

# 解读新“国九条”：逻辑、意义与工作重点

国务院4月12日印发的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(以下简称《意见》)备受市场瞩目,被称为新“国九条”。

和前两次“国九条”相比,本次《意见》主要展现了三大特点:一是资本市场建设重心聚焦在权益市场;二是政策抓手从市场培育转到提升上市公司质量上来;三是特别重视保障中小投资者权益和资本市场投资获得感。从这些政策着力点可以看出,政府意在打通权益市场资金的需求端和供给端,来更好助力新质生产力发展,服务国家重大战略。

## 立足权益市场 打通资金需求端与供给端

权益市场是新产业、新业态、新技术的重要融资渠道,对于现代化产业体系建设具有重要意义。截至2023年末,A股总市值为77.6万亿元,而银行业金融机构总资产超400万亿元。虽然其规模为权益市场的五倍多,但由于银行系统本身的风险偏好等原因,相对高风险的科技创新企业获得的信贷资金支持力度有限,股权融资成为更优选择。因此,本次《意见》立足权益市场,在资金的需求端,着力提高上市公司质量,优化上市公司结构,助力经济转型。

而在资金的供给端,政策意在通过让更多广大投资者分享资本市场发展的成果,来进一步提振市场信心。在《意见》总体要求中,三次提及“人民”一词。这不仅是因为金融为民的政治理念,也是因为,我国股票市场中,个人投资者占比最高,保障中小投资者也是保证市场资金供给和流动性的重要一环。虽然近年A股市场机构投资者持

股和交易占比稳步上升,个人投资者交易仍占比60%左右;而且个人投资者账户数超过2亿户,接纳了很大一部分人民群众的财富管理需求。因此,为了服务好资金供给端,本次《意见》也特别强调,加强监管防范风险,保障中小投资者合法权益,提高股息率,加强现金分红监管,引导公募基金的投资回报导向,提高人民群众的获得感。

## 以企业为核心 培育市场生态

上市公司作为投资标的,是资本市场的基石,其质量直接影响着股票市场的高质量发展。因此,本次监管体系也以企业为核心,压实企业责任,着力从上市准入、已上市企业监管到退市制度各环节,严把上市公司质量关。

上市准入阶段,不仅上市门槛提高,增加监管检查抽查力度,从源头把控上市公司质量,而且以此为契机,进一步优化上市公司结构。对于最近一年净利润的最低上市标准,主板准备从6000万元提高到1亿元,创业板提高到6000万元,而科创板和北交所的财务条件维持不变。如此一来,板块层次不但更鲜明,而且还能促进市场资源更多配置到科技创新等重点领域。

而对已上市企业,不仅要持续保证信息披露的真实性和准确性,杜绝财务造假,《意见》还要求上市公司在提高投资价值、降低投资风险各方面,做出更多努力。在市值管理方面,2014年的“国九条”中,仅提出要“鼓励上市公司建立市值管理制度”;而本次《意见》则直接要求监管部门制定相关指引,并研究将市值管理纳入考核评价体系,态度更加坚决。在减持规则方面,《意见》进一步完善大股东减持规则,防范绕道减

持,通过规范大股东行为,来保护中小股东利益。

另外,《意见》还首次对上市企业提出了分红要求,将投资回报主要以买卖价差为主,转向股价增值、股利分红甚至回购注销等方式并举,以提高股东回报的稳定性和可预期性。在具体规则设置中,也注意避免“一刀切”,因地制宜地对不同板块和不同生命周期的企业进行差异化处理。证监会特地对此进行额外说明,对于科创板和创业板研发强度大或研发投入大的企业,可以豁免未达到分红条件的企业被ST。此外,《意见》也支持企业通过并购重组增强实力,提升内在价值。

退市制度更加丰满,不仅严格强制退市标准,而且明确将完善相关政策,进一步开放主动退市的通道。此次的配套政策明确,上市公司可以通过要约收购、股东大会决议等方式私有化,向香港等成熟资本市场看齐;同时支持上市公司之间的吸收合并,鼓励头部公司立足主业对产业链上市公司进行产业整合,做大做强。对比2014年“尊重企业自主决策”的自由市场思路,本次更强调资本市场服务实体经济,避免盲目扩张。在此过程中,也着力加强重组和收购监管,削减“壳”资源价值。综合来看,《意见》对产业并购乃至上市公司之间沿产业链的整合不吝支持。

