

## 资本市场支持创新企业发展的专题调查报告

今年以来，为服务经济转型升级，进一步促进经济高质量发展，资本市场支持创新企业发展的步伐坚定自信，包括《首发管理办法》、《证券发行与承销管理办法》、《存托凭证发行与交易管理办法》等在内的多项制度迎来重大改革和创新。我们紧密围绕投资者及市场专业人士关心的问题，从支持创新企业发展的意义、创新企业的选取标准、行业分布及退市指标选取、CDR发行的相关问题、创新企业双重股权结构、投资者适当性管理、信息披露及监管要求等方面广泛采集意见，以期为监管部门制定并完善相关政策提供参考。

本次调查周期为 2018 年 4 月 28 日-5 月 16 日，共收回有效问卷 6278 份，其中参与调查的个人投资者 5295 名、一般机构投资者 572 名、财经记者 32 名、基金经理 158 名、证券营业部经理 221 名，每类调查对象的问卷回收率均在 95%以上。调查表明，市场各方对支持创新发展等各项举措给予了肯定和支持，主要调查结论如下：

## 一、对支持创新企业发展的观点及态度

### （一）市场积极评价资本市场支持创新企业发展的意义

《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》（以下简称《创新企业试点意见》）发布以来，市场广泛关注并积极评价通过试点方式稳步支持创新企业在境内资本市场上市的战略意义。其中，七成以上的各类被调查者认为“将进一步推动我国经济发展质量变革、效率变革、动力变革”，并且“有利于提升我国高新技术产业和战略性新兴产业的发展水平”；六成以上的各类被调查者认为“有助于深化资本市场改革、扩大开放，提升我国资本市场的国际竞争力和服务实体经济的能力”。

