

中山证券首席经济学家李湛：退市机制应逐步具备多元化特征

中山证券首席经济学家李湛日前接受中国证券报记者专访时表示，在新发展格局下,应大力推进A股市场化改革,为企业引入长钱,从而提高企业生产效率,提升其国际竞争力。应着力培育一批创新能力强、国际营收占比高的巨头型上市公司,奠定A股长牛基础。

借鉴先进市场经验,在金融改革逐步推进的大环境下,未来退市机制应逐步具备注册退市、转板退市、强制退市以及并购重组退市等多元化特征。在注册制下,应进一步完善市场基础性制度,如在交易环节,放宽涨跌幅限制,配套完善盘中临时停牌等市场稳定机制。同时,对信息披露、规范发行、违规成本应有更严格要求。

□本报记者 焦源源

大力推进A股市场化改革

中国证券报:在新发展格局下,支持科技创新被放在更加突出的位置,资本市场应在哪些方面发力?

李湛:从目前的国际环境来看,我国原有的通过直接模仿和引进国外先进技术、利用国内市场优势快速发展高新技术产业的模式受到挑战,提升自主创新能力没有捷径可走,中国资本市场必须加快改革以适应经济结构转型升级的需求。

基于此,为充分发挥资本市场的投融资功能,笔者认为,资本市场可以从以下途径促进“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”:应大力推进A股市场化改革,为企业引入长钱,促进企业增加资本性开支,从而提高生产效率、开发新产品和提升国际竞争力。一是降低准入门槛。目前A股市场排名前十的公司基本集中在白酒、银行、保险和石油行业。而美股市值排名前十的公司分别为:苹果、亚马逊、微软、谷歌、脸书、阿里巴巴、台积电、特斯拉、Visa和强生,基本以高科技和高端制造业为主。中国的互联网优质龙头企业,比如腾讯、阿里巴巴、美团、百度、拼多多等都是境外上市。中国过去核准制上市的模式,导致极具发展潜力的高科技企业很难在本土资本市场上融资,暴露出中国股票融资市场的弊端,同时也导致国内投资人无法分享中国高新技术企业快速发展的成果。监管部门也意识到了这个问题,从2018年开始,资本市场快速推进科创板+注册制增量改革,并于2019年6月落地;同时,创业板的注册制改革在今年8月落地。下一步,注册制将在全市市场推广。对于满足上市条件的公司而言,注册制的推出有利于降低公司上市的准入门槛,以前的核准制有较高的隐性制度成本和寻租空间,使部分民企上市融资处于相对劣势。同时,注册制的推出会加大上市公司的供给,壳价值降低,从而遏制投资者炒作垃圾股行为,有利于股票市场价格回归。

二是发展和完善多层次股权融资市场,为处于不同发展阶段的公司提供融资渠道。我国目前多层次股权融资市场的“四梁八柱”基本都已搭建完成,包括天使投资、风险投资、私募投资、新三板、科创板、创业板、主板、区域性股权交易市场等。

三是引入长钱,与企业共同成长。考虑到科技研发一般具有周期较长、投入较大、研发成果不确定等特点,需要耐心且长期持有的资本支持。所以,为企业引入更多中长期资金显得非常重要。因此,应提高机构投资者比例,优化投资者结构。虽然我国个人投资者市值占比不高,但日交易量的近80%是由个人投资者贡献的。个人投资者频繁交易不仅会导致股票价格波动较大,而且短期内股价快速走高会透支后续行情,导致之前股市呈现“牛短熊长”局面,在熊市期间不利于企业IPO和再融资。提高机构投资者在数量上的占比,一方面要培养良好的投资氛围,鼓励个人投资者购买基金或者定投基金;另一方面需要提高机构投资者的择时和选股能力,提升服务质量。

中国证券报:在引导私募股权和创投基金投早、投小、投科技方面,目前遇到哪些瓶颈?如何破解?

