



浙江省哲学社会科学规划
后期资助课题成果文库

境外企业跨境上市法律问题研究： 以“红筹股”公司回归为切入点

Jingwai Qiye Kuajing Shangshi Faliu Wenti Yanjiu:
Yi "Hongchougu" Gongsi Huigui Wei Qierudian

李海龙 著

中国社会科学出版社



浙江省哲学社会科学规划
后期资助课题成果文库

境外企业跨境上市法律问题研究： 以“红筹股”公司回归为切入点

Jingwai Qiye Kuajing Shangshi Falü Wenti Yanjiu:
Yi "Hongchougu" Gongsi Huigui Wei Qierudian

李海龙 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

境外企业跨境上市法律问题研究：以“红筹股”公司回归为切入点 / 李海龙著.
—北京：中国社会科学出版社，2018. 5
(浙江省哲学社会科学规划后期资助课题成果文库)
ISBN 978-7-5203-2353-6

I. ①境… II. ①李… III. ①证券法-研究-中国 IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 073740 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 宫京蕾
责任校对 秦 婵
责任印制 李寡寡

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)
发 行 部 010-84083685
门 市 部 010-84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京君升印刷有限公司
版 次 2018 年 5 月第 1 版
印 次 2018 年 5 月第 1 次印刷

开 本 710×1000 1/16
印 张 12.25
插 页 2
字 数 210 千字
定 价 59.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话：010-84083683
版权所有 侵权必究

内容简介

境外企业跨境上市是我国资本市场国际化的重要组成部分。当下，境外上市的“独角兽”企业纷纷表达了回归国内市场的愿望。受制于境内市场基础薄弱的现实，诸多境内企业前往境外上市融资，并形成了蔚为壮观的“红筹股”公司群体。这些公司的主营业务均在境内，随着境内市场的不断繁荣，它们大多数都有回归的诉求。结合我国证券市场发展的实际，借镜国外跨境上市发展的经验，本书旨在构设我国境外企业跨境上市的法律制度。



作者简介

李海龙(1980—)，男，山东潍坊人，西南政法大学法学博士(民商法学)，华东政法大学与上海证券交易所联合培养博士后(经济法学)。现任浙江财经大学法学院副教授，主要研究领域为：公司法、证券法。香港中文大学“金融监管与经济发展研究中心”(CFRED)高级研究员，杭州仲裁委员会仲裁员。在《清华法学》《比较法研究》等刊物发表学术论文20余篇；主持国家社科基金课题1项，省部级课题3项；出版学术专著1部。

责任编辑：宫京蕾

封面设计：



GONGJINGLEI

目 录

第一章	绪论：研究的总体介绍	(1)
一	问题的提出	(1)
二	研究的意义	(6)
三	研究的思路	(7)
四	研究的内容	(8)
五	研究的方法	(8)
第二章	文献综述：国内外研究现状分析	(11)
一	国内研究现状综述	(11)
二	国外研究现状综述	(13)
三	简要评价	(15)
第三章	理论学说：跨境上市制度的基石	(17)
一	境外企业跨境上市概述：法律内涵的厘定与研究范畴的 界分	(17)
二	境外企业跨境上市正当性论证：传统理论学说的观点	(26)
三	境外企业跨境上市正当性新论证：法学的分析视角	(32)
四	境外企业跨境上市的法律适用：“企业选择理论”的阐释 角度	(44)
第四章	美国经验：境外企业跨境上市的实践	(54)
一	境外企业进入美国证券市场：方式选择与监管制度	(54)
二	“双轨制”下公司治理的规制：联邦与州的传统分工及其 突破	(55)
三	境外企业在美跨境上市：证券监管理念的变迁及原因 剖析	(64)
四	豁免条款：在美跨境上市境外企业别样的监管手段	(72)

