

# 企业上市前

# 改制重组

本书要素：

书名：企业上市前改制重组

作者：张朝元，于波，丁旭

出版社：中国金融出版社

出版时间：2009-11-12

ISBN：978-7-5049-5279-0

定价：28.0 元

# 本书简介

融资与资源整合是资本市场的基本功能，企业的发展离不开完善的资本市场支持。企业上市是股权融资的一种方式，也是企业发展战略的需求与安排，而改制重组是企业上市工作的重要基础和关键环节之一。可以说，改制重组是企业进入资本市场的第一道门槛，改制重组是否规范直接影响到企业上市的成功与否。本书主要分为以下几部分内容：一是概括介绍企业上市前改制重组的形式、作用等基本内容；二是详细介绍如何使有限责任公司整体变更为股份公司，使企业具备发行股票的基本条件——公司的组织形式为股份公司；三是重点介绍企业上市前的重要准备工作，包括企业上市前的股权重组、企业上市前的资产整合与规范运作、企业上市前的财务分析与报表合并、企业上市前的制度建设以及企业改制重组中资本运营的方式等内容；四是引申介绍了境外上市前重组的相关内容并进行典型案例分析。本书主题鲜明、脉络清晰、逻辑性强，在重要内容中结合大量案例进行分析是本书的一大特色，对于我国企业进行上市前的改制重组具有重要的指导作用和现实意义。

# 作者简介

张朝元：中国经济体制改革研究会培训中心主任、中国改革实业股份有限公司总裁助理兼资本运营部主任。于波：中国经济体制改革研究会培训中心副主任，中国改革实业股份有限公司资本运营部副主任。丁旭：德衡律师集团事务所资深律师，证券一部主任。在金融证券、股权融资领域从业多年，既有深厚的理论功底又有丰富的实践经验。

# 目录

第一章 企业上市前改制重组概述.....	6
前言.....	6
第二章 有限责任公司整体变更为股份公司.....	7
引言.....	7
一、企业上市前改制重组的内容.....	7
（一）企业改制重组的含义.....	7
（二）企业改制重组应达到的标准.....	7
（三）企业改制重组的主要内容.....	8
二、我国公司存在形式与改制上市.....	11
（一）有限责任公司.....	11
（二）股份有限公司.....	12
三、企业上市发行股票的优劣势分析.....	13
（一）上市发行股票的优势.....	13
（二）上市发行股票的劣势.....	13
四、地方政府在企业改制上市中的作用.....	14
（一）转变观念、提高认识，积极培育引导企业改制上市.....	14
（二）简化程序、降低成本，为企业改制上市提供“绿色通道”.....	14
（三）积极扶持、全力推进，为企业改制上市提供政策支持.....	15
第二章 有限责任公司整体变更为股份公司.....	17
引言.....	17
一、有限责任公司整体变更为股份公司的条件.....	17
二、有限责任公司整体变更为股份公司的程序.....	18
三、有限责任公司整体变更为股份公司注意的问题.....	18
四、外商投资企业改制为股份有限公司.....	19
（一）外商投资企业的类型与特点.....	19
（二）公司成为外商投资股份有限公司的几种方式.....	20
（三）外商投资企业在重组时应考虑的主要因素.....	21
（四）外商投资企业整体变更为股份有限公司的程序.....	22
五、有限责任公司整体变更为股份公司的案例.....	24
（一）有限公司整体变更为股份公司.....	24
（二）外商投资企业整体变更为股份有限公司.....	25
第三章 企业上市前股权重组.....	27
引言.....	27
一、股权的存量变更.....	27
二、股权的增量融资.....	30
（一）股权增量融资的概述.....	30
（二）股权增量融资的作用.....	30
（三）增资价格的确定.....	31
（四）股权增量融资的程序.....	33

(五) 企业增资扩股融资商业计划书.....	34
第四章 企业上市前资产整合与规范运作.....	37
引言.....	37
一、公司独立运行的内容与案例.....	37
(一) 公司业务独立.....	37
(二) 公司资产完整.....	38
(三) 公司财务独立.....	38
(四) 公司人员、机构独立.....	39
二、同业竞争与关联关系.....	40
(一) 同业竞争.....	40
(二) 关联交易与关联方.....	40
三、关联交易的类别与规范.....	41
(一) 经常性关联交易.....	41
(二) 偶发性关联交易.....	41
(三) 关联交易的决策权限.....	42
(四) 规范关联交易制度设计.....	42
四、避免同业竞争减少关联交易的方法与案例.....	43
(一) 股权转让.....	43
(二) 股权收购.....	43
(三) 企业合并.....	45
第五章 企业上市前职工股的规范.....	46
引言.....	46
一、我国内部职工股形成的历程.....	46
(一) 初始发展阶段.....	46
(二) 规范发展阶段.....	47
(三) 暂缓审批及清理阶段.....	47
二、职工股的主要存在形式.....	47
(一) 《公司法》颁布前，通过定向募集公司设立方式形成的内部职工持股... ..	47
(二) 工会、职工持股会代为持股.....	48
(三) 委托个人持股.....	48
(四) 信托持股.....	49
(五) 股份合作制企业全员持股.....	49
三、规范职工股的主要方式与案例分析.....	49
(一) 定向募集公司内部职工股的规范.....	49
(二) 工会、职工持股会持股的规范.....	52
(三) 委托个人持股的规范.....	53
(四) 信托持股的规范.....	54
(五) 股份合作制企业全员持股规范.....	55
第五章 企业改制重组中资本运营的方式.....	57
引言.....	57
一、公司上市前转增股本与送股及典型案例.....	57
(一) 转增股本的作用.....	57
(二) 转增股本的程序.....	58
(三) 转增股本或者送红股应注意的问题.....	58

(四) 转增股本与送红股典型案例.....	58
二、公司吸收合并及典型案例.....	59
(一) 吸收合并的主要形式.....	59
(二) 吸收合并的作用.....	60
(三) 吸收合并的程序.....	60
(四) 吸收合并中重点考虑的问题.....	61
(五) 吸收合并典型案例.....	61
三、反向并购及典型案例.....	64
(一) 反向并购的作用.....	64
(二) 反向并购的程序.....	64
(三) 反向并购典型案例.....	64
四、收购（资产收购、股权收购）及典型案例.....	65
(一) 资产收购.....	65
(二) 股权收购.....	67
(三) 收购资产与收购股权的区别.....	67
五、公司缩股及典型案例.....	68
(一) 公司缩股的作用.....	68
(二) 公司缩股的程序.....	68
(三) 公司缩股典型案例.....	69
六、公司分立及典型案例.....	69
(一) 公司分立的特点.....	69
(二) 公司分立的程序.....	69
(三) 公司分立典型案例.....	69

# 第一章 企业上市前改制重组概述

## 前言

2009年7月，随着桂林三金药业上市，宣告沉寂了9个月的新股发行重启，使资本市场再次恢复其融资功能。与此同时，中国证监会宣布正式受理创业板上市（IPO）申请材料，标志着创业板上市发行工作正式启动，这是我国资本市场体系建设和制度创新的一项重要举措。

融资与资源整合是资本市场的基本功能，企业的发展离不开完善的资本市场支持。企业上市是股权融资的一种方式，也是企业发展战略的需求与安排。企业上市的实质是为了获得增量资本，但在此之前要对企业的存量资产进行合理调整及有效组合，使其符合上市发行的规范要求。因此，改制重组是企业上市工作的重要基础和关键环节之一。按照中国证监会发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》及《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》对发行主体资格的要求：发行人应当是依法设立且持续经营时间应当在3年以上的股份有限公司，或者有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司；发行人应当股权清晰，股份不存在重大权属纠纷。所以，改制重组是企业进入资本市场的第一道门槛，改制重组是否规范直接影响到企业上市成功与否。

近两年，作者应邀多次在各类论坛会议、地方政府组织的培训讲座上演讲，并且在为企业融资咨询中，接触了许多政府官员及大量的企业负责人，他们迫切地想了解企业上市前如何进行有效的资产整合及股权重组，如何在重组过程中引入战略投资者，又如何解决历史上遗留的职工股问题等，《企业上市前改制重组》一书正是在这样的背景下出版的。

企业改制重组是一项政策性强、涉及面广的系统工程，涉及企业资产、业务、股权、财务、人员、机构等。本书沿着这条主线，系统地介绍了有限责任公司整体变更为股份有限公司、企业上市前股权重组、企业上市前资产整合与规范运作、职工持股的规范、改制重组中资本运营的方式、上市前的财务分析与报表合并、境外上市的重组等。书中没有堆积大量的政策法规，也没有许多的高深公式计算，只是从企业和政府有关部门的需求出发，从改制重组的内容、标准、操作程序、应注意的问题以及成功与失败的案例入手，为企业上市前改制重组构建一条清晰而规范、实用而全面的运行构架，从而使企业上市前改制重组工作更加顺畅有效，以促进企业进入资本市场后更快地发展。

本书在编写过程中，参考了大量的近几年成功上市企业的《首次公开发行股票招股说明书》，力求规范与实用。希望本书的出版，能为渴望进入资本市场的众多企业、政府官员及各类中介机构提供一定的帮助。由于作者水平有限，书中不妥之处在所难免，恳请读者提出宝贵意见。在本书的编写过程中，张皎做了许多工作，借此表示感谢！

作者 2009年9月于北京

# 第二章有限责任公司整体变更为股份公司

## 引言

企业上市是股权融资的一种方式，也是企业发展战略的需求与安排。企业上市发行股票是一项复杂的系统工程，而改制重组是企业上市工作的重要基础和关键环节之一。按照中国证监会发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》及《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》对发行主体资格的要求：发行人应当是依法设立且持续经营时间应当在 3 年以上的股份有限公司，或者有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司；发行人应当股权清晰，股份不存在重大权属纠纷。因此，设立股份有限公司或者改制为股份有限公司是企业进入资本市场的第一道门槛，改制重组是否规范直接影响到企业的上市成功与否。一些主营业务符合国家产业政策，业绩优良的企业因为在改制重组阶段操作不规范，为日后的上市工作埋下许多隐患，甚至还贻误了上市的最佳时机。因此，如何成为一个合格的发行主体，是改制重组阶段的重点工作。

## 一、企业上市前改制重组的内容

### （一）企业改制重组的含义

本书所称的改制是指依照《证券法》、《公司法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》设立拟上市的股份有限公司，在设立过程中及设立以后，建立健全有效的内部控制制度和运行机制，规范公司内部组织机构和公司治理基础，按照法律、法规及中国证监会相关规定的要求规范股份公司的运作。

本书所称的重组是指在拟上市股份公司设立前及设立之后，通过股权重组和资产整合，将公司股权、业务、资产、人员、机构和财务进行合理调整及有效组合，使其符合上市发行的规范要求，形成具有股权关系清晰，业务体系完整，直接面向市场独立经营和持续发展的发行主体。

因此，改制重组是公司成为一个合格上市发行主体的第一步，也是企业上市成功与否的关键，它将公司存在的许多历史问题和上市的隐患进行调整与规范，为日后企业上市发行股票打下更为牢固的基础。所以，拟上市企业的领导应该对此给予极大的重视，与中介机构一起协同努力，扎实有效地做好企业的改制重组工作。

### （二）企业改制重组应达到的标准

无论是采用发起方式设立还是采取募集方式设立，也无论是通过整体改制还是部分改制或者是由有限公司整体变更设立的股份公司，其目的是设立一个合格规范的上市发行主体，改制重组后拟上市公司应该达到以下标准：

1. 股权关系清晰，不存在法律障碍，不存在股权纠纷隐患。公司不允许委托持股、信托持股，不允许工会、职工持股会作为拟上市公司股东，它们也不能间接持有公司股份。
2. 主营业务突出，通过整合主营业务形成完整的产、供、销体系，最大限度地提高资本利用效率，形成核心竞争力和持续发展的能力，避免同业竞争，减少和规范关联交易。
3. 建立公司治理的基础，股东大会、董事会、监事会以及经理层规范运作。
4. 形成完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力，公司改制时将主要经营业务进

入股份公司时，与其对应的土地、房产、商标及其他工业产权、非专利技术必须同时进入股份公司，做到资产完整、业务独立、人员独立、财务独立、机构独立。

5.建立健全财务会计制度，会计核算符合《企业财务会计报告条例》、《企业会计制度》和《企业会计准则》等法规的要求。

6.建立健全有效的内部控制制度，能够保证财务报告的可靠性、生产经营的合法性和营运的效率与效果。

### （三）企业改制重组的主要内容

#### 1.关于主体资格

通过改制重组，发行主体成为依法设立且合法存续的股份有限公司，注册资本已足额缴纳，发起人股东用于出资的资产权属转移手续已办理完毕，资产权益不存在重大权属纠纷。在改制重组中，对主体资格应该重点关注在股份制改造后业绩是否可以连续计算，要达到业绩连续计算，有限责任公司就要按账面净资产折股整体变更为股份公司，公司最近3年内主营业务及董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变化。

另外，公司的生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策；公司的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的本公司股份不存在重大权属纠纷。

如果在改制重组后，公司的实际控制人发生变化，主营业务发生重大变化，使其业绩不能连续计算业绩时，要想上市需等上3年。

#### 案例 1-1：公司高管人员在报告期内变化大

2007 年中国证监会发审委审核中未通过的一家企业，其主要问题是：该企业在报告期内管理层重要成员发生变化，在申请上市的2年前，企业核心技术的创始研发人被免去总裁职务，财务负责人也发生变化，发行人在报告期内还发生了多次的董事、副总裁变动情况。作为技术主导型企业，在报告期内发生管理层主要成员变化对发行人未来的经营活动、技术研发及发展战略的实施存在重大影响，而申报材料未反映该管理层变化后对发行人经营成果和财务状况的影响程度，进而致使公司经营存在重大变化的风险。

#### 2.关于公司独立性

在企业上市前通过资产重组、业务重组使发行主体具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力。股份制改造中，与主营业务相对应的资产应该完整地进入股份公司，如土地、公司在建工程、商标等无形资产等都要进入拟上市公司。

另外，发行主体的人员独立，高级管理人员不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中担任除董事、监事以外的其他职务。公司的财务独立，公司建立了独立的财务核算体系，能够独立作出财务决策，具有规范的财务会计制度；公司的机构独立，公司建立了健全的内部经营管理机构，独立行使经营管理职权；属于生产经营企业的，应具备独立的研发、生产、销售系统，无法避免的关联交易必须遵循市场公正、公平的原则。企业与控股股东及其全资或控股企业不应存在同业竞争，如果存在同业竞争问题，可以考虑以吸收合并或股权收购及资产收购的方式置入拟上市公司，也可以通过出售企业股权、清算注销等方式予以解决。

#### 案例 1-2：公司关联交易违背公允性

有一家拟上市企业，发行人在报告期内主营业务的采购、销售行为主要依赖于包括股东单位、与实际控制人关系最为密切的单位，尤其是发行人对关联股东的销售价格明显高于与其他非股东单位的销售价格，发行人对关联股东的采购价格明显低于与其他非关联企业的采购价格，发行人对该等情形既未在招股说明书中予以完整、准确地作出信息披露，也未对其合理性作出有依据的充分说明。中国证监会发审委经审核认为，发行人缺乏直接面向市场的独立经营能力，关联交易违背公允性，因此否决了该企业的上市申请。



### 3.关于规范运行

公司要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。公司的董事和其他高级管理人员符合法律、行政法规和规章规定的任职资格，且不存在下列情形：

- (1) 被中国证监会下达证券市场禁入措施尚在禁入期的；
- (2) 最近 36 个月内受到中国证监会行政处罚，或者最近 12 个月内受到证券交易所公开谴责；
- (3) 因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见。

公司的内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证财务报告的可靠性、生产经营的合法性、营运的效率与效果，使上市主体不存在下列情形：

- (1) 最近 36 个月内违反工商、税收、土地、环保、海关以及其他法律、行政法规，受到行政处罚，且情节严重；
- (2) 涉嫌犯罪被司法机关立案侦查，尚未有明确结论意见；
- (3) 严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形。

公司的担保行为要规范，对外担保事项应按照公司章程实施，必须经董事会审议通过后，提交股东大会审批。不存在为控股股东及其控制的其他企业进行违规担保的情形。

公司要有严格的资金管理制度，不存在资金被控股股东及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形。

例如：某企业 2007 年申请上市发行股票，但该企业 2005 年为某上市公司提供最高额为 7 000 万元的担保。2006 年某高级人民法院就该上市公司涉及贷款及担保纠纷诉讼作出一审判决，判决拟上市企业承担连带担保责任，但该企业在上市申请中没有提供足够证据支持企业董事就该担保事项已经履行了勤勉尽责义务。因此，中国证监会发审委经审核认为，该企业管理层存在尽责不够的问题，从而否决了企业的上市申请。

### 4.关于财务与会计

按照《首次公开发行股票并上市管理办法》的要求，上市主体应该符合以下财务条件：

- (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) 发行前股本总额不少于人民币 3 000 万元（如果是创业板上市发行后股本总额不少于人民币 3 000 万元）。
- (4) 最近一期末无形资产（扣除土地使用权后）占净资产的比例不高于 20%；而创业板对企业无形资产占净资产的比例没有规定。
- (5) 最近一期末不存在未弥补亏损。

除了以上基本要求外，衡量上市主体的财务健康程度，中介机构还要重点看以下财务指标：

#### (1) 每股税后利润

每股税后利润也称每股盈利，是用公司税后净利润除以公司总股份数来计算的，它能反映出公司经营业绩的好坏。如果一家公司的税后利润总额很大，但每股盈利却很小，表明它的经营业绩并不理想，每股价格通常不高；反之，每股盈利数额高，则表明公司经营业绩好，往往可以支持较高的股价。

#### (2) 每股净资产

每股净资产是用公司的净资产除以总股份数，它能反映出每一股份所代表的公司净资产价值，是支撑股票市场价格的重要基础。每股净资产值越大，表明公司每股股份所拥有的财

富越雄厚，通常创造利润的能力和抗击风险影响的能力也越强。

### （3）净资产收益率

净资产收益率是公司税后净利润与净资产的比率，它能衡量公司运用自有资本的效率，反映出公司对股东投入资本的利用效率，是股东追求的目标。净资产收益率弥补了每股税后利润指标的不足。例如，在公司用资本公积金为股东按持股比例送红股后，由于股份数增加，每股盈利将会下降，从而在投资者中造成错觉以为公司的获利能力下降了。事实上，公司的净资产没有发生变化，获利能力并没有改变，用净资产收益率来分析公司获利能力就比较适宜。

### （4）资产负债率

负债是公司对债权人支付现金、转移资产、提供服务的义务。资产负债率是公司的总负债与总资产的比率，它能反映公司利用外部资金的能力以及公司的经营风险。负债率高说明公司利用外部资金的能力强，同时也反映出公司的经营风险比较大。通常情况下，公司上市前的资产负债率控制在 50% 左右较为适宜。当然，有个别企业在公开发行股票前负债率是比较高的，但它们在细分行业地位中排名靠前。例如：浙江大东南包装股份有限公司(002263) 于 2008 年 6 月在深圳中小企业板上市发行股票，2007 年 12 月 31 日，该公司资产负债率为 69.31%；2006 年底资产负债率为 75%；2005 年底资产负债率为 74%，而且三年的流动比率分别为 0.49、0.60、0.52。由此看出，该公司近三年一直是高负债运营，公司首次发行股票募集资金的主要用途是归还银行借款，拟用于归还银行借款总额为 36 858 万元。但发行人是目前国内塑料包装薄膜行业的龙头企业，产销量和效益均名列前茅。

### （5）流动比率

流动比率是资产负债表中的流动资产总额与流动负债总额的比率。

流动比率=流动资产总额/流动负债总额×100%

流动比率能反映企业资产的安全性，表明企业在短期内偿还债务的能力。公司能否偿还短期债务，取决于有多少可以变现偿债的资产以及债务的多少。如果流动资产越多，短期债务越少，则偿债能力越强；反之则相反。一般认为，生产型公司合理的流动比率在 1.5 以上，这表示公司流动资产的变现能力是所还债务的近两倍，即使流动资产有一半在短期内不能变现，也能保证全部的流动负债得到偿还。

### （6）速动比率

速动比率是指速动资产对流动负债的比率，是衡量企业流动资产中可以立即变现用于偿还流动负债的能力，速动资产是流动资产中去掉预付账款、存货、待摊费用等之后的资产。

速动比率=(流动资产总额-存货总额)/流动负债总额×100%

速动比率的高低能直接反映企业立即偿债能力的强弱，是对流动比率的补充，并且比流动比率反映得更加直观可信。如果流动比率较高，但流动资产的流动性却很低，则企业的短期偿债能力仍然不高。在流动资产中有价证券一般可以立刻在证券市场上出售，转化为现金，应收账款、应收票据、预付账款等项目可以在短时期内变现；而存货、待摊费用等项目变现时间较长，特别是存货很可能发生积压、滞销、残次等情况，其流动性较差。因此，流动比率较高的企业，偿还短期债务的能力并不一定很强，而速动比率就避免了这种情况的发生。一般来说速动比率与流动比率的比值在 1 左右较为合适。

#### 案例 1-3：公司流动资产小、风险大

有一家拟上市企业计划 2007 年申请上市发行股票，但其财务指标显示：截至 2006 年底，公司资产负债率为 61%，流动比率为 0.53，速动比率为 0.51。总负债 26 445 万元，其中流动负债 21 070 万元，且公司自有土地使用权已全部抵押。公司资产负债率较高，存在很大流动性风险。因此，中国证监会发审委经审核认为，该公司存在较大经营风险和财务风险，因而否决了公司的上市申请。

#### 案例 1-4：某商业企业上市被否定的案例

某公司净资产为 5 亿元，负债总额为 19 亿元且都为流动负债，负债经营风险较大。公司的营业收入 55 亿元，利润为 3 亿元，销售利润率 8%，连同期贷款利率也达不到；营运资金多占用供货商的应付账款，扩张将带来更大的现金流缺口风险。

公司上市计划募集 20 亿元，是净资产的 4~5 倍，未来三年固定资产折旧会对盈利产生影响；销售过于依赖某一个店，又刚好处于改建，生不逢时；其他募资投向的百货店盈利前景不明朗。因此，公司上市存在很大运营风险。

## 二、我国公司存在形式与改制上市

按照我国《公司法》，目前公司的存在形式主要为有限责任公司和股份有限公司。下面主要介绍这两种公司的特征与改制上市。

### （一）有限责任公司

有限责任公司是指股东以出资额为限对公司承担责任，公司以全部资产对公司的债务承担责任的企业法人。有限责任公司作为国际通行的一种公司制形式，不仅适合大中型企业，更适合中小企业，是现代企业制度的一种典型形式。从世界公司制的发展史上看，有限责任公司产生与出现晚于股份有限公司，它适应了中小企业生产经营的需要，是一种资合与人合的公司，有限责任公司的数量在各国公司制企业中均占大多数。有限责任公司也称为有限公司。

有限责任公司的特征：

1. 有限责任公司股东数有限制。有限责任公司的股东最多 50 人，股东可以是法人也可以是自然人。
2. 股东转让股权受到一定限制。根据《公司法》规定，有限公司股东若转让股权，必须经大多数股东同意，欲转让的股份，其他股东有优先购买权。
3. 公司不能发行股票。有限责任公司的股东出资后拥有股权证书，它只是一种权利证书，不能进行买卖。若有限责任公司在经营中需要增加资本金，通过增资方式融资，可通过原股东增资，也可通过新股东增资。
4. 股东仅以其出资额为限对公司承担责任。股东只以出资额为限对公司负有限责任，股东的出资额按公司章程规定。公司以全部资产对公司的债务承担责任，其全部资产不仅包括注册资本，还包括公司设立后经营所产生或控制的各种财产、债权和其他权利。
5. 公司的设立程序简便。有限公司设立简便，股东人数少，一般参与经营管理，组织机构简单，可以由一个或几个董事管理，便于股东对公司管理的监督与控制。
6. 公司规模相对比较小。有限公司注册资金低，股东人数有上限限制，一般规模都小于股份公司，因此，小企业普遍采用这种公司形式。

有限责任公司在上市前，主要是按审计后账面净资产值折股整体变更为股份公司，这种变更是在股权结构、主营业务和资产等方面维持同一个持续经营的会计主体，只是公司组织形式的变化，能保证连续计算有限公司的经营业绩。在改制前通过股权重组，转让部分存量股份，使股权结构和比例更加合理；通过增资融资，增加公司的现金流，引入新的投资者。通过资产重组、业务重组形成一个具有完整的业务体系，具有持续发展能力的合格上市发行主体。

#### 案例 1-5：上海电气集团有限公司整体变更为股份公司

2008 年 10 月，上海电气集团股份有限公司通过换股吸收合并上海输配电股份有限公司实现整体上市。上海电气集团股份有限公司的前身是上海电气集团有限公司，2004 年 9 月 8 日，有限公司股东会决议同意，并经上海市人民政府批准，由有限公司全体股东作为发起人，

将有限公司审计后的净资产值 918 900 万元，按 1：1 的比例折股整体变更为上海电气集团股份有限公司，股本为 918 900 万股，每股面值 1 元，由全体发起人以其各自在有限公司的全部出资按比例认购，有限公司的债权债务全部由改制后公司承继。

## （二）股份有限公司

股份有限公司是指将公司全部资本分为等额股份，股东以其所认购的股份数为限对公司承担责任，公司以全部资产对公司债务承担责任的企业法人。股份有限公司是现代企业制度的典型形式，企业规模一般都较大，绝大多数跨国公司都采取这种形式。股份有限公司也称为股份公司。

股份公司的特征：

1.强大的筹资能力。股份公司以资本联合为基础。上市的股份有限公司股东数量没有上限限制，通过资本集中为企业募集更多资金，扩大企业的生产规模。

2.股份转让相对自由。股份公司的股份转让相对自由，特别是上市的股份公司的股票通过证券交易发行、流通，公司的账目必须公开，使股东可以了解公司的生产经营情况，股东也可以自由地购买和转让股票，一般不受限制。

3.股东承担有限责任。股东以认购股份对公司承担有限责任，股东在其所持股份之外对公司的债务不承担责任，公司以全部资产对债权人承担责任。

4.规模相对较大。股份公司有最低注册资本的要求，按照《公司法》要求，注册资本最低额为人民币 500 万元，上市时股本总额不少于人民币 3 000 万元，规模较大的公司都采用股份公司的形式。

5.股东关系淡薄。股份公司股东之间以资本为联系，股东与公司关系淡薄，所有者与经营者几乎分开。

股份公司在组织形式上虽然符合上市的初步要求，但是，根据上市公开发行股票规范要求，在上市前要通过股权重组，对存量股权进行变更使公司股权结构趋于合理；通过股权的增量融资引入战略投资者，改变股东背景，进一步完善公司治理，规范股东大会、董事会、监事会以及经理层的运作。通过资产重组、业务重组避免同业竞争，减少和规范关联交易，突出主营业务，完善产、供、销体系，形成直接面向市场独立经营和持续发展的合格上市发行主体。