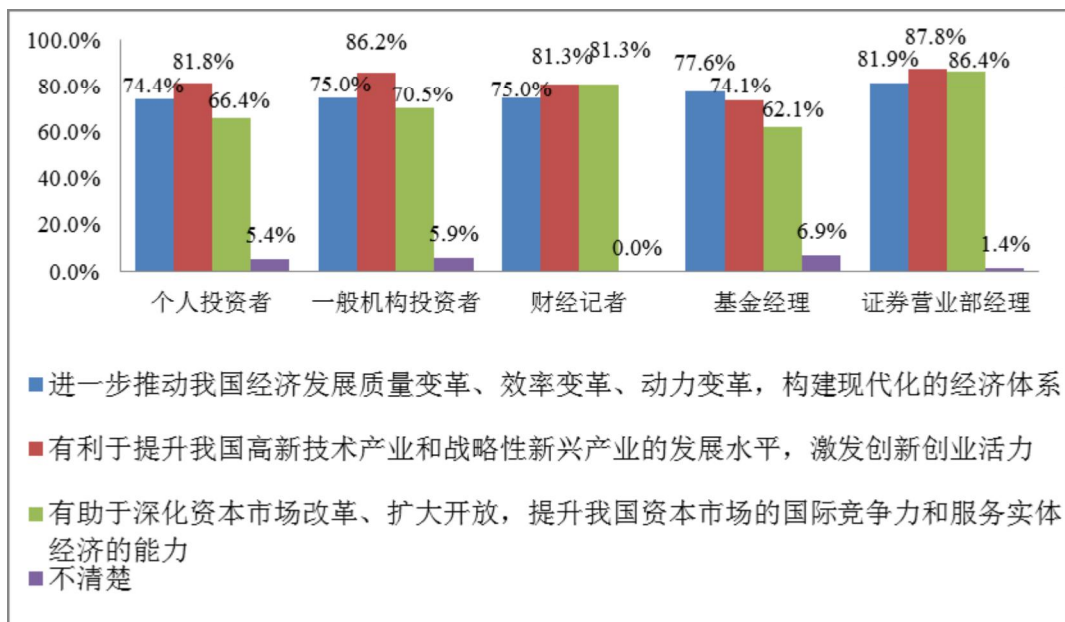


图 1：市场各类群体对资本市场支持创新企业发展的意义的看法

### （二）市场高度支持创新企业通过境内资本市场融资

在我国进入科技创新推动经济转型升级的时代背景下，我国

上市公司面临传统企业众多、高质量创新型企业较少，上市公司结构和质量有待改善的现状。对此，95%以上的各类被调查者一致表示支持创新企业通过境内资本市场融资。

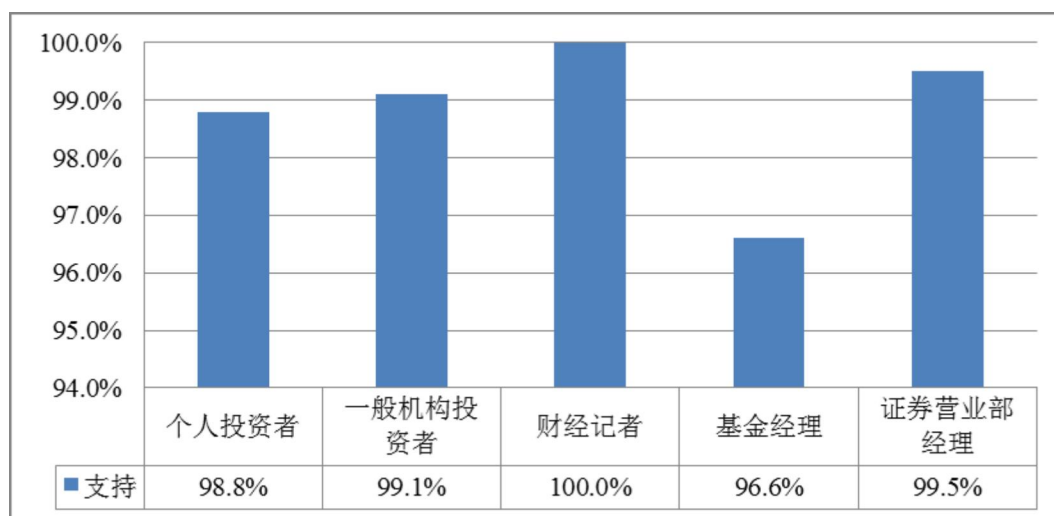


图 2：支持创新企业通过境内资本市场融资的各类群体占比图

## 二、对创新企业选取标准的看法<sup>1</sup>

（一）市场对研发投入比和市场占有率作为试点创新企业选取标准的支持率最高

为严控创新企业质量、防控相关风险，《创新企业试点意见》对试点创新企业的营业收入、估值水平设定了门槛。除此之外，市场各类群体认为在选取试点创新企业时也需关注其他定量指标，特别是创新企业的“研发投入比”和“市场占有率”。其中，对于“研发投入比”指标，一般机构投资者、财经记者、基金经理和证券营业部经理的支持率均在 90%以上；对于“市场占有率”

<sup>1</sup> 考虑到相关问题专业性较强，因此未采集个人投资者的意见。

指标，除基金经理的支持率未超过 80%，其余群体的支持率均在 80%以上。

表 1：市场对创新企业选取标准的支持情况

	一般机构投资者	财经记者	基金经理	证券营业部经理
研发投入比	<b>93.4%</b>	<b>96.9%</b>	<b>94.8%</b>	<b>96.4%</b>
市场占有率	<b>89.9%</b>	<b>81.3%</b>	<b>74.1%</b>	<b>89.6%</b>
总资产增长率	82.2%	62.5%	62.1%	81.4%
资产负债率	87.6%	78.1%	63.8%	78.7%
流动比率	85.7%	68.8%	55.2%	85.5%
速动比率	82.3%	56.3%	48.3%	79.6%
现金比率	80.9%	50.0%	50.0%	78.3%
现金流量利息保障倍数	81.5%	59.4%	44.8%	77.4%
营业收入现金比	87.9%	46.9%	62.1%	81.9%
经营现金流入结构比	87.8%	56.3%	62.1%	80.1%
现金流量比	85.3%	46.9%	55.2%	81.0%

（二）在衡量创新企业财务质量的指标中，总资产增长率和资产负债率的关注度相对较高

除“研发投入比”和“市场占有率”指标，衡量创新企业发展能力、偿债能力、获现能力的财务指标也得到市场不同程度的关注，其中超八成的一般机构投资者及超六成的财经记者、基金经理及证券营业部经理希望监管部门在选取试点创新企业时重点考察企业的“总资产增长率”和“资产负债率”，两个财务指标的市场综合认同度相对高于其他财务指标。

### 三、对创新企业行业分布的看法

（一）《创新企业试点意见》确定的创新企业行业属性得到市场高度认可

《创新企业试点意见》初步确定了试点创新企业的行业属性，即试点企业需属于互联网、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。被问及“创新企业更多地分布在哪些行业”时，市场各类群体选择上述七大行业的比例明显高于选择“新能源、节能环保、新材料”等其他行业的比例。

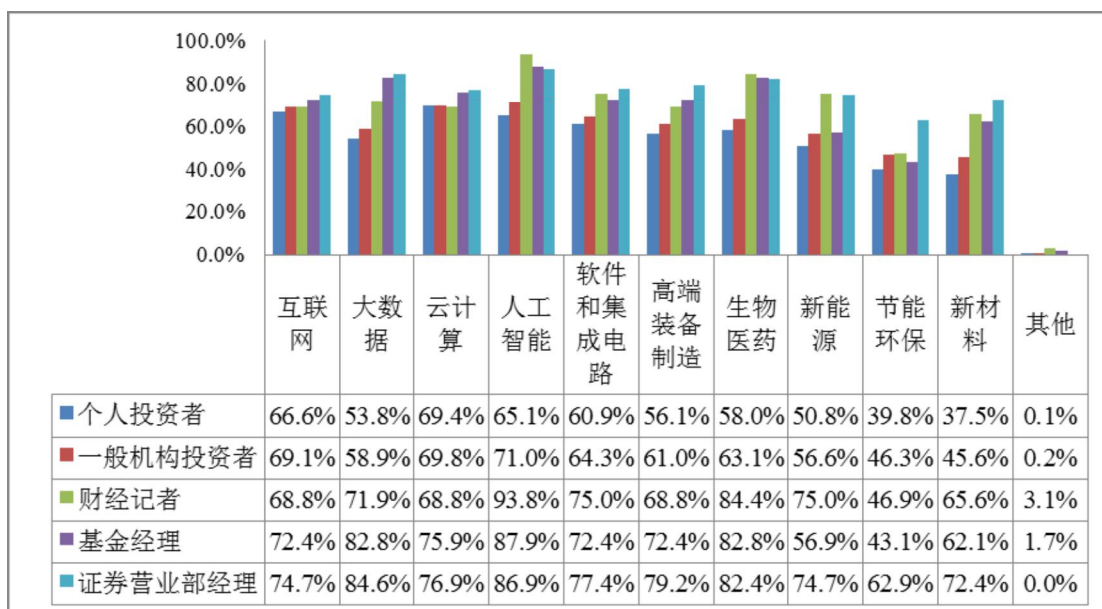


图 3：市场对创新企业行业分布的看法

（二）在《创新企业试点意见》未提及的其他行业中，市场对新能源行业的关注度相对较高

除《创新企业试点意见》确定的七大行业，市场认为其他行

业同样存在创新企业。其中，五成以上的个人及一般机构投资者、基金经理以及七成以上的财经记者和证券营业部经理认为创新企业更多地分布在“新能源”行业，占比普遍高于“新材料”、“节能环保”及“其他”行业。

