

# “ ” 大力提升我国直接融资的质与量

□武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

扩大直接融资规模和比重，这不是一个单纯的、简单的量变过程，而是一个结构与质变的问题。直接融资最大的难题是市场化、法治化、国际化，其中，最大的难点是市场化，如IPO注册制改革、企业自主发债的市场化等，这才是问题的关键所在。

## 提升直接融资存量比重仍有较大空间

在我国，解决企业融资难，只是大力发展直接融资市场的最初动因；解决居民理财难，则是大力发展直接融资市场的另一个重要使命。2004年，我国政府工作报告首次提及“推进资本市场改革开放和稳定发展，逐步提高企业直接融资比重”。这仅仅只是从企业融资的单一视角提及“直接融资”。

2007年，政府工作报告指出，“要大力发展资本市场。推进多层次资本市场体系建设，扩大直接融资规模和比重”。这是从量（规模与比重）的角度提及“直接融资”。

2010年，政府工作报告指出，“要积极扩大直接融资，完善多层次资本市场体系，扩大股权和债券融资规模，更好地满足多样化投融资需求”。这是从投资、融资的双重视角提及“直接融资”。

2013年，十八届三中全会发布《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，其中指出：“健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重”。这是从“质”的规范性角度提及“直接融资”。

2004年以前，我国直接融资市场发展严重滞后，规模偏小。从2004年开始，以工农中建四大国有银行为代表，大量金融企业、中央企业纷纷改制上市，与此同时，上市公司再融资能力不断增强。尤其是2008年国际金融危机爆发之后，

十八届三中全会发布《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出，“健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重”。2014年5月国务院颁布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（新“国九条”），首次提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”。提高直接融资比重和鼓励上市公司强化市值管理，对于资本市场健康发展是不可或缺的必要条件。在此，我们将围绕两个话题刊发系列文章，进行深入探讨，以飨读者。

我国企业债券品种不断创新，中小企业私募债券、短期融资券、超短期融资券、中期票据等品种的发行量迅猛增长，债券市场规模迅速扩大。从整个债券市场规模来看，2007年我国债券市场共发行各类债券7.98万亿元，2007年底人民币债券存量达12.33万亿元。2014年我国债券市场共发行各类债券12.28万亿元，截至2014年底，全国债券市场总托管量达到35.64万亿元。7年间我国债券存量增加了近2倍。

再从直接融资占比来看，“十五”期间（2001年—2005年）我国直接融资比重仅为5%左右。在“十一五”期间（2006年—2010年）直接融资比重提高至10%以上。2012年国务院批准了《金融业发展和改革“十二五”规划》，其中提出，到“十二五”（2011年—2015年）期末，非金融企业直接融资占社会融资规模比重提高至15%以上。该指标的计算口径采用的是“增量法”，它是指每年新增的非金融企业股票和债券融资额占社会融资的额度的比重。

在国际上，直接融资规模的计算大多采用“存量法”。按照这种方式统计，2012年底，我国的直接融资股票市值加上债券余额相当于整个金融资产总额43%。相比之下，市场主导型的美国直接融资存量占比高达86%；而银行主导型的日本、德国，直接融资存量占比也分别高达69.2%和74.4%；新兴市场国家如印度和巴西这一存量指标也分别达到70%和169%。相比之下，中国直接融资存量占比仍比较低。

事实上，以资本市场为载体的直接融资，与以银行为中介的间接融资具有较大不同，前者以满足大额、长期融资需求为主，后者则以满足中小额、中短期融资需求为主。两者相互补充、相互竞争、相互促进、相互发展。由于我国金融结构属于银行主导型模式，改革开放以来，我国企业融资形成了对银行信贷的高度依赖，尤其是近十多年来，随着房地产大开发、重化工业产能大跃进，以及地方债务平台的大扩张，银行新

增贷款直线上升，截至2015年2月底，我国银行业总资产已突破170万亿元，相当于2014年GDP（63.64万亿元）的268%。相反，2014年底我国股票总市值37万亿元，仅相当于GDP的50%，我国债券余额为35.64万亿元，不及GDP的50%。

相比之下，美国的直接融资市场是世界上最发达的。2014年底，美国债券存量为39万亿美元，美国国内股票总市值为26.3万亿美元，银行业总资产为145万亿美元，2014年美国GDP为16.2万亿美元，也就是说，美国债券存量相当于美国GDP的250%左右，而美国股票总市值相当于GDP的162%。相反，美国银行业总资产却不及美国GDP的90%。

