

# 企业上市相关资本运作及股权投融资高端操作

广西金融投资集团高级研讨会

主讲：张宇主席

## 【课程背景】

企业的上市融资过程，会给企业带来多重的融资渠道，使企业在资本市场上可以自由发挥但是在上市前及上市以后，需要进行一系列复杂的操作，以保证股权结构的合理，控股权的安全，预期市值的最大化，及后续资本市场债券和其它金融产品受认可程度，以及公司银行融资方面的顺畅，众多复杂的方面需要在上市等资本运作活动中得以完美地操作。

- 什么样的控股是最安全的控股方式？
- 超过 50% 的股权占有量真的是最佳方案吗？
- 企业的专业，高效，公正，透明的形象如保影响着未来的股价和融资操作？
- 企业如何应对未来的后续融资？
- 什么样的资产结构是企业的最佳方案？
- 在通货膨胀加剧的环境下，什么是最受资本市场认可的资本运作方案？
- 企业如何通过并购扩大市值及影响力？什么样的并购方式是最合适的选择？
- 如何避免投融资中的重大失误？
- 如何确保投融资过程中的主动权及控制权？
- 企业如何将市值推到高水平，并保持所有变现的可能性？

这些是一家大型企业在以上市为主导的资本运作过程中，要面对的复杂问题的主要部分，任何操作的失误，都有可能直接影响企业未来在资本市场上的行动自由度。

IFC 集团的董事执行主席张宇，主持了雷士照明，亚势备份软件在香港的上市，和 Schrodinger 公司在美国的上市，他本人也参与了众多中国上市公司的 IPO 过程及上市后的公司治理，他将企业在投融资，资本运作，及上市准备及市值管理方面，最核心，最具有原则性的方面，给我们进行精辟的讲解，

## 【课程收益】

- 学员将理解影响股价的因素
- 学员将理解股权结构对企业控制权及利益保证的巨大作用。
- 学员将会理解公司章程等法律文件在资本运作当中的重要保护机制
- 学员将学会如何进行上市后的资本运作。
- 学员将初步理解，上市后的市值管理。
- 学员将了解导致投融资巨大失误及风险的因素

➤ 学员将深入地了解资产结构及不同经济条件下适合资本市场的资产负债结构

### 【课程特色】

本课程一直以来，在美国和香港等金融中心，作为投资高级管理课程，深受高层管理阶层的欢迎和重视。华尔街多年积累的资本增值模式，在全世界，包括中国的资本市场上几乎战无不胜。

主讲的张宇老师，在香港执业期间，在此方面经验丰富，业绩骄人，受到了北京市股权交易所的邀请，参与了众多大型国企混改的过程。他将多年的实际经验，结合中国企业的特性，对精髓进行了完美的诠释，一经推出，便受到了学员，特别是大型企业的欢迎和高度评价，学员普遍认为：这门课程令极为专业新颖，他们更加了解自己企业未了要走的路，以从全新高度，审视自己企业包括上市在内，资本运作的未来之旅。

【课程对象】 董事长，高级管理者

【课程时间】 0.5天（3小时）

### 【课程大纲】

#### 第一章：上市及相关的股权计划及重大风险防范

完美的控股方式

公司章程中的风险隐患

表决权，采购权，控股权的运作手段

有利于股东内部协商 – 企业内部利益分配的有利原则

势力范围与业务范围

其它重大风险

金字塔式控股与交叉控股的方式

统计的陷阱

#### 第二章：上市及相关的资产结构及资本运作

债务的水平控制 – 资本市场的不同标准

资产质量 – 资本市场的核心

表外资产的巧妙应用

运营风险管理中的技巧

精讲：企业上市前的常规步骤 – 拆分重组

授信渠道的更新优化

### 第三章：上市相关投融资操作

利用并购实现市值快速增值的原则和操作

注意边际成本 - 融资的基本指标维护

融资类金融产品的应用

资本市场的运作精髓 - 如何讲故事

投资热点的把控及快速反应

总结：上市是企业打开资本市场大门的钥匙，受资本市场认可的企业将战无不胜。

**相关知识参考：在课程开始前或进行中，请参阅下述材料。**



内容出自张宇  
老师 2018  
年的畅销书  
<<无形的资  
金流动>>

香港金融协会  
I S S N : 1  
6 0 7 5 1 2  
1

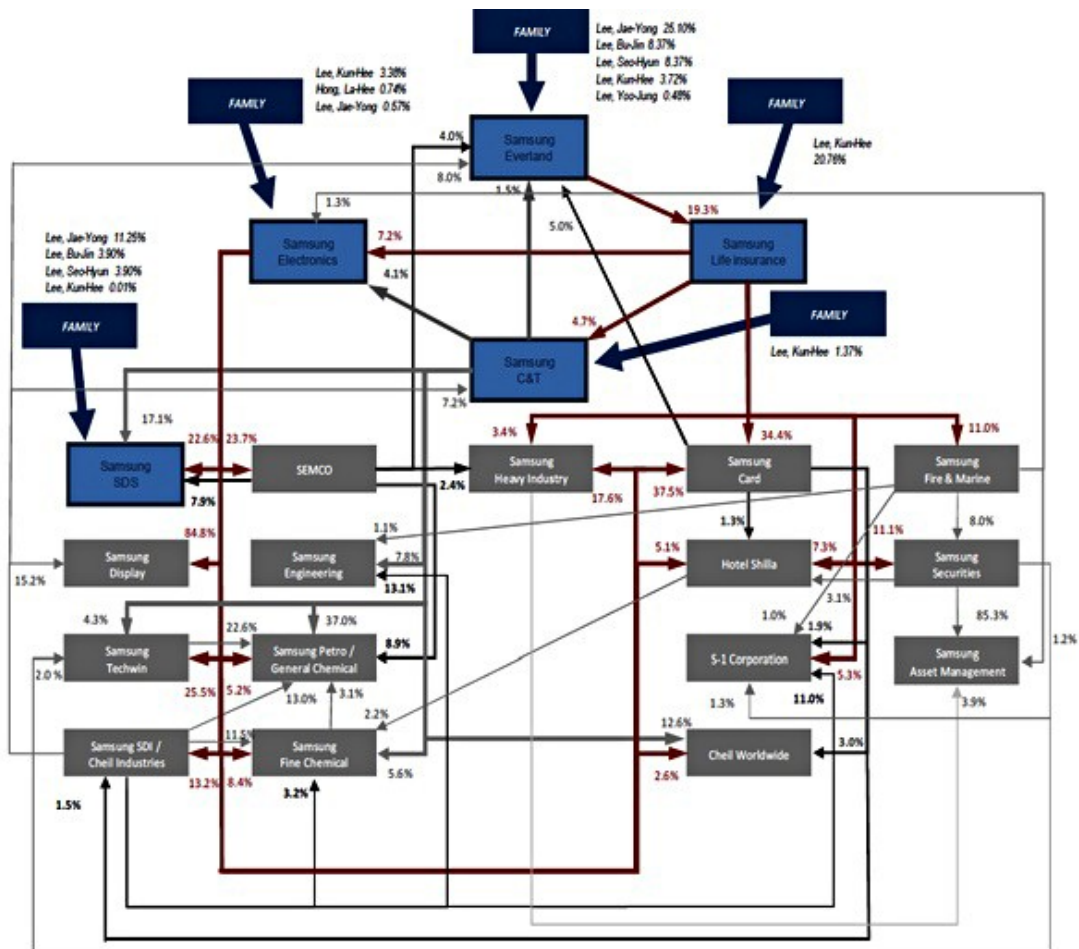
繁体中文

## 控股結構

對於大型企業和擁有巨大財富的人群，涉及到跨境資金運營，需要非常成熟的控股技巧。出於各種目的，往往需要對股權結構有精心的設計。股權代表著財富和控制，但同時也代表著政治，法律和道德風險，用最低的風險完成全部的利益輸送，是跨境資金運營中最核心，也是最基礎的部分。

合理的股權結構，會告訴所有外部人士(包括投資者和監管者)一個完美的故事，一家企業是如何在全世界進行著自己的努力，企業的每個股份上的變動，所參與的公司之間每一筆現金交易都會有一個合乎情理，充滿正義感的解釋。在這個地球上你並不孤獨，有愛你的人，也有不喜歡你的人，如果你是個富有的人，擁有龐大的企業組織，那麼恭喜你，你會有很多利益關聯的人們，他們可能希望從你的身上得到盡可能多的稅金和其他費用，他們可能和你有債務關係，他們可能是被你擠得透不過氣來的同行，也有可能是饑渴的下游企業，你的每個行動都會涉及他們的利益，因此，不管你做什麼事情，都要合情，合理，合法，合規，你需要成為一個完美守規矩的道德模範，即使你運營境外資金的目的是不那麼完美。

