

# 红筹企业回归需关注的问题

郑联盛 王 波

近日，创新型企业境内发行股票或存托凭证的试点通知已正式出台，这对于红筹企业创新发展和服务境内实体经济具有积极的促进作用，对于资本市场实施创新驱动发展以及推动经济结构调整和产业转型升级具有重要的提升意义。当然，创新是一把双刃剑，除了存托凭证相关的制度安排、监管归属、货币兑换、交易结算等问题外，红筹企业回归国内资本市场的潜在影响亦需要着重考虑，其中重点需要关注四个问题。

第一，红筹企业回归与高质量发展的关系。从资源配置角度，红筹企业回归A股对产业升级的促进作用需要统筹考虑。红筹企业最重要的特点是两个，一是公司注册在海外，二是主要业务在国内。为何会出现红筹企业这类公司？一方面，注册在海外可能主要是享受海外相对较低的税率以及便于设置较为特殊的治理结构安排。与美国和全球的企业所得税水平相比，中国企业部门的税负压力相对较高。表面上，中国企业所得税的税率为25%，仅比美国税改后的21%高4个百分点，实际上，中国企业部门还需要负担增值税，税率是17%。同时，特殊的治理结构安排可能使得企业在控制权、投票决策、公司运营、利润分配以及税收缴纳等方面具有更大的弹性，比如，可变利益实体（Variable Interest Entities, VIEs）采用协议而非股份作为公司治理的基础，但是，这在信息披露要求和穿透式监管上将会面临一定的问题。另一方面，由于主要业务都在国内，红筹企业未来的发展可能仍然取决于国内经济体制改革、经济结构调整和

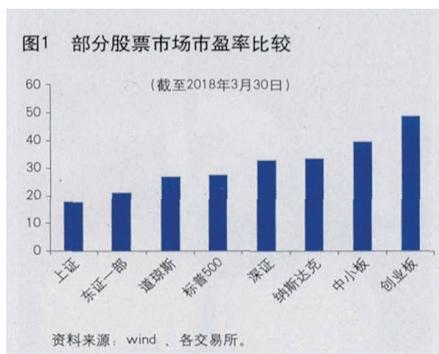
向高质量发展转型的进程，红筹企业回归前，是用国际资本来发展国内业务，回归后则是用增加国内资本进一步发展相关业务，从资本形成角度上国际资本与国内资本的转换机制是相同的。国内资本和国际资本哪个更加有效，或者说国内资本一定能更好地促进红筹企业发展、更好地服务经济结构转型和高质量发展吗？这仍需要观察。至少从利率水平上，国内的融资成本可能要高于国外发达市场。

在促进结构转型和高质量发展过程中，资本市场支持红筹企业回归，其中的重点对象是大型科技企业而不是中小科技型及创新型企业，需要考虑到大企业未来的创新动力和发展空间。目前试点的标准有两个：第一个标准是适用于已上市企业，其市值标准不低于2000亿元；第二个标准是适用于未上市企业，采用营收加估值双重标准，营收不低于30亿元且估值不低于200亿元。从试点的标准看，支持红筹企业回归主要针对大型科技企业，这对于红筹企业将是“锦上添花”。相对于中小微企业，大型企业的回归更容易形成要素集聚和产业集

群效应，但是，由于红筹企业的特殊性，其核心业务已长期在国内，红筹企业是否能进一步促进甚至实现跨越式要素集聚或产业集群效应，可能并非回归国内资本市场一个因素能够决定的。结合红筹企业的内在特征、业务体系以及资本结构，其回归国内资本市场后的创新发展，及其对宏观经济转型发展的潜在作用需要科学评估。

第二，红筹企业回归中的市场估值差异问题。从市场替换和估值差异的角度看，需要警惕A股成为美股的“接盘侠”。2009年以来，在长达近九年的时间内美国股票市场处于长期牛市，标普500指数从最低的666.79点上升至本次调整前的历史最高点2872.87点，涨幅约为331%，纳斯达克计算机指数更是从2009年2月的632.2点上升至2018年3月的4457.71点，涨幅达605%，美国股票市场是全球金融市场中表现最好的。随着市场的上行，美国股票市场估值水涨船高，2018年3月底纳斯达克市场整体估值为33.5倍。对于发达股票市场而言，这是一个相对较高的估值水平，也是美国股票市场近期估值的高点，美国三大股指的市盈率甚至超过上证A股。

从市场投资的角度，陪伴企业成长是支持红筹企业回归的重要目标之一，但是，在美股市场估值最高时点回归A股，首要的问题是企业在美股的估值是否存在高估可能，以及是否能够继续维持高估值？如果答案是否定的，那么就相当于A股可能承接美国最高估值时点的高估值股票，A股收获的可能是“估值调整”而不是“企业成长”。为此，红筹企业回归国内资本市场最好的时点可能不是



相关市场处于估值高位的时间点。

从估值体系及其结构性看,需要考虑红筹企业回归是拉高红筹企业估值还是拉低A股市场估值。目前从A股和美股的估值情况看,美国三大股指的市盈率均高于上证A股市盈率,但是,A股科技板块估值相对于美股整体甚至纳斯达克是各个板块中最高的,即是说科技型公司在国内股票市场享受了全球最高的估值,以及所有行业(相对美股)最高的估值溢价。2018年3月30日,A股创业板静态市盈率为49倍,中小板静态市盈率为40倍,中证信息技术板块静态市盈率则超过53.6倍;2017年底纳斯达克100市盈率估值为31.4倍,软件与服务估值甚至只有27.5倍。简言之,美国股市估值整体高于A股估值,但是,红筹企业回归的目标板块在美股的估值则低于A股相关板块估值。

