

# 借壳上市的法律问题研究

陆瑶

【作者简介】陆瑶，浙江大学光华法学院 2014 级经济法方向研究生

【指导教师】罗伟，美国华盛顿大学法学院

【版权声明】本网页内容为学生优秀成果展示，仅供浏览，未经许可，请勿转载，如需引用，请注明原作者及出处。

## 1 引言

摘要：企业上市可以通过首次公开发行的手段，还可以采取捷径，利用现有上市公司壳资源的方式进行上市。从借壳上市模式出现到如今越来越重视监管的发展中，对其规制的标准也在不断变化。通过借壳上市，一方面可以通过对企业重组改善企业的经营状况，提高企业的效益；另一方面，企业资产收购重组过程中产生的大量内幕交易，关联交易的发生，以及退出机制等的不完善，损害投资者利益的情况的发生，使得该模式也在受到各地监管部门的管控，美国和香港的交易所都在收紧借壳上市的监管标准。因此本文希望通过比较多个资本市场对借壳上市问题所制定的标准，探讨借壳上市规制中所应当考虑的因素以及取得的效果，从而对我国当前的借壳上市标准：以首次公开发行股票上市为标准对待的监管标准进行分析。

因此本文在文献搜索时，主要集中在以下几个方面：(1) 英美，香港，我国大陆几个资本市场对借壳上市的监管标准，以及首次公开发行股票上市的标准；(2) 几个资本市场借壳上市的相关案例分析；(3) 公司收购，资产重组时所应当关注的问题，其中的监管漏洞，包括关联交易，内幕交易，退出机制的相关研究。

关键词：中文：借壳上市监管；并购重组监管；公司收购；首次公开发行  
英文：Back door listing; Reverse merger (reverse takeover, shell corporation); insider trading; IPO

## 2 阅读对象

本文的预期受众为此领域的相关研究人员以及即将进行上市或者希望将来上市的企业，通过本文的研究探寻监管层在本问题上所持有的态度，为企业提供在进行上市路径的选择与相应的准备工作提供借鉴。

## 3 中文文献资源

### 3.1 一次资源

借壳上市其实是一个宏观概念，因此在我国借壳上市制度其实就体现在上市公司收购制度，上市公司重大资产重组制度，上市公司发行股份购买资产制度之中。因此相关规制文件也集中在这些制度领域中。

#### 3.1.1 法律

《证券法》1998 年版，以及 2004 年，2005 年，2013 年，2014 年修订版

【北大法宝——在“法律法规（中央法规司法解释）”数据库中——利用标题搜索“证券”】

证券法第二章关于证券发行的相关规定，定义了 IPO 时，上市公司所要符合的实质条件和相应程序要求。《证券法》是证券发行的上位法，其规定的证券发行的基本原则和要求，决定了证券监管部门在出台规范文件时所遵循的基本理念。可以从证券法的变化探寻监管层对我国资本市场发展的构思。

### 3.1.2 部门规章

(1) 《上市公司重大资产重组管理办法》2008 年版，以及 2011 年和 2014 年修订版

【北大法宝——在“法律法规（中央法规司法解释）”数据库中——利用标题搜索“资产重组”】

该证监会规章定义了借壳上市的标准以及所需要具备的要件，以及通过发行股票购买资产方式应当符合的条件。该部门规章的出台，与 2005 年《公司法》，2005 年证券法，《上市公司收购管理办法》，《上市公司信息披露管理办法》相适应，代表了证监会在公司重大资产重组过程中的监管态度。

(2) 《上市公司收购管理办法》2002 版，2006，2008，2011，2014 年修订版

【北大法宝——在“法律法规（中央法规司法解释）”数据库中——通过在其他文献中查到的资料直接进行标题搜索“上市公司收购管理办法”】

通过该规则，明确上市公司收购的不同方式，以及所需要满足的条件和履行的义务。该办法分为 10 章，分别规定了信息披露，几种不同的收购方式，收购豁免，监管标准等问题。这些标准决定了上市公司在业务整合过程中需要遵循的规则，以及给上市公司提供了业务调整的底线和程度限制。

