

# 上市資訊

2020年1月号（总第44期）

发行上市服务中心

2020年2月7日

## 目录

### 【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

### 【交流动态】

上交所积极培育地方政府债券投资主体

上交所关于全力支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情相  
关监管业务安排的通知

上交所捐款3000万元助力肺炎疫情防控工作

### 【专题研究】

资本市场大浪淘沙后留下了哪些公司？

境外基石投资者制度及其对股价波动的影响

## 【发行信息】

### ■ 股票发行上市信息

#### 1、股票发行融资情况

截至1月31日，今年上交所主板IPO上市企业2家，募集资金312.82亿元；科创板IPO上市企业9家，募集资金80.36亿元。

#### 2、在会审核企业情况

截至1月31日，证监会按周公布的在审企业共计507家。其中，上交所在审企业239家（主板162家，科创板77家），深交所 在审企业268家（中小板80家、创业板188家）。

#### 3、新增IPO申报情况

截至1月31日，今年新增IPO申报企业共计4家，其中，上交所4家（主板0家，科创板4家），深交所0家。

### ■ 债券发行上市信息

#### 1、公司债发行情况

截至1月31日，本所2020年已完成公司债累计发行205只，发行金额1987.30亿元。

#### 2、资产支持证券发行情况

截至1月31日，本所2020年已完成资产支持证券挂牌72只，挂牌金额773亿元。

#### 3、债券上市情况

截至1月31日，上交所各类债券挂牌数量已达15895只，比去年底增加527只，增幅3.43%；债券托管金额已达10.24万亿元，比去年底增加1001亿元，增幅0.99%。

## 【交流动态】

1、2020年1月13日，江苏省在上交所成功发行2020年首单地方政府债券357亿元，本单也是今年首单台资银行参与承销并中标的地方政府债券。富邦华一银行作为江苏省政府债券承销团唯一一家在团的台资银行中标4000万元。另据统计，截至2019年底，已有79家证券公司进入地方政府债券承销团，并在上交所实现12%的地方债中标率。（来源：上交所发布）

2、为贯彻落实习近平总书记重要指示和党中央、国务院决策部署，积极推进落实中国人民银行等五部委《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》和中国证监会疫情防控工作有关要求，上交所就疫情防控特殊时期相关业务实施做出调整和衔接安排，优化自律监管与服务方式，提供专门服务通道和在线业务操作便利，降低重点地区市场机构运行成本，保障各项业务稳妥有序开展，保护广大投资者健康安全与合法权益。（来源：上交所发布）

3、2020年1月31日，上交所向湖北省慈善总会捐赠资金3000万，专项用于武汉及其周边地区新型冠状病毒感染肺炎疫情的抗击及防治工作，贡献一份力量。（来源：上交所发布）

## 【专题研究】

# 资本市场大浪淘沙后留下了哪些公司？

## ——以美国 2000 年左右上市的科技公司为例

上交所资本市场研究所 潘妙丽 白智奇

优胜劣汰是资本市场的主要功能。科创板的目的是发挥市场的力量，从中筛选出真正优质的科创企业，引领中国经济高质量发展。本文以美国 2000 年左右上市的科技公司为例，剖析资本市场大浪淘沙后，至今仍然留存的企业，其在上市前的资质，上市后的生产经营情况，以及发展过程中的公司治理结构及其变化，希望总结出资本市场服务优质企业的路径，为我国科创板建设提供研究参考。

### 一、二十年后，资本市场留下了哪些公司？

#### （一）二十年前的科技股，至今存续率仅 7%

1999-2001 年间，美国纽交所和纳斯达克共有 899 家科技公司 IPO，至 2019 年 11 月底，这批公司的股票仍然存续的仅 61 只，存续率为 7%，其余 838 家公司因各种原因相继淡出资本市场。其中，于科技股泡沫破灭前（1999 年和 2000 年）上市的公司有 814 家，至今存续率为 6.6%，于泡沫破灭后（2001 年）上市的公司有 85 家，存续率相对较高，但也仅为 8.2%。

