

PDF-TN2015001

华为需要上市吗？¹

案例使用说明

一、教学目的与用途

1. 本案例主要适用于《投资银行业务》、《公司治理》、《公司财务管理》中有关证券发行承销、企业招股上市、重组等相关内容的教学。

2. 本案例适用于金融专业硕士学、MBA、高年级本科生的上述课程教学。

3. 本案例的教学目的是通过对华为两次上市经历中，策划上市和失败原因的分析，使学员理解和掌握企业上市的利弊；从摩根斯坦利的具体做法中了解投资银行在证券发行业务中所扮演的重要角色和起到的关键性作用；并且尝试结合华为的具体情况，进行上市方案的设计，加深学生对投资银行业务的理解。在方案设计的过程中，要求学生理解和掌握不同市场的上市要求以及如何辅导企业进行上市重组，并掌握企业价值评估方法，对企业进行合理定价。

二、启发思考题

1. 结合企业上市理论，分析华为上市的利弊得失。

2. 任总从策划上市，到不想上市的变化根本原因是什么？其背后暗含了什么理论？

1 本案例由华东师范大学大学金融与统计学院的范学俊、杜德、陆喆焱和卓澜撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

3. 结合华为公司的发展战略，你认可任总不上市的决定吗？
4. 假如你是华为公司的保荐人，正在帮助华为进行上市前的机构、资产和运营重组，你准备如何解决虚拟股问题？是安排整体上市还是部分资产上市？
5. 如果你是华为公司 IPO 的承销商，将如何定义华为的公司概念，叙述股权故事？计划在哪个交易所上市？请给出相应的定价区间。

三、分析思路

教师可以根据教学目标（目的）灵活使用本案例。本分析思路仅供参考。

1. 企业上市理论，分析企业上市的利弊得失，并结合华为实际运用。
2. 运用股权溢价理论，分析上市对企业的影响；结合案例讨论问什么任总拒绝上市。
3. 运用企业发展战略的内涵作用以及主要内容，并结合华为企业战略谈谈对任总不上市的看法。
4. 从理论上分析整体上市与拆分上市的优势和劣势，以及拆分上市通用的手法；结合案例讨论华为应选择哪种上市方式，以及该如何解决虚拟股问题。
5. 分析华为的优势所在，然后从各方面来对比对华为来说各上市地点的优劣之处。清楚传统定价理论，现代股票定价理论的主要内容，并结合华为本身来为它选择一个合适的定价方法。

四、理论依据及分析

1. 结合企业上市理论，分析华为上市的利弊得失。

公司在经营发展的过程中，出于各种目的而需要资金的投入，资金投入的主要方式有：内源融资，即企业本身经营活动带来的留存资金；外部债务融资；外部股权融资。外部股权融资中，又可以分为公募融资和私募融资。企业会根据自身的要求和条件，综合分析各种融资的可行性和必要性，最终形成合理的融资方

案。

表 20 企业公开上市利弊

企业公开上市	
优点	弊端
持续融资的便利	缺少运营的隐秘性和灵活性
公司形象的改善	公司控制权的可能失控
提供相对合理的定价	面临更严格的监管
股权的流动性	面临来自股民对业绩和及其增长的
建立规范管理的现代管理制度	增加被收购的可能性
收购兼并优势	维持上市资格有压力

一家企业由私人公司(private company)转化为公众公司(public company),是企业的重要蜕变,相对于私人公司,公众公司意味着更高的阶段和层次,但同时,也有着更多的责任和义务。因而,是否决定经由首次公开发行而成为一家公众公司,是企业经营过程中重要的决策。

本案例结合现有理论和华为的实际情况分析认为,上市给华为带来如下好处:

1、解决海外并购困难

上市之后,公司信息需要定期对外披露,公司的所有制结构会公开透明,公司的经营活动和这些经营活动所带的经济影响也会为外界所知。这种公司透明度的增加,会让投资者对公众公司产生天然的信任感。

进入资本市场表明公司的成长性、市场潜力和发展前景得到承认,本身就是荣誉的象征。同时,改制上市对公司的品牌建设作用巨大。路演和招股说明书可以公开展示企业形象;每日的交易行情、公司股票的涨跌,成为千百万投资者必看的公司广告;媒体对上市公司拓展新业务和资本市场运作新动向的追踪报道,能够吸引成千上万投资者的眼球;机构投资者和证券分析师对企业的实时调查、行业分析,可以进一步挖掘企业潜在价值。如果公司选择在国际资本上市,为国外企业了解国内企业提供了信息平台,也为国内企业海外扩张提供了更好的条件。公司可以无形之中提高了自己的海外声誉,从而有利于企业开拓国际市场以及在对外贸易中争取得到信贷和服务的优惠,为企业的全面发展创造了有利条

件。企业可以通过上市引进国内外战略合作伙伴，借此来开拓市场空间，打通国际渠道等。

成功的并购需要雄厚的资金支持，只有充足的资金和完备的并购方案才能成功实施并购。随着企业规模越来越大，并购金融也会越来越高，仅仅依靠企业自有资金很难完成大规模的并购，必须需求外部资金支持。对于非上市企业，只能通过举债融资，但这会给企业带来偿还压力，但是对于上市企业，他可以通过股权换股权的方式进行并购，为企业节省并购资金，这特别是对于业绩优良、成长性好、讲诚信的公司，由于其股价会保持在较高的水平上，不仅能够以较低的成本持续筹集大量资本，不断扩大经营规模，而且可以将股票作为工具进行并购重组，节省并购成本，从而进一步培育和发展公司的竞争优势和竞争实力，增强公司的发展潜力和发展后劲，进入持续快速发展的通道。

在本案例中，华为在海外并购最受人诟病的有两点。一是华为不是上市企业，他的所有制结构不透明。二是华为的总裁和创始人任正非曾经担任解放军的工程师——这样的背景未免会让人觉得华为背后有中国政府的背景。为了消除这些舆论所带来的负面影响，上市是一个很好的选择。上市可以提高华为的透明度，打消外界对华为的质疑；上市可以提高华为的声誉，为华为集聚无形资产；上市可以为华为的海外并购提供更为方便快捷的方法，提升并购效率。

2、化解企业融资困境

上市公司可以通过发行股票进行直接融资，可以打破融资瓶颈束缚，获得长期稳定的资本性资金，并借此可以形成良性的资金循环，可以在更广阔的范围内进行融资，从而扩大公司的资本金规模，进而扩大生产，提高盈利空间。上市可以改善公司的资本结构，与银行贷款等间接融资方式不同，直接融资不存在还本付息的压力。上市公司可以借助股权融资独特的“风险共担，收益共享”的机制实现股权资本收益最大化，这是因为上市公司股票融资是不用向投资者退还本金的，盈利了就分红，亏了就由股东和公司一起承担亏损。此外上市还可以通过配股、增发、可转债等多种金融工具实现低成本的持续融资。

在本案例中，华为的资产负债率不仅远高于行业水平，还比其全球最大的竞争对手——美国思科公司的资产负债率高出很大一截。但是，对于现在的华为，其融资只能通过借贷的方式来融资，有借就有还，华为会因此会承受很大的财务

负担，增加企业经营的风险。如果华为选择上市，不仅可以更方便快捷的融入更多资金，还可以投入更多资金用于研发，海外并购并且可以有效地增强企业创业和创新的动力和能力。

3、理顺公司治理结构

企业改制上市的过程，就是企业明确发展方向、完善公司治理、夯实基础管理、实现规范发展的过程。在企业上市前，需要分析内外部环境，评价企业优势劣势，找准定位，使企业发展战略清晰化。在这个过程中，保荐人、律师事务所和会计师事务所等众多专业机构为华为出谋划策，通过清产核资等一系列过程，帮助企业明晰产权关系，规范纳税行为，完善公司治理、建立现代企业制度。

从另一个角度来说，由于股东们对管理层能力、技能、素质等的要求会随着经济、企业规模、信息技术的发展等各种环境的变化而不断提高，这些将加剧经理人市场的竞争度——人才之间的竞争。随之而来的结果就是经理人个人能力的提高。

