

我们到哪里上市？ ——世界主要交易所 IPO 的法律表情

企业海外上市，首要目的是融资。一些影响融资效果的因素，如上市地点、上市方式和成本、上市审批所需时间、市场融资能力、市盈率等，都需认真考虑

文/《法律风险观察》研究员 张雅玲

首次公开发行（IPO）是企业当前主流的上市方式，为保障投资者利益，各国对 IPO 均有严格要求，如：企业的信用要求，企业应符合证券主管部门规定的各项发行条件等。

随着经济全球化的发展，各国 IPO 法律也呈现出一体化的趋势，但是，世界主要经济金融地区的 IPO 法律依然各有特色。企业选择海外上市前，需要对该地区的相关法规以及监管机构的特色有所了解，才能更迅捷更有效地完成上市程序，进而获得理想的融资效果。

本文将在接下来一一揭开他们的面纱，展示世界主要地区 IPO 法律规制的表情特色。

美国的三个“市场”和一个“柜台”

美国的全国性证券市场有三个性格定位迥异的“兄弟”：纽约证券交易所（NYSE）、纳斯达克股市（NASDAQ）、全美证券交易所（AMEX）。此外，还有一个场外柜台交易市场（OTCBB）。

美国的 IPO 实行注册制，这一点，不同于中国的核准制。采取这一制度的代表性国家还有英国和新加坡。只要证券发行人向证券监管部门——美国证监会（SEC）提交的注册文件满足法定的条件，就可以向公众发行证券，并在满足上市要求的情况下，依据各证券交易所的上市规则在各交易所上市交易。在一定意义上可以说，是由市场而不是管理者来决定什么样的公司能够上市。

美国证券市场法律规制的若干好处吸引了很多境外企业来美国上市。如，市场的规模与效率，融资渠道、增加资金的流动性和折现能力、利用美国股票作并购之用、强化企业的总体形象……境外企业（尤其是没有在其本土市场挂牌的公司）进入美国资本市场，最常用的途径是直接在美国的证券交易所将其普通股挂牌，若一家中国企业希望在美国得到好评，IPO 是通常的一种方式。

“大兄弟”当然是纽约证券交易所，他目前是世界上规模最大、组织最健全、设备最完善、管理最严密、对世界经济有着重大影响 of 的证券交易所；他也是多元化的，不仅体现在产业方面，还有公司规模都是非常多元化的。纽交所提供的数据显示，中国是纽交所目前在亚太地区最大的上市公司来源地。

“二兄弟”纳斯达克，主要吸引的是高科技企业；他拥有自己的做市商制度（Market Maker），即一些独立的股票交易商，为投资者承担某一只股票的买进和卖出，这一制度安排对于那些市值较低、交易次数较少的股票尤为有意义。他在技术方面也很有实力，采用“电子交易系统”（ECNS），向世界各个角落的交易商、基金经理和经纪人传送 5000 多种证券的全面报价和最新交易信息。

“三兄弟”全美证券交易所（AMEX），坐落于纽约华尔街附近，是向中小企业提供股权融资服务的全国性市场。他有上百年的历史，运行成熟、规范，股票和衍生证券交易

突出。他的交易场所和交易方式大致都和纽约证交所相同，但在这里上市的偏重为中、小企业，股票价格较为偏低，而且交易量也较小，流动性较低。

此外，还有一个场外柜台交易市场（OTCBB），是纳斯达克股市直接监管的市场。他是提供场外交易实时报价、最新成交价格 and 成交量信息的电子交易系统。在这一市场上进行交易的品种都是不能或不愿在纳斯达克市场或其他美国全国性证券交易所交易的证券。他为初具规模、又急需资金发展却不能在纽交所和纳斯达克上市的高技术小公司提供的一条便捷的融资渠道，融资程序简单；同时这里还有收费低廉，交易信息披露充分，做市商创造市场等特点。

香港：企业不服，可以上诉

香港是世界上重要的金融中心之一，很多内地企业都倾向于在香港进行 IPO。其主要监管者是证券及期货事务监察委员会（证监会）。获证监会承认的香港联合交易所是唯一能够在香港设立、经营和维护证券市场的交易所，也是香港证券市场的另一个重要监管者。

一个企业若想在香港上市，必须符合公司在香港上市的基本条件。但并不是所有符合基本条件的企业都可以在香港成功上市，对于那些想在香港上市的海外企业，还有一些附加条件，比如，联交所下列情况下保留拒绝接受海外发行人的证券上市的权力：

