

全国人大财经委员会原副主任委员黄奇帆：

## 退市制度是去杠杆的关键，逻辑何在？

我国债务风险主因是企业债高企，而降低企业债的关键是搞活融资渠道，加快企业上市速度，实施注册制，前提是股市要有进有出，上市和退市的企业数量大体相当

党的十九大和2017年中央经济工作会议明确，今后3年要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战。其中，防范风险重在防控金融风险，意味着去杠杆依然是重要任务。

对我国而言，除了实体经济的各类企业以及各类金融机构去杠杆外，还有一个整体上的国民经济去杠杆。目前，我国宏观经济杠杆率比较高。2017年的统计数据表明，政府债务、居民债务和非金融企业债务加总约为GDP的250%，其中非金融企业的债务有130多万亿元，约为GDP的160%。如果非金融企业的债务率能够降50个百分点，那么我国宏观经济杠杆率就能降到200%以内。从这个概念上来说，中国经济真正需要着力解决的是非金融企业的债务杠杆问题。

具体如何做呢？从微观层面来看，一方面要按照供给侧结构性改革的要求，狠抓“三去一降一补”，帮助企业去过剩的产能、去库存、去杠杆，促使企业增加利润、降低成本，有效减少具体企业的债务。另一方面，要更多地从财务上考核和要求企业家，做好企业的现金流管理，强化企业资产负债率管理，不能在高负债的情形下还要扩张、收购兼并，甚至还大量举债，最后搞得企业资金链断裂。同时，金融机构也要对这类高杠杆贷款进行严格约束。

此外，在市场经济中，一个行业有10%~20%的产能过剩是正常的，这也是优胜劣汰的动力所在。如果一个行业出现30%以上的产能过剩，就会出现全行业亏损，企业家不应再去增资扩产、跑马圈地。

从宏观层面来讲，非金融企业高杠杆的一个根本原因，就是我国的资本市场目前还处于不健康、不健全、不理想的状态，正是因为资本市场发展面临的一系列短板和瓶颈，使得国民经济宏观

融资比例出现了问题。比如，去年全社会新增融资中，债券融资占比超过90%，股权融资不到10%。这样的市场融资结构如果长期存在，国民经济的杠杆和非金融企业的杠杆还会越来越高。

整体来讲，如果每年全社会新增融资中股权融资比例能够达到50%以上，形成债权融资和股权融资各百分之五十的格局，非金融企业的高杠杆问题就能有一个根本性好转趋势。而提高股权融资比例的关键在于资本市场必须健康发展，不仅仅是A股市场，还包括场外、场内的多层次资本市场。所以，抓好资本市场发展，提高直接融资特别是股权融资比例，是国民经济去杠杆、防风险的关键措施。

不论是20多年来，还是最近这几年，我国资本市场一直有一个让人头疼的地方，那就是很多拟上市的企业压在那里，曾经有六七百家企业要排队上市，这也折射出我们的股市发行缺少两个基本制度，即注册制和退市制度。在资本市场的制度建设中，除此还包括投资者保护制度、信息披露制度、各种违规案件严厉惩戒制度等。在所有的制度中，有的制度是树根、树干性质的，有的制度是树枝、树叶性质的，而注册制和退市制度就是根基性制度。在这两个制度中，注册制是方向，退市制度是前提。

我们不妨对比一下，美国上市公司一年退市的有8%~10%，而我国不到1%，甚至有些年份几乎没有退市的。自1990年上证所成立以来，全部退市的股票数量只有100多个，2009年后的有些年份甚至一个退市的都没有。尽管证券法对退市有明确要求，但实际操作中却没有真正到位。市场化的退市不存在，那么市场化的上市也就无法推进。所以，目前注册制出台的最大障碍就是退市制度还没有到位，什么时候退市制度到位了，注



2017年全国规模以上工业企业实现利润75187.1亿元,比上年增长21%,增速比2016年加快12.5个百分点,是2012年以来增速最高的一年。工业企业经营效益明显改善,运行质量进一步提高,工业领域去产能、去杠杆、降成本取得积极成效。

册制就能顺理成章地出台了。

事实上,成熟的资本市场往往有两种情况,一是每年上市的企业和退市的企业大体相当;二是每年退市的企业中,主动退市和被动退市企业大体相当。纵观纽约华尔街上市的企业,上世纪80年代就有3000多家,而美国每年上市企业达两三百家,但现在上市了的企业还是3000多家,因为上市和退市的企业数量大体相当。

试想一下,效益不好的上市公司退出,前景良好的企业进入,股市年年进行结构调整,股市越调越好,市值越做越大,国民经济最有效的利润都集中在上市企业,股市也就真的成了国民经济的晴雨表。从这个意义上讲,优胜劣汰、有进有出、有呼有吸才是股市健康发展的生命之基。如果只重视上市而不在退市方面下功夫、啃硬骨头,市场就不会健康发展。

那么退市,到底该怎么退? 主要分为两种,强制退市和主动退市。

在强制退市方面,有3种情况要无条件地强制退市。第一种,上市过程中造假的。凡是在新股IPO上市过程中造假的,上市后一旦发现,采取零容忍措施,无条件退市。相关联的证券公司、会计师事务所、律师事务所也要“陪绑”,受到相应惩罚。第二种,企业已经上市,但信息披露存在造

假、欺瞒等情形的,一经查实,涉及刑事犯罪性质的,企业就要强制退市。第三种,企业本身连续若干年经济指标达到退市标准,依法强制退市。

同样,主动退市也有3类情形。一是董事会根据企业某种特殊情况,比如考虑从这个市场退出到另一个市场上市,只要没有违法,申请之后该退就退。二是企业意识到自身发展已无法达到上市要求,与其被强制退市,不如主动退市。三是被其他企业收购后借壳上市也可视作原有企业主动退市。可以说,主动退市是降低退市成本、保持退市制度常态化运行的重要手段。

无论是主动退市,还是被动退市,只要企业退市的过程法治化、市场化、公开化、制度化,且严格推进,每年就会有两三百家企业正常退市,也会有两三百家企业正常上市。这样一来,企业上市和退市的审查不再由证监会审查,改由市场管理机构交易所来审核。

由此,资本市场优胜劣汰的基础就有了,注册制和退市制度的法治就形成了,再加上信息披露制度、对各种违法违规行为严厉打击制度、对投资人的保护制度等,整个资本市场体系中树根、树干、树枝、树叶性质的制度也就完整丰富了。■

(本文系作者在亚布力论坛上的演讲,本刊略有删节,未经作者审阅,标题为编者所加)