

上市公司再融资的现实问题 与改革方向*

王 啸**

摘要:特定的投融资宏观环境,独特的上市公司股权结构、资本市场投资者结构,以及机构投资者背后的资金结构,决定了与实行注册制的美国资本市场相比,我国更容易出现融资过热和大股东利益输送,并且在牛市和监管宽松阶段滋生杠杆套利,在熊市和严监管时期衍生杠杆融资。证监会发布新修订的定向增发规则,体现了放松管制与加强监管的改革理念。进一步改革方向包括逐步放松定价限制,落实强制性信息披露责任,发展多元化股权融资品种。

关键词:股权融资 再融资 定向增发 发行折价 杠杆

引 言

提高资本市场服务实体经济的能力(促进资本

* 本文仅代表研究人员个人观点,与所在机构无关。

** 中央财经大学中国保险精算学院教授,现任IDG资本合伙人,负责并购业务。

形成)和保护投资者权益(并防范系统性风险)是资本市场历久弥新的话题。如果监管的重心过度或长期向一边倾斜,就可能产生不良后果。中国上市公司股权融资的跌宕起伏,^[1]为此提供了生动的诠释。

在后金融危机时期的货币宽松和金融监管市场化改革氛围中,上市公司定向增发迅速扩容,^[2]带动融资和并购的繁荣,也滋生出杠杆投资和跨市场套利,成为2015年下半年到2016年第一季度股市大幅下挫的重要诱因。2016年下半年开始,金融监管趋严,市场乱象得以整治,也使正常的股权融资渠道受阻,结果诱发各种杠杆融资行为,为2018年出现的流动性问题埋下隐患。资本市场在“放松监管—融资过热—一加杠杆套利”和“严格管制—股权融资萎缩—杠杆化融资”之间几度徘徊。

2018年年底以来,资本市场沿着注册制方向启动改革,2019年年初推出科创板,第四季度至2020年年初陆续修订重大资产重组和非公开发行股票管理办法。^[3]一系列改革秉持放松管制与加强监管的思路,旨在引导资本市场走上健康发展的良性轨道。

本文以A股上市公司定向增发的市场博弈与监管规则演进为主

[1] 首先需要说明本文中几个名词的同义关系。首先,在我国证券市场发展的较长时间阶段,上市公司发行债券融资比较薄弱,无论官方文件还是市场惯例都将“再融资”等同于上市公司的股权再融资。其次,由于我国权益类证券主要是普通股股票,因而本文也不加区分地使用“权益融资”“股权融资”“发行新股融资”“股票融资”等名词。最后,2006年定增规则实施以来,股票再融资几乎全部为定向增发所贡献,公开增发和配股几乎可以忽略不计,因而定向增发与股票再融资也事实上成为近义词。

[2] 定向增发有狭义和广义两种情况。狭义的定向增发指上市公司发行新股募集资金(可称为融资类定增),募集资金用途又包括项目融资、补充流动资金或收购第三方资产等;广义的定向增发包括上市公司发行股份收购资产或股权(可称为并购类定增),具体情况又包括发行股份购买第三方资产,集团资产注入,重组上市(借壳上市)等。实践中两类定增经常服务于相同目的(例如先募集资金,再启动收购第三方资产,或者直接发行股份收购第三方资产)。本文重点研究融资类定增,兼顾并购类定增。

[3] 2019年10月18日证监会颁布修订的《上市公司重大资产重组管理办法》,11月8日发布《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》(征求意见稿),《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》(征求意见稿),《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》(征求意见稿)。2020年2月14日正式发布上述修订后的再融资规则。

线,以中美两个市场为对比样本,揭示我国上市公司股权融资背后的结构性问题,分析评价历次规则调整的得失,并为持续的制度改进提供建议。

一、A股再融资的问题与成因

(一) 股权融资过热倾向

1. 股权融资规模发展历程

2006年5月伴随股权分置改革基本完成,证监会推出定向增发管理办法,^[4]开启A股市场波澜壮阔的融资热潮。在2007年大牛市期间达到2832亿元的历史高峰。2008年受到全球金融危机影响短暂受抑,随即迅速回升,2010年创造出4527亿元融资的历史纪录。随后经过2011年到2013年经济和市场低迷的徘徊,2014年开始定向增发规模连年井喷,2016年达到顶峰1.71万亿元。2017年和2018年受到金融严监管和去杠杆的冲击,融资规模骤然降温,2018年下降到7752亿元。

经过十余年发展,A股公司股权融资规模比肩全球第一大资本市场。以最近几年中受市场波动和政策调整影响最小的2017年为例,该年度A股公司发行新股融资(全部为定向增发,无配股和公开发行股票融资)募集现金6560亿元,^[5]比最高峰2016年的1.07万亿元下降40%。即便如此,相比同期美国上市公司发行股票募集现金1674亿美元(其中公开发行新股融资1532亿美元,非公开发行142亿美元),^[6]A股和美股公司的股权融资规模在伯仲之间。再考虑两个市场的市值差异,以股权融资率(融资金额/总市值)作为可比口径。2017年年底

[4] 2006年证监会发布《上市公司证券发行管理办法》,2007年出台《上市公司非公开发行股票实施细则》。

[5] 为与美国资本市场数据可比,此处定向增发规模的统计口径仅为现金融资类定增,不包括非公开发行股份购买资产。本文有关A股的统计数据除非专门说明,都来自Wind资讯并经笔者加工整理。

[6] 参见SIFMA FACT BOOK 2018,美国证券业协会网站。

A股公司股权融资率为1%（以63.18万亿市值为分母），比美国0.51%的股权融资率高出一倍（美股市值32.12万亿美元）。

2. 投资攀比和资金管制下的融资热

A股再融资规模超常规增长的背后，是中国企业投资竞赛和资金渴求状态的大环境。中国经济过去长期高增长、货币政策的刺激、地方政府的影响和干预^{〔7〕}造就了许多行业企业争抢项目规模，体现出“剩者为王”的决策和行为惯性。投资攀比之风不仅席卷传统行业，而且传染到新兴制造业（如光伏、风电、LED）^{〔8〕}甚至波及新经济模式的企业（共享经济、互联网金融、新能源造车等）。

另外，中国金融市场虽已积累了庞大的规模，但资金供给体制仍存在一定的管制。融资方式、融资品种和融资时机对于企业来说，都不是随意、随时挑选的“商品”，而是要抓住机会争取的资格和配额。即便“贵为”上市公司，各种股权融资渠道——IPO、发行新股、股份减持等——无不具有较高的门槛和较严的条框。不难理解，中国企业身处投资竞赛和资金饥渴的环境，一旦进入资本市场，当然要尽其所用为融资服务。

3. 股权融资的低成本特性

发行新股融资不但是上市公司解决“融资难”的重要渠道。站在大股东角度，它还是一种低成本的融资方式。原因包括：

首先，控制权稀释不足为虑。A股第一大股东及实际控制人对上市公司有足够的控制力（下文展开分析），有足够能力保证发行新股不对控制权构成实质影响。

其次，资金成本低。A股尤其是成长股存在系统性的较高估值。创业板长期保持40倍以上的平均市盈率^{〔9〕}科创板开板以来享受较

〔7〕 参见胡聪慧、叶志伟、王征：《市场分割、投资攀比与企业投资本地联动性》，载《中国会计评论》2019年第1期。

〔8〕 参见刘津宇、王正位、朱武祥：《过度投资的理论与实证研究：综述与反思》，载《投资研究》2014年第8期。

〔9〕 以整体法计算的市盈率（TTM）衡量，创业板市盈率2015年年底达到96.03倍，此后三年连续下调，2018年年底下降到41.5倍，到2019年第三季度末又上升至150倍。

