

境外成熟市场经验对完善募集资金监管的启示

陈华敏

(深圳证券交易所, 广东 深圳 518038)

摘要: 随着市场化改革的推进, 如何优化募集资金监管、合理控制规模、提高使用效率, 是关系到供给侧改革和资本市场直接融资效率的重要问题。美国、香港境外成熟市场采用了针对性的信息披露要求来解决, 并有前端审核或后期追偿等实质性控制程序以保证披露质量, 要求披露内容以客观信息为主、发行人必须区分情况披露各项计划、披露大额配套资金的来源以及严控补充流动资金规模等。本文结合相关经验借鉴, 试提出完善境内募集资金监管的建议。

关键词: 募集资金; 使用效率; 监管规则; 募资投向变更

Abstract: With the promotion of market-oriented reform, how to optimize the supervision of proceeds, control the scale and improve the efficiency of operation is an important issue relevant to the efficiency of the supply-side reform and the direct financing of the capital market. In mature markets of the US and Hong Kong, they use targeted disclosure requirements to solve this problem and use the substantive control measures, such as front-end control or litigation mechanisms to ensure the quality of disclosure. The content required to be disclosed is mainly objective information. Issuers must fully disclose plans, pay attention to the source of large amount of matching funds and strictly control the scale of supplementary liquidity. This paper tries to put forward some suggestions on the basis of relevant experience.

Key words: proceeds, efficiency of use, regulatory rules, change of proceeds investment direction

作者简介: 陈华敏, 女, 管理学博士, 深圳证券交易所综合研究所研究员, 研究方向: 公司发行与监管制度。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

募集资金, 指上市公司公开发行证券¹和非公开发行证券向投资者募集的资金。募集资金监管一直是我国公司上市前后监管的重点。经过多年持续完善, 我国上市公司使用募集资金的合规性不断提升, 但是多募资的“冲动”和使用效率不高^[2]的问题尚未根本解决, 并随着近年市场募资数量上升而更加突出。如何优化募集资金监管、合理控制规模、提高使用效率, 是关系到供给侧改革和资本市场直接融资效率的重要问题。本文在分析2000~2017年上半年相关数据²的基础上, 借鉴境外成熟市场经验, 探讨相关改进措施。

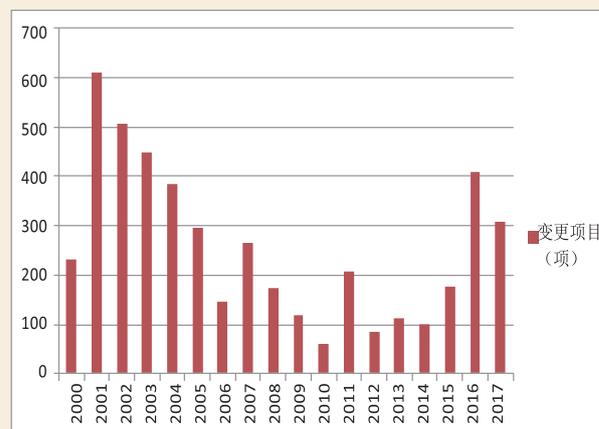
当前募集资金使用中值得关注的现象

2000~2017年6月30日, A股公司共有22750项募集资金投向和4464项募集资金变更, 从使用的情况看, 以下

现象值得关注:

一、募集资金变更再次出现上升趋势, 短期变更以2014年后募资公司为主

图1 募集资金变更项目图 (2000.01~2017.06)



如果不考虑其他因素，2006年《首次公开发行股票并上市管理办法》出台后，自2007年起，募集资金变更现象总体减少。但近年出现较明显回升，募资后短(半年)内变更用途的公司有所增加，集中在2014年后募公司，尤其是2016~2017年(图1)。个别公司在募资后第9天即变更用途，说明部分公司在过会期间，募集资金计划可能已变化。

二、募集资金使用年限较长，部分资金使用进度十分缓慢

统计数据表明，23.76%的募集资金在募资5年之后发生变更，其中有51家公司在募资10年之后。最长的为18.52年，在2017年6月变更1998年募集资金7600万元，这说明部分公司募集资金使用进度仍较缓慢。