## 提升直接融资的广度和深度

近十年来，我国债券市场与股票市场虽然经历了快速扩容与发展，但无论从直接融资的广度（规模）或深度（比重）来看，我国直接融资市场发展仍显落后。更重要的是，从“质”的规范性来看，我国直接融资市场还存在许多不规范的地方，这些问题可能直接阻碍了直接融资市场的做大做强。

先从股票市场来看，目前我国股市设计的最大制度缺陷就是IPO核准制。由于核准制的实质是行政审批制，对IPO节奏及IPO定价实施严格管制，这使得股票一级市场无法真正市场化。如果人为压低新股发行价格，会使得公司股票发行定价没有质地好坏之分。目前，决策层虽明确了A股市场注册制改革的重大目标，但修法与改革仍然任重道远。

再从债券市场来看，目前我国债券市场主要存在以下问题。第一，非金融企业债规模快速扩张，但高收益债券严重缺乏。据美国汤森路透统计，2014年全球公司债的发行额达到3.353万亿美元，创出了历史新高。公司债迅猛扩张的背景原因有两个：一是发达国家全力推进货币

宽松政策，世界范围内流动性泛滥，投资者对债券投资需求猛增。二是以国债为代表的市场利率降至历史最低水平，国债发行受阻，更多资金流向企业债券。这一点也可解释近年来我国非金融企业债券市场快速扩容的原因。

2007年，在我国债券市场中，央票、国债和政策性银行债三者发行量占到市场总发行量的90%以上。从债券托管余额来看，三者合计同样占到90%，非金融企业债券占比很小。

现在这一状况已有明显改变，2014年央票、国债及金融债券发行量占债券市场发行总量的比重为50%多，非金融企业债券发行量接近50%。再从债券托管余额来看，央票、国债及金融债券约占2/3，非金融企业债券占1/3。金融危机后，尽管我们创设了中小企业私募债，但市场规模很小，主要原因是发行门槛过高，发行手续复杂。而2014年美国高收益债券（俗称“垃圾债”）发行占美国公司债券发行总额的21%。高收益债券是企业债券发行市场化程度高低的最重要标志。

第二，非金融企业债券整体期限结构偏短。金融危机以前，我国非金融企业债券品种单一，并且主要以中长期债券为主。金融危机以后，随着短期融资券、超短期融资券及中期票据的出现与快速扩容，使得非金融企业债券规模迅速膨胀，但主要以中短期品种为主。

2014年，我国长期企业债券发行仅0.7万亿元，同比增长46.5%；中期票据发行0.95万亿元，同比增长40.98%；短期融资券（含超短期融资券）发行2.15万亿元，同比增长35.64%；非公开定向债务融资工具发行1.02万亿元，同比增长80.22%。也就是说，我国非金融企业债券主要以12个月以内及5年以内的中短期融资为主，这不符合债券期限结构长期化的国际发展趋势。2014年美国公司债券与抵押类债券发行额分别占美国债券发行总额的24.4%和21.7%，而且公司债券发行的平均偿还期从2004年的7.4年大幅延长至2014年的14.7年。这与我国非金融企

业债券发行的平均偿还期明显短期化形成鲜明反差。

第三，非金融企业债券发债主体单一，信用评级形同虚设。目前我国企业债券的发债主体仍很单一，主要以中央企业和上市公司为主，中小企业很难从中受益。即便是对发债主体进行信用评级，也只是走走过场，因为发债人要么是中央企业，要么是上市公司，尤其是在“刚性兑付”没有打破之前，投资者根本就不太关注发债人的信用等级，因此，信用评级流于形式，基本上也不影响债券发行定价。

事实上，只有打破了发债主体的单一性和垄断性，并允许中小企业自主发债，才能真正打破“刚性兑付”的惯例，提高投资者风险意识，进而提高信用评级的市场地位及定价话语权。唯有如此，才有可能培育出具有世界知名度的本土信用评级公司，这也是债券发行市场化的必要前提。

按照国际惯例，金融衍生品是资本市场风险管理的利器，因此，金融衍生品的创新与扩容，是做大做强直接融资的重要组成部分。此外，强化资本市场的有效监管，是保护中小投资者的重要前提。

