

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

 全国博士后管理委员会

境内企业境外 上市监管问题研究

China's Regulation for Domestic Companies' Overseas
Listing: An Analysis of Policy Issues

刘 轶 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

013060630

F279. 246
382

境内企业境外 上市监管问题研究

China's Regulation for Domestic Companies' Overseas
Listing: An Analysis of Policy Issues

刘 轶 著



F279.246
382



北航

C1666367



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

境内企业境外上市监管问题研究/刘轶著. —北京: 经济管理出版社, 2013.6
ISBN 978-7-5096-2530-9

I. ①境… II. ①刘… III. ①境外上市—上市公司—融资—监管制度—研究—中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 137156 号

组稿编辑: 宋 娜
责任编辑: 宋 娜 杨雅琳
责任印制: 黄 铄
责任校对: 超 凡

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 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京银祥印刷厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 17.5

字 数: 287 千字

版 次: 2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-2530-9

定 价: 78.00 元

·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

编委会及编辑部成员名单

(一) 编委会

主 任：李 扬 王晓初

副主任：晋保平 张冠梓 孙建立 夏文峰

秘书长：朝 克 吴剑英 邱春雷 胡 滨 (执行)

成 员 (按姓氏笔画排序)：

卜宪群	王 巍	王利明	王灵桂	王国刚	王建朗	厉 声
朱光磊	刘 伟	杨 光	杨 忠	李 平	李 林	李 周
李 薇	李汉林	李向阳	李培林	吴玉章	吴振武	吴恩远
张世贤	张宇燕	张伯里	张昌东	张顺洪	陆建德	陈众议
陈泽宪	陈春声	卓新平	罗卫东	金 碚	周 弘	周五一
郑秉文	房 宁	赵天晓	赵剑英	高培勇	黄 平	曹卫东
朝戈金	程恩富	谢地坤	谢红星	谢寿光	谢维和	蔡 昉
蔡文兰	裴长洪	潘家华				

(二) 编辑部

主 任：张国春 刘连军 薛增朝 李晓琳

副主任：宋 娜 卢小生 高传杰

成 员 (按姓氏笔画排序)：

王 宇 吕志成 刘丹华 孙大伟 陈 颖 金 烨 曹 靖
薛万里

本书为教育部人文社会科学研究一般项目“次贷危机与金融监管模式的变革”（批准号：08JC820027）的研究成果，并得到了中国博士后科学基金的特别资助。

序 一

博士后制度是 19 世纪下半叶首先在若干发达国家逐渐形成的一种培养高级优秀专业人才的制度，至今已有一百多年历史。

20 世纪 80 年代初，由著名物理学家李政道先生积极倡导，在邓小平同志大力支持下，中国开始酝酿实施博士后制度。1985 年，首批博士后研究人员进站。

中国的博士后制度最初仅覆盖了自然科学诸领域。经过若干年实践，为了适应国家加快改革开放和建设社会主义市场经济制度的需要，全国博士后管理委员会决定，将设站领域拓展至社会科学。1992 年，首批社会科学博士后人员进站，至今已整整 20 年。

20 世纪 90 年代初期，正是中国经济社会发展和改革开放突飞猛进之时。理论突破和实践跨越的双重需求，使中国的社会科学工作者们获得了前所未有的发展空间。毋庸讳言，与发达国家相比，中国的社会科学在理论体系、研究方法乃至研究手段上均存在较大的差距。正是这种差距，激励中国的社会科学界正视国外，大量引进，兼收并蓄，同时，不忘植根本土，深究国情，开拓创新，从而开创了中国社会科学发展历史上最为繁荣的时期。在短短 20 余年内，随着学术交流渠道的拓宽、交流方式的创新和交流频率的提高，中国的社会科学不仅基本完成了理论上从传统体制向社会主义市场经济体制的转换，而且在中国丰富实践的基础上展开了自己的

