# 黄奇帆：给A股市场的建议

8月12日，在证券时报举办的“第12届中国上市公司价值论坛”上，重庆市原市长、第十二届全国人大财经委副主任委员黄奇帆表示：

A股市场应当尽快建立有效的退市制度，打破股市的“刚性兑付”。

鼓励上市公司以自有资金积极回购并注销本公司股票，以扭转资本市场悲观预期，促进资本市场持续稳定发展。

退市、回购、企业年金等涉及股市的基础性制度，不是短期刺激，而是长效机制；不是行政性措施，而是市场性、法制性措施；不是市场原教旨主义的措施，而是以市场配置资源之下的更好作为。



黄奇帆表示，中国资本市场自上世纪90年代以来，基本走出了一条符合市场经济规律和中国国情的发展道路，对中国经济社会发展已发挥出六个方面至关重要的功能作用：

一是极大地推动了国民经济健康发展；

二是实现资源优化配置，推动经济结构、产业结构高质量、有效益的发展；

三是完善法人治理结构，推动企业实现现代企业制度；四是健全现代金融体系；

五是让老百姓增加致富途径，将改革开放、经济发展的成果惠及老百姓；

六是为社会主义公有制探索了高质量、有效益的实现形式。

黄奇帆同时表示，当前，中国资本市场由于内部机制问题和外部贸易冲击影响，处在低迷阶段，必须采取有效措施，提振股市信心、扭转市场悲观预期，营造良好的股权资本环境。

**第一，尽快建立有效的退市制度，打破A股市场的“刚性兑付”。**

注册制和退市制度是资本市场的根基性制度，注册制是方向，退市制度是前提，什么时候退市制度到位了，注册制就能顺理成章地出台。优胜劣汰、有进有出、有呼有吸是股市健康发展的生命之基。成熟市场既有强制退市，也有主动退市，数量大体相当。在强制退市方面，有三种情况必须无条件强制退市：上市过程中造假的，采取零容忍措施，无条件退市。关联的证券公司、会计师事务所、律师事务所也要“陪绑”。受到相应的惩罚；上市公司信息披露造假、欺瞒、犯错性质达到刑事案件档次，就要强制退市；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。主动退市也有三类：一是董事会根据企业某种特殊情况，比如从一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；二是企业发展无法达到上市要求；三是有人愿意收购、借壳上市。

**第二，鼓励上市公司回购并注销本公司股票。**

今年以来，仅纳斯达克上市公司回购并注销股票数额接近6000亿美元。当下，A股市场大量上市公司股价跌破净资产，大量股权质押贷款频频暴雷，股市下跌更加剧股权质押贷款风险，如此恶性循环，不仅暴露了主权资本价格控制权旁落的风险，而且推高了我国以资产价值计算的企业杠杆率。理论上讲，股价破净是最适宜上市公司回购并注销股票的时候。资本市场需要从监管角度破除一些制度障碍，鼓励上市公司以自有资金回购并注销股票。

**第三，遏制大股东高位套现、减持股份的行为。**

可考虑由监管层牵头，改变当前大股东减持之后才披露的做法，规定前10大股东减持股份必须提前一周公开信息披露，其意义在于维护中小投资者合法权益。

**第四，大力发展VC、PE等各类私募基金。**

好的VC、PE公司应当具有好的业绩回报、有好的投资理念、有好的公司组织架构和较高的管理效率。总之，VC、PE等基金在上市前是企业股权融资的重要资金来源，在上市过程中和上市后也是一级、二级市场的重要资金渠道，是推动股权融资和资本市场发展的重要动力。

**第五，鼓励“独角兽”企业在股市健康发展。**

如果一家企业已在境外上市多年，已处成熟阶段，未来只能靠规模扩张实现增长，这样的企业以CDR方式高价回归A股，基本就是“圈钱”，只会给投资者带来高风险。事实上，我国新三板企业中有一些极具潜质可能发展成为“独角兽”的公司，只要VC、PE发展得好，就一定能把它们挖掘出来。

**第六，以企业年金、补充养老保险作为资本市场的源头活水。**

中国企业年金相当于是“中国版401K”补充养老计划，但运行十余年，2016年底总规模刚达到1.1万亿元，尚不足GDP的2％，而且90％企业年金来自大型企业，这说明我国在这方面特别是中小微企业年金方面存在巨大提升空间。可以充分利用税收优惠的政策杠杆，撬动数倍、数十倍规模的长期稳定企业年金性质的股权资本，强化资本市场的机构投资者实力，为中国经济未来和股市长期健康发展积蓄力量。

