

境外上市：奔向资本“新大陆”

2011年5月5日，以“中国的Facebook”为概念，人人网成功登陆纽约证券交易所，首日市值达71.2亿美元，市盈率高达67倍，是其“偶像”Facebook的两倍多。与此同时，人人网CEO陈一舟身价大涨至20亿美元。一时间，人人网和陈一舟风头无两，被“人人”热烈地谈论……

借着人人网的“余热”，网秦、世纪佳缘、凤凰网、土豆网、淘米网、迅雷等互联网公司都开始在全球资本

市场，再次上演集体狂欢。在最为活跃的社交媒体（Social Networking Services，简称“SNS”）新浪微博上，甚至有人喊出了：五月，我们一起上市去！

可以说，人人网是2010年中国企业境外上市表现活跃的延续。那么，2011年的中国企业在境外资本市场上的表现到底如何呢？让我们来看相关统计数据。



火，就一个字

2010年，全球共有770家企业上市，合计融资额182885.33亿美元。对于中国企业而言，无论是境内上市还是境外上市，这一年都是非常“红火”的一年。中国共有476家企业在境内外资本市场上市，合计融资1053.54亿美元。与2009年同期相比，中国企业上市数量增加了1.70倍，融资额则增加了92.8%。



从行业分布来看，中国企业境外上市主要集中在生物技术/医疗健康（12家）、清洁技术（11家）、能源矿产（11家）、电子及光电设备（10家）等行业和领域。此外，传统的机械制造、化工原料及加工也仍然被境外投资者看好，有7家在境外资本市场上市。

2010年，有129家企业在13个境外资本市场上市，融资332.95亿美元。2010年，中国企业纷纷投奔境外资本市场，仅仅在2010年12月6日至11日，便有5家企业在美国挂牌上市。之所以会出现境外上市的热潮，主要有以下两个方面的原因：

一方面，伴随中国经济高速发展，日益壮大的中国企业（特别是民营企业）对资本的需求冲动加大，它们急需通过境外上市融资来满足企业新一轮的技术革新、产业升级和市场拓展。

另一方面，金融危机的负面影响也已衰退，全球IPO市场开始回暖，境外各资本市场逐渐恢复到危机之前的水平，因此，很多危机中暂时搁浅的IPO项目重启，被压抑的IPO需求得以集中释放。

此外，境外资本市场看好中国经济发展，对中国概念股需求提高，因此推高了对中国上市公司的估值，从而吸引了更多中国企业排队上市。

香港主板是首选

在市场分布方面，2010年中国企业境外上市地点相对集中，129家中国企业分别在 香港主板、NASDAQ、纽约证券交易所、新加坡主板等6个市场上市。

其中，在香港上市的企业有72家，合计融资288.29亿美元，分别占全年中国企业境外上市总数的55.0%和融资总额的86.6%，并且境外融资额十强企业无一例外，均选择在香港主板上市。其中，金融业、电子通讯业、交通运输业以及医药行业选择在香港上市的最多。

2010年，在香港主板上市的中国企业中，最有“分量”的是中国农业银行。它通过同时在香港和内地上市，募集了220亿美元，成为全球IPO融资金额No.1。正是由于中国农业银行和友邦保险控股有限公司这样的大宗IPO，香港成为2010年全球IPO募集资金最多的资本市场。

