

论大规模企业盲目海外上市的缺失

纪宝成¹, 刘元春²

(1. 中国人民大学商学院, 北京 100872; 2. 中国人民大学经济学院, 北京 100872)

[摘要] 中国大规模企业盲目海外上市已成为危及中国战略利益的核心因素之一。定性和定量的理论研究表明, 大规模海外上市必定带来巨大的外部性, 导致中国资本市场的空心化与边缘化, 必然在收益急剧下降的同时, 产生巨大的成本和国家资产的流失。我国在证券引资政策和资本市场制度建设等方面存在的问题是导致大中型企业盲目海外上市的主要因素, 必须采取相应的措施予以纠正。

[关键词] 海外上市; 资本市场空心化; 国有资产流失

[中图分类号] F123.7; F830.91 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1000-5420(2006)05-0001-07

中国大规模企业盲目海外上市已成为危及中国战略利益的核心因素之一。据中国证监会统计, 到 2005 年底, 中国海外上市公司的总市值达到 3 700 多亿美元, 是我国深、沪股市全部 A、B 股上市公司可流通市值的 2.39 倍。海外上市公司总数达到 310 多家(其中海外 H 股上市公司总数为 122 家), 其中 80% 是我国具有一定垄断地位的优质国有企业。据相关机构调研, 今后 2~3 年内打算在海外上市的大中型国有企业还有近百家。事实上, 不管是垄断性企业还是一般竞争性企业, 不管是国际化企业还是本土化企业, 不管是大型企业还是中小型企业, 不管是国有企业还是民营企业, 海外上市已成为我国企业趋之若鹜的潮流。虽然海外上市是企业市场选择的结果, 但如此大规模的市场选择必然产生巨大的外部性和市场失灵问题, 对我国的国家利益和未来的发展

战略造成巨大冲击。如何系统地认识这些冲击, 已成为国内各界关注的热点问题。^{[1][2][3]} 本文力图从定量和定性相结合的角度, 对盲目海外上市的缺失进行系统的分析, 并提出相应的建议。

一、海外上市与资本市场空心化和边缘化

从战略高度讲, 大规模优质企业海外上市将导致中国资本市场的空心化和边缘化。因为, 没有优质企业做支柱的资本市场将失去“稳定器”和“价格风向标”, 资本市场价格发现的功能以及价格的稳定性将大大降低, 融资功能以及相应的资源配置功能将被削弱。更重要的是, 大量优质企业的外流还将导致本国资本市场产生“劣币逐良币”的效应, 产生“资本市场功能紊乱 一次优企

[收稿日期] 2006-08-03

[作者简介] 纪宝成(1944—), 江苏邗江人, 中国人民大学教授, 博士生导师;

刘元春(1972—), 四川达县人, 经济学博士, 中国人民大学教授, 博士生导师, 主要从事理论经济学和国际经济学的研究。

业海外上市一国内市场被劣质企业充斥一本国资本市场空心化和边缘化”的恶性循环。这种恶性循环的出现并非一种逻辑上的可能。20世纪后期以来,包括拉美地区在内的很多发展中国家资本市场的发展历程已经证实了上述逻辑推断。

20世纪80年代初期,拉美国家在“华盛顿共识”和结构性改革的倡导下,进行了一系列的自由化和国际化改革,使资本市场得到了迅猛发展,10年内国内资本市场的规模增加了8倍多。到1990年,阿根廷、秘鲁、墨西哥、智利和巴西的上市公司总数分别达到179、250、390、216、579家,使本国资本市场呈现欣欣向荣的景象。但是,拉美国家在资本市场的发展中忽略了外围不发达国家的特性,采取了自由化与国际化并行的发展战略,在大力鼓励本国企业上市的同时,积极鼓励本国企业进行海外上市和国际化公司在本国资本市场上市。1992—1997年,国际化公司在国际资本市场的股票成交金额增加了5.3倍,达到1600多亿美元,其总额是拉美地区本国企业在本国股票市场上成交金额的5倍多。这种资本市场过度国际化的发展带来的直接后果就是,拉美国家在20世纪80年代的所有建设成果付诸东流。这集中体现为以下几个方面:一是大量优质企业海外流失,使本国资本市场空心化。二是本国资本市场失去了“稳定器”和“价格风向标”,资本市场的价格波动剧烈,使资本市场无法发挥资源配置的功能。三是大规模国内上市公司在资本市场的波动中退出,本国资本市场萎缩。例如,1997年,阿根廷、秘鲁、墨西哥、智利、巴西的交易所上市公司数量分别为136、248、198、294、545家,到2002年底其数量分别下降了16.2%、7.3%、14.6%、16%、24.4%。^[4]四是本国资本市场萎缩,其功能被国际市场所替代,使本国资本市场不能真正反映本国经济的发展,国际资本市场成为本国资源配置的核心,本国资本市场被完全边缘化。

