

一表归纳新环境下上市公司各类再融资方式——兼议再融资新规

作者: 陈鹏 | 徐青 | 纪宇轩

2020年2月14日,证监会正式发布《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》,同时修订《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》。前述再融资新规从征求意见稿开始便引起市场广泛关注,此次正式版新规在征求意见稿的基础之上略有调整,而相比修订前的再融资规定呈现较多改变。结合本次再融资新规、市场实践案例,本文比较了2020年2月14日后现行《上市公司证券发行管理办法》及2020年3月1日生效的新修订《证券法》框架下上市公司主要再融资方式,并针对本次新规的主要变化内容进行相关分析。

一. 再融资新规后上市公司再融资方式比较分析

(一) 中国资本市场股权融资规定的“前世今生”

1. 配股制度、可转债制度并行的阶段(1993-1999)

1993年4月,国务院发布《股票发行与交易管理暂行条例》,该条例第十条对股份有限公司增资申请公开发行股票进行了规定。而根据当时的实践,再融资方式一般也仅限于上市公司以配股的形式发行普通股。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

1993年12月，证监会颁布《上市公司送配股暂行规定》，在原有《股票发行与交易管理暂行条例》的基础上，对配股条件进行细化和规范，也正式明确配股的定义为“配售发行股票”。

之后，证监会于1994年6月发布了《关于做好上市公司送配股复核工作的通知》、1994年9月发布了《关于执行〈公司法〉规范上市配股的通知》、1996年1月发布了《关于1996年上市公司配股工作的通知》、1999年3月发布了《关于上市公司配股工作有关问题的通知》对配股的条件、信息披露、规范性等内容进一步深化和完善。

1997年3月，国务院证券委员会发布了《可转换公司债券管理暂行办法》，是我国第一份也是仅针对可转债的规范性文件。

在2000年4月公开发行相关规定出台之前，再融资方式便仅有上述配股及可转债两种方式。

2. 配股、公开发行、可转债“三足鼎立”的阶段(2000-2006)

2000年4月，证监会发布《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》《上市公司向社会公开募集股份操作指引(试行)》以及配套的《上市公司向社会公开募集股份招股意见书的内容与格式说明(试行)》，确立了向社会公开募集方式增资发行股份的一种新的再融资方式。

2001年3月，证监会发布《上市公司新股发行管理办法》《关于做好上市公司新股发行工作的通知》。自此，向原股东配售股票和向全体社会公众发售股票被纳入《上市公司新股发行管理办法》进行统一管理，配股条件、增发条件也进一步深化和统一。

2001年4月，证监会接连颁布《上市公司发行可转换公司债券实施办法》《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》，国内上市公司可转债市场也因此形成了相对完备的监管体系。

3. 非公开发行、配股、公开发行、可转债统一监管下的阶段(2006年至今)

2006年4月，证监会发布《上市公司证券发行管理办法》，将配股、公开发行、可转债统一汇总于一部规范文件中进行管理，同时填补了当时《上市公司新股发行管理办法》中“上市公司申请以其它方式发行新股的具体管理办法另行制定”的空白，确立了非公开发行股票的非公开发行再融资方式。

而《上市公司证券发行管理办法》与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》、2014年5月证监会发布的《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》一起共同构成了现今上市公司再融资制度的主要监管法律体系。

(二) 多种再融资方式比较分析

除了《上市公司证券发行管理办法》框架下的非公开发行、配股、公开发行、可转债四种上市公司融资方式外，《证券法》《公司债券发行与交易管理办法》规制下的公司债券和《国务院关

于开展优先股试点的指导意见》《优先股试点管理办法》规制下的优先股亦是目前市场上较为常见的上市公司融资方式。根据再融资新规、2020年3月1日起施行的新修订《证券法》等相关法律法规的规定，我们就前述上市公司再融资方式进行归纳和比较如下：

