

NASDAQ创建人 John Wall 联合推荐
NASDAQ第一任驻中国首席代表黄华国

第二版

Guidelines For Chinese Small
And Medium Sized Companies
To Go Public Overseas

中小企业 海外上市指南

主 编◎程远忠

副主编◎吴 庆 刘维华



中国发展出版社

第二版

NASDAQ创 建 人 John Wall
NASDAQ第一任驻中国首席代表黄华国 联合推荐

Guidelines For Chinese Small
And Medium Sized Companies
To Go Public Overseas

中小企业 海外上市指南

主 编◎程远忠

副主编◎吴 庆 刘维华



中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中小企业海外上市指南/程远忠主编. —2 版. —北京:
中国发展出版社, 2009. 10

ISBN 978-7-80234-485-3

I. 中… II. 程… III. ①中小企业—股份制—基本知识—中国 ②资本市场—基本知识—外国 IV. F279.243
F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 186874 号

书 名: 中小企业海外上市指南 (第二版)

著作责任者: 程远忠

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978-7-80234-485-3

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京瑞哲印刷厂

开 本: 670 × 990mm 1/16

印 张: 15.25

字 数: 210 千字

版 次: 2009 年 10 月第 2 版

印 次: 2009 年 10 月第 1 次印刷

印 数: 1—6000 册

定 价: 45.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮箱: drcpub@126.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换



本书是为指导我国中小企业海外上市而专门编写。2002年6月至2003年6月，由东方公共管理综合研究所组织国务院发展研究中心、原国家经贸委、中国证券业协会及北京中恒益泰投资顾问有限公司等部门的研究者组成的“我国中小企业海外上市研究”课题组就我国中小企业现状、上市需求、海外资本市场对我国中小企业的适用性、市场准入条件、交易规则、交易成本等进行了广泛深入的研究，为企业选择不同的资本市场提供了指导性意见，为国家和地方政府提供了有关的政策建议。

本书编者选择了部分课题成果和大量有价值的背景材料，期望广大的民营中小企业从中认识到海外资本市场中存在的机会。若能达此目的，课题组全体人员与编者将感到由衷的欣慰。

本书自2004年1月出版迄今，广受欢迎，并发挥了实际的效果。现在内容上做了部分更新并增列了新的成功案例，予以再版，同时邀请了中美两国在本专业领域中颇具声望的人士共同推荐。

改革开放以来，我国民营中小企业有了长足的发展，但在经济全球化的背景下，它们在持续发展中遇到了诸多瓶颈，如：融资困难；亟须建立现代企业制度；面对复杂的国际市场，参与全球化竞争。建立股份制并在国际金融中心交易其股份，是解决上述瓶颈问题的可行且有效的途径。

近年来,我国有十余家民营中小企业在美国资本市场成功上市并大展财技,已经取得了良好的效果。通过海外上市,学习国际资本市场的运作规则,是实现企业可持续发展的重要路径。但是,对于我国民营中小企业而言,海外上市、买壳(反向收购)上市都还是新生事物。

相对于我国新兴的资本市场而言,美国、欧洲国家的资本市场成熟、自由、多层次、进入壁垒低,企业可根据自身的实际情况,制定海外资本市场运作战略,包括目标市场选择、市场运作策划、市场间的切换和关联、融资工具的选择等等。一般而言,中小企业到美国上市可以满足以下需求:

1. 原股东可以适时抛股套现。
2. 根据资金需要,公司可以二次公开发行(SPO)新股的形式为企业筹资。
3. 根据资金需要,公司可以上市公司资格,进行私募发行。
4. 公司可以向银行申请股票抵押贷款。上市公司股票是有市值、可流通的,银行认同公司的股票价值后,会给公司提供贷款便利。
5. 公司可通过交换股票的方式购并其他企业,来达到公司扩张的目的。上市公司股票的市价,可为公司购并交易提供估值参考。
6. 对于同时在全球多个交易所上市的公司而言,美国股票市场上的股票定价是其他股票市值定价的重要参照和支撑。
7. 从市场战略方面来说,在美国资本市场上市有助于外向型企业在美国树立企业形象,提高市场认知度,这是产品开拓北美乃至全球市场的重要一步。
8. 可克服实施员工激励计划中在国内所碰到的制度障碍,解决激励股票的来源与流通问题,实现对员工/高管人员的切实激励。