(3) 《首次公开发行股票并上市管理办法》2006 年

【北大法宝——在“法律法规（中央法规司法解释）”数据库中——通过在其他文献中查到的资料直接进行标题搜索“首次公开发行股票并上市管理办法”】

通过该文件可以了解在“等同 IPO 标准”出台后，借壳上市的经营实体所应当具备的条件。该文件自 2006 年出台后还没有进行过修订，是股权分置改革背景下的产物，并且在关于借壳上市的规则中明确了该文件中所规定的实质条件的意义。随着接下来的注册制改革，可以预测该规定的修订也将指日可待。

### 3.1.3 部门规范性文件

(1) 《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》2013 年

【北大法宝——在“法律法规（中央法规司法解释）”数据库中——利用全文搜索“借壳上市”】

在此文件中，监管层确定的将借壳上市的标准与首次公开发行并上市的标准等同，对该文件的研读是研究该问题的基础。该文件主要包括两部分，其一是监管层提出将标准等同 IPO 所考虑的因素，通过提高借壳上市门槛，抑制市场炒作，通过标准等同，防止市场监管套利。其二是监管层提出不得在创业板进行借壳上市的考虑要素，这与创业板的定位不符，也和创业板的监管政策不符。当然该文件的执行需要其他规范的具体规定。

(2) 《中国证券监督管理委员会公告 2014 年第 53 号——关于〈公开发行证

券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组(2014 年修订)>的公告》2014 年

【北大法宝——在“法律法规（中央法规司法解释）”数据库中——利用全文搜索“借壳上市”】

该文件是对 2008 年版本的修订，是对上市公司重大资产重组信息披露或申请文件的最低要求。第 15 节专门明确规定了符合借壳上市的资产重组所应披露的信息内容。这是自 2013 年上述通知出台后，监管层在对重组中借壳上市的监管严格化后所进行的规范上的调整，以更好的解决借壳上市中存在的不规范要素。

### 3.1.4 行业规范

(1) 《上海证券交易所关于发布<上市公司重大资产重组信息披露及停复牌业务指引>的通知》2015 年

【北大法宝——在“法律法规（中央法规司法解释）”数据库中——利用全文搜索“借壳上市”】

该规范文件第 17 节关于借壳上市的补充规定里说明了符合借壳上市标准应当进行的信息披露准备。这是证券业行业在监管层新规出台后确立的新的符合法规的标准。这是市场化改革的一部分，通过规范信息披露的程序，完善上市公司的退市制度，进行资源再整合，优胜劣汰。

(2) 《上海证券交易所关于发布<上海证券交易所股票上市规则(2014 年修订)>的通知》2014 年

【北大法宝——在“法律法规（中央法规司法解释）”数据库中——利用全文搜索“借壳上市”】

该文件确定了借用特别处理股票重新上市的经营实体所应当具备的条件，以及配合《重大资产重组管理办法》所确定的借壳上市的标准。这是“等同”IPO 逻辑之下所进行的必然改变。“公司控制权发生变更的，自控制权发生变更之日起，公司向收购人及其关联人购买的资产总额，占公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 100% 以上的，其所购买资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司。”该标准已经在多个法规中予以明确。

### 3.1.5 案例

(1) 最高人民法院发布内幕交易、泄露内幕信息犯罪典型案例之二：杜兰库等内幕交易、内幕交易、泄露内幕信息案

【北大法宝——在“司法案例”数据库中——利用全文搜索“借壳上市”】

该案是关于借壳上市过程中的内幕交易问题，借壳上市需要监管的一大原因便是其操作过程中容易出现的监管漏洞。国内因为缺乏民事赔偿制度，因此在审判实践中，出现的很多相关案例便是内幕交易罪的形式。该案的关键要点还在于内幕信息的判定。这在当前的证券犯罪中也是主要审查点。至于借壳上市只是一个背景要素。

