

红筹企业回归的路径选择

——基于多案例的比较分析

刘 珺, 季哲宁, 王爱花

(天津财经大学 金融学院, 天津 300222)

摘要: 基于红筹企业回归 A 股市场不可逆转的趋势,以中国移动、中芯国际和九号公司为案例研究对象,对红筹企业回归境内上市路径及潜在风险进行探索性研究。研究发现,红筹企业回归主要包括传统回归路径和创新回归路径,不同路径对企业的适用性存在差异,具体表现:符合试点范围要求的红筹企业可以在创新回归路径中进行选择,而不符合试点范围要求的红筹企业只能选择传统回归路径。同时,创新回归路径中的 IPO 模式涉及法律风险、内控风险、终止上市风险和控制权转移风险,CDR 模式的产品风险及 VIE 架构风险同样不容忽视;传统回归路径下,企业则需要考虑拆除红筹架构引发的资产重组、利益分配和税务风险等。研究结论可为未来更多红筹企业回归境内上市及其过程中可能遇到的风险提供有益参考。

关键词: 红筹企业;红筹架构;回归路径;风险分析;多案例比较

中图分类号: F426;F832 **文献标识码:** A **DOI 编码:** 10.7511/JMCS20240408

0 引 言

我国资本市场早年间的发展速度较为缓慢,市场容量不足,上市门槛高,迫使多数中资技术型企业选择在境外发行股票上市,成为红筹企业,以满足企业融资需求。红筹企业上市途径可以分为两种:其一,经证监会许可后可选择在中国香港直接发行股票上市;其二,在境外注册离岸公司,搭建红筹架构上市,这类企业多数选择了美国、英国、新加坡等地的资本市场^[1]。然而,红筹企业近年来的境外退市趋势越来越明显,面临的国际形势也愈加严峻,其回归境内资本市场的意愿进一步增强。实际上,红筹企业回归 A 股上市之路并非一帆风顺,早期的红筹企业在回归前必须拆除红筹架构,其

回归花费的高昂成本和复杂的审核程序使其他红筹企业缺乏足够的回归动力。此外,A 股市场容量难以维系一些大型企业的生存,如 2001 年,中国石化(600028.SH)上市 A 股后,不仅股价在较长一段时间内低于发行价,大盘指数也在这段时期呈现低迷态势,为 A 股市场带来了不良影响,加之国内多层次资本市场建设和股票市场注册制改革仍不完善,红筹企业回归 A 股市场的进展相对缓慢。

随着近年来企业上市融资政策的出台、科创板的设立及注册制的实施,A 股市场环境已得到了明显改善。2018 年 3 月,《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(国办发[2018]21 号,简称“21 号文件”)指出,试点企业在满足审核条件的情况下可以选

收稿日期:2023-04-06

基金项目:国家社科一般项目“我国跨境资本流动管理的经济效应测度研究”(21BTJ014)

作者简介:刘 珺,通讯作者,男,湖北黄石人,天津财经大学金融学院副教授,中国滨海金融协同创新中心研究员,经济学博士,研究方向为国际金融、资本流动、货币政策,E-mail:covan@126.com;季哲宁,女,黑龙江双鸭山人,天津财经大学金融学院硕士研究生,研究方向为国际金融;王爱花,女,山东日照人,天津财经大学金融学院、中国滨海金融协同创新中心助理研究员,硕士研究生,研究方向为汇率政策。

择 IPO (Initial Public Offerings) 上市或 CDR (Chinese Depository Receipt) 上市, 这为红筹企业回归提供了新思路。由此, 红筹企业纷纷开始探索回归境内资本市场的道路, 研究红筹企业回归相关问题势在必行。

“21 号文件”出台后, 截至 2022 年末, 已有 8 家企业保留红筹架构回归 A 股市场, 其中以中芯国际、九号公司等科技型红筹企业回归科创板上市为主。同时, 作为大型国有企业的中国移动的成功回归成了 A 股市场的“压舱石”, 在加速经济社会数字化转型的基础上, 促进境内资本市场健康稳定发展。综上, 本文试图讨论和解决三个问题: ①不同类型红筹企业适用怎样的回归路径? ②不同路径下红筹企业回归带来的收益效果如何? ③不同路径下红筹企业回归面临的风险有哪些? 本文将中国移动作为大型国有红筹企业代表, 与两家民营科技型红筹企业中芯国际、九号公司的回归案例进行对比, 探索红筹企业回归的路径机制, 可为其他

不同类型、待回归的红筹企业提供借鉴。

1 文献回顾

1.1 红筹企业相关概念及内涵

红筹企业是我国企业“走出去”的重要模式之一, 目前学术界对红筹企业的概念统一界定为, 注册地在境外(如英属维尔京群岛、开曼群岛、百慕大群岛等地区), 主要经营活动在境内, 兼具境内外双重属性的企业^[2]。红筹企业将境外设立的特殊目的公司作为上市主体, 在境外募集资金, 境外上市主体再通过直接或间接持股的方式来控制境内经营实体, 进而形成红筹架构^[3], 以保障企业经营活动的顺利进行。红筹架构共有两种主流搭建模式——股权控制架构和协议控制架构(VIE 架构), 其本质是境外上市主体以股权或协议两种方式控制境内经营实体的运营和权益分配^[4], 红筹架构常规模式如图 1 所示。从企业规模看, 楼航和钟源宇^[5]认为, 红筹企业还可分为大红筹企业和小红筹

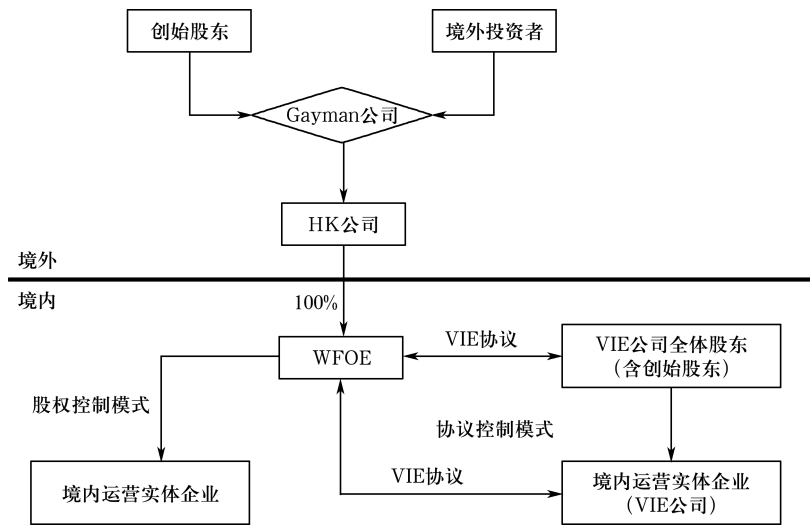


图 1 红筹架构常规模式

Fig. 1 A conventional structure model of a red-chip business

企业, 大红筹企业以境内机构作为实际控制人, 一般是采用股权控制架构的国有企业, 如中国电力、中国移动、中国海油等; 小红筹企业以境内个人作为实际控制人, 一般是采用协议控制架构的民营企业, 如九号公司、阿里巴巴、搜狐等, 小红筹企业是目前的主流红筹企业。

1.2 中资企业境外上市动因

在关于中资企业选择在境外融资上市动因

的相关研究中, 赵明勋^[6]认为, 由于境内资本市场起步较晚, 存在股权分置、法律制度不健全等不足, 且境内证券市场的融资功能匮乏, 只能采取支持境内企业到境外证券市场挂牌上市的方式来满足企业融资需求, 同时, 境外证券市场发展较为成熟, 制度体系较为完备, 有利于上市公司的治理。樊帅等^[7]选取了 49 家有境外上市行为的企业作为研究对象, 探究其在境外上市

