

战略性新兴产业发行上市 与股票发行制度完善*

吕红兵**

一、什么是战略性新兴产业

根据《汉语辞海》的解释,“战略”有两个含义:第一,指导战争全局的计划和策略;第二,泛指国家、政党对全局性问题的谋划,在一定历史时期内具有相对稳定性,通过策略手段逐步实现。“新兴”,顾名思义,意思是最近兴起的。因此,从语义出发,所谓战略性新兴产业,彰显了两个显著的特征:最近兴起发展、着眼于对国家全局性、未来性问题的谋划与实现。无疑,战略性新兴产业从一产生即肩负振兴民族、面向未来的天然使命。

2010年10月10日,国务院发布了《关于加快培育和发​​展战略性新兴产业的决定》(以下简称

* 本文系根据吕红兵律师在2017年12月15日第六届“上证法治论坛”上的发言整理而成,未经本人审定。

** 国浩律师事务所首席执行官。

《决定》),其中,对战略性新兴产业作了明确的界定。所谓战略性新兴产业,是指以重大技术突破和重大发展需求为基础,对经济社会全局和长远发展具有重大引领带动作用,知识技术密集、物质资源消耗少、成长潜力大、综合效益好的产业。在《决定》中,国务院也明确了目前需要重点培育和发展的战略性新兴产业,其中包括节能环保产业、新一代信息技术产业、生物产业、高端装备制造产业、新能源产业、新材料产业、新能源汽车产业等七个领域。

显然,就国家层面而言,培育和发展战略性新兴产业具有重大战略意义,既是推进我国现代化建设、抢占新一轮经济和科技发展制高点的战略性举措;亦是引领未来经济社会发展的重要力量;更是实现中华民族伟大复兴、实现中国梦的产业基石,其意义不言自明。就个人层面而言,战略性新兴产业事关未来,紧贴民生,对人民群众未来生活方式的改变、生活水平的提高皆具重大意义。走进新时代,战略性新兴产业就是新时代的产业特色。

二、战略性新兴产业的整体发展与企业上市融资概况

(一)整体发展概况

在国务院公布的《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》(以下简称《规划》)中,明确指出要把战略性新兴产业摆在经济社会发展更加突出的位置,大力构建现代产业新体系,推动经济社会持续健康发展。根据国家信息中心公布的数据,现阶段战略性新兴产业整体发展概况如下:

1. 产业增速全面回升。

2017年1~7月,战略性新兴产业27个重点行业营业收入达到11.6万亿元,同比增长13.8%,增速较去年同期提高2.3个百分点。2017年上半年,战略性新兴产业上市公司营收总额达1.69万亿元,同比增长19.8%,比上年同期提升1.7个百分点。

2. 产业创新不断涌现。

2017年以来,中国出现了一大批具有国际先进水平,并将对全球

新兴产业竞争格局产生重大影响创新案例。以上海为例,2017年5月5日,国产大飞机C919在上海浦东机场成功首飞,实现了国产大型客机领域的历史性突破,显著提升了中国大型客机产业研发与整体制造的水平。

3. 产业投资不断升温。

截至2017年3月31日,战略性新兴产业上市公司共有1206家,其中主板、创业板和中小板分别有463家、423家和320家企业,占比分别为26.6%、66.3%和37.4%。从资本市场来看,作为创新创业重要主体的战略性新兴产业已经成为社会资本重要的投资热点,创业风险投资资金也呈现出集中投向战略性新兴产业的趋势。截至2017年上半年,共有1007件私募股权投资和风险投资投向战略性新兴产业的案例,占比高达89.1%;同期,投向战略性新兴产业领域的私募股权投资和风险投资金额达到3083.3亿元,占比高达96.3%。

(二) 企业上市融资概况

尽管战略性新兴产业整体发展势头强劲,但国家信息中心的数据显示,2017年该类企业在融资规模上有所收缩,企业发展后劲面临较为严峻的挑战。2017年第一季度战略性新兴产业首发募资和增发募资总额为975.2亿元,较去年同期减少711.9亿元,降幅为42%。虽然,针对战略性新兴产业IPO,证监会给予了较大的支持力度,无论是企业上市数量以及发行总额都保持着平稳的增长。但战略性新兴产业增发募资金额大幅减少,掉至2016年以来的最低值,仅796.6亿元,占A股增发募资总额的比重较去年减少30个百分点。

