

资本市场助力供给侧改革:健全直接融资体系

证券时报记者 程丹

长期以来,投资、出口、消费被看作是拉动经济增长的“三驾马车”,而当前的中国经济则需要制度变革、结构优化、要素升级这“三大动力”来提升经济质量,其中,供给侧改革是出发点。

供给侧结构性改革能够成为推动经济持续健康发展的一条主线,很大程度上取决于能够很快落去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大重点任务,在结构调整过程中化被动为主动,化阻力为动力,化不利影响为积极影响。在这一过程中,资本市场承担着重要使命,它不仅肩负着提高直接融资比重,提升金融服务实体经济效率的任务,还必须在支持企业并购重组,助力产能化解和存量盘活,培育新产业、新业态、新商业模式方面提供便利。

去杠杆 多层次股权市场建设提速

据了解,《关于进一步显著提高直接融资比重 优化金融结构的实施意见》近期将以国务院文件形式发布,《实施意见》旨在“降融资成本、降企业杠杆率、分散金融风险”,其中,重头戏之一就是健全直接融资市场体系,进一步发展多层次股权市场。

2015年年尾的中央经济工作会议提出要加快金融体制改革,尽快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到充分保护的股票市场。这指明了我国资本市场发展的前进方向,也对资本市场监管提出了明确要求。

据了解,《关于进一步显著提高直接融资比重 优化金融结构的实施意见》近期将以国务院文件形式发布,作为落实中央经济工作会议精神的指导性文件,《实施意见》旨在“降融资成本、降企业杠杆率、分散金融风险”,其中,重头戏之一就是健全直接融资市场体系,进一步发展多层次股权市场。

除了研究制定股票发行注册制改革的相关制度规则,做好启动改革的各项准备工作外,还需积极开展证券交易所股票市场,建立上海证券交易所战略新兴板,依法推动特殊股权结构类创业企业在境内上市;深化创业板改革;加快完善全国中小企业股份转让系统,研究开展向创业板转板试点;规范发展区域性股权市场,开展股权众筹融资试点,引导登记备案、运作规范的私募投资基金等机构投资者参与区域性股权市场等。

当前,股票发行注册制的动向是市场参与各方的关注焦点,尤其是在当前国际经济金融形势错综复杂,国内经济下行导致股指大幅波动的局面下,如何稳健地安排新股发行,做好向注册制过渡期的安排成为左右投资者信心的重要指标。国泰君安首席宏观分析师任泽平认为,一步到位的、彻底的注册制改革对法治环境、事中事后监管、退市制度等要求较高,在相关法治保障不健全的情况下实行美国式注册制将使资本市场沦为更为严重的圈钱游戏,这是完全可以预料到的。

建议采取渐进式的注册制改革。”任泽平指出,往前走半步,先降低上市的盈利门槛,适度扩容但仍有节奏控制、审核主体下放到交易所、交易所对注册文件的齐备性、一致性、可理解性进行审核,并逐步建立完善事中事后监管、集体诉讼制度、欺诈惩罚、退市制度等重大保障制度。

截至本月14日,证监会受理首发企业772家,其中,已过会91家,未过会681家。未过会企业中正常待审企业660家,中止审查企业21家。按照19日证监会单批批准7家企业首发申请的情况来看,短期从市场稳定发展的角度考虑不会有大规模的新股供给推出。

值得注意的是,研究多时的上交所战略新兴板也将在今年推出。据了解,战略新兴板将在传统的“净利润+收入”的标准之外,引入以市值为核心的财务指标组合,增加“市值+收入”、“市值+收入+现金流”、“市值+权益”等多种多套财务标准,允许暂时达不

到要求的新兴产业企业、创新型企业在上市融资。

武汉科技大学金融证券研究所所长董登新表示,战略性新兴产业可作为创业板的升级版,大量资金可通过此渠道进入资本市场。无论创业板还是中小板,以及正在研究的战略性新兴产业板,都是为了给中小企业融资,促进其快速发展,盘活经济存量,从而促进中国经济和战略性新兴产业发展。

除了要给盘子较大的新兴产业提供融资平台外,一些小型的初创型企业也需要在资本市场得到资金支持,新三板“小额、快速、高效”的融资优势恰好满足了这部分企业的需求。来自全国股转公司的数据显示,2015年,新三板市场股票发行融资金额合计1216.17亿元,是2014年的9.85倍,市场融资资金主要流向公司经营和实体生产领域。民生证券研究院执行院长管清友表示,新三板向创业板的转板试点值得期待,转板机制将突破现有“形式上转板”的窠臼,实现“实质的转板”,即以挂牌存量股份直接向沪深交易所申请上市交易,类似“介绍上市”。

