

优质民企上市大有可为

◎ 金之强



李曦子 摄

扶持优质民企上市的三个关键

如何解决上述民营企业“上市难”的问题？笔者认为，应该充分认识和尊重民企的特点，紧紧抓住“公平”“真实”与“科学”三个关键词。这三者是广大股市投资者、监管者和民企的共同要求，因此，有必要对此三者进行更深入的探索，达成更多的共识，找到更好更多的解决方案。

一、严格依法依规进行审核，力求全面性公平，尽量避免某些具体标准损害优质民企利益

《中华人民共和国证券法》《首次公开发行股票注册管理办法》等法律法规，是企业发行上市的顶层设计，同时，在审核等过程中往往会设定一些具体标准，比如盈利规模，业绩增长稳定性等。在设立这些具体标准时，一方面要坚决遵

循和落实顶层设计，这是确保上市公司质量的底线，另一方面要特别注意上市主体的不同特点，从而制定出对于各类主体都具有公平性的具体规定。在自然界，生物的多样性有利于生态系统的稳定性，引而喻之，全面的、本质的公平，会使上市主体更加多元化，进而有利于提高上市公司整体质量。

上述意见提出，一是以提高上市公司质量为导向，研究提高上市财务指标，优化板块定位规则，为市场提供更加优质多元的投资标的。二是进一步从严审核未盈利企业，要求未盈利企业充分论证持续经营能力、披露预计实现盈利情况，就科创属性等逐单听取行业相关部门意见。这里透露出了力求全面公平的目标内涵。从融资方上市公司的维度看，要力求“更加优质多元”，从投资者的维度看，要严审未盈利企业。市场是大家共同的市场，必须照顾到各方利益。

无论从哪一方面看，优质民企显然

是“更加优质多元的投资标的”中重要的一页。虽然目前并无一个明确的民企板块支持政策，但优质民企的上市，无论在主板、创业板、科创板、北交所，都已经是一个不可忽视的客观存在，而且因其量广、面宽、贡献大等特点，应该在证券市场上得到更多关注。因此，在制定各类具体上市标准时，应该充分考虑到优质民企自身发展时间较短、较国企规模偏小、处于新兴行业或科技创新的企业较多等特点，兼顾包容各行业在资产规模、盈利能力的差异，助力民营经济和民营企业发展壮大。不能制定一些损害民企利益的政策标准，否则民营企业在证券市场上也会陷入“准入难”“要素获取难”等困境。

二、全面落实真实性标准，让优质民企向市场展现真正的自我

申报材料的真实性是对包括民企在内的所有拟上市企业的最低要求，也是确保上市公司质量的基础，一旦发现虚假申报，必须予以严惩。上述意见对此予以更严厉的规定，笔者不必赘述。

为此，应该从体制机制上予以具体化——社会，特别是监管者要为拟上市企业提供一个真实申报的市场环境。比如，既应要求拟上市企业确保财务等数据静态的真实、局部的真实，也应要求拟上市企业确保其动态的真实、全面的真实。强化这种导向，将非常有利于拟上市企业特别是优质民企的上市之路走得更稳、走得更远。市场的监管者可以科学梳理相关政策标准，双管齐下，为拟上市企业创造一个展现真我的激励机制和惩罚机制。惩罚机制在此不多述，上述意见规定得非常明确和严格，相信将会起到强大的威慑作用。激励机制则需引起重视，这里主要是指创造氛围明确的监管导向。比如，制定上市标准时，将营业收入、从业人员数量等指标作进一步强化。这样做一方面可更全面地反映不同行业代表性企业的发展情况，尤其是民营科技创新企业对国内生产总值、提供就业等作出的社会贡献；另一方面以合理的净利润搭配其他规模性指标，不

