

第三章 民营企业上市与再融资

引言

中国证券市场是在计划经济还占主导地位的特定历史背景下发展起来的，因此从一开始国有控股企业就在年轻的中国证券市场上占据了核心位置，民营企业在证券市场上长期处于边缘化的地位。民营企业在全中国上市公司中比重偏低，一方面是因为证券市场在相当长的一段历史时期被定位为国有企业解困工具，另一方面也因为中国民营企业自身发展的阶段性。在中国证券市场的初创阶段，中国民营企业作为一个整体还处于发展的初期，能够达到上市公司规模的民营企业还很少，证券市场的主角只能是国有企业。但中国经济在九十年代的高速增长培育出一大批优秀的民营企业，它们很快以各种不同的方式开始了走向证券市场的征程。

对于民营企业而言，发行上市是实现自身发展的一个重要步骤，通过努力可以使企业发展迈上一个更高的层次。对于民营企业而言，发行上市的动机与目标和国有企业往往存在一定的差异，同时也有很强的相似性。国有企业目前仍然在我国证券市场上占据了绝对多数的份额，长期以来在改制上市方面得到一定程度的优待。事实上，我国证券市场建立的一个重要目的就是“为国企改革服务”，通过将国有企业改制上市，筹集资金降低资产负债水平，转换经营机制，建立现代企业制度。近年来，民营企业上市越来越受到政策的鼓励，占新上市公司的比重也逐渐提高。对于民营企业而言，发行上市的目标更为多元化，但最重要的目标仍然是融资和规范。

长期以来，在上市公司股权分置的大背景下，我国证券市场新股发行上市价格水平一直偏高，发行市盈率普遍高于国际平均水平。因此，企业上市往往能够通过出售较少的股权筹集较多的资金。对于民营企业来说，其发展过程中受到的融资约束要远强于国有企业，在获得商业银行贷款和发行债券方面不如国有企业便利，因此通过股票市场直接融资对于民营企业的吸引力非常大。民营企业一旦发行上市，不但可以一次性地获得巨额的股权资金，而且往往为其获得商业银行贷款带来更大的便利。

除了融资的考虑外，通过发行上市实现企业运作机制的规范化，也是民营企业发行上市的重要动机。由于特有的发展路径，我国民营企业在发展初期往往存在很多不规范的运作机

制，在经营管理方面也比较粗放。发行上市需要经过改制、上市辅导、市场推介、发行上市审核等过程，可以使得民营企业在这一过程发生脱胎换骨的变化。

除了筹资和规范两个基本动机外，民营企业上市也还有其他一些考虑。例如，一些民营企业希望通过发行上市成为公众公司，提高公司知名度，同时获得某种“政治上”的保护；还有少数企业看中了证券市场上的“暴利”，希望从中获得不正当的收益；也有一些家族企业希望通过上市，在股权分置问题解决后，通过转让股份将自己的投资“变现”。

专栏 3.1

贵州益佰制药的发展与上市

贵州益佰制药股份有限公司是 2004 年 3 月在上海证券交易所上市的民营企业，从事中成药的制造。从股东结构来看，益佰制药是一家典型的自然人控股民营企业，也是一家创业型民营企业。1995 年，窦啟玲、叶湘武夫妇二人携手其他四人共同成立贵州妙灵制药有限责任公司，主要从事克咳胶囊和另一种药品的生产和销售，注册资本仅 56 万元。其中，第一自然人股东为窦啟玲，持有公司 63% 的股权，其丈夫叶湘武持有 2%，另外 35% 的股权由朱岳兴等四个自然人持有。作为创业型的企业，公司的创始人基本都参与公司的日常经营管理，并形成了合作良好的经营团队。

从 1995 年开始，益佰制药开始了高速增长，1996 年 7 月就增资扩股到 500 万元，主营业务也从刚开始的两个产品发展到逐步形成包括镇咳类、心血管类、抗肿瘤类等多门类、多品种的多元化产品结构。90 年代中后期，医药产业在中国进入了一个高速发展的阶段，迅速兴起了一大批民营性质的医药企业。在经济发展比较落后的贵州，医药产业成为经济发展的一个重要支柱性产业，获得快速发展，也得到了政府的大力支持。益佰制药充分抓住了这一历史机遇，销售额迅速增加，在 1998—1999 年期间，公司先后三次增资扩股。所增资金要么来自未分配利润，要么由各股东按照各自持股比例共同出资，除了公司第一大股东窦啟玲将其持有的 63% 股权中的 23% 转让给其夫叶湘武外，其他自然人持股比例没有变动。2000 年 6 月，公司大股东窦啟玲将其所持有公司股权的 1%、0.5%、0.5% 分别转让给自然人郎洪平、刘华和简卫光，公司股东叶湘武将其持有公司股权的 5% 转让给哈尔滨晓升广告有限公司。这一股权结构一直保持到 2004 年上市之前。

2004 年 3 月，益佰制药发布招股说明书，并于 3 月 23 日在上海证券交易所上市交易。益佰制药的公开股票发行，共募集资金约 2.758 亿元，公司股本规模实现大幅扩张。

益佰制药的发展与上市，在我国民营企业中具有一定的典型意义：家族式的治理结构，

创业型的管理团队，迅速扩张后成功借助资本市场进行融资并推动公司经营走向规范。从其上市动机来看，益佰制药公开发行上市存在融资需求和规范发展的双重目标：

(1) 益佰制药通过发行上市获得了对公司极为重要的股权资金

在我们的调研中，益佰制药并没有特别强调上市融资的动机。但从财务数据来看，筹集股权资金、降低资产负债率，毫无疑问是益佰制药最重要的一个目的。益佰制药公司从2001年到2003年的资产负债率分别为62.06%、57.70%和60.56%；其中2003年末流动负债占总负债的比率为77.40%，短期借款占流动负债的比率为55.75%，占总负债的43.16%。从这几个财务指标来看，益佰制药的资产负债率在上市前无疑已经处于较高的水平。为了融资，益佰制药的主要房产、机器设备均进行了抵押，如果不能在短期内改变资产负债结构的话，公司可能会面临一定的经营风险。用益佰制药总经理叶湘武自己的话来说，“企业要发展，没有理由不负债经营”，公司已经通过负债经营“提前支付了募集资金”，因此，这次上市募集到的2.758亿元人民币将显著改善公司的资产负债结构。上市募集资金后，2004年年底，益佰制药的资产负债率已经下降到41.62%的较低水平上。

发行上市募集资金，固然可以在短时间内降低公司的资产负债率，但如果没有好的投资项目支撑，公司的盈利能力得不到显著提高，也将降低公司的资产回报水平。很多上市前业绩优良的企业，在发行上市筹集到巨额资金，实现股本扩张后，由于种种原因，盈利能力并没有同等比例地提高，最终导致公司净资产收益率和每股收益都显著下降，严重的甚至上市当年就“变脸”为亏损企业。益佰制药在上市前三年，净资产收益率都高得让人难以置信，2001—2003年净资产收益率分别为41.21%、35.55%、28.6%。在上市募集资金扩张股本规模后，当年的净资产收益水平就急剧下降到11.1%，每股收益也由2003年的1.1元下降到0.91元。招股说明书披露了募集资金将用于清开灵粉针生产线技术改造项目等4个投资项目，并预计项目产生收益时间为2005年。这可以在一定程度上解释公司资产回报水平的下降。

益佰制药通过发行上市获得股权融资，对于自身具有重要的价值。在发行上市前，公司依靠负债经营获得了高速发展，但也积累了沉重的债务负担。如果不能及时地获得成本较低的股权融资，不仅难以继续公司的高速成长，公司甚至可能会面临资金危机。发行上市获得的巨额资金，帮助益佰制药度过了企业成长周期中一个重要的财务瓶颈。如果募集资金投资项目能够如期获得良好回报，益佰制药将进入新一轮高速发展阶段。

(2) 公开发行上市对民营企业而言是实现企业规范建设的重要推动力

在益佰制药的总经理叶湘武看来，如果一家民营企业像湖南远大集团那样发展到了相对成熟的时候倒不一定需要上市，因为发行上市对民营企业而言是实现企业规范运作、完善公

司治理结构的一个重要步骤。通过上市，益佰制药不仅希望改善公司的资产负债结构，更重要的是要借此完善自身的现代企业制度，实现企业的再继续扩大和发展。从上市后的情况来看，益佰制药通过上市，得以建立了一个更为合理的股权结构，公司内部各项管理制度也因此实现了规范化。公司有关人士表示，上市前公司很多不规范的财务、人事做法，在上市后得到了根本改变，董事长在经营决策中，也不得不高度重视规范性。在重大投资项目等决策中，过去的随意性也得到了完全改变，投资决策委员会、董事会等决策机制开始充分发挥作用。

为了推进上市公司治理结构的规范和改善上市公司内部管理机制，中国证监会和上海证券交易所多年来根据中国实际制定了大量的规则和条例，对上市公司提出了严格的要求。长期以来，我国民营企业由于种种原因，在公司治理和内部管理上存在很多不规范的做法，加大了公司经营的风险，不利于民营企业的发展壮大。通过发行上市，民营企业的股权结构发生了积极变化，同时即便是简单地引进证监会和交易所的各种制度性要求，也能够使得民营企业的公司治理水平和内部管理规范程度得到巨大的改善。对于像益佰制药这样的民营企业而言，当企业发展到一定水平时，改善公司治理，提高内部管理规范程度，就成为了一种内在的要求。当这种内在要求和上市后的外在制度规范结合到一起时，民营企业在建立现代企业制度方面也就迈出了坚实的一步。益佰制药在上市前后的改制中，建立了更规范的内部管理制度、引入了独立董事、完善了股东大会和董事会运作机制，有效地提高了自身的公司治理水平。

资料来源：根据公开信息披露及作者现场调研材料整理。

随着近几年我国证券市场的发展，上市公司数量不断增多，民营上市公司也逐渐增多。我们将民营上市公司界定为公司最终实际控制人为自然人的公司，根据 2004 年上市公司年度报告披露的实际控制人信息进行了统计。根据统计，截至 2004 年底，上海 A 股市场共有民营上市公司 210 家（剔除了 2 家 B 股上市公司¹），占沪市全部 A 股上市公司的 25.33%。

从企业规模来看，民营上市公司比非民营上市公司普遍要小一些。根据 2004 年年度报告，沪市 208 家民营性质的上市公司（2 家金融保险类上市公司未纳入统计）的总资产平均为 15.94 亿元，而与之对应的 615 家非民营性质上市公司（5 家金融保险类上市公司未纳入统计）总资产平均为 43.32 亿元。从净资产来看，208 家民营上市公司的净资产平均为 6.2

¹ 如非特别说明，本章分析的上市公司均为沪市 A 股上市公司。

亿元，而 615 家非民营上市公司的净资产平均为 19.07 亿元。民营上市公司在这两项指标上都远小于非民营性质的上市公司。

从市场价值来看，208 家民营上市公司的总市值平均为 13.83 亿元，而 615 家非民营上市公司的总市值平均为 38.89 亿元。非民营上市公司总市值最大者高达 3780.22 亿元，远高于民营上市公司总市值最大者的 67.3 亿元。从流通市值来看，民营上市公司与非民营上市公司的差距要小一些。208 家民营上市公司的流通市值平均为 5.27 亿元，而 615 家非民营上市公司的流通市值平均为 9.08 亿元。无论从总市值还是流通市值来看，民营上市公司的市值规模都要远远小于非民营性质上市公司。

显然，我国民营性质上市公司在资本市场上所占比重还非常小，不仅数量偏少，而且从规模来看也基本属于中小规模的上市公司。截至 2004 年底，在上海证券交易所上市的 823 家非金融类上市公司总市值和流通市值中，民营上市公司总市值所占比重仅为 10.74%，流通市值所占比重仅为 16.42%。

表 3.1 民营上市公司与非民营上市公司规模和市值比较

	民营上市公司（208 家*1）（百万元）	非民营上市公司（615 家*2）（百万元）
总资产		
均值	1594.78	4332.22
最大值	10642.11	460081.00
最小值	25.68	39.69
净资产		
均值	619.85	1906.77
最大值	3420.92	186350.00
最小值	-1134.39	-604.56
流通市值		
均值	527.01	907.53
最大值	2604.19	19890.00
最小值	34.29	46.08
总市值		
均值	1382.97	3889.06
最大值	6730.03	378022.63
最小值	180.05	152.01

