谁来饮海外 IPO 新规下的“头啖汤”

新红筹指引下海外IPO悬疑解剖

编着按:对于那些正在准备境外 IPO 的企业来说,这个深秋似乎有点冷。

新红筹指引生效已经近两月,市场气氛在观望中日益躁动,各方焦虑的核心是:新规出台后企业海外 IPO 怎么办,尤其是——新红筹模式怎么操作?谁能率先“以身试法”为大家树立规范呢?市场期待着。

□本报特约记者 罗小军

11月 3 日至 4 日,北京,在商务部研究院的主持下,汇聚商务部、证监会、国家发改委官员以及各海外证券交易所代表,共同探讨新红筹指引下的企业海外 IPO 问题。而就在此前的 10 月 29 日,上海某宾馆,百余平米的会议室挤满了 50 多人,参加中国体制改革研究会举办的《关于国外投资者并购境内企业的规定》(下称新红筹指引)生效后企业境外 IPO 实务培训,同样有海外资本市场的代表介绍海外上市的优势和要求。随后类似北京的研讨会还将在上海召开。

记者获悉,还有更多的研讨和培训在各地展开,目标都相同:通过沟通和研讨,探讨新红筹指引下企业海外 IPO 如何进行。

如家(Nasdaq:HMIN)抢在 9 月 8 日新红筹指引生效前资产出境

焦躁的观望

目前境内企业境外上市的三种主要方式是:直接上市、间接上市和其他形式。间接上市包括:买壳上市、造壳上市。其他方式上市融资包括:企业在境外已上市,再次融资时采用的方式有以存股凭证(DR)的形式在境外上市或发行可转换债券。

由于国外监管要求以及企业的实际情况不同,实力相对弱小的企业一般通过买壳/造壳的形式海外上市,这就是市场所称的红筹模式。

国家发改委宏观研究院投资研究所所长张汉亚指出,随着 2002 年来中国经济的走强、境外相对 A 股更为宽松的条件,以及境外证券和监管机构的积极推动,有着迫切融资需求的企业积极寻求海外上市,形成新一轮海外 IPO 热潮。

然而,现在这股潮流突然归于平静。

新红筹指引出台后,企业海外 IPO“难多了”,沈迅名对上海证券报表示,沈是山东让古戎投资控股集团有限公司副总裁兼投资部总经理,正筹备企业海外上市。有此感受的远非沈迅名一人,IDGVC 副总裁章苏阳表示,现在地方审批都停下来了。IDGVC 是第一家进入中国的美国风险投资公司,目前在上海、广州、深圳、北京、香港设有办公室,并在波士顿、硅谷设有办事处。

新红筹指引将企业海外 IPO 的审批权重归证监会,并增加了商务部审批环节,新红筹指引在 8 月颁布而尚未生效时,据外电报道即令近 30 只红筹招股暂停,新东方抢在生效前成功海外 IPO,而 26 日登陆纳斯达克的如家(Nasdaq:HMIN)亦抢在 9 月 8 日新红筹指引生效前资产出境,但脚步稍晚的天威英利则需要按照新规接受国资委、证监会和商务部等审批,市场普遍认为其红筹模式已经走不通。

而自新红筹指引出来两个月,尚无企业进入审批的情形公开。沈迅名表示,大家都在观望。“现在都停在这里不能办了”,IDGVC 副总裁章苏阳对本报记者描述了市场现状。

企业海外 IPO 实际上已经进入观望暂停期。

受到影响的远非欲上市的企业。东方高圣研究员冀书鹏表示,本意来说证监会支持本土风投机构在境内外都有退出机制,但由于本土风投机构力量弱小而且海外没有接盘能力,时间上拖不起,因此新红筹指引使得“很多本土基金搁浅”,这等于给国际大投行腾出大片空间,“新红筹指引等于帮国际大投行赶走了中国的本土竞争对手。”