在本案例中，华为的轮值 CEO 制度给华为企业运营带来了不稳定性，上市可以完善华为的公司治理结构，建立先进的企业制度。

同时，现有理论也表明，上市将会给华为带来如下弊端：

1、上市将会引发内部管理权斗争

企业上市以后，其作为独立法人的地位就更明确了。公司的控股股东只能根据自己所持的股权比例行使相应的权力。即使该股东持有绝对性的多数，也不能把这个公司当成自己的公司，也必须对其他股东的权利予以尊重。公司董事会中将有来自其他股东的代表以及独立董事(国内要求独立董事占董事会 1 / 3 或以上比例)，大股东对公司的控制力因而受到削弱。这对于以前实行家族式管理的民营企业来说，是很不习惯的事情。公司的运作必须遵守上市公司的有关法规要求，并接受股东大会、监事会、媒体、证监会及其派出机构、交易所等内外的监管。

在本案例中，华为上市将推翻轮值 CEO 制度，作为公众公司的华为必须聘请职业经理人对公司进行管理，任正非作为股东，将失去对公司的经营权。同时，上市会稀释任正非所持股份，而华为在 20 年的发展历程中，通过各种制度设计

使得任正非成为公司的实际控制人，掌握着公司的发展命运，但是在现代公司制度下，任正非所持的股份占比很小，几乎无法影响董事会对问题的决定。

2、丧失隐秘性

公开上市以后，面对公众投资者，公司按照法律的规定，需要履行公开披露的义务，因此，公司经营的隐秘性受到影响。同时，公司的重大决策需要通过股东大会表决，在灵活性方面也不如非上市公司。

在本案例中，华为的信息不透明一直是美国用以攻击和抵制华为的武器，但是这并不代表信息充分公开透明的华为就能打开美国的市场。作为一家通信网络企业，华为很多核心技术是信息公开的禁区，而即使一点点的信息披露都有可能成为竞争者对华为进行攻击的匕首。当得知华为相关的成本和收益情况以后，竞争对手可以针对性更加明确地供给华为的软肋。同时，一些竞争者也会想方设法在信息披露等方面对上市的华为进行骚扰，这将会大大分散华为的精力，使得华为无法专注于新技术的开发，而是忙于应付各种诉讼、协调与监管机构和与投资者的关系。

2. 任总从策划上市，到不想上市的变化根本原因是什么？其背后暗含了什么理论？

（1）控制权溢价理论

在世界上大多数国家，股权相对集中的现象是普遍存在的，并且大股东往往不只是简单的持有股份，也会参与到公司的治理中。一般情况下，公司的股东都应根据其所拥有的股权份额取得对应的收益，然而大量的研究显示，拥有公司控制权的股东所获得收益却超过其所持有股权份额的收益。

Fama 和 Jensen (1983) 通过研究发现，那些拥有大量股权的股东能够取得与他们所持股份比例不对等的收益。Grossman 和 Hart (1988) 是最早给出控制权收益概念的人，他们认为，公司控制权收益可分为控制权共享收益和私有收益两部分。共享收益是指新大股东在取得公司控制权后，通过改善公司管理，提高产品质量，减少内部交易成本和监督等措施导致的公司价值的增值，这部分价值是以公司股利分配和股票资本利得的形式，由全体股东共同分享。控制权的私有

收益是指拥有控制权的大股东利用公司内部信息获得超额利润,或得到较高的报酬及在职消费等,这部分额外收益既可以是货币形式的,也可以是非货币形式的。因此,从上面的定义可以看出,公司控制权的私有收益来源于控制权。公司的控制权是通过投票权实现的,表现为对公司高管的任免权,对重大经营活动的决策权以及监督权。控股股东能够凭借这种权利让公司按照自己的意愿经营,并从中获取收益。Zingales (1994)通过对多级投票权股票价格的研究,提出了另一种衡量控制权私有收益水平的方法,即投票权溢价法,并对意大利米兰证券市场的上市公司为进行了实证检验,发现有投票权股票的溢价比无投票权股票的溢价的价值高 82%,由此证明存在较高的控制权私有收益。shleifer 和 Vishny(1997)也认为控制权收益有货币性和非货币性之分,前者常指“控股股东以剥夺的方式进行资产转移”,如操纵股价、关联交易等,后者则指“控股股东在经营中过度在职消费及个人爱好等闲暇享受”。

姚先国、汪炜(2008)从公司治理的角度分析了控制权溢价的来源,揭示了我国公司治理和证券市场制度的缺陷。在我国股权高度集中的股权结构中,典型的公司治理问题表现为控股股东和小股东间的利益冲突。控股股东通过公司兼并来谋求控制权收益,进而实现自身利益的最大化,控制权的私有收益也正是控股股东通过各种手段对小股东实施侵害所得,因此,他们也认为这种对控制权私有收益的获取是我国企业兼并发生的主要推动力。

(2) 双层股权结构

所谓双层股权结构(Dual-class share structure),也称为双重股权制、二元股权结构,是指公司章程中设定具有不同投票权的普通股,即在一股一票的普通股之外,还存在着超级投票权的普通股(一般是一股十票),或者无投票权的普通股的股权结构。纽交所和纳斯达克均允许上市公司采用双层股权结构,所以它在美国比较普遍。公司治理中的核心是公司控制权的争夺。双层股权结构与单一股权结构不同的之处就在于,它可以把股东之间的现金流量权和投票权区分开来,使内部人员掌握大部分的投票权和最小的现金流资本;同时,让公司创始股东和高层管理人员在公司上市后仍能保留足够的投票权来控制公司,而单一股权结构一般无法做到。因而,双层股权结构被普遍认为是一种通过分离现金流和控制权而对公司实行有效控制的有效手段。随着资本市场的进一步繁荣开放,公

司管理层就会希望在扩大资本规模的同时继续维持其对公司重大决策的控制权，但这是一般的股权融资方式无法做到的。在允许公司对其股份投票权进行分类并上市发行的法律框架下，通过发行不同投票权股票形成的双层股权结构可以实现上市后对公司的有效控制，为创始股东、控股股东等利益主体避免其股权稀释提供了有效路径。在这层意义下，双层股权结构成为了不同投票权发行和公司治理相结合所形成的产物，是一种管理创新和资本市场的有效对接。

双层股权结构在适用主体上具有一定的行业特性，主要集中于媒体、科技等行业领域以及家族企业和私人股本集团。一般认为，双层股权公司最可能产生于家族控制的企业或者被少数控制人掌控的公司。高科技企业和互联网公司之所以喜欢这种结构，是因为在这些行业中，创始人往往是公司发展的决定性因素，采取双层股权结构使创始人可以在上市融资后依然把握企业发展方向，保证了创始人对公司的决策控制，使公司的发展具备了必要的稳定性和独立性。

（3）结合上述理论对本案进行分析

任总策划上市，是由于华为在当时处于内忧外患的境地。

从内部环境来分析，在 2001 年前的员工持股制度下，华为每年的利润 70% 左右用于股份分红，员工从股份中获取可观财富。然而 2001 年后，任正非进行了虚拟股改革，华为的利润分红由原先的 70% 降至 10%，这一举措引发了员工的不满。同时 2000 年 8 月任正非开始在华为推动“内部创业”，他的本意是清楚冗员，却不料包括李一男、黄耀旭在内的一班精兵强将纷纷出走，一下子动摇了华为的人心。这就使得华为内部员工更加不稳定。

从外部环境来分析，2001 年纳斯达克股市暴跌，全球电信网络泡沫破灭，任正非发出了“华为的冬天已经来临”的呼喊。2001 年，华为完成营业额 255 亿元，年增长率从 80% 下滑到 13.7%，第二年更是出现了历史上的首次负增长。内外交困使得华为接受了摩根的上市提议，希望通过上市鼓舞士气和稳定人心。

