

# 境外上市的常用途径及注意事项

作者：唐文静 宏杰集团中国区服务总监

注：本文为宏杰集团中国区服务总监唐文静小姐于2010年12月26日在上海交通大学高级金融管理学院私募股权总裁研修班所作专题演讲，录入本刊时略有改动。

**在**境外上市和国内上市不一样。境外上市是比较纯粹的市场和企业行为，企业只要满足法律所规定的条件即可上市，人为因素比较少，一般没有A股市场要求的连续三年盈利记录，也不需要等待1年的时间。

对于完全依靠市场生存和发展的企业，特别是民营企业，可以说是非常便捷。就拿优酷来说吧，上市前的优酷还没有实现盈利，根本不可能在国内A股或创业板上市，而在美国却因为概念好、模式好，顺利上市融到了巨额资本。

同时，企业在境外上市了，就必须按照国际市场的要求规范自己的经营管理，这将有助于提高企业在公司治

理、内部控制等多方面的管理和运营能力，是一个与国际规则接轨的很好机会。

当然，没有比境外上市最具有“广告”效应的了。墙外开花墙内香，上市意味着企业资质优良、信誉良好且具有发展潜力，因此很容易得到投资者和消费者的好感与信任。

那么，中国企业最常去哪些资本市场上市？这些资本市场的上市门槛如何？中国企业又有哪些需要注意的事项呢？下面，我们就选择最具代表性的美国NASDAQ、英国AIM以及香港主板市场为例，与您分享如何到境外上市。





## 美国NASDAQ

NASDAQ是1971年在华盛顿建立的全球第一个电子交易市场，它共有两个板块：全国市场(National Market)和1992年建立的小型资本市场(Small Cap Market)。

最初，NASDAQ的目标定位是中小企业，但是，随着发展壮大，它因吸纳了全球众多著名的高科技企业而名扬全球。比如，美国的Google、Facebook、中国的新浪、网易、百度、分众传媒、前程无忧等都选择在纳斯达克上市。

## NASDAQ证交所上市条件

(1) 股东权益达到1500万美元；

(2) 最近一个财政年或最近三年中的两年拥有1000万美元的税前收入；

(3) 公众持股量达110万股，公众持股价值800万美元；

(4) 需有400名持100股以上的股东；

(5) 最少须有3位做市商(Market Maker)。

中国已经成为NASDAQ资本市场最重要的境外上市资源集中地之一。目前，已有186家中国企业在纳斯达克上市，其中，今年以来就有41家新公司上市，非常具有吸引力。最新在纳斯达克上市的中国企业有世纪佳缘、世纪互联等。

## NASDAQ上市之最佳SPV

中国企业境外上市，大多会采用造壳上市的方式。

所谓造壳上市，就是中国在境外司法管辖区（如BVI，开曼群岛、泽西岛、香港、新加坡等）设立境外空壳公司，通过将境内资产装入境外壳公司，最后再以壳公司作为上市主体在境外联交所进行上市。

同样地，在NASDAQ上市也不例外，上面所说的新浪、网易、搜狐、百度、蒙牛等都通过这种方式来实现。其中，开曼公司被用作SPV来进行控股最为常用。

开曼群岛地处加勒比海，是英国的属地。开曼群岛的法律以普通法为基础，开曼公司可以在美国、香港和新加坡的股票交易所上市。很多公司之所以会选择开曼公司作为美国NASDAQ的上市主体，主要是因为：



