

IPO 观察

证监会“窗口指导”控超募 企业忧心募资减少影响经营

■ 本报记者 王莹

新一轮新股申购已于6月18日拉开序幕,这意味着经历了补充年报材料和发行制度微调后,IPO在年内第二次开闸。

就在本轮IPO重启前夕,5月底,证监会临时进行了“窗口指导”,对包括发行市盈率、超募和老股转让做出了更为严厉的限制。

《中国企业报》记者发现,为顺利上市,多家拟上市企业都根据“窗口指导”的精神对招股说明书进行了变动修订,将募资数量进行了缩减。有企业人士坦言,募资减少或许将影响公司经营和部分项目正常运行。

多家企业变动招股说明书 募资减少

IPO的重启,让企业倍感振奋。“网上申购完成后,第二天验资,随后摇号出结果。接下来股份登记完意味着发行完成。随后联系交易所上市,大概需要一周的时间。”兴业证券投行部项目经理方磊在接受《中国企业报》记者采访时表示。

然而,就在本轮IPO重启前期,有媒体报道称,5月底,证监会曾找企业和承销商谈话要求:已经通过发审会的企业不得超募,且发行价格水平不得高于行业平均市盈率,老股发售也原则上不再允许。

6月13日,证监会明确强调,原则上企业实际募集资金不应超出招股说明书披露的募集资金需求量,避免过度融资,并强调公司首次公开发行股票应主要用于筹集企业发展需要的资金的要求,似乎验证了此前的“窗口指导”说。

尽管此次证监会的此番态度为“建议”,但为了久违的IPO,企业仍然积极对招股说明书进行了调整。《中国企业报》记者发现,不少企业募资数量比预披露时明显减少。

“除了飞天诚信1家有老股转让安排,其他企业都只发行新股。”方磊表示。

《中国企业报》记者对比依顿电子预披露和正式公布招股书发现,在此前预披露材料中,依顿电子曾计划为年产110万平方米多层印刷



由于募资减少,有企业忧心会影响后期的包括固定资产投资,研发和资产收购等项目的具体操作。 王利博制图

线路板项目和年产45万平方米HDI印刷线路板项目募集13.8亿元;然而正式公布的招股说明书中,募集金额却减少了7200万元,同时该公司还将预披露中不超过12000万股的发行规模缩减至不超过9000万股。

而龙大肉食投资于“年出栏31万头生猪养殖(2.85万吨优质自养猪肉产品)项目”和“6000吨低温加工肉制品新建项目”计划募集资金4.98亿元,但在最新的招股说明书中,该项目募资只有3.80亿元,减少了1.18亿元。

企业忧心影响经营项目

截至6月20日,包括龙大肉食、飞天诚信、雪浪环境、依顿电子等8只新股分别公布了申购说明。《中国企业报》记者统计发现,上述8只新股的市盈率和超募资金比例较年初集中上市的新股有明显降低。

有业内人士表示,对发行市盈率和老股转让做出了更为严厉的限制将直接抑制新股的发行价格。

“新股的发行价格是由募集资金额和股数决定的。不让老股转让意味着股数的确定,募集资金的减少,意味着发行价格的降低。”一位业内人士告诉记者。

业内人士告诉《中国企业报》记者,首批10家企业发行后市盈率均

大大低于同行业平均市盈率水平。

而当《中国企业报》记者致电多家近日进行申购的公司问询时,电话始终无人接听。

不过,记者从多位主承销商处了解到,对于缩减募资数量,企业深感无奈。

“发行价太低,公司没募集到什么钱,全给二级市场的基金给赚了。”方磊表示,“IPO停了这么久时间,发行人主观上还是会想多募集一点资金。减少投资对企业项目进展必然造成一定的影响,但抱怨也没用,没有办法。”

“对于发行人而言,损失最多的是超募的那部分资金,这部分资金能为企业补充流动性,加之企业上市融资产出的机会成本非常高,募资减少,对企业生产经营层面是会受到影响的。”方磊表示。

而《中国企业报》记者从另外一位券商人士处了解到,由于募资减少,企业忧心会影响后期的包括固定资产投资,研发和资产收购等项目的具体操作。

“募集资金投资项目在企业看来都具有良好的盈利前景。我所了解的拟上市公司要通过募资想加大连锁拓展,改扩建基地项目,但募资减少,企业势必在项目的建设期和稳定期的运营能力会大打折扣。”该人士表示。

证监会“窗口指导”惹争议

对于此次证监会的行政干预,也引发了业内人士的诸多争议。

有企业人士表示,根据此次“窗口指导”要求,如果拟上市公司在发行中不安排老股转让,投资者只要根据募集资金、发行费用、发行数量这几个参数就可算出发行价。新政后的新股询价已几乎等同于“定价发行”。

因此,有市场人士质疑,在IPO向注册制变革的新气象下,新股发行体制改革却在走回头路。

“新股发行实际上不用询价,直接行政定价。”方磊表示,“我认为(证监会的)行政干预是与市场化改革思路相悖的。”