伟大创造。中国的社会科学和社会科学工作者们在改革开放和现代化建设事业中发挥了不可替代的重要作用。在这个波澜壮阔的历史进程中，中国社会科学博士后制度功不可没。

值此中国实施社会科学博士后制度 20 周年之际，为了充分展示中国社会科学博士后的研究成果，推动中国社会科学博士后制度进一步发展，全国博士后管理委员会和中国社会科学院经反复磋商，并征求了多家设站单位的意见，决定推出《中国社会科学博士后文库》(以下简称《文库》)。作为一个集中、系统、全面展示社会科学领域博士后优秀成果的学术平台，《文库》将成为展示中国社会科学博士后学术风采、扩大博士后群体的学术影响力和社会影响力的园地，成为调动广大博士后科研人员的积极性和创造力的加速器，成为培养中国社会科学领域各学科领军人才的孵化器。

创新、影响和规范，是《文库》的基本追求。

我们提倡创新，首先就是要求，入选的著作应能提供经过严密论证的新结论，或者提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料、新方法和新思路。与当前社会上一些机构对学术成果的要求不同，我们不提倡在一部著作中提出多少观点，一般地，我们甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实的资料支撑，经过科学论证，而且能够被证实或证伪的论点。对于那些缺少严格的前提设定，没有充分的资料支撑，缺乏合乎逻辑的推理过程，仅仅凭借少数来路模糊的资料和数据，便一下子导出几个很“强”的结论的论著，我们概不收录。因为，在我们看来，提出一种观点和论证一种观点相比较，后者可能更为重要：观点未经论证，至多只是天才的猜测；经过论证的观点，才能成为科学。

我们提倡创新，还表现在研究方法之新上。这里所说的方法，显然不是指那种在时下的课题论证书中常见的老调重弹，诸如“历史与逻辑并重”、“演绎与归纳统一”之类；也不是我们在很多论文中见到的那种敷衍塞责的表述，诸如“理论研究与实证分析的统



一”等等。我们所说的方法，就理论研究而论，指的是在某一研究领域确定或建立基本事实以及这些事实之间关系的假设、模型、推论及其检验；就应用研究而言，则指的是根据某一理论假设，为了完成一个既定目标，所使用的具体模型、技术、工具或程序。众所周知，在方法上求新如同在理论上创新一样，殊非易事。因此，我们亦不强求提出全新的理论方法，我们的最低要求，是要按照现代社会科学的研究规范来展开研究并构造论著。

我们支持那些有影响力的著述入选。这里说的影响力，既包括学术影响力，也包括社会影响力和国际影响力。就学术影响力而言，入选的成果应达到公认的学科高水平，要在本学科领域得到学术界的普遍认可，还要经得起历史和时间的检验，若干年后仍然能够为学者引用或参考。就社会影响力而言，入选的成果应能向正在进行着的社会经济进程转化。哲学社会科学与自然科学一样，也有一个转化问题。其研究成果要向现实生产力转化，要向现实政策转化，要向和谐社会建设转化，要向文化产业转化，要向人才培养转化。就国际影响力而言，中国哲学社会科学要想发挥巨大影响，就要瞄准国际一流水平，站在学术高峰，为世界文明的发展作出贡献。

我们尊奉严谨治学、实事求是的学风。我们强调恪守学术规范，尊重知识产权，坚决抵制各种学术不端之风，自觉维护哲学社会科学工作者的良好形象。当此学术界世风日下之时，我们希望本《文库》能通过自己良好的学术形象，为整肃不良学风贡献力量。

李扬

中国社会科学院副院长

中国社会科学院博士后管理委员会主任

2012年9月

序 二

在 21 世纪的全球化时代，人才已成为国家的核心竞争力之一。从人才培养和学科发展的历史来看，哲学社会科学的发展水平体现着一个国家或民族的思维能力、精神状况和文明素质。

培养优秀的哲学社会科学人才，是我国可持续发展战略的重要内容之一。哲学社会科学的人才队伍、科研能力和研究成果作为国家的“软实力”，在综合国力体系中占据越来越重要的地位。在全面建设小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的历史进程中，哲学社会科学具有不可替代的重大作用。胡锦涛同志强调，一定要从党和国家事业发展全局的战略高度，把繁荣发展哲学社会科学作为一项重大而紧迫的战略任务切实抓紧抓好，推动我国哲学社会科学新的更大的发展，为中国特色社会主义事业提供强有力的思想保证、精神动力和智力支持。因此，国家与社会要实现可持续健康发展，必须切实重视哲学社会科学，“努力建设具有中国特色、中国风格、中国气派的哲学社会科学”，充分展示当代中国哲学社会科学的本土情怀与世界眼光，力争在当代世界思想与学术的舞台上赢得应有的尊严与地位。

