

对我国上市公司定向增发规则改进的思考

■ 刘建勇 朱学义

自2006年5月8日证监会颁布并实施《上市公司证券发行管理办法》以来,以非公开发行方式向特定投资者定向增发新股已成为当前我国上市公司股权再融资的主要方式。与西方国家成熟的资本市场及规范的私募发行制度相比,我国资本市场仍比较落后,有关定向增发的政策还处于不断完善中,证监会为此曾先后出台的管理办法有《上市公司证券发行管理办法》、《关于上市公司做好非公开发行股票的公告》及《上市公司非公开发行股票实施细则》。下面笔者从四个方面对我国上市公司定向增发规则进行分析,并借鉴其他国家的私募发行制度,结合我国上市公司的实际情况提出相应的改进建议。

定向增发对象

《上市公司证券发行管理办法》规定:上市公司可以向不超过10名的特定对象定向增发新股,发行对象应符合股东大会决议规定的条件,发行对象为境外战略投资者的,还应当经国务院相关部门事先批准。《上市公司非公开发行股票实施细则》对发行对象做了进一步解释:“发行对象不超过10名”是指认购并获得本次非公开发行股票的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过10名;证券投资基金管

理公司以其管理的2只以上基金认购的,视为一个发行对象;信托公司作为发行对象,只能以自有资金认购。

在上述规则的指导下,在实际操作中,大股东及其关联方成为许多上市公司定向增发的主要对象。而我国上市公司股权结构的一个显著特征就是股权相对集中,这导致许多上市公司定向增发后大股东持股比例不降反增,股权集中度进一步加强。尽管高股权集中度有助于解决管理层与股东之间的代理问题,但同时也会衍生出另一类代理问题,即大股东与中小股东利益冲突或者说大股东对中小股东的侵害,这不利于我国上市公司股权结构的优化。鉴于以上情况,笔者认为可以借鉴新加坡和新西兰的私募发行制度。新加坡股票发行制度规定,上市公司私募发行的股票不能够出售给公司的董事和原有股东;新西兰私募发行制度规定,公司的董事及关联关系人不能参与认购私募发行的股票。借鉴这种做法将有利于优化当前我国上市公司高度集中的股权结构。西南财经大学彭韶兵等研究发现,定向增发所具有的的正的公告效应与公司股权集中度的变化在5%的水平上显著负相关,这说明股权集中度的稀释程度越大,正的公告效应就越大。同时,考虑到在股权分置改革后上市公司大股东与中小股东的利益趋于一致,上市公司如果通过向

控股股东或控股股东的关联企业定向增发实现集团公司整体上市,可以解决其与控股公司之间的关联交易及代理问题,优化产业链并提高盈利能力,并且有利于对集团公司非上市资产进行合理定价,笔者提出如下建议:第一,如果上市公司定向增发的目的是为了实现在整体上市,可以允许现有大股东及其关联方参与认购定向增发的股票。第二,如果上市公司定向增发的目的不是为了实现在整体上市,为防止股权过度集中和利益输送现象,应规定公司董事和现有大股东及其关联方不得参与认购上市公司定向增发的股票;同时为了确保定向增发股票能够全部销售出去,可以借鉴美国的做法(美国私募发行规则D条例506款规定,私募发行购买者为“合格投资者”的,可以不受数量限制;购买者为其他成熟的“非合格投资者”的,不能超过35人),将定向增发对象的人数由10人扩大至35人,即允许上市公司可以向35个特定投资者定向增发新股。

定向增发规模

当前实施的《上市公司证券发行管理办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》均没有对我国上市公司定向增发股票的规模做出限制,已有的经验数据表明我国上市公司定向增发股