项目	配股	公开增发	可转债	非公开发行	公司债券	优先股
发行主体	上市公司	上市公司	上市公司	上市公司	公司	公开：特定上市公司 非公开：上市公司和非上市公众公司
发行条件	(1) 组织机构健全、运行良好； (2) 盈利能力可持续； (3) 财务状况良好(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30%)； (4) 最近36个月财务会计文件无虚假记载，不存在相关重大违法行为； (5) 除金融类企业外，最近一期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形； (6) 不存在不得公开发行证券的情形(申请文件虚假、误导、重大遗漏；前次公开发行募集资金擅自变更用途未纠正；最近12个月收到交易所公开谴责；控股股东、实际控制人最近12个月未履行对投资者的公开承诺；上市公司或其董监高被司法机关立案侦查或被证监会立案调查；严重损害投资者权益、社会公众利益的情形)			(1) 除金融类企业外，最近一期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形； (2) 不存在不得非公开发行证券的情形(申请文件虚假、误导、重大遗漏；控股股东、实际控制人严重损害上市公司权益尚未消除；对外违规担保未解除；董监高最近36个月受到证监会行政处罚或最近12个月受到交易所公开谴责；上市公司或其董监高被司法机关立案侦查或被证监会立案调查；最近一年及一期财务报表被出具保留、否定、无法表示的意见且影响未消除；严重损害投资者权益、社会公众利益的情形) (3) 发行对象不超过35名		一般规定： (1) 人员、资产、财务、机构、业务独立； (2) 内部控制制度健全； (3) 最近三个会计年度实现的年均可分配利润应当不少于优先股一年的股息； (4) 最近三年现金分红情况符合章程、证监会要求； (5) 报告期不存在重大会计违规事项(公开发行：3年，非公开发行：1年) (6) 除金融类企业外，最近一期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形； (7) 公开发行：最近三个会计年度应当连续盈利，公司及控股股东、实际控制人最近12个月未履行对投资者的公开承诺； (8) 非公开发行：合格投资者，不超过200人
	(7) 控股股东公开承诺认配股份数量； (8) 代销发行	(7) 最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%	(8) 发行后公司债券余额不超过最近一期末净资产额40%； (9) 最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息	公开发行： (1) 具备健全且运行良好的组织机构； (2) 最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息； (3) 不存在不得公开发行公司债券的情形(最近36个月财务会计文件虚假记载、重大违法行为；发行申请文件虚假、误导、重大遗漏；严重损害投资者权益、社会公众利益的情形；擅自改变公开发行公司债券所募资金用途)	非公开发行： (1) 发行对象为合格投资者，不超过200人	
创业板	(1) 满足《证券法》规定的条件； (2) 会计基础工作规范，内部控制制度健全且被有效执行； (3) 最近2年实施现金分红符合章程规定； (4) 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；或所涉意见事项不存在重大不利影响或重大不利影响已经消除； (5) 人员、资产、财务、机构、业务独立，最近12个月无违规担保，无控股股东、实际控制人违规占用上市公司资金情形； (6) 不存在不得发行证券的情形(申请文件虚假、误导、重大遗漏；上市公司最近12个月未履行对投资者的公开承诺；最近36个月受到重大行政处罚、刑事处罚或证监会行政处罚，最近12个月受到交易所公开谴责或被证监会立案调查；上市公司控股股东、实际控制人最近12个月内受到证监会行政处罚或刑事处罚；董监高违反公司法相关规定、最近36个月被证监会行政处罚、最近12个月受到交易所公开谴责、被司法机关立案侦查或被证监会立案调查；严重损害投资者权益、社会公众利益的情形) (7) 除金融类企业外，最近一期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形；					

		(8) 最近二年盈利		(9) 最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息	(8) 发行对象不超过 35 名		
		(9) 控股股东公开承诺认配股份数量; (10) 代销发行	-				
募集资金使用限制		(1) 除金融企业外, 不得为财务性投资, 不得直接或间接投资以买卖有价证券为主要业务的公司; (2) 投资项目不影响上市公司独立性, 不会构成同业竞争;	(3) 用于补充流动资金和偿还债务的比例不得超过募集资金总额的 30%	(3) 董事会确定发行对象的, 可全部用于补充流动资金和偿还债务; (4) 其他非公开发行的, 用于补充流动资金和偿还债务的比例不得超过募集资金总额的 30%		无明确限制。 除金融类企业外, 募集资金不得转借他人。 公开发行募集资金不得用于弥补亏损和非生产性支出。	(1) 除金融企业外, 不得为财务性投资, 不得直接或间接投资以买卖有价证券为主要业务的公司; (2) 可全部用于补充流动资金和偿还债务
融资规模限制	主板、中小板	不超过本次配售股份前股本总额的 30%, 募集资金数额不超过项目需要量	无明确限制, 但募集资金数额不超过项目需要量	发行后公司债券余额不超过公司最近一期末净资产额 40%, 募集资金数额不超过项目需要量	拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 30%, 募集资金数额不超过项目需要量	无明确限制	已发行的优先股不得超过公司普通股股份总数的 50%, 且筹资金额不得超过发行前净资产的 50%
	创业板	不超过本次配售股份前股本总额的 30%	无明确限制	无明确限制	拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 30%		
发行价格		根据市场灵活定价	不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价	转股价格应不低于募集说明书公告日前二十个交易日该公司股票交易均价和前一个交易日的均价	发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 80%	公开发行: 以询价或公开招标等市场化方式确定 非公开发行: 票面股息率不得高于最近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率	公开发行: 以市场询价或证监会认可的其他公开方式确定 非公开发行: 票面股息率不得高于最近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率
锁定期		无	无	无	18 个月、6 个月	无	无
担保条款	主板、中小板	无	无	应当提供担保, 但最近一期未经审计的净资产不低于人民币十五亿元的公司除外。	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作出保底保收益或变相保底保收益承诺, 且不得直接或通过利益相关方向发行对象提供财务资助或者补偿。	无强制要求	无
	创业板			无强制要求			
特点		价格灵活, 但融资规模受限, 控股股东应当履行公开承诺认配股份的数量以保证发行成功。	融资规模较为灵活, 但发行条件相对要求较高, 发行价格不可控, 且存在发行风险。	兼具股权、债权融资工具的特性; 利率较低; 但发行规模有限, 短期内公司资产负债率提升。	发行条件相对要求较低, 发行价格相对可控, 但因对象数量有限对发行对象资金实力有要求, 新股存在锁定期。	可以不提供担保, 发行条件的要求简单, 但到期有偿债要求, 公司资产负债率有受影响。	发行不稀释公司控制权, 但是融资规模、发行主体受限, 且资产负债率提高, 优先股目前不得转换为普通股。

