

# 我国定向增发发行制度研究

---

黄欢

资本市场研究所

2014年8月



请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 内容提要

本文以定向增发为研究对象，分析了我国现有制度下定向增发的发行特征，通过对比境外成熟市场定向增发制度，为下一步我国定向增发制度的完善提出建议。研究发现，定向增发成为主要股权融资手段，投资者专业化程度高，但由于审核时间长，股市低迷时期容易引发股价倒挂，且新增股份锁定时间长，发行对象家数少，配售机制僵化，另外，长期融资效益不佳，中小投资者利益需保护。在此基础上本文建议未来进一步改革方向为，放松管制提高再融资效率，加强监管保护投资者合法权益。

# 目录

一、定向增发发行特征 .....	- 4 -
(一) 发行规模 .....	- 4 -
(二) 发行对象 .....	- 5 -
(三) 审批时间 .....	- 5 -
(四) 锁定时间 .....	- 5 -
(五) 发行对象 .....	- 6 -
(六) 长期融资效益 .....	- 6 -
二、境外市场定向增发制度借鉴 .....	- 7 -
(一) 审核环节 .....	- 7 -
(二) 发行步骤 .....	- 7 -
(三) 定价要求 .....	- 8 -
(四) 发行对象要求 .....	- 9 -
(五) 信息披露要求 .....	- 9 -
三、我国定向增发制度改革建议 .....	- 10 -
(一) 确立简易程序和股东大会一般性授权等制度，提高审核效率 .....	- 10 -
(二) 增加非公开发行的灵活性和适应性，提高市场效率 .....	- 10 -
(三) 确立中小股东单独表决制度，增大中小投资者话语权 .....	- 11 -
(四) 强化市场监管，严格对再融资违法行为的责任追究 .....	- 11 -

# 我国定向增发发行制度研究

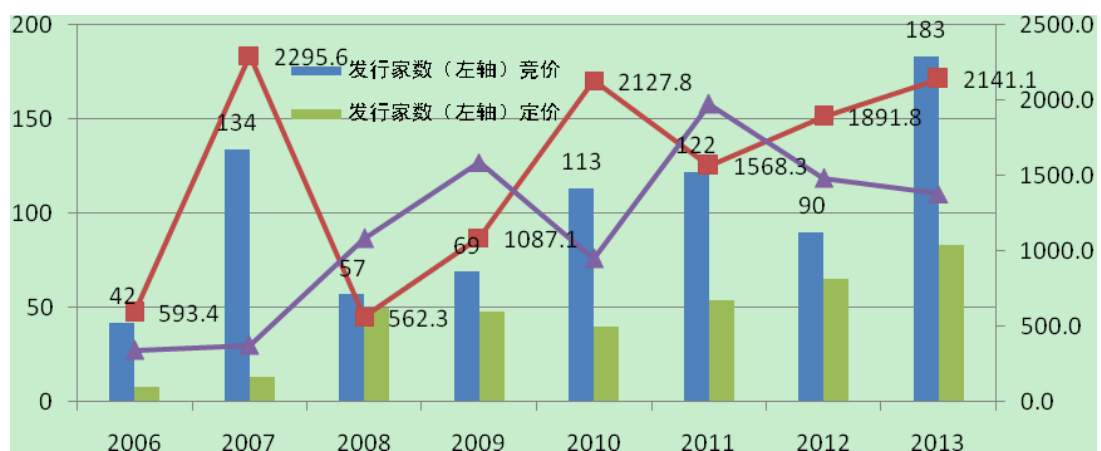
现行《上市公司证券发行管理办法》自 2006 年 5 月发布实施以来，我国公司再融资家数、融资规模等指标不断提升，配置资源的功能和服务实体经济的作用明显增强。近期，随着资本市场一系列以放松管制、促进创新为突出特点的改革措施的推进，市场对修改《上市公司证券发行管理办法》的呼声日渐提高，修改《办法》的迫切性和必要性愈加凸显。本文以定向增发为研究对象，分析了我国现有制度下定向增发的发行特征，通过对比境外成熟市场定向增发制度，为下一步我国定向增发制度的完善提出建议。

