

●● 经济学研究

我国独角兽企业回归 A 股对 国内证券市场的影响

董佳慧, 梁耀康

(厦门大学, 福建 厦门 363105)

摘 要:本文首先概括了在当下经济浪潮中,独角兽企业在证券市场上的发展态势;其次剖析了独角兽企业回归本土市场强烈意愿背后的动因,进而又分析了独角兽企业回归 A 股给市场带来的影响;最后针对其不良影响作出相应的策略构思。

关键词:独角兽企业;A 股;证券市场

中图分类号:F832

文献标识码:A

文章编号:1009 — 2234(2019)05 — 0052 — 03

独角兽企业作为新经济的代表,对国家创新科技发展具有重要的战略意义。截至 2018 年 3 月,我国独角兽企业有 126 家,其总估值约 6253 亿美元,其主要分布于互联网金融、电子商务、人工智能、高端制造、生物科技等高新领域。由于诸多原因,我国大部分的独角兽企业都倾向于海外市场寻求上市融资,这无疑让我国的资本市场流失了大量独角兽企业的发展红利。为了顺应新时代新经济的发展,2018 年以来,国家出台了诸多政策,为优质独角兽企业回归 A 股开通了绿色通道。

一、我国独角兽企业的回归热潮

进入 21 世纪以来,中国经济逐渐失去了人口红利的优势,国内产业结构的优化升级,新旧动能的转换势在必行,在中美贸易战开战的国际环境下,中国更加需要独立自主的创新科技,更加需要国家对科创类企业的支持和鼓励。2018 年可以说是中国独角兽企业的黄金一年,党的十九大报告明确提出:中国经济已经由高速增长阶段转变为高质量发展阶段,需要激发全社会的创新创业精神,优化产业结构,向高质量高水平发展方式迈进。2018 年两会期间,证监会副主席姜洋表示关于支持四新企业的问题,证监会会尽全力把路修好,让新经济的主力得到更好的政策支持。与此同时,众多独角兽企业也纷纷对回归 A 股市场热切回应。如百度董事长李彦宏表示希望能尽早回到国

内股市;网易 CEO 王磊表示网易将寻求在中国上市;除此之外,58 同城、京东、搜狗等中概股都表达了回归的意愿。

海外独角兽企业回归 A 股市场的方式有很多种,其中包括借壳回归、重组上市、发行存托凭证(CDR)等。我国采用了 CDR 的形式助力海外独角兽企业回归 A 股市场。2018 年 3 月 30 日,国务院办公厅公布了《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(以下简称《意见》)。《意见》明确指出:参与试点的企业必须是符合国家战略,属于互联网、高端制造、人工智能、大数据应用、精密医疗等高新技术四新产业。2018 年 6 月 6 日深夜,证监会随即又发布了《存托凭证发行与交易管理方法(试行)》等 9 个文件,其内容囊括了对独角兽企业回归 A 股的 CDR 发行条件、上市规则、审核要求、做市商、保荐券商等方面的相关规定和对未上市的独角兽企业开辟 IPO 绿色通道。按照证监会发布的划定,现在符合 CDR 发行的海外独角兽企业有阿里巴巴、百度、腾讯、京东、携程、微博、网易等七家互联网领头企业和在香港上市的舜宇光学科技。这 9 份文件的发布,意味着我国 CDR 制度的正式落地。

二、我国独角兽企业回归 A 股市场带来的积极影响

(一)对证券发行人的影响

收稿日期:2019 — 05 — 12

作者简介:董佳慧(1981—),女,福建厦门人,讲师,研究方向:微观金融。

独角兽企业回归 A 股有利于其获得高溢价与高估值。众所周知:搭建 VIE 结构(协议控制)进行海外上市可以使融资过程更加畅通,增强境外上市结构的稳定性。如果独角兽企业要回归 A 股市场,就需要拆除 VIE 结构,这样做有利于独角兽企业规避 VIE 结构合法性弊端,使企业不再受到其他做空公司莫名恶意的攻击。另外,中国独角兽企业在海外上市,总逃脱不了和海外的企业做比较,由于中外文化和认知的差异,并不是所有中国企业都能得到海外投资者的认可。因此,独角兽企业相比境外市场更容易被国内投资者接受而获得更高的估值。优质的独角兽企业借回归之机可以提高企业的认知度,增强企业基础股的流通性,从而全面提升公司股票的市场影响力。

(二)对投资者的影响

独角兽企业回归 A 股带来了巨大的价值存量,可以改善国内投资者结构。CDR 作为新的投融资物种,可以拓展投资者的资产配置途径,完善投资组合,更加合理的分散投资风险。另外,独角兽企业的回归也给境内投资者带来了巨大的发展红利。