三、补充流动资金的比例较高

从公司披露的信息看，有15.56%的募集资金明确说明用于补充流动资金，如果加上披露用于补充资本金、置换自有资金等情形，实际比例会更高。

四、闲置资金用于购买理财产品的现象突出

据Choice数据库统计，2017年1~9月，共有974家A股公司购买了理财产品、累计规模9863亿，占比超过29%，购买规模相当于2016年全年的127.50%。披露理财产品到期收益统计的413家公司中，38家公司理财产品到期收益高于半年报披露净利润。部分公司资金闲置现象较明显，而闲置资金用于购买理财产品的现象较突出。

此外，由于缺少有效的核证方式，少数公司披露的募集资金使用情况、效率、闲置原因等信息的真实性也有待验证。

原因分析

一、合规性是我国现有募集资金监管重点，但对融资规模、效率的监管力度比较宽松

2006年以来，除《首次公开发行股票并上市管理办法》外，《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》《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》等³规则，也先后对募集资金的管理、使用、变更、监督等提出明确要求，尤其强调了安全性、合规性。包括但不限于：募集资金有明确用

途，并应用于主营业务；募集资金数额和投资方向应当与发行人现有生产经营规模、财务状况、技术水平、管理能力及未来资本支出规划等相适应；不会影响发行上市和监管中的实质性要件，如产生同业竞争或对发行人独立性产生不利影响；董事会对募投项目的可行性进行认真分析；股东大会就募集资金用途作出决议；要求建立募集资金专项存储制度；保荐人履行持续督导责任等。并有三方监管协议、鉴证报告、独董意见及相关内控制度，用来保障募集资金使用的真实性和公允性。

本文分析了2016年7月~2017年6月深市共计345份监管函，其中14份涉及募集资金问题，占比4.06%，主要涉及安全性和合规性问题，包括：募集资金补充流动资金未及时归还、闲置募集资金购买理财产品、募集资金转出专户未披露、未披露募集资金变更情况、未披露募集资金置换转回情况、其他违规使用募集资金等。虽然市场上对募集资金闲置现象时有诟病^[3]，但尚没有公司因为使用效率问题而被采取监管措施。这说明现有规则有效提高了公司使用募集资金的合规性水平，但对如何合理控制公司募资规模、核实使用进度、效率等披露信息的真实性等方面，监管力度仍较宽松^[4]。

二、募投项目监管力度有所放松，披露内容主观判断因素较多

募投项目在历史上是融资审核的重点之一，也是募资前提。2006~2016年期间，IPO阶段因为募集资金问题被否的公司有24家，主要是募集资金投向、规模问题。其中，2012年之前尤为明显，均占当年被否公司总数的10~17%。2014年新《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》发布后，则很少出现因募集资金被否的案例⁴。这一方面说明随着审核过程中的充分沟通，问题逐渐减轻；另一方面，也说明监管力度较之前有所放松，以发行人自行披露为主，监管部门介入较少。此外，规则中较多的主观性规定，如“数额与投资项目的应当与发行人现有生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力相适应”⁵等，给发行人留下较大自主空间，监管核证也较为困难。

三、关注募集资金自身为主，补充流动资金等规定仍需完善

我国主要关注募集资金本身，其实质用途由企业披露，对配套资金等关注较少。此外，虽然2014年证监会发布的《发行监管问答——募集资金运用信息披露》中，规定了补充流动资金应说明合理性和必要性⁶，但总体比较宽松。2016年7月，证监会对保荐机构专题培训会中，严控再融资的“补充流动资金与项目铺底流动资金”，沪深交易所规范运作指引中也有相关规定。2016年《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》中，禁止募集配套资金用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。这说明监管部门已发现部分公司多募集补流资金中存在的问题，尤其在再融资环节更加突出，但相关措施还有待于进一步完善。

