

国内企业境外上市的动机及市场选择策略研究

周煊, 林小艳

(对外经济贸易大学国际商学院, 北京, 100029)

摘要: 文章分析了国内企业境外上市的现状、理论动机和现实动机, 综合比较了境外主要资本市场特点, 指出国内企业境外上市的资本市场选择因素主要包括境外交易所的定位、上市门槛及费用、市场规模和市场流动性。

关键词: 中国企业; 境外上市; 资本市场; 企业国际化

中图分类号: F270

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2008)05-0598-06

一、国内企业境外上市的历史及现状

从 20 世纪 90 年代初开始, 国内企业在境外资本市场开始了融资之路。当时的上市企业主要以传统的工业、制造业为主, 上市企业均为大中型国有企业, 其中比较有代表性的上市企业有青岛啤酒、上海石化、马鞍山钢铁、哈尔滨动力设备等。此后, 大约在 1997 年前后, 电力、航空、交通等基础产业和基础设施领域一批优质企业陆续在境外上市, 如东方航空、华能电力、深高速、广深铁路、大唐发电等。1999 年前后, 赴境外上市的企业类型开始丰富起来。既有以石油、电信类为代表的特殊垄断行业的国有大企业, 也有一大批以互联网、电子商务为特色民营高科技企业, 如福建恒安、新浪、搜狐、网易等。自 2001 年到 2004 年, 无论从数量上还是融资规模上, 国内企业出现了一轮持续、快速的境外上市高潮, 比较有代表性的是 2001 年中海油的 IPO 首次公开上市、浙江民营企业万向集团在美国借壳上市以及中国人保、中国人寿、中国平安、交通银行股份有限公司、中国建银行股份有限公司等一大批大型金融企业的境外股票发行。该阶段, 中国境外上市企业的类型、境外上市地区的选择和境外上市模式方面开始呈现明显的多元化趋势。2004 年以来, 随着国家发改委颁布了一些列规范文件, 中国企业境外上市审批要求日益严格。同时国内资本市场

的火爆, 吸引了很多企业选择发行 A 股融资, 这些都对企业境外上市产生了一定的影响。

企业境外上市主要有直接上市和间接上市两种方式。境外直接上市即直接以中国内地公司的名义向海外证券主管部门申请发行的登记注册, 并发行股票(或其它衍生金融工具), 向当地证券交易所申请挂牌上市交易。直接上市方式的好处在于拓宽了国内企业引进外资的渠道, 提高了企业的声望和国际地位, 规范了企业的运营与管理。但直接上市审批手续繁琐, 母国和上市东道国的国家会计准则及法律方面存在很大的差异。一般来讲, 以这种方式申请上市的企业需经过必要的重组, 相应的程序也会较为烦琐, 申请的时间也可能较长。但是, 正因为需经过这些相对严格的程序, 申请企业一旦获准在境外上市, 将能够比较容易地获得投资者的信任。

间接上市主要有买壳上市和造壳上市两种方式。买壳上市是指企业以现金或交换股票的手段收购一家已在境外证券市场挂牌上市的公司。其优点在于可以避开国内对境外上市的限制以及申请、注册、招股、上市等繁杂的手续, 避开不同国家在体制、会计制度及有关法律方面的差异, 而且程序简单, 成本较低, 所需时间较少, 可以在节省时间的同时达到实际上市的目的。但在实际操作中也有些问题: 一是比较满意的壳公司很难找到; 二是可能存在着双重纳税问题, 从而降低国内企业的利润率; 三是如果国内企业需要

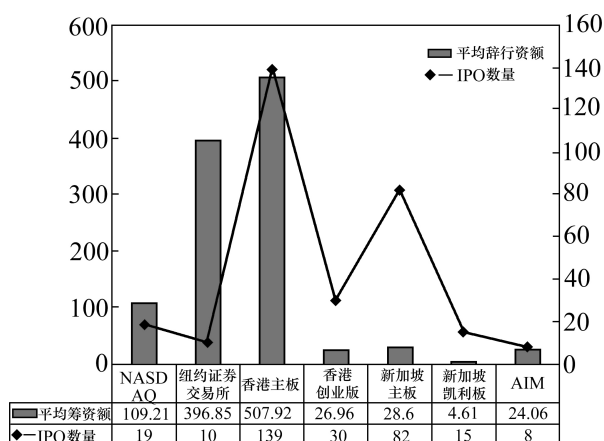
收稿日期: 2008-06-15

基金项目: 国家社会科学基金青年项目“境外国有资产监管问题研究”(06CJY003)

