

企业境外借壳上市的实证分析与法律规范

邱永红

借壳上市是指我国企业不直接在境外发行股票挂牌上市，而是利用在境外注册公司的名义在境外上市，上市公司与国内企业的联系则是通过资产或业务的注入、控股等方式来实现，从而使国内企业达到境外上市的目的。借壳上市包括两种模式，即买壳上市和造壳上市。通过这两种方式可以避免股市所在地法律和规定对外来公司严格苛刻的条件和限制，又可化解因不同会计制度和法律制度的差异而带来的诸多不便。因此，海外借壳上市已成为我国企业充分利用海外壳资源达到间接上市融资的一种有效途径和方式。

一、对我国企业境外借壳上市的实证分析

(一) 买壳上市。

买壳上市是指国内企业通过收购已在境外上市公司的部分或全部股权，购入后以现成的境外上市公司作为外壳，取得上市地位，然后对其注入资产，实现公司海外间接上市的目的。买壳上市是最方便、最节省时间的一种境外上市方式。它的优越性主要体现在两个方面：与直接挂牌上市相比，它可以避开国内有关法规的限制和繁复的上市审批程序，手续简洁、办理方便；与其它的间接上市方式相比，买壳上市可以一步到位，缩短上市时间。正因为如此，迄今已有二十几家国内企业利用买壳上市的方式在境外上市，其中主要集中在香港联交所和纽约证交所。

1984年初，当时香港最大的上市电子集团——康力投资有限公司，由于财务危机而濒临倒闭。中银集团与华润集团联手组建新琼企业有限公司，先后向康力注资4.3亿港元，获得67%的股权，由此拉开了中资企业在港买壳上市的序幕。

1990年2月，中国国际信托投资公司在香港的子公司国际信托香港集团有限公司（简称中信香港）委托香港百富勤投资集团作财务顾问，在香港提出全面收购名为泰富发展集团有限公司（简称泰富）的上市公司，取得了泰富43%的控股权，泰富因此在1991年1月更名为中信泰富。其后母公司不断注入资产，使其在短短的四年时间内，从市值仅为7亿港元的“侏儒”，猛成长为市值超400亿港元的“巨人”，市值翻了57倍多，并在两年内名列香港恒生指数33个成份股之一。¹

1992年10月，首都钢铁公司（简称首钢）与香港长江实业集团联手，一举收购香港联交所上市公司东荣钢铁，其后由长江实业集团将部分股权转让给首钢，由首钢控制东荣钢铁公司大部分股权，然后将其更名为首长国际，成为首钢公司控制的香港上市公司，达到了买壳上市的目的。尤其值得一提的是，首钢公司在收购东荣钢铁公司做壳之后，在向其注入资产

¹ 参见王国斌：《借“壳”上市——海外融资的重要途径》，载《证券市场导报》，1996年第3期

时并未动用现金，而是取之于市场。因为当时东荣钢铁的股价由收购前的 0.928 元攀升到 2.77 元，由于市场当时看好中国概念股，所以境内企业欲收购在港上市公司也被市场强烈看好，首钢利用此次机会成功地以二配五的大比例集资 18 亿港元，同时解决了注入国内资产和收购另一家上市公司三泰实业所需的两笔资金。仅仅三个月之后，当东荣钢铁股价继续跃升，在股价超越 4 元之时，首钢又采用配售的办法，与长江实业集团一起套现 10.7 亿港元，借助壳公司获得了巨额营运资金。并且利用上述市场筹资，先后收购了三泰实业等四家上市公司，组成上市集团，进一步扩大了境外业务规模和市场影响。

如前所述，买壳上市具有手续简便、节省时间等方面的优点，然而，买壳上市也有它的不利之处，具体表现在：（1）买壳成本高，与目前大多数国内企业因融资需要而赴海外上市的初衷有违。¹（2）风险比较大。因为国内企业对境外的上市公司并不熟悉，虽然经过专业化的中介机构的评估，又经过慎重选择，可是收购一旦完成达不到上市的目的或收购失败，代价是很大的。前者如购买了垃圾股票，控股后非但不能从市场筹资，反而背上了债务包袱，就得不偿失了。（3）买壳不能使公司的业务发生重大变化。如美国纽约证交所规定如果收购行为引起被收购某些国家上市公司在资产、业务性质和管理层等方面出现较大变化，则将被视为新上市公司，相应的要求及费用就会高得多。

