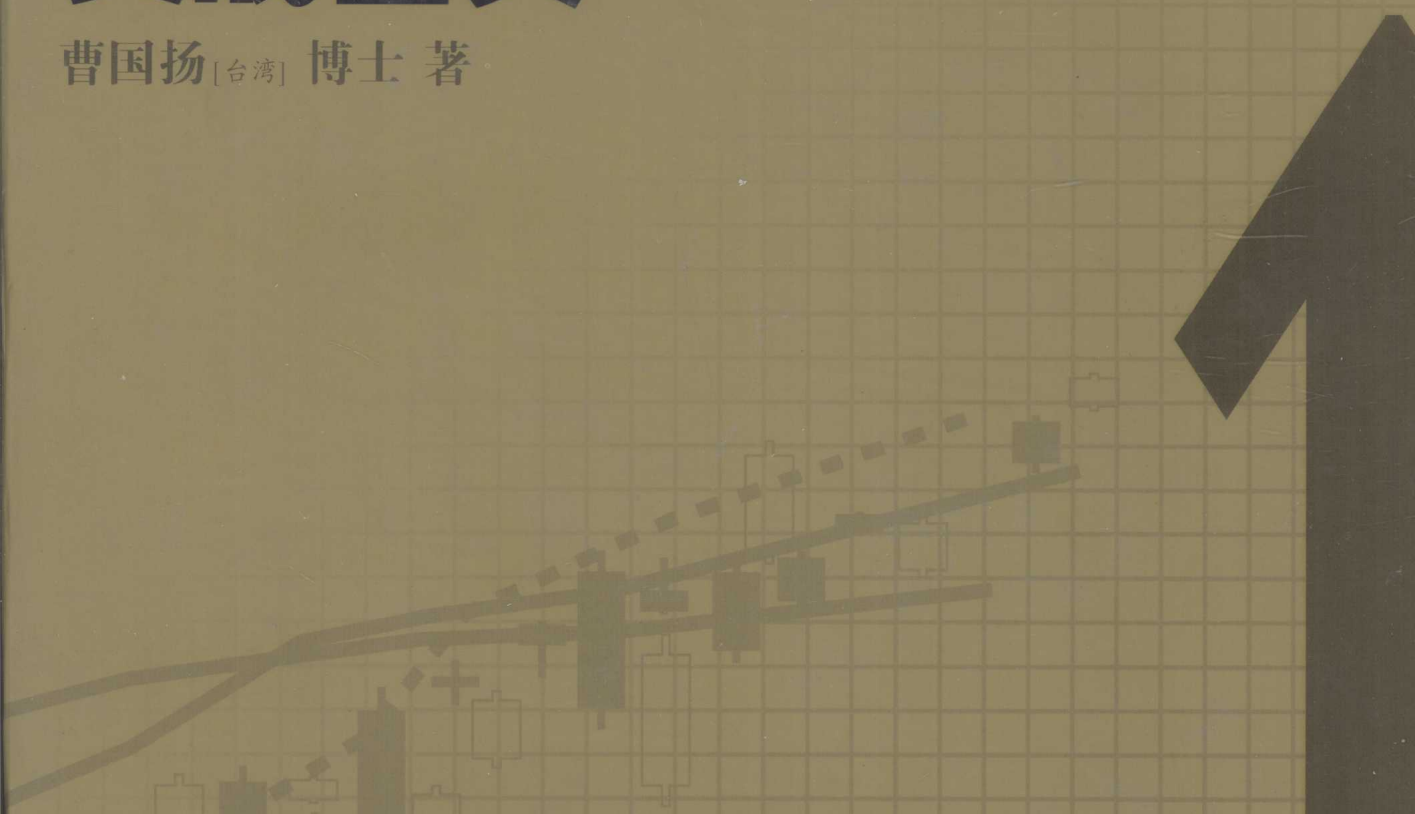


中国企业 纳斯达克上市 实战宝典

曹国扬_[台湾] 博士 著



Practical guide for chinese
enterprises going public on

NASDAQ

经济日报 出版社

F279.246

9

企业

纳斯达克上市

实战宝典

曹国扬 博士 著

经济日报出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国企业纳斯达克上市实战宝典/曹国扬著. -北京