红筹企业回归可能产生两个结果:一是美股估值相对A股低的公司回归A股,享受A股更高的估值,向A股科技类公司看齐甚至超越A股相关板块估值。二是A股高估值公司向回归的相对低估值公司看齐,A股科技板块甚至A股整体估值中枢下移。一个案例是刚刚回归A股的某家公司,其退市市值约600亿元,到A股上市市值最高超过4000亿元。这仅仅是个例,还是会成为普遍现象,以及上述两种结果哪种会是主导性的?目前都是难以判断的。如果大型科技型企业回归A股,更多的是享受自身估值的提升,那么除了做大自身市值和市场市值之外,其意义又在何处?

第三,资本市场建设的融资功能。从资本市场创新发展上,推动红筹企业回归国内的政策目标之一应重在强化资本市场的融资功能。红筹企业回归国内资本市场,A股市场市值增加是一个确定的趋势,为此,红筹企业回归对于做大资本市场是有积极作用的。但是,资本市场的核心功能在于直接融资或者是直接的储蓄投资转换机制,强大的资本市场体系体现在强大的融资功能上。严

格意义上,在存托凭证框架下,挂牌企业的存托凭证市值是不计入交易所市值的。2017年A股股权融资规模约1.72万亿元,其中,IPO仅2351亿元,定增募资超过1.32万亿元,股权融资占社会融资规模的比例约为8.87%。但是,2017年A股解禁市值达到2.8万亿元,2018年A股解禁市值可能进一步提升至4万亿元左右。A股的融资功能及其融资结构都仍有较大的完善空间。

红筹企业回归可能有两个核心途径:一是境内IPO,未上市红筹企业拆除红筹架构由境内公司在A股IPO,而已上市红筹企业则可选择先退市再回归A股;二是以境外上市股份为基础的境内衍生品交易,即以存托凭证为主。红筹企业回归A股市场的两个途径中,存托凭证由于不用在原市场退市、不用改组海外特殊目的公司(Special Purpose Vehicles,SPVs)或可变利益实体(Variable Interest Entities,VIEs)、可以同时在不同市场融资以及操作更加便利等优势,可能会成为红筹企业回归A股市场的主要渠道。上述提及的刚刚回归A股的案例,在退市操作(即私有化)过程中就耗费了巨额的资金以及面临了繁杂的法律程序和监管事务。

如果红筹企业回归以存托凭证为主,那么对于市场最为有利的是吸引领先的红筹公司回归A股,提高A股市场的全球影响力和竞争力,同时市场交易量将大幅提高。2017年全球存托凭证交易额高达3.4万亿美元,但是,融资额仅为156亿美元。虽然,市场竞争力、流动性或交易规模等都是市场融资功能发挥的基础条件,但是,多层次资本市场的形成一定不能偏离直接融资功能的本质。资本市场建设的核心不仅在于多少知名“独角兽”红筹企业的回归,不仅在于为大型企业提供的“快速”融资便利,更重要的是建设重平等、多层次、广覆盖、高便利的直接融资机制,为更多创新型、科技型中小企业提供顺畅的直接融资便利。从这个意义出发,市场体制机制的改革完善可能比红筹企业回

归更加重要。

第四,存托凭证的投资者保护问题。在法律关系上,存托凭证本质上属于信托范畴,更重要的是具有双重受托人且属于两个不同经济体的监管体系,这决定了存托凭证法律关系及投资者权益保护的复杂性。为此,从投资者保护上,投资者是否真正熟悉信托凭证并具有风险识别及应对能力是投资者保护机制需要重点考虑的。

过去几年,A股投资者在市场发展和波动中逐步成熟起来,对于融资融券、场外配置、熔断机制等都有新的认识,风险意识和应对能力或有一定程度的提高,但是,可能对于大部分投资者而言,存托凭证还是较为陌生的事物。比如,国内很多的证券市场研究者、参与者可能还不知道阿里巴巴、京东、百度并非在美国进行普通股发行而是采用信托凭证融资。再比如,理论上,存托凭证与相关股票的价值应该是一致的,但是,当国内存托凭证价格与存托凭证相关的国外股票价格发生重大偏离时如何认识与处置,这对于投资者可能是一个直接的难题。从学术研究的角度看,国内专业研究者对于存托凭证的研究并非十分深入,甚至可以说非常粗浅。比如,诸多科技型企业VIE架构的治理结构与普通股上市公司控制架构存在实质区别,前者表决权是在于协议,而后者表决权在于股份。总之,存托凭证对于解决红筹企业回归A股确实是最现实、最有效、最便利的方式,但是,存托凭证涉及的监管框架、法律关系、公司治理、定价交易等相对于普通股更加复杂,这意味着存托凭证的投资者适当性管理和投资者保护机制需要更加严格。■

作者单位:中国社会科学院金融研究所;潍坊学院经济管理学院

(责任编辑 张艳花)