

快速再融资制度:国际经验与借鉴

兰邦华

如何推进上市公司再融资制度改革是当前资本市场的一个热点问题,近期管理层在不同场合都曾表示,要将“小额快速再融资”做为创业板上市公司制度创新的一项重要内容。本文对“快速再融资制度”的实施要件、境外资本市场快速再融资制度安排、境内上市公司如何实施快速再融资制度三个问题进行研究。

什么是快速再融资制度

快速再融资制度是指发行监管机构(证监会或证券交易所)对符合资格条件的发行人进行更宽松的审核内容、更快捷的监管程序的制度安排。实施快速再融资制度对于解决境内资本市场存在的一些深层次问题具有重要意义。首先,有利于抵消部分发行人出于财务谨慎动机而产生的“一次募足”的过度融资偏好,合理引导上市公司融资预期,遏制恶意圈钱行为;其次,通过快速再融资资格条件的设定,可以鼓励上市公司提高募集资金使用效率、规范公司治理、重视投资者分红回报;第三,有利于缩短审核周期,帮助上市公司抓住市场机遇,更好地使用募集资金提高经营业绩。快速再融资制度的核心要件有三项:资格条件、审核内容与监管程序。即符合哪些条件的发行人允许快速再融资;快速再融资审核内容是什么,与普通再融资有何区别;快速再融资监管程序上有什么简化措施。

境外资本市场

快速再融资制度概况

境外发达资本市场一般都有上市公司快速再融资的制度安排。从境内外实践来看,快速再融资的资格条件主要包括融资规模、前次募集资金使用情况、再融资品种和发行方式。一般情况下,融资规模较小、前次募集资金使用较好、具有债权融资属性、私募发行的再融资申请更容易获准快速再融资;快速再融资的审核内容一般不对募投项目市场前景等内容做实质判断,简化信息披露;快速再融资的监管程序在企业决策、发行审核、发行销售等三方面都做了简化。下面简要介绍几种常见的快速再融资制度安排。

(一) 闪电配售(先后后新配售)。美国、中国香港等地资本市场都有闪电配售(又称非路演配售、先后后新配售)的快速再融资制度。例如,香港上市公司增发新股可采取闪电配售方式,即上市公司直接通过市场询价完成新股增发,不需要路演的

再融资方式。闪电配售之所以又称为“先后后新配售”,是因为在发行过程中,控股股东先向投资者出售其旧有股份,然后再认购相同数量新股。

闪电配售比新股配售更受欢迎的原因包括:(1)时间短,效率高,配售现有股份可按T+2交收的方式立即执行,而发行新股需要遵守联交所的上市批准和股份注册机制,可能需时一周;(2)在与新投资者进行交收前,无需取得上市批准;(3)该方式可将签订配售协议日期至交易完成日期之间的股价波动风险降至最低。

在先后后新配售过程中,控股大股东的作用纯粹是方便进行结算程序,并不涉及直接财务利益。下表所示为大股东的股本变化,若大股东减持老股的数量(Y)等于上市公司随后向大股东发行新股的数量(X),则最终效果等同于直接增发新股,大股东的持股数不变,上市公司总股本增加X(或Y);若上市公司向大股东发行新股的数量(X)小于大股东减持老股的数量(Y),则发行新股和减持老股同时进行,大股东持股数减少Y-X,总股本增加X。(参见本文右下方表格示意图)

(二) 股东大会一般性授权。香港上市公司的年度股东大会可授予董事会发行新股的一般性授权,数目不得超过授权时已发行股本的20%,另加上发行人获授权后回购的证券的数目(最高以10%为限)的总和)。在授权有效期内,如上市公司配售新股(类似于境内的增发)、供股(类似于境内的配股)的股份数目不超过未使用的一般性授权,则董事会就有权决定,不需要再召开股东大会。如发行比例超过一般性授权(在20%以上),则需召开特别股东大会进行审议和公告。

为防范关联交易,香港交易所的《上市规则》还规定,除了已获独立股东批准之外,发行人只有在《上市规则》第14A.31(3)条所载情况下,才允许根据一般性授权向关联人士发行证券。这些条件包括:在关联人士签订配售协议后的14日内向该关联人士发行证券;向并非其联系人的第三者配售证券;以不得低于配售价的价格认购证券(价格可因配售费用作出调整);发行给该关联人士的证券数目不得超过其配售证券之数目(会导致控股股东和其他股东的持股比例摊薄)。

