

## 摘要

20 世纪 90 年代初，由于 A 股市场严苛的审核制度和融资限制，众多国产企业纷纷远赴境外上市，成为红筹企业。近些年来，由于境外上市的高额成本和恶劣环境，红筹企业开始萌生回归 A 股的意愿。但在科创板设立之前，红筹企业可选的两条回归路径——拆除红筹架构和发行中国存托凭证均存在致命难点，导致诸多优质红筹企业萌生退意。为了 A 股市场的长远发展，有关部门于 2019 年出台了一系列政策，允许红筹企业无需拆除红筹架构、直接在科创板上市。但由于相关政策于 2019 年才正式出台，与红筹企业回归科创板的动因、路径、效果、风险和投资者权益保护等问题相关的研究较少。

本文以我国首家保留红筹架构回归科创板的 A 股+港股红筹企业中芯国际科创板上市为案例，通过了解其企业背景等信息，梳理其回归路径，研究分析其回归动因，并从融资效果、短期市场反应、财务绩效等方面分析其上市效果，探究其上市过程存在的风险，并对红筹企业的回归存在的投资者权益保护问题进行研究，旨在为拟通过科创板直接上市的方式回归 A 股的红筹企业及科创板监管部门提供一定的参考和借鉴。

研究结论主要有两点：第一，中芯国际登陆科创板的原因主要包括：首先，中芯国际被美国政府列入“实体清单”，核心业务受限，被投资者排挤；其次，中芯国际退出纽交所后现有融资渠道融资能力较差，不能满足其高额的研发投入资金需求；最后，中芯国际在科创板直接上市可以节省资金成本和时间成本。第二，中芯国际登陆科创板后的产能、偿债能力、政府补助力度、短期市场反应、盈利能力和营运能力均得到显著提升，而市场份额和研发成果数量没有显著变化。基于研究结论出发，本文提出了如下建议：对于拟回归 A 股市场的红筹企业，目前可选择的回归路径共有三种，三种路径各自存在优劣势，适合不同的企业。红筹企业应结合自身现实情况选择适合自己的路径；对于监管部门，应从公司章程规定和个案分析两个方面制定相关要求，

解决境内外的法律制度差异以及 VIE 架构的法律风险这两点问题，保护 A 股市场投资者的合法权益；对于投资者，要避免盲目追求市场热点企业的股票，同时应结合自身经济状况和风险承担能力进行理性分析，给出合理的股价估值。

**关键词：**红筹企业；科创板；注册制；回归动因；回归效果

# Abstract

In the early 1990s, due to the strict verification system and financing restrictions in the A-share market, many domestic companies listed overseas and became red-chip enterprises. In recent years, red-chip companies began to want to return to A-shares because of the high cost of listing overseas and the harsh environment. However, before the establishment of the Science and Technology Innovation Board, the two optional return paths for red-chip enterprises -- dismantling the red-chip structure and issuing China Depositary Receipts were both fatal difficulties, leading to the withdrawal intention of many high-quality red chip enterprises. For the long-term development of the A-share market, authorities introduced a series of policies in 2019 to allow red-chip companies to list directly on the Science and Technology Innovation Board without dismantling the red-chip structure. However, due to the fact that the relevant policies were officially introduced in 2019, there are few researches related to the motivation, path, effect, risk and protection of investors' rights and interests of red-chip enterprises returning to the Science and Technology Innovation Board.

This paper takes the listing of China's first A-share + H-share red-chip enterprise SMIC on the Science and Technology Innovation Board, which retains the red chip structure and returns to the Science and Technology Innovation Board, as A case. By understanding its corporate background and other information, this paper reviews its regression path, studies and analyzes its regression motivation, analyzes its listing effect from the aspects of financing effect, short-term market reaction, financial performance and so on, and explores the risks in its listing process. In addition, the paper studies the protection of investors' rights and interests in the return of red-chip enterprises, aiming to provide certain references

for the red-chip enterprises and the regulatory authorities of the board that plan to return to A shares through direct listing on the Science and Technology Innovation Board.

