

注册制改革对企业融资决策的影响

康卜方 万丽霞

新疆理工职业大学, 新疆喀什, 844200;

摘要: 全面实行注册制是涉及资本市场全局的重大改革, 对于我国企业的融资决策具有重大影响。本文首先系统梳理了注册制改革相关内容, 然后对优序融资理论的结论及原因进行阐述, 在此基础上对我国企业在融资时存在“股权偏好现象”的原因进行分析, 最后, 进一步分析注册制改革对我国企业融资决策的影响。分析结论认为, 注册制改革优化了上市首发和再融资条件, 增加了资本市场的包容性、覆盖面以及吸引力, 为不同发展阶段和不同行业的企业提供了更加方便的上市渠道, 有利于提高直接融资的比重。从短期来看, 股权融资比例会上升, 长期来看可能会趋于平稳。此外, 注册制有利于培育价值投资的土壤, 为中小企业以及科创企业的融资提供更加丰富的金融工具和发展空间。

关键词: 注册制; 企业融资决策; 优序融资理论; 直接融资

DOI: 10. 64216/3080-1486. 25. 09. 063

1 注册制改革背景与内容

注册制是一种以信息披露为核心的证券发行制度。我国注册制改革于2018年11月启动, 先后在科创板、创业板和北京证券交易所进行试点, 在各方共同努力下, 试点注册制总体上是成功的, 改革成效得到了市场认可。2023年2月17日, 中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则^[1], 在中国资本市场改革发展进程中具有里程碑意义。

1.1 注册制改革的内容

与核准制相比, 注册制推行主要有以下几方面的变化:

(1) 发行上市条件精简优化。注册制以信息披露为核心, 证券发行申请人需依法将与证券发行有关的一切信息和资料公开, 主管机构需要审查证券发行人所提供的材料不存在虚假、误导或者遗漏。企业发行上市条件精简优化, 推动资源向中小微、高新技术企业靠拢。

(2) 信息披露制度更加严格。注册制实施后信息披露制度更加严格, 企业信息披露不仅在形式上要求完整, 而且要突出业务特点、风险因素、投资价值, 做到“精”和“实”。通过强化上市主体的信息披露责任, 加强信息披露监管, 降低资本市场信息不对称, 推进市场更加透明化、法治化。

(3) 发行承销机制市场化。全面注册制推行后, 信息不对称程度大大降低, 在新股发行定价及发行规模

中市场的决定性作用更大, 机构投资者需要发挥更加专业的定价能力, 最终形成以市场决定的、机构投资者为参与主体的询价、定价、配售机制。资本市场融资能力将进一步提高, 市场配置资源的功能进一步增强。

(4) 中介机构责任强化。全面注册制实施后, 企业IPO会更加常态化, 会提高散户投资者的投资难度, 倒逼其通过专业机构进行价值投资。因此, 中介机构作为资本市场的“看门人”在注册制实施后必须强化责任意识, 履行各项尽职调查义务, 严格把关。同时, 应对违法违规中介机构更加强有力问责。

(5) 监管执法和投资者保护强化。在前端, 压实各层面责任, 加强发行上市全链条监管力度, 严把上市质量; 中端, 加强持续监管, 规范公司治理, 加大完善退市制度, 促进优胜劣汰; 后端, 形成“零容忍”高压态势, 严厉打击违法违规行为, 切实保护投资者利益。

注册制改革不仅涉及到信息披露制度、股票发行制度, 还要求退市制度、投资者保护制度等一系列改革, 市场约束和法治约束不断增强, 资本市场法制建设不断完善, 证券违法违规成本上升, 执法与司法衔接加强, 法治环境和市场环境更加系统、协调。

2 企业融资偏好

2.1 优序融资理论

美国金融学家迈尔斯和迈勒夫(1984)提出了优序融资理论假设^[2], 他们认为, 企业在选择融资渠道时会

按照优先选择内部融资,其次是债务融资,最后是股权融资的顺序。第一内部融资,也就是企业使用自有资金进行融资。企业如果盈利情况较好,留存收益较多,那么采用内部融资方式成本最低也最安全。第二债权融资,也就是企业通过向银行贷款或者发行债券进行融资,负债融资可以有税盾效应,但此种融资方式也存在两个问题,一是由于违约风险的存在,银行必须考虑是否愿意借钱以及贷款成本多高,二是企业信用情况如何,是否有发行债券的资格,或者发行的债券是否可以以合理的成本卖出去。第三股权融资,是指企业通过发行股票来引入外部投资,股权融资的成本往往是最高的。