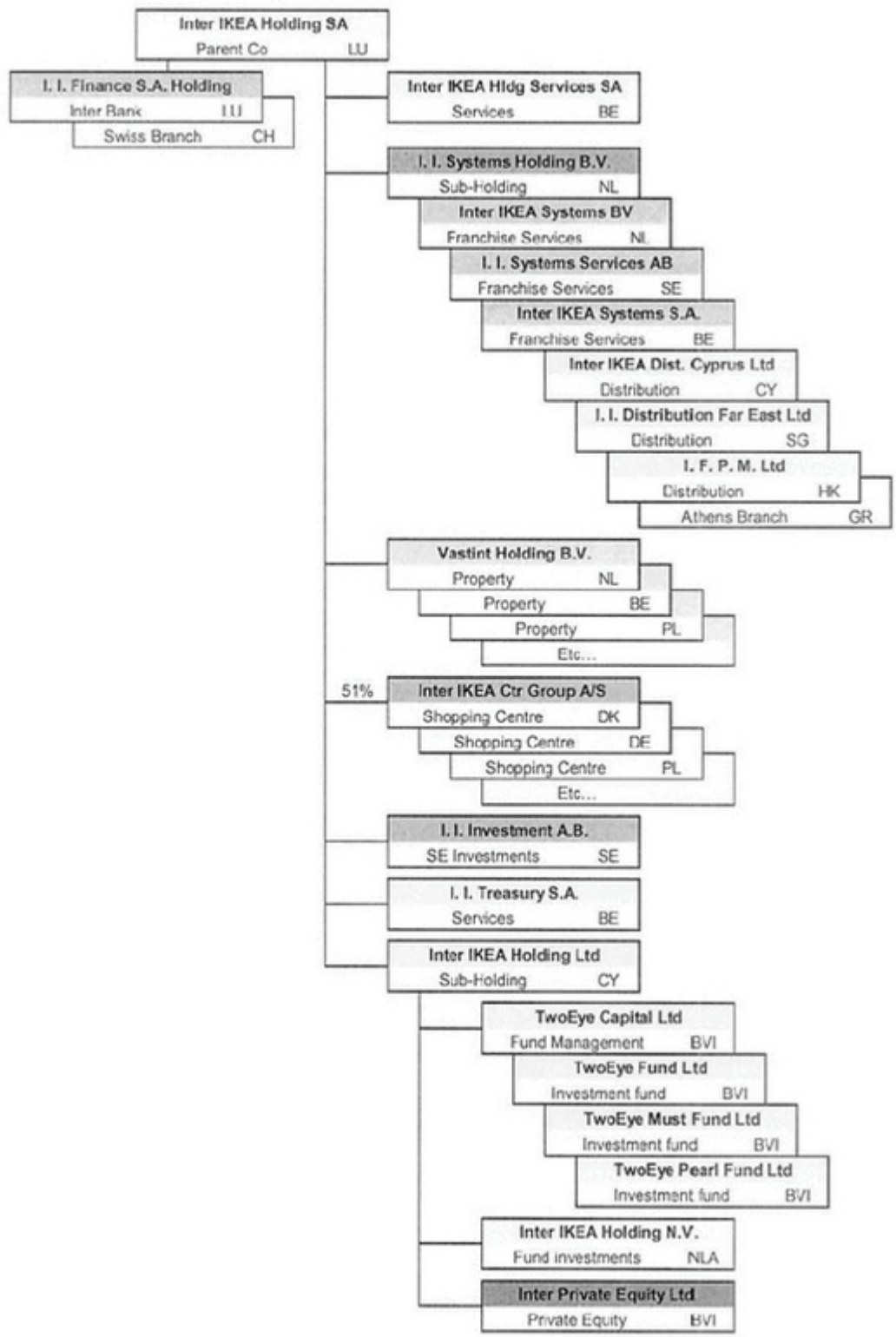
在跨境資金運營中，會有為數眾多的監管者，包括銀行，協會，稅務這些和你直接產生聯繫的組織，也是像中央銀行這樣監測你資金運營資料的龐大而高效的網路。應該說，他們有的人充滿激情，把人生的理想注入所從事的工作；有的人像軍人一樣，僅僅對上級命令產生高尚的忠誠。他們需要，同時也極度希望自己監管的企業給他們一些能夠讓自己，或者自己上級滿意的解釋，必竟每個人都不想承擔不必要的政治風險。



### 三星集團控股結構圖

這是一種看起來很複雜，但意圖很明確的金字塔形控制和交叉控股相結合的模式，三星不僅在電子產品領域堪稱模範，股權結構上也非常有大將風度。這種結構把李氏家族的控股比例降到了最低，把不進行董事投票的人群比例提升到了最高，將自己控制公司的對手壓縮到了最無力的狀態，形成了一種表面上不控股，但實際上僅以不到 10% 股權就操縱整個集團的，非常美好的股權結構。李氏家族得到了集團的控制權，他們得到了關聯交易，股權增發這些公司最誘人的利益手段，規避了幾乎所有的政治和法律風險。

### 下面是宜家集團的股權結構圖



你可以看到，宜家的金字塔式傘形結構，目的要比三星單純得多，它們只對避稅感興趣，大量的收入產生於低稅率的地區，你們注意到了宜家集團金字塔結構最頂端的 **Inter IKEA Holding SA** 了嗎，**LU**，也就是盧森堡，是一個極度低稅率的國家。一個源自於瑞典的國際品牌，母公司在盧森堡，我們可以想

像一下瑞典稅務當局的憤怒，宜家只有通過增加本國的工作機會才能稍稍讓氣得發抖的瑞典政府官員平靜下來。

跨境資金運營的大型企業，決定你的完美股權結構複雜程度的，並不是你的資產規模，而是你的目的到底是什麼，你需要躲避的勢力越多，也就是說不僅僅是本國氣勢洶洶的稅務當局，還有別的可怕的勢力，那麼你的股權結構很可能要比三星或宜家這樣超大型企業要複雜許多倍。有些企業，甚至要設立超過一千家公司來實現他們的最終目的，可憐的CFO們，記事本裏面裝滿了旗下公司的名稱和數不清的銀行帳號及密碼，每個國家發生的政策變化都可能讓他們徹夜不眠地在祈禱中度過。

**“我做的一切，都是為了承擔最小的風險和責任，得到最大的利益和控制權”。**

## 常見简单股權架構

### **(一)“規避政策壁壘”型**

中國國內兩家公司 A、B 欲在美國投資，但因其主營業務涉及敏感事項，美國政府設定了嚴格的審查標準，在投資過程中遭受政策阻擾。之後，A、B 各以 50% 的股份合資在 BVI 群島設立了一間離岸公司 C，並以 C 為投資主體在香港融資，從而順利進入美國市場，投資成功。

相關實例：浪潮資訊

2015 年 7 月 24 日召開第六屆董事會第二十二次會議，審議通過了《關於全資子公司投資設立 BVI 公司及下屬美國公司的議案》，公司全資子公司浪潮電子資訊(香港)有限公司擬在英屬維爾京群島(BVI)設立全資子公司浪潮資訊香港國際有限公司，BVI 公司設立後即在美國投資設立全資子公司浪潮系統有限公司。

### **(二)“分散投資風險”型**

甲、乙、丙是三位國內高淨值人士，擬共同投資設立一家香港公司，來投資海外的三個項目。

首先，投資者甲、乙、丙三人資訊完全得不到保護；其次，香港公司具備資訊完全透明的特徵，使得在之後的投資過程中所有專案投資結構暴露無遺；最後，香港公司同時持有三個海外項目，不利投資風險防範和分散。

借助離岸公司架構，該投資項目股權架構過程為：

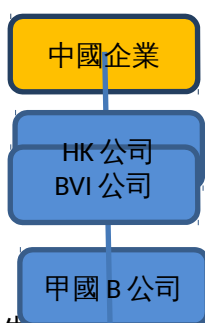
首先，由甲、乙、丙三人各自持有一間 BVI 公司，分別為 A、B、C，從而確保投資者資訊不透明，三人的資訊將完全被保密，保證原始投資資訊的安全。其次，A、B、C 三間 BVI 公司共同持有一間 BVI 公司 D，D 公司投資海外項目一；A、B、C 三間 BVI 公司共同持有一間 BVI 公司 E，E 公司投資海外項目二；A、B、C 三間 BVI 公司共同持有一間 BVI 公司 F，F 公司投資海外項目三。由於 D、E、F 都是 BVI 公司，依然利用其不透明性保證了投資方的資訊安全。最後，用 D、E、F 三間 BVI 公司分別持有三個海外項目，達到了分散投資風險的目的。

### **(三)“合理跨國避稅”型**

中國集團企業 A 欲投資東南亞甲國，目的在於獲取當地廉價的勞動力和利用先進技術開發當地原材料，由於目標原材料在甲國屬於買方市場，因此中國企業 A 擁有充分強勢的定價許可權。

直接投資結構過於簡單，對投資者的資訊沒有任何保護，極大限制了中國企業 A 充分行使定價的許可權以及境內外利潤的安排，降低了資金和利潤的靈活性，且為中國企業 A 未來退出甲國的投資埋下了沉重的跨國稅收負擔。

藉以離岸公司架構，對中國企業 A 投資甲國的實施方案優化結果見下圖。



首先，中國企業 A 在香港設立投資平臺 HK 公司，並將資金注入 HK 公司。其次，HK 公司在 BVI 設立 BVI 信託公司，並把資金置入 BVI 公司的信託計畫中，信託受益人設定為 HK 公司，受託人設定為 BVI 公司。最後，BVI 公司運用信託計畫中的資金在甲國設立 B 公司，承擔目標原材料的生產功能。

這一離岸架構將離岸平臺與信託計畫有效地結合起來，除了前述離岸架構本身具備的商業投資優勢外，還具有以下三個稅務優勢：

#### 1. 充分發揮投資企業的定價優勢

由於目標原材料在甲國屬於買方市場，因此，HK 公司購進 B 公司生產的原材料時可以自由靈活的實施定價安排，並可以把境內企業與 HK 公司的採購定價相分離，避免境內稅務當局對價格和收入的稅務監管。境內 A 企業可以與 HK 公司共同向 B 公司實施原材料採購，從而增強採購價格的合理性。

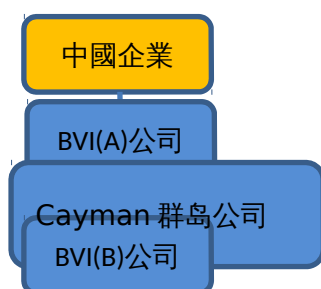
#### 2. 隱蔽關聯投資及交易資訊

通過在境內 A 企業與甲國 B 公司之間置入兩層離岸公司以及一份股權代持信託計畫，可以有效地隱蔽境內 A 企業與甲國 B 公司之間的投資關係，使得它們之間的交易和安排更為自由和靈活。

#### 3. 降低投資退出時的跨國稅務成本

當境內 A 企業欲退出其在甲國的投資時，不必直接轉讓 B 公司的股權，而是由 BVI 公司、HK 公司以及擬受讓方共同修訂並簽署原有的股權代持信託計畫，將委託人和受益人更改為擬受讓方。HK 公司再將 BVI 公司的股權在香港轉讓給擬受讓方，從而實現在甲國投資的退出。BVI 公司和 HK 公司的上述資本運作只需繳納少量的稅額即可完成，從而節省跨國性稅務成本。

#### (四)“海外上市”型



境內運營  
實體公司

股權

1. **BVI** 公司透明性差，一些境外資本市場是不讓其作為上市主體的，所以設了 **Cayman** 公司。**Cayman** 公司比較規範，海外資本市場接受度高，故通常都用 **Cayman** 公司作為境外上市主體。