高的估值,^[10]A-H股长期溢价,^[11]中概股回归热潮等即为佐证。A股股价在内在价值之外包含壳溢价、板块溢价、整体市场溢价,因而发行新股的资金成本较低。

再次,股权融资的软约束。银行借款或发行债券融资受到还本付息以及若干限制性条款的硬性约束。相比之下,股权融资是一种软约束,资金运用具有灵活操作的空间,而且基本不存在现金分红的刚性要求。

最后,定向增发股份的折价(以下简称定增折价)虽然增加了股权融资成本,但借助大股东的利益输送及定增概念的股价上涨,定增折价带来的融资成本实际上在相当程度上转嫁给中小投资者及二级市场。(后文将具体讨论)

综上所述,投资竞赛和融资攀比的大环境,金融体系的资金供给管制,以及A股股权融资相对其他融资的低成本,都会刺激上市公司的再融资冲动。股权融资的顺周期性,又会对市场和经济周期推波助澜。因此需要一个守夜人的角色,有效实施监管,修补股权融资的市场失灵。

(二) 强势大股东及其利益输送

1. 较集中的股权结构

A股上市公司的股权集中度较高。截至2018年年底,第一大股东持股比例的加权平均数约40%;^[12]第一大股东持股比例在33%以上的公司有1669家,占全部A股公司总数近一半(47%)。这种股权结

[10] 截至2019年10月30日,已发行的56家科创板企业市盈率(TTM)的平均数和中位数分别为77.49倍和63.38倍,2018年归母净利润的平均数和中位数分别为2.14亿元和9100万元。(没有一家亏损上市企业,市盈率计算不受亏损企业影响。)

[11] 恒生沪深港通AH股溢价指数(原名恒生AH股溢价指数)2006年1月1日至2019年11月13日的平均值在120以上。

[12] 另外,2018年年末第一大股东持股比例的算术平均数和中位数约在31%~33%,三类指标所反映的股权集中度及变化趋势类似,以下皆以加权平均数作为指标。

构与以美国为代表的股权分散状况形成鲜明的对比。^[13]

不仅第一大股东的直接持股比例高,第一大股东及实际控制人(以下在不引起混淆的情况下简称为“大股东”)还通过纵向的金字塔结构和横向的关联股东持股、一致行动人持股,巩固和扩大对公司的控制。另外,除专业的机构投资者之外的其他持股5%以上股东,以及其他限售股性质的股东(包括持股5%以下的),通常与大股东具有紧密或者松散的利益联系。

笔者将大股东的关联股东、一致行动人、专业投资机构之外的持股5%以上股东、各种限售股股东统称为大股东的利益相关方。截至2018年年底,它们合计持有整体A股公司20%的股份。大股东及其利益相关方合计持股60%(40%+20%),剩余40%股份为外部投资者拥有。专业的机构投资者和散户在外部投资者当中各占一半,各持A股整体股份约20%。(如表1所示)^[14]

[13] 自从 Berlie, Means (1932年)的《现代公司与私人财产》问世以来,美国公众公司的股权集中度普遍分散已成为思维定式。多年来学术界以此为出发点探讨各种问题,我国的许多研究亦直接采纳这一“事实”。不过 Holderness (2006年)统计发现,美国公众公司大股东(持股占5%以上股东)持股合计平均为39%,第一大股东持股平均为25%,在世界其他地区的股权集中度当中处于居中状况。[See Edmans, Alex and Holderness, Clifford G., *Blockholders: A Survey of Theory and Evidence* (August 2016), CEPR Discussion Paper No. DP11442, available at SSRN; <https://ssrn.com/abstract=2827560>.]即便如此,美国公司的股权集中度仍远低于A股。因此,本文沿袭“美国公司股权分散”这一广为接受的观点。

[14] 专业的机构投资者指公、私募证券投资基金、社会保障基金、保险机构、QFII等纳入监管范围的以证券或股权投资为主业的机构。由于Wind资讯未专门统计VC/PE机构、资管产品,因而会低估专业的机构投资者的持股比重。但所产生的误差应不会对本文的逻辑和结论构成实质影响。本文对“散户”界定为与第一大股东不存在关联关系、一致行动关系,持股比例低于5%,且为非限售股的股东。(这种定义与惯常用法略有不同,习惯上将持股市值在一定金额以下的个人投资者称为散户)通过定义,第一大股东及其利益相关方、专业的机构投资者、散户等三类股东构成市场股东(投资者)的全集,且这三类股东不存在交集。

表 1 A 股市场的投资者持股结构

股东性质	持股比例
第一大股东	40%
第一大股东的利益相关人(指关联方,一致行动人,单独或与关联方持股合计 5% 以上的一般法人和个人,持股 5% 以下但股份处于限售状态的股东)	20%
专业机构投资者(公、私募证券投资基金、社会保障基金、保险机构、QFII 等)	20%
小股东(持股 5% 以下的一般法人和个人,不含专业的机构投资者和限售股)	20%

值得一提的是,虽然 A 股市场近年出现股权集中度下降的端倪,但市场结构的变迁将是一个长期的过程。^[15] 作为参照,美国资本市场经过半个多世纪的演变才达到股权分散、机构主导的状态。^[16]

2. 大股东的利益输送

在“60%:20%:20%”的股权结构中,大股东处于强势地位,有意愿和能力通过控制上市公司的投融资及经营决策,实现对自身或相关方的利益输送。利益输送可以体现在融资过程中或融资完成后的资金运用。前者包括认购折价发行稀释中小股东权益,或者向上市公

[15] 一个资本市场的股权结构从集中到分散是一个较长的过程,已经超出本文的讨论范围。一个可能的解释源自 LLSV 对公司治理的系列研究。LLSV(2002 年)在对 48 个国家和地区的样本进行研究的基础上,指出集中的所有权对应于薄弱的法律保护。因为在法律保障不足的情况下,大股东以强有力的控制权防止经理阶层攫取私人利益。同样出于法律对投资者(尤其是中小投资者)的保护不足,中小投资者缺乏提高投资比例的动力。如果 LLSV 的判断成立,那么由于法律及其背后的政治制度和社会文化变迁是一个较长的过程,股权集中度的演进自然非朝夕之功。

[16] 根据一项研究,从“二战”结束到 21 世纪初,美国家庭部门持股比例逐步下降,从 1945~1949 年 91.7% 的持股比重,下降到 2008 年的 36.8%。共同基金、境外机构、养老金等机构投资者从“二战”后区区 6.1% 的持股比例,攀升到 2008 年的 63.2%,此后投资者结构基本达到稳态。See Federal Reserve Flow of Funds, L. 223.

