

上市公司股权融资的两难问题与出路

王啸

(中央财经大学中国保险精算学院, 北京 102206)

摘要: A股市场的股权融资存在两难问题: 一方面, 在强势大股东与活跃散户并存的市场结构下, 容易产生融资过热和杠杆套利的倾向, 因此需要加大监管力度; 另一方面, 严格的管制会扭曲市场定价, 滋生变相的杠杆融资。为实现提高直接融资比重和保护中小者利益、防范市场风险的双重任务, 管理部门需要宽严相济, 疏堵结合。

关键词: 股权融资; 定向增发; 股权结构; 杠杆融资; 大股东

Abstract: The dilemma of equity financing in A-share market is as follows: on one hand, due to the co-existence of strong major shareholders and active retail investors, it is easy to generate the tendency of overheated financing and leveraged arbitrage; therefore supervision should be strengthened. On the other hand, strict regulation can distort market pricing and breed disguised leveraged financing. In order to achieve the dual tasks of promoting direct financing, protecting the interests of small and medium-sized investors and guarding against market risks, the regulators need to combine leniency with severity.

Key words: equity financing, PIPE, share structure, leverage financing, major shareholder

作者简介: 王啸, 管理学博士, 金融法学博士后, 中央财经大学中国保险精算学院教授, 研究方向: 资本市场理论。

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A

上市公司为什么发行股票融资? 中国境内资本市场(以下简称“**A股市场**”)的上市公司股权融资是过度还是不足? 为何产生定向增发折价? 对于上市公司再融资应该严格监管还是放松管制? ¹迄今为止, 这些问题并没有令人满意的答案, 甚至缺乏正确的设问。当前正常的股权融资渠道不畅, 杠杆化融资盛行, 资本市场面临促发展与防风险的两难选择。

本文层层递进展开讨论: 首先借助中美对比, 透视A股公司股权融资现状与问题, 观察强势大股东、活跃散户与机构投资者并存的市场结构; 之后分析大股东和机构投资者围绕定增的合谋套利与监管博弈; 结论部分提出引导再融资健康发展的改革措施。

对A股再融资的观察与反思

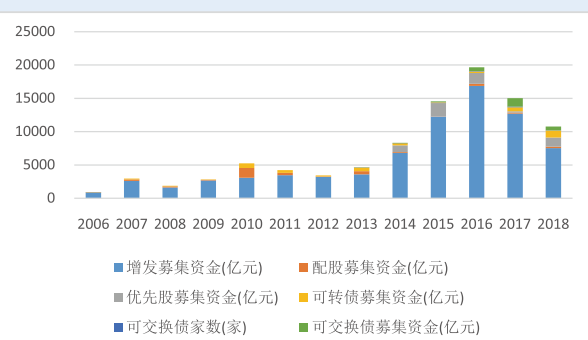
一、A股再融资规模与结构概览

从2006年股权分置改革基本完成算起, A股再融资可

以细分为五个阶段。第一阶段是2006~2007年, 伴随定向增发政策在2006年5月落地, A股市场出现再融资热, 并在2007年大牛市期间达到2,832亿元的历史高峰。第二阶段从2008~2010年, 受到“四万亿”刺激, 资本市场走出全球金融危机的低谷, 再融资在2008年短暂受抑后随即反弹, 2010年创造出4,527亿元融资的历史新高。第三阶段是2011~2013年的徘徊期, 其间中国经济受政策刺激的效应衰减, 资本市场低迷, 年度再融资规模在3,200亿元到4,000亿元左右徘徊。第四阶段是井喷期, 2014年实现融资8,323亿元, 同比增长70%; 2015年增加到1.23万亿元, 同比增长78%; 2016年达到顶峰1.71万亿元。第五阶段是回落期, 2017年和2018年融资规模分别是1.29亿元和7,752亿元, 同比降幅分别为25%和40%(如图1)。

股票再融资的类型分为公开增发、配股和定向增发。以2006年证监会发布《上市公司证券发行管理办法》(以下简称“2006年《管理办法》”)及2007年出台

图1 上市公司再融资(不含债券融资)规模(2006~2018年)



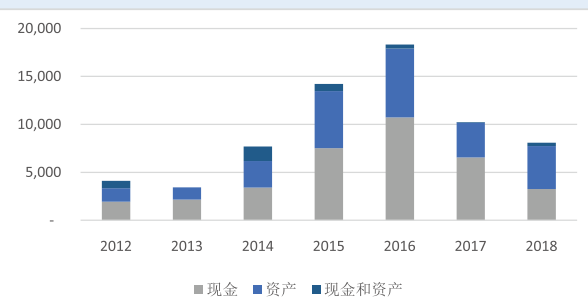
《上市公司非公开发行股票实施细则》(以下简称“2007年《实施细则》”)为标志,定向增发很快成为上市公司再融资的主流。2007年至今,股票再融资的规模增长几乎全部为定向增发所贡献,公开增发和配股几乎可以忽略不计。²

定向增发按照性质和用途分为以融资为目的的定增(简称“融资类定增”)和作为并购重组的股份对价的定增(简称“并购类定增”)。前者包括募集资金用于项目融资、补充流动资金、融资收购第三方资产、配套融资等;后者包括发行股份购买第三方资产、集团资产注入、重组上市等。并购类定增适用2008年发布的《上市公司重大资产重组管理办法》。从历史数据看,融资类定增和并购类定增共同推动了定增整体规模的高涨(如图2)。2016年底以来监管部门对股票再融资和股份减持实施严格监管,融资类定增规模连续两年大幅下滑,降幅分别为39%和51%,2018年规模缩减到3,244亿元;并购类定增经过2017年严厉的市场整顿,当年规模减少一半,而后监管政策区分概念炒作和产业并购,采取有紧有松的措施,2018年规模回升到4,493亿元,比上年增长24%。

二、股权融资在美国资本市场不甚流行的状况分析

与中国资本市场的股权融资快速发展不同,在全球

图2 区分融资类定增和并购类定增的规模变化(2012~2018年)



规模最大且实行“注册制”的美国资本市场,上市公司发行新股融资并不十分流行。³以下研究为证:

1. 一项研究以1980~2003年公开发行业股票融资(Seasoned Equity Offering, 简称SEO)的美国本土上市公司为样本,发现它们在IPO之后七年或更长时间内,只有一半进行过公开发行业证券(股票,债券,可转债等)融资,仅四分之一有过公开发行业股票,共发行11,151次,累计9,590亿美元(Eckbo, Masulis and Norli, 2007)^[4]。