*1 删除两家金融类上市公司；

*2 删除了 5 家金融类上市公司；

数据来源：WIND 资讯系统。

总体看来，尽管我国民营上市公司获得了很快的发展，但与非民营性质的上市公司相比，

仍然处于相对弱小的地位。

我国民营企业上市的地点选择:境外上市与本地上市

民营企业决定走上市之路,必然面临两个重大的问题:上市地点的选择和上市方式的选择。从上市地点来看,民营企业可以有两个选择:在国内的上海证券交易所或者深圳的中小企业板上市;或者到境外的香港证券交易所、新加坡交易所或美国的证券市场上市。

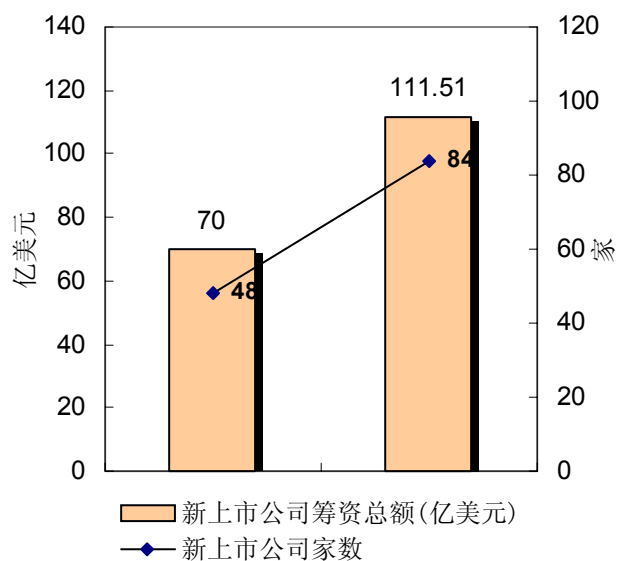
二十世纪九十年代以来,大批中国优秀企业赴香港、纽约、伦敦等境外市场上市,事实上存在“两个中国股票市场”:一个是国内的股票市场,一个是境外的中国企业股票市场。境外上市的中国公司大部分属于国内的大型绩优企业,其中很多还是行业内及整个国民经济中有着重要影响力的企业。据我们统计,截至2004年底,国内沪深两市可流通市值总和不到12000亿元人民币,而我国在境外上市公司的可流通市值已超过22000亿元人民币,国内市场规模已经远小于海外中国股票市场。一个“外包”的境外中国股票市场的存在,流失了国内的优质上市资源,导致中国公司股票定价权旁落,经济增长带来的财富增长大量流失,本土金融服务业萎缩,国家金融和经济安全受到不利影响。这些境外上市的企业中,除了具有规模效应的国有大型企业外,也有不少民营企业。这些境外上市的民营企业,大部分规模较小,因此并不像大型国企境外上市那样受到关注。然而,随着国有大型企业上市资源的日渐枯竭,境外证券交易所和投资银行越来越把眼光转向中国的民营企业。

从2004年中国企业境外上市的统计来看,2004年在香港、新加坡和美国上市的非国企背景企业(主要是民营企业)有69家,远超过在上海证券市场以新股发行和买壳方式上市的34家民营企业。境外上市已经成为我国民营企业追求上市之路的一条重要途径,也成为境内资本市场未来发展面临的一个严峻挑战。

1、我国民营企业境外上市综览

近几年来,随着中国经济的持续增长,越来越多的中国企业开始把上市的目光转向境外资本市场,国外的投资者与外资银行也迫不及待地关注来自中国的上市公司,希望从中找到更好的投资机会。目前,香港、美国、新加坡三地证券市场是我国企业境外上市的主要目的地。根据统计,2003年中国企业境外直接上市(IPO)数量为48家,筹资金额约70亿美元,2004年增长到84家,筹资金额111.51亿美元(见下图)。

图 3.1 2003—2004 年中国企业境外上市 IPO 数量及筹资金额



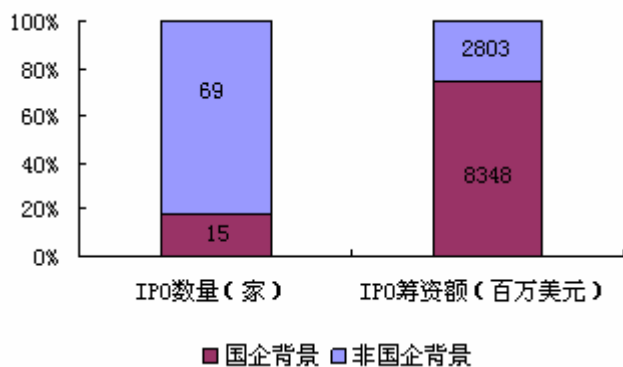
资料来源：《2004 年中国企业海外上市调查报告》（闫冬、姜宁、梁茂蕾）。

目前，我国民营企业境外上市的地点包括了香港、美国、新加坡这三个中国企业的主要境外上市地点，并且在各个市场体现出鲜明的特点。

（1）民营企业在整个中国企业境外上市的浪潮中仍然处于次要地位

相对于国有大型蓝筹企业的境外上市，民营企业远赴境外证券交易所发行上市的规模还比较小。随着境外证券市场大门对国内民营企业日益敞开，民营企业境外上市的步伐也逐渐加快。下图比较了 2004 年境外 IPO 上市企业的性质，2004 年共有 84 家中国企业在香港、美国和新加坡上市，其中 69 家为非国有性质的企业，仅有 15 家为国有企业，非国有性质的企业占据了境外 IPO 的绝大多数。然而，在更为重要的 IPO 筹资金额比较中，国有企业却远远超过非国有背景的企业。仅仅占到 IPO 数目 18% 的国有企业，其 IPO 筹资金额却占筹资总额的 75%，高达 83.48 亿美元，平均每家筹资 5.57 亿美元。而 69 家非国企背景企业 IPO 融资总额仅为 28.03 亿美元，平均每家仅约 4100 万美元。由此可见，中国公司海外上市的案例中，比较大的 IPO 项目基本上都是国有企业。这也从另外的角度说明尽管我国民营经济迅速崛起，但是其规模与质量还不能与优秀的国有企业抗衡。

图 3.2 2004 年境外 IPO 上市（香港、美国和新加坡）中国企业性质比较



资料来源：《2004年中国企业海外上市调查报告》（闫冬、姜宁、梁茂蕾）。

（2）香港创业板集中了大批具有一定科技含量的中国民营企业

自从2001年12月10日国内第一家在香港发行H股的民营企业浙江玻璃成功在香港上市后，大批内地民营企业通过各种方式登陆香港证券市场。

据统计，截止2004年3月底，我国民营企业在香港以首发形式上市的共有77家，其中多数在创业板上市，因此我们选择在香港创业板首发上市的民营企业进行分析。根据有关统计，对截止于2004年3月31日在香港创业板上市交易的企业进行筛选，共选择了符合上述条件的44家民营企业，剔除后来转至主板上市的三家，样本企业总计为41家。从2000年至2004年3月31日历年募集资金总额依次为6.62亿、6.81亿、9.05亿、1.23亿和3.39亿港元，占历年香港创业板上市企业募集资金总额的比例依次为0.70%、4.07%、3.45%、2.47%和5.11%。民企股成为香港证券市场上活跃的新兴力量。

表 3.2 民营企业香港创业板发行上市概况

公司代码	公司名称	发行股数（万股）	发行价（港元）	佣金比例*（%）	费用总计（万港元）
8016	中华数据控股	3000	1.28	3.5	830
8035	华舜燃气	3750	1.3	3.5	1140
8039	楼兰控股	10000	0.5	2.5	1150
8042	玖源生态农业	12800	0.4	4	1650
8056	格林柯尔	25000	2.18	4.5	4700
8057	迪斯数码科技	17200	0.38	3	1280
8076	新利软件	15000	0.48	3.5	1250
8081	骏科网络	6000	0.5	2.5	800
8112	英君技术	6300	0.7	4	1000
8128	国讯国际	44242	0.3	5.5	2370
8132	百江燃气	9500	0.57	3	1200

8133	金蝶软件	8750	1.03	4.5	1810
8148	交大铭泰软件	7000	0.43	3.5	1010
8152	广平纳米	10000	0.8	5	1500
8156	蜂峰天然产品	11200	0.46	4.5	1040
8161	金属电子交易所	20100	0.24	4	1570
8177	中程科技	32400	0.33	3	1500
8180	金卫医疗	10000	0.88	2.5	2000
8186	神州医疗	14400	0.5	3	1200
8190	金鼎软件	25000	0.3	3.5	1400
8196	元征科技	11000	0.72	3.5	1400
8197	东北虎药业	18000	0.26	3	1040
8199	山东威高	23000	0.62	3	1720
8201	万友消防	50000	0.4	3.5	2800
8211	浙江永隆	25000	0.26	6	1350
8225	万全药业	9000	0.41	3.5	900
8226	上声国际	8000	0.5	4	700
8229	东大新材料	25500	0.25	3.5	1400
8230	东江环保	17050	0.338	3.5	1200
8236	宝德科技	22000	0.28	3.5	1370
8243	大贺户外传媒	25000	0.53	3	1350
8249	宁波屹东	13000	0.5	4	1200
8258	西北新技术	23000	0.25	4	1000
8263	速达软件	10000	0.303	3.5	950
8270	新意科技	11825	0.3	3.5	897.5
8273	浙江展望	2300	1.33	4	908
8276	世纪阳光	9600	0.55	3.5	1300
8277	物美商业	8795.2	6.22	3	4700
8285	研祥智能科技	11680	0.9	3.5	1300
8290	天津天联	33000	0.25	4.5	1650
8292	慧聪国际	10000	1.09	3.5	2790

*佣金比例为承销商收取佣金占所有配售股份（不包括未获配售的超额配售股份）总筹资额的比例。

资料来源：上证联合研究计划第十一期课题《民营企业境内上市融资障碍研究》。

民营企业香港上市的具体方式，可以分为 H 股和红筹股上市两个大类。在这 41 家民企之中，有 13 家是以 H 股方式首发上市，其余 28 家是以红筹方式上市。创业板第一家上市的民营企业是中华数据控股，上市于 2000 年 1 月 24 日日。从上市时间分布上看，2000 年至 2004 年上市的民营企业家数依次为 4 家、9 家、12 家、11 家和 5 家。可以看出，在 2001 年以后的最近几年内，香港创业板市场的境内民企上市家数明显增多。反观国内主板市场，

“5.19 行情”以后，许多企业对创业板心存期盼。股指自 2001 年下挫后，不少企业认为创业板推出遥遥无期，继而将筹资途径转向境外市场，香港创业板市场成为国内民企上市的一个主要选择。

从 41 家上市民企的行业分布来看，从事 IT 的公司居多，占 34.15%；其次医药产品及医疗器械的生产销售企业也占有一定的份额。这与在美国 NASDAQ 上市的境内民企行业类型基本一致，不过其行业范围更广泛。

近年来，在香港主板上市的民营企业也逐渐增多。典型的例子是长城汽车，于 2003 年 12 月 15 日在香港证券交易所主板市场上市。长城汽车上市第一天的收盘价为 17.05 港元，公司市值 77.6 亿港元，成为汽车行业境外上市公司的代表。

专栏 3.2

长城汽车香港上市——从踊跃认购到价格暴跌

2003 年 12 月 15 日上午 10:00，国内最大的民营汽车企业，长城汽车股份有限公司（“长城汽车”；股票代码 2333-HK）在香港联合交易所有限公司主板正式挂牌交易，这是国内的民营汽车企业首次在境外上市。

长城汽车在香港公开招股期间，反响空前热烈，认购踊跃，远远超过市场预期。公开发售部份共接获 172393 份申请表格，申请总数约 77.9 亿股，公开招股部分获得超额认购 682 倍，冻结资金达 1050 亿港元。同时，在国际配售部份也获得很大超额认购，是自 1997 年北京控股上市招股以来反应最热烈的新股，以发行 1.14 亿股 H 股计算，共募集资金 15 亿港元以上。

由于香港公开发售获超额认购，公司已采用回拨机制，将总数 0.456 亿股的配售股份分配到公开发售，可认购的公开发售股份为 0.57 亿股，相当于发售总数的 50%（于行使任何超额配股权前）。据长城公司上市公告，已授予法国巴黎百富勤超额配股权，百富勤可在 12 月 3 日起的 30 日内随时行使，最多可另发行 17,100,000 额外 H 股，补足配售的超额部分。谈及这次股份发售获得了投资者的积极响应时，长城汽车董事长魏建军先生表示：“这反映了无论机构性或个人投资者均对长城汽车竞争优势和增长潜力充满信心。”

