

国企赴美发行上市 (ADR)的法律问题

□ 厦门大学法律系 邱永红

ADR (American Depositary Receipt) 即美国存托凭证, 通常又称美国受托凭证或美国存股单。它是指发行者将其在本国发行的股票交由本国银行或美国银行在本国的分支机构保管 (保管银行), 然后以这些股票作为担保, 委托美国的银行 (存托银行) 再发行与这些股票相应的存托凭证, 由美国投资者购买和持有, 存托银行负责将股息兑换成美元交给美国投资者。ADR 是一种可转让的契约性票据, 它代表对非美国公司或政府、或美国公司在外国子公司股票的所有权。ADR 自 1927 年由美国 J·P 摩根集团首创以来, 因为其通过减少或消除交易拖延、高额交易成本以及跨国交易不便, 来方便美国投资者购买非美国证券, 并使非美国公司的股票可在美国交易, 而成为各国企业赴美上市的重要形式。1993 年 8 月我国上海石油化工股份有限公司的 ADR 在纽约证交所挂牌上市, 开创了我国国企通过美国证券市场筹资的新纪元。到目前为止, 已有上海石化、上海二纺机、上海轮胎橡胶、深房集团、马鞍山钢铁、华能

国际、山东华能、赣江铃、仪征化纤、上海氯碱、华能发电、东方航空、南方航空、天津钢管等 10 多家国内上市公司以 ADR 的形式在美国上市交易。因此, 了解在美国发行上市 ADR 的法律问题, 对于国内众多的上市公司走向国际证券市场, 在美国筹资融资, 具有重要的意义。

一、国企赴美发行上市 ADR 的模式选择问题

ADR 根据发售方式的不同, 可以分为有保荐的 ADR 和无保荐的 ADR, 无保荐的 ADR 是由一家或多家的存股银行适应市场的需要而发行, 它们与发行公司并无协议。现在, 无保荐的 ADR 由于无法控制计划之执行过程及难以核算隐匿成本而逐渐被淘汰。有保荐的 ADR 由一家存股银行发行, 该银行由发行公司通过一份存券协议或服务合同来指定, 有保荐的 ADR 可以有效控制, 它提供了在美国全国性交易所上市的灵活性和筹措资本的可能性。有保荐的 ADR 又可分为第一级 ADR、第二级 ADR、第三级 ADR、144A 规则

下私募的 RADR、GDR 五种。目前我国企业选择 ADR 进入美国证券市场的模式主要有前面 4 种,即第一、二、三级 ADR 和 RADR。

(一)发行第一级 ADR

第一级 ADR 是一家公司进入美国或美国资本市场的最简单的方法之一。由于第一级 ADR 是以发行公司现有的股票为基础,不发行新股,并在美国柜台市场(OTC)和美国之外的一些国家的交易所中交易的,所以这些公司不必遵循美国公认会计准则(GAAP)和完全符合美国证券交易委员会(SEC)的公开性要求。第一级 ADR 根据美国《1933 年证券法》要求用 F-6 表格进行注册,不用对 ADR 所依据的被存托的证券进行注册,另外,它还可根据 1293-2(b)豁免规则豁免于《1934 年证券交易法》的注册。第一级 ADR 是 ADR 业务中发展最快的部分,在目前市场交易中 20900 种 ADR 计划中,绝大多数是以一级 ADR 安排的。世界上很多著名的跨国公司都建立了一级 ADR 计划,如 ANI、TNT 等均选择一级 ADK 在美上市,以此作为进军美国资本市场的“歇脚石”。

就我国而言,对于国际知名度较低、对国际资本市场筹资缺乏经验,但业绩优良的国内企业,可选择第一级 ADR 的形式进入美国市场。1993 年底到 1994 年 5 月,上海二纺机、上海轮胎橡胶和上海氯碱化工先后建立了一级参与型 ADR 计划,3 家公司均以不超过各自 B 股总量的 50% 作为上限来建立一级 ADR,每一 ADR 等于 10 股 B 股,发行获得巨大成功。

(二)发行上市第二级 ADR

第二级 ADR 是挂牌上市的 ADR,这种 ADR 也是以发行公司现有的股票为基础,不发行新股,但可在美国全国性证券交易所(NYSE、NASDAQ、AMEX)注册登记并挂牌交易。与第一级 ADR 相比,美国证券法对其要求更为严格。它必须符合 SEC 注册和编制申报会计报表的方法,符合美国公认会计准则的要求,还要符合全国性股