在培养和造就哲学社会科学人才的战略与实践上，博士后制度发挥了重要作用。我国的博士后制度是在世界著名物理学家、诺贝尔

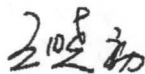
尔奖获得者李政道先生的建议下，由邓小平同志亲自决策，经国务院批准于1985年开始实施的。这也是我国有计划、有目的地培养高层次青年人才的一项重要制度。二十多年来，在党中央、国务院的领导下，经过各方共同努力，我国已建立了科学、完备的博士后制度体系，同时，形成了培养和使用相结合，产学研相结合，政府调控和社会参与相结合，服务物质文明与精神文明建设的鲜明特色。通过实施博士后制度，我国培养了一支优秀的高素质哲学社会科学人才队伍。他们在科研机构或高等院校依托自身优势和兴趣，自主从事开拓性、创新性研究工作，从而具有宽广的学术视野、突出的研究能力和强烈的探索精神。其中，一些出站博士后已成为哲学社会科学领域的科研骨干和学术带头人，在“长江学者”、“新世纪百千万人才工程”等国家重大科研人才梯队中占据越来越大的比重。可以说，博士后制度已成为国家培养哲学社会科学拔尖人才的重要途径，而且为哲学社会科学的发展造就了一支新的生力军。

哲学社会科学领域部分博士后的优秀研究成果不仅具有重要的学术价值，而且具有解决当前社会问题的现实意义，但往往因为一些客观因素，这些成果不能尽快问世，不能发挥其应有的现实作用，着实令人痛惜。

可喜的是，今天我们在支持哲学社会科学领域博士后研究成果出版方面迈出了坚实的一步。全国博士后管理委员会与中国社会科学院共同设立了《中国社会科学博士后文库》，每年在全国范围内择优出版哲学社会科学博士后的科研成果，并为其提供出版资助。这一举措不仅在建立以质量为导向的人才培养机制上具有积极的示范作用，而且有益于提升博士后青年科研人才的学术地位，扩大其学术影响力和社会影响力，更有益于人才强国战略的实施。

今天，借《中国社会科学博士后文库》出版之际，我衷心地希望更多的人、更多的部门与机构能够了解和关心哲学社会科学领域

博士后及其研究成果，积极支持博士后工作。可以预见，我国的博士后事业也将取得新的更大的发展。让我们携起手来，共同努力，推动实现社会主义现代化事业的可持续发展与中华民族的伟大复兴。



人力资源和社会保障部副部长

全国博士后管理委员会主任

2012年9月

摘要

境内企业境外上市始于 20 世纪 80 年代后期,逐渐形成了境外直接上市和境外间接上市两种方式,而后者又进一步区分为“大红筹”上市和“小红筹”上市,相应的监管框架也并行建立起来。实践表明,境内企业境外上市是吸收利用外资的重要渠道,有利于国有资产保值增值,改善企业经营管理,完善公司治理,提升国际化水平,也是借鉴成熟资本市场先进经验的纽带。

境内企业境外上市监管框架的演进历史与国际、国内资本市场环境的发展变化息息相关。由 2007 年美国次贷风波引发的国际金融危机,使国际金融监管模式呈现出以原则为基础的发展趋势。这一监管模式强调以概括性的原则作为主要的监管依据,既能够确保监管的有效性,又能够合理配置监管资源并培育监管对象的创新能力,实现了公共目标和商业价值的融合。然而,以原则为基础的监管模式的有效实施要受诸多因素的制约。中国尚不具备全面推行这一监管模式的条件,但应适应国际、国内资本市场环境的新形势,积极借鉴其中蕴涵的先进监管理念和监管经验,在境外上市监管方面适度调整监管思路和方法,以此为指引,进一步完善监管框架和制度。

