

諾亞研究

2020年10月21日

主題 | 為什麼美國想退市的企業越來越多，究竟是好是壞？

夏春 諾亞控股首席經濟學家

核心觀點

企業經過權衡，選擇不上市，或者上市企業選擇被並購，或者「私有化」退市，只要能夠繼續為股東創造價值，就值得長期持有。

今天我們聊一聊香港和國內吸引中概股回歸背後一個更大的趨勢，就是過去 20 年，即使美國本土的企業，在美國上市的意願越來越低，退市的意願越來越高。

首先要說的是螞蟻集團經過一波三折之後，終於迎來雨過天晴。繼上周獲得中國證監會放行之後，也在本週一通過了港交所的上市聆訊，計劃在下周 27 日到 30 日招股，螞蟻的最新估價是 2,800 億美元，A 股和 H 股各募集 175 億美元，總計 350 億美元，並在 11 月 6 日在 A 股和 H 股同步掛牌交易。過程將跨越 11 月 3 日的美國大選。

隨著螞蟻 IPO 獲批，海外資金加快流入香港，港元兌美元再次觸及 7.75 的聯繫匯率上限。香港金管局承接美元賣出近 204 億港元，是今年單日最大規模。在美聯儲無上限量化寬鬆後、香港資金市場因為供需關係，資產負債結構等原因，銀行間借貸利率持續高於全球基準（港元利率高於美元利率），以及中概股回流，三季度香港新股發行熱潮帶動下，資金不斷流入香港，港元走強，金管局從 7 月以來到本週一，已經 45 次向市場賣出港元，累計注資規模高達超過 2134 億港元，使得香港銀行體系的總結餘增加到 3,479 億港元。這也打破了市場擔心 7 月實施《港版國安法》之後會出現資金外流的擔心。

目前向港交所提交上市申請的公司超過 100 家，暫時看不到美國大選對 IPO 的影響，不少企業仍然計畫在 11 月中下旬招股，繼續按原定時間表推進上市工作，相信大選結果和新政策的不確定性對 IPO 市場的影響也是短暫的，因此香港下半年開始的新股發行熱潮，仍然會持續到明年，帶動港股和新經濟相關指數走強。

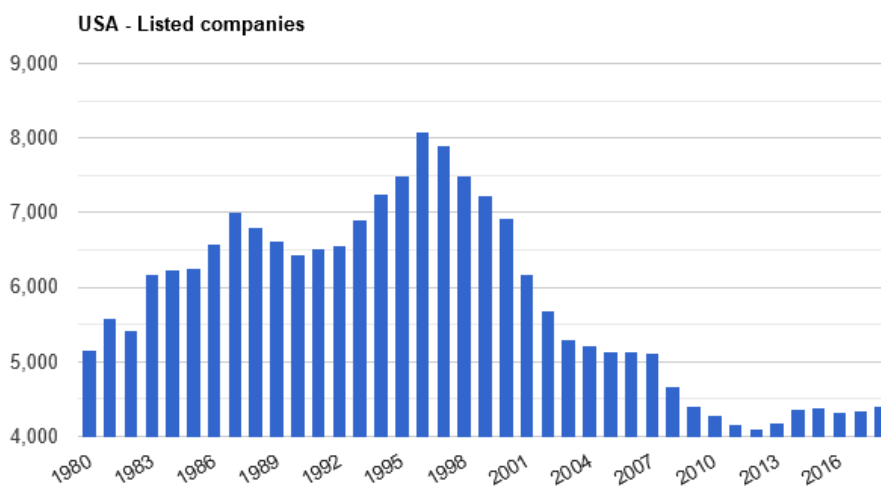
通常，大家都把中概股持續回歸的熱潮歸因於三點：第一、中美關係惡化，美國加強監管使得中概股想離開；第二、國內和香港上市制度改革，越來越多中概股符合回歸條件；第三、去年阿里巴巴回歸、加上今年網易、京東、百勝中國、中通快遞、華住集團等 7 家中概股在香港二次上市都受到熱捧，帶來的「示範效應」。

此外，今年以來，聚美優品、暢遊、58 同城、易鑫、搜狗、新浪、鬥魚這 7 家中概股完成私有化，從美國退市，一部分計畫未來在 A 股重新上市。

不過，我們要告訴大家的是，即時沒有中美關係的變化、中概股回流港股和 A 股這個大趨勢早晚也會到來，這是因為資本市場多個方面重大的變化，美國上市公司的數量，從 1975 年至今經歷了一個明顯的倒 V 型，而拐點發生在 1996 年。

此前，美國三大交易所也就是紐交所，納斯達克和美國交易所的上市的美國公司數量是逐年增加的，從 1975 年的 4,775 家，增加到 1996 年的 8,025 家，達到了頂峰。

從 1996 年開始，在美國上市的美國公司越來越少，退市的美國公司越來越多，到 2012 年僅有 4,102 家上市公司，相比 1996 年差不多減少了一半，比 1975 年也減少了 14%。即使這幾年美股迎來最長牛市，但 2018 年也只有 4,397 家上市公司，數量仍然比 1975 年和 1996 年分別減少了 8% 和 45%。



剛提到的上市公司數量不包括在美國上市的非美國公司，但既然連美國公司都不願意上市，更願意退市，那麼中概股公司的退市就沒有什麼好奇怪的。

真正奇怪的，是美國上市公司數量為什麼會在 1996 年之後持續減少，畢竟，美國之外的全球各國上市公司數量從 1996 年的 28,125 家增加到了 2018 年的 38,945 家。