票交易所的上市条件。第二级 ADR 根据《1933 年证券法》要求用 F-6 表格进行注册,其依据的被存托的证券享受注册豁免,但外国发行人必须根据《1934 年证券交易法》要求对其证券进行注册。外国私人发行商可根据《1934 年证券交易法》采取 F-20 备案报告。这种 ADR 要比一级 ADR 有着更为广阔的投资者市场,流动性更强,朝着公开发行的股票迈出了一步。这一方式为许多大的跨国公司所乐于接受,如 RTZ 和 HK Telecom 都是通过一级 ADR 升到二级 ADR,再升到三级 ADR 的。我国几家发行一级 ADR 的公司如深房集团等也正研究向二级 ADR 的转化问题。

(三)发行上市第三级 ADR

第三级 ADR 是指不以发行公司现有股票为基础,而是在美国公开发行新股筹资并在美国全国性证券交易所上市的存托凭证。因为涉及到增资发行新股,美国证券法对该方式要求更为严格。它需要办理 SEC 规定的全部注册登记手续,必须根据《1933 年证券法》要求用 F-1、F-2 或 F-3 表格进行既有股份登记,上市时还须遵循美国通用会计准则。但它能从世界最大、流通性最好的资本市场吸收资金,更大限度地提高公司知名度,因而成为许多大公司的战略选择。

对于美国投资者接纳的大型交通、能源基础设施及业绩优良的骨干企业可直接选择三级 ADR 在美上市,筹资或首次发行。对于国际知名度高、业绩优良、运作方式接近国际惯例、境外业务较为丰富的其它类型中国企业也可采取这种形式。我国的上海石化、山东华能和华能国际均以第三级 ADR 方式在美上市,并获得了巨大成功。

(四)发行 RADR

RADR 是在美国不公开发行的美国存托凭证,由美国的合格机构投资者(QIB)为发售公司发售股票,无须在美国 SEC 注册,通过自动联检不公开上市转卖和交易(POPTAL)系统在美国的 QIB 中进行交易,在保管信托公司进行清算交

割。由于美国对发行 144A 规则下的 ADR 的条件要求最低, 发行成本也较低, 因而这种 ADR 能够迅速进入市场。对于无意在美交易其证券, 只求在美筹资的企业, 144A 私募下的 RADR 宜作为首选。如我国的赣江铃、仪征化纤和宝钢均是以 144A 规则下的 RADR 形式发行的。^①

二、国企赴美发行上市 ADR 中的同业竞争与关联交易问题

如何合理地处理好同业竞争与关联交易是国企在改组为美国上市公司的企业重组过程中需要解决的两个重要问题。

(一) 同业竞争问题

同业竞争是指上市公司的控股股东在与该上市公司业务直接、间接构成或可能构成竞争的其它企业业务中占有权益, 从而有可能在业务竞争中, 操纵公司而作出有损公司利益的决定, 侵害其它股东的权益。从实践情况来看, 由于国有企业中资产所有权立体的单一性, 由国有企业改组而成的上市公司往往大量存在同业竞争的问题。

如何解决国企赴美上市中的同业竞争问题呢? 笔者提出以下 3 条思路:

(1) 全国性(区域性)行业集团公司与上市公司之间避免同业竞争的思路。代表国家经济的国家队, 即全国性(区域性)行业集团公司, 绝大多数具有行政性的特点。这些集团公司同上市公司之间在避免同业竞争问题上一般达到需在招股书上披露的如下共识: 集团公司从行业政策上对上市公司进行管理, 在一般的行政或非行政管理上不能偏袒或排挤集团公司的任何子公司; 不通过行政手段直接参与和干预上市公司的经营活动; 直接或通过它的子公司派出董事到上市公司, 董事要以自身信誉在基于上市公司利益的基础上进行正常的生产经营活动。

(2) 主体重组模式下企业避免同业竞争的基本思路。在主体重组模式的条件下, 原企业在改组为上市公司时产生同业竞争的主要表现有两种: 一是上市公司与其控股公司的其它子公司之

间构成同业竞争; 二是上市公司的子公司与其控股公司的子公司之间构成同业竞争。对此, 有下述 3 种处理方法: a. 让构成同业竞争的实体进入上市公司, 一并改组为上市公司。b. 不让该实体留在控股公司之下, 将它转让、变卖给其它公司。c. 将构成同业竞争的经济实体改组成为有限责任公司或股份有限公司, 控股公司的股东只是其参股公司, 使上市公司在其运行中不再起决定作用。