表五：纳斯达克上市要求一览

| 全球精选市场                                 |  |  |  |  |
|--|--|--|--|--|
| 标准                                     | 标准1<br>上市条例5315 (e)<br>和5315 (f) (3) (A)                     | 标准2<br>上市条例5315 (e)<br>和5315 (f) (3) (B) | 标准3<br>上市条例5315 (e)<br>和5315 (f) (3) (C) | 标准4<br>上市条例5315 (e)<br>和5315 (f) (3) (D)   |
| 税前收入                                   | 前三个财政年度皆为正；<br>且税前收入总和≥1100万<br>美元；<br>最近两个财政年度每年<br>≥220万美元 | N/A                                      | N/A                                      | N/A  |
| 现金流量                                   | N/A  | 前三个财政年度皆为正；<br>且现金流量总和不低于<br>2750万美元。    | N/A                                      | N/A  |
| 资本金                                    | N/A  | 前12个月平均每月资本金<br>大于5.5亿美元                 | 前12个月平均每月资本金<br>大于8.5亿美元                 | 1.6亿美元                                     |
| 盈利                                     | N/A  | 上一个财政年度<br>≥1.1亿美元                       | 上一个财政年度<br>≥9000万美元                      | N/A  |
| 总资产                                    | N/A  | N/A                                      | N/A                                      | 最近一个完整的财政年度<br>8000万美元                     |
| 股东权益                                   | N/A  | N/A                                      | N/A                                      | 5500万美元                                    |
| 招股价                                    | 4美元  | 4美元                                      | 4美元                                      | 4美元  |
| 做市商                                    | 3或4个   | 3或4个                                     | 3或4个                                     | 3或4个                                       |
| 公司管治                                   | 需要   | 需要                                       | 需要                                       | 需要   |
| 全球市场                                   |  |  |  |  |
| 条件                                     | 收入标准<br>上市准则5405 (a)<br>和5405 (b) (1)                        | 股权标准<br>上市准则5405 (a)<br>和5405 (b) (2)    | 市值标准<br>上市准则5405 (a)<br>和5405 (b) (3)    | 总资产/总收益标准<br>上市准则5405 (a)<br>和5405 (b) (4) |
| 税前收入 (最近一个<br>财政年度或近三个<br>财政年度中的两个)    | 100万美元   | N/A                                      | N/A                                      | N/A  |
| 股东权益                                   | 1500万美元  | 3000万美元                                  | N/A                                      | N/A  |
| 市值                                     | N/A  | N/A                                      | 7500万美元                                  | N/A  |
| 总资产/总收益 (最近<br>一个财政年度或近三个<br>财政年度中的两个) | N/A  | N/A                                      | N/A                                      | 7500万美元<br>和7500万美元                        |
| 公众持股额                                  | 110万   | 110万                                     | 110万                                     | 110万                                       |



|        |        |         |         |         |
|--------|--------|---------|---------|---------|
| 公众持有市值 | 800万美元 | 1800万美元 | 2000万美元 | 2000万美元 |
| 招股价    | 4美元    | 4美元     | 4美元     | 4美元     |
| 股东总数   | 400    | 400     | 400     | 400     |
| 做市商    | 3      | 3       | 4       | 4       |
| 经营年限   | N/A    | 2年      | N/A     | N/A     |
| 公司管治   | 需要     | 需要      | 需要      | 需要      |

### 资本市场

| 条件                             | 股权标准<br>上市准则5505 (a)<br>和5505 (b) (1) | 证券市值标准<br>上市准则5505 (a)<br>和5505 (b) (2) | 净收益标准<br>上市准则5505 (a) 和5505 (b) (3) |
|--------------------------------|---------------------------------------|---|-------------------------------------|
| 股东权益                           | 500万美元                                | 400万美元                                  | 400万美元                              |
| 公众持有市值                         | 1500万美元                               | 1500万美元                                 | 500万美元                              |
| 经营年限                           | 2年                                    | N/A                                     | N/A                                 |
| 已上市有价证券市值                      | N/A                                   | 5000万美元                                 | N/A                                 |
| 持续经营净利润 (最近一个财政年度或近三个财政年度中的两个) | N/A                                   | N/A                                     | 750,000                             |
| 招股价                            | 4美元                                   | 4美元                                     | 4美元                                 |
| 公众持股额                          | 100万                                  | 100万                                    | 100万                                |
| 股东总数                           | 300                                   | 300                                     | 300                                 |
| 做市商                            | 3                                     | 3                                       | 3                                   |
| 公司管治                           | 需要                                    | 需要                                      | 需要                                  |