的动因,研究表明,境外上市已成为我国企业实现国际化最直接的途径之一;Luo 等^[8]以1993年至2010年间赴美上市的中国企业为研究对象,考察其上市动因,研究表明,在中国经济快速发展的情境下,赴美上市的“中国概念股”引起了国际投资者的极大关注,结合中国股权分置改革背景,中国企业是出于过度投资激励、杠杆效应和自由现金流信号传递等动机选择在美国交叉上市;Li 和 Wang^[9]认为,美国的证券市场制度环境可以解决信息不对称问题和股权融资的代理问题,同时,在美国上市的公司更加依赖股权,并具有较低的投资杠杆,因此,企业选择赴美上市以获取外部资本,对其发展有较好的支持作用。

1.3 红筹企业回归动因

对于红筹企业选择回归境内资本市场的动因,过往研究主要从内部和外部两个角度进行分析:一是企业内部因素。Chen 等^[10]研究了2010年至2012年间,赴美上市的中资企业在私有化退市过程中支付的溢价,发现同行业的企业在境内资本市场的估值水平明显高于境外资本市场;李行健和李广子^[11]探讨了中国概念股的退市动机及溢价来源,结果也表明公司市值被严重低估是引发中国概念股私有化退市概率提升的原因之一;VIE 架构本身的不稳定性也不利于企业继续在境外生存,余波^[12]回顾了2011年至2013年间,中国概念股遭遇的股价暴跌和信任危机事件,研究结论指出,VIE 架

构潜在的道德风险导致中国概念股商业模式遭到质疑,从而迫使红筹企业纷纷选择回归境内资本市场;刘纪鹏和林蔚然^[13]认为,VIE 模式虽然可以帮助大量境内科技型企业在国外顺利上市并获得融资,但是该模式主要是通过协议而非传统的股权来实现对企业的控制,其中的双重道德风险使境外投资者对企业持怀疑态度,在一定程度上为企业的境外存续增添阻碍。二是外部环境因素。余波^[12]认为中国概念股遭遇股价暴跌除了有企业层面的内部因素,还包括境外做空机构对中国概念股的集体猎杀和境外投资人对中国经济发展放缓的担忧等外部因素;李瑾^[14]则认为在美国上市的中资企业面临较大做空压力的原因是美国监管机构严格要求非本土上市公司披露其财务信息,美国监管政策收紧对中国概念股持续施压,促使其相继迈出“回家”的步伐,在这一背景下,国内政策利好给予了红筹企业极大的回归动力,境内企业上市制度的不断改革、发展为红筹企业回归提供可行性;吴秀波和杨一傲^[2]研究表明,应当建设开放程度更高、包容性更强的资本市场,通过实施注册制来拓宽企业上市融资渠道,推进 A 股国际化进程;高子璇等^[15]在对中国概念股回归动因的研究中强调,除了政策利好,国家战略支持也是推动中国概念股回归的无形动力。政策演进推进红筹企业回归的多样化路径见表1。

表1 政策演进推进红筹企业回归的多样化路径

Tab.1 Policy evolution to promote the diversification return path of the red-chip enterprises

政策发布日期	发文字号	政策名称	主要内容
2018年3月	国办发〔2018〕21号	《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》	允许试点红筹企业在境内发行股票或存托凭证上市
2018年6月	证监会公告〔2018〕13号	《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》	规定试点企业的选取、发行条件及审核核准程序等方面内容
2019年1月	证监会公告〔2019〕2号	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》	允许红筹企业发行股票或存托凭证在科创板上市
2020年4月	证监会公告〔2020〕26号	《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》	放宽已在境外上市的红筹企业回归的市值限制标准
2020年6月	上证发〔2020〕44号	《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》	为红筹企业上市科创板的规则流程提供几项针对性安排,吸引更多优质企业的回归

(续表)

政策发布日期	发文字号	政策名称	主要内容
2020年12月	上证发〔2020〕101号	《上海证券交易所科创板股票上市规则(2020年12月修订)》	对于未在境外上市且具有技术优势的红筹企业,规定其申请科创板上市的市值及财务指标
2021年9月	证监会公告〔2021〕20号	《关于扩大红筹企业在境内上市试点范围的公告》	把红筹企业试点范围由原来的7个产业扩增至14个产业
2023年2月	深证上〔2023〕51号	《关于就全面实行股票发行注册制配套业务规则公开征求意见的通知》	主板市场允许企业设置特别表决权;取消关于红筹企业申请创业板上市需满足“最近一年净利润为正”的要求

资料来源:中国证券监督管理委员会官网。

1.4 红筹企业回归路径

严格意义上讲,在“21号文件”出台之前,未在境外上市的红筹企业回归境内资本市场需要提前拆除红筹架构;已在境外上市的红筹企业要想回归A股,就必须先私有化退出境外资本市场,再以境内注册企业的身份在A股上市;在“21号文件”出台后,红筹企业得以在不拆除红筹架构的情况下进行IPO上市或发行CDR上市。至此,红筹企业回归迎来了改革创新局面,相关研究也以此作为分界点。

(1)红筹企业传统回归路径。在私有化退市环节,刘向东和常德鹏^[16]认为,红筹企业私有化退市的代价极高,程序相当烦琐,还面临着诉讼等潜在风险。在拆除红筹架构环节,刘成伟^[17]认为,监管部门对于红筹企业搭建与拆除红筹架构的合规性尤为关注,主要包括投资审批、外汇监管、涉税事项等方面。在回归模式环节,屈源育等^[18]在研究中发现,企业借壳上市的效率更高,受到的限制更少,同时还可以降低上市成本,且采取借壳上市的企业业绩表现均显著优于IPO企业;赵敏^[19]则认为,在新监管环境下,企业借壳上市存在一定风险,IPO作为更基础、完备的上市路径,其上市融资规模大且更容易被投资者接受。

(2)红筹企业创新回归路径。吴秀波和杨一傲^[2]在红筹企业回归A股上市模式分析中表明,红筹企业采用IPO模式回归受到的监管豁免较少,且对企业的各方面要求较高,多数科技型企业只能在科创板或创业板实现IPO回归;薛雅和李曦雯^[20]通过比较红筹企业回归采

用的常见方式,最终得出发行CDR是红筹企业回归的较优解,CDR有利于提升企业估值,加快中国资本市场国际化进程;吴秀波^[21]则认为,现行的监管政策并未突出CDR模式相较于IPO模式的优势,CDR作为红筹企业主流融资方式还需要更多的制度创新;王一鸣^[22]将九号公司作为首单“VIE+CDR”红筹回归案例,通过深入分析发现,具有VIE架构的红筹企业采用CDR回归比采用IPO回归更便利。

2 研究设计

2.1 研究方法

本文的研究主题是不同类型红筹企业回归路径的选择思路,需要基于具体案例进行分析,更适合案例研究法,同时,不同类型的红筹企业适用的回归路径不同,单案例研究不具备广泛适用性,难以总结不同回归路径的共性与差异,因此,本文采用多案例研究法和对比分析法,对多家红筹企业的回归案例进行比较分析,从多角度整合红筹企业回归路径特征,实现不同回归路径的相互印证和总结归纳。“红筹回归”这一话题在2018年“21号文件”出台后掀起热潮,但目前尚处于探索阶段,可借鉴的典型案例较少,本文选取中国移动、中芯国际和九号公司三家不同类型的红筹企业作为案例研究对象,遵循“回归条件—回归方式—回归效果”的研究思路,对收集到的案例信息进行深度剖析,对比分析三家企业回归路径的共性与差异,归纳、总结研究结论。

