

邓淑斌

执业证书编号: S0730511010003

021-50588666-8021

dengsb@ccnew.com

“国际板”——境外企业境内上市之综述

——兼议上海“国际板”推出的影响

研究报告——专题研究

发布日期: 2011年7月4日

部分外资控股或参股上市公司一览

证券代码	证券名称	证券代码	证券名称
600641	万业企业	000659	珠海中富
600801	华新水泥	600819	耀皮玻璃
000056	深国商	600870	ST厦华
600595	中孚实业	000678	襄阳轴承
600696	多伦股份	000932	华菱钢铁
600695	大江股份	002162	斯米克
600167	联美控股	000935	四川双马
600114	东睦股份	002047	成霖股份
600182	S佳通	000812	陕西金叶
000608	阳光股份	002032	苏泊尔
000068	ST三星	600615	丰华股份
600007	中国国贸	000005	世纪星源
000541	佛山照明	002333	罗普斯金

主要观点:

- 境外企业境内上市是具有跨境因素的企业上市行为,境外企业在东道国市场上市,因其境外性质而被划分为“国际板”,并因其差异化的发行上市规则等而显示相对独立性。
- 普通股首次公开发行、发行存托股证挂牌、反向兼并是境外企业境内上市的一般方式,经济实力、资本市场开放度、发行人和投资者的需求、交易所自身基础设施等将是决定东道国国际板建设取得成败的关键因素。
- 学术界对境外企业境内上市的研究尽管涉及多角度,但对新兴市场对外来融资承载力等关键问题还缺乏较为深入的研究。因此,新兴市场筹划国际板,更需要慎重对待国际板运行规则和相关制度的设计。
- 强国需要有强势货币,强势货币需要有强大的资本市场,“两利相权取其重,两害相权取其轻”,建立国际板是中国经济发展过程中的一个极其重要的战略设计。但如果国际板的制度设计未能立足于国家战略层面,不能吸引全球优质上市资源、不能让中国投资者分享境外企业的成长红利、不能在人民币国际化进程中发挥应有作用、不能实现国内证券市场的制度改进,则实践中的国际板不免会成为水中花、镜中月。
- 近期证监会人士基本明确了国际板挂牌上市股票以人民币计价;“以试点方式吸引优质大蓝筹企业、审慎推进国际板建设”将是管理层的指导原则之一,奔驰等在中国内地有不少业务的外国公司、汇丰控股等香港本地上市的绩优公司、中移动等在香港上市的内地公司有望最先登陆A股国际板。
- 国际板推出的信号近期频频释放于市场,但如果回顾中小板市场、创业板市场推出的期间历程,并结合当前市场对国际板规则的认知,则可发现:年内推出国际板的概率甚小。
- 具有国际板概念的A股上市公司:(1)外资控股公司(存在比价效应、并购、借壳、外资控股股权转让等题材);(2)在承销保荐大项目具有明显优势的上市券商,如中信证券。

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

近两年来,中国资本市场金融创新的步伐明显提速,继创业板、融资融券、股指期货成功推出之后,2011 年市场所厚望的创新莫过于“国际板”的推出,尤其是 2011 年 5 月份的“上海陆家嘴论坛”更是激起了市场对国际板的憧憬与担忧,既引发了正反双方的激烈争议,也引发了国内 B 股市场和 A 股市场在此间的大幅波动。究其根源主要在于,由境外企业境内上市而形成的“国际板”尽管在境外市场已有数年发展历史,但对目前尚处于新兴+转轨阶段、且对外开放尚处于渐进阶段的中国资本市场而言无疑是一大创新之举,关于这一新事物的作用、特征必然需要市场去逐渐认识,在争论中逐渐形成共识。为此,本报告拟从境外企业境内上市的实践与研究总结、境外企业登陆 A 股市场的利弊及最新进展等几方面来认识即将推出的 A 股国际板、以及其可能所带来的机遇和挑战。

1. 境外企业境内上市的实践综述

1.1 境外企业境内上市的界定

境外企业境内上市,是指不具有东道国国籍的企业将其股票等证券在东道国证券市场上公开挂牌交易,其实质是具有跨境因素的企业上市行为。随着经济全球化的深入,跨国公司及机构投资者的投资活动高度全球化对各国金融市场的方便、快捷、高效、全面提出了更高要求,由此导致美欧等主要资本市场不断创新以提升自身的国际化程度,其中的体现之一就是积极引进外国优质企业上市。根据世界交易所联合会的统计,2009 年底该会 52 家会员交易所共有 3094 家外国上市公司。

从各国引进外国企业上市的实践来看,各国证券交易所通常会针对境外企业的境内发行上市制定单独的上市规则,这些规则体系在保持与本土企业上市要求基本一致的同时,还突出对境外企业的特殊性要求。因此,境外企业在东道国证券市场发行上市后,往往因其境外性质而被划分为“国际板”。较之东道国的“主板市场”,“国际板”因其差异化的发行上市规则而具有相对独立性,但其同样是一国多层次市场体系中的重要组成部分之一。

