

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2013.02.004

1999~2012年我国民营企业境外上市的总结与未来展望

王仰光¹,马耀坤²

(1.山东财经大学 法学院,山东 济南 250014;2.韩国庆熙大学 经管学院,韩国)

摘要:1999~2012年中国民营企业境外上市展现出两方面的特点:境外上市企业的绝对数量逐渐增多,但呈现出波浪式发展的态势;境外上市地点主要集中于香港地区、美国和新加坡等交易所,但是体现出逐步扩展的趋势。民营企业境外上市绝对数量的增加以我国经济特别是私营经济的快速发展为基础;民营企业境外上市的发展呈现出波浪式发展态势主要与境内外融资市场的状况及法律规制相关;外资PE、VC是推动民营企业境外上市的主要力量;民营企业境外上市地点集中主要与各交易所上市交易规则及行业估值的差异有关;民营企业境外上市地点的分散与企业的国际化有关。预测在未来,民营企业境外上市的绝对数量会随着我国经济的发展而增加,而上市地点在集中的前提下会进一步扩展。

关键词:民营企业;境外上市;融资市场

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2013)02-0021-05

1992年10月9日,国有企业华晨汽车在美国纽约交易所上市,开启了中国企业境外上市的先河,在此之后国有企业陆续在境外资本市场上市。但直到1999年才有第一家民营企业登陆境外的资本市场,那就是侨兴环球(股票代码:XING)1999年纳斯达克IPO。故此本文时间界定为1999~2012年。之所以将题目界定为民营企业,是因为国有企业得天独厚的地位使其境外上市采取了与民营企业不同的上市融资方式而呈现出不同的发展路径。本文通过回顾民营企业这十几年上市历程,总结其特点,分析出现这一特点的原因,以此更好地理解民营企业境外上市管理制度的变化及民营企业未来境外上市之路。

一、1999~2012年中国民营企业境外上市的特点总结

纵观我国1999~2012年中国民营企业境外上市的历程,发现其呈现出以下两方面的特点:

(一)境外上市企业的绝对数量逐渐增多,但呈现波浪式发展的态势

1999年我国只有2家民营企业在境外上市,到2010年有126家民营企业在境外上市,企业数量逐渐增加,但并不是呈平滑的增长趋势,而是呈现出波浪式发展的态势:1999~2004年,境外上市的民营企业数量一直处于增长的态势;2004~2006年间出现少许下降,2006~2007年则回归强势增长;到2008年又降到2003年的水平,而2009~2010年再度呈现增长态势,出现了V字形的变化,但在2010年到达顶峰后迅速下降,这导致2008~2012年呈现出M形形态(见图1)。^①

(二)境外上市地点较为集中,但表现出逐步扩展的趋势

从境外上市地点来看,香港、美国及新加坡是我国民营企业境外上市的主要地点,其中香港是主要选择地,1999~2012年香港地区所占的比重一直

收稿日期:2013-01-13

基金项目:教育部规划基金项目(12YJA820073)

作者简介:王仰光(1977-),男,山东聊城人,山东财经大学副教授,法学博士,主要从事民商法研究;马耀坤(1976-),男,山东聊城人,韩国庆熙大学经管学院经营革新研究院研究员,管理学博士,主要从事企业管理研究。

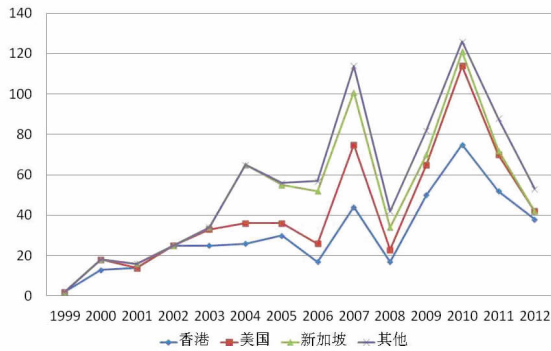


图1 1999~2012年我国赴境外上市的民营企业数量变化

很大,而在某些年份如2002年我国民营企业仅在香港上市(详见表1)。

表1 1999~2012年我国民营企业在境外上市的地点及数量

所在地 年份	香港	美国	新加坡	其他
1999	2	0	0	0
2000	13	5	0	0
2001	14	0	2	0
2002	25	0	0	0
2003	25	8	1	0
2004	26	10	29	0
2005	30	6	19	1
2006	17	9	26	5
2007	44	31	26	13
2008	17	6	11	8
2009	50	15	5	12
2010	75	39	7	5
2011	52	18	2	48
2012	38	4	0	15
总数	428	151	128	107

