

# 海外交易所竞争我国潜在上市资源情况分析

□中国证监会研究中心 祁斌 刘洁 张达

2005年12月15日,无锡尚德公司在纽约证券交易所挂牌上市,融资近4亿美元,以当日收盘价计算的市值达到30.67亿美元,远远超过新浪、盛大等已在纳斯达克上市的中国公司。在无锡尚德筹备发行上市的过程中,包括深交所在内的多家证券交易所加入了这场对拟上市企业的争夺战。最终,深交所总裁一句“最好的企业要到最好的交易所上市”促使无锡尚德下定决心。

然而,事实上,如果严格按照纽交所的标准,无锡尚德是不符合上市条件的,但纽交所对尚德实施了特殊政策。近年来,世界各国交易所对中国潜在上市公司资源趋之若鹜,各大知名交易所纷纷登陆中国,我国潜在上市公司资源不断远渡重洋,赴海外上市,百度、分众传媒、盛大、携程、新东方、如家酒店……在这张被境外交易所争取到的企业名单上,不乏很多我国最具成长潜力的创新型公司。这一方面表明中国经济的健康成长对国际资本具有巨大的吸引力,我国企业也通过参与到国际资本市场而提高了其国际竞争力,扩大了我国在国际市场的影响力,从而进一步推动了我国的经济增长。但是,另一方面,如果这种趋势继续下去,也会带来一些潜在的忧患,不仅对我国本土资本市场的发展提出严峻挑战的同时,也使得我国投资者失去分享中国经济增长的很多机会,并且不利于我国金融体系间接融资比重过高这一结构性问题的调整。

## 一、海外交易所加强攻势,竞争我国潜在上市公司资源

2005年深圳第七届高交会期间,纽约、纳斯达克、美洲、多伦多、伦敦、韩国、新加坡、东京等全球著名的证券交易所,集中开展了吸引中国企业海外上市的推介和咨询服务。而在此前的深圳第八届科博会和第九届中国国际投融资会上,境外主要交易所分别举办了专场研讨会和世界主要证券交易所峰会,向中国企业推介海外融资渠道及上市业务。2006年9月在无锡召开的境内外资本市场高峰论坛上,9家海外交易所前来宣传推介。如此多的国际证券中介机构对一个国家的企业展开如此盛大的推介活动,在全球亦十分少见。事实上,由于全球的证券交易所正日益从互助俱乐部转变为商业性组织,无论是为了生存还是为了盈利,对优质上市公司资源的争夺已成为各交易所业务的重中之重。2005年,在国际市场上383家首次公开发行股票企业中,有81家为中国企业,占到企业总数的21%;2006年,共有86家中国企业在国际市场上首次公开发行股票,融资440亿美元,占全球2006年IPO融资额的19%。中国企业已经成为国际IPO市场最为炙手可热的追逐对象。深圳交易所一位人士观察到,“一些海外交易所激烈争夺中国潜在的上市资源,特别是具有成长性的高成长公司,几乎到了全力以赴的地步。”

伦敦证券交易所董事长高博深平均每三个月就要来一次中国。伦敦交易所的战略是,一方面,努力吸引中国国内高速增长、亟需资本的民营企业前往伦敦上市;另一方面,加强与中国大型国企的沟通,为大型企业到伦敦上市提供便利条件。同时,伦敦交易所还深入长三角、珠三角等优质企业集中的区域做深度推介。自2004年伦敦交易所香港办事处成立以来,共有23家中国公司在伦敦上市,其中,中国国际航空公司在伦敦主板上市,有17家在伦敦高增长市场(AIM)上市。韩国证券交易所(KRX)也在近年加强了对中国潜在上市资源的战略攻势,按照KRX上市审查课长申吉秀的说法,“我们对中国的企业有饥饿感”。早在2001年6月,韩国金融监管委员会与中国证监会就签署了《证券期货监管合作安排》,KRX在2003年分别与上海和深圳交易所签订了《谅解备忘录》,使中国企业去韩国市场接受

