
走向资本市场之路——

企业改制重组及发行上市简介

沈春晖

shenchunhui@263.net

www.shenchunhui.com

一、企业为什么上市？——上市的成本收益分析

二、企业如何选择上市方式？——直接上市 VS 买壳上市

三、企业去哪里上市？——股票发行上市的地点选择

四、企业上市需要什么条件？——申请股票发行上市的条件分析

五、企业上市需要做什么工作？——从改制重组到发行上市的过程分析

企业上市收益分析

对拟上市企业而言

- 在可预期的时间内通过发行股票可一次性募集规模较大、相当于企业数年经营积累才能取得的资金。通过对募集资金的合理使用，企业能够获得超越同行的快速发展契机。
- 获得持续、稳定的融资渠道。上市公司信用资质较高，有利于获得银行贷款。更重要的是，企业可以通过在资本市场持续再融资获得源源不断的发展资金，实现直接融资与间接融资两条腿走路，有效降低融资成本，降低对银行的依存度，特别是可以避免宏观调控加强、银行信贷收缩时的不利局面。
- 改善财务结构，降低资产负债率，提高抗风险能力。
- 健全企业法人治理机构，为企业成为“百年老店”、为企业“从优秀到卓越”提供制度保障。

对拟上市企业而言

- 获得资本运作平台，合理使用外部交易扩张型发展战略。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”。
- 借助资本市场建立有效的股权激励机制。无论是国有企业还是民营企业都可以通过适当的股权激励设计来吸引人才，提高公司经营绩效。
- 提升市场形象，获得宣传平台。上市对企业而言是巨大的无形资产，在一定意义上强于任何广告效应。在发行过程之中，通过市场推介活动，可以向资本市场及广大投资者展现企业的综合实力；之后的挂牌交易及持续信息披露也可以源源不断地展示企业形象。尤其对于民营企业，可以有效提升企业地位。

对拟上市企业的股东而言

- 迅速提升财富价值。企业股东的原始投入成本相对较低，而股票发行价格较高，通过上市可以在资产净值上获得增值。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，股东的财富价值将获得巨大乃至数倍、数十倍的增值。
- 通过资产证券化，流动性大大增强。
- 分散投资风险，利用资本杠杆控制更多资源。企业在改制上市过程中既可以通过股权转让或增资扩股引进战略投资者，又可以引进成千上万的公众投资者。在控制权没有转移的情况下，控股股东达到了转嫁和分散风险的目的；同时可以通过层层控股的方式将触角伸得更远、更广，以有限的资金去控制更多的资产或资源；
- 构筑良好的退出平台，在需要的情况下方便企业股东在获利之后顺利退出。

企业上市成本分析

可以量化的成本

1、**中介费用**：包括支付给保荐机构、评估机构、审计机构、律师的费用，工作过程中发生的办公费用、差旅费用、宣传推介费用等。根据企业上市地的选择不同，费用总额有所区别，目前境内上市一般为点募集资金总额的约 5%。

特别需要说明的是，这些费用中的“大头”将在企业成功发行并取得募集资金之后方为支付，企业前期投入所占比例相对较小；而且所有这些费用将在公司募集资金中列支，不会对公司损益造成影响。

不可量化的成本

1、**商业模式和组织结构的可调整**：拟上市公司需要避免与控股股东之间的同业竞争，减少和规范关联交易，这可能需要公司进行相应商业模式和组织结构的调整。

可以量化的成本

2、对历史上部分不规范运作行为“买单”：主要体现在税收上。但需要说明的是，部分地方给予的税收优惠政策尽管与国家政策不符，但只要有地方的明文规定，且股东承诺承担追缴责任（如果发生被追缴情形），中国证监会在审核中是认可的。

3、上市维持费用：包括支付证券交易所的费用、进行信息披露时支付相关媒体的费用、审计及律师费用。相对来说，在国内上市此项费用较低（最低约为 50 万元），境外上市较高。



不可量化的成本

2、公司治理的调整：根据规范法人治理结构的要求，需规范“三会”运作、增设独立董事，重大决策需履行一定程序。

3、持续的信息披露：申请上市时需提交申报材料，上市后需进行持续信息披露。但涉及商业秘密的事项可以申请豁免。

问题讨论：没有资金需求的企业有必要上市吗？

部分企业经营良好，自身的留存收益能够支撑企业当前的资金需求，并没有急迫的资金需求。这样的企业有必要上市吗？

我们认为，募集资金并不是企业上市的唯一目的。正如前文所分析的，企业上市对自身及其股东的效益是多方面的。

以美国“微软”为例，其上市以来，通过回购股票和现金分红给予投资者的资金已经数十倍于其从资本市场募集的资金。但谁都不能否认上市给“微软”和比尔·盖茨本人所带来的巨大收益。如果没有上市，“微软”很可能无法取得今天的成就。如果没有上市，比尔·盖茨虽然可以不向其它投资者分享企业的利润，但这一点利润与其拥有的企业股票市值，那是微不足道的。没有任何人会怀疑：如果“微软”没有上市，即便比尔·盖茨拥有100%股权，其也成不了世界首富。

黄光裕是又一个例子。借壳上市时，黄光裕向壳公司注入国美电器在境内的资产时，尽管其净资产仅2亿多，但售价却超过80亿元。2006年3月，其将剩余的境内权益资产注入时，3亿多的净资产作价又达到近70亿港元。又如张茵、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。

因此，对于有些企业和企业家来说，“融资”并非本意，“上市”才是目的。

而且就成熟资本市场来看，企业上市有两种形式：一是新发行股票，发行股票募集资金所得由上市公司拥有，企业股本规模扩大；二是发行旧股，即公司原股东将一部分股票售予公众投资者，所获资金由原股东拥有，企业股本规模不变。目前我国境内资本市场仅有新发行股票一种形式，但发行旧股模式（即所谓“存量发行试点”）已经进入了监管层的考虑视野。

因此我们认为：发行上市对于企业的价值增值是多方面的，募集资金并不是上市的唯一目的。

- 一、企业为什么上市？——上市的成本收益分析
- 二、企业如何选择上市方式？——直接上市 VS 买壳上市
- 三、企业去哪里上市？——股票发行上市的地点选择
- 四、企业上市需要什么条件？——申请股票发行上市的条件分析
- 五、企业上市需要做什么工作？——从改制重组到发行上市的过程分析



