上市公司发展的十大事实

◎王宏淼

摘要：基于中国社科院经济所课题组以及社科院上市公司研究中心对2015年和2016年我国上市公司发展的年度跟踪和研究，本文归纳了当前我国上市公司的“十大事实”，以此为缩影折射出我国经济放缓中的“冰火两重”状态。突破我国宏观困局的根本，须“破垄断、挤泡沫、防风险”，也须“改制度、松束缚、促创新”，惟有“破”与“立”结合，才能走出困境，拓展我国经济新的增长空间。

关键词：上市公司；债券；房地产

中图分类号：F830　　**文献标识码：**A

2015–2016年我国上市公司呈现净资产收益率整体趋低状态，高创值能力上市公司不断减少，风险不断累积；传统经济式微与新经济一枝独秀，工业部门的产能过剩与中高端服务业的有效供给不足并存，整体经济正处于艰难的调整和转型升级之中。

2015–2016年上市公司发展的十大事实

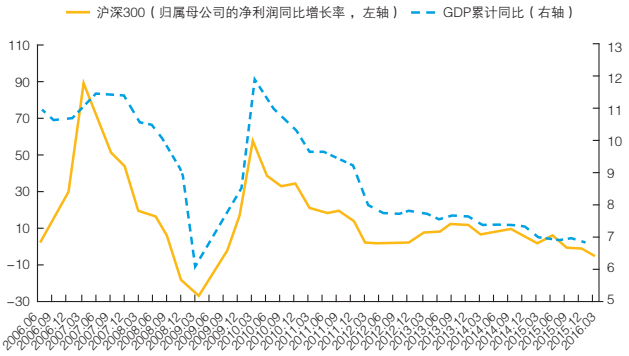
1.经济增速与上市公司的业绩同步下滑

近年来，上市公司净利润的同比增长率与GDP增速呈现出一致走势（见图1），甚至比GDP减速降得更快。最值得警惕的是“沪深300”净利润的同比增长率在2015年出现了负增长。经济增长与微观企业发展都处于适应经济减速进入新常态的过程中，这是当前我国经济困局的一个最突出表现。

2.上市公司的净资产收益率下滑严重，已无法弥补融资成本

非金融上市公司的净资产收益率（ROE）自2001年以来不断提高，2007年达到峰值15.6%之后，总体呈下降趋势，2015年降到6.8%，如果扣除“非正常损益”后只有4.5%。按照5%的名义融资成本，再加上生产价格指数（PPI）通缩，实际利率就相当高了，导致净资产收益率无法弥补融资成本。按金融加速器原理，当企业净资产收益率低于融资成本后，就会出现上市公司变卖资产或者作为债权人收吃利息等行为，以此来勉强维持净资产收益率水平。从上市公司的总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）两者的走势看，基本是同步的，但最近几年ROA与ROE走势有所收敛或靠拢。这说明上市公司近年来债务杠杆大幅攀升，但它的边际收益、边际产出已经明显递减，举债的效率在降低。而ROA和ROE下滑的影响因素主要在于实际利率和实际税率的增高，融资成本率的增高，利息保障倍数的降低，营运效率降低等，这些影响因素大部分来自于外部环境，仅凭上市公司自身是无法消除的。

