

丛书主编 天亮

中国企业资本市场运作

系列教程

境外上市实务

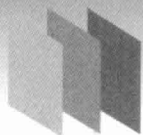
Jingwai Shangshi Shiwu

主编 张朝元

副主编 于波 谢利锦 杨彬



中国金融出版社



丛书主编 天亮

中国企业资本市场运作

系列教程

境外上市实务

Jingwai Shangshi Shiwu

主编 张朝元

副主编 于波 谢利锦 杨彬

中国金融出版社

责任编辑：张哲强 马 杰

责任校对：刘 明

责任印制：毛春明

图书在版编目 (CIP) 数据

境外上市实务 (Jingwai Shangshi Shiwu) / 张朝元主编. — 北京: 中国金融出版社, 2011. 4

(中国企业资本市场运作系列教程)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5549 - 4

I. ①境… II. ①张… III. ①股份有限公司—融资—研究—中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 115423 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京航天伟业印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 22

字数 390 千

版次 2011 年 4 月第 1 版

印次 2011 年 4 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5549 - 4/F. 5109

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

丛书主编前言

罗素把陈述分为两类,一类是涉及思想本身的陈述,一类则不是。只有后一陈述才是完整的有确定真值的。在后者,思想与现实是分离的,即思想并不影响现实(如自然科学领域),只有这样表达思想的陈述才有可能正确地刻画现实,并可能通过现实得到验证。逻辑实证主义进一步发展罗素的观点,认为无法用事实或自身逻辑形式判断真伪的第一类陈述是没有意义的,科学的陈述应该具有可证伪性。

索罗斯把事件与(参与事件的人的)思想的相互影响及这种影响的相互助长称为反射性,反射性在社会领域是普遍存在的规律,这就是他的反射性理论,并认为反射性在金融市场上表现得特别充分,从而得出金融市场内在不可测性的观点。

索罗斯试图用他的反射性理论来推翻上述逻辑实证主义的结论,认为那些不能明确无误地判别真伪的陈述并非没有意义,而在社会领域更有意义。根据反射性理论,绝大多数政治观点和很多的社会理论,不在于对错,只取决于是否被人们相信。中世纪的术士念咒炼金是骗人的把戏,但在政治社会领域,特别在金融领域,由于反射性的存在,却完全能够“点石成金”。

索罗斯认为可错性概念是由反射性概念导致的又一个概念,也就是说,思维与事物或实际状态是不一致的,正如笛卡尔所言“我是我试图理解的世界的一部分,因此我的理解是内在不完备的”。我们永远也不知道现实究竟是个什么样子。因此任何人们根据自身理解而构造出来的经济社会机制都是有缺陷的,我们永远也达不到完美和永恒,只有死亡是永恒的。

但是,不完美的东西可以得到改善,承认缺陷将促使我们努力学习,提高理解力。承认我们的可错性,并建立一个纠错机制,就可以打开批判性思维的大门,就没有什么东西能够限制我们的理解力无限发展的空间。

同样,金融体制本身也是一个不可能完美的设计。而在我国推动资本市场的发展就更应该有一个开放性的心态与思维,这是一个不断试错的过程。近年来,我国资本市场在总体规模上得到了极大的发展,在品种结构上得到了较大的丰富,在制度建设上也取得了很大的成就。资本市场作为企业直接融

资的平台其重要意义日益显现,为企业的成长与发展发挥着日益重要的作用。但是,我国资本市场建立的时间毕竟较短,仍具有很大的发展空间。增加对资本市场的理解很有意义,并且在这里我们的理解力可以有无限发展的空间。

现阶段,我国的融资结构依然是以间接融资为主,各市场参与主体对资本市场直接融资机制的了解仍然十分有限。目前,图书市场上有很多介绍资本市场的书籍,但很多主要是介绍国外资本市场的,特别是大部分的教科书直接就是完全照搬国外的教材,而对中国资本市场实际运作情况介绍的书籍并不多见。也有不少介绍中国市场的书籍,但大多是从投资者的角度来介绍投资品种及如何操盘投资的。而从企业的角度来介绍企业如何在资本市场进行运作的书籍则并不多见。有些供有关从业人员阅读的书籍则又显得相对空泛,不够深入具体,也就难以从中了解到实际上究竟是如何运作的。相对其他市场而言,资本市场是最复杂的市场,具有较高的专业性,如果只是泛泛而谈的话,恐怕是难以满足广大读者的需要的。

