

我国企业境内外首次公开发行上市

IPO 融资路径比较研究



范力 著

中央文献出版社

我国企业境内外首次公开发行上市

IPO 融资路径比较研究



范力 著

中央文献出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国企业境内外首次公开发行上市 (IPO) 融资路径比较研究/范力著.—北京: 中央文献出版社, 2008.3

ISBN 978—7—5073—2537—9

I. 我… II. 范… III. 上市公司—融资—研究—中国
IV. F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字 (2008) 第02659号

我国企业境内外首次公开发行上市 (IPO) 融资路径比较研究

著 者 / 范 力

责任编辑 / 王春明

封面设计 / 长 福

版式设计 / 豁 畅

出版发行 / 中央文献出版社

地 址 / 北京西四北大街前毛家湾1号

网 址 / <http://www.zywxpress.com>

邮 编 / 100017

编辑热线 / 63095932

销售热线 / 63097018

经 销 / 新华书店

排 版 / 河北省廊坊市三丰制版

印 刷 / 河北省廊坊市测绘院印刷厂

700×1000mm 16开 13.75印张 25千字

2008年3月第1版 2008年3月第1次印刷

ISBN 978—7—5073—2537—9 定价: 25.80元

本图书如存在印装质量问题, 请与本社联系调换

版权所有 侵权必究

序 言

随着技术进步和生产规模的扩大，单纯通过债务融资已很难满足企业的资金需求，首次公开发行上市（Initial Public Offerings, IPO）已成为我国企业直接融资、迅速扩大资产规模的重要途径。IPO 不仅有利于开拓企业融资渠道，还有助于降低企业资金成本，建立归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅的现代产权制度，提升企业与产品形象。党的十七大报告明确提出，要“推进金融体制改革，发展各类金融市场”，“提高银行业、证券业、保险业竞争力，优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重。”当前，我国资本市场的改革和发展正面临着难得的发展机遇。正基于这些良好的政策环境和强烈的融资冲动，近年来我国企业纷纷把在境内外资本市场公开发行上市作为日益重要的融资战略选择，掀起了一次次境内外 IPO 融资的热潮。

在经济全球化大趋势下，我国经济正与世界经济迅速接轨，国内企业在发行上市地点的选择上已不再仅限于境内沪、深市场，开始面临日益多样化的选择，越来越多的境外资本市场上出现了中国上市公司的身影。但是由于不同的资本市场在发行上市条件、募集资金能力、发行上市风险、发行上市费用、再融资能力等方面各不相同，面对如此众多的路径选择，在没有系统分析比较之前，企业难免会出现无所适从或盲目跟风的现象，往往难以科学正确选择，最终上市的结果可能并不能达成企业预期的目标，甚至还会影响其未来发展。因此如何帮助众多的国内企业审时度势，选择更好的 IPO 路径以加快其融资步伐和实现融资目的，具有重要的现实意义。

国外有关 IPO 相关问题的研究自 20 世纪 60 年代开始增多，80 年代以来，即使是在那些以银行为主要融资渠道的国家如德国和日本等，股票首次公开发行问题也开始越来越多地引起了这些国家经济界和金融界的注意。近年来国外的权威金融杂志如《金融学刊》、《金融经济学刊》等每年都有许多有关股票首次公开发行的文章发表。随着我国证券市场的快速发展，国内金融界对 IPO 问题的研究也不断加强，但主要是结合我国证券市场的不同发展阶段，围绕我国的

我国企业境内外首次公开发行上市

融资路径比较研究

发行上市制度改革进行研究，多集中在发行方式、发售机制、估值模型、初始收益率、券商承销风险、IPO 与买壳上市比较分析、IPO 与企业绩效的相关性分析以及 IPO 对企业改革和提高竞争力的积极作用等方面。目前，以我国企业境内外 IPO 融资路径比较为对象的相关著作和文章还不是很多，也不够深入。

