

C A P I T A L

主 编◎何小锋

执行主编◎黄 嵩

资本

企业上市

003

企业上市的几点认识 / 张 伟

企业上市运作实务 / 黄 嵩 于素丽

企业上市的常见问题及解决对策 / 张国峰

中国企业红筹上市 / 苏龙飞

企业上市中的对赌协议问题 / 投行小兵 袁 杰

华谊兄弟上市运作解析 / 张亚波

天立环保创业板上市 / 王义明

2010年企业上市被否案例分析 / 投行小兵 杨 奔

创业板：新兴产业的摇篮 / 陈鸿桥



中国发展出版社

主 编 何小锋
执行主编 黄 嵩

资 本

企业上市

003

图书在版编目 (CIP) 数据

资本：企业上市/何小锋主编. — 北京：中国发展出版社，2011. 10

ISBN 978-7-80234-727-4

I. ①资… II. ①何… III. ①上市公司—研究—中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 205776 号

书 名：资本：企业上市

著作责任者：何小锋

出版发行：中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号：ISBN 978-7-80234-727-4

经 销 者：各地新华书店

印 刷 者：北京科信印刷有限公司

开 本：700 × 1000mm 1/16

印 张：15

字 数：220 千字

版 次：2011 年 10 月第 1 版

印 次：2011 年 10 月第 1 次印刷

定 价：29.00 元

联系电话：(010) 68990630 68990692

购书热线：(010) 68990682 68990686

网 址：<http://www.develpress.com.cn>

电子邮箱：bianjibul6@vip.sohu.com

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

卷首语

P R E A M B L E

上市，对任何企业来说，都是一个非常重大的决定，也是企业发展征途上的一个重要的转折点。上市在为企业带来机遇的同时，也使得企业面临新的挑战。

企业要不要上市？在哪里上市？怎么上市？上市中要处理哪些问题？企业在上市时必须要把这些问题搞清楚。

北京大学金融与产业发展研究中心张伟研究员有多年的证券公司工作经验，负责或参与过数十家企业的上市工作，他用“革命的语言”向我们讲述他对《企业上市的几点认识》。

北京大学金融学副教授黄嵩和太平洋证券投资银行总监于素丽，给我们分享了他们对于《企业上市运作实务》十多年研究和实践的总结。

企业在上市过程中必然会遇到或多或少的问题，正所谓“没有不存在问题的企业”，企业上市的过程也就是解决问题、规范运作、不断提升的过程，其中解决上市过程中存在的问题首当其冲。中德证券有限责任公司投行部副总裁张国峰先生对此有深入的研究，并出版过《企业上市典型案例深度剖析：疑难问题与解决对策》一书。他的《企业上市常见问题及解决对策》一文，深入分析了企业上市中的共性问题 and 成功对策，一定会对拟上市企业早日迈入资本市场有所启迪。

红筹上市是中国民营企业境外上市的主流模式，红筹上市的企业中不乏新浪、盛大、蒙牛、腾讯、携程、阿里巴巴、分众传媒等明星。2006年9月，商务部等六部委联合发布《关于外国投资者并购国内企业的规定》（俗称“十号文”），为红筹上市拉下了一道政策闸门。而最近的“淘宝事件”，又把红筹上市的VIE模式（Variable Interest Entities，直译为“可变

利益实体”，俗称“协议控制”），推上了风口浪尖。苏龙飞先生对红筹上市有深入研究，并是《红筹博弈：十号文时代的民企境外上市》一书的作者之一，他的《中国企业红筹上市》，将给我们解答“什么是红筹上市、十号文后红筹上市怎么做”等问题。

企业在向股权投资基金（PE）融资的过程中，经常会签署对赌协议，但由于中国的法律和政策限制，对赌协议往往会成为企业上市中的一个障碍。投资银行博客名人、广发证券股份有限公司资深高级经理投行小兵，与北京大学的袁杰一道，为我们解析《企业上市中的对赌协议问题》

东方证券投行部董事张亚波先生长期关注娱乐传媒行业的企业上市，特别是对华谊兄弟有多年的观察和研究，他为我们提供了《华谊兄弟上市运作解析》。王义明为我们讲述了《天立环保创业板上市》案例。投行小兵和杨奔进行了《2010年企业上市被否案例分析》。

