



• 经济管理学术文库 •

邹颖 / 著

中国公司交叉上市的 资本成本效应研究

Cost of Capital Effect of Chinese Cross-listed Firms

[illegible]

经济



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



• 经济管理学术文库 • 本书受北京市教育委员会社科计划面上项目(SM200910038003)资助

中国公司交叉上市的 资本成本效应研究

Cost of Capital Effect of Chinese
Cross-listed Firms

邹 颖 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国公司交叉上市的资本成本效应研究/邹颖著.
—北京:经济管理出版社, 2010.12

ISBN 978-7-5096-1228-6

I. ①中… II. ①邹… III. ①上市公司—资本经营—成本管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 245346 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话:(010)51915602 邮编:100038

印刷:北京银祥印刷厂

经销:新华书店

组稿编辑:张永美

责任编辑:张永美

技术编辑:杨国强

责任校对:陈颖

720mm×1000mm/16

12.25 印张 208 千字

2011 年 1 月第 1 版

2011 年 1 月第 1 次印刷

定价:38.00 元

书号:ISBN 978-7-5096-1228-6

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部

负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街 2 号

电话:(010)68022974 邮编:100836



作者简介

邹颖，管理学博士，副教授，现任教于首都经济贸易大学会计学院。十多年来，始终致力于财务理论的研究与教学工作，研究领域为公司财务理论与财务政策、跨国公司财务管理。在《财务与会计》、《经济与管理研究》、《财会通讯》、《财会月刊》等核心期刊发表了10余篇学术论文，出版10余部学术著作和教材，是2009年北京市教育委员会社科计划面上项目（SM200910038003）负责人，参与2007年国家社科基金项目（07BJY014）并负责其中的一个子课题，该项目已顺利结题。目前还在承担2010年教育部人文社会科学研究规划基金项目（10YJA630146）与多项局级、企事业单位级项目的部分研究工作。

序

20 世纪 90 年代以来，公司财务理论的发展进入了一个新的历史时期；在这个新的发展时期，资本成本作为财务理论中的核心概念受到了人们的高度关注。基于资本成本所展开的大量研究正在极大地补充和完善现代财务理论的体系。

在一个企业的发展进程中，向外发行股票进行融资被称为“IPO（初次发行股票）决策”，是企业重要的财务决策之一。长期以来，人们对于 IPO 的动因、IPO 的程序、IPO 的影响等诸多方面都进行了深入而系统的分析。人们发现，对于一家私有企业而言，在股票市场上进行 IPO，决策者们头脑中所想的绝非简单的融资问题。事实上，任何一家公司的 IPO，往往与其公司股权结构的调整、IPO 前投资者风险的规避甚至投资的退出等有着千丝万缕的联系，融资不过是为这些目标的实现创造了资金条件而已。仅仅由于缺少资金就去谋求企业的公开化和股票的上市交易，这在财务理论上尚难得到足够的支持，在实务上也少有企业这样做。企业一旦 IPO，就由一家私企（包括我国的国有企业）变为公众持有公司。这家公司的董事会就要为千千万万个股东负责，为他们财富的最大化而努力工作。

对于一家私企而言，由于企业的所有者和管理者往往是一体的，因此在投资意愿和管理意愿方面极容易得到一致，甚至通常情况下就是一致的。在企业公开化之后，尤其是 IPO 之后，由于股东数量的大量增加，更由于经营和理财的复杂性成倍数的提高，使得管理上的理性要求越来越突出。在这个过程中，资本成本逐渐成为人们心目中一个绕不开的基础概念。