(2) 肖时庆受贿、内幕交易案

该案情形与（1）的类似。

(3) 浙江宋都控股有限公司等与百科投资管理有限公司股权纠纷上诉案

【北大法宝——在“司法案例”数据库中——利用全文搜索“借壳上市”】

该案是关于借壳上市过程中的债权债务问题的，涉及到借壳上市过程中对控股股东和实际控制人的规制以及对其他投资者的保护问题。本案法院认定的焦点在于：与百科投资发生本案股权转让及资产置换行为的相对人是否为宋都控股、平安置业、郭轶娟及宋都集团；前述四被告是否为前述股权转让及资产置换行为的一致行动人。这些就是在公司业务调整过程中所具体考虑的点。

#### 3.1.4 政府主管部门

在证监会网站，上深证券交易所网站，可以查找到相关的规定，同时可以查看每一个规则出台时，资本市场所发生的一些重大事项以及当时监管部门所重点管控的领域，把握证监会对待市场的态度变化。

### 3.2 二次资源

#### 3.2.1 著作

【浙大图书馆——搜索“借壳”“重组上市”关键词】

(1) 童增，《卖壳借壳上市案例》，中国经济出版社（2003）

本书的出版时期正是证监会鼓励进行上市公司“壳”资源的有效转让的时点。本书介绍了 2000 前后企业买壳借壳以及资产重组经典案例的实务操作进程。研读此书，可以了解借壳上市的具体操作过程，以及其中所会涉及到的法律规范的要点，而对这些要点的分析是探寻证监会如今关于等同规则的必要条件。

(2) 马骁，《上市公司并购重组监管制度解析》，法律出版社（2009）

本书的书写方法采取了对比研究和沿时间脉络的特点，在介绍国外上市公司并购重组制度的同时深入介绍我国的相应制度规定及制度设计的背景、执行中遇到问题的解决；对于国外没有而我国特有的制度，本书着重介绍不同时间阶段的实践情况，在此基础上再介绍和解析相关的制度。

#### 3.2.2 学位论文

【通过浙大数据库进入 CNKI 博硕士学位论文数据库中 ——搜索“借壳上市”“反向收购”】

(1) 赵雪，《借壳上市法律问题研究》，黑龙江大学（2014）

本文按照对借壳上市的界定，对典型案例的分析，借壳上市过程中出现的问题分析，其他资本市场对借壳上市进行的管理分析以及最后的对我国借壳上市法律制度的完善的逻辑展开。文章通过分析论证，能在此基础上提出可行的制度构建的方案是文章的亮点。其提到的我国现行规则中在借壳上市界定，发行过程中发生的内幕交易能问题，可以借鉴。

(2) 孙焱：《北京金融街建设集团公司买壳上市的启示》，对外经济贸易大学（2005）

本文的分析并不是从法律的角度展开的，因此其最大的特点便是对案例的分析比较具体，操作的每个环节进行了落实。能为没有参与过相关实践的法律学子提供具体的借鉴。但其中自然会缺乏一些法律角度的分析。

(3) 周丽娟：《我国借壳上市监管问题研究》，中国海洋大学（2014）

本文的分析思路与笔者所要开展的分析相似度比较高，因此可借鉴度比较高。通过对一系列的对借壳上市的法规的梳理，文中提到借壳上市标准的变化，对其监管从一开始的作为资产重组监管到现在的以 IPO 的标准监管，作者认为是资本市场健康发展的必然。

(4) 张正：《我国反向收购法律问题探讨》，上海社会科学院（2009）

本文介绍了美国反向收购的立法和实践经验，从我国关于反向收购的法律规制现状出发，分析了现阶段我国反向收购中尚存在的问题，尤其是反向收购主体资格问题、反向收购中关联交易问题、上市公司股权收购问题等等，并对相关法律完善展开研究和探讨。

### 3.2.3 法学期刊

【通过浙大数据库进入 CNKI 世纪期刊数据库——搜索“借壳上市 监管”“反向收购 监管”“重组上市 法律”】

【通过浙大图书馆进入求是学术搜索——搜索“借壳上市 监管”】

(1) 马骁/刘力臻，《中、美及香港证券市场借壳上市监管制度比较》，证券市场导报（深圳）2013 年第 3 期

本文通过对借壳上市的优缺点进行描述（所引起的市场估值体系的混乱，内幕交易，财务造假），从而引出不同的资本市场对此的不同态度。继而具体分析几个市场的不同监管标准和规则。并且很重要的一点，几个市场的监管标准都是在随着证券市场的发展而有所变动的，且都是渐趋加强监管的趋势，这是探寻国内借壳上市等同标准的参考依据。

