

总编 桂敏杰  
主编 黄红元 徐 明

*Zheng Quan Fa Yuan*

# 证券法苑

第九卷  
(2013年1月版)  
下

法律出版社  
LAW PRESS · CHINA



上海证券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

总编 桂敏杰  
主编 黄红元 徐 明



*van Ja Yuan*

# 证券法苑

第九卷  
(2013年11月)



  
法律出版社  
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法苑. 第9卷 / 黄红元, 徐明主编. —北京:

法律出版社, 2013. 11

ISBN 978 - 7 - 5118 - 5642 - 5

I. ①证… II. ①黄…②徐… III. ①证券法—中国

一文集 IV. ①D922. 287. 4 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 270125 号



徐明 主编

责任编辑 王旭坤

装帧设计 乔智炜 贾丹丹

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16

版本 2013 年 11 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 世纪千禧印刷(北京)有限公司

印张 69.75 字数 1110 千

印次 2013 年 11 月第 1 次印刷

编辑统筹 法律教育出版分社

经销 新华书店

责任印制 沙磊

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号: ISBN 978 - 7 - 5118 - 5642 - 5

定价(上、下卷): 119.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

主办单位：上海证券交易所

总 编

桂敏杰

学术指导委员会

(按姓氏笔画排列)

王利明 王保树 吴志攀 郭 锋 顾功耘 黄 炜

编辑委员会

主 任：黄红元

副 主 任：徐 明

委 员：(按姓氏笔画排列)

|     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|
| 叶 林 | 甘培忠 | 刘俊海 | 吕红兵 | 朱慈蕴 |
| 吴 弘 | 周仲飞 | 罗培新 | 范永进 | 胡宝海 |
| 赵旭东 | 傅鼎生 | 彭 冰 | 董安生 | 韩 康 |