(三) 小额发行与私募发行注册豁免。美国证券发行采用的是注册制,非经SEC注册的证券不得发售,但是美国有“豁免交易”的重要规

定,它是指证券本次发行与销售享受注册豁免,但后续交易就必须进行注册,除非符合其他豁免的要求。美国证券豁免制度的核心是小额发行与私募发行豁免发行,豁免交易包括下列情况:(1)仅为交换而进行的证券发行;(2)仅向某一州内居民或准居民发行和出售的证券;(3)关于小额发行的豁免(美国证监会1982年公布的D条例的504、505规则授权SEC就500万美元以下的发行制定豁免登记注册规则);(4)关于小企业发行证券的豁免;(5)一般投资者、交易商、经纪人的全部或部分证券交易行为的注册豁免;(6)私募发行的豁免;(7)二级市场的交易豁免;(8)其他的证券交易豁免情况。

(四) 分道审核制度。台湾地区对证券的发行审核采用核准制与注册制相结合的制度,证券募集、发行人在未经主管机关核准或未向主管机关申报生效后就募集或发行证券都被视为违法,台湾地区对上市公司再融资发行监管有点“分道制”。首先,部分再融资发行采取“事后备案制”,台湾地区《证券交易法》第22条和第43条的规定,公开发行股票之公司私募证券或普通公司债之私募可以不用事先经主管机关的核准或向主管机关申报生效,而只需在股款或公司债等有价证券之价款缴纳完成日起15日内,把相关的发行文件送主管机关备查。其次,对于需要证监会审核的再融资申请视情况采取核准制或申请制,如前次募集资金进度良好(或要求100%按原定计划使用),则下一次再融资可采用核准制,程序简单,7日内可生效;如前次募集资金进度未按计划进行,或未达到预期利润且无合理解释,则下次再融资可能被要求采取申请制,需经过证监会和交易所的双审,程序更严格。

如何完善境内上市公司快速再融资制度

2007年以来,管理层在探索快速再融资制度方面取得了一定成效,先后推出了非公开发行股票、公司债、定向公司债等再融资品种,并实施简易审核程序,深交所也在研究探索创业板上市公司的小额快速再融资。我们认为,境内上市公司快速再融资制度设计要从资格条件、审核内容、监管程序和配套措施四方面着手,从创业板上市公司再融资制度开始试点。

(一) 快速再融资的资格条件。要从融资规模、融资品种、发行方式、前次募集资金使用情况、分红情况、财务指标、保荐机构及保荐人等方面设定快速再融资的资格条件。从融资规模来看,发行规模小于发行前总股本的10%,融资额小于净资产的20%且低于

5000万的创业板上市公司(或融资额低于1亿元的中小板上市公司)的小额再融资优先。从融资品种来看,给予快速再融资资格的优先顺序依次为公司债、分离债、可转债、优先股、配股、非公开发行股份、增发。从发行方式来看,私募(非公开)发行优先于公开发行;从募集资金使用情况来看,前次募集资金使用未发生变更、募投项目达到预期效益的上市公司优先;从分红情况看,最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的50%且现金红利与净资产之比不低于同期银行定期存款基准利率的优先,本次再融资规模不超过最近5年内分红额扣减5年内累计股权融资额的优先;从财务指标看,报告期内净资产收益率高于6%的上市公司优先;从保荐机构和保荐人来看,保荐项目募集资金使用情况较好、所保荐的公司业绩较好的保荐机构和保荐人优先。监管部门可以按上述原则制定细化的分类评价标准,做为评定快速再融资资格的依据。监管部门在受理不同再融资品种申请时,根据上述资格条件的综合评定,决定再融资申请属于豁免、优先、常规、关注四类申请中的哪一种类型。

(二) 快速再融资的审核内容。要根据不同的再融资申请的品种、发行人资格条件确定审核内容。对于豁免类、优先类再融资申请,应简化或取消募投项目市场前景等审核内容。对于关注类再融资申请,应根据关注的因素(如前次募投项目未达到预期效益、规范运作出问题)保留或增加相应的披露内容。总体原则是,强化信息披露与合规性审核,弱化实质性判断。

