

虽然内地央企和地方国企上市高峰期已过,但是今后会有更多民营企业面临在香港资本市场寻求 IPO 机遇的状况——

## 香港 IPO 资源日渐枯竭是个伪命题

本报记者 张守营

据英国金融时报报道, Dealogic 数据显示, 今年迄今, 香港股市的 IPO 融资额仅为 32 亿美元, 而 2011 年全年达 354 亿美元, 2010 年全年更是创下了历史纪录、达到 678 亿美元。按今年迄今的情况看, 纳斯达克(Nasdaq)、纽约证交所(NYSE)和上海证交所(SSE)在全球排行榜上居前, 香港则跌落至第 7 位。由此英国金融时报得出结论: 香港失去了它的皇冠。香港股市面临的问题在于, IPO 的传统来源——中国大型国有企业——正渐渐“枯竭”, 因为它们中的大多数已在过去 10 年间完成了上市工作。

上海社会科学院经济研究所副研究员闫彦明告诉中国经济导报记者, 融资——扩大再生产, 是企业永恒的主题; 再好的企业也时刻面临“钱”的问题。总体判断, 香港 IPO 资源日渐枯竭是个伪命题。

“香港 IPO 资源日渐枯竭”现象的背后有三个隐含的命题

《IPO :全球指南》(IPO:AGlobalGuide)一书的作者、曾任麦格理(Macquarie)和野村证券(Nomura)亚洲股权资本市场主管的裴达希(PhilippeEspinasse)谈到, 过去 10 年, 香港“幸运地迎来了源源不断的”中国国企 IPO, 比如中国建设银行(CCB)、中国电信(ChinaTelecom)、中海油(CNOOC)以及中国人寿(ChinaLife)的 IPO。这些 IPO 规模庞大, 流动性好。

闫彦明介绍, IPO 是企业重大的决策和行动, 往往是企业综合思考的最终决策:

一是在融资方式多样化的今天, 上市是否是最优选择? 目前, 国内大量优秀企业——主要是民营企业(如华为等)不愿意上市, 其有信息披露、扩张战略、企业发展阶段性等方面的考虑, 但也并非没有上市的可能。

二是何时上市? 就是上市时机的选择。在后金融危机时期, 资本市场泡沫充分释放, 此时 IPO 相对不是很好的时机, 发行效果肯定比不上繁荣时期。危机背景下, 市场管理者对 IPO 的程序及条件审查更为审慎, 对于企业发行存在不利因素; 目前香港股市客观上的确存在成熟的大型国企上市高峰期(或者说最佳时期)已过的现实问题, 但是仍有少量资源可以挖掘, 但是难度有所加大; 大量民营企业处于发展初期阶段, 上市融资达不到规定条件, 或者处于战略发展的关键阶段而不适宜上市, 但是随着经济逐渐复苏这些资源会更为丰富。总体上正如戴维·韦布(DavidWebb)所言:“轻松赚大钱的日子正在走到尽头。”

三是在哪里上市? 美、欧各国与香港相比, 在多元化、多层次资本市场方面具有一定优势。例如, 美国的证券市场能够为不同融资需求提供专业化服务; 除纽约证券交易所(NYSE)和美国证券交易所(AMEX)两个证券交易所之外, 还有纳斯达克自动报价与交易系统(NASDAQ)这个世界最大的电子交易市场, 此外, 还有柜台电子公告榜(OTCBB)等柜台交易市场。不同的市场为不同的企业进行筹融资服务, 只要企业符合其中某一个市场的上市条件, 就可以向美国证监会申请“登记”挂牌上市。在后危机时期, 各国加强了对 IPO 资源的争夺, 香港在竞争中的优势不明显。

IPO 是绝大多数企业发展面临的重大选择

在过去的 10 多年里, 包括四大银行在内的大批国企及内地民营企业赴港上市, 充分说明上

市是绝大多数企业发展中必然面临的选择。虽然内地央企和地方国企上市高峰期已过，但是今后会有更多民营企业面临在香港资本市场寻求 IPO 机遇的状况。

根据 2012 年初发布的《中国民营经济发展形势分析报告》显示，2011 年我国民营企业数量规模持续增长，截至 2011 年 9 月，全国登记注册的私营企业已超过 900 万家，同比增长 14.9%；个体工商户超过 3600 万户，同比增长 8.5%。数据还显示，2011 年民间投资依然强劲。截至 2011 年 10 月，内资民营经济城镇固定资产投资共完成 14.2 万亿元，同比增长 46.5%。其中，私营企业完成 5.8 万亿元，同比增长 45.5%。在数量不断增多、投资规模持续扩大、金融危机持续蔓延的背景下，大多民营企业存在巨大的融资压力，这客观上为香港资本市场 IPO 提供了坚实的支撑。

2012 年以来，中国证监会全面修订境外上市的法规，适度放宽准入标准，简化审核的程序，降低门槛，为中小企业、民营企业到香港等境外市场直接上市创造条件。值得提出的是，目前的 H 股上市法规 10 年来没有调整，对企业上市申请要求高且流程较长。而一旦标准放宽，将为赴港上市打开大门。

与此同时，香港还面临周边国家相关企业上市的潜在机会。

闫彦明认为，总体而言，随着金融危机的逐渐淡化及实体慢慢走出萧条的谷底，IPO 将重新迎来繁荣的周期。

国内 A 股市场也面临香港资本市场相同的问题

中国建银投资有限责任公司研究中心主任张志前告诉中国经济导报记者，赴香港上市的大型中资企业正在减少，这是与中国国企改革的大背景相适应的。20 世纪 90 年代，中国提出了国企三年脱困的目标，在大规模实施债转股的同时，一些效益好的国企被包装上市。在国家政策支持和鼓励下，很多大型国有企业选择了在香港上市。到了 2006 年国企股份制改造之后，大批优质企业进入资本市场，多数企业选择香港和国内两地上市。2010 年农业银行上市之后，四家在全世界都能数得上的国有商业银行全部上市。目前，翻开国有金融企业名录和国资委企业名录，未上市的大型国企已寥寥无几。

与此同时，金融危机之后，国际金融市场持续动荡，估值水平大幅下降。中国大型国有企业在国际资本市场的估值缺乏竞争力，国际金融市场对大型国企的吸引力在下降。相对而言，一些中小企业在国际资本市场上更具有竞争力，估值水平反而会比较高。而且海外市场上市条件也比国内要宽松。相对而言，中小企业在海外上市的积极性比较高，但是，中小企业的融资规模相对都比较小。2011 年，我国境外上市外资股(H 股)筹资规模为 113 亿美元，较 2010 年下降了 68%，这是大势所趋。

实际上，中国国内 A 股市场也面临香港资本市场相同的问题。近年来，在上海证券交易所上市的大型企业正在减少，而深圳交易所上市的中小企业和创业板市场的企业正在逐年增多。2011 年，深圳证券交易所 IPO 宗数已是全球第一，融资规模全球第二，已经超过了上海证券交易所。许多原先依靠大型国有企业 IPO 发行的国内大型投资银行，如中金公司、瑞银证券、中信证券等项目储备正面临枯竭。那种动辄一个项目就能挣上亿元的时代正在过去。