

中概股回归国内资本市场的路径及动因

——药明康德“一拆三”回归的案例分析

沈佳焯, 郭飞(博士生导师)

【摘要】目前在资本市场支持“四新经济”的背景下,并购重组遇阻,独角兽公司A股IPO可享受快速通道,为中概股回归提供了契机。药明康德是中概股以IPO形式成功回归A股的首例,对其“一拆三”回归路径的创新之处与动因进行分析,发现选择分拆上市可以降低信息不对称引起的企业价值低估风险、消除母子公司间的“负协同效应”、拓宽融资渠道等。基于此,提出相关政策性建议:适时推进核准制向注册制改革,健全多层次资本市场体系,推进中概股回归路径的多元化。

【关键词】中概股回归; 四新经济; 药明康德; 一拆三; 回归路径; 动因

【中图分类号】F276.6 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)21-0095-8

一、案例背景

自1992年起,我国部分优质国有企业开始赴美上市;20世纪90年代末,随着互联网经济的兴起,包括新浪、搜狐、网易等在内的中国互联网企业也纷纷选择在美国上市^[1];2003年以来,随着证监会取消“无异议函”制度以及在股权分置改革背景下暂停境内新股发行政策的实施,民营企业纷纷赴美上市,仅2010年就有45家中国企业在美国上市。我国企业选择赴美上市的主要原因包括:一是美国资本市场允许同股不同权^[2];二是美国资本市场新股发行门槛明显低于国内A股主板;三是美国资本市场新股发行实行效率更高的注册制。

但以2010年浑水做空东方纸业为开端,尤其是在2011年美国中概股公司遭遇集体做空危机^[3]之后,美国资本市场出现了中概股公司选择通过私有化方式退市的浪潮。2011年度只有11家中国企业在美国上市,却有46家中概股公司遭到停牌或者退市的处罚^[1],并有19家中概股公司收到私有化要约。随着2014年下半年国内A股市场一路走高^[4]、《工业和信息化部关于放开在线数据处理与交易业务(经营类电子商务)外资股比限制的通告》(工信部通

[2015]196号)的发布、设立战略新兴板等释放支持信号政策的出台,中概股再次掀起了私有化回归的浪潮。据公开数据统计,2015年有奇虎360、欢聚时光、如家酒店、博纳影业等33家在中概股公司收到私有化要约,2016年又有智联招聘、聚美优品、去哪儿等17家中概股选择私有化退市。受暂缓中概股通过IPO、并购重组方式回归A股的影响,中概股私有化的热度在2017年有所降低,仅有智联招聘、去哪儿、京东金融等几家企业完成了私有化。

中概股公司私有化退市的下一步是在国内资本市场重新上市。借壳上市一直是中概股回归的主流方式^[5],成功案例包括分众传媒借壳七喜控股、巨人网络借壳世纪游轮等^[6]。2016年5月证监会暂缓中概股通过IPO、并购重组方式回归A股,使得中概股通过IPO和借壳的回归之路受阻,因此中概股开始采用“回归与并购”结合——整体出售的方式回归,经典案例包括银润集团对学大教育进行吸收合并、首旅集团对如家酒店进行收购合并^[5]。2017年12月29日奇虎360借壳江南嘉捷顺利过会,意味着中概股借壳上市迎来破局。2018年3月27日药明康德IPO顺利过会,成为中概股以IPO形式回归A股的第一单。此外,自2018年以来监管部门不断传递信

号,支持新经济公司上市,欢迎海外优质中概股回归国内资本市场,为中概股以多元化方式回归提供了支持。

药明康德是2015年中概股私有化浪潮中的一员,也是中概股以IPO形式成功回归A股的首例,其回归路径具有较高的研究价值。因此,本文选取以“一拆三”形式成功回归A股的药明康德作为研究案例,分析其分拆回归的路径,总结其创新之处,并探讨其路径选择的动因,为其他中概股回归路径的选择提供借鉴,并对引导优质中概股回归、促进我国资本市场改革提出建议。

二、案例介绍

(一)公司概况

药明康德成立于2000年12月,从创业之初仅650平方米的化学服务实验室起步,经过十多年的经营,成长为全球医药研发领域中覆盖全产业链的开放式、全方位、一体化的医药研发服务与技术平台。截至2017年12月31日,药明康德共有66家境内外控股子公司、2家分公司以及9家参股公司。药明康德主要为客户提供小分子药物的合同研发服务业务(CRO)以及小分子新药工艺研发和生产业务(CMO/CDMO)。由表1可知,2015年以来药明康德主营业务收入的复合增长率达到25.85%,各个业务单元均保持稳步增长,具有较强的盈利能力。