1984 年，魏建军从制造改装轻型客车起家，完成了资本的原始积累。1998 年，长城汽车工业公司进行股份制改制。长城汽车是国内具有综合生产、销售能力的汽车企业，是中国皮卡和 SUV 市场的骨干企业之一，其主导产品有：皮卡两大系列，SUV 两大系列及发动机、

零部件等，产品涵盖汽油、柴油，两驱、四驱及不同型号的多个品种。全集团 10 余年连续盈利，产权清晰，账面干净、资产良好，以稳健经营而著称，业绩突出，在同行业中，产销量、产品品种、市场占有率已连续多年名列榜首。截至 2003 年 6 月 30 日，长城汽车的总资产为人民币 25 亿元。在上市配股完成后，长城汽车总股本（包括不流通内资股）为 4.55 亿股，总市值达到 60.5 亿港元，魏建军及其家人持股约 43%、保定南大园经管中心持股 32%，其他 25%由公众所持有。

长城汽车上市前的几年，正值中国国内汽车市场高速发展的阶段。长城汽车是国内皮卡和 SUV 主要生产商，其中在皮卡市场的占有率已连续 6 年名列榜首。2000—2002 年，营业额复合增长率为 46%，而纯利增长率为 131%。2003 年，上半年纯利润已达人民币 2.9 亿元，相当于 2002 年度全年纯利的 97%，预计 2003 年全年的纯利将达到人民币 5.12 亿元。

2004 年后，国内汽车产业增长速度明显放慢，汽车市场从 2003 年的最高点陷入了高速增长周期的谷底。2004 年 5 月后，银行收紧汽车信贷政策及竞争加剧所导致的价格战，汽车行业的整体利润大幅度下滑，加上国际油价上涨，原材料涨价导致成本上升等不利因素，使得汽车行业雪上加霜。长城汽车的销量和利润也都大幅度下降，导致投资者抛售长城汽车的股票。长城汽车的股价持续下跌，从 2003 年 12 月 15 日上市时的 22 港元跌至 2005 年 4 月 27 日的 2.88 港元，下跌了 90%。长城汽车董事长魏建军的身价，也随着长城汽车市值的大幅度缩水而暴跌。2005 年第一季度季报出炉后，长城汽车进一步被剔除出恒指 H 股指数。

资料来源：根据有关资料整理。

(3) NASDAQ 成为中国互联网民营企业的集中上市地点

据统计，截至 2005 年 4 月底，在 NASDAQ 上市的中国民营企业共有 20 家，基本上都属于 IT 行业，绝大部分为互联网服务提供商（具体见下表）。中国互联网服务行业中最优秀的企业，相当一部分都已经在 NASDAQ 上市，并且也得到了 NASDAQ 投资者的认同。

表 3.3 我国民企在 NASDAQ 上市公司一览表

代码	名称	行业类型	上市日期	筹资金额(万美元)	备注
XING	侨兴环球	通讯业	1999-2-17	880	
CHINA	中华网	IT 行业(互联网)	1999-7-13	8600	
ASIA	亚信	IT 行业	2000-3-3	12000	
UTSI	UT 斯达康	通讯业	2000-3-3	18000	

SINA	新浪	IT 行业(互联网)	2000-4-13	6800	
NTES	网易	IT 行业(互联网)	2000-6-30	6975	
SOHU	搜狐	IT 行业(互联网)	2000-7-13	5980	
LTON	掌上灵通	IT 行业(互联网)	2004-3-5	7000	
TOMO	Tom	IT 行业(互联网)	2004-3-10	19400	
SNDA	盛大	IT 行业(互联网)	2004-5-13	15000	
JRJC	金融界	金融信息服务	2004-7-9	10000	
CAAS	中国汽车	汽车配件制造	2004-8-24	0	买壳
JOBS	51Job	IT 行业(互联网)	2004-9-30	7350	
KONG	空中网	通讯业	2004-10-15	8060	
LONG	e 龙	IT 行业(互联网)	2004-10-28	6210	
NINE	九城关贸	IT 行业(软件)	2004-12-3	15600	
CTRP	携程	IT 行业(互联网)	2004-12-9	7500	
NCTY	第九城市	IT 行业(互联网)	2004-12-15	10300	
HRAY	华友世纪	通讯业	2005-2-5	7052	
CESV	中国节能	新能源	2005-4-13	0	买壳

资料来源：上海证券交易所研究中心统计。

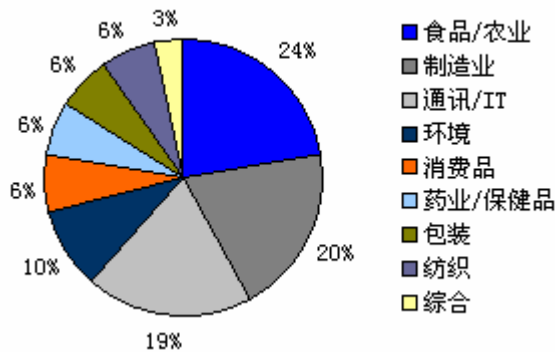
搜狐、新浪、网易是较早上市的互联网企业，这三家企业在上市之时都没有良好的盈利记录，但作为中国知名的门户网站，NASDAQ 和风险投资都对其敞开了大门。在经历了 1999 年网络股的暴炒后，互联网公司的股价也曾一路下挫。尽管如此，随着网络与无线通信的普及，企业和消费者对互联网服务的需求迅速上升，使那些曾饱受冲击的互联网企业开始恢复元气。搜狐和网易在 2002 年下半年实现了盈利，新浪于当年第四季度也实现盈利。与此同时，未来良好的盈利预期也刺激公司股价节节攀升。新浪等中国网络股的成功，进一步刺激了国内互联网企业在 NASDAQ 的上市，仅 2004 年一年就有 7 家互联网服务提供商在 NASDAQ 上市。NASDAQ 已经实实在在地成为中国民营互联网企业的集中上市地。

(4) 新加坡是中国民营企业快捷方便的上市地

新加坡是亚太地区重要的金融市场，也是我国企业境外上市的主要目标地点之一。受制于本土经济规模有限、上市资源匮乏的现实情况，新加坡证券市场高度重视对中国上市资源的争夺。2002 年初，新加坡经济发展局驻中国代表处在北京成立，其主要职责就是寻找、帮助中国的中小企业、民营企业到新加坡上市。新加坡股市在国际上以严格和稳定著称，但目前却对中国企业网开一面，在上市标准和上市程序上相对宽松。新加坡证券交易所将自身定位为一个泛亚洲的证券市场，中国企业到新加坡上市，程序简单，耗时很短，虽然 IPO 募集资金比较有限，但一旦上市后，在再融资方面非常方便。因此，新加坡证券市场吸引了

大批规模相对较小、且希望尽快实现上市目标的中国民营企业。

图 3.3 2004 年新加坡 IPO 中国民营企业的行业分布



资料来源：《2004 年中国企业海外上市调查报告》（闫冬、姜宁、梁茂蕾）。

2004 年，三地市场中香港与美国均有中国国有企业新上市，而新加坡新上市的 31 家中国公司全部为民营类企业。根据 WIND 资讯系统的统计，截至 2005 年 4 月底，共有 55 家中国公司在新加坡证券市场上市，其中仅 6 家为国有企业，其他 49 家均为非国有背景（包括合资企业和民营企业）。新加坡上市的民营企业还有一个鲜明的特点，就是行业分布非常分散。2004 年在新加坡新上市的中国民营公司中，食品、农业、制造业与通讯和 IT 的企业最多，占到所有公司数目的 63%，其次是环境、消费品、药业与保健品、包装、纺织等行业的企业。

2、民营企业大量境外上市的原因分析

大批民营企业远赴境外上市，虽然有利于我国民营经济的发展，有利于这些企业自身公司治理机制的改善，但也有不利的影响：首先，民营企业大量境外上市，进一步流失了国内上市资源，削弱了中国证券市场未来发展的潜力；其次，境外上市高昂的上市成本加重了民营企业的负担，不利于企业的长期发展；第三，对于很多并没有迈入国际化阶段的民营企业来说，境外上市使得它们远离本土市场，一方面不利于自身发展，另一方面也被迫接受境外投资者的偏低估值。为了中国证券市场的长远发展和民营经济的健康成长，我们应该鼓励更多的民营企业能够在本土证券市场上市。具体地分析，导致民营企业产生偏好境外上市的主要原因有以下几个方面：

（1）多层次资本市场体系尚不健全，有限的市场容量难以容纳成千上万的拟上市公司

长期以来，民营企业融资渠道不畅的问题一直是阻碍其发展的瓶颈之一。我国的民营企业以中小企业为主，在银行信贷融资方面远远比不上国有企业受银行的亲睐。在境内证券市

场上市直接融资一直以来是中国民企梦寐以求的，但真正能够实现的又非常有限。有数据统计，每年申请在 A 股上市的企业超过 1000 家，而获批的不超过 100 家，其中，民企获准上市的更是凤毛麟角。

目前国内的资本市场仅有主板市场，虽然 2004 年 5 月我国已在深圳设立中小企业板，但其上市标准及程序基本和原先的主板条件相同，是我国建立多层次资本市场上的一小步，离完善的多层次资本市场尚有很大的差距，发行体制没有根本变化，民企上市融资环境也难有实质性的变化。

千军万马争过独木桥的情况使得上市竞争非常激烈，民企的普遍特点是规模较小、成立时间不长但盈利能力强，我国上市标准中关于资本规模、盈利记录及融资额度等方面的限制将大量处于高速成长期的民企排除在上市公司之外。符合上市条件的民企基本已步入成熟期甚至衰退期，投资者没有分享到企业高速增长阶段的成果，却承担了企业步入衰退期的代价。以浙江省为例，目前全省的股份公司已经有 770 家，并且每年还在以 90 多家的速度递增，而全省民营企业数量已突破 30 万家，位居全国第二，根据 2003 年国家五部委的排查统计，全国最具成长性的 500 家民营企业中，浙江省占 108 家。但从上市情况来看，截至 2004 年 5 月，浙江省已过会未发行的企业有 16 家，已上报材料等待审核的有 8 家，共计 24 家。2003 年通过首发上市的企业才 7 家。从以上数字可以看出上市资格竞争的激烈程度。

在这样的背景下，无论是民营企业本身，还是地方政府，都把发行上市的希望寄托到境外市场。国内外的投资银行和咨询机构，在说服和动员各地民营企业境外上市方面下了很多功夫，吸引了大批民营企业。同时，各地地方政府从促进本地经济发展出发，也对民营企业的境外上市制定了诸多鼓励措施，有些地区甚至采取了重奖境外上市成功者的手段。

专栏 3.3

广东省政府重奖企业上市

广东具备在港上市条件的公司超过 1000 家。广东省政府首份民企投资香港意向调查初步显示，70%的受访广东民企，均有意赴港设立公司或上市。顺德经贸局表示，目前华润涂料、乐从供销集团、地中海洁具、联塑集团和亿龙电器等近 10 家企业表示了上市的意愿，行业涉及涂料化工、模具、金属材料、家电、商贸、建材等，有的还计划以红筹模式在香港上市。佛山南海区则有 20 多家企业有意赴港上市。为了鼓励企业上市，两地政府不约而同地出台了重奖措施：南海从财政优惠和奖金奖励两方面促进区内企业上市——成功上市

后，上市发行募集资金在人民币 1 亿元以上的，一次性奖励 100 万元；1 亿元以下的，一次性奖励 50 万元；顺德则设立“区扶持企业上市专户”，规定在 2009 年 12 月 31 日前完成上市辅导期及成功发行股票的企业，由区政府一次性奖励 50 万元。

资料来源：《中国证券报》2005 年 5 月 16 日第三版。

(2) 现行上市制度有利于业绩中等但规模大的国企而不利于盈利能力强规模小的民企，而境外上市效率高、程序简单、业绩标准低

从上市规则来看，我国主板市场与香港、美国市场在上市条件的具体条款上则是各有要求和偏重，其差异主要表现在：

(1) 我国 A 股市场有最近三年盈利的要求，而香港创业板上市只需两年活跃业务纪录而不设盈利要求，NASDAQ 市场对还没有盈利的发展型公司不设要求。对处于初创期的民营企业，在创业初期不可能达到连续三年盈利，但对于成长型企业来说，这一阶段的资金需求又是至关重要的。因此，海外上市则成了唯一的选择。

