

北京大学光华管理学院院长刘俏:

# 加强市场化制度建设 释放严格退市信号

□本报记者 焦源源

## 构建新发展格局微观基础

中国证券报:国务院日前发文要求进一步提高上市公司质量,这释放出怎样的信号?

刘俏:首先,提升上市公司质量是金融体系进行结构性改革的关键环节,意义非常重大。因为我国现在的金融体系结构有待完善,其中,直接融资占比较低。我国资本市场直接融资在整个融资中所占比重可能不到20%,以间接融资为主。而美国是80%的直接融资,20%的间接融资。提升直接融资比重,要有有效的高质量资本市场,而其关键在于上市公司的质量。

其次,还有很重要一点在于,目前国内正在构建“双循环”的发展新格局,需要建立与新发展格局相适应的微观基础。微观基础主要是通过上市公司来体现的,因为一个国家的上市公司基本上呈现出的就是本国最好的企业。现在,A股上市公司数量较多,已突破4000家,但投资资本收益率表现有待提高。比如,A股前十大市值企业大多是金融机构,以要素投入为主。美国上市公司市值排在前列的基本是高科技企业。在此背景下,需提升我国上市公司质量,形成与新发展格局相匹配的微观基础。

中国证券报:与发达市场相比,当前A股市场存在哪些差距?

刘俏:我认为,资本市场主要有三个功能:第一个是融资功能;第二个是资源配置功能;第三个是收入再分配功能,为投资者提供一些财产性收入。从这三个维度看,A股市场与海外发达的资本市场相比还有差距。

在融资功能方面,与美国相比,我国金融体系还是以间接融资为主,直接融资所占比重较低。我国金融体系的融资功能主要集中在银行,资本市场起的作用并不显著。这带来一个后果——杠杆较高,如果企业主要靠债务来融资的话,那么,资产负债表的质量就比较让人担心。在新冠肺炎疫情对实体经济形成冲击,企业现金流受影响的背景下,企业偿债压力较大。这样的债务结构,对企业长远发展和创新不利。

在资源配置方面,A股市场与海外发达的资本市场的差距也比较明显。从历史经验看,美国过去200年的市场风险溢价(MRP)基本是6%左右。要说服投资人把资金从国债市场转移到股票市场,他们要承担更多风险,需要给他们更多回报,也就是将近6%的额外回报,才能说服他们做这样一种配置。在我国,2002年至2018年的平均MRP只有1.17%,这显然是不合理的,因为A股市场毕竟是处于制度变革中的新兴市场,投资者结构以散户为主,在这种情况下,应有更高的市场风险溢价才合理。欧洲国家基本是4%至6%之间。这背后折射出一个现状:如果资本市场股票定价不合理,那么形成的价格很难起到有效的资源配置作用。

而且,以前A股公司上市基本是按照核准制方式,一些有价值、有创造潜力和发展前景的企业可能不符合上市标准。这也是资源配置不是特别有效的一个证据。

在收入再分配方面,我国资本市场给投资者提供合理回报具有较大空间,从资本市场获得稳定的投资收益的散户比例较低。

## 注册制是重要突破口

中国证券报:目前,部分上市公司经营和管理不规范、发展质量不高等问题仍较突出,你认



北京大学光华管理学院院长刘俏日前接受中国证券报记者采访时表示,当前,提升上市公司质量意义非常重大,是中国金融体系进行结构性改革最重要的一个环节,同时,在“双循环”的新发展格局下,也需要构建相应的经济微观基础。到目前为止,注册制的试点比较成功。下一步,一是应将注册制全面推广到A股市场;二是应进一步加强市场化退市制度建设,一定要将严格退市的信号释放出来。

为还存在哪些制约因素?

刘俏:一是部分企业追求增长速度和规模,对投资资本收益率等方面没有特别要求。二是过去的IPO是核准制,部分最有价值和创新能力强的企业并不符合上市标准。三是投资者结构以散户为主,机构投资者占比太低,而机构投资者在治理层面上能对企业经营管理决策起到约束作用。

中国证券报:进一步提高上市公司质量,在完善制度基础设施方面还需要做哪些工作?

