资者利益的精神。
- 2、《办法》将再融资方式分为公开发行证券和非公开发行股票两种，其中公开发行证券在原有的增发、配股和发行可转债三种方式的基础上引入了附认股权公司债券的创新方式。
- 3、附认股权公司债券与可转债不同的是，可转债是公司债券和转股权的一个综合，且两者合二为一，不可分拆交易；而附认股权公司债券是公司债券和认股权的一个综合，两者可以分拆上市交易，其债性更强。从发行条件看，发行可转债要求最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%；而发行附认股权公司债券并没有此项规定，但对上市公司的净资产规模和现金流量有一定要求，规定净资产不得低于15亿，最近三年加权平均净资产收益率低于6%的要求最近三年经营活动产生的现金流量净额平均不少于本次发行的公司债券一年的利息。从发行期限看，可转债发行期限最短1年，最长6年（比现行规定最长5年有所延长）；而附认股权公司债券只规定了1年的最短期限，没有最长期限的限制。由于附认股权公司债券的债券部分可以独立上市交易，因此这一再融资方式不仅将大大促进公司债市场的发展，也将增加证监会在发展公司债市场上的主导性。
《办法》对所附认股权证的数量进行了限制，预计权证全部行权后募集的资金总量不超过拟发行公司债券的金额。从上市公司角度看，附认股权公司债券有助于降低公司融资成本，特别是认股权证虽然与公司债券捆绑发行，但是发行后分别交易。从市场表现看，认股权证单独交易将避免其价格被市场低估，初试的债务人可以将权证在市场以比较高的价格卖出，有助于提高初始债券持有人的利益，避免了两者捆绑交易可能出现的权证价值被低估的可能，有助于上市公司降低债权融资的成本。认股权证方面，《办法》就关于认股权证的行权价格、存续期间以及认股权证购买的股票做了明确规定。对行权价格，《办法》规定认股权证的行权价格应不低于公告认股权证募集说明书日前二十个交易日公司股票均价和前一个交易日的均价；对存续期间，《办法》规定不超过公司债券的期限，且自发行结束之日起不少于六个月，不超过二十四个月。募集说明书公告的权证存续期限不得调整；对认股权证购买的股票，《办法》确定“向上市公司购买新股”，按此理解，也就是上市增发的股票。另外，附认股权公司债券和可转债在发行规模上均要求“本次发行后累计公司债券余额不超过发行前一年末净资产额的百分之四十”。

- 4、非公开发行股票，即私募方式也是新增加的再融资方式。《办法》并没有对私募对象的资格加以明确规定，而是体现了上市公司自治的精神。在私募对象的数量上，《办法》予以了明确，要求不得多于10名，且有1到3年的锁定期限要求。私募方式的增加，将为外资并购增添新的途径。
- 5、在再融资条件上，《办法》进一步体现了市场化的原则，有松有紧，但总体感觉紧大于松。松，主要表现在财务指标的降低。对于增发和发行可转债，将现行的净资产收益率要求从10%降低到6%；对于配股，仅要求连续三年盈利。此外，还根据《证券法》取消了两次发行新股融资间隔的限制。紧，主要表现在市场约束机制的加强。首先，在上市公司再融资资格上，更加强调了上市公司盈利能力的可持续性。其次，在定价机制上，要求增发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，以保护老股东的利益不因增发而被稀释；在发行可转债方面，规定修正转股价格须经参加股东大会2/3以上表决权投票通过，且修正后的转股价格不得低于股东大会召开日前20个交易日该股票交易均价和前一交易日均价，以防止转股价无限向下修正不断摊薄老股东利益的行为。这一规定将增加上市公司增发和可转债转股的难度。第三，在发行规模上，可转债发行后累计债券余额由不超过公司净资产的80%降低到40%；增发规模的限制虽然取消了，但在资金用途和资金管理的要求上更加严格，要求募集资金必须存放于公司董事会决定的商业银行专项账户。第四，配股要求必须采取代销制，并引入发行失败制度。
- 6、在发行程序上，《办法》有了明显的简化，主要表现在三个方面：一是上市公司在股票发行获得核准后的6个月内有自行选择发行时机的权力；二是在非公开发行股票过程中，允许发行人和特定投资者双向自主选择，并可自行配售股份；三是非公开发行股票审核可走简易审核程序。
- 7、我们认为，证监会在股权分置改革即将满一周年之际出台再融资办法的征求意见稿，一方面在于向市场表明股改已经取得阶段性胜利和管理部门对于股改今年能够成功完成的信心；另一方面，在于兑现《关于上市公司股权分置改革的指导意见》中关于先完成股改公司可优先再融资的承诺，并以此来进一步推动后续的股改进程。
- 8、我们关注到，在征求意见稿中并没有明确该《办法》的正式实施日期，表明恢复再融资将有一个时机选择的过程。证监会将根据市场的情况机动推出。根据一般的时间进程，4月22日结束征求意见后，最快有望在5月长假期间的周末推出，但若五一节前市场负面影响较大，则有推迟推出的可能。
- 9、我们认为，再融资的恢复可能会对市场产生短期冲击。但从长远来看，一方面一个正常发展的证券市场不能没有融资功能；一方面股改为两类股东逐渐开始形成共同的利益基础；另一方面，《管理》增强了市场约束和投资者保护。这使得我国证券市场将向一个更有效率的市场发展。为了尽力消除恢复再融资和之后的新老划断对市场的负面影响，管理部门在扩容步骤上提出了分三步走思想，即：第一步，恢复不增加即期扩容压力的定向增发以及以股本权证方式进行的远期再融资；第二步，择机恢复面向社会公众的其他方式的再融资；第三步，择机选择优质公司，启动全流通条件下的首次公开发行。另外，在资金扩容方面提出了“加快已获批准QFII额度的发放，在必要时可以考虑进一步增加QFII额度；推进商业银行组建基金管理公司工作，加快保险公司设立基金管理公司试点；推动社保基金和保险资金增加直接入市比例；择机恢复投资者资金申购股票制度；开展基金公司专项理财和证券公司融资融券业务”等非常具体的措施。这一切都充分显示出管理部门对于市场稳定的高度重视。

分析师：蒋健蓉、提云涛

电 话：(8621) 63297903, (8621) -63298428

E-MAIL：jiangjianrong@sw108.com, tiyuntao@sw108.com

日 期：2006年4月16日

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海申银万国证券研究所有限公司所有。未获得上海申银万国证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“上海申银万国证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。