(三)对券商的影响

独角兽企业巨大的业务量给券商、投行带来大量的业务机会,也增加了可观的利润点。国内券商相比国际投行,还存在着较大的差距,不仅仅体现在业务范围内,服务质量也是短板。独角兽企业回归与证券公司的深度合作,可以提升券商的国际化服务水平,拓宽其国际业务范围,具有重大的积极意义。

(四)对整体证券市场的影响

支持独角兽企业的回归,有利于调整国内上市企业的结构;有利于推动我国实体经济发展的创新变革、质效变革,对产业发展、经济转型升级具有引领作用;有利于增强国内市场的国际化水平和国际影响力。高质量的四新类企业回归 A 股市场也将加快成长股内部的优胜劣汰,经营不当或有巨大短板的“空壳”企业将会被市场淘汰,具备发展潜力的优质企业将被市场接纳,从而提高境内的上市企业的质量。此外,国家对四新独角兽企业推行的上市扶持通道及发行 CDR 制度,增强了对企业上市融资的包容性,也是我国企业上市发行制度与国际接轨的重要桥梁,为我国证券市场上市制度进一步由核准制向注册制的转变奠定了基础。

三、我国独角兽企业回归 A 股市场的“反作用”

(一)估值泡沫

由于独角兽企业在 VC 和风险投资界中备受追捧,所以其企业估值存在着非理性的高估,企业估值往往存在着公司创始人和风险投资公司的主

观意志成分。由资本鼓吹支撑起来的独角兽企业回归 A 股市场会形成一股投机风气,估值泡沫也会给投资者带来一定的价值损害。而发行的 CDR 与境外的基础证券之间也存在着价差,形成套利空间,容易被投机者们放大并抓住机会进行市场投机行为而影响市场正常运行。

(二)市场资本流动性减弱

独角兽企业蕴藏着巨大的企业市值量,回归 A 股市场会产生巨大的资本流动性影响。独角兽企业回归带来新的资本增量,虹吸效应明显,导致其他产业的资本流量减少,势必会给其他行业带来融资压力。如果融资一边倒的规模过大,将引起市场资金的大幅流动,也不利于市场的创新氛围。

(三)投资者维权出现漏洞

投资者持有海外独角兽企业的 CDR 是由境外企业存托在境内存托机构的凭证,投资人并不能直接具有凭证企业的股东权利,投资者也不能按照自己的意愿随时将存托凭证转换为外汇资产。所以投资者投资 CDR 只可以间接享受新经济独角兽企业发展带来的部分红利,而不能保障投资者的实际权益。

四、应对独角兽企业回归带来不良影响的策略构思

(一)完善独角兽回归的政策及方式

为了留住新经济产业的优质独角兽企业,避免其在海外上市致使其发展红利流向海外,我国有关部门都制定了明确的扶持新经济企业的规定并采取了相应的措施。在股权架构方面,独角兽企业大多数都是采取了 VIE 的股权结构,而在现行的 A 股市场上,搭建 VIE 结构的公司是不符合上市规则的。独角兽企业若要真正回归 A 股上市,市场必须大胆尝试接纳 VIE 结构和同股不同权的公司,推动上市制度由核准制向注册制的改革。同时,CDR 作为一套系统性的制度设计,还面临着 CDR 跨境市场监管的问题、证券互换机制及外汇兑换问题、司法管辖权争议和法律适用性等问题,这就需要国际市场的相互配合和协议。除了借壳重组、分拆上市、发行 CDR 等,还应积极探索其他有效的回归途径。例如:参照国内市场的沪港通、深港通,可以与国外证券市场搭建一条安全有效的融资互通桥梁,两国共同承担市场运作和监管,在海外上市的中国企业就可以走这条国内外资金融合通道进行国内融资,两国资本市场也可以更好的进行学习和交流,提高国际影响力。

(二)完善上市公司的股东表决程序和规则

企业做出回归 A 股市场的决定,不能为企业内部少数股东所左右,而是整个企业股东的共同意见。但有些股东因为个别的因素,权衡利弊后而拒绝行使股东表决权的事件时有发生。我国法律虽然规定了上市公司就重组事项作出决议须经出

席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过,但是并未明确规定出席股东所持表决权应占公司股权总表决权的比例要求^①。多数中小股东只能被动接受公司会议的决策,或行使现金选择权。另外,独角兽企业也大多存在着同股不同权的制度,这样一来,享受着特殊股权待遇的股东只需持有少数公司股份也可以对公司表决作出重大影响。所以,对待特殊股权还需要进行合理的配置,避免在回归 A 股市场的表决中架空大多数普通股投资者。