五	互认制度：美国对境外企业跨境上市监管的革新尝试	(95)
第五章	跨境上市：“红筹股”回归的途径	(102)
一	我国境内企业境外上市：历史沿革与现状分析	(102)
二	“红筹股”公司回归的必要性与可行性阐释	(116)
三	“红筹股”公司回归的方式选择与对比分析	(122)
第六章	框架结构：我国跨境上市法律制度的构建	(131)
一	全球证券市场多元化格局：塑成与强化	(131)
二	多元化的证券市场监管：模式分类与定位选择	(137)
三	我国境外企业跨境上市监管模式选择：他国的经验及 启示	(145)
四	制度设计：我国境外企业跨境上市法律框架的构造 建议	(159)
参考文献		(176)

第一章

绪论：研究的总体介绍

一 问题的提出

美国著名新闻工作者（经济学家）托马斯·弗里德曼（Thomas Loren Friedman）在其著作《世界是平的》中提到：“世界正被抹平。”^①在他看来，世界已经被新技术和跨国资本碾成一块没有边界的平地。当今世界，经济的全球化已若洪流般涌来，其势不可阻挡。正如有学者说的那样：“全球化如同国际化一样，被视作‘描述国家间跨境交易的又一形容词’。它在国际交流与相互依存的背景下继续发展。交易的不断发展以及投资资本的持续流动，这一趋势使超越一国界线进入更加强大的形态——全球化经济——成为可能。”^②

就证券市场而言，自 21 世纪开始，全球化发展趋势以及技术飞速革新共同推动了全球证券交易所并购格局的出现。“国际贸易并不新鲜，在过去早已出现并逐步扩展。然而，技术的革新降低了服务以及商品贸易的结构性门槛，从而使得全球化的资本市场真正成为可能。”^③ 证券交易所作为资本市场的重要纽带使资本在国际间的流动更加顺畅，同时使资本市场全球化这一趋势更加凸显，因而，企业的跨境上市也变得愈发频繁。

① 弗里德曼在《世界是平的》出版之前，已经是美国公认的最有影响力的新闻工作者。《世界是平的》更奠定了他趋势大师的地位，他的影响力早已不限于美国。他在《纽约时报》每周三、五见报的国际事务专栏，透过其供稿系统，固定被全世界七百多种报纸转载。《世界是平的》以敏锐的视角、前瞻性的眼光、身边的采访故事和深入浅出的语言揭示出经济全球化已经成为不可逆转的必然规律。

② Infed, Definitions of Globalization, http://www.infed.org/biblio/defining_globalization.htm.

③ Ethiopis Tafara, Robert J. Peterson, A Blueprint for Cross-Border Access to U. S. Investors: a New International Framework, 48 *Harv. Int'l L. J.* 31, p. 33.

“全球化削弱了跨境资金流动的门槛，同时为信息的实时流动提供了便捷通道。当下，证券市场国际范围内的竞争已然成为一种事实，在此之前则是一件不可想象的事情。基于此，企业，尤其是那些来自新兴经济体的企业可以自由选择上市融资的证券市场。”^① 还有学者这样说道：“企业境外上市是自二十世纪 80 年代以来非常普遍的金融现象，并成为急剧扩张的跨境资本流动的重要组成部分。”^② 可以说，企业选择跨境上市（cross-listing）已成为其自身不断发展壮大的重要渠道；这一选择也与投资者获取利润最大化的目标相契合。在学者看来，证券市场的国际化是供求关系规律的必然结果：投资者一方存在分散与本国证券市场有关的系统性风险并从可以提供更具有吸引力的风险与收益的组合证券中获得更多收益的需求；境外企业所发行的证券恰恰能提供这样的供给，同时又能满足企业融资的需求。^③ 概言之，企业跨境上市就在这样独特的历史背景下诞生并不断壮大起来，这是对资本市场发展的时代呼应。