作者简介: 周煊(1974-), 男, 湖南衡阳人, 管理学博士, 对外经济贸易大学副教授, 主要研究方向: 战略管理, 跨国经营; 林小艳(1984-), 女, 对外经济贸易大学硕士研究生, 主要研究方向: 企业国际化经营。

通过壳公司注入资产增发新股, 仍然存在着一个发行新股进行融资的成本问题。造壳上市是指企业通过在境外注册一家控股公司, 对国内希望到境外上市的公司进行控股, 然后控股公司在境外证券市场上市, 将所筹资金投资于国内企业, 从而达到国内企业到境外间接上市的目的。这种模式的优点在于国内企业能够构造出较满意的“壳公司”, 并且可以节约上市时间和上市成本, 获得境外上市审批较容易。这种方式还可以避免国内有关部门繁琐的审批手续。但是, 造壳上市也存在着双重征税、控制和管理壳公司及在境外影响力不足、所费时间相对较长等问题。

目前, 从融资金额分析, IPO 仍然是国内企业获得海外融资的主要手段。2003~2006 年的统计数据表明, 从 IPO 数量级平均筹资金额来说, 香港主板依然高居榜首, 平均筹资金额 5.08 亿美元(见图 1)。国内企业海外资本市场中 IPO 上市选择中, 平均每年有 139 家国内企业选择在香港主板上市。



数据来源: 根据清科集团 2003~2006 年度海外上市年度报告整理

图 1 2003~2006 中国企业境外 IPO 数量级
平均筹资金额对比

2007 年国内共有 118 家企业在境外 9 个资本市场 IPO 上市(见表 1), 总融资金额为 397.45 亿美元。从 2007 年情况分析, 国内企业境外资本市场的选择呈更加多元化趋势, 虽然香港主板依然保持着不可撼动的领先地位, 但融资额与 2006 年比有明显的下降, 而纽约证券交易所、新加坡主板、NASDAQ 等市场的上市企业数量和融资额均有明显的增长。此外, 2007 年在东京证券交易所主板、创业板和韩国创业板均出现了中国企业的身影, 填补了以往的空白。

二、国内企业境外上市的动机研究

(一) 国内企业境外上市的理论动机

解释境外上市动机最早、最流行的理论是市场分割假说(Market Segmentation Hypothesis), 也称风险回报假说(Risk Premium Hypothesis)。它运用存在国际投资障碍条件下的国际资产定价模型(CAPM)来研究不同市场的风险回报。在这些模型中, 在一个未能完全与世界资本市场一体化的国家, 公司股票主要为国内投资者拥有, 风险没有有效分散, 故而投资者预期收益(资本成本)较高。如果公司能设法消除国际投资的障碍, 使外国投资者能以较小的代价获得其股票, 这些外国的投资者将分担公司的风险, 使公司资本成本下降。支持市场分割假说相关的实证研究有 Alexander, Eun & Janakiramanan (1998)^[1], Foerster & Karolyi (1999)^[2]等进行的非美国公司在美国交叉上市的股票价格效应分析。这些研究发现, 当公司宣布境外上市(或者实际境外上市)时, 国内市场上的股票价格会有明显的上升, 而且被分割程度越高的市场获益越大(如新兴市场)。

对公司境外上市动机的另一个解释是流动性假说(Liquidity Hypothesis)。研究者通常用买卖差价和成交量来衡量流动性的大小。投资者看重流动性, 在其他条件相同的情况下, 流动性越大, 资本成本越低。Amihud & Mendelson (1986)^[3]认为到一个流动性更高的外国交易所上市能减少流动性风险补偿及预期收益。在具有流动性的国外市场上, 交易指令能够迅速执行, 交易行为不会对市场价格造成影响, 交易成本低。

