

财务信息造假漩涡中的中国企业 境外间接上市监管:历史和前景*

刘 轶**

摘要:现行境内企业境外间接上市监管框架由两套相对独立的监管制度组成,分别适用于国有企业和非国有企业境外间接上市的情形。基于20世纪90年代初资本市场为国有企业改革服务的历史背景,我国建立了针对国有企业境外间接上市的监管制度,旨在通过证监会的审批程序防控国有资产权益非法跨境移转和境外上市。21世纪初,随着民营经济的发展壮大,我国建立了针对非国有企业境外间接上市的监管制度;受防控国有资产流失、限制资本外逃等多重政策因素的影响,这一监管制度先后发生了两次较大的变动,并形成了多部门协同配合、齐抓共管的权力配置格局。上述监管框架的演进历史与国际、国内资本市场环境的发展变化

* 本文系2009年度国家法治与法学理论研究项目(批准号:09SFB3036)的研究成果,并得到了中国博士后科学基金的特别资助。感谢清科研究中心(Zero2IPO Research Center)、投中集团(China Venture Investment Consulting Group)、律商联讯(LexisNexis China)和高盛高华证券有限责任公司(Goldman Sachs Gao Hua Securities Company Limited)提供的技术支持。

** 南开大学经济学院副研究员。

息息相关。长期的监管实践以及本次中国概念公司财务信息造假丑闻均表明,上述监管框架存在诸多缺陷和不足。为适应国际、国内资本市场环境的新形势,应适时修订完善境外间接上市监管框架,包括准确定位监管宗旨、统筹规划监管框架、协调完善监管制度、合理配置监管权力、增强监管标准和监管实践的透明度等。

关键词:中国概念公司 境外上市 间接上市 跨境监管

一、引言

2010年年底以来,众多在美国上市的中国概念公司(China-based companies)因涉嫌虚假披露财务会计信息,相继受到美国证券和交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC,以下简称美国证监会)的调查,部分公司已被暂停交易或者终止上市。^①一石激起千层浪,美国证监会的调查行动使中国概念公司遭遇了登陆国际资本市场近二十年来的首个寒冬。2011年3月14日,美国公众公司会计监管委员会(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)发布报告,深切关注中国概念公司的跨境审计质量;^②6月9日,美国证监会发布公告,向市场提示中国概念公司的投资风险;^③7月11日,穆迪(Moody's)信用评级机构发布预警报告,表达对中国概念公司财务会计报告质量、公司治理等问题的担忧。^④截至2011年6月底,已有33家中国概念公司

^① See Dennis K. Berman, *Congress and SEC Hit Stocks Made in China*, Wall Street Journal, December 20, 2010.

^② See PCAOB, *Activity Summary and Audit Implications for Reverse Mergers Involving Companies from the China Region: January 1, 2007 through March 31*, PCAOB Research Note # 2011 - P1, 2010, available at http://pcaobus.org/Research/Documents/Chinese_Reverse_Merger_Research_Note.pdf.

^③ See SEC, *Reverse Mergers*, in *SEC Investor Bulletin*, June 9, 2011, available at <http://www.sec.gov/investor/alerts/reversemergers.pdf>.

^④ Moody's Investors Service, *Red Flags for Emerging - Market Companies: A Focus on China*, July 11, 2011.

及其高级管理人员先后被美国投资者提起证券集团诉讼。^⑤中国概念公司正在经历的这场信任危机表明,中美两国之间的跨境上市监管机制亟待强化和完善。为此,中美两国相关主管部门已于2011年7月首次就跨境审计监管合作问题举行了正式的讨论,中美双方在公众公司审计监管合作方面已经“迈出了重要的一步”。^⑥

实际上,中美两国之间的跨境上市监管机制包括三个部分,即中国对境内企业境外上市的监管、美国对中国概念公司发行上市的监管以及中美两国的跨境监管合作。在现行监管框架下,中国境内企业到境外发行上市主要可以采用两种方式,即直接到境外发行上市(以下简称境外直接上市)和间接到境外发行上市(以下简称境外间接上市),相应的监管框架也是以这种划分标准为基础建立和发展起来的。具体地讲,境外直接上市指在中国境内设立的股份有限公司到境外发行证券或者上市;境外间接上市是指境外公司取得或者控制中国境内企业的权益(即形成红筹架构)后,以该境外公司为主体在境外发行证券或者上市。以境内企业的所有制性质为标准,境外间接上市可进一步区分为“大红筹”(grand red - chip)上市(主要适用于国有企业)和“小红

^⑤ Cornerstone Research, Securities Class Action Filings: 2011 Mid - Year Assessment, p. 13, available at http://securities.stanford.edu/clearinghouse_research/2011_YIR/Cornerstone_Research_Filings_2011_Mid_Year_Assessment.pdf.

^⑥ See U. S. and Chinese Regulators Meet in Beijing on Audit Oversight Cooperation, SEC Press Releases 2011 - 164, August 8, 2011, available at <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-164.htm>.

筹”(small red - chip)上市(主要适用于民营企业);^⑦以发行上市的操作方式为标准,境外间接上市可进一步区分为首发上市、介绍上市和反向收购(reverse mergers)上市^⑧等。上述遭遇信任危机的中国概念公司绝大部分为通过反向收购方式上市的“小红筹”公司。

近年来,国际、国内资本市场环境发生了重大变化,特别是中国已

⑦ 在国际资本市场上,“红筹股”(red chips)泛指在中国境外设立但由中国境内(指中国大陆,不含香港、澳门特别行政区以及台湾地区)的法人、其他经济组织或者自然人控制的公司公开发行并在境外交易所上市交易的股票,发行“红筹股”的公司为“红筹公司”。但是,“红筹股”和“红筹公司”这两个概念并没有严格、统一的界定。例如,香港交易所认为,符合下列条件之一的公司为“红筹公司”:至少有30%的股份由中国境内实体直接持有;该公司由中国境内实体通过其所控制并属单一最大股东的公司间接持有;由中国境内实体直接、间接持有的股份合共不足30%,但达到20%或者20%以上,而与中国境内有联系的人士在该公司的董事会有重大影响;中国境内实体包括国有企业及由省、市级政府所控制的实体。关于香港证券交易所对H股和红筹股的解释,参见http://www.hkex.com.hk/chi/global/faq/hkex%20markets_c.htm。恒生指数有限公司(Hang Seng Indexes Company Limited)则认为,“红筹公司”应同时符合以下两项条件:中国境内机构(含国有机构、政府部门)持有股份的比例为30%以上;来自中国境内公司的营业收入(或者利润,或者资产)占营业收入总额(或者利润总额,或者资产总额)的比例为50%以上。关于恒生中资控股公司指数(Hang Seng China - Affiliated Corporations Index)的选股标准,参见<http://www.hsi.com.hk/HSI-Net/HSI-Net>。此外,“大红筹”和“小红筹”的称谓也不是统一的。例如,摩根斯坦利国际资本公司(Morgan Stanley Capital International, Inc.)在编制的MSCI中国区相关指数(MSCI China Indices)时,分别以“红筹股”和“私企红筹股”(P chip)对应“大红筹”和“小红筹”,从而形成了MSCI中国红筹股指数(MSCI China Red Chip Index)和MSCI中国私企红筹股指数(MSCI China P Chip Index)。关于MSCI中国红筹股指数的基本信息,参见http://www.msci.com/products/indices/country_and_regional/domestic_equity_indices/china/。

⑧ 反向收购上市又称借壳上市(back-door listing),是指非上市公司股东通过收购一家上市壳公司的股份来控制该公司,再由该公司反向收购非上市公司的资产和业务,使之成为上市公司的子公司。反向收购能够使非上市公司在无须依照美国联邦证券法提交登记文件的情况下,成为一家证券已在美国证监会登记的申报公司(SEC reporting company)。See PCAOB, Activity Summary and Audit Implications for Reverse Mergers Involving Companies from the China Region; January 1, 2007 through March 31, 2010, PCAOB Research Note # 2011 - P1, p. 1, note 1, available at http://pcaobus.org/Research/Documents/Chinese_Reverse_Merger_Research_Note.pdf.

成为上市资源的主要输出国。^⑨然而,上述监管框架和相关监管制度却一直未作相应的调整,既难以有效应对日益广泛和复杂的跨境上市活动,更无法满足中国实现资本市场国际化、提升资本市场竞争力的战略要求。本文以处于中国概念公司财务造假漩涡之中的中国境内企业境外间接上市监管为研究重点。^⑩在随后的三个部分中,我们将境外间接上市监管框架的形成和发展过程分解为三个历史时期,分别回顾和介绍了各个历史时期监管框架的特点和主要监管制度。第五部分首先分析了境外间接上市监管框架演进的历史背景,其次结合本次中国概念公司财务欺诈风波,深入评价了其中的缺陷和不足,最后对完善境外间接上市监管提出了若干政策建议。本文第六部分简要展望了境外间接上市监管的发展趋势并得出结论。

二、监管框架的初创

中国从20世纪70年代末期开始实施改革开放的经济政策,推动国有企业改革是其中一个重要方面。到90年代初期时,国有企业改革的基本方向得到了进一步明确,即建立适应市场经济要求,产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度。1990年年底,上海证券交易所和深圳证券交易所先后成立,全国性的证券市场初具雏形。随后,两家交易所还分别建立了境内上市外资股(B股)市场。^⑪为了推动国有企业改革,吸收当时还颇为稀缺的外汇资金,借鉴成熟证券市场

^⑨ 2006~2010年,中国概念公司各年度境外首发上市数量占全球52家证券交易所外国公司首发上市数量的比例分别为31%、37%、12%、22%和31%,占上述交易所本国公司和外国公司全部首发上市数量的比例分别为4.8%、6.4%、2.1%、3.6%和3.6%。关于全球各证券交易所历年首发上市数量,可参见世界交易所联合会(World Federation of Exchanges, WFE)网站的统计数据;关于中国概念公司历年境外首发上市数量,参见本文附表。

^⑩ 关于境内企业境外直接上市监管的研究,参见刘轶:“境内企业境外直接上市监管:亟须明晰的监管框架和明确的监管标准”,载《国际金融研究》2010年第10期。

^⑪ 在上海证券交易所和深圳证券交易所,人民币普通股(A股)市场和境内上市外资股(B股)市场各自独立运行。A股以人民币标明面值、认购和买卖,B股以人民币标明面值,以外币认购、买卖。

