

ON THE LEGAL

SYSTEM OF

OVERSEAS

INDIRECT LISTING

在调整国内经济增长模式、大力发展国内资本市场的宏观政策背景下，决策层对境外间接上市不鼓励甚至限制的立场将具有长期性。但境外间接上市的大门不能简单关上，而是可以采取区别对待、更为务实的监管态度。作为一种市场自发的融资方式，境外间接上市对于促进境内中、小企业成长仍具有重要的积极作用，对于我国大规模的资本境外输出也提供了可供选择的模式。

境外间接上市 法律制度研究

伏 军 / 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

ON THE LEGAL

SYSTEM OF

OVERSEAS

INDIRECT LISTING

境外间接上市 法律制度研究

伏 军 / 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

境外间接上市法律制度研究/伏军著. —北京: 北京大学出版社, 2010. 1
ISBN 978 - 7 - 301 - 16425 - 9

I. 境… II. 伏… III. 上市公司 - 公司法 - 研究 - 世界
IV. D912. 290. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 227305 号

书 名: 境外间接上市法律制度研究

著作责任者: 伏 军 著

责任编辑: 王建君

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 16425 - 9/D · 2514

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.yandayuanzhao.com>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62117788
出版部 62754962

电子邮箱: law@pup.pku.edu.cn

印刷者: 三河市欣欣印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

650 毫米 × 980 毫米 16 开本 14 印张 196 千字

2010 年 1 月第 1 版 2010 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 29.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010 - 62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

序言一

从各国经验来看，一国的经济发展离不开资本市场的配合。资本市场的稳定与发展，为经济发展提供了强大的源泉与动力。经济的蓬勃发展，也支持了资本市场的稳定与繁荣。过去 30 年中，资本市场为我国的经济建设发挥了积极的促进作用。大量的国有企业通过境内、外资本市场获得资本，不断发展壮大，成长为具有国际竞争力的跨国公司。越来越多的民营企业通过在资本市场发行证券而获得发展所需的资金。一些外商投资企业也开始借助资本市场得以更快发展。资本市场为国有、民营以及外资等不同类型的经济力量提供了充足的发展动力。借助资本市场，这些经济力量在我国未来的发展中将继续发挥作用，进一步推动我国经济建设的可持续发展。

境外间接上市作为一种独特的融资模式，在 20 世纪八九十年代，为我国国有企业通过境外资本市场筹集资金起到了重要作用。90 年代以后，这一融资模式又逐渐成为国内民营企业，尤其是高科技、增长型民营企业境外融资的主要途径之一。通过这种融资方式，既大量地引进了境外资本，又为国内企业提供了充足的资金支持，也充分利用了境外资本市场的桥梁作用。因此，这一融资模式对于我国的经济的发展具有非常重要的历史意义与社会价值。

法律制度往往可以对市场行为产生巨大影响，甚至是决定性的影响。境内企业境外间接上市在国内已成为一种重要的跨境融资方式。但是，对这种复杂多变的融资方式，国内尚缺乏以法律视角进行的深入系统的研究，一些非常重要的制度性问题亟须作出可靠的理论与回答。对这些问题的研究，已经成为当前国际经济法、国际金融法研究的理论前沿。

伏军博士的这本专著，在很大程度上填补了这一领域国内理论研究的空白。专著结合境外间接上市的大量真实案例，对比分析我

国与美国、英国、德国、新加坡、维尔京群岛、开曼群岛等国家、地区的公司与证券法律制度，并从境外间接上市各个环节分析国内现行制度的影响与问题，对国内监管制度提出了富有创见性的评价，所提出的境外间接上市未来发展趋势与相关政策建议，对于融资企业、中介机构及监管部门均具有较高的参考价值，因此，我愿意向大家推荐这本专著，并希望伏军博士今后能为我们贡献更多有价值的研究成果。

沈四宝

2009年9月于北京

序言二

我是在2000年认识伏军博士的。当时，他在北京大学法学院读法律硕士，作毕业论文时他请我做指导教师。那时他还在从事律师工作，但毕业论文却完成得很出色，显示出他对法学研究浓厚的学术兴趣与良好的学术素养。

2001年，他放弃了收入丰厚的律师工作，回到北京大学继续读国际金融法的法学博士，依然选择我做导师。能被学生们选中做导师，也是做老师的荣幸。

在博士期间，他大量涉猎了银行、证券、保险等领域的学术前沿问题，还参与了世界银行与中国经贸委联合课题、上海证券交易所联合研究计划课题、农业银行金融法制培训等多项重要的研究项目。