(2) 周曼，《国有企业重组上市的“造壳”与“用壳”之道》，经济导刊，1998 年第 6 期

本文介绍了 4 种国有企业上市的方式：整体重组上市、分拆重组上市、聚合重组上市和买壳上市。因为需要考察借壳上市监管的历史过程，因此虽然文章较早，但仍具有一定的借鉴意义。

(3) 何若鹏，《在美借壳上市的中国企业遭遇“监管门”之解析》，新会计，2011 年第 6 期

本文分析了赴美借壳上市的中国企业造假泛滥的原因，以及造假对企业和资本市场的危害及治理对策。本文的意义在于辅助性的提供一些关于在美国借壳上市中所会涉及的相关法律。在外文文献中搜集到了关于近些年中国企业在美借壳上市所面临的审查日益严格的状况的信息，可以帮助解读。

## 4 外文法律资源

### 4.1 一次资源

#### 4.1.1 Statutes 法律

(1) Security Act of 1933, section 5(a)

【通过美国证券交易委员会网站 U.S. Security and Exchange Commission——搜索“Security Act of 1933”】

Unless a registration statement is in effect as to a security, it shall be unlawful for any person, directly or indirectly—(1) to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to sell such security through the use or medium of any prospectus or otherwise; or (2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce, by any means or instruments of transportation, any such security for the purpose of sale or for delivery after sale.

该法案对证券发行规定了注册登记的要求。

(2) Security Exchange Act of 1934, section 10

【通过美国证券交易委员会网站 U.S. Security and Exchange Commission—搜索 “Security Exchange Act of 1934”】

SEC. 10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—(a)(1) To effect a short sale, or to use or employ any stop loss order in connection with the purchase or sale, of any security other than a government security, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. (2) Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products. (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

该法案规定了证券交易中禁止欺诈行为。

(3) Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L. 111 - 203 (2010)

【在其他文献中找到该法案，直接进行搜索，下同】

An Act To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.

根据该法案设立新的消费者金融保护局，赋予其超越目前监管机构的权力，全面保护消费者合法权益。

(4) Small Business Jobs Act of 2010, Pub.L. 111-240

An Act To create the Small Business Lending Fund Program to direct the Secretary of the Treasury to make capital investments in eligible institutions in order to increase the availability of credit for small businesses, to amend the Internal Revenue Code of 1986 to provide tax incentives for small business job creation, and for other purposes.

JOBS 放宽了小企业融资渠道，为小企业融资松了绑；降低了内控报告的要求。

#### 4.1.2 Regulations (行政法规)

(1) 17 C.F.R. § 230.144A (2013)

【通过 Westlaw—在 CFR 数据库中通过关键词“reverse merger” or “reverse takeover” 并没有找到 rule 144, 该条文是通过在 law review 的文章中找到的】

(d) Conditions to be met. To qualify for exemption under this section, an offer or sale must meet the following conditions:

(1) The securities are sold only to a qualified institutional buyer or to a purchaser that the seller and any person acting on behalf of the seller reasonably believe is a qualified institutional buyer. In determining whether a prospective purchaser is a qualified institutional buyer, the seller and any person acting on its behalf shall be

entitled to rely upon the following non-exclusive methods of establishing the prospective purchaser's ownership and discretionary investments of securities;

(2) The seller and any person acting on its behalf takes reasonable steps to ensure that the purchaser is aware that the seller may rely on the exemption from the provisions of section 5 of the Act provided by this section;

(3) The securities offered or sold...