从退市原因看，与现有研究结论类似，企业合并是最主要的退市原因，占总退市数量的 48%。其次为低于持续上市标准

和主动退市，分别占比 35%和 15%。从留存公司的国家分布看，美国公司有 43 家，占比 70%，其余主要来自以色列、加拿大和印度，中国大陆、中国香港和中国台湾各有 1 家。

## （二）上市后四年内是退市的高峰期

1999-2001 年上市的科技股，存在上市后迅速退市的情况。其中，上市当年即退市的公司有 16 家，占比近 2%，上市后第 2 年、第 3 年和第 4 年达到退市的高峰，分别退市 96 家、127 家和 95 家，占比 11%、15%和 11%，上市后四年内总的退市公司比例达到了 40%。这说明无论是否在科技股泡沫当年上市，上市后 4 年内都是科技股退市的高峰期。

## （三）软件信息技术业公司存续率最低

美国信息科技股上市公司主要涉及五个行业，对比我国科创板行业划分，大致有如下对应关系。

表 1 美股科技股与科创板行业类比

科创板行业分类	美股行业分类 (SIC)
软件和信息技术服务业	计算机编程、数据处理及其它计算机相关服务
通信和其他电子设备制造业*	通信设备和电子元器件
测量、分析及控制设备	专用设备制造业
互联网和相关服务	信息科技咨询及其他服
计算机设备制造业	计算机设备制造业

注：为便于类比，对科创板行业计算机、通信和其他电子设备制造业进行了拆分。

其中，软件和信息技术服务业公司竞争最为激烈，上市数量最多，退市率也最高。这可能与软件和信息技术服务行业在众多科技行业中进入门槛最低有关。样本期间，该行业共计 502

家公司进行 IPO，占总数近 60%。然而，较低的行业进入门槛，意味着企业间相互模仿的可能性较高，持续保持核心竞争技术的难度也较高，加大了淘汰率。反映到退市上，软件和信息技术服务行业退市数量最多，达到 477 家，占退市总数近 60%，就其行业自身来看，退市率更是高达 95%。而计算机设备制造业对技术要求较高且行业进入成本较大，其上市数量最低，仅为 71 家，但存续率却最高，达到 13%。其次为通信设备和电子元器件制造业，存续率达到 12%。

## **二、这些公司登陆资本市场前怎么样？**

### **（一）上市时，未实现盈利的公司占比接近一半**

61 家存续公司中，31 家 IPO 时即处于盈利状态，净利润均值为 89.09 万美元，但公司间差异较大，净利润最低的公司仅为 4.73 万美元，最高的公司达到 36.54 亿美元。30 家 IPO 时处于亏损状态，平均亏损 32 万美元，亏损最大的公司净利润为 -4457 万美元。至 2018 年底，这 30 家公司中有 28 家扭亏为盈，平均扭亏时间为 5 年，最快的 IPO 当年即实现盈利，最长的上市后 12 年实现盈利。

值得注意的是，上市时是否盈利，与公司此后的发展好坏并无直接关联。上市时亏损的公司，3 家如今市值成长为存续公司中的前十大，5 家成为成长速度最快的前十大。

### **（二）上市时，既有百亿市值，也有百万市值**

市值可以从侧面反映出一家公司的规模和行业地位，一般

来说，市值越大，公司规模越大，相应的行业地位也越高。本文以 1 亿美元和 10 亿美元为界点，认为市值 10 亿美元以上公司规模较大，行业地位较高；介于 1 亿美元与 10 亿美元之间为公司规模适中，行业地位尚可；市值低于 1 亿美元且判定为公司规模较小，行业地位较低。统计显示，最终留存的 61 家公司，IPO 时平均市值为 4 亿美元，市值最小的为 132 万美元，市值最大的为 139 亿美元。市值大于 10 亿美元的公司有 18 家，占比 30%，市值小于 1 亿美元的公司有 10 家，市值介于 1 亿美元到 10 亿美元的公司有 37 家，其中以 2 亿美元到 5 亿美元市值的公司为最多，有 14 家。

### **（三）上市时，既有新创公司，也有百年老店**

在成立年限方面，美国两市对于 IPO 公司并无硬性要求。存续的 61 家公司，IPO 时的成立年限平均为 11 年。但公司间差异非常大，成立时间最长的有 56 年，最短的仅为 1 年，成立时间低于 10 年的有 39 家，占比 64%。

