

中国企业赴美上市融资案例分析

张先治 张晓东

一、中国企业赴美上市的基本情况

中国企业赴美上市融资涉及到了美国证券市场的各个层次,在纽约证券交易所(NYSE)、美国证券交易所(AMEX)、纳斯达克证券交易所(NASDAQ)和公告板市场(OTCBB)都有中国企业挂牌交易。纽约证券交易所对上市资格要求异常严格,要求公司的市场规模必须达到4 000万美元,并且上市之前要有250万美元的盈利,因此在纽约证券交易所上市的多为大型国有企业,中海油、中国石化等基础能源类股占绝大多数,其他有电信、保险和航空类股。美国证券交易所上市标准比纽约证券交易所低,但是仍然高于其他交易所,中国企业中市场表现最好的是博迪森生化,股价稳定在17美元之上,市盈率在38倍左右。与纽约证券交易所和美国证券交易所相比,纳斯达克证券交易所的标准较低,特别是纳斯达克的“中小企业板(Small Cap Market)”对于盈利情况和经营时间都没有严格要求,因此吸引了大量具有发展潜力的企业。在纳斯达克上市的中国企业大多是高科技类和网络类公司。OTCBB不是证券交易所,只是提供场外交易实时报价、最新成交价格 and 成交量信息的电子交易系统,不提供自动交易撮合,也不具有自动交易执行系统。只

要股票发行人向美国证券交易委员会(SEC)或相应的监管当局提交所要求的信息披露文件,并且承担财务季报和年报等信息披露义务,任何公司都可以在OTCBB上市。而公司的做市商只负责进行报价,并不承担按照约定价格买卖公司股票的责任。截至2005年12月31日,已有18家中国公司在NYSE交易,总市值超过2 770亿美元;有8家中国公司在AMEX上市交易;有24家中国公司在NASDAQ上市,总市值超过150亿美元;有超过70家中国公司在OTCBB进行交易,但表现参差不齐。

(一)中国企业赴美上市的优势

1、良好的市场环境。美国的资本市场资金充足,流动性高,只要拥有良好的业绩和发展趋势,公司融资的次数和金额不受限制,公司可以及时募集到发展所需资金。市场的投资者以机构投资者为主,散户投资者所发挥的作用不大,因此上市公司的股东都是深谙资本市场运行规律和企业价值的机构投资者,公司价值受到偶然因素影响而产生剧烈波动的可能性很小,公司的市值稳定,能够充分体现公司的内在价值。

2、健全的监管体系。美国资本市场的成功得益于其完备的监管法律体系。特别是在安然事件之后,美国国会通过了《萨班斯奥克斯利法案》,在原有监管框架体系的基础上,对企业公

司治理和内部控制等方面做出了更为严格而细致的规定。虽然从短期来看,这些监管措施会增加公司的营运成本,但从长远来看,这些监管措施会促进上市公司健康而迅速地成长。这对处在经济转轨时期的中国企业具有重要的价值,可以通过外界的压力来促进企业内部机制的建立和完善。

3、提高公司的知名度。纽约证券交易所和纳斯达克证券交易所都具有较高声望,能够在此上市融资说明公司得到了主流资本市场的认同,有利于我国公司树立良好的企业形象,迅速建立产品在世界范围内的认知度。加之美国资本市场股权交易活动频繁,我国公司在此上市能够获得更多参与并购的机会,无论是以并购方还是被并方的身份参与其中,都会为企业未来的发展提供更为广阔的前景。

(二)赴美上市融资的方法

1、直接上市。如果采用首次公开募股方式进行融资,企业需要接受中国监管当局和美国监管当局的双重审查。拟上市的企业,首先要达到中国监管当局要求的境内上市标准,同时遵循国内上市的程序向地方主管部门和中央监管机构提供申请上市的相关资料,还须提供境外中介机构为境外上市准备的各项文件。当企业通过国内的审查之后再遵循美国监管当局的审批程序,提供各种财务报告和法律文

