



# 打通中概股回归 A 股的“最后一公里”

注册制改革下，中概股回归 A 股是大势所趋。

文 | 潘向东

2020 年瑞幸咖啡造假事件暴露之后，中概股接连受挫。

5 月 19 日，瑞幸咖啡发表声明称，公司收到了纳斯达克交易所的退市通知。

5 月 20 日，美国参议院通过《外国公司问责法案》，规定若外国发行人连续三年未能遵守 PCAOB（美国上市公司会计监督委员会）对会计师事务所检查要求，将禁止其证券在美国交易。

此外，该法案要求公司证明“它们不是由外国政府拥有或控制”。若美国众议院通过该法案，多数中概股面临摘牌风险。

## 中国企业曾多轮赴海外上市

中国企业在美上市曾经掀起四轮高潮。

一是 2000 年互联网泡沫破裂之前，由新浪、

网易、搜狐等掀起了第一轮赴美上市热潮。

二是非典前后，以百度、新东方、第九城市、橡果国际等为代表的企业在2008年次贷危机之前掀起的第二轮赴美上市热潮。

三是2013年之后，58同城、京东、阿里巴巴等掀起的第三轮赴美上市热潮。

四是2018年到2019年，哔哩哔哩、爱奇艺、虎牙、拼多多、富途、老虎、瑞幸咖啡、斗鱼等掀起的第四轮赴美上市热潮。

每一轮中国企业赴美上市热潮都跟国内外经济密切相关。1997年亚洲金融危机之后，国内经济遭受重创，A股市场为了解决国有企业资金短缺等问题，不可避免成为了国企融资平台。当时为了满足国企改制上市融资需要，A股市场从发行机制上实施新股发行额度控制，对早期未盈利的互联网公司门槛较高，因此，2008年之前互联网企业主要是赴美上市融资，尤其是2003年非典之后，国内互联网企业如雨后春笋般涌现，发展速度较快，但是直接融资渠道较窄，只能去海外上市。

2008年之后，国内市场放开了创业板，但是对盈利要求较高，尚未盈利的科技公司也只能海外上市。2018年以来美股表现较好，而国内正在经历金融供给侧结构性改革和去杠杆，监管趋严，部分国内企业选择赴美上市。根据Wind数据统计，目前中国企业在美上市数量为248只，其中，阿里巴巴、中国移动的总市值都超过千亿美元。

## 中概股回归或成主流趋势

中概股回归的一个重要原因是，美国对中概股日益严苛的监管政策使其备受歧视。

其实从2019年开始，美国对中概股限制政策就开始加码，导致本身就在美国受歧视的

中概股回归的一个重要原因是，美国对中概股日益严苛的监管政策使其备受歧视。

中概股公司步履维艰。2019年6月，美国4名参议员提交Equitable法案，要求美国监管机构可获得检查总部设在中国香港和中国大陆的在美上市企业完整的审计报告的权利。2019年9月，有媒体爆出白宫正在考虑限制美国对中国的投资，包括摘牌在美上市的中国公司，限制政府养老金投资中国市场，要求全球主要指数公司剔除中国公司股票等。2020年4月，SEC（美国证监会）、PCAOB（美国公众公司会计监督委员会）官员发布联合声明，提醒美国境内投资者在投资总部位于中国的公司时，注意财务报告及信息披露质量的风险。2020年5月，美国参议院通过《外国公司问责法案》，若外国发行人连续三年未能遵守PCAOB对会计师事务所检查要求，将禁止其证券在美国交易。

海外市场不同于国内市场，存在一部分对冲基金，例如浑水公司，以做空来实现盈利，这些机构提前布局相关个股，根据其经营数据有悖常识，或者商业模式存疑、只融资不分红、夸大经营规模、财务数据不透明等信息，通过现场、上下游取证、查询库存和存货等方式，从商业模式、经营情况、股权结构、资产质量等方面出具相关报告，联合更多机构做空。涉及的企业一旦资金流断裂，股价将会出现大幅下挫，随着恐慌情绪的加剧，这些对冲基金赚取更多利润。早在2014年，龙头企业阿里、百度、优酷土豆，以及新上市的新浪微博、陌陌等多家中概股公司业绩表现不佳，接连遭受集体诉讼。少数中概股在信息披露方面发布虚假或者误导性的信息，公司治理方面也因“水土不服”引发诉讼。