境外直接上市监管框架以 1993 年颁布的《中华人民共和国公司法》为基础,由《境外直接上市特别规定》、《章程必备条款》、《境外主板上市通知》、《境外创业板上市指引》等监管文件构成。在新形势下,境外直接上市监管暴露出了诸多问题,如监管框架不尽合理,上市条件过于严格、僵化,监管效率和透明度不高等。与境外直接上市监管框架基本保持稳定发展的态势有所不同,境外间接上市监管框架在实践中变动较大,且逐

渐演化成为一种“双轨制”的模式，分别适用于国有企业和非国有企业境外间接上市的情形。基于早期资本市场为国有企业改革服务的历史背景，中国建立了针对国有企业境外间接上市的监管制度，旨在通过中国证监会的审批程序防控国有资产权益非法跨境移转和境外上市。21世纪初，随着民营经济的发展壮大，中国建立了针对非国有企业境外间接上市的监管制度；受防控国有资产流失、限制资本外逃等多重政策因素的影响，这一监管制度先后发生了两次较大的变动，并形成了目前多部门协同配合、齐抓共管的权力配置格局。长期的监管实践以及本次中国概念公司财务信息造假丑闻均表明，上述监管框架同样存在诸多缺陷和不足。

为确保境内监管与境外上市监管的合理衔接，应适时完善境外上市监管体系。一方面，应充分尊重市场机制的作用，统筹考虑优化境外直接上市监管框架，完善监管制度，明确监管标准，提高监管效率并增强监管工作的透明度。另一方面，应适时修订完善境外间接上市监管框架，包括准确定位监管宗旨、统筹规划监管框架、协调完善监管制度、合理配置监管权力、增强监管标准和监管实践的透明度等。

作为规范境内企业到境外上市的主要法律文件，《章程必备条款》强制性地要求涉及中国香港境外上市公司的跨境证券合同争议和侵权争议均应通过仲裁方式解决，并适用中华人民共和国法律。上述规定超越了国务院证券监督管理机构的立法权限，违背了商事仲裁的基本原则，与2005年修订的《中华人民共和国公司法》的有关规定相抵触，也与该条款的立法本意相悖。为平等地保护境内外投资者的合法权益，确保境外上市公司章程的合法性，应当适时修正上述关于争议解决的条款，对跨境证券争议的解决方式以及解决跨境证券侵权争议的准据法等问题不作规定，允许境外上市公司的股东自主选择争议的解决方式，并尊重当事人对解决跨境证券合同争议准据法的意思自治。

近年来，众多境外上市公司相继在美国遭遇集团诉讼。为了防范证券诉讼风险，境外上市公司应充分了解上市地法律体系和司法体制，综合考虑选择适当的境外上市地点和发行上市

方式,在具体操作境外发行上市的过程中以及在持续上市期间严格遵守上市地的各项法律、法规和规则,妥善处理投资者关系,有效控制被诉的风险和损失。

针对美国公众公司会计监察委员会可能检查中国部分会计师事务所的有关情况,中国在美上市公司和有关会计师事务所应注意是否存在违反 2010 年修订的《中华人民共和国保守国家秘密法》及 1996 年修正的《中华人民共和国档案法》的风险以及审计服务协议关于保密义务的例外规定是否能够为证券监管机构合理接受。在美上市公司应依法加强保密和档案管理工作,依法认定和保护国家秘密信息及其他档案资料;有关会计师事务所应及时提请档案主管部门对有关问题进行解释。并且,在美上市公司和有关会计师事务所还应考虑以更为稳妥的方式商定审计服务协议的保密条款。

关键词: 境外上市 跨境审计监管 跨境证券争议 证券集团诉讼 跨境并购

Abstract

The practice of Chinese enterprises' overseas listings can be traced to the end of 1980s. From then on, a double-track regulatory framework was established with regards to direct overseas and indirect overseas listings. Furthermore, the latter are classified into two categories: "Grand Red-Chip Listing" and "Small Red-Chip Listing." The practice of Chinese companies' overseas listings has greatly contributed to China's strategy to absorb foreign capital, added much value to state-owned assets, promoted the SOEs' corporate reform and governance, pushed Chinese overseas-listed companies' strategy of internationalization and acted as an important bridge of China to learn from developed capital markets.

