



企业**境外**上市之路

尚宏金

著

QIYE **JINGWAI**

SHANGSHI

ZHI

LU



中国政法大学出版社



企业境外上市之路

QIYE **JINGWAI**

SHANGSHI

ZHI

LU

尚宏金

著



中国政法大学出版社

2015 · 北京

- 声 明
1. 版权所有，侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题，由出版社负责退换。

图书在版编目（C I P）数据

企业境外上市之路/尚宏金著. —北京：中国政法大学出版社，2014. 11
ISBN 978-7-5620-5574-7

I. ①企… II. ①尚… III. ①境外上市—上市公司—企业管理—研究—中国 IV. ①
F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第245943号

出 版 者	中国政法大学出版社
地 址	北京市海淀区西土城路 25 号
邮寄地址	北京 100088 信箱 8034 分箱 邮编 100088
网 址	http://www.cuplpress.com (网络实名：中国政法大学出版社)
电 话	010-58908289 (编辑部) 58908334 (邮购部)
承 印	固安华明印业有限公司
开 本	720mm × 960mm 1/16
印 张	34.5
字 数	600 千字
版 次	2015 年 1 月第 1 版
印 次	2015 年 1 月第 1 次印刷
定 价	76.00 元

目 录

上 编

第一章 企业境外上市概述	3
第一节 企业境外上市的内涵	3
第二节 企业境外上市的历程	6
第三节 企业境外上市的特征——以民营企业为例	10
第二章 境外上市的必要性与可行性	22
第一节 各类型企业境外上市的动机分析	22
第二节 企业境外上市的形势分析	24
第三节 企业境外上市的可行性研究	28
第三章 境外上市方式之境外直接上市	36
第一节 境外直接上市的内涵	36
第二节 境外直接上市的主要方式	37
第三节 境外直接上市的程序	39
第四章 境外上市方式之境外间接上市	41
第一节 境外间接上市的内涵	41
第二节 境外间接上市的主要方式	43