随着全球经济的不断繁荣发展，尤其是发展中国家资本市场的兴起与空前勃兴，这些国家的企业要求参与到世界证券市场中来的渴求越来越强烈。20 世纪 80 年代以来，世界经济开始朝着全球化方向发展；区域经济一体化、国际经济技术合作及国际间的经济政策协调等都在不断加强；企业跨境融资数额迅猛增加，其所占比重也在不断提升。在经济全球化的浪潮中，一个引人注目的现象就是各国企业纷纷走出国门并谋求境外上市。“在金融全球化的背景下，证券市场国际化成为全球资本市场发展的亮点，它实质上是资本以证券为媒介在国际间的流动，它是融资证券化和资本市场全球一体化的必然结果。”^④ 进入 20 世纪 90 年代，世界各国企业境外上市数量增长快速，其中境外上市的企业 40% 来自新兴市场，主要是亚洲和拉美地区的新加坡、中国、印度、智利、墨西哥等国家。这一现象一直延续至今，以在纽约证券交易所（New York Stock Ex-

^① John C. Coffee, Jr. Racing towards the Top?: The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, 102 *Colum. L. Rev.* 1757, pp. 1759-1760.

^② Doidge et al., : Why Are Foreign Firms Listed in the U. S. Worth More? *J. Fin. Econ.*, 2004, p. 205.

^③ Amir N. Licht , Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets, 38 *Va. J. Int'l L.* 563, p. 568.

^④ 邱润根：《论我国证券市场国际板法律制度之构建》，《东方法学》2012 年第 3 期。

change, 以下简称“NYSE”)上市的境外企业为例来说,截至2014年2月,除了发达国家的加拿大(152家)、英国(31家)、日本(15家)之外,还包括来自发展中国家的数量不容小觑的企业,例如,中国74家、巴西26家、墨西哥15家、阿根廷13家、智利12家、印度10家、南非7家等。^①

随着参与到跨境上市这一行列中的企业数目的不断增加,对这一问题的理论研究与现实关注也逐渐多了起来。如学者所说的那样:“就有关SEC的‘过去、现在与将来’这一主题的会议,有关境外企业规制问题似乎是证券法领域中的边边角角。但是,要记住的是,这一看似边边角角的问题却引发了之前金融危机发生后几个月内大家所关注的最显眼且严肃的话题:美国对资本市场监管越发严格是否造成了其竞争优势的削弱。”^②相关的研究始于20世纪90年代,很快便成为学者所关注的重点问题。如学者所言:“在全球化的大背景下,企业出于财务、商业等多种动机大量地进入国际资本市场,交叉上市(跨境上市)成为近二十年来国际金融市场的最大亮点之一,并相应地成为经济学、金融学研究的重点主题。”^③同时,法学学者也从法学的角度提出了有关企业跨境上市的相关理论,这些都为本书对跨境上市问题的研究提供了重要的理论基础和参考价值。

毋庸置疑,无论从制度成熟还是市场容量来说,美国证券市场都是他国所无法比肩的。因此,该国证券市场也成为他国众多企业跨境上市的首选之地,尤其是对那些大型的企业而言。20世纪90年代初,便有学者认为境外企业之所以愿意进入美国证券市场(gaining access to U. S. capital markets)是出于如下两个方面的考虑:第一,美国证券市场有企业发展

^① https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/curlistofallstocks_02-28-14.pdf.

有经济学家认为金融全球化进程减少了一国制度对本国“企业首次公开募集股份”(IPO)的限制给企业所造成的束缚,从而使得更多的企业走出国门进行融资,即所谓的全球IPO。Craig Doidge et al., *The U. S. Left Behind? Financial Globalization and the Rise of IPOs outside the U. S.*, *J. Fin. Econ.*, 2013, p. 546.