中国社科院金融所银行研究室主任曾刚指出,促进我国直接融资市场结构逐渐完善,为不同类型的企业融资提供更多可以选择的渠道是“去杠杆”的主要体现,中国经济要限制负债总量,提高权益资本的比重,扩大自有资金的规模,必须借助资本市场,用市场化手段配置资源。

降成本 债券市场化改革加快

在股权融资之外,债券市场的发展也是提高直接融资比重的有效措施,近一段时间以来,债券市场呈现出快速发展的态势,其发行和交易制度也在逐渐完善。

曾经监管最为严格的公司债发行,目前已经逐步具有一些注册制的特点。”管清友表示,当前实施的《公司债券发行与交易管理办法》放行了非上市公司发行公司债,同时,发改委又对企业债发行申报、核准环节进行了放松,不再要求省级预审意见,报审时间缩短,发行主体进一步扩容,旨在鼓励企业发债融资用于重点领域和项目建设。

对发行主体限制的放松,无疑使得更多非上市公司考虑通过债券市场进行融资,从2015年已经完成债券发行的非上市公司性质来看,就涵盖了民营企业、国有企业,以及融资租赁、金融控股公司等类金融机构,再加上权益市场2015年经历的股市调整期和IPO政策的短暂停滞,股权融资渠道的曲折使得更多企业转向债券融资,大量资金从权益市场流出。

过去一年,全年交易所市场共发行公司债券21622亿元,同比增长418%;发行资产支持证券2092亿元,同比增长1209%;交易所市场债券余额39972亿元,公司信用类债券余额24419亿元,同比分别增长55%和30%。

管清友表示,报审时间的缩短成为债市红火的助推器。从发行人角度来看,审核效率和发债成本是选择发债市场最关键的两大要素。据统计,从2015年已经完成发行的部分公司债来看,其发行周期都较快,多数企业均在40天以内完成审核。而审批的简化、率先对优质企业豁免复审环节,本身就可以视为审批制的松动。

公司债全面向注册制改革无疑是市场化的大方向。”管清友建议在充分信息披露的基础上,逐步取消实质性发行审批,统一行政监管;加强事中事后监管,完善退市制度,切实保护投资者合法权益;推进资本市场双向开放,提高债券市场对外开放程度;以合格机构投资者和场外市场为主发展债券市场,形成包括场内、场外市场的分层有序、品种齐全、功能互补、规则统一的多层次资本市场体系。

针对当前由国家对企业发行“背书”的现象,管清友表示,要将债券能否发行上市交给市场决定,将债券能否在市场上获得充分流动性交给市场参与者决定,监管机构所起的作用更



所有成熟的市场,都是全球机构投资者参与的市场,A股市场在还没有成为一个机构投资者为主体的市场之前,运用严厉的监管和非市场化的手段来避免发生金融风险,是无可指责的。

海通证券首席经济学家 李迅雷



一步到位的、彻底的注册制改革对法治环境、事中事后监管、退市制度等要求较高,建议采取渐进式的注册制改革。先降低上市的盈利门槛,适度扩容但仍有节奏控制、审核主体下放到交易所、交易所对注册文件的齐备性、一致性、可理解性进行审核,并逐步建立完善事中事后监管、集体诉讼制度、欺诈惩罚、退市制度等重大保障制度。

国泰君安首席宏观分析师 任泽平



促进我国直接融资市场结构逐渐完善,为不同类型的企业融资提供更多可以选择的渠道是“去杠杆”的主要体现,中国经济要限制负债总量,提高权益资本的比重,扩大自有资金的规模,必须借助资本市场,用市场化手段配置资源。

中国社科院金融所银行研究室主任 曾刚



公司债全面向注册制改革无疑是市场化的大方向。建议在充分信息披露的基础上,逐步取消实质性发行审批,统一行政监管;加强事中事后监管,完善退市制度,切实保护投资者合法权益;推进资本市场双向开放,提高债券市场对外开放程度。

