



# 以韧性能力建设为核心促进上市公司高质量发展

张鹏 施美程

**摘要：**上市公司是中国经济重要的微观构成，其高质量发展是经济高质量发展的基础和底色所在。在内外环境变化导致的百年未有之大变局情势下，上市公司高质量发展表现为其韧性能力所映射的微观主体转型和转危为安、化危为机的培基、升级动力。本文通过使用2019—2021年上市公司数据，分析韧性能力建设对上市公司高质量发展的重要促进作用。研究发现，上市公司业绩韧性不断增强，企业成长与质量相配性提高，实现了企业安全与效率、抗风险与促转变相统一；从上市公司规模韧性和质量韧性收敛分化中可以看出行业轮动潜在趋势，有利于进一步明确行业赛道特征和未来投资重点；中国多层次资本市场体系改革与开放蹄疾步稳促进了全生命周期下不同企业韧性能力建设，为更多韧性足、竞争力强的优质微观主体脱颖而出奠定基础。

**关键词：**韧性能力 规模韧性 质量韧性 上市公司高质量发展

## 引言

国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》（国发〔2020〕14号）指出：“上市公司是资本市场的基石。提高上市公司质量是推动资本市场健康发展的内在要求，是新时代加快完善社会主义市场经济体制的重要内容”。显然，上市公司质量作为其发展内核，不仅关乎上市公司高质量发展，更与资本市场高质量发展与宏观经济高质量发展紧密相关。在疫情冲击以及国际地缘政治冲突所致的百年未有之大变局背景下，包括上市公司在内的各类

市场主体经历了冲击与考验，上市公司只有在“压力”下突破生存瓶颈、路径依赖瓶颈和进入新的内生增长渠道才能实现凤凰涅槃和开启第二次增长曲线，这就是其韧性能力的集中体现。

从学理上说，韧性（Resilience）一词最早由Holling（1973）在生态学领域提出，主要反映生态系统在遭遇自然或人为干扰后恢复原状或自我修复的能力。后来，韧性概念逐渐步入经济学研究范畴（Tomkins，2007），特指经济系统在遭受不同供给和需求冲击下重新恢复至均衡

张鹏，中国社会科学院上市公司研究中心副主任、中国社会科学院经济研究所副研究员；施美程，天津社会科学院数字经济研究所副研究员。本研究得到国家社会科学基金一般项目“人口老龄化影响产业结构的机制、效应与对策研究”（批准号：20BRK026）的资助。文责自负。



的状态 (Martin, 2012; 王永贵和高佳, 2020; 刘晓星等, 2021)。在遭受内外部冲击等特殊背景下, 上市公司发展韧性一方面体现为上市公司在面对冲击时的抵抗能力和恢复能力。企业原有发展轨道受到外界扰动冲击后, 偏离原有的均衡状态, 企业韧性即体现为系统自我修复以逐渐恢复到原有状态的能力, 本文将其称为固有韧性或规模韧性。上市公司固有韧性强弱取决于经济系统遭受冲击强度、消费者弹性、生产灵敏度等多种因素。

另一方面, 韧性不仅是经济体系面临冲击从而保持原有均衡状态的能力, 即保持经济系统结构和功能稳定性的能力, 还特别强调上市公司在遭受干扰后所普遍具有的动态自我调整能力 (Davoudi et al., 2012; 苏杭, 2015), 文献将这种动态调整和自适应能力称为适应性韧性或质量韧性。适应性韧性突破了传统单一均衡论的观念, 说明经济系统有可能在冲击后自身适应改进重组后进入一种或多种其他的发展路径, 使得经济系统有着多重均衡。由此及彼, 站在上市公司微观主体看, 上市公司适应性韧性不仅是上市公司面对冲击时的抵抗恢复能力, 也是一种改进重组自身结构转向其他发展路径的能力; 既强调企业可以依靠固有韧性恢复至静态均衡, 又突出企业是一个主动从外界获取新信息不断学习改进以调整外生干扰适应系统 (强调适应性韧性和创新能力) 的动态演化过程。

基于此, 本文通过研究在内外部冲击

特殊背景下上市公司短期业绩增长趋势与波动情况, 发现上市公司周期波动中结构变化的潜在趋势, 一方面强调内外部冲击下上市公司增长恢复甚至突围的规模化发展进程, 另一方面更突出上市公司创新能力为代表的提高过程使其发展进入新的增长路径可能。

