



踏雪寻梅： 红筹企业回归、发展及监管

The Return of the Red Chips and their Future Development

王靖萱

摘要：2021年以来，被摘牌和退市的中资海外上市企业快速增加。红筹企业在退市及拆除红筹架构过程中，对跨境资金流动产生较大影响。本文分析了红筹企业回归政策演变情况，剖析了红筹企业境外上市架构搭建、境外退市对跨境资金流动的影响及管理难点，提出了促进红筹企业回归、规范发展的政策建议。

关键词：红筹企业回归 跨境资金管理 政策建议

Abstract: Since 2021, there has been a sharp increase in the number of Chinese-funded companies that have delisted their shares from offshore exchanges and returned to China. The dismantling of the red chip structure has had a significant impact on cross-border capital flows. This paper analyzes the evolution of the offshore red chip framework and the impact of delisting on cross-border capital flows and capital management. It also makes policy suggestions to promote the return and standardized development of red-chip enterprises.

Keywords: Return of Red Chip Enterprises, Cross-Border Capital Flow Management, Policy Recommendations

作者单位：悉尼大学。



2022年1月5日，中国移动在上交所主板上市交易。至此，中国移动、中国电信、中国联通三大运营商陆续从海外回归并在A股聚齐，标志着红筹股的回归达到了一个新的高峰。

回望2021年，在美国《外国公司问责法》等政策高压、专业机构恶意做空和中美经贸摩擦的背景下，仍有41家中资企业赴美上市^①，达到近五年来赴美IPO的最高水平，累计融资142.8亿美元^②，比2020年分别增长20.6%、15.7%。在赴美上市迭创新高的同时，被摘牌和私有化退市的中资企业也在增加。2021年，29家中概股从美国退市，而2020年仅13家。目前在美流通的285只中概股中，红筹股占比97%。红筹企业股权债权架构复杂，涉及境内外企业多，跨境资金流动频繁，尤其是私有化退市及拆除红筹架构过程中，需要汇出巨额回购资金，对跨境资金流动产生较大影响。

红筹企业回归的政策演变及概况

红筹企业回归频获政策支持

2018年3月，《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票

或存托凭证试点若干意见的通知》（国办发〔2018〕21号）明确“允许试点红筹企业按程序在境内资本市场发行存托凭证上市；试点红筹企业可申请在境内发行股票上市”。2020年4月，证监会发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》（证监会公告〔2020〕26号）；6月，上交所公布《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》（上证发〔2020〕44号），为红筹企业回归提供便利化政策。2021年9月，证监会发布《关于扩大红筹企业在境内上市试点范围的公告》（证监会公告〔2021〕20号），将回归A股试点行业范围从原来的7个扩大到14个^③，其中特别规定具有国家重大战略意义的红筹企业申请纳入试点不受行业限制。2021年12月，证监会就境外上市相关制度规则公开征求意见，监管部门将对境内企业直接和间接境外上市活动统一实施备案管理，并要求在遵守境内法律法规的前提下，满足合规要求的协议控制（VIE）架构企业备案后可以赴境外上市。可见，尽管美国市场政策趋紧，但我国监管层对于中国企业赴美上市的表态始

① 仅指传统IPO。

② 不含“绿靴”，绿专资本统计。

③ 原7个试点行业为：互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药，新增7个试点行业为：新一代信息技术、新能源、新材料、新能源汽车、绿色环保、航空航天、海洋装备。

