

科创板退市制度示范效应渐显

□武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

美国股市等成熟市场的退市制度非常值得我们借鉴和学习。众所周知,美国股市的退市制度主要有两大特征:一是退市效率极高,在1995年至2005年期间,共有近万只股票退市,包括主动退市(私有化)与强制退市;二是退市标准的市场化程度也很高,如果说美股主动退市与强制退市各占一半,那么在强制退市中,一美元退市又超过了一半。一美元退市法则,是投资者“用脚投票”的必然结果,也是最具有威慑力的退市标准。

2012年,A股退市制度进行重大改革,它在设计理念上充分借鉴并吸收了欧美市场的成功做法,其中最重要的部分,就是引入了市场化程度极高的退市标准,比如一元退市法、成交量退市法、市值退市法、股东人数退市法等,这一类退市标准都是将退市决定权交由投资者,通过投资者“用脚投票”可以让垃圾股无条件直接退市。这既是市场化程度最高的退市标准,也是退市效率最高的退市标准。

然而,在2012年退市制度改革前的五年间(2008—2012年)没有一家A股公司被强制退市,而且在新退市制度实施的近7年间(2013—2019年),仅有16家A股公司被强制退市,远不及2001年—2007年间年均6家A股公司被强制退市的水平。

2001年和2007年底,A股上市公司分别仅有1130家和1527家,但其间却有42家A股公司被强制退市。相比之下,目前A股上市公司已超过3600家,但每年强制退市公司数平均仅有2家。

目前A股退市制度存在的问题,就是退市效率低下,进而留给僵尸企业足够的时间和空间与制度博弈。例如,上市公司只有连续三年亏损,才能“暂停上市”;在暂停上市期间,如果扭亏为盈,就可以“恢复上市”;只有连续四年亏损,才能“终止上市”;然而终止上市后,还可以“重新上市”。

其中,最有代表性的一个例子是:2007年前及2007年后的一批僵尸企业,因为连续三年亏损而被“暂停上市”,它们共有19家公司“暂停上市”时间竟长达3年以上,其中,有14家公司已经在连续三年亏损的基础上,暂停上市时间居然超过5年,甚至有3家公司暂停上市时间竟长达7年,它们既不“恢复上市”,也不“终止上市”。



视觉中国图片

正是退市制度效率低下,导致A股“退市难”。这其中还有两个重要原因:一是少数会计师事务所失职,纵容僵尸企业财务报表重组、操纵净利润,进而轻松规避“连续4年亏损”的退市标准,结果导致僵尸企业在长期亏损或微利的情况下,却可以不退市,这直接导致了A股“退市难”的结局。

二是在传统核准制下,壳资源价值上升,借壳、炒壳、赌壳频现,众多小散户不愿意“用脚投票”,这使得“一元退市标准”形同虚设。

2019年,设立科创板并试点注册制使A股市场生态出现了变化。首先,注册制赋予了科创板极大的包容性,IPO审核权由证监会转交给交易所,以信息披露为核心的注册制,极大地提高了IPO审核的效率,并缩短了IPO审核周期,从过去的两到三年缩短至现在的三至四个月,IPO准入门槛大幅降低,IPO批次不再稀缺,壳资源价值跌至地板,借壳、炒壳、赌壳已变得毫无意义。

更为重要的是,科创板设立了财务、交易、规范、重大违法四大类退市标准,并重点突出了“市场化”程度最高的退市标准——交易类退

市标准的作用,充分尊重投资者的话语权,让投资者“用脚投票”将垃圾股赶出市场。

在科创板退市制度下,上市公司触及终止上市标准的,股票直接终止上市。它没有“暂停上市”,也不存在所谓的“恢复上市”,更不允许“重新上市”,企业从被实施风险警示到最终退市的时间从原来的四年缩短至两年。这将是A股退市制度的一场变革,它将极大地提高退市效率,并将有效威慑炒壳、赌壳、借壳的投机行为。

正是科创板IPO的包容性,以及退市制度的高效率,改变了A股市场生态。随着投资者素质的提高与成熟,他们必定能学会“用脚投票”,而且更具有风险意识。

事实上,在设立科创板并试点注册制的预期示范效应下,爆炒某些股票的陋习已开始改观。目前A股市场的1元股多达50多只,其中还有3只“毛股”,竟无人抢购拉抬。可以预料,未来的1元股和毛股数量还会进一步增加,并将成为一种常态。

