

# 境外上市：奔向資本“新大陸”

2011年5月5日，以“中國的Facebook”為概念，人人網成功登陸紐約證券交易所，首日市值達71.2億美元，市盈率高達67倍，是其“偶像”Facebook的兩倍多。與此同時，人人網CEO陳一舟身價大漲至20億美元。一時間，人人網和陳一舟風頭無兩，被“人人”熱烈地談論……

借着人人網的“餘熱”，網秦、世紀佳緣、鳳凰網、土豆網、淘米網、迅雷等互聯網公司都開始在境外上市，中國互聯網行業在全球資本

市場，再次上演集體狂歡。在最為活躍的社交媒體（Social Networking Services，簡稱“SNS”）新浪微博上，甚至有人喊出了：五月，我們一起上市去！

可以說，人人網是2010年中國企業境外上市表現活躍的延續。那麼，2011年的中國企業在境外資本市場上的表現到底如何呢？讓我們來看相關統計數據。



## 火，就一個字

2010年，全球共有770家企業上市，合計融資額182885.33億美元。對於中國企業而言，無論是境內上市還是境外上市，這一年都是非常“紅火”的一年。中國共有476家企業在境內外資本市場上市，合計融資1053.54億美元。與2009年同期相比，中國企業上市數量增加了1.70倍，融資額則增加了92.8%。



從行業分布來看，中國企業境外上市主要集中在生物技術/醫療健康（12家）、清潔技術（11家）、能源礦產（11家）、電子及光電設備（10家）等行業和領域。此外，傳統的機械制造、化工原料及加工也仍然被境外投資者看好，有7家在境外資本市場上市。

2010年，有129家企業在13個境外資本市場上市，融資332.95億美元。2010年，中國企業紛紛投奔境外資本市場，僅僅在2010年12月6日至11日，便有5家企業在美國挂牌上市。之所以會出現境外上市的熱潮，主要有以下兩個方面的原因：

一方面，伴隨中國經濟高速發展，日益壯大的中國企業（特別是民營企業）對資本的需求衝動加大，它們急需通過境外上市融資來滿足企業新一輪的技術革新、產業升級和市場拓展。

另一方面，金融危機的負面影響也已衰退，全球IPO市場開始回暖，境外各資本市場逐漸恢復到危機之前的水平，因此，很多危機中暫時擱淺的IPO項目重啓，被壓抑的IPO需求得以集中釋放。

此外，境外資本市場看好中國經濟發展，對中國概念股需求提高，因此推高了對中國上市公司的估值，從而吸引了更多中國企業排隊上市。

## 香港主板是首選

在市場分布方面，2010年中國企業境外上市地點相對集中，129家中國企業分別在香港主板、NASDAQ、紐約證券交易所、新加坡主板等6個市場上市。

其中，在香港上市的企業有72家，合計融資288.29億美元，分別占全年中國企業境外上市總數的55.0%和融資總額的86.6%，並且境外融資額十強企業無一例外，均選擇在香港主板上市。其中，金融業、電子通訊業、交通運輸業以及醫藥行業選擇在香港上市的最多。

2010年，在香港主板上市的中國企業中，最有“分量”的是中國農業銀行。它通過同時在香港和內地上市，募集了220億美元，成為全球IPO融資金額No.1。正是由於中國農業銀行和友邦保險控股有限公司這樣的大宗IPO，香港成為2010年全球IPO募集資金最多的資本市場。