四、保荐机构持续督导作用有限，尤其督导期后易流于形式

依照现有保荐管理办法的规定，首次公开发行股票并在主板上市的，持续督导期间为上市当年剩余时间及其后两个完整会计年度；主板上市公司发行新股、可转换公司债券的，持续督导期间为证券上市当年剩余时间及其后一个完整会计年度；首次公开发行股票并在创业板上市的，持续督导期间为上市当年剩余时间及其后三个完整会计年度；创业板上市公司发行新股、可转换公司债券的，持续督导的期间为证券上市当年剩余时间及其后两个完整会计年度。因此，各类融资的持续督导期为1~3年多。而按规范运作指引的要求，在募集资金使用完毕之前，保荐机构需履行对募集资金使用的监管。据本文统计，44.92%的募集资金项目变更发生在募资3年半之后，占募集资金总额的33.87%，即至少有近1/3的募集资金在持续督导期后，仍未使用完毕。实务中，在持续督导期间，保荐机构的持续督导由于缺少有效监督，经办人员积极性不高，对使用效率等问题督导作用有限，且督导期过后，更易流于形式。而我国缺少有效的外部治理和成熟的机构投资者，公司披露的真实性也缺少验证手段。

境外成熟市场对募集资金监管的主要经验与借鉴

从国际上看，境外成熟市场对募集资金的监管已较成形，主要通过信息披露来规范，规则比较简明，披露

内容有针对性。在规范过程中，有不同形式的实质性控制环节保证披露质量。主要如下：

一、美国市场募集资金监管的主要经验

美国对募集资金监管的实质性控制环节是事后问责，强调披露真实性，并以成熟的投资者诉讼机制和保护措施⁷作为保障。在披露形式上，由于SEC强调简明披露和交叉披露，因此，在招股说明书中“募集资金的用途”项下直接披露的内容不多，具体内容在业务部分或其余披露事项中进行交叉索引披露。投资者也可以根据日后的持续披露进行追踪，如有失实，公司将面临诉讼。在披露内容方面，关于募集资金的监管要求主要在S-K规则中规定，包括上市前后的披露内容。2016年12月，SEC出台的《更新和简化S-K规则的报告》(Report on Modernization and Simplification of Regulation S-K)，对募集资金部分的要求并未进行改动。在S-K规则中，重点要求说明本次发行证券的主要目的和每个用途所需资金量的具体数值。如果申请人⁸对全部或者大部分募集资金没有制定专门的使用计划，应披露这一事实，并解释本次发行证券的原因。具体包括如下要求：

1. 披露资金用途的优先等级及与预期差距

申请人如果有超过一个资金用途，且并非所有拟发行证券均会被出售时，申请人应当对资金用途的优先等级进行说明，并讨论当募集资金与计划金额具有较大差距时的应对措施。

2. 虽然不需要披露各项具体费用的细节，但可以加入相关方案信息

申请人虽然不需要披露各项具体费用的细节，但是，需要考虑是否加入有关事项解决方案的讨论，以及申请人财务状况与经营业绩的分析。

3. 披露大额配套资金信息

如果某些用途还需大量其他来源的资金，必须对每一用途需要的其他资金金额和来源进行说明。

4. 说明债务信息

如果有较大比重资金用于偿还债务，必须说明该债务的利率及到期日。如果该债务发生在一年内，必须说明投向营运资本的短期借款以外债务的用途。

5. 披露购置资产信息

如果有较大比重资金用于购置资产，且该活动不属

于日常活动的，需要简单说明该资产的成本。如果该资产采购于申请人或其联营公司的附属公司，应当列出出售资产方人员的姓名，以及确定采购成本时遵循的原则。

6. 披露收购业务中相关信息

如果申请人表明该资金可能或将要被用于收购其他业务，应披露该业务名称、关于收购的谈判情况和对这类业务的简单描述。如果尚未确定具体业务，应披露申请人正在寻找的收购业务的性质。

