

## 资本市场法律热点问题

### 创业板再融资制度简评

2014年5月14日，中国证监会发布了《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》（中国证监会令第100号，以下简称“《管理暂行办法》”），结束了创业板无再融资机制的历史。

#### 一、创业板再融资制度出台背景

早在创业板推出之初，时任中国证监会主席尚福林就多次在公开场合表示创业板再融资制度正在酝酿当中，但基于创业板市场备受诟病的三高“高发行价、高市盈率、高超募资金”，且中国股市自2008年以来持续低迷，市场信心严重不足，创业板再融资制度直至今日方“千呼万唤始出来”。

我们理解，本次创业板再融资制度与修改后的创业板IPO规则同时推出，是落实中共中央关于健全多层次资本市场体系、提高直接融资比重决定的重大举措，其客观条件是实体经济持续疲软，为数

不少的创业板上市企业需进一步资金支持。同时，已扬帆起航的新三板及上交所正在积极筹建的战略新兴产业板将与创业板形成竞争，创业板推出再融资机制完善自身基本功能也已经迫在眉睫。不过，即便如此，中国证监会在推出创业板再融资制度的同时，又通过设置相对严格的发行条件，避免上市公司借此大肆“圈钱”，足见监管机构在此事上的谨慎与“纠结”。

#### 二、创业板再融资条件

《管理暂行办法》分节规定了创业板公司公开发行、非公开发行、发行可转换公司债券的发行条件，简洁明了；所规定发行条件客观量化、操作性较强，需要作出主观判断的条件较少。根据《管理暂行办法》、《上市公司证券发行管理办法》，创业板与主板/中小板的再融资条件相比的主要差异如下：

事项	创业板		主板/中小板	
	公开发行证券	非公开发行股票	公开发行证券	非公开发行股票
持续盈利	最近二年盈利。	最近二年盈利，但上市公司非公开发行股票募集资金用于收购兼并的除外。	最近三个会计年度连续盈利。	无要求。
资产负债率	最近一期末资产负债率高于百分之四十五	无要求。	无要求。	无要求。

事项	创业板		主板/中小板	
	公开发行证券	非公开发行股票	公开发行证券	非公开发行股票
利润分配	最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红。		最近三年以现金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百分之三十。	无要求。
平均净资产收益率	无要求。		向不特定对象公开募集股份或公开发行可转换公司债券时，最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六。	无要求。
审计报告所涉意见	最近三年及一期财务报表未被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告；被注册会计师出具保留意见或者带强调事项段的无保留意见审计报告的，所涉及的事项对上市公司无重大不利影响或者在发行前重大不利影响已经消除。		最近三年及一期财务报表未被注册会计师出具保留意见、否定意见或无法表示意见的审计报告；被注册会计师出具带强调事项段的无保留意见审计报告的，所涉及的事项对发行人无重大不利影响或者在发行前重大不利影响已经消除。	最近一年及一期财务报表未被注册会计师出具保留意见、否定意见或无法表示意见的审计报告的情况。但保留意见、否定意见或无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者本次发行涉及重大重组的除外。
权益损害	上市公司最近十二个月内不存在违规对外提供担保或者资金被上市公司控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形。		最近十二个月内不存在违规对外提供担保的行为。	要求不存在上市公司的权益被控股股东或实际控制人严重损害且尚未消除的情形，及不存在上市公司及其附属公司违规对外提供担保且尚未解除的情形。
对投资者承诺的履行情况	上市公司不得存在最近十二个月内未履行向投资者作出的公开承诺的情形。 《管理暂行办法》未将上市公司的控股股东或实际控制人履行承诺情况作为发行条件，但规定上市公司控股股东或者实际控制人最近十二个月内未履行持股意向等公开承诺的，不得参与本上市公司发行证券认购。		上市公司及其控股股东或实际控制人最近十二个月内不得存在未履行向投资者作出的公开承诺的行为。	无要求。
上市公司控股股东或者实际控制人的受处罚情况	上市公司控股股东或者实际控制人不存在最近十二个月内因违反证券法律、行政法规、规章，受到中国证监会的行政处罚，或者受到刑事处罚的情况。		无要求。	无要求。
关于发行方案的论证	董事会需编制本次发行方案的论证分析报告，且应当结合上市公司所处行业和发展阶段、融资规划、财务状况、资金需求等情况进行论证分析。独立董事应当发表专项意见。		无要求。	无要求。
非公开发行股票发行对象人数	不适用。	不超过五名。	不适用。	不超过十名。