创业板是中国资本市场继主板、中小板之后推出的第三个市场板块，是“二高六新”企业的上市主战场。拟在创业板上市的企业高管，都应该认真读一读深圳证券交易所副总经理陈鸿桥先生的《创业板：新兴产业的摇篮》。

目 录

CONTENTS

专 题 >>>

- 3 企业上市的几点认识
.....◎张 伟
- 13 企业上市运作实务
.....◎黄 嵩 于素丽
- 25 企业上市的常见问题及解决对策
.....◎张国峰
- 67 中国企业红筹上市
.....◎苏龙飞
- 112 企业上市中的对赌协议问题
.....◎投行小兵 袁 杰

案 例 >>>

- 131 华谊兄弟上市运作解析
.....◎张亚波

173 天立环保创业板上市

.....◎王义明

182 2010 年企业上市被否案例分析

.....◎投行小兵 杨 奔

讲 座 >>>**207 创业板：新兴产业的摇篮**

.....◎陈鸿桥



专 题

企业上市 的 几点认识

◎张 伟

企业上市是一种资本运作，这些年又和私募股权投资（PE）牵扯到一起，已是当下中国资本市场最 IN、最耳熟能详的几个词语了，也是《资本》这本书中“上镜频度”最高的“关键词”。无论您是“圈儿里”人还是“圈儿外”人，对这些“专业术语”如不能说上几句，大有“您 OUT 啦！”之嫌。但为什么要上市？上市的本质是什么？上市中要处理好哪些事情？这些最基础性的问题需进一步检讨。今年恰逢辛亥革命 100 周年和中国共产党成立 90 周年，这些天重读毛主席的经典论著《中国革命与中国共产党》，文中有一段精辟论述：“只有认清中国社会的性质，才能认清中国革命的对象、中国革命的任务、中国革命的动力、中国革命的性质、中国革命的前途和转变。所以，认清中国社会的性质，就是说，认清中国的国情，乃是认清一切革命问题的基本的根据。”至此，感觉大可来一场时空穿越，从革命角度讨论一下企业上市这一当前热门的资本运作问题，或许有新的启示。



一、上市是一场“自我革命”

按照教科书的标准表述，“上市”分为“直接上市”和“间接上市”两种，路径相异，但殊途同归，其最终都是要实现“四化”：资产的证券化、股

权的股票化、财富的公众化、企业的社会化。当然，其中的“前两化”与“后两化”存在既有区别又有联系的“辩证关系”。从上市前利益相关者（包括拟上市企业及其股东）的角度看，上市的目的之一是融资，目的之二是实现非上市企业资产的证券化，目的之三是实现发起人股东（包括最初“赤手打天下”的创始股东和半道加入“革命队伍”的PE投资者等）股权的股票化（或财富化）。因此，他们是上市行为的最初的发动者和最积极的推进者。但是，一旦上市成功后，上市公司就不再是随心所欲的“私人企业”，而是由众多投资者构成的“公众企业”，财富的公众化和企业的社会化在客观上要求强制性信息披露，要求规范透明的公司治理，要求“公开、公平、公正”的投资者保护，要求大股东不得“欺负”中小股东。这是发起人股东与其他公众股东之间的一种“交易”。

因此，对那些创始人股东而言，上市之路无异于是一场“自我革命”；不革命，资产的证券化和股权的股票化都无法实现。但是，“自我革命”是残酷的，需要决心、勇气和持之以恒的毅力；革命不能蛮干，需要智慧、技巧和方向感；革命不能单枪匹马闯天下，需要同盟军。唯此，方可达致胜利彼岸，不至于成为“逃兵”或者“革命先烈”。

二、认清革命的背景和形势

对一个具体的企业而言，上市这种“自我革命”总是也只能是发生一个特定的时间和空间之中。凡是成功者，无不讲求“天时地利人和”。因此，首先必须认清中国资本市场的前世、今生和来世。自1990年上海证券交易所成立以来，至今已逾20年。期间，中国资本市场迅猛发展，云卷云舒，时而清晰、时而模糊，其中的基本特征和主线依稀可辨，大致可归纳如下。

过去20年的迅猛发展造就了一个仅由2150家A股上市公司^①构成的、但

① 截至2011年6月3日的数据，包括沪深交易所主板（含深交所的中小企业板）和深交所创业板的A股上市公司，不含已退市公司和在中关村科技园区非上市公司股份报价转让系统的“三板”市场挂牌公司。

