

境外 IPO 攻略之美国篇

摘要：美国 IPO 上市条件是什么？美国 IPO 上市流程有哪些？境外 IPO 攻略之美国篇，将为您详解纽交所/纳斯达克交易所的上市条件有哪些；赴美 IPO 流程中的四大步骤；赴美 IPO 避免踩雷的四个经验(附真实案例)；美国华尔街上市融资事务所可提供的帮助。

对大多数的企业而言，IPO 是仅有一次的里程碑事件，所有企业都希望有一次准备充分、近乎完美的 IPO 之跃。不过，IPO 是一个复杂多变又充满博弈的过程。从上市地选择、上市条件匹配、与中介机构配合，到投资者沟通、税务筹划等，都对企业上市团队提出挑战。

本文为境外 IPO 攻略之美国篇，将为您详解以下问题：

纽交所/纳斯达克交易所的上市条件有哪些？

赴美 IPO 流程中的四大步骤

赴美 IPO 避免踩雷的四个经验(附真实案例)

美国华尔街上市融资事务所可提供的帮助

一 纽交所和纳斯达克的上市条件

如果企业将上市地放在了美国的交易所，就要开始考虑是否符合美国纽交所或者纳斯达克的上市条件。

第一，纽交所的上市条件。

首先看财务指标：纽交所提供了三套财务测试标准，分别是盈利测试，估值/收入测试以及估值/收入/现金流测试，企业根据自身财务状况三选一即可。

1. 盈利测试

纽交所要求企业最近 3 年的累计税前利润不低于 1 亿美元，并且最近两个财年，每年的税前利润不低于 2500 万美元。

2. 估值/收入测试

如果企业的盈利水平不达标，那么只要在收入和估值两个方面比较高，也是可以的。具体来说，企业的上市市值不能低于 2 亿美元，最近一年的收入不能低于 7500 万美元。

3. 估值/收入/现金流测试

如果企业的收入达标了，但估值还差一点的话，纽交所还很贴心的为企业提供了现金流的标准。这里要求企业最近 12 个月的收入达到 1 亿美元，但市值只需要 5 亿美元，前提是最近三年的合计净现金流要超过 1 亿美元，且最近两个财年每年都不低于 2500 万美元。

以上三项测试的条件，总结如下图所示：

纽交所上市条件 / 财务条件
三套财务测试标准，三选一即可

财务指标	盈利测试	纯估值、收入测试	估值、收入及现金流测试
税前利润	最近三财年累计≥1亿美元 且最近两财年每年≥2500 万美元	无	无
净现金流	无	无	最近三财年累计≥1亿美元； 且最近两财年每年≥2500万美元
总市值	无	≥7.5亿美元	≥5亿美元
营业收入	无	最近一个财年≥7500 万美元	最近12个月≥1亿美元

4. 其他条件

除了财务指标外，纽交所还在股东结构方面设置了一些企业上市必须具备的要求。例如，对非美国本土企业来说，股东人数不能低于 400 人，这是非常高的数字。发行后公众持股市值不低于 1 亿美元，公众持股数量不低于 250 万股，每股股价不低于 4 美元。纳斯达克全球市场还要求至少 400 人持股超过 100 股，且 IPO 认购金额方面要求至少有 200 人超过 2500 美元。



第二，纳斯达克上市条件。

与纽交所相比，纳斯达克的上市条件宽松很多。纳斯达克市场分为

三个层次，上市条件由高到低分别为：纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场、纳斯达克资本市场。

纳斯达克全球市场比较有代表性，它提供了四套上市标准，包括盈利要求，股本要求，市值要求，以及总资产和总收入要求，四套标准各有侧重，同样是四选一即可。

财务指标	盈利测试	股本要求	市值要求	总资产和总收入要求
税前利润 (持续经营业务)	最近一财年(或最近三财年中的两年) ≥ 100万美元	无	无	无
股东权益	1500万美元	3000万美元	无	无
股票市值	无	无	7500万美元	无
总资产和总收入	无	无	无	最近一财年(或最近三财年中的两年) 分别 ≥ 7500万美元
公众持股市值	800万美元	1800万美元	2000万美元	2000万美元
公众持股数量	110万股	110万股	110万股	110万股
股价	≥ 4美元	≥ 4美元	≥ 4美元	≥ 4美元
股东数	≥ 400	≥ 400	≥ 400	≥ 400
做市商	≥ 3	≥ 3	≥ 4	≥ 4
营业记录	无	≥ 2	无	无

