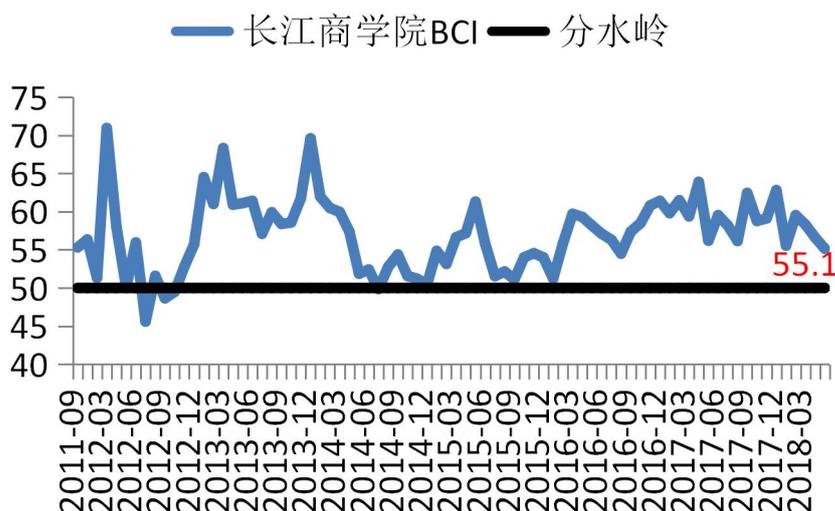


## 2018年5月长江商学院BCI数据点评

文/李伟

2018年5月的“长江商学院中国企业经营状况指数”（CKGSB Business Conditions Index，下称BCI）为55.1，与上月的56.6相比有小幅下滑，但仍在50的分水岭之上（图表1）。

图表 1

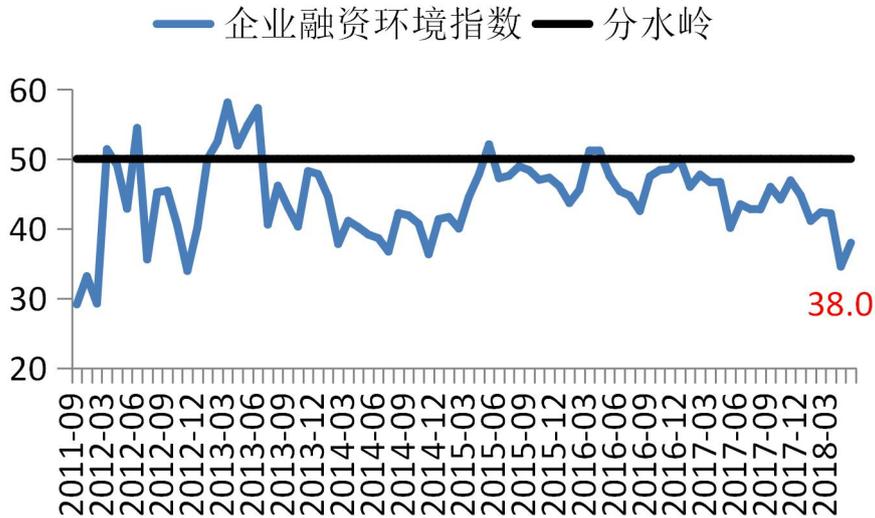


资料来源：长江商学院案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心。

本月的其他一些指数有的变化不大，本月销售和利润前瞻指数出现了下滑，融资环境指数和库存前瞻指数出现了反弹。成本端指数依然在高位盘桓，价格段指数出现了小幅上升，投资和招工前瞻指数变化不大，具体数据请参阅本月的BCI数据报告。

总体来看，本月的BCI以及相关指数变化不大，但一些结构问题依然非常突出，例如融资环境指数。先来看一下具体的数字，企业融资环境指数本月的数值为38.0，与上月的34.6相比有较一定幅度的反弹，但仍然远低于50的分水岭（图表2）。

图表 2



资料来源：长江商学院案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心。

我们的调研对象是长江商学院的校友企业。这些企业主要是民营中小企业，在目前的融资市场上，它们属于较为弱势的一方，长期存在“融资难、成本高”的现象，但非常有趣的是，中国是一个拥有极高储蓄率的国家（图表 3）。