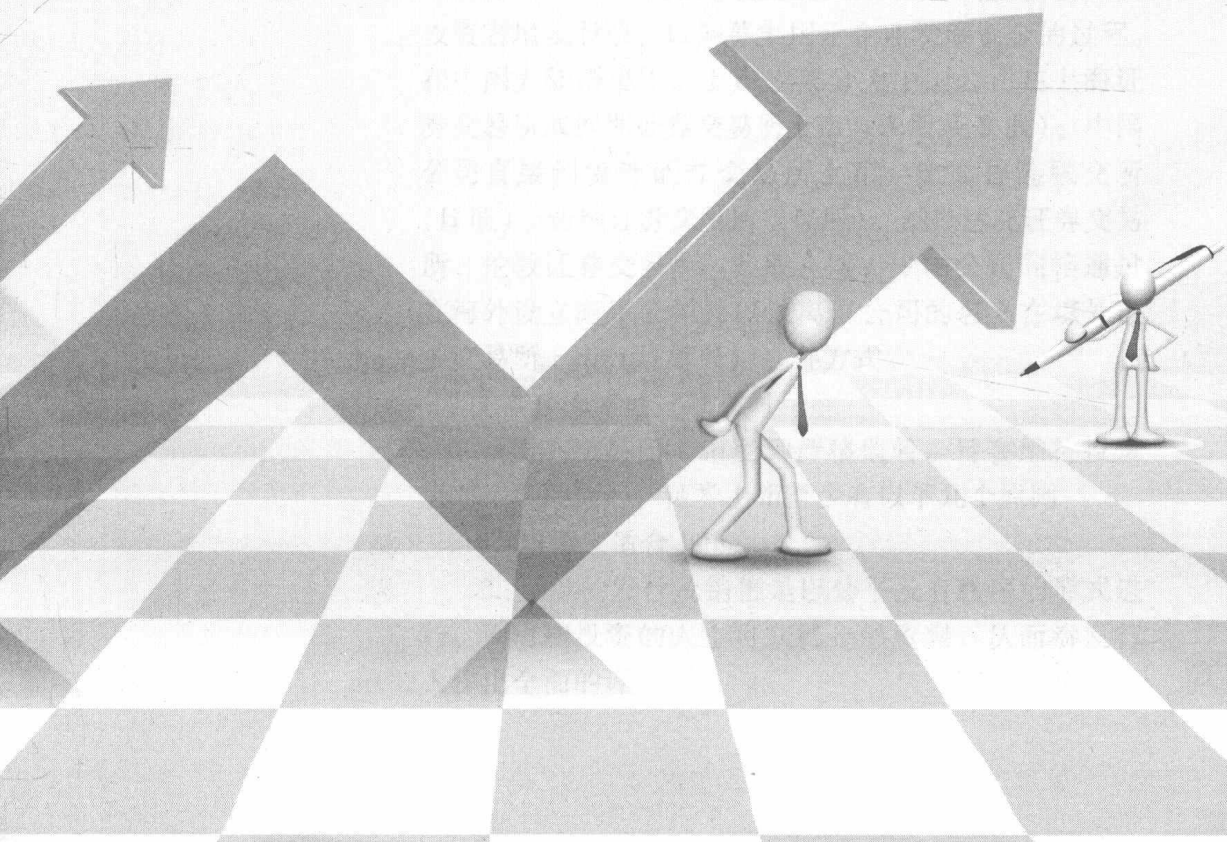


●企业 境外上市之路○

第三节	境外间接上市的程序	51
第四节	境外间接上市案例：无锡尚德造壳上市	54
第五章	境外上市方式之其他方式	58
第一节	存托凭证（DR）和可转换债券（CB）上市	58
第二节	多重上市	70
第六章	境外上市前的准备	73
第一节	境外上市前应熟悉的相关法规与政策	73
第二节	决定上市计划	78
第三节	制定企业境外上市工作团队及分工	88
第四节	确定中介机构	89
第五节	上市架构规划与重组	99
第六节	尽职调查	113
第七节	财务审计及资产评估	120
第七章	境外上市的申报	130
第一节	境外上市工作的开端	130
第二节	起草招股说明书	131
第三节	呈递上市申请文件	137
第四节	中国证监会审批	138
第八章	成功境外上市后的持续责任	140
第一节	披露重大事项之责任	140
第二节	财务报告之责任	146
下 编		
第九章	中国企业美国上市之路	151
第一节	中国企业美国上市概况	151
第二节	中国企业美国 IPO 上市	187
第三节	中国企业美国反向并购上市	267
第四节	美国上市案例	310

第十章 中国企业英国上市之路	327
第一节 中国企业英国上市概况	327
第二节 中国企业英国上市制度	342
第三节 中国企业英国上市流程	381
第四节 中国企业赴英国上市后的持续性义务	387
第五节 英国上市案例	394
第十一章 中国企业日本上市之路	399
第一节 日本证券法律体系	399
第二节 日本证券市场的监管机构	401
第三节 日本证券交易所概况	403
第四节 日本制定的股票上市条件	411
第五节 在日本申请股票上市交易的程序	412
第六节 日本上市案例	418
第十二章 境内企业香港上市之路	421
第一节 香港证券市场概述	421
第二节 境内企业在香港上市模式	452
第三节 香港上市条件	455
第四节 香港上市的基本程序	464
第五节 香港联交所上市的费用	481
第六节 境内企业赴香港上市后的持续性义务	485
第七节 香港上市案例	491
第十三章 中国企业新加坡上市之路	505
第一节 新加坡证券市场概述	505
第二节 中国企业在新加坡上市的主要方式	523
第三节 新加坡上市条件	525
第四节 新加坡上市的基本程序	533
第五节 新交所上市的费用	536
第六节 中国企业赴新加坡上市后的持续性义务	542
第七节 新加坡上市案例	545

上 编



第一章

企业境外上市概述

第一节 企业境外上市的内涵

一、企业上市的内涵

(一) 上市的概念

上市即首次公开募股 (Initial Public Offerings, 以下简称 “IPO”) 是指企业通过证券交易所首次公开向投资者增发股票, 以期募集用于企业发展资金的过程。在中国大陆语境下, 上市主要分为中国公司在上海证券交易所或深圳证券交易所上市 (A 股或 B 股); 中国公司直接到境外证券交易所上市, 比如香港联交所 (H 股)、纽约证券交易所 (N 股)、纳斯达克证券交易所、伦敦证券交易所 (L 股) 等; 中国公司间接通过在海外设立离岸公司并以该离岸公司的名义在境外证券交易所上市 (红筹股) 三种方式。

(二) 上市的一般原则

证券在交易所上市受到严格监管, 旨在维持投资者对市场的信心。证券上市至少要有以下几个原则:

1. 申请人适合上市;
2. 证券的发行及销售是以公平及有秩序的形式进行, 而可能投资的人士可获得足够资料, 从而对发行人作出全面的评估;



