

# 上市公司市值管理:现状、困境与出路

朱 庆, 高 晨

(安徽大学 法学院, 合肥 230601)

**摘要:**“市值管理”因“新国九条”正名而被上市公司广泛采用,但由于其概念模糊不清,加之缺乏必要的具体制度规范的引导,实践中市值管理真假难辨,无论在操作层面,还是监管层面,都面临不小困难。为早日解决市值管理实践的乱象问题,应尽快出台《上市公司市值管理制度指引》,并在其中明确市值管理的法律概念内涵、目标定位、工具使用规则等内容。同时加大对伪市值管理的查惩力度,细化相关信息披露规则,从而引领市值管理“回归正途”。

**关键词:**市值管理;法律监管;信息披露

**中图分类号:**D922.287

**文献标志码:**A

**文章编号:**1008-6021(2018)04-0013-05

## 一、问题的提出

“市值管理”是一个颇具中国特色的概念<sup>①</sup>。其理论与实践在我国的发展经历了三个时期。根据现有文献记载,“市值管理”概念肇始于我国股权分置改革,最早由施光耀先生于 2005 年提出。由此至 2014 年国务院《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”)出台为“市值管理”正名<sup>②</sup>,此间的十年是我国“市值管理”实践的“萌芽期”<sup>[1]</sup>。这一时期的特点是“自下而上”:先是民间咨询机构提出“市值管理”概念,并将其开发为服务于上市公司的“产品”,随即引发财经学界的关注并开始研究其相关基础理论,进而获得官方认可并以中央政府文件的形式予以肯定。第二阶段,获得“正名”的市值管理在高速发展的同时开始出现问题,直至 2016 年上交所启动对“伪市值管理”的专项核查,此间为我国“市值管理”实践的“野蛮发展期”。在此期间,由于缺乏具体的规范指引,“市值管理”实践“五花八门”,其中不乏以“市值管理”之名行“操纵市场”之实的“伪市值管理”<sup>[2]</sup>。一时间市值管理有被“妖魔化”的倾向,这一现象引起了监管部门的高度重视,由此开启了 2016 年上交所对伪市值管理的专项核查。此后,市值管理进入第三阶段——“谨慎发展期”,我们目前

仍处于这一阶段。这一阶段的特点是监管已然强化,市场中市值管理行为更加谨慎。但由于仍然缺乏必要的规则指引,加之市值管理的概念依然模糊,真伪市值管理的边界依旧难以辨别。2018 年 8 月披露的大连电瓷(002606)操纵市场案,令“伪市值管理”问题愈发令人关注。上述问题给理论与实务界均提出了一系列的新命题,值得深入研讨。令人遗憾的是,法学界目前对“市值管理”问题基本处于“失声”状态,随着“伪市值管理”问题不断产生,法学研究的“补位”将会愈发显得急迫而重要。没有制度层面的设计,“市值管理”的操作将难有依据,监管也将难以拿捏,这无疑将构成市值管理发展的巨大障碍。因而,有必要在厘清上市公司市值管理的现状和问题的基础上,从法学的角度分析,对上述问题作出回应。本文尝试将在阐明问题的基础上,尝试给出若干具体制度建议,以期抛砖引玉。

## 二、“市值管理”理论与实践面临的现实困境

### (一)市值管理的法学概念“似非而是”

① 在西方发达证券市场上,并无“市值管理”一说,但西方企业管理中的价值管理理论,与“市值管理”有不小的交集。事实上,我国学界对“市值管理”理论的阐发大多源于西方的价值管理理论,并结合中国资本市场实践做了一定理论延伸。

② 2014 年 5 月 8 日,国务院发布“新国九条”,其第二条第六项明确提出发展多层次股票市场,提高上市公司质量,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,允许上市公司按照规定通过多种形式开展员工持股计划。