的先进经验,国务院直接领导启动了股份制企业境外直接上市工作。同时,一些部门、地方也开始探索通过境外借壳上市、境外业务重组上市等方式接触和利用国际资本市场。例如,原粤海企业(集团)有限公司(现粤海控股集团有限公司)于1987年1月收购在香港证券交易所(Hong Kong Stock Exchange, HKEX)上市的原友联世界发展有限公司(现粤海投资有限公司, HK: 0270),原中国国际信托投资公司(现中国中信集团公司)于1990年2月收购在香港交易所上市的原泰富发展(集团)有限公司(现中信泰富有限公司, HK: 0267),中国建筑工程总公司重组其境外业务设立的中国海外发展有限公司于1992年8月在香港交易所上市等。1992年10月9日,华晨中国汽车控股有限公司(在百慕大注册成立,以下简称华晨汽车)在美国纽约证券交易所上市,这是第一家首次公开发行股票并在境外间接上市的境内企业。在发行上市前,华晨汽车进行了复杂的股权重组,最终形成由在境内设立的中国金融教育发展基金会和金杯汽车股份有限公司(SH: 600609)共同持有华晨汽车的全部股份,华晨汽车持有境内沈阳金杯客车制造有限公司51%股权的安排。^⑩此后,绝大部分境外间接上市的境内企业均采用了这种先搭建红筹架构(red-chip architecture)再首发上市的操作模式。

当时,我国尚未制定全国性的证券监管法规,国务院也未建立证券监督管理机构。在证券监管方面,华晨汽车等公司境外间接上市事宜无须履行境内审批手续。1992年10月12日,原国务院证券委员会(以下简称原证券委)和中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)

^⑩ 由于融资条件不佳、维持上市的合规负担较重等原因,华晨汽车于2007年7月5日在纽约证券交易所终止上市,这也是第一家在纽约证券交易所上市后又终止上市的境内企业。See Peter M. Friedman, *China's Information Control Practices and the Implications for the United States*, Testimony before the U. S. China Economic and Security Review Commission (USCC), July 30, 2010, available at http://www.uscc.gov/hearings/2010hearings/transcripts/10_06_30_trans/friedman_testimony.pdf.

分别成立。^⑬随后,在《股票发行与交易管理暂行条例》、^⑭《国务院关于进一步加强对证券市场宏观管理的通知》(国发[1992]68号)、《国务院证券委员会关于批转中国证券监督管理委员会〈关于境内企业到境外公开发行股票和上市存在的问题的报告〉的通知》(证委发[1993]18号)等行政法规和其他规范性文件,以及在证监会1994年2月4日致香港证券及期货事务监察委员会《关于境内企业到境外发行股票和上市审批程序的函》中,国务院和原证券委先后提出了对境内企业到境外发行上市的监管政策:其一,将境外上市区分为境外直接上市和境外间接上市两种模式。其中,境内企业直接到境外发行股票(含股票的派生形式)和上市的,为境外直接上市;境内企业利用境外设立的公司的名义在境外发行股票和上市的,为境外间接上市。其二,明确规定境内企业境外直接上市或者境外间接上市均须经证券委批准。其三,承认境外间接上市的情况较为复杂,具体的个案是否须经证券委批准,拟上市的境内企业及其境外关联人应事先向证监会汇报情况,由证监会判定。其四,明确了境内律师的法律责任,即律师在为境内企业境外间接上市出具的法律意见书中,应说明证监会关于是否应经审批的答复;未作说明的,其法律意见存在重大遗漏,律师对此至少应当负未能勤勉尽责的责任;声称无须经审核批准的,其法律意见含有虚假陈述,律师对此至少应当负证券欺诈行为责任。

上述监管政策提出后,先后有中国玉柴国际有限公司(NYSE:CYD)、上海实业控股有限公司(HK:0363)、北京控股有限公司(HK:0392)等约30家境内企业在境外间接上市(含首发上市和借壳上市)。以1997年4月恒生指数服务公司(Hang Seng Indexes Company

^⑬ 参见《国务院办公厅关于成立国务院证券委员会的通知》(国办发[1992]54号)。原证券委是对证券市场进行统一宏观管理的主管机构,由国务院总理担任主任,人民银行等13个有关部门的负责人担任委员,证监会是其执行机构。1998年4月,原证券委与证监会合并,后者作为国务院正部级直属事业单位,依法集中统一监管全国证券期货市场。参见《国务院办公厅关于印发中国证券监督管理委员会职能配置、内设机构和人员编制规定的通知》(国发[1998]5号)。

^⑭ 1993年4月22日国务院发布,自发布之日起施行。

Limited)开始编制恒生香港中资企业指数^⑮为标志,这些上市公司的股票在香港市场上形成了一个红筹股板块。上述境内企业在境外间接上市事宜虽得到了国务院、国务院相关主管部门或者当地政府的支持,但也存在未经原证券委或者证监会批准即将境内资产转移至境外的情形。并且,在香港回归前夕,由于香港投资者过分期期待红筹公司的注资计划,部分红筹公司股价虚高,造成了不良影响。为此,国务院于1997年6月20日发布了《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》(国发[1997]21号,以下简称《1997年大红筹通知》),对境外间接上市的审批事宜作了进一步的规定。

按照《1997年大红筹通知》的规定,境外中资公司(含中资非上市公司和境外中资控股上市公司)在境外发行上市的,应以拟上市资产的形成过程和持有期限长短为区分标准,确定是否须经原证券委批准或者事后向原证券委办理备案。其中,对于以下两种情形,应按隶属关系征得省级人民政府或者国务院有关主管部门同意后,由证监会审核并经原证券委批准:一是境外中资公司以其拥有的境外资产在境内投资形成并实际拥有不满3年的境内资产在境外发行上市的;二是境内企业资产直接或者间接转移到境外中资公司在境外发行上市的。对于以下两种情形,应按隶属关系征得省级人民政府或者国务院有关主管部门同意,无须原证券委审批,但事后应由境内股权持有单位报证监会备案:一是境外中资公司以其拥有的境外资产在境外发行上市的;二是境外中资公司以其拥有的境外资产在境内投资形成并实际拥有3年以上的境内资产在境外发行上市的。此外,《1997年大红筹通知》还规定,境外中资控股上市公司分拆上市和新发股票,应当事后报证监会备案;禁止买壳上市。随后,证监会于1998年2月27日发布了《关于落实国务院〈关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知〉若干问题的通知》(证监[1998]5号),再次强调了上述监管政策,并对备案材料的形式和内容作了具体要求。上述规定施行至今,证监会据此先

^⑮ 恒生香港中资企业指数俗称恒生红筹股指数,以区别于恒生指数服务公司编制的恒生中国企业指数(Hang Seng China Enterprises Index)。后者俗称H股指数,以在香港交易所主板第一上市的H股公司为选股对象。

后批准了约 60 家境内企业境外间接上市。

在境外间接上市监管政策得到明确的同时,境外直接上市监管框架也逐步建立和发展起来。依据《公司法》(1993 年)^⑩第 85 条的规定,国务院制定了《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》(以下简称《境外直接上市特别规定》);^⑪依据《境外直接上市特别规定》,原证券委、证监会单独或者会同国务院有关主管部门制定了一系列监管规定,对境内企业境外直接上市的条件以及申请和审批程序、公司治理结构、持续信息披露、外汇和股份登记管理等事项作了规定。^⑫由此可见,在监管方面,中国从一开始就采取了将境外直接上市和境外间接上市“分而治之”的模式。

此外,需要说明的是,从适用境内法律的角度来看,中国企业境外间接上市除了涉及证券监管事项外,其前置操作环节(即在境外设立特殊目的公司、特殊目的公司取得境内企业控制权)还涉及境外投资、吸收外资和外汇汇入汇出等方面的管理事项。当时的法规规定,境内企业在境外设立特殊目的公司、境外特殊目的公司取得境内企业控制权或者在境内设立外商投资企业等事项,须取得商务主管部门的批准,

^⑩ 1993 年 12 月 29 日第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过,自 1994 年 7 月 1 日起施行。《公司法》(1993 年)先后于 1999 年和 2004 年作了修正,于 2005 年作了修订,现行有效的是《公司法》(2005 年修订)。

^⑪ 1994 年 8 月 4 日国务院发布,自发布之日起施行。

^⑫ 这些监管规定包括《到境外上市公司章程必备条款》(证委发[1994]21 号)、《关于企业申请境外上市有关问题的通知》(证监发行字[1999]83 号)、《境内企业申请到香港创业板上市审批与监管指引》(证监发行字[1999]126 号)、《关于境外上市企业外汇管理有关问题的通知》(证监发字[1994]8 号)、《关于境外上市公司进一步做好信息披露工作的若干意见》(证监发[1999]18 号)、《关于进一步促进境外上市公司规范运作和深化改革的意见》(国经贸企改[1999]230 号)、《境外上市公司董事会秘书工作指引》(证监发行字[1999]39 号)等。

并应在外汇管理部门办理相应的外汇登记手续。^{①⑨}上述审批和登记手续主要由省、市级商务主管部门或者外汇局省级分局办理。^{②⑩}

三、“双轨制”的监管框架

1998年,中国制定了首部《证券法》(1999年)。^④该法第29条规定:“境内企业直接或者间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易,必须经国务院证券监督管理机构批准。”^⑤这是中国首次在由最高国家权力机关制定的法律的层面上确认,境外直接上市和境外间接上市均应经证监会批准。当时,随着民营经济的逐步发展壮大,部分运营较为成熟的民营企业已开始有利用资本市场融资的需求。1998年年末至1999年年初,恒安国际集团有限公司(HK: 1044)、鹰牌控股有限公司(SP: EBH)、侨兴环球电话公司(NASDAQ: XING)^⑥等公司相继在境外上市。这些公司均为主营业务位于境内的境外控股公司,且其境外上市事宜并未经证监会批准。但是,在1999年年底时,裕兴

^{①⑨} 关于境外投资管理的法规主要是:《关于在境外举办非贸易性企业的审批和管理规定(试行稿)》(1992年3月23日原对外贸易经济合作部发布)。关于吸收外资管理的法规主要是:《中外合资经营企业法》(1990年修正)、《中外合作经营企业法》(1988年)和《外资企业法》(1986年)及其实施条例等。关于境外投资和吸收外资外汇管理的法规主要是:《境外投资外汇管理办法》(1989年)、《〈境外投资外汇管理办法〉实施细则》(1990年6月26日外汇局发布,已废止)、《外商投资企业外汇登记管理暂行办法》(1996年6月28日外汇局发布)等。

