战略新兴板需求强烈 推板折戟影响产业发展远景

**一、战略新兴板发展历程**

战略新兴板自筹备至折戟历时约3年（见表1），前期申报过程较为顺利，经国务院常务会议审议通过，受到多部门的关注和支持，给大批新兴产业企业带来良好预期，上交所也已准备好相应的机构设置和人员筹备。但就在万事俱备之时，板块推出计划搁浅，令市场十分意外。

表1 战略新兴板筹备时间表

|  |  |
| --- | --- |
| 时间 | 事件 |
| 2013年9月 | 上交所启动战略新兴板的相关研究工作 |
| 2013年年底 | 上交所向证监会上报《关于上交所设立战略新兴产业板的请示》 |
| 2014年4月 | 证监会主席专题会对战略新兴板有关问题进行研究 |
| 2014年下半年 | 证监会、发改委相关领导就战略新兴板设立事宜进行大量调研 |
| 2015年6月 | 上交所根据市场对注册制改革的预期，重新制定了战略新兴板建设方案，并再次上报证监会 |
| 2015年6月 | 国务院《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》提出“推动在上海证券交易所建立战略新兴产业板” |
| 2015年12月 | 国务院常务会议明确“建立上海证券交易所战略新兴板，支持创新创业企业融资” |
| 2016年两会期间 | “设立战略性新兴产业板”从“十三五”规划纲要草案中正式删除 |

**二、战略新兴板的特点及作用**

战略新兴板定位明确，重点服务国家有关文件确定的战略性新兴产业以及其它符合国家经济转型发展方向的新兴行业所属企业，上市标准更具包容性，有助于新兴企业上市融资。

1. 战略新兴板上市要求更加多元化

在学习和借鉴国外成熟资本市场的运作经验的基础上，战略新兴板上市财务标准采取了“3+1”模式，一是淡化盈利要求，关注企业的持续经营能力，设置三套以市值为核心的财务标准，满足不同市值规模、不同商业模式的新兴产业企业上市要求（见表2）。二是与创业板错位发展，针对规模稍大、已越过成长期、相对成熟的企业,设立高于创业板的“净利润-收入”指标作为另一可选财务标准。

表2 战略新兴板与国内其他板块上市财务标准差异比照表

| **战略新兴板** | **主板/中小板** | **创业板** |
| --- | --- | --- |
| **符合下述四项标准之一（待定）：**  ①利润-收入  最近2年连续盈利，最近2年净利润累计不少于2000万元，或最近1年盈利，最近1年营业收入不少于1亿元，最近一期末净资产不少于2000万元。  ②市值-现金流-收入  市值不少于10亿元；最近一年营业收入累计不少于1亿元；最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不少于2000万元。  ③市值—收入  市值不少于15亿元，最近一年营业收入不少于1亿元。  ④市值—权益  市值不少于30亿元，最近一期末总资产不少于3亿元，净资产不少于2亿元。 | **同时符合以下标准：**  ①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；净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据，且最近一期不存在未弥补亏损。  ②最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元；或最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元。 | **同时符合以下标准：**  ①最近2年连续盈利，最近2年净利润累计不少于1000万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于5000万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。  ②最近一期末净资产不少于2000万元，且不存在未弥补亏损。 |

（二）战略新兴板定位与新兴产业企业相契合

在上市标准方面，战略新兴板可以容纳未盈利企业上市。相比现行上市规则，战略新兴板引入了以预计市值为核心的多样化上市标准，盈利不再是企业上市的硬性要求，有利于战略性新兴产业企业登陆资本市场进行持续融资。

在发行审核方面，贯彻以信息披露为中心的审核理念，设置单独审核通道，缩短审核排队时间，加快推动新兴产业企业进入资本市场融资。同时，在一些具体问题上，针对新兴产业企业特征，遵循市场化原则，对审核标准做出差异化制度安排，有利于资金需求迫切的战略性新兴产业企业快速登陆资本市场进行融资。

此外，战略新兴板为红筹架构的公司境内上市预留了空间。境外上市的互联网、生物医药、芯片设计等产业企业往往属于红筹公司范畴，许多公司具有特殊股权结构。在国务院出台相关规定推动红筹公司跨境证券发行与交易，并协调各部委制定相应的配套规则的前提下，战略新兴板考虑设置与一般境内企业不同的上市条件，专门支持红筹企业发行上市。

（三）战略新兴板市场风险整体可控

尽管将尚未盈利企业纳入上市主体范围，但并不意味着整体板块市场风险就高。首先，尚未盈利的企业多为因研发或持续市场推广费用过大而亏损的科技创新、互联网、生物医药等企业，这类未盈利企业不同于传统产业企业，是科技和产业的未来爆发点，因此，尚未盈利并不等同于高风险。且根据上交所摸底，意向申报战略新兴板的企业绝大多数是盈利企业。其次，战略新兴板设置的四套财务指标除了三套以市值为核心，另一可选指标是“净利润-收入”，该项指标要求明显高于现有创业板上市门槛，是后者的两倍，对风险控制更为严格。最后，上交所将引导证券公司优先推荐细分新兴产业龙头、市值规模较大的企业申报战略新兴板。综上所述，战略新兴板不会成为以尚未盈利上市公司为主的市场板块，风险整体可控。

**三、删除战略新兴板的负面影响**

（一）战略新兴板市场需求强烈

战略性新兴产业由于创新的复杂性和不确定性等特点，投入大且投入和盈利不同步，企业股权结构、组织架构和治理结构较为特殊，而我国资本市场现有的市场体系和发行制度总体上侧重于传统行业、传统业态，缺少专门针对战略性新兴产业的制度安排，新兴产业企业难以进入资本市场。在此背景下，以互联网、芯片设计、新媒体、生物医药为代表的众多战略性新兴产业企业纷纷出走境外上市。其中，仅境外上市的互联网及信息技术公司市值就达4370亿美元。而战略新兴板则为这些国内上市无门的新兴企业开拓了新的融资渠道。