范力同志的这本著作在广泛吸收国内外相关研究成果的基础上，对 IPO 机制与过程进行了全面梳理和宽泛而详细的分析，系统介绍了现存的 IPO 过程中拟上市企业、承销商、律师和会计师等中介机构的运作方式和工作流程，并从企业内部和外部两个角度介绍了 IPO 发行企业治理监管机制；综合对比了境内、香港、新加坡、美国、英国、德国、欧盟、日本、韩国等资本市场的历史沿革、基本概况、主板和创业板的发行上市政策、条件及上市步骤；并结合我国不同类型企业的具体特点和融资需求，从发行上市条件、上市发审便利、上市成本、融资能力、风险和企业产品市场或客户地域分布情况等方面进行了比较研究，为众多准备进行 IPO 融资的国内企业在进行路径选择时提供了具体的决策参考，具有较强的现实意义和可操作性。此外，笔者还精心选取了中信银行、网盛科技、中兴通讯等十四家不同规模、不同行业、具有代表性的我国企业成功上市的个案进行了深入的典型案例分析，既是对研究结论的生动佐证，也为广大准备进行 IPO 融资的国内企业提供了样本和例证。

总体来看，此书资料翔实丰富，对比分析的境内外资本市场比较全面，几乎囊括了目前全球比较热门的交易市场；同时，分析系统严谨，在紧密结合我国不同类型企业具体特点和融资需求的基础上，系统分析了影响企业 IPO 路径选择的各个相关因素。此书虽然只是境内外 IPO 融资路径比较研究方面的一个开端性成果，还有不少需进一步补充、完善之处。但其对具有 IPO 迫切需求的众多国内企业来说不啻为及时的指导，同时也可为从事资本市场实务运作、研究和监管的同志们提供参考。因此，我很乐意向读者朋友们推荐这本书。

张纪

2008 年 1 月

目 录

第一章 导论	1
一、中国企业境外上市历程	1
二、企业为何要上市	4
三、企业如何上市	6
第二章 IPO 机制	12
一、公开上市的过程	12
二、IPO 过程中中介机构的选择	13
三、IPO 配股定价机制	18
四、IPO 发行企业治理监管机制	25
第三章 境内外资本市场比较	31
一、境内市场	31
二、香港市场	39
三、新加坡市场	46
四、美国市场	50
五、英国市场	65
六、德国市场	69
七、欧盟市场	73
八、日本市场	76
九、韩国市场	83
第四章 国内企业 IPO 的路径选择	88
一、国内企业上市的基本情况	88
二、发行上市条件比较	90
三、上市发审便利比较	93
四、发行上市成本比较	99
五、融资能力比较	102

六、风险比较	104
七、企业的产品市场或客户地域分布情况	107
八、境内市场分析	115
第五章 经典案例	118
一、中信银行 A H 并发	118
二、网盛科技——深圳中小企业板的奇迹	120
三、中兴通讯增发 H 股	123
四、海外上市寻求集团改制——浪潮“涌入”联交所创业板	125
五、新东方照亮西方	128
六、如家登陆 NASDAQ	130
七、新华财经登陆日本	132
八、中远借壳登陆新加坡	135
九、浙江昱辉瞄准 AIM	138
十、尚德美国纽约上市	140
十一、中华网——NASDAQ 的“中国概念”	142
十二、蒙牛乳业领头香港“牛”市	145
十三、金融界 NASDAQ 上市	150
十四、同仁堂香港创业板上市	152
第六章 总结	156
附录	158
一、中华人民共和国公司法（节选）	158
二、中华人民共和国证券法（节选）	159
三、《首次公开发行股票并上市管理办法》	164
四、关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知	172
五、证券发行上市保荐制度暂行办法	174
六、中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法	185
七、证券发行与承销管理办法	191
八、关于企业申请境外上市有关问题的通知	200
九、关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知	202
十、美国萨班斯法案	204
参考文献	211

第一章 导论

随着企业的发展，企业对资金的需求会越来越旺盛，而资金的供给却有可能无法满足企业的需要。IPO (Initial Public Offerings) ——首次公开发行股票或新股票上市，是解决这一供需矛盾的途径之一。^①所谓 IPO，即企业通过证券交易所首次公开向投资者增发股票。这是一个企业通过募集形式取得发展资金的一个过程，在这个过程中售出的股票随后即可在二级市场上进行交易。企业通过股票上市，可以使股票所有的创业者资产得到膨胀，当股票卖出去时，可以得到一笔收益，用来扩大再生产。