受阻三大原因

至于新红筹海外 IPO 受影响的具体原因,沈迅名对新红筹指引的直接感受是“门槛多了,成本高了,难多了”。

沈所说的门槛多,主要是指新红筹指引生效后,增加了商务部和证监会前置审批等。

所谓的成本高是指,新红筹指引出台后企业通过红筹方式境外上市需国内审批,而国内审批需四类机构出具报告,“这些报告是要掏钱的”,北京天银律师事务所孙延生律师表示,价格估计在“500 万元人民币”左右。而新红筹指引生效前,企业红筹模式海外 IPO 不用商务部和证监会审批,自然不用花钱请中介出报告。

“中小企业一年盈利不达到 1 个亿是拿不出 500 万出来的”,而且“这笔费用并不是每个股东都愿意掏的”,孙延生律师表示,更何况 500 万只是新增开支的一部分。

此外,沈迅名表示萨班斯法案所要求的自检财务系统的建立,已经将成本提高了 120 万美元左右。如此一来,仅国内机构报告和萨班斯法案引致成本已经新增约 1500 万元人民币。

而 2005 年全国工业企业主营业务平均利润率为 7.2%,工业企业资产平均利润率为 6%。仅这两项开支就要求企业主营业务年营收至少 2 亿元,资产总额至少 2.5 亿元。

然而,按照新红筹指引,这还没完。企业通过新红筹模式海外 IPO 还要同时请海外中介出具并购方面报告,否则证监会不予批准,这无疑又增加了一大笔费用。而此前,企业只需要与境外中介签风险代理,境外机构则从上市的利益中获得分配,企业可以直接到海外融资。

据孙延生律师所知:“境内外并购都要中介机构出报告,有一批企业由于资金和实力太弱了,承担不起费用”,但“如没有这些中介机构报告,商务部的审批就下不来。”难怪沈迅名说,“门槛高了,很多民营企业卡在那里”。

除了成本增高引致部分企业海外 IPO 暂时受阻外,原来可以通过新红筹模式海外 IPO 的职工持股企业的情况更为不妙,几乎“不能做了”,因为“证监会一直认为职工股是问题”,这导致这些企业在国内市场不能上市融资,但国外和香港对职工股不足为怪,过去这些企业可以通过境外 OTC 很容易上市。

但如今好景可能已经不再,现在这种空档已经为新红筹指引堵上:企业境外 IPO 也要证监会审批,由于这样“券商不敢接单”,“有职工股的企业在国外也不能做了”,而据孙延生律师了解,目前国内尚有 6 万家职工持股企业,很多四川、西安、浙江企业都有大量职工和自然人持股并等着海外上市。

此外,“不太规范的企业也不能做了”,内部治理比较规范、股东比较好、企业主营业务较好、业务比较完善的企业比较容易出去,“如果有一个方面做得不好,就不好出去。”孙延生律师指出。

监管者本意

然而,(民企)海外 IPO 受阻,这似乎并非新红筹指引制定者的初衷。

《关于国外投资者并购境内企业的规定》指出制定本规定的目的是:促进和规范外国投资者来华投资,引进国外的先进技术和管理经验,提高利用外资水平,实现资源合理配置,保证就业、维护公平竞争和国家经济安全。

商务部负责政策的综合处官员对上海证券报表示,《关于国外投资者并购境内企业的规定》与“新红筹海外上市并不矛盾”。原来一些企业通过红筹渠道“有些不规范”,即便“规范一些的,有的表面上合法实际上是不规范的行为”,而新红筹指引“主要是规范和促进外国投资者来华投资”,这位官员表示。

对此,商务部研究院梅新育博士则进一步指出新红筹指引主要是:“强化监管,防止其中资本外逃、侵吞公有资产、假外资等问题。”而据沈迅名新近的培训了解所知,大概有“300 多亿美金外流”。