经济日报出版社,2005.5

ISBN 7-80180-461-9

I. 中… II. 曹… III. 上市公司—企业管理—中国

IV. F279.246

中国版本图书馆(CIP)数据核字(2005)029548号

中国企业纳斯达克上市实战宝典

作 者	曹国扬
责任编辑	赵建华 王志平
责任校对	冯 林
出版发行	经济日报出版社
地 址	北京市宣武区白纸坊东街2号(邮政编码:100054)
电 话	010-63567690 63567691(编辑部) 63567683(发行部)
网 址	www.edp.com.cn
E-mail	jjrb58@sina.com
经 销	全国新华书店
印 刷	北京市施园印刷厂
开 本	787×1092mm 1/16
印 张	32.75
字 数	980千字
版 次	2005年4月第一版
印 次	2004年4月第一次印刷
书 号	ISBN 7-80180-461-9/F·179
定 价	88.00元

自序

在邓小平改革开放政策的指导下，中国经济快速增长，其活力及潜力备受国际资本市场投资者的青睐；2000年，中国政府成为世界贸易组织（WTO）的会员国，为实现于2006年全面开放国内金融市场与世界接轨的承诺，2004年1月31日国务院颁布“加强证券市场宏观管理九大方针”，即所谓的“国九条”政策，其中第九条第二款明白指示：“积极利用境外资本市场，遵循市场规律和国际惯例，支持符合条件的内地企业到境外发行证券并上市”；对于正在发展中有光明远景的民营企业，无疑的在融资渠道上注入强心剂，在2003年中国证监会取消了境外上市的“无异议函”之后，该政策已引发国内民营企业赴境外资本市场上市的热潮。

笔者有鉴于国内民营企业囿于财报真实性与国际知名度，在国际资本市场用首次公开发行（IPO）的方式融资不易，但若能让民营企业推荐另一种上市的方式——老股直接上市，意即先上市再融资，也就是先在国际资本市场取得财报透明化的信任与国际知名度之后，再用SPO（再次公开发行）的方式，用涵盖债券市场及股票市场二种制度的低成本优势融资，对于企业的经营成本、股东权益以及上市风险的降低，都有正面的帮助；笔者又感于国内企业对于美国证券市场以及上市制度的认识，受到语言、文化及时空等信息不对称影响，误以为“外国的月亮比较圆”，夸大了美国资本市场上市的门坎，让许多符合美国上市条件及有心想到美国证券市场挂牌上市的企业心生畏惧，不但降低企业的国际竞争力，更使企业减损一个最佳的资金募集渠道；笔者为了让中国企业能轻松、简易地了解老股直接上市的意涵及上市条件，并能轻易地与国务院境外直接上市及美国首次公开发行（IPO）做区隔，独自研究创造了“NON-IPO”上市的专有名词与“板凳理论”（Theory of Bench）的“上市六大规范”（Listing of Six Article），其间众多学者与金融从业人员对该名词从未听闻当属自然之事，但“NON-IPO”其原词原意或谓“Backdoor”或“Direct Listing”或“Front Listing”，上市条件更是“众说纷纭莫衷一是”，常让中国企业“丈二金刚摸不着头脑”；试想政府的“国九条”政策若能因老股直接上市（NON-IPO）的制度及“上市六大规范”获得认同及推广，不但让中国企业深刻了解美国资本市场运作制度及上市规范，更能让美国资本市场IPO（首次公开发行）、SPO（再次公开发行）资金的活水与公司治理的制度融入中国，从而使中国企业更具生命力、更具国际竞争力。