第一，联交所认为上市并不符合公众的利益；

第二，联交所不满意海外发行人注册成立的司法管辖地区保证投资者的标准规定。

另外，海外公司在整个上市期间内，必须委任和保持聘任一名获得授权的人代表其在香港接受法庭传票和其他通知。

任何企业的上市申请都应该呈交联合交易所上市科审阅，该科可以否决或推荐有关申请。在获得上市科主管或行政总裁推荐后，上市申请仍须再由上市委员会作最终核准。

假如企业申请者对上市委员会的裁决不服，联合交易所会实施一套上诉机制。在符合一定条件的情况下，任何不服的企业均可向上市委员会上诉。该上诉组织的大多数成员由交易所理事会的独立理事出任，其做出的决定为最终决定。

香港证券市场有主板市场和创业板市场之分。主板一般为规模较大，成立时间较长，且具备一定盈利记录的公司提供集资市场。香港创业板定位非常清晰，它欢迎各行各业中具有增长潜力的公司上市，尤其是科技行业的企业，规模不限。对创业资本家来说，创业板是出售手上投资的优异渠道，也是进一步筹集资金的好地方，可以做出更多投资，以及在更早阶段即做出投资决定。

英国：与香港上市规则相同

英国金融服务监管局（FSA）的上市规则和会计标准有一个明显的特色，即伦敦证券交易所既接受英美会计标准，也接受国际会计标准。由于伦敦与香港上市规则相同，法律架构相似，企业如果要上市，基本可以使用一套文件实行两地上市，十分便捷。

AIM 是伦敦股票交易所的另类投资市场，对于那些刚刚起步的企业而言，进入 AIM 是进入公众市场的第一步。

AIM 成立于 1995 年，它侧重于去满足那些正在成长的公司需要，这些公司还没有达到在主板市场上上市的所有标准，或者是没有更合适的环境。AIM 为他们提供一条通道。

许多如今在主板市场交易成功的公司是从 AIM 起步的，有 60 家以上的企业已经从 AIM 进入了主板市场，其中几家在科技指数上。AIM 对上市公司不做 3 年业绩的要求，这不单单是指盈利水平，而是企业不需要有 3 年业绩，没有规模限制。AIM 对上市公司也没有公众持股比例的硬性要求。

TECHMARK 是一个市场内的市场，赋予创新技术企业更大的透明度，促使投资者更轻松地与技术企业融为一体。它首次把各种规模的上市科技企业汇集起来，从 FTSE2000 到 FTSE 雏型企业，提高企业透明度及媒体形象，并对公司业绩进行长期跟踪。

日本：类似美国 IPO 法律制度

在 IPO 的法律方面，《日本证券交易法》的规定与美国大同小异。日本证券发行的主管机关是大藏省，从其规定看，日本的证券发行制度与美国如出一辙，都是登记制。

日本共有东京、大阪、JASDAQ、名古屋、福冈和札幌 6 家证券交易所，均为股份有限公司。日本的店头交易由各证券公司根据证券业协会的规则，进行上市公司或者非上市公司股票的买卖。公司上市的条件由各证券交易所确定，各证券交易所中不同市场的上市条件又各有不同。

以东京证券交易所为例，一个企业准备在东京证券交易所上市，首先，应当聘请证券公司作承销商，由东京证券交易所向该证券公司提供事前咨询，由证券公司向准备上市的公司进行相关的指导与建议，并制定上市日程，制作公开招股方案；

其次，由东京证券交易所与注册会计师对其采用的会计准则与日本会计准则之间的差异进行确认，由注册会计师完善会计组织、对财务报表提供相关建议，审计财务报表，对会计准则的差异进行调查；

另外，需要由律师确认财务报表的合法性以及各项法律事项。准备上市的企业在向东京证券交易所提出正式上市申请之前，还需向东京证券交易所提交有关文件，由东京证券交易所进行事前审查。在提出正式上市申请之后，由东京证券交易所进行实质审查，并决定是否批准上市。

JASDAQ 证券交易所是主要面向风险投资企业；其他各证券交易所中均设有不同的交易市场，东京证券交易所内设第一部（主板）、第二部（中小板）、外国部和保姆部（创业板）三个市场；大阪证券交易所内设第一部、第二部和海格力斯三个市场。而且，同一个公司的股票可以同时在不同的证券交易所上市，也可以随着市场的变化，调整其在同一个交易所上市的市场，如由第二部调整到第一部等。

新加坡：短需四个月，长可达两年

新加坡证券市场是全亚洲最具国际化的市场，其发展已经有近百年的时间。在如此长久的发展过程中，新加坡不仅建立了发达的证券交易机构体系，而且形成了一套完善的证券法律规范。它吸引了来自 20 多个国家和地区的企业在这里上市，外国企业大部份是以新加坡作为融资平台，所以，很多外国企业在新加坡本地没有任何业务运营。