表 1: 纽约证券交易所对境内外公司上市标准对比

		美国公司	非美国公司
发行规模	股东数量	a. 2000 个持 100 股以上的美国股东; 或者 b. 共有 2200 个股东, 最近 6 个月的月平均 交易量为 10 万股; 或者 c. 共有 500 个股东, 最近 12 个月的月平均 交易量达 100 万股	全球范围内有 5000 个持 100 股以上的股东
	公众持股数量	在北美有 110 万股	全球有 250 万股
	公开交易的股票市值总和	股票市值总和达 6000 万美元	全球范围内达 1 亿美元
	税前收入标准	在最近 3 年的总和为 1000 万美元, 其中最近两年的年税前收入为 200 万美元, 第三年必须盈利	在最近 3 年的总和为 1 亿美元, 其中最近两年中的每一年达到 2500 万美元
财务标准 (任选其一)	现金流量标准	对于全球市场总额不低于 5 亿美元、最近一年收入不少于 1 亿美元的公司, 最近 3 年的现金流量总和为 2500 万美元 (3 年报告均为正数)	对全球市场总额不低于 5 亿美元、最近一年收入不少于 1 亿美元的公司, 最近 3 年累计 1 亿美元, 其中最近两年的每一年达到 2500 万美元
	纯评估值标准	最近一个财政年度的收入至少为 7500 万美元, 全球市场总额达 7.5 亿美元	同美国公司标准
	关联公司标准	拥有至少 5 亿美元的市场资本; 发行公司至少有 12 个月的营运历史	同美国公司标准

资料来源: 纽约证券交易所

1.2 境外企业境内上市的实施方式 (以外国企业在美国上市为例)

1. 普通股的首次公开发行 (IPO)

根据 1933 年的美国《证券法》, 境外公司在美国进行普通股首次公开发行, 将与本土公司受到相同的监管。首先, 境外公司实施 IPO 必须进行注册。根据公司的规模以及以前在美国的披露情况, 美国证监会制定了不同的表格, 以供外国公司注册使用。其次, 境外公司的股票一旦公开交易, 该公司还必须按照美国证券交易法的规定定期向美国证券委员会 (SEC) 报告, 与美国公司一样, 境外公司必须以同样的格式向 (SEC) 和投资人披露同样的信息。

2. 美国存托股证挂牌 (American Depositary Receipts, ADR)

ADR 是一种把境外证券转换为易交易、以美元为支付手段的证券。ADR 是一张由美国的银行签发的并于公司本土国的托管银行存放的“凭证”, 每一张凭证代表着若干数量的在美国境外公开交易的公司股票, 该凭证可在美国自由交易而无须交付其实质代表的股票。运作 ADR 的一般程序如下: (1) 境外公司与美国银行签订协议, 约定由指定的美国银行担任境外公司证券的存托人; (2) 美国的存托人签发存托股证给美国的投资人; (3) 美国存托人收购相应数量的境外公司的证券, 一般该证券由境外的托管银行保管; (4) 发行存托股证后, 作为该股证持有人的付款代理人, 美国存托银行在收取股利并转化为美元后分配给股证持有人; (5) 作为存托股证的转让代理人,

美国存托银行对该股证在美国的交易情况进行记录,同时该银行也时刻准备着把该股证转换为相应的境外证券。

ADR 有三个级别,分为 I 级、II 级和 III 级。I 级 ADR 仅限在美国的场外交易市场交易,不能作为境外公司在收购项目中的“支付工具”;II 级 ADR 可以在美国的交易所上市交易,但不能为美国境外公司带来新的资金;III 级 ADRs 既可在美国的交易所交易,也可以为外国公司募集资金。美国证监会把 ADR 以及其所代表的境外证券区别对待,首先,发行 ADR 的美国银行需要注册;其次,该境外公司履行定期报告的义务,发行 ADR 的级别不同需满足的披露要求也不同,级别越高,披露要求越高。

3. 反向兼并 (Reverse Takeover, RTO)

反向兼并也称“借壳上市”,是指境外公司与在美国上市的“空壳公司”(通常为一家之前有营运的但目前并没有任何资产或负债的公司)合并,使得该上市公司成为一个全新的实体(境外公司持有多数股权,通常是 90%),同时也实现了境外公司在美国上市的目的。随着美国证监会监管的加强,有关措施要求与空壳公司合并的公司必须经过与公司向 SEC 首次作注册说明书登记备案一样(或者更加)苛刻和费时的程序。

1.3 境外主要市场吸引外国公司上市建设国际板的实践

1. 实践中的成功经验

境外公司境内上市,从 20 世纪 80 年代以来,经历了一个 1980 年代的小幅上升、1990 年代中期的快速上升、1990 年代末的下降、目前的趋于平稳的曲折发展过程,进入 21 世纪以来,随着经济全球化与跨国公司的深入发展,全球各大证券交易所之间也展开了对各国优质上市资源的激烈争夺。根据世界交易所联合会的统计,截止 2010 年底,该会 52 家会员交易所共有 3065 家外国上市公司,其中 39 家交易所部设有自己的国际板市场。其中:外国上市公司数量最多的是伦敦证券交易所,拥有 604 家外国上市公司;国际板上市公司数量占上市公司总数比重最高的是卢森堡,该交易所 89.66% 的上市公司都是国外企业。