企业通过股份制改造成为股份有限公司，然后直接向监管机关和证券交易所申请发行股票并成为上市公司。



即“买壳上市”，以一家已经上市的公司为壳公司，通过取得这家壳公司的控制权，并向这家公司注入自身资产的方式实现上市。

买壳上市的步骤

第一阶段：
获得壳公司
的控制权

第二阶段：进
行壳公司的
资产重组

买壳上市的方式

之一：直接向壳公司的股东购买股权；取得对壳公司的控制权，并将自身原拥有的资产售予壳公司或者与壳公司进行资产置换。

之二：壳公司向借壳企业增发股票使借壳企业拥有控制权，然后再以增发获得的资金收购借壳方资产；或者借壳企业直接以资产认购壳公司定向增发的股票以取得控制权（即“反向收购”模式）。

之三：壳公司的股东以所拥有的壳公司股权与借壳企业共同出资组建合资公司，该合资公司由借壳方控股，这样借壳方就通过合资公司间接控制了壳公司，然后展开资产重组。

买壳上市的优势

条件宽松，历时相对较短，审核相对较简单

该优势在九十年代表现十分明显。但随着境内证券市场监管体系的完善，优势正在大为减小。

《上市公司收购管理办法》（协议收购上市公司需中国证监会审核并进行详细的信息披露）、《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》（上市公司重大资产重组需报中国证监会审核，特别重大的还要经证监会发审委审核）等法规的颁布使得在境内资本市场进行买壳上市的难度大大增加。而与之相反，股权分置改革完成之后，IPO 审核和发行的效率大为提高，境内直接申请上市的时间大为缩短。例如得润电子、雪莱特从提交材料到完成发行上市合计仅用了 4 个月的时间。

就香港市场来说，由于近年来部分中国民企在借壳上市中的不规范行为大量出现，香港联交所也于 2004 年 4 月 1 日启用新版《上市规则》，将使用反向收购模式并更换主业的借壳行为视为新上市申请，适用与直接申请上市一样的审核程序。

中介费用较低

采用借壳方式间接上市，只需向证券公司支付财务顾问费，而没有承销费支出。此外，在审计、评估及法律顾问费方面也较直接上市为低。

买壳上市的劣势

不能立即募集资金

与直接上市不同，卖壳上市不能直接募集资金，只能在资产重组完成一定时间后通过再融资的方式募集资金。而申请再融资同样需要经过严格的审核程序。

资产重组过程可能造成潜在损失

借壳上市需要将借壳企业的资产重组入上市公司。如果壳公司原有的不良资产不能由原控股股东回购，则这部分不良资产的可能损失将由借壳方承担。

可能被壳公司历史遗留问题拖累

企业买到的壳公司可能会有历史问题（如没有披露的担保、不良资产、历史问题引发的诉讼等）。企业沦为“壳”的过程往往是企业顽强挣扎以至无所不用其极的过程。在这个过程中极可能出现财务黑洞、或有债务乃至法律诉讼。在这种情况下，如果没有经过充分的尽职调整和法律准备，很有可能会陷入陷阱。

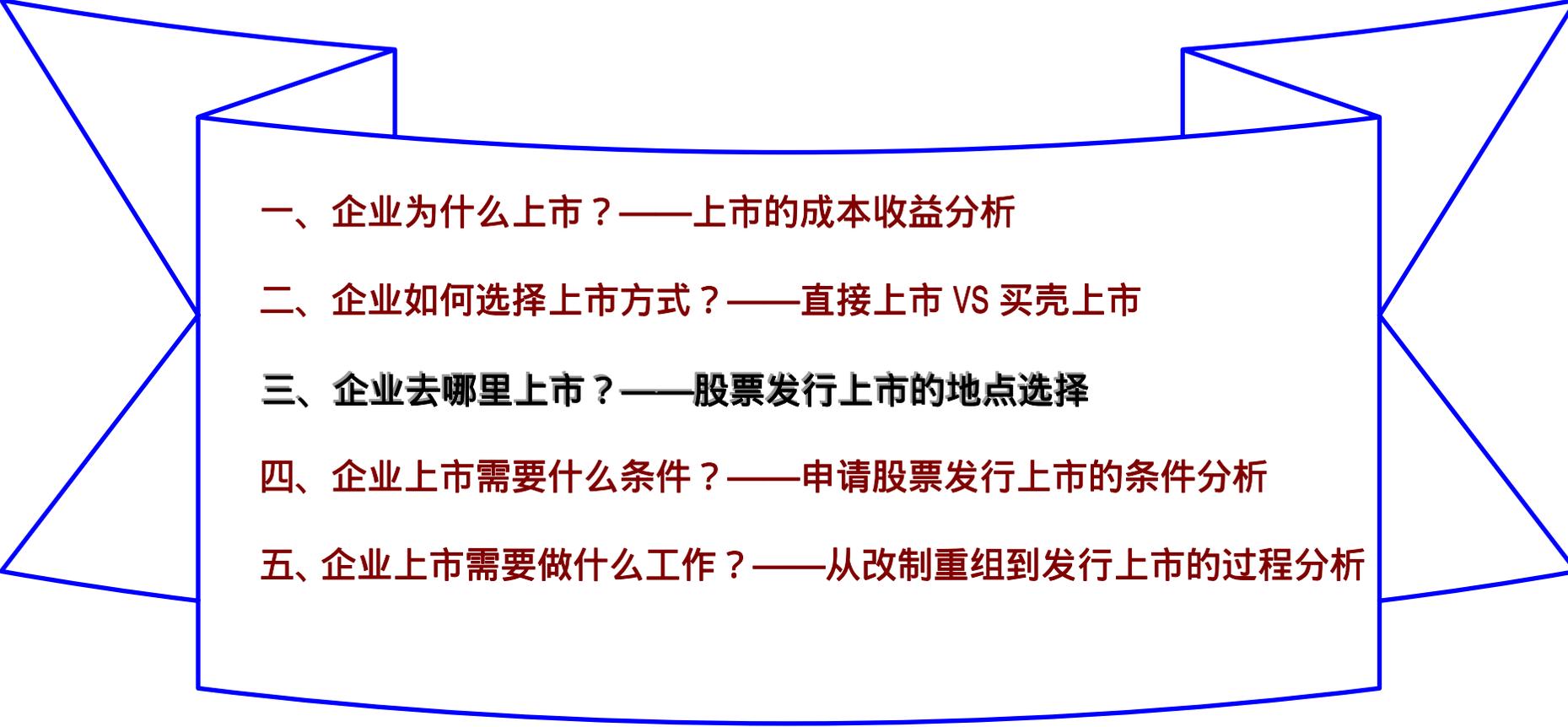


案例

为历史问题所拖累：托普软件与博瑞传播的麻烦事

博瑞传播（成都商报借壳“四川电器”）和托普软件（托普集团借壳“长征机床”）在当时均被视为成功的借壳上市案例，托普软件后来还顺利实施了增发。但不久博瑞传播因为其前身“四川电器”的不当行为受到中国证监会的行政处罚，影响了自身形象。而托普软件也因为其前身的行为陷入了高达2.6亿元的债务窟窿，吹响了整个“托普系”走向危机的前奏。这都是因为壳公司历史问题留下的隐患。