民生证券研究院执行院长 管清友



上市公司的并购重组可以去过剩产能,去房地产库存,钢铁、汽车、煤炭、化工、水泥、玻璃等产能严重过剩的行业会出现国企之间的并购,这为资本市场并购重组机制的发挥提供了契机。

武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

多集中于程序性监管,由市场来确定其价格,由行政约束转化为市场约束,行政部门将主要精力用于专项制定政策和加强监管,更多地推进品种创新,服务实体经济。

去产能 并购重组动力十足

证监会主席肖钢曾表示,要完善资

本市场并购重组机制,推动消除跨行业、跨地区、跨所有制并购重组的障碍,支持上市公司特别是国有控股上市公司通过资产注入、引入战投、吸收合并、整体上市等多种方式做优做强,更好地支持经济结构转型和产业升级。

其实,早从2014年开始,并购重组热度就居高不下,国家混合所有制改革,多层次资本市场体系的完善,以及“一带

一路”战略的实施都为市场并购提供了基础和驱动力。2015年在经济转型升级,去产能、去库存压力下,传统行业加速转型,并购重组动力十足。

在过去的一年中,A股市场上,证监会并购重组委共召开113次会议,共审核336起上市公司并购重组申请,较之前一年增长了近80%,上市公司并购重组交易2669单,交易总金额约2.2万亿元、同比增长52%。和此前影视、游戏等高估值行业的并购不同,当前一些传统行业出现在了并购重组市场,这与国企改革深入推进不无关系。国资委主任张毅曾表示,国企改革将在2016年进入发展的“阵痛之年”,国资委首次为清理“僵尸企业”划定了时间表,力争用3年左右时间基本完成主体任务,到2020年前全面完成各项工作。

管清友指出,兼并重组能减少产能存量和调整结构,通过兼并手段重新调整企业产能,淘汰落后产能和重复投资的企业,从而达到部分企业或产能退出目的;控制增量,提高行业集中度有利于市场的有序竞争,减少重复建设和抑制新增产能;行业集中度的提高有利于政府推行限产、减产和转产等去产能政策,加强政府的调控能力。

具体到资本市场领域,董登新则指出,上市公司的并购重组可以去过剩产能,去房地产库存,钢铁、汽车、煤炭、化工、水泥、玻璃等产能严重过剩的行业会出现国企之间的并购,这为资本市场并购重组机制的发挥提供了契机。

证监会主席肖钢曾表示,要完善资本市场并购重组机制,推动消除跨行业、跨地区、跨所有制并购重组的障碍,支持上市公司特别是国有控股上市公司通过资产注入、引入战投、吸收合并、整体上市等多种方式做优做强,更好地支持经济结构转型和产业升级。要深化并购重组市场化改革,进一步取消简化上市公司并购重组行政许可,研究实行并购重组股份协商定价,推动扩大并购审批范围,完善分行业审核,提高审核效率。支持并购重组方式创新,丰富并购重组支付方式,研究出台发行优先股、定向发行可转换债券等作为并购重组支付方式的实施细则。要密切关注并购重组中可能出现的风险、问题和矛盾,及时制定应对预案和措施,重点加强对“忽悠式”重组、跟风式”重组、虚假重组等情况的检查和监管,严厉打击利用并购重组进行内幕交易、市场操纵、利益输送等违法违规行为。

任泽平预计,尊重企业自主决策,鼓励各类资本公平参与并购,破除市场壁垒和行业分割,实现公司产权和控制权跨地区、跨所有制顺畅转让将成为今年并购重组的主线。在行政性垄断问题突出的领域,如石油天然气、电力、电信、铁路、医疗、教育、文化、体育等领域,依托资本市场,引入新的投资者,鼓励加强竞争,有助于降低成本、提升效率。

资本市场将是支撑国企改革的重要力量。”任泽平表示,要推动国企分类监管,成立国有资本运营公司,试点股权激励和员工持股,实现国企资产证券化和混合所有制深度融合。

控风险 强化监管确保市场平稳

供给侧改革意味着会改变传统的粗放式经济增长方式,忍受经济增速的适当回落,这其中,企业盈利或将下滑,信用违约风险增加,股市波动随之风险加大。在资本市场,化解之策在于健全制度从监管,强化风险防范,加强投资者保护工作,严厉打击违法违规行为。

特别是在经历了去年年中的股市异常波动后,反映了我国股市不成熟,不成熟的交易者、不完备的交易制度、不完善的市场体系、不适应的监管制度,同时也暴露了证监会监管有漏洞,监管不适应、监管不得力等问题。