There are two main conclusions in this study. First, the reasons for SMIC's listing on the Science and Technology Innovation Board include: Firstly, SMIC was listed in the Entity List by the US government, its core business was limited, and it was excluded by investors; Secondly, the existing financing channels of SMIC after its withdrawal from the New York Stock Exchange have poor financing capacity, which cannot meet its high demand for R&D investment. Finally, the direct listing of SMIC on the Science and Technology Innovation Board can save capital cost and time cost. Second, the overall financing effect, short-term market reaction and financial performance of SMIC's landing on the Science and Innovation board are significantly positive. Based on the research conclusions, this paper puts forward the following suggestions: For red-chip enterprises planning to return to the A-share market, there are three return paths to choose at present, and the three paths have their own advantages and disadvantages, which are suitable for different enterprises. Red-chip enterprises should combine their own reality to choose their own path; For the regulatory authorities, relevant requirements should be formulated from the aspects of articles of association and case analysis, so as to solve the differences in domestic and foreign legal systems and the legal risks of VIE structure, so as to protect the legitimate rights and interests of investors in the A-share market. For investors, they should avoid blindly pursuing the stocks of hot enterprises in the market, and at the same time, they should make a rational analysis based on their own economic conditions and risk bearing capacity, and give a reasonable stock price valuation.

**Keywords:**Red-chip enterprises; Science and Technology Innovation Board; Registration system; Reason of return; Effect of return

# 目录

<b>1. 绪 论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容与研究方法.....	3
1.2.1 研究内容.....	3
1.2.2 研究方法.....	4
1.3 创新与不足.....	5
<b>2. 文献综述及相关理论</b> .....	<b>6</b>
2.1 文献综述.....	6
2.1.1 红筹企业回归 A 股市场动因研究.....	6
2.1.2 红筹企业回归 A 股市场路径研究.....	7
2.1.3 红筹企业回归的经济后果.....	8
2.1.4 红筹企业回归 A 股市场的风险研究.....	10
2.1.5 文献述评.....	11
2.2 理论基础.....	12
2.2.1 市场择时理论.....	12
2.2.2 权衡理论.....	13
2.2.3 成本收益理论.....	14
2.2.4 信息不对称理论.....	14
2.2.5 投资者认知理论.....	15
2.2.6 动态竞争理论.....	16
<b>3. 红筹企业科创板上市整体情况分析</b> .....	<b>17</b>
3.1 红筹企业科创板上市相关概念.....	17
3.1.1 红筹企业.....	17
3.1.2 红筹架构.....	17
3.1.3 科创板.....	19
3.2 红筹企业远赴境外上市的动因.....	21
3.2.1 A 股市场上市门槛高.....	21
3.2.2 A 股市场上市流程繁琐.....	23
3.2.3 A 股市场限制境外投资.....	25
3.3 红筹企业回归 A 股市场的动因.....	26
3.3.1 科创板的设立.....	26
3.3.2 境外资本市场恶意做空频发.....	26
3.3.3 境内外资本市场的估值差异.....	27
3.4 红筹企业回归科创板的路径.....	28
3.4.1 拆除红筹架构.....	28

3.4.2	发行中国存托凭证	29
3.4.3	科创板直接上市	30
3.4.4	三种路径的比较	31
3.5	红筹企业科创板上市风险分析	33
3.5.1	估值风险	34
3.5.2	诉讼风险	35
3.5.3	退市风险	36
3.6	红筹企业回归的投资者权益保护问题	37
3.6.1	侵犯投资者权益的隐患	37
3.6.2	投资者权益保护方式	38
<b>4.</b>	<b>中芯国际科创板上市案例分析</b>	<b>40</b>
4.1	中芯国际基本情况	40
4.1.1	背景介绍	40
4.1.2	股权结构	41
4.2	中芯国际回归 A 股市场的原因	42
4.2.1	遭遇美国政府恶意制裁，退出美股市场	42
4.2.2	融资需求较高，需要寻找新的融资渠道	44
4.2.3	国家相关政策支持，回归 A 股市场	46
4.2.4	小结	48
4.3	中芯国际选择登陆科创板的原因	48
4.3.1	中芯国际的资质足够优秀	49
4.3.2	中芯国际缺乏资金	50
4.3.3	发行 CDR 流程复杂、要求高，且融资上限较低	51
4.4	中芯国际回归效果分析	51
4.4.1	融资效果	51
4.4.2	政府补助	58
4.4.3	市场份额	59
4.4.4	短期市场反应	60
4.4.5	财务绩效	62
<b>5.</b>	<b>结论与建议</b>	<b>66</b>
5.1	研究结论	66
5.1.1	中芯国际登陆科创板原因	66
5.1.2	中芯国际回归效果	67
5.2	建议	67
5.2.1	拟回归 A 股市场的红筹企业角度	67
5.2.2	监管部门角度	68
5.2.3	投资者角度	68
	<b>参考文献</b>	<b>70</b>
	<b>致谢</b>	<b>74</b>