从2005年开始,有民营企业在上述三地之外的证券交易所上市,之后陆续增加,体现出逐步扩展的趋势。(见图2)但是在其他交易所上市的民营企业绝对数量仍然很少,而且上市企业的数量与交易所的规模并无必然关系,就如我国仅有4家民营企业在欧洲交易所上市。

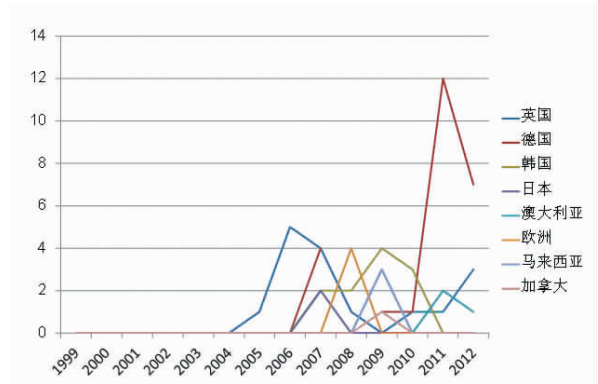


图2 1999~2012年我国在香港、美国及新加坡三地之外上市的民营企业数量及分布

二、我国民营企业境外上市发展特点的原因探讨

(一)民营企业境外上市绝对数量的增加以我国

经济特别是私营经济的快速发展为基础

我国从1978年改革开放以来经济得到迅速发展,国内生产总值(当年价格,以下简称GDP)由1978年的3645.22亿元增长到2011年的472881.6亿元。与此同时,私营经济也得到了迅速发展,私营企业数从1992年的139000户增长到2011年的9676776户;大中型私营工业企业数从2003年的2852个增加到2010年的12813个;私营工业企业所有者权益从1998年的577.55亿元增长到2010年的52295.51亿元。

从私营企业所有者权益自1998年到2010年的巨大变化可以看出,私营企业正在迅速壮大。1999年之前之所以未出现民营企业境外上市,主要原因在于当时大部分民营企业尚未完成资本的原始积累。随着私营经济的迅速发展,特别是私营企业的壮大,其对资本的需求特别是上市融资成为一个必然的选择。所以民营企业境外上市绝对数量的增长是建立在整个私营经济发展基础上的。

(二)民营企业境外上市的发展呈现出波浪式

发展态势,这主要与境内外融资市场的状况及法律规制相关

我国经济的持续高速发展带来民营企业的迅速发展,但境外上市的民营企业并未表现出平滑的增长态势,造成这一现象的主要原因是境内外融资市场的状况与法律的规范不同。当然融资市场状况又与法律对民营企业上市融资的规制分不开,故此下文对二者进行交替分析。

1. 2000年之前我国上市的审批制导致民营企业无法在境内融资。2000年之前我国企业上市实行

配额制,证监会每年确定上市的公司总数,而后将上市指标分配到各省,各省再将上市指标分配到公司,只有取得上市资格的公司才具有上市资格,而各省市基本上将上市指标分配给了国有企业或者集体企业。^[1]这一制度性的区别对待方式导致民营企业在1999年之前无法在境内上市融资,寻求境外上市融资是其唯一的选择。

2. 1999~2007年民营企业境外上市形成第一波高潮。从国内的金融市场方面来看,2000~2005年股市存在的股权分置现象导致股市长期低迷,因此这一时期民营企业在国内上市难度较大。但与此同时,中国证监会等部门对民营企业境外上市进行法律规制,这使得赴境外上市的民营企业数量未表现出平滑的增长态势。2000年6月9日证监会发布了《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》(国发[2000]72号)(俗称“无异议函”),通知要求民营企业境外红筹上市法律意见书必须取得证监会发行监管部的同意,证监会审核律师事务所出具法律意见书的做法在一定程度上增加了民营企业境外上市难度。但在“无异议函”制度实行后,得到证监会无异议函的几家民营企业如欧亚农业、超大农业等所披露的招股说明书和事实严重不符,引发了人们对证监会出具无异议函却没有尽到审查责任的指责。为了避免这种指责,2003年4月1日,证监会发布《关于取消第二批行政审批项目及改变部分行政审批项目管理方式的通告》,废除了2000年的72号文,正式宣告取消“无异议函”,这为民营企业的境外上市扫清了政策限制。民营企业境外上市又进入迅速发展的快车道。