为了实现在美国上市的终极目标,企业有必要依据美国和中国的法律,分成多个步骤对企业进行改造。可以通过逐步实现剥离、

注入、托管、租赁、置换以及设立海外的控股公司等形式，对其子公司采取合并或分立的股权架构，最终使资产和资本优化组合，从而完成在美国上市和融资的根本目标。

“凡事预则立”，制定一个高明的资本市场发展战略，寻找一个良好的战略合作伙伴，是海外上市成功的关键。北京中恒益泰投资顾问有限公司多年来在帮助中国企业进行国际资本运作的业务中取得了骄人的成绩，并愿与有海外资本运作战略的企业共谋发展！

本书分为上下两篇。

上篇为宏观篇，是由国务院发展研究中心的研究人员负责撰写的专题文章，共9章。各章分别从宏观角度研究了我国中小企业发展现状及面临的问题，融资改革和制度创新，国外中小企业融资方式的比较研究，美国证券市场监管，美国、欧洲的小额证券市场，香港的创业板市场与NASDAQ市场的比较等等。

下篇为实务篇，由北京中恒益泰投资顾问有限公司编写，介绍了美国证券市场的运作模式，针对我国中小企业的现状，特别介绍了美国场外交易市场中的OTCBB市场，该市场进入门槛低，对企业规模、业绩无限制，适合我国中小企业通过反向收购（Reverse Merger）方式买壳上市。对于我国民营企业而言，目前在OTCBB买壳上市正当其时。当然，如果中小企业题材好、成长快、发展前景广阔，也可以考虑初始公开发行（IPO）。实务篇重点介绍了反向收购的操作程序、壳资源选择、在美国上市的法律、会计及信息披露等问题。最后列举了我国民营中小企业在美国OTCBB等市场的反向收购上市、SPAC及TDR成功案例，希望能够为后来者的实务操作提供借鉴和帮助。

全书各个章节都凝结了作者的心血。宏观篇各章的主要作者均为国务院发展研究中心的研究人员。陈剑波研究员和对外经贸大学的张玮共同撰写了第1、3、4章，林家彬研究员撰写了第2章，刘勇研究员撰写了第5章，张承惠研究员和花旗银行北京分行的张元

合作撰写了第6、7章，张承惠还独立撰写了第8章，李瑞撰写了第9章。北京中恒益泰投资顾问有限公司的刘维华编写了实务篇全文，并和齐长岭、朱振凤汇整修改了第二版实务篇部分。全书由程远忠主编，吴庆、刘维华副主编。本课题组总顾问、国务院发展研究中心原副主任鲁志强研究员为本书撰写了序言，NASDAQ 创建人 John Wall 先生及 NASDAQ 第一任驻中国首席代表黄华国先生为本书撰写了第二版序言。

课题负责人与本书编者感谢朱明春博士（原国家经贸委产业司司长）、邓映翎博士（中国证券业协会副秘书长）、曹文春先生（东方公共管理综合研究所副所长）、宋新力先生（原国家经贸委企业司中小企业处处长）和耿红博士（博时基金管理公司研究员）对该课题研究和撰写本书提供的帮助，特别感谢美国金杜律师事务所的罗千里律师对本书资料及山东浩信会计师事务所唐琳会计师对第17章有关会计、审计资料所作的指正。

本书在编写过程中参考了大量资料，资料来源尽量列出，也有个别因故未能一一列出的，我们对其作者和版权人一并致谢，也希望有机会取得联系和合作。

编 者

2009年9月

第二版序言 1

NASDAQ 创建人

CMAIUS 主席

约翰·沃尔

得知程远忠先生、吴庆先生和刘维华先生编著的《中小企业海外上市指南》再版的消息，我十分高兴。

全球投资者非常希望参与并分享中国蓬勃发展的市场和经济成果，因此他们对中国中小企业一直非常关注、极感兴趣。中国的企业一旦在美国上市，就有机会快速做大做强。

自我们于1970年创办NASDAQ以来，已经过去了38年。NASDAQ如今已经成长为世界一流的证券交易所，十分成功地满足了公司上市筹资的需求，不仅创造了大量的就业机会，而且帮助了这些上市公司乃至整个经济的发展。我相信，中国的企业及整个社会也可以从这一模式中获益。