司注入高估资产；^[17]后者包括任意变更募集资金投向、大比例分红等。^[18]

当然,大股东并非一味攫取上市公司资源,侵占外部股东利益。上市公司作为重要的经营和投、融资平台,大股东必要时会为其提供支持。具体到定增折价,其中既有大股东低价巩固控股权,摊薄中小股东权益的成分,也存在大股东注入现金或优良资产支持上市公司发展的意图。^[19]现实中,对上市公司的侵占和支持的动机和效应难解难分,加重了市场的信息不对称。

(三) 定增折价操纵

根据 2006 年到 2016 年实行的老定增规则,发行价格不得低于定价基准日股价的 90% (发行底价的 9 折限制);同时为定价基准日提供

[17] 参见张鸣、郭思永:《大股东控制下的定向增发和财富转移——来自中国上市公司的经验证据》,载《会计研究》2009 年第 5 期;何贤杰、朱红军:《利益输送、信息不对称与定向增发折价》,载《中国会计评论》2009 年第 3 期;章卫东、李海川:《定向增发新股、资产注入类型与上市公司绩效的关系——来自中国证券市场的经验证据》,载《会计研究》2010 年第 3 期。

[18] 参见毕金玲、于得水、刘越:《机构投资者角色定位:旁观者还是监督者?——基于鑫科材料公司定向增发的案例研究》,载《辽宁大学学报》(哲学社会科学版)2017 年第 3 期;赵玉芳、余志勇、夏新平、汪宜霞:《定向增发、现金分红与利益输送——来自我国上市公司的经验证据》,载《金融研究》2011 年第 11 期;朱红军、何贤杰、陈信元:《定向增发“盛宴”背后的利益输送:现象、理论根源与制度成因——基于驰宏锌锗的案例研究》,载《管理世界》2008 年第 6 期。

[19] 例如,一项研究发现,在市场环境悲观、上市公司面临财务困境时,大股东通过认购定向增发股份为上市公司提供帮助。参见杨旭宁、孙会霞:《上市公司定向增发成功与否的因素研究——基于大股东参与视角的实证分析》,载《投资研究》2017 年第 8 期;另一项研究发现,在定向增发方案获得监管部门核准后,如果市场价格跌破确定的发行价格,大股东为保住来之不易的融资资格并维持市场声誉,可能不惜溢价认购甚至以唯一认购方的身份包揽定增股份。参见林乐芬、熊发礼:《定向增发价格政策:大股东净效应与发行折价》,载《产业经济研究》2018 年第 1 期。

三种选择,即董事会决议公告日、股东大会决议公告日或发行期的首日,^[20]并明确两种发行定价方式:由董事会决议确定发行对象和发行价格,认购的股份在36个月内不得转让的定价发行,^[21]和通过市场询价确定发行价,^[22]认购的股份在12个月内不得转让的竞价发行。

现实中,大部分上市公司选择董事会公告日作为定价基准日,由此锁定发行价格(定价发行方式)或发行底价(竞价发行方式),并期望借助从董事会公告日到股份发行日或上市日之间的股价上涨,为投资者创造不止9折的收益空间。从董事会预案到完成证监会核准,再到启动发行及至完成股份过户,平均需要3个季度以上。^[23]这就给制造和释放利好,进行市值管理提供了充分的时间。

利好既可能是包含基本面变化的实质利好,如业绩迎来向上拐点,重大收购进展等,也不乏概念炒作成分。境内资本市场存在活跃的个

[20] 根据2006年5月证监会颁布的《上市公司证券发行管理办法》第38条,上市公司非公开发行股票,应当符合下列规定:……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%。根据2007年9月证监会发布的《上市公司非公开发行股票实施细则》第7条规定:《管理办法》所称“定价基准日”,是指计算发行底价基准日。定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日,也可以为发行期的首日。上市公司应按不低于该发行底价的价格发行股票。

[21] 根据2007年《上市公司非公开发行股票实施细则》第9条,发行对象属于下列情形之一的,具体发行对象及其认购价格或者定价原则应当由上市公司董事会的非公开发行股票决议确定,并经股东大会批准;认购的股份自发行结束之日起36个月内不得转让:(1)上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人;(2)通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者;(3)董事会拟引入的境内外战略投资者。

[22] 根据2007年《上市公司非公开发行股票实施细则》第10条,发行对象属于本细则第九条规定以外的情形的,上市公司应当在取得发行核准批文后,按照本细则的规定以竞价方式确定发行价格和发行对象。发行对象认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让。询价的具体规定载于第24条:认购邀请书发送对象的名单由上市公司及保荐人共同确定。认购邀请书发送对象的名单除应当包含董事会决议公告后已经提交认购意向书的投资者、公司前20名股东外,还应当包含符合《证券发行与承销管理办法》规定条件的下列询价对象:(1)不少于20家证券投资基金管理公司;(2)不少于10家证券公司;(3)不少于5家保险机构投资者。

[23] 根据我们的样本期间(从2007年9月到2016年6月)的2742次定向增发(含融资类和并购类),从预案公告日到证监会核准公告日平均217天,到上市公司日平均293天。

人投资者,^[24]他们容易对利好过度反应,且对实质利好还是概念炒作不严格区分。一个典型的例子是股票股利,虽然它只是所有者权益项下的会计处理,并不影响公司价值,但长时间受到散户青睐。^[25]久而久之,市场对“定增=利好”形成条件反射,定增公告后的股价上涨甚至成为“自我实现的预言”。

另一类做法是在定增价格确定前(定价发行的董事会召开前,或竞价发行的发行期询价启动前),刻意压低股价。包括选择董事会召开时机、控制停牌时间、进行应计盈余管理和/或真实盈余管理等。^[26]近年监管部门对内幕交易、市场操纵不断加码监管和执法力度,并对停牌施以严格的限制。这类做法除了市场时机选择和真实盈余管理尚有一定操作余地,其他料难奏效。

本文统计了原定增办法适用期间(从2007年9月17日《上市公司非公开发行股票实施细则》推出到2016年6月修订重大资产重组管理

[24] 个人投资者实际上有两类不同的群体。一类是作为自然人股东的上市公司的大股东(实际控制人)以及董事、监事、高级管理人员。这类个人投资者受到股份限售、短线交易、信息披露等监管规则限制,并且出于控制权和管理稳定等原因,不可能频繁买卖股份。另一类是个人投资者的股份自由流通,如果按照持股市值可分为“散户”以及“中户”和“大户”,其中散户人数众多,但持股市值占比低,中户和大户人数较少,但持股市值占比相对较高(根据上海证券交易所2018年统计年鉴,持股市值50万元以下的自然人账户约占A股账户的85%,持股市值占比5.78%;持股市值50万~300万元以上的自然人账户约占A股账户13%,持股市值占6%;持股市值300万元以上的自然人账户约占A股账户1.58%,持股市值占10.43%)。但从频繁交易的投资行为角度,市场上往往不加区分地将这些个人投资者都称为散户(根据上海证券交易所2018年统计年鉴,持股市值比例合计22%的个人投资者贡献A股市场81%以上的交易量)。

[25] 参见王晓强、胡眠慧、吴偲立、刘玉珍:《现金分红迎合了投资者吗——来自交易行为的证据》,载《金融研究》2014年第5期。

[26] 参见吴育辉、魏志华、吴世农:《时机选择、停牌操控与控股股东掏空——来自中国上市公司定向增发的证据》,载《厦门大学学报》(哲学社会科学版)2013年第1期;黄叶范、赵远榕、刘莉亚:《定价基准日选择、市场择时与定向增发中的大股东利益输送》,载《经济管理》2017年第8期;章卫东:《定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验证据》,载《管理世界》2010年第1期;宋鑫、阮永平、郑凯:《大股东参与、盈余管理与定向增发价格偏离》,载《财贸研究》2017年第10期。近年监管部门对内幕交易、市场操纵不断加码监管和执法力度,并对停牌施以严格的限制。这些做法除了市场时机选择和真实盈余管理尚有一定操作余地,其他料难奏效。