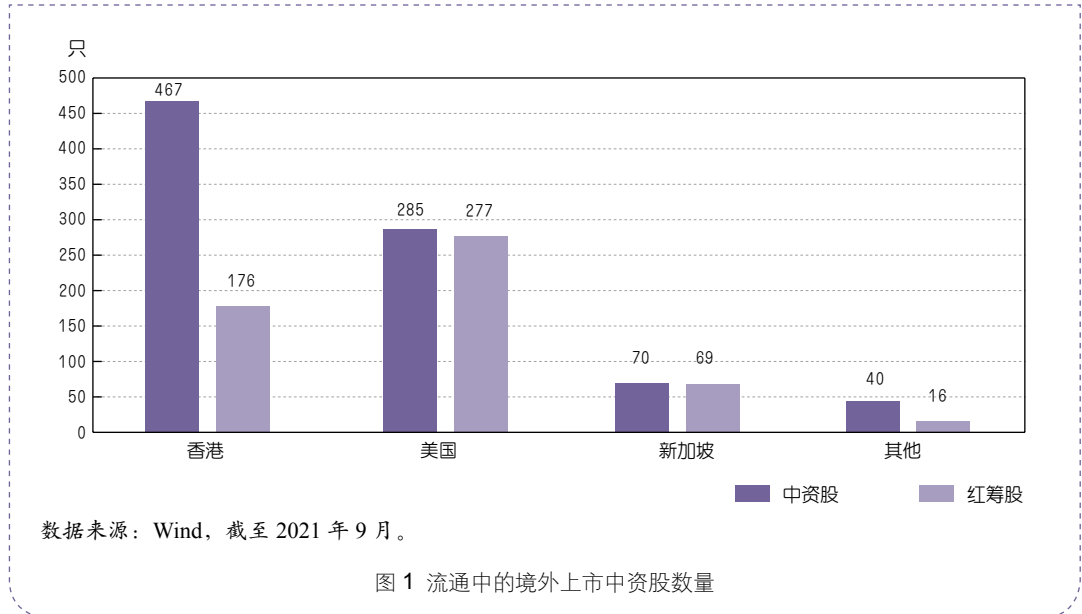


终持积极态度。

红筹股是中资企业境外上市的主要类型

中资企业境外上市根据注册地不同分为直接上市、红筹上市和VIE结构上市（协议控制上市）三种。直接上市是境内注册企业经证监会许可在境外证券交易所公开发行股票、公司债券；红筹上市是境内居民通过境外注册设立的离岸公司在境外证券交易所挂牌上市。截至2021年9月底，境外上市的中资股共有862家。其中，直接上市的中资股324家，主要集中在香港即H股，占全部直接上市中资股的90%；红筹上市的中资股538家。除中国香港外，境外上市的中资股（即中概股）

共395家中，直接上市仅33家，红筹上市362只、占比92%。中概股主要分布在美国和新加坡，分别有285只和70只，其中红筹股分别为277只和69只，红筹股占比为97%和99%。可变利益实体（Variable Interest Entities, VIE，也称协议控制）模式是在红筹模式基础上的进一步变动，在香港公司层和境内经营实体之间，内嵌了外商独资企业（Wholly Foreign Owned Enterprise, WFOE）。WFOE与经营实体并不是股权控制关系，而是另外再通过签订一系列法律合同^①和经济权利^②让渡，最终实现上市平台对境内经营实体的控制。这种形式主要是为了规避我国法律对外资