**以下是演讲全文。**

**关于资本市场发展的功能意义及基础性机制性制度的若干思考**

中国资本市场自上世纪1990年起步以来，始终在党中央的坚强领导下，坚持社会主义市场化方向、法制化需求、公开化制度、国际化导向，在探索中前进，在改革中创新，在总结教训中积累经验、改进管理方法，基本走出了一条符合市场经济规律和中国国情的发展道路，对我国经济社会发展已发挥出六个方面至关重要的功能作用：

一是极大地推动了国民经济健康发展。

二是实现资源优化配置，推动经济结构、产业结构高质量、有效益的发展。

三是完善法人治理结构，推动企业实施现代企业制度。

四是健全现代金融体系。

五是让老百姓增加致富途径，将改革开放、经济发展的成果惠及老百姓。

六是为社会主义公有制探索了高质量有效益的实现形式。

当然，中国资本市场目前还存在着不少需要进步的地方，概括起来大体有九个方面：

****一是总量还小，****国民经济证券化率不到50%，还有巨大成长空间。

****二是交易所竞争力不够，****交易品种和数量还不丰富，商品期货和衍生品市场有待发展，债券市场发展滞后。

****三是市场分割，****比如A股、B股、香港红筹、H股，债券分为银行间中票和交易所债券，这些市场分割降低了资本市场的有效性。

****四是发行机制不健全，****注册制还没到位。

****五是退市制度不健全，****目前总体上还只有说法，还没有真正到位。

****六是上市公司整体质量和治理水平有待提高。****

****七是证券公司综合实力、竞争力较弱，****主要靠经纪业务支撑，直接投资、并购顾问能力不高，证券公司行业集中度太低。在成熟市场，前10位的证券公司一般能占到全行业的业务量的60%甚至75%，我们现在不到30%。

****八是投资者结构不合理，****散户投资者多、机构投资者少，保险资金、养老金投资规模小，PE发展不规范、运作模式、风险管理、资金来源和托管方式都有问题。

****九是发展和监管的法律体系和法律制度建设需要加强。****

我相信，到2050年，中国成为社会主义现代化强国时，中国资本市场一定会成为我们现代化强国的重要标志。

今后二三十年，资本市场这六种功能必将更深刻地显现出来。当然，中国资本市场是从一个新生的初级市场、一个新兴加转轨的市场发展起来的，各种客观存在的体制性问题不可能一下子消除，法律的制定和健全完善也有一个过程、不可能一蹴而就。

想想西方成熟市场已经有了200多年的历史，其中有70多年大起大落、制度混乱、作奸犯科盛行的情况，我们二十多年遇上的问题、困难，真不算什么大问题，都是发展中的问题，成长中的困难。只要我们既坚持问题导向，切实解决问题的政策措施，又坚持目标导向，搞好顶层设计、系统配套，资本市场发展中的问题、成长中的困难，都会得到稳妥的化解。

习近平总书记一直高度重视资本市场发展，2015年，在接受美国《华尔街日报》采访时，明确指出“发展资本市场是中国的改革方向”。同年，在中央财经领导小组会议上，进一步要求“加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场”。总书记的重要思想论述，明确了资本市场功能地位、制度建设等重要问题，坚定了我们发展资本市场的决心和信心，是我们改善和推进资本市场发展的基本遵循。

当前，中国的资本市场由于内部机制问题和外部贸易冲击影响，处在低迷阶段，必须采取有效措施，提振股市信心、扭转市场悲观预期，营造良好的股权资本环境。为此，就退市、回购、减持、基金、独角兽和补充养老保险等六个与股市密切相关的基础性、机制性制度，谈谈我的思考。

**建立有效退市制度，打破股市“刚兑”**

尽快建立有效的退市制度，打破我国股市的“刚性兑付”。在资本市场的制度建设中，包括退市制度、注册制、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许多制度。