过去,一旦确定某只股票即将“暂停上

市”或“终止上市”,则一定会有庄家或小散蜂拥而入、抢购押赌,对赌“恢复上市”或“重新上市”。然而,科创板退市制度已经明确去除了传统A股“暂停上市”及“恢复上市”的制度安排,而且不允许“重新上市”,而是直接退市、永远退市。因此,退市效率与威慑效果双双大幅提升,这一示范效应已有效传染至传统A股市场。

例如,今年共有9只A股暂停上市。事实上,在这批股票“暂停上市”前,股民已经开始“用脚投票”,基本上无人问津。与此同时,今年共有3只A股被强制退市,它们的股价基本上接近废纸,无人问津。这是投资者“用脚投票”的力量,也是新退市制度的威慑效果。

不难预料,未来“一元退市”标准将在A股市场大放光彩,它不仅是市场化程度最高的退市标准,也是未来A股市场常用的退市标准。届时,投资者“用脚投票”将直接决定僵尸企业的去留,这是市场成熟的标志,更是投资者成熟的标志。为此,希望注册制改革能够尽快在A股市场全面推广实施。

四条路径
助消费类白马企业突围

□王鹏

2018年以来,东阿阿胶股价自高位回落,在2019年一季度业绩下滑以及半年报预期不理想的情况下,更是出现加速下跌态势。作为曾经的消费白马股代表,东阿阿胶何以出现业绩与股价“戴维斯双杀”的局面?

如果从杜邦分析法的角度观察,可以看出,东阿阿胶在负债率方面表现良好,权益乘数常年保持在1.2附近,销售净利率也保持了30%以上增长的表现,但综合指标——净资产收益率指标(ROE)却出现了大幅下滑,这只能说明其资产周转率下降明显,资产周转率由之前的60%水平降至目前的9%。而资产周转率下降主要源于两个方面,要么是营业收入增长放缓,要么是总资产增加过快,而营业收入增长放缓主要原因在于销量增速下降所致。

为何出现销量增速下降的现象?从2007年开始,东阿阿胶通过“价值回归之路”连续提价,保持了十二年业绩的持续增长,净利润复合增长率也达到了20%以上。诚然,可以说,当初选择提价策略是其权衡利弊的结果。

一般而言,企业成长主要通过四类途径:一是增加单一产品销售量;二是增加产品种类;三是提价;四是并购。逐个分析来看,受原材料限制,阿胶产品无法放量;并购在其强大的品牌溢价下不值得考虑;增加销售产品种类的多元化策略存在增加总资产,但利润无法保证增长的风险,因此,最后只剩下提价之路。

但是,对于东阿阿胶这样的消费白马股企业来说,其提价为市场消费者接受是因为其具备了提价的条件,即“进入壁垒较高、对上下游话语权较强、公司市占率不断提升”等“白马”特征。因此,提价才能为消费者接受,但是,在价格高企与产品供不应求的情况下,竞争者增多的情况不可避免,最终导致其产品销量下滑。可以看出,持续十多年的辉煌与当前的困境皆因提价,正所谓“成也提价,败也提价”。

既然提价并非消费类白马企业健康发展的长久之计,那么,消费类白马企业如何才能走出困境寻求长远发展?或许还是要从企业供给侧改革的路子上做番思考。对企业来讲,供给侧改革既是宏观调控的手段,也是自我创新的契机。企业可以利用这一契机优化产品结构,提高产品质量;优化流通结构,降低成本,从而生产出适应市场需求的产品,提升企业公信力。比如东阿阿胶的问题就在于产品供需失衡,“供给侧”的产品供不应求导致,而这是供给侧改革的迫切之处。

具体来讲,消费类白马企业如何在供给侧改革背景下寻求突破?

第一,技术创新,提高竞争壁垒。从上述分析可以看到,东阿阿胶之所以提价是因为无法生产更大规模的阿胶系列产品,因此,根本之计还在于提高国内毛驴养殖技术水平及养殖规模。能够巩固产品品牌特色,避免完全依靠外地采购和外地养殖基地供应原料带来的原料自身供给不足的风险。

第二,强化管理,确保质量无虞。由于消费类企业的产品质量就是生命线的特点,均应在管理流程上严格并实施精细化管理,努力参与制定行业标准,稳定的品质才能保证企业健康长久发展,过硬的品质才能日积月累地使消费者信赖企业,质量无虞是企业品牌价值最重要的构成部分。