2.2 案例选取

在案例研究过程中,有必要考虑案例的典型性和数据的可获得性。基于以上原则,本文选取三家企业作为研究对象的原因有四点:第一,中国移动是中国信息技术行业的龙头企业,同时是第一家在境外上市的国有企业,更是“红筹主板上市第一股”。第二,中芯国际是半导体集成电路行业中国领先企业,也是国内首家以“A+H”模式回归科创板的红筹企业。第三,九号公司是专注于智能短交通和服务类机器人

等创新领域的企业,也是国内首家尝试发行CDR回归境内资本市场的红筹企业。第四,三家企业在海内外有较高知名度,且均受到媒体和投资者的广泛关注,同时,中国移动和中芯国际回归之前已在境外上市,需要定期公开企业信息,相关资料和数据较易获得;九号公司在回归之前虽然并未实现境外上市,但其发行CDR回归开启了红筹回归新尝试,能够帮助企业拓宽思路。中国移动、中芯国际、九号公司回归相关信息见表2。

表2 中国移动、中芯国际、九号公司回归相关信息

Tab.2 Information related to the return of China Mobile, SMIC and Ninebot

公司名称	中国移动(600941.SH)	中芯国际(688981.SH)	九号公司(689009.SH)
企业性质	国有独资企业	国有控股企业	民营企业
回归时间	2022年1月5日	2020年7月16日	2020年10月29日
回归前境外上市地	香港、纽约	香港、纽约	无
VIE架构	无	无	有
回归方式	IPO	IPO	CDR
上市板块	主板	科创板	科创板
上市所用时长	79天	45天	18个月
上市申请文件审核反馈意见	①股权转让、代持情况说明,定价是否公允、是否造成国有资产流失; ②是否对资产完整性、独立性造成影响; ③股权激励计划; ④公司治理与投资者权益保护; ⑤披露主要客户及产品销售情况、主要供应商采购情况; ⑥各项业务详细情况、财务信息说明; ⑦境内外财务报表差异	①优先购买权及股权激励计划; ②发行人治理与内控的有效性; ③公司产品发展趋势及风险提示; ④是否符合环保要求; ⑤核心技术先进性是否符合红筹上市相关规定; ⑥境内外公司治理差异、“开曼经济实质法及指引”落实情况; ⑦研发项目费用和实施进度	①协议控制架构相关问题; ②公司股东情况; ③“开曼经济实质法及指引”落实情况; ④客户情况和产品销售情况; ⑤品牌策略及未来计划; ⑥成本、毛利率和其他财务问题; ⑦专利技术独立性

资料来源:根据上海证券交易所、中国证监会公开资料整理。

2.3 资料来源

作为上市企业,中国移动、中芯国际和九号公司的财务数据可以从历年的财务报告中获得,三家企业的股权架构、上市流程可以从企业公开的招股说明书和中国证监会发布的公告中了解。本文依据公司官网、上交所及证监会官网提供的有效信息,梳理三家企业的基本情况和上市历程,此外,根据案例主题研究需要,本

文利用Wind数据库查找了红筹企业、境内外金融市场的相关资料,将不同来源的信息进行汇总归纳和交叉检验,以保证资料的完整性、真实性和可靠性。

3 案例分析与发现

3.1 红筹企业回归条件对比

为落实《全面实行股票发行注册制总体实

施方案》,2023年2月1日,中国证监会及上交所、深交所就“全面注册制”涉及的系列配套规则向公众征求意见,关于红筹企业回归境内上市的相关规定得到进一步细化,为更多符合条件的红筹企业更好地参与境内资本市场融资及资本运作提供了完善的制度条件。全面注册制后,A股各板块的定位进一步明晰,红筹企业可以根据自身情况选择合适的板块。但需要注意的是,红筹企业无论在哪个板块上市,仍受限于几类高新技术产业和战略性新兴产业:互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端设备制造、生物医药、新一代信息技术、新能源、新材料、新能源汽车、绿色环保、航空航天及海洋装备。具有国家重大战略意义的红筹企业可不受上述行业限制^[23]。

本文基于“21号文件”等相关政策对红筹企业回归的一系列规定,结合全面注册制改革方案,总结出A股各板块红筹企业适用的回归条件^[24]:①若选择回归主板、科创板或创业板市场,已在境外上市的企业须达到市值不低于2000亿元标准,或满足市值不低于200亿元且拥有自主研发、国际领先技术,科技创新能力较强,在同行业竞争处于优势地位的要求;未在境外上市的企业须满足市值不低于100亿元,营业收入增长迅速且拥有自主研发、国际领先技术,科技创新能力较强,在同行业竞争处于优势地位的要求,或满足市值不低于50亿元,最近一年营业收入不低于5亿元,营业收入增长迅速且拥有自主研发、国际领先技术,科技创新能力较强,在同行业竞争处于优势地位的要求,或满足市值不低于200亿元且最近一年营业收入不低于30亿元的要求。②当存在表决权差异安排的红筹企业选择回归科创板或创业板市场时,应当达到市值不低于100亿元,或市值不低于50亿元且最近一年营业收入不低于5亿元的标准;选择回归主板市场时,应当达到市值不低于200亿元且最近一年净利润为正或市值大于100亿元、最近一年净利润为正且最近一年营业收入不低于10亿元的标准。

3.2 红筹企业回归路径对比

3.2.1 红筹企业两条回归路径分析

(1)传统回归路径

拆除红筹架构。在“21号文件”出台之前,未在境外上市的红筹企业若想回归境内资本市场,需要先拆除红筹架构;已经在境外上市的红筹企业需要先私有化退出境外资本市场,然后以境内注册企业身份在A股市场回归。这意味着,红筹企业需要先拆除红筹架构,才能以IPO模式或者借壳上市方式回归A股市场。

在股权控制模式下的红筹架构拆除过程中,首先,企业需要调整资产与股权结构,将境外上市公司的股权转移到境内子公司或其他境内公司,同时,企业必须考虑外汇管制和税务问题,以确保操作合法合规。其次,企业还需要通过境内股权融资等方式筹集资金,并不断优化内部管理和治理结构,以提高运营效率。最后,企业需要进行IPO或者重组等操作,以完成回归A股市场的流程。

在VIE(Variable Interest Entities)模式下的红筹架构拆除过程中,首先,企业需要解除VIE模式对其的控制,并对该模式下的SPV(Special Purpose Vehicle)进行注销或股权转让。其次,企业需要建立境内经营实体来替代境外上市主体,并慎重考虑现有合同或协议的合法性。再次,境内经营实体需要进行股权重组和转移,以确保其权益。最后,企业需要进行内部审核和审计,并向相关部门报备。拆除VIE模式下的红筹架构的核心在于,企业需要根据拆除前的境外持股结构,结合各方对企业的估值、境内新投资人的入股安排等因素,推算在境内拟上市主体层面的实际控制人及境内外投资人的股权比例。而无论企业是以VIE或是WFOE^①作为拟上市主体,VIE模式下的红筹架构拆除均需要企业终止其与境外投资人的关系,并通过解除WFOE与VIE的控制协议使企业还原真实股权状态。VIE模式下的红筹架构拆除模式如图2所示。

