



# 提高四方面效率 激发市场主体活力

## ——金融供给侧结构性改革背景下的资本市场制度建设

□中国证券业协会党委书记、执行副会长 安青松

敬畏市场 敬畏法治  
敬畏专业 敬畏风险

如何理解资本市场在现代金融运行中的“牵一发而动全身”的作用？国务院副总理刘鹤在国务院金融稳定发展委员会上做了精辟的解读：“发挥好资本市场枢纽功能。资本市场关联度高,对市场预期影响大,资本市场对稳经济、稳金融、稳预期发挥着关键作用。要坚持市场化取向,加快完善资本市场基本制度。”“关键作用”和“枢纽功能”就是对“牵一发而动全身”的最好注解。

如何“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”？首先是要敬畏市场。证监会主席易会满在国新办新闻发布会上提出四个敬畏:敬畏市场、敬畏法治、敬畏专业、敬畏风险,得到了广泛认同和称赞。认识资本市场的作用,并且敬畏市场,本质上是对经济规律的尊重。

其次要敬畏法治。资本市场必须敬畏法治,必须以规则为基础,加快基础制度建设。规则和制度是资本市场的核心基础设施。没有规则和制度,资本市场将充斥欺诈与操纵,成为无源之水无本之木。现代资本市场诞生于“梧桐树下的协议”,是市场参与者自发形成“规则”维持“游戏”继续的开端;在经历1929年“股灾”之后诞生的《1933年证券法》,首创强制信息披露制度,成为现代资本市场运行的基石。因此,以金融供给侧结构性改革为主线,加快完善资本市场基本制度,是“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”的根本措施,敬畏专业和风险是资本市场基本制度建设的基本前提。

### 如何正确认识我国资本市场的初心和使命

从历史来看,提高直接融资比重是中央文件中创办资本市场最初的表述和长期的定位。从经济实践看,促进资本形成是资本市场制度创设的原生动力。近30年来,我国资本市场走过千山万水,已是今非昔比,我国股票、债券和期货市场模体量已位居世界前列。资本市场成为促进资本形成的最重要的制度机制,资本形成机制也成为资本市场一个重要的功能与制度保障,成为经济运行的一项重要基础。

截至2018年底,3458家企业通过资本市场IPO及各种方式股权融资累计增加资本金13万亿元;PE/VC基金机构(包括早期投资)本外币募资总额累计7.2万亿元,累计投资4.9万亿元,形成创新创业资本;新三板6280家挂牌公司累计融资4800亿元;全国34家区域股权市场26846家企业通过股权和债券融资总额累计9826亿元,成为中小微企业补充资本金的重要渠道。

在新时代下,促进创新驱动发展是资本市场制度建设的历史使命,设立科创板并试点注册制肩负促进经济向促进创新驱动发展的核心使命,优化融资结构、机构结构、市场结构、产品结构,为现代化经济的产业体系、市场体系、区域发展体系、绿色发展体系等提供高质量、高效率的金融服务。

### 如何认识我国资本市场制度建设的历史经验

我国资本市场经过29年来的探索实践,初步形成了中国特色发展经验,这些特色和经历将继续在全面深化我国资本市场改革中

党的十九大提出以供给侧结构性改革为主线,推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革。2019年2月习近平总书记在中央政治局第十三次集体会议上首次提出并深刻阐述了金融供给侧结构性改革的核心要义。

新时代金融供给侧结构性改革主要体现在三个方面,一是要以金融体系结构调整优化为重点,优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系,为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。二是要适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势,推动金融服务结构和质量发生转变。三是要围绕现代化经济的产业体系、市场体系、区域发展体系、绿色发展体系等提供精准金融服务,构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系。资本市场是现代金融体现的重要组成部分,在金融供给侧结构性改革中发挥至关重要的作用。2018年12月召开的中央经济工作会议指出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”,明确提出要建立“一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”,从经济发展全局出发指明资本市场的使命和发展方向。

发挥积极作用。主要体现在五个方面:上市公司治理的中国化实践、股权分置改革的市场化经验、退市制度与投资者权益保护、并购重组制度与提高市场效率、科创板发行制度的创新与突破。

第一,在完善上市公司治理结构方面走出了一条中国特色道路。

上市公司治理经过29年的制度建设,形成“12345”的特征:一种支柱,资本市场信用的重要支柱之一;两大成果,即现代企业制度示范和混合所有制经济示范;三个事件——建章立制、股权分置改革、机构投资壮大促进上市公司治理结构的完善;四个融合,是《公司法》、党的领导、国际惯例、传统文化融为一体,形成了中国特色的上市公司治理文化;五套保障即信息公开、外部审计、市场约束、社会监督、行政监管,这是一般国有企业、家族企业所不具备的,也是我国上市公司治理中国实践的特色。