144A 条例为私募股票的再出售提供了安全港，因此它有效地提供了外国公司接触美国机构投资者和资本市场的机会。通过 144A 条例私募的股票，如果原购买者和再出售的对象都是合格机构认购者，或者股票的再出售符合 144A 条例，那么可以免除 1933 证券法中规定的公开上市的严格程序。

(2) Regulation D Offering, 17 C.F.R. § 230.502 (2015)

【Westlaw—通过 search the directory 搜索到 CFR 数据库一键入关键词“reverse merger” or “backdoor listing”】

As used in Regulation D (17 C.F.R. § 230.500 et seq. of this chapter), the following terms shall have the meaning indicated:

- (a) Accredited investor.
- (b) Affiliate.
- (c) Aggregate offering price.
- (d) Business combination.
- (e) Calculation of number of purchasers.
- (f) Executive officer.
- (g) Final order.
- (h) Issuer.

...

D 条例通过于 1982 年，它为中小企业提供了避免注册登记的途径，它为私募和豁免登记发行提供了保障。同时 2015 年修订的 D 条例允许私募企业在交易中进行广告宣传的可能性，但需要满足合格投资者的条件。

(3) Securities Exchange Act Release No. 65368 (September 21, 2011), 76 FR 59756

【Westlaw— Topical Materials by Area of Practice: security 数据库中查找—进入 Federal Statutes & Regulations Combined 数据库查找——输入关键词“reverse merger” or “reverse takeover”】

也即 Self-Regulatory Organizations; The Nasdaq Stock Market LLC; Notice and Order Granting Accelerated Approval to Proposed Rule Change, as Modified by Amendment NO. 1, Adopting Additional Listing Requirements for Companies Applying to List After Consummation.

证券交易委员会批准了三大交易所关于提高借壳上市标准的申请，因此在该规章之下，改变了原来只需要“完成收购后上市前提交 8K 表格进行全面的信息披露”的宽松态度。对于借壳公司需要满足一定的股价要求，并且借壳上市完成后的新主体还需要及时提交相应的报告给证监会。该规章是加强了对通过反向收购上市公司的监管，更完善的保护投资者的规定，其中包含对财务问题，对审计公司的责任加强，以及关于对投资者投资这类公司的市场风险和监管风险的公告等。

#### 4.1.3 Case 判例

(1)U.S. S.E.C. v. Sierra Brokerage Services, Inc. 712 F.3d 321 C.A.6 (Ohio) 2013.

【Westlaw—world journal—cases 数据库—all federal cases 数据库—输入关键词"reverse merger" "backdoor listing" "reverse takeover"】

The SEC filed a civil enforcement action against the twelve Defendants, including Tsai. In Count I, the SEC claimed that Tsai violated Sections 5(a) and 5(c) of the Securities Act of 1933 ( “Securities Act” ), 15 U.S.C. § 77e(a), (c), by trading securities in interstate commerce without filing registration statements. In Counts VIII and IX, the SEC alleged that Tsai failed to disclose his beneficial ownership of securities in violation of Section 13(d) of the Securities Exchange Act of 1934 ( “Exchange Act” ), 15 U.S.C. § 78m(d)(1)-(2), and Rules 13d - 1(a) and 13d - 2(a) there under, 17 C.F.R. § 240.13d - 1, - 2, and that Tsai violated Section 16(a) of the Exchange Act, 15 U.S.C. § 78p(a), and Rule 16a - 3 there under, 17 C.F.R. § 240.16a - 3.

本案中证监会认为被告通过借壳上市的方式发行股票,但没有履行注册登记的义务以及完成相应的信息披露过程。由于本案的被告直接掌握借壳方和上市公司间的关系,被告作为证券经纪人将证券卖给借壳方的行为,不受豁免条款保护,这样一来不登记以及未信息披露的行为存在证券欺诈。

(2) S.E.C. v. Kern 425 F.3d 143 C.A.2 (N.Y.), 2005.

【Westlaw—world journal—cases 数据库—all federal cases 数据库—输入关键词"reverse merger" "backdoor listing" "reverse takeover"】

(对本案 Keycite 后, In re Lehman Bros. Mortgage-Backed Securities Litigation, 650 F.3d 167, Fed. Sec. L. Rep. P 96,310 (2nd Cir.(N.Y.) May 11, 2011)法院持相反意见)

Holdings: The Court of Appeals, Pooler, Circuit Judge, held that:

(1) sellers were “affiliates” of underwriters, ineligible for regulatory protection from securities registration requirements;

(2) subsequent market sales did not qualify for exemption from registration requirements; and

(3) sellers were aware of fraudulent, market-manipulating nature of their acts.