第三,拓宽渠道,提高销售效率。随着人们生活方式的改变及科技的进步,新的销售模式或将为龙头公司带来高效率、多信息的重要渠道。以调味品企业为例,当前外卖市场和线上销售爆发式增长。2018年,线上外卖市场规模突破3000亿元,自2011年以来的8年复合增长率达54.5%,其中,住宅区订单交易额占比已达50%,这种消费形式广泛地被年轻人所接受,特别是20—30岁成为消费主力军,占比近60%。预计随着年轻人的财富积累、老年人对外卖接受度的提升,外卖市场未来仍具有高增长空间,由此带动餐饮市场的增长,进而增加调味品消费量。截至目前,调味品企业线上销售额占总收入不足1.5%,但是网络品牌的入驻呈现高增长,2018年增速达到200%。线上销售使厂家更加贴近终端,大数据也能帮助企业挖掘消费趋势、寻求发展路线。

第四,内容创新,升级消费体验。从东阿阿胶近二十年的发展历程,可以看到,东阿阿胶经历了“五年产品为导向——五年顾客为导向——目前的以消费者体验为导向”的发展历程。正如新零售的本质是基于消费者体验之上,消费升级不是价格升级而是体验升级——要从根源拉动阿胶行业的长久发展,必须与消费者建立有效的情感和消费动机联结。

供给侧的本质是提升产品质量,没有完善的产品和服务就没有市场。消费类白马企业只有通过供给侧改革,从消费者需求出发,从产品创新入手,在技术、管理、渠道、内容等方面实现突破,才能切实提高其销售净利润水平和资产周转率,持续维持净资产收益率的高水平,最终得以实现消费类白马企业的可持续发展。

下半年货币政策工具将三向发力

□中国社科院金融研究所货币研究室主任 费兆奇



视觉中国图片

加大结构型货币政策工具实施力度

结构性货币政策是对当前基础货币投放渠道的一种补充机制。2014年以前,人民银行在“双顺差”背景下通过强制结售汇的方式,被动投放基础货币。为了对冲过剩的流动性,发行央行票据、提高法定存款准备金率成为当时投放基础货币的一种补充机制。

2014年以来,随着外汇占款的趋势性下降,人民银行通过外汇占款作为资产项对应投放基础货币的渠道逐步淡出。与之相对应,人民银行开启了通过资产端创设新的短期资产进行基础货币的投放,主要表现为“对其他存款性公司债权”占人民银行总资产的比重从2014年3月的3.8%快速上升至2019年5月的27.9%,其最大的优势是改变了此前被动投放基础货币的局面,货币政策的独立性逐步增强。

但也存在两个明显的缺陷:一是提供的基础货币期限短。通过常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)等方式投放的基础货币都有固定的期限且期限较短,这使得人民银行的资产负债结构短期化,这也是导致当前货币市场流动性充裕,但中长期资本不足的一个重要原因。

二是提供的基础货币不具有“普惠性”。人民银行在进行资产端操作时,只有一级交易商才有资格直接与其进行交易,而国内的一级交易商主要由大、中型的政策性银行和商业银行组成。

这种特殊的一级交易商结构使得人民银行的流动性投放被割裂为两个层次:一是人民银

行将流动性投放给一级交易商,二是一级交易商再将流动性投放给其它中、小型商业银行和非银金融机构。这就导致人民银行对第二个层次的流动性投放影响较为有限,这也是国内金

融市场在近年时常出现流动性分层,以及中小企业融资难的一个重要原因。作为从资产端投放基础货币机制的补充,人民银行自2014年以来不断创新结构性货币政策工具。例如通过抵押补充贷款(PSL)、延长中期借贷便利(MLF)等工具对流动性进行缩短放长。通过定向降准、调整普惠金融等优惠政策范围和标准等对货币投放方向进行引导,对小微企业、民营企业的贷款支持等。

进入2019年下半年,结构性货币政策工具的发力点主要体现在三个方面:

一是加大对基建和民营企业的定向宽松。一方面,在地方政府严控隐性债务的背景下,2019年以来的财政支出前移,并没有带动基建投资增速的反弹。考虑到基建投资是下半年稳增长的主要支撑力量,为了补充基建的融资缺口,专项债扩容、债务置换等方式都可能成为更加积极的财政政策的着力点。

此外,货币政策也应配合财政政策,加大对基建相关领域的定向贷款支持(例如抵押补充贷款)和资金引导。另一方面,持续加大对民营企业定向宽松的力度;此外,人民银行可能会通过对民企“增信”的方式加码“宽信用”。其中,“增信”既包含不断扩展相关抵押品的范围,也可能在特殊时期间接为融资方提供相关担保。