此外,除伦敦、纽约等全球性金融中心以外,新加坡等一些区域性金融中心在发展国际股票市场方面同样取得了成功。截止 2010 年底,在新加坡交易所发行股票上市的外国企业(主要是中国企业)共有 317 家,占其全部上市公司数量的 40.75%,并且,其境外上市公司数量和占比在近几年呈现爆发式增长的态势,使新加坡成为亚太地区国际化程度最高的金融城市之一。

综观境外各主要市场的实践经验,国际板建设能否成功的关键因素主要在于市场需求的状况,具体体现在:(1)是否存在足够的投资者和发行人需求;(2)是否具备维护市场需求稳定有序的宏观经济和资本市场环境;(3)是否具有明确的、并且与投资者及发行人需求相一致的国际板市场发展战略。

图 1：2010 年外国公司数量排名前十家证券交易所

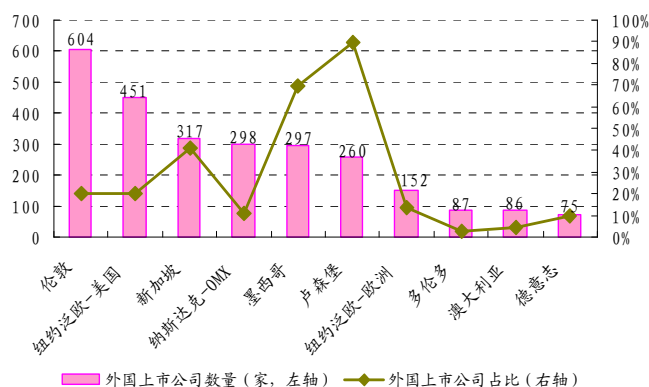
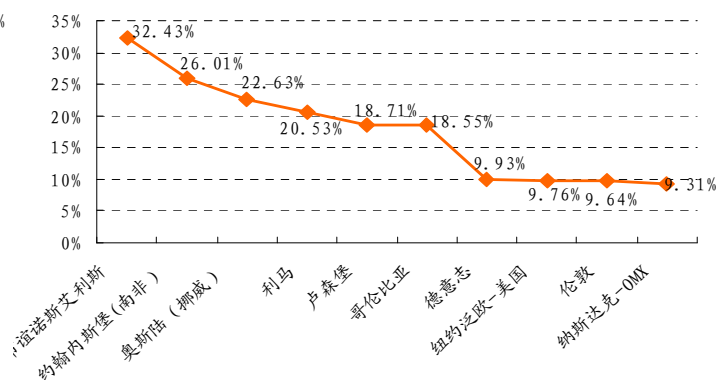


图 2：2010 年外国公司股票交易额占比前十家证券交易所



注：仅统计发行股票上市挂牌的外国公司

资料来源：世界交易所联合会网站

2. 实践中的失败教训

作为国际板建设失败案例的日本，其东京交易所国际板从培育壮大到繁荣再到衰败，历时 30 年有余，其中缘由值得我们反思、而教训更是需要我们吸取。

日本于 1973 年开始允许外国公司在东京证券交易所融资上市，初期阶段前来东京交易所挂牌上市的外国公司较少，至 1980 年仅有 15 家外国公司在东交所挂牌上市。1985 年以后，随着金融自由化及国际化的深入，前来东交所上市融资的外国公司迅速增加，在 1991 年达到高峰值 129 家、占总市值比重达 7%。此后，随着日本泡沫经济的破灭致使本国经济陷入长期萧条，对外国公司股票的需求大减，进而导致外国公司快速从东交所撤离。至 2003 年底，东交所国际板只剩 32 家外国公司，而到 2009 年 6 月底东交所 2364 家上市公司中仅有 15 家外国企业。反思日本东交所国际板的衰败，其中所涉及的具体原因如下：

一是宏观经济不支持。日本经济泡沫破灭后的长期萧条，既削弱了外国公司试图深入日本市场的动力，也削弱了国内投资者参与股市投资的积极性，使得东交所的国际板面临需求与供给都不足的不利局面；

二是相对封闭的资本市场制约了市场需求。20 世纪中期以前，日本政府在证券交易市场准入、金融商品开放等方面仍制定了许多排外性“规制”，内外资本交易仍然实行事前报告和认可制度。这些排外性的规制，极大的抑制了市场需求，限制了本国资本市场的广度和深度的进一步拓展，也限制了国际板市场的发展；

三是外国公司在日本证券市场进行融资上市的门槛较高。日本对外国公司赴东交所融资上市制定了较为严苛的条件、具体执行中的审查也尤为繁琐，其严格程度和条件繁杂程度超过了绝大多数交易所的要求；

四是外国公司所支付的上市费用以及后续的维护成本过高。外国公司需要向东交所支付高昂的上市审查费、新上市手续费、公开募股费用、监察费等名目繁多的挂牌上市费用，且日本的中介服务机构的费用也比较高。除了年度上市费之外；相比国内企业，外国公司还需按日本会计准则制作专门的财务报表，且日语翻译价格远；随着监管机构对上市公司严格要求的放大，外国上市公司所须承担的监管成本也与日俱增。

综上所述，经济实力、资本市场开放度（主要涉及资本自由流动）、发行人和投资者的需求、交易所自身基础设施等将是决定各国吸引外国公司上市、建设本国国际板取得成败的关键因素。