## 加强监管 提升资本市场治理能力

另外,打造良好的资本市场生态,《意见》也必然要对市场的各方参与者提出新要求。对于中介机构而言,强调其“看门人”的职责,降低企业与市场之间信息不对称,把好准入关。尤其是对证券公司的要求和监管趋严,强调其功

能性而非盈利性。另外,机构投资者是市场长期稳定资金的重要来源。鼓励公募基金、指数基金、保险资金、社保基金、银行理财等长期资金进入市场,不仅能减少类似去年8月以来的股市波动,而且其投资策略对于上市企业也有一定的甄别筛选作用,有利于龙头企业的平稳健康发展。

最重要的是,《意见》还展现了监管层自成体系的系统思维和刀刀向内的改革决心。早在今年3月份,证监会就已制定出台了四份文件,分别就上市准入、上市公司监管、证券公司和公募基金监管,以及证监会系统建设,做出了探索。《意见》发布当日,证监会还发布了加强退市监管的配套政策文件,并且对6项具体制度规则公开征求意见,展现了一个完备的“1+N”监管政策体系。这些政策文件组合的背后,其实隐含着一个完整自洽的逻辑链条,有助于系统性地提升资本市场治理能力的现代化水平,营造良好市场生态。当然,监管是工具而非目的。在监管体系的实际建设中,有关部门也应认真思考,如何将中国国情同资本市场的一般规律相结合?在执行细则中,我们也应谨防对企业经营层面问题的过度行政干预,抑或政策意图在实际落地中的扭曲风险。

总而言之,中央金融工作会议上提出“金融强国”的奋斗目标,其关键在于“强”,而非“大”。因此,我们希望此次系列政策的推出,能推动改善当前市场出现的制度机制问题,助力中国特色资本市场建设,为国家经济结构转型与升级服务。

(作者黄生系中欧国际工商学院金融学教授、中欧企业与资本市场研究中心主任;孙溪系中欧国际工商学院助理研究员)

# 多家公司获机构扎堆调研 医美龙头备受关注

证券时报记者 李曼宁

本周(4月15日至19日)大盘震荡向上,一度摸高至3100点,最终全周收涨1.52%至3065.26点。其他A股核心市场指数中,红利指数以4.59%的周涨幅领跑,万得微盘股指数则大跌超过12%。

行业表现上,家用电器、银行、煤炭(申万一级)行业涨幅居前,综合、社会服务、商贸零售走势相对较弱。热点概念上,“中字头”央企、低空经济等板块表现活跃。

尽管市场情绪升温,但受财报披露窗口期因素影响,本周机构调研热度仍处于低位水平。Choice数据显示,截至4月19日19时,近120家A股公司周内接待机构并披露了调研记录。

不过,本周高人气调研标的涌现。华东医药、乐歌股份、大华股份、银轮股份、三只松鼠、伊之密等18家公司接待了百家以上机构。

从披露调研的机构家数维度,医美龙头公司华东医药周内最受青睐。4月17日晚间,华东医药发布了营收和利润均创公司历史最好水平的年度成绩单,次日,中欧基金、高毅资产、华夏基金等近300家机构参加了该公司的业绩交流会,机构和个人投资者合计446人。

财报显示,华东医药在医药工业、医药商业、医美和工业微生物四大业务板块多点发力,2023年全年实现营业收入406.24亿元,同比增长7.71%;实现归母净利润28.39亿元,同比增长13.59%。公司还加大回馈股东的力度,2023年拟向全体股东每10股派发现金红利5.8元(含税),累计派现约10.18亿元,2024年公司还将计划中期分红。

值得一提的是,华东医药医美板块继续保持快速增长,合计实现营收24.47亿元(剔除内部抵消因素),同比增长27.79%,创历史最

好水平。此外,华东医药的全资子公司英国Sinclair在去年首次实现年度盈利。在最新业绩交流会上,医美业务也是上市公司与机构投资者交流的重点。

谈及今年医美业务的规划,华东医药表示,今年公司将继续强化核心产品Ellansé在国内再生填充市场影响力,同时继续做好射频治疗仪“芮艾瓊”和功能性肤色管理仪酷雪等能量源设备的市场推广。海外团队也将继续积极拓展旗下医美注射填充类及EBD类产品的全球市场销售,医美板块今年的整体目标是继续保持稳健增长。华东医药还称,将积极推进更多高端医美产品在国内外外的注册上市进程。光学射频治疗仪V20的注册申请于2023年9月获得国家药监局审评中心受理,有望于2024年在内获批上市;面部皮肤管理设备Prème DermaFacial有望于2024年在中国上市。此外,新型高端含利多卡因注射用透明质酸钠填充剂Maili Extreme中国临床试验顺利达成主要研究终点,预计于2024年第二季度递交国内注册申请。

