

# 股改后融资新政有哪些新动向

——从 IPO 和再融资管理办法看融资市场化趋势

□课题研究: 东方证券研究所 课题协调: 上证所国际发展部

随着本月中国证监会对《首次公开发行股票并上市管理办法》和《上市公司证券发行管理办法》的正式颁布, IPO 和再融资的恢复也终于在市场强烈预期中揭开了朦胧的面纱, 而股市一改往日的“融资恐惧”, 使得上证指数节节攀高, 这正是市场对融资新政最积极支持的表态。

## 融资新政中体现的市场化趋势

1. 发行定价市场化。《上市公司证券发行管理办法》规定上市公司增发新股时发行价格不低于公告招股意向书前 20 个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价, 在发行可转债时规定修正转股价格须经参加股东大会 2/3 以上的表决权股票通过, 且修正后的转股价格不得低于股东大会召开前 20 个交易日该股票交易均价和前一交易日均价。这些政策旨在约束上市公司折扣发行, 无限向下修正转股价等损害公众投资者利益的行为, 能够保护中小投资者的利益, 对增发价格和转股价格做市场化的动态下限, 可以清晰的表明两点: (1) 监管部门对目前我国证券市场投资者的理性程度和价值判断能力给予了充分的信心, 不仅认为现行的市场价格是市场参与各方理性博弈的结果, 更认为投资者可以独立自主的对所发行新股的价值作出合理的判断。这也是监管部门将发行新股定价市场化的充分必要条件。(2) 将外在硬性的指标约束转变为内在的市场价值约束, 新办法没有再对上市公司的未

来发展制定硬性的指标, 只是在源头上利用市价发行的原则去约束上市公司的融资行为, 因为在此原则下, 增发是否能取得成功, 得到广大投资者的认可, 不仅取决于公司现在的业绩, 更取决于投资者对公司未来的发展前景的判断。

2. 发行机制市场化。《上市公司证券发行管理办法》规定, 配股要采用新《证券法》规定的代销方式发行, 控股股东应当在股东大会召开前公开承诺认配股份的数量, 并引入配股发行失败机制, 即, 代销期满原股东认购股票的数量为达到拟配售数量的 70%, 发行人应当按照发行价并计算银行同期存款利息返还已认购的股东。这一举措不仅是市场化自由进入和退出机制的重要体现, 也是对中小投资者价值判断和利益保护的充分尊重, 也是对大股东和中小股东平等对待的体现。上市公司为避免配股失败, 必须将自己的目标函数调整为股东利益最大化, 以得到原有股东最大程度的认可。

3. 融资时机选择市场化。新办法不仅上市公司可以自行选择发行时机, 还取消了上市公司两次发行新股融资间隔的限制, 融资时间的安排由上市公司自主决定。时点选择的自由化使得上市公司能够自主的选择发行成本最低的时点来进行融资, 大大提高了市场的运行效率, 新办法在给了上市公司很大程度上的自由选择权时, 同时也给了上市公司更多的市场约束, 若上市公司故意操纵股价, 使其股票价格过高, 投资者持有风险上升,

编者按: 保护投资者合法权益, 增强投资者信心, 是培育和发展我国资本市场的核心课题。2000 年 10 月, 上海证券交易所成立投资者教育中心, 从普及证券知识和揭示投资风险入手, 开展了一系列的投资者教育活动。2005 年 9 月, 中国证券投资者保护基金有限责任公司正式成立, 标志着我国证券市场在保护投资者利益的道路上迈出了坚实的一步。它们的共同宗旨是保护社会公众投资者特别是中小投资者合法权益, 促进证券市场稳定健康发展。

当前, 两法修订与实施从法律制度层面全面强化了对投资者保护的力度, 而股权分置难题的破解也改善了证券市场的运行效率, 解除了市场发展的制度束缚, 从而使投资者保护工作出现了前所未有的良好局面。然而, 我国证券市场毕竟年轻, 投资者保护工作任重道远。为此, 由中国投资者保护基金与上海证券交易所联合主办了关于投资者保护的系列研究活动, 拟请业内人士就投资者保护问题展开了多层面的研究。本报今起独家刊发一组文章, 供大家探讨。

则可能使其融资失败, 若其故意打压股价, 又可能使其达不到预期融资额度, 这样会减少上市公司的短视行为, 将更多的精力放在增加公司价值的长期目标上来。

4. 融资形式创新化。再融资新办法规定上市公司可以公开发行认股权和债券分离交易的可转换公司债券, 对融资渠道的创新性拓展能很大程度上增强证券市场活力。新颖的融资模式不仅增加了上市公司选择融资方式的范围, 更对投资者提出了更高的价值评估水平的要求, 有利于培育更加成熟、理性和活跃的资本市场。