2. 考慮到上市前後很可能要做業務重組，增設 **BVI(B)** 的架構就是為了滿足業務重組需要。

3. 為了便於股權處置又增設了一個 **BVI(A)** 公司，這樣大股東只要轉讓 **BVI(A)** 的權益，就變相處置了上市公司的股權，而不需要真正去股市把上市的 **Cayman** 公司股票出讓。

## 架構規劃

對於國際投資而言，需要通過一定的集團 / 公司架構作為支撐。藉此，投資者才有利於實現在全球市場的縱橫捭闔和攻城掠地。

舉例來說，假設你欲到美國投資。在確定了投資項目和可行性評估之後，你肯定會考慮通過何種方式進入美國這個問題——是選擇綠地直接投資還是並購控股？是採用公司制還是信託或基金加以管理？是直接從中國到美國進行稅務安排還是借道他國享受協定股息稅率？

同樣地，如果外資企業欲進入中國市場，它們亦需要考慮中國境內和中國境外的公司架構規劃。比如，是採用外商獨資企業、合資還是設立外國企業常駐中國代表處？是由母公司直接控有其中國 WOFE 呢，還是由母公司旗下的境外公司來控股？

如此等等，不一而足，無不說明公司架構規劃的重要性。公司架構規劃是公司組織的延伸，作為國際投資者的你，非常有必要瞭解公司架構，以及如何在全球範圍內進行籌畫和規劃。

同樣地，當你考慮和設計公司組織時，不僅受到你所在國家法律法規的限制（影響最直接的是公司法和稅法），也會受到所採用公司類型的限制。因此，當你決定區域性或國際性的公司架構時，瞭解各個國家的公司法和稅法是非常必要的。此外，選擇適合你國際投資需求的公司類型也非常重要。

但遺憾的是，公司架構規劃對很多人來說都是一個“盲點”，雖然他們相當熟悉和瞭解當地或本

國的因素，但往往因資訊不對稱或者專業素養不夠而對境外因素非常陌生。僅僅憑藉本土經驗，便草率地設計其全球的公司組織架構，可能給公司未來的發展帶來“災難”。

舉個例子吧。假設某註冊在香港的公司收購了一間英國公司後，該香港公司將其所有運營甚至公司總部都搬遷至英國。從表面上看，所有運營都搬到英國，可以更方便地開展公司的日常操作。但殊不知，儘管該香港公司註冊地是在香港，英國稅務機關卻會因該公司實際運營“在英國”，從而對該香港公司的收入在全球範圍內徵稅。同樣地，這種因公司架構規劃而引發的“遭遇”也可能發生在中國內地。根據中國大陸的法律，所有經營活動全部發生在中國境內即可成中國稅務居民。但是，無論你的公司註冊在世界的哪一個角落，一旦成為中國永久居民，你在全球的企業收益都將會被中國政府徵稅，因為中國對其居民企業實行全球徵稅。

我將會為大家介紹一些有關公司架構規劃的理念、工具，以及如何運用投資工具進行公司架構規劃的實際案例。在此，特別提醒你：在運用公司架構規劃理念及工具進行實際投資時，請你務必參閱最新法例和日益更新的實踐操作，並作出相應調整，以有效控制風險。

## 公司架構規劃的目的

公司架構規劃的目的，對企業而言，說到底，考慮為什麼要設立一家公司，其唯一的目的就是：企業生存和股東盈利。因此，對公司架構規劃的目的進行條分縷析，毫無價值。但是，考慮到短期利益（有時會犧牲長期利益）和長期利

益（有時會犧牲短期利益）的差異，我對公司架構規劃的目的加以如下細分：

- 降低成本；
- 尋求利潤；
- 市場突破；
- 上市和融資；
- 為企業未來發展提供法律保障。

總而言之，公司架構規劃的目的不同，在實際操作中，我們採用的投資工具和投資方法也各異。比如，當公司架構規劃的目的是 **IPO (Initial Public Offerings, 簡稱“IPO”)** 時，那麼，你需要就有關法律要求對交易所和當地管理部門作出回應。此外，你還需要確保該公司上市前的私人老闆們沒有任何法律問題。考慮到這些因素，我就明白了為什麼開曼公司常被用來做 **IPO** 進行上市，而非 **BVI** 公司。對此，我們稍後將進行詳細分析。同樣地，如果公司架構規劃的目的是為了進入歐洲市場投資，那麼，尋找具有“稅收效率”的工具則更為緊要

對於投資歐洲，英國公司是一個具有稅收效率的投資工具。因為英國是歐盟成員國之

一，通過英國公司為海外股東配發收益所得時，可以享受稅收減免。但是，**BVI** 公司則不能享受減稅的優惠。儘管 **BVI** 公司以“免稅”出名。實際上，很多人對 **BVI** 公司的“免稅”概念都存在著誤解。

## 公司架構規劃的原則和工具

一般來說，我們可以簡單地將公司架構規劃的工具分為：

a. 特殊目的工具 (**Special Purpose Vehicle, 簡稱“SPV”**) (比如，法人實體、公司、基金等)；

b. 構成法律關係的方式(比如，合同、協議、許可關係、信託等)。

坦率地說，構成法律關係的方式經常包含在 **SPV** 的運用中，它們通過共同作用來達成公司架構規劃的目的。不過，在有些案例中，**SPV** 一點也不“特殊”。從狹義上講，**SPV** 僅限於仲介實體/機構，這些仲介實體 / 機構所發揮的作用比較特殊，如代表股東、利用避免雙重徵稅協議 (**Double Taxation Treaties, 簡稱“DTT”**) 等。因此，**SPV** 並非運營實體。從廣義上講，運營實體也可以是一個 **SPV**。本文中的“**SPV**”，亦將採用廣義的 **SPV** 概念。關於公司架構規劃的概念，有這麼一些相關的

## 認識和說法：

認識一：公司架構規劃，是指通過綜合運用各種投資工具，而達成特定投資目的的解決方案。其中，公司架構規劃本身並不是“目的”所在。

認識二：公司架構規劃與法律因素息息相關，通過運用 **SPV** 和構成法律關係的方式來加以實現公司架構規劃的目的，不是為了違反或超越政府的法律規定，而是為了在現有法律框架下盡可能充分地利用法律給予的有利因素，實現利益最大化。

認識三：公司架構規劃不是一勞永逸的，需要根據政治、法律環境的變化，定期或不間斷地予以檢視，並作出相應調整。可以說，公司架構規劃沒有“樣本”可循，也不能“一把鑰匙開一千把鎖”。所有的公司架構規劃都應當是量身定制的。

認識四：公司架構規劃能夠產生效力，僅僅通過使用 **SPV** 不一定可以實現。相反，它的生效與否取決於如何在不同的地方安置不同的 **SPV** 和法律關係。只有 **SPV** 和法律關係安排籌畫得當，才能實現最終目的。必須再次強調的是，公司架構規劃完全基於實踐操作，因此，其所涉及知識的廣度和深度都很大。一個把女人比作花朵的人是天才，第二個把女人比作花朵的是蠢材。與此同理，那些公司架構規劃的創造者和籌畫者無疑是天才。但是，如果不瞭解公司架構規劃背後理念和邏輯的人簡單地“拷貝”和“販賣”這些理論時，“災難”便不可避免出現了。同樣，對“天才”所設計的架構“不求甚解”便盲目使用，亦會帶來災難。比如，信用違約交換（**Credit Default Swap**，簡稱“**CDS**”）本來是一種很好的避稅工具，亦是一個非常高技術的，但不用於 **SPV** 的架構工具。從法律的角度來看，整個 **CDS** 就是一份合同，但不知道為什麼那些“推銷員”卻本末倒置，將 **CDS** 賣給不明所以的投資者，以致釀成大災！

比如，有兩位投資人 **A** 和 **B**，他們都是同一家 **BVI** 公司的股東，二人皆為中國居民。如果投資人 **A** 準備將其 **BVI** 公司股份轉讓給投資人 **B** 時，那麼，兩人需要簽署一份轉股協定。其公司架構規劃者“拷貝”了一份香港居民的轉股協定，該協定甚至包含了“該轉股協議受香港公司法例規管”這樣的條款。

殊不知，全盤照搬地套用公司架構規劃會帶來“大麻煩”，因為該案例中兩位投資人都跟香港毫無關係，香港法院不會受理他們之間的任何糾紛。一旦發生糾紛，該 **BVI** 公司兩位投資人將只能在 **BVI** 法院或中國法院（兩人皆為中國居民，且協議簽署地在中國）尋求解決。但事實是，他們的糾紛很難在中國得到解決。這是因為，如果他們想通過中國法院解決糾紛，那麼，他們必須披露其在中國及全球的應稅所得。如此看來，能否達成解決糾紛尚不可知，但一系列法律和稅務問題卻應運而生。這是多麼可怕的事情！那麼，你可能會說，在中國行不通，那麼，通過 **BVI** 法院來尋求糾紛的解決怎麼樣呢？實際上，通過 **BVI** 法院來解決糾紛也並不樂觀。

情況一：**BVI**法院可能會拒絕受理，因為兩位投資者之間簽署的轉股協定寫得明明白白：該協議受香港法例規管。

情況二：如果承辦該案子的律師足夠聰明的話，他可以就容易引起爭議和抱怨的事項起草一份檔，並強調其與**BVI**法律法規的關聯性。但要知道，到**BVI**進行法律訴訟的成本非常高！在公司架構規劃中，選擇合適的司法管轄區、正確的**SPV**和正確的“方法”，對專業性要求很高。我們強烈建議不要簡單地將當地或本土的經驗簡單移植、拷貝到你陌生或不熟悉的領域和司法管轄區。

簡而言之，公司架構規劃包含了以下四個步驟：

- a. 考慮因素；
- b. 選擇**SPV**和實施方法；
- c. 具體的籌畫和規劃；
- d. 有效的實施。

#### 需考慮的因素

接上述的話題，針對如何選擇合適的**SPV**和實施方法，這其中有諸多因素需予以考慮，即：

- a. 投資目的；
- b. 司法管轄區的選擇；
- c. **SPV**的選擇；
- d. 分公司還是子公司；
- e. 政府機構審批；
- f. 稅收影響和稅收協定；
- g. 外匯管制與商業運作。