① 独家购买合同、股权质押合同、不可撤销的委托股票授权书等。
② 独家技术咨询和服务协议、非技术转让协议、非技术授权协议等。



的限制性和禁止性侵入。实质上，经营实体相当于WFOE的全资子公司，但这种控制形式不受法律保护。

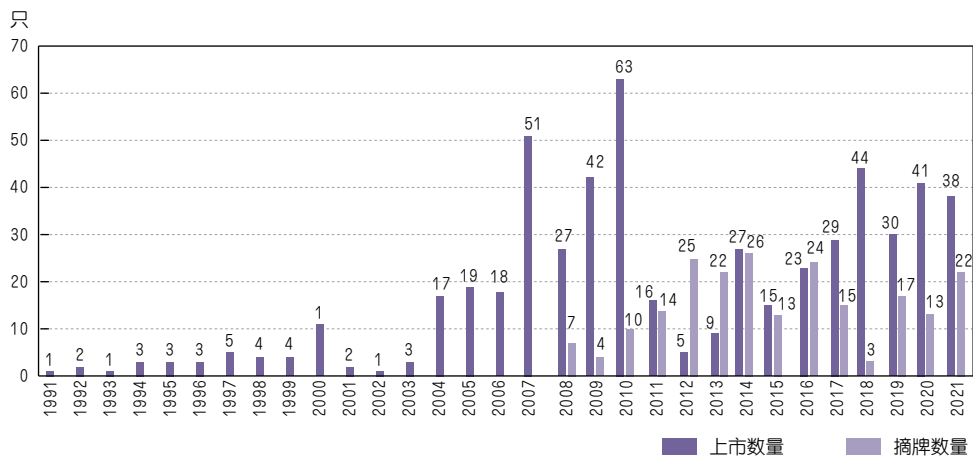
上市和退市的红筹股均呈增长趋势

由于数量上美国红筹股数占美国中概股的97%，美国中概股占全球中概股的72%，美国上市和退市的中概股数量代表了全球红筹股的发展趋势。中概股赴美上市第一个高潮出现在2000年，网易、搜狐、新浪等一批软件与服务企业在美上市；第二个高潮是2008年全球金融危机前后。2007—2010年，在美上市中概股企业年均达46家，2010年达到历史最高点63家；2011—2013年，美国中概股艰难前行，多家企业遭到浑水、香橼等专业机构做空，三年累计在美上市中概股企业仅30

家、摘牌退市却达61家；2014年，在美中概股逐渐走出阴霾，虽然仍被做空机构瞄准，但企业应对能力明显增强，进入稳定发展期；2019年以来，在美上市和退市的中概股均呈现上升态势，2021年在美上市41只，退市29只，远超上年和2019年同期水平。

在美国上市的红筹企业面临诸多风险

一是VIE结构引发中概股诚信疑虑。目前，在美上市的285家中概股企业中，196家是VIE结构，占比69%。VIE结构主要依靠协议控制境内经营实体，相对于股权控制明显缺乏稳定性，存在法律风险。尤其是2011年支付宝股权转移、2012年双威教育资产和现金转移等事件，暴露出VIE结构脆弱导致的履约保障性不足，引



数据来源：Wind。

图2 美国中概股年度上市数量和摘牌数量



发美国资本市场对中国企业诚信问题的担忧。二是美国明显加强中概股长臂监管。2020年5月，美国参议院通过《外国公司问责法案》，对连续三年未能通过美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）审计的外国发行人将禁止在美交易，与中国法律形成冲突。同年11月，特朗普政府禁止美国投资者买卖有中国军方背景的企业股份，美国国防部发布的中方军事背景企业名单不断增加。2021年1月，中国移动、中国电信、中国联通遭到摘牌。7月底，美国证券交易委员会发布声明，加强中概股信息披露，暂停中概股上市审阅和批准上市文件。三是国内加强特殊行业中资企业境外上市监管。2021年7月，中办、国办印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，提出强化中概股监管，建立健全资本市场法律域外适用制度等规定。7月，国家网信办就《网络安全审查办法》公开征求意见，要求掌握超100万用户信息的运营者赴国外上市，必须进行网络安全审查。同月，国家网信办对多家互联网公司实施网络安全审查，滴滴出行、运满满、货车帮及BOSS直聘等美国中概股或计划赴美上市的中资企业被责成下架整改。

红筹企业回归国内客观条件逐渐成熟

受做空危机、企业文化差异、法律环境不同等因素影响，部分中概股在美股市流动性差、市场价值被低估、基金和投

资人关注不足，企业无法募集足够资金，而国内投资者则比较青睐中概股企业，中概股回归意愿较为强烈。从政策层面来看，一是港交所上市制度重大改革。2018年，港交所允许没有收入的生物科技公司 and “同股不同权”的新经济公司上市，并为中概股在香港二次上市建立便捷途径。2020—2021年，港交所陆续推出恒生指数扩容、IPO流程电子化及缩短新股结算周期等新政，吸引中概股赴港上市。2020年，香港市场前十大IPO中，中概股回归公司占据6席。二是红筹股回归A股的制度也在不断完善。2018年3月，允许试点红筹企业在境内发行股票或者存托凭证上市；2019年7月，推出试点注册制的科创板，拓宽了红筹企业A股发行或存托凭证上市的途径，红筹企业华润微、中芯国际和九号公司先后在科创板上市。