从世界经济一体化以及国内企业发展的情况来看，中国企业的资金缺口越来越大。据江西省中小企业局 2004 年统计，仅江西一省的中小企业的每年资金缺口就高达 200 亿元；《中关村发展蓝皮书——突破融资瓶颈》则显示，中关村民营企业普遍存在资金缺口，其中 58% 的企业存在资金不足困难，平均资金缺口为 1800 万元左右。可以预见，未来上市的中国企业会急剧增多。对于国内的企业来说，上市的路径可分为大陆、香港、美国、日本、英国、新加坡等等。近期德国以及欧盟等国家地区的交易所也有意招揽中国企业前往上市。面对如此众多的路径选择，在没有系统分析比较之前，企业难免会出现无所适从或盲目跟风的现象，最终上市的结果可能并不能达成企业融资的目标，甚至会影响企业的未来发展。我国的企业就曾出现过几次境外上市的热潮，其中固然有成功的经验，但也有惨败的教训。下面让我们回顾一下这段历史。

一、中国企业境外上市历程

自从 1990 年中信泰富在香港借壳上市以来，中国企业相继开始踏出国门，开始海外融资。根据清科集团发布的《2006 年中国企业上市年度报告》显示，2006 年中国企业海外上市数量已达 86 家，融资额达 440 亿美元，其中 VC（风

^① 企业在确定是否上市之前首先要确认定位意向投资的项目，需要多少资金，风险系数多大。再根据所需投资的项目的风险，和资金数额确定融资方式，上市只是其中一种融资方式。

我国企业境内外首次公开发行上市

险投资)和PE(私募收购基金)支持的企业创下29家的历史新高,而从行业看,主要分布在传统行业、服务业、其它高科技行业、广义IT和生物/医药五大行业。而在此期间,中国企业境外上市也经历了四次热潮(如下表所示)。

	时期	代表企业
第一次	1992—1994	改制前的制造业国企:青岛啤酒、上海石化、中策轮胎等
第二次	1995	基础设施企业:东航、南航、大唐等
第三次	1996—1997	“红筹股”:招商局、航天科技等
第四次	1999—2005	互联网等高科技企业:中国电信、侨兴环球、世纪永联、新浪、网易等

1992年左右,中国经济飞速增长,甚至高于世界平均水平的一倍多。国际投资人纷纷看上中国巨大的消费市场,加之中国制造业历史悠久,基础雄厚,而且中国政府一向大力扶持制造业,于是,改制前的制造业国企开始境外融资,掀起了国内企业境外上市的第一次热潮。1992年,中国证监会成立以来,批准了第一批企业到境外上市。1993年10月,青岛啤酒股份有限公司成立并进入国际资本市场,股票分别在香港和上海上市,成为国内首家在两地同时上市的股份有限公司。随后,上海石化、马鞍山钢铁等企业在香港挂牌,而且通过全球存股证方式(GDR)和美国存股证方式(ADR)在全球各地即美国纽约证券交易所上市。1992年10月9日,华晨金杯汽车通过其他途径在纽约证券交易所上市,发行价为16美元,仅一个月之后就飙升至33美元。随后中策轮胎、上海摩托车等也纷纷在纽约证券交易所上市。由于是中国企业第一次在美国上市,受到海外投资者的狂热追捧,到1993年达到高峰,尤以青岛啤酒为最,认购率超额200多倍。到1994年,一方面有来自墨西哥金融危机的外部原因,另一方面有企业自身管理、体制和治理方面的欠缺,尤其是欠缺激励机制,股票价值和运营业绩等都没有与员工利益直接挂钩,业绩公报和年报与企业上市推荐过程中所做的预算相去甚远等。国际投资人对中国制造业逐渐产生怀疑,第一次海外上市的热潮渐渐褪去。

“九五”期间,中国政府大力发展电力、交通等基础设施产业。1995年左右,中国东航、南航等基础设施类企业纷纷上市,掀起了海外上市的第二次热潮。上市初期,此类股票吸引了投资人的极大兴趣,他们普遍认为基础设施领域有着广阔的发展前景。可是受到当时中国经济条件的制约,许多这类项目都

