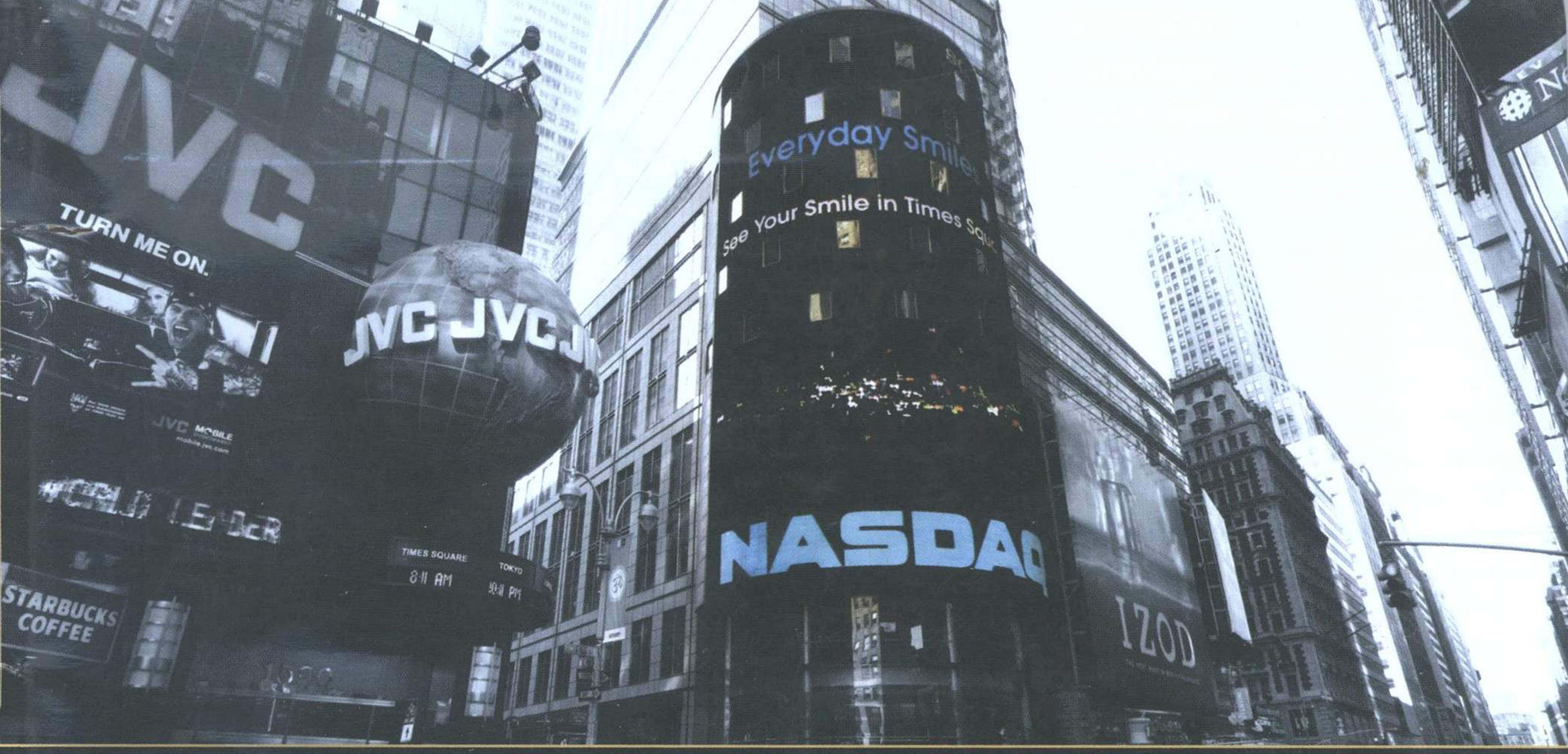

Channels, Difficulties and Solutions for Chinese Enterprises Seeking to Get Listed on American Stock Markets

BOARD SWITCHING *and* UPGRADING

中国公司在美国上市的途径、困境与出路

转板与升级

肖金泉　董华春·著

中国公司如何走进华尔街

NYSE、NASDAC、AMEX、OTCBB有多少中国公司

美国资本市场的冰火两重天

中国在美国已上市公司的困境与出路何在

法律出版社
LAW PRESS·CHINA

Channels, Difficulties and Solutions for Chinese Enterprises
Seeking to Get Listed on American Stock Markets