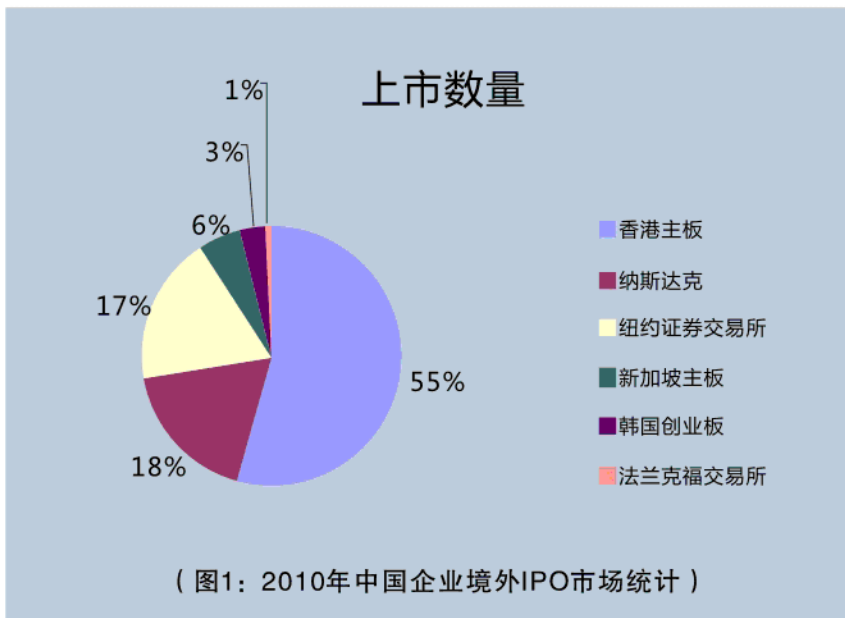


赴美上市成焦点

2010年，中国公司赴美上市在数量上出现了创纪录的一年，全年共有45家中国企业在美国上市，融资额达38.86亿美元，同比增加81%。赴美上市公司以数字新媒体（Technology, Media, Telecom，简称“TMT”）、教育、医疗卫生、新能源、消费品及消费服务等企业为主。其中，TMT中的优酷网、当当网都受到了美国投资者热捧，成为当时的热门话题。

从表一我们可以看出，中国企业赴美上市已经恢复并超过金融风暴前水平，成为IPO个数最多的一年，而且都是单独IPO。

值得注意的是，此前中国的互联网公司几乎都选择在纳斯达克上市。但是，在2008-2009年金融危机后，纽交所顺应市场变化，对上市规则进



(图1：2010年中国企业境外IPO市场统计)

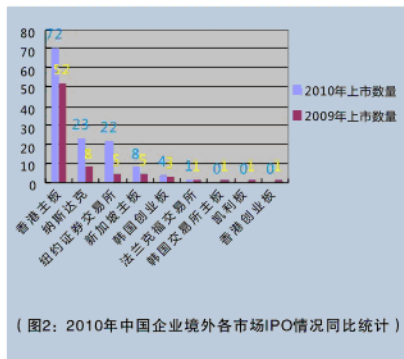
行了调整，使得2010年中国互联网公司集中登陆纽交所，总数为6家，几乎与纳斯达克的8家持平，而募集资金额则超过了纳斯达克。

此外，赴美上市的41家公司中有6家采用了国际财务报告准则 (International Financial Reporting Standards, 简称“IFRS”)而非美国公认会计准则 (Generally Accepted Accounting Principles, 简称“GAAP”)。在2009年仅有1家中国赴美上市公司采用IFRS。

国际财务报告准则。而中国企业会计准则正与财务报告准则日益趋同，且已取得实质上的一致，这个趋势普遍受到中国赴美上市公司的欢迎。

总的来说，无论是数量还是质量上，2010年中国企业赴美IPO都创下了历史新高。其中，绝大部分都是中小型民营企业，大型企业（特别是国有企业）在美上市不多，这跟国内创业板高市盈率的“分流”有很大关系。

根据美国证监会的要求，所有在美国上市的公司要在2014年-2016年都必须采用国际财务报告准则，因此越来越多中国赴美上市的企业将直接采用

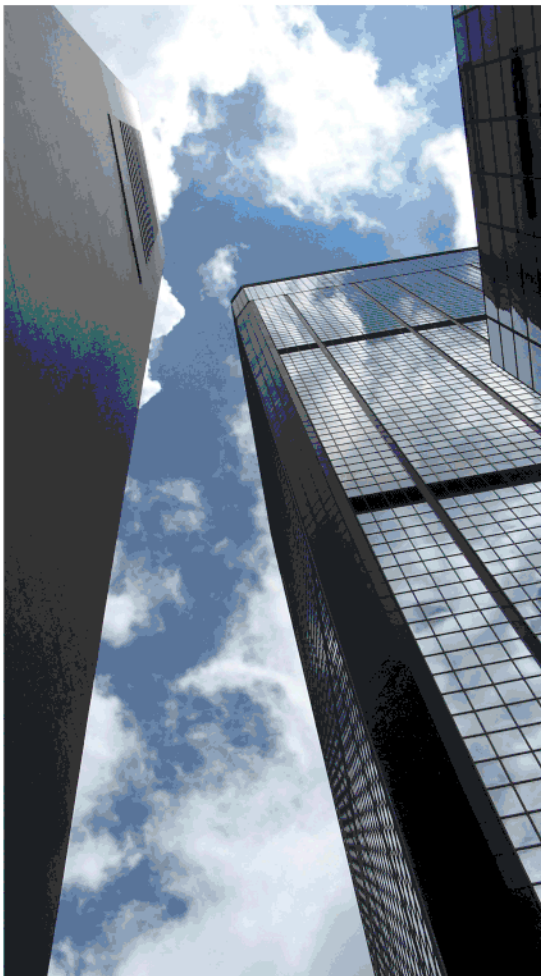


(图2：2010年中国企业境外各市场IPO情况同比统计)



