
香港上市介绍

二〇一二年三月

摘 要

对全球投资者而言，香港是一个富有吸引力的地方。凭借着香港证券市场有着完备的制度、丰富的产品、一流的服务，内地企业到香港上市，不仅大大扩大了香港证券市场的规模，提高了其深度和流动性，而且优化了其上市公司结构。

本文针对境内企业系统地列举了企业上市、在境外上市的好处以及在香港上市的优势，内容覆盖了香港证券市场的概况、境内企业在香港首发上市、买壳上市、收购兼并融资、证券市场融资工具等多个领域。当中详细介绍了内地企业在香港上市条件、流程、架构重组融资的具体操作，分析上市所涉及的各种费用和当中需要注意的问题，以及详述了我国对境内企业境外上市的相关规定。最后本文介绍了目前通用的各种企业估值方法。

本文目录

| | |
|----------------------------|----|
| 一、企业上市的好处..... | 3 |
| 二、境外上市的好处..... | 5 |
| 三、香港证券市场概况..... | 7 |
| (一) 市值及融资额..... | 7 |
| (二) 企业规模..... | 7 |
| (三) 港股行业结构..... | 8 |
| (四) 内地企业 H 股及红筹股概况..... | 8 |
| 四、香港上市的优势..... | 10 |
| 五、境内企业在香港 IPO 上市..... | 12 |
| (一) 香港上市条件..... | 12 |
| (二) 境内企业香港联交所上市流程..... | 13 |
| (三) 香港上市费用..... | 14 |
| (四) 红筹模式上市..... | 16 |
| 六、境内企业在香港买壳上市..... | 20 |
| (一) 境内企业在香港买壳上市总体步骤..... | 20 |
| (二) 境内企业香港买壳上市的主要法律限制..... | 20 |
| (三) 香港买壳上市需要注意的问题..... | 21 |
| (四) 经典案例..... | 24 |
| 七、收购兼并..... | 27 |
| (一) 香港证券市场并购融资简介..... | 27 |
| (二) 并购融资的方式..... | 27 |
| (三) 经典案例..... | 29 |
| 八、我国对境内企业境外上市的相关规定..... | 31 |
| (一) 中国证监会的规定..... | 31 |
| (二) 外汇管理局的相关规定..... | 31 |
| (三) 商务部的相关规定..... | 33 |
| 九、香港市场融资工具..... | 36 |
| (一) 一级市场融资..... | 36 |
| (二) 二级市场融资..... | 36 |
| 十、企业估值..... | 41 |
| (一) 相对估值..... | 41 |
| (二) 绝对估值..... | 42 |

一、企业上市的好处

公司申请把股份上市的原因不尽相同，往往因公司、其股东及管理层的不同情况而有别。公司申请上市的原因，可能是股东有意将部分投资变现，或公司本身缺乏资金拓展业务。不论申请上市的原因为何，公司获得上市地位可享有如下优点：

1、规划投资者结构

引入战略投资者可以帮助企业改善股东结构，同时建立起有利于今后上市的治理结构监管体系法律框架和财务制度。通过引入战略资本，更可帮助企业迅速扩大规模从而在未来上市的时候更容易获得投资银行的支持和投资者的追捧。

2、拓宽公司长期发展的资金源路

公司需要的研发资金、销售扩张资金等资金缺口，都可以通过上市解决。另外，在上市之后，如果计划投资新项目或者需要资金扩大规模时，公司还可以非常便捷的通过股市再融资。

3、降低债务融资成本

公司上市后透过发行公司债券、银行贷款、股权融资的增发和配股方式等筹集资金的成本较低。

4、实现资产定价

在公司上市以后，证券市场为公司股票创造了一个交易市场，也为公司股份提供一个客观的市场价值。由于有了流通的市场与众多的买家，公司的价值及创始人的财富都将得到空前的放大。

5、提升公司形象与知名度

公司上市意味着其事业及其活动将受到媒体更为广泛的关注，因此，上市公司比非上市公司通常具有更高的知名度和良好的公司形象。

6、提高消费者与供应商对公司的信心

公司上市代表了公司各方面经受了一次严格的审查，并得到了市场的认可，这代表着一种更高的财务可靠性，因此，公司的上市给公众带来信心，从而提高公司在其客户和供应商面前的地位。更重要的是，如果公司在知名的海外证券市场上市，那么，海外消费者和供应商将对公司产生信心，有利于公司拓展海外市场。

7、规范的公司管理与更高的治理效率

上市后企业的经营不但要受证券监管部门和证券交易所的监管，还必须向投

资者公开、公正、及时、准确披露的公司相关信息，这都将使上市公司的投资、财务和管理得以规范，从而提高运营效率，降低经营风险。

8、激励优秀人才和员工

公司上市之后，员工的股票期权有了一个具体的估价标准及一个可供交易实现其价值的市场。公司因而可以通过制订股票期权计划为管理层及核心技术人才提供长期的激励，增加他们对公司事业长期的投入与忠诚，利于公司招募与留住优秀的人才。

9、增强收购能力

上市公司的收购能力通常比非上市公司要大得多，这是因为非上市公司通常需要支付现金进行收购，但是，对于上市公司来说，除现金之外，还可以通过支付股票的方式进行，从而增强其收购能力，迅速做大做强。

二、境外上市的好处

1、适用法律国际认受性高

因为上市的主体是海外控股公司，因此，该公司本身应适用离岸公司注册地法律。而操作中通常选择的离岸地均为原英属殖民地，其法律原属英美法系，与美国公司法同源，与中国法律相比，更容易被国际投资人、美国监管机构和交易所理解和接受。有助公司建立更好的国际融资平台及优化收购兼并交易结构。

2、低成本融资，迅速提高企业竞争力

从客观上来看，国内证券市场发行新股速度在不断加快，股市规模在不断地扩张。但是，如果在短期内发行新股过多，必然对二级市场产生消极影响。从主观上讲，发行公司在国内发行新股受到的限制较多，为了扩大生产经营规模、提升国际竞争力，低成本到海外上市将是企业的良好选择。此外，海外上市相对于国内上市而言，周期较短、手续也比较简单，这都从综合层面上降低了企业的融资成本。

3、学习国外的先进技术和管理经验

国内通过海外上市，学习到国外公司的先进管理经验，对自身素质的全面提高、增强在经济全球化环境中的国际竞争力将大有裨益。

4、提升企业在国际资本市场上的形象

国内企业通过海外上市，既为国外企业了解国内企业提供了信息平台，也为国内企业走向国外资本市场创造了良好开端。通过在海外上市，企业无形之中提高了自己的海外声誉，从而有利于企业开拓国际市场以及在对外贸易中争取得到信贷和服务的优惠，为企业的全面发展创造了有利的条件。

5、上市过程简单有效，能够在较短时间内完成融资计划

中国企业到境外上市由于上市程序相对简单，准备时间较短，符合条件的拟上市公司一般都能在 1 年内实现挂牌交易。这非常有利于中国企业及时把握国际证券市场上的商机，在较短时间内完成融资计划，为他们的进一步发展获得必要的资金。此外，上市准备时间的缩短也有利于拟上市企业控制到境外上市的成本。

6、股权运作方便

海外上市在实践中最为突出的优点，当数股权运作的方便。由于股权运作全部在海外控股公司层面完成，而海外控股公司股权的运作实行授权资本制。包括发行普通股股票和各类由公司自行确定权利义务的优先股股票、转增股本、股权转让、股份交换等的大量股权运作事宜，均可由公司自行处理，并可授权海外控

股公司董事或董事会决定，因而具有极强的灵活性。同时，海外控股公司的注册资本在设立时仅需认购，不需实缴，使公司资本运作的成本大大降低，特别适合资本项目项下外汇收支尚未完全放开的中国企业。

在海外控股公司层面上，股东和私募中外部投资人的出资及相对应的股东权利和义务，均可由各方自由协商确定，这在吸引和引进海外资本时，极具灵活性，对在企业融资过程中灵活满足包括股东和私募投资人在内的各方的要求，具有非常重要的意义。

7、税务豁免

海外控股公司最广为人知也是最易引起争议的，是离岸地政府对海外控股公司除收取有关注册、年检等费用外，不征收任何税收，这样，就使上市主体将来进行各类灵活的资本运作的成本大大降低。税收的豁免，也是红筹上市得以运作的重要原因之一。

8、更为丰富的融资工具

企业建立了国际化的资本运作平台，为后续的兼并收购、融资、退出提供了工具和舞台

9、除此之外的其他优点

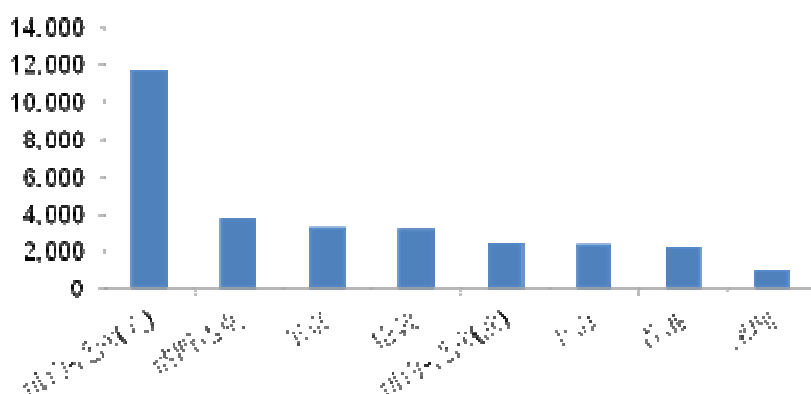
在国外证券市场发行股票，股东分散，发行者可较为自由地使用筹得的资金，降低企业被新股东控制的风险。在国外证券市场发行股票，能够筹集到各种货币的资金，满足对外汇资金的需求。国外证券市场资金来源广泛，股票易于发行，特别是当国内采取金融紧缩措施时，这种发行大为必要。境外上市后再融资的灵活性强，难度低，而国内上市企业的再融资成本相对较高难度较大。

三、香港证券市场概况

(一) 市值及融资额

香港股市在全球资本市场中，从总市值和年融资额看已经占据非常重要的位置。2011年，香港联交所市值达 22,580 亿美元，位居第七位，期间共有 68 间新上市公司，年融资额达到约 4,883 亿港元，位居全球前列，连续第三年成为全球 IPO 集资总额最高地区。

图：2011 年按总市值全球主要交易所排名

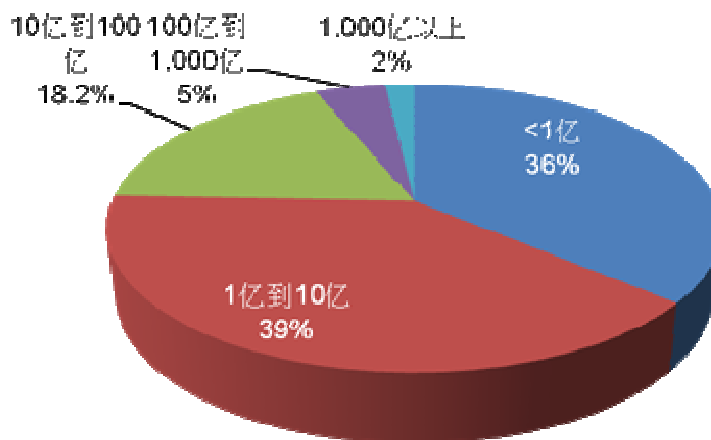


资料来源：World Federation of Exchanges, * 深圳交易所包括主板、中小板和创业板

(二) 企业规模

香港是一个多元化市场，可容纳不同规模的企业。截止 2011 年 12 月 31 日，已有约 1,496 股票在香港交易所上市，其中主板约 1,326 家，创业板约 170 家。市值小于 10 亿港元的主板上市公司大约占总量的 75.6%，其中以 1 亿至 10 亿港元的企业占绝大多数约为 36.2%。