(三)完善上市企业的信息披露制度

上市企业信息披露是企业监管的重中之重,更是对市场和投资者的责任。在《意见》中明确表示了试点独角兽企业原则上依照现行上市公司信息披露制度履行信息披露义务,在境外披露的信息应与境内披露的信息保持一致性。在财务信息披露方面,试点企业需采用中国企业会计准则,也可采用国际财务报告准则或美国会计准则编制外加上中国会计准则调整的差异信息。强化独角兽企业信息披露,有利于在回归道路上理清障碍,更好的被国内证券场所认可和接受。

(四)完善上市企业的股东退出机制

在独角兽企业回归的过程中,必然会有部分股东有所异议从而拒绝公司表决,还会寻求退出公司的途径。这时就需要对股东退出进行合理的安排,引导股东安全有效退出,避免对退出股东的权益有所侵害从而导致股东权益出现矛盾,对企业造成内外部的不良影响。其中股东退出机制最关键的是现金选择权,在股东退出的途径上,股东出售的相应股份的股价是最容易引起公司、股东和第三方的矛盾所在。退出股东可能会受到第三方的恶意打压,从而使股东退出时原有权益受到侵害。所以须建立健全公正、安全有效的现金选择权定价机制,完善股东退出机制。

(五)加强外部监管

在独角兽回归 A 股的过程中,监管部门更要履行职责,为独角兽企业回归创造安全绿色的通道。对于 CDR 制度,还面临着巨大的监管问题,由于存托凭证的特殊性,国家监管部门必须与海外监管部门合作,强强联手解决独角兽企业回归的具体问题。在司法管制方面,积极与海外立法部门进行有效沟通和寻求最佳解决方案。深化金融监管改革,形成高效地监管手段,让扰乱金融市场的违法违规行为得到扼制和惩罚,营造一个良好的金融环境,独角兽企业回归 A 股市场才会最大限度的发挥它对市场的积极作用。

(六)完善投资者保护政策

投资者是市场活力的源泉。在独角兽企业的潮流中,投资者更应该树立正确的投资理念,选择

具有真正价值的企业进行投资,避免掉入市场投机氛围的漩涡。另外,投资者要充分了解国家监管部门给予他们的保护政策,在自身权益受到侵害时,投资者要积极的寻求解决方案以保护自身权益。国家有关部门更要不断完善对市场投资者的保护措施,围棋营造良好健康的市场氛围从而增强投资者的信心。

(七)独角兽企业要提升“硬”实力

独角兽企业自身更加需要提升自己的硬实力,避免成为伪独角兽甚至“毒角兽”。在技术上,企业应该加大科研力度,以创新为中心,发展自身的独特优势,掌握自身核心技术,形成自己的竞争优势。在业务上,着重开发创新型产品和服务,找准市场方向和用户需求,立足于质量至上,避免盲目追求经济效益。独角兽企业要认清自身未来发展的短板并及时做出调整。企业工作人员要严厉自身,管理人员更要做出表率,完善企业内部人才结构,让每个人最大限度的开发自己的潜能,为企业更好的服务。

独角兽企业在快速成长时,企业的财务方面往往还存在着较大的缺陷,财务制度不够成熟完善。这就需要企业管理人员要有高度的财务风险意识,审视自身,规范经营,寻求精准高效的会计核算,积极配合国家审计部门监督。加强内部监控,在财务决策方面要审慎,完善企业的治理结构,才能为企业上市或回归保驾护航,同时也能保护投资者的权益。

结论

综上所述:独角兽企业的回归给我国的资本市场带来了新的调整和优化,对我国经济转型和升级具有重要意义。其中相关的法律法规细则还需要相关部门进一步修改和完善。政策是良剂,环境是摇篮,独角兽企业想要真正高效的回归本土市场,扬长避短,需要各方的密切配合和共同努力。

[参 考 文 献]

- [1]李虹含.独角兽企业回归 A 股的利好与隐忧[J].互联网经济,2018,(05):16-19.
- [2]张婷.中国“独角兽”企业分析及对银行业发展的思考[J].北方金融,2018,(02):08-12.
- [3]贾国强.独角兽 A 股之路[J].中国经济周刊,2018,(14):17-24.
- [4]郑志刚.吸引“独角兽”回归须改革上市制度[J].中国经济报告,2018,(07):23-31.
- [5]李新月.关于独角兽企业赴海外上市热的思考[J].金融天地,2018,(08):78-80.

[责任编辑:孙玉婷]

^① 武晋.“独角兽”公司回归境,内上市的投资者保护问题研究.南方金融,2018,503 期。