目前药明康德在我国上海、苏州和天津,美国费城和亚特兰大,以及德国慕尼黑等地区拥有26个研发基地及分支机构,具备向不同规模、不同类型的小分子化学药企业提供新药研发产业链各个环节服务的能力,已经为全球超过3000家客户提供了研发服务。药明康德最初在美国拓展业务,由表2可知,现阶段美国依然是其占比最大的销售区域,销售占比

超过50%;随着我国研发市场的迅速发展,药明康德不断发展与国内药企的合作,中国区域的收入也在逐年稳步上升。

表2 2015~2017年度主营业务收入按销售区域划分的情况 金额单位:万元

销售区域	2017年度		2016年度		2015年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
美国	443754.99	57.48%	371407.73	61.41%	315073.68	64.63%
中国	152685.75	19.78%	109068.17	18.03%	83804.45	17.19%
欧洲	141957.79	18.39%	102806.23	17.00%	68584.46	14.07%
亚洲(除中国)	22083.78	2.86%	15092.88	2.50%	14677.08	3.01%
其他	11529.67	1.49%	6454.58	1.07%	5326.43	1.09%
合计	772011.98	100%	604829.59	100%	487466.10	100%

(二)私有化过程

2007年8月9日,母公司无锡药明康德(开曼)有限公司(以下简称WuXi Cayman)在纽约证券交易所挂牌,以14美元/股的价格首次公开发行15167326股美国存托股份(ADS,每一ADS代表8股普通股),共融资1.85亿美元。上市8年后受多方面因素的影响,其选择以反三角合并的方式私有化退市。2015年4月29日,WuXi Cayman董事会收到李革及Ally Bridge Group Capital Partners(汇桥资本集团)共同发出的无约束力的下市要约。根据要约,由李革及Ally Bridge Group Capital Partners共同组成的财团拟以5.75美元/普通股的价格收购财团成员之外其他股东持有的股份。李革于2015年7月2日在开曼群岛设立Holdco(新无锡生命科学控股公司),并设立Holdco的全资子公司Parentco(新无锡生命科学有限公司),再设立Parentco的全资子公司Merger Sub(无锡合并有限公司),Merger Sub与WuXi Cayman进行合并,合并以后WuXi Cayman

表1 2015~2017年度主营业务收入按不同业务单元分类的情况 金额单位:万元

业务单元	2017年度		2016年度		2015年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
CRO服务	561156.59	72.69%	441128.02	72.93%	360792.57	74.01%
其中:中国区实验室服务	412057.58	53.37%	326977.53	54.06%	255387.05	52.39%
美国区实验室服务	113488.09	14.70%	93523.12	15.46%	70358.81	14.43%
临床研究及其他CRO服务	35610.91	4.61%	20627.37	3.41%	35046.72	7.19%
CMO/CDMO业务	210855.40	27.31%	163701.57	27.07%	126673.53	25.99%
其中:工艺开发	26437.86	3.42%	21793.37	3.60%	16115.04	3.31%
生产	184417.54	23.89%	141908.20	23.46%	110558.50	22.68%
主营业务收入合计	772011.98	100%	604829.59	100%	487466.10	100%

存续，成为 Parentco 的全资子公司。2015 年 12 月 10 日，WuXi Cayman 从纽交所下市。

(三)“一拆三”回归过程

2015 年 4 月 3 日，药明康德的全资子公司、其 CMO/CDMO 平台——合全药业在新三板挂牌，开创了海外上市公司的子公司在新三板挂牌的先例，也踏出了药明康德“一拆三”回归的第一步。药明康德和合全药业的股权架构如图 1 所示。合全药业自上市以来进行了五次增发，共募集资金 24.25 亿元。

2017 年 6 月 13 日，药明康德旗下的生物制剂研发服务商——药明生物在香港联交所上市，以 16.64 元/股的价格首次发行 2.22 亿股，募集资金总额为 36.93 亿元，其股权架构如图 2 所示。药明生物登陆联交所标志着药明康德“一拆三”回归的第二步完成。

2017 年 3 月 23 日，药明康德在官网发布接受华泰联合证券上市辅导的公告，意味着其回归的第三步——A 股上市正式提上日程。2018 年 3 月 27 日，在发改委的第 51 次工作会议上，药明康德顺利过会，成为中概股以 IPO 形式回归 A 股的首例。2018 年 4 月 13 日，药明康德获得 IPO 批文，成为 A 股第一家获得 IPO 批文的独角兽公司。2018 年 4 月 24 日，药明康德以 21.60 元/股的价格首次公开发行 10419.86 万股股票，实际募集资金 225068.88 万元。