图：上市企业规模分布（单位：美元）

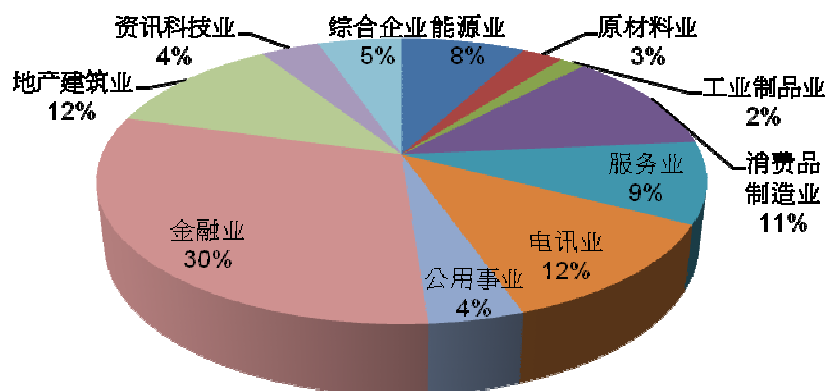


资料来源：彭博（截至 2012 年 1 月）

(三) 港股行业结构

所有主板香港挂牌上市的企业均被归类至 11 个行业，这更易于投资者以及其它市场参与人士对所有的上市公司做出对比，从而发掘具有潜在投资价值的企业。在香港上市企业中，金融业占据最大市场份额，约达 30.6%，其次便是地产建筑业及消费品制造业。

图：上市行业比重分布



资料来源：香港联交所（截至 2011 年 12 月）

图：主板行业分类股份市价总值及成交额—2011 年 12 月

| 行业分类 | 上市公司数目 | 市价总值 | | 成交额 | |
|--------|--------|------------|-----------|---------|-----------|
| | | (百万港元) | 占市场百分比(%) | (百万港元) | 占市场百分比(%) |
| 能源业 | 58 | 1,368,530 | 7.84 | 66,969 | 11.15 |
| 原材料业 | 121 | 457,345 | 2.62 | 23,974 | 3.99 |
| 工业制品业 | 111 | 277,170 | 1.59 | 18,301 | 3.05 |
| 消费品制造业 | 352 | 2,004,405 | 11.48 | 84,835 | 14.13 |
| 服务业 | 203 | 1,605,705 | 9.20 | 42,965 | 7.16 |
| 电讯业 | 16 | 2,070,928 | 11.87 | 36,459 | 6.07 |
| 公用事业 | 41 | 742,408 | 4.25 | 21,456 | 3.57 |
| 金融业 | 105 | 5,331,304 | 30.55 | 186,367 | 31.04 |
| 地产建筑业 | 199 | 2,016,954 | 11.56 | 72,871 | 12.14 |
| 资讯科技业 | 99 | 650,437 | 3.73 | 23,719 | 3.95 |
| 综合企业 | 21 | 927,4768 | 5.31 | 22,525 | 3.75 |
| 小计 | 1,326 | 17,452,667 | 100 | 600,446 | 100 |

资料来源：香港联交所（截至 2011 年 12 月）

(四) 内地企业 H 股及红筹股概况

全国绝大部分省份及直辖市在香港均有上市公司。截至 2011 年 12 月 31 日止，中国内地企业占有所有香港上市公司数目 42.8%，占香港上市公司总市值约 55.5%。自 1993 年起至今，香港最大的首 10 宗企业上市集资大部分为中国企业，上市及上市后总集资超过一万亿港元。

| 中国内地企业 (主板及创业板) | 合计 | 占总数 (%) |
|--------------------------------|------------|--------------|
| H 股 (数目) | 168 | 11.1% |
| 红筹股 (数目) | 107 | 7.0% |
| 非 H 股内地民营企业 (数目) | 365 | 24.1% |
| 上市企业 (数目) (占有所有上市公司百份比) | 640 | 42.8% |

| | | |
|------------------------------|---------------|--------------|
| 市价总值（亿港元）（占整体市价总值百份比） | 97,330 | 55.5% |
|------------------------------|---------------|--------------|

资料来源：香港交易所（截至 2011 年 12 月 31 日）

注：相关概念

（1）非 H 股内地民营企业，即中国的民营企业别称，主要特点是其最终的控股股东并非省市政府机构法人或国家，而通常是中国国内公民最先以个人名义创立、发展及持有的企业，而在香港上市前进行重组，后改在香港或海外注册，及由海外身份人士持有。

（2）红筹股，一般把最大控股权（常常指 30%以上）直接或间接隶属于中国内地有关部门或企业，并在香港注册上市的公司所发行的股份，归类为红筹股。恒生红筹股指数 1997 年开始编制时，就是按照这一标准来划定的。

（3）H 股，也称国企股，指注册地在内地、上市地在香港的外资股。中国地区机构投资者可以投资于 H 股，大陆地区个人目前尚不能直接投资于 H 股。国际资本投资者可以投资 H 股。

四、香港上市的优势

1、有利于形成良性的监管体系

香港是一个国际化的成熟市场，作为世界性的国际金融中心，其金融市场法规制度和惯例完全与国际通行的惯例接轨，拥有健全的法律体制和完善的监管架构，运作规范有效，从监管部门到会计师、律师等中介机构以及机构投资者形成了一个良好的监管体系，有利于公司建立完善的治理结构和内控机制，使公司真正成为治理结构完善、内控机制健全、运作规范的公众公司。

2、建立国际化运营平台

在香港上市，有助于内地发行人建立国际化运作平台，实施“走出去”战略。一是香港没有外汇管制，资金流入不受限制；香港税率低、基础设施一流、政府廉洁高效。二是，内地发行人可以吸收海外企业对管理、营运及市场开拓的经验，为企业进军海外搭建平台募集及再融资资金更为容易。三是便于内地企业引进海外及国际性投资者。

3. 上市成功率高

首先，香港资本市场市场化程度高，较少受政策的干预，上市过程较短，条例清晰，程序便捷，较容易获得审批，可预期性强。并且，由于香港市场的政策透明度高，能否上市，企业基本上可以自己预先做出判断，确定性较强。

香港上市的门槛较低，条件更加灵活。比如没有连续三年盈利规定，控股公司也能上市等。其次，香港资本市场的发行制度实行注册制，交易所就能够决定企业能否上市；而境内资本市场的发行制度实行核准制，上市成功率受审核通过率的影响。

4、集资便利

在香港上市，无论以直接融资(如：发行新股或债券等)、间接融资(如：银行借贷)或以增发新股筹集资金，皆可透过资本市场进行。资金供应充盈、法制完备、富专业性、市场人为干预少，造就香港资本市场集资之便利性。

5. 发行价没有限制及股权转让容易

企业在香港市场融资规模以市场确定，发行价没有任何市盈率限制。企业如果在境内上市，控股股东股份需要锁定 36 个月才能在二级市场转让；企业如果在香港上市，发起人的股份锁定期一般只有 6 个月。

6、后续融资极其便利

在香港上市 6 个月之后，上市发行人就可以进行新股融资。自 2000 年以来，香港后续融资额占市场总融资额的比例通常超过 50%，此一情况虽在 2006 年和 2007 年的上市热潮中有所改变。自 2008 年金融风暴以来，后续融资渠道再次占有极大比重的份额；这一现象一直到 2010 年才重新改变成首发上市占主导地

位。

7、股票二级市场流通性较佳

香港股票之二级市场为全球最活跃、流通性最佳的股票市场之一。除股东股票变现容易外，也间接助长首次发行市场之蓬勃发展。上市公司上市后再融资极其便利，亦十分普遍，企业一般在上市 6 个月之后，每年只要通过股东会授权，就可以按需要及市场状况随时进行增发集资。

8、扩大国际影响力

香港上市将大大提高公司在国际的知名度和企业形象，扩大企业品牌在国际的影响力，有利于企业打开国际市场，可以让更多的潜在客户了解公司及其产品，建立信任度，为公司各项业务开展带来便利。

9、大中华地区业务在香港证券市场受欢迎

香港作为中国的一部分，长期以来是内地企业海外上市的首选市场，而香港市场的国际投资者对投资有大中华地区业务之公司特别感兴趣。在不久的将来，内地的投资者与资金也会云集香港这个“本土国际市场”，其中最大的受益者将是在香港挂牌上市的各类企业。故拥有中、港、台业务的企业大都选择利用香港的国际金融地位而来港上市，目前已有众多中国内地企业及跨国公司在香港联交所上市。

五、境内企业在香港 IPO 上市

(一) 香港上市条件

1、香港证交所主板市场上市要求

| | | | |
|--------------------------------|--|--|--|
| 财务状况 要满足 1-3 项其中一个标准 | 1、利润标准 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 年利润在 2,000 万港币以上 ▪ 最近二年合并净利润不低于 3,000 万港币 | 2、市值/收入/现金流要求 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 上市市值应不少于 20 亿港币 ▪ 最近一年收入至少 5 亿港币 ▪ 过去 3 年总的正现金流至少 1 亿港币 | 3、市值/收入 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 上市市值至少为 40 亿港币 ▪ 过去一年收入不低于 5 亿港币 ▪ 上市后至少有 1,000 位股东 |
| 业务、管理层及股东 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 业务被认为合适上市 ▪ 连续三年营业记录 ▪ 上市公司管理层至少最近三个年度、控股股东至少最近一个年度保持其连续性 | | |
| 最低资本 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 上市时市值不低于 2 亿港币(如果通过利润标准要求) ▪ 上市时至少应有 5,000 万港币的市值由公众持有 | | |
| 公众持股量 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 一般要求公众持股量达到 25% ▪ 对于市值超过 100 亿港元的发行人, 联交所可能会同意其公众持股量降低到 15%至 25%之间 ▪ 分散的股东基础: (i)至少有 300 名股东, (ii)最大的 3 家公众股东在上市时持有不超过 50%的公众持股量 ▪ 上市公司中非关联人士所控股份若在 10%以下, 该部分股份根据主板定义, 为公众持有股份 | | |
| 股东数量 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 盈利测试或市值/收入/现金流量测试: 至少 300 名股东 ▪ 市值/收入测试: 至少 1,000 名股东 | | |
| 发行锁定 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 申请售股时指定为控股人的一方(持有已发行股份 30%以上者)不得在上市后的前六个月内出售或转让其所持有任何股份 ▪ 锁定解除后的头六个月内, 控股人所能出售的股份份额不能使其丧失控股人地位 ▪ 除非有例外情况, 上市条例禁止在上市后的头六个月内出售新股份。上市前已签署的协议中规定的售股, 必须在上市申请中给予披露 | | |
| 会计准则 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 须按香港/中国/国际会计准则 ▪ 经审计后财务报表不得超过招股书刊发日期六个月 | | |
| 主营业务 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 公司本身可能经营不同业务, 但必须实际上拥有核心业务 ▪ 主营业务必须达到利润要求 | | |

| | |
|---------------|--|
| 发行审批机关 | <ul style="list-style-type: none"> 香港交易所/香港证监会/中国证监会 |
| 发行估值 | <ul style="list-style-type: none"> 没有限制，具体情况取决于公司的基本因素和市场情绪 |
| 后续融资能力 | <ul style="list-style-type: none"> 在首次上市之后的 6 个月内不允许。如获股东授权，可增发已发行股份的 20%给独立人士而无需股东批准 |
| 注册地要求 | <ul style="list-style-type: none"> 香港、百慕大、开曼群岛、中国，任何其他能为股东提供保障至少相当于香港提供的保障水平的司法地区 |

