

【摘要】 红筹架构企业回归 A 股是全球证券市场和监管竞争的体现。该现象与红筹股回归、红筹股私有化回归既有联系又存在重要区别，同时其本身依据股权、资产或协议控制型等不同架构也呈现出各自特点。证监会在审核中确立了清理境外壳公司、控制权回境与实质拆除红筹架构、信息披露与合规性要求等重点及例外处理，近 20 项实例在类红筹、返程投资、对赌协议、协议控制、外汇登记和税收优惠补缴等问题上丰富着中国证券法律。其所折射出的更是企业需求、市场实践与制度供给之间的精彩互动。

【中文关键词】 红筹架构；境外上市；A 股发行；返程投资；协议控制；对赌协议

资本的世界正变得越来越平。企业选择发行上市地，往往基于对审批便捷度、上市门槛、股东退出及后续融资便利、估值及信誉附加等诸多方面的权衡。20 多年前，中国公司开启了境外上市的旅程，而红筹架构逐渐成为常见甚至是主流的模式，其中又可细分出股权控制型、资产控制型以及协议控制型等不同红筹架构，演绎了无数精彩故事。近年来，随着市场和政策环境的变化，又出现了红筹架构企业回归的现象，即已搭建了红筹架构但未境外上市的企业，通过拆除红筹架构的方式转回境内资本市场进行 A 股首发上市(IPO)。除了资金方面扣供求，其所反映的还有制度的供需。规则接受者不断调整和塑造自身的偏好，努力将这些信号传递给规则提供者，而后者同样要在全球竞争的环境下给予回应。整个过程都会对既有监管思路和架构提出挑战，规则重塑借此推进。

本文关注和检讨这一有趣实践。第一部分以历史演进为脉络，交代从红筹海外上市到红筹回归的背景。第二部分集中开展概念辨析，厘清了红筹架构企业回归与红筹股回归、红筹股私有化回归等近似活动的关系。第三部分简要总结了证监会对于这类实践的基本立场和审核重点。第四部分通过细致梳理、比较已有的近 20 宗成功实例及国内外有关司法案例，对相关操作和监管的逻辑、效果、合法性和自洽性进行了评价，特别是就相关的类红筹、返程投资、对赌协议、协议控制、外汇登记和税收优惠补缴等问题做了讨论，阐述了自己的认识。第五部分总结全文及作者观点，并提出对未来发展的看法。

一、背景：从红筹上市到红筹回归

改革开放以来，境内企业到境外首发上市可以采用境外直接首发上市和境外间接首发上市两种方式。境外直接首发上市，又称“境外直接上市”，是指在中国境内注册的股份有限公司直接到境外首发上市，所发行的股票属于境外上市外资股。在香港(Hong Kong)、纽约(New York)、新加坡(Singapore)和伦敦(London)上市的境外上市外资股，分别依其所在地英文首字母被称为“H 股”、“N 股”、“S 股”和“L 股”。境内企业境外直接首发上市需要经中国证券监督管理委员会(“证监会”)审批，所筹资金可以在监管部门批准后以证券投资方式调回境内使用。

境外间接首发上市，是指控制境内企业权益的境外注册公司在境外首发上市，所筹资金主要通过外商直接投资的方式调回境内。它属于造壳上市的一种，20 世纪 90 年代初缘起于美国证券市场^{1}，后在香港证券市场被广泛采用，是形成“红

筹股(Red Chip)”的主流方式{2}。因此，境外间接首发上市又被称为“红筹上市”。所谓红筹股,{3}是指在境外注册、在境外上市，但由境内股东实际控制，且主要业务和净利润来自境内的股票。红筹股的概念诞生于 20 世纪 90 年代初期的香港证券市场，用以表明股票具有境内背景(因为当时境外媒体常将中国内地称为“红色中国”)，并就其规模和实力等方面与通常所说的蓝筹股加以区别(源于赌场上不同筹码使用的颜色)。^{4}随着在美国、新加坡等地采用境外间接上市的企业越来越多，红筹股的概念和范围亦得以延伸。与此相关的还有所谓“中国概念股”(“中概股”)，即当时国外因看好中国经济长而对所有在境外上市的涉及中国股票的一种称呼{5}。

实践中，红筹上市因具有门槛低、规避境内审批、可流通股范围广、私募融资便利、股权运作灵活、突破外资行业准入限制、税务豁免等优势，{6}受到境内企业(尤其是民营企业)的热捧。据不完全统计，1993 年至 2010 年 8 月，证监会共批准 186 家境内企业在境外直接首发上市，而采用红筹上市的企业共 596 家，数量是前者的 3.2 倍。其中，有 518 家红筹上市企业为民营企业，约占所有红筹上市企业的 87%。^{7}红筹上市一度成为民营企业进入国际资本市场筹资的主要渠道。

然而，近年来境内外资本市场与监管政策都发生了重大的变化。首先，随着股权分置改革的完成以及创业板市场的推出，境内资本市场日益成熟。一方面，股权分置改革的完成，根除了制约中国资本市场发展的制度性顽疾。境内证券市场进入了一个股份全流通的时代。另一方面，创业板市场的推出，有助于拓宽民营企业的融资渠道。境内资本市场的服务范围日益扩大。

其次，金融危机下境外低迷的发行市场与境内蓬勃的发行市场形成鲜明对比。以美国资本市场为例。自 2010 年以来，共有 55 家中国公司赴美 IPO，其中的 50 家已经破发(指股价跌破发行价)。^{8}相比之下，在新股发行制度改革、IPO 停摆之前，境内资本市场的发行市盈率却居高不下，股价走势也动辄翻番。例如，2009 年 10 月 30 日推出创业板之后不到一年间，就已有 120 多家公司成功挂牌，发行市盈率超过 60 倍。^{9}

再次，红筹上市的难度和风险加大。^{10}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》(汇发[2005]75 号，以下简称“75 号文”)、《关于外国投资者并购境内企业的规定》(商务部等六部委 2006 年第 10 号，以下简称“10 号文”){11}等规定的出台，将红筹上市纳入多部门联合监管、上市流程全程监管的轨道。此后，欲红筹上市的境内企业需要经过 4 个部门、获得 8 道审批{12}。事实上，10 号文出台六年以来，“至今没有一家企业能够以实事求是的方式，按照文件要求通过审批和实现海外上市”{13}。由于审批程序复杂并不具现实性，实践中出现了一些规避审批、绕道 10 号文的新型红筹上市路径。^{14}但这些路径从未得到监管部门的正式认可，普遍存在较高的法律风险。

最后，境外监管加强，中概股遭遇诚信危机、VIE 风波、做空机构搅局等磨难，股价被普遍低估。由此引发的私有化退市风潮愈演愈烈。据统计，从 2010 年 4 月至 2012 年年底，仅美股市场就有 50 家左右的中国公司提出或者完成私有化。同时，针对在美上市中国公司的诉讼案件数量从 2009 年的 1 起升至 2011 年的 39

起。{15}被做空→诉讼→私有化/主动退市→回归境内，形成了近期中概股在国际资本市场上的一道不无尴尬的风景线{16}。

上述变化，使很多企业纷纷放弃原定的红筹上市计划，转而回归境内证券市场进行 A 股 IPO。由此,掀起了一阵红筹回归的浪潮。目前，已有日海通讯、得利斯、誉衡药业、启明星辰、中南重工、二六三、海联讯、朗玛信息{17}等一批企业成功回归(见表 1)。

表 1：红筹架构企业回归 A 股部分案例

企业名称	上市板块	上市时间
世联地产	深圳中小企业板	2009年8月28日
星期六	深圳中小企业板	2009年9月3日
日海通讯	深圳中小企业板	2009年12月3日
得利斯	深圳中小企业版	2010年1月6日
华平股份	深圳创业板	2010年4月27日
誉衡药业	深圳中小企业板	2010年6月23日
启明星辰	深圳中小企业板	2010年6月23日
中南重工	深圳中小企业板	2010年7月13日
欧菲光	深圳中小企业板	2010年8月3日
嘉寓股份	深圳创业板	2010年9月2日
二六三	深圳中小企业板	2010年9月8日
大富科技.	深圳创业板	2010年10月26日
海联讯	深圳创业板	2011年11月23日
朗玛信息	深圳创业板	2012年2月16日
迪森股份	深圳创业板	2012年7月10日