基于以上考虑,我们组织有关人员,特别是一些直接从事市场运作的,有较丰富实际经验的专家来编写本丛书。本丛书并不覆盖整个资本市场的内容,而是从企业的角度,特别是中国企业的角度来看,企业应如何通过资本市场的运作而不断成长与发展壮大。为此,我们确定了八个选题形成本丛书的八部书,包括《公司治理概论》、《私募股权融资》、《股票发行上市》、《债券融资操作》、《境外上市实务》、《并购重组运作》、《股权激励机制》、《套期保值策略》。并将与上述内容相对应的有关主要的法律法规汇总成《企业资本市场运作法律法规新编》一书,以供读者参考。

本丛书读者主要是企业的各级高管人员,有关从业的律师与财会人员,投资银行业务人员,政府经济管理干部。本丛书也可供各种相关培训班采用及作为大专院校相关专业参考教程。对希望尽快了解中国资本市场的外国人士来说,阅读本丛书也是一个很好的选择。本丛书是一套普及资本市场知识的读物,是一套增加对我国资本市场理解力的教材。

目前我国资本市场发展变化较快,政策制度、法律法规也在不断地完善与变化,但我国资本市场的基本结构已经建立,因此,相关法律法规的调整与改进对本丛书中涉及的主要内容在一定时期也不会有太多实质性的影响。一定时期内通过本丛书了解中国企业资本市场运作仍然是有很大帮助的。读者有了本丛书的基础知识后,也就更容易跟踪与理解有关法规政策的调整与变化,另外本丛书也将根据市场的发展变化而不断修订再版。由于本丛书作者都是在繁忙的工作之余抽出时间来进行写作的,错漏之处在所难免,诚望读者批评指正,以便再版时修订(huangm653@sina.com)。

受中国金融出版社委托,由天亮研究员对丛书进行总编,负责丛书的总体设计与策划,对各书主要内容进行统一协调,并组织国内专业人士分别担任每本书的主编。各书实行主编负责制与权责利对称的激励机制。

最后,对参与本丛书写作的所有人员与中国金融出版社的编辑人员所付出的辛勤劳动表示衷心的感谢!

天 亮

2011 年 2 月 1 日

前 言

1993年7月上海石化、青岛啤酒在香港联交所成为首批境外直接上市的企业,由此揭开了中国企业在境外上市融资的序幕。十多年来,已有数百家境内企业纷纷走出国门,到境外上市融资;在中国香港、新加坡、美国、英国等证券市场各领风骚,其中尤以2005年8月5日,中国最大搜索引擎百度成功在美国纳斯达克上市最引人注目,其2000多倍的市盈率,40亿美元的融资额,疯狂的股价涨幅达到了353%,无不向全球资本市场宣告中国概念股的崛起。

2006年9月8日,尽管商务部等六部门联合发布的对外资并购和红筹上市产生重大影响的《关于外国投资者并购境内企业的规定》开始施行,一度使民营企业红筹上市陷入低谷,尽管如此,也没有阻挡住企业境外上市的热情与需求。相信不久的将来,随着中国经济的快速发展、国内资本市场的不断完善,尤其是上海证券交易所国际版开通,会有更多的中国企业到境外证券市场上市融资。

境外上市是企业尽快进入资本市场的一种有效途径,尤其目前国内上市面临“排队等待”的现象更加突出,企业境外上市是“避开拥堵”的选择。但境外上市融资是一项政策性强、涉及面广、程序复杂的工作,境外上市与境内上市在要求上既有相同之处,也有许多不同之处。尤其涉及境内外法律体系、财务制度、监管理念、文化背景等方面的差异,这为境外上市又增加了许多特殊的要求。因此,本书将结合境外上市的特点及差异性,围绕境外直接上市、境外红筹上市、境外上市前私募股权融资、境外上市前重组、境外上市成功要素展开论述,并对欧洲、美洲、亚洲主要证券市场加以介绍。尤其是对2009年开通的TOKYO AIM市场也作了详细的介绍。