2. 境外企业境内上市的研究综述

上世纪 90 年代开始，境外企业境内上市作为各国资本市场和证券交易所国际化的体现之一，逐渐引起学术界的关注并展开了相关的研究，这些研究可大致分为跨国上市的动机、影响、地点选择以及交易所竞争境外上市资源等四类。

2.1 企业跨国上市动机的研究

学者们对企业跨国上市动机的研究视角主要从市场分割、法律保证、流动性、投资者识别等四方面来提出相关的理论假说，其中：市场分割假说认为，由于资本的跨国界流动中存在外汇自由兑换、交易成本、信息成本、法律限制等障碍，使得国家之间的资本市场呈现分割状态，进而导致企业融资的资金成本过高，而企业跨国上市可以有效减少市场分割的负效应。相关的实证分析也验证：企业跨国上市后，其股价由于资金成本的降低将被给予一个正的重估值。根据这一假说的推理，资金成本降低所带来的收益和跨国上市的公司数量应随着国际市场一体化的加强而逐步减少，但在现实中，跨国上市的公司数量是在逐年增加的，也即，这一假说不能完全解释一些市场现象。

法律保证假说认为，外国公司选择在美国上市的主要原因在于，美国的严格的法制环境、上市标准、信息披露等能显示上市公司的高公司治理水平与良好的声誉，并且公司治理的提高才是企业跨国上市资金成本降低的根本原因。这一假说能解释市场分割假说不能解释的一些现象，也得到了一些实证分析的支持。但是，2002 年美国推出《萨班斯法案》(SOX) 并提高了外国公司上市要求后，使得许多在美国上市的外国公司退市，导致美国在 2007 年颁布临时降低上市标准的条例，这一现象说明了这一假说仍不能完全解释跨国上市的动机。

流动性假说认为，企业跨国上市的目的是为了增加公司股票的流动性（源于跨国上市可以降低买卖价差）。但随着资本市场一体化的进一步发展，关于跨国上市是否真能增加流动性、是否是以国内流动性的减少为代价、流

动性增加是否具有持久性以及这种流动性的增加是否影响价格发现等问题，逐渐引起人们的关注。因此，流动性假说还需要做进一步研究。

投资者识别假说认为，企业跨国上市是为了提升公司知名度，可以获得上市市场上大量分析师的研究与媒体报道，具有广告效应，从而扩大其投资者基础和增加公司的市场份额。

综上所述，上述这些假说均不能单独完全解释现实情况，这也在一定程度上说明了，企业在决策是否跨国上市时，并不是只有一个动机，更大程度上是多个动机综合权衡的结果。

2.2 企业跨国上市所产生影响的研究

企业跨国上市所产生的影响主要包括对企业本身估值及其股东财富、对东道国、对上市公司所在国等三方面的影响。

相关研究得出的较为一致结论是：（1）由于投资者认为跨国上市一般能降低资金成本、提高公司治理、增加投资者保护，因此对公司的境外上市决策一般给予正面反应，进而会给予企业上市股价一个正的重估；（2）境外企业在东道国上市，有利于东道国投资者分散其投资组合、分享他国更高经济增长的收益，东道国交易所也能通过收取上市挂牌费、交易费等获得正收益。但对于东道国的市场是否能承受这些外来的融资压力，比如在新兴国家上市的外国公司融资是否会带来怎样的影响则没有相关的研究。

但在关于企业跨国上市对股东财富等方面，相关研究得出的结论并不一致。Howe 和 Kelm(1987)的相关研究表明：美国企业境外上市给公司股东的财富带来负效应，而 Lee(1991)则认为境外上市没有显著和永久性地改变股东的财富水平，并在随后 2003 年的研究中提出在美国上市的非美国本土企业的超常回报及企业的托宾值会增加，进而增加公司股东的财富水平。

此外，跨国上市对上市公司所在国是否存在“溢出效应”，相关研究也存在较大分歧。一种观点认为，本土公司境外上市不仅吸引了全球的投资者，而且带来本土股票交易透明度、信誉度和流动性的增加，从而有利于提高国内市场质量（Domowitz, Glen and Madhavan(1997), Hargis and Ramanlal(1998)）；而另一种观点则认为，优质公司的境外上市将使得本国投资资金流和交易能力由国内市场转移到国际市场，进而导致本国证券交易所和资本市场边缘化（Levine 和 Schmukler(2003), Karolyi(2004)）。

2.3 企业跨国上市地点选择的研究

学者们主要从内、外部两方面来研究影响企业选择跨国上市地点的主要因素。外部影响因素主要指文化、法律、地域等宏观层面以及拟上市交易所的微观层面，相关研究表明：在宏观层面的两国文化同质性、企业所在国法律制度、两国地域相近性，以及在交易所层面的交易技术、交易制度、同类型上市公司的聚集程度等都将影响企业对跨国上市地点的选择。

内部影响因素主要指企业境外上市的动机及自身特点,与上市动机相关的因素都是其市场选择要考虑的因素,如资金成本、公司治理、流动性、扩大股东基础、价格发现、声誉等都会影响企业对上市地点的选择。

2.4 证券交易所对境外上市资源争夺的研究

争夺境外上市资源虽然是证券交易所之间开拓国际市场的一种竞争,但在很大程度上将受到其所在国家或地区的经济、政治、文化、法律、市场成熟度等各种客观因素的影响。相关研究表明:交易所的信息披露程度、交易成本、交易技术、机构投资者以及交易所声誉等将决定其竞争力的主要影响因素(Huddan, Hughes 和 Brunnermeier (1999), Foucauh 和 Padour (2004), Chemmanur 和 Fulghieri (2006))。