3. 上市发行人须向投资者及公众人士提供各项资料，而可合理地相信会对上市证券的买卖活动及价格有重大影响且将予平均传布的任何资料，尤其须即时公开；

4. 上市证券的所有持有人均受到公平及平等对待；

5. 上市发行人的董事在整体上本着股东的利益行事（尤其公众人士只属少数股东时）。

（三）上市的积极影响

1. 有利于改善公司的资金利用情况。通过股票上市得到的资金是不必在一定期限内偿还的，另一方面，这些资金能够立即改善公司的资本结构，这样就可以允许公司借利息较低的贷款。此外，如果新股上市获得很大成功，以后在市场上的走势也非常之强，那么公司就有可能今后以更好的价格增发股票。

2. 有利于提高公司的社会声誉。一方面，投资者会根据好坏两方面的消息才作出决定。如果一个上市公司经营完善，充满希望，那么这个公司就会有第一流的声誉，这会为公司提供各种各样不可估量的好处。如果一个公司的商标和产品名声在外，不仅仅投资者注意到，消费者和其他企业也会乐意和这样的公司做生意。另一方面，公开上市可以帮助公司提高其在社会上的知名度。通过新闻发布会和其他公众渠道以及公司股票每日在股票市场上的表现，商业界、投资者、新闻界甚至一般大众都会注意到该公司。

3. 有利于使用股票激励员工。公司常常会通过认股权或股本性质的得利来吸引高质量的员工。这些安排往往会使员工对企业有一种主人翁的责任感，因为他们能够从公司的发展中得利。上市公司股票对于员工有更大的吸引力，因为股票市场能够独立地确定股票价格从而保证了员工利益的兑现。

4. 有利于收购其他公司，实现公司的跨越式发展。

（1）上市公司通常通过其股票的形式来购买其他公司。如果公司在股市上公开交易，那么其他公司的股东在出售股份时会乐意接受该股票以代替现金。股票市场上的频繁买进卖出为这些股东提供了灵活性。需要时，他们可以很容易地出卖股票，或用股票做抵押来借贷。

（2）股票市场有利于使股票价格的估计变得更为方便。如果公司是非上市公司，那么公司必须自己估价，并且希望买方同意该估算；如果买方不同意，双方就必须讨价还价来确定一个双方都能接受的“公平”价钱，这样的价钱很有可能低于公司的实际价值。然而，如果股票公开交易，公司的价值则由股票的市场价格来决定。

(四) 上市的消极影响

1. 上市后的风险。许多公开上市的股票的盈利没有预期的那么高，有的甚至由于种种原因狂跌。导致这些不如意的原因很可能是股票市场总体上不景气，或者是公司盈利不如预期，或者公众发现他们并没有真正有水平的专家在股票上市时为他们提供建议。股票上市及上市后的挫折会严重影响风险投资的回收利润，甚至使风险投资功亏一篑。因此在决定上市与否时，风险投资家和公司企业家会综合权衡其利弊。

2. 公司管理人员的灵活性受到限制。

(1) 公司一旦公开上市，那就意味着管理人员放弃了他们原先所享有的一部分行动自由。非上市公司一般可以自作主张，而上市公司的每一个步骤和计划都必须得到董事会同意，一些特殊事项甚至需要股东大会通过。

(2) 股东通过公司效益、股票价格等等来衡量管理人员的成绩。这一压力会在某种程度上迫使管理人员过于注重短期效益，而不是长远利益。

3. 使公司失去隐秘性。

(1) 一个公司因公开上市而在产生的种种变动中失去“隐私权”是最令人烦恼的。美国证监会要求上市公司公开所有账目，包括最高层管理人员的薪酬、给中层管理人员的红利，以及公司经营的计划和策略。虽然这些信息不需要包括公司运行的每一个细节，但凡是有可能影响投资者决定的信息都必须公开。这些信息在初步上市时必须公开披露，并且此后也必须不断将公司的最新情况进行通报。

(2) 失去隐秘性的结果是公司此时可能不得不停止对有关人员支付红利或减薪，本来这些对于一家非上市公司来说是正常的，对上市公司来说则难以接受。

二、企业境外上市的内涵

(一) 境外上市的概念

境外上市，是指股份有限公司向境外投资人发行股票，在境外公开的证券交易场所流通转让。中国鼓励一些有实力的股份有限公司到境外发行股份和上市，这样可以扩大公司的资金来源，进一步壮大公司的实力，有效参与国际竞争。