统计结果进一步显示，留存的 61 只科技股，市值前十大的公司中，IPO 时成立时间低于 10 年的有 6 家，成长速度前十大的公司中，IPO 时成立时间低于 10 年的有 5 家。

## **三、这些公司登陆资本市场后做了什么？**

### **（一）再融资金额有限，发行方式以储架发行为主**

美国股市再融资主要有储架发行；公开增发股票、债券；以及私募配售等方式。其中，储架发行包含普通股和债券发行。

上述 61 家样本公司，在二十年间通过不同的融资方式全部进行了再融资。但与我国 A 股的高额再融资不同，美股公司的再融资金额较低，样本公司二十年间的再融资总额 1485.42 亿美元，仅为 IPO 金额的 1.38 倍，每家公司平均再融资金额 24.40 亿美元。除埃森哲公司外，其余公司再融资金额有限，平均仅 1.83 亿美元，最小的 MIND C.T.公司，二十年间仅融资 319 万美元。

在发行方式上，储架发行由于简化的审批流程和灵活的发行选择，成了最主要的再融资方式。61 家公司中，有 60 家公司通过储架发行共计融资 978.65 亿美元，占总融资金额的 66%，与 IPO 金额基本持平。除储架发行外，公司还可以直接增发股票、债券，以及私募配售等。在直接增发股票、债券发行和私募配售中，债券发行金额最高，共计有 22 家公司发行了 273.76 亿美元的债券，占“非储架发行金额”的 54%。

## （二）并购活动频繁，且以行业内并购为主

并购活动一直以来都是美股成长的主要动力。样本期间有 58 家公司发起了 639 次并购行为，并购支付金额高达 1055.18 亿美元。每家公司平均并购 11 次，埃森哲公司以 135 次并购次数居首；并购金额最高的为 Global Payments 公司，18 次并购累计金额为 352.10 亿美元。

样本科技公司的并购多以行业内并购为主，这些并购活动极大地促进了公司的成长。以埃森哲为例，二十年来依靠业务主导的并购与合作战略，逐步成为全球最大的 IT 咨询企业，



市值增长了 4300 倍。深入分析其 2018 年和 2019 年发生的 40 起并购数据发现，埃森哲全球并购共涉及 14 个国家，以业务为主导开展并购，并购与其同属信息科技咨询的公司数量多达 17 家，关联行业研究及咨询服务 7 家。埃森哲通过在业务主导下对先进技术公司的并购，实现了在人工智能等高精尖数字化服务方面的全球领先，引领行业发展。

再以全球支付公司 Global Payments (GPN) 为例。GPN 的并购皆发生于 2010 年美国支付并购浪潮之后，倾向于进入高增长领域、扩展到互补性地区、规模创建以及深入价值链构建服务组合。其并购以美国市场为主，占比 50%，并购行业主要与信息科技相关，数据处理和外包服务行业 6 家，应用软件 4 家，占总并购公司的 62%。GPN 公司通过对新型金融科技公司的并购，逐步完善数字支付技术，打造全新的支付生态系统。上市二十年间，市值从 IPO 时的 5.2 亿美元到当前的 544.3 亿美元，实现了 100 多倍的增长。

### (三) 研发活动持续高投入

总体上看，2000 年左右上市且存续下来的 61 家公司，在近二十年内保持了较高强度的研发投入。IPO 时，这 61 家公司的平均研发强度为 19%，高于我国科创板公司 IPO 时的研发强度 11%。2018 年，这些公司的平均研发强度为 15%。

以当前市值最大的英伟达公司来看，上市二十年来平均研发占比高达 20.22%，始终引领行业科技创新，至今实现了 55

倍的市值增长，以及 817 倍的净利润增长幅度。与之形成鲜明对比的是 UT 斯达康公司。该公司上市时市值排名第六，二十年后的 2019 年 11 月末，市值大幅缩水为原来的 2%，从 60.8 亿美元下滑到 1.1 亿美元。诚然，战略决策失误是导致其在小灵通业务关闭之后一蹶不振的主要原因。深入挖掘却不难发现，UT 斯达康在当时与小灵通接轨的 3G 业务布局中，因自身掌握的核心科技较为薄弱，被迫选择了以不确定性较高的收购手段来换取技术的道路。反映到研发强度上，上市二十年来的研发占比均值竟低于 10%，导致了公司在 3G 业务中掉队，走向被收购的局面。可见，研发虽不是影响企业市值及利润的唯一因素，但就科技行业而言，研发强度无疑是保障企业核心竞争力、驱动企业不断发展的关键要素。