任总从策划上市，到不想上市的变化根本原因是为了保有其对华为的控制权。华为的员工持股制度，是一种双层股权结构，即公司章程中设定具有不同投票权的普通股，即在一股一票的普通股之外，还存在着超级投票权的普通股（一般是一股十票），或者无投票权的普通股的股权结构。虽然从持股比例来看，任

正非个人持股比例仅为 1.42%，但是员工所持有的股份是没有投票权的，这种双层股权结构保证了任正非对于华为的绝对控制权。由于我国并不允许双层股权的存在，所以若华为上市，任正非会失去其对华为的控制力，这是任正非所不能接受的。

从控制权溢价理论来看，在世界上大多数国家，股权相对集中的现象是普遍存在的，并且大股东往往不只是简单的持有股份，也会参与到公司的治理中。一般情况下，公司的股东都应根据其所拥有的股权份额取得对应的收益，然而大量的研究显示，拥有公司控制权的股东所获得收益却超过其所持有股权份额的收益。控制权收益有货币性和非货币性之分，前者常指“控股股东以剥夺的方式进行资产转移”，如操纵股价、关联交易等，后者则指“控股股东在经营中过度在职消费及个人爱好等闲暇享受。在我国股权高度集中的股权结构中，典型的公司治理问题表现为控股股东和小股东间的利益冲突。控股股东通过公司兼并来谋求控制权收益，进而实现自身利益的最大化，控制权的私有收益也正是控股股东通过各种手段对小股东实施侵害所得。

结合控制权溢价理论，华为上市后，其股权并不会集中在任正非手中，控股股东追求较高的控制权私有收益的行为，会侵害任正非及华为全体员工的利益。

3. 结合华为公司的发展战略，你认可任总不上市的决定吗？

（一）企业竞争战略的相关理论

企业战略的本质功能在于提升企业的价值和效益，认识并掌握竞争战略的类型对企业战略的选择和实施意义重大，国外已有相当多的研究从实证角度来检验竞争战略类型对企业价值的影响。目前国内外较为主流且被广泛使用的分类标准有两种，分别来自于 Porter, Miles and Snow。波特根据企业竞争优势与竞争范围理论，结合价值链分析方法以及当前所存在的竞争模型，将竞争战略类型划分为三种，分别为聚焦战略(Focus strategy)、差异化战略(Differentiation strategy)以及成本领先战略(Cost leadership strategy)。聚焦战略是公司根据自身所拥有的资源以及所处的环境，针对特定的群体或者片区所实施的战略，

聚焦战略最主要的特征为集中性和单一性。差异化战略指的是企业根据市场中的产品以及服务寻找差异化空间，并在行业中树立独特性。成本领先战略是指企业不断完善采购、生产、装配、物流以及营销等环节，使得整体流程处于最优化状态，产品总成本在市场成本比较中具有一定的优势。

表 21 竞争战略的划分类型

战略研究代表	时间	战略类型
Ansoff and Seward	1967	市场领先战略、市场跟随战略、应用战略、模仿战略
Miles and Snow	1978	防御型、探索型、分析型、反应型
Arthur A. Thompson	1978	低成本领导战略、差别化战略、最优成本供应商战略、基于低成本的聚焦战略（亦称市场点战略）、基于差别化的聚焦战略（亦称市场点战略）
Arthur A. Thompson and A. J. Strickland	1978	新业务战略、相关多元化战略、不相关多元化战略、剥离和清算战略、紧缩重组战略、跨国多元化战略
Porter	1980	成本领先战略、差异化战略、专业化战略
Maidique and Patch	1982	市场领先战略、成本领先战略、市场追随战略
Boeker	1989	市场领先战略、市场跟随战略、成本领先战略、细分市场战略
Fombrun and Walley	1989	成本领先战略、技术战略、品质战略
矢矧晴一郎	1989	第一，空间：国际化战略、全国化战略、地区化战略 第二，时间：中期战略、长期战略、超长期战略 第三，职能：研发中心战略、生产中心战略、地区化人事中心战略、组织中心战略、财务中心战略、市场营销中心战略 第四，环境适应性：防御型战略、探索型战略、分析型战略、被动型战略 第五，成长机会和约束：攻击型战略、防御型战略 第六，企业内外：企业内部变革型战略、企业环境挑战型战略 第七，战略水平：事业构成战略、产品市场战略、经营形态战略、经营职能战略
Zahra et al	1994	市场领先战略、快速反应战略、模仿战略、跟随战略
Parnell	1994	投资型战略、分析型战略、预防型战略
Chander and Hanks	1994	成本领先战略、革新战略、品质战略
Sharder and Simon	1997	成本领先战略、差别化战略、顾客服务战略
Duance and Hit	1997	成本领先战略、品质战略、时间战略
Baum et al	2001	集中一点战略、成本领先战略、革新差异化战略、品质服务差异化战略
Henry Mitnberg	2006	规划型战略、创业型战略、意识形态战略、伞战略、流程型战略、松散型战略、一致性战略、强制性战略
张熙庭	2010	横向一体化战略、前向一体化战略、后向一体化战略、

战略研究代表	时间	战略类型
		集中多元化战略、混合多元化战略、市场渗透战略、产品开发战略、市场开拓战略、放弃与清算战略、合资合作战略、低成本战略、差异化战略、集中化、组合竞争战略
韩谨如	2010	稳定性战略、区域性战略、国际性战略、投资兴建战略、并购战略、合资兴建战略

本案例按照矢矧晴一郎（1989）的分类方法对华为的发展战略进行分类，发现华为属于国际化战略。

1. 企业国际化相关理论

企业国际化的系统理论研究，始于 20 世纪 60 年代，是基于二战后跨国公司的广泛兴起与全球扩张背景下，多是以跨国公司为对象，研究跨国公司的存在与成长，以及如何解释其海外直接投资行为、国际化进程和扩张。这期间以跨国公司对外直接投资理论(FDI)的研究最为活跃，因此对外直接投资理论常又被称为跨国公司理论，主要是以企业经济学为基础，运用交易成本和内部化理论研究对外直接投资，形成了企业国际化理论的传统主流——国际投资理论，其中主要有代表性的理论是：

(1) 垄断优势论：由加拿大经济学家斯蒂芬·海默(Stephen Hymer)在 60 年代提出，认为拥有垄断优势是跨国公司对外直接投资的主要动因。

(2) 国际产品生命周期理论(International Product Life Cycle Theory)：由美国哈佛大学教授弗农(Vernon, 1966)提出，认为随着产品生命周期三阶段此消彼长，跨国经营活动在各个不同的国家展开。

(3) 国际生产折衷理论(The Eclectic Theory of International Production)：邓宁(Dunning, 1976)认为，如果一个企业拥有所有权优势、区位特定优势和内部化优势，就会产生对外直接投资。

(4) 内部化理论：英国里丁大学教授巴克利(Buckley)、卡森(Carson)和加拿大的拉格曼(Rugman)等人，共同创立和发展了内部化理论。其中心内容是：公司在其经营活动中，面临各种市场障碍。为了克服外部市场障碍或弥补市场机制内在缺陷，保障自己的经济利益，将交易改在太公司所属各个企业之间进行，从而形成一个内部化市场。当内部化过程超越了国界，跨国公司便产生了。因此，出于内部化的动机，企业对外直接投资。

此外还有日本学者小岛清的边际产业扩张理论,美国经济学家威尔斯的小规模技术理论,英国经济学家劳尔的技术地方化理论等。

七十年代开始,企业国际化理论研究逐渐着重以企业行为理论研究方法为基础,研究企业国际化过程、国际化发展阶段以及国际化绩效等方面,主要代表性理论有:

其一, 乌普萨拉(Uppsala)国际化过程模型

这是20世纪70年代一批北欧学者在瑞典的乌普萨拉大学提出的企业国际化模型。此模型基于对一批瑞典制造业企业的研究,以企业行为理论研究方法为基础,在“企业的目标是在增加收益的同时减少相应的风险”这一基本假设之下提出的。该模型将企业的国际化视为一个发展的过程,强调企业的知识和学习能力对其国际化过程的影响。