建议：对于一个战略明确并准备长期利用资本市场的企业来说，往往“欲速而不达”；考虑到直接上市与买壳上市在监管环境上的“此消彼涨”，如果没有特殊情况，直接上市将是一个更合理的选择。借用一名资深投资银行家的话：“**忘记买“壳”，从“瓢”做起**”。

- 
- 一、企业为什么上市？——上市的成本收益分析
 - 二、企业如何选择上市方式？——直接上市 VS 买壳上市
 - 三、企业去哪里上市？——股票发行上市的地点选择
 - 四、企业上市需要什么条件？——申请股票发行上市的条件分析
 - 五、企业上市需要做什么工作？——从改制重组到发行上市的过程分析

境内

境内上市包括上海证券交易所和深圳证券交易所中小企业板块。就目前来看，在这两个交易所上市的条件和申请程序都是一致的。只是在通过中国证监会审核后，主要根据发行规模的大小（一般新发行股票数量在1亿股以下的在深圳上市）决定上市地点。上市后的监管要求基本一致，深圳证券交易所中小企业板块相对更严格一些。

VS.

境外

境外上市包括两种形式，其一是境内设立股份公司直接申请上市模式，其二是“红筹模式”。前者在过去，根据上市点的不同也分别被称为发行H股（香港）、发行N股（纽约）、发行S股（新加坡）。但目前证监会将所有在海外上市的股票统称为H股。本手册之后的部分主要以在香港上市为例进行说明。后者是指在境外设立公司，然后将境内资产装入这个公司，最终以这个境外公司的名义在境外申请上市。

境外上市浅析

H 股

依据中国《公司法》
在境内注册的公司
在香港发行 H 股。

- 1、 仍是中国公司，受中国《公司法》管辖；
- 2、 申请上市以及再融资均需先获得国内监管部门的同意，然后才能向境外监管机构申请。中国证监会目前对申请 H 股上市还设置了严格的条件和程序要求；
- 3、 H 股公司的发起人股仍然不能全流通。从交行、建行开始有所变化，但该问题目前仍然没有完全解决。
- 4、 上市后，可以增发 A 股方式回国内上市。

定义

红筹股

境外注册，在香港上市。
一般通过在开曼群岛、百慕大等离岸避税中心设立壳公司，再通过换股或并购的方式把境内公司资产装进境外的壳公司，然后以境外公司申请上市融资。

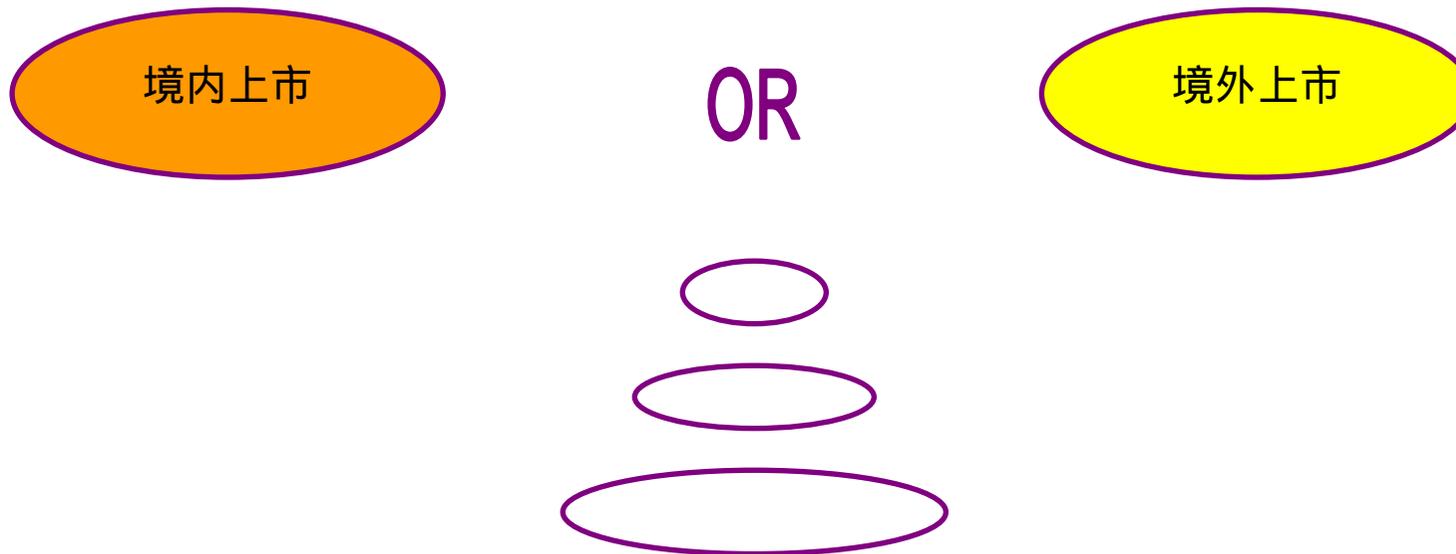
比较

- 1、 适用其注册地公司法；
- 2、 再融资无需获得国内监管部门的同意，可直接向境外监管机构申请。根据最新的规定，其 IPO 仍然要获得中国证监会的批准。
- 3、 红筹股公司可直接实现所有股权全流通。
- 4、 由于是外国公司，尚不能直接回国内上市。