被迫停建，像民航业，由于运力过剩，恶性竞争、机票打折等原因全面亏损。这类企业的股票很快开始被海外投资人抛售，造成股价暴跌，第二次境外上市的热潮与第一次类似，也很快悄然褪去。

此后，非国有企业在境外上市采用较多的方式是海外红筹，即由企业的投资者或实际控制人在境外注册一个以上市为目的而成立的海外控股公司（通常是在英属维京群岛、开曼群岛、百慕大群岛成立的税收豁免型公司或香港公司），通过海外重组，将企业权益（包括股权或资产）的全部或实质性部分注入这个海外公司，并以该公司为主体在境外上市。红筹上市与直接在境外证券市场发行股票并在境外上市不同，在实务上具有更多优点。适用法律容易被各方接受、税务豁免、审批程序简单、流通股票的范围广、股权运作方便等等。1996至1997年，航天科技、招商局、华润、北京控股、广东粤海等开始挂牌在香港上市，掀起“红筹股”境外上市的第三次海外上市热潮。北京控股认购之初，香港60个财团入股，创下1200倍认购率的股市记录。上市股价11.48港元，当天就涨到44港元，最高达66港元。红筹股十分吸引海外投资者，主要源于他们对中国经济高速发展的信心。而且红筹股与之前企业不同，他们注册在香港等境外地点，经营环境好，自主灵活，融资方便。而且这些企业能得到相当多的资产注入，拥有大批战略投资者，资产组合多元化。此外香港回归的大好环境也帮助很大。但好景并不长，1997年亚洲金融危机爆发，香港股市大幅下跌，加之红筹股业绩表现也并不好，不少股票跌到发行价以下，广东粤海甚至走上了清盘道路。这次热潮褪去之后，国外资本市场竟然对中国股票大门关闭了15个月。

由于美国高科技企业在资本市场的优异表现，我国经济持续多年高速增长，而且中美两国就中国加入世贸组织达成协议，加之中国取消中国企业境外上市的“无异议函”，高科技企业境外上市又掀起了新一轮的热潮。1999年左右，互联网泡沫达到高潮，人们对IPO的热情又开始空前高涨。而且获得IPO配股的投资者总是能得到数额惊人的回报。1999年2月17日，以生产数码无线电话为主的侨兴环球在美国纳斯达克上市，成为国内第一家境外上市的民营企业。由于受中美就中国加入世贸组织达成协议的利好因素刺激，股票当天涨幅达268%，成交量惊人。几天之后，就荣登纳斯达克市场一周涨幅最大的十大股票之第六位，市值一周增加1.5亿美元。1997年7月14日，中国证监会发布《关于企业申请境外上市有关问题的通知》。当日中华网在美国纳斯达克上市，股价由20美元狂升到67.2美元，当日市值就超过110亿元人民币，集资1亿美元。中国电信等大型垄断性企业的股票也都像坐着火箭一样上涨。1999年11

月3日，一家成立不到一年的互联网公司——世纪永联，在美国OTCBB市场借壳上市成功，成为中国首家在这个市场上市的公司。起初股价仅为40美分，市值几百万美元。可不久便股价上涨几十倍，市值达到4.8亿美元，并被推荐为该市场的明星股。2000年4月16日，新浪网在纳斯达克市场上市，随后网易也在该市场上市，这些以互联网为特色的高科技企业造就了无数财富神话，网易创始人丁磊一夜之间成为中国首富。可到2005年初，互联网泡沫渐渐破灭，国家外汇管理局发布《关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》，境内居民在境外投资设立控制境外企业，都需要按照规定操作，不仅增加了上市企业审批的麻烦，也增加了上市成本，高科技概念股境外上市的热潮逐渐褪去。