其二, 交易成本分析模型

此模型认为:(1)企业的交易行为是成本分析的基本单元;(2)企业扩张的界限是其组织内外的交易成本相同;(3)成本的最小化解释了组织形态;(4)公司倾向于垂直一体化以减小交易成本。

其三, 企业国际化网络模型

此模型由一些瑞典学者(Hagg & Johanson(1982); Hammarkvist(1982); Johanson, Mattsson (1985, 1986))提出。他们认为产业系统由众多从事生产、销售、服务的企业组成,企业之间存在密切产品、信息等资源的交换,并且依赖被其他企业所控制的资源运行,网络内的企业之间有很强的合作和互动关系。

其四, 罗宾逊的国际化发展六阶段理论

美国理查德·罗宾逊(Richard Robinson)是国外学术界首推的这一理论分支的代表人物。他把企业国际化过程分为六个阶段:起步阶段(国内企业)、出口阶段(出口型企业)、国际经营阶段(国际企业)、多国(经营)阶段(多国企业)、跨国经营阶段(跨国企业)和超国界阶段(超国界企业)。这一理论是企业国际化经营阶段理论的先驱。

其五, 安索夫的国际化发展三阶段理论

安索夫(Ansof)是著名的战略管理学家,他提出的三阶段理论准确地概括了

80 年代以前西方跨国公司所走过的道路。安索夫提出，西方跨国公司所走过的是从出口阶段到国际阶段，再到跨国经营阶段的路子。

其六，小林规威(1998)的“海外经营五阶段说”

日本义塾大学小林规威及其领导的研究小组经过 7 年的研究，对日本 100 多家进行国际化经营的企业和美国、欧洲的几十家企业进行了实证研究，提出了海外经营五阶段学说，即①母公司为中心的国际化。在这个阶段，海外事业主要以出口为主；②当地经营阶段。重视出口市场的国际经营，开始进行进口替代产品的当地生产；③区域联系阶段。意识到与出口国之外的第三国市场的结合，即在地域关联的基础上，重视在出口国的经营活动，并开始从事海外生产；④以全球战略进行跨国经营；⑤全球战略经营的深化。

此外，有关企业国际化的理论还有国内学者鲁桐(2000)提出的出口行为理论和梁能(1999)的经营国际化带动理论等。

本案例结合华为的实际情况认为，华为的国际化发展战略应当按照安索夫的国际化发展三阶段理论进行，出口阶段——国际阶段——跨国经营。华为想要实现这样的跨越需要大量的资金支持和良好的海外经营环境，无疑上市将会适应这样的战略发展要求。学生可以根据不同的企业竞争战略分类对华为的问题进行具体的分析。

4. 假如你是华为公司的保荐人，正在帮助华为进行上市前的机构、资产和运营重组，你准备如何解决虚拟股问题？是安排整体上市还是部分资产上市？

(一) 理论：

1、法规背景

《公司法》第七十九条规定：“设立股份有限公司，应当有 2 人以上 200 人以下发起人，其中须有半数以上的发起人在中国境内有住所。”

2000 年中国证监会法律部 24 号文规定：“中国证监会暂不受理工会作为股东或发起人的公司公开发行股票的申请。”

法协字[2002]第 115 号文指出：“对拟上市公司而言，受理其发行申请时，应要求发行人的股东不属于职工持股会及工会持股”

根据上述规定，拟上市公司中如存在职工持股会和工会只顾，股份代持以及发行前实际股东人数超 200 人的情况，都将构成公司发行上市的实质性障碍。

2、实务应用

在实务操作中，发行前实际股东人数超 200 人的问题，主要有以下四种持股形式：

（1）1994 年 7 月《公司法》生效前成立的定向募集公司，内部职工直接持股

在我国进行股份制改革初期，存在一些不向社会公开发行股票，只对法人和内部职工募集股份的股份有限公司。这个时期，通过改制设立的公司几乎都存在内部职工股。而在 1994 年《公司法》出台后，这些公司根据当时的法律法规，通过与股权托管中心、证券公司办理托管手续进行规范。

（2）工会、职工持股会直接或代为持股

1994 年《公司法》出台后，因为有限责任公司股东人数受到限制，而公司职工又有持股的意愿，所以便诞生了以工会和职工持股会的方式间接持股。在实际应用中，面对这种情况，工会及职工持股会可以以合理的价格向外转让股权，或在股东人数的规定范围内以股权还原的方式进行规范。

（3）委托个人持股

与工会、职工持股会代持不同，委托个人持股是将一个团体变成了一个或者数个自然，但实质上还是“以一拖 N”的代持方式。由于是自然人之间的委托—代理关系，在拟上市发行时，巨大的利益驱动可能存在潜在的纠纷。在实际应用中，这一问题的解决方式主要是通过股权转让实现实际股东人数小于 200 人。

（4）信托持股

在实际情况中，信托持股这一现象比较少见，解决方法主要通过解除信托协议并转让相关股权，使股东人数降至合法范围。

（二）虚拟受限股（下称虚拟股）问题

由于 2000 年中国证监会法律部 24 号文规定：“中国证监会暂不受理工会作为股东或发起人的公司公开发行股票的申请。”除了任正非所持有的股份，华为

的虚拟股全部由华为公司工会持有,这不符合上市规定。为了能够符合相关市场的上市规定,本案例提供一种虚拟股改革制度供学生参考。

华为设置一家新的控股公司,依然保留其虚拟限售股制度,通过员工持股和管理层持股对新的控股公司进行控制,这个控股公司可以是合伙制也可以是公司制,但是股权结构依然与华为现有结构相同。控股公司对华为进行控制,由于是一个法人对华为进行控股,因此,华为符合市场的上市要求,同时保留了华为的相关制度和管理层的控制权不被分散。

(三) 整体上市与分拆上市定义及优缺点

表 22 整体上市与分拆上市优缺点

	整体上市	分拆上市
定义	整体上市是指母公司通过资产重组,以现有的下属上市公司这一平台实其全部或者主要经营资产上市	母公司通过将其在子公司中所拥有的股份,按比例分配给现有母公司的股东,从而在组织上和法律上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去称为分拆上市。大型企业往往将部分优质资产剥离出来,重组为独立的股份公司,以达到上市融资的目的
优点	<ul style="list-style-type: none"> ● 发挥资本市场资源配置功能和提高行业集中度 ● 减少关联交易 ● 企业可做大做强 	<ul style="list-style-type: none"> ● 提高股东权益 ● 增强母公司和子公司的融资能力,同时提高运营效率 ● 通过对公司优势业务的专业化运营,保证其可持续发展 ● 拓宽资产运营的运作空间 ● 完善公司治理,激发管理者的工作热情
缺点	<p>导致“一股独大”问题更加突出。“一股独大”是指在上市公司股本结构中,某个股东能够绝对控制公司运作包括:占据 51%以上的绝对控股份额;不占绝对控股地位,只是相对于其它股东股权比例高,但其它股东持股分散,且联合困难,使该股东仍然可以控制公司运作。</p>	分拆上市会导致一定程度的股权稀释,这些原先被母公司完全控制的单位分拆成子公司后会导致控制权分散,增大了公司被其他公司并购的风险。
		分拆后的子公司受到证券监督委员会和市场的压力,将会导致信息的披露的要求更严格,披露的成本也相应的增大。
	<p>无法改变关联交易的深层次背景。</p> <p>整体上市本身就是一种关联交易,是上市公司和母公司之间的并购</p>	分拆上市实质上是资产重组的一种方式,分拆之后的母公司和子公司的现金流量不平衡,公司的结构会更加复杂,不便于管理。

	整体上市	分拆上市
	行为, 上市公司不管采取任何整体上市模式, 其直接或间接的大股东依然是政府, 政府通过对董事会和高级管理层的控制, 继续把自己的影响力和控制力施加上市公司。	如将核心业务都分拆出去, 会导致母公司的资产运作质量和运营效率降低, 从而不利于母公司的发展。

