

小树苗怎样在海外成长 ——中国民企海外上市风险及策略

民企对境外上市的技术性问题知之甚少，境外正规投行对内地企业的“习性”也很难摸准，在这个真空地带，活跃这一批穿针引线的“中间人”，他们熟谙境外上市的程序和步骤，做成一个企业上市，利润惊人，有时还能掌握企业5%至8%的股权。受暴利驱动，这些“中间人”不惜粉饰包装、铤而走险……

文/《法律风险观察》研究员 邵博

2006年12月6日，欧洲证券交易所、东京证券交易所、伦敦证券交易所和韩国证券交易所相关负责人聚首北京，这次，上述各家全球重要交易所的目光锁定在了中国的中小民营企业。

这凸现了一个事实：民营企业海外上市已引起海外证券交易所的关注。据不完全统计，目前，仅符合欧洲证券交易所上市条件的中国民营企业就至少有几百家。

去，还是不去——这是个问题

民营企业经常会上问：去，还是不去——赴海外，融资金，求发展。

事实上，并不是每一家民企都适合海外上市。其取决于以下条件：

企业是否急需资金及取得上市地位；企业是否需要外汇资金；企业是否有意拓展外汇市场；是否有意吸引国外专业人才加盟；公司是否增长快速需要不断从二级市场配股筹资；是否希望尽快实施股权计划以吸引人才；是否有意引进国际知名战略投资者或风险投资基金加入投资；是否有意和境外公司进行股权置换或并购海外公司；上市成本占筹集资金的比重；审批及操作的可行性等。

上述问题想清楚后，方能作出抉择。因为海外上市可能意味着企业原有传统的一种大面积断裂，需要的成本不小。

海外上市，要求民企产权清晰，有良好的公司治理结构。但在中国，许多民企高管人员，特别是董事长与总经理，与员工存在的亲属关系较多，控制权集中，所有权与经营权多未分离，家长式管理模式占据主导地位。家族内部复杂而微妙的人际关系，常常会体现在企业日常的经营管理中。

上市改组，会打破原来的结构。公司的股权安排、公司的管理架构、公司的经营模式、公司的利润来源等，都必须裸露在光天化日之下。同时，公司必须按照监管规则，建立起管理框架，比如要聘请独立董事之类，企业从此以后，也要接受来自外部的严密监管。

小树苗的上市风险

与此同时，民企海外上市还蕴含了巨大的风险。到海外上市需要一大笔上市费用和高额的维持成本。例如，在美国纳斯达克融资成本一般约占融资额的10%以上，在香港更是高达20%以上。即使是在香港创业板费用一般也要达到10%至15%。而且由于内地中小企业纷纷到香港上市，导致香港市场的壳公司价格近两年上涨了近2倍。原则上讲，上市公司集资的数额越大，则费用比例越低，如果筹资金额低于500万美元，则可能得不偿失。在上市过程中，企业还会面临着上市失败的风险。

民企在海外上市，除了考虑面临成本高昂，收益与付出不成比例，市场压力巨大的艰难局面之外，还要考虑未来企业的成长，因为地域和监管等因素，上市后维持上市公司地位的成本更高。在国内完成上市审计有 30 张表格需要填，如果到了国外，根据国际会计准则上市审计需要填的表格有 2000 张。此外，除了上市之际需要按照这样的标准执行，上市之后企业也要按照这样的标准去做。

怎样向投资者表达自己

据统计，企业上市失败的相当一部分原因是销售不成功，上市对小型公司股票的挑战更大，因为这些企业家们缺乏对海外资本市场的了解，不擅长以国际投资者所认同的方式推销自己。

