

山西太原新设公司海外新建工厂代办

产品名称	山西太原新设公司海外新建工厂代办
公司名称	北京襄策信息服务有限公司
价格	.00/个
规格参数	
公司地址	北京市朝阳区望京东园七区6号楼1至2层6-7
联系电话	13391679056

产品详情

标题：投资者的角度：IPO审核关注要点（上）

我要讲的有三个主题：部分是关于IPO的误解。这误解我都能对上号，能找出这十个发行人和他们背后的狗头军师。很多股权的事情业务的事情是没有可逆性的，它是留痕的。你做了这一步，这一步就会跟着你一辈子。第二个部分是IPO审核的基本逻辑，但不会太展开讲。我只讲三个问题，就是在判断企业的时候，无论是做投资还是投行。步企业是挣钱的，第二步企业是真的挣钱的，第三步企业以后还是会挣钱的。我们做IPO就是这样一个逻辑，毫不夸张地说，IPO80%的问题都是奔着持续盈利能力去的。第三部分是IPO审核的法律问题。

前言：投资与投行

先跟大家聊聊投资和投行的区别。投行是干活的，投资是花钱的；投行关注合规和风险，投资关注估值和收益；投行更关注细节，投资更相信感觉；投行不能犯错，投资是有试错的可能的。举个例子，我们知道一个项目有风险，投进去可能有10倍的收益，投资可能会投。但对投行来说，只要有一个问题解决不了，我们是不会做的。

我想重点说的是：一个好的投资项目不一定是个好的投行项目，一个好的投行项目也不一定是一个好的投资项目。对你们来说，有些马上要报材料的IPO项目可能也不是好项目，因为可能估值太高了。有的项目技术含量不高，收入很稳定每年10亿左右，净利润大概七八千万左右，毛利率只动小数点后面两位，大概25.01%、25.02%、25.03%这样，客户十几个，每年订单也就二三十个，供应商十几个，你们看这种项目都不激动，没什么发展前途，行业竞争力也不强。对我们投行来说却是很好的项目，客户集中，我们可以把客户全走一遍，历史清白，就几个自然人股东，创业时间也不长，我们就喜欢这种项目。这种项目审核通过率也极高。

你们找一个电商的项目，股权结构很复杂，红筹架构搭一遍又拆一遍，股权结构图A4纸都画不下来，后接下页，基金一圈套一圈，美国套英国，英国套香港。这种项目对我们来说很难缠，对你们来说可能是个好项目。就像小黄车、互联网创业这样的项目，对你们而言投进去A轮卖给B轮就OK了。对投行来说，只要不上市我们卖给谁？上市公司谁也买不起，投行又不能把项目卖给投资机构。投行是靠人来干活

的。

关于IPO的误解

误解1：拟上市主体必须有业务和利润，并且是利润的主体

这个是控股型公司上市问题，现在这个问题很普遍。

控股型上市公司就是上市主体是一个管理平台，经营实体在全资子公司里面，拿这个管理平台作为上市主体是没有任何问题的。案例很多，以前的、现在的、国企的、外企的、民企的有的是。希望大家不要有这个误解，实务中很多，本来人家好好的股权架构，非得把中间的子公司拿出来作为上市主体，结果做一半老板做不下去了找了我们，我们又给人家弄回去，又做了一个上市主体出来。这条真的很害人，股权调整耗时费力，并且要花很多钱。尤其现在税务局很穷，税收压力很大，以前很多税务问题可以沟通下来，现在都很难沟通。

控股型公司上市要点，一个是建议全部是全资子公司，不然要核查少数股东到底是谁，是否存在利益输送。第二个是子公司要制定强制性实行的税务政策，就是每年钱一定要分到母公司去，因为上市公司的分红都是用母公司作为主体。第三个是关注各个子公司间是否有税差，是否通过税差调节利润，别的没有什么。

