

# 中国民企在美上市的特点及原因简析

王舒婷

(国家外汇管理局上海市分局, 上海 200120)

**摘要:**本文概括了中国民企在美国上市的三大共性:一是中国民企青睐于美国 OTCBB 市场;二是中国民企青睐于反向收购买壳上市;三是中国民企青睐于偏僻海岛。简要分析了形成这些共性的原因,并提出了如何完善我国资本市场的建设建议。

**关键词:**民营企业;境外上市;特点;原因;资本市场

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**B **文章编号:**1006-1428(2004)11-0044-02

## 一、中国民企在美国上市的一般情况

美国资本市场呈现多层次结构。主板市场(NYSE、AMEX 和 NASDAQ)主要是为国内乃至全球具有影响的大牌公司提供服务,而次板市场却为中小企业提供很好的融资路径和市场退出机制,并可以此为跳板进军美国的主板市场。这使得中国具有增长潜力但被主板市场拒之门外的中小企业上市筹资的梦想变为现实。

我国民营企业一般选择在美国次板市场先上市,只要达到相关标准,就可以向上攀升,实现二次融资。据不完全统计,我国民企以境内资产作为其核心资产在境外上市的公司已接近 100 家。我国民营企业通常采取先在美国境外注册设立海外控股公司,然后再以这家控股公司的名义进行反向收购,也可以说是中国民企通过稀释其原有的净资产取得海外壳公司上市的牌,通过壳资源与权益的交易达到上市融资的目的。

## 二、中国民营企业在美上市特点及原因分析

### (一) 中国民企在美国青睐于 OTCBB 市场

中国民营企业在美国借壳上市大多在 OTCBB 市场挂牌交易,或以此为跳板再进军主板市场。这是因为:一方面,中国民营企业不太熟悉美国资本市场的运作,加之企业自身抗风险能力也较差,在语言和文化方面也有差别,使

得他们不敢贸然进军美国主板市场。因此企业先在次级市场中接受充分的锻炼,待其经营业绩和市场表现赢得投资者关注和认同之后再向主板攀升,这样可以巩固企业在投资者心目中业绩稳定增长的良好形象,使其股价在市场上得到良好表现。另一方面,OTCBB 市场本身的特点也是吸引中国民营企业的重要原因。相对于主板市场,它的上市程序简单,操作费用也比较低。OTCBB 对上市公司没有资格限制,手续简便,上市申请条件较低,没有财务上的规定;公司无需向纳斯达克股市公司或 NASD 提供报告;企业无须在 OTCBB 登记,只在 SEC 登记即可,费用较低,每月只需支付 6 美元的报价费。再者,美国证监会(SEC)对上市公司在 NASDAQ 市场直接挂牌交易要求严格,但对上市公司从 OTCBB 上升到 NASDAQ,SEC 并无特殊规定,只要达到了 NASDAQ 挂牌标准的公司均可提出申请,变为 NASDAQ 的上市公司。

### OTCBB 与 NASDAQ 特点或要求比较

特点或要求	OTCBB	NASDAQ
挂牌股票数量的最低要求	无	有
对发行公司收挂牌及维护费	否	是
维持报价或挂牌的要求标准	有	有

收稿日期:2004-09-12

作者简介:王舒婷(1979—),女,现供职于国家外汇管理局上海市分局。

## (二) 中国民企在美国青睐于反向收购买壳上市

近年来,中国民营企业越来越多地以反向收购方式在美国间接成为上市公司,却不以IPO方式上市融资,其中原因,除了反向收购相对于IPO操作层面上的优势以外,更重要的是我国中小企业基于目前国内对境外上市企业在政策层面上存在着障碍的考虑。

### 1. 目前国内对境外上市企业存在政策层面的障碍

(1) 主管部门审批程序严格,且耗时较长。我国企业在境外上市募集资金必须经过中国证券监督管理委员会的审批,企业将面临严格的审批程序,这不是一般民营企业能及,即便获准其审批程序耗时较长。

(2) 外汇管理政策对募集资金严格管理。根据国家外汇管理局对境外上市企业募集资金的管理要求,境外上市公司在募集资金到位后30天内,要将资金全额调回境内。因此一些中小企业出于市场战略、财务战略以及欲打通境内外两个资源市场的考虑,往往会选择绕过外汇管制,通过反向收购方式谋求境外上市募集资金。