^①WFOE指Wholly Foreign Owned Enterprise(外商独资企业),即在一个国家或地区内,完全由外国投资者或外国公司拥有并控制的企业。

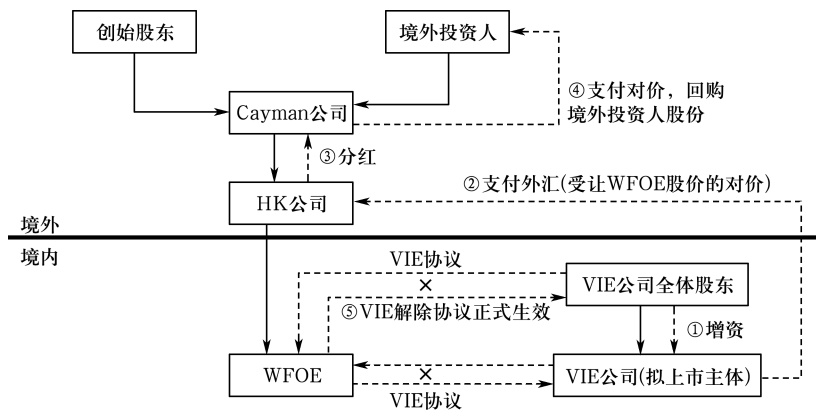


图 2 VIE 模式下的红筹架构拆除模式

Fig. 2 A dismantling model of red-chip architecture under the VIE

此外,借壳上市也是一种常用的回归 A 股的方式,但这种方式需要经过复杂的交易审核和信息披露程序。企业需要仔细评估自身情况和市场环境,选择适当的收购协议,并确定收购价格、交易方式等具体细节,再通过收购符合自身行业和规模的上市公司完成借壳重组,最终实现回归 A 股市场的目标。

(2) 创新回归路径

IPO 模式(图 3)。红筹企业允许在不拆除红筹架构的前提下进行 IPO 上市。企业可以

保留其境外上市公司的结构,直接按照境内注册企业的首次公开发行条件,向 A 股市场发行新股、募集资金并上市交易。IPO 模式监管豁免程度较高,同时,境内投资者持有的是企业发行的 A 股(正股),而非衍生证券。对于已在境外上市的企业而言,IPO 模式将使其实现“双重上市”,A 股股份与境外股份相互独立、不可转换。此外,IPO 模式的参与者仅包括境外发行人、境内投资者、证券承销商和证券交易所,相关法律关系较为简单。

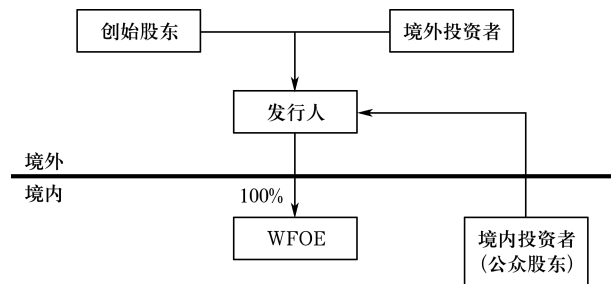


图 3 IPO 模式

Fig. 3 A model of IPO

CDR 模式(图 4)^[25]。根据“21 号文件”,CDR 是指由存托人签发、以境外证券为基础在中国境内发行,代表境外基础证券权益的证券,即中国存托凭证。这种模式允许境内投资者购买境外上市公司的股票,使红筹企业可以在境内资本市场筹集资金的同时,保持其在境外资本市场的上市地位。除了参与 IPO 模式的各方,CDR 模式还引入了存托人和托管人。首

先,发行人须与存托人签署存托协议,由存托人代持发行人的基础证券。其次,存托人须与托管人签署托管协议,将基础证券交付给托管人,在收到托管人的通知后,存托人发行 CDR,并委托 CDR 登记机构进行记录。最后,持有存托凭证的投资者可以认购这些证券,并在中国境内的证券交易市场进行交易。

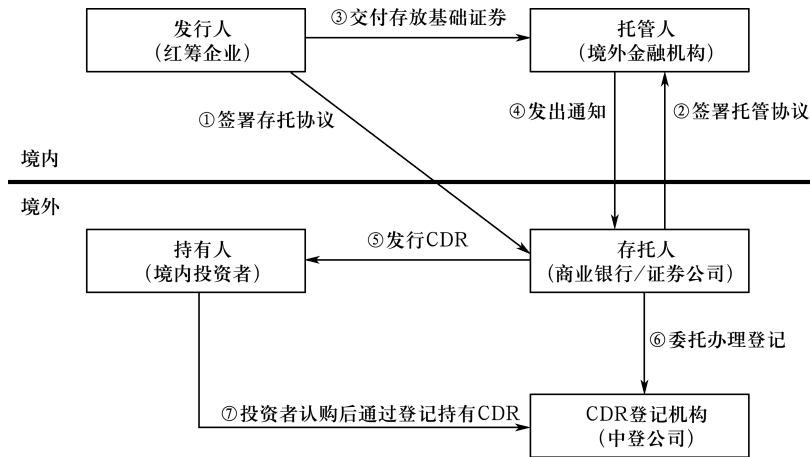


图 4 CDR 模式

Fig. 4 A model of CDR

3.2.2 中国移动、中芯国际、九号公司回归路径选择分析

(1) 中国移动回归路径

中国移动属于信息技术行业,在市值方面, Wind 数据库显示,中国移动 2022 年 1 月 5 日在 A 股上市前的市值约为 9 664 亿港元,折合人民币约为 7 908 亿元。中国移动具有完整的业务体系和独立经营能力,满足 A 股上市的独立性要求,并已依法建立健全内控制度,满足规范运行要求,此外,中国移动还满足自成立起持续经营时间超过 3 年、实际控制人没有发生变更的主体资格要求。中国移动在财务指标方面也符合当时要求:最近 3 个会计年度累计净利润达 3 147.54 亿元,最近 3 个会计年度累计经营活动产生的现金流量净额为 7 615.03 亿元,最近 3 个会计年度累计营业收入达 22 508.06 亿元,发行前股本总额为 4 021.30 亿元,最近一期末无形资产占净资产比例达 3.78%,且无最近一期末未弥补亏损。对于中国移动这种资金实力雄厚、市值庞大的大型国有红筹企业来说,其大概率能够同时满足主板、科创板和创业板的市值及财务指标要求,且中国移动为股权控制模式下的“大红筹”企业,因此,其选择采取 IPO 模式回归。

(2) 中芯国际回归路径

中芯国际恰好抓住了合适的回归政策机遇。在最初的红筹企业回归政策中,2 000 亿元的市值标准让只有几百亿元市值的中芯国际很难实现回归,直至 2020 年 4 月,证监会调低

了境外上市红筹企业回归的市值标准,这为中芯国际的回归提供了可操作的空间。中芯国际是规模大、技术水准高的晶片代工企业,属于红筹企业试点范围中的集成电路行业,同时,招股说明书披露信息显示,截至 2019 年 12 月末,中芯国际及其子公司名下登记的与生产经营相关专利共计 8 122 项,覆盖了多种技术节点和不同工艺平台的集成电路晶圆代工及配套服务,其强大的科技创新实力和自主研发能力均处于行业领先水平,符合红筹企业上市科创板的标准,且科创板上市和主板上市相比难度较小,审核程序的烦琐程度也相对较低。因此,中芯国际选择科创板上市这一捷径,只用了 45 天便成功登陆 A 股,从受理到过会仅用了 19 天,创下 A 股 IPO 最短纪录,体现了科创板快速、高效的审核特点。

(3) 九号公司回归路径

九号公司是智能机器人、电动平衡车领域的龙头企业,其凭借过硬的产品和科研创新能力打造了“中国智造”的名片,符合红筹企业试点范围要求。由于九号公司集“红筹模式、VIE 架构和表决权差异”等特点于一身,其回归适用标准具有一定特殊性。九号公司 2019 年财务报表及审计报告显示,公司全年营业收入为 45.86 亿元,其回归适用存在表决权差异安排的红筹企业的“市值+营业收入”标准,即市值不低于 50 亿元且最近一年的营业收入不低于 5 亿元。因此,其大胆尝试了发行 CDR 回归。