一般将海外上市分为五批。第一批海外上市的公司以传统的工业和制造业为主;第二批以航空、交通、电力等基础设施行业为主;第三批以红筹股为主,如上海事业、中远太平洋等;第四批中除了石油、电信类的大型垄断性企业外,一大批民营高科技企业也崭露头角。2003年,中国概念股在海外市场掀起了第五次上市浪潮。特别是进入21世纪以来,中石油、建设银行等大型国企的上市成为我国企业海外上市的拐点。

吴越人等指出,国内股市已成为全球股市的“二板”。该观点表达了中国资本市场边缘化的含义,但存在一些逻辑上的问题,同时缺少论证。参见吴越人:《肥水外流:中国资本市场之隐痛》,载《中国外资》,2005(9):80-82。

中国与拉美国家同属发展中国家,其资本市场的发展有很多共性。事实上,从1993年华晨金杯汽车在纽约证交所上市、青岛啤酒在香港联交所上市以来的五次海外上市浪潮,已经使我国资本市场出现了类似拉美国家的“空心化”和“边缘化”现象:一是海外上市的规模远远超过国内资本市场的规模。2005年底,中国海外上市公司的总市值达到3700多亿美元,是我国沪深股市全部A、B股上市公司可流通市值的2.39倍。二是80%的优质企业都在海外上市。三是海外筹资金额近年来超过了国内资本市场。例如,2004年海外IPO筹资达到110亿美元,其规模是国内IPO筹资规模的2.5倍。四是我国的资本市场波动与GDP的波动没有任何关联。股票市场的指数一般被看作是国民经济的晴雨表,但中国的A股市场却没有起到这样的作用。GDP增长率与上证指数间没有明显的正相关性(如图1),相反,与在香港上市的H股指数却呈现出很高的正相关性(如图2)。这说明,在资源配置功能和价值信息显示功能上,H股市场基本替代了我国的资本市场,本国资本市场被“边缘化”了。五是投资银行业务的“外包化”导致中国投资银行业“边缘化”和“依附化”。由于中国企业海外上市大部分通过海外投资银行进行咨询和承销,使我国投资银行业在海外投资银行的挤压下呈现相对萎缩的态势,其规模与中国资本市场发展的速度完全不匹配。随着近年外资大幅度进入我国投资银行业,投资银行发展缓慢的态势进一步恶化了。2004年中国企业海外IPO业务,前三名依次是高盛、摩根斯坦利和中金公司,其承销总额分别为39.68亿、34.32亿和24.67亿美元,占我国去年海外IPO总额的88%左右。其中高盛一家的承销金额就相当于国内一年的IPO的总规模。