按照目前财务理论研究达到的深度，资本成本是投资者基于投资风险所提出的报酬率要求，是企业进行资本投资时最低的报酬率标准。企业只有拥



有能够创造出超过资本成本水平的资本投资项目，也就是净现值大于0的资本投资项目，才能够通过生产经营活动创造足够的现金流量，进而实现股东所要求的报酬率，实现理财目标。而这也恰恰是公司获得长远可持续发展的财务基础。不了解资本成本，就不可能真正地了解投资者利益及其保护，也就不可能真正地了解公司理财。而资本成本估算，自然也就成为公司理财的技术起点；实现资本成本所设定的投资者报酬率最低水准，也同时成为公司治理优良、股东财富最大化目标实现的核心标志。

从公司可持续发展的角度讲，合理地降低资本成本水平被认为是一个合理的公司理财要求。这里的资本成本的降低，绝非简单意义上的压低投资项目评价时的最低报酬率标准，而应当是投资者基于对公司未来的发展、对公司风险程度的判断所做出的对未来收益索偿权的适当让步。在其他因素不变的情况下，资本成本的下降可以放宽对资本投资项目的选择，可以提高可持续发展的能力，可以增强企业的财务竞争力。这样，人们往往将资本成本的下降视为公司治理和公司理财成功的一个重要表现。在学术界，越来越多的学者正是基于这一逻辑展开了诸多领域的研究，比如股权结构与资本成本的研究，信息质量与资本成本的研究，等等。

从国际范围看，很多一流的跨国公司都不局限在一家股票交易所上市，而是在两家甚至多家交易所上市，这就是所谓的“交叉上市”。如果仅从财务的角度来看，交叉上市的基本财务效应就是资本成本的降低。许多学者的研究也证明了这一点。

如果世界各个国家、各个地区的股票市场都是可以自由流通的，没有任何阻隔，那么，交叉上市就没有任何意义。因为在一家股票市场上交易股票，就意味着在全世界交易股票。但众所周知，当今的各个国家、各个地区的股票市场之间存在着或大或小的分割，这种分割使得很多理财问题变得非常复杂。

一家公司为什么要在多家股票交易所进行交叉上市？是为了融资还是有其他原因？根据大量的研究，我国大型国企在国外，尤其是在美国的股票交易所上市的主要原因实是为了改善公司治理的状况，虽然融资也是一个很重要的诱因。经过多年的历练，很多在海外进行股权融资的公司逐渐回到国内



进行交叉上市，比如工商银行、中石油、中石化等等。这些公司为什么要回到国内再上市，是为了融资还是为了治理的优化？从财务理论的角度讲，只有能够降低资本成本的时候，交叉上市才是有利的。那么，我国这些按照“先外后内”循序交叉上市的企业是否也降低了企业的资本成本水平呢？

与工业发达国家相比较，我国股票市场的发展历史较短，公司上市无论是IPO，还是交叉上市都处在一个初级的历史阶段。在这种情况下，我们应当以科学的方法和途径了解我国公司交叉上市所带来的诸多影响，尤其是对资本成本所带来的影响。在数据支持的情况下，如果验证了交叉上市（无论是先国内再国外的交叉上市，还是先国外再国内的交叉上市）行为可以降低（至少不提高）公司的资本成本，那么，这种交叉上市就获得了财务理论的学术支持。相反，如果交叉上市提高了资本成本，那么，这种情形所产生的原因，以及如何在资本成本提高的情况下提高交叉上市的财务意义就成为此领域必须面对的重大课题。

本书以我国公司交叉上市的有关数据为基础，研究了交叉上市的资本成本效应。这一研究可以加深我们对我国企业交叉上市行为的深入认识。

邹颖是我的博士生，同时也是我的同事和朋友。在多年的教学科研工作中，我们有过很多的合作，也分享了很多研究的快乐。本书正是她负责主持的2009年北京市教委社科计划研究项目的研究成果，同时也是她的博士论文。这一选题无疑加大了她研究的难度，因为，该课题的研究不仅仅需要在理念上进行“庖丁解牛”般的细致分析，而且需要进行大量的、必不可少的数据研究。经过近两年日日夜夜艰苦地奋斗，她按时完成了这一任务，顺利完成了学业。我想那一段专心于研究的日子，定会给她留下终生的回忆。