### 案例 1-6：金风科技成为股份公司后股权重组情况

新疆金风科技股份有限公司（简称：金风科技 002202）于 2007 年 12 月在深圳证券交易所中小企业板上市。金风科技的前身为新疆新风科工贸有限公司，于 2001 年 3 月 26 日整体变更设立为新疆金风科技股份有限公司，公司成为股份公司后又进行了几次股权重组：

#### 1.2004 年增资扩股至总股本 7 000 万股

2004 年 4 月 10 日，金风科技与公司原股东签署《增资扩股协议》约定：公司股本由 3 230 万股增加到 7 000 万股，增资股份按每股 1.27 元的价格以现金方式认购，共募集 4 787.90 万元。

#### 2.2005 年股份转让及增资扩股至总股本 1 亿股

2005 年 5 月，北京君合慧业投资咨询有限公司与自然人股东签署《股权转让协议》约定：咨询公司所持金风科技 41.02 万股股份以每股 1.81 元转让给自然人股东。

2005 年 9 月，通过签署《增资扩股协议》，引入中国—比利时直接股权投资基金、上海银利移动通信设备有限公司、中国光大投资管理公司、广东龙光（集团）有限公司等法人股。协议约定：新投资者以现金方式认购 3 000 万股股份，认购价格为每股 5 元，募集资金 15 000 万元。

#### 3.2005 年 12 月至 2007 年 3 月公司总股本为 1 亿股又进行的股权转让

这期间公司又通过一系列股权转让，引入深圳市远景新风投资咨询有限公司、深圳盛高

达投资有限公司、深圳立安多投资有限公司、上海银利伟世投资管理有限公司等法人股。

#### 4.2007 年送红股及公积金转增至总股本 4.5 亿股

为了扩大公司的股本规模，股东大会审议通过 2006 年利润分配及公积金转增股本的决议。同意按 2006 年末总股本 1 亿股计算，通过派送红股、资本公积金转增股本、法定盈余公积金转增股本，公司总股本由 1 亿股增至 4.5 亿股，为上市发行股票做好了准备。

### 三、企业上市发行股票的优劣势分析

#### （一）上市发行股票的优势

##### 1.理顺企业的产权关系

一些国有企业在“第一次改制”中由于历史的原因在股权方面遗留了一些问题，如产权关系模糊不清、内部职工持股、委托持股的问题等，使企业无法轻装上阵。拟上市企业通过上市前的改制重组，理顺产权关系，解决历史遗留的问题，使企业股权关系清晰，消除法律方面障碍，解决股权纠纷隐患。另外，在上市前促使地方政府根据政策规定，及时出具有关文件，明确其合法的产权关系，保证各股东的合法权益不受侵害。

##### 2.建立长期发展的融资平台

资金是企业的血液，也是企业持续发展的推动力。企业通过公开发行股票不仅可以获得首次募集资金，上市后当公司业绩和股票表现好时，企业还可以增发新股再次融资，为进一步扩张发展获得资金，有利于企业进行技术和产品升级换代，形成持续发展能力。

##### 3.完善企业发展机制

上市不仅能为企业带来长期发展的资金，也能为企业带来规范的发展机制、全新的定价机制、严格的监管机制、长期的激励机制。

##### 4.提高企业的知名度

企业上市后成为公众公司，企业股票交易的信息通过交易平台、报纸、电视台等各种媒介不断向社会发布，投资者对此给予极大的关注，因此扩大了公司的知名度，提高了公司的市场地位和影响力，也有助于公司树立产品品牌形象，扩大市场销售量。同时，知名度提高，可以吸引更多优秀人才加入到企业中，促进企业更快发展。

##### 5.有助于提高企业的信誉度

企业上市后要及时、准确、全面地披露相关的信息，要受到严格的制度监管以及投资者、媒体的极大关注，因此提高了企业运营的透明度，企业的透明度高，企业信誉也就好，企业的商业机会随之增多。

##### 6.有助于企业并购扩张

并购已成为企业资本运作的核心，是企业加速资本集中和资产规模扩张，推动产业升级的有效途径。作为上市公司，当公司实施并购时可以用股票替代现金实现并购，从而减少公司对现金流的压力。

#### （二）上市发行股票的劣势

##### 1.信息披露使财务状况公开化

企业上市后成为一个公众公司，与不上市前最显著的区别是信息披露制度，要通过定期报告和临时报告使财务公开化，披露企业的重大事项，而且披露的信息内容要确保真实、准确、完整，使公司经营情况及财务状况完全暴露在投资者和竞争对手面前，这对许多民营企业特别是家族企业来说是个严峻的考验。

##### 2.企业管理层承担更大经营压力

资本市场不是一个淘金的场所，而是为有发展前景和盈利能力的企业提供资金支持，推

动其发展的平台。企业上市后可以募集资金，但这些资金是机构投资者和社会投资者的，投资者期望获得合理的投资回报，如果公司经营不善，业绩不佳，将会遭到投资者的抛弃，上市后企业将面临经营业绩的压力。

### 3. 股权被稀释，控制权弱化

企业上市前通过私募引入战略投资者或者财务投资者，上市后增发股票公众持有股份，使企业的股权被稀释，因此重大决策不是由企业老板决定，而是由公司董事会和股东大会形成决议。

### 4. 上市费用较高，有一定风险

企业上市需要较高成本，而且时间又很长，牵扯企业许多精力，尤其是境外上市费用更高。另外，企业上市申请未必能获得批准，存在一定风险。

## 四、地方政府在企业改制上市中的作用

企业改制上市是一项政策性强、涉及面广的综合性工作，加快推进企业改制上市工作，是各地解决企业直接融资难，促进地方经济持续、快速、健康发展，完善公司规范运作的有效途径。在改制上市中需要保荐人、律师事务所、会计师事务所等中介机构勤勉尽职地工作，但也离不开各级政府的大力支持与帮助。地方政府是推动企业成功改制上市的加速器。2006年以来，为了鼓励企业充分利用资本市场发展，发挥资本市场融资功能和示范带动作用，各地政府分别采取政策扶持、引导促进和协调服务相结合的措施，培育支持更多的优势企业通过改制上市加快发展。这些政策的实施，对加快企业的上市步伐，规范企业运行都起到了积极的作用。各地政府在企业改制上市中主要围绕以下方面开展工作：

### （一）转变观念、提高认识，积极培育引导企业改制上市

现代经济的核心是金融市场，而金融市场的核心是资本市场。目前各级地方政府已经认识到资本市场具有筹集社会资金、优化资源配置和转换企业经营机制等功能；利用和发展资本市场对于繁荣地方经济发展、促进结构调整、加快产业升级、规范企业管理与持续发展都是至关重要的，各地把利用发展资本市场与利用外资及招商引资看成一个整体，充分认识政府在利用、发展资本市场中的规划、引导和扶持作用。

企业上市发行股票虽然有许多优势，但对于许多中小企业尤其是民营企业来说需要一个认识过程，即观念转变—挖掘培育—辅导实施的过程。为此，许多省市都成立了企业上市工作领导小组，负责研究制定推进企业改制上市的综合战略和工作规划，协调解决企业改制上市中的有关问题，组织指导有关部门培育后备上市企业，建立健全培育工作机制。

按照“培育一批、改制一批、辅导一批、上市一批”的思路，建立企业上市后备库，切实把符合国家产业发展政策、科技含量高、自主创新能力强、发展前景好的企业作为培育辅导的对象，进入后备资源库，加强培育和辅导。

定期举办改制上市培训班，邀请有关专家宣讲资本市场功能、标准、要求等相关知识，提高企业对于资本市场的认识，引导企业按照上市的要求进行规范运作。

积极联系证券交易所及保荐机构、会计、法律、资产评估、投资基金等中介机构，采取培训、座谈、咨询等形式，加强企业与有关中介机构的沟通和交流。

适时组织有关部门和后备企业到证券交易所和其他地区考察、学习，交流企业改制上市规范发展的经验。

### （二）简化程序、降低成本，为企业改制上市提供“绿色通道”

目前，许多省市政府为改制上市企业建立了“绿色通道制度”，所谓“绿色通道制度”是指对上市后备企业在改制重组、上市申报等过程中，涉及政府部门各项审批及相关查询、咨询等事项，政府有关部门要积极给予支持，提供便捷、优质、高效的服务，及时依法出具

相关文件，研究解决企业遇到的具体问题，为企业改制上市开通“绿色通道”。

企业在改制上市过程中，涉及房产、车辆等资产所有权和土地使用权需要办理过户手续的，以及需补交河道维护费等费用的，符合国家及省政府有关规定的，各相关部门要给予减免，以降低企业的上市成本。积极创造优惠政策条件、提高办事效率，吸引国内外的企业在本地注册并实现上市。

有的地方政府减免上市后备企业在改制重组过程中办理资产置换、剥离、收购、财产登记过户的交易税费和其他费用。企业改制涉及产权变更过户且实际控制人没有发生变化的，可直接变更企业名称，免交除工本费外的其他一切费用。

有的地方政府还通过支持帮助企业妥善解决历史遗留问题，对企业在原始积累过程中出现的不规范问题，在法律法规允许的范围内妥善处理，做好规范运作，而不能新增企业负担。因历史原因未办理产权证并无争议的，依法补齐产权证并列入企业资产，收费一律按规定的最低收费标准征收。

### **（三）积极扶持、全力推进，为企业改制上市提供政策支持**

#### **1.对企业改制上市给予直接奖励或财政补贴支持**

在当前国际金融危机下，许多地方政府把推进企业上市作为解决企业融资难及规范企业运作和持续发展的有效途径，同时也是实现地方经济平稳较快发展的有力保证。为了鼓励企业改制上市，政府对改制上市企业采取直接奖励和财政补贴，如沈阳市政府从 2009 年开始每年安排 2 000 万元企业上市专项扶持资金，用于对境内外新上市融资企业的补助和奖励。在上市改制、申报期间所发生的评估、审计、律师等中介费用，按实际发生额的一定比例给予补助，最高补助 200 万元。对于成功上市的企业，按其首次融资额的一定比例给予奖励，最高奖励 300 万元。各区、县(市)、开发区对成功上市的企业给予不低于 100 万元的补助和奖励。省政府也将对成功上市的企业给予 100 万元的扶持资金。因此，实现成功上市的企业，最高可以得到 700 万元的补助和奖励。其他省市也出台了相应的鼓励政策。

#### **2.土地出让及收费优惠政策**

根据企业改制的不同形式和具体情况，土地资产处置方式有四种：土地使用权出让，土地使用权租赁，土地使用权作价出资（入股），保留划拨土地使用权。无论采取什么方式，都必须到土地部门办理土地变更登记手续。许多企业在改制前土地是划拨性质的，而改制上市时需办理土地出让手续，企业要缴纳高额的土地出让金，而且办理土地使用权等权证变更时所涉及的费用也较高，为了减轻企业的负担，各地主要采取以下措施：

（1）原行政划拨土地转为出让的，土地出让金地方所得部分全额返还给企业。但若改制为股份公司后一定年限内未上市，则按改制时土地评估价的一定比例补交出让金。

（2）企业在改制时一次性缴纳土地出让金确有困难的，可先在本地国土资源部门申请办理土地证，然后在两年内分期付清，上市成功后则要在半年内缴清。

（3）上市后备企业为了生产发展申请新增建设用地，按所在地工业用地最低价格标准执行。

（4）拟上市企业申请新增用地，土地出让金按地价的一定比例收取，但若在一定期限内未能上市，则需补缴出让金优惠部分。对上市募集资金的投资计划项目所需建设用地，优先保证土地计划指标，优先办理核准预审和报批手续，优先供地。

（5）减免拟上市企业在改制重组过程中办理资产置换、剥离、收购、财产登记过户的交易税费和其他费用。土地使用证、房产证、车船使用证、给排水及供电计划指标、资质等级、自有工业产权过户时，股东没有发生重大变化的，视为变更登记，免收变更、过户手续费；股东发生变化或有交易行为，有关税费全额缴足后，地方留成部分全额返还企业用于扶持企业发展。

#### **3.税收优惠或返还政策**

针对一些在企业改制上市中涉及审计需调增收入和利润，需要补缴企业所得税款，对改制中净资产折股股东需要补缴个人所得税的情况，一些地方政府采取了如下措施：

（1）对企业因改制上市前释放的利润，应依法补缴的企业所得税，地方留成部分由同级财政以项目补贴的方式等额用于支持企业发展。根据上市规范要求，对以前年度所应补缴的增值税、所得税，地方留成部分由同级财政以项目补贴的方式等额用于支持企业发展。

（2）上市后备企业改制中按规定量化到个人的资产及因未分配利润、盈余公积金转增为股本的，缓征个人所得税，在发生转让时就其转让收入额，扣除个人取得该股份时实际支付的费用支出和合理转让费用后的余额，按“财产转让所得”项目计征个人所得税。

（3）历年来享受国家有关优惠政策形成的“国家扶持基金”，经财政部门审核并报当地政府批准，可归原企业股东所有。股份公司设立后到上市期间，仍可享受原有的优惠政策。

（4）对因执行新《企业会计制度》导致会计政策改变，追溯调整后引起以前年度应税所得额或应税收入变动的，其净增应纳税额在企业上市前准予挂账，免收滞纳金；导致以前各期应纳税额减少的，允许企业选择直接抵扣当期应纳税款。

#### 4.政府从政策和资金方面给予拟上市企业优先支持

为了培育更多的企业达到发行上市条件，给予上市后备企业政策和资金的优先支持，是部分地方政府采取的一项重要措施。

（1）设立企业上市工作专项扶持资金，由当地财政在年度预算中安排。对拟上市企业所必需的前期费用，从上市工作专项扶持资金中垫支，待企业上市后归还。如企业在一定时期内未实现上市目标，则如数收回财政支持资金。

（2）政府向担保公司注入资本金，增加担保公司实力，鼓励担保公司给中小企业提供担保，对担保公司的坏账、欠息和逾期利息分别给予一定比例的补贴。

（3）拟上市企业投资高新技术项目、重点技术改造项目，符合有关政策规定的，优先推荐享受国家及地方贴息债券、贷款和科技扶持资金。

（4）支持拟上市中小企业申报高新技术企业和技术创新优势企业，以及申请国家和省高新技术产业资金、中小企业专项资金、科技三项经费等各项政策性扶持资金。

（5）与金融机构进行协调，对改制为股份公司的企业，可获金融机构优先安排的贷款，并且优先保证进入辅导期的股份有限公司的资金需求。



# 第二章有限责任公司整体变更为股份公司

## 引言

《企业上市前改制重组》中国金融出版社作者：张朝元，于波，丁旭

按照《首次公开发行股票并上市管理办法》中对发行主体资格最基本的要求：发行人应当是依法设立并且持续经营 3 年以上的股份公司，或者有限责任公司按照公司账面净资产值折股整体变更为股份公司，企业上市发行股票基本条件是公司的组织形式为股份公司。现实中，有许多企业以及集团公司都是采用有限责任公司的形式，有限责任公司整体变更为股份公司，是公司进入资本市场的第一步，公司在股权、资产、业务、人员、财务等方面存在的问题，都应在此阶段调整和规范。

## 一、有限责任公司整体变更为股份公司的条件

有限责任公司整体变更为股份有限公司是指在公司股权结构、主营业务、实际控制人和资产等方面维持同一公司主体前提下，以公司经审计后账面净资产额相应折合为股份有限公司的股本总额，将有限责任公司整体以组织形式变更的方式改制为股份有限公司。因此，有限责任公司整体变更为股份公司仅仅是公司形式的一次变化，并没有发生实质内容的变化，企业仍然是在同一会计主体下进行生产经营、财务运营，按照有关的法律、法规，这种变更是能够连续计算公司的经营业绩的。要达到这样的结果，对有限责任公司有以下要求：

### 1.有限责任公司的经营时间

有限责任公司应当是连续经营 3 年以上的公司，而且此期间，实际控制人没有发生变化。因为《首次公开发行股票并上市管理办法》中要求发行人的主体资格，应当是持续经营 3 年以上的股份公司。虽然有限责任公司整体变更为股份公司可以连续计算公司的经营业绩，但有限责任公司应当是连续经营在 3 年以上的公司，而且实际控制人没有发生变化，主营业务没有发生重大变化，公司高级管理人员没有发生重大变化。

### 2.有限责任公司的规模

有限责任公司变更股份公司是以公司经审计账面净资产额按不大于 1 的比例折合为股份有限公司的股本总额。《公司法》要求设立股份有限公司股本最低额为 500 万元人民币，但按照《首次公开发行股票并上市管理办法》中要求：发行人上市发行前股本总额不少于人民币 3 000 万元，所以，有限责任公司审计的净资产值不应少于人民币 3 000 万元。按照《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》的要求：发行前净资产不少于人民币 2 000 万元，发行后股本总额不少于人民币 3 000 万元。

### 3.有限责任公司的盈利能力

虽然《首次公开发行股票并上市管理办法》中对企业上市有基本要求：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；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。因为上市发行股票是“好中选优”，所以，公司的盈利能力要远高于这些财务指标，其资产负债结构合理，盈利能力较强，现金流量正常。

### 4.有限责任公司的规范性

(1) 公司已依法建立健全股东大会、董事会、监事会、董事会秘书制度，相关机构和人员能够依法履行职责。

(2) 公司最近 3 年内没有因违反工商、税收、土地、环保、海关以及其他法律、行政法规，而受到行政处罚，且情节严重。

(3) 公司不得有资金被控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形。

## 二、有限责任公司整体变更为股份公司的程序

1. 发起人签署《股份有限公司发起人协议》，将原有限责任公司截至某年某月某日经审计净资产额按 1:1 或者小于 1:1 的比例一次性折为股份公司的股份，共同以发起方式设立某股份有限公司。

2. 召开董事会并作出决议，全体董事一致同意按《股份有限公司发起人协议》的约定将有限责任公司整体变更为股份有限公司。

3. 股东大会作出决议，全体股东一致同意按《股份有限公司发起人协议》的约定将有限责任公司整体变更为股份有限公司。

4. 聘请会计师事务所对原有限责任公司整体变更为股份有限公司的资本到位情况进行了审验，并出具《验资报告》。

5. 召开股份有限公司创立大会，审议通过《有限公司整体变更方式设立股份公司的议案》、《股份有限公司章程》、《股份有限公司折股方案》，并选举董事会成员。

6. 在工商管理部门办理登记手续，领取股份公司《企业法人营业执照》。

## 三、有限责任公司整体变更为股份公司注意的问题

### 1. 关于改制前的重组问题

有限责任公司在改制前应对股权、资产、业务等方面进行重组，企业应利用重组把过去和现在存在的上市瑕疵与障碍进行规范予以解决，不要盲目急于改制为股份公司，要知道“改制容易、重组难”。公司在对同一控制人下，相同、类似或相关业务进行重组时，应关注重组对发行人资产总额、营业收入或利润总额的影响情况，按照中国证监会有关规定：被重组方重组前一个会计年度末的资产总额或前一个会计年度的营业收入或利润总额达到或超过重组前发行人相应项目 100% 的，发行人重组后运行一个会计年度后方可申请发行；被重组方重组前一个会计年度末的资产总额或前一个会计年度的营业收入或利润总额达到或超过重组前发行人相应项目 50%，但不超过 100% 的，中介机构将被重组方纳入尽职调查范围并发表相关意见；如果被重组方重组前一个会计年度末的资产总额或前一个会计年度的营业收入或利润总额达到或超过重组前发行人相应项目 20% 的，申报财务报表至少须包含重组完成后的最近一期资产负债表。因此，企业在重组中既要解决发行上市的障碍，又要注意量的变化，以免影响上市进程。

### 2. 关于连续计算经营业绩的问题

有限责任公司整体变更为股份公司最为关键的问题是不能连续计算经营业绩，要达到公司连续计算经营业绩，一是不能按照评估后的净资产值折股，应按照审计后账面净资产值折股整体变更为股份公司，这种变更是在没有改变持续经营的会计主体的前提下进行的，只是公司的组织形式的变化，能保证连续计算公司经营业绩；二是 3 年内实际控制人不能发生变化，主营业务不能有重大改变，高管人员不能有重大变化。

### 3.关于折股比例与折股倍数的问题

按照《公司法》第九十六条规定：有限责任公司变更为股份公司时，折合的实收股本总额不得高于公司净资产额，即折股比例应该 $\leq 1$ ，也就是说1元的净资产折合股份公司股本为1股或者小于1股。这样规定的目的是避免公司在变更为股份公司时股票价格虚高，损害债权人和投资人的利益。具体分析我们可以进一步引申：

折股比例=折股数/净资产值 $\leq 1$

而折股倍数是折股比例的倒数，即

折股倍数=净资产值/股本数

折股倍数应小于将来股票发行溢价倍数，即折股倍数小于溢价倍数。这样做符合风险与收益一致的原则，主要是使老股东的利益不受损害。

### 4.关于变更时不能增加股本和股东的问题

有限责任公司整体变更设立股份公司仅仅是公司形态的变化，因此，在变更时为了保持公司连续计算经营业绩，在进行股权重组时，只能在有限公司时改变股权和股东或者改制为股份公司后改变股东和股权，一定不能在发起设立当中变化股东及公司的股权。

### 5.关于变更后股份公司的经营时间

有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算，即股份公司营业执照成立时间自有限责任公司成立日计算。

### 6.关于净资产值折股时股东所得税的问题

有限公司整体变更为股份公司是按照账面净资产值折股，而公司的净资产由实收资本、资本公积金、盈余公积金和未分配利润组成。按照国家税务总局的有关规定：资本公积金转增股本不属于股息、红利性质的分配，对个人取得的转增股本数额，不作为个人所得，不征收个人所得税；而用盈余公积金及未分配利润转增股本属于股息、红利性质的分配，对个人取得的红股数额，应征收个人所得税。因此，折股或转增股本过程中，个人股东只有“资本公积——股票溢价”部分是免征个人所得税的。

## 四、外商投资企业改制为股份有限公司

利用和吸引外商投资是我国对外开放的基本国策。改革开放以来，外商投资企业得到了快速的发展，截至2007年底，外商投资企业的数量突破60万家，在我国国民经济中起着越来越重要的作用，已经成为中国经济重要的组成部分。近几年来，不少外商投资企业立足国内市场，寻求长远发展，并迫切希望到境内证券市场发行上市。国内证券市场经过十多年的发展，市场规模和市场主体不断扩大，市场结构和运行机制不断完善，接纳更多的外商投资企业规范、有序地进入市场发行上市股票的条件日渐成熟。但外资企业改为股份有限公司是进入证券市场的第一道门槛，改制是否规范直接影响上市的进程。

### （一）外商投资企业的类型与特点

外商投资企业是指外国企业、外国经济组织、外国自然人依照中国的法律程序参与投资设立，能够独立承担民事责任，实行独立经济核算、自负盈亏的中国企业法人经济实体。外商投资企业根据资金投资方式、收益分配方式、分担风险方式、经营管理方式、承担责任方式、清算方式的不同又分为中外合资经营企业、中外合作经营企业和外资经营企业，也就是人们常称的“三资”企业。这三种企业虽然出资形式不同，但它们有共同的基本特征：都是依照中国的法律程序而设立的企业，其法律地位都是中国企业法人，都是能够独立承担民事责任的经济实体，开办企业的资金中都有外国资金。中外合资经营企业、中外合作经营企业与外资企业的主要区别就是外资企业是由外国企业、外国经济组织、外国自然人自己投资，自己经营，自己获得利润，自己承担风险；而中外合资经营企业、中外合作经营企业却是外

国企业、外国经济组织、外国个人与中国企业、中国经济组织共同投资，共同经营，共同享受收益承担风险的企业。

#### 1. 中外合资经营企业

中外合资经营企业是指外国公司、企业和其他经济组织或个人，按照平等互利的原则，经中国政府批准，在中国境内同中国的公司、企业或其他经济组织共同举办合营企业。合营企业的组织形式为有限责任公司。中外合资经营企业实际上按照有限责任公司的特点，由中外合营者共同投资设立，各方按出资比例分享利润和分担风险及亏损，以出资额为限对企业承担有限责任。在合营企业的注册资本中，外国合营者的投资比例一般不低于 25%，中外合营者的注册资本如果转让必须经合营各方同意。合营各方可用货币出资，也可用建筑物、厂房、机器设备或其他物料、知识产权等作价出资。中外合资经营企业的管理形式为董事会领导下的总经理负责制，董事会是企业的最高权力机构，董事会根据平等互利的原则，独立自主地决定企业的一切重大问题。合营企业的合营期限，按不同行业、不同情况作不同的约定。中外合资经营企业的中方投资者应该是中国境内依法设立的公司，包括在境内设立的外商投资公司，而自然人不能作为投资者。但自 2008 年 9 月，因外国投资者并购境内企业导致变更为中外合资企业，如果境内企业有自然人股东，那么，中外合资企业可以保留中方自然人身份。

#### 2. 中外合作经营企业

中外合作经营企业是指外国的企业和其他经济组织或者个人按照平等互利的原则，同中国的企业或者其他经济组织在中国境内设立的，依照共同签订的合作经营合同，共同举办的中外合作经营企业。合作企业是属契约式，中外各方的投资一般不折算成出资比例，企业的利润也不按出资比例分配，而是按照合作企业合同确定投资方式、收益分配及经营管理的方式。中外合作者的投资或者提供的合作条件可以是现金、实物、土地使用权及知识产权等。合作企业可以依法取得中国法人资格的，其组织形式为有限责任公司，也可以不具有独立法人资格。具有法人资格的中外合作经营企业，其权力机构是董事会；不具有法人资格的中外合作经营企业，其权力机构通常为联合管理机构。企业实行董事会或者联合管理机构领导下的总经理负责制，合作企业的中方应该是在中国境内依法设立的公司，包括在境内设立的外商投资公司。

#### 3. 外资企业

外资企业即外商独资经营企业，是指依照中国有关法律在中国境内设立的，全部资本由外国公司、其他经济组织或个人投资的企业，不包括外国的公司和其他经济组织在中国境内的分支机构。外商独资经营企业的组织形式通常采用有限责任公司。外资企业符合法人条件的，依法取得中国法人资格。外商投资者在中国境内的投资、获得的利润和其他合法权益，受中国法律的保护。外资企业按批准的章程进行经营活动，不受干预。

### （二）公司成为外商投资股份有限公司的几种方式

#### 1. 新设立外商投资股份有限公司

新设立外商投资股份有限公司有发起设立和募集设立两种。以发起方式设立的公司，按照《公司法》对发起人要求，应有 2 人以上 200 人以下作为发起人，其中至少有一个发起人应为外国股东，由发起人认购公司的全部股份。以募集方式设立的公司，除应符合上述条件外，其中至少有一个发起人还应有募集股份前 3 年连续盈利的记录，该发起人为中国股东时，应提供其近 3 年经过中国注册会计师审计的财务会计报告；该发起人为外国股东时，应提供该外国股东居住所在地注册会计师审计的财务报告。但无论是发起设立还是募集设立，其注册资本最低限额为人民币 3 000 万元（实收股本），其中外国股东购买并持有的股份不低于公司注册资本的 25%。在股份公司设立批准证书签发之日起 90 日内，发起人应一次缴足其认购的股份。发起人在公司发行的股份缴足之前应承担连带认缴责任。公司不能设立时，发