2.2 中国企业融资顺序

在我国的资本市场上,我们发现企业融资时并不遵循优序融资理论,企业在决定融资顺序的时候都是先考虑股权融资,肖泽忠等(2008)^[3]通过分析我国上市公司融资偏好及资本结构,提供了检验上市公司是否存在股权偏好现象的方法,结果表明,我国企业在选择融资渠道时确实存在“股权偏好现象”。盛明泉等(2010)^[4]通过实证研究发现,我国上市公司在融资时并不支持优序融资理论,它们首先会考虑股权融资,其次选择债务融资,最后才会考虑内源融资,并且相比于高杠杆公司来说,低杠杆公司的债务融资倾向更大,相比于小规模公司来说,大规模公司的债务融资倾向更大。

具体分析原因可能在于:

(1) 我国企业现金股利分配少。对于企业来说,股权融资的成本主要来自分发现金股利。在成熟资本市场中,企业分发给投资者的股利较高,而我国资本市场发展暂不成熟,企业股利分配较少,即使分配也大多以送股、转增形式,因此,企业分红派息率较低降低了股权融资的成本。

(2) 我国企业成长性较弱。企业如果通过发行债券或者向银行贷款来进行融资,存在到期无法还本付息的融资风险,企业成长性越差,这种融资风险越大。我国企业的成长性普遍低于发达国家企业成长性,因此为了回避风险,它们更加偏向使用股权融资。

(3) 股票发行价偏高。在发展不成熟的资本市场中,由于信息不对称和供求关系不平衡,使得上市公司可以选择合适的时机以较高的价格发行股票,从未降低了股权融资的成本。而在发达国家成熟的资本市场中,信息不对称程度较高,供求关系相对平衡,投资者不愿

意以较高价格购买股票,股权融资成本较大。

3 注册制对企业融资渠道的影响

注册制改革优化了上市首发和再融资条件,增加了资本市场的包容性、覆盖面以及吸引力,为不同发展阶段和不同行业的企业提供了更加方便的上市渠道。注册制推行有利于加速提高直接融资占比。直接融资比重的提高,有利于丰富金融市场各项功能,创新金融服务,增加金融产品供给,减少资金在银行体系内空转,降低宏观杠杆率,从而降低系统性风险发生的可能。

3.1 短期内, 股权融资比例上升

全面注册制精简优化了上市条件,将丰富企业上市选择、融资手段,加速投资者转型,优化居民资产配置,倒逼券商业务转型升级。不同行业、不同生命阶段的企业将在适合的资本市场板块寻找其植根发展的沃土,资本市场服务的覆盖面和普惠性提升,满足不同类型和阶段企业的差异化需求。模式成熟、盈利能力强但科技创新属性偏弱的企业更适合主板上市;未盈利但高成长性企业适合科创板;创新创业型中小企业则更适合在创新层培育规范,最终登陆北交所,有利于多层次资本市场建设,短期内企业上市数量增加,股票融资比率上升。

3.2 长期来看, 股权融资比例平稳

从长期来看,注册制推行可以稳步提高上市公司质量,孕育价值投资的土壤。首先注册制在加速市场扩容的同时并不意味着放松质量要求,并非任何企业想发行股票就发行,符合制度推行“稳中求进”的基调,整体扩容速度相对可控,对市场产生“抽水效应”的程度有限。其次,注册制推行之前,我国资本市场信息不对称程度较高,投资者可能会以高于股票价值的价格购入股票,使得企业股权融资成本降低。全面推行注册之后,信息披露程度大大提升,股票估值会加速分化,流动性也会大大提升,上市资源稀缺度降低,壳价值也将大幅缩水,企业股权融资成本会相应提高,因此从长期来看,股权融资上升的比率会趋于平缓。