#### 投資目的

在此，我們以當前最常用的自由港為工具看看不同投資目的對公司架構規劃的影響。比如，如果某中國企業（**Domestic Company**）欲到海外上市。那麼，在進行公司架構設計時，專業人士通常會推薦境外設立開曼公司，作為中國企業的控股公司。因為，開曼公司允許在美國、香港、倫敦等國際金融中心上市。而塞舌耳公司達不到此目的。

又如，若某中國企業希望以外資的身份返程投資中國，那麼，他將會非常希望該公司股東資訊不被披露。在2009年以前，**BVI**公司是達成此目的的首選。但是，隨著**BVI**在2009年與17個國家簽署了一系列的稅務資訊交換協定（**Tax Information Exchange Agreements**，簡稱“**TIEAs**”），**BVI**公司資訊已經不再高度保密。

或者，如果某中國企業的目的是在海外做進出口貿易，那麼，其公司架構設計的首選之**SPV**則是香港公司。為什麼呢？香港背靠中國內地，地理位置優越，

便於召開董事和股東會議，而且香港是名副其實的國際金融中心，在申請香港稅務居民身份享受 5% 的預提所得稅稅率時非常具有競爭優勢。

另外，如果某中國高淨值資產人士（**High Net worth Individuals**，簡稱“**HNWIs**”）希望在境外對其資產進行保值、增值，那麼，由專業投資銀行或資產管理機構所設立的信託公司則遠比直接境外設立公司低風險、高收益得多，比如澤西基金/ 信託……

由此可見，基於投資國家/地區和投資目的的不同，公司架構設計所要考慮的功能需求、法律風險、稅務環境等亦相差甚遠。因此，公司架構的規劃需要結合實際情況，具體問題具體分析，那種認為“公司架構規劃不過是簡單的公司設立和登記”的認識是非常表面的。其實，公司的設立和登記不過是公司架構規劃方案最終的呈現形式，而在籌畫公司架構的解決方案時，常常需要專業人士的專業知識對各種因素加以考量，唯有如此，才能從容控制風險，以確保“遠航之船”乘風破浪。

其中，2009 年 12 月與中國簽署了相關協定。另外，很多人對“低稅率司法管轄區”存在著誤解。以 **BVI** 為例，看到 **BVI** 不如從前那樣有吸引力，幾乎所有的公司架構規劃者都一窩蜂地湧向所謂的“下一個最佳低稅率司法管轄區”。實際上，降低稅負並“不是”公司架構規劃的唯一或首要目的。經驗豐富的公司架構規劃者，他們盡力籌畫和真正希望的是：通過在某些司法管轄區課稅，從而在整體上使其全球稅負得以減輕。這就是為什麼新加坡公司和香港公司常常被用作稅務籌畫的原因，而他們只是低稅率，並非零稅率。我們將會通過一篇長文來解析不同司法管轄區所需採用的不同 **SPV**。常見的司法管轄區通常分為兩大類：一類，屬於普通法系的司法管轄區，如 **BVI**、開曼、塞舌耳、香港等；而另一類，則屬於非普通法系的司法管轄區，如荷蘭等。可以想見，不同的司法管轄區可能採用不同的法律體系，那麼，在公司架構規劃中所需選擇的“方法”也將會各不相同。司法管轄區的選擇進行公司架構設計時，一個不能不考慮的因素就是司法管轄區（**Jurisdictions**）的選擇。在這裏，“司法管轄區”指的是一個獨立的、自治的“區域”，可以是一個國家，一個州、一個城市（如美國的特拉華），也可以是一個特別的經濟/行政區（如香港、納閩島等），或者是自治的獨立領土（如 **BVI**）。正如我們上面談到的，公司架構規劃的基礎是通過使用 **SPV** 和某種方式來構建法律關係。從這個意義上講，司法管轄區的選擇本質上就是選擇該司法管轄區的法律體系。

在過去的 20 多年，很多公司架構設計都會採用 **BVI** 公司來解決一些問題。但是，需要提醒的是，**BVI** 公司並不是“萬能丹”，它不可能解決所有的問題。**BVI** 的法律體系以英國普通法為基礎。如今，普通法已經成為一個趨勢。一旦成為“趨勢”，普通法正被越來越多的司法管轄區採用，越來越多的人開始瞭解和使用這些司法管轄區作為 **SPV**，同樣地，提供此類法律服務的專業人士也在與日俱增。事實上，你在全世界都可以找到 **BVI** 律師尤其是在香港。絕大多數的境外

金融中心都採用了英國普通公司法。這些境外金融中心被廣泛地應用於公司架構設計和規劃中，在全世界流行，當然也包括亞洲。在亞洲，公司架構規劃者們熟悉的司法管轄區有：開曼、薩摩亞、新加坡、香港，以及其他採用英國普通法系的國家或地區。眾所周知，不同市場和不同價格水準，其所需求的商品也不同。關於公司架構規劃中的司法管轄區選擇也是這樣，對此，我們已經談了很多。選擇司法管轄區實際上就是選擇其法律體系和“方法”。與 **SPV** 操作相關的所有合同、協議，都必須在其司法管轄區法律環境所許可的範圍內進行起草和實行。這也正是為什麼選擇合適的司法選擇地如此重要！

實際上，大部分適用 **SPV** 的司法管轄區都以英國普通法為基礎，它們都將英國公司法作為其“母法”和藍本。鑒於公司架構規劃非常複雜，根據我們的專業經驗，司法管轄區可以被分為三大類。一個極端是，司法管轄區的公司法幾乎完全基於英國公司法，如：香港和新加坡。在香港和新加坡，公司法的理念現代、結構複雜，以此來保障股東、債權人和公眾等利益方權利和義務的平衡。不過，在香港和新加坡，其公司股東和董事資訊對公眾公開的。另一個極端是，司法管轄區的公司法以 **BVI** 為原型。實際上，**BVI** 公司法是英國公司法的高度簡化。這一類型的司法管轄區有薩摩亞、塞舌耳、納閩島等。其他的司法管轄區，則介上述兩者之間，其中，最著名的是開曼和百慕大。（英國 2006 年公司法 來源：法律出版社）瞭解了這些，我們就應當考慮接下來的“一個”問題，即搞清楚有哪些司法管轄區可供選擇，比如 **BVI**、薩摩亞、香港、特拉華等，而一些複雜的公司架構規劃，規劃師亦可能會選擇英國、荷蘭等。你知道多少司法管轄區呢？事實上，司法管轄區並不多，也的確如此，很多公司架構規劃師能夠對常見的司法管轄區說出個一二三來，比如 **BVI**、薩摩亞、特拉華、開曼、伯利茲、百慕大、巴哈馬、科克群島、香港、納閩島、毛里求斯、巴拿馬、塞舌耳、新加坡、荷蘭等。自從上世紀 80 年代以來，上面這些司法管轄區都成為了聲名顯赫的“國際境外金融中心”。迄今，它們的歷史大多不超過二三十年。但除此之外，你還瞭解其他的司法管轄區嗎？比如，倫敦、澤西、根西島、馬恩島、阿魯巴島、巴巴多斯、賽普勒斯、直布羅陀、盧森堡、列支敦士登、馬爾他、馬德里、蒙特塞爾拉特島、英屬特克斯和凱科斯群島等。作為國際境外金融中心，很多司法管轄區已經有 60-100 年的歷史，至今，它們仍然經常被歐洲架構規劃者，運用於歐洲的公司架構規劃中。對於常用的境外金融中心，這一清單上的名字一直都在增長。如今，已經有 50 多個。從全球範圍來看，只有少數的司法管轄區不能被用作公司架構

規劃。

比如，中國和德國，因其稅務非常複雜，不適合用作公司架構規劃。又如，從前蘇聯分離出去的國家，它們的法律體制不穩定，不適合用作公司架構規劃。另外，對資金自由流動限制（如中國）或限制外國控股（馬來西亞）的國家，

也不能用作公司架構規劃。如何選擇境外金融中心境外金融中心提供了不同種類的財經、金融及資產管理服務，著實使人眼花撩亂。大家的要求不同，選擇的金融中心自然也不同。例如成立信託，首選自然是澤西島、開曼群島等。一般而言，選擇的要素，離不開下列各點：金融中心的名聲利比亞本來是一個很重要的境外中心，但自從與美國之間有摩擦後，政治情況不穩定，名聲也不太好，現在差不多被人遺忘了。金融中心也有「流行」趨勢的，例如，十多年前流行的是 BVI 公司。有些境外金融中心，因為有實質的工商業經濟活動，例如香港、新加坡等，在國際間享有很高的聲譽。

法律體系的選擇世界上兩大法律系統是：英美式的普通法系統和基於羅馬法的民法系「大陸法」系統。兩者的優劣問題不是我們這裏要探討的，但要知道的是，大部分的境外金融中心，因為和英國有點關係，都是採用英美式普通法系。因此，大部分的境外金融財務專家，對普通法比較瞭解。但臺灣、中國內地、法國、德國等採用大陸法系，與普通法系的觀點不盡相同。最明顯的例子，比如，大陸法系的國家/地區如果沒有信託法例，則不承認信託關係；而某些採用普通法法系的國家/地區，即便沒有信託法，也承認信託關係。

#### 主要言語

英語是世界上使用人數最多的商業語言，如果你懂英語，又何必要選擇說法語的境外金融中心呢？如果你將資產移至境外地區，那麼，你資產的最大保障就是印在檔上的法律條文了。因此，若能夠瞭解法律上的文字，無論是心理上還是實質上，都將會多一份保障。

政治穩定式獨立國家獨立的國家未必政治穩定，而政治穩定的境外金融中心多不是獨立的國家，兩者沒有必然的關係。既然你要將財產放在別人家裏，而這家裏兄弟不和、夫婦反目，你放心嗎？

#### 高水準的通訊系統

陳先生在某境外金融中心開了一個銀行戶頭。有一次，陳先生發現了一個很好的投資機會，急需 US \$ 10,000，所以他用傳真通知境外銀行，匯 US\$10,000 給他。過了不久，陳先生收到了匯款，但也嚇了一跳，因為他只收到了 US\$1,000。經查問之後，才知道：原來當天該境外金融中心發生雷暴，電話線路不是很好，傳真收到時已是模糊不清，而銀行職員又沒有進行查問，以致於讓他不但損失了投資機會，也損失了查問時的長途電話費。很多境外中心只是一個小島，人口也只有幾千人，當然不可能有最好的通訊系統了。如果你需要