近几年来，在不断强化的战略新兴板推出预期下，以小米公司、蚂蚁金服、中国商用飞机等为代表的拥有创新性商业模式的新兴企业，在进行规范改制，积极筹划，酝酿登陆战略新兴板。同时，许多境外上市的中概股企业也大都有意愿回归境内市场。据统计，已有近100家新兴产业红筹企业或私有化退市，或拆除红筹和VIE架构，积极准备登陆战略新兴板，包括奇虎360、陆金所、美团点评、药明康德等颇具影响力的企业。

（二）取消设立战略新兴板将导致众多新兴企业发展受阻

两会期间，“设立战略性新兴产业板”从“十三五”规划纲要草案中正式删除。受此影响，众多以战略新兴板为目标的优质企业上市计划搁浅，它们将面临极大的财务风险。据有关机构保守估算，目前市场上有意愿且符合战略新兴板上市标准的企业约380家，主要分为四类：奇虎360等拆除 VIE 架构回归的中概股，约30家；蚂蚁金服等行业地位显著的新兴企业，约200家；主板IPO排队企业，约100家；新三板符合条件的成熟企业，约50家。这些企业只有选择排队IPO，或借壳上市，以及挂牌新三板。

对于第一种选择排队IPO，等待时间过长。截至 2016年4月1日,证监会受理首发企业共771 家。其中，已过会113 家，还有 658 余家公司处于 IPO 审核排队状态。根据当前 IPO 发行节奏，如按每年 200 家左右的发行速度计算，这些存量企业的发行上市也需 3 年左右的时间来消化。

对于第二种选择借壳上市，尽管所需时间较短，但其不确定性更强，成本更高。同时，借壳上市、重大资产重组信息是内幕交易信息的主要组成部分，往往容易滋生内幕交易、股价操纵等违法违规行为。以分众传媒为例，2012年8月份，公司正式发布公告称收到私有化要约，同年12月出台了私有化方案，2013年5月完成私有化，并准备寻求借壳上市。但直到2014年12月，宏达新材宣布筹划重大资产重组并开始停牌，分众传媒借壳上市计划才刚刚浮出水面。2015年6月宏达新材实际控制人被证监会立案调查，为保证 2015年底前上市，公司在焦虑中转借七喜控股，才于 2015年12月28日登陆A股。

对于第三种选择挂牌新三板，新三板市场估值偏低，且市场内流动性不强，融资能力受到限制。而战略新兴板依托于A股市场,在融资规模和流动性方面具备较大优势。在融资模方面，2015年A股市场股权融资金额达1.54万亿元（见表3），其中224家IPO企业合计募集资金1578亿元，再融资合计募集资金1.39万亿元。上交所股票市场2014年总计募集资金7859亿元，平均每家企业融资规模22.9亿元，单个融资金额最大。在流动性方面，2015年A股成交额为253.3万亿元（见表4），换手率为997%，其中，上海A股市场年换手率为933%，深圳A股市场年换手率为1037%，新三板2015年成交额为1910亿元，换手率仅为39.55%。

表3 2015年国内主要股票交易场所IPO/挂牌企业概况

| **市场** | **IPO/挂牌企业数量** | **IPO/挂牌单笔融资额** | **再融资企业数量** | **再融资单笔额** |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 上交所 | 90家 | 12.08亿元 | 253家 | 26.77亿元 |
| 深交所 | 134家 | 3.67亿元 | 609家 | 11.65亿元 |
| 新三板 | 3565家 | - | 1872家 | 0.52亿元 |

数据来源：Wind资讯（2015年12月31日）

表4 2015年国内主要股票交易场所成交额和换手率情况

| **市场** | **成交额** | **换手率** |
| --- | --- | --- |
| 上交所 | 253.3万亿元 | 933% |
| 深交所 | 1037% |
| 新三板 | 1910亿元 | 39.55%- |

此外，战略新兴板暂缓设立，不仅打乱了对众多新兴产业企业上市节奏，后续的股权资本融资发展同样受到不同程度的负面影响。由于上市困难，私募资本退出渠道不畅，企业在私募股权市场的融资成本也被进一步抬高。

(三)资本市场对战略性新兴产业的支持功能再度模糊

现有的主板、中小板与创业板市场，在监管制度、市场运行机制、投资者分类和准入制度等方面基本相同，未充分体现不同市场板块之间的特点与差异，少数已上市的战略性新兴产业企业散落在上述三个市场，板块特征不明显，融资能力受限制，资本市场支持发展战略性新兴产业这一国家战略的功能定位不突出。有两种改革路径来解决这个问题。一是在现有市场板块上，实施IPO监管制度与运行机制差异化改革，这项改革难度较大，因为通过资本市场“存量改革”方式支持战略性新兴产业发展，面临成本高、阻力大等实际困难，战略性新兴产业自身发展的独特要求难以实现。另一个是单设战略新兴板，以企业为主体，以市场为导向，动员和吸引更多的社会资本进入战略性新兴产业领域，形成产业聚集和市场聚焦，打造新兴产业企业“旗舰店”，为中国经济实现创新驱动的转变提供强大动力。而删除战略新兴板，相当于选择了存量改革的方式，或者选择延迟支持战略性新兴产业融资的策略，对于产业发展和深化资本市场改革均有不利影响。

（四）战略新兴板各项准备工作已基本就绪

目前战略新兴板相关规则已基本制定完毕，核心交易系统与周边系统的技术开发工作已初步完成，人员和组织架构也已准备就绪，板块删除对已开展的工作形成不利。