(三) 快速再融资的监管程序。快速再融资的监管程序可以从企业决策、发行审核、发行承销三个环节简化。在企业决策环节,可借鉴境外公司股东大会一般性授权的做法,规定某些类型的再融资(如占发行前股本20%以下的配股或非公开发行股份,占净资产20%以下的公司债或定向公司债融资)、某些再融资方案的调整(如在一定范围内调整非公开发行的底价)可以由年度股东大会授权董事会实施,无需再召开股东大会。在发行审核环节,建议实行分道制,将再融资申请分为豁免、优先、常规、关注四种类型,审核程序从快到慢,信息披露从简到繁。监管部门在受理时根据发行人、融资规模、再融资品种、发行方式、前次募集资金使用情况、分红情况、财务指标、保荐机构及保荐人等资格条件的综合评估,确定发行申请属于哪种类型,适用哪个审核通道。豁免类的再融资申请,上市公司只需要在发行结束之后7个工作日之内向监管部门备案即可,目前可先应用于

小额私募债融资或符合某些条件的小额非公开股权再融资。优先类的再融资申请可减少审核内容、简化审核程序,可应用于符合某些条件的债权融资、非公开股权融资、配股融资。常规类的再融资申请继续沿用现有的审核内容和程序,它适用于豁免类、优先类之外的大部分再融资申请。关注类再融资申请适用于发行人财务状况差、前次募投项目未达到预期效益、规范运作存在问题、再融资金额过大(如融资额超过净资产或一个设定值)的再融资申请。在发行承销环节,可借鉴境外资本市场先后后新配售、加速簿记等做法,缩短从发行核准至资金到位的时间。

(四) 建立快速再融资制度的配套措施。快速再融资制度相关的配套措施主要包括前次募集资金使用评价、保荐机构与保荐人评价、私募转售制度、储架发行这四项制度。

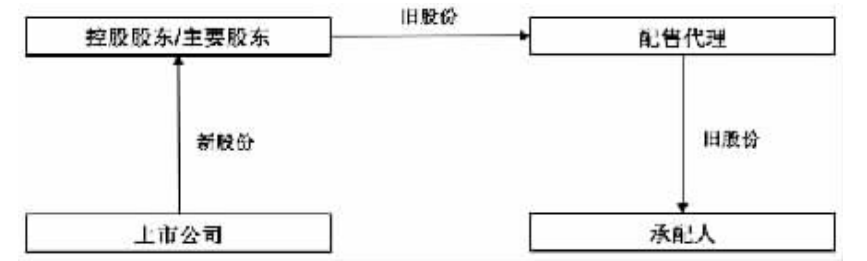
建立科学的定期的募集资金使用效率评价制度,并将评价结果应用于快速再融资条件评审中,将有利于抑制发行人过度融资偏好,提高募集资金使用效率。建立保荐机构、保荐人的评价和升降级制度,对以往保荐项目质量较好、保荐项目募集资金使用效率较高的保荐机构、保荐人给予加分,对于保荐项目质量较差的保荐机构、保荐人给予考核扣分。综合考核得分高的保荐机构、保荐人获得保荐快速再融资项目的资格,得分垫底的保荐机构、保荐人实施警告、暂停资格、取消资格等处罚措施。

为了避免上市公司利用私募方式来规避公开发行的程序和信息披露的义务,境外交易所一般都对私募发行证券提出转售限制规定。1972年美国SEC颁布的规则144主要为以下两类证券的转售创造了安全港:一类发行人之关系人所为的证券转售;另一类为“受限

制证券”的转售,上述两种类型的交易,必须满足规则144项下的所有条件,才能取得豁免。这些条件包括公开信息的可获取性、持有期间、数量限制、销售方式和通知要求五个方面。境内资本市场的私募转售制度目前只有非公开发行股票限售期的规定,内容过于简单,还需要进一步细化。

储架发行是指证券发行一次注册(或核准),多次发行的机制。美国、英国、日本等发达国家,马来西亚等发展中国家都已经实施该项制度。在美国,发行人提交的《储架注册说明书》经证监会审核并宣布生效后,即被允许通过建立“储架”,在三年内连续多次地发行证券,其间发行人还可以随时注册新的三年期“储架”。储架发行将传统的事前行政审批管理模式转变为事前、事中、事后的持续监管模式,有利于抑制上市公司出于财务谨慎动机的过度融资冲动,提高融资效率和灵活性。储架发行还有利于发行承销中使用“闪电配售”等技术措施。目前境内公司债再融资可分两次发行,已具有储架发行的某些特征,下一步可研究如何将分次发行的做法推广到更多的再融资品种。储架发行对于现有发行审核模式的一大挑战在于储架发行的部分资金是在1-3年之后募集使用,对于这部分募集资金投资项目的必要性、可行性在申报时难以准确审核。为避免这个难题,储架发行可先推广到债权约束较强、募集资金使用审核较宽松的债权融资品种,对于股权再融资品种,可设定一个规模上限(如发行股份小于总股本的20%,融资额小于净资产的40%且不超过1亿元),在上限之内的股权再融资,可以建立储架,由交易所补充审核募投项目,即可实施储架发行。(作者系特华博士后科研工作站研究者)