起人为设立行为所发生的费用和债务负连带责任。

## 2. 变更为外商投资股份有限公司

已设立的中外合资经营企业、中外合作经营企业、外资企业等外商投资企业，如果变更为外商投资股份有限公司的，应有最近连续 3 年的盈利记录，由原外商投资企业的投资者作为公司的发起人（或与其他发起人）签订设立公司的协议、章程，报原外商投资企业所在地的审批机关初审同意后，根据注册资本大小报相应的商务部门审核。

## 3. 内资企业转变为外商投资股份有限公司

已设立的国有企业、集体所有制企业如申请转变为外商投资股份有限公司的，外国股东以可自由兑换的外币购买并持有该企业的股份应占该企业注册资本的 25% 以上，另外，原营业时间超过 5 年、有最近连续 3 年的盈利记录，企业的经营范围符合外商投资企业产业政策。由中外股东作为发起人签署设立公司的协议、章程，报企业所在地审批机关初审同意后转报给商务部审批，并提交如下材料：原企业资产评估报告，设立公司的申请书，可行性研究报告，发起人协议，公司章程，原企业的营业执照、最近连续 3 年的资产负债表，发起人的资信证明，其他必要的文件。申请经商务部批准后，发起人应自批准证书签发并缴足其认购的股本金后向公司登记机关办理变更登记手续。

## 4. 非上市股份有限公司申请转变为外商投资股份有限公司

内资股份有限公司可通过增资扩股引入外资股东，转变为外商投资股份有限公司。原股份公司也应该至少经营 5 年，连续 3 年盈利，外国股东以可自由兑换的外币购买并持有该股份的股份有限公司的股份占公司注册资本的 25% 以上；股份有限公司的经营范围符合外商投资企业产业政策。

## 5. 上市的股份有限公司转变为外商投资股份有限公司

股份有限公司通过向社会公开发行人民币特种股票（B 股）；通过增资扩股或转股发行外国股东持有的股份或通过境外直接上市方式发行外资股，转变为外商投资股份有限公司。

以上五种方式是公司成为外商投资股份有限公司的途径，无论采用何种方式，设立外商投资股份有限公司需要满足以下几个基本条件：设立后注册资本不低于人民币 3 000 万元，外国股东持有的股份不低于 25%，经营范围符合我国外商投资企业产业政策。

虽然公司通过以上五种方式可以成为外商投资股份有限公司，但从上市前改制重组的角度考虑，本章主要是讨论变更为外商投资股份有限公司，即已设立的中外合资经营企业、中外合作经营企业、外资企业整体变更为外商投资股份公司的情况。

### （三）外商投资企业在重组时应考虑的主要因素

#### 1. 股权比例设置

根据中国证监会的有关要求，为防止一股独大给公司治理结构带来负面影响，使拟上市公司建立合理制衡的股权结构，单个发起人直接或间接占拟上市公司总股本的比例一般不要超过 70%。因此，外商独资企业在重组时至少 30% 的股权要由其他发起人股东持有。

#### 2. 发起人的资格

一般情况下，外商投资股份有限公司的中方发起人不得为自然人。自 2008 年 9 月商务部的有关规定：如中方自然人原属于境内内资公司的股东，因外国投资者并购境内公司的原因导致中方自然人成为中外合资经营企业的中方投资者的，该中方投资者的股东身份可以保留，但应该经相应批准股份公司设立的商务部门同意。

外商投资股份有限公司中外国股东可以是“外国的公司、企业和其他经济组织或个人”，包括国外有限合伙制企业以及其他非公司性质的组织。中方股东可以是中方公司、其他经济组织，但不含自然人。所以，当拟上市公司设置股权激励时，高管人员不能直接作为公司的股东，只能采用间接持股的形式。

拟上市公司如引入供应商、客户等作为发起人股东，基于尽量减少发生关联交易的原则，

建议该发起人的持股比例应保持在 5% 以内。

### 3. 关于“虚拟外资股东”的退出

这里讲的“虚拟外资股东”是指实际控制人仍为中方股东，为了使公司成为外资企业而设立的“虚拟外资股东”，代持中方股份。在前些年，由于我们的税收政策分为内资企业与外资企业，外资企业在税收上可以享受“两免三减半”的政策。因此，许多民营企业为了得到这项政策，设置了“虚拟外资股东”。上市发行时要求发行人的股权清晰，实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。为了能够实现顺利上市，重组时必须解决这个股权“隐患”，那么如何有效解决呢？“虚拟外资股东”在重组时应该退出。但外资企业的股权重组与内资企业相比有许多特殊性，如果外资企业成立不足 10 年，重组中若外资性质发生变化，以前“两免三减半”的税收优惠还要退回，对企业来说得不偿失。因此，在“虚拟外资股东”退出的同时，应该有其他外资股东收购这部分股份。

### 4. 关于资产的完整性与独立性

企业独立经营能力是公开发行股票的最基本的条件，也是企业能保持盈利的重要因素。根据《首次公开发行股票并上市管理办法》及相关规定，拟上市公司要合法拥有与生产经营有关的经营性资产，如土地、厂房、机器设备以及商标、专利、非专利技术的所有权或者使用权，土地以出让形式或者以长期租赁的形式获得，商标和专利应该本公司独自具有，不能与其他企业共同使用。企业应具有独立的原料采购和产品销售系统，非生产型企业应当具备与经营有关的业务体系及相关资产。

另外，拟上市公司的控股股东，其在境外可能会有与境内公司相同或者相似的业务，拟上市企业与其控股股东、其他关联企业之间不可避免地存在大量的关联交易。因此，怎样建立起拟上市公司相对独立、完整的产供销体系，保证其有直接面向市场独立经营的能力，要避免拟上市公司与其控股股东以及关联企业之间的同业竞争，这一点是外资企业改制重组中将会遇到的难点。如果存在同业竞争问题，可以考虑以吸收合并或其他方式置入拟上市公司，或者以股权收购、清算注销等方式予以解决。

### 5. 关于上市后外资股的比例

上市发行股票后，其外资股占总股本的比例不低于 10%；境内上市发行股票后外资比例低于总股本 25% 的，应缴回外商投资企业的批准证书，并按规定办理有关变更手续。

### 6. 关于外商投资企业改制为股份公司的审批部门及权限

过去外商投资企业改制为股份公司，一直由外经贸部审批，2003 年后由商务部审批。2008 年以来，商务部加大了外商投资企业设立及变更事项行政许可事项的下放力度，将审批权陆续下放省级商务主管部门和国家级经济技术开发区。依据《外商投资准入管理指引手册》（2008 年版）审核权限如下：

#### （1）省级商务管理部门

注册资本折合 1 亿美元以下鼓励类、允许类及注册资本折合 5 000 万美元以下限制类的（公司转制按照评估后的净资产计算）企业设立（含增资）、变更由省级商务部门审核。

#### （2）商务部

注册资本折合 1 亿美元以上鼓励类、允许类及注册资本折合 5 000 万美元以上限制类的（公司转制按照评估后的净资产计算）企业设立（含增资）、变更由省级商务部门上报商务部审核。

### （四）外商投资企业整体变更为股份有限公司的程序

除可不采取有限责任公司制的中外合作企业外，其他外资企业都采取有限责任公司的形式，可依据《公司法》的有关规定以发起设立或者整体变更设立的方式，改制为股份有限公司。

外商投资股份有限公司是指将公司全部资本划分成等额股份，股东以其所认购的股份对

公司承担责任，公司以全部财产对公司债务承担责任，中外股东共同持有公司股份，外国股东购买并持有的股份占公司注册资本 25% 以上的企业法人。外商投资企业如果在国内证券市场上市发行股票，首先应将公司改制为股份有限公司。因此，这里主要阐述外商投资企业整体变更为股份有限公司。

中外合资经营企业、外资企业和具有法人资格的中外合作经营企业若其组织形式为有限责任公司，并按照《公司法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》和《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》的规定，按原公司账面审计的净资产值折股整体变更为股份有限公司，并符合上市发行股票的要求，最近 3 年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更的，可以连续计算持续经营时间。也就是说，外商投资股份公司的营业执照上的成立时间为有限公司成立的时间。

#### 1. 整体变更的程序

##### （1）召开董事会拟订公司整体变更方案并作出决议

董事会是合资企业、合作企业的最高权力机构，公司变更是重大事宜，应由董事会作出决议。董事会应对公司变更为股份有限公司的有关事项制订方案，如注册资本、折股数额、变更章程、发起人持股比例、可行性研究报告、设立公司的申请书等。

##### （2）改制方案上报有关政府部门审核批复

外商投资企业整体变更为股份有限公司时，根据注册资本数额需要报省商务部门或者商务部审批。报批时提交如下材料：原外商投资企业的合同、章程；原外商投资企业董事会关于企业改组的决议；原外商投资企业投资者关于终止原合同、章程的决议；原外商投资企业的资产评估报告；发起人（包括但不限于原外商投资企业投资者）协议；公司章程；原外商投资企业的营业执照、批准证书，最近连续 3 年的财务报告；设立公司的申请书；发起人的资信证明；可行性研究报告。企业得到商务部门审批后，根据上市要求，进行改制重组的准备与实施。

##### （3）聘请中介机构进行尽职调查

聘请有关中介机构对公司的财务、法律、资产等方面进行调查准备，尽职调查的主要内容包：改制企业的历史沿革和股权结构，业务和资产结构，经营和财务情况，主营业务和战略规划，以及土地、房产、知识产权等资产的权属情况等，为制订可行的改制重组方案提供基础数据。

##### （4）制订改制方案

在尽职调查的基础上，拟订改制重组方案，划分业务和资产范围。确定改制方案主要从以下方面考虑：

一是突出公司主营业务，有利于公司形成明确的业务目标、核心竞争力和持续发展能力。

二是保持公司的独立性，有效避免同业竞争、减少和规范关联交易。

三是保证股份公司和原企业均能直接面向市场、自主经营、独立承担责任和风险，兼顾原企业的生存能力。

##### （5）确定发起人及出资方式 and 股权比例

由原外商投资企业的投资者作为公司的发起人（或与其他发起人）共同签订《股份有限公司发起人协议》，并订立章程，《股份有限公司发起人协议》需要明确几个事项：一是确定股份公司注册资本的数额，应由各发起人共同协商确定注册资本的数额，由原有限公司的账面审计净资产折股，然后由会计师事务所验资；二是各发起人的持股比例，原则上以其已拥有的有限责任公司的股权比例，认购股份有限公司相应的发起人股份，如有调整应在此阶段商定；

三是起草订立公司章程。

##### （6）到登记机关办理登记手续

在整体变更申请得到商务部批准后，发起人应自批准证书签发并缴足其认购的股本金后向公司登记机关办理变更登记手续，经公司登记机关核准登记，取得公司登记机关换发的营业执照。

2. 外资企业变更为外商投资股份公司所要提供的材料

- (1) 下级商务部门的转报文件；
- (2) 设立公司的申请书（委托中介机构办理的应有委托书）；
- (3) 原外商投资企业董事会关于企业改组的决议；
- (4) 原外商投资企业投资者关于终止原合同、章程的决议；
- (5) 发起人（包括但不限于原外商投资企业投资者）协议；
- (6) 股份公司章程；
- (7) 原外商投资企业资产评估报告；
- (8) 公司验资报告、最近连续 3 年的财务报告；
- (9) 原外商投资企业的合同、章程；
- (10) 原外商投资企业的营业执照、批准证书；
- (11) 发起人的资信证明；
- (12) 设立股份公司的可行性研究报告；
- (13) 申请人按要求提交的文件清单及联系人。

## 五、有限责任公司整体变更为股份公司的案例

### （一）有限公司整体变更为股份公司

案例 2-1：浙江富春江水电设备有限公司整体变更为股份公司案例注：案例参考《浙江富春江水电设备股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

浙江富春江水电设备股份有限公司（简称：浙富股份 002266），主要从事成套水轮发电机组的研发、生产及销售，产品涵盖贯流式发电机组、轴流式水轮发电机组和混流式水轮发电机组三大机型，尤其在贯流式及轴流式机组上达到国内、国际一流制造水平。2007 年 8 月，公司采取有限责任公司整体变更的方式，改制为股份有限公司，2008 年 7 月，在深圳证券交易所中小企业板上市发行股票。

公司的前身为浙江富春江水电设备有限公司（简称：富春江水电），在经过几次股权转让和增资后，富春江水电于 2007 年 8 月 15 日召开股东会决议，以截至 2007 年 7 月 31 日经审计后公司账面净资产值按 1：0.6776 的比例折股，整体变更设立浙江富春江水电设备股份有限公司。

2007 年 8 月 15 日，富春江水电全体股东签署《发起人协议书》。2007 年 8 月 18 日，浙江富春江水电设备股份有限公司召开创立大会暨首次股东大会，审议通过了《关于设立浙江富春江水电设备股份有限公司的议案》、《发起人关于浙江富春江水电设备股份有限公司筹备工作报告》、《浙江富春江水电设备股份有限公司设立费用报告》、《关于制定〈浙江富春江水电设备股份有限公司章程〉的议案》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《关于采取累计投票制方式选举公司董事的议案》、《关于采取累计投票制方式选举公司监事的议案》等，并选举了董事会成员和由非职工代表担任的监事成员。

2007 年 8 月 21 日，富春江水电以截至 2007 年 7 月 31 日经审计的账面净资产 15 847 万元，按 1：0.6776 的比例折为 10 739 万股本，整体变更设立浙江富春江水电设备股份有限公司。浙江省工商行政管理局颁发了《企业法人营业执照》，公司注册资本为 10 739 万元，净资产超过折股部分 5 108 万元计入股份公司资本公积金，浙江天健会计师事务所于 2007 年 8 月 16 日出具《验资报告》验证。



案例点评：富春江水电经综合考虑，在改制时按照 1：0.6776 折股，通过改制中的缩股，在公司净资产不变的情况下，使公司每股盈利和每股的净资产等财务指标得到提高，有利于公司股票的发行定价。

案例 2-2：桂林三金药业集团有限公司整体变更为股份公司案例案例参考《桂林三金药业股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

桂林三金药业股份有限公司（简称：三金药业 002275），主要从事咽喉口腔用药系列、抗泌尿系感染用药系列及心脑血管用药系列中成药产品的研究、生产与销售，以及其他天然药物和生物制剂等的研究开发。主要产品为西瓜霜润喉片、桂林西瓜霜、三金片等。公司于 2001 年 12 月 28 日由有限责任公司整体变更为股份公司，2009 年 6 月 29 日在深圳证券交易所发行股票上市，发行股数 4 600 万股，每股发行价格 19.8 元，发行市盈率 32.8 倍。

公司前身为桂林三金药业集团有限责任公司，2001 年 12 月，经广西壮族自治区政府批准，集团有限公司整体变更为股份有限公司。2001 年 12 月 28 日，经股份公司创立大会审议通过，原有限责任公司 43 名股东共同作为发起人，按照有限责任公司净资产 1：1 的比例整体变更为股份有限公司，以审计后 2001 年 8 月 31 日为基准日的公司净资产 12 000 万元人民币折为股份公司 12 000 万股股份。

2007 年 9 月 19 日，广西壮族自治区工商行政管理局向三金药业核发了《企业法人营业执照》。

2007 年 3 月，股份公司股东大会审议通过了《2006 年度利润分配议案》，同时以公司现有股东 12 000 万股为基数，每 10 股送 24 股，同时派发现金红利 12 元（含税），送股后增加股本 28 800 万股，总股本增至 40 800 万股，会计师事务所出具《验资报告》。

上市前公司股权结构为：

股东 股份（股） 持股比例

桂林三金集团有限公司 277 440 000 68.00%

邹节明 41 072 806 10.07%

王许飞 12 097 479 2.97%

谢元钢 5 833 322 1.43%

孙家琳 5 101 901 1.25%

韦葵葵 4 385 282 1.07%

王淑霖 4 385 282 1.07%

谢忆兵 4 385 282 1.07%

续表

股东 股份（股） 持股比例

李荣群 4 010 756 0.98%

翁毓玲 4 004 211 0.98%

其他 33 位自然人 45 283 679 11.11%

合 计 408 000 000 100%

案例点评：三金药业在上市前，采用送红股方式是一次将公司净资产重新分配，送股后公司的公积金与未分配利润减少的同时，增加了实收资本，使各个股东按比例提高持股数，既考虑了老股东利益，也有利于公司股票的发行。

## （二）外商投资企业整体变更为股份有限公司

案例 2-3：山东九阳小家电有限责任公司整体变更为股份公司案例案例参考《山东九阳股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

山东九阳股份有限公司（简称：九阳股份 002242）主要从事厨房小家电系列产品的研发、生产和销售，产品包括豆浆机料理机、榨汁机、电磁炉、紫砂煲、电压力煲、开水煲等，

豆浆机市场占有率超过 80%，行业排名第一位；料理机、榨汁机国内市场占有率超过 30%，行业排名第一位；电磁炉国内市场占有率超过 10%，行业排名第二；开水煲国内市场占有率 5.8%，行业排名第二；紫砂煲行业排名第二。

公司前身为成立于 2002 年 7 月 8 日的山东九阳小家电有限公司，2005 年 3 月 10 日，山东九阳股东会通过决议，同意 Bilting Developments Limited 向山东九阳增资人民币 350 万元，占新合资公司注册资本的 25.93%，将山东九阳变为外商投资企业，享受“二免三减半”的税收优惠政策。此后，公司又经过几次股权转让和增资，使股权结构更为合理。

2007 年 7 月 19 日，发起人共同签署《九阳股份有限公司发起人协议》，将山东九阳截至 2007 年 6 月 30 日经审计净资产额在留存 20 524 047.06 元的资本公积金后按 1：1 的比例一次性折为股份公司的股份，共同以发起方式设立九阳股份，公司注册资本 20 000 万元。

同日，山东九阳召开董事会并作出决议，全体董事一致同意按《九阳股份有限公司发起人协议》的约定将山东九阳整体变更为股份有限公司。

2007 年 8 月 27 日，商务部出具了商资批[2007]1421 号《关于同意山东九阳小家电有限公司转制为外商投资股份有限公司的批复》；2007 年 8 月 28 日，商务部核发《中华人民共和国外商投资企业批准证书》，批准了山东九阳整体变更为九阳股份有限公司。

2007 年 9 月 12 日，九阳股份召开创立大会暨第一届股东大会，全体发起人出席，一致通过了《关于以整体变更方式设立九阳股份有限公司的议案》、《九阳股份有限公司折股方案》、《审议九阳股份有限公司筹建工作报告》、《九阳股份有限公司章程》及《关于九阳股份有限公司设立费用情况的报告》，并选举了董事会成员和非由职工代表出任的监事会成员。

2007 年 9 月 19 日，山东省工商行政管理局向九阳股份核发了《企业法人营业执照》。上市前公司的股权结构为：

股东名称	股数（万股）	比例
上海力鸿新技术投资有限公司	13 272.6866	66.34%
Bilting Developments Limited	4 558.7422	22.93%
Dinghui Solar Energy (HongKong) Limited	1 371.4268	6.85%
上海鼎亦投资有限公司	797.1639	3.98%
合 计	20 000.0010	100%

# 第三章企业上市前股权重组

## 引言

股权重组是企业资产重组的一种形式，也是企业改制中的重要环节。股权重组是指公司通过股权转让与增资扩股，使股东（原股东或新股东）或股东持有的股份发生变化。股权重组的形式主要有股权转让、股本增加、股权置换、股份回购，重组将涉及公司股本总额、资本结构、股权分布的变化，所以，通过股权重组可以优化股权结构、调整资产负债率与增加资本金。企业上市前股权重组运用较多的是股权转让及股本增加，即对存量的股权结构调整和增量的股权融资，本章主要围绕这两个方面展开讨论。

## 一、股权的存量变更

股权的存量变更实际上就是原股东对所持股份进行转让，这种转让在上市前运用得非常普遍，企业通过股权转让可以调整股东间的持股比例，改变股权结构；引入新的股东，改善股东的背景；实施股权激励计划，调动高级管理人员的积极性，实现管理人员利益与股东利益、企业利益的统一。企业要在股权重组时力求做到规范合理，就应当从三个环节入手，即股权转让价格、股权转让程序、股权转让比例，这三个方面也是企业在上市前容易出现问题的地方。

### （一）股权转让价格

股权转让价格是股权重组的一个重要内容，直接关系到转让方与受让方的利益，确定股权转让价格通常有以下几种做法：

#### 1.以注册资本为定价依据转让

注册资本是指公司章程确定的，在公司登记机关登记的，公司全体股东实缴的出资或股本总额。注册资本就是公司的实收资本，在公司股权重组中，以股东实际出资作为定价的依据进行股权转让出现的比较多，它的优点是转让价格简单明了，便于计算操作。但是，随着企业生产经营规模扩大，注册资本并不能反映公司资产的价值，股东出资与股东权益或股东的实际价值会出现较大的差距，如对股东的股权未经作价以原出资额直接转让，这无疑混淆了股东权益与股东出资的概念，也没有体现公司的价值。因此，在实践中，以注册资本定价转让股权往往出现在公司成立的早期，注册资本额不高，当然，距离上市发行股票还有较长的时间。

#### 案例 3-1：以注册资本为定价依据转让股权的案例

##### （1）广州达意隆包装机械股份有限公司（简称：达意隆 002209）于 2008 年 1

月在深圳证券交易所上市发行股票，其前身为广州达意隆包装机械有限责任公司，成立于 1998 年 12 月，注册资本为 500 万元人民币。1999 年进行了第一次股东股权转让；2000 年进行第二次股权转让；2001 年进行两次股权转让和一次增资，2003 年又进行了一次股权转让，均以注册资本出资额为股权转让定价依据。

（2）新疆金风科技股份有限公司（简称：金风科技 002202）于 2007 年 12 月在深圳证券交易所中小企业板上市。金风科技的前身为新疆新风科工贸有限公司，成立于 1998 年 2 月，注册资本 300 万元人民币。1999 年进行了一次股东股权转让，2000 年又进行了两次股

东股权转让，这几次转让均是按股东注册资本出资额转让股权的。

(3) 浙江万马电缆股份有限公司（简称：万马电缆 002276）于 2009 年 7 月在深圳证券交易所上市发行股票。万马电缆的前身为浙江万马集团电缆有限公司，成立于 1996 年 12 月，注册资本 1 000 万元人民币。公司自成立至 2005 年，共进行了 5 次股东股权转让，转让价格均是按股东注册资本出资额转让的。

## 2.以审计或者评估后的净资产值为定价依据转让

净资产是公司长期经营成果的账面价值，能比较客观反映公司的实际价值。因此，许多公司在股权重组时都以公司审计或评估后的净资产值作为定价的依据，国有股权转让多以评估价值定价。净资产值虽然反映了公司一定的财务状况，但不能反映出公司的潜在盈利能力，尤其不能体现公司的现金流情况，以及公司是否陷入流动资产危机的情况，是一种原始的企业定价模式。虽然以净资产定价有一定缺陷，它仍是公司衡量自身价值最直观简单的方法，尤其是非上市公司进行股权转让、兼并收购的主要定价方法。

### 案例 3-2：以净资产为定价依据转让股权的案例

(1) 浙江大东南包装股份有限公司（简称：大东南 002263）于 2008 年 7 月在深圳证券交易所上市发行股票。2003 年 7 月 8 日，大东南三个外方股东德国布鲁克纳公司、德国莱芬豪舍公司、英国阿特拉斯公司与浙江巨能东方控股有限公司签订了《股权转让协议》，三家外资公司将所持大东南 5 200 200 股，占总股本的 2.8%，全部转让给浙江巨能东方，其转让价格的确定依据为 2003 年 6 月 30 日经审计的公司净资产，确定每股转让价格为 2.07 元，合计转让款 10 764 414 元。

(2) 浙江宏达经编股份有限公司（简称：宏达经编 002144）于 2007 年 7 月在深圳证券交易所上市发行股票。2006 年 12 月 22 日，海宁市许村资产经营公司将所持宏达经编股份 6 427 104 股，占公司总股本的 8%，全部转让给公司实际控制人沈国甫先生，其转让价格以公司截至 2006 年 9 月 30 日经审计净资产值为定价依据，每股转让价格 1.75 元，转让价款总计 1 124.74 万元。

以上股权转让是以公司审计后的净资产为依据转让，但国有股权通常以评估后的资产净值定价转让。

(3) 国投新集能源股份有限公司（简称：国投新集 601918）于 2007 年 12 月在上海证券交易所上市发行股票。2002 年 11 月 29 日，国投新集召开临时股东大会并作出决议，一致同意国家开发银行将其持有的国投新集 22.61% 的股份全部转让给发行人的控股股东国投煤炭公司。2002 年 12 月 24 日，国家开发银行与国投煤炭公司签订了《股权转让协议》，国家开发银行将持有的发行人 22.61% 的股份转让给国投煤炭公司，股权转让以发行人净资产评估值 142 680 万元为依据，可在评估值的基础上下浮 3.39%，最终确定为 31 166.92 万元。本次股权转让完成后，国投煤炭公司持有的发行人的股权比例增至 53.56%，国投煤炭公司由相对控股发行人变为绝对控股。案例参考《国投新集能源股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

(4) 金堆城钼业股份有限公司（简称：金钼股份 601958）于 2008 年 4 月在上海证券交易所上市发行股票。为了避免同业竞争以及进一步进行公司业务整合，金钼股份与控股股东金钼集团于 2007 年 8 月 17 日签订《股权转让协议》，约定金钼股份向金钼集团收购其持有的金钼科技 81.61% 的股权，股权收购价格最终以陕西省国资委备案的评估值为准。在得到省国资委批复后，同意金钼集团将所持金钼科技 81.61% 的股权，按照经国资委备案的评估结果，以协议方式转让。

金钼科技截至 2007 年 6 月 30 日账面净资产值为人民币 10 717.79 万元，而评估价值为 13 655.31 万元，金钼科技 81.61% 的股权转让价款最终为 11 144.10 万元。案例参考《金堆城钼业股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

### 3.以可比估值法为定价依据转让

可比估值法定价就是选择同行业上市公司的市盈率倍数作为参考，计算出股份公司每股的收益或者有限责任公司每一元出资的收益，根据市盈率倍数确定出相应的股权转让价格。市盈率倍数反映的是投资者将为公司盈利能力支付多少资金，市盈率越高，说明投资者对该公司的发展前景看好，愿意出更高的价格购买公司的股份。采用这种方法估算企业价值的基本要求是上市公司的所有股份全流通。非上市公司在股权转让时虽然参考同行业上市公司的市盈率，但由于非上市公司的股权流通性差、公司运营不透明、监管难度大等原因，因此非上市公司的市盈率要比同行业上市公司的市盈率低许多。以可比估值法定价转让股权，一般都出现在公司上市前，这时公司已经具有比较稳定的盈利能力，未来的发展前景也被投资者看好，转让方与受让方可以通过协商确定转让价格。