公司欲到新加坡上市首先应委任新加坡律师、会计师、金融顾问等专业人士对公司进行初步分析，看是否具备上市资格。当交易所确认条件满足并批准后，上市经理会安排招股书与其他手续工作如财务与账目审计、产业评估等，之后上市经理会安排公开募股工作。希望上市的公司呈交上市申请前，有必要先和新加坡交易所就任何相关的问题进行探讨，因为这将加快其上市的过程并减少因延迟上市造成额外的损失。上市过程包括申请前的准备工作及审批时间。整个过程所需时间将按不同条件的公司而有所差别，短至四个

月，也可长达两年。为了上市过程的顺利，公司管理层应当事先预算可能用于上市策划的时间，并聘请专业人士协助公司上市。

新加坡证券交易所目前有两个主要的交易板：第一股市和自动报价股市。自动报价股市的成立宗旨是要提供具有发展潜力的中小型企业到资本市场募集资金的一个渠道，自动报价股市自1997年3月起，已经开放给外国公司。现在不论是新加坡本地公司或外国公司都可以申请在第一股市或自动报价股市上市。

全球各地证券交易所主要上市条件一览

交易所名称	主要上市条件
纽约证券交易所 (对非美国公司上市的要求概览)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 最低市值：公众股市场价值为4000万美元；有形资产净值为4000万美元。 2. 盈利要求：上市前两年，每年税前收益为200万美元，最近一年税前收益为250万美元；或三年必须全部盈利，税前收益总计为650万美元，最近一年最低税前收益为450万美元；或最近一个会计年度市值总额不低于5亿美金且收入达到2亿美元的公司；三年调整后净收益合计2500万美元（每年报告中必须是正数）。 3. 上市企业类型：主要面向成熟企业。 4. 公司经营业务信息披露规定：要遵守交易所的年报、季报和中期报告制度。 5. 最低公众持股数量和业务记录：公司最少要有2000名股东（每名股东拥有100股以上）；或2200名股东（最近6个月月平均交易量为10万股）；或500名股东（最近12个月月平均交易量为100万股）；至少有110万股的股数在市面上为投资者所拥有（公众股110万股）。
美国纳斯达克市场 (分为全国市场和小型资本市场，这里指全国市场)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 资产净值，有盈利的企业资产净值要求在400万美元以上，无盈利企业资产净值要求在1200万美元以上。 2. 净收入，也就是税后利润，要求有盈利的企业以最新的财政年度或者前三年中两个会计年度净收入40万美元；对无盈利的企业没有净收入的要求。 3. 公众持股量：通常按国际惯例公众的持股量应是25%以上。美国纳斯达克全国市场要求，有盈利的企业公众的持股要在50万股以上；无盈利企业公众持股要在100万股以上。 4. 经营年限：对有盈利的企业经营年限没有要求；无盈利的企业经营年限要在三年以上。 5. 股东人数：有盈利的企业公众持股量在50万股至100万股的，股东人数要求在800人以上；公众持股多于100万股的，股东人数要求在400人以上；无盈利的企业股东人数要求在400人以上。
香港主板对中国公司上市的要求	<ol style="list-style-type: none"> 1. 目标公司的目的：目的众多，包括为较大型、基础较佳以及具有盈利记录的公司筹集资金； 2. 主线业务：并无有关具体规定，但实际上，主线业务的盈利必须符合最低盈利的要求； 3. 业务记录及盈利要求：如三年盈利超过5000万港元，最近一年超过2000万港元，或市值超过20亿港元，最近一年收益超过5亿港元；或市值超过20亿港元，最近一年收益超过5亿港元，前三年净现金流入超过1亿港元。 4. 业务目标声明：并无有关规定，但申请人须列出一项有关未来计划及展望的概括说明； 5. 最低市值：主标准要求至少2亿港元； 6. 最低公众持股量：要求若市值不到100亿港元，则不低于25%，反之可降到15%； 7. 管理层、公司拥有权：3年业务纪录期须在基本相同的管理层及拥有权下营运； 8. 股份禁售期：规定控股股东为六个月，在随后的六个月内，维持最少30%权益； 9. 信息披露：1年两度披露财务报告； 10. 包销安排：公开发售以供认购，必须全面包销； 11. 股东人数：于上市时最少须有100名股东，而每100港元的发行额须由不少于3名股东持有。 12. 运营时间：主标准要求三年，如果市值超过40亿港元，最近一年收益超过5亿港元，可短于三年。
香港创业板对中国公司上市的要求	<ol style="list-style-type: none"> 1. 目标公司的目的：目的众多，包括为较大型、基础较佳以及具有盈利记录的公司筹集资金； 2. 主线业务：必须从事单一业务，但允许有围绕该单一业务的周边业务活动； 3. 业务记录及盈利要求：不设最低盈利要求。但公司须有24个月从事“活跃业务记录”（如营业额、总资产或上市时市值超过5亿港元，发行人可以申请将“活跃业务记录”减至12个月）； 4. 业务目标声明：须申请人的整体业务目标，并解释公司如何计划于上市那一个财政年度的余下时间及其后两个财政年度内达到该等目标； 5. 最低市值：无具体规定，但实际上在上市时不能少于4600万港元； 6. 最低公众持股量：3000万港元或已发行股本的25%（如市值超过40亿港元，最低公众持股量可减至20%）； 7. 管理层、公司拥有权：在“活跃业务记录”期间，须在基本相同的管理层及拥有权下营运；