破了法律上的障碍,只要符合中国证监会海外上市条件和达到KRX上市要求的中国企业都可以在韩国上市。为了加速推动这一进程,KRX欲进一步降低上市标准以吸引中国企业。据了解,到目前为止,全球各国主要证券交易所均通过诸如我国各地高新技术开发区、创投协会、中介机构或者咨询公司等在我国广泛寻找创新型公司。

## 二、我国企业在境外交易所上市的基本情况

在海外交易所的积极推介和国内市场一度低迷的背景下,大量中国企业尤其是中小创新型公司近年来纷纷赴海外交易所上市,约为中国内地市场的3倍;在2005年,81家中国内地企业分别在香港、新加坡、纳斯达克及多伦多交易所上市,首次公开发行募集资金约200亿美元,远远超出沪深两市2003年和2004年首发募集约100亿美元的融资额。2006年中国企业在境外上市首发融资440亿美元,是国内市场首发融资额的2.5倍(详见表1)。

从在海外上市的企业类型上看,(互联网)IT类企业在美国受欢迎的程度较高,而中国网络类企业也将纳斯达克作为上市首选,目前在海外上市的公司中有18家属此类企业,其中16家在纳斯达克上市,2家在香港上市。在香港上市的多为国有大型企业,以制造、IT、金融以及食品业的公司为主。新加坡交易所则吸引了大量规模较小的国内民营企业,这与其上市条件较为宽松有关,其中,以食品、农业、环境和制造等行业的企业居多。

近几年的情况显示,在大型国有企业资源的发掘暂时告一段落的情况下,中小型企业和高科技、互联网等创新型公司成为境外交易所争夺的重点,一些专注于某个细分市场,具有较高成长性的小型企业“领导者”也成为海外交易所关注的焦点。目前,国内有大量海外直接投资基金和风险投资基金,他们大多注册于百慕大、开曼群岛,投资于国内企业,再将这些企业带到海外上市。

## 三、海外交易所吸引中国企业在海外上市的主要因素

我国大量创新型公司赴海外上市,主要原因在于海外交易所和资本市场有以下特点:

1、上市门槛低,筹资速度快  
境外交易所通常上市门槛较低,尤其海外创业板对于中小创新型公司上市条件相当宽松(详见表2)。此外,海外市场股票发行一般采取注册制,申请程序简单、周期短,各国交易所纷纷打出“筹资速度快”这张牌来吸引中国企业。例如,新加坡一般能在4个月内完成审批手续,韩国则为3个月,纳斯达克仅为2个月。此外,海外交易所再融资速度也相当快,如南京鸿国国际控股公司2003年在新加坡上市3个月后,即进行了一次再融资,募集895万新元(约4500万元人民币)。我国有大量质地优良、急需融资的创新型企业尚未达到国内交易所上市要求,或者在需要资金来突破发展瓶颈时却又不得不在审批的通道中排队,这严重制约了其发展进程。在国内市场暂时无法满足其发展需求的情况下,相当一部分创新型公司只好转赴海外资本市场。

## 2、市场和投资者相对成熟

海外资本市场以机构投资者为主,经过长期的市场演进后逐渐形成了较为成熟的投资理念,而成熟的机构投资者也更易于理解创新型公司的业务模式。同时,境外已有很多类似创新型公司成功上市的先例。例如,我国的中文搜索引擎公司百度在美国上市前,美国的英文搜索引擎公司Google就已经以其在华尔街耀眼的表现确立了搜索引擎在网络时代的主要地位,因此,赢利模式极易为美国市场所接受,成

再加上其中国概念,使得百度在纳斯达克上市首日便获得了国际机构投资者空前的追捧。正如百度首席财务官所说:“选择美国上市,是由于没有哪个市场比美国更能理解百度的业务。如果资本市场已有类似的企业,就很容易被投资者接受,选择那样的市场也比较好。”

