

# 海外上市前注意事

區域服務總監

區域服務總監唐文靜小姐于2010年12月26日在上海證券總裁研習班所作專題演講，錄入本刊時

一、理、內部控制等多方面的管理和運營能力，是一個與國際規則接軌的很好機會。

當然，沒有比境外上市最具有“廣告”效應的了。牆外開花牆內香，上市意味着企業資質優良、信譽良好且具有發展潛力，因此很容易得到投資者和消費者的好感與信任。

那麼，中國企業最常去哪些資本市場上市？這些資本市場的上市門檻如何？中國企業又有哪些需要注意的事項呢？下面，我們就選擇最具代表性的美國NASDAQ、英國AIM以及香港主板市場為例，與您分享如何到境外上市。

按管治

# 境外上市前注意事

作者：唐文靜 宏傑集團中國區

注：本文為宏傑集團中國區海交通大學高級金融管理學院編者略有改動。

**在** 境外上市和國內上市不一樣。境外上市是比較純粹市場和企業行為，企業祇要滿足法所規定的條件即可上市，人為因素較少，一般沒有A股市場要求的連續三年盈利記錄，也不需要等待1年時間。

對於完全依靠市場生存和發展的業，特別是民營企業，可以說是非常便捷。就拿優酷來說吧，上市前的酷還沒有實現盈利，根本不可能在內A股或創業板上市，而在美國却為概念好、模式好，順利上市融到巨額資本。

同時，企業在境外上市了，就必須照國際市場的要求規範自己的經營理，這將有助於提高企業在公司





## 美國NASDAQ

NASDAQ是1971年在華盛頓建立的全球第一個電子交易市場，它共有兩個板塊：全國市場(National Market)和1992年建立的小型資本市場(Small Cap Market)。

最初，NASDAQ的目標定位是中小企業，但是，隨着發展壯大，它因吸納了全球衆多著名的高科技企業而名揚全球。比如，美國的Google、Facebook、中國的新浪、網易、百度、分衆傳媒、前程無憂等都選擇在納斯達克上市。

## NASDAQ 證交所上市條件

(1) 股東權益達到1500萬美元；

(2) 最近一個財政年或最近三年中的兩年擁有1000萬美元的稅前收入；

(3) 公眾持股量達110萬股，公眾持股價值800萬美元；

(4) 需有400名持100股以上的股東；

(5) 最少須有3位做市商(Market Maker)。

中國已經成爲NASDAQ資本市場最重要的境外上市資源集中地之一。目前，已有186家中國企業在納斯達克上市，其中，今年以來就有41家新公司上市，非常具有吸引力。最新在納斯達克上市的中國企業有世紀佳緣、世紀互聯等。

## NASDAQ上市之最佳SPV

中國企業境外上市，大多會采用造殼上市的方式。

所謂造殼上市，就是中國在境外司法管轄區（如BVI，開曼群島、澤西島、香港、新加坡等）設立境外空殼公司，通過將境內資產裝入境外殼公司，最後再以殼公司作爲上市主體在境外聯交所進行上市。

同樣地，在NASDAQ上市也不例外，上面所說的新浪、網易、搜狐、百度、蒙牛等都通過這種方式來實現。其中，開曼公司被用作SPV來進行控股最爲常用。

開曼群島地處加勒比海，是英國的屬地。開曼群島的法律以普通法爲基礎，開曼公司可以在美國、香港和新加坡的股票交易所上市。很多公司之所以會選擇開曼公司作爲美國NASDAQ的上市主體，主要是因爲：



表五：納斯達克上市要求一覽

全球精選市場				
標準	標準1 上市條例5315 (e) 和5315 (f) (3) (A)	標準2 上市條例5315 (e) 和5315 (f) (3) (B)	標準3 上市條例5315 (e) 和5315 (f) (3) (C)	標準4 上市條例5315 (e) 和5315 (f) (3) (D)
稅前收入	前三個財政年度皆為正； 且稅前收入總和≥1100萬 美元； 最近兩個財政年度每年 ≥220萬美元	N/A	N/A	N/A
現金流量	N/A	前三個財政年度皆為正； 且現金流量總和不低於 2750萬美元。	N/A	N/A
資本金	N/A	前12個月平均每月資本金 大於5.5億美元	前12個月平均每月資本金 大於8.5億美元	1.6億美元
盈利	N/A	上一個財政年度 ≥1.1億美元	上一個財政年度 ≥9000萬美元	N/A
總資產	N/A	N/A	N/A	最近一個完整的財政年度 8000萬美元
股東權益	N/A	N/A	N/A	5500萬美元
招股價	4美元	4美元	4美元	4美元
做市商	3或4個	3或4個	3或4個	3或4個
公司管治	需要	需要	需要	需要
全球市場				
條件	收入標準 上市準則5405 (a) 和5405 (b) (1)	股權標準 上市準則5405 (a) 和5405 (b) (2)	市值標準 上市準則5405 (a) 和5405 (b) (3)	總資產/總收益標準 上市準則5405 (a) 和5405 (b) (4)
稅前收入 (最近一個 財政年度或近三個 財政年度中的兩個)	100萬美元	N/A	N/A	N/A
股東權益	1500萬美元	3000萬美元	N/A	N/A
市值	N/A	N/A	7500萬美元	N/A
總資產/總收益 (最近 一個財政年度或近三個 財政年度中的兩個)	N/A	N/A	N/A	7500萬美元 和7500萬美元
公眾持股額	110萬	110萬	110萬	110萬