# 1.绪论

## 1.1 研究背景与意义

### 1.1.1 研究背景

20 世纪 90 年代初，诸多国内优质企业纷纷远赴境外资本市场注册上市。究其根本原因，主要是因为早期 A 股市场的各项制度不够成熟，投资者也缺乏经验和专业性，证监会为了保护投资者的利益、维持市场有序运行，对上市企业施行了严苛的审核制度。此外，为了保护国家信息安全，证监会出台了一系列政策，限制芯片制造、增值电信服务等行业的外资进入。这就使得我国诸多发展前景良好且有在 A 股市场上市意愿的优质企业为了满足自身融资需求，被迫选择在境外资本市场注册上市，这些企业被统称为红筹企业。

而到了 21 世纪，越来越多的红筹企业慢慢选择回归 A 股市场，掀起了一阵“回 A”浪潮。这主要是因为境外资本市场的诸多弊端慢慢显露出来：首先，境外上市公司需要付出较高的上市成本和维护成本，并且还要面对做空机构的频繁攻击，很容易会受到境外投资者的质疑，导致股价下跌，甚至可能会被逼至退市。其次，随着中美贸易摩擦升级，许多远赴境外上市的中国企业面临排挤和恶意针对。因此，众多红筹企业纷纷选择退出境外资本市场，回归 A 股市场。

在科创板设立之前，红筹企业回归 A 股市场的路径只有两种：一种是拆除其红筹架构，一种是发行中国存托凭证（CDR）。但这两种路径却各自有其实施的难点：拆除红筹架构会花费较长的操作时间，并且会面临较大的资金压力；而发行 CDR 则会面临较为苛刻的准入条件，且后续运作流程极为复杂。

红筹企业的回归之路可谓相当坎坷，这就使得 A 股市场损失了很多优质的红筹企业，不利于 A 股市场的长远发展。

针对这一问题，国务院办公厅于 2018 年 3 月 22 日发布 21 号文件，允许符合一定条件的红筹企业通过申请发行股票或存托凭证的方式于 A 股市场上市；证监会于 2019 年 1 月 30 日发布相关文件，允许符合一定条件的红筹企业无须拆除红筹架构、直接在科创板上市。这一系列政策的实施推动着科创板市场日益完善，其包容性和发展潜力得到拟回归红筹企业的青睐。截至目前已有九号公司、华润微、中芯国际和格科微这四家红筹企业通过这一路径回归 A 股市场。

**表 1-1 登陆科创板的红筹企业信息**

企业名称	华润微	中芯国际	九号公司	格科微
行业	计算机、通信和其他电子设备制造			
注册地	开曼群岛			
上市日期	2020. 2. 27	2020. 7. 16	2020. 10. 29	2021. 8. 18
募集资金	43 亿元	532 亿元	13 亿元	36 亿元
路径	IPO	IPO	CDR	IPO

资料来源：上交所官网

### 1.1.2 研究意义

允许红筹企业在科创板直接上市的相关文件自 2019 年起才陆续出台，因此与红筹企业直接在科创板上市的动因、效果、风险、投资者权益保护等问题相关的研究和文献相对较少。本文以中国首家保留红筹架构回归科创板的 A 股+港股红筹企业中芯国际科创板上市为案例，通过了解其企业背景等信息，梳理其回归路径，研究分析其回归动因，并从融资效果、政府补贴、市场份额、短期市场反应、财务绩效等方面分析其上市效果，探究其上市过程存在的风险，并对红筹企业回归 A 股存在的投资者权益保护问题进行研究，旨在为拟通过科创板直接上市的方式回归 A 股的红筹企业及证监会等科创板监管部门提供一定的参考和借鉴。

