

“其实真的很难理解,在海外市场,定向增发往往是利空消息,然而在A股市场却成了百试百灵的股票推动工具。市场不管定向增发的方案具体是怎么样的,注入的资产与项目发展对公司是真是假,都一律追捧。往往定向增发方案一出,股价就往上走,而这就给参与定向增发的各方带来更大的套利空间。”一位海外PE的资深合伙人对最近A股市场上反常的“定向增发热”如此感慨。

《21世纪经济报道》

A股定向增发 重重黑幕触目惊心



变味的定向增发

此前,上市公司增发浪潮出现过两次,一次是在2001年上半年,另一次就是2006年下半年至今,2001年那次增发主要是公开增发,其增发对象是二级市场投资人,增发价格较高,具有明显的向二级市场套现的迹象。时隔数年,增发又成为二级市场一个重要的融资工具,只是本次增发主要为定向增发,而且占到了再融资的半壁江山。

定向增发本意为引入战略投资者,然而本轮定向增发浪潮中,各个大鳄涌现了“千谎百计”,有的从注入的资产下手,比如大股东通过瑕疵资产注入,

实现利益输送;有的则是在增发定价和对象上做文章,通过壳公司和控制股价等方式,将股权廉价地送到关联人们手上;还有的,在定向增发完成后,通过眼花缭乱的送转实现套利。

在这种充满了利益寻租空间的背景下,灰色代持定向增发的各种手段开始出现,富豪们通过信托、私募等手段,拿到了原本只向机构投资者开放的定向增发“入门券”。而这与定向增发引入长期稳定的财务战略投资者,充实上市公司优质资产的初衷,已经大相径庭。这背后,是市场对于投机的狂热。

充满瑕疵的注入资产

最近公布定向增发预案的亿利能源,其大股东注入的矿产资源便存在这种利益输送的嫌疑。

10月21日,亿利能源发布非公开发行股票预案,并获得董事会通过。预案中,亿利能源拟以每股12.55元/股定向发行2.43亿股,拟募集不超过30.50亿元用于收购东博煤炭100%股权、投资建设乌拉山煤炭集配物流项目以及补充公司流动资金。其中对东博煤炭的项目总投资为16.59亿元。

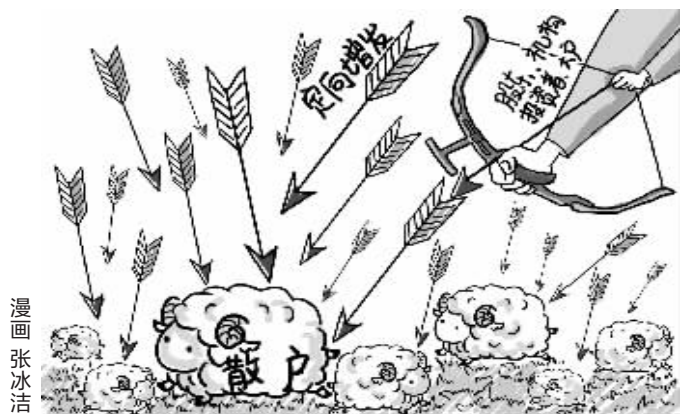
预案公布后,复牌的亿利能源在10月21日走出“一字”涨停,股价从停牌前的15.52元,飙升至17.07元,而在10月22日,更是一度走出18.33元的高点,创下半年以来的新高。

这种高昂的行情,来自于公司激情澎湃的声音:“东博煤炭矿区煤炭资源储量为6,220万吨,生产能力为120万吨/年。预计2011年建成并达产,当年预测

实现净利润15,969.25万元。”

然而,这个故事背后有着不为人知的风险暗礁。一位煤炭行业研究员对记者指出,目前衡量煤炭矿产资源,可用吨生产能力收购价(收购价格/年产能吨数)、吨可采储量收购价(收购价格/可采储量吨数)两个指标来进行测算。与近期上市公司收购煤炭资产价格对比可以发现,东博煤炭收购价远远高于同业水平。仅以吨可采储量收购价为例,如果与最低价5.8元/吨的恒源煤电相比的话,东博煤矿的收购价是其近8倍之多。

同样演绎定向增发的资产注入故事,近期凯迪电力用新能源故事与资本运作手段,企图通过更为复杂难解的“障眼法”和一系列关联交易来完成,结果定向增发方案被证监会否决。而二重重装大施“障眼法”,企图通过定向增发资产注入途径化有形的债务于无形的方案,也正在拟实施中。



漫画 张冰浩

谁取走了廉价的筹码?

2010年8月31日,*ST玉源发布定向增发公告,拟收购西昌市菜子地联营金矿并对其增资进行项目扩改建。与此同时,公司主营业务变更为以黄金为主导产业的矿产资源的勘探、采矿、冶炼及矿产品销售。

*ST玉源披露的定向增发预案显示,拟以每股7.45元向大股东等6家公司定向增发6800万股,募资总额5亿元。

这一纸公告燃起了市场的热情,公布后的8月31日起,*ST玉源在四个交易日连续走出四个“一字”涨停,此后股价一路飙升,到11月8日,已经走出7个涨停板,股价最高升至14.71元,较今年的最低点6.81元,涨幅已超116%。