1. 盈利测试

纳斯达克要求企业最近一个财年，或者最近三个财年中的两个财年，税前利润不低于 100 万美元。同时要求股东权益不低于 1500 万美元，公众持股市值不低于 800 万美元。

2. 股本要求

纳斯达克要求企业股东权益不低于 3000 万美元，公众持股市值不低于 1800 万美元，同时企业的营业记录不低于两年。

3. 市值要求

纳斯达克要求企业的股票市值不低于 7500 万美元，公众持股市值不低于 2000 万美元。

4. 总资产和总收入

纳斯达克要求企业最近一个财年，或者最近三个财年中有两个财年，总资产和收入都要大于 7500 万美元。同时要求公众持股市值大于 2000 万美元。

5. 公众持股要求

这四套标准还有一些共同的特点，包括公众持股数量必须大于 110 万股，股价不能低于 4 美元，股东人数不能低于 400 人，还有做市商也要不低于 3 个或 4 个。

在美国 IPO 有一点优势，那就是对企业的持续经营时间没有什么要求。所以，瑞幸咖啡从成立到上市，只用了一年半的时间，也只有美国资本市场才能够接受这一点。

如果企业处于发展比较成熟的行业，比如像传统制造业、消费类板块，可以优先考虑在纽交所上市；如果是一家处于成长行业的企业，尤其是互联网和科创类公司，首先想到的应该是纳斯达克。



二赴美 IPO 流程中的四大步骤

赴美 IPO 流程主要包括四个步骤：上市前准备，上市的执行，市场的推广以及后市支持这四个部分。那么，这四个部分分别需要注意哪些东西？

第一， 上市前准备。



在上市准备阶段，企业需要做的准备工作主要包括五点：

1. 必要的财务信息

发行人应该确保集团内各个企业的财务信息按照适用的财务报告标准编制完成。

2. 确定目标资本结构

企业要根据行业特性和公司状况，规划公司资产负债率的大致水平，并根据这一标准，来确定 IPO 的融资规模。

3. 审核上市主体股权结构及组织架构

赴美上市的中国公司，在境外注册上市主体并搭建 VIE 架构，基本

已经成为标配。



同时，股东应考虑进行一些上市前的规划，例如上市前设立家族信托和员工持股信托，将所持股份或期权装进信托。这样能避免股权分散，实现财富传承，同时还有保密性和税务方面的优势。

组织架构方面，IPO 前企业通常要进行集团内部重组，以更节税和更高效的组织架构运行。通过适当的重组，将更多的成本负担放在企业所得税较高的地区，并将利润留在企业所得税较低的地区，从而达到节税的目的。

4. 确定公司治理结构和董事会成员

传统的公司治理结构由上到下分别为：股东大会、董事会、总经理、职能部门。对于上市公司来说，董事会成员包括董事和独立董事。



5. 审核管理层薪酬和员工激励计划

为挽留和激励核心员工，通常需要建立和完善股权激励计划。这样也可以大大降低账面上的薪资成本。实践中，管理层薪酬和员工激励计划需要考量的因素非常多，必须提前做规划。

第二，上市执行阶段。

1. 召开全体启动大会

在上市执行阶段，首先要召开全体启动大会。公司的管理层和中介机构到场，就发行时间、规模和结构达成一致目标。后续所有工作都将围绕发行时间表来展开。天下武功，唯快不破，所有的时间表一定要设置明确的 Deadline，并且严格执行，甚至超前完成。

如果没有坚定地执行，IPO 的执行时间会大大拖长，而且有可能因为拖拉，错失好的时间窗口。IPO 其实是一个非常看运气的时候。如果上市招股或者上市的时候，正好处于美股或者港股大幅上涨的时候，那就是好的时间窗。如果处于大幅下跌的时候，就是坏的时间窗。

如果企业 IPO 的时间表和知名的大企业撞车，就尽量要抢在前面上市。因为一旦知名企业上市的时候，市场关注点都会集中在它身上，所

有的投资经理、基金经理都会去研究知名企业，对于自身公司就会缺乏关注，这对上市发行是非常不利的。万一那家大型企业上市发行不好，或者上市表现不好，还会拖累整个市场，导致自身公司上市非常困难。