#### 四、对创新企业退市标准的看法

(一) 市场普遍认为应针对创新企业的特点建立差异化的退市标准

《首发管理办法》和《创业板首发管理办法》弱化了对创新企业盈利规模的要求，下一步是否应制定差异化的与上市标准相对应的退市标准成为市场热议的话题。调查显示，九成以上的个人投资者、基金经理、证券营业部经理、财经记者及近九成的一般机构投资者均表示应该对创新企业的退市标准差异化。

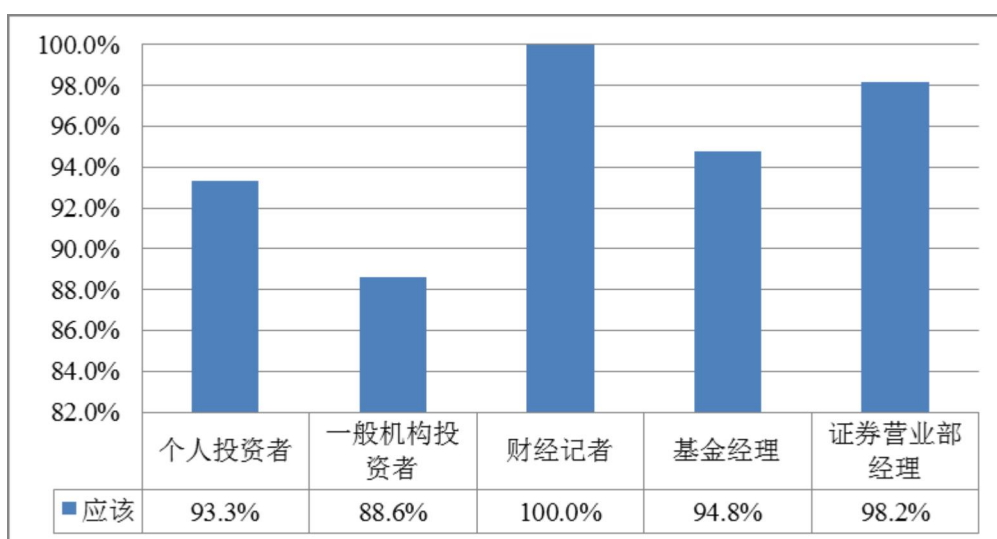


图 4：是否应对创新企业设置差异化退市标准的看法分布图

（二）个人及一般机构投资者认为在设定创新企业退市标准时应重点参考营业收入等价值创造能力指标，财经记者、基金经理及营业部经理认为违法违规退市指标更重要

关于创新企业退市指标的选择，八成以上的个人及一般机构投资者建议监管部门重点参考“营业收入等价值创造能力指标”，占比最高；财经记者、基金经理及证券营业部经理对“欺诈发行、信披违规等违法违规指标”的支持率最高，分别为 90.6%、87.9%、91.0%，远远超过了其他指标的支持率。

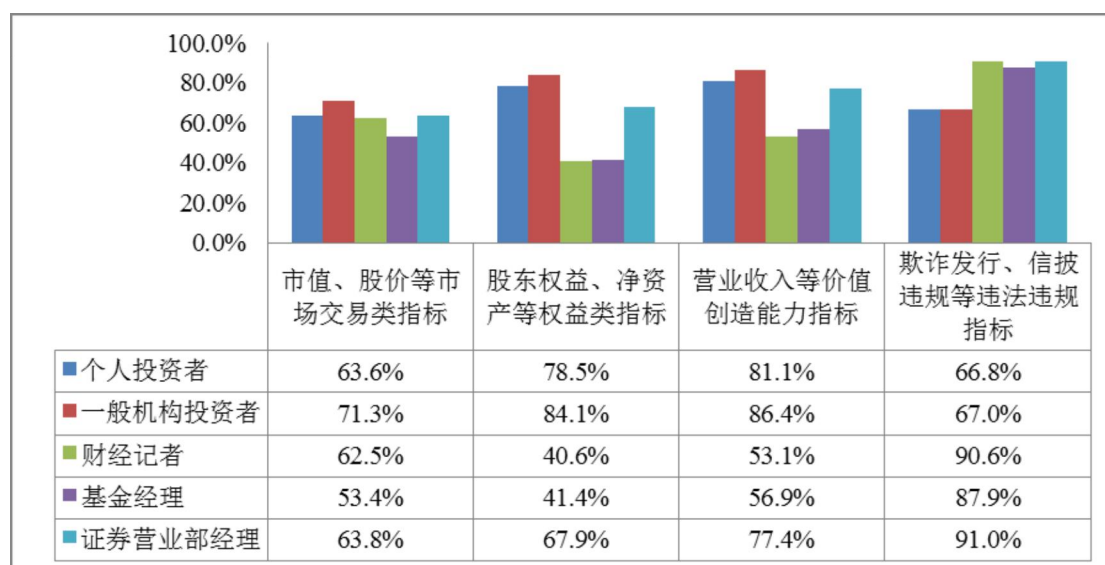


图 5：市场对创新企业退市指标的看法

## 五、对发行 CDR 相关问题的意见

（一）发行 CDR 的好处，特别是对丰富投资渠道的作用得到市场的高度肯定<sup>2</sup>

关于发行 CDR 的好处，市场各类群体对“进一步丰富投资

<sup>2</sup> 考虑到相关问题专业性较强，因此未采集个人投资者的意见。

渠道，便于投资者在国内通过存托凭证以人民币买卖境外股票”的认同度最高，均在 80%以上；“为境外企业提供融资便利”、“促进中介机构业务发展”及“提高我国资本市场的竞争力”等好处同样得到市场各方不同程度的认同。

