

■ 全国股转系统2018年度委托课题研究系列之二

多措并举完善新三板市场指数体系

□ 上海华证指数信息服务公司 刘忠

股票价格指数编制具有重要意义,能够表征市场总体股价趋势、反映典型公司特征,筛选优质企业,引导价值投资,同时基于股票价格指数开发金融创新产品,满足投资者差异化投资需求。小市值指数与大市值指数在流动性、估值等方面存在差异性,而市场上的股票价格指数大多为大市值指数,因此,有必要对契合小市值股票特征的指数编制方法进行深入研究。本文结合境外小市值股票指数发展实践,立足于新三板市场定位和挂牌公司特征,采用非活跃股票估值方法,并引入ESG因子,探索构建了适用于新三板市场的指数编制方法。

证券指数作用及发展实践

指数作用及意义。

从全球范围看,编制股票价格指数是各资本市场通行的做法,具有重要意义,主要体现在以下三方面:一是经济发展的“晴雨表”。股票价格指数编制的最初目的是反映资本市场总体运行状况,进一步指数的运行轨迹能够代表企业、行业、宏观经济的发展状况,对整个经济发展状况具有引领作用,是国民经济的“晴雨表”。

二是反映资本市场整体运行状况。编制股票价格指数能够表征市场总体股价趋势、反映典型公司特征。

三是引导市场投资和产品创新。股票价格指数筛选出市场优质企业,降低了投资者信息搜集成本,引导投资者进行价值投资;基于股票价格指数的创新,可开发指数产品及金融衍生品,满足投资者差异化投资需求,因此股票价格指数在一定程度上具有投资性和交易性,对提高市场流动性具有重要意义。

境外小市值股票指数发展实践。

通过分析道琼斯微市值系列指数、富时罗素小微系列指数、MSCI小微市值指数等编制方法,发现境外小微市值指数通常以表征性为主,突出小市值和微市值股票特征;在选择方法方面,运用指标较为灵活,涉及市值、流动性、财务等;样本数量确定方面,以固定样本数量为主;指数计算方面,均为自由流通市值加权。

道琼斯微市值系列指数包括微市值全市场指数及精选微市值指数。选择方面,微市值全市场指数,将纽交所上市的股票按市值排序,划分十等分,第九位数定义为微小市值,样本包括小于等于微小市值的所有公司;精选微市值指数,在全市场指数基础上,对规模、流动性和财务状况进一步筛选。样本数量方面,微市值全市场指数和精选微市值指数通常在1280只和240只左右。

富时罗素小微系列指数包括罗素2000指数、罗素小市值指数、罗素微市值指数及其衍生指数,分别约有2000只、2500只、1560只左右样本股。选择方面,将在美国交易所上市的市值在3000万美元以上的美国上市公司(不包括场外市场、粉单及FINRA ADF)按照总市值排序,罗素2000为第1001—3000家公司;罗素微市值指数为第2001—4000家公司。

MSCI美国市值系列指数包括可投资、微市值、低微市值三部分。选择方面,以在纽交所和纳斯达克上市的美国公司为样本空间,按照总市值排名,可投资部分为排名前2500家的公司,约占全市场总市值的前98%,微市值部分是排名在2500之后,市值在98%到99.5%之间的公司,合计市值占1.5%,低微市值部分是市值排名末的0.5%公司。

新三板市场指数编制情况。

目前,新三板市场共发布10只股票价格指数,其中,三板成指、三板做市、创新成指与境外小市值指数的编制目的基本一致,以表征性为主,分别以三板股票、做市股票、创新层股票为样本空间,按照日均成交金额和日均总市值的综合排名,选出总市值覆盖85%的股票为样本股,分别表征市场整体、做市股票和创新层股票的价格走势。同时,为契合新三板服务创新型民营中小企业的定位和挂牌公司行业特征,引导市场增加对创新驱动性、产业附加值高的企业关注度,新三板于2019年1月推出了三板龙头、三板制造、三板服务、三板医药指数,于2019年3月推出三板消费、三板研发、三板活跃等指数编制方案,为引导市场投资提供基础。

基于对指数编制中的核心要素分析,发现新三板市场在编制投资型指数时应重点考虑流动性、估值方法、公司治理等因素:

一是高净值个人和机构投资者为主,价值投资属性突出。区别于沪深交易所以中小投资者为主的结构,新三板市场实施严格的投资者适当性管理,市场以高净值个人和机构投资者为主。专业投资者注重价值投资,且投资金额较大,交易频率相对较低。

二是部分挂牌公司缺乏最新市场价格。新三板市场挂牌公司过万家,小微企业占比68%,处于初创期的企业存在股权出售的倾向,使得二级市场交易活跃度较低,缺乏最新的股票价格。