2、创业板上市要求

| | |
|---------------------|---|
| 财务状况 | <ul style="list-style-type: none"> 没有特殊的要求 |
| 经营历史、管理和所有者权 | <ul style="list-style-type: none"> 最低 2 年（或 1 年，如果满足一定的市值和公众持股要求的话） |
| 最低市值和股东数量要求 | <ul style="list-style-type: none"> 无特殊要求，但一般不低于 4,600 万港币 |
| 公开发行业量 | <ul style="list-style-type: none"> 公众持股不低于 25%，最低 3,000 万港币。如果上市时市值超过 40 亿港币，可以减少至 20%或 10 亿港币（两者取孰高者） |
| 24 个月业务追踪 | <ul style="list-style-type: none"> 上市前 24 个月有关业务进展和业绩的详细信息（或至少 12 个月，如果申请人在过去 12 个月营业额或总资产达到 5 亿港币，或市值不低于 5 亿；还有更严格的公众持股要求，每股价格不低于 1 港币） |
| 经营目标说明 | <ul style="list-style-type: none"> 从上市起 2 个会计年度内公司的经营目标，达到目标将采取的重要手段、收益的使用都必须详细说明 |
| 强大的公司治理结构 | <ul style="list-style-type: none"> 包括上市后 2 个会计年度内连续的保荐人辅导 |

（二）境内企业香港联交所上市流程

香港证券和期货市场的主要监管者是证券及期货事务监察委员会（SFC），而香港证券交易所（HKEX）则主要负责监管证券交易参与者的交易和上市公司。因此证监会（SFC）和香港证券交易所（HKEX）都要求意图在香港上市的公司向其提供招股说明。

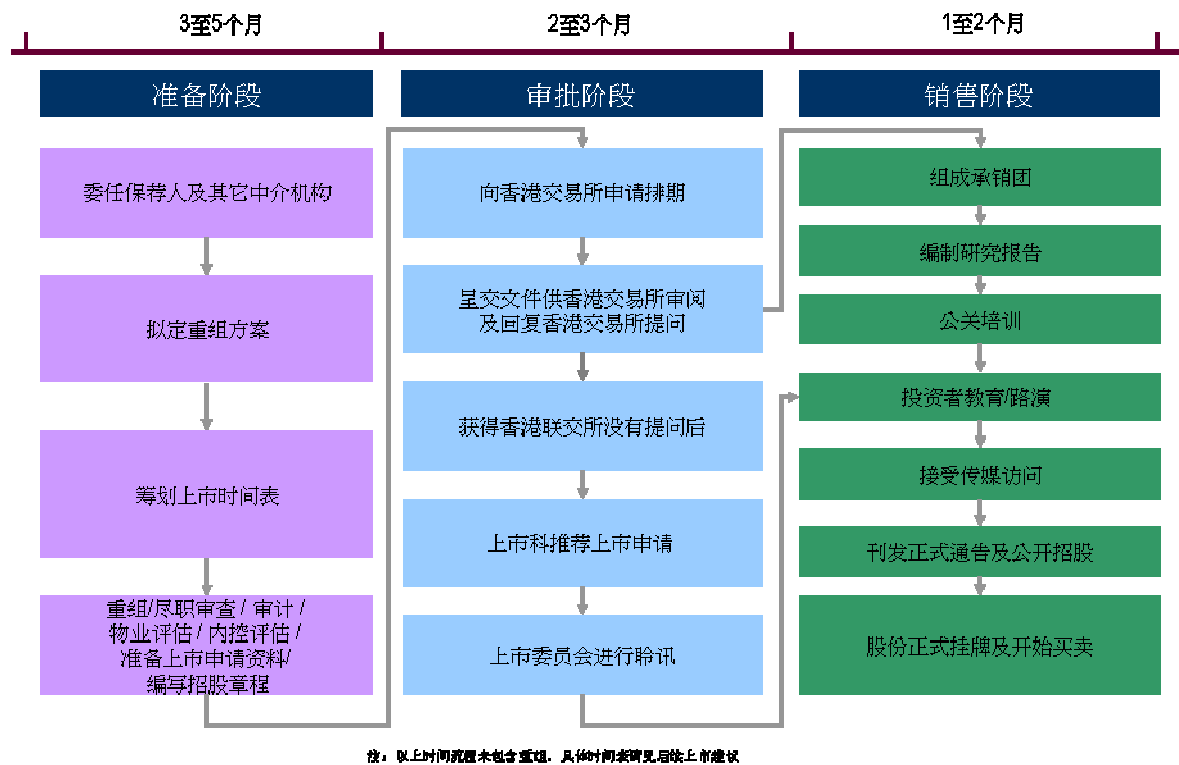
香港有两个证券市场，即主板市场和创业板市场（GEM）。在主板还是在创业板上市，主要由申请上市公司的经营规模和成熟程度以及该企业所在的行业决定的。

主板市场主要面向符合利润和市值要求的所有行业的企业，当然也有例外。特别是该公司必须开业已三年。

创业板市场主要面向所有行业的具有成长潜力、但不符合利润要求的公司，该公司的开业可以只有两年。

一家公司的股票在香港证券交易所上市前必须完成很多程序。除了选择合适的保荐人、会计师及其他顾问外，申请上市的公司必须进行尽职审查，还要准备上市材料，以便潜在投资者能够评价该公司的业务和发展潜力。

另外，一家公司在上市前需要进行业务、组织架构和股权结构方面的重组。所有这些工作要谨慎进行以确保符合法律、会计和有关上市的规定，还应聘请专业的顾问对重组过程进行评估认定。



(三) 香港上市费用

在港交所上市成本包括支付给保荐人、法律顾问、会计师等中介的费用，总费用根据首次发行规模的大小会有很大差异，公司应准备将 5%-30% 的募集资金作为发行成本。

1、承销费用

标准的承销费用为募集资金的 2.5%-3.5%

2、保荐人

申请上市的公司应向进行尽职审查并协调公司和监管部门之间关系的保荐人支付一定的费用，保荐人一般负责协调整个首次公开招股的全过程并起草招股说明书。

3、律师费

至少要有两家律师事务所，一家服务于公司，另一家服务于保荐人。为公司

服务的一家主要负责向公司提供各方面法律意见，如合同的合法性和有效性；为保荐人服务的一家主要负责鉴定招股说明书。

4、审计和会计费用

申请上市的公司要为财务报表的审计支付一定的费用，如果公司有子公司，子公司也必须要审计。另外公司还要向申报会计师支付费用以出具有关财务信息的会计报告，会计报告中的财务信息必须要经过审计，数据为招股说明书完成后6个月以内的数据，如果会计报告中需要经审计的半年度财务信息，还需支付另外一笔费用。

5、印刷费用

印刷费用是上市费用中重要的一项，包括排版、印刷招股说明书和股权证。修改后的招股说明书经监管部门同意后，要找专业的公司进行排版，批量印刷在高质量的纸张上。招股说明书要用中英文两种语言，因此需要专业的翻译公司翻译。

6、董事和高级职员责任险

上市公司越来越普遍地要为董事和高级职员（D&O）购买保险，这也增加了上市费用。

7、其他费用

其他上市公司费用包括向港交所缴纳的上市费；评估费（如果需要评估的话）；另外还有投资者联络费用等等。

(四) 红筹模式上市

1、红筹架构的搭建

根据《关于外国投资者并购境内企业的规定》(“10号文”)规定“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内公司，应报商务部审批。”

如要避免商务部审批，公司的自然人大股东可以自己办理海外移民变更国籍身份或通过有外国国籍的亲属成立家族信托，去操作红筹上市重组。同时，以往案例中，往往中国律师会要求公司向当地省级商务部门申请出具一份确认函，确认上述操作不属于需要按 10 号文第 11 条去报送商务部审批的外资关联并购。重组具体步骤为：

(1)大股东或者相关的直系亲属(如：妻子、子女等)需先寻求取得境外外国籍或境外永久居留权，(我司可以联合当地交行为私人银行客户办理香港投资移民)；

(2)大股东在境外信托机构设立信托计划，并指定包括有海外国籍的直系亲属作为该信托计划的受益人(我司可协调交银信托提供此项服务)；

上述家族信托操作中的注意事项：

(a)在该操作项下，大股东不拥有拟上市公司的股份或受益权，其设立的家族信托为拟上市公司的控股股东，但大股东有权力更换家族信托的受益人；

(b)为保障大股东的受益人地位，家族信托成员须是一位大股东充分信任的人；

(c)由于大股东为家庭信托的控制人，把股权由大股东转移给家庭信托，不会被香港联交所视为控制权变更。

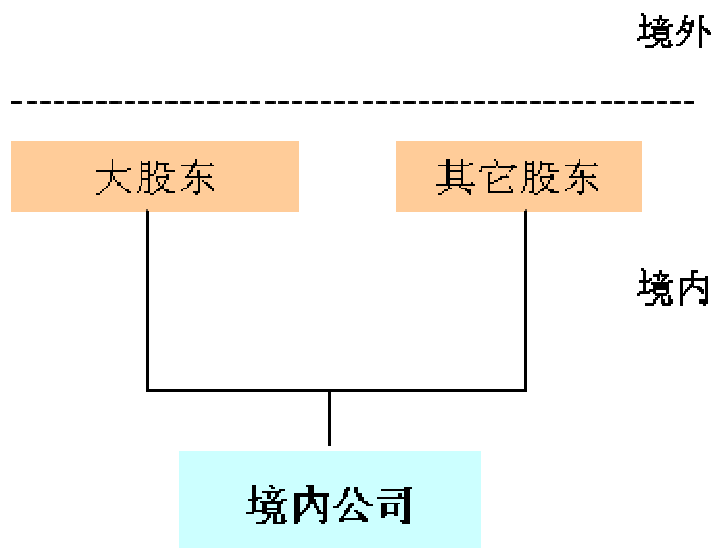
由大股东或信托计划发起设立一系列境外特殊目的公司：设立 BVI 控股公司由大股东或其家庭信托持有，设立香港公司由 BVI 控股公司持有；

(4)香港公司直接收购境内企业全部股权。该类收购对价理论上是以评估值(一般不低于资产净值)为依据，企业须对评估值高于初始投资成本的部份按照相关规定缴纳所得税。由于各地商务部门对收购对价有一定的灵活性，为了减少股权收购所涉及的外汇资金数额，建议公司尽量与当地商务部门协商，争取以注册