收稿日期:2018-08-29

作者简介:朱 庆(1977—),男,安徽合肥人,教授,博士生导师。研究方向:商法。

尽管市值管理这一概念在我国已有十余年的发展历史,但学界对于市值管理尚未形成统一的权威定义。实践中,各方主体对于市值管理的概念和内涵认识不一,学者给出的市值管理定义也是“五花八门”。例如朱陵川认为:“市值管理是上市公司从稳定和提升公司市值出发,通过建立一种长效机制,提升自身估值水平,致力于追求公司价值最大化,为股东创造价值,上市公司的一切经营行为,无论是投资、融资及股利政策等等,都紧紧围绕追求长期、持续、健康的市值最大化这一核心目标来完成。”张济建,苗晴认为:“市值管理是上市公司从稳定和提升市值出发,通过公司的战略规划、经营管理和投资者关系管理,将公司创造价值、实现价值和经营价值的活动有机地联系起来,促使股价充分反映公司内在价值,并努力实现以内在价值为支撑的市值最大化的管理活动。”<sup>[3]</sup>目前,较为公认的定义是由施光耀、刘国芳于 2008 年提出的,他们认为:“市值管理是上市公司基于公司市值信号,顺应市场规律,综合运用多种科学、合规的价值运营方法和手段,以达到公司价值创造最大化、价值实现最优化的战略管理工程。其中,价值创造是市值管理的基础,价值经营是市值管理关键,价值实现市值管理的目的”<sup>[4]</sup>。

财经学界目前对市值管理的内涵认定尚存分歧。例如,张济建,苗晴强调市值管理的核心在于上市公司内在价值的重构与创造,他们认为,上市公司市值管理最根本的目标在于企业内在价值的最大化。在管理企业内在价值的同时实现对企业市场价值的管理,通过改进经营手段消除上市公司市场价值与内在价值之间不正常的偏移。与此同时,他们还强调通过加强投资者关系管理,实现上市公司与资本市场之间的良性互动;又如,伍华林强调<sup>[5]</sup>,市值管理的核心在于做好上市公司自身的经营管理,提升自身的投资价值。在此基础上,强化上市公司与投资者之间的关系,根据投资者的偏好和市场发展的规律,规范自身的言行,及时调整公司的金融策略,实现公司市值的最大化以及资源利用的最大化。虽然财经学界对市值管理的界定存有分歧,但其认可上市公司“管理”自身“市值”(股价×股数)<sup>[6]</sup>这一前提,是题中应有之义。而这一前提到了法学语境,则首先面临《证券法》第 77 条<sup>①</sup>(反操纵市场条款)之挑战,因为这一条款并未给上市公司设计例外豁免情形。从证券监管角

度,应否允许上市公司主动积极地干预自身股价,一直就是一个“似非而是”的问题。一方面,从证券监管理念上讲,上市公司作为市场主体之一,不应享有干预股价之特权;而另一方面,包括增发、回购股份等“市值管理”行为亦属上市公司权利能力范围,不应禁止。上市公司的一举一动均会引发市场关注并被解读为利好或利空信息,进而引起股价波动。在这个意义上,因“市值管理”而引发股价波动,法律上亦无法禁绝。因而,有必要从法学的角度对市值管理的概念和内涵做进一步厘清,从概念上对市值管理与操纵市场加以区分。

## (二) 市值管理的实践操作“真假难辨”

由于“新国九条”对于市值管理仅有肯定之态度,而无具体行为指引,加之学界对市值管理的概念和内涵亦未形成共识,分歧严重,导致市值管理实践中充斥着违规披露、操纵市场、虚假陈述、内幕交易等证券违法行为<sup>[7]</sup>。这也引起了监管部门的注意。2014 年底证监会通报了 18 例<sup>②</sup>涉嫌市场操纵案,对以伪市值管理方式牟利的市场主体敲响了警钟。自此,证监会加大了监管力度。迄今为止,已对 4 家上市公司的伪市值管理行为加以处罚。其中对“市值管理”专家——谢风华主导恒康医疗(002219)“伪市值管理”的处罚<sup>③</sup>最为引人注目。

尽管实践中,监管部门已对伪市值管理加大查处力度,并对典型的伪市值管理开出罚单。但从数量上来看,仍有大量的伪市值管理未被监管部门查处。究其原因,在于市值管理实践操作的真假难辨。由于市值管理具有长期性、综合性、系统性等特征,再加上新的操纵手段层出不穷,操纵手法也更趋向于隐秘性和多样性,使得市值管理和操纵市场难以区分<sup>[8]</sup>。证监会披露的“以市值管理名义内外勾结,利用上市公司

