

# 研究报告

2017 年第 101 期

2017.9.29

执笔人：藏波，杨康

邮箱：zangbo@icbc.com.cn

kang.yang@icbc.com.cn

## 后减持时代自然人大股东如何增持？

### ——商业银行的业务背景、场景与融资模式

#### 要点

- 在强监管和防风险的政策高压之下，我国 A 股市场已基本渡过系统风险出清，投资关系重建的阵痛阶段。目前整体处于历史中低水平，这为自然人大股东增持和维系企业股权长期稳定提供了绝佳机遇，也为商业银行提供了一定业务流量机遇。
- 从业务场景来看，上市公司自然人大股东通常会采取定向增发、二级市场增持、股权回购、协议受让共四种方式来增持本公司股权。
- 从业务模式来看，自然人大股东增持本质上属于投行业务的并购条线范畴，商业银行应对应匹配并购条线业务产品。如针对自然人直接增持模式，由于 2015 年《商业银行并购贷款风险管理指引》要求并购需由并购方通过专门设立的子公司进行，所以商业银行只能借助并购投资工具（如资管计划、信托计划等），并使用表外理财资金提供支持。针对自然人通过 SPV（如公司、有限合伙企业等）增持模式和管理层收购模式，商业银行资金可通过并购贷款、代理投资（包括债权和股权）等形式提供资金支持。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 后减持时代自然人大股东如何增持？

### ——商业银行的业务背景、场景与融资模式

#### 一、自然人大股东增持的业务背景

长期以来，“散户多、新手多、消息多”勾勒出我国 A 股市场的现状特征，这“三多”一定程度上构成了我国 A 股韧性差、波动大和易产生羊群效应的根源。为增强 A 股韧性、平滑风险收益、形成助力实体经济的长效机制，监管层从清理 IPO 堰塞湖效应和防止金融“虚化”两头入手，出台了系列强监管政策。《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（证监会公告[2017]9号，以下简称“减持新规”）便是其中的重要政策安排，被市场认为是规范大股东股票减持行为，避免集中、大幅和有序减持扰乱二级市场秩序、冲击投资者信心的应时之举；同时也是鼓励和倡导企业大股东增持，进而形成长期投资和价值投资的应景之措。

在强监管和防风险的政策高压之下，我国 A 股市场已基本渡过系统风险出清，投资关系重建的阵痛阶段，目前整体处于历史中低水平，这为自然人大股东增持和维系企业股权长期稳定提供了绝佳机遇。从截面维度来看，相较于美股，A 股和港股的 PE 和 PB 均处于相对低位。截至 2017 年 7 月底的交易所统计数据，美股的 PE 为 21.6 倍；A 股和港股分别为 17.5 倍和 14 倍。从历史维度来看，A 股和港股同样处于历史较低水平。从 PE 数据统计源起的 1954 年开始，截至 2017 年 7 月底，美股 PE 和 PB 分别位于历史分位（最大值和最小值之间的分位数）后 49% 和后 54%，证券化率（证券总市值/GDP 总量）133.2%，各指标处于历史中高水平；A 股 PE 和 PB 分别位于历史分位的后 23% 和后 9%；港股分别位于后 33% 和后 13%，两市的证券化率分别为 68% 和 53.4%，各指标均处于历史中低水平。

由此可见，自然人大股东增持融资业务正处在监管环境红利和历史机遇红



利的叠合阶段，将在短时期内呈现出集中大幅增长态势，这也为商业银行提供了一定的业务流量机遇。商业银行如何在此轮自然人大股东增持的大潮中做到“顺势而为”，如何在混业经营和同业竞争日趋激烈的环境下做到“险中求胜”，诊断并探明业务场景，进而建立差异化和针对性的业务模式至关重要。

## 二、自然人大股东增持的业务场景

上市公司大股东在进行增持本公司股权之前，需考虑几条持股比例的“门槛线”，持股比例超过各“门槛线”所享有的股东权利大相径庭。依据经验判断，要实现对本公司的实际控制，持股比例需达到34%的“安全控制线”。各“门槛线”和对应梯度化的股东权利具体如下表：