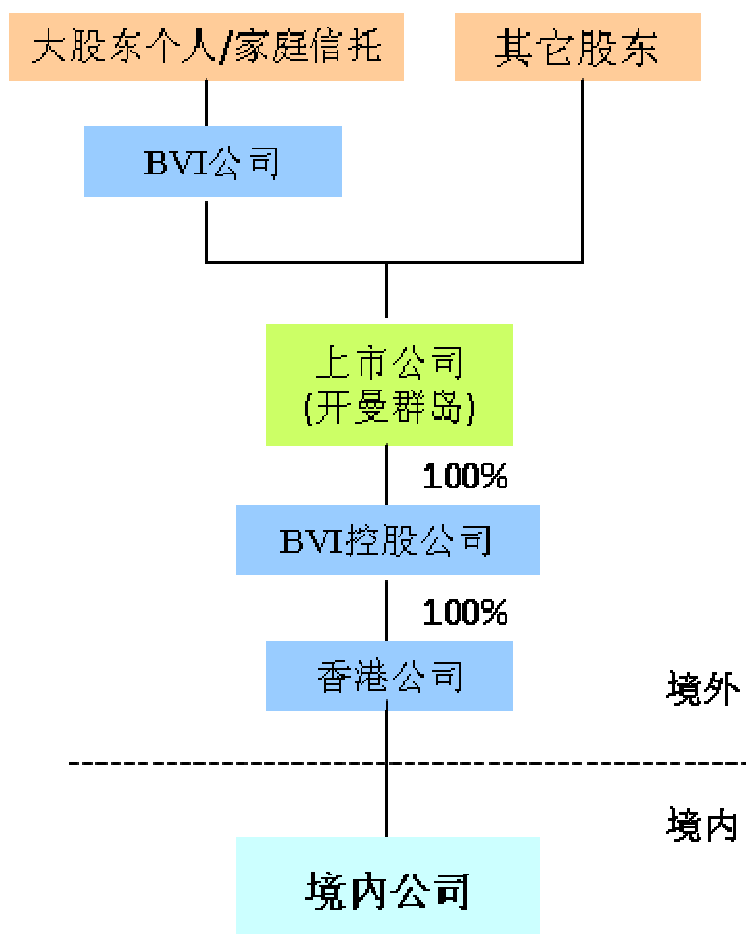
资本为收购对价，以减少所需外汇金额。

(5)在开曼群岛注册成立公司作为主体上市公司，大股东或其家庭信托以及其它股东向开曼公司转让 BVI 控股公司的全部股权。

图：重组前公司架构



图：重组后公司架构



2、红筹模式重组资金来源

境内民营企业在进行海外重组过程中面临的最大的问题，是用于收购境内企业权益的价款的资金来源问题。根据商务部 10 号文规定，海外控股公司应自外商投资企业营业执照颁发之日起 3 个月内向境内企业原股东支付全部对价。对特殊情况需要延长者，经审批机关批准后，应自外商投资企业营业执照颁发之日起 6 个月内支付全部对价的 60% 以上，1 年内付清全部对价，并按实际缴付的出资比例分配收益。

由于中国对于资本项目外汇实行严格管理，资本项目下的外汇对外支付，均需经过外汇管理部门的核准，持核准件方可在银行办理售付汇。根据上述规定，境内企业的股东（包括实际控制人）将其现金资产跨境转移至境外控股公司的名下，就必须办理境外投资审批手续，并经国家外汇管理局批准，方可对外支付。同时，由于境内企业股东现金资产大量以人民币的形式存在，需首先转换为外汇，而中国对境内居民资本项下购汇使用予以严格限制，因此，对境内企业至股东而言，凭借自身的资产，合法完成上述海外重组中的重组价款的支付，较为困难。在红筹上市的实践过程中，为解决上述问题，在实践中，通常采用以下两种解决方案。

第一，境外过桥贷款的方式。即由境外合格贷款机构向海外控股公司及其股东个人提供境外贷款，用于海外重组中收购价款的支付。此种方式所筹集的资金，通常仅用作海外重组股权转让价款的支付。

第二，境外发行可转换优先股的方式。即由海外控股公司以完成收购为条件，进行私募，向境外投资人发行可转换为海外公司普通股的优先股（通常称之为“优先股”）。海外控股公司股东和新私募投资人在海外控股公司之间的股权比例，由双方协商约定。此种优先股，可以在重组完成后，或在公司上市完成后，按照约定的比例，转换为普通股。此种方式，既可用于筹集海外重组股权转让价款，也可作为海外控股公司定向发行股份，筹措经营所需的运营资金。

以上两种方式的取舍，在很大程度上，取决于公司的经营状况和对投资人的吸引力。公司业务及经营业绩有爆发性增长，公司经营业绩对投资人具有足够的吸引力，海外重组的资金需要完全可以通过发行优先股的方式来筹集，海外公司原股东和新投资人之间的股权配比，由双方根据企业的经营和财务情况协商解决。

3. 红筹模式涉及的国有股权

境内公司的股权结构中，可能存在国有股权的情况。国有股权是否可以通过海外重组进入海外控股公司？我们在实践中经常遇到这个问题。在境内企业准备

进行境外红筹上市时，国有股东往往希望能够与其他非国有股东一并参与海外重组，并将其股权注入海外控股公司，持有海外控股公司的股权。

国务院《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》规定，将国有股权转移到境外公司在境外上市，境内企业或境内股权持有单位按照隶属关系事先经省级人民政府或者国务院有关主管部门同意，报中国证监会审核，并由国务院按国家产业政策、有关规定和年度总规模予以审批。因此，从规则的层面上讲，将国有股权注入海外控股公司是可能的，但是，从实务操作上讲，审批程序复杂，耗时间长，且结果不可控，是该种方案的最大问题。上述问题，直接影响了企业红筹上市的进程和时机的选择。因此，在实践中，上述方案一般不具有可行性。较为可行的方案是，在海外重组过程中，国有股权通过转让而退出。

境内企业国有股权向海外控股公司转让而退出，必须委托具有相应资格的资产评估机构根据《国有资产评估管理办法》和《国有资产评估管理若干问题的规定》等有关规定进行资产评估，并经核准或备案后，作为确定国有产权、资产价格的依据。因此，在海外重组过程中，海外控股公司对境内企业国有股权的收购，应当遵循评估、备案的原则和不得低于评估值确定转让价格的原则。

六、境内企业在香港买壳上市

企业选择 IPO 还是买壳上市，取决于自身条件、股东目标、大规模融资的急迫性和计划采用的融资模式。已满足上市要求的企业，IPO 是最好的选择，上市和集资可一步到位。

香港交易所和香港证监会对中国企业在上市阶段的合规考量尺度相当严格，两地监管机构交流频繁，监管机构会有针对性地针对企业的软肋要求披露和确保合规，这对许多境内民企提出了重大挑战。买壳通常成为企业在 IPO 之外的后备方案。尤其在商务部 2006 年 9 月出台《关于外国投资者并购境内企业的规定》以来，民企海外上市的渠道被堵，不少难以在 A 股上市的企业把重点从 IPO 转向了买壳。

买壳的成本无疑高于直接上市，不过其优点在某些特殊情况下也难以替代。买壳可令企业先控制上市公司，再按时机成熟的程度逐渐注入业务，等待最佳的融资时机，无需为应付“考试”一次性付出重大的代价，无需等待而获得上市地位。但是，买壳更适合股东有一定资金实力、能先付钱买壳再解决融资需求的企业，盈科数码、国美电器和华宝国际都是买壳后抓住机会成功集资套现的案例，国美和华宝甚至为资产注入等待了 24 个月。而且，壳公司上市已有年头，有时能提供比 IPO 更广泛的股东基础，使股票更活跃。相反，企业 IPO 后如跌破发行价，会造成股票流通性和投资者参与程度较差，这会成为日后融资的难题。

（一）境内企业在香港买壳上市总体步骤

第一步，香港壳公司剥离原资产（和转移到境内）；

第二步，境内资产的控制人获得香港上市壳公司的控制权；

第三步，境内资产通过外资并购，实现资产出境后再注入到香港壳公司，或者由香港上市壳公司或其子公司进行外资并购，将境内资产直接注入香港上市壳公司。

（二）境内企业香港买壳上市的主要法律限制

1、关于境内企业资产出境限制

商务部 10 号令规定，境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内公司，应报商务部审批（见下文 10 号文详解）。

特殊目的公司设立，应向商务部办理核准手续；特殊目的境外上市，应经证监会批准（见下文）。

2、联交所关于反收购行动的规定

香港联交所对在香港买壳上市的行为的限制主要体现在《证券上市规则》第十四章关于“反收购行动”的规定上。该规定将上市发行人通过交易实现将收购资产上市的意图并规避新申请人规定的行为定义为反收购行动，对拟进行此反收购行动的上市发行人当作新上市申请人处理。

“反收购行动”通常包括（1）在进行“非常重大的收购事项”的同时发生或导致上市公司控制权转移或（2）在上市公司控制权转移 24 个月内取得控制权人进行“非常重大的收购事项”。

“非常重大的收购事项”是指按照《证券上市规则》计算的资产比率、代价比率、盈利比率、收益比率或股本比例达到或超出 100%。

据此可以认为，若不构成“非重大的收购事项”或上市公司的控制权人和资产转让方不存在关联关系，则可不视为“反收购行动”。

3、联交所关于“现金资产公司”“出售限制”的规定

《证券上市规则》第十四章“现金资产公司”中规定，如上市发行人全部或大部分的资产为现金或短期证券，则该上市发行人不会被视为适合上市，而本交易所回将其停牌。如申请复牌，交易所会将其复牌申请视为新申请人提出的上市申请处理。

据此可以认为，新资产注入应当在资产剥离前完成。

《证券上市规则》第十四章“出售限制”中规定，上市发行人不得在控制权转手后的 24 个月内出售其原有业务，除非上市发行人被视为新上市申请人接受审核或者上市发行人向此等控制权的人士或一组人士或其关联人所收购的资产，连同发行人在控制权转手后所收购的任何其他资产，能够符合上市资格中对财务指标、控制权和管理层的相关要求。

据此可以认为，资产剥离应当在上市发行人控制权转移前完成。

综上所述，买壳上市的操作顺序应为：

剥离资产 **——>** **注入新资产** **——>** **控制权转移。**

（三）香港买壳上市需要注意的问题

1、防止在资产注入时被作为新上市处理

2004 年 4 月前，香港对买壳后资产注入的监管宽松，之后相关上市规则大幅收紧，规定买方在成为拥有超过 30% 普通股的股东后的 24 个月内，累计注入资产的任一指标高于壳公司的收益、市值、资产、盈利、股本等五个测试指标中任何一条的 100%，则该交易构成非常重大交易，该注入可能要以 IPO 申请的标准来审批。

华宝国际（00336.HK）实际控制人朱林瑶 2004 年 4 月 16 日通过旗下 BVI

公司 Mogul 完成收购香港上市公司力特后，即为了避免资产注入被当作新上市处理而等待了漫长的 24 个月，到 2006 年 6 月方把华宝上海等资产注入上市公司。净资产值、销售额和市值较大的上市公司允许注入的资产规模大，不易被当作新上市处理，但其缺点在于买家需动用的现金量非常大，尤其是在方案涉及全面收购之时。

2007 年底光汇石油对先来国际（00933.HK）的收购，通过注入客户而不注入资产，光汇石油集团的海上免税供油业务大部分被注入到上市公司，从而避免了资产注入构成非常重大交易被当新上市处理而需等待 24 个月的限制。2008 年初，薛光林通过其持有的离岸控股公司收购先来国际大股东刘东海所持有的 68.26% 股权，该收购给予先来国际的估值约为 10 亿港元，如今事隔不到两年，光汇石油市值已达 150 亿港元，增长了 14 倍，而原股东保留的 3% 股份也从每股 0.84 港元升到 10 港元，获利 10 倍多。