2. 非公开发行业股票(Private Investment in Public Equity, 简称PIPE)规模更小,频率更低。⁴例如,2001~2015年美国上市公司普通股股票的PIPE累计融资规模3,104亿美元,是普通股SEO的28.8%,首次PIPE距离上市的时间中位数为六年(Ioannis, Nandu and Shiva, 2019)^[5]。

3. 不同规模和发展特征的企业采用不同的融资方式。规模小和成长性高的公司更多采用股权融资,概因为这类公司较容易达到举债的上限(debt capacity),需要股权融资补充资金支出的缺口(Lemmon and Zender, 2002; Frank and Goyal, 2007)^{[8][6]}。使用PIPE融资的企业特出特征是规模小、财务状况差,主要分布在能源、医疗医药、技术和生物技术等“烧钱”领域,PIPE是它们唯一可诉诸(last resort)的资金来源(Dai 2007; Chaplinsky and Haushalter 2010, Brophy, Ouimet, and Sialm, 2009)^{[3][2][1]}。

以上统计证据散见于大量研究文献之中,为在统一口径下了解美国上市公司各类融资的全貌,我们根据美

图3 美国上市公司各类融资金额 (\$ Bn)

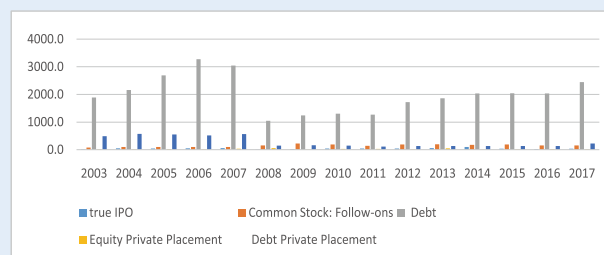
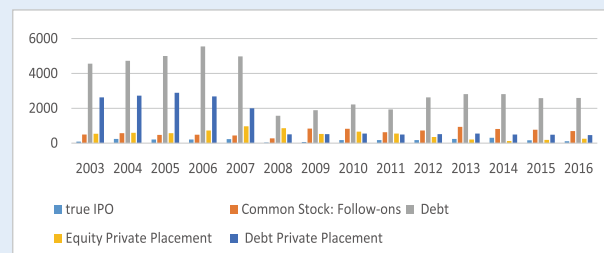


图4 美国上市公司各类融资次数



国证券业协会年鉴整理如图3、图4所示。

以亚马逊和特斯拉的案例作为说明佐证。⁵以网上书店起家的电商巨头亚马逊上市后不惜长期账面亏损,以支持巨额资本支出,但亚马逊从来不是靠“烧钱”续命的企业。公司上市五年后(2002年),经营活动现金净流量已经超过资本支出。公司债券及可转债偶有发行,主要用于支持大型并购,例如2018年作价160亿美元收购全食超市,银行贷款更少。公司从未发行新股募集现金,并购涉及股份发行仅有6次,累计仅15亿美元。

新能源车企特斯拉的情况正好相反。特斯拉属于尚未进入成熟发展阶段即实现上市的典型,公司上市至今(截至2019年第一季度),自有现金流累计缺口76.77亿美元,发债融资110.8亿美元,发股融资(都采用公开发行方式)累计46.2亿美元。

三、股权融资的中美比较及启示

考虑中美两国实体经济发展阶段和资本市场的成熟度不同,为进行有意义的比较,我们设计两组相对指标。⁶一是各类资金来源的相对比例,即公司的三类资金来源——自有资金,对外举债(包括发行债券,发行可转换债券,银行贷款,融资租赁等),发行股份占公司资本支出(购买厂房设备和无形资产,增加营运资本等)的比重。据一项研究(Frank and Goyal, 2007)^[6]显示,美国非金融、非农业类上市公司1980~2002年自有资金、债务融资净额、股权融资净额的相对比例为84.95%、22.33%、-7.28%。令人吃惊的是发行股票融资净额为负数,说明股票发行融资少于股票回购与控制权现金收购之和。⁷我们用同样的口径计算A股非金融类公司2010~2018年三类资金来源的比例分别为57%、27%、15%。⁸可见A股公司通过滚存利润自我造血的能力相对不足,更多地依赖外部融资,尤其是股权融资为生存发展输血。

另一项指标是融资比率,用融资金额除以公司市值表示。前述研究中(Frank and Goyal, 2007)^[6],美国非金融、非农业类上市公司1980~2002年净权益融资和净债务融资占公司市值的比率分别是-0.005%和1.53%。A股非金融类公司2010~2018年权益和净债务融资分别是1.7%和3.1%。⁹可见中国上市公司的外部融资比率,尤其是股权融资比率明显高于美国,或者说,达到同样的市值规模,中国公司需要使用更多的权益资金。

A股公司的股权融资偏好是中国经济和金融环境中企业行为的一个缩影。中国经济过去长期处于高速增长阶段,并在全球金融危机后依赖货币政策驱动继续保持了较高的增速。各行业企业在生存竞争中形成一拥而上,剩者为王的决策和行为惯性。不仅传统行业积累了过剩产能,新兴制造业(例如光伏、风电、LED等)也不乏过度投资和产能竞赛,甚至新经济企业(例如共享经济,互联网金融,新能源造车)也存在类似情况。另一方面,中国金融市场虽已积累了庞大的规模,但资金供给体制仍存在较严格的管制。融资方式、融资品种和融资时机对于企业来说,都不是可以根据实际需要而自由挑选的“商品”,更类似要争取的资格和配额。即便进入资本市场“贵为”上市公司,各种股权融资渠道——IPO、股权再融资、换股收购、股份减持——无不具有一定的门槛和条件限制。面临投资热和融资难,上市公司及其大股东对能够获得的融资机会趋之若鹜。¹⁰

强势大股东、活跃散户与机构投资者并存

为分析上市公司股权融资偏好背后的决定和影响因素,我们首先观察中国资本市场的股权结构特征。

一、第一大股东高比例持股及其变化趋势

中国境内上市公司普遍存在持股比例较高的第一大股东。2012年以后A股公司第一大股东持股比例虽然有所降低,但加权平均数仍高达40%,算术平均数和中位数约在31~33%之间。截至2018年底,第一大股东持股比例在33%以上的公司有1,669家,占全部A股公司总数的接近一半(47%)。

对照历史,美国资本市场的股权结构经历了一个半个多世纪的演变,才达到现在股权分散和机构主导的状态。个人和家庭持股(包括公司董事、高管和外部个人投资者)以每十年不到十个百分点的比例下降,从1945~1949年91.7%的持股比重,下降到2000~2002年的39.2%。同时,保险公司、基金等投资机构从二战后区区6.1%的持股比例,一步步攀升到本世纪初的49.7%。可以合理判断,A股市场虽已出现大股东持股比例下降,机构崛起和散户退潮的迹象,但市场结构的变化是一个漫长复杂的过程,不是一两波上市潮和一两项政策出台就能完成质变的。