三、案例分析

(一)“一拆三”回归路径的创新之处

1. 剥离大分子生物药业务。2015 年药明康德大分子生物药业务的营业收入约为 2 亿元，仅占全年总营业收入的 4.21%，所占比重较小；同时 2015 年大分子生物药业务的利润总额为 -3748.76 万元，属于亏损的业务。因此，将大分子生物药业务从药明康德剥离有其必要性。在推进合全药业挂牌的同一时间，药明康德开始剥离大分子生物药业务的相关股权、业务、资产和人员。2015 年 4 月，药明康德将持有的无锡药明康德企业管理有限公司 100% 的股权以

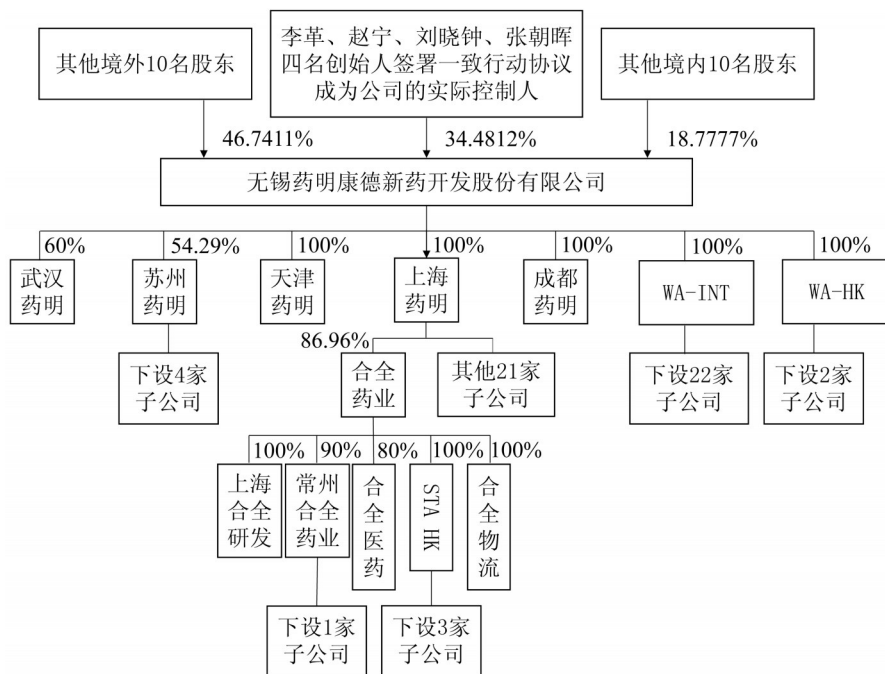


图 1 药明康德和合全药业的股权架构

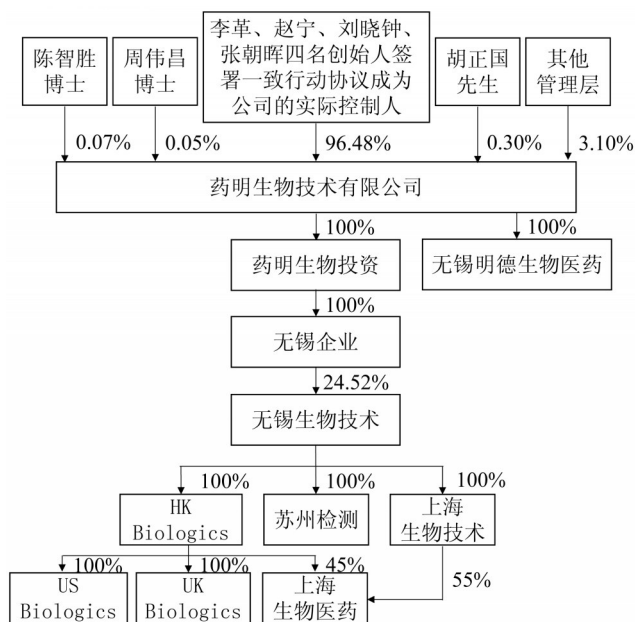


图 2 药明生物股权架构

9080.94 万元的价格转让给无锡生物投资有限公司。至此，无锡药明康德企业管理有限公司及其控股子公司药明生物、上海药明生物、无锡生物香港不再纳入药明康德合并报表范围。2015 年 7 月，药明康德的子公司无锡药明投资和上海药明康德分别以 2245.65 万元和 249.52 万元的价格将持有的苏州检测 63% 和 7% 的股权转让给药明生物。至此，苏州检测不再纳入药明康德合并报表范围。此外，自 2015 年 3 月起，上海药明通过剥离固定资产及无形资产、

解除雇员劳动关系、转移业务合同项下的权利与义务等方式,将大分子生物药业务从上海药明康德剥离。剥离大分子生物药业务的相关股权及业务为药明生物在香港联交所上市创造了前提条件。

