

中国律师实训经典
Trial TECHNIQUES

高端业务系列

总主编 徐建 龙翼飞

docsriver.com
商家本本书店

中国企业境内 首次公开发行及上市 业务教程

主编 靳庆军 副主编 陈慧



中国企业境内
首次公开发行及上市
业务教程



策划编辑 杜宇峰
责任编辑 易玲波 周 融 游丽娜
封面设计 徐 静

ISBN 978-7-300-19027-3



9 787300 190273 >

定价：58.00元



高端业务系列

总主编 徐建 龙翼飞

中国企业境内 首次公开发行业务教程

主 编 靳庆军

副主编 陈 慧

撰稿人 王建平 宋彦妍 周 宁 唐丽子 龚牧龙 彭 晋

(以下以姓氏笔画为序)

方文智	王 琳	田 甜	向 宇	刘心宇	牟俊蕊
李 静	杨 洋	杨昕宇	杨笑宇	杨微雨	张真真
陈 沫	陈 经	苗祥玲	范玲莉	林甦苗	柳思佳
郭 亮	贾棣彦	黄 敏	隆国华	傅晓阳	廖斯炜
薛明胜	薛佳丽	戴 晨			

中国人民大学出版社

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业境内首次公开发行及上市业务教程/靳庆军主编. —北京: 中国人民大学出版社, 2014. 4
(中国律师实训经典·高端业务系列)
ISBN 978-7-300-19027-3

I. ①中… II. ①靳… III. ①上市公司-公司法-研究-中国 IV. ①D922. 291. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 045116 号

中国律师实训经典·高端业务系列

总主编 徐建 龙翼飞

中国企业境内首次公开发行及上市业务教程

主 编 靳庆军

副主编 陈 慧

Zhongguo Qiye Jingnei Shouci Gongkai Faxing ji Shangshi Yewu Jiaocheng

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京宏伟双华印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

版 次 2014 年 4 月第 1 版

印 张 21.5 插页 2

印 次 2014 年 4 月第 1 次印刷

字 数 457 000

定 价 58.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

出版说明

我国目前已经有了二十余万人的律师队伍，他们一直在为中国的法治建设勤奋工作着。一个国家的法治状况，在某种意义上是由律师的工作状况体现出来的。律师是专业素质要求非常高的行业，一个好的合格的律师，必须具备高尚的思想道德修养、纯熟的法律专业功底、出色的语言表达能力和灵活的案件应对技巧。但是，一个不可否认的事实是，现在的律师队伍中还有相当多的从业人员没有达到这样的专业素质要求。

2010年4月，中国人民大学律师学院正式挂牌成立。律师学院秉承中国人民大学一贯坚持的“人民、人文、人本”的办学理念，从律师学院成立之初，就确定了律师学院今后的发展目标：

第一，律师学院将把培养律师方向的硕士研究生作为重中之重。这是律师学院的立院之本。在法学院的指导和大力支持下，自2011年开始，我们已经连续招收了两届法律硕士（律师方向）研究生。法律硕士（律师方向）研究生实行双导师制，我们聘请了二十余位资深律师担任法律硕士（律师方向）研究生的导师，他们与校内导师一起共同指导学生的学习。从目前来看，取得了非常好的效果。

第二，律师学院将把在职律师的高端业务培训作为自己的职责。这是律师学院的社会责任。律师学院自成立以来，一共举办了三十多期律师高端业务培训班，培训内容涉及律师业务的各个方面，培训律师近两千人。根据国家开发西部地区的战略目标，律师学院特别为西部地区律师每年举办一期公益性质的业务培训班，参加培训班学员的交通食宿以及聘请授课教师的课酬等所有费用一律由律师学院承担。这些高端业务培训班和西部地区律师业务公益培训班也取得了比较好的社会效果。

第三，律师学院将把与国外律师院校的沟通、合作作为重要内容。这是与国际社会接轨的需要。众所周知，英国是全世界各个国家的律师制度发源地，我们一直与英国律师大学保持着联系，英国律师大学多次派人来律师学院访问，为我们作了有关英国律师教育培训的专题讲座，双方就合作问题进行了很好的沟通。国际社会的交汇、融合是大势所趋，培养国际化的律师是律师学院的当然责任。我们将继续进行国际化律师培养的探究，期望能够为中国的律师培养走出一条具有中国特色的路子。

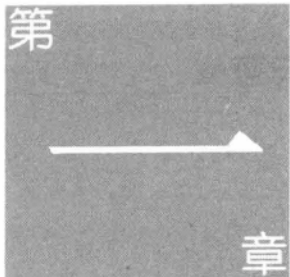
培养律师需要教材，可到现在为止我国还没有系统的律师培养的教材，这不能不说是个很大的缺憾。尽管各个地方的律师协会通过各种方式为本地的律师进行业务培训，但基本上都是专题性的讲座，不成系统。律师学院正在着手编写适用于在校学习的法律硕士（律师方向）研究生的系列教材，同时也在编写适用于已经从事律师工作、需要提高业务

目 录

第一章 中国企业首次公开发行上市及中国境内证券市场发展概述	1
第一节 企业首次公开发行上市的含义与意义	2
第二节 中国境内 A 股市场的发展与中国企业上市选择	8
第三节 企业首次公开发行股票的主要程序简介	19
第二章 企业“首发上市”的法律与监管体系	36
第一节 企业“首发上市”相关的法律与监管体系概述	37
第二节 股票发行现行基本制度	45
第三节 特殊性质的发行主体涉及的特别监管机构与审核程序	52
第三章 企业“首发上市”审核的实质性审查原则及主要审核标准	68
第一节 实质性审查原则和标准概述	69
第二节 实质性审查原则的确立、变迁和发展趋势	75
第三节 “首发上市”审核的主要标准	84
第四章 主体资格	107
第一节 发行主体及历史沿革	108
第二节 发行人的股东	124
第三节 发行人的出资	142
第五章 独立性	156
第一节 “五独立”要求	157
第二节 同业竞争	166
第三节 关联交易	178
第四节 上市后的独立性	195



第六章 公司治理与规范运行	198
第一节 公司组织机构	199
第二节 信息披露与内部控制	209
第三节 董事、监事及高级管理人员的任职资格与义务	219
第四节 重大违法行为、行政处罚、重大诉讼与仲裁	233
第五节 环境保护	242
第六节 产业政策	250
第七节 劳动与社会保障有关事项	255
第八节 会计与税务	268
第七章 律师的主要工作	278
第一节 律师在企业首次公开发行股票并上市工作中的地位	279
第二节 证券律师承办“首发上市”项目的直接法律依据	284
第三节 尽职调查	288
第四节 出具法律文件	307
第五节 协助发行人、保荐人完成其他相关工作	326
致谢	329



中国企业首次公开发行上市及中国境内 证券市场发展概述

- 第一节 企业首次公开发行上市的含义与意义
- 第二节 中国境内 A 股市场的发展与中国企业上市选择
- 第三节 企业首次公开发行股票的主要程序简介



第一节 企业首次公开发行上市的含义与意义

一、首次公开发行股票并上市的含义

首次公开发行股票并上市 (Initial Public Offering, IPO) 是指股份有限公司依照其注册地或目标证券市场的法律, 遵照一定的程序和规范, 向不特定的社会公众投资人发售该公司股票的行为。首次公开发行上市作为现代企业的一种主要融资手段, 从融资方式的划分来看属于股权融资, 这就将其与贷款、发行公司债券等债务融资手段区分开来。同时, 从募集对象来看, 首次公开发行股票的发行对象是不特定的社会公众, 这又与私募股权融资不同。首次公开发行股票并上市在中国金融市场领域有着独特的地位, 这与我国的社会政治、经济、文化发展的特定阶段有着密不可分的关系。

在中国境内 (由于法域的不同, 本书中的“中国”不包括中华人民共和国香港、澳门特别行政区和台湾地区), 首次公开发行股票并上市一般指依照《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)、《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)、《首次公开发行股票并上市管理办法》(以下简称《首发上市管理办法》) 等法律、法规规定的条件和程序, 经过中国证券监督管理委员会 (以下简称中国证监会) 批准, 向中国境内外投资者公开发行股票, 并在证券交易所上市的行为。

在中国境内的证券交易所上市的股票包括 A 股股票 (A-shares) 和 B 股股票 (B-shares)。A 股股票又称“人民币普通股股票”, 它是由中国境内注册成立的股份有限公司公开发行并在中国境内证券交易所上市, 供中国境内投资者以及合格境外机构投资者 (Qualified Foreign Institutional Investors, QFII, 以及 RMB Qualified Foreign Institutional Investors, RQFII) 以人民币认购和交易的普通股股票。