3. 2008~2010年境外上市落入低谷后再上高峰。随着民营企业境外上市数量的增长,部分舆论指责中国证监会等机构的不作为导致资本外逃。为了将优质民营企业留在国内,平息这种指责,2006年商务部等六部委联合颁布《关于外国投资者并购境内企业的规定》[2006年第10号,俗称“十号文”],该文件关闭了民营企业境外上市之路。但这一规定的影响并没有立刻显现出来,因为依据法不溯及既往的原则,众多的民营企业已然完成了境外上市。故此,2007年是民营企业上市的高峰年,这一年共有114家民营企业登陆境外的各类交易所。

然而,随着2005年以来国内股票市场的好转,在2007年境内股票市场的历史高点到来之际,越

来越多的民营企业开始准备在境内上市;同时起源于美国的金融危机在2008年逐渐显现其影响力,境外证券交易所的吸引力逐渐下降。这两方面的原因再加上“十号文”的影响共同导致境外民企上市的数量出现了较大的下降。但是随着我国在2008年四万亿投资的实施,世界经济中出现了我国经济独好的局面,律师等中介组织亦采取VIE或者其他方式对“十号文”限制进行突围,突破法律限制的民营企业得到了境外证券交易所的热捧,故此境外上市数量再创新高。但是2012年经济发展放缓以及2009年起创业板的推出又分流了相当大一部分赴境外上市的民营企业。自2011年6月支付宝VIE事件以来,协议控制的法律风险被显现并放大,也在很大程度上限制了民营企业的间接上市。^[2]

(三)外资PE、VC是推动民营企业境外上市的主要力量

民营企业境外上市的主要推动力量是外资PE、VC等风险投资公司。^[3]中国的三大门户网站新浪、搜狐和网易无一例外均获得境外VC的投资,这些VC投资后在一定期间需要撤出。最早做互联网的企业家大多数有海归背景,与境外风险投资有着紧密联系,这些互联网企业选择境外上市属于自然的选择。同时2000年之前境内证券市场实行配额制,所以境外上市也是互联网企业的唯一选择。

虽然在2000年之后我国境内取消了上市配额制,但随着而来的股权分置改革及长达近5年的股市低迷使得民营企业的境内上市之路异常艰难。国内融资环境的区别性国内待遇又使得成熟民营企业的融资要求与境外PE、VC寻找传统成熟行业企业的目标一拍即合,因此在2001~2003年一批传统行业的民营企业如彩电行业的创维数码、电池制造商比亚迪股份、电器连锁企业国美、纺织行业魏桥纺织等均借助境外PE登陆境外资本市场。

2004~2006年境内融资环境不理想,加上部分具有潜力的民营企业无法满足境内证券市场的刚性门槛,更多具有成长性的民营企业借助境外PE登陆境外市场。当然,希望借助境外的资本市场宣传自己也是民营企业境外上市的重要理由。同时境外PE、VC也在更广范围寻找合适的境内企业,因此在这一波民营企业境外上市的繁荣期中,境外PE、VC的推动作用非常明显,蒙牛乳业、新东方、尚德电力、盛大网络、百度等均在上市之前引入境外的

PE或者VC,并借助这些境外PE、VC完成境外上市。

需要特别说明的是,在2005年之前,由于我国股市存在股权分置现象,国有股和法人股无法在二级市场上流通,这导致同为法人股的PE、VC无法流通,给其套现退出造成了巨大的障碍。因此,如果民营企业在发展过程中获得了境外PE、VC的投资,境外上市基本上是其唯一的选择。