的服務需要依靠頻繁的通訊（如銀行、網路等），選擇時就必須多加留意。時間差如果你需要經常聯絡境外金融中心以作資產調動，選擇一個時差 12 小時的地區必然令你十分痛苦。試想：你上班的時間他們在睡覺，你睡覺的時候他

們在工作，你必須在晚上起床致電到境外金融中心，安排調動。雖然你可以用電郵來處理工作，但時差問題會使你前後需要 36 小時才可完成調動。與中國內地時差不大的有香港、新加坡(無時差)、毛里求斯( 4 小時)。當然，也要看你需要的是哪一種服務了，如果是資產保護信託，時差就並不是很大的問題。

### 保密及私隱

整體而言，西方文化非常注重對隱私權的保護，這一點與我們亞洲（包括中國）有較大的不同。因此，保障隱私的法例，西方社會比亞洲更為嚴謹、得力，可以有效地保護股東和董事資訊。一直以來，大部分的境外金融中心對於顧客的隱私也是十分的尊重，例如瑞士的銀行保密法是世界知名的。此外，BVI 的資訊保密度也比較高。但是，自從 2009 年 G20 公佈了 OECD 的“避稅天堂”名單以來，國際金融業的“保密時代”已經一去不復返了。瑞士銀行被迫向美國政府公佈了大批美國客戶的資訊，而 BVI、開曼群島、塞舌耳等境外金融中心也紛紛簽署一系列的稅收資訊交換協定（Tax Information Exchange Agreements, 簡稱“TIEAs”），資訊透明化已成為一大趨勢。不同的理財要求，需要不同的保密程度，因此，你在選擇司法管轄區進行資訊保密時，需要關注最新的法律法規和業界資訊，以有效控制風險。外匯管制作為金融中心，沒有外匯管制是十分重要的，資金一定要可以自由匯出，否則境外銀行戶頭就變得沒有意義了。稅務立法這是一個十分重要的要素。不是所有的境外金融中心都是免稅中心，或是低稅天堂。但是，很多的境外金融中心，與其他國家簽訂了避免雙重徵稅協定（DTT），使得在當地成立業務公司或控股公司免除了被雙重徵稅之苦。例如，新加坡是唯一個與中國內地、臺灣都簽訂了避稅條約的國家。另外，荷蘭（The Netherlands）與 100 多個國家都簽有避免雙重徵稅條約，加上它也是歐盟成員，稅務十分優惠，所以稅務專家很喜歡在這裏成立公司。當地的從業人員和境外服務的素質如果一個境外中心只有 2,500 名居民，你想能夠有多好的專業服務呢？某些境外中心有著長久的歷史，例如澤西島，全世界十大銀行都在島上設有分行，境外銀行服務品質一流。

### SPV 的選擇

很多的公司架構規劃者都存在著誤解，他們將

SPV 的選擇與司法管轄區的選擇等同。下面就是一個很常見的討論：

問：你為什麼要選擇 BVI 公司？

答：因為 BVI 公司很便宜。

在這裏，存在的問題就是，他們認為把 SPV 和司法管轄區完全等同。事實上，我們不僅要選擇 SPV 的司法管轄區，還需要選擇該 SPV 所適用的法律形式。而可供選擇的 SPV 法律形式有：開曼豁免公司、香港股份有限公司、BVI 商

業公司、美國有限責任公司等。要知道，同一司法管轄區有不同類型的 **SPV**。例如，在開曼，有開曼豁免公司和開曼有限責任合夥公司。在香港，則有香港股份有限公司和香港擔保有限公司。其實，這並不“反常”，要知道在中國，我們也有 **WOFE**、內資企業、中外合資企業、中外合作企業等各種不同的公司形式。根據不同需要，公司架構規劃者可以為其客戶選擇不同類型的 **SPV**。對於特別複雜的公司架構規劃，我們會選擇特別司法管轄區的特別法律法規。下面，我們以“方塊知識”的方式來介紹一些特別的 **SPV**。對經驗豐富的公司架構規劃者而言，實際上，很多籌畫和決定的順序是反過來的：

a. 決定其 **SPV** 的用途——希望受何種法律規管——希望受到所選擇法律的保護（例如，用於降低稅收的 **DTT**，或者用於國際批發銀行市場的銀行法等）。

b. 決定採用何種 **SPV**、該 **SPV** 將用於哪些司法管轄區——這些都將對股東、運營企業、外部第三方（如政府、債權人、銀行、客戶、供應商、員工等）的關係進行規管。具有“國際理念”的司法管轄區，正在制定各種法例來創造特殊的 **SPV**，以吸引全球範圍內的公司架構規劃者。此舉將會給各司法管轄區帶來兩大好處：一方面，政府將可以徵收各種牌照費，另一方面，當地經濟將可以吸引資本的大規模流入。以 **BVI** 為例，其政府並不諱言 **BVI** 國際商業公司（**International Business Company**，簡稱“**IBC**”）就是為了徵收牌照費，而 **IBC** 就是以前非常流行的 **BVI** 離岸公司。**BVI** 是一個非常小的司法管轄區，其人口僅僅有 **20,000**，根本不足以提供任何形式的金融服務。但是，現存的 **BVI** 公司卻已經超過一百萬。即便每個公司的牌照費僅以 **50** 美元計，**BVI** 政府的收入都已經達到五千萬美元——這對 **BVI** 這樣的很小政府來說，可不是個小數目！正因為如此，很多小的司法管轄區紛紛模仿 **BVI**，提供離岸公司作為 **SPV**，如薩摩亞、塞舌耳、毛里求斯、納閩島等。對亞洲人而言，較為常見的 **SPV** 形式多為“股份有限公司”或“合夥制”。除此之外，你還瞭解這些 **SPV** 嗎？比如，公司、國際商業公司、離岸牌照、豁免公司、非居民公司、混合公司、**C** 類公司、**S** 類公司、有限責任公司、**SGPS**、**GMBH**、**AG**、**SA**、**UCITS**、**OEIC**、基金、有限合夥公司等。如果你還不知道這些 **SPV**，也大可不必擔心，因為，除非在特殊情況下，有些 **SPV** 很少會用到。除了公司實體外，用作公司架構規劃的 **SPV** 還有很多。為了便於理解，我們嘗試將其分為兩類：

a. 法人團體——該類 **SPV** 具有獨立法人資格，如法人團體（有限責任或無限責任）、基金、有限責任公司；

b. 非公司法人團體——分公司、信託（具備信託主體）、有限責任合夥企業、協會/俱樂部、代表處、合資企業。

果想要完全瞭解上述所有類型，恐怕至少得花三年的大學時間去學習，因此，在今天的短文中，我們將不一一詳述。在這裏，我們可以為你簡單地介紹一下分公司和子公司的異同。分公司還是子公司企業進行海外投資，需要從各個方面、各個角度來設計公司架構。比如，在當地設立子公司還是分公司？如果是要設立子公司，是直接投資設立，還是通過中間控股公司間接投資？另外，其公司架構的籌畫是否將稅務和資訊交換等因素考慮進去？又或者，由於中國實行投資審批制和外匯管制，其公司架構能否有利於通過主管機構審批和外管局結匯？進行公司架構設計時，企業要考慮的第一個問題便是：在當地設立什麼樣的商業機構？通常，當你帶著這個問題諮詢專業人士時，他們會為你分析分公司和子公司的不同，並根據你現有之集團/公司架構分別從稅務和商業運作的角度提供相關架構解決方案。

我們知道，分公司不是獨立法人，屬於中國企業在當地的一個常設機構（**Permanent Establishment**, 簡稱“**PE**”）。從財務會計和納稅的角度看，各地的稅法不同。有一些國家（比如在中國），分公司可以根據總收入乘以核定利潤率計算出核定的利潤，然後按照適用的稅率在當地繳納所得稅，並按照收入減去成本費用後的實際利潤繳納所得稅。有一些地區兩種方法都採用：如香港。另外，分公司的虧損可以通過合併財務報表的方式，以此來抵免總公司的應納稅所得額，從而降低整體稅負。但分公司將稅後利潤匯回總公司，則各地區的稅法有很大的分別。有些地區只向已匯回總公司的利潤對總公司征預提稅（**Withholding tax**）或股息稅（**Dividend tax**），有些地區則以分公司所有實際利潤向總公司征預提稅，但可抵免分公司已繳的所得稅。這個確實不好理解，但是從納稅義務人的角度看，就會容易很多，兩個納稅義務人：一是，需繳納企業所得稅的分公司；二是，需繳納股息稅或預提所得稅的總公司。很明顯，它們的稅率不同，**DTT** 協議對總公司和分公司實際稅務情況的影響也不同。

### 金字塔股權結構

金字塔式股權結構是跨境公司控股的重要方式，如果一家企業想用一種隱蔽的方式控制自己的境外公司，那麼金字塔股權結構的操作就是最理想的工具。

金字塔企業和它們進行債務融資的目的，比非金字塔企業有更高的杠杆率以及金字塔企業中的債務融資和侵佔風險向聯繫。我們發現其債務融資的目的不是為了擴大控制權，形成約束機制，節稅和風險共擔。我們的結論表示金字塔企業的資本結構受終極股東的侵佔活動的影響，這些終極股東的控制權大於其所有權。

首先，金字塔股權結構廣泛存在，其主要的特徵是終極股東的所有權與控制權的分離和複雜的股權結構。

所有權與控制權的兩權分離，保證了終極股東可以以較低的成本侵佔底層公司的利益。而且，如果金字塔股權結構中鏈條越多或層級越多，結構越複雜，那麼終極股東侵佔底層公司的行為就越難被外界所察覺。

金字塔股權公司比非金字塔股權公司有更多的債務融資，還發現終極股東的現金流權與控制權的分離與金字塔企業的高杠杆率相關。這兩個主要特徵下進行債務融資的目的與常規目的是否不同，是否更多地是終極股東為了侵佔子公司的債權人和中小股東的利益而進行的。

### 債務融資

- 1.債務可以形成約束機制，債權人可以通過減少自由現金流量和加強監控等方式，減輕管理層的轉移動機和限制股東的過度投資。
- 2.債務可以避免終極股東的控制權的稀釋。