中国企业及美国资本市场投资人双赢的这条道路毫无疑问是成功的！《中小企业海外上市指南》的再版对这一成功的贡献是毋庸置疑的。

我谨对他们的研究及努力表示祝贺！

2009年9月

PREFACE FOR SECOND EDITION

Founder of NASDAQ

Chairman of CMAIUS

John T. Wall

I am pleased to know "Guidelines For Small And Medium Size Companies To Go Public Overseas", 2nd edition, written and edited by Mr. Yuan-Zhong Cheng, Mr. Qing Wu, and Mr. Wei-Hwa Liu has been published.

Sophisticated global investors are highly focused and interested in Chinese small and medium sized companies as they want to join and share in their booming market and fast growing economic achievements. Chinese companies will have the best opportunities to develop stronger and better once they go public in the U. S. capital markets.

It has been 38 years since 1970 when we founded NASDAQ. It has grown to be one of the top leading capital markets in the world, and it also has been very successful in satisfying the demands of financing public companies. At the same time, many jobs were created helping these companies and the economy grow. I believe Chinese companies, as well as the society, can benefit from this model.

This path must succeed since this is a win-win situation for both Chinese companies and investors in the U. S. capital market. This book definitely supports this process.

I congratulate their study and efforts!

2009. 9

第二版序言 2

NASDAQ 第一任驻中国首席代表

CMAIUS 副总裁

黄华国

由程远忠先生、吴庆先生和刘维华先生根据国务院发展研究中心“我国中小企业海外上市研究”课题成果编撰的《中小企业海外上市指南》一书经过编著者的修订，今天再版了。

由于该书发挥了中国中小企业去美国上市的助推器作用，2004年初发行第一版后的五年多来，一批国内中小企业成功地充分利用在美国柜台 OTC 的交易，然后升级 NYSE 和 NASDAQ 上市融资，获得了突飞的发展。这次再版发行，相信会使更多的中小企业从中得到教益和启发，以进一步加快中国企业海外多渠道上市的步伐，达到一个新的境界。

美国经济持续增长，除了全球资本的大量流入，它主要是得益于全球最透明的、充分保护投资者的、完备的“金字塔形”资本市场。美国多层次的资本市场：最上端的纽约证券交易所（NYSE Euronext）和 NASDAQ 市场、第二层次的非上市公开报价系统（OTCBB、Pink Sheets）、第三层次的各地方州柜台交易市场和最低层次的私募股票交易市场（Portal）把市场上的良莠不齐的上市和非上市公司划得泾渭分明。在美国资本市场发展历史过程中，最初的流通股票交易都是通

过柜台交易实现的，就像今天的外汇交易一样，集中报价分散（OTC）交易，可以说现在的各种股票市场都是从柜台（OTC）发展而来的。1971年2月8日NASDAQ正式启动时，就是从“粉红单市场”（Pink Sheets）上挑选出2500多家规模、业绩和成长性都名列前茅的股票开始进行报价交易的。到1990年，由于NASDAQ提高了上市流通标准，全美证券商协会（NASD）又设立了“场外柜台交易系统公告板”（OTCBB），流通交易那些达不到NASDAQ上市挂牌要求的非上市公司股票，而隶属于独立私人机构的“粉红单市场”（Pink Sheets）则在其独立的系统上流通交易那些已经不再满足上市标准而从第一层次的市场被退市的股票，或者为避免成为美国证监会（SEC）要求的“报告公司”而从公开市场退下来的股票。2000年NASDAQ又建立了BBX对OTCBB进行细化，把一些好的公司升级到BBX（Bulletin Board Exchange），余下的则降到粉红单市场。但这一计划终究在2003年由于NASDAQ主管的更换而流产。

美国资本市场的成功绝非偶然。能造就今天的成功局面，完全归功于其能够及时自我定位于全球市场的发展策略，同时不断运用创新科技，形成了传统股票交易市场无可比拟的，以网络技术、全球连接、同步交易为独到特征的电子交易平台，完全适应了当今国际资本市场对整合上市公司通过网络进入全球联合资本的要求，使得那些原本只能在局部地区的资本运作完全有可能融入全球经济的一体化。例如纽约证券交易所，在2005年4月21日收购“全电子证券交易所”（Archipelago），成为一个盈利性机构；2006年6月1日与“泛欧股票交易所”（Euronext）合并组成“NYSE Euronext”；2008年10月1日又再次收购“全美证券交易所”（AMEX），成为全球最具实力的多层次证券交易所。