本文选择以科创板成立后首家保留红筹架构回归的“A+H”股企业中芯国

际作为案例企业的代表性体现在以下三方面：

首先，在允许红筹企业于科创板直接上市之前，红筹企业回归 A 股市场的方式有拆除红筹架构和发行 CDR 两种，但由于发行 CDR 的困难性，至今为止仅有九号公司这一家红筹企业成功通过这一方式回归 A 股市场，其余成功回归 A 股市场的红筹企业均拆除了其红筹架构。2019 年 1 月 28 日起，红筹企业可以保留其红筹架构、通过直接在科创板上市这一路径回归 A 股市场，因此研究保留红筹架构回归 A 股市场的红筹企业颇具理论和实践意义。

其次，中芯国际仅仅用了 19 天时间就在科创板完成了上市，创下了科创板上市时长最短的记录，并且中芯国际的 IPO 募资额达到了 532.3 亿元，成为科创板的“募资王”。因此选择中芯国际作为案例公司具有较强的实践意义。

最后，国家开设科创板、放宽准入条件的初衷也是让漂泊在境外的重点行业内的优质企业回归 A 股市场，有利于 A 股市场的长远发展。中芯国际属于集成电路行业，该行业属于我国重点扶持的产业之一。因此研究中芯国际回归 A 股的案例有助于为后续其他有回归意愿的红筹企业、A 股市场监管部门及投资者提供借鉴。

## 1.2 研究内容与研究方法

### 1.2.1 研究内容

本文以中国首家科创板 A 股+港股上市的红筹企业中芯国际科创板上市为案例，通过介绍中芯国际的上市背景，研究分析了中芯国际回归 A 股的路径选择、上市效果、上市风险、中小投资者权益保护等问题，并得出相关结论。

本文共有五个部分：

第一部分，绪论。绪论部分主要介绍了本文的研究背景和研究意义，阐明了本文的研究内容和研究方法，并指出了本文的创新点以及存在的不足之处。

第二部分，文献综述及相关理论。该部分主要归纳总结了与红筹企业相关的文献研究现状，并介绍了与红筹企业回归 A 股市场相关的理论。

第三部分，红筹企业科创板上市动因、路径、风险和投资者权益保护。该

部分主要对红筹企业科创板上市的相关概念进行了界定，并介绍了红筹企业科创板上市的路径，分析了红筹企业科创板上市的动因，阐述了红筹企业科创板上市过程中面临的各种风险，最后分析了红筹企业科创板上市过程中存在的投资者权益保护问题。

第四部分，中芯国际科创板上市案例分析。该部分首先介绍了中芯国际科创板上市的背景，然后阐述了中芯国际选择通过在科创板上市回归 A 股市场的原因，最后从融资效果、政府补贴、市场份额、短期市场反应、财务绩效五个维度分析了中芯国际在登录科创板后的上市效果。

第五部分，结论与建议。通过对中芯国际在科创板上市回归 A 股市场的案例进行分析得出相关结论，并从拟回归 A 股市场的红筹企业、监管部门和投资者这三个主体的角度分别提出相关建议，为其提供参考借鉴。