我国《上市公司治理准则》最早借鉴了OECD治理原则,同时不断融入党的领导、传统文化等元素。2018年修改发布的《上市公司治理准则》对加强党建工作做出较为完整准确的描述,即在上市公司中,根据《公司法》的规定,设立中国共产党的组织,开展党的活动。上市公司应当为党组织的活动提供必要条件。国有控股上市公司根据《公司法》和有关规定,结合企业股权结构、经营管理等实际,把党建工作有关要求写入公司章程。

第二,股权分置改革的市场化经验对资本市场制度建设具有里程碑意义。

股权分置改革是一场影响深远的市场化改革,所形成的全流通市场格局,使得我国股票市场出现转折性变化,真正具备现代资本市场的基本特征。分散决策是市场化改革的核心理念。股权分置改革以机制设计激励形成合作博弈,以分散决策构建共同利益基础,以股东自治包容市场多样性,以流动性管理稳定市场预期。在规则既定的条件下,尊重股东通过协商形成的自由选择、自愿交换的利益平衡安排,1000多家上市公司形成1000多个改革方案,有条不紊地顺利实施。在改革中,134家上市公司存在的127亿募集法人股问题,270家上市公司存在的股东登记名不副实、法人股个人化问题,138家上市公司存在的股东占用资金问题等疑难杂症得到妥善化解。在改革进程中,参与改革方案投票表决的社会公众股东超过278万人次,股权平等意识得以广泛普及。分散决策,把属于市场的事交给市场决定,是这场改革最大的特色,也是市场化改革的重要经验。

第三,统筹平衡落实退市制度与投资者权益保护的关系。

退市制度是资本市场健康发展的基础性制度之一,退市机制可以有效促进资本市场优化资源配置。中国股市一出问题,就会有各种呼声要求证监会加强退市。但是这有一点儿不接地气,谁都愿意把坏公司出清,但是要考虑现实情况。实际上,我国推动退市制度10年,但截至2018年底,通过退市制度退下来的

公司只有55家。相比较美国每年上百家企业退市,中国退市的企业少之又少。究其原因,和我国上市公司持股比例有关,每一家上市公司都有几万股东,轻易退市对社会带来的震荡和影响是非常大的。

国际国内的实践经验表明,完善退市机制需要落实几项步骤。

畅通多元化退市渠道,形成“强制退、主动退、重组退、重整退”多元制度安排。

设立多维度退市标准,完善持续性经营指标。A股现有的强制退市标准强调“三年亏损”,对应IPO上市标准中强调的会计指标。随着科创板上市标准的多元化,应从“市值+营业收入”、“市值+营业收入+经营性现金流”、持续性净利润等方面设立与上市标准匹配的退市标准。完善流动性指标,对于交易不活跃的上市公司给出退市警告,对投资者及时给出风险提示。完善合规性指标,除重大违法行为外,对于一些违法违规经营行为,也应对相关上市公司及时按照退市标准强制退市。

设立严格的退市程序。一是要设置退市委员会决策机制,对严重影响上市地位,实施重大违法退市进行审议,做出独立的专业判断并形成审核意见。明确相关审议决定,如审议期限、做出退市决定等环节的期限。二是要给予当事人合理的救济途径和救济手段,维护其正当的程序保障权利,保障当事人的基本权利。三是要明确退市过程中的重要相关环节,即停牌、退市风险警示、暂停上市和终止上市等。

健全投资者保护制度。设置周密有效的投资者保护机制。构建体系化的中小投资者损害赔偿救济制度与赔偿基金,当出现退市事件时,在保障范围内给予其投资者一定的补偿,以减少投资者受到的经济损失。完善配套法律制度,如果投资者对已有措施仍不满意,也可通过法律来维护自己的权益。长远来看,将扰乱市场秩序、业绩指标持续恶化的公司清出市场,净化市场环境,健全市场优胜劣汰机制,促使公司规范经营,真正提升上市公司质量,才是维护投资者权益的治本之策。

第四,不断完善并购重组制度提高市场效率。

并购市场的发展对促进改善公司治理、调整产业结构形成强有力的市场约束机制。我国大量引进国外上市公司并购制度,在实施过程当中有一些效率,但是依然有待提高。比如要约收购制度,这么多年以来,实际上实施的很少。新版《上市公司收购管理办法》自2006年9月份正式实施至2018年1月,资本市场上出现的要约收购仅54起,其中部分要约约27起,全面要约27起。因此我们要检讨制度的实用性,进一步提高并购重组制度的效率。