### 上市公司业绩韧性不断增强

上市公司业绩韧性不断增强, 企业成长与质量相配性提高, 实现了企业安全与效率、抗风险与促转变相统一。业绩是上市公司价值创造之母。内外部冲击下上市公司业绩无疑会受到影响, 那么从疫情之初至今的恢复能力就成为企业成长能力、抗风险能力的重要衡量。通常而言, 在内外部冲击下, 最先受到影响的是由于需求下降而导致的营业收入下滑, 在营业收入遭受冲击后企业也会通过削减成本、优化流程管理来降低营业成本与费用, 但随着时间的流逝最终会对业绩成长造成负面影响。根据Wind统计, 从2020年和2021年两年营业收入平均增长率看, 多数行业上市公司已经摆脱疫情冲击负面影响, 营业收入实现了较快增长, 展现了中国上市公司主体韧性足、动力强的特征。具体而言, 与疫情前相比, 营业收入增幅达到50%以上的有有色金属和电力设备两大行业, 这与中国绿色能源版图快速扩容和新能源技术快速发展密切相关。处于30%~50%增幅的行业主要有农林牧渔、基础化工、钢铁、电子、轻工制造、公用事业、交通运输、建筑装饰、煤炭等行业, 上述大致可以



划为能源、工业、非日常消费、公共服务等在疫情初期受冲击较大的行业，这表明中国上市公司主体在应对不确定性风险方面具有极强的韧性，能够在短期内灵活应对复杂多变的市场环境，较为从容地实现企业柔性生产与实际经济周期相匹配。增幅低于20%的代表性行业主要有食品饮料、医药生物、房地产等受疫情冲击影响较大的刚需特征行业，不过社会服务和商贸零售行业营业收入增幅仍然为负，上述行业遭受疫情反复冲击较大使得其仍然没有恢复至疫情前行业发展的平均水平。

为了进一步从质量上分析各行业上市公司价值创造能力恢复变化情况，我们使用整体法计算各行业净资产收益率来反映行业内上市公司平均价值创造能力变化。纵向对比看，2019年可以作为疫情前平均水平，净资产收益率为负的有通信、传媒和综合等行业，前三高的分别为食品饮料、家用电器和建筑材料等行业。但从2020年和2021年平均看，包括基础化工、传媒、通信在内的多个行业实现了净资产收益率保持稳定或不断提高，从变化趋势可以得知上述行业变化对疫情冲击一定程度“免疫”，是韧性强的行业（表1）；

遭受疫情冲击但快速恢复的行业包括钢铁、家用电器、轻工制造、交通运输、银行、建筑、材料、通信、美容护理和煤炭等九大行业，上述行业主要还是集中于非日常消费品类，在疫情冲击到来之时消费弹性急剧变化，但随着外部冲击减缓和消失其发展趋势便能恢复，是韧性一般的行业；遭受疫情冲击最明显的无疑为社会服务、商贸零售、综合等行业，净资产收益率仍然为负，为韧性较弱行业。

虽然多数行业上市公司在经历疫情等外部冲击下仍然实现了数量（营收）和质量（净资产收益率）提高，但数量增长与质量提高并不完全同步。为此，我们计算上市公司数量与质量相配性指数来分析疫情后数量增长是否带来质量同步改善，通过计算相配性一方面可以考察疫情冲击后固有韧性恢复情况，另一方面还可以考察适应性韧性变化情况，以便分析上市公司将外部冲击化危为机和重新实现更高增长路径的可能。我们根据2020—2021年各行业上市公司营收增长率来获取其排序值并将其作为上市公司成长指数，并计算2019和2021年ROE的排序值作为质量指数，图1中左图为2019年上市公司成长与质量的

表 1 行业韧性划分

	韧性强	韧性一般	韧性差
行业分布	基础化工、有色金属、电子、汽车、纺织服饰、医药生物、电力设备、机械设备、国防军工、传媒、通信、环保、食品饮料、计算机、建筑装饰	钢铁、家用电器、轻工制造、交通运输、银行、建筑材料、煤炭、石油石化、美容护理	农林牧渔、商贸零售、社会服务、综合