当然,由于中国在资本账户上的管制,资本市场因为大规模盲目海外上市所导致的本国资

本市场的“空心化”和“边缘化”并没有拉美国家那么严重。但是，我们必须充分估计到，未来资

本账户的进一步开放很可能使这种趋势进一步恶化。



图1 我国GDP与上证指数间的关系

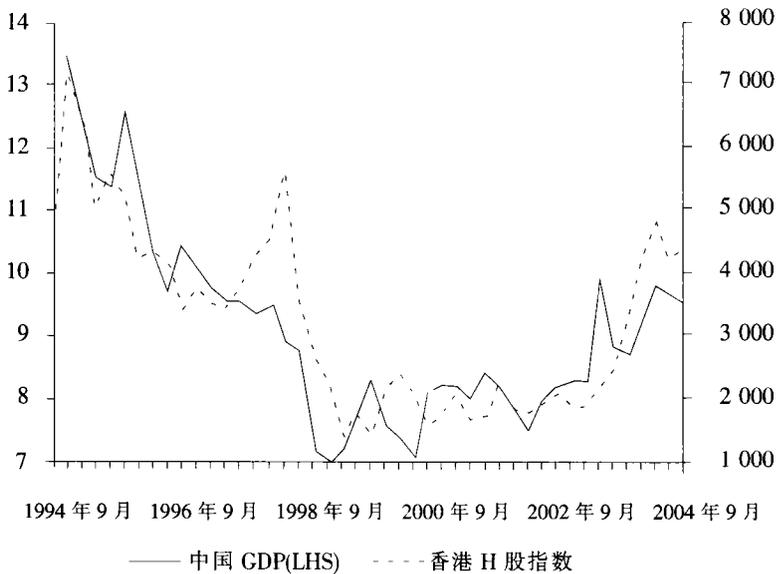


图2 我国GDP与香港H股指数间的关系

二、海外上市与国有资产的变相流失

从短期利益来看，大规模盲目海外上市将带来高额的上市成本，导致巨额的国有资产流失和本国利益的侵蚀。这集中体现在以下方面：

第一，低市盈率上市策略所导致的本国资产价格低估与贱卖。我国大部分海外上市公司都采

取“低市盈率上市”策略，其发行价格按照中国股市发行价格平均低估了20%以上，直接导致了近期民众所惊呼的“贱卖国有资产”。例如，香港主板发行价格较内地价格低28.3%，创业板低45%；新加坡主板较内地发行价格低45.1%，创业板低50%多。按照这些数据测算，1993—2005年通过海外上市导致的国有资产流失规模已高达600亿美元，几乎接近1995—2005年国内国有资

产流失的总规模。

在很多人看来,中国企业海外上市的 IPO 定价完全是市场选择的结果。中国企业之所以在海外发行价格偏低,其关键在于中国资本市场存在较高的风险溢价和股权的不完全流通。这种观点在理论上是可以成立的。但它忽略了这样一个事实,即如果 IPO 定价并不是在理论上所假定的完全竞争市场条件下形成的,而是在国际资本市场的特殊环境中形成的,由于外国投资银行既是承销人又是做市商,外国投资银行的做市能力有赖于与筹码持有人(机构投资者)长期的利益合作关系,在购买者利益的驱动下,它有打压 IPO 价格的激励。同时,国内企业、国内各级政府收益套现和政绩工程的诱导下盲目地进行大规模海外上市,必将使本国在 IPO 定价谈判中处于劣势。如果我们进行微观案例分析,可以更加清楚地证明上述的结论。例如,2000 年中石化在香港上市发行,每股发行价仅为 1.61 元,以 1999 年每股净资产 1.273 元计,发行市盈率只有 1.26 倍。而 2001 年在境内发行时,其发行价为 4.22 元,以 2000 年每股净资产 1.42 元计,发行市盈率高达 2.97 倍。同样的企业、同样的股权、同样的公司资产比重、同样的利益分配和同样的投票权,却会存在高达 1.7 倍多的风险溢价,这在资产定价理论上是难以解释的。

IPO 定价过低所存在的问题还表现在海外上市首日上市溢价过高上。中国 310 多家海外上市企业股票的首日上市溢价水平比国际市场的平均水平高出 10%。这种过高的溢价将导致海外新股认购者或战略投资获得“无风险的股票套利”,使本属于本国民众的价值转移到海外。例如,中国人寿的首日上市溢价达到 24%,使李嘉诚控制的长江实业在持股 1 年后获得了 40% 以上的回报率。

第二,通过派息分红导致高额利润的转移。由于大部分海外上市企业都是垄断性国有企业,在政府扶持和行业垄断的作用下,这些企业都享

有高额垄断利润。例如,2003 年中国移动的利润相当于全部国内上市公司的利润之和;2004 年中石油的利润为 1100 亿元,相当于国内 1312 家上市公司利润总额的 87%。因此,这些公司的海外上市将直接导致大量利润外流。数据显示,2000—2003 年,在纽约证券交易所和 NASDAQ 上市的中资公司的回报率超过 300%,中国垄断型企业的年垄断利润率超过 15%,而世界 500 强企业的平均利润率仅为 5%,其间的高额利差将直接通过派息分红使本来可以流向本国国民的利益流向外国。例如,中石油 2005 年的利润总额为 1337.6 亿元,巴菲特通过持股直接从中石油获得投资收益达到 143 亿元。

事实上,如果我们进一步分析这些高额利润的来源,可以看到这些利润都是来自国有垄断性企业。这些企业的经营战略既没有进行国际化的必要,也没有因为引入战略投资者而从根本上改变治理结构,海外上市往往成为本国收益向海外转移的通道。