刘俏:首先,要把注册制做好。我国资本市场三十年间发展迅速,但还存在两个问题:一是好的上市公司数量需要提升;二是公司治理的质量有待提高。最好的方法是将资本市场制度基础设施不断向前推进。注册制可以是一个突破口,也可以是问题的答案,是解决资本市场问题向正确方向迈出的重要一步。

其次,要严格执行市场化退市制度,要让资本市场形成活水,流动起来,循环起来。对一些表现不好的企业或公司治理方面有严重瑕疵的企业,要果断让其退出市场。我国资本市场退市企业加起来不到100家。在1980年至2018年间,美国所有市场上企业的数量是26000家。这段时间退市企业是14000家,是大量进行存量调整优化的过程。美国强制退市企业占比非常低,不到5%。大量企业是通过并购重组,或自动选择退市、私有化这种方式。这样,它有个严格的市场筛选机制,真正能够替投资者和股东创造价值,使有成长性的企业能够存续下去。

再次,要加强机构投资者建设。现在机构投资者在我国股市发挥的作用还是偏弱。二级市场交易主要以散户来驱动,机构投资者很难通过用脚投票的方式约束上市公司,引领上市公司投资决策或其他决策行为。那么,在制度基础设施建设方面,应加强机构投资者建设。

最后,要发挥并购重组作用。并购重组是通过市场化方式,用市场机制完成优胜劣汰。应构建一个以价值创造作为基础和出发点的并购重组市场。

## 提高企业投资资本收益率

中国证券报:企业家在提高上市公司治理水平等方面应如何发力?

刘俏:企业家要明确企业经营目标。举个例子,我们以前总是强调《财富》全球500强排名,它其实不叫“500强”,它是“500大排行榜”。《财富》杂志是按照营业收入作为排列指标的,在一定程度上入选企业并不是最好的500个企

业。但我们的企业家特别看重全球500强排行榜,把企业规模放在价值创造前面。企业家应把经营管理目标从重简单的规模追求,转向价值创造、投资资本收益率等维度上来。

二是我国正在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,这意味着未来企业经营模式、产业机会及经营目标都会发生变化。在这种背景下,企业经营管理者应从对经营规模的关注,转向更基础的、更扎实的可持续发展上来。企业家要把视野放得更开阔一些,使企业能基业常青,这对提升上市公司治理水平有很大帮助。

中国证券报:一个优秀的企业家,应该需要哪些精神?

刘俏:优秀企业家首先要有信托责任,不能只考虑控股股东和大股东利益,也要考虑其他股东利益,要把注意力放在企业价值创造方面。

其次,优秀企业家需具备强大的学习能力。因为现在全球经济格局变化较大,产业机会是不一样的,对企业运营管理带来的挑战也非常大。只有具备很强的学习能力,才能对周边变化进行快速反应,采取果断措施应对,从而使企业能平稳渡过这段时期。

再次,优秀企业家要会设计好的制度,不能单靠个人能力。如果是对上市公司企业家而言,提升公司治理水平,是工作最重要的一个环节。因为只有通过制度化方式,才能使企业走向持续稳定发展的道路。

中国证券报:在资本市场全面推行、分步实施证券发行注册制背景下,注册制在哪方面还有待进一步完善?

