

海外上市：民企的 2008 梦想

2008 年 2 月 18 日 出处：中国经济周刊

上市，这个资本市场的通俗概念，正成为国内创业者们演绎创富传奇的经典路径；与此同时，众多的海外证券交易所也纷纷抢滩中国内地，与国内的沪深证券交易所争抢这一千载难逢的资本市场商机。这场由国内民营企业为主角的海外上市浪潮，正以惊人的力量席卷全球资本市场。

碧桂园和中国首富杨惠妍、SOHO 和潘石屹夫妇、复星国际和郭广昌、巨人网络和史玉柱及其创业伙伴们、阿里巴巴和马云及其创业伙伴们……这些在刚刚过去的 2007 年谱写的经典创富故事和打造的新鲜创富人物，在他们千差万别的创业经历和创业故事背后，有着绝对相同的创富路径——海外上市。

这股海外上市热浪的形成，一个重要的推手便是风险投资(Venture Capital, 简称 VC)。这些国际资本市场上重要且活跃的角色，几年前在中国内地的创业型企业中投下的风险资本“种子”，现在已经迎来最佳的收获期。

与此同时，在形形色色的创富故事背后，还活跃着一批熟知上市规则的专业人士：投行高手、财务顾问、法律专家……从某种意义上说，这些资本市场的精英们组成的庞大的上市专业团队，才是财富神话的最终制造者和完成者。

为此，《中国经济周刊》请来国际资本市场的专业人士，为那些怀有创富梦想的创业者们，指点创富路径，详解海外上市路线图。

“2008 年一定要海外上市”

《中国经济周刊》记者 侯隽/北京报道

“我们非常关注海外上市，并且早已明确了要在 2008 年实现这一目标。”上海一家从事铝箔制造的负责人以不容置疑的口吻对《中国经济周刊》说。

该公司负责人告诉记者，他们倾向于到欧洲的交易所上市。他们早在 5 年前就开始为海外上市作准备，如在澳洲投资建厂，几年来积极开拓欧洲市场，目前在法国和北欧市场已经运转良好，为海外上市做了较为充分的准备。

“根据我们自己的调研，海外资本市场具有资金充足、流动性好、壳成本低且是净壳以及便于产品建立国际知名度等优点。相比之下，国内中小企业板 IPO 审核时间仍然偏长，上市过程更多障碍。”该负责人对记者分析说。

民企渴求海外上市

据统计，2007 年在美国各证券交易所上市的外国公司中，中国公司最多。其中，在纽约证券交易所(简称“纽交所”)公开发行的中国内地企业有 19 家，全部为民营企业，

上市的中国企业平均每家筹资约 2.7 亿美元；在纳斯达克，2007 年上市的中国企业有 13 家。

另一组数据显示，截至 2007 年 12 月 24 日，在纽交所上市的中国企业已达 51 家，其中，39 家来自中国内地(香港地区和台湾地区的分别有 7 家和 5 家)。这 39 家中国内地上市企业的总市值已逾 1.5 万亿美元，平均市值达到 300 亿美元，最少的约 4 亿美元，最多的达 2320 亿美元。在纳斯达克，目前已有 47 家中国的上市企业。

除了纽交所，其他海外交易所也成为许多中国企业的上市选择。专门研究大中华区创业投资与私募股权的清科集团统计显示，2007 年 1~11 月共有 98 家中国企业在境外 9 个资本市场上市，融资 342.09 亿美元；上市地点出现多元化，除了香港之外，纽交所、新加坡主板、纳斯达克(NASDAQ)等市场的上市企业数量和融资额均有明显的增长。

纵观各大财经媒体的 2007 年终盘点，几乎无一例外地把民营企业海外上市扎堆列为年度大事，创富神话也随着民营企业的海外上市不断被刷新：碧桂园集团 26 岁的大股东杨惠妍以 1300 亿元身家问鼎《2007 胡润百富榜》首位，外界评论海外上市是其财富迅速增长的主要原因之一；2007 年 10 月 8 日，潘石屹、张欣夫妇的 SOHO 中国在港交所上市当天，两人所持股份的市值高达 317.45 亿港元，这一巨额财富的积累仅用了 12 年；2007 年 11 月 6 日，民营企业阿里巴巴成功登陆港交所，不但创下了中国互联网公司融资规模之最，超过 200 亿美元的市值，也让其成为今年港股的新股王；2007 年 11 月 1 日，国内网络游戏商巨人网络在纽交所上市，不仅掌门人史玉柱因此戏剧般地从“中国首负(欠债大王)”到“中国首富”，其创业团队中还产生了 21 名亿万富翁，186 名百万和千万富翁。