红筹企业境外上市、退市图谱

红筹企业境外上市架构搭建

红筹上市分股权控制和协议控制两种模式。股权控制模式相对简单：第一步，境内运营实体或实际控制人在境外设立特殊目的公司（SPV），一般选择英属维尔京群岛等手续方便、信息披露要求少、保密程度高的地区；第二步，SPV设立拟境外上市主体企业，一般选择在各国外国证券市场接受程度高的开曼群岛；第三步，拟境外上市主体企业在香港设立壳公司作为境



外红筹架构的最底层公司，主要是为了享受分红派息优惠税率；第四步，香港壳公司通过返程并购或增资持有境内运营实体全部或绝大部分股权。

协议控制模式与股权控制模式的境外架构基本一致，不同在于协议控制架构下，香港壳公司返程投资设立的是WFOE，一般无实际经营，设立目的是通过与境内VIE签订一系列协议以取得实质控制权，从而实现境内资产在境外资本市场融资。

红筹企业“上市-运营-退市”跨境资金流动路线

红筹企业“上市-运营-退市”过程中资金跨境流动一般走以下线路。第一步，离岸公司注册设立、运营及筹备上市所需

费用汇出境外。如果以境外直接投资资本金汇出，流出规模不应高于境外投资主管部门批复的投资总额；第二步，境外上市首发、增发募集资金调回境内运营实体，主要通过外商投资企业并购、增资或跨境融资调回，其中并购、增资需获得外资主管部门批复，跨境融资需在外汇局办理外债登记；第三步，境内股东增、减持境外股份带来跨境资金流动，增持需汇出资金，减持需调回股权出让所得；第四步，股息红利跨境流动，境内运营实体根据企业资金运作不定期将分红款汇往境外股东，再由境外第一层公司SPV将归属境内运营实体的利润汇回境内；第五步，私有化退市及红筹架构拆除过程中，将股份回购所需资金汇出境外完成私有化退市，注