此外,华东医药去年产品管线布局不断取得重要进展,开始进入收获期:利拉鲁肽注射液糖尿病、肥胖或超重适应症相继获批上市,是国内首个获批上市的利拉鲁肽生物类似药。

就市场关注的利拉鲁肽预期,华东医药表示,公司利拉鲁肽注射液上市以来销售势头良好,该产品两个适应症在院内、院外零售及互联网市场同时拓展,2023年该产品的销售达到了预期,公司预计该产品2024年销量较去年将大幅度提升。

二级市场上,华东医药本周股价上涨8.62%,现价31.50元/股,该股年内则整体下跌了24%,当前总市值约553亿元。

## 机构投资者去哪儿

# 微盘股波动加剧 多只权重股创新高



证券时报记者 黄翔

本周,在新“国九条”发布后A股迎来震荡调整,截至4月19日收盘,沪指报收于3065.26点,周涨幅1.52%。创业板继续走低,创业板指数周跌幅0.39%,创出3月以来最低收盘点位。

从本周股指走势来看,新“国九条”的发布对市场影响显著,投资者对政策解读的差异也造成了市场明显波动。4月15日,大盘指数在利好催化下集体上涨,但小盘股却被大幅杀跌,大小盘产生剧烈分化。数据统计,4月15日上证指数上涨1.26%,而中证2000指数下跌4.07%,4月16日后者再度下跌7.16%。

对此,市场解读为与新政中加大退市监管以及分红政策有关,此后监管层及时做出回应澄清,表示退市监管没有也不应该预设数量,并且本次新规针对的是有能力分红但分红比例持续偏低的公司,市场有解读说不分红就退市,是一种误读。

受此消息提振,4月17日小盘股强势反弹。截至4月19日中证2000指数下跌约4.9%,微盘股指数下跌

12.12%。对此,券商机构分析认为,微盘股走势对经济环境以及市场情绪较为敏感,当发生风格急速轮动时,投资者可能会迅速从微盘股撤离,从而会引发潜在的流动性风险和集体踩踏风险。

由于新“国九条”对于分红率给予了更高的关注度,市场投资者加大了分红率在投资考量因素中的权重,在新政发布后的本周交易日,银行、煤炭、央企等概念股票涨幅较为显著,高股息、周期、权重股在当前市场风格中占到优势。

本周权重股表现得较为抢眼,其中几只万亿市值龙头股股价创下新高。4月19日,中国石油在盘中最高达到11.06元/股,中国海油盘中股价摸高31.10元/股,中国银行盘中涨至4.74元/股,均刷新各自股价历史新高。此外,本周内还有紫金矿业、洛阳钼业、赛轮轮胎、宇通客车等多只大市值权重股也创下历史新高,行业板块主要集中在有色金属、机械设备、交通运输、汽车、石油石化板块。

本周,低空经济、固态电池以及绩

优股也是备受关注的热门题材。

近期,低空经济再迎密集利好,日前发改委表示,低空经济是新质生产力的典型代表,积极稳妥推动低空经济发展意义重大、前景光明。工信部也发声,积极培育低空经济领域高技术企业加速低空智能技术攻关和模式创新,此外,苏州召开低空经济产业推进大会,出台相关产业政策,也收获较高关注度。在个股方面,中信海直5天4板,中衡设计、威奥股份3连板,安达维尔2连板,其他低空经济概念股也维持较高的活跃度。

当前正值年报季,截至4月19日,A股共2166家上市公司正式发布年报,196家正式发布一季报。从近期来看,市场资金扎堆布局绩优股,业绩好的板块持续大涨。4月17日中信银行收获涨停,此后一日再度涨超9%。受此带动,一众白马股集体飙升,其中保险板块的新华保险、中国人寿,家电行业的美的集团、海尔智家等均收获上涨。