刘俏:总体来讲,注册制加快了上市公司上市节奏,化解了以前IPO的“堰塞湖”问题。在此过程中,监管层角色也发生很大变化。监管现在需要做的是要营造更加公正公开透明的市场环境,让市场筛选企业;要加强对企业信息披露及时性和准确性等方面的监管,将价格估值交给市场决定。

到目前为止,注册制的试点比较成功,取得了一些积极成果。下一步,一是希望将注册制能够全面推广到A股市场,包括在主板实行注册制。应在科创板和创业板试点经验的基础上,积极总结引导,从而实现注册制全面推广。如果不是在全市场推行注册制,就可能会存在潜在的套利机会。

二是进一步加强市场化退市制度建设,一定要将严格退市的信号释放出来。公司上市之后解决了资本市场“入口”问题,而“出口”就要通过市场化的退市制度,让没有市场价值的企业果断退市。在这方面的推进力度应再加大一些。当“壳”不再值钱的时候,就不会有众多利益相关方围绕“保壳”进行操作,资本市场总体质量就会大大提高。

## 新发展格局下A股市场的重大机遇

□太平资产管理有限公司副总经理 徐钢

资本市场作为现代金融的核心,是金融服务实体经济发展的关键支撑,在促进创新资本形成、培育经济发展新动能、完善要素市场化配置等方面都发挥着重要作用。新发展格局下经济增长模式和产业发展动能加快转型,随着资本市场深化改革和对外开放稳步推进,A股市场结构正在发生重要变化,资本市场可望迎来结构性长牛。

## 成长性行业权重逐步提升

随着经济转型发展和资本市场改革开放的推进,中国资本市场结构正在发生四个方面的变化。

一是盈利增长由外延并购逐渐转向内生增长,龙头企业内生增长特征尤为明显。从ROE(净资产收益率)和EPS(每股盈余)的角度看,A股与基本面的匹配度弱于美股,突出的例子是在2014年至2015年A股大幅上涨背景下,EPS仅震荡略升,ROE则持续下滑。两者背离的主要原因在于2014年至2015年新兴行业的外延并购:A股整体ROE随着当时宏观环境而有所下降,但EPS在一定程度上受到了外延并购的支撑。

2016年以来,随着行业集中度提升、消费升级、国产替代以及科技创新等逻辑逐步成为A股主线,基本面驱动力也逐步从外延并购式增长转向内生增长,这种特征在龙头企业层面表现尤为明显。2016年以后,随着宏观经济的复苏,企业ROE回升,并在2018年重新转向下行,全部A股(剔除金融地产)ROE从2018年9.4%高点下滑至2019年底的6.9%,但同一时期龙头企业(以市值排名行业前25%或市值超过300亿元两个口径度量)ROE稳定在10%至11%附近,龙头公司对抗经济周期的韧性明显增强,其阿尔法属性明显强于以往。

二是成长性行业权重随着经济转型发展逐步提升。从国际发达经济体的发展历程来看,宏观经济结构与上市企业结构的变化具有趋同性,以美国为例,观察其1990年至2019年行业增加值占GDP比重的变化,制造业从16.7%降至11%,金融业、信息通信业以及教育健康业分别占14.7%、3.4%、6.5%升至21%、6.8%、8.8%,上述行业上市企业的市值占比变化也基本体现出这一趋势。

从国内来看,新发展格局下,实体经济产业结构也将随之发生变化,“旧经济”主导力量下降,“新经济”逐渐培育壮大。随着科创板设立和创业板注册制改革,资本要素配置方式的改变将进一步体现经济结构的变迁,表现出来就是上市企业行业市值结构分布的变化,代表经济转型发展方向的成长性行业在权益市场的权重越来越大。观察2018年末到2020年上半年的沪深300指数样本股,金融、地产和周期等传统行业的权重逐渐下降,消费、医药生物和TMT(科技、媒体和通讯)等内需和科技创新行业的权重逐渐上升。

如果观察过去10年A股上市公司结构变化,成长性行业权重随着经济转型发展而提高的趋势更为明显。截至2020年9月底,A股和沪深300中成长行业的个数占比已经达到一半,市值占比在过去10年内提高超过一倍。

三是上市企业龙头效应加强,大市值公司增多,资金容量不断增大。截至2020年9月底,剔除金融地产后,沪深300指数成分股中超过千亿市值的上市公司数量占比从2010年底的9.6%增长至33%,市值占比从2010年底的48.7%增长至69.1%。优质的大市值公司的逐步增多,增加了资本市场的深度,增大了市场的资金容量,有助于更多的机构资金进行投资配置。

