

深化改革 提升资本市场服务新经济能力

海通证券 李明亮 吴一萍 朱蕾

经过近30年的风风雨雨,中国资本市场已经成长为包含主板、创业板、新三板、区域股权交易市场在内的多层次体系,成为中国经济发展壮大和国内企业扩张成长的重要土壤。国际投资者对中国资本市场的认同感和参与度也高度提升,A股成为全球资本配置的重要组成部分。然而,中国经济结构正在发生深刻的变化,新技术、新产业、新业态、新模式不断呈现,新经济构成中国经济增长最快的板块,无数急需融资发展的新经济期盼着资本市场的甘霖。

如何扫除制度障碍,吸引包含“BATJ”在内的互联网企业,以及符合国家战略的智能制造、生物医药、生态环保等领域优秀企业到A股市场融资发展,是新时代赋予资本市场的重任。

优化发行制度 提升资本市场的包容性

其一,目前境内新股发行制度对拟上市公司财务指标、股权结构要求严苛,绝大多数新兴企业无缘A股。对拟上市公司的财务审核包括对收入、成本、经营过程,及公司持续盈利能力、资产质量等一系列项目的考核。因“持续盈利能力不足”被否决的企业数量占整个IPO否决量的一半左右。

另外,不少新经济公司若要实现A股上市,则存在红筹架构或是股权结构障碍,境内制度安排尚没有适当的口径可以突破,否则需要拆除红筹架构,所耗费的时间成本、沟通成本和税务成本均较高。因此,很多具有长期发展潜力,急待上市融资,但财务状况表现欠佳或股权结构面临障碍的新兴企业望而却步,一定程度上导致资本市场与实体经济结构的错配,无法更好地实现反哺服务功能。

其二,资本市场提供的金融服务暂未跟上经济结构调整的步伐。

目前我国产业结构正在发生变迁,新经济新业态正在不断涌现。从经济结构上看,消费和第三产业逐渐成为稳定经济增长的重要支柱,消费对GDP增长的贡献率从2010年的44.9%升至2017年的58.8%,第三产业对GDP增长贡献率从39.0%升至58.8%,而第二产业从57.4%降至36.3%。

从资本市场上看,我国金融类上市公司净利润占比从2010年的46.0%微升至2017Q3的51.6%,周期类从30.4%降至18.4%,消费类从10.4%升至14.5%,科技类从2.5%升至4.9%。在A股市场上以周期和金融为代表的传统产业占比仍远超消费和科技为代表的新经济方向,资本市场的结构发展滞后于实体经济。

因此,资本市场提供的金融服务急需跟上经济结构调整的步伐,新经济的发展需要发行制度改革。这样,中国资本市场才有能力孕育符合未来产业结构转型方向的新兴企业,新一批“BATJ”通过国内资本市场成长起来,全力推进中国经济转型升级。

其三,退市制度不完善,降低了市场对优秀新兴企业的吸引力。

截至2018年2月底,A股共有3497家上市公司,A股累计有95家上市公司因亏损和欺诈发行、私有化等因素退市。2011年以来,A股累计退市率为2.7%,2011年至以17年的年均退市率仅为0.16%。纵观A股市场年均退市率仍然远远比不上成熟市场的平均水平。据统计,新兴市场的年均退市率较低,如香港年均退市率为2%左右,英美资本市场在10%左右。

借鉴境外制度安排 提升服务新经济能力

2018年2月28日,360通过借壳江南嘉捷的方式,历经三年正式回归A股,市值超过3500亿。如果BATJ这些企业参照360私有化的方式实现回归,难度和资金成本问题十分突出。因此,要降低成本使得这些“独角兽”公司回归国内资本市场,同时让具有发展前景的新经济微观主体实现A股融资需求,必须要探索制度创新的突破。

(一)探索CDR的制度设计

CDR(转换股票存托凭证)是指已经在境外上市的公司将一部分已经发行的股票,托管在当地银行,由境内的存托行在A股市场发行凭证,在境



资料来源:海通证券研究所 Wind 资讯 香港交易所网站
海通证券研究所/制图 花瓣美素/供图 吴比较/制图

内A股上市,以人民币交易结算,供境内投资者买卖。存托凭证本身并不是新鲜玩意,在国外金融市场非常成熟,在美国、伦敦等海外市场已有数十年的历史,中国境内由于资本管制等原因,其涉及跨境交易的外汇管理、税收等方面存有障碍,尚未有机会登陆中国境内资本市场。

在我国《公司法》和《证券法》制约下,相对于私有化方式,以CDR制度设计疏通中概股的回归,优势较为明显。CDR能够保留红筹股既有的上市主体和股权结构,降低企业为拆VIE而付出的成本,这对“巨无霸”型公司来说是最有效的模式;可以规避拆VIE构架过程中难以绕开的换汇问题,减少对外汇管制方面的冲击。

