

轻资产公司财务特征与发行上市制度优化

轻资产公司通常指利用品牌、技术等无形资产获取竞争优势，固定资产占总资产或销售收入比重较低的公司，往往表现为各种新业态、新模式。典型代表为TMT行业的百度、腾讯等互联网公司，华谊兄弟、华策影视等文化传媒公司，以及传统行业中创新商业模式，实行轻资产运营战略的公司。自20世纪80年代以来，轻资产公司大量涌现。在登陆纳斯达克、纽交所市场的中概股中，轻资产公司占比接近60%。

轻资产公司的涌现源于两大力量的推动。一是经济全球化发展，全球产业链分工与协作不断深入，通过较小的资本投入，专注于产业价值链中高附加值的部分，可以提升资本效益；二是互联网和IT技术进步，可以低成本地根据市场需求反向分配订单或调配生产资源。以轻资产模式扩张，与大规模进行固定资产投资经营相比，可以获得更强劲的盈利能力、更快的增长速度。由于轻资产公司的盈利模式、发展轨迹与传统重资产公司差异较大，其财务特征、风险也差异较大。

以纳斯达克和纽交所中概股为样本统计显示，轻资产公司的盈利能力、成长性、运营水平显著高于其他公司。例如，2013年纳斯达克、纽交所轻资产公司平均毛利率分别为38.4%、54.6%，大大高于其他公司26.9%和26.5%的水平。2010~2013年，轻资产公司3年营业收入增长率分别为89.71%、410.77%，其他公司为17.07%、41.04%。2013年纳斯达克轻资产公司存货周转天数为84天，远低于其他公司的220天。

从典型公司看，轻资产公司往往：(1)现金储备量高；优酷、微博、京东、腾讯现金占总资产的比重均超过50%；(2)应收账款、存货占总资产的比重较低；京东、奇虎、优酷应收账款占总资产的比例均在10%以下；(3)研发和营销支出大；微博、奇虎研发支出和营销支出占比合计达87%、64%；(4)盈利指标受成长阶段、竞争环境影响明显。处于开发阶段的微博、成长阶段的京东、优酷未实现盈利，而腾讯、奇虎、阿里巴巴的净资产收益率分别达68.3%、312%、76.9%。

尽管盈利能力、收入增长、运营水平出色，但是轻资产公司风险也较高。主要体现在：(1)门槛低，容易被模仿超越，发展不确定性高。轻资产公司极易形成同质化竞争，经营风险大。如2010年团购网站在半年之内达上千家，截至2014年1

月，全国团购网站存活的仅为213家，实现盈利的更是寥寥无几。(2)研发、品牌投入高，可能长期微利或亏损。优酷、58同城、途牛上市多年仍未盈利。(3)部分环节外包，质量控制、物流配送风险高，可能对品牌形象产生不利影响。(4)核心资产容易流失，公司监管风险高。人力、客户资源等核心资产大多表外化，无法像固定资产那样固化到公司，一旦流失，将对企业造成毁灭性的打击。核心资产的易转移也便利了公司控制人通过转移核心资产侵害上市公司、投资者的行为。

轻资产公司所代表的新业态、新商业模式是经济转型的重要力量，应充分发挥资本市场资源配置功能，推动创业创新。目前境内市场以历史盈利指标为主的发行上市门槛、传统的审核理念，与部分创业期、新业态的轻资产公司财务特征、风险不匹配，应予以优化。建议：

1. 上市标准中增设收入规模、市值等指标，允许未盈利的互联网企业上市

牺牲前期的盈利来换取市场份额和未来的成长性部分是轻资产公司典型的发展路径。奇虎、唯品会等公司的发展显示，尽管初期盈利微薄或亏损，但是先进的技术、创新的商业模式、巨大的市场份额，往往能带来收入的跨越式增长，并最终实现盈利。除历史盈利指标外，收入规模也可以作为未来前景、价值的判断依据。另一方面，轻资产公司的估值已经反映了公司风险、是对未来价值判断的综合指标。收入规模、市值标准与部分轻资产公司特征更为契合。建议增设收入规模和市值指标，增强境内市场的覆盖面。

2. 转变发行上市审核理念，放松对募投项目的管制

从资本市场发展的大趋势来看，发行上市目的多元化是主流动向。现金储备量高的公司上市除了融资之外，还有获取流动性、提升品牌关注度、股权激励等多方面目的，资本市场应提供更多的包容性，满足不同需求的公司上市。

3. 探索差异化监管措施，防范轻资产公司治理、道德风险

在增强境内市场包容性的同时，针对轻资产公司发展不确定性高，核心资产易转移、复制的特点，应探索差异化监管措施，建立风险预警系统，提升信息披露有效性，化解风险。(文/廖涵平)