资料来源：深圳证券交易所、清科研究中心。

二、红筹架构企业回归及相关概念辨析

目前，学界和业界人士在不同的意义上使用“红筹回归”一词。为了明确研究对象，避免混淆，有必要区分和辨析不同语境下的红筹回归。

(一)红筹架构企业回归

通过查阅表 1 中已回归 A 股企业的招股说明书可知, 此次浪潮下的红筹回归, 具有以下两个特点。其一, 回归的企业都是一些已搭建小红筹架构但尚未境外上市的民营企业。红筹上市需要搭建一定的架构(俗称“红筹架构”)。常见的红筹架构搭建过程为: (1)出境造壳, 即境内企业(又称“境内运营实体”)的控股股东{18}或实际控制人{19}(以下将二者合称为“实际控制人”)在英属维京群岛(British Virgin Islands,以下简称“BVI”)、开曼群岛(Cayman Islands, 以下简称“Cayman”)等境外离岸注册地{20}设立一家或多家特殊目的公司(Special Purpose Vehicle, 以下简称“SPV”); {21}(2)控制境内权益, 即拟境外上市 SPV(以下简称“SPV1”)通过返程投资, 控制境内运营实体的权益(包括股权、资产和利润等)。根据控制权益的方式不同, 可以分为股权控制型、资产控制型和协议控制型。此时, 境内运营实体通常变更为外商投资企业(多为外商独资企业, Wholly Foreign Owned Enterprise, 以下简称“WFOE”)受控于境外 SPV1; 或被境外 SPV1 在境内新设的外商投资企业(多为 WFOE)控制其权益。返程投资相关对价的支付往往通过境外融资解决, 如境外借款, 抑或是引入境外风险投资基金(Venture Capital, 以下简称“VC”)或者私募股权投资基金(Private Equity,以下简称“PE”)。具体如下图 1 所示。

(图略)

图 1: 红筹架构的搭建

如果境内运营实体的实际控制人(以下简称“造壳主体”)是境内自然人, 该自然人在境外以个人的名义设立了 SPV, 则这种红筹架构被称为是“小红筹架构”。如果造壳主体是境内法人, 该法人在境外以法人的名义设立了 SPV, 则这种红筹架构是“大红筹架构”。在较长的一段时间里, 境内对小红筹架构和大红筹架构这两种红筹上市方式实行不同的监管。、总体而言, 后者要严于前者。因此,拟红筹上市的民营企业多采用小红筹架构的方式 6 此次回归浪潮下的民营企业也不例外。

第二个特点是, 回归的方式都是通过拆除小红筹架构转回境内 A 股 IPO, 包括完全拆除红筹架构(以二六三为代表)和未完全拆除红筹架构(以誉衡药业为代表)的情形。所谓完全拆除, 是指境内运营实体的有关架构完全恢复到红筹架构搭建以前, 境内运营实体完全切断与境外有关 SPV 的联系。而未完全拆除, 指境内运营实体部分仍保留与境外有关 SPV 的联系。

因此, 可将此次浪潮下的红筹回归称作“红筹架构企业回归”, 即已搭建小红筹架构但未境外上市的民营企业, 通过拆除小红筹架构的方式转回境内资本市场进行 A 股首发上市(IPO)。其具体包括股权控制型红筹架构企业回归、资产控制型红筹架构企业回归和协议控制型红筹架构企业回归。

(二)红筹股回归

值得注意的是, 红筹架构企业回归不同于长期以来被广泛讨论的另一种红筹回归——“红筹股回归”。所谓红筹股回归, 是指已通过造壳或买壳的方式在境外间接上市的红筹股公司(法律上称作“境外中资控股上市公司”{22})回归境内资本市场 A 股 IPO。

早在 2001 年前后，红筹股回归就已经提上了证监会的研究日程。{23}之后，围绕红筹股回归的必要性、可行性及回归模式等问题，业界和学术界进行了广泛的讨论。2007 年 6 月，证监会向部分券商下发了《境外中资控股上市公司在境内首次公开发行股票试点办法(草案)》。

2009 年 3 月 13 日，中国人民银行发布《2008 年国际金融市场发展报告》，指进一步研究红筹企业回归 A 股市场”。红筹股回归再次成为舆论的焦点。从目前已有的研究来看，红筹股回归在以下两个方面区别于红筹架构企业回归。

第一，回归的企业是红筹股公司，即那些已在境外上市的企业,包括具有国有背景的企业和民营背景的企业。这些企业的上市方式有造壳上市(包括大红筹架构上市和小红筹架构上市)和买壳上市。鉴于目前监管部门倾向于将国有背景的企业作为红筹股回归的试点企业,{24}因此，业界和学术界讨论的重点在于国有红筹股公司的回归。

第二，回归的模式有三种，即联通模式(由红筹股公司在境内设立的子公司发行 A 股)、中国存托凭证(CDR)模式(红筹股公司将部分已上市的股票托管在当地保管银行，再由境内存托银行发行相应的存托凭证并在 A 股市场上市)以及 A 股模式(红筹股公司直接在境内发行 A 股)。{25}这三种回归模式既不涉及拆除境外上市时搭建的红筹架构或脱离境外壳公司，也不涉及红筹股公司私有化退市，最终的效果都是要实现在境内境外两地上市。实践中只有联通模式被采用过(以中国联通的回归{26}为代表)，其他两种模式仅限于研究和讨论层面。

(三)红筹股私有化回归

此外，在近期中概股私有化退市风潮中，出现了少数已小红筹上市的民营企业，先私有化退市再拆除小红筹架构回归 A 股 IPO(以南都电源为代表{27})。本文将这种红筹回归称作“红筹股私有化回归”。它不同于红筹架构企业回归，因为其回归的企业曾在境外上市，曾是红筹股公司(境外中资控股上市公司)。它也不同于红筹股回归，因为其回归的方式是红筹股公司私有化退市+拆除红筹架构，最终的效果是境外退市、境内上市。上述三种回归的异同点详见表 2。

表 2：红筹架构企业回归、红筹股回归和红筹股私有化回归对比

	红筹架构企业回归	红筹股回归	红筹股私有化回归
红筹上市方式			
1. 造壳上市			
(1)小红筹架构	√	√	√
(2)大红筹架构		√	
2.买壳上市		√	
红筹上市结果			
1.未上市	√		
2.已上市		√	√(后退市)
回归的企业	境内运营实体	红筹股公司	境内运营实体
1.国有背景		(主流)	
2.民营背景	√	√	√
回归的方式			
1.拆除红筹架构	√		√
2.不拆除红筹架构		√	
回归的操作	境内公司A股IPO	境外公司A股IPO (A 股模式)	境内公司A股IPO

		境内子公司A股 IPO (联通模式)	
		境外股票凭证上市(C DR模式)	
回归的效果			
1.境内	上市	上市	上市
2.境外		上市	退市
回归的实践	多	很少 (联通模式除外)	少

行文至此，为了撰写方便，除另有所指，以下所述的“红筹架构”皆指小红筹架构，“红筹架构企业”皆指已搭建小红筹架构但未境外上市的民营企业，“回归”皆指在境内资本市场 A 股首发上市(IPO)。

三、现行回归发行审核政策简释

目前，尚未有专门针对红筹架构企业回归的证券法律规范，因此,同普通企业一样，红筹架构企业回归适用《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)、《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《股票条例》)、《首次公开发行股票并上市管理办法》(以下简称《主板/中小板 IPO 办法》)和《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(以下简称《创业板 IPO 办法》)等规定的一般性发行条件。另外，由于红筹架构的特殊性，证监会在具体理解和适用法定发行条件对红筹架构企业进行实质审核的过程中，逐步形成了一些具体的、有针对性的审核要求。这些审核要求主要体现在证监会人士对保荐代表人所做的培训中，同时，也为众多成功通过证监会审核(以下简称“过会”)的红筹架构企业的回归实践所反映。

中国证券业协会教育培训工作委员会于 2010 年 3 月 24 日发布了《关于举办 2010 年保荐代表人培训班(一至六期)的通知》。{28}笔者从多个网站上检索到了这六期培训班的培训记录，并就不同网站上提供的培训记录进行了比较和印证。根据这些培训记录,真有红筹架构背景的拟境内上市主体需要同时达到以下审核要求。

要求一：清理境外 SPV，去掉中间环节。例外 A:实际控制人为境外公民或法人(包括架构设立后取得境外居民身份)。例外 B:实际控制人虽为境内自然人，但其控股上市主体的资金来源于境外融资或境外经营自然形成的境外资金(即不存在返程投资)。此时，需要提供充分证据证明资金来源为境外资金。

要求二：控制权转回境内，红筹架构被实质拆除。即实际控制人(境内自然人)应直接或通过境内公司间接控制拟上市主体。特别地，如果外商投资企业去掉红筹架构后影响税收优惠享受的，可保留外资身份和稍大于 25%的外资股份，但前提是有关层次要相对简单，不影响透明度。