然而,公开资料显示,参与此次定向增发的6家机构投资者中,3家均为*ST玉源高管人员出资设立的“壳”公司,其中上市公司大股东、董事长路联持有40%股权的北京路源,此次参与认购1500万股;董事长路联及副总裁任宏林分别持70%和30%股权的明银信,此次参与认购1500万股;财务总监侯亮河和董秘张春生各持50%股权的明金泰,则参与认购800万股。

如*ST玉源的黄金资产能实现,带给*ST玉源高管的,是实实在在的黄金机会,众高管通过设立壳公司参与的定向增发价格仅为7.45元,以12月1日*ST玉源的收盘价12.6元计算,仅董事长路联通过两家壳公司共参与认购的股票1650万股,已可获利8497.5万元,收益率高达70%。

定价基准日的玄机

而为这些低价发行创造条件的,则是上市公司对于定向增发新股时机的选择,即定价基准日的确定。

证监会规定的,定向增发发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%。这就使得定向增发基准日的确定和基准日前的股价成为影响增发价格的关键因素。如果基准日前的股价较低,认购方就能以较低的价格购买增发的股票,或者以相同的资产获得更多的股份。

一位曾经做过定向增发收益率研究的券商分析师对记者指出,采用董事会决议日为定价基准日对参与增发的对象最为有利。而就目前公司定向增发的进展而言,从董事会决议到证监会审批,再到发行首日,

往往要经历半年到一年的时间,而这期间,股价往往已经上涨,如果将发行期的首日作为定价基准日,将没有几家的发行定价符合证监会的要求。

据东方证券的研究显示,董事会预案日与股东大会通过日之间平均间隔42.75天,95%的个案超过16天;而股东大会通过日与证监会核准日之间平均间隔则为184天,95%的个案超过82天。

除了定价基准日的玄机外,大股东还存在一种压低定价基准日前股价,以降低发行定价的“暗着”。如今年10月份,华菱钢铁通过三季度业绩预亏,就成功压低了增发前的股价,大股东等以较低的成本获得了更多的股份,将上市公司的资产转移到自己手中。

谁给定向增发“抬轿”?

虽然运用“高送转”法宝,可以将股价玩弄于掌股之中,但定向增发的股票,还需要面临一年的锁定期,这是定向增发的参与者们不可回避的风险。然而,市场对定向增发的追捧,为一部分参与者提供了“无风险套利机会”,将一年锁定期化于无形之中。彩虹股份就是其中的例子。

2010年7月26日,彩虹股份定向增发完成,以每股11.25元的价格定向发行3.16亿股,

其中彩虹股份、彩虹电子实际控制人彩虹集团以10亿元现金认购8888.89万股,占发行后总股本的12.06%。但在参与定向增发的同时,彩虹电子却于2010年8月19日至9月29日通过大宗交易平台减持公司无限售条件流通股7310970股,减持股份占公司股份总数的1%。

买入本意味着看好,大幅减持又似乎是看空,大股东左右互搏的背后,是其实现了无风险套利。

灰色的代持空间

定向增发一向是大股东们与机构们玩的“游戏”,普通个人投资者很难介入。曾对定向增发收益做过计算的分析师唐传龙表示,个人投资者直接参与定向增发的可能性非常小,理由是定向增发一般限定在10个对象以内,所需资金都在几十万元的级别之上。这种资金门槛的高昂与收益的巨大,使得定向增发出现了一个利益寻租空间,由此产生了各种灰色代持手法。

一位北京私募公司的人士向记者阐述了其中的手法,上市公司在策划定向增发之时,往往中介机构便会有特殊渠道可以拿到该增发的机会,这些渠道可能来源于发行承销商、与上市公司接触密切的相关私募、财务公司等,如果要通过这些渠道拿到定向增发机会,往往需要为每股支付一定的“财务顾问费”。“比如每股支付0.5元,估计得顾问费要看定向增发项目的质地。”上述北京私募人士指出。

而在支付了财务顾问费之后,投资者即可与渠道方进行洽谈,渠道方代投资人递交材料给该上市公司与主承销商方面审核,如审核合格,投资人便会与渠道方安排的相关财务咨询公司、投资顾问公司等,签订一个投资顾问协议,协定预付相应的佣金。待定向增发项目落实之后,再将佣金尾款付清。

然而,上市公司往往会对增发投资人必须注册资金、净资产,还有购买增发股数有所要求,增发股所需动用资金往往在几千万元以上,多者甚至在亿元以上。很多参与的投资者未必能满足其要求,这时候,就需要信托方面做集合信托代持,投资者此时就需要为信托代持支付费用,这里面包括信托管理费等。

该私募指出,现在很多信托还会为投资人提供定向增发所需的资金融资渠道,并按一定的融资中介费进行收取。而此后的程序则是投资人与信托签订正式协议,缴纳保证金给信托,信托便以其名义报送材料申请该上市公司增发。当信托参与的定向增发落实后,便将股份及其收益做成信托产品出售给投资人。

据了解,由于该类信托代持,经历了拿项目的渠道费用、信托代管理费、银行渠道托管费和融资费用等,经过一个渠道就要扒一层皮,与直接投资定向增发相比,投资者到手实际投资收益率至少打10%左右的折扣。而由私募渠道进行的定向增发项目代持服务则收费更高,因为其往往提供了更加全套的服务。

据了解,除了帮助寻找项目之外,在最后定向增发解禁时,私募还会指导客户在合适的价格卖出股票,甚至会帮客户寻找可进行场外大宗交易的对手。

制图 李荣荣