



2

投资银行的角色

Matthew Koder, Chip Wadsworth 和 Daniel Hoverman ·

瑞银投资银行

瑞银在打入全球资本市场方面具备全面而丰富的知识，并能够在整个过程中持续提供咨询服务。

瑞银拥有关于资本市场的丰富的经验和知识，其中包括在美国证券资本市场上市，我们可以在整个流程中提供持续的咨询服务。投资银行在IPO过程中比其他参与者更为重要，是发行成功的重要角色。投资银行在许多重要职能方面给发行人提供帮助和建议：分析行业和公司，确定投资者对这样的公司是否有需求，组建发行架构，评估公司价值和挖掘投资亮点，向投资者推荐此次发行。某种程度上说，投资银行引领整个交易；带领发行人的专业顾问团队，协调他们之间的角色，确保实现所有业务目标，公司及时完成IPO流程。

在美国市场上市的好处

投资银行的首要业务就是协助公司评估相关发行，确定IPO上市是否合理和可行。一般来说，国际投资者非常关注中国，目前中国作为世界上增长最快的经济体，中国公司也迎来了前所未有的走向全球化和参与世界资本市场的机会。越来越多的中国发行人选择通过在NASDAQ进行IPO来进入美国资本市场。在美国NASDAQ上市的主要优点在于：

- 更多融资机会。成功的IPO创建了通过二级市场股票发行和债券发行进入公开市场的通道，为公司创造了牢固可靠的公司资金来源。

- 多元化的股东结构。通过全球证券发行接触广泛的资本拥有者，公司可以建立广泛的国际投资者基础，因而帮助实现多元化和平衡的股权结构。
- 提升公司形象和营销力度。转型为公众公司可以提供公司品牌的全球知名度和业务声誉。国际电视、纸面和财经媒体，例如CNN、彭博社、华尔街日报和金融时代，为公众公司和市场提供频繁和深度的剖析。此外，日常股票市场提升了公众公司的全球知名度。IPO后更为广泛的媒体覆盖可以为公司带来很好的公司形象、市场份额和竞争地位。
- 巨大的员工承诺和招聘能力。例如限制性股票、股票期权和股票计划等激励对于私人公司的员工来说都是无法获得的，但是可以使公众公司的员工利益与公司利益保持一致。通过允许员工从公司的成功中获益，他们会产生更大的忠诚度、承诺、生产率，在吸引人才方面可以提供强大的激励。
- 股份可以作为收购的货币。一旦公司上市以后，就可以使用其普通股

来收购其他公众或私有公司，使工厂提升和资金扩张到新市场一而不需要额外举债或动用流动性资产。

- 股东获取流动性。在私有公司里一般很难可靠而有效地出售股票，因为没有公开市场存在。因此，私有公司的大量股票或者由公众公司股东集中的股票，不能以有组织和有效的方式轻松购买、出售或转换为现金。公众持有股份的相关流动性对于管理层股东和IPO前的投资者来说是一个很大的好处。
- 更大的透明度。SEC和其他美国监管机构规定的披露标准和内部控制程序的设计目的就是提高投资者对公司、管理层和财务报告的信心。尽管这些标准很严格，合规事项也可以通过确保美国上市公司的重大信息的透明度、完整性和精确性创造额外的价值。

维持私有的情况

尽管在美国上市有很多好处，但是也要了解一下相关缺点：

- 上市成本。IPO花费很大，尤其是在美国IPO。在美国IPO的一次性成本(法律顾问、会计服务、承销、印

刷、处理更多报告活动和投资者关系的额外人员)就很高,一般比美国以外的其他市场都高。此外,计划和执行IPO是一个费时的过程,可能分散管理层的注意力,影响公司的核心业务和财务表现。