需要注意的是，本书中的“境外”一词，泛指除中国大陆以外的，包括中国香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区在内的世界上其他的国家和地区。



(二) 境外上市的方式

中国企业境外上市主要有以下几种方式：直接境外上市、间接境外上市和其他方式。

1. 直接上市。境外直接上市即直接以国内公司的名义向国外证券主管部门申请发行的登记注册，同时发行股票（或其他衍生金融工具），向当地证券交易所申请挂牌上市交易，即我们通常说的 H 股、N 股、S 股等。H 股，是指中国企业在香港联合交易所发行股票并上市，取 HongKong 第一个字“H”为名；N 股，是指中国企业在纽约交易所发行股票并上市，取 New York 第一个字“N”为名，同样 S 股是指中国企业在新加坡交易所上市。

通常情况下，境外直接上市都是采取 IPO（首次公开募集）方式进行。境外直接上市的主要困难在于：国内法律与境外法律不同，对公司的管理、股票发行和交易的要求也不同。进行境外直接上市的公司需通过与中介机构密切配合，探讨出能符合境内外法规及交易所要求的上市方案。境外直接上市的工作主要包括两大部分：国内重组、审批（证监会已不再出具境外上市“无异议函”，也即取消对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审阅）和境外申请上市。

2. 间接上市。以间接方式在海外上市，即国内企业境外注册公司，境外公司以收购、股权置换等方式取得国内资产的控制权，然后将境外公司拿到境外交易所上市。

间接上市主要有两种形式：买壳上市和造壳上市。其本质都是通过将国内资产注入壳公司的方式，达到利用国内资产上市的目的，壳公司可以是上市公司，也可以是拟上市公司。

3. 其他方式。中国企业在海外上市通常较多采用直接上市与间接上市两大类，但也有少数公司采用存托凭证和可转换债券上市。但这两种上市方式往往是企业在境外已上市，再次融资时采用的方式。

有关这几种上市方式的具体内容将在本书第三章进行详细介绍，此处不赘。

第二节 企业境外上市的历程

一、制造业、基础设施类企业境外上市浪潮

论及中国企业境外上市的先锋，毫无疑问当属以制造业为主的企业。这

些制造业、基础设施类企业基本采用境外直接上市的方式上市，它们有着某些相似的特点。具体来说，至少有以下三个方面：首先，审批程序复杂。按照中国证监会于1999年7月14日发布的《关于企业申请境外上市有关问题的通知》之规定，企业申请境外上市首先需要取得企业所在地省级人民政府同意公司境外上市的批文，而后需要在向境外证券监管机构或交易所提出发行上市正式申请之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。其次，上市条件较高。这类企业大多是由国有企业改制为股份公司，其上市条件高，要求达到“456”的要求，即企业净资产不低于4亿元人民币，募集资金不少于5000万美元，净利润不低于6000万元人民币。最后，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。

事实上，自1993年7月青岛啤酒在香港联交所成为首批境外直接上市的企业后，中国石化公司、马鞍山钢铁公司等八家公司也被批准到境外上市。它们的主挂牌均在中国香港，但通过发行全球存托凭证方式和美国存托凭证方式分别在全球各地和美国纽约证券交易所上市。如中国石化于1998年8月在我国香港上市发行H股的同时，还将50%的H股转为全球存托凭证、美国存托凭证在纽约上市。到了1995年，中国政府大力支持对于国民经济的运行有着重要影响的交通、电力等基础设施产业的发展，其后华能电力、东方航空、南方航空、大唐发电等公司先后在境外上市。由于投资者看好中国在基础设施领域的发展前景，纷纷购买这类股票，因此这些公司的股票一上市，就受到境外投资者的青睐。不过此后出现了一些不利因素：一是由于受国内经济运行疲软的影响，不少相关项目被迫缓建甚至停建；二是基础设施领域出现恶性竞争。这些不利因素直接导致境外投资者抛售这些公司的股票，从而导致股价狂跌。

二、“红筹股”掀起境外上市浪潮

红筹股这一概念产生于20世纪90年代，早期的红筹股主要指公司注册在境外但运营主体在国内，而在香港上市发行的股票。后来随着民营企业在新加坡、美国等地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。不过由于对红筹股的定义仍存在着一定的争议，且关于红筹具体情况将在后面的章节详细论述，此处暂不赘述。