二、强势大股东的关系圈

实际控制人不仅直接持股,还通过三种方式拓展和巩固控制权。第一,通过金字塔结构间接持有上市公司股份;第二,管理人员及其他关联方和一致行动人持股;第三,各种资源和利益关系为纽带绑定的其他股东持股,例如战略投资者,换股合并进入上市公司的标的资产的原股东,等等。

以下我们用“大股东”作为第一大股东及以上三类关系股东的合称。据统计,2018年大股东关系圈合计持股比例占A股总股本的60.5%。¹¹比前面统计的第一大股东直接持股比例(40%)高20%,这部分可以近似代表关联关系、一致行动关系以及其他利益关系的持股比例。

三、机构投资者与活跃散户并存

在大股东关系圈之外是外部股东(或叫做自由流通股东)的领地。根据前面统计,大股东关系圈合计持股60%,剩余40%为外部股东持有。外部股东分为两个阵营:一类是投资机构;另一类是散户。在此将散户定义为同时符合以下三个标准的自然人或法人:(1)持股比例低于5%;(2)不是机构投资者;(3)与第一大股东不存在关联关系、一致行动关系及其他利益关系。¹²

根据Wind数据整理,投资机构和散户的持股市值平分秋色,各持20%。这种势均力敌的格局,还是长期以来机构队伍逐步扩大,散户地位逐步消退的结果。据统计,从2008~2018年,机构持股占外部股东的比重从39.2%上升到47.5%;相应地,散户占比从61%下降到53%。¹³散户的持股比重虽有所下降,但对市场的影响力仍不可小觑。散户对交易量的贡献远高于其持股市值,大概以20%的持股市值,贡献了市场80%的交易量。¹⁴

大股东的双重动机与融资偏好

一、大股东在公司融资中的双重角色

大股东在公司治理中扮演双重角色,既有对上市公司提供支持的一面,也有攫取上市公司资源、侵占外部股东利益的另一面。两种动机和行为有主次之分,也相互交织。

融资难是中国企业面临的首要矛盾。例如当定向增发获得证监会批文后,如果股票价格跌破定价基准日锁定的底价,大股东可能为了保住来之不易的融资资格(按

规定核准批文六个月后失效)并维护声誉(尤其是国有企业集团),溢价全额认购定增(林乐芬和熊发礼,2018)^[15]。再如企业面临内外危机环境时,大股东的支持作用十分明显(杨旭宁,孙会霞,2017)^[18]。

同时也不排除大股东在融资过程中进行利益输送。一类是定增融资过程中,以较大折价参与认购从而稀释中小股东权益(张鸣,2009;何贤杰,朱红军,2009;徐寿福,徐龙炳,2011)^{[19][14][28]},¹⁵或者向上市公司注入劣质资产(章卫东,李海川,2010)^[21]。另一类方式是在融资完成后,根据大股东的需要变更募集资金投向(毕金玲等,2017)^[11],或者大比例分红(朱红军等,2008;赵玉芳等,2011)^{[23][22]}。

二、大股东对定向增发的偏好

在融资可获得的前提下,再从成本收益角度考虑大股东的融资偏好。我们从融资过程相关的成本,权益资金成本以及成本的硬约束和软约束等角度,力求全面地进行成本衡量:

1. 融资过程相关的成本。定向增发与公开发行证券相比,不存在财务指标的硬性规定,且在特定投资者范围内发行,因而证券承销费用和符合法定发行条件的成本较低。

2. 发行折价。折价发行是导致股权融资尤其是定向增发融资成本高的的重要因素。但A股定增折价的性质往往不是对公允价值的折扣,而是来自二级市场对定增概念的追捧,相当于将商品价格抬高再打个折。对此后文将展开分析。

3. 股权融资对控制权的稀释。A股大股东有足够的的能力控制融资规模及自身及关联方的认购比例和认购方式,以保证股权融资不对控制权构成实质影响。¹⁶

4. 资金成本。A股尤其是成长股存在系统性的高估值,创业板平均市盈率长期处于在40倍以上,2019年科创板开板集体上演高市盈率发行,A-H股长期溢价,中概股回归热潮等就是佐证。股价相对于内在价值的高估意味着发行新股的资金成本低。

5. 融资的硬、软约束。大股东具有各种变通的手段调度股权融资资金,且融资后较少存在现金红利压力。与银行借款或发行债券的还本付息以及若干限制性条款的硬性约束相比,股权融资是一种软性约束。

定增折价的形成机制

一、定增投资的风险补偿需要

通常认为,定增认购面临较大的信息不对称,需要在投前进行信息鉴定、搜寻,投后付出监督努力,且存在流动性风险,发行折价是对投资者作出的补偿。¹⁷在A股市场,类似问题同样存在,但具体性质和程度又有明显差异。

一是信息不对称。在强势大股东存在的情况下,大股东与上市公司的联合体才是经营、投资和融资的实质主体,但法定信息披露主要限于上市公司及其控股子公司。为对投资价值作出专业判断,需要将商业、法律、财务的尽职调查向大股东及其关联方延伸。但这通常为大股东所不愿,对于投资者也意味着增加成本。

二是流动性风险。2006年《管理办法》和2007年《实施细则》规定了定价发行的三年限售期和竞价发行的一年限售期。2017年2月出台的《定增新规》进一步要求,¹⁸自股份解禁后12个月内,减持数量不得超过其持有该次定向增发股份数量的50%。过长的限售期加剧投资者对A股系统性高估持续性的担忧,要求更大的流动性风险补偿。

三是监督成本。通常认为,机构投资者在公司治理中存在监督、旁观和合谋三种角色。投资金额大、持股比例高的战略投资者有动力和能力积极参加公司治理,但市场上符合战略投资条件的情况较少。一般的投资机构采取分散投资组合策略,并无精力和能力主动监督,主要“用脚投票”。然而大股东的强势存在,削弱了投资者的监督能力,定增锁定期又限制了他们“用脚投票”的自由。投资者与其扮演监督者的角色,不如成为大股东的某些利益上的合谋者,对于公司治理的其他事务则袖手旁观。

二、定增发行制度设计和市场实践

考虑折价存在的合理性,同时防范大股东滥用发行折价,A股定向增发规则一落地,便采取了折衷的做法:2006年《管理办法》强制要求以定价基准日前二十日均价的九折作为发行价的下限(简称“九折限制”),同时在2007年的《实施细则》给予一定的灵活性,允许董事会决议公告日、股东大会决议公告日、发行期首日之一作