- IPO前重组。中国私有企业的IPO前重组一般包括红筹,即将公司的位于中国的资产和业务转移到海外控股特定目的实体(一般在开曼群岛或百慕大注册的公司)中。在中国法规中一般成为9月8日准则,即如果这一海外转移在2006年9月8日当天或之后完成,那么随后中国业务的海外上市需要获得中国证监会的提前批准,尽管上市实体本身并不是在中国注册的公司。应该注意,截止目前,中国证监会还没有批准这样的海外上市。
- 满足最初上市要求。希望在美国上市的公司一般必须提供3年的经审计符合美国会计准则或IASB发布的国际会计准则的财务报表(还可能需要提供额外2年的精简财务报表)。此外,NASDAQ根据公司的历史财务表现、预计发行规模和股东结构,有特定最初上市要求。

- 持续要求。美国上市公司必须定期向SEC和其他监管机构申报各种报告。对于外国私有发行人来说,需要的报告至少包括20F年报和6K季报。可能还会要求其他披露,包括董事、管理层和重要股东的持股比例,如果公司没有外国私有发行人的地位,报告的频率会更大。经常地,满足披露要求和美国2002年萨班斯法案需要很大花费来替换或对公司鲜有信息披露制度进行改造。萨班斯法案的合规性影响公司运营、治理和财务披露的每一方面,非常耗费财力和时间。此外,萨班斯和NASDAQ公司治理要求一般会对任命独立董事和董事会和其他委员会组成的其他变动作出要求。
- 保密性损失。美国证券法迫使上市公司与竞争对手和监管机构分享许多可能非常敏感的信息。私有公司没有义务披露这些信息。
- 股价对业务战略的影响。在实际中,公众公司的管理层必须考虑业务决策对公司股价的可能影响。因此,他们在作出战略决策时受到了约束,这在长期来看对公司有利,但是短期会打压公司股价。

每一家想在美国IPO的公司上市前都应该问的问题

我们公司什么时候适合IPO?

除了上述讨论到的技术要求,还有其他一些实际的条件影响IPO的成功。

- 业务计划的执行和强劲的历史财务表现。
在投资者考虑您的IPO时,他们一般评估你发现业务机会和执行你的业务计划方面已经取得的成功。作为发行营销的一部分,公司应当在执行业务计划时发现和沟通重大的成功。公司还应该向投资者展示良好的资产负债表和过去数年一致的收入和利润增长趋势。
- 确定战略方向。
对于一个IPO来说,公司需要一个更新的、综合的详细发展策略来描述和评估其增长前景——产品、市场、竞争领域、业务战略、能力和增长目标。业务计划组成此次发行的根基,应该可信、可量化,并且可以轻易地与投资者沟通。
- 明确融资目的。
成功的IPO为公司带来了大量的资本。以下几个方面非常重要:(a)对

新资本的需要证明了放弃业务的私人所有权，引入成百上千的股东；(b)收入使用计划应与公司的战略方向一致；以及(c)你可以与公众投资者清晰的讲述这个计划。

- **强大、有经验的管理层和董事会。** 贵公司的管理层应该在公司运营和财务方面以及行业内足够熟练和有经验，来应得投资者的信心——完成作为一家公众公司的使命。相似的标准以及特定独立性要求也适用董事会。投资银行经常协助公司招聘管理层或董事会成员。

在美国IPO需要什么准备工作？

- **选择承销商。** 公司应当任命投资银行为主簿记承销商。
- **选择顾问。** 公司应当仔细考虑雇用有声誉的律师和会计师，以在IPO流程中引导并为公司提供服务。公司还要考虑发行流程的其他顾问，例如股票估值、薪酬或投资者关系顾问。
- **公司重组。** 公司在投资银行、会计师、税务顾问和律师的协助下，应当确定一个上市业务的合理结构。

- **准备经审计的财务报表。** 为在美国上市，贵公司的财务报表需要遵守美国会计准则或IASB发布的国际会计准备。财务报表要求一般包括(a)2年经审计的合并财务报表(外加中期报表，如果适用)，(b)3年经审计的合并利润表、现金流量表和所有者权益变动表(外加中期报表，如果适用)，和(c)额外2年的利润表和资产负债表数据摘要。

