

内地企业海外上市有助国有资产保值增值

□易宪容 卢婷

■人物志·易宪容

经济学博士,现任中国社会科学院金融研究所金融发展与金融制度研究室主任、研究员。



内地企业海外上市对中国资本市场有三大正面影响

我国大量内地企业的海外上市,在促进企业自身发展和国有资产保值增值的同时,也会对资本市场造成一定的影响。内地企业海外上市不仅不会影响中国资本市场的发展,反而是一个带动沪深股市走出困境的机会。

1、境内外资本市场对上市资源的竞争会导致良性循环的出现。在一个逐渐开放的市场经济国家里,境内外资本市场对上市资源的竞争不可避免。这种竞争使得企业在不同的资本市场之间权衡利弊得失,从而选择使自身利益最大的地点上市。各个市场为了拓展市场,争夺优质上市资源,必然会采取措施降低本市场的交易成本,简化上市程序,完善上市制度。如果政府没有太多介入这种竞争,只会使企业上市与资本市场之间的关系走向良性发展。

2、内地企业海外上市是促进金融市场重组和改革的动力。内地优质上市资源的流失和海外上市的压力,必然会促进或者说“倒逼”内地资本市场完善各项制度,恢复市场融资功能、扩容市场,进而推动内地的证券市场、监管机构、监管体制以及金融市场基础性制度的重建和完善。所以内地企业海外上市非但不会使内地市场边缘化,反而会成为内地资本市场以及整个金融体制重组和改革的动力。

以我国香港证券市场为例,香港地区资本市场发展与内地资本市场的发展并非此消彼长的关系,更不是一种零和博弈的过程,而是一个互动促进、竞争发展的过程。内地资本市场发展十几年来的经验表明,香

港地区市场的发展不仅为内地证券市场提供了一种发展样式,而且还成为推动其繁荣发展的一种动力。

3、有足够的上市资源让境内外市场来分享、来竞争。内地具备上市条件的公司很多,因此不必担心优质企业海外上市而劣质企业留在内地。我们有足够的上市资源让境内外市场来分享和竞争,即使已经有一些企业海外上市,内地资本市场还有相当多可供挖掘的上市资源。因此,我们应该着力于建立和健全资本市场合理的价格形成机制,完善金融市场的基础性制度,保护投资者的利益,以吸引优质企业上市,而不是阻止企业海外上市。只有以改革内地资本市场的发行定价机制、重建证券市场基础性制度、恢复价值融资、保护投资者利益为核心,才能吸引优质企业在内地上市,我国内地证券市场才能逐渐走向成熟。就目前的情况来看,沪深股市本来就比海外的市场落后,在市场融资的情况下还要阻止内地企业到海外上市,内地市场边缘化的速度只会更快。

内地企业海外上市有助于国有资产保值增值

由于海外上市的企业中有很大一部分是国有企业,所以国有企业海外上市是否会造成国有资产流失?这一问题也成为争论的焦点。我们认为,国企海外上市不会造成国有资产流失,反而是实现国有资产保值增值的一种有效方式。我们将从以下几个方面来分析这一问题。

1、企业上市与否以及上市地点的选择是企业市场约束条件下自身的决策问题。从企业的角度来看,每家企业的生存环境和融资条件都是不同的,因而

由于我国内地以往和目前的资本市场不能为大型国企提供充足的资金供给和完善的制度供给,所以海外上市成为内地企业的最佳选择,这是一种市场化行为,不存在经济上的负向外溢性。国有企业海外上市,不仅获得了发展壮大所需要的资金,更重要的是有利于企业改变经营机制、完善公司治理结构、整合内部业务流程和提高国际化水平。因此,大量内地企业海外上市既给中国的资本市场带来了压力,也是促进内地金融市场重组和改革的动力。