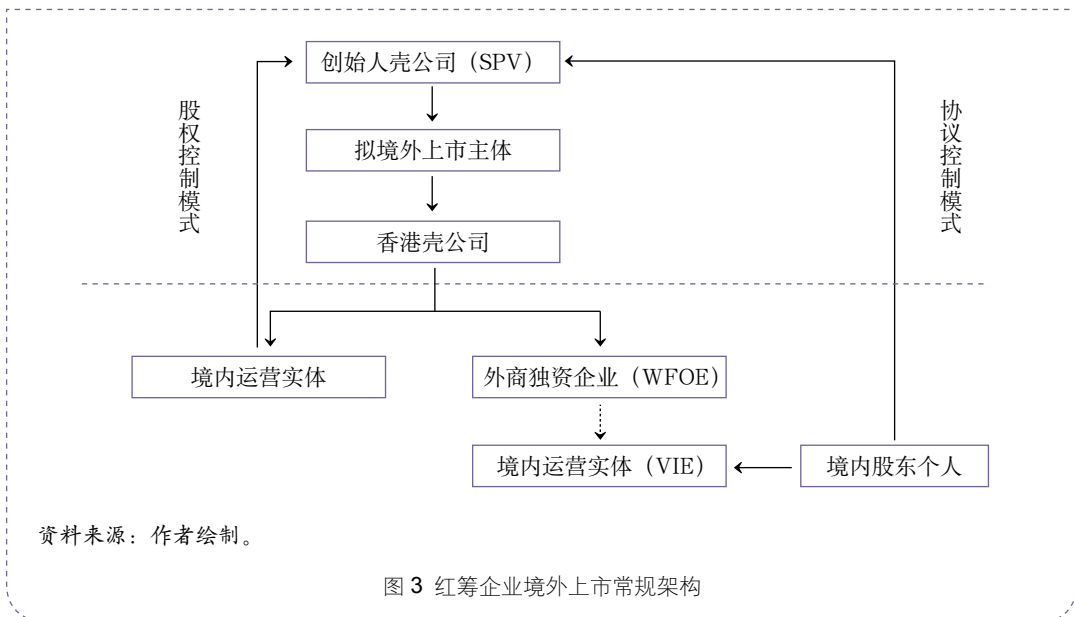


图3 红筹企业境外上市常规架构



上市价和退市时市场价，用于回购的资金规模将会超过上市公司募集的资金规模，且需要在短时间内汇出，造成短期大额资金流出。三是退市聘请的财务及法律顾问也将产生高昂的中介费用。同时，在上市公司完成私有化退市后，需要拆除红筹架构、注销离岸公司，短期内又会面临前期汇出投资款及投资收益等清算所得大规模汇回的情况。

红筹企业集中私有化退市造成国际收支不稳定

美国2020年通过的《外国公司问责法案》规定，连续三个自然年度未能通过PCAOB审计的中概股将被停止股票交易，即2023年之前，若中美未能就中概股审计事项达成一致意见，将会有一大批红筹企业被迫集中退出美国股市，回归国内市场或转移至新加坡、中国香港等其他国际市场。截至2021年9月底，正常流通中的美国红筹企业市值达1.49万亿美元。红筹企业私有化退市过程中需要巨额外汇资金，无论是境内汇出还是通过内保外贷境外解决，均会对跨境资金流动造成较大波动，对国际收支平衡造成较大冲击，进而导致人民币兑美元汇率出现波动走势和预期变动，影响到我国贸易和投资等其他领域。

红筹企业回归A股吸引外国投资者投资资金流入

随着国内经济的稳步健康发展、A股市场的改革和发展，越来越多的优质红筹

红筹企业私有化退市过程中需要巨额外汇资金，无论是境内汇出还是通过内保外贷境外解决，均会对跨境资金流动造成较大波动，对国际收支平衡造成较大冲击，进而导致人民币兑美元汇率出现波动走势和预期变动，影响到我国贸易和投资等其他领域。

股将回归，吸引外国投资者资金流入。一是外国投资者战略投资规模增加。《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》中规定，外国投资者可以对A股上市公司进行战略投资，即通过协议转让、上市公司定向发行新股、要约收购等形式取得并持有上市公司A股股份。二是外国投资者通过其他渠道投资A股上市公司的资金流入规模增加。主要包括合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者对A股上市公司的投资，外国投资者通过沪港通、深港通、沪伦通等股票市场交易互联互通机制对A股上市公司的投资，以及外国自然人在二级市场买卖A股上市公司股份或股权激励流入的资金等。

红筹企业的外汇管理存在难点

直接投资外汇登记范围局限，难以掌握红筹企业股权结构

境外股权架构难以了解。外汇局规定境内机构境外直接投资外汇登记仅登记境



内企业在境外设立的第一层级企业，其他路径企业以及最终目的地企业开展的境外投资活动游离于监管之外。

境内股权架构难以掌握。一方面，返程投资外汇登记时，仅登记外商投资企业股东情况和最终控制人国别，外汇局难以掌握境内外企业股权投资情况和路径；另一方面，协议控制模式下，特殊目的公司返程投资设立的外商投资企业一般为壳公司，而境内实际运营公司则以内资企业管理，外汇局无法掌握此种模式下的VIE企业实际情况。

境外上市返程投资视同一般外商投资企业管理，跨境资金存量缺乏统计监测

返程投资企业股东虽然是境外投资者，但与一般外商投资企业根本不同在于企业实际控制人为境内居民，且返程投资企业资金流入流出更为复杂。一是无法统计监测境外上市募集资金流入情况。境外上市返程投资企业接收投资款、外债等境外流入资金时，无须审核境外资金来源或是否为境外上市募集资金调回，证监会、外汇局对其使用情况难以掌握。二是返程投资企业利润汇出入无法实现闭环管理。对返程投资企业利润分配和汇出管理视同一般外商投资企业管理，一方面，上市公司利润滞留境外规模和汇出、汇入外汇局无从掌握，资本的逐利性导致跨境资金顺周期流出压力增加，增大了国际收支平衡调控难度；另一方面，利润汇出境外后属