^{②⑩} 1993年前,国务院对外贸易和国际经济合作主管部门是原对外经济贸易部。1993年3月,第八届全国人民代表大会第一次会议决定,撤销原对外经济贸易部,设立原对外贸易经济合作部(以下简称外经贸部)。2003年3月,第十届全国人民代表大会第一次会议决定,在原外经贸部和原国家经济贸易委员会的基础上,组建商务部,作为国务院国内外贸易和国际经济合作主管部门。

^④ 1998年12月29日第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过,自1999年7月1日起施行。《证券法》(1999年)先后于2004年作了修正,于2005年作了修订,现行有效的是《证券法》(2005年修订)。

^⑤ 现为《证券法》(2005年修订)第238条。

^⑥ 侨兴环球电话公司已于2009年12月更名为侨兴环球资源公司。

电脑科技控股有限公司(在百慕大设立, HK: 8005, 以下简称裕兴科技)^④在境外间接上市的有关情况却引起了证监会的高度关注, 并直接导致证监会建立了针对非国有企业境外间接上市的监管制度。由此, 在境外间接上市监管方面, 形成了大红筹上市和小红筹上市“双轨制”的监管框架。

1999年, 我国公民祝维沙与其他三位公司创始人共同设立了裕兴电脑, 随后通过股权重组, 搭建了裕兴电脑控制境内企业北京金裕兴电子技术有限责任公司(以下简称北京金裕兴)的红筹架构, 祝维沙为实际控制人。当时, 为裕兴电脑境外发行上市出具境内法律意见的律师事务所认为, 裕兴电脑的实际控制人系自然人, 故其不是《1997年大红筹通知》所称境外中资非上市公司, 其境外上市事宜无须证监会批准, 并出具了相应的法律意见。随后, 裕兴电脑于当年11月先后通过香港联合交易所的上市聆讯并完成招股, 拟于12月8日上市。就在此时, 证监会要求裕兴电脑暂停实施境外上市。证监会认为, 一方面, 裕兴电脑虽在境外设立, 但其经营活动在境内, 实质上仍为境内企业; 另一方面, 《香港创业板上市指引》已于1999年9月21日起施行, 要求境内企业直接到香港交易所创业板上市须经证监会批准, 如果裕兴电脑未经证监会批准即在境外间接上市, 将构成规避监管的行为。因此, 裕兴电脑境外上市事宜应当经证监会批准。随后, 经补办审批手续, 裕兴电脑于2000年1月17日取得证监会的批准, 并于当月31日在香港创业板上市, 这是第一家在香港交易所创业板上市的境内民营企业。^⑤在处理裕兴电脑事件的过程中, 证监会还通报批评了上述律师事务所及相关律师。^⑥

裕兴电脑境外间接上市后, 证监会开始着手制定正式的监管制度, 对民营企业境外间接上市的审批事宜作出具体的规定。2000年6月

^④ 裕兴科技已于2009年7月更名为裕兴科技投资控股有限公司。

^⑤ 参见“中国证券监督管理委员会关于批准北京金裕兴电子技术有限公司重组后到香港创业板上市的函”(证监函[2000]12号), 2000年1月17日, 载《中国证券监督管理委员会公告》2000年第1期。

^⑥ 参见“中国证监会法律部对北京竞天律师事务所及律师作出通报批评”, 载《中国证券监督管理委员会公告》2000年第2期。

22日,证监会发布了《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》(证监发行字[2000]72号,以下简称《2000年小红筹通知》),建立了“无异议函(no-action letter)制度”。在适用范围方面,《2000年小红筹通知》划定了与《1997年大红筹通知》之间的界限,即只有在有关境外发行上市事宜不属于《1997年大红筹通知》规定的情形,才适用《2000年小红筹通知》。显然,如果《1997年大红筹通知》适用于国有企业境外间接上市的情形,那么《2000年小红筹通知》就应适用于非国有企业境外间接上市的情形。在制度安排方面,《2000年小红筹通知》要求境内律师事务所就有关境外发行上市事宜向证监会报送相应的法律意见书,证监会审核无异议并函复境内律师事务所后,有关境外公司才可在境外申请发行上市。上述法律意见书应包括下列内容:一是说明境外公司和本次发行上市的基本情况;二是如果境外公司股权由境内机构或者公民直接或者间接持有,应说明该权益形成和演变的过程及其合法性;三是如果境外公司的上市资产直接或者间接涉及境内权益,应说明该权益的形成过程及其合法性;四是说明境外公司直接或者间接持有权益的境内企业所从事的业务及其是否符合外商投资产业政策及其他相关法律法规。从上述规定可以看出,证监会对境内法律意见书的审核重点在于境内资产的权属及其变动过程是否“清白”,并不对境外发行上市本身作实质性判断。

《2000年小红筹通知》明确了境内非国有企业境外间接上市前的境内审批程序,其积极意义表现在两个方面:一方面,《2000年小红筹通知》是《证券法》(1999年)第29条的执行性规定,要求所有涉及境内权益的境外公司在境外发行上市前均应经证监会审核,堵塞了《1997年大红筹通知》施行后在境内非国有企业境外间接上市监管方面出现的“盲点”;另一方面,证监会对境内法律意见书进行审核,有助于监督相关境内企业依法经营,依法进行股权和资产重组,并防范境内资产(特别是国有资产)非法流失境外。但是,无异议函制度也有着与生俱来的缺陷:在无异议函制度下,境外公司取得无异议函是其在境外申请发行上市的先决条件,故无异议函具有行政许可的性质,但这一制

度并不符合《行政许可法》(2003年)^⑳关于行政许可设定权的规定。^㉑更重要的是,由证监会对有关境外间接上市事宜进行一定程度的审核并出具无异议函,在事实上会使境外投资者对境内企业的依法合规经营产生一种信赖;如果境内企业在境外间接上市的过程中,存在虚假信息披露等违规行为损害投资者利益的,为其提供服务的中介机构不免会以此为借口,推脱应由其承担的法律責任。显然,证监会出具的无异议函不应该具有这种“信誉担保”的作用。基于上述考虑,证监会在设计无异议函制度时,采取了两方面的措施,以淡化其行政许可色彩:一方面,涉及境内权益的境外公司拟境外间接上市的,理应由该境外公司或者其控制的境内企业向证监会申请出具无异议函,但在无异议函制度下,却要求由境内律师事务所向证监会提出“申请”;另一方面,证监会对境内法律意见书审核无异议的,复函并不是以证监会的名义出具的,而是以证监会的一个内设部门——法律部的名义出具的,复函的致送对象也是境内律师事务所,而不是该境外公司或者其控制的境内企业。此外,从实践来看,在绝大多数无异议函中,证监会使用的措辞也不是“同意”或者“批准”,而是“不提出异议”。^㉒尽管如此,2002年发生的欧亚农业(控股)有限公司(HK: 0932,以下简称欧亚农业)虚假信息

^⑳ 2003年8月27日公布,自2004年7月1日起施行。

^㉑ 根据《行政许可法》(2003年)第二章(行政许可的设定)的有关规定,法律、行政法规和国务院发布的决定等可以设定行政许可。建立无异议函制度的《2000年小红筹通知》属于规章性规范性文件,位阶低于法律、行政法规、国务院发布的决定等,依法不得设定行政许可。

^㉒ 值得注意的是,只有关于裕兴电脑境外间接上市的复函是以证监会的名义出具的。在该复函中,证监会“同意北京金裕兴电子技术有限公司重组后,以在百慕大设立的裕兴电脑科技控股有限公司到香港创业板申请上市。”这是证监会唯一一次正式批准境外公司在境外上市。但是,该复函的致送对象不是裕兴科技或者北京金裕兴,也不是有关境内律师事务所,而是裕兴科技发行上市的境外保荐机构。参见“中国证券监督管理委员会关于批准北京金裕兴电子技术有限公司重组后到香港创业板上市的函”(证监函[2000]12号),2000年1月17日,载《中国证券监督管理委员会公告》2000年第1期。

披露丑闻,仍然加剧了有关各方对无异议函制度的争议和担忧。^③鉴于无异议函制度存在诸多法律瑕疵,经国务院批准,证监会于2003年4月1日宣布废止无异议函制度。^④至此,证监会先后出具了200余份关于境内非国有企业境外间接上市的无异议函。^⑤

有必要说明的是,2000年前后,随着互联网技术的发展,网络概念股受到了境外投资者的热捧。在境内从事互联网增值服务的新浪公司(NASDAQ: SINA)、网易公司(NASDAQ: NTES)、搜狐公司(NASDAQ: SOHU)等相继间接到美国上市。由于受中国利用外资政策的限制,这些公司在上市前搭建红筹架构时,并未采用以往由境外特殊目的公司取得境内主营业务企业控制权的操作方法,而是创造了一种协议控制(virable interest entity, VIE)模式(俗称新浪模式),即由境

^③ See Staff reporter, Euro - Asia Sponsor not Entirely to Blame, in *The Standard*, October 16, 2002. 欧亚农业在百慕大注册成立,实际控制人为荷兰籍华人杨斌,主要通过境内若干下属公司从事花卉种植和销售以及房地产开发等业务。2001年5月12日,证监会作出关于欧亚农业境外间接上市的无异议函。随后,欧亚农业完成首次公开发行,并于当年7月19日在香港交易所主板上市,保荐人为工商东亚融资有限公司(ICEA Capital Limited),香港审计师为原安达信会计师事务所(安然事件发生后,其主要业务和人员已并入罗兵咸永道会计师事务所)。2001年10月,美国《福布斯》杂志将欧亚农业评为全球最佳200家小型公司之一。从2001年6月初开始,因涉嫌在招股说明书中虚假记载财务信息以及未及时、准确披露控股股东减持股份等信息,欧亚农业多次停牌,欧亚农业和工商东亚亦受到香港证券监管机构的调查。2004年5月10日,香港高等法院判令欧亚农业进行清算。随后,欧亚农业自当年5月20日起终止上市。2005年1月27日,因“未以适当的技能、小心审慎和勤勉尽责地去履行”其作为欧亚农业上市保荐人的义务,工商东亚支付3000万港元与香港证券监管机构达成和解。See Securities and Futures Commission (SFC), ICEAC Pays HK \$ 30 Million to Settle SFC Disciplinary Case, SFC Press Release, 27 January, 2005, available at <http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/EN/sfcOpenDocServlet?docno=05PR17>. 此前,辽宁省沈阳市中级人民法院于2003年7月14日以虚报注册资本罪、非法占用农用地罪等数罪并罚,判处杨斌有期徒刑18年,罚金人民币230万元。2003年9月7日,辽宁省高级人民法院对上述案件终审裁定驳回杨斌提起的上诉,维持原判。参见“杨斌案终审裁定”,载《人民法院报》2003年9月8日第1版。

