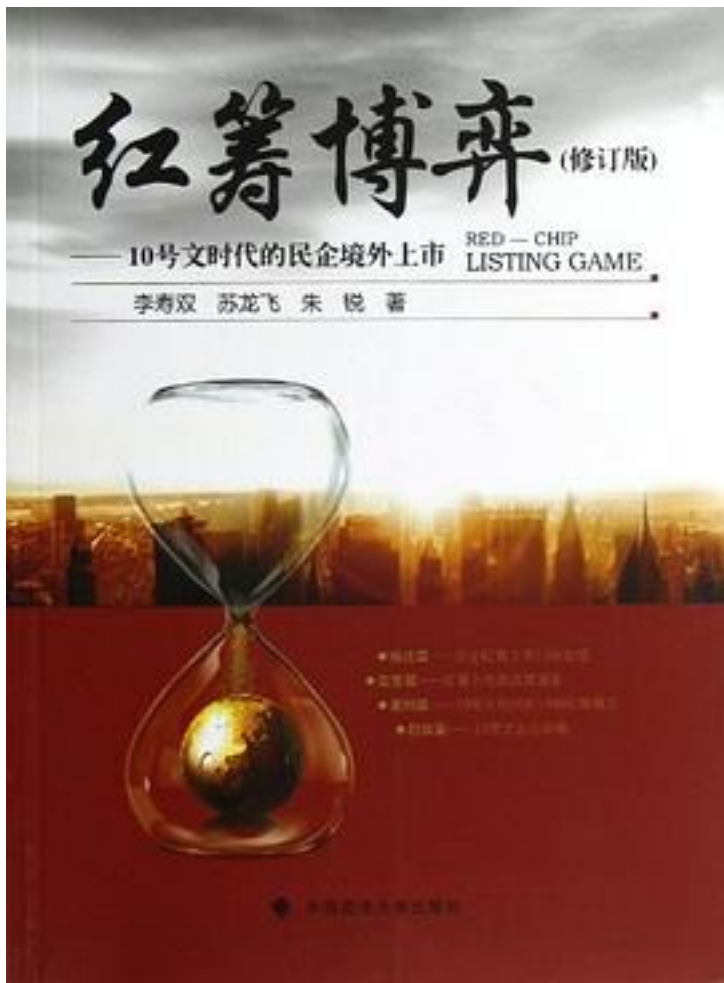


# 红筹博弈



[红筹博弈\\_下载链接1](#)

著者:李寿双

出版者:中国政法大学出版社

出版时间:2011-2

装帧:平装

isbn:9787562034612

《红筹博弈:十号文时代的民企境外上市》回顾了民营企业境外上市的历史和我国相应监管政策的演变轨迹。着重以商务部等六部委联合颁布的《关于外国投资者并购境内

企业的规定》（2006年第10号，即本书所称的十号文）为分水岭，详细研究了民营企业与十号文的博弈之路。整理了此后的十五种具有典型意义的成功模式并配合真实案例，解析了其高超的红筹上市技巧；并同时整理了两个失败案例，总结了其失败的症结，给来者以启迪。并在最后就十号文时代的国家监管政策的走向进行了大胆的预测。

作者实务经验丰富，底蕴深厚。本书理论阐述严谨，结构简洁明晰，语言流畅。书中穿插大量图表，将上市流程概括得简明清晰，并同时重点语句予以特别提示，方便读者阅读。文末附了截至2010年12月31日的历年中国民企境外IPO名录。

《红筹博弈：十号文时代的民企境外上市》适合金融、法律、企业工作人员在实际工作中参考备用，也为高校经济法律专业的学生提供良好的读本。

作者介绍：

李寿双，大成律师事务所高级合伙人，大成纽约分所顾问，大成香港分所合伙人。在投资基金设立、私募股权、A股和境外红筹上市方面具有丰富的项目经验，并担任多家知名股权基金的顾问或专家委员职务。具有上市公司独立董事资格和证券从业资格。

苏龙飞，现任《经理人》杂志高级编辑。毕业于清华大学，长期从事媒体行业，致力于商业及金融报道与研究，相关文章及观点散见于《21世纪经济报道》、《经理人》、《商界评论》、《公司金融》、《中国会计报》等刊物。