误解2：拟上市主体要有土地和厂房，这样才更受监管机构喜欢

第二个误解是拟上市公司是重资产企业。前几天遇到一个朋友问我这个问题，问我拟上市公司需要有土地和厂房吗？我说不需要，他说坏了，我们投资了一个企业老板刚借了钱买了办公楼，我问他需要吗，他说不需要，整个公司才四十多号人，软件企业。中关村这种企业很多，杭州也很多，因为依靠阿里。很多软件企业营业收入超过十个亿，净利润过亿，市值很高，但公司确实没几个人，软件企业就是这么个特点。

我曾经在北京做过一个企业，办公场所就两百多平米，一共四十多个人，但公司是给移动飞信做配套，一个月的收入3000多万，净利润1500多万。当时我也刚入行，有点傻地让老板去开环保证明，老板不可思议说我们没有什么环保问题，我们的环保问题就是大家在抽烟。

所以我们要尊重任何一种商业模式，有的企业需要厂房，有的没有，不要觉得都必须要有土地和厂房。这种误解的逻辑是证监会喜欢这种重资产的，说出了事跑不了，说没有资产的软件企业屁股一拍就跑了。我说想跑什么都跑了。

有的企业根本不需要土地和厂房，让人家买个楼干嘛啊？你要有钱也行，说我有钱，现金流花不了，买个楼在那保值。关键有的还得借钱，这不是把企业给害了？本来现金流还挺好的，现在现金流都变得很紧张。

误解3：关联交易是审核的红线，必须一刀切的清理掉

关于关联交易一直不是IPO审核的红线，我们早的IPO审核规则有过规定说超过30%的关联交易是不行的。但后来的规则把所有的定量条件都取消了，我们现在的IPO上市标准基本上没有了定量的标准，除了财务指标3年3000万之外，其他都是定性的标准。说实话这更进一步决定了一个保代的重要性，一个好保代能做好一个项目，也有可能搞砸一个项目。

大家可以去看一下案例，现在很多企业关联交易都超过了30%，高的到了45%。比如说我们做的一家企业叫富瀚微，他的客户是海康威视，同样也是他的投资人，持股大概20%。他的股权结构和很多科技型企业一样，实际控制人持股比例非常低。他如果要做摄像头的混合配套不和海康威视做和谁做？海康威视就是国内，对于他们的关联交易确实是公允的，合作了好多年，有这种商业逻辑在。

当我们知道一个企业有关联交易，肯定是有原因的，后面我会讲关联交易的两个维度，没有肯定更好。如果一个企业有大规模的关联交易，我们肯定是要重点关注，但不要因为这种问题一刀切，可能会忽视了某个好的企业，尽管这种概率会比较低。

误解4：企业IPO之前如果现金太充裕或者现金流太好，会影响IPO的进程

关于第四条企业上市前现金问题，有人问是不是账上有很多钱不行？是不是一定要分？有的账上两个亿，募集资金也才两个亿，是不是就没有上市的必要性了？很多人问我，要不偷偷把钱分了吧，又不敢分，问我分了有没有影响？

首先我要给大家一个理念，可能跟别人讲的不太一样，那就是IPO到底筛选什么样的企业上市？前段时间上交所的还在网上说IPO是帮助企业脱贫解困的。我个人理解是，IPO是筛选各行业的企业成为公众公司，然后与投资者分享公司成长的收益。换句话说，只有好的公司才能上市。一个好的公司，现金流必然是好的，充裕的。现金流都没了，不上市就活不下去了，这种企业应该上市吗？我觉得这才是逻辑。如果说我们能想明白IPO的本质是什么，目标是什么，我们就能想清楚这一点。

误解5：5%以上的股东才是重要股东，只要比例在5%以下就不关注了

第五条就是5%重要股东的问题。我们见过投资机构入股4.99%，供应商入股4.99%，他们的逻辑是4.99%不是重要股东，不用被查了。我跟大家讲简单的一点，任何可以规避的事情都不要去做，任何你觉得不合理的事情都不要去做。你如果作为投资经理或者投委会的人员，如果对这种事情存有质疑，一定要投资标的给你所有的合理解释，必须要能说服你，不然风险永远在那。不真实的东西必然不合理，我们的逻辑应该是通过合理性来验证真实性。