券商研报认为,在资本市场制度优化的背景下,大盘绩优股和顺周期板块显现出强劲增长势头,大盘绩优股的市

场竞争力得到加强,而顺周期板块则展现出较强的抗风险能力。

展望后市,券商机构认为新“国九条”对A股的中长期健康发展带来利好。新“国九条”以“严”字当头,上市公司加快优胜劣汰步伐,资本市场资源配置效率有望大幅提升。

天风证券表示,新“国九条”重在厘清资本市场发展的规则,对危害资本市场健全发展的风险加强监管。新“国九条”以及后续配套细则的落地,有助于资本市场整肃乱象、重塑价值,增强资本市场的内在稳定性,上市公司质量有望进一步提升,资金结构更合理,基础制度更完善,市场调节机制更有效,专业服务更优质,监管执法更严格,A股也能更好支持实体经济与回报投资者。

中信证券认为,新“国九条”落地,新一轮资本市场“1+N”政策体系框架逐渐清晰,改革重心转向投资端,着力提高上市公司质量和投资者回报,夯实中国资本市场中长期健康发展的坚实基础,政策短期更有利于大盘风格和红利策略。

# 强化退市制度 打造健康市场

在2004年和2014年,国务院先后两次出台资本市场指导性文件,被市场称为“国九条”。10年之后的2024年,新“国九条”发布,其对资本市场必将产生深远的影响。

近10年来,国内资本市场取得了长足发展。随着科创板开板和北交所开业,以及全面注册制的实施,为不少创新型科技企业登陆资本市场提供了条件,这方面的成就有目共睹。

不过,由于市场体系以及市场参与者不够成熟,加上缺乏有效的约束机制,让一些不符合上市条件的企业进入市场,甚至有些企业在发行过程中还存在欺诈行为。虽然这只是个别情况,但对市场的危害性很大。科创板、北交所都已经推出几年,但表征它们走势的几个关键指数都还低于启动时的位置。尽管其中原因很复杂,但相关板块中高质量公司不多,也是重要的影响因素。一个大而不强的股市,并不符合投资者的利益。如何化解上市公司质量不高的问题,回应投资者的关切,成为当前市场发展中一个绕不过去的问题,也是新“国九条”需要着手解决的问题。

新“国九条”中,一个很重要的看点就是强化退市制度,明确“应退尽退”的原则。因为只有对上市公司严监管,把不符合上市条件的公司强制退市,才能有效地提高市场质量。以往,国内证券市场也有退市制度,并且设计了有关退市的财务类、交易类等指标。此次公布的“国九条”,不但收紧了部分标准,同时对于财务造假、会计师无法出具标准审计报告、大股东占有公司资产且不予改正等多项违法情形,以及市值偏低影响流动性

的情况,都确定为可能触发退市的要件。那些长期经营不善、不进行有效的市值管理、财务混乱、损害中小股东利益的公司,就面临退市风险。

新“国九条”中有关退市政策的落地,部分存在问题的公司将面临整改的压力,部分公司还可能因此退市。不管最后有多少家公司退市,这会促使上市公司主动规范自身的行为,努力提高经营水平,从而不断提升对广大投资者的回报。

上市公司如果被强制退市,对于公司的股东,尤其是中小股东来说,很可能会因此遭受一定的损失。这就需要监管部门做好投资者保护工作,譬如对于存在欺诈上市、不按标准披露信息等严重损害投资者利益的公司,要严厉追究其大股东及实际控制人的责任,并且对投资者做出相应的赔偿。如果有中介机构存在违规行为,就要追究其连带责任,并且按先行赔付的原则进行善后处理。如果有人出于投机的目的,在明知存在重大风险的情况下仍然执意追高,参与炒作,那么只能依据买者自负的市场规则,自己吞下这个苦果。虽然不是大家都愿意看到的结果,但是从维护市场长期健康发展的角度来说,是无法回避的。

一个健康的股市,需要不断有新的公司上市,同时也要淘汰一些不再符合上市条件的公司,通过吐故纳新、优胜劣汰,保持蓬勃的生机。在这方面,强化退市制度是必要的前提。我们相信,新“国九条”有关退市政策的落地,对打造一个健康的证券市场,必将起到积极的作用。

(本文作者桂浩明)