尽管CDR的设计有利于“独角兽”的回归,但要在我国现有资本市场框架下推出CDR制度,还需要有几个关键项的疏通和“开口”。一是要实现基础股票与存托凭证的完全自由转换,需要特殊外汇政策安排,CDR和基础股票需要随时互通,投资者在任何时候把CDR交付存托银行,按照转换比率得到基础股票,反之亦然,而人民币不能自由兑换使两个市场CDR和基础股票之间的转换存在困难,所以需要给CDR外汇特殊政策,可以类似QFII、QDII划一类投资者参与,避开人民币自由兑换的障碍;二是CDR和主体公司分别位于境内外两个市场,异地监管需要跨越和协调法律法规的差异之处,比如,对创投股东是否需要遵守境内股票减持新规等法规要有相应的安排以避免法律冲突和监管的真空;三是由于其交易机制的特殊性,要对CDR交易的监管以避免成为投机炒作的工具。这些因素都要在推出前给予充分考虑。

(二)研究“双层股权结构”模式的可行性

对于上市公司创始人而言,保持控制权和募集融资是一对天生的矛盾,因为每一次的股权融资都意味着控股股东的股权稀释,经过多次股权融资后将会使股东控股权丧失。

一些初创企业在发展初期需要融资,但是不愿意丧失控制权,用特殊表决权来设计股权结构是市场化的一种合理选择。上市公司的“双层股权结构”作为一种机制可以实现不同股东的偏好和诉求:对于投资主要目的是想分得更高的股息并保持资金流动性的股东来说,可以降低投票权甚至放弃投票权以享有高收益权,“股息优待法”就是股东可以选择公司新发行的次等投票权股票,但却可以分得更高的股息;而对希望拥有控制权的创始人来说,美国“AB股”结构设计就是可以满足在持股比例被摊薄

的情况下依然持有对公司的控制权,A类股有较高股息和清算价值,但每股只有一票投票权,B类股每股被赋予10票投票权,“AB股”结构设计对新经济公司的成长非常有利。

在新经济公司成长的多次融资过程中,如果“同股同权”,往往两三年后创始人团队的持股比例就被摊薄得很严重了,而“AB股”可以有效解决这个矛盾,创始人团队持有投票权更高的B类股,即使持股比例被大幅摊薄,也可以掌握控制权。这种“双层股权”结构还可以用来防止恶意收购,这是“同股同权”的公司所不能实现的,控制权的掌握有利于这种冲击。尽管双层结构多年来面对着来自各方的反对声音,但是该结构仍然被全美7.4%的公开上市公司所使用,并且已经被证实是一个较为可行的公司治理结构。

2017年年底,港交所宣布正式放开“同股同权”的上市限制,2018年2月23日,联交所正式发布《新兴及创新产业公司上市制度咨询文件》,建议修改港股上市规则,对于未有盈利的生物科技股、同股不同权架构公司以及欲将香港作为第二上市地的公司,将有希望加快登陆香港的步伐。新加坡交易所、伦敦交易所也在考虑修改上市规则,以便“同股不同权”的公司上市。

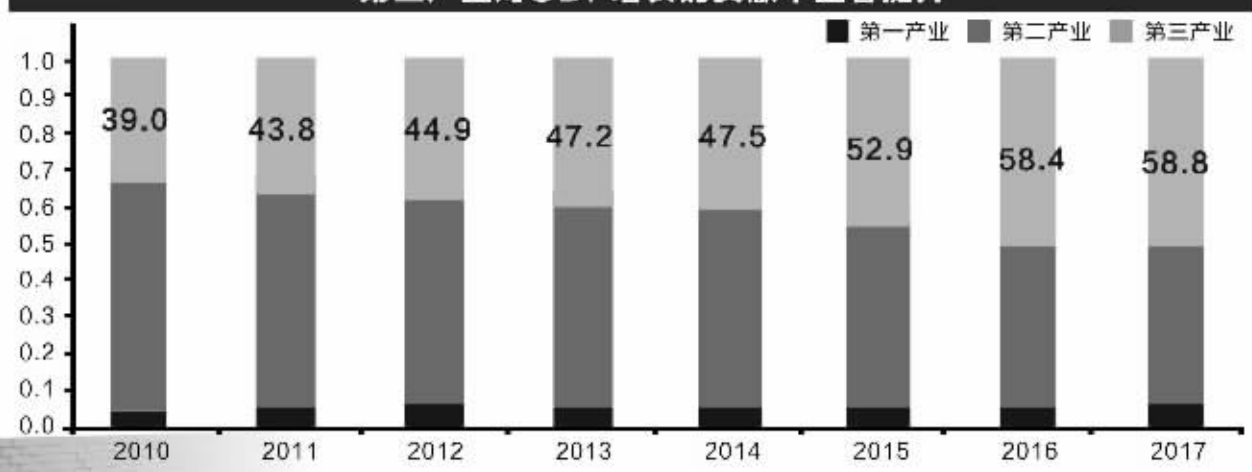
A股已成功推出了优先股,且运行也较为顺畅,在一定意义上说,优先股也是对“同股同权”法律规避的一种尝试。优先股在享有股息分配上有优先权,但在公司的部分事项上表决权与普通股是分开的。从2014年11月27日农业银行发行4亿股优先股开始,截至目前,上交所共有26只优先股发行并交易;深交所自2015年12月9日宁波银行发行4850万股优先股开始,截至目前,共有6只优先股发行上市交易。我们可以借鉴优先股的制度安排来推进“双层股权”结构公司的发行上市,以满足新经济公司的特殊诉求。