主 编：黄红元 徐 明

执行编辑：卢文道 王升义

编 辑：武俊桥 杨 懿 陈亦聪 谭 婧 王文心

徐 俊 梁 胜

### 卷首语 / 1

#### [理论前沿]

在“默认合法”中爆发的法律风险

——协议控制 - VIE 模式下风险事件及案例述评 / 刘 燕 / 1

市场治理模式与中国证券律师

——基于 1148 家 IPO 案例的实证报告 / 程金华 / 40

行政处罚证明标准研究 / 欧阳振远 / 94

买卖法视野下的金融衍生工具 / 颜 廷 / 113

#### [热点追踪]

新《基金法》关于基金组织形式规定的评析 / 何艳春 / 133

双层股权结构及其对一股一权规则的背离

——阿里上市方案中“合伙人制度”引起的思考 / 卢文道

王文心 / 179

证券网络讨论区当事人法律责任的界定 / 赵金龙 崔 丽 / 205

高频交易及其监管政策探析 / 吴伟央 / 226

优先股法律制度的合理性基础和构建思路 / 龚 博 / 249

## [ 修法专论 ]

### (一) 基础性制度

论我国《证券法》修改的证券范围扩张:投资合同的引入

／李有星 金幼芳 / 268

多层次证券市场体系的完善及《证券法》修改建议

／缪因知 / 285

《证券法》修改背景下我国投资者保护制度的立法模式选择

／袁 康 / 300

### (二) 证券发行制度

高效、透明、友好的发行审核制度

——《证券法》修改涉及的发行审核注册制问题 / 唐应茂 / 317

论场外交易市场(拟)挂牌公司的公开发行

——兼论公开发行与上市制度的分离 / 邢会强 / 333

论发行审核制度与保荐制度的同步重构

——以注册制改革为背景展开 / 陈思远 / 352

《证券法》承销保荐民事法律责任制度的完善 / 段 涛 / 382

### (三) 内幕交易与短线交易制度

证监会内幕交易处罚案例研究

——以 59 个内幕交易处罚为例 / 廖瞰曦 陈秧秧 / 401

论内幕信息的认定 / 肖宪洪 / 428

探索证券内幕交易投资者损害救济的新路径 / 窦鹏娟 / 446

《证券法》第四十七条存在问题与完善对策研究

——以境外市场规制证券短线交易法律制度为借鉴

／邱永红 / 464

## [ 市场观察 ]

红筹架构企业回归 A 股首发上市实践与监管研究

／郭 雳 陈俐利 / 545

言论自由与证券市场秩序的协调

——评证监会规制社交媒体 / 周韶龙 / 582

祛魅与重构:金融创新的法律困局及其突围

——以资本市场为中心的观察 / 李安安 / 603

### [ 制度评析 ]

论公司分立行为的界定 / 彭 冰 / 621

我国上市公司累积投票权实施效果的实证研究

——基于深市上市公司 2012 年年报数据的分析 / 蒋学跃 / 641

债券市场发展的若干重大问题与对策研究

——以交易效率与结算风险控制为视角 / 习晓兰 / 656

我国证券从业人员买卖股票制度及其完善 / 李响玲 / 673

证券法中“封存”措施的理解与适用 / 翁凯一 樊增东 / 691

新《基金法》关于法律调整范围规定的评析 / 郝 金 / 702

期货市场操纵行为的类型及认定标准研究 / 杜惟毅

张永开 / 736

个股期权强行平仓实施方式及其法律后果探讨 / 谭 婧 / 753

### [ 市场监管 ]

上市公司分类监管研究 / 黄立新 陈 论 陈刚泰 王 靓

沈龙强 李金艳 / 764

上市公司收购法律制度研究:历史、现状、问题及变革

/ 郑 彧 / 780

从“重大违法行为”条款浅思退市制度顶层设计 / 邓子欣 / 819

我国引入证券执法和解制度的法律争点与解决途径 / 丁 丁

侯风坤 / 832

契约理论下证券和解制度的正当性分析

——以万福生科案中对投资者权益的保护为视角 / 李 润 / 853

国际金融危机后的监管执法反思与借鉴 / 蔡 奕 陈 彬

彭兴庭 / 865

### [ 证券司法 ]

雇员证券违法引致的证券机构行政法律责任 / 张子学 / 910

中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议

/ 黄 辉 / 967

“存款”还是“证券”?

——刑事司法实践的金融法制难题 / 黄 韬 / 996

欺诈发行股票罪未遂问题探析 / 李国兴 / 1018

### [ 域外法制 ]

内幕信息传递和交易推荐的构成要件及违法所得计算的重构

——2013 年日本《金融商品交易法》修改及对中国法的借鉴

意义 / 段 磊 / 1039

注册制背景下的保荐人制度改革:香港对大陆的启示

/ 苏 盼 / 1062

## Foreword / 1

### [ Academic Frontiers ]

An Outbreak of Legal Risks Following “Tacit Acquiescence”—A Case Study of Risk Events Involving the Control – by – Agreement – VIE Model / *LIU Yan* / 1

Market Governance and Securities Lawyers in China—Report of an Empirical Study on 1148 IPO cases/ *CHENG Jinhua* / 40

On Standards of Proof in Administrative Penalty  
/ *OUYANG Zhenyuan* / 94

Financial Derivative Instruments from the Perspective of the Law on Sales / *YAN Yan* / 113

### [ Issues in Focus ]

An Analysis on the Revised *Securities Investment Fund Act*’s Provisions on Organizational Forms of Funds / *HE Yanchun* / 133

Dual – class Shares and the Deviation from One – share One – vote Rule/*LU Wendao and WANG Wenxin* / 179

- Definition of the Legal Liabilities of Various Parties to  
Internet Discussion Boards Dedicated to Securities –  
Related Topics / *ZHAO Jinlong and CUI Li* / 205
- On High – Frequency Trading and Related  
Regulatory Policy / *WU Weiyang* / 226
- Validity and Construction of the Legal Theory on  
Preferred Shares / *GONG Bo* / 249