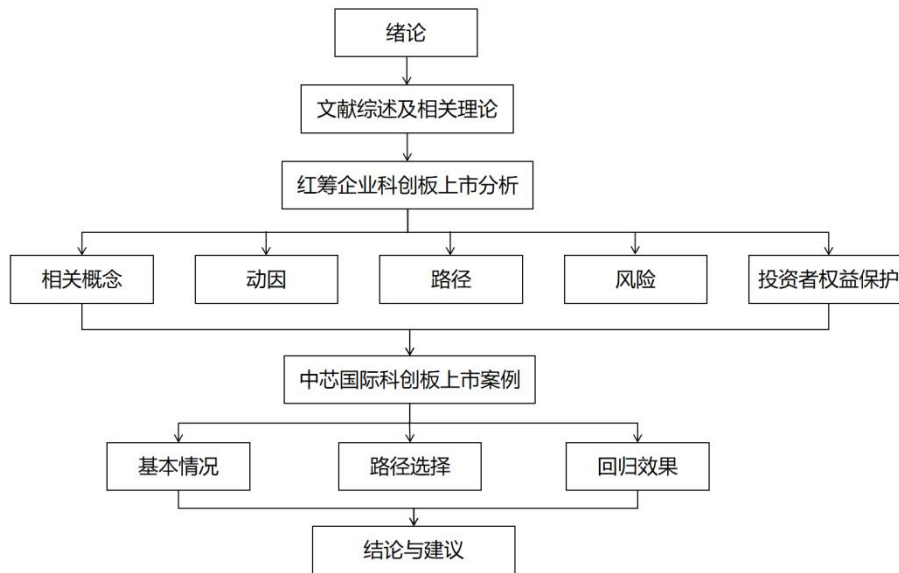


图 1-1 全文研究框架

## 1.2.2 研究方法

本文主要运用到三种研究方法：

第一是文献研究法。通过知网等文献数据库搜集与红筹企业、科创板等关键词相关的国内外现有文献，归纳整理现有研究成果，为本文的创新提供理论基础。

第二是案例分析法。本文以中国首家科创板 A 股+港股上市的红筹企业中

芯国际科创板上市为案例，详细介绍了中芯国际的上市背景、路径、动因、效果等方面内容，为中芯国际未来发展、其他类似红筹企业回归 A 股、市场监管部门完善市场政策提供参考。

第三是比较分析法。为了评价中芯国际在科创板上市的效果，本文比较分析了中芯国际在科创板上市前后短期市场反应、财务绩效等方面的差异。

### 1.3 创新与不足

本文的创新点主要在于：在证监会 2019 年 1 月 30 日发布《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》之后，红筹企业才可以通过直接在科创板上市回归 A 股市场，与红筹企业科创板上市相关的研究相对较少，且目前已有研究主要关注的是红筹企业科创板上市的回归动因和路径选择，缺少对上市效果的评价、上市过程中存在的风险的分析以及上市过程中投资者权益保护问题的探讨。本文以中国首家科创板 A 股+港股上市的红筹企业中芯国际科创板上市为案例，对相关领域研究内容进行了补充，丰富了红筹企业回归 A 股市场相关研究的理论体系。

本文的不足之处主要在于：本文所获取的关于红筹企业回归科创板现状的数据和中芯国际科创板上市回归 A 股的相关数据均来源于公司公告、数据库和机构研报等公开发行的数据，并没有取得案例公司内部更加真实可靠的数据作为参考，因此可能会因案例公司信息披露失实导致相关研究结论与真实结论存在偏差。另外，中芯国际是在 2020 年 7 月才成功通过在科创板上市回归 A 股市场，距今为止也不过两年多的时间，可用的上市后的各方面数据相对较少，因此在研究分析中芯国际科创板上市的效果时，得出的结论可能在一定程度上缺乏说服力，中芯国际科创板上市的效果还需要凭借随时间积累的数据得到进一步的验证。

## 2. 文献综述及相关理论

### 2.1 文献综述

#### 2.1.1 红筹企业回归 A 股市场动因研究

早先 A 股市场的不成熟和过于严苛的各项制度导致从事境内经营活动的企业远赴境外资本市场上市，而近些年来红筹企业“回 A”的浪潮愈演愈烈，众多优质红筹企业纷纷选择回归 A 股市场。目前学者针对红筹企业回归 A 股市场的动因众说纷纭，大致观点包括以下几个：

##### (1) 境外资本市场的恶意打压

红筹企业回归 A 股市场的主要原因是境外资本市场对红筹企业的恶意打压，致使红筹企业在境外的估值普遍偏低，且相关生产经营活动严重受限。如巫琳（2018）认为红筹企业私有化回归 A 股的动因包括两个方面：一是红筹企业在境外资本市场的估值逐年降低，一是红筹企业回归 A 股市场的成本较低。董登新（2018）认为中美贸易战的愈演愈烈以及美国资本市场对中国高科技企业的恶意打压已经严重影响到了红筹企业的正常生存，因此 2020 年会是红筹企业回归 A 股市场的元年。原颖进（2022）认为在境外资本市场上市的红筹企业面临市值被低估、高额的上市维护费用、做空机构的恶意做空等多方面不利因素，而科创板的设立为这些企业提供了包容性更强的市场，这些因素一起推进了红筹企业回归 A 股市场。杨一傲（2020）认为在中国法律已经明文禁止上市公司向外国监管机构提交审计报告等信息的情况下，美国参议院仍于 2020 年颁布《外国公司问责法案》，要求上市公司必须雇用受美国监管的会计师事务所，体现出美国资本市场对中国企业的恶意打压，这