BOARD SWITCHING *and* UPGRADING

中国公司在美国上市的途径、困境与出路

转板与升级

肖金泉　董华春　著

法律出版社
LAW PRESS·CHINA

图书在版编目(CIP)数据

中国公司在美国上市的途径、困境与出路:转板与升级/肖金泉,董华春著. —北京:法律出版社,2012.5

ISBN 978-7-5118-3402-7

Ⅰ.①中… Ⅱ.①肖…②董… Ⅲ.①股份有限公司—企业管理—研究—中国②资本市场—研究—外国 Ⅳ.①F279.246②F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 067167 号

中国公司在美国上市的途径、困境与出路
——转板与升级
肖金泉 董华春 著

编辑统筹 法律应用出版分社
策划编辑 许晓娟
责任编辑 许晓娟 聂 颖
装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 北京北苑印刷有限责任公司
责任印制 陶 松

开本 720 毫米×960 毫米 1/16
印张 18.25
字数 202千
版本 2012 年 8 月第 1 版
印次 2012 年 8 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)
电子邮件/info@lawpress.com.cn
网址/www.lawpress.com.cn
销售热线/010-63939792/9779
咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)
全国各地中法图分、子公司电话:
第一法律书店/010-63939781/9782
西安分公司/029-85388843
重庆公司/023-65382816/2908
上海公司/021-62071010/1636
北京分公司/010-62534456
深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-3402-7
定价:68.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

前　言

20 世纪末，随着我国经济的快速发展，资本市场不断完善，部分国内优秀企业开始逐步涉足国际资本市场，特别是美国资本市场。

在美国，资本市场体现出适应不同资本需求的多层次性。美国的主板市场纽约证券交易所（NYSE）、纳斯达克市场（NASDAQ）和美国证券交易所（AMEX）主要是为在国内乃至全球有影响的大公司筹集资金服务的；针对一些小的公司在发展初期也需要资本市场的支持，但达不到主板市场的上市要求的情况，一些券商建立了一些地区性的、区域性的场外交易市场（OTC）。1990 年，OTCBB 市场（Over the Counter Bulletin Board 的缩写，即美国场外柜台交易系统，又称布告栏市场）在美国以试点的形式出现。1997 年 4 月，美国证券交易委员会根据 7 年以来 OTCBB 市场运作的情况，在对其规则进行调整之后，OTCBB 市场成为美国证券市场稳定的组成部分之一。

1999 年 2 月，侨兴环球在美国上市，成为第一个成功登陆 NASDAQ 市场的中国民营企业。1999 年 7 月，中华网成为了第一家登陆 NASDAQ 市场的中国互联网企业。2000 年 3 月，第一家中国高科技企业亚信成功在 NASDAQ 上市。之后中华网、网易、新浪和搜狐 4 家中文门户网络公司先后登陆 NASDAQ 市场。再之后，列入 NASDAQ－100 指数® 的百度、携程、灵通、中芯国际、Tom Online、盛大、中国泛华保险服务集团、晶澳太阳能、携程、如家等纷

纷抢入 NASDAQ 市场。截至 2011 年 1 月 25 日,已在 NASDAQ 市场成功上市的中国公司共有 161 家。

1993 年 7 月,上海石化公司成功登陆 NYSE,成为第一家在 NYSE 上市的中国公司。在 1993 年到 2005 年间,一共有 15 家中国企业成功在 NYSE 上市,并且是清一色的大型国有企业,以能源、电力、通信等重要行业的企业为主,如中国石化、中国移动、中国石油。2005 年 12 月,尚德太阳公司成功在 NYSE 上市,这家主营太阳能相关产品的民营公司,成为了第一家在 NYSE 上市的中国民营企业,也掀起了民营企业登陆 NYSE 的浪潮。之后几年,新东方、迈瑞等中国知名的民营企业纷纷成功在 NYSE 上市。另外一个变化是,许多中国知名的网络公司也开始登陆 NYSE,而不是之前的 NASDAQ。2007 年,中国知名的网络游戏公司巨人公司选择在 NYSE 上市,之后,搜房网、当当网、优酷网等知名中国网络公司纷纷选择在 NYSE 完成在美国的上市。仅 2010 年,就有 20 家左右中国公司成功在 NYSE 上市,也是 NYSE 中国公司上市数目最多的一年。截至 2011 年 1 月 25 日,已在 NYSE 成功上市的中国公司共有 66 家。