## [ **Securities Act Amendment** ]

### **I. Institutional Cornerstone**

- On Expanding the Securities Definition through Amend-  
ment of the *Securities Act*: Addition of Investment Con-  
tracts as Securities / *LI Youxing and JIN Youfang* / 268
- On Improving the Multi – Layer Structure of the Se-  
curities Market and Related Proposals for the *Se-  
curities Act* Amendment / *MIU Yinzhi* / 285
- Choice of Legislative Approach to Investor Protec-  
tion in the *Securities Act* Amendment / *YUAN  
Kang* / 300

### **II. Securities Offering**

- Efficiency, Transparency and Friendliness in Securities  
Offering Applications Examination—Adopting the Reg-  
istration Model through Amendment of the *Securities  
Act* / *TANG Yingmao* / 317
- Securities Public Offerings by OTC – quoted Com-  
panies—on Separation of Functions of Public of-  
fering and Listing Applications Examination  
/ *XING Huiqiang* / 333
- On Reconstruction of the Securities Offering Appli-  
cation Examination and Securities Sponsorship—  
From the Perspective of the Registration Model  
/ *CHEN Siyuan* / 352

On Improving the *Securities Act*'s Construction of  
Civil Liabilities in Securities Underwriting and  
Sponsorship / *DUAN Tao* / 382

### III. Insider Trading and Short – Swing Transactions

A Case Study on Administrative Penalty for Insider  
Trading / *LIAO Kanxi and CHEN Yangyang* / 401

On Finding of Insider Information/ *XIAO  
Xianhong* / 428

New Approaches to Investor Remedies for Insider  
Trading / *DOU Pengjuan* / 446

Issues with Article Forty – Seven of the *Securities  
Act* and A Revision Proposal—Drawing Ideas  
from Securities Law Stipulations on Short –  
Swing Transactions in Other Markets / *QIU  
Yonghong* / 464

### [ Market Observation ]

Secondary Listing via A – share IPOs by Red – Chip  
Enterprises and Related Regulatory Issues / *GUO  
Li and CHEN Lili* / 545

Balancing Freedom of Speech and Orderliness of the  
Securities Market—On CSRC Regulation of So-  
cial Media / *ZHOU Shaolong* / 582

Disenchantment and Reconstruction: The Legal Di-  
lemma for Financial Innovation and A Way out  
/ *LI Anan* / 603

### [ Institutional Research ]

On Definition of Corporate Division / *PENG  
Bing* / 621

An Empirical Study of the Implementation Results

of Accumulated Voting in Listed Companies

/ *JIANG Xueyao* / 641

Several Key Issues Involved with the Bond Market  
and Suggested Resolutions—With a View to Pro-  
mote Efficiency in Trading and Risk Control in  
Settlement / *XI Xiaolan* / 656

Improving Regulation on Stock Trading by Securi-  
ties Industry Employees / *LI Xiangling* / 673

On What Constitutes “Preservation and Perpetua-  
tion” for the Purpose of the *Securities Act* /  
*WENG Kaiyi and FAN Zengdong* / 691

An Analysis of the Revised *Securities Investment  
Fund Act*’s Provisions on Its Scope of Applica-  
tion / *HAO Jin* / 702

On Classification of Manipulative Behaviors In the  
Futures Market and Standards of Proof  
/ *DU Weiyi and ZHANG Yongkai* / 736

A Discussion on the Implementation and Legal Con-  
sequences of Compulsory Closing of Stock Op-  
tions/ *TAN Jing* / 753

#### [ **Market Regulation** ]

A Classified Approach to Listed Companies Regulation  
/ *HUANG Lixin, CHEN Lun, CHEN Gangtai,*  
*WANG Liang, SHEN Longqiang and LI Jinyan* / 764

On Laws and Stipulations on Acquisition of Listed  
Companies: Past, Present, Issues and Evolution  
/ *ZHENG Yu* / 780

On Design of the Delisting Rules from the Angle of  
Appropriateness of the Major – Violation – of –  
Law Clause / *DENG Zixin* / 819

Disagreements on Introducing Administrative Settlement in Securities Laws Enforcement and Proposed Resolutions / *DING Ding and HOU Fengkun* / 832