本书没有堆积大量的政策法规,也没有许多高深的公式计算,只是面向企业的需求,从境外上市的方式、操作程序及注意的问题入手,并结合大量的案例分析,为企业境外上市融资构建出一条清晰、实用而全面的运行架构,从而使企业的上市工作更加扎实有效,以促进企业进入资本市场快速地发展。同时,作者结合多年帮助企业运作上市的实践经验,为企业重组上市提供较强的操作性和实用性经验,降低企业的风险,减少不必要的损失。希望本书的出版,能为渴望实现境外上市的企业、政府有关部门及各类中介机构提供一定的

帮助。由于作者水平有限,书中不妥之处请读者批评指正。

在本书的编写过程中,副主编于波、谢利锦、杨彬撰写了企业境外直接上市、企业红筹上市实务、上市前的私募股权融资、企业境外上市的成功要素、境外上市案例分析及有关境外交易所上市规则等内容。

于波同志有着十多年的企业咨询管理经验,在企业改制重组、并购、私募融资、境内外上市等方面有丰富的实际操作经验,主持相关境外上市项目,负责与外方有关机构进行谈判。

谢利锦作为德恒律师事务所合伙人,英国伦敦大学访问律师,国际律师协会会员,天津滨海股权交易所专家顾问,在公司法律事务、涉外投资并购、金融、私募融资、重组、境内外上市等方面具有丰富的执业经验以及很高的理论造诣。

杨彬作为德恒律师事务所合伙人律师,擅长企业境内外私募融资与上市、并购与重组、外商投资等方面的法律服务,有着丰富的业务经验,并可熟练使用英文为客户提供法律服务。

同时,王保华博士对本书的几个章节提出了建设性意见,并得到采纳,在此深表谢意!

张朝元

2010年2月

目 录

第一章 企业境外上市融资概述	1
第一节 企业境外上市融资的历程	1
第二节 境外上市的方式	4
第三节 境外上市的优劣势分析	9
第四节 地方政府在企业上市中的作用	11
第二章 企业境外直接上市	27
第一节 企业境外直接上市概述	27
第二节 企业境外直接上市应满足的条件	44
第三节 境外直接上市的审批及操作流程	51
第四节 境外直接上市的案例介绍	59
第三章 企业红筹上市实务	67
第一节 企业境外红筹上市概述	67
第二节 红筹上市的架构	75
第三节 红筹上市的操作程序	82
第四节 反向并购上市	105
第四章 企业境外上市前的重组	112
第一节 境外上市的方式与重组	112
第二节 境外上市前的股权重组	117
第三节 企业境外上市前资产整合	120
第四节 境外上市前重组相关重要文件解读	124
第五节 外资并购境内企业的审批程序	129
第五章 上市前的私募股权融资	135
第一节 私募股权融资概念、特点及现状	135
第二节 私募股权投资基金的分类、运作方式及投资流程	137
第三节 私募股权融资核心法律条款解析	140

第四节	上市前的私募融资	145
第五节	私募融资经典案例评析	149
第六章	企业境外上市的成功要素	152
第一节	上市亮点分析	152
第二节	境外路演	159
第三节	境外上市的发行定价	166
第四节	中介机构的选择	176
第七章	美洲主要证券市场介绍	185
第一节	纽约证券交易所(NYSE)与全美证券交易所(NYSE AMEX)	185
第二节	美国纳斯达克股票市场(NASDAQ)	191
第三节	场外柜台交易系统(OTCBB)	200
第四节	多伦多证券交易所(TSX)	211
第八章	欧洲主要证券市场介绍	220
第一节	伦敦证券交易所	220
第二节	纽约泛欧交易所	236
第三节	法兰克福证券交易所	245
第九章	亚洲主要证券市场介绍	250
第一节	香港联合交易所	250
第二节	新加坡证券交易所	265
第三节	韩国证券期货交易所	277
第四节	东京证券交易所	287
第十章	境外上市案例分析	293
第一节	无锡尚德案例	293
第二节	阿里巴巴网络有限公司上市	302
第三节	新东方上市	309
第四节	恒大地产上市案例	316
第五节	中国忠旺上市	328
第六节	Recon 上市	334