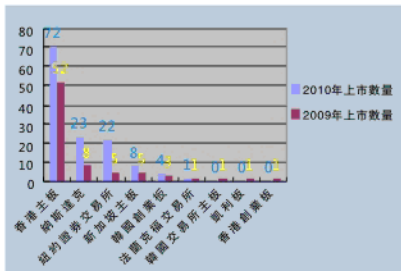


### 赴美上市成焦點

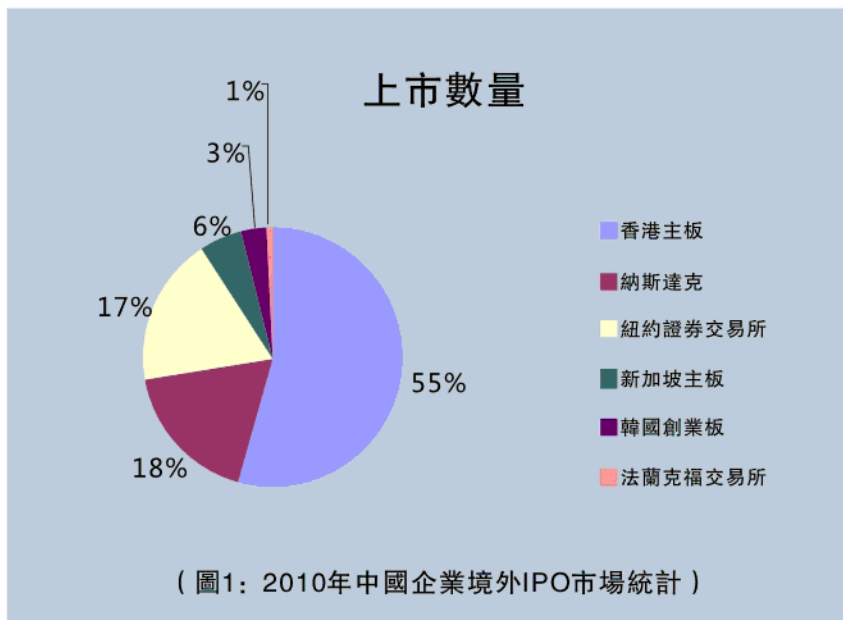
2010年，中國公司赴美上市在數量上出現了創紀錄的一年，全年共有45家中國企業在美國上市，融資額達38.86億美元，同比增加81%。赴美上市公司以數字新媒體（Technology, Media, Telecom，簡稱“TMT”）、教育、醫療衛生、新能源、消費品及消費服務等企業為主。其中，TMT中的優酷網、當當網都受到了美國投資者熱捧，成為當時的熱門話題。

從表一我們可以看出，中國企業赴美上市已經恢復并超過金融風暴前水平，成為IPO個數最多的一年，而且都是單獨IPO。

值得注意的是，此前中國的互聯網公司幾乎都選擇在納斯達克上市。但是，在2008-2009年金融危機後，紐交所順應市場變化，對上市規則進



(圖2：2010年中國企業境外各市場IPO情況同比統計)



行了調整，使得2010年中國互聯網公司集中登陸紐交所，總數為6家，幾乎與納斯達克的8家持平，而募集資金額則超過了納斯達克。

此外，赴美上市的41家公司中有6家採用了國際財務報告準則(International Financial Reporting Standards，簡稱“IFRS”)而非美國公認會計準則(Generally Accepted Accounting Principles，簡稱“GAAP”)。在2009年僅有1家中國赴美上市公司採用IFRS。