## 一、定向增发发行特征

### （一）发行规模

通过比较 2006 年到 2013 年期间不同股权再融资方式的上市公司家数和融资金额可以发现，自 2006 年以来，采用定向增发方式进行再融资的公司数和融资金额大大超过了运用配股和公开增发进行融资的公司数和融资金额。并且随着时间的推移，运用定向增发进行再融资的公司越来越多，2006 年以来，现金类非公开发行（包括竞价类和定价类）共有 577 单，合计募集资金 8,91 亿元，其中竞价类发行最为常见，累计发行 499 单，合计募资 6,662.9 亿元。定向增发已经成为当前我国上市公司最为重要的股权再融资途径。

图 1：2006 年以来定向增发发行家数与融资规模

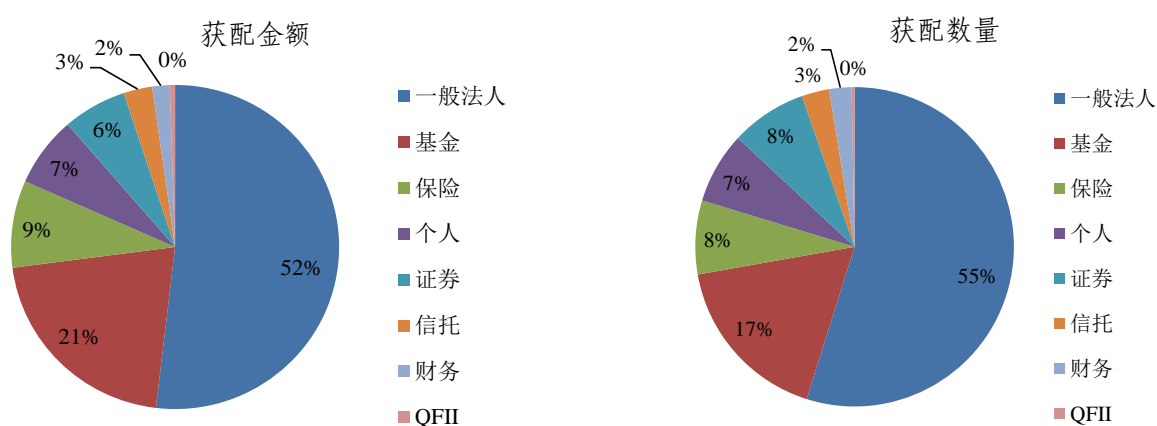


数据来源：根据 wind 提供的原始数据整理而成。

## （二）发行对象

随着资本市场发展与投资理念的多元化，定向增发吸引了多种类型的投资者参与，也培育了一批专注于一级市场的参与者。从金额口径统计，一般法人投资者（以私募为主）、基金公司、保险公司、个人投资者以及证券公司依次是非公开发行的前五大投资者。以 2013 年为例，在竞价类定向增发中，这五类投资者的认购金额占比分别为 52%、21%、9%、7%和 6%。另外信托公司、财务公司也有一定规模的参与，目前市场上参与定向增发较活跃的各类专业投资者接近百家。

图 2：2013 年竞价类定向增发获配投资者结构



数据来源：根据 wind 提供的原始数据整理而成。

## （三）审批时间

定向增发审核时间长，股市低迷时期容易引发股价倒挂。经过统计，平均而言，从上市公司定向增发的董事会决议日开始到获得审批需要 180 天左右，长达半年的审核时间降低了融资的及时性，约束了上市公司的融资效率。并且，由于《办法》规定股东大会确定的发行底价在审批之前仅有一次调整机会，在股市瞬息万变的情况下，极易出现发行价格倒挂的现象，即在获得审批通过之后市场价格低于发行底价，从而导致发行失败。

## （四）锁定时间

锁定时间长，投资者要求发行折价高。《办法》规定“发行的股份自发行结束之日起，十二个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，三十六个月内不得转让”，较长的锁定期限制下，投资者通常要求一定的

定价折让，以覆盖锁定期风险增大安全边际，近年来累计平均定价折让约 20%。另外，由于锁定期过长，投资者缺乏有效的风险对冲措施，只能被动等待 1 年解禁并抛售后实现投资收益，难以形成对企业价值的有效判断，股价也承受较大解禁压力。