综上所述,关于企业跨国上市的研究尽管涉及多角度、多层面,可以为新兴市场建设国际板市场提供一些参考。但是,这些研究成果仍不能解释国际板建设中的所有问题、研究结论也还需要进一步验证。并且受限于数据的可获得性,相关实证分析的样本主要集中在美国上市的外国公司和美国在国外上市的公司,而对新兴市场的相关研究较少,尤其是新兴市场对外来融资承载力等问题还缺乏较为深入的研究。因此,在经济金融全球化的趋势下,新兴市场筹划国际板的时候,不可急于求成,更需要慎重对待国际板运行规则和相关制度的设计。

3. 境外企业登陆 A 股市场之利、弊

作为国内资本市场发展中不断探索的成果之一,开通国际板、接纳境外企业的提出最早见于上海证券交易所创新实验室所提交的《市场质量报告(2007)》,第一次将创建国际板纳入决策层视野的是中国人民银行发布的《2008 年国际金融市场报告》,而国际板推出的最直接推动力当属立志要将上海打造成国际金融中心的上海市政府。自 2010 年以来推动国际板建设的高层呼声逐渐清晰,尤其是 2010 年 4 月 23 日国务院公布的《关于进一步做好利用外资工作的若干意见》中,明确指出“支持符合条件的外商投资企业境内公开发行股票”,这一表述随即被市场解读为国际板的推出步入加速阶段。

截至目前,尽管国际板推出的整体方案及相关配套规则尚未公布,但近期因官方人士对国际板的表态已引发了市场对“国际板将在年内推出”的强烈预期,而对于国际板推出后的利弊之争也扩展至多个层面。

表 2：上海国际板推出的政策背景

时间	重大事件
2007 年 4 月	上海证券交易所发布《2007 年市场质量报告》，提出要加快大型企业境内上市步伐，条件成熟时允许外国公司在内地上市，在境内开设国际板
2009 年 3 月 13 日	中国人民银行公布的《2008 年国际金融市场报告》指出，在股票市场，进一步研究红筹企业回归 A 股市场以及推进国际板建设的相关问题
2009 年 4 月 29 日	国务院发布《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，首次明确提出要适时启动符合条件的境外企业发行人民币股票。
2009 年 5 月 11 日	上海市政府对外发布《贯彻国务院关于推进“两个中心”建设实施意见》，明确表示，积极支持上海证券交易所国际板建设，适时启动符合条件的境外企业在上交所上市。
2010 年 4 月	中国人民银行发布《2009 年国际金融市场报告》指出，在股票市场上，要稳步推进国际板的准备工作，可以考虑积极探索境外企业在境内上市（即国际板）的制度安排，加强相关部门沟通协调，稳步推进境外企业在境内上市的准备工作，研究制订相关发行上市、交易结算、持续监管等制度安排和配套规则
2011 年 5 月 20 日	证监会主席尚福林在 2011 陆家嘴金融论坛上表示，目前离推出国际板越来越近
2011 年 6 月 3 日	《国务院批转发展改革委关于 2011 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》，重点提到，“推进场外交易市场建设，研究建立国际板市场，进一步完善多层次资本市场体系”
2011 年 6 月 8 日	发改委“2011 年深化经济体制改革重点工作意见”通气会上，经济体制综合改革司副司长连启华谈到：从证监会安排来看，国际板推出工作已酝酿了一段时间，今年会考虑在上交所择机推出

资料来源：中原证券研究所整理

3.1 在宏观经济层面所产生的利、弊

利：国际板开通后，国内投资者可以购买外国公司股票、境外人民币持有者可以基金方式购买国际板股票、外国公司可以将境内发行证券获得的人民币兑换为外汇汇出境外，进而（1）有利于减少当前资本和金融项目顺差，减轻外汇储备压力；（2）有利于扩大人民币使用范围，加快人民币国际化进程；（3）有利于引进外资的渠道；（4）有利于促进中国与世界经济体之间的战略持股，减少中国与主要贸易伙伴和竞争对手的摩擦，为中国经济的发展创造有利环境。

弊：开设“国际板”等于在资本项目下打开一个大口子，为人民币自由流动和外国热钱进入拓展了一个新渠道，将加速人民币的自由兑换、加大人民币的升值压力，进而不利于我国经济的持续健康发展。

我们认为：国际板推出对宏观经济的影响主要在于将加快人民币国际化的进程，自 2005 年 7 月 21 日中国人民银行正式宣布开始实行以市场供求为基础的浮动汇率制度以来，人民币的国际化也逐渐提上议事日程，并在经历 2008 年的国际金融危机后明显提速、从经常项目层面逐渐向资本项目层面转变（与其他国家和地区签署货币互换协议、正式开展跨境贸易人民币结算试点范围、在香港发行人民币国债），并在近期相继出台《境外直接投资人民币结算试点管理办法》、《关于明确跨境人民币业务相关问题的通知》。2011 年 6 月 17 日，人民币对美元汇率中间价报 6.4716，创出汇改以来新高。伴随着人民币汇率升值的加速，全球对人民币国际化的推进速度也给予了较高预期。2011 年 5 月，彭博新闻社对 1263 名经济学家、分析师以及交易员