公眾持有市值	800萬美元	1800萬美元	2000萬美元	2000萬美元
招股價	4美元	4美元	4美元	4美元
股東總數	400	400	400	400
做市商	3	3	4	4
經營年限	N/A	2年	N/A	N/A
公司管治	需要	需要	需要	需要

### 資本市場

條件	股權標準 上市準則5505 (a) 和5505 (b) (1)	證券市值標準 上市準則5505 (a) 和5505 (b) (2)	淨收益標準 上市準則5505 (a) 和5505 (b) (3)
股東權益	500萬美元	400萬美元	400萬美元
公眾持有市值	1500萬美元	1500萬美元	500萬美元
經營年限	2年	N/A	N/A
已上市有價證券市值	N/A	5000萬美元	N/A
持續經營淨利潤 (最近 一個財政年度或近三個 財政年度中的兩個)	N/A	N/A	750,000
招股價	4美元	4美元	4美元
公眾持股額	100萬	100萬	100萬
股東總數	300	300	300
做市商	3	3	3
公司管治	需要	需要	需要

◆ 法律——開曼的法律體系參照英國普通法系，開曼公司非常容易被NASDAQ所認可和接受；

◆ 稅收——開曼是低稅率司法管轄區，對開曼公司除了收取牌照費外，幾乎沒有任何的稅收，非常有利於節稅；

◆ 專業支援——包括“四大”在內的國際會計師事務所都在開曼設有服務機構，還有眾多律師事務

所、500多家銀行和信托公司，專業支援非常強大；

◆ 成功先例——幾乎所有在NASDAQ上市的中國企業，都採用了開曼公司作為上市主體，積累了豐富的成功經驗，可以有效降低公司架構重組風險。

AIM ( Alternative Investment Market ) 是倫敦股票交易所的另類投資市場，對於那些剛剛起步的公司而言，進入AIM是進入公眾市場的第一步。總的來說，AIM市場類似於國內的“創業板”，主要針對中小企業。

倫敦在2010年的全球金融中心排名中位列第一，融資能力非常強。最重要的是，如果在倫敦上市，除募集資金之外，對於中國企業進入歐洲市場特別有利。

### 倫敦AIM市場



AIM證交所上市條件:

- (1) 任命一個顧問;
- (2) 任命一個經紀人;

(3) 對於免稅的、可轉讓的股份沒有任何限制;

(4) 是一個已註冊的股票上市公司或相當;

(5) 準備一份申請上市證明——必須包括任何跟你公司及其商務活動相關的信息,包括財政信息、公司設想以及領導的詳細材料;

(6) 每年一次按一定交易比率支付給股票交易所。

針對到倫敦AIM上市,澤西島控股公司是最具有競爭力的SPV之一。截止到目前,已經有六十來家企業通過澤西島公司成功登陸倫敦AIM,其中,不乏中國企業的身影。

澤西島是英吉利海峽群島中最大和最重要的島嶼,是英國三大皇家屬地之一,可以說和英國有天然的地緣接近性和文化接近性。這也是為什麼澤西公司在AIM市場中使用最多的一大原因。作為常用的AIM上市工具,澤西島控股公司的優勢非常明顯:

- ◆ 無公司稅,免除紅利、利息和特許權使用費的預提稅;
- ◆ 免繳印花稅,這一點對上市公司的股票交易非常重要;
- ◆ 股票可通過CREST(英國股票結算系統)直接進行交易;

◆ 澤西島控股公司,可以和英國的PLC公司媲美;

◆ 澤西島在全球金融中心中名列前茅,國際聲譽良好。

當然了,我們說了美國納斯達克和倫敦AIM,不得不提的還有“家門口”的香港上市。對於中國企業香港上市,無論是四大國有銀行和眾多國有企業的H股直接上市,還是民營企業的紅籌上市,相信大家或多或少有些了解。