而我本人曾多年供职的NASDAQ市场为例，在经历了三十多年的改革、蜕变、创新以后，目前已经成为当今世界市值、挂牌家数、交易量、成长速度名列前茅的资本市场，培育出不胜枚举的知名公司。在

那里上市的网络公司、生物技术公司、金融服务公司、通讯公司等不少成为全球领先者；在批发零售业、仓储物流业、机械加工业、轻工纺织业等传统行业上市公司中又培育了一批新的全球主导者。除了最著名的微软之外，还有将近一千家美国本土之外的公司在 NASDAQ 挂牌上市，其中不乏大批优秀的中国概念公司，如搜狐、网易、百度、新浪等等。华尔街现在已经充分意识到，它已经不仅仅属于美国，而应该为全世界的经济发展去尽责，去服务，成为全球资本市场的中坚力量。

我在美国资本市场服务十多年的从业经验，和在华尔街与中国的广泛人脉交流，开创并且成功地协助一大批中国的公司去 NASDAQ 和其他资本市场上市。如今，我又继续为中国的那些有远见卓识的企业去美国上市尽心竭力，提供力所能及的帮助；我十分荣幸在为天津市设立中国的柜台交易市场（OTC）贡献微薄之力。同时我又十分高兴看到中国已经充分借鉴了发达国家和地区的多层次资本市场的发展历程，充分认识到了多层次的市场对满足不同层次的融资需求与投资者的投资偏好，为资本市场的发展注入新的活力，提高市场整体的资源配置效率所发挥的巨大作用。

《中小企业海外上市指南》的再版，为致力于通过海外上市创新发展的民营企业提供了一本不仅通俗易懂，而且政策性、专业性和可操作性很强的海外上市指导书。本书编撰者之一刘维华先生是一位专业并恪守职业道德的资深财务顾问，由他领办的北京中恒益泰投资顾问有限公司专业从事中国企业去美国上市的顾问业务。我也非常高兴与其一起合作。相信各位一定会在通读了这本书以后加深对美国资本市场的了解，增强去海外，特别是去美国上市融资的决心和信念。

作为美国 NASDAQ 第一任驻中国首席代表，我殷切希望有更多的中国中小企业去资本市场上市！当看到一批又一批的企业成功上市融资，在国际资本大循环中发展壮大，能为祖国的经济发展做出贡献而感到由衷的欣慰。

2009 年 9 月于北京

第一版序言

国务院发展研究中心副主任

鲁志强

改革开放以来，中小企业成为各级政府工作的一个重点，也是学者和媒体关注的一个热点。一方面，中小企业，特别是民营中小企业，从政治地位到具体政策优惠，从政府文件到学者专著和媒体舆论，都获得了前所未有过的支持，也得到了长足的发展。另一方面，它们依然面临着诸多形形色色的困难，需要面对许多有形无形的限制，要求解决各种大大小小的问题，中小企业的潜力和能量不能充分发挥出来。这些问题既有新旧交织的错综，也有主客互动的复杂，但扫除这些障碍和制约，又不能指望毕其功于一役，既需要“官”与“民”的共同努力，也需要探索与磨合的时间周期，更需要艰苦细致的工作。中小企业海外上市课题就是基于这样的考虑而设立的一个项目。

中小企业，特别是民营中小企业融资难，是一个始终存在而又始终没有解决好的具体问题。例如，民营企业来自商业银行的贷款，相对于它们对我国经济增长的实际贡献，以及它们对资金的实际需要，形成了强烈的反差。2000年全部金融机构信贷中，乡镇企业、三资企业和私营企业及个体企业共贷款9765亿元，不足金融机构全部短期贷款的15%。尽管政府有关部门采取了大量措施，包括

制定有关制度、成立相关机构、鼓励银行向中小企业发放贷款等等，但中小企业贷款难仍是尚待解决的难题。中小企业“贷款难”，不是“转轨”国家独有的问题，更不是中国独有的问题，而是一个世界性的难题。因此，一味强调中小企业贷款难不足以解决中小企业的融资问题。