^④ 参见“关于取消第二批行政审批项目及改变部分行政审批项目管理方式的通告”,2003年4月1日,载《中国证券监督管理委员会公告》2003年第4期,第22-24页,附件“中国证监会第二批取消行政审批项目目录”第26项。

^⑤ 参见《中国证券监督管理委员会公告》2000年第1期;《中国证券监督管理委员会公告》2002年第7期;《中国证券监督管理委员会公告》2002年第8期;《中国证券监督管理委员会公告》2002年第12期。

外特殊目的公司控制的境内外商投资企业与属外资禁入产业的境内内资主营业务企业签订若干关于商业合作、权利许可、业务代理等方面的合同,从而将后者所取得的营业收入和利润转移至前者。^③此后,协议控制模式逐渐成为涉及外资禁入产业的境内民营企业境外间接上市前普遍采用的股权重组模式。

这一时期,中国除了在境外间接上市监管方面采用了“双轨制”模式外,在境外间接上市前置操作环节涉及的境外投资、境外间接上市融资及相关外汇管理方面,也逐渐形成或者建立了将“大红筹”和“小红筹”区别对待的管理模式。例如,在境外投资及相关外汇管理方面,因循以往的政策,只要求境内企业在境外直接投资设立企业须取得相关主管部门的批准并办理外汇登记等手续,境内自然人在境外直接投资设立企业无须办理上述审批和登记手续。^④事实上,境外间接上市的民营企业进行股权重组时,大都采用了由境内自然人直接控股境外特殊目的公司的架构。显然,上述审批和登记要求主要适用于“大红筹”公司。又如,在境外间接上市融资外汇管理方面,外汇局单独或者会同证监会发布若干规范性文件,要求“大红筹”公司境外发行上市后,应办理境外上市股票外汇登记手续,并对开立境外专用外汇账户以及募集

^③ 根据我国利用外资政策,电信业务经营管理一直以来都是禁止外商投资的产业。例如,《从事放开经营电信业务审批管理暂行办法》(1993年9月11日原邮电部发布,自1993年11月1日起施行,已废止)第6条规定:“境外组织和个人以及在我国境内的外商独资、中外合资和合作企业,不得投资、经营或者参与经营电信业务。”此外,在国务院有关主管部门历次公布的《外商投资产业指导目录》中,电信业务经营管理均被列入“禁止外商投资产业目录”部分。值得注意的是,国务院有关主管部门并不认为协议控制模式有规避国家利用外资政策之嫌。例如,原信息产业部2001年3月27日发布的《关于进一步做好互联网信息服务电子公告服务审批管理工作的通知》(信部电[2001]166号)规定,外资不允许经营包括ICP在内的电信业务,涉及外资的网站可在完成外资剥离后,申办经营许可证;外资股份的剥离可采用两种方式:一种方式是网站所有外资股撤资或全部转让给中资。另一种方式是另成立一个纯中资公司,与网站的ICP业务有关的资产、人员、域名、商标、经营权、用户关系等均通过协议有偿或无偿转让给纯中资公司,由中资公司独立自主经营ICP;有外资的原公司不再经营网站,但可以将中资公司视为用户与其进行技术服务等商业合作。从这一意义上讲,合同控制模式得到认可,也可能是国家为了对特定领域电信业务的对外开放实施适当和有效地控制。

^④ 参见《关于在境外举办非贸易性企业的审批和管理规定(试行稿)》(未公布)第2条、《关于境外投资开办企业核准事项的规定》(2004年10月1日商务部公布)第3条。

资金调回境内的期限等事宜作了规定。^⑤对于“小红筹”公司境外融资涉及的外汇管理事项,相关主管部门并未作出具体规定。

此外,还值得关注的是,原外经贸部、税务总局、工商总局和外汇局于2003年制定了《外国投资者并购境内企业暂行规定》(以下简称《2003年并购规定》)。^⑥《2003年并购规定》虽旨在规范外国投资者并购境内企业的交易活动,但由于境外特殊目的公司取得境内企业控制权是大多数境内企业境外间接上市的必要前置操作环节之一,其在境外间接上市监管方面也具有重要意义。首先,在外延上,不区分所有制性质,无论外国投资者和被并购的境内企业是否为国有控股均一概适用,这就为日后从境外投资和吸收外资两个角度统一“大红筹”和“小红筹”监管制度奠定了一定的基础。其次,明确界定了“外国投资者并购境内企业”这一概念。按照规定,外国投资者并购境内企业包括股权并购和资产并购两种类型。其中,前者是指外国投资者协议购买境内非外商投资企业的股东的股权或者认购境内公司增资,使该境内公司变更设立为外商投资企业;后者是指外国投资者设立外商投资企业,并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产,或者外国投资者协议购买境内企业资产,并以该资产投资设立外商投资企业运营该资产。^⑦再次,明确了外国投资者并购境内企业设立外商投资企业环节的审批要求。按照规定,并购后所设外商投资企业,一般由省级商务主管部门审批,投资总额达到一定规模以上或者属于特定类型或者行业的,由原外经贸部审批。^⑧最后,对并购对价的确定标准作了规定,并针对对价支付环节设定了审批要求。按照规定,并购当事人应以资产评估机构对拟转让的股权价值或拟出售资产的评估结果作为确定交易价格的依据;禁止以明显低于评估结果的价格转让股权或出售资产,变

^⑤ 参见《关于进一步完善境外上市外汇管理有关问题的通知》(汇发[2002]77号)、《国家外汇管理局资本项目管理司关于做好境外上市外汇管理工作有关事项的通知》(汇资函[2002]29号)、《关于完善境外上市外汇管理有关问题的通知》(汇发[2003]108号)、《关于境外上市外汇管理有关问题的通知》(汇发[2005]6号)等。

^⑥ 2003年3月7日发布,自2003年4月12日起施行。

^⑦ 参见《2003年并购规定》第2条。

^⑧ 参见《2003年并购规定》第6条。

相向境外转移资本;外国投资者以其拥有处置权的股票或其合法拥有的人民币资产作为支付手段的,须经外汇管理部门核准。^③从总体上讲,就在境外设立特殊目的公司、境外特殊目的公司取得境内企业控制权这两个操作环节而言,《2003年并购规定》并未设定较以往明显更为严格的审批要求。

四、监管框架的重构

无异议函制度废止后,境内民营企业境外间接上市无须证监会批准,随着合规成本的降低,境内民营企业境外间接上市活动迎来了一个新的高潮。2003~2004年,总计有约120家境内民营企业境外间接上市,筹资总额近30亿美元。但是,繁荣背后也有隐忧:大量民营企业“外资化”后境外间接上市引发了资本外逃、资产流失(特别是国有资产流失)和“假外资”等问题。对此,有关主管部门非常关注,并着手重构监管框架,从外资并购和外汇管理两个方面,针对境外投资、吸收外资等环节加强监管。^④

上述监管框架的重构“由点带面”,率先在外汇管理方面取得了突破。2005年1月24日,外汇局发布了《关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》(汇发[2005]11号,以下简称《11号外汇管理通知》)。首先,《11号外汇管理通知》提出了一项与特殊目的公司设立有关的外汇管理要求,即境内居民境外投资直接或间接设立、控制境外企业,应参照《境外投资外汇管理办法》的规定办理相关外汇管理方面的审批

^③ 参见《2003年并购规定》第8条、第9条第5款。

^④ 2004年,商务部国际贸易经济合作研究院完成了一份研究报告,引起了广泛的反响。该报告指出,离岸金融中心在中国跨境资本流动中的地位上升,具有一定的积极意义,但也带来了相当大的负面影响:一是为腐败分子、不良商人提供侵吞国有资产和公众财产的途径;二是推动资本外逃规模进一步膨胀,进而对人民币汇率安排和货币政策运作产生重大压力;三是造成潜在投资争议;四是便利公司欺诈;五是转嫁金融风险。参见“中国与离岸金融中心跨境资本流动问题研究”,载商务部国际贸易经济合作研究院编:《2004年中国对外经济贸易蓝皮书》,中国商务出版社2004年版,第385~416页。

和登记手续。^④其次,《11号外汇管理通知》在境外特殊目的公司返程投资环节设定了外汇审批要求。按照规定,境内居民为换取境外公司股权凭证及其他财产权利而出让境内资产和股权的,应取得外汇管理部门的核准;未经核准,境内居民不得以其拥有的境内资产或者股权为交易对价取得境外企业股权及其他财产权利。最后,《11号外汇管理通知》还提升了境外特殊目的公司返程投资相关外汇登记手续办理机关的层级,即境内居民通过境外企业并购境内企业设立的外商投资企业,其外汇登记申请应由外汇局批准。

随后,外汇局于2005年4月21日发布了《关于境内居民个人境外投资登记及外资并购外汇登记有关问题的通知》(汇发[2005]29号,以下简称《29号外汇管理通知》),明确了《11号外汇管理通知》的适用范围。按照规定,《11号外汇管理通知》所称“外资并购设立的外商投资企业外汇登记”、“外资并购外汇登记”主要适用于以下四种情形:一是外国投资者设立外商投资企业;二是外国投资者协议购买境内外商投资企业中方股权;三是外国投资者协议购买境内中资企业中方股权;四是外国投资者向境内外商投资企业或者中资企业增资。其中,外国投资者设立外商投资企业须办理外汇登记的具体情形有三种:一是外国投资者境内设立外商投资企业,并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产;二是外国投资者协议购买境内企业资产,并以该资产投资设立外商投资企业运营该资产;三是外国投资者境内新设外商投资企业,并通过该企业协议控制境内其他企业或者某项资产的收益权、特许经营权。根据具体情况,上述外汇登记的事项可能是外商投资企业外汇登记或者外汇登记变更,也可能是外国投资者转股收汇外资外汇登记。《29号外汇管理通知》还重申,未经外汇局登记,境内居民个人不得办理境外投资及其他资本项目外汇业务。

《11号外汇管理通知》和《29号外汇管理通知》针对境内非国有企

^④ 1989年3月6日外汇局发布,自发布之日起施行。根据《境外投资外汇管理办法》第2-4条的规定,在中国境内登记注册的公司、企业或者其他经济组织在境外设立各类企业或者购股、参股,从事生产、经营的活动,应申请外汇管理部门进行投资外汇风险审查和外汇资金来源审查,并办理登记等相关手续。《11号外汇管理通知》施行前,中国并没有关于自然人境外投资的外汇管理规定,自然人境外投资无须办理外汇审批、登记手续。