2、收购股权比例太小存在风险

通常，对大股东股权的收购价比一般流通股增加了壳价和控股权溢价，全面收购价往往远超过二级市场股价。有的买家为了避免以高于市场价向小股东展开全面收购，降低整体收购成本，而选择只收购壳公司 30% 以下的股权。有的则在取得接近 30% 的股权后，通过代理人继续持有超过 30% 部分的股权份额。若买家意图通过这种曲线方式进行全面收购，以降低成本并避开公司被作为新上市处理的限制，那么需要注意，此举违反股东应如实披露权益的条例，一旦被证明可能面临刑事指控。而且，香港证监会会关注原上市公司大股东处置余下股份的安排（如售予其他独立第三者），不会令买方对这些剩余股份行使控制权。过去证监会曾多次因不满意余下股份接手人士的独立性而拖延或不确认买方“无须提出全面收购”的要求。这一做法不仅不合法，日后也容易遭到其他股东的挑战。按照上市规定，大股东注入资产时自己无权投票，其最后命运会由小股东控制，如果原来的股东分散或者其他股东的投票权接近，不满的小股东可跳出来反对资产注入。

3、尽量获得清洗豁免

根据香港《公司收购、合并及股份回购守则》，新股东如持有股权超过 30%，可能被要求向全体股东提出全面收购要约，并证明买方拥有收购所需资金。最近香港股市畅旺，壳价水涨船高，已达 1.8-2.4 亿港元，买壳加上实施全面收购须动用的资金至少需要 3 亿港元，要减少收购所动用的现金，就必须获得香港证监会的全面收购豁免（又称“清洗豁免”）。证监会对清洗豁免审批有严格的要求，除非证明如果没有买家的资金注入，壳公司可能面临清盘，否则不会轻易批准。

4、尽量避免被认为是现金公司而停牌

香港上市公司要保持上市地位，就不能是纯现金公司（只有现金没有业务），因此，假如收购对象的业务基本停顿，除非买家能协助壳公司在短时间内开展新业务，否则可能面对无法复牌的风险。在港上市的三元集团就因为壳公司已没有业务，新股东买壳后提出复牌建议不获港交所同意，最终被判摘牌而导致买方巨大损失。

5、注重原有资产清理的复杂程度

壳中业务的资产构成决定收购方在买壳后进行清理的难度和成本，一般在容易处理的资产中排名第一的是现金和有价证券，因其具备高流通性、有公开的交易市场和价格；排名第二的是土地和房地产，它们在持有期间极少需要管理，且价值不容易迅速减少；第三是不需要经营性的固定资产、资金回收周期短的贸易、软件和服务业务；第四是固定资产需求较少的加工业和轻工业；第五是带工厂和设备的工业类上市公司。买家应该尽量避免业务需要持续关注和精良管理的壳，涉及庞大生产性机器设备、存货、应收账款和产品周转期长的壳公司最难清理，该类资产套现困难，原大股东赎回也会因须动用大量现金而无法实施。而且，拥有大量经营性资产的壳如果资产置换耗时长，其业务和资产就存在贬值风险，且这些业务的管理需要专业技能，容易令外行的买方挠头。

6、交易期越短越好

股份交易与资产退出和注入的整个交易期越短，买壳的成功率越高。一方面，市场气氛和经济形势千变万化，任何因素都会影响价格和双方完成交易的决心，光汇就是通过在下跌趋势中拖延时间而获得超过 1 亿元的价格折让。而且，新旧股东在交易完成前有一段“你中有我、我中有你”的共处时期，这一时期，如果董事会上两股力量互相牵制的话，可能导致双方的矛盾和火拼。为避免潜在争执，理想的做法是在新股东进入的同时把原有股东需要取回的资产剥离。

7、需周详地协调新旧资产更替

由于香港上市规则对原有资产的出售速度有所限制，部分壳中的资产难以在两年内售出，这使如何协调买方新注入资产与壳中原有资产的方案设计提出了较高的难度。

8、做好审慎调查

买方可买有业务的壳，也可买业务已萎缩的壳。买有业务的壳，危险在于公司过去的经营中可能有潜在负债、不良资产或者法律纠纷，因此，买方应从法律、财务、股东和业务等方面进行足够的审慎调查，否则会自咽苦果。香港上市的百灵达集团（02326.HK）就是因为国内买家放弃了做仔细的谨慎调查和让卖方出资产质量承诺，在金融危机来临时，其下属的百灵达实业深圳有限公司持续亏损、

资不抵债，在 2008 年 10 月 20 日停业，并引致当地政府部门干预，虽未连累上市公司清盘，但严重影响了企业的声誉和股东价值。

9、成立买壳实体

上市主体在内地注册的企业一般适合在 A 股买壳，要在香港买壳的企业，其控股公司必须为离岸公司，否则资产注入将存在障碍。

买壳是很多民营企业建立资本平台、进入资本市场的开始，而不是最终的目的。上市壳如不能发挥在较高股价上再融资的能力，这一平台亦失去意义。因此，企业买壳前应作全面的准备，包括考量公司内不同项目的价值和投资安排、融资计划、拟注入上市公司的价格、对投资者的吸引力等。选择壳公司时亦需考虑将来注入上市公司的资产、注入时间及规模等。

在收购过程中，必须掌握的原则按照重要性排列则包括：速度快，即以尽可能快的速度完成买壳交易，否则不仅成本增加，也延误后续资本运作；合法合规，交易中不要留下后遗症，特别要避免对未来产生不良影响的违规行为；未来能控制自己的命运，买壳后，要使壳公司具备足够的二级市场操作自由度，对二级市场和股东结构的了解是关键。先对自身条件进行评估，如果具备相关的要素并遵从上述原则，加上有精于企业运作和资本运作顾问的协助，买壳可以使股东财富倍增、企业跃上新台阶。

（四）经典案例

国美借壳上市

中国鹏润（HK0493）以 88 亿元人民币的价格收购国美电器 65% 的股份，国美电器因而成功借壳中国鹏润，登陆香港资本市场。黄光裕也因这场巨额并购，一跃成为 2004 年中国首富。黄光裕的借壳过程采用了国际通行的途径，先在百慕大或维尔京群岛设立海外离岸公司，通过其购买上市壳公司的股份，不断增大持有比例，主导该上市公司购买黄自有的非上市公司资产，将业务注入上市公司，经过一系列操作后，壳公司无论从资产结构、主营业务甚至是公司名称都会变化，从而达到借壳上市的目的。国美电器的借壳过程：

第一步：寻找壳公司，锁定香港上市公司-京华自动化

2000 年 6 月底，黄光裕通过一家海外离岸公司 A，以“独立的机构短期投资者”名义联合另一个中介人，以 1920 万港元的现金收购了原大股东的小部分股份，开始染指京华自动化（0493）。一个月后又通过另一家离岸公司 B，再次通过供股方式¹，以现金 5600 万港元购得原第一大股东的绝大多数股份，从而控制了上市公司-京华自动化，这家公司后来成为国美上市的壳公司。

¹所谓供股，是上市公司董事会受股东大会之命，定向增发已发行总股本 20% 之内的新股份，该权力使公司实际控制人可以不断增持股份而巩固控制权，该股份的发行定价，原则上以当时该公司股票市场交易价为准，可以略微溢价或折让。

第二步：增发“公众股”，加强对壳公司的实际控制力度

2000年9月，京华自动化发布公告，以增加公司运行资金的名义，以全数包销的方式，增发3100万股新股，公司总发行股本增至18800万股。本次配发的股份数量，折合公司已发行总股本的19.7%，恰好低于20%，因此，不需要停牌和经过股东大会决议过程，通过这种方式不知不觉中增加了股权比例，这种财技以后被多次用到。

第三步：京华自动化购入地产，悄然转型

2000年12月6日，京华自动化（0493），停牌发布公告，理由是公司打算发展收入稳定和不间断的物业租赁业务。实际情况是从黄的手中把其持有的物业购买过来。支付的方式是：现金支付1200万港元，余下的1368万港元以向卖方发行代价股²的形式支付，每股价格定为停牌公告此事前一天的收盘价格略微溢价后的0.38港元。这里需要注意的是，现金与代价股的比例为什么是1200:1368？秘密在于，代价股1368万港元合36003500股，折合公司已发行股份的19.2%，又是恰好不超过20%。

通过这次操作，代价股全部发行后，黄以持股3600万股（16.1%），成为京华自动化的第二大股东。而黄在整个过程中的付出，仅仅是所谓一纸商品房销售合同的债项和乙方股份，而被出售的物业的开发商人正是黄的哥哥——黄俊钦。黄光裕把哥哥的房子卖给了自己化名持有的BVI公司，再把该公司转卖给京华自动化。

第四步：明减暗增，逢低加注——不断增加股权

2001年9月京华自动化再次公告，以增加公司运行资本金和等待投资机会的名义，全数包销配售4430万股新股，新股价格为公告停牌前一天的收盘价折让10%，即0.18港元，募集资金797.4万港元。值得注意的是：本次配发的股份数量折合公司已发行总股本的19.8%，因此，也不需要停牌和经过股东大会决议过程。

第五步：权衡利弊，先将地产装入壳中

2002年2月5日，京华自动化发布公告，增发13.5亿股新股，每股0.1元，全部由黄光裕独资的BVI公司C以现金认购。这标志着黄已决心将其旗下的实业业务装入此壳中。他选择了先装入地产，国美电器是他最值钱的核心业务，当时他正在全力以赴收购内地A股市场的*ST宁窖（600159），而且进展顺利，是否把核心资产拿到香港，他还要权衡两地优劣，选择更好的时机。

而买壳的现金支出1.35亿港元，全部进入上市公司发展地产业务，逐步收购内地地产行业的优质资产，京华自动化的公众股价格在这轮利好消息的刺激下

²所谓代价股是指西方发达国家全流通证券市场，上市公司最常用的并购支付方式，即收购某一资产时，不以现金支付，而以增发的本公司股份支付，该笔股份的价格，原则上以当时该公司股票市场交易价为准，经买卖双方讨价还价，也可以在交易价的基础上溢价或折让，该笔用于购买资产的股份称之为代价股份。

连翻了四倍。

至此，黄光裕和其独资的 A 公司合计持有 85.6% 的股份，根据联交所收购守则，触发无条件收购。即要么全部收购剩余的 14.4% 的公众股份退市，要么为了维持上市地位，必须转让到个人持股比例 75% 以下。2002 年 4 月 26 日，黄转让 11.1% 的股份给机构投资者，做价 0.425 港元 / 股，共得 7650 万港元现金，使其个人的持股比例降低到 74.5%，这个减持比例做到了一石三鸟，既保住了上市地位，又实现一股独大，同时套现减压。

第六步：一箭双雕，既实现地产借壳上市，又得到大笔回笼资金，壳公司更名为中国鹏润

2002 年 4 月 10 日，京华自动化出资现金加代价股合计 1.95 亿港元，收购了一家注册在百慕大的公司 D（由黄光裕持有），而 Artway 拥有北京朝阳区一处物业权益的 39.2%。黄通过上市公司购买自身控制的内地物业资产，得以将上市公司账面的几乎全部现金 1.2 亿元转入自己的账户，顺利解除收购“净壳”支付的大笔现金的资金链压力，加上 26 日减持套现的 7650 万港元，一个月内其现金流入，即约 2 亿港元。