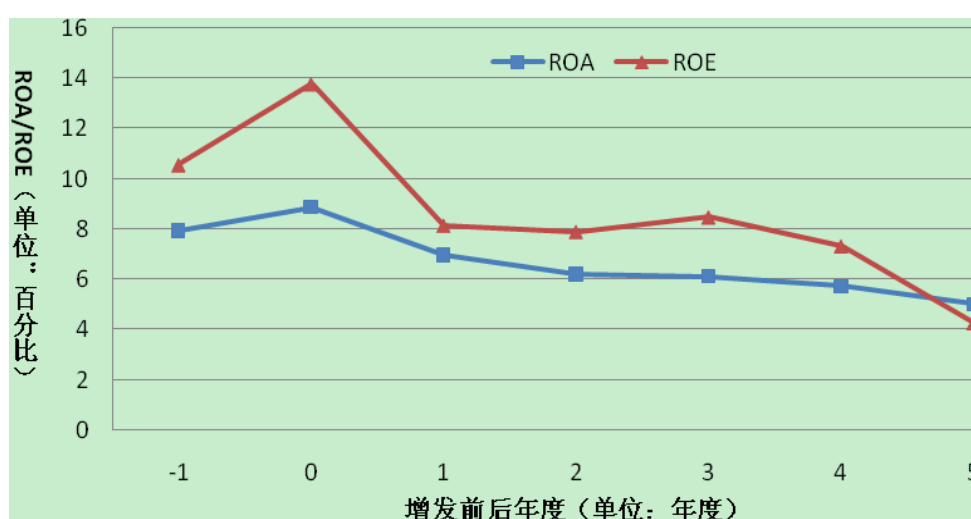
### （五）发行对象

发行对象家数少，配售机制僵化。定向增发的发行在启动时机、路演推介、信息披露、定价机制等方面具有一定灵活性，操作较为简单。目前竞价类定向增发必须按照价格优先的原则进行定价和配售，但竞价机制有可能导致部分投资者盲目报价，主承销商无法根据有效需求的情况确定相对合理的价格，并且主承销商与投资者难以建立紧密的合作关系，不利于上市公司优化投资者结构。

### （六）长期融资效益

长期融资效益不佳，中小投资者利益需保护。通过对发行后的业绩的分析发现，整体上定向增发后上市公司业绩未出现长期增长，出现了一年内业绩上升但 2 年至 3 年的业绩下滑的现象，如下图 3。并且，融资规模与长期业绩未出现明显正相关。此外，一股独大仍然是我国当前国有企业的重要股权特征，由于缺少切实有效的约束机制，大股东通过影响折价等方式进行利益输送的动机依然存在，中小股东的利益需要保护。

图 3 定向增发发行前后业绩变化趋势



数据来源：根据 wind 提供的原始数据整理而成。

## 二. 境外市场定向增发制度借鉴

境外成熟市场的定向增发制度为我国制度改革提供了参考，美国、英国和香港的定向增发制度普遍存在着较为宽松的行政管理，下面将从审核环节、发行步骤、定价要求、发行对象和信息披露五个方面，分析总结境外定向增发制度特征。

### （一）审核环节

普遍而言，境外市场上的定向增发无需注册和审批。英国只有在发行规模较大，如超过总股本的 10% 的时候，才需要制作和刊发招股书，招股书需要经过英国金融管理局审批才能公开刊登监管机构，整个过程无需通过实质性审核。

以美国为例，美国证券法第 4（2）条规定任何不涉及公开发行的交易均可享受注册豁免。是否能够公开发行，最主要的一个衡量标准就是投资证券者是否需要证券法的保护，也就是取决于投资者是否足够专业老练可以进行自我保护。符合条件的私募发行不必按常规向美国证券交易委员会进行注册，也免于经受冗长烦琐的申请、查核等程序。私募发行交易可私下进行，可以避免市场风险，定价通过发行人与投资人之间的谈判确定。

英国和香港的上市公司普遍采用了一般性授权进行定向增发。以香港为例，一般性授权通常在发行人股东周年大会上获得，授权董事会可发行最多不超过股东决议当日已发行股本的 20% 的股票，在获得了该授权之后，董事会有权利择机发行。按照英国的市场惯例，基于保护老股东的考虑，年度股东大会对配售的一般性授权不得超过发行人已发行总股本的 5%、并且连续 3 年内的配售总额不得超过其 7.5%。如果超过这一额度，则需召开临时股东大会对配售进行批准。上述标准最终取决于公司的章程和年度股东大会的一般授权额度。如拟配售量超过上述授权额度，且未经过临时股东大会批准，回拨机制（Claw Back）会被启动，即配售股份会被通过公开招股（Open Offer）的形式由现有股东优先认购，未被认购部分将被配售给被配售人。