(2) 海外市场无明确的产业要求，如香港创业板是以“增长潜力”为定位主题，对象是各行各业中需要外部资金来进行明确扩张或发展计划的新兴公司。一般而言，高新技术企业都可算作增长公司，而增长公司不一定都从事高新技术。因此，民营企业在无法获得国内高新技术企业认定的情况下，多倾向于选择到海外二板市场上市。

(3) 在诸如经营业务记录、公众股东最少数量、最近有无重大违规行为等方面，海外市场要求也较低。而我国主板市场除了要求企业“主营业务突出，生产经营符合国家产业政策”之外，还有诸如：证监会规定的其他条件等不确定因素。因此，企业在上市过程中，不能较为准确地对上市进度做出规划，这不能说不是我国主板市场的一大弊病。这也在某种程度上形成了企业上市的不可预算成本之一。

对比三地市场的上市条件，可以发现境内主板的利润条件是一道最难以逾越的坎。现在 NASDAQ 上市的民营企业多为 IT 企业，其中以互联网企业为多。以搜狐、新浪、网易为例，作为中国知名的门户网站，一个共同的特点就是，创业初期一直处于“烧钱”状态而没有净利产生。以境内 A 股市场的标准而言，这三家企业直至今日都还不符合上市要求。然而，NASDAQ 和风险投资却对其敞开了大门。随着电子商务价值的迅速提升，搜狐和网易在 2002 年下半年实现了盈利，新浪于第四季度也实现盈利。从风险投资的初期介入，到创业板市场募股上市，历时数年，终于迎来互联网企业的光辉岁月。三大门户网站的发展诚然与中国经

济的持续快速发展密不可分，但是，境外证券市场给予它们的支持谁也无法否认。而国内的主板市场的三年盈利要求事实上扼杀了许多初创期的优秀企业进军国内资本市场的初衷。一个成熟的资本市场首先应是一个多层次的资本市场，千呼万唤始出来的中小企业板对于中国证券市场的影响不可小觑。然而，中小企业板在加强企业上市后运行及交易监管的同时，在企业上市条件、股份流通等问题的处理上基本仍与主板相同，这对于许多优秀中小企业来说仍是一道不可逾越的障碍。

(3) 境外证券市场筹资费率较高，但费用较为可控

民营企业在境内外市场 IPO 所需费用基本由以下三部分构成：(1) 交易所费用：主要是入市费和年费；(2) 中介费用：包括证券律师费用、会计师费用、财务顾问（或保荐人）费用、物业估值费用、资产评估费用、承销商费用等等；(3) 推广辅助费用：如市场推广费用、印刷费用、其他行政费用等。

在上市的直接费用方面，海外市场比内地市场高出不少。根据估算，融资成本占融资额的比例在 NASDAQ 是 10%以上，而在香港主板则高达 20%以上。在香港上市的固定费用约达到 1000 万港币，即使在香港创业板，费用一般也要达到 1500 万元人民币以上，融资成本占到融资额的 10%至 15%。同时，在境外上市后的维持成本也较内地要高。

境外发行筹资与上市的时间周期要明显短于国内主板市场，伴随高效率的同时要求的也是较高的佣金比率。根据香港创业板 41 家民企的招股说明书，对每家上市公司的承销商所收取的佣金比率和总计上市费用²进行统计分析，得出结果如下：承销商所收取的佣金占上市公司所有配售股份（不包括未获配售的超额配发股份）总发行价的比率从 2.5%至 6%不等，平均比率是 3.659%。民企 IPO 的总计费用则从 700 万至 4700 万港元不等，平均费用是 1520.134 万港元/家，各项费用占 IPO 募集资金总额的平均比例约为 16.34%。

近年来，国内主板市场小盘科技股发行上市频率增快。上证联合研究计划第十一期课题《民营企业境内上市融资障碍研究》报告选择了 2003 年 7 月发行上市的、流通股本小于 2500 万的上市公司，总计 13 家。数据采样分析后发现，每家企业支付给承销商的承销费用占其募集资金总额的平均比例为 3.137%，总计上市费用占其募集资金总额的平均比例为 4.872%，远低于香港创业板。而这 13 家公司的平均上市公开发行股本为 2107.7 万元，平均募集资金总额为 25771.97 万元。具体见下表。

² 承销商所收取的佣金比例和总计费用数据来源于各公司招股章程之包销一节，以承销商招股前所做的预测数据为准，可能与实际支出费用有差别。其中，总计费用主要包括包销及配售佣金连同文件编撰及财务顾问费、联交所上市费、证券及期货事务监察委员会交易征费、联交所交易费、法律及其它专业服务、印刷费及有关配售的其它费用。

表 3.4 境内外上市筹资及费率一览表（根据 13 家样本公司数据计算）

	券商承销费占 募集资金比例	IPO 平均上市费 用	平均募集资金 额	IPO 上市费用占募 集资金比例
香港创业板	3.659%	1520.13(万元港 币)	9303.15 (万元 港币)	16.34%
国内主板（注）	3.137%	1255.09(万元人 民币)	25771.97(万元 人民币)	4.87%

注释：国内主板公司样本是 2003 年 7 月份至 2004 年 4 月底上市的流通股本小于 2500 万的 13 家上市公司。

资料来源：上证联合研究计划第十一期课题《民营企业境内上市融资障碍研究》。

可以看出，香港创业板市场的费率较国内要高。但应该看到的是，企业的上市成本不仅包括货币化的有形费用，也包括因操作程序繁琐、政策与市场风险而导致上市失败等形成的无形成本、机会成本和沉没成本。虽然仅从显性成本比较而言，民营企业选择在国内主板上市要比在香港创业板和 NASDAQ 有利得多。但考虑到隐形成本，境内上市审批手续复杂、时间漫长，不确定性大，比如，时间上首先是经过一年的辅导期，然后还要有漫长的上会审批过程。假定最终募集到的资金总额相同，但是各个市场首发的时间有先有后，亦将导致未来现金流的贴现值的多寡不同，其对发行公司所产生的绩效自然也有很大差异。而若是最终上市不成功，则由于准备上市而暴露的税收漏洞将直接增加民企的税收成本。因此，不少优秀的民营企业选择境外上市，各项费用的可控性和时间进程上的可预期性都是重要的因素。即使经过了管理部门的层层审批，公司还要等待漫长的排队发行，以中小企业板的第一股新和成为例，2003 年 5 月就已经通过审核，但一直到 2004 年 6 月才得以公开发行募股，前后历时 1 年多，期间还因各种原因更换承销商三次，如果不是借助“中小企业板”的东风，新和成的发行排队还不知道需要再等多长时间。

（4）境内证券市场筹资总额较高，再融资不及境外市场便利

招股筹资、扩大经营规模是企业上市的主要目的之一。民营企业境外上市最直接的收益就是获得企业发展所需的资金。从民营企业香港创业板上市筹资额度看，明显低于国内主板水平。香港创业板 41 家民企平均筹资总额为 9304.67 万港元，其中，物美商业筹资总额最高为 54706.144 万港元，骏科网络最低，为 3000 万港元。由于物美商业与柯林格尔的筹资绝对值分别为 5.47 亿港元和 5.45 亿港元，远远超出平均值，将其剔除后的平均筹资总额是 6979.82 万港元/家。

相比较而言，境内民营企业在 NASDAQ 的 IPO 筹资总额要比香港创业板高出一截，其平

均每家首发募集资金额为 8499.4 万美元。当然，这与民营上市公司所属的行业分布也有较大关系。目前在 NASDAQ 上市的民企以 IT 行业居多，而 IT 行业中的高成长性企业在美国创业板往往能获得较高的招股价格，如携程能以 18 美元的高价发行募集资金 7560 万美元。

我国多数民营企业处于创业阶段，资金需求量极大。从 IPO 融资总额上看，境内上市要高于香港创业板水平，与 NASDAQ 基本持平。而从市盈率看，香港创业板的 IPO 市盈率以 8—10 倍居多。以 2003 年后首发上市的 16 家民营企业为例，其发行市盈率从 4.35 至 21.42 不等，平均首发市盈率为 10.07（数据详见下表）

表 3.5 2003 年 1 月至 2004 年 3 月香港创业板民企首发市盈率一览表

公司代码	公司简称	注册地	行业	发行价（港元）	发行市盈率
8230	东江环保	中国	环保化工	0.338	9.96
8263	速达软件	开曼	IT	0.303	8.37
8258	西北新技术	中国	新材料	0.25	10.61
8042	玖源生态农业	开曼	化肥农药	0.4	9.00
8225	万全药业	开曼	医药	0.41	8.48
8270	新意科技	开曼	IT	0.3	8.22
8285	研祥智能科技	中国	电子元件	0.9	8.52
8243	大贺户外传媒	中国	传媒	0.53	11.02
8249	宁波屹东	中国	电子元件	0.5	7.46
8277	物美商业	中国	商业	6.22	21.42
8292	慧聪国际	开曼	IT	1.09	13.29
8148	交大铭泰软件	开曼	IT	0.43	7.99
8290	天津天联	中国	燃气	0.25	15.07
8276	世纪阳光	开曼	有机化肥	0.55	4.35
8273	浙江展望	中国	制造	1.33	8.25
8199	山东威高	中国	医药	0.62	9.13
平均	/	/	/	/	10.07

资料来源：上证联合研究计划第十一期课题《民营企业境内上市融资障碍研究》。

NASDAQ 则比较特殊，因为不少 IT 企业上市前没有盈利记录，所以这类企业无发行市盈率可做参考。但有盈利记录的企业其 IPO 市盈率一般在 20 倍左右，与境内市场水平基本相当。但是境外资本市场的规模优势是非常明显的，强劲的资金实力能够保证境外市场在应对巨额融资时有更大的回旋余地，而国内资本市场融资规模则相对较为有限。从企业自身的角度讲，境内市场的 IPO 过程较长，时间和成本都具有一定的不确定性。再者，从再融资的难易程度看，海外证券市场远比内地容易得多，只要企业有良好的业绩预期，股票能够发行成功，可以随时增发新股，而国内则对企业增发新股设置了多个行政部门审批，增加了民营企业在境内融资的时间成本。因此，那些有扩大经营规模、加快资本运作和提升国际竞争力需

求的民营企业，自然会选择上市制度更为规范快捷的境外市场上市。

总之，推动大量民营企业境外上市的原因是多方面的，既有因为国内市场容量有限难以实现上市目标的无奈，也有国内市场制度缺陷导致的民营企业对境外市场的偏好。因此，为了推动更多民营企业在国内证券市场上市，需要采取积极的措施，扩大市场容量，改革发行制度，规范市场运作，让本土证券市场对民营企业形成强大的吸引力，同时也为它们敞开宽阔而严格的大门。

我国民营企业上市的方式选择

对于企业而言，采取什么样的方式上市，是一个在启动上市工作程序之前必须认真思考的问题。从我国证券市场的实际情况来看，民营企业上市主要有三种方式：新股发行（IPO），买壳（借壳）和管理层收购（MBO）。

新股发行是最为直接而规范的方式，民营企业通过新股发行上市过程，不仅可以获得较大规模的融资，而且可以推动整个企业的经营管理制度规范化，对企业长期发展意义重大。然而，由于中国证券市场目前存在一些发展中的问题，新股发行过程耗时较长、难度较高、不确定性较大。

买壳上市是我国民营企业发行上市的一个重要途径，指的是企业通过购买已上市公司，进行资产重组，跻身上市公司行列，从而间接地实现上市目标。买壳上市不需要经过发行审核过程，企业自主性比较强，通常耗时不多，而且收购往往只涉及上市公司非流通股份，价格比较低。然而，我国上市公司股权分置问题还没有解决，公司控制权市场不发达，民营企业能够收购的“壳”往往是一些业绩很差的“问题公司”，可能给企业完成买壳上市后的后续发展带来了严重的困扰。

管理层收购涉及公司较少，指的是企业的管理层利用自有或者借贷资本来收购公司全部或部分股权，从而达到控制企业的目的。对于国有企业而言，管理层通过这种方式一旦完成收购，其性质也就转变为民营企业，成为民营上市公司的一员了。

1、我国民营企业上市方式选择概况

根据上海证券交易所研究中心的统计，截至 2004 年底，在上海证券交易所 830 家 A 股上市公司中，共有 210 家民营性质的企业，其中 103 家为 IPO 直接上市，另有 98 家本来是国有企业或者集体所有制企业，经过民营企业收购后进行资产重组成为民营性质的上市公司，也有 9 家公司为原国有企业或集体企业经过管理层收购方式成为民营上市公司。