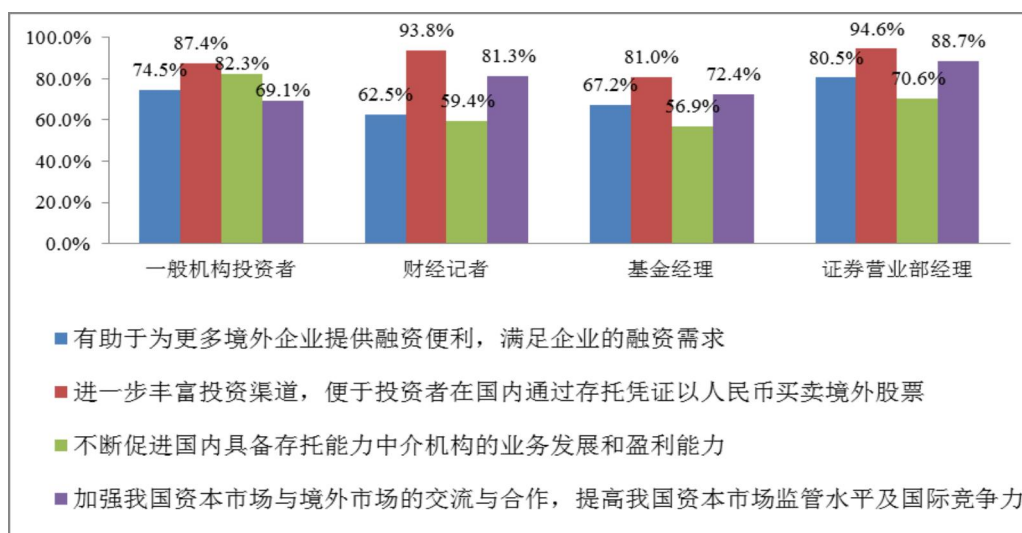


图 6：市场对 CDR 发行的好处的看法

## （二）CDR 与基础证券不可转换的机制得到八成以上投资者及证券营业部经理的理解

CDR 作为 A 股市场即将推出的新型证券，与之相关的发行、交易、结算相关细则得到市场的广泛关注。对于暂不安排 CDR 与基础证券之间相互转换的考虑，八成以上的个人及一般机构投资者、证券营业部经理表示“在人民币资本项下没有完全开放的情况下，避免了跨境资金流动所带来的外汇管理的不确定性”。



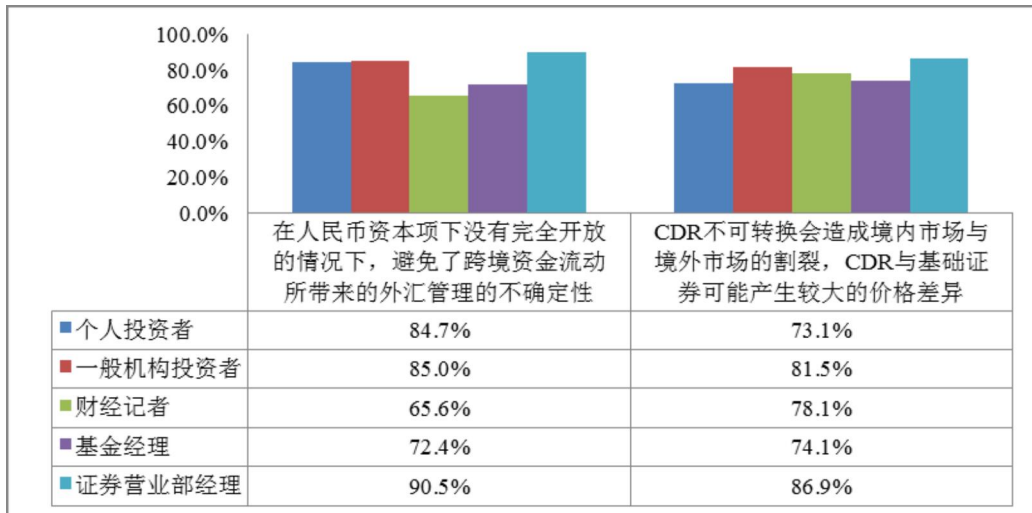


图 7：市场对 CDR 与基础证券不可转换的看法

## 六、对创新企业双重股权结构的观点

（一）市场普遍认为具有投票权差异的创新企业的投资风险更高

针对具有投票权差异的红筹公司的上市安排，当问及“此类企业的投资风险是否更高”时，各类被调查者中持“肯定”观点的比例超过持“否定”观点和“不确定”态度的比例。特别是对于个人投资者而言，六成以上的认为此类企业的投资风险更高。