#### 案例 3-3：以可比估值法为定价依据转让股权的案例

（1）深圳市彩虹精细化工股份有限公司（简称：彩虹精细 002256）于 2008 年 7 月在深圳证券交易所中小企业板上市发行股票。公司在整体变更为股份公司前，于 2006 年 12 月 25 日，经公司股东会决议，深圳市彩虹创业投资集团有限公司将其持有的 10%、7.6%、7.6%、6.2%、6.2%、5%的股权分别作价 1 750 万元、1 330 万元、1 330 万元、1 085 万元、1 085 万元和 875 万元转让给深圳市中科招商投资管理有限公司、深圳市华宇投资发展有限公司、深圳市兴南投资发展有限公司、深圳市深港产学研创业投资有限公司、深圳市东方富海投资管理有限公司、深圳市乔治投资发展有限公司。彩虹创业投资集团有限公司与各受让方经协商决定，以彩虹精细 2006 年预测净利润 2 500 万元按 7 倍市盈率计算公司股权的总价为 17 500 万元，各受让方以拟受让比例确定价格。各方签署《股权转让协议》，并在相应的工商行政管理部门进行了股权变更。案例参考《深圳市彩虹精细化工股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

（2）金风科技（002202）在上市前为使股份公司的股权结构更加合理，股东之间进行了股权转让。2006 年 12 月 14 日，深圳盛高达投资有限公司与一名自然人签署《股权转让协议》约定：深圳盛高达投资有限公司将其持有的金风科技 15 万股股份以每股 16 元的价格转让给这名自然人，转让时金风科技每股收益为 3.19 元，市盈率为 5 倍左右。

2006 年 12 月 30 日，深圳盛高达投资有限公司与北京锦世方达投资咨询有限公司签署《股权转让协议》约定：深圳盛高达投资有限公司将其持有的金风科技 120 万股股份以每股 16 元转让给北京锦世方达投资咨询有限公司，市盈率为 5 倍左右。

2007 年 4 月 27 日，一名自然人股东分别与北京倍爱康医疗技术咨询有限公司、深圳市贯汇通投资管理有限公司、北京百庚泛太科技有限公司、上海绘彩印刷包装材料有限公司签署《股权转让协议书》约定：自然人将其所持有的金风科技 1 074.87 万股股份以每股 22 元转让给北京倍爱康医疗技术咨询有限公司 99 万股、深圳市贯汇通投资管理有限公司 481.5 万股、北京百庚泛太科技有限公司 450 万股、上海绘彩印刷包装材料有限公司 44.37 万股。金风科技上市时股票发行价格为每股 36 元。案例参考《新疆金风科技股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

#### （二）股权转让程序

按照《公司法》的规定，有限责任公司的股权转让分为内部转让和外部转让两种类型。内部转让是指现有股东之间相互转让股权，外部转让是指现有股东向股东以外的自然人或法人转让股权。

1.转让方与受让方协商股权转让事项。就股权转让价格、转让方式等达成一致。

2.召开股东会审议通过股权转让事项。股东向股东以外的法人或自然人转让股权，应当经其他股东过半数同意。股东应就其股权转让事项书面通知其他股东征求同意，其他股东自接到书面通知之日起满 30 日未答复的，视为同意转让。其他股东半数以上不同意转让的，

不同意的股东应当购买该转让的股权；不购买的，视为同意转让。

3.其他股东放弃优先购买权。为了使股权向外部顺利转让，其他股东有优先购买权，因此，其他股东作出放弃优先购买权的声明。

4.转让方与受让方签署《股权转让合同》。

5.需有关部门批准。如果是国有股权转让需要国资部门审批，如果是外资股权转让需要商务部门批准。

6.修改章程，进行工商变更登记。

非上市的股份有限公司的股权转让程序与有限责任公司基本相同。

### （三）股权转让比例

企业在上市前进行股权重组，无论是老股份的转让还是增资扩股，都要掌握一定的比例，股权重组的比例不能过高，一般控制在 20% 左右，而且转让或者增资扩股的次数也不宜太频繁，如果比例过高或者变更频繁会造成企业改制期间股权发生重大变更，可能会对企业上市产生一定影响。但企业上市前为了解决股权存在隐患的问题，如委托股份、信托持股等，如果比例超过 20%，也只好顺其自然了。

例如：有一家电子公司申请 2007 年上半年上市，上市前进行了股权转让和增资扩股，仅 2006 年 6 月至 12 月期间，就进行了 2 次增资扩股，1 次吸收合并（引起注册资本增加），1 次股权转让，1 次内资变更为中外合资公司，1 次有限公司整体变更为股份公司。通过这些股权转让、增资，使股权变动了接近 50%，这是该企业被否定上市申请的其中一个原因。

## 二、股权的增量融资

### （一）股权增量融资的概述

股权增量融资也称增资扩股，是权益性融资的一种形式，是股份公司和有限责任公司上市前常用的融资方式。这是企业为了发展的需要，筹集更多资本金，改善公司的股本结构，用扩大企业股本增加资金进行的一种融资方式，这种融资方式一般是企业在成长期和快速发展时所使用的筹资方式。上市公司的增资扩股是通过向社会公众或者特定投资者发行股票，使新股东投资入股或原股东增加投资扩大股权，募集资金，从而增加企业的资本金。非上市公司采用增资扩股融资方式，就是通过增加股份或者增加出资，吸引直接投资者的资金，筹集企业发展中所需要的资金。

按照资金来源划分，企业的增资扩股可以分为外源增资扩股和内源增资扩股。外源增资扩股是以私募方式进行，通过引入国内外战略投资者和财务投资者，增强公司资本实力，同时，引进国内外先进的现代企业管理理念和经营机制，改善公司治理结构，扩大经营规模，实现公司的发展战略和行业资源的整合。内源增资扩股是通过原有股东加大投资，使股东的股权比例保持不变或者发生一定的改变，增加企业的资本金。

对于有限责任公司来说，增资扩股一般指公司增加注册资本，原股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资，如果全体股东约定不按照出资比例优先认缴出资的，则由新股东出资认缴，使企业的资本金增强。对于股份有限公司来说，增资扩股指企业向特定的对象发行股票募集资金，新股东投资入股或原股东增加投资扩大股权，从而增加企业的资本金。

总之，增资扩股是企业改制重组中常用的一种扩大股本和融资的有效方式。

### （二）股权增量融资的作用

#### 1.提高公司的信誉

股权增量融资能够扩大公司的股本规模，提高公司实力及影响力，降低资产负债率，优化资本结构，有利于提高公司的信誉度。

#### 2.减少还本付息的压力与风险

增资扩股是利用股权筹集资金，所筹集的资金属于自有资本。与债务资本相比，一方面它能够提高企业的信誉和借贷能力，对于扩大企业的生产规模、壮大企业实力具有重要作用；另一方面股权融资没有还本付息的风险，资本始终存在于公司，除非公司破产。

### 3. 为公司引入技术与管理方面人才

增资扩股融资时投资者可以现金投入，也可以设备投入，还可以专利技术、商标权等知识产权作价入股，同时，也可以吸收技术和管理方面人才入股。从而使企业可以获得需要的先进技术、设备与管理人才，与筹集资金模式相比，更能使企业尽快形成生产经营能力。

### 4. 增加公司的现金流

通过增资扩股不仅增加公司的净资产，同时也增加了公司的现金流量，有利于公司加大固定资产的投资，提高企业的产能、销售收入和净利润，加快企业的发展，为上市创造条件。

## （三）增资价格的确定

增资扩股是企业重组的一项经常性的工作，而增资对价直接关系到企业与股东的利益。企业改制重组中，股权增量融资的定价通常有以下几种做法。

### 1. 以原始出资价格认缴

以原始出资价格认缴是指公司增资时股东认购价格与公司设立时出资价格相同，没有溢价认缴。公司若是股份有限公司，则每个股份认缴价格为一元；若是有限责任公司则每一元注册资本认缴价格为一元。这种方式多用于对原有股东增资或者为吸引核心技术骨干和管理方面人才入股。

#### 案例 3-4：以原始出资价格认缴案例

（1）广州达意隆包装机械股份有限公司（简称：达意隆 002209）于 2008 年 1 月在深圳证券交易所上市发行股票。其在整体变更前为广州达意隆机械有限责任公司，公司为有限责任公司时，曾于 2001 年对原股东进行了两次增资，2002 年、2003 年分别对原股东进行两次增资，由全体股东按原出资比例认缴，认缴价格为每一元注册资本一元。经过四次增资，公司的注册资本从 500 万元增至 6 000 万元。

（2）威海华东数控股份有限公司（简称：华东数控 002248）于 2008 年 6 月在深圳证券交易所上市发行股票。华东数控前身为华东数控有限责任公司，成立于 2002 年 3 月。2002 年 6 月、7 月和 11 月，经华东数控有限公司股东会决议，公司向威海机床厂有限公司（华东数控的原股东）增资，机床有限公司分别以现金 300 万元、200 万元、250 万元现金增资，按照 1：1 的比例折成注册资本 300 万元、200 万元和 250 万元，即认缴价格为每一元注册资本一元。

2003 年 3 月，经华东数控有限公司股东会决议，机床有限公司又以现金向华东数控有限公司增资 450 万元，同样，按照 1：1 的比例折成注册资本 450 万元。

2003 年 5 月，为激励核心高管人员，补充生产经营所需流动资金，经华东数控有限公司股东会决议，一名高管人员以现金向华东数控增资 100 万元，按照 1：1 的比例折成注册资本 100 万元。案例参考《华东数控股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

### 2. 以公司净资产值认缴折算新增资本

以公司净资产值认缴折算新增资本是指公司增资时以净资产为定价依据，认缴价格可以是一倍净资产值，也可以是几倍净资产值。这种增资定价方式可以对原股东也可以对外部股东，外部股东大多是机构投资者，根据不同的增资对象确定增资定价，最终折算成新增资本。

#### 案例 3-5：以公司净资产值认缴折算新增资本案例

（1）苏州海陆重工股份有限公司（简称：海陆重工 002255）于 2008 年 6 月在深圳证券交易所上市发行股票。其前身为张家港海陆锅炉有限公司，公司在整体变更为股份公司之前，为筹措发展资金、优化股本结构、激励公司高级管理人员，2007 年 3 月 15 日，海陆锅炉有限公司股东会决议，海陆锅炉有限公司增资 787 819 元注册资本，增资后注册资本为 6

587 819 元，其中：分别向一名公司高管人员增资注册资本 510 308 元，向另一家公司高管人员增资注册资本 79 877 元，同时，再向苏州国发创新资本投资有限公司增资注册资本 197 634 元。

2007 年 3 月，两名高管人员的增资形式均为现金，增资作价依据海陆锅炉有限公司截至 2006 年 10 月 31 日经审计的净资产值。增资价格为每元注册资本出资额对应净资产值 1 倍，而 2006 年 10 月 31 日公司每元出资额对应净资产值为 12.519 元。一名高管人员以 638.8648 万元现金认购海陆锅炉有限公司 51.0308 万元增资，其超出应认缴新增注册资本的 587.8340 万元计入公司的资本公积金；另一名高管以 100 万元现金认购海陆锅炉有限公司 7.9877 万元增资，其超出应认缴新增注册资本的 92.0123 万元计入公司的资本公积金。

2007 年 3 月，海陆锅炉有限公司对苏州国发创新资本投资有限公司进行现金增资，增资作价仍依据海陆锅炉有限公司截至 2006 年 10 月 31 日经审计的净资产值，但增资价格为每元出资额对应净资产值 2.72 倍。苏州国发创新资本投资有限公司以 672 万元认购海陆锅炉有限公司 19.7343 万元增资，其超出应认缴新增注册资本的 652.2656 万元计入公司资本公积金。

以上增资有相应的会计师事务所的《验资报告》，并进行了工商变更。案例参考《苏州海陆重工股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

(2) 新疆准东石油技术股份有限公司（简称：准油股份 002207）于 2008 年 1 月在深圳证券交易所上市发行股票。准油股份的前身为新疆准东石油技术有限公司，成立于 2001 年 6 月，公司在改为股份公司前进行了两次增资，其目的为增强公司资本实力，满足不断扩大的资金需求，以保证公司快速稳步的发展。

2003 年 10 月，准油技术有限公司召开股东会决议，公司增资 4 124 477 万元注册资本，其中：向新疆自治区投资公司增资注册资本 112.4859 万元(新增国家股)；向准油技术 16 名原自然人股东增资注册资本 299.9618 万元。国家股与自然股均以现金方式增资。

增资定价依据以准油技术有限公司截至 2003 年 9 月 30 日经审计净资产为依据，每一元注册资本对应的净资产值为 2.667 元。因此，新疆维吾尔自治区投资公司以货币资金 300 万元出资认缴新增注册资本；16 名原自然人股东合计以货币资金 800 万元出资认缴新增注册资本，其超出应认缴新增注册资本部分计入公司资本公积金。案例参考《新疆准东石油技术股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

### 3.以协商定价方式认缴

以协商定价方式认缴就是根据企业目前的盈利情况、行业地位、上市可行性以及未来的发展等因素确定增资认缴价格。当然，协商定价也会采用可比估值法定价作参考，综合分析后，确定一个合理的市盈率或者对价比例。这种方式在企业上市前进行私募股权融资时普遍采用，募集的对象也主要是机构投资者。通过股权的增量融资可以扩大企业的资本金，也相应地提高了净资产，满足了企业生产经营的资金需求，为改制上市做准备。

#### 案例 3-6：以协商定价方式认缴案例

南京云海特种金属股份有限公司（简称：云海金属 002182）于 2007 年 10 月在深圳证券交易所上市发行股票。公司前身为南京云海特种金属有限公司，在整体变更为股份有限公司前，为迅速提高企业产能规模，以适应市场需求的快速增长，缓解资金瓶颈对企业发展的影响，2005 年 12 月 15 日，云海特种金属有限公司股东会议决议引进财务投资者，使注册资本由 3 147.97 万元增加至 4 425.5555 万元，增资对象为三个机构投资者：中国—比利时直接股权投资基金，中新苏州工业园区创业投资有限公司，上海海基投资发展有限公司。三家机构均以现金方式向云海有限公司增资 1 亿元，经过协商，增资对价以预计 2006 年 6 200 万元净利润乘以 4.7 倍的市盈率再加上预计 2005 年底公司可供分配的利润 5 500 万元确定公司估值总额为 34 640 万元，再按照投资所占比例计算出投资者持有的注册资本。其中：1



277.5855 万元计入注册资本，8 722.4145 万元计入资本公积金。三家机构投资者分别占注册资本的 12.99%、12.99%、2.89%。

公司改为股份有限公司后，为了缓解资金紧张问题，2006 年 9 月 16 日，股份公司召开临时股东大会决议，再次通过增资扩股引入投资者，增加股本 1 800 万股，增资扩股对价以 2005 年底公司估值总额 34 640 万元加 2006 年 1~3 月的未审计的净利润 1 395 万元确定公司估值总额为 36 035 万元，再除以总股本 12 600 万股，计算出每股价格 2.86 元，以此价格分别对 4 家投资机构增资扩股。

案例点评：企业在股权增量融资时，确定融资定价是很重要的内容，它直接影响企业和新股东的利益，在定价时要综合考虑当时的资本市场状况、企业行业地位、发展前景、上市的可行性等。

#### （四）股权增量融资的程序

股东大会作出增加股本的决议，并实施以下程序：

##### （1）确定融资数量

企业在生产经营过程中出现资金不足时，利用增资扩股的方式引入新的投资者筹集资金，扩大企业的生产规模。在增资扩股融资前，应根据企业发展需要确定所需资金的数量，准备出让给投资者的股份比例，以便顺利地进行股权增量融资。

##### （2）寻求投资者

当企业确定了筹集资金的数量及出让的股份比例后，首先应编写融资商业计划书，商业计划书是企业筹集资金的重要文件，计划书描述了企业的经营情况、财务情况以及对资金的需求状况，同时，对资金的未来使用方向和投资回报也要明确。对于资金的需求状况，要有科学的分析和预测，要有财务数据支持，不能随意设定，这也是投资者最为看重的。其次应向投资者宣传企业，使投资者更多地了解企业的情况，这类似于企业上市融资前的“路演”。企业应该准备一份图文并茂的 PPT 版本的商业计划书，演讲者应该在项目推介前对演示文本进行演练，掌握时间、节奏与文思脉络，从而展现自己的优势，吸引投资者。

企业所寻求的投资者主要包括机构投资者和自然人。机构投资者投资行为较为规范，具有较强的资金实力，可以进行组合投资、分散风险，并实行专业化管理。机构投资者主要有境内外基金公司、投资公司、上市公司以及风险投资公司等。机构投资者又分为战略投资者和财务投资者。

战略投资者一般是指与融资企业相同或相关行业的企业，它们进行的任何股权投资必须符合其整体发展战略，出于对生产、成本、市场等方面的综合考虑，而不仅仅着眼于短期的财务回报。它们通常比财务投资者投资期限更长，并且比较多地介入企业管理。

战略投资者进入企业，有利于提高公司的信誉度和行业的地位，同时可以获得技术、市场和管理方面的支持与互补，提高企业的竞争力。

财务投资者更注重短期的投资获利，除了定期查看公司的财务情况以及在董事会上参与企业的重大战略决策外，一般不参与企业的日常管理和经营。财务投资者更关心投资退出方式，退出方式主要有股权转让、企业回购、上市等。当然，对投资者来讲最理想的退出方式是首次公开发行股票（IPO）。

##### （3）对企业调查评估

企业的融资方案通过了初步筛选，投资者就开始对企业进行详细的调查和评估，调查评估对象包括当前产品的订单、未来项目发展、管理层能力、财务状况、资金投向、政策法律因素等。如果企业是上市前的增资扩股，中介机构已为企业提供的尽职调查报告、审计报告等都是投资者的重要参考依据，投资者会委托专业机构在对报告“相信”的基础上，对企业的财务、法律等方面内容进行复核。

##### （4）协商投资事宜

投资者对企业进行评估后，就要与企业协商一些投资事宜，如在投资金额、投资方式、认购价格、认购方式、股东的权利和义务等方面进行协商谈判。在这一阶段，投资者与企业作为两个独立的利益主体，都希望自己利益最大化。因此，此过程是双方利益平衡、互惠互利，有时也是讨价还价的过程，经过协商谈判双方达成一致。

#### （5）签订投资协议

企业与投资者就投资的有关事项协商谈判完成后，便可以签订投资协议。重点是出资方式 and 期限，对于采用实物、知识产权、土地使用权投资的定价要公平合理，必要时可聘请资产评估机构来评定，企业上市前多为现金投资。双方签订投资协议中，还应该明确双方的权利、责任以及投资收益等。

#### （6）缴纳资本并验资

如果投资者以现金方式投资，按照《公司法》规定，有限责任公司增加注册资本时，股东认缴新增资本的出资，按照公司法设立有限责任公司缴纳出资的有关规定执行。股份有限公司为增加注册资本发行新股时，股东认购新股应当按照《公司法》中设立股份有限公司缴纳股款的有关规定执行。股东缴纳出资后，必须经依法设立的会计师事务所验资并出具证明。

#### （7）办理增资登记手续

公司增加注册资本，应当修改公司章程，依法向工商行政登记机关办理变更登记手续。

### （五）企业增资扩股融资商业计划书

企业增资扩股融资商业计划书是一份全方位描述企业发展的文件，是企业素质的体现，是企业拥有良好融资能力、实现跨越式发展的重要条件之一。一份完备的商业计划书，不仅是企业能否成功融资的关键因素，同时也是企业发展的核心管理工具，是全面展示企业目前状况及未来发展潜力的文件。可以说，商业计划书就是企业融资的名片，是消除投资者疑虑的重要文字材料，起着敲门砖的作用。增资扩股融资商业计划书的内容一般应包括：公司概况、增资扩股的情况说明、市场分析及公司竞争优势、筹集资金的运用、财务分析、风险分析与控制、管理团队、联系方式。

#### 1.公司概况

公司概况是全面概括性地介绍公司，它是浓缩了商业计划书的精华。公司概况涵盖了融资计划的要点，要求一目了然，便于投资者在短时间内了解企业的现状及未来发展趋势。公司概况一般包含：公司历史、公司现状、经营范围、股权结构、商业模式、发展战略、基本的财务数据。

#### 2.增资扩股的情况说明

增资扩股情况说明是融资商业计划书的重点部分，此部分是投资者直接投资的依据。因此，要明确增资扩股的规模、确定认购价格、确定认购方式、股份认购程序、认购数量的限制、募集股份期限等内容。

##### （1）增资扩股规模

根据《公司法》的规定，公司增资扩股必须经过股东会议作出决议方可实施。股东会议应根据企业在生产经营和发展过程中所需资金的数量，决定公司注册资本增加的规模，以便正确地筹集所需要的资金。

##### （2）确定认购价格

公司经过审计和评估后，确定出公司的净资产值，股份公司如果增资扩股采用定价认购方式，每股认购价格拟定为：每股净资产值+认购费用。每股净资产值=（资产总额-负债总额）/总股数；而有限责任公司是以每一元注册资本对应的净资产值替代每股净资产值计算。在实际中，非上市公司认购价格是每股净资产值乘上大于1的系数。

##### （3）明确认购方式

有限责任公司增资都采取协议认购的方式，企业与投资者签署《股权增资协议书》后，企业向新股东签发出资证明书。《股权增资协议书》中应明确股权增资前后的股权结构和出资比例；还应明确新股东的权利、义务、责任，进入董事会的名额；以及应明确协议的终止条件等。

非上市的股份有限公司增资扩股一般采取定向募集的方式，即增发部分向法人机构定向募集。非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。即使采用定向募集的方式增发，但向累计超过二百人的特定对象发行证券，也视为公开发行。公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报中国证监会审批，未经依法核准，任何单位和个人不得公开发行证券。如上海市规定：非上市股份公司增资扩股须报上海市发展和改革委员会批准。在获得批文后，由公司集中向市股权托管中心就增资扩股部分的股权提出登记申请，认购增资扩股部分股权的股东须办理的登记手续如下：接到股份公司和托管中心登记增资扩股部分股权的通知后，凡增资前后其股权数量发生变化的股东（包括原先不持有该公司股份的股东）都应当填写一份新的股权确认单，随后在规定的时间内到托管中心办理股权确认手续。中心工作人员将对照股权确认单上的内容与公司提交的批文中的内容是否相符，内容相符合的，将对该股东的所有股权重新进行登记确认，并出具新的股权托管凭单。和初始股权登记手续相同，对于原先没有在托管中心开设托管账户的股东，应该首先开设股权托管账户才能办理以上登记手续。对于在公司增资扩股过程中所持股份没有发生任何变动的股东，可不必办理手续。

#### （4）股份认购程序

有意投资者需向企业提供《法人营业执照》（复印件加盖公章）、公司简介及法人代表简历、公司章程等资料，投资者还需提供经专业机构审计的近三年财务报表，并填写企业基本情况表和投资意向书。公司根据有关规定对投资者资格进行确认。公司将按照认购量优先和认购时间优先、同等条件下老股东优先认购的原则，与投资者协商确定认购出资额，确定后签署《投资入股协议书》。

#### （5）认购数量的限制

主要规定本次增资扩股对投资者出资购买股份下限和上限的规定。

#### （6）募集股份期限

规定了在某个期限内新股东缴纳股本金。

以下是某投资公司对增资扩股有关问题的描述，可供读者参考。该公司本次增资扩股将公司注册资本金从 10 100 万元增加至 31 100 万元。

#### （1）增资扩股规模

根据公司 2002 年 10 月 11 日临时股东会决议，公司实施增资扩股计划，公司注册资本拟增加 21 000 万元。本次增资后，公司注册资本将增至 31 100 万元。

#### （2）认购价格

经评估，按照现有注册资本 10 100 万元的规模计算，2002 年 9 月 30 日公司的每股净资产为 1.12 元。此次增资扩股采用定价认购方式，每股认购价格拟定为 1.14 元（其中 0.02 元为认购费用）。

#### （3）认购方式

本次增资扩股采取协议认购方式，凡有意对本公司增资的现有股东和社会特定法人机构及自然人，均可向本公司提交意向书。本公司将按照认购量优先和认购时间优先、同等条件下老股东优先认购的原则，与投资者协商确定认购出资额。

#### （4）认购程序

第一，有意投资入股本公司的投资者向本公司提供经审计的近三年财务报表、《法人营业执照》（复印件加盖公章）、公司简介及法人代表简历、公司章程等资料，并填写企业基本

情况表和投资意向书；

第二，本公司根据国家有关法律、法规的规定，对投资者的资格进行确认；

第三，与确认的股东签订《投资入股协议书》，投资者按《投资入股协议书》将投资款在指定的时间内划入本公司指定的银行账户。

#### （5）认购数量限制

单个投资者直接或间接向本公司出资不少于 500 万元人民币，但不得超过本公司此次增资扩股后注册资本的 45%。

#### （6）认购及缴款期限

自 2002 年 11 月 15 日起至 2003 年 3 月 30 日止。2002 年 12 月 30 日前缴纳出资额的股东，可按照本公司利润分配政策分享本公司 2002 年度的利润。

#### （7）股东资格确认

根据《公司法》等有关规定，本公司此次增资扩股投资入股的股东应符合下列条件：

第一，资金来源合法；

第二，净资产须达到资产总额的 30% 以上，对外投资包含对本公司的投资金额累计不得超过其净资产的 50%，但国家规定的投资公司、控股公司及投资基金除外；

第三，《关于设立外商投资创业投资企业的暂行规定》等其他法律法规规定的其他资格与条件。

### 3. 市场分析

增资扩股计划书要给投资者提供企业对目标市场的深入分析，要细致分析经济、地理、行业特点及发展前景。计划书中还应包括企业的营销计划及销售战略。

### 4. 产品（服务）介绍

产品介绍应包括以下内容：产品的概念、性能及特性，主要产品介绍，产品的市场竞争力，产品的研究和开发过程，发展新产品的计划和成本分析，产品的市场前景预测，产品的品牌和专利。

### 5. 筹集资金用途

在商业计划书中要明确募集资金的用途，对于资金的需求状况，要有科学的分析和预测，要有财务数据的支持。内容应包括：资金投向、资金用途、项目成本（设备成本、人员成本、广告成本、研发成本、经营成本、办公成本、财务成本等）。

### 6. 财务分析

财务分析一般要包括以下内容：（1）企业前两年的财务数据；（2）企业当年的财务数据；（3）假设新项目启动后，预测未来一至两年的财务状况；（4）合理的现金收支分析及资金的使用。

财务分析对评估企业所需的资金数量、提高投资者信心非常重要，如果财务分析不准确，会降低企业的评估价值，同时也会增加企业的经营风险。

### 7. 风险分析与控制

企业项目实施过程中可能遇到诸如政策风险、技术开发风险、经营管理风险、市场开拓风险、财务风险等，风险分析与控制是投资者很关注的方面。因此，商业计划书必须阐述风险控制 and 防范的具体手段。