表 3.6 我国民营企业上市的不同方式选择

上市方式	家数	比重
IPO	103	49.05%

买壳	98	46.67%
MB0	9	4.29%
合计	210	100.00%

数据来源：上海证券交易所研究中心统计。

中国证券市场在过去的十五年里，完成了从初创到逐步成熟的过程。在这一过程中，民营企业上市的方式也经历了逐步的变化。

1996 年以前，民营企业上市还是非常罕见的事例，国有企业垄断了直接发行上市的机会，同时上市公司控制权市场暂付阙如，民营企业也不能通过买壳的方式间接上市。只有极少数得到地方政府支持的民营企业通过 IPO 方式直接上市，成为证券市场上特殊的成员。在此阶段，也有公司进行了买壳上市的积极尝试。1994 年 4 月 28 日，民营企业恒通集团股份有限公司斥资 5160 万元，以每股 4.3 元的价格收购上海建材集团总公司持有的棱光实业 1200 万国有股，占总股本的 35.5%，成为棱光实业第一大股东，上海建材集团以持股 21.1% 退居第二大股东，创下了中国证券市场国有股转让第一案。虽然后来棱光实业遭到大股东的“掏空”，但这一民营企业买壳上市的案例仍然为后来民营企业的上市开辟了一种新的途径。

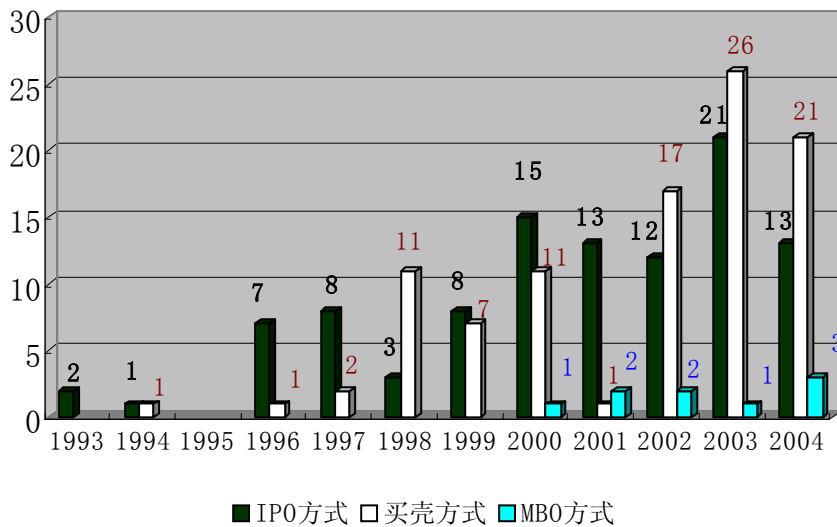
1996 年以后，民营企业上市有了快速发展，越来越多的民营企业开始了寻求上市的努力。在 1996—1997 年期间，通过各种方式获得地方政府的支持而直接发行上市是民营企业上市的主要途径。1998 年后，资产重组的浪潮兴起，买壳上市开始快速发展起来。由于证券市场相对低迷，一些国有性质的上市公司经营业绩下滑成为资产重组对象，民营企业开始获得了越来越多的买壳上市机会。一些规模较大，对证券市场认识较早民营企业开始积极寻找“壳”资源，通过并购方式进入证券市场。

2000 年以后，中国证券市场进入了快速走向规范化的新阶段。民营企业的上市方式在这一阶段体现出两个特点：一个特点是 IPO 方式和买壳方式在这一阶段都有了突飞猛进的发展，另一个特点 MB0 作为一种新兴的方式出现在证券市场上。2000 年后，随着民营经济日益受到重视，证券市场对民营企业的歧视性做法也逐渐发生了变化。证券市场发行制度改革取消了额度制，新的发行核准制下越来越多的民营企业获得了公平的发行上市机会，大量民营企业通过 IPO 方式直接上市。与此同时，“国退民进”的浪潮使得民营企业获得了更多的兼并收购国有性质上市公司的机会，买壳上市的民营公司数在 2003—2004 年达到了一个高潮。民营企业买壳上市不必经过漫长的审批、登记、办理公开发行手续阶段，可以在较短时间内达到上市的目的。一般来说，整个买壳上市过程在几个月的时间既可完成，远远少于直

接上市的时间要求。但如果是收购国有股权，必须得到财政部的批准同意。2003 年以后，财政部对国有股转让审批的速度明显加快，从而大大推动了民营企业买壳上市的进程。

2000 年以后，随着一些国有企业和集体所有制企业的产权改革，管理层收购也有了很快的发展。根据我们的统计，2000-2004 年期间共有 9 家国有或集体性质的上海证券交易所上市公司通过 MBO 的方式成为民营性质的企业。由于很多企业的管理层收购采取了更为迂回曲折的方式，通过 MBO 方式成为民营企业的上市公司真实数量应该更多。

图 3.4 不同上市方式民营上市公司家数（1993—2004 年）



数据来源：上海证券交易所研究中心统计。

专栏 3.4

中国证券市场第一家自然人控股上市公司——天通股份

1984 年，时任海宁市郭店镇农机水利站长的潘广通“弃农从工”，在一片荒地上建起了生产软磁材料的海宁电子元件厂。天通的第一个身份是乡镇企业，当时大多数企业都这样，因为政策导向，头上都戴了一顶“红帽”。1993 年，潘广通主动找到郭店镇政府要求进行股份制改造，当年 8 月，海宁电子元件厂进行产权界定，改制为天通电子有限公司，在郭店镇政府镇集体股、镇水利农机管理站法人股以及本公司企业集体股 3 块之外，潘广通等 304 名职工个人出资 110 万元入股，仅占总股本的 9.28%。随后企业获得了“国家重点扶持高科技企业”的称号，企业所得税由 33% 改为 15%，并且国产设备经批准可抵扣所得税。

1997 年 10 月，潘广通父子又按照《公司法》对企业进行改制，将原企业集体股 591.25 万股全部转让给全体职工，将原公司个人股东潘广通等 10 名股东转为自然人股东，其余个

人股东组建为职工劳动保障基金会。规范后的天通由职工劳动保障基金会等四家法人股东和潘广通等 10 个自然人股东组成，注册资金变更为 3979.79 万元。通过“职工劳保基金”移步换影，实质上的自然人股东身份戴上了法人帽子，而且看起来股份结构多元化。同年 12 月，公司部分股东间又进行了股权转让，使自然人的股权超过了法人股。

1998 年 11 月，天通顺利进行了增资扩股。同时将 33 名自然人由原通过公司职工劳动保障基金会对公司持股，变更为对公司直接持股。这是还原自然人股东本来面目的第一步，变更后的公司由 6 家法人和潘广通、潘建清及其他 42 名自然人股东组成。

1999 年，公司由有限公司变更成股份有限公司注册时，考虑到员工持股会作为股份公司的股东持有股份这种方式缺乏法律依据，便将员工持股会持有的全部股份转让给 25 名员工。就这样，天通又成功地摘下了“红帽子”，完全恢复了以潘广通父子持股为主的家族企业的本来身份，为后来以民营企业身份发行上市做好了准备。

2001 年 1 月，天通股份上市，发行后总股本 15298 万股，流通股本 4000 万股，董事长潘广通持有 1688 万股，其子潘建清任副董事长、总经理，持有 1598 万股，他俩分别为公司第一、二大股東。潘广通之妻杜海利任总经办副主任，持有 136.2 万股；其子潘建忠任公司采购部原材料采购副经理，手中持有 182.8 万股公司股份；其女潘娟美任公司贸易一区深圳销售副经理，拥有 206.2 万股，以上股份合计 3811.2 万股，占公司总股本的 25%。此外，杜海利之弟杜海仪持有 40 万股，任贸易二区业务经理；公司监事张锦康及其女公司财务部主办会计张晓红合计持有公司 275 万股；财务中心资金管理部副经理张桂宝和弟弟贸易二区业务经理张敬民合计持有公司 99.5 万股。这样，公司有关联关系的股东总额高达 4226 万股，占公司总股本的 27.6%。天通股份成为中国证券市场上第一家完全自然人控股的上市公司。

资料来源：根据有关公开报道整理。

下表统计了 1993—2004 年期间上海证券市场新股发行上市的情况，清楚地表明民营企业在新股上市中的地位越来越重要。在 1998 年以前，民营企业的 IPO 占全部新股发行的比重非常低，1995 年甚至没有民营企业的 IPO。1999 年后，民营企业 IPO 数量快速增长，占全部新股发行的比重有了显著提高。2003 年，民营企业 IPO 占上海证券交易所全部 IPO 的比重已经达到 31.34%。

表 3.8 民营企业 IPO 占全部 IPO 数的比重（1993—2004 年）

年份	上海证券交易所 A 股 IPO 总数	民营企业 IPO 数	比重
1993	66	2	3.03%
1994	19	1	5.26%

1995	8	0	0.00%
1996	84	7	8.33%
1997	82	8	9.76%
1998	51	3	5.88%
1999	46	8	17.39%
2000	88	15	17.05%
2001	75	13	17.33%
2002	70	12	17.14%
2003	67	21	31.34%
2004	61	13	21.31%

数据来源：上海证券交易所研究中心。

从未来趋势来看，IPO 将成为民营企业上市的主要方式。这一判断基于以下理由：首先，证券市场对民营企业的歧视性对待已经成为历史，民营企业在新股发行审核过程中获得了公平的待遇；其次，通过并购重组方式进入证券市场虽然相对快捷，但近年来的经验表明，买壳上市的企业往往面临着很大的财务困难，既加重了企业的经营压力，也对买壳上市后的再融资形成了障碍；第三，随着我国证券市场规范化建设的加快，特别是股权分置改革的深入进行，我国证券市场将迎来新一轮快速发展，证券市场迫切需要引入更多的新鲜血液，这就为更多优秀的民营企业的发行上市开辟了宽阔的道路。

买壳上市是目前民营企业上市的主要途径之一，在未来相当长的一段时期内仍将得到发展。在“国退民进”的大背景下，越来越多国有企业，尤其是那些竞争性行业中的国有企业，将成为民营企业并购重组的对象。目前的中国证券市场上，由于历史的原因，存在着相当数量的业绩较差的上市公司，从存量优化的角度出发，民营企业介入这些企业的资产重组从而买壳上市，仍然是值得鼓励提倡的做法。因此，在未来几年中国证券市场结构改革的过程中，将有越来越多的民营企业买壳上市行为出现。

MBO 作为国有企业民营化的方式，虽然一度受到积极评价，但从一开始就受到来自各方面质疑。由于 MBO 的对象都是国有企业，国有资产流失不可避免成为国家有关部门关注的焦点。作为一种新生事物，管理层收购在我国刚刚兴起，还存在一系列不规范之处，尤其是在相关法律法规尚不完善，以及在国有资产出资人监管角色尚未到位的情况下，大规模实行管理层持股容易给企业带来较大的风险。近年来，学术界和企业界也对 MBO 的利弊得失进行了激烈的争论。支持 MBO 的意见认为，MBO 实现了管理层持股，促进了管理层与公司其他股东之间的激励相容，从而对企业的长期可持续发展是有利的。反对 MBO 的意见则指出 MBO 操作中存在的种种不规范做法，认为 MBO 在很多案例中都只是企业高管侵犯国有资产、牟取私利的借口和工具。在这样的背景下，MBO 遭遇到严重的政策障碍。

2003年4月，财政部向原国家经贸委企业司发函，建议“在相关法规制度未完善之前，对采取管理层收购的行为予以暂停受理和审批，待有关部门研究提出相关措施后再作决定”。2005年4月14日，国资委、财政部正式公布了《企业国有产权向管理层转让暂行规定》，对企业国有产权向管理层转让提出了规范性要求，对管理层出资受让企业国有产权的条件、范围等进行了界定，并明确了相关各方的责任。该规定明确指出，上市公司的国有股权不向管理层转让。该规定还明确，国有资产监督管理机构已经建立或政府已经明确国有资产保值增值的行为主体和责任主体的地区，可以探索中小型国有及国有控股企业的国有产权向管理层转让，但国家法律、行政法规和规章制度另有规定的除外。同时规定，大型国有及国有控股企业的国有产权不向管理层转让，大型国有及国有控股企业所属从事该大型企业主营业务的重要全资或控股企业的国有产权和上市公司的国有股权不向管理层转让。