Merton(1987)^[4]提出了投资者认知(Investor Recognition Hypothesis)假说, 认为投资者对不同证券所拥有的信息不相同, 只会投资于自己了解的证券, 在其他条件相等的情况下, 如果某家公司能够被更多的投资者认识, 将降低投资者的预期收益, 间接提高公司股票的市场价值。而境外上市可以增加投资者的知晓程度。Foerster 和 Karolyi(1999)^[5]认为, 境外上市如果能扩大股东基础, 则可以为公司创造价值, 因为股东基础扩大可以使公司的风险在更多的股东中间来分担, 这会降低公司的资本成本。Kadlec & McConnell (1994)^[6]和 Foerster & Karolyi (1999)^[7]验证了投资者认知假说, 发现境外上市后股东人数的增加确实与较低的公司预期收益相关联。

表 1 2005~2007 国内企业海外 IPO 情况统计表

上市地点	2005			2006			2007		
	融资额 (US\$M)	上市 数量	平均融资额 (US\$M)	融资额 (US\$M)	上市 数量	平均融资额 (US\$M)	融资额 (US\$M)	上市 数量	平均融资额 (US\$M)
香港主板	19 012.72	37	513.86	41 284.14	39	1 058.57	31 127.38	52	598.60
纽约证券 交易所	395.70	1	395.70	480.55	3	160.18	4 490.51	18	249.47
新加坡主板	201.83	20	10.09	1 336.79	24	55.70	1 987.84	26	76.46
NASD AQ	718.84	7	102.69	527.07	6	87.85	1 469.10	2	133.55
香港创业板	74.74	8	9.34	227.49	6	37.92	255.58	1	127.79
伦敦 AIM	0	0	0	0	0	0	191.09	1	191.09
东京证券 交易所主板	92.09	2	31.045	132.42	6	21.74	135.43	5	27.09
东京证券 交易所 创业板	0	0	0	0	0	0	41.78	1	41.78
韩国创业板	0	0	0	0	0	0	31.52	1	31.52
新加坡 创业板	23.94	6	3.99	11.22	2	5.78	14.56	1	14.56
合计	20 490.32	31	252.97	13 997.99	36	511.60	39 744.49	118	336.82

数据来源：清科中国创业投资暨私募股权投资数据库

投资者保护假说(Investor Protect Hypothesis)是由 Stulz(1999)^[8]和 Reese & Weisbach(2000)^[9]等提出的。他们认为，对股东利益的保护程度能影响到公司筹集外部资金的成本。相关的实证研究表明，在一个信息披露和投资者保护制度完善的国家上市可以提高公司的价值(Doidge, Karolyi & Stulz, 2004^[10])，因为较高的会计和披露标准降低了投资者获取信息的成本，给投资者提供了更好的法律保护。La Porta, Shleifer & Vishny (2000)^[11]发现，投资者保护水平比较低的国家的股票价值会比较低，因为这些国家的控股股东能够从公司获得较大的私人利益，股票定价会反映这种代理成本。如果让这样的企业到一个发达的股票市场去上市，意味着控股股东必须放弃由内部控制获得的部分私人利益，为此必须使他们相信，公司上市后其持有的股票价值上升会弥补这部分损失。

信号效应假说(Signaling Effect)由 Cantale (1996)^[12]、Fuest(1998)^[13]和 Moel(1999)^[14]提出，认为来自信息披露和投资者保护法律制度不健全国家的公司，如何能够到一个规范境外市场上市成功，会产生积极的“信号效应”，因为境外上市证明了该公司的质量和前景。为了使经理人不谋取额外私利，到具有更健全的监管机制的交易所交叉上市是一条有效途径。这样投资者将对境外上市企业的公司治理水平会更有

信心，公司的市场估价将上涨。King & Segal(2003)^[15]用加拿大公司的数据进行了验证，结果表明，加拿大公司通过境外上市，将自己置于美国的监管环境之下，的确导致了公司价值的增加。