3.債務可以產生節稅效應。

### 3.2 金字塔股權結構

金字塔股權結構中的現金流權與控制權的分離使終極股東以較低的成本獲得較高的控制權，這就會增加控股股東進行利益侵佔的動機和能力，即犧牲其他股東的利益來獲得自己的利益。終極股東會通過轉移底層上市公司的資源、資金至上層公司或以低於市場價值的價格獲得公司股票等“掏空”行為，進行利益侵佔。那從另一方面來說，債務融資方便終極控股股東為了自身的利益利用子公司借來的資源，卻不用全部承擔子公司的財務危機成本，那其債務融資也有可能是終極股東進行利益侵佔的一種方式。如果是這樣的話，那在金字塔股權結構不透明的企業，其侵佔行為不易被外界察覺，那其杠杆水準是否會更高？在債權人和股東權力的保護程度高的國家，侵佔行為的成本會更高，那其杠杆水準是否會降低？

終極股東使用更多債務而不是股票是為了避免股權稀釋。那在金字塔企業中，債務融資的目的也有可能是為了擴大控制權。我們識別了一系列情形，在這些情形下，終極股東有更強的動機去使用債務作為控制機制。比如，同一終極股東控制下的金字塔企業和獨資公司，家族金字塔企業與非家族金字塔企業，以及出現控制權競爭時，家族控股股東的反映。

金字塔企業使用債務融資是因為債務的常規優勢嗎，即是為了形成約束機制和產生節稅效應嗎？

金字塔股權結構可以創造內部資本市場，還可以實現多元化經營和交叉補貼，這就降低企業的經營風險和財務風險，因此金字塔股權企業能夠以較快捷的途徑和降低的成本獲得債務融資。那金字塔企業是否因風險共擔效應的存在，而有高杠杆率？

許多西方公司至少有兩個控股股東，而第二大股東的出現對企業價值也有影響，並且公司價值依賴於前兩大股東的所有權規模的大小。雖然，第二大股東的出現對融資決策的影響還沒有被研究，而在某種程度上，杠杆率會影響企業的價值，那金字塔企業中的第二大終極股東的出現會不會先影響企業的債務決策，進而影響企業的價值？

股權集中以及現金流權和控制權的分離會給公司帶來利益衝突和代理問題。當終極股東能夠有效控制金字塔企業時，他們可以為了自身利益分配子公司資源，但這對其他利益相關者而言並不是必要的。另外，現金流權和選舉權的分離越大，就越可以保證其對企業政策的自由決定權以及獲得諸如社會地位、政治影響和高於其他股東的權力等好處。這就使得控股股東在金字塔企業中獲得的利益遠遠大於他們投資應得的回報。考慮到金字塔結構頂端的控股股東有著與其現金流權不對稱的高選舉權，其可以通過對金字塔企業的有效控制獲得私利，我們對其債務融資的動機進行了一些假設：

H1：在金字塔企業中，現金流權和控制權的分離使得終極股東有動機為了

侵佔其子公司的利益而去提高其債務水準。

“掏空”是指終極股東利用控制鏈將底層公司的資源轉移到上層公司的行為，掏空的路徑可以是通過關聯交易轉移資產，使用子公司的資產做其的擔保物以及無形資產的高使用費等。那麼債務融資也有可能成為其掏空行為的一種方式，因為複雜的股權結構，終極股東可以為了他們自己的利益而使用資金，也不容易被外界所察覺。而且控股股東因為其在子公司中的現金流權低所以也不用承受其財務危機的全部成本。我們假設在金字塔結構下如果子公司沒有面臨財務困境，終極控股股東就會提高子公司外部債務的比例，然後把現金從現金流權低的子公司轉移到現金流權高的子公司。

H2. 金字塔股權結構中的高債務水準是因為終極股東有強烈的擴大控制權的動機。

股東要進行有價值的投資行為來保護其控制權，但股權融資會稀釋控制權，債務融資不會分散控制權，所以高管們會有策略地選擇債務水準來獲取選舉權和避免股權稀釋。

H3. 如果債務融資的目的是形成約束機制，那麼金字塔企業的高杠杆水準會通過債務融資來減輕代理問題，進而增加企業價值。

因為支付現金的承諾和債權人的監督，企業管理者會降低用自由現金流進行過度投資的動機，所以債務會幫助企業減少經營權和控制權分離帶來的代理問題。在這種分析下，那麼代理問題更嚴重的金字塔企業中，終極股東會使用更多的債務來減少與過度投資有關的代理成本來增加企業價值。而債務的好處也會在高自由現金流的金字塔企業中更加明顯。

H4. 金字塔企業比非金字塔企業有更高的杠杆率是為了獲得更多的節稅效應。

債務可以帶來節稅效應，那麼高盈利的公司會使用更多的債務融資來減少稅收費用。同樣地，終極股東也可能會在其子公司中增加債務水準來節稅。

H5. 金字塔企業因為比非金字塔企業有更低的風險，所以使用了更多的債務融資

因為金字塔結構包含來自不同行業的公司，它們往往是高度多元化的，而且也創造了內部資本市場。每個子公司都能夠獲得這個集體中的留存收益池的支援，也可以通過內部資金和交叉補貼來豐富它們的投資組合，金字塔股權結構會給子公司帶來良好的風險狀況，從而容易從外部借得資金。

關於金字塔企業的高債務水準的原因。結果不能拒絕債務和終極股東的侵佔行為相聯繫的假設，我們也沒有發現支援債務的使用是為了擴大控制權，形成約束機制，節稅以及風險共擔的證據。

## 交叉控股

所謂相互持股，又稱“交叉持股”或“公司相互轉投資”，是指兩個或兩個以上公司之間通過相互投資，相互持有對方一定比例的股份，相互成為對方股東，進而形成的一種相互支持、相互抑制的公司聯合形式。

大多數國家對公司間相互持股未作明確規定，由公司章程自主決定，為公司間相互持股的形成創造了寬鬆的法律環境；

公司可以向其他企業投資；但是，除法律另有規定外，不得成為對所投資企業的債務承擔連帶責任的出資人。

公司向其他企業投資或者為他人提供擔保，依照公司章程的規定，由董事會或者股東會、股東大會決議；公司章程對投資或者擔保的總額及單項投資或者擔保的數額有限額規定的，不得超過規定的限額。

而對公司間相互持股形成過程的規範恰恰是保護局外股東、債權人及公眾利益的關鍵所在。

綜公司間相互持股這一特定現象，我們可以作出如下判斷：大多數國家的法律並不限制公司間相互持股，這意味著公司間相互持股被允許存在並且不受

限制，甚至連子公司持有母公司的股份也不受限制。可以說，只要存在企業集團就無法回避企業之間相互持股的事實。

根據相互持股的公司之間是否具有母子公司關係，相互持股可以分為垂直式（縱向）和水準式（橫向）兩種，前者是指在母公司持有子公司股份的同時，子公司也持有母公司的股份，但數額不足以改變母子公司的關係；後者是指兩個或兩個以上的公司之間相互持有股份，但這些公司之間地位平等，並未形成母子公司關係的類型。公司相互持股的形態，一般可分為以下幾種：①單純的A、B兩公司相互持有對方股份。②環狀形交叉持股。即AB公司、BC公司和CA公司之間各自相互持股，形成一個封閉的環形系統。③網狀型交叉持股。所有參與交叉持股的公司，全部都與其他公司產生交叉持股的關係。④放射性交叉持股。以一家核心公司為中心，由其分別與其他公司形成交叉持股關係，但其他公司之間則沒有交叉持股關係。

### 一、公司相互持股的優勢

1. 有利於鞏固經營權，促進公司進行長期投資。公司相互持股來業務上有上下游關係的公司之間“親上加親”大大強化企業間的聯盟，從而增強了公司資本的積聚能力。另外，相互持股的法人股權結構，其實質是公司取得相對多數之股份表決權，具有維持公司經營權的作用，使得公司經營者能全力投入事業而無須顧慮經營權被他人無端介入的問題，將精力全部投入到公司企業的長期投資戰略上，促進公司更好發展。

2. 有利於減少公司經營風險。通過相互持股，公司之間結成戰略聯盟，從而進一步維持和促進相互之間的經營合作關係。在經營投資方面上能確保公司的供銷管道的穩定，減少公司經營風險。從另一方面來講，公司還可以方便地向相互持股公司籌集資金，而且往往成本較低廉。如果有銀行這樣的金融機構參與相互持股，那麼這種籌資優勢就更為顯著。

3. 有利於對抗敵意收購和增強公司的留存資金。相互持股的情況下，公司之間相互依存，相互滲透，相互制約，在一定程度上結成“命運共同體”而且它們之間基於一定的協議或契約建立起來的互信，能夠防止股份的自由流動。因此，當相互持股公司遇有他人惡意收購時，相互持股的股東就可以發出收購邀約，與敵意收購者競爭，使收購的成本與風險增加，讓收購者望而生畏，不敢輕易採取吞併目標公司的行動。

### 弊端

1. 虛增公司資本，危害公司資本三原則。

資本真實是現代公司法的基本原則，具體表現為資本確定、資本維持和資本不變三原則，然而公司之間出現相互持股現象則會導致公司資本空洞化的結果。例如，A、B兩家公司各有資本額5000萬，現在A、B兩家公司分別出資2000萬向對方公司投資，此時，兩家公司的帳面上就有2000萬的新增資本，但實際上兩家公司的資本並無任何實質的增加，其所增資本純系公司原有資本在兩家公司的帳目上來回轉移所致。顯然，公司之間的這種轉投資行為與

公司法的資本真實、資本維持、資本不變三原則是相衝突的。與此同時，當 B 公司把 A 公司所投資之資金，再度轉投資 A 公司時，這樣的轉投資行為還違背了公司法的禁止出資返還的理念。最後，這種行為還形同 A 公司通過 B 公司間接地持有自己公司之股份，從而與公司法禁止公司取得自己股份的規定背道而弛，嚴重影響到公司資本的充實。