第一章 企业境外上市融资概述

境外上市融资是公募股权融资的一种方式，也是企业发展战略的需求与安排。企业境外上市融资是一项政策性强、涉及面广、程序复杂的工作。境外上市与境内上市在要求上既有相同之处，也有许多不同之处。尤其是境内外法律体系、财务制度、监管理念、文化背景等方面的差异，为境外上市又增加了许多特殊的要求。本章将围绕境外上市的现状、境外上市的方式、境外上市的优劣势以及境外上市面临的问题进行阐述，使读者对境外上市有概要的了解。

第一节 企业境外上市融资的历程

1993年7月上海石化、青岛啤酒在香港联交所成为首批境外直接上市的企业，由此揭开了中国企业在境外上市的序幕。十多年来，已有数百家境内企业纷纷走出国门，到境外上市融资，在中国香港、新加坡、美国、英国等证券市场各领风骚，其中尤以2005年8月，百度成功在纳斯达克上市最引人注目，其2 000多倍的市盈率，40亿美元的融资额，无不向全球资本市场宣告中国概念股的再次崛起。总体来说，十几年来的中国内地企业在境外上市可以分为以下几个阶段：

一、制造业、基础设施类企业境外上市浪潮

以制造业为主的企业成为中国企业境外上市的先锋，随着青岛啤酒在境外成功上市，随后，上海石化、马鞍山钢铁、仪征化纤等8家公司被批准到境外上市。它们的主挂牌在我国香港，但通过发行全球存股证方式（GDR）和美国存股证方式（ADR）分别在全球各地和美国纽约证券交易所上市。以

上海石化为例，1998年8月，该公司在我国香港上市发行H股的同时，还将50%的H股转为ADR、GDR在纽约上市。

1995年，我国政府大力促进国民经济发展的电力、交通等基础设施产业，随后，华能电力、东方航空、南方航空、大唐发电等公司先后在境外上市。这些公司的股票一上市，就受到境外投资者的青睐，因为投资者看好中国在基础设施领域具有广阔的发展前景，于是纷纷购买这类股票。但由于受到国内经济疲软的影响，许多项目被迫停建、缓建，以及基础设施领域恶性竞争等因素的影响，此类企业亏损严重，致使国外投资人抛售这些公司股票，造成股价狂跌。

以上企业基本采用境外直接方式上市，其特点有：一是由国有企业改制为股份公司，上市的条件很高，要达到456的条件，即企业净资产4亿元人民币，净利润不低于6000万元人民币，募集资金不少于5000万美元。二是审批程序复杂，按照中国证监会《关于企业申请境外上市有关问题的通知》的规定，首先需要得到企业所在地省级人民政府同意公司境外上市的批文，然后需要向境外证券监管机构或交易所提出发行上市正式申请以前取得中国证监会的批文，最后还需要取得境外证券监管机构或交易所同意发行上市的批文。三是受到双重监管，采用境外直接上市的企业不仅受到境外监管机构的监管，还要受到中国证监会的监管。

二、“红筹股”掀起境外上市浪潮

红筹股的概念诞生于20世纪90年代，早期红筹股主要指公司注册在境外，运营主体在国内，而在香港上市发行股票的称为红筹股。后来随着民营企业在美国、新加坡以红筹模式上市的公司也越来越多，红筹股的概念便延伸为在海外注册、在海外上市，带有中国内地概念的股票。但对于红筹股的定义仍存在着一些争议，关于红筹股的具体内容将在后面的章节详细论述，这里不再赘述。

自1996年开始，红筹股成为境外上市的热潮，如中国移动、中国网通、中海油、中海发展、中化化肥、香港中旅、中粮国际、华润电力、华润置地。尽管这些公司主挂牌在中国香港，但有的公司通过美国存股证方式（ADR），也可在纽约证券交易所上市。红筹股在境外资本市场的出现，吸引了海外投资者的目光，其原因有：一是具有“中国概念”的股票，受益于中国经济的高速发展；二是由于红筹股的注册地在中国香港，具有管理规范、自主灵活、融资便利的特点，避免了上述境外直接上市的许多不足；三是这些企业都是行业的龙头，资产优质，有政府作后盾；四是有香港回归祖国的