中小企业融资难的原因是复杂的。例如，融资渠道不畅就与中小企业自身的一些先天特点相关，中小企业一般规模小、变数大、资金需求一次性量小、抗风险能力低等特点，增大了金融机构融资的成本和风险。这就意味着，改善中小企业贷款难，不仅要求金融机构作相应的改革，提高现有融资渠道的效率，尽快建立和完善社会相关法规和中介机构，同时还需要中小企业自身完善企业制度，提高信用水平的配合。此外，就是努力探索和开拓新的融资方式和渠道。例如，加入 WTO 加快了中国参与全球化的进程，如何抓住全球化创造的机遇，更好地利用全球资源，参与全球市场，就是一条富有吸引力的思路。目前探讨和准备参与全球竞争的主要是大企业，中小企业如何应对全球化的挑战，如何分享全球化的机遇和利益，答案并不明显。

从课题考察的情况看，美、英、德、法以及香港等地针对中小企业需要开设了股票交易市场，可以为我所用，以开辟新的融资方式。目前国内二板市场迟迟没有建立，我国中小企业，特别是民营中小型企业可以考虑选择在海外，特别是英美等国际金融中心上市，并通过上市把企业做大做强。但是，海外上市对一些大企业尚且是一条充满变数的陌生之路，对于实力相对更弱的中小企业无疑就是一条充满荆棘的风险之路，更需要学习大量的知识，预作大量的准备。这就是为什么课题组认真考察海外证券市场的规则，比较不同市场上市利弊的初衷。在此基础上，课题组为中小企业海外上市总结了一些实用建议，例如，如何在众多的海外二板市场中选择最有利于自身发展的海外资本市场等等。中小企业海外上市离不开

必需的制度环境和国家的支持，为此，还提出了鼓励和扶持中小企业赴欧美上市必需的配套政策和环境。好在各级政府，特别是民营企业发达的沿海各地方政府，都制定了鼓励和扶持包括民营企业在内的中小企业的政策，为中小企业赴海外上市提供具体的组织、协调和帮助完全是可能的。

中小企业海外上市不仅是个新题目，相对于国内企业海外上市的总体情况看，也是一个显得过分超前的项目。但理论研究和政策研究必须要超前一些，需要超前做一些理论准备，这就是本课题的意义所在。要真正实现海外上市，还需要有大量的工作，大量的经验积累，这已超出课题研究的能力。希望这一课题能对中小企业有所帮助。

2003年12月



第二版序言 1	
---------	-------

NASDAQ 创建人, CMAIUS 主席 约翰·沃尔

第二版序言 2	
---------	-------

NASDAQ 第一任驻中国首席代表, CMAIUS 副总裁 黄华国

第一版序言	 国务院发展研究中心副主任 鲁志强
-------	------------------------

宏观篇

1 章 中国中小企业发展现状	 2
----------------	---------

1.1 统计分类及立法问题	 2
---------------	---------

1.2 中小企业发展现状	 7
--------------	---------

2 章 中小企业在发展中面临的问题与需求	... 14
----------------------	--------

2.1 概述	 14
--------	----------

2.2 企业经营状况	 15
------------	----------

2.3 企业基本素质	 17
------------	----------

2.4 企业面临的问题	 17
-------------	----------

2.5 企业的需求	 23
-----------	----------

小结	24
3章 中小企业融资面临的问题	26
3.1 国有及规模以上非国有企业融资	26
3.2 私营企业部门的融资	28
3.3 乡镇企业的融资	29
3.4 综述	32
4章 解决中小企业融资问题： 改革和制度创新	38
4.1 分级发展资本市场	38
4.2 发展中小型金融机构——必要性和约束	39
4.3 信用担保试验：情况与面临的制约	42
4.4 政府建立相应的扶持基金	49
4.5 改善银行的服务	49
5章 国外中小企业融资方式的比较研究	53
5.1 国外中小企业融资的基本特点和融资难的 原因分析	53
5.2 国外中小企业融资的主要渠道和融资方式 (金融产品)	56
5.3 不同类型和不同阶段的中小企业对融资的 不同要求	58
5.4 国外中小企业融资的专业化	60
5.5 国外政府中小企业融资扶持政策的比较	61
5.6 对我国解决中小企业融资难题的启示	64