

企业上市相关问题讨论

红塔证券保荐代表人 沈春晖

2005年12月4日

谈谈投资银行业务

- 业务类型

融资业务、财务顾问业务（并购、重组）

- 我的体会

- 1、价值发现是投行的使命，创新是投行的灵魂
- 2、投身投行事业正当时

目录

- 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

对拟上市企业而言

企业为什么上市？——上市的成本收益分析

- 在可预期的时间内一次性获得较大规模的资金。
- 获得持续、稳定的融资渠道。
- 健全企业法人治理机制。
- 获得资本运作平台，合理使用外部交易扩张型发展战略。
- 改善财务结构，降低资产负债率。
- 建立有效的股权激励机制。
- 提升市场形象，获得宣传平台。

对拟上市企业的股东而言

企业为什么上市？——上市的成本收益分析

- 迅速提升财富价值。
- 分散投资风险，并利用资本杠杆控制更多的资源。
- 构筑良好的退出平台。

企业上市成本分析 之 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（国内上市明显低于境外上市），这些费用占公司募集资金的比例一般在5%左右。
- 2、对历史上部分不规范运作行为“买单”：主要体现在税收上。
- 3、上市维持费用：包括支付证券交易所的费用和进行信息披露时支付相关媒体的费用。

企业上市成本分析 之 不可以量化的成本

- 1、出让一部分控制权和收益权
- 2、商业模式、组织结构的可能调整：根据要求，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，这可能需要进行相应商业模式和组织结构的调整；
- 3、内部组织的调整：根据上市公司建立规范法人治理结构的要求，进行公司内部组织调整；
- 4、持续的信息披露：企业在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向监管部门申请豁免。

企业为什么上市？——上市的成本收益分析

- 问题讨论：没有资金需求的企业有必要上市吗？

我们认为：企业是否上市取决于自身的发展战略。但需要明确的是，募集资金并不是企业上市的唯一目的。

例子：

盖茨与微软：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。

黄光裕与国美。黄光裕向香港上市公司注入国美电器在境内的资产时，尽管其净资产值仅2亿多，但售价却超过80亿元。

引伸：企业上市的形式（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）。

目录

- 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

企业如何选择上市方式？直接上市VS买壳上市

企业上市模式

- 直接上市

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。

- 间接上市（“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

企业如何选择上市方式？直接上市VS买壳上市

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：壳公司向借壳企业大量增发股票使借壳企业拥有控制权；然后壳公司再以增发股票获得的资金收购借壳方的资产，即在香港市场借壳时最常用的“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，然后资产重组。

小讨论：哪种方式更为高明？

引伸：并购的高明境界（之一、之二）。

买壳上市的优势

- 之一：条件宽松，历时相对较短，审核相对较简单
(但情况正在发生此消彼涨的变化)

境内：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。一系列并购重组规范的实施VS直接上市条件的宽松

香港：香港联交所于2004年启用新版《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。

- 之二：中介费用较低

只需向证券公司支付财务顾问费，没有承销费支出。在审计、评估、法律顾问费方面也较直接上市为低（但没有募集资金）

企业如何选择上市方式？直接上市VS买壳上市

买壳上市的劣势

- 之一：不能立即募集资金

卖壳上市一般不能直接募集资金，只能在资产重组完成一定时间后通过再融资方式募集资金。而申请再融资目前在境内同样需要经过严格的审核程序（可能发生改变）。

- 之二：资产重组过程可能造成潜在损失

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。

- 之三：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、潜亏、历史问题引发的诉讼等）。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。

- 我的建议：

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”。

目录

- 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



红塔证券股份有限公司
HONATA SECURITIES CO., LTD.