为定价基准日。¹⁹此外明确锁定期三年的定价发行和锁定期一年的竞价发行机制,定价发行的发行价经董事会确定,竞价发行则在发行期间通过询价确定发行价格。²⁰

现实中,大部分上市公司选择董事会公告日作为定价基准日,以期利用定价基准日锁定的发行底价与股份上市日之间的股价上涨,“制造”不止九折的折价空间。我国上市公司发行新股实行较严格的核准制度,从董事会预案到完成证监会核准,再到启动发行及至完成股份过户,平均需要三个季度以上时间。²¹在此期间上市公司释放多种利好,迎合二级市场对定增概念股的追捧。虽然利好当中概念炒作成分居多,但散户不加区分。一个典型的例子是股票股利,虽然它本质上只是所有者权益项下的会计处理,并不影响公司价值,但长时间受到散户青睐(支晓强等,2014)^[24]。久而久之,市场对“定增=利好”形成条件反射,定增公告后的股价上涨甚至成为“自我实现的预言”。

由此可见,A股定增发行折价主要来自董事会公告后的二级市场溢价。作为对照的是美国市场,发行价格由发行人和投资者事前协商确定,从签署投资协议到股份交割的时间周期仅为三天到一个月(Myers, 1984)^[10],而且信息披露发生在交割完成后。因此美股PIPE折价率主要代表一级市场折价(对有关风险的价值补偿),A股定增“折价”实则主要来自二级市场溢价(定增公告后的股价反应)。两个市场折价的形成和性质存在重大差异。

还有一类操作是在定增预案公告前,选择董事会召开时机和控制停牌时间(吴育辉等,2013)^[17],进行应计和/或真实的盈余管理(章卫东,2010;宋鑫等,2017)^{[20][26]},以便将发行底价锁定在较低的位置。近年沪深交易所对停牌时间和原因施以严格的限制,且对内幕交易,市场操纵不断加码监管和执法力度。除了市场时机选择和真实盈余管理,其他做法料难形成气候。

三、统计事实及启示

本文统计了从2007年9月17日《实施细则》推出到

表1 各类定向增发的发行折价率(%)

	发行次数			发行折价率(%)		
	竞价发行	定价发行	合计	竞价发行	定价发行	合计
融资类	1164	645	1809	15.34	37.60	23.01
并购类 ²²		922	922		30.75	30.75
合计	1164	1567	2731	15.34	33.57	25.80

“史上最严监管”陆续出台前夕(2016年6月30日)的定向增发样本²³,发现:(1)融资类定增的平均折价率为23.01%(如表1)。²⁴可见定增融资的发行折价普遍突破了发行定价或底价与定价基准之间的“九折限制”。(2)融资类竞价发行和定价发行的折价率分别为15.34%和37.60%,表明高折价主要来自定价发行。(3)在1,809次融资当中,有1,164次选择竞价发行,645次选择定价发行,说明高流动性和低融资成本是定增融资的重要考量,并没有一味选择高折价。(4)在监管氛围较宽松的2013~2016年上半年的三年半时间里²⁵,定增次数和定增规模分别占九年间的72%和67%。监管政策窗口期上市公司踊跃融资,印证了资金可获得性始终是大股东的首要考虑。(5)股市过热期间(2014年7月1日~2015年6月30日)的折价率情况:竞价发行折价率平均14.01%,略低于整个样本时期;定价发行折价率平均46.18%,明显高于整个样本期间。可见从董事会公告日到发行日处于牛市期间的股价上涨是高折价的主要原因。竞价发行中,发行价格相对于发行底价的溢价平均高达93.39%,说明牛市阶段认购热情推高认购价格,从而压低了发行折价。

美股定增市场本世纪以来受益于证券监管部门(SEC)提高非公开发行流动性的改革,折价率从上世纪约20%下降到2001~2015年平均略高于10%的水平,其中经注册PIPE(无限售期)的综合折价率为9.3%,未注册类PIPE(有限售期)折价率22%。²⁶后者与A股定增的性质相对可比。

机构投资者的合谋选择

机构投资者是认购定增的最主要的外部力量。²⁷按照投资策略,持有周期等方面的差别,机构投资者可分为价值型投资者和交易型投资者。价值型投资者依据价值判断做出决策,他们只有在发行价格不高于投资价值

时才考虑投资,而且需要因信息不对称和监督风险获得一定的折价作为补偿。如前分析,A股尤其是成长股价格长期包含“壳溢价”或板块溢价,价格普遍地高于股票内含价值²⁸,虽有折价,但主要来自二级市场的非理性反应,价值补偿的“含金量”较少(如图5)。

交易型投资者没有能力或意愿做出充分的价值判断,主要追求交易获利的机会。折价认购意味着在股份发行过户当日获得投资账面浮盈,因而乐于投资,其主要的顾虑是二级市场波动导致持有期浮亏或退出时实际亏损。因而交易型投资者要求大股东进行市值管理以维持股价,例如在股份解禁前后推出“高送转”(胡聪慧和于军,2016;崔宸瑜等,2017;谢德仁等,2019)^{[13][12][29]}。

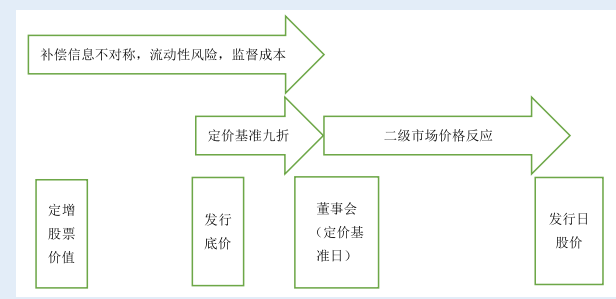
更进一步的做法是“保底”安排。由大股东向认购方出具承诺,对减持时的市场价低于发行价以及一定收益率的差额予以补偿。至于大股东是否需要承诺追加抵质押物,是否享有投资者所持股份的收益分成等细节,取决于市场牛熊、公司基本面及资金供需状况。采取“保底”承诺后,投资依据从对上市公司的价值研究转移到对大股东信用状况和履约能力的关注,更加弱化了定增市场价值投资的色彩。²⁹

从折价形成到折价维持措施,大股东与投资者合谋形成套利交易模式,但公司价值并没有因此增加。³⁰久而久之,定增市场上纯粹的价值投资者相对较少,而交易型投资者或不那么纯粹的价值投资者居多。³¹这种合谋行为似乎没有侵占其他中小股东利益,但是有意识利用了二级市场的集体非理性,并假定大股东拥有无限的市值管理能力和履约能力。大股东、散户、定增认购方都期望在共同营造的股价上涨中获利,代价是系统性风险悄然积聚。