从中国企业境外上市的历史回顾中，我们可以看出上市路径的选择很重要，这不仅关系到企业是否达到融资的目的，还关系到企业的长期发展，甚至还关系到本国本行业的发展。那么，面对众多的上市路径，企业应如何选择呢？其实，所有待上市的国内企业只需回答如下这个问题：哪一条上市路径是最适合本企业发展的？而回答这个“简单”问题却不是那么简单。这需要比较各个路径的募集资金能力、发行上市风险、发行费用、出售限制和再融资能力等众多因素。帮助企业进行比较，进而回答上面那个问题已经成为了相关领域研究者的当务之急。为此，国内相关领域的研究者研究机构在这方面投入了很多精力，并且取得了一些阶段性的成果（例如，谢百三，2003；明望，2004；叶湘榕，2004；陈家洪，2005等）。胡伟（2004）介绍了部分境内外主要证券市场的政治环境；深圳证券交易所（2005）则对国内企业海外上市现状、特点、存在的问题进行了分析，并对典型案例作了评述。但应当指出这方面的研究大多集中在介绍境外证券市场发行上市相关政策和评述国内企业到境外市场发行情况。以国内企业境内外IPO融资路径比较为对象的相关研究还不多见，也不够深入，没有成形的研究体系。本文将就这个问题展开一个比较全面的讨论。

接下来，我们将就企业上市的优缺点以及上市步骤进行一个简单的介绍。

二、企业为何要上市

融资是企业上市的主要目的，但并不是全部。企业上市所带来的好处可以归结为以下几个方面：

第一，可以帮助企业筹集资本，这是上市给企业带来的最为直接的好处。企业上市之后能以较低成本短时间内连续筹集到大量资金，帮助企业提升并发展业务从而扩大经营。企业持续发展的资金主要源自两个方面，银行贷款和企业自身的利润投入。但前者风险大，利息高，后者时间长，空间有限，企业上

市即相当于将企业今后几年甚至十几年的利润一次性拿来投入。

第二，从根本上改变了企业的治理结构。企业上市之后，必须对分散的投资者这一新投资群体负责，定期报告企业的经营状况和财务状况。企业透明度加大之后，将带来强大的社会监督压力，更加促使企业改善其经营状况，完善治理结构。

第三，增加金融机构对企业的信心，提高资本融通能力，拓宽企业融资渠道，贷款和其它金融成本会较低。企业上市之后如果在市场上表现好，更加容易以股票的形式进行抵押贷款或以置换的方式进行收购。上市企业只要有良好的业绩，容易得到银行等金融机构的信任，从而在证券市场上获得更多的资金。

第四，上市能让企业获得更多来自公众和市场的认可，提高企业的资信，提高企业形象和知名度，形成较大的市场感召力。企业上市要求严格，如果企业股票能被接纳上市，说明其具有良好的业绩和发展潜力，进而能吸引更多人才并增加其在行业内的竞争力。

第五，IPO 创造了股票，不仅可以成为员工们的福利，进而增加企业凝聚力，建立员工与企业的长期合作关系，而且，也使得企业之间能够互相收购，可以以股份收购其它企业，无需太大的收购现金，有利于企业兼并，资产重组和收购。

第六，实现从产品经营到资本经营。上市后一个企业的资本可以被放大数倍，从而可以扩大再生产，进行大规模的并购扩张。像香港首富李嘉诚自己所说，一生就是做了三件事：产业转型，从塑胶转向房地产，二是上市，三是资本并购。

尽管上市对于企业发展有着诸多好处，但是，企业一旦上市，即要面临以下几方面的挑战：

第一，所有企业信息必须公开。在企业上市之前，财务状况和运营状况都可以保密，但上市之后这些信息都必须完整、准确而且及时地公开，接受公众的监督。财务报表需要请会计师事务所审计并且公告，这些信息的披露将会增加企业经营的压力，尤其这些信息被竞争对手知道之后，便于针对本企业发展计划和未来规划制定相应对策，这样使得企业的竞争环境更加严峻。

第二，为了维持和提高股票的市值，无疑增加了企业经营者的压力。

第三，上市之后企业的股权被分散的投资者稀释，企业控制权被分散。尤其对于股权分散的小盘企业来说，原有大股东很有可能失去对企业的绝对控制。此外上市之后，企业间的收购变得更加方便，恶意并购的危险随时可能发生。