件,申请赴美融资上市。当获得美方的审批之后,方可正式在交易所挂牌上市进行融资。

2、间接上市。《国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》明确规定,禁止境内机构和企业通过购买境外上市公司控股权的方式进行买壳上市。因此,企业不能直接购买国外的壳公司实现上市,必须采用其他方法来实施间接上市。典型的有百度公司的上市方式等。

3、转板上市。所谓“转板”是指当在三板市场(OTCBB)上市的公司达到主板市场(纳斯达克交易所、美国证券交易所或者纽约证券交易所)的要求之后,可以提出转到主板市场进行融资。转板上市一方面可以获得融资机会,摆脱资金短缺的困扰,支持企业发展,另一方面,也为企业提供了将来发展直至升入主板市场的空间。

从目前的实践来看,企业采用直接上市方法赴美上市融资的手续繁琐,审查时间长,我国大多数企业都无法承担直接上市的高昂成本;同时直接上市对于公司上市的资格也提出了较高的要求,只有达到了中国和美的双重标准才可以挂牌上市,我国大部分企业都还不具备直接到主板上市融资的实力。相比之下,买壳上市过程的大部分程序都通过市场交易完成,因此受到的监管较少,可以在短时间内实现上市的目的,比较适合我国企业。特别是采用从OTCBB转板的方法,又以其较低的进入门槛和较高的未来发展空间吸引了我国企业。因此,本文将主要为国内企业介绍买壳上市和OTCBB转板上市的案例,并详细分析我国企业在美国上市成功的经验和失败的教训。

二、中国企业在美上市案例介绍

(一)百度公司买壳上市案例

2005年8月5日,百度公司正式在美国NASDAQ挂牌上市,股票的发行价定为27美元。由于受到投资者的热烈追捧,其开盘价即报66美元,最后收于122.54美元,上涨95.54美元,涨幅353.85%,最低60美元,最高价151.21美元。此次百度上市采用美国存托凭证的方式,共发售404万股,约占其总股本的12.5%,计划融资额为1.091亿美元。

人们在为中国互联网企业在国际资本市场取得成功欢呼雀跃的时候,细心的人却发现此次在纳斯达克上市的是注册于开曼群岛的百度公司(Baidu.com, Inc),而不是在我国境内具体经营网上搜索和广告业务的百度公司(Baidu Netcom)。很显然,百度公司采用了买壳上市的方式登录纳斯达克市场。但是百度的买壳上市与普通的买壳上市还是存在一些差异。这要从百度的发展历程谈起。

2000年1月,百度公司创始人李彦宏和徐勇在开曼群岛注册了百度公司(Baidu.com, Inc)。但这只是一个空壳公司并没有具体的经营业务。两人随后于2001年6月5日在中国北京成立了另外一家百度公司(Baidu Netcom),由李彦宏和徐勇分别持股75%和25%。它获得了中国政府的网站及在线广告经营许可,专门从事网站经营及在线广告业务。百度在推出自己的中文搜索引擎后,开始向各大中文门户网站提供搜索服务,截至2002年7月,新浪、搜狐和网易三大中文门户网站都采用百度提供的搜索服务。此后,百度又推出其他各项搜索服务,最终确立起在中文搜索市场上的地位。

但是,当百度意图去海外上市融资以谋求更好的发展前景时,公司却面临着境内业务境外上市的麻烦,如果采用直接上市的方法,那么公司必须要经过层层申请与审批程序,耗时

长,花费高。而开曼群岛的百度公司(Baidu.com, Inc)是海外公司,不会受到这些问题的困扰。而且开曼群岛的百度公司(Baidu.com, Inc)和北京的百度公司(Baidu Netcom)都是由李彦宏和徐勇控制,因此通过资本运作的安排,开曼群岛的百度公司实现对北京百度公司的控制,这样百度的网上搜索和广告业务通过开曼群岛的百度公司得以上市。