市值排名全球第二的资本市场。这说明相当部分上市公司是中石油、工商银行等这类大市值、超大市值公司，这也从一个侧面佐证了中小企业在过去 20 年中上市之路的艰难。当然，过去 20 年中资本市场与产业结构演进之间的脉络是清晰可辨的，从传统产业到新兴产业，从重资产型的公司到轻资产型的公司，从大行业的“大龙头”到细分行业的“小龙头”，资本市场对于产业的支持在广度和深度上不断扩展。自 2009 年以来，以主板、创业板和场外市场（三板市场）为标志的多层次市场体系的逐次展开，已为更加多样化的产业和不同规模的企业提供了获得资本市场支持的市场基础和可能。

“融资”是中国资本市场过去 20 年中最重要的主线，融资制度（即发行制度）是市场的基础性制度。所谓“融资”，民间俗称“圈钱”，专业术语叫“资源配置”，这本是资本市场基础性功能的教科书式的标准表述，无可厚非。但如果站在改革开放的大背景下去观察，就不难发现，资本市场“融资”其实就是在以行政方式配置资源为主的框架下，以“半市场、半行政”方式缓解“资本短缺”的有益补充。所谓“补充”，就是“非主流”，专业表述叫“直接融资比例较低”^①。自 2008 年金融危机以来，在史无前例的全球流动性泛滥和中国金融结构多元化的背景下，政策制定者提出“更加重视从社会融资总量的角度来衡量金融对实体经济的支持力度”，资本市场融资成为了吸收流动性的“池子”之一。

回顾历史，展望未来，中国资本市场尚处于快速发展的初期。对于市场参与者而言，这可能是最坏的时代，但也可能是最好的时代。

三、找准革命的对象

对于很多有上市意愿和正在准备上市的人来说，一谈到上市，脑袋里想到的第一步就是要选择或打造一个合适的上市主体。这本无错，但如果仅把这个

^① 2010 年，中国资本市场融资总额达到创纪录的 1.03 万亿，但与 2010 年新增人民币贷款 7.95 万亿（数据来源：中国人民银行发布的 2010 年第 4 季度《中国货币政策执行报告》）相比，直接融资比例仅为 11.47%。

上市主体作为上市这场自我革命的唯一对象就错了。这个问题的根源在于“上市”行为到底是谁在发起和驱动？在中国目前的法律制度框架下，上市主体无外乎就是依（《公司法》）成立并持续经营的股份有限公司。公司本质上是组织生产要素从事生产经营活动的一种组织形式，即所谓的“企业法人”，驱动公司行为的，实际上并不是公司本身，而是掌舵公司的实际控制人及其代理人（如管理层），他们总是处于某个特定时间和空间，是鲜活的芸芸众生中的代表，有“七情六欲”，怀揣不同的价值观和世界观，对企业、财富、成功、人生意义、社会责任和使命等有着不同的认知和境界。

因此，上市这场自我革命，其革命的对象客观和表象上是上市主体，本质上是上市主体的实际控制人及其代理人。之所以很多企业在上市的革命征程中掉队、反复、退却、失败，相当程度上并不是上市主体本身无法革命到底，而是上市主体的实际控制人及其代理人本身无法革命到底。从这个意义上讲，那些上市主体存在的税务会计处理、关联交易、同业竞争、独立性、规范性、信息披露等上市常见问题的解决不只是复杂的技术活，更重要的是上市主体实际控制人及其代理人的“政治思想觉悟”。觉悟不是与生俱来的，需要自己的修炼、学习和提高，需要外部人士（如证券公司等中介机构和 PE 投资人）的辅导、引导和影响，这种思想政治工作需贯穿上市的全过程。

四、组建革命队伍

上市是一场参与者众多、环节复杂、时间跨度大的系统工程，对许多企业而言，无异于是一段艰苦卓绝、史诗般的“二万五千里长征”。能否组建一支特别能战斗的革命队伍将成为革命是否能坚持到底并取得成功的关键问题之一。从上市角度来说，这支“革命队伍”的组件至少应包括：拟上市主体的股本架构、拟上市主体的董监高（董事、监事和高级管理人员）构成。