重要股东是一个综合判断，不是5%那么简单。虽然招股书披露准则里面有，5%以上股东要披露身份证号码、住所、对外投资情况，但不是那么简单。如果一个股东持股2%，但是公司的研发总监，你说是不是重要股东？如果一个股东持股10%，但就是个财务投资者，一年到头都不来，连董事会席位都没有，你说他是重要股东吗？

类似的事情很多，我们总是卡着线走，那是不行的。包括我们说对重要客户的依赖不能超过50%，你说我们搞个49%，这些都是竖起活靶子。尤其不能给老板出这些主意，大家都不傻。很多年轻人的困惑是，我是聪明的，别人都是傻子。但监管机构那帮人不傻，一个预审员一年至少审核50家以上IPO企业，人家审核经验丰富，也都是境外留学回来，很多人还参与过会计准则制定，不管是国内的还是美国的。所以大家不要抱着侥幸心理去搞这些小处理。

误解6：报告期内业绩一定要高速增长，增长要在30%以上

这一条以前在创业板很流行，就是净利润一定要超过30%的增长。这是原来创业板暂行管理办法里面对业绩持续增长的要求。后来2016年进行了修订，现行的管理办法是把这条删除了，因为当时这条争议很大。大家都知道一个企业持续增长是不可能的，一个企业增长两三年，总有战略调整期，技术要储备，客户要培养，路径要修正，不可能每年增长。大家算一下一个企业连续增长10%，增长十年是什么概念，翻了几番？

在创业板这条没改的时候，我们错过了很多好企业。大家可以看一下在2016年修改创业板管理办法的时候，有一批企业集中领了批文。那批企业就是业绩下滑了，等把管理办法改了之后再去领的批文。不然都不符合发行条件，都要撤回。

创业板现在连持续增长这条都没了，当然，如果一个企业报告期业绩连续下降也没戏。我们允许企业业绩有波动，只要是合理的。去年我们去现场检查一个企业，是做自来水的能源管理，就是小区里面做一个水泵，可以节约电，电可以五年跟物业分收益。结果业绩下滑了，老板说五年不等了，给你打个折，一年收回来，本来五百万，每年收一百万，今年一年就把剩下的四百万收回来。业绩增长得很快，从300

0万直接增长到7000万。我当场就跟老板说，你这本来是卖鸡蛋，现在是连老母鸡都卖。老板很不高兴，还去董事长那告我，说你们这个投行思维太僵化，连我们的经营模式都分不清楚，结果过了半年材料就撤回去了。

误解7：找投资者一定要找资源广泛的，是一下子能够帮助我提高业绩的

我个人感觉，投资之前吹牛吹得的投资者，投资后基本就是走得快的投资者。因为我们以前做IPO的时候还是会给老板筛选投资者的，那简直吹得上天入地，我就不多说了。

误解8：哪个上市公司的业绩没有水分，企业上市财务不掺水分简直就是傻

经常有人找到发行人的老板，说业绩都有水分，不掺水分就是傻子，别人掺就是你不掺，活该你上不了市，搞得很神秘。老板说你有什么高招？一般就说这个问题很复杂，我认识几个人，我帮你财务处理处理。

大家可以想一个问题：为什么系统性财务造假这两年没有再出现，原因是什么？因为没有利润可言了，利润就是在我们目前财务核查的标准和口径下，真的很难再实现了。一些小的处理还是有，但系统性造假真的很难了。现在IPO审核都会去查实际控制人和关联方的银行，这个确实能核查出很多事情来。前段时间别人问我时间太紧该怎么尽调，我说就查发行人银行，不行把老板的也查一遍。我们都说银行是企业的血液，你们体检不也是先抽两管血再说，什么毛病是通过抽血抽不出来的？

