清科观察:《2018 年中企境内外上市环境研究》发布，清科研究独家全面剖析中企境内外上市新环境

清科研究中心　张蕾

2018 年上半年，随着全球范围内优秀企业的不断涌现，境内外资本市场在上市规则方面均推出了新政以吸引全球优质独角兽企业前往上市。近期，我国 A 股市场正式推出 CDR 政策；美国纽约证券交易所正式允许符合条件的企业“直接上市”；香港交易所也发布了针对新兴及创新产业公司的上市新政，允许“同股不同权”结构的公司以及尚未盈利的生物科技公司赴港上市。与此同时，中企境内 IPO 环境较往年相比监管趋严，企业上市申报数量及过会率均大幅下降，相反中资企业赴海外上市数量则同比增长超过七成。同时，A 股退市数量相对美股、港股较少，A 股市场壳公司较多现象持续。在此背景下，我们借市场变革之际，深入研究我国企业的上市环境，并从企业证券发行、上市、再融资、减持和退市等角度重新梳理企业在 IPO 时及 IPO 后所面临的外部和内部环境。清科研究中心推出《2018 年中企境内外上市环境研究（上篇）》、《2018 年中企境内外上市环境研究（下篇）》，重点从证券发行制度、上市标准、再融资制度、退市制度、减持制度等方面，分析中企境内外上市现状，并剖析我国证券市场在发行、上市及再融资环节存在的问题与发展建议。

2018 上半年全球主要交易所大变革，吸引优秀企业前往上市

2018 年开始，为吸引创新科技企业和独角兽企业前往上市，我国 A 股市场、纽交所和港交所纷纷推出新的金融产品或者修改上市规则。2018 年 2 月 2 日，美国证券交易委员会批准了纽约证券交易所的提议，在企业未进行首次公开发行(IPO)的情况下允许**符合条件**的私人企业使用“直接上市”（Direct Listing Offering, DLO）方式在纽约证券交易所上市。相较于传统的 IPO 上市方式，直接上市对于不需要筹集公共资本但希望为现有股东提供更多流动性的企业而言可能是更具吸引力的选择。同年 4 月 24 日，港交所也正式公布《新兴及创新产业公司上市制度》修订咨询总结，此举意味着新政正式落地。港交所将允许“同股不同权”结构的公司以及尚未盈利的生物科技公司赴港上市。同样在 2018 年初，我国国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，中国存托凭证（CDR）在 A 股的落地正式被监管层批准。此后，CDR 的相关配套政策相继落地，CDR 的正式推出进入倒计时阶段。CDR 将从根