三是创新型企业占比高。新三板高技术服务业公司2580家,占比24.93%,高技术制造业1338家,占比12.93%;2018年上半年挂牌公司平均研发强度2.97%,较全社会平均研发强度高0.84个百分点。

四是挂牌公司治理水平差异较大。新三板市场中小微企业占比近94%,中小微企业与大型上市公司之间在公司治理水平、监管强度等方面存在一定差距,部分企业处于发展初期,暂未关注环境治理、社会责任、公司治理等方面。

流动性筛选方法。

方案一:采用月实际成交天数占当月总交易天数之比作为流动性衡量指标,以创新层挂牌公司在2018年4月至9月数据为样本,每月有成交的股票平均成交额在300万到500万之间,有效成交天数占比的平均值在0.36至0.46之间;每个月成交额大于100万的企业数在150到270之间,有效成交天数占总交易日天数之比大于0.5的企业数在170至350之间。

方案二:以成交额的连续性为流动性衡量指标,连续

新三板指数编制方案。

本文以创新层挂牌公司为样本空间,结合上述方法,以流动性、ESG因子为主要选股指标,采用非活跃券估值方法和流通市值加权方法编制三类指数:参照传统核心指数方法的创新层50指数;引入ESG因子和非活跃券估值等方法的创新层优选50指数;以及加入创新因子,编制代表创新能力的创新层科创50指数。

新三板指数方案测算。

从行业覆盖、流动性等方面,对创新50、创新优选50、创新层科创50指数进行对比分析:行业覆盖方面,引入ESG因子和创新因子后的创新优选50、科创50指数中信息技术和医疗保健行业挂牌公司股票分别有22只和26只,均高于创新50指数。

流动性方面,以2018年7月至10月为样本区间,测算创新50和创新优选50指数的流动性,发现单只股票累计成交金额最低值分别为6.03万元和15.09万元,同时,优选

基于新三板特色的指数编制方法探索

6个月成交额均在100万以上的股票数量仅为52只,均在80万以上的股票数量为61只,均在50万以上的股票89只;以成交天数的连续性为流动性衡量指标,连续6个月成交天数占比大于0.5的只有90只股票,总数仅占创新层股票总量的10%左右。

方案三:若采用“月交易天数占比”或“连续6个月成交金额”二者之一作为流动性衡量标准,股票数量有所增加,并且较为稳定。其中满足成交额大于100万或者成交天数占比大于0.5的股票数量为106只,随着成交额门槛的下降,股票数量逐渐增加至117只。

对比上述方案,在满足流动性要求的基础上,应充分考虑样本数量的充裕性,因此对流动性的筛选采用方案三,即近6个月成交额均大于100万或者近6个月有效成交天数占比均大于0.5,符合条件的股票纳入备选样本,截至2018年6月底的备选样本有134只股票,截至9月底的备选样本有106只股票。

非活跃股票估值。

在深入分析新三板挂牌公司特征及总结行业先进经验的基础上,本文采用“参考最近融资价格法”和“市场乘数法”,综合使用“行业指标法”和“现金流折现法”进行估值后续校验的方案,对非活跃股票进行估值,具体步骤如下:

首先,基本信息搜集整合阶段,收录挂牌公司的最近融资情况、行业可比公司情况、近期财务报表数据等信息,并依据其区间换手率和区间有效成交天数,判断是否需要对该公司使用估值技术。其次,对于需要使用估值技术的公司,采用与待估值公司所处行业的四级投资型行业分类挂牌公司作为可比公司集合,并引入专家分析等主观判断方法作为补充依据,在此基础上,分别计算各可比公司的EV/EBITDA、P/E、P/B等关键估值指标。再次,

根据公司发展阶段和基本面情况、所处行业成熟程度等因素来判断筛选最优估值模型。最后,计算估值结果的P/E、P/B、EV/EBITDA、EV/Sales等指标,与同行业的指标进行比较,就估值结果进行合理性校验和检查。

此估值方法,具有两方面优势:一是兼顾专业性和易用性。估值方案中集成了成熟估值模型,综合考虑公司发展阶段、行业、财务信息等多维度信息,同时兼顾快速高效的估值操作。二是平衡精确度和平稳性。此估值方法最大限度利用可获得信息,提高估值精准度,通过合理技术避免股权估值的无效波动。

引入ESG因子。

指数编制中引入ESG因子满足投资需求和引导公司可持续发展具有重要意义:一是随着社会发展,投资者对上市挂牌公司的价值判断不仅局限于市值、经营收入和盈利能力等传统指标,其是否具备正向外部效应也是重要的投资依据。在全新投资理念的推动下,ESG投资应运而生,ESG包括环境(Environment)、社会(Society)、治理(Governance)。