于境内居民的部分在汇回、比例等方面缺乏规定，实际操作中红筹架构下利润跨境流动呈现单边特征，滞留境外利润规模及用途外汇局无法掌握。

协议控制模式下境外募集资金调回缺乏通道，弱化管理效力

自新浪通过搭建VIE结构实现美国上市后，VIE结构已经成为国内互联网、教育、金融等行业境外上市的主要通道。目前VIE结构资金调回使用方式主要有：一是境外企业通过资本金和外债形式将资金汇入WFOE后，WFOE以外币或者结汇所得人民币向境内运营实体发放贷款。二是WFOE向银行提供与境内运营实体签订的合同、发票等资金使用真实性证明材料，将境外募集资金结汇后支付给VIE。该方式下企业需要承担较高的税额，同时，由于WFOE一般为壳公司，而境外募集资金规模较大，与VIE签订的合同及交易背景的真实性难以保证。三是外保内贷或外债的形式调回，即由境外企业以外币存单向银行提供担保，境内银行向VIE提供人民币贷款，或者VIE与境外企业签订外债合同，以外债形式调回募集资金。上述两种情况都存在到期偿还的问题，不仅不能解决资金永久调回问题，而且若通过上述形式循环往复，增加监管难度。

对红筹企业私有化及架构拆除缺乏系统监测，增加异常跨境资金流出风险

一是现有外汇管理中缺乏对红筹企



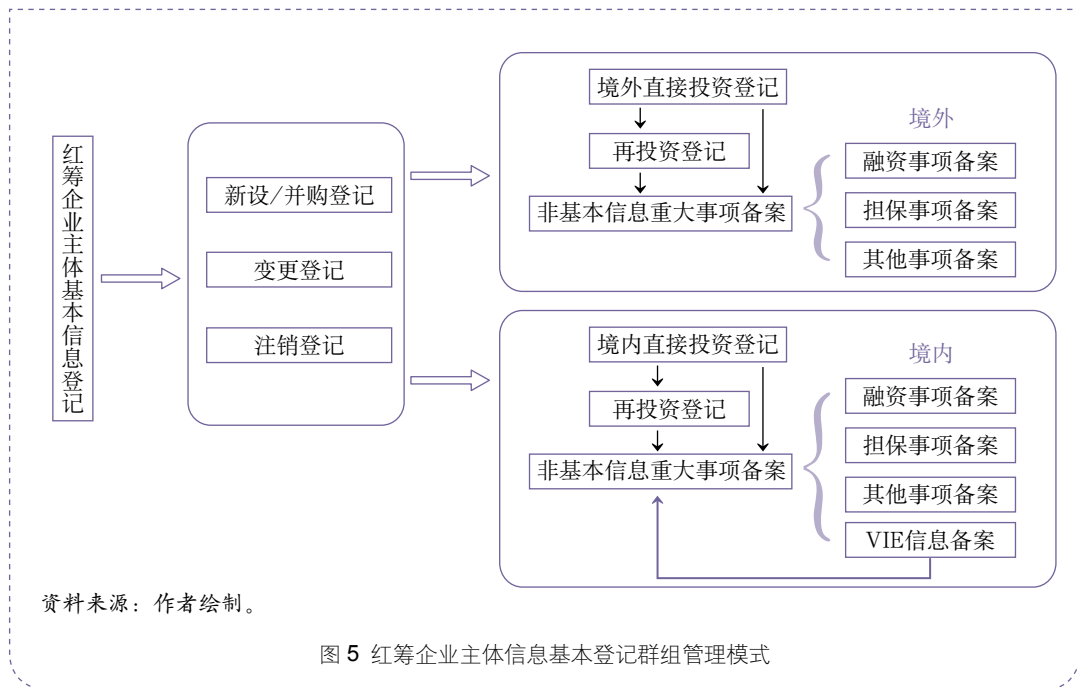
业私有化、所需汇出资金规模以及汇出的监测管理，难以及时进行窗口指导。二是回购股权对价合理性难以判定。外汇局作为境外直接投资下游监管部门，在审核中企业汇出用于回购外国投资者股份的资金规模是否合理时，主要根据商务部门等境外投资主管部门的批复文件，但对于高溢价的股权转让资金汇出，难以判定交易对价的合理性，容易发生虚增高价汇出的情况。三是对价资金最终去向难以监测。对价资金一般汇往境外直接投资企业，但由于红筹企业境外股权架构复杂，涉及企业较多，资金实际用途难以监测。四是对境外直接投资注销登记和清算所得汇入管理