(二) 国内企业境外上市的现实动机

国内学者分析国内企业境外上市的动机主要有以下几种观点。

一是认为我国资本市场存在缺陷：汪炜等(2003)^[16]认为近几年来企业的境外上市是由于国内股市整体环境低迷，融资和再融资的制度缺陷下，企业为开辟融资渠道而做出的无奈选择；国内及国外市场分割的现状，使企业在国内上市和海外上市存在股票发行差价，因此，造成了国内企业的股权融资在国内外两种证券市场上的交叉行为；易宪容等(2006)^[17]认为国内企业之所以海外上市，是出于企业自身利益最大化的市场选择，也是国内资本市场缺陷下的现实选择。

二是企业自身的原因：崔远森(2004)^[18]认为企业境外上市普遍具有较强的融资动机，产品市场声誉资本化动机较弱，对外技术依赖的动机不明显；仇晓敏(2005)^[19]认为中国企业的海外上市可以归纳为财务动机和出于行业竞争力的考虑，而且又与上市地点的规范和文化差异相关。企业海外上市动机与上市地点的

选择有一定的联系, 相对于美国上市, 国内企业在香港上市更能降低信息不对称, 从而取得更低的资本成本。而且作者认为内地企业在香港上市是为了更好的回国融资或在其他国家地区再次融资; 与美国上市相比, 香港上市能够从外部融得更多资金。

此外, 胡国晖(2006)^[20]指出, 中国企业境外上市呈现出特有的复杂性, 研究中国企业境外上市要结合研究境外上市的政府动机、宏观效应和长远利益; 卢迪(2007)^[21]指出企业境外上市的动机包括融资动机、降低资本成本、改善公司治理和公司战略动机。

三、国内企业境外资本市场的选择策略

国内企业到境外上市将直接面对国际资本市场, 选择上市地点时, 必须结合公司自身财务状况、资产重组方式、融资规模及资金需求安排、发展战略等各方面情况, 充分考虑各方面因素作出正确的决策。本文认为中国企业境外上市的资本市场选择因素应该考虑以下几个方面:

(一) 境外交易所的定位差异

世界各国(地区)的证券交易所的市场定位是不尽相同的。因此, 中国企业境外上市时要充分考虑各个交易所的特点, 结合自身情况进行选择。这是首先必须考虑的因素。一般说来, 如表 2 所示, 香港联合交易所主要吸引成熟产业及海外优质公司, 相比之下香港创业板则面向新兴高科技高增长性企业; 纽约证券交易所主要面对成熟企业, 而美国 NASDAQ 的对象是高成长的中小企业, 其中高科技企业占相当比例; 新加坡证券交易所则吸引国内和海外优质公司, 开放市场引入外国券商, 新加坡凯利板主要面向具有发展潜力的中小型企业。

(二) 上市门槛及费用

不同交易所上市条件以及上市费用也是企业选择境外上市应该考虑的。作为硬性指标, 各个交易所上

市条件不尽相同, 但一般包括盈利要求、营业记录、最低市值以及最低公众持股量。

综合考虑上述几个方面的要求, 可以看出, 纽约证券交易所的要求最为严格。而与主板相比, 创业版的上市条件要宽松得多。

由于企业的规模和上市动机各不相同, 因此上市费用也是选择上市地点的一个重要因素。一般来说, 在新加坡的首次上市和持续交易费用最低, 纽约交易所所需的费用最高, 香港次之。例如, 在新加坡主板 IPO, 首次上市的费用低于香港主板 IPO 上市; 新加坡主板 IPO 上市的总体费用一般在 600 万~1 000 万元人民币之间, 约占 IPO 融资额的 5%~10%; 到香港上市, 费用最少约为 1 000 万港币, 约占 IPO 融资额的 10%~20%。在综合手续费用上, 新加坡市场的融资成本约为 8%~10%(占融资额的比例), 而香港主板市场约为 20%、创业板市场 10%~15%, 美国纳斯达克市场约为 13%~17%(其中上市费 7%)。另外, 如果在同一交易所申请上市的企业数量增加, 那么排队等待的时间成本也会加大上市费用。