### 8. 管理团队

对管理团队结构、背景、经历等情况进行描述介绍。

### 9. 联系方式

在商业计划书最后留下企业的联系方式、联系人电话，以便投资者联系和询问。

# 第四章 企业上市前资产整合与规范运作

## 引言

资产整合是指在改制重组过程中,为了使公司具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力,企业通过对股权、业务、资产、人员等的调整及组合,以达到优化资产结构、理顺业务关系、减少关联交易或避免与股东之间的同业竞争的目的。资产整合的内容在《首次公开发行股票并上市管理办法》中主要体现在企业独立性方面,企业独立经营能力是公开发行股票的最基本条件,也是影响企业持续盈利能力的核心因素,如果在上市申请时公司在独立性上存在瑕疵,很难通过发行审核。从 2007 年至 2008 年上半年被中国证监会发审委否决的 40 家公司的情况来看,这些公司被否决的原因是多方面的,而独立性差是导致其首发失败的重要因素之一。因此,企业独立性问题是企业改制重组的重点环节。通过实际案例研究,可以将企业独立性问题分为两类:一是对内独立性不够,表现为对主要股东的依赖或主要日常管理完全受制于控股股东,双方存在大量的关联交易,而且关联交易失去公允性,这是由于改制重组不彻底造成的,可以通过资产重组解决。二是对外独立性不够,表现为在技术或业务上对其他公司的依赖、对单一客户或供应商的依赖,这是由公司的实力决定的,因而比较难解决,只能通过增强公司的实力,减少公司对单一客户或供应商的依赖,同时加强公司的信息披露来解决。根据《首次公开发行股票并上市管理办法》和《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》对于拟上市企业独立性作出专门的规定,主要强调拟上市企业必须保证业务独立、资产完整、人员独立、财务独立、机构独立五个方面的独立性。

## 一、公司独立运行的内容与案例

### (一) 公司业务独立

所谓业务独立是指独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业,与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业之间不得有同业竞争或显失公平的关联交易。拟上市公司应该拥有独立完整的采购体系、生产体系、销售体系和研发设计体系,不存在需要依赖股东及其他关联方进行生产经营活动的情况。公司的控股股东及其全资或控股企业,在产品销售或原材料采购方面的交易额,占拟上市公司主营业务收入或外购原材料金额的比例都应不超过 30%,企业与控股股东及其全资或控股企业之间不应存在同业竞争。原则上不得与控股股东或关联方订立委托经营、租赁经营等协定。发行人要做到业务独立,拟上市企业的控股股东在改制重组中,应该把其控制的为上市公司服务的重要辅助资产、上下游企业等置入该上市公司,以完善该企业的独立性。同时,控股股东以非货币性资产出资的,应办理产权变更手续,明确界定该资产的范围。上市公司应当对该资产独立登记、建账、核算、管理,控股股东不得占用、支配该资产或干预上市公司对该资产的经营管理。

#### 案例 4-1: 公司的资产不完整影响业务的独立

2007 年某光讯科技公司申请上市公开发行股票。中国证监会发审委在审核中发现,拟上市公司为光电子器件制造商,而控股股东控制的子公司为通信系统设备制造商,在业务上双方为上下游关系,而该子公司已经上市。由于拟上市公司的资产不完整,导致其与控股股东、关联方的大量关联交易,报告期内该公司与控股股东及其他关联方在销售货物、采购原

材料、租赁房屋、提供劳务、支付代理费和代缴社保统筹费等多个方面存在关联交易，且金额较大：最近三年公司向关联方的销售金额分别为 6 797 万元、7 809 万元、12 418 万元，占当年销售总额的比例分别为 39%、35%、30%。而且公司没有任何土地和房屋产权，所需厂房全部从控股股东租赁取得，本次募集资金所投资的项目实施将继续向控股股东新增租赁厂房。此外，公司进出口业务全部委托控股股东下属的子公司进行，公司员工的社保统筹仍委托控股股东代缴。

由于公司在业务独立性方面存在缺陷，如果公司发行上市，无法完善双方的产业链，也无法解决双方的关联交易。中国证监会发审委认为：该公司在不能解决这些关联交易的情况下，公司上市将无法实现，否定了其上市申请。

## （二）公司资产完整

企业的资产完整和业务独立往往是联系在一起的。所谓资产完整是公司拥有独立于控股股东、控制人的生产系统以及辅助生产系统，并具有独立的原材料采购和产品销售系统；合法拥有与生产经营相关的土地、厂房、机器设备以及商标、专利、非专利技术的技术所有权或者使用权。公司资产的完整性对于生产性企业而言，公司应该拥有独立的研发、生产、供应、销售能力；原则上拟上市公司的土地应该以转让经营方式进入公司，如以租赁方式合法取得土地使用权的，应明确租赁期及付费方式，以及期后公司的优先选择权；公司的商标、专有技术及其他资产权属应由公司独立享受，不存在与股东单位或其他单位共用的情况。另外，公司股东的出资已足额到位，且相关资产的权属变更手续已办理完毕；公司对资产拥有所有权、完全的控制权和支配权；公司的资产未以任何形式被控股股东及其控制的企业占用。非生产型企业应当具备与经营有关的业务体系及相关资产。

如果拟上市公司在原料采购、产品销售、生产环节以及商标使用权等方面与控制人存在不可避免的关联关系，并作为重大事项予以公告，在招股文件中予以完整披露。董事会还应确定逐年减少关联交易，直至完全面向市场独立经营的时间表，并作为承诺事项予以公告，而且，不可避免的关联交易必须体现公平、公正的原则。控股股东、控制人不得违规占用公司的资金、资产及其他资源，包括无偿占用和有偿使用。

在实践中许多中小企业往往容易出现生产设施进入上市公司，而销售环节、原料供应环节等未进入上市公司；或某些高科技和新经济类型的企业，研发环节和销售环节进入上市公司，而生产环节等未进入上市公司，从而造成了公司的产业链不完整或在某些业务环节上严重依赖关联方或其上下游企业，造成其独立性缺陷。

### 案例 4-2：公司重要的无形资产不完整

2007 年某乳业公司申请上市发行股票，拟发行人是一家以生产各类乳制品，特别是高档乳制品为主，集牧草种植、奶牛养殖、科研开发和市场服务于一体的企业，其水牛奶产销量居全国首位。该公司上市被否除了非经常性损益占净利润比例持续较大外，由于其在销售中使用的两种主要商标“甲天下”和“皇氏甲天下”是与一家生产食品的企业共有，此商标是拟发行人销售中的主要商标。有关协议书中也未明确划分共有双方的使用领域，且约定协议对拟发行人较为不利，例如：发行人申请的任何带“甲天下”文字的商标，必须首先征得食品公司的同意。因此，拟发行人对该无形资产的权利受到较大限制，进而导致该公司的主要无形资产是不独立的，在未来经营中使用该商标存在一些变化的风险，不符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第三十七条中的规定：“发行人在用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得或者使用存在重大不利变化的风险”。因此，拟发行人首次公开发行股票的申请被否定。

## （三）公司财务独立

所谓财务独立是指拟上市公司建立独立的会计核算体系和财务管理制度，能独立于控股股东和实际控制人而进行财务决策和经营。拟上市公司应该设有独立的财务会计部门，配备

专职财务管理人员。公司根据现行会计制度及相关法规、条例，结合公司实际情况制定了财务管理制度等内部财务会计管理制度，建立了独立、完整的财务核算体系，能够独立作出财务决策，具有规范的财务会计制度和对分公司、子公司的财务管理制度。控股股东应尊重公司财务的独立性，不得干预公司的财务、会计活动。拟上市公司不存在货币资金或其他资产被股东单位或其他关联方占用的情况，也不存在为股东及其下属单位、其他关联企业违规担保的情况。目前，由于一些中小企业通过银行贷款获取发展资金的渠道不畅，导致企业与股东及关联方之间存在大量频繁的担保、资金往来等情况，一方面可能发生相关的关联交易没有履行必要的法定程序，另一方面可能发生企业在财务方面严重依赖大股东或大股东占用上市公司资金，从而影响其规范运作和财务的独立性，在改制重组中一定要妥善解决，以免贻误上市时机。

#### 案例 4-3：拟上市公司财务严重依赖大股东

某公司的主要业务为农药与化工产品的生产、销售，是国内主要农药生产商之一，但是该公司的财务主要依赖于大股东及实际控制人。从 2004 年至 2007 年 6 月 30 日，该公司的大股东及实际控制人先后九次为该公司提供总额为 3.76 亿元的贷款担保。截至 2007 年 6 月 30 日，尚有 1.4 亿元的贷款担保未撤销，而截至 2007 年 6 月 30 日，该公司的总资产为 3.2 亿元，净资产为 1.1 亿元。由此可以看出，该公司的贷款严重依赖于大股东，该公司的财务状况是不独立的，同时该公司及其大股东和实际控制人也未提出有效的措施来解决该问题，该公司在未来的生产经营过程中财务的不独立问题仍将存在。因此，该公司申请上市发行股票被否定。

#### 案例 4-4：控股股东严重占用拟上市公司的资金

某石油化工企业是国内炼油助剂及燃油添加剂生产企业，其产品行业内保持较高的占有率。2007 年拟上市发行股票，但在审核中发现，实际控制人频繁占用拟上市公司及控股子公司的大额资金，公司的财务独立性存在严重的缺陷。2004 年至 2006 年期间，实际控制人分别占用资金为：2004 年 3.5 亿元，2005 年 3.7 亿元，2006 年 1~9 月 2.2 亿元。而且拟上市公司在报告期内为关联方提供担保。该公司缺乏有效的资金管理支付，财务独立性差，不符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第二十七条规定：“发行人有严格的资金管理制度，不得有资金被控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形。”所以，该公司首次公开发行股票的申请被否定。

### （四）公司人员、机构独立

拟上市公司的总经理、副总经理、财务负责人和董事会秘书等高级管理人员均应专职在公司工作并领取薪酬，不能在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中担任除董事、监事以外的其他职务，也不能在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业领薪。公司的财务人员没有在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中兼职。

拟上市公司的董事、监事、总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书等人员的产生均应是独立的，要按照《公司法》及其他法律、法规、规范性文件、公司章程规定的程序进行。董事、非由职工代表出任的监事由股东大会选举产生，总理由董事会聘任，副总经理、财务负责人等高级管理人员由总经理提名并经董事会聘任；董事会秘书由董事长提名，董事会聘任。公司不能存在大股东超越公司董事会和股东大会职权作出的人事任免决定。公司应建立独立的人事档案、人事聘用和任免制度以及考核、奖惩制度，与公司员工签订劳动合同，建立独立的工资管理、福利与社会保障体系。

机构独立主要是公司组织机构独立、完整，不存在与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间“两块牌子、一套人马”或“混合经营、合署办公”的情形。公司的各职能部门与股东相关部门没有隶属关系，人员没有相互兼职，管理经营完全独立于控股股东、实际控制人。

## 二、同业竞争与关联关系

### （一）同业竞争

同业竞争是指拟上市公司的主要业务与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业从事相同、相似业务的情况。拟上市公司应该避免主要业务同业竞争，有同业竞争的公司是不允许上市发行股票的。因此，有同业竞争的公司改制重组中应采取相应的措施进行解决，比如：可以通过资产收购、股权收购、吸收合并等方式，将相竞争的业务集中到拟上市公司；或者竞争方将有关业务转让给无关联的第三方；与此同时，控股股东、实际控制人为了避免今后与公司之间可能出现的同业竞争，应作出今后不再进行同业竞争的书面承诺。

为避免与拟上市公司发生同业竞争，维护公司全体股东的利益和保证公司的长期稳定发展，公司控股股东、实际控制人应分别向拟上市公司出具《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺函的主要内容：一是控股股东、实际控制人及其直系亲属所控制的子公司、分公司、合营或联营公司及其他任何类型的企业不从事或参与与发行人或其子公司、分公司、合营或联营公司有相同或类似的生产、经营业务，以避免对发行人生产经营构成可能的直接或间接的业务竞争；二是作为发行人控股股东、实际控制人期间，本公司、本人及本人直系亲属将不设立从事与发行人有相同或类似业务的子公司；三是应承诺不利用发行人控股股东、实际控制人地位，损害发行人及其他股东利益的经营活动。

### （二）关联交易与关联方

#### 1. 关联交易

根据《上市公司信息披露管理办法》的规定：上市公司的关联交易，是指上市公司或者其控股子公司与上市公司关联人之间发生的转移资源或者义务的事项。关联交易包括但不限于：购销商品，买卖有形或无形资产，兼并或合并法人，出让与受让股权，提供或接受劳务，代理，租赁，各种采取合同或非合同形式进行的委托经营等，提供资金或资源，协议或非协议许可，担保，合作研究与开发或技术项目的转移，向关联方人士支付报酬，合作投资设立企业，合作开发项目，其他对股份公司有影响的重大交易。

#### 2. 关联方

##### （1）控股股东

控股股东是指直接持有公司股本总额 50%以上的股东，或者持有股份的比例虽然不足 50%，但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东大会的决议产生重大影响的股东。

##### （2）实际控制人

实际控制人是指虽不直接持有公司股份，或者其直接持有的股份达不到控股股东要求的比例，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的自然人或法人。实际控制人可以是控股股东，也可以是控股股东的股东，甚至是其他的自然人或法人。确定上市公司的实际控制人，是辨别由实际控制人操纵的关联交易以及关联交易是否公允，从而是否会对公司和其他股东利益造成影响作出正确判断的前提。

##### （3）其他股东

除控股股东以外，持有发行人 5%以上股份的股东。

##### （4）控股股东和实际控制人控制的企业

控股股东和实际控制人控制的企业是指控股股东和实际控制人控股和参股的企业。

##### （5）控股子公司和参股公司

控股子公司和参股公司是指发行人控股的子公司和参股的公司。

##### （6）关联自然人

关联自然人是指直接或者间接持有发行人 5%以上股份的自然人或者能对公司财务和



生产经营决策产生重大影响的个人，包括公司的董事、监事、高级管理人员。

(7) 关联自然人直接控制的其他企业

关联自然人直接控制的其他企业是指持有公司 5% 以上的自然人或者公司的董事、监事、高级管理人员所控制的企业。

### 三、关联交易的类别与规范

发行人应该具有独立完整的研发、生产、供应、销售体系，对控股股东及其他关联方不存在依赖关系。但一些企业在生产经营中不可避免与关联方存在一些关联交易，针对上市前三年的关联交易，发行人应该在招股说明书中就经常性关联交易、偶发性关联交易、关联交易的决策权限以及规范关联交易制度设计详细列举。要对关联方名称、交易时间、定价方式、交易金额等问题披露清楚，制定规范和减少关联交易的措施。

(一) 经常性关联交易

拟上市公司应该分析经常性关联交易产生的原因、具体情况和变化趋势。经常性关联交易主要有以下几个方面：

1. 材料采购

材料从哪个关联方采购的、采购的什么材料、定价依据以及与非关联方的价格比较等。

2. 产品销售

产品销售给哪个关联方、销售金额、定价依据、占同类销货业务比例等。

3. 土地使用权租赁

土地使用权租赁是指发行人向控股股东、实际控制人租赁土地使用。例如：2007 年 9 月 15 日金堆城钼业股份有限公司（601958）与控股股东金钼集团签订了《土地使用权租赁协议》，根据协议规定，发行人向金钼集团租赁正常生产所需土地使用权 20 宗共计 1 228 615.22 平方米。

4. 房屋租赁

房屋租赁是指发行人向关联方租赁房屋业务，应该在招股书中列出租赁期限、面积、价格等。

5. 向关键管理人员支付的薪酬

拟上市公司的关键管理人员包括：董事长、董事、监事、高级管理人员、独立董事。在招股书中应该列出公司支付给他们的薪酬。

经常性关联交易根据企业各自的情况会有许多差异，上述只列出了最基本的关联项目。

(二) 偶发性关联交易

偶发性关联交易对各个企业的内容不同，但主要包括以下几个方面：

1. 关联方资金占用

关联方资金占用是指在报告期内拟上市公司与关联方之间的资金占用情况，包括关联方、占用期限、金额、还款情况等。例如：报告期内江西特种电机股份有限公司（002176）向控股股东江特集团借款 100 万元，借款日 2005 年 5 月 18 日，还款日 2006 年 1 月 9 日，此借款没有利息。

2. 关联方担保

关联方担保是指拟上市公司为关联方企业担保或者关联方为拟上市公司担保的情况，包括担保期限、担保额等。例如：报告期内恒邦股份(002237)为关联方恒邦化工银行借款 350 万元、恒邦物资（关联方）银行承兑汇票 300 万元提供担保。在上市发行股票前，恒邦股份对关联方提供的担保已全部解除担保责任。

3. 股权收购（转让）

股权收购（转让）是指拟上市公司收购关联方的股权或者向关联方转让股权的情况，包括转让时间、转让比例、转让价格等。例如：2007年6月22日，步步高(002251)与湘潭开源管理咨询服务有限公司签订《湖南海龙物流分销有限公司股权转让协议》，该协议约定，开源咨询将其持有海龙物流70%的股权转让给步步高公司，转让价格以海龙物流2007年5月31日为基准日经审计的净资产为定价依据，定为710.5万元。

#### 4. 增资扩股

增资扩股是指拟上市公司向关联方或向高管人员增发股份的情况。例如：2007年6月16日，步步高(002251)与步步高投资集团签订《步步高商业连锁股份有限公司增资扩股协议》，协议约定：步步高投资集团以其自有资产对步步高公司进行增资，根据广东恒信德律会计师事务所有限公司于2007年5月12日出具的《评估报告书》（恒德赣评字[2007]第018号）所评估的增资资产的净资产值，增资资产作价为人民币29 769 231.40元。双方同意以公司2007年4月30日的账面净资产值为参考价值，本次增资增加股本9 100 794股，增资价格约为3.2711元/股。

### （三）关联交易的决策权限

拟上市公司应该在《公司章程》及《公司关联交易管理办法》中对关联交易的决策权力与程序作出相应的规定。

#### 决策权限

公司应该规定股东会、董事会、总经理及独立董事在关联交易中的决策权限，下面是一家上市公司对关联交易的决策权限：

##### （1）股东大会

公司拟与关联法人达成的关联交易总额（含同一标的或同一关联法人在连续12个月内达成的关联交易累计金额）在3 000万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的，须经公司股东大会批准后方可实施。

##### （2）董事会

公司拟与关联法人达成的关联交易总额（含同一标的或同一关联法人在连续12个月内达成的关联交易累计金额）在300万元以上且占公司最近一期经审计净资产绝对值0.5%以上的，须经公司董事会审议批准，达到股东大会审议标准的须在董事会审议后提交股东大会批准。

##### （3）总经理

公司拟与关联法人达成的关联交易总额（含同一标的或同一关联法人在连续12个月内达成的关联交易累计金额）不满300万元或占公司最近一期经审计净资产绝对值不满0.5%的，由公司总经理批准。

##### （4）独立董事

公司与关联自然人发生的交易金额在30万元以上的关联交易，及公司与关联法人发生的交易金额在300万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值0.5%以上的关联交易，由独立董事事先认可后提交董事会讨论。独立董事作出判断前，可以聘请中介机构出具独立财务顾问报告，作为其判断的依据。

### （四）规范关联交易制度设计

1.拟上市公司应该通过股权转让、股权收购、企业合并等方式，将竞争业务集中到股份公司，同时使发行人关联交易大幅度减少，有利于保护发行人的利益。

2.从事生产经营的拟上市的股份公司应该建立独立的生产、供应、销售系统，与关联企业在业务、资产、机构、人员、财务等方面相互独立。对于发行人与关联企业的关联交易，制定严格、细致的关联交易协议条款，严格按照市场原则确定交易价格。

3.拟上市公司要按照《公司法》、《上市公司章程指引》，制定《股东会议事规则》、《董

事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《关联交易管理办法》对关联交易的决策权限、决策程序等进行详细规定，对不可避免的关联交易，要体现价格的公允性。

4.股东大会审议有关关联交易事项时，关联股东不应该参与投票表决，其所代表的有表决权的股份数不计入有效表决总数；股东大会决议的公告应当充分披露非关联股东的表决情况。

5.持有公司 5%以上股权的股东应承诺，公司将尽量避免与发行人进行关联交易，对于因发行人生产经营需要而发生的关联交易，本公司将严格按照《公司章程》、《关联交易管理办法》等对关联交易的规定进行操作。

## 四、避免同业竞争减少关联交易的方法与案例

### （一）股权转让

这里所谈的股权转让是指发行人为了提高经营效率，优化资产质量，进一步理顺公司业务发展方向，突出主营业务，并避免同业竞争，减少关联交易，发行人要对控股及参股的公司进行清理，转让部分控股或参股的股权。

案例 4-5:海陆重工（002255）上市前进行股权转让案例参考《苏州海陆重工股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

#### 1.公司基本情况

苏州海陆重工股份有限公司(简称:海陆重工 002255),前身为张家港海陆锅炉有限公司,成立于 2000 年 1 月,2007 年 3 月按原公司账面净资产为基础,以 1:0.762 折股由有限公司整体变更为股份公司,注册资本 8 300 万元。2008 年 6 月在深圳证券交易所中小企业板首次公开发行股票。

公司是节能环保设备的专业生产企业,公司产品余热锅炉广泛用于钢铁、有色、建材、石化、化工、造纸、电力等行业,在国内工业余热锅炉领域一直保持市场占有率第一名,同时产品出口欧美、非洲。公司是国家火炬计划重点高新技术企业、江苏省高新技术企业、苏州百强民营企业。

#### 图 4-1 股权转让前的控制关系

#### 2.股权转让的原因

上市前海陆重工控股参股 9 家公司,图 4-1 仅列出 6 家有限公司,股权转让的原因:一是这些子公司与其他关联方的关联交易额达 1 067.3 万元;二是这些公司与发行人主营业务相关程度低,转让其股权可以突出公司在余热锅炉、压力容器方面主营业务的优势与特点;三是这些公司的盈利能力比较低,2006 年 6 家公司合计实现营业收入 7 328.96 万元,利润-39.00 万元,股权转让后对公司业绩不构成重大影响。

#### 图 4-2 股权转让后的控制关系

#### 3.股权转让程序

(1) 股权转让方海陆重工与受让方江海机械签订《股权转让协议》;

(2) 确定股权定价,定价依据为会计师事务所所以某一日为审计基准日,对其中一个子公司进行审计,并出具审计报告,确定出让股权的价款。例如:海陆重工向江海机械转让其持有的张家港海陆模压有限公司 32%的股权,定价依据为张家港华景会计师事务所所以 2006 年 12 月 31 日为审计基准日对模压公司进行的审计,海陆重工出让股权转让价款为 157.1 万元(其他 5 个公司的股权转让程序与此相同)。

(3) 办理股权转让工商变更手续。

### （二）股权收购

这里所谈的股权收购是指为了避免同业竞争、消除大额关联交易、优化企业资源、整合

产业链、清理上市障碍，在同一个控股股东或者受同一控制人控制下，发行人对关联企业进行股权收购，使其与发行人成为母子公司关系。

案例 4-6:九阳股份（002242）上市前通过股权收购整合资产案例参考《山东九阳股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

### 1.公司基本情况

九阳股份的前身山东九阳小家电有限公司成立于 2002 年 7 月，公司从事厨房小家电系列产品的研发、生产和销售，产品包括豆浆机、料理机、榨汁机、电磁炉、紫砂煲、电压力煲、开水煲等，豆浆机市场占有率超过 80%，行业排名第一位；料理机、榨汁机国内市场占有率超过 30%，行业排名第一位；电磁炉国内市场占有率超过 10%，行业排名第二位。

2008 年 5 月山东九阳在深圳证券交易所中小板上市，公开发行 6 700 万股，发行价 22.5 元，募集资金 15 亿元。

改制重组中山东九阳为了避免同业竞争和减少关联交易，与控股股东上海力鸿投资有限公司签订了《股权收购协议》，收购控股股东的两个子公司：杭州鸿阳和苏州鸿瑞。

### 2.股权收购的原因

杭州鸿阳全名为杭州鸿阳家电有限公司，成立于 2004 年 11 月。该公司主要从事商用食品加工机、家用电器的研究开发、生产、销售；线路板的研究开发、生产、销售；技术咨询服务。股权收购前，杭州鸿阳与山东九阳业务相同，存在同业竞争；且杭州鸿阳未单独设立销售部门，其产品绝大部分通过山东九阳销售，关联交易数额巨大，均构成发行上市的障碍。山东九阳收购控股股东上海力鸿投资有限公司持有的杭州鸿阳的股权后，消除了杭州鸿阳与发行人之间的同业竞争，也解决了二者之间合并报表之外关联交易的问题。

苏州鸿瑞全名苏州鸿瑞电器有限公司，成立于 2004 年 12 月。该公司主要从事研发、装配食品加工机与家用电器，销售山东九阳所生产的产品并提供相关售后服务。按照实际控制人和控股股东统一规划，苏州鸿瑞主要产品为紫砂煲等产品，与发行人产品存在相同的地方，如不进行收购，则与发行人构成同业竞争，构成发行上市的障碍。为避免同业竞争，更好地壮大上市公司业务，山东九阳董事会决议收购苏州鸿瑞 75%的股权。

图 4-3 股权收购前的控制关系

图 4-4 股权收购后的控制关系

### 3.股权收购的程序

以收购杭州鸿阳为例：

（1）2007 年 4 月 30 日，杭州鸿阳出具董事会决议，决定将公司注册资本由 1 200 万美元调整至 665 万美元，即不再认缴原先未缴足部分的注册资本。

（2）确定收购价格。山东九阳与上海力鸿同意杭州鸿阳 74%的股权按照经审计的截至 2007 年 5 月 31 日的账面净值 46 734 487.06 元的价格转让给发行人。

（3）签订《股权转让协议》。2007 年 6 月 18 日山东九阳与上海力鸿签署了《股权转让协议》，山东九阳和杭州鸿阳分别出具董事会决议，同日杭州鸿阳另一个股东 Comelink 出具了放弃优先受让权的声明。股权转让后，杭州鸿阳股权结构为 Comelink 占 26%的股权，山东九阳占 74%的股权。

（4）2007 年 6 月 19 日，杭州经济技术开发区招商局出具了杭经开商[2007]120 号《关于同意杭州鸿阳家电有限公司股权转让的批复》，浙江省人民政府向杭州鸿阳换发了商外资浙府资杭字[2004]03957 号《中华人民共和国外商投资企业批准证书》，批准了杭州鸿阳的此次股权变更。

（5）2007 年 12 月 1 日，杭州鸿阳出具董事会决议，决定以股东同比例增资的方式将杭州鸿阳的注册资本由 665 万美元增加到 1 200 万美元。同日，杭州鸿阳就此次增资分别制订了《合同修正案》、《章程修正案》。

（6）2007 年 12 月 10 日，杭州经济技术开发区招商局出具了杭经开商〔2007〕319 号《关于同意杭州鸿阳家电有限公司公司章程变更的批复》。2007 年 12 月 11 日，浙江省人民政府向杭州鸿阳换发了商外资浙府资杭字〔2004〕03957 号《中华人民共和国外商投资企业批准证书》，批准了杭州鸿阳的此次增资。

### （三）企业合并

这里所谈的企业合并是为了避免同业竞争、整合企业业务、合并财务报表，在同一控制下的企业通过增资的方式合并某公司。

案例 4-7:恒邦股份（002237）上市前合并案例参考《山东恒邦冶炼股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

#### 1. 公司基本情况

威海恒邦化工有限公司（简称：威海恒邦）成立于 2005 年 1 月，成立时恒邦集团（发行人的控股股东）以实物资产出资 900 万元，占注册资本的 90%；恒邦物资有限公司以货币 100 万元出资，占注册资本的 10%。威海恒邦按照营业范围包括黄金、白银、工业硫酸、盐酸等，目前只从事化肥、硫酸的生产与销售。