表一：2006-2010年中国公司在美IPO数量

年度	纽交所	纳斯达克	总计
2006	3	4	7
2007	18	11	27
2008	3	1	4
2009	5	5	10
2010	22	23	45



热度持续，泡沫隐现

2011年以来，美国继续保持量化宽松的货币政策，推高了新兴经济体国内通胀不断增加；而第一季度陆续爆发的中东、北非政局变化，又增加了市场对政治格局引发投资风险的担忧。再加上3月份日本地震引发海啸，更给全球经济复苏带来了不确定性。

即便受到如此多不利因素的影响，中国企业仍然没有放慢境外上市的步伐。在第一季度有16家企业在境外四个市场上市，分别是香港主板市场、纽交所、韩国证券交易所和纳斯达克，合计融资25.97亿美元。

在市场分布方面，2011年第一季度中国企业境外IPO上市的地点十分集中。其中，香港仍然当仁不让地成为最受欢迎的上市目的地，有9家企业选择在香港主板上市，占到上市



方块知识一

上市公司会计准则一览

掌握会计准则并不是会计师们的特权。事实上，宏杰建议所有IPO工作领域的人员都应该掌握足够的会计知识，以避免IPO失败或IPO后失败。我们发现，大部分无法通过我们Pre-IPO评估的公司，都是由于其会计系统和会计决定存在瑕疵或问题。针对Pre-IPO中的会计问题，我们将在下一期的《宏杰季刊》（2011秋季刊）中详细与您分享，敬请关注。

国际财务报告准则

目前，国际上主要有两种会计准则，一种是国际财务报告准则（简称“IFRS”）。国际财务报告准则，或多或少来源于英国会计准则。该会计准则得到了几乎所有主要工业国家和大部分证券交易所的认可。其中，有些国家/地区完全照搬了其中的国际会计准则（International Accounting Standards，简称“IAS”），有些国家/地区则根据各自需要经修改后采用。

世界上绝大多数国家/地区都在考虑与国际财务报告准则“趋同”，有些国家/地区已经或者将会在未来5年内全部采用国际财务报告准则。例如，香港现已全部采用国际财务报告准则，台湾的上市公司将于2013年而台湾全境将于2015年全部采用国际财务报告准则。至于中国内地，全部采用国际财务报告准则的日期为2012年。

另一种会计准则是美国公认会计准则（US GAAP），该会计准则仅在美国境内使用。

然而，美国证券交易委员会也允许国际会计准则在美国证券交易所中使用。2006年2月27日，美国财务会计标准委员会（International Accounting Standards Board，简称“FASB”）和国际会计准则理事会（International Accounting Standards Board，简称“IASB”）一起公布了《谅解备忘录》（Memorandum of Understanding，简称“MOU”），重申了双方将就为全球资本市场制定高质量、可普遍使用的会计准则而共同努力。此次是在2002年10月公布的谅解备忘录所规定目标和原则的基础上所作的进一步深化。2002年后，FASB和IASB已就多条准则达成一致，其最终目标是实现世界上只有唯一通用的会计准则。

中国企业会计准则与国际接轨

中国财政部于2006年颁布新的中国企业会计准则，并于2007年1月1日开始生效。由于中国特殊的情况和环境，该准则有某些特别修订，比如，不允许长期资产减值损失的转回等。但中国企业会计准则正与财务报告准则日益趋同，且已取得实质上的一致。

2010年4月，中国财政部发布继续推进中国企业会计准则与国际财务报告准则趋同的路线图。现在，中国境内上市的公司、金融机构（包括中国证监会所授权经营证券业务的公司）、一些国有企业和一些省市的私营企业，都已强制执行中国企业会计准则。根据财政部的路线图，到2012年，所有大中型企业（无论是上市公司或是私营企业），都将必须采用新的中国企业会计准则。

香港承认中国企业会计准则

2007年12月，香港会计师公会开始承认中国企业会计准则，因为中国企业会计准则与香港财务报告准则一样，它们都已经和IFRS相差无几。2010年12月，香港证券交易所决定允许在香港上市的内地公司在编制财务报表时可以选择采用中国会计准则，并由有授权资格的内地会计师事务所来审计。因此，一些在港上市的内地企业选择了中国企业会计准则来编制财务报表，公布年度财报。

欧盟的态度

欧盟委员会（European Union Commission，简称“EU”）允许进入欧盟市场的中国企业使用中国企业会计准则，而无需根据欧盟所实施的国际财务会计准则更改其财务报表。



总数的56.3%。

这一境外上市热潮仍然在第二季度得以延续，比如文章开头所提到的人人网、网秦、世纪佳缘、凤凰网、土豆网、淘米网、迅雷等都是五月份上市的。可以说，五月份是一个中国企业集体境外上市的“红五月”。

一方面，境外上市正在如火如荼地进行着，如优酷网、当当网、人人网等都募得巨额资金；但另一方面并不是所有企业都这么幸运，紧随其后的秦发、世纪佳缘等IPO首日出现破发，且中国企业“后市”的业绩并不那么乐观，股价出现了较大幅度的下跌。