- **审阅关联方交易。** 所有与管理层或董事会相关的内部交易、薪酬协议或关系都需要审阅并恰当解决。尤其是给上市公司或子公司的董事或管理层的任何贷款必须得到偿还。公司还应考虑和解决任何会引起市场负面反应的外部关系(即公司核心业务的擦边球行为)。

- **编制财务预测。** 公司应当建立财务模型，将公司的业务计划和预期增长量化。投资银行将与管理层紧密协作来建立模型、对模型依赖的假设展开尽职调查，并对估值结果进行测试。
- **确定管理层薪酬和股票期权计划。** 作为IPO流程的一部分，许多公司会审阅高管和员工持有的股权金额。

这些公司经常以IPO发行价格向管理层授予额外股票期权或其他激励，以增加管理层持股，使管理层激励的发行价格与公司的新投资者一致。董事会在考虑这一期权授予时一般会薪酬顾问，他们将分析行业趋势和可比公司的所有权，承销商会对所有权和股票奖励是否符合市场预期给出意见。

- **建立所有需要的控制和程序以满足萨班斯法案的要求。** 在上市之前，公司必须拥有特定财务控制和计算机系统，以有效运营业务。尤其公司可能需要任命独立董事或聘请额外的审计、控制或财务人员。当公司需要在IPO时遵守所有萨班斯法案要求，公司应当有一个综合性的计划来确保对相关条款的合规是可行的。

选择承销商的标准是什么？

有许多类型的投资银行：全球性提供全套服务；小型地区性公司有全球能力，可提供全套服务；地区性公司具有地区性专业知识，提供各类产品；小公司，专门服务特定行业或产品。每一类型的投资银行提供与众不同的服务组合，成功的发行可能在辛迪加中包括每一类型的投资银行。

当选择IPO承销团队的主承销商投资银行时，公司应当考虑：

- **经验。**
银行以前是否担任过IPO的主承销商或联席主承销商？银行的一般经验水平如何，完成了多少交易，包括IPO？他们执行过全球各地的公司还是只是中国公司在美国的上市？
- **行业经验。**
银行是否有这一行业的特定知识？银行在这一行业完成了多少交易？
- **分销能力。**
投资银行分销办公室的区域销售怎么样？此外，投资银行是否聘请行业分销人员？投资银行的销售办公室是否拥有外国发行人的证券分销经验？投资银行是否有能力进行零售以及向机构投资者的销售？
- **声誉。**
顶尖投资银行的声誉可以给发行带来信任，尤其是发行人在公众或潜在投资者那里不是很知名时更是如此。
- **一站式服务。**
IPO只是与选中的投资银行的长期关系的开始。为了从这一关系中获

益，公司在选择IPO承销商时应当考虑银行是否可以提供额外服务，例如股票、债券和咨询能力，其他服务的质量和深度等。

IPO从开始到结束的时间表怎么样？

IPO需要多方协调，包括公司、承销商、法律顾问、审计师、印刷商、顾问和其他人员。

IPO一般可以在15到20周完成。根据市场条件的不同时间表也有所不同，公司重组、SEC审阅、交易范围和复杂性、其他各种因素都需要时间，流程的主要阶段列示如下：

第1周

开展组织会议和启动尽职调查。

组织会议的目的是确保所有各方了解发行的结构、时间、任务和职责。这些会议一般都要参与人亲自到场，在律所或公司总部举行，大家参与讨论，确保所有人都了解交易、流程、时间表和所有其他相关问题。承销商将提供详细的组织文件作为讨论这些问题的框架。