#### （四）股份回购、现金分红积极

美股最近一次长达十年的牛市中，上市公司坚持不懈地长期回购股票是其重要的推动因素之一。本文的样本公司也保持了较高的股份回购金额。63 家公司中，有 43 家公司在上市二十年来进行了共计 152 次的股票回购，回购总金额达到 430 亿美元，占 IPO 发行金额的 42.32%，占 IPO 和再融资总金额的 17.18%。每家公司平均回购 3.53 次，平均回购金额 10 亿美元。

从分红情况看，61 家样本公司中，有 27 家参与了分红派息，总金额为 320.63 亿美元，占 IPO 发行总额的 31.57%，占当前总市值的 6.4%，均值分别为 6.81 次和 11.9 亿美元。分红

次数最多的为 **Wipro** 公司，共计分红 19 次，上市以来每年坚持分红，分红总金额高达 32.79 亿美元。埃森哲公司共计分红 15 次，分红金额为 123.31 亿美元，是所有样本公司中分红金额最高的，占样本公司分红总额的近 40%。值得一提的是，埃森哲并未有过股票回购行为。

#### **四、这些公司的公司治理特征**

##### **（一）股权结构分散，创始人不一定担任董事长或 CEO**

美国公司因历史、政治、反垄断等原因，经过漫长的演变，基本形成了股权较为分散的局面。本文选取的 2000 年左右上市的公司，继承了美国公司的这一传统，在上市之初股权便已较为分散。统计显示，样本公司中 70% 左右的公司，上市当年第一大股东持股比例不到 30%。除上述历史原因外，以下两个因素也可能导致了样本公司股权结构的分散。

一是科技公司人力资本密集型的特征对股权分散起到了一定的推动作用。本文样本公司为 2000 年左右上市的科技公司，与我国企业主要依靠创始人原始资本积累的创业路径不同，美国科技企业的创业模式是典型的“技术”和“资本”的结合。创始人往往是相关领域的核心技术专家，他们利用自身的人力资本发明某项高科技后，因资本短缺而引进 VC、PE 等外部资本进行商业化运营，这使得公司一开始就无法将大量股权集中在创始人手中。例如，**Akamai Technologies** 公司，最初是由麻省理工学院的两位计算机和数学教授开发出了一套突破性的运算法

则，之后发现有商业价值才考虑组建公司进行商业化运作。公司成立时，两个联合创始人分别仅持股 9.9% 和 10%，由风投机构 Battery Ventures 占大头，持股 11%，CEO 和 COO 则由互联网行业的职业经理人担任，创始人退居二线，仅保留董事席位。

二是彼时正值美国促进创业类投资法律体系的制定和出台。样本公司的成立时间大致在 1990 年代，1982 年至 1992 年，美国先后出台了技术转移法、技术优先法以及加强小企业研究发展法与小企业技术转移法等。1976 年修订了有限合伙法，明确界定 GP 和 LP 的职责范围，1979 年的退休收入保障法案指出养老基金可以用于创业投资。从而形成了一系列利于创业投资发展的法律体系。这些举措极大地促进了创业投资企业特别是私募股权投资类合伙企业的发展。样本公司中，相当一部分公司在成立初期，便有类似合伙企业的投资公司入股，一定程度上促进了股权的分散。

## （二）大股东变更频繁，公司治理呈现“流水的投资机构，铁打的 CEO”现象

美国公司股权分散、PE 及 VC 持股较多的特征，决定了公司治理中内部人的地位较为突出。一般而言，CEO 的地位最为重要，一般由具有相关行业经历的职业经理人担任。样本公司中，大部分 CEO 为聘请的职业经理人，并非由大股东指派。“强管理者、弱股东”的格局造成在公司经营过程中，投资机构时常变更，但公司 CEO 等内部人却相对稳定。如 J2 公司从 2000