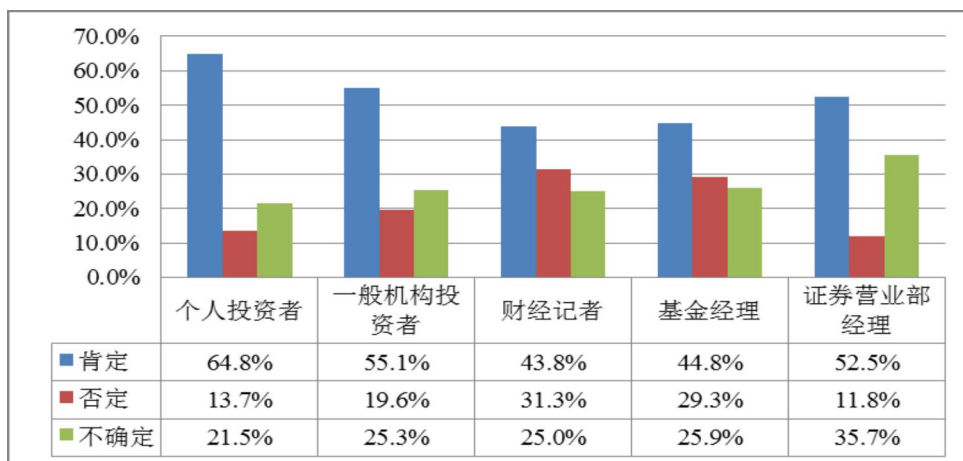


图 8：市场对具有投票权差异的红筹公司的投资风险是否更高的看法

## （二）九成以上被调查者支持对具有投票权差异的创新企业设置股东保障措施<sup>3</sup>

为充分保护公众投资者的合法权益，防范具有投票权差异企业的代理风险，沪深交易所在《试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》中对特别投票权股东资格、持股比例、永久或临时恢复普通表决权情形等方面做出了特别要求。对此，九成以上的各类被调查者表示支持，认为“无需设置过多限制”的一般机构投资者、财经记者、基金经理、证券营业部经理仅分别占比3.7%、9.4%、6.9%、4.1%。其中，各类群体对“明确企业上市后不得提高不同投票权比例”的支持率最高，均在60%以上。

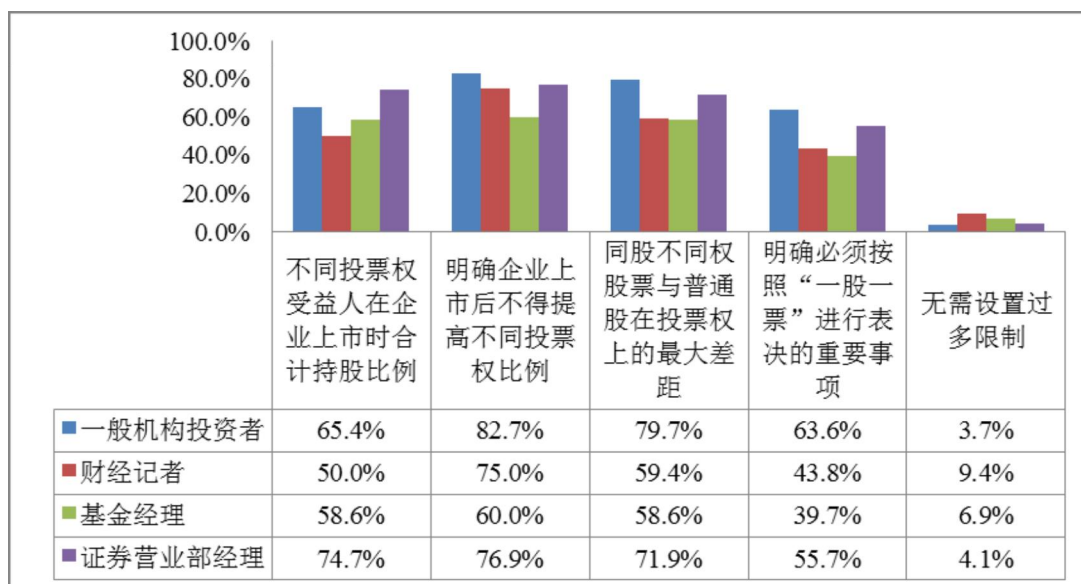


图9：市场对具有投票权差异的企业是否需设置股东保障措施的看法

<sup>3</sup> 考虑到相关问题专业性较强，因此未采集个人投资者的意见。

## 七、对创新企业投资者适当性管理的看法

(一) 市场对创新企业境内发行的股票或存托凭证应设置更高的投资者适当性门槛的诉求较为突出

目前，我国证券期货市场全面实行投资者适当性管理制度，以提高投资者的风险意识，有效管控市场风险。调查显示，五成以上的各类被调查者认为应当对创新企业境内发行的股票或存托凭证设置更高的适当性门槛。从不同群体的调查结果来看，个人及一般机构投资者、营业部经理的支持率更高，均在 75% 以上。

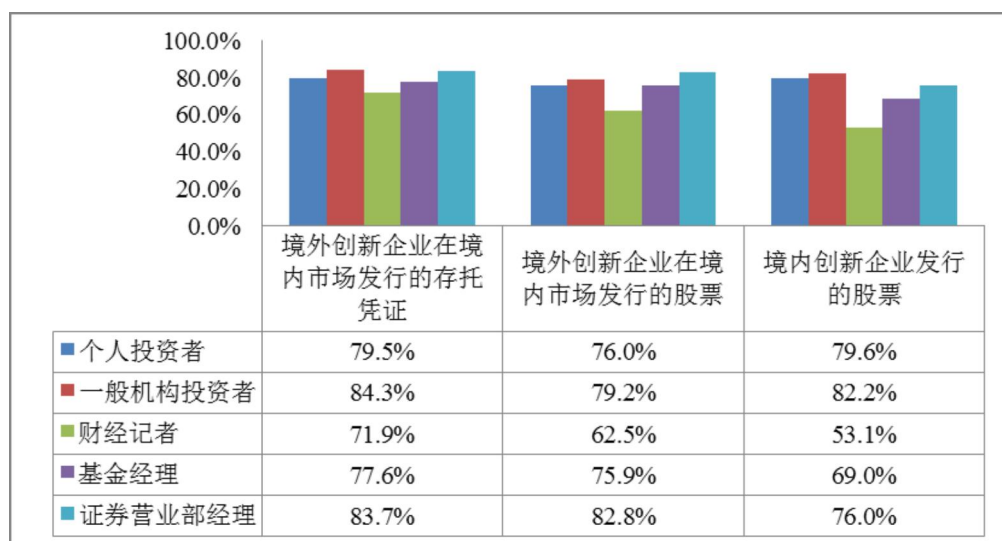


图 10：市场对创新企业是否应制定更高的适当性门槛的看法

(二) 市场建议重点以专业知识和风险偏好指标作为评估创新企业投资者适当性的指标

在评估投资者是否为创新企业的适格投资者时，八成以上的个人及一般机构投资者建议考察投资者对存托凭证、上市公司特殊治理结构等专业知识的掌握情况，占比最高；七成以上的财经