对此，安永合伙人及创业投资咨询服务主管蔡伟荣预测 2008 年中国的民企仍青睐海外上市，“中国内地募集资金的很大部分来自于国有企业的‘H 股回归’和‘A+H 股’交易。多数民营企业则选择在香港和海外交易所上市。”

海外交易所来中国“招商”

中国民企的海外上市热，吸引了众多海外交易所纷纷在华“安营扎寨”，以期分享这一难得的资本市场商机。

2007 年 12 月 3 日，纳斯达克在北京设立代表处，并将其作为纳斯达克在中国的总部；随后的 12 月 11 日，纽约证券交易所北京代表处开业。

另外，据媒体报道，伦敦证券交易所也已向中国证监会提交了设立中国代表处的申请；韩国证交所则表示，公司计划于 2008 年初在北京开设一间办公室。

“中国市场对纽约泛欧交易所集团今后的发展战略有着重要意义。”这一全球最大的证券交易机构的 CEO 尼德奥尔对中国的媒体说。

中国已成为各海外交易所的重点招商对象。除了国内企业熟悉的美国交易所外，欧洲、亚洲的各交易所也纷纷向中国企业打开了大门。如，2007 年 3 月 30 日，德国的证券交易所迎来了第一家中国内地企业——山东工友集团；4 月 26 日，亚洲传媒公司在日本的东京证券交易所正式挂牌交易，实现了中国企业在日本上市的“零突破”；韩国证券交易所

也在 2007 年 6 月 1 日正式批准中国华丰纺织国际集团有限公司的上市申请，使已在香港上市的华丰纺织一举成为首家登陆韩国的外企。

事实证明，中国企业，特别是内地的民营企业已成为世界各主要资本市场上市资源的供给地和争夺地。纳斯达克亚太区负责人蓝博文说，通过设立北京代表处，“我们期待着业绩的进一步增长”。他在接受访问时还特别惋惜地提起史玉柱的巨人网络，“我盯了他 5 个月，最后还是跑去了纽交所。”

而巨人网络上市时，纽交所还特意挂了一面中国国旗。

海外上市热背后的推手——VC

专业分析人士认为，自 2007 年起中国公司登陆海外市场数量猛增，最直接原因之一是风险投资和私募基金多年前播下的种子如今开始“修得正果”。

美国《华盛顿邮报》在 2007 年 12 月 28 日发表署名文章称，中国科技公司一开始的发展方式在很大程度上与美国一样，2003、2004 年风险投资和私募基金投资了一大批中国项目，2005 年投资规模更为集中，现在，这些项目纷纷成熟，达到了去海外资本市场上市的条件，活跃的海外风险投资基金也借此退出。而对于内地中小企业来说，海外上市既有财富安全的考虑，也有拓展海外市场的要求。

据清科集团统计，2007 年前三季度，全球新成立了 47 只可投资于中国地区的私募股权基金(包括 PE 和 VC)，总金额高达 230 亿美元。在中国，仅 2007 年第三季度，新成立的本土创投基金就有 8 只，共募集资金 3.30 亿美元，新增资本量比上季度增加了两倍多。中国市场上的各类风险投资基金已达 300 多家。

“谁来帮助我们海外上市”

国内民企在渴望海外上市的同时，面对海外交易所严格、规范、透明的上市制度，在如何操作和完成海外上市过程中却显得十分迷茫。

“我们打算组建一个 PE，规模在 5 亿—50 亿元，钱不用担心，我们还有很强的政府背景，你能帮忙推荐一个合适的团队来帮我们运作海外上市么吗？”近日，广东一家制药业企业的负责人在电话中语气急切地对《中国经济周刊》记者说。

该负责人认为企业海外上市不能再等了。他说，2007 年以来，中国制药企业大举进军海外资本市场，贵州同济堂、先声药业和沈阳三生制药陆续在美国上市，武夷药业在香港上市，四环控股登陆新加坡。8 月，无锡药明康德在纽交所挂牌，共融资约 1.846 亿美元，当日股价上涨 40%。11 月，海王星辰又成为内地第一家在纽交所上市的零售药企，募集到 3.34 亿美元，且股价逆市上扬。