显然,基于服务国家创新驱动发展战略,基于国务院、发改委等部门多次强调要积极培育支持战略性新兴产业的精神,现阶段,证监会应继续加大对战略性新兴产业上市融资的支持力度,积极扶持战略性新兴产业做优做强,在现有基础上,应结合战略性新兴产业的发展特征与发展现状,因时制宜,及时、主动地制定或调整针对战略性新兴产业发行上市的策略,唯有如此,方能吸引更多的代表产业发展方向和经济核心竞争力的新兴企业聚集资本市场,为资本市场更好地服务供给侧结构性改革注入强大的正能量与推动力。

三、战略性新兴产业发行上市的困境

鉴于战略性新兴产业自身属性,其具有鲜明的产业特征,如公司组织架构的创新性、产业结构的复杂性、商业模式与盈利模式的多样性以及企业前景的不确定性等。在现有企业发行上市制度的要求下,战略性新兴产业常感“望市兴叹”,对于处于初创期但又亟须融资的战略性新兴产业而言,上市难,难于上青天。

(一) 困境之一:财务要求难以达标

在国内 A 股市场上市对于公司的财务和会计有严格的要求。在主板上市,要求“最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元”;在创业板上市,要求“最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于一千万元;或者最近一年盈利,且净利润不少于五百万元”。财务上的硬性要求,直接断送了众多战略性新兴产业的融资来源。

以爱奇艺为例,作为国内最大的视频网站之一,爱奇艺 2016 年的营收达到 112.83 亿元。然而,爱奇艺 2016 年的运营成本和费用为 140.5 亿元,依此计算,其 2016 年的运营亏损为 27.7 亿元。此外,爱奇艺在 2015 年、2014 年、2013 年分别亏损为 23.83 亿元、11.1 亿元、7.43 亿元。由此可见,以爱奇艺为代表的新兴媒体企业,难以达到上市的盈利要求。然而,该类企业虽然盈利水平和经营性现金流水平较弱,但商业模式新颖,市场关注度高,对我国的文化创意产业发展起着重要的推动作用。

另外,战略性新兴产业中还包括其他两类难以满足上市盈利性要求的企业:第一,发展至一定规模、现金流较充足,但暂未达到一定盈利水平的企业,如大众点评等新型服务业;第二,盈利能力尚未达到一定水平,或没有盈利或营业收入,但具备一定的资产规模、市场前景良好的企业,如中国商飞。

(二) 困境之二:公司治理尚不成熟

无论是在主板抑或创业板上市,对于拟上市公司的治理情况均具

有明确的规定与要求,成熟、清晰的公司治理构成核准企业发行上市的重要组成部分。

尽管大多数战略性新兴产业具备较强的增长潜力,但这些企业大多尚处于成长前期,规模小、治理机制不成熟、经营风险高。尤其是对众多新兴企业发展起到重大作用的股权激励机制、双重股权架构等设计,均与现行上市准入制度要求、现行政策法规存在一定的矛盾。在上市申请与核准过程中,上述的矛盾甚至直接构成了障碍因素。

谈及双重股权架构设计,其基本表现模式为:公司发行 A、B 两级股票,其收益权相同,但 A 级股票遵循“同股同权”原则,B 级股票的投票权为 A 级股票的 10 倍甚至 20 倍,以此来打破“同股同权”的桎梏,实现对公司控制权的长期掌控。典型如 Google、Facebook、京东等。

当然,在新兴企业中,为保障创始人及创始团队的控制权,亦不乏对“双重股权架构”思想的借鉴及再创新,如阿里巴巴为自身量身定制的“湖畔合伙人制度”,以开创性的治理模式实现对公司的长期稳定治理。但正是由于治理模式的“标新立新”,致使阿里巴巴在上市途中亦不断碰壁。当初,经过逾月的拉锯谈判,坚持以“合伙人”制度上市的阿里巴巴集团,最终未能如愿通过香港上市监管制度,遂决定弃港赴美,并成功于 2014 年 9 月 19 日在美国上市。

对于错失集资额高达千亿元的阿里巴巴,香港交易所等相关部门亦进行了深刻的反思,并积极寻求相应的改革。因为根据我国香港地区目前的上市准入条件,采用不同投票权架构的发行人或未有盈利的公司不可能来港或在港上市,而现实情况是,采用不同投票权架构治理模式在新兴创新型公司中非常普遍(包括 Google、Facebook、Alphabet、阿里巴巴、百度、京东等知名公司),这些公司在美国成功上市,亦促使越来越多的新兴企业(尤其是内地的新兴创新型公司)奔赴美国市场。与此同时,新加坡正积极研究容许不同投票权架构公司上市,伦敦亦正研究推出“国际板”,让不同投票权架构的大型国际公司可以上市。