本上改变中企的境内上市环境，其中海外注册的科技型企业将最为受益。可以看到，全球重要交易所在争夺优质独角兽企业上市方面，均不遗余力。

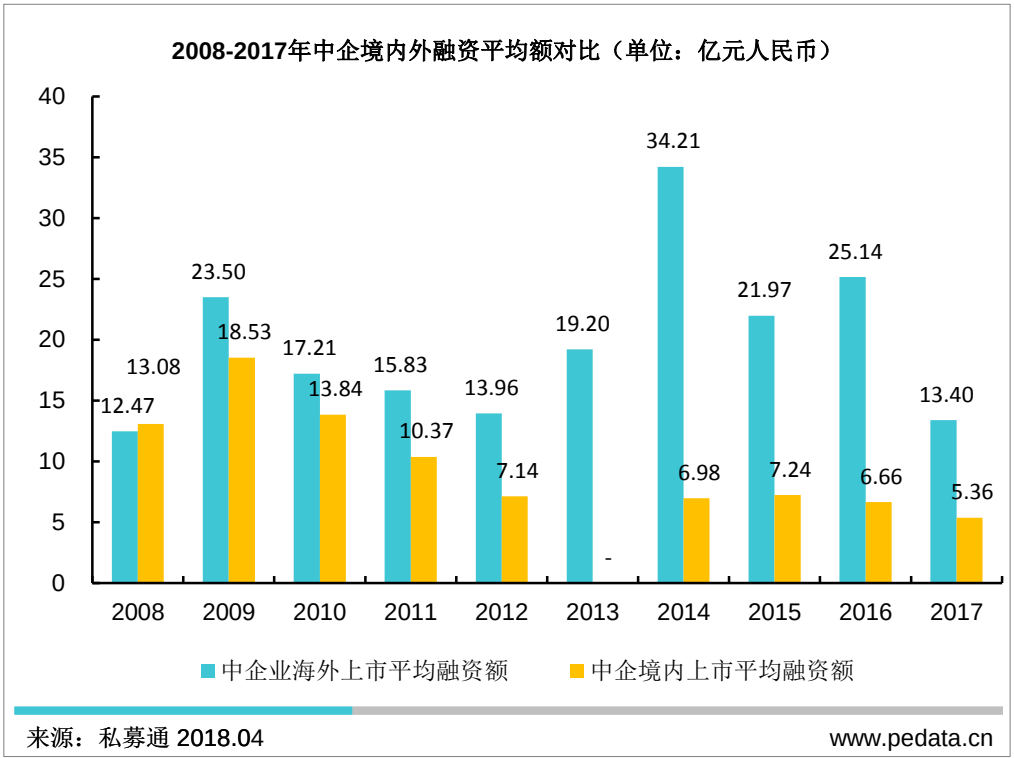
众多中资企业赴海外上市，难言之隐又在何处？

2018 上半年，共有 63 家中企在境内上市，同比下降 74.5%，相反共有 44 家中企在海外上市，同比增加 76.0%，海外企业上市数量增长显著。2018 年中企赴海外上市数量大增的原因主要有两大方面，一方面是由于国内 A 股市场上市现状，另一方面则源于企业自身的动机选择。

今年上半年，A 股市场境内上市企业数量同比和环比都大幅下降，企业过会率和“劝退率”也大幅上升，中企境内 IPO 环境较往年相比监管趋严，市场建立长期良性发展机制的同时，上市融资难度也在加大。

企业选择境外资本市场上市的动机方面，我们认为主要有几方面考虑，**其一在于 A 股上市门槛高，部分企业在境内市场业绩不达标**。当前我国 A 股市场对新上市企业设置了较为严格的盈利门槛，对于我国有迫切融资期望的科技和互联网行业企业来说，短时间很难达到 A 股的上市门槛。此外，互联网企业在股权结构，股东投票权以及注册地方面都有特殊安排，因此在公司治理层面也难达到 A 股上市要求。**其二在于 A 股政策不稳定，海外 IPO 周期预期明确，上市周期较短**。海外证券市场的发行制度大部分采用注册制和市场化的上市程序，在上市手续上透明度高且周期较短。相反，我国市场的证券公开发行需要官方审核，上市周期具有不确定性，且手续较为繁琐，透明度相对较低。从企业经营者的角度出发，市场经营机会和发展机遇稍纵即逝，若上市周期耗时太长，将可能错过好的商业机会。**其三，VIE 架构使得企业必须选择海外上市。**目前，由于外资准入方面的历史原因，中国大多数接受了美元基金投资的互联网公司均采用了 VIE 架构，这些特殊行业企业后期不得不选择在海外上市。此外，根据清科研究中心统计，目前中企赴海外上市的平均融资额一般达到境内市场的若干倍，这也是企业选择海外上市的重要因素。

图 1 2008-2017 年中企海外融资平均额对比（单位：亿元人民币）



A 股市场侧重企业盈利能力考察，美股、港股海外市场主要采用“多选一”规则

我国 A 股市场的上市标准中对于企业盈利能力的要求相较于港股和美股市场更为严格。A 股主板和中小板上市标准为企业最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3,000 万元。而上市标准相对较为宽松的创业板在盈利部分都要求企业最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1,000 万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于 5,000 万元。反观港股市场和美股市场，我们以上市标准较为严格的纽约证券交易所为例，交易所对拟上市企业的财务情况采用了“三选一”的上市标准，即盈利、估值和现金流标准以及附属公司治理标准。此外，值得注意的是**香港和美国交易所对于拟上市企业拥有更大的宽容度**，通过上市标准中考察指标的不同组合来评估衡量申请公司的发展前景，并通过不同的市场和层级对拟上市企业进一步分类，为他们提供更加合适的融资及管理环境。