综上所述,对于大型国有红筹企业来说,现

行的政策提供了保留红筹架构的回归路径,避免了企业因股权集中而难以拆除架构的问题;对于中小型民营红筹企业来说,现行政策允许其在盈利的情况下回归科创板及创业板,进一步拓宽了红筹企业回归路径,提升了境内资本市场的吸引力及多类型红筹企业回归境内资本市场的可行性。

3.2.3 中国移动、中芯国际、九号公司回归路径对比分析

(1) 中国移动与中芯国际同一回归路径的对比

中国移动和中芯国际在回归 A 股前均为美股、港股上市企业,由于发行 ADR(American Depositary Receipt)上市,二者对企业财务方面的助力极为有限,且美国对中国企业的打压从技术禁运向外不断扩散,在企业注册并遵守美国证券交易委员会交易法相关报告要求的同时,需要承担高昂的行政成本。出于对以上经济形势的判断,两家企业在回归境内资本市场前均有意减少在美托管股份比例。在美股退市后,中芯国际于 2020 年 7 月在 A 股科创板上市,中国移动也于 2022 年 1 月敲响了 A 股主板上市的钟声。

中国移动与中芯国际两家企业选择的回归路径相同,但由于两家企业定位不同,回归路径也存在一定差异。在 2023 年全面实行注册制前,主板上市制度实行的是核准制,这意味着主板上市门槛高、限制较多,对企业自身的资质要求也比较高。中国移动作为大型国有企业,规模庞大、资本雄厚,具有稳定的盈利能力,且主板市场相对成熟,风险较小,也为企业提供了稳定的融资环境。此外,证监会、上交所对于采取 IPO 上市的企业股权结构、公司治理和投资者权益保护方面均给予高度重视。同时,出于对国有资产的保护,相关部门对大型国有红筹企业的关注点额外包括发行人处置资产和经营业务的细节规定、严格的财务标准及信息披露要求。

中芯国际选择在科创板上市,更主要的原因在于其定位符合科创板要求。中芯国际在整个行业处于领先地位,拥有核心技术,发展前景广阔,市场认可度高,且科创板上市实行注册制,可以为企业节省大量资金、时间成本,从而

为企业带来更高的融资效率。同时,监管层对中小型民营红筹企业的业务经营情况不做重点要求,而是更加关注企业核心技术的先进性、项目研发与实施进度,以及专利技术发展对公司运营的影响等方面。

(2) 九号公司与另两家企业不同回归路径的对比

在全球主要大国开展科技竞争的大背景下,中国需要更多的自主技术创新,九号公司作为中国科技企业的先锋,拥有多项机器人领域发明和实用新型专利技术,在自平衡车技术安全及控制领域处于国际领先地位,同时,九号公司持续加大研发投入力度,不断推出新产品,这也意味着九号公司的境内上市融资需求更加迫切。九号公司是集“VIE 架构”和“表决权差异”于一身的特殊股权架构红筹企业,此次回归大胆尝试了 CDR 模式。

“21 号文件”中提到,证监会同有关部门将根据不同情况,依法审慎处理 VIE 架构企业直接发行股票上市的情况;后续出台的相关政策文件中也多次提到证监会受理 VIE 架构红筹企业申请回归境内上市前需要征求相关部门意见。以上说明意味着拥有 VIE 架构的红筹企业选择 IPO 上市需要经过复杂的审核环节,上市效率会受到一定影响,且截至 2023 年 5 月,尚未有 VIE 架构企业采取 IPO 模式回归,侧面说明此条路径存在一定的难度。对于发行 CDR 上市,“21 号文件”仅强调存在投票权差异或协议控制架构等类似特殊安排的红筹企业要做好充分的信息披露工作,依法落实投资者权益保护相关措施,并无针对 VIE 架构企业的限制性要求,据此可以推断具有 VIE 架构的红筹企业采取 CDR 模式回归的难度更小,即具有 VIE 架构的红筹企业发行 CDR 回归比采用 IPO 模式回归更为便利。

3.3 红筹企业回归收益效果及风险因素

3.3.1 收益效果比较

(1) 中国移动的收益效果

作为运营商“龙头”的中国移动勇担国有企业的责任使命,其回归后的经营业绩保持稳步增长的态势,2022 年前三季度营业收入为 7 234.87 亿元,同比增长 11.54%,营业利润为

1 270.52 亿元,同比增长 11.46%^①;从市场表现来看,中国移动在境内上市后的股价相对稳定,累计超额收益率呈现良好的上升趋势,企业市值波动较小且稳步上升,最高突破 1.6 万亿元,这充分体现了市场对企业的认可。与此同时,中国移动的成功回归使中国三大运营商实现境内“会师”,A 股市场出现较为完整的运营商板块,辐射并拉动了整个通信行业的发展。

(2)中芯国际收益效果

在国际贸易摩擦升级等因素的影响下,作为高端芯片国产化的希望,中芯国际扮演着推动中国半导体产业链迭代升级、解决“卡脖子”问题的重要角色,公司的此次回归一举创下中国科创板融资规模和审核速度两大纪录,营收增长势头强劲,总市值达 6 780 亿元,成为 A 股市场半导体行业之第一大股票,并带动整个芯片行业全面上涨,引起广泛的市场关注。由此可见,美国对中国高科技产业的打压或将促使我国加速走上自研突破、国产替代的道路。然而,由于高科技产业资金、技术和人才密集,中芯国际境内上市后面临的挑战依旧严峻,在全球集成电路行业的竞争中仍处于劣势地位。因此,通过科创板上市吸纳巨额资金的中芯国际虽然已经撬动极大杠杆,但要回应多方热烈期待,仍需脚踏实地、加速向前。

(3)九号公司收益效果

从九号公司招股说明书可以看出,2017—2019 年,企业账面始终呈现亏损状态,在此情形下,企业仍需保持较高的研发投入力度来维

持行业竞争力。Wind 数据库资料显示,上市首日,九号公司股价大幅上涨,并以发行价近两倍的价格收盘,超额收益率达 103.27%。2021 年前三季度公司营业收入突破 70 亿元,同比增长 66.81%^②,同时,智能电动车和全地形车产品投入市场并取得突出业绩,拓展了新的利润增长点,预计低价策略也将进一步推动国际化需求的增长,为九号公司提升电动车市场份额提供了更多空间。然而,九号公司回归后的市值波动较为剧烈,除了 CDR 作为新兴产品本身的不稳定性,还受企业自身和小米集团的关联交易影响。九号公司 2022 年半年报显示,除了营业收入与净利润增长大幅度萎缩,作为九号公司营业收入支柱的小米集团销售订单数量也大幅下降,九号公司的招股说明书也载明,公司与小米集团之间的关联交易可能带来风险,两者之间的微妙关系迫使九号公司逐渐摆脱对小米集团的依赖,这意味着九号公司可能面临更多来自拓宽销售渠道、开发客户及稳定公司营运能力与盈利能力等方面的压力与危机,至此,九号公司业绩下降的局面已经形成。

综上分析,红筹企业的回归不仅可以提高企业的知名度和市值、吸引更多资本注入,还为境内投资者提供了更多的投资机会,进一步提升了市场的流动性。三家案例企业 2020—2022 年前三季度营业收入同比增幅如图 5 所示。三家案例企业回归境内上市至 2022 年末的市值波动情况如图 6 所示。