进行调查的结果显示，大多数人认为，人民币将在 2016 年前实现与其他币种间的自由兑换；半数人认为人民币将在 10 年内成为一种储备货币。

图 3：人民币兑美元汇率的年度中间价走势

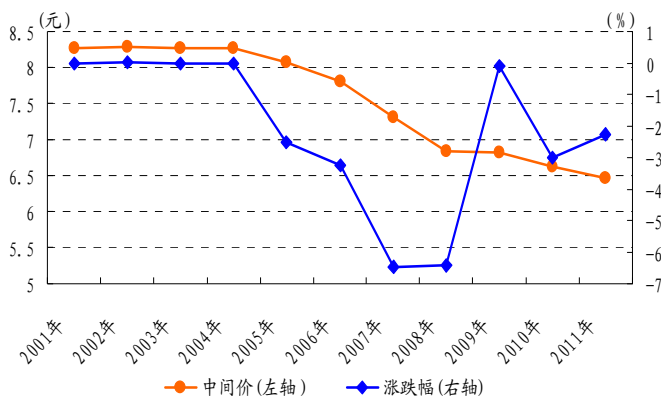
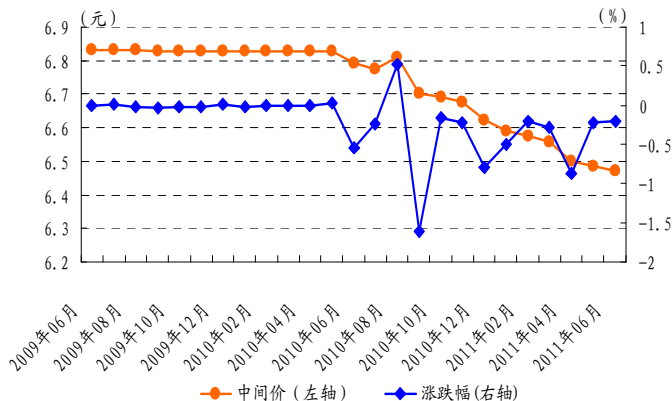


图 4：人民币兑美元汇率的月度中间价走势



资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

毋庸置疑，货币竞争力正在成为大国博弈的焦点，中国经济的真正强大离不开人民币的真正强大作为支撑，尽管人民币国际化是一把“双刃剑”，其对中国经济金融稳定、宏观调控所产生的负面影响也不容忽视，但在经济金融全球化日益加深的大背景下，人民币的国际化应当是利大于弊。当然，这就需要一整套的战略谋划来筹划如何把握好人民币国际化的节奏以及如何推进。借鉴他国经验，人民币国际化的成功必须具备三个基本条件：可持续发展的经济、健全的市场经济基础性制度体系、拥有完备的现代化金融市场体系并建成亚洲最重要的国际金融中心。因此，从某种意义上讲，蓄势待发的国际板应是发展境外人民币金融业务、推动人民币自由兑换的措施之一，至于其对资本项目可能带来的冲击或风险，考虑到跨境人民币业务一年多来的实践，也应是可控的。

3.2 在资本市场层面产生的利、弊

利：吸引境外优质企业在国内上市，对国内资本市场而言，将（1）有利于优化资本市场的行业及上市公司结构、扩大股票市场的蓝筹股规模；（2）有利于提升国内股票发行市场的效率和质量、丰富股票二级市场的投资标的；（3）有利于引进国际化的信息披露准则、公司治理准则、监管理念、促进国内市场基础制度设施的不断完善、加快国内市场与国际接轨的步伐；（4）有利于加大境外跨国金融机构对国内资本市场建设的参与度、增强国内资本市场的国际影响力和竞争力。对于上海证券交易所以及上海市而言，无疑是有利于提升上交所的影响力、促进交易所参与更高层次的国际竞争，进而推动上海国际金融中心的建成。需要指出的是，日本国际板的衰败在一定程度上表明，推出国际板并不是建设上海国际金融中心建成的前提条件，

但其对国际金融中心建设的推动是毫无疑问的。

弊：在现行的新股发行体制下，境外优质企业在国内挂牌上市，将加剧国内资本市场的扩容压力，资金分流的结果将压缩国内企业尤其是中小企业的融资空间；境内外市场的比价效应将冲击 A 股市场的估值体系以及估值水平，在个人投资者占据多数、投机占据主导的市场格局中，将加大 A 股市场的投资风险。

我们认为：从发行定价及融资成本来看，国际板对于海外企业的确极具吸引力。但若在境外企业发行定价的制度设计中，要求境外公司在境内发行价格不高于境外二级市场股票价格，则可在一定程度上避免其在境内高价发行。当然，这其中也可能存在通过拉高国外市场股价进而抬高 A 股发行价的投机行为。而市场扩容压力，曾经是中小板、创业板推出之前的争议之一，也是每轮市场调整中经常被提及的根源之一，其实质是政策调控与发行制度叠加的结果；关于国际板所导致的融资挤兑效应，更深层次的原因应是国内投融资体制改革以及债券市场发展的滞后，使得“股权融资”成为企业融资的首选方式（按照现代融资理论，企业筹资根据融资成本高低按照内部筹资—债权融资—股权融资的路径来选择融资方式）。