资料来源：Wind。

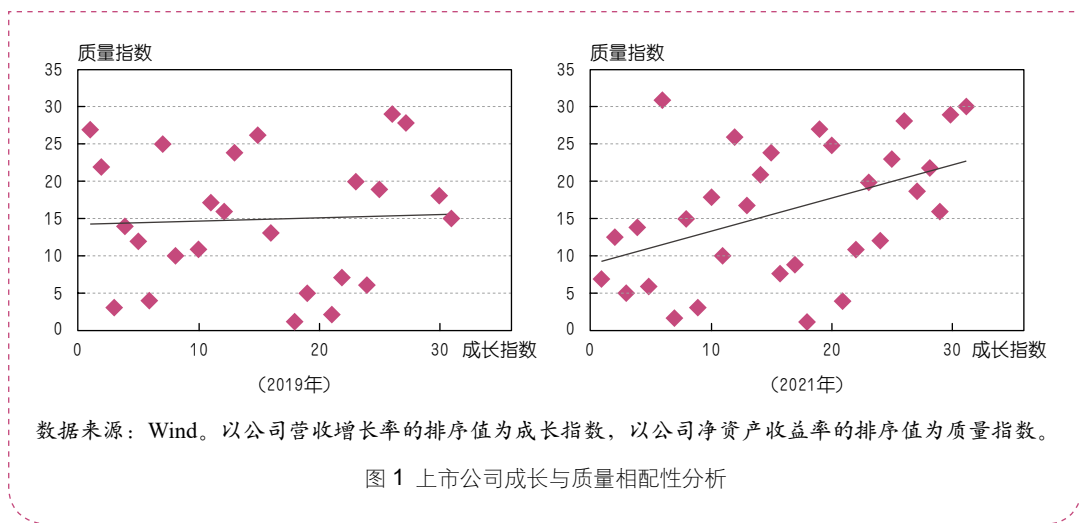
散点和拟合图，右图为2021年上市公司成长与质量的散点和拟合图，可以发现相较于2019年，上市公司数量扩张与质量改善相配性获得提高，说明上市公司固有韧性改善的同时适应性韧性获得提高，新技术、新模式和新思维快速应用，不断迭代新的增长路径。

### 上市公司韧性变化折射行业潜在轮动趋势

上市公司规模韧性和质量韧性收敛分化中获得行业轮动潜在趋势，进一步明确行业赛道特征和投资重点。上市公司微观主体韧性变化映射着微观主体转型甚至宏观经济结构转型的细微信息，反映了上市公司主体在百年未有之大变局的宏大叙事背景下转危为安、化危为机的培基、升级能力，这也提示我们可以从韧性变化特别是固有韧性恢复和适应性韧性培育中前瞻行业轮动特征，及时捕捉行业赛道特征和

投资重点。我们将从上市公司韧性变化分析和研判行业轮动潜在趋势，选取营收、资产变化情况加总构建行业规模韧性变化指数以反映上市公司固有韧性变动，而从营业利润、净利润等变化情况加总构建行业质量韧性变化指数以表征上市公司适应性韧性变动。进一步将规模韧性指数一分为二从低到高列为低成长和高成长两种情况，将质量韧性指数一分为二从低到高划为低价值和高价值两种情况。然后，依据行业规模韧性和质量韧性差异性变化可以对行业轮动进行分析。例如，从低成长低价值向高成长低价值转化可以发现哪些行业将会占优，类似于经济周期分析框架下美林时钟特征。

图2为根据Wind行业分类计算了规模韧性和质量韧性变化情况下，不同行业配置差异的产业轮动钟，总体而言疫情以来固有韧性和适应性韧性同步获得提高（高成长和高价值）的有材料、工业和信息技术，固有韧性和适应性韧性同时降低（低