第2-5周

开展尽职调查。

尽职调查的目的是确保公司招股书的精确性、真实性和完整性，深入了解公司及其业务和运营。尽职调查活动一般

关注公司的业务、财务、法律和会计方面。每一专业顾问在尽职调查中担任不同角色，投资银行主要关注公司的运营、管理层、财务、历史表现、竞争地位和业务战略。

- **业务尽职调查。**业务尽职调查主要由承销商完成，为了确认公司的业务战略和未来增长潜力。作为流程的一部分，投资银行将进行现场检查，尤其是制造和房地产业务更是如此，并对公司管理层、主要客户和供应商进行访谈，了解公司业务和财务报表的每一方面。获得的知识帮助承销商和管理层在随后的营销过程中传递强劲和一致的信息。业务尽职调查一般关注整个业务模型、增长战略、相关宏观经济趋势、行业趋势、价格结构、运营结果分析、产品、市场、客户和供应商、营销和销售、管理层战略、制造、设备、竞争和竞争地位、环境问题、知识产权、劳工、管理制度和结构、公司治理，包括董事会、审计和薪酬委员会及其背景和其他索引检查。

- **财务尽职调查。**财务尽职调查一般由承销商完成，目的在于确认公司的历史财务业绩，了解其未来运营和财务前景。主要关注领域包括资

本结构、历史财务信息业务明细、详细审阅月度和季度预算(两年)和年度预测、过去8个季度的预算与实际财务报表比较、收入使用和债券、其他限制性契约的影响。

- **法律尽职调查。**法律尽职调查一般由律师完成，目的在于确认公司的法律记录、重要合同和诉讼。关注的主要领域是诉讼、对地方、国家法律法规的合规性、对主要资产的所有权、主要帐户、主要合同、公司结构、债务协议、关联方交易、环境问题和知识产权。
- **会计尽职调查。**会计尽职调查一般由投资银行与公司的内部和外部审计人员合作完成。审计尽职调查一般需要审阅经审计的和中期的财务报表，美国会计准则调节和差异的熟数量分析(如果财务报表不是按照美国会计准则或国际会计准则编制)，主要会计政策，主要会计假设，会计政策和审计师管理建议书，内部财务和披露控制，萨班斯法案合规性以及执行计划。

草拟注册声明和招股书。

在公司在美国上市之前，公司必须将其证券在SEC注册。多数准备IPO的中国公

司需要用F1表格进行注册。这一表格要求广泛的披露和所有发行参与者的审阅，确保从法律角度看表中内容没有重大误导和遗漏，从营销角度看公司可以实现估值，反应其优势、战略和前景。特别地，注册声明必须解决以下问题：

- **业务信息。**注册声明中的业务描述包括对公司、业务、主要产品和服务、优势、战略、过去数年业务发展、公司业务的特点、增长战略、风险因素、收入预计用途、发行证券的条款、承销和税务等的描述。
- **财务信息。**注册声明中的财务信息包括过去3个完整财年经审计的财务报表，任何中期报表，以及过去5年的财务报表摘要(最初两年可以是未经审计的)和资本信息。
- **管理层讨论和分析。**管理层需要在本节讨论公司过去3年的财务状况和运营。这一节还应讨论公司的招股书和公司历史业绩显示的任何可预见的趋势的变动。本节还特别包括了历史财务表现、流动性趋势、公司重要资本支出(无论目前或未来的)、预计资金来源、公司资本资源的趋势、特定运营的成功与失败以及任何相关趋势、重大或有事项和不确定性的讨论。

- **管理层和公司治理。**注册声明包括一节详细阐述公司董事会成员、管理层、委员会成员的身份和背景，以及董事和管理层的薪酬(一般为合计)、持股情况以及关联方持股超过5%的情况。
- **其他事项。**注册声明要求一些额外披露，包括投票权、红利支付、强制购买权和其他附在股票上的权利、对公司财产的描述、披露未决的法律诉讼、公司重大合同信息、控制变动和其他影响股东和公司税务情况的限制。