也直接导致中国企业产生离开美国市场、回归 A 股市场的意愿。

### (2) A 股市场制度优化

红筹企业回归 A 股市场的原因包括 A 股市场近些年来相关制度优化,为红筹企业提供了较强的包容性。如沈佳焯(2018)以药明康德回归 A 股市场为案例进行研究,发现 A 股市场相关政策的支持以及现阶段监管环境的优化是红筹企业回归的重要原因。屈丽丽(2020)认为,科创板的设立以及国内相关政策的制定和制度的优化为红筹企业回归 A 股市场提供了便利的条件,推动了其回归境内发行。吴秀波(2008)认为在境外资本市场注册上市的红筹企业能否顺利回归取决于 A 股市场是否成熟,境内市场监管部门和拟回归企业管理层在未来将通过制度优化解决红筹企业回归过程中面对的问题。

### (3) A 股市场相对较低的资本成本

红筹企业回归 A 股市场的原因还包括 A 股市场相较于境外资本市场而言较低的资本成本。如丁岚(2010)通过实证研究的方式发现境外上市公司回归 A 股市场交叉上市的动因之一就是 A 股市场的发行市盈率更高且资本成本较低。韩静(2020)以世纪佳缘回归新三板作为案例进行研究,发现相比于境外上市,在 A 股市场发行股票可以为企业节约大量成本。

## 2.1.2 红筹企业回归 A 股市场路径研究

目前学界认为红筹企业回归 A 股市场可选择的主流路径主要包括拆除红筹架构、发行 CDR、直接发行上市、分拆上市这四种。

### (1) 拆除红筹架构

拆除红筹架构回归 A 股市场的优点在于提升了企业的估值和流动性,而缺点在于成本较高。如李乃冰(2018)认为私有化退市-拆除 VIE 架构-借壳上市这一路径解决了企业估值低、流动性差的问题,但成本较高且花费时间长。刘澎(2009)认为拆除红筹架构的优点同样是绕开了 A 股市场的管辖限制,缺点则是其增加了企业的管理成本,且操作比较繁杂。叶贞贞(2016)通过对分众传媒、巨人网络等相关案例的分析得出结论,拆除红筹架构的审核效率要明显高于 IPO,拆除红筹架构是目前绝大部分红筹企业回归 A 股市场的首选路径。

## （2）发行中国存托凭证

发行中国存托凭证回归 A 股市场的优点在于融资成本低，而缺点在于程序过于繁杂。如刘澎（2009）认为发行 CDR 的优点在于其绕开了对企业注册地有限制的各种法律要求，并降低了企业的融资成本；但缺点在于可能导致资金被低效使用，并可能带来权利寻租等问题，不利于市场发展。薛雅、李曦雯（2018）认为对于从事外商准入负面清单内行业的红筹企业而言，拆除红筹架构和借壳上市这两种路径的可行性较低，发行 CDR 是这类企业回归 A 股市场的最优路径。孙冬萌、谭小芬（2018）通过对美国存托凭证和台湾存托凭证实际运行经验的分析得出结论，红筹企业通过发行 CDR 的方式回归 A 股市场境外基础证券无法随时相互转换的问题，引发资本市场的套利行为。

## （3）直接发行上市

直接发行上市回归 A 股市场的优点在于操作简便、成本低，而缺点在于资金使用效率低。如刘澎（2009）认为直接发行上市的优点在于其操作简便、时间成本低，缺点则是可能因交叉上市面临双重监管和资金使用效率低的问题。邱正己（2020）通过对药明康德分拆出子公司使其直接发行上市的案例进行研究，发现直接发行上市这一路径显著降低了回归成本，并提高了子公司的偿债能力和股东财富。

## （4）分拆上市

分拆上市回归 A 股市场优点在于程序简单，而缺点在于增加了企业的诉讼风险。如李乃冰（2018）认为分拆上市的方式程序简单且能解决企业估值低的问题，但可能稀释股东收益，增加企业的诉讼风险。念延辉（2013）认为分拆上市有助于提升企业的价值和主营业务收入，但对管理层的经营能力提出了较高的要求。许龙飞（2020）认为分拆上市可以提升母公司的品牌号召力，并为子公司创造良好的发展环境，但需要母子公司之间保证财务的独立性，提升信息披露的质量。