(五) 安排整体上市还是部分资产上市

拆分上市可以将一家或多家专注于细分新兴领域的重要子公司分拆上市, 这种情况下母公司在行业中具有突出的地位和业务规模, 而被分拆的子公司属于新兴领域的翘楚, 拥有成熟的产品、核心技术和行业品牌优势, 母子公司业务关联度较高。这种模式有助于在保证母公司对子公司控制权下, 构建母子公司间的产业资本平台, 实现产业链的互补和延伸。

这样做有效打破了母公司融资瓶颈, 同时为拆分的子公司打开了直接从资本市场融资的渠道。子公司不仅可以独立与风险资本对接, 通过分拆 IPO 募集资本用于公司的投资扩张, 而且伴随公司经营规模的扩大和财务效益的日益提高, 子公司还可以更好地进行有利于公司长远发展的权益资本和债务资本的融集。此外, 母公司可以选择将子公司分拆到海外市场或者国内创业板上市, 分拆上市地点的可选择性则为公司的融资提供了更广泛的渠道。

结合上述理论, 华为应该选择拆分上市。

由于华为实行的是全员持股, 股权非常分散, 任正非在华为的股权比例也只有 1.1%, 剩下 98.9% 的股份则属于华为员工持股会。如果不整体上市的话, 任正非就能够通过某种制度安排, 以员工持股会的方式对华为进行控制。而要整体上市的话, 就必须对这个员工持股会进行彻底的梳理和披露, 他就有失去控制权的可能。

目前华为的业务主要有三大块: 运营商业务、企业业务、消费者业务。目前, 华为的运营商业务为商开发、生产和提供无线网络、固定网络、电信软件与核心网和服务等产品 and 解决方案。这一业务是华为传统优势业务, 也是是华为主要业务收入来源。运营商业务是电信的基础业务, 同质化竞争的倾向非常明显, 未来成本将成为各家厂商几乎唯一的竞争优势, 因此只有整合在一起才会有成本优势。所以, 华为可以将其核心业务运营商业务拆分上市。

华为分拆上市的子公司是华为的优质资产，具有良好的行业发展前景，多元化经营的华为过分拆上市使其主营业务核心化，同时也为处于华为谋求主业转型提供了有效的途径。

拆分上市可以完善公司治理结构。华为分拆子公司上市后，子公司则必须严格按照证券市场对于上市公司的监管要求，建立完整的公司治理构架、完善的信息公开披露制度以及其他相关的管理制度，使得公司在各方面的管理更加规范，提高了公司的管理效率。

所以华为应该选择拆分上市，通过引入战略投资者并海外上市，华为除了可以获得更多的资金之外，还可以获得与其他国际公司类似的外部资源，深化国际化进程。

5. 如果你是华为公司 IPO 的承销商，将如何定义华为的公司概念，叙述股权故事？计划在哪个交易所上市？请给出相应的定价区间。

（一）理论框架

1. 自由现金流量折现法

自由现金流量最早是由巴波特(AlfredRappaport)、詹森(MichaelJensen)等学者于 20 世纪 80 年代提出的概念。科普兰(TomCopeland, 1990)比较详尽地阐述了

自由现金流量的计算方法：自由现金流量等于企业的税后净营业利润加上折旧及摊销等非现金支出，再减去营运资本的追加和物业厂房设备及其他资产方面的投资。

2 相对股价法

相对估价法就是在市场上找出一个或几个与目标企业相同或相似的参照物企业，分析、比较目标企业和参照物企业的相关财务指标，在此基础上，修正、调整参照物企业的价值，最后确定目标企业的价值。其理论依据是，任何一个精明的投资者在购置一项资产时，他所愿意支付的价格不会超过市场上具有相同性能替代品的市场价格

3. 资本资产定价模型

进入 60 年代，以夏普(sharpe)，林特纳(Lintner)为代表的一批学者，把注意力从马柯维茨的对单个投资者的微观主体研究转向整个市场的研究，考虑若所有遵循马柯维茨定义下的投资者的共同行动将导致怎样的市场状态，并先后在 1964 年和 1965 年得出了有关资本市场均衡的相同结论，即著名的资本资产定价模型。

4. 套利定价理论

套利定价理论是一个极其吸引人的模型，它依赖于“资本市场中的理性均衡会排除套利机会”这一假设。即便只有很有限的投资者注意到市场的不平衡，违反套利定价理论的定价关系也将引起巨大的压力而使其恢复均衡。进一步说，利用一个由许多证券构成的充分分散化的投资组合，套利定价理论可以得出期望收益— β 关系。

(二) 具体分析

一. 公司概念

华为于 1987 年成立于中国深圳，全球第一大通讯设备供应商，全球第三大智能手机厂商，也是全球领先的信息与通信解决方案供应商。公司围绕客户的需求持续创新，与合作伙伴开放合作，在电信网络、企业网络、消费者和云计算等领域构筑了端到端的解决方案优势，并致力于为电信运营商、企业和消费者等提供有竞争力的 ICT 解决方案和服务，持续提升客户体验，为客户创造最大价值。目前，华为的产品和解决方案已经应用于 140 多个国家，服务全球 1/3 的人口。

华为实施全球化经营战略。产品与解决方案已经应用于全球 100 多个国家和地区，服务全球超过 10 亿用户。国际市场已成为华为销售的主要来源。2014 年华为营业收入为 2882 亿元人民币。华为每年将销售收入的 10%以上投入研发，在近 15 万华为人中，超过 45%的员工从事创新、研究与开发。华为在 170 多个标准组织和开源组织中担任核心职位，已累计获得专利授权 36,511 件。

华为的业务主要有三大块：运营商业务、企业业务、消费者业务。目前，华为的运营商业务为商开发、生产和提供无线网络、固定网络、电信软件与核心网和服务等产品和服务。这一业务是华为传统优势业务，也是华为主要业务收入来源。运营商业务是电信的基础业务，同质化竞争的倾向非常明显，未来成

本将成为各家厂商几乎唯一的竞争优势，因此只有整合在一起才会有成本优势。

将运营商业务拆分出来独立上市，具有两大卖点。

1、市场优势

据最新数据，2014 年，华为世界五百强排名第 285 位，而在 2014 年财富世界 500 强分行业榜：网络、通讯设备中，华为位列第二，仅次于思科公司。可以说，华为是全球通讯行业的领头羊之一。

表 23 世界通讯行业企业排名

排名	公司名称（中英文）	营业收入 （百万美元）	国家
214	思科公司（CISCO SYSTEMS）	48607.0	美国
285	华为投资控股有限公司（HUAWEI INVESTMENT & HOLDING）	38875.8	中国
335	爱立信（L.M. ERICSSON）	34915.3	瑞典
382	中国电子信息产业集团有限公司（CHINA ELECTRONICS）	31517.8	中国
392	诺基亚（NOKIA）	31123.4	芬兰
480	高通（Qualcomm）	24866.0	美国

2014 年，华为运营商业务收入占总业务收入的 66.65%，是华为的核心收入来源。同时华为 62%的收入都是来自于海外市场，这不仅反映了华为发展空间巨大，也可以在一定程度将公司风险分散至全球各地。

表 24 华为 2014 年业务收入分布

	2014年 人民币百万元	2013年 人民币百万元
运营商业务	192,073	164,947
企业业务	19,391	15,238
消费者业务	75,100	56,618
其他	1,633	2,222
合计	288,197	239,025

2、技术优势

截至 2014 年 12 月 31 日，华为累计共获得专利授权 38,825

件，累计申请中国专利 48,719 件，累计申请外国专利 23,917 件。90%以上专利为发明专利。华为在 2014 年入选全球百强创新榜（全球百强创新机构榜单由汤森路透的知识产权与科技事业部发布，该评选主要基于四个指标：专利总量、专利授权成功率、专利组合的全球性以及基于引用的专利影响力）。