(3) 如果赴美上市企业未能以上述方式解决同业竞争问题, 在上市申请时, 可由控股股东向美国证监机构和证交所出具保证承诺和补偿函、安慰信等, 保证在上市公司业务范围内不进行相同业务, 或只通过上市公司进行此类业务, 或在各自的业务地域范围上作出划分, 同时在公司章程中对少数股东的权益作出相应的保护性规定。

(二) 关联交易问题

所谓关联交易, 是指上市公司与其控股股东、董事之间不利于公司及其它股东的交易。当前我国企业发行 ADR 中也存在着诸多的关联交易行为, 而这些关联交易行为之所以存在, 其中有着经济体制上的制约因素, 但更直接更主要的原因还是我国公司立法上的缺陷。

(1) 规定特殊情况下的公司人格否认原则和股东无限责任制度。我国现行《公司法》遵循传统公司法的绝对的公司独立原则和股东有限责任制度。然而, 在不公平关联交易中, 绝对的公司人格独立原则和股东有限责任原则, 成为滥用支配力的控制股东的保护伞, 隔绝了利益受损的第三人继续追偿的途径。所以, 许多国家在公司法典或判例中, 在坚持公司人格独立原则和股东有限责任原则的同时, 又规定了否认公司独立人格迫使股东承担无限责任的特殊情形, 即英美法上的“揭开公司面纱原则”。据此, 法院在审理关联公司案件时, 为保护子公司债权人的利益, 可使子公司的股东对公司债务直接负责, 而不以出资额为限。

(2) 设立股东表决权排除制度。股东表决权排除制度排除了与某一决议事项有利害关系的股

东或某代理人在股东大会上就该决议事项行使表决权的机。它有利于事先堵住持多数股份的控股股东在与公司有利害关系的交易中滥用表决权的可能性，从而预防公司及少数股东的权益受损。意大利、英国等国家均采行了这种制度。

(3) 借鉴股东派生诉讼制度。当有控制地位的股东迫使公司作出不公平关联交易行为使公司利益受挫时，由于公司机关常常是控制股东在公司内的代言人，所以公司机关常常怠于向侵权人追诉以回复公司的损失。由于公司的利益是股东利益的根本所在，所以少数股东的利益间接受损。依我国《公司法》的规定，少数股东缺乏对控制股东提起诉讼的途径。外国公司法上的股东派生诉讼(Shareholder Derivative Suit)值得我们借鉴。所谓股东派生诉讼是指公司的正当利益受到他人侵害，尤其是控制股东、母公司、董事、经理的侵害而公司机关怠于追诉及实现其权利时，股东可以以自己的名义代替公司行使诉权，追究侵权人法律责任。

三、国企赴美发行上市 ADR 的税收与外汇管理问题

(一) 税收问题

我国企业的存托凭证(ADR)方案，如果设计适当，应当能为美国联邦收入所得税提供透明度。因为 ADR 的持有者将被视同 ADR 所代表的有关股份的所有人。对于美国赋税目的而言，ADR 不过是托管收据而已。要权衡持有 ADR 的赋税结果，投资者首先要了解其托存股票的税率情况。

在典型的 ADR 协议下，存在 3 种可能发生的关于税收的技术性问题。这些问题与提前转让 ADR、登记日期的规定和外币兑换 3 个方面有关。

(1) 提前转让 ADR。ADR 协议允许存股机构在实际收到托存股份之前发行 ADR。这会涉及到在股份交割之前谁是所有者的问题，是 ADR 持有人(由于 ADR 的中期销售，ADR 持有人可能

不是托存人或代理商)还是托存人。所有权问题很重要，因为上有股份的受益人才有权得到股利和任何有关赋税优惠。

(2) 登记日期。一般来说，ADR 协议允许存股机构“为决定有权接受股利、分红股利及售卖净收入的所有者而规定登记日期……”同时，ADR 协议要求存股机构除登记日期外再为上述分摊于股份中的各项设立日期。对于赋税情况而言，ADR 上的登记日期需要与附属股份的登记日期一致。这是因为股利(或其它分配)的所有者和将该类分配纳入收入的个人(或单位)是该类分配的受益人。为此，不管 ADR 的登记日期如何，股份登记日的受益人应是纳税人。

(3) 外币兑换。一般来说，ADR 协议会允许存股机构以任何形式将非美元货币兑换成美元。比如，存股机构收到非美元货币形式的股利(或者由于非现金分配的出售而收到非美元货币)，并在同一天兑成美元。出于赋税目的，美元持有者将会申报收到的美元金额。但是如果存股机构第二天才兑换非美元货币，那么美元持有者还要申报非美元货币兑换收入或损失。