从短期看,大型企业的海外IPO将在未来的一到两年内达到顶峰。从中长期来看,在将来的一段时间内,将会出现大型企业海外上市淡出,而内地中型企业海外上市异军突起。

企业的融资方式选择及上市地点选择,都是企业自身的决策行为,应当是一种市场化行为,不应该由政府来干预。对于这个问题,有一种观点认为,如果让中国内地大量的优质公司到海外上市,或让大量的优质上市资源流向海外,是不利内地证券市场发展的,因此政府机构应该采取相应的政策来保护这些上市资源。出于对资本市场利益的保护,以上的看法不无道理。但是,以这样的方式考虑问题存在一个前提,即拟上市公司是否能够自由进入我国内地证券市场。如果这个前提条件不存在,而寄望于通过行政方式强行留下这些上市资源,实际上是不可能的。

目前,内地企业有近2000万家,而在这些企业中具备上市条件的企业有上万家,目前在A股市场上市的公司仅有近1370多家。按照以往A股市场的发展速度估计,具备上市条件的上万家企业排队上市将要等很长时间。如果目前内地证券市场无法满足拟上市公司上市,它们也不能绕道海外资本市场上市,那么无论是对上市公司的局部利益还是对社会国家利益都是不利的。因此,内地企业大量海外上市,并非是一种盲目行为,而是企业在既定的市场约束下自由选择的一种结果,是企业根据自身的发展和资本市场情况所作的自主决策。

从政府的角度来看,以国家战略和社会利益的名义来对企业的融资行为进行干预,也许能够治理“市场失灵”,但更可能出现“政府失灵”。这样的政府干预不仅增加了行政成本,而且很有可能带来租金;在政府不可能完全封闭海外上市途径的情况下,政府如何决定哪家企业应该海外上市,而哪家企业不能海

外上市?一旦政府控制了企业海外上市的审批通道,必然会出现资本市场发展前期上市额度审批制的设租和寻租现象,其后果就是陷入我们现在所面对的A股市场上市公司良莠不齐、鱼目混杂的困境。

另外,在社会主义市场经济中,我们更要避免以国有企业的宏观效率名义来要求国有企业背负它不可能完成的任务。在市场价格的衡量标准下,如果承认以前的“国企办社会”是对国有企业的一种不适当要求,那么现在要求国有企业承担完善我国资本市场重任的这种思维逻辑也是难以想象的。

2、企业上市的定价是市场博弈的结果。大量的内地企业到海外上市并不意味着国有资产的流失,也不意味着让国内经济发展之成果仅仅让国外资本分享。因为,市场价格是买卖双方自由博弈或公平交易的结果,如果在比较严格的评估程序下,能够经过反复比较与筛选,那么双方达成的价格协议(交易价格)就具有一定的合理性。事实上,内地企业海外上市不仅在其股份制改造过程中发现其内在价值,而且在其股份制改造、公司重组与上市后的竞争中增加其市场价值。在目前情况下,大量内地企业海外上市不仅没有造成国有资产流失,反而是增强了国有企业的竞争能力和市场价值。

据此分析,用国企海外上市较低的市盈率和较低的IPO价格来说明国有资产流失也是不合理的。因为,第一,长期以来,我国资本市场的市盈率高并不是一种正常现象,我国A股市场中上市公司长期以脱离企业基本面的高市盈率进行上市圈钱,才出现了所谓“一年绩优,二年

绩平,三年ST”现象,又导致了众多投资者极力抵制IPO和再融资,反对市场扩容,进而导致A股市场融资功能衰竭。所以,海外上市的较低市盈率较低价格并不是国有资产流失的表现,反而是国际资本市场成熟规范的投资结果。A股市场的高市盈率恰恰是市场不成熟、掠夺投资者利益的表现。国有企业没有以不正常的高市盈率在A股市场上圈钱并不代表国有资产的流失。

第二,从目前情况来看,我国A股市场的市盈率相对于以前已经大大回落。事实上,同类资产的市盈率都是有参照价值的。比如,交通银行和建设银行的招股价也是参照国内外同业的市盈率和市账率(股价/账面值,即P/B)来确定的。两行的市盈率约14倍,高于汇丰银行的13倍;市账率约为2倍,与国内上市的招商银行持平。这也说明,目前企业海外上市的市盈率并不比国内市场低。