值得区分的是, 目前中国境内企业首次公开发行股票并上市的选择并不局限于 A、B 股, 在市场实践中普遍存在着中国境内企业在中国境外的证券交易所上市的情况, 常见的包括 H 股股票、N 股股票、S 股股票、红筹股等。H 股股票 (H-Shares) 是指注册在内地的公司经中国证监会批准, 并经香港联合交易所有限公司 (the Stock Exchange of Hong Kong Ltd., 以下简称香港联交所) 核准在香港发行并上市, 以人民币标明面值, 以港币进行认购和交易的股票。N 股股票通常是指在中国境内注册成立的公司, 在纽约证券交易所 (New York Stock Exchange, NYSE) 发行、上市的外资股股票。^① S 股股票是指在中国境内注册成立的公司, 在新加坡证券交易所 (Singapore Stock Exchange, SGX) 发行、上市的股票。

^① N 股的另一个含义是在中国境内证券市场上首日发行上市的股票, 当股票名称前出现 N 字, 则表示该只股票为当日新上市的股票, 其涨、跌幅不受 10% 的限制。



红筹股 (Red-Chip) 的定义一般指在中国境外注册、管理的公司, 但主要业务在中国大陆, 且该公司的大部分盈利也均来自中国境内的业务, 则该公司在中国境外上市的股票就是红筹股。红筹股的另一种定义是依照中国股东对上市公司的权益来进行划分, 如果一家在境外上市的公司, 其股东权益中的多数来自中国境内, 即中资控股, 则这家在中国境外注册并在中国境外的证券交易所上市的股票被称为红筹股。红筹股一般由中国境内企业的实际控制人通过以个人名义在离岸中心 (如英属开曼群岛、英属维京群岛等) 设立的特殊目的公司, 通过一定的安排直接或间接整合中国境内企业的资产或股权, 最后以境外公司为股票发行人在中国境外的证券交易市场上市。红筹股模式与 H 股模式最主要的不同在于发行人是中国境外注册的公司, 因此, 发行人发行股票的行为本身不受中国法律管辖。实践中一般将中国国有企业通过红筹架构实现境外上市的称为大红筹, 将民营企业通过红筹架构实现境外上市的称为小红筹。

本书介绍的主要内容为中国企业首次公开发行股票并在 A 股上市的相关法律、法规、制度、实践要求及案例。

二、企业首次公开发行股票对我国宏观建设的积极意义

一个繁荣而高效的证券市场是中国特色社会主义市场经济的重要组成部分, 同时也是推动国民经济发展的重要力量之一。企业首次公开发行股票作为我国证券市场的标志性实践活动, 经过多年的改革与发展, 较为有效地调动了社会公众资金进行投资, 也为广大企业建立了重要的融资渠道。伴随着中国经济的发展, 我国的投资人群体和企业在实践中学习, 在学习中成长, 在成长中获益。从宏观角度来讲, 企业首次公开发行股票并上市对我国的宏观建设及社会的发展具有以下重要意义:

(一) 有利于推动国家及地区经济发展

上市公司是国家和地区经济增长的重要源泉, 最直接的表现是, 上市公司股票交易的印花税收入在一定程度上增进了中央财政收入的增长速度。更重要的是, 上市公司往往具备一定的规模、良好的业绩和更加规范化的内部管理, 使得其在生产经营过程中为现代社会创造了丰富的物质财富。曾有统计表明, 上市公司当年主营收入在我国 GDP 总量中约占 40%。^① 实践表明, 中国特色社会主义市场经济的发展离不开上市公司的发展, 上市公司的自身发展与其价值实现共同推动并决定我国市场经济的发展速度和水平。同时, 上市公司也是市场经济与国家干预的结合体, 国家通过制定相关法律、法规规范上市公司的治理、运营和信息披露, 有效地配合了国家宏观调控和经济政策的贯彻执行。

^① 参见《证券日报》, 2009-12-07, A1 版。

www.docsriver.com 定制及广告服务 小飞鱼
更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接
<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>



www.docsriver.com 商家 本本书店
内容不排斥 转载、转发、转卖 行为
但请勿去除文件宣传广告页面

若发现去宣传页面转卖行为，后续广告将以上浮于页面形式添加

www.docsriver.com 定制及广告服务 小飞鱼
更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接
<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>





（二）有利于健全相关法制并培养各类人才

企业上市的浪潮不仅推动了我国市场经济的发展，还加速了我国民事领域特别是证券领域的立法及政策的不断调整与完善。在近三十年的发展历程中，中国证券市场不仅自身建立起一套较为完整的规则体系，还推动其他一些法律、法规如《公司法》、《企业破产法》、《物权法》的起草与修订。另外，随着国际资本市场对中国证券市场的关注程度不断提高，中国企业也已经开始走出国门，参与国际资本市场实践；一些实力雄厚的外国公司也将随着我国证券市场“国际板”制度的确立与业务的开展参与中国证券市场活动。中国证券市场与国际资本市场的交流愈加频繁、深入，促进了中国证券市场规则进一步与国际接轨，也使得中国证券市场规则进一步国际化。

此外，企业上市促进了证券公司、证券投资基金管理公司等证券业金融机构的发展，上述机构已经成为中国金融业乃至中国经济发展的重要力量。同时，伴随这一进程，我国也涌现出一大批法律、会计、评估、财务顾问、管理咨询等专业人士，这些人员通过参加相关职业资格考試或培训、参与证券市场的投资实践，已经逐步形成了较为成熟的专业群体。另外，通过这些专业人士与国际同行的不断学习与交流，使得中国证券市场的参与机构更加熟悉国际市场的基本规则与交易方式，进而带动中国证券市场的健康发展，并为中国证券市场进一步发展奠定了坚实基础、储备了人才。

三、企业首次公开发行股票对企业的影响

企业上市活动最直接影响的的就是企业自身。上市行为本身就是一个系统工程，企业“股改”、重组、建立上市公司企业制度，乃至上市后的持续信息披露与治理的过程将对企业产生重大而复杂的影响。正如前文提到的，企业上市只是企业多种融资手段中的一种，上市之所以不是企业生存、发展的“万金油”，其原因取决于企业所在的行业特点、企业的发展阶段、宏观经济政策、微观经济环境等多种要素。因此，对于企业上市对其自身的影响也要一分为二地看待。

（一）企业上市的积极方面

很多企业都将“上市”作为自己的终极发展目标，社会公众也愿意以上市与否作为衡量企业是否成功的标准。上市的确能够为企业发展带来诸多的好处，诸如：

1. 为企业搭建良好的融资平台

企业在经营过程当中为了实现效益最大化，往往更倾向于使资金“流动起来”而不是用于储备，这就使得企业在扩大生产规模、拓展经营范围或是调整、改善财务结构时常常面临资金不足的难题。因此，如何提高企业的融资能力、顺利改善企业资本金或流动资金不足的状况，是每一个企业和企业家关注的首要问题。通常而言，企业可以通过自身资本积累获得资本，但这种方式耗时较长，不足以帮助企业在较短的时间内改善资金运转问



题；同时，受企业经营情况和市场情况的影响，采用该方法未必能够达到预期融资目标。企业还可以通过发债或者向银行贷款的方式获得融资，但是这种债务融资方式的弊端在于，企业在获得资金的同时也面临着较大的还款压力。上市无疑是帮助企业解决上述难题的方式之一，企业通过上市，可以通过配股等多种股权融资方式更为广泛地吸引投资者，从而一次性地为企业经营发展募集资金。同时，企业通过上市方式募集的资金与通过债务融资方式募集的资金相比具有长期性、无负担性的特点，能帮助企业更有效率地发展。

2. 有效改善管理制度并提高企业信用度

上市公司的股份制形式是最具有活力的企业组织形式之一，也是经过长时间考量后，被公认为最适合企业长期发展的形式之一。公司的管理制度在上市前，将在保荐人、律师和会计师等专业中介机构的协助下进行一系列规范整合，以达到监管部门要求的标准。而在上市后，公司要具备完善的董事会、监事会及股东大会制度，并引入独立董事参与公司的发展、管理，从而更好地确保董事、“高管”履行其对公司和股东负有的诚信义务（Fiduciary Duty）。通过建立明确产权关系、完善治理结构和财务制度、健全内控机制等方法，上市公司的运营管理制度可以向更为规范化的方向发展，从而为企业稳健、可持续地发展提供有力保障。

另外，企业的信用度是其在市场竞争中一个重要的基础，信用好的企业无论是在对外借款、交易谈判还是供销产品时都具有无形的优势。企业通过上市过程中及上市后的一系列治理措施可以使得企业的管理制度更为科学，企业的持续信息披露也可以使投资者与合作方了解企业的运作情况，因此，更容易得到交易对方的信任，从而获得更多的交易机会。

3. 增强企业品牌影响力，树立企业良好形象

上市不仅仅能够为企业带来直观的经济效益，还能够有效提升企业的品牌知名度和社会影响力。这一点对于中小企业来说尤为明显。很多企业上市之前，在业界可能具有一定知名度，但是社会关注度较低，而在上市之后，企业首先通过在交易所挂牌交易提高企业品牌的公信力，亦可通过媒体关注等方式扩大影响，从而通过这种“免费广告”提升企业的公众形象与影响力，并间接增强自身的竞争力。更重要的是，企业在上市过程中以及挂牌交易后的持续信息披露，对企业自身来说可以做到自我约束，对公众投资人、监管部门来说则是增加了企业的透明度。此外，上市企业均会在信息披露中强调企业自身优势，而这些优势又是通过查而有据的数据、专业意见、文书证照体现出来的，这无疑增加了企业“宣传”的可信度；同时，企业的信息披露中也会列明企业经营的问题、风险因素等，这些方面同样会在披露中得到理性、专业的分析，被给予充分提示并且提出解决方案。对这些问题的披露同样有助于帮助投资人、监管部门、企业客户和消费者理性认知企业的状况，更能体现企业的坦诚与负责。