◆ 法律——开曼的法律体系参照英国普通法系，开曼公司很容易被NASDAQ所认可和接受；

◆ 税收——开曼是低税率司法管辖区，对开曼公司除了收取牌照费外，几乎没有任何的税收，非常有利于节税；

◆ 专业支援——包括“四大”在内的国际会计师事务所都在开曼设有服务机构，还有众多律师事务

所、500多家银行和信托公司，专业支援非常强大；

◆ 成功先例——几乎所有在NASDAQ上市的中国企业，都采用了开曼公司作为上市主体，积累了丰富的成功经验，可以有效降低公司架构重组风险。

AIM ( Alternative Investment Market ) 是伦敦股票交易所的另类投资市场，对于那些刚刚起步的公司而言，进入AIM是进入公众市场的第一步。总的来说，AIM市场类似于国内的“创业板”，主要针对中小企业。

伦敦在2010年的全球金融中心排名中位列第一，融资能力非常强。最重要的是，如果在伦敦上市，除募集资金之外，对于中国企业进入欧洲市场特别有利。

### 伦敦AIM市场



AIM证交所上市条件:

- (1) 任命一个顾问;
- (2) 任命一个经纪人;

(3) 对于免税的、可转让的股份没有任何限制;

(4) 是一个已注册的股票上市公司或相当;

(5) 准备一份申请上市证明——必须包括任何跟你公司及其商务活动相关的信息, 包括财政信息、公司设想以及领导的详细材料;

(6) 每年一次按一定交易比率支付给股票交易所。

针对到伦敦AIM上市, 泽西岛控股公司是最具有竞争力的SPV之一。截止到目前, 已经有六十来家企业通过泽西岛公司成功登陆伦敦AIM, 其中, 不乏中国企业的身影。

泽西岛是英吉利海峡群岛中最大和最重要的岛屿, 是英国三大皇家属地之一, 可以说和英国有天然的地缘接近性和文化接近性。这也是为什么泽西公司在AIM市场中使用最多的一大原因。作为常用的AIM上市工具, 泽西岛控股公司的优势非常明显:

◆ 无公司税, 免除红利、利息和特许权使用费的预提税;

◆ 免缴印花税, 这一点对上市公司的股票交易非常重要;

◆ 股票可通过CREST(英国股票结算系统)直接进行交易;

◆ 泽西岛控股公司, 可以和英国的PLC公司媲美;

◆ 泽西岛在全球金融中心中名列前茅, 国际声誉良好。

当然了, 我们说了美国纳斯达克和伦敦AIM, 不得不提的还有“家门口”的香港上市。对于中国企业香港上市, 无论是四大国有银行和众多国有企业的H股直接上市, 还是民营企业的红筹上市, 相信大家或多或少有些了解。

我们常说, 近水楼台先得月。接下来, 我们就详细看看怎么利用香港公司到香港上市, 毕竟, 这个操作起来才最方便、成功率也最高。

### AIM上市之最佳SPV

表六: 英国AIM和主板上市要求一览

| AIM                               | 主板                              |
|-----------------------------------|---------------------------------|
| 无最低资本金要求                          | 无最低资本金要求                        |
| 无交易记录要求                           | 需要3年的交易记录                       |
| 无公众持股要求                           | 公众持股不低于25%                      |
| 绝大多数交易无需股东预先批准                    | 实质性并购和处置时, 需预先取得董事批准 (仅适用于溢价上市) |
| 需要任命顾问                            | 某些交易需要保荐人 (sponsor) (仅适用于溢价上市)  |
| 无需对准入文件进行前置审查, 除非按照招股指引所拟定的招股书有规定 | 需要对准入文件进行前置审查                   |

### 香港交易所上市

香港交易及结算有限公司(Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, 简称“港交所”), 是中国企业筹集国际资金的最有效渠道之一。港交所两个市场可供有意上市的公司选择, 分别是主板和创业板, 相比较而言, 创业板的要求较低、程序比较简单。