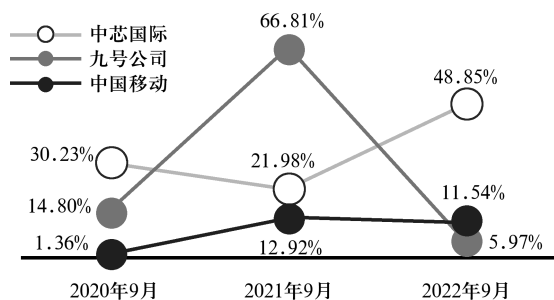


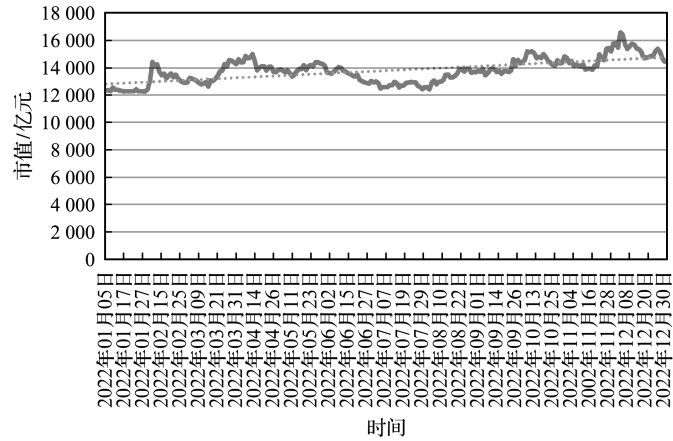
图5 三家案例企业2020—2022年前三季度营业收入同比增幅^③

Fig. 5 The operating income year-on-year growth of the three case companies in the first three quarters of 2020—2022

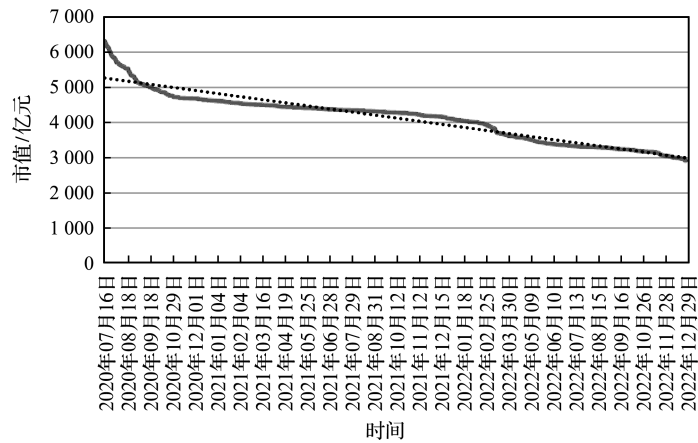
①资料来源:中国移动2022年第三季度报告。

②资料来源:九号公司2021年第三季度报告。

③资料来源:Wind数据库。



中国移动(600941)



中芯国际(688981)



九号公司(689009)

图 6 三家案例企业回归境内上市至 2022 年末的市值波动情况^①

Fig. 6 Market capitalization fluctuations of the three case companies from their return to domestic listing to the end of 2022

①资料来源:Wind 数据库。

3.3.2 风险因素比较

(1) 中国移动回归的风险因素

中国移动经营多年,有着强大的国有资产背景和资金实力,因此,这一类企业回归不存在过大的融资压力,面临的风险主要集中在红筹企业回归本身存在的由制度差异引起的法律风险,以及股权过于集中的内控风险。

法律风险。中国移动是一家在中国香港注册成立的红筹企业。“21号文件”要求,中国移动公司治理制度须遵守香港《公司条例》等相关法律规定,因此,其治理模式与《中华人民共和国公司法》有关上市公司的规定有一定的区别;对于监管层重点关注的投资者保护事项,鉴于中国内地与香港司法制度在审理依据、诉讼程序等方面存在一定差异,境内股东通过诉讼手段寻求权利保护将存在不确定性;公司还需要同时接受境内外监管机构的监督与管理,若不同司法管辖区的有关机构或组织对公司实施限制或制裁,则会对公司业务发展和经营业绩造成不利影响。

内控风险。截至招股说明书签署日,中国移动 BVI 公司直接持有中国移动 72.72% 的股份;此次上市后,中国移动 BVI 公司仍处于绝对控股地位,中国移动通过中国移动 BVI 公司间接拥有公司股东大会的表决权,对公司的决策事项有较大影响力。虽然公司已建立健全公司制度体系以保障全体股东的合法权益,但是无法保证中国移动始终做出与全体股东利益一致的决策,容易出现利益冲突。同时,由于中国移动的下属公司数量较多、覆盖范围较广,上市后随着业务的发展和扩张,其下属公司的数量与规模可能会继续增加,对下属公司的管理难度也将随之增加,若中国移动未能持续保持有效的内部控制,可能会对公司经营管理造成不利影响。

(2) 中芯国际回归的风险因素

中芯国际的前身是一家外资企业,经过多年发展,国有控股比例逐渐增加,但公司实力和市值规模与大型国企相比仍存在较大差距。在回归过程中,除了法律风险,中芯国际需要承担一定的融资压力,面临终止上市风险和控制权转移风险。

终止上市风险。在中芯国际选择的上市标

准中,200 亿元的市值要求虽然和 2 000 亿元相比宽松了不少,但仍需要重视。由于企业市值是受股价波动影响的,若企业在申请上市和审批受理期间,股价发生剧烈波动则可能会影响企业上市前的市值评估,从而影响上市进程;另外,市值要求中的“软标准”也需要严格把控,即企业是否具备技术优势仍需要获得相关部门的认可。如吉利汽车在申请科创板 IPO 时,科创板上市委曾就其是否具备技术优势进行问询,若企业没有过硬的技术和创新实力,也会引发 IPO 终止的风险。

控制权转移风险。和中国移动不同,中芯国际的股权较为分散,无控股股东和实际控制人,任何单一股东的持股比例均低于公司总股本的 30%,且不存在单一股东实际支配表决权的情形,而境内上市将进一步稀释公司原股东权利,从而引发公司控制权转移的风险,不利于公司的业务发展和战略规划。

(3) 九号公司回归的风险因素

根据九号公司披露的招股说明书中的风险因素内容,除了法律风险,可以把具有 VIE 架构的红筹企业发行 CDR 回归上市涉及的风险概括为两个方面:产品风险和 VIE 架构风险。其中,产品风险又包括价格波动风险和权利差异风险。

产品风险。① 价格波动风险。由于 CDR 属于市场创新产品,其价格决定机制等相关理论研究并不完备,未来的交易活动和市场兴趣仍有很大的不确定性,同时,CDR 的交易结构和原理比股票复杂,且涉及多个法律实体,加之科创板尚未成熟的价格决定机制,可能引起 CDR 交易价格大幅波动的风险。② 权利差异风险。投资者购买 CDR 和直接购买 A 股股票享有的股东权利是存在差异的,即投资者购买 CDR 并不能成为直接股东,而是持有存托凭证,其表决权、收益权要依据《存托协议》,通过存托人来间接行使,若发行人或存托人出现违约情形,则难以确保 CDR 持有人的相关权益不被侵害,这一不利因素可能会影响投资者对 CDR 的投资决策,从而影响公司股价。

VIE 架构风险。虽然中国境内尚未有法律对 VIE 架构的合法性做出明确规定,但若未来政策发生变化,明确禁止某类行业采用 VIE

架构,则可能导致发行人经营限制或受到处罚,面临需要拆除相关架构的难题,进而对企业生产经营和财务状况产生不利影响;VIE架构通过一系列控制协议来控制公司,但协议约束与直接持股相比,对公司的控制效力有限,如果公司股东在履行协议义务时出现疏忽,导致协议的执行出现重大延误等,发行人对公司的控制效力可能会受到影响,进而影响公司运营。