监管趋严与融资杠杆化

经历2015年6月~2016年第一季度连续三级“股灾”动荡之后,资本市场进入严监管、去杠杆时期,一系列“史上最严”监管规则和措施相继落地。2017年《定增新规》要求定价基准日只能是发行期首日,并且限制发行规模(要求非公开发行股票的数量不得超过本次发行前总股本的20%);2017年5月27日证监会发布的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》以及沪深两

图5 定增折价空间的形成机制及价值投资者放弃认购的原因



市交易所随后出台的专门规则(简称“2017年《减持新规》”)要求竞价发行在原一年限售期基础上延长一年,三年期定价发行延长两年限售;2018年4月27日发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》及后续落实细则(以下简称“《资管新规》”)切断银行资金入市的通道,等等。

乱市重典确实起到了立竿见影的效果,不过在打击市场乱象的同时,也钳制了公司正常的股权融资渠道。定增失去定价选择的灵活性,又无成熟市场PIPE融资的便利,骤然降温。为实现融资,大股东的保底承诺及担保措施变得更加必要,定向增发的性质进一步向杠杆化的间接融资变异。与此同时,股权质押融资和“上市公司+PE”等替代性的融资模式在严监管、去杠杆的大环境中逆势扩容。³²2018年初,在经济下行压力和中美贸易战的冲击下股市再次调整,触发杠杆的负向反馈机制,将股指拖入下行通道。³³大股东杠杆缠身而无力自救,股权融资功能衰减,市场信心不振,影响至今尚未消弭。

再融资两难问题的出路

综上所述,A股强势大股东的股权融资偏好及其利益输送动机、散户的集体非理性、交易型投资者的合谋套利投资需求,都会导致融资热和杠杆化倾向,并造成系统性风险的积聚。

反观美国市场,非公开发行证券的价格由发行人与投资者协商确定,仅在发行规模超过20%且为折价发行、内部人参与认购、第一大股东变更等情况下须经过股东大会表决(Morrison and Foerster, 2016)^[7]。³⁴股权分散且机构投资者占主导地位的市场结构³⁵,做空机制、集团诉讼机制的有效运作,都对公司内部人操纵定增构成市场化的制衡作用。中美市场的结构性、制度性差异,决定了高度市场化的再融资制度在中国的移植较难成功。

从保护中小投资者利益和防范系统性风险出发,需要加强监管;但过严的监管又会阻塞正常的股权融资,造成融资杠杆泛滥。面对两难问题,再融资改革需要统筹兼顾,疏堵结合,具体可考虑以下措施:

一、适度放宽定价自主权并缩短限售期

对发行定价和股份减持过于严格的限制下,正常的股权融资功能萎缩,杠杆融资泛滥。规则调整势在必

行,但如果重返旧制又可能重蹈市场炒作与投资套利的覆辙。

利弊权衡之下,存在两种调整方案:(1)恢复定价基准日的选择权,但只允许竞价发行;(2)以发行期首日作为唯一定价基准日,但把发行底价放宽至八五折或者缩减定增股份的限售期。同时强化信息披露监管,包括对股权结构的全面信息披露,对资金安排的穿透监管,对直接或隐性关联方及关联交易的监管等。

二、全面修改公开增发、可转换债、可交换债的发行条件,为企业提供可选的融资套餐

取消公开发行股票以净资产收益率作为硬性条件的陈旧做法,代之以与严格的诚信标准挂钩。近年来大数据技术发展和历史诚信数据积累,为提高诚信监管创造了条件。在此基础上,试点储架发行等机制,提高规范运作公司的融资便利性。

可转换债、可交换债可视为延期的股票,有利于缓解发行新股的信息不对称问题。其债性以及转股价修正条款为投资者提供下跌风险的保护,这种保护建立在投资者对上市公司的持续价值判断的基础上,与大股东提供保底承诺性质不同,而且更加公开透明。其转股的选择为投资者提供了向上收益的空间。可进一步降低可转债、可交换债的发行门槛,扩大适用范围,拓宽发行主体,放松限制条件。

三、修订股份流通规则

股权融资包括发行新股与转让老股两种渠道³⁶,分别对应以上市公司和股东的融资。任何一个渠道的阻塞都会影响正常融资功能。在境外市场,首次公开发行(initial public offering)和“上市公司发行”(follow-on offering或seasoned equity offering)都包括公司发行新股(primary offering)和股东出售存量股份(secondary offering)。两种融资经常同时使用,并无歧视待遇。³⁷

融资和投资互为镜像,发行新股与转让老股分别对应认购新股和受让老股。投资、减持、融资和投资构成闭环。投资者通过减持实现投资退出,从而开始新一轮投资周期。如果转让股份的限制过多,必然影响投资的积极性,从而推高市场的融资成本。宜适时系统修订有关制度,放松对大宗交易和协议转让过于严格的限制,便利市场流通,减少交易成本,促进资本形成。

总结

与以美国为代表的成熟市场相比，A股市场更偏好股权融资。其中既有投资竞赛和资金管制的大环境原因，也与中国境内资本市场的结构性、制度性因素息息相关。在中国境内资本市场，强势大股东、活跃散户与机构投资者并存，大股东对上市公司融资既提供支持，也不排除利益输送行为。投资者在认购定增中，面临信息不对称问题、监督成本、流动性风险和股价高估风险，通常需要一定的折价作为补偿。

监管制度设计兼顾市场折价的合理性和防范利益输送的目的，采取了折衷的做法。规定发行底价“九折限制”，同时允许发行人选择定价基准日和发行方式的灵活空间。大股东有意识利用二级市场的集体非理性，实

现股份发行日股价突破“九折限制”。在大股东与交易型投资者的合谋下，借助市值管理和保底承诺的戏法，定增价差演变成较稳定的套利交易。在股市牛市期间，价格套利又催生结构化产品，为跨市场套利和加杠杆投资推波助澜。

“股灾”过后，监管机构祭出一系列严格监管措施，在整治市场乱象的同时，也收窄了正常的股权融资渠道。定增融资进一步异化为杠杆融资，在2018年的股市调整期形成负反馈机制，引发大股东债务危机。

引导股权融资摆脱自发过热与外部抑制两个极端，摆脱投资端加杠杆和融资端加杠杆的双向侵袭，必须把握加强监管和放松管制的微妙平衡，在加强监管的前提下给与定增定价一定的市场自主权，并鼓励多样化的股权融资规范发展，提高资本市场资本形成效率。 ■

