

市融资与管理 丛书

企业境内外融资上市
必修课



带你走上境外 上市的成功之路

——著名境内外上市专家刘李胜讲堂实录

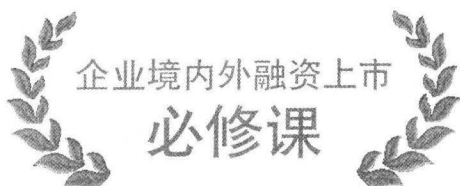
Lead Your Way to the Success of Overseas Listing
—Lectures of Famous Expert on Listing—Mr. Liu Lisheng

© 刘李胜 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

企业境内外上市融资与管理 丛书



企业境内外融资上市

必修课



带你走上境外 上市的成功之路

——著名境内外上市专家刘李胜讲堂实录

Lead Your Way to the Success of Overseas Listing

—Lectures of Famous Expert on Listing—Mr. Liu Lisheng

◎ 刘李胜 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：王长廷 袁 激

责任校对：徐领柱

版式设计：代小卫

责任印制：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

带你走上境外上市的成功之路：著名境内外
上市专家刘李胜讲堂实录/刘李胜著. —北京：
经济科学出版社，2012.3

(企业境内外上市融资与管理丛书)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1007 - 4

I. ①带… II. ①刘… III. ①上市公司 - 融资 -
研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 186417 号

带你走上境外上市的成功之路

——著名境内外上市专家刘李胜讲堂实录

刘李胜 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191537

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京密兴印刷厂印装

787 × 1092 16 开 32 印张 560000 字

2012 年 3 月第 1 版 2012 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1007 - 4 定价：108.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：88191502)

(版权所有 翻印必究)

导 言

顺利进入境外上市快车道

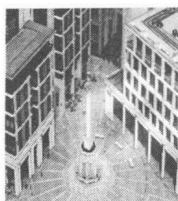


这部书汇集了我近几年来对中国企业境外上市培训的主要课件。

这些课件的基本内容在各次的培训会议和论坛上被多次讲过。大约有数千家企业代表、投资银行人士、律师、会计师、私募股权投资人，以及各地相关政府部门从事上市工作的官员等听过这些课程。当然，我还做了大量的企业境内上市的培训，这些课件的内容将在另外的专著中与读者见面。在这部书编辑出版过程中，我对历次课程的内容进行了更新、浓缩和精炼，以便让读者能够得到企业上市中最有价值的信息和经验。

我很理解，在每一次培训会议上，参会的企业家和高级管理人员都是带着自己迫切需要解决的问题和各自专业领域的难点问题来听课的，他们对我寄予了多么高的信赖和期望！因此，我在尽可能的范围内，把讲课与咨询紧密结合起来，与各位学员进行充分的沟通。我在正式讲课之前鼓励他们提问，讲课之中主动邀请他们提问。当然，在课余时间乃至课间休息的 20 分钟时间里，都需要不间断地听取和回答他们的一个个问题。至于课后，那是一种真正的“授后服务”。来自全国各地的无数电话，知道名字和不知道名字的，都可能在任何一个时间打来，与我讨论上市中遇到的各种问题。凡是需要经过多方论证的内容，我会在与有关的上市专家讨论清楚后，再次做出负责任的回答。我为广大学员提供的价值已经远远超出了培训班的内容。

我至今清楚地记得，一位来自南方的企业老板，在听完我的讲课后，紧紧握着我的双手，激动地说：刘老师，我认识你太晚了，我已经在上市的道路上了，付出了沉重的代价，已经花了很多冤枉钱。如果我能早点听到你的课，就不会犯那些常识性的错误。我还清楚地记得，一位来自浙江的大企业家问我：