在所有制度中，有的是“树根”、“树干”性的，有的是“树枝”、“树叶”性的，而注册制和退市制度就是根基性制度。

这两个制度，注册制是方向，退市制度是前提，什么时候退市制度到位了，注册制就能顺理成章地出台。

成熟的资本市场往往有两个情况：一是每年上市的企业和退市的企业大体相当；二是每年退市企业中，主动退市和被动退市企业大体相当。

纽约上市的股票，上世纪80年代就有3000多个，美国每年上市有两三百个企业，十年就有两三千个，但因为进退大体相当，现在还是3000个左右。

这样的股市年年进行结构调整，越调越好，股市市值也会越做越大，国民经济最有效的利润都集中在上市的企业中，股市也就成了国民经济的晴雨表。

可见，优胜劣汰、有进有出、有呼有吸是股市健康发展的生命之基。成熟市场退市既有强制退市，又有主动退市，数量大体相当。

在强制退市方面，有三种情况无条件地强制退市。

第一种，上市过程中造假的。凡在新股IPO过程中造假的、违法犯罪的，上市以后一旦发现，采取零容忍措施，无条件退市。关联的证券公司、会计师事务所、律师事务所也要“陪绑”，受到相应的惩罚。

第二种，上市公司信息披露造假、欺瞒，犯错性质达到了刑事案件档次，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。

这三种强制退市，无条件执行，长此以往，形成惯例，不会吵架，不会不稳定。关键是执法的力度，制度规定的明确。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，也有三类。

一种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。

第二种它可能意识到自己今后几年随着经营发展，它的行业趋势、企业状况已无法达到上市要求，与其被强制退市，不如主动退市，改弦更张，另起炉灶。

还有一种是有人愿意收购、借壳上市。

由于我国退市制度不完善，每年上市数量远远高于退市数量，导致规模不断扩大，造成股市投资重点分散，易跌难涨，增量稍有减弱或新股发行稍有提速时就会跌跌不休、恶性循环，加大退市力度势在必行。

从技术上看，关键是把股市交易量、交易时间视为股市资源，不断缩减所有ST股票和违规公司股票的交易时间。

一是ST股第一年只允许上午半天交易，第二年只有开盘后1小时交易，或者只允许集合竞价时间段交易；

二是允许这些公司主动申请转板交易、私有化或主动申请退市并提交退市补偿方案；

三是允许准退市公司采取兼并重组收购措施；

四是造假退市必须依法赔偿。

总之，只要把各种类型企业退市过程法治化、市场化、公开化、制度化，而且非常严格地推进，资本市场优胜劣汰的基础就能生成。

**破除监管障碍鼓励回购注销**

鼓励上市公司回购并注销本公司股票。这是发达国家上市公司激励投资者信心最为常规的手段。

很多人认为，美国加息、缩表会导致股市暴跌，但没有发生，原因就是上市公司大量回购并注销股票。今年以来，仅纳斯达克上市公司回购并注销股票金额就接近6000亿美元。

当下，我国大量上市公司股价跌破净资产，股市下跌更加剧股权质押贷款风险，形成恶性循环。这不仅暴露了主权资本价格控制权旁落的风险，而且推高了我国以资产价值计算的企业杠杆率。

理论上，股价破净是最适宜上市公司回购并注销股票的时候，它会使股票价值提升，有利于所有股东。但由于一些制度障碍，股价低迷时，我国上市公司一般有大股东回购，同时也给其它投资者带来“今天低价买，为了明天高价卖”的顾虑，削弱了回购股票对市场的激励作用。正因如此，需要从监管角度破除一些制度障碍，鼓励上市公司以自有资金回购并注销这部分回购的股份。

**遏制大股东高位套现与减持**

遏制大股东高位套现、减持股份的行为。与回购注销公司行为相对，大股东高位套现减持股份的行为早已被我国股市散户投资者深恶痛绝，尽管证监会、交易所也曾多次指责，但巨额利益面前屡禁不止。所以，有必要从制度上彻底解决这个问题。

因为发达国家股市是机构投资者为主体的市场，所以大股东减持天然地受到机构投资者制约，但中国不同，散户投资者无法制衡大股东。

按照发达国家成熟股市的逻辑：大股东交易股票必须找到适宜的交易对手，一般是大的机构投资者，如果大股东把散户投资者当成交易对手不仅属于错配，而且不公平，甚至存在欺诈之嫌。因此，可考虑给散户提前于大股东减持的权利。

**发展各类私募，提高股权投资质量**

大力发展VC、PE等各类私募基金。基金是金融服务实体经济、助推资本市场发展的关键所在。

我国目前由基金业协会登记的私募基金管理人2.3万家，已备案的私募基金约9.5万只，基金管理规模达到12万亿元，从业人员24万人左右，其中私募证券投资规模约4万多亿元，私募股权投资规模约7.35万亿元，私募管理机构已成为我国资本市场机构投资者的重要组成部分，对于构建稳定健康的市场、塑造成熟的投资文化发挥着基础性作用。