图1　经济增长与上市公司业绩增长同步下滑（%）



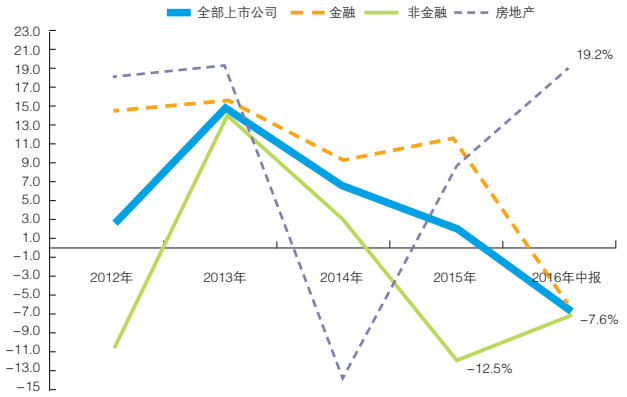
数据来源：wind资讯。

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

3.2015年以来部分区域房价的再次上涨、房地产业的快速扩张，与非金融上市公司近年来普遍不景气、净利润负增长的情况形成鲜明对比

2011年房地产上市公司占非金融上市公司净利润的比重是8.28%，2013年达到11.52%，2014年由于股市上涨的资产替代效应、国家调控等原因，这一比重有所下降，但是2015年反弹到历史的最高点12%。从净利润的同比增速看，房地产呈明显的“V”字形，在2014年增速下滑后，2015年加速回升，2016年上半年房地产上市公司的净利润增长已经达到19.2%。而非金融上市公司2016年上半年净利润的增长是–7.6%，与房地产类上市公司相比反差较大（见图2）。

图2　净利润同比增长：房地产上市公司实现逆袭（%）



数据来源：wind资讯。

4.上市公司净利润向金融业尤其是银行业集中的趋势明显

2011年金融业上市公司的净利润为1.03万亿元，占全部上市公司的比重为52.6%，近些年仍处上升走势。2015年金融业上市公司实现净利润1.66万亿元，占全部上市公司的比重已经达到了2/3。在我国经济增速放缓、银行业绩下滑的情况下，上市公司利润却向银行更加集中。

5.房地产和钢铁行业上市公司的资产负债率仍然处在高位，并且还在上升

截至2016年6月底，通过调查全部样本，近2400家上市公司总的资产负债率接近57%，比2015年仅降低0.09个百分点，负债率稳定有利于稳增长，但也说明“去杠杆”未见实质进展。房地产业和钢铁业的负债率近年一直上行，当前房地产业负债率已经接近80%，钢铁业负债率接近70%。房地产开发贷款是2016年上半年各家银行竞争的主要业务品种，且利率较基准利率下浮。其他一些主要行业，如汽车、化工行业的资产负债率微微反弹，农林牧渔和建材、机械设备行业有所下降，交通运输行业有所上升，电力行业一直下降，但是2016年上半年也有所抬头。

6.上市公司的货币资金沉淀明显增加

2016年二季度末，约2400家非金融上市公司的货币资金余额为3.8万亿元，比2015年年末上升了5.64%。除了企业投资动力不足持币观望外，另一重要的原因是股市疲软、房地产市场火热，个人把大量的资金转移投资房产，致使房地产公司账面的活期存款增加。在按揭贷款情况下，按揭款会由银行转到房地产公司的账户。2016年上半年个人购房贷款新增2.36万亿元，同比增加1.25万亿元；6月末房地产上市公司的货币资金余额是5000多亿元，比2015年底增加888亿元，增长了18.6%，占全部上市公司的比重是15%，在各行业中占比最大。2016年出现了狭义货币M1和广义货币M2之间增长速度大幅偏差，也就是M1和M2“剪刀差”的问题，现金与活期存款增长速度一度达到25%。M1的激增，与房地产市场火热带来的房企货币资金增加，以及企业投资意愿下降分不开。

7.不良贷款率上升，风险已波及上市银行

2015年16家上市银行净利润的平均增速有所下滑，不到6%，五大银行的增速约0.8%，接近于“零增长”，2016年也未有实质性好转。其中有两大原因：一是由于央行2014年以来的几次降息，利差收窄。二是拨备覆盖率下降，历史上最高达到275%，现在已经降到150%，债务风险已经向银行蔓延，2012年四季度以来商业银行的不良贷款率、不良贷款余额双升，到2015年末，16家上市银行不良贷款总额为9942亿元，同比增长近50%，占全国商业银行不良贷款总额的78%；16家上市银行不良贷款率平均为1.47%，较全国平均水平低20个基点，但较