#### 2. 公司增资并控股的原因

经过两年的建设，威海恒邦于 2007 年 1 月投产经营，主要产品为磷铵和硫酸。为了避免今后可能带来的同业竞争，同时解决威海恒邦后续项目建设及生产经营需要的资金问题，恒邦股份（002237）对威海恒邦进行合并。

#### 3. 合并程序

2007 年发行人股东会审议批准，并经威海恒邦股东会审议批准，恒邦股份对威海恒邦进行增资 5 000 万元，同时，恒邦集团也单方面增资 3 000 万元并经会计师事务所验资，增资完成后，威海恒邦注册资本为 9 000 万元，其中：恒邦股份占注册资本的 55.56%，恒邦集团占注册资本的 43.33%，威海物资占注册资本的 1.11%。恒邦股份与威海恒邦均由恒邦集团控制，本次合并属于同一控制下合并。合并后，恒邦股份又与恒邦集团和恒邦物资签署《威海恒邦化工有限公司股权转让协议》，受让了恒邦集团、恒邦物资分别持有威海恒邦的 43.33% 和 1.11% 的股权，威海恒邦成为恒邦股份 100% 控股的子公司。

# 第五章企业上市前职工股的规范

## 引言

职工持股制是在职工获得劳动收益的同时，又获得资本收益的一种制度设计，它使企业的利益与职工利益紧密联系，从而调动了职工的积极性和创造性。但是，由于我国在职工持股的法规体系尚未形成，各地职工持股在形式上和管理方法也各不相同，因而造成职工持股从形式到内容以及程序上都存在诸多的问题。目前，我国许多公司都存在职工股，职工持股的现实问题表现为股东数量与股东主体等问题。有些职工股使公司股东人数超过 200 人，有些公司职工股是通过一人或几人代持存在，有些则是通过工会或职工持股会持有，另外，还有因历史上定向募集股份公司遗留的内部职工股。这些问题的出现既在上市后容易引发纠纷隐患，又不符合有关上市发行的法律法规。根据《证券法》的规定：股份公司向不特定对象发行股票或向特定对象发行股票后股东累计超过 200 人的，为公开发行，应依法报经中国证监会核准，未经核准擅自发行的，属于非法发行股票。根据中国证监会《首次公开发行股票并上市管理办法》的规定：发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。2000 年 12 月，《中国证监会关于职工持股会及工会能否作为上市公司股东的复函》明确指出：“职工持股会属于单位内部团体，不再由民政部门登记管理，不能成为公司的股东”，“工会作为上市公司的股东，其身份与工会的设立和活动宗旨不一致，故暂不受理工会作为股东或发起人的公司公开发行政股票的申请”。

上述这些法律法规都表明：股份公司发行上市前股东不能超过 200 人；不允许职工持股会和工会作为拟上市公司的发起人及股东；不存在委托他人代持自己股份；不存在通过信托方式持有股份，这些持股方式都是公司上市发行股票的障碍，应该进行规范解决。目前，有许多公司是通过国有企业改制而来的，由于历史的原因存在大量的内部职工股，因股东资格问题难以回避以上法律冲突，从而对公司的上市进程产生一定的影响，甚至成为公司上市不可逾越的障碍。因此，如何有效规范职工股，是一些公司考虑上市前亟待解决的疑难问题。本章将列举目前职工股存在的形式，并结合成功上市的案例探讨职工股的规范方式。

## 一、我国内部职工股形成的历程

内部职工股是指在国有企业进行股份制改造初期，通过定向募集方式，不向社会公开发行股票，只对法人和公司内部职工募集股份的股份有限公司，而内部职工作为投资者所持有的公司发行的股份被称为内部职工股。内部职工股是我国 20 世纪 90 年代初期进行国有企业股份制改造所出现的产物。

### （一）初始发展阶段

20 世纪 80 年代，为适应商品经济发展的需要，一些企业为筹措资金，进行了股份制公司试点，因开始法人不愿出资，又不能向社会筹集资金，所以，内部职工持股在各地悄然兴起。例如：1984 年 7 月，北京天桥百货公司由于店面装修，向公司内部职工发行了 300 万元的内部职工股票，但当时这些投资并非以规范的股份出现，企业也不是规范的股份公司。20 世纪 80 年代中后期，随着我国经济体制改革步伐的加快，企业的股份制改造在各地迅速发展。当时国家采取了紧缩政策，很多企业资金匮乏，于是将股票作为一种筹集资金的手段

加以利用，向企业内部职工和社会筹集，这是股份制发展的最初动力。由于高层领导对股份制的重视，一些地方政府对股份制试点表现出很大热情，有些地方将组建股份公司作为一项指标提出来，有的城市甚至在某些行业普遍推行职工持股。随着股份制热的出现，人们对职工持股显示出极大兴趣，当时认为：一是通过职工持股，可以形成“职工为自己工作的机制”，企业的效率就能大幅度提高，同时，可以强化对经营者的约束监督，增强企业的凝聚力。二是一些企业自身条件较好，投资经营者和职工都不愿意“肥水外流”，所以，在发展股份制企业时，一般都实行内部职工持股，因此职工持股开始发展。当时，内部职工持股的股份制试点企业占整个试点企业总数的 80% 以上。

### （二）规范发展阶段

1992 年，是中国股份制特殊发展的一年，邓小平视察南方发表重要讲话，回答了长期以来困扰人们思想的重大理论问题。讲话发表后，中国的股份制改革再一次成为焦点，股份制试行的范围不再限于工业、商业，而是几乎遍及各个行业。为了对股份制公司试点及内部职工持股进行规范，1992 年 5 月 15 日，国家体改委、国家计委、财政部、中国人民银行、国务院生产办公室联合发布的《股份制企业试点办法》中明确规定：“不向社会公开发行股票的企业内部职工持有的股份，采用记名股权证形式，不印制股票，而且内部职工持有的股份，要严格限定在本股份制企业内部”。同时，国家体改委发布《股份有限公司规范意见》中规定：采取定向募集方式设立的公司，发行的股份除由发起人认购外，可以向其他法人发行部分股份，经批准也可以向本公司内部职工发行部分股份，但不得超过公司股份总额的 20%。社会募集公司的本公司内部职工认购的股份，不得超过公司向社会公众发行部分的 10%。意见还规定：公司内部职工的股份，在公司配售后 3 年内不得转让。各种法人均不得将持有的公有股份、认股权证和优先认股证转让给本法人单位的职工。3 年后在任期内转让的股份不得超过其持有公司股份总额的 50%，并须经董事会同意。当时，这两个文件对内部职工股的规范起到了一定的作用。

### （三）暂缓审批及清理阶段

《股份制企业试点办法》及《股份有限公司规范意见》出台后，全国出现了一大批定向募集公司，并且绝大多数都是内部职工股，应该说《股份有限公司规范意见》的本意是要发挥职工持股的积极性，增强企业的凝聚力。但颁布后的一年时间，不少企业未认真执行有关规定，超比例发行内部职工股，一些地方还非法交易，干扰了股份制企业的正常试点。

1993 年 4 月，《国务院办公厅转发国家体改委等部门关于立即制止发行内部职工股不规范做法意见的紧急通知》发布，通知强调了公司内部职工股在配售 3 年内不得转让，3 年后也只能在内部职工之间转让等。同时，国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》明确规定：公司职工认购的股本数不得超过拟向公众发行的股本总额的 10%。

1993 年 7 月，国家体改委发出《关于清理定向募集股份有限公司内部职工持股不规范做法》的通知，针对实践中出现的“内部股社会化，法人股个人化”的问题进行清理，以及对新要求成立内部职工持股的定向募集股份有限公司暂缓审批。1994 年 6 月，国家体改委发文禁止批准设立定向募集公司，该阶段内部职工股发行占总股本的比例不能高于 2.5%。1994 年 7 月，随着《公司法》出台实施，具有中国特色的定向募集公司内部职工股的发行不再出现，但围绕已发行的内部职工股的规范、清理等大量历史遗留问题至今仍然存在，甚至令一些企业深感困惑。

## 二、职工股的主要存在形式

职工股的存在形式较为复杂，从实践中可以将职工股分为五种形式。

### （一）《公司法》颁布前，通过定向募集公司设立方式形成的内部职工持股

《公司法》是 1994 年 7 月开始施行的。在《公司法》颁布以前，我国的股份公司设立有三种方式，即发起方式设立、定向募集方式设立、社会募集方式设立。定向募集公司是指在我国国有企业股份制试点的初期，公司的股票发行不向社会公开发行股票，只对法人和公司内部职工募集股份的股份有限公司。在 20 世纪 90 年代初成立的股份公司大多是采用定向募集方式设立，也就是说，那期间设立的股份公司都存在内部职工股。这些公司在以后的改革中，虽然进行了兼并和重组，但内部职工股没有发生本质的变化。为此，国家体改委发布的《股份有限公司规范意见》中规定：采取定向募集方式设立，公司发行的股份除由发起人认购外，其余股份不向社会公众公开发行，但可以向其他法人发行部分股份，经批准也可以向本公司内部职工发行部分股份，定向募集公司内部职工认购的股份，不得超过公司股份总额的 20%。但实际中一些企业大量面对职工和社会公众发行股票募集资金，使发行对象超过了 200 个。内部职工股大量发行本身就存在着极大不规范因素，且其最终的结果也基本背离了设置内部职工股，调动职工积极性和强化职工对企业的认同感的初衷。1994 年 6 月 19 日，国家体改委下达了《关于立即停止审批定向募集股份有限公司并重申停止审批发行内部职工股的通知》，至此内部职工股的发行基本被取消。

据有关统计，截至 2009 年 8 月，我国累计向超过 200 个股东发行股票的公众公司已超过 15 000 多家，其中不少股份公司是向其内部职工发行的。对于定向募集公司内部职工股，各地基本采用由主管部门认可的证券经营机构实行集中托管，这也是目前监管层认可的办法，而且得到中国证监会发审委的通过并上市发行。

## （二）工会、职工持股会代为持股

职工持股会是指在有限责任公司和股份有限公司设立时，专门从事职工股份管理，代表以出资或持有股份的职工行使股东权利，并承担相应义务的组织。1994 年 7 月《公司法》施行以后，一些公司为了促进企业利益与职工利益的统一，并且满足部分职工的意愿，在企业改制时推行了职工持股计划。由于有限责任公司股东上限的限制，因此许多有限责任公司职工通过工会和职工持股会的方式对有限责任公司进行间接持股。职工持股会属于企业内部团体，不具有法人资格，因此，它无法作为一个股份公司发起人参与公司发起设立，即使职工持股会借助工会的法律地位参与发起设立公司，但由于工会是不以盈利为目的的社团法人，因而它与职工持股的盈利动机相矛盾。也就是说，工会作为上市公司的股东，其身份与工会的设立和活动宗旨不一致。截至 2009 年 9 月，监管层暂不受理工会作为股东或发起人的公司公开发行股票的应用。因此，以职工持股会或工会名义存在的职工持股问题，已成为拟上市公司能否上市的法律屏障。

## （三）委托个人持股

委托个人持股是指职工以对公司的出资或持有股份而形成的股东权利，委托一个或者几个自然人代持。委托个人持股与工会、持股会代持股份实质是相同的，不同的只是受托人由一个团体（工会或者持股会）变成了一个或几个自然人，最终还是一种股权代持方式。由于自然人之间的委托代理实质上是一种民事委托关系，委托人和受托人虽然签署委托协议，但委托人难以对受托人实施有效监督，委托人存在较大风险，且容易引发纠纷，不利于保护职工利益，对公司以后的正常经营可能会产生影响。

例如：山东太阳纸业股份有限公司（简称：太阳纸业 002078）是 1998 年 4 月由山东太阳纸业集团总公司改制为山东太阳纸业有限责任公司，并于 2000 年 4 月整体变更为股份公司的。山东太阳纸业集团总公司在改组中，将 2 546 万元界定为职工出资，占注册资本的 32%，并委托 5 名自然人持有；1999 年 12 月，持股职工将 32%的股权以 2 546 万元的价格转让给兖州市金太阳商贸有限公司（发行人控股股东），并以该转让款对兖州市金太阳商贸有限公司进行增资，占其注册资本的 32%。由于兖州市金太阳商贸有限公司持发行人 92.7%的股权，通过这样的资本运作，既达到清理职工委托持股的目的，也解决了职工的利益。因此，委托持



股的方式主要是通过股权转让实现的，实际股东也可能少于 200 人。委托持股不符合发行人股权清晰、股份不存在重大权属纠纷的要求，上市发行前应该进行规范、清理。

#### （四）信托持股

信托持股是指企业职工为了利用信托计划融资或避免公司股东过多，而委托给信托公司投资持股，信托公司按职工的意愿以自己的名义，对股权进行管理的持股方式。

严格地讲，委托持股与信托持股是有区别的。委托持股是委托人和受托人约定、由受托人处理委托人持股事务的行为，二者签订的合同即为委托合同；而信托持股是委托人基于对受托人的信任，将其股权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行股权管理。

2001 年 4 月《信托法》颁布后，以信托持股方式解决拟上市公司的职工股问题似乎成为证券市场各方探讨的热点，但截至 2009 年 9 月监管层对拟上市公司股东是信托公司利用信托产品投资的情况持否定态度，也就是说，申请上市的公司股东如果是信托公司利用委托人资金投资的必须进行清理。证券监管机构之所以这样做，主要原因是它们认为信托公司治理不够透明，即使披露相关的持有人信息以及人数也不违反“累加股东 200 人上限”的规定，但这些持有人背后可能还会有一些更多的委托人，不符合股权清晰，权属不存在纠纷的规定。

#### （五）股份合作制企业全员持股

股份合作制企业是指企业职工以资金、实物、技术、劳动等作为出资，构成企业法人财产，实行民主管管理、合作劳动、按劳分配与按股分红相结合，能独立承担法律及民事责任的法人组织。20 世纪 90 年代，股份合作制企业是我国国有小企业和集体企业改制的重要形式，是国有企业改革的产物。我国《公司法》所适用的对象是指依照该法在中国境内设立的有限责任公司和股份有限公司，并未将股份合作制企业涵盖在内。截至 2009 年 9 月，国家对股份合作制企业有关问题未出台专门法律予以规范，有的地方出台了规定，如上海市出台了《上海股份合作制企业暂行办法》，浙江省印发了《股份合作企业改制操作意见》。股份合作制实际上是股份制和合作制的结合体，其中一个突出的特点是：职工既是劳动者，又是企业出资人，全部持有企业的股份。这对于调动职工积极性、参与企业的管理有积极作用，但从企业上市公开发行股票的要求考虑，就要对企业进行整合，尤其是对职工持股问题进行规范，因为股份合作制企业的股东基本都超过 200 人。从许多企业的实践来看，股份合作制企业先改制为有限责任公司。由于有限公司对股东人数的限制，这些企业通过工会或持股会代持职工的股份。改为有限责任公司后再对工会或持股会代持的股份进行转让，从而规范、清理上市发行股票的障碍。

在新股发行中断 9 个月之后，2009 年 6 月 29 日，桂林三金药业股份有限公司成为重启 IPO 第一单。桂林三金药业股份有限公司的前身曾是桂林三金药业集团公司，集团职工购买集团股权，集团公司全部由 563 名职工持有，公司性质为职工全员持股的股份合作制。2001 年 2 月，公司由股份合作制变更为有限责任制，由于有限责任公司受 50 名股东的上限限制，其中公司 551 名股东持有的股份由工会代为持有，在有限公司整体变更为股份公司前对工会代持股份进行转让清理。

### 三、规范职工股的主要方式与案例分析

#### （一）定向募集公司内部职工股的规范

定向募集公司是指在我国国有企业进行股份制试点初期，出现的一批不向社会公开发行股票，只对法人和公司内部职工募集股份的股份有限公司。《公司法》出台后，定向募集公司这一设立方式被取消，而定向募集公司存在的内部职工股的问题，在上市前各地依据相关法律法规采取了以下做法。

### 1.通过股权托管的方式进行规范管理

股权托管是指政府指定的具有普遍社会公信度的第三方机构，受非上市股份有限公司的委托，集中管理公司股东名册、办理股权托管登记、提供股权托管服务的活动。根据 1993 年 7 月 5 日国家体改委发布的《关于清理定向募集股份有限公司内部职工持股不规范做法的通知》的规定，内部职工股要由主管部门认可的证券经营机构实行集中托管，不得在社会上转让，进行交易。在公司申请上市股票发行时，证券经营机构应当出具托管证明，托管证明的内容至少应包括以下几项：

(1) 托管与被托管单位的名称，前十名个人股东名单、持股数量及比例，应托管股票数额及实际托管数额、托管完成时间。

(2) 未托管股票的数额及原因。

(3) 对未托管股票的处理办法。

(4) 国家股及法人股是否已进行了托管。

(5) 若股票已全部托管，托管证明中必须有“全部集中托管”的字样。另外，托管机构应在出具的托管证明中保证其所陈述的事实和数额真实准确，并对此承担法律责任。

2.省级人民政府应对企业内部职工股的托管情况出具确认文件，保证内部职工股已全部集中托管

### 3.通过合理的价格向外转让

合理的股权转让价格是规范、清理职工股的重要因素，也是这项工作能否顺利进行的前提。如恒邦股份(002237)，上市前于 2002 年 11 月 7 日，公司股东王信恩等 10 名自然人分别与部分内部职工签署协议，受让 131 名内部职工持有的内部职工股 400 万股。转让价格以 2002 年 7 月 25 日烟台市牟平区国资局确认的公司整体资产评估结果，在每股 0.89 元基础上，协商确定 1 元/股，转让价款合计 400 万元。

2003 年 10 月 22 日，公司 339 名内部职工股股东与公司控股股东恒邦集团签署协议，将 1 000 万股内部职工股全部转让给恒邦集团，转让价格为 1 元/股。

转让经股东大会审议通过，并经省体改办批复同意。股权转让后，公司不再存在内部职工股，内部职工股得到彻底清理。

### 4.典型案例分析

案例 5-1：江西特种电机股份有限公司规范内部职工股本案例参考《江西特种电机股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

江西特种电机股份有限公司（简称：江特电机 002176），其前身为江西宜春电机厂。公司是 1991 年 11 月经过省市批准，通过向职工发行内部职工股，募集设立的股份公司。公司主要从事起重冶金电机、高压电机等特种电机的研发、生产和销售。公司是科技部认定的“国家火炬计划重点高新技术企业”，产品研发能力处于全国中小型电机行业领先水平。公司于 2007 年 10 月在深圳中小板上市发行股票，发行前股本 5 077 万股，发行 1 700 万股，发行后总股本 6 777 万股，发行价格 11.8 元/股。公司上市发行股票时仍然有内部职工股存在，是近几年少见的上市时有内部职工股的公司，但该公司在上市前做了大量规范性工作，下面对此进行了详细介绍。

#### (1) 1991 年通过宜春电机厂改制为股份公司

公司改制设立时计划总股本为 753 万元，宜春电机厂评估后净资产折为国家股 584.2 万元，占总股本的 79.5%；向企业职工募集 150.8 万元，占总股本的 20.5%。由于设立时内部职工股并未募足，实际募集职工股 93.808 万元，共 557 人。公司以 678.008 万元办理了工商登记。

股东名称 股权性质 股份数（股） 股权比例（%）

宜春市经委 国家股 5 842 000 86.16

职工 内部职工股 938 08013.84

合计 6 780 080100

(2)1992—1996 年增加职工股

国家股采用分红扩股、应交所得税与实交所得税差额转股、生产发展与更新改造基金转股三种方式增加股本。职工股采用现金购股、效益工资转股、分红扩股方式增加股本。

股东名称股权性质股份数（股）股权比例（%）

宜春市经委 国家股 17 603 36659.95

职工 内部职工股 11 760 02740.05

合计 29 363 393100

(3) 2001 年国家股转让、职工股退股

股东名称股权性质股份数（股）股权比例（%）

宜春市经委国家股 6 161 17820.02

中山电器法人股 12 904 35941.93

职工内部职工股 11 709 67838.05

合计 30 775 215100

(4) 2002—2006 年职工股转让并分红送股

内部职工股股东与南昌高新创业投资公司一对一签订转让协议，共有 759 名职工参与转让，价格为 1 元/股。大部分内部职工股股东转让所持股数的 50%，少数股东将所持股份全部转让，少数股东未转让股份。这得到了政府有关部门的确认，上市前的公司股权结构如下：

股东名称股权性质股份数（股）股权比例（%）

宜春市经委国家股 10 165 94420.02

江特电器法人股 21 292 19241.93

南昌高新创投公司法人股 10 654 89620.98

职工内部职工股 8 666 07317.07

合计 50 779 105100

(5) 江特电机上市前做的规范性工作

① 企业进行规范性自查。1997 年公司对职工持股情况进行了规范性自查，并上报省政府有关部门，省股份制改革联审办公室出具《关于江特电机股份公司规范工作的批复》，原则同意规范工作自评报告，并确认国有股与职工股比例。

② 1997 年江特电机领取省政府《股份有限公司批准证书》。

③ 2002 年江特电机将全部股份集中托管到世纪证券公司后，江特电机未再发生内部职工股个人之间转让的情况。

④ 2002 年底，在部分内部职工股股东向南昌高新创投转让股份过程中，托管机构要求职工股股东对其持股进行一次确认，确认率达 95.38%。

⑤ 2006 年 8 月，公司在《宜春日报》刊登公告，要求没有确认股权的职工股股东进行确权，确认率达 99.56%，同年 12 月公司与内部职工股股东均签署了股份锁定承诺，同时对其股份进行确认，确认率达 100%。

⑥ 2007 年 3 月公司受保荐机构和律师委托在《宜春日报》又刊登公告，再次确认职工股姓名及股份数，签订确认书，没有发现记载职工股股东与实际持有人不一致的情况。

⑦ 宜春市经委、江特集团分别出具承诺函：承诺若江特电机内部职工股在发行、审批、转让等方面存在潜在损失和纠纷，由此引起的一切责任由它们共同承担。

⑧ 2007 年 6 月江西省人民政府出具函：对于历史上江特股份内部职工股未经审批部门批准超范围发行等违法违规现象以及事后纠正情况，我省予以确认并承担相应的责任。我省认为：目前江特股份内部职工股权权属明确，不存在潜在纠纷和风险隐患，并承担相应责任。

如果江特电机内部职工股出现纠纷或者其他问题，我省将采取有关措施，妥善处理。

## （二）工会、职工持股会持股的规范

由于有限责任公司股东人数的限制，同时为了解决职工持股的需求，通过工会和职工持股会的方式对公司进行间接持股。但这种持股方式在上市前应该进行清理，目前各地一般采取经职工代表大会形成股权转让决议，而且持股职工必须 100% 同意，在得到政府有关部门批准后，通过合理价格转让股权使职工持股会或者工会退出。

### 1. 得到工会或持股会会员职工 100% 同意

当工会或职工持股会向外转让股权时，要经工会或者职工持股会会议决议，并经股东会决议同意，同时需要持股会员 100% 同意转让，方可进行。有的拟上市公司，由于仍存在几名职工持股会会员不同意股权转让，被监管层认定为解决职工持股问题不够彻底和存在潜在纠纷而被否定上市。

### 2. 通过合理的价格向外转让职工股权

股权价格一定要合理，充分权衡新老股东的利益，既要防止低价转让或出售，侵害出让方利益，又要防止大股东利用实际控制权随意提高转让或出售价格，侵害受让方利益，并且尽量采取现金出资的方式。总之，合理的价格转让是解决工会和持股会退出的重要环节。

### 3. 得到政府有关部门的支持并形成批文

工会或职工持股会持股的清理关系职工的切身利益，影响较大，在清理后，应该得到政府有关部门确认同意。

### 4. 典型案例分析

案例 5-2：南京云海特种金属股份有限公司清理职工持股会持股本案例参考《南京云海特种金属股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

#### 1. 职工持股会的形成

南京云海特种金属股份有限公司（简称：云海金属 002182），是由云海特殊金属有限公司整体变更设立的股份有限公司。1999 年 5 月，云海金属有限公司设立，其中 118 名员工出资额在 12 000 元以下，是通过持股会代为持有，合计持有云海金属有限公司股权比例达 8.66%，由此，云海有限公司职工持股会成立。

#### 2. 职工持股会会员持股变动

1999 年 5 月至 2005 年 12 月期间，云海金属有限公司持股会部分会员进行了股权转让，职工持股会会员由 118 人减少至 24 人。

#### 3. 职工持股会解散

2005 年 12 月，经职工持股会和股东会会议决议，云海金属有限公司职工持股会解散。职工持股会将其名义持有的云海金属有限公司 44.93% 的股权按各持股会会员的实际出资转让给各持股会会员，由持股会会员直接作为股东持有云海金属有限公司的股权。

对于上述职工持股的清理情况，发行人全体股东及发行人作出承诺或声明，相关政府部门出具了确认文件。因此，在职工持股会解散后，公司的股权权属明晰，不存在委托或信托持股的情况，不存在发生股权纠纷的隐患。

案例 5-3：海陆锅炉清理工会持股本案例参考《苏州海陆重工股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

#### 1. 工会持股的形成

苏州海陆重工股份有限公司（简称：海陆重工 002255），前身为张家港海陆锅炉有限公司（简称：海陆锅炉）。根据当地政府出台的《关于深化市属中小企业产权制度改革的意见》，中小企业在产权制度改革中，动员干部职工认购股份的同时，大力提倡经营者持大股。经过多次发动全体干部职工，共有 113 名职工自愿入股。由于有限责任公司的股东不能超过 50 人，当时确定了出资 5 万元以上的职工直接持股，出资 5 万元以下的职工由工会代为持股的

原则，出资 5 万元以下的 84 人以江苏海陆集团工会（曾经与海陆锅炉是不存在控制关系的关联方，2007 年 4 月后与发行人无其他关系）的名义代为持有，因此，海陆锅炉有限公司是由 29 名自然人与工会共同出资设立的。虽然由工会代持 84 名职工股权未履行工会内部的程序，但是该部分股权权属清晰，也未发生争议和纠纷。

## 2. 工会持股的内部转让

海陆锅炉有限公司设立以来，委托工会代持海陆锅炉股权权益所有人共发生过 4 次内部转让。工会内职工的转让要签署《股权转让协议》，确定转让价格，经过股权转让变更后，委托工会代持海陆锅炉股权职工变为 81 人。

## 3. 工会持股的清理

工会持股的清理，是通过将持股平移至有限责任公司的方式。根据委托工会持股的 81 名自然人共同签署的《授权书》，股权所有人决定对工会持股采用转让到两家投资公司持有的方式进行清理。

### （1）设立两家投资公司

2006 年 12 月 6 日，工会持股的股权所有人中的 35 人（包括一名大股东、法定代表人）共同委托 2 个自然人设立张家港海高投资有限公司（简称：海高投资），公司注册资本 89 万元。根据《授权书》，海高投资注册登记的名义股东为 2 个被委托人（各占 50%），但实际股权所有人是 35 名职工，出资系 2 个自然人接受 35 人的委托以借款方式取得。