2007~2010年民营企业境内上市融资获得了更大的自由度,但在此阶段依然有众多的民营企业选择境外上市,特别是2007年就有114家民营企业登陆境外交易所,当然境外PE、VC在此之前搭建的架构起到相当大的作用,但境外上市民营企业的榜样作用也不容忽视。在香港上市的地产公司碧桂园上市募资额达到129.12亿元,而互联网企业阿里巴巴的融资额也达到115.97亿美元,这一示范作用激起了同行业的其他民营企业境外上市的热情。但随着国内股市股权分置改革的实施、内资PE、VC的成熟和创业板的推出,特别是2005年开始启动到2007、2008年近乎失去理性的中国股市导致部分民营企业选择在国内A股市场上市融资,相比2007年,2008年、2009年境外上市民营企业数量有了较大回落。2010年境外上市民营企业数再上新高,但与2005年之前相比,民营企业境外上市中境外PE、VC的作用已经减弱,不同资本市场对行业估值的差异成为民营企业选择上市地点的决定性因素,美国市场对于互联网行业估值较高,1999~2012年间在境外上市的35家民营企业中有29家选择在美国上市,占80%以上。

(四)民营企业境外上市地点集中,这主要与各交易所上市交易规则及行业估值的差异有关

在美国,无论是纽约证交所还是纳斯达克证券交易所,上市后的监管都很严格,上市成本和上市后的维持成本也较高,但美国交易所对IT和互联网等高科技企业的认同度较高,此类企业在美国上市更易获得较好的估值,已经上市企业的行业也证明这一点,如我国三大门户网站新浪、网易和搜狐均选择在美国上市。香港交易所在这三大交易所中具有独特的优势:具有与内地相近的文化;是亚太的金融中心;认同我国会计准则;上市后的监管也没有美国那么严格,因此香港成为我国各类民企上市的理想选择地。^[4]在这三大交易所中,新加坡证券交易所上市门槛和上市费用都是最低的,但其融资额不高,因此对于小型的民营企业,新加坡交易所是

其不错的选择。^[5]另外,新加坡和韩国的证券交易所对我国的制造业比较青睐,成为我国小型民营制造业境外上市的理想之地。例如我国2007~2010年在韩国上市9家企业,其中7家属于制造业行业;1999~2010年在新加坡上市企业共126家,其中60家为制造业企业;1999~2010年在美国上市的民营企业为129家,制造业为3家。改变计算分母可得,在1999~2010年我国制造业中在境外上市的民营企业共175家,其中150家在香港和新加坡上市,而同时期在美国上市的制造业民营企业仅为3家。^[6]

(五)民营企业境外上市地点的分散与企业的国际化有关

随着我国民营企业的发展,越来越多的民营企业走向了国际化,与这一国际化进程相适应的是资本来源的国际化。因此越来越多的民营企业在与其相关的境外PE、VC的推动下,对上市地点的选择益发多样化。2007年以来,我国共有16家企业在韩国上市,其重要的优势之一是上市企业的再融资仅需要备案,而不须得到韩交易所的审批。^[7]为了拓展相关市场,在市场所在地国家上市不仅可以提高公司的管理水平,宣传自己的产品,还可以树立良好的企业形象。民营企业境外上市地点的多样化,必将随着民营企业的国际化而呈现出扩展趋势。

三、对我国民营企业境外上市的展望

在资本的全球化时代,制度的差异会改变资本流动的方向,只要境内外上市制度存在差异,^[8]民营企业的境外上市就会依然存在。未来民营企业的境外上市会呈现下列特征:

第一,民营企业境外上市的绝对数量会继续增加。随着我国经济的发展,民营企业也会进一步发展壮大,而壮大的民营企业也会呈现出多样化的需求,民营企业境外上市的绝对数量也会继续增加。我们应该加强对境外融资市场的研究,分析境内上市和境外上市的成本收益比,在境内上市和境外上市之间作出合适的选择。与境内上市相比,境外上市具有上市前期准备时间较短、对公司以往和当前的盈利状况不作硬性规定、再融资时不需审批仅需备案等优点,但也存在着某些门类的公司市盈率偏低、信息披露严格及审计费用较高而导致上市后的维护费用偏高等缺点。民营企业境外上市后如果成本收益不成正比,企业的理性选择是退市。比如盛大数码、泰富电气等公司均从境外上市交易所退市;从2011年8月到2012年10月,也有大约23