表 1 证监会关于 A 股公开发行的重要指标要求（节选部分）

	条件	主板、中小板 IPO	创业板 IPO
1、经营及财务要求	主体资格	依法设立且合法存续的股份有限公司	依法设立的股份有限公司
	经营年限	持续经营时间应当在 3 年以上（有限公司按原账面净资产值折股整体	持续经营时间应当在 3 年以上（有限公司按原账面净资产值折

清科研究中心

		变更为股份公司可连续计算）	股整体变更为股份公司可连续计算）
	盈利要求	（1）最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3,000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据； （2）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 5,000 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；** （3）最近一期不存在未弥补亏损；	最近两年连续盈利，最近 2 个会计年度净利润均为正数且累计不少于 1,000 万元；或者最近一年盈利，最近 1 年营业收入不少于 5,000 万元。 （注：净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；上述要求为选择性标准，符合其中一条即可）
	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%	最近一年期末净资产不少于两千万元
2、流动性要求	**股本要求**	发行前股本总额**不少于人民币 3,000 万元。**	
3、公司治理要求	**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，且最近 2 年内主营业务没有发生重大改变
	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
	关联交易	发行人应完整披露关联方关系并按重要性原则恰当披露关联交易。关联交易价格公允，不存在通过关联交易操 纵利润的情形	
	公司治理结构	发行人已经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，相关机构和人员能够依法履行职责	具备完善的公司治理结构

来源：《首次公开发行股票并上市管理办法》（2018 版）、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（2018 版），2018.05

表 2 非美国企业在纽交所上市的财务量化要求（单位：美元）

金融/财务标准	标准 1：盈利测试	标准 2（a）：估值/现金流收入测试	标准 2（b）：纯估值/收入测试	标准 3：附属公司测试[1]
需满足条款	103.01B(I)	103.01B(II)(a)	103.01B(II)(b)	103.01B(III)
调整后息税前利润	上三个财政年度的总额大于等于 1 亿[2]；最近两个财政年度中的每一个都大于等于 2500 万	无要求	无要求	无要求
调整后现金流	无要求	上三个财政年度的总额大于等 1 亿[2]；最近两个财政年度中的每一个都大于等于 2500 万	无要求	无要求
全球市值[3]	无要求	5 亿元	7.5 亿	5 亿
收入	无要求	1 亿（近 12 个月）	7500 万（近 1 个财年）	无要求
企业经营时间	无要求	无要求	无要求	12 个月

来源：清科研究中心根据公开信息整理，2018,06

非美国企业在纽约证券交易所上市在股权分散方面应满足以下各标准之一。

表 3 非美国企业在纽交所上市的股权分散量化要求（单位：美元）

股权分散标准 103.01.A	附属企业上市[2]	其他上市
股东数量[4]	5,000	5,000
公众持有股份[5]	250 万股	250 万股

[1]公司的母公司或关联公司是一家信誉良好的上市公司;母公司或关联公司保留对公司的控制权或与公司共同控制。

[2]如果公司是 JOBS 法案下的新兴成长公司且只提交了两年的财务报表，则其标准为两个财务年度的总额大于等于 1 亿。

[3]现有上市公司的全球市值是纯粹估值/收入测试中最近六个月交易历史的平均值。对于其他标准而言，估值是指已上市企业在上市时的市值。

[4]股东人数是指持有股份记录的股东和受益人。

[5]董事、高级职员或其直系亲属持有 10%及以上的集中股份不计入公开持股数量和公开持股市值。

公众股市值[5]	6,000 万	1 亿
最小股价	4.00	4.00

来源：清科研究中心根据公开信息整理，2018.06

值得注意的是纽交所针对美国本土企业的上市标准较非美国企业而言要宽松很多，其中企业盈利能力测试仅要求美国企业上三个财政年度的调整后息税前利润（Adjust Pre-tax income）总额大于等于 1,000 万美元（6,290 万元人民币）且都不为负，同时最近两个财政年度中的每一年都需大于等于 200 万美元。相较之下，非美国企业在纽交所上市的相关要求要严格五倍，体现了美国对于本国企业的政策倾斜。