The Contract Theory's Justification of Administrative Settlement in Securities Laws Enforcement—Protecting Investors through Settlement in the Wanfu Biotech Securities Fraud / *LI Run* / 853

A Reflection on Regulatory Enforcement Following the Recent Global Financial Crisis/ *CAI Yi, CHEN Bin and PENG Xingting* / 865

### [ **Securities Justice** ]

Administrative Liabilities of A Securities Business Operator as a Result of Violation of Securities Laws by its Employees / *ZHANG Zixue* / 910

Civil Compensation for Securities Misrepresentation: An Empirical Analysis and Policy Proposal / *HUANG Hui* / 967

“Deposits” or “Securities”—A Difficult Issue Involving Financial Laws in Criminal Justice / *HUANG Tao* / 996

On An Unaccomplished Offense of Fraudulent Securities Offering / *LI Guoxing* / 1018

### [ **Overseas Legislation** ]

To Redefine the Constructive Components of Insider Information Transmission and Trading Recommendation as Well as the Method for Calculating Gains from a Violation—Implications of the 2013 Amendment of the Japanese *Financial Instrument*

|                                                                                                                                                                                          |             |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| <i>and Exchange Act for China / DUAN Lei /</i>                                                                                                                                           | <i>1039</i> |
| Securities Sponsorship Reform in a Market Where<br>Registration Suffices Securities Offering: What<br>the Mainland of China Can Learn from the Hong<br>Kong Experience / <i>SU Pan /</i> | <i>1062</i> |

## 红筹架构企业回归 A 股首发 上市实践与监管研究\*

郭 雳\*\* 陈俐利\*\*\* ◆

**摘要:**红筹架构企业回归 A 股是全球证券市场和监管竞争的体现。该现象与红筹股回归、红筹股私有化回归既有联系又存在重要区别,同时其本身依据股权、资产或协议控制型等不同架构也呈现出各自特点。证监会在审核中确立了清理境外壳公司、控制权回境与实质拆除红筹架构、信息披露与合规性要求等重点及例外处理,近 20 项实例在类红筹、返程投资、对赌协议、协议控制、外汇登记和税收优惠补缴等问题上丰富着中国证券法律。其所折射出的更是企业需求、市场实践与制度供给之间的精彩互动。

**关键词:**红筹架构 境外上市 A 股发行 返程投资 协议控制 对赌协议

资本的世界正变得越来越平。企业选择发行上市地,往往基于对审批便捷度、上市门槛、股东退

---

\* 国家社科基金项目(11CFX038)。

\*\* 北京大学法学院教授。

\*\*\* 申银万国证券股份有限公司。

出及后续融资便利、估值及信誉附加等诸多方面的权衡。20 多年前, 中国公司开启了境外上市的旅程, 而红筹架构逐渐成为常见甚至是主流的模式, 其中又可细分出股权控制型、资产控制型以及协议控制型等不同红筹架构, 演绎了无数精彩故事。近年来, 随着市场和政策环境的变化, 又出现了红筹架构企业回归的现象, 即已搭建了红筹架构但未境外上市的企业, 通过拆除红筹架构的方式转回境内资本市场进行 A 股首发上市(IPO)。除了资金方面的供求, 其所反映的还有制度的供需。规则接受者不断调整和塑造自身的偏好, 努力将这些信号传递给规则提供者, 而后者同样要在全球竞争的环境下给予回应。整个过程都会对既有监管思路和架构提出挑战, 规则重塑籍此推进。

本文关注和检讨这一有趣实践。第一部分以历史演进为脉络, 交代从红筹海外上市到红筹回归的背景。第二部分集中开展概念辨析, 厘清了红筹架构企业回归与红筹股回归、红筹股私有化回归等近似活动的关系。第三部分简要总结了证监会对于这类实践的基本立场和审核重点。第四部分通过细致梳理、比较已有的近 20 宗成功实例及国内外有关司法案例, 对相关操作和监管的逻辑、效果、合法性和自洽性进行了评价, 特别是就相关的类红筹、返程投资、对赌协议、协议控制、外汇登记和税收优惠补缴等问题做了讨论, 阐述了自己的认识。第五部分总结全文及作者观点, 并提出对未来发展的看法。