1994 年 2 月，出于维护中国概念股的形象和对企业以非常规渠道赴海外上市严格控制的目的，中国证监会给香港证监会《关于境内企业到境外发行股票和上市审批程序的函》中明确指出：境内企业到海外上市必须经证券委批准，否则一律不准买壳上市。^④广大国内企业即使能绕过这一规定，股市中可供选择的壳资源也越来越缺乏，加之买壳上市又具有上述不利之处，因此，一些国内企业选择了另一种间接上市方式——造壳上市。

（二）造壳上市。

所谓造壳上市，即我国企业在海外证券交易所所在地或允许的国家与地区，独资或合资重新注册一家中资公司的控股公司，我国企业进而以该控股公司的名义申请上市。造壳上市按境内企业与境外公司关联方式的不同，又可分成四种形式：控股上市、附属上市、合资上市、分拆上市。

1、控股上市。控股上市一般指国内企业在境外注册一家公司，然后由该公司建立对国内企业的控股关系，再以该境外控股公司的名义在境外申请上市，最后达到国内企业在境外间接挂牌上市的目的，这种方式又可称为反向收购上市。通过控股上市的方式在境外间接挂牌的一个典型例子是广西玉柴实业股份有限公司在纽约上市。1993 年 4 月，中外合资的广西玉柴机器股份有限公司成立，其中国家股占 21.75%。法人股在 STAQ 系统上市，各外资股保留于五家海外投资者手中：中国光大集团公司（境外）、高盛资本有限公司、国泰财富燃机控股公司、新加坡丰隆公司和新加坡三元公司。1993 年 5 月，各外资方以 10：1 缩股合组成中国玉柴国际有限公司，注册地在百慕大。中国玉柴国际有限公司成为广西玉柴机器股份有限

¹ 其中一个主要方面来自收购过程中，如在香港市场，由于内地中资公司买壳行动的展开，使许多股票暴涨，壳公司的价格由几千万港元跃升到几亿港元，使收购成本大大增加。如 1997 年初传闻中国内地企业收购香港泰森公司，随即引起股价劲升 41%，成交 1.5 亿港元，大大增加了收购成本。

^④ 中国证监会在该函中规定：“中国证监会根据国务院证券委员会确立的事先审批原则，要求所有拟直接或间接到境外发行股票上市（包括利用境外设立公司的名义在境外发行股票和上市）的境内企业及其境外关联人，须事先向中国证监会汇报情况，说明意图和解释方案。中国证监会将在全面了解情况的基础上，根据已有的规定和实践作出判定。凡经中国证监会判定须经审批的情况的，未经国务院证券委员会批准，任何境内企业不得以任何方式到境外发行股票和上市。”

公司的外资控股方。1994年4月，光大国投顺利完成对玉柴法人股的协议收购，后把该法人股转化成外资股，由其在英国设立的全资子公司持有，该子公司与丰隆亚洲有限公司各自投入玉柴的股份合组柴油机有限公司，作为中国玉柴国际有限公司的控股股东，中国玉柴国际有限公司于1994年12月15日在国际上募集股份，并于美国纽约证交所上市。¹

2、附属上市。附属上市是指国内欲上市企业在境外注册一家附属机构，使国内企业与之形成母子关系，然后将境内资产、业务或分支机构注入境外附属机构，再由该附属公司申请境外挂牌上市。附属上市与控股上市的区别仅在于国内公司与境外注册公司的附属关系不同。^④

国内的民办大型高科技企业四通集团即是采用附属上市的方式达到在香港联交所间接挂牌的目的。四通公司首先在香港注册组建一家附属公司香港四通电子。然后集团进行重组，除四通集团的其它境外机构外，将国内所属的北京办公设备公司、深圳素泰克公司、北京四通电子等公司的资产注入香港四通电子，而由于国内的其它分支机构都是由北京四通电子全资拥有的四通新技术公司控股。这样，最后结果是由境外注册的四通电子公司控制了国内四通集团下属的二十几家分支机构。集团重组后，即以香港四通电子的名义申请在香港联交所挂牌上市。1993年8月，香港四通电子在港上市，达到了四通集团在境外上市的目的，上市总共集资3.09亿港元。