2. 未涉及VIE结构的拆除。VIE结构是指境外注册的上市实体与境内的业务运营实体相分离,境外的上市实体通过协议的方式控制境内的业务实体,其主要被应用于在海外上市的中国公司中。VIE结构的拆除一般涉及赎回境外投资者的股份、解除VIE控制协议、调整境内业务公司股权结构、注销境外主体和外汇登记以及补缴税款等事项,在解除之后还需要排队等待证监会的审批^[7],因此整个过程需要花费大量的人力、资金以及时间成本。2004年6月3日WXPT BVI(无锡维京)在英属维京群岛成立,2007年3月16日,WuXi Cayman在开曼群岛设立,并与WXPT BVI股东以1:1的比例实施换股,间接持有WXPT BVI100%的股权,从而建立了VIE结构。合全药业在新三板挂牌时,其实际控制人WuXi Cayman还未从纽交所下市,其回归迅速正是因为不涉及VIE结构的拆除。

3. 为药明康德私有化及回归A股提供融资。药明康德在进行私有化的同时首先分拆合全药业挂牌新三板,完成“一拆三”回归的第一步。选择在新三板挂牌的原因有如下几点:首先,自2015年以来监管部门陆续发布了新三板改革和未来发展的利好信号,特别是“实质性转板”等制度的出台,进一步提升了新三板市场的活力和流动性;其次,新三板准入门槛较低、审核条件相对宽松、申报流程相对简单,可以在较短时间内实现挂牌,从而有效降低企业上市的时间和财务成本;最后,在新三板助力“双创企业”的大背景下,新三板对创新性科技企业的估值弹性较大,可以提升企业估值。

合全药业的挂牌抢占了资本市场的红利制高点,并拓宽了融资渠道,为药明康德顺利完成私有化和回归A股提供了资金支持。具体体现在以下两方面:一是合全药业在香港的子公司STA HK以连带保证担保、将所有资产设定固定及浮动质押或类似担保权益、指定账户质押等方式,为吸收合并后WuXi Cayman承接的8亿美元并购贷款提供担保,担保期限为提款之日起84个月;二是合全药业与上海药明康德频繁开展并购重组。例如:2017年1月合全药业宣布拟向上海药明康德发行约1285万股股份购买其制剂开发服务部门全部的资产与负债,作

价1.52亿元;2017年11月合全药业股东大会审议通过了使用自有资金9287799.27元收购大股东上海药明康德、WuXi AppTec(Hong Kong)Limited合计持有的无锡药明康德医药科技有限公司100%股权的项目。上述并购重组为当时正在申请A股主板上市的控股股东药明康德提供了有力的资金支持。

4. A股主板IPO折价募集资金。药明康德2018年4月16日披露的《首次公开发行股票初步询价及推介公告》显示,其预计募资金额为21.3亿元,较公司此前预披露的57.41亿元减少了63%,计划投资项目由10个调减为4个。募资规模调减后,药明康德发行市盈率为22.99倍,在23倍的发行市盈率红线以下。22.99倍的发行市盈率相比于其所在行业65.32倍的披露市盈率存在较大折价,但正因为药明康德降低募资规模,使其比早已过会的富士康和宁德时代两只独角兽率先拿到IPO批文,成为首只通过IPO上市的中概股。

(二)以“一拆三”形式回归的动因

1. 借壳回归的路径受阻,IPO整体上市的回归方式难度大。本文所述的分拆上市是指母公司在法律上和组织上将其子公司或者部分业务板块分离出来单独经营,然后母、子公司分别独立上市^[8]。中概股公司完成私有化后回归国内资本市场的路径主要有借壳上市、IPO整体上市和分拆上市三种方式选择,这三种方式的优缺点整理如表3所示。

借壳上市比较适合期望在较短时间内回归A股且具备较强盈利能力和资金实力的企业^[9],也是中概股回归国内资本市场最常用的方式之一。在2016年5月证监会暂缓中概股通过IPO、并购重组方式回归A股之前,成功回归的中概股案例基本上都是采用借壳方式。分众传媒借壳七喜控股是中概股私有化借壳回归A股的首例,也是中概股成功实践资本运营的典型代表^[10];巨人网络借壳世纪游轮回归A股创造了连续20个交易日涨停的神话。正因为如此,2015年以来A股市场的壳资源遭到了疯狂炒作,助推了壳资源价格的暴涨,给准备以借壳方式回归的中概股公司造成了极大的资金压力。2016年5月,针对市场对近3年5家海外上市的红筹企业在退市后通过并购重组回归A股的事实提出的质疑,证监会暂缓中概股通过IPO、并购重组方式回归A股市场。2016年9月证监会出台了修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》,提高了借壳上市的门槛,也加强了对资产重组事中和事后的监督,进而压缩