大背景。然而，因受到 1997 年亚洲金融危机的影响，香港的股市受冲击巨大，再加上红筹股业绩和表现欠佳，红筹股只是昙花一现。

1999 年 1 月，广东佛山市鹰牌陶瓷公司在开曼注册，并以鹰牌控股公司之名在新加坡证券交易所上市，成为首家在境外红筹上市的中国民营企业，由此揭开了民营企业红筹上市的序幕。1999 年 2 月，以生产数码无线电话称雄市场的广东惠州侨兴集团在英属维尔京群岛注册成立了侨兴环球公司，以此名义回购侨兴集团 90% 的股权，在美国纳斯达克市场上市，因而成为纳斯达克上市的第一家民营企业。由此，许多高科技概念股及网络股企业纷纷到境外上市。

2000 年 3 月，当裕兴电脑科技有限公司在香港上市后，中国证监会对这种上市方式作出明确的表态，即“鼓励直接上市、不提倡间接上市，更反对绕道行为”，并于 2000 年 6 月 9 日，对境内各律师事务所发出了《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》，通知中针对“裕兴事件”和拟通过类似方式实现境外上市行为纳入正常的监管范围，在实际审核过程中，必须取得中国证监会出具的“无异议函”。所谓无异议函是指中国证监会对中国律师报送的法律意见书出具没有任何异议的同意函。但实际中，为了规避监管，不少内地民营企业通过各种渠道把资产转移到离岸公司，使监管部门的监管实际难以到位，2003 年 4 月，无异议函制度被取消。

三、2005 年 10 月外管局 75 号文掀起上市热潮

2005 年 10 月 21 日，应该是中国民营企业红筹上市历史上值得浓墨重彩的一天，《国家外汇管理局关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发〔2005〕75 号，以下简称“75 号文”）发布，其部分内容将对民营企业境外上市有着根本性的突破。通知中明确允许境内居民（自然人和法人）可以特殊目的公司的形式设立境外融资平台，通过反向并购、股权置换、可转债等资本运作方式在国际资本市场上从事各类股权融资活动，合法地利用境外融资满足企业发展的资金需要。75 号文允许境内居民通过特殊目的公司完成境外融资后，根据商业计划书或招股说明书载明的资金使用计划，调回应在境内安排使用的资金。境内居民从特殊目的公司所得利润、红利等收入 180 天内调回境内。这样，外汇管理局的 75 号文终于放宽了民营企业境外上市的渠道，由此，也掀起了民营企业境外上市的热潮。

四、2006 年 9 月商务部等六部委的 10 号文使境外上市进入低潮

正当中国民营企业和投行人士为外汇管理局的 75 号文出台欢欣鼓舞的

时候，2006年9月8日，商务部、国资委、税务总局、工商总局、证监会、外管局等六部门联合发布的对外资并购和红筹上市产生重大影响的《关于外国投资者并购境内企业的规定》（以下简称“10号文”）正式实施。10号文对外国投资者并购境内企业的程序、报批文件、审批流程等作出了较为详细的规定，应该说该文件是一部立法水平较高、可操作性较强的文件，但是该文件的出台对中国民营企业以红筹方式进行境外上市产生了十分重大的影响。影响主要体现在以下几个方面：

1. 关联并购

10号文第十一条规定：“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批”。境外红筹上市的主要方式就是自然人股东境外成立公司，用境外公司并购境内公司，然后用境外公司在境外公开发行股票并上市。这一条规定要求这种关联并购的情形需要到商务部审批，而据了解从10号文颁布实施至今已有三年的时间，在这三年中没有有一个关联并购的案例获得批准。