我的企业想去境外上市，投行找的是最有名的投行，会计师事务所找的是最大的事务所，律师找的是最大的律所，可为什么还是上不了市呢？听完我的解答后，他才恍然大悟：原来他们是“铁路警察，各管一段”，缺少上市总顾问和上市总协调人呀！更令我心里隐隐作痛的是，在山东省某市政府邀请我去培训和指导当地企业上市的会议上，有位总经理讲述的他们企业老板的上市经历：他们企业的老板是一位非常敬业的创业者，为了开拓市场，几乎每天都在汽车轮子上度过。企业申请在境内上市，连续两次被否定掉，老板得了急性脑疾，去世了。后来改组了企业的股权结构，准备采用红筹方式去香港上市，正在这时，2006年9月8日，六部委又出台了“10号文”。无奈之下，企业准备改道到美国场外柜台交易系统买壳上市。可是，该企业在几年前的净利润就做到了1.5亿元呀！尽管是在柜台市场买壳上市，我还是告诉他，这次可能还是不能成功。果然，在两个月之后，美国的次贷危机就爆发了。该政府金融办的领导告诉我，这家企业在上市的路上，付出了生命的代价。我在心里为他们暗暗的流泪。在这里，我讲述这些故事是想说明：培训并不是仅限于明文规定的上市法规和书本上的专业技能，还有大量的上市实际操作经验和各类的潜规则。孙子兵法中讲：“奇正相交，不可胜穷也”！做任何事情，都需要两手抓、两手都要硬，包括常规性的和创造性的。我欣喜地看到，在我们培训的学员中，有许许多多的企业在境内或境外成功上市融资，如愿以偿，我在内心里由衷地为他们高兴和祝贺！

当我写下这部书的题目时，曾再三斟酌：是应当改为“助你走上境外上市的成功之路”呢，还是应当保留现在这个题目？这个题目是不是有点忽视企业上市主动性的味道？经过反复思考，我还是保留了这个题目。理由是：企业境外上市固然其本身要有强烈的主动性和迫切的愿望，但是企业本身并不能评估上市成功的把握性。这很需要为企业做上市服务的各个机构和专业人士为之把关和负责。用“带你”这个题目，更能够体现企业上市服务者应有的负责精神和敢于面对挑战的勇气。在这里，我想起了东北地区一位政府负责企业上市的领导的心得：实际上，政府在推进企业上市的整个过程中，特别是把企业带到不够熟悉的境外资本市场上，企业的人一路上都是在心里打鼓，满肚子不高兴。怎么办呢？就像汽车司机把一个朋友拉进汽车里一样，把车门“砰”的一关，一踩油门，汽车就冲出去了，想停都停不下来。到了目的地，企业才会感激不尽，“三呼万岁”！但是，事先要让企业彻底想通，下定决心上市，他们是难以做到的。当然，我不是鼓励所有的政府部门和上市服务机构不顾企业的意愿和条件，强迫企业或绑架企业去上市，而是说要用自己高度的诚信和



专业水准，以及耐心、韧性来取信于企业上市。要在前面拉着企业，在后面推着企业，在两旁扶着企业，一路马不停蹄地走下去，就像当年红军爬雪山过草地一样。

在这里，我还想对企业家们说，上市是一个脱胎换骨的过程，是一个凤凰涅槃的过程，是一个雄鹰再生的过程，千万不要害怕困难、痛苦、磨练、曲折和新生。任何困难很大的事情，只要把其规律研究透了，这个事情就会变得容易，“知难行易”。企业家既要有自我承担压力的骨骼，还要有宽容他人过错的胸怀。上市如果暂时未能成功或不顺利，最重要的是吸取经验教训，千万不要埋怨和自弃。毕竟上市成功的企业家都是修炼到一定境界的人，是站到了宝塔尖上的人。上市成功者自有成功的道理，不成功者还处在探索之中。人们常说，“谋事在人，成事在天”，“七分努力，三分运气”。特别是在目前全球经济形势偏紧，投资者相对谨慎的情势下，企业无论在哪里上市，且没有人来找麻烦，那就是胜利。借用一位同行的话说，“上了市就是英雄，过了河就是神仙”。如果有一天，一个国家或地区的所有企业都是上市公司，所有的居民都是股民，那么，这个国家和地区无疑是世界上最强大的国家和地区，是世界上经济、金融、资本、教育最发达的国家和地区，也是世界上最和谐、最富有、最文明和最民主的国家和地区。我们要为这个时代的到来振臂高呼，并且要为实现这个遥远的目标，付出扎扎实实、点点滴滴的努力！

在此，我要高兴地告诉大家，据2012年1月17日香港大公报报道，中国证监会今年将全面修订境外上市法规，适度放宽上市条件，简化审核程序，降低门坎，为中小企业、民营企业到香港等境外市场直接上市创造条件。