要求三：信息披露充分、完整，搭建与拆除过程合法规范。

四、法律与实证分析

(一)关于清理境外壳公司

之所以要清理境外 SPV，主要出于以下几个方面的原因。首先，从操作的角度看，根据《证券法》二条及第十二条、《公司法》二条、《股票条例》第七条、《主板/中小板 IPO 办法》第八条和《创业板 IPO 办法》第十条，上市主体应当是依《公司法》在中国境内设立的股份有限公司。而 SPV 是境外设立的公司，因此，红筹架构企业不能以 SPV 作为上市主体。

其次，从法律结果来看，根据 10 号文第三节“对于特殊目的公司的特别规定”，设立以境外上市为目的之特殊目的公司，其批准证书加注“境外特殊目的公司持股，自营业执照颁发之日起 1 年内有效”的字样。1 年内没有完成境外上市的，有关批准证书自动失效，境内公司的股权结构恢复到股权并购之前的状态。因此，未及时境外上市的 SPV 将自动中断与境内运营实体的法律和产权联系，成为孤立的无资产、无业务、无人员的境外壳公司。其对红筹架构企业的回归而言，没有太大的存在价值。

最后，就法定的发行条件而言，《主板/中小板 IPO 办法》第十三条和《创业板 IPO 办法》第十七条规定有股权清晰的法定发行条件。而红筹架构下的境外 SPV 设立在 BVI, Cayman 等经济法律环境宽松的境外离岸注册地，缺乏透明度，跨境核查难度大。因此，为了满足境内发行条件，境外 SPV 应予以清理。

1.类红筹问题(例外 A)

尽管如此，上述要求存在例外情况，其中一个便是例外 A——外籍控制人。由于业界人士常将实际控制人(造壳主体)为境外法人或境外自然人所搭建红筹架构称作“类红筹架构”(如图 2 所示)，因此，例外 A 实际上指：当具有类红筹架构背景的境内运营实体(以下简称“类红筹架构企业”)拟 A 股 IPO 时，与其有关联的境外 SPV 无须拆除。

(图略)

图 2：类红筹架构(以依顿电子为例)

允许例外 A 存在具有合理性。由于类红筹架构企业的实际控制人是境外自然人或境外法人，因此，类红筹架构企业和境外 SPV 都属于外资控股。类红筹架构企业实际上是“真外资”{29}。对于该企业，因为其注册在境内并拟在境内 A 股 IPO，所以，证监会可依据上市地原则和注册地原则予以管辖[如依据《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》(外经贸部资发[2001]538 号)规定的外商投资股份有限公司上市发行股票的条件进行 IPO 审核]。但对于境外 SPV，由于其注册在境外且实际控制人为境外自然人或境外法人，注册地原则和属人原则都不适用。因此，不能过度强调对其的管辖权和我国法律的域外效力，而要求境外投资者将境外

SPV 全部清理。然而，如果境外实际控制人是通过境外 SPV 间接控制类红筹架构企业(拟境内上市主体)，证监会仍可基于股权清晰的法定发行条件，核查该企业的境外层次；并建议有关层次尽量简单和透明。

类红筹架构带来的一个监管疑问在于：如果境内实际控制人变更了国籍或取得了境外居民身份(以下简称“变化身份”)，是否将其已搭建的红筹架构视为类红筹架构来监管?在红筹上市阶段，实际控制人变化身份是为了减少境外上市审批环节。在红筹架构企业回归阶段,实际控制人变化身份是为了适用例外 A 保留境外 SPV，使红筹架构免于拆除。

如前所述，例外 A 包括“架构设立后取得境外居民身份”的情形，即境内运营实体的实际控制人(境内自然人)在红筹架构搭建完成后才取得境外居民身份。由此可见，目前证监会采取“身份外观标准”{30}肯定变化身份行为的影响，换言之，将原红筹架构视为类红筹架构来监管，允许法律意义上现已取得境外身份的实际控制人保留境外 SPV 并通过境外 SPV 间接控制境内上市主体。

例外 A 所体现的监管态度得到了实践中成功案例的印证。向日葵成功 A 股 IPO 即为代表。向日葵的实际控制人吴建龙原为中华人民共和国浙江省居民。2007 年 11 月 26 日，取得 R593891(A)号香港居民身份证。图 3 为 2007 年向日葵有限(向日葵的前身 0 存在的红筹架构，图 4 为 2010 年向日葵申请 A 股 IPO 时的股权架构。通过对比可知，在向日葵 A 股 IPO 时，吴建龙既直接持有向日葵 45.54%的股权,又通过境内公司光华担保间接持有向日葵 1.52%的股权，还通过香港优创(境外 SPV)间接持有向日葵 25.6%的股权。有关的境外 SPV 得以保留而没有与上市主体向日葵脱钩，在一定程度上表明变化身份以适用例外 A 的行为得到认可。当然，为了达到股权清晰的发行条件，有关境外层级得到了简化。2009 年 9 月 1 日，SFHCL 将其持有的香港优创 100%股权转让给吴建龙。由此，吴建龙直接持股香港优创。

(图略)

图 3：2007 年向日葵的红筹架构(类红筹架构)

(图略)

图 4：2010 年向日葵申请 A 股 IPO 时的股权架构

目前，我国涉及变化身份问题的法律规范主要有以下两个：一是 2005 年国家外汇管理局综合司的批复：《关于取得境外永久居留权的中国自然人作为外商投资企业外方出资者有关问题的批复》(国家外汇管理局综合司汇综复(2005)6 个号，以下简称“64 号文”)。它规定：“……中国公民在取得境外永久居留权前在境内投资举办的企业，不享受外商投资企业待遇。”二是商务部、国家外汇管理局等六部委{31}联合发布的 10 号文。其第五十八条规定，“境内公司的自然人股东变更国籍的，不改变该公司的企业性质”。这两范性文件都否定变化身份对行为前企业可获得的待遇或企业性质的影响。显然，证监会在变化身份问题上的态度与上述文件精神相左，在一定程度上反映出证监会方面对类红筹架构企业回归实行较为宽松的政策。

2.返程投资问题(例外 B)

要求一的另一种例外情形是前述例外 B:其控股上市主体的资金来源于境外融资或境外经营自然形成的境外资金,即不存在返程投资问题。这主要是考虑到实际控制人可以保留境外 SPV 作为融资平台并通过境外 SPV 持有境内上市主体的部分股权。

一些业内人士在理解例外 B 所谓的“不存在返程投资问题”方面存在疑问。以誉衡药业的成功回归为例说明。誉衡有限(誉衡药业的前身)的实际控制人为朱吉满、白莉惠夫妇。2006 年,为了在日本上市,搭建了图 5 的红筹架构。其中,誉衡国际受让誉衡有限 100%股权的资金来源于日本居民井関清对誉衡国际优先股的认购款(放弃日本上市计划后,该款项转为借款)。2010 年,誉衡药业申请 A 股 IPO。此时,实际控制人朱吉满、白莉惠既通过境内公司恒世达昌间接控股誉衡药业,又通过誉衡国际(境外 SPV)间接持股誉衡药业(如图 6 所示)。此外,境外 SPV 作为中间环节,如 BRIGHT LUCK, BRIGHT VISION、BRIGHT CAREER 和 CHINA GLORIA,都与誉衡药业脱钩。

(图略)

图 5: 2006 年誉衡有限存在的红筹架构(股权控制型)

(图略)

图 6: 2010 年誉衡药业申请 A 股 IPO 时的股权架构

然而,有观点{32}认为,誉衡药业虽能证明誉衡国际收购誉衡有限的资金来自境外借款,但其招股书中明确披露,誉衡国际“为公司董事长朱吉满等设立在中国境外的返程投资公司”,因此,不属于例外 B 所谓的“不存在返程投资问题”的情形,理应清理 SPV。但誉衡药业在 2010 年 6 月 23 日境内上市时,其实际控制人却,保留了境外 SPV(誉衡国际)升通过其持有股权,令人费解。

解答这一疑惑的关键在于如何理解例外 B 中的“返程投资”。

从横向上看,目前,跨境监测统计方面对返程投资的定义主要有:(1)国际货币基金组织(IMF)《国际收支与国际投资头寸手册第六版》的定义——“返程投资指一个经济体内某实体的资金在投资于另一经济体的某个居民实体后,又投资于第一个经济体内的另一实体。第二个经济体内的实体本身通常只有有限的业务。(返程投资可能有两个或其他中间经济体。){33}(2)IMF 统计部《协调的直接投资调查指南》的定义——“返程投资是指,一个经济体(东道国经济体)内某实体的资金被投资于第二个经济体(中转经济体)内的某居民实体,然后重新投资于第一个经济体内的某实体。就中转经济体内的实体而言,其本身所开展的活动通常有限”。{34}从字面上看,这两种定义都将返程投资界定为一种存量资本往复运动的行为,无法反映红筹架构企业返程投资时因境外融资而导致增量资本入境的情形。