是为序。

汪 平

理财学教授、博士生导师

2010年11月11日于北京

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究意义与研究背景	1
第二节 研究范畴与基本概念界定	6
第三节 本书的研究架构	9
第四节 主要创新点	10
第二章 公司交叉上市的理论分析：资本成本视角	13
第一节 概述	13
第二节 市场分割假说、交叉上市与资本成本	15
第三节 流动性假说、交叉上市与资本成本	26
第四节 投资者认知假说、交叉上市与资本成本	35
第五节 绑定假说、交叉上市与资本成本	44
第三章 交叉上市的资本成本效应研究文献综述	63
第一节 利用市场反应衡量交叉上市的资本成本效应	63
第二节 利用股权资本成本的计量模型衡量交叉上市的资本成本效应	66
第三节 我国学者的相关研究与未来研究方向	75
第四节 本书的展开计划	77
第四章 中国公司交叉上市的发展、现状与特征	79
第一节 中国公司交叉上市的发展与现状	79



第二节 中国公司交叉上市的背景分析	97
第三节 中国公司交叉上市的特征分析	105
第五章 交叉上市的资本成本效应研究：理论框架构建	115
第一节 资本成本的理论解析	115
第二节 资本成本效应度量方法：国际视角	121
第三节 理论模型设计与实证研究框架	129
第六章 资本成本效应分析：基于中国公司交叉上市的数据	131
第一节 交叉上市的资本成本效应：整体检验	131
第二节 交叉上市的资本成本效应：因素回归检验	141
第三节 本章小结	154
第七章 结论与展望	159
第一节 本书的主要工作及其结论	159
第二节 研究结论的启示	161
第三节 本书研究的不足与局限性	163
第四节 未来的研究展望	164
参考文献	167
后 记	185

第一章 引言

第一节 研究意义与研究背景

一、研究意义

企业存在的价值是实现企业价值最大化。经济理性即“最大化行为”是新古典经济学最核心的理念。企业价值最大化是公司理财的目标，价值的提升是公司一切行为的基本出发点和决策的根本判断标准。

交叉上市是否能够导致公司价值的增长？长期以来，传统的观点一致认为，在伦敦、纽约等发达的证券交易所交叉上市的公司，可以增加公司价值。因此，自 20 世纪 70 年代以来，在世界各大证券交易所挂牌上市的公司中，来自境外的公司越来越多。根据世界交易所联合会（World Federation of Exchanges, WFE）统计，截至 2008 年底，伦敦证券交易所（LSE）的外国上市公司多达 681 家，占交易所上市公司的 22.0%，外国公司股票交易额达 1.90 万亿美元，占交易所股票交易总额的 30.24%，海外上市公司的数目及其股票交易额占交易所股票交易总额的比重均居全球首位；美国纽约证券交易所（NYSE）的外国上市公司为 415 家，占交易所上市公司的 13.78%，海外



上市公司的数目屈居全球第二；美国纳斯达克（NASDAQ）的外国上市公司数目虽然仅有 336 家，但外国公司股票交易额高达 3.35 万亿美元（占交易所股票交易总额的 9.19%），傲居世界第一。^①

随着经济全球化的加剧，国际资本市场趋于一体化，市场流动性增强，投资者更加全球化。然而，近年来的一些事实表明，交叉上市这一提升公司价值的战略对于发达国家的公司似乎不起作用了！2007 年 5 月到 2008 年 5 月，随着从美国市场退市要求的逐步放松，包括法航、拜尔、英航、达能和菲亚特等家喻户晓的公司在内的 35 家欧洲大公司终止了在纽约证券交易所的交叉上市。^②在东京股票交易所里也有诸如波音和 BP 等著名企业最近撤销了交叉上市。这些举动代表一种现行趋势的加速发展：过去的 5 年里，发达国家的公司在纽约及伦敦主要资本市场的交叉上市的数量呈下降趋势，而新兴市场中的公司在那些全球著名的证券交易所中上市，却呈现稳步上升的态势。2008 年 11 月《麦肯锡季刊》的一份研究发现，在那些运作完善的全球化资本市场上的发达经济体中，公司交叉上市对于价值创造并未产生任何实质性贡献。^③