表1 增持“门槛线”及其对应的股东权利

门槛线类型	持股比例	股东权利	股东权利强度 (1-9 逐级递减)
绝对控制权线	67%	修改公司章程、增加或减少注册资本决议；公司合并、分立、解散、变更公司形式等重大决策。	1
相对控制权线	51%	聘请独立董事；选举董事、董事长、聘请审议机构；聘请会计师事务所；聘请/解聘总经理。	2
安全控制权线	34%	对重大决策事项拥有一票否决权。	3
要约收购线	30%	向所有股东发出要约收购。	4
股东地位变动警示线	20%	没有法律依据，现实意义不大。但会对第一大股东的控股地位是否已受到第二大股东冲击起到警示作用。	5
临时议会权线	10%	召开临时股东大会。	6
重大股权变动警示线	5%	当增持股份比例首次达到5%时，必须暂停增持行为，并及时履行报告和公告义务；在股份每增加或减少5%时均应及时履行报告和信息披露义务，且在报告期及报告后2日内不得再行买卖。	7
临时提案权线	3%	在股东大会召开10个自然日前临时提案并书面提交召集人。	8
代位诉讼权线	1%	提起监事会或董事会调查和起诉权。	9

在明确了持股比例和对应的股东权利之后，上市公司大股东通常会采取定向增发、二级市场增持、股权回购、协议受让共四种方式来增持本公司股权。

### (一) 定向增发

一般来说，上市公司向符合条件的特定投资者非公开发行股票即为定向增发，其中包括为增加本公司控制权而向单一或特定大股东实施的定向增发。与普通投资者类似，大股东参与定向增发同样需要履行必要的信息披露和审批流程，即确定定增初步方案并与证监会沟通；召开董事会和股东大会公告定增预案，并将正式申报材料上报证监会（其中涉及国有资产还需报备国资委）；证监会审核通过，定增方案正式实施。目前涉及自然人大股东参与定增的主要法规及条款如下：

表 2 自然人大股东参与定增的主要法规和条款

	主板	创业板
规范法规	《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》	《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》 《创业板上市公司非公开发行股票业务办理指南》
发行对象条件	(1) 特定对象符合股东大会决议规定的条件； (2) 发行对象不超过 10 名。	(1) 特定对象符合股东大会决议规定的条件； (2) 发行对象不超过 5 名。
发行价格	发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%	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：
锁定期	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： (1) 上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人； (2) 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； (3) 董事会拟引入的境内外战略投资者。 发行对象属于本细则第九条（即上述规定）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 12 个月内不得转让。	(1) 发行价格不低于发行期首日前 1 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； (2) 发行价格低于发行期首日前 20 个交易日公司股票均价但不低于 90%，或发行价格低于发行期首日前 1 个交易日公司股票均价但不低于 90%的，本次发行股份自发行结束之日起 12 个月内不得上市交易； (3) 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 20 个交易日或者前 1 个交易日公司股票均价的 90% 认购的，本次发行股份自发行结束之日起 36 个月内不得上市交易。

注：据了解，证监会发行部对主板、中小板、创业板再融资进行窗口指导：1、关于定价基准日，主板、中小板、创业板的非公开发行必须以发行期首日定价，无例外；2、关于锁定期，创业板非公开发行期与主板、中小板一致，即普通投资者至少锁定 1 年，控股股东、实际控制人或关联方至少锁定 3 年。

但与普通投资者参与定增不同，大股东还需遵从特定认购程序、锁定期、



**资格审查共三方面**（主要法律依据为《上市公司证券发行管理办法》和2017年修订的《上市公司非公开发行股票实施细则》）**法规要求**。其中，**特定认购程序**是指大股东原有持股比例与认购定增新股比例合计超过（不包含达到）总股本30%之时，需向全体股东履行要约义务。**特定锁定期**是指大股东（包括公司实际控制人和其关联人）或通过定增取得公司实际控制权的投资者认购的定增股份36个月内不得转让。**特定资格审查**是指上市公司的权益未被控股股东或实际控制人严重损害且尚未消除（非创业板）、上市公司最近12个月内不存在资金被控股股东、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（创业板）或者上市公司控股股东或者实际控制人最近12个月内因违反证券法律、行政法规、规章受到证监会行政处罚或受到刑事处罚（创业板）。