^② Kenneth B. Davis, *The SEC and Foreign Companies - A Balance of Competing Interests*, p457. SEC是“美国证券交易委员会(U. S. Securities and Exchange Commission)的简称。

^③ 尹兴中、王红领:《交叉上市理论研究评述》,《经济学动态》2009年第9期。交叉上市是指“同一家公司在两个或者多个证券交易所上市的行为,通常是指同一家公司在两个不同的国家上市的情形”,与跨境上市的含义相符合。括号内的内容为本书作者所加。

所需要的资金,即“美国可以提供更多的资金,而且其成本低于母国”;第二,美国的法律制度对境外企业更加友好、宽松、灵活。^①

美国有关境外企业跨境上市的实践,对我国相关制度的建设具有重要的借鉴意义。“美国的证券市场向公众投资者提供了一个更加友好、更有利于投资者权益保护的环境,而这一点是其他证券场所无法比拟的。健全的法律制度,专业的法律人士确保法律制度的实施以及复杂的法院系统为公司治理功能的发挥提供了基础性保障,所有这些都为美国证券市场的良好运作提供了重要保障。”^② 鉴于此,本书将对境外企业跨境上市的法律制度建设及相应经验予以深入考察、挖掘,以期为我国相关法律制度构造提供可资参考的建议。

毫无疑问几乎整个 20 世纪,美国证券市场霸主地位从未被撼动过。然而,这一格局在 21 世纪开始发生微妙的变化。^③ 尤其是随着包括欧盟、亚太等地区经济的快速发展及证券市场的逐渐完善,这些区域中的证券市场已开始成为美国证券市场的重要竞争对手。例如,相关研究报告调查发现,2014 年第一季度,美国证券市场影响力仍无起色,其中跨境上市数量继续减少。^④ 在全球跨境上市资源激烈竞争的过程中,不同国家基于自身特殊国情,出台了不同的制度以吸引更多的境外企业前来上市,从而保证自身在证券市场的国际竞争中立于不败之地。在此过程中,有成功的经验,也有失败的教训,所有这些实践对于思考、研究我国境外企业境内上市这一重要课题具有不可忽视的借镜价值。

就我国而言,对外开放意味着全面的开放,不仅包括商品交易、贸易往来,在世界范围内的资本融通也是开放的题中之意。近年来,我国证券市场国际化发展的步伐不断加快,在“走出去”与“引进来”两个层面

^① James R. Silkenat, Overview of U. S. Securities Markets and Foreign Issuers, 17 *Fordham Int'l L. J.* S4. 在本书中,对境外企业而言,进入美国资本市场包括两种情形:第一,向美国居民公开募集股份;第二,在美国的证券交易所公开交易股票。

^② Amir N. Licht, Cross-listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding? 4 *Chi. J. Int'l L.* 141, p. 141.

^③ Eric C. Chaffee, Contemplating the Endgame: An Evolutionary Model for the Harmonization and Centralization of International Securities Regulation, 79 *U. Cin. L. Rev.* 587, p. 592.

^④ Continuing Competitive Weakness in U. S. Capital Markets, Committee on Capital Markets Regulation, <http://capmktsrge.org>.

都有了实质性的进展和突破。本书重点关注作为“引进来”重要内容之一的跨境上市问题。^①基于特殊的历史原因，“一直以来，由于汇率、资本项目管制等基础性制度的低市场化程度，我国资本市场对外开放的深度和广度并不高，境外企业在我国发行证券并上市的大门一直是紧闭的。”^②与我国国内企业很早就在境外上市（包括直接上市与间接上市）事实不同（例如近期阿里巴巴、京东在美上市就是适例），至今仍没有境外企业在我国境内上市的先例。尽管有关“红筹股”公司回归境内上市一度成为热门话题，如学者所言：“为了充分利用境内外两个市场、两种资源，这些到境外上市的企业从上市的初期就开始谋求到境内证券市场上市。”^③但由于国内相关法律制度建设尚不健全、市场变化、政策调整等因素的影响，“红筹股”公司回归问题一度被搁置。本书认为，要大力推进我国证券市场国际化发展，促进并强化境内企业境外上市固然重要；然而通过不断创设、完善相关法律制度，利用制度优势积极吸引包括“红筹股”公司在内的境外企业在我国境内上市才是我国证券市场国际化的完整含义。对此，有学者说道：“一个国际金融中心，需要的是越来越多的好企业来上市，需要越来越多的资金来入市。只有越来越多的好企业来上市，才会有越来越多的资金来入市。”^④也就是说，只有采取“兼容并包”的宽广胸怀，我国的资本市场才能更加强健、完善，国际金融中心才能从根本上得以建立并不断稳固。目前，尽管我国国内证券市场的发展现状对于全面