第三,企业上市之后股价上涨超过招股价,也不代表IPO定价过低或国有资产流失。企业上市之后的股价上涨,是投资者看好企业的未来盈利能力的表现,投资者购买的是企业的未来而不是现在。这种对我国国有企业的正向预期,恰恰来自于投资者认为国企海外上市会使企业改善治理结构和经营理念。例如,建行海外上市定价是资本市场投资者认同建设银行价值的表现,也是其IPO达到2.35元的前提。由此可见,股权定价是供需双方在一定的市场情况下博弈的结果,而不是应该凭空以国有股权被人为打压。国外战略投资者的介入反而提升了国有企业的国际公信力,提高了其IPO时的价格,从而导致公开认购踊跃,拉动股价上涨。

3、国有企业海外上市不会

影响国家经济安全。一般来说,在经济全球一体化的时代,企业国际化的程度是决定企业竞争力的主要标志,企业国际化程度越高,其竞争力就越强。更为重要的是,无论这些企业的国际化程度多高,都会把企业最核心的业务或流程放在本土,都会使其创造的财富源源不断地流向本国。特别是当这些企业在国际市场上实现价值增值以后,回馈国内市场是它们的必然选择。最近H股公司纷纷希望回A股市场上市就是最好的说明。如中国铝业、交通银行、中国移动、大唐发电和中石油都有近期在A股市场上市的计划。因此,国际化程度提高只会对内地证券市场、对国民经济安全及经济发展战略起到正向作用。

另一方面,作为公众公司的国有企业尤其是我国垄断行业的公众公司,对股权的控制比重都在51%以上。即使不是绝对控股,相对控股也能保证企业掌握在国家安全的问题也就无从谈起。

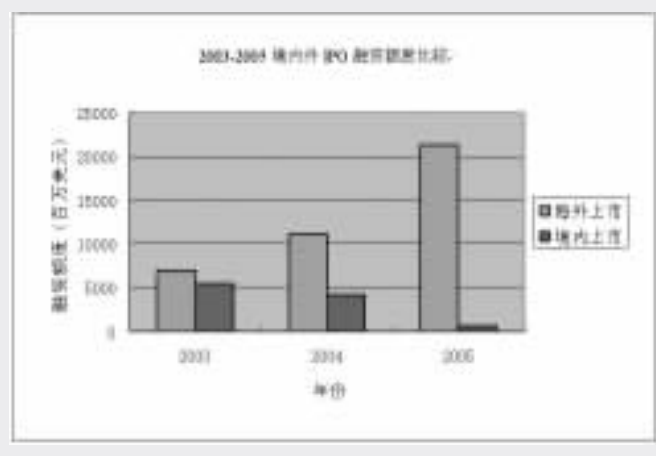
另外,过分强调垄断性国有企业的垄断性质,并以其垄断利润和国民经济命脉的定位作为反对国企海外上市的理由,也是完全没有根据的。因为,像石油、电信这些行业,基于技术和资源原因形成的自然垄断分现在已经越来越少了,在国外已经是具有相当竞争性的行业。在我国,这些行业的高垄断性是行政垄断所导致的。如果非要认为国外投资者分享了我国垄断国企的垄断利润,或者通过持有垄断

国企的股份控制了我国的经济命脉,那么解决问题的办法恰恰是要打破垄断,而不是阻止这些企业的海外上市。

在中国香港主板上市的中国股份募集资金额度情况(百万港元)

年份	H股		红筹股	
	首次招股集资	上市后再集	首次招股集资	上市后再集
1993	8,141.52	-	8,141.52	960.52
1994	9,879.81	-	9,879.81	1,641.37
1995	2,011.35	980.00	2,991.35	1,569.75
1996	6,834.16	1,037.50	7,871.66	3,427.30
1997	32,037.52	1,046.70	33,084.23	39,394.82
1998	2,072.36	1,480.16	3,552.52	142.38
1999	4,263.69	-	4,263.69	1,985.53
2000	51,750.69	-	51,750.69	44,096.46
2001	5,570.84	437.25	6,008.09	12,060.08
2002	16,873.60	-	16,873.60	20,950.56
2003	46,252.59	592.04	46,844.63	2,962.40
2004	40,016.78	19,229.95	59,246.73	14,548.60
2005	137,184.78	21,075.62	158,260.40	1,037.45