宽松。当红筹企业完成私有化退市后，原则上需要注销全部离岸公司并将前期投资款和清算所得汇回境内，但当前外汇管理中对于境外直接投资注销和清算所得汇入缺乏规定，导致部分企业不能及时办理注销、清算所得资金长期滞留境外或挪作他用。

构建促进红筹企业发展及外汇管理监管框架

有效设置红筹企业投资登记管理，精准绘制红筹企业家族图谱

建立红筹企业主体信息登记群组管理模式，扩大信息登记范围。境外投资方



面，增设“境外直接投资再投资登记”，对于路径企业和最终目的地企业办理登记，增加相关信息。境内投资登记方面，增设“重大事项备案登记”，主要采集外商投资企业或接收境内再投资企业与红筹架构链条上企业发生的融资、担保等重大事项，VIE实体相关信息，同时VIE实体发生的融资、担保和其他重大事项也需进行信息录入登记。

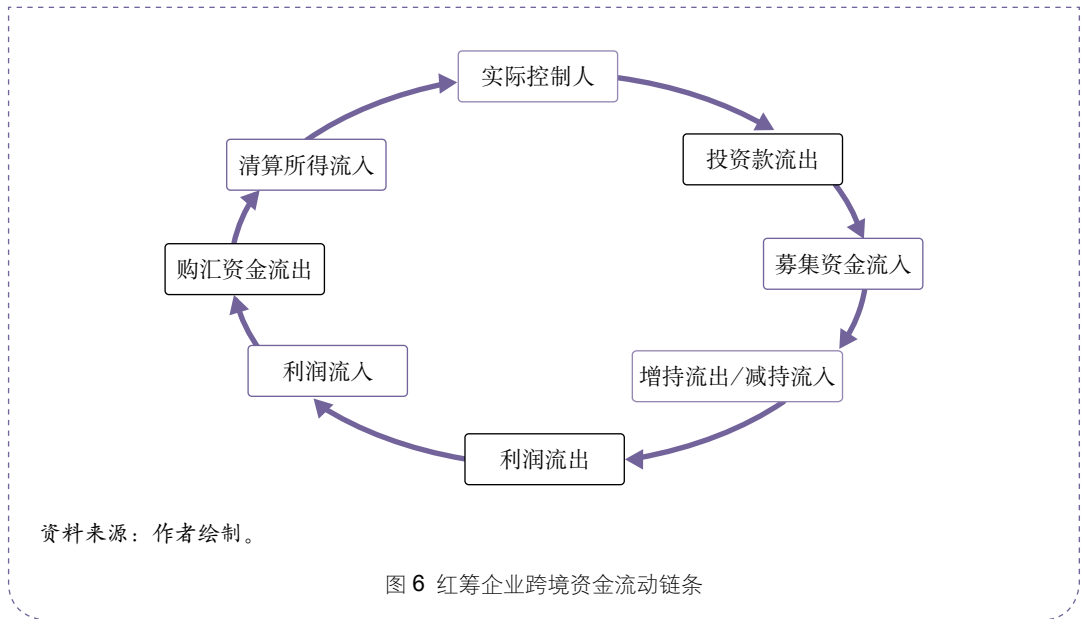
强化红筹企业跨境资金流动监测，关注大规模跨境资金流出行为

完善红筹架构所涉及的企业主体和资金跨境流转信息。对于资金流动频繁或者大额汇、出入的情况及时监测。建立红筹企业大额资金流出报告制度。对于单笔汇出金额在1亿美元以上或年度汇出在2亿美