(二) 外汇管理问题

国有企业赴美上市，涉及外汇管理的主要是外汇进出和使用是否受限制。

1994 年 1 月 13 日，中国证监会、国家外汇管理局联合发布了《关于境外上市企业的外汇进出和使用的通知》。

根据上述《通知》，国有企业赴美发行 ADR 所筹资金属于资本项目收入，经国家外汇管理局批准，可在境内开设外汇账户，保留现汇，其派付给美国持股人的股息、红利，可从其外汇账户中支付并汇出。账户余额不足的，可以购汇，外汇进出受国家指令性计划限制。

到美国发行上市 ADR 的公司，其进口用汇，可以从其外汇账户中支付，不足部分可购汇；出口创汇，可存入其外汇账户(在美资股比重达 25% 以上并享有外商投资企业待遇的)，如该公司不享

受外商投资企业待遇,其出口创汇仍需按《结汇、售汇、付汇管理规定》第4条进行结汇。

四、国企赴美发行上市 ADR 的信息披露问题

尽管美国投资者对中国及中国企业显示了浓厚的兴趣,但对中国所知甚少,因而多数国企在信息披露的充分性方面与其要求颇有差距。如山东华能及华能国际在美上市,许多投资者对两家公司所涉及的产业政策、政策风险、经营方向、电价问题及投资回报率等方面的揭示均表示了相当的遗憾,因而影响其购买信心。又如土地增值税问题,由于其细则尚未出台,我们不能向美国投资者提供它对企业的确切影响,使不少投资者还在门外观望。

另外在信息披露的适当性方面也有所欠缺,如中国的上市公司信息披露中,一般均提供经 CPA 审计的盈利预测。由于其建立在大量假设基础上,存在较多不可预见因素,因而美国 SEC 不允许在正式招股说明书或注册申报中出现盈利预测的数字,以免产生误导。尽管不少证券投资者对公司的未来盈利计划感兴趣,但在美国的法律环境下,一份正式公布的盈利预测是存在较大风险的,因此,公司披露的信息应经过适当筛选。

五、国企赴美发行上市 ADR 的争端解决问题

国有企业赴美发行 ADR 并上市,可能引发的争端很多,归纳起来有两类,一类是涉美证券合同争端,一类是涉美证券侵权争端。

(一)涉美证券合同争端的解决

证券合同关系是证券发行和交易活动中所发生的最基本的民事法律关系,一方当事人不履行或不适当履行合同义务,就有可能出现证券合同争端、涉美证券公司争端,可以以协商、仲裁和诉讼3种方式解决,而笔者认为,以仲裁方式解决为最佳。这是因为:(1)中美两国都是1958年《纽约

公约》的签字国,仲裁裁决可由当事人直接向对方国家法院申请强制执行,实践中成功的先例不少。(2)国际商事仲裁制度的统一化、标准化进程加快,对于一些重要的法律问题,已取得或正在取得一致认识。(3)仲裁具有节省人力、物力,缩短时间的优点。(4)仲裁制度充分尊重当事人的意志,对冲突主体的对抗情绪具有缓和作用,有利于争端的解决。(5)证券合同争端多是由于双方对相关事宜和法律依据认识不清所引起的,往往并非故意侵犯他方权益,或蓄意对抗社会秩序,这种特点适合仲裁。当然,以仲裁方式解决涉美证券合同争端的前提是当事人订有仲裁协议或在合同中有仲裁条款。

(二)涉美证券侵权争端的解决

证券侵权是指证券发行与交易过程中,当事人违反法律、法规,损害其它当事人的合法权益的行为。证券侵权行为的性质决定了它主要只能以诉讼方式解决。这必然涉及到管辖权问题,而当前美国把证券法的适用范围最大限度地加以扩大。因此,要公正解决国企赴美发行上市 ADR 所引发的或可能引发的争端,首先就必须完善国内立法,特别必须明确有关证券法域外适用的准据法条款,以牙还牙,遏制美国证券法越伸越长的触角。其次,应加强中国证监会与美国 SEC 的合作,可以在争端出现时得到两国证券监督机构的协调与帮助,以寻求公平公正地解决国企赴美发行上市 ADR 所引发的各种证券侵权争端,有效地维护国内企业的合法权益和两国证券市场的共同繁荣。

注:①144A 条款是旨在提高美国资本市场筹资功能的法律条款,它规定对于任何准备进入美国私募证券市场的外国企业均可得到与国内企业同等待遇,给予登记豁免。