## 3、市场约束机制有助于企业成长

海外资本市场对企业尤其是创新型公司有良好的培育机制,通过海外上市,我国企业受到更成熟的国际机构投资者和更规范的市场机制的监督,对企业自身治理结构和管理水平的提高有很大的促进作用。例如,国外资本市场对企业上市后持续的信息披露要求比较高,长期与机构投资者保持良好的关系对于企业再次融资从而实现长期发展比较重要。同时,要想使得上市公司长期获得市场的认可,公司必须在自身管理水平、资金运用效率和企业发展规划等方面有实质性的提高。我国大量中小型、创新型公司经过海外资本市场洗礼后脱颖而出,例如,UT斯达康、分众传媒等公司在纳斯达克上市后迅速成长,增强了企业竞争力;蒙牛公司在香港上市后更是具备了与伊利集团分庭抗礼的实力,这与国际资本市场较严格的市场约束机制是密不可分的。

此外,企业在海外交易所上市往往会赢得较高声誉,并加入到国内或国际知名公司的行列。同时,海外上市也可以带来丰富的国际合作资源,吸引高质量的投资者来也是众多企业选择的原因。例如,无锡尚德登陆后“富人俱乐部”之称的纽交所之后,其品牌价值大大提升,进而增强了其拓展国际市场的能力。

## 四、中国企业在海外交易所上市遇到的问题

海外上市对我国企业来说仍然是一把“双刃剑”,对于大部分中国企业来说,海外上市也并非“一上就灵”,往往会面临如下问题:

1、发行成本较高  
我国企业赴境外上市通常要付出比境内更为高昂的成本,主要体现在股票发行价格和发行费用两个方面。

由于我国企业的市场主要在境内,尤其海外创业板对于中小创新型公司上市条件相当宽松(详见表2)。此外,海外市场股票发行一般采取注册制,申请程序简单、周期短,各国交易所纷纷打出“筹资速度快”这张牌来吸引中国企业。例如,新加坡一般能在4个月内完成审批手续,韩国则为3个月,纳斯达克仅为2个月。此外,海外交易所再融资速度也相当快,如南京鸿国国际控股公司2003年在新加坡上市3个月后,即进行了一次再融资,募集895万新元(约4500万元人民币)。我国有大量质地优良、急需融资的创新型企业尚未达到国内交易所上市要求,或者在需要资金来突破发展瓶颈时却又不得不在审批的通道中排队,这严重制约了其发展进程。在国内市场暂时无法满足其发展需求的情况下,相当一部分创新型公司只好转赴海外资本市场。

## 五、对我国资本市场的影响

从各国金融市场比较优势的角度看,在我国资本市场处于起步和制度建设较为欠缺的阶段,我国一些公司选择到境外比较先进和发达的市场上是很自然的选择,对我国经济的发展和竞争力的提高有很大的促进作用,对我国资本市场的改革和发展也起到了一定的推动作用。经过若干年的发展,随着我国资本市场的制度建设逐步完善,市场发生转折性变化,我们应该从国家整体发展战略的角度出发,对我国企业如何有效利用境内和境外的资本市场做出整体性和系统性的研究和部署,以更好地推动我国经济持续健康稳定的增长,并实现我国资本市场又好又快的发展。

## 1、大量优质企业资源在海外上市,将对我国资本市场的发展造成一定的负面影响。

大量企业纷纷到海外上市,其中大多数为优质或创新型公司,将使我国潜在上市公司资源不断流失,资本市场不断境外化。如图1所示,在纳斯达克上市的中国企业的盈利能力大大超出在我国中小企业板上市的公司。对于我国资本市场来说,一方面,海外资本市场的竞争对我国资本市场的发展与改革起到了促进作用,但另一方面,盈利能力强、增长速度快的优秀企业的缺失将使我国资本市场的规模增长缓慢、吸引力下降,不利于建设强大的本土资本市场,长此以往,将形成恶性循环,影响到我国资本市场