(二)OTCBB转板上市案例

在OTCBB挂牌的企业大部分采用权益性融资的方式。但是由于OTCBB市场的风险高,流动性弱,在OTCBB挂牌的公司并不一定能够融到资金,也不一定能够成功转板。根据融勤国际中国研究院研究员黄钦的数据,自2001年起至2005年年底止,我国共有9个OTCBB公司完成14次权益性融资,融得资金0.57亿美元。这与我国70余家OTCBB挂牌企业相比,显然比例很小。

通过OTCBB进行过渡并没有降低企业进入主板市场的标准。主板上市的标准,很难在OTCBB得以实现。即便是上市标准相对较低的NASDAQ中小企业板(即二板市场)还要求公司的股价必须达到4美元。但是,大部分OTCBB上市的中国公司股价不足0.5美元,根本没有机会“转板”。因此,我国企业在通过OTCBB赴美融资时,一定要清醒认识到“买壳上市——OTCBB——升入主板”的方法并不会降低资本市场对公司的要求,而只是简化手续、节约费用和时间而已,但同时也增加了公司的风险。因此,公司必须认真考虑自身的实际情况,避免出现筹资不成,反而陷入进退维谷的境地。

1、飞鹤乳业——成功转板

黑龙江飞鹤乳业公司为一家专业乳品制造企业。2001年企业改制之后,飞鹤乳业从国有企业转为民营企业,拥有两家核心加工企业和八家紧密型联合加工企业,2003年销售额达3亿元

人民币。为了寻求进一步的发展,飞鹤乳业决定到美国寻求上市机会。2002年年初,公司董事长等人在美国东部的特拉华州注册了一家控股公司American Dairy Holdings Inc。随后该控股公司吸纳了国内的飞鹤乳业。于是,飞鹤乳业成为了一家具有外资背景的中国企业。此后,American Dairy Holdings Inc的股东冷友斌等人一家在OTCBB挂牌的公司Lazarus Industries Inc的股东进行谈判,该公司从事生物医药制造,由于连年经营业绩不佳,当时市场上的股份已跌至几美分,已沦为一个空壳。冷友斌等人支付30万美元从原股东手中购买到该公司88%的股权,成功获得壳资源。2002年5月,公司更名为American Dairy Inc(股票简称ADIY),并且正式在OTCBB市场交易。

由于飞鹤乳业这块优质资产的注入,ADIY的股份从以前的几美分狂涨至2美元左右,并一直稳定在此价位。股价稳定了,企业融资就有了保障。2003年通过私募融资300万美元,此后股价稳定在6美元左右。2005年4月转升美国的全美证券交易所。截止到2006年1月,飞鹤乳业的股价为10美元左右,公司市值超过1亿美元。飞鹤乳业通过上市募集资金得到了较大规模的发展,被誉为中国奶粉类企业中成长最快的企业。

2、世纪永联——股价低迷

北京世纪永联公司是1998年由4个自然人在北京注册成立的公司,公司的业务主要包括两个部分:通过其网站提供软件信息、进行软件的网上销售、软件的网上拍卖、自由软件下载、提供软件论坛;销售互联网工具,如电子邮件系统、在线付款系统等。虽然公司的盈利情况并不算太好,但是在互联网快速兴起的时代,公司业务受到很多投资人士的推崇。世纪永联的目标是成为国内最大的软件站点和最好的软件服务商。而公司的注册资

本只有100万元人民币,显然不能满足公司发展的需要,公司决定转向国际资本市场寻找资金。由于公司正处在发展时期,连纳斯达克二板市场的上市标准都达不到,因此,公司决定选择OTCBB作为跳板。

世纪永联选择的是在OTCBB上市的YNOT作为借壳对象,经过协商YNOT向世纪永联定向发行2000万股,而YNOT原来仅持有500万股,条件是将世纪永联的全部资产并入YNOT。合并后,公司的总股本为面值0.001美元的普通股2500万股,其中,世纪永联的老股东占80%,并在4个董事席位中占有3席,获得对董事会的控制权。重组结束后,YNOT改名为FORLINK SOFTWARE CORPORATION INC,股票代码也相应改成FRLK。上市之后,在互联网热潮的推动之下,公司的股票从9美分一路上涨到25美元,此后股价稳定在15美元左右,市值超过3亿多美元。有业内人士预测,按照该股票当时的走势,用不了很长时间,新公司股票就能获准在纳斯达克交易。

