

# 民营企业红筹 境外上市监管思路分析

■ 陈小澎 翁国斌 黄 丽

近年来,国际、国内资本市场发生了深刻变化,中国已成为资本市场上资源的最主要输出国,而民营企业则是中国境外上市资源的主力军。据统计,1999~2010年间,先后有640多家民营企业实现境外上市。因为直接境外上市的门槛高,因此95%以上的民营企业采取红筹模式境外上市,这一方面拓宽了民营企业的融资渠道,促进了企业发展壮大,支持了地方经济建设,但另一方面也由于红筹上市企业的特殊性及由此产生的负面影响,使得对其的法律监管愈发受到重视。

## 一、加强民营企业红筹境外上市监管的必要性分析

(一) 加强外汇管理和国际收支宏观调控的需要

境外上市一方面可以筹集到外汇资金,另一方面短期内庞大的外资流入将会打破国内外汇市场的平衡,迫使央行增加基础货币投放,增加银行体系的流动性。反之,当境内经济形势发生变化时,境外发行公司又可利用其境外注册的特殊性,将资金调出,这种资本项目的变动因素,势必削弱央行对货币的直接调控能力和对外汇储备的管理能力。

(二) 加强资产出境监管,堵塞资本外逃及避免税收流失的需要

民营企业红筹上市使原来的民营企业变身为外商投资企业,境内资产实现了

外部化,企业可利用境内外公司之间的关联关系进行资产转移,同时红筹架构公司大多设置了离岸公司,离岸公司资本流动自由、缺乏管制,为资本外逃埋下了隐患。此外,境内资产运营实体通过价格转移等方式,将企业利润大部分转移到境外公司,也造成了国家税款的流失。

(三) 落实国家产业政策的需要

民营企业通过曲线红筹方式,运用股权安排、协议控制等制度安排将使得外资能突破产业政策限制,实现对我国敏感行业的控股。目前,我国在纳斯达克上市的公司,如新浪、网易、阿里巴巴、百度等其所在的包括网络游戏运营在内的增值电信业务属于不允许外商独资或控股的限制类产业目录,但通过曲线红筹上市则突破了国家相关政策限制。

(四) 规范民营企业红筹境外上市行为的需要

红筹境外上市企业具有其特殊性,上市主体在境外,资产运营实体在境内。近年来,众多到境外上市的民营企业,利用上市地与资产实际运营地的空间分隔、境内没有有效监管、境外证券市场监管部门又未对其上市进行实质性审查的漏洞,肆意粉饰财务报表,爆出大量惊人的造假丑闻,引发了一系列风险。这种不规范境外上市行为给其他企业的境外上市融资以及地方经济的发展都带来了极大的负面影响。

## 二、民营企业红筹境外上市监管现状及存在的主要问题

(一) 民营企业红筹境外上市监管架构伴随着民营企业红筹境外上市的发展,相关监管政策也几经反复,最早可追溯到1997年国务院发布的“九七红筹指引”,但该文件主要规范的是国企红筹。1999年,针对民营企业裕兴电脑试图绕过“九七红筹指引”的闯关行为,证监会发布了专门针对民企红筹的“无异议函”制度,将民企红筹正式纳入证监会的监管范围。鉴于“无异议函”制度存在诸多法律瑕疵,2003年4月1日,证监会宣布取消“无异议函”,但伴随而来的资本外逃问题严重。2005年,外管局发布了《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》(汇发[2005]75号),随后2006年商务部和国资委等六部委联合发布《关于外国投资者并购境内企业的规定》(通称为“10号文”),以汇发[2005]75号文和10号文这两个文件为主体,初步构成了我国民营企业红筹上市的监管架构。

一是对设立特殊目的公司的监管。境内公司或自然人在境外设立特殊目的公司,应向商务部申请办理核准手续并获得中国企业境外投资批准证书。获得核准后,境内公司应向所在地外汇管理机关申请办理相应的境外投资外汇登记手续。

二是对特殊目的公司返程并购境内企业的监管。特殊目的公司以股权并购境内公司的，境内公司要向商务部申请批准，商务部批准后，再向登记管理机构、外汇管理机构申请办理变更登记。

三是对特殊目的公司境外上市的监管。特殊目的公司境外上市交易，应经国务院证券监督管理机构批准。

四是对所融资金调回境内的监管。特殊目的公司成功上市后，其融资必须在规定的时间内，按规定的方式调回境内。

## （二）现行监管体系存在的主要问题

现行监管体系对民营企业红筹境外上市做出了种种严格的限制，在一定程度上对于限制资本外逃、规范境外上市行为起到了积极作用，但由于实务中红筹监管涉及的部门众多，相关部门在监管权力方面界限不清、责任不明，同时监管政策操作性不强、执行力度不够等，使得这一监管框架以及相关的监管制度在实践中存在诸多不足。