自1996年始，红筹股成为境外上市的热潮，诸如中国移动、中海油、中

粮国际、华润置地等不少现在广为人知的大型企业都是通过这一方式成功在境外上市的。尽管其中大部分是在中国香港挂牌，但是也可以通过美国存股方式（ADR）在纽约证券交易所上市。红筹股之所以在境外资本市场吸引诸多海外投资者的目光，其原因也不外乎以下几点：首先，作为红筹股的注册地中国香港，以其规范化的管理、便利的融资条件规避了境外直接投资的诸多不足；其次，随着中国经济的高速发展，香港顺利回归祖国使得红筹股得到越来越多的海外投资者的青睐；最后，政府为这些资产优质企业提供诸多的优惠政策，使得其在发展的过程中有强大的后盾作支撑。但是，近年来，特别是1997年的亚洲金融危机以来，香港的股市受到了不小的冲击，使得红筹股的业绩欠佳。

近年来，越来越多的高科技概念股及网络股企业纷纷到境外上市。首先拉开民营企业红筹上市序幕的是广东佛山市鹰牌陶瓷公司。1999年1月，作为中国民营企业的广东佛山市鹰牌陶瓷公司在曼谷注册，并以鹰牌控股公司之名在新加坡证券交易所上市。随后，中国民营企业便如雨后春笋般纷纷到境外上市。值得注意的是，中国首家在美国纳斯达克上市的民营企业——以生产数码无线电话称雄市场的广东惠州侨兴集团，其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。

三、2005年10月外管局75号文掀起上市热潮

2003年4月，无异议函制度被取消，2005年10月《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》（以下简称“75号文”）发布，放宽了民营企业境外上市的渠道，掀起了民营企业境外上市的热潮。75号文明确允许境内居民（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。这些内容都将对民营企业境外上市有着根本性的突破。

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

75号文的出台在激发中国民营企业和投行人士投资热情的同时，也掀起了民营企业境外上市热潮。但是，2006年《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，这是一部由商务部、国资委、税务总局、工商总局、证监会、外汇管理局等六部联合发布的立法水平较高、可

操作性较强的文件，其中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。

10号文的发布对外资并购和红筹上市都产生了重大的影响：

（一）对关联并购的影响

10号文之第11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。当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避前述要求。”境外上市中的红筹上市的主要方式就是自然人股东在境外成立公司，用境外公司并购境内的公司，然后以境外的公司在境外公开发行股票并上市。而由于10号文要求关联并购的情形需要到商务部审批，使得从10号文颁布实施至今没有一个关联并购的案例获得批准。

此外，10号文的第51~53条的规定，在外资并购方面进行了诸多限制，而这实际上也限制了中国企业赴境外上市的步伐。

（二）对跨境换股的影响

事实上，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。

特殊目的公司和境外的上市公司被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交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。但是，也正是由于这些条文对于跨境换股的定义、审批流程和报批文件等方面所作的十分详细和严格的规定，从2006年到2009年的三年间，没有一家企业通过跨境换股完成外资并购从而成功进行境外上市。

此外应当注意的是，商务部等部门的上述不审批行为，一方面凸显出有关部门贯彻落实国家鼓励优质企业在国内上市的方针，但另一方面通过不审批来堵住优质境内企业到境外上市并非长久可靠的计策，而且这也不符合中国企业特别是民营企业迫切的融资与快速发展的需求。

五、2013年1月证监会《指引》正式实施，有利于中小企业到境外上市

2012年12月20日，中国证监会正式发布《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》（以下简称《指引》），自2013年1月1日起实施。《指引》取消了境内企业到境外上市的“456”条件和前置程序，不再设盈利、规模等门槛，同时简化了境外上市的申报文件和审核程序。



根据《指引》，公司申请境外发行股票和上市应提交下列文件：申请报告，内容包括公司演变及业务概况、股本结构、公司治理结构、财务状况与经营业绩、经营风险分析、发展战略、筹资用途、符合境外上市地上市条件的说明、发行上市方案；股东大会及董事会相关决议；公司章程；公司营业执照、特殊许可行业的业务许可证明（如适用）；行业监管部门出具的监管意见书（如适用）；国有资产管理部门关于国有股权设置以及国有股减（转）持的相关批复文件（如适用）；募集资金投资项目的审批、核准或备案文件（如适用）；纳税证明文件；环保证明文件；法律意见书；财务报表及审计报告；招股说明书（草稿）；中国证监会规定的其他文件等十三项内容。