注释

1. 严格意义上，上市公司再融资包括债务融资、权益融资和可转债等混合型证券融资。由于A股公司历史上再融资主要依靠发行新股，近年来发行新股的方式主要是定向增发，因而约定俗成地，上市公司再融资与发行新股、定向增发成为同义词。本文在不引起混淆的情况下，也对这三个名词不加区分的使用。

2. 从2006~2014年，有1,395家公司实施定向增发，融资金额为2.59万亿元，占全部增发公司数量、融资额的92.63%、91.45%。同期只有111家公司实施公开增发，融资金额累计仅2,421.49亿元。自2014年4月沧州大化实施公开增发后，其后四年公开增发销声匿迹。直到2019年4月才重新出现一单(广东拓斯达)。配股是市场早期上市公司最重要的股票再融资方式，早已被公开增发和定向增发所取代。除了在特定年份(如2010年)几家上市银行的配股规模较大之外，其他年份基本寥寥。

3. 美国资本市场市值约占全球资本市场总市值的38%。参见美国证券业协会2018年统计年鉴，参见SIFMA官网。美国上市公司指在证券NYSE/Nasdaq/Amex这三家证券交易所挂牌上市的公司。美国本土公司则扣除ADR挂牌上市的外国公司，以下简称美国公司。

4. PIPE特指公众公司(包括在证券交易所上市的公司以及在OTC市场挂牌的公司)非公开发行普通股股票，可转换优先股，可转换公司债券，权证等权益或类权益性质的证券。这类引用的研究文献的统计覆盖了美国上市公司的PIPE的权益融资。非公开发行证券(private placement)比PIPE更为宽泛：(1)包括所有公众公司和私人公司的私募发行，例如VC机构对创业公司提供的融资；(2)除了权益融资还包括债券类融资。

5. 案例资料来自IDG资本实习生彭正达的整理，在此表示感谢。若有错漏，本文作者负责。

6. 再融资规模的中美对比还应注意换股并购与发行股票募集资金的交易性质、监管规则有明显差别，对上市公司股权融资的比较分析指现金融资类的股票发行，即公开发行和非公开发行股票融资的合计。另外，公开发行和非公开发行的监管规则，市场实践在中美市场差异巨大，不宜进行细分比较。从总金额来看，根据美国证券业协会统计年鉴，2017年美国本土上市公司发行股票募集现金

1,674亿美元(其中公开发行新股融资1,532亿美元，非公开发行142亿美元)。A股上市公司发行新股(全部为定向增发)募集现金6,560亿元人民币，两个资本市场的股票再融资金额比较接近。

7. 以现金为对价的控制权收购主要是杠杆收购(leveraged buyout)，自上世纪90年代以来盛行于美国等西方市场。在杠杆收购中，收购方以自有或自筹资金加上举债收购上市公司并退市，然后将债务下沉到被收购企业。从公司融资角度，相当于以债务融资替代原先的股权，故而属于股份融资的逆操作。

8. 有关指标的计算方法为：内部资金=净利润+折旧，净权益融资=发行股份融资-股份回购-现金收购控制权，净债务融资是公司债券、商业票据、银行借款、抵押证券、其他贷款的净增加额。每个项目除以当年总资产的重置成本，并在统计年度区间内取平均数(参见Frank and Goyal, 2007)^[6]。我们对A股公司相应指标进行计算时，因A股公司的股份回购和杠杆收购金额相对市值规模可忽略不计，使用权益融资总额代替净额。有关数据和图形的资料备案。

9. 另外我们以中美两国2006~2017年的累计融资金额作为对比分析，得出的结果类似，数据备查。如无特别说明，A股公司的原始数据都来自Wind资讯，后文不再一一指出。

10. 通过对比，还有助于厘清对我国发展直接融资尤其是股权融资的认识。股权融资具有流量和存量两个维度，流量代表融资的资金规模，存量体现为公司市值。公司市值与累计股权融资的差额代表公司成长和价值增值，用公式表示为：权益价值=历次融资+价值增值。一个成功公司，权益估值必须远大于获得的股权融资规模；一个成功的资本市场，整体市值必然远高于股权融资规模。由此不难理解，提高股权融资比重有两种不同的道路：简单扩张股权融资规模和促进资本形成。前者代表依靠融资规模拉动的传统增长方式，后者体现集约型的资本形成观，涵盖提高融资效率，降低交易成本，增强市场定价的有效性等要素。随着中国经济向高质量发展转型，资本市场发展观念也要从粗放式的规模扩容向促进资本形成转型。促进股权融资不再简单对等扩大融资规模。

11. 在进行统计时，我们用三个量化标准近似地捕捉居于外层的隐蔽关系：(1)持股5%以上(除投资机构之外，下同)；(2)持股5%

以下但相互存在关联关系的股东合计持股5%以上；(3)持股5%以下但股份处于限售期。这里所称投资机构，特指公募基金、私募基金、保险机构、全国社保基金、QFII等以投资为主业的机构。原始数据来自Wind资讯等。值得注意的是，Wind资讯并未将VC/PE机构，资管产品等纳入机构投资者的统计范围，而是笼统地放在法人持股当中，因而会高估大股东持股，相应低估机构投资者的持股比重。但所产生的误差应不会对本文的逻辑和结论构成实质影响。

12. 我们此处对散户的定义与一般的用法略有不同。通常将散户定义为持股市值在一定金额以下的个人投资者。根据上海证券交易所的统计，截至2017年底账户持股市值50万元、100万元和300万元以下个人投资者占全部个人投资者的账户数比重分别为85%、92%和97%(详见上海证券交易所统计年鉴2018卷)^[16]。可见大部分个人投资者为散户。我们对散户界定为与第一大股东不存在关联关系、一致行动关系或其他利益关系(非限售股)的小股东(持股比例低于5%)，目的是为A股再融资背后的股权结构作出定性和量化的分析。

13. 参见王汉锋，林英奇，中金：A股还是“散户”市场吗？中金公司公众号，2019。

14. 据统计，在参与证券交易的账户中，个人投资者账户数量的日均占比达到九成以上，交易量占比超过八成。当然其中并非所有个人投资者都是散户。另据统计，具有资金、持股优势的投资者账户数量占全市场活跃账户的0.2%左右，但交易量占到25%。假设这部分全部为“大户”，扣除其交易量贡献之后，散户贡献的交易量仍占全市场交易量的一半以上。

15. 中国对定向增发折价较早期的研究集中发现大股东利用折价输送利益的证据。但近期的研究使用时间跨度更长的样本，更细致的模型，得出的结论是大股东参与定增的两种动机并存，且支持效应大于利益输送效应(林乐芬、熊发礼，2018)^[15]。