4. 体现企业“资合”性质，使企业经营重心向专业管理人转移

非上市企业的董事、高级管理人员、核心团队成員往往由企业股东或与股东关系较



为密切的人担任，这往往是由有限责任公司的“人合”性质决定的——有限责任公司的股权结构较为单一、集中，而且股东往往既是投资人，又是创业者、从业者。这在公司发展的初期具有一定的益处，因为股东对公司业务较为深入的参与可以在一定程度上保证公司运营更好地贯彻股东的经营理念，使股东利益最大化。然而随着企业的发展，不仅产生了庞大的融资需求，同时对企业的管理、内部控制等方面也提出了更高的要求。这时，仅靠股东或少数决策团队成员的热忱与业务特长往往不能有效地引导公司继续提高竞争力。

企业在完成从有限责任公司改制为股份有限公司并成功上市后，由于引入了大量公众投资人，其原有投资人的控制地位将会受到不同程度的稀释；加上企业引入了新的“内控”制度、优化了董事会构成（引入独立董事），企业的“资合”性质得到了突出，董事会在企业的管理、运营、发展中的作用得到了增强。同时由于上市公司的董事往往由在商业、学术或其他专业领域有一定经验的人士担任，其专业化水平也往往比有限责任公司的董事会/执行董事要高。因此可以说，上市公司的组织结构更加符合现代企业制度的发展方向，有利于企业更大规模、更有效率地运营。

5. 为投资者建立退出平台

企业上市后，其股东权益以证券的形式体现出来，即股票。上市公司的股票作为一种在二级市场上流通的标准化权证，在股权转让的过程中具有非上市企业不可比拟的优势。因此，企业上市也成了绝佳的企业上市前融资的投资人退出的平台。特别是近年来随着中国的私募股权投资市场日渐发展，前景广阔的中国市场为中外投资者提供众多投资机会。为了能够实现被投资企业顺利上市，从而通过企业上市后转让股票收回投资，私募股权投资基金的管理人通常会在投资完成后，积极帮助被投资企业制定发展战略、改进企业的经营和内部管理，并通过自身在行业内的影响力和社会关系融通力帮助企业快速提升市场竞争力，进而实现投资人在预计时间内顺利退出。因此可以说，企业上市不仅本身是企业融资的渠道，而且为企业进行其他方式的融资提供了机会。

（二）企业上市的消极方面

企业上市行为也需要被理性看待。因为公司和投资人通过上市获取各种便利的同时，也需要因上市承担更多的责任，甚至在某种程度上上市为企业的经营带来负担。这也正是为什么上市不是企业融资的唯一最佳方式。企业只有全方位了解上市行为对企业带来的影响，正确进行企业自身定位，才能作出最佳的决策。

1. 信息披露使企业信息公开化

为了维护市场环境的稳定发展以及公众投资人（多为中小股民）的合法利益，每一个上市公司均有义务披露重大信息，须根据法律、法规和交易所规则的要求，编制定期报告和临时报告，涉及有关重大交易、股权结构变化、盈利预测、财务数据、重大诉讼等敏感信息时均须根据要求及时予以披露。同时，企业在上市过程中会对自身的风险因素、盈利

模式、知识产权等敏感信息进行披露，而该部分内容不仅为投资人所知，同样可能为竞争对手所利用，从而给企业的竞争力带来一定程度的影响。

2. 稀释股权、削弱创始股东对企业的控制

企业完成上市后，企业创始股东的持股比例一般会相应下降，导致其在公司控制权的相对减少。一方面，由于股东人数的增加，公司大股东的绝对控股将变为相对控股；另一方面，由于企业走向公开，来自资本市场上的压力会逐渐增大。公司向公众发行的股份可能被某一收购方购买，从而最终导致公司的原有控股股东丧失对公司的控制地位。再者，企业上市后，涉及众多中小股民的利益，公司大股东不能随意对公司事项作出决策，而是需要在符合监管政策、公司内部治理规则的前提下，通过一定的程序进行。

前文说过，企业上市可以使企业由“人合”向“资合”转变，突出专业管理人在企业经营中的地位，但这又是一把“双刃剑”，特别是对于那些对创始股东的决策能力、专业技能依赖程度较高的企业而言，选择上市应进行审慎的决策。

3. 增加企业运营成本

企业为满足上市条件，需要在资产债务重组、规范公司治理结构、聘用职业经理人方面付出一定的成本。同时，企业改制上市需要进行一系列的规范运作，其中包括聘请中介机构（如保荐人、承销商、律师、会计师、评估师等等）为企业上市进行整体规范的服务。另外，企业在上市后仍然要继续聘请中介机构（如律师、审计师）为其日常合规运营提供专业服务，从而产生持续的费用支出。此外，公司还需要向政府审批部门缴纳审核费用、向交易所支付上市费用，还需向媒体支付宣传费用。而且，对于部分民营中小企业在上市前享受的各类优惠政策，可能会随着企业的上市而丧失享受优惠的资格。

4. 公司将面临更加严格的监管审查

为了保护中小股东的利益，证券监督管理机构、证券交易所不仅为公司上市设置种种门槛，还在公司上市后为其制定出一整套监管制度并要求上市公司严格履行。因此，上市公司除关注企业经营发展，还需在公司内部依照法律要求建立并执行合规的公司治理与运营制度，并根据法律要求完成重大事项信息披露；此外，在发生重大事项时，还需聘请第三方专业机构协助公司进行应对，并需要承担被监管机构予以处罚的风险。

综上所述，企业对于上市不能盲目从众，需要落实到企业自身的发展需求以及企业各方面的实际能力。企业在实际启动上市工作之前，需要进行大量的可行性研究，包括聘请各方中介机构对其资质进行评估，并估算上市工作需要的成本以及上市后企业需要承担的各项成本以及风险。在上述论证工作完成后，企业应当理性参考各类结论，以谨慎的态度判断企业是否有能力应对上市带来的各类风险和挑战，从而作出是否上市的决定。



■ 第二节 中国境内 A 股市场的发展与中国企业上市选择

一、中国境内股票市场的发展、演变

(一) 概述

从 1978 年 12 月党的十一届三中全会之后，新中国的证券市场开始起步。1990 年 11 月 26 日，上海证券交易所正式成立；1990 年 12 月 1 日，深圳证券交易所正式成立；1992 年 7 月，上海交易所开始发行 B 股；1993 年后出现 H 股和 N 股等境外上市的外资股。这些都是中国证券市场发展史上重要的里程碑，标志着中国资本市场从无到有逐渐形成的发展过程。而《证券法》得以在第九届全国人大常委会会议上通过，标志着中国的证券市场已逐步走向完善和规范，资本市场趋于成熟和稳定。

目前我国的证券市场的进入顺序主要分为发行市场（又称一级市场）和交易市场（又称二级市场）。证券市场的有价证券品种主要有股票、债券、证券投资基金、权证和商品期货等，其中股票品种分为人民币普通股（A 股）、中国境内上市外资股（B 股）和境外上市外资股。^① 人民币普通股根据企业上市或挂牌条件及监管程序、交易规则的区别，又分为一板、二板和三板市场。主板以及中小企业板为一板市场，创业板为二板市场。此外，2013 年 1 月 16 日，全国中小企业股份转让系统结束试点，正式挂牌运行标志着我国全国性的证券场外交易市场（即所谓“新三板市场”）的正式启动。如果未来推出国际板，允许境外企业在中国发行以人民币计价的 A 股并在中国证券市场交易，则将更进一步地丰富我国多层次的资本市场。

下面简要介绍各板的发行市场及对拟上市主体的要求等。

1. 主板、中小企业板与创业板

主板市场是传统意义上的股票市场，分别在上海交易所和深圳交易所上市交易。中小企业板是主板市场的一个组成部分，其建立可以追溯到 1998 年 3 月，当时中国民主建国会中央委员会向九届全国政协会议提交《关于借鉴国外经验，尽快发展中国风险投资事业的提案》，提出建设中国自己的风险投资体系、建设多层次的资本市场并提出设立创业板的构想。之后由于种种原因创业板的建设一直处于停滞状态，直至 2004 年 1 月 31 日《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》出台，提出了“分步推进创业板市场建设，完善风险投资机制，拓展中小企业融资渠道”的要求。2004 年 5 月 17 日，

^① 参见中国证券监督管理委员会编：《中国证券监督管理委员会年报》（2011），13 页，<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhjs/zjhnb/201205/P020120516383889847124.pdf>，最后查阅时间：2013-01-16。