业境外间接上市的前置操作环节设定了明确的外汇管理要求,但也加重了监管对象承担的合规成本,在事实上的确对境外间接上市产生了一定的限制作用。这种状况显然不利于非国有企(特别是高新技术企业)通过国际资本市场融通资金。并且,《11号外汇管理通知》和《29号外汇管理通知》仅适用于境内个人境外投资和外资并购涉及的外汇管理事项,不适用于境内机构境外投资和返程投资涉及的外汇管理事项,没有建立起统一、完整的外汇管理制度。为此,外汇局于2005年10月21日发布了《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,以下简称《75号外汇管理通知》),自2005年11月1日起施行,《11号外汇管理通知》和《29号外汇管理通知》同时废止。与《11号外汇管理通知》和《29号外汇管理通知》不同,《75号外汇管理通知》是一个专门从外汇管理角度来规范境内居民通过境外特殊目的公司进行跨境资本交易和投融资活动的规范性文件。并且,《75号外汇管理通知》为境内居民自然人和境内居民法人通过境外特殊目的公司进行融资和返程投资活动建立了统一的外汇管理制度。^④此外,《75号外汇管理通知》还首次明确界定了“特殊目的公司”、“返程投资”和“控制”等与境外间接上市监管相关的若干重要概念。^⑤

具体地讲,《75号外汇管理通知》提出了以下三个方面的外汇管理要求:一是境内居民设立或者控制境外特殊目的公司前,应办理境外投资外汇登记手续;二是境内居民将其拥有的境内企业的资产或者股权

^④ 根据《75号外汇管理通知》第1段的规定,境内居民法人是指在中国境内依法设立的企业法人、事业法人以及其他经济组织;境内居民自然人是指持有中华人民共和国居民身份证或者护照等合法身份证件的自然人的,或者虽无中国境内合法身份但因经济利益关系在中国境内习惯性居住的自然人。

^⑤ 根据《75号外汇管理通知》第1段的规定,特殊目的公司是指境内居民法人或境内居民自然人以其持有的境内企业资产或者权益在境外进行股权融资(包括可转换债融资)为目的而直接设立或者间接控制的境外企业;返程投资是指境内居民通过特殊目的公司对境内开展的直接投资活动,包括但不限于以下方式:购买或者置换境内企业中方股权、在境内设立外商投资企业及通过该企业购买或者协议控制境内资产、协议购买境内资产及以该项资产投资设立外商投资企业、向境内企业增资;控制是指境内居民通过收购、信托、代持、投票权、回购、可转换债券等方式取得特殊目的公司或者境内企业的经营权、收益权或者决策权。

注入特殊目的公司,或者在向特殊目的公司注入资产或者股权后进行境外股权融资,应就其持有特殊目的公司的净资产权益及其变动状况办理境外投资外汇登记变更手续;三是特殊目的公司发生重大资本变更事项且不涉及返程投资的,应办理境外投资外汇登记变更或者备案手续。^④《75号外汇管理通知》施行后,外汇局综合司于2005年11月24日发布了一份操作规程,明确了外汇管理部门对于相关外汇登记申请的审核材料、审核原则及要素、授权范围等事项。^⑤根据该操作规程,国有企业设立、控制境外特殊目的公司的外汇登记由外汇局办理,其他设立、控制境外特殊目的公司的外汇登记由外汇局各分局、外汇管理部办理;特殊目的公司设立、并购境内企业的外汇登记由外汇局各分局、外汇管理部办理。总体上讲,《75号外汇管理通知》关于外汇登记的规定合理、明晰,相关操作规程具体、完整。特别是,民营企业境外间接上市前置操作环节涉及的各项外汇登记手续只须在省级外汇管理部门办理,相对较为便利,有利于降低境外间接上市的融资成本。因此,有业内人士将《75号外汇管理通知》视为“红筹之门重新打开”的重要标志。^⑥

然而,时隔不到一年时间,境外间接上市监管政策又发生了重大变化,监管框架亦开始向多部门协调合作、监管权力相互衔接的方向发展。2006年8月8日,商务部、国资委、税务总局、工商总局、外汇局和证监会联合发布了《关于外国投资者并购境内企业的规定》(以下简称《2006年并购规定》),自2006年9月8日起施行。^⑦《2006年并购规定》针对境外间接上市涉及的三个操作环节都设定了更为严格的监管要求。其一,明确规定境内公司在境外设立特殊目的公司,应向商务部

^④ 根据《75号外汇管理通知》第7段的规定,这些重大资本变更事项包括增资或者减资、股权转让或者置换、合并或者分立、长期股权或者债权投资、对外担保等。

^⑤ 参见《国家外汇管理局综合司关于下发〈关于完善外债管理有关问题的通知〉及〈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〉操作规程的通知》(汇综发[2005]124号,以下简称《2005年外汇管理操作规程》),其中与《75号外汇管理通知》有关的规定自发布之日起施行。

^⑥ 参见李寿双等:《红筹博弈——十号文时代的民企境外上市》,中国政法大学出版社2011年版,第46页。

^⑦ 《2006年并购规定》施行后,由商务部作了一次修正并于2009年6月22日重新公布,除了关于反垄断审查的规定有修改外,其他条款基本没有变化,故本文援引相关条款时仍使用《2006年并购规定》的条文序号。

申请办理核准手续。^④其二,明确规定关联并购和特殊目的公司换股并购境内企业应经商务部审批。《2006年并购规定》第11条规定:“境内公司、企业或者自然人以其在境外合法设立或者控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司,应报商务部审批;当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避前述要求。”第32条规定:“外国投资者以股权并购境内公司应报送商务部审批……”这就改变了以往主要由省、市级商务主管部门对境内企业在境外设立企业、外国投资者并购境内企业设立外商投资企业等事项进行核准的做法,从总体上提升了审批层级,使境外间接上市前置操作环节涉及的投资管理事项均集中到商务部层面来管理。其三,《2006年并购规定》第40条还明确规定:“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。”这意味着,“无异议函制度”废止3年后,《证券法》(2005年修订)第238条关于境内企业境外间接上市须经证监会批准的规定首次得到了强化。其四,《2006年并购规定》明确了特殊目的公司境外上市后继续并购境内企业的审批要求,即境外上市公司以现金作为支付手段并购境内企业的,由商务部或者省级商务主管部门审批;境外上市公司以股权作为支付手段并购境内企业的,由商务部审批。^⑤此外,《2006年并购规定》还对特殊目的公司换股并购后完成境外上市的期限作了规定,即在商务部批准特殊目的公司换股并购境内公司、境内公司获得商务部颁发的外商投资企业批准证书、证监会批准特殊目的公司境外上市后,被并购境内公司可向公司登记机关申请颁发外商投资企业营业执照,自营业执照颁发之日起1年内,该特殊目的公司应完成上市融资并向商务部报告境外上市情况和融资收入调回计划;否则,境内公司的股权结构恢复到股权并购之前的状态。^⑥

值得注意的是,《2006年并购规定》虽未明文规定适用于外国投资者并购境内国有企业的情形,但从实践来看,对于境内国有企业和民营

^④ 参见《2006年并购规定》第42条。

^⑤ 参见《2006年并购规定》第10条、第21条以及第4章第1节、第2节。

^⑥ 参见《2006年并购规定》第45~48条。

企业境外间接上市是普遍适用的。^⑤尽管如此,这只在一定程度上改变了“大红筹”和“小红筹”监管“双轨制”的格局。这是因为,在“大红筹”上市监管方面,仍须同时适用《1997年大红筹通知》和《2006年并购规定》,而这两项规范性文件为证监会设定的监管环节并不一致。根据前者,证监会应对境内资产注入境外中资公司(既包括境外首发上市前的注资,也包括境外首发上市后的注资)和境外中资公司境外上市两个环节进行监管;根据后者,证监会只对特殊目的公司境外上市进行审批。不难看出,与《1997年大红筹通知》相比,《2006年并购规定》赋予证监会的监管权力相对较小。

《2006年并购规定》施行后,证监会于2007年3月公布了一份关于上述审批要求的操作细则,明确了有关行政许可的申请材料目录。^⑥其中,证监会还提出了一项更为严格的监管要求,即境内企业如拟在境外交易所主板上市,应提交前三个年度的审计报告;如拟在境外交易所创业板市场上市,应提交前两个年度的审计报告。上述规定实际上是要求境内企业必须持续经营达到一定年限后才可申请境外间接上市。

在商务部、证监会加强境外间接上市监管的同时,外汇局也收紧了针对境外间接上市前置操作环节涉及的外汇管理事项的监管要求。2007年8月4日,外汇局综合司发布了《国家外汇管理局综合司关于印发〈国家外汇管理局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〉操作规程的通知》(汇综发[2007]106号,以下简称《2007年外汇管理操作规程》),自发布之日起施行。

与《2005年外汇管理操作规程》相比,《2007年外汇管理操作规程》在“审核要素”部分对相关外汇登记事项作了非常严格的规定。例如,对于境内居民以境内企业资产权益注入并新设特殊目的公司的外

^⑤ 例如,中粮包装控股有限公司(HK:0906,以下简称中粮包装)于2009年11月完成首发并在香港交易所上市,其控股股东中粮集团有限公司为国资委管理的中央企业之一。根据中粮包装首发上市招股说明书披露的信息,其境外发行上市事宜已取得证监会等主管部门的批准,上述主管部门作出批准决定的依据包括但不限于《1997年大红筹通知》和《2006年并购规定》等法律法规。参见中粮包装2009年首发上市招股说明书(英文版),第72页。

^⑥ 这份操作细则最初公布在证监会国际互联网站的“行政许可”栏目中,但随后不久就被删去了,至今未再公布。

汇登记,在申报材料方面,要求申请人在提交的商业融资计划书中说明境内企业近三年的财务状况;在审批机关层级方面,规定涉及境内居民自然人的外汇登记事项由外汇分局、外汇管理部审核办理,涉及境内居民法人的外汇登记事项原则上由外汇局办理。^⑤又如,对于特殊目的公司设立、并购境内企业的外汇登记,如果外国投资者虽为已办理境外投资外汇登记的境外企业,但未按照批准的经营范围持续经营3年,其设立、并购境内企业的外汇登记申请不予受理。^⑥上述规定实际上是要求在申请办理相关外汇登记手续前,境外特殊目的公司或者相关境内企业至少已持续经营满3年。^⑦