第三,重组成本与发行收益的差价。很多国有企业在进行海外上市之前进行了重组,但很多重组成本都是通过财政支出、国家储备等形式来承担的,使上市公司的股东应当承担的成本转移到全体国民,带来我国利益的变相流失。以中国建设银行海外上市为例,它的股改成本包括:(1) 2004 年 225 亿美元的注资;(2) 2004 年 1013.7 亿元的补充资本金;(3) 2003 年 1289 亿元的呆坏账剥离;(4) 近两年 492 亿元特别国债的利率调整(从 7.2% 调整到 2.25%);(5) 400 亿元次级债的发行;(6) 人员和资产的其他调整。虽然汇金公司宣称建设银行的上市收益是 135%,但扣除前期成本以后,真正的融资收益将是非常有限的。这种巨额的上市成本在各种国有企业海外上市过程中普遍存在,中国证监会有关海外上市的一些规定更加重了这些成本。例如,1999 年 7 月公布的《关于企业申请境外上市的有关问题的通知》中规定,凡申请境外上市的中国公司必须达到净资产

按照王国刚等人的估计,中国企业海外上市流失了 20% 以上的价值,而国内每年国有资产流失的规模为 500 亿元。参见王国刚、尹中立:《我国企业海外上市的情况及政策建议》,载《中国经贸导刊》,2006(2): 7~ 8。

根据历史数据统计而得。

根据《中国统计年鉴》、《财富》2003—2006 年的数据计算而得。

Levine 等人证明,所有新兴市场经济国家在引入海外战略投资者以改善公司治理结构上都没有达到理论上的效果。

不少于 4 亿元人民币,上年度税后利润不少于 6 000 万元人民币,即年度净资产收益率应基本达到 6.67%。很多企业为了符合这些规定,不惜将整个集团或地区的优质资产和利润都装入该上市公司,人为地破坏集团和地区的正常经济秩序,将高额利润低价授予“友邦”。这些由中国民众负担的重组成本将是难以估量的。

第四,高昂的上市成本。海外上市一般都有高昂的入市成本和持续监管的成本。企业上市成本占 IPO 融资额的比例在中国内地一般为 5%~8%,而在中国香港和美国 NASDAQ 的比例分别为 15% 和 18%~20%。主板的上市费用高达筹资额的 20%,是国内上市成本的 4 倍多。这些成本不仅导致了本国资产的流失,还会对我国投资银行业务带来巨大冲击,使投资银行业务出现空心化和依附的趋势。

第五,很多海外上市的国有垄断企业为了维持在海外市场的股价,不得不采取很多维持业绩的手段和进行派息活动,其中最为突出的就是进行过高的垄断定价和对其他企业市场份额的挤压,使中国民众的负担加重,间接转移中国的财富。例如,中国电信行业的垄断定价行为和中国石油总公司的市场份额的扩大。

第六,很多海外上市公司为了回避上市监管,采取离岸注册,这将间接地导致境内税收资源的流失。

当然,在海外上市过程中还涉及其他变相的资产流失现象。这里不再逐一论述。

三、处于“拐点”之后的海外上市收益

毋庸置疑,海外上市会给上市企业带来很多收益。这些收益在理论上讲一般包括以下几个方面:一是通过向国际市场发行新股而产生的引资效应。这一方面可以使企业增加资金的流动性,另一方面可以给国家带来大量的外汇,为本国缓解外汇约束、扩大投资提供基础。二是通过上市整顿和海外上市公司制度约束所产生的制度效应,主要体现在企业治理结构的改善、经营模式和经营制度的国际化以及信息披露的增加等方面。三是国际窗口效应。该效应主要是指一些本土企业可以通过海外上市获得国际化的捷径,可以通

过国际战略投资者的进入便利地享有国际战略投资者的国际资源,让外国消费者知道本企业的质量和管理水平,为本企业获得国际市场地位打下基础。

但是,我们不能一成不变地来认识海外上市带来的上述效应,因为这些效应在不同阶段、不同企业主体以及不同层面的表现并不完全相同。例如,在本国外汇过剩的条件下,引资效应即使在企业层面存在,但在宏观经济层面却会加大本国资金过剩的压力,其正效应变成负效应。而制度效应和国际窗口效应会随着国际化进程的深化而出现递减的趋势,甚至在特殊环境中出现负效应。例如,国际战略投资者参与企业治理的成本过高时,或由战略投资转变为投机时,海外上市不仅不会改善企业的治理结构,反而会导致企业治理结构的弱化。又如,一个完全以本土为目标市场、没有必要国际化的企业进行海外上市所带来的国际窗口效应是负的,因为国际化可能会分散公司的精力和核心业务。