中概股借壳上市、IPO整体上市和分拆上市的优缺点

方式	优点	缺点
借壳上市	1.审批耗时短,缩短上市时间; 2.无需向公众公开企业各项指标,增强隐蔽性; 3.交易标的资产的价格由交易双方决定而非由市场决定,价格明确; 4.引起外界的广泛关注,扩大知名度	1.壳公司的价格水涨船高,借壳成本较高; 2.签订业绩对赌承诺需承担较大的盈利压力和补偿风险; 3.严重稀释拟借壳公司原控股股东的股权比例; 4.禁止重组上市配套募集资金
IPO整体上市	1.在发行时即可融资; 2.新股发行一般会有高估值; 3.上市过程自我主导性强; 4.与借壳上市相比涉及的主体简单,财务和法律风险较低; 5.与分拆上市相比可以有效解决同业竞争、关联交易等问题	1.发行门槛高; 2.流程复杂,审查周期长,耗时长; 3.受上市额度的限制,发行难度较大; 4.发行费用巨大,约占募资总额的8%左右
分拆上市	1.降低信息不对称引起的企业价值低估风险; 2.集中比较优势发展核心业务,消除母子公司间的“负协同效应”; 3.改善公司治理,提高对市场环境的反应速度; 4.拓宽融资渠道; 5.降低委托代理成本	1.增加财务、审计等管理成本; 2.降低上市公司抗风险能力; 3.稀释母公司持股比例; 4.引发关联交易

了炒卖“伪壳”的空间。

以上种种原因使得中概股通过借壳方式回归的路径受阻。IPO整体上市的缺点也显而易见,A股主板市场发行门槛高、审查流程复杂、审查周期长等限制了中概股以IPO整体上市的方式回归国内A股市场。在暂缓中概股通过IPO、并购重组方式回归A股的背景下,通过将子公司或者子业务分离出来,先在新三板以及香港联交所上市,再寻找适当的时机回归A股,是特定大环境下的正确选择。

2. 分拆上市的相对优势。

(1)降低信息不对称引起的企业价值低估的风险。信息不对称假说认为,在子公司没有单独公开上市的情况下,子公司对外所披露的财务状况和经营成果等信息并不充分,使得资本市场上的投资者无法掌握公司的全部信息,导致公司在资本市场上所体现的价值与公司的实际价值不一致^[11]。药明康德从纽交所退市时总市值为32.20亿美元,市盈率仅为

21.72倍。为降低企业价值被低估的风险,药明康德在回归国内资本市场时选择“一拆三”的模式,使其从事CMO/CDMO业务的合全药业和从事大分子生物药业务的药明生物率先单独上市。现阶段,在新三板挂牌的合全药业的市盈率为40倍左右,市值超过200亿元;在香港联交所上市的药明生物的市盈率为290倍左右,市值超过700亿元;在上交所A股主板上市的药明康德以22.99倍的发行市盈率首次发行新股,发行市盈率明显低于其所在的医疗设备与服务行业70倍左右的动态市盈率,也远低于在A股主板的同类企业如昭衍新药90倍左右的动态市盈率。药明康德的股价在上市交易首日以43.98%的涨幅报收31.10元,市值上升至324亿元,由此可见其股价在上市交易后有很大的上涨空间,企业价值也随之提升。

(2)专注于主业经营,消除母子公司间的“负协同效应”。核心化战略假说认为,子公司从母公司分离出来并上市后使得双方能够更加集中比较优势发展核心业务,消除母子公司间的“负协同效应”^[12],从而提高母子公司的经营业绩和公司价值。药明康德、合全药业和药明生物三家公司业务的发展和运营具有相对独立性:药明康德主要从事小分子化学药的发现、研发及生产,主要涵盖CRO领域,属于医学研究与试验发展行业(M7340);合全药业主要从事为制药企业提供医药研发生产外包服务,主要涵盖CMO/CDMO领域,属于医药制造业(C27);而药明生物主要从事大分子生物药的发现、研发和生产,与药明康德的小分子化学药不属于相似的业务,且两者各自分别运营、独立发展,因而不存在同业竞争的情况。

由表4~表6三家公司的经营业绩变动情况可知,自合全药业的CMO/CDMO业务和药明生物的大分子生物药业务从药明康德分离出来以后,三家公司能更加专注于主业经营,提高各自的经营业绩。

表4 2014~2017年药明康德经营业绩变动情况

年份	营业收入(万元)	同比增长率	净利润(万元)	同比增长率	基本每股收益(元)
2014年	413978.08	N/A	80811.58	N/A	0.5100
2015年	488334.90	17.96%	68377.82	-15.39%	0.3900
2016年	611613.09	25.24%	112097.34	63.94%	1.0800
2017年	776525.99	26.96%	129672.05	15.68%	1.3100