① 学者认为，中国资本市场的国际化法律制度包括中国资本市场对外开放和内部发展两方面所涉及的法律制度。就中国资本市场对外开放来讲，中国资本市场对外开放侧重于吸收外汇资金，通过引进外资来服务于国内资本市场的发展。从目前来看，与中国资本市场对外开放有关的法律制度主要包括外国投资者对中国境内 A 股上市公司的战略投资、合格外国机构投资者（即 QFII）对中国境内 A 股上市公司的投资和外资证券公司在国内设立金融机构或者并购国内金融机构等方面的法律制度。此外，还包括国内公司直接或者间接到中国境外证券交易所上市、从境外融通外汇资金并将资金汇入境内等。唐应茂：《私人企业为何去海外上市：中国法律对红筹模式海外上市的监管》，《政法论坛》2010 年第 4 期。

② 蒋辉宇：《跨国证券融资的法律冲突与监管问题研究》，《证券市场导报》2009 年第 11 期。

③ 丁岚、董秀良：《境外上市公司回归 A 股市场交叉上市动因研究》，《中国工业经济》2010 年第 8 期。

④ 邢会强：《外国企业来我国上市的必要性及其法律准备》，《中央财经大学学报》2007 年第 12 期。

实施境外企业境内上市的实践仍有相当难度,但是借助多个自由贸易实验区建设这一有利契机,通过先行试点的做法,可以很好地总结有关境外企业在境内上市制度建设的经验与不足,最终构建我国境外企业跨境上市的法律制度。

二 研究的意义

现如今,全球不断发展的资本市场具有两大明显的时代特征:第一,各类市场的全球化以及信息技术的迅速提升;第二,金融危机或丑闻接二连三地出现。^①无论是应对前者还是预防后者,都需要制定合理、全面的法律制度体系。在资本市场全球化过程中,对境外企业跨境上市问题的研究就具有了时代性的价值,同时对这一问题的研究在很大程度上对防范金融危机或跨境金融监管风险这一问题的思考也具有一定的启示。从另一方面讲,金融发展能极大地推动一国经济的迅速发展,当然推动金融发展的核心要素很多,法律制度便是其中不可或缺的重要方面。“法律制度以及其执行影响着国家资本市场发展的规模和范围。”^②换言之,法律制度在推动境外企业跨境上市方面发挥着不可替代的作用。正如学者所说的那样:“为减少执行成本及机会行为,政府可通过证券法来具体规定契约的框架。”^③

(一) 理论价值

1. 对境外企业跨境上市问题的研究,离不开对动机理论的阐释。从法学角度提出的“约束理论”、“逃避理论”等都在很大程度上丰富了企业跨境上市的动机理论。可以说,跨境上市要取得预想的效果,离不开法律制度的建设和完善。

^① Ethiopis Tafara, Robert J. Peterson, A Blueprint for Cross-Border Access to U. S. Investors: a New International Framework, 48 *Harv. Int'l L. J.* 31, p. 33.

^② Rafael La Porta et al., Legal Determinants of External Finance, 52 *J. Fin.* 1131, 1149 (1997).