李湛:中国目前多层次股权融资市场



的“四梁八柱”基本上都已搭建完成,但从规模、核心竞争力、流动性、投资氛围等方面来看,还存在很多问题。比如,天使投资、风险投资和私募投资规模较小,发展还处于初期阶段。可以考虑的解决方案包括:一是扩大金融对外开放力度,提升金融中介的核心竞争力。美国的金融市场较为成熟,且孕育了一批全球一流的科技企业,在估值体系、资产定价、挖掘具有发展潜力的企业、产品创新等方面都具有独到的经验。而中国的金融机构以往很多是“吃牌照饭”,核心竞争力欠缺。虽然市场上有130多家证券公司,但不同券商相同业务的同质化较为严重,并没有形成龙头航母。所以,需要扩大金融业对外开放力度,通过引入具有成熟经验外资企业的“鲶鱼效应”,促进本土金融机构提升服务质量和国际化水平。

二是从法律和制度设计层面高屋建瓴地规范市场行为,构建公开、透明、有序的多层次股权融资市场。目前更重要的是要保证新证券法的落地,在执行层面不能打折扣。严格执行新证券法,长期来看,我国资本市场的功能将会得到有效发挥,有利于中国资本市场走向成熟并吸引外资流入。

三是规范和促进私募基金和创投基金发展,助力产业结构转型升级。私募基金和创投基金是初创企业重要的资金来源之一。近年来,中国的私募基金和创投基金在快速发展的同时,出现了较多问题,既有机构自身的问题,也有监管制度跟不上实践发展的因素。证监会日前发布了《关于加强私募投资基金监管的若干规定》(征求意见稿)),要加强对私募基金的监管。预计下一步会加大私募基金和创投基金在税收减免、补贴等方面的支持。

增厚资本市场财富效应

中国证券报:在新发展格局下,需进一步扩大终端消费市场。提高投资者投资性收入,资本市场应在哪些方面着力?

李湛:扩大终端消费市场,形成供需良性循环,是“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”得以成功运行的关键所在。理想的情况下,一个有效的资本市场能够提高投资者的投资性收入,而投资者的财富增加将会对家庭部门消费、企业部门投资的边际倾向产生正面影响,进而体现为宏观经济学意义上的“财富效应”。总体来看,我国资本市场不同类型的财富效应分化较大,股利支付形式的财富效应相对较好,而资本利得效应还有待改善。站在当前内外环境

的时点上,可以从以下三个方面着手增厚资本市场的财富效应:首先,明确政府和市场的边界,加快要素市场化改革,为企业发展营造良好的环境。一方面,政府部门需要转变观念,更好地约束住“有形之手”,改变过去强势主导经济增长的做法,把更多的资源留给市场化企业。这在国民收入分配结构上的具体体现,就是让收入分配结构更多朝着企业和居民的方向倾斜。另一方面,可以通过国企改革和要素市场改革,拓展上市公司的可进入领域范围,提高上市公司的投资回报率水平,以提高企业的利润率水平。

其次,增厚上市企业的利润空间有利于部分缓解市场对A股估值过高的担忧,进而有利于资本市场走出“慢牛长牛”的行情。客观比较中美股市的上市公司整体质量,中国头部上市公司群体的高成长性不够、企业盈利能力不强,但中国上市公司的亏损面要低于美股上市公司。长期以来,中国股市的估值也要大幅高于其他主要国际市场(即使美股近十年表现较好,美国纳斯达克指数的市盈率仍低于A股的创业板指数)。因而,未来A股市场需要想方设法进一步增厚上市公司的利润空间,让股市走出长牛的基本面基础更扎实。