到 2019 年，投资机构频繁更换，但董事长和 CEO 却保持稳定，现任董事长从 1997 年起任职，CEO 从 2000 年起任职，至今已十年有余。英伟达公司自 1999 年上市至今，投资机构每隔几年更换一波，但创始人黄仁勋自公司成立以来一直担任董事长兼 CEO，是公司真正的掌舵人。

这类公司通常给予管理层丰厚的报酬以缓解突出的代理问题，最常见的是给予期权或限制性股票。样本公司中，几乎每家公司都制定了高管的股权激励计划，高管薪酬大部分来自股权形式的报酬。

### （三）内部人减持积极，但对公司经营发展影响不大

从创始人、投资机构及董事长、CEO 间关系看，样本公司大致可分为两类公司，其内部人减持情况也不尽相同。

一类是由非创始人担任 CEO 的情况。这是美国公司最常见的治理模式，即股权结构分散，持股最高的股东为财务投资者，公司内部经营管理完全交由职业经理人。这种情况下，CEO 的股份几乎全部来自期权或限制性股票等股份激励计划，持股比例较低，一般不到 1%，但最多不超过 5%。

这种治理模式下，CEO 打工者的心态较为显著，在任期间，以获得股权为主，一旦卸任或被辞退，减持就会比较积极。如 GPN 公司上市时由职业经理人 Yellowlees 担任 CEO 兼董事长，Yellowlees 持股 2.53%，此后每年稳步减持，至其卸任后，通过储架发行的方式，一举出售了 56 万股，占其总股份的比例接近

80%。同年，Paul R. Garcia 担任公司新的 CEO，公司随即开始了新一轮的 CEO 股权激励。2014 年，公司再次更换 CEO，原 CEO 股份逐渐减持兑现。从业绩情况看，2004 年以后，公司盈利持续增长，市值也持续增长，并没有迹象显示内部人股份减持后，公司业绩和市值下滑。

另一类是由创始人担任高管的情况。由创始人担任董事、CEO 等高管职位也是比较常见的情况，如英伟达、Akamai Technologies 等。这类公司内部人的减持力度视创始人在公司的地位而异。如 Akamai Technologies 公司两个联合创始人，上市时分别持股 9.9% 和 10%，其中一个联合创始人担任首席科学家和董事，另一个联合创始人在公司没有职务。2000 年到 2001 年，两个联合创始人分别减持了 3.4% 和 3.3%，这段时间正是美股科技股泡沫的癫狂时期，当时仍处亏损状态的 Akamai 公司股价飙升至 268 美元，也正是这段时间，两个创始人的减持力度最大，此后年度减持节奏趋于缓和。从公司业绩角度看，创始人股份减持的影响并不大，公司于 2004 年开始扭亏为盈，此后一直保持盈利状态，且净利润绝对值水平稳步增长。

如创始人同时担任公司 CEO，说明创始人在公司地位较高，是公司的灵魂人物和实际掌舵人，这类公司创始人的减持力度较为缓和。如英伟达公司创始人兼 CEO 黄仁勋上市时持股 9.9%，此后每年少量减持，至 2019 年仍然持股 3.87%，平均每年仅减持 0.5%，也并不影响公司的业绩和市值表现。

## **五、对我国科创板运行的启示**

### **（一）严格执行退市制度，发挥市场优胜劣汰机制**

从美国科技股登陆资本市场后的表现来看，退市是主旋律。美国科技股不到 7% 的存活率，以及大量企业在上市后 4 年内遭遇退市的经历告诉我们，只有经过市场历练，最终留存下来的企业才是好企业。建议科创板严格执行退市标准，简化退市程序，提高退市效率，真正形成“进退有序”的市场化筛选机制。

### **（二）适当放宽企业进入门槛，进一步提高市场的包容度**

从美国科技股成长的历史可以看出，最终在市场上存活下来并发展良好的企业，既有盈利的，也有亏损的；既有上市时便已具备相当行业地位的公司，也有市值规模较小，处于起步阶段的企业；既有已平稳运行了几十年的百年老店企业，也有刚成立不久的初创公司。而我国科创板企业上市时平均已成立 14 年，生产经营基本进入平稳发展阶段，盈利也初具规模。这虽然能对进入资本市场的企业起到一定的质量筛选作用，但也可能将那些真正具备创新和颠覆能力的潜在明星企业拒之门外。建议在实际审核中，放宽企业成立年限，持续经营能力等要求，将那些潜在的硬科技公司纳入进来，提高市场的包容度。