数据来源:中国香港联交所网站



四大因素推动内地企业竞相海外上市

我国内地企业之所以前赴后继到海外上市,是出于企业自身利益最大化的市场选择,也是我国内地资本市场缺陷下的现实选择。从根本上说,企业上市是资金和制度的供需双方自由选择的过程。事实上,引发内地企业海外上市有四大方面的原因。

1、资金和制度的需求方——企业:企业有迫切的融资和改制需求。随着我国内地经济快速发展,资金的短缺仍然是企业发展与扩张的瓶颈。据统计,目前我国内地企业有近2000万家,特别是中小企业占国内注册企业总数的99%,其工业总产值和利润分别占到总额的60%和40%,占外贸出口总额的60%。在这些企业中具备上市条件的企业有上万家。在中国经济持续增长和世界贸易组织规则日益深入的宏观背景下,还有更多企业迫切需要通过海外上市来完成改制的大型国企来说,拥有巨大资金存量的海外资本市场就成为这些企业的最佳选择。而国际资本市场的多层次性也能满足各种融资规模的要求。

从海外投资者的角度来看,我国经济的快速发展,也吸引了许多海外投资者通过海外市场来买国内企业的股票。这样,一方面海外的投资者能够分享到中国经济快速增长带来的红利,另一方面,海外投资者的这种兴趣又会吸引更多的内地企业到海外上市。

另外,对于某些行业来说,海外市场的投资者相对于内地市场的投资者来说,能够更好地了解企业背景和发展前景,对于公司的发展能够提供比较长期的支持,而不会因为一些短期性因素导致公司上市之后市场价格出现较为剧烈的波动。许多新

经济企业之所以对于美国纳斯达克市场情有独钟,最主要的原因就在于这个市场已经聚集起大量对于新经济行业有深刻理解能力的投资者。

就制度方面来说,通过重组改制海外上市的过程,内地企业在管理体制、经营理念、业务流程、会计制度、激励约束上都将经历一次巨大的转变,而正是这种转变为企业融资以后的发展奠定了基础。通过海外上市,企业能够接受更高素质投资者的监督,这就为企业的信息披露和规范治理提供了制度上的保障。已有研究表明,在目前的环境下,利用海外资本市场来推动国有企业改制重组,提高国有企业经营效率的一种有效途径。建行上市就是一个案例。

因此,海外上市不仅解决了企业的资金问题,更重要的是为国有企业改革和企业机制的转换提供了制度上的保障,为国有企业走向国际化、参与国际竞争提供了有利的条件。国有企业近年来的发展,与海外上市的作用是分不开的。国资委从2003年成立之后,中央企业销售收入和资产总额平均每年增加1000多亿元,上缴税收平均每年增加近1000亿元,充分说明了国有企业海外上市之后体制变化带来的经济效益。

3、沟通资金供需双方的平台——证券交易所:海外证交所能够为企业提供更好的交易平台和交易环境。不仅海外投资者对内地企业的治理结构有严格的监督,海外证交所对上市企业同样也有严格的要求。国际资本市场的法律法规比我国内地要完善,所以海外上市的公司需要经过当地证券交易场所的严格评估。这种强有力的监管力度推动了上市公司内部治理结构的规范和健全。而合理的企业内部治理结构和规范的决策程序都会大大提高海外上市公司的市场竞争力。我国有很大一部分国有企业的国际竞争力就是在海外上市的严格监管和规范治理的要求下不断得到增强的。另一方面,境外各大证交所也因为看好中国丰富的上市资源而纷纷进入中国。它们希望通过直接与国内企业打交道,来帮助企业分析海外资本市场上市的可行性,解决企业海外上市所遇到的法律、融资方式、上市方案等障碍。这对一直在A股市场等待上市的企业来说具有相当大的诱惑力。

4、沟通资金供需双方的程序制度——企业上市及再融资程序:海外上市及再融资程序易于A股市场,申请境外上市和再融资相对境内而言时间较短,成功率更高。与目前A股发行上市的核准制度和程序相比,中国内地企业到境外上市由于上市程序相对简单透明,准备时间较短,符合条件的拟上市公司一般都能在1年内实现挂牌交易。这