二是ESG发展及ESG投资价值观,能够引导资金投向在环境、社会、公司治理方面表现出色的公司,有利于资本服务实体经济、绿色金融,降低公共成本;对公司而言,ESG使其关注公司发展的正外部性,实现长远可持续发展。

本文探索新三板市场ESG的适用性,选取员工增长率、资产负债率、信息披露质量等11个指标构建评价体系。对创新层挂牌公司进行ESG评价,发现评级为A级及以上(ESG表现较好)的挂牌公司59家,占比6.41%,BBB级(中位数)挂牌公司数量最多,占比83.93%,B级(存在一定风险)挂牌公司数量86家,占比9.34%,C级(存在严重ESG风险)的挂牌公司3家。为规避尾部风险,指数构建过程中剔除ESG评级为B级和C级的挂牌公司。

新三板指数编制方案建议

50指数中连续成交的股票只数高于创新50指数。说明引入ESG因子后的优选50指数成交更活跃,在一定程度上反映出注重ESG治理的公司更契合市场的投资偏好。

建议与展望。

立足于新三板市场服务创新型民营中小微企业的市场定位,结合挂牌公司发展特征,本文引入ESG和创新因子,并采用非活跃股票估值方法,构建了适用于新三板市场的指数编制方法,并编制了创新优选50指数和创新层科创50指数,通过与传统方法编制的创新层50指数对比,发现优选50指数和科创50指数样本股中高科技行业占比及流动性均高于创新层50指数,说明挂牌公司环境治理、社会责任、公司治理及创新性会对投资者的投资决策产生影响。在未来指数的研究方向上,建议:

一是继续完善新三板单市场指数体系。新三板市场万家挂牌企业在业务模式、财务表现、发展阶段等形成了差异化特征,目前市场上的10只指数远不能充分表征挂

牌公司的特色,在一定程度上增加了投资者的信息搜集成本,不利于引导市场投资,因此,新三板市场应在深入分析挂牌公司结构特征的基础上,构建行业、主题、策略等多维度指数,丰富指数体系。

二是探索编制跨市场指数。一方面,主板、创业板、科创板、新三板以服务不同规模、不同发展阶段的企业形成了多层次资本市场差异化服务,构建跨市场指数对于反映企业成长状况、满足投资者差异化需求具有积极作用。另一方面,在“3+H”的实践基础上,编制新三板与港交所跨市场指数,对于跟踪两地挂牌公司发展、研究两市场风险收益特征和关联性具有重要意义。

(本文为全国股转系统2018年度委托课题《新三板市场指数编制理论与实践》的摘要性成果,课题负责人:刘忠,上海华证指数信息服务公司;课题组成员:胡安韬、李波和靖志远。本文仅代表课题组观点,与全国股转系统无关。)

宽信用趋势不变 经济企稳回升

□华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月晓

现了逐渐回暖的态势,成交再现放大态势,这直接激发家庭部门的各期限信贷需求增长。可见,过去的货币、信贷增长偏软状况,主要是政策导向下需求受到限制的结果。2019年货币环境悄然间转向宽松,因而企业部门和居民部门的需求满足都得到提高,两部门的新增信贷都得到了较大程度的回升。

2019年,对货币、信贷边际放松的幅度,普遍预期有限。即使1月份超预期回升金融数据公布后,市场仍对快速回升持保留态度,2月份偏保守的数据更是加深了市场对货币有限放松的主流预期。市场预期趋于宽松的货币环境导向,在2月数据公布后已得到修正,机构普遍预期未来货币政策导向重新转向平稳。

正如1月份的超预期回升是季节性现象,笔者认为3月份的超预期双回升格局,同样不具有持续性。1月份回升的首月效应过去后,2月份的信贷和货币增长如期回落。3月份超预期的金融数据,主要是受3月居民户贷款季节性回升的影响——春节后次月,同样是居民短期贷款的集中发放期。

2019年以来,市场对货币、信贷趋于宽松,有着较为一致的预期,差异仅在于放松的程度。但是,对于信贷、货币回升后的流动性环境,是否会全面好转,即宽信用能否发展,机构间预期差异却较大。部分机构认为,宽货币和信贷的回升,难以转化为“宽信用”,全社会的流动性紧张状况将延续。笔者一直认为,货币、信贷延续“稳中偏升”的同时,宽信用发展趋势不变。

2019年3月份,当月社会融资规模增量为2.86万亿元,比上年同期多1.28万亿元。2019年一季度社会融资规模增量累计为8.18万亿元,比上年同期多2.34万亿元;其中,对实体经济发放的人民币贷款增加6.29万亿元,同比多增1.44万亿元。可见,社会融资增长相比信贷增长,显著增多,“宽信用”的格局重新呈现。