1993 年 7 月 15 日，我国内地首家公司青岛啤酒赴港上市，从此拉开了中国公司海外上市的序幕，截至 2008 年 12 月 31 日，海外上市中国公司已达 738 家，筹资总额共计 1454.16 亿美元。^④与此同时，为了充分利用国际国内两种资源、两个市场，境外上市的中国公司积极谋求回国上市，实现境内外交叉上市。1993 年 8 月 27 日，青岛啤酒在上海证券交易所挂牌上市，成为首家境内外交叉上市的中国公司。截至 2008 年 12 月 31 日，在中国香港主板上市的 110 家 H 股公司中，已有 58 家公司（占 52.73%）先后回归 A 股市场，成功实现交叉上市。

① 根据 WFE 统计数据，2008 年以前，NYSE 是全球交易量最大的证券交易场所，2007 年股票交易总额达 29.91 万亿美元，占 WFE 统计的全球所有主要交易所 2007 年股票交易总额的 29.56%。自 2008 年开始，NASDAQ 股票交易总额首次超越 NYSE，成为全球最活跃的证券交易所。

② 2007 年 3 月以来，如果国外企业在美国股票交易所发生的交易量不足其股份全球交易量的 5%，则可以向美国证券交易委员会（SEC）申请退市。

③ Dobbs, Marc H. Goedhart. Why Cross-Listing Shares doesn't Create Value. The McKinsey Quarterly, 2008, Number 29: 18-23.

④ 以上数据由作者根据中华网和清科研究中心数据总结得出。



然而，我们可以深切地感受到，我国关于交叉上市的理论研究与实证检验不仅明显滞后于国外，而且明显滞后于我国公司交叉上市蓬勃发展的现实。中国公司的交叉上市有其独特的历史背景，由于当初内地资本市场规模小、境外资本市场存在操作便利等一些特殊原因，“先外后内”成为我国公司交叉上市的最大特征。在这一背景下，我国学者在借鉴国外研究成果的同时，应当结合我国的实际情况，深入探讨中国这一新兴市场中的公司，能否通过交叉上市为股东创造实质性价值，实现公司价值的有效提升？这成为我国交叉上市理论研究的一个至关重要的问题。

企业价值最大化是指在货币的时间价值和风险与报酬的基本观念下，在保证企业长期稳定发展的基础上，使得企业总价值达到最大。根据公司财务理论，企业总价值 V 等于债券市值 D 与股票市值 E 之和，即 $V = D + E$ 。交叉上市作为一种纯粹的融资方式，对企业价值的影响集中表现在对 E 的影响上，也就是说，交叉上市公司价值取决于股权现金流按照权益资本成本贴现的累计现值。国外文献研读表明，交叉上市会导致公司股权结构的调整，对公司价值的作用机制集中表现为资本成本效应，即交叉上市通过不同的路径影响公司权益资本成本，并最终影响公司价值。因此，降低资本成本成为公司通过交叉上市来提升价值的首要且唯一动机。

资本成本是投资者要求的必要报酬率，是现代财务理论中的“第一概念”，现代财务理论正是基于资本成本概念的一种理论架构。从财务理论研究的角度讲，科学地界定资本成本的概念，为资本成本的量化奠定了理论基础；从企业理财实践的角度讲，正确地理解资本成本的内涵为企业财务决策提供理性依据。然而，长期以来，在我国企业财务理论与实务界中，普遍存在漠视资本成本理念以及扭曲资本成本概念的现象，关于资本成本概念的诸多理论与实务问题至今尚未得到彻底澄清。随着我国企业财务理论与理财实践的日臻发展与完善，资本成本在企业理财活动中的重要价值日益凸显出来。本书正是基于我国交叉上市理论与实践研究的迫切要求、资本成本观念的科学界定以及其在企业财务决策中无可替代的重要作用进行构思，从理论研究和实践检验两个层面深入探讨中国公司交叉上市的资本成本效应。