表 5 2014-2017年合全药业经营业绩变动情况

年份	营业收入 (万元)	同比 增长率	净利润 (万元)	同比 增长率	基本每 股收益 (元)
2014年	107772.94	22.43%	23877.70	35.44%	1.9900
2015年	126932.99	17.78%	33016.82	38.27%	2.6900
2016年	163834.84	29.07%	43584.77	32.01%	3.3700
2017年	218721.09	33.50%	49496.45	13.56%	1.1400

表 6 2014-2017年药明生物经营业绩变动情况

年份	营业收入 (万元)	同比 增长率	净利润 (万元)	同比 增长率	基本每 股收益 (元)
2014年	33250	N/A	4198	N/A	0.0400
2015年	55871	68.03%	4451	6.03%	0.0500
2016年	99185	77.53%	14110	217.01%	0.1500
2017年	162111	63.44%	25263	79.04%	0.2400

(3)拓宽融资渠道。融资理论认为,公司分拆上市的最目的是获得融资并增加股东财富,子公司在母公司以外的市场上市,可以拓宽公司的融资渠道,提升公司的融资能力^[13]。合全药业在新三板上市之后进行了五次增发,共募集资金24.25亿元,增发的主要目的是补充流动资金、融资收购其他资产以及股权激励(详见表7)。2017年药明生物在香港联交所申报IPO时,以16.64元/股的价格公开发行2.22亿股,募集资金总额为36.93亿元,其中的45.1%用于偿还银行贷款,44.9%用于无锡、上海基地的建设,剩余10%用于日常运营。2018年3月22日药明生物发布配售新股的公告,拟募资39.9亿元,用于未来扩张——增加多个实验室及生产设施,以提升研发及生产能力。

表 7 合全药业五次增发募集资金的情况

发行日	2015-07-30	2015-07-30	2016-09-14	2017-07-31	2017-11-17
上市公告日	2015-10-13	2015-10-16	2016-12-30	2017-10-24	2018-02-01
增发类型	定向	定向	定向	定向	定向
发行价格 (元/股)	5.38	69.65	123.00	117.28	8.35
增发数量 (万股)	211.01	716.00	300.00	1296.04	313.50
实际募集 总额(亿元)	0.11	4.99	3.69	15.20	0.26
增发目的	股权激励	补充流动 资金	补充流动 资金	融资收购 其他资产	股权激励
发行对象	大股东 关联方	机构投资者 境内自然人	机构投资者	大股东	境内自然人
认购方式	现金	现金	现金	资产	现金

(4)强化股权激励效果。管理层激励假说认为因单个子公司管理者的经营业绩与集团公司的整体股价并不直接相关,导致股权激励并不能对子公司的管理者起到很好的激励作用^[14];而在子公司独立上市后,市场可以对子公司的股票进行单独定价,子公司管理层的经营效果能够直接影响其自身的股票价格^[15],从而可以更好地对子公司管理层进行绩效考核。合全药业在新三板挂牌以来共披露了五次股权激励方案,激励标的物为股票、期权以及股票增值权。结合表5中合全药业的经营业绩可知,其营业收入从2014年的10.78亿元增长至2017年的21.87亿元,复合增长率为26.63%。由此可见,合全药业独立上市后实施的股权激励措施对其管理层起到了较好的激励效果。

3. 相关政策的支持及国内监管环境的改变。医药行业是“中国制造2025”提出的十个重点行业之一。现阶段,医药行业处于发展的黄金时期,国家陆续出台相关政策引导并支持医药行业的持续发展,特别是加大对新药研发的投入。2010年10月,国务院明确将生物医药产业纳入我国战略性新兴产业范畴;2016年3月,“十三五规划”对医药产业今后五年的发展做出了重要规划,并鼓励研究和创制新药;2018年1月,食品药品监管总局、科技部出台的《关于加强和促进食品药品科技创新工作的指导意见》指出,加大对群众急需的重点药品、创新药、先进医疗器械自主创新的支持力度。

在我国资本市场监管全面趋严的大背景之下,2017年A股市场总体上呈现出稳中有升的格局,上证指数和深证成指全年分别累计上涨6.56%和8.48%。2017年成功IPO上市的企业有436家,其中380家企业为首发顺利上市,2017年各月份IPO首发审核通过数量及通过率具体如图3所示。

结合图3、图4可知,总体而言,2017年IPO首发审核通过率以及IPO上会平均排队时长均呈下降趋势。可见IPO通过率虽有所下降,但审核速度明显加快,IPO堰塞湖问题有所缓解。IPO排队数量从2017年1月初的676家减少到12月底的519家。