第四，监管严格，管理难度大。上市企业对监管机构制定的各项规定，都

必须遵守，从股东大会到各项具体业务都必须正规化，符合要求，否则就是违法、违规。

第五，上市之后运营费用增加，包括入市费、年费、注册费（比如，在SEC美国证券交易委员会及《蓝天法》下注册）、会计费、律师费、承销商费、财务顾问费、还有特权税、过户税、股票税等，相对于私募股本需要更高的直接固定成本。

IPO 以及 IPO 路径选择对于企业发展意义深远，并不是简单的将实际收益和各项成本罗列出来之后就能分析的。投资回报率变为与股票风险、流动性、市场性等因素相关。对于小规模的企业，选择公开上市成本相对变得更高了，而这就无法体现 IPO 能提供廉价资本的优势。所以对于 IPO 决策相关的所有因素都需要进行详尽的分析。

三、企业如何上市

中国的企业在境内市场上市模式比较单一，只有直接上市一种方式。而在境外市场上市的模式则很多，大致可以进行如下分类：

1. 直接上市（IPO）

境外直接上市是直接以国内公司的名义向境外证券主管部门申请发行股票（或其他衍生金融工具），向当地证券交易所申请挂牌上市交易。

2. 间接买壳上市（APO）

APO（Alternative Public offering）即融资型反向收购。融资型反向收购是介于IPO和私募之间的融资程序，既有私募的特点也有IPO的特点。它的特点在于是把反向收购和私募同时进行的快速上市行为，操作流程是：拟上市公司和一个壳公司合并上市，而此期间该公司接受投资人和私募基金的投资。

3. 特殊目的收购公司（SPAC）

SPAC（Special Purpose Acquisition Company）即特定目的收购公司，是近两年来在美国纳斯达克蓬勃兴起的一股风潮。SPAC一般由经验丰富的私募基金经理或者专业投资人作为管理团队发起，随后在资本市场公开上市募集资金，利用筹集到的资金，SPAC管理团队寻找有潜力的实业公司并最终与之合并，完成实业公司上市，同时实现SPAC股东的投资收益，实业公司达到上市、融资及套现的目的。

其他分类方式：

1. 分拆上市

分拆上市指的是已上市公司将其部分业务或者是某个子公司独立出来，另行公开招股上市。

2. 买壳上市

买壳上市是指非上市公司通过收购上市公司股份获得上市公司的控制权，然后利用反向收购方式注入自己的相关业务和资产，从而达到间接上市的目的。一个典型的买壳上市一般来讲是由两个交易组成：一是买壳，即非上市企业通过股份收购获得上市公司的控制权；二是反向收购，即上市公司反向收购非上市公司的资产，一般应为有较强发展潜力和获利能力的优质资产，即非上市企业将自己的有关业务和资产注入到“壳”里去。但也要注意欲采用这种方式的企业一定要聘请专业的投资银行为其寻找合适的壳公司，并充分指导其进行财务和法律等方面的清理。

买壳上市的特点：

(1) 手续简单，上市条件灵活：与直接上市相比，买壳方式显然没有那么多复杂的上市审批程序；

(2) 时间短，成本低：买壳上市（约6—8个月以内）一步到位，节省许多时间和费用；

(3) 避免复杂的财务、法律障碍：买壳方式在对上市中的审计与法律审核方面的要求要宽松得多；

(4) 先上市，后融资：欲上市公司通过与一个已上市公司合并后，首先取得上市地位，在投资银行专家的指导下，根据公司业绩的好坏，股价的高低，通过增发新股等方式进行融资。

一般来讲，企业购买的上市公司是一些主营业务发生困难的公司，企业在购买了上市公司以后，为了达到在证券市场融资的目的，一般都将一部分优质资产注入到上市公司内，使其业绩达到管理层规定的再融资的标准。另外，一个上市公司的业绩越好，再融资的价格就可以定得越高，企业募集的资金就越多。

买壳上市有直接上市无法比拟的优点。最突出的优点就是壳公司由于进行了资产置换，其盈利能力大大提高，在股市上的价值可能迅速增长，因此企业所购买的股权价值也可能成倍增长，企业因此所得到的收益可能非常巨大。