只强调净利润规模，有利于综合反映不同行业上市主体的发展情况与行业发展规律，鼓励拟上市企业展现一个动态真实、全面真实的真我。

三、科学把握上市节奏，充分照顾各方利益，尽量避免忽视优质民企的固有特点

包括优质民企在内的民营企业，往往具有资金实力较弱、生命存续期不长等特点。一步跟不上，则步步跟不上。有时，一步之差甚至会导致一个未来之星就此夭折。具体到上市领域，“时间成本”对民营企业特别重要。众所周知，从申报上市到正式上市这段时间，为保证经营稳定性指标达标，企业往往不宜进行股权融资，甚至重大人事调整等工作。但市场是瞬息万变的，企业也需要因应施策。如果上市审核时间不长，企业倒也无碍，如果旷日持久，企业必将反受其害，陷入两难甚至多难的境地。公开资料显示，2023 年沪深主板和创业板的平均上市审核时间（从受理到上市）约为 26 个月，远超之前的 12 个月左右。这不仅不利于企业应对市场变化，还会令企业付出更多非经营成本。比如，在上市审核期间，排队企业每半年要做一次 IPO 审计、客户、供应商实地走访，还有银行资金流水核查、申报材料更新等大量工作要完成。

因此，既照顾到二级市场的承受能力，又照顾到申报主体的时间成本，不断优化相关标准，科学把握上市节奏，就显得特别重要。近几年发行上市政策变化较多，在修改相关政策时，也要考虑新老企业的适用性和政策连续性问题，保证公平性。

公平、真实、科学，既是市场参与者的共同要求，更是优质民企上市的强烈需求。笔者相信，只要我们坚决沿着习近平总书记指出的发展壮大民营经济 and 民营企业的目标，借着《关于严把上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》等证监会系列文件出台的东风，推动优质民企上市，必将取得更大成就。

政策杠杆撬涨日本股市



李曦子 摄

心还是要放在股票长期价值的提升层面，这样，以提高企业 ROE(净资产收益率)为治理核心，TSE 多年来持续帮助股价低于账面价值以及资产价值被市场严重低估的日本公司制定资本改善计划，并针对股价低于账面价值的公司发布资本改善指令，同时推动全面引入外部董事、机构投资者的尽职介入以及信息披露制度的完善，且相应调整 JPX Prime 150 指数，将在公司治理和价值管理方面实践最优的企业纳入其中，以确保养老基金和其他机构投资者用该指数作为投资决策的依据。

受到影响，越来越多的上市公司制定了明确的 ROE 目标并向股东大会作出说明，机构投资者也更积极地参与监

督上市公司的效率提升，同时，据日本媒体的最新调查，在要求企业改善治理的背景下，约有一半的日企正在考虑评估或重组其业务，以提升企业价值，其中包括开展收购交易，日本股市为此赢得的向上动力可想而知。

相比于 TSE 多面积极能量的发力，日本央行递给日本股市的“接力棒”更为粗壮。虽然日本央行日前已作出结束负利率的政策决定，但此前负利率已实施近 8 年之久，不仅如此，日本央行推行量化宽松（QE）以及量化与质化宽松（QQE）也长达 23 年，同时作为宽松货币政策的重要组成部分，日本央行还在不断地印发基础货币，可以说，从价格工具到数量工具，日本央行均毫不吝啬地进

行了系统性投放。数据显示，日本央行的基础货币余额已膨胀至 650 万亿日元，相比 QE 启动的当年增长了 840%。更为重要的是，运用 QE 采购国债的同时，日本央行还借助 QQE 在二级市场上大口吃进 ETF 基金，买入量从最初的 6 万亿日元提升到了后来的 12 万亿日元，最终，日本央行 ETF 持仓规模激增至目前的约 70 万亿日元，为历史最高水平。

不得不强调的是，持续宽松货币政策的最主要结果还是日元贬值，而正是仰仗于日元长期走弱的货币优势，日本股市才有了不断加码的红利行情。一方面，在日元贬值背景下，日本企业的盈利状况明显改善，现金流状态表现良好，股息对投资人的吸引力进一步增强，与此同时，日元贬值刺激了日本的出口，使得日本经常账项目下的商品贸易逆差在过往 20 多年时间的绝大部分年份持续收敛，甚至不少年份还出现了盈余，同时，大量的海外游客不断涌入日本，导致日本的服务贸易从昔日的逆差翻盘为顺差，从而为日本经济基本面的改善奉献了一己之力，同时也为股票市场输送了少许养料；另一方面，日元的疲软也推动更多的日本企业移师海外，最终日本在海外的总资产规模扩张至目前的 11 万亿美元之巨，这一的庞大海外资产阵容实乃日本股市的“定海神针”，一旦有急需，它们就会打道回国，为国内股市提供“火力”驰援。