朱锐，毕业于西南财经大学，曾任《公司金融》杂志编辑，现供职于深圳一家私募股权投资基金。

目录：前言/1

综述篇——民企红筹上市十年回望/1

1999~2000年萌芽期——民营企业境外上市还是弄潮儿/3

历史背景：

- ◆大部分民营企业尚未完成原始积累。
- ◆资本意识尚处于萌芽状态，金融需求也不甚强烈。
- ◆在风险投资的支持下，互联网企业境外上市成为一枝独秀。
- ◆互联网企业境外上市，未能对传统企业形成示范效应。
- ◆裕兴电脑上市成为转折，触发了政府的“无异议函”监管。

企业代表：侨兴环球、新浪、搜狐、网易、UT斯达康

2001~2003年逐步发展期——成熟的传统民企陆续选择境外上市/9

历史背景：

- ◆传统行业民营企业逐步成熟，资金需求逐渐强烈。
- ◆境内金融供给方面的“次国民待遇”，无法满足民营企业的金融需求。
- ◆境外投行在关注国企境外上市的同时，也逐渐将目光转移到民营企业身上，并推动着中国民企朝着境外上市的目标进发。
- ◆互联网低潮时期，迫使境外PE/VC转而主动寻找成熟的传统行业企业，并推动其境外上市。

- ◆“无异议函”一定程度上阻碍了这一阶段的民企境外上市。

企业代表：创维、比亚迪、国美、金蝶、研祥、物美

2004~2006年全面推动期——民营企业境外上市第一波高潮/15

历史背景：

- ◆“无异议函”的取消，给民企红筹上市打开了政策之门。
- ◆互联网行业经历了第一次低潮之后，重新走上快车道，外资VC/PE所支持的泛互联网企业进入全面丰收期。
- ◆境外VC/PE的投资方向开始朝着更广泛的行业扩散——服装、食品、新能源、连锁、教育以及其他传统行业，这些传统企业在此时也迎来上市丰收期。

- ◆这一波民营企业境外上市的繁荣潮，外资VC/PE是非常重要的推动力量。
- ◆境内股市的刚性门槛，阻碍了一大批具有相当潜力的民营企业，迫使其转向境外上市。
- ◆连续多年富豪榜的炒作，给人一种强烈的感性认识：优秀的民营企业都到境外上市去了，这形成一种强烈的示范效应。

◆“优质上市资源流失境外”的批评性民意，触发了十号文出台，使得红筹上市再度关闭。

企业代表：盛大、蒙牛、腾讯、分众、百度、尚德、玖龙纸业、新东方、如家

2007~2010年深入发展期——民企境外上市短暂回落之后再上高峰/21

历史背景：

- ◆2007年国内民企境外上市迎来了井喷式爆发，虽有十号文的颁布，但此阶段上市的企业多受益于“法不溯及既往”的原则。
- ◆境内外不同资本平台的不同价值逐步凸显，民营企业开始主动借助资本平台进行大规模的产业整合。
- ◆因全球金融危机影响，国内民营企业的境外上市相对进入一个低潮期。
- ◆互联网企业开始二次分拆上市，地产企业出现一波上市潮。
- ◆在法律界的推动下，涌现出了各种规避十号文红筹上市的操作手法。
- ◆股权分置改革、本土VC崛起、创业板推出，以及十号文的束缚等作用下，分流了部分民企到A股上市。

企业代表：汇源、味千拉面、碧桂园、百丽、复星、阿里巴巴、忠旺

附文 民营企业红筹上市的通行步骤/26

监管篇——红筹上市的政策演变/29

1992~1999年“史前时期”——着重对国企红筹的监管/30

◆1992年，仰融首开先河，将华晨汽车以红筹的方式送入资本市场的最高殿堂——纽交所。此时，中国证监会尚未正式诞生，法律监管也还非常单薄，所以华晨的上市过程，尚未遇到审批上的障碍。

◆随着中国证监会的诞生，红筹监管开始起步，国企的红筹上市行为开始受到约束，但依然有外资方股东利用中国法律的不清晰之处，将部分甚至绝大部分权益于境外上市。

◆出于维护中国概念股的形象，以及对企业以非常规渠道赴海外上市严格控制的目的，中国证监会开始与美国证交会、香港证监会等监管机关签署备忘录，着手对包括红筹在内的各项事务进行监管，红筹监管首次收紧。

◆香港回归前夕，“中资上市，搅活香江春水”的“红筹热”在香港市场红极一时，尤其一些地方性大型国企纷纷通过各种方式在港上市，因此引爆了重磅监管政策“九七红筹指引”的出台。