应当说，配股、公开增发、可转债、非公开发行、公司债券、优先股等再融资方式各有优势，但究竟选择何种方式也需要由上市公司根据其实际的融资需求、公司经营状况、募集资金投向、未来发展状况、市场利率水平等多方面因素量体裁衣，制定最合适的再融资方案。

二. 再融资新规的主要内容

(一) 精简发行条件

本次再融资新规的一个较为突出的修订内容就是对创业板证券发行条件的放宽，这也是继 2019 年 10 月发布的《关于修改<上市公司重大资产重组管理办法>的决定》后，创业板公司迎来的又一重要变革。此次修订内容包括取消创业板公司公开发行证券最近一期末资产负债率高于 45% 要求、取消其非公开发行股票连续 2 年盈利要求、取消其前次募集资金基本使用完毕要求等：

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
创业板发行条件	《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	<p>第九条 上市公司发行证券，应当符合《证券法》规定的条件，并且符合以下规定：(一)最近二年盈利，净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；(二)会计基础工作规范，经营成果真实。内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证公司财务报告的可靠性、生产经营的合法性，以及营运的效率与效果；(三)最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红；(四)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</p>	<p>第九条 上市公司发行证券，应当符合《证券法》规定的条件，并且符合以下规定：(一)最近二年盈利，净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；但上市公司非公开发行业股票的除外；(二)会计基础工作规范，经营成果真实。内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证公司财务报告的可靠性、生产经营的合法性，以及营运的效率与效果；(三)最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红；(四)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</p>	<p>第九条 上市公司发行证券，应当符合《证券法》规定的条件，并且符合以下规定：(一)最近二年盈利，净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；但上市公司非公开发行业股票的除外；(二)会计基础工作规范，经营成果真实。内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证公司财务报告的可靠性、生产经营的合法性，以及营运的效率与效果；(三)最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红；(四)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</p>

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
		响已经消除; (五)最近一期未资产负债率高于百分之四十五,但上市公司非公开发行股票的除外; (六)上市公司与控股股东或者实际控制人的人员、资产、财务分开,机构、业务独立,能够自主经营管理。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。	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; (五)上市公司与控股股东或者实际控制人的人员、资产、财务分开,机构、业务独立,能够自主经营管理。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。	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; (五)上市公司与控股股东或者实际控制人的人员、资产、财务分开,机构、业务独立,能够自主经营管理。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。
		第十一条 上市公司募集资金使用应当符合下列规定: (一)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; (二)本次募集资金用途符合国家产业政策和法律、行政法规的规定;(三)除金融类企业外,本次募集资金使用不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资,不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司;(四)本次募集资金投资实施后,不会与控股股东、实际控制人产生同业竞争或者影响公司生产经营的独立性。	第十一条 上市公司募集资金使用应当符合下列规定:(一)本次募集资金用途符合国家产业政策和法律、行政法规的规定;(二)除金融类企业外,本次募集资金使用不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资,不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司;(三)本次募集资金投资实施后,不会与控股股东、实际控制人产生同业竞争或者影响公司生产经营的独立性。	第十一条 上市公司募集资金使用应当符合下列规定:(一)本次募集资金用途符合国家产业政策和法律、行政法规的规定;(二)除金融类企业外,本次募集资金使用不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资,不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司;(三)本次募集资金投资实施后,不会与控股股东、实际控制人产生同业竞争或者影响公司生产经营的独立性。

(二) 优化非公开发制度安排

1. 调整定价基准日确定方式

对于非公开发行股票定价基准日的确定，其实在证监会于 2017 年 2 月 15 日发布《上市公司非公开发行股票实施细则》之前，即 2007 年《上市公司非公开发行股票实施细则》及 2011 年《上市公司非公开发行股票实施细则》第一次修订时，非公开发行股票定价基准日可以是董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日三选一，而非只有发行期首日一个选项。本次修订再次明确了“三选一”制度，但相较于 2007 年《上市公司非公开发行股票实施细则》及 2011 年《上市公司非公开发行股票实施细则》第一次修订，本次新修《上市公司非公开发行股票实施细则》中定价基准日三选一有一定前提条件，即：董事会决议提前确定全部发行对象(包括实际控制人、控股股东及其控制关联方、拟通过非公开发成为实际控制人的投资人、战略投资者)。