办法)的定增样本。^[27](考虑到最近发布的定增新政与原定增办法较为接近,因此该区间的统计结果具有较强的参考意义)将折价率定义为:折价率=(定增股份上市日股价-发行价格)/发行价格。^[28]统计发现(见表2):

1809次融资类定增的平均折价率为23.01%,992次并购类定增的折价率平均30.75%,可见定增折价率普遍突破了定价基准日9折的限制。按照定价方式区分竞价发行和定价发行,统计得出折价率分别为15.34%和37.60%。可见定价发行的折价率(溢价率)更高。因为定价发行具有更长的禁售期,大股东进行市值管理的动机更强烈;而确定发行底价(董事会公告日)与实际发行日之间较长的时间间隔,给市值管理提供了更充分的机会窗口,可以利用二级市场对定增概念的积极反应制造更大的“折价”。

[27] 按照惯例,在监管规则征求意见阶段或高层讲话“吹风”时,实际上已经按照新的政策方向指导市场实践。以2016年6月《上市公司重大资产重组管理办法(征求意见稿)》发布为标志,证监会开始颁布一系列严格监管措施。因此,我们以2016年下半年作为新政窗口期的起点,从2007年《上市公司非公开发行股票实施细则》出台到2016年6月30日则为原规则的实际运行期。另外,在稳健性检验中,将时间窗口拉长至2016年年底,统计结果及结论未发生变化。

[28] 发行折价率的计算并没有统一的标准,但基本原理都是衡量发行价格相对于股份交割前后实际股价的折价,用公式表示为:发行折价率=(P-发行价格)/P。境外研究文献中,有的以股份交割前一个交易日股价作为P,有的以交割完成若干交易日后的股价作为P。前一种计算排除了股份交割及公告后的市场反应;后一种计算包含二级市场反应。两种计算方式都符合商业逻辑,前一种折价率的计算更能代表定增投资者事前要求的补偿,后一种则考虑到理性的投资者在认购定向增发时,会对公告后二级市场的可能反应纳入投资决策。国内研究文献存在一定程度的混乱,有些误将定价基准日作为P的计算依据,有的对定价发行和竞价发行未作区分,还有的样本未区分或未说明是否包括或排除并购类定增。本文在统计中,将P定义为股份上市公告日。在样本期间,股份发行日和上市日相隔平均23日,用发行日作为P进行的稳健性检验得出的结果和结论不存在明显差异,也不影响本文的观点和结论。

表 2 各类定向增发的发行折价率^[29]

	发行次数			发行折价率(%)		
	竞价发行	定价发行	合计	竞价发行	定价发行	合计
融资类	1164	645	1809	15.34	37.60	23.01
并购类	—	922	922	—	30.75	30.75
合计	1164	1567	2731	15.34	33.57	25.80

(四) 投资机构与大股东的合谋套利

1. 财务型投资者的合谋策略

机构投资者(或称为“投资机构”,包括专业的机构投资者和一般法人)是认购定增的最主要的外部力量。^[30]在A股市场,机构投资者的策略大体可以分为价值投资和财务投资两种。^[31]价值型投资者面对“大股东+上市公司”关联集团,需要付出较高的尽调成本和投后监督成本。虽然定增价格相比股份交割时的二级市场股价通常有所折让,但如前分析,其主要来自二级市场对定增概念的非理性反应,并非在公司内在价值基础上对信息不对称、监督成本及流动性风险的真正补偿。因此定增项目不会因为折价存在便可获得价值投资者的青睐。

[29] 并购类定增适用《上市公司重大资产重组管理办法》(2008年发布,2011年、2016年和2019年修改),其发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。但并购类定增(发行股份购买资产)的配套融资适用《上市公司证券发行管理办法》,可以采用定价发行和竞价发行两种方式,在统计中归入“融资类定增”。

[30] 例如,一项研究发现在2006年到2015年的2227个定向增发样本中,机构投资者参与认购的有1662个,平均认购比例达到76.4%。在上述样本中,投资公司最为活跃,参与认购的数量最多,为1156次,平均认购比例达到32.8%,基金参与认购的次數仅次于投资公司,为1008次,平均认购比例最高为40.7%。参见佟岩、谢明智、李思飞:《企业成长性与机构投资者行为选择——基于定向增发折价的分析》,载《北京理工大学学报》(社会科学版)2019年第3期。

[31] 价值投资还可具体分为产业方的战略投资,社会资金的投资机构进行的配置型投资(如社保基金,企业年金,捐赠基金,保险公司的资管资金等),以及其他专业投资机构的价值投资(如公募、私募基金,QFII等)。因前两类投资者在中国现阶段的力量相对薄弱,故不专门展开讨论。

财务型投资者缺乏作出价值判断的能力或意愿,他们主要追求短期交易获利的机会。折价认购能够在股份发行过户当日获得投资账面浮盈,但股份限售期的二级市场波动会导致浮亏或退出时实际亏损。为吸引这类投资者参与定增,大股东通常提供维持股价措施。例如,在股份解禁前后推出“高送转”,^[32]或者大股东出具保底保收益承诺,即向投资者承诺,如果定增股份解禁时股价跌破增发价,则大股东通过回购、抵押担保、现金补差等方式,使得投资者免于亏损并保障一定的投资回报率。

对于相当多的定增项目,财务型投资者与大股东合谋达成维持股价措施、保底保收益承诺的成本,往往低于价值型投资者付出事前尽调和事后监督的成本。一般而言,大股东也更乐于提供协议安排,换取外部投资者对于公司决策的“配合”。久而久之,定增市场容易形成财务性投资者和合谋者居多的局面。

2. 结构化定增

机构投资者的行为不仅与投资标的的公司治理相关,还取决于投资机构本身的资金来源。我国机构投资者的资金主要来自银行及影子银行体系以及个人投资者,较少来自养老金、保险机构、捐赠基金等长期资金。受短期资金的驱动,我国相当部分机构投资者存在散户化行为倾向。

定增市场为迎合主流资金的偏好,结构化产品应运而生。定增份额分为优先、劣后级别,银行理财产品认购优先级份额,享受高于资金成本的稳定收益;部分投资机构以及上市公司大股东、董事、高管认领劣后份额,博取杠杆套利;^[33]基金子公司、券商资管计划、保险资管计划的管理人则为银行资金提供通道并收取费用。市场参与各方合谋,推动了定向

[32] 参见胡聪慧、于军:《送转与定向增发:基于市值管理的视角》,载《财经研究》2016年第12期;崔宸瑜、陈运森、郑登津:《定向增发与股利分配动机异化:基于“高送转”现象的证据》,载《会计研究》2017年第7期。