重要提示

政策变化对民企“红筹”模式影响巨大：程序复杂 成本加大 红筹之路仍然难行

- 2005 年初，国家外管局 11 号文和 29 号大大增加了民企通过红筹模式境外上市的难度，实际上暂停了民企的红筹之路。2005 年底，外管局 75 号文《关于境内居民通过境外特殊目的公司境外融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》有所缓和，重新开启红筹上市大门，但程序仍然复杂。
- 2006 年 8 月 8 日，商务部、中国证监会、国家外管局等六部委颁布《外国投资者并购境内企业暂行规定》，其将中国境内公司或自然人为实现以其实际拥有的境内公司权益在境外上市而直接或间接控制的境外公司称为“特殊目的公司”，纳入严格监管。特殊目的公司以股权并购境内公司获得核准后，境内公司需向商务部申领批准证书。如果在一年内不能完成上市，批准证书自动失效，境内公司股权必须恢复。同时，规定特殊目的公司境外上市交易应经证券监督管理机构批准，相当于重新恢复了过去中国证监会对于红筹上市的监管。



红塔证券认为：

企业选择上市地点，涉及到对于不同国家资本市场、不同证券交易所的比较和判断，涉及上市公司自身的比较优势和市场定位，也涉及到不同市场的投资者的评估等多种因素。从总体上讲，企业上市地点的最终选择，应当是在综合考虑企业战略、目标市场、筹资规模、市场声誉、后续融资等方面的收益与需要支付的成本等因素进行理性权衡的结果。

境外上市之优势分析



目前，国内市场的股权分置改革已经完成，市场运行及监管制度逐步与境外市场接轨。境外市场在**融资效率、全流通**等方面的比较优势已以减弱或者不复存在，但在市场容量、创新商业模式理解、吸引国际资金方面，境外市场仍有一定优势。

境外上市之劣势分析



劣势之一：

发行市盈率低于境内

这是过去境内融资的主要优势。也就是说，出让同样的股权比例，境内能募集更多的资金。股改完成之后，此种情况仍然存在。2007年初至4月，中小企业板31只新股（扣除明显偏低的钢铁行业三钢闽光后）的平均市盈率为26.97倍。

劣势之二:

筹资成本与维持成本巨大

在境内上市,承销费用加保荐费用以及审计、评估、律师等中介费用合计一般不会超过总筹资额的 5%(部分极小盘的公司最多不到 10%)。而在香港上市,中介机构直接收取的费用一般是总筹资额的 10-15%,部分小盘公司甚至达到了 20%以上。

上市后维持成本的差异也十分巨大。境内支付交易所的上市初费,上交所为发行人发行面额总额的 0.03%,最高不超过 3 万元;深交所为 3 万元。境内支付交易所的年费,上交所为发行人发行面额总额的 0.012%,最高不超过 6000 元;深交所 5000 万股本以下 500 元,每增加 1000 万元股本增收 100 元,最高限额 2500 元。在香港主板,上市初费和年费均根据市值计算,目前初费 15-65 万港元,年费为 14.5-118.8 万元。此外,每年付给境外会计师事务所和律师事务所的费用普遍高于境内同行 2 倍以上。而且,为满足监管要求,公司需在香港设立办事机构和办事人员,一年费用约 100 万元。

劣势之三:

远离目标市场,远离机构投资者

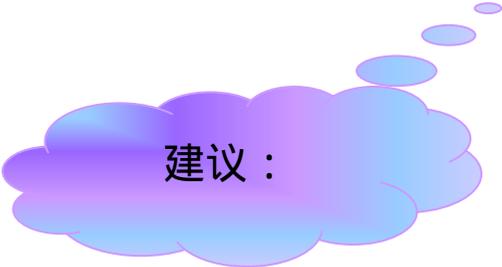
通常企业的上市地点应当选择在主要的业务所在地上市。这样可以利用公司在市场已经具有的知名度,便于吸引投资者投资和投资者对公司进行后续的研究。对于很多目标消费市场在境内、而没有国际化战略的企业来说,去海外上市实际上失去了一个很好的宣传平台。而且对于一些中小企业来说,由于规模较小,又远离目标市场,很可能被境外投资者忽略,股票失去流动性,基本丧失了上市的意义。

劣势之四:

严格的监管要求可能让境内企业遭遇巨大损失

境外上市的审核过程可能比境内宽松，但上市之后的监管要求却十分严苛。而且境外市场上投资者极强的权利意识和大量专门以向上市公司索赔为主业的律师事务所（他们每天的任务主要就是查阅上市公司的信息披露文件，从中发现漏洞，然后就向中小投资者征集委托权。官司打输了，中小投资者分文不用支付；官司打赢了，律师抽取赔偿额的“大头”）的存在，往往让中国企业“防不胜防”，无论是大型企业如“中国人寿”、中型企业如“创维”，还是中小企业如“新浪”、“网易”均在境外市场吃了大苦头。

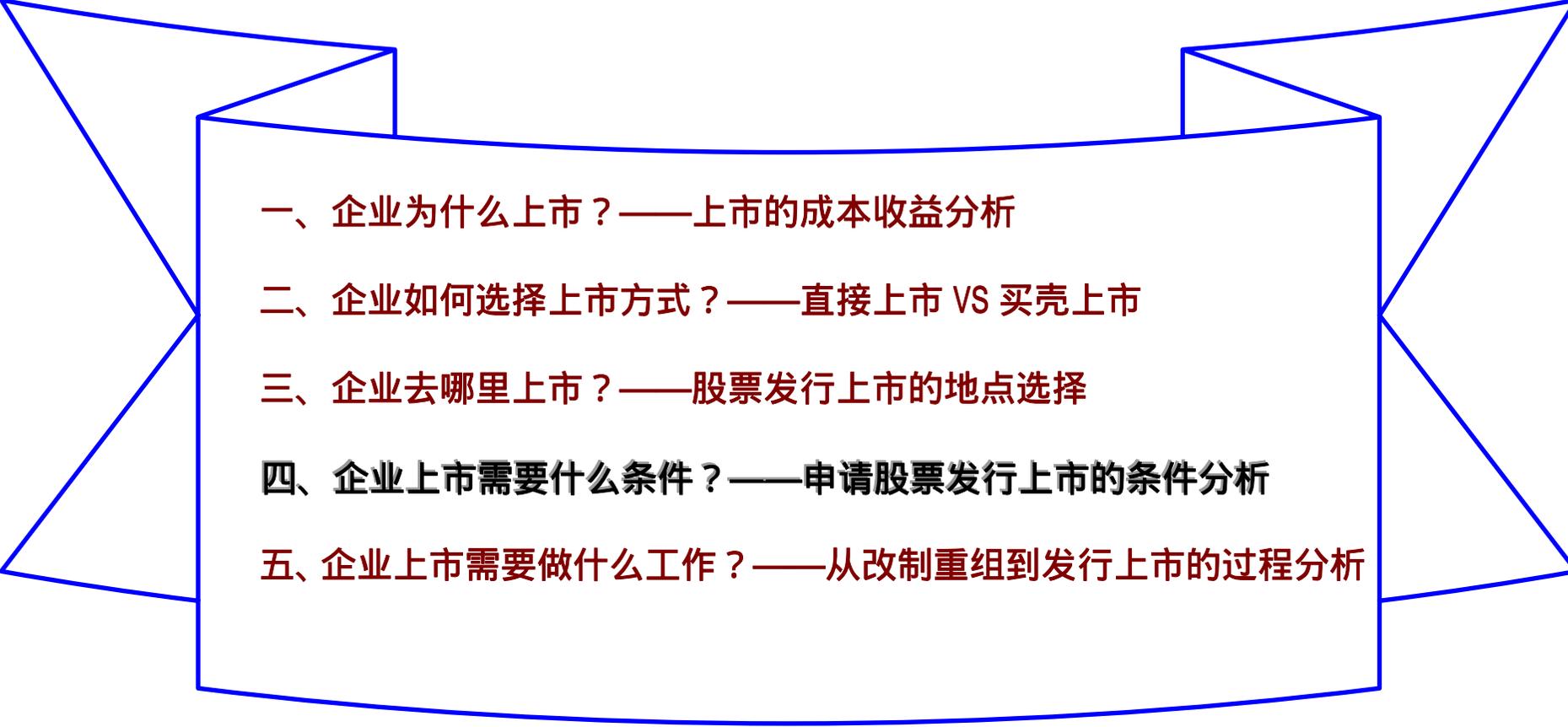
应该说，严格监管是好事，但对于脱胎于家族企业的中国民营企业，以及法人治理水平仍待提高的国有企业而言，刚走向资本市场就面临如此“严苛”的环境，即便“无心”，也经常被人抓住“辫子”，轻者导致道歉、罚款、赔偿，重者甚至被迫退市。



