

华晨汽车海外上市退市始末

徐旭永 崔永梅 张金鑫

2007年7月5日,华晨中国汽车控股有限公司(华晨汽车)董事会宣布,撤消在纽约证券交易所(NYSE)挂牌的美国存托股票(ADS),这意味着中国第一家进入国际资本市场的“上市先驱”,在经历了从亏损到辉煌再到亏损的曲折过程后,成为中国第一家退出美国资本市场的“退市先驱”。

一、上市和退市的回潮

1990年上半年,华晨汽车的上市筹备工作便已开始,其核心想法是将境内企业包装到境外上市融资。经过考察,决定以引进日本丰田汽车公司海狮四型车制造技术并同时租用丰田厂的部分设备模具为项目切入点成立沈阳金杯客车制造有限公司(金杯客车)。从建立合资企业到包装上市大概经历了2年时间,涉及到的数十家公司间的关系错综复杂(见图1)。

1991年7月,海南华银、沈阳金杯和华博财务组建了中外合资企业——沈阳金杯客车制造有限公司,三者的股权比例为15%、60%和25%。1992年6月,华晨中国汽车控股有限公司在百慕大注册成立。为了适应美国证券交易委员会(SEC)关于“拟上市公司须控股准备上市项目50%以上的股份”的规定,华博财务购买了海南华银占金杯客车的15%股份,转让给了华晨汽车。此后,海南华银协调多方利益,完成为转股与换股方案,将华晨汽车21.57%股份转让给沈阳金杯,沈阳金杯转让金杯客车11%股份给华晨汽车,换股后,华晨汽车持有金杯客车这个项目51%的股权。而且依据当时的国际背景,该公司不应是一家国有控股公司,因此,合资各方最后协商由中国金融教育发展基金会持股。在美国上市的金杯客车项目的原始招股书上,华博财务和华银公司都消失了,而其持有的金杯客车的股份为1992年6月才注册成立的华晨汽车持有,而华晨汽车的最终控股股东名义上也变为中国金融教育发展基金会,并由基金会全权委托仰融处理华晨汽车所有事宜。

1992年10月9日,华晨汽车在美国纽约股票交易所上市,发行500万股普通股,IPO价格为每股16美元,筹集资金8 000万美元,扣除投资银行的承销费、律师、会计师费用等,实得7 200万美元。据报道,当时股票订购量高达6 000万股,近乎发行量的12倍,开盘34分钟后即有87万股股票以每股20美元成交。而在2002年5月之后,华晨汽车业绩下滑,连年亏损。上市15年之后的2007年7月5日,华晨汽车董事会宣布,撤消在纽约证券交易所(NYSE)挂牌的美国存托股票(ADS),从纽交所退市,将ADS存放于公司的存托银行——纽约银行并将继续在场外市场(即“柜台交易市场”)交易,同时,公司在香港主板的挂牌将继续维持。15年来,华晨股价最低时不到4美元,最高时达到61.8美元,并曾有3次分拆。华晨汽车当