至此，黄通过先后把左手的三间办公室和物业，倒到右手的上市公司里，套现上市公司现金，使现金链条得以回笼，同时增持股份，白得了一个“净壳”。2002 年 7 月，京华自动化发布公告正式更名为“中国鹏润”，并在地产、物业等优质资产的带动下开始扭亏。

第七步：重组电器零售业务，买入国美的控股公司，国美电器正式借壳上市

2003 年初，黄开始重组“国美电器”。将“北京国美”的经营性资产、负债和天津、济南、广州、重庆等地共 18 家子公司 94 家门店全部股权装入“国美电器”，由鹏润亿福持有 65% 股份，黄光裕直接持有国美电器剩余 35% 股份。此时可以断言，黄在香港市场通过将地产装入壳中淘到第一桶金后，打算将其核心业务——电器零售，再如法炮制一番。

在大陆，国美是数一数二的电器零售商，但在香港的名声却不大。2003 年 11 月国美电器在香港九龙岛最繁华的旺角开设了第一家香港分店，占地达 2.5 万平方英尺，在当地属于超大型卖场。2004 年 5 月国美在香港每周开一店、连开三店，加速了扩张的步伐，国美在香港已经有 5 家分店，配合媒体宣传造势，国美品牌的其知名度在香港得以大大提高；同时他对全香港电器零售业有很大的影响，连香港电器零售商大哥丰泽电器也倍感压力。至此国美电器不仅在国内，同时在香港也有一定的影响力，这为国美电器成功借壳鹏润打下了很好的伏笔。

2004 年 6 月，中国鹏润（0493）公告宣布以 83 亿港元的代价，买下拥有 65% 国美股权的 Ocean Town 而成为了“国美电器”的第一大股东。国美正式装入壳中，并正式更名为“国美电器”。

七、收购兼并

(一) 香港证券市场并购融资简介

过去十多年，随着香港经济的发展与繁荣，以及香港证券监管及市场基础设施的不断革新，使得香港抓住了来自全球股市繁荣及内地经济持续强劲增长所带来的大量机遇，香港证券市场的并购活动也进入了一个繁盛时期。

并购，英文是 **Mergers & Acquisitions**，简称 **M&A**，意思是兼并(M)与收购(A)，是指一个企业购买其他企业的全部或部分资产或股权，从而影响、控制其他企业的经营管理。但广义的并购还包括收购部分业务或资产，但并不获得影响、控制其他企业的经营管理权。

(二) 并购融资的方式

相对于其他目的的融资，并购融资的特点是融资额大，对并购后存续公司资本结构和公司治理结构有很大影响，因此公司在进行并购融资时要认真预测并购资金需求量，选择最佳融资方式与支付方式，确保资本结构和公司治理结构合理，并做好周密的融资计划。

一般来说，并购融资的方式按资金来源不同分为内部融资和外部融资。内部融资是指从公司内部筹措所需资金。但由于并购活动所需的资金数额往往较大，而公司内部可支配的资金毕竟有限，利用并购公司营运资金进行融资对于并购公司而言具有很大的局限性。外部融资是指公司从外部筹集资金，方式主要有债务融资、股权融资和混合融资三种。外部融资是公司筹集资金的一条重要渠道，对公司扩大经营规模、增加资本具有直接作用。

1、内部融资

内部融资作为并购融资的一种渠道，有其自身优势：首先，具有速度优势。一方面，并购方可以在最短的时间内筹得所需资金，迅速获取目标公司的控股权，使其没有充分时间作出反收购行动；另一方面，使并购竞争对手因融资滞后而放弃。其次，内部融资是最稳妥、最有保证的筹资来源，且完全可以由自己安排支配。

2、外部融资

(1) 负债融资

负债融资的最大优势就在于利息的减税作用。但负债比例过大，又会降低公司信誉，导致再融资成本升高，增加破产的可能性。负债融资形式多样，是并购融资方式中最丰富的一类。

(2) 创新型负债融资

A. 杠杆收购融资

杠杆收购是指通过大量的债务融资来支持并购行动，通常是由收购方、金融机构和其他投资者组成投资群来完成。收购方以较少的股本投入融得数倍的资金，对公司进行收购、重组，使其产生较高盈利能力后，再伺机出售或重新上市，以便牟利。

B. 卖方融资

并购中一般都是买方融资，但当买方没有条件从贷款机构获得抵押贷款或是市场利率太高，买方不愿意按市场利率获得贷款时，卖方为了出售资产也可能愿意以低于市场水平的利率为买方提供所需资金。买方在完全付清贷款以后得到该资产的全部产权。如果买方无力支付贷款，则卖方可以收回该资产。这种方式被称为卖方融资。

3、权益融资

公司并购融资中最常用的权益融资方式是股票融资，根据股票所包含的权益的不同可分为优先股融资和普通股融资。

(1) 优先股融资

优先股是股票的一种，其股息数额固定，且在清算状态下对公司资产享有优先于普通股的要求权。但优先股通常没有投票权。

(2) 普通股融资

普通股是公司发行的股票中最主要、最基本的股份，同时也是风险最大的一类股份。普通股融资的基本特点是其投资收益不是在购买时约定的，而是事后根据股票发行公司的经营业绩来确定。持有普通股的股东，享有参与经营权、收益分配权、资产分配权、优先购股权和股份转让权等。

运用股票融资又分为两种不同形式，即发行新股和换股并购。发行新股是指增发新股或向原股东配售新股，即公司通过发行股票所得价款作为并购支付的手段。

换股并购是以公司股票本身作为并购的支付手段付给被并购方。换股并购具有其自身的优势：一方面，换股并购使收购不受并购规模的限制；另一方面，它可以避免大量现金流出的压力，降低收购风险，为日后的经营创造宽松的环境。

4、混合融资工具

并购中常用的混合性融资工具主要包括可转换债券、可转换优先股、认股权证等。在实践中，这些融资工具可以合并使用而达到类似的效果，如普通债券附加认股权证可达到与可转换债券相似的效果。在上述多种混合性融资工具中，可转换债券和认股权证具有较强的代表性。

(1) 可转换债券

可转换债券是一种具有购买股票期权的债券，持有者可以选择将其转换成股票，也可以到期后获取本息。因此，可转换债券可以看做是普通债券加上一个转股权。

由于可转换债券附有普通债券所没有的转股权，因此可转换债券的利率一般远低于普通公司债券的利率。对投资者来说，投资可转换债券既可以享受债券的相对安全性，又可以分享股票价格上涨的利益，因此愿意接受相对较低的利率。

(2) 认股权证

认股权证是一种赋予其持有者以某一预定价格(在某一预定期间或在未来的某段时间内)购买证券的权利证书。认股权证对于并购公司的优点是，可以避免目标公司股东在并购后的整合初期成为普通股东，拥有获得信息和参加股东大会的权利，同时可以延期支付股利，从而为公司提供额外的股本基础。

(三) 经典案例

百丽国际(01880. HK)收购美丽宝(01179. HK)

百丽国际控股有限公司(以下简称“百丽国际”)是中国内地最大的女装鞋零售商，零售网络遍及 30 个省和直辖市、150 个城市，拥有超过 3000 个零售点(不包括授权第三方零售店)。其也向海外市场扩充业务，分别在香港、澳门和美国设立多个零售点。在有意收购美丽宝国际控股有限公司(以下简称为“美丽宝”)之前，百丽国际已经以现金代价 48 000 000 美元受让 Fila 中国商标，同时通过 Full Prospect Limited 作为合资公司与 Fila 卢森堡组成 85: 15 比例的合营企业，使公司拥有合资公司 85% 的权益，Fila 卢森堡拥有合资公司 15% 的权益，更成功收购江苏森达集团旗下五家公司。

美丽宝为香港从事鞋类产品的零售、批发、制造的上市公司。由邓强林先生及邓伟林先生创办。控股股东及相关人士和实体共持有 164 925 000 股要约股份的权益，占美丽宝已发行总股本约 62. 87%。

2008 年 2 月 28 日，投资银行代表 Belle Group Limited(百丽国际的全资附属公司)发出可能提出的自愿有条件现金要约，收购百丽国际股本中的所有股份，并注销所有已发行的股份期权以及股份复牌的联合公告。2008 年 4 月 11 日，独立股东投票正式通过有关收购建议和不可撤销的承诺的普通决议案。

百丽收购美丽宝是典型的追求协同效应的案例。百丽集团的公司发展策略是集中发展中高档的休闲鞋品业务。美丽宝集团旗下的品牌销售及分销鞋品价位介于 60~300 美元之间，百丽认为此市场分部在中国极具发展潜力。百丽认为此次收购，能使两者目前的鞋品业务互相补足。由于美丽宝的非中国业务，特别是香港境内的业务，均由经验丰富的人员管理，因此百丽认为收购美丽宝对百丽集团的非中国业务营运将有所裨益及提升。同时，百丽也相信其在中国境内的庞大零售网络、现有的营运规模及丰富的管理经验，将进一步改善美丽宝在中国的业

务营运。另外通过此次收购，将把美丽宝扩大发展成为中国、香港及澳门特别行政区男、女装鞋品的领先制造商及分销商之一。

八、我国对境内企业境外上市的相关规定

证监会《关于企业申请境外上市有关问题的通知》主要针对 H 股上市，其他相关规定主要针对红筹模式上市及买壳上市。

（一）中国证监会的规定

1. 境外上市条件

1999 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》，针对境内企业境外上市提出的具体要求如下：

- （1）符合我国有关境外上市的法律法规；
- （2）筹资用途符合产业政策、利用外资政策和固定资产投资立项政策；
- （3）净资产不少于 4 亿人民币，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；
- （4）具备相应的治理结构、内部控制和管理水平；
- （5）上市后分红派息有可靠的外汇来源，符合国家外汇管理规定；
- （6）证监会的其他规定

2. H 股上市的核准程序

（1）取得地方政府或国务院有关主管部门的同意和推荐，向中国证监会提出申请。

（2）由中国证监会就有关申请是否符合国家产业政策、利用外资政策及有关固定资产投资立项规定会商国家发改委等有关部门。

（3）聘请中介机构，报送有关材料。其中律师必须有两套班子（国内和境外各一套），保荐、审计、评估、财经公关机构须符合香港联交所相关资质。

（4）中国证监会审批。

（5）向香港联交所提出申请，并履行相关核准和登记程序。

（二）外汇管理局的相关规定

1. 特殊目的公司融资及返程投资外汇规定

2005 年 11 月 1 日开始实施《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（【2005】75 号文）。

（1）特殊目的公司设立前的申请

境内居民设立或控制境外特殊目的的公司之前，应向所在地外汇分局、外汇管理部（“外汇局”）申请办理境外投资外汇登记手续。外汇局对上述材料审核无误后加盖本项目外汇业务专用章。

特殊目的公司：境内法人或自然人以其持有的境内企业资产或权益在境外进行股权融资（包括可转换债券）为目的而直接设立或间接控制的境外企业。

返程投资：是指境内居民通过特殊目的公司对境内开展的直接投资活动，包括但不限于以下方式：购买或置换境内企业中方股权、在境内设立外商投资企业及通过该企业购买或协议控制境内资产、协议购买境内资产及以该项资产投资设立外商投资企业、向境内企业增资。