根据这一规定，上市公司的MBO实际已经成为不可能。今后一段时间内，这种民营企业上市方式将暂时陷于停滞。但我们相信，随着国有企业体制改革的深入进行，MBO作为国企民营化的一种途径，将来仍然会得到恢复和发展。从长远发展方向来看，民营企业的MBO上市方式有着较为广阔的发展前景。在目前的环境下，更多的上市公司管理层将会通过曲线的方式来实现MBO的梦想。

专栏 3.5

宇通客车的MBO之路

郑州宇通客车股份有限公司（600066）（以下简称“宇通公司”）是1993年在郑州客车厂的基础上成立的一家股份制公司，1997年在上海证券交易所上市。公司总部设在郑州市，是国内大客车制造行业内的重要企业，也是第一家上市的大客车制造企业。

宇通客车MBO被称为以上市公司国有股为对象来实现的第一例管理层收购，其过程比较曲折，影响非常深远。

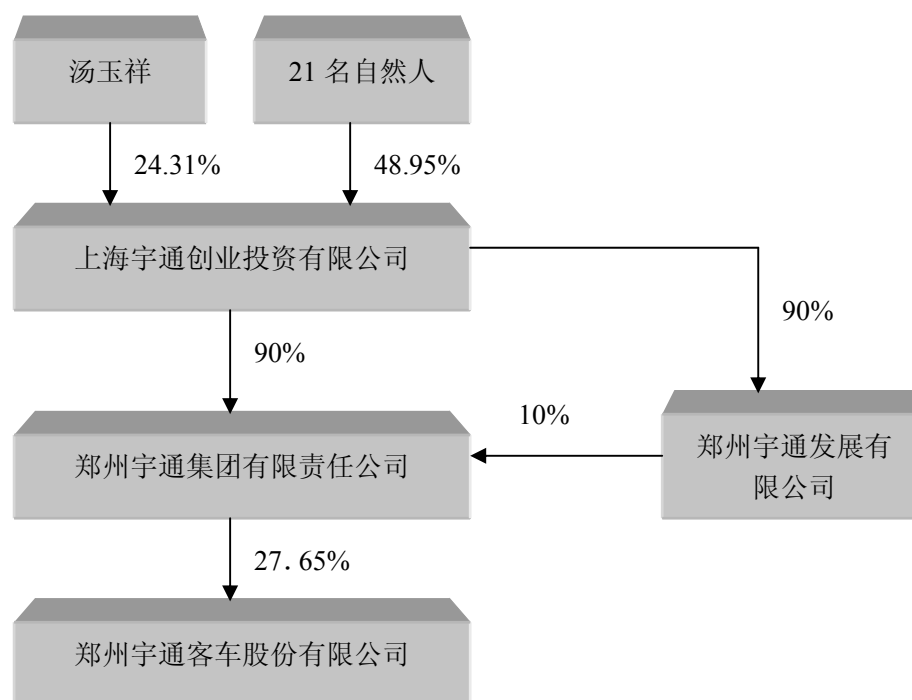
为了实现管理层收购，早在2001年6月，宇通客车就专门为其MBO计划设计了一家上海宇通创业投资有限公司，注册资金为12053.8万元，该公司股东包括宇通客车董事长汤玉祥和其他21名字通职工。随后，上海宇通与郑州市国资局（郑州市国资局的职能后划转给郑州市财政局）签署了有关协议，约定由上海宇通接手郑州市财政局持有的宇通集团90%的股权并呈报财政部审批；在报批期间，宇通集团持有的宇通客车股权由上海宇通代为管理。2001年8月，上海宇通向郑州市财政局支付了全部的股权转让款。

但在2002年10月，宇通客车被中国证监会处罚，理由是在编制1999年年报时采取了

“财务造假”手段，上海宇通的收购计划遭受挫折。期间，郑州市财政局既没有向上海宇通转让约定股权，也没有返还已收取的股权受让款。上海宇通转而寻求司法途径完成 MBO。2003 年 12 月，上海宇通以申请支付令方式向法院提起诉讼，要求郑州市财政局返还股权转让款及利息。不久，法院裁定冻结了郑州市财政局持有宇通集团的 100% 股权并委托拍卖行进行公开拍卖。上海宇通创业投资有限公司及其控股 90% 的子公司郑州宇通发展有限公司，通过参加郑州拍卖总行于 2003 年 12 月 29 日对郑州市财政局所持有的宇通集团 100% 股权进行的公开拍卖，竞得宇通集团合计 100% 的股权，成交价款为 1.65 亿元。这样一来，上海宇通间接控制了宇通客车，也就是说汤玉祥等人成为宇通客车的实际控制人。而宇通客车历时多年的 MBO 也基本结束。

与此同时，宇通客车管理层还通过信托的方式收购宇通客车。2003 年 2 月 18 日，中原信托与宇通客车第二大股东郑州第一钢厂签订的股份转让协议，中原信托以每股 6.73 元的价格受让郑州第一钢厂所持 1193.832 万股宇通客车法人股(占总股本的 8.73%)，总价款为 8034 万元。事实上，市场普遍推测中原信托是受第三方委托而进行的收购。4 月 9 日，宇通客车发布公告称，根据中原信托投资有限公司和郑州宇通集团于 2005 年 4 月 7 日签订的《股份转让协议》，中原信托将持有郑州宇通客车股份有限公司 1790.748 万股社会法人股(占公司总股本的 8.73%)以每股 6.00 元的价格转让给宇通集团，完成此次股权转让后，宇通集团将增持公司股份至 5670.078 万股，持股比例从 18.92%到 27.65%。

图 3.5: 宇通客车与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：宇通客车 2004 年年度报告。

宇通客车 MBO 的完成，标志着该公司从一家国有企业转变为民营控股的上市公司。其历时 2 年多的漫长时间，表明 MBO 作为一种企业改制方式，在中国证券市场上仍然面临着各种制约因素，存在着较大的困难。而这一 MBO 案例经过 2 年多的曲折终于完成，也展示了 MBO 对企业管理层具有超乎寻常的吸引力，在未来的中国证券市场上还会获得巨大的发展。

资料来源：根据有关公开披露信息整理。

2、不同上市方式比较

无论采取何种方式，民营企业成为上市公司都是自身发展过程中的一次飞跃。总体来看，民营企业上市主要通过 IPO 和买壳方式实现，MBO 只发挥了一种补充性的作用。这几种上市方式对民营上市公司来说，究竟有什么意义，下面进一步从不同的角度展开分析。

(1) 不同上市方式的地域分布比较

从地域分布来看，沪市民营上市公司分布在我国 32 个省级行政区中的 30 个，只有台湾省和宁夏自治区为空白。从表面上看，这说明民营经济已经不再是在经济发达地区独秀的经

济成分，也和民营经济对整个国民经济贡献度提高的事实相符合。

我们根据不同上市方式，进一步整理了不同类别上市方式的民营上市公司地域分布情况，结果见下表。

表 3.9 沪市民营上市公司地域分布一览表

省份	全部民营公司	IPO	买壳	MBO
安徽省	2		2	
北京	6	5	1	
福建省	10	6	4	
甘肃省	2	1	1	
广东省	14	10	3	1
广西壮族自治区	2	2		
贵州省	2	1	1	
海南省	3	2	1	
河北省	2	1	1	
河南省	5	2	2	1
黑龙江省	7	3	4	
湖北省	12	6	6	
湖南省	4	1	2	1
吉林省	5		4	1
江苏省	21	13	8	
江西省	1	1		
辽宁省	6	3	3	
内蒙古自治区	5		3	2
青海省	3		3	
山东省	6	2	4	
山西省	2	1	1	
陕西省	5	4	1	
上海	27	7	19	1
四川省	15	6	9	
天津	1	1		
西藏自治区	4	2	2	
新疆维吾尔自治区	6	3	2	1
云南省	3		3	
浙江省	27	19	7	1
重庆	2	1	1	
合计	210	103	98	9

资料来源：上海证券交易所研究中心。

与买壳方式相比，IPO 上市方式的门槛相对更高，除了要满足严格的上市客观条件以外，还要面对证券公司投行部门、会计师事务所和律师事务所等专业中介机构以及证监会发审委

的多重审查。因此，市场对选择 IPO 方式上市的民营企业的要求相对较高，而且从整体上说，这些企业在资本运作方面的投机性也比买壳上市的民营企业低。

从以 IPO 方式上市的民营公司的地区分布来看，浙江、江苏和广东分别以 19 家、13 家和 10 家排名前三位，三省合计占民营企业 IPO 总数的 40.78%。排除其他 IPO 上市样本数较少的省份，从这三省的民营企业上市总体情况来看，IPO 也是这三省民营企业上市的主要途径。在浙江、江苏和广东三省的民营上市公司总数中，以 IPO 方式上市的公司比例都超过了 50%，分别为 70.37%、61.9%和 71.43%，这样高的比例是其他省级行政区不能相比的。这说明，浙江、江苏、广东等沿海省份的民营经济发展相对成熟，发展水平也较高。此外，在有民营企业上市的 30 个省级行政区中，有 25 个都有 IPO 上市的民营企业，这表明 IPO 方式已经成为全国各地民营企业上市的通行方式。

与 IPO 方式相比，买壳上市以其操作的便利性，时间成本和操作难度相对较低，而成为民营企业取得上市资格的主要方式之一。在有民营上市公司分布的 30 个省级行政区中，27 个存在买壳上市的情况，较 IPO 方式多 2 个。

从买壳上市民营企业的地区分布来看，上海最多，有 19 家，占到本地民营上市公司总数的 70.37%。深入具体公司分析可以发现，近年来，很多上海本地老资格的上市公司经营出现困难，被原行政主管部门出售给民营企业，例如上海永久、永生股份、上海港机、豫园商城等久负盛名的老国企都已经民营化。这样一来，很多民营企业也就通过买壳上市顺利地成为上市公司。其中一些民营企业通过资产置换，变更了公司的行业属性，如上海港机被民营企业收购后，原来的港机制造资产全部被置换出去，收购方的房地产开发资产置换进来，完全变成了一家房地产行业上市公司。也有一些民营买壳方保留了企业原有的资产，如上海永久转让给民营企业后，买壳方虽然置换了部分资产进入公司，但公司原有的自行车制造资产仍然保留下来，在公司业务中还占了主导地位，并通过一段时间的调整重新盈利。

除上海外，四川、江苏和浙江是买壳上市公司最多的三个省份，分别有 9 家、8 家和 7 家民营公司买壳上市。除了四川是内陆省份外，江苏和浙江都是东南沿海省份。这表明，沿海民营企业在买壳上市方面也较内陆地区更为便利。

(2) 不同上市方式的行业分布比较

从上市公司的行业分布来看，采取 IPO 方式和买壳方式上市的民营上市公司行业分布基本相似。从大类来看，制造业都集中了最多的公司，综合类也是公司比较集中的行业。相对而言，采用 IPO 方式上市的民营企业中的信息技术类公司更多一些。

表 3.10 不同上市方式下沪市民营上市公司的行业分布概览

行业	IPO	买壳	MBO	合计	比重
采掘业				0	0.00%
传播与文化产业		3		3	1.43%
电力、煤气及水的生产和供应业		3		3	1.43%
房地产业	4	3		7	3.33%
建筑业	3	2		5	2.38%
交通运输、仓储业	1	1		2	0.95%
金融、保险业	1	1		2	0.95%
农林牧渔业	5	4	1	10	4.76%
批发和零售贸易	1	13		14	6.67%
社会服务业	1	3		4	1.90%
信息技术业	13	5		18	8.57%
制造业	66	50	7	123	58.57%
综合类	8	10	1	19	9.05%
合计	103	98	9	210	100.00%

数据来源：上海证券交易所研究中心统计。

为更好地了解不同上市方式下行业分布的差异，我们将制造业这一大类细分为二级行业，提升制造业 10 个子行业的位置，将其独立出来与其他一级行业一同排序分析。结果见下表。

表 3.11 不同上市方式下沪市民营上市公司的行业分布概览（制造业细分为 10 个子行业）

行业	IPO	买壳	MBO	合计	比重
采掘业				0	0.00%
传播与文化产业			3	3	1.43%
电力、煤气及水的生产和供应业			3	3	1.43%
房地产业	4	3		7	3.33%
建筑业	3	2		5	2.38%
交通运输、仓储业	1	1		2	0.95%
金融、保险业	1	1		2	0.95%
农林牧渔业	5	4	1	10	4.76%
批发和零售贸易	1	13		14	6.67%
社会服务业	1	3		4	1.90%
信息技术业	13	5		18	8.57%
综合类	8	10	1	19	9.05%
电子	8	1		9	4.29%
纺织、服装、皮毛	9	5	1	15	7.14%
机械、设备、仪表	13	11	2	26	12.38%
金属、非金属	5	10		15	7.14%
木材、家具	2			2	0.95%
其他制造业	3	2		5	2.38%
石油、化学、塑胶、塑料	7	8	1	16	7.62%