海通证券首席经济学家李迅雷表示,所有成熟的市场,都是全球机构投资者参与的市场,A股市场在还没有成为一个机构投资者为主体的市场之前,运用严厉的监管和非市场化的手段来避免发生金融风险,是无可指责的。当下我国经济金融面临的外部环境不确定因素增多,国内经济下行压力依然较大,加强监管,及时填补制度漏洞,坚决遏制苗头

性、倾向性问题是确保市场平稳的手段之一。

上周,肖钢在谈及今年的监管任务时表示,要规范杠杆融资,严格程序化交易管理,强化期货市场交易管理,加强跨市场联动交易管理,加强对投资者适当性管理和开户审查的监管,确保客户身份信息的真实性,建立健全上市公司信息披露制度规则体系,推进简化、差异化、分行业信息披露,建设多部门联合惩戒机制,并要在容易出现风险的互联网金融、交易所清理整顿等方面强化风险防范。

海通证券研究所李明亮指出,治理从严贯彻今年资本市场监管工作的始终,非理性的投资思维在A股市场上具有一定的普遍性,市场的不成熟,投资者易追风投资的心理,要求监管者注重监管的完善和事中事后监管的尽责。

另外,大数据监管、跨市场立体联动监管也将成为新课题。针对2015年股市异常波动过程中体现出来的现货期货市场联动形成负反馈的特征,加强跨市场操作,投机的监管势在必行。李明亮表示,加强对资本市场与其他金融市场之间、境内外资本市场之间“共振”影响的评估研判,这些手段的使用将监管余留的空地带缩小,利用跨市场操纵的机会也将减小,构建出立体式的监管网络。

细心的投资者会发现,从去年开始,资本市场稽查执法的力度大幅加强,仅去年一年,证监会系统全年受理线索723件;新增立案调查345件,同比增长68%;累计对288名涉嫌当事人采取限制出境措施,冻结涉案资金37.51亿元;办结334件,同比增长54%。其中,移送公安机关55件。

董登新表示,可以预料未来一年,资本市场稽查执法的力度还会加强,除了仅仅靠行政力量进行打击资本市场违法违规等案件以外,更多的监管机构应联合起来形成一个体系来打击A股的违法犯罪,除了监管机构的参与外,还需要市场参与者,包括投资者、民间力量在内共同参与,加入到对资本市场违法违规行为的打击中,监督市场的形成会对试图踩红线之人产生更加严厉的威慑作用。

补短板 资本市场双向开放将扩大

受制于我国股市新兴加转轨的现实因素,资本市场的对外开放较新兴经济体的步伐较慢,成为了A股制度建设层面的“短板”,“关门练自家拳”的旧模式已经行不通,要培育公开透明、长期稳定健康发展的资本市场,必须加大对外开放力度。

以2014年11月沪港通开通为标志,A股市场迎来了双向开放的新时代,随后,内地和香港基金互认拓宽了内地和海外投资者双向开放的渠道。未来一年,研究解决H股“空流通”问题,完善QFII、RQFII制度,逐步放宽投资额度,推动A股纳入国际知名指数,引导境外主权财富基金、养老金、被动指数基金等长期资金加大境内投资力度,启动深港通,完善沪港通,研究沪伦通值得期待。

同时,推进自贸区金融开放创新试点,吸引境外机构投资者通过QFII、RQFII、沪港通和自由贸易账户等多种渠道参与交易所债券市场。推动港资、澳资机构在境内设立合资证券、基金经营机构,支持证券基金期货经营机构境外子公司的发展,深入推进内地与香港基金互认,稳步推进香港互认基金在内地注册等方面也将有所突破。

董登新表示,未来五年是中国经济社会发展转型关键时期,也是资本市场实现高质量双向开放的重要窗口期和成长为世界一流市场的难得机遇期。展望未来,随着人民币国际化以及资本项目开放,我国资本市场与全球的联系越来越紧密是大势所趋,随着更多互联互通渠道的开通,国内居民的资产配置将更加多元化,其他国家和地区的投资者也会更愿意持有人民币资产,资本市场的资源配置功能将得到更充分地发挥。

有理由相信,随着A股逐步调整到位,去泡沫化进入尾声,市场正逐步进入正常状态,估值趋于合理,投资者趋于理性,资本市场改革将助推经济加速转型升级。