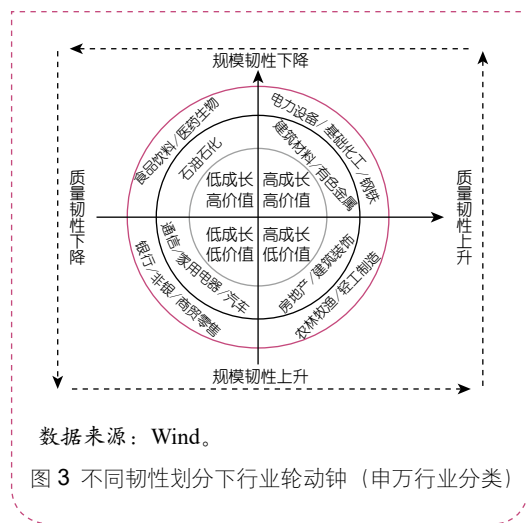
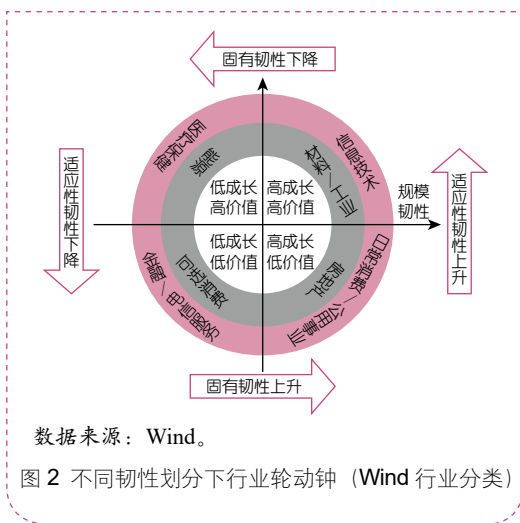
成长和低价值)的有可选消费、金融和电信服务,固有韧性提高和适应性韧性降低(高成长和低价值)的有房地产、日常消费和公用事业,固有韧性降低和适应性韧性提高(低成长和高价值)的有能源和医药生物。图3进一步根据申万行业分类计算,处于高成长高价值的主要行业有建筑材料、化工和电力设备等,处于低成长低价值的主要行业有金融、通信、汽车和家电等,处于高成长低价值的主要行业分布有房地产、建筑装饰、农林牧渔等,处于低成长高价值的主要行业有石油石化、食品饮料和医药生物。总体而言,无论是Wind行业分类还是申万行业分类,在规模韧性和质量韧性收敛分化的区间划分中行业分布具有较高的一致性。

## 多层次资本市场体系建设增强上市公司发展韧性

蹄疾步稳推进中国多层次资本市场体

系改革与开放,促进全生命周期下不同企业韧性能力建设。近年来面对复杂严峻的经济金融形势,金融韧性也开始进入我国金融政策,“增强金融体系韧性”“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”等被反复强调。金融韧性并非等价于金融稳定,而应从周期发展和功能属性两个角度来综合理解,包括常规时期的风险管理和金融服务能力、风险时期的损失吸收和功能保障能力两个方面。换言之,金融韧性是金融风险防控、金融功能发挥、金融改革创新相互协调、相互推进的产物,建立完善的金融生态才能将风险管理、金融服务与金融改革相互统一起来,而建立金融生态从中国目前而言最主要的还是多层次资本市场体系建设,其内涵与促进全生命周期下不同类型企业韧性建设要求具有内在一致性。

上市公司的发展壮大与资本市场密切支持密不可分,但在国内经济下行、城镇





化放缓、人口老龄化等冲击下，多数龙头企业也面临增长曲线扁平化担忧，二次增长和转型更需多层次资本市场体系支持。目前，成熟企业发展壮大过程与多层次资本市场金字塔体系顶部支持密切相关，主板等成熟市场板块为成熟企业第一次快速增长提供了高强度、高密度支持，规模化、集中化和龙头化便是集中体现。而广大中小企业继续发展壮大却要依赖多层次资本市场金字塔体系基座，通过基座发掘细分领域、专业化领域优质市场主体和前沿性、颠覆性技术，为中小企业实现规模报酬递增、范围经济扩大和第一次增长曲线开启奠定基础。

当前，中国多层次资本市场逐步建立，形成了5层次的交易市场，包括主板市场、双创板块(创业板和科创板)、新三板市场、各地方股权转让系统，加上产业基金、PE（私募股权基金）、VC（风险投资基金）、天使投资形成了覆盖企业从萌芽、初创、成长和成熟等不同时期融资支持的渠道，多层次资本市场在支持传统经济形式转型及新兴经济形态成长过程中正发挥着越来越重要的作用。多层次资本市场的形成，直接促进了企业的转型和融资，特别是有利于缓解中小企业的融资难融资贵问题，切实推动中小企业转型升级，充分发挥资本市场推动公司的转型与创新的关键作用。