3.3 注册制对高增长潜力的科创企业上市友好

从长远来看,全面注册制改革对于真正具备高增长潜力的企业才能持续提升其市值,而估值持续下滑的低发展潜力企业,反而可能面临交易寡淡甚至退市的风险。市场出清速度加快,优胜劣汰的功能加速显现,进退有

序的投资环境下，A 股有望迎来“慢牛”“长牛”行情。

随着注册制的逐步试点，在科创板和创业板上市的科技公司逐渐增多。一直以来，科技企业由于投入和收益存在时滞，难以估值导致上市不易，中国资本市场结构总体来说具有较为典型的工业化特征。全面实施注册之后，可以更好地发挥市场的决定性作用，有利于更好发挥资本市场风险共担、利益共享的机制，带动企业发行股票、交易、再融资、退市、并购重组等，引导资本要素与科技要素收益与风险的匹配，使得科技创新企业更容易上市，提高其股份流转和融资效率。

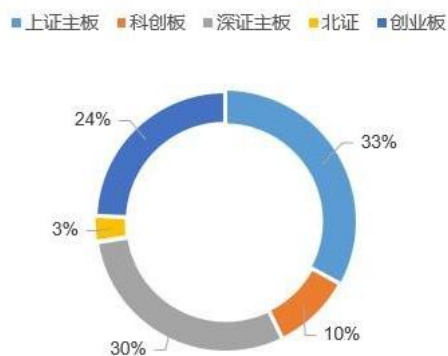


图 1 2022 年不同板块上市公司占比（数据来源：Wind 数据库）

刘瑞琳等（2022）^[5]通过研究试点注册制的科创板公司，发现注册制下信息披露可以促使同行业公司增加对研发的投入，并且这种溢出效应随着披露信息内容的丰富以及精确度的增加而提高。注册制可以激发市场主体创新活力，有利于促进科技自立自强、解决“卡脖子”等问题。注册制以信息披露为核心，信息不对称度大大降低，使得同行业间发展透明度增加，竞争压力加大，同时管理层会加大对创新的认知程度，再加上媒体的关注，有利于各企业增加研发投入，突破技术难关。

3.4 注册制有利于中小企业融资

中小企业是我国民生和经济发展的重要力量，但中小企业一直存在融资难、融资贵问题。张晓燕（2023）^[6]认为全面注册制的推行，有利于为中小企业创造更好

的成长环境。全面注册制的推行提高了市场透明度，降低了监管成本，缩短发行时间，可以使得有融资需求的企业更加顺畅的通过资本市场融资。同时，相比于成熟的大企业，注册制对于正在成长期有大量融资扩张需求的中小企业可以产生更大的积极影响。此外，注册制改革有利于多层次资本市场建设，可以为中小企业提供差异化融资空间，利用多种市场工具引导资本要素流向优质企业，将培养发展一批在新发展阶段中具有竞争力的优秀中小企业。

参考文献

- [1]《全面实行股票发行注册制制度规则发布实施》，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7123213/content.shtml>.
- [2]Myers, S. C., Majluf, N. S., 1984, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics* 13 (2), 187—221.
- [3]肖泽忠, 邹宏. 中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好[J]. *经济研究*, 2008, No. 482 (06): 119—134+144.
- [4]盛明泉, 李昊. 优序融资理论对上市公司融资行为的解释力[J]. *山西财经大学学报*, 2010, 32 (10): 49—56. DOI: 10.13781/j.cnki.1007-9556.2010.10.005.
- [5]刘瑞琳, 李丹. 注册制改革会产生溢出效应吗?——基于企业投资行为的视角[J]. *金融研究*, 2022, No. 508 (10): 170—188.
- [6]张晓燕. 全面注册制改革的国内外实践及对中小企业影响[J]. *人民论坛*, 2023, No. 758 (07): 81—85.

第一作者简介：康卜方，女，新疆喀什，汉族，硕士，研究方向：企业金融，区域经济。

通讯作者简介：万丽霞，女，新疆喀什，汉族，硕士，研究方向：区域经济，物流经济。