四是投资者结构的机构化、长期化特征日益显著。随着资本市场深化改革和对外开放的稳步推进,投资者结构也在悄然发生变化,逐渐从以个人投资者为主向以机构投资者为主转变。公募、保险等机构投资者和外资持股占比稳步提升,保险资金与养老金的加快入市和海外资金的不断

进入场将继续成为投资者结构变化的重要驱动力。长期价值投资理念也正在逐步成为市场的主流认知。随着上市公司整体成长性的提升,优质上市公司盈利能力可持续性的增强,投资者的机构化程度逐步提高,市场的波动性将降低,资本市场有望走出结构性的慢牛和长牛。

## 多管齐下促“长牛”

长期以来,中国股市并未充分体现中国经济的高速增长。2000年至2019年,中国作为全球最有活力的经济体之一,年均GDP增速居全球首位,但中国股指却并未走出长牛。全球横向比较看,采用股指年均增速/GDP年均增速刻画本国股市与经济的相对强弱,不难发现美德股市涨幅均好于经济增长,新兴经济体如印度股市与经济表现也较为匹配,而中国股市表现则明显弱于经济表现。有必要从多方面入手,共同促进中国股票市场形成长牛的发展格局。

一是着力保持宏观经济平稳健康发展,充分发挥资本市场资源配置作用,支持新兴产业发展,培育龙头企业,提升上市公司质量,增强上市公司盈利能力。优质上市公司盈利的持续增长是股市长牛的核心基础。在宏观政策层面,应继续保持政策稳定性和连续性,营造平稳健康的宏观经济环境,完善宏观调控跨周期设计和调节,实现稳增长和防风险的长期均衡;在产业政策层面,要顺应中国经济降速提质、多数行业增速放缓的趋势,通过资本市场的资源配置导向作用,支持新兴产业发展和传统产业转型升级,支持企业



新华社图片

特别是传统行业通过多种方式并购重组,提升上市公司质量和龙头企业盈利能力。

二是强化制度建设,稳步推进注册制改革,吸引优质公司回归境内上市,完善退市制度,切实加强投资者保护。要继续稳步推进以注册制为核心的资本市场制度建设,提升制度的包容性和开放性,适当降低对同股不同权、VIE架构以及公司盈利门槛的限制条件,对优质有潜力的创新型企业采取适度的政策倾斜,留住优质公司,利用美国政策风险加大的时机吸引境外上市公司回归,鼓励二次上市、发行CDR、私有化后重新上市等多种回归路径;其次,进一步完善退市制度,加快劣质企业的出清,增强股指活力;加强上市公司违法违规行为的处罚力度,强化第三方机构责任,切实加强投资者利益的保护,培育良好的资本市场投融资生态环境。

三是进一步推动金融开放,吸引长期资金,提升机构投资者占比。相比成熟市场,A股交易结构中散户占比较高,机构投资者占比较低,由此造成波动率较高,投机氛围较重。从成熟市场经验来看,机构投资者对股市风格、波动率和估值体系有着至关重要的影响。因此,一方面要加快培育国内合格机构投资者,有序引导社保、保险资金和企业年金等长期资金入市;另一方面,要继续推动资本市场对外开放,支持外资增持A股,鼓励价值投资、长期投资。在此过程中,要注重继续提升资本市场基础制度和配套制度的市场化程度,进一步完善会计、法律和结算体系,持续提升资本流动的便利性。

最后,继续优化股票指数的编制方法,提升股指结构与经济结构的匹配度,分享中国经济高速增长和核心成长企业的成果。今年6月上交所发布修订上证指数编制方案的公告,宣布纳入科创板、剔除ST股票、延迟新股计入等,对股指编制做了较大优化,但从更好的让指数反映中国经济结构转型升级的方向来说,有必要继续提升新一代信息技术、现代服务业、高端装备和先进制造、新材料、新能源、节能环保等新技术、新产业、新业态在股指中的占比。



新华社图片