3、合资上市。合资上市一般是适用于国内的中外合资企业，在这类企业的境外上市的实践中，一般是由合资的外方在境外的控股公司申请上市。易初中国摩托车有限公司（简称易初中国）在美国上市即是这种模式的一个代表。易初中国是香港卜峰集团1987年在百慕大注册的一家子公司，其主要经营方针是通过下属的合资的投资公司（百慕大注册）与国内企业进行合资。易初中国在国内的四家合资企业是上海摩托车有限公司、洛阳摩托车有限公司、上海燃机有限公司和湛江尼德汽化器有限公司。1993年7月，易初中国在美国挂牌上市，其合并报表采用权益法，其业绩和资产主要部分来自对外投资，即其在这些合资企业的股权带来的部分。易初中国在美国上市的是合资企业的外方股权，但上市所筹资金9200万美元全部投入合资企业，从而达到了境外间接上市的目的。此外在股权结构变化后，中方另增加投资，保持对企业的控制权，从而保证了在合资企业中中方的权益不受侵占。

4、分拆上市。分拆上市模式适用于国内企业或企业集团已经是跨国公司或在境外已设有分支机构的情况。它是指从现有的境外公司中分拆出一子公司，然后注入国内资产分拆上市，由于可利用原母公司的声誉和实力，因而有利于成功上市发行。利用这种模式上市的一个典型例子是国内富益工程在境外的间接上市。富益工程有限公司是由国内的大型跨国集团粤海集团控股的境外股份公司。粤海集团决定利用分拆上市的模式将富益工程的股权在澳大利亚上市。首先，粤海集团从其子公司粤海投资公司中分拆出分支机构粤海实业股份有限公司。由其持有富益工程90%的股权。然后由粤海集团控制粤海实业在澳大利亚证交所上市。粤海实业在澳大利亚上市非常成功，并集资3900万澳元。

由上可知，在海外造壳上市的基本做法是国内企业独自或与他人合作在百慕大群岛、英属维尔金群岛、开曼群岛、荷属安德烈群岛等注册一家控股公司，然后让该控股公司购买国

¹ 通过这个案例我们可以看出，控股上市的实质是首先将国资公司变成外资公司，然后由该外资公司在境外申请上市。

^④ 附属上市公司之间附属关系比较明晰，控制权与名义上的控股关系一致，有利于保持中资公司的形象。

内企业的控股权，并选择某一地证券交易所上市。¹ 在造壳的时候，壳地点的选择要取决于上市地公司法及交易的要求与限制。在英美，下列地区可以避免设立公司烦琐手续并节省税负：(1) 美国的 Delaware 州。一般在美国设控股公司时，常因 Delaware 州法律富有弹性而设在该州，美国许多公司虽根据该州法律而设，但实际营业场所却设在他州。美国《Fortune》杂志上所列的 500 家大企业中，一半以上是在该州注册的。台湾等地区的一些企业进军美国，最先也是在 Delaware 州设立控股公司。(2) 英属百慕大。百慕大虽属英国领土，英国的公司法对该地设立公司予以很大的便利和灵活，诸如其中规定公司设立发起人可少，可以为非当地居民或国民；公司可以不必在百慕大从事生产经营，而把注册资本移作他用；百慕大与美国有租税协定，可以利用以节约税负。

我国企业开展境外造壳上市融资具有许多益处，主要表现在：(1) 与买壳上市相比，造壳上市的风险和成本相对要低。(2) 国内企业在境外注册的控股公司受国外有关法规管辖，这可在国内目前会计、审计和法律制度尚未与国际社会接轨的情况下，获得海外证券市场的法律认可，从而实现引进外资的目的。(3) 可以获得较为广泛的股东基础，对壳公司的生产经营和市场开拓都有益处，且有利于提高壳公司的知名度。但是造壳上市也存在一些缺陷，主要有两方面：一是国内企业首先必须拿出一笔外汇或其它资产到境外注册设立公司，这对目前资金短缺的大多数国企来说是很难做到的。二是从海外设立控股公司到最终发行股票上市要经历数年时间。一般而言，境外证券管理部门不会批准一家新设立的公司发行股票并上市，往往要求公司具有一定时间的营业纪录才可发行股票和上市。

正因为买壳和造壳各有利弊，所以国内企业在选择境外上市模式的时候，一定要权衡利弊，相机抉择，以最小的成本筹集到尽可能多的外资以供利用。

二、对我国企业境外借壳上市的法律规范

我国企业经过几年境外借壳上市融资的摸索，取得的成就是显著的。作为我国企业走向国门、走向世界的一种方式，借壳上市必然会继续发展。但在国内企业境外借壳上市的过程中，也暴露出诸多亟待法律规范的问题。