效应^①一词原指物理的或化学的作用所产生的效果，从经济学的角度解释，是指某一事物的量或质的变化而引起与之相联系的事物的量或质的变化。本书研究中国公司交叉上市的资本成本效应，就是深入探究在境内外交叉上市前后中国公司资本成本变化的过程与结果。在我国日益融入全球经济及企业融资体制改革不断深化的今天，本书既实现了理论上的重大突破，又具有重要的现实意义。

本书的理论意义在于：

(1) 中国的资本市场是一个年轻的新兴市场，虽然近几年的快速发展已经使其占据了新兴市场龙头的地位，但是，不可否认，在市场规模、融资范围、市场监管等方面，中国的股票市场与国际发达的股票市场差距较大。具有多层次性融资结构的国际资本市场犹如一块巨大的磁铁吸引着中国公司。因此，这一研究符合中国公司走向国际的发展大势。

(2) 关于中国公司交叉上市的理论与实践，近年来已经发展成为一场波及中国理论界与企业界的大讨论。这场争论中显示了不同观念的对立与碰撞。其本质问题在于交叉上市对公司价值增长的影响问题，从公司理财学角度剖析，即资本成本效应问题。本书对于资本成本观念在公司上市决策中核心地位的科学界定与应用具有理论价值。

(3) 股权资本成本的估算是公司融资决策的核心，交叉上市资本成本的估算是国内外学者研究的难点。本书将国际股权资本成本的计量模型应用于中国公司实践，对于推动中国公司理财学的发展具有理论意义。

(4) 通过对国际资本市场的深入研究，客观衡量我国资本市场与国际资本市场在股票流动性、投资者认知、投资者保护等方面的差距，在一定意义上填补了这些因素对中国公司交叉上市资本成本影响理论研究的空白。

本书的实践意义在于：

(1) 交叉上市是世界各国公司拓宽融资渠道、提高国际竞争力的共同选择。通过交叉上市资本成本效应的研究，确立了资本成本在公司交叉上市决

^① 值得一提的是，效应与效用是完全不同的两个概念，效用是指效力与作用；效应是突出变化的结果。



策中的核心地位,通过对国际资本成本的科学计量,为准备境外上市的中国公司以及准备回归 A 股的境外上市公司提供科学的技术指导与支持。

(2) 为了突破当今中国公司的融资“瓶颈”,需要对国际资本市场与我国资本市场进行清晰把握与准确定位。资本市场的研究涉及本书若干主要层面,主要包括市场分割状况、股权流动性、投资者认知、投资者保护等方面,对交叉上市公司资本成本均产生重要影响。本书通过对这些要素的客观衡量,探究它们对中国公司交叉上市资本成本的影响程度,对于进一步推动与完善中国资本市场的理性发展有借鉴意义。

二、研究背景与国内外研究概况

在国际范围内,公司交叉上市的浪潮发源于 20 世纪 70 年代,西方学者自此开始对交叉上市问题进行大量深入研究,涉及范围非常广泛,成果颇丰。他们一致认为交叉上市的资本成本效应是从公司理财角度研究交叉上市的核心领域,因此相关的研究由来已久。近 10 年来西方学者对交叉上市问题进行了探索性的理论与实践检验,一般认为不发达国家的公司赴发达资本市场交叉上市可以降低资本成本。这方面的研究多是美国学者以在美国交叉上市的外国公司为样本进行的检验。然而,国际资本成本的计量一直就是公司理财学的难点之一,将交叉上市对公司权益资本成本的影响进行定量研究成为困扰交叉上市研究的一大难题。进入 21 世纪,各国学者仍在不懈地进行探索,但至今尚未找到一个能够为人们普遍认同的计量模型。准确地计量交叉上市资本成本的不同及其变化是十分困难的 (Hail 和 Leuz, 2009),^① 资本成本与估值效应成为交叉上市尚未探明的重要因素 (Karolyi, 2006)。^②