### **（三）探索引入储架发行制度，一次注册，多次发行**

美国的储架发行制度为上市公司再融资提供了便捷通道，但其对发行主体资格有严格的条件限制，仅对于信息披露完备、诚信守法的上市公司给予便捷的融资方式，可以看作是监

管的正向激励手段。在注册制改革下，我国资本市场已具备储架发行的优良土壤，同时已经开展的债券储架发行机制也为进一步落实证券储架发行提供了可借鉴的本土经验。此外，储架发行机制一次注册的有效期一般为 3 年，在注册到发行的间隔期内，要求注册公司必须合法合规、持续信批才能保证发行资格，对上市公司形成软性约束，加大违规违法成本。

#### （四）探索建立中国特色的有效的公司治理制度

美国股权分散的公司治理模式在实践中被证明是有效的，但这种公司治理模式的形成是有其特定历史、政治和法律传统的，不是每一个国家都能效仿。我国长期以来以大股东为公司治理的核心，股权结构集中。近年来，各方积极推动管理层股权激励，经理层与大股东之间的代理矛盾已大为缓解，而大股东（包括经理层在内的内部人）与广大中小股东之间的矛盾却有增无减。我们依然需要探索在大股东为核心的治理模式下，如何提高公司治理的有效性。

另一方面，随着科创板的开板，其中已有相当一部分公司显示出美国式的治理模式，即股权结构分散，创始人在股权结构上并非为实际控制人，而是担任董事长或总经理一职，并获得很多股权激励。这类公司的持续出现，将在很大程度上改变我国资本市场的公司治理生态。未来，要区别对待两类公司，各自探索行之有效的治理和监管模式。（摘编：黄玲）



## 【专题研究】

# 境外基石投资者制度及其 对股价波动的影响

上交所资本市场研究所 张克菲

境外市场中的基石投资者在 IPO 中扮演着重要角色。本文着眼于此，首先梳理境外市场的基石投资者制度，其次着重对香港市场的基石投资者概况进行整理，在此基础上进一步研究了香港市场引入基石投资者的股票在解禁期股价变动情况。

## 一、基石投资者制度的含义及境外市场实践

基石投资者（Cornerstone Investor）制度是指公司 IPO 时，投资者提前与发行人签订协议，确定获配一定数量的股份。基石投资者制度在中国香港、新加坡、马来西亚等亚洲国家或地区的证券市场多有采用，特别是港交所基石投资者参与 IPO 程度较高。一般而言，基石投资者参与 IPO 将经历 Pre-IPO 准备、交易前投资者教育、询价和路演三个阶段。值得注意的是，基石投资者与锚定投资者（Anchor Investor）有所差别。锚定投资者虽然也进行大额投资，但其在询价过程中下单，且获配股票数量并不确定。此外，发行人无需在招股说明书中披露锚定投资者的相关信息，锚定投资者也不受锁定期限制。

本文对中国香港、新加坡和马来西亚市场的基石投资者制度进行了梳理。总体而言，香港市场对基石投资者的规定相对

严格，新加坡和马来西亚市场的规定较为宽松。

### （一）香港市场

港交所基石投资者制度始于 2005 年，是指上市申请人在首次公开招股时，将首次公开招股配售部分中某些股份优先配售予若干投资者的做法。香港市场引入基石投资者制度，初衷是为了帮助红筹股公司获得香港市场上投资者的认可（徐洋，2016），增强公众对发行人的信心，表明投资具有价值。港交所的基石投资者通常是一些大型机构及知名人士，包括资产管理基金、主权基金和香港富豪。

港交所对基石投资者获配股份的价格和锁定期都有一定限制。2013 年 2 月，港交所针对基石投资者出台了指引函，规定了向基石投资者进行配售的原则。规定，基石投资者配售须按首次公开招股价进行，配售股份存在至少 6 个月禁售期，认股数量不受回拨机制影响。值得注意的是，实践中，部分港股上市公司的基石投资者锁定期长于《指引函》规定的 6 个月。