此外，中国资本市场改革与开放步伐不断加快，长远来看，资本市场改革与开放除了促进市场自身制度完善和功能完备

外，最重要的还是能带来增量资金和重组市场投资者结构。资本市场的健康发展长期来看需要一批看好中国经济、与中国优质上市公司共进的价值投资者，通过资本市场完善来促进上市公司竞争力提高，增强上市公司发展韧性，从而更大程度规避周期和外部冲击的负面影响，其带来的结果便是持续吸引投资者进入、持续为投资者创造价值。随着金融开放步伐的加快，以沪港通、深港通等QFII为代表的外资持股A股的比例显著增加，并且其投资标的的基本为市场中韧性强、潜力足的优质企业。2014年11月17日沪港通开通以来，北向资金累积净买入只有121亿元，而截至最新的2022年12月29日，北向资金累积净买入总额为17 245亿元，快速增长的背后反映了外资对中国优质资产的青睐，也是中国企业韧性强、竞争力足的表现。

## 结论

上市公司是中国经济重要的微观构成，上市公司高质量发展能力对于资本市场高质量发展和宏观经济高质量发展具有重要的影响。在疫情和外部环境双重冲击下，中国上市公司虽然也不同程度的遭受冲击，但总体而言显示了比较强大的抗冲击和伸张力，一方面多数企业多数行业固有韧性得到恢复，企业发展重新进入冲击前原有发展轨道，产业链、供应链保持稳定、自控和安全；另一方面，中国上市公司适应性韧性能力得到提高，冲击修复过程也使得企业达到新的均衡，第二次增长



曲线得以开启, 以企业价值创造能力和创新能力为代表高质量发展路径得到验证。随着中国资本市场改革开放步伐加快, 中国多层次资本市场体系将为支持企业高质量发展和全生命周期下企业韧性能力建设提供重要支撑。[N]

学术编辑: 曾一巳

#### 参考文献:

- [1] 刘晓星,张旭,李守伟.中国宏观经济韧性测度——基于系统性风险的视角[J].中国社会科学,2021(01):12-32+204.
- [2] 苏杭.经济韧性问题研究进展[J].经济学动态,2015(08):144-151.
- [3] 王永贵,高佳.新冠疫情冲击、经济韧性与中国高质量发展[J].经济管理,2020,42(05):5-17.
- [4] Davoudi S,Shaw K,Haider L J,et al.Resilience: a bridging concept or a dead end? "Reframing" resilience: challenges for planning theory and practice interacting traps: resilience assessment of a pasture management system in Northern Afghanistan urban resilience: what does it mean in planning practice? Resilience as a useful concept for climate change adaptation? The politics of resilience for planning: a cautionary note: edited by Simin Davoudi and Libby Porter[J].Planning theory & practice,2012,13(2):299-333.
- [5] Holling C S.Resilience and stability of ecological systems[J].Annual review of ecology and systematics,1973: 1-23.
- [6] Martin R.Regional economic resilience,hysteresis and recessionary shocks[J].Journal of economic geography, 2012,12(1):1-32.
- [7] Tompkins J A.4 Steps to business resilience[J].Industrial Management,2007,49(4).

### Promoting High Quality Development of Listed Companies with Resilience Capacity Building as the Core

ZHANG Peng<sup>1</sup> SHI Meicheng<sup>2</sup>

(1. Institute of Economics, Chinese Academy of Social Sciences;

2. Institute of Digital Economy, Tianjin Academy of Social Sciences)

**Abstract** Listed companies are important micro-components of China's economy, and their high-quality development is critical to achieving high-quality economic growth. Under the unprecedented changes caused by shifts in the internal and external environment, the high-quality development of listed companies has been demonstrated through greater resilience capacity and the ability to turn crisis into opportunity. Using listed company data from 2019-2021, this paper analyzes the important role of resilience capacity building in promoting the high-quality development of listed companies. The paper concludes that the resilience of listed companies is increasing, and that enterprises are seeing a similar degree of growth and improvement in quality of their operations. It also concludes that enterprises are combining efficiency and resistance to competitive risk. Potential trends in industrial rotation can be seen from the divergences in resilience. This is conducive to further clarifying the extent of industrial competitiveness and determining the focus of future investment. The reform and opening up of China's multi-level capital market system has steadily promoted the building of resilience capacity of different enterprises and laying the foundation for more resilient and competitive high-quality micro-entities.

**Keywords** Resilience Capacity, Scale Resilience, Quality Resilience, High-Quality Development Of Listed Companies

**JEL Classification** E02 G18 G32