[33] “套利”交易的严格定义要求零成本的投资组合和确定性的收益。就定增投资而言,认购定增股份的投资者卖空股票,在以折扣价格进行股份交割的同时对做空头寸平仓,才称得上真正的套利。我国定向增发股份具有较长的限售期,投资者无法以折价获得股份后立即卖出,做空也受到较多限制,因此不存在严格的套利交易机会。但通过保底保收益条款,增加了折价认购定增的收益确定性程度。因此我们按照市场通俗的说法,将投资者以折价认购并获得维持股价承诺,保底保收益承诺等做法称为套利交易。

增发在 2014 年到 2016 年的井喷行情。

2014 年 7 月证监会有关部门曾经内部发文,禁止结构化产品参与三年期定价发行的定增,并禁止上市公司高级管理人员参与认购结构化定增。但囿于分业监管的限制,而且在当时鼓励金融创新和放松监管的氛围下,一纸指导性文件难以阻挡结构化产品的蔓延。定向增发的结构化产品为 2015 年上半年的“疯牛市”推波助澜,最终伴随 2015 年 6 月、8 月和 2016 年年初的“股灾”而土崩瓦解。但由于市场的结构性因素未发生根本变化,一旦市场回暖和监管放松,机构与大股东合谋以及杠杆套利仍可能卷土重来。

(五) 股权融资加杠杆与风险扩散

2016 年下半年到 2017 年,金融市场进入严监管时期。各项监管规则全面收紧,^[34]在打击市场乱象立竿见影的同时,也钳制了公司正常的股权融资渠道。为获得融资,大股东出具保底保收益承诺并做出担保的行为更加泛滥,几乎成为定增市场的“标配”。定增从上市公司股权融资彻底异化成为大股东的担保型债务融资。此外,大股东不断寻求替代性融资渠道。股权质押融资和“上市公司 + PE”等模式逆势扩容。^[35]在不知不觉之间,资本市场的系统性风险陡增。

2018 年资本市场经受经济下行压力和中美贸易战冲击,叠加政策

[34] 一系列“史上最严”监管规则包括:2017 年 2 月发布修订的《上市公司非公开发行股票实施细则》及《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》,要求定价基准日只能是发行期首日,并且限制发行规模(要求非公开发行股票的发行数量不得超过本次发行前总股本的 20%);2017 年 5 月 27 日证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》,沪深两市交易所随后出台专门规则(简称 2017 年《减持新规》),要求竞价发行在原一年限售期基础上延长一年,三年期定价发行延长两年限售;2018 年 4 月 27 日发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,后续落实细则出台(简称《资管新规》),切断银行资金入市的通道,等等。

[35] 从 2016 年连续三年年底及 2019 年 5 月 31 日,第一大股东股票质押数占其持股数的比例(中位数)分别为 48.80%、53.88%、57.88%、57.96%,质押比例超过 50% 的上市公司分别为 655 家、929 家、1165 家、1189 家。参见刘晨明等:《股票质押风险更新——纾困基金进展如何?》,天风证券研究报告,2019 年 1 月 16 日。“上市公司 + PE”模式在 2013 年之后迅速发展。截至 2016 年年底,593 家 A 股上市公司与 PE 合作成立了 759 家并购基金,披露规模总计达到 1.21 万亿元。其中绝大多数是 2015 年和 2016 年新设的基金。参见庞家任、周桦、王玮:《上市公司成立并购基金的影响因素及财富效应研究》,载《金融研究》2018 年第 2 期。

面临严格的“去杠杆”,股指再次调整。积累的融资杠杆触发负向反馈效应,将股指拖入下行通道。^[36]不少上市公司的大股东受到杠杆羁绊,深陷债务僵局,拖累市场信心,影响至今尚未消弭。

二、美国股权再融资市场的实践与问题

(一)美国上市公司并不热衷股票融资

在全球规模最大且实行“注册制”的美国资本市场,上市公司发行新股并不是主要的融资模式。笔者整理了几个典型公司的成长和融资史,^[37]无论以长期投资著称的伯克希尔·哈撒韦,^[38]不断并购扩张的半导体巨头博通公司,^[39]以及持续高增长的电商巨头亚马逊,^[40]都主要依靠自身业务产生的现金流支撑内生增长和外延扩张,除了历史上少数几次超大型并购交易,鲜有发行股份融资的事件。

[36] 上证指数从2018年1月底的3259点到年底跌至2493点,跌幅达24.59%,深成指、中小板指数、创业板指数的跌幅更重,成为A股市场建立以来股指跌幅第二的年份。

[37] 案例资料来自IDG资本实习生彭正达的整理,在此表示感谢。若有错漏,本文作者负责。

[38] 伯克希尔·哈撒韦近二十年没有发行股份募集现金。它的投资所需资金,首先依赖内部融资,包括旗下保险公司的浮存金,实业部门的净现金,实业部门及保险公司投资部门的净利润出资等,其次发行公司债券,只有在较少情况发行股份。按照我们的统计,伯克希尔最近二十年只有7次对外投资涉及股份支付。自1987年年底以来(该年度首次具备完整的财务报告电子数据),公司市值增加13287%,复权调整后的股本却只增加43.8%,股权融资对市值增加的贡献微乎其微。

[39] 博通公司的前身Avago于2009年8月实现IPO之后,展开一系列大手笔收购,先后斥巨资收购半导体领域的细分市场龙头。我们统计了公司7次上规模的并购,发现并购资金主要来自内部,包括历史收购企业的高毛利业务创造的丰富现金流,以及历次并购后剥离非主业资产获得的现金。只有两笔超大型并购LSI(65亿美元)和Broadcom(370亿美元)涉及发行股份,现金、发债、发股的金额比重分别为15%、70%、15%和22%、24%、54%。

[40] 亚马逊1997年上市后不惜长期账面亏损,以支持巨额资本支出,但亚马逊从来不是靠“烧钱”续命的企业。公司上市5年后,经营活动现金净流量便已经超过资本支出。公司债券及可转债偶有发行,主要用于支持大型并购,如2018年作价160亿美元收购全食超市,银行贷款更少。公司从未发行新股募集现金,并购涉及股份发行仅有6次,累计仅15亿美元。

严谨的实证研究同样支持以上论断。例如,一项研究以 1980 ~ 2003 年公开发行股票融资 (Seasoned Equity Offering, SEO) 的美国本土上市公司为样本,^[41]发现它们在 IPO 之后 7 年或更长时间内,只有一半进行过公开发行证券(股票、债券、可转债等)融资,仅 1/4 有过公开发行股票融资。

可以用融资优序假说解释这种现象,相比内部资金及债务融资,发行股票的信息不对称程度较高,导致融资市场逆向选择,因而融资成本高。上市公司首选利用留存利润进行投资,其次是公开发行债券,再次才是公开发行股票融资。^[42]但如果公司规模小,财务状况欠佳,公开发行的难度大,就不得不诉诸一种称为 PIPE 模式 (private investment in public equity) 的非公开发行股票融资。^[43]

(二) 美国的再融资监管制度

在美国公开发行证券的发行人须向 SEC 提交注册申请。除了公开发行证券,公众公司还允许在合格投资者 (accredited investor) 范围内非公开发行股票。非公开发行的股份性质上为限售类证券,限售期过后才可以公开流通。2003 年后,SEC 允许在非公开发行过程中,由发行人向

[41] See Eckbo, B. Espen and Masulis, Ronald W. and Norli, Oyvind, *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume 1*, (Elsevier/North - Holland Handbook of Finance Series), Ch. 6, 233 - 373, 2007.