建议：

随着中国资本市场的发展、市场化程度的提高，境内资本市场与境外资本市场的差距正在迅速缩小，且国内市场仍然具有相当优势：其一是在较长的一段时间内，上市公司仍然是一种稀缺资源，境内资本市场的融资效益要高于资本市场；其二，国内资本市场已经走出低谷，随着股权分置问题的解决和国内经济的持续增长，已经进入一个上升通道；其三，“两法”修订、审核的合理化、发行的市场化将给境内企业上市提供前所未有的良好机会。

因此，除非贵企业主要业务在境外、或者准备开展大规模国际化战略、或者业务性质尚难以在境内市场获得充分理解（例如创新商业模式）或者其它特殊原因，我们建议贵公司优先考虑在境内上市，以充分分享境内经济发展、境内资本市场发展的成果，优化贵企业的融资效率。而且，在境内资本市场率先上市之后，随着公司法人治理的完善、综合实力的提高、国际化战略的开展，再行直接申请海外上市或者分拆部分业务去海外上市，实现两地或多地上市，将更加对企业有利。

- 
- 一、企业为什么上市？——上市的成本收益分析
 - 二、企业如何选择上市方式？——直接上市 VS 买壳上市
 - 三、企业去哪里上市？——股票发行上市的地点选择
 - 四、企业上市需要什么条件？——申请股票发行上市的条件分析
 - 五、企业上市需要做什么工作？——从改制重组到发行上市的过程分析

境内 A 股公开发行股票的条件

《证券法》规定的公开发行股票的条件

- (一) 具备健全且运行良好的组织机构;
- (二) 具有持续盈利能力, 财务状况良好;
- (三) 最近三年财务会计文件无虚假记载, 无其他重大违法行为;
- (四) 经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

境内 A 股公开发行股票的条件

《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的公开发行股票的条件

发行人的主体资格

1. 发行人应当是依法设立且合法存续的股份有限公司。

经国务院批准，有限责任公司在依法变更为股份有限公司时，可以采取募集设立方式公开发行股票。

2. 发行人自股份有限公司成立后，持续经营时间应当在 3 年以上，但经国务院批准的除外。

有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算。

3. 发行人的注册资本已足额缴纳，发起人或者股东用作出资的资产的财产权转移手续已办理完毕，发行人的主要资产不存在重大权属纠纷。

4. 发行人的生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策。

5. 发行人最近 3 年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。

6. 发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。

境内 A 股公开发行股票的条件

《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的公开发行股票的条件

发行人的独立性

1. 发行人应当具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力。
2. 发行人的资产完整。生产型企业应当具备与生产经营有关的生产系统、辅助生产系统和配套设施，合法拥有与生产经营有关的土地、厂房、机器设备以及商标、专利、非专利技术的所有权或者使用权，具有独立的原料采购和产品销售系统；非生产型企业应当具备与经营有关的业务体系及相关资产。
3. 发行人的人员独立。发行人的总经理、副总经理、财务负责人和董事会秘书等高级管理人员不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中担任除董事、监事以外的其他职务，不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业领薪；发行人的财务人员不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中兼职。
4. 发行人的财务独立。发行人应当建立独立的财务核算体系，能够独立作出财务决策，具有规范的财务会计制度和对分公司、子公司的财务管理制度；发行人不得与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业共用银行账户。
5. 发行人的机构独立。发行人应当建立健全内部经营管理机构，独立行使经营管理职权，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有机构混同的情形。
6. 发行人的业务独立。发行人的业务应当独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争或者显失公平的关联交易。
7. 发行人在独立性方面不得有其他严重缺陷。

境内 A 股公开发行股票的条件

《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的公开发行股票的条件

规范运行要求

1. 发行人已经依法建立健全股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书制度，相关机构和人员能够依法履行职责。
2. 发行人的董事、监事和高级管理人员已经了解与股票发行上市有关的法律法规，知悉上市公司及其董事、监事和高级管理人员的法定义务和责任。
3. 发行人的董事、监事和高级管理人员符合法律、行政法规和规章规定的任职资格，且不得有下列情形：
 - (1) 被中国证监会采取证券市场禁入措施尚在禁入期的；
 - (2) 最近 36 个月内受到中国证监会行政处罚，或者最近 12 个月内受到证券交易所公开谴责；
 - (3) 因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见。
4. 发行人的内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证财务报告的可靠性、生产经营的合法性、营运的效率与效果。

