

# 股權分置改革給創投業帶來的新機會

2006年春節剛過，作為大陸IPO新規草案的配套檔，《公開發行證券的公司資訊披露內容與格式準則第1號—招股說明書》就開始在大陸部分投資銀行內部人士中傳閱。同時中國證監會也在不同的場合開始討論「存量發行」的概念。也就是說，未來大陸新股發行中老股東將可以在IPO過程中變現自己的部分存量股票。重啟IPO和「存量發行」無疑都是對在大陸從事創投行業的重大利好。

實際從2005年6月開始，隨著股權分置改革的逐步深入，在中國大陸從事創投行業的另外一個退出渠道：利用本土資本市場的機會越來越清晰地展現在我們眼前。

隨著帶有外資背景的上市公司G紫江、G中捷等股改通過商務部審批，外資利用中國本土資本市場實現退出的具體操作程式也越來越清晰。

由於缺乏良好的退出機制，原先活躍於中國市場的創業投資公司一般採用的投資方式都是將內地企業重組到境外，然後考慮境外上市實現退出。

雖然這種方式創造了大量成功的投資案例，但是並不適用所有類型大陸企業，比如對原有國企改造專案難度就相當大。一個逐步健全的大陸資本市場將在給本土創投創造退出機會的同時也給外資創投留下更多的選擇。如果能充分利用海外和境內退出的不同優勢和特點，相信我們能發現更多的投資機會。

## 一、股權分置改革帶來的市場變化：

1. 股權分置改革：將大陸上市公司中近60%的非流通股通過對流通股的補償的方式轉化為流通股。從目前的補償方式看，主要是非流通股對流通股無償送股，平均送股比例大約是在10送3左右。

2. 新老劃斷：中國資本市場已經有一年多沒有發行新股了。根據中國證監會精神，在重新開啟新股發行後，新的上市公司將不再存在非流通股，所有股份可以立即流通，同時原股東股份將可能允許與IPO一起出售部分老股。這項改革客觀上為風險投資退出提供了一個新的渠道。

3. 外國戰略投資者投資A股：根據最近頒佈的《外國戰略投資者開立A股證券帳戶等有關問題的通知》，只要外國投資者簽署《承諾書》，保證其開立的證券帳戶僅用於持有合法獲得的上市公司A股股份，以及在限售期屆滿後賣出這些股份並備齊開戶資料，即可按照有關法規開戶買賣A股票。可以預計大陸A股市場的涉外購並活動將大幅增加。

## 二、中國本土資本市場的優勢：

1. 市盈率高，IPO溢價比率高；儘管2004年大陸A股市場平均發行市盈率下降到了17.37倍，這個數值仍然大大超過香港及新加坡市場。

表 1 2000 年以來各年平均發行市盈率

年份	發行市盈率	公告發行市盈率
2000	25.92	33.61
2001	27.81	32.53
2002	20.60	19.40
2003	18.77	18.22
2004	17.37	17.41

註：發行公告市盈率指招股說明書公告的市盈率；  
發行市盈率：指發行價 / 發行前一年的每股收益。

而且，A 股市場上市首日漲幅驚人。1995 年至 2004 年的新股上市當日的平均漲幅保持在 70% 到 206% 之間，最高點是在 2000 年，平均漲幅為 206%。從 2001 年到 2004 年，新股上市當日漲幅逐漸下降，但仍保持較高的漲幅，2004 年度在大盤股指大幅下挫的情況下，新股上市當日的平均漲幅仍高達 70.18%。這個數值同樣遠遠高於香港及新加坡市場。

2 · 本土公司在中國上市費用遠遠低於香港或新加坡市場更不用說美國市場；

3 · 上市後公司的資訊披露，上市年費等維持費用遠比國際市場低；

4 · 距離交易場所更近，同時與監管層的溝通沒有語言上的障礙，文化上的差距也不存在；

5 · 沒有上市前重組到境外的繁複手續，上市包裝相對簡單；

6 · 特別適合國有企業的改造、重組。原來這塊業務外資創投參與不多，未來可能成為新的熱點；

7 · 相對而言，投資人容易說服被投資企業選擇境內市場上市。

### 三、中國本土資本市場的劣勢：

1 · IPO 審批透明度低，IPO 過程難以把握，市場化程度低；

2 · 中國資本市場是一個新興的市場，上市公司質量龍蛇混雜，上市公司整體誠信度沒有海外市場高；

3 · 由於長期 IPO 審批擱置，大量公司排隊等待上市審批給證監會帶來了巨大的審批壓力，新的投資企業也許需要等待相當長時間才能獲得審批；

4 · 中國境內法律體系不健全，境外投資人容易對投資的安全性產生疑慮。中國上市公司受中國法律監管，海外投資人一般對中國法律不甚瞭解，因此大多願意直接投資在境外控股公司；

5 · 利潤實現後彙出中國讓人擔憂。儘管目前已經又含外資股東的上市公司完成股權分置改革，但是還沒有外資法人股東在中國 A 股市場實現退出並將利潤彙出中國的先例；

6 · 中國上市公司利用的是中國本土的會計準則，與國際會計準則仍有一些不同之處。同時中國本土會計師事務所的審計水平和誠信程度讓多數海外投資人心存戒心。

綜上所述，我們認為目前是海外創投基金研究和利用中國本土資本市場的最佳時機。一方面，政策已經有明顯導向，為投資人打開新的退出渠道；另一方面，由於中國市場的種種問題，大量海外投資人仍在觀望，這樣反而給投資價格等關鍵條款的談判留下了較大空間。我們認為目前在已有的創投基金的投資組合中適當加入一定比例的面向中國本土項目的投資是一個適當的選擇。同時針對大陸資本市場變化募集新的創投基金時機也已經成熟。

香港玉山科技協會的資料或入會詳情，請與該會秘書處聯絡  
電話：852-2758-6276  
電郵：secretariat@montejadehongkong.com  
或瀏覽網址 www.montejadehongkong.com