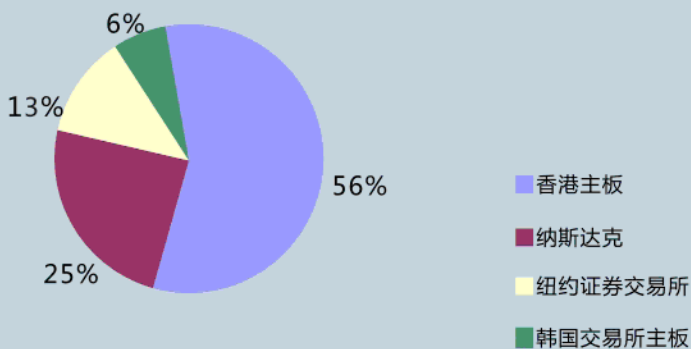
比如，曾经风光无限的麦考林，2010年在美国上市后仅仅一周就遭到集体诉讼，声称麦考林IPO有关的《股票注册上市申请书》以及《招股

说明书》中包含或允许包含重大错误或误导声明，这些做法违反了《1933年证券法》。

有媒体和市场人士甚至开始担忧新一轮的网络泡沫是否即将到来。但是，诸如“资本大潮退去后，剩下的有谁？”的质疑远远挡不住中国企业对境外上市的狂热追求。总的来说，2011年延续了上一年度的境外上市热潮，机构普遍看好中国概念股，并预计今年的IPO数目仍有望再创新高。

如果潮水真的退去，谁会在海滩上裸泳？我们不知道，只能拭目以待。

上市数量



(图3：2011年第一季度中国企业境外IPO市场统计)



方块知识二

美国上市：利还是弊？

美国上市对您的公司真的有利吗？其实，很难回答。

2010年，在美国上市的中国公司数目有所增加，但大部分都采用了“后门上市”的方法，用亚洲人的说法就是“反向收购”。在美国资本市场，反向收购并无过错也不违法，但为什么这些企业不采取IPO上市而是反向收购上市呢？答案在于，它们大多不具备在中国内地或香港上市的资质。也就是说，反向收购上市的企业资质可能不尽如人意。

2011年3月1日以来，已经有24家在美国上市的中国公司相继宣布审计人员辞职或存在财务问题，或者两者兼有之。审计人员辞职是一种不好的迹象——他们不能接受董事会的“会计处理方式”。当审计人员与董事会在会计处理上碰到“不可协调的异议”时，很多遵守行业协会职业道德的会计师会选择辞职。大多数情况下，“不能协调的异议”可能意味着审计人员发现了企业的会计处理存在可疑之处，审计师会要求董事披露疑点，并作适当调整。

根据《华尔街日报》报道，美国证券交易委员会 (America's Securities and Exchange Commission, 简称“SEC”) 于2010年对多达350家纽约交易所上市的中国公司进行了会计调查。这是个令人震惊的消息！

正如香港的《南华早报》(South China Morning Post, 简称“SCMP”) 最近报道所说，问题可能在于中国公司一贯的沉默寡言与美国投资者青睐信息高度透明之间存在“差距”，这种差距这像是炒面和苹果派一样，虽然都是美食，却口味各异。

但问题可能不止“口味”不同这么简单。

后来，在纳斯达克上市的中国高速频道 (China Media Express Holdings) 被一家名为“浑水” (Muddy Water) 的香港研究机构和投资基金公司披露，声称夸大营业额和利润，是一个“巨大的谎言”。

2011年1月，根据《海外反腐败法》(Foreign Corrupt Practices Act, 简称“FCPA”)，美国证监会公布了针对大连绿诺环境工程科技有限公司 (简称“绿诺科技”) 的调查报告。总部位于大连的绿诺科技，其主营业务是向中国的钢铁公司销售污染控制设备，它也是通过“后门上市”的方法上市的。2010年11月，绿诺科技宣布其财务报表作假，现已被勒令退市。

事实上，绿诺科技上市后，其公司大股东已无法100%控制公司管理 (特别是法律和会计方面)，因为大股东的会计处理方法与会计师们所秉持的会计准则背道而驰。作为遵守会计职业道德的专业人士，他们显然不会为绿诺科技董事会的错误决定“买单”。为避免更多人被卷入“犯罪”活动中，绿诺科技不得不发布其财报存在问题的声明，以致被迫退市。

如果你的企业打算在美国上市，您需要对您的公司做一个全面的Pre-IPO检查，以确保会计处理、公司治理以及法律实务等方面都尽可能“干净”。要知道，在美国资本市场上活跃着一群集体诉讼律师，他们如猎犬般虎视眈眈，一旦嗅到到你一丁点儿的“错误”就会蜂拥而上，不依不饶。