1. 股本架构

需要考虑股本总量和股本结构两个方面，即革命队伍的总规模和各路人马

的力量配比（股东构成及其股权比例）。从总量来看，按照目前《公司法》的要求，股份有限公司成立时最低股本要求是 500 万元，在此之上并无明确要求，但需遵循以下两个原则：一是要与公司的静态（当前的）和动态（未来的）净利润水平相匹配，保持每股收益（EPS）指标的合理性和吸引力，避免出现“小马拉大车”、“人多枪少”的局面；二是要考虑革命的“家底”情况，在从原来的有限责任公司改制为股份有限公司的过程中，原公司的净资产规模（即“家底”）与未来股份公司的总股本之间应保持合理的“折股”比例，该比例并非越高越好。从结构来看，需要搞清楚以下几个认识问题。

第一，并不存在所谓的最优股权比例结构，每种结构都有利弊。“一股独大”这种结构不利于股东之间权利的相互制衡，不利于公司治理的规范运作，容易出现决策失误带来的重大风险，本质上是一种“家长式”的“独裁统治”；同样，过于平均和分散的股权结构容易引发公司控制权之争，导致公司控制权不稳定，往往需要在上市前做一致行动这类的协议约定。

第二，并不存在所谓的最优股东结构，但需要考虑股东“成分”的多样化。这是因为，从上市进程来讲，既涉及产业运作和企业经营管理，也涉及资本运作。股东“成分”多样化可以更好地适应上述不同运作的需要，过于单一和“纯洁”的股东队伍在复杂的上市进程中容易出现中途退却、迷失方向、视野狭窄、沟通协调不力等诸多困境。从这个意义上讲，创始人、产业投资者和财务投资者（如 PE）、管理层等都可以成为股东结构设计中多种“成分”的来源考虑，但这既不是必要条件，也不是充分条件。

第三，股本结构并不完全是被“设计”出来的，需要考虑现实的制约因素。专家和教授们喜欢讲结构设计，提供专业咨询服务，给出“最优”方案，但往往都是理论。当具体到某个公司的股本结构时，一个在理论上完美无缺的设计方案往往难以实施，即便实施也可能引致利益冲突，留下隐患。因此，实际操作中，需要具体案例具体分析，兼顾以下制约因素：一是考虑改制前公司的股东结构及比例，最好不要采取得罪大多数人的“三反、五反”式的“大清洗”；二是妥善处理“老人”和“新人”，最好不要“卸磨杀驴、过河拆桥”；三是针对必须调整和解决的股东结构问题，需要再三权衡处理节奏，最终决定是一步到位式的“休克疗法”，还是“总体规划、分步实施”下的“渐

进式改革”，在发展中解决问题。这需要大判断、大智慧；四是在选择股东时还需要考虑上市主体的商业模式和业务结构，尽量规避上市主体和股东之间出现基于日常生产经营活动的关联交易和同业竞争。

第四，股本结构“设计”的最高原则和宗旨是有利于企业发展，而不仅仅是为了上市。上市只是企业发展的手段和过程，企业发展是能否上市的前提和最终目标。从这个辩证关系来讲，一家公司的股本结构既是企业发展的结果也反过来服务于企业发展。在这个问题上必须旗帜鲜明、立场坚定。当上市和企业发展之间出现矛盾和分歧的时候，应该坚定不移地选择有利于企业发展的股本结构，不应该本末倒置。留得青山在，不怕没柴烧。这个道理其实谁都能懂，但实际操作中，上市和企业发展都是未来的事情，都是不确定的，往往难以在当下作出准确判断和决策。这需要经验和智慧，需要在广泛听取各方意见的基础上独立判断，有时候可能还需要一点“诡秘”的直觉和“狗屎运”，不能完全听信某些专业机构的所谓“专业意见”，因为革命队伍中的各路人马本质上都是“屁股决定脑袋”的，要求同存异、辨析真伪、统一认识，在最大限度上实现“为了同一个革命目标走到一起”。

2. 董事、监事和高管

革命不是少数革命领袖的事情，需要建立强有力的组织，团结一切可以团结的力量，引领广大人民群众共同革命。革命队伍的战斗力和执行力在相当程度上要依赖于革命队伍中的高级将领们（董事、监事和高管）的能力、素质、分工、协作。董事是股东共同推选出来的，代表并执行公司最高权力机关和决策层的意志，相当于“前敌指挥部”；董事的职责是在最高权力机关的授权范围内指挥日常工作，及时上传重大战况、下达战略决策、研究制订具体作战方案并及时上报最高权力机关决策等。监事主要也是股东共同推选出来的，当然人民群众也可以推选监事，其主要职责是监督董事和高管是否尽心竭力、“一心为公”，是否“里通外国”，是否公私分明，他们是督战队和纠察队。高管是董事会选聘出来领导人民群众“冲锋陷阵”的“革命干部”，按照分工具体管理不同的“战斗单元”，协力完成革命任务。这些高级将领们的分工是否明确，直接决定着革命队伍的战斗力和执行力。