随着 A 股市场全流通的实现以及国内资本市场对外开放度的加深，A 股市场与境外市场的联动性逐渐加强、市场估值差距也逐渐缩小，这一迹象自 2008 年以来尤为显著（参见表 2）。可见，境内外市场比价效应对 A 股市场估值水平的冲击将较为有限，尤其是在弱势行情中更是如此。综上所述，国际板推出对资本市场所产生的负面影响，部分是体制改革或制度完善所能避免的，部分则是市场开放过程中所必须经历的、影响也是相当有限的。

表 3: 全球主要股指市盈率对比

	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-5-31
道琼斯指数	16.35	16.11	15.86	13.41	13.80
标普综指	17.34	14.91	18.13	14.88	15.29
纳斯达克综指	32.36	21.41	33.02	27.11	23.87
加拿大标普指数	18.07	11.05	20.64	20.24	19.70
富时 100 指数	13.10	24.70	20.25	13.54	14.62
法国 CAC40 指数	13.28	10.38	15.52	11.68	11.93
德国 DAX30 指数	13.74	10.36	44.65	14.38	12.56
香港恒生指数	16.19	13.14	15.77	12.47	12.45
上证综合指数	43.37	17.06	26.34	16.03	15.35
深证成指	43.45	21.19	33.49	19.88	18.69

资料来源：中原证券研究所，Bloomberg

3.3 在微观层面所产生的利、弊

利:对境内投资者而言,国际板推出将增加其资产配置渠道和投资品种,使其能参与国外优质企业成长成果的分享;对境内上市公司而言,由于国际板挂牌上市的多是颇具规模和实力的跨国公司,跨国公司的加入将从公司治理水平、持续经营能力、信息披露质量、商业伦理道德等诸多方面促进境内上市公司经营理念的转变,进而推动境内企业的经营管理迈向成熟。对于境内中介机构尤其是证券公司而言,国际板推出将直接利好证券业的整体发展,这主要体现在:(1)直接拓宽了券商投行业务的市场空间,并且在为境外企业境内上市提供承销保荐服务过程中,国内券商还可借此为其国际业务的拓展积累经验、奠定基础;(2)丰富了券商自营业务的投资标的、拓宽了券商理财产品的设计空间;(3)国际板推出对境外金融机构的吸引(即将推出的国际板无疑是国际投行布局全球业务的重心之一,这将促使其重视与国内券商的合作,以使其通过本土化运作在快速成长的中国资本市场中获得一席之地),一方面将倒逼券商的合规、风控制度更加完善,另一方面将间接为国内券商提供更多与国际金融机构进行交流、开展业务合作的机会,从而推动国内券商的国际化 and 专业化。

弊:对境内投资者而言,在参与国际板上市公司投资的过程中,由于投资境外企业必涉及的信息跨境、信息披露时滞,不可避免会加剧信息的不对称,进而使得境内投资者的股东知情权更加难以保障;由于参加境外企业股东大会以行使表决权的成本必然要高于参加境内企业的股东大会,这就可能导致境内投资者作为股东参与境外企业经营的路径出现断裂,加剧境外企业的大股东控制和内部人控制,进而可能侵蚀境内投资者股东的利益。对境内上市企业而言,国际板推出将从分流A股市场资金、促使A股估值中枢下移导致其发行定价中枢下移等两方面来挤压境内企业的融资规模,此外,在较短时间内,境外企业境内上市对境内企业传统经营理念的冲击将加大其短期内的经营管理压力。对证券公司而言,参与国际板上市企业的承销保荐,对券商的资本实力和项目拓展、国际化经验、专业化团队、研究销售和风控提出了更高的要求,这必将使得券商专业人才尤其是具有国际视野的复合型人才匮乏更加突显,缺乏实力和品牌的中小券商将难以在这一细分市场中占据一席之地,进而加剧行业内“强者恒强”的分化格局。

我们认为:国际板推出对境内投资者所产生的负面影响,主要在于境内股东权益能否得到有效保护,这除了要求投资者自身重视投资风险的管理以外,更大程度上应在监管层面构建境内股东权保护的制度体系。这一制度体系应从境外企业在我国境内上市规则的确定、治理结构的修正、市场监管(如信息披露、会计准则、中介机构责任、审计职能、投资者教育等)的把握、救济途径的畅通、国际合作的加强等方面进行系统化的梳理。对证券公司而言,国际板推出必将使得多数中小券商面临更加不利的竞争形势,进而迫使中小券商不得不更深层次的从发展定位、运行机制、经营模式等方面来反思、探索,以在不断提高综合服务能力的基礎上、培育自身的相对竞争优势。从

这个意义上讲，国际板推出对多数中小券商的冲击，短期而言是利空，但就长期而言则是利好——推动国内券商在清晰市场定位的基础上，提升专业化的服务能力。

综上所述，强国需要有强势货币，强势货币需要有强大的资本市场，“**两利相权取其重，两害相权取其轻**”，建立国际板是中国经济发展过程中的一个极其重要的战略设计，其重大意义不容置疑。但如果国际板的制度设计未能立足于国家战略层面，不能吸引全球优质上市资源、不能让中国投资者分享境外企业的成长红利、不能在人民币国际化进程中发挥应有作用、不能实现国内证券市场的制度改进，则实践中的国际板不免会沦至水中月、镜中花。