OTCBB 是由 NASDAQ 的管理者全美证券商协会(NASD)设立并管理的柜台证券交易实时报价服务系统,为不在 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 挂牌交易的权益证券、认股权证、基金单位、美国存托凭证(ADR)以及直接参与项目(DPPs)提供及时报价、成交价和成交量等信息。OTCBB 市场与主板市场相比面向的主要是小企业,而小企业具有规模小、发行证券数量少、价格低等特点。OTCBB 对上市公司没有提出财务方面的最低要求,这意味着一个企业即使是资产为零、盈利为零,理论上也是可以在 OTCBB 上交易的(这实际为反向收购提供了非常好的制度安排)。

此为试读,需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com

通常,一个在 NASDAQ、AMEX、NYSE 三大市场挂牌交易的公众公司被摘牌后,如果仅仅是因为量化指标方面不能满足要求,它通常会在 OTCBB 继续交易。反过来,一个 OTCBB 的公司,如果满足了其他三个市场的要求,也可以向该市场申请转板升级到该市场挂牌交易。实际上,在任何一个市场上交易的公司,都可以自主申请到另一个市场上交易,只要公司能使该市场确信其已经满足该市场的要求即可。

在上述四个市场上交易的公司,作为上市公司的法律地位是完全一样的,而只有在 OTCBB 上才可能有趋于零资产、零负债和无法律纠纷的所谓的净壳公司。通常,非上市公司选择收购一家上市公司(壳公司),然后利用这家上市公司的上市条件,将公司的其他资产通过配股、收购、置换等方式注入上市公司,再达到申请增发股票融资的目的,这对急需资金进行发展的企业来说具有非常重要的意义与作用。这就是“反向并购”,也被称为“借壳上市”。

在美国,通过 OTCBB 借壳上市,符合条件后再申请转板升级到 NASDAQ、AMEX、NYSE 的公司数量是同期直接在此三个市场申请 IPO 上市的公司数量的两倍。美国有不少著名的企业也是先在 OTCBB 市场上市,获得一定的资金后,才逐级转到主板市场的。例如,微软公司是在 1986 年 3 月从 OTCBB 市场转到 NASDAQ,而思科公司则是于 1990 年由 OTCBB 市场升级到 NASDAQ。

在我国,成功通过 OTCBB 再转板至美国主板市场的企业也有很多,例如:

2004 年,沈阳制药(AXJ)成功转板 AMEX;

2004 年 8 月,湖北中国汽车配件成功转板 NASDAQ,公司市值为 3.12 亿美元;

2004 年 12 月,北大科兴生物成功转板 AMEX,市值为 1.51 亿

美元；

2005 年 4 月，深圳科通成功转板 NASDAQ，公司市值为 3.04 亿美元；

2005 年 4 月，天狮生化（TBGU）转板 AMEX；

2005 年 4 月，飞鹤乳业（ADIY）转板 NYSE；

2005 年 4 月，中国节能技术（CESV）转板 NASDAQ；

2005 年 7 月，哈尔滨三乐源科技转板 AMEX，公司市值达 2.57 亿美元；

……

截至 2012 年 4 月，在 OTCBB 市场上交易的公司超过 3300 家。其中，中国公司（包括港澳台地区在内）达到 500 家。这些在 OTCBB 市场上挂牌交易的中国公司所涉行业非常广泛：既包括金融、房地产等行业，也包括涉及人们日常生活的消费品零售业；既包括高新技术及 IT 行业，也包括传统意义上的重工业。其中，一般制造业公司以及涉及生物医药领域的公司最为集中。

本书将重点分析在美国 OTCBB 市场的中国公司的困境，分析和借鉴具体案例，为这些公司指出出路，即借力并购重组，通过反向并购的方式向这些壳公司注入优质资产，成为 OTCBB 市场交易公司，然后，再申请融资，并在符合有关条件时实现转板升级到 NASDAQ、AMEX、NYSE 等美国主板市场。