华为坚持每年将 10%以上的销售收入投入研究与开发。2014 年，从事研究与开发的人员约 76,000 名，占公司总人数 45%；研发费用支出为人民币 40,845 百万元，占总收入的 14.2%。近十年累计投入的研发费用超过人民币 190,000 百万元。

在华为运营业务方面，2014 年，华为已开通 174 张 LTE 商用网络，引领 5G 的技术突破及标准构建，

华为是 ICT 技术的重要贡献者，ICT 即信息和通信技术，是电信服务、信息服务、IT 服务及应用的有机结合。目前 ICT 技术仍处于快速发展阶段，2014 年华为成功帮助全球 TOP50 运营商实现基于云数据中心的 ICT 转型。

目前，通讯行业对 5g 的研究处在关键性技术和相关标准的制定和统一阶段，相当于 2004 年的 LTE，预期将于 2020 年开始商用，5G 时代网络传输速率将达到 10Gbps，将是 4G 峰值的 100 倍。5G 不仅仅是移动宽带技术的演进，而且会对整个产业带来革命性影响，将支撑移动互联网取得突破性进展，实现在各行各业的应用，他将以用户为中心构建全方位信息生态系统，提供各种可能和跨界整合，其影响将远远超出 ICT 的行业范畴。

华为目前正积极研发 5G 技术，2014 年底，华为联手业界在英国启动了全球首个 5G 通信技术测试床，加速推动 5G 研究进程，投资总额高达 800 万美元（约合人民币 4892 万元）。据悉这是华为 5G 研究总投资的一部分，主要目的是在真实环境中测试 5G 网络。目前，华为已经承诺将在 2018 年以前在全球范围投资 6 亿美元进行 5G 技术研究，争取在 2018 年之前公开展示实时 5G 技术，为 2022 年在英国正式推出 5G 技术做好准备。

二．上市地点选择

从已有的情况来看，我国企业选择境外融资地点一般在香港、纽约、新加坡等地，合理地选择上市地点对于国内企业在境外上市发行价格的确定以及公司今

后的发展都会有极为重要的影响。以下就从几个方面对三地的特点做简单的比较：

1. 市盈率比较

参照有关文献,统计了香港市场 2000 年到 2006 年主板市场中国公司平均市盈率大约在 17.24 左右,新加坡上市公司的市盈率 12.59,而美国市场则是三个市场中市盈率最高的市场,其传统行业的平均市盈率可以达到 20 倍左右“从简单的市盈率比较我们可以选择不同的上市地点”。当然,在实际考虑公司要上市的时候还必须详细考虑所在行业在国外市场上的国内公司的市盈率情况“对于单纯追求高市盈率的企业,尤其希望到高市盈率的地点上市”高市盈率能够提供公司的评估价值,使得公司能够得到较高的发行价格“从而提高公司的筹资数量”单从市盈率角度来说,美国市场由于市盈率较高,受到更多企业的青睐“香港市场次之”。

2. 上市时间比较

通常的情况下,首次公开招股 (IPO) 在美国、香港和新加坡上市过程的时间一般都要在半年以上,在美国市场则需要将近一年的时间“借壳上市的时间,在香港市场上会较快,新加坡市场通常需要 6—8 个月,在美国市场买壳这个过程大致需要 3—6 个月的时间”上市时间的长短意味着发行风险大小“美国市场发行时间长达一年,期间存在着很大的不确定性因素,无疑增大了很大的风险”资本市场变化较大,长达一年的发行时间可能会产生很多不利企业的情况,例如,批准时候的市盈率低于发行开始阶段的市盈率,那么可能就会改变企业全盘的上市计划,使发行股票无法顺利进行”。另外,发行时间太长也使得在政策面存在很大的不确定性,美国市场上市时间长达一年,可能会使许多却步,相比较而言香港市场发行时间较短,受到许多国内企业的欢迎”。

3. 成本比较

香港市场上市的 IPO 成本大约为 1000 万港币左右,佣金在 2.5%—8%之间,如果是反向收购的话,香港主板的壳成本大约在 5000 万港币左右,而创业板的成本大约在 2000 万—3000 万港币之间“但是如果在香港借壳上市,其资金的注入会比较困难”同时需要注意壳公司的债券和债务纠纷“新加坡 IPO 成本大约在 600 万人民币左右,佣金大约在 2.5%—8%之间”美国市场的 IPO 成本一般会在 150 万

美元左右,佣金在 8%左右”在美国市场壳成本在 20 万美元到 40 万美元之间”。由于美国的壳资源都是 0 资产 0 负债企业”因此,不会存在债权和债务的纠纷,

其对于股权的稀释大约在 3%—13%之间”简单的成本比较就可以使得企业确定上市募集资金和发行成本之间的关系,企业的目的是尽量增加募集资金,尽量减少发行费用”企业的发行成本和代理人关系存在着一对矛盾”代理理论告诉我们,企业和代理人之间有时候出于各自的目的,代理人希望能够得到更多的收入,而企业希望减少支出,增加筹资数量”因此,企业在选择上市地点的时候同时也必须选择合适的代理人”香港市场发行费用相比较而言是比较低的,而且离大陆最近,相关人员的交通费用开支也是一笔很大的节省”从成本角度而言,香港上市也受到国内企业的欢迎”。

我国不同类型的企业在海外上市时,要根据企业所属行业、企业筹资的风险程度等选择上市地点”。

表 24 不同类型企业上市异同点

所属行业	大型国企	民营企业	中小科技企业和高成长企业
企业发展战略	扩大国内市场,向国外不断地拓展,从而能够抗衡国外的大型企业。大型国企选择海外上市地点的时候一是要考虑该市场的资金供给量;二是要考虑该市场在全球的知名度。	民营企业首先考虑的是能够融资成功,因此在此在上市地点选择的时候能够使融资成功是首要目的,其次才是结合公司的全球发展战略目标。民营企业在考虑海外上市地点的时候一是要保证上市的成功,二是要考虑上市的成本,三是要考虑以后企业发展的规划。	选择上市地点的时候必须考虑产品的全球化,考虑该市场的全球知名度。
上市地比较优势	对于中国大型国有企业而言,香港、纽约是最主要的海外市场。 (1)中国香港是离大陆最近的真正意义上的国际金融中心,有除日本之外亚洲最大的证券交易所,资本	中国民营企业选择境外融资地点一般在香港、新加坡、美国市场。 从已有的情况来看,新加坡 SESDAQ 证券市场比较符合我国民营企业境外上市	美国的 NASDAQ: 高科技企业上市时的选择与行业发展阶段和市场条件密切相关,且高科技公司境外上市看重的是筹集资金以及在专家云集的美国股市占据一席

所属行业	大型国企	民营企业	中小科技企业和高成长企业
	<p>市场成熟,法律法规健全,融资能力强,是中国国有企业海外上市的重要集聚地”。很多中国大型国有企业海外上市首选香港”香港联交所为了鼓励内地大型企业,特别是国有企业赴港上市,于2004年初专门修改了上市规则,放宽大型企业赴港上市在赢利与业绩连续计算方面的限制,在一定程度上为这些大型国有企业赴港上市创造了更为便利的条件”。</p> <p>在上市成本上,香港主板市场,一般的上市成本为筹资总额的10%。</p> <p>从目前的趋势看,国家管理层也偏向于国有企业实施A+H的上市模式,它不仅可以让国内投资者分享经济增长的成果,同时也避免了由于国内市场容量有限,不能承受大的融资需求的矛盾,并且也进一步巩固了中国香港作为世界金融中心的地位。</p> <p>(2)纽约包括纽约证交所和纳斯达克两个主要市场”对中国大型国企来说,纽约虽然在地域及文化上相距较远,但这里拥有其它市场所不能比拟的资金容量、流量</p>	<p>的各项条件“新加坡市场相对比较成熟、国际化程度高,上市门槛及费用相对较低,目前新加坡证券市场对中国企业赴新上市普遍持欢迎态度”我国很多垄断行业的大盘股在香港上市,盈利1个亿的企业都被认为盘子太小,盈利5000万的公司,在香港更是大池塘里的小鱼,不会有多少人关心,交易活跃不起来,相比之下,新加坡市场规模较小,盈利5000万的公司就会成为市场焦点”在综合手续费用上,新加坡市场的融资成本约为8%—10%(指占融资额的比例),而香港主板市场约为20%,美国纳斯达克市场约为13%—18%(其中上市费7%)”从融资额看,香港主板目前平均市盈率已下滑至5—7倍,创业板约为13—14倍,纳斯达克(NASDAQ)下滑到20—30倍”新加坡市场虽已跌至14—15倍,相比其他市场仍具有一定诱惑力。</p> <p>还需要考虑到的是在纳斯达克(NASDAQ)上市需要请美国律师,他们搭一趟飞机过来就要花费不少钱”而新加坡没有申请</p>	<p>之地。</p> <p>高科技的企业或者是IT高成长企业向美国的纳斯达克可能更好,因为那是高科技企业集中的地方,NASDAQ的股票市盈率要高于新加坡和香港创业板市场,最高可到40—50倍,可以发到很好的价格,发行成本相当于筹资额的10—14%(比香港创业板略低),这对于在我国国内融资困难而又需要迅速筹集到大量资金以满足快速发展的高科技和高成长的企业而言,还是相当具有吸引力的”但高成长背后往往隐藏着高风险,高科技成长企业在选择纳市时还必须考虑建立一套完善的风险管理机制和风险退出机制。</p>