撬动本土资金驰援国内股市的同时，日元贬值还能吸引更多的境外资金追逐日本股票。日元历来是全球主要套息货币，随着日元的持续走弱，与美元的利差也不断拉大，国际投资者的套利空间也相应扩大，围绕着日元所进行的套利交易达到极致，最终借入日元而投资形成的全球交易头寸规模超过了 13 万亿日元，这些资金的相当一部分用来配置日本股票，其中，自 2023 年初至 2024 年 2 月底，外资净流入日本股市的规模超过了 8 万亿日元，创出过去 10 年的最快速度，并且目前境外资本在日本股市的投资占比还远低于其在欧美股市的配置比例，接下来的资本追加大概率上会让日本股市迎来一次又一次的“空中加油”机会。

由于日本通胀改善显示出较为明显的连续性特征，经济也延续比较稳定的增长态势，日本央行在日前作出了升息的抉择，而升息既会提高日元的融入成本，也会增加企业借贷与家庭消费成本，还会威胁到出口，从而对日本股市构成逆风。但现在看来，升息其实对日股并没有产生多大的扰动，原因是日本央行的升息幅度很小，只从先前的-0.1%升至 0%—0.1%，仅算得上是利率回归正常化之举，之后该利率水平将保持很长时间，对于日股来说，升息堪称是今年日本最大利空政策，一旦出清落地，其后面的跃升态势将更为稳定与持续。



中国市场学会理事
经济学教授

张锐

在去年大涨 28.24%的基础上，日本股市今年继续高举高打，即便是日本央行宣布结束负利率与实施加息，也未能阻挡日股的升势。截至目前，除收获了一根涨幅超 21%的大阳线外，日股还在历史上首次突破 4 万点大关。按照花旗的预判，日经 225 指数今年会冲向 45000 点。

拉长时间看，日经 225 指数是在 2008 年创下历史最低点的（6994 点），后来除了 2010 年、2011 年以及 2018 年和 2022 年收出年度阴线外，其余年份全部收阳，且一鼓作气创出历史新高。对照今年摸到的最高点位，不足 16 年时间，日本股市疯涨了 480%，而这 16 年的光阴，基本上是日本持续饱受通缩煎熬以及经济在谷底困难爬行的黑暗时期，同期股市的反向走牛让人很难在经济基本面找到必然的因果关联，而真正直接导致日本股市强劲与快速拉升的力量，恐怕应当首先归功于东京证券交易所（TSE）所展开的一系列富有力度与强度的改革创新。

鉴于日本企业存在囤积现金的偏好，但同时忽视面向股东回馈的弊端，

处于枢纽地位，IPO 放缓，对民企发展的综合影响很大。

2023 年，IPO 融资总额约为 3418.06 亿元，较 2022 年下降约 40%。IPO 放缓的影响还会很快传导至创业投资端，导致创投公司对现有优质民企的投资积极性大大降低。根据专业机构 IT 桔子的数据，2023 年中国新经济一级市场投资交易事件数量 4486 起，较 2022 年下降了 27%，创下了 2015 年以来的最低点；新经济投融资总额为 6873.4 亿元，较 2022 年下降了 22%，同时也是最近 8 年以来的低点。

这说明，一旦 IPO 滞缓，不仅现有的大批优质民企面临“上市难”，来自创投端的投资也大幅减少，在民企本来就难以获得银行贷款等债务融资的情形下，民企融资容易陷入四面楚歌的窘境。小而言之，可能使某一家优质民企错失发展机遇，大而言之，不利于整个民营经济发展壮大。