法律重组、文档和协议。

在这一阶段，公司的管理层、承销商和法律顾问将一起协作草拟需要的法律文档，实施必要的公司重组。承销文档的目的是为了注明发行条款，确认在承销交易时使用的尽职调查程序、分配发行流程相关风险到参与各方、发现任何违规、模糊或其他潜在问题。法律文档包括承销协议、安慰函、法律意见、锁定协议和董事高管问卷。一旦公司注册声明被SEC宣布生效，公司的股份可以交易了，萨班斯特定条款也立即适用对SEC的第一次申报。公司上市过程的这一阶段会发现和修正相关披露控制。

继续帮助发行人做好成为一家公众公司的准备。投资银行将协助公司在多个方面向公众公司转型。这包括估值讨论、董事会和各委员会的构成、建立内部财务和披露控制制度。这些问题不需要在这一阶段解决，但是多数公司发现在这一阶段解决掉或者准备一个计划是谨慎的，作为有足够公司治理控制在生效的文档证明。

确定公司是否满足在美国证券交易所上市的条件。在这一阶段，公司需要选择上市的证券交易所，确定是否满足证券交易所的上市要求，并保留一个股票标识。

第6-8周

完成注册声明，并向SEC申报。

在公司、投资银行以及其他顾问完成了草拟的注册声明后，法律将把注册声明向SEC申报。作为外国私人发行人，这一申报是保密的，不会被公众接触到，直到公司确认SEC完成审阅流程后进行公开申报。在向SEC申报的同时，公司还要申请将其股票在选定的证券交易所挂牌交易。

第9-16周

SEC审阅流程。

在注册声明提交后大约30天内，SEC会以信件形式发出一些针对注册声明的

意见。拟上市公司及其顾问就需要草拟回信并修改注册声明，然后同时提交到SEC数个会合的提出意见、修改和修订是常见的。一旦公司、承销商和律师认为与SEC的进一步讨论不会导致对注册声明的重大变更，公司将公开申报注册声明，印刷初步的招股书，开始发行的营销和路演。很难准确预测SEC审阅流程需要多长时间。一般地，从最初的保密申报到交易完成需要6-8周的时间。所有需要与SEC解决的问题以及注册声明生效必须在IPO定价之前完成。

*收到证交所关于股票上市交易的批准。*公司及其律师将会收到证券交易所的通知，批准股票可以上市交易。

发行规模、估值和结构。

承销商会考虑IPO对于投资群体的利益，确定向投资者发行销售的股票数量。公司在咨询承销商后，在不晚于这个阶段邀请其他成员加入辛迪加。强大的辛迪加可以帮助确保健康的竞争和足够的投资者需求。在这一阶段，承销商将为公司提供这方面的建议：

- **发行股份的数量和价格范围。**发行规模和价格范围的确定根据尽职调查收集的数据以及来自资本市场专业人士的反馈。在许多影响这

一决策的变量中，公司和承销商应当考虑估值分析、发行人需要筹集的资本数额、发行后希望保留的控制权、发行人的财务表现、竞争区域、股票市场条件、市场和交易要求、预计机构和个人投资者的兴趣和管理层。当公司希望股票定价越高越好时，这一欲望必须被压制，因为确定一个有吸引力的价格可以确保足够的需求以及坚挺的后市表现。如果发行失败，没有销售完股票，股价在发行后下跌，那么对于新上市公司来说是极为不利的。

- **营销战略。**承销商会建立一个综合的营销计划，包含公司的投资主题和主要卖点。这一计划根据公司的地理区域、行业和投资主题，以特定投资者为目标。
- **准备路演材料。**路演是与潜在投资者的一系列会议。演讲一般由公司的主要管理人员，使用公司和承销商制作的手稿和演示文档完成。承销商还要协助路演演讲人员进行演练、准备销售方面的投资者培育材料、安排路演行程、提供旅行和其他后勤以及目标投资者。