记者、基金经理和八成以上的证券营业部经理建议考察投资者的风险承受能力和风险控制能力。

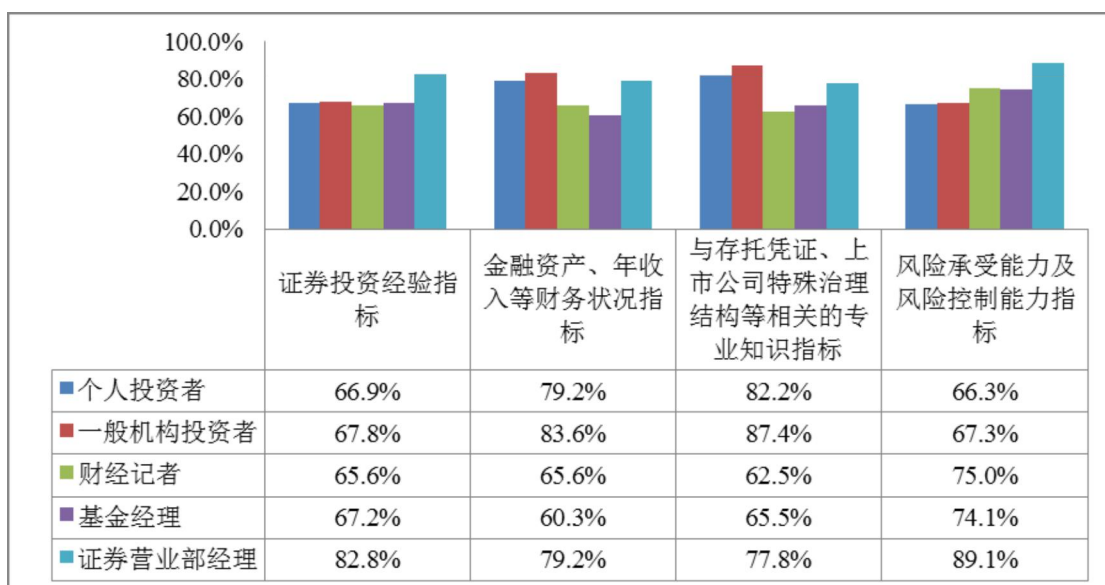


图 11：市场对适当性指标的看法

## 八、对创新企业信息披露内容的需求

（一）市场一致建议对创新企业制定更加严格、差异化、有针对性的信息披露监管要求

被问及“试点创新企业的信息披露应坚持哪些原则”时，八成以上的各类被调查者希望监管部门设置更加严格、差异化的信息披露要求，“使创新企业在不泄露商业秘密的情况下，尽可能多地披露与投资者决策相关的信息”，并“完善分行业的信息披露监管规则，根据不同行业的盈利模式增设有针对性的信息披露指标”；针对创新企业人才和技术因素的重要性及可能采用的双重股权结构，市场较为希望创新企业详细披露相应的信息，特别是财经记者和证券营业部经理的支持率均在 80% 以上。

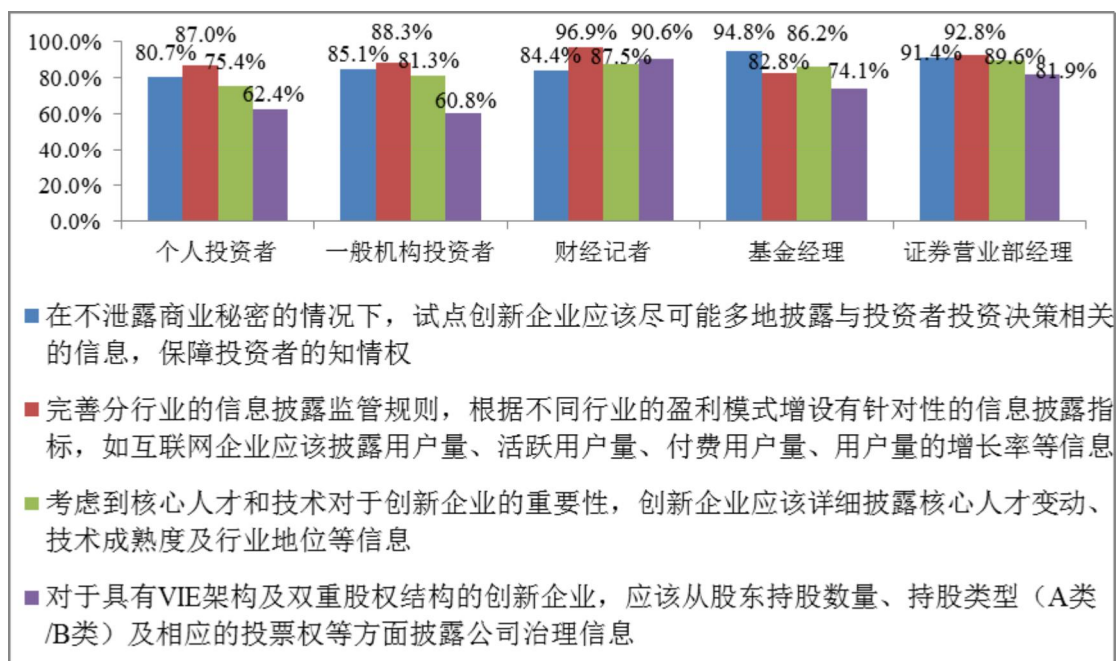


图 12：市场对试点创新企业信息披露原则的要求

## （二）市场高度希望创新企业及时披露影响营业收入的关键因素

创新企业，特别是尚未盈利的创新企业，其营业收入是否能够不断增长并实现扭亏为盈是衡量企业经营效果及投资价值的重要参考因素，创新企业及时披露影响营业收入的关键信息成为市场的集中诉求。其中，“失去重要订单、新技术运用风险、对供应商或大客户的依赖等对营业收入造成风险的因素”及“研发成功重要的新产品或新技术、用户数大幅增长等促进营业收入增长的重要信息”是 85% 以上的各类被调查者高度关注并希望创新企业及时披露的信息。