目录
Contents

前　言　1

第一章　中国公司境外上市的状况与分析　1

第一节　中国企业境外上市的基本概况　2

一、中国企业境外上市发展阶段　2

二、中国企业境外上市的动因　4

第二节　中国关于境外上市的主要法律规定　12

一、境外上市主要法律规定　12

二、红筹上市和境外直接上市比较　14

三、红筹公司境外上市监管的国内法律依据　15

四、红筹上市要遵守的内地主要法律规定　16

第三节　观念误区影响中国企业境外上市健康发展　18

一、上市是目的而不是手段　18

二、以上市迟早论英雄　19

三、重投资，轻改制　19

四、政府背景、行业垄断与专营地位优于企业核心竞争力的打造　20

五、过分强调中国经济增长背景，忽视企业经营业绩　21

六、信息披露不及时、不充分，公司透明度不高　21

第四节　境外上市风险防范　22

一、信息披露的法律风险　22

二、上市的发行风险　24

三、再融资风险　25

四、防范境外上市风险的对策　26

第二章　中国公司在美国主板上市概况 28
第一节　中国公司在 NYSE 上市概况 28
一、NYSE 概述 28
二、NYSE 上市标准与程序 30
三、NYSE 中国公司概述(附名录) 37
第二节　中国公司在 AMEX 上市概况 44
一、AMEX 概述 44
二、AMEX 上市标准与程序 45
三、AMEX 中国公司概述(附名录) 46
第三节　中国公司在 NASDAQ 市场上市概况 48
一、NASDAQ 市场概述 48
二、NASDAQ 市场上市标准与程序 54
三、NASDAQ 市场信息披露管理体制 60
四、NASDAQ 市场中国公司概述(附名录) 81
五、NASDAQ 市场中国公司上市路径 93
第四节　中国公司在美国主板上市后易出现的困境 96
一、上市后维护成本高 96
二、语言、文化壁垒 97
三、法律障碍 97
四、与本土市场的脱节 97
五、遵循 SOX 法案 404 条款的影响和应对方法 98

第三章　OTCBB 市场挂牌交易与借壳上市 101
第一节　OTCBB 市场概述 101
一、OTCBB 市场的特点 101
二、OTCBB 市场与 NASDAQ 市场的区别与联系 103
第二节　OTCBB 市场直接挂牌交易的申请条件 105
一、OTCBB 市场挂牌交易的条件与程序 105
二、OTCBB 市场直接上市时间进度表 107

第三节 OTCBB 市场借壳上市(反向并购) 107
一、借壳上市操作流程 107
二、壳公司含义和种类 110
三、直接上市和借壳上市的比较 113
四、美国法律对借壳上市监管的新举措 114
第四节 OTCBB 市场容易出现的困境 117
一、再融资的必要性与困局 117
二、摘牌 120
三、法律诉讼 121

第四章 OTCBB 市场上的中国公司 124
第一节 OTCBB 市场中国公司概述 124
一、第一家在 OTCBB 市场挂牌交易的中国公司 124
二、按照行业分布的 OTCBB 市场上的中国公司 126
第二节 OTCBB 市场中国公司借壳上市经典案例 128
一、比克电池借壳上市 128
二、飞鹤借壳上市 130
三、新兴地产借壳上市 132
四、大连傅氏借壳上市 137
五、爱生药业借壳上市 139
第三节 绿诺给 OTCBB 中国公司的警示 141
第四节 OTCBB 市场中国公司困境 146
一、信息披露困境 146
二、缺乏了解导致的困境 148
三、中国审计制度差异导致的困境 149
四、中介市场不规范导致的困境 152

第五章 从 OTCBB 市场转板与升级 153
第一节 从 OTCBB 市场转板到 NASDAQ 市场 154

一、转板要求 154
二、中国公司成功转板案例 155
第二节 从 OTCBB 市场转板到 AMEX 159
一、转板要求 159
二、中国公司成功转板案例 160
第三节 从 OTCBB 市场转板到 NYSE 166
一、转板要求 166
二、中国公司成功转板案例 167
第四节 转板“三级跳” 171
一、从 OTCBB 市场到 AMEX 再到 NYSE 171
二、从 OTCBB 市场到 AMEX 再到 NASDAQ 174
第五节 2006～2010 年 OTCBB 市场中国公司转板综述 177
一、转板升级的公司数量增多 178
二、OTCBB 融资规模迅速扩大 178
三、OTCBB 上市公司质量越来越高，转板时间大大缩短 178
四、转板后股价大幅攀升、股票流动性增强、公司估值提升 179
五、以 APO 方式转板的增多 179
六、公司类型比较集中 179