第17-19周*印刷初步的招股书。*

一旦所有SEC的重大意见都已解决，公司股票被批准在NASDAQ报价，公司将印刷初步招股书。初步招股书，常成为“红鲱鱼”，包含了饿发行的价格范围以及向公众销售股票需要的所有信息披露。公司将使用初步招股书作为营销和公司披露的核心文档。一方面，初步招股书作为展示给潜在投资者的书面文档（一般也是唯一的）。承销商将印制的招股书发放给上千名潜在投资者，使用这一派发可以创造对发行的需求。另一方面，初步招股书作为传递公司信息最佳方法，印制后发生的重大披露变动将推迟发行。一旦初步招股书定稿、印制并向SEC申报，发行营销将启动。

销售人员致电投资者。

通过他们的销售团队，承销商开始联系潜在投资者，向他们介绍公司并安排与公司高级管理层的会面。辛迪加的销售团队在注册声明公开申报后、路演开始前通知为即将到来的IPO选中的机构投资者关注发行，提高此次发行的知名度。

启动发行和路演。

管理层向承销商销售团队演讲，讨论发行和公司的管理、业务和前景，此时发行启动。在向销售团队演讲之后，管理层将与亚洲、欧洲和美国的潜在投资者会面。路演包括对公司业务运营、财务状况、表现、市场、产品和服务的演讲，随后有非正式的问答环节。路演为公司提供了与投资者面对面的难得机会，可以借机展现管理才能，沟通战略、愿景和目标。这些会议一般是一对一的、群体性的和电话会议。IPO路演一般持续两周。

建立簿记。

SEC宣布注册声明生效前不允许销售股票。路演启动后，辛迪加的销售团队接触机构和个人投资者，收集意向。这些意向都记入到簿记中。辛迪加收到销售团队收集的每一投资者对股票需求的反馈，相应修改簿记。相应地，辛迪加也给销售团队反馈，根据投资者质量、认购水平和定价动态确定配售。

定价、配售和结束交易。

通过路演，簿记主经理人为公司提供各种价格和规模的投资者需求信息。随著

路演接近结束，簿记流程收集的信息更为详细，辛迪加成员将更为频繁的联系方式投资者，以确定最终订单。在定价当天，SEC将宣布注册声明有效，在上市的证券交易所闭市后，公司和投资银行协商确定最终价格和发行规模。定价之后，公司和承销商将执行承销协议，会计师将发出定价安慰函。IPO股份的配售由投资银行咨询公司后作出。配售流程的目标是确保配售的投资者的质量，使得他们长期持有股票。

印制最终招股书。

在IPO定价后，律师将修改招股书中的最终定价和规模信息，然后向SEC申报。在最终招股书印制完成后，承销商将最终的招股书分发给投资者。

第20周*交易结束。*

发行结束后，证券换资金一般发生在定价后第四个交易日开盘前。

上市后：投资银行的角色

成功的IPO一般会开启公司的新篇章，享受作为知名公司的好处，提供曝光度并接触到公众资本。

但是，公司如果自满就变为了一项缺点。公司应该积极向当前和潜在投资者有效沟通公司的战略。公司的高级管理层应该让投资者可以通过会议、非交易路演和其他途径接触到，以此增加公司对目前和目标投资者的曝光度。考虑到上市地点，公司通常在美国设立一个代表，维护在美国时区的投资者关系。

公司的管理层应该有所准备，使得公司继续良好的运营，实现投资者的预期。这一努力包括：

- 管理团队有效地与机构投资者和公众就公司战略进行沟通；
- 公司文化鼓励符合内部控制和程序；
- 定期在SEC的披露申报应该及时、完整和精确。

为了在这些活动中得到协助，公司应该与IPO的主承销商保持联系。根据选中的银行的能力，它通过监控公司的表现并对可能的提高提供建议。投资银行也可能可以担任公司收购、处置以及进行额外融资时的财务顾问。最终，投资银行可以发现并分析公司股票的重大市场活动和公司所在行业的趋势。

通过这些活动以及通过成功IPO建立的关系，投资银行可以帮助公司在IPO之后更上一层楼。