(三) 市场规模

股票市场规模也是国内企业境外上市需要重视的问题, 大规模的市场会存在众多的潜在投资者, 而且在大型股票市场上市会给公司带来更高的声誉和透明度。截至 2007 年 12 月, 全球市值最大的五家交易所分别为纽约证券交易所、东京证券交易所、泛欧证券交易所、纳斯达克及伦敦证券交易所。

(四) 市场流动性

国内企业应该尽量选择流动性更好的交易所进行海外上市。较高的流动性可以降低交易费用, 同时在投资者进行市场价格评估时, 流动性也是重要的因素。对于流动性的考察, 可以采用交易额与市值之比来衡量, 比值越高, 则说明该证券交易所的流动性越好。以 2007 年为例, 如表 5 所示, 流动性最高的是纳斯达克, 交易额与市值之比为 3.8, 然后依次是伦敦证券交易所(2.7)、纽约证券交易所(1.9)、香港证券交易所(0.8)和新加坡证券交易所(0.7)。

表 2 不同证券交易所市场定位

交易所	香港联合交易所	香港创业板	新加坡证券交易所	新加坡凯利板	纽约证券交易所	美国 NASDAQ
市场定位	吸引成熟产业及海外优质公司	新兴高科技高增长性企业	吸引国内和海外优质公司, 开放市场引入外国券商	具有发展潜力的中小型企业	主要面对成熟企业	小型公司市场的对象是高成长的中小企业, 其中高科技企业占相当比例

资料来源: 作者整理

表 3 各主要证券交易所上市条件比较

名称	盈利要求	营业记录	最低市值	最低公众持股量
香港联合交易所	最近三个会计期间内，前两年税前盈利总额不少于 3 000 万港元，第三年不少于 2 000 万港元	须具备不少于 3 个财政年度的营业记录	预计市值不低于 1 亿美元	市值少于 40 亿港元，公众持有股份至少 25%；40 亿港元以上，由交易所决定，但一般不低于 10%
香港创业板	无	公司最少有 2 年从事“活跃业务活动”的记录(规模庞大并受追捧的公司为 12 个月)	不少于 4600 万港元	市值少于 40 亿港元，公众持有股份至少 25%或市值 3000 万港元(较高者为准)；40 亿港元以上，公众持有股最低市值为 10 亿港元或 20%(较高者为准)；上市时公众股东至少 100 名
新加坡证券交易所(SGX)	过去三年税前盈利累计超过 750 万新元，每年均须超过 100 万新元，管理层 3 年不变；或者，过去一年或两年累计 1 000 万新元，管理层一年或两年不变，不要求三年营业记录	选择一：3 年营业记录；选择二或三：无营业记录	选择一或二：无要求；选择三：上市时市值不少于 8000 万新元	25%的股份至少有 1000 名股东持有(市值唱过 2 亿新元可酌情降到 10%)
新加坡凯利板	无	无	无	15%股份或者 50 万股(较高者)有至少 500 名股东持有
纽约证券交易所	上会计年度最低为 250 万美元的税前所得	近 6 个月来平均每个月交易量至少 10 万股	最低在 1800 万美元以上	最少要 2000 名股东，最少 110 万股为投资大众所有
美国 NASDAQ	税前收入：全国市场：100 万美元 小型公司市场：75 万美元	全国市场：选择一：无；选择二：2 年；选择三：无；小型公司市场：1 年或者市值 5 000 万美元	全国市场：75 万美元 小型公司市场：5 000 万美元	全国市场：选择一：110 万股，价值 800 万美元；选择二：110 万股，价值 1 800 万美元；小型公司市场：100 万股，价值 500 万美元

资料来源：各证券交易所网站

表 4 2007 年市值最大的五家交易所

排名	名称	市值(百万美元)
1	纽约证券交易所	15 650 833
2	东京证券交易所	4 330 922
3	泛欧证券交易所	4 222 680
4	纳斯达克	4 013 650
5	伦敦证券交易所	3 851 706

