

OTC: 中小企业国际 筹资的重要途径

周 斌

随着贸易与投资自由化进程的加快, WTO 成员国中的发展中国家越来越难运用与贸易有关的投资措施来保护本国的投资市场, 保护本国的民族工业。这些国家市场的开放度会越来越高, 最后完全与国际市场接轨, 从而形成一个统一的世界市场。巨大的市场必然会带来激烈的竞争, 面对这一挑战, 越来越多的企业走上规模经营之路。在美国, 继波音公司与麦道公司获准合并后, 1997 年 7 月 3 日, 美国航天航空制造业的两大公司洛克希德·马丁公司与诺思罗普·格鲁门公司又宣布了一项价值 116 亿美元的合并计划, 合并后的新公司将拥有 23 万名员工、年利润达到 370 亿美元。这些迹象似乎表明, 大市场、大规模、大企业正在成为世界经济发展的主流。在此背景下, 中小企业, 特别是发展中国家的中小企业如何求生存、求发展, 就成了迫在眉睫需解决的问题。和大企业相比, 中小型企业存在着许多不利因素: 其一, 规模太小, 无法承受由于激烈竞争所带来的巨大风险; 其二, 资金不足, 无法承担研究与开发方面的大量开支, 无法雇用大量第一流的专业人员。那么中小企业如何才能解决这个问题, 实践证明, OTC 是中小型企业国际筹资的重要途径。

一、OTC 的功能及特点

每一家公司都可以根据自身发展的需要, 通过一种或多种途径进行筹资。其中除了向银行借贷、私人投资、私人借贷等途径之外, 最有效的办法之一就是对外引进众多的投资者参加, 把公司变成公众公司, 将股票在证券交易市场中挂牌买卖。公司一方面可以取得发展资金, 另一方面亦可为股东所持的股票带来流通性。中小型企业通常会因为自身的规模问题, 而无法采用这种方式筹资。但是 OTC 却为中小型企业解决了难题, 提供了筹资场所。OTC 是英文 Over the Counter 的缩写, 一般译为场外交易市场。即买卖不上市证券的市场, 一般由证券商在其营业所自营或代客买卖。OTC 市场没有固定的交易地点, 所有的交易都是通过证券商或经纪人的电脑进行的。

世界上多个发达国家都设 OTC, 但就交易量和影响力而言, 当推美国的 OTC。其规模不拘, 凡是符合美国证券和交易所委员会法规, 经过注册手续的公司都能进入美国的 OTC 筹资。由于公司数目繁多, 美国的 OTC 将上市公司分类如 Pink Sheet、Bulletin Board、NASDAQ 等, 其中

最活跃的是 NASDAQ,即美国全国证券商协会自动报价系统。下面我们就以该市场为例来介绍 OTC。该市场创建于 1971 年,它是美国发展最快的证券市场,到 1994 年 6 月,该市场的股票交易量超过 370 亿股,交易额突破 7510 亿美元,同 1984 年相比,其股票交易量及美元交易额分别增长了 405% 和 894%。若按上市公司的数量计算,该市场已经成为世界第一大证券市场;若按美元交易额计算,该市场世界排名第二,仅次于美国纽约证券交易所,排列在伦敦和东京交易所之前。

NASDAQ 有两大重要特点:第一,相互竞争的造市商。每一家在该市场上市的公司平均都有 12 家以上的证券商为其证券造市。在这些造市商中,有许多是世界上著名的证券公司,如 Merrill Lynch、Morgan Stanley、Goldman Sachs 等。按有关规定,造市商必须做到:保持详细的交易记录和坚持财务责任标准;不断地造双边市场和在最佳价格时有限额地接受并执行有关指令;发布有效的买、卖两种报价;在交易完成后的 90 秒内报告有关交易情况,以便向公众公布,由此形成的众多造市商之间竞争必然会使客户得益。第二,先进的技术。NASDAQ 率先采用了计算机技术,高效的电子交易系统不仅使该市场摆脱了传统的证券交易方式,而且还有助于进行迅速准确的市场监管。该市场采用各种自动化中央控制系统,对每天、每周及每月的交易活动进行分析,如果发现某笔交易不正常,就会立即对该笔交易进行调查,以保证市场公平正常运行。

1992 年 1 月, NASDAQ 在伦敦设立分部,使证券公司也能在欧洲的交易时间内买卖该市场的证券。该市场上的美国预托凭证(ADRs)和外国证券的交易持续保持强劲涨势,1994 年上半年,该市场上美国预托凭证及外国证券的交易总量和美元交易总额分别达到了 24 亿股和 452 亿美元,比上年同期分别增长了 33% 和 68%。如今在该市场上市的不仅有来自美国国内各行各业的公司,也有来自外国的非美国公司。然而不管是什么样的公司,只要它们想在 NASDAQ 证券市场上市,就必须符合和遵循该市场的标准。