从市场反馈来看，自新的《上市公司非公开发行股票实施细则》实施后，四通股份(603838)、紫天科技(300280)、立思辰(300010)、天沃科技(002564)等公司的非公开发行预案均将定价基准日修订或确定为董事会决议公告日。定价基准日确定的前后修订情况如下：

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
非公开发行定价基准日的确定	《上市公司非公开发行股票实施细则》	<p>第七条 《管理办法》所称“定价基准日”，是指计算发行底价的基准日。定价基准日为本次非公开发行股票发行期的首日。上市公司应按不低于发行底价的价格发行股票。</p> <p>《管理办法》所称“定价基准日前 20 个交易日股票交易均价”的计算公式为：定价基准日前 20 个交易日股票交易均价=定价基准日前 20 个交易日股票交易总额/定价基准日前 20 个交易日股票交易总量。</p>	<p>第七条 《管理办法》所称“定价基准日”是指计算发行底价的基准日。定价基准日为本次非公开发行股票的发行期首日。上市公司应当以不低于发行底价的价格发行股票。</p> <p>上市公司董事会决议提前确定全部发行对象，且属于下列情形之一的，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或者发行期首日，认购的股份自发行结束之日起十八个月内不得转让：(一)上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人；(二)通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权</p>	<p>第七条 《管理办法》所称“定价基准日”是指计算发行底价的基准日。定价基准日为本次非公开发行股票的发行期首日。上市公司应当以不低于发行底价的价格发行股票。</p> <p>上市公司董事会决议提前确定全部发行对象，且属于下列情形之一的，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或者发行期首日，认购的股份自发行结束之日起十八个月内不得转让：(一)上市公司的控股股</p>

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
			<p>的投资者；(三)董事会拟引入的境内外战略投资者。</p> <p>定价基准日前二十个交易日股票交易均价的计算公式为：定价基准日前二十个交易日股票交易均价=定价基准日前二十个交易日股票交易总额/定价基准日前二十个交易日股票交易总量。</p>	<p>东、实际控制人或其控制的关联人；(二)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；(三)董事会拟引入的境内外战略投资者。</p> <p>定价基准日前二十个交易日股票交易均价的计算公式为：定价基准日前二十个交易日股票交易均价=定价基准日前二十个交易日股票交易总额/定价基准日前二十个交易日股票交易总量。</p>

2. 调整非公开发行对象数量、发行股份数量及定价机制及锁定期安排

对于上市公司而言，最直接的影响就是本次修订中对于非公开发行对象数量、发行股份数量的调整以及定价机制的调整，即：主板(中小板)、创业板非公开发行对象数量分别从不超过 10 名、5 名统一调整为不超过 35 名；拟发行的股份数量占发行前总股本的上限由 20% 放宽至 30%；将发行价格不得低于定价基准日 9 折放宽至 8 折，锁定期由现在的 36 个月和 18 个月分别缩短至 18 个月和 6 个月。

从上市公司披露情况来看，自 2020 年 2 月 14 日至 2020 年 2 月 19 日一共约有 25 家公司披露了非公开发行预案的修订稿，修订内容均有涉及定价机制、锁定期安排、发行股份数量或非公开发行对象数量限制中的部分或全部。

调整非公开发行对象数量、发行股份数量及定价机制、锁定机制的具体规定如下：

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
非公开发行对象	《上市公司证券发行管理办法》	第三十七条 非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定：(一)特定对象符合股东大会决议规定的条件；(二)发行对	第三十七条 非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定：(一)特定对象符合股东大会决议规定的条件；(二)发行对象	第三十七条 非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定：(一)特定对象符合股东大会决议规定的条

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
		象不超过十名。 发行对象为境外战略投资者的，应当经国务院相关部门事先批准。	不超过 三十五名 。 发行对象为境外战略投资者的，应当 遵守国家的相关规定 。	件；(二)发行对象不超过 三十五名 。 发行对象为境外战略投资者的，应当 遵守国家的相关规定 。
	《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	第十五条 非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定：(一)特定对象符合股东大会决议规定的条件；(二)发行对象不超过 五名 。 发行对象为境外战略投资者的，应当遵守国家的相关规定。	第十五条 非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定：(一)特定对象符合股东大会决议规定的条件；(二)发行对象不超过 三十五名 。 发行对象为境外战略投资者的，应当遵守国家的相关规定。	第十五条非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定：(一)特定对象符合股东大会决议规定的条件；(二)发行对象不超过 三十五名 。 发行对象为境外战略投资者的，应当遵守国家的相关规定。
	《上市公司非公开发行股票实施细则》	第八条 《管理办法》所称“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。	第九条 《管理办法》所称“发行对象不超过 三十五名 ”，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 三十五名 。证券投资基金管理公司、 证券公司、合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者 以其管理的二只以上 产品 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。	第九条 《管理办法》所称“发行对象不超过 三十五名 ”，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 三十五名 。证券投资基金管理公司、 证券公司、合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者 以其管理的二只以上 产品 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。
非公开发行数量	《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》	二是上市公司申请非公开发行股票的，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20% 。		二是上市公司申请非公开发行股票的，拟发行的股份数量 原则上 不得超过本次发行前总股本的 30% 。