### （二）发行步骤

在无需实质审核的背景下，境外市场定向增发发行过程非常迅速。以香港的“闪电配售”为例，如下表 1 所示，在一般性授权范围内，董事会决定启动定向增发，经过几天时间的尽职调查、建档，承销商根据市场情况确定一个价格区间后，快速建立投资者需求账簿，通常隔夜或者停牌一天完成发行，发行后向联交

所递交申报名单，两三天后股票即可上市。

表 1 香港闪电配售发行程序时间表

时间	香港时间	定向增发示意性时间表
T-6		经公司同意开始对投资者“越墙”
T-3		草拟分发给各方的公告、法律文件和尽职调查问题清单
T-1	11:00am	确定建档情况满足发行规模
T-1	2:30pm	进行尽职调查
T-1	4:00pm	香港市场收市；公司的配售委员会授权配售
T-1	4:15pm	确认定价
T-1	4:30pm	与亚洲/欧洲销售最后确认订单情况
T-1	9:30pm	与美国销售人员最后确认订单情况 签署公司和承销商之间的配售协议
T-1	11:00pm	配售公告上传到联交所及公司网站
T	00:00am	在香港市场早盘开市前向投资者分配
T	10:00am	开市时在联交所划拨交易股份
T+2		向联交所递交最后配售名单
T+4		获得联交所批准新股上市
T+5-7		交割和结算

以英国为例，配售的时间表取决于是否需要召开股东大会进行批准。如果无需召开股东大会，且不触发回拨机制，配售一般可在一天之内完成建簿过程并交割。如果需要召开股东大会，融资周期则受制于股东大会通知期（通知期依照公司章程决定，英国法下注册的公司通常是 21 净日或 14 净日）。

### （三）定价要求

英国和香港对定向增发的发行价格有一定的要求，伦敦证交所上市规则规定，非公开发行的定价不得低于市场价的 90%。英国“优先权组织”（Pre-Emption Group）建议配售定价不得低于市场价的 95%，该建议没有法律约束力，但是在伦

敦市场上有较大的影响力，代表了机构投资者的通行看法，是被普遍遵守的市场惯例，在香港，规定定向增发的发行价，相对于以下较高者的折扣率不得高于 20%，①增发协议签署日的收市价；②增发宣布日、增发协议日、定价日几个日期中较早的一个的前五日平均收市价。

尽管相关制度对发行价格有一定要求，但由于发行时机的选择较为自由，无需审核，发行速度快，则不会出现与我国类似，在确定发行底价后由于市场环境变化出现价格倒挂的情况。

#### （四）发行对象要求

在闪电配售中，发行对象须为香港公司法规定的专业投资者，并且为独立于发行人的关联人（关联人包括重大股东、董事、最高行政人及其联系人）且独立于承销商的关联客户的买家，而且不向散户公众投资者发行，具体来说，上市规则规定，每增发 100 万港元的证券，须由不少于 3 名人士持有，而每次增发的证券，至少须由 100 名人士持有，而对于发行对象转售股票的能力，香港法律不作限制。

美国规则 D 根据发行量及发行对象将各交易区分开来，针对不同发行对象和发行量，提出了不同的规则要求等。以合格投资人为例，合格投资人是指那些机构投资者和高收入人群，包括①银行、保险公司、投资公司或雇员福利计划；②资产超过 500 万美元的慈善基金或教育基金；③发行人的董事、高级管理人员或大股东；④任何净资产超过 100 万美元的个人；⑤任何年收入超过 20 万美元的个人或夫妻共同年收入超过 30 万美元的个人；⑥任何资产超过 500 万美元的信托基金等。

#### （五）信息披露要求

以美国为例，私募发行的信息披露要求比公开发行相对较宽松，各豁免条款中对信息披露的要求因发行对象的不同而有所差别，具体参见以上对美国证券法上各豁免条款的描述。比如，规则 D 要求发行人必须给非合格投资者提供关于发行人的详尽信息。如果发行人不是证券交易法上的申报企业，那么提供的信息应包括非财务的和财务的信息，详尽程度应相当于发行人申请注册发行时提供的信息。发行人还必须提供每个投资者就发行人或本次发行提问的机会。