5. 投资主体多元化。再融资新办法没有对定向增发的上市公司资格做出任何财务指标的规定, 只是简单的对发行价格(不低于基准日前二十个交易日公司股票均价的 90%)、发行股份转让期限(12

个月不得转让, 控股股东、实际控制人认购的股份 36 个月不得转让)、发行对象(不超过 10 名)做出约束, 这项举措不仅使得上市公司再融资变得容易, 更是对融资市场化“自愿”原则的最好体现。定向增发的全面开放, 不仅能引入多元化的战略投资者, 改善上市公司的股权结构, 提升上市公司质量, 还因为机构投资者较高的专业素质, 能更准确的评价公司价值, 从而引导股票市场价格趋于合理。

6. 融资主体优质化。资源配置合理化。新的 IPO 管理办法, 虽然对总股本、融资额度、关联交易等要求有所放松, 但对公司的财务状况要求更加细化和严格了, 多元化的指标要求(净利润、现金流、营业收入、无形资产)使得监管部门在对拟上市公司进行初选时更加全面和科学, 新办法规定发行人最近

3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元, 净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据, 最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流净额累计超过人民币 5000 万元, 或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3000 万元; 发行前股本总额不少于人民币 3000 万元; 最近一期无形资产占净资产比例不高于 20%。新 IPO 管理办法对这些财务指标的细化是提高资本市场运行效率的体现, 因为对 IPO 而言, 发行人和投资者的信息最初是完全不对称的, 如果降低发行门槛, 由市场作出选择, 势必大大增加交易成本, 扭曲股票价格, 降低资源配置效率, 在信息无法对称的初始情况下, 必须由监管部门代替市场作出选择, 对资源进行预分配, 然后伴随着信息的完全化, 市

场配置资源的功能才能逐步发挥。另外, 新 IPO 管理办法的预披露制度, 大大加快了信息的传递速度, 给予了市场投资者更多的决策权, 有效的保护了投资者的利益, 这些都使得上市公司质量会在双重约束下得到提升。还有对 IPO 融资额度限制的取消, 对一年上市辅导期的取消以及对资金认购方式的恢复都充分体现了行政干预对市场真实需求和供给扭曲的终结, 资源配置将在市场化的主导下不断优化。

常常受到大股东的利益侵害, 股权分置改革从根本上解决了这一问题, 利益基础的一致, 使得原来非流通股的大股东和中小股东一样会关注其股票的价值变化, 关注公司的长期增长, 谨慎的管理融资行为, 因为一味地“圈钱”而不顾募集资金使用效率, 只会降低自身的资产价值, 这样, 一致的利益基础会大大提高市场资源配置的效率, 为融资市场的可持续发展提供必要的保障。

## 股权分置改革为融资市场化进程奠定坚实的基础

融资体制的市场化改革不能单兵突进, 但当前融资体制市场化改革的环境日益成熟。

首先, 股权分置使得上市公司的大小股东同股同权, 利益一致, 真实的体现了融资市场的公平性原则, 大大增强了融资市场的效率。股改之前, 由于存在流通股和非流通股的区别, 流通股股东和非流通股股东的利益目标函数是有明显差异的, 非流通股因不能上市交易, 故二级市场股票价格的波动完全不会进入其偏好序列, 也就不会更多的考虑企业的长期价值, 只是会努力的提高其实际控制的资产规模的体现, 因为对 IPO 而言, 发行人的信息最初是完全不对称的, 如果降低发行门槛, 由市场作出选择, 势必大大增加交易成本, 扭曲股票价格, 降低资源配置效率, 在信息无法对称的初始情况下, 必须由监管部门代替市场作出选择, 对资源进行预分配, 然后伴随着信息的完全化, 市

场配置资源的功能才能逐步发挥。另外, 新 IPO 管理办法的预披露制度, 大大加快了信息的传递速度, 给予了市场投资者更多的决策权, 有效的保护了投资者的利益, 这些都使得上市公司质量会在双重约束下得到提升。还有对 IPO 融资额度限制的取消, 对一年上市辅导期的取消以及对资金认购方式的恢复都充分体现了行政干预对市场真实需求和供给扭曲的终结, 资源配置将在市场化的主导下不断优化。