先后后新配售操作流程



先后后新配售前后的股本变化

参与方	配售前	大股东减持老股后,认购新台前	大股东认购新券后	最终结果
大股东	S	S-Y	S-Y+X	减持老股: Y-X
配售投资者	-	Y	Y	增加新股
其他投资者	T	T	T	持股不变
总股本	S+T	S+T	S+T+X	发行新股: X

(图表由作者本人制作)

中国出口增速将出现长期性放缓

滕索

今年1-9月,全国进口总额13471亿美元,同比增长4.8%,出口总额14954亿美元,同比增长7.4%,实现贸易顺差1483亿元,较去年同期增长39%。进出口增速双双大幅下滑,处于金融危机之后的低点,我国正面临金融危机以来最严峻的对外贸易形势。造成进出口大幅放缓的原因何在?年内对外贸易能否出现回暖?在未来几年的时间里我国的经常账户数字又将如何演变?

全球经济衰退影响出口 预计全年同比增长7.4%

全球经济的周期起伏是造成国际贸易中短期波动的最根本原因。历史数据表明,全球范围内的商品与服务贸易总量增速与全球GDP增速紧密相关,但贸易总量增速的波动更为剧烈。全球经济快速增长时期往往伴随着各国的市场开放和经济全球化程度的提高,国际贸易因此愈加繁荣兴盛,而一旦全球经济陷入衰退周期,各国往往将保证国内经济稳定、充分就业作为首要目标,导致以邻为壑的贸易保护主义沉渣泛起,国际贸易量大幅收缩。

由于目前我国的出口商品构成中服装、家具等轻工产品和消费电子类产品仍然占据主导地位,海外经济体的消费

支出对我国出口的影响尤为显著。

由于目前我国的出口商品构成中服装、家具等轻工产品和消费电子类产品仍然占据主导地位,海外经济体的消费支出对我国出口的影响尤为显著。

在经历过2008-2009年全球金融危机引发的出口急速下滑和2010年基数效应造成的短暂反弹之后,中国出口增速仍处在漫长的趋势性下行阶段,今年以来更是屡创金融危机后的新低。尽管9月当月出口增长回升至9.9%,但基于对中国主要出口目的地经济前景的考察,我们认为,今年出口市场实质性改善的条件尚不具备,全年实现预定的10%增长目标有较大难度。

作为当前中国最大的出口目标市场,美国经济(尤其是其居民部门支出)的增长状况对中国出口具有重要影响。当前美国经济正逐步走出衰退的泥淖,失业率、消费者信心指数等反映居民消费能力和意愿的经济指标已显示出企稳回升迹象。尽管面临财政和政治上的不确定性,实现全面的复苏尚需经历较长时间,但我们认为,美国经济中长期趋势向好;房地产市场已经企稳、居民部门去杠杆化基本完成、技术与能源等要素供给优势明显。在此背景下,我国对美出口增长可望缓步反弹。

相比美国,欧盟面临的经济形势无疑更加严峻,中国对欧盟出口额今

年以来一直处于负增长区间。债务危机的长期化将造成未来较长时间欧元区内经济停滞和失业率的居高不下,这将直接影响消费者的收入预期和消费倾向,历史数据表明欧盟的消费者信心与中国对欧盟出口的相关性很强,加速下滑的消费者信心预示着中国对欧盟出口将在未来一段时间内持续萎缩。另外,不断发酵的贸易保护主义情绪及相关政策的频繁出台也将为中国对欧出口蒙上一层阴影。

今年以来,我国对第三大出口目的地日韩市场的出口增速同样呈现较大幅度回落,地缘政治的紧张为该地区的出口形势增添了较大的不确定性。与此同时,过去几年高速增长的新兴市场国家出口表现同样差强人意,东盟、俄罗斯维持稳定增长,而拉美、非洲地区出口增速显著回落。

