



# 离岸公司海外上市案例分析

从既有的案例分析，我们可以得出如下一些初步结论：

1、具有外资背景的创业投资资本支持的中国公司倾向于选择海外上市退出的途径，而有内资创投背景的中国公司公开选择海外上市退出的案例不多。

这主要是因为由于我国资本市场尚未全部对外开放，国际风险资本要在中国大陆顺利退出存在着较大的障碍。但许多国际风险资本敢于进入中国大陆市场，就在于他们在作出投资决策时已为自己设计好了退出渠道，即采用海外上市的方式退出。尽管国际风险资本进入中国市场的时间不是很长，很多项目都处于投资期，尚未达到退出阶段，但已经有一些有国外风险资本背景的国内公司到海外上市(如搜狐、新浪、亚新、网易等)并实现了退出。

而国内的创投资本受限于外汇管制、资源、资本和经验的原因，不可能大张旗鼓地从事海外上市活动（尤其是需要大量外汇的买壳上市），绝大多数的国内创业投资资本仍然以在国内上市作为上市退出的首选，从2004年中小板和海外市场创投资本支持的公司数目占总上市公司数目的比重来看，中小板比例为28.9%，海外上市比例为25.6%，基本相当，说明中外创投资本在选择国内和海外上市上各有偏好，基本上形成“大路两边，各走一边”的格局。

2、海外上市存在三种途径：境外设立离岸控股公司境外直接上市、境内股份制公司境外直接上市、境内公司境外借壳间接上市，外资创投首选的是第一种。

由于受到中国目前政策和监管环境的限制，大多数境外风险投资公司普遍推崇的风险投资最好的退出方式是以离岸公司的方式在海外上市，这种类型的投资和上市案例比比皆是，比较成功的包括新浪、搜狐、网易、亚信、UT斯达康、金蝶等。境外可选择的资本市场有：香港主板、香港创业板、新加坡主板、新加坡创业板、NASDAQ等。能否以离岸公司的形式成功在海外上市从而实现投资退出，已经成为现在国际风险投资机构是否投资中国创业企业的一个最重要的决策因素。这种方式的优点主要有：

（1）上市后全部股份经过锁定期后，可实现全流通。

以离岸公司的形式在海外上市，只要经过当地交易所规定的锁定期，所有股份都可实现全流通，包括创始人的股份、风险投资的股份和战略投资人的股份——对于管理层或创业者、企业家们来讲，也许全流通并不是他们最重要的目标，因为他们考虑的是如何募集企业扩展所需资金，如何支持公司的进一步发展，如何提高公司的盈利能力和规模，如何增强公司的抗风险能力和实力；但是对于风险投资机构来讲，可以说全流通是实现投资价值和回报的命脉。在这一点上，境内A股上市就有很多不利之处。目前根据“公司法”的规定，国内A股上市公司发起人股在三年之内不能转让，而在三年之后也只能协议转让，无法实现按照市价的全流通。

（2）上市周期较短，创业板市场可以对盈利记录进行豁免。

由于是以离岸公司为主体在境外上市，因此，可以不经国内A股上市所需的漫长审批程序和过程，即先进行企业内部重组和股份制改造、再由券商进行一年辅导、在辅导验收通过后再经过保荐机构上报中国证监会申请上市，就可以大大缩短上市周期。在过去几年中，这一上市方式一直是风险投资和民营企业的首选，之所以没有真正大行其道，原因在于此类上市（专业上称之为“境内权益境外上市”）需获得中国证监



会的“无异议函”，而中国证监会在出据“无异议函”的过程中对于若干核心审核环节的具体要求较难为一般的企业所满足。但是，随着 2003 年 3 月中国证监会宣布取消对于离岸公司在境外上市所需之“无异议函”的审批，将为风险投资的企业选择海外上市提供较为宽松和有利的条件。

在海外上市另一好处就是创业板市场对于公司上市前的盈利记录可以进行豁免，例如新浪、搜狐、网易等公司，以其在美国 NASDAQ 上市时的盈利情况在中国主板是绝不能上市的。此外，香港创业板对于企业的盈利也没有最低要求，在具有较高的成长潜力的前提下，即使是亏损的公司也可以申请上市。这一点对于接受境内外风险投资资金的高科技企业来说，无疑是最具吸引力的。

(3) 境外资本市场估值方式有利于高成长型高科技企业。

在国内 A 股上市，目前中国证监会规定新股上市发行时市盈率应不超过 20 倍。但是，在海外上市尤其是象纳斯达克这种效率非常高的市场，投资人对高成长企业的价值认同程度很高，上市公司得到的估值也是比较高的。同时，境外资本市场的估值一般也以上市当期的预测盈利为基础，而不象国内 A 股通常以过去一年的实际盈利为基础计算。显然，这样的估值方式和基础非常有利于高成长型的高科技企业。

(4) 无外汇自由兑换的限制。

在境外上市对于国际风险投资机构的另一个好处是没有外汇的自由兑换限制。除了资本升值的部分以外，本金也可以完全收回。在二级市场沽售的股份直接回收的就是当地货币。相比之下，在国内即使可完成股权转让，但外汇的汇出就是问题。当然投资人也可选择在国内进行再投资，可是以人民币投资形成的股权就是内资股，即使可以上市，如何流通、如何变现、并如何将人民币转为外币偿还境外股东等，在这一系列环节上风险投资机构仍将受到很多政策性的约束和限制。

**香港瑞丰会计事务所** 是一家具有 10 多年品牌的国际权威性机构、拥有注册会计师、执业律师、财务师及高级管理顾问组成的强大团队。总部位于中国香港。在全球 30 多个国家地区设立商业网络，为客户组建成立香港公司、海外离岸公司、商业财务管理、企业上市融资、记帐报税审计、知识产权代理、海外合理避税、法律文书公证、使馆领馆认证、贸易投资顾问等方面提供最佳的方案。

|                             |                   |             |
|-----------------------------|-------------------|-------------|
| 香港公司：香港金钟道89号力宝中心第一座11楼     | 电话：00852-25377886 | 传真：25377780 |
| 北京公司：海淀区北太平庄路18号城建大厦A座13层   | 电话：010-59797566   | 传真：58857463 |
| 上海公司：延安西路726号华敏翰尊国际大厦22楼B座  | 电话：021-62524952   | 传真：60917720 |
| 天津公司：和平区解放路188号信达广场25层      | 电话：022-58298755   | 传真：58853820 |
| 广州公司：天河区林和中路8号海航大厦11层       | 电话：020-22082580   | 传真：22082579 |
| 深圳公司：福田区彩田路3069号星河世纪大厦A栋35层 | 电话：0755-82701877  | 传真：33000723 |
| 杭州公司：上城区望江路69号八达大厦8层        | 电话：0571-87886788  | 传真：86075868 |
| 宁波公司：江东区彩虹北路48号波特曼大厦10层     | 电话：0574-87729255  | 传真：87729216 |
| 南京公司：白下区中山东路288号新世纪广场A座10层  | 电话：025-84671161   | 传真：84671194 |
| 青岛公司：市南区东海西路17号海信大厦11层      | 电话：0532-80902580  | 传真：80622488 |
| 大连公司：中山区人民路15号国际金融大厦12层F    | 电话：0411-82506091  | 传真：82506094 |
| 厦门公司：思明区湖滨南路90号立信广场12层      | 电话：0592-3299299   | 传真：3299199  |