面对 2007 年近 10 家药企在海外上市，广东和江浙一带的一些颇具影响力的民营制药企业纷纷把 2008 年海外上市列为目标。

但专业人士认为，民企海外上市的急切心情可以理解，但海外上市是一个专业、复杂的系统工程，不仅要有心理准备，更要有业务准备，特别是财务准备。如很多国内民企经常存在的关联交易是海外交易所最忌讳的；再如，国内的家族式企业，普遍存在公司账务与家庭支出混为一体的现象，还有，一些民企的创始人习惯于依靠“人制”，而非公司治理，这一企业管理方式显然不利于企业上市后的信息披露和管理透明等要求。总之，企业上市前必须清楚，自己的审计、财务、税务等各方面有无缺陷；批文、土地使用证、知识产权证明等是否齐全。而这些内容如果没有专业人才来准备，上市或上市后的运作都可能面临各种麻烦。

海外上市线路图

文/满盛国际资本有限公司(Max International Capital Limited) 温恩迪(Andy Ungar)

虎跃国际(Tiger Capital)余敏兴(Henry YU)

很多人都看过骄傲且富有的 CEO 们在纽约证券交易所鸣锣上市的精彩时刻，并梦想着有朝一日自己也能当上鸣锣主角。一家公司能够在国际资本市场上市，意味着其稳定性和竞争力得到认可，表示这个公司的组织结构适合参与国际金融和贸易等活动，并因此赢得潜在合作伙伴的关注以及潜在竞争对手的尊重。而成功完成上市后，公司不仅具有更好的管理和筹资能力，还能够更好的把握由于上市带来的商业机遇。

在英文词汇里，“Being Listed”，“Going Public”，“Doing an IPO or an RTO”，“Floating”都表达一个意思——上市，即把公司的所有或者一部分股份卖给别人——公众股东。公开上市，不仅能像变戏法似的为企业的创始人和所有者迅速方便地募集资金，同时还带来上市当天股价的飙升，以及股份持有人一天之内的身价暴涨。

不过，这些表面的风光、美好和简单背后，是外人不知的曲折和艰难。每一个成功的上市案例，都是一个专业服务团队的资本运作故事，它凝聚了包括顾问、律师、会计师、投资银行家、投资关系公司，以及公司治理专家等在内的各路专家的技巧和智慧。

老板们的上市必答题

根据我们的经验，我们认为那些希望海外上市的中国企业，首先必须明确诸多问题，如为什么要上市？应该什么时候上市？公司上市的利弊有哪些？让公司上市是否正确？国外还是国内上市？符合什么样的标准才可以上市？上市的途径有哪些？本公司的估值如何？上市后需要符合哪些要求？如何实现公司的透明化管理？上市公司的管理者有哪些责任？在海外上市难度如何？需要多长时间、多大开销？如何处理和维护投资者关系和公共关系？怎么在国际市场上开创、保持并维护公司的品牌和形象？如何使公司上市的收益最大化.....

当然，身价一夜暴涨的公司高层们还面临一个个更切身的问题：怎么更妥当地处理个人的新财富和各种税务问题，怎样制定重要员工的退休计划，怎样制定高管的交接班计划，怎么留住重要的员工等等。

以下是企业高管在决定海外上市前必须明确答案的两个基础性问题。

为什么要上市？

有很多原因使得一家私营企业希望在证券交易所上市，其中最为明显的是资金来源，即融资。

很多私营企业，包括一些国有企业缺乏资金来源以扩展业务、购置新设备、开拓新的市场或招募新员工。公开销售股份，即在交易所上市能使企业迅速募集到发展所需的大额资本；这些资本还可以用来支撑资产负债表，作为收购其他公司用途，或是作为红利分配给原始股东。有时，公司还可以将其股份作为抵押向银行和其他金融机构借贷。

公司上市的另一个原因是提高其影响力以及建立国际信誉。从私营企业转变为股份制公司能提高公司的国际知名度，并因此获得相当高的品牌认同。中国的私营企业成千上万，但在中国只有数千家股份制公司，这就意味着，如果您的公司成功上市，它可能就是中国最好的企业之一。

除此之外，在海外上市还可以令私营企业提高国际信誉和更具影响力。按照国际惯例，国外的上市公司通常有更高的信用，潜在的生意伙伴对与上市公司的合作更放心，因为上市公司能够遵守严格的财务报告规定并符合严格的公司治理标准，目前也只有极少数的中国企业能够在纽约或伦敦上市。因此，选择在海外上市，是很多中国的私营企业借此提高信誉的一个重要驱动力。