由此可见，大力发展直接融资，扩大直接融资规模，提高直接融资比重，这不是一个孤立的量变过程。直接融资与间接融资并不是水火不容的“敌对关系”，二者相互竞争、相互补充，共同构成社会融资的统一有机体。创设符合中国特色的金融结构体系，需要直接融资与间接融资的协调发展、共同繁荣，这就要求我们首先改变间接融资太过强势、直接融资太过弱势的格局。要借助利率市场化、IPO市场化、发债市场化的利器，推进银行信贷市场与资本市场的统一与融合、健康与规范发展。唯有如此，才能真正提升整个金融业的运作效率和服务质量，从而满足经济转型、产业升级的时代需要，为优化社会资源配置发挥基础性的决定作用。

# 树立科学市值管理观 引导规范市值管理工具

□深圳证券交易所综合研究所博士后工作站 易莹

市值管理是在中国股市逐步实现股份全流通的特殊背景下产生的，是价值管理理论在中国股市的发展和延伸。市值管理的提出反映了中国上市公司经营哲学和经营理念的转变。鼓励企业进行市值管理的核心理念，应是鼓励企业提高投资者的长期回报。对于监管机构而言，应审慎对待“市值管理”这一概念，相比之下，更为合理的方式是直接就市值管理中的具体手段或者工具进行引导和规范，例如股权激励、员工持股、投资者关系管理等。

## 一、梳理市值管理理念 厘清市值管理合理边界

市值管理概念源于“价值管理”理论(又称基于价值的管理 Value-based Management, VBM)。早在上世纪50年代，Modigliani和Miller率先提出企业价值的概念，并在此基础上构建了基于现金流量的价值评估体系，为价值管理理论的发展奠定了基础。Copeland和Koller对价值管理的概念和准则进行了分析，他们认为，只有当资本回报超过资本成本时公司价值才被创造，并且价值管理是贯穿于公司的整体战略和日常经营决策中，将公司愿景、价值动因分析、评估工具和管理行为紧密联系在一起，以股东价值最大化为准则的管理架构。

市值管理是在中国股市逐步实现股份全流通的特殊背景下产生的，是价值管理理论在中国股市的发展和延伸。2005年5月我国证券市场股权分置改革启动后，市值管理的概念由施光耀首次提出。他认为，在西方成熟市场，公司的内在价值一般都能在市场上得到充分的体现，市值就等于价值，所以公司更多地关注的是其价值创造能力，价值管理普遍流行，并不存在市值管理的概念；在中国这样的新兴市场，市值与其内在价值背离的现象较为常见，在这种情况下，上市公司需要进行市值管理。市值管理是建立在价值管理基础上的，是这一理念的延伸。由此，市值管理概念在国内首次被明确提出。此后，市值管理这一概念逐渐成为中国资本市场的一个热门话题。

目前学界和业界对市值管理的概念并无统一、标准的定义，但各个版本的定义之间存在几个共同点：第一，市值管理的主体和需求方都是上市公司，而不是券商、投资机构、私募或者所谓“游资”；第二，市值管理是上市公司的战略管理，并通过上市公司的经营管理和投资者关系管理来最终实现，尽管不同公司间的目标和手段略有不同；第三，市值管理追求的目标是促使股价充分反映公司内在价值，实现公司产品市场和资本市场的匹配、互相促进和发展。

市值管理的提出反映了中国上市公司经营

## 市值管理需求分类

市值管理目标	市值管理手段	典型的市值管理工具
短期目标:保证市值不被低估,减少二级市场的剧烈波动,降低上市公司的融资或再融资成本	市值维护	大宗交易、二级市场增减持、利用股指期货对市值进行套期保值、存量股权质押融资并参与再融资、转融通
	再融资	公开增发、定向增发、配股、可转债、优先股、分离交易可转债
	危机管理	分析师电话会议、新闻发布会、公告、媒体声明
中长期目标:保证公司市值稳定增长,提升股东价值回报	股权激励	发行业绩股票、股票期权、限制性股票
	并购重组	定向增发、并购债/可转债、并购基金
	投资者关系管理	业绩发布会、分析师见面会、路演、新闻发布会、互动