(三)增加上市标准的弹性,创造多层次股权融资环境

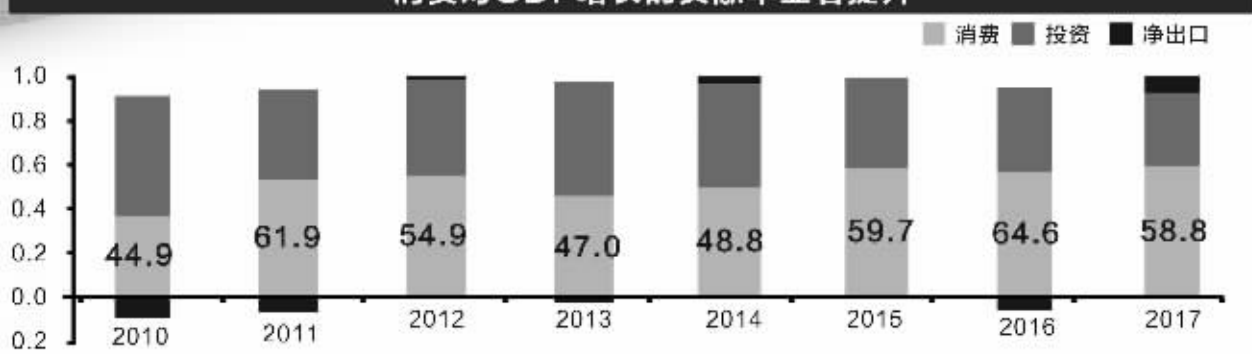
要在A股主板或创业板市场发行股票融资,企业必须跨过“净利润”这个门槛,这一门槛将一些收入情况良好,现金流稳定,但前期投入较大的企业拒之门外。以互联网行业为代表的新兴产业,正具有这些显著特征,这些企业需要持久的流量积累和数据积累,经过自我实现和自我强化,进而形成产品定价和长久的竞争优势。典型案例如京东,2014年在美国纳斯达克上市,2016年首次盈利。因此,增加A股上市公司财务标准的弹性,给予企业多重指标选择,是提高A股包容性、服务新经济的有效途径。