上市意味着什么？

世界上大多的企业都是私人的，私营企业由一人或一个小团体所拥有；股份制公司则由成千上万的人所有。上市就是通过在股票市场上向个人或金融机构出售股份，把私营企业变成股份制公司的行为。

公开上市可以有多种途径，可以在证券交易所出售股份，即“新股上市”(IPO)；还可以通过反向合并(RTO)或借壳上市，以及与上市的公司进行股份交换。无论哪种形式，都意味着私营企业的所有者把公司的全部或部分资产以股份的形式公开发售。

对一家私营企业来说，无论通过何种途径实现上市，都可以带来一些本质性的改变。

首先，公司上市意味着公司在管理和公司治理上提高到一个新的水平。对于一个家族企业或者股东人数有限的私营企业来说，转变为一家上市公司意味着一次“大清扫”：明确公司的所有权结构(以保证新投资者在购买股份后清楚地知道自己的所有权)，改变公司的管理风格和公司治理，避免家族企业普遍存在的利益纠纷。

其次，上市意味着规范的公司治理和透明化，并使公共股东对公司的股票有更高的估价，并且使公司在创始人退休后能够持续发展。

再次，上市意味着企业能够留住和吸引更多优秀的员工。一般而言，私营企业在吸引和留住关键员工方面能力有限，而一旦上市，就可以通过员工福利计划吸引并激励关键员工和管理层成员，如期权、员工购股计划以及受限的股票赠予等。如果关键员工拥有足够多的公司股份，还会降低他们另立门户成竞争对手的潜在风险。

最后，公开上市为创业资本提供了一种退出战略。上市把私人所有的流动性差、相对难以出售的股份，转变成公开持有的、可以在开放的市场上买卖的股份，而且通常具有相对于其估值的高额溢价；包括风险投资在内的最初投资者因此成功退出，并获得可观的收益。

当然，除了上面所述的上市的好处以外，也有一些难题，其中最常提到的就是财务公开的要求，必须达到盈利目标的压力以及始终保持与市场联系的要求等。

尽管上市有诸多好处，但我们依然认为，并不是每个公司都适合公开上市。一些企业最好是依靠可选择性资本来源，包括风险投资、直接投资、吞并收购业务以及传统的资金来源。

海外上市的风险如何规避

回答了公司为什么要上市，还要清楚公司怎么样上市。

公司上市最普遍使用的方法是“新股上市(IPO)”，就是一家公司第一次把公司股份公开销售，这是由投资银行安排的面向投资者的销售。

IPO 是一个历时很长、花费很高的过程，一般由规模比较大、资产比较雄厚的公司所采用，尤其是国有企业会寻求通过 IPO 上市。

IPO 并非公司上市的唯一途径。现在很多公司都通过反向收购(RTO)或者“借壳上市”来完成。相对 IPO 而言，借壳上市可以让公司上市的花费更低、速度更快。

但是，借壳上市的风险很大。必须十分注意确保借壳上市的结构合理而且其执行完全符合管理规定，否则，借壳上市会成为公司的负担，并使其无法获得相关收益。

从经验看，在很多情况下，公司都没有对壳公司的管理结构予以足够重视，之后他们就会发现没有足够的持股人来满足上市的要求，或者壳公司有很多法律纠纷以至于借壳公司无法募集资金。结果，完成借壳上市的公司发现他们根本没有能力集聚额外的资金。

现在，一个帮助公司完成 IPO 或借壳上市的完整行业已经形成了，公司上市的成与败，很大程度上取决于这一行业中职业人士的知识和经验，包括：

财务顾问——直接协助管理，是公司职业团队中的一部分。他们对上市业务的各个方面提供建议和咨询，以保证管理层能够得到充分的支持，因而可以继续集中主要力量管理业务，而不是把注意力完全放在上市上；

律师——他们协助公司进行适当调整以使其上市过程符合上市地的规章制度，并保证公司完全符合上市业务中的适用条款和法规。在借壳上市中，要保证与借壳公司合并的壳公司具有合适的公司特征，并且没有法律问题，从而符合交易所的上市要求；

审计师——保证公司的资产负债表准确而全面地反映其财务状况。并将其转换使其符合美国会计准则(US GAAP)或国际财务报告准则；

投资银行家——为公司提供咨询，涉及企业估价、决定筹集的资金量以及出售给投资者的股份比例；

公司治理专家——确保公司采取措施保证公司是在最高的道德标准下进行运作，消除了利益冲突；并且公司的运营和报告标准完全透明；明确并证明公司的财产的合理拥有者以及他们是如何获得的权益；