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
非公开发行定价机制、锁定期安排	《上市公司证券发行管理办法》	第三十八条 上市公司非公开发行股票，应当符合下列规定：(一)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 ；(二)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 ；(三)募集资金使用符合本办法第十条的规定；(四)本次发行将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。	第三十八条 上市公司非公开发行股票，应当符合下列规定：(一)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 百分之八十 ；(二)本次发行的股份自发行结束之日起， 六个月内不得转让 ；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份， 十八个月内不得转让 ；(三)募集资金使用符合本办法第十条的规定；(四)本次发行将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。	第三十八条 上市公司非公开发行股票，应当符合下列规定：(一)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 百分之八十 ；(二)本次发行的股份自发行结束之日起， 六个月内不得转让 ；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份， 十八个月内不得转让 ；(三)募集资金使用符合本办法第十条的规定；(四)本次发行将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。
	《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	第十六条 上市公司非公开发行股票确定发行价格和持股期限，应当符合下列规定： (一)发行价格不低手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；(二)发行价格低手发行期首日前二十个交易日公司股票均价但不低手百分之九十，或者发行价格低手发行期首日前一个交易日公司股票均价但不低手百分之九十的，本次发行股份自发行结束之日起十二个月内不得上市交易；(三)上市公司控股股	第十六条 上市公司非公开发行股票，应当符合下列规定： (一)发行价格不低手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；(二)发行价格低手发行期首日前二十个交易日公司股票均价但不低手百分之九十，或者发行价格低手发行期首日前一个交易日公司股票均价但不低手百分之九十的，本次发行股份自发行结束之日起十二个月内不得上市交易；(三)上市公司控股股	第十六条 上市公司非公开发行股票，应当符合下列规定： (一)发行价格不低手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；(二)发行价格低手发行期首日前二十个交易日公司股票均价但不低手百分之九十，或者发行价格低手发行期首日前一个交易日公司股票均价但不低手百分之九十的，本次发行股份自发行结束之日起十二个月内不得上市交易；(三)上市公司控股股

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
		<p>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，以不高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，本次发行股份自发行结束之日起三十六个月内不得上市交易。</p> <p>上市公司非公开发行股票将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。</p>		
	<p>《上市公司非公开发行股票实施细则》</p>	<p>第九条 发行对象属于下列情形之一的，具体发行对象及其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：（一）上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人；（二）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；（三）董事会拟引入的境内外战略投资者。</p> <p>第十条 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</p>	<p>第八条 发行对象属于本细则第七条第二款规定以外的情形的，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六个月内不得转让。</p> <p>董事会决议确定部分发行对象的，该部分发行对象不得参与竞价，但应当接受竞价结果；并应当明确在没有通过竞价方式产生发行价格的情况下，是否继续参与认购、认购数量及价格确定原则。</p>	<p>第八条 发行对象属于本细则第七条第二款规定以外的情形的，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六个月内不得转让。</p> <p>董事会决议确定部分发行对象的，该部分发行对象不得参与竞价，但应当接受竞价结果；并应当明确在没有通过竞价方式产生发行价格的情况下，是否继续参与认购、认购数量及价格确定原则。</p>

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
		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。		

3. 调整非公开发行所取得股票的减持限制

此外，证监会此次修订将非公开发行所取得股票的减持调整为不再适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(以下简称“减持新规”)的有关规定。

2017年5月减持新规的出台，对非公开发行股票减持的约束主要是规定在特定时间期限内仅可卖出有限数量而非锁定期结束后即可任意卖出，根据2017年2月17日证监会新闻发言人邓舸的发言，主要是打击发行过程中存在的套利空间，呼吁投资者重视公司的成长性和内在投资价值。而此次再融资新规再次对非公开发行股份的减持进行放松，无疑对于投资者尤其是投资机构至少在短期内是一重大利好，但究竟其如何发展，或者监管是否会针对非公发减持进一步做其他规定还有待市场运行和实践。

调整非公开发行的锁定期及所取得股票减持限制的具体规定如下：

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
减持规定	《上市公司证券发行管理办法》	-	第七十五条 依据本办法通过非公开发行股票取得的上市公司股份，其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定。	第七十五条 依据本办法通过非公开发行股票取得的上市公司股份，其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定。
	《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	-	第六十七条 依据本办法通过非公开发行股票取得的上市公司股份，其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定。	第六十七条 依据本办法通过非公开发行股票取得的上市公司股份，其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定。