截止到2010年12月15日, 已经有578家中国内地企业在香港上市, 内地企业占到港股市值的六成。我们相信, 这个数字肯定还在增长过程中, 而您也许就是下一批到香港路演和IPO的人了。



不过，大多数内地企业，都会选择在主板市场上市，因为，主板市场可以募集到更多的资金。当然，对于成长性比较高，而又没有达到主板上市要求的企业，也可以先登录创业板先行融资，等时机成熟后在转为到主板上市。

## 在香港上市的好处

香港有一个非常成熟而且稳健的金融市场，规管完善，透明度高，因此，在香港上市有很多好处，主要体现在：

- ◆ 国际金融中心地位——香港是国际公认的金融中心，业界精英云集，已有众多中国内地企业及跨国公司在交易所上市集资；

- ◆ 建立国际化运营平台——香港没有外汇管制，资金流入不受限制；香港税率低、基础设施一流、政府廉洁高效。在香港上市，有助于内地发行人建立国际化运作平台，实施“走出去”战略；

- ◆ 健全的法律体制——香港的法律体制以英国普通法为基础，法制健全。这为筹集资金的公司奠定坚实的基础，也可以增强投资者的信心；

- ◆ 国际会计准则——除《香港财务报告准则》及《国际财务报告准则》之外，在个别情况下，香港交易所也会接纳新申请人采用美国公认

会计原则及其它会计准则。2010年12月10日，港交所已经发布公告，允许内地企业采用内地会计准则在香港上市，可以有效节约上市成本；

- ◆ 再融资便利——上市6个月之后，上市发行人就可以进行新股融资；

- ◆ 文化相同、地理接近——香港与内地往来十分便捷，语言文化基本相同，便于上市发行人与投资者及监管机构沟通。

## 香港上市的要求

如果企业想在香港上市，那么，需要满足港交所的各项要求。为表述和对比方便，本文将采用表格的方式分别从主板和创业板两个方面来阐述，详见表七“香港上市要求一览”。

从表七中，我们大致了解了在企业香港上市的要求。那么，用什么SPV在港交所上市比较好呢？毫无疑问，香港公司是最佳选择！

## 香港公司是最佳选择

首先，香港公司具有非常优惠的税收政策。

像其他境外公司一样，香港公司在税收方面也具有竞争力。除了免除资本利得税、境外收益所得税、

股息税等常规税项外，香港公司用作控股SPV的最大优势是：香港与内地的协定股息税率仅为5%，国内子公司派往香港母公司之股息将享受很大优惠。

同时，香港公司采用《香港财务报告总则》或《国际财务报告总则》，无需进行会计准则转换，可以非常高效、便捷地通过港交所的审批。

此外，香港公司是香港本地的公司，完全依据香港《公司条例》设立和运作，可以说具有天然的优势。只要符合上市要求，港交所完全没有理由拒绝香港公司作为上市主体。试想一下，如果本地香港公司都受质疑，那么，其他背景复杂的境外公司就更不用说了。





### 方块知识九

## 获接纳在香港联交所上市的司法管辖区

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，可以在香港联交所上市的境外司法管辖区有：巴西、澳大利亚、BVI、加拿大不列颠哥伦比亚省、加拿大安大略省、塞浦路斯、德国、泽西岛、卢森堡、新加坡、美国、中国内地、百慕大、开曼群岛、曼岛、日本、意大利。

其中，巴西、日本和意大利是最新获接纳的司法管辖区。另据香港2011年财政预算案，最近，港交所又分别接纳了法国、俄罗斯、根西岛之企业在港上市。

2010年，港所在世界各大交易所中，其IPO募集资金总额居于全球第一位。在财政预算案中，香港政府表示将会继续简化境外公司的上市程序，且正在与巴西、南非、印度等新兴市场国家协商，以吸引更多企业到香港上市。