其次, 股权分置改革促使市场的估值水平趋于合理, 使市场更加理性, 为融资的市场化进程奠定了良好的基础。融资是证券市场的内生性功能, 而其最核心的功能是合理、高效的资源配置, 要实现合理、高效的资源配置功能, 证券市场必须有大量具有独立利益和判断能力的理性经济主体存在, 他们通过竞争形成市场价格, 该市场价格会自动引导资金的流向和流量, 不断进行市场资源的优化配置。而在流通股和非流通股分置的情况下, 再市场化的定价方式都是无效的, 都会扭曲市场资源的配置, 降低资本市场的效率, 因为, 对任何一个上市公司股票的估值, 都是针对所有股份作出的, 而当其中有很大一部分并不能产生实际供给时, 其价格就是无效的。股权分置改革使得这一长期困扰我国证券市场的问题得以解决, 估值水平的合理化会不断引导金融资源的优化配置, 而资源的优化配置又会引起证券市场规模的不断壮大, 形成可持续发展的良性循环。

# 我国证券市场融资体制向市场化演进

## IPO 制度演化历程回顾

### (1) 监管模式的演变

作为证券市场制度改革中最为重要的基础环节, 监管模式对于资源配置的效率以及投资者利益的保护程度有着至关重要的影响。我国的 IPO 监管模式经历了 1993-2000 年的审批制和从 2001 年至今的核准制两个大的阶段, 其中在审批制下又分为 1993-1995 年的额度管理阶段和 1996-2000 年的指标管理阶段; 核准制下又分为 2001-2004 年的通道制和 2004 年至今的保荐制。

额度管理模式是国务院证券管理部门根据国民经济整体发展需求和资本市场的运行状况, 规定股票发行的总规模, 然后由各个省级行政区域和行业在国民经济中的重要程度和需要进一步分配总规模并由省级政府或行业主管部门来选择可以发行股票的企业; 而指标管理模式不再规定股票发行的总规模, 只是由国务院证券管理部门确定在一定时期内应发行上市的企业数量, 然后由省级政府行业管理部门在上述指标内推荐筛选企业。

### (2) 发行方式的演变

自从我国证券市场建立以来, IPO 的发行方式经历了不断探索和完善的市场化过程。1996 年以前, 股票市场的 IPO 普遍采用网下发行方式, 包括 1992 年以前的银行存单方式, 1992-1993 年的认购证方式, 1993-1994 年的“与银行储蓄存款挂钩”方式, 以及 1994-1996 年的“全额预缴, 比例配售”, 这些发行方式由于发行环节多, 认购成本高, 操作风险不易控制等问题严重影响了股票发行的效率, 随着技术进步已被淘汰。从 1995 年开始, 上网定价、现金申购方式开始普遍采用, 主承销商将待发行公司的股份输入交易所的股票发行专户中, 作为股票发行的唯一卖方, 按照既定的发行价格卖出, 符合条件的投资者通过交易所的交易系统用现金进行申购, 这样的发行方式很大程度上体现了市场竞争的公平、公开以公正及效率的原则, 但由于当时监管部门对发行定价有固定市盈率限制而且市场对新股的需求旺盛, 于是, 一级市场和二级市场产生了很大的价差, 导致了一级市场有巨大的溢

出收益, 形成了一批专门申购新股的资金, 而其中大部分上市即抛投者, 很大程度上损害了二级市场投资者的利益, 2000 年 2 月, 中国证监会发布了《关于向二级市场投资者配售新股有关问题的通知》, 具体方式是按照确定的价格将本次发行量的 50% 进行市值配售, 其余 50% 依然通过网上定价发行, 2002 年 5 月, 证监会发布了《关于向二级市场投资者配售新股有关问题的补充通知》, 指导思想为优先满足市值申购部分, 因此, 此后的实际操作中, 几乎所有的 IPO 都全部采用市值配售方式。这种方式由于没有资金预先冻结过程, 大大降低了市场发行过程的交易成本, 缓解了市场的扩容压力, 稳定了二级市场, 以市场化的方式改变了我国证券市场的投资理念。

另外, 为了使得股票发行定价更为合理, 证监会还尝试向机构投资者配售股票, 这样不仅能通过充分发挥机构投资者在企业估值方面的技术优势, 形成良好的定价机制, 还能避免二级市场由于新股发行而产生剧烈的波动。总的来讲, 通过减少发行环节, 降低申购成本, 以及使操作过程更加公开、透明, 我国证券市场的新股发行方式正逐步走向成熟和市场化。