4. 将《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》纳入《上市公司非公开发行股票实施细则》法律依据

再融资新规这一次的修订，将《上市公司非公开发行股票实施细则》的法律依据扩大到《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》，也进一步拉近创业板和主板、中小板之间的距离，

创业板同其他板块能够监管逐渐趋同无论对于资本市场从业人员、监管人员、普通投资主体甚至整个资本市场而言都是一重大利好消息：

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
非公开发行股票实施细则法律依据	《上市公司非公开发行股票实施细则》	第一条 为规范上市公司非公开发行股票行为，根据《上市公司证券发行管理办法》(证监会令第 30 号，以下简称《管理办法》)的有关规定，制定本细则。	第一条 为规范上市公司非公开发行股票行为，根据《上市公司证券发行管理办法》 《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》 (以下统称《管理办法》)的有关规定，制定本细则。	第一条 为规范上市公司非公开发行股票行为，根据《上市公司证券发行管理办法》 《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》 (以下统称《管理办法》)的有关规定，制定本细则。

(三) 延长批文有效期

此次修订将再融资批文有效期从 6 个月延长至 12 个月，批文有效期的延长是否能够促进再融资尤其是非公发的成功率尚待观察，但至少对于上市公司来说，有效期延长意味着可供选择的窗口期变多，同样对于上市公司、发行对象来说有效期的延长也是发行成功的一剂强心剂。批文有效期延长的具体规定如下：

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
减持规定	《上市公司证券发行管理办法》	第四十七条 自中国证监会核准发行之日起，上市公司应在 六个月内 发行证券；超过 六个月 未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。	第四十七条 自中国证监会核准发行之日起，上市公司应在 十二个月 内发行证券；超过 十二个月 未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。	第四十七条 自中国证监会核准发行之日起，上市公司应在 十二个月 内发行证券；超过 十二个月 未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。
	《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	第三十八条 上市公司应当自中国证监会核准之日起 六个月内 发行证券。超过 六个月 未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。	第三十七条 上市公司应当自中国证监会核准之日起 十二个月 内发行证券。超过 十二个月 未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。	第三十七条 上市公司应当自中国证监会核准之日起 十二个月 内发行证券。超过 十二个月 未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。

(四) 新规的法律适用

在征求意见稿的基础上，再融资新规正式稿将其适用“新老划断”的时点由核准批文印发调整为发行完成时点，即在审或者已取得批文、尚未完成发行且批文仍在有效期内的，适用修改之后的新规则，适用新规的企业范围进一步扩大，而同样的如前文所述，众多上市公司在再融资新规出台后短短不到一周时间内迅速对以前发行方案进行修改也是对新规认可的最好回应。

主要内容	征求意见稿	修订后
“新老划断”时点	修改后的再融资规则发布施行时，再融资申请已经取得核准批复的，适用修改之前的相关规则；尚未取得核准批复的，适用修改之后的新规则，上市公司履行相应的决策程序并更新申请文件后继续推进，其中已通过发审会审核的，不需重新提交发审会审议	《再融资规则》施行后，再融资申请已经发行完毕的，适用修改之前的相关规则；在审或者已取得批文、尚未完成发行且批文仍在有效期内的，适用修改之后的新规则，上市公司履行相应的决策程序并更新申请文件或办理会后事项后继续推进，其中已通过发审会审核的，不需重新提交发审会审议，已经取得核准批文 预计无法在原批文有效期内完成发行的，可以向我会申请换发核准批文。

(五) “明股实债”

再融资新规这次修订明确禁止了上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东向发行对象作出保底保收益或变相保底保收益承诺、财务资助或补偿，即明确禁止了所谓的“明股实债”。

主要内容	规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
“明股实债”的规定	《上市公司非公开发行股票实施细则》	-	第二十九条 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。	第二十九条 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 作出 保底保收益或变相保底保收益承诺，且不得直接或 通过利益相关方 向发行对象提供财务资助或者补偿。

根据市场信息，之前在部分非公开发行股票实践中存在类似“明股实债”的兜底承诺，如果非公开发行股票这一股票再融资工具蜕变成“明股实债”，一方面加重了上市公司控股股东、实际控制人、主要股东的义务，另一方面上市公司及其控股股东也会“趋利避害”地选择如可转债之类的“实债”类的再融资工具。其实对于一个完善的资本市场来说，股票销售也需要遵循优胜劣汰、供求关系等固定法则，也正是因为有股票发不出去的情况，才会激励资本市场的奖惩机制，真正做到监管部门一直强调的“重视公司的成长性和内在投资价值”，而不是一时的投机套利。