(3) 国内相关政策对境外上市企业的支持倾向国有大中型企业。由于我国大多数民企还未建立起完备的企业法人治理结构,因此,鉴于企业规模、业绩和信用度等方面的考虑,目前,证监会等有关部门更倾向于支持国有大中型企业的上市行为,这也是使得我国民企绕道在境外融资的原因之一。

### 2. 反向收购相对于IPO方式在操作层面的优势

(1) 反向收购上市操作时间短,大约只需要3-9个月。如收购仍有业务运营的壳公司只需3-6个月,收购已停止业务运营的壳公司至恢复其股票市场交易需6-9个月。而做IPO一般需要时间为最少一年以上。

(2) 反向收购方式上市成功有一定的保障。IPO方式有时会因市场形势不利而导致上市发行困难甚至失败,或是由于上市条件不能满足要求而被驳回上市申请,而前期上市费用也付之东流。反向收购上市在运做过程中不受外界因素的影响,它无须承销商的介入,成功上市是有保障的。

(3) 反向收购上市费用低。IPO一般为100万美元,另加8%的承销商佣金。反向收购一般明显低于IPO。

(4) IPO一般先出承销商组成承销团,而反向收购则聘请金融公关公司和做市商共同完成,以配合股票上涨进行二次发行。

(5) 企业以IPO方式上市必须具备使承销商满意的条件才能完成上市融资。而反向收购完成后,公司立刻成为上市公司,推动股价,公司开始以公募或私募的形式增发新股或配股进行二次发行融资。此时承销商才开始介入,因为此时公司已经为美国一家上市公司,寻找承销商承销新股发行几乎没有任何困难。

(6) 中国国内企业要以IPO方式上市,无论是直接上NYSE还是NASDAQ,成功的机会都比较小,而以反向收

购的形式成功的机会会较大。操作程序是先从场外交易市场(OTCBB)切入,视时机再进入主板市场。

(7) 定价方式。作IPO时承销商没有定价参照系,为了顺利推销股票,通常尽量压低市盈率,影响股东回报水平,也难以真正反映公司价值。而通过反向收购上市,可以通过各种方式,使股价基本反映公司价值后,再在此基础上确定二次配售价格,使公司和股东的利益得到充分满足。

### 首次公开发行与反向收购间的比较

	首次公开发行(IPO)	反向收购(Reverse Merger)
费用	750000-1000000	500000-700000
时间	1年	3-9个月
成功率	没有保障	有保障
融资	立即融到资金,但目前上市机会低	反向收购后,可二次发行融资或进行私募

因此达不到在中国上市要求但已发展到一定规模的民企,在国内市场上缺乏融资渠道,而在美国的资本市场上公司却可以根据要求灵活的发行新股以及回购股份等,股票也无流动性限制,加之赴美OTCBB市场买壳上市的优势,对于处在第二次创业的中国民企无疑是一件好事,因此,美国NASDAQ市场象一块巨大的磁铁吸引着中国众多“渴望”上市的民企。

### (三) 中国民企青睐偏僻海岛

我国民营企业倾向于以反向收购的方式在美国上市,并且通常在美国境外先注册设立海外控股公司,然后再以这家控股公司的名义进行反向收购。纵观我国民营企业设立海外控股公司的行为,企业一般选择百慕大、开曼、英属维尔京群岛等偏僻海岛登记成立海外控股公司。企业如此钟情于这些海岛的原因主要有以下几方面:

1. 设立公司门槛低,并且优惠政策诱人。根据《国际商业公司法》,在这些偏僻岛国允许外国企业在本国设立“离岸公司”,并提供极为优惠的政策;设立的公司其业务除在每年交纳营业执照续牌费外,免交当地所有税项;无注册资本最低限额,任何货币都可作为资本注册;只需一位股东和董事,公司人员中也不必当地居民;无需申报管理者资料,账目和年报也不必公开。

2. 实现资产重组。由于这些岛国对注册公司资产质量要求比较宽松,因此民企可以通过将全部企业不良资产注入新公司,顺利实现优质资产与不良资产的剥离。同时也能更快地实现上市目的,或是上市后股价有更好的表现。

3. 风险投资IDG策略。目前,在美国纳斯达克市场上上市的中国民企大多是接受海外风险投资的高新技术企业,为绕开国内政策的限制,一般会选择维尔京等离岸地区注册公司,作为资金的中转站。上市成功后,股东在转让股份或风险投资退出而改变股权结构时,也可绕开国内审批程序。

(责任编辑:尚荣)