我們常說,近水樓臺先得月。接下來,我們就詳細看看怎麼利用香港公司到香港上市,畢竟,這個操作起來才最方便、成功率也最高。

### AIM上市之最佳SPV

### 香港交易所上市

香港交易及結算有限公司(Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, 簡稱“港交所”),是中國企業籌集國際資金的最有效渠道之一。港交所有兩個市場可供有意上市的公司選擇,分別是主板和創業板,相比較而言,創業板的要求較低、程序比較簡單。

截止到2010年12月15日,已經有578家中國內地企業在香港上市,內地企業占到港股市值的六成。我們相信,這個數字肯定還在增長過程中,而您也許就是下一批到香港路演和IPO的人了。

表六:英國AIM和主板上市要求一覽

AIM	主板
無最低資本金要求	無最低資本金要求
無交易記錄要求	需要3年的交易記錄
無公眾持股要求	公眾持股不低於25%
絕大多數交易無需股東預先批准	實質性併購和處置時,需預先取得董事批准(僅適用於溢價上市)
需要任命顧問	某些交易需要保薦人(sponsor)(僅適用於溢價上市)
無需對準入文件進行前置審查,除非按照招股指引所擬定的招股書有規定	需要對準入文件進行前置審查



不過，大多數內地企業，都會選擇在主板市場上市，因為，主板市場可以募集到更多的資金。當然，對於成長性比較高，而又沒有達到主板上市要求的企業，也可以先登錄創業板先行融資，等時機成熟後在轉為到主板上市。

### 在香港上市的好處

香港有一個非常成熟而且穩健的金融市場，規管完善，透明度高，因此，在香港上市有很多好處，主要體現在：

- ◆ 國際金融中心地位——香港是國際公認的金融中心，業界精英雲集，已有眾多中國內地企業及跨國公司在交易所上市集資；

- ◆ 建立國際化運營平臺——香港沒有外匯管制，資金流出不受限制；香港稅率低、基礎設施一流、政府廉潔高效。在香港上市，有助於內地發行人建立國際化運作平臺，實施“走出去”戰略；

- ◆ 健全的法律體制——香港的法律體制以英國普通法為基礎，法制健全。這為籌集資金的公司奠定堅實的基礎，也可以增強投資者的信心；

- ◆ 國際會計準則——除《香港財務報告準則》及《國際財務報告準則》之外，在個別情況下，香港交易所也會接納新申請人採用美國公認

會計原則及其它會計準則。2010年12月10日，港交所已經發布公告，允許內地企業採用內地會計準則在香港上市，可以有效節約上市成本；

- ◆ 再融資便利——上市6個月之後，上市發行人就可以進行新股融資；

- ◆ 文化相同、地理接近——香港與內地往來十分便捷，語言文化基本相同，便于上市發行人與投資者及監管機構溝通。

### 香港上市的要求

如果企業想在香港上市，那麼，需要滿足港交所的各項要求。為表述和對比方便，本文將採用表格的方式分別從主板和創業板兩個方面來闡述，詳見表七“香港上市要求一覽”。

從表七中，我們大致了解了在企業香港上市的要求。那麼，用什麼SPV在港交所上市比較好呢？毫無疑問，香港公司是最佳選擇！

### 香港公司是最佳選擇

首先，香港公司具有非常優惠的稅收政策。

像其他境外公司一樣，香港公司在稅收方面也同樣具有競爭力。除了免除資本利得稅、境外收益所得稅、

股息稅等常規稅項外，香港公司用作控股SPV的最大優勢是：香港與內地的協定股息稅率僅為5%，國內子公司派往香港母公司之股息將享受很大優惠。

同時，香港公司採用《香港財務匯報總則》或《國際財務匯報總則》，無需進行會計準則轉換，可以非常高效、便捷地通過港交所的審批。

此外，香港公司是香港本地的公司，完全依據香港《公司條例》設立和運作，可以說具有天然的優勢。祇要符合上市要求，港交所完全沒有理由拒絕香港公司作為上市主體。試想一下，如果本地香港公司都受質疑，那麼，其他背景複雜的境外公司就更不用說了。





### 方塊知識九

## 獲接納在香港聯交所上市的司法管轄區

除了香港公司外，百慕大公司亦是在香港上市所常用的SPV。截止到2011年1月26日，可以在香港聯交所上市的境外司法管轄區有：巴西、澳大利亞、BVI、加拿大不列顛哥倫比亞省、加拿大安大略省、塞浦路斯、德國、澤西島、盧森堡、新加坡、美國、中國內地、百慕大、開曼群島、曼島、日本、意大利。