经国务院批准，中国证监会同意深圳交易所设立中小企业板作为向创业板的过渡。同年6月25日，中小企业板正式开始运营，“企业发行上市条件与主板相同，但发行规模相对较小，成长较快，而且实行比主板市场更为严格的信息披露制度”^①。

从1998年设立创业板的提案到2009年3月31日中国证监会公布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》（以下简称《创业板首发上市管理办法》）以及同年10月30日首批28家公司在创业板正式挂牌交易，创业板的推出正可谓“十年磨一剑”。创业板的启动，是进一步完善中国证券市场层次和结构的重要里程碑。

2. 各板市场对上市主体的要求

一板市场与二板市场针对的拟上市企业不同，导致各自的上市条件也有所不同。下面就《首发上市管理办法》与《创业板首发上市管理办法》的相关规定对一、二板市场的发行条件作简要分析。中小企业板与主板对于拟上市公司的上市条件要求一致，因而在此一并论述。

	一板市场	二板市场
主体资格	依法设立且合法存续的股份有限公司，持续经营时间应当在3年以上。	依法设立且持续经营3年以上的股份有限公司。
盈利要求	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；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。	最近2年连续盈利，最近2年净利润累计不少于1000万元，且持续增长；或者最近一年盈利，且净利润不少于500万元，最近一年营业收入不少于5000万元，最近2年营业收入增长率均不低于30%；净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据。
资产要求	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%，最近一期不存在未弥补亏损。	最近一期末净资产不少于2000万元，且不存在未弥补亏损。
股本要求	发行前股本总额不少于人民币3000万元；发行后股本总额不少于人民币5000万元。	企业发行后的股本总额不少于3000万元。
主营业务要求	最近3年内主营业务没有发生重大变化。	发行人应当主要经营一种业务，最近2年内主营业务没有发生重大变化。
董事及管理层	最近3年内没有发生重大变化。	最近2年内未发生重大变化。
实际控制人	最近3年内实际控制人未发生变更。	最近2年内实际控制人未发生变更。
公司治理	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。	依法建立健全股东大会、董事会、监事会以及独立董事、董事会秘书、审计委员会制度。

^① <http://www.szse.cn/main/sme/sczy/ywgz/5828.shtml>，最近查阅时间：2013-01-28。



续前表

	一板市场	二板市场
同业竞争	发行人的业务与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争。	发行人与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争。
募集资金运用	应当有明确的使用方向，原则上应当用于主营业务。	应当用于主营业务，并有明确的用途。
发审委	设主板发行审核委员会（25人）。	设创业板发行审核委员会（35人），加大行业专家委员的比例，委员与主板发审委委员不互相兼任。
初审征求意见	征求省级人民政府、国家发改委意见。	无。

除此之外，与一板市场相比，二板市场的拟上市企业往往具有规模相对较小、业务模式新、成长性与创新性强等特点。为了有效地防范风险，保护投资者的利益，二板市场对拟上市企业在内部治理和信息披露方面都有着较为严格的要求。相比主板的上市规则（即《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》），《深圳证券交易所创业板股票上市规则》进一步规范了如下事项：

首先，进一步强化了独立董事的权责。与主板上市规则相比，创业板上市规则增设了独立董事的权责条款，进一步发挥了独立董事的作用。主要体现在：

（1）独立董事选举应实行累积投票制。

（2）上市公司应当保证独立董事享有与其他董事同等的知情权，提供独立董事履行职责所必需的工作条件。在独立董事行使职权时，有关人员应积极配合，不得拒绝、阻碍或隐瞒，不得干预独立董事独立行使职权。

（3）深圳证券交易所建立独立董事诚信档案管理系统，对独立董事履行职责情况进行记录，并通深圳证券交易所网站或者其他方式向社会公开独立董事诚信档案的相关信息。

其次，增加对会计师事务所的约束条款。为进一步强化对会计师事务所的约束，除类似于主板上市规则中已有的对证券服务机构及其相关人员监管和处分措施之外，创业板上市规则又增加了另一条约束性规定：“负责上市公司定期报告审计工作的注册会计师，应当严格遵守中国注册会计师职业道德规范和会计师事务所质量控制准则，不得因任何利害关系影响其客观、公正的立场或者出具不当、不实的审计报告，不得无故拖延审计工作影响公司定期报告的按时披露。”

另外，企业上市成功后在信息披露方面，除了满足定期报告和临时报告的要求外，还应符合如下规定：

（1）预计不能在会计年度结束之日起2个月内披露年度报告的公司，应当在该会计年度结束后2个月内按照本规则项下的业绩快报要求披露业绩快报。

（2）上市公司应当在每年年度报告披露后10个交易日内举行年度报告说明会，向投资者真实、准确地介绍公司的发展战略、生产经营、新产品和新技术开发、财务状况和经营业绩、投资项目等各方面情况。公司年度报告说明会应当事先以公告的形式就活动时

间、方式和主要内容等向投资者予以说明，年度报告说明会的文字资料应当刊载于公司网站供投资者查阅。

(3) 上市公司可以在中午休市期间或下午 3 点 30 分后通过指定网站披露临时报告。

(4) 在下列紧急情况下，公司可以向深圳证券交易所申请相关股票及其衍生品种临时停牌，并在上午开市前或者市场交易期间通过指定网站披露临时报告：公共媒体中传播的信息可能或者已经对上市公司股票及其衍生品种交易价格产生较大影响，需要进行澄清的；公司股票及其衍生品种交易异常波动，需要进行说明的；公司及相关信息披露义务人发生可能对上市公司股票及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件（包括处于筹划阶段的重大事件），有关信息难以保密或者已经泄露的；

(5) 上市公司出现下列使公司的核心竞争能力面临重大风险情形之一的，应当及时向深圳证券交易所报告并披露：1) 公司在用的商标、专利、专有技术、特许经营权等重要资产或者技术的取得或者使用发生重大不利变化；2) 公司核心技术团队或关键技术人员等对公司核心竞争能力有重大影响的人员辞职或者发生较大变动；3) 公司核心技术、关键设备、经营模式等面临被替代或被淘汰的风险；4) 公司放弃对重要核心技术项目的继续投资或控制权；5) 深圳证券交易所或者公司认定的其他有关核心竞争能力的重大风险情形。

(6) 上市公司独立或者与第三方合作研究、开发新技术、新产品、新服务或者对现有技术进行改造取得重要进展，该等进展对公司盈利或者未来发展有重要影响的，公司应当及时披露该重要影响及可能存在的风险。

（二）中国境内股票市场的特殊产物——B 股

1. 历史背景

B 股是相对于人民币普通股或 A 股的称谓，其正式名称是人民币特种股票，又称中国境内上市外资股，是指在中国境内注册的股份有限公司向中国境内外投资者发行、募集外币资金并在中国境内证券交易所上市交易的股票。^① B 股的产生是由于资本项目下人民币尚不能实现自由兑换，在当时外汇管制较为严格的特殊背景下应运而生的一种通过证券市场有限制地直接开放来利用外资，同时又能保证外汇市场和 A 股市场不受国际投机资本冲击的特殊产物。^② B 股在上海、深圳证券交易所上市交易，其中上海证券交易所 B 股结算币种为美元，深圳证券交易所 B 股结算币种为港币。

2. 发行情况

1992 年 2 月 21 日，“上海真空电子 B 股”作为第一只在 B 股市场上市交易的股票，标志着中国 B 股市场的诞生。1993 年沪深两市共新上市 23 只 B 股，市场总规模达到 41 家上市公司。此后每年，B 股新股发行上市数量逐年呈递减趋势。除了在 2003 年 1 月中国证监会核准上工股份有限公司（900924，SH）定向增发 B 股方案外，中国 B 股市场没

^① 参见《中国证券监督管理委员会年报》（2011 年），13 页。

^② 参见耿志民：《中国 B 股市场的定位与制度安排研究》，载《商业研究》，2007（7），158 页。



有其他新的公司上市，也没有任何其他公司进行首发融资或再融资。^①截至2010年年底，中国总共有108家B股上市公司，其中在上交所及深交所上市的公司各占50%。目前B股市场没有进行扩容，也没有新的政策出台。B股市场正在逐步丧失IPO筹资功能，这与当前不断趋于完善和规范的A股市场形成鲜明的对比。

3. 发行B股的主体资格要求

根据国务院1995年12月25日颁布的《关于股份有限公司境内上市外资股的规定》，发行B股必须满足以下条件：

(1) B股的发行主体是经国务院证券委员会批准的股份有限公司。

(2) B股发行方式包括以募集方式设立公司发行中国境内上市外资股和公司增加资本发行中国境内上市外资股。发行总额应当控制在国家确定的总规模之内，并由国务院证券委员会批准发行。

(3) B股发行交易或流转的方式与A股不同，采取记名股票形式，以人民币标明面值，以外币认购、买卖，在中国境内证券交易所上市交易。

(4) 初创时，B股投资者仅限于境外和中国香港、澳门及台湾地区的组织和个人以及定居在国外的中国公民。2001年2月20日后开始对中国境内个体投资者开放，但规定内地居民个人从事B股交易只允许使用已存入中国境内商业银行的现汇存款和外币现钞存款，不得使用外币现钞。