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

2014年大幅上升34个基点。2016年上市银行的不良贷款率继续攀升，源头重灾区主要是制造业和零售业，个人、企业的加杠杆也蕴含着比较大的潜在债务风险。

8.债务证券已成为上市公司的主要融资方式，债券违约数量明显上升

2015年我国上市公司在证券市场融资接近3万亿元，其中3/4是通过债券市场来实现的，从国际比较看，债券市场的后续发展空间还很大。但我国债券市场的发展存在三大问题：一是关联国企、政府财政兜底的“刚性兑付”机制，助长了道德风险，也抬高了市场无风险资金定价。二是“五龙治水”的制度性分割问题一直未能得到解决，发改委、财政部、央行、银监会和证监会各管一摊，债券市场基础设施重复建设。长期以来的多种规则和多个市场并存，带来的不仅是制度性套利问题，也成为寻租性腐败根源。三是债券违约呈上升态势。据Wind资讯统计，2015年初到2016年10月底，发生了1.09万起债券负面事件（包括评级调低或展望负面、列入观察、推迟评级，交易商协会自律处分，联合发行人退出，兑付资金未及时到账，担保人代偿，兑付风险警示等情况），其中2016年1–10月有7475起（7–10月为3582起）；债券违约，在2015年有22起，2016年1–10月50起。从行业上看，违约企业大多属于煤炭、钢铁和有色等产能过剩行业。从券种上看，2016年以来1年期以内的短期债务成为违约重灾区。根据最新统计，截至2016年12月15日共有88只债券发生违约，涉及到52家发行企业，违约规模达496.94亿元。

9.以新一轮的并购热潮和员工持股为信号，上市公司在内部和外部两方面积极寻求变革和突破

2014年我国上市公司并购热潮尤为突出，2015年上市公司共完成310起重大资产重组事件，规模超过过去四年的总和。2016年上市公司的并购重组交易共有1500多单，其中近1000单涉及到创新创业型上市公司，占比接近2/3。借壳上市转型成为上市公司更新血液的重要方式，如顺丰速运的借壳上市、海外上市公司的私有化回归等。虽然这当中不乏股价炒作、市值管理等动因，但是在经济调整时期，并购仍是一个比较积极和进取的信号。此外，2015年有365家上市公司开展了员工持股计划，对于公司改善管理、改善治理也有一定的激励作用。

10.上市公司仍然保持较快速的数量增长，尤其是中小微的挂牌公司增长迅猛，面向新经济以及创新型企业的多层次资本市场正在形成

值得关注的是新三板和区域股权交易市场。新三板挂牌公司目前达9000多家，申报中有1900多家，待挂牌的有210家。区域性的股权交易市场发展迅猛，截至2016年10月，挂牌公司约4.7万家，总资产4000多亿元。面向创新的多层次的资本市场网络正在形成。海外的中资概念股也从出走到回归。截至2016年7月，我国企业共有近500只股票在海外上市（含香港），同时中概股已有56家退市或者完成私有化的要约，不少寻求回归A股市场。

政策启示

基于年度跟踪归纳的上市公司十大事实，不难得出一些结论：当前的宏观格局是地产收益较高、金融分利，制造业却极为艰难，两者的裂口越来越大，风险也在不断地累积。上市公司业绩下滑、但区域权益市场扩张反映出我国整体经济正处于艰难的调整之中，传统增长方式式微，中小微创新创业型公司蓬勃发展，但新经济业态尚未成熟，工业部门的产能过剩与中高端服务业的有效供给不足并存。

因此，突破我国宏观困局的根本，必须将“破垄断、挤泡沫、防风险”与“改制度、松束缚、促创新”相结合。一方面要下定决心破除金融（银行）垄断，挤压房地产泡沫，清理“僵尸企业”，防范债务风险；另一方面要通过政府机构、事业单位与国有企业“三重改革”来降低制度成本和交易费用，突破生产关系对生产力发展的束缚，减少人力资本在低效部门的沉淀，释放经济增长潜力，激励大众创业与万众创新。惟有“破”与“立”结合，才能破解发展困局，拓展我国经济新的增长空间。

（作者单位：中国社会科学院经济所）

DOI：10.13561/j.cnki.zggqgl.2017.01.009 ▮编辑：张涵

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net