① 《证券法》第 77 条规定:禁止任何人以下列手段操纵证券市场:……(四)以其他手段操纵证券市场。

② 2014 年 12 月 19 日,证监会新闻发言人张晓军在例行新闻发布会上通报了近期对市场操纵的查处情况,已对 18 只股票的涉案机构和个人立案调查,包括中科云网、百圆裤业、兴民钢圈、山东如意等上市公司。

③ 谢风华是我国较早研究“市值管理”的人士,其曾于 2008 年出版专著《市值管理》并引起较大反响,被市场称为“市值管理”专家。证监会 2017 年 8 月 11 日通报,因与恒康医疗(002219)控制股东及实际控制人阙文彬合谋,利用信息优势,借“市值管理名义”操纵市场,私募股权基金蝶彩资产实际控制人谢风华被处以警告,并处 60 万元罚款,终身证券市场禁入。

选择性披露信息拉抬股价”的新型操纵市场方式,无论是“内外勾结”还是“选择性披露信息”在认定和取证上都有较大的难度。就拿“内外勾结”来说,上市公司往往会选择与私募机构或者其他市值管理机构就市值管理达成口头协议,从而规避监管部门的监管和查处。

另外,市值管理工具合法与违规的边界模糊,也是导致实践中市值管理真假难辨的重要原因。例如,市值管理工具中常见的股份回购、并购重组、大股东增减持、股权激励等,其行为本身也是上市公司自治的范畴,这些行为本身即处在合法与违法的边界。这种“灰色地带”的属性无疑加大了市值管理在认定合法与违规问题上的难度。例如,在信息披露的时间点问题上,如果上市公司为了操纵股价而选择性的在重要时间点上披露利好消息,配合大股东的减持行为,无疑构成操纵市场,但其中的认定边界往往难以把握。部分上市公司正是利用这一特征,游走在市值管理合法与违规的边界,从而加大了监管机构的查处难度。除此之外,部分市值管理工具也是操纵市场行为中常见的工具,二者虽然在内涵上有较大差异,但在表现形式上具有一定的相似性——都会引起股票价格的波动。尽管部分学者从性质、动机和目的等角度对市值管理和操纵市场加以区分<sup>①</sup>,但由于缺少客观的标准,实际认定仍困难重重。

值得一提的是,通过对个案的分析,抽象总结市值管理的特征以及监管部门的认定标准似乎是个不错的选择。但由于伪市值管理的处罚样本量较小,处罚决定书说理论证部分较为简单,加之部分信息的“刻意回避”(例如,轰动一时的徐翔案<sup>②</sup>至今未披露判决书全文;又如,交易所“伪市值管理”专项核查的具体对象、所依据的指标,以及核查的结果都未公开),使得此途径困难重重,难以从个案判罚中提炼真伪市值管理区分的具体标准。此外,虽然部分机构会评出部分优秀市值管理上市公司,例如,由中国企业改革与发展研究会指导的,《企业观察报》与中国上市公司市值管理研究中心、中国社科院企业社会责任研究中心、《环球科学》杂志以及北京华夏基石管理咨询公司合作,于2014年评选出的“央企十佳市值管理公司”,但由于评价标准科学性难以认定,据此也很难对真伪市值管理加以区分。

### 三、市值管理相关问题的破解之道

#### (一) 尽早出台《市值管理制度指引》

市值管理“乱象丛生”的重要原因之一,就在于缺乏必要的规范指引。因而,必须尽快出台《市值管理制度指引》(以下简称《指引》),让市值管理早日走出“困境”。《指引》应当重点解决以下几个问题:

##### 1. 统一认识

市值管理的乱象很大程度上是由于市场各方对市值管理概念和内涵认识偏差造成的。对于市值管理是什么?市值管理管理什么?怎么管理?等一系列核心问题的认识上存在较大分歧。部分市场主体认为市值管理的核心是市值,市值就是股价,换言之,市值管理就是管理股价,这无疑走入了操纵市场的误区。还有部分主体将市值管理工具的运用等同于市值管理本身<sup>[9]</sup>。这些错误的认识无疑会导致市值管理走向误区,甚至让企业盲目追求股价而忽视企业的内在价值<sup>[10]</sup>。市值管理不是一夜暴富的市场投机行为,市值管理的核心是价值管理,市值管理的本质是溢价管理,即管理资本市场交易价格与企业实际经营价值的偏差。因而,必须在《指引》中加以明确,纠正市场对市值管理的错误认识。

##### 2. 明确市值管理的目标

市值管理的核心在于价值,市值管理的目标在于抑制资本市场交易价格与企业实际价值之间的非正常偏离。短期来看,市值管理目标在于抑制公司市值的不正常波动,保证公司市值不被低估;从长远来看,市值管理的目标在于创造价值,保证公司市值的稳定增长<sup>[11]</sup>。但现实中,部分上市公司盲目追求股价,不遗余力地抬高股价,提高企业估值,这显然违背了市值管理的初衷。因而,有必要在《指引》中对上市公司市值管理的目标做进一步的明确。科学的市值管理目标应该包括以下几个部分:首先,通过市值管理制度的建立,促使上市公司管理层和股东关注企业市值和股价;其次,在股价严重偏离企业内在价值时,通过合法合规的市值管理工具的运用,引导股价回归正常,抑制资本市场的非理性波动,维护投资者利益;最

① 参见中国上市公司市值管理研究中心主任 施光耀. 市值管理与股价操纵的十大差别[N]. 中国证券报, 2017-09-30(A08).

② 2017年1月23日,青岛市中级人民法院一审宣判,私募基金泽熙的控制人徐翔涉及串通13家上市公司大股东利用信息优势操纵市场,被判定犯操纵证券市场罪,并开出了超过百亿元的天价罚金。

后,通过市值管理制度在企业内部建立一套长期有效的组织机制,创造价值并实现价值,促进企业价值的稳定增长

### 3. 类型化投资管理工具

“五花八门”“多种多样”的市值管理工具是市值管理实践的一大“特色”,不同类型的市值管理<sup>①</sup>有着不同的需求和目标,亦催生出不同的市值管理工具。况且在市值管理中,上市公司往往会综合运用多种形式的市值管理工具,这也造成了市值管理运作手段的复杂性。总的来说,实践中典型的市值管理工具主要包括股权激励、资产重组、大宗交易、定向增发、融资融券、大股东增减持、投资者关系管理等。这其中,既有上市公司单纯为了市值管理所采用的工具,也有上市公司为了操纵股价,以“合法形式掩盖非法目的”而采用的工具。因而,在即将出台的《指引》中,有必要对市值管理工具进行梳理,类型化市值管理工具,正确把握市值管理工具的运用尺度。与此同时,将已出现的证券违法违规行为或“以合法形式掩盖非法目的”的伪市值管理行为加入市值管理的负面清单中,从正反两个方面规范市值管理的实际运作<sup>[12]</sup>。

### 4. 区分私企与国企市值管理的不同现状

从市值管理的实际运行情况来看,民营上市公司与国有上市公司对于市值管理的态度是截然不同的。这种差异,一方面是由于国有企业与民营企业的股权结构的不同。对于民营企业而言,其管理层通常是由大股东控制,大股东的个人利益直接与企业市值挂钩,因而民营企业普遍热衷于进行市值管理,拉升股价;另一方面,这种差异是由于民营企业与国有企业不同的融资需求造成的。相对于民营企业而言,国有企业更容易通过信贷融资获取资金,而民营企业在信贷融资方面则要困难得多。因而,民营企业更倾向于通过市值管理稳定公司市值,从而在资本市场获取更高的融资。在即将出台的《指引》中,必须认识到资本市场中不同类型主体之间对市值管理需求的差异,有针对性地对不同类型的企业加以引导和规范。例如,在股权激励的问题上,在国有上市公司建立股权激励制度,将管理层的利益与企业的市值直接挂钩,对于鼓励上市公司进行市值管理更具有重要的意义。