根據美國證監會的要求，所有在美國上市的公司將在2014年-2016年都須採用國際財務報告準則，因此越來越中國赴美上市的公司將直接採用

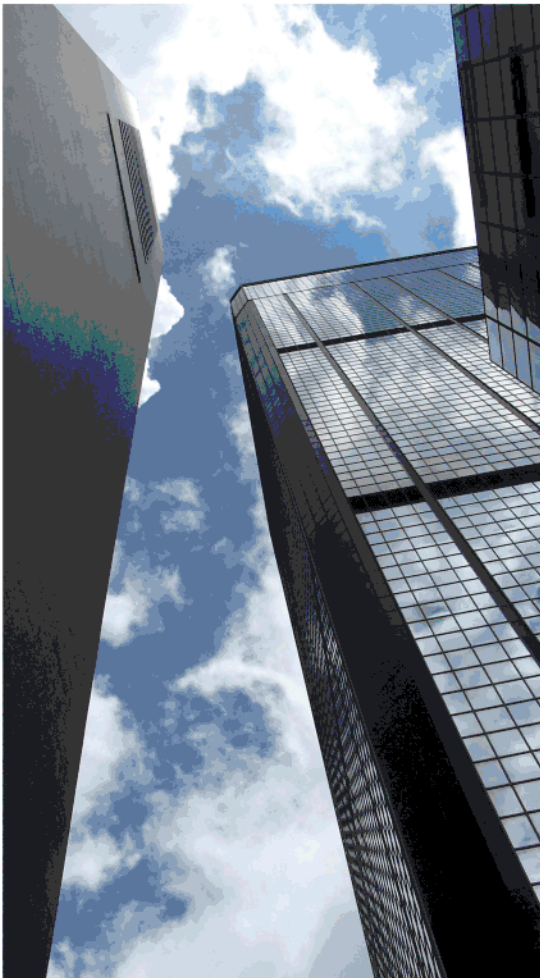
國際財務報告準則。而中國企業會計準則正與財務報告準則日益趨同，且已取得實質上的一致，這個趨勢普遍受到中國赴美上市公司的歡迎。

總的來說，無論是數量還是質量上，2010年中國企業赴美IPO都創下了歷史新高。其中，絕大部分都是中小型民營企業，大型企業（特別是國有企業）在美上市不多，這跟國內創業板高市盈率的“分流”有很大關係。



表一：2006-2010年中國公司在美IPO數量

年度	紐交所	納斯達克	總計
2006	3	4	7
2007	18	11	27
2008	3	1	4
2009	5	5	10
2010	22	23	45



### 熱度持續，泡沫隱現

2011年以來，美國繼續保持量化寬鬆的貨幣政策，推高了新興經濟體國內通脹不斷增加；而第一季度陸續爆發的中東、北非政局變化，又增加了市場對政治格局引發投資風險的擔憂。再加上3月份日本地震引發海嘯，更給全球經濟復蘇帶來了不確定性。

即便受到如此多不利因素的影響，中國企業仍然沒有放慢境外上市的步伐。在第一季度有16家企業在境外四個市場上市，分別是香港主板市場、紐交所、韓國證券交易所和納斯達克，合計融資25.97億美元。

在市場分布方面，2011年第一季度中國企業境外IPO上市的地點十分集中。其中，香港仍然當仁不讓地成爲最受歡迎的上市目的地，有9家企業選擇在香港主板上市，占到上市



## 上市公司會計準則一覽

掌握會計準則並不是會計師們的特權。事實上，宏傑建議所有IPO工作領域的人員都應該掌握足夠的會計知識，以避免IPO失敗或IPO後失敗。我們發現，大部分無法通過我們Pre-IPO評估的公司，都是由於其會計系統和會計決定存在瑕疵或問題。針對Pre-IPO中的會計問題，我們將在下一期的《宏傑季刊》（2011秋季刊）中詳細與您分享，敬請關注。

### 國際財務報告準則

目前，國際上主要有兩種會計準則，一種是國際財務報告準則（簡稱“IFRS”）。國際財務報告準則，或多或少來源於英國會計準則。該會計準則得到了幾乎所有主要工業國家和大部分證券交易所的認可。其中，有些國家/地區完全照搬了其中的國際會計準則（International Accounting Standards，簡稱“IAS”），有些國家/地區則根據各自需要經修改後採用。

世界上絕大多數國家/地區都在考慮與國際財務報告準則“趨同”，有些國家/地區已經或者將會在未來5年內全部採用國際財務報告準則。例如，香港現已全部採用國際財務報告準則，臺灣的上市公司將於2013年而臺灣全境將於2015年全部採用國際財務報告準則。至於中國內地，全部採用國際財務報告準則的日期為2012年。