图表 3

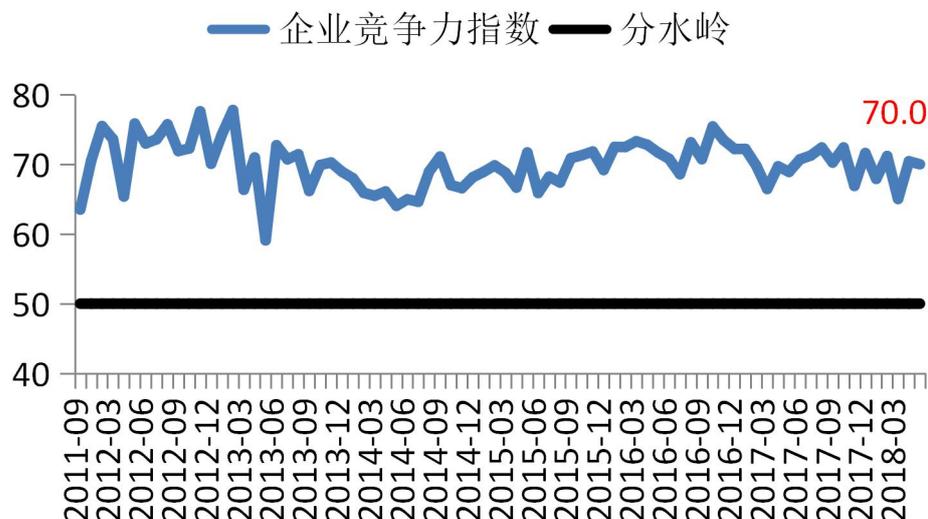


资料来源：世界银行。

事实上，在国内总储蓄占 GDP 的比例（2016 年数值）这个指标上，世界银行共有 195 个经济体的数据，而在这些经济体中，只有 6 个经济体的数据高于中国，它们分别是澳门（63%）、苏里南（63%）、爱尔兰（54%）、卢森堡（53%）、新加坡（51%）和卡塔尔（51%）。按照现价美元计算，这 5 个经济体在 2016 年的 GDP 分别为 453 亿美元、33 亿美元、3048 亿美元、586 亿美元、2970 亿美元和 1525 亿美元。很明显，与中国的经济规模相比（111991 亿美元，2016 年）这都是一些小经济体。

行文至此，笔者的问题来了：中国有这么高的储蓄率，为什么企业融资状况还那么难呢？尤其有趣的是，我们调查的这些企业在行业内大部分都属于效率较高的企业（图表 4）。

图表 4



\* 企业竞争力指数代表企业与行业内平均水平的比较，数值越高，企业的效率越高，50 代表的是行业平均水平。

资料来源：长江商学院案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心。

笔者认为造成民营中小企业融资难最大的问题还是在于中国的金融体系改革不到位，无法为效率高的民营中小企业提供有效的融资途径。这次我们重点来谈一下首次公开募股（Initial Public Offerings，以下简称 IPO）改革的问题。根据目前的相关法规，A 股 IPO 实行核准制，这实质上就是审批制。任何资本市场对 IPO 都有一定的要求，但关键在于具体有什么样的要求。例如上海证券交易所规定申请 IPO 的企业在最近三个会计年度的净利润必须都是正数，且累计总额大

于 3000 万元人民币。要求 IPO 企业有盈利的政策实际上暗含着一种假设，即有盈利的企业才是好企业，监管层这么做的想法可能是为我们的投资者提供一些“好的”投资标的，但这种想法经常与企业发展的规律不符，产生了很明显的副作用。这其中的逻辑在于很多符合 IPO 标准的公司都是一些业务模式较为成熟的公司，它们有盈利，有正的现金流，但发展空间已经比较有限了，有点“夕阳无限好，只是近黄昏”的味道。还有一种极端情况是这样的上市标准无形中在鼓励 IPO 企业“不择手段的冲业绩”，因此我们经常看到在 A 股中会看到不少企业为了上市拼命粉饰业绩，上市成功后这些企业的业绩往往又急转直下，出现新股“变脸”的现象。