瑞幸事件除了可能会为其自身带来比较严重的法律后果外，还会影响中概股公司在美的声誉风险，对在美上市的中国企业冲击较大，尤其是新经济、新模式下打算在海外上市的中国企业。因此，美国监管部门SEC一方面

将会加大对中概股的审核，另一方面美国中介机构会担心类似瑞幸的事件再次出现，可能会加大中概股 IPO 审核周期，提高审计要求，从而增加中概股公司在美国融资的难度。中概股的发行价、股价以及估值可能都会受影响，这对于那些有兴趣在美上市的中国创业公司无疑是一个不小的打击，此外，机构投资者也会提高对中概股的警惕性。因此中概股回归 A 股市场将是大势所趋。

随着中国资本市场注册制改革有序落地，科创板试点注册制积累了宝贵的经验，使得 A 股对新兴经济的 IPO 融资包容性越来越强。另外，2018 年 4 月 30 日，香港交易所修订的《主板上市规则》生效。该规则允许拥有不同投票权架构的新经济公司在港上市，为寻求在香港二次上市的中概股公司开启了新渠道。实际上，中概股回归自 2018 年就开始兴起，国内监管层对中概股回归主要持鼓励态度，也出台了一些具体的政策，为中概股公司保驾护航。市场担忧在美上市中概股企业遭遇摘牌风险，对中概股回归的预期显著加强。在中概股私有化退市成本较高的大背景下，到香港第二次上市或是其更为方便的选择。目前港交所已经成为中概股回归的首选。

目前中概股回归存在三种选择：一是在美股退市，重新在 A/H 市场上市；二是保留美股上市的同时，在 A/H 市场双重上市；三是保留美股上市的同时，在 A/H 市场发行 CDR 上市。从回归流程看，美股退市再重新上市需完成海外私有化退市，拆除 VIE 架构，清理海外 SPV，理顺境内股权关系，内地借壳上市等诸多复杂操作，所消耗的时间较长、成本更高。因此，双重上市及 A/H 市场发行 CDR 上市或许会成为首选。中概股市值最高的阿里巴巴率先做出表率，于 2019 年 11 月成功在香港交易所实现二次上市。目前，符合市值要求在 400 亿港元以上的美国中概股公司共有 18 家，其中京东、网

注册制下 A 股定价效率提升，进一步打消了中概股企业回归的顾虑。

易已奔赴港股。

## 注册制改革 有利于加速中概股回归

注册制改革为中概股回归扫清制度障碍。

目前，A 股市场不断深化改革，除了科创板实行注册制外，创业板也在试点注册制改革。4 月 30 日，证监会发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，将境外已上市红筹企业境内上市门槛进行下调，相比过去“市值不低于 2000 亿元人民币”一刀切式的要求，给红筹企业境内上市提供了更多可能，有助于吸引创新型、市场认可度较高、具有核心技术的中概股企业回归 A 股。

注册制下中概股回归时间大幅缩短，效率提高。目前科创板的审核周期最长不超过 6 个月。对于中概股企业而言，回归 A 股时间表大幅缩短，时间进度的可预期性也大幅提升，降低了 A 股 IPO 堰塞湖排队的时间成本和买壳的机会成本，对于符合相关条件的红筹企业可以免于拆除 VIE 架构直接发行 CDR，更节省了拆除 VIE 架构以及业务重组的时间成本。

注册制下 A 股定价效率提升，进一步打消了中概股企业回归的顾虑。A 股一直存在股票定价效率低、估值高、上市难等问题，经过注册制改革和市场调整，A 股定价效率显著提升，未来 A 股估值会向国际市场靠拢，主要靠上市公司本身的价值吸引投资者，成长性、市盈率和分红变得更加重要。因此，此前驱使中概股赴美上市的对价效率问题将逐渐改善。

总之，注册制改革下，中概股回归 A 股市场的最后一公里彻底打通，中概股回归 A 股是大势所趋。□

（作者系新时代证券首席经济学家）