(一) 国内企业在境外借壳上市过程中对外国法律制度不熟悉，缺乏足够的经验，往往导致在借壳中造成不必要的损失，甚至导致借壳的彻底失败。最为典型的案例是中国航空技术进出口公司希望通过收购 Mamco 公司来境外上市并获得该公司有关生产飞机关键部件的技术，以用于我国国内的军、民用飞机的生产。但由于在收购过程中，一则未在事前充分考虑美国有关法律对外资限制性的规定并采取回避性措施；再则在美国“外国人投资调查委员会”对该次收购进行调查中，也没有充分利用美国法律来保护自己的正当权益，导致该委员会认为该收购案具有危及美国国家安全的可能，并适用爱克逊—佛罗里欧修正案 (EXON—Florio Amendment)，强迫中航技出售已购得的股票，给中航技造成巨大损失。

(二) 境外借壳上市过程中国有资产流失十分严重。主要表现在以下两个方面：(1) 竞价

¹ 当然，国内企业在选择具体的造壳模式过程中，应根据自身的特点来定。如该企业所属的是一跨国集团，而且该企业在境外发展多年，有一定的声誉和实力，那就可以选择分拆上市的模式。如该企业属中外合资企业，则可选择合资上市的模式。若无上述的条件，则可以视国内企业规模而定，如果该国内企业是一企业集团，且实力雄厚，则可选择附属上市的模式，否则就可以选择控股上市的模式，或根据具体的情况另行选择或创新。

买壳，造成国有资产流失，并使买壳之路越走越窄。长期以来，由于买壳上市不必受正常申请上市规定的限制，在注入业务和资产的时间上有较大的选择性，因而一度是国内公司境外上市的重要途径。本来，壳公司是境外股市中交易不活跃、透明度差、前景不明的劣质公司，正常情况下常常无人问津。即使有人收购，也往往以低于面值的股价出售。中资机构介入后，以前为人所不齿的壳公司成为“抢手货”。由于壳公司数目有限，中资企业为了拿下壳公司，互相抬价，形成炒壳热潮。据统计，仅1993年，中资机构为收购香港壳公司所注入的资金就超过50亿港元，大大高于壳公司原市值。由于这些收购资金都是从国内调拨，实质上造成了国有资产的流失。目前，一个壳公司的溢价通常为4000—5000万港元，已大大高于直接申请上市的成本，这使得买壳之路越来越窄。尽管现在有关监管部门对买壳提出一些限制措施，但由于法规不完善，再加上进行海外买壳上市的国内企业背景非凡，竞价买壳造成国有资产流失的行为仍未完全杜绝。(2) 造壳上市中，由于境外壳公司国有资产的经营主体在国外，其经营要按东道国的法律进行操作，接受东道国有关部门的监督管理，从而造成国有资产管理中存在诸多问题，国有资产严重流失。存在的主要问题有：a、最近境外一些公司（如中策公司）把其购买的国有企业的资产注入境外壳公司，拿到海外证券市场上上市集资。这种行为是外商倒卖国有企业为自己谋利的活动。在整个交易过程中，中方企业得到的是境外公司最初的有限投资，结果中方不仅丧失了自己在海外股权筹资的资格，而且一旦外方在海外的上市公司发生问题还需承担连带赔偿责任，造成国有资产的流失。b、一些海外壳公司设立两本帐，对外帐供当地有关部门检查，对内帐则记录公司的真实经营情况，从而为公司的一些主管人员提供了转移国有资产的机会。c、缺乏相应的法律制度，使境外壳公司的国有资产管理失去监控。¹

(三) 一些企业私自到海外进行借壳上市，影响国家的整体发展战略。如前所述，借壳上市是一种非常规的上市行为，一些机构和企业违反规定，未经批准擅自将境内资产以各种形式转移到境外上市，造成了不良影响。一方面是为了规避我国的宏观管理，造成了国有资产的流失；另一方面，企业海外借壳上市的行为往往对上市地证券市场产生不利影响，直接影响到股市的稳定与安全。而且，由于以这种方式上市的国内企业会计及管理制度往往不规范，给证券监管机构进行正常的监管造成了困难。