博士毕业后，基于对学术的浓厚兴趣与爱好，他选择了大学教师为职业，和我一样，在大学教书了。在过去的五年里，他通过努力和勤奋，取得了很多学术成果。发表了多篇学术文章，还独立承担了多项国家级、省部级研究课题。他的努力得到了学界的好评。他的博士论文也在北京大学出版社出版，并获北京市第九届哲学社会科学优秀成果二等奖。

这本书是伏军博士新近完成的一项研究成果，也是他负责完成的教育部课题的研究成果之一。在这本书中，他系统地研究了我国境外间接上市这一新型融资方式的基本制度与核心问题，对国家监管政策的变迁作了细致的梳理，尤其是，他能将这一具体融资方式置于国家经济增长模式调整、国内流动性过剩的宏观大背景下加以审视，从而提出了个人独到的见解与判断。本书的研究视角、观点与结论对于丰富我国资本市场法律制度研究、提高人们对境外间接上市融资模式的认识和促进境外间接上市监管制度的完善，均具

有较高的启发性与理论价值。伏军博士将这本书稿发给我并邀我作序，我欣然同意。

作为大学老师的伏军，一边教书，一边做科研，还要指导学生，能在百忙之中写书，真是很不容易。教师这个职业对于教师本人来说，就是要燃烧自己，尽全力帮助学生。作为老师的伏军，他正在这样做着。

是为序。

吴志攀 谨识

2009年10月于北京

前 言

本书是教育部人文社会科学研究基金项目“我国境内企业境外间接上市法律问题研究”课题的成果之一，也是对外经济贸易大学“211工程”三期重点学科建设项目研究成果之一。

作为20世纪90年代后国内企业，尤其是国内民营企业、科技增长型企业的一种重要融资方式，境外间接上市为我国境内企业的发展、壮大发挥了重要的促进作用。但是，对于这种市场自发而生的新型融资方式，我们对它的认识以及采取的监管态度却始终不够完整、清晰和坚定，在很大程度上影响了这种融资方式对我国经济发展发挥积极的作用。

本书以这一新型融资方式为研究对象，结合大量境外间接上市的真实案例，实证分析了我国与美国、英国、德国、新加坡、维尔京群岛、开曼群岛等国家、地区在公司、证券法律制度方面的主要差异，从境外间接上市SPV设立、换股并购、返程投资等核心环节阐述了国内法律制度对市场实践的影响与存在的问题。同时，以历史的视角对我国在这一领域的监管取向与立场变迁作出梳理，并在当前我国经济增长模式作出根本调整、国内流动性严重过剩的宏观背景下，对我国境外间接上市监管制度的发展与完善提出了自己的见解。书中特别对境外间接上市中涉及的财富外流问题、合同安排对强制法的规避、国有企业与民营企业的差别监管等问题做了专门讨论。

为了避免闭门造车，本书在写作过程中，作者与许多法律、财务等实务界的专家进行多次交流，向他们虚心求教。同时收集了境外主要上市目的地国家与地区的相关法律，整理分析了30多家内地企业境外间接上市的案例资料。尽管如此，书中仍难免出现错误与疏漏之处，恳请读者不吝指正。

伏军

2009年10月

第一章 境外间接上市基础	001
一、境外间接上市的概念	001
(一)境外上市定义	001
(二)境外间接上市定义	002
二、境外间接上市的特征	002
(一)境外公司为发行上市主体	002
(二)境外公司控制境内权益	002
三、境外间接上市的分类	003
(一)买壳上市	003
(二)造壳上市	003
四、我国企业境外间接上市动因	004
(一)更便利的融资渠道	004
(二)风险投资公司推动	006
(三)提高公司管理水平与商业形象	007
五、我国企业境外间接上市的实践与发展	007
(一)萌芽期:20 世纪 80 年代中期至 80 年代末期	008
(二)形成期:20 世纪 90 年代初至 90 年代中期	008
(三)发展期:20 世纪 90 年代中期至 90 年代末	010
(四)成熟期:1999 年至 2005 年	012
(五)衰退期:2005 年以后	013
 第二章 世界主要证券市场	 017
一、世界证券市场概述	017