[42] 有关融资优序及其他融资理论的讨论,参见 Frank, Murray Z. and Goyal, Vidhan K., *Trade - Off and Pecking Order Theories of Debt* (December 8, 2007), available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.670543>.

[43] PIPE 是 21 世纪以来美国市场兴起的一种非公开发行方式 (private placement)。在美国证券法体系下,非公开发行涵盖一切受到证券法豁免注册的发行。它包括所有公众公司和私人公司的私募发行,后者例如 VC 机构对创业公司提供的融资。另外,非公开发行不仅包括发行权益或类权益证券,还包括发行债券。PIPE 则特指公众公司(包括在证券交易所上市的公司以及在 OTC 市场挂牌的公众公司)非公开发行普通股股票,可转换优先股,可转换公司债券,权证等权益或类权益性质的证券。关于 PIPE 的研究,See Brophy D., Ouimet P., Sialm C., *Hedge Funds as Investors of Last Resort?*, *The Review of Financial Studies*, Volume 22, Issue 2, February 2009, pp. 541 - 574, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl045>; Chaplinsky S., Haushalter D. *Financing under Extreme Uncertainty: Evidence from Private Investments in Public Equities*, *Review of Financial Study*, 2010, 23: 2789 - 2820; Dai N. Does Investor Identity Matter? *An Empirical Examination on Investments by venture Capital Funds and Hedge Funds in PIPEs*, *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13: 538 - 563.

SEC 递交限售股的公开转售申请。^[44] 具体又分为两种情况:一种是注册成功后,再进行非公开发行的资金认购和股份交割,称为经注册的定向增发(Registered PIPE);另一种则先完成定增认购,但在投资协议中发行人承诺,交割后在规定时间内启动限售股的公开转售注册申请,这种称为非注册类 PIPE(Unregistered PIPE)。^[45] 在 2008 年后,SEC 又将非公开发行的限售期从一年缩短到六个月,从而发行日即便不向 SEC 申请转售注册,限售股也只需等待六个月即可获得流通。

非公开发行价格由发行人和投资者事前协商确定,监管规则没有直接限制。考虑到非公开发行证券的流动性限制以及信息不对称风险,非公开发行一般会折价发行。为防止公司内部人(董事、CEO、CFO 等影响公司决策的管理人员)利用折价进行利益交换,^[46] 纽交所或纳斯达克的有关规则要求发生以下三种情形之一,须经过股东大会表决:大比例(20% 以上)折价发行,内部人参与发行,第一大股东变更。

不难理解,美国上市公司股权相对分散,专业的投资机构在市场占据相对主导地位,^[47] 通过特定的股东大会表决机制,能够有效抑制发行折价相关的利益冲突。即便过高的折价得以通过股东大会,投资者报以“用脚投票”,引发股价下跌,管理层得不偿失。何况还有做空机构和集团诉讼律师随时上门“惹是生非”。

据统计,美国公众公司 PIPE 折价率在 20 世纪约 20%。考虑到采取 PIPE 的多为规模小,现金流状况差的发行人,这种折扣程度当属正常。伴随限售期内允许转售注册、减少限售期等监管规则调整,21 世纪以来

[44] See Jongha Lim, Michael Schwert and Michael S. Weisbach, *The Economics of PIPEs*, *Journal of Financial Intermediation* (Forthcoming).

[45] 见上注。

[46] 在美国股份分散的股权架构下,公司治理主要的问题表现在公司内部人与全体股东的委托代理问题。基于美国市场的研究发现,管理层存在利用发行折价“收买”被动型投资者认购,从而换得这类投资者对管理层控制公司袖手旁观。See Barclay, Holderness, and Sheehan, *Private Placements and Managerial Entrenchment*, *Journal of Corporate Finance* 13, 461-484 (2007).

[47] 以 2017 年年末数据为例,美国家庭和机构持有权益市值占比分别为 39% 和 61%,后者当中外国机构合计持股占比 23.6%,共同基金(Mutual Funds)占比 23.6%,联邦和州、地方政府退休金和私人养老金账户持股占比合计 12.4%,商业寿险、财险公司持股占比合计 2%。数据源自 Federal Reserve Flow of Funds, L. 223。

PIPE 折扣率明显下降,据一项统计,2001 年到 2015 年降低为平均 11% 左右,其中注册类 PIPE 的综合折价率为 9.3%,未注册类 PIPE(等限售期过后才流通)的综合折价率 22%。^[48]

(三) 美国定向增发市场的疑难杂症

美国的再融资市场并非一片净土,尤其是定向增发,滥用折价与利益输送行为同样存在。其中最突出的问题是认购定增与做空相搭配,从中获得套利收益。具体地说,认购定增的投资者(以对冲基金为主)在信息公开前做空股票,当股份经注册获得流通权,再用所认购的股份轧平做空仓位。虽然监管方面对此高度关注,也发生几例司法判决,但市场中此类操作从未中断。^[49]

更极端的做法是一种被称为“死亡螺旋”的定增模式。^[50] 上市公司非公开发行可转换债券,这类可转债的转换价格可随股票价格调整,可转换成的股票数量也没有上限。这类证券的持有人能够在股价下跌中用更低的价格转股,导致其他股东的股份被摊薄,引发股价进一步下跌,于是持有人转股获得更多的股份。经过监管规则调整并随着定增股份的流动性改善(因而发行人获得更大的议价能力),这种模式基本销声匿迹。^[51]

[48] Jongha Lim, Michael Schwert and Michael S. Weisbach, *The Economics of PIPEs*, *Journal of Financial Intermediation* (Forthcoming).

[49] See Henk Berkman, Michael D. McKenzie, *Patrick Verwijmeren: Hole in the Wall: Informed Short Selling Ahead of Private Placements*, *Review of Finance*, Volume 21, Issue 3, May 2017, pp. 1047 – 1091, <https://doi.org/10.1093/rof/rfw036>, Published: 27 July 2016. Hoffer, Douglas, Quagmire: Is the SEC Stuck in a *Misguided War Against PIPE Financing?* (April 20, 2010), *Transactions; The Tennessee Journal of Business Law*, Forthcoming; *Marquette Law School Legal Studies Paper No. 10 – 22*, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1593264>.

[50] 见上注。

[51] 参见张巍:《美国人怎样定增?》,清澄君微信公众号(2019年11月11日); Dai, Na, *The Rise of the PIPE Market* (February 28, 2009), *Companion to Private Equity*, Douglas J. Cumming, ed., Wiley, 2009. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1350950>.