虽然《2006年并购规定》和《2007年外汇管理操作规程》使境内企业境外间接上市各操作环节的合规成本显著增加,但这两项规范性文件的确有助于商务部、证监会和外汇局等有关主管部门对境内企业境外上市实施协同监管,其规范意义是积极的。令人遗憾的是,《2006年并购规定》施行至今,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,尚无境内民营企业获得过商务部和证监会的批准。更具讽刺意味的是,为了规避《2006年并购规定》设定的审批要求,一大批境内民营企业通过借用已有股权架构、建立代持安排和实施协议控制等多种方式搭建红筹架构后,实现境外间接上市。据统计,2007年年初至2011年6月30日期间,先后有超过400家境内民营企业完成了境外间接上市。并且,“小红筹”公司的上市地也趋于多元化,除了香港证券交易所、新加坡证券交易所、纽约证券交易所和纳斯达克股票市场外,法兰克福证券交易所、伦敦证券交易所、韩国证券交易所等也相继出现了中国概念公司的身影。

^⑤ 参见《2007年操作规程》附表1,“审核原则要素”栏第2段、“注意事项”栏第1段和第2段。

^⑥ 参见《2007年外汇管理操作规程》附表4,“注意事项”栏第2段。

^⑦ 值得注意的是,2011年5月27日,外汇局发布了《国家外汇管理局关于印发〈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操作规程〉的通知》(汇发[2011]19号,以下简称《2011年外汇管理操作规程》),自2011年7月1日起施行。与《2007年外汇管理操作规程》相比,《2011年外汇管理操作规程》最主要的变化是简化了境内居民个人特殊目的公司涉及的外汇登记手续,取消了对特殊目的公司和相关境内企业持续经营期限的要求。

五、评析和展望

(一)关于历史背景的分析

从以上分析可以看出,境外间接上市监管框架经历了一个从无到有、从简单到复杂的历史过程。这一监管框架不但独立于境外直接上市监管框架,而且还形成了“大红筹”上市监管和“小红筹”上市监管“双轨制”的格局,即前者同时适用《1997年大红筹通知》和《2006年并购规定》,后者仅适用《2006年并购规定》。应当说,这一历史过程是与近二十年来中国、国际资本市场环境的发展演变息息相关的。在20世纪90年代初期,中国证券市场处于初创阶段,囿于对股份制以及证券市场功能的片面认识,境内企业境外上市被赋予了重要的意义:一是吸收外汇资金和吸引境外投资者,促进国有企业转换经营机制;二是借鉴其他国家发展证券市场的先进经验,为我所用;三是作为证券市场对外开放的一个重要方面。于是,出于维护中国企业形象、增强境外投资者信心的考虑,国家筛选若干国有企业到境外发行上市。^⑤在香港回归前夕,部分境内企业未经批准将资产转移至境外间接上市,不但可能造成国有资产流失,而且影响了中国企业的形象,削弱了境外投资者对中国企业的信心。为此,国务院制定了《1997年大红筹指引》,其核心精神是防控国有资产流失。在制度设计上,《1997年大红筹指引》规定,以境内资产境外间接上市的,如其形成过程与境外资产无关,一概从严掌握;如其为境外资产在境内投资形成的,可相对灵活掌握,以其被持有时间是否满3年为标准,设定宽严不同的监管要求。

到了20世纪90年代末期,民营经济虽已逐步发展壮大,但中国证券市场环境仍未发生根本性的变革,多重因素极大地制约了民营企业在境内上市融资的意愿和可行性,它们纷纷把目光投向了境外资本市

^⑤ 《国务院关于进一步加强对证券市场宏观管理的通知》(国发[1992]68号)第四部分指出:“……选择若干企业到海外公开发行股票和上市,必须在证券委统一安排下进行,并经证券委审批……”

场。其一,中国证券市场还没有完成成为国企改革服务的历史使命,存在事实上的“所有制歧视”,民营企业难觅一席之地。其二,境内证券市场结构单一,而境外多层次证券市场发达,能够较好地满足企业的融资需求。当时,境内证券市场尚未建立中小板市场和创业板市场,无法同时接纳众多不同规模、不同发展阶段的企业。境外资本市场则已逐步形成了包括主板、创业板和场外市场在内的多层次资本平台,为中小企业和创业企业发行上市创造了便利的条件。其三,境内首发上市条件较为严格,而境外证券交易所规定的首发上市条件相对较为灵活。例如,《首次公开发行股票并上市管理办法》^⑤第33条规定,股份有限公司在境内首次公开发行股票并上市的条件包括但不限于:最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元;最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元,或者最近三个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元等。上述条件远高于境外上市公司较为集中的证券交易所规定的上市条件。^⑥其四,境内证券监管在诸多方面较为僵化,境外证券监管则较为灵活,便于企业作出相应的利益安排。例如,在2005年4月以前,境内上市公司普遍存在股权分置问题,即上市公司的股份以能否在证券交易所上市交易为标准,被区分为流通股和非流通股,公司首发上市前已发行的股份通常为非流通股。这就意味着,对上市公司的私募股权投资没有较为顺畅的退出渠道,发起人持有股份的价值也无法得到充分实现。又如,在2006年以前,境内上市公司不能实行股权激励计划,不利于企业吸引和留住

^⑤ 2006年5月17日证监会公布,自2006年5月18日起施行。

^⑥ 香港证券交易所是境内企业境外上市的主要目标市场。《香港联合交易所有限公司证券上市规则》第八章规定的上市条件包括但不限于:具备不少于三个会计年度的营业记录,最近一年的赢利不少于2000万港元,前两年合计盈利不少于3000万港元,上市时市值至少为2亿港元;或者具备不少于三个会计年度的营业记录,最近一年的赢利至少为5亿港元,前三个会计年度的经营活动现金流入合计至少为1亿港元,上市时市值至少为20亿港元;或者具备不少于三个会计年度的营业记录,最近一年的赢利至少为5亿港元,上市时市值至少为40亿港元,上市时最少有1000名或者以上的股东。See Chapter 8 of the Rules Governing the Listing of Securities on the Stock Exchange of Hong Kong Limited, available at http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/mbrules/documents/chapter_8.pdf.

高级管理人员以及核心技术、业务人员,建立、健全激励与约束机制。^⑤其五,境内证券监管的透明度、效率以及投资者的成熟度等也与发达证券市场有明显差距。并且,受境内监管政策的影响,民营企业即使选择境外直接上市方式,也会面临“所有制歧视”、股份无法全流通、无法实行股权激励计划以及融资效率低下等现实障碍。^⑥在这样的市场环境下,中国政府对境外间接上市监管的态度是:一方面,境外间接上市的积极意义是主要的,即有利于充分、高效地吸收外资促进民营企业发展,但其前置操作环节是否合法合规,是否导致国有资产流失等问题也不容忽视。另一方面,《证券法》(1999年)虽已对境外间接上市监管作了原则性规定,但证监会在跨境上市监管方面尚无经验可循,也缺乏足够的决心和信心,不得不“摸着石头过河”。由此,在裕兴电脑事件发生后,证监会迅速制定了《2000年小红筹通知》并尽可能地淡化无异议函制度的行政许可的色彩,就不难理解了。

无异议函制度废止后,随着大量民营企业“外资化”后境外间接上市,与之相伴而生的资本外逃、资产权益流失和“假外资”等问题日益突出。同时,境外间接上市监管框架所处的外部环境发生了一些重大变化。其一,中国于2005年对《公司法》(2004年修正)和《证券法》(2004年修正)作了全面修订,在此基础上,证监会加强了证券监管法规的“立、改、废”工作,证券监管法规体系日益完善,监管执法的公开化、透明度也大大提高。其二,境内上市公司股权分置改革自2005年4月启动后迅速推进,至2007年年底时已基本完成。^⑦至此,“中国资本市场在市场基础制度层面上与国际市场不再有本质区别”。^⑧其三,经证监会批准,深圳证券交易所先后于2004年5月在主板市场中开辟了

^⑤ 证监会于2005年12月31日发布了《上市公司股权激励管理办法(试行)》(证监公司字[2005]151号),自2006年1月1日起施行,允许上市公司以限制性股票、股票期权等方式实行股权激励计划。

^⑥ 关于境外直接上市监管缺陷和不足的深入分析,参见刘轶:“境内企业境外直接上市监管:亟须明晰的监管框架和明确的监管标准”,载《国际金融研究》2010年第10期。

^⑦ 经国务院批准,证监会于2005年4月29日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》(证监发[2005]32号),宣布启动股权分置改革。

^⑧ 《中国证券监督管理委员会年报(2007年)》,中国财政经济出版社2008年版,第56页。

相对独立的中小企业板,于2009年5月设立了独立于主板市场的创业板市场,旨在为众多自主创新能力强、成长性较好的中小企业、创业企业提供融资平台,丰富了中国证券市场的层次和结构,拓展了其深度与广度。其四,近年来,随着国有企业改制上市工作的推进,国有企业为境内证券市场提供的上市资源越来越少,为吸引潜在的上市资源,境外证券交易所之间以及境外证券交易所与境内证券交易所之间的竞争日益激烈,这对我国不断提升证券市场的竞争力以及调整境外上市监管政策都形成了一定的压力。^⑤此外,从2003年开始,中国国际收支连年经常项目、资本项目“双顺差”,资本项目项下外汇流入的压力加大了制定、执行货币政策的难度和复杂性。^⑥正是在上述背景下,中国对境外间接上市的态度发生了明显的变化,即境外间接上市的消极影响是主要的,有必要加以限制;并且,由省、市级商务主管部门和外汇局省级派出机构对境外间接上市的前置操作环节进行监管,不便于全面、统一监控境内资产权益外流以及外汇资金流入流出的总体情况。为此,外汇局在《11号外汇管理通知》和《29号外汇管理通知》的基础上,制定了《75号外汇管理通知》,商务部、证监会、外汇局等部门共同制定了《2006年并购规定》,从而在国务院层面上建立了一个多部门协同配合、齐抓共管的体制。

(二) 缺陷和不足

进一步分析,现行境外间接上市监管框架的优点在于,全面覆盖了境外间接上市的各项操作环节,包括在境外设立特殊目的公司、特殊目的公司取得境内企业的控制权以及特殊目的公司境外发行上市等。并且,相关监管事项的审批层级较高,监管权力大部分集中在国务院主管部门的层级上,如在境外设立特殊目的公司、特殊目的公司关联并购或者换股并购境内企业等事项均由商务部审批,特殊目的公司境外发行上市由证监会审批,外汇登记事项则至少在外汇局省级派出机构办理。

^⑤ See Erica Fung, *Regulatory Competition in International Capital Markets: Evidence from China in 2004 - 2005*, in *NYU Journal of Law & Business*, Vol. 3, pp. 243 - 299. 另参见折斌等:“海外交易所竞争我国潜在上市资源情况分析”,载《上海证券报》2007年2月9日第A04版。

^⑥ 参见外汇局:《中国外汇管理年报(2009年)》,第67页, available at http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/ts_detail.jsp?ID=2050000000000000, 97.