1999~2006年“十号文前传”——逐渐转向民企红筹的监管/39

◆1999年，随着民企红筹开始涌现，有观点认为，“九七红筹指引”只指国企而言，因而民营企业不受该文监管。民企裕兴电脑试图绕过“九七红筹指引”的闯关行为，最终引爆专门针对民企红筹的“无异议函”制度。

◆伴随“无异议函”于2003年4月的取消，民企经历了红筹上市畅通无阻的短暂狂欢。但伴随而来的资本外逃问题又严重起来，在这种严峻的形势下，2005年外管局11号文、29号文接连而至。

◆在强大的利益集团的游说之下，11号文及29号文半年之后被废止，民企红筹重启。可是，这种状况持续了不到一年时间，2006年8月，六部委联合发布十号文，境外上市进入冰河期。

2006~2010年“冰河时代”——十号文约束下的红筹困境/47

◆外管局卡住境外公司注册，因为无论是法人还是自然人，办理外汇登记都是一次耗时费力、而且还不一定能够成功的风险之旅。

◆境内资产置入境外难上加难，关联并购行不通，换股收购也不通。

◆证监会重申审批权，问题的关键不在于证监会重新祭起了审批的大旗，也不在于审批程序有多复杂，而在于证监会根本就没有受理过红筹的审批申请。

◆因而，在政策博弈中衍生了各种“解释”十号文的途径。比如，外汇登记闯关（曲线登记甚至不做登记）；规避关联并购奇招百出（吸收合并、协议控制、先卖后买、境外代持）；牵强宣称无需证监会审批（十号文前完成重组无需报批、现金收购无需报批）。

。

附表 红筹上市相关政策法规演变表/58

案例篇——十号文时代的15种红筹模式/62

模式一：利用已有外商投资企业再投资——天工国际/63

在十号文生效前，天工国际已经将一家内资子公司搬出境外，在十号文生效之后，利用这家已经转变成外商投资企业的子公司，以再投资的方式将剩余两家内资企业收购。这种模式具有很大的争议性，法律风险也很高，因为十号文明确规定“不得以外商投资企业再投资的方式规避”。

模式二：利用已有外商投资企业吸收合并——兴发铝业/73

在十号文生效之前，内资核心子公司兴发铝业已经变身成为外商独资企业。在后续资产的注入上，兴发铝业并未采取直接收购股权或资产的做法，而是采取吸收合并，从而实现将佛山兴发权益并入境外公司。这一做法，巧妙地规避了如天工国际案例中出现的争议。

模式三：利用已有外商投资企业增资——英利绿色能源/84

英利能源的境外红筹上市过程，其实就是一场与十号文的抢时赛跑过程。其重组的节奏与勇气，让我们不由得想到警匪片里面常见的警车追劫匪的场面，扣人心弦，戏剧性十足。而在这个过程中所运用的“增资外商投资企业”手法，无意中却成为了后来者用于规避十号文的有效方法。

模式四：利用已有外商投资企业子公司收购——瑞金矿业/95

瑞金矿业的金矿资产，皆由吴瑞林从第三方收购而来（时间点是在十号文生效后），收购来的金矿资产皆安置于自己设立的内资企业。搭建红筹架构时，吴瑞林通过自己控制的一家十号文生效前已经设立的外商投资企业，设立一家子公司，再用这家子公司（不被认为是外商投资企业）来收购境内的金矿资产，从而规避关联并购审核。

模式五：境外换手+信托持股——SOHO中国/109

在十号文颁布之前，潘石屹将其控制的SOHO中国境内实体权益，赠予已获得香港居民身份的妻子张欣；十号文生效之后，潘石屹再将境内剩余的权益陆续转移给妻子张欣（张欣再将所持SOHO中国股份设立信托），以此来规避十号文规定的关联并购审批程序。

模式六：第三方代持？——胜利管道/120

在十号文生效以前，胜利钢管就已经持有一家下属合资企业，在十号文生效之后，胜利钢管的实际控制人隐身幕后，“疑似”借助第三方代持的方式，实现权益和资产的转移：先是把持有的合资企业出售给境外第三方，然后再通过这家合资企业（已变身成外商独资，且表面由第三方持有）来收购境内的核心业务，从而规避关联并购。