2006 年 12 月 7 日，工会持股的股权所有人中的 47 人（包括一名大股东、法定代表人）共同委托 2 个自然人设立张家港海瞻投资有限公司（简称：海瞻投资），公司注册资本 79 万元。根据《授权书》，海瞻投资注册登记的名义股东为 2 个被委托人（各占 50%），但实际股权所有人是 47 名职工，出资系 2 个自然人接受 47 人的委托以借款方式取得。

### （2）工会持股的平移

2006 年 12 月 9 日，工会与海高投资签署了《股权转让协议》，将其持有的海陆锅炉 15.4% 的股权以 89 万元的对价转让给海高投资。本次转让经海陆锅炉公司股东会审议通过。

2006 年 12 月 9 日，工会与海瞻投资签署了《股权转让协议》，将其持有的海陆锅炉 13.6% 的股权以 79 万元的对价转让给海瞻投资。本次转让经海陆锅炉公司股东会审议通过。

### （3）工会转让价款的处置

根据《授权书》，工会将股权分别转让给海高投资和海瞻投资，取得价款共计 168 万元，已根据股权所有人授权，归还 35 名自然人设立海高投资和 47 名自然人设立海瞻投资时作为出资来源的借款。

### （4）两家投资公司股权变动

2007 年 3 月 15 日，35 名股权所有人与 2 名被委托人解除了委托关系，并且 35 名实际所有人在工商部门完成股东变更，成为海高投资的实际股东。

2007 年 3 月 15 日，47 名股权所有人与 2 名被委托人解除了委托关系，并且 47 名实际所有人在工商部门完成股东变更，成为海瞻投资的实际股东。

上述工会股权平移及转让征得了全体职工股股东的同意，并向职工股股东发出《股东转让征询函》。股权平移后，公司的实际控制人没有发生改变，海高投资和海瞻投资分别成为张家港海陆锅炉有限公司的股东，工会持股结束。

## （三）委托个人持股的规范

### 1. 规范委托个人持股要点

委托持股是一种代持股份的形式，不符合股权权属清晰，容易引发潜在的纠纷，上市前应该进行清理。清理委托持股的方式主要通过股权转让，且这种股权转让主要在自然人之间进行，实现实际股东人数少于 200 人，监管层审核关注点仍在于转让价格的合理性，以及转让行为的真实性方面。

## 2.典型案例分析

案例 5-4：山东联合化工股份有限公司清理职工委托持股案例参考《山东联合化工股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

山东联合化工股份有限公司（简称：联合化工 002217），主要从事化工产品、化肥的生产与销售。公司于 2008 年 1 月在深圳证券交易所上市发行股票，公司在整体改制为有限责任公司中，形成了职工之间的委托持股，并在上市前进行了清理规范。

### （1）职工委托投资持股的形成

山东联合化工股份有限公司是 2003 年 4 月由原山东东风化肥厂整体改制为有限责任公司的，并于 2006 年 3 月整体变更为股份有限公司。公司注册资本 860 万元，注册资本中有 240.65 万元实际上由 19 名自然人股东受 861 名职工委托投资形成。该委托投资未到有关工商行政管理部门登记，也没有给委托职工发投资凭证，只是在公司内部制作了委托投资统计明细表，此外股东与职工没有任何书面约定。从这些情况看，861 名职工与 19 名自然人股东之间实质上是一种民事委托关系。

### （2）职工委托投资持股的管理运作情况

职工委托投资持股从形成到清理，共分配过一次股利，即 2006 年公司以 2005 年底总股本 860 万股为基准，每股分红 1.43 元（含税），共计发放现金红利 1 227 万元。861 名职工通过各自委托的自然人股东按照投资比例间接领取了现金红利。

在此期间，股东大会均由在工商部门登记的股东依法履行股东职责，861 名职工均未以任何形式参会。

### （3）职工委托投资持股的清理

为符合公司上市对股权清晰的要求，公司决定彻底清理和规范委托持股的行为。2007 年 5 月，861 名职工与 19 名自然人股东签署《委托投资转让协议书》，861 名职工将委托的全部投资转让给 19 名自然人股东。股权转让价格为：以股份公司设立后股本数 9 288 万股为基准，经审计得出公司 2007 年 3 月 31 日每股净资产 1.77 元，协商确定转让价格为 2 元/股。双方协议确定股权转让完成后转让方对公司不存在任何直接或间接的投资或股权关系。此次转让在山东省沂源县公证处公证。

持股转让后，山东联合化工股份有限公司全体股东出具承诺函，声明自本承诺函签署日起不存在代任何第三方间接持有公司股份的情况，并承诺对本声明的真实性承担全部法律责任；如果将来有任何第三方通过现有股东向山东联合化工股份有限公司主张股份权利，由该股东自行承担一切法律后果，并且山东联合化工股份有限公司现有全体股东承诺就解决该等第三人主张事项承担连带法律责任。至此，发行人职工委托自然人股东持股不规范的行为得以纠正，清理了上市障碍。

## （四）信托持股的规范

### 1.规范信托持股要点

理论上以信托方式可以解决拟上市公司的职工持股问题，但在实际操作中有一定的难度，尤其是监管层认为信托持股仍有委托代理的关系，不符合股权关系明晰，权属没有具体到真实的企业法人或自然人。因此，拟上市公司如果有信托持股形式存在，改制重组中应当清理，清理信托持股的方案也比较简单，通过解除信托持股协议，并转让相关股权，由企业法人或自然人持股，使股东人数降至合法范围。

## 2.典型案例分析

案例 5-5：浙江水晶光电科技股份有限公司清理信托持股情况案例参考《浙江水晶光电科技股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

浙江水晶光电科技股份有限公司（简称：水晶光电 002273），主要从事光学低通滤波器、红外截止滤光片、红外截止滤光片组立件、投影机散热板及光学窗口片等产品的生产和销售。

公司于2008年9月19日在深圳证券交易所公开发行股票上市。公司股权曾有信托持股关系，并于上市前进行了清理规范。

#### （1）信托持股的形成

发行人的前身为星星集团浙江水晶光电科技有限公司，2006年11月3日，星星光电有限公司的股东星星置业有限公司与云南国际信托有限公司签订协议，约定星星置业将其持有的星星光电有限公司10%的股权转让给云南信托。同时，云南信托制订了“瑞光信托计划”，将信托分为3%与7%，分别由63人作为受益人，然后又经过受益权转让，最后实际受益人为8人。

#### （2）信托持股的清理

云南信托作为股份公司的发起人股东，在持有股份满一年期后，进行股权转让。2007年12月21日，云南信托与受益人签订了信托终止协议，云南信托对“瑞光信托计划”进行了清算，将信托计划终止时的收益以股权形式分配给受益人，这样，8名原信托持股受益人成为发行人的自然人股东，并在工商行政管理部门进行了股东变更。

本次信托计划成立与终止均履行了《信托法》及相关法律法规规定的程序，合法有效。水晶光电经过信托持股退出后，股权关系清晰，不存在现实的和潜在的股权纠纷及风险。

### （五）股份合作制企业全员持股规范

#### 1.规范全员持股的要点

按照《证券法》的规定，公司股东超过200人就视为公开发行股票。对于全员持股的企业，如果股东人数超过200人，就要考虑通过股权收购使持股人数降至200人以内。在股权转让中，要召开职工代表大会形成决议；进行审计确定合理的股权价格；股份转让者要签订《股权转让说明书》等。使股权转让符合法定的程序，避免转让中发生纠纷。同时，也要防止转让后形成新的代持股份关系，使股份真实地转让给受让方。

#### 2.典型案例分析

案例5-6：桂林三金药业全员持股的规范案例参考《桂林三金药业股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

#### （1）公司的基本情况

桂林三金药业股份有限公司（简称：桂林三金 002275）于2009年6月29日在深圳证券交易所上市发行股票，发行股数4600万股，发行价格19.8元/股，发行市盈率32.8倍。公司主要从事咽喉口腔用药系列、抗泌尿系感染用药系列及心脑血管用药系列中成药产品的研究、生产与销售。

#### （2）全员持股的形成

桂林三金的前身为桂林中药厂，然后变为桂林三金药业集团公司。1997年12月18日，桂林市体改委批准，将桂林三金药业集团公司以1997年8月31日为改制基准日改制成为股份合作制企业，同意将公司经营性资产1.2亿元，在扣除职工安置费及其他股东权益后，连同土地合计8581万元的净资产，作价5149万元，出售给桂林三金药业集团公司563名职工。公司股本总额5000万元，每股面值1元，折合5000万股，企业改制为股份合作制企业。

#### （3）职工股份的确定与价款支付

公司通过职工代表大会确定股份持有方案，根据工龄、职称及岗位，全体563名职工分为总经理级、副总经理级、中层员工、普通员工四级，其中：总经理1人，占总股本的10.07%，副总经理5人，占总股本的13.19%，中层以上员工15人，占总股本的12.64%，普通员工542人，占总股本的64.09%。职工收购国有资产的资金来源主要有两种：一是本人自有积累，二是通过亲戚、朋友等个人借款。

#### （4）股份合作制变更为有限责任公司

2001 年 2 月，股东会审议通过将公司变更为有限责任公司。由于有限公司股东人数的限制，公司除三名股东外，其他股东持有的股份由公司工会代为管理和持有，有限公司的股东为三名自然人和工会。

(5) 工会转让股份

2001 年 12 月 15 日，公司职工代表大会审议通过，同意对工会将其代为管理和持有的公司 68% 的股权转让给三金集团（2001 年 12 月 13 日设立，当时名称为桂林三金股份有限公司），将其代为管理和持有的公司 15.38% 的股权转让给 39 名自然人。工会与三金集团及自然人分别签订《股东股权转让协议》，工会将其代为持有的 4 168.7741 万股股份以 2001 年 8 月 31 日经审计的净资产价值依据作价 10 005.0578 万元转让(2.4 元/股)。

工会和持股职工以及公司现有股东之间的股权转让履行了法定程序，符合当时的法规和规范性文件的规定。2007 年 8 月，公司所有原持股职工分别出具了《股份不存在纠纷的说明》，该说明实际上确认两个事实：一是确认了原持股职工将所持股份通过公司工会管理和代持的行为，二是对工会代持股份转让给三金集团和有关自然人的行为无异议。因此，桂林三金上述职工全员持股转让未发生任何纠纷，也未发现可能出现的潜在的纠纷。



# 第五章 企业改制重组中资本运营的方式

## 引言

企业上市公开发行股票，是公募股权融资的方式。企业通过上市发行股票可以获得增量资本，但在新的资本进入公司前，应该对公司的存量资产进行整合与优化，而企业改制重组过程就是对企业的存量资产进行规范调整的过程。公司通过改制重组，使其在股权结构、财务指标、资产独立性等方面符合公开发行股票规范要求，形成与资本市场的有效衔接，从而使公司获得新的资本资源。为了达到这些要求，就要通过一些资本运营对企业的存量资产进行整合，企业资本运营方式有许多，但上市前主要运用方式有转增股本、吸收合并、反向并购、转让股权、收购资产、公司缩股、公司分立等，本章主要讨论这些内容。

## 一、公司上市前转增股本与送股及典型案例

《企业上市前改制重组》中国金融出版社作者：张朝元，于波，丁旭

转增股本是指公司将资本公积金、法定公积金按照一定的转增比例转化为股本向全体股东转增，从而扩大公司的股本总额。送股也称送红股，是指公司以未分配利润按照一定的转增比例转化为股本向全体股东转增。

转增股本与送红股既有相同点也有相异之处。相同之处是转增股本与送红股都可以增加公司的注册资本额，使资金留在公司；股东不需要缴纳认购款，并且按持股比例获得相应的股本。不同之处是转增股本与送红股两者来源不同，转增股本来源于资本公积金或者法定公积金，送红股来源于企业的未分配利润。

转增股本与送红股实际上是所有者权益的一次重新组合，转增后公司的资产、负债和所有者权益不改变，但相应的每股净资产、每股收益都会下降。

### （一）转增股本的作用

#### 1. 回报老股东权益

股东权益也是所有者权益，它由公司的实收资本、资本公积金、盈余公积金、未分配利润构成。公司上市前通过转增股本，将资本公积金或者法定公积金按一定比例以股本形式转增全体老股东，维护老股东的权益与利益。企业的资本公积金是生产经营以外，由资本与资产等因素形成的部分股东权益，一般由股本溢价、技术难点公关拨款、政府财政扶持资金、法定财产重估增值、资本汇率折算差额等构成。其主要来源是股本溢价，而股本溢价实际是股东缴纳出资额超出其资本额的资本溢价。例如：企业通过私募融资时，投资者（股东）往往以高于公司股价几倍的价格进入，溢价部分作为资本公积金。投资者能以高于公司股价几倍的价格进入，是由于公司具有较好的盈利能力和未来上市的概念，因此，转增股本是维护老股东合法权益、回报股东的直接方式。

#### 2. 增强公司整体实力

转增股本虽然不会改变公司资产额、负债率以及所有者权益，只是会计上的“转账”而已，但在上市前转增股本可以增加公司股本规模，提高公司实力及影响力。

#### 3. 有利于公司募集资金

公司上市前转增股本，使公司总股本额增加，新股发行数量也相应提高。如果股本额设

计合理，有利于公司上市募集资金。

## （二）转增股本的程序

- 1.确定转增股本或者送红股数额及转增比例；
- 2.召开股东大会审议通过年度公积金及利润转增股本的决议；
- 3.会计师事务所对公积金或者利润转增股本出具《验资报告》验证；
- 4.在工商部门办理公积金转增或者送红股变更登记手续。

## （三）转增股本或者送红股应注意的问题

### 1.关于公积金转增股本

《公司法》规定：公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。但法定公积金转增股本时，所留存的该项公积金不得少于转增前公司注册资本的25%。

### 2.关于财务指标变化

转增股本或者送红股可以扩大企业的影响力，对资产、负债率、所有者权益没有任何影响，但转增股本后由于股本总额增大了，相应地使公司的每股净资产和每股收益下降，对此公司在上市前应综合考虑。

### 3.关于转增股本或者送红股所得税问题

根据《国家税务总局关于股份制企业转增股本和派发红股免征个人所得税的通知》（国税发〔1997〕198号）的规定：股份制企业用资本公积金转增股本不属于股息、红利性质的分配，对个人取得的转增股本数额，不作为个人所得，不征收个人所得税。股份制企业用盈余公积金派发红股属于股息、红利性质的分配，对个人取得的红股数额，应作为个人所得征税。同时，根据《国家税务总局关于盈余公积金转增注册资本征收个人所得税问题的批复》（国税函〔1998〕333号），公司将从税后利润中提取的法定盈余公积金和任意公积金转增注册资本，实际上是该公司将盈余公积金向股东分配了股息、红利，股东再以分得的股息、红利增加注册资本。因此，对属于个人股东分得并再投入公司（转增注册资本）的部分应按照“利息、股息、红利所得”项目征收个人所得税。也就是说，用资本公积金转增股本不用缴纳个人所得税；而用盈余公积金转增股本给个人股东应缴纳个人所得税。

## （四）转增股本与送红股典型案例

案例 6-1：新疆金风科技股份有限公司公积金转增资本案例参考《新疆金风科技股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

新疆金风科技股份有限公司由新风科工贸有限公司于2001年3月整体变更为股份公司，设立时注册资本3230万元。之后，经过几次股权转让与增资扩股，形成了具有国有法人股、社会法人股与自然人股的股东结构。截至2006年底公司注册资本额1亿元，资本公积金1.5亿元，盈余公积金5992万元，未分配利润2.9亿元。

公司上市前为了扩大股本规模，2007年3月26日，公司召开股东大会审议并通过2006年度利润分配及公积金转增股本的决议，同意按2006年末总股本1亿股计算，以资本公积金、法定公积金转增股本和以未分配利润送红股。具体方案为：以2006年12月31日的公司股份总数1亿股为基数，以资本公积金按每10股转增13股的比例向全体股东转增股份共计13000万股；以法定公积金按每10股送3.4股的比例向全体股东转增股份共计3400万股；以未分配利润按每10股送18.6股的比例向全体股东转增股份共计18600万股。此次完成后，公司股份总数达45000万股。

2007年3月26日，北京五洲联合会计师事务所新疆华西分所出具《验资报告》验证：截至2007年3月25日止，公司已将资本公积金1.3亿元、法定公积金3400万元及未分配利润1.86亿元，合计3.5亿元转增资本，变更后实收资本为4.5亿元。

2007年3月28日，金风科技在新疆维吾尔自治区工商局办理了红股及公积金转增的变

更登记手续。

#### 案例 6-2：山东恒邦冶炼股份公司送红股

2004 年 5 月 21 日，经公司 2003 年股东大会审议通过，公司实施 2003 年度利润分配方案，向全体股东按 10：3 的比例送红股，送股完成后公司总股本由 5 000 万股增加至 6 500 万股。其中：控股股东恒邦集团持 4 160 万股，占公司股份总数的 64%；自然人持有 2 340 万股，占 36%。本次送股经烟台中山有限公司会计师事务所出具《验资报告》验证，并经过山东省发改委批准同意。

2004 年 7 月 2 日，公司在山东省工商局办理了红股的变更登记手续。

## 二、公司吸收合并及典型案例

吸收合并作为一种重要的并购形式，“吸收合并+股票置换”已成为目前母子公司通过置换股份实现整体上市的主要方式之一。吸收合并是指两个或两个以上的公司合并后，其中一个公司吸收其他公司成为存续公司，而被吸收公司注销法人地位的合并方式。目前，国内集团公司或者母公司实现整体上市时多采用换股吸收合并的方式，这种方式不涉及现金流动，无论存续方是上市公司还是母公司或集团公司，都不必通过以现金支付的方式来购买被合并方的全部资产和股份，由此可以避免因吸收合并过程中大量的现金流出，保持合并方企业即存续公司的企业实力，有利于企业的长远发展。这种并购形式，关键是确定发行与换股价格、换股比例、换股方式、换股数量等，所以，通过换股吸收合并实现整体上市是个非常复杂的过程。下面我们讨论吸收合并的相关问题，为了便于读者的理解，通过案例分析使复杂的问题尽量简单。

### （一）吸收合并的主要形式

#### 1. 母公司作为吸收合并的主体并成为存续公司，上市公司注销

母公司是上市公司的控股股东及实际控制人，由于母子公司发展的需要，便于股权的集中管理，提高公司资产运营效率，通过换股吸收合并，母公司将实现在证券交易所整体上市，同时注销原上市公司。如 2008 年 10 月，上海电气集团股份公司吸收合并上海输配电股份公司实现整体上市。在这次换股吸收合并中，母公司在上海证券交易所发行 A 股与吸收合并上电股份同时进行，母公司发行的 A 股全部用于换股合并上电股份，不另向社会发行股票募集资金。吸收合并完成后，上电股份公司的股份（母公司持有的股份除外）全部转换为母公司发行的 A 股，其终止上市，法人资格因合并注销，全部资产、负债及权益并入母公司。

#### 2. 上市公司作为吸收合并的主体并成为存续公司，集团公司注销

集团公司是上市公司的控股股东，随着集团公司的业务发展，为了避免潜在的同业竞争，提高集团整体运作效益，上市公司以换股方式吸收合并其控股股东，上市公司作为存续公司，集团公司注销法人地位。如 2008 年 1 月，沈阳东软软件股份有限公司换股吸收合并东软集团有限公司。通过这次换股吸收合并，东软股份作为合法存续公司，东软集团法人注销，股东对集团公司的出资按照一定比例全部转换为东软股份有限公司的股份，集团公司的资产、负债、权益全部并入东软股份。这种吸收合并是以上市公司存续，通过换股改变上市公司股东的过程，集团公司可以是有限责任公司也可以是股份有限公司，相对前一种吸收合并，这种方式程序略简单、时间更快、成功率更高。

#### 3. 非上市公司之间的吸收合并

企业上市前为了整合内部资源、加快公司的发展，对从事相同或相近行业的企业进行吸收合并。非上市公司之间的吸收合并是以某一天为基准日，经过审计确定各个公司的净资产，根据各出资方所占的股权比例，计算出其拥有的净资产值，以此再确定各出资方在存续公司中所占的股权比例。被吸收的公司解散，存续公司在工商部门办理变更手续。在下面的案例

中，山东太阳纸业股份有限公司子公司之间的吸收合并是典型的非上市公司之间的吸收合并。

## （二）吸收合并的作用

### 1.构建新的资本运作平台，为公司拓宽融资渠道

在吸收合并以前，母公司属于非上市公司，缺少市场化的直接融资渠道。通过换股吸收合并，母公司实现整体在 A 股上市，并在 A 股市场搭建资本运作的平台。随着股权分置改革的完成，A 股市场投融资活动不断创新，母公司上市后，可以充分利用资本市场开展直接融资，通过兼并、收购完善公司的业务发展，为公司做强做大拓宽融资渠道。

### 2.整体上市有利于企业内外资源的整合

通过整体上市可以较好地解决企业内部同业竞争和资源整合问题，减少企业管理的层级，充分发挥规模效应和协同效应。例如，东软集团与东软股份业务相近，考虑到资产独立性的问题，其分别建立了各自的技术研发、生产管理、市场营销、财务管理等运行机构。随着双方企业资产与业务的不断扩大，这种独立性已经开始制约和影响企业的业务发展，加大了运行成本，降低了企业的效率。吸收合并后，实现集团公司整体上市，有利于整合双方资源，减少重叠，降低管理和交易成本，发挥集团整体人员、技术、产品与管理等方面的优势，提高企业的运作效率，实现股东利益的最大化。

### 3.减少不公正的关联交易，促进证券市场健康发展

不公正的关联交易过多是我国证券市场的一个痼疾，一些上市公司的控股股东通过关联方获得收入、转移利润，从事不公平不公正的交易，定价违背公允性，损害了中小股东利益。通过吸收合并，减少竞争对手和关联方，提高行业的集中度，减少关联交易。同时，大盘股甚至是蓝筹股经营业绩比较稳定，对于稳定证券市场会起到重要作用。因此，2006 年 12 月，国务院办公厅转发了国资委制定的《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，文件明确提出：“积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市，鼓励经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式，把主营业务资产全部注入上市公司”。

### 4.进一步完善公司产业链，实现公司一体化战略

上市公司往往专注于单一的行业，公司会面临产品单一、业务单一的风险。为了延长产业链，增强公司抗风险的能力，通过吸收合并，可以解决上下游的产业整合。例如，中国铝业（601600）换股吸收合并山东铝业和兰州铝业后，优质氧化铝与原铝企业全部进入中国铝业，既完善了公司的产业链，又实现了集中统一管理和一体化经营的公司战略，有利于提升公司的核心竞争力。

## （三）吸收合并的程序

### 1.母公司存续，上市公司注销的程序

（1）母公司和上市公司董事会就吸收合并事项作出决议并公告换股比例和现金选择权价格；

（2）母公司与上市公司分别通过并签署吸收合并协议，然后发出股东大会通知；

（3）母公司和上市公司股东会就吸收合并事项作出决议并公告；

（4）两公司分别在各自股东大会结束后刊登公告通知债权人有关吸收合并事项；

（5）两公司分别按照债权人的要求清偿债务；

（6）获得政府相关部门对本次换股合并的批准；

（7）获得中国证监会对母公司换股发行及吸收上市公司的核准；

（8）刊登母公司招股说明书暨吸收合并公告；

（9）上市公司股东对拟行使现金选择权部分的股份实施现金选择，并由第三方支付现金对价；

（10）第三方持有的全部股份及未行使现金选择权的股份按照确定的换股比例取得母公

司因换股发行的股票；

(11) 母公司办理发行股票交割过户、工商变更登记手续，上市公司公布退市公告，母公司申请股票在交易所发行上市；

(12) 上市公司办理注销登记，母公司公告换股吸收合并完成。

## 2. 上市公司存续、母公司注销的程序

(1) 上市公司及母公司董事会就吸收合并事项作出决议并公告；

(2) 两公司股东会就吸收合并事项作出决议并公告；

(3) 获得政府相关部门对本次换股合并的批准；

(4) 两公司分别刊登公告通知债权人有关吸收合并事项；

(5) 两公司董事会就修改吸收合并方案事项作出决议并公告；

(6) 获得中国证监会对合并的核准；

(7) 刊登合并报告书、换股及现金选择权实施公告；

(8) 上市公司股东（母公司除外）对其所持上市公司股票全部或部分行使现金选择权，并由第三方支付现金对价；

(9) 母公司股东以其对母公司出资额（母公司是有限责任公司）或占母公司股份（母公司是股份公司），按照确定的换股比例转换为存续公司上市公司的股票；

(10) 上市公司办理工商变更登记手续及刊登股份变动公告；

(11) 母公司办理法人资格注销手续。

## （四）吸收合并中重点考虑的问题

### 1. 关于母公司换股价格的确定

母公司作为非上市公司，而且多为有限责任公司，在资本市场上对非上市公司的估值通常采用可比公司的估值法，即选择同行业上市公司的市盈率作为参考，并以评估机构采用收益现值法评估的结果为基础再进行验证和参考。这种方法比较直观、简单，在企业并购以及红筹上市前重组中普遍采用此方法估值。例如东软集团有限公司，目前国内 A 股软件类上市公司的平均市盈率为 40 倍左右，而国际上以软件外包为主要业务的上市公司的平均市盈率为 30 倍，考虑到东软集团在国内软件外包行业的地位及成长性，确定其市盈率为 35 倍，根据其净利润及股东出资额，可以计算出每 1 元出资额收益为 0.2 元，因此，换股价格为每元出资额 7 元。

### 2. 关于换股比例的确定

在确定母公司估值和股价后，需确定上市公司的换股价。作为上市公司，其换股价格以二级市场的股票价格作为其估值的参考，以前 20 个交易日股票的均价确定。有了两个公司的换股价格，可以得出换股比例。

换股比例=母公司换股价格/上市公司的换股价格

如果换股比例为 1：5，即母公司以 5 元的出资可以转换为 1 股上市公司的股份。

### 3. 关于双方债务和资产的处理

合并双方按照《公司法》及相关法律、法规，在相应的报刊上向债权人发布换股吸收合并的通知和公告，并根据债权人的要求，清偿债务或者提供充分有效的担保，合并双方所有未予偿还的债务由存续公司承继。

另外，注销法人地位公司的所有资产，如商标、专利、特许经营权和与之相关的资产，均由存续公司所享有，并办理资产变更手续。

## （五）吸收合并典型案例

案例 6-3：上海电气集团股份有限公司吸收合并上海输配电股份公司案例参考《上海电气集团股份有限公司首次公开发行 A 股招股书》。

合并方：上海电气集团股份有限公司（简称：上海电气），于 2004 年 9 月，以上海电气

集团有限公司净资产值按 1:1 的比例折股整体变更为股份有限公司。2005 年 4 月在香港联交所上市，发行 H 股。公司主要从事设计、制造及销售电力设备、机电一体化设备、重工设备、交通设备及环保系统产品并提供相关服务。公司为中国最大的综合型装备制造业集团之一，在百万千瓦级核电机组、特高压输变电成套设备等行业具有突出地位和显著优势。