资料来源：World Federation of Exchanges 2007 年度统计报表

表 5 各境外交易所流动性比较

交易所	交易额 (百万美元)	市值 (百万美元)	比值
纳斯达克	15 320 133.4	4 013 650.3	3.8
伦敦证券交易所	10 324 334.6	3 851 705.9	2.7
纽约证券交易所	29 209 971.2	15 650 832.5	1.9
香港联合 证券交易所	2 138 698.5	2 654 416.1	0.8
新加坡证券交易所	381 622.3	539 176.6	0.7

资料来源：World Federation of Exchanges 2007 年度统计报表

参考文献：

[1] Alexander G, Eun C, Janakiramanan S. International listings and stock returns: some empirical evidence [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1998, 23: 135-251.

[2] Foerster & Karolyi. The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: Evidence from foreign stocks listing in the U.S [J]. Journal of Finance, 1999, 54: 981-1014.

[3] Amihud Y, Mendelson H. Asset price and the bid ask spread [J]. Journal of Financial Economics, 1986, 54: 1169-1184.

[4] Merton. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information [J]. Journal of Finance, 1987, 42: 483-510.

[5] Foerster & Karolyi. The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the U.S [J]. Journal of Finance, 1999, 54: 981-1014.

- [6] Kadlec & McConnell. The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices: Evidence from Exchange Listings [J]. *Journal of Finance*, 1994, 49: 611–636.
- [7] Foerster & Karolyi. The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the U.S [J]. *Journal of Finance*, 1999, 54: 981–1014.
- [8] Stulz. Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital [J]. *NBER Working Papers*, 1999.
- [9] Reese & Weisbach. Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 66: 65–104.
- [10] Doidge, Karolyi & Stulz. Why Are Foreign Firms that List in the U.S. Worth More? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 71: 205–238.
- [11] La Porta, Shleifer & Vishny. Investor Protection and Corporate Valuation [J]. *The Journal of Finance*, 2000, 57: 1147–1170.
- [12] Cantale S. Choice of a Foreign Market as a Signal, Unpublished Manuscript, 1997.
- [13] Fuerst O. A Theoretical Analysis of the Investor Protection Regulations Argument for Global Listing of Stocks. Working Paper, Yale School of Management, 1998.
- [14] Moel A. The Role of Information Disclosure on Stock Market Listing Decisions: The Case of Foreign Firms Listing in the US, Working Paper, Harvard Business School, 1999.
- [15] King M, Segal D. Corporate Governance, International Cross-Listing and Home Bias [M]. *Canadian Investment Review*, 2003, 16(4): 8–19.
- [16] 汪炜, 李兴建, 封丽萍. 境外上市企业国内融资机制及其监管[J]. *经济社会体制比较*, 2003, (1).
- [17] 易宪容, 卢婷. 国内企业海外上市对中国资本市场的影响[J]. *管理世界*, 2006, (7).
- [18] 崔远森. 我国企业境外上市动机及影响因素分析[J]. *投资研究*, 2004, (4).
- [19] 仇晓敏. 中国公司海外上市动机与上市地的选择研究[D]. 中国人民大学, 2005.
- [20] 胡国晖. 中国企业境外上市动机辨析[J]. *中国流通经济*, 2006, (7).
- [21] 卢迪. 内地企业海外上市的动机、地点选择和事后效应研究[D]. 广西师范大学, 2007.

Motivations and selection strategies of Chinese overseas-listed enterprises

ZHOU Xuan, LIN Xiaoyan

(School of Business, University of International Business and Economics, Beijing 100029)

Abstract: In recent years, more and more Chinese enterprises chose to list overseas. First of all the paper analyzes the status quo and the motivations of those enterprises issuing overseas. Then the authors make comparison of the characteristics of major security markets, on what bases to put forward the selection strategies of Chinese overseas-listed enterprises, including the different positioning of overseas capital markets, the issuing regulations and fees, the scale of capital market and the market liquidity.

Key Words: Chinese Enterprises; issuing overseas; overseas capital market; internationalization of the firm

[编辑: 汪晓]