	<p>8. 股份禁售期：管理层股东为一年，如所持权益不超过1%，可减至六个月，持有5%以上股东的为一年。</p> <p>9. 信息披露：按季披露，中期报和年报中必须列示实际经营业绩与经营目标的比较，上市后两年内须每半年就其实际业务进展与业务目标做出比较；</p> <p>10. 包销安排：无硬性包销规定，但如发行人要筹集新资金，新股只可以在招股章程所列的最低认购额达到时方可上市；</p> <p>11. 运营时间：要求在基本相同管理层及拥有权下运营两年，特殊情况可豁免至一年。</p>
<p>英国伦敦证券交易所 (LSE)</p>	<p>1. 公司一般须有三年的经营记录，并须呈报最近三年的总审计账目。如没有三年经营记录，某些科技产业公司、投资实体、矿产公司以及承担重大基建项目的公司，只要能满足伦敦证交所《上市细则》中的有关标准，亦可。</p> <p>2. 公司呈报的财务报告一般须按国际或英美现行的会计及审计标准编制，并按上述标准独立审计。</p> <p>3. 公司在本国交易所的注册资本应超过70万英镑，已至少有25%的股份为社会公众持有。实际上，通过伦敦证交所进行国际募股，其总股本一般要求不少于2500万英镑。</p> <p>4. 股份计划：如果公司有股份计划，应予以审查。如果没有，公司可考虑建立一项股份计划以激励员工，有助于降低员工的流动性，提高留住优秀员工的能力。这在股票估价和公司未来之成功方面可能会是一个重要因素。</p>
<p>新加坡证券交易所</p>	<p>1. 最低公众持股数量和业务记录</p> <p>(1) 至少1000名股东持有公司股份的25%，如果市值大于3亿，股东的持股比例可以降低至10%。</p> <p>(2) 公司的股票必须已经具备一个公开市场，拥有该公司股票的十大股东，不得少于2000人。（对于作为第二市场上市，至少有2000名股东持有公司股份的25%）</p> <p>(3) 可选择三年的业务记录或无业务记录。</p> <p>2. 最低市值：8000万新币或无最低市值要求。</p> <p>3. 盈利要求：</p> <p>(1) 过去三年的税前利润累计750万新币，每年至少100万新币。</p> <p>(2) 过去一至二年的税前利润累计1000万新币。</p> <p>(3) 三年中任何一年税前利润不少于2000万新币且有形资产价值不少于5000万新币。</p> <p>(4) 无盈利要求。</p> <p>4. 上市企业类型：吸引国内外优质公司上市，寻找国际伙伴，开放市场引入国外券商。</p> <p>5. 采用会计准则：新加坡或国际或美国公认的会计原则。</p> <p>6. 公司注册和业务地点：自由选择注册地点，无须在新加坡有实质的业务运营。</p> <p>7. 其他因素：交易所分两个市场，一个为小规模市场（SES-SESDAQ），另一个为主要市场，（SES-Mainboard）。</p>
<p>东京证交所有4个市场：市场1部、市场2部、外国部和保姆部（创业板），后两个市场对外国公司开放。保姆部（创业板）市场面向具有很高成长性的公司和国外新兴企业为对象，外国部则面向全球大型外国企业和业绩优良的企业。</p>	<p>外国部上市标准</p> <p>1. 上市股票数2万交易单位以上；</p> <p>2. 成立3年以上；</p> <p>3. 日本国内股东数：海外已上市1000人以上，海外未上市2000人以上；</p> <p>4. 利润额：申请前两年1亿日元以上，申请前一年4亿日元以上；上市时市价总值20亿日元以上。</p> <p>保姆部（创业板）上市标准</p> <p>1. 有高度成长性；</p> <p>2. 在日本上市时公开发行量超1000交易单位；</p> <p>3. 日本国内股东数，新股东超过300人；</p> <p>4. 上市市价总值超10亿日元。</p>

资料整理：《法律风险观察》研究员 张雅玲

本资料所涉及上市条件非全部条件

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。