1. 审批手续复杂，相关规定不尽合理。红筹境外上市过程涉及商务部、外汇管理局、工商局、证监会等多个部门，从设立特殊目的公司到实现境外上市必须经过一系列的审批程序，审批手续复杂，审批和登记的次数达8次之多。而且企业获得的各类证书大多规定了较短的有效期，使得红筹上市不确定性风险增大，如特殊目的公司必须在商务部批准其设立后一年之内实现境外上市，到期后商务部原批准其设立的文件将自动失效。如此复杂而且存在重大不确定性的过程，让试图通过正规渠道实现红筹上市的企业家们望而却步。

2. 监管框架的覆盖范围不完整，存在较多监管盲点。一是10号文规定了特殊目的公司以股权并购方式进行境外上市需经商务部和证监会的审批，但对于以现金作为支付手段并购境内企业的情形，该文没有明确。二是10号文规定，如果特殊目的公司并购境内有关联关系的外商投资企业股东的股权，只要参照

外商投资企业投资者股权变更的相关规定办理即可，不需要经商务部审批。这里出现的漏洞是，国内企业可通过先成立一家合资公司，再由合资公司把股权卖给境外公司。这种方式只涉及到合资变独资的变更，就只需设立外资企业的审批机关批准即可，即绕开了商务部的审批和监管。三是10号文规范的红筹境外上市的实际控制人为境内的自然人或法人。实务中，境内实际控制人可以先让其近亲属取得境外身份，再将境内企业的股权转让给其近亲属，就可达到规避10号文的目的。四是未将参与红筹境外上市的相关证券服务中介机构纳入监管范围。

3. 监管执法标准不一，存在冲突。10号文要求特殊目的公司对境内企业的关联并购都须经商务部批准，但商务部外国投资管理司制定的《外商投资准入管理指引手册(2008年版)》却规定，商务部对关联并购审批申请的受理范围“仅限于境外公司为上市公司，或经批准在境外设立且已实际运行并以利润返程投资的”情形。

4. 从政策实施的效果上看，从10号文实施至今，在境外设立特殊目的公司、关联并购和境外间接上市等方面，尚无一家境内民营企业按文件规定获得过商务部和证监会的批准。但现实是有一大批境内民营企业通过借用已有的股权架构、建立代持安排、实施协议控制、买“壳”重组、转换身份等诸多方式搭建红筹架构，绕过商务部、证监会等部门的审批，实现了境外上市。

## 三、监管思路及政策建议

（一）准确定位，明确总体监管原则  
找准定位，明确总体监管原则是优化监管框架、完善监管制度的前提。结合红筹境外上市的特殊性及监管目的，笔者认为总体监管原则应定位于以下四个方面：一是监管宗旨明确原则。红筹境外上市监管应以监督境内经营实体规范运作、维护其境外上市公司的声誉和整体形象、减少我国金融制度风险为宗

旨。二是合理的域外监管原则。我国证券监管权力范围仅涉及我国境内权益资产的证券发行与交易行为，以不对其他国家的利益造成不合理损害和本国所涉利益大于外国所涉利益作为本国法律域外适用的前提条件。三是监管透明原则。在对红筹境外上市行为进行监管时，应事先明确监管依据、监管程序及投诉渠道等，及时将监管部门受理或审批进程予以公开。四是堵疏结合、宽严适度原则。一方面，要建立起境外上市的正常通道，监管部门应尽量减少不必要的干预和制约；另一方面，要加强监管，强化境外运作相关信息披露，堵住具有不良企图的民营企业的曲线红筹上市通道。

## （二）建立统一的监管框架，合理配置监管权力

从我国现行对境外上市监管的法律规范来看，仅《证券法》第238条涉及公司境外发行证券的一项原则性规定，其他法律规定均来自于国务院部委制定的一些规范性文件。而国务院下属各部委对红筹境外上市的态度并不同，存在一定的冲突。因此，建议在现有相关法规、规章的基础上，在国务院层面制定一项境外上市监管的行政法规，构建统一的境外直接上市与间接上市监管架构，明确监管目标，统一监管思路。这将有助于落实《证券法》第238条关于证监会“依照国务院的规定”批准境外直接或间接上市的规定，也有助于统一各部委之间的监管理念。在此基础上，由证监会、商务部、外管局等相关部委单独或联合制定规章制度等监管文件，形成“外汇管理”、“境外投资管理”、“境外发行上市”和“返程投资”等若干明晰的监管线条。

## （三）梳理完善现有法律法规，协调完善监管制度

一是修订现有境外上市监管制度，引导和鼓励民营企业直接境外上市，减少境外间接上市。近年来，随着我国外汇储备规模的不断增长，内地越来越注重吸收外资的实质和质量。在这种情况