2. 起草招股说明书

为了更好地了解公司业务，以及为起草招股说明书做准备，保荐人以及法律顾问、会计师会对公司的经营活动进行法律、业务和财务等方面的全面审查。

尽职调查时需要注意，投行要什么材料，就给什么材料，而不是一股脑地直接把所有材料都给过去，这样不用担心信息披露不到位，也不用担心泄露公司机密。

尽职调查之后，就需要起草招股书了，招股书需要尽可能完备地披露公司一切信息。因为美国的法律风险和诉讼风险非常高。一旦遇到企业信息披露不完整，或者企业管理人员违规操作造成投资人损失。投资人有权利和渠道去提起集体诉讼，包括很多大企业都在这方面吃了亏。

此外，从合规角度来说，在后续路演的时候，管理层向投资者阐述

的信息，都不能超出招股书范围。因此，在撰写招股书时，就要准备好公司的股票故事，多从如何卖股票的角度出发，将必要的信息和数据涵盖在内。

除了风险因素外，招股书的内容也不是披露得越详细越好。尤其是一些可能会涉及到业务的数据，很容易被竞争对手或媒体翻出来，做赤裸裸的比较。比如一些竞争对手可能拿他们最好的一个数据，去跟你一个最差的数据做对比，这就会让人非常难受。



3. 递交上市申请

以上工作完成后，公司就可以向美国证监会，也就是 SEC，递交上市申请了。为提高新兴成长公司，也就是 EGC (Emerging Growth Company) IPO 的便利性。美国在 2012 年颁布的乔布斯法案规定，符合条件的公司可以秘密递交 IPO 申请。其中的一个主要条件是，最近一个财务年度的营收不超过 10 亿美元。

企业向 SEC 首次秘密递交注册声明的时候，注册声明将不会被公开，

直到公司决定公开递交。注册声明是一份信息披露文件，相当于招股书的草拟版。非美国本土企业递交注册声明将采用 F-1 表。在 SEC 宣布注册声明“生效”前，公司不得出售任何证券。

首次秘密递交注册声明后，SEC 通常需要 30 天左右的时间对文件进行审查，然后提供评论和修改意见。公司及其顾问将审阅 SEC 的意见，对注册声明做出相应的修改，并向 SEC 递交回复函，以及修改后的注册声明。通常，会有多次的秘交和 SEC 的意见反馈，具体取决于公司财务报表的复杂程度。

一般来说，从首次秘密递交到公开递交，SEC 审查过程大概是 8-12 周的时间，甚至更长，这取决于公司的复杂程度。

4. 试水路演

EGC 可以进行试水路演，跟投资者做基本沟通，虽然不能讲具体的业务数据，但至少能让投资人知道你是做什么生意的，行业的规模有多大，公司的行业地位如何，未来的发展路径如何。

公司路演时可能要见几十家乃至几百家投资人。如何去有针对性地聚焦在一些重点的投资人身上？试水路演的重要性就凸显出来了。

第三，市场推介阶段。

在通过美国证监会的审查后，就进入了正式的市场推介阶段。

1. 管理层路演

在这个阶段，承销商可以联络潜在的战略投资者，公司管理层也将进行路演，以初步确定投资者的认购意向。公司的主要高级管理人员将走访全球各大市场，这里包括香港市场，新加坡市场，伦敦市场，美国市场，和投资经理会面。管理层说明会的目的，是进一步提高投资者对公司的信心、确定投资者对公司未来发展的兴趣，最终确定投资者认购

意向以及定价区间。

2. 美国存托股票 ADS

赴美上市的中国企业，在设计上市结构时，都会选择以发行美国存托股票的方式上市，也就是 ADS。每一个 ADS 可以代表一定数量的普通股，公司在选择多少普通股折合成一个 ADS 方面，具有充分的灵活性。实践中，多数中概股会将每 ADS 的发行价定在 10 美元以上，据此估算普通股与 ADS 的换算比例。

3. 确定招股区间

确定招股价区间后就是公开招股了，并根据国际配售情况确定最终的发行价，发行价最终在上市敲钟的前一天确定。如果认购火爆，甚至还可以上调发行价。在美国上市，当上市区间确定之后，管理层可以根据认购情况的好坏，把上市区间向上移 20%或向下移 20%。比如美中集团上市的时候，招股区间为 10 到 12 美元，那理论上说美中集团最终的定价区间可以在 8 到 14.4 美元之间。