(一)世界十大证券市场	017
(二)境外上市地点选择	018
二、世界主要证券市场的上市条件	020
(一)美国纽约股票交易所	020
(二)东京证券交易所	022
(三)美国纳斯达克证券交易所	025
(四)伦敦证券交易所	029
(五)香港交易所	031
(六)德意志交易所	032
(七)加拿大多伦多证券交易所	035
(八)韩国交易所	038
(九)新加坡证券交易所	041
第三章 境外间接上市的架构与基本模式	045
一、境外间接上市架构	045
(一)基本架构	045
(二)境外间接上市架构的设计原则	047
二、基本模式一：境外买壳上市	049
(一)境外买壳上市操作	050
(二)境外买壳上市的优势与不足	051
(三)案例：国美电器香港买壳上市	052
三、基本模式二：境外造壳上市	055
(一)境外造壳上市操作	055
(二)境外造壳上市的优缺点	057
(三)案例：永通特钢在香港上市	058

四、上市准备的几个问题	062
(一) 工作团队	062
(二) 上市辅导机构选择	063
(三) 壳公司注册地、上市地及上市板块选择	063
(四) 财务评估和法律评估	063
(五) 尽职调查	064
(六) 改制和重组	065
(七) 国内审批	066
 第四章 特殊目的公司 (SPV) 的设立	069
一、特殊目的公司界定	069
(一) 概念与特征	069
(二) 壳公司、离岸公司与特殊目的公司	070
二、特殊目的公司设立目的	072
(一) 境外上市载体	072
(二) 保密信息	072
(三) 便利风险投资退出	073
(四) 避税及其他	073
三、特殊目的公司的设立程序	074
(一) 设立程序	074
(二) 注册地选择问题	075
四、特殊目的公司主要注册地与法律	077
(一) 主要注册地	077
(二) 主要注册地法律特色	079
(三) 百慕大、开曼群岛、维尔京群岛公司法比较	081

五、我国对特殊目的公司境外设立的监管	086
(一)75 号文以及 106 号文对特殊目的公司的规制	087
(二)10 号文对特殊目的公司的规制	089
第五章 对境内权益的控制	093
一、控制的原因和方式	094
(一)控制的原因	094
(二)控制的方式	095
二、股权控制模式	096
(一)股权控制模式概述	096
(二)案例:无锡尚德纽约交易所间接上市	097
三、合同控制模式	106
(一)合同控制模式概述	106
(二)案例 1. 新东方纽约股票交易所间接上市	107
(三)案例 2. 百度纳斯达克市场间接上市	111
(四)合同控制模式的风险	114
(五)规避的法律效果	115
第六章 换股并购	119
一、概念与规范	119
(一)换股的概念	119
(二)国内主要调整规范	121
二、特殊目的公司换股并购	123
(一)前置程序	124
(二)换股审批及登记	125

(三) 融资汇回	132
三、一般境外公司换股并购	133
(一) 换股并购的条件	133
(二) 并购顾问	134
(三) 并购审批与登记	134
(四) 境外投资核准与登记	136
第七章 战略投资者	137
一、战略投资者的引入	137
(一) 战略投资者的作用	137
(二) 引入战略投资者的方式	140
(三) 案例：“蒙牛”上市中的战略投资者	145
二、战略投资者的退出机制	151
(一) 退出机制的含义	151
(二) 战略投资者退出机制的种类	151
三、我国法律对战略投资的制约因素	153
(一) 股权类型单一	153
(二) 股权回购限制	155
(三) 上市条件过高	157
(四) 其他制约因素	159
第八章 返程投资与监管	161
一、两种类型的返程投资	161
二、返程投资的主要渠道	164
(一) 增资扩股	164

(二)商业贷款	165
(三)新设企业	166
三、现行法律法规对返程投资的监管	167
(一)前期返程投资监管	168
(二)后期返程投资监管	171
四、争议问题	172
第九章 境外间接上市与财富外流	177
一、财富外流的方式	177
二、财富外流的影响	180
三、财富外流的应对	182
(一)国有企业	182
(二)民营企业	183
第十章 境外间接上市的未来	187
附件1:境外间接上市国内法律规范一览表	195
附件2:《2004年英属维尔京群岛商事公司法》(选译)	201
致谢	207

