

中小企业上市关心的 若干问题简析

红塔证券投资银行事业总部

沈春晖

2007-11-24 云南·昆明

- 一、除了融资，上市还有什么好处？
- 二、境内还是境外？——上市地点选择
- 三、现在是最佳的时候吗？——时机选择
- 四、上市前需要私募吗？
- 五、发行审核最关注什么问题？

除了融资，上市还有什么好处？

在股权分置的情况下，公司走向资本市场的主要目的就是融资。

股权分置改革之后，资本市场的其它功能得到释放，IPO不仅为了“融资”，更重要的“上市”本身。

除了能融得资金以及附带的降低财务风险、获得持续稳定融资渠道等功能外，“上市”给公司带来的“利益”是多样的。

除了融资，上市还有什么好处？

好处之一：股东财富的迅速增值

股权分置改革之后，控股股东成为股价的最大利益相关者。

企业上市以前，股东的财富价值一般通过净资产计算，而上市之后其价值通过二级市场市值计算。

由于市盈率杠杆的存在，股东所持有的股权将获得巨大乃至数倍、数十倍的增值。

除了融资，上市还有什么好处？

好处之一：股东财富的迅速增值(续)

例证：张茵、杨惠妍（代表杨国强家族）能够登顶2006年、2007年中国富豪榜的原因就在于“玖龙纸业”和“碧桂园”的上市。

以玖龙纸业为例，上市前一年张茵身家被估值为30亿元，以IPO发行价计算，达到105亿；以2006年百富榜颁布前的股价计算，超过260亿。

以上例证虽产生于H股，但股改后A股市场产生的财富效应是相同的。

除了融资，上市还有什么好处？

好处之二：推行管理层股权激励

股改之后，可以通过股票期权、限制性股票等方式建立有效的管理层股权激励机制，从而在一定程度上消除股东与管理层之间的“代理”问题、吸引人才、提高公司经营绩效。

对公司高管而言，由于股权激励成为可能，其同样需要关心股价，也成为股价的利益相关者，有利于公司治理和公司价值最大化。

讨论：如何通过实施股票期权，实现大股东、管理层与中小投资者的共赢。

除了融资，上市还有什么好处？

好处之三：获得并购扩张的重要工具

企业除了可以用募集资金直接收购竞争对手和上、下游企业，还可以用自身的股权为支付手段，通过换股的方式进行收购。这时，股票的发行权相当于购买其他公司的一种“货币”。

这种并购扩张的支付方式有利于创造出收购方和被收购方双赢的局面。

对收购方而言，并购只支付股权而不需动用现金，充分利用了资本市场来实现快速扩张。而且通过高市盈率股权收购低市盈率资产有利于提升收购方的估值。

对被并购方而言，获得上市公司流通股，不仅资产的流动性大大提高，而且还可以分享并购创造的价值和上市公司进一步成长的收益。

除了融资，上市还有什么好处？

好处之三：获得并购扩张的重要工具(续)

定向增发对象从大股东扩展到第三方使得A股上市公司获得换股收购这一最重要的并购工具。

案例：家电零售连锁企业老大“国美”换股收购老三“永乐”（H股）

东华合创（002065）换股收购联银通科技（A股）
（含“对赌条款”——估值调整条款）

启示：对于上市公司而言，多一条发展路径；
对于中小企业而言，多一条上市路径。

境内还是境外？——上市地点选择

过去境内上市的优势仍然存在：

- 市盈率高（同等情况取得更高的发行价格）
- 融资成本低（中介机构费用及上市维持成本）
- 靠近目标市场，宣传效应好
- 容易获得机构投资者的持续关注，流动性好

境内还是境外？——上市地点选择

过去境内上市的劣势正在转变为优势：

- 时间成本（境内审核速度加快 红筹上市面临障碍）
- 从不能全流通到全流通，财富效应更加明显
- 新金融工具的引入：股权激励与定向增发（换股收购）
- 对新商业模式的理解：新商业模式企业上市越来越多

适宜境外发行的情况：

例如海外市场开拓、特殊行业等

现在是最佳的时候吗？——时机选择

目前仍然是考虑境内上市的最佳时机

- 股权分置改革后不需支付对价获得全流通
- 发行市场化，发行审核速度加快

管理思路：从“严进宽出”到“宽进严出”

- 还处于牛市周期中

时间进程正好配合

现在“动手”，时不我待

上市前需要私募吗？

● 何为私募

最新案例：

2007年11月13日上市的云海金属

（2005年，中比基金、中新创投、海基投资以4.7倍的市盈率增资）。

上市前需要私募吗？

● 引入私募的意义

- 1、解决现实迫切的资金问题。或者是完成新项目获得更好的效益以得到更高的估值（取得好的发行价格）
但对于不缺乏资金的部分企业来说，更重要的是合理确定募集资金投资项目
- 2、引入知名投资机构提升管理水平和公司治理水准，有利于发行成功和取得好的发行价格。
境内目前尚不明显，但长远看将越来越有意义。

● 结论：企业应根据自身情况进行决策

对于未满三年期限的企业来说，也可以“两条腿走路”。

发行审核最关注什么问题？

目前A股审核为实质性审核，符合发行条件不一定能通过发审委审核。

在具备发行条件的基础上，发审委判断项目的考虑因素主要包括两个方面：

- **基本面：**考虑公司的综合素质、盈利能力及发展前景等素，包括企业的行业地位（在行业或细分市场上的地位、特殊优势、有无“故事”等）、盈利能力（企业最近三年的经营业绩、商业模式的合理性）和未来前景（持续经营能力、本次募集资金投资项目使用、未来成长性等）。

发行审核最关注什么问题？

- 规范性：

考虑公司能否达到规范运作的要求。首先关注独立性问题（要求有完整的业务体系和直接面向市场的独立经营能力），包括避免同业竞争、减少和规范关联交易、避免资金占用、五分开等。

此外重要的还包括税收、环保、土地、国企集体企业改制中的产权界定等。

谢谢！

沈春晖

shenchunhui@gmail.com

www.shenchunhui.com