第六章 并购重组助力 OTCBB 市场公司转板 181
第一节 跨国并购重组新浪潮 181
一、跨国并购的意义 181
二、跨国并购的现状 190
三、跨国并购的历史演进 193
四、当代跨国并购的新特点、原因及趋势 197
第二节 利用并购重组从 OTCBB 市场转板 207
一、并购重组 OTCBB 市场的公司 207
二、并购重组流程 215
三、企业在 OTCBB 市场上市后应注意的问题 216

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

第三节　引入中国概念进行并购重组　217
一、外国投资者并购境内企业的主要方式　217
二、境内企业并购外国企业的主要途径　218
三、我国民企融资困境　220
四、融资困境突围——并购重组 OTCBB 市场的公司　222
五、引入中国概念进行并购重组　223
第四节　并购重组中的法律风险与防范　224
一、并购重组中的法律风险　225
二、中国企业到 OTCBB 市场上市的法律风险　226
三、如何防范并购重组中的法律风险　227
四、中国企业跨国并购的现状　234
五、中国企业应对跨国并购法律风险的对策　236
第七章　中介机构的作用　238
第一节　财务顾问的作用　238
一、境外财务顾问的主要问题　238
二、境内财务顾问的功能与角色　240
三、如何选择境内财务顾问　241
第二节　会计师事务所的作用　243
一、审计　244
二、财务尽职调查　248
三、对虚假陈述行为承担法律责任　248
第三节　律师事务所的作用　250
一、尽职调查报告　251
二、外资并购中国企业的新规定　254
三、关于外汇问题的法律规定　255
四、与境外中介机构沟通　257
五、对律师的综合业务能力要求　258

第八章　以退为进的主动退市与重组 261
第一节　中国境外上市公司主动退市的动因 261
一、融资能力差 262
二、其他资本市场的诱惑 262
三、美国市场做空中国上市公司 263
四、维护费用高 264
第二节　主动退市的程序 264
一、休眠和“粉单”市场 264
二、私有化 265
第三节　退市后的重组 266

结语　对中国企业境外上市的策略建议 269
一、完善境外上市企业的遴选机制 269
二、加快国内规则与国际规则的对接 270
三、以健全公司治理结构促进企业素质的全面提高 272

第一章　中国公司境外上市的状况与分析

境外上市，是指境内公司直接通过向海外证券发行管理机构进行申请登记，取得上市发行资格后进行资金募集，或者通过金融创新模式下的股权资本运作，将境内公司或其海外控股公司在境外资本市场公开上市融资的活动。

20 世纪末，部分国内民营企业开始逐步涉足国际资本市场。1999 年 2 月，广东佛山鹰牌陶瓷公司的海外控股公司鹰牌控股在新加坡证交所上市，鹰牌陶瓷也成为首家在海外上市的民营企业；侨兴环球在美国上市，成为第一个成功登陆美国纳斯达克（NASDAQ）市场的中国民营企业；1999 年 7 月，中华网成为了第一家登陆 NASDAQ 市场的中国互联网企业，自此，民营企业开始大举向海外证券市场进军。2005 年以来，互联网、信息技术、新能源、医药、教育、电子商务等行业中的优势民营企业积极开拓海外资本市场，完成境外上市融资，掀起了又一次企业上市的热潮。

在各种类型的民营企业纷纷对接国际资本市场的同时，境外上市融资过程中存在的许多问题逐渐暴露出来，因而对这些问题进行必要的总结、找出问题的关键所在、识别境外上市融资背后的风险就显得非常必要。

第一节　中国企业境外上市的基本概况

我国企业境外上市融资区域主要集中在中国香港和美国。这两个地区的股票市场成熟，银行、证券监管体制健全，金融服务全面，国际投资者参与比例大；同时与其他境外交易市场相比，香港的文化背景和社会观念与内地相近。在香港上市的大陆企业中，制造业、IT 企业最多，其次是食品、农业、药业、保健品与电子类企业。在新加坡上市的企业中，食品、农业、制造业、IT 企业最多。在美国上市的企业中，通信、IT 企业最多，其次为电子类。