3. 两地上市

两地上市是指一家公司的股票同时在两个证券交易所挂牌上市。对一家已上市的公司来说,如果准备在另一个证券交易所挂牌上市,那么它可以有两种形式:一是在境外发行不同类型的股票,并将此种股票在境外市场上市。我国有些公司既在境内发行 A 股,又在香港发行上市 H 股,就属于此种类型。另一种形式是在两地都上市相同类型的股票,并通过国际存托银行和证券经纪商,实现股份的跨市场流通。第二种方式一般又被称为第二上市,以存托凭证在境外上市交易就属于这一类型。

尽管国内企业上市的方式众多,但在选择上市地点的问题时需要考虑比较的因素大致相同。所以我们将从 IPO 的角度进行分析比较。

在 IPO 过程中普遍存在的不确定性决定了整个过程的复杂性,在整个过程中有三个重要的参与者:发行企业,负责承销业务的投资银行和投资者。发行者在发行上市之前,投资者无法清楚知道发行者的确切信息,同时,发行者也无法确认投资者是否会有兴趣。投资银行在发行者和投资者之间起到信息传播的作用,但不能解决当中的所有问题。

确定上市的企业首先要确认定位意向投资的项目,需要多少资金,风险系数多大。再根据所需投资项目的风险和资金数额确定什么路径上市,是境内还是境外。选定了上市的市场之后,聘用律师和会计师,整理企业状况,进行资本重组等等,以适合该市场的要求。接下来应该开始研究资本市场所在地区或国家针对该种上市的相关法律或规范要求。企业的上市操作因为上市的路径选择不同而有所区别,但基本上大同小异,包括上市准备、上市辅导、上市申报及核准和股票发行上市等四个阶段。

上市准备阶段:

企业上市单靠企业自身的力量远远不够,证券市场上有许多机构提供各种不同服务。在上市过程中,企业需要在聘请的专业机构协助下完成。涉及的专业机构包括财务顾问公司、会计师事务所、律师事务所、承销券商等。券商在确定改制方案之后,向投资者提供全面、真实完整的招股资料。随后发行人和券商与所有专业机构就发行上市的重大问题进行讨论。财务顾问公司或授权单位对拟上市企业的近三年财务状况进行审查并对未来一年的业绩提出预测报告。企业组织召开创立大会,选举产生董事会和监事会。随后股份公司获得批准成立。

上市辅导阶段：

拟上市企业在提出股票发行申请前，均须由具有主承销资格的证券公司进行辅导。上市辅导启动之后，财务顾问进行上市审查。证监会^①派出机构进行专项辅导。上市推荐人进行辅导操作，辅导工作备案报告。证监会进行辅导监管，派出机构核准运行报告，进行相关辅导评估。随后，企业公开发表年度报告并进行信息披露。

上市申报及核准：

经证监会派出机构验收符合条件的，可以制作正式申报材料。申报材料由主承销商与各专业机构分工制作，然后由主承销商汇总并出具推荐函，最后由主承销商完成内核后并将申报材料报送证监会审核。证监会受理申请文件后，对发行人申请文件进行初审。并将审核意见返还主承销商，拟上市企业与承销商进一步修改材料，证监会对按初审意见补充完善的申请文件进一步审核，并予以核准的，出具核准公开发行的文件。不予核准的，出具书面意见，说明不予核准的理由。

股票发行上市：

股票发行申请经发行审核委员会核准后，即可取得中国证监会同意发行的批文。随后，在指定报刊刊登股票发行公告和招股说明书，通过媒体巡回路演，按照发行方案发行股票。投资者可以开始认购股票并缴纳股款。主承销商划转股票，会计师验资，会计师出具对股款的验资报告。企业工商变更登记完成，刊登上市公告书之后在规定的时间内，在交易所安排下完成挂牌上市交易。

整个过程如下图所示：

^①在不同国家和地区有不同的名称，比如在美国称作证券交易管理委员会。此处所介绍的四个阶段的工作程序主要以境内IPO为例。

我国企业境内外首次公开发行上市

融资路径比较研究