2. 跨境换股

整个10号文的第四章都在介绍“外国投资者以股权作为支付手段并购境内公司”，也就是我们通常所说的跨境换股。该章节规定，特殊目的公司和境外的上市公司允许用股份作为支付手段并购境内公司，不过审批手续和报批材料要远远较“现金并购”的方式复杂。跨境换股的规定是我国外资并购立法上的巨大进步，在向国际资本化运作的道路上迈出了重要一步。遗憾的是，虽然该章节对跨境换股的定义、审批流程、报批文件等作出了十分详细的规定，但据了解三年来没有一家企业通过跨境换股完成外资并购并成功进行境外上市。

商务部的上述不审批行为也凸显出国家“鼓励优质企业在国内上市”的方针，但通过不审批来堵住优质中国企业到境外上市并不是长久之计，也不符合中国民营企业迫切的融资需求和快速发展的需求。笔者建议在国内资本市场不断完善的同时，商务部应尽快按照10号文的规定广开审批之路，只要符合条件、规范运作的企业均可以获得审批，顺利到境外上市融资。

第二节 境外上市的方式

国内企业境外上市主要有直接上市与间接上市两种模式，间接上市方式又分为红筹上市和买壳上市，同时还可以发行存托凭证（DR）和可转换债

券（CB）。下面介绍企业境外上市融资的各种方式。

一、境内企业在境外直接上市（IPO）

1. 境外直接上市的含义

所谓境内企业境外直接上市，是指国内股份有限公司作为境内法人，直接申请到境外证券交易所发行供境外投资者买卖的股票并上市交易。目前采取境外直接上市的企业，境外上市地点仅限于香港（H股）、纽约（N股）、伦敦（L股）和新加坡（S股）等与中国证监会签订了监管合作备忘录的国家和地区的证券交易所。交通银行、中国石油、中国石化、中国人寿、神华能源、中国铝业、中国国航等大型企业都是采用这种方式在境外交易所上市的。

2. 境外直接上市的特点

（1）上市要求条件高。1999年7月14日，中国证监会颁布了《关于企业申请境外上市有关问题的通知》，该文件中对拟申请境外直接上市的企业需要满足条件为：净资产不少于4亿元人民币；过去一年税后利润不少于6000万元人民币；按照正常的市盈率计算筹资额不少于5000万美元。这些条件对大中型企业来说很容易达到，但对于中小企业来说是很难满足的。

（2）复杂的审批程序。中国企业要想实现境外直接上市，按照《关于企业申请境外上市有关问题的通知》的规定，首先需要得到企业所在地省级人民政府同意公司境外上市的批文，然后需要向境外证券监管机构或交易所提出发行上市正式申请以前取得中国证监会的批文，最后还需要取得境外证券监管机构或交易所同意发行上市的批文。

（3）外资股份公司受到政策限制。中国的股份公司实现境外直接上市后就会变更为中外合资股份有限公司，按照目前中国有关外商投资企业的规定，外商投资企业股权变更需要商务主管部门的审批，也就是说该公司的国内股东哪怕转让一股股票也需要外经贸主管部门的批准，而认购外资股的股东可以在境外交易所任意买卖股票。因此，这也正是如此多的公司选择发行A+H股的理由，国内股东可以实现在国内A股市场自由流通，国外股东可以实现在香港H股市场流通。

（4）双重监管。境外直接上市的公司不仅要受上市地证券监督管理机构和交易所的监管，而且要受中国证监会的监管。

二、红筹方式境外间接上市

1. 红筹上市的含义

红筹上市是指境内居民（境内自然人或境内公司）设立离岸公司，然

后，通过外资并购将境内公司的资产或股权转移到离岸公司名下，境内公司变成外商独资企业或中外合资企业，然后以离岸公司的名义到境外公开发行股票并上市的方式。

2. 红筹上市的几种方式

(1) 国有企业的红筹上市

国有企业红筹上市通常都会采用国内企业设立离岸公司，然后借助该公司通过股权并购或资产并购的方式建立对国内企业的控股关系，再以离岸公司的名义在境外申请上市。

国有企业的实际控制人为各级国资委，国资委直接到境外设立离岸公司，再通过离岸公司返程并购国内的国有企业的可能性非常小，所以通常国有企业以红筹的方式境外上市都是由国有企业设立离岸公司，然后进行后续的操作，如广西玉柴实业股份有限公司就是通过这种方式在纽约证券交易所上市的。当然，有的国有企业早已经是跨国公司或在境外有分支机构，这种情况下只需对境外的子公司进行分拆或重组后便可实现境外上市。截止到2009年8月，通过这种方式实现境外上市的企业有92家。目前，红筹股回归发行A股愿望更为迫切，并已成为中国资本市场对外开放的战略问题。