2006 年以来,随着大量海外上市的中国公司陆续回归 A 股市场并实现交叉上市,我国学术界和企业界开始对此给予积极的关注,对中国公司是否应该交叉上市进行了一场旷日持久的大辩论,研究的重点逐渐转向交叉上市的

^① Luzi Hail, Christian Leuz. Cost of Capital Effects and Changes in Growth Expectations around U.S. Cross-Listings. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93 (3): 428-454.

^② G. Andrew Karolyi. The World of Cross-Listings and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom. *Review of Finance*, 2006, 10 (1): 99-152.



财务领域。但是,从目前对我国公司交叉上市研究的探索性调查以及收集和分析大量的相关文献资料来看,我国学者对交叉上市的理论研究明显滞后,多以定性解释与宏观现象的描述为主,结合交叉上市实践进行缜密的理论分析和定量的实证研究亟待深入,且在交叉上市的资本成本效应与公司价值方面尚未开展系统性的深入研究。

第二节 研究范畴与基本概念界定

19 世纪末 20 世纪初法国著名哲学家柏格森 (Henri Bergson) 认为,人类之所以需要概念,是因为它为我们节省了体验事物的时间。^① 我国的辞海是这样对“概念”定义的:“概念是反映对象的本质属性的思维形式。人们通过实践,从对象的许多属性中,撇开非本质属性,抽出本质属性概括而成。”^② 为了研究方便,在此先对本书的研究范畴——交叉上市的概念加以界定。

交叉上市 (Cross Listing) 是指同一家公司在两个或两个以上证券交易所上市的行为。通常意义上的交叉上市是指境内外交叉上市,即同一家公司在两个不同国家上市的情形,既在境内证券市场上市,又在境外证券市场上市。按照公司股票在境内外市场上市顺序的不同,境内外交叉上市包括三种情形:①先在境内证券市场上市后又在境外证券市场上市 (以下简称“先内后外”型交叉上市),这是世界各国绝大多数公司主要采取的交叉上市方式;②先在境外证券市场上市后又在境内证券市场上市 (以下简称“先外后内”型交叉上市),我国公司通常采用这种上市顺序,这一现象在加拿大、以色列等国公司中也尤为普遍 (Sarkissian 和 Schill, 2009);^③ ③在境内外证券市场同时上

① Henri Bergson. Time and Free Will : An Essay on the Immediate Data of Consciousness. Publisher: London, S. Sonnenschein & co., lim.; New York, The Macmillan co., 1910.

② 辞海.上海:上海辞书出版社,1979:1319.

③ Sergei Sarkissian, Michael J. Schill. Are there Permanent Valuation Gains to Overseas Listing? Review of Financial Studies, 2009, 22 (1): 371-412.



市。境内外交叉上市是交叉上市的一种常见形式，本书后面所指交叉上市均系境内外交叉上市。

在国内外相关的文献中，有些学者使用双重上市 (Dual Listing) 这一术语，也指一家公司在两个或者两个以上的证券交易所上市的行为，与交叉上市概念并无本质区别。按照交易所地点不同，双重上市可以分为国内双重上市和国际双重上市。国内双重上市 (Intranational Dual Listing) 是指企业在本国多个交易所发行股票。目前西方学者对国内双重上市的研究主要是以美国企业为样本探讨其在美国证券市场上的双重上市行为。而国际双重上市 (International Dual Listing) 是指企业不仅在母国交易所发行股票，而且还在他国交易所上市。^① 国际双重上市即指境内外交叉上市。