三、我国股权再融资制度改革的方向和路径

如上分析,我国资本市场具有“强势大股东+短期资金来源为主的机构投资者+活跃个人投资者”的结构特征,存在融资过度的自发倾向,并容易滋生利益输送,伴生投资机构与大股东的合谋,衍生套利和杠杆融资。如果有效的监管缺位,市场行为将造成负的外部性,积累系统性风险。对于A股市场融资制度改革,尤其需要处理好市场化改革与加强监管的关系。自2019年年初新一轮改革启动,增量市场推出科创板,存量市场修订再融资规则和重大资产重组规则,体现出改革理念日趋成熟,改革方法论逐渐完善。进一步、系统性的改革可从四个方面着手:全面的市场化定价,有效的信息披露质量保障,多样化、可选择的融资渠道,长期价值导向的资金结构。具体讨论如下:

(一)进一步放松发行价格限制,形成完整的市场化定价机制

定价市场化知易行难,资本市场改革每次从定价环节入手,却产生牵一发而动全身的后果。自21世纪初核准制改革以来,2010年到2013年创业板发行价市场化不堪“三高”的舆论质疑而罢休,2014年重启IPO市场化不久遭遇“奥赛康事件”再次搁浅,直到2019年推出科创板,以增量改革实现IPO市场化的落地。2020年年初修订再融资规则,在存量市场将发行底价的9折限制放宽为8折,^[52]并减少定增股份的锁定期。

由于改革的路径依赖和渐进性,目前资本市场仍未形成逻辑连贯的标准,IPO、新股发行、老股转让、换股并购的定价规则各行其是,其中科创板IPO定价采取市场询价发行,主板(含中小板)、创业板首次公开发行股票价格遵循“窗口指导”,上市公司发行新股以定价基准日(董事会日,或股东大会日,或发行日前20个交易日公司股票均价)8折为底价,发行股份购买资产不低于定价基准日的9折(董事会决议公告日前20

[52] 修改后的有关规则将发行价格由不得低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的9折改为8折;将锁定期由36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月,且不适用减持规则的相关限制。

个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一)上市公司非限售股的大宗交易、协议转让仍以9折限制。

资本市场不同环节彼此分割的定价体系不但增加交易成本,还可能诱发监管套利,因此需要系统梳理和调整有关规则。值得注意的是,定价的市场化不等于一概以二级市场价格(指沪深交易所的股票集合竞价)为锚。正好相反,根据公开发行、非公开发行、竞价交易、协议转让等不同的性质,市场化原则具有不同的表现形式。不同的市场化定价方式既独立又相互影响,构成有效的资本市场价格发现机制,打破市场估值受制于二级市场波动的局面。

(二) 建立信息披露质量保障机制,给监管配上牙齿

充分信息披露是证券发行注册制有效运行的关键。信息披露作为公共品,存在供给不足、质量不佳的问题,需要立法和监管提供强制性安排。在股权分散的市场架构下,公司管理层面面对董事会及其代表的全体股东提供决策相关信息;资本市场上专营做空的投资机构、集团诉讼律师、“门口的野蛮人”的并购投资者无不虎视眈眈。故而公司管理层有较充分的动力和压力保障信息披露质量。

即便如此,信息披露质量不佳、供给不足的问题仍然挥之不去,甚至引发系统性风险。美国2002年在安然公司会计丑闻背景下出台《萨班斯法》,史无前例地加强财务报告责任、审计责任和信息披露的内控责任。^[53] 2008年和2009年全球金融危机后,《华尔街改革和消费者保护法案》(《多德—弗兰克法案》)朝着强化监管和投资者保护又进一步。而在2012年,《JOBS法》以减轻中小企业融资负担为口号,对公众公司的信息披露要求有所降低。可见在实行注册制的成熟资本市场,保障信息披露质量与降低企业融资成本之间始终存在权衡取舍的紧张关系,甚至出现顾此失彼的被动局面。

中国资本市场现阶段,信息披露的不充分、不达标,无法满足市场投资者判断和决策需要是主要矛盾。大股东是信息披露的实际生产和决策者,而信息披露的法定主体主要限于上市公司。大股东本身的财务状

[53] 参见王啸:《美国小企业IPO危机与〈JOBS法案〉的尴尬应对》,载《证券法苑》(第12卷),法律出版社2014年版。

况讳莫如深,对上市公司的侵占或支持都不为外界可控。“两康”(康美药业、康得新)财务造假和资金挪用长期隐瞒,直到2019年资金链断裂才被迫自行曝光,就是鲜明的例证。

综合前述讨论可知,A股市场上信息披露的供给方是大股东、上市公司董事会、管理层的关联体系,需求方是外部投资者,而且部分资金雄厚的投资者可能被“收买”,成为非公开信息的获取者以及大股东的合谋者。而在股权分散、机构主导的市场,供给双方的力量相对均衡。在公司外部,专业投资者的监督力量还未形成气候,集团诉讼制度尚在审慎论证,司法救济制度仍待完善,种种市场化的机制难以保障信息披露质量。

由于信息披露机制存在市场失灵,更需要监管力量的存在。证券发行注册或核准是提高信息披露质量,落实信息披露责任的重要抓手,必须避免信息披露规则的形式主义和监管的教条主义。通过与规范运作、诚信记录等挂钩的发行条件设置,才能给信息披露监管配上牙齿。例如,新修订的再融资明确禁止直接或间接的保底、保收益承诺,禁止向发行对象提供财务资助或者补偿。^[54]通过明确“明股实债”的违法违规性质,加强发行人的信息披露责任和中介机构的鉴证责任。而且由于有关协议明确不受证券法律的保护,并有随时曝光和遭受处罚的风险,从而降低签署抽屉协议的“有用性”,抑制股权融资杠杆化泛滥。

(三) 丰富融资工具和证券品种,促进企业的资本形成

首先,改变定向增发一枝独大的融资市场状况,全面修订和升级公开增发,可转换债券、可交换债券等权益或类权益证券的发行和交易规则,为企业结合自身发展阶段、资本结构和财务状况提供多种可选的股权融资方式。公开发行人宜取消净资产收益率等财务指标的硬性门槛,代之以严格的规范运作与诚信指标。试点储架发行机制,提高信息披露良好和规范运作公司的融资便利性。可转换债、可交换债具有“先债后股”的性质,能够缓解发行新股的信息不对称问题。其债性以及转

[54] 新修订的《上市公司非公开发行股票实施细则》(征求意见稿)增加一条:上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象做出保底保收益或变相保底保收益承诺,且不得直接或间接向发行对象提供财务资助或者补偿。

股价修正条款为投资者提供下跌风险的保护,转股选择权为投资者提供向上的获利空间。这种证券条款远比保底保收益承诺公开透明。对于可转债和可交换债,可以逐步降低发行门槛,拓宽发行主体,扩大适用范围。

其次,理顺发行新股和转售老股两种融资方式,兼顾企业和股东两类主体的融资需求。资本市场上广义的融资既包括企业发行新股,也包括股东转售老股。孤立地看,似乎只有发行新股带来企业新增资金,但从系统的角度,投资者减持股份获得融资,从而开启新一轮投资,投资、融资、退出构成资本流动的闭环。投资和融资互为镜像,投资包括认购新股和受让老股,对应于企业发行新股的融资和原股东出售股份的融资。

我国传统观念上习惯于强调资本市场为企业融资服务,无意间忽略了便利交易这个证券交易场所的根本属性。过去数年,有关 IPO、再融资和协议转让等规则为了抑制股东利用资本市场“圈钱”和“套现”,不断加强股份限售的时间和适用范围。公司上市后,老股东(实际控制人,管理团队,VC/PE 机构)正常的转让和减持受到严格的限制,不得不诉诸质押融资、财务型并购、市值管理,从而生出种种市场乱象。大股东、创始人股份流通受限,新的投资者无论受让老股还是认购新增股份都阻力重重(后者主要是较长的新股发行审核周期和股份限售期),也成为公司上市后股权集中度居高不下的重要因素。