借此机会，我再次感谢各位领导和同事对我多年来的支持和帮助！感谢各位学员和专家对我的信任和理解！

刘李胜

2012年3月28日

于北京金融街

目 录

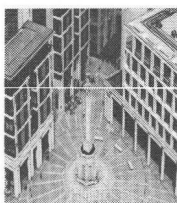
CONTENTS

第 1 部分 境外上市的政策趋向与基本策略

- | | | |
|-------|--|----|
| 第 1 讲 | 中国企业境外上市政策、途径与绩效
——国际资本中国行暨首届企业境外上市融资高层论坛 | 2 |
| 第 2 讲 | 中国企业境外上市背景、利益与经验
——中国国际金融高峰论坛 | 11 |
| 第 3 讲 | 企业境内外上市的基本问题
——龙江银行国际资本市场论坛 | 17 |
| 第 4 讲 | 企业境内外上市的主要区别
——北京市律师协会国际贸易和投资专业委员会培训讲座 | 27 |
| 第 5 讲 | 中国企业境外红筹上市的路径与规则
——中国企业境内外发行上市操作实务高层研讨会 | 57 |
| 第 6 讲 | 企业跨境上市与外资并购动力及趋势
——澳门城市大学工商管理硕士 (MBA) 班 | 82 |
-

第 2 部分 国有企业及不同行业企业境外上市

- | | | |
|-------|--|-----|
| 第 7 讲 | 我国国有大中型企业境外发行上市有关问题
——国有大中型企业境外上市与管理高层培训班 | 108 |
| 第 8 讲 | 我国金融企业境内外发行上市有关问题
——清华大学国际投融资与资本运营总裁研修班 | 125 |
| 第 9 讲 | 中国民航企业境外发行上市有关问题
——中国国航高层管理人员境外上市培训班 | 138 |



- | | | |
|--------|--|-----|
| 第 10 讲 | 新能源企业境内外发行上市有关问题
——北京环境交易所及北京绿色金融协会高层会议 | 157 |
| 第 11 讲 | 中国时尚企业赴伦敦、米兰上市之路
——中国（大连）全球时尚资本论坛 | 164 |
| 第 12 讲 | 通向境外房地产投资信托基金（REITs）之路
——清华大学房地产企业总裁研修班 | 168 |

第 3 部分 民营中小型企业境外上市

- | | | |
|--------|--|-----|
| 第 13 讲 | 创业企业如何应对境内外创业板市场
——广东佛山市民营企业创业板上市培训会 | 198 |
| 第 14 讲 | 中小企业境外上市的相关准备
——中小企业创业板上市与私募股权融资实务高级培训班 | 207 |
| 第 15 讲 | 境外上市团队及其主要职能
——企业发行上市与私募股权融资实务高级研修班 | 241 |
| 第 16 讲 | 私募股权基金与企业私募股权融资
——中小企业私募股权融资与境内外发行上市实务高级培训班 | 257 |
| 第 17 讲 | 境外首次公开发行（IPO）的估值定价
——北京大学私募股权融资及企业上市高级培训班 | 275 |
| 第 18 讲 | 境外公开发行失败的原因与防范
——北京大学境内外发行上市实务高级研修班 | 286 |

第 4 部分 国际资本市场与投资银行业务

- | | | |
|--------|--|-----|
| 第 19 讲 | 美国资本市场与中国上市企业
——中国铝业高层管理人员美国发行上市培训班 | 296 |
| 第 20 讲 | 美国证券发行制度与发行方式
——兴业银行投资银行业务培训班 | 318 |
| 第 21 讲 | 国际投资银行及其主要业务
——中国国际金融公司投资银行业务培训班 | 334 |
| 第 22 讲 | 美国存托凭证（ADR）与中国公司经验
——南开大学国际金融研究生授课 | 343 |



第 23 讲	可转换公司债券的国际经验与发行策略 ——高级理财规划师国家职业资格培训班	360
第 24 讲	美国买壳上市操作实务及问题 ——中国西部国际资本市场高峰论坛	379
第 25 讲	超额配股选择权制度及其借鉴 ——上海交通大学上市融资实务高级培训班	396
第 26 讲	纽约证券交易所专营商制度及其借鉴 ——纽约金融学院投资银行业务高级培训班	401