第一章 境外间接上市基础

一、境外间接上市的概念

（一）境外上市定义

境外上市指一国境内企业向外国证券市场主管机构和证券交易所申请在该国境内发行证券并在该国证券交易所挂牌交易的行为。对于我国而言，境外间接上市指我国境内设立企业向境外（含我国香港、台湾和澳门地区）证券主管机构与证券交易所申请发行证券及上市交易的行为。需要强调的是，实践中，境外上市操作通常包括证券发行与证券上市两方面，因此，境外上市申请人必须得到证券发行与证券上市两种不同的批准、注册或许可。在绝大多数国家和地区，证券发行由政府主管部门负责注册或许可，如美国证券交易委员会（SEC）、德国联邦金融监督管理局（BaFin）、英国金融服务监管局（FSA）、我国香港证券和期货监察委员会（SFC）；证券上市交易则由各交易所负责审核与许可。

境外上市是与境内上市相对应的运作，最大的不同在于公司股票挂牌交易的地点不同。由此也使得境外上市显得更为“特别”：境外上市的企业股票通常以上市地所在国货币计价与交易，上市企业须符合上市地证券交易所设立的上市条件，上市企业受到双重监管（既要接受本国证券监管机构的监管，同时还受到上市所在地证券监管机构与交易所监管），上市企业必须遵守上市地法律与上市规则等。

（二）境外间接上市定义

根据境外上市主体的不同，境外上市可分为境外直接上市和境外间接上市两种模式。

境外直接上市是指一国境内企业直接向境外证券主管部门提出登记注册、发行股票的申请，并向当地证券交易所申请股票上市交易。比如，我们通常说的 H 股、N 股和 S 股就是我国境内企业分别到我国香港（Hong Kong）、美国纽约（New York）和新加坡（Singapore）发行并上市交易的股票。

境外间接上市又称境外买壳上市或境外造壳上市，是指境内股东（包括企业和自然人）以其境内拥有或控制的权益为基础，在境外设立或者控制一家壳公司，以该壳公司名义在境外发行股票并在境外证券交易所上市交易的行为。境外间接上市的关键有两个：一是将境内企业的原有资产、权益注入境外壳公司或者以其他形式使该壳公司控制境内资产、权益；二是境外壳公司在境外发行股票并在境外证券交易所上市交易。

二、境外间接上市的特征

从概念中不难看出，境外间接上市有两个关键特征：

（一）境外公司为发行上市主体

在境外间接上市运作中，相对于境内上市而言，无论重组与资本运作过程多么复杂，最终发行股票并申请挂牌交易的主体必须是一家境外公司，它可以是境内企业或自然人在境外设立的公司，也可以是境内企业或自然人在境外收购的已存在的公司。前者称为造壳上市，后者则称为买壳上市。

（二）境外公司控制境内权益

股票发行成功与否，在于是否可以吸引投资人进行投资。从根本上讲，这种吸引力的产生，应当也必须建立在发行主体所拥有的

优质资产、权益上，这些优质资产、权益是投资者获得未来收益的根本保障。在境外间接上市运作模式下，境外公司在境外发行证券必须以境内资产、权益为基础。发行地点在境外，发行上市主体也在境外，资产却只能在境内。境外间接上市之所以被称为“间接”，正是因为这种资产与发行主体、发行上市行为在地域上的分离。因此，如何让设立的境外公司拥有或控制境内资产、权益，成为境外间接上市的基础与关键。

三、境外间接上市的分类

根据上市主体的来源，境外间接上市可以分为买壳上市和造壳上市两种类型。

（一）买壳上市

买壳上市是指境内企业并购已在境外上市的一家上市公司，将其本国境内资产、权益注入该公司，从而达到以境内优质资产实现境外融资的目的。这种并购的对象一般是境外已上市交易、出现经营问题或者财务危机、股价相对较低的公司。一般的并购手段是购买该上市公司的股票以取得对该公司的控制权。与后一种模式造壳上市相比，买壳上市具有时间短、程序简捷、风险小的优点。但这种方式对壳公司需要考虑的因素较多，实践中要寻找到合适的壳资源，具有一定的偶然性与不确定性。

（二）造壳上市

造壳上市是指一国境内企业或自然人在境外设立一家公司（这种公司仅为上市目的或者企业境外资产重组设立，并不实质经营业务），将境内企业资产、业务或权益注入境外公司，或者通过各种方式使境外公司实际控制境内资产、业务或权益，再以境外公司名义在境外发行股票并申请上市交易。相对买壳上市而言，造壳上市更易把握，因而在实践中也成为最为常见的境外间接上市形式。

造壳上市的优势主要体现在：可以得到一个非常干净的壳资源，