在A股关系最为紧密的中国香港市场,企业若要实现主板上市,则其企业财务情况只要符合盈利/市值要求、市值/收入要求、市值/收入/现金流要求三

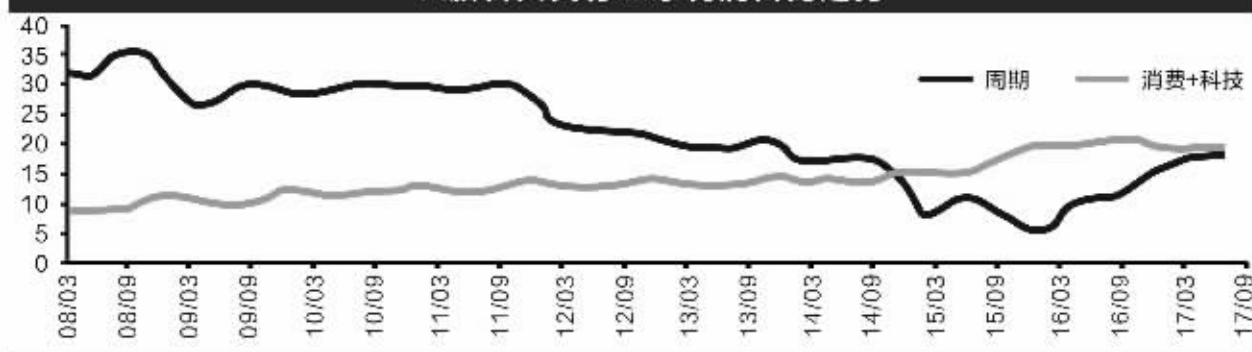
第三产业对GDP增长的贡献率显著提升



消费对GDP增长的贡献率显著提升



A股各大类行业净利润占比走势



香港主板和创业板企业上市条件

主板			创业板
财务要求 (符合以下其中一项测试)			财务要求
盈利测试	市值/收入测试	市值/收入/现金流测试	(1) 经营业务有现金流入,前两年营业现金流合计不低于2000万港元; (2) 市值不低于1亿港元; (3) 经营业务有现金流入,前三年营业现金流合计不低于1亿港元 最低公众持股量一般为25% (如上市时市值超过100亿港元可减至15%); 至少100名股东; 管理层最近两年不变 持有权和控制权最近一年不变 至少三名独立董事,并必须占董事会成员至少1/3; 要求每半年提交财务报告
(1) 三年累计盈利不低于5000万港元; (2) 市值不低于2亿港元	(1) 最低一年收入不低于5亿港元; (2) 市值不低于40亿港元	(1) 最低一年收入不低于5亿港元; (2) 市值不低于20亿港元; (3) 经营业务有现金流入,前三年营业现金流合计不低于1亿港元	

种组合要求中的一种即可;若要实现创业板上市,则需满足现金流/市值要求。这样的上市条件确实吸引了多元化的上市资源,包括众多优秀的内地企业。2012年,在香港上市的中国内地企业数量为721家,市值占比为57.4%;六年后,2018年2月,共有1132家内地企业在香港上市,市值占比达到75.48%,占比大幅提升。

建议A股发行突破持续盈利要求,结合营业收入、现金流及市值等多项指标,制定合理的、适合国情的财务指标组合,吸引具有良好成长前景的公司,在境内市场实现上市融资需求,让A股市场处于不同发展阶段、具有不同发展特征的企业提供多层次股权融资环境。

(四)运用市场化手段来制定对“独角兽”公司的标准判断体系

如何判定“独角兽”,既要避免门槛过低、滥竽充数的“假独角兽”充斥左右,又不能过于苛刻,错失真正优质的“独角兽”,标准评判需要平衡创新和风险两方面因素,在机制设立上要给予多角度的衡量空间和灵活的裁断体系。

一要判定标准市场化,由市场做主选择“独角兽”。美国虽然提出了“独角兽”的概念,但并没有对其具体的判定有明确的标准,而是由市场自发选择的。近期香港联交所对新经济公司提出的上市约束条件是:“发行人上市时预期市值不能低于100亿港元;如果发行人上市时市值少于400亿港元,那么最近一个会计年

度的收益不能低于10亿港元;在IPO之前,发行人必须已经获得一名资深投资者的金额不低的投资,且这名投资者投资总额的50%要在IPO之后锁定6个月,如果发行人是从母公司分拆出来的,上述要求将不适用。”

我国资本市场对优质新经济公司的判定标准还比较欠缺,可以由行业协会给出相应的指导意见,并制定相应的投机行为的约束措施。需参考多种因素来确定,综合考察其历史股价表现、业绩增速以及相应的技术创新能力等。

二是以多层次资本市场来构建甄别环境,培育遴选机制。“独角兽”公司的逆袭虽然超出常规发展路径,但其成长阶段依然可以识别,不同层次的资本市场对同成长阶段的“独角兽”来说不仅是提供融资和孵化,还是甄别其优劣的场所。“独角兽”们在从低层次资本市场向高层次进军的过程中受到市场机制的遴选,市场自发驱动着优胜劣汰机制作用的发挥,最终使优质“独角兽”脱颖而出。

(五)完善相关法律法规

当前股票发行制度依据的法律法规主要包括《公司法》、《证券法》及证券监管机构发布的相关规定、准则和意见等,将发行制度改革创新举措纳入法律范畴,制定、修改并完善与发行制度相关的法律法规,以法律体系的完善为新股发行制度的改革保驾护航。配套制度上,如投资者保护方面,

需在证券法中明确投资者保护制度,完善证券期货民事赔偿制度,完善证券期货纠纷多元化解机制,从刑法层面进一步加重欺诈发行、信息披露违法、操纵市场、内幕交易等资本市场犯罪行为的刑事处罚,提高违法犯罪成本。信息披露制度方面,进一步严格要求上市公司所提交申请材料的真实、准确、完整、及时,明确证券公司、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等中介机构及人员的职责,严格追究、查处信息披露不实责任。退市制度方面,以优化市场优胜劣汰机制为导向,综合资产、业绩、价格等因素,完善退市标准,强化退市信息制度,有序释放退市风险。

(六)加强中介机构自律监管

加大对证券中介机构保荐、承销执业行为的监管执法和自律监管力度。建立和完善证监会保荐信用监督系统、证券业协会从业人员自律管理系统与交易所信息系统之间的信息共享与互联互通,充分发挥社会监督功能,加强保荐监管,通过规范监管行为、创新监管方式,提高监管效能,不断强化审计、评估机构的主体责任,维护市场秩序,提高资本市场会计信息质量。