和美國趨勢相反的是，世界銀行統計的其他 13 個發達國家的上市公司總數量從 1996 年至 2018 年增加了大約 50%。

當然，1996 年到 2018 年本國上市公司數量減少的國家很多，大部分是發展中國家，也有其他發達國家如丹麥、奧地利、德國，但是美國上市公司數量下降幅度之大遠超這些發達國家和許多發展中國家，僅僅比捷克、立陶宛、波蘭、哥倫比亞、埃及和委內瑞拉少一些。

同期更多的發展中國家和發達國家實現了上市公司數量的增長。有 11 個國家和地區的數量增長超過一倍，中國內地從 1996 年的 524 家上市公司增加到 2019 年的 3,777 家，增幅 6.2 倍，僅次於波蘭的 8.6 倍排名全球第二；同期香港上市公司數量也從 561 家增加到 2,272 家。

從中國內地和香港的上市公司數量增長來看，不僅會不斷吸引首次上市的公司，也會吸引那些在美國上市的公司回流到內地和香港。

考慮到 1996 年至今，美國的 GDP 總量和人口數量都在增加，有資格上市的公司數量從 55 萬家增加到 59 萬家，但實際上市的公司數量減少的絕對值和百分比如此之大，就更加令人意外。

更加細緻的分析考慮了 GDP 和人口規模和增長，金融發展水準，公司治理結構等因素，可以估算出 2012 年美國合理的上市公司數量應該在 9,500 家以上，相對實際上市公司數量，缺口高達接近 5,500 家。其他一些研究估算的缺口較少，但也接近 3,000 家。相信到 2018 年，這個缺口變得更大了。



值得大家深入思考的兩個問題是，到底什麼因素導致了「上市缺口」？「上市缺口」到底是好事，還是壞事？

好在，我們現在已經大致上理解了「缺口之謎」，主要有四個方面的原因：

第一、1996 年，美國出台了《全國證券市場促進法》推動私募股權融資發展，是上市公司數量快速減少的關鍵原因。法案既降低了私募股權投資的成本，也通過允許更多投資人參與，從而增加了私募資金的供給。

私募股權行業隨之迎來「爆炸式」增長，募資金額佔 GDP 的比值從 1996 年的 0.5% 增長到 2007 年時的巔峰值近 6%，2008 年金融危機後有所回落，但近年來仍保持在 4% 左右的較高水準。

2018 年，美國企業從私募股權基金獲得的融資金額高達 1.8 萬億美元，是新股公開發行募資金額的近十倍，這使得創業企業在後期可以通過私募市場獲得成長所需資金。股東也能在私募市場轉讓所持股份，從而推遲了上市時間表。

第二、2000年美國互聯網泡沫破滅和2008年金融危機帶來的股市低迷，都降低了公司上市的意願，隨之而來更加嚴厲的監管法規，例如《公平監管法》、《薩班斯-奧克斯利法》、《弗蘭克-多德法》都使得上市公司為符合新監管支付的成本大大增加，資料顯示，2002年之後，美國公司IPO的平均費用為250萬美元，而上市後為滿足合規和資訊披露要求，公司每年平均的費用為150萬美元。

這就使得每個行業和不同規模企業的上市意願進一步降低，在小企業身上體現得更加明顯。與此同時，已經上市的企業，因為長期虧損，股價低迷，不再符合上市標準被強制退市，或者覺得上市的收益和成本之比不划算、主動進行私有化退市的傾向變得更強。

不過，比退市更好的結果是被更大的上市公司兼併收購。事實上，在2000年、2007年和2015年，美國相繼出現三次發生在上市公司之間的並購浪潮。因為這種類型的「並購」而導致的上市公司數量減少，是「上市缺口」現象背後的頭號原因。第二則是強制退市，第三是私募股權基金或者控股股東採取「私有化」方式自願退市，但比重並不高。

現在，中概股掀起回歸浪潮，自然也與在美國上市的成本和收益變化密切相關。即時沒有中美關係緊張和特朗普政府的打壓，中國和香港上市制度的改革，與作為美股的估值的差異，以及成功的先例，就會吸引許多中概股回歸A股或港股。

第三、新經濟公司主要依賴人力資本、智慧財產權和無形資產發展，對實物資產的投資相對較少，對資金的需求相對傳統公司要小得多。另一方面，他們的商業模式、盈利週期與傳統公司差別很大，更適合在私募股權市場先發展壯大，再尋求上市機會。

2000年至2011年，因為宏觀環境上相對較高的增長、通脹和利率水準，以及投資者偏好等原因，週期股、價值股表現明顯好於成長股，這也使得年輕的新經濟公司並不急於上市。

第四、2012年開始，因為宏觀上的低增長、低通脹和低利率環境，以及微觀層面移動互聯網等新技術發展，成長股開始逆襲價值股並一直持續至今，這就構成了前面提到2012年之後美國上市公司數量略有增加的兩大原因之一。

另外一個原因是美國在2012年出台了JOBS法案，也就是《啟動創業企業法》，其核心就是幫助新興成長企業降低上市成本，僅合規和資訊披露方面的成本就降低了40-50%。值得一提的是，JOBS法案的推出與市場對美國嚴重的「上市缺口」現象的討論和研究有著直接的關聯。

美國嚴重的「上市缺口」聽上去是很糟糕的事情，願意上市的企業減少，想要退市的企業增加，但反過來看，更優秀和更大型的企業願意繼續留在美國市場，也就代表他們的盈利能力和增長前景更好，這對投資者來說，當然是一件好事。美國股市經過兩次危機的洗禮之後，過去十多年的表現在全球一枝獨秀，並非僅靠貨幣的寬鬆。

企業經過權衡，選擇不上市，或者上市企業選擇被並購，或者「私有化」退市，只要能夠繼續為股東創造價值，就值得長期持有。

因此，大家不要對中國公司在哪裡上市，或者中概股回歸浪潮是好事還是壞事進行簡單評論，而是要透過表象，看到投資的本質。

免責聲明: 本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。