因此，一是需要建立有效机制和制度，既要相互约束制衡，又要激励相容，妥善处理高级将领队伍中“新鲜血液”与老同志的利益关系，避免出现“出工不出力”、犯上作乱、篡班夺权、相互倾轧内讧等局面，防止某些高级将领一人大权在握，监事和董事不能兼任；二是要保持团队稳定，不宜无故频繁更换，以免给革命事业的可持续发展带来重大不确定性；三是要建立相关制度（如《公司章程》）和流程，限制约束高级将领们的权利，让他们树立起经营管理和决策的程序意识，防止出现内部人控制；四是对高管要专岗专用，不宜安排他们在不同公司中身兼数职，要让他们“把有限的精力投入到无限的为人民服务中去”；五是要对高级将领们经常进行保密教育和检查，避免出现“余则成”式的潜伏者，防止利用内幕信息建立“老鼠仓”；六是要通过内部培养和外部培训相结合的方式，提升高级将领们的业务能力，让他们熟悉资本市场相关法律法规，尤其是信息披露要求，在上市前还要聘请专业机构进行专门辅导，组织考试，持证上岗。

五、掌握革命的领导权

革命的领导权是革命的核心问题，兹事体大。从上市来看，领导权实质上是控制权，至少包括以下几个方面：一是“实际控制权”的判定及其表现形式；二是控股权比例与控制权强弱之间的关系；三是控制权的稳定性及其影响因素。

1. 控制权判定及表现

控制权的本质是一种能够保证上市主体按照符合控制权人的自我意志和利益的方式运行并从中获得最大利益的权利。一般情况下，控制权是以对上市主体的控股权为载体来实现的，即控股权持有者通过“股东大会—董事会/监事会—管理层”这套机制来行使其决策权、经营权和监督权。因此，取得控股权一般也就意味着取得了控制权。但在具体案例中，控制权的判定却比较复杂

杂，可能的情形有：

第一，控股权变更并不一定导致控制权变更，有可能是同一控制人为了某种目的进行的“左兜倒右兜”的腾挪术和障眼法。这种情况在以红筹方式境外上市交易架构的控股权跨境转移中比较常见，而且往往会架构出许多层次的交易主体来掩人耳目。因此，对控股权的终极披露就成为监管者“透视”最终控制权到底由谁持有的基本原则。

第二，控股权并不一定意味着控制权。出现这类情况的情形非常特殊，一种情形是控股股东（经常是某国有资产管理机构）实际上缺位，由其他非控股股东或者经营管理层负责主持日常工作；另一种情况是控股股东有意将其决策权、经营权和监督权“全权”委托给其他股东行使，只保留分红权。此外，由于股东大会的表决机制和董事会的表决机制存在差异^①，某种情况下，代表非控股股东利益的董事在董事会中会出现人数占优的格局，从而实际上控制公司的日常经营管理，这种情况在通过二级市场进行的敌意收购案例中经常会遇到。

第三，控制权的取得并不一定以持有股权为前提。如前所述，控制权本质上是一种能够保证上市主体按照符合控制权人的自我意志和利益的方式运行并从中获得最大利益的权利。这种权利可以通过股权以外的方式来行使和实现。比如，在某些对外商投资存在限制或禁止的行业中，外资控股或持有内资公司的股权是得不到有权部门批准的，但通过某些基于业务合作的结构性协议安排便“巧妙规避”了这些限制，实现了最大化的利益获取。这类经典案例有“盛大模式”。

2. 控股权比例与控制权强弱

经常能听到“绝对控股”（持股比例 51% 以上）和“相对控股”这两个看似清晰实则含混的概念，而且想当然地认为“绝对控股” = “绝对控制”。实际上，股权比例与控制权存在如下对应关系：

^① 股东大会是按照表决权（通常是持股比例）来行使表决，董事会是按照董事人数来行使表决。