事实上,根据返程投资目的的不同,返程投资可分为融资性返程投资和非融资性返程投资两大类。前者以境外融资为目的,并通过在境外设立特殊目的公司来完成,融资完成后会导致增量资本入境。后者涉及过渡性资本外逃{35},一般不涉及增量资本入境,只是纯粹的境内资本存量的往复运动,其目的主要有:政策寻租(我国外商投资企业在诸多方面享有超国民待遇)、财产保护与非法转移(获得国外更好的财产保护或进行跨境洗钱)和金融投机(利用境外更多的投资避险工具)等{36}。

可见，从资金来源上看，融资性返程投资的资金来源于境内资金和境外融资的结合，而非仅来源于境内资金，即俗称的“假外资”。

红筹架构下两类返程投资的结构基本相同，均是境内自然人先出境设立境外 SPV(第一步)再通过该境外 SPV 对境内企业进行投资与控制(第二步)，唯一的区别就是返程时(即第二步)的资金来源不同。因此，对于红筹架构企业回归而言，当返程时的资金仅来源于境内资金时(属于非融资性返程投资)，其既不是真正的“走出去”，也不是真正的“引进来”，境外 SPV 只是中间环节，没有太大的存在必要，加上其目的比较复杂(如政策寻租等)，回归 A 股 IPO 时理应清理掉。而当返程时的资金中还有部分来源于境外融资{37}时(属于融资性返程投资)，如果境外 SPV 仍有必要存在(境外 VC/PE 仍愿继续投资或境外融资协议尚未履行完毕等)，回归 A 股 IPO 时可继续保留境外 SPV 作为境外融资平台，但要提供充分证据证明资金来源为境外资金。因此，红筹架构企业回归时境外 SPV 可免于清理的应是融资性返程投资，例外 B 所指的“不存在返程投资”应理解为不存在非融资性返程投资(假外资)。

对例外 B 作上述理解，区别对待两类返程投资不仅是证监会审核要求的应有之义，也符合我国最新的立法趋势。

从纵向上看,我国法律关于返程投资的规定经历了从无到有，从一网打尽到区别对待的过程。2005 年以前，我国并无关于返程投资的专门规定。2005 年 1 月 24 日和 4 月 8 日，国家外汇管理局先后出台了《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 号文”)和《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 号文”)，开始将跨境资本流动纳入管理监控的范围。其中，11 号文不区分目的地对境外投资和跨境换股行为进行严格的监管。如 11 号文第二条规定，跨境换股行为要取得外汇管理部门的“核准”。29 号文第八条则首次定义了特殊目的公司：“特殊目的公司系指境内居民个人为其实际控制的境内企业权益在境外筹资目的而直接或间接控制的境外企业”，结束了原先特殊目的公司无境内法律身份的状况。法律对融资性返程投资的认可和保护初见雏形。

2005 年 10 月 23 日颁布的 75 号文(停止执行 11 号文和 29 号文)重新定义了特殊目的公司并首次以规范性文件的形式界定了受法律保护与规范的返程投资(即融资性返程投资)：

本通知所称“特殊目的公司”，是指境内居民法人或境内：居民自然人以持有的境内企业资产或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间接控制的境外企业。本通知所称“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。

同时，根据 75 号文，设立或控制境外特殊目的公司、跨境换股等行为只需到外汇管理部门办理“登记”手续，表明法律对融资性返程投资的规范由堵到疏、由严到宽。2005 年至 2011 年，75 号文配套的操作规程陆续出台。其中，2011 年出台的《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

汇舍理操作规程》的通知》(汇发[2011]19号,以下简称“19号文”)首次在官方文件中使用“非特殊目的公司返程投资”的表述并对其进行严格的监测和管控。如19号文规定:将境内居民个人不属于75号文所指“特殊目的公司”性质的境外企业对境内进行的直接投资,在如实披露其境内控制人信息后标识为“非特殊目的公司返程投资”。由此可知,19号文的非特殊目的公司返程投资,实际上即是本文所述的非融资性返程投资。2013年5月11日出台的国家外汇管理局《关于印发〈外国投资者境内直接投资外汇管理规定〉及配套文件的通知》(汇发[2013]21号,简称“21号文”,其废止了19号文)明确界定了受法律保护的“非特殊目的公司返程投资”。如其规定:

境内个人未办理境外投资外汇登记的,但可提交能证明其境外权益形成合法性的证明材料(境外权益形成过程中不存在逃汇、非法套汇、擅自改变外汇用途等违反外汇管理法规的行为),可为该外国投资者设立的外商投资企业办理基本信息登记,并在外汇局相关业务系统中将其标识为“个人非特殊目的公司返程投资”。

(“返程投资情况”选项含义)非特殊目的公司返程投资——本企业外方股东直接或间接地被境内居民持股或控制,但是该外方股东不属于特殊目的公司。本企业保证外方股东直接或间接地被境内居民持股或控制的过程符合中国和注册地法律规定,不存在逃汇、非法套汇、擅自改变外汇用途等违反外汇管理法规的情况(或相关违规行为已接受外汇管理部门查处)。

至此,我国初步构建了针对融资性返程投资和非融资性返程投资不同的监管框架。

尽管从理论上可以对融资性返程投资和非融资性返程投资进行定性,但要从量上区分这两类返程投资却不太容易操作。如前所述,两类返程投资在红筹架构下的唯一区别是返程时资金来源不同。其中,融资性返程投资的资金来源是境内资本和境外资本的结合。但要融入多少境外资本,发生多少增量才属于融资性返程投资,进而区别于非融资性返程投资,并在红筹架构企业回归时适用例外B?

对此,笔者认为可以参考10号文关于享受外商投资企业待遇方面的规定。10号文第九条第三款规定:

境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内公司,所设立的外商投资企业不享受外商投资企业待遇,但该境外公司认购境内公司增资,或者该境外公司向并购后所设企业增资,增资额占所设企业注册资本比例达到25%以上的除外。根据该款所述方式设立的外商投资企业,其实际控制人以外的外国投资者在企业注册资本中的出资比例高于25%的,享受外商投资企业待遇。

据此,可享受外商投资企业待遇的是认购增资和“实际控制人以外的外国投资者”出资的行为且增(出)资额占注册资本至少(高于)25%的情形。这些情形下带来了至少25%的增量资本,当然属于融资性返程投资。相反,如果无增资或出资或增量资金低于25%,则在法律上视为非融资性返程投资,不享受外商投资企业待遇。因此,可以25%的比例为参考,对两类返程投资进行量上的区分。

在誉衡药业的案例中，正如其招股说明书披露的，其确实存在返程投资，但很明显属于融资性返程投资，因为其返程投资的资金来源于日本居民井関清对誉衡国际优先股的认购款(后转为借款)。由于有关融资协议尚未履行完毕(誉衡国际仍欠井関清本金 333.34 万美元及相应利息)，因此，其实际控制人保留境外融资平台誉衡国际，并通过誉衡国际间接持有誉衡药业的部分股权，符合例外 B 免予清理特殊目的公司的情形。实践中成功过会的案例并未与证监会的审核要求相违背。

(二)关于控制权回境与红筹架构的实质拆除

为了还原上市主体真实的股权状态，控制权要转回境内。但同时为了不增加红筹架构企业回归 A 股上市的负担，允许其保留部分外资股权，以享受有关的优惠待遇。实践中，红筹架构企业回归时往往已引进境外 VC/PE 进行融资性返程投资。因此，控制权转回境内意味着境外 VC/PE 的退出或以其他方式(如通过境内人民币基金)参股境内上市主体。然而，由于境内外法律和上市政策不同，引入 VC/PE 时当事方约定的一些受境外法律保护、为境外上市政策允许的特殊权利安排，未必会得到境内法律的认可以及证监会的核准，很有可能会对红筹架构企业的回归构成实质性的障碍。这方面以对赌协议最为典型。

1.对赌协议问题

“估值调整机制”(Valuation Adjustment Mechanism，以下简称“VAM”)是私募投资中常见的合约安排，在引入我国时被译为“对赌协议”。对赌协议的产生是为了弥合投资者与被投资公司(或其实际控制人、管理层等)在投资决策当时对公司估值的差异，促成融资交易的发生。由于公司未来前景的不确定性，处于信息劣势一方的投资者对公司的估值比较低，处于信息优势一方的被投资公司(或其实际控制人、管理层等)则对公司的估值比较高。因此，在达成投资协议时，投资当事人先搁置争议，约定一种估值进行投资。同时，约定附条件的估值调整机制。以投资者先按高估值进行投资的情形为例。在这种情形下，估值调整机制(对赌协议)一般规定如下：如果被投资公司在约定的时间未能达到约定的经营收入、利润等业绩目标(业绩对赌)或未能成功上市(上市时间对赌)，则投资者有权获得现金补偿(现金对赌)，或获得股权补偿或有义务以一定价格售出其持有的股份(股权对赌)。^{38}