食品、饮料	4	5		9	4.29%
医药、生物制品	14	8	2	24	11.43%
造纸、印刷	1		1	2	0.95%
合计	103	98	9	210	100.00%

数据来源：上海证券交易所研究中心统计。

从表中可以看到，通过 IPO 发行上市的 103 家民营上市公司中，公司最多的三个行业依次是：医药与生物制品行业、机械设备和仪表制造业、信息技术行业。在买壳上市的 98 家民营上市公司中，公司最多的三个行业依次是：批发和零售贸易业、机械设备和仪表制造业、综合类以及金属和非金属制造业。这样的分布说明，IPO 方式上市的民营企业，有着更高的技术含量和资本密集度，而买壳上市的民营企业更多的分布在传统行业中。

形成这一特征的原因可能在于：在发行审核制度改革后，具有较高科技含量的成长型民营企业，一方面有着很高的 IPO 积极性，另一方面也更容易通过发行审核过程。在 1999 年前后的一段时间里，信息技术行业内的高科技企业曾经一度盛行参与上市公司资产重组，买壳上市，并带动二级市场股票价格的快速上涨。但随着市场步入理性，买壳上市更多地发生在传统行业的民营企业中。此外，可供买壳上市选择的“壳”资源通常集中在批发零售贸易等传统行业中，即使完成买壳上市交易后，资产的置换也需要时间和面临各种困难，所属行业往往不能很快变更。

(3) 不同上市方式的企业规模和经营业绩比较

我们对三种不同上市方式的沪市民营上市公司的资产规模和市值规模进行了统计（见下表）。

统计表明，MBO 方式上市的民营企业，具有最大的总资产规模和市值规模，也具有最高的资产负债比率。这一结果与 MBO 的性质相符。但由于 MBO 公司样本仅有 9 家，这一结论尚缺乏足够的统计支持。

就 IPO 方式和买壳方式进行比较，我们发现通过 IPO 方式上市的民营企业，其资产规模和市值规模要大于买壳方式上市的民营企业，而且资产负债水平也较低。这一结果表明，通过 IPO 方式上市的民营企业，企业规模较大，发展更为成熟。

表 3.12 不同上市方式下沪市民营上市公司的资产和市值规模比较（2004 年年报数据）

	总资产均值（万元）	净资产均值（万元）	流通市值均值（万元）	总市值均值（万元）
IPO 方式	180354	79353	58681	165954
买壳方式	124363	44756	41948	103046

MBO 方式	335203	60781	100816	204790
--------	--------	-------	--------	--------

数据来源：WIND 资讯系统。

为了更进一步比较不同上市方式下民营公司的经营业绩，我们根据上市公司 2004 年的财务报告，对沪市全部上市公司、全部民营上市公司、以 IPO 方式上市的民营企业、以买壳方式上市的民营企业、MBO 方式形成的民营上市公司、非民营性质的全部上市公司等类别公司的净资产收益水平和每股收益进行了统计，结果见下表。

表 3.13 沪市 A 股不同上市方式民营企业经营业绩比较（2004 年）

	净资产收益率（%）	每股收益（元 / 股）
沪市全部民营上市公司（208 家）	2.30%	0.06
全部民营（剔除亏损公司）（176 家）	8.13%	0.23
IPO 方式民营上市企业（102 家）	4.68%	0.13
买壳上市民营企业（97 家）	-3.35%	-0.06
MBO 方式民营企业（9 家）	4.45%	0.14
沪市非民营上市公司（615 家）	10.37%	0.28
全部沪市上市公司（823 家）	9.57%	0.26

注：以上统计均剔除了金融保险行业上市公司，其中民营上市公司中剔除 2 家金融保险业上市公司，非民营上市公司中剔除了 5 家金融保险业公司。

数据来源：WIND 资讯系统。

从上表中我们得出以下结论：

第一，民营上市公司整体业绩不佳。

仅仅根据上表，我们可以得出民营上市公司整体业绩水平远远落后于非民营性质的上市公司的基本印象。2004 年，全部沪市上市公司加权平均净资产收益率达到 9.57%，每股收益达到 0.26 元，排除了 208 家民营性质上市公司后，沪市全部非民营上市公司的加权平均净资产收益率高达 10.37%，每股收益达到 0.28 元。而沪市全部民营上市公司加权平均净资产收益率仅仅只有 2.30%，每股收益只有 6 分钱。本书第八章对民营企业的经营业绩展开了更详细的分析，进一步区分行业、上市时间、地理区域等条件进行了对比，也基本表明民营企业是整个证券市场经营业绩较差的一个群体。

导致民营上市公司整体业绩不佳的原因很多，但最重要的原因应该在于以下两个方面：一方面，由于我国证券市场在历史上对民营企业存在一定的准入限制，还有大批优秀民营企业没有发行上市，也有一些优秀的民营企业转而在海外证券市场上市，使得上市民营企业的整体业绩没有充分体现出民营经济在我国国民经济中发挥的重要作用；另一方面，国有企业至今仍在我国国民经济中发挥着主导性作用，其中一些上市的国有大型企业还有行业垄断型

企业的性质，在近年来的中国经济高速增长中获得了庞大的盈利，整体拉高了非民营性质上市公司的业绩水平。可以相信，随着越来越多的优秀民营企业在国内证券市场发行上市，以及国民经济中一些重要行业对民营企业的限制逐步取消，民营上市公司作为一个整体在未来的业绩表现理应得到改善。

第二，以 IPO 方式上市的民营企业业绩远好于其他类型的民营企业。

在民营上市公司中，通过 IPO 方式上市的民营企业总体业绩最好，远远优于买壳上市的民营公司。根据统计，沪市 102 家以 IPO 方式上市的民营企业 2004 年加权平均净资产收益率为 4.68%，每股收益为 0.13 元，是民营上市公司中最好的。显然，通过 IPO 方式上市的民营企业具有较好的经营效率，整体业绩最佳。

第三，买壳上市的民营企业业绩非常差。

尽管买壳上市在中国证券市场上方兴未艾，但统计表明，通过买壳上市的民营企业经营业绩极差。2004 年，沪市 97 家通过买壳方式上市的民营企业加权平均净资产收益率竟为 -3.35%，每股收益为 -0.06 元。这意味着，买壳上市民营企业整体上已经成为拖累全体上市公司经营业绩的不利因素，成为拉低民营上市公司整体业绩的重要原因。

导致买壳上市民营企业业绩较差的原因，主要有以下几个方面：

首先，民企与原有企业的管理、企业文化方面的磨合冲突，导致买壳上市后企业业绩难以迅速改善。买壳方买壳上市成功后往往发现面临种种经营管理的阻力，企业容易陷入困境。

其次，壳公司历史包袱难以短期内理清，经营形势难以短期扭转。民营公司为取得上市资格而获得的壳资源在很大程度上是一些业绩较差的公司，甚至是问题很多的 ST 公司，虽然这类公司的收购成本相对较低，但实现扭亏任务的难度却也很大，这就难免会将民营上市公司的整体经营业绩拉低。另一方面，我们也不排除在采用买壳方式上市的民营企业中，有一部分本身就存在这样或那样的经营问题，或不满足 IPO 条件的。

第三，部分民企买壳动机不良，有圈钱和操纵股价的嫌疑。买壳方式上市的民营公司的股权交易在一次收购后依然活跃表明，对这些公司进行壳资源交易的动因值得进行更为深入的研究。事实上，在民营企业的壳资源交易中也确实存在“投机问题”，部分企业收购壳资源的目的在于发挥所收购资产的效用，而可能是为了获得收购的非正常收益，为了上市后通过再融资“圈钱”，甚至是为了“掏空”上市公司，或者与二级市场股价操纵进行配合。这样的买壳上市，自然不会对改善上市公司的业绩投入更多的精力和资源。一旦投机目的达到，“壳公司”往往面临更严重的经营困境，很多陷入退市泥潭。

第四，政府主导下的重组，相关优惠措施在重组后得不到落实。长期以来，在上市公司

资产重组中，还存在大量的非市场化行为，在某些地方，政府过度介入上市公司的重组活动，甚至将其作为工作政绩的重要内容，使得壳资源交易变为收购方与政府代表——市长或书记之间的对话结果。政府在壳资源交易中越俎代庖的后果，一是使作为收购方的民营企业在信息不对称的情况下，缺乏对壳资源价值的正确认识与判断，这样，贸然接受行政任务而取得壳资源，往往会使企业在隐性负债等问题暴露后陷入经营困境；二是在政府换届后，作为收购方的民营企业在取得壳资源时自政府一方获得的承诺，可能随着政府代表的变化而生变数，这就使得民营企业进行买壳上市时的初衷难以持续实现。

以上分析表明，IPO 程序对民营企业具有一定的筛选作用，IPO 方式上市的民营企业经营业绩最佳，而买壳上市的民营企业整体沦为市场的“绩差”群体。

民营企业上市后的再融资

对于上市公司而言，便捷的股权再融资机制是企业发展的一个重要推动力。根据企业发展的实际情况，从证券市场持续地筹集资金，可以为企业发展提供有力的资金支持。在中国证券市场上，不少绩优蓝筹上市公司的发展历程，就得到了再融资的有效支撑。相对于国有企业和合资企业，我国民营企业在获得商业银行贷款方面长期以来处于劣势地位，因此在发行上市后对再融资的需求更为强烈。

1、民营企业再融资总体情况（与非民营企业的总体比较）

再融资是上市公司资本运作的主要表现形式之一。建立科学有序的上市公司再融资机制，对于充分发挥促进资本市场筹集社会资金和优化资源配置功能，促进国民经济持续健康协调发展具有十分重要的意义。我们对 2000 年以来上海证券市场民营上市公司的再融资行为进行了统计，根据配股、增发和发行可转换债券三种基本方式进行了比较分析。根据统计，民营上市公司自 2000 年以来，再融资总体呈现出逐年下降的特点，再融资环境不容乐观。

2000 年，民营企业有 9 家进行了配股融资，共筹集资金 31.88 亿元。2001 年，沪市共有 57 家公司实施了配股，其中有 8 家民营上市公司，共筹集资金 27.63 亿元。2002 年开始，上市公司再融资进入比较困难的时期。2002 年，沪市仅有 10 家公司实施配股，其中有 2 家民营公司，有 7 家公司增发新股，其中有 1 家民营公司，另有一家民营上市公司发行了可转换债券。2003 年，沪市有 14 家上市公司实施配股，民营企业占了 2 席，有 9 家公司增发了新股，民营企业占了 3 席，当年还有 3 家民营上市公司发行了可转换债券。2004 年，沪市有 9 家上市公司实施配股，筹集资金 67.46 亿元，其中有 2 家民营企业，配股筹集资金 6.18 亿元，占当年全部配股筹集资金总额的 9.16%。2004 年还有 1 家民营上市公司实施了增发。

表 3.13 上海证券市场民营上市公司再融资总体情况（2000—2004 年）

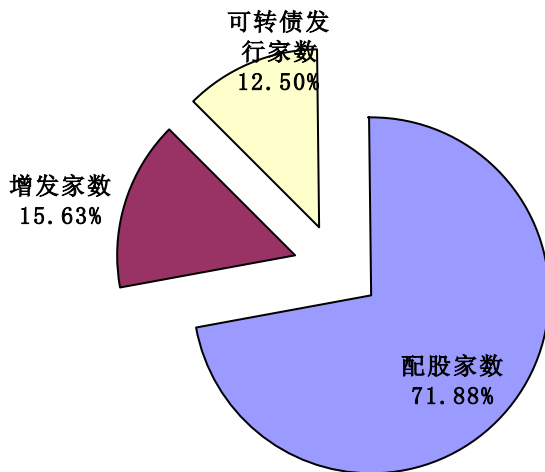
年份	配股家数	配股募集资金额 (万元)	增发 家数	增发募集资金额 (万元)	可转债发行 家数	可转债发行面 值(万元)
2000	9	318820				
2001	8	276257				
2002	2	41138	1	97020	1	830
2003	2	47724	3	162872	3	6140
2004	2	61797	1	29356		
合计	23	745736	5	289248	4	6970