并且，虽然美国非公开发行为注册豁免，但注册豁免所豁免的为注册要求，

而并不豁免联邦证券法下其他的义务，包括对关于反欺诈和民事责任的规定。在发行过程中做出的关于重大事实的任何不实陈述，或遗漏按照规定必须披露的任何重大事实，或者从事对任何人士构成欺诈或欺骗的任何行为可能导致民事或者刑事责任，此种责任并不仅限于发行人，也可能适用于承销商和其他专业机构。

香港市场和英国市场利用一般授权增发一般不需要招股书，发行前无须公告和披露，只需以公告方式披露发行结果。但如果涉及特定授权，则公司需要发布股东通函和股东大会通知以召开临时股东大会，且公告和股东通函须经香港联交所审查，所发布的任何发行通函均须符合香港上市规则的要求。配售完成后，监管者对公司的监管要求与发行前一致，不会适用额外的监管规则。

### **三. 我国定向增发制度改革建议**

对比境外定向增发制度可以看出，相对而言，我国定向增发审批时间长，发行机制不灵活，定向增发发行过程的定价、发行对象等方面有诸多限制。针对我国定向增发发行特征，建议下一步《办法》的修改方向为，提高再融资效率、更好地服务实体经济发展的同时，进一步引导上市公司理性融资、更好地保护投资者合法利益。下面围绕《办法》的修改提出以下几点建议：

#### **（一）确立简易程序和股东大会一般性授权等制度，提高审核效率**

建立股东大会“一般性授权”制度。参照香港市场的做法，引入一般性授权制度，即对于总股本 10%以内的股权融资，允许股东大会授权董事会择机决定、快速决策，为实施“闪电配售”创造条件。

明确上市公司再融资审核适用行政许可简易程序。再融资申请的受理、审查、核准等事项，均可根据证监会《行政许可实施程序规定》规定的简易程序，进行相应简化，比如当场受理、口头反馈等。建立“快速审核”制度，对符合特定情形的上市公司，如分红比例较高、盈利能力强、信息披露质量好等，可以不经过初审而直接提交发审会审核。

#### **（二）增加非公开发行的灵活性和适应性，提高市场效率**

在发行对象方面，放宽发行对象人数，将发行对象从 10 人放宽到 200 人，以方便定向增发的实施。在发行价格方面，在发行启动前，只要董事会或股东大会通过，即允许调整发行底价。采用竞价方式发行的，允许经中小股东表决通过后，

以基准价格的 8 折为发行底价，适当放松管制。在锁定期方面，适当放松对锁定期的规定，借鉴美英成熟市场的先例，锁定期设定为不低于 3 个月或 6 个月，从而提高定价市场化水平。

另外，适时引入自主配售安排。目前以非关联股东为发行对象的定向增发采取竞价机制，即价高者得。建议赋予自主配售权，在合理的价格范围内，由主承销商根据投资者资金实力与持股特点等自主确定获配投资者，优化投资者结构。

### **（三）确立中小股东单独表决制度，增大中小投资者话语权**

为保护中小股东利益，借鉴香港市场的做法，针对以控股股东、实际控制人为发行对象的定向增发，建立中小股东单独表决制度，要求相关再融资议案除须股东大会决议通过外，还须获得出席股东大会的中小股东三分之二以上表决权通过，并要求单独披露中小股东表决情况，从而增强表决结果的透明度。

### **（四）强化市场监管，严格对再融资违法行为的责任追究**

加强市场监管是放松管制的必然要求，建议增加重点关注、公开道歉、市场禁入等行政监管措施，补充对违反业绩承诺和约束机制的市场主体的惩罚措施。加大处罚力度，对定向增发申报材料中有虚假信息的，由现在 36 个月内不再受理发行人公开发行申请，调整为不再受理其所有的发行证券申请，同时将责任人认定为不适当人选或采取市场禁入并公布，对于最近 12 个月内受到两次以上交易所通报批评的公司，禁止其发行证券。另外，需强调对保荐机构和保荐代表人的责任追究，保荐机构和保荐代表人违反《办法》相关规定的，中国证监会依照《证券发行上市保荐业务管理办法》等规定处理。

## 免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

---

单 位: 上海证券交易所资本市场研究所

微 信: 上交所资本市场研究所

微信号: sse-yjs

联系人: 宋倩倩

传 真: 021-5018 7123

地 址: 上海市迎春路 555 号 B 栋 7 楼

二维码:



邮 箱: qqsong@sse.com.cn

网 址: www.sse.com.cn

邮 编: 200135

---