随着中国改革开放的深化,公司治理结构改革的基本完成、会计制度的国际化、外资企业的深层次进入和高额双顺差的持续,通常而言的海外上市的制度效应、引资效应和国际窗口效应随着新世纪的到来出现了“拐点”,这些效应进入了快速递减的阶段。

在中国外汇储备超过 1 万亿美元,国内经济因为外汇储备快速增加而出现经济过热压力的条件下,大规模海外上市所产生的宏观视野下的引资效应无疑是负面的。对于制度效应和国际窗口效应而言,现实已经证明,海外上市并不等于国际接轨,海外上市不等于国际竞争,海外上市不等于国际规范,更不等于治理结构的改善和资源配置效率的改善。大规模海外上市已经产生了强烈的负的外部性,从货币发放、国内资本市场建设以及企业进行正确战略定位等方面对中国经济造成了冲击。

如果从更长期、更宏观的角度来看,大规模海外上市和优质企业的股权过度国际化,将影响中国的经济安全和未来发展战略的实施。因为目前进行海外上市的企业中相当一部分是在我国有关国计民生的行业中处于垄断地位的龙头企业(如金融企业、基础能源企业及其他支柱产业),这些

企业的股权即使是让境外战略投资者持有,而不是由投机者持有,从长期来看,也将大大削弱国家对这些行业和控制力,国家的战略意志也将失去其实施的微观基础。这种状况在巴西已经出现。

近期理论界的最新研究也充分证实了上述分析。对于引资效应而言,夏斌^[2]、刘元春^[5]等人在研究中国双顺差的宏观经济效应的计量中已表明,FDI等资本与金融账户余额的增加,对中国经济增长的推动作用急剧下降。

国外一些学者的研究也证明,制度效应并非如以往理论所认为的那样。Levine和Sergio Schmukler认为,本国企业通过海外上市的国际化将给本国资本市场的发展带来强烈的外部性。^[6]他们通过对45个新兴市场经济国家的2900家海外上市企业1989—2000年的数据进行计量分析,发现海外上市不仅通过迁徙效应(migration effect)和溢出效应(spillover effect)使本国资本市场萎缩,而且还会通过交易分散效应(trade division effect)对本国资本市场产生负面影响。其原因就在于,大规模海外上市不仅把股票市场的优质资源转移到国外,而且还会在转移资源的同时减少本国股票市场的流动性,使本国股票市场运行的成本增加,导致资源进一步流失,使国内资本市场产生“劣币逐良币”的恶性循环。在他们的研究所涉及的45个新兴市场经济国家中,海外上市导致这些国家的国内市场平均交易规模缩水40%多。Halling在研究欧洲证券市场的发展进程时发现,在金融全球化进程中,溢出效应是一股十分强大的力量,它将使世界各国的流动性集中在少数几个市场上,各国的证券市场在发展中很可能面临一个“多重均衡”的选择,即如果本国市场发展很好,将会带动大量流动性进入,产生良性循环;如果本国市场发展不好,将产生本国资源外逃和流动性减少的恶性循环。^[7] 后进国家如果要摆脱“坏的均衡”,就必须对证券国际化进行干预。

Levine和Sergio Schmukler挑战了传统理论的一个命题,即海外上市(国际化)有利于公司

治理结构的改善。^[8]他们利用托宾Q值的变化情况来反映公司治理结构改善的状况。在理论上,公司治理越好,就标志着对投资者的保护越好,投资者对这些公司的股票就应当给出更高的价值,因此,这些公司的托宾Q值就应当相对较高。他们对1989—2000年来自74个国家的9096家公司的托宾Q值的分析表明,样本公司的托宾Q值通常仅仅在海外上市前一年和海外上市当年显著上升,一年后便多数出现下降。特别是入选样本的115家中国公司(1992—2000年),海外上市反而使公司的效率下降,其中45家海外上市公司平均托宾Q值为1.15,70家未海外上市的公司的平均托宾Q值却高达1.56。该计量结果说明,海外上市并不一定有利于公司治理结构的改善。Licht和Siegel等人的研究也证实了该结论。^[9]