货币环境由“中性偏紧”转向“中性偏松”,必然带来信

用环境的改善,因而“宽货币”向“宽信用”转变也是必然。在资管新规等金融监管规范化进程早已完成的当下,宽信用的倾向性格局呈现,加之中国经济的内生增长动力强劲,因此,在“宽货币”向“宽信用”的转化过程中,并不存在过长时滞。

资管新规对金融市场的规范化进程早已完成,金融市场重新进入平稳运行期,市场发展将更规范有序平稳。2018年金融经营规范化后,表外融资野蛮增长的态势改变,增长更为平缓。为防止资金“脱实向虚”,表外融资增长受到了政策的较多关注。1月份企业部门的票据融资增长突破了5000亿元,就引起了货币当局的注意,这直接导致了2月份票据融资的快速回落,使得社融中表外融资增长重新回到收缩状态。3月份,企业票据融资规模再度下降至978亿元。企业票据融资下降,表明相应票据业务的收缩。

但表外融资的回落,并非表示“宽信用”受到限制。资管新规等金融监管规范后,表内非信贷融资业务将得到发展,金融市场将重新进入多元化发展期,即宽信用将逐渐恢复。

在当前楼市调控背景下,借助表外融资的房地产融资将进一步走低,未来的“宽信用”发展,将更多地建立在实体经济之上。基于金融回归实体的宽信用,与以往基于房地产融资的宽信用不同,表外融资的复苏将有限,未来的宽信用发展,将更多地建立在市场型直接融资的发展基础上,如各类债券融资工具的发展。

货币信贷增长回归平稳

当前货币环境明显改善,流动性紧张局面有效缓解。2018年底和2019年初的降准、降息,迅速扭转了货币环境,资金紧张局面得到缓解。2019年以来,外汇占款重现了持续小幅回升的态势,加上PSL等持续的投放,货币市场呈现了持续的宽松局面。

中国经济进入经济转型“底部徘徊”阶段时,货币、信贷扩张对经济的激励作用有限,经济底部运行时期的主要阶段

任务是结构调整和产业升级,即结构性任务超过总量性任务,因而货币政策效应转向中性。随着供给侧改革逐渐见效,以及供给侧改革政策重心的变化,货币政策效应重新转向积极。2018年三季度后,供给侧改革重心转向了以基建投资为主要的“补短板”,为货币政策效应转向积极奠定了基础。供给侧改革的“补短板”重心在经历了短暂的3—6月后,政策重心再度变化,转向供给侧改革内容最后一阶段——“降成本”。

在“降成本”的政策引导下,货币的政策效应更趋积极。可见,我国过去货币政策效应呈现中性,是中国经济转型期底部运行阶段的独有表征,当货币政策效应重趋积极时,意味着经济即将企稳回升。

2019年3月份,货币和信贷增长双超预期大幅回升,货币对经济回升的支撑作用将进一步体现,前期已呈现见底企稳回升态势的投资,仍将延续平稳回升态势,从而带动经济的进一步回暖。

笔者预计,在季节性波动过去后,信贷、货币快速回升的势头不会延续。

1月份的创纪录信贷和社融增长,不是政策放松加码,而是银行体系经营中季节性现象带来的首月效应;3月信贷、货币的超预期回升,同样是季节性现象,是政策偏松倾向下,季节性波动程度加大的结果。进入二季度后,商业银行等金融机构于年初的经营集中扩张等季节性消退,未来信贷、货币的增长将重趋平稳。货币增长平稳的格局,从根源上看,是基础货币增长难以有效地持续扩张所决定的。

货币结构调整历来是货币当局的政策重点,并比总量目标更为看重。3月份信贷、货币的超预期回升,主要是居民部门增加所致,说明增加资金大都流向楼市,这与经济发展和宏观调控的总倾向明显不符,预计货币当局等部门,会针对房地产融资出台更多针对性措施,以进一步约束资金流向楼市。

最新的金融数据表明,笔者此前预判的“宽信用”已来——社融大增长的同时,非信贷融资显著复苏。当然,当前建立在实体经济回暖之上的“宽信用”,与过去的“宽信用”有着显著区别,过去更多地体现为表外融资,因而在资管新规等引导规范经营的金融监管强化冲击下影响较大,当前则主要体现为表内。货币政策效应由中性转向积极,意味着中国经济企稳回升。

信用环境改善

“首月效应”和“次月效应”后,货币、信贷市场上又迎来3月效应。每年的3月份,居民短期贷款都会有大幅回升现象。如果说企业部门3月份的新增信贷规模回升,还是政策放松和鼓励的结果,那么居民部门新增信贷的回升,则主要是季节性回升规律作用的结果。居民部门3月信贷回升,显然和楼市回暖有较强联系。2019年后,楼市成交量