4. 境外企业登陆 A 股市场之最新进展

4.1 关于计价方式

国际板推出必将涉及挂牌上市股票将以何种货币计价，关于这一问题，市场中存在两种观点，一种观点则认为，国际板挂牌上市股票应以美元计价，其理由在于：（1）国际板以美元计价，可以最大程度上减小因市场比价效应对 A 股市场的冲击；（2）国际板以美元计价交易相当于在国内建立了一个庞大的“美元蓄水池”，既可以成为防止外国资本冲击的防火墙，也可以缓解国际热钱涌入对国内市场的冲击，有利于减轻我国外汇储备不断增长的压力，进而减少因外汇占款过大、导致基础货币投放过大所引发的物价上涨压力。

另一种观点认为国际板挂牌上市股票应以人民币计价，其理由在于：（1）经常项目和资本项目下的“双顺差”格局，决定了中国不应发展美元融资市场，并且发展美元国际板也不利于对资本账户和资本市场监管；（2）鉴于 B 股市场的存在以及其现状，单独设立以美元计价的股票市场，不合时宜，并将导致中国资本市场的人为割裂；（3）在当前香港人民币离岸市场规模增至 4000 亿元并预计在今年年底达到万亿元、香港交易所大力推动人民币股票 IPO 业务的背景下，拟将推出的国际板若以美元计价，既丧失市场定价权显然有悖市场经济之常理，也将失去推动中国资本市场融入世界的历史机会。

尽管市场争议依旧，并曾有“国际板以美元计价进行交易，正在成为行业共识”的报道，但在随后 2011 年 5 月中旬的“陆家嘴论坛”上，曾有不同的证监会人士发言表示“国际板是以人民币计价的股票，不是以外币计价的股票。”，“国际板若以美元计价，是一种倒退，退回到帮助央行回笼美元的狭窄目的。而惟有以人民币计价，才可真正掌握中国证券市场的定价权。”

4.2 关于挂牌上市公司的定位

尽管国际板的相关制度与配套措施目前还无从得知，但对投资者而言，最为关注的当是哪类企业或哪些企业可能将最先登陆国际板。结合此前中小板和创业板推出的实践以及相关的媒体报道，“以试点方式吸引优质大蓝筹企业、审慎推进国际板建设”将是管理层的指导原则之一。为此，国际板推出之初，如下三类境外企业将可能获得挂牌上市的资格：（1）可口可乐、联合利华、通用电器、IBM 等在中国内地有不少业务的外国公司；（2）汇丰控股、东亚银行等香港本地上市的绩优公司；（3）中移动、中海油等在香港上市的红筹公司，红筹公司是指在我国大陆以外地区注册设立并公开发行股票，但由我国内地实体直接或间接控股的上市公司。从国籍上看，红筹公司系外国公司，但从资金来源和实际控制人来看，红筹公司具有较浓厚的境内背景，因此其更具有优势率先在境内上市。

据报道，目前预计有超过 60 家公司向监管部门表达了在国际板挂牌的意向，而监管层基于慎重可能将首批试点公司数量控制在 10 家左右，其中汇丰控股、中国移动、纽交所、奔驰等几家被视为呼声最高、可能率先登陆的境外企业。

4.3 关于推出时机

虽然争议不断，但随着近期监管层的频频表态，国际板推出的信号频频释放于市场：（1）证监会办公厅副主任王建军 5 月 17 日表示，一年来，证监会在规则论证和起草、技术准备及监管安排方面取得非常大的进展。总的来看，推出国际板的条件快要成熟了；（2）5 月 20 日，证监会主席尚福林在 2011 陆家嘴金融论坛上表示，目前离推出国际板越来越近；（3）6 月 6 日，上海市副市长屠光绍表示，推出国际板所需的四大条件已经基本准备到位；（4）6 月 8 日，国家发改委经济体制综合改革司副司长连启华称，从证监会安排看，国际板推出工作已酝酿一段时间，今年会考虑在上海证券交易所择机推出。

根据上述信息，国际板将于年内推出的推断也不时见于媒体报道，但我们如果回顾深圳推出中小板市场和创业板市场的期间历程，并结合当前市场对国际板规则的认知，则将发现：年内推出国际板的概率甚小。2004 年 5 月正式启动的中小板，始于 2000 年 10 月深交所停发新股开始筹建创业板，期间历时四年半，2009 年 10 月正式启动的创业板更是号称“十年磨一剑”。而反观目前热议的国际板：2007 年作为课题研究纳入上海证券交易所的视野、2009 年纳入国家层面的视野、2010 年下半年尤其是今年以来引起了市场的集中关注与争议，若以国家层面的明确计算，至今也不过两年多时间，无论是技术层面还是制度层面的准备，尤其是涉及多部委的协调都还在进行之中。截至目前，尽管媒体报道上交所已完成国际板的各项规则（主要指发行办法、交易规则、上市规则、结算规则）和技术准备，但对方案本身是否妥当或是能否得到市场认可，以及监管制度是否配套等的相关论证，相关部门并没有一个明确的说法，从诸多的报道中也不难发现，市场对于拟将推出

的国际板规则事实上是相当有限和粗略的。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。