我国企业借壳上市活动之所以存在上述问题，与我国证券业刚刚起步、有关法律制度尚不健全有关。因此，应从法律上对现存的问题进行有效的规范。

(一) 应建立健全有关法律规范。(1) 世界各主要国家对企业的并购活动，都有完善的法律制度进行监管。其中，比较重要的两大法律规范《证券法》、《反垄断法》在我国只出台《证券法》，现有的配套法规也极不健全。有关的法律规范不健全，使得我国一些企业的海外买壳上市缺乏系统的法律规制而影响整体收购上市计划，也使得国际投资者的权益无法得到充分保障而影响其积极性。为此，应参照各主要国家的法律规定，结合我国实际情况，尽快制定颁布上述法律，健全现有配套法规。(2) 尽快颁布我国企业海外借壳上市的专门法规，对于借壳上市的审批程序、中介机构的聘请和服务范围及收费标准、注资过程中的资产评估、上

¹ 据《香港信报》(1993年5月9日)报道，赴港买壳上市的中资公司具有以下特点：一是背景特殊或享有特权，有的为国务院直属企业，有的则为国务院赋予多种特殊权力；二是和外界贸易往来多，有把握时机扩展为跨国公司的野心；三是资金雄厚，可以动用较大资金从事收购活动。可见，此等国有企业集几亿资产和立项权、对外经营权等多种特殊权力于一身，如果没有法律制约，实可为所欲为，这是其一。其二，长此以往，将会有更多的国有资产私有化。其三，国家外汇储备亦会失控。

市的总体规划、外汇出入、资金融通、国有资产保护、税收政策、处罚规定等有关问题给予法律上的明确规定，对我国企业境外借壳上市依法管理，实现法制化。

(二) 将企业海外借壳上市活动置于国家统一规范之内，杜绝私自赴海外借壳上市行为的出现和国有资产的流失。企业海外借壳上市这种投资行为，除上市地法律基于属地主义有权对其进行监管外，借壳企业所属国基于属人主权也有权进行规范。我国对企业海外借壳上市这种现象，通过颁布一系列法律文件以及与一些国家签订证券合作监管备忘录进行规范。

(1) 我国国务院证券委于1993年4月9日发布的《关于批转证监会关于境内企业到境外公开发行股票和上市存在问题的报告的通知》、中国证监会1994年2月4日颁布的《关于境内企业到境外发行股票的上市审批程序的函》、国务院1997年6月20日发布的《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》等法规规定：a、在境外注册、中资控股的境外上市公司（包括中资为最大股东，以下简称境外中资控股上市公司），进行分拆上市、增发股份等活动，受当地证监机构监管，但其中中资控股股东的境内股权持有单位应当事后将有关情况报中国证监会备案。并加强对股权的监督与管理。b、在境外注册的中资非上市公司和中资控股的上市公司，以其拥有的境外资产和由其境外资产在境内投资形成并实际拥有三年以上的境内资产，在境外申请发行股票和上市，依照当地法律进行，但其境内股权持有单位应当按照隶属关系事先征得省级人民政府或者国务院有关部门同意，不满三年的境内资产，不得在境外申请发行股票和上市，如有特殊需要的，报中国证监会审核后，由国务院证券委审批，上市活动结束后，境内股权持有单位应将有关情况报中国证监会备案。c、凡将境内企业资产通过收购换股、划转以及其它任何形式转移到境外中资非上市公司或者境外中资控股上市公司在境外上市，以及将境内资产通过先转移到境外中资非上市公司再注入境外中资控股上市公司在境外上市，境内企业或者中资控股股东的境内股权持有单位应按照隶属关系事先经省级人民政府或国务院有关部门同意，并报中国证监会审核后，由国务院证券委按国家产业政策、国务院有关规定和年度总规模审批。d、凡经中国证监会判定需要审批的，未经国务院证券委批准，任何境内企业不得以任何方式到境外发行上市股票。当前我国企业境外借壳上市应严格遵循上述法规的规定。(2) 到1998年5月19日止，中国证监会已与香港、美国、日本、英国、澳大利亚、新加坡、印度尼西亚、乌克兰、法国和卢森堡等10个国家和地区的监管当局签订了证券监管合作备忘录。备忘录中规定，合作双方中的任何一方为确保对方证券管理法规的实施提供帮助，使得我国有关管理海外借壳上市的规范通过对方的协助合作得以实现其效力，达到有效规范的目的。对于上述10个国家和地区之外的国家和地区，也应加紧与之签订证券合作监管备忘录，以使我国对企业海外借壳上市更广泛地进行有效规范。

(作者系福建省厦门市厦门大学法学院国际经济法研究生 邮编: 361005)

(责任编辑: 王碧峰)