在美国、香港等国家和地区，对赌协议是被认可的。如 2011 年 10 月 4 日，美国法院肯定了中华网投资集团(CDC Corporation,以下简称“CDC”)^{39}与美国一家对冲基金 Evolution Capital(以下简称“EC”)的对赌协议，并裁定对赌失败的 CDC 需向 EC 支付高达 6540 万美元的赔偿。

据 CDC 提交美国证券交易委员会(以下简称“SEC”)的 20-F 文件^{40}披露，2006 年 11 月，CDC 发行可转换优先债券时，与 EC 签订了债券购买协议。该协议约定了对赌条款：若 CDC 软件和 CDC 游戏(均为 CDC 旗下子公司)不能在 2009 年 11 月 13 日前完成 IPO，EC 将有权要求公司赎回债券，赎回价格须加上应计及未付利息，利息按 2006 年 11 月 13 日至赎回日支付，惩罚性年利率为 12.5%。2009 年 8 月，只有 CDC 软件赶在了协议规定的 11 月之前登陆纳斯达克，募资 5760 万美元。CDC 游戏上市最终未果。2010 年 3 月，EC 起诉 CDC 违约并索赔。2010 年 11 月 12 日，纽约高等法院宣布批准 EC 针对 CDC 的初步禁制令。根据法庭判决，CDC

不得在诉讼进行期间单方面废除高级可转债的债券购买协议，也不得对相关条款做出任何肯定或否定。2011年10月4日，法院裁定CDC必须向EC支付高达6540万美元的赔偿。由于截至2011年二季度，CDC的现金及短期投资仅8067万美元，因此，CDC向美国破产法院提交了破产保护申请。2012年9月6日，美国乔治亚州北部地区破产法院下达了判决书，确认执行CDC第二次修订的联合重组计划。{41}

相比之下，对赌协议在我国的合法性却一直饱受争议。2012年11月7日，最高人民法院终于对首例私募对赌纠纷案件“海富案”{42}作出再审判决{43}，就对赌协议的合法性问题落槌：一方面，否定了股东与公司之间损害公司及公司债权人利益的对赌条款的法律效力；另一方面，认可股东与股东之间对赌条款的合法有效性。而此前，一审法院和二审法院都认定涉案的对赌条款因违法而无效。

“海富案”中涉及的《增资协议书》约定，海富公司以现金2000万元人民币对众星公司增资，占众星公司增资后总注册资本的3.85%，香港迪亚公司占96.15%。案争的对赌协议是《增资协议书》的第七条第(二)项内容——如果众星公司(后更名为世恒公司)2008年实际净利润完不成3000万元：A.海富公司有权要求众星公司予以补偿(以下简称“A约定”)；B.如果众星公司未能履行补偿义务，海富公司有权要求香港迪亚公司履行补偿义务(以下简称“B约定”)；C.补偿金额=(1-2008年实际净利润/3000万元)×本次投资金额(以下简称“C约定”)。

关于上述对赌协议是否具有法律效力，最高人民法院认为，海富公司(股东)和世恒公司(被投资公司)之间的A约定和C约定“使得海富公司的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了世恒公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人的利益”，因此，对于一审法院、二审法院根据《中华人民共和国公司法》二十条和《中华人民共和国中外合资经营企业法》八条关于“企业净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配的规定”之规定认定海富公司和世恒公司之间的A约定和C约定无效，最高人民法院认为是正确的。同时，其认为二审法院将海富公司18,852,283元(=2000万-计入注册资本的115万)的投资定性为“名为联营，实为借贷”没有法律依据。另外，香港迪亚公司对于海富公司的补偿承诺(即股东之间的B约定和C约定)“并不损害公司及公司债权人的利益，不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，是有效的”。

判决颁布后，一系列引人关注的问题随之而来。例如，司法实践在对赌协议合法性问题上的最新进展会不会影响证监会绝对禁止上市主体存在对赌协议的态度？境外VC/PE通过对赌协议获得的合同权利是否有望在红筹企业架构回归过程中得以保留？

长期以来，证监会通过窗口指导、中介机构培训和会议发言等多种非书面形式要求拟上市公司在申请上市前终止所有的对赌协议。{44}红筹架构企业当然也不例外，引进境外VC/PE时约定的对赌条款，也必须在A股IPO前清理完毕而不能保留。

(图略)

图7：日海通讯的红筹架构(资产控制型)

日海通讯的回归验证了证监会的上述态度。图 7 为日海通讯实际控制人王文生搭建的红筹架构。在引入境外 VC 时，王文生、周展宏以及 IDG 技术创业投资基金(IDG TECHNOLOGY VENTURE INVESTMENTS, LP)于 2003 年 7 月 26 日签订了《日海投资协议》，并约定上市时间对赌条款：“发行人成立之日起四年内，若公司仍不能成功上市，IDG TECHNOLOGY VENTURE INVESTMENTS, LP 和周展宏均有权要求王文生为首的经营队伍回购其持有的日海国际有限公司的股份，回购价格为提出回购时相关股份所对应的资产净值，王文生先生不得以任何理由拒绝。若王文生先生拒绝购买周展宏先生的股份，周展宏先生有优先购买 IDG TECHNOLOGY VENTURE INVESTMENTS, LP 股份的权利。”

图 8 为日海通讯申请 A 股 IPO 时的股权架构。王文生通过境内公司海若技术、易通光间接控制日海通讯，符合控制权回境的审核要求。此外，境外 SPV 作为中间环节，如 Allfme Metrovision, Dotcom 和日海国际，都与日海通讯脱钩，符合清理境外壳公司的审核要求。另外，境外 VC(IDGVC II, IDGVC III)并未退出而是通过 IDGVC (HK)参股日海通讯。同时，境外 VC 放弃通过上述对赌协议获得的股份回购权(因日海国际未能在规定时间实现海外上市，因此境外 VC 获得要求王文生回购其所持有的股份的权利)，“《日海投资协议》中关于回购日海国际出资的相关约定亦不再执行”。可见，日海通讯在上市之前，有关的对赌协议已终止，符合证监会方面的要求。

(图略)

图 8：日海通讯申请 A 股 IPO 时的股权架构

根据前述的 2010 年保荐代表人培训记录关于对赌协议的内容，证监会要求拟上市主体清理对赌协议的原因主要有：A.对赌协议不符合《公司法》规定；B.执行对赌协议可能造成拟上市主体股权(乃至控制权)及经营不稳定。

其中，原因 A 也是最高人民法院认定股东(投资者)与公司(被投资公司)之间的对赌协议违法的原因。因此，毫无疑问，拟上市主体应清理此类对赌协议，以杜绝潜在的法律纠纷。至于股东(投资者)与股东(主要是被投资公司的实际控制人)之间的对赌协议，虽然被最高人民法院认定为具有法律效力，但执行此类对赌协议仍可能会影响拟上市主体的股权(乃至控制权)及经营的稳定性(即原因 B)。比如股权对赌，会影响到公司股权(乃至控制权)的稳定性；现金对赌，会增加上市公司实际控制人违法违规(如侵占上市公司资金)的风险，乃至影响到上市公司的现金流量；业绩对赌、上市时间对赌，会促使上市公司的实际控制人为追求短期目标赢得赌局而违背规律非常规经营，加大上市公司的经营风险。因此，即使股东与股东之间的对赌协议合法，拟上市主体也不应该保留这类对赌协议。

综上所述，除了对赌协议的合法性问题外，证监会绝对禁止对赌协议还基于股权清晰、稳定经营等考虑。因此，司法实践在对赌协议合法性问题上的最新进展很可能并不会影响证监会绝对禁止拟上市主体存在对赌协议的态度，即无论是哪种类型的对赌协议，拟上市主体都必须在上市之前清理完毕。境外 VC/PE 通过对赌协议获得的合同权利并不能在红筹架构企业回归过程中得以保留。

2.协议控制问题

与此同时，由于红筹架构本身存在着较大的法律风险，因此，只有将其实质拆除才能从根本上解决红筹架构企业历史上存在的合法性问题，消除监管部门的疑虑，放行企业 A 股 IPO。近年来境内法律(如 75 号文、10 号文)加强了对跨境资本流动的规范，在一定程度上将股权控制型红筹架构和资产控制型红筹架构纳入有效监管轨道。但是协议控制型红筹架构却游走在法律盲区,法律风险依然巨大。