(5) 持有同一种类股份的中国境内上市外资股股东与内资股股东，依照《公司法》享有同等权利和履行同等义务。公司章程对公司及其股东、董事、监事、经理和其他高级管理人员具有约束力。公司的董事、监事、经理和其他高级管理人员对公司负有诚信和勤勉的义务。B股的股东权利与A股所享的股东权利一样。

(三) A股市场的展望——国际板

为加快“十二五”时期上海国际金融中心建设，近年来《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》、《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》和《上海市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》等政策性文件纷纷发布，上交所国际板的建设与推出，引起各界的强烈关注与各种猜测。

2011年12月19日，国家发展与改革委员会（以下简称国家发改委）发布了《“十二五”时期上海国际金融中心建设规划》，明确提出推进上海证券市场国际板建设，支持符合条件的境外企业发行人民币股票。^②

^① 参见曾洋：《证券市场的开放与规则的发展——以B股规则为中心的检讨》，载《当代中国经济法研究》，2004（1），42页。

^② 上海市金融办主任方星海在接受采访时表示，“国际板这件事情肯定要做，但具体何时做就要看时机是否成熟”（中国证券网），<http://www.cnstock.com/index/cj/201202/1815893.htm?page=3>，最后查阅时间2013年1月28日。



国际板的建设虽然复杂，但也是中国资本市场发展以及顺应金融全球化趋势的要求。此外，红筹回归、跨国公司上市都需要中国建设一个强大的平台。国际板的推出，将为 A 股市场引入“按季分红”的、世界一流的优质蓝筹股，既能为国内投资者提供共享跨国公司发展成果的机遇，引导国内投资者进行价值投资，又能为国内 A 股上市公司提供参照标杆与学习榜样。^①

二、中国企业的上市选择

在中国资本市场蓬勃发展的今日，中国企业的融资渠道已变得非常多样，本部分着重介绍企业融资方式中的上市融资，其他方式如已正式运行的新三板市场以及私募股权融资等，不在此论述。中国企业选择不同的上市地点和上市途径，应着重从企业发展现状及未来发展规划等多方面因素综合考量。

（一）企业上市的选择标准

企业上市需要关注自身因素及外界因素。对于决定在中国境内上市的企业而言，其可以选择在上交所或深交所上市，这两个交易所均包含了一、二板市场。其中，主板市场对拟上市公司的营业期限、股本规模大小、盈利能力水平、最低市值等方面均具有较高要求，主板上市的企业多为相对成熟、具有一定规模的大中型企业；国内不少航母型公司均选择在主板上市。

主板市场中的中小企业板与主板的发行上市标准相同，旨在让主业突出、成长性良好、有较高科技含量的中小企业的股票上市交易。中小企业板是在现行法律、法规不变，发行上市标准以及上市规则完全不变的前提下，附设于深交所，与主板一起运作，拥有共同的组织管理、交易系统、监管标准，所以本质上仍属主板市场。中小企业板的服务对象多为管理、经营模式成熟，有一定规模的中型企业。

创业板市场（或称二板市场）规模最小，是专为高成长的、尚不满足主板上市条件的中小型企业提供融资途径与成长空间的证券交易市场。其采用不同于主板的上市监管标准《创业板首发上市管理办法》。创业板市场主要服务于国家战略重点支持的成长型自主创新企业，侧重于有自主创新能力，在科技创新、制度创新、管理创新等方面具有较强优势并且拥有一定自主知识产权的企业，以及具有较高成长性的企业，如从事互联网、移动通信的增值服务类企业；从事生物医药类企业；从事新型服务类或从事新经营模式类企业（连锁型企业、金融中介、物流地产中介等）；从事信息技术产业和文化产业类企业；从事新能源、可再生能源的开发利用，资源的综合利用类企业；从事新材料、新农业等，具有高成长性、高科技含量、高附加值的企业成为创业板的重点支持对象。^②

^① 参见周小苑：《股市无需对国际板一惊一乍》，载《人民日报》（海外版），2012-02-02，02版。

^② 参见汪祖伟：《国内创业板上市法律事务》，13页，北京，中国金融出版社，2010。



企业需结合自身的规模、经营及盈利情况和所属行业的特点，理性选择适合自身条件的板块上市。

（二）企业上市比较选择

1. A股与A+H股的比较

所谓“A+H”股上市，是双重或多重上市方式中的一种，一般包括“先A后H”或者“先H后A”，以及“A+H同时”三种形式。本书所指的“A+H”股上市是指“A+H”同时上市，即一家公司的股票（包括衍生品）在国内的上交所或者深交所和港交所按照“同时披露、同时询价、同时发行、同样价格和同时上市的原则”^①，同时挂牌上市发行A股和H股的行为。“A+H”股上市已成为中国企业尤其是超大型国有企业的重要融资途径之一。由于两地市场在发程序、法律体系、监管制度、披露尺度、审核标准、上市日程等方面均有所不同，因此，“A+H”股同步发行相对于单一的A股或H股上市在程序上要复杂得多。

对企业而言，比之单一地在中国境内A股上市，“A+H”股上市的优点在于：

首先，“A+H”股同步发行，可以把企业的融资需求分散给两个资本市场承担，加快解决超大型国有企业的扩容难题，使募集资金迅速到位；同时也减轻对单一市场的融资压力。如“（中国）工商银行2006年10月以‘A+H’股同步发行上市的方式筹集资金超过220亿美元，成为当年全球有史以来最大的IPO项目，而当时A股市场在2006年前11个月的总筹资额尚不到300亿美元。单一的证券市场难以同时满足多个大型企业的融资需求”^②，“A+H”股同步发行上市可以减少某一市场出现市况、不稳定所带来的影响，从而降低“首发”风险。

其次，企业可以在获得本土资本市场支持的同时，接轨香港市场更加成熟的监管机制，充分利用国内和国际市场的优势，尤其是香港市场的国际化监管优势提升企业治理水平，加快公司的国际化改革。而且，香港市场在企业再融资方面相对于中国内地市场在程序上较为灵活，企业可随时通过配股、增发、转债等方式进行增发，再融资条件更加便利。

尽管，“A+H”股同步上市对于企业来说有明显的优势，但是由于内地与香港存在着较大的制度差异，对于企业发行上市的发程序、监管制度、审核标准、上市日程等方面均有不同的规定，因此，“A+H”股同步上市需要两地的证监部门在上市流程上作出密切的协调，同时还需要克服制度差异产生的困难。虽然2006年10月中国工商银行在两地同时上市的成功使得“A+H”股同步上市有先例可以借鉴，而且香港联交所也表示，“以后对采取‘A+H’股同步上市模式的内地公司，都会采用和工行同样的方案解决披露问

^① 欧永生：《工行“A+H”发行实现五同步》，载《中国经济周刊》，2006（42），46页。

^② 包丽华、冯夏宗：《优质大型企业IPO新思路：A+H模式》，载《时代金融》，2007（5），109页。

题”^①，但事实上中国工商银行“A+H”股同步发行上市的成功，是获得两地监管机构的特别豁免，并非常态。如果操作不当，这些制度上的差异仍然可能会成为导致上市失败的重要因素。

2. 境内、境外上市比较

近年来，随着中国资本市场的不断完善，中国境内企业上市途径也已不单单限于沪深市场，很多境外资本市场上也出现中国企业的身影。1996年，陕西咸阳的亚洲电子在纳斯达克上市，成为中国在海外上市的第一家企业，从而揭开中国境内企业在海外各证券市场上市的帷幕。由于国内资本市场容量有限，许多企业都将目光投向发展成熟、法律制度完善、监管体系成熟、资金供给充足、手续相对简便的国际市场。

要使企业上市成功，并达到预期的目标，企业必须根据自身的特点、经营目标和规模以及根据中国境内外不同市场的上市条件、风险以及成本等合理挑选上市地。符合国内上市条件的企业，在国内上市可能是最好的选择。一般来说，在国内上市，企业的融资成本低。例如，内地企业在上交所首次上市的融资成本相对较低，一般不会超过筹资金额的8%，而企业赴境外上市的融资成本都比较高，美国的纳斯达克的融资成本为筹资总额的15%至25%，香港主板的融资成本高达15%至20%，其创业板的融资成本也在10%至20%。企业境内上市IPO市盈率高，筹资金量大：中国内地证券市场平均IPO市盈率为30倍左右，一般是其他境外证券市场市盈率的2倍。另外，企业对于国内市场比较熟悉，对相关法律、法规和拟上市地的规则比较了解，文化背景相同，有地理位置优势；主要产品和市场在国内的企业，容易得到投资者认同，广告效应也比在境外上市明显。因此，对大多数企业而言，在境内上市利大于弊。