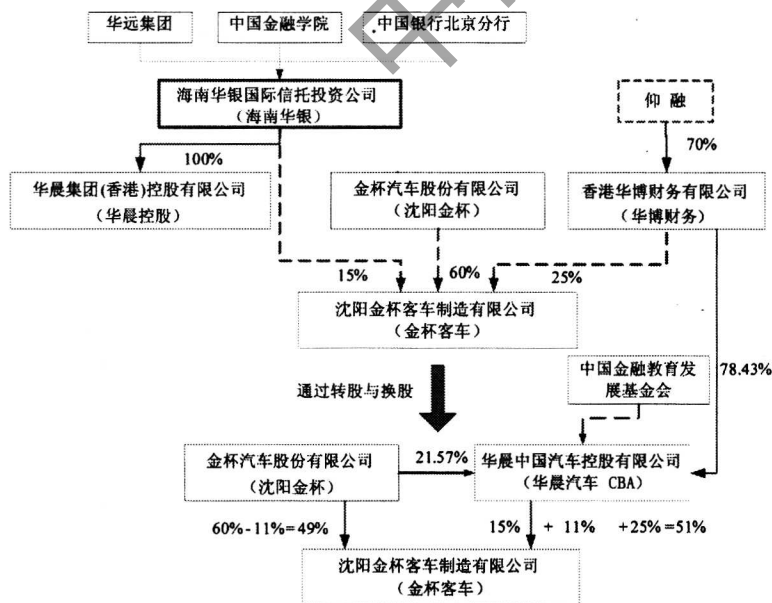


图1 华晨汽车上市筹备关系图

年的辉煌随着一纸退市公告成为历史,但华晨的故事并未了结,其背后的经历耐人寻味。

二、原因分析

(一)为何上市

华晨汽车能够海外上市,除了仰融本人的资本运作头脑,与当时中国的政治经济形势需要以及政府关键部门的帮助是分不开的。1992年10月,当时的中国还受到西方国家的经济制裁,中美关系也尚处在逐渐改善过程中,但金杯客车项目很快得到了关键部门的认可。因为当时该项目不仅仅具有经济意义,同时也被赋予了历史使命。1989年后,中国需要在国际上重塑改革开放的形象,华晨汽车到美国上市,融入国际资本市场,可以把两国的经济利益捆在一起,通过经济外交来打开中美的政治外交。可以说,华晨汽车是肩负了把中国企业国际化,把改革开放的成果带出国门,步入世界金融市场的重任。在华晨上市20天后,时任中共中央总书记的江泽民在人民大会堂会见了仰融和华晨中国汽车美国上市项目的律师雷德等人,以示鼓励。

(二)为何退市

1、融资功能丧失,上市费用高昂。根据美国SEC规定,如果过去12个月公司ADR的每日成交量不到其全球成交量的5%,就可以向SEC申请下市。数据显示,从2006年年中起,华晨汽车在纽约交易所的交投清淡,业绩不理想影响了其股价。2007年5~7月的日平均交易量约为64 606股,低迷时仅在30 000股左右,与上市首日2 939.78万股形成鲜明对比。华晨汽车自己表示,放弃美国上市的主要原因是近年来公司在美国证券市场交易量低,已经失去在资本市场的融资功能,同时为适应美国报告与注册制度的行政费用却不断增加,在美上市公司每年的公关、会计和律师等维护费用一般为100万美元左右,这对于近几年都亏损的华晨来说是一笔不菲的费用。华晨汽车从主板市场撤退后,存托凭证将继续在场外市场(即柜台交易市场)交易,就不需要遵守纽约证券交易所非常严格的规定了,可以节约大量管理成本。

2、改变战略,回归内地融资。自从仰融2002年5月因“涉嫌侵吞国家资产”而远走美国后,华晨汽车一直处于亏损状态,甚至资金一度面临断流。直到2006年年初才开始稳定下来,并全力开拓“南下北上西扩战略”:南下广州再造一个产业基地,北上开拓俄罗斯市场,并挑战欧洲市场。华晨采取大幅降价促销,产品销量很快在中、低端市场获得提升。2003年,与宝马公司成立了华晨宝马合资企业生产高端产品,市场反馈非常积极。华晨宝马第二工厂10万辆建设项目已经箭在弦上,并且华晨金杯还将建立5万辆产能的生产

线。为了快速在海外市场扩张,华晨汽车需要庞大的资金支持。2007年9月,华晨汽车董事长祁玉民表示:资本市场募集资金将是华晨汽车今后的主要融资渠道。可能的方式有以下三种,一是通过ST金杯向宝马定向增发,引进宝马汽车作为战略投资者;二是华晨汽车回归A股;三是对上市公司股东结构进行重组,引进供应商和国外大的经销商参股ST金杯等。但具体采取那种方式还没有确定。

三、启示与思考

(一)上市操作很精彩

华晨上市需要解决的主要问题有:①上市公司必须持有合资公司51%以上的股份;②公司资产在中国境内的企业到海外上市,受到公司主体管辖的障碍(不能由外资控股国有资产),必须把控股投资人的公司转向境外注册、境外造壳上市;③境外公司注册地点的选择;④谁来担任合法资金来源的公司股东?其实这4个问题的根源在于SEC的规定。

首先,为满足51%的控股条件和控股方不能是中国中央政府或地方政府的条件,仰融利用1991年他在香港注册的华博财务进行一系列运作和换股(见图1)后,使华晨汽车最终成为拥有金杯客车51%股份的控股股东。

其次,仰融把华晨汽车的注册地选在英属百慕大群岛,在那里注册,不需要派出人马去办公营业,只要留下公司登记注册资料,每年委托当地律师向政府交纳1 000美元即可。这样就符合了美国SEC的规定,由境外公司控制境内资产在纽交所上市。

最后,华晨汽车由谁来控股?美国SEC规定,要对公司股东资本来源进行全面审查。因为仰融等人声称从股市赚的钱没有纳税凭证也没有资产证明,美国SEC对此并不认可,因此,由谁来担任合法资金来源的公司股东成为阻碍海外上市的难题。经各方协商后,1992年,由中国人民银行教育司、华晨控股、中国金融学院、华银信托发起设立了注册资金210万元的中国金融教育发展基金会,并以基金会作为华晨汽车的股东,从而通过了美国SEC对公司股东合法资产的资格审查。