综上所述,在回归A股后,红筹企业可能会面临宏观层面与微观层面的各种风险。从宏观层面来看,回归的红筹企业受境内经济周期及货币政策的影响更加直接与明显。一方面,回归的红筹企业大部分的主营业务发生地均在境内,这就使得我国经济周期能够通过扰动供需来冲击企业的盈利能力;另一方面,境内宏观经济政策的变化也会对回归的红筹企业带来双重风险,体现为货币财政政策既可以通过调整市场供需影响企业经营,也可以通过冲击股票市场改变企业估值。此外,红筹企业回归A股后还会面临监管环境与规则适应的难题。从微观层面来看,不同企业由于业务类别、经营特点和财务特征等方面的差异,产生的风险类型也不同。

4 研究总结

4.1 研究结论

虽然现有研究对红筹企业的传统回归路径进行了分析,即已在境外上市的企业需要先退市,进而拆除红筹架构,再选择IPO上市或借壳上市;未在境外上市的企业需要先拆除红筹架构,再选择IPO上市或借壳上市。“21号文件”也明确了创新回归路径下的IPO和CDR两种模式,但是对于哪些企业适合选择IPO模式回归,哪些企业适合选择CDR模式回归,以及对传统回归路径和创新回归路径对比分析的描述还不够清晰。本文基于三家红筹企业回归的成功案例,概括出不同类型红筹企业选择回归路径的主要依据。

(1)依据企业所处行业和多市场融资需求

“21号文件”中明确说明,红筹企业采取创新路径回归A股市场的前提是必须满足试点范围要求;若企业不在试点范围内,那么回归A股市场只能采取传统回归路径。企业除了考虑

行业条件,还要考虑其多市场融资的需求。在发行CDR创新回归路径提出之前,A股市场不允许企业二次上市,即已在境外资本市场上上市的企业要想回归A股市场,必须先实现境外私有化退市,而CDR的提出则为企业提供了二次上市的途径^[21],即企业可以在保留境外市场交易资格的同时,在境内发行CDR。因此,在创新回归路径下,企业可以先根据自身是否有多市场融资需求决定是否境外退市,进而决定是否选择CDR模式回归。

(2)依据企业股权架构和融资迫切性

虽然“21号文件”指出,允许具有VIE架构的红筹企业回归A股市场,但截至2020年,仅有九号公司以“CDR+VIE”模式在A股上市,同时,相关法规政策强调,带有VIE架构的红筹企业采取IPO模式回归必须征求有关部门的意见,且要通过针对VIE架构合法性、合规性的严格审核,这就意味着“VIE+IPO”模式回归A股市场存在一定的局限性,烦琐的审核流程可能会对融资需求迫切的企业带来不利影响,而CDR模式未明确指出此类限制。因此,VIE架构红筹企业计划回归A股市场时,可以根据自身股权架构的特殊性做出权衡。而对于不得不选择传统路径回归的企业来说,在拆除红筹架构后,采取IPO模式回归可以实现一次上市即融资的目标,但审核等待时间长,借壳上市更适合融资需求迫切的企业。

(3)依据企业的盈利能力和科技创新优势

从以往红筹企业成功回归的案例中可以看出,我国为盈利能力突出的红筹企业的回归提供了便捷的通道,可见公司的盈利能力是成功回归的重要条件之一。同时,境内资本市场为具备科技创新优势企业的回归提供了“走后门”的特殊待遇,即取消了红筹企业回归创业板上市“最近一年净利润为正”的要求,具有科技创新优势的红筹企业可以在不受盈利能力限制的情况下选择创新路径回归。

(4)依据不同回归路径的收益效果和风险因素

在助力中国经济高质量发展的道路上,红筹企业回归符合国家战略发展主流方向,市场关注度较高,但若想获得长期稳定的收益效果,企业还需要结合自身实际情况进一步思考赋能

方案。红筹企业回归后的业绩表现除了企业自身因素,还受到外部经济形势的影响,同时,选择不同回归路径的企业面临的风险因素也有所不同。对于选择创新回归路径的企业而言,其上市后的经营业绩、企业估值情况均会得到改善,如大型国有红筹企业中国移动的经营业绩始终保持稳定增长态势,面临的风险主要来源于制度差异带来的法律风险和内控风险;科技型红筹企业中芯国际由于其自身的科创属性,在满足企业技术研发融资需求的同时,其收益效果具有不稳定性,在面临法律风险的同时,还会承担终止上市风险和控制权转移风险;对具有 VIE 架构的九号公司而言,发行 CDR 上市

将面临产品风险和 VIE 架构风险,这两种风险不仅会影响企业股价走势,还会对企业的生产经营和财务状况产生不利影响。对于采用传统路径回归的企业而言,其收益效果主要体现为能够更深入地融入本土市场,享受政策支持和市场增长带来的红利,进而提升品牌影响力和估值潜力,但在回归过程中也额外面临拆除红筹架构引起的资产重组、利益分配和税务风险,以及壳资源相关政策的变更风险。

综合以上研究,本文细分了红筹企业回归可选择的路径,如图 7 所示,不同类型红筹企业可根据自身实际情况选择最优路径回归。

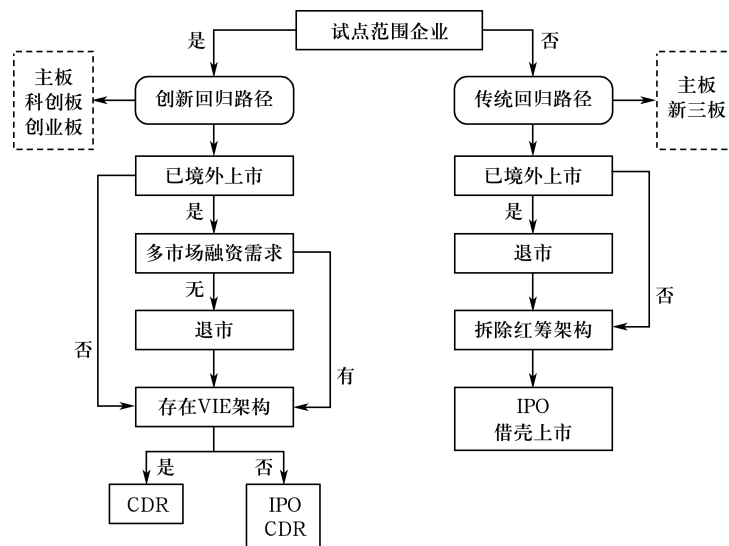


图 7 红筹企业回归路径选择
Fig. 7 The return path selection of red-chip companies

4.2 研究贡献

第一,将大型国有红筹企业成功回归 A 股市场作为研究对象,丰富了红筹企业回归路径研究中的企业类型。在 A 股市场不断开放创新的背景下,“红筹回归”备受市场关注,相关研究与时俱进,既有对红筹架构拆除的传统回归路径的研究,也涌现出大量有关“21 号文件”出台后的创新回归路径的理论探索。对于“红筹企业回归路径选择”的研究,过往文献主要围绕中小型民营红筹企业的回归路径展开探索,强调境内资本市场对中小型科技创新企业上市的政策支持,本文将“红筹主板上市第一股”的中国移动作为案例研究对象,体现了大型国有红

筹企业回归的必要性及可行性。研究结论表明:具有庞大市值体量的大型国有红筹企业回归 A 股市场,促进了境内资本市场的健康稳定运行,同时该类企业也为 A 股市场带来了优质的投资产品,将有效提振投资者信心,优化市场结构。此外,积极迎接国有红筹企业的回归符合国家发展战略布局,可以实现对国有资产的保护,避免国有资产的流失,进而加速推进新一轮科技革命和产业革命。

第二,过往关于红筹企业回归路径的研究大多直接从“回归方式”角度出发,本文基于“回归条件—回归方式—回归效果”的逻辑主线,对不同企业适用的回归条件、选择的回归方式及