境内居民法人：是指在中国境内依法设立的企业事业法人以及其他经济组织。

境内居民自然人：是指持有中华人民共和国居民身份证或护照等合法身份证件的自然人，或者虽无中国境内合法身份但因经济利益关系在中国境内习惯性居住的自然人。

控制：是指境内居民通过收购、信托、代持、投票权、回购、可转换债券等方式取得特殊目的公司或境内企业的经营权、收益权或者决策权。

(2) 融资资金的调回

特殊目的公司完成境外融资后，境内居民可以根据商业计划书或招股说明书载明的资金使用计划，将应在境内安排使用的资金调回境内。

(3) 分红调回

境内居民从特殊目的公司获得的利润、红利及资本变动外汇收入应于获得之日起 180 日内调回境内，利润或红利可以进入经常项目外汇账户或者结汇，资本变动外汇收入经外汇局核准，可以开立资本项目专用账户保留，也可经外汇局核准后结汇。

2. 特殊目的公司外汇管理操作规程

2007 年 5 月 28 日，外汇管理局发布《国家外汇管理局关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》操作规程的通知（汇综发【2007】106 号文件），对下列事项进行规范：

附表 1：境内居民以境内企业资产权益注入并新设特殊目的公司的境外投资外汇登记

附表 2：境内居民自然人注入境外权益并返程投资的特殊目的公司境外投资外汇登记

附表 3：境内居民法人境外投资企业转作返程投资特殊目的的公司境外投资外汇登记变更

附表 4：特殊目的公司设立、并购境内企业外汇登记

附表 5：特殊目的公司因重大资本变更办理外汇登记变更及备案

附表 6：境内居民自然人为其已设立的特殊目的公司补登记

附表 7：境内居民设立的特殊目的公司资金调回及开户

(三) 商务部的相关规定

1. 关于外国投资者并购境内企业的规定

商务部等六部委发布《关于外国投资者并购境内企业的规定》(简称商务部 10 号令), 2006 年 9 月 8 日实施, 为与《反垄断法》和《国务院关于经营者集中申报标准的规定》相一致, 2009 年进行部分修订。

(1) 特殊目的公司并购境内关联企业, 报商务部审批

主要针对外国投资者以股权作为支付手段并购境内公司, 尤其对特殊目的公司的返程投资。

境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司, 应报商务部审批。当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避前述要求。

并购当事人应对并购各方是否存在关联关系进行说明, 如果有两方属于同一个实际控制人, 则当事人应向审批机关披露其实际控制人, 并就并购目的和评估结果是否符合市场公允价值进行解释。当事人不得以信托、代持或其他方式规避前述要求。

(2) 对特殊目的公司的特别规定

A. 适用范围及换股期限

特殊目的公司为实现在境外上市, 其股东以其所持公司股权, 或者特殊目的公司以其增发的股份, 作为支付手段, 购买境内公司股东的股权或者境内公司增发的股份的, 适用本规定(使用现金支付方式收购境内权益的可不按此规定处理)。

当事人以持有特殊目的公司权益的境外公司作为境外上市主体的, 该境外公司应符合本规定对于特殊目的公司的相关要求。特殊目的公司境外上市交易, 应经国务院证券监督管理机构批准。一年内不能完成换股上市, 境内公司股权结构必须恢复。

B. 设立阶段的审批

境内公司在境外设立特殊目的公司, 应按照《关于境外投资开办企业核准事项的规定》向商务部申请办理核准手续, 并办理境外投资外汇登记。

C. 上市前换股并购阶段的审批

商务部对特殊目的公司以股权并购境内公司的文件初审同意的, 出具原则批复函, 境内公司凭该批复函向国务院证券监督管理机构报送申请上市的文件。国务院证券监督管理机构于 20 个工作日内决定是否核准。

境内公司获得核准后, 向商务部申领批准证书。商务部向其颁发加注“境外特殊目的公司持股, 自营业执照颁发之日起 1 年内有效”字样的批准证书。

并购导致特殊目的公司股权等事项变更的，持有特殊目的公司股权的境内公司或自然人，凭加注的外商投资企业批准证书，向商务部就特殊目的公司相关事项办理境外投资开办企业变更核准手续，并向所在地外汇管理机关申请办理境外投资外汇登记变更。

D. 境外上市后及资金调回阶段

境内公司应自特殊目的公司或与特殊目的公司有关联关系的境外公司完成境外上市之日起 30 日内，向商务部报告境外上市情况和融资收入调回计划，并申请换发无加注的外商投资企业批准证书。同时，境内公司应自完成境外上市之日起 30 日内，向国务院证券监督管理机构报告境外上市情况并提供相关的备案文件。境内公司还应向外汇管理机关报送融资收入调回计划，由外汇管理机关监督实施。境内公司取得无加注的批准证书后，应在 30 日内向登记管理机关、外汇管理机关申请换发无加注的外商投资企业营业执照、外汇登记证。

如果境内公司在前述期限内未向商务部报告，境内公司加注的批准证书自动失效，境内公司股权结构恢复到股权并购之前的状态。

特殊目的公司的境外上市融资收入，应按照报送外汇管理机关备案的调回计划，根据现行外汇管理规定调回境内使用。

2. 《外商投资准入管理指引手册》（2008 年版）

2008 年 12 月 23 日，商务部外国投资司编制《外商投资准入管理指引手册》（2008 年版）第五部分第五节规定：

（1）并购适用对象

外国投资者购买境内非外商投资企业股东股权或认购公司增资，或外国投资者购买境内非外商投资企业资产并以该资产设立外商投资企业运营；或外国投资者设立外商投资企业协议购买境内非外商投资企业资产运营。

上述外商投资企业应界定为：外国投资者及外商投资性公司在我国境内依法设立并取得外商投资企业批准证书和营业执照的企业，不论外资比例是否达到 25%。

已设立的外商投资企业中方向外方转让股权，不参照并购规定。不论中外方之间是否存在关联关系，也不论外方是原有股东还是新进投资者。并购的标的公司只包括内资企业。但股份公司中方转让股权的，必须以持有该部分股权 1 年以上。

（2）关联关系并购

境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内公司，应报商务部审批。目前受理范围仅限于境外公司为上市公司，或经批准在境外设立且已实际运行并以利润返程投资的。

（3）并购投资额度的审批

除第十一条、第十二条和特殊目的公司并购明确由商务部受理（申报）之外，按照并购交易额或投资总额确定审核权限，即并购交易价格或并购后公司投资总额有一项达到限额（鼓励类和允许类 1 亿美元及上、限制类 5000 万美元及以上）的，需报商务部审批。

九、香港市场融资工具

(一) 一级市场融资

1、私募股权融资

私人公司上市前可以引入私募股权投资,进行融资扩大生产经营规模及准备上市。私募股权投资(Private Equity, 简称 PE),是指投资于非上市公司(如计划上市的私人企业)的股权或上市公司的非公开交易股权的一种投资方式。私募基金的投资方向主要是“非上市企业的股权”,而非“已上市公司的股权”。大部分私募基金在投入后 1~3 年内可通过上市(IPO)方式套现其投资(Exit)。

大多数私人企业在上市前都会先接受私募基金的融资,主要原因是:(1)提升公司形象。在上市前引入私募基金作为战略投资者有助于提升公司整体形象,提高上市时股票发行的价格和融资效果。(2)获得上市费用。庞大的上市费用可能会给公司现金流带来压力,因此引入私募基金作为战略投资者能以股权换取上市所需的费用。

2、过桥贷款

所谓过桥贷款,是指投资银行、商业银行、VC、PE 或其他金融机构,为拟上市筹资企业提供的一定额度的短期贷款,以帮助企业进行上市前的资产整合、公司改制、提前收购项目、满足资产负债率等方面的证券发行要求,待企业募集资金到位后偿还。过桥贷款利率一般较高,贷款期限一般较短,通常为 6-18 个月。但过桥贷款不是任何企业都可以获得的,投资银行或 VC、PE 会对企业信誉、发展前景、贷款用途做一系列的评估,然后才决定是否给予贷款支持。

3、可换股债券

可换股债券同时具有债券及股本证券的特性。可换股债券的持有人有权在指定的转换期内(或在指定的转换日)按指定的换股价换取(或购买)指定数量的股份。可换股债券既有债券的特性(例如票面息率及指定归还本金日期),也提供资本增值的机会。即持有人有权在指定时间内,按指定价格将债券换成普通股份。

(二) 二级市场融资

1、配售

(1) 基本概念

“配售”是上市公司在二级市场常用的一种集资方法。上市公司通常会委聘配售代理(通常是经纪人或证券公司)配售新股或旧股给公司选定人士或有兴趣的投资者(《上市规则》7.09)。“配售”的方式包括“发行新股”、“配售旧股”或“先配

旧股、后发行新股”(先旧后新)三种。在发行新股中，公司会发行新股份给独立人士；配售旧股是指大股东会将自己持有的股份配售给独立人士；而先旧后新就是发行新股和配售旧股的混合模式，大股东会先将自己持有的股份配售给独立的第三投资者，然后公司再认购发行的新股份。

(2) 法律规管

根据相关的法规，上市公司一般会通过股东周年大会要求股东向董事会作出一般性的授权，以获得发行新股权力。在一般的情况下，公司在年度内增发不可以超过 20%。因此，公司获得授权后，只要增发的比例不超越获得股东大会有关批准当天股本的 20%，即可在该年度内进行任何次数的配股。但若公司拟发行的股份超过预先获得授权的百分比的上限，则要再征得股东的同意。

(3) 基本程序

当上市公司通过配售代理进行配股活动，公司必须向公众披露本次配股的原因，并交代公司将如何运用配股所得的资金。在主板方面，假如获配股的人士少于 6 名，上市公司必须披露这些人士的名字；但如果人数在 6 名或以上，公司则只需概述他们的资料。至于创业板公司，如获配股的人士属于不同类别，公司必须详细披露这些人士的资料。

2、 供股

(1) 基本概念

供股(Rights Issue)是指公司通过向现有股东发行新股来筹集资金。上市公司依据当时合格股东的持股数量，让他们按比例认购新股，通常供股价格会低于市价，以吸引股东认购(《上市规则》7.18)。如果股东决定不行使其供股权，此供股权亦可在市场出售(这种供股权可在联交所中买卖，期限一般为 1~2 周)。

(2) 法律规管

根据相关法规，除非获得股东批准，主板公司在其上市的首年、创业板公司在其上市后的前半年内均不得举行供股活动。此外，如果公司在一年内因公开发售或供股导致其已发行股本或市值上升逾 50%，而公司希望再次进行供股活动，则必须在股东大会上再次获得股东首肯。由于控股股东在股东大会上要放弃投票权，供股建议是否获得通过将取决于拥有投票权的小股东。

(3) 基本程序

上市公司提出供股建议时，必须刊发供股章程，列出供股进程时间表、供股详情、条款和细则等，并向公众披露该次供股的集资目的，同时交代将如何运用从供股所得的资金。

如果股份以个人的名义登记，该股东将会收到供股章程、临时配股通知书和认购额外供股股份的申请表格。上市公司会按照现有股东持有股份的数量，以一定倍数的比例让现有股东认购新股。假如某公司采取“10 供 1”的供股方式，则表

示现有股东可以以每 10 股所持旧股认购 1 股新股。由于供股与否是出于股东自己的意愿，其他合格股东可以填写“额外供股股份”申请表格，申购其他股东放弃认购的供股股份，但这些股份如何分配，将由董事局根据公平原则决定。

上市公司通常会给予股东 14 天的时间考虑是否行使供股权。如果决定行使供股权，股东必须在截止日期前填妥有关表格交回股份过户处，并缴付所需资金。但如果股票是托管在银行或证券公司，则应尽早知会有关银行或证券公司，以便作出供股安排。