模式七：先卖后买——银泰百货/128

银泰百货最吸引人之处，莫过于其开创并演练的“先卖后买”的惊人之举——实际控制人沈国军先将境内企业的权益出售给境外第三方，从而将内资企业变身为外商独资企业；一定时间之后，沈国军再在境外设立壳公司，并将企业的权益从境外第三方接盘回来。虽然该模式确实极尽折腾，但在实际操作上，也不失为在当前法律下规避十号文关联并购审批的好办法。

模式八：先卖后买·衍生版——中国玉米油/138

实际控制人王氏兄弟打了一个巧妙的擦边球：先将子公司协议出售给境外第三方，然后利用法律所允许的签订协议与支付款项的时间差，将企业由内资企业变更成外商独资企业；待企业身份变更完成之后，王氏兄弟再以外方无力支付收购余款为由，通过境外壳公司将企业的权益接手回来，从而规避关联并购。这种做法与银泰百货类似，但避免了境外接手方日后拒绝“回售”的风险。

模式九：协议控制——中国秦发/147

“协议控制”模式源自新浪网纳斯达克上市时所创造，后被普遍运用于互联网等“外资禁入”行业的企业境外红筹上市。由于其不涉及对境内权益的收购，在十号文生效的背景下，这种红筹模式逐渐被其他“非外资禁入”行业的企业所采用，以规避关联并购审批。

模式十：OEM模式——永业国际/158

受十号文的限制，吴子申无法将其境内企业的权益搬出境外，便采取了一种OEM的方式将利润输到境外公司，进而以境外公司为主体实现上市。OEM模式实际上是“协议控制”模式的衍生版。相同的是，二者都实现了境内企业的利润转移；不同的是，OEM模式对境内核心企业的控制力更弱。

模式十一：虚拟跨境换股——太宇机电/168

整个跨境重组疑似由一组“阴阳合同”构成：在境内签订合法的“现金增资协议”，以应对境内的审批手续；而在境外则签订“换股收购协议”，并提交给美国证交会。我们或许可以这么理解，这是一种类似框架协议的安排，双方把整个交易理解为一个换股交易，而增资、收购各环节是为了实现换股的中间步骤。

模式十二：上市后收购境内剩余权益——保利协鑫/180

在十号文生效前，保利协鑫的大部分资产权益已经搬出境外，而对于十号文生效后未能及时挪到境外的权益，实际控制人事先以协议约定，上市后再行收购。而这个上市后的跨境关联并购，“幸运地”只需要地方部门审批即可，无需商务部审批。

模式十三：直接收购境内剩余控股权——中国忠旺/192

忠旺在十号文生效前就已将40%的权益搬到了境外。在十号文生效之后，通过直接收购的方式把剩余60%的权益置入境外。对于类似忠旺这种控股权依然留在境内的企业搭建红筹架构，业界向来持谨慎态度，一般不会采取直接收购的方式，而会采取持续增资的方式将控股权转移出境外，忠旺的做法可以说是完成了操作层面的一种跨越。

模式十四：借“壳”重组——长甲地产/206

赵长甲拥有一家十号文生效前设立的外商投资企业，作为重组的“壳”公司；为了跨境重组，赵长甲先将该外商投资企业，转让给其已经获得境外身份的妻子；然后再将各纯内资的地产项目公司，陆续装入该外商投资企业，从而将内资企业的权益转移至境外。按该案律师意思，只要拥有了十号文以前的外商投资企业，后续把纯内资企业装进去，就等同于纯内资企业在十号文以前搬出去了，因而不适用十号文。

模式十五：买“壳”重组——山东博润/214

山东博润的重组模式和长甲地产较为类似：由实际控制人王金淼拥有境外身份的亲属（母亲），通过一家离岸公司控制一家外商投资企业“壳公司”，再将境内的纯内资企业装入外商投资企业，从而完成跨境重组。但是，与长甲地产不同的是，山东博润重组的“壳公司”不是自己原先就拥有的，而是从第三方收购而来。因而，在法律突破层面来说，山东博润比长甲地产走得更远。

失败案例之一：优配汽配/222

创业股东以融资及境外上市为目的，为了规避十号文的法律障碍，而完全将企业置于自身控制之外，给自身带来巨大的商业风险。而设计交易结构的律师，因受投资方所聘请而明显偏袒资方，对于这个交易结构可能带来的商业风险，未向创业股东一方进行任何提示。