不过,亦有业内人士指出,今年年初的IPO重启中,新股发行的“三高”、老股套现以及新股疯狂炒作等A股市场广为诟病的顽症仍然无法根除。当下调控IPO发行节奏,正是监管层根据A股市场实际做出的合理修正。

“重启IPO固然是直接融资的重要通道,但需要将其放在一个更大的经济坐标系中去考虑,使之符合新兴加转轨阶段的中国资本市场的实际承受能力,才可能为市场持续接受。如果不考虑市场承受能力,以所谓的完全市场化发股去操作,其结果很可能是一种伪市场化。”业内人士表示。

一线

中小银行吸储压力加剧 员工因“拉不到存款”辞职

■ 本报记者 王瑞梅

经济下行压力下,中小银行正陷入夹心层的尴尬。

“今年上半年,我们很难。存贷业务上受到大银行的竞争,下受到村镇银行小贷公司竞争,经营越来越难。另外是经济不景气,不敢贷款。大银行能投到大项目,我们小行只能做风险相对较高的业务,但考核越来越严密,不敢随便贷,员工压力都很大,跳槽的很多。”某区域性银行中层对《中国企业报》记者表示。

事实上,从上市银行2013年年报披露的成绩单看,以往号称“躺着挣钱”的银行正迎来利润增速下滑的转型期,多家上市银行呈现不良贷款余额和不良贷款率“双升”的局面。

而在存款保险制度尚未建立的背景下,金融脱媒、利率市场化以及互联网金融的冲击使得中小银行持续面临资金瓶颈,吸存压力也越来越大,有些银行员工因为拉不到存款不得不辞职。

中小行出现亏损样本

随着经济的下行,大量不良暴露,中小行的亏损样本已经出现。连云港东方农村商业银行2013年年报显示,截至去年末营业利润为-49.31万元,归属于股东的扣除非经常性损益净利润为-162.56万元。资本充足率降至-4.56%,主要原因是不良贷款的大面积爆发,其不良率高达26.76%。

业内人士指出,中小行的资金成本相对于大行更高一些,投资项目也争不过大银行,很多贷款投向了无抵押贷款和中小企业贷款这种利润比较高,风险也较高的业务上。所以出现亏损样本也就在所难免。

分析人士认为,在流动性仍然并不算宽松的今年,原本就资金成本较高的中小行更是钱往“高”处流,把更多的精力投向了个人抵押贷款或者信用贷款,企业贷款、小微贷款这些利润率比较高的领域,这无形中增加了自身风险。以后或有更多的中小行出现亏损。

“今天听说我们的一个领导要离职了,的确,我们的柜面压力越来越大,从以前不用拉存款,到现在拉不到存款要扣钱,扣分,再加上各种各样的考核,无止境的考试,开会,银行工作没有以前那么好过了。”某中小银行内部人员透露。

上半年中小行流动性更紧

交通银行董事长牛锡明表示,在利率市场化、金融脱媒、行业准入放宽、互联网金融崛起等外部环境深刻变化的背景下,商业银行已经并将持续面临存款增长放缓、利差进一步收窄、风险压力上升、资本补充压力加大等一系列压力。

“相对于大行,中小行员工今年上半年拉存款压力更大。大而不能再倒只是对大行来说,未来中小行可能出现倒闭,所以没有存款保险制度的前提下,百姓宁愿把钱存入大行。从央行定向降准也可看出中小行上半年流动性紧张。”中国人民大学经济学院教授黄隽接受《中国企业报》记者采访时指出。

据悉,2014年6月16日起,央行决定对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5个百分点。按照相关标准,此次定向降准覆盖大约2/3的城商行,80%的非县域农商行和90%的非县域农合行。

专栏作家周彦武表示,再不对中小行降准,中小行特别是城商行、农商行6月肯定会现钱荒,这从银行间拆借市场规模就可以看出。

由于资金的紧张,存款客户已经成为中小银行的“命脉”,丢失一个大客户往往意味着这个员工会丢掉饭碗。“有家大企业即是我们的贷款客户,也是我们的存款客户,前两年房地产正火的时候,这家企业忽然提出不要我们的贷款了,说我们利率太高,盯着这家企业的员工就慌了神,因为这涉及几千万存款。最后员工只能去求领导把利率降低,说这家企业业务如何如何好,但最后这家企业拿着贷款搞起了房地产。”某中小银行内部人员向《中国企业报》记者透露。

员工跳槽或成“家常饭”

人民银行调查统计司司长盛松成则表示,在存款利率放开后,由于竞争,由于产品创新处于劣势,部分中小金融机构可能会出现经营困难。可以预测,中小银行压力山大的形势下,很多人会选择辞职。