2. 公司治理結構失去制衡，容易產生內部人控制的後果。

公司的治理模式一般是“三會分立”制，即股東會作為權力機構、董事會作為執行機構、監事會作為監管機構，三會通過其各自權力的行使而相互制衡。在公司相互持股的情況下，由於公司持有他公司股份，其表決權由公司經營者代表行使，在縱向型交叉持股的情況下，子公司經營者受控于母公司。另一方面，在橫向型交叉持股情形下，各公司經營者最合理的行動模式是不干預他公司的經營權，以換取他公司不干預自己公司經營權的承諾，從而在共同默契下，各公司經營者將自己持有他公司股份的表決權委託他公司經營者代理行使，結果造成各個經營者對於交叉持股體系下的自己公司股份，享有完全的自主控制權。縱向交叉持股結構中，位居中心的母公司之經營者，尚需以自己資金取得母公司的控制權，才有辦法支配其他公司表決權的行使；但在橫向交叉持股結構中，經營者可能完全無須支出任何自己的資金，就可以控制自己的公司了。於是，真正的出資者——股東卻被排除在股東大會之外，其股東權成為虛設，股東大會的決策權被經營者支配。

## 論優先認股權

優先認股權是股東源于股權的一項基本權利，是跨境股權控制的一種重要手段。大量的股權變更操作都涉及到優先認股權的使用，在不記名股權被允許的國家，優先認股權是控制公司最重要的工具之一。

優先認股權也叫優先認繳權，是先買權的一種。這種權利可以分為兩類：一是股東在轉讓股份時，其他股東有優先購買的權利；二是當公司增資發行新股票時，公司現有股東有優先根據其持有的股票在已發行股票中所占比例購買相應新股票的權利。我要在這裏說明的主要是第二種含義上的優先認股權。

## 一、優先認股權的法律性質

優先認股權實際上是一種先買權。有的認為先買權是一種請求權；有的認為是形成權；有的認為是一種附條件的形成權；也有的主張既是請求權，又是附條件的形成權。主張先買權為形成權的主要理由是，優先購買權的權利人並不能請求義務人為一定行為或不為一定行為，而是只憑自己單方的意思表示，即可與義務人之間形成買賣關係，而不問出賣人是否同意。因此，優先購買權應是一種形成權，而不屬於請求權。

對優先認股權的法律性質作過一些探討，一說認其為債權；一說認其為形成權。請求權與形成權的劃分主要以權利的作用為標準。請求權，指權利人請求他人為或不為一定行為的權利，這種權利須通過義務人實施一定的行為或不實施一定的行為才能實現。形成權則是指權利人依自己的行為，使自己與他人間的法律關係發生變動，即發生、變更或消滅的權利。形成權之行使，原則上不得附條件與期限，以避免置相對人於不確定之法律狀態。因此，先買權為附條件的形成權一說難以成立。然請求權與形成權的主要區別是請求權以基礎權利的存在前提，沒有基礎權利便不能產生請求權，形成權則不以基礎權利為前提而能單獨存在。這種基礎性權利是法定的或約定的權利。股東的優先認股權不能憑股東個人的意思表示就導致該權利的產生，而是以法律規定或公司章程的約定為基礎的，如法律未有規定，公司章程也未有約定，股東個人的意思再表示也無法形成優先認股權。其次，形成權是以權利人單方意思表示為生效要件的，而請求權則需向相對人作出意思表示，達成合意才能生效。僅憑股東的單方意思表示，優先認股權能實現嗎？股東在行使優先認股權時仍得向公司作出意思表示。請求權以請求對方履行給付義務為內容，形成權以引起法律關係的變動（設立、變更或終止）為內容，顯然優先認股權是以公司股份的給付為最終目的的。請求權與形成權的一個重要區別是是否具有可轉讓性，一般說，請求權是可以轉讓的，而形成權是不能轉讓的。國外許多國家都允許優先認股權的轉讓，特別是作為優先認股權的載體——新股認購證書一般都允許轉讓，綜上，優先認股權為請求權的理由應更為充分。

## 二、優先認股權的法理依據和功能

優先認股權的法理依據，主要在於股東的比例性利益，即公司成立之初股東都按一定比例認購公司的股份，公司的經營決策權，紅利的發放、各種利益的分享均按此比例進行，維持原有的股比可使公司的利益格局保持均衡。而這種比例的維持主要在公司增發新股時，股東須按原有比例優先認購。但股東的比例性利益似乎還不能說明優先認股權的法理依據。我國學者對此探討較少，有的學者認為股東優先認股權的根據在於股東的平等原則，即持有相同內容、相同數量股份的股東，應當在基於股東地位而產生的法律關係中享受相同的待遇。[5]但這裏似乎還可以再深入一步，股東的平等權源於何處？源于股東所擁有的股權。股東

將自己的出資投入到公司,將出資財產的所有權讓渡給公司,從而獲得出資財產所有權的對價——股權。股東在公司的一切權利均來自股權,股權作為一種新型的財產權是財產性權利與非財產性權利的結合,是自益權與共益權的結合,股東可以憑藉股權參加股東大會,參與公司重大事項的決策、選擇管理者,也可以憑藉股權從公司分取紅利,獲得各種利益。股東在公司的權利大小、獲取利益的多少均取決於其在公司股權的多少。股權的比例將是股東在公司享有比例性權利的保證。也是未來按比例享有期待性利益的保證。因此維持原有的比例性利益是源於股權本身的要求。這種比例性利益遭到破壞將會使股權受到損害。因此,股東的平等性原則仍源於股權的比例性要求。這種要求最終源於股權的財產性、資本性。

優先認股權的主要功能是確保股權不被稀釋。如前所述,維持股東的比例性利益是股權本身的要求。這種比例性利益可以分為兩類:一是現實的比例性利益,在公司的重大事項決策中,在選擇公司高級管理人員時,股東可以按其在公司中所擁有的股份行使表決權。在公司分配紅利、分割剩餘財產時按其股份的比例領取。二是期待性的比例性利益,即在公司增加資本,增發新股時,為使股東原有的比例性利益不受損害,公司應按股份的原有比例由股東優先認購。由於公司增加資本金並不是經常發生的,因而這種比例性利益仍屬期待性的。但期待性利益也會轉化為現實性的利益,國外有的學者將優先認股權分為抽象性的優先認股權和具體性的優先認股權。抽象性的優先認股權,即法律或公司章程基於股東資格或地位而賦予股東的一項權利,只要法律或公司章程規定了股東的優先認股權,此項權利便與股東資格同時發生,並隨股東資格之轉移而轉移,隨股東資格之消滅而消滅。具體性的優先認股權是指享有抽象性優先認股權的股東根據公司機關(含股東大會或董事會)發行新股的決議而取得的優先請求公司按其持股的比例分配新股的權利。股東出資到公司,就擁有了與出資比例相適應的股權及與此相應的各種權利和利益。為了保證這種比例性利益能長久維持不遭破壞,就必須賦予股東的優先認股權,以免在公司發行新股時,因部分股東超比例認購新股,或新股的進入而擠佔了原有股東股比,使原有股東的比例性利益受到減損。股東一旦因出資而擁有公司股份時,就同時獲得了這種權利,當然此時的權利還是抽象性的優先認股權。一旦公司決定增資擴股,這種權利也就轉化為具體性的優先認股權,也就成了股東的現實利益了。

優先認股權的另一個重要功能是對中小股東利益的保護。公司中大股東侵害中小股東的利益是常有發生的事,如何保護中小股東的利益是社會各界重點關注的熱點問題。保護中小股東利益的一個基本問題就是如何確保中小股東的比例性利益不受大股東的侵害。如果公司發展前景較好,盈利水準較高,在增資擴股中大股東往往會利用自己控制股東會、董事會的便利設法提高自己的認購比例,或讓利益相關人作為新股認購而進入公司,使原有股東的股份被稀釋,比例

性利益受侵害。因此,各國往往通過立法或公司章程明確規定股東的優先認股權,以確保中小股東的比例性利益不受大股東的侵害。

### 三、優先認股權與公司利益的衝突

一般情況下,股東的利益與公司的利益總是一致的,股東的優先認股權與公司發展新增資金間也不會發生大的衝突。但有時因股東對公司新增資本金的用途和前景的分析有分歧,有的股東對公司新增資本的前景不看好時,就會拒絕認購公司新股,使公司增資計畫落空。

有的股東想認購新股,但手頭缺少認購資金,因而無法完成新股的認購。因此,公司增發新股時,如新股完全由股東認購或由股東優先認購,勢必會因種種原因導致公司新增資本無法到位或無法及時到位,從而使公司利益受損。當公司與其他企業合併或聯合,為了和對方交換財產而發行新的股票,公司原有的股東就不再享有優先認股權。因為公司的合併或聯合勢必要吸納其他企業的財產和接納其他股東加入,如果維持原有股東的優先認股權也就使公司的合併或聯合難以進行,股東既然同意公司與其他企業的合併也就同意放棄優先認股權。

當持有可轉換優先股的股東或可轉股的債券持有人行使轉股權時,公司將增發普通股票,此時的普通股股東沒有優先認股權。因為發行可轉換優先股和可轉股債券時已經股東大會同意,轉換時正是優先股股東和可轉股債券持有人行使他們的正當權利,自然與普通股股東無關。

在公司因破產或其他原因發生重組時,原有股東也不享有優先認股權。因重組往往是因公司經營發生困難,難以為繼時,為了公司的生存和發展而引入其他資產對公司進行重組,儘管外來資本的進入將稀釋現有股東的權利,但本著為公司的解困和發展著想,對原有股東有利而無害,而且公司的重組往往是經公司股東會或董事會討論通過的,原有股東也就不再有優先認股權。

### 四、國際上對優先認股權的認識

各國普遍對股東的優先認股權也作了相應規定,在有限責任公司的設立和組織機構一章中,第33條規定公司新增資本時,股東可以優先認繳出資。有限責任公司是一種封閉式公司,股東人數較少,股東行使優先認股權時操作不會太繁雜,因此由法律規定股東的優先認股權既從法律上保障了股東的權益也不會給公司帶來損害。但是我國公司法中對股東優先認股權規定得過於簡單,在實務中操作性較差。在實際操作中往往會碰到如下問題:

首先,股東優先認股權是權利還是義務?如是權利則成為股東的法定權利,公司不得以章程、決議等各種形式予以剝奪。當股東的優先認股權與公司利益發

生衝突時,如公司重組,企業間的聯合、合併,給職工發放股份時公司機關能否以決議的形式排除股東的優先認股權?如不能排除,符合公司利益的、但與股東優先認股權有衝突的活動就不能進行,這樣就會使公司的利益受損;如可以排除,則哪些情況下可以排除?哪些情況下不能排除?範圍過大損害股東利益,範圍過小則影響公司利益。在法律無明確規定時,任何情況下都不得排除股東的優先認股權,這就會使公司的許多活動受到影響。