所属行业	大型国企	民营企业	中小科技企业和高成长企业
	<p>和最强的资本运作能力,能为企业再融资提供非常好的基础。</p> <p>美国纳斯达克的筹资成本是最高的,一般在筹资总额的13%—18%;而纽约股票交易所目前最低不会低于筹资总额的12%”与中国内地融资成本不超过筹资金额5%的标准相比,这么高的门槛并不是一般企业能够承受的。不过,美国证券市场的严格要求,使得能够在美国上市成为一个企业追求的较高境界”如果能够在美国证券市场上市,表明这个企业完善的治理结构和良好的信誉,表明这个企业可以较大程度维护投资者的利益,表明这个企业经营管理制度国际化”另外,研究表明,投资者对信息披露严格的美国市场更为偏爱,通常愿意支付更多的溢价”如果企业能够满足 SEC 的要求在美国上市,就能够在估价中赢得一个溢价,同时也有利于促进企业经营管理制度国际化</p>	<p>数量的限制,多家拟上市公司的申请材料可同时提交,拟上市企业准备好文件后,由主承销商拿到交易所申请登记,前后只需6个月左右时间就可上市;香港上市的有很多都是国内外认知度颇高的企业并且是国际著名投行推介,”腾讯控股”(HK0700),IPO 筹资额都达到14亿港元以上;如果企业发行规模较小或业绩、知名度相对一般,那么在香港就不太容易引起机构投资者的重视,而新加坡的市场规模较小,内地竞争者也相对较少,如果企业发行规模小,花同样的精力和费用作推介,在新加坡的效果要比香港好”</p>	
确定选择地点	香港:一方面实现融资目标相对来说较为容易,另一方面符合企业的战略目标,当然除此优势外,香港	新加坡:民营企业利用新加坡证券市场的自动报价板上市实现首次融资是科学的选择,新加坡的市场容	NASDAQ:一方面由于市场集中了大量的同类型公司,另一方面上市的成本也较低,同时该市场所具备的

所属行业	大型国企	民营企业	中小科技企业和高成长企业
	在国际上也有一定的知名度。 美国：对于另外一些大型的国有企业，尤其是实力非常雄厚的企业以及有着长远目标的大型国企，把美国市场看作是企业发展的高层次境界，并一直致力于向纽交所进军这一使命。	量非常适合我国那些规模不大在国内无融资优势的中小民营企业。	全球知名度无人能够匹敌。较低的上市成本能够节约大量的资金和时间，同类型企业集中度较高使得上市后容易被投资者认可，使得股票能够具有更好的流动性和较高的收益”同时，由于该市场具有的知名度使得上市成功后的企业在短时间内就可以在全球知名”这点对该类公司以后的发展相当有利。

从公司战略来看，华为的目标是成为国际化公司，总裁任正非也曾表示：“华为要找一个合适的机会上市”。有分析师认为，华为的上市，尤其是走向国际化道路的上市，将会有助于吸引高质量的战略投资者，同时对华为的国际业务而言，若成功上市，将会极大推动华为进一步开拓国际市场。

对于华为而言，其本身既是民营企业，又是高科技企业，因此在考虑上市地点的选择的时候，要两方面结合起来考虑。华为上市，最主要的目的就是融资，新加坡的市场容量非常适合我国那些规模不大在国内无融资优势的中小民营企业，而华为本身在国内的规模可观所以可能在考虑其上市需求的时候香港会是它的一个考虑。而它高科技的属性又使得美国上市对它来说是最好的选择，这也是华为一直积极想去争取的，但是美国冠以“安全问题”彻底打消华为这一年头。何去何从成了华为最大的问题。

而从另一个角度考虑，毫无疑问美国证券市场的规模是最大的。纽约证券交易所市盈率一般可以达到 30 倍以上，纳斯达克也有 20 倍以上。纳斯达克的股票换手率在 300%以上。中国香港则是全球资金在亚洲的集散地，香港市场 1/3 的机构投资者来自欧美，其证券市场的规模与纽约相比还有一定的差距。平均市盈率在 14 倍左右，股票的换手率大约只有 55%。而新加坡交易所的规模比中国香港要小，上市公司单一，制造业占很大比例，中国企业股票的市盈率平均在 8 倍，融资量有限。

从对下表的分析来看，香港市场对我国民营企业来说是个不错的选择，尤其是对那些资质佳、规模大的企业，如华为。虽然上市成本不低、监管又严格，但对真正管理优秀的民营企业来说，在严格监管的市场上市本身就是对企业素质的证明，因而对今后的发展也相当有利。同时，考虑市场的高度流动性和投资者对中国公司的相对熟悉，都对公司上市估值和未来公司市值有很大的正面影响。

表 25 境外上市地点的比较

上市地点	优势	挑战
香港市场	上市成本在三个市场上居中；市场流动性好，上市或增发比较容易成功；市场紧邻内地，机构投资者可以来自内地或香港，对中国企业认知度较高；上市行业相对比较全面。	越来越严格的审查程序；市场规模相对较小，融资量不高。
新加坡市场	上市成本偏低；相对较松的监管和准入条件；适合传统制造业的行业上市。	上市行业类别相对单一；市场规模小，融资量有限。
纳斯达克市场	上市公司有机会走向国际舞台；适合高科技和 IT 行业上市；市场规模很大，融资额度高。	上市成本非常高；机构投资者对中国企业的认知度不高；中国企业再融资相对困难；中国投资者很难进入该市场。

三. 股票价格确定的理论

1. 现金流贴现模型

现金流贴现 (Discounted Cash Flow, DCF) 模型是基于预期未来现金流和贴现率的一种估价法。威廉姆斯在其《投资价值学说》一书中首先提出了普通股的一般估价方法。其基本思想是股票是一种收益凭证，其在未来所产生的各期收益的现值之和就是股票的价值，股票价格应该根据其价值来确定。根据所采用的现金流不同，现金流贴现模型又可分为股利贴现模型和自由现金流贴现模型。

股利贴现模型：通常投资者购买股票期望获得两种现金流：持有期间的股利和持有期末的预期股票价格，假定 V 为股票的内在价值， D_t 为每股股利， R 为贴现率， n 为持有股票的年数， P_n 为第 n 年出售股票时的价格，则股利贴现模型为

$$V = \frac{P_n}{(1+R)^n}$$

显然，假定股票无限期持有，即时，则上式可演变为更典型的股利贴现模型：

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+R)^t}$$

此外，随着和赋值不同，股利贴现模型又可细分为零增长模型、稳定增长模型、复合增长模型等。

自由现金流贴现模型：自由现金流（FreeCash Flow to Equity，FCFE）贴现模型可以表述为：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+WACC)^t} + \frac{P_n}{(1+WACC)^n}$$