“未来中小银行会越来越难,尤其是存款利率放开后。即使现在,精明又掌握着投资信息的城市居民的存款已经越来越难拉了,他们都认为存款很傻,都会自己直接投资或放贷。对大行无碍,但对中小银行意味着灾难。”上述不愿具名的区域性银行中层对记者表示,而中小行员工跳槽也会成为家常便饭。

黄隽对记者表示,从国外经验来看,利率市场化过程中,中小银行倒下的很多,在中国也可能是这样。中小银行没有定价权,只能在大银行给存款客户利率的基础上加一些。在贷款方面,国有大银行还有一些国家投资的大项目做,中小银行没有好企业怎么贷?所以中小行的员工压力确实很大,据我所知,一些银行员工的流动性蛮大的。

但中小银行创新并不容易。“一是员工素质跟不上,一个是激励制度跟不上,即使创新,也会被股份制银行等迅速复制,挤压得没有生存空间。”上述区域性银行中层对《中国企业报》记者表示。

资本达观

四方面解读中国企业境外发债

——破解跨境融资迷局之二

■ 达萨

中国企业到底能不能到境外发债,这里恐怕没有一个直接的答案。能与不能,可以从两个层面解读。一个是法律或监管许可,另一个市场接受度。第一个层面,目前尚无任何监管机构可以批准中国企业直接到海外发债,换言之,中国企业尚不能通过直接的监管审批而获准到海外发债。除了两个例外:一个是2011年发改委和人民银行曾批准部分企业和银行赴港发行人民币债券,这个如大家所知是特定阶段的历史产物,之后未再继续批准过。另一个是2012年外管局零星批准部分企业对外担保发债,但一方面没有正式文件颁布且个别保密进行因此鲜为外界所知,另一方面获得担保批文的要求苛刻远非普通企业能力所及。基于此,迄今为止中国企业在境外发债都是通过其境外子公司作为发行主体来进行的。但需要指出的是,这里说的中国企业其实是法律意义上注册在中国大陆的企业。对于境外注册的中国企

业,比如红筹上市公司,由于不受国内法律管辖,其发行债券只要遵循境外监管规定就可以了。而境外监管机构,通常是不对发债做审批的。第二个层面,即便获得监管通行,也并不意味着债券就能够成功发行出去,这取决于境外投资者是否认可中国企业的资质。一个重要标志是能否获得足够的国际评级。过去四年间,在境外成功发行过的中国企业也不过30家左右,而且从去年开始就鲜有新增发行主体,基本都是同一发行人的重复发行了。由于境外资本市场的连通性和资本的全球流动性,境外投资者的投资组合是着力于全球的。中国企业只可能是其资产组合中的一部分,而且是较小的一部分。原因多样,比如老外眼中的“China risk”,比如中国企业缺乏历史发行记录因此信用不透明,比如中国企业缺乏国际评级等等。

以上是第一方面。其次,我们来看一看中国企业在海外如何发债。前文提到,中国企业在海外发债的主体都是其境外子公司,同时母公司提供一定形式的增信手段,其目的是获得

一定的国际评级从而获得国际投资者的接受,否则就很可能面临发行失败。一般来说,信用增级通常有三种方式,程度从弱到强依次为安慰函(comfort letter), 维持协议(keep well)和担保函(guarantee)。安慰函象征意义大,增信实力弱,一般不被采用。担保函需要外管局审批,难以获得,只有少数央企如国家电网,中冶集团等以此种方式发债。多数情况下发债采用了维持协议的形式,其具体形式和功用不在此展开讨论。

第三点,我们再来看看发债成本对比。有的企业认为境外发债的成本低,于是将其作为低成本融资甚至跨境套利的工具。这主要由于过去几年适度量化宽松带来的美元世纪大底,中美利差的利差水平曾宽至3%以上,信用利差又相应收窄到历史地位,从而使得发行成本大大降低。加之能走出到境外发债的企业都是高端优质的好企业,因此其融资成本的节约就更显得可观。例如,2013年5月发行的中海油债券曾创下3年期1.125%,5年期1.75%,10年期3%

和30年期4.25%的历史最低票息组合。比同期的国内融资成本要低到3%以上。房地产企业亦是很大的受益者,几乎所有的大型地产商均在海外发行了债券,成本大部分在6%到9%之间,对比看看国内动辄十几的地产信托融资成本,其成本节约的功效更可见一斑。但在不同时间点,对于不同企业,这个结论是否还成立则需要更深入思考了。

第四点,我们来看一看资金使用和回流问题。发的出还得能用的出。发债资金能否回流使用,用途是否有限制,是个更加现实的问题,也是个复杂棘手的问题。简单来说,资金回流没有一条阳光坦途。红筹企业可以通过对大陆子公司增资或股东贷款的方式在投资项下回流,对于大陆注册企业则基本没有合适的途径,于是群众智慧再次发威,创造出各种弯弯绕绕方式,并催生了一众鱼龙混杂的中介。比较热闹的方式,比如某企业在境外发债,资金做成RQFII,在国内同时发一只中小私募债,回流以约定利率认购,从而实现曲线融资。