带来的收益效果与风险因素进行深入分析,更全面地揭示了不同回归路径的适用情形,为待回归的红筹企业提供更清晰的思路。

4.3 实践启示

其一,在国际形势严峻、境内市场改革扩容、红筹企业回归政策不断完善、规则更加包容的背景下,待回归的红筹企业需要正确评估企业实际发展情况,在充分考虑不同路径的适用条件后做出理性选择,同时,企业需要提前做好充分的准备工作,不能盲目跟风。2022年4月,在中国移动回归A股市场后,另一家大型龙头红筹企业“中国海油”也成功在主板上市,作为我国化石能源的领军企业,其成功回归再一次证明了大型国有红筹企业回归的可行性和必要性;此外,九号公司作为国内首家以“CDR+VIE”模式上市A股的红筹企业,其成功回归为有相似情况的红筹企业提供了有益参考;而对于不符合试点范围要求的红筹企业,可以选择传统的回归路径,或者静待政策进一步放宽的时机。

其二,关于红筹企业回归A股市场,从监管层相关制度和规则来看,仍有很大的改进空间^[5]:第一,在全面注册制下,监管机构应督促更多国有企业、优质成长型企业把握回归A股市场的机会,从源头处指引规范定价,从而实现市场资源的有效配置。第二,监管部门应关注红筹企业经营过程中大规模的资金流出行为,加强跨境资金流动监测并对异常情况进行实时预警。第三,监管部门还应积极探索境内与境外的证券监管互认制度,加强国际监管合作,为红筹企业的跨境监管提供更有力的保障。第四,CDR的提出是我国证券市场的一次积极尝试,具有安全性高、步骤简便的优点,但由于政策尚不完备、实践案例过少,大部分企业还处于观望状态,这就需要监管机构加快建立完善的CDR发行指导体系,推进CDR发展进程,为红筹企业提供更高效的融资方式。第五,监管机构除了要对已回归的红筹企业进行引导和约束,还要格外重视对投资者权益的保护,加强对企业上市行为的监控和管理,防止企业“暗箱操作”而导致的中小股东利益受损。

4.4 研究局限与展望

第一,本文的研究数据大多基于公司主动

公开的企业年报等资料,而对于企业未披露的内部信息无法做出进一步分析,对于企业回归A股市场的相关细节研究不够全面。第二,虽然本文选择的案例研究对象具备典型性,但研究的普适性仍存在不足,难以满足所有类型企业的需求,且回归路径参考方案的可行性还需要结合实际情况进行进一步验证。因此,未来研究可以对红筹企业回归A股市场的过程进行更深入的探讨,识别企业在回归过程中其他需要考虑的因素,研究不同因素的作用机制,进一步丰富红筹回归过程的机理解析。

参考文献:

- [1] 王靖萱. 踏雪寻梅: 红筹企业回归, 发展及监管 [J]. 金融市场研究, 2022(3): 28-39.
- [2] 吴秀波, 杨一傲. 红筹企业回归A股市场发行上市的模式分析 [J]. 新金融, 2021(1): 29-34.
- [3] 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, 113(10): 79-90.
- [4] 王大贤, 王靖萱. 红筹企业回归, 发展及监管 [J]. 新理财, 2022(Z1): 32-38.
- [5] 楼航, 钟源宇. 中资企业境外上市历程回顾及监管政策演变 [J]. 中国外汇, 2022(12): 8-11.
- [6] 赵明勋. 中国企业海外上市的公司治理效应研究 [D]. 上海: 复旦大学, 2006.
- [7] 樊帅, 田志龙, 邓新明. 中国企业海外上市的动因和模式分析 [J]. 华中科技大学学报(社会科学版), 2007(2): 59-64.
- [8] Luo Y, Fang F, Esqueda O A. The overseas listing puzzle: Post-IPO performance of Chinese stocks and ADRs in the US market [J]. Journal of Multinational Financial Management, 2012, 22(5): 193-211.
- [9] Li P, Wang B. Overseas listing location and capital structure [J]. China Finance Review International, 2014, 4(1): 3-23.
- [10] Chen Y M, Huang Y S, Wang D K, et al. Going private transactions by US-Listed Chinese companies: What drives the premiums paid? [J]. International Review of Economics and Finance, 2014, 32: 79-91.
- [11] 李行健, 李广子. 中概股退市的动机及其溢价来源研究 [J]. 经济科学, 2017(4): 47-62.
- [12] 余波. 境外中概股危机: 背景、成因与影响 [J]. 证券市场导报, 2013(1): 51-57.

- [13] 刘纪鹏, 林蔚然. VIE 模式双重道德风险及监管建议 [J]. 证券市场导报, 2015(10): 4-12.
- [14] 李瑾. 在美中概股回归潮的原因及回归路径分析 [J]. 国际金融, 2020(11): 56-68.
- [15] 高子璇, 周密, 朱相雪. 中概股回归 A 股动因与对策分析——以中芯国际为例 [J]. 农村经济与科技, 2021, 32(10): 122-124.
- [16] 刘向东, 常德鹏. 中国境外上市企业私有化退市问题研究 [J]. 南方金融, 2012(7): 53-56+60.
- [17] 刘成伟. VIE 红筹回归之路 [J]. 中国外汇, 2015(6): 18-21.
- [18] 屈源育, 吴卫星, 沈涛. IPO 还是借壳: 什么影响了中国企业的上市选择? [J]. 管理世界, 2018, 34(9): 130-142+192.
- [19] 赵敏. 新监管环境下 A 股借壳上市的问题研究 [J]. 法制与经济, 2020(6): 98-99.
- [20] 薛雅, 李曦雯. 中概股回归 A 股最优解——CDR [J]. 时代金融, 2018(23): 181-182.
- [21] 吴秀波. 红筹企业发行 CDR 的历史沿革与发展前景分析 [J]. 价格理论与实践, 2020(10): 21-26+65.
- [22] 王一鸣. 科创板将迎首单“VIE+CDR”企业红筹回归步伐提速 [N]. 证券时报, 2020-06-13.
- [23] 吴晓璐. 证监会扩大红筹企业在境内上市试点范围 [N]. 证券日报, 2021-09-18(A01).
- [24] 刘成伟. 带红筹架构回归的门槛与注意事项 [J]. 中国外汇, 2021(8): 13-15.
- [25] 朱治铭, 常媛. 基于 CDR 的九号公司回归与路径选择动因分析 [J]. 现代商业, 2022(16): 61-63.

The Return Path Selection of Red-chip Enterprises: Comparative Analysis Based on Multiple Cases

LIU Yang, JI Zhe-ning, WANG Ai-hua

(School of Finance, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin 300222, China)

Abstract: Based on the irreversible trend of red-chip enterprises returning to the A-share market, this paper takes China Mobile, SMIC and Ninebot as case samples to conduct an exploratory study on the paths and potential risks of overseas red-chip enterprises returning to local listing. It is found that the current return of red-chip enterprises mainly includes the traditional path and the innovative path, and their applicability to enterprises differs, as shown by the fact that enterprises meeting the requirements of the pilot scope can choose between the innovative path, while non-scope enterprises can only adopt the traditional path. Meanwhile, the IPO model in the innovative path involves the risk of legal, internal control, termination of listing and control transfer, while the product risk and VIE structure risk of the CDR model also cannot be ignored. In the traditional path, companies need to consider the asset restructuring, benefit distribution and tax risks arising from the dismantling of the red-chip structure. The research conclusion can provide a useful reference for more red-chip enterprises to return to domestic listing in the future and the risks they may encounter in the process.

Keywords: red-chip enterprise; red-chip structure; return path; risk analysis; multi-case comparison