笔者以简、繁体财经专业论著六本及在两岸大学担任教职为基础，全方位地与美国证监会登录律师 Gary Agron 先生（Gary A. Agron Law Office）、会计师 Edmund Chan 先生（Moores Rowland Marzars）、Eddie Wong 先生（Friedman Alpren & Green L. L. P.）、Rex Lai 先生（Candor Taiwan CPAs）达克证券市场会员 Edward Price 先生（Spencer Edwards Inc.）合作，从事中国企业到美国资本市场免费的上市咨询、评估及规划业务；虽然所有团队对中国企业有关美国资本市场上市信息的推广，皆有一种前所未有的使命感，但中国企业对于美国资本市场的误解已是“冰冻三尺”，非三言二语就可说明白，诸如许多企业家误解只有高科技类股才能三级市场的纳斯达克（NASDAQ）上市、误解二级市场的美国股票交易所是纳斯达克的

延续板块、误解在美国上市的方式就只有首次公开发行（IPO）或买壳（Reverse Merger）上市、误解老股直接上市还需要支付承销费用、误解辅导（劳务）费用就是承销费用等，让所有的辅导团队曾一度萌生退意；幸好陕西新桃花源文化旅游公司给我们机会，并全力配合辅导工作，在短短的六个月时间里，不但完成了所有繁杂的辅导工作符合了美国上市要求，亦引进了美国先进的公司治理制度，更顺利地于2004年12月13日以老股直接上市（NON-IPO）的方式在美国股票交易所注册成功。

如今，在陕西新桃花源文化旅游公司以老股直接上市的方式顺利成功之后，所有的辅导团队将会更加的珍惜这份得来不易的殊荣与成绩，除了对陕西省各级政府的支持及新闻媒体专业的财经素养表示十二万分的感谢之外，更对陕西省众多优质企业为配合政府政策展现出强烈的进取心表示最诚挚的敬意；相信在不久的将来，陕西企业将会是中国经济高度发展史上最璀璨的明珠！

为了让中国企业一窥美国公司治理制度的神秘堂奥，在本书第四篇“公司治理”“实战菁华”中节录笔者在中国人民大学财金研究所教授“公司治理”课程时部分优秀学生之论文报告，其中不乏有“真知卓见”者或对国内“公司治理”环境与制度提出“掷地有声”之建言者，特此“公诸于众”、“奇文共赏”！

本书得以顺利出版，除了要感谢长期从事证券服务的北京好友宗子阳先生，为我提供许多境外上市的法律规章及各产权交易所的管理办法，还要感谢摩斯伦·马赛会计事务所会计师 Mr. Edmund Chan 对本书财务审计篇的指正与协助，更要感谢美国百胜客国际金融证券责任有限公司全体同仁与美商百胜客金融集团执行董事 Mr. Billy J. Smith、事业合伙人 Mr. Gary A. Agron、Mr. Edward H. Price、中国执行代表陆伟先生、上海执行代表叶东明先生、京中办公室金鸿运先生、京北办公室刘森女士、京西办公室姜小燕、尹君女士、姚燕祥先生、京东办公室邓书楼、尹振海先生、郑晓春先生、上海办公室黄华敦先生的支持，因为他们的协助与推广，才得以让中国企业深刻了解美国资本商场的运作，使中国资本市场能与世界接轨，使中国企业更具国际性与竞争力。

本书谨献给具国际观瞻、计划到美国上市的经营管理者，并献给国内因了解美国证券制度，而让该管业务更臻完美的财经官员；如此，不仅是企业之幸，更是国家之福。

自序	1
----	---

准备篇

中国企业境外上市发展历史	3
美国证券市场结构	4
纳斯达克证券交易市场	6
纳斯达克各级市场上市六大规范	7
纳斯达克上市方式与种类	10
美国IPO上市方式日渐式微的原因	10

第一篇 关于纳斯达克

纳斯达克的由来	13
新投资世界的代名词	13
何谓IPO	15
何谓NON-IPO	15
IPO与NON-IPO上市优劣与比较	16
何谓DPP	17
何谓QFT	18
上市挂牌有最低股价及变更交易市场之规定	19
能否顺利挂牌保荐团队扮演举足轻重角色	19
股票流通SEC 144条款有锁股限制	20
何谓板凳理论? 符合板凳理论是否就可在纳斯达克挂牌	21
被人误解只有高科技类股才能上市的原因	22
换股比率高低由EPS及PER等四大因素决定	22
投资银行主要业务	23
承销方式分为包销与代销两种	25