鉴于此,在检讨目前香港地区上市准入机制的基础上,香港交易所于 2017 年 6 月向社会公布了设立创新板的改革方案。根据方案的阐述,推动此次改革的直接动力就是拓宽香港资本市场的上市渠道,吸引更多新兴行业与其他高增长型公司进入我国香港地区发行上市,尤

其放开对采用非传统治理架构的新兴公司以及尚未有盈利的新兴公司。

根据方案建议,创业板分为创新初板与创新主板,根据每个板块的不同定位规定不同的标准。

1. 创新初板。(1)只开放给专业投资者;(2)不设业务记录或最低财务要求,唯上市时市值最少达2亿港元;(3)2013年《联合政策声明》有关监管方面的合作规定仍然适用,但发行人无须提供相同的股东保障水平;(4)中国内地公司进行第二上市不受限制;(5)容许不同投票权架构;(6)首次上市规定较宽松。

2. 创新主板。(1)开放给散户及专业投资者;(2)量化的上市门槛等同于主板不时生效的规定;(3)2013年《联合政策声明》有关监管方面的合作规定仍然适用,但认可美国交易所(纽约交易所及纳斯达克)上市公司来港上市可豁免提供相同的股东保障水平;(4)中国内地公司进行第二上市不受限制;(5)容许不同投票权架构;(6)首次上市规定较严谨。

四、推动战略性新兴产业发行上市的改革设想

国家需要创新,创新需要支持,培育和支持战略性新兴产业的发展,做在当下,功在未来,事关民生,刻不容缓。

(一) 股票发行上市条件的调整

承前所述,目前,对于战略性新兴产业,尤其是处于初创期的企业,上市融资的硬性条件(尤其是财务要求)构成了直接的障碍,因此,针对股票发行上市条件,证监会等监管部门应立足于战略性新兴产业的发展情况与特征,因时制宜,甚至因地制宜,主动、及时地进行调整与改变。一方面,降低财务要求,或者构建新型的财务评判标准,强化针对战略性新兴产业市值的评估;另一方面,公司治理要求松紧结合,区别对待,为各类新兴企业的上市发行留有空间。

(二) 股票发行制度的市场化改革方向

根据《证券法》的规定,股票发行,我国目前实行的是监管机构的

核准审查制。在我国资本市场的发展上,核准制为保障市场的稳定发展、减少系统性市场风险等立下了汗马功劳,但针对战略性新兴产业的股票发行,核准制与新兴产业的发展要求产生了脱节,尤其是行政审核与市场效率间的矛盾表现得尤为突出。

核准制是准则主义立法思想在证券监管中的体现,核准制的实施强化了监管机构的职能,一定程度上有利于监管机构严格控制市场风险,但这一制度又极易导致效率低下,任何股票的发行都必须获得核准,审核势必需要时日;同时,极易导致寻租等不良现象,因此,越来越多的呼声出现,认为取消对股票发行的行政审核更有利于市场的发展。为更好地落实国家积极鼓励培育和支持战略性新兴产业发展的政策,在针对战略性新兴产业的股票发行上,确实应更注重效率,更注重市场的作用,推动股票发行制度朝着市场化改革的方向迈进。一方面,强化信息披露,加强信披制度的建设,形成制度性保障;另一方面,强化保荐机构的作用,规范保荐机构的履职行为,健全内部控制,加强对保荐代表人的管理,防止保荐代表人违规持股,从而降低市场整体风险。

(三) 保护投资者的权益:以投资者适当性管理为核心

在市场化的改革下,完善制度建设,使投资者充分把握上市公司的发展状况,同时,投资者应当客观评估自身的风险承受能力,并在自身风险承受能力内作出相应选择,以风险自负。为此,在资本市场参与中,应加强投资者适当性管理的建设,明确各市场参与主体(尤其是证券交易会员)的职责,严格把控投资者的适格性,引导投资者树立正确的投资观念,理性参与市场交易。

第一,建立健全市场投资者适当性管理的具体业务制度和操作指引,落实管理职责,充分告知产品信息,进行客户培训、投资者教育等工作。

第二,了解客户身份、财产与收入状况、证券投资经验等相关信息,针对性地进行风险揭示,并签署书面的《市场投资风险揭示书》。

第三,对于自然人的投资者应具备股票交易经验上的要求,对投资产品具有一定的了解与知识储备,避免盲从式的投资。

(编辑:丛怀挺、姜沅伯)