此外,2016年9月《上市公司重大资产重组管理办法》出台后,从严监管重组上市的政策导向愈发明显,使得上市公司并购重组有所降温。2017年并购重组市场持续遇冷,借壳上市全年审核数量为173个,仅为2015年峰值时的51.5%(详见表8)。再加上IPO排队时间的缩短和审核速度的加快,促使优质

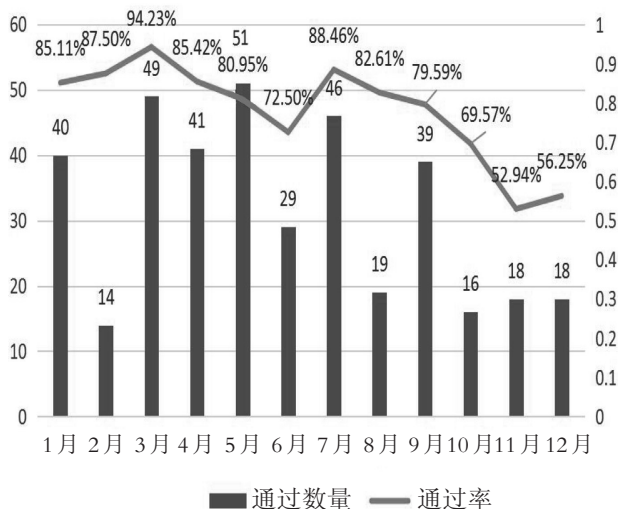


图3 2017年各月份IPO首发审核通过数量及通过率

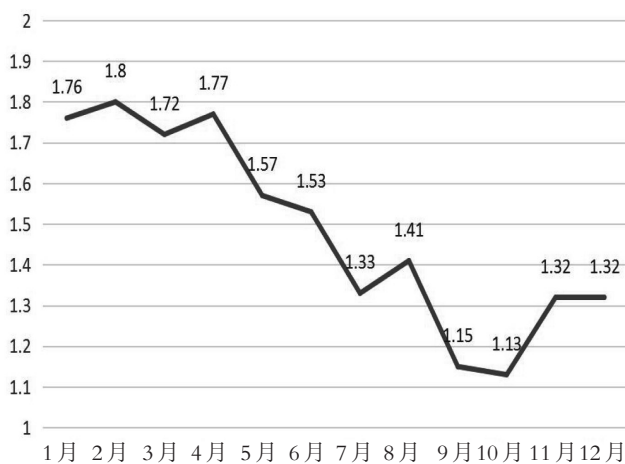


图4 2017年各月份IPO上会平均排队时长(单位:年)

表8 2014-2017年借壳上市审核数量与通过情况

项目	2017年	2016年	2015年	2014年
审核数量	173	275	336	194
通过数量	161	251	314	185
审核通过率	93.06%	91.27%	93.45%	95.36%

非上市公司倾向于选择IPO上市。

奇虎360成功借壳江南嘉捷和富士康极速IPO上市均体现了监管机构对“四新经济”(即新技术、新产业、新业态、新模式)行业独角兽公司在A股上市的欢迎态度,并对中概股回归提供了有条件的政策窗口,其中“符合国家产业战略、有核心技术、具有一定规模”是三个关键条件。2018年,监管部门持续传达资本市场助力中国新经济政策的大方向,对于生物科技、云计算、人工智能、高端制造4个行业的独角兽IPO实施“即报即审”。在并购重组遇冷而IPO

审核加速以及独角兽公司A股IPO享受快速通道的大背景下,药明康德作为生物科技行业的独角兽,申请在上交所A股主板上市,不仅可以享受“即报即审”的快速通道,缩短排队上会的时间,而且可以引起资本市场的极大关注。

四、总结与建议

药明康德以“一拆三”形式回归国内资本市场,是中概股在国家支持“四新经济”行业的独角兽公司上市、欢迎海外优质中概股回归的背景下以IPO形式成功回归A股的首例,为准备回归A股的中概股公司选择回归路径提供了借鉴。私有化退市的中概股公司应结合自身特点及市场情况^[16],理性选择回归方式。奇虎360借壳江南嘉捷顺利过会意味着中概股重新开启了以借壳方式回归A股的路径,但企业是否符合国家产业战略发展方向、是否具有核心技术、是否达到规模要求,是未来中概股能否通过借壳方式顺利回归的关键条件。与此同时,随着药明康德IPO快速过会,中概股以IPO方式回归A股迎来破冰,在IPO审核速度大幅度提升、审核周期大幅度缩短的背景下,中概股以IPO方式回归存在诸多利好条件,但是否达到上市要求仍是未来能否顺利过会的关键因素。

为进一步支持“四新经济”公司上市、吸引海外优质中概股回归国内资本市场,本文提出以下政策性建议:

1. 适时稳步推进核准制向注册制改革。现阶段,我国新股发行实行实质和形式双重审查的核准制。核准制在一定程度上能够降低不良证券进入市场的可能性,但其存在的权力寻租、劣币驱逐良币等弊病逐渐凸显出来,严重阻碍了资本市场的健康发展。相比之下,注册制可以降低准入门槛,简化审核流程,缩短发行时间,有效解决IPO堰塞湖的问题;同时还有利于避免政府对证券发行的不当干预,为中概股公司回归提供有利的监管环境。因此,我国应当适时稳步推进核准制向注册制改革,从当前的“严进、松管、难出”向“宽进、严管、易出”转变^[17];还可以借鉴我国台湾渐进式改革的经验,率先对特定行业、筹资规模较小的企业开展试点,随后逐渐扩大试点范围,最后完全采用注册制^[18]。

2. 健全多层次资本市场体系。与国外发达国家的资本市场相比,我国资本市场的结构在现阶段并不完善。推进多层次资本市场体系的创新发展,建立

健全发行、转板、退市等配套制度,是我国资本市场改革亟需解决的问题,也能为私有化退市的中概股公司创造良好的回归环境。具体措施包括:①在不同维度的资本市场之间建立“梯级”转板制度,企业可根据自身经营状况和发展需要选择升板或者降板^[19],提高资源配置的灵活性;②适时设立战略新兴板,吸引在海外上市的新兴产业企业回归国内资本市场;③适时推出国际板,扩大交叉上市的适用范围^[20],吸引优质中概股回归。

3. 推进中概股回归路径的多元化。2018年3月30日证监会发布的《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》允许已在海外上市且符合试点条件的红筹企业根据自身情况选择发行股票或发行存托凭证(CDR)的方式在境内上市融资。这意味着海外中概股公司可以在不私有化、不拆除VIE结构的基础上实现回归,为中概股回归A股提供了新路径。目前,CDR试点企业只涵盖互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业,并且要求试点企业的市值不低于2000亿元,因此期盼出台与落实涵盖更多行业、降低市值要求的相关政策,以促进中概股回归路径的多元化和增强政策的吸引力。

主要参考文献:

- [1] 杨敏,欧阳宗书,叶康涛,杜美杰.在美上市中国概念股会计问题研究[J].会计研究,2012(4):3~7.
- [2] 郭全中.为什么推动“四新经济”中概股回归A股[N].中国经济时报,2018-03-13.
- [3] 祝继高,端杨,李鑫.中概股公司私有化研究:动机与经济后果[J].财经研究,2015(4):110~121.
- [4] 李杲.中概股私有化与分拆回归A股的特点与影响分析[J].证券市场导报,2017(11):42~48.
- [5] 叶贞贞.借壳上市:中概股回归的主流方式[J].现代商贸工业,2016(6):99~101.
- [6] 彭涛.中概股回归国内资本市场问题研究[J].国

际经济合作,2016(10):92~95.

- [7] 王春燕,张伟华,常久明.中概股私有化回归A股路径研究——基于如家私有化案例分析[J].国际商务财会,2017(11):71~78.
- [8] 陆淳.中概股回归的风险与路径研究[D].南昌:江西财经大学,2016.
- [9] 刘挺.中概股退市并回归A股问题研究[D].镇江:江苏大学,2017.
- [10] 邓路,孙春兴.市场时机、海外上市与中概股回归——基于分众传媒的案例研究[J].会计研究,2017(12):59~65.
- [11] 陆健平.创业板分拆上市对子公司绩效影响研究[D].长春:吉林财经大学,2017.
- [12] 季芸.PE孵化器模式分拆上市及其影响[D].杭州:浙江工商大学,2017.
- [13] 王正斌,洪安玲.我国上市公司分拆行为的分析与思考[J].管理世界,2004(5):138~139.
- [14] 薛雪.康恩贝分拆子公司上市创业板绩效研究[D].石家庄:河北经贸大学,2017.
- [15] 肖大勇,罗昕,邓思雨,董雪.企业分拆上市动因:市值管理还是拓展融资渠道——同方股份分拆上市案例研究[J].上海管理科学,2013(12):72~78.
- [16] 刘元,林爱梅,张宪.中概股回归之路及启示——以分众传媒为例[J].财会月刊,2016(15):100~102.
- [17] 任露.我国IPO注册制改革路径研究[D].合肥:安徽大学,2017.
- [18] 蔡欣园.初探股票发行核准制与注册制[J].时代金融,2013(5):33~34.
- [19] 顾玲玉.中美多层次市场资本配置效果对比研究[D].广州:暨南大学,2017.
- [20] 张敦力,张煜晨,江新峰.如家酒店回归国内资本市场动因与路径分析[J].财务与会计,2017(10):32~35.

作者单位:中南财经政法大学会计学院,武汉430073