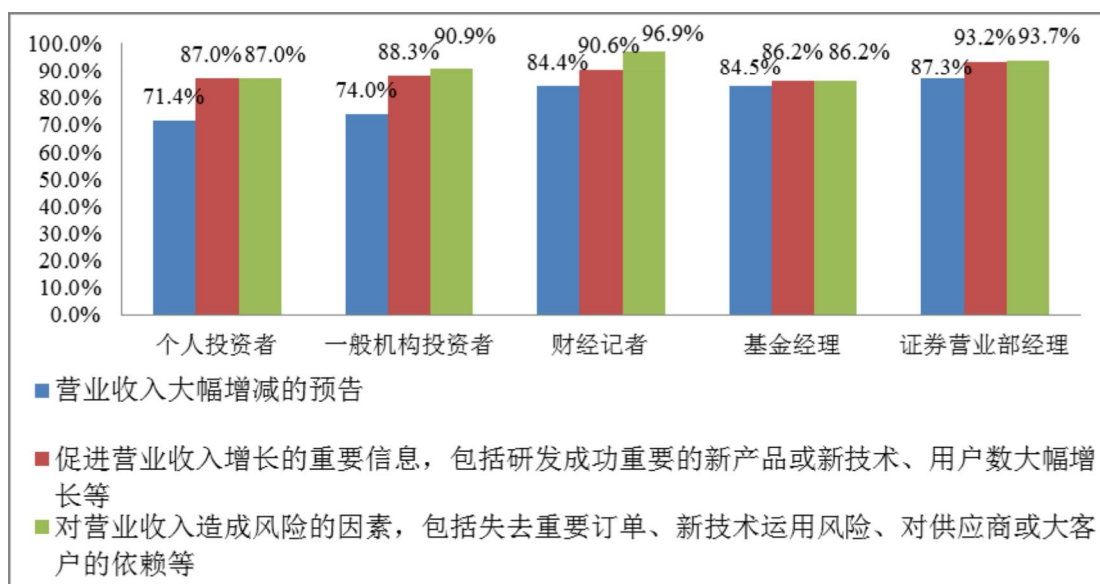


图 13：市场对创新企业信息披露内容的需求

## 九、对境外创新企业回归 A 股产生影响的看法

（一）境外创新企业回归 A 股带来的机会，特别是对提升市场优胜劣汰机制的作用得到市场的广泛认同

随着监管部门宣布以发行 CDR 的方式支持境外上市的红筹企业在境内资本市场融资，BATJ 等“独角兽”企业纷纷表态称愿意回归 A 股，且市场各类群体均积极评价境外创新企业回归 A 股带来的机会。其中，“有利于进一步发挥市场的优胜劣汰机制，提高 A 股新经济板块的含金量”的认同度最高，除基金经理群体外，其余群体的认同度均在 85% 以上；“境外创新企业的先进管理经验、技术水平和发展模式将不断带动相关行业和领域的企业发展”和“有利于境内投资者分享企业成长的红利”的认同度均超过 65%。

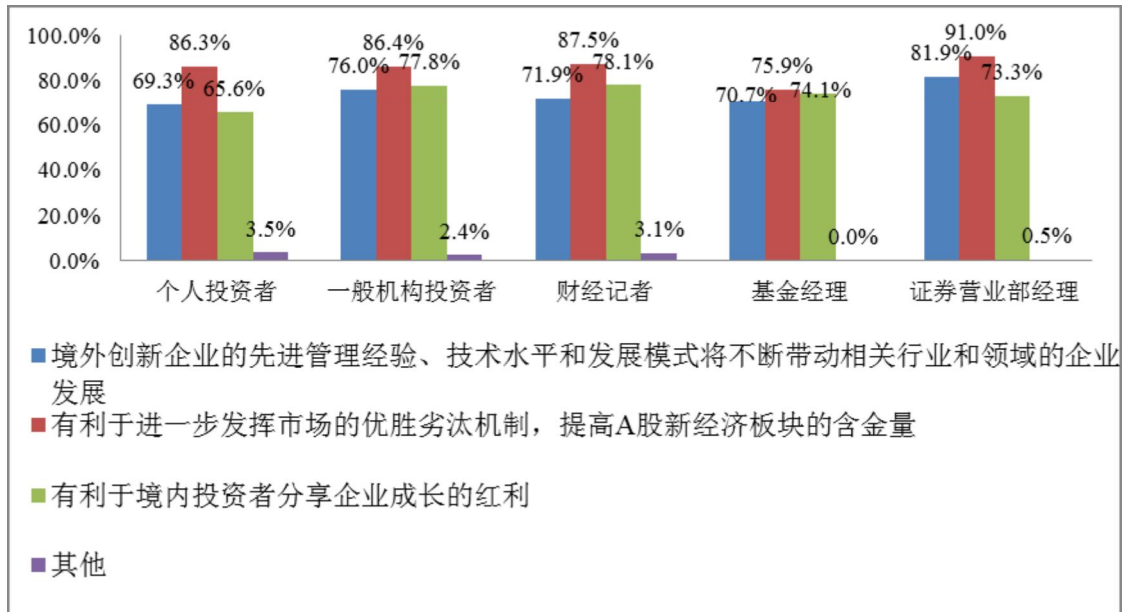


图 14：市场对境外创新企业回归 A 股带来的机会的看法

（二）个人及一般机构投资者认为境外创新企业回归 A 股的风险主要在于具有投票权差异企业的代理风险，市场专业人士主要关注非理性情绪下的过高估值风险

关于境外创新企业回归 A 股的风险，八成以上的个人及一般机构投资者认为“同股不同权企业可能存在经营决策权集中在创始人股东或管理层的代理风险”，占比最高；而财经记者、基金经理和证券营业部经理更多地认为“在市场非理性情绪的助推下，存在股票价格偏离正常估值的风险”。