第 5 部分 境外上市公司监管及风险控制

第 27 讲	境外上市公司监管政策与监管措施 ——上市公司监管国际高层研讨会	410
第 28 讲	OECD 公司治理原则与中国上市公司实践 ——江苏省企业改制与境内外上市融资论坛	427
第 29 讲	独立董事在上市公司治理中的作用 ——武汉大学金融与管理学研究生授课	441
第 30 讲	激励型认股权利弊与在我国的实施 ——国有企业及上市公司管理层股权激励与收入分配制度改革研讨会	456
第 31 讲	资产泡沫的特征、周期与管理 ——全球化时代的风险管理与危机管理论坛	471
第 32 讲	国际应对股市突发事件的经验及借鉴 ——哈佛大学商学院代表团授课	480
第 33 讲	全球经济调整与资本市场机会 ——第六届中国（银联信）银行业博鳌年会	490

主要参考文献

498

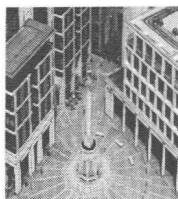


境外上市的政策趋向与基本策略

part 1

Policy Trend and Basic Strategy of Oversea Listing

- 第 1 讲 中国企业境外上市政策、途径与绩效
- 第 2 讲 中国企业境外上市背景、利益与经验
- 第 3 讲 企业境内外上市的基本问题
- 第 4 讲 企业境内外上市的主要区别
- 第 5 讲 中国企业境外红筹上市的路径与规则
- 第 6 讲 企业跨境上市与外资并购动力及趋势



第 1 讲

中国企业境外上市政策、途径与绩效

——国际资本中国行暨首届企业境外上市融资高层论坛

中国企业境外上市是指我国境内具有中国法人资格的企业经过重组、改组、组建股份有限公司或外资化后反向收购，到境外直接上市和间接上市的统称。有人把它称为国际上市（International Listing）或跨境上市（Cross-border Listing）。境外上市可以区分为在中国香港特区这个境外市场上市和在我国以外的外国市场上市两个部分。

中国境内企业赴境外上市，是我国改革开放的产物，也是中国经济快速发展和经济全球化的产物，具有鲜明的时代特征和政策背景。由于这是一项新生事物和创造性的举措，因而一直以来带有探索和试验的色彩。中国境内的企业和政府部门特别是监管机构进行了大量的探索和实践，取得了值得肯定的成就和有益的经验。根据中国企业的融资需求和国际资本市场的情况，可以预料，在今后相当长的时期内，中国企业赴境外上市的趋势不会逆转和减弱，而是将会不断增强。

一、中国企业境外上市的基本政策

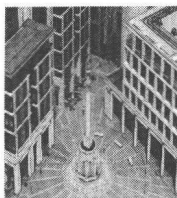
我国改革开放 30 多年来，GDP 年均增长 9.67%，是世界上经济增长最快的国家，这个速度是同期世界经济平均增长的 3 倍。2010 年 1 月 22 日，中国 GDP 总量超过日本，位居全球第二。中国政府在今后很长的时期内，要致力于解决东部、中部、西部地区发展差距问题、城乡发展差距问题，解决国有企业向股份制公司改制和转轨问题，解决先富起来的一部分人与相对不足够富裕的大多数人的贫富差距问题，解决经济增长方式转变和经济结构战略性调整问题，促进战略性新型产业和低碳经济发展等，这就决定了中国经济在今后 10~20 年的时间内，还处于重要的战略机遇期，将继续保持稳定基础上的快速增长。当然，这种增长区别于以往更多注重 GDP 总量的增长，而是一种兼顾生态环境保护、社会和谐、人们生活质量提高等多方面的包容性增长。中国