人力资源——协助管理层进行合理的员工调配，保证他们能够胜任上市公司的管理；建立适当的福利制度，以便能吸引并留住重要的员工；采取措施防止公司关键员工外流并与公司竞争；协助建立交接班机制以应变高管的退休或由于其他原因而离职；

公共关系和投资者关系——帮助公司建立良好的公众形象，从而吸引来自同行的关注，确立其作为世界市场上的有实力的角逐者的地位，同时也增强投资人的信心；建立全面的危机管理方案，有效的消除任何可能的对公司形象、管理运作及产品的负面影响；

信息技术专家——应用最新的技术处理公司内部的数据和信息，获取最新的市场数据，从而充分了解其所处的市场，并了解竞争者的情况。

上述各路专家发挥各自独特的重要职责，并相互合作组成一个专业顾问团，这是企业成功上市的基本保证。

海外上市不是终点

各路专家组成的专业顾问团，自企业准备上市起就与企业的管理层一起工作；而专业顾问团的职责，主要体现在两个阶段：上市准备阶段、实际上市阶段。

上市准备阶段

首先，专业顾问团提供专业建议并同企业管理层一同工作，保证公司确实已准备好上市。这一阶段，任何涉及金融的交易，公司都必须经过全面而细致的评估；所有有关公司的法律、财务、战略性业务操作及人力资源的事实材料都会受到评估和确认。

现在，公司要进行重组，找出任何可能影响其未来成功的缺陷，并且设计出解决这些缺陷的方法。上市的准备过程，也为企业提供机会解决存在于所有者、创建者及家族成员之间的，有关财产权利和经济利益分配的潜在内部争端或法律问题。而对于国有企业而言，这一过程防止了国有资产的流失。

主动地对自身进行上市准备的核查，可以使公司在上市之前就能发现并解决问题。这不仅缩短上市的时间，而且得知公司主动完成这项任务会增强其潜在投资人对公司的信心。而且，作为准备过程的一部分，公司还可以实行其挂牌上市的交易所要求的任何公司治理程序(董事会、管理政策等)。

实际上市阶段

在这一阶段，专业顾问团将就上市相关的所有事项做出决定，并对公司的管理进行指导。具体包括：

市场的选择：在国内上市，还是在国外挂牌？如果是后者，哪个市场能够最好地容纳这家公司？海外市场包括亚洲市场(香港主板或创业板[GEM]、东京、韩国、新加坡主板或新加坡自动报价市场[SESDAQ])，欧洲市场(法兰克福、欧洲交易所、伦敦主板或创业板[AIM])，美国市场(OTC BB、纳斯达克、纽约交易所)。而确定选择哪个市场需要考虑的因素包括公司所处的行业、募集资金量、募集次数等。

上市类型：公募(IPO 或 RTO)或各种私募方式(风险投资、私募股权、合资等)。

估值：公司价值如何，出售多大比例的股权，每股价格。

交易期限：上市过程耗资多少、耗时多长。

以上这些准备工作是任何公司上市时都不能逃避的。但是对于那些适合公开上市的企业来说，很多情况下，管理层并不熟悉成功完成上市的过程和要求，因而无法对公司未来管理发展的最佳方式做出有根据的决策，他们可能会错失某些机会，还可能在有关上市条件的谈判中处于劣势。

而上市后需要付出的一些代价也是一些公司目前所无法承受的：完全透明的财务和个人信息的公开、公司治理规定、管理义务、来自股东的压力、分析员和市场观察员的仔细而彻底的检查。

我们要特别提醒，海外不同的证券市场有着很多不同的规则和要求，诸多优劣需要仔细衡量。比如，目前很多中国的企业都希望在海外上市，甚至不少中小企业将海外上市理解为不是纽交所，就是纳斯达克，2007年在这两家交易所上市的中国企业都达到了十多家。其实，根据美国法律，尤其是萨班斯·奥克斯利(Sarbanes-Oxley)法案，在美国上市的花费是很大的。相比之下，目前只有两家中国企业在法兰克福上市，而那里的法规却没那么严格。不难发现，尽管美国有很多严格的限制，它还是吸引了很多中国公司。

最后，我们必须明白，完成上市并不是终点，而仅仅是众多崭新机遇和挑战的起点。这不仅包括公司能够保证如何维持现有发展的资金，还包括对公司的远景规划，并将自身定位和达到一个具有国际市场竞争力的上市公司。