### (3) 定价方式的演变

资产定价是资本市场的核心功能, 所以 IPO 定价的合理性直接关系到市场资源配置功能的发挥。所以, 新股定价的市场化一直是我国证券市场改革的方向, 而且在证券市场的市场化进程中也进行过一些重要的定价改革试验。以下是我国新股发行的定价方式经历过 5 个阶段:

第一个阶段是 1991-1995 年的固定价格定价方式, 公司的股票发行数量和发行价格完全由证监会决定。第二个阶段从 1996-1999 年, 采用相对固定市盈率定价方式, 新股的发行价格根据企业的每股净利润和一个相对固定的市盈率来确定, 导致了一级市场发行价格和二级市场交易价格的巨大差异。第三个阶段从 1999 年 3 月至 2001 年 6 月, 采用累计投标定价方式, 这是我国证券市场的一次重大市场化定价改革。第四个阶段从 2001 年下半年至 2004 年, 采用控制市盈率定价方

式, 由于市场定价模式改革没有达到预期的效果, 几乎所有按市价发行的新股都跌破了上市首日的收盘价, 很大程度上损害了上市首日的收益, 这种市价发行的种种弊端使得我国在 2001 年下半年又重新采用了控制市盈率的办法。第五阶段是从 2004 年 12 月至今, 采用询价和累计投标询价方式。总之, 我国的 IPO 定价方式在市场化进程中正逐步趋于成熟。

## 再融资制度演化历程回顾

(1) 配股。相对于增发和发行可转换公司债券, 配股是我国证券市场历史最长的股票融资方式, 而且在 1997 年 7 月以前也是最主要的上市公司融资方式。表 1 清晰的描述了本次融资新政之前我国证券市场的配股历程。

(2) 增发。增发的再融资方式是 1998 年才引入我国 A 股市场的, 并于 2001 年 4 月《上市公司新股发行管理办法》的实施而取代了配股方式成为再融资的主流。上市公司增发新股的发行方式以及新股定价方法较为灵活, 由上市公司与承销商共同决定, 主要有: 网下询价、网上定价公开发行、上网竞价发行, 仅对投资者认购、分次发行等。其中最典型且较为普遍的是网下询价、网上定价方式。能够体现我国证券市场在增发这一再融资方式市场化改革的要求的变化。表 2 总结了本次融资新政前我国证券市场增发的特点。

(3) 可转换公司债券。虽然对发行可转换公司债券的再融资方式的发行资格的要求在不断提高, 但由于其带有债权性质, 相对于配股和增发, 监管部门有更加严格的规定。

## 对我国证券市场融资体制演变的评述

从上述融资体制演变过程我们清晰地看到一条主线, 这条主线就是市场化在逐步替代行政管制, 市场的力量不断超越政府的力量。但这一过程并不是一帆风顺, 在市场化推进过程中, 中国的融资体制也遭遇过许多困难和挫折。进一步分析, 我们可以归纳出以下几点:

(1) 行政管制导致资源配置的严重低效。审批制是行政色彩最为浓重的监管制度, 是市场准入的高

度行政垄断, 它以政府主观臆测完全代替市场的价值判断, 严重扭曲了市场的资源配置功能, 降低了市场资源配置效率, 政府过度介入的行政管制使得市场资金流向极易出现“逆选择”和已上市企业的“道德风险”。当然, 虽然审批制有着各种各样的弊端, 但在当时客观的经济环境下, 却又是一种迫不得已的必然选择, 首先, 因为在我国资本市场建立初期, 缺乏对资本市场运行规则、参与主体的权利义务有深刻认识的成熟的市场投资者和中介方, 需要政府对企业进行选择。其次, 我国证券市场是伴随着国有企业“脱贫致富”这一指导思想而“自上而下”建立起来的, 市场的融资功能被人为的强化, 而资本市场最为

核心的功能——资源配置功能却被人为了的弱化甚至忽视, 取而代之的是行政配置, 使得股票的发行和上市变相的成为对有性质企业“输血”的扶持行为。

核准制对审批制的取代, 顺应了资本市场发展的客观规律, 体现了我国证券市场逐步摆脱计划经济思维方式的束缚, 企业自身的质量和未来发展前景是决定其是否能够上市, 吸引投资者的重要因素, 而不是能否从政府手中拿到计划和指标。