失败案例之二：苏州大方/226

该企业的创始人在将权益置出境外的过程中，为了规避十号文的关联并购审核，采取了“境外第三方代持”的方式。然而，由于当初未能签订代持协议，代持人反客为主将企业据为己有，创始人从此陷入到巨大的法律纠纷中，并几乎丧失了自己一手创立起来的企业以及自身的人身自由。

趋势篇——十号文走向前瞻/233

十号文的颁布实施并且已然坚持四年不改，让境外红筹上市长期处在一个暧昧状态。很多人都期盼某天十号文能突然作废，但恐怕现在除了直接相关部门的主管领导，谁都无法准确预测十号文的前途，我们只能通过若干政策信号，揣测一下“上意”。

附篇——历年中国民营企业境外IPO名录/238

英文缩略语说明/260

后记/262

声明/264

• • • • • [\(收起\)](#)

[红筹博弈\\_下载链接1](#)

标签

金融

法律

IPO

红筹

红筹博弈

民营企业

10号文

商业

评论

1

资本市场的的是非，也是一出管中窥豹的好戏，公与私的拉锯与试探在小红筹海外上市中频频上演，背后故事与现实情况的挖掘与叙述，均是此类“经典战役”的最好注脚。

绝大多数内容网上都有。

合伙人把握例子，记者填具体内容，果然看起来比较生动哈哈哈哈哈。

这题目真贴切，案例差不多看完了，觉得六年来发十号文的六部委中商务部显得比较有

参与感，在博弈状态……从另一个角度重新考量对协议控制监管的问题。

第一次阅读实务派的书，有点吃力。

好

书不如专栏。

其实。。。这本书。。。。网上有

案例分析不错 多角度的分析如何逃避10号文

我读的是旧版，现在出新版了，案例多了几个，建议看新版。

开眼界了~

较深的专业书，非法专业的可能不大看懂

红筹业务没深入了解过，这本书算是我的扫盲书、进阶书。

作为一个段子爱好者和法盲律师，我只想说这本书其实不错

-----  
对于理解10号文以及红筹模式还是很有借鉴意义的

-----  
挺好的一本专题，不过知识体系上还是有些遗漏

-----  
从法律方面重新认识10多家上市公司的上市历程，毕竟有些时间有点久远，有些具有无可复制性，有些则比较诡异。

-----  
还行吧。。。

-----  
当当和卓越居然已经销售一空，王府井书店仅剩的最后一本被我买了。  
其实书中的案例之前一直有阅读过，但如此系统的介绍则让人宛如飨食大餐。中国就在遮遮掩掩的突破中前行。

-----  
[红筹博弈 下载链接1](#)

## 书评

今年买的最对的一本书，给它满分是我看到第一本在中国环境下告诉你怎么接地气的书，告诉你所以然的书。在中国政策太多潜规则下面，需要太多的摸索才能获得经验，这本书是真正经验的总结。虽然民企海外上市之路因为10号文的原因变得异常艰难，但是聪明的商人和律师还是想出了各...

-----  
商务部十号文对于红筹上市的关键性影响无需多言。  
很多民营企业企业家都追问：十号文生效了，还能到境外去上市吗？  
很多业内人士都在探寻：在十号文的约束下，究竟有多少种红筹上市的模式？  
笔者研究了十号文之后的各种典型案例，其所展现的规避模式，令人叹为观止： ...

-----  
十号文后成功的民企境外上市的案例汇总很有用，案例讲的很详细，思路也各个不同，



比较生动，可以作为红筹结构的床头书，值得一看！  
对于做FDI、境外投资、境内IPO之前的重组都有一定的借鉴意义，法律总是有模糊地带的，对于实操领域中如何设计，需要借鉴先前成功的经...

本书回顾了民营企业境外上市的历史和我国相应监管政策的演变轨迹。着重以商务部等六部委联合颁布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》（2006年第10号，即本书所称的十号文）为分水岭，详细研究了民营企业与十号文的博弈之路。整理了此后的十五种具有典型意义的成功模式...

这几天看完了苏龙飞的《红筹博弈——10号文时代的民企境外上市》。  
境外红筹上市，本是个枯燥的话题，即使企业有此需求，在前10号文时代，只需按规定走流程既可。但2006年8月8日，商务部、证监会和国家外管局等6部委发布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》（即...

还有4个新案例 有河南的一个天瑞的 还有什么来着我都给忘了 期待新的版本 不短了啊  
DDDDDDFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFFF上试试试试试试试试试试试试试试试试试试试试  
死死死死死死死F

[红筹博弈\\_下载链接1](#)