二是定向降息。当前通胀出现了一定的背离:CPI和PPI走势分化。其中,CPI高位波动是由供给端因素引发,在需求端持续走弱及核心CPI维持低位的背景下,CPI不会对货币政策构成拖累。而6月PPI同比增速降至0值,同时其生产资料价格已经进入负值区间,通缩风险再次显现;

短端利率已持续处于较低水平,但由于长、短端利率传导不畅,人民银行可能会对民营企业特别是受PPI影响较大的上游企业进行定向降息,例如定向中期借贷便利(TMLF)中的相关利率下调就属于定向降息的一种形式。

三是加大对中小金融机构的定向支持。在包商银行事件引发的流动性分层现象有所持续的情形下,人民银行会加大对中小金融机构的定向支持,其发力点可能在负债端有针对性的投放流动性,例如定向降准等。此外,还会为其同业负债及其他债务性融资进行增信操作等。

降低实体企业融资成本

利率市场化改革是金融供给侧改革的重要环节,同时也是通过市场机制降低实体经济融资成本的根本手段。当前,虽然市场利率已降至近年低位,但市场利率和贷款基准利率降幅并不匹配,一个重要原因在于利率双轨制阻滞了货币政策的传导机制。利率“双轨”并轨的关键点是推进贷款利率进一步市场化。

一是完善贷款基础利率(LPR)报价机制。由人民银行审批的LPR集中报价和发布机制在2013年10月正式运行,LPR与人民银行公布的基准利率不同,是完全市场化的,以一批重要的商业银行实际发生的贷款利率为基础,可以在稳定市场定价的同时进一步推进利率市场化改革。但其弊端是基础报价利率作为贷款利率市场化的过程产品,其目前的定价由大型商业银行主导,并且参照基准利率来确定(两者的相关系数高达0.99),并没有充分反映出不同类型商业银行的经营差异,以及市场资金的变化趋势。为此,LPR在下一步应增加不同类型商业银行和不同期限的利率报价,增加价格弹性,从而充分反映市场资金变化和商业银行自身经营情况。

二是让LPR在贷款定价中发挥更大的作用,加快推进以LPR为基础的贷款利率形成机制;并通过引导LPR下行,逐步完成政策利率、LPR、贷款利率的市场化过程。

此外,需要说明的是利率市场化改革是一个系统性的改革,涉及到诸多领域的配套改革。例如,一是在金融脱媒的背景下,推进商业银行等金融机构的业务转型,降低存贷款在这些金融机构资产负债中的比重。二是我国短期利率向债券收益率的传导效率仍然偏弱,不同期限之间的套利机会仍然存在,收益率曲线的有效性还不完整。这是阻碍短端利率向债券收益率的传导的一个重要原因。加快健全和完善收益率曲线是题中应有之义。

三是逐步放开替代性金融产品价格。发展存贷款替代品的含义,是让各种直接金融工具与资金供给者和需求者直接见面。例如公司债券等金融产品直接向存款人(城乡居民和实体企业)发行,以回归直接金融,提高资金供给者收入水平和实体企业融资成本。只有这样,才能对间接金融业务构成竞争,从而促进利率市场化。

二季度以来,国内经济受生产端走弱、制造业投资增速下滑、出口增速回落等主要因素的影响,增速有所回落。展望下半年,经济下行压力犹存。在此背景下,“稳增长”在下半年的宏观调控中将有所加码,主要依靠积极的财政政策。货币政策会坚持整体稳健的总基调;同时加大结构性货币政策的实施力度;并在加快推进利率双轨并轨的进程中,逐步降低实体经济的融资成本。

坚持“整体稳健”总基调

高频宏观经济先行指数处于短周期的下行阶段,但仍然位于均衡水平的上方。这意味着当前经济虽有下行压力,但由于正向缺口尚未完全闭合,从货币端进行大规模刺激可能会加剧经济结构的扭曲,并徒增杠杆率。

此外,在人民银行“逆周期调节”和精心呵护流动性的背景下,高频金融形势指数在2019年以来的多数时期处于0至0.5的区间内波动。虽然包商银行事件导致的流动性分层,对金融形势指数造成了短期扰动,但在监管综合施策之下,金融形势指数在经历了5月下旬的快速下跌之后,在6月中旬得以快速回升。这意味着国内宏观金融形势在二季度整体上处于稳健偏宽松的状态,从货币端进行大规模刺激的空间非常有限。

美国次贷危机以来,通过地产和基建模式带动信用创造,推动投资增长的模式逐步弱化。当前实体经济两个主要融资部门的需求受到抑制,实体需求偏弱,在一定程度上抑制了货币政策的传导。为此,大规模的货币投放最终会导致资金空转,难以进入实体经济。