再次,着力培育一批高成长行业的、创新能力强、国际营收占比高的巨头型上市公司,奠定A股走出长牛行情的基本面基础。比较中美上市公司的实际结构情况,我国股市的龙头企业群体以大型国有商业银行和重资产央企为主体,美国股市里是以FAAMG(Facebook、Apple、Amazon、Microsoft、Google)为代表的龙头企业群体,两个市场的龙头企业群体的行业成长性、技术和产品创新能力、产品服务可延伸的市场广度和深度还有差距。客观来看,美国股市尤其是最近十年里,以FAAMG为代表的美国新一代信息技术科技巨头的股价持续上涨,对于助推美股市场走出十年牛市行情是非常关键的。一方面,美国这些公司所在的行业成长性较好,技术更新迭代的速度快。这些巨头公司凭借其出色的创新实力,顺应现代社会发展趋势并不断为市场创造新的需求、并引领行业不断拓展新的市场领域,这就使得这些巨头型企业的业绩(不一定体现为会计层面的高利润)多年持续高成长成为可能。而我国股市里无论是大型国有商业银行还是央企,其所在领域的成长性、创新能力和企业经营绩效都还有较大改善空间。另一方面,美国这些科技型巨头企业的业务触及全球市场,其市场的可拓展空间非常广阔。相比之下,我国的上述龙头企业,仍然以中国市场为主,国际市场的参与度较低。

中国证券报:扩大金融对外开放力度,引入具有成熟经验的外资企业,对国内金融中介提升核心竞争力提出哪些新要求?

李湛:目前,我国投行和财富管理机构的现有国际化程度、金融服务水平、人才储备、创新能力尚难与我国经济地位相匹配。本土投行提供的股权、债券、并购等金融服务所占市场份额总体偏小。在满足居民理财需求的过程中,境内金融产品服务的丰富性、专业性方面存在短板。发展高质量投行和财富管理机构是资本市场改革发展的内在需要,更是提升金融服务实体经济能力的燃眉之急。

从证券公司层面看,发展高质量的投行及财富管理业务能够更好地提升业务专业能力和效率,更好地发挥投行风险定价、风险分散与风险管理核心职能,推进高质量发展。对于头部券商来说,头部券商优势应进一步得到强化,其在具有显著规模效应和高交叉风险的业务将更具优势,较强的股东背景和资本实力能为整合其他券商提供必要支持。对于中小券商来说,中小券

商探索细分领域应做精做强。中小券商的相对优势在于轻资产业务,应向精品投行模式和特色资管模式进行破局。目前,银行已在部分领域与券商展开同业竞争,券商需要不断进行业务变革,在优势领域形成具有行业壁垒的核心竞争力,以应对可能到来的混业经营、混业监管的新格局。

在资本市场不断改革升级、直接融资占比上升的趋势下,券商一方面将迎来增量业务,另一方面也需要进行深刻的业务变革。高质量投行在定价能力、承销能力方面都是关键,组织结构、人才培养、资本实力与风控实力也都需要进一步升级。随着注册制的推广,高质量的投行发展已与中介机构责任紧密相连。以信息披露为核心的注册制对中介机构提出了更高的要求,需提高执业质量,提高招股说明书等信息披露文件的针对性、有效性,包括财务报告结论的客观性、公允性等,以督促中介机构在审核前切实履行尽职责任,强调中介机构归位尽责的理念。

建议进一步提高信息披露质量

中国证券报:注册制改革为创新注入新动力,注册制落地实施以来成果显著,还需在哪些方面进一步完善?

李湛:目前来看,科创板仍有不少需要完善的地方,一个较为突出的问题是,注册制强调以信息披露为核心,以保荐人为主的中介机构保证信息披露的真实性和完整性,这也给了中介机构更大的发挥空间。在7月初证监会官网发布的14条证券基金机构监管部的投行业务违规处罚信息中,过半与科创板相关,主要体现在保荐代表人职责履行不到位。对此,监管层应加强全方位事中事后监管,加大处罚力度。

退出机制是创业板市场优胜劣汰的基本功能之一,也是较高风险市场的重要标志。没有高效的退市制度,市场效率会大大降低,投资者将大概率暴露在企业退市后的风险之下,不利于市场的健康发展。笔者建议,借鉴美国等发达国家主动、多元化退市等经验,在当前金融改革逐步推进的大环境下,未来退市机制应将逐步具备注册退市、转板退市、强制退市以及并购重组退市等多元化特征。