政府坚持在发展中解决问题，坚持科学发展、和谐发展和可持续发展，这对各种类型和性质的企业都带来了难得的发展机遇。

为了适应中国国民经济稳定持续快速发展的要求，中国政府一贯支持企业利用境内和境外两个市场、两种资源，“走出去，引进来”，促进自身的改革发展，不断提高竞争力。2010 年 8 月《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》（国发〔2010〕9 号）重申了这一政策，指出：“利用好境外资本市场，继续支持符合条件的企业根据国家发展战略及自身发展需要到境外上市，充分利用两个市场、两种资源，不断提高竞争力。”因此，需要继续支持境内企业赴境外上市，根据国民经济的发展战略、特别是企业自身的发展战略，选择在境内和境外的资本市场发行上市，把自己做强做大，为国民经济做出更大的贡献。这既是中国经济快速健康发展的需要，也是中国经济融入全球经济发展的大势所趋。企业选择在境内和境外的资本市场上市，完全属于企业的自主行为，企业可以根据国民经济发展战略和国家的产业政策、利用外资政策、特别是自身的发展战略等各方面的情况自主做出决策。

我们清楚地看到，随着经济全球化的深入发展，发达国家（地区）的优质上市资源已经发掘的相对充分，它们把吸引优质企业上市的重点转向经济高速增长的国家 and 地区，比如“金砖四国”（中国、巴西、俄国、印度）和“灵猫六国”（中国、印度、越南、印度尼西亚、土耳其和南非）等。全球的各个主要的证券交易所在从非营利机构向上市公司转变的同时，通过修改上市规则，创新上市方法，提供优质便利服务等措施，吸引更多的企业到那里去发行上市，扩大融资规模和吸纳企业的容量，增强交易所在全球的竞争实力。中国境内的资本市场毫无疑问也置身于这种日趋激烈的国际竞争格局之中。近几年来，境内的资本市场改革发展取得了积极的成效。上市公司股权分置改革完成，并且由于采用国际会计准则，上市公司业绩有所提高，投资者的信心不断增强，市场资金供应增加，市场的流动性、深度、效率都有了明显的改善，市场承受大盘股的能力显著提高。特别是中国境内完善多层次资本市场体系，于 2009 年推出了创业板市场，为战略性新兴产业、高成长企业提供了融资和交易的资本平台。受这些因素的影响，选择在境内资本市场发行上市的企业不断增多。但是，这并不意味着会关闭境内企业到境外上市的门路，相反，对于那些确实需要在境外发行上市的企业来说，仍然持积极支持的态度，境外上市的大门是敞开着的。一般来说，我们看到有六类企业特别适合在境外上市。它们是：境内上市难以被批准的企业；在境内上市排队等不及的企业；其产品和原料市场在境外，而且需要在境外创立品牌的企业；需要“走出去”，在境外收



购和整合资源的企业；计划先在境外上市然后回归境内上市的企业；股票发行量大而需要在两地或多地上市的企业。境内企业选择在境外上市，其目的不仅是为了解决融资的问题，它也是实施国家的“走出去”战略，主动参与国际竞争，主动接受更加严格的外国监管机构的监管，借助国际资本市场的力量，促进自身公司治理结构完善，提高全面素质和竞争力，实现国际化经营战略的重要举措。

二、境内企业赴境外上市的基本途径

经过 10 多年的探索，目前境内企业赴境外上市有三种基本的途径，或者说有三种基本的类型。

第一种是境内注册的股份有限公司发行境外上市外资股并到境外上市。从 1993 年开始，中国政府推出国有大中型企业到境外上市试点，先后制定并发布了《关于进一步加强在境外发行股票和上市的通知》（1997 年 6 月 20 日国发 21 号）、《关于企业申请境外上市有关问题的通知》（1999 年 7 月 14 日证监会发 83 号）等，主要要求境外上市企业符合以下条件：（1）筹资用途符合国家产业政策、利用外资政策及国家有关资产投资立项的规定；（2）净资产不少于 4 亿元人民币，过去一年税后利润不少于 6 000 万元人民币，并有增长潜力，按合理预期的市盈率计算，筹资额不少于 5 000 万美元；（3）具有规范的法人治理结构及较完善的内部管理制度，有较稳定的高级管理层及较高的管理水平；（4）上市后分红派息有可靠的外汇来源，符合国家外汇管理的有关规定等。按照这种规定，1993 年 7 月 15 日，第一只 H 股青岛啤酒在香港成功上市发行，随后上海石化、北人印刷、广州造船、马鞍山钢铁、仪征化纤共 6 家国有企业在香港成功发行 H 股。这些国有企业的挂牌地点是香港，它们通过发行全球存托凭证（GDR）和美国存托凭证（ADR），也在全球各地发行并在纽约证券交易所挂牌上市。1994 年有 11 家企业完成公开发行和上市；1995 年有 2 家完成公开发行和上市，另有 1 家增资扩股；1996 年有 6 家企业公开发行和上市，1 家增资扩股，一家发行可转换证券；1997 年中国境内企业境外上市节奏加快，发行规模明显扩大。当年新上市企业 17 家，另有 2 家上市公司增资扩股，2 家上市公司发行可转换公司债券。到 1998 年 4 月 6 日，我国境内已经有 43 家企业经过改制在香港上市。这些 H 股上市公司包括上海石化、镇海炼化、庆铃汽车、大唐电力、南方航空、华能国际等，涵盖化工、能源、交通、钢铁、电子、电器等 14 个行业，其中以基建设施和公共事业为主的国有