显然,这种监管权力的配置格局便于国务院有关主管部门之间的沟通、协调,确保有效监管。但是,这一监管框架以及相关的监管制度、监管实践也存在诸多不足:

首先,针对“大红筹”上市和“小红筹”上市分别建立不同监管框架的模式不尽合理。在“双轨制”的监管框架下,“大红筹”上市指境外中资公司境外发行上市的情形,“小红筹”上市最初指“涉及境内权益的境外公司”境外发行上市的情形,无异议函制度废止后,则指境内企业在境外设立的且不属于境外中资公司的境外特殊目的公司境外发行上市的情形。然而,《1997年大红筹通知》和《2000年小红筹通知》等规范性文件并没有对“大红筹”和“小红筹”这两个概念的内涵和外延作任何解释和说明。实践中,原证券委或者证监会依据《1997年大红筹通知》作出的批复绝大部分是针对国有企业境外间接上市的。据此并结合制定《1997年大红筹通知》的历史背景来推断,境外中资公司应是指由境内国有企业控股的境外公司,而“小红筹”公司应是指由境内居民自然人或者非国有企业法人的境外特殊目的公司。但是,自《2000年小红筹通知》公布施行后,“大红筹”和“小红筹”的界限就一直存在争议。⁶⁵并且,从实践来看,这一界限的确不尽明晰,因为证监会有过依据《1997年大红筹通知》批准境内民营企业境外间接上市的先例。⁶⁶我们认为,无论是从形式上还是从实质上讲,国有企业和非国有企业境外间接上市的操作模式和涉及的主要法律问题并无明显差别,完全没有必要确立不同的监管框架和监管制度。

其次,境外间接上市监管框架的覆盖范围不完整,存在监管“盲

⁶⁵ See Yuan Cheng, Listing Overseas: What is the Real Scope of the CSRC Circular?, in *China Law & Practice*, September 2000, pp. 26–27.

⁶⁶ 例如,证监会于2007年11月14日批准比亚迪电子(国际)有限公司(HK: 0285,以下简称比亚迪电子)在境外发行股票并在香港证券交易所上市。由于比亚迪国际主要通过其境内子公司开展业务活动,且其控股股东比亚迪股份有限公司(BYD Co., Ltd., HK: 1211)的实际控制人为自然人王传福(Wang Chuanfu),比亚迪国际应属“小红筹”公司。但是,证监会作出批复的依据是《1997年大红筹通知》。参见“关于同意比亚迪股份有限公司下属境外公司在境外发行股票并在香港交易所上市的批复”(证监国合字[2007]36号),载《中国证券监督管理委员会公告》2007年第11期;比亚迪国际首发上市招股说明书(英文版),第35页。

点”。从文义上理解,《证券法》(2005年修订)第238条关于境内企业境外上市须经证监会批准的规定既是境外直接上市监管的最高法律依据,也是境外间接上市监管的最高法律依据,理应全面覆盖各种境内企业境外间接上市的情形。然而,《1997年大红筹通知》和《2006年并购规定》作为《证券法》(2005年修订)的下位法,并没有为所有境外间接上市情形设定相应的监管要求。例如,实际控制人为境外自然人或者境外法人的境外公司以其拥有的境内企业资产权益在境外发行上市的,就既不属于《1997年大红筹通知》所规范的境外中资公司境外发行上市的情形,也不属于《2006年并购规定》所规范的特殊目的公司境外发行上市的情形。对于境外控股公司在境内直接设立外商投资企业或者收购境内企业设立外商投资企业等前期事项,也只须依照外商直接投资管理法规和相關外汇管理法规办理通常的审批、登记手续。上述境外上市模式不同于“大红筹”和“小红筹”上市模式,因为既不涉及国有资产权属的跨境移转,也没有境内资产权益流失境外之虞,但至少在形式上与通常的境内企业境外间接上市并无二致。并且,相关境外上市公司如果主要在境内开展业务活动或者其收入主要来源于境内,往往也会与“大红筹”公司和“小红筹”公司一并被视为中国概念公司。因此,境外间接上市监管框架中,应针对上述情形的境外发行上市行为建立相应的制度安排。此外,参与境外间接上市活动的主体除了境内企业,还包括为其提供证券服务的境内外会计师事务所、律师事务所以及境外投资银行等市场中介机构。但是,在现行监管框架下,并没有关于监管证券服务机构及其相关跨境业务活动的监管规定。监管约束的缺失必然会导致市场约束的无效,这也是在美国上市的中国概念公司发生财务信息虚假披露丑闻的主要原因之一。

再次,部分核心监管要求不合理或者不明确,易滋生法律规避行为。应当说,在现行监管框架下,针对在境外设立特殊目的公司、特殊目的公司取得境内企业控制权以及特殊目的公司境外上市三个环节设计监管制度、配置监管权力的做法是基本合理的,但部分核心监管要求却欠缺合理性。例如,《1997年大红筹通知》以拟上市资产的形成过程和持有期限长短为区分标准,对境外中资公司在境外发行上市的行为设定监管要求。实际上,拟上市资产无论是否为境外资产在境内投资

形成的,无论其被境外中资公司持有的期限是否满3年,在性质上均属于境内资产,从规范的角度来讲,均应受到同等强度的监管。又如,针对境外特殊目的公司取得境内企业的控制权这一操作环节,《2006年并购规定》的调整范围并不完整:在股权并购方面,《2006年并购规定》仅适用于外国投资者并购境内非外商投资企业变更设立外商投资企业的情形,不适用于外国投资者针对境内外商投资企业的股权并购,也不适用于外国投资者通过境内外商投资企业针对境内外商投资企业和非外商投资企业的股权并购。^⑦按照现行体制,后两种股权并购适用《2006年并购规定》施行前制定的关于外商投资企业投资者股权变更的管理规定,相关审批事项通常只须地方商务主管部门批准。^⑧在《2006年并购规定》施行后完成境外间接上市的境内民营企业中,有相当一部分正是以《2006年并购规定》关于股权并购适用范围的规定为突破口,在搭建红筹架构的过程中,规避了商务部的审批。这条市场和监管博弈形成的“灰色通道”不断挑战监管“底线”,严重地侵蚀了监管规则的权威性。对此,有业内人士一针见血地指出:“虽然招股说明书对此类做法的法律风险的提示令人望而生畏,但境内律师出具的‘干净的’法律意见书以及那些已成功‘闯关’的先例,使人们对这种做法已经习以为常了。”^⑨

又次,境外间接上市监管制度与境外直接上市监管制度不协调,存在监管套利的空间。与境外间接上市相比,境外直接上市的主体均为依照我国公司法成立的股份有限公司,境外发行上市是唯一的监管环节。现行境外直接上市监管制度包括发行上市的条件、公司治理和规范运作规则、外汇管理规则和一些持续监管规则。就主要的监管要求

^⑦ 参见《2006年并购规定》第2条。

^⑧ 参见《2006年并购规定》第55条第2款,《外商投资准入管理指引手册(2008年版)》第68页。这些关于外商投资企业投资者股权变更的管理规定包括:《外商投资企业投资者股权变更的若干规定》(1997年5月28日原外经贸部、原工商局发布,自发布之日起施行)、《关于外商投资企业境内投资的暂行规定》(2000年7月25日原外经贸部、原工商局发布,自2000年9月1日起施行)以及《关于外商投资企业合并与分立的规定》(1999年9月23日原外经贸部、原工商局发布,自2000年9月1日起施行,2011年11月22日修订后重新公布)等。

^⑨ Ed Sun, Still Waiting for Regulation 10, in *International Financial Law Review*, Vol. 27, Iss. 9, p. 21.

而言,这一监管制度与境外间接上市监管制度存在显著差异。例如,在境外发行上市的财务条件方面,前者规定了一些量化的标准,即在境外交易所主板上市的,净资产不少于4亿元人民币,过去一年税后利润不少于6000万元人民币,按合理预期市盈率计算的筹资额不少于5000万美元等,而后者未作具体要求;^⑩又如,在利用外资政策方面,前者要求境外发行上市募集资金的用途应符合国家产业政策和利用外资政策,后者虽也有针对境外上市主体控制的境内外商投资企业的类似要求,但已有相当数量的境内企业通过采用协议控制模式规避了上述限制。^⑪再如,在境外发行上市审批方面,前者规定须经证监会审批的事项包括境外首发上市、境外增发股份、境外发行可转换公司债券等,后者规定证监会的审批只针对境外首发上市和境内资产划转境外两个环节,境外首发上市完成后涉及资本变动的事项大都无须证监会审批。不难看出,在上述方面,境外间接上市监管制度的规定较为宽松,监管对象承担的境内合规成本较低,上市主体的境外融资效率较高。

最后,监管标准和监管执法的透明度不高。一方面,有相当一部分监管规定的效力层级很低。这些监管规定往往表现为主管部门制定的规范性文件,有的甚至是商务部、外汇局等主管部门内设部门制定的规范性文件,效力层级低于法律、法规和规章。在这些规范性文件中,有的规定存在与上位法的原则精神相悖的情形。例如,《2006年并购规定》要求关联并购一概须经商务部批准,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)》^⑫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。^⑬有的规范性文件则在程序性规定中隐含了实体监管要求。例如,证监会在境外间接上市行政许可的操作细则中,要求境内企业应持续经营2年或者3年

^⑩ 参见《关于企业申请境外上市有关问题的通知》第一部分第(三)项。

^⑪ 参见《关于企业申请境外上市有关问题的通知》第一部分第(二)项、《2006年并购规定》第4条。

^⑫ 商务部外国投资管理司于2008年12月23日发布。

^⑬ 参见《2006年并购规定》第11条,《外商投资准入管理指引手册(2008年版)》第68~70页。

以上。又如,《2007 年外汇管理操作规程》要求在申请办理相关外汇登记手续前,境外特殊目的公司或者相关境内企业至少已连续经营满 3 年。另一方面,监管信息公开不充分,不利于为市场提供明晰的合规指引。例如,《1997 年红筹指引》和《2006 年并购规定》均未规定境外间接上市的行政许可条件;除证监会应在 20 个工作日内决定是否核准境外间接上市申请的规定外,未对证监会的行政许可程序作具体规定。^⑭又如,据不完全统计,证监会先后公布的“大红筹”上市(含境外注资)批复不足 30 份,远低于“大红筹”公司的实际数量;对于“大红筹”公司依照《1997 年大红筹通知》办理备案的情况,证监会从未公布。^⑮