以创业板为例,针对目前退市制度的现状,可着重从以下三方面进行优化:一是完善退市制度,强化股价、股东人数、市值等因素在退市制度中的权重,丰富市场类指标在退市中的作用,均衡市场与行政退市条例的比例。二是继续完善多层次资本市场结构,建立高效顺畅的转板机制。中国虽已建立多层次的资本市场,但部分市场存在流动性较差等问题,有必要建立灵活、切实可行的转让系统与转板退市机制,优化资本市场层次化服务功能与提高主动退市比例。三是继续优化与推行投资者保护机制。对投资者而言,强制退市、转板退市以及并购重组退市等都意味着利益损失,建议在完善退市制度的同时强化投资者保护机制,保障投资者的合法利益。

中国证券报:在构建有利于注册制实施的监管体系方面,你有哪些建议?

李湛:随着新证券法正式施行,市场改革正在陆续落地,继科创板注册制后,继续改革发展壮大创业板市场,根本上是由中国经济发展转型方向所决定的。同时,国内有大量有活力、有发展潜力的中小企业需要融资,这是未来创业板发展的强大基础。注册制加速推行,笔者认为,市场基础性制度需要进一步完善,如在交易环节中,放宽涨跌幅限制,配套完善盘中临时停牌等市场稳定机制。未来,在构建注册制长期发展的背景下,应进一步提高信息披露质量,有效保护投资者,且进一步优化退市指标,简化退市流程。对于信息披露、规范发行、违规成本都应该有更严格的要求,助力我国资本市场变得更加市场化。



新华社图片

机制创新与人才管理并举 促进资管行业长足发展

□上海海通证券资产管理有限公司总经理 李井伟

目前,上市公司群体已经成为中国国民经济最为重要的组成部分之一。与此同时,国家战略下的各项政策都将不断增强中国经济发展的内生动力与活力,同时也为资产管理行业提供广阔的发展空间。

机遇与挑战并存

首先,尽管2020年伊始突如其来的新冠肺炎疫情给国内经济造成了冲击,但中央及时作出安排,形成“六稳”加“六保”的工作框架,促使国内经济保持平稳健康发展。国内宏观经济的平稳增长,为资产管理行业的整体发展铸就了坚实基础。同时,经济促转型,加速了融资主体和融资工具的变化,也为资产管理行业带来了新的机遇。中国强有力的宏观调控为资产管理行业的健康发展铸就了信心。

其次,人口与社会发展的新趋势也是影响资产管理行业的关键因素。随着我国居民财富的持续积累与增长,居民财富配置已逐步向金融资产倾斜。人口老龄化趋势短时间内不可逆转,致使国内现有的社会保障体制较难满足目前日益增长的养老需求。因此,在现有的政府社会保障体系之外,那些具备保值增值能力和跨期配置属性的资管产品将有望成为重要的替代型养老手段,拥有巨大的增长空间。

最后,行业监管逐步完善。2018年4月,监管部门发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(下称“资管新规”),强化金融监管的专业性、统一性和穿透性,所有金融业务都要纳入监管,有效防控金融风险,着实增强了金融服务实体经济的能力和水平。

机遇与挑战并存。伴随着资管新规和系列配套资管政策细则的落地以及银行理财子公司的陆续获批与开业,国内资产管理行业竞争格局和新生态得以重塑。因此,在新形势下,如何在资管格局中立足并赢得长足发展将成为各资产管理机构思考的核心问题和研究的重大课题。

打造高水平专业团队

笔者认为,未来资产管理行业的发展必然将更专业化和深入化,但是资产管理行业的深化发展离不开机制创新和人才队伍建设,只有通过机制创新与人才组合管理之间的协同效应,才有望推动行业不断进步。

作为资本市场的专业参与者,资产管理机构应当从金融资产定价权等高层次去挖掘和发现资产的价值。目前国内金融市场在金融资产定价权方面仍然偏弱。对于金融资产定价权专业能力的提升,关键在于人才。资产管理行业应当注重机制创新,吸引并留住拥有国际视野、熟悉国际金融市场运作的高级金融专业人才。