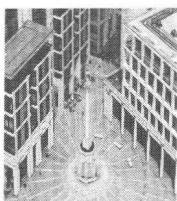


第 1 部分 境外上市的政策趋向与基本策略

Part 1 Policy Trend and Basic Strategy of Oversea Listing

企业为主，这些企业上市时受到众多的境外投资者追捧。2005 年 6 月 23 日，以交通银行成功境外上市为契机，拉开了中国金融企业赴境外上市的序幕。交通银行以 21.59 亿美元的融资额，成为 2004 年以来除日本之外的亚洲地区规模最大的金融机构 IPO；2005 年 10 月 27 日，中国建设银行以 112 亿美元的融资额，创造了香港资本市场 IPO 规模及全球金融业股票 IPO 记录；2006 年 10 月 27 日，中国工商银行以 A + H 方式，同时在香港联交所、上海证券交易所上市，以 191 亿美元的发行规模成为全球最大规模的 IPO。交通银行、建设银行、中国银行、工商银行以及招商银行的成功境外上市，不仅募集了巨额的资金，而且带来了一系列融资制度的创新，比如 A + H 发行模式、战略配售、绿鞋机制、分析师大会、预披露机制规则等。截至 2007 年 6 月底，已有 145 家中国内地注册企业在香港和境外其他资本市场发行上市，累计筹资 1 024.6 亿美元。145 家 H 股公司中，有 143 家在中国香港上市，其中有 10 家在中国香港和纽约两地上市，有中国国航、江西铜业、大唐国际发电、沪杭甬 4 家在香港和伦敦两地上市，有 1 家即中国石化在香港、伦敦、纽约三地上市，有 2 家即中新药业、骏马化纤在新加坡上市。当时境内有 46 家上市公司同时发行 A 股和 H 股。在境外上市公司中，除 46 家在香港创业板上市外，它们多是中国各行业中的大型骨干企业。它们是经过中国证监会批准，并符合国务院规定的上述“四、五、六”（见上文提及的国务院规定的 4 亿元净资产、6 000 万元净利润、5 000 万美元筹资额的境外上市条件，下同）条件的。当然，近几年来，随着境内外资本市场情况的变化，这些上市条件正在逐步放松，对有些企业并没有严格按照这些标准执行，而批准了它们在境外上市。

第二种是境外中资控股上市公司（俗称“大红筹”公司）。此类公司在境外上市，是经过国务院批准，视情况需取得中国证监会批准，或事后到中国证监会备案。这类公司是中国内地各级政府、各有关部门直接在香港设立各类中资机构在香港上市的公司。它们在境外注册，在香港上市，其业务和利润来源主要是在境内的中资控股（高于 35%）企业。境外人士通常称它们为“红色中国的蓝筹股”，简称为“红筹股”。香港证监会和联交所认为，至少有 35% 的中资股权的公司方可称为红筹股公司，而有内地背景但内地资金并不一定占控股权的公司可以被视为红筹市场的一部分。据新华社香港分社统计，1998 年时，国内各级政府、各有关部门直接在香港设立的下属控股子公司、参股设立的关联公司，据估计有 8 000 家左右。这些中资机构中的一些公司通过以下四种方式在香港上市：一是在香港长期经营的中资机构以其境外资产上市；二是已经上市的红筹股公司分拆上市；三是在香港的中资机构将境内