哲学和经营理念的转变，相对于传统的以产品市场为重点的价值管理体系，我国市值管理理论体系还强调了上市公司在资本市场的运作和管理。在股票市场整体有效性不足、上市公司市值与其内在价值背离现象较为普遍的情况下，这一理论的提出有利于加强上市公司对投资者的重视和沟通，加强上市公司管理层的激励，降低企业的融资成本。但同时，市值管理理念的推广和鼓励又容易让上市公司盲目进行资本市场的营销而忽视主业经营，陷入概念包装、题材炒作、股价管理等误区，进一步加大市场风险，特别是在投资者保护体系整体还不完善、上市公司违法成本和法律责任显著偏低的环境下。因此，有必要在梳理市值管理理念、主要手段和目标、相关风险基础上，厘清市值管理合理的边界，为后续的制度建设和监管工作打好基础。

## 二、目前进行市值管理的目标和主要工具

如前文所述，市值管理所追求的长期目标是促使股价充分反映公司内在价值，实现公司产品市场和资本市场的协调发展。而从我国上市公司进行市值管理的实践经验来看，市值管理往往源于一些特定的、阶段性的需求和目标，例如通过市值管理提升企业在行业中的地位、增强企业的收购与反收购能力、降低上市公司或上市公司股东的融资或再融资成本、提升股东权益、实现股东财富增值等。根据不同的需求和目的，上市公司往往会选择多种工具和模式来进行市值管理，例如资产重组、定向增发、股权激励、大宗交易、融资融券、股指期货、转融通等。

需要说明的是，以上仅仅列出了企业特定需求下一些典型的市值管理工具，在实际操作中，这些需求通常是混合在一起，因此其工具的

运用也常常是综合性、多样化的。例如企业可通过并购重组战略做大做强，以实现市值的稳定增长，但具体到单次的并购行为，往往需要进行再融资，同时，并购交易顺利实施还需要二级市场的股价稳定。因此中长期市值管理工具需要配合短期市值管理工具共同使用，这也说明了市值管理的系统性、综合性和复杂性特点。

## 三、鼓励企业提高投资者长期回报 引导规范市值管理工具

（一）市值管理的核心理念应该是投资者长期回报

国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（以下简称新“国九条”）中，明确提出要鼓励上市公司建立市值管理制度；完善上市公司股权激励制度，允许上市公司按规定通过多种形式开展员工持股计划。这是“市值管理”概念第一次正式出现在中央政策文件上，它对于提高上市公司质量、提高企业效益和价值有积极的作用。但我们更应关注新“国九条”意见背后的逻辑——不论是要求上市公司增强信息披露的有效性，亦或是鼓励上市公司建立市值管理制度，以及促进上市公司提高效益，其出发点都是以投资者特别是中小投资者的根本需求和利益为导向，鼓励上市公司通过提高公司价值来为股东创造长期价值。也就是说，鼓励企业进行市值管理的核心理念应该是鼓励企业提高投资者的长期回报。基于这一核心理念，笔者认为科学的市值管理观应该涵盖以下三个方面的内容。

第一，市值管理需要系统性思维和整体规划。市值管理的目标是实现市值与内在价值的匹配发展，而这种匹配应该是基于投资者长期回报，而不是短期的、阶段性的匹配发展。市值管理不是对股价的管理，更不是操纵股价，而是通过资本运作不断提高公司的市场价值。因此

上市公司在进行融资工具选择、资本结构设计、投资者关系维护、股东结构安排、管理层激励安排等市值管理重点问题时，都应该把握好其产业经营和资本经营的关系，进行战略思考、审慎布局。如果仅仅“就事论事”地针对影响市值的某一因素采取某项行动、刻意制造短期市场热点，那么随着热点的消退，大量因羊群效应被套牢的中小投资者必将成为市场牺牲品，公司的管理风险也会大大增加，这显然有悖于与市值管理的初衷和核心理念。

第二，良好的公司治理是市值管理的内部环境保证。目前我国的投资者和市场对公司治理尚未形成强有力约束，在这种背景下，市值管理是一把双刃剑。一方面它有利于改善上市公司管理层的激励约束机制，促进提升业绩；另一方面也可能导致管理层急功近利，为谋求短期市值增加带来的个人财富增值，不惜摧毁公司根基。这其中的关键在于上市公司有没有良好的公司治理。良好的公司治理有利于转变上市公司理念，使之更加重视股东权益；也有利于增加决策的科学性，减少投资失误；还能保证公司在经营管理、财务决策、对外沟通等方面的专业性，增加公司经营的可持续性和公司业绩的稳定性，所有这些都有利于提高公司内在价值和公司股票溢价能力，从而推动公司市值的增长。