打造一个有竞争力和持久稳定的高水平专业团队也是资产管理机构发展的关键因素。国外资管机构经过数百年的发展,已经成长长期模块协调互动、支付方式多样化的激励体系。除此之外,国外资产管理机构还通过其他特异或非特异激励方式保障员工福利。目前国内众多资产管理机构虽已尝试在考核和激励机制方面进行创新与突破,但相较而言,对人才建设的重视程度仍有待提高。

当前国内公募基金行业在股权激励方面已经有所突破。但股权激励并不是一剂一成不变的“灵丹妙药”,公司的长足发展还应该结合自身情况和特点,兼顾机制与人才之间的兼容度问题,利用创新的金融工具探寻合适的激励机制。资产管理机构的管理者在做出战略规划、确定好组织架构后,仍然需持续地跟踪各个岗位的人才匹配度,并持续进行动态优化调整。

同时,在某种程度上人才组合管理似乎比人才更为重要。因为人的可塑性很大,或许有些员工单从个体上讲不是最拔尖的,但如果主动把他放到一个协同的团队中,团队就会变得异常强大。

一般情况下,各企业机构均会设置员工绩效激励指标,绩效激励指标的设计极为重要。合理的绩效激励指标能有效激发员工的工作热情,并促使其为实现指标而持续努力;模糊的、非客观的绩效指标则不仅会降低指标的激励效应,而且会加大员工的寻租空间,不利于“人尽其才”效用的最大化。资产管理机构可在激励机制的设计中尝试结合公司发展的战略定位和目标等特点,并将其定量拆分为明确的、合理的、可实现的长期激励指标体系,在员工完成指标获取预定激励的同时,实现公司战略和发展目标。

加强文化建设

资管新规发布及实施后,国内众多资产管理机构已经意识到其价值在于自身的专业能力,围绕“主动管理”和“深度研究”两大核心支柱,夯实投研实力,大力提升主动投资和主动管理能力,切实锤炼核心竞争力;以客户为中心、以市场需求为导向不断丰富和完善专业体系,为广大投资者及机构客户提供专业、优质的金融理财服务。

笔者认为,客户是资产管理机构发展的基石,制度是资产管理机构发展的保障,而文化则是资产管理机构赖以生存的精神食粮。资产管理行业的可持续、高质量发展,除了必备的专业投研优势外,还离不开文化建设。2019年11月,在证券基金行业文化建设动员大会上证监会主席易会满指出,文化建设是资本市场健康发展的支柱。“合规、诚信、专业、稳健”的行业文化建设对引领资产管理行业高质量发展具有十分重要的意义。在日常经营中,合规是底线,诚信是义务,专业是特色,稳健是保证。只有合规、诚信、专业、稳健,才能基业长青。始终保持对市场的敬畏之心,在变化中保持清醒。只有这样,才能取信于客户、取信于市场、取信于社会,避免酿成重大风险。

资本市场是规则导向的市场。作为资本市场最重要的专业机构,资产管理机构必须坚持一切经营活动以符合法律法规、监管规定为第一准绳,不断加强全员合规文化宣导,提高员工的合规意识。

诚信和稳健也是文化建设的重要内容。“受人之托、代人理财”是资产管理行业的本质,坚持以客户为中心,遵守契约精神,履行信义义务,并且始终保持业务发展与管理能力相匹配。随着中国资产管理行业对外开放提速,国内资产管理机构及其从业人员也应当珍惜声誉,把诚信经营的品牌擦亮,把稳健作为自身经营底色和鲜明特质,努力打造成为具有国际影响力的资产管理机构。

综上,伴随着国内资本市场的成熟有效发展以及金融创新的有序推进,资产管理行业应当注重和加强制度集成创新,加强机制创新和文化建设。在把握好资产管理行业对外开放的尺度和进度的同时,力争以机制和文化上培养出人才组合优势,再从人才优势中逐步培养出资管业务的核心竞争力,这是资产管理机构乃至资产管理行业长足健康发展的根本。