被合并方：上海输配电股份公司（简称：上电股份 600627），于 1993 年 1 月在上海证券交易所上市，主要从事输配电设备制造和输配电工程总承包。上海电气集团股份公司是其控股股东，持有其 83.75% 的股权，性质为限售流通股，其他股东持有 16.25% 的股权，性质为无限售条件流通股。

#### 1. 换股吸收合并的动因

上电股份专注于输配电设备制造行业，由于公司对该行业的景气度有较大的依赖性，公司面临业务单一、产品单一的风险。如果电网公司未来固定资产投资增速放缓会导致待业需求增长不足，或因上游原材料价格大幅波动导致公司成本上升，经营业绩将受到重大不利影响。

上海电气是综合性装备制造业集团，吸收合并后，上海电气的业务跨电力设备（含发电设备和输配电设备）、机电一体化、重工设备、交通设备、环保设备五大领域，上海电气业务多元化可有效防范单一行业风险对股东利益的影响。同时，上电股份将下属公司股权纳入上海电气股权投资管理体系，有利于股权的集中管理，提高公司运行效率，并达到上海电气集团公司的 A 股在上海证券交易所上市的目的。

#### 2. 换股吸收合并的方式

以换股吸收合并方式合并上电股份，并且上海电气 A 股发行与吸收合并上电股份同时进行。上电股份总股本 51 796.55 万股，其中：上海电气持有上电股份 43 380.72 万股，为限售流通股，该部分股份不参与换股，也不行使现金选择权，合并完成后予以注销；境内法人持有 3 315.82 万股，已于 2007 年 11 月 7 日起上市流通；社会公众持有 5 100 万股，为流通股。

上海电气发行的 A 股全部用于换股吸收合并上电股份，不另向社会公开发行股票募集资金。吸收合并后，上电股份终止上市，法人资格注销，全部资产、负债及权益并入存续公司。

#### 3. 换股价格

上海电气 A 股发行价格为 4.78 元；上电股份换股价格为 28.05 元，考虑到股票市场波动风险，并对参与换股的上电股份股东给予一定的风险补偿，在此基础上溢价 24.78%，上电股份股东实际换股价格相当于 35 元。

#### 4. 换股比例

换股比例为 1:7.32，即上电股份股东（上海电气除外，但包括向行使现金选择权的上电股份股东支付现金从而获得上电股份股票的第三方）所持的每一股上电股份股票可以换取 7.32 股的上海电气 A 股。

案例 6-4：沈阳东软软件股份有限公司换股吸收合并东软集团有限公司案例参考《沈阳东软软件股份有限公司换股吸收合并东软集团有限公司报告书》。

合并方：沈阳东软软件股份有限公司（简称：东软股份 600718）于 1996 年 6 月在上海证券交易所上市发行股票，公司以软件服务为主营业务，主要面向政府和企业的信息基础设施建设、运营和维护提供解决方案与服务，并向国际市场提供软件外包服务。2008 年 1 月以换股吸收合并控股股东东软集团有限公司。

被合并方：东软集团有限公司为中外合资企业，主要从事软件技术和以服务为核心的软件与服务业务、数字医疗业务、教育与培训业务。

#### 1. 换股吸收合并的动因

东软集团是中外合资企业。随着外国投资者的引入，东软集团主营业务的战略重点向软件外包业务转移，使集团业务与子公司东软股份的国际业务逐渐趋于重合，因此，东软股份与东软集团存在着潜在的同业竞争关系。

在母子公司业务相近，又分别建立各自独立的业务、市场、财务等运行机构，这种独立已经开始制约和影响双方的业务发展，加大了企业的运营成本，降低了企业的效率。

另外，东软集团资产质量优良、业务模式简单、盈利能力强。合并后其能得到集团优良资产，与外国投资机构建立战略伙伴关系，进一步加快了国际软件业务的发展。

## 2.换股吸收合并的方式

东软股份通过换股吸收合并东软集团的方式实现整体上市，即东软集团全体股东分别以其对东软集团的出资额按照合并换股比例转换成东软股份（存续公司）的股权，以实现东软集团非融资整体上市。

合并完成后，东软集团持有的东软股份的全部股份（包括限售流通 A 股 139 878 823 股及非限售流通 A 股 1 700 985 股，共计 141 579 808 股）将予以注销。东软集团的全部资产、负债及权益并入存续公司，其法人资格注销。

## 3.换股价格

东软股份股价在吸收合并公告前一个交易日的收盘价为 24.49 元/股，前 20 个交易日股票均价为 22.78 元/股，为了保护非限售流通股股东的利益，确定东软股份的换股价格为 24.49 元/股。

东软集团作为非上市有限责任公司，确定换股价格的方法前面已介绍过，为每元出资额 7 元。

## 4.换股比例

换股比例为 1：3.5，即东软集团每 3.5 元出资额可以转换为 1 股东软股份的股份。

案例 6-5：山东太阳纸业股份有限公司子公司之间的吸收合并案例参考《山东太阳纸业股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

山东太阳纸业股份有限公司（简称：太阳纸业 002078），其前身为山东太阳纸业集团有限公司，于 2000 年 4 月集团有限公司按照 1：1 的比例折股整体变更为股份公司，2006 年 11 月在深圳证券交易所上市发行股票。上市发行前，太阳纸业其中的三个子公司：兖州天章纸业有限公司、兖州天颐纸业有限公司、兖州天园纸业有限公司从事的业务相近，为了整合资源，经三个子公司董事会研究，决议兖州天章纸业有限公司吸收合并兖州天颐纸业有限公司和兖州天园纸业有限公司，吸收合并后，兖州天颐纸业有限公司和兖州天园纸业有限公司解散，兖州天章纸业有限公司承继两个公司的债权债务。三个子公司均为外资企业，吸收合并也得到了商务部的审批。

### 1.三个子公司的基本情况

兖州天章纸业有限公司成立于 2000 年 11 月，注册资本 3 728 万美元，太阳纸业持有其 75% 的股权，法国施依沙女士持有 25% 的股权。公司生产销售包装纸及纸板。

兖州天颐纸业有限公司成立于 2000 年 5 月，注册资本为 2 718 万美元，太阳纸业持有其 51% 的股权，美国金瑞集团有限公司持有 25% 的股权，兖州金太阳商贸有限公司持有 24% 的股权。公司生产和销售低定量涂布纸及系列产品。

兖州天园纸业有限公司成立于 2002 年 11 月，注册资本为 2 700 万美元，太阳纸业持有其 75% 的股权，百安国际有限公司持有 25% 的股权。公司生产销售高档信息用纸。

### 2.吸收合并的程序

- （1）三个子公司分别召开董事会，批准吸收合并方案；
- （2）由会计师事务所分别出具三个公司的审计报告；
- （3）三个子公司签署《吸收合并协议书》；

- (4) 吸收合并得到商务部批准；
- (5) 兖州天章纸业有限公司在省级报纸《大众日报》发布吸收合并的债权人通知书；
- (6) 三个子公司分别向各自债权人发布合并书面通知；
- (7) 兖州天颐纸业有限公司和兖州天园纸业有限公司办理注销手续；
- (8) 新天章纸业公司在工商部门变更获得营业执照。

### 3.吸收合并的方式

本次吸收合并是以 2005 年 10 月 31 日审计后的净资产为基准，根据各出资方所占股权比例，计算出其拥有的净资产值，以此再确定各出资方在存续的新天章公司中所占股权比例，其中法国施依沙女士将持有的兖州天章纸业有限公司 25% 的股权转让给百安国际有限公司。新天章纸业公司投资为 18 129 万美元，注册资本 9 146 万美元，太阳纸业占 69.26% 的股权，兖州金太阳商贸有限公司占 5.74% 的股权，美国金瑞集团有限公司占 5.98%，百安国际有限公司占 19.02%。

## 三、反向并购及典型案例

反向并购是指非上市公司通过收购一些业绩较差、盈利能力弱化的上市公司的股份控制该公司，然后再通过资产置换及新股定向发行的方式进行资产的转移，实现非上市公司进入资本市场的目的。反向并购对于上市公司是一次重大的资产重组，通过重组为公司注入优质资产，遏制公司继续亏损，避免公司退市的风险。反向并购对于非上市公司是一次发展战略的调整，通过收购股权控制上市公司，进而将优质资产转移到上市公司中，实现在资本市场建立长期融资平台。因此，反向并购分为两个环节：一是收购股权交易，非上市公司股东以收购上市公司控股股东的股份，绝对或相对地控制一家已经上市的公司；二是资产转让交易，上市公司收购非上市公司资产而控制非上市公司的优质资产并运营该资产。

### （一）反向并购的作用

#### 1.有利于改善公司资产质量及持续盈利能力

上市公司通过重大的资产重组，向公司置入具有较好盈利能力的资产，通过业务和资产的调整，改善公司的资产质量，提高盈利能力。

#### 2.避免了退市的风险

上市公司是稀有资源，通过资产重组不仅维持了上市公司的资源，而且股东通过转让股份可以得到一定回报。

#### 3.避免了 IPO 发行的复杂程序

反向并购是公司进入资本市场的快捷通道，避免了首次发行股票的复杂程序。

### （二）反向并购的程序

- 1.上市公司董事会就资产重组做出方案；
- 2.两公司签署《资产置换协议》及《新增股份购买资产协议》；
- 3.上市公司股东会批准重大资产重组方案；
- 4.国有股份公司需要政府相关部门批准；
- 5.中国证监会对重大资产重组核准；
- 6.收购上市公司控股股东的股权；
- 7.进行资产置换；
- 8.定向增发新股。

### （三）反向并购典型案例

案例 6-6：\*st 兴发（000780）重大资产转换及新股定向发行案例参考《内蒙古草原兴发股份有限公司重大资产置换报告书》。



资产置出方：内蒙古草原兴发股份有限公司，于 1997 年 5 月在深圳证券交易所上市。经批准，2003 年 1 月公司以 2001 年底总股本 283 272 000 股为基数，按每 10 股配 7 股的比例向全体股东配售人民币普通股，配股完成后公司总股本为 409 117 687 股。2006 年 4 月公司实施股权分置改革，公司以当时流通股数 186 170 400 股为基数，用资本公积金向在册的全体流通股股东定向转增 205 188 176 股，转增后总股本为 614 305 863 股。

资产置入方：内蒙古平煤集团（集团）有限责任公司（简称：平煤集团），为国有独资公司，于 2000 年 7 月成立，注册资本 74 765 万元。公司煤田面积 81 平方公里，由平庄煤田和元宝山煤田组成，探明储量 16.7 亿吨。截止到 2005 年 12 月 31 日，平煤集团总资产 527 528.23 万元，总负债 188 878.40 万元，净资产 338 649.82 万元。2005 年实现销售收入 185 074.48 万元，净利润 2 134.15 万元。公司将以风水沟等五个煤矿作为经营性资产与\*st 兴发进行了资产置换。

#### 1. \*st 兴发面临的困境

公司主要从事农作物种植、牲畜饲养及家禽饲养、食品加工及餐饮行业等。由于公司经营管理不善，2004 年和 2005 年连续两年亏损，依照交易所上市规则已被实施退市警示处理，若 2006 年度仍亏损，公司将面临暂停上市的风险。特别是近几年公司因虚增资产、虚构利润及股东抽回配股资金，受到中国证监会立案稽查。公司自 2004 年以来经营急剧恶化，现金流基本枯竭，大量到期债务不能偿还。

#### 2. 重组意义

为了摆脱公司当时的困境，在内蒙古自治区政府、赤峰市政府协调下，草原兴发及公司控股股东积极对外寻求重组，并与平煤集团就重组事宜进行多次积极的沟通，双方最终达成一致意见。平煤集团决定对\*st 兴发进行重大资产转换，向上市公司置入具有较好盈利的煤矿资产，通过重组改善上市公司的资产质量，提高盈利能力。

#### 3. 资产重组方案

##### （1）收购股权

平煤集团通过《股权收购协议》，收购上市公司前三大股东合计持有的公司 36.29% 的股权，即限制性流通股份 222 947 287.00 股，收购后，平煤集团成为上市公司第一大股东。

##### （2）置换资产

平煤集团与上市公司双方拟以 2006 年 6 月 30 日为基准日，以上市公司全部资产扣除保留的 109 080 万元银行负债外，将经过评估后资产净额 128 271 万元与平煤集团拥有的评估后部分煤业经营性资产净额协议价 269 682 万元进行置换。

##### （3）定向增发新股

由于置换资产出现 141 411 万元的差额，上市公司通过定向增发新股的方式作为补偿。向平煤集团新增发 4 亿股限制性可流通股，股价 2.47 元/股，总价为 98 800 万元。定向增发后平煤持有上市公司 61.4% 的股权。

增发后另差的 42 611 万元，作为上市公司对平煤集团的负债，计入应付款，在 5 年内支付。

## 四、收购（资产收购、股权收购）及典型案例

《企业上市前改制重组》中国金融出版社作者：张朝元，于波，丁旭

并购是兼并与收购的合称，因此，收购是并购的一种方式。收购主要包括资产收购与股权收购，这两种收购方式在企业上市前使用得很多。

#### （一）资产收购

资产收购是指收购方根据自己的需要而购买目标公司部分或是全部的资产，如果收购目

标公司全部资产，则目标公司办理注销手续。资产收购对象包括流动资产、固定资产和无形资产，也包括负债。资产收购是企业扩大生产经营的一种重要方式，公司通过资产收购达到对外扩张、实现规模化经营的目的。对于盈利差的上市公司通过资产收购可以为公司注入优质资产，恢复其盈利能力，避免退市的风险。

### 1.资产收购的作用

#### (1) 提升公司的价值

通过资产收购能获得与本企业现有的业务相关性比较强的资产，理顺业务关系，容易实现生产、技术、资金的协同效应，增强公司现有业务的竞争力。

#### (2) 有利于增强公司的独立性

拟上市公司通过资产收购可以避免同业竞争，减少关联交易，保证股份公司资产的独立性和完整性，整合企业上下游的产业链。

#### (3) 有助于改善公司的资产结构

通过资产收购不仅扩大了公司的固定资产，也使主营业务资产相应增加，公司的资产结构更为合理，有助于提升公司的整体竞争力。

### 2.资产收购的程序

#### (1) 召开公司董事会及股东会，审议资产收购方案并作出决议。

#### (2) 确定资产收购价格。

资产收购价格以某一日期作为评估基准日，并根据资产评估公司出具的评估报告中的净资产为基准计算确定。一般计算公式为

收购价格=基准对价+对价调整数

其中，基准对价指资产评估报告确定的，并需上报有关政府部门备案批准后评估基准日资产净值。

对价调整数=资产交割日时的账面净资产-评估基准日的账面净资产值

(3) 签署《资产转让协议》，主要包括：资产收购的价格及定价依据，收购价格的支付条件，交易价款支付方式与时间等。

#### (4) 资产转让并办理过户手续。

### 3.资产收购的典型案例

案例 6-7：桂林三金药业上市前资产收购的案例案例参考《桂林三金药业股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

#### (1) 收购三金集团桂林中药厂

三金集团是桂林三金药业的控股股东，而三金集团桂林中药厂系于 1993 年由本公司职工投资设立的股份合作制企业。2004 年 2 月，桂林中药厂同桂林三金药业全资子公司三金生物有限公司签署《资产转让协议》，将其拥有的房屋、设备等资产以 136 万元转让给三金生物有限公司，转让价格以 2003 年 12 月 31 日为基准日的评估净资产确定。2004 年经广西壮族自治区药监局批准，同意将蛤蚧定喘胶囊等 11 个品种药品生产特许权以 150 万元的价格转让给三金生物有限公司。2004 年 12 月，经工商行政管理部门核准，三金集团桂林中药制药厂注销。

#### (2) 收购三金集团桂林同济堂制药有限公司

三金集团桂林同济堂制药有限公司成立于 2000 年 10 月，注册资本 1 000 万元，其中：桂林三金药业出资 800 万元，占总股本的 80%，桂林中药厂出资 200 万元，占 20%的股权。该公司主营业务为中西成药、中西原料药、中药提取物、中药饮片与药粉、生物制品、保健品的生产和销售。2002 年 2 月，桂林三金药业同桂林中药厂及两名自然人签署股权转让协议，将持有的同济堂 60%的股份转让给桂林中药厂，将 20%的股份分别转让给两个自然人（各 10%）。

2004 年 2 月，同济堂有限公司股东会审议通过，同意将公司的药品品种转让给三金生物有限公司，并在资产转让完成后，授权公司董事会办理公司解散、清算的相关手续。

2004 年 3 月，经广西壮族自治区药监局批准，将复方红根草片等 119 个品种的生产企业名称由同济堂变更为三金生物。然后，同济堂公司与三金生物有限公司签署《品种转让协议》，将上述药品生产特许权以 150 万元的价格转让给三金生物有限公司。

2004 年 9 月，同济堂公司与桂林三金药业签署了《资产转让协议》，将其拥有的部分房屋建筑物、土地等资产以 253 万元转给桂林三金药业，转让价格以 2004 年 9 月 30 日审计基准日的经审计的净资产确定。

上述资产收购后，同济堂公司停止生产经营，于 2007 年 5 月在相关工商行政管理部门核准注销。

案例 6-8：上海电力股份有限公司上市前收购 4 家工程公司资产的案例案例参考《上海电力股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

上海电力股份有限公司（简称：上海电力 600021），于 2003 年 11 月在上海证券交易所上市公开发行股票。上市前公司为整合企业上下游的产业链，满足电厂安全生产需要，减少关联交易，公司对 4 家工程公司进行了资产收购。

#### （1）4 家工程公司的基本情况

1998 年 6 月，上海电力设立时，公司原控股股东上海市电力公司(现控股股东为中国电力投资集团公司)将上海杨树浦发电厂、上海闵行发电厂、上海南市发电厂、上海吴泾热电厂一至五期工程以及七期工程中与发电有关的资产投资到上海电力。为这些电厂提供大修、小修和技改服务的资产、人员，分别组建为上海电力吴泾工程有限公司、上海电力闵行工程有限公司、上海电力杨树浦工程有限公司和上海电力南市工程有限公司。这 4 家公司注册资本均为 3 000 万元人民币，主要经营电力设备、供热工程的检修、设计、安装、调试；发供电、供热企业的运行管理等。它们分别为投入到上海电力的 4 个电厂以及上海吴泾发电有限公司提供生产检修等服务。收购前上海市电力公司持有上述 4 家工程公司的股权均为 90%，上海电力物资公司持有上述 4 家工程公司的股权均为 10%。

#### （2）收购情况

上海电力与上海市电力公司、上海电力物资公司签署《资产收购协议》，收购上述 4 家工程公司的资产。由于当时国家电力体制改革方案尚未确定，经批准，暂时以 4 家公司的账面净资产值 5.74 亿元作为收购价格，待国家有关部门审批后，以资产评估值相应调整转让价格。

上海电力收购上述 4 家工程公司资产后，上海电力闵行工程有限公司、上海电力杨树浦工程有限公司和上海电力南市工程有限公司被合并组建成上海电力股份有限公司工程分公司，上海电力吴泾工程有限公司被并入上海电力下属吴泾热电厂。原 4 家工程有限公司在上海工商行政管理局批准注销。

#### （二）股权收购

股权收购是指一家企业通过购买目标公司部分或是全部的股权，实现企业扩张和发展的一种投资行为，而收购企业按持股比例承担目标公司的权利与义务、资产和负债。

有关股权收购的更详尽的内容与案例分析请参见“第三章企业上市前股权重组”。

#### （三）收购资产与收购股权的区别

1.变更方式不同。股权收购因为股东变动须在相应的工商行政管理部门办理变更手续，而部分资产收购不需要办理工商变更手续，如果收购的资产属不动产，须到房产部门办理过户。当然，若是收购目标公司全部资产，被收购企业须在相应的工商行政管理部门办理注销手续。

2.承担债务不同。股权收购后，股东应按股权比例承担相应比例的债务，而资产收购后

目标公司的原有债务仍由其承担。

3.税收不同。股权转让后，由股东缴纳增资部分的个人所得税，而资产转让后，由目标企业缴纳增值税、营业税等。

4.受影响的第三方不同。股权收购中，影响最大的是目标企业的其他股东，而资产收购中，影响最大的是享有该资产权利的人，如担保人、抵押人、商标权人、专利人等，资产的转让须得到相关权利人的同意。

## 五、公司缩股及典型案例

企业资本运营，主要分为资本扩张与资本收缩两种方式。兼并收购及增资扩股属于资本扩张，它使企业的资本、生产规模及经营范围扩大。股份回购、分立、缩股属于收缩性资本运营，它能使企业股本减少甚至缩小企业规模和经营范围。企业在改制重组阶段，公司收缩资本用得较多的方式就是缩股与分立。

缩股本质上是一种减少公司注册资本的行为。缩股是指企业上市前为降低股本数，股东按照同比例缩小股本，并将被缩掉的那部分股本转入资本公积金，客观上提高每股收益和每股资产净值指标，有利于公开发行业股票时股价上行，也为今后股本扩大留有一定的空间。

企业的存在形式主要为股份有限公司和有限责任公司，公司上市前缩股根据其组织形式而有不同做法。股份有限公司缩股按股东持股比例缩小一定的注册资本，并将缩小额转入公司资本公积金，公司资产净值不变；有限责任公司在整体变更为股份公司时，按净资产折为股份公司股本时，如果按照小于1:1比例折股也视为缩股，其股本与净资产差额进入股份公司资本公积金，公司资产净值不变。例如，浙江富春江水电设备股份有限公司上市前，有限公司按照1:0.6776折股整体变更为股份公司，即将有限责任公司净资产158 471 908.27元，折成10 739万股，其差额51 081 908.2元进入股份公司资本公积金；而苏州海陆重工股份有限公司在上市前，按照1:0.762折股整体变更为股份公司，即将有限责任公司净资产108 891 894.08元，折成8 300万股，其差额25 891 894元进入股份公司资本公积金；2009年7月，浙江万马电缆股份有限公司在深圳证券交易所公开发行股票，改制时，有限责任公司按照1:0.617折股整体变更为股份公司，即将有限责任公司净资产243 010 949.73元，折成15 000万股，其差额93 010 949.73元进入股份公司资本公积金。因此，这种缩股的方式在企业改制重组中被普遍采用。

### （一）公司缩股的作用

1.提高公司部分财务指标。缩股使公司在净资产不变的情况下，每股盈利和每股的净资产等指标都得到提高。每股盈利能反映公司的经营业绩的好坏，而每股的净资产值是支撑股票市场价格的重要基础。因此，合理的缩股对提高公开发行业股价有利。

2.有利于上市公司的可持续发展。当二级市场价格低迷，每股财务指标恶化时，通过缩股方式会导致股价的自然向上填权，股价不跌反涨，对维护二级市场价格，稳定市场预期有较好的作用。股权分置改革中，许多上市公司推出了缩股方案，如吉林敖东（000623）股权分置的方案是：公司全体非流通股股东以其持有的非流通股股份按照1:0.6074的缩股比例进行缩股，从而获得所持股份的流通权，缩股后非流通股股东所持股份转换为流通股，按照有关政策的规定进行流通。同时，公司向全体股东每10股派现金1.07元，非流通股股东将其应得股利全部支付给流通股股东，流通股股东因此得到现金补偿为每10股派0.93元，现金所得总计为每10股2元(含税)。

### （二）公司缩股的程序

- 1.公司董事会提出缩股方案；
- 2.公司股东会对缩股方案进行审议并作出决议；

- 3.国有和国有控股公司报政府有关机构批准；
- 4.公司应当自作出减少注册资本决议之日起 10 日内通知债权人，并于 30 日内在报纸上公告；
- 5.债权人自接到通知书之日起 30 日内，未接到通知书的自公告之日起 45 日内，可持有效债权文件及凭证向公司要求清偿债务或要求公司提供相应的偿债担保；
- 6.编制资产负债表及财产清单；
- 7.公司办理工商变更手续。

### （三）公司缩股典型案例

上海电力股份有限公司（简称：上海电力 600021）在上市前为了调整股本结构，于 2001 年 4 月召开临时股东会决议，并经政府有关部门批准，在保持上海电力资产净值不变的前提下，对公司的总股本按 2：1 的比例进行缩股，即注册资本由人民币 264 701 万元变为 132 350.5 万元，其中：中国电力投资集团公司持有 100 945.50 万股，占总股本的 76.27%，上海华东电力发展公司持有 31 405.00 万股，占总股本的 23.73%。公司按照《公司法》等法律法规对于减资的相关要求，向债权人发出公告，履行相应的法律程序，由会计师事务所出具《验资报告》。公司实施等比例缩股，减少的注册资本转为公司的资本公积金，公司资产净值及各股东的权益没有发生改变。缩股后，公司没有因缩股问题发生任何法律纠纷。缩股对公司生产经营的连续性、控制权的稳定性没有重大影响，对公司和股东没有不利的影响。案例参考《上海电力股份有限公司首次公开发行股票招股书》。

## 六、公司分立及典型案例

《企业上市前改制重组》中国金融出版社作者：张朝元，于波，丁旭

公司分立是指将一家公司分成两家或者两家以上具有相互独立法人地位的公司。公司在改制重组时进行分立的原因主要在于：第一，公司经营不同的综合性业务，公司分立后可以满足企业适应经营环境变化的需要，提高运营效率；第二，公司分立后，主营业务更加清晰，有利于在资本市场的估值，有助于在资本市场以更高的市盈率进行融资；第三，公司分立可以作为反兼并与反收购的一项策略。

公司分立应发出公告，债权人有权要求公司清偿债务，不清偿债务的公司不得分立。公司分立前的债务按所达成的协议由分立后的公司承担。

### （一）公司分立的特点

- 1.公司分立是单个公司的行为，不牵涉别的公司，只需本公司的主管机关或股东会作出决议即可。
- 2.公司分立是把一个公司分成两个或两个以上的公司，分立后原公司与分立后的公司是母子公司关系，而不是总公司与分公司的关系。
- 3.公司分立后的存续形式可以不同。有限责任公司分立后，新成立的公司仍为有限责任公司，股份有限公司分立后，新成立的公司可以是股份有限公司，也可以是有限责任公司。

### （二）公司分立的程序

- 1.董事会提出公司分立方案；
- 2.股东会作出公司分立决定；
- 3.签订分立协议，确定公司分立有关事宜；
- 4.编制资产负债表及财产清单；
- 5.发出公司分立公告；
- 6.办理工商登记。

### （三）公司分立典型案例

依据《公司法》并经中国银监会批准，中国建设银行股份有限公司（简称：建设银行）、中国建银投资有限责任公司（简称：中国建设）与中央汇金投资有限责任公司于 2004 年 9 月 15 日签署分立协议。根据该协议原建行分立为建设银行和中国建设。

根据分立协议，建设银行承继了原建设银行的商业银行业务及相关资产和负债，包括政府机关及公司实体委托贷款业务，以及委托住房公积金按揭业务。中国建设承继的原建设银行的非商业银行业务、资产、负债，包括原建行 2000 年 10 月 20 日之前形成的对委托贷款业务（不包括住房金融委托贷款业务）及相应的权利与义务；承继处理政府部门委托的原中国农村发展信托投资公司等金融机构的有关事宜及相应权利与义务等。由中国建设承继的资产的账面净总额为人民币 71.87 亿元，约占原建设银行总资产的 0.2%。