中国市场对于大部分海外投资者而言非常陌生，国内企业对股票市场的认识只来源于 A 股市场，因为 A 股市场长期以来是典型的卖方市场，由于投资渠道的缺乏，任何企业只要获得监管机构的批准，企业就可以成功上市，这种习惯性的观念导致很多企业以为，上市过程中只要获得监督机构的批准，就意味着上市没问题了，而上市发行则是券商的工作。所以众多中国企业往往在发行和宣传方面没有过多重视，这是一个普遍的误区。事实上，监管机构的批准只意味着上市成功了一半。

海外上市融资最好要有独特的题材，也就是要有符合海外投资人心理与接受习惯的卖点，比如说有独特的技术，独特的产品市场，包括独特发展前景的新领域，这就需要我们的企业学会与投资者沟通。

民企成功在海外上市后，更要注重与投资者保持良好的关系。再融资是企业上市的重要目的，而再融资成本要比首次上市的成本低得多，比银行贷款也要低很多。据相关资料显示，自 1993 年以来，国内企业在海外上市共筹资 182.5 亿美元，其中 IPO170.84 亿美元，发行可转债 5.4 亿美元，增发 6.26 亿美元。

这一数据表明，海外上市的国内企业已基本失去了再融资的能力。券商常常会帮助企业到海外市场做推广，或者邀请海外基金经理们来考察企业，组织交流会等，与企业领导层进行实际的交流。这种沟通尤为重要，投资者关系一旦没有维护好，对股票交易的影响是很大的，进而影响到企业的再融资。如果因为投资者关系没有维护好失去再融资的机会，企业就得不偿失了。

事实上，投资者所投资的是未来，公司的远景和战略让投资者认同十分重要，用有力的论据证实公司的成长性。市场之上，那些股价表现优良的公司业绩持续优异的同时，也是很懂得把公司的远景、计划和达到的阶段性成就向资本市场沟通的公司。

选对合适的投行

相当多的民企对境外上市规则不了解，而中介机构又鱼龙混杂。由于大部分公司缺乏有上市经验的人才，以致在与海外中介机构沟通过程中，不能及时准备及提供符合相关要求的应披露资料，进而影响上市时间和进度。所以，中国企业要想成功地海外上市，必须有规范的投资银行的帮助，这是上市必不可少的中介桥梁。从某种意义上讲，选对一个投资银行，凭借它的能力特别是推介作用，往往能够起到事半功倍之效。

但有些投行的运作框架未必完全适合这个企业。为了达到尽快上市的目的，有些企业匆忙改制上市。另一方面，投行之间竞争激烈，为了争取更多的客户，也会有一些隐性行为。而这都会成为日后的潜在威胁。

由于从国内到境外的路途少了相关部门的具体监管，再加上国内民企对境外上市的技术性问题知之甚少，而境外正规中介机构对内地企业的“习性”也很难摸准，所以在这个真空地带也就活跃着一批穿针引线的中间人，他们熟知境外上市的程序和步骤，做成一个企业上市，收入可高达几百万元，有时还能掌握 5%至 8%的股权。受暴利的驱动，为了尽快把民企推销出去，这些中间人自然不惜粉饰包装、铤而走险。

在民营企业进行股份制改造，申请上市的过程中，尽量聘请一些规范、有经验的海外机构来进行专门审计、审核，这对于公司的规范化运作将会起到积极的推动作用。虽然可能要支付较高的中介费用，但从长远来看，对于民企上市融资及再融资都大有裨益。

在海外上市的问题上，中小企业不应是迫不得已，应该是主动考虑、主动出击，利用三到五年的时间累积丰富的经验，创造良好的效益。海外市场容量大，但融资及上市成本高，履行上市义务不方便，在上市过程中，企业还会面临着上市失败的风险，运作过程被收购的风险，以及摘牌的风险。尤其对中小企业自身来说，一定要仔细分析自己有没有驾驭这些风险的能力，有没有进一步成长的潜力，所处的行业有没有被国外资本市场接受的可能性，去海外上市是否符合企业长远发展的需要。否则，海外上市不仅不能给企业带来发展契机，反而可能成为企业发展的障碍。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。