“取消‘456’限制，很多中小企业可以直接上市，不用再曲线上市，不仅会大大地满足很多中小企业的融资需求，同时也能分流一部分欲在A股上市的企业，缓解A股压力，对资本市场和企业来说是双赢的结果。”一家券商投行的负责人接受《证券日报》记者采访时表示，因为境外的上市标准比较低，目前在证监会排队上市的八百多家企业基本都符合境外上市条件，因此，《指引》正式实施后有助于分流A股市场的扩容压力。

与此同时，在中小企业境外上市的门槛取消后，监管部门准备将境外间接上市公司（也即小红筹公司）纳入监管范围，逐步完善监管规则，但不新增行政许可项目，加强与境外监管机构的合作，为企业境外上市创造良好的监管氛围。据了解，目前境外上市的小红筹公司均采用设立离岸公司再赴境外上市的方式，在境外上市时未经中国监管机构核准。

第三节 企业境外上市的特征——以民营企业为例

根据上市企业类型不同，企业境外上市呈现出不同的特征。但当前和今后相当长的一个时期内，民营企业赴境外上市队伍日益壮大且将在今后逐渐成为境外上市的主要组成部分，故本节重点对民营企业境外上市的特征进行介绍。

一、民营企业境外上市的概况

从1999年第一家民营企业成功境外上市到现在已经超过了10年，在这10年里民营企业在不断变化的环境中，结合自身的特点进行了多种尝试，呈现出与国有企业境外上市不同的特征。民营企业境外上市沿革是从1990年末

上海证券交易所建立到 2000 年,中国企业境内上市的发行额度一直实行“总量控制,限报家数”的管理。国家为了支持国有企业改革,上市额度实际上向国有企业倾斜,民营企业上市受到成分、额度等种种限制,能够在境内上市的几乎属于凤毛麟角。在此背景下为了避开“千军万马过独木桥”的状态,解决企业发展中资金的问题,1999 年 2 月广东佛山鹰牌控股有限公司作为首家民营企业成功登陆新加坡证券市场,紧随其后中国高科技企业——惠州侨兴环球有限公司申请美国纳斯达克上市,虽然融资额只有 890 万美元,却为中国民营企业开辟了一条新的融资渠道。

此后,随着 21 世纪初的全球科技网络股的热潮兴起,中国高科技网络企业几乎都以在纳斯达克上市为目标,新浪、搜狐、网易三大门户网站纷纷登陆纳斯达克,筹集到了企业发展的第一桶金。与此同时涉及消费品、工业、金融等行业的民营企业,出于文化的趋同以及地理位置便利的角度选择在香港及新加坡上市,如 2001 年初浙江玻璃股份有限公司成为第一支民营 H 股;2001 年 3 月猪肉生产企业大众食品与联合食品相继登陆新加坡主板;2002 年招商迪辰以红筹方式在香港证券交易所主板成功上市。但从 1999 ~ 2002 年这一阶段民营企业境外上市仅处于萌芽状态,这个时间段的民营企业大多抱着“摸着石头过河”的心态,一来是因为中国对民营企业境外上市的态度不明,政策制定的方向不明;二来是因为民营企业家对境外上市后,中国民营企业的被认可程度未知。因此尽管一些民营企业在境外证券交易所已有成功上市的先例,但并未迅速引起民营企业境外上市的热潮。

2003 年 4 月中国证监会取消“无异议函”制度,民营企业境外上市的障碍解除,在先期境外上市企业良好示范效应的刺激下,民营企业境外上市进入快速发展阶段,境外上市公司数量逐年递增。尤其是 2005 年中国境内资本市场股权分置改革,暂停新股发行,进一步激发了民营企业境外上市的速度。同时在中国经济的持续升温的作用下,中国有活力、有创新能力的民营企业成为各大交易所竞争的目标。除了已有上市记录的美国纳斯达克、我国香港地区和新加坡的主板和创业板外,一些历史悠久的老牌主板交易所也向中国民营企业抛出了橄榄枝。2005 年 12 月,无锡尚德在纽约证券交易所挂牌,成为中国第一家在纽约证交所上市的民营企业,标志着中国民营企业已经得到世界规模最大的交易所认可,也能跻身于世界著名的主板之中。2007 年 8 月,博奇环保科技在日本东京证券交易所主板正式挂牌交易,这是世界范围内第一家被东京交易所批准,首次公开发行即直接登陆东证主板的非日本公司。2007 年中国民营企业实现了巨大的突破,不断地敲开了德国、韩国、日本证