包括“上海证券交易所”和“深圳证券交易所中小企业板块”两个选择。
去哪里上市？——股票发行上市的地点选择

目前两个交易所上市条件和申请程序一致。在通过中国证监会发行审核后，主要根据发行规模的大小（新发行数量在5000万股以下的在深圳）决定上市地点。

上市后的监管要求基本一致，中小企业板块相对更严格一些。

• 境外

两种形式：一是境内设立股份公司申请上市模式，二是“红筹”模式

前者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）。（例：中国石化）

去哪里上市？——股票发行上市的地点选择

两种境外上市模式分析（以香港为例）

- **H股：**依据《公司法》在境内注册公司在香港发行H股。
特点：1、是中国公司，适用《公司法》；2、申请上市及再融资需先获得国内监管部门同意，然后才能向境外监管机构申请。目前对申请H股上市设置了严格的条件和程序要求；3、过去不能全流通（从交行、建行开始变化）。
- **红筹股：**境外注册，在香港上市。一般通过在开曼群岛、维尔京、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。
特点：1、是外国公司，适用注册地的公司法；2、申请上市以及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；3、股票全流通。

- 政策变化对民企“红筹”模式影响巨大
 - 过去，较为宽松的监管
 - 2005年初，外管局11号文《关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》和29号《关于境内居民个人境外投资登记和外资并购外汇登记有关问题的通知》粉碎民企红筹梦。
 - 近日，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》和即将出台的商务部《外国投资者以股权并购境内公司实施办法》（“跨境换股”）重启生路。

- 境内上市 还是 境外上市？ 如何选择

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

- 之一：上市程序相对简单，审批时间较短

目前境外上市相较国内上市的主要优势。在境内上市除了长达一年的辅导要求外，在中国证监会会内的审核时间也较长（通常半年时间）；在证券市场低迷的情况下，在通过审核后还需要较长的“排队”时间才能发行。目前因为股权分置改革所有发行暂停。

也有此消彼涨的问题：境内的可能变化VS境外市场监管加严，如美国《萨班斯—奥克斯利法案》、香港联交所的审核力度。

- 之二：可以直接全流通

过去只有红筹股可以直接全流通，但现在H股也能实现全流通而境内正在股权分置改革，今后所有新发行股票直接实现全流通。这一优势即将不复存在。

- 境外上市之优势分析之三：更能有效的利用资本市场

境外：更有效率的法律环境和资本市场 更多的金融工具选择

举例：管理层股票期权

企业并购市场（关于换股收购、关于要约收购制度）

但是，《公司法》《证券法》的修订带来希望

- 管理层股票期权：“来源”和“出口”问题都解决了

公司法第143条：公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份奖励给本公司职工……公司依照第一款第（三）项规定收购的本公司股份，不得超过本公司已发行股份总额的百分之五；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股份应当在一年内转让给职工……

公司法第142条：……公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内，不得转让其所持有的本公司股份。公司章程可以对公司董事、监事、高级管理人员转让其所持有的本公司股份作出其他限制性规定。

- 证券法的重大修改极大便利企业的并购活动

- 1、设置上市公司的非公开发行制度，为上市公司以股份作为支付手段进行并购重组预留了法律空间。

- 2、修改强制性全面要约收购制度，大幅降低了收购人的成本，减轻了收购人的义务，充分体现鼓励上市公司收购的政策导向。

结果：

收购人的收购方式将呈现多元化，并购活动将可能呈爆炸性增长趋势，资本市场对于企业的意义进一步增强。

与此同时，基于价值发现的敌意收购将会增加，由此引发的收购与反收购、竞争性要约收购将会层出不穷，从而活跃控制权市场，使上市公司管理层面临随时被更换的压力，并购市场对于公司治理的意义将得以充分体现。

- 境外上市的劣势分析之一：发行市盈率低，筹资额小
在股权分置状态下，境内市场的股价整体估值水平明显高于海外市场，这导致：同样的公司，在境外上市所能卖的价格将远低于境内上市。如果要取得相同的筹资额，将被迫出让更多的股权。

例证：用友与金碟（上海，8.875亿元人民币VS香港，8000万港币）

股权分置改革实施后，情况将有所变化：

统计：截至11月28日，151只G股平均市盈率为10.18倍，低于香港恒生成份股的15.7倍及美国道琼斯成份股的16倍。所有A股市盈率为17.89倍。若剔除金属非金属及采掘业两大低市盈率的权重行业影响，市盈率增至23.01倍，再剔除汽车、石化权重行业影响，市盈率将升至28倍。28倍以1.3自然除权，仍高于20倍。再考虑到目前境内市场非正常低迷，将来全流通情况下境外市场估值仍然低于境内市场是可能的。

- 境外上市的劣势分析之二：筹资成本与维持成本巨大
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%）。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%，部分小盘公司甚至超过20%。