其中，巴西、日本和意大利是最新獲接納的司法管轄區。另據香港2011年財政預算案，最近，港交所又分別接納了法國、俄羅斯、根西島之企業在港上市。

2010年，港交所在世界各大交易所中，其IPO募集資金總額居于全球第一位。在財政預算案中，香港政府表示將會繼續簡化境外公司的上市程序，且正在與巴西、南非、印度等新興市場國家協商，以吸引更多企業到香港上市。

### 表七：香港上市要求一覽

	主板	創業板
財務要求	過去三個財政年度至少5,000萬港元盈利，其中，最近一年至少2,000萬港元盈利	日常經營業務有現金流入，上市前兩個財政年度至少2,000萬港元
營業記錄及管理層	三個財政年度的持續營業記錄，且管理層持續控制權不變	兩個財政年度的持續營業記錄，且管理層持續控制權不變
會計準則	《香港財務匯報總則》或《國際財務匯報總則》或《美國財務匯報總則》或《內地財務匯報總則》	
可接受的司法管轄區	巴西、澳大利亞、BVI、加拿大不列顛哥倫比亞省、加拿大安大略省、塞浦路斯、德國、澤西島、盧森堡、新加坡、美國、中國內地、百慕大、開曼群島、曼島、日本、意大利、法國、俄羅斯、根西島	
最低市值	上市時至少達到2億港元	上市時至少達到1億港元
公眾持股量和持股市值	至少持股25%，至少5,000萬港元	至少持股25%，至少3,000萬港元
招股價	沒有規定招股價，但不得低於面值發行	



## 結論

**時**至夏日，雖然已是烈日炎炎，但在美國上市的中國公司却遇到了一股“寒流”——不少在美上市中國企業股票（特別是通過反向收購在美上市企業）因為財務造假、信息披露不實等問題，遭到投資者的信任危機而被大量拋售。

作為中國企業境外上市的主要資本市場之一，面對在美上市中國企業的問題迭出，有人關心在香港上市的中國企業是否也出現同樣的問題？今後到香港上市，在會計信息披露方面是否需要特別加以注意？

對此，香港證券交易所CEO李小加在接受香港《華南日報》採訪時表示：在港上市的中國企業要面臨更多監視，以防企業長期作假欺騙投資者。

在李小加看來，那些僅僅以股權控制而不直接擁有子公司經營權的公司，很難在香港上市。香港證交所還采用了一些規則，在上市初期就對反向收購的公司予以更為嚴格的數據和信息核實。當然，香港投資者自然也不能保證百分百地對欺詐免疫。但如果有人一門心思要鑽系統的漏洞（祇有那些法律制定者和某些專業人士可以做到這一點），不管規管系統多麼嚴格，都難以絕對杜絕‘壞蘋果’的存在。

比如，在香港上市中國森林（China Forestry Holdings）也被中國概念股的“寒流”撞了一下腰。

中國森林是一家在香港上市的中國公司。中國森林的審計機構是畢馬威，畢馬威就該公司截至2010年12月31日止年度的財務報表進行審計時，發現了包括，前任管理層向審計所提供偽造的銀行結單、提供偽造采伐許可證、前任管理層指示集團進行現金交易且所得款項並沒有存入集團銀行賬戶等多項違規情況。

鑒于不合規情況的嚴重性，該公司于2011年1月26日股票停牌，並罷免了其前CEO李寒春職務。一周後，李寒春被貴州省公安機關以挪用3000萬元公款而拘留。4月29日，該公司向香港聯交所提交的文件中聲稱其前高管偽造了銀行文檔和木材運輸許可證。

世界上沒有絕對無欺詐的地方，香港投資者自然也不能保證百分百地對欺詐免疫，比如中國森林就是一個例子。

但相比較美國，香港在獲取中國企業信息方面存在一定的優勢。

畢竟，香港距離中國更近，而且在語言和文化上相通，這意味着，香港資本市場更容易發現可疑之處。

不過，這也許並不是一個壞消息，透明的信息披露不僅有利于投資者作出投資決策，對上市公司本身來說，也有利于其加強自律，在上市前及上市後更加合規、有效地披露信息。

海外上市，去哪裏？采用何種方式？如何滿足各項合規要求？最為重要的是，上市並不是最終目的，不過是企業發展的全新開始。如何用好募集來的資金，如何進行透明、及時的信息披露，這些都是一道道擺在上市中國企業面前的思考題。

因此，對於中國企業境外上市的討論，還遠未結束……