实战菁华

BBX历史与背景	27
NASD与NASDAQ之异同	27
纳斯达克证券交易市场特性	28
公开发行股票构成要件	28
OTCBB走入历史后,SEC如何处置目前尚在OTCBB交易的公司	29
合并与收购之异同	29
借壳上市与老股直接上市之异同	29

第二篇 如何在纳斯达克上市

中国民营企业美国上市保荐团队评估要点	33
中国民营企业如何规避美国上市的风险	33
中国民营企业美国上市常遇见的问题	35
中国企业美国NON-IPO上市实务与流程	36
全国市场上市条件	37
小资本市场上市条件	38
上市作业小组任务与编组	39
柜台买卖中心	39
如何在柜台买卖中心上柜	40
上柜作业实务与流程	45
借壳上柜程序与风险	45
NON-IPO挂牌六大法定程序	46
各项国际认证是决定能否顺利挂牌的关键	48
中国企业在柜台买卖中心上柜的优缺点	49
不论换股比率高低一定比原始权益高	51
Road Show-路演应注意事项与作法	52
如何撰拟一份优质的商业计划书	54
商业计划书撰拟实务	56

实战菁华

中国产权交易中心(ETC)营运规范	71
如何进入中国产权交易中心	75
中国企业如何向证监会申请直接在境外上市	83
美国上市审查方式与中国上市审查方式之差异	86
NON-IPO与汇发(2005年)11号通知内容之比较	87
挂牌交易后原始股东买卖股票的规定	92
公司在挂牌前业绩状况不如预期,是否还可以挂牌	93
为何在美国上市的中国企业廖廖可数	93
何谓粉纸交易市场	93
无形资产的财务报告评比方式	94
SEC 144条相关规定与内容	94
SEC 145A条相关规定与内容	96
SB-2注册文档相关规定与内容	98
注册文件与公开说明书由谁负责完成	102
上市辅导作业与审查时间约需多久	102
境外上市之企业需要准备的资料	102
中国公司法	103
中国证券法	128
中国企业国有资产监督管理暂行条例	147
股票发行与交易管理暂行条例	152
中国各省、市产权交易所管理办法	164

第三篇 如何在纳斯达克发行ADR

存托凭证源起	231
F6注册文档	231
参与型ADR种类、规范及标准	236
发行ADR之优点	236
各级ADR优、缺点	237

ADR作业实务与流程	238
------------	-----

实战菁华

海外存托凭证之类型	239
存托凭证的价格比国内股价高之原因	239

第四篇 公司治理

公司治理发展历史	243
美国主要股票市场公司治理规定	243
公司治理评量标准	244
董事会公司治理组织章程	247
独立董事资格、条件与设置标准	250
股票选择权委员会规章	252
执行委员会规章	253
审计委员会规章	253
策略规划与财务委员会规章	258
薪酬、提名、治理委员会规章	259
沙班氏欧克斯利法案	262

实战菁华

何谓股票选择权	264
境外上市公司董事会秘书工作指引	264
中国公司治理准则	266
中国公司治理结构现状	274
论文精选	275

第五篇 财务审计

认识美国公认会计准则	383
PRC GAAP与US GAAP及IFRS差异之比较	387
如何准备美国会计师审计材料	391
主要财务比率分析与检讨	393

SDC关联交易简易披露调查表	403
----------------	-----

实战菁华

公司原来的中国注册会计师是否可以负责美国公认会计准 则的审计业务	405
如何满足SEC对于美国财务报告披露的要求	405
SEC规定上市公司每年需呈送10K报表其目的为何	406
如何准备与填具10K报表	406
SEC规定上市公司每季需呈送10Q报表其目的为何	415
如何准备与填具10Q报表	415
上市公司遇有重大事项需填具8K报表披露,何谓重大事项	421
如何准备与填具8K报表	421