上市后维持成本的差异十分巨大。境内支付交易所的上市初费为发行面额总额的0.03%，最高不超过1万元，年费为发行面额总额的0.012%，最高不超过6000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和律师事务所的费用普遍高于境内2倍以上。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。

- 境外上市的劣势分析之三：

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。

- 境外上市的劣势分析之四：

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。

我的观点：

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，且境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境外资本市场；

其二，国内资本市场已经处于最低谷，随着历史问题的解决和国内经济的持续增长，将很快进入一个上升通道，目前受二级市场影响而拖累的发行速度将有望加快；

其三，全流通、“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。

去哪里上市? ——股票发行上市的地点选择

因此，除非境内企业主要业务在境外、或者准备开展大规模国际化战略、或者业务需要大量外汇、或者其它特殊原因，境内企业还是应该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。

目录

- 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？——股票上市的地点选择
- 四、企业上市需要什么条件？——申请股票上市的条件分析
- 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

香港H股发行上市的条件

之境内监管机构规定的条件

- 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
(去香港创业板上市条件较低)

香港H股发行上市的条件 之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》

境内A股发行上市的条件（《公司法》、《证券法》修订前）

- 发行人必须是已设立股份有限公司。
- 发行人前一次发行的股份已募足，并间隔一年以上。
- 开业时间三年以上，最近三年连续盈利，并可支付股利。
- 发行人近三年无重大违法行为，近三年财务会计文件无虚假记载。
- 发行人预期利润率可达同期银行存款利率。
- 发行人发行后的股本总额不少于人民币五千万元。
- 向社会公开发行的股份达公司股份总数的25%以上；公司股本总额超过人民币四亿元的，其向社会公开发行股份的比例为15%以上。
- 生产经营符合国家产业政策。
- 净资产在总资产中所占比例不低于30%，无形资产在净资产中所占比例不高于20%。

新《公司法》、《证券法》的重大变化

改变过去的“强制上市”，分别规定公开发行和上市条件，并予放宽

- 公司公开发行新股，应当符合下列条件：（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。
- 股份有限公司申请股票上市，应当符合下列条件：（一）股票经国务院证券监督管理机构核准已公开发行（二）公司股本总额不少于人民币3000万元（三）公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上；公司股本总额超过人民币4亿元的，公开发行股份的比例为10%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。证券交易所可以规定高于前款规定的上市条件，并报国务院证券监督管理机构批准。（小讨论：关于最近三年）

目录

- 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？——股票上市的地点选择
- 四、企业上市需要什么条件？——申请股票上市的条件分析
- 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

改制重组的基本原则

- 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。

改制重组程序

- 第一步：改制前准备工作

成立公司改制办（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；

中介机构进场尽职调查。

- 第二步：制定改制方案

需要考虑的一些技术性问题：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）。

改制重组程序

• 第三步：改制实施阶段

- 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；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，起草章程、发起人协议；
- 证券公司根据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、召开创立大会、工商、税务登记，股份公司正式成立。

发行上市程序

- 第一步：辅导

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，此后每三个月向中国证监会派出机构报送辅导报告一次，最后一次向中国证监会派出机构报送辅导汇总报告和申请验收报告，经其验收并出具意见后，表示辅导阶段的结束，可以上报申报材料。辅导一般为一年，分四个阶段。

四个阶段的主要任务分别是：对改制重组过程的完善；法律方面的培训、整改；财务方面的培训、整改；对接受辅导的人员进行书面考试，制作发行申报文件。

中国证监会正在考虑出台《保荐工作尽职调整指引》，取消对辅导时限的强制要求，缩短境内企业直接上市的时间。

发行上市程序

- 第二步：申报审核阶段
 - (1) 受理
 - (2) 发行监管部初审
 - (3) 发审委审核
 - (4) 中国证监会核准发行
- 第三步：发行上市阶段
 - (1) 发行：估值与询价
 - (2) 申请上市

• 交流时间



• 谢谢大家!

沈春晖 红塔证券投资银行总部保荐代表人

联系方式: 010-88469102

0871-3577982

shenchunhui@263.net

欢迎访问个人原创投资银行专业网站:

www.shenchunhui.com