并且还有一点，老板相信的人基本都在核查范围里，我们核查范围外的人老板也不相信，基本上我们把我们能核查到的范围控制在内，是能核查出很多事情来的。当然老板会用各种理由推脱，比如侵犯隐私。我们也不是强制性的，但如果存在发行人本身的没有形成闭环，存在自我矛盾的情况下，建议大家一定要查实际控制人银行。有的查起来真的很痛苦，有的几十张银行卡，有些是小额的，十几个亿的收入，银行老长老长了，吓人的是银行没有交易对手方。我们需要把银行的每一笔和既存的会计凭证去核实，这个工作量真的很大，但是没办法只能这么做。我们眼睁睁地看着一个实习生从没有眼镜到戴上眼镜，因为银行打出来的字很小，真的是拿着尺子一个个划，怕看错行了。所以说投行真的是屌丝，赚的都是辛苦钱。

很多人问经销商核查范围是多少，我说不能低于50%，他说太高了不行，我说没办法。我们做名臣的时候，就是那个蒂花之秀，3000多家经销商。大家都知道名臣是做低端消费化妆品，90后都不知道，80后应该知道。他的经销商都在三四线城市，或者县级市，项目组十几个人大概跑了半年时间。大家都知道我们核查到收入的30%是可以的，再往上走5%，这个工作量比前面都要大，这是几何性往上走的。我眼睁睁地看着一个实习的小姑娘哭着说我不干投行了，暨大的小姑娘，因为家里还是有钱的，长得白白嫩嫩的，后黑乎乎的，半年之后我都差点认不出来了。很多人都不可思议，觉得这哪是投行啊，这还不如农民工。但没办法，投行干的很多工作就是这个。

很多人问我核查到哪个程度算完事了，我说你就尽你所能地干，告诉监管机构我干成这样了，你看行吗，我真的没办法了，没功劳也有苦劳了。经销商核查你说我核查到什么比例，50%？70%？当然，但不可能啊。有三万家经销商，都请了第三方核查，核查了一千家，用了一年半的时间，后还被发审委质疑说你们请的机构是自己花钱，不独立。但是确实是个好企业，它的眼霜是仅次于欧莱雅的，能排到第二。这种品牌是民族品牌，一定是要鼓励的啊。你们投资者觉得它也是个好企业，它要卖给欧莱雅估值100亿肯定有人要。但对投行来说，这种项目纠结，又想做国内化妆品股，做又怕做不下来。这就是刚刚说的投资好项目不一定是投行好项目。

误解9：股权结构越复杂越好，这样既能保证员工激励也能进行税收筹划

很多人给我发过股权结构图，说想问一下，老板设这个股权结构图的原因是什么？我说被人坑了，没有原因。搞那么复杂干嘛啊？很多人打着税收筹划的目的搞这种图，他们穿着西服打着领带讲税收筹划，一讲讲，你们都很。以前有个老板我说找他吃饭，他说正在上海听税收筹划的课。我说你回来吧，他说

我花了钱的得听完，我说多少钱，他说19800。中间我问听得懂吗？他说挺好挺好，挺有收获，以前都没听过，观点很新颖。结果第二天我等他回来，问他收获是什么，他说人说完我就忘了，反正挺热闹的，当时听着很。

哪那么多税收筹划，大家一定要知道一点，税收理论和会计准则国内是很先进的。税收是有一个很完整的逻辑在里面的，叫不分不税。税收的一个基本原则是可税原则，就是有钱就分，就纳税。税收还有个原则是平衡原则，这边不交那边交，只有先后问题，没有可交可不交的问题。税收筹划怎么做？就是把A要交的税搬到B那边去，或者把要交的税搬到明天去，然后只说A和要交的问题，一说给你省了两个亿，可能以后加上滞纳金比两个亿还多。