然而，相比境外更为完善的国际市场，中国境内上市的相对劣势主要体现在：

第一，审核过程漫长。境内上市融资从最初的股份制改制，经过1年的上市辅导期，还需要半年以上的中国证监会审核，到最终发行上市，一般耗时1年到2年时间，更长的可能达到4年至5年，因此就造成企业上市必须经过漫长的审核过程。而境外上市周期相对较短，上市融资大多一年内便能够实现。在中国香港、新加坡等证券市场，如果企业本身没有重大的技术性障碍，一般6至9个月就可以完成企业上市IPO的全部过程，二级市场融资时间也只要2周到4周的时间，能有效降低企业融资的时间成本。

第二，在境内上市的再融资成本相对较高。境内对企业增发新股、配股和发行可转换债券等设置多个行政审批部门和诸多审批程序，基本等同于“首发”，并且证监会发审委对上市公司再融资申请的审批通过率比较低，增加企业在内地再融资的时间成本和隐性成本。而境外证券市场对上市公司的再融资通常没有设定限制，相对比较灵活，可随时通过配股、增发新股、发行可转换债券等方式进行再融资。如在2004年3月市场高涨之时，在香港上市的中国铝业便在1周内迅速发行5.2亿股新股，筹集25亿多港元的资金。

^① 包丽华、冯夏宗：《优质大型企业IPO新思路：A+H模式》，载《时代金融》，2007（5），110页。



第三，入市门槛较高。为吸引中国境内企业到境外上市，境外交易所纷纷加强对中国内地企业的宣传和服务，并降低准入门槛。如香港交易所修订主板上市规则，规定市值达到 40 亿港元的公司申请上市不需要连续 3 年的盈利记录，从而为大型公司 IPO 放宽市场准入条件。^① 中国香港、新加坡创业板上市门槛也很低，没有盈利要求，如香港创业板要求企业存续期为 2 年，而新加坡创业板的要求为 1 年。所以较多的民营企业选择中国香港或新加坡市场为上市地。

因此，对于暂时不符合境内上市条件的企业，可以考虑境外上市。

3. 直接上市与借壳上市比较

直接上市，顾名思义，是指企业以自身名义申请并经监管机构批准公开发行证券。借壳上市属于间接上市的一种，间接上市是指非上市公司运用资本运作手段，通过一级市场或二级市场收购上市公司一定比例股份，借助壳资源取得已上市公司的控股权，从而实现作为控股股东的非上市公司间接上市的目的。^②

目前中国企业上市主要是通过 IPO 的方式来实现的，但中国债券的发行不仅以真实状况的充分公开为条件，而且必须符合证券管理机构制定的适于发行的实质条件。符合条件的发行公司，经证券管理机构批准后方可取得发行资格。这一制度使资本市场具有较高的进入门槛，使得许多企业无法完成上市对企业的融资。而通过借壳上市的方式，非上市公司可以通过一定途径获得对上市公司的控股权，再通过将自身的优质资产注入上市公司的方式来达到间接上市的目的。非上市公司借壳上市的过程可以大致分为两个步骤：第一步是非上市公司取得上市公司（以下简称“壳”公司）的控制权。通过股权转让的方式直接或间接地取得“壳”公司的控股股份是企业间普遍采用的一种交易模式。第二步则是非上市公司与“壳”公司之间进行资产的置换，剥离“壳”公司的不良资产，注入非上市公司的优质资源，从而达到间接上市的目的。这两个步骤之间没有先后顺序，甚至可以同时进行，每一种组合都能成为一种借壳上市的途径。

企业借壳上市相比直接上市，有缩短上市时间的优势：企业借壳上市相对于企业直接上市有较为简便的申办程序，不需要聘用主承销商，省去“路演”和新股承销等过程。企业借壳上市时间取决于双方谈判的时间长短，只要双方就价格因素达成一致，即可以上市，最快可以在几个月内完成。而企业直接上市由于要经过企业改制、审核、“路演”等程序，上市周期时间较长（一年半左右）。在融资方面，企业在直接上市时就获得融资。而借壳上市仅可以同时募集与购买资产相配套的部分资金^③；间接上市只是取得“壳公司”的上市资格，而常规的融资途径还需要通过改善公司业绩，等待满足条件后再进行。而且，间接上市需要对收购公司的资产和人员进行重整，而直接上市没有此类问题。另外，拟上市公司能否直接成功上市不仅要看企业自身的内在条件是否满足所要上市板块的

^① 参见冯莉、张明倩：《企业海内外上市环境比较分析》，载《商业研究》，2006（14），136页。

^② 参见吴翔凡、杨晶：《证券公司上市途径选择的法律问题研究》，载《法制与社会》，2010（8），126页。

^③ 参见《上市公司重大资产重组管理办法（2011修订）》第43条。

要求，还会受到如企业对中介机构的选择和市场行情的变化等外在因素的影响。而企业借壳上市相比直接上市来说，是一项极其复杂的系统工程，可能面临负债、合同纠纷、股权质押、原大股东挪用上市公司资金等财务、法律问题。

总之，两者存在的上述不同特征只是为企业进行方案选择时提供一种分析思路，企业需要根据自身的特点和需求来选择适合自己的上市途径。

（三）上市外的融资选择——全国场外交易市场（“新三板”）

对于中国境内上市和境外上市皆存在实质性障碍或者短期很难实现上市目标的企业而言，可以考虑采取其他的融资形式，比如，私募股权融资和在场外交易市场挂牌交易。早在2004年国务院就已提出要在中国建立多层次资本市场体系的要求，党的“十八大报告”也明确指出，要“加快发展多层次资本市场”^①。我国的全国场外交易市场正是我国资本市场改革的新兴事物。

目前，中国境内唯一的全国性场外交易场所是全国中小企业股份转让系统有限责任公司，即“新三板”。“新三板”起源于2001年6月经中国证监会批准启动的“代办股份转让系统”（“三板”），它的主要作用是承接原STAQ、NET系统挂牌公司和在沪深交易所退市的公司进行股份转让。^②2006年1月26日，中国证券业协会经国务院批准发布《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法》，让中关村科技园区非上市股份有限公司的股份进入代办股份转让系统，进行股份报价转让试点。自此，中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让系统正式成为三板市场的一部分。截至2013年2月25日，在中关村代办股份报价转让系统（“老三板”）挂牌的企业数量为205家，总股本为57.0764亿股，成交总金额为0.6652亿元。^③

为总结中关村代办股份报价转让试点工作的经验，建立、发展全国性的证券场外交易市场，2012年9月20日，经国务院批准设立，全国中小企业股份转让系统有限责任公司（以下简称中小企业股份转让公司）注册成立，其主要功能即为运营、管理全国中小企业股份转让系统。自此，非上市公司股份转让的小范围、区域性试点开始逐步走向面向全国的正式运行；市场运作平台由中国证券业协会自律管理的证券公司代办股份转让系统转为国务院批准设立的全国中小企业股份转让系统有限责任公司；挂牌公司的准入和持续监管纳入中国证监会非上市公众公司监管范围；市场运行制度由中国证券业协会发布的试点办

^① 2012年11月8日，中共中央总书记胡锦涛代表十七届中央委员会向中共第十八次代表大会作了题为“坚定不移沿着中国特色社会主义道路前进为全面建成小康社会而奋斗”的报告，报告明确提出，“健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系，加快发展多层次资本市场”。

^② 2001年6月12日，为解决原STAQ、NET系统挂牌公司的股份流通问题，规范证券公司代办股份转让服务业务活动，中国证券业协会发布《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》，指定由中国的证券公司代办股份转让的市场正式推出，2001年7月16日，证券公司代办股份转让系统正式开通，确立中国由证券公司代办股份转让业务的场外交易制度，该制度被称为“三板”。

^③ 参见 <http://bjzr.gfzr.com.cn/bjzr/bjlb.htm>，数据更新为2013年2月25日。

www.docsriver.com 定制及广告服务 小飞鱼
更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接
<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>



www.docsriver.com 商家 本本书店
内容不排斥 转载、转发、转卖 行为
但请勿去除文件广告宣传页面

若发现去宣传页面转卖行为，后续广告将以上浮于页面形式添加

www.docsriver.com 定制及广告服务 小飞鱼
更多**广告合作及防失联联系方式**在电脑端打开链接
<http://www.docsriver.com/shop.php?id=3665>





法转为全国中小企业股份转让系统业务规则。^①

2012年9月28日,中国证监会发布了《非上市公众公司监督管理办法》;2013年2月8日,中小企业股份转让公司发布了试行业务规则及一系列配套细则、指引,这些部门规章及系统规则同现行法律、法规一起,构建了全国场外交易市场的规则体系。总体而言,股票向特定对象发行或者转让导致股东累计超过200人,或者股票以公开方式向社会公众公开转让^②的股份有限公司均是《非上市公众公司监督管理办法》所称的“非上市公众公司”,其股票公开转让应在全国中小企业股份转让系统进行。