的健康稳定发展和在国际金融市场的地位。

另一方面,大量创新型公司选择海外上市可能使我国资本市场出现板块缺失,例如网络游戏类企业纷纷登陆纳斯达克,将使我国股票市场缺失此类企业,证券公司和基金公司也不会对网游行业进行研究,相应地,投资者对该行业缺乏足够的理解,这将进一步加大此类企业融资的难度。在这种情况下,境外交易所更容易争取这类企业,从而使一些创新型公司股权被慢慢掌控在海外投资者手中,其成长性收益全部被境外投资者分享,这类企业在境外市场也很容易被收购和兼并。

## 2、境内投资者无法分享优质企业成长的成果

优秀上市公司的成长可给投资者带来良好的回报,从早期我国大量代表国民经济主体的优质国有企业到近年一些具有高增长潜力的中小型企业,其中的很多企业会伴随随资本市场的发展成长为中国的GE和微软,而海外上市将使我国投资者无法便捷地分享到这些企业增长带来的回报,如果这样的情况大量存在,则不仅不能满足我国居民在面临未来可能的通货膨胀压力下资产保值增值的需求,也不利于我国养老体系和社会保障体系的建设和完善。

## 3、无法有效利用资本市场改善中国金融体系结构

目前我国金融体系主要集中在银行系统,居民存款高达16万亿元,金融风险过于集中。因此,大力发展直接融资,降低间接融资在国民经济中的比重,成为新时期金融改革的重中之重。而大量潜在优质上市公司资源在海外交易所上市,不利于吸引金融资源从传统的间接融资体系转移到直接融资体系,也会减慢通过发展资本市场改善我国金融体系结构的步伐。

## 六、相关对策

境外交易所对我国潜在上市公司资源的激烈争夺,对我国资本市场的国际竞争力提出了严峻的挑战,应引起我们的高度重视。这个事实提醒我们,进入21世纪后,世界各国,特别是各发达和发展中国家在金融中心的建设和资本市场的发展方面进入了多方博弈的格局,我国资本市场的改革和发展一定要放到全球竞争的角度来看。在资本市场发达的国家,其优质企业均选择在本土上市,这些企业的存在吸引了大量国内外资本,为其经济飞速发展注入了强心剂。我国要实现国民经济长期可持续发展、发展高科技产业、落实自主创新国家战略,需要我们拥有一个强大的资本市场,而建立强大的资本市场又需要大量优质的、成长性强的上市企业与资本市场形成良性互动。为此,我们必须做好以下工作:

1、继续推进发行体制改革,提高我国资本市场的国际竞争力。目前,我们已经在发行体制改革方面取得了很大的成绩,如引入询价制,强化发行环节的市场约束,取消筹资额不得超过净资产两倍的数量限制、辅导期一年、首发前12个月不得增资扩股等硬性规定等等。而中行、工行在A股市场发行的成功也证明了发行体制改革已初见成效,工行A+H的模式更是开启了海外上市公司回归的路程。在此基础上还应进一步深化改革,完善发行规模和发行价格的市场约束机制,逐步创造条件由核准制向注册制过渡,建立由市场筛选企业的市场化机制;同时,进一步完善“A+H”模式,使得优质的海外上市企业加快回归A股的进程,形成境内和境外市场的良性互动格局。

2、加快构建适合我国国情的多层次资本市场。多数人将创新型公司上市难归咎于我国发行上市的“门槛”过高。其实,一味强调降低主板市场的“门槛”会增加大主板市场运行的风险,也不利于保护广大中小投资者的利益。

解决这个问题的关键在于我国应尽快建立起多层次的资本市场,使各类型企业找到与其特征及发展阶段相对应的合适的融资场所,以利于不同成长阶段企业得到相应层次资本市场的服务与支持,同时满足不同风险偏好投资者的投资需求。

3、加快培育我国风险投资市场。创新型公司通常具有较高风险,风险投资的介入可以为交易所市场对企业进行初步筛选,起到“过滤器”作用;而创新型公司由于大都处于企业或行业发展初期,其不确定性较大,风险较高,很难获得银行的贷款,亟需风险资本的支持和引导,例如,在我们近期调研走访的西安、合肥等高新技术开发区,有大量的创新型公司得不到风险投资的支持。而目前在我国最为活跃的风险投资基金大都为海外基金,它们对其所投资的企业通常采取“红筹上市”的退出方式,在某种程度上助推了更多我国潜在创新型和高成长性公司纷纷舍近求远,赴海外上市。同时,风险投资市场