如果将拉美国家资本市场的最新研究成果和发展历程进行比较^[10],我们更可以认为,中国大规模海外上市产生了强烈的宏观外部不经济。

四、对策与建议

从前面的分析我们可以看到,进入21世纪以来,由于各种环境的变化,海外上市已经出现收益急剧下滑、成本急剧上升的状况。但中国恰巧在这个阶段出现企业大规模盲目海外上市,其原因在于我国证券引资政策和资本市场制度建设等因素上。大规模盲目海外上市的出现不是市场经济的错,而是我国发展战略以及制度建设存在问题。例如,国内上市门槛过高、审批程序过于烦琐、各级政府都将海外上市列入政绩考核之中等。因此,我们建议从以下几个方面解决现有海外上市所存在的问题。

第一,对于中国企业海外上市,特别是享有垄断权力、有关国计民生的国有大中型企业的海外上市,必须从中国利益和发展战略的高度来把握,而不能单纯从行业利益或企业利益的角度来认识。

第二,大规模海外上市对于本国宏观经济以

由于大规模海外上市和股权国际化,巴西前100家大公司50%的股权被外资拥有,巴西100%的汽车工业,57%的化学工业,76%的家电业,60%以上的电力工业都是在跨国公司控制之下,15家大银行中外资已占40%。这种局面直接导致巴西无法真正实行其战略规划,很多政策由于缺少微观基础而无法得到落实。

及资本市场的发展具有强烈的外部性,国家必须从“市场失灵”的角度来认识大规模海外上市的负面效应,以纠正政府和相关部门对海外上市的错误认识。

第三,在战术上,应当对企业申请海外上市进行分类管理。对大中型国有企业与中小型民营企业、垄断性企业与非垄断性企业、有关国计民生的企业与一般企业进行分类管理。对于享有垄断权力、有关国计民生的国有大中型企业的海外上市要进行管制,而不能放任企业进行自我选择;对于一般竞争性企业的海外上市应当在总量限制的前

提下交由企业自行决策。

第四,积极推动本国资本市场的改革,减少国内上市的各种人为障碍,鼓励优质企业在本国上市。例如,加快股权分置改革,推行全流通;改革发行审核制度;调整科技型中小企业的发行上市门槛。

第五,采取各种相关优惠政策,鼓励已经在国外上市的企业到本国上市,鼓励个别重要的企业启动海外股权回收策略。

第六,积极进行所得税并轨改革,取消海外上市企业的税收优惠政策,实行平等的国民待遇。

[参考文献]

[1] 王国刚,尹中立.我国企业海外上市的状况及政策建议[J].中国经贸导刊,2006,(2):7-8.

[2] 夏斌.放慢海外上市节奏,积极发展本土市场[N].中国证券报,2005-12-16.

[3] 阎冬,姜宁,梁茂蕾.中国企业海外上市调查报告[J].中国投资,2005,(6):82-85.

[4] 赵明勋.中国资本市场“拉美化”之忧[J].国际金融研究,2005,(6):46-51.

[5] 刘元春.开放宏观经济分析框架与中国案例研究[M].北京:中国经济出版社,2005.

[6] Ross Levine, Sergio Schmukler. Internationalization and Stock Market[Z]. NBER working paper, No. 11894, December 2005.

[7] Halling, M. Pagano, etc. Where is the Mar-

ket? Evidence from Cross-listings[Z]. CEPR discussion paper, No. 4987, 2005.

[8] Ross Levine, Sergio Schmukler. Internationalization and the Evolution of Corporate Valuation[Z]. NBER working paper, No. 11023, January 2005.

[9] A. N. Licht. Crossing-listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding? [J]. Chicago Journal of International Law, 2003, (4): 141-163; J. Siegel. Can Foreign Firms Bond Themselves Effectively by Renting U. S. Securities Laws? [J]. Journal of Financial Economics, 2004.

[10] Augusto de la Torre. Financial Development in Latin American: Big Emerging Issues, Limited Policy Answers[Z]. CIDOB discussion paper, May 28, 2006.

(责任编辑 武京闽)

On the Deficiency of Mass Cross-Listing of Chinese Firms

JI Bao-cheng, LIU Yuan-chun

(1. Business School, Renmin University of China, Beijing 100872;

2. School of Economics, Renmin University of China, Beijing 100872)

Abstract: The paper examines the deficiencies associated with large amounts of firms going IPO overseas. The large scale of the overseas IPOs is causing the hollowization of Chinese capital market and marginalizing it. As a result, the benefits of cross-listing not only drop dramatically, but also entail huge costs and the loss of state assets. Based on the qualitative and quantitative analysis, this paper makes recommendations from six different aspects.

Key words: cross-listing; capital market hollowization; loss of state assets