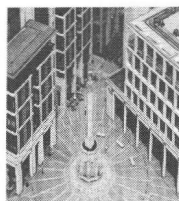


资产转移到境外包装上市；四是国有企业、机构、在香港的中资机构在香港买壳上市。这类公司在 2007 年时大约有 84 家。按其业务范围的不同，可以大致分为三类：第一类是单一行业公司。例如，中国海外主要从事航运、集装箱租赁业务；骏威投资主要从事汽车制造销售业务；中旅国际主要从事旅游及酒店、房地产业务。这类公司的主要业务明显集中于某一行业，有的公司还具有行业垄断地位。其中虽然有的开始大规模向其他产业发展，但都是后来才开始的事情。第二类是综合性公司，而且公司带有明显的地方性概念。例如，上海实业、广东粤海、深圳深业、北京控股、天津发展等。这些公司实际上是各地政府设在香港的窗口公司，它们通过重组、注资活动逐渐发展成为综合性的控股公司，成为各地在境外的企业代表和融资窗口。第三类是以在香港和境外为主的综合性公司。例如，中信泰富、华润创业、五丰行等。红筹股公司按其控股股东的不同，基本可以分为四类：第一类是省市地方政府为主要控股股东的公司，代表性的上市公司有粤海投资、上海实业、北京控股、越秀投资、深业控股、天津发展。第二类是国务院各部委为主要控股股东的上市公司，其代表性的上市公司有中远太平洋、招商局国际、航天科技、中国海外、华润创业。第四类是国务院直属公司，其代表性的上市公司有中旅国际、光大集团的三个上市公司、中信泰富。第四类是其他（国有企业、股份有限公司等）为主要控股股东的公司，代表性的上市公司有首长四方、联想控股、四通电子、中国制药、申银万国、方正（香港）、华菱集团。红筹股公司中也包括了中国移动、中国联通、中国海洋石油等重要企业。从宏观层面来看，香港红筹股市场发展具有积极的意义。它为内地提供了长期和高效的融资渠道，支持了国家经济建设。同时，促进了内地驻香港企业的发展，使不少内地企业调整和发展了业务，参与了香港和内地的基础设施建设、金融投资等领域。这些公司在加速自己发展的同时，还将香港市场经济方面的经验带到内地，进一步推动内地改革开放。此外，红筹股公司还改变了香港证券市场的上市公司结构，一方面增加了涉及基础设施建设、交通运输、工业等领域的上市公司在香港股市上的比重，另一方面将内地资本带入香港股市，改善了香港股市的产业构成长期以房地产业和金融业为主的格局。这些大红筹股公司上市在 1997 年香港回归中国时达到了高潮。1997 年亚洲金融危机后，上市数量逐渐减小。近几年来，大红筹股公司上市数量更少，但每年仍约有 3~5 家，比如山东重型汽车等。目前许多大红筹股公司正在探讨和准备，等待中国境内推出国际板市场后，申请回归境内的 A 股市场再次上市。