的缺失,也使得很多良莠不齐的企业以不规范的方式到处募集资金,给市场造成了极大的混乱。因而,培育我国自己的风险投资专业人才,建立本土风险投资市场迫在眉睫。这不仅能有力地遏制目前各类不规范发行等现象,也将为多层次资本市场的建立和资本市场的长远发展奠定坚实的基础。

4、对外资在中国的股权投资加强协调管理。目前,我国对外资进入二级市场(如QFII)有严格的审批和管理制度,而对大量海外资金以风险投资、直接投资基金等形式进入国内进行股权投资却缺乏完善的监管措施,甚至对有关情况缺乏一个整体的了解。因此,对外资进入我国股权投资市场应逐步建立起有效的管理体制,并尽快建立起相关部门之间的协调管理机制。

1 本文完成于2006年7月,发表前经作者作少量修改。

2 数据来源:清科公司《清科—2006年度中国企业上市年度报告》

表1 2006年中国企业海外发行上市情况

市场	2006年		2005年	
	筹资额(百万美元)	IPO数量	筹资额(百万美元)	IPO数量
NASDAQ	527.07	6	718.84	7
纽约证券交易所	480.55	3	395.7	1
香港主板	41,284.14	39	19,012.72	37
香港创业板	227.49	6	74.74	8
新加坡主板	1,336.79	24	201.83	20
新加坡创业板	11.55	2	23.94	6
东京证券交易所	0	0	0	0
AIM	130.42	6	62.09	2
合计	43,997.99	86	20,490.32	81

资料来源:清科公司《清科—2006年度中国企业上市年度报告》

## 表2 部分海外创业板上市条件

项目	香港创业板	新加坡创业板	英国AIM	中小企业板
实收资本	无具体要求	无具体要求	无具体要求	不少于5000万
营运记录	需显示有两年“存续”业务记录	无具体要求	无具体要求	设立至少三年
盈利要求	不设盈利要求	无要求(业务具备可行性、盈利性并有发展潜力)	无具体要求	最近三个会计年度净利润为正且累计超过3000万;最近三个会计年度经营性现金流量累计超过5000万或者最近三个会计年度营业收入累积超过3亿
最低公众持股量	3,000万港元或如果市值不超过40亿港元,占已发行股本至少20%	发行不少于15%股份或50,000股份(两者取较高者)	无具体要求	向社会公开发行的股份达公司股份总数的25%以上;公司股本总额超过人民币4亿元的,其向社会公开发行股份的比例为10%以上
公众股东的最少数目	不能少于100名	有不少于500名的公众股东	持有股票面值达人民币1000元以上的股东人数不少于1000人	

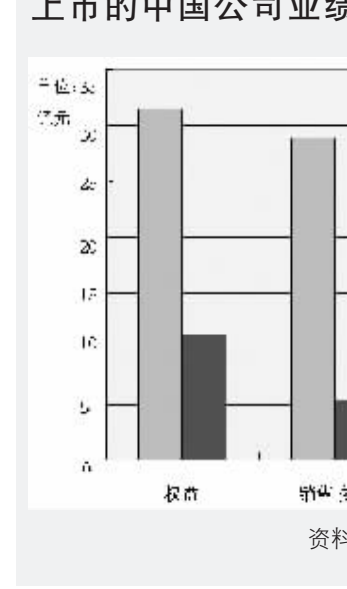
资料来源:根据公开资料整理

## 表3 有关市场承销费率对比

上市地点	承销费率
我国中小企业板	1.5%~2.5%
香港创业板	2.5%~3.5%
NASDAQ	8%~10%
新加坡	3%~4%

资料来源:根据相关资料整理

## 2004年在纳斯达克与深圳中小企业板上市的中国公司业绩对比



资料来源:中国风险投资研究院有关报告