其中，FCFE 为 t 时刻预期每股自由现金流，它是指税后净利润扣除了用于企业发展壮大的净营运资金增量和净固定资产增量（固定资产投资扣除折旧）后，可以分配给股东的部分，即自由现金流 FCFE= 税后净利润 EPS+ 折旧 DEP- 营运资金的增量 DI- 固定资产投资 I；WACC 为资本加权平均成本，它是由不同融资渠道的成本依其市场价值加权平均后得到；其它同上。

应用现金流量贴现方法进行公司价值评估有三个具体模型：A、红利贴现模型

B、股权自由现金流贴现模型；C、企业自由现金流贴现模型。这三个模型的主要区别在于对现金流量的规定范围不同。在红利贴现模型模型中，现金流量被定义为股东得到的实际现金流量即红利；股权自由现金流贴现模型中，将现金流量范围规定为归属于股东的理论现金流量；而在企业自由现金流贴现模型中，现金流量是企业自由现金流。目前，企业自由现金流贴现模型是现金流量贴现评估法主要采用的模型。

现金流量贴现法注重现金流的现值，而不仅是单纯的关注财务报表上利润率大小，所以相对于市场上经过粉饰的利润率来说，现金流量一般不易操纵，客观性强。能够客观反映企业的经营情况。同时现金流量贴现法符合对资产的定义。由于资产的特征之一就是预期能给企业带来经济利益，所以企业的价值也应当是所有带来的经济利益流入，即预期现金流量的现值。

但是现金流量贴现法作为一种面向未来的动态的估价方法，涉及到很多不确定的因素，如未来现金流量、企业终值及贴现率、预测期等。这些变量选择需要进行主观判断，所以保持客观公正以及准确是很困难的。此外，从贴现率的角度看，现金流量贴现法不能反映出企业灵活性所带来的收益。假定资本成本是对企业面临的系统性风险的内在回报，那么，由于企业为适应环境所做出的灵活性决策所带来的非系统性风险则没有进行充分考虑。

由于现金流量贴现法需要确定未来现金流量和贴现率，所以最适合那些能准确地测算未来现金流量及贴现率的企业，对于处在财务困境时期的企业、正在进行重组并购的企业、有专利权或产品选择权的公司不适用，处于清算状态的公司也因为不能再预测未来现金流，也不适用现金流量贴现法。

2 相对估值法

相对估值法因简单易懂，便于计算而被广泛使用，其原理是相同或相似的资产应具有相对可比的价值，采用这种方法的前提必须是具有完备的，至少是有效的市场。只有在此前提下，资产的市场公允价值才会等于或接近其内在价值，这样，依据可比资产的市场价值计算出来的目标资产价值才能比较真实的反映它的内在价值。应用相对估价法通常是先选择可比公司，然后确定适当比率，最后则是计算企业的价值。

对于确定可比公司，最重要的一点是公司间的未来现金流量有较高的相关性，通常在同一行业、处于相似地位的公司，最有面对相似的市场，而且公司间的经营模式也可能大致相似，它们之间的现金流量也最可能具有较高的相似性，接下来还要进一步对备选公司的资产规模、资本结构、流动性比率、偿债比率等方面分析，剔除与目标公司差别过大的公司。

对于确定适当比率则是相对估值法的关键，因为这种方法实质上就是用所选比率的实际值来反映资产的价值，因此所选的比率要与未来现金流量之间存在密切的联系，并且在可比公司间具有较强的可比性。可用于相对估值法的比率包括市盈率、市净率等。

以市盈率为例：

目标企业价值 = 可比企业的平均市盈率 × 目标企业的净利润

市盈率 = 市价 / 净利润 = 每股市价 / 每股盈利

所谓市盈率，就是指该上市公司股票市价与每股净盈利之比。其本质含义是在不考虑资金的时间价值的前提下，以公司目前的收益水平，投资者收回其投资的年数。

市盈率定价模型的基本思想是根据待评估股票的预测每股收益和该股票可以接受的市盈率水平来进行价值评估的一种方法。其基本表达式为： $P = EPS \times \text{市盈率}$ 。

相对估价法相对其他方法来说直观易懂，不需要很深的专业知识。对我国采用比较多的市盈率、市净率所包含的价值内因进行分析，合理的比率应该是建立在对价值内因合理估计的基础上。所以其优点是只要可比公司选择适当，再选取适当比率对目标企业进行估值，结果应当是非常理想的。但另一方面来说，相对估价法的缺点也是显而易见的，它的假定是市场在总体上是有效的、正确的，如果市场整体上对价格高估或低估，那么相对估价法将失灵。

相对估价法最适合下列情形：行业发达，市场上存在大量的可比公司，并且其市价合理，同时企业间存在一些相同的财务比率，以便进行标准化的估价。投资银行在进行初始公开发行（IPO）时就常采用这种方法用于发行价格的估计。现在我国的资本市场，随着股权分置改革的完成，流通股与非流通股并存的

现象逐步消失，资本市场日趋成熟稳定，市场规范性和上市公司规范性都在逐步加强，这就意味着资本市场有效性在加强，企业估价的基本环境正在逐步改善，相对估价法的适用条件也逐渐形成。

在对华为进行定价的时候，账面价值法侧重公司的历史，无法客观评价华为的价值。账面资产是扣掉折旧的，导致以账面资产计算市场价值有可能产生较大偏差。市盈率价值评估法进行公司价值评估是以公司目前的收益为参数的，要求公司的收益稳定增长且波动性很小，而且同时忽略了技术进步和通货膨胀的影响，该法同时还忽略了企业收入的现金流量。所以相对估价法对华为并不是特别适用。

公司自由现金流估价模型进行估价的基准是公司中所有索取权持有者的现金流总和，因此可以避免由于债务支付（或进行新举债）所造成的波动，故具有极高的举债和正在转变其债务结构的公司（而华为的资产负债率高达 60%以上）是适合使用公司自由现金流方法进行估价。所以同学们在计算定价区间的时候可以考虑采用折现现金流法，这也是实务中最为常用的方法之一。本案例运用这种方法，采取营业收入、经营费用、折旧、营运资本、所有者权益等数据对华为自由现金流量进行预测，对华为进行初步的估值显示华为市值预计为 14.60 亿元。

如果采用市盈率法对华为进行估值，同学们可以事先确定香港市场该行业的市盈率，再结合华为本身的具体情况便可以进行定价。

五、背景信息

除了附录内容以外，没有其他背景信息。

六、关键点

立足于公司上市的相关理论，分析华为上市的潜在利弊得失。根据控制权溢价理论，理解华为不想上市的深层原因。重点是结合华为的具体情况，为华为策划具体的上市方案：包括辅导企业上市重组、构建公司概念，上市地点选择、及定价方案。从中体验投资银行在证券发行业务中所扮演的重要角色和起到的关键性作用。

七、建议课堂计划

本案例可资用于专门案例讨论课。如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在 60~90 分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学员在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：

1. 简要的课堂前言，明确主题“华为公司是否需要上市”（2~5 分钟）
2. 分组讨论案例所附启发思考题，告知发言要求（30 分钟）
3. 小组发言（根据班级学员人数分成若干组，选择 3 组发言，每组 10 分钟，总体控制在 30 分钟内）
4. 引导全班进一步讨论（讨论各组没有涉及到的内容以及存在意见分歧的内容），并进行归纳总结，梳理案例中涉及的理论知识，并结合理论知识，梳理案例逻辑（15~20 分钟）

课后计划：下节课前，请学员以小组为单位，采用 PPT 报告形式上交更加具体和详细的此案例分析报告：“华为公司上市方案设计”。

八、相关附件

本案例的附录包括以下附件：

附件 1：华为 2011 年到 2014 年发展概况

附件 2：华为 2011 年-2014 年财报简况

附件 3：可比公司经营状况

附件 4：世界各个地区上市条件

（案例使用说明字数：24466）