境内 A 股公开发行股票的条件

《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的公开发行股票的条件

规范运行要求（续）

5. 发行人不得有下列情形：

（1）最近 36 个月内未经法定机关核准，擅自公开或者变相公开发行过证券；或者有关违法行为虽然发生在 36 个月前，但目前仍处于持续状态；

（2）最近 36 个月内违反工商、税收、土地、环保、海关以及其他法律、行政法规，受到行政处罚，且情节严重；

（3）最近 36 个月内曾向中国证监会提出发行申请，但报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；或者不符合发行条件以欺骗手段骗取发行核准；或者以不正当手段干扰中国证监会及其发行审核委员会审核工作；或者伪造、变造发行人或其董事、监事、高级管理人员的签字、盖章；

（4）本次报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；

（5）涉嫌犯罪被司法机关立案侦查，尚未有明确结论意见；

（6）严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形。

6. 发行人的公司章程中已明确对外担保的审批权限和审议程序，不存在为控股股东、实际控制人及其控制的其他企业进行违规担保的情形。

7. 发行人有严格的资金管理制度，不得有资金被控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形。

境内 A 股公开发行股票的条件

《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的公开发行股票的条件

财务会计条件

1. 发行人资产质量良好，资产负债结构合理，盈利能力较强，现金流量正常。
2. 发行人的内部控制所有重大方面是有效的，并由注册会计师出具了无保留结论的内部控制鉴证报告。
3. 发行人会计基础工作规范，财务报表的编制符合企业会计准则和相关会计制度的规定，在所有重大方面公允地反映了发行人的财务状况、经营成果和现金流量，并由注册会计师出具了无保留意见的审计报告。
4. 发行人编制财务报表应以实际发生的交易或者事项为依据；在进行会计确认、计量和报告时应当保持应有的谨慎；对相同或者相似的经济业务，应选用一致的会计政策，不得随意变更。
5. 发行人应完整披露关联方关系并按重要性原则恰当披露关联交易。关联交易价格公允，不存在通过关联交易操纵利润的情形。
6. 发行人应当符合下列条件：
 - (1) 最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；
 - (2) 最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5000 万元；或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元；
 - (3) 发行前股本总额不少于人民币 3000 万元；
 - (4) 最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于 20%；
 - (5) 最近一期末不存在未弥补亏损。

境内 A 股公开发行股票的条件

《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的公开发行股票的条件

财务会计条件（续）

7. 发行人依法纳税，各项税收优惠符合相关法律法规的规定。发行人的经营成果对税收优惠不存在严重依赖。

8. 发行人不存在重大偿债风险，不存在影响持续经营的担保、诉讼以及仲裁等重大或有事项。

9. 发行人申报文件中不得有下列情形：

- (1) 故意遗漏或虚构交易、事项或者其他重要信息；
- (2) 滥用会计政策或者会计估计；
- (3) 操纵、伪造或篡改编制财务报表所依据的会计记录或者相关凭证。

10. 发行人不得有下列影响持续盈利能力的情形：

- (1) 发行人的经营模式、产品或服务的品种结构已经或者将发生重大变化，并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响；
- (2) 发行人的行业地位或发行人所处行业的经营环境已经或者将发生重大变化，并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响；
- (3) 发行人最近 1 个会计年度的营业收入或净利润对关联方或者存在重大不确定性的客户存在重大依赖；
- (4) 发行人最近 1 个会计年度的净利润主要来自合并财务报表范围以外的投资收益；
- (5) 发行人在用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得或者使用存在重大不利变化的风险；
- (6) 其他可能对发行人持续盈利能力构成重大不利影响的情形。

境内 A 股公开发行股票的条件

《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的公开发行股票的条件

对募集资金运用及管理的要求

1. 募集资金应当有明确的使用方向，原则上应当用于主营业务。

除金融类企业外，募集资金使用项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资，不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。

2. 募集资金数额和投资项目应当与发行人现有生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力等相适应。

3. 募集资金投资项目应当符合国家产业政策、投资管理、环境保护、土地管理以及其他法律、法规和规章的规定。

4. 发行人董事会应当对募集资金投资项目的可行性进行认真分析，确信投资项目具有较好的市场前景和盈利能力，有效防范投资风险，提高募集资金使用效益。

5. 募集资金投资项目实施后，不会产生同业竞争或者对发行人的独立性产生不利影响。

6. 发行人应当建立募集资金专项存储制度，募集资金应当存放于董事会决定的专项账户。

国内 A 股上市交易的条件

股份有限公司申请股票上市，应当符合下列条件：

- (一) 股票已公开发售；
- (二) 公司股本总额不少于人民币五千万元；
- (三) 公开发行的股份达到公司股份总数的百分之二十五以上；公司股本总额超过人民币四亿元的，公开发行的股份的比例为百分之十以上；
- (四) 公司最近三年无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载；
- (五) 证券交易所要求的其他条件。