值得注意的是,占我国出口总额比重超过15%的对港出口今年以来维持了较高增速,近几个月更是出现加速迹象,同比增速超过30%。由于对港出口主要以转口贸易为形式,内地出口至香港的商品经中转后绝大部分均流向商品的最终消费地,香港在某种程度上扮演着出口“缓冲区”的角色,未必能代表出口市场的真实需求状况,因此对于对港出口的高增长不应过分解读。

我们预计2012年全年我国将实现出口总额20383亿美元,同比增长7.4%。

三大原因拖累进口 预计全年同比增长4.1%

从贸易形式的角度上看,以出口为目的的加工贸易进口占中国全部进口贸易额的比例高达40%以上,因此全球经济的萧条在直接打击出口的同时势必对进口造成较大影响,今年以来同步下滑的加工贸易进出口额增速便很好地说明了这一点。受到诸多长期因素的制约,加工贸易的发展正面临瓶颈,其对中国贸易的贡献度将日趋减小。

近年来以原油、铁矿石为代表的工业原料进口数量和金额飞速增长,我国相关产品进口量已经占据全球贸易量的很大比重,对进口总额的贡献度也已经超过30%。由于当前中国经济正陷入连续9个季度增速下滑、工业企业去库存进程尚未结束的收缩阶段,大宗原材料的进口需求受到较大影响。具体的量价分析显示,今年以来铁矿石、原油及各种有色金属矿石进口量增长乏力,同时进口价格出现较大幅度下滑,造成今年以来初级产品累计进口金额增长不足10%。

国内制造业投资需求的萎靡使得以特种工业机械、通用工业机械为代表的占进口总额近40%的机械设备类产品进口呈现零增长,严重拖累了进口总额的增长。设备投资需求及相关产品进口需求的回暖一般滞后于宏观经济的复苏,因此我们预计进口增速的反弹将继续受到压制。

在上述三大因素的共同作用下,今年进口增速将出现大幅滑落。通过对分门别类进口金额的测算,我们预计全年我国实现进口总额18125亿美元,同比增长仅为4.1%。

贸易顺差短期阶段性反弹 长期趋势性收窄

基于对进出口形势的分析和判断,预计全年我国实现贸易顺差2258亿美元,较去年增加45.5%,尽管贸易总额增长乏力,但进口增速的大幅下滑将使贸易顺差自2009年以来首现增长。

尽管全年有望出现显著反弹,但我国贸易顺差的收窄是大势所趋。经过近30年的飞速发展,中国经济总量已经跃居世界第二,基于购买力平价的经济总量增速已经从1980年的2.1%大幅提升至2011年的14.3%,国内与海外市场规模的此消彼长已不能支持贸易顺差继续维持在当前水平。与此同时,中国央行近年来积累起总额高达3.3万亿美元的外汇储备(占全球央行外汇储备比例的30%),国际收支的巨大不平衡已经深刻影响到全球政治经济环境的稳定。

中国的贸易顺差不仅面临规模上的瓶颈,“人口红利”的逐渐减少和出口部门对低附加值产业的依赖使得中国对外贸易的长期前景不容乐观。以最能代表中国对外贸易特点的劳动密集、技术含量低的加工贸易为例,加工贸易总额

同比增速已经从“入世”后的40%回落至不到10%。从出口的产品结构上看,纺织服装、家具用品、办公机械和自动数据处理设备等较低端产品的出口仍然占据较大比重,而专业科学类仪器、特种机械和各类运输设备在出口总额中的占比仍然较低,且自金融危机之后并未出现显著提升。摆脱经济增长对于低端出口部门的依赖,仍然需要付出很长的时间和很大的努力。在此期间,中国出口的增长动能将日趋衰弱。

综上所述,在全球经济持续低迷、人口红利逐渐消失、出口产业升级尚需时日等诸多因素的共同作用下,中国出口增速将出现长期性的放缓。通过分析全球GDP名义增速(扣除中国)与中国出口增速之间的历史关系,结合对未来趋势的判断,我们预计未来几年内中国出口增速的波动中枢将逐步下降至不到10%的水平,至2015年实现出口总额约25800亿美元;综合考虑国内市场对能源、农产品等持续增长的需求对应的内需型进口(与中国名义GDP成比例增长)和持续存在的加工型进口,我们预计未来几年中国进口增速将保持在10%左右,至2015年实现进口总额约24900亿美元。当前的巨额贸易顺差将在未来数年内逐步收窄,到2015年中国贸易顺差将下降至不足1000亿美元,逐渐趋向国际收支平衡。

(作者系经济学博士、万博经济研究院院长)