## （二）二级市场增持

上市公司大股东的二级市场增持行为不仅有利于进一步来夯实其控制权，且有利于增加市场投资信心，**所以监管层对此秉持鼓励和宽松的态度**。自然人大股东的二级市场增持行为仅需履行“自身决策程序”即可，该程序的关键点有三：**一是企业内部决策要求，二是信息披露要求，三是买卖时间限制**。

其中，**企业内部决策**要求仅针对大股东原有持股比例与二级市场增持比例合计超过总股本30%有效，此时大股东需向本公司全体股东履行要约义务。**信息披露义务**则主要针对增持比例高于5%的大股东而言，《证券法》规定，当大股东增持股份比例首次达到5%时，必须暂停增持行为，并及时履行报告和公告义务；在股份每增加或减少5%时均应及时履行报告和信息披露义务，且在报告期及报告后2日内不得再行买卖。**买卖时间限制**的主要依据是《证券法》第47条，即持有上市公司5%股份以上的股东，将持有该公司股份在买入后6个月内卖出，或者在卖出后6个月内买入，投资收益归公司所有。也就是说，持股比例达到5%以上的大股东，增持的股票需在6个月后进行买卖行为，由此才能享有买卖产生的收益。若在增持后6个月内违规开展买卖，则将会受到交易所纪律处分和证监会行政处罚。目前涉及大股东二级市场增持的主要法规及条款如下：

表3 二级市场增持的主要法律、法规和条款

项目	内容
法律法规	《中华人民共和国证券法》 《上市公司收购管理办法》 《上海证券交易所上市公司股东及其一致行动人增持股份行为指引》 《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》 《深圳证券交易所中小板上市公司规范运作指引》 《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》
权益变动	投资者及其一致行动人不是上市公司的第一大股东或者实际控制人，其拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的5%，但未达到20%的，应当编制简式权益变动报告书。
	投资者及其一致行动人为上市公司第一大股东或者实际控制人，其拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的5%，但未达到20%的，还应当披露本办法第十七条第一款规定的内容（投资者及其一致行动人的控股股东、实际控制人及其股权控制关系结构图）。
	投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的20%但未超过30%的，应当编制详式权益变动报告书。
	前述投资者及其一致行动人为上市公司第一大股东或者实际控制人的，还应当聘请财务顾问对上述权益变动报告书所披露的内容出具核查意见。
增持中的豁免情形	（1）在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的30%的，自上述事实发生之日起1年后，每12个月内增持不超过该公司已发行的2%的股份； （2）在一个上市公司中拥有权益股份达到或者超过该公司已发行股份50%的，继续增加其在该公司拥有的权益不影响该公司的上市地位。

### （三）股权回购

与二级市场增持维持总股本的行为不同，上市公司股权回购是通过减少总股本来间接增加大股东控制权地位，由此还产生了每股净收益增加、投资者信心提升和股东收益扩大等积极的外部效应。但同时也产生了内幕交易和干扰市场正常秩序的嫌疑。为此，《公司法》规定，除四种情况之一外，上市公司不得收购本公司股份：一是减少公司注册资本（收购日起10日内注销）；二是与持有本公司股份的其他公司合并（6个月内转让或注销）；三是将股份奖励给本公司职工（收购1年内转让给职工）；四是股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份（6个月内转让或注销）。目前涉及上市公司大股东回购的主要法规及条款如下：



表4 股权回购的主要法律、法规和条款

项目	内容
法律法规	《中华人民共和国公司法》 《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》 《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》 《上海证券交易所股票上市规则》 《上海证券交易所上市公司以集中竞价交易方式回购股份业务指引》 《深圳证券交易所股票上市规则》 《深圳证券交易所创业板股票上市规则》 《深圳证券交易所上市公司以集中竞价方式回购股份业务指引》
中介机构	上市公司应当聘请独立财务顾问和律师事务所就股份回购事宜出具专业意见。
回购方式	上市公司回购股份可以采取以下方式之一进行： (1) 证券交易所集中竞价交易方式； (2) 要约方式； (3) 中国证监会认可的其他方式。
窗口期	上市公司在回购股份期间不得发行新股。 在年度报告和半年度报告披露前5个工作日或者对股价有重大影响的信息公开披露前，上市公司不得通过集中竞价交易方式回购股份。