另一種會計準則是美國公認會計準則（US GAAP），該會計準則僅在美國境內使用。

然而，美國證券交易委員會也允許國際會計準則在美國證券交易所中使用。2006年2月27日，美國財務會計標準委員會（International Accounting Standards Board，簡稱“FASB”）和國際會計準則理事會（International Accounting Standards Board，簡稱“IASB”）一起公布了《諒解備忘錄》（Memorandum of Understanding，簡稱“MOU”），重申了雙方將就為全球資本市場制定高質量、可普遍使用的會計準則而共同努力。此次是在2002年10月公布的諒解備忘錄所規定目標和原則的基礎上所作的進一步深化。2002年後，FASB和IASB已就多條準則達成一致，其最終目標是實現世界上祇有唯一通用的會計準則。

### 中國企業會計準則與國際接軌

中國財政部於2006年頒布新的中國企業會計準則，並於2007年1月1日開始生效。由於中國特殊的情況和環境，該準則有某些特別修訂，比如，不允許長期資產減值損失的轉回等。但中國企業會計準則正與財務報告準則日益趨同，且已取得實質上的一致。

2010年4月，中國財政部發布繼續推進中國企業會計準則與國際財務報告準則趨同的路線圖。現在，中國境內上市的公司、金融機構（包括中國證監會所授權經營證券業務的公司）、一些國有企業和一些省市的私營企業，都已強制執行中國企業會計準則。根據財政部的路線圖，到2012年，所有大中型企業（無論是上市公司或是私營企業），都將必須採用新的中國企業會計準則。

### 香港承認中國企業會計準則

2007年12月，香港會計師公會開始承認中國企業會計準則，因為中國企業會計準則與香港財務報告準則一樣，它們都已經和IFRS相差無幾。2010年12月，香港證券交易所決定允許在香港上市的內地公司在編制財務報表時可以選擇採用中國會計準則，並由有授權資格的內地會計師事務所來審計。因此，一些在港上市的內地企業選擇了中國企業會計準則來編制財務報表，公布年度財報。

### 歐盟的態度

歐盟委員會（European Union Commission，簡稱“EU”）允許進入歐盟市場的中國企業使用中國企業會計準則，而無需根據歐盟所實施的國際財務會計準則更改其財務報表。



總數的56.3%。

這一境外上市熱潮仍然在第二季度得以延續，比如文章開頭所提到的人人網、網秦、世紀佳緣、鳳凰網、土豆網、淘米網、迅雷等都是五月份上市的。可以說，五月份是一個中國企業集體境外上市的“紅五月”。

一方面，境外上市正在如火如荼地進行着，如優酷網、當當網、人人網等都募得巨額資金；但另一方面并不是所有企業都這麼幸運，緊隨其後的秦發、世紀佳緣等IPO首日出現破發，且中國企業“後市”的業績并不那麼樂觀，股價出現了較大幅度的下跌。

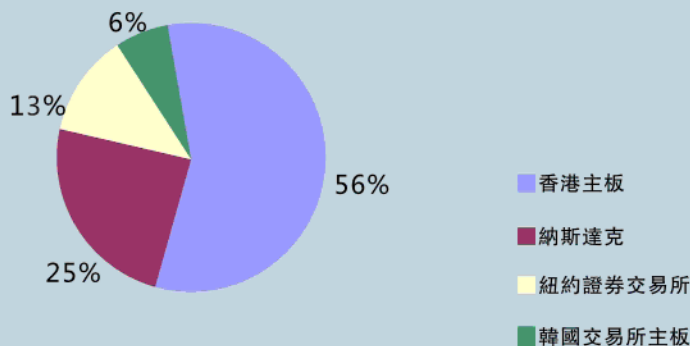
比如，曾經風光無限的麥考林，2010年在美國上市後僅僅一周就遭到集體訴訟，聲稱麥考林IPO有關的《股票注册上市申請書》以及《招股