数据来源：上海证券交易所研究中心。

对于中国的上市公司而言，再融资有配股、增发和可转换债券三种基本方式。广泛使用的方式是配股，这是上市公司再融资最主要的手段。1999年后，借鉴西方国家的成熟经验，国内证券市场开始推广增发。但在具体实践中，增发方式遭到投资者的普遍反对，也增强了投资者对上市公司“再圈钱”的疑虑。从1998年开始可转换债券作为一种新的融资手段，开始在国内出现，越来越多的上市公司开始采用这一有效的再融资工具。

根据我们的统计，从发行家数来看，2000—2004年期间，在总共32起民营上市公司再融资案例中，配股占了71.88%，增发占了15.63%，可转债占12.50%。配股仍然是最主要的再融资方式。但如果我们只考虑2003年和2004年，情况就有所不同，2003年仅有2家民营上市公司实施配股，但另有3家民营上市公司实施了增发新股融资。2004年，实施配股和增发的民营上市公司分别为2家和1家。

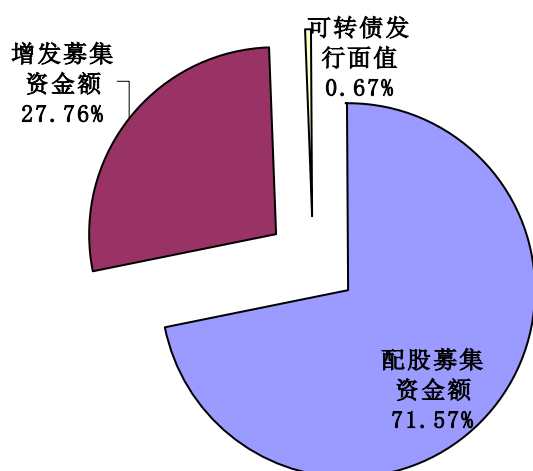
图 3.6 上海证券市场民营上市公司再融资三种方式对比（发行家数）



数据来源：上海证券交易所研究中心。

从筹集资金的规模来看，2000—2004年期间，民营上市公司通过配股募集的资金占三种方式全部募集资金总额的71.57%，仍然具有绝对的优势地位，通过增发募集的资金额占总金额的27.76%，居第二位，而且表现出单位募集资金量大的特点。发行可转换债券募集资金的规模仍然很小，几乎可以忽略不计。

图 3.7 上海证券市场民营上市公司再融资三种方式对比（募集资金）



数据来源：上海证券交易所研究中心。

从统计结果来看，我国民营上市公司再融资总体比较困难。从 2000—2004 年期间，再融资的公司数和筹集金额都逐年下降，三种再融资方式全部加起来在 5 年中募集的资金总额也仅约 104 亿元，平均每年只有约 20 亿元。这样规模的再融资显然难以为民营企业的快速发展提供足够的股权资金支持。

2、影响民营企业再融资的主要因素

毋庸置疑，现行的上市公司再融资政策有待进一步完善，再融资资源配置还或多或少存在不合理的现象，对于包括民营企业在内的所有上市公司积极利用再融资支持企业发展构成了不利的影 响。这些不利因素主要体现在以下几个方面：

（1）再融资条件过高，管制过严

由于近年来股票市场持续低迷，投资者对上市公司增发、配股等再融资行为不认同，发行审核部门在法律法规规定的基础上对上市公司再融资标准作了严格限定。一些运作规范的上市公司尽管有好的投资项目，但由于业绩达不到要求，其正常的融资需求得不到资本市场的支 持。这样既不利于资本市场筹资功能的有效发挥，也使得一些上市公司为申报再融资而刻意操纵利润。

（2）上市公司再融资受制于市场“行情”，不确定性很大

无论是对于国有企业，还是民营企业而言，企业的融资计划和资本预算都是需要未雨绸缪的重要事 项。然而，从中国证券市场建立伊始，新股发行和再融资都受制于市场“行情”。当行情很好时，新股发行加快，再融资也 比较容易获得批准；当市场行情转坏时，不仅仅新

股发行节奏被迫放缓乃至暂停，上市公司的再融资申请也基本被束之高阁。这样一来，再融资不再是企业可以根据市场和自身需要自主判断的经营问题，而成为市场行情演变决定的“外部变量”。这样的再融资制度，对于民营企业而言，显然难以发挥其应有的金融功能。

(3) 再融资审核标准不明确，审核环节多、效率低

目前上市公司再融资审核标准有待进一步明确，上市公司即使基本符合法律法规和证监会规定的有关再融资条件，其再融资申请仍存在被证监会和发审委否决的可能性。而且，再融资审核环节多，行政审批的因素制约大。再融资审核时间过长，上市公司从提出再融资申请到核准实施，都至少需要两年的时间。在这些情况下，上市公司再融资效率低，机会成本很高，许多上市公司由此产生了追逐“一次圈个够”的冲动，最终导致再融资后募集资金使用效率低下的问题。

(4) 股权分置背景下，企业再融资受到流通股股东的反对

股权分置至今仍是困扰我国证券市场发展的最大难题，它对企业的再融资同样有不利影响。由于非流通股股东和流通股股东的利益取向有所不同，双方对企业再融资决策的考虑经常相左，流通股股东对再融资行为比较排斥。在我国目前分类表决制度下，上市公司再融资事项在股东大会上不时遭到流通股股东的否决。例如，福耀玻璃是玻璃制造行业中的一家民营企业，该提出增发预案，拟增发 1.4 亿股，筹集资金在海南建设优质浮法玻璃生产线等。但在 2005 年 5 月 23 日的临时股东大会上，增发新股的议案就由于没有获得多数流通股股东的赞成而遭否决。分类表决制度能够避免大股东因“一股独大”侵犯流通股股东的利益，但同时也限制了一些优秀上市公司的发展。

(5) 对运作规范、效益良好以及实质性资产重组的上市公司再融资支持力度有待提高

目前的再融资政策对各类上市公司基本一视同仁，一些有良好诚信记录的优秀上市公司在利用资本市场加快做大做强方面得不到政策扶持，一些实施了实质性重大资产重组的上市公司再融资也还面临不少障碍，导致资本市场优化资源配置的功能未能得到充分发挥。尤其是对于那些买壳上市的民营企业而言，由于在资产重组后难以得到再融资支持，加重了买壳的金钱和时间成本，延长了企业经营调整的时间。

专栏 3.6

贵州益佰制药的再融资偏好——股权结构的特殊性决定了其再融资政策的偏好

随着发行上市的成功，未来的再融资也成为益佰制药考虑的一个问题。目前国内上市公

司再融资主要有三种方式：配股，增发新股，发行可转换债券。益佰制药有关人士向我们表示，不希望用配股或者增发新股的方式来再融资，而更希望采用发行可转换债券的方式。其理由是：如果采取配股方式，对于公司的现有非流通股股东而言，将面临沉重的现金支付压力，作为一家创业型的医药企业，本身并没有其他非上市资产可以用来参加配股，而在企业发展过程中，公司创业人积累的货币资金并不充分，难以拿出大笔的现金参加配股，如果放弃配股，则面临对公司控制权削弱的风险。增发新股虽然不用非流通股股东拿出现金，但对于向益佰制药这样的自然人控股公司，总股本规模非常小，虽然公司实际控制人夫妻作为第一和第二大股东共持有公司 40.69% 的股份，但公司第三、第四、第五、第六和第七大股东合计持有股份也超过 28%，目前流通股占总股本的约 30%，从控制权的角度来看，内部的股权制衡已经比较明显，而且流通股股本规模也仅有 2000 万股，扩张潜力很大，一旦扩张到一定程度，公司控制权旁落的风险将会凸现出来，特别是如果有部分非流通股股东和外部流通股投资人联合起来，公司控制权完全可能落入他人之手。比较之下，可转换债券由于不会马上成为公司流通股，可以将这一控制权风险推迟到今后若干年后，因此成为益佰制药青睐的未来再融资方式。

从国际范围来看，在主流市场的美国，20 世纪 60 年代之后再融资几乎就全部是增发，配股已经绝迹，上市公司不需要进行再融资方式的选择。但在美国以外的其他国家，尤其是在中国证券市场上，上市公司依然面临着在配股、增发和转债之间进行选择。由于不同的再融资方式对股东利益的影响不同，股东对不同再融资方式也持有不同的态度。有学者认为，股东对于再融资方式的态度取决于筹集资金的直接发行成本和可能发生的从现有股东向新股东转移的财富。传统上，我国上市公司非流通股主要是国有股，他们对再融资方式的选择中并不考虑控制权因素，而更多地考虑财富转移问题。有研究表明，非流通股中的国家股明显倾向于采用配股方式，原因是国家股多半由各级财政局或国资委持有，有权调配本地或本系统的国有资产参与公司配股，但不能自由地处置所掌握的资产，采用配股既可以使原有资产增值，又可以使控制的国有资产进入上市公司。由于国有股持有人对上市公司的控制权可以通过多种方式实施，即使国有股放弃配股，对自身控制权地位的影响也很小。

益佰制药代表了我国证券市场一批新上市的自然人控股创业型企业，它们的股本规模小，创业积累时间并不长，经过高速增长并成为上市公司后，控股股东在一定程度上不再享有上市前对企业的完全控制能力，因此在再融资方式选择上更多地考虑如果确保自身对公司的控制权。随着民营企业越来越多地进入资本市场，我国上市公司再融资方式的创新必将有更大的发展。

资料来源：根据现场调研及有关公开报道整理。

近年来，中国证监会根据市场形势的需要，多次对上市公司再融资政策进行修改完善，丰富了再融资的品种和结构，改进了再融资的条件，强化了上市公司董事、中介机构的责任，这些做法在遏制上市公司“圈钱”现象、促进上市公司规范发展和维护证券市场秩序方面发挥了积极的作用。为了完善上市公司再融资机制，更好地为包括民营上市公司在内的全体上市公司提供资本市场服务，应该进一步对再融资制度进行改革。同时，随着股权分置改革的深入推进与完成，制约上市公司再融资的一些制度障碍也将得到改变。

小结

中国证券市场建立过程中的计划经济背景形成了国有企业的主导地位，民营企业在证券市场上处于次要的位置，民营上市公司数量很少。近年来，随着民营经济的发展壮大和中国证券市场制度变革的深入，越来越多的民营企业走上了发行上市之路，成为中国证券市场上极具潜力的上市公司群体。

民营企业上市，最基本的动机是筹集股权资金和实现制度规范。从上海证券市场来看，截至 2004 年底，共有 212 家民营上市公司（其中 A 股 210 家，B 股 2 家），无论是从总市值还是从流通市值来看，民营上市公司在市场上都处于次要地位。

从上市地点来看，境外上市已经成为我国民营企业追求上市之路的一条重要途径，也成为境内资本市场未来发展面临的一个严峻挑战。形成民营企业境外上市浪潮的原因是多方面的，一方面是因为国内市场相对狭小、容量有限，导致民营企业被迫走上境外上市之路，另一方面是由于国内市场制度缺陷导致部分民营企业更偏爱境外上市。为了鼓励更多更好的民营企业在本土证券市场上市，应该加快建立完善的多层次资本市场，满足处于不同发展阶段的民营企业的股权融资需要；采取积极措施，改革发行制度，提高国内证券市场上市程序的透明度和效率，降低民营企业境内上市的间接成本和隐性成本。

从上市方式来看，民营企业上市主要有新股发行、买壳上市和管理层收购三种方式，其中新股发行和买壳上市是最主要的两种。从上市后的经营业绩来看，尽管民营上市公司业绩整体不佳，但通过新股发行方式上市的民营企业是其中业绩最好的群体，而买壳上市的民营企业整体陷入了亏损的泥潭。因此，在鼓励民营企业上市方面，应该支持更多的民营企业通过新股发行方式上市，加强对民营企业买壳上市的审核和监管。

从民营上市公司的再融资来看，自 2000 年以来，再融资民营公司数和筹集金额都逐年下降，民营公司再融资总体比较困难。现行的再融资制度是造成民营上市公司再融资困难的主要原因，为此，应该调整上市公司再融资的业绩水平要求，针对不同行业制定不同的标准；缩短再融资的时间间隔，鼓励有良好发展前途的上市公司更多地再融资；简化再融资审批程序，建立优秀上市公司绿色发行通道，更多地依靠市场来决定企业的再融资行为；加大对上市公司重组（尤其是买壳上市企业）的支持力度。