如果股東的優先認股權是一種義務,那麼在公司新增資本時,股東就必須按原有比例認繳出資,如不足額認繳,將承擔何種責任?當然從法條的文義分析,這裏的優先認股權是一種權利而不是義務。既然是權利,股東就可以放棄。當股東放棄認股時,公司就不能籌足所需資金,這時可由其他股東認購,但其他股東是否還享有二次優先認股權,公司機關能否排除這種二次優先認股權,直接將所剩股份發售給某一股東或發售給公司以外的其他人?法律無明確規定,實務中很難操作。

### 控股后的利益转移

公司並購是跨境資金一種重要的轉移形式,而實現控股後,通過合理完美的方

式實現現實利益的轉移，是資產配置的核心內容。

母公司通過關聯交易挪用子公司資金

大股東虛假出資

控股股東定向增發掏空行為

大股東通過高位減持套現掏空企業

## 概念界定

三個核心概念，公司並購、掏空、大股東，下面分別進行界定：

### 公司並購

公司並購是公司兼併和公司收購的合稱。公司兼併分為廣義和狹義之分，廣義的公司兼併包括吸收兼併和新設兼併，它是指兩家或更多的獨立的企業、公司並購組成一家企業，通常由一家佔優勢的公司吸收一家或更多家的公司[28]。狹義的公司兼併僅指吸收兼併，是指一家公司被另一家公司吸收，後者繼續保存它的名稱和地位，而被吸收的公司則不再以一個獨立的商業實體存在。公司收購同樣也有廣義和狹義之分，廣義的公司收購是指法律上獲取特定財產所有權的行為，尤其指通過任何方式獲得實質上的所有權的行為，狹義的公司收購是指收購方通過購買資產、股份或是股票等方式取得另一家公司經營權的行為。兼併和收購在交易物件、交易過程、交易目的等方面存在諸多相同點，因此被合併稱為公司並購。結合兼併和收購的含義可以看出公司並購實質上是控制權運動的過程，是並購方購買目標公司部分或全部資產獲取控制權的行為。我國學術界對並購的定義和西方的不完全相同，其中包含了兼併、收購、資產剝離、資產置換、股權轉讓、託管等行為，屬於廣義的公司並購的含義。主要運用資產收購、股權收購、資產剝離和資產置換說明大股東如何侵佔中小股東利益。

### 掏空

掏空(**tunneling**)，是指控股股東利用其擁有的絕對股權或控股地位，採取一些見不得人的手段，轉移公司資源，主要是基於金字塔結構、交叉持股等方式控股股東侵佔中小股東的行為。它的含義和侵佔的含義是一致的。掏空通常有兩種表現形式：第一種形式是大股東為了自身收益的最大化往往利用自我交易將企業的資源轉移，這種自我交易不僅包括舞弊和偷竊等法律所禁止的行為，同時也包含了各種正規的銷售合同，大股東在這一過程中利用形式定價轉移資產、對外擔保債務以及高估管理層報酬等方式侵佔中小股東的利益；第二種形式是大股東通過增加在企業中的份額而不是轉移任何資產，例如通過增發股票進行稀釋、凍結部分股權或是利用股權收購增加份額從而限制了中小股東的相關交易。股東的掏空行為在證券市場建立之初就已經出現，目前更是盛行。

### 大股東

股東是公司的投資者，可以出席股東大會，對會議中的公司合併、分立以及公

司章程等決議都有表決權。本文所涉及的大股東是指控股股東。出資額或是持股比例在公司總股本中達到一定的比例的控股股東，對公司的經營決策、財務管理甚至人事的任免有直接或間接控制的權利[33]。控股股東最本質的特徵是擁有控制的權利，這將直接影響大股東的行為。按照持股比例劃分，控股股東可以分為絕對控股股東和相對控股股東。絕對控股股東一般擁有 50% 以上的表決權的股票，而相對控股股東的持股比例往往低於 50%，但是其出資額或持有股份所享有的表決權已足以對股東會、股東大會的決議產生重大影響。主要強調其擁有的控制的權利，在持股比例方面沒有具體的要求，但是直接或間接持股量必須占絕對優勢。

在公司中，大股東和中小股東都是公司的所有者，若大股東同時在公司中擔任經理，則大股東和中小股東之間是傳統的委託代理關係；若大股東和中小股東都是投資者的情況，則大股東和中小股東之間也同樣存在的委託代理問題，由於大股東在公司所占份額較重，有足夠的動力參與到公司管理或是監督管理層從而提升公司價值，大股東一方面可以從公司日常經營利潤中按持股比例獲得相應的利益；另一方面，從經濟人假設角度，每個人都追求個人利益最大化，控股股東不會僅滿足控制權公共收益，他們往往會通過掠奪中小股東在公司中所擁有的利益，即爭奪其控制權私人收益，為了使其自身利益最大化。

公司控制權是最終任命公司高層管理層的權利，是指對公司的所有可供支配和利用的資源控制和管理的權利。法律上的控制權是與公司所有權等價的，但實際的情況卻是在公司中擁有所有權卻不一定擁有控制權，控制權和所有權並非一一對應。在早期公司控制權發展中並沒有對特定控制權和剩餘控制權區分，特定控制權是投資者擁有的與企業約定契約內的權利，而契約之外的決策權和投票權則為剩餘控制權。公司控制權是有價值的，它可以通過資源的轉移和使用增加個人財富，可以使大股東獲得自我實現的滿足感等，因此控制權成為各方投資者爭奪的對象。如果在控制權爭奪的過程中，股權的買賣數額並沒有使公司的控制權發生轉移，即只是一般證券投資行為，而如果股權買賣數額超過了界限導致控制權發生轉移，則就是本文研究的公司並購的行為。目前我國資本市場實現了全流通，使收購的成本也有所降低，掌握控制權的大股東為了使自身的利益不斷膨脹，往往通過董事會或是股東大會影響公司的管理決策，使該決策更有利於大股東，而中小股東雖然同樣擁有公司所有權但是多數情況只能被動接受公司經營決策。

## 公司股權比例

股東持股比例不同代表著其所能行使的權利也不盡相同，一般來說，股東在持有不同比例的股權時能幹些什麼在各個國家的《公司法》上做了比較詳盡

的規定。

以下是中國大陸的公司法規定，在跨境進行資金運營時，一定要考慮當地的公司法規對股權的影響。

公司股權比例	股東可以行使的權利	法律依據
1%	董事、監事、高級管理人員執行公司職務時違反法律、行政法規或者公司章程的規定，給公司造成損失的，有限責任公司的股東、股份有限公司連續一百八十日以上單獨或者合計持有公司 <b>百分之十以上</b> 股份的股東，可以書面請求監事會或者不設監事會的有限責任公司的監事向人民法院提起訴訟…	《公司法》第 149 條、151 條
3%	單獨或者合計持有公司 <b>百分之三以上</b> 股份的股東，可以在股東大會召開十日前提出臨時提案並書面提交董事會	《公司法》第 102 條
10%	股東會會議由董事會召集，董事長主持；董事會或者執行董事不能履行或者不履行召集股東會會議職責的，由監事會或者不設監事會的公司的監事召集和主持；監事會或者監事不召集和主持的，代表 <b>十分之一以上表決權</b> 的股東可以自行召集和主持。（有限責任公司）	《公司法》第 40 條
	股東會臨時會議可以由 <b>代表十分之一以上表決權</b> 的股東提議召開；（有限責任公司）	《公司法》第 39 條
	股東大會會議由董事會召集，董事長主持；董事會不能履行或者不履行召集股東大會會議職責的，監事會應當及時召集和主持；監事會不召集和主持的，連續九十日以上單獨或者合計持有公司 <b>百分之十以上</b> 股份的股東可以自行召集和主持。（股份有限公司）	《公司法》第 101 條
	代表 <b>十分之一以上表決權</b> 的股東、三分之一以上董事或者監事會，可以提議召開董事會臨時會議。	《公司法》第 110 條
	公司經營管理發生嚴重困難，繼續存續會使股東利益受到重大損失，通過其他途徑不能解決的，持有公司全部股東表決權 <b>百分之十以上</b> 的股東，可以請求人民法院解散公司。	《公司法》第 182 條
1/2	（多數決）股東大會作出決議，必須經出席會議的股東所持 <b>表決權過半數</b> 通過。	《公司法》第 103 條
	為公司股東或者實際控制人提供擔保的，必須由股東會或者股東大會決議。上述股東或者受實際控制人支配的股東，不得參加此項表決。該項表決由出席會議的其他股東所持 <b>表決權的過半數</b> 通過	《公司法》第 16 條

	創立大會應有代表 <b>股份總數過半數</b> 的發起人、認股人出席，方可舉行。	《公司法》第 90 條
2/3	會議作出修改公司章程、增加或者減少註冊資本的決議，以及公司合併、分立、解散或者變更公司形式的決議，必須經代表 <b>三分之二以上表決權</b> 的股東通過。	《公司法》第 43 條、103 條
	上市公司在一年內購買、出售重大資產或者擔保金額超過公司資產總額百分之三十的，應當由股東大會做出決議，並經出席會議的股東 <b>所持表決權的三分之二以上</b> 通過。	《公司法》第 121 條
	公司期限屆滿或解散事由出現，公司修改公司章程使公司存續。	《公司法》第 181 條

- 1、占比 1%（有條件）的股東：提起代位訴訟；
- 2、占比 3%的股東：臨時提案權；
- 3、占比 10%的股東：提議召開股東會/董事會；訴請解散公司；
- 4、占比 1/2 的股東：通過普通決議及擔保決議；
- 5、占比 2/3 股東：通過特殊決議；上市公司重大資產處置。

股東基於股東資格而享有的權利不僅包括決定公司的經營計畫和投資方案，還包括參與重大決策權、選擇、監督管理者權、知情權、提議、召集、主持股東會臨時會議權、代位訴訟權等。當股東的股權占比達到一定條件時，上述的這些權利便會向你打開大門。