16. 在借壳或类借壳的并购类定增当中，发行股份是控制权变更和注入新资产的手段，与融资类定增的性质殊异，此处的分析并不适用。本文重点讨论融资类定增，并在必要时涉及对并购类定增的分析。

17. 西方大量研究文献认为折价代表发行人对PIPE投资者承担的有关成本的补偿，包括高信息不对称情况下的信息鉴定、搜索成本(Hertzel, et al, 1993)，监督管理层的成本(Wruck, et al, 1989)，承担风险投资于绩差公司的成本(Dai, 2006)，以及对流动性受限的补偿(Martos-Vila, 2011)。此外，Barclay, Holderness, and Sheehan(2007)认为管理层以较高的折价获得被动股东对管理层控制公司的默许。

18. 指2017年2月修订的《上市公司非公开发行股票实施细则》及《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》，合并简称“2017年《定增新规》”。

19. 并购类定增根据《上市公司重大资产重组管理办法》(2008年发布，2011年，2016年和2019年修改)的要求采取定价发行，发行底价的确定方式与融资类定增略有不同。根据《重组重组管理办法》，发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。

20. 2007年《实施细则》第二十四条要求认购邀请书单包含董事会决议公告后已经提交认购意向书的投资者、公司前20名股东，以及不少于20家证券投资基金管理公司，不少于10家证券公司和不少于5家保险机构投资者。

21. 我们根据Wind数据整理，从2007年定向增发的《实施细则》推出到“史上最严监管”陆续出台前的2016年6月30日，共2,742次定向增发样本，从预案公告日到证监会核准公告日平均217天，到上市公司日平均293天。

22. 发行股份购买资产的配套融资适用融资类定增《管理办法》，因此可以采用定价发行和竞价发行两种方式。由于配套融资

与发行股份购买资产适用不同的定价方式，针对不同的发行对象，并经过监管不同的审核程序(发行审核委员会和并购重组审核委员会)，故在统计中分开作为两次发行。

23. 虽然《定增新规》在2017年2月出台，但按照国内惯例，在征求意见阶段或高层讲话“吹风”时，实际上已经按照新规则的意旨指导市场实践。例如在2016年下半年的监管实践中已通过保荐人培训，发行审核等加强了对定价发行和大比例折价的限制。因此我们采用2016年6月30日作为原有规则下运行的截止日期。另外在稳健性检验中，将时间窗口拉长至2016年底，统计结果及结论未发生变化。

24. 统计期间922次并购类定向增发的平均发行折价率为25.37%，其中竞价发行折价率15.23%，定价发行折价率32.90%。

25. 2013~2016年上半年覆盖郭树清、肖钢两任证监会主席推动“注册制”改革期，其间多次传闻再融资率先放开市场化发行，以及刘士余到任证监会主席前三个月，当时尚未推出系列严监管措施。这段时期较完成覆盖一轮牛市(2013~2015年6月14日)和熊市(2015年6月15日~2016年)。

26. 2003年后，PIPE发行人可以在签署投资协议后，立即向SEC申请股份流通，一旦注册生效即进行股份交割，这种方式称为注册类PIPE(registered PIPEs)。2008年后，美股非公开发行的限售期从一年缩短到六个月，非注册类PIPE的流动性也得以提高。

27. 例如在2006~2015年的2,227个定向增发样本中，机构投资者参与认购的有1,662个，平均认购比例达到76.4%(佟岩，谢明智，李思飞，2019)^[25]。机构投资者的称呼有泛指和特指之分。我们在讨论股权结构时，机构投资者特指基金公司、证券公司、保险公司、QFII等专业投资机构，而将一般法人排除在外。在研究定增认购的各类投资者行为，将一般法人纳入机构投资者的考察范围。在上述研究样本中，投资公司最为活跃，参与认购的数量最多，为1,156次，平均认购比例达到32.8%，基金参与认购的次数仅次于投资公司，为1,008次，平均认购比例最高为40.7%。

28. 一项研究发现大股东参与的定增中，定向增发定价显著低于股票内在价值(宋鑫等，2017)^[26]。该研究选取2006年5月8日到2014年12月31日沪深A股主板市场的定向增发数据，并未包括中小板、创业板的数据，因而忽略了代表高成长、高估值的样本。

29. 一个相关联的现象是中国私募股权投资(俗称PE投资)市场长期盛行的对赌条款。由于二级市场的高估值，一级市场报价水涨船高。被投企业和创始人作为PE机构出具业绩对赌和回购承诺成为标配。成熟市场虽也存在投资人的保护性条款，例如VC基金采用可转债或优先股投资，并享有优先清算权，再如并购基金(buyout fund)与被收购方的卖家签订业绩对赌协议(earn-out)，但与国内业绩担保和投资回购的性质不同。秉持价值投资的机构如果不接受高估值与业绩担保、回购条款的“套餐”，只得留守美元基金投资和境外上市领域。

30. “套利”交易的严格定义要求通过正反向操作实现获利的确定性。对于定增投资，投资者在以定增价格进行股份交割的同时卖空股票，才真正将发行折价转化为套利投资。由于保底承诺存在一定程度的兑现风险，不能算严格意义上的套利交易，但我们采取各约定俗成的说法，将折价认购及保底承诺称为定增套利。

31. 与定增市场保底承诺相呼应的是中国私募股权投资(俗称PE投资)界对赌条款的盛行。2009年创业板开板后，新兴成长企业二级市场的高估值既刺激了国内PE行业蓬勃发展，也带动一级市场水涨船高。被投企业为PE机构出具业绩对赌和回购承诺迅速流行，2012年备受瞩目的“对赌协议第一案”——海富投资案就是代表。在美国硅谷，风险投资基金(VC fund)鲜有针对企业业绩和上市的现金赎回条款，他们主要使用可转换公司债、分期融资的同比例认购权(pro rata)、估值调整机制(调整转股价格或股份数量)等作为投资保护；在并购投资(Buyout fund)领域，对某些行业企业(如医药)的收购由买卖双方签订earn-out协议。这些方式都与国内对赌和回购的性质不

同。(参见刘燕.对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示[J].环球法律评论,2016,38(03):137-156;清澄君:《硅谷无对赌》,http://www.360doc.com/content/16/0206/22/27398134_533109081.shtml。)

投资机构如果不接受国内高估值与业绩担保、回购条款搭配的“惯例”,便只得留守美元投资和境外上市领域,无以分享A股盛宴。

32. 从2016年连续三年年底及2019年5月31日,第一大股东股票质押数占其持股数的比例(中位数)分别为48.80%、53.88%、57.88%、57.96%,质押比例超过50%的上市公司分别为655家、929家、1,165家、1,189家。参见刘晨明等:“股票质押风险更新——纾困基金进展如何?”,天风证券研究报告,2019年1月16日。