然而随着互联网泡沫的破灭,公司业绩受到很大影响,公司并没有像预想的那样实现转板纳斯达克市场,而仍然停留在OTCBB市场中。2003年公司股票价格跌至0.19美元,在重新调整了发展战略后,2006年2月,公司股价仍然未有太大起色,维持在0.21美元。从目前来看,世纪永联转板纳斯达克并进行融资的目的并没有得到实现。

三、中国企业赴美上市的经验教训

在上述案例中,既有直接到纳斯达克融资的范例,也有借助OTCBB转到主板的成功经验,更有曾经在OTCBB风光无限而现在进退维谷的教训。从这些例子中,不难发现如果我国企业想要成功到美国上市融资,需要从以下几个方面下功夫:

(一)改善企业业绩,提高企业盈利能力。随着上个世纪90年代网络股泡沫的破裂,美国的投资者更加理性,更加注重企业的成长业绩。因此,如果没有优质的资产作为基础,没有强劲的增长作为支撑,即便公司花费大量资金购买到壳资源,也仍然无法得到投资者的青睐。只有当公司真正能够获得盈利才能获得市场的认同,以百度为例,2004年年底其总资产就已经达到了3168万美元,销售额达到了1340万美元,净收入为145万美元,自2002年以来,其年增长率高达224%。正是有了这些确实的经营业绩作为支撑,百度才获得了广大投资者的认同。再如“飞鹤乳业”,之所以能够在OTCBB成功上市并顺利升级到主板市场,从根本上来说,是由于公司有着良好的业绩表现,公司盈利能力和成长性的年增长速度惊人。而“世纪永联”无法转板融资是由于公司在业绩上没有突破性的进展,无法为股东创造出价值。在这种情况下,仅凭公司的中国概念是很难实现成功融资的。

(二)良好的未来发展前景,与众不同的核心竞争力。未来的增长前景是企业未来获利能力的保证,也是投资者购买公司股票获取回报的来源。但是未来增长前景必须要来自企业内在的核心竞争力,而不能是外界的某项优惠政策或者特殊的市场条件。在投资者看来,外界的优惠政策随时可能会被取消,而市场条件也会因为经济状况的改变而发生变化,只有来自企业内部的核心竞争力才是确定可信的。我国企业在赴美上市时常会忽略自身的核心竞争力,而过分强调各种外界因素的重要性,结果让投资者对公司的真实能力产生疑问,影响到公司上市筹资。

(三)选择信用等级优良的中介机构。赴美上市融资离不开中介机构的协助,中介的质量会直接影响到公司

融资能否成功。如果企业选择美国的主板市场作为上市融资的场所,那么顶尖级的投资银行是最好的选择。因为这些中介机构和华尔街投资者的关系良好,与大型的投资基金之间关系密切,有这样的中介机构进行推介,企业更容易获得投资者的认同,因此也更容易实现融资的目的。如果选择OTCBB作为前往美国资本市场的渠道,中介机构的选择同样要慎重。已经成功升入美国证券交易所的西安杨凌博迪森公司,在拟赴OTCBB上市之初就曾经因错误选择中介机构而损失了金钱和时间。即便企业在OTCBB上市成功,此后的私募以及升级转板也离不开中介机构的协助。筹集资金和升级转板都要求公司有着良好的市场形象,与监管机构和投资者群体建立良好的关系,这些工作大多都需要中介机构来协助完成。甚至在有些情况下,需要中介结构来协助公司托市,保证公司的股价达到特定水平,从而得以转板。因此,信誉良好的中介机构对于公司上市融资成功与否至关重要。