說明書》中包含或允許包含重大錯誤或誤導聲明，這些做法違反了《1933年證券法》。

有媒體和市場人士甚至開始擔憂新一輪的網絡泡沫是否即將到來。但是，諸如“資本大潮退去後，剩下的有誰？”的質疑遠遠擋不住中國企業對境外上市的狂熱追求。總的來說，2011年延續了上一年度的境外上市熱潮，機構普遍看好中國概念股，並預計今年的IPO數目仍有望再創新高。

如果潮水真的退去，誰會在海灘上裸泳？我們不知道，祇能拭目以待。

### 上市數量



(圖3: 2011年第一季中國企業境外IPO市場統計)



### 美國上市：利還是弊？

美國上市對您的公司真的有利嗎？其實，很難回答。

2010年，在美國上市的中國公司數目有所增加，但大部分都採用了“後門上市”的方法，用亞洲人的說法就是“反向收購”。在美國資本市場，反向收購並無過錯也不違法，但為什麼這些企業不採取IPO上市而是反向收購上市呢？答案在於，它們大多不具備在中國內地或香港上市的資質。也就是說，反向收購上市的企業資質可能不盡如人意。

2011年3月1日以來，已經有24家在美國上市的中國公司相繼宣布審計人員辭職或存在財務問題，或者兩者兼有之。審計人員辭職是一種不好的跡象——他們不能接受董事會的“會計處理方式”。當審計人員與董事會在會計處理上碰到“不可協調的異議”時，很多遵守行業協會職業道德的會計師會選擇辭職。大多數情況下，“不能協調的異議”可能意味着審計人員發現了企業的會計處理存在可疑之處，審計師會要求董事披露疑點，并作適當調整。

根據《華爾街日報》報道，美國證券交易委員會 (America's Securities and Exchange Commission, 簡稱“SEC”) 於2010年對多達350家紐約交易所上市的中國公司進行了會計調查。這是個令人震驚的消息！

正如香港的《南華早報》(South China Morning Post, 簡稱“SCMP”) 最近報道所說，問題可能在於中國公司一貫的沉默寡言與美國投資者青睞信息高度透明之間存在“差距”，這種差距這像是炒面和蘋果派一樣，雖然都是美食，却口味各異。

但問題可能不止“口味”不同這麼簡單。

後來，在納斯達克上市的中國高速頻道 (China Media Express Holdings) 被一家名為“渾水” (Muddy Water) 的香港研究機構和投資基金公司披露，聲稱誇大營業額和利潤，是一個“巨大的謊言”。

2011年1月，根據《海外反腐敗法》(Foreign Corrupt Practices Act, 簡稱“FCPA”)，美國證監會公布了針對大連綠諾環境工程科技有限公司 (簡稱“綠諾科技”) 的調查報告。總部位於大連的綠諾科技，其主要營業是向中國的鋼鐵公司銷售污染控制設備，它也是通過“後門上市”的方法上市的。2010年11月，綠諾科技宣布其財務報表作假，現已被勒令退市。

事實上，綠諾科技上市後，其公司大股東已無法100%控制公司管理 (特別是法律和會計方面)，因為大股東的會計處理方法與會計師們所秉持的會計準則背道而馳。作為遵守會計職業道德的專業人士，他們顯然不會為綠諾科技董事會的錯誤決定“買單”。為避免更多人被卷入“犯罪”活動中，綠諾科技不得不發布其財報存在問題的聲明，以致被迫退市。

如果你的企業打算在美國上市，您需要對您的公司做一個全面的Pre-IPO檢查，以確保會計處理、公司治理以及法律實務等方面都盡可能“乾淨”。要知道，在美國資本市場上活躍着一群集體訴訟律師，他們如獵犬般虎視眈眈，一旦嗅到到你一丁點兒的“錯誤”就會蜂擁而上，不依不饒。