票规模过大。上海财经大学陈信元、朱红军和何贤杰统计发现,2006~2007年我国上市公司定向增发的股票数量占这些公司增发后股票数量的32.7%,远高于美国的20%。而我国上市公司普遍存在股权融资偏好,债务融资的治理作用没有得到充分发挥。因此,有必要对我国上市公司定向增发的规模做出限制。可以借鉴新加坡和新西兰的做法:新加坡股票发行制度规定,上市公司私募发行股票的规模不能超过上市公司最近12个月内发行在外普通股总数的10%;新西兰的私募发行规则规定,上市公司私募发行的股票数量应限制在上市公司最近12个月内发行在外普通股总数的10%~15%。具体建议如下:第一,我国上市公司定向增发的股票数量应不得超过上市公司最近12个月内发行在外普通股总数的10%;若扩大发行规模必须经股东大会同意,但最大不能超过15%。第二,如果上市公司定向增发的目的是为了实现在整体上市,可以不限发行规模,但注入上市公司的非现金资产必须要经股东大会审查,审查的内容包括:注入资产是否符合上市公司的发展战略;注入资产的评估程序和结果是否公正合理;注入资产是否能够显著提高上市公司的生产能力。

定向增发价格

《上市公司证券发行管理办法》规定,上市公司定向增发新股的增发价格应不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%,定向增发的定价基准日可以是董事会决议公告日,也可以是股东大会决议公告日或发行期首日。这使得上市公司控股股东可选择有利于其发行的定价基准日或者通过故意停牌、股价操纵等方式压低发行价格,达到输送利益的目的。与此对应的是,对于公开增发股票,却明确规定

增发价格应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,即定价基准日已被明确。因此,要规范上市公司定向增发价格,就需要固定定价基准日。为了防止由于实际发行日与定价基准日之间的时间间隔过长而导致的发行价严重偏离股票市场价值等现象的出现,考虑到证监会要求每个上市公司定向增发时都要提供《非公开发行情况报告书》,笔者建议选取上市公司公布《非公开发行情况报告书》的日期为定价基准日,要求上市公司定向增发的价格不得低于该基准日前一日股票收盘价的90%或前20日股票均价的90%。之所以允许有10%以内的折扣率,是因为投资者购买定向增发公司的股票往往在一定时期内不能出售,给予认购者折扣是对其的一种补偿。

定向增发股票的转售

《上市公司证券发行管理办法》规定,定向增发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。尽管上述

办法规定了转售期,但没有对转售数量、转售方式以及转售时的信息披露做出规定,一旦大量非公开发行证券集中上市,有可能对市场造成巨大冲击,监管机构难以了解和有效监督非公开发行证券的转售情况。对此,笔者建议如下:第一,对转售期满后每日可上市流通的最高数量做出限制,如规定每天可上市流通的数量不得超过公司最近十二个月内总股本的1%。第二,借鉴美国Rule144A的经验,建立一个专门用于定向增发股票的转让场所。从我国目前的证券市场体系来看,代办转让系统可以充当定向增发股票的转售场所,但是转售人在代办转让系统转让定向增发股票时应当遵守有关持有期限(转售期)、转售数量限制等规定。第三,规定更为严格的信息披露要求,如每出售1%就应该履行信息披露义务。同时,建立报告制度,规定控股股东、实际控制人及其关联方应事先报告其出售非公开发行股票预计将达到的数量,其他投资者出售非公开发行股票应事后及时报告,以便监管机构进行有效监督。

(作者单位:中国矿业大学管理学院)

责任编辑 刘莹

● 简讯

渤海银行推出“携手创富” 中小企业服务品牌

在近日召开的“第三届中国企业国际融资洽谈会”上,渤海银行正式推出了其为中小企业专门建立、量身定制的产品与服务体系——“携手创富”。该产品从前端的市场模式、中端的产品研发战略到后台的风险管理标准和贷款审批流程,均根据中小企业的请求特点而定制,具体包括商业分期贷款、法人按揭贷款、发票融资、供应链融资、经营型物业抵押贷款、快捷贷(商业抵押贷款)和中小企业省息账户等多种融资选择。

(本刊通讯员)