投资专家、陕西博思敦投资顾问有限公司董事长王为民谈及新红筹指引的功效时指出,新红筹模式是“实实在在地把资产转移出去”,涉及到“税收归属和外汇管理的事情”。

对此,IDGVC 章苏阳认为,国家出台新红筹指引原意是为了防止国内没有审批的、量非常大的资金外流,“这是应该的,无可非议的”。

而沈迅名则表示事情有两个方面,新红筹指引有提高成本,不利企业海外 IPO 的一面,但另外一面,新红筹指引表明国家鼓励民营企业通过审批光明正大地去国外融资。

孙延生以为:新红筹指引对境外设立特殊目的的公司、外资并购、跨境换股、境外上市、上市后的报备和资金调回等境外上市的各个环节均处在商务部、国资委、证监会、外管局、工商局等政府部门的监管之下,虽然增加了成本,但也使境外上市的操作更加有章可循。对于这一解读,商务部官员表示“比较到位”,“起码是在认真研究”。

“同流”受累

既然新红筹指引得到市场各方认同,为何企业高呼海外 IPO 一时受阻?

IDGVC 章苏阳表示,新红筹指引的问题在于一刀切打击了一些非法的资金外流的同时,也阻碍了一些合法的资金流出,“一般来说,风险投资公司投入的公司大部分相对都是比较合法的”,容易出问题的是“特殊目的公司”。

“外逃的 300 多亿中就有包括在海外买壳把资金转走的”,据沈迅名了解。而买、造壳上市正是新红筹海外上市模式的主要通道。

“红筹海外上市”模式,是指境内企业实际控制人以个人名义在开曼群岛、维京、百慕大等离岸中心设立壳公司,再以境内股权或资产对壳公司进行增资扩股,通过境外公司并收购境内企业的资产,以境外壳公司名义达到曲线境外上市的目的。而新红筹海外上市模式新在“新红筹”与传统的央企红筹公司相比,新红筹力量的国有背景更加淡化、民间色彩更加浓厚,海外上市的通道还是一样。

实际上,问题复杂性在于非法外流的资金也借用了新红筹的通道,新红筹指引生效后,合法外流因为与非法外流“同流”而难免被波及并受其累。IDGVC章苏阳指出,“国家这么大,一刀切下去,切不出个具体形状来,把两者都带到了”。

而新红筹指引的本意正如第一条开篇明义所言,主要是规范外资并购,并防止资金非法外流,新红筹指引与企业海外上市并不矛盾。

然而实际上,正如沈迅名们这些打算海外 IPO 的企业所感受,新红筹指引采取了一刀切,给要到境外上市的红筹股带来很大的不利。

果如此言,有些中小企业海外 IPO、包括为此奔走的中介机构的确为“规范”所波及。

细节耽搁

不过,“同流”受累显然不能解释企业海外 IPO 受阻的全部。而对于成本,亦有多方人士认为不是问题。

浙江浙港文华新城投资管理有限公司总裁李训认为,“成本是需要的,控制成本提高质量,不能让垃圾股都出去”。实际上,对于打算海外上市的企业来说“成本不是问题”,摩根大通(JPMORGAN)亚太部并购部董事总经理孟亮对本报表示。2006 年起 JPMORGAN 已经将业务重心转向江浙一带,年营收达到 10 亿元以上成长性比较好的企业。

此外,李训指出“不能光从成本来考虑,还要考虑融资额”,李训表示新红筹指引出来前其所在公司已经成功促进 3 家企业境外上市(灵宝黄金、骏马化纤等)。

更关键的问题,IDGVC 章苏阳表示,是“没有细则不能办了,都耽搁了停在这里”。

国家部委层面,摩根大通(JPMORGAN) 亚太区并购事务董事总经理孟亮对本报表示,新规出来后新红筹模式里面的并购已经有章可循,但具体的审批流程和细节还不明朗,市场人士处于观望中,“比如进入商务部后,具体怎么审批,目前不清楚”。

地方政府方面,“现在各省市无所适从,都在等细则,地方已经停止(审批)工作”,章苏阳指出。

而企业方面,沈迅名表示,“细则没有出来,现在不明朗,大家不敢做!”