第三种是境外注册的其他公司，即境内民营企业外资化后，到境外上市的



公司（俗称“小红筹”公司）。从 1999 年开始，境内的一些民营企业开始采取红筹方式间接到境外上市。它们的通常做法是：先以股东（境内居民）个人名义在境外注册公司，再通过境外公司融资后，反向收购境内企业的股权或资产业务，将境内公司变更为外商投资企业，然后以境外公司的名义申请在境外上市。1991 年，鹰派控股在新加坡证券交易所上市；1999 年 2 月，侨兴环球在美国 Nasdaq 市场上市；同年 11 月，世纪永联在美国 OTCBB 市场借壳上市；2000 年，新浪、搜狐和网易三大门户网站在 Nasdaq 市场上市。2004 年，民营企业赴境外间接上市热潮达到了顶点。鉴于当时民营企业绕道赴境外上市已经形成一定的气候，2006 年 6 月 9 日，中国证监会对境内各律师事务所发出《关于涉及境内权益的境外公司在境内发行股票和上市有关问题的通知》（72 号令），要求律师对境内企业在境外注册公司上市提供法律意见。市场人士通常把中国证监会法律部门的这种批复函称为“无异议函”。2003 年 4 月 1 日，中国证监会发布《关于取消第二批行政审批项目及改变部分行政审批项目管理方式的通知》，取消了中国律师出具关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市的法律意见书的要求。2006 年 9 月 8 日起，中国商务部、国资委、外汇局、工商总局、税务局等与证监会联合发布《关于外国投资者并购国内企业管理办法》正式实施，大家把它简称为“10 号文”，在一定程度上对境内民营企业外资化后到境外上市予以规范和监管。当然，许多中小型民营企业仍然在积极探索其他的合法途径，通过遵循中国境内制定的有关外商投资企业法规，与有关的外资和有外籍身份的人士合作完成对境内股权的并购，实现在境外合法上市。特别是，还有一些民营企业遵循国际会计准则（IFRS）第 27 号和美国会计准则 FIN46R 关于合并财务报表的要求，通过可变利益主体（VIE）协议，即由境外公司投资在境内成立的外资企业（WFOE）取得对内资企业经营活动的实际控制权和重大事项的决策权，内资企业将全部或者大部分收入定期支付给 WFOE，作为其提供相关服务的对价的模式，实现在境外资本市场上市。目前，中国政府将涉及国家安全的拟采取 VIE 模式在境外上市的企业列入安全审查范围，但有一些市场专家认为，该种 VIE 模式或结构属于国际会计准则和美国会计准则要求合并会计报表的情况，为国际四大会计师事务所及主要国际会计师事务所接受，也为美国、中国香港等境外证券交易所所接受，不应当不分青红皂白地一律加以禁止。同时，在按红筹方式上市的企业中，有许多家成功的案例，对某些受外资政策限制的行业和轻资产企业具有可操作性，这已经是一种既成的历史事实。



三、境内企业赴境外上市的主要绩效

从 1993 年中国境内的情况来看，资本市场建立刚刚起步，规模很小，难以接受大盘股的发行。为了推进企业特别是国有企业的改革发展，积极合理有效利用外资，我国政府做出境内企业到境外上市试点的决策，应当说是完全正确的。尽管有人批评对外资发行股价低，对境内发行股价高，使国有资产“贱卖”，但从整体上看，境内大中型企业赴境外上市取得的绩效是明显的。为了说明这个问题，这里需要提及经济学的基本原理，了解资金对企业的时间价值。一笔资金到达企业越早，承担的风险就越大，对企业价值的贡献也就越大，定价相应也就越高。相反，企业发展成熟了，资金这个时候才到，定价就会相对较低，因为它承担的风险也较小。我们可以看看，在企业的不同发展阶段，资金对企业的贡献情况和定价情况。在企业早期甚至只有创业想法时，天使基金投入，承担的风险很大，它所占企业的股份就比较高，还要求创业者把自己身家也放进来。当企业有了一定发展，甚至有了少量的利润时，风险投资进入，这时企业仍然没有走出“死亡谷”，风险投资仍然承担极大的风险，所占公司股份也比较高。当企业发展的比较成熟，过一二年就可能成功上市时，战略投资基金进入，定价就比风险投资要高一些。战略投资基金对企业的贡献：一是对企业的新项目增加投资，使企业在短期内有利润增加，提升企业的上市价值；二是一些著名的国际大投资银行和私募股权基金对股票发行定价有很大的影响力，或者说它本身就有发行定价权，它买了公司的股票，当然就能起到公司价值的证明作用，公开发行定价一般都会高于这个价格。如果是在公司开始发行股票期间，首先对机构投资者配售股票，这个时候策略基金介入，当然股票定价要比战略投资基金更高。尽管如此，它仍然要承担上市后股价波动的风险，有些股票上市后会跌破发行价，因而策略基金对待发行定价也十分谨慎。另外，中国企业在境外上市，由于境外投资者对中国企业相对不够熟悉，获得企业信息成本比较高，所以在发行定价中会考虑到这一因素，对发行定价有一定的折扣。

从总体上说，境内的大中型国有企业和民营企业到境外上市，取得了好的效果。对国有企业来说，筹集了大量的发展资金，改善了财务结构，缓解了资本金不足的压力，支持了一批国家重点建设工程和技术改造项目。例如，20 世纪 90 年代中期，吉林化工 30 万吨乙烯项目建设、镇海炼化 800 万吨炼油项目技术改造、庆铃汽车轻卡技术升级和形成批量生产等，都是通过到香港发行