大股东增加个人实际控制权的股权回购行为实际多符合第一和第二种情况，但需提起注意的是，并不是所有的上市公司均可进行股权回购操作。根据《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》规定，回购股份应同时满足三项要求：一是公司股票上市已满一年；二是公司最近一年无重大违法行为；三是回购股份后上市公司具备持续经营能力。

#### （四）协议受让

“减持新规”主要防止大股东通过大宗交易、协议转让、司法过户等方式“过桥减持”和“清仓式减持”，所以设置了减持时间和数量等规定（如大股东在任意连续90个自然日内，通过竞价交易减持不得超过总股本的1%，通过大宗交易减持不得超过总股本的2%，合计不得超过3%）。但对于协议受让方冲击较小，仅对股权买卖时间进行了限制，即受让方在受让后6个月内，不得买卖所受让的股份。但需提起注意的是，由于协议转让通常涉及较大股权变动，极易触发要约收购，所以，大股东协议受让股权同样要做好上文提到的持股“门槛线”设计，以及及时的信息披露工作。大股东协议受让法规和主要条款与二级

市场增持相类似，具体可参见表 3。

### 三、并购融资业务模式

自然人大股东增持行为本质上属于并购范畴，商业银行应对应匹配并购条线业务产品。根据资金来源分类，目前商业银行开展并购融资产品分为表内并购贷款和表外理财代理投资。就自然人大股东增持本公司股权来看，**业务模式主要集中于三类：自然人直接增持、自然人通过 SPV 增持、管理层收购（MBO）。**但在实际操作层面，商业银行基于大股东提高融资比例、控制资金成本的诉求，往往需要将表内并购贷款和表外代理投资产品进行交叉设计和综合运用。具体的产品设计逻辑和交易结构设计模式如下：

#### （一）自然人直接增持

根据 2015 年《商业银行并购贷款风险管理指引》，并购是境内并购方企业的交易行为，且并购可由并购方通过专门设立的子公司进行。可见，并购贷款仅限于向企业发放。因此，对于自然人直接增持，**银行只能借助并购投资工具（如资管计划、信托计划等），并使用表外理财资金提供支持。**业务模式如下：

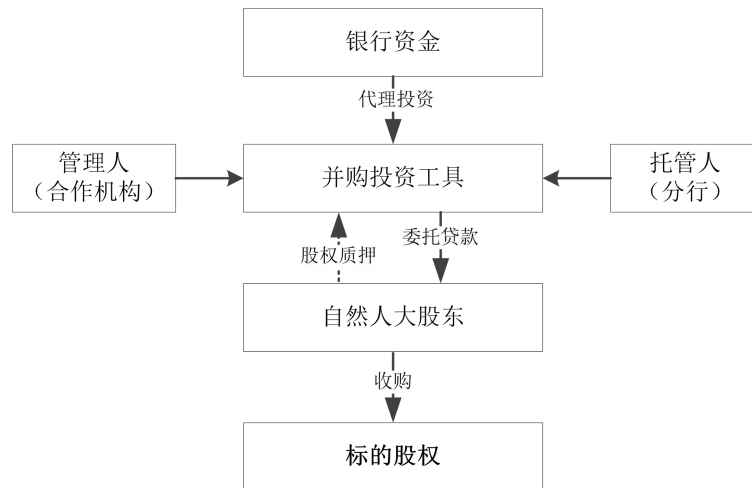


图 1 自然人大股东直接增持的业务模式

#### （二）自然人通过 SPV 增持

出于增加融资杠杆、扩展融资渠道的目的，自然人大股东也可通过其控制的 SPV 对上市公司股票进行增持，其中 SPV 可为公司、合伙企业（如并购基金）或者其他投资工具。根据自然人大股东的具体需求，**银行资金可通过并购贷款、**