本案与前案相同,关于发行上市中登记的豁免问题。

(3) In re Advanced Battery Technologies, Inc., 781 F.3d 638, Fed. Sec. L. Rep. P 98,414 (2nd Cir.(N.Y.) Mar 25, 2015)

【Westlaw—world journal—cases 数据库—all federal cases 数据库—输入关键词"reverse merger" "backdoor listing" "reverse takeover"】

The Court of Appeals, Lohier, Circuit Judge, held that:

(1) auditor's failure to inquire about or review company's foreign regulatory filings did not constitute recklessness that would establish scienter, without more;

(2) fact that auditor did not automatically equate foreign company's record profits with misconduct could not be considered to be reckless;

(3) auditor's failure in connection with its audits to review Chinese regulatory filings of foreign company in reverse merger did not represent extreme departure from standards of ordinary care tantamount to fraud;

(4) auditor's access to raw financial data underlying filings by foreign company



in China that contradicted that company's Securities and Exchange Commission filings did not give rise to inference of recklessness;

(5) at most, auditor was negligent, not reckless, in failing to uncover that company had beneficial, rather than legal, ownership interest in one of its purported subsidiaries;

(6) conditional allegation that auditor would have learned truth about company's fraud if it had performed due diligence that it promised was not sufficient to establish requisite scienter; and

(7) auditor's failure to uncover and appreciate significance of inflated price for company's acquisition of subsidiary did not represent extreme departure from standards of ordinary care.

法院认为根据原告提供的证据不能证明被告审计单位具有欺诈或操纵的故意。基于如下等理由，首先被告在对中国公司在中国的登记信息调查不能的情形下，不能被认定为重大过失；被告在对中国公司以往利益确认清楚的情形下不能被认为是重大过失，以及其他的考虑。

(4) Falmac Limited v Cheng Ji Lai Charlie(High Court of Singapore, HC, Suit No 935 of 2009)

【Westlaw—在 International/Worldwide Materials 数据库中搜 HK—Hong Kong Securities Cases 数据库中关键词搜索“reverse takeover”】

D2 claimed that the appointment of Leon Zhao as the legal representative of the Tianjin subsidiaries was not unlawful as it was approved by the former board, and the appointment was recognized and accepted by the authorities in China. In relation to the s 160 complaint. D2' s defence was that the debt-for-share transaction was approved by the former board in the interest of Falmac. However, the former board had no role in the implementation of the debt-for-share transaction. D2 also counterclaimed for unpaid salary and director' s fees.

Held: Claim dismissed and counterclaim allowed.

本案是由于借壳上市失败壳资源被退市的情形下，上市公司的董事应承担的义务的判例。本案中法院支持了被告的意见，认为原告的退市不是由于被告的原因造成的，主要是因为原告本身未能及时向交易所提交申请。被告无需承担原告公司本身存在的问题所带来的风险。

## 4.2 二次资源

### 4.2.1 Books: scholarly and practicing materials (图书: 学术与实务)

【通过浙大图书馆馆藏 OPAC，二次文献中的引注以及 Google 等搜索器进行搜索】

(1)David N. Feldman,Reverse Mergers:And Other Alternatives to Traditional IPOs(2009)

本书详细比较了 IPO 和借壳上市的优缺点，同时对借壳上市的架构进行介绍，以及对监管上的《萨班斯法案》等的描述。相较于直接进行 IPO，由于借用上市公司的地位可以免于进行再一次的注册登记。萨班斯法案即《公众公司会计改革与投资者保护法案》，旨在从投资者保护的角度解决宽松的借壳上市之下的欺诈案件。

(2)Lambert M. Surhone, Miriam T. Timpledon, Susan F. Marseken: Reverse

## Takeover (2010)

本书的具体内容以及章节目录并没有查到。

### (3) Frederick D. Lipman: International and US IPO Planning: A Business Strategy Guide (2009)

本书介绍了在美国资本市场上上市的途径，其中第 12 章专章关于借壳上市的分析：分别介绍了借壳上市的机制和具体操作；借壳上市相较于 IPO 的优缺点；419 规则对特殊目的收购公司的监管。