从信息披露情况来看，发行人在招股说明书中需披露基石投资者的背景和认购金额。除招股说明书中披露的部分，上市公司和基石投资者无需提供有关锁定期内批准出售股份的资料。由于基石投资者持股不超过 5%，因此不属于需披露购买和出售股票相关信息的“大股东”（Low，2009）。

### （二）新加坡市场

新交所的基石投资者在技术上不属于 IPO 范围，其认购被视

为单独的同步发行。根据新加坡《证券与期货法》（SFA）招股制度中的豁免条款，基石投资者属于相关章节中的“机构投资者”（Institutional Investors）或“认可投资者”（Accredited Investors）范畴。

新交所对基石投资者获配股份锁定期的规定较为宽松。与香港不同，新加坡基石投资者持有股份通常没有锁定期。只要基石投资者与 IPO 发行经理不存在关联，由于他们以 IPO 价格认购，就不属于新交所《上市手册》“暂停规则”（Moratorium rules）的范围，合约规定的股票锁定期较为少见。根据新交所《上市手册》，与 IPO 发行经理有关联的基石投资者的持股将受 6 个月暂停规则影响，除非他们在规定的豁免范围外。

在新加坡 IPO 的招股说明书中，需要披露基石投资者的名称、业务性质、认购数量等信息。与港交所类似，由于基石投资者持有的权益通常低于公司已发行股份资本的 5%，因此基石投资者不需要披露收购或出售股份的情况。

### （三）马来西亚市场

根据马来西亚 2007 年《资本市场与服务法》（CMSA）附表 6 或附表 7，只有“认可投资者”、“高净值实体”、“高净值个人”才被视为马来西亚 IPO 中的基石投资者。

与新加坡类似，马来西亚对基石投资者设定的规则较少，马来西亚证券委员会（MSC）对基石投资者的锁定期和价格都没有严格限制。MSC 没有强制性规定基石投资者获配股份的最

短锁定期，一般而言锁定期为6个月，但这一做法也具有较高灵活性。例如，在IHH Healthcare公司IPO的22家基石投资者中，只有对配售超过5000万股的股票设置了6个月锁定期。在定价方面，MSC并未规定、也不干涉IPO过程中基石投资者的定价。

MSC 招股说明书准则要求上市公司在招股说明书中披露基石投资者的相关信息，包括向基石投资者配售股票的数量、特征和价格等。与新加坡类似，除非基石投资者持有超过上市公司5%的股份，否则基石投资者不受持续披露要求的约束。

## **二、香港市场基石投资者概况**

### **（一）引入基石投资者公司的数量显著增加**

2009至2018年，引入基石投资者的港股数量由14只增至66只，在全部新股IPO中占比由21.2%增至32.2%。截至2019年11月，港股IPO引入基石投资者的股票数量为69只，在所有IPO中占比高达48.3%。这一趋势在一定程度上反映了香港IPO市场近年来严重依赖大型国有企业，而大型国有企业IPO又严重依赖于基石投资者认购的现象。

从引入基石投资者数量来看，自2010年至2019年11月引入一至三家基石投资者的IPO新股居多，分别为111只、80只和77只；引入十家及以上基石投资者的IPO新股为31只。从板块分布来看，在港交所主板上市居多，2010年至2019年11月引入基石投资者的主板上市股票有401只，创业板17只。从行业分布来看，可选消费、金融和工业在引入基石投资者的股

票中排名居前，分别是 97 只、72 只、56 只。

## **（二）基石投资者对 IPO 公司持股比例较高**

2011 年以来，前十名基石投资者持股比例之和的中位数约为 5%—8%。从近年来前十名基石投资者持股比例来看，虽然各基石投资者的持股较为分散，但部分 IPO 公司基石投资者的持股比例之和非常高。例如，2016 年国银租赁 IPO 共引入 6 位基石投资者，认购数量占发售股份的 78.59%，占发售完成后已发行股本的 19.34%。从趋势上看，2016 年之前前十名基石投资者持股比例呈渐升态势，但 2017 年以来有所下降。