^③ Rafael La Porta et al., What Works in Securities Laws?, 61 *J. F. IN.* 1, 2 (2006). 对于这一观点,有的学者提出了质疑。在他们看来,政府最好的做法是保持中立,让市场自由地调节。证券发行人有充分的激励去披露重要的信息,因为如果不这样做的话,借助市场调节的力量会让投资者认为该企业不具有发展的潜力。事实上,学者借助实证研究的方法证明了证券法具有不可替代的重要作用,完全让市场来调整的做法并不可行。Rafael La Porta et al., What Works in Securities Laws?, 61 *J. Fin.* 1, 1 (2006).

2. 法律冲突以及如何适用法律是境外企业跨境上市过程中遇到的需要认真对待和思考的问题。传统理论对跨境上市过程中出现的问题提出了一些解决的办法和途径,但仍旧留下了不少无法解决的难题。“企业选择理论”、互认制度以及美国学者新近提出的让境外证券交易所在美国境内开展业务而无需遵守其相关规定的观点都是对这一问题的崭新思考与实践尝试。

3. 目前条件下,境外企业跨境上市时,上市地法律应予适用。同时,需要注意的是,境外企业由于受到本国文化、政治等因素的影响,往往与上市地公司治理之间存在不少差别。在这一情况下,如何将上市地法律,尤其是有关公司治理的法律适用于境外企业是需认真反思的问题。

(二) 实践价值

1. 包括美国在内的西方国家(地区)在跨境上市法律制度建设上已形成较为成熟的体系结构,在考察其制度建设的基础上,有对比地予以借鉴,对于我国该领域中的法律制度建设不无裨益。

2. 诸如巴西、墨西哥等发展中国家在跨境上市法律制度建设改革过程中取得的经验以及失败的教训,对于同样是发展中国家的中国也具有较好的参考价值。

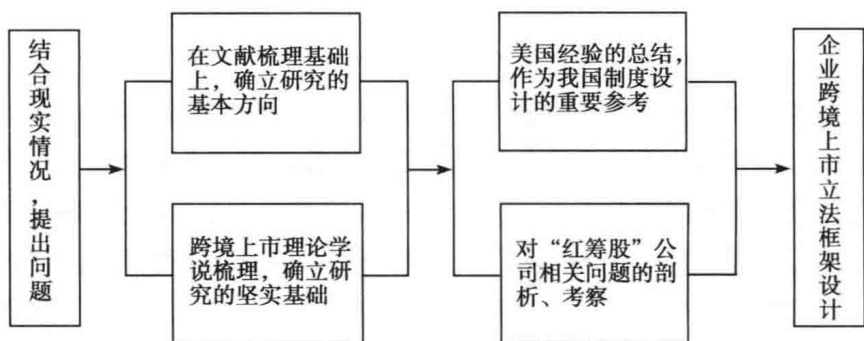
3. “红筹股”公司回归是我国境外企业跨境上市的重要对象之一,本书有关跨境上市制度建设的建议对于这些公司的顺利回归可提供制度上的保障和基础。换言之,完善的法律制度建设是“红筹股”公司境内上市的重要制度保证和前提。

4. 美国 SEC 所制定的大量豁免条款在很大程度上是吸引境外企业跨境上市的“利器”。在我国境外企业跨境上市实践过程中,尤其是在境外企业在国内上市数量较少的一段时间内,美国的这一做法值得借鉴。

三 研究的思路

本书围绕境外企业跨境上市法律问题展开研究,具体的研究思路可表述如下:首先,在厘定跨境上市法律内涵的基础上,确定研究范围和研究对象;其次,在完成与跨境上市相关文献综述的基础上,明确这一问题的研究现状,并确定研究的方向;再次,夯实跨境上市的理论基础,确立问题研究的坚实法理基础;复次,在挖掘美国针对跨境上市领域法律制度建设有益经验的基础上,有针对性地分析“红筹股”公司回归的相关法律