7. 具有变更事先已披露的资金用途的权利

如果申请人已披露可能改变资金用途的或有事项，在已经讨论的或有事项发生时，申请人保留改变资金用途的权利。

二、香港市场募集资金监管的主要经验

香港市场虽然缺少美国市场成熟的诉讼制度，但其募集资金监管以事前审核为主，联交所对募集资金的审核十分严格，不仅要求披露得细致且易于核证，如雇佣几个人、成本金额等，而且可以决定是否认可公司的披露。香港市场对募集资金的要求在《首次公开招股上市文件的披露——所得款项⁹用途》(HKEx-GL33-12)中规定，该文件于2016年5月由《简化股本证券新上市申请上市文件编制指引》(HKEX-GL86-16)取代，但关于募集资金的规定没有改变。主要披露内容与美国市场类似，都要求列示具有参考意义的所得款项用途分析细目，但更为细节化。例如：所得款项净额如何分配予各项申请人建议的扩展计划，以及所得款项用途用于每项扩展计划的详细资料。具体包括如下要求：

1. 所得款项用作一般营运资金

联交所认为“营运资金”或“一般企业用途”并不能够被算是所得款项的实时或具体计划，除非附有合理详细的解释，说明如何运用有关营运资金或说明什么是一般企业用途？如果申请人并没有运用全部或部分所得款项(一般指10%或以上)的实时或具体计划方案，应当在“所得款项用途”一节如实说明，并且说明该次发售证券的主要原因。在具体案例中，联交所会考虑个案情况，决定是否认可企业对有关所得款项用途用作一般营运资金的解释。例如：案例一，联交所认为一家从事银行业务的申请人将全部所得款项净额分配为“营运

资金”属于可接纳的解释，因为该申请人在上市文件中详细解释了所得款项将会用作增加资本基础，应付扩充业务所涉及的若干法定资本要求。案例二，申请人将所得款项净额25%分配为“营运资金”，包括扩充销售及营运团队。联交所要求申请人在上市文件中清楚解释为何需要将所得款项的25%分配到营运资金，并更详细解释其他拟定分配计划，例如未确定的收购事项及增加存货。

2. 所得款项用作收购物业

如果所得款项将用于向任何关联人士或其联系人收购物业，“所得款项用途”一节必须披露拟定收购对价的基准。

3. 所得款项用作收购业务

如果所得款项将用作支付收购业务，必须披露有关已经收购或将会收购业务的具体名称，如尚未确定具体名称，则需披露目标收购业务的性质以及业务类型简介、收购策略及任何相关磋商的最新情况。即使根据《主板规则》第4.28条(《创业板规则》第7.27条)或《公司(清盘及杂项条文)条例》的规定，申请人不需要列示有关收购事项的备考财务数据，但是，申请人仍需披露任何建议中的收购条款、订约方的身份和收购目标的业务性质。

4. 所得款项用作解除债项

上市文件中必须披露该债项的利率、到期日、有关债项所得款项的用途。

5. 披露相关用途的大笔额外资金

如果募集资金拟定的特定用途需要大笔额外资金，应在上市文件“所得款项用途”或“业务”两节内披露各特定用途所需的资金款额及资金来源。

6. 上市文件的其他相关披露

上市文件中如涉及资本开支，通常会在不同章节中要求进行披露。如开支属于计划兴建项目或收购的设备，则应在上市文件的“财务数据”一节中讨论关于流动资金及涉及的资本开支等事项。

7. 更改所得款项用途

申请人可在若干紧急情况下更改所得款项用途，前提是“所得款项用途”一节中曾经具体讨论，并清楚说明有关的其他可能用途。由于“所得款项用途”的任何

重大变更一般都是股价敏感消息，所以，如果有关资料不曾在上市文件中披露，而上市后有此变更，申请人必须发出公告通知投资者。

三、小结与借鉴

综合美、港市场的相关经验，可以归结为以下几点：

1. 募集资金的监管模式有所差别，但关键在于有实质性控制程序

无论是美国市场的事后问责，或香港市场的事前审核，其对募集资金的使用都有明确的实质性控制程序。对披露的真实性及可靠性把关较严，对相关项目的综合关注度较高，这对募集资金的实际规模及使用效率方面发挥了有效的控制作用。投资者可以通过有效的披露清晰了解和监督募集资金的使用与效率。

2. 募集资金披露内容以客观性信息为主，易于理解和判断

美、港市场披露的信息侧重于发行人募集资金使用中客观可获取的信息，例如：每个用途所需资金量的具体数值；募集资金分配至各项计划的详细资料，而较少不确定性的主观信息，例如：与发行人现有规模等相适应等。这既易于投资者理解与判断，也易于监管机构核实。