第四，后市支持阶段。

后市支持又叫稳定价格阶段。具体的操作方法是大股东将相当于发行规模 15%的股份出借给包销商，包销商在国际配售中额外分配这 15%股份。

如果公司股票上市后破发，包销商就以市价买回 15%股票，对股价形成一定的支持；如果股价大幅上涨，包销商可以行使超额配售权，要求公司额外发行不超过 15%的股份，在市场中进行抛售，这就是所谓的绿鞋机制。超额配售权的期限一般为公开招股书披露后的 30 天内，30 天后公司股价的走向就完全由市场自行支配了。



三赴美 IPO 避免踩雷的四个经验

任何一家企业能走到上市这一步，都是非常了不起的成就。一家创业公司走到 C 轮的概率大概是在万分之三左右，从 C 轮走到上市概率就更低。但是行百里者半九十，在赴美 IPO 的路上，还可能遇到各种各样的意外，这里美国华尔街上市融资事务所要与大家分享赴美上市过程当中避免踩雷的四个经验。

第一，政策时事的影响。

以 MZgroup IPO 为例。MZgroup 原计划是在 2019 年的 1 月份，也就是说在春节之前完成 IPO。但是当时圣诞节前，美国政府突然宣布停摆，美国大部分的非核心部门关门了，其中就包括了美国证监会。美国证监会一关门，MZgroup 的最后一轮上市申请就被卡住了。使得 MZgroup 上市从原计划的 1 月底拖到了 3 月初，拖过了整个春节。

巧合的是，在 12 月底、1 月份的时候，美国市场出现了一轮比较大的下跌，如果 MZgroup 在当时上市，可能估值会比较低。但是美国政府重新开门之后，市场又出现了一轮上涨，A 股市场也出现了上涨，所以在 3 月份的时候，MZgroup 的发行非常好，超额了非常多的倍数。

第二，静默期等法规的限制。

最典型的案例就是土豆网的 IPO。土豆网在推进 IPO 的过程中，一方面由于创始人王微和前妻有股权纠纷，使得股权被冻结，上市计划暂停。另外一方面由于王微在静默期对外发言，违反了相关法律规定，导致上市计划被延迟，最终延期了 9 个月才上市。9 个月间，整个市场环境发生了很大的变化，土豆网上市融资的规模远远不及预期。最终土豆网被优酷合并，成为历史的一个悲剧。

第三，与投资者沟通出现问题。

与投资者的沟通出现问题，很可能导致公司的形象出现问题，市值出现大幅缩水。以趣店和乐信为例，趣店是做校园贷起家，后来因为监管的原因，改做现金贷，之后又和支付宝捆绑，业绩上涨比较好。没多久它就在纽交所上市，上市当天最多上涨了超过 40%，市值超过了 100 亿美金。趣店也因此成为了舆论的焦点，其校园贷的问题也被翻出来热议。当时趣店 CEO 罗敏在接受媒体采访的一些回应，现在回过头来看，是有一定的问题的，这导致了当时市场对于趣店的看法出现了急转直下，趣店的股价一路下跌。

这还也影响到了随后上市的乐信，虽然实际这两家公司有比较大的不同，但大家会把这两家公司当成做相同业务的企业。趣店上市的时候融资了接近 10 亿美金，而乐信因为趣店股价大跌，导致其发行非常不利，最终只融资了 1 亿美金，市值到上市的时候也只有十几亿美金。所

以在同一个行业当中，如果大家互相存在一定的竞争关系的，你尽量要排在前一个上市，这是比较容易获得主动权的。

第四，税务筹划。

企业上市前需要安排组织架构的调整，涉及很多的税务筹划的问题。税收对 IPO 的影响是非常大，不合理的税务安排，不仅会给企业带来合法性的风险，同时也直接影响企业实际的效益。有些企业在上市前忽略了税务筹划，在上市以后才重视，这时候就会发现，企业的税务筹划的空间非常小。

四「美国华尔街上市融资事务所」可以为 企业做什么？

为了帮助企业更好地规避赴境外上市过程中的各种风险，美中集团在 2019 年推出了我们企业服务的新品牌——美国华尔街上市融资事务所，为新经济企业提供境外资本市场两大业务：IPO 上市和融资服务。

联系我们：

美国华尔街上市融资事务所

地址： 41-25 Kissena Boulevard, Queens, New York 11355,
United States

美国纽约法拉盛缅街凯西娜大街 41-25 号百利大厦 104 室

热线： +1 9179751888

微信： m9179751888