代理投资（包括债权和股权）等多种形式提供并购融资支持。参考融资业务模式如下：

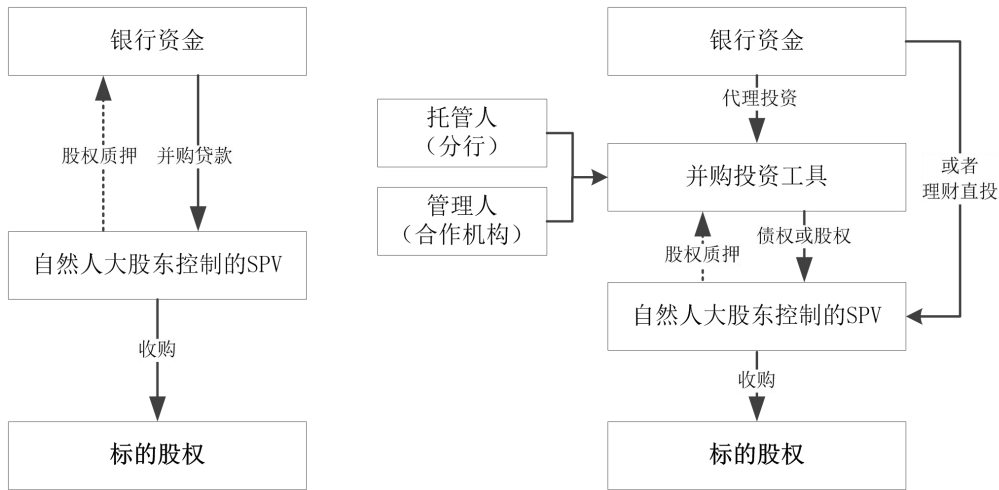


图2 自然人大股东通过 SPV 增持的两种业务模式

### （三）管理层收购（MBO）

管理层收购是公司管理者收购公司股权的行为，也是为了充分发挥人才潜力、实现公司绩效最大化而对管理层进行长期激励的一种手段。鉴于管理层收购具有时效性强、杠杆率高等特点，在实务操作中，管理层收购往往通过持股平台进行运作。但与自然人大股东通过 SPV 增持的业务模式不同，持股平台通常股东众多、股权分散，持股平台的控制权一般通过一致行动人协议等相关约定，由指定的机构或者个人支配。参考融资业务模式如下：

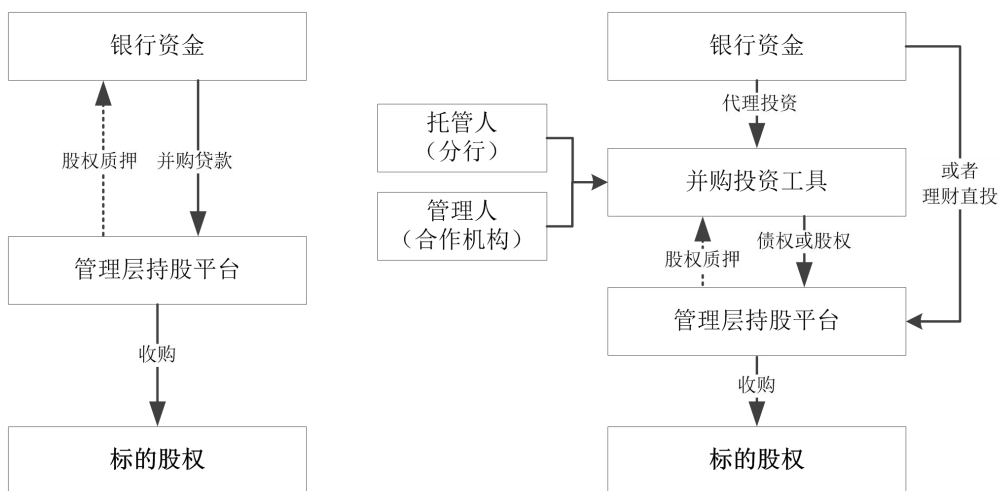


图3 上市公司自然人大股东 MBO 的两种业务模式

商业银行在对自然人大股东增持提供融资产品匹配和交易结构优化设计的过程当中，应充分运用表内资金（产品如并购贷款）和表外资金（产品如代理投资）的比较优势，各取所长、相机决策。从现有监管依据来看，2008年和2015年银监会先后颁布和修订了《商业银行并购贷款风险管理指引》，对并购贷款的投放规模、风险评估、管理模式进行了规范；而代理投资业务仍没有中央层级的专项监管规定，各商业银行通常基于《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》的框架性约束，自行制订的内部文件予以规范。由此可见，虽然表内并购贷款和表外代理投资在资金用途、期限、融资比例、业务流程等方面有诸多共性，但由于并购贷款法律依据更加明确，所以更具有规范性优势；相对而言，表外代理投资在实操层面更具灵活性优势（如特定情况下资金用途更广、融资比例更高），但资金成本也相对较高。