前段时间我跟一个老板讨论一个IPO方案，老板神秘地说：“殷总，我有一个不成熟的方案不知道当讲不当讲？”我说：“不当讲不当讲，不要告诉我，我知道你想说什么。”不要想那些歪门邪道，任何你能想到的规避的方法别人都能想得到。股权架构这个事情就是这么简单，包括要不要员工持股平台，我觉得老板大方就不要设，直接把股份给员工，让员工自由减持。我们设员工持股平台，终目标在哪？不是省税，个人持股省税，老板还是怕员工跑了嘛，搞个平台让GP管着。不过员工持股也确实是个问题，前两天湖南的一家企业宏达电子，老板说抑郁了瘦了20多斤，前两天刚减持，一减持股价狂跌，不知道的以为公司要黄了，员工天天想着减持也不好好上班了，所以股权激励这个事情也没那么简单。

误解10：小公司只能去创业板上市，主板是大公司才能去的

这个基本上是没有标准了，以前说5000万股本以下的去创业板，5000-8000万的自由选择，8000万以上的去主板，现在全部都没有了，股本数额没有了，行业要求也没有了。前段时间立华牧业上创业板，它是卖鸡肉的，很多人说它跟创业板有什么关系，凭什么上创业板？我说你能养那么多鸡吗？人家一只鸡的饲料分量能养三只鸡，你能养吗？人家都卖给电商了，人家创业板报告也能写得出来。

我们也见过三五千万利润的企业在上交所被拦下来了，你们可能也有感受，现在上交所和深交所争抢非常激烈，江浙一带的企业想跑到深圳去很难，珠三角的企业想跑到上海去也很难。曾经有个上海的企业，2500万的利润，内核会都开完了，要去创业板，结果金融办打电话来说不行，必须要来上海。后我们把投票系统都改了，把投票改过来，重新开了股东会，改到上海来了。

如果你问我去哪个版块好，我跟你说哪个快去哪个，的资本市场赶早不赶晚。不过现在也差不多，我们统计了一下，现在基本上是两个主板对一个创业板和一个中小板，基本上比例非常均衡。很多人不愿意去创业板，说创业板都是借壳，我说你上都没上还想着借壳的问题。

这就是误解，可能还会有些，你们有什么问题也可以来找我。我跟大家讲的这些都是对的，我不懂的我肯定不会告诉大家。任何一个人的认知都是有限的，我就主要研究IPO，稍微研究点重组和再融资。我不知道的会明确告诉你我不知道，我去帮你问。我告诉你的肯定是经过历史检验的，我告诉你的观点你可以找所有的保代来对峙。

Seetharaman et al. (2002) 提出较高的诉讼风险可能引致审计师收取较高的审计费用，该文用在美国上市的英国公司与本国公司相比发现，交叉上市公司被收取了更多的审计费用，进一步分析发现这种审计收费的提高并不能完全由信息披露增加从而对审计师审计成本的增加解释，交叉上市可能导致的诉讼风险也是解释审计收费的原因。Choi et al. (2009) 提出交叉上市后，上市公司需要遵循的法律环境更严格，提高了审计师的审计风险，故而需要提高审计收费，上市公司母国的环境比跨境选取地所在法律环境越不严格，审计收费越高。然而当两地法制环境相差无几时，审计收费没有显著的变化，表明交叉上市提高审计收费并非源于交叉上市给审计工作带来的复杂性。Lamoreaux (2016) 分析 PCAOB 对上市公司的检查对审计质量的关系。PCAOB 有权利进行罚款或禁止个人和事务所审计上市公司，因此对审计师构成动力，促使其谨慎进行审计。为更好的解决内生性问题，该文选取了在美交叉上市公司进行研究，部分国家不允许 PCAOB 进行检查，部分国家允许，因此为本研究提供了实验组和对照组，结果发现

PCAOB 检查后的审计师审计的公司更可能出具持续经营审计意见，更可能报告实质性缺陷，更少进行盈余管理。证实了 PCAOB 检查的有效性。