一、中国企业境外上市发展阶段

第一阶段（1993 年至 1994 年下半年）：中国股票首次亮相国际

1993 年 6 月 29 日，首家 H 股——青岛啤酒在香港招股上市，香港投资者反应强烈，认购率 110 倍，冻结资金约 852 亿港元，股价表现不凡。与青岛啤酒同时跟进的第一波 H 股还有上海石化、马鞍山钢铁、仪征化纤等 8 家国有企业，均走出了不错的行情，香港恒生国企指数由 1993 年 7 月推出时的 800 余点急升至次年 2 月的 2000 点。第一批在香港上市的企业体现了很明显的政策倾向，是我国政府积极探索国有企业改革途径和参与国际资本市场的有益尝试。这股浪潮持续到 1994 年，一方面受墨西哥金融危机的影响，另一方面主要还在于公司业绩差，投资回报率低于股东预期，投资者对大陆公司前景产生怀疑。伴随着投资者热情的丧失，出现一级市场筹资困难，二级市场持续低迷的局面。

第二阶段(1994 年下半年至 1996 年 6 月):中国基础设施类股挂牌华尔街

“九五”期间,中国政府加大力度发展制约国民经济发展的电力、交通等基础设施产业,华能电力、东方航空、南方航空、大唐发电等相继在境外上市。境外投资人认为中国在基础设施领域有广阔的发展前景,他们被人均航空里程、人均用电、人均能源消耗量等美妙的增长预期所迷惑,形成一波投资热潮。但是上市公司业绩不佳、国内经济紧缩调控,加之美联储 6 次加息导致投资流向改变,境外国企股逐节看低,步入低谷。

第三阶段(1996 年 6 月至 1997 年 10 月):红筹股成为市场新热点

第三波登陆香港的上市企业的代表是上海实业、北京控股、中国电信等。这些公司往往是国内某一部门或某一级政府投资到香港的窗口公司,讲述的是“红色中国”或“政府背景”的故事,被香港投资者称为“红筹股”。在香港回归和国外投资者高预期的推动下,该批股票受到了投资者的热烈追捧。红筹股的行情亦带动了 H 股的走高,到 1997 年 5 月,红筹股指数上涨了 198%,远远超过恒生指数 39% 的上涨幅度,国企股指数也从 1000 点暴涨到 1700 点,H 股和红筹股市值达到 800 亿美元,占港股市值的 15%。但好景不长,1997 年下半年,随着东南亚金融危机深化,股市进入低潮。

第四阶段(1999 年至 2001 年 2 月):中国高科技和网络概念股紧跟国际市场潮流

1999 年至 2001 年,民营企业引领第四次浪潮,此次浪潮发生了重大改变。国企极少,民营企业成为主力军,上市地也不再局限于香港市场,美国的纳斯达克、新加坡以及英国伦敦交易所等市场都出现了中国上市公司的身影。1999 年,中华网、三大门户网站均实

现了在美国成功上市，网络股在纳斯达克受到追捧，而且随着美国纳斯达克市场网络股的火暴，三大门户网站和中华网的股价迅速上升。从一定程度上说，正是这批网络公司的股价暴涨让美国人开始了解中国的企业，并吸引了一大批风险资本进入中国，为日后中国公司在美国市场登陆打下基础。但网络股的神话只上演到2001年，随着网络泡沫的破裂，股价一路下跌，险些进入垃圾股的行列。某些民营企业上市不久便爆发了“诚信危机”，严重打击投资者的信心，引发了系列的“中国概念风险”，使得中国境外上市公司深受牵连，一损俱损，股票走势波动很大。

第五阶段(2001年2月至今)：国企航母进入国际资本市场

超大国企走出国门，境外上市公司数量激增。2003年中国人寿在纽约和香港同时上市，拉开了国企金融改革的序幕。2005年交通银行、中国建设银行和神华能源等大型国企香港成功上市，掀起了新一轮境外投资者投资内地企业的高潮，大量国际资金投入香港和美国证券市场。

二、中国企业境外上市的动因

(一)拓展融资空间

企业境外上市的主要原因之一是筹集发展所需资金。一般而言，境外上市企业的资金需求有两种类型：国有企业在加速市场化和国际化的过程中，需要大量的资金进行企业改造，提升企业竞争能力，以应对WTO的挑战；民营企业在自身高速发展的过程中也需要迅速筹集资金，以便及时捕捉商机使企业进一步发展壮大。而以我国十几年前的国内资本市场而言，动辄上亿元的资本筹集是不可想象的。同时我国证券市场主要为国企服务的目标也使得民营企业在排队上市的等待中苦不堪言，更不用提国内市场本身的制度缺

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com