A 股市场再融资实行"一次一审"方法，港股、美股实行"一次授权，多次募集"原则

在再融资政策方面，我国 A 股市场施行"一次一审"的方法，企业每次期望进行股权再融资时均需要经过证监会的核准方可实行。再融资的条件主要参照 A 股首次公开发行的条件设置，要求同样较高，就一般性规定而言，对上市公司的盈利能力是否具有可持续性做出了严格的规定。要求上市公司最近三个会计年度连续盈利；业务和盈利来源相对稳定；现有主营业务或投资方向能够可持续发展；高管和核心技术人员稳定，且最近十二个月内未发生重大不利变化；上市公司最近二十四个月内曾公开发行证券的，不存在发行当年营业利润比上年下降百分之五十以上的情形等。

在美股和港股市场，美股和港股市场依托于证券注册发行制，企业均可采用"一次授权，多次募集"的证券再发行制度。以港股的配售再融资为例，港股市场的配售类似于 A 股的定向增发，均是向指定的机构或投资人发行新股并募集资金。但与 A 股定向增发不同的是，当港股上市公司获得一般性授权后，只要增发的比例不超越批准当天股本的 20%，同时发行价折让不超过 20%，就可在该年度内进行任何次数的配股。

A 股市场退市指标重在考察财务情况，美股市场重在考察市场性指标及财务指标

A 股的退市流程包括退市风险警示、暂停上市、强制终止上市、退市整理期、摘牌等环节。上交所在其上市规则中指出，上市公司出现财务状况异常情况或者其他异常情况，导致其股票存在被终止上市的风险，或者投资者难以判断公司前景，投资者权益可能受到损害的，上交所将对

该类型的公司股票实施风险警示。即在公司股票简称前冠以“*ST”字样，以区别于其他股票。A股主板和中小板企业在被执行退市警示后，企业经营情况若仍然没有好转，则将被交易所暂停上市。目前，A股市场目前退市指标偏向财务指标，如针对主板和中小板，退市指标主要包括：1）总共最近三个会计年度经审计的净利润继续为负值；2）总共最近两个会计年度经审计的期末净资产继续为负值；3）总共最近两个会计年度经审计的营业收入继续低于1000万元；4）总共最近两个会计年度财务会计报告被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；5）公司股本总额发生变化不具备上市条件等。从退市指标的设置不难发现，A股目前退市制度的大致指标设置原则是企业不再符合A股的上市条件，则要暂停上市。

在退市制度设计方面，美股、港股和A股市场的退市标准均采用的是量化与非量化指标相结合的方式，但是在量化指标方面各有侧重点，美国和香港的退市标准主要涵盖包括公司的资本规模或股权结构要求、经营业绩的要求、持续经营能力的要求以及对公司经营行为的要求等。A股主要侧重使用财务类数据，如营业收入、净利润、净资产等。美国证券市场的退市政策主要依据于《1934年证券交易法》，它规定美国证券交易委员会（SEC）有权在必要和适当的时候，下令否决或取消证券的登记注册。以纽交所为例，**对于已经在纽交所上市的企业，当发生不满足以下持续上市标准的时候，纽交所将考虑启动停牌或退市程序。**

表4 纽约证券交易所持续上市（Continued Listing Standards）标准（美元）

分散标准	必须符合以下**所有**公众股权分散标准：	
	股东数量	300个
	股份数量	20万
	公司市值	100万美元
	必须满足以下**所有**条件*：	
	1、如果最近的3个会计年度中有两个出现持续经营或净利润亏损，股东权益需达到200万美元。	
	2、如果最近的4个会计年度中有3个出现持续经营或净利润亏损，	

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14739