在明确否定“明股实债”的新规下，实践领域的应变、投资者和上市公司的博弈等都可能是新的课题。

(六) 其他修订内容

除上述主要修订内容外，再融资新规本次修订还因条文编号调整、名称调整等原因作了如下修订：

规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
《上市公司证券发行管理办法》	<p>第六条 上市公司的组织机构健全、运行良好，符合下列规定：(一)公司章程合法有效，股东大会、董事会、监事会和独立董事制度健全，能够依法有效履行职责；(二)公司内部控制制度健全，能够有效保证公司运行的效率、合法合规性和财务报告的可靠性；内部控制制度的完整性、合理性、有效性不存在重大缺陷；(三)现任董事、监事和高级管理人员具备任职资格，能够忠实和勤勉地履行职务，不存在违反公司法第一百四十八条、第一百四十九条规定的行为，且最近三十六个月内未受到过中国证监会的行政处罚、最近十二个月内未受到过证券交易所的公开谴责；(四)上市公司与控股股东或实际控制人的人员、资产、财务分开，机构、业务独立，能够自主经营管理；(五)最近十二个月内不存在违规对外提供担保的行为。</p>	<p>第六条 上市公司的组织机构健全、运行良好，符合下列规定：(一)公司章程合法有效，股东大会、董事会、监事会和独立董事制度健全，能够依法有效履行职责；(二)公司内部控制制度健全，能够有效保证公司运行的效率、合法合规性和财务报告的可靠性；内部控制制度的完整性、合理性、有效性不存在重大缺陷；(三)现任董事、监事和高级管理人员具备任职资格，能够忠实和勤勉地履行职务，不存在违反公司法第一百四十八条、第一百四十九条规定的行为，且最近三十六个月内未受到过中国证监会的行政处罚、最近十二个月内未受到过证券交易所的公开谴责；(四)上市公司与控股股东或实际控制人的人员、资产、财务分开，机构、业务独立，能够自主经营管理；(五)最近十二个月内不存在违规对外提供担保的行为。</p>	<p>第六条 上市公司的组织机构健全、运行良好，符合下列规定：(一)公司章程合法有效，股东大会、董事会、监事会和独立董事制度健全，能够依法有效履行职责；(二)公司内部控制制度健全，能够有效保证公司运行的效率、合法合规性和财务报告的可靠性；内部控制制度的完整性、合理性、有效性不存在重大缺陷；(三)现任董事、监事和高级管理人员具备任职资格，能够忠实和勤勉地履行职务，不存在违反公司法第一百四十七条、第一百四十八条规定的行为，且最近三十六个月内未受到过中国证监会的行政处罚、最近十二个月内未受到过证券交易所的公开谴责；(四)上市公司与控股股东或实际控制人的人员、资产、财务分开，机构、业务独立，能够自主经营管理；(五)最近十二个月内不存在违规对外提供担保的行为。</p>
《创业板上市公司	第十七条—上市公司非公开发行股票募集资金	-	-

规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
证券发行管理暂行办法》	<p>用手收购兼并的，免手适用本办法第九条第(一)项的规定。</p> <p>第三十六条 中国证监会依照下列程序审核发行证券的申请：(一)收到申请文件后，五个工作日内决定是否受理；(二)中国证监会受理后，对申请文件进行初审；(三)创业板发行审核委员会审核申请文件；(四)中国证监会作出核准或者不予核准的决定。</p>	<p>第三十五条 中国证监会依照下列程序审核发行证券的申请：(一)收到申请文件后，五个工作日内决定是否受理；(二)中国证监会受理后，对申请文件进行初审；(三)发行审核委员会审核申请文件；(四)中国证监会作出核准或者不予核准的决定。</p>	<p>第三十五条 中国证监会依照下列程序审核发行证券的申请：(一)收到申请文件后，五个工作日内决定是否受理；(二)中国证监会受理后，对申请文件进行初审；(三)发行审核委员会审核申请文件；(四)中国证监会作出核准或者不予核准的决定。</p>
《上市公司非公开发行股票实施细则》	<p>第十二条 董事会决议确定具体发行对象的，上市公司应当在召开董事会的当日或者前 1 日与相应发行对象签订附条件生效的股份认购合同。</p> <p>前款所述认购合同应载明该发行对象拟认购股份的数量或数量区间、定价原则、限售期，同时约定本次发行一经上市公司董事会、股东大会批准并经中国证监会核准，该合同即应生效。</p>	<p>第十一条 董事会决议确定具体发行对象的，上市公司应当在召开董事会的当日或者前一日与相应发行对象签订附条件生效的股份认购合同。</p> <p>前款所述认购合同应载明该发行对象拟认购股份的数量或数量区间、认购价格或定价原则、限售期，同时约定本次发行一经上市公司董事会、股东大会批准并经中国证监会核准，该合同即应生效。</p>	<p>第十一条 董事会决议确定具体发行对象的，上市公司应当在召开董事会的当日或者前一日与相应发行对象签订附条件生效的股份认购合同。</p> <p>前款所述认购合同应载明该发行对象拟认购股份的数量或数量区间、认购价格或定价原则、限售期，同时约定本次发行一经上市公司董事会、股东大会批准并经中国证监会核准，该合同即应生效。</p>
	<p>第十三条 上市公司董事会作出非公开发行股票决议，应当符合下列规定：……</p> <p>(二)董事会决议确定具体发行对象的，董事会决议应当确定具体的发行对象名称及其定价原则、认购数量或者数量区间、限售期；发行对</p>	<p>第十二条 上市公司董事会作出非公开发行股票决议，应当符合下列规定：……</p> <p>(二)董事会决议确定具体发行对象的，董事会决议应当确定具体的发行对象名称及其认购价格或定价原则、认购数量或者数量区间、限售期；发行对象与公司签订的附条件生效的股份认购合同</p>	<p>第十二条 上市公司董事会作出非公开发行股票决议，应当符合下列规定：……</p> <p>(二)董事会决议确定具体发行对象的，董事会决议应当确定具体的发行对象名称及其认购价格或定价原则、认购数量或者数量区间、限售期；发行对象与公司签订的附条件生效的股份认购合同应当经董事会批准。</p>