香港 H 股发行上市的条件

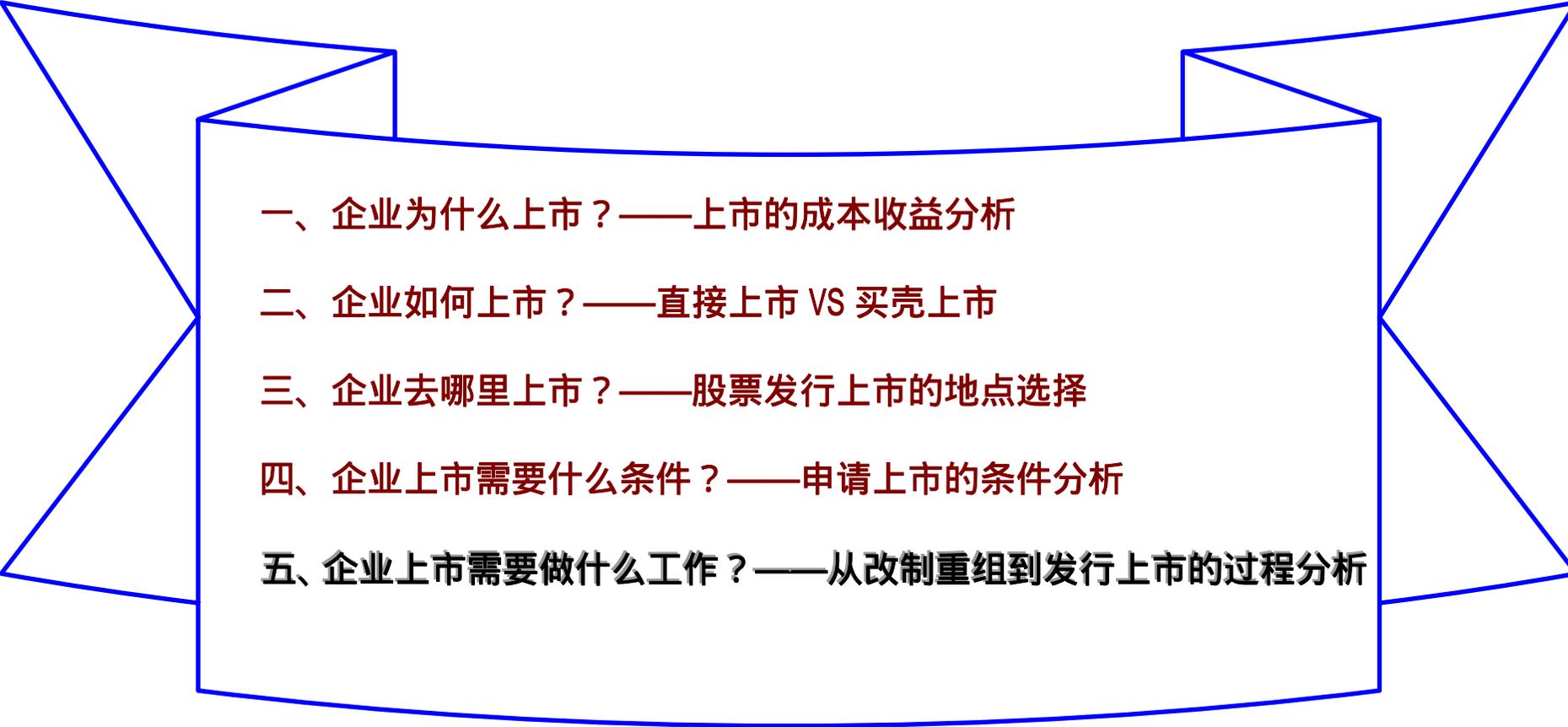
境内监管机构（中国证监会）规定的条件

- 1、符合我国有关境外上市的法律、法规和规则。
- 2、筹资用途符合国家产业政策、利用外资政策及国家有关固定资产投资立项的规定。
- 3、净资产不少于 4 亿元人民币，过去一年税后利润不少于 6000 万元人民币，并有增长潜力，按合理预期市盈率计算，筹资额不少于 5000 万美元。
- 4、具有规范的法人治理结构及较完善的内部管理制度，有较稳定的高级管理层及较高的管理水平。
- 5、上市后分红派息有可靠外汇来源，符合国家外汇管理有关规定。



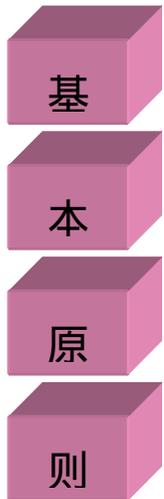
香港联交所规定的条件

- 1、满足一定的盈利要求（要求达到以下任一标准）
 - 标准一：三年盈利不少于 5000 万港元（最近一年不少于 2000 万港元，前两年合计不少于 3000 万港元）；
 - 标准二：市值不少于 40 亿港元，最近一年收益不少于 5 亿港元；
 - 标准三：市值不少于 20 亿港元，最近一年收益不少于 5 亿港元，前三年累计净现金流入不少于 1 亿港元。
- 2、公司运行要求：
 - 三年（如符合上述标准 2，可短于三年），须在基本上相同的所有权之下运作；最近一年须在基本相同的管理层之下管理。
- 3、要求采用《香港财务汇报准则》或《国际财务汇报准则》。

- 
- 一、企业为什么上市？——上市的成本收益分析
 - 二、企业如何上市？——直接上市 VS 买壳上市
 - 三、企业去哪里上市？——股票发行上市的地点选择
 - 四、企业上市需要什么条件？——申请上市的条件分析
 - 五、企业上市需要做什么工作？——从改制重组到发行上市的过程分析

第一步:

改制重组



- ★ 形成清晰的业务发展战略目标，突出主营业务，合理配置存量资源；
- ★ 避免同业竞争；
- ★ 减少和规范关联交易；
- ★ 产权关系清晰，不存在法律障碍；
- ★ 完善公司法人治理机构，股东大会、董事会、监事会及经理层规范运作；
- ★ 公司业务、机构、人员、财务、资产应与股东单位及其他关联方分开，具有完整独立的产、供、销体系，自主经营，独立承担责任和风险。

关
键
因
素



集中优势资源和优势资产，完善产业链，增强盈利能力和持续发展能力；



优先考虑拟上市股份公司的盈利水平(如有限公司整体变更则无该事项)；



兼顾未上市资产(存续部分)的生存与发展(如有限公司整体变更则无该事项)；



重视管理层和核心员工利益，为进一步改革激励制度创造条件。

工作内容

改
制
重
组
程
序

改制前准备工作

- 成立公司改制办（人员组成最好与将来股份公司运作一致）；
- 聘请中介机构：保荐机构（财务顾问）、审计机构（会计师事务所）、资产评估机构（资产评估事务所、土地评估机构和矿业权评估机构）、律师事务所；

制定改制方案

- ◇ 确定基准日进行审计和评估，审计机构出具审计报告、验资报告；资产评估机构出具评估报告并经省国资委核准（国有或国有控股）；
- ◇ 土地评估机构出具报告；矿产评估机构出具报告；
- ◇ 律师审查重大法律事项，出具法律意见书，起草公司章程、发起人协议；
- ◇ 证券公司会同企业与各中介机构根据各中介机构的专业报告调整改制重组方案，确定土地使用权和矿业权的处置方式；制作国有股权设置申请报告等文件；
- ◇ 签署发起人协议和公司章程等法律文件；
- ◇ 完成国有股权设置报批、土地使用权处置、矿业权处置工作；
- ◇ 企业名称预核准；
- ◇ 验资、选举董事会和监事会、工商、税务登记，股份公司正式成立（采取募集方式设立的需召开创立大会）；

改制实施阶段

重点提示

技
术
性
问
题

- ✓ 发起人的选择;
- ✓ 出资方式的选择;
- ✓ 避免同业竞争;
- ✓ 减少和规范关联交易;
- ✓ 土地使用权的处置问题;
- ✓ 工业产权 (商标权、专利权) 的处置;
- ✓ 矿业权处置问题 (对矿山企业)。

第二步:

发行上市程序之境内 A 股发行上市程序

- 董事会依法就股票发行的具体方案、募集资金使用的可行性及其他必须明确的事项作出决议，并提请股东大会批准。
- 股东大会就本次发行股票作出的决议，至少应当包括下列事项：（1）本次发行股票的种类和数量；（2）发行对象；（3）价格区间或者定价方式；（4）募集资金用途；（5）发行前滚存利润的分配方案；（6）决议的有效期；（7）对董事会办理发行具体事宜的授权；（8）其他事项。
- 按照中国证监会的有关规定制作申请文件，由保荐人保荐并向中国证监会申报。
- 中国证监会收到申请文件后，在 5 个工作日内作出是否受理的决定。
- 中国证监会受理申请文件后，由相关职能部门对发行人的申请文件进行初审，并由发行审核委员会审核。中国证监会在初审过程中，将征求发行人注册地省级人民政府是否同意发行人发行股票的意见，并就发行人的募集资金投资项目是否符合国家产业政策和投资管理的规定征求国家发展和改革委员会的意见。
- 中国证监会依照法定条件对发行人的发行申请作出予以核准或者不予核准的决定，并出具相关文件。自中国证监会核准发行之日起，发行人应在 6 个月内发行股票；超过 6 个月未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。
- 发行申请核准后、股票发行结束前，发行人发生重大事项的，应当暂缓或者暂停发行，并及时报告中国证监会，同时履行信息披露义务。影响发行条件的，应当重新履行核准程序。
- 股票发行申请未获核准的，自中国证监会作出不予核准决定之日起 6 个月后，发行人可再次提出股票发行申请。

辅导阶段

(辅导从辅导材料报送中国证监会派出机构并获得确认后开始计算,辅导时间没有限制,以保荐机构判断为准,但需通过中国证监会派出机构的验收并出具意见,表示辅导阶段的结束,可以上报申报材料。)

第一阶段

核查公司改制重组是否合法、有效,产权关系是否明晰,股权结构是否符合有关规定;督促公司实现独立运营,做到业务、资产、人员、财务、机构独立完整,主营业务突出,形成核心竞争力;核查公司是否按规定妥善处置了商标、专利、土地、房屋、采矿权、矿产资源等的法律权属问题;督促规范公司与控股股东及其他关联方的关系。

第二阶段

督促公司的董事(包括独立董事)、监事、高级管理人员及持有5%以上股份的股东(或其法定代表人)进行全面的法规知识学习或培训,进行必要的授课,确信其理解发行上市有关法律、法规和规则,理解作为公众公司规范运作、信息披露和履行承诺等方面的责任和义务;督促公司按照有关规定初步建立符合现代企业制度,促进董事、监事和高级管理人员以及持有5%以上(含5%)股份的股东(或其法定代表人)增强法制观念和诚信意识。

第三阶段

督促公司建立和完善规范的内部决策和控制制度,形成有效的财务、投资以及内部约束和激励制度;督促公司建立健全公司财务会计管理体系,适应《企业会计制度》《企业会计准则》的要求,杜绝会计虚假;督促公司形成明确的业务发展和未来发展规划,并制定可行的募股资金投向及其他投资项目的规划。

第四阶段

落实辅导中发现问题的整改;对辅导进行考核评估,对接受考核的人员进行书面考试。制作发行申报文件。

申报审核阶段

发行上市阶段

受理

发行部初审

发审委审核

证监会核准发行



专题：发审委制度

发审委委员由中国证监会的专业人员和证监会外的有关专家组成，由中国证监会聘任。发审委委员为 25 名，部分发审委委员可以为专职。其中中国证监会及交易所的人员 5 名，中国证监会以外的人员 20 名。发审委设会议召集人 5 名。

发审委会议表决采取记名投票方式。表决票设同意票和反对票，发审委委员不得弃权。发审委委员在投票时应当在表决票上说明理由。

发审委会议对发行人的股票发行申请形成审核意见之前，可以请发行人代表和保荐代表人到会陈述和接受发审委委员的询问。

发审委会议对发行人的股票发行申请只进行一次审核。

中国证监会有关部门应当在发审委会议召开 5 日前，将会议通知、股票发行申请文件及中国证监会有关职能部门的初审报告送达参会发审委委员，并将发审委会议审核的发行人名单、会议时间、发行人承诺函和参会发审委委员名单在中国证监会网站上公布。

每次参加发审委会议的发审委委员为 7 名。表决投票时同意票数达到 5 票为通过，同意票数未达到 5 票为未通过。

发审委委员发现存在尚待调查核实并影响明确判断的重大问题，应当在发审委会议前以书面方式提议暂缓表决。发审委会议首先对该股票发行申请是否需要暂缓表决进行投票，同意票数达到 5 票的，可以对该股票发行申请暂缓表决；同意票数未达到 5 票的，发审委会议按正常程序对该股票发行申请进行审核。发审委会议对发行人的股票发行申请只能暂缓表决一次。

发审委会议对发行人股票发行申请作出的表决结果及提出的审核意见，中国证监会有关职能部门应当向发行人聘请的保荐人进行书面反馈。

发行上市程序之境外 H 股发行上市程序

向香港联交所提交发行上市初步申请 3 个月前，须向证监会报送所需文件，一式五份；

证监会就有关申请是否符合国家有关政策会商国家发改委；

经初步审核，证监会函告公司是否同意受理其境外上市申请；

公司召开临时股东大会，通过公司 H 股章程和境外募集股份及上市的决议；

向联交所提交发行上市初步申请 5 个工作日前，将初步申请内容报中国证监会备案；

公司向香港联交所提交发行上市初步申请；

公司向香港联交所提出发行上市正式申请 10 个工作日前，向中国证监会报送右述文件，一式二份。证监会会在 10 个工作日内予以审核批复；

在香港联交所接受聆讯；

完成 H 股发行上市。

需报送的文件：申请报告（包括公司演变及业务概况，重组方案与股本结构，符合境外上市条件的说明，经营业绩与财务状况，筹资用途）；所在地省级人民政府或国务院有关部门同意公司境外上市文件；境外投资银行对公司发行上市的分析推荐报告。

另：公司在确定中介机构之前，应将拟选中介机构名单书面报证监会备案。

需报送的文件：公司审批机关对设立股份有限公司的批复；公司股东大会关于境外募集股份及上市的决议；国有资产管理部门对资产评估核准文件、国有股权管理的批复；国土资源管理部门对土地使用权处置方案的批复；公司章程；招股说明书；重组协议、服务协议及其它关联交易协议；法律意见书；审计报告、资产评估报告及盈利预测报告；发行上市方案。