科创板已进行 IPO 发行定价市场化等改革突破,但是沿袭了鼓励“融资”,抑制“套现”的观念,保持对存量股流通的严格限制。根据手工整理,截至 2019 年 10 月上市的 51 家科创板公司,创始团队持股比例非常高,平均数和中位数分别为 43% 和 49%。创始人以“60 后”、高学历为主,其中最大年龄 75 岁,最小年龄 51 岁,中位数 38 岁。上市后三年限售期结束后,必然存在正常的减持诉求。另一类是天使投资人和 VC、PE 等私募股权投资者,其持股比例平均数和中位数分别为 19% 和 18%。这类投资者除了 pre-IPO 轮的股东,大部分已持股数年,必然存在上市后退出的需要。伴随证券发行机制的市场化改革,需要及时跟进股份流通制度改革,可在科创板先行先试限售股份的转售注册,并缩短特定类型投资者的限售期(天使投资人和 VC、PE 等私募投资者,认购定

增的投资者等),探索资本市场融、投、退的良性循环之路。^[55]

最后,不断发展公司信用债市场。公司债券市场与股权市场共同构成直接融资的生态系统。从融资增量指标看,债务融资的规模(以发行金额衡量)贡献突出;市场存量指标看,权益资本的形成(以股票市值衡量)更为重要。当前中国的公司信用类债券已经形成一定的规模,2017年企业债和公司债券发行合计1.57万亿元人民币,余额18.37万亿元人民币。作为参照,美国2017年公司债券发行和余额分别是1.7万亿美元和9万亿美元。^[56]但我国信用债融资主体以大型国有企业为主,募集资金用途主要用于扩张传统主业。需要优化债券融资结构,引导债券市场为企业创新发展,转型升级,并购扩张提供支持。信用债券市场难免出现违约案例,这也从一个侧面说明,资本市场比银行系统更加透明、价格反应更有效,行政干预与刚性兑付的色彩较弱。不能因违约个案让信用债市场蹒跚不前。

(四) 培育长期资金来源,优化市场和机构的资金结构

如前分析,中国资本市场的结构性问题在资产端主要是股权过于集中,资金端则表现为缺乏中长期资金来源和部分机构投资者行为散户化。作为长期配置型资金代表的社保基金、保险资金不但直接持股市值低,^[57]对股权投资机构的出资占比也不高。作为对比,美国养老金不仅直接持股市值比例达12%,加上通过共同基金间接持股,合计达到23%。^[58]

再从权益型专业投资机构的角度来看,它们的资金来源结构存在先天不足。私募股权投资基金的出资方主要来自工商企业、各类资管计

[55] 以美国的证券发行注册制为例,首次公开发行(initial public offering)的注册可能是发行新股(primary offering),也可能是转让老股(secondary offering),或者同时进行。上市后再次发行(follow-on offering或seasoned equity offering)的注册同样适用于新股和存量股。

[56] 中国债券发行等数据来自中国人民银行历年的货币政策执行报告;美国有关数据来自美国证券业协会的统计年鉴。

[57] 2018年年末,社保基金、保险资金合计持有A股比例2.3%;美国养老金和保险机构持股市值比例分别为21.5%和2%(2017年年末)。See SIMFA, FACT BOOK, 2018.

[58] 参见蒋健蓉、谢云霞、袁宇泽:《引导中长期资金进入资本市场和机构投资者培育研究》,载《清华金融评论》2020年第1期。

划、高净值个人,尽管社保基金加快出资力度,但与保险资金合计占比仍不到3%,而境外私募基金接近半数资金来自养老金、母基金、保险公司、捐赠基金和慈善基金等长期配置资金,^[59]资金来源的差异造成中国私募基金平均管理规模小,投资期限短。^[60]

证券投资基金的发展时间虽久,但资金来源仍以众多个人投资者和套利驱动资金为主,“部分基金管理人依赖结构化产品、定增基金、定制基金等短期资金驱动型产品突破规模困境,短期化趋势显著”。^[61]改变一些机构投资者的散户化行为,须从优化资金结构入手,由近及远的措施包括:提高社保基金和保险公司的股权投资比例,推动资产管理行业转型,扩大资本市场对外开放。

目前社保资金和保险资金对股权和股票投资的配置比例未达监管设定的上限,它们有动力改善资金期限匹配,提高投资组合收益率,主动增加股权投资比例。更大幅度提升这类资金在资本市场的地位,则需国家养老金体系,税收安排,保险资管体制的系统变革。

2018年资管新规及配套措施陆续落地,资产管理行业开始艰难的转型。同年12月银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》,随后各大中型商业银行的理财子公司纷纷设立。银行理财是资管行业最重要的资金源头,是资本市场资金的蓄水池,是从间接融资向直接融资体系转型的枢纽。理财子公司内部如何建立与权益类投资匹配的人才、机制和文化,对外如何唤醒沉浸在短期固定收益、刚性兑付观念中的投资者,使他们接纳长期的权益类投资产品,都无法一蹴而就。

提高资本市场的开放程度。在有效监管境外热钱及套利资金的前提下,促进境内外市场互联互通和机构双向开放。在国际化进程中塑造价值导向的股权文化,淬炼资本市场的韧性。

[59] 全球私募行业的专业研究机构 PREQIN 统计显示,全球私募基金的资金有46%来自养老金,其次是母基金约占14%,保险公司约占10%,捐赠基金和慈善基金约占10%等。

[60] 截至2019年三季度末,股权创投基金已退出项目中,投资期限在4年以下项目数量占比74.6%,退出本金占比81.5%,7年以上项目占比很少。参见阎庆民:《推动私募基金高质量发展 提升服务实体经济能力》,载《清华金融评论》2020年第1期。

[61] 参见洪磊:《中国基金业的发展与展望》,载《清华金融评论》2018年第12期。

最后需要提出,培养长期机构投资者,不应排斥个人投资者的市场参与。我国居民存款余额到2018年年底达到72.44万亿元,居民储蓄率位居世界前列,高达36.1%(2016年),远高于美国7.6%的水平(2018年)。改变居民财富过度集中于银行存款和房地产,正待积极引导居民资金加大对资本市场的配置,而不是相反。至于居民直接持股还是通过基金等机构进行投资,或者兼而有之,属于投资者个人选择的权利。公开发行和交易市场奉行“公开、公平、公正”原则,当然意味着为社会公众提供参与机会,保障他们参与的权利。

反观美国资本市场机构化的进程,背后主要的推动力量是养老金账户体系变革和资本市场的国际化,而非强制安排居民以基金投资替代股票投资的结果。^[62]目前美国机构化进程已经结束,居民直接持股最近10年稳定在36.8%~39.6%,高于我国个人投资者持股约20%的比例(但若考虑我国一般法人持股穿透后的个人账户,我国个人投资者持股比例可能高于美国)。可见主要问题不在于个人投资者的参与度和持股比重,而是所有投资者的行为是散户化倾向还是价值取向。由此不难理解,中国资本市场最需要的是投资者教育,而不是投资者入市门槛。

(编辑:翟玉涛)

[62] 根据美联储调查统计,美国居民主要以退休金和人寿保险的方式持有金融资产,2016年持有这两项资产的家庭比例分别为52.1%和19.4%,直接持有股票的居民比例13.9%,持有共同基金更少,只有10.0%。参见 <https://www.federalreserve.gov/econres/scfindex.htm>。