对于解决方案,章苏阳建议,国家应该出来一个具体的细则,各个部门应该根据具体情况具体分析,把合法和非法资金外流的区分开来,“应该尽快有一些成文的细则下来,明确审批渠道、审批程序、审批期限,这样合法资金的流出就不用担忧,企业更喜欢”,章苏阳表示。

章苏阳强调,关键是要制定细则“给一条路”。

对于市场的焦急,JPMORGAN 亚太区并购业务董事总经理孟亮如此理解:政策部门的细则还需要一个质询和摸索过程,并期待通过几个审批案例,使得市场明白其中的逻辑。

然而,来自商务部条法司的看法与上述市场人士的理解截然相反。商务部条法司投资法律处处长温先涛对上海证券报表示:“恰恰相反,新规定很详细了”。

降为“低国民待遇”?

即便细节不是问题,问题仍然存在,东方高圣顾问冀书鹏表示,“要是 12 个月不能实现资金回流,那就等于白做了”,这令参与新红筹海外上市的并购各方的顾忌大增,监管“更加严厉了”。

按照新红筹指引第 16 条规定,企业如处于红筹模式的培育期,一年内不能完成对价支付,资产出不去,所有的外资并购都无效,恢复申请审批前的原状,这样一来“如果有境外投资者,他们的损失怎么计算?”,孙延生律师反问记者。

情形可能会更加复杂,一旦在 12 个月内不能完成对价支付,被恢复原状的企业将“既不是外资企业也不是内资企业”。

孙延生律师表示,按照新红筹指引,如果外资不足总投资额的 25%则不是外资企业,不享受外资企业待遇,但这些企业此前已经登记为外资企业,对于外资禁入的行业这些企业也不能进入,这就意味着不仅“外资的超国民待遇没有了”连“内资待遇也没有了”,短期内形成“低国民待遇现象”。

期待先行者

短期内市场的疑惑难以化解,一些企业的海外 IPO 进程处于观望。

按照新红筹指引有关条款规定,证监会审批需企业出具商务部的某些批文,但根据商务部行政审批改革要求,商务部不能出具此类批函。对此,北京市天银律师事务所孙延生律师建议可以用外管局等部门的审批来替代。而浙港文华新城总裁李训告诉本报记者,实际上各部委之间内部对此类问题已有协调。李在出任浙江浙港文华新城投资有限公司总裁之前曾任国内第一代券商——浙江省证券公司董事长,属于中国证券界元老级人物,谙熟中国国情,且自称目前手头正在操作两三个项目,已经递交审批。

李训则对本报表示,新红筹指引出来后“变化是有的,但我们按照变化的要求来做就是”,“程序上就是多报几次审批”。

李训表示“海外机构不了解中国内部的事情,出现困惑很正常”,而“国内中介机构只要有耐心,没有做不成的”。

至于为什么新红筹指引已经规定的很详细?商务部条法司投资法律处温处长对本报表示,市场人士要用智慧去研究,尤其多听听法律界人士的建议。

一位专事并购业务的资深律师对记者表示,对于有些企业,不能等待和观望,能出去的话早出去更好。而 JPMORGAN 孟亮表示,现在细节不清楚,无矩可循,需要有几个审批的例子出来了,市场才可以从中找到逻辑。

而沈迅名也感觉,“现在不明朗,好像没有哪家敢做,谁也不想浮出水面”。

谁能率先“以身试法”为大家树立规范呢?市场期待着。

挡不住的海外IPO冲动

□本报特约记者 罗小军

尽管H股IPO成本比A股高,而发行美国普通股又比H股IPO高,但新红筹指引生效前,企业海外IPO并未因此却步。

上海证券交易所国际发展部副总监巢克俭今年4月曾对媒体说,海外上市的成本要比在国内A股上市高得多。在美国纳斯达克的筹资成本是最高的,一般在筹资总额的13%~18%,而纽交所不会低于筹资总额的12%。在香港主板市场,一般的上市成本为筹资总额的10%。