(三) 若干政策建议

如前所述,境外间接上市监管框架脱胎于中国经济改革开放早期特殊的历史背景,随着中国经济的发展和所有制结构的变化,逐步形成了“双轨制”的监管架构。鉴于国际、国内资本市场环境近年来已发生重大变化,上述监管框架应顺势而为,并结合监管实践暴露出的问题,适时修订完善。首先,应准确定位境外间接上市监管的宗旨,这是优化监管框架、完善监管制度的前提。一方面,为了贯彻稳定和扩大利用外资的政策,境外间接上市监管框架应向更为公开、透明的方向发展,做到适用范围明晰,监管制度合理,监管标准明确,市场化水平适当。但是,在当前境内证券交易所还不具备整体竞争优势的情况下,中国又不可避免地会担心上市资源和资产权益的流失。显然,在商务部、证监会和外汇局等国务院主管部门层面上是无法化解上述矛盾的,这需要更高层面的决策者来贡献政治智慧。另一方面,境内企业境外间接上市的,上市主体的设立地、上市地和主要经营地分处不同的国家或者地区。中国不是上市主体的本国或者上市地国,中国的公司法和证券法无法适用于境外公司境外发行上市的行为。因此,境外间接上市监管既不能从保护境外投资者权益的角度出发,也不能从规范境外上市公司的组织和行为的角度出发。然而,境外间接上市毕竟具有跨境属性,搭建红筹架构的过程不可避免地要涉及境内资产权益的跨境转移,红

^⑭ 参见《2006 年并购规定》第 45 条。

^⑮ 参见历年《中国证券监督管理委员会公告》。

筹公司的持续经营也是以境内资产权益为基础的。这就决定了,境外间接上市监管应当以监督境内企业规范运作、维护中国境外上市公司的声誉和整体形象为宗旨。

其次,应统筹规划监管框架,这是合理配置监管权力、协调各项监管制度的基础。鉴于已无必要区别对待“大红筹”上市和“小红筹”上市这两种境外间接上市模式,应统合这两个方面的监管框架。并且,境外直接上市与境外间接上市的区别更多地体现在法律形式上,这两种境外上市方式在经济实质上是一致的,这也是境外投资者将H股公司和红筹公司统称为中国概念公司的原因。因此,有必要进一步统合境外直接上市和境外间接上市监管框架,在《1994年特别规定》、《1997年大红筹通知》和《2006年并购规定》等法规、规章的基础上,在国务院层面上制定了一项关于境外上市监管的行政法规,统一确立关于上述两种境外上市方式的监管制度;再依据上述行政法规,由证监会单独或者会同其他国务院主管部门制定行政规章等监管文件,落实具体的监管标准。上述做法的重要意义在于,有助于充分落实《证券法》(2005年修订)第238条关于境外直接上市和境外间接上市均须证监会“依照国务院的规定批准”的要求,既能填补境外间接上市监管方面尚无国务院规定的空白,也能改进和完善境外直接上市监管制度。更重要的是,在上述框架下统筹设计各项监管制度,可以充分体现和贯彻鼓励境外直接上市、限制境外间接上市的政策导向。^⑥此外,建立统一的监

^⑥ 这一政策导向的渊源可追溯至《1997年大红筹通知》。该通知第六段强调:“境内企业到境外证券市场融资应主要采取直接上市的方式。”但是,《1997年大红筹通知》以后的监管文件中未再出现过类似的表述。《2006年并购规定》施行后,中国关于境外上市的政策导向变得有些令人捉摸不透。例如,在利用外资方面,国务院的态度是,“利用好境外资本市场,继续支持符合条件的企业根据国家发展战略及自身发展需要到境外上市,充分利用两个市场、两种资源,不断提高竞争力。”参见《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》(国发[2010]9号)第三部分(促进利用外资方式多样化)第十三段,载《中华人民共和国国务院公报》2010年第12号。但是,从其他相关文件和报道来看,上述政策导向应该是确实存在的。例如,在2010年11月9日举行的第三次中英经济财金对话上,双方重申支持符合条件的中国公司(包括已上市公司)通过发行股票或境外存托凭证在伦敦证券交易所上市。参见财政部公布的《第三次中英经济财金对话并政策成果》,第四部分(金融部门发展和监管)第27段,http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201011/t20101110_348192.html。从严格意义上讲,上述“中国公司”应是指在境内设立的股份有限公司,不包括红筹公司。又如,在2009年6月举行的第三届中国企业国际融资洽谈会上,商务部外国投资管理司有关负责人曾表示,商务部鼓励更多的优质企业在本土上市,如果本土上市空间不够的话,也鼓励其境外直接上市。参见叶勇、但有为:“商务部首称将完善十号文 鼓励企业境外直接上市”,载《上海证券报》2009年6月11日第5版。

管框架还有助于提高立法效率,简化监管规范体系,消除监管套利空间,便于市场主体理解和适用。

再次,应合理配置监管权力,协调完善监管制度。一是为落实上述政策导向,尽量避免产生境外上市公司业务、资产和经营活动等与其境内监管和上市地监管“错配”的现象,减轻“小红筹”上市方式给境内监管带来的压力,应及时对境外直接上市监管制度进行修订,包括但不限于放宽上市条件,放开股权激励计划等方面的限制,疏通境外股权投资的退出渠道,简化行政许可项目和审核程序等,为境外直接上市创造有吸引力的监管环境。^⑦二是明确境外间接上市,特别是“小红筹”上市方式的适用条件。按照上述政策导向,拟通过“大红筹”和“小红筹”方式上市的境内企业以及由境外居民自然人或者法人实际控制但主要在境内开展业务活动的境内企业应主要选择境外直接上市方式,境外间接上市主要适用于涉及境内资产权益且只在境内开展少量业务活动的境外公司。为此,不妨考虑针对境内营业收入占全球营业收入的比例、境内资产总额占全球资产总额的比例以及境内营业利润占全球营业利润的比例等设定一些监管指标,规定只有低于这些指标的境内企业才可以在境外间接上市。三是优化境外间接上市监管权力配置格局。例如,可在保留现有监管环节的基础上,适当降低证监会对境内资产注入境外中资公司或者境外中资控股上市公司事宜的监管强度和监管方式(如可由事先行政许可改为事后备案),将境外间接上市涉及的外资并购环节的监管集中于商务部,这样更契合商务部和证监会各自的监管职能,有利于消除基于《1997年大红筹通知》和《2006年并购规定》而形成的监管权力重叠。四是加强对相关境内外中介机构的监管,完善跨境上市监管合作机制,建立合理可行的跨境监管安排,明确境内、境外中介机构的法律责任,市场约束和外部监管“双管齐下”,共同监督中介机构审慎执业。

最后,应增强监管标准和监管实践的透明度。其一,增强监管规范

^⑦ 关于境外直接上市监管存在的问题以及监管框架的发展方向,参见刘轶:“境内企业境外直接上市监管:亟须明晰的监管框架和明确的监管标准”,载《国际金融研究》2010年第10期。

性文件之间的协调性,根据调整后的监管权力配置格局,形成“境外投资管理”、“返程投资”、“境外发行上市”和“外汇管理”等若干明晰的监管线条,以此为基础确定具体的监管标准。其二,提升监管规范的层级,监管标准应主要通过行政法规、法规性规范性文件和行政规章等层级的监管文件来确立,避免在有关主管部门及其内设机构制定的文件中确立具有普遍约束力的监管标准。监管规范层级的提高也有助于增强监管制度的稳定性,降低监管标准“朝令夕改”的可能性。其三,明确各项行政许可的审核标准、审核时限等,建立公平、公正的行政许可程序,并及时将行政许可的结果予以公开。

六、结 论

完善中美两国之间的跨境上市监管机制需要双方协同合作。就中国一方而言,境外间接上市监管框架从初创至今,已有近二十年的历史,每一项监管制度的诞生和存续都是特定时代的产物,都有其特殊意义。《1997年大红筹通知》、《2000年小红筹通知》和《2006年并购规定》等都代表着中国在境外间接上市监管方面所作的努力和有益的探索。未来,这一监管框架还会不断发展变化,但方向尚不明朗,或者是整合境外直接上市和境外间接上市监管框架,或者是只修订完善境外直接上市监管框架,也不排除在几年内仍维持现状的可行性。但无论如何,国际资本市场对中国概念公司的信任危机只是一种外在的压力,中国对提升资本市场国际竞争力的渴求才是完善境外上市监管框架的内在动力。并且,中国资本市场面对的国际环境也较以往更为复杂。这就决定了,中国在考虑完善境外间接上市监管框架时,在多重政策因素的影响下,会更加审慎。中国已经意识到,加强对境内企业境外间接上市的监管,并不能够分担或者减轻美国监管机构的职责,也无法代替中介机构的勤勉尽责。因此,境外间接上市监管需要有明晰的目标和理念,绘就精致的监管框架,设计完备的监管制度,并建立有效的跨境检查和问责机制。在跨境上市监管方面,中国会积累更多的经验,掌握更多的方法和技巧,这对于上海国际板的建设也是大有裨益的。

附表:历年中国公司境外首发上市数量和筹资额简表

年度	直接上市		间接上市			
			大红筹		小红筹	
	首发上市 数量	筹资额 (百万美元)	首发上市 数量	筹资额 (百万美元)	首发上市 数量	筹资额 (百万美元)
1996年及 以前年度	26	4874.00	30	63.36	0	0
1997年	17	4685.00	8	11.89	0	0
1998年	1	457.00	1	16.00	3	182.01
1999年	3	569.00	3	235.00	7	196.12
2000年	5	6790.00	2	282.07	18	698.64
2001年	8	882.00	3	1316.49	15	318.09
2002年	16	2323.00	0	0	49	586.85
2003年	18	5369.54	2	330.18	44	1145.33
2004年	18	4989.04	6	3882.86	74	1719.38
2005年	12	15,699.05	2	95.28	72	3999.19
2006年	23	32,522.61	1	1023.00	72	7140.01
2007年	7	12,697.00	6	4091.38	122	24,139.58
2008年	5	3744.78	0	0	42	4073.18
2009年	6	13,473.12	2	957.84	78	12,759.73
2010年	7	15,561.96	2	574.75	115	16,818.49
2011年*	2	2766.17	1	660.63	32	4336.73
合计	174	127,403.27	67	6	744	78,113.33

数据来源:CVSource, ZDB Database, Dealogic, 证监会网站。

* 2011年的数据截至2011年6月30日。