(二)产权归属须分清

从2002年9月27日,华博财务向北京高院提起诉讼,要求确认其在中国金融教育基金会的投资权益,然而,包括华晨股权的运作以及仰融案直到今天也未有定论。华晨仰融案件其实类似于民营红帽子企业案例,指由私人资本投资设立,而又以公有制企业(包括国有和集体企业)的名义进行注册登记的企业,或挂靠在公有制企业之下的企业。当时,为了满足美国上市的规定,仰融采取把华晨汽车挂在社团(下接38页)

示实物工作量；DA表示作业动因；PA表示作业平均单价；PR表示所耗资源单价；DR表示作业资源动因；QP×DA表示作业数量；QP×DA×DR表示资源数量。

该公司某项目布线作业中心汇总的布线工作量为10 000米，布线作业是由电工进行的手工作业，消耗电线和焊锡两种材料，作业动因为0.05工时/米，作业单价15元/工时，电线资源动因为60.6米/工时（一根零线和两根火线，材料损耗率为1%），电线资源单价1.375元/米，焊锡资源动因为0.001千克/工时，焊锡资源单价为20元/千克。则：作业数量为500工时；电线资源数量为30 300米；焊锡资源数量为0.5千克；作业中心预算为49 172.5元。

(4)公司的作业基础预算的审批过程如图4所示。审批的过程实际就是比较的过程。审批的判别公式为预算总额≤中标价-预期利润-预计税费。

(5)分解并下达预算就是将最终的作业基础预算下达给各作业中心，由其明确本中心的预算额、作业动因、资源动因以及作业数量和资源数量的大小。各作业中心的预算额可以看作是各作业中心必须执行的目标成本。由于施工项目在设计图纸和施工方案确定后，实物工作量就会固定不变，所



以只要按图纸和既定方案施工就不需额外进行控制。而资源单价和作业单价是由预算中心经调研后拟订的，所以相对于作业中心的权限来说是不可控因素，故而在将目标成本分解到个人时，只需考虑作业动因和资源动因。鉴于施工项目自身的特点，在作业中心分解目标成本时，只要分解和控制进度耗用工时数标准和进度耗用资源数量标准这两个指标就实现了目标成本的分解和控制。

(6)因为作业基础预算的形成涉及实物工作量、作业动因、资源动因、

作业单价和资源单价等五个因素，除实物工作量外，其他因素都是变量，所以该公司采用因素分析法进行差异分析。分别计算作业价格差异、作业动因差异、资源价格差异和资源动因差异。计算公式如下：作业价格差异=实际作业工时×（实际作业单价-标准作业单价），作业动因差异=（实际作业工时-标准作业工时）×标准作业单价，资源价格差异=实际耗用资源数量×（实际资源单价-标准资源单价），资源动因差异=（实际耗用资源数量-标准耗用资源数量）×标准资源单价。

(7)正数差异为不利差异，负数差异为有利差异。公司根据差异的符号、绝对值以及各施工参与人员与项目经理签订的承包合同决定奖惩及其力度。

三、竣工阶段

竣工阶段的主要工作是项目总结，它在某种意义上可以理解为是对项目的事后评价，但更侧重于评价该项目的完成对施工企业的意义、对提高企业在行业中的影响力的作用以及对增强企业竞争优势的贡献。

（作者单位：东北电力大学经济管理学院）

责任编辑 李斐然

（上接22页）股的办法，这一操作引起了华晨控制权之争。虽然早在1993年和1994年，国家国有资产管理局分别颁布了《国有资产产权界定和产权纠纷处理暂行办法》和《集体企业国有资产产权界定暂行办法》，规定“产权界定应遵循‘谁投资、谁拥有产权’的原则进行。在界定过程中，既要维护国有资产所有者及经营使用者的合法权益，又不得侵犯其他财产所有者的合法权益。”但一直以来，却并没有一个具体可执行的办法出台，产权复杂性和多样性以及制度供给的不足一直是解决产权归属问题的难题。

（三）上市、退市应理性

退市对于“壳资源”非常稀缺的中国内地证券市场来说还比较陌生，但在西方资本市场却比较普遍，因为退市可以

解决股票定价偏低的问题，同时还可以避免因信息披露而向竞争对手泄密。此外，企业退市后经过重组还可以二次上市。因此，我们应从另一个角度来看待华晨汽车的退市。海外上市，固然能够提升企业的形象，获得一系列国内上市所不具备的好处，但同时也需要付出比国内上市大的多的代价，包括有形的费用和无形的损失，由此看来，华晨汽车选择退市不失为一种理性之举。在当前大型国企纷纷急于境外上市之时，这种退出背后所显现的上市公司的责任和市场的理性，非常值得证券市场的各方参与者思考和体会。

（作者单位：北京交通大学企业兼并重组研究中心）

责任编辑 杨曼