## 一、背景: 从红筹上市到红筹回归

改革开放以来, 境内企业到境外首发上市可以采用境外直接首发上市和境外间接首发上市两种方式。境外直接首发上市, 又称“境外直接上市”, 是指在中国境内注册的股份有限公司直接到境外首发上市, 所发行的股票属于境外上市外资股。在香港(Hong Kong)、纽约(New York)、新加坡(Singapore)和伦敦(London)上市的境外上市外资股, 分别依其所在地英文首字母被称为“H 股”、“N 股”、“S 股”和“L 股”。境内企业境外直接首发上市需要经中国证券监督管理委员会(“证监会”)审批, 所筹资金可以在监管部门批准后以证券投资方式调回境内使用。

境外间接首发上市,是指控制境内企业权益的境外注册公司在境外首发上市,所筹资金主要通过外商直接投资的方式调回境内。它属于造壳上市的一种,20世纪90年代初缘起于美国证券市场<sup>[1]</sup>,后在香港证券市场被广泛采用,是形成“红筹股(Red Chip)”的主流方式<sup>[2]</sup>。因此,境外间接首发上市又被称为“红筹上市”。所谓红筹股,<sup>[3]</sup>是指在境外注册、在境外上市,但由境内股东实际控制,且主要业务和净利润来自境内的股票。红筹股的概念诞生于20世纪90年代初期的香港证券市场,用以表明股票具有境内背景(因为当时境外媒体常将中国内地称为“红色中国”),并就其规模和实力等方面与通常所说的蓝筹股加以区别(源于赌场上不同筹码使用的颜色)。<sup>[4]</sup>随着在美国、新加坡等地采用境外间接上市的企业越来越多,红筹股的概念和范围亦得以延伸。与此相关的还有所谓“中国概念股”(“中概股”),即当时国外因看好中国经济成长而对所有在境外上市的涉及中国股票的一种称呼<sup>[5]</sup>。

实践中,红筹上市因具有门槛低、规避境内审批、可流通股范围广、私募融资便利、股权运作灵活、突破外资行业准入限制、税务豁免等优势,<sup>[6]</sup>受到境内企业(尤其是民营企业)的热捧。据不完全统计,1993

[1] 1992年10月9日,华晨中国汽车控股有限公司(NYSE:CBA)采用红筹上市的方式在美国纽约证券交易所上市,成为第一家在美国上市的企业。参见李寿双、苏龙飞、朱锐:《红筹博弈——十号文时代的民企境外上市》(修订版),中国政法大学出版社2012年版,第36~38页。

[2] 另一种方式是买壳上市,即通过购买现成的已在境外上市的境外注册公司作为外壳,取得上市地位,然后注入境内企业的资产,间接实现境内企业在境外上市。如早期的红筹股,就是一些驻港中资公司在收购香港的中小型上市公司后重组而形成的,典型的例子有康力投资、中信泰富、首长国际等。参见邱永红:“我国企业境外借壳上市的实证分析与法律规范”,载《学术交流》1999年第3期。

[3] 中国证券业协会:《证券市场基础知识》,中国财政经济出版社2011年版,第73页,以及叶军、鲍治:《外资并购境内企业的法律分析》,法律出版社2008年版,第366页。

[4] 蓝筹股指经营业绩良好,具有稳定且较高的现金股利支付的公司股票。参见前注《证券市场基础知识》,第52页。

[5] 王跃龙、唐豪臻、陶紫薇:“中国概念股‘去红筹架构’相关法律问题研究”,载《长江论坛》2012年第4期。

[6] 武丽红:“红筹上市法律监管制度探悉”,中国政法大学2010年硕士学位论文;甄路:“中国民营企业海外红筹上市研究”,对外经济贸易大学2006年硕士学位论文。