### 三、 创业板再融资制度的创新

除了上述发行条件外，与主板/中小板再融资制度相比，创业板再融资制度主要有如下创新规定：

#### 1. 推出小额快速定增机制

根据《中华人民共和国证券法》和《上市公司证券发行管理办法》的规定，主板/中小板上市公司申请发行证券，应当由保荐人保荐，由证券公司承销（非公开发行股票发行对象均属于原前十名股东的，可以由上市公司自行销售）；每次发行证券须由

股东大会作出决议；中国证监会受理后三个月内作出决定，因此上市公司再融资成本高企，并因融资决策、获取核准、发行上市过程较长而存在较大的市场风险。

本次创业板再融资制度的一大亮点“小额快速定增机制”，无疑系为创业板上市公司量身订做的制度。根据《管理暂行办法》，小额快速定增机制的主要特点是：

(1) 一次股东大会决策，分次发行。上市公司年度股东大会可以根据公司章程的规定，授权董事会决定非公开发行融资总额不超过最近一年末净资产百分之十的股票。需留意的是，根据上述规定，上市公司仅在年度股东大会上可作出上述分次发行的决策和授权，相关决议不能由临时股东大会作出。

(2) 缩短审核时限。根据《管理暂行办法》规定，上市公司申请非公开发行股票融资额不超过五千万且不超过最近一年末净资产百分之十的，中国证监会适用简易程序，自受理之日起十五个工作日内作出决定，大大缩短了审核时限。为防止发行人将一次大额的融资分拆成若干小额的融资，《管理暂行办法》同时规定，最近十二个月内上市公司非公开发行股票的融资总额超过最近一年末净资产百分之十的，不适用简易程序。

(3) 扩大自行销售的范围，免于聘请保荐人。根据《管理暂行办法》规定，适用简易程序且依法自行销售的，可以不用聘请保荐人；上市公司可自行销售的情形除了《上市公司证券发行管理办法》所规定的“发行对象均属于原前十名股东”外，还包括以下任一情形：(i) 发行对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联方；(ii) 发行对象为上市公司董事、监事、高级管理人员或者员工；(iii) 董事会审议相关议案时已经确定的境内外战略投资者或者其他发行对象；(iv) 中国证监会认定的其他情形。

总体而言，小额快速定增机制能够在一定程度上降低创业板上市公司的融资成本，提高融资效率，避免因资金到位晚或者超募所造成的损失与浪费。

## 2. 非公开发行采取差异化定价方式且定价和锁定期挂钩

根据《上市公司证券发行管理办法》的规定，主板/中小板上市公司非公开发行股票，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十；本次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，即所有非公开发行的股票均有锁定期。

区别于上述规定，《管理暂行办法》则采取股份发行价格与锁定期挂钩的不同模式，即在非公开发行股票中，(i) 发行价格不低于发行期首日前一个交易日公司股票均价的，本次发行股份自发行结束之日起可上市交易；(ii) 低于发行期首日前二十个交易日公司股票均价但不低于百分之九十，或者发行价格低于发行期首日前一个交易日公司股票均价但不低于百分之九十的，锁定期为十二个月；(iii) 上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联方以及董事会引入的境内外战略投资者，以不低于董事会作出本次非公开发行股票决议公告日前二十个交易日或者前一个交易日公司股票均价的百分之九十认购的，锁定期为三十六个月。

《管理暂行办法》关于非公开发行定价基准日的规定也与《上市公司证券发行管理暂行办法》不同。目前主板/中小板上市公司非公开发行股票的定价基准日可以为董事会决议公告日、股东大会决议公告日或发行期的首日，一般选在董事会决议公告日。根据《管理暂行办法》前述条款的规定，除董事会确定发行对象并锁定三十六个月的情形外，非公开发行定价基准日限定于发行期首日。此举可能会增加非公开发行的实施难度，但有利于增加对再融资的定价市场约束，减小了非公开发行的套利空间，符合市场化改革方向。