#### 4.2.2 Dissertations 硕博论文

数据库中多为法律评论文章，学生写的多为 notes and comments，硕博文章未能找到。

#### 4.2.3. Law review articles (法学评论文章)

【Westlaw—law review 数据库—terms and connectors 中搜索“back up listing” or “reverse merger” or “reverse takeover”。】

(1) Teresa A. Teng: Mismatched Regulatory Regimes: How Chinese Reverse Mergers—and China Mediaexpress Holdings, INC. --Evaded Scrutiny Through Regulatory Conflicts and Loopholes, NYU Journal of Law & Business (2015)

This Note seeks to examine the regulatory regimes of the United States and China at the time of the fraud in order to understand from a historical perspective the weaknesses in the regimes that led to these loopholes. While enforcement agencies are able, to in some instances, to tie up loopholes through new legislation, regulation, and sanctions, the SEC will have to contend with the perpetual innovation of new loopholes to its regulatory regime.

本文集中于比较中美证券监管的不同。通过一个被纳斯达克证券交易所退市的中国公司的案例，分析在美借壳上市的中国公司所具有的问题，由此追溯两国监管机制的不同，以及对这类公司监管的制度漏洞。

(2) Derek K. Heyman: From Blank Check to SPAC: the Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation, Entrepreneurial Business Law Journal (2007)

This note discusses the regulations that went into effect in 1993 to curb the abuses relating to blank check companies without outlawing them entirely. It also shows how creative lawyering, in cooperation with the SEC, brought into being the legitimate investment vehicle known as the SPAC. The SPAC, while technically exempt from blank check regulation, is modeled on these regulations as a way of ensuring that its structure retains the SEC's approval. The note also evaluates the SPAC in terms of why it is useful to companies looking to raise capital, to investors, and to the managers of this contemporary form of a blank check company.

本文是关于特殊目的收购公司 SPAC 的陈述，作者表明虽然这其实就是 blank check company 壳公司的翻版，但是通过其内在设置以及法规的合理利用，它在新市场上表现出了很大的创造力。在现在的资本市场下，通过这样的方式进行募资对于公司，投资者来说是有一定好处的。

(3) Josh Steinman: REVERSING THE TIDE: A TARGETED APPROACH TO THE REGULATION OF CHINESE REVERSE MERGERS IN THE UNITED

STATES, *Northwestern Journal of International Law & Business Ambassador*  
Targeted regulations address the fears associated with fraud among CRM companies, while at the same time enabling the free market to self-regulate. Requiring disclosure of foreign filings avoids the unfair targeting of China and CRM companies in particular, as it would apply to all foreign reverse merger companies. Moreover, unlike the listing standards for reverse merger companies adopted in 2011, greater PCAOB involvement and disclosure of foreign filings would be minimally burdensome. At the same time, these measures achieve the ultimate goal of U.S. securities laws--to protect investors by enabling them to make informed decisions.

本文也是从在美借壳上市的中国公司的分析入手,首先分析这类公司在美借壳上市的原因以及它们的一些问题包括欺诈和操纵市场,继而引出监管者们对此加强了监管,由其通过收紧发行标准的办法,然后作者又分析了过分监管和监管不足的缺陷,提出自己对于监管者的态度是不赞同的,从而提出更为可行的方法,也就是通过加强中美两个市场监管者的协作明确 PCAOB 的作用,以及中美监管者间共享公司提交的文件。

(3)Robert B. Thompson, Donald C. Langevoort: *Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital Raising*, *Cornell Law Review* (2013)  
Our ambition here has been conventional: developing a theory to explain the '33 Act and using that theory to address some powerful contemporary changes in capital-market activity. At least from that perspective, we are convinced that as entrepreneurial capital-raising techniques evolve and the JOBS Act innovations take root, policymakers should try to assure that constructive deregulation does not channel too many securities transactions into places with too much fog and not enough sunlight.