供股通常带有一些附加条件，上市公司必须符合所有的条件才能完成供股。如果公司因为供股期间所发生的某些事情而变得不符合供股条件，包销商可能会终止包销协议，供股亦可能无法如期落实。

3、公开发售

(1) 基本概念

公开发售(Open Offer)是公司通过向现有股东发售新股而筹集资金，上市公司可根据当时合资格股东的持股数量，配发某比例的新股让现有股东认购(《上市规则》7.23)。如果合资格股东决定放弃申请认购股份，其配发新股的权利并不可以在联交所转让或买卖。

(2) 法律规管

根据相关的法规，除非获得股东批准，主板公司在上市首年不可进行公开发售活动。

如果公司在一年内因公开发售或供股导致其已发行股本或市值上升逾 50%，而公司希望再次进行供股活动，则必须在股东大会上再次获得股东首肯。由于控股股东在股东大会上要放弃投票权，供股建议是否获得通过将取决于拥有投票权的小股东。

(3) 基本程序

上市公司提出公开发售建议时，必须刊登发售股章程，列出公开发售的条款和条件、包销安排、预期时间表、公开发售对尚未行使购股权及可发行股份数目的调整，以及公司股权、营运及财务状况，并向公众披露公开发售的目的及所得款项之计划用途。

以个人名义登记的股东会收到公开发售章程、保证配额通知书、额外申请表格等文件。上市公司按现有股东持股的数量，以一定倍数的比例配发认购新股。假设某公司采取“5 供 1”的认购方式，则表示现有股东可以以每 5 股所持旧股认购 1 股新股。由于认购新股与否是出于股东自己的意愿，其他合格股东可以填写“额外供股股份”申请表格，申购其他股东放弃认购的股份，但这些股份如何分配，将由董事局根据公平原则而决定。

公司通常会给予股东 14 天的时间考虑是否认购新股。如果决定行认购新股，

股东必须在限期前填妥有关表格交回股份过户处，并缴付所需的认购总额。但如果股票是托管在银行或证券公司，也应尽早知会有关银行或证券公司，以便作出安排。公开发售新股通常带有一些附加条件，上市公司必须符合所有的条件才能完成新股的公开发售。但如果在此期间发生某些对公司业务或前景有负面影响的突发事件，包销商可能会终止包销协议，因而取消公开发售活动。

4、代价发行

(1) 基本概念

代价发行(Consideration Issue)是指上市公司以发行证券的方式来支付某项交易的部分或全部代价(《上市规则》7.30)。代价发行通常在收购、合并或分拆的有关商业活动中使用。公司采用代价发行可避免动用大量现金，从而减少对公司营运的影响。

(2) 法律规管

代价发行方式多用于收购、合并等活动，因此公司必须根据上市规则的规定刊登公告，披露有关交易的内容、是否已经牵涉公司主要交易、极为重大的出售项目以及收购或反收购活动等，并说明该项交易的目的。

(3) 基本程序

代价发行表示公司交易以发行公司股份作为该项目的交易代价，由于涉及股份交易，公司必须刊登公告，经此交代使用代价发行的详情及生效日期。代价股份在发行之后将在各方面与当时已发行的股份享有同等权益。

5、股份认购权计划

(1) 基本概念

股份认购权计划(Share Option Scheme)是公司发行认股权给股东、公司员工或行政人员，让他们可以在指定期限内以特定的价格(通常称行使价)购买上市公司新股，计划的有效期不能超过10年，并且不得转让根据计划所授予的期权。如果拥有股权者在限期内放弃行使认股权，此期权将自动失效。

(2) 法律规管

根据相关法规，公司须向联交所上市委员会申请认股权证，申请完成后因行使认股权证而发行的新股则可以在联交所上市及买卖。公司须向公众发出公告，并在公司的年报及中期报告内对有关股份认购权计划作出披露。

此外，公司必须向所有参与者提供计划条款摘要，其中包括计划的目的是、合资格参与者资格的准则、认股权证行使后所获得发行的股份数量和对公司整体股本的影响。基于计划批准日，一般授出期权给发行证券的数量不可以超越当时已发行股本的10%。如果要超越此百分比，则必须得到股东大会的批准。在任何时候，尚未行使的总授出期权可换的发行证券数量均不可超过公司已发行股本的

30%。

如公司欲向董事、主要股东、雇员或关联人士发行认期股权，则必须得到独立非执行董事的批准。

(3) 基本程序

公司向股东建议发行认股权证时，须按上市规则的规定进行公布，列明认股权证的条款概要、所持股数获发认股权证的数量、认购价、股权证有效年期、预期时间表、根据认股权证将发行最多股票的数量、所得款项的计划用途，以及进行股份认购权计划的目的。待联交所上市委员会批准后，认股权证发行方可落实。

以个人名义登记的股东会收到认股权证证书。行使认购权时，该类股东必须在限期内将相关股票证书、认购表格(常载于每份认股权证证书的背页)及行使认购权认购股份的款项交到公司的股份登记处。但如果该认股权证由银行或证券公司托管，则应通知有关银行或证券公司，以便作出供股安排。

十、企业估值

企业估值方法是通过财务数据及数理分析进行的估值与定价。总体讲，企业估值分为两大类：相对估值法和绝对估值法。相对估值法，特点是主要采用乘数方法，较为简便，如 PE(price/eps)估值法、PB(PB=Price/Book(市净率))。就是每股市场价格除每股净资产的比率。)估值法、PEG(PEG 指标(市盈率/盈利增长率))估值法、EV/EBITDA (EV/EBITDA: 企业价值与利息、税项、折旧及摊销前盈利的比率) 估值法。绝对估值法，特点是主要采用折现方法，如 DCF(Discounted Cash Flow)现金流量折现方法、期权定价方法等。

(一) 相对估值

1、PE 估值

即常用的“市盈率”，指股价与每股收益的比值(price/eps)，也可理解为企业价值与净利润的比值。可见，对于可比较参照系内的企业来说，这些企业的 PE 应该比较接近，因此盈利能力越强的企业其价值就越高，这与企业的资产量大小没有直接的关系。这就是为什么会有那些“轻资产”的企业被估值很高的原因。

PE 估值法适用于非周期性的稳定盈利企业。但是，对于初创期的 IT 企业，PE 估值法有时就显得无能为力，特别是信息业企业，前期往往处于亏损状况，这些信息产品不同于传统产品，传统产品在规模经济之后存在边际成本递增、边际效益递减的情况，而信息产品存在“边际成本趋于 0，边际收益递增”的特性，这与经典经济学理论是相悖的。对于这类企业的估值，有专门的方法和理论体系。

市盈率估值法一般有两种：

历史市盈率(Trailing P/E)——即当时公司价值/公司上一个财务年度的利润(或前 12 个月的利润)；

预期市盈率(Forward P/E)——即当时公司价值/公司当前财务年度的利润（或未来 12 个月的利润）。

在香港市场，投资人是投资公司的未来，尤其对于具有高成长性的公司，是对公司未来的经营能力给出目前的价格，所以一般采用预测市盈率估值法：

公司价值 = 预测市盈率 X 公司未来 12 个月利润

在 A 股市场，一般采用的是历史市盈率估值方法：

公司价值 = 历史市盈率 X 公司上一财务年度利润

2、PEG 估值

PEG = PE/G 。G: Growth 净利润的成长率。PEG 法适用于 IT 等成长性较高企业；不适用于成熟行业。

3、PB 估值

PB=Price/Book(市净率)，适用于周期性较强的行业（拥有大量固定资产并且账面价值相对较为稳定）及绩差及重组型公司。

4、PS 估值

PS(价格营收比)=总市值/营业收入。PS 法适用性在于营业收入不受公司折

旧、存货、非经常性收支的影响，不易操控；营业收入相对最稳定，波动性小，避免（周期性行业）PE 波动较大；不会出现负值，不会出现没有意义的情况，净利润为负亦可用。但是，公司的一个重要指标--成本控制能力无法反映（利润下降/营收不变），另外，PS 会随着公司营业收入规模扩大而下降，而营收规模较大的公司 PS 较低。因此该指标使用范围有限，往往只作为辅助。

5、EV/EBITDA 估值

又称企业价值倍数，是一种被广泛使用的公司估值指标。EV/EBITDA 和市盈率（PE）等相对估值法指标的用法一样，其倍数相对于行业平均水平或历史水平较高通常说明高估，较低说明低估，不同行业或板块有不同的估值（倍数）水平。

但 EV/EBITDA 较 PE 有明显优势，首先由于不受所得税率不同的影响，使得不同国家和市场的上市公司估值更具可比性；其次不受资本结构不同的影响，公司对资本结构的改变都不会影响估值，同样有利于比较不同公司估值水平；最后，排除了折旧摊销这些非现金成本的影响（现金比账面利润重要），可以更准确的反映公司价值。但 EV/EBITDA 更适用于单一业务或子公司较少的公司估值，如果业务或合并子公司数量众多，需要做复杂调整，有可能会降低其准确性。

该指标适用于资本密集、准垄断或者具有巨额商誉的收购型公司（大量折旧摊销压低了账面利润）和净利润亏损，但毛利、营业利益并不亏损的公司。

（二）绝对估值

绝对估值法基本是以“折现”为基础的，需要对企业的经营情况进行深入地分析，并结合各方面信息对主要参数进行修订。此类方法基于“其他条件不变”情况下的盈利及现金流预测，因此，预测数据的准确性与估值结果高度相关。鉴于此类方法的多变量预测的特性，使用此类方法时，需要有足够的历史及预测数据支持，并辅以敏感度分析。

绝对估值法主要有两类模型：DDM 和 DCF，其中 DCF 又分为 FCFE、FCFF 模型，其适用范围各有不同。

1. DDM 模型（Dividend discount model /股利折现模型）

DDM 模型为最基础的模型。理论上，当公司自由现金流全部用于股息支付时，DCF 模型与 DDM 模型并无本质区别；但事实上，股息都不可能等同于公司自由现金流，原因有四：(1)稳定性要求，公司不确定未来是否有能力支付高股息；(2)未来继续来投资的需要，公司预计未来存在可能的资本支出，保留现金以消除融资的不便与昂贵；(3)税收因素，国外实行较高累进制的的资本利得税或个人所得税；(4)信号特征，市场普遍存在“公司股息上升，前景可看高一线；股息下降，表明公司前景看淡”的看法。目前上市公司分红比例不高，分红的比例与数量不具有稳定性，短期内该局面也难以改善，DDM 模型基本不适用。

2. DCF 模型（Discount Cash Flow /折现现金流模型）

DCF 目前最广泛使用的估值法提供一个严谨的分析框架系统地考虑影响公司价值的每一个因素，最终评估一个公司的投资价值。DCF 估值法与 DDM 的本质区别是，DCF 估值法用自由现金流替代股利。公司自由现金流(Free cash flow for the firm)为美国学者拉巴波特提出，基本概念为公司产生的、在满足了再投

资需求之后剩余的、不影响公司持续发展前提下的、可供公司资本供应者(即各种利益要求人,包括股东、债权人)分配的现金。DCF 模型又分为两种主要方法:

(1) FCFE (Free cash flow for the equity equity /股权自由现金流模型)模型。

(2) FCFF (Free cash flow for the firm firm /公司自由现金流模型)。

FCFF 和 FCFE 的差别主要来自与债务有关的现金流 -- 利息支出、本金偿还、新债发行以及其他非普通股权益现金流 (如优先股股利)。