四、我国企业赴美上市应当注意的问题

(一)信息的充分披露。美国的资本市场素以监管严格而著称,要求上市公司必须对经营情况和财务状况进行充分的披露。充分不单是披露内容的全面真实,还要求披露的时间必须严格遵守规定,不能出现延误。很多内地企业海外上市后仍保持在国内的经营习惯,例如不严格遵循美国或国际会计准则、缺乏透明度和信息披露不充分、不避讳关联交易、与母公司关系不清等,这些行为都是不允许的。还有很多企业家因为不愿自己的真实财务情况被外界所了解而故意隐瞒信息,这在美国资本市场上也是不允许的,会造成巨大的诉讼风险。

在上市过程中,主要需要向SEC提

供S系列或者F系列表格,S系列表格适用于采用间接方法在美国上市的公司,F系列表格适用于采用直接方法在美国上市的公司。虽然格式略有不同,但是披露的信息基本相似,包括公司此次上市前的基本情况、财务状况、经营情况和募集资金用途等。在这些表格中,需要特别关注的是关联方交易等信息,充分披露这些信息有助于公司将来摆脱诉讼风险。

在上市后,我国企业需要按照美国财务会计准则委员会(FASB)制定的公认会计准则(GAAP)按时对外披露各种信息。需特别注意的是,在美国,披露未来预测信息是风险极高的行为,美国SEC不允许建立在大量假设基础上的盈利预测,因此应尽量避免在各种信息披露中出现预测数字。此外,公司在经营、财务等方面的重大合约、重大经营行为都必须披露,所签合同占公司全年总营业额5%以上或全年的经济损失占全年税后利润5%以上的也必须披露。一些敏感问题若不希望披露,可以和美国SEC沟通,如能说明原因并有确实的证据来支持,经SEC同意后可不予披露。

(二)集团诉讼。在美国股市,如果上市公司的信息披露不实,或者财务报表出现问题,又或高管出现问题被证券监管机构调查,都有可能造成股价下跌。假如股票跌幅很大,比如达到5%,就会被提起集团诉讼。自2001年6月中华网被告上美国法庭以来,先后有网易、中国人寿、UT斯达康、中航油、新浪、前程无忧等7家公司遭遇集团诉讼。中国人寿是因为财务违规,UT斯达康、中航油、前程无忧、新浪等则是因为“提供虚假信息”及“隐瞒重大事实”。为了避免集团诉讼产生的不利影响,到美国上市的企业可以采用防范措施来规避风险,具体做法有:①购买“董事高管保险”,因董事或高管引发集团起诉造成的损失,可以由保险公

司赔偿;②采用稳健的财务制度,很多集团诉讼都是由公司财务问题引发的,采用稳健型的财务制度可以在一定程度上降低集团诉讼的风险;③建立严格的外部审计制度,防患于未然;④加强内部控制,对高管的股票出售行为加以严格控制,避免违规行为发生;⑤加强对公司员工的宣传,提高风险防范意识。

(三)《萨班斯奥克斯利法案》。法案对上市公司的财务信息披露提出了更为严格的要求。其中,有两个条款需要在美上市的公司或准备赴美上市的企业特别留意:

1、美国上市公司的首席执行官(CEO)和财务总监(CFO)在其年度和中期财务报表中必须签名并认证,其财务报表完全符合萨班斯法案中的有关规定,并不含有任何不真实的并导致其财务报表误导公众的重大错误或遗漏。如果将来发现问题,CEO或CFO个人将对公司财务报表承担民事甚至刑事责任。这对于在美国上市的中国企业同样适用。

2、公司管理层和公共审计师,每年在年报中就公司产生财务报告的内控系统分别作出评价和报告,还要求外部公共审计师对于公司管理层评估过程以及内控系统结论进行相应的检查并出具正式意见。

萨班斯法案才刚刚开始实施,因此最为有效的风险防范方法就是按照法案的要求,健全内部控制体系,聘请独立的会计师对内部控制体系提供咨询和落实各项整改措施,完善公司治理结构。董事会下设专门委员会,增加独立董事在董事会中的席位,独立董事应明确赋予关于公司治理、公司审计、董事提名和薪酬制定等方面的监督权。

(作者单位:东北财经大学会计学院)

责任编辑 杨曼