第五,不断厘清一级市场发行与二级市场关联关系。

一般而言,大家认为只要IPO发行速度快了,二级市场就会跌。但是,从历史上9次暂停IPO和9次重启的市场表现来看,二者之间

并没有直接的联系,或者说长期来看并不构成一个勾稽关系。IPO暂停和重启,市场基本延续变更前趋势,一定程度上成为上涨和下跌的加速器。2016年开启IPO常态化,是理念上的重大变化。现在改革当中依然要坚持IPO常态化,不能因为股市一时的涨跌,就对IPO节奏进行调控。

第六,科创板发行制度的创新与突破是一场彻彻底底的市场化改革。

科创板也是资本市场发行制度的创新和改革,实施注册制是一场彻底的市场化改革,核心的一点是实施了多维度的上市标准。针对一般企业,科创板构建了以市值为中心的5套上市标准,这是前所未有的,是增强市场包容性的很大进步。

首先,注册制是市场理念的一种重塑。股票市场的本质是对公司未来的经营业绩定价,而不是对历史过往的定价。市场选的是企业未来的成长性。

其次,注册制是一种责任体系的重建。

第三,注册制是定价基础的重构。要前所未有地重视买方市场的培育,不断强化和完善市场参与方的定价能力,全面推行市场化定价机制。

第四,注册制是信息披露的重界。以信息披露为中心是将来可以由投资者判断的事项转化为更加严格信息披露要求,有效落实“卖者有责,买者自负”理念,明确界定审核部门与市场主体责任边界的信息披露制度。

### 努力探索资本市场制度建设的规律和方向

在金融供给侧结构性改革背景下,加快资本市场制度建设,需要一条贯通的逻辑主线,就是要提高金融供给体系的质量和效率,加快完善资本市场基础制度,主要从四个方面着手:

一是提高市场效率。针对我国多层次资本市场发展不充分、不平衡问题,应当统筹平衡好五个方面的关系,即直接金融与间接金融的均衡发展关系、场内市场与场外市场的协同发展关系、投资功能与融资功能的协调发展关系、中介机构能力与责任的对等匹配关系、激励创新与防范风险的适度相容关系。在大力发展交易所公众化、标准化市场的同时,推动规范发展场外市场,补齐服务中小微企业先进制造、再融资制度的便利性、股权激励制度的适当性、并购重组制度的灵活性等,提高资本市场制度供给体系质量和效率。

二是提高制度效率。应当坚持好四项原则。一是坚持“三公”原则,必须一以贯之,始终作为资本市场制度创设与创新的基石;二是坚持市场化原则,把分散决策理念作为制度机制设计的基本遵循,减少行政管制与干预(股权分置改革是分散决策,没有行政审批);三是坚持一贯性原则,稳定市场预期,不能把应急措施制度化;四是坚持制度供给的有效性,增加IPO标准的包容性、交易制度的流动性、再融资制度的便利性、股权激励制度的适当性、并购重组制度的灵活性等,提高资本市场制度供给体系质量和效率。

三是提高创新效率。打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场,需要坚持守正创新,适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势,推动行业发展与科技运用深度融合,着力解决大市场小行业、大场内小场外、大公募小私募、大金融小证券、大管制小自律等五个方面结构性问题,进一步研究释放行业创新活力,激发市场主体活力。

四是提高监管效率。资本市场是一个内涵丰富、机理复杂的生态系统。要构建行政监管、自律规范、公司治理、中介监督、司法惩戒五位一体,各司其职、各负其责的综合监管体系,形成行政监管精准、中介把关有效、司法惩戒有力、企业文化健康的监管合力;充分发挥市场主体自我约束、自律规范、相互制约的作用,建设规范、透明、开放、有活力、有韧性资本市场的重要基础设施。

## \*ST华业先行探索民企破产和解之路

□中国社会科学院金融研究所研究员 尹中立

近日,\*ST华业发布公告,称公司拟以破产和解的方式,化解公司当前债务。无疑,这是民营控股类上市公司化解债务风险的积极尝试。如果此次破产和解操作成功,可以为市场提供一个经典案例。但根据当前的法律环境,破产和解存在一系列困难,需要多方配合才能逐一化解。

### 破产和解可能遇到的难题

首先是刑事方面需要克服“经债追赃难”的问题。根据上市公司华业资本公布的信息,该公司之所以陷入财务困境是因为遭到了合同诈骗。对华业资本实施诈骗的是该公司的第二大股东李仕林,诈骗金额约101.89亿元,公司已经报案。从以往类似的案件处理看,经债追赃是对合同诈骗罪中的受害人最主要的救济手段,但实施起来较为困难。