### (二) 加大惩处力度,明确处罚标准

从证监会已披露的伪市值管理处罚案例的数量来看,仍有大量的伪市值管理尚未被查处。因而,监

管部门有必要进一步加大对伪市值管理的惩处力度,严查假借“市值管理”名义进行的证券违法违规行为。目前,资本市场的乱象与证监会监管力度的弱化不无关系。诚然,随着资本市场的发展,证券违法违规行为的隐蔽性和复杂性加大了资本市场监管的难度。但是无论多么隐蔽的手法始终都是有迹可循。证监会应进一步推进监管转型,利用大数据等新的技术和资源,强化对上市公司市值管理活动的监管。重点监管股票价格和交易量波动异常的股票,以及作为操纵市场潜在的最大获益方——上市公司大股东的持股情况和持股变动情况。加大对伪市值管理的惩处力度,提高违法犯罪的成本,从而有效地震慑市场潜在的“投机分子”,纠正市场运行的偏差。与此同时,注重监管观念的转变,加强事前干预和事中监督。监管机构应积极主动跟踪市场发展,关注市场热点,对于一味迎合市场热点,经营“异常”的上市公司及时约谈和问询,对上市公司披露的信息抽样检查,杜绝违规信息披露。

另外,证监会应明确伪市值管理的处罚标准。上文已提到,许多市值管理工具的行使本身即游走在合法与违规的边界。加之监管部门处罚标准的不透明,无疑会给市场主体在运用市值管理工具时蒙上一层阴影,也令“投机分子”有机可乘,侵害投资者合法权益,扰乱市场秩序。证监会应及早明确伪市值管理的处罚标准,明确上市公司合法自治的范围,从而使得上市公司在合法的范围内进行市值管理活动,避免不正当市值管理的发生。

### (三) 透明公司治理,细化相关信息披露规则

资本市场的信息不对称问题是中国资本市场的一大“顽疾”。由于上市公司信息披露不及时、不真实、不完整,导致投资者很难基于披露的信息对公司市值作出合理预判。保证上市公司信息披露的及时、真实、准确和完整既是上市公司应尽的义务,也是建立良好的投资者关系的前提。投资者只有在对公司的真实情况准确、全面了解的基础上,才能作出合理预判和理性的投资决策。因而,必须进一步细化相关信息披露规则,以信息披露为监管核心,弱化市场的

① 毛勇春对上市公司的市值管理进行了详细的分类,包括:上市公司方面的投资者管理维护类、股权激励类、再融资类、并购重组类;股东方面的市值维护类、大宗减持类、股权融资类、多股权类、战略投资类。

信息不对称问题,增加上市公司经营的透明度,给上市公司市值管理创造良好的运行环境。例如,在高管减持的信息披露义务问题上,应进一步降低高管减持披露的比例要求。现有的法律规定高管减持股份达上市公司股份的1%时须及时披露,对于体量较大的上市公司而言,即使是1%的比例,高管仍有较大的套利空间。因而,有必要对高管提出更高的信息披露要求。要求高管在减持时提前公告,公告减持的原因、数量、方式等,并在高管减持后股价大幅度下跌时,及时要求相应高管就减持和股价下跌做情况说明。

值得注意的是,选择性披露问题是伪市值管理案件查处的一大难点问题。因而,在细化相关信息披露规则时,应强化对上市公司选择性信息披露行为的监管,维护资本市场的公开透明。例如,要求上市公司提前一定期限对公司的市值管理计划进行披露。详细披露公司市值管理的规划和具体安排,从而使投资者能够准确把握上市公司披露的利好消息,压缩上市公司选择性披露的空间。在市值管理实施过程中,分阶段地披露市值管理的进展及取得的阶段性成果或困难,使投资者能够作出合理预判和理性决策。与此