二、美国 OTC 上市的财务要求与程序

在美国全国证券商协会报价系统证券市场上市的公司中,不仅有许多世界著名的跨国公司,其中包括:微型软件公司(Microsoft)、英特尔(Intel)、路透通讯社(Reuters)、丰田公司(Toyota)、日产公司(Nissan)、佳能公司(Canon),也有许多具有潜质的小型公司。但是不管哪一种类型公司在该市场上市,首先必须符合它的财务要求(见下表)。其中方案一和方案二涉及到该市场中的全国市场,第二级市场是小资本市场。这两个市场最大区别在于对上市发行新股的公司资产要求不一样。前者要求上市公司必须拥有净有形资产 400 万美元以上,这是指全部资产(不包括商誉)减去全部负债之差。而小型资本市场则要求上市公司拥有 400 万美元全部资产即可。表中的公众持股量是指公开发行的股票量,不包括“直接或间接地由发行公司的高级职员或董事和拥有 10% 以上的受益权所有人持有的股票”。表中的后市证券经纪就是前面提到的造市商。表中方案一中提到的公司每年纯利 40 万美元是指最新的财政年度或前 3 个财政年度中的两个财政年。表中关于首次上市公司的要求也适用于美国存托凭证(ADRs)。

其次,必须遵循它的上市程序。(1)初步报告(Preliminary Report),投资公司或证券公司对要求上市公司进行财务及经营研究,包括该公司以往业绩、财务情况、市场潜力及发展、主要客户、组织结构、人员配置及未来发展,然后制订初步报告。同时讨论上市计划的安排,包括集资本额、筹集所得资金的运用、派息政策、市盈率估算、上市费用的承担、员工配股及董事会组织等。

(2)财务报告(Accountants Report),聘请美国会计师事务所对上市公司进行审计,制订符合美国会计准则为核数报表。(3)物色包销商(Appointment of Underwriter),根据上市公司的经营情况、筹集资金数额及公司规模等物色包销商,包销商以美国本土的投资银行或证券商为主。(4)包销商的调查(Due Diligence),邀请包销商到公司所在地作详细的调查,了解其经营、运作和发展情况与集资的目的。(5)制定招股书(Preparation of Prospectus),聘请美国证券律师审查各项文件(例如公司注册申请书、包销协议、股票分销商协议及各项调查问题)和编写私人配售或上市招股书。(6)申请为公众公司(Appelcation to SEC),将招股书和上市申请文件送交美国证券和交易所委员会审批。(7)上市(Public Listing),股票正式挂牌买卖,成为上市的公众公司,并筹集得资金供发展用途。

美国全国证券商协会自动报价系统 (NASDAQ)

公司上市发行新股最低标准

		第一级市场 (Main Tier) 方案一	第一级市场 方案二	第二级市场 (小资本市场) (Second Tier)
公众持股量		50 万股	100 万股	10 万股
公众持有之股份 总市值		300 万美元	1500 万美元	400 万美元
每股最低卖出价		5 美元	3 美元	3 美元
公司每年纯利		40 万美元		30 万美元
有形资产价值		400 万美元	1200 万美元	
总资产价值				400 万美元
经营历史		没有限制	3 年	没有限制
股东数量	公众持股量 50—100 万股	800 个	400 个	300 个
	公众持股量 100 万股以 上	400 个	400 个	
	公众持股量 50 万股以上 而每日平均 成交超过 2000 股	400 个	400 个	
资产净值				200 万美元
后市证券经纪数目		2 个	2 个	2 个

以上程序部分是可以同时进行的,如公司审计师完成美国会计制度核数报告和安排包销商/配售商及专业人员的调查工作可以交叉同时进行。包销商及配售商的调查工作可以和招股书和配售书的准备工作同时进行。另一种上市方法是买壳,其上市程序和上述直接申请注册股份没有太大区别。在一般情况下,上市时间大约为6~8个月。当然,并不是每一个符合OTC财务要求,遵循其上市程序的中小型企业都能在美国OTC市场筹资成功。

三、美国OTC上市可能会出现障碍和问题

从一些国内的中小型企业在美国NASDAQ证券市场上市筹资的实践来看,可能会遇到一些问题和障碍:

1. 投资公司的额外条件

为了增加投资者的信心及确保公司上市后能成功的筹集资金,美国的一些投资公司除了要求国内中小型企业符合NASDAQ市场公司上市发行新股最低标准之外,往往还会提出较高的额外条件,包括:(1)盈利每年不少于200万美元;(2)上市前资产净值不少于200万美元,最好不少于400万美元(这里仅指小型资本市场);(3)营业额每年不低于1500万美元;(4)业绩方面最少有三年盈利记录;(5)最好是效益好与技术先进的中型生产企业或能源等基础行业的企业;(6)企业具有发展潜质;(7)必须没有尚未了结或面临任何重大诉讼或债务;(8)上市公司对公司的营运必须有明确的控股权;(9)公司的会计制度必须符合美国会计制度的要求和标准;(10)公司必须要有一套完整的公司策略、企业的发展方向和运用筹集资金的方案等。

国内中小型企业要想在NASDAQ证券市场上市筹资,除了要满足该市场的最低财务要求之外,还必须满足一些投资公司或包销商的额外要求,尽管不同的投资公司和包销商的额外要求可能会不完全一样,但有一点是共同的,即高于该市场的最低要求。

2. 上市公司准确的数据

美国的投资公司,在帮助国内中小型企业在美国NASDAQ证券市场上市筹资时,会要求该企业提供一些材料,供他们作初步审核之用,包括:(1)上市公司的背景材料,如上市公司的业务与经营情况、成长过程、发展计划、员工人数、分支机构等;(2)上市公司的营销材料,如上市公司的产品目录、广告代理、促销材料等;(3)上市公司目前的股东人数;(4)上市公司的董事会成员;(5)目前拥有上市公司5%以上股份的股东名单;(6)上市公司的资本和股份材料;(7)上市公司完整的派息材料;(8)上市公司最近两个年度的财务情况。

上市公司在提供这些材料时,必须做到准确、完整。根据上市公司提供的材料,投资公司一般能够判断该公司是否能够上市,建议该公司是否把材料送到美国六大审计所去审计。如果上市公司提供的材料不准确、披露的信息不完整,就会导致上市筹资的失败。中小型企业要想进入该证券市场,首先必须通过美国六大审计所中的任何一家的审计,其费用一般在5万美元左右。

3. 上市筹资的成本与风险

中小型企业在美国OTC上市筹资的费用即为其筹资成本,费用的多少基本上与该公司的

规模大小、集资方法和集资数量多寡有关。一般的上市筹资费用为 80~100 万美金,约占筹集资金的 10%左右。如果是通过收购空壳公司注入资产来上市的话,则收购空壳公司费用约为 20~50 万美元。就中小企业在 OTC 上市筹资的费用而言,低于大公司在美国纽约证券交易所上市筹资的费用,1994 年 10 月 6 日,中国的华能国际在纽约证券交易所正式挂牌上市,共发行 3125 万 ADS(美国存托股),招股价为 20 美元/ADS,上市总收入共计 6.25 亿美元,净收入为 6.0625 亿美元,上市费用为 1875 万美元。但中小型企业上市费用占筹资额中比例则高于大公司在美国纽约证券交易所申请上市,中国华能国际的上市筹资费用仅占其上市总收入的 3.1%,而中小型企业在 OTC 上市筹资费用比例则高达 10%左右。从中国中小型企业在 NASDAQ 证券市场上市筹资的实践来看,其筹资费用比例往往高达 10%以上。每个上市公司可以筹集的资金数量取决于很多因素,如公司的盈利、公司处理资金的效率、公司原有股东所愿意持有的股票数量、公司的发展潜质、甚至商誉,尽管上市筹资费用可以分期支付,但对中小型企业来说仍存在较大的风险。故中国的中小型企业在美国 OTC 上市筹资时,往往要求投资公司帮助其找一家愿意承担风险的合作公司,由其先支付上市筹资费用,待筹资成功后,上市公司再以货币或股票形式归还给其合作公司。由于合作公司承担了风险,故其要求的回报必定大于它实际支出的费用。

中小型企业 在 OTC 上市,开辟了一条新的吸引外资的渠道,有益于企业的自身发展,但是目前内地企业到境外上市必须取得国务院证券委的批准,而中小型企业往往会由于规模的原因很难入选证券委境外上市入选企业名单,因此不少企业就采用合资的方式,绕过障碍,在美国的 OTC 上市筹资。即以合资的美方公司名义在 OTC 上市,筹集资金。我们相信,中小企业在美国 OTC 上市操作问题一定会得到顺利解决,使更多的企业在境外上市筹资,以促进我国国民经济的不断发展。