本文的核心在于作者重点分析了证券监管过程中所需要进行的利益衡量,自1933 证券法开始,不断修订的法案,它在关于投资者保护和证券发行交易之间所进行的权衡。这也是我要进行的文章中可以进行借鉴的地方。

(4)Jonathan P. Schmidt: *Inequities in Corporate and Securities Law: Disabling the Exploitative Chinese Corporation and Charting A Path to International Commercial Accountability*, *San Diego International Law Journal* (2013)

China-based corporations have been exploiting U.S. investors through fraudulent, manipulative schemes, while hiding behind a veil of trade secrets laws, criminal impunity, and non-enforcement of judgments. However, the U.S. federal and state governments may, and should, take proactive steps to make international corporate activities more transparent and flexible, and consequently hold these Chinese companies accountable. While the increasingly global economy poses many domestic dangers, cooperative and coordinated action by all levels of government may protect U.S. investors not only from these China-based companies, but also from any exploitative foreign corporation in the future.

本文作者介绍了美国的一些法案如 Sarbanes-Oxley Act of 2002 所具有的防止证券欺诈保护投资者的作用,同时对于频发的中国借壳上市公司欺诈案件,作者从外交政策,中国国内的国家秘密等角度进行了讨论。最后作者提出通过联邦和州的协作以及外交联合的方式补充这一漏洞,更好的保护投资者的利益。

(5)Graham H. Scott:*Canada-the Mining Capital*, *Rocky Mountain Mineral Law*

Institute 57 Rmmlf-inst 7-1(2011).

Canadians have traditionally accepted a higher degree of government regulation in their lives than have Americans. This tolerance is rooted in the principles on which the Canadian confederation was founded. These principles are expressed as “Peace, Order and good Government, as opposed to “Life, Liberty and the pursuit of Happiness” in the United States. This governmental involvement continues to this day at all levels of Canadian society, and in many cases, as for example during the global financial crisis, it has stood Canadians in good stead.

文章基于加拿大资本市场与美国市场监管理念的不同,对加拿大煤矿业在资本市场的表现进行分析。其中专门涉及到关于煤矿业的借壳上市和其他上市模式的比较分析。

(6)Construction and application of Securities and Exchange Commission Rule 144 (17 CFR § 230.144) concerning resales of securities acquired in transaction or series of transactions not involving public offering in cases brought under federal securities laws. 117 A.L.R. Fed. 345

【westlaw—通过 ALR 数据库——关键词 “reverse takeover” or “reverse merger”搜索】

Securities and Exchange Commission Rule 144 (17 CFR § 230.144) provides an exemption from the definition of "underwriter" contained in § 2(11) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C.A. § 77b(11)) for the purposes of determining which persons are entitled to rely on § 4(1) of that statute (15 U.S.C.A. § 77d(1)) in reselling securities received in a transaction or series of transactions involving the issuer. In providing for such exemption, the Rule restricts the resales of securities held by affiliates of the issuer and by other persons holding restricted securities of the issuer. Attempts to manipulate or otherwise evade the conditions of the Rule are subject to enforcement action by the Securities and Exchange Commission, as in *United States v Sprecher* (1992, SD NY) 783 F Supp 133, CCH Fed Secur L Rep ¶196498, 117 ALR Fed 767. Cases interpreting and applying Rule 144 have been collected and analyzed in this annotation.

该评注是关于 rule144 的适用的文章,搜集和分析了对 144 规则进行适用的联邦案例,以及通过 case by case, rule by rule 的形式分析的 144 规则的内涵。这一评注是了解 144 规则的很好的参考文章,里面列的相关的参考材料比较丰富。

## 5.总结

关于借壳上市的监管,在中国和美国由于证券监管的理念和机制的不同,采取的方式包括法律规则差异很大。在国内,基本上在 2013 年的通知出台前,是采取通过收购和重组中的法规进行的规制;而在美国对于借壳上市的监管主要是在场外市场中,监管层通过申请者提交的文件及其信息披露的文件,进行财会等方面的合法性审查,从而避免出现欺诈的情况。因为两国在监管理念甚至执行效率等方面本身存在的差异,要借鉴美国在借壳上市方面的经验应当避免出现绝对移植的状况。