The history of these regulatory frameworks are closely related to the evolution of China's and international capital market environment. In the era after the international financial crisis arising from subprime loan problems in the U.S., there appears a clear trend towards a principle-based approach in international financial regulation. This approach emphasizes the role of regulatory principles that could harmonize the regulatory and business objectives in helping to enhance the effectiveness of regulation, reasonably allocates regulatory resources and inspire the regulated to innovate. Although there are some legal obstacles as well as some challenges in implementing principle-based regulation, it advises that China shall absorb the philosophy in overseas listing regulations in view of the material changes in the domestic and international capital markets

over recent years. It is advised that China shall absorb the philosophy in overseas listing regulation. This will provide a solid base for proper revisions of regulatory framework and regimes to remedy the problems exposed in current regulatory practices.

Under the regulatory framework for direct overseas listing, regulatory documents based on the *Company Law* (1993) includes the *Special Provisions on Direct Overseas Listing*, the *Mandatory Provisions for Articles of Association*, the *Circular on Direct Overseas Listing* and the *Guidelines for Listing on the Hong Kong GEM*. Under the new landscape, there are existing numerous problems in the domestic regulation of direct overseas listing. The indirect overseas listing regulatory framework is independent from the regulatory framework of direct overseas listing and also has a dual-track system providing separate regulatory rules for “Grand Red-Chip” and “Small Red-Chip” companies. In the early 1990s, China established the regulatory regimes for SOEs’ indirect overseas listing, of which the core aim is to prevent the loss of state-owned assets. China’s private economy has gradually grown strong by the late 1990’s which gave birth to the regulatory regimes for private enterprises’ indirect overseas listing. As the problems are inherent in the indirect overseas listing of massive private companies upon foreign-capitalization like capital flight and loss of interest in assets became increasingly prominent, establishing a regulatory mechanism based on multi-ministry cooperation under the PRC State Council has realized. However, some deficiencies are existing in this regulatory framework and the related regulatory system and practice.

In order to ensure that there are no loopholes in domestic and foreign regulation of cross-border listing activities, a series of measures shall be taken to refine current regulatory system. On one hand, it is necessary to regulate direct overseas listing to a certain extent but the exercise of domestic regulatory power shall be self-restrictive and respect the functions of market force. In view of this,



there is an urgent need to refine the regulatory framework for direct overseas listing, clarify the regulatory standards, improve the regulatory efficiency and increase the transparency of regulatory process. On the other hand, it is necessary to take measures to refine the regulatory framework for indirect overseas listing, i.e. the purpose of regulation should be accurately positioned, the regulatory framework should be planned, the regulatory power should be reasonably allocated, the transparency of regulatory standards and regulatory practices should be enhanced.

The dispute settlement clause in the *Mandatory Provisions for Articles of Association* mandates that all transnational contractual and non-contractual securities disputes involving Chinese companies listed on the HKEx shall be submitted to arbitration with the PRC law being the applicable law. Such provisions fall beyond the legislative authority of the CSRC, breached the principles of voluntary arbitration, and equal status of the arbitration institutions and contradicts the pertinent provisions of the Company Law of the PRC and also the original legislative intent of this clause. In order to protect the lawful rights and interests of domestic and overseas investors equally and assure the legitimacy of the articles of association of overseas listed companies, the above dispute settlement clause should be duly amended and make no provision for the settlement method of transnational securities disputes and the applicable law for non-contractual transnational securities disputes, so as to allow shareholders of overseas listed companies to select the method of dispute settlement independently and fully respect the party autonomy on the applicable law for contractual transnational securities disputes.

With regards to the possible inspection of the U.S. PCAOB on Chinese accounting firms, Chinese companies listed on U.S. stock exchanges and related Chinese accounting firms shall consider the risks of violating PRC laws guarding state secrets and archives as