与主板市场和创业板市场相比,全国场外交易市场的挂牌交易条件有着自己的特点。比如,其要求挂牌主体为非上市公众公司,“业务明确、具有持续经营能力”,依法设立且存续满两年,不设企业挂牌财务指标,不限于高科技企业^③等,与本书介绍的主板市场和创业板市场有着明显的区分。同时,全国场外交易市场还具备一些特点鲜明的制度,包括做市商制度、集合竞价转让服务、严格的投资者适当性管理制度、主板券商持续督导制度以及允许挂牌企业股权激励计划等。^④

全国场外交易市场是我国多层次资本市场体系的组成部分。“新三板”为暂时不满足沪、深证券交易所上市要求的股份有限公司提供了融资平台和存量股份的流通渠道。挂牌企业可以通过“新三板”市场完成定向增发,快速扩大企业规模,逐渐接近创业板、主板的上市要求,待条件具备、法律环境成熟后,可选择转板上市^⑤;“新三板”同时能为从主板市场、二板市场退市的公司提供股份再流通的缓冲场所。截至本书成书之日,中小企业股份转让公司已经出台了关于股份转让的一系列业务规定、细则和指引,同时也出台了关于定向发行的业务指南,其他的业务规则文件也在紧锣密鼓的酝酿、制定过程中。2013年5月28日,按照全国中小企业股份转让系统新业务规则核准公开转让的首批企业在北京举行了挂牌仪式。同时,国务院常务会议已将“出台扩大中小企业股份转让系统试点范围方案”列入2013年我国深化经济体制改革的重点工作。^⑥目前,中国包括主板、中小板、创业板和“新三板”在内的多层次资本市场结构已经基本搭建完成,而“新三板”市场作为整个资本市场的基础板块和初级层次,为广大中小企业股权融资和股份流通提供了新的平台。

^① 参见《全国中小企业股份转让系统揭牌仪式在京举行》, http://www.neeq.com.cn/xwdt/xwdt/201301/t20130116_398844.htm, 2013-01-16。

^② 《非上市公众公司监督管理办法》第2条规定:“本办法所称非上市公众公司(以下简称公众公司)是指有下列情形之一的且其股票未在证券交易所上市交易的股份有限公司:(一)股票向特定对象发行或者转让导致股东累计超过200人;(二)股票以公开方式向社会公众公开转让。”

^③ 参见《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》第二章2.1。

^④ 参见《业务规则及配套文件勾勒全国股份转让系统制度框架》, http://www.neeq.com.cn/xwdt/xwdt/201302/t20130222_410520.htm, 2013-02-22。

^⑤ 截至本书成书日,有关场外交易市场与证券交易所之间的转板机制尚在酝酿阶段。

^⑥ 参见《出台扩大股份转让试点范围方案列入国务院今年重点工作》, http://www.neeq.com.cn/xwdt/xwdt/201305/t20130508_437716.htm, 2013-05-08。



第三节 企业首次公开发行股票的主要程序简介

公司公开发行股票并上市，是公司发展、扩张到一定阶段后进行对外融资的一条重要途径。对于一家公司来说，公开发行股票并上市是一个纷繁浩大的系统工程，要经历一系列的复杂程序，既需要按照相关法律、法规、规章的规定进行诸多前期准备工作，更需要专业机构的协助和辅导。下面对公司公开发行股票的主要程序进行介绍。

一、公司股票发行上市的内部程序

根据《首发上市管理办法》的规定，公司首次公开发行股票并上市，必须先通过其内部程序。

根据中国《公司法》规定，董事会负责制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；股东大会有权对公司增加或者减少注册资本作出特别决议，该决议必须经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过。因此，上市决议的最终通过主要涉及董事会制订方案和股东大会决议通过。内部程序主要有如下几个步骤：

1. 董事会制订方案

根据《首发上市管理办法》的相关规定，发行人董事会应当依法就本次股票发行的具体方案、本次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。

2. 股东大会通过方案

股东大会是由股份有限公司全体股东组成的公司最高权力机构。根据《公司法》的规定，公司发行股票并上市，除公司具有公开发行股票的条件外，发行方案必须经过股东大会特别决议的通过。股东大会的召集、表决程序应当符合《公司法》、公司章程的相关规定。

发行人董事会应当就本次股票发行的具体方案、本次募集资金使用的可行性及其他必须明确的事项作出决议后，发行人股东大会应当就本次发行股票作出决议，决议应包括下列事项：

(1) 本次发行股票的种类和数量：在中国境内外证券交易所上市的中国企业股票包括 A 股股票、B 股股票、H 股股票、N 股股票、S 股股票、红筹股等，股东大会应对发行股票的具体类型作出决议。

(2) 发行对象：根据股票发行对象的不同，可以将股票发行方式分为非公开发与公开发行，前者只针对特定少数人进行股票发售，而不采取公开的劝募行为，因此也被称为“私募”、“定向募集”等；后者则是向不特定的发行对象发出广泛的认购邀约。股东大会

应对股票发行方式作出决议。发行人若对投资者进行分类，应确定分类标准；分类中如有战略投资者，还应确定战略投资者的配售数量。

- (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) 对董事会办理本次发行具体事宜的授权。
- (8) 其他必须明确的事项等。

3. 规范运作和相关内部建设

为促进上市公司规范运作，中国证监会发布《上市公司治理准则》，制定了《上市公司章程指引》等规范性文件，深圳和上海证券交易所也制定相应的《股票上市规则》及《上市公司规范运作指引》等。这些文件为拟上市公司治理结构的完善确定参考标准。拟上市公司建立完善的公司治理结构，达到上市公司的标准和要求，是公司上市辅导的核心内容，也是准备发行、上市的股份有限公司必要的准备工作之一。根据指引，拟上市公司应当在以下几个方面预先进行完善：

(1) 明确股东权利

股东作为公司的所有者，享有法律、行政法规和公司章程规定的合法权利。公司的治理结构应确保股东能够充分行使权利；确保所有股东特别是中小股东享有平等地位；确保股东按其持有的股份享有平等的权利，并承担相应的义务。股东对法律、行政法规和公司章程规定的公司重大事项，享有知情权和参与权，公司应建立和股东沟通的有效渠道；股东有权按照法律、行政法规的规定，通过民事诉讼或其他法律手段保护其合法权利。依据《公司法》第22条的规定，公司股东大会、董事会的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程，或者决议内容违反公司章程的，股东可以请求人民法院撤销，并有权依法直接提起诉讼。董事、监事、高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损害的，应承担赔偿责任，股东有权要求公司依法提起诉讼或者单独提起股东代位诉讼，要求相关责任人承担损害赔偿责任。

(2) 健全股东大会的议事规则

公司应在公司章程中规定股东大会的召开和表决程序，包括通知、登记、提案的审议、投票、计票、表决结果的公布、会议决议的形成、会议记录及其签署、公告等。董事会应认真审议并安排股东大会审议事项。股东大会应给予每个提案合理的审议时间。

公司应在公司章程中规定股东大会对董事会的授权原则，授权内容应明确、具体；在保证股东大会合法、有效的前提下，通过各种方式和途径，包括充分运用现代信息技术手段，扩大股东参与股东大会的比例。股东大会时间、地点的选择应有利于让尽可能多的股东参加会议。

(3) 规范董事的选聘程序

公司应在公司章程中规定规范、透明的董事选聘程序，保证董事选聘公开、公平、公



正、独立。

公司应在股东大会召开前的合理时间披露董事候选人的详细资料，保证股东在投票时对候选人已经有足够了解。董事候选人应保证竞选资料的真实、完整并当选后切实履行董事职责。

在董事的选举过程中，应充分反映中小股东的意见。中国《公司法》仅仅规定选择性累积投票制度，股东大会在董事选举中可以依据公司章程的规定实行累积投票制度。但在《上市公司治理准则》中，对上市公司的董事选举制度提出更高的要求，即控股股东控股比例在30%以上的上市公司，必须采用累积投票制；采用累积投票制度的上市公司应在公司章程中规定该制度的实施细则。

(4) 明确董事会的职责

根据我国现行《公司法》的规定，股份有限公司设董事会，其成员为5人至19人。董事会成员中可以有公司职工代表，董事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事会设董事长1人，可以设副董事长；董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会应具备合理的专业结构，其成员应具备履行职务所必需的知识、技能和素质。董事会应认真履行有关法律、法规和公司章程规定的职责，确保公司遵守法律、法规和公司章程的规定，公平对待所有股东，并关注其他利益相关者的利益。

(5) 建立独立董事制度

独立董事是指独立于所受聘的公司及其主要股东的董事，除了担任独立董事外，不得在公司担任其他任何职务。除不得有《公司法》和《证券市场禁入规定》中有关不得担任公司董事、监事、高级管理人员的情形外，根据中国证监会2001年发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，担任上市公司独立董事应当符合下列基本条件：1) 根据法律、行政法规及其他有关规定，具备担任上市公司董事的资格；2) 具有该指导意见所要求的独立性；3) 具备上市公司运作的基本知识，熟悉相关法律、行政法规、规章及规则；4) 具有5年以上法律、经济或者其他履行独立董事职责所必需的工作经验；5) 公司章程规定的其他条件。根据上交所《关于加强上市公司独立董事任职资格备案工作的通知》（上证上字[2008]120号），对独立董事候选人下列情形，须加以关注：1) 曾任独立董事期间，是否亲自出席董事会会议，所发表的独立意见是否与事实明显不符；是否已在五家以上公司担任董事（含独立董事）或“高管”。2) 所任职机构最近一年是否为上市公司及其控股股东提供财务、法律、咨询服务。3) 最近3年是否受到中国证监会、其他行政主管部门行政处罚，或上交所公开谴责或2次以上通报批评。以上规定对独立董事候选人既往履职的勤勉、独立、诚信等考察事项给出了具体标准。