规定名称	修订前	征求意见稿	修订后
	<p>象与公司签订的附条件生效的股份认购合同应当经董事会批准。</p> <p>.....</p> <p>(四)本次非公开发行股票的数量不确定的, 董事会决议应当明确数量区间(含上限和下限)。董事会决议还应当明确, 上市公司的股票在董事会决议日至发行日期间除权、除息的, 发行数量是否相应调整。</p> <p>.....</p>	<p>应当经董事会批准。</p> <p>.....</p> <p>(四)本次非公开发行股票的数量不确定的, 董事会决议应当明确数量区间(含上限和下限)。董事会决议还应当明确, 上市公司的股票在董事会决议日至发行日期间除权、除息的, 发行数量和发行底价是否相应调整。</p> <p>.....</p>	<p>.....</p> <p>(四)本次非公开发行股票的数量不确定的, 董事会决议应当明确数量区间(含上限和下限)。董事会决议还应当明确, 上市公司的股票在董事会决议日至发行日期间除权、除息的, 发行数量和发行底价是否相应调整。</p> <p>.....</p>
		<p>第十五条 定价基准日为本次非公开发行股票的董事会决议公告日或股东大会决议公告日的, 非公开发行股票的董事会决议公告后, 出现以下情况的, 应当由董事会重新确定本次发行的定价基准日: (一)本次非公开发行股票股东大会决议的有效期已过; (二)本次发行方案发生变化; (三)其他对本次发行定价具有重大影响的事项。</p>	<p>第十五条 定价基准日为本次非公开发行股票的董事会决议公告日或股东大会决议公告日的, 非公开发行股票的董事会决议公告后, 出现以下情况的, 应当由董事会重新确定本次发行的定价基准日: (一)本次非公开发行股票股东大会决议的有效期已过; (二)本次发行方案发生变化; (三)其他对本次发行定价具有重大影响的事项。</p>
	<p>第三十一条 本细则自发布之日起实施。</p>	<p>第三十二条 本细则自发布之日起实施。《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 37 号—创业板上市公司发行证券申请文件》(证监会公告[2014]32 号)之附件 2 同时废止。</p>	<p>第三十二条 本细则自发布之日起实施。《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 37 号—创业板上市公司发行证券申请文件》(证监会公告[2014]32 号)之附件 2 同时废止。</p>

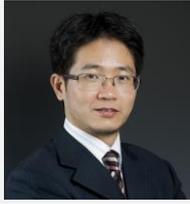
三. 再融资新规的展望

自 2014 年 5 月《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》出台后, 与《上市公司证券发行管理办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》共同构成现有的上市公司再融资制度, 中国境内资本市场中再融资工具也多种多样、各有千秋。在经历了 2014 年再融资、非公开发行规模的爆发式增长, 2017

年再融资、非公开发行政策收紧从而市场压缩的变化后，上市公司再融资市场于 2020 年 2 月迎来了新的春天。

总体来说，本次再融资新规尤其是非公开发行的规定整体更加趋向市场化，同时需关注，国务院办公厅印发之《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》提出，“分步实施股票公开发行注册制改革”“在证券交易所有关板块和国务院批准的其他全国性证券交易场所的股票公开发行实行注册制前，继续实行核准制”“依法由证监会负责作出注册决定的公开发行公司债券申请，由证监会指定的证券交易所负责受理、审核”，因而除已明确的品种外，目前阶段上市公司再融资还将继续实行核准制。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



陈 鹏
+86 21 3135 8765
patrick.chen@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系：master@llinkslaw.com

上海

T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

香港

T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。