## 3. 限制创业板上市公司过度融资

主板/中小板再融资制度未限定主板、中小板上市公司申请再融资时的资产负债率水平，而由审核部门在审核时关注。《管理暂行办法》明确要求创业板上市公司公开发行时的“最近一期末资产负债率高于百分之四十五”，从而将大量创业板上市公司挡

在通过公开发行股票再融资的门外并因此备受争议。资产负债率指标在《管理暂行办法》起草过程中曾被设定为百分之三十，可能是基于创业板公司多为轻资产公司且前期 IPO 募集资金量普遍较多、存在部分募集资金闲置的情况，为遏制上市公司过度融资需求，中国证监会最终将比例提高至百分之四十五。此条款实际执行效果如何还有待观察，不排除有些上市公司通过增加不必要的银行贷款调节资产负债率以满足此条件。

#### 4. 鼓励为收购兼并进行的非公开发行

根据《管理暂行办法》的规定，上市公司非公开发行股票募集资金用于收购兼并的，免于适用最近两年盈利的发行条件，以鼓励创业板上市公司利用非公开发行募集资金进行收购兼并。业内普遍预期，《管理暂行办法》出台后，创业板并购节奏和规模将会进一步扩大，利用定向发行进行收购兼并将成为创业板最主要的再融资方式之一。

#### 5. 转变募集资金管理方式

《管理暂行办法》在转变募集资金管理方式方面有两点值得一提。

其一是强化对募集资金的事后监管，将前次募集资金基本使用完毕且使用进度和效果与披露情况基本一致作为再融资的发行条件之一。

其二是涉及募集资金使用不再使用“项目”概念。对于拟募资的轻资产公司而言，如何确定合适的募投项目是一个较为普遍的难题。因此，创业板再融资制度调研期间，业内呼声较高的建议之一就是创业板再融资不再与募投项目挂钩，企业没有募投项目但有融资需求的，只要市场认可也应获得准

许。当然，《管理暂行办法》在涉及募集资金使用的条款中不再使用“项目”概念是否意味着创业板公司再融资无需具体的募投项目还待中国证监会在审核实践中进一步明确。

#### 6. 完善信息披露规定

强化信息披露约束也是《管理暂行办法》的一个主要特点，主要体现在：（1）明确信息披露应以投资者的决策需要为导向；（2）明确发行人作为信息披露第一责任人向保荐人、证券服务机构提供资料的责任和保荐人、证券服务机构对发行人所提供资料进行核查的责任；（3）在信息披露的形式上，要求招股说明书等信息披露文件应简明浅白，便于中小投资者阅读；（4）明确申请文件和信息披露文件存在自相矛盾或者同一事实表述不一致且有实质性差异的，将给予处罚。

此外，在纸媒式微、网络媒体成为大多数投资者获取信息的主要渠道的局势下，且为减少上市公司的披露成本，《管理暂行办法》仅保留了在指定互联网网站刊登、置备于指定场所作为募集说明书、发行情况报告书等信息披露文件的信息披露方式，而不再要求在报刊进行相关信息披露。

#### 四、评述

《管理暂行办法》的出台，是完善创业板市场功能的一个重大举措，将大大提升创业板市场在多层次资本市场体系中的吸引力；创业板上市公司在经历了漫长的等待之后，终于有望利用资本市场通过直接融资的方式获得进一步发展壮大的资金。《管理暂行办法》的制订一方面体现了监管层监管理念的转变以及市场化改革的方向，同时在体例安排、条文行文来看，也体现了立法水平的提高。

张 平 合伙人 电话：86-20 2805 9093 邮箱地址：zhangp@junhe.com  
黄晓莉 合伙人 电话：86-20 2805 9089 邮箱地址：huangxiaoli@junhe.com  
方海燕 合伙人 电话：86-20 2805 9058 邮箱地址：fanghy@junhe.com  
张焕彦 律师 电话：86-20 2805 9061 邮箱地址：zhanghuanyan@junhe.com