第六篇 上市后企业权益与责任

上市后企业权益与责任	439
挂牌后上市公司应配合事项	440
上市公司建置公司网站应包含的项目	441
价格稳定策略与操作方式	441
上市后股价如何维持	442
SPO发行之条件与方式	446
DPP发行之优缺点	448
IPO资金应如何运用	448
海外控股公司与本国公司之关系	449
股东大会	449
董事会	454

实战菁华

何谓库藏股	460
库藏股的特性	460
购回库藏股的时机	460
购回库藏股的用途	461

库藏股购回的限制	461
----------	-----

何谓海外控股公司	461
----------	-----

第七篇 美国证券市场基本认识

纽约证交所历史与背景	465
------------	-----

纽约证交所上市条件	465
-----------	-----

美国股票交易所历史与背景	466
--------------	-----

美国股票交易所上市条件	466
-------------	-----

科技类股如何分类	467
----------	-----

美国常用股票类别大观	468
------------	-----

美国股市惯用术语集锦	469
------------	-----

实战菁华

美国证券承销制度的发展	470
-------------	-----

美国承销商在上市的过程中扮演的功能与角色	470
----------------------	-----

美国承销商在承销过程中的风险	471
----------------	-----

美国承销商承销程序	471
-----------	-----

蓝天法案	472
------	-----

第八篇 如何买卖美国股票

纳斯达克IPO承销价格如何订定	475
-----------------	-----

做市商如何造市	476
---------	-----

投资纳斯达克上市股票的好处	476
---------------	-----

如何买卖纳斯达克上市股票	477
--------------	-----

买卖美国股票实务及流程	478
-------------	-----

实战菁华

做市商如何维持股价	485
-----------	-----

中国证券承销价格的计算公式	485
---------------	-----

股价维持与EPS的关系	485
-------------	-----

股价维持与PER的关系	486
-------------	-----

上市后股价高低由那些因素决定	486
公司问卷调查表(DD)	487
董事、独立董事、经营团队问卷调查表(DDQ)	491
附录	
中国对国内企业境外上市相关法律法规之18号通知	501
中国对国内企业境外上市相关法律法规之69号通知	501
中国对国内企业境外上市相关法律法规之21号通知	502
中国对国内企业境外上市相关法律法规之83号通知	503
中国对国内企业境外上市相关法律法规之证监会72号通知	505
中国对国内企业境外上市相关法律法规之证监会4.1号通知	505
中国对国内企业境外上市相关法律法规之九条通知	509

Practical guide for chinese
enterprises going public on

NASDAQ

准备篇

中国企业境外上市发展历史

2004年初期，中国证监会对外发表一则中国企业境外上市的消息，其中2003年，中国企业在美国资本市场融资的额度超过70亿美金，证监会预估2004年在国九条推波助澜之下，当可超过150亿美金。其时，中国企业到境外上市的热潮，可追溯到20世纪90年代，当年在邓小平的改革开放政策指导下，中国经济快速增长，其活力及潜力备受国际资本市场投资者的青睐；1992年中国证监会成立，同年批准国内企业青岛啤酒、上海石化等公司，透过全球存托凭证（GDR）和美国存托凭证（ADR）的方式赴海外筹资，开启了中国企业赴美国证券市场上市筹资的大门，亦引爆了国内企业到境外资本市场上市的第一波热潮。

1993年4月9日国18号函《关于境内企业到境外公开发行股票和上市存在问题的报告》的通知，主要内容：境内企业直接或间接到境外发行股票和上市，主要包括以下几种方式：1. 境内企业直接到境外发行证券和股票上市（包括到境外公开发行B股的形式）；2. 境内企业利用境外设立的公司名义在境外发行股票和上市；3. 境内上市的公司到境外交易所上市交易；4. 境内上市的公司到境外发行存托凭证（DR）或者股票的其他派生形式。