3. 虽然不以募投项目为前提，但发行人须充分披露各项计划

美、港市场没有硬性要求以募投项目为募资前提，

但是必须充分清晰地披露融资目的，在披露中充分考虑了投资者需求，要求披露发行人上市文件中应包含募集资金用途的分析细目，按募集资金用作一般营运资金、收购物业、收购业务、解除债项等情况具体披露用途。在美国，虽然允许全部或者大部分募集资金没有使用计划，但应披露并解释本次发行的原因，监管部门会关注披露的详实性与合理性。

4. 对募集资金安全性的关注不局限于募集资金本身

美、港市场不仅关注募集资金本身，也关注大笔配套资金的来源。如果需要大笔额外资金，应披露在各特定用途下所需的资金数及来源，说明募集资金与计划金额有较大差距时的应对措施。这对保证募集项目的可行性，起了有效的监控。

5. 严格规定补充流动资金或一般企业用途的披露要求

美、港市场，尤其是香港市场，对募集资金用于补充流动资金或一般企业用途有严格的披露要求，对限制这部分资金规模起了积极作用。在香港市场实务中，公司补充流动资金比例往往低于10%，就是为了规避这一要求。

6. 根据是否已进行披露，区别处理募集资金变更

根据是否已进行披露，对募集资金变更进行区别处理。如果发行人在上市文件中已讨论并清楚说明可能用途或者或有事项，可以变更。但如果不曾提及，则必须

(上接第63页)

参考文献：

- [1] 阙紫康. 技术创新企业需要什么样的资本市场[J]. 深交所, 2006, (09): 5-7.
- [2] 阙紫康. 多层次资本市场, 扬帆启航[J]. 银行家, 2004, (04): 64-65.
- [3] 孔翔. 我国需要什么样的证券非公开发行制度[J]. 证券市场导报, 2006, (02): 5-11.
- [4] 吴林祥. 何为“OTC”——话说美国场外证券市场[J]. 深交所, 2010, (02): 27-29.
- [5] 曾繁振. 国际化背景下中国多层次资本市场体系及其构建研究[D]. 中共中央党校博士学位论文, 2012年.
- [6] 高嵩. 中国区域性股权交易市场发展报告[M]. 社会科学文献出版社, 2016年3月第1版.
- [7] 刘岩, 丁宁. 美日多层次资本市场的发展、现状及启示[J]. 财贸经济, 2007, (10): 36-43.
- [8] 李学峰. 场外交易市场运行模式的国际比较及其对我国的启示[J]. 学习与实践, 2009, (06): 33-38.
- [9] 国务院发展研究中心“我国区域性股权交易市场发展模式研究”课题组. 区域性股权交易市场的困境摆脱: 国际借鉴及启示[J]. 改革, 2012, (05): 110-119.
- [10] 贝多广. 好金融与好社会[J]. 金融研究, 2015, (07): 24-36.
- [11] 辜胜阻, 庄芹芹, 曹誉波. 构建服务实体经济多层次资本市场的路径选择[J]. 管理世界, 2016, (04): 3-9.
- [12] 曾慧敏. 美国证券市场分层结构功能与借鉴[J]. 中央财经大学学报, 2013, (08): 37-42.
- [13] 黄玲, 尼安木, 周科. 创业融资、众筹平台转型与中国智造——以点名时间为例[J]. 贵州财经大学学报, 2016, (01): 28-38.
- [14] 吕劲松. 多层次资本市场体系建设[J]. 中国金融, 2015, (04): 33-35.
- [15] 余劲松, 罗雪祝. 私募股权投资与企业成长性——基于中国2009~2013年创业板上市公司数据的实证研究[J]. 贵州财经大学学报, 2016, (01): 61-70.