与此相反，一些新兴公司处于高速发展期，要么在投资抢占市场份额，要么在拼命研发以树立竞争优势，这样的企业往往赚的少、花的多，在运营中存在亏损和负的现金流，但这些公司往往存在较大的发展空间，未来的盈利能力可能非常强。这方面的一个典型例子就是在美国上市的中概股京东商城，从 2011 年到 2017 年，京东商城每年都在亏损，但其营业收入增长很快，2011 年约为 34 亿美元，2017 年已涨至约 555 亿美元。由于京东商城的营收增长很快，因此其获得了美国资本市场的认可，于 2014 年成功在纳斯达克上市。

多年以来，中国的新兴公司，尤其是互联网领域的新兴公司，都是依靠外资来筹集资金。无论是阿里巴巴，还是腾讯，都是在海外风险资本的哺育下长大，最后又在海外资本市场上市。这些公司今天已经成为了世界级的巨无霸公司，2018 年 5 月 23 日，阿里巴巴的市值高达 4954 亿美元，腾讯的市值高达 6053 亿美元（根据当天汇率折算），而全球市值最高的公司——苹果公司的市值也只有 9199 亿美元。

为什么那么多的优秀中国公司要远赴海外上市？这些公司的业务主要在中国，中国投资者无疑更熟悉这些公司的运作模式，给出的估值一般也会高于海外资本市场，那么为何要舍近求远呢？这其中有一个重要的原因就在于很多海外的资本市场实行的是注册制，只要 IPO 公司披露的信息真实准确就基本上拥有了上市资格，公司最后能不能上市则取决于其有没有足够的投资者愿意参与投资。这样一来，IPO 企业不需要弄虚作假，也不需要粉饰业绩，只要能够说服投资者接受其经营模式并谈妥一个 IPO 价格即可，因此我们看到大量“亏损”的中国公司在海外上市，甚至获得投资者的追捧。

实际上，我们也可以想想，上市是一件有成本的事情，要请会计师、律师和券商来进行各项专业准备工作，这都会产生不菲的费用，假如是一个盈利很好的公司，那么它为什么要去付这么高的成本上市融资呢？使用自有资金不是更好吗？从经营的角度来看，要融资的恰恰是那些缺钱的、“亏损”的公司。从这点上说，A 股在资源配置上出现了错配。

金融是现代经济的核心，它的作用就在于将资金分配到效率最高的领域去，使得经济体可以更快的发展。假如获得资金的领域并非效率最高同时也最缺钱的企业，那么这种资本市场无疑是需要改革的。

多年以来，有不少有识之士都在呼吁中国的资本市场应该从核准制改为注册制，但遗憾的是时至今日我们对此仍然瞻前顾后、停滞不前。根据媒体报道，按照原定日程安排，2018年2月28日之后A股市场本应开始实行注册制，但在2月23日，证监会主席刘士余提请将相关改革延期两年至2020年2月29日，该提议后获得全国人大常委会的通过，这意味着注册制改革在只缺临门一脚的时刻又缩了回去。对此，前央行副行长、现全国人大财经委副主任委员吴晓灵表示遗憾，其认为实行IPO注册制根本不需要再推迟两年。

笔者完全赞同吴女士的观点。大家都知道中国的金融体系需要改革，但有些地方共识多，有些地方共识少，IPO从核准制改为注册制恰恰是一个共识较多的地方。既然我们想提高经济效率，在未来用更少的投入获得更多的产出，不断提高经济发展的质量，那我们为何还要在注册制的问题上犹豫那么久呢？这么小的一个东西都改不了，那么更大的改革，例如银行体系的改革，又从何谈起呢？千里之行始于足下，笔者希望决策层加快IPO注册制改革，至少不要等到2020年又要推迟注册制。假如那样的话，注册制的改革承诺就可能沦为一句空话，受害的最终是中国的优秀公司、中国的投资者和中国经济。

以上就是笔者对本月BCI的短评，如有其他疑问，请联系我们，联系方式刊登在本月数据报告的末尾，谢谢。

作者系长江商学院经济学教授

BCI项目领导人

2018年5月23日