1993年，国69号函《关于暂停收购境外企业和进一步加强境外投资管理》的通知，主要内容：禁止境内机构和企业通过购买境外上市公司控股股权的方式，进行买壳上市。

1997年6月20日，国21号函《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理》的通知，主要内容：在境外注册由中资控股的境外上市公司，进行分拆上市、增发股份等活动，受当地证券监管机关监督，境内股权持有单位应当事后将有关情况报中国证监会备案；重申1993年国69号函：禁止境内机构和企业通过购买境外上市公司控股股权的方式，进行买壳上市。

1999年2月17日中华网、新浪、网易等中国三大门户网站，到美国证券市场上市募资，触动了高科技类股群起效尤的蝴蝶效应，也为国内企业赴境外资本市场上市掀起了第二波热潮。

1999年7月14日，国83号函《关于企业申请境外上市有关问题》的通知，中国企业赴海外直接上市先决条件为：资产净值不少于4亿元人民币、过去一年税后利润不少于6000万人民币，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。

2000年6月9日，证监会72号函《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题》的通知，主要内容：不适用于国发（1997）21号函规定情形的，才适用于证监会72号文件，由中国律师出法律意见书，经中国证监会函覆“无异议函”的规定；同年，中国政府成为世界贸易组织（WTO）的会员国，为实现国内金融市场与国际资本市场接轨的宏观政策，承诺在未来六年内逐步开放国内金融市场与世界接轨。

2003年4月1日，证监会号函《关于取消第二批行政审批项目及改变部分行政审批项目管理方式的通告》以及《关于做好第二批行政审批项目取消及部分行政审批项目改变管理方式后的后续监管和衔接工作的通知》，主要内容：取消对“中国律师出具的关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市的法律意见书审阅”。

2004年1月31日，国务院为了“贯彻与落实党的十六大和十六届三中全会精神”，积极推进资本市场改革开放和稳定发展，特对各省、自治区、直辖市人民政府、国务院各部委、各直属机构颁布“加强证券市场宏观管理九大方针”，即所谓的“国九条”政策，其中第九条第二款明白指示：“积极利用境外资本市场，遵循市场规律和国际惯例，支持符合条件的内

地企业到境外发行证券并上市”；对于正在发展中有光明愿景的民营企业，无疑在融资渠道上注入强心剂，该政策引发国内民营企业赴境外资本市场上市的第三波热潮。

果不其然，“国九条”一经颁布，2004年3月4日，上海的企业“掌上灵通”每股以14美元的价格挂牌，3月9日，“TomOnline”每股以15.55美元的价格挂牌，3月17日，“中芯半导体”每股以17.5美元的价格挂牌，5月13日，“盛大网络”每股以11美元的价格挂牌，7月10日，“空中网”每股以10美元的价格挂牌，9月28日，“前程无忧”每股以14美元的价格挂牌，10月15日，“金融界”每股以13美元的价格挂牌，10月28日，“e龙”每股以13.5美元的价格挂牌，12月3日，“九城数码”每股以11美元的价格挂牌，12月15日，“第九城市”每股以17美元的价格挂牌。从此，中国企业到境外上市正式进入战国时期。

美国证券市场结构

金融市场可分成三大区块，分别为货币市场、资本市场及外汇市场；各该市场主要业务与标的分述于后：

一、货币市场

货币市场是买卖货币性资产的交易场所，也是短期资金供给与需求的交易市场，为金融市场的一环，仅提供一年期以下短期资金与票券交易的市场。

1. 同业拆款市场：银钱业者间短期借贷业务。

2. 票券金融公司：提供短期有价证券进行交易的场所，交易标的：

(1) 国库券

(2) 银行可转让定期存单

(3) 商业本票

(4) 银行承兑汇票

(5) 商业承兑汇票

二、资本市场

资本市场是提供一年期以上长期资金供需交易的市场，由债券与股票两大市场组成。

三、债券市场

为企业或政府执行债务融通的市场，又可分为公债市场与公司债市场，公债市场又可分为中央公债与地方公债二种，公司债市场分为一般公债、可转换公司债与海外可转换公司债等三种。