境外上市 (Listing Abroad)，又称海外上市 (Overseas Listing)，是一个更为宽泛的概念，目前在理论界尚没有一个严格的学术定义。根据 1994 年颁布的《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》的第二条指出，所谓境外上市，是指股份有限公司向境外投资人发行的股票，在境外开立的证券交易场所流通转让。境外上市有广义和狭义之分，广义的境外上市是指国内企业利用自己的名义向境外投资人发行证券（包括债权和股权）进行融资，并且该证券在境外公开的证券交易场所流通转让。狭义的境外上市就是国内企业向境外投资者发行股权或附有股权性质的证券，在境外证券市场筹集股权资本，且该证券在境外公开的证券交易所流通转让，这是企业在国际资本市场融资的重要方式之一。

按照 Karolyi (2006)^② 的分类，截止到 2003 年底，在纽约证券交易所 (NYSE) 和纳斯达克 (NASDAQ) 上市的非美国公司中，二级和三级 ADR 上市数量从 1990 年底不足 200 家增加到 2003 年底超过 500 家；一级 OTC 上市数量在此期间有所降低，2003 年底为 400 多家；自 1990 年 4 月启动的 144 A 规则下私募数量也大增，超过了 450 家；其余为普通股票，有的是以直接上

① 陈昀，王韬. 西方企业国际双重上市研究评介及其启示. 外国经济与管理，2006，28 (6): 42-48.

② G. Andrew Karolyi. The World of Cross-listings and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom. Review of Finance, 2006, 10 (1): 99-152.



市的（主要是加拿大公司）形式，有的是纽约注册（“Guilder”）股票或是全球注册股票（GRS），2003年底达550家。这种分类是国际上常用的一种境外上市基本形式的划分。

当前中国公司境外上市可以划分为境外直接上市和境外间接上市两大类。

境外直接上市，是指依据中国法律在我国境内注册的公司不经过某种过渡方式，经批准直接以自己公司的名义申请到境外证券交易所发行股票（或其他衍生金融工具），并在境外证券交易场所挂牌上市交易。目前采取境外直接上市的，是经国务院证券监督管理委员会批准的境外上市企业，境外上市地点仅限于中国香港、纽约、伦敦和新加坡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。通常，境外直接上市都是采取IPO（Initial Public Offering）方式进行的，它为国外投资者了解本国公司提供了平台，凭借挂牌交易的契机，以大量新闻媒体将国内公司报道出去。但由于不同国家政治、经济、文化等方面因素的影响，首次公开发行往往存在一些困难。

境外间接上市，是指我国境内企业的股东或者实际控制人在境外注册特殊目的公司，收购境内企业或其关联企业的股权或资产权益，以特殊目的公司为发行主体于境外发行股票并在境外证券交易场所交易。^①目前我国公司境外间接上市主要采用买壳上市、造壳上市和存托凭证上市三种形式。买壳上市，是指公司通过交换股票等手段收购另一家已在境外证券市场挂牌上市公司的部分或全部股权，来取得上市地位，然后利用反向收购的方式注入自己的资产和有关业务，利用目标“壳”公司的法律上市地位并通过合法的公司变更手续，实现公司境外上市的目的。买壳上市避开了繁杂的上市审批程序，手续简便而快捷。造壳上市，是指我国希望到境外上市的公司先在境外注册一家控股公司，对国内公司进行控股，并由控股公司在境外证券市场上市，将所筹资金投资于国内企业，从而使得国内公司通过境外“壳公司”进行融资，达到在境外间接上市的目的。存托凭证（Depository Receipt）是一种以证书形式发行的可以流通转让的证券。一般是由美国银行发行的，代表一个或

^① 黄雄. 证券“打非”新动向——警惕境外上市陷阱. 上海证券报, 2008年1月28日.