表 3：协议控制涉及的会计准则

国际财务报告准则及国际会计准则：
《国际财务报告准则第 10 号——合并财务报表》(IFRS10)
《国际财务报告准则第 12 号——涉入其他主体的披露》(IFRS12)
《国际会计准则第 27 号——合并财务报表和单独财务报表》(2011)(IAS27)
《国际会计准则常设委员会解释公告第 12 号——合并：特殊目的主体》(SIC12){ 45}
美国公认会计准则：
《美国财务会计标准委员会财务会计准则公告第 167 号——可变利益实体的合并》(FAS07)
《美国财务会计标准委员会解解释 46 号——可变利益实体的合并》(FIN46R){46}

所谓协议控制型红筹架构，是指境外 SPV 或其在境内设立的外商投资企业(多为 WFOE)与境内运营实体及其股东,签署一系列旨在达到完全控制境内运营实体经营活动和利润的协议。审计机构因该实际控制关系而依据会计准则关于可变利益实体(Variable Interest Entity，以下简称“ VIE”){47}或特殊目的主体的规定(见表 3{48})，将境外 SPV、 WFOE 及被控制的境内运营实体的经营状况及现金流量情况进行合并报表，以达到境外上市的条件{49}。因此，协议控制型红筹架构又被称为“VIE 模式”。由于协议控制无须外商直接投资于境内运营实体(非直接性)，也不涉及外商直接持有境内运营实体的股权(非股权性)，因而协议控制型红筹架构的长

处是可以绕开境内法律以股权为核心构建起来的监管体制。从 2000 年新浪网赴美上市以来，协议控制型红筹架构经过十余年的发展，已成为了互联网、教育、电信等类公司红筹上市的一种典型模式。

早期，协议控制型红筹架构被互联网等行业的公司广泛采用，主要是为了绕开境内法律对外商以股权形式进入这些行业的限制。如 2001 年《外商投资电信企业管理规定》{50}二条和第六条规定，外商投资电信企业只能以中外合资经营形式设立，基础电信业务的外资比例最终不得超过 49%，增值电信业务的外资比例最终不得超过 50%。2006 年 10 号文出台以后，协议控制型红筹架构成为规避 10 号文下商务部外资并购审批和证监会境外上市审批的路径之一。{51}典型的案例是 2009 年中国秦发(开曼)以协议控制不涉及 10 号文所述的“并购”(股权并购和资产并购)为由，未履行 10 号文的审批程序而在香港上市。

(图略)

图 9：中国秦发(开曼)香港上市股权结构(协议控制型)

中国秦发(开曼)在其招股书中提到：“根据于 2006 年 9 月生效的并购规定……中国法律顾问认为，重整本集团及重组并不涉及收购于中国成立的任何公司的股本收益或资产，故此，概无重组步骤根据并购规定构成并购活动。故此，中国法律顾问认为，本集团的上市毋须中国证监会批准。”{52}而从图 9 可知，中国秦发集团(境内运营实体)通过“重整”和“重组”搭建的正是协议控制型红筹架构。可见，中国秦发(开曼)对 10 号文所述的“并购”作了狭义范围的解释，认为协议控制不属于“并购”。此外，根据招股书的有关披露，中国秦发(开曼)采用协议控制的原因跟互联网等企业一样，都是为了绕开境内法律法规对外商产业准入的限制中国政府机关现时惯例上不授予外资控股公司煤炭经营资格证。……中国法律及法规现时禁止向外资控股公司颁发水路运输许可证。”{53}

无论目的是绕开外资产业准入限制，还是规避 10 号文的审批程序，协议控制型红筹架构都存在潜在的法律风险。首先，控制协议从诞生之日起便有着相当可疑的目的，即规避我国法律，因此颇有“以合法形式掩盖非法目的”之嫌。根据《中华人民共和国合同法》五十二条之规定，控制协议存在被归于无效合同的风险。其次，协议控制型红筹架构因规避境内法律和管辖的意图明显而有被行政机关否认的风险。例如，2011 年 3 月 28 日，宝生钢铁(BUDDHA STEEL, INC.)被迫撤销其在美国的上市申请，原因在于河北当地政府不认可该公司境外上市架构中存在的控制协议，认为该控制协议违反了我国现行的有关外商投资企业管理政策{54}。此外，协议控制不适用 10 号文的解释也存在特别的风险。如 10 号文第十一条规定：“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或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。”而搭建协议控制型红筹架构的过程中，免不了出境造壳(如图 9 中的泰发投资)并以壳公司的名义返程投资，在境内设立外商投资企业(如泰发物流)。壳公司和外商投资企业因在同一实际控制人(如徐吉华)的控制之下，因此属于关联企业。加上第十一条中存在兜底条款，“其他方式”并未排除协议控制。因此，10 号文并非不能规范协议控制。

实际上,目前已有法律规范性文件明确提及“协议控制”。例如 75 号文在界定“返程投资”概念时涉及“协议控制”。又如《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》(2011 年第 53 号,以下简称“53 号文”)第九条对于外国投资者并购境内企业,应从交易的实质内容和实际影响来判断并购交易是否属于并购安全审查的范围;外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查,包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式。”这表明协议控制开始越来越清楚地受到法律的明确规范,协议控制型红筹架构上市的违法成本和风险加大。

鉴于协议控制存在较多法律风险,因此,已搭建协议控制型红筹架构的企业在回归时宜将有关控制协议实质终止或解除,以减少境内 A 股 IPO 的不确定性,达到符合产业政策、不存在“重大违法行为”等法定发行条件。从已过会的案例看,协议控制型红筹架构企业如启明星辰、二六三、朗玛信息,都无一例外地终止或解除了各自存在的控制协议。

(三)关于信息披露与合规性审核

存现行的核准制下,证监会的发行审核以强制性信息披露和合规性审核为核心。由于红筹架构企业回归涉及境内外法律制度,有关重组与运作比较复杂,加上境外 SPV 严重缺乏透明度,因此,上市主体自身要注重真实、准确、完整、充分地披露有关的重大信息。同时,针对影响实质性判断的问题,证监会有权强制要求发行人及中介机构进行解释说明并公开披露。

另外,《证券法》十三条、《主板/中小板 IPO 办法》第三节和《创业板 IPO 办法》第十二条要求发行人规范运行、无重大违法行为。由于跨境资本流动方面的法律规范变动较大,因此,在合规性审核方面,红筹架构企业要关注红筹架构搭建和拆除过程的合法性问题。实践中,证监会尤其关注外汇登记问题和税收优惠的补缴问题。例如证监会向朗玛信息、迪森股份等下发的《行政许可项目审查反馈意见通知书》中,明确要求发行人解释并披露其是否已完整履行了外汇登记及相应的法律程序,是否依法缴纳了有关税收,报告期内的税收优惠是否合法等信息。

1. 外汇登记问题

根据 75 号文(第二条、第三条、第五条和第七条)及其相应的操作规程(106 号文{55})和 10 号文(第八条),红筹架构搭建和拆除过程中凡涉及境外 SPV 设立与变更、境外股权融资、返程投资等资本出入境事宜的,都需要办理相应的境外投资外汇登记手续。如果有关行为发生在 75 号文之前的,应依法办理有关的补登记手续。如 75 号文第八条为符合一定条件的主体补办登记手续提供了法律依据:“本通知实施前,境内居民已在境外设立或控制特殊目的公司并已完成返程投资,但未按规定办理境外投资外汇登记的,应按照规定于 2006 年 3 月 31 日前到所在地外汇局补办境外投资外汇登记。”然而,外汇登记方面的法律瑕疵并非在任何时候、针对任何登记手续都能补办。如 75 号文的补办手续仅限于 2006 年 3 月 31 日前进行;106 号文附表 6 的补办手续仅限于境内居民自然人为其已设立的 SPV 补登记;19 号文确立了“先处罚,后补办登记”的原则。

从已回归的成功案例来看，大多数红筹架构企业都依法补办了相应的外汇登记手续，如日海通讯、华平股份、誉衡药业、启明星辰、二六三和朗玛信息等。对于未补办的企业，如果作了解释并获得有关行政部门的确认，一般也不会构成回归的实质障碍。实践中，未办理有关外汇登记的迪森股份，在解释说明原因并获得有关部门确认后成功获得证监会的核准并首发上市。具体而言，迪森股份认为，境外 SPV 的设立行为发生于 75 号文之前，因此，行为发生时办通外汇登记没有法律依据；75 号文之后，国家外汇管理局广东分局出函证明：迪森股份的实际控制人近 3 年不存在因违反外汇管理法规的行为而受到行政处罚的记录。因此，有关外汇登记虽未补办，也不对迪森股份的首发上市产生实质性的影响和法律障碍。

2. 税收优惠补缴问题

股权控制型红筹企业，在搭建红筹架构时，境内运营实体的性质是外商投资企业（因为被境外 SPV 控股）。而在拆除红筹架构时，企业的性质有可能变为中外合资企业，如誉衡药业回归时保留了境外 SPV（即誉衡国际）作为融资平台，誉衡药业的性质由外商投资企业变为中外合资企业（见前文图 6）；也有可能变回内资企业，如海联讯回归时，将全部股权转回境内，企业性质变回内资企业。