## **三、香港市场引入基石投资者股票解禁期股价变动**

从已有研究来看，国内外对限售股锁定期满后的股价表现进行了诸多分析，多数学者认为限售股解禁期间股价会出现不同程度下跌，并普遍存在负超额收益。Brav & Gompers（2003）基于美国市场 2794 个 IPO 限售股解禁股票，发现 T-10 至 T-2 的窗口期内超额收益率非常小，T-1 至 T+2 的超额收益率为负且数值较大，在解禁期内股价降低了 1.5% 左右。从国内的情况来看，廖理等（2008）对股改限售股解禁的研究发现，在解禁日前 120 天至解禁日后 20 天，解禁股平均存在-13% 的累积异常收益，价格下跌主要发生在解禁日 40 天以前。解禁之后解禁股价格没有发生反转，说明这种价格损失是永久性的。

### **（一）引入基石投资者股票解禁期股价变动**

本文检验了引入基石投资者的港股股票在解禁期间的股价

表现。样本选取方面，在引入基石投资者的港股股票中取上市日期在 2019 年 5 月之前的公司（含已退市），删除缺失值后得到 414 个有效样本。设定上市日期后 6 个月为解禁日，若 6 个月后的日历日不是交易日，则将解禁日确定为下一个交易日。考虑到投资者可能在解禁日前就开始抛售股票，并在解禁日后也持续卖出股票，因此本文将同时考察解禁日、解禁日前一个交易日和解禁日后一个交易日的股价表现。

在引入基石投资者的港股股票中，解禁日超额收益率下跌的个股占比大于超额收益率上涨的个股占比。在全部样本中，40.6%的个股在基石投资者解禁日的超额收益率为正，59.4%的个股超额收益率为负。其中，183 只个股的涨跌幅位于-1%—1%，在所有样本中占比 44.2%；14 只个股涨幅超过 5%，占比 3.4%；21 只个股跌幅超过-5%，占比 5.1%。与解禁日前一个交易日和后一个交易日相比，样本股票在解禁日当天超额收益率出现小幅下跌的比例较高。

本文将引入基石投资者和未引入基石投资者的港股股票在解禁日的超额收益率进行了对比。由于引入基石投资者公司的上市日期均在 2007 年之后，因此我们也选取 2007 年及以后上市的未引入基石投资者股票（含已退市），共得到 924 个有效样本。从超额收益率占比的整体分布来看，引入基石投资者的个股超额收益率涨跌幅较小的比例相对更大。

整体上看，引入基石投资者个股解禁日的相对发行价涨跌

幅低于未引入基石投资者个股。一直以来，市场对基石投资者“双刃剑”的作用多有探讨，其可能引发股价“大涨大跌”的声音不绝于耳，本文也试图验证基石投资者的引入是否会引发股价大幅波动。对比上市 6 个月后引入基石投资者个股和未引入基石投资者个股相对发行价涨跌幅占比的分布情况可以发现，整体上看，引入基石投资者的个股相对发行价涨跌幅低于未引入基石投资者股票。引入基石投资者个股和未引入基石投资者个股解禁日相对发行价涨跌幅位于-10%至 10%的数量为 123 只和 213 只，占比分别为 29.7%和 23.1%，且前者相对发行价涨幅大于 40%和跌幅大于 30%的公司占比均小于后者。因此，综合来看引入基石投资者的股票解禁对股价的影响基本可控。

## （二）引入基石投资者的信息技术股票解禁期股价变动

本文以信息技术行业为例，进一步分析了引入基石投资者的新经济行业港股在解禁期的股价表现。我们选取了港股引入基石投资者的 33 只信息技术行业股票与 2007 年上市以来未引入基石投资者的 94 只信息技术行业股票进行对比，发现无论从超额收益率还是相对发行价涨跌幅来看，引入基石投资者的信息技术行业股票大幅下跌占比都要大于未引入基石投资者的信息技术行业股票，这表明限售股解禁可能会对引入基石投资者的信息技术行业股票股价下跌造成影响。（摘编：黄玲）

## 【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：黄玲， 校对：张冯彬)



服务创造价值



上交所企业上市服务

### 发行上市服务中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路500号33楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构