### 表七：香港上市要求一览

|            | 主板  | 创业板                             |
|------------|---|---------------------------------|
| 财务要求       | 过去三个财政年度至少5,000万港元盈利，其中，最近一年至少2,000万港元盈利  | 日常经营业务有现金流入，上市前两个财政年度至少2,000万港元 |
| 营业记录及管理层   | 三个财政年度的持续营业记录，且管理层持续控制权不变   | 两个财政年度的持续营业记录，且管理层持续控制权不变       |
| 会计准则       | 《香港财务汇报总则》或《国际财务汇报总则》或《美国财务汇报总则》或《内地财务汇报总则》   |                                 |
| 可接受的司法管辖区  | 巴西、澳大利亚、BVI、加拿大不列颠哥伦比亚省、加拿大安大略省、塞浦路斯、德国、泽西岛、卢森堡、新加坡、美国、中国内地、百慕大、开曼群岛、曼岛、日本、意大利、法国、俄罗斯、根西岛 |                                 |
| 最低市值       | 上市时至少达到2亿港元   | 上市时至少达到1亿港元                     |
| 公众持股量和持股市值 | 至少持股25%，至少5,000万港元  | 至少持股25%，至少3,000万港元              |
| 招股价        | 没有规定招股价，但不得低于面值发行   |                                 |

# 结论

时至夏日，虽然已是烈日炎炎，但在美国上市的中国公司却遇到了一股“寒流”——不少在美上市中国企业股票（特别是通过反向收购在美上市企业）因为财务造假、信息披露不实等问题，遭到投资者的信任危机而被大量抛售。

作为中国企业境外上市的主要资本市场之一，面对在美上市中国企业的问题迭出，有人关心在香港上市的中国企业是否也出现同样的问题？今后到香港上市，在会计信息披露方面是否需要特别加以注意？

对此，香港证券交易所CEO李小加在接受香港《华南日报》采访时表示：在港上市的中国企业要面临更多监视，以防企业长期作假欺骗投资者。

在李小加看来，那些仅仅以股权控制而不直接拥有子公司经营权的公司，很难在香港上市。香港证交所还采用了一些规则，在上市初期就对反向收购的公司予以更为严格的数据和信息核实。当然，香港投资者自然也不能保证百分百地对欺诈免疫。但如果有人一门心思要钻系统的漏洞（只有那些法律制定者和某些专业人士可以做到这一点），不管规管系统多么严格，都难以绝对杜绝‘坏苹果’的存在。

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

中国森林是一家在香港上市的中国公司。中国森林的审计机构是毕马威，毕马威就该公司截至2010年12月31日止年度的财务报表进行审计时，发现了包括，前任管理层向审计所提供伪造的银行结单、提供伪造采伐许可证、前任管理层指示集团进行现金交易且所得款项并没有存入集团银行账户等多项违规情况。

鉴于不合规情况的严重性，该公司于2011年1月26日股票停牌，并罢免了其前CEO李寒春职务。一周后，李寒春被贵州省公安机关以挪用3000万元公款而拘留。4月29日，该公司向香港联交所提交的文件中声称其前高管伪造了银行文档和木材运输许可证。

世界上没有绝对无欺诈的地方，香港投资者自然也不能保证百分百地对欺诈免疫，比如中国森林就是一个例子。

但相比较美国，香港在获取中国企业信息方面存在一定的优势。

毕竟，香港距离中国更近，而且在语言和文化上相通，这意味着，香港资本市场更容易发现可疑之处。

不过，这也许并不是一个坏消息，透明的信息披露不仅有利于投资者作出投资决策，对上市公司本身来说，也有利于其加强自律，在上市前及上市后更加合规、有效地披露信息。

海外上市，去哪里？采用何种方式？如何满足各项合规要求？最为重要的是，上市并不是最终目的，不过是企业发展的全新开始。如何用好募集来的资金，如何进行透明、及时的信息披露，这些都一道道摆在上市中国企业面前的思考题。

因此，对于中国企业境外上市的讨论，还远未结束……