同时,还应鼓励上市公司与投资者建立良好的信息传递渠道,保证信息的及时有效传递,规范上市公司的信息披露行为在公平、公正、公开的原则下进行。

我国上市公司市值管理实践中,概念模糊不清,实践真假难辨等问题对其操作和监管均带来了不小的障碍。对于监管机构而言,在目前条件下应审慎对待“市值管理”这一概念<sup>[13]</sup>,避免形而上学。更为合理的方式是透过现象看本质,忽略理论上对于市值管理的争议,直接对市值管理中的具体手段和工具进行规范和引导,规范上市公司的市值管理活动。另一方面,加大监管机构的监管力度,强化对上市公司的内部监督和外部监督。对上市公司披露的信息抽样检查,杜绝虚假信息披露。关注市场热点,对经营“异常”的上市公司及时约谈,通过“弹性执法”和“提前介入”加强监管机构的事前和事中监督。对股价波动异常的股票,以及对在资金、证券持有量上具有优势或者影响力的人员或机构重点监管。与此同时,提升对证券违法违规行为的惩处力度,提高违法犯罪的成本,“杀鸡儆猴”与“敲山震虎”双管齐下,从而达到震慑市场的作用。

#### 参考文献:

- [1] 毛勇春.我国资本市场市值管理三个发展阶段[N].上海证券报,2015-11-21(6).
- [2] 刘国芳.走出市值管理认识误区[N].中国证券报,2015-04-03(A5).
- [3] 张济建,苗晴.中国上市公司市值管理研究[J].会计研究,2010(4):82-88.
- [4] 施光耀,刘国芳,梁彦军.中国上市公司市值管理评价研究[J].管理学报,2008(1):78-87.
- [5] 伍华林.我国上市公司市值管理问题研究[J].经济导刊,2007(11):37-38.
- [6] 于军.市值管理的学理基础与研究述评[J].上海金融,2017(4):50-56.
- [7] 郑志刚.市值管理的“误区”与公司治理的回归[J].证券市场导报,2016(3):1.
- [8] 张子余,刘帅,张健.论“市值管理”名义下“股价操纵”行为的治理[J].经济体制改革,2017(3):147-151.
- [9] 邹民生,毛勇春,王旭,等.不应把市值管理工具视为市值管理本身[N].上海证券报,2015-12-19(6).
- [10] 翁世淳.从价值创造到市值管理:价值管理理论变迁研究评述[J].会计研究,2010(4):74-81.
- [11] 邵宇东.正解市值管理[N].上海证券报,2015-01-28(A1).
- [12] 万国华,孙婷.我国上市公司市值管理之法律解构[J].金融发展研究,2016(8):66-71.
- [13] 潘妙丽.股市新常态下,市值管理亟需正本清源[N].上海证券报,2015-01-06(F8).

(下转第 56 页)

causes long disconnect between law education and legal profession. Not to mention whether the knowledge acquired by the students in the law classes can meet the needs of the future legal profession, the real dilemma is that relying on the closed law classes cannot meet the knowledge needs of law students' legal career access. Meanwhile, in the short term it is difficult to change the teaching mode of law in colleges and universities. Therefore, it's suggested that introducing the open educational concept, using internet or digital media as the platform, and providing the extra-curricular and open teaching packages for law students can not only enrich the teaching methods and content, alleviate the shortage of law teaching resources in colleges and universities, but also help the law students to pass the admission examination of legal profession.

**Keywords:** open education; colleges and universities; law teaching; legal profession

[责任编辑 李潜生]

---

(上接第 17 页)

## **Market Value Management of Listed Company: The Current Situation, Dilemma and Outway**

ZHU Qing, GAO Chen

(School of Law, Anhui University, Hefei 230601, China)

**Abstract:** “Market value management” has been widely adopted by listed companies because of “New Country Nine Articles”. However, due to the ambiguity of its concept and the lack of necessary specific institutional norms to guide, it is difficult to distinguish true from false in the practice of market value management, no matter at the operational level or the regulatory level, there are no small difficulties. In order to solve the chaos problem of market value management in practice, the *Guidelines for the Market Value Management System of Listed Companies* should be issued as soon as possible, in which the legal concept connotation, target orientation and tool use rules of market value management should be clarified. Meanwhile, the investigation and punishment of pseudo-market value management should be strengthened, and the relevant information disclosure rules should also be refined, aiming to lead the market value management to “return to the right path”.

**Keywords:** market value management; legal supervision; information disclosure

[责任编辑 叶甲生]