“上市公司+PE”模式在2013年之后迅速发展。截至2016年底,593家A股上市公司与PE合作成立了759家并购基金,披露规模总计达到1.21万亿元。其中绝大多数是2015年和2016年新设的基金(庞家任等,2018)^[27]。

33. 上证指数从2018年1月底的3259点到底跌到2493点,跌幅

达24.59%,深成指、中小板指数、创业板指数的跌幅更重,成为A股市场建立以来股指跌幅第二的年份。

34. 根据纽交所或纳斯达克的有关规则,发生以下三种情形之一,需要股东大会表决通过:a.发行股份数量占流通股本的比例超过20%且折价发行;b.持股比例超过1%的董事、高管或其他关联方参与发行;c.造成第一大股东变更。

35. 根据美国证券业协会统计年鉴,美国资本市场2000-2002年保险公司、基金等投资机构持股占比49.7%,个人及家庭持股占39.2%。

36. 一般而言,股份的“转让”主要指协议转让等情形,股份的“减持”指通过集合竞价或大宗交易出售股票。本文在使用时,对转让和减持不加严格的区分。

37. 以脸谱公司为例,2012年2月的IPO募资160亿美元,其中首次发行股份占43.73%,存量股公开出售占52.27%;2013年12月再融资38.50亿美元,其中发行新股占38.57%,存量股公开出售占67.42%。感谢IDG资本实习生彭兴达对资料的贡献,如有错漏则由本文作者负责。

参考文献:

- [1] Brophy D., Ouimet P., Sialm C.. Hedge Funds as Investors of Last Resort? [EB/OL].The Review of Financial Studies, 2009, (02), 22(2): 541-574, https://doi.org/10.1093/rfs/hhl045.
- [2] Chaplinsky S., Haushalter D. Financing under extreme uncertainty: Evidence from private investments in public equities[J]. Review of Financial Study, 2010, (23): 2789-2820.
- [3] Dai N. Does investor identity matter? An empirical examination on investments by venture capital funds and hedge funds in PIPEs[J]. Journal of Corporate Finance, 2007, (13): 538-563.
- [4] Eckbo, B. Espen and Masulis, Ronald W. and Norli, Oyvind. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance[M]. 2007, Volume 1, Ch. 6: 233-373.
- [5] Ioannis V. Florosa, Nandu J. Nagarajanb and Shiva Sivaramakrishnan. The Certification Role of Insider Participation in PIPEs[EB/OL]. Forthcoming, Review of Quantitative Finance and Accounting, 2019-07-06, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2553426 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2553426 .
- [6] Frank, Murray Z. and Goyal, Vidhan K.. Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt[EB/OL].2007-12-08, Available at SSRN: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.670543 .
- [7] Morrison & Foerster LLP. Frequently asked questions about the 20% rule and non-registered securities offerings[R]. White paper, 2016.
- [8] Lemmon, M., & Zender, J. Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2010, 45(5), 1161-1187.
- [10] Myers, S.C., Majluf, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, (13), 187-221.
- [11] 毕金玲, 于得水, 刘越. 机构投资者角色定位: 旁观者还是监督者?——基于鑫科材料公司定向增发的案例研究[J]. 辽宁大学学报(哲学社会科学版), 2017, 45(03): 89-97.
- [12] 崔宸瑜, 陈运森, 郑登津. 定向增发与股利分配动机异化: 基于“高送转”现象的证据[J]. 会计研究, 2017, (07): 62-68+97.
- [13] 胡聰慧, 于军. 送转与定向增发: 基于市值管理的视角[J]. 财经研究, 2016, 42(12): 84-95.
- [14] 何贤杰, 朱红军. 利益输送、信息不对称与定向增发折价[J]. 中国会计评论, 2009, 7(03): 283-298.
- [15] 林乐芬, 熊发礼. 定向增发价格政策: 大股东净效应与发行折价[J]. 产业经济研究, 2018, (01): 104-114.
- [16] 上海证券交易所. 上海证券交易所统计年鉴2018卷[M]. 上海远东出版社, 2018.
- [17] 吴育辉, 魏志华, 吴世农. 时机选择、停牌操控与控股股东掏空——来自中国上市公司定向增发的证据[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2013, (01): 46-55.
- [18] 杨旭宁, 孙会霞. 上市公司定向增发成功与否的因素研究——基于大股东参与视角的实证分析[J]. 投资研究, 2017, 36(08): 82-99.
- [19] 张鸣, 郭思永. 大股东控制下的定向增发和财富转移——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2009, (05): 78-86+97.
- [20] 章卫东. 定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验证据[J]. 管理世界, 2010, (01): 54-63+73.
- [21] 章卫东, 李海川. 定向增发新股、资产注入类型与上市公司绩效的关系——来自中国证券市场的经验证据[J]. 会计研究, 2010, (03): 58-64+97.等。
- [22] 赵玉芳, 余志勇, 夏新平, 汪宜霞. 定向增发、现金分红与利益输送——来自我国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2011, (11): 153-166.
- [23] 朱红军, 何贤杰, 陈信元. 定向增发“盛宴”背后的利益输送: 现象、理论根源与制度成因——基于驰宏锌锗的案例研究[J]. 管理世界, 2008, (06): 136-147+188.
- [24] 支晓强, 胡聰慧, 吴偲立, 刘玉珍. 现金分红迎合了投资者吗——来自交易行为的证据[J]. 金融研究, 2014, (05): 143-161.
- [25] 佟岩, 谢明智, 李思飞. 企业成长性与机构投资者行为选择——基于定向增发折价的分析[J]. 北京理工大学学报(社会科学版), 2019, 21(03): 73-81.
- [26] 宋鑫, 阮永平, 郑凯. 大股东参与、盈余管理与定向增发价格偏离[J]. 财贸研究, 2017, 28(10): 86-97.
- [27] 庞家任, 周桦, 王伟. 上市公司成立并购基金的影响因素及财富效应研究[J]. 金融研究, 2018, (02): 153-171.
- [28] 徐寿福, 徐龙炳. 大股东机会主义与定向增发折价——兼析制度变迁的影响[J]. 上海财经大学学报, 2011, 13(04): 82-89.
- [29] 谢德仁, 崔宸瑜, 廖珂. 上市公司“高送转”与内部人股票减持: “谋定后动”还是“顺水推舟”?[J]. 金融研究, 2016, (11): 158-173.