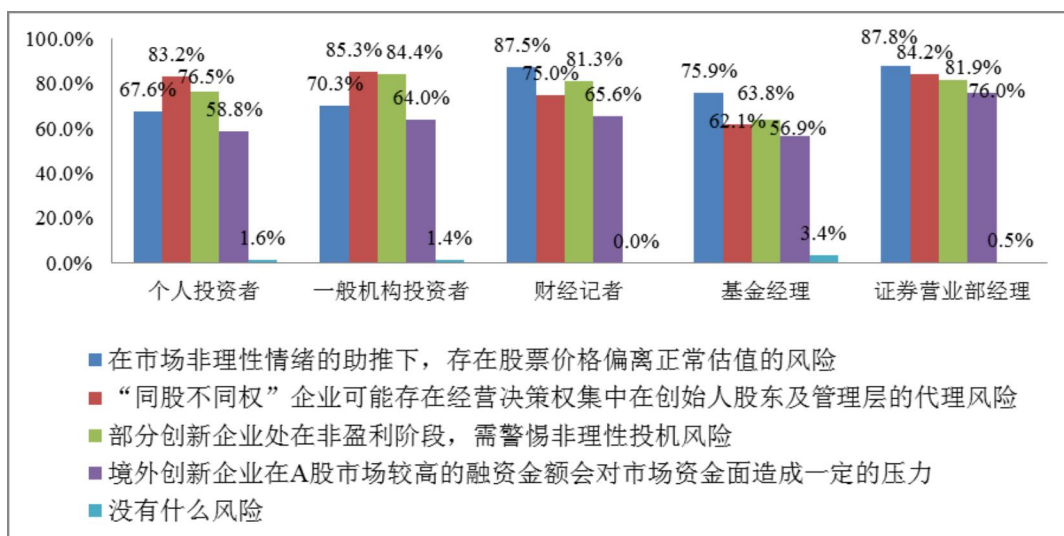


图 15：市场对境外创新企业回归 A 股的风险的看法

## 十、对加强创新企业监管的建议

为有效防控创新企业上市后的风险，确保投资者权益得到充分保护，加强创新企业监管力度成为市场各类群体共同的心声。其中，“上市公司大股东、核心管理层的限售股解禁期应尽可能延长”和“在现有减持规范的基础上，对套现利润征收差别化的税收，提升减持套现成本”是个人及一般机构投资者支持率最高的两项建议；“中介机构、发审委要做好持续监督、终身追责的任务”和“密切关注上市后企业经营情况和行业发展态势，明确退市标准并严格执行”是财经记者、基金经理和证券营业部经理支持率最高的两项建议。



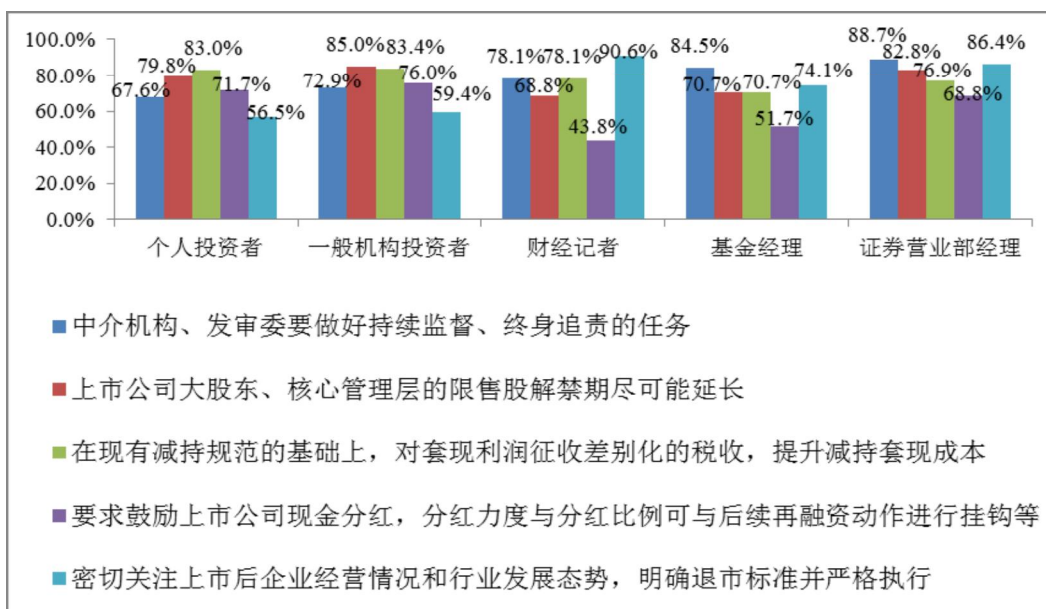


图 16：市场对加强创新企业监管的建议情况

（中国证券投资者保护基金公司调查评价部）

2018 年 11 月 2 日

## 免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与中国证券投资者保护基金有限责任公司无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归中国证券投资者保护基金有限责任公司所有，未获得我公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中国证券投资者保护基金有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。