四、股票市场

又称权益融通市场，依公开交易处所不同，又可细分：

一级市场：又称初级市场或发行市场，专供未上市公司透过专业团队（律师、会计师、承销商、辅导券商及财务顾问等）的辅导，取得上市身份与股票在集中交易市场公开流通及交易之资格。

中国境内有所谓的“一级半”市场，该市场因交易标的的公司未经或尚在上市团队辅导之中，仅达到一级市场一半之要求，故称“一级之半”市场，简称“一级半”市场；其实“一级半”市场泛指各地地区的“产权交易所”或是“技术产权交易所”办理有限责任公司和股份有限公司的国家股或法人股权或自然人的股权转让与变更登记业务而言，在营运质性与功能上，和美国的“柜台买卖中心”十分相似，美国的全名是“Over The Counter”，简称

“OTC”，但因中国的国情与证券环境与美国不同，中国的全名则称“产权交易中心”，在专业的金融角度应称做“Equity Trade Center”，简称“ETC”，交易的标的比美国的“柜台买卖中心”更广，包括物权、债权、股权、知识产权等各类财产权利，因此，“产权交易中心”业务范围涵括了美国的“柜台买卖中心”业务的范畴，假以时日，中国的“产权交易中心”若能引进美国全国性的电子揭示看板（Bulletin Board）每 90 秒更新披露一次撮合交易标的价、量信息的作法，相信“产权交易中心”不但能在国内扮演美国“柜台买卖中心”的角色，攫获国内企业的信任，更能吸引更多的国际投资人的关注，让中小企业不须舍本逐末、远渡重洋的到境外借壳上市。

二级市场：又称次级市场或交易市场，美国共有七个证券交易所：

- (1) 纽约证券交易所 (NYSE)
- (2) 美国证券交易所 (AMEX)
- (3) 费城证券交易所 (PHLX)
- (4) 芝加哥证券交易所 (CSE)
- (5) 波士顿证券交易所 (BSE)
- (6) 辛辛那提证券交易所 (CSE)
- (7) 太平洋证券交易所 (PSE)

公开的交易配合的其他市场包括：

- (1) 证券商：承销商、自营商、经纪商
- (2) 证券金融公司
- (3) 证券投资信托公司
- (4) 证券投资顾问公司
- (5) 证券集中保管公司

三级市场：俗称店头市场—纳斯达克

- (1) 全国市场 (NM)：上市，以美元为交易单位。
- (2) 小资本市场 (SCM)：上市，以美元为交易单位。
- (3) 柜台买卖中心 (OTC)：俗称上柜，以美分为交易单位，交易之股票又称“便士股”。

波特市场 (PORTAL)：提供发行一年以上非公开发行之私募股票交易的市场。

- (4) 粉纸交易市场 (PINKSHEET)：私人公司，为垃圾股票交易的地方。

四级市场：又称电脑撮合市场，仅提供银行、保险公司及基金管理公司在网络上每 30 秒自动撮合交易一次。

三、外汇市场

外汇市场，又称做“Forex”或“FX”市场，为世界上最大的金融市场，它的每日平均交易额大约为美金 2 兆。外汇是一种同时间买卖不同货币的行为。全球的货币为浮动的汇率而都是以两种货币组合来交易，例如，欧元与美元和美元与日元等；外汇交易不像股票和期货市场一样有集中的交易场所。由于外汇交易是交易双方透过电话或网络来联系，所以外汇市场是一种店头或银行间的市场；根据历史事实，外汇市场是由包括中央、商业、投资银行等的银行来支配，所以外汇市场又称“银行间市场”，然而，其他市场参与者的比例日渐增加，现在包括了大型跨国企业、国际货币管理者、登记立案的交易商、国际资金经理人、期货和选择权交易商以及个别的投机者。

(一) 外汇交易活动

- (1) 商业银行与顾客间的活动