(2) 融资市场化的改革需要其它条件的成熟和配合, 不可能单兵突进。融资体制市场化改革的大方向无疑是正确的, 但如果缺乏相应条件的配合, 单兵突进, 反而会起到

负面效果。这方面我们有深刻的教训。

2000 年的时候, 我们有过市场化融资的短暂试验, 规定新股发行采取累计投标方式, 发行价由发行人、承销商、投资者协商定价, 监管层不再规定发行价格上限, 累计投标方式能有效消除发行人、承销商和投资人之间的信息不对称, 建立理想的股权结构, 降低承销商风险等方面具有很好的优势, 在国际资本市场被广泛采用, 但在我国却没有尝试成功, 出现了闽东电力 88 倍市盈率、用友软件 69 倍天价发行的案例, 套牢一大批投资者, 并引发了舆论关于“上市公司高价圈钱”的强烈批评。出现这样问题的根本原因在于我国的证券市场

还不够成熟, 具体来讲, 主要有两点: 首先, 是我国的机构投资者比重过低, 只占 3%, 这和美国机构投资者持有的股票占上市股票总值的 80% 相比, 相差甚远, 由于累计投标方式主要是向机构投资者询价, 而他们的数量过少就无法反映市场的真实需求情况。另外, 我国机构投资者的素质相对较低, 对公司的估值判断不够准确, 更缺乏新股定价经验。其次, 最为关键的因素是由于我国股权分置的制度性问题, 我国证券市场中的流通股仅为 30%, 供给和需求结构失衡, 所以, 如果由市场需求决定价格的新股如果不能自由流通, 那么, 这样的定价方式也就失去了意义。

表 1: 本次融资新政之前我国证券市场的配股历程

	1993年	1994年	1996年	1999年	2001年
主要政策依据	《关于上市公司送配股的暂行规定》	关于执行《公司法》规范上市配股的通知	《关于 1996 年上市公司配股工作的通知》	《关于上市公司配股工作有关问题的通知》	《上市公司新股发行管理办法》
配股条件 (主要财务指标)	两年连续盈利	最近三年内连续盈利; 三年平均 ROE ≥ 10%; 能源、原材料、基础设施类的公司可以略低, 原材	最近三年每年 ROE ≥ 10%; 能源、原材料、基础设施类的公司可以略低; 但不低于 9%	同左, 并增加指标计算期间内任何一年的净资产收益率不得低于 6%。	最近 3 个会计年度加权平均 ROE ≥ 6%
配股限额	不超过原有股本的 30%	不超过前一次发行并募足股份后其普通股股份总数的 30%	同左	同左, 但增加募集资金用于国家重点建设项目、技改项目的, 不受 30% 比例的限制。	原则上不超过前次发行并募足股份后股本总额的 30%, 如实际控制人全额认购, 不受限制
配股价格	不低于每股净资产	不低于每股净资产	不低于每股净资产	不低于每股净资产	无具体要求
配股认购方式	无要求	无要求	无要求	无要求	现金认购
预测 ROE 要求	无要求	达到同期银行个人定期存款利率	同左	达到或超过同期银行个人定期存款利率	无要求
信息披露	配股说明书、股本变动公告书	配股说明书、股本变动公告书	配股说明书、股本变动公告书、法律意见书、	同左, 并增加前次募集资金使用情况专项报告、提示性公告	同左, 并增加本次募集资金的效益情况持续披露
中介机构责任界定	无要求	无要求	主承销商负责提交承销情况书面报告	主承销商等相关中介机构应对关联交易价格的公允性予以关注	未达到盈利预测的, 上市公司董事长、公司聘请的注册会计师、担任主承销商的证券公司法定代表人等应当作出解释或公开道歉。未按照中国证监会的规定履行勤勉尽责义务的, 中国证监会给予公开批评并限期整改

表 2: 本次融资新政前我国证券市场增发特点

时间	主要政策依据	增发条件	增发规模限制
1998-1999	《公司法》、《证券法》	有重大资产重组项目的上市公司	无具体要求
2000.1-2000.5	《公司法》、《证券法》	资产重组后扭亏为盈的上市公司	无具体要求
2000.5-2001.6	《上市公司公开向社会募集股份暂行规定》	有限数量增发, 仅限于四类上市公司增发	无具体要求
2001.7-2002.6	《上市公司新股发行管理办法》	全面开放, 最近三个会计年度加权平均 ROE 不低于 6%, 且本次增发发行完成当年加权平均 ROE 不低于 6%, 不符合者, 符合三个软性约束条件即可	原则上不超过公司股东大会批准的资金需要数额
2002.7-融资新政前	《关于上市公司增发新股有关条件的通知》	最近三个会计年度加权平均 ROE 不低于 10%, 且最近一个会计年度加权平均 ROE 不低于 10%; 资产负债率不高于同行业上市公司的平均水平。	增发新股募集资金不超过公司上年度末经审计的净资产值