下图 10 为海联讯 2003 年为红筹上市所搭建的股权控制型红筹架构，图 11 为 2009 年其申请 A 股 IPO 时的股权架构。通过对比可知，TEAMWEALTH（拟境外上市 SPV1）根据实际控制人章锋等四人的股权比例，将其持有的海联讯信息 40.19% 的股权转让给章锋，27.92% 的股权转让给孔飙，21.92% 的股权转让给邪文飏，9.97% 的股权转让给苏红宇。海联讯信息由外资企业（WFOE）变更为内资企业，并更名为海联讯有限。

（图略）

图 10：股权控制型红筹架构（以海联讯为例）

（图略）

图 11：2009 年海联讯申请 A 股 IPO 时的股权架构

对于企业性质变回内资企业的，根据国家税务总局《关于外商投资企业和外国企业原有若干税收优惠政策取消后有关事项处理的通知》（国税发[2008]23 号）三条的规定，将面临被追缴之前免征和减征的所得税税款的问题。由于各个地方的政策不同，也存在不需要补缴或只需部分补缴的情况。此时，无论是部分，还是全部无须补缴，都应作出解释并由相应的税务部门出文确认。如此，税收优惠的补缴问题才不会构成回归 A 股的实质障碍。

比如，深圳特区在税收方面的政策就比较优惠。深圳市人民政府 1988 年 8 月 1 日出台的《关于深圳特区企业税收政策若干问题的规定》（2003 年 11 月 6 日重新发布）第八条规定：“对从事工业、农业、交通运输等生产性行业的特区企业，经营期在 10 年以上的，从开始获利的年度起，第一年和第二年免征所得税，第三年至第五年减半征收所得税；属于基础工业和经深圳市人民政府确认为先进技术企业的，第六年至第八年减半征收所得税。”

据此，位于深圳的海联讯不需要补缴税收优惠，具体分析如下。海联讯 2000 年 1 月 4 日成立时为外商投资企业，根据原《中华人民共和国外商投资企业和外国

企业所得税法》及其实施细则规定,经深圳市地方税务部门批准享受“两免六减”的企业所得税税收优惠政策,即 2001~2002 年免征企业所得税,2003~2007 年减半缴纳企业所得税。海联讯于 2008 年 4 月 2 日变更为内资企业,其作为外商投资企业的经营期限不满 10 年,根据原《中华人民共和国外商投资企业和外国企业所得税法》及其实施细则的规定,应当补缴已免征、减征的企业所得税税款。

不过,海联讯同时是一家从事电力信息化系统集成业务的国家高新技术企业,因此,符合上述深圳规定第八条的要求。比较 2001~2007 年海联讯按外商投资企业所得税优惠政策实际所享受的企业所得税优惠,与作为内资公司适用深圳特区企业所得税优惠政策享受的企业所得税优惠,二者享受的期限相同、金额相等,故海联讯无须补缴 2001~2007 年度企业所得税。此外,对于不用补缴税收优惠之事,海联讯已取得深圳市地方税务局的发文确认。

五、总结与前瞻

上文从红筹回归的背景出发,辨析了三种不同意义上的红筹回归,明确了本文的研究对象——红筹架构企业回归,并阐述了不同类型的红筹架构。图 12 以较为简化的红筹架构为背景,汇总描述红筹架构相关概念之间的关系。

(图略)

图 12: 红筹有关概念汇总

从证券法律关系入手,我们在归纳证监会关于红筹架构企业回归审核要求的基础上,对所涉及的法律问题和实践案例进行了具体分析,得出以下结论:

(一)要求一(清理境外壳公司)的例外 A,实际上指类红筹。由此揭示出证监会认可变化身份(即变更国籍或取得境外居民身份)搭建类红筹架构行为的效果。不过这似乎与已有规则的精神相左,在一定程度上反映了证监会方面对类红筹架构企业回归采取了较为宽松的姿态。

(二)要求一(清理境外壳公司)的例外 B,传递的政策意图在于,不存在非融资性返程投资时,可保留境外壳公司作为融资平台。对此,本文尝试区分了红筹架构下的融资性返程投资和非融资性返程投资。从定性上看,两者的唯一区别是返程投资时的资金来源不同:前者是境内资本和境外资本的结合,因此,可保留境外 SPV 作为融资平台;后者的资金来源只有境内资本,所以无所谓保留境外 SPV。从定量上分析,在参考现行法律规范的基础上,宜将境外资本占总资本(境内资本+境外资本)至少 25%的返程投资视为融资性返程投资,其他情况作为非融资性返程投资。

(三)要求二之控制权回境,对于融资性返程投资而言,往往涉及与境外 VC/PE 约定的对赌协议的处置问题。笔者剖析了司法领域关于对赌协议的最新发展(海富案),以及证监会历来禁止对赌协议的原因,倾向于认为:证监会禁止对赌协议的态度不太容易受到司法实践最新进展的影响,红筹架构企业回归时要注意清理有关的对赌协议。

(四)要求二之实质拆除红筹架构,主要是为了防范红筹架构本身存在的潜在法律风险。如协议控制型红筹架构自诞生之日起便存在较大的法律隐患,因此,该型

红筹架构企业回归时需要实质性终止有关的协议控制，以通过证监会的合规性审核。

(五)要求三(信息披露与合规性审核)方面，由于外汇和税收方面的法律规范变动较多，因此，证监会主要关注外汇登记和税收优惠补缴问题。原则上，外汇登记的瑕疵和税收优惠需依法补办与补缴；未能补办或补缴的，一般要作出解释并获得有关行政机关出文确认。

究其实质，清理境外壳公司、控制权回境与实质拆除红筹架构、信息披露与合规性审核这三大审核要求，正是股权清晰、稳定经营、符合产业政策、信息披露与历史沿革合法合规等法定发行条件在红筹架构企业回归问题上的具体化，也在一定程度上反映了证监会在类红筹问题、返程投资问题、对赌协议问题、协议控制问题、外汇登记问题和税收优惠补缴问题上的态度。通过这些分析和研究，可以为红筹架构企业的顺利回归和证监会审核重点的确定或调整提供参考。

红筹上市与红筹架构企业回归，是经济全球化时代下有直接融资需求的境内企业，充分利用境内境外两个证券市场、两种资源拓展发展空间的具体表现。红筹架构企业回归的现象表明，境内外证券法律监管政策和市场环境的变化，对境内企业上市地及上市方式的选择有着重要的影响。同时，境内企业应对变化而自发形成的市场实践，形成一定规模后，也会反过来促使有关的监管政策不断发展与完善。随着海外中概股退市潮的持续以及境内 IPO 重启，红筹架构企业乃至更广泛意义上的红筹回归，料将呈现进一步的发展，值得继续关注。

在我国目前核准制的证券发行体制下，证监会掌握着企业证券市场准入的实质审核权和最终决定权。针对红筹架构企业回归的现实需要，证监会方面已打开审批通道，并逐步形成上述较有针对性的审核要求。红筹架构的历史存在对企业首发上市已无实质性的制度障碍。未来，在新股发行体制改革的大潮下，在积极稳妥、循序渐进从核准制(实质审查)过渡到注册制(形式审查)的过程中，应继续降低红筹架构企业回归的审批成本，提高发行审核的透明度和效率，增强境内资本市场的吸引力，从而引导更多的企业自动放弃充满法律风险的红筹架构，转向境内直接融资，减少乃至结束非常规境外上市的市场实践。

【注释】 *国家社科基金项目(UCFX038)。

**北京大学法学院教授。

***申银万国证券股份有限公司。

{1}1992年10月9日，华晨中国汽车控股有限公司(NYSE:CBA)采用红筹上市的方式在美国纽约证券交易所上市，成为第一家在美国上市的企业。参见李寿双、苏龙飞、朱锐：《红筹博弈——十号文时代的民企境外上市》(修订版)，中国政法大学出版社2012年版，第36?38页。

{2}另一种方式是买壳上市，即通过购买现成的已在境外上市的境外注册公司作为外壳，取得上市地位，然后注入境内企业的资产，间接实现境内企业在境外上市。如早期的红筹股，就是一些驻港中资公司在收购香港的中小型上市公司后重组而形成的，典型的例子有康力投资、中信泰富、首长国际等。参见邱永红：“中国企业境外借壳上市的实证分析与法律规范”，载《学术交流》1999年第3期。

{3}中国证券业协会：《证券市场基础知识》，中国财政经济出版社 2011 年版，第 73 页，以及叶军、鲍治：《外资并购境内企业的法律分析》，法律出版社 2008 年版，第 366 页。

{4}蓝筹股指经营业绩良好，具有稳定且较高的现金股利支付的公司股票。参见前注《证券市场基础知识》，第 52 页。

{5}王跃龙、唐豪臻、陶紫薇：“中国概念股‘去红筹架构’相关法律问题研究”，载《长江论坛》2012 年第 4 期。

{6}武丽红：“红筹上市法律监管制度探悉”，中国政法大学 2010 年硕士学位论文；甄路：“中国民营企业海外红筹上市研究”，对外经济贸易大学 2006 年硕士学位论文。

{7}马丁、王大贤：“透析企业境外上市现状及政策建议”，载《深圳金融》2011 年第 11 期。

{8}王跃龙、唐豪臻、陶紫薇：“中国概念股‘去红筹架构’相关法律问题研究”，载《长江论坛》2012 年第 4 期。

{9}苏江：“二度变身的诱惑：中小公司红筹架构回归调查”，载《21 世纪经济报道》2010 年 9 月 20 日。

{10}See Anthony Tam and Yolanda Li, “Safe and Sound? Restrictions on Offshore Investments by Mainland Chinese Individuals”, Source, 38(2005).