家中资概念股宣布从美国退市。^①所以我们应该理性看待民营企业的境外上市,不可为上市而上市。

第二,由于惯性及市场效应等原因,短期内境外上市地点依然会集中在香港、美国及新加坡,但在三地之外上市的民营企业也会越来越多。我国最早在境外上市的民营企业选择香港既与香港地区和大陆经济联系较为密切、投资者较为熟悉有关,也与其作为亚洲金融中心的地位有关。但某些新兴的行业如网络、新能源等在美国资本市场较受追捧。新加坡一直为中资企业的融资提供较为完善的服务,中新两国政府良好的关系也帮助较多的民营企业在新加坡上市。所以我国民营企业境外上市的选择依然会以这三个地点为主,但随着我国企业特别是民营企业国际化步伐的加快,选择在企业业务所在地的证券交易所上市成为越来越多企业的选择,也将会有越来越多的企业选择到境外的其他交易所上市。

第三,民营企业境外上市的数量多寡依然会与国内的金融市场及国际金融市场息息相关。如果国内金融市场在制度及操作上对国企与民企一视同仁,内资PE、VC的发展逐渐成熟,那将会对民营企业的境外上市起到相当大的分流作用;如果国内的金融市场无法达到理想的状态,或者民营企业本身无法达到境内上市融资的条件,又或者为了其他目标,选择境外上市将是其合适的选择;如果国际金融市场恶化而国内市场较好,民营企业可能更倾向于选择境内市场。在越来越多民营企业走向国际化

的时代,赴境外上市的企业数也会越来越多地受到国内外金融市场的影响。

注释:

- ① 本文中关于民营企业上市的数据来源两方面:1999~2010年的数据来源于李寿双、苏龙飞、朱锐:《红筹博弈:十号文时代的民营企业境外上市》,北京:中国政法大学出版社,2011年版,第238-259页。而2011~2012年的数据来源于:<http://www.chinaventure.com.cn>,2013年1月1日访问。

参考文献:

- [1] 王洪波,宋国良.资本的陷阱[M].北京:经济管理出版社,2003.38.
- [2] 刘燕.企业境外间接上市的监管困境及其突破路径以协议控制模式为分析对象[J].法商研究,2012,(5):13-21.
- [3] 伏军.境外间接上市法律制度研究[M].北京:北京大学出版社,2010.6.
- [4] 姜元元.中国民营企业境外上市地点的选择[J].改革与开放,2006,(9):26-28.
- [5] 王静.我国中小民营企业境外上市融资策略研究[J].国际经贸探索,2009,(1):30-35.
- [6] 李寿双,苏龙飞,朱锐.红筹博弈:十号文时代的民企境外上市[M].北京:中国政法大学出版社,2011.238-259.
- [7] 朱建华.中国企业在韩国证券市场上市之分析研究[M].中国证券期货,2010,(12):27-28.
- [8] 王仰光.公司法制具有竞争力的原因及对我国的启示[M].华北水利水电学院学报(社科版),2012,(4):126-129.
- [9] 王瀛,邓攀.“中概股”退市进入活跃期[J].中国企业家,2012,(11):89-91.

(责任编辑:刘同清)

Summary and Prospect of Chinese Private Enterprises Overseas Listing in 1999-2012

WANG Yang-guang¹, MA Yao-kun²

(1.School of law,Shandong University of Finance and Economics,Jinan shandong 250014,China;

2. School of Economics and Management,Kyung Hee University,Korea)

Abstract: There are two features of Chinese private Enterprises overseas listing in 1999-2012, although it is growing in number gradually, showing the wave mode; the listing location centralizes exchange of HONGKONG, USA and Singapore, but it expands to other place. The number growth is based on the rapid development of our economic, especially the private economy. The wave mode is related with the situation of financing market in China and overseas and regulation of law. Foreign PE and VC mainly promote the overseas listed. Because of the exchange listing rules and industry valuation differences, the overseas listing is concentrating the HONGKONG, USA and Singapore, but it expands other exchange. In the future we conclude: the growth of our economy will push more Chinese private enterprises overseas listing, the HONGKONG, USA and Singapore is the mainly place, but it will expand into other foreign exchange.

Key words: Chinese private enterprises; overseas listing; financing market