与此同时，随着私募基金行业的蓬勃发展，违法违规案件也呈多发态势，必须予以重点治理。要推动私募管理公司提升管理能力、风险控制能力和法律合规水平，更好服务于实体经济。

目前，我国基金管理中的最大问题就是空壳公司、杂散小公司占比大。2.3万个基金管理公司平均管理基金规模约5亿多元，其中管理资金规模达10亿以上的公司约2000个，管了约9万亿元资金，剩下的2万多个基金管理公司，只管了3万亿元资金，大部分规模小、杂而散，有些只管理几千万元，一个亿都不到，没有太多有钱人往里投资，就可能乱集资、搞固定回报、搞高中利贷，而不是真正对企业股权进行投资。

如何提高股权投资机构的质量和能力，是中国资本市场建设的一个重要任务。好的VC、PE公司有三个业务判断标准：

一是应当具有好的业绩回报，其收益风险比、平均收益率、回报率、波动率等主要指标良好；

二是有好的投资观念、投资流程、投研人员，有好的风控体系、流程和措施；

三是有好的、优化的公司组织架构，有较高的管理效率。

总之，VC、PE等基金在上市前是企业股权融资的重要资金来源，在上市过程中和上市后也是一级、二级市场的重要资金渠道，是推动股权融资和资本市场发展的重要动力。

**挖掘本土“独角兽”**

鼓励“独角兽”企业在股市健康发展。

一般创新企业成长大致可以分为三个阶段：

第一阶段是“0~1”，是原始基础创新，是原始创新、基础创新、无中生有的科技创新，需要的是国家科研经费、企业科研经费以及种子基金、天使基金的投入。

第二阶段是“1~100”，是技术转化创新，是技术创新、是基础原理转化为生产技术专利的创新，需要建立各类小微企业，在各种科创中心、孵化基地、加速器做好技术转化创新工作。

第三阶段是“100~100万”，是大规模生产力形成，是将转化成果变成大规模生产能力。这个阶段金融服务重点是各类股权投资机构跟踪投资、企业IPO上市或者大型上市公司收购投资以及银行贷款发债融资等等。

从经验看，独角兽企业通常产生于“100~100万”阶段发展的高科技企业，成长之后市值巨大，成长过程不断吃钱、多轮融资。因此，VC、PE等市场投资者应当重点在“100~100万”这些大规模产业化成长阶段的高科技企业中，选择有成为独角兽可能的予以支持。

如果一家企业已在境外上市多年，已处成熟阶段，未来只能靠规模扩张实现增长，这样的企业以CDR方式高价回归A股，基本就是“圈钱”，只会给投资者带来高风险，应当排斥这样的回归。事实上，我国新三板上市公司当中有一些极具潜质可能发展成为独角兽的公司，只要VC、PE发展得好，就一定能把它们挖掘出来。

**盘活企业年金，健全资本市场支柱**

以企业年金、补充养老保险作为资本市场的源头活水。美国从20世纪30年代发展至今，已经形成基本社会养老金（通过政府收入安排）、401K补充养老计划（企业雇主和雇员共同支付）以及个人储蓄养老账户（每年最高5000美元的免税存款）——三大养老保障制度，其中401K补充养老计划是一个非常重要的支柱。

2017年，三项养老制度存续金额分别为4.5万亿美元、8.5万亿美元和4.9万亿元美元，总计17.9万亿美元，几近于美国GDP，其中401K独占近半份额。这么大的规模，主要得益于其投资灵活度远高于社保基金，2009年美国股市最低迷的时候，401K投资账户的41％配置到股票基金，9％直接配置到股票，45％配置到股债平衡型或偏债型基金，只有5％配置货币基金。

可见，401K养老计划天生和股市的命运紧密相连。我国企业年金，相当于是“中国版401K”补充养老金计划，但运行10余年，2016年底总规模刚达到1.1万亿元，尚不足GDP的2％，而且90％企业年金来自大型企业，这说明我国在这方面特别是中小微企业年金方面存在巨大提升空间。

建议充分利用税收优惠的政策杠杆，撬动数倍、数十倍规模的长期稳定的企业年金性质的股权资本，强化我国机构投资者实力，为我国经济未来和股市长期健康发展积蓄力量。

总之，上述这些退市、回购、减持、基金、独角兽和补充养老金（企业年金）等涉及股市的基础性机制性制度，不是短期刺激，而是长效机制；不是行政性措施，而是市场性、法制性措施；不是市场原教旨主义的措施，而是以市场配置资源之下的政府更好作为。相信这些措施实施后对中国股市会有建设性的作用。