发公告通知投资者。

对完善当前募集资金监管的探讨

习近平总书记在党的十九大报告中指出：“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，随着我国发行市场化改革的推进，如何提高募集资金使用效率的问题也更加突出^[1]，这也是推进供给侧改革和提高直接融资效率中的关键问题。要提高募集资金使用效率，有必要进一步完善当前的募集资金监管，结合当下国情和成熟市场经验，试提出如下探讨性建议：

一、提高募集资金要求的客观性与简明性，减少主观估判

建议重新探讨各项募集资金的用途，根据不同披露细目的要求，突出重点，清晰披露。对发行人的募集资金披露要求应以客观信息为主，如购置某项较大资产的成本、偿还债务的到期日，控制合理的募资规模。重点关注真实披露募资目的与用途，减少“与发行人的……相适应、相匹配”等主观估判信息。

二、关注募集资金大额配套资金来源及风险应对措施

建议监管规则关注发行人各项使用计划和整体募集资金计划的比例。项目若涉及大额配套资金来源，应披露其金额和来源，并披露所募资金与计划金额有较大出入时的应对措施等。

三、加强资金合理性分析，严控补充流动资金

针对当前补充流动资金较为频繁、金额较大，不少公司大量购买理财产品的资金明显“闲置”的现象，建议在审核阶段，应加强补流资金需求的合理性分析，针对性地提出披露要求。在上市后，关注变更补流资金行为，减少过度募资。披露过程中，根据补流资金的比例不同，可以有不同的披露要求。

四、鼓励发行人在招股说明书中清晰陈述其他可能的用途，在变更时允许简化处理

建议鼓励发行人披露上市前后一些短期内可能有的或有事项，或可以清晰说明的其他可能用途。如果发行人已进行清晰披露，上市后实际发生变更时可以简化披露或不单独披露，降低不必要的披露成本。对于未说明或未清晰说明的情况，则要求履行募集资金变更的披露。

五、加强募集资金的事前审核和事后核查力度

在提高指标客观性的前提下，建议加强发行和上市后公司自主披露信息的真实性核查。除了在发行阶段，加强募集资金用途真实性的发行审核外，结合目前证券交易所合规检查相关部门的设立，在IPO核查阶段，应加强募集资金用途真实性的核查。对检查中发现的涉及募集资金的重大不真实或虚假披露信息，应当有相应的问责机制。 ■

注释

1. 指上市公司公开发行证券和非公开发行证券向投资者募集的资金。包括首次公开发行股票、配股、增发、发行可转换公司债券、发行分离交易的可转换公司债券等。
2. 由于债券募集资金的要求相对简单，本文不进行详细统计，下列数据为股票数据，来源为Wind资讯。
3. 如《公司债券发行与交易管理办法》《关于前次募集资金使用情况报告的规定》以及沪、深交易所的上市公司规范运作指引、信息披露业务备忘录等。
4. 2014年1家，2015年无，2016年2家。
5. 参见《首次公开发行股票并上市管理办法》第五节。
6. 募集资金用于补充流动资金等一般用途的，发行人应在招股

说明书中分析披露募集资金用于上述一般用途的合理性和必要性。其中，用于补充流动资金的，应结合公司行业特点、现有规模及成长性、资金周转速度等合理确定相应规模；用于偿还银行贷款的，应结合银行信贷及债权融资环境、公司偿债风险控制目标等说明偿还银行贷款后公司负债结构合理性等。

7. 美国的投资者通常会采取三方面行动：一是随着机构投资者的壮大，基金等可以选择直接介入公司事务；二是可以提名自己的董事，推动罢免现有管理层；三是管理层的不良表现必然压低股价，从而为竞争者提供了收购的机会，收购成功后现在的管理层将被换掉。

8. 境外市场中通常将发行人称为“申请人”，下同。

9. 香港市场将募集资金称为“所得款项”。

参考文献：

- [1] 陈德萍, 曾智海. 资本结构与企业绩效的互动关系研究——基于创业板上市公司的实证检验[J]. 会计研究, 2012, (08): 66-71.
- [2] 杨全文, 薛清梅. IPO募资投向变更、经营业绩变化和市场反应[J]. 会计研究, 2009, (04): 69-77.

[3] 杨雪, 侯剑平. 上市公司募资投向变更问题研究[J]. 当代经济, 2017, (11): 48-49.

[4] 张为国, 翟春燕. 上市公司变更募集资金投向动因研究[J]. 会计研究, 2005, (07): 19-24.