就有利于中国企业及时把握国际资本市场机会,在较短时间内完成融资计划,及时获得它们进一步发展所需要的资金。

另外,在内地上市的再融资成本相对较高。一方面是证监会发审委对上市企业再融资申请的审批通过率较低,另一方面是A股市场投资者看上市公司增发配股为再次“圈钱”,反对扩容,并对再融资认同度较低。而境外证券市场再融资则相对灵活,可随时进行增发。相当一批中资企业通过增发或配股获得融资,已经大大超过了企业进行首次公开发行获得的融资额。

20%,但是这些成本都是显性的,而企业在A股市场上则会面临很多隐性成本,如上市过程的不确定性、持续时间长、持续融资难度大等,这就使得企业内地上市成本大大增加。与企业海外上市较高融资成本相对应的是企业更多的融资机会。根据港交所的数据显示,从1993年到2005年10月,国有企业在我国香港市场的融资和再融资额高达9882亿港元,接近1万亿。沟通资金供需双方的程序制度上的巨大差别也体现了海外上市的优势。

从上面四个方面原因看,内地企业的海外上市,是企业给定的市场约束条件下,经过成本收益比较之后得出的选择结果,是一种市场行为。

我国内地企业海外上市概况

中国内地企业海外上市的融资方式主要有以下几种方式:内地的企业法人在境外直接上市(IPO);如果在中国香港首次发行股票就称为H股,在纽约首次发行股票称为N股,在新加坡首次发行股票称为S股。涉及境内权益的境外公司在境外则可以红筹股的形式直接上市。除此之外,还可以通过境外买壳上市或境外上市公司反向兼并中国内地或内地之外的企业法人这种方式上市。如中信泰富就是以买壳的方式在中国香港上市,而北美特别是加拿大市场一般采用反向收购(RTO)的方式实现挂牌上市。A股上市公司可以进行境外分拆上市,如A股同仁堂就是分拆子公司以H股方式在中国香港创业板上市。另外,还有存托凭证(DR)或可转换债券(CB)的方式,比如青岛啤酒、上海石化等公司主挂牌地在中国香港,但又同时通过全球存证方式(GDR)和美国存证方式(ADR)分别在全球各地和美国纽约证券交易所上市。目前在美国纳斯达克证券交易所上市的中国企业则普遍采取存证方式(ADR)实现境外上市。

最近两年来,由于A股市场持续低迷,2005年更是因为股权分置改革而暂停新股发行,海外上市就成为很多内地企业的唯一选择。据证监会数据,截至2005年11月30日,境外上市外资产融资额已经达到了198.54亿美元(约1600亿元),近3倍于2004年A股股票的筹资总额。1997年中国电信,2000年中国石油、中国联通,2003年,中国人寿、中国人保、首创置业、中芯国际等重量级国有企业相继在境外上市;2004年,中国石化、蒙牛境外上市;2005年,交通银行、神华能源和建设银行先后在中国香港上市。由此可见,海外上市企业的规模越来越大,而且已经涉及到一些行业的整体改制。

我国内地企业海外上市展望

2006年将会是一个中国内地企业包括国有大型企业海外上市的高峰。估计2006年中国内地企业的海外市场IPO规模将会超过2005年,且再创新高。中国银行已经在中国香港上市,中国最大的银行中国工商银行也可能会在今年在中国香港上市。另外,中信银行、兴业银行等都有海外上市计划。由于这些大型企业的海外上市安排,中国企业的海外上市的数量和融资额度都将在今年达到顶峰。除此之外,国内IT公司如当当网和博客网等也有可能在今年登陆纳斯达克,2006年国内科技企业的海外IPO速度将可能全面提升。

从中长期来看,中国内地的中小规模企业、地方性企业也会不甘落后。目前,诸多小型的地方银行也有上市准备,其中包括广东发展银行、北京银行等等。这些地方性银行企业将会以集中重组的方式,打包至海外进行IPO。

从短期看,大型企业的海外IPO将在未来的一到两年内达到顶峰。从中长期来看,在将来的一段时间内,将会出现大型企业海外上市淡出,而内地中型企业海外上市异军突起的局面。当然,随着A股市场恢复融资功能,还会有相当一部分企业选择在A股市场上市,海外上市的大型国企也可能回归A股市场,某些改制后的国企可能会选择境内外同时上市。