问题；最后，基于我国证券市场发展的现状，结合国外相关经验，提出境外企业跨境上市法律制度设计的基本建议。本书的基本研究思路如下图所示：



四 研究的内容

本书以“红筹股”公司回归为切入点，重点研究境外企业跨境上市过程中需应对的法律问题。研究共分为六个重要的有机组成部分，具体研究内容如下：

§ 第一章，重点阐述问题的提出、研究意义、研究思路、研究内容、研究创新等问题。

§ 第二章，从国内外两个维度对与跨境上市有关的权威文献进行详细的爬梳、整理，并进行简要评析。

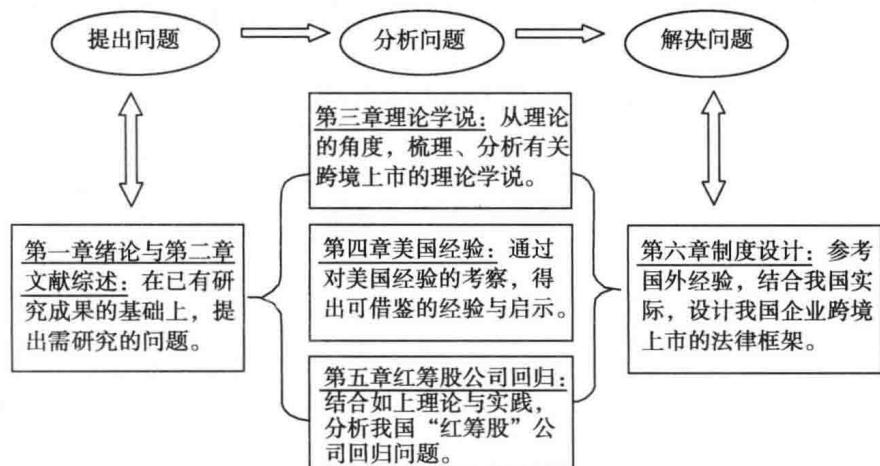
§ 第三章，阐释跨境上市传统理论观点，并阐述从法学视角提出的跨境上市新理论。

§ 第四章，重点围绕美国跨境上市法律制度设计及其实践展开论述，总结、提炼美国在跨境上市问题上的有益经验与做法。

§ 第五章，重点分析“红筹股”公司回归的必要性、可行性及回归手段等问题。

§ 第六章，在借鉴他国（地区）跨境上市法律制度建设方面有益做法的基础上，结合我国证券市场发展的现状，提出我国境外企业跨境上市法律制度构建的基本建议。具体的研究内容框架如下图所示：

五 研究的方法



（一）历史分析的方法

本书详细考察了跨境上市法律制度在美国的变迁，并阐述了“红筹股”公司的产生、发展以及在此过程中我国证券监管者在规制理念及政策态度方面的变迁，这些问题的研究都涉及大量历史资料的梳理、分析。历史分析的方法有助于厘清制度的起源、衍变，为本书的写作奠定了坚实的事实根基。

（二）比较研究的方法

跨境上市是一个全球范围内的现象，因此在我国跨境上市法律制度构设时，有诸多可借鉴、参考的外国样本与经验。与此同时，这些制度都与一国经济、政治、文化密切关联，在这一情况下，比较研究的方法便不可忽视，它不仅对制度进行比较研究，而且要深入挖掘并对比隐藏在背后的内在原因。

（三）文献研究的方法

尽管跨境上市行为的大量出现是近年来才出现的现象，但是由于这一问题对于一国证券市场的发展意义重大，因此很快便成为学术研究的重要领域，并产出了大量的研究成果。在梳理相关文献的基础上，瞄准研究方向、提出研究思路则需要运用到文献研究的方法。

（四）案例研究的方法

虽然至今没有境外企业在我国境内上市的成功案例，但是诸如我国境内企业在境外上市的实践，尤其是“红筹股”公司的出现以及诸多“去红筹架构”回归的案例的出现，再加上“A+H”发行上市的成功案例，

都为本书主题的研究提供了鲜活的案例。在这一过程中，案例研究的方法既生动又具有极强的说服力。