即使追赃成功,退赔程序复杂也是一个需要面对的难题。在法院对刑事案件作出判决之前,公安机关是否有权对涉案物品进行没收、拍卖、变卖或者返还失主等处理,目前仍有不同意见。同时,公安机关追缴的赃款赃物有动产、不动产以及股权债权等,如果退还的是现金和动产,实务操作起来还比较容易;但如果是属于固定资产或者债权的,退赔程序就十分复杂。若受害人属于企业法人的,可能等到退赃时,企业已经被破产清算了。

其次是行政协调方面的问题。例如债权人利益的平衡以及中小股东利益的保护等问题,对于已经遭受财务风险的民营企业来说,很难依靠自己的力量解决,这时就需要政府部门和监管机构的引导和支持。

第三是司法方面也有不少难题破解。《中华人民共和国企业破产法》规定了企业破产的重整、和解、清算程序,其中的重整程序与和解程序被称为企业的再生程序,为现行企业破产法的核心程序、首选程序。但我国目前对重整程序与和解程序的规定尚不健全,实践操作中也存在许多障碍问题。

在申请破产重整或破产和解程序中,尤其是涉及上市公司破产重整或破产和解,人民法院在受理案件时,往往需要征求主管部门或政府部门的意见。例如法院在受理上市公司破产重整时,需要获得中国证监会的无异议函。而且,在破产和解程序中,因规定不明确且缺乏实践操作案例,人民法院在受理时可能会陷入无章可循的地步。

在破产重整程序中,《企业破产法》规定了可以设置出资人组对出资人权益调整进行表决,而在破产和解程序中没有规定,实践中是否可以进行调整也就存在争议。无论是在破产重整或者破产和解中,债务人的出资人权益几乎都为负数。在这种情况下,调整出资人权益用于以股抵债,也是情理之中,是挽救债务人企业的重要手段。

《企业破产法》规定“债权人会议通过和解协议的决议,由出席会议的有表决权的债权人过半数同意,并且其所代表的债权额占无财产担保债权总额的三分之二以上。”并没有在破产重整程序中规定是否可以分组表决。因此,在债务人以不同的清偿方式对债权人进行清偿时,能否分组表决也就存在争议。

目前,因华业资本遭遇的合同诈骗案件未能审结,导致可能无法进入破产重整程序,转而希望通过破产和解程序化解债务危机,实现自我重生。然而,华业资本的破产和解程序也遭遇着上述重重困难。如何创新性地解决这些困难,是华业资本及相关方面需要面临的问题。

### 完善民营企业破产和解机制

首先,在债务人企业作为受害人涉及刑事案件时,要解决经债追赃难和退赃复杂的问题。如果经债等部门能够尽可能多地将被害人的财产追回并及时退还给被害人,对于被害人财务风险的化解无疑是非常有利的。在思想上必须要破除“重追人轻追物”的传统刑事诉讼理念,并将有限的执法资源从“抓犯罪嫌疑人”上适当转移到“追赃款赃物”上。同时,要在机构设置、人员配备和物质保障方面加大投入力度,为刑事追赃工作提供充分的支持与保障。此外,对于已经追回的被害人财产,如果权利义务明确,不必等到法院作出判决即可先行将财产返还被害人,以最大程度化解被害人企业的财务风险。

其次,简化申请破产和解或破产重整的事前审查程序或条件要求,尤其是对于上市公司。目前我国对于破产和解和重整的要求过高,进入和解和重整的程序过于繁琐。对于一个遭受财务风险的民营企业来说,要在短时间内制定一个完美的和解或重整计划非常困难,同时大部分企业没有足够的能力支撑至破产和解或重整程序正式启动,这就造成了很多遭受财务风险的企业难以进入破产和解和重整程序,最后只能破产清算。

再次,强化各级政府在通过破产和解或破产重整化解民营企业债务风险过程中的引导地位和责任意识。今年6月22日,国家发展改革委等十三部委联合印发《加快完善市场主体退出制度改革方案》,其中在完善破产法律制度中提到,“完善司法与行政协调机制。地方各级人民政府应积极支持陷入财务困境、符合破产条件的企业进行重整或破产清算。鼓励地方各级人民政府建立常态化的司法与行政协调机制,依法发挥政府在企业破产程序中的作用,协调解决破产过程中维护社会稳定、经费保障、信用修复、企业注销等问题,同时避免对破产司法事务的不当干预。”目前,地方政府可能还存在对化解民营企业债务危机的方式认识不充分的问题,希望能够加强对地方政府在化解民营企业债务风险中的责任意识及相关考核。

最后,进一步完善企业破产法律法规,修补目前存在的相关漏洞。同时各级人民法院在破产和解或破产重整程序中遇到规定不明确的地方时,能够以创新性的思路解决相关问题。

希望华业资本以法律为准绳,在多方配合之下,能够探索出一条成功的财务破产和解之路,为更多的企业摆脱财务困境提供参照。