{11}为了行文简洁，除非另有注释与说明，本文所述的法律规范皆为最新出台或修订的版本。

{12}吴琳琳：“‘10 号文’卡死民企海外上市？”，载《北京青年报》2012 年 12 月 27 日。

{13}罗亦丹：“海外上市需打开另一扇门”，载《新金融观察报》2013 年 1 月 7 日。

{14}10 号文实施之后实现红筹上市的模式主要有第三方代持、协议控制、虚拟跨境换股等 19 种模式。参见李寿双、苏龙飞、朱锐：《红筹博弈——十号文时代的民企境外上市》（修订版），中国政法大学出版社 2012 年版。

{15}王宗凯：“中概股集体退市玄机”，载《环球》2013 年第 1 期。

{16}顾彦滨：“中国概念股的私有化”，2011 年 12 月 26 日，载北斗鼎铭律师事务所网站，<http://www.bdlawyer.com.cn/cn/news.asp?ID=183>, 2013 年 9 月 10 日访问。

{17}除非另有注释与说明，本文所使用的企业简称、相关案例事实(或股权结构图)所述的案例事实皆来源于(或整理自)相关企业在深圳证券交易所官网(<http://www.szse.cn>)或者上海证券交易所官网(<http://www.sse.com.cn>)披露的首次公开发行资料(如招股说明书、补充法律意见书等)，本文正文不再赘述。

{18}具体定义详见《中华人民共和国公司法》第 217 条第 2 款。

{19}同上注，第 217 条第 3 款。

{20}离岸，指投资人的公司注册在离岸管辖区，但投资人不用亲临当地，其业务运作可在世界各地的任何地方直接展开。境外离岸注册地在公司设立制度、税收

等制度方面给予境外投资者非常宽松的法律环境，如对资金转移不加限制，没有外汇管制；公司注册费用低廉、程序简便，可由代理机构完成；注册资本在设立时只需认购，无须实缴，等等。参见纪一宁：“探秘‘天堂’——与离岸有关的那些事”，载《法治周末》2012年9月12日；伏军：《境外间接上市法律制度研究》，北京大学出版社2010年版，第77~86页；贾薇：“中国企业境外造壳上市相关法律问题探析”，载《商业文化》(学术版)2008年第6期。

{21}具体定义详见10号文第39条。

{22}指在境外注册、中资控股(包括中资为最大股东)的境外上市公司。参见《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》，1997年6月20日起施行。

{23}陈慧颖：“红筹A股梦”，载《财经》2007年第7期。

{24}陈慧颖：“红筹A股梦”，载《财经》2007年第7期。

{25}方原：“红筹回归关键时刻：监管者求解三大难题”，载《21世纪经济报道》2007年3月23日。

{26}回归的具体情况详见中国联合通信股份有限公司首次公开发行股票招股说明书，2002年9月17日，载上海证券交易所官网，<http://www.sse.com.cn>，2013年9月10日访问。

{27}南都电源2005年从新加坡证券市场私有化后，通过拆除小红筹架构于2010年成功登陆A股市场首发上市。

{28}中国证券业协会教育培训工作委员会：《关于举办2010年保荐代表人培训班(一至六期)的通知》，2010年3月24日，载中国证券业协会官网，<http://www.sac.net.cn/newcn/home/index.jsp>，2013年9月10日访问。

{29}即其最终所有者是中国内地之外的居民和企业，一般是单向流入。参见梅新育：“‘天堂’里的罪恶”，载《世界知识》2005年第20期；姜子叶：“假外资缘何挤出真外资”，载《中国金融》2010年第1期。

{30}即以现有状态的身份外观为标准进行判断。

{31}指商务部、国务院国有资产监督管理委员会、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局。

{32}苏江：“二度变身的诱惑：中小公司红筹架构回归调查”，载《21世纪经济报道》2010年9月20日。

{33}国际货币基金组织：《国际收支与国际投资头寸手册第六版》，2008年12月，载国际货币基金组织官网，<http://www.imf.org>，2013年9月10日访问。

{34}国际货币基金组织统计部：《协调的直接投资调查指南》；2010年3月，载国际货币基金组织官网，<http://www.imf.org>，2013年9月10日访问。

{35}从理论上讲，中国的资本外逃区分为两类：一类是“纯粹性”的资本外逃，即资本以逃离本国为最终目标，不再流回境内；另一类是“过渡性”的资本外逃，即资本外逃只是一个中间环节，通常会以“外资”的身份再流回国内，以获取国内经济发展的市场机遇。参见冯雁秋：“返程投资及其监管探析”，载《中国金融》2006年第6期。

{36} See Sharman J. C., Chinese Capital Flows and Offshore Financial Centers, the Pacific Review, 311-337 (2012).

{37} 融资方式主要包括: (1) 境外借款, 如誉衡药业、海联讯; (2) 引入 VC 或 PE, 如日海通讯、启明星辰、二六三、朗玛信息通过发行优先股, 又如华平股份通过发行可转债。

{38} 李睿鉴、陈若英: “对私募投资中‘对赌协议’的法经济学思考——兼评我国首例司法判决”, 载《广东商学院学报》2012 年第 6 期。

{39} 中华网投资集团是第一个在纳斯达克敲响上市钟声的中国互联网企业 (1999 年), 股票代码为 CHINA。中华网投资集团于 2011 年 10 月 4 日破产, 翌日停牌, 后转板至 OTC, 代码为 CDCAQ。参见中华网投资集团官网, <http://www.cdccorporation.net/en/default.aspx>, 2013 年 9 月 10 日访问。

{40} 同上注。

{41} See In re CDC Corporation, 484 B. R. 496, Case No. 11-79079, U. S Bankruptcy Court for the Northern District of Georgia, December 28, 2012.

{42} 苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波公司增资纠纷案。

{43} 中华人民共和国最高人民法院 (2012) 民提字第 11 号民事判决书。

{44} 李睿鉴、陈若英: “对私募投资中‘对赌协议’的法经济学思考——兼评我国首例司法判决”, 载《广东商学院学报》2012 年第 6 期。

{45} 2011 年, 其被《国际财务报告准则第 10 号—合并财务报表》(IFRS10) 替代。

{46} 2009 年, 其被《美国财务会计标准委员会财务会计准则公告第 167 号——可变利益实体的合并》(FAS167) 修订。

{47} 根据有关的会计准则, VIE 是指被投资企业拥有实际或潜在的经济利益, 但该企业本身对此经济利益并无完全的控制权, 而实际或潜在控制该经济利益的主要受益人 (Primary beneficiary) 需要将此 VIE 做并表处理。

{48} 吴军: “‘协议控制’及其会计处理”, 载《中国注册会计师》2011 年第 7 期。

{49} 黄丽: “原红筹架构企业境内上市相关问题分析”, 载《财务与会计》2011 年第 1 期。

{50} 2008 年最新修订, 但第二条和第六条有关条款未有改动。

{51} See Wolff L. C., China's Private International Investment Law: One-Way Street into PRC Law?, American Journal of Comparative Law, 1039-1074 (2008).

{52} 中国秦发集团有限公司招股章程, 2009 年 6 月 19 日, 香港联合交易所官网, <http://www.hkex.com.hk/>, 2013 年 9 月 10 日访问。

{53} 同上注。

{54} 参见宝生钢铁 (BUDDHA STETEL, INC.) 提交给美国证券交易委员会 (SEC) 的 FORM 8-K 文件, 2011 年 3 月 28 日, 纳斯达克官网, <http://www.nasdaq.com/symbol/agvo/sec-filings>, 2013 年 9 月 10 日访问。

{55}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),自2007年5月29日起施行。