独立董事和其他董事一样，对公司及全体股东负有诚信与勤勉义务，应按照相关法律、法规、公司章程的要求，认真履行职责，维护公司整体利益，尤其要关注中小股东的合法权益不受损害；此外，还必须独立履行职责、发表意见，不受公司主要股东、实际控制人以及其他与上市公司存在利害关系的单位或个人的影响。



(6) 建立董事会专门委员会

根据《上市公司治理准则》第 52 条的规定，上市公司董事会可以按照股东大会的有关决议，设立战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会，专门委员会成员全部由董事组成，其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应占多数并担任召集人，审计委员会中至少应有 1 名独立董事是会计专业人士。拟上市公司的股东大会可以根据本公司的自身情况，设立董事会特别委员会，以尽快实现公司内部机构的完善，为成功上市打好基础。

(7) 强化董事的义务

董事应为了公司和全体股东的利益，忠实、诚信、勤勉地履行职责。董事要有足够的时间和精力履行其应尽的职责，以认真、负责的态度出席董事会，对所议事项表达明确的意见。如果董事确实无法亲自出席董事会的，可以书面形式委托其他董事代为投票。董事会决议违反法律、法规和公司章程的规定，致使公司遭受损失的，参与决议的董事对公司承担赔偿责任，但经证明在表决时曾表明异议并记载于会议记录的董事除外。

(8) 完善董事会议事规则

公司应在公司章程中规定规范的董事会议事规则，确保董事会高效运作和科学决策。董事会应定期召开会议，并根据需要及时召开临时会议。董事会会议应有事先拟定的议题。公司董事会会议应严格按照规定的程序进行。董事会应按规定的时间事先通知所有董事，并提供足够的资料，包括会议议题的相关背景材料和有助于董事理解公司业务进展的信息和数据。董事会会议内容应当做成记录，会议记录应确保完整、真实，会议所议事项要认真组织记录和整理；出席会议的董事和记录人应在会议记录上签名；董事会会议记录应作为公司重要档案妥善保存，以作为日后明确董事责任的重要依据。董事会授权董事长在董事会闭会期间行使董事会部分职权的，公司应在公司章程中明确规定授权原则和授权内容，授权内容应当明确、具体。凡涉及公司重大利益的事项，应由董事会集体决策。

(9) 明确监事会的职责

监事会是股份有限公司法定、必备、常设监督机关，向全体股东负责，对公司财务以及公司董事、经理和其他高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益。

监事有权了解公司经营情况，并承担相应的保密义务。监事会认为必要时，可以独立聘请中介机构提供专业意见。监事会监督、检查情况应当进行记录，监督结果可以作为对董事、经理和其他高级管理人员绩效的重要依据。如果监事或监事会发现董事、经理和其他高级管理人员存在违反法律、法规或公司章程的行为，可以向董事会、股东大会反映。

(10) 完善监事会的构成和议事规则

股份有限公司设监事会，其成员不得少于 3 人。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不得低于 1/3，具体比例由公司章程规定；监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事

会设主席一人，可以设副主席。监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。《上市公司治理准则》要求上市公司的监事应具有法律、会计等方面的专业知识或工作经验，监事会的人员和结构应确保监事会能够独立、有效地行使对董事、经理和其他高级管理人员及公司财务的监督和检查的职权。除了《公司法》规定的监事会的议事方式和表决程序外，公司应在公司章程中规定规范的监事会议事规则，监事会会议应严格按照程序进行。监事会每6个月至少召开一次会议，可以根据需要及时召开临时会议。监事会可要求公司董事、经理及其他高级管理人员、内部及外部审计人员出席监事会会议，回答监事会所关注的问题；监事会会议应有记录，出席会议的监事和记录人应当在会议记录上签字；监事有权要求在记录上对其在会议上的发言作出说明性记载；监事会会议记录应作为公司重要档案妥善保存。

4. 选聘中介机构

(1) 对各类中介机构的总体要求

A. 是否具有从事证券业务的资格。

拟上市公司必须聘请具有证券从业资格的证券公司、会计师事务所和资产评估事务所从事股票发行、上市的保荐、审计和资产评估业务。中国对中介机构的证券从业资格进行严格的管理，不仅要求中介机构有一定比例的证券业务从业人员，还要有与从事证券业务相关的组织机构和从业经验。值得一提的是，1993年，中国证监会、司法部曾经联合发布《关于从事证券法律业务律师及律师事务所资格确认的暂行规定》，创设证券律师资格，对于律师从事证券法律业务实行资格管理。2002年12月23日，随着中国证监会、司法部关于取消律师及律师事务所从事证券法律业务资格审批的通告的出台，实行近十年之久的证券律师资格制度被终止，证券律师业务开始放开。

B. 执业背景

每个公司发行、上市的具体方案都必须符合该公司自身的实际情况，聘请的中介机构必须具有良好的职业背景和丰富的业务经验，才能应对上市过程中可能出现的风险和难题。只有具有较强执业能力、熟悉其公司所从事行业的中介机构，才能保证中介服务的质量。

C. 业内声誉

拟上市公司在聘请中介机构时，除了综合考虑中介机构的执业能力之外，还应考虑的重要因素是中介机构在业内的声誉。

D. 良好的沟通、协调能力

股票发行、上市是发行人及各中介机构共同合作的结果，中介机构之间应该能够进行良好的合作，保荐机构与律师、会计师和资产评估师之间能够顺畅沟通，是公司成功上市的有力保障。

E. 收费标准

公司发行股票并上市需要进行上市成本的总体控制，中介机构的具体收费或收费标准也应当予以考虑，双方可以根据具体股票发行方案具体协商确定中介机构的费用。



(2) 保荐机构和保荐代表人

保荐机构在推荐发行人首次公开发行股票前，应当按照中国证监会的规定对发行人进行辅导。保荐机构负责证券发行的主承销工作，依法对公开发行募集文件进行核查，向中国证监会出具保荐意见。保荐机构应当尽职推荐发行人证券发行上市，在发行人证券上市后，保荐机构应当持续督导发行人履行规范运作、信守承诺、信息披露等义务。

(3) 律师事务所

企业股票公开发行、上市必须依法聘请律师事务所担任法律顾问。律师主要对股票发行与上市的各种文件的合法性进行判断，并对有关发行、上市方案的法律问题出具法律意见。

律师在公司发行股票并上市过程中主要履行的职责有：协助发行人处理发行与上市的各项法律问题和事项；为公司起草发行、上市需要的各类法律文书，出具法律意见书，补充法律意见书和律师工作报告；为发行人申请文件出具相关见证意见；对相关法律问题提出咨询意见；依据发行人委托编制招股说明书等。

(4) 会计师事务所

1992年国务院发布《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》，要求股份制试点企业应经证券资格会计师事务所进行财务审核后才可提出公开发行上市股票的申请。此后，财政部及证监会通过对《注册会计师法》及《证券法》的多次修订，逐渐形成了目前的会计师事务所证券资格申请制度。根据《首发上市管理办法》，注册会计师需对拟上市的企业出具无保留结论的内部控制鉴证报告以及无保留意见的审计报告；同时，注册会计师需对拟上市企业的信息披露中的财务数据负责，除对拟上市企业公布的财务报表的准确性和真实性负责外，还需对招股说明书中发行人的收入、成本、期间费用、净利润等财务数据进行核查，并对数据的准确性和真实性负责。

(5) 资产评估事务所

公司在股票发行之前，往往需要对资产进行评估。资产评估具有严格的程序，整个过程一般包括申请立项、资产清查、评定估算和出具评估报告。资产评估的范围主要包括：各类单项资产评估、企业整体资产评估、市场所需的其他资产评估或者项目评估。资产评估机构应当依法取得资产评估资格，遵守有关法律、法规、执业准则和执业规范。资产评估机构依法从事资产评估业务，不受行政区域、行业限制，任何组织和个人不得非法干预。发行人聘请的审计机构与设立时聘请的资产评估机构不能为同一家中介机构。同时，发行人在申请股票发行时需要进行资产评估的，聘请的资产评估机构与审计机构也不能为同一家。

(6) 财经公关顾问

财经公关顾问是指公司为了寻求和维护其在资本市场投资者与对投资者有重要影响的人士心目中的特定形象和价值定位，而聘请协助公司开展一系列形象设计、展示、推荐、解释和沟通等公关推广活动的专门机构。

在股票首次公开发行、上市过程中，财经公关顾问具体负责如下工作：根据发行人的