“开曼群岛肯定不行了”

无论是ADR价格低估,还是新红筹指引后的成本提高和疑虑,仍然挡不住企业海外IPO冲动,观望不过是暂时的。

浙江浙港文化新城投资有限公司李训表示,企业海外上市“方兴未艾”,“浙江企业积极申请在做”,因为他们看到同行上市企业尝到了甜头:融资了,海外地位提高了,企业家本人的股权可以流动了,“这些好处都是摆在那里的”。

同时,在海外资本市场严格监管下,学习到先进的管理理念和经营方式。所以,企业即使花费昂贵的筹资成本,也在所不惜,此前巢克俭表示。

而此前有多方声音说,新红筹指引生效后,工行首开A+H股IPO,A+H股将成为今后企业IPO的主流趋势。对此,亦有多方观点认为,A+H股IPO只是“具有一定的推介性”,因为只有那些比较大的企业才能够也才有必要A+H股IPO。此外,也有海外IPO企业欲“海归”国内A股,李训认为主要是因为基于人民币持续升值的预期。

尽管新红筹受阻,“开曼群岛肯定不行了”,由于监管制度的差异,海外上市道路并非只有通过开曼群岛到美国上市,沈迅名表示,这次培训英国、德国的都来了。

角逐资本的制度竞争力

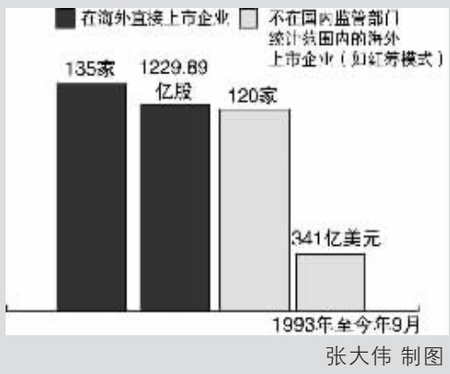
不过,对于监管效果,陕西博思敦投资顾问有限公司董事长王为民认为,企业有很多方法到美国上市,监管不能一厢情愿,至少中国证监会要与美国证监会达成协议,只有美国规定需要中国审批文件时才能管住,对于美国那边来说,优质上市资源是有吸引力的。而目前,只有香港联交所已经公开接受新红筹指引。在王为民看来,企业纷纷海外IPO主要还是因为美国资本市场的价值观与民营高科技企业的价值观比较吻合。

JPMORGAN亚太区并购业务董事总经理孟亮表示,由于监管制度的差异,企业海外IPO仍然前景看好。

如此看来,企业选择哪里上市,看重的是融资市场的总体竞争力,而资本市场间、国家间的竞争是制度的竞争。只有制度完善了,交易成本下去了,融资效率提高了,国内资本市场的竞争力才会显著提升。

但商务部研究院梅新育认为,企业海外上市过程中存在内资企业外资化、资产流失、财务造假、规避国家宏观调控等许多问题,“不仅扭曲市场秩序,某些问题还对国家经济安全构成了重大隐患”。而“对于一个大国而言,优质上市公司资源纷纷流失,国内金融市场发展受阻,对其经济可持续发展的负面影响可想而知。毕竟,在根本上,一个大国的可持续发展必须依靠本国资本积累和本国金融市场发展,外资、海外金融市场只能充当辅助角色。”

而国家发改委投资研究所所长张汉亚指出:境外上市作为中国吸引外资的一项长期政策,是中国深化改革和扩大开放政策的一个重要内容。“今后,我们将一如既往地支持境内国有企业、民营企业及其他所有制形式的企业,根据自身发展的需要,进入国际资本市场融资。”



张大伟 制图