(2) 民营企业的红筹上市

与国有企业相反，民营企业的实际控制人为自然人，所以通常会由自然人在境外设立离岸公司，用离岸公司返程收购国内企业的股权或资产，然后以离岸公司的名义到境外上市。中国绝大多数境外上市的民营企业都是采用这种方式实现上市的。

在红筹上市时其核心是外资并购，按照《外商投资产业指导目录》将我国企业分为鼓励类、限制类和禁止类，对于鼓励类企业可以通过外资并购将资产和权益转移至离岸公司，如果是限制类或禁止类的企业，由于受外资产业政策限制，其无法通过外资并购完成资产或权益转移，这样的企业通常会采用“协议安排”来解决这个问题。

“协议安排”是指自然人设立离岸公司之后，由离岸公司在境内设立外商独资企业，再由外商独资企业和经营外资禁止类业务的境内公司签订以实际控制为核心内容的一系列协议，将境内公司的控制权、收入、利润全部转移到外商独资企业，一旦外资可以控股，境内公司的股权将被无条件转让给外商独资企业。这种方式可以通过合并财务报表将境内公司的业绩、资产、负债等并入离岸公司，然后用离岸公司的名义申请境外上市。许多网络公司基本上通过这种方式实现境外上市。

(3) 买壳上市

买壳上市也是红筹上市的一种方式，所谓买壳上市是指境内欲在海外上市的企业通过收购海外中小型上市公司，尤其是不景气的上市公司，收购后向其注入境内资产或业务，通过它所在的证券市场进行融资，以实现境内企业间接上市的目的。

买壳上市的操作步骤通常为：一是境内企业的自然人股东需要在境外设立离岸公司，用离岸公司完成对境内企业的返程并购。二是自然人股东（或其设立的持股公司）与壳公司及壳公司的股东签订换股协议，约定壳公司向自然人股东增发股份换取自然人股东持有离岸公司的股份（包含境内企业的资产和权益），完成换股后，自然人股东成为壳公司的控股股东，境内企业的资产和权益注入壳公司。

三、发行存托凭证

1. 发行存托凭证的含义

存托凭证是一种股票、债券的金融衍生工具，因此，存托凭证又称存股证或者存券收据。所谓存托凭证是指在一个国家证券市场流通的代表外国公司有偿证券的一种可转让投资凭证。通常发行存托凭证由一家银行担任存托银行，并负责在本国证券市场发行，供国内投资者买卖。存托凭证是由存托银行发行的一种可转让股票凭证，证明一定数额的外国某公司股票已寄存该银行在外国的保管机构，而凭证的持有人实际上是寄存股票的所有人，其所有的权利与原股票持有人相同。存托凭证一般代表公司股票，但有时也代表债券。

存托凭证按其发行或交易地点的不同，被冠以不同的名称，如中国存托凭证（CDR）、美国存托凭证（ADR）、欧洲存托凭证（EDR）、全球存托凭证（GDR）等。比如，中国存托凭证，是指在中国境内证券市场流通、代表境外有偿证券的一种可转让投资凭证，通常由境内一家商业银行担任存托银行，并负责在境内 A 股市场发行，以人民币交易结算、供国内投资者买卖的投资凭证，从而实现股票的异地买卖。

2. 发行存托凭证的特点

（1）市场容量大、筹资能力强。发达的证券市场最突出的特点就是市场容量极大，这使在该证券市场发行存托凭证的外国公司能在短期内筹集到大量的外汇资金，从而拓宽公司的股东基础，提高其长期筹资能力，提高公司证券的流动性并分散风险。2003 年中国人寿保险公司在美国上市格外引人注目，这个项目的融资总额高达 35 亿美元，为当年世界上最大的上市项目，