下,支持鼓励境外直接上市、限制境外间接上市的政策取向已愈见清晰。从监管角度而言,直接境外上市将有效规避间接境外上市中存在的造假与监管困难问题,促进企业的规范发展。因此,应通过修订现有境外直接上市监管制度,降低境外直接上市门槛,简化境外直接上市行政许可项目和审核程序等,允许通过股权置换、股东出售存量股份并上市等不融资的发行方式实现境外直接上市,为民营企业境外直接上市创造良好的环境,从而有效减少境外间接上市。

二是优化红筹境外上市监管格局,建立报备制度。在红筹境外上市监管方面,证监会应将监管力量主要放在红筹境外上市及上市后的信息披露监管方面,适当降低证监会对境内资产注入境外公司的监管强度和监管方式,如可将行政许可改为备案登记。建立相关资料报备

制度,要求拟境外上市企业在上市前将含招股说明书在内的相关资料向证监会备案,上市后每年也要定期将含财务报表、公司分拆、重大股权转移、募集资金使用报告、再融资报告等在内的相关资料向证监会备案。而将红筹境外上市涉及的外资并购环节的监管主要集中于商务部,这样将更契合商务部和证监会各自的监管职能。

三是建立执业中介机构备案制,将为企业境外上市提供服务的中介机构纳入证监会的监管范围。在企业申请境外上市时,应将服务中介机构的相关情况作为企业向证监会提交的备案材料之一。证监会应建立中介机构诚信档案,与境外监管部门共同打击不良中介,对于违反职业规范、提供虚假信息的中介机构采取市场禁入等处罚措施。

(四) 中国证监会要加强与境外监管

部门的协作,共同打击违规上市行为

信息不对称是我国监管机构对海外上市监管面临的主要问题。从法律层面而言,民营红筹上市公司主体是属于境外企业,超出了内地证券监管部门的监管范围。而由于实际运营实体在境内,境外监管部门也难以实地考察企业情况,从而形成了对红筹境外上市企业的监管真空。因此,国内证券监管部门要加强与其他国家证券监管部门的合作与协调,充分利用《证券法》赋予“可以和其他国家或者地区的证券监督管理机构建立监督管理合作机制,实施跨境监督管理”的权力,通过签订双方谅解备忘录、订立司法互助协定等方式加强与境外证券监管机构的跨境监管合作。■

(作者单位:中国证券监督管理委员会福建证监局)

责任编辑 陈利花

## 封面简介

# 构建世界一流矿业公司 ——中国铝业公司的科技创新实践

中国铝业公司是中央直接管理的重要骨干企业之一。经过十年多的发展,公司总资产已超过4 000亿元,是世界第二大氧化铝、第三大电解和第五大铝加工材供应商,铝业综合实力位居世界第一,连续五年跻身世界500强企业。经过近三年的跨越式发展,中铝公司根据国家战略需要和企业自身发展需求,以提升国家经济安全的资源保障水平和提升国防军工、国家重大科技工程的材料保障水平为使命,开启了由单一铝业公司向国际化综合型矿业公司的战略转型,并力争在未来五至十年内跻身世界矿业公司前五位,将公司建设成最具成长性的世界一流矿业公司。

为了推进我国有色金属行业尤其是铝工业的科技进步,中铝公司始终秉持“科技是第一生产力”的理念,不仅填补了一批我国有色金属行业技术空白,更是引领我国铝工业技术跃居世界一流水平。“十一五”期间,中铝公司已安排科技项目1 000多项,科技投入累计近140亿元,获得国家科技进步奖和技术发明奖8项,省部级科技成果397项,累计申请专利4 581件。公司先后荣获全国首批创新型企业、全国知识产权示范创建单位、中国企业自主创新研发创造奖、中央企业第二任期考核科技创新特别奖。

近年来,中铝公司安排部署了一批基础性、前沿性和重大关键技术的研究与开发,继续保持行业的技术领先地位,并引领行业技术进步:公司自主研发的“选矿拜耳法”,使占我国铝土矿资源总量近80%的中低品味铝土矿资源得到有效利用,矿山服务年限延长3倍以上;公司开发的新型结构铝电解槽成套技术,使我国电解铝工艺能耗大幅度降低,技术达到世界领先水平;公司自主设计建造了我国首条具有世界先进水平的铝及铝合金现代化热连轧生产线,形成了具有自主知识产权的系列成套控制技术与工艺,产品质量达到国际先进水平,人均产量及人均利润为同行业之最。

科技进步不仅填补了行业技术空白、引领了行业转型升级,更为国防军工、航空航天和国家重大科技工程提供了材料保障。多年来,中铝公司为国防军工完成了上百个军工配套科研项目,提供了上百个品种、数千个规格的有色金属材料,成功应用到“长征号”系列火箭、“神舟号”系列飞船、探月工程、“天宫1号”等重大科技工程项目上,为我国国防军工和航空航天事业不断取得新的突破贡献了重要力量。