元以上的，应在汇出前报告外汇局。对于资金集中大规模汇出的情况，外汇局应及时进行监测或窗口指导。加强对VIE架构企业的统计和监测。建立VIE架构企业数据库，采用自主申报或爬虫技术识别的方式，重点监测大额、高频境内划转和跨境资金流动，对异常资金流动实时预警。

推动银行加强对红筹上市企业外汇业务监测

一方面，要求经办银行加强对境外上市所募集资金调回境内的监测，通过本外币联动、穿透式监管的方式确保调回境内资金的用途与企业境外上市招股说明书文件、董事会或股东大会决议等公开披露的信息相一致，避免企业利用资本项目支付便利化等政策违规使用资金。另一方面，





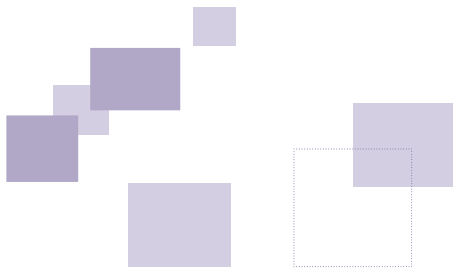
在返程投资和利润汇出环节要完善风险管控，要求经办银行以“实质重于形式”原则从资产转移定价、利润分配合理性等角度加强对业务真实性、合规性的审验。对于高溢价的股权转让或高溢价的回购业务，银行在为企业办理资金汇出时除审核主管部门批复、转股协议等常规资料外，还需审验企业的审计报告、资产评估报告等证明材料。

建立跨部门联合机制，为企业从国际国内两个市场资源配置提供制度保障

外汇局强化与商务部、发展改革委等跨境投资主管部门的沟通，尽快对VIE出台配套的管理办法和实施细则，化堵为疏，帮助企业畅通融资渠道，提高境外上市政策便利化。建立健全VIE架构企业境外上市法律域外适用制度，以新《证券法》为基础，建立VIE架构企业境外上市长臂监管机制，推动司法领域相互认证，提高跨境监管能力。针对境外上市企业面对《外国公司问责法》审查底稿出境压力

的问题，加强与美国相关部门的沟通协调。商务、税务、外汇管理部门就红筹企业高溢价回购现象加强协调，明确各部门的审核权限和管理范围。高度重视数据安全，针对掌握重要信息数据的科技型企业境外上市，构建包括金融委、国安委、网信办、证监会、外汇局等部门在内的联合风险评估机制，强化对其境外上市进行风险评估与数据脱敏，防范国家重要信息泄露风险。外汇局要强化与人民银行沟通，从反洗钱、本外币一体化管理的角度规范账户管理，实现本外币账户交易数据互通，及时获取涉及购汇资金、结汇资金以及跨境资产负债运作相关的人民币账户交易信息。^[N]

学术编辑：韦燕春



参考文献：

- [1] 方云龙,刘佳鑫.从中概股回归看我国资本市场开放发展30年[J].中国外汇,2021(23):40-42.
- [2] 陆磊.立足金融开放新发展阶段构建跨境资金流动新格局[J].中国外汇,2021(19):1-3.
- [3] 绿专资本.2021年中企赴美上市回顾:创新高! 41只新股募资143亿美元[EB/OL].(2022-01-07)[2022-02-15]. https://www.sohu.com/a/515007620_480879?spm=smpc.author.fd-d.15.16448904578598ZZsPQz.
- [4] 倪浩. 2022中企境外上市将迎新局面[N]. 环球时报,2021-12-28(011).
- [5] 王靖莹.大行其道: 境内企业境外SPAC上市模式及政策研究[J].金融市场研究,2021(06):80-85.
- [6] 王汉锋,刘刚.中概股回归再探讨[R].中金公司,2021-04-07.
- [7] 钟源宇.中资企业不同境外上市模式比较研究[J].金融市场研究,2021(10):79-90.