第三，市值管理应着眼于提高企业的核心竞争力。除了技术创新、供应管理、生产作业管理、财务管理等培育核心竞争力的传统手段外，借助资本手段，例如并购重组、分拆上市、联营、破产等手段，剥离一些与企业的核心竞争力培育相关性不大的资产，集中有限的资本培育更强大的核心竞争力和增长点，能有效整合外部资源，使企业获得“1+1>2”的经济效应，并使得公司的市值得到健康、良性的增长。

（二）引导规范市值管理的手段和工具

由于资本市场是一个典型的信息不对称市场，市值管理一方面可以促进信息披露和宣传方式的转变，改善资本市场的公开透明性；另一方面，由于上市公司的大股东对企业的战略、经营、财务等信息相对于中小股东和一般投资者具有较大的信息不对称，这就在一定程度上为大股东利用信息优势从市值波动中牟利提供了可操作空间。考察既有的市值管理工具，可以发现既有工具都存在有着被滥用而导致内幕交易、操纵市场、信披违规的可能性，如果不把握市值管理工具运用尺度，不加以区分地推广“泛市值管理”理念，则容易让上市公司盲目进行资本市场的营销而忽视主业经营，陷入概念包装、题材炒作、股价管理等误区，进一步加大市场风险。

对于监管机构而言，应审慎对待“市值管理”这一概念，相比之下，更为合理的方式是直接就市值管理中的具体手段或者工具进行引导和规范，例如股权激励、员工持股、投资者关系管理等。而在监管重点上，应在给予市场充分发展空间的同时，完善稽查执法力度和追责力度，

有效遏制内幕交易、操纵市场等违法违规行为，为市场建立好安全网。具体来说，可重点考虑以下几个方面的工作。

第一，引导上市公司树立正确的市值管理理念。由于市值管理是我国资本市场的新事物，许多上市公司对市值管理这一新的管理命题还存在着不少认识和行动上的误区。因此，有必要对企业进行适当引导，让企业的管理层理解市值管理是一种科学的管理方法和严谨的实践，并多形式、多渠道做好对违法违规行为的教育和警示工作，挤压非法证券活动的生存空间，这些都是提升上市公司市值管理水平和效果的重要基础性工作。

第二，加强对选择性信息披露行为的监管。信息披露的有效性是投资者关系管理的重点，而信息披露的合规性则是资本市场监管的重点。上市公司管理层、实际控制人和控股股东等本身就具有信息优势，而从立法层面而言，公平信息披露尚未作为基本原则写入证券法，证监会和交易所制定的信息披露规则也缺乏具体的操作规范，这种监管事项的不完备给了选择性信息披露行为可乘之机。此外，随着科学技术日新月异的发展，投资者沟通的方法和渠道也随之层出不穷，这也给信息披露监管工作带来了新的挑战。为维护资本市场的公开透明性，监管部门及交易所既要鼓励上市公司通过投资者关系管理来建立良好的信息传递机制，又要防止有违公平、公正、公开原则的选择性信息传递和披露。

第三，加强内幕交易、操纵市场等违法违规行为的监管。目前我国上市公司进行市值管理的事件性驱动动机还比较强，再融资、并购重组、股权激励等重大性事件过程中进行阶段性市值管理的需求比较强烈，这些事件往往是选择性信息披露、内幕交易等违法违规行为的多发区。例如，上市公司及其董监高、实际控制人、控股股东等，利用信息优势，通过控制公司重大信息披露的节奏，以配合自身或者其他主体的交易行为，在想卖股票时发布利好消息拉升股价，或者在想买股票时发布利空消息打压股价。这些行为在市场上往往打着“市值管理”的幌子，其实质属于“上市公司高管信息优势操纵”。此外，随着融资融券、股指期货、大宗交易等新型市值管理工具的应用普及，容易滋生新型的利益链条和市场操纵行为。为维护资本市场的秩序和定价机制的有效性，监管机构应切实加强异常交易行为监控，并增加稽查和处罚力度。

第四，进一步放松对长效市值管理工具的管制，鼓励上市公司、特别是国有控股的上市公司实施并购战略、股权激励计划。通过进一步放松对长效市值管理工具的管制，赋予公司更大的自主性，可以让企业更加灵活、有针对性地运用股权激励、并购等手段实现企业的整体战略构想。应回归备案制的本质，或是考虑逐步简化事前备案或改为事后备案，发挥公司自治，缓解事前监管的资源压力，并向信息披露、执法等事中事后环节转移。