### 2.1.3 红筹企业回归的经济后果

#### （1）对红筹企业自身的影响

现有研究发现红筹企业的回归主要对企业的财务绩效和股价有显著影响。

首先,对于财务绩效而言,即有研究发现红筹企业的回归可以显著提升红筹企业自身的业绩,经营性现金流和经营收入也得到了显著提升。如李杲(2017)通过对2013年至2017年之间回归深交所的红筹企业进行案例分析得出结论,红筹企业的回归可以显著提升其自身的业绩和市值,并且有助于促进A股市场的良性竞争。祝继高、端杨和李鑫(2015)认为红筹企业从美股市场私有化退市后,其财务绩效、经营性现金流和经营收入均得到显著提升,其退市带来了显著的溢出效应。罗伟达(2020)通过对三六零借壳江南嘉捷上市A股市场的案例进行分析得出结论,三六零回归后的每股收益大幅提升,财务绩效也得到显著改善。

其次,对于股价而言,即有研究发现红筹企业的回归可以给红筹企业自身带来股价溢价效应。如彭涛(2016)认为红筹企业大部分都属于互联网等创新性行业内的企业,A股市场的投资者对其股票定价并不理性,存在高估其股价的倾向,这使得红筹企业的股东可以实现跨市场套利。

## (2)对A股市场的影响

现有研究发现红筹企业的回归一方面有助于推动A股市场创新驱动发展和经济结构转型升级,一方面有助于提升A股市场的整体发展水平。

首先,对于推动A股市场创新驱动发展和经济结构转型升级而言,即有研究发现红筹企业的回归能积极推动A股市场的国际化发展和创新发展,并促进A股市场的经济结构调整和产业转型升级。如陈天桥(2008)认为红筹企业的回归有助于提升A股市场的国际化程度和公司治理水平,完善境内资本市场的投融资环境,推动创新型企业的发展。郑联盛(2018)认为允许红筹企业境内发行股票或发行CDR能够积极推动红筹企业的创新发展,并有助于A股市场实现创新驱动发展、经济结构调整和产业转型升级。泰奇(2020)认为科创板可通过建立第二上市制度的方式提升其IPO审核效率,促成更多红筹企业快速回归A股市场,有助于中国资本市场经济转型升级发展。

其次,对于提升A股市场的整体发展水平而言,即有研究发现红筹企业的回归有助于推动A股市场的国际化发展以及相关制度和政策的进一步完善。如黄丽(2011)认为随着A股市场的完善越来越多红筹企业渴望回归,这是市场化选择的结果,体现了A股市场的进步,同时在红筹企业回归过程中暴

露出的具有典型意义的问题对 A 股市场的长远发展具有借鉴意义。王大贤（2018）认为红筹企业回归对 A 股市场的外汇监管提出了挑战，但同时也有助于推动 A 股市场的国际化发展和进一步完善。樊友丹（2019）认为发行 CDR 有利于完善 A 股市场的相关制度，新经济企业从境外市场回归境内有助于提高 A 股市场中优质企业的占比，推动 A 股市场进一步走向成熟。吴秀波（2021）认为红筹企业的回归会给 A 股市场监管部门带来一系列法律障碍和技术障碍，为了保护中小投资者的相关合法权益，监管部门应积累实践经验并与境外监管部门积极开展多边合作，这有助于提升 A 股市场的整体监管水平。

### （3）对同行业红筹企业而言

现有研究发现红筹企业的回归对同行业的红筹企业有显著的正面影响。如祝继高、端杨和李鑫（2015）对 2010 年至 2013 年这 4 年之间退出美股市场的红筹企业进行实证研究，发现红筹企业的退出会使得在美股上市的其他同行业红筹企业的股票获得显著为正的超额回报。

## 2.1.4 红筹企业回归 A 股市场的风险研究

### （1）对企业自身的风险

首先，红筹企业回归 A 股市场可能会面临较高的法律诉讼风险。如赵展一（2022）认为属于高科技行业的企业登录科创板的过程中可能会因同行业竞争者的竞争行为面临比较高的专利诉讼风险，企业自身应当从根本上提升自己的核心竞争力，增强风险预警能力和抵御风险的能力。彭涛（2016）认为红筹企业回归 A 股市场的风险主要包括相关政策被调整的风险、时间和资金成本的风险、未来收益不确定性的风险和面临法律诉讼的风险。

其次，红筹企业回归 A 股市场可能会面临较高的政策风险。如蒋静（2019）通过实证分析得出结论，红筹企业回归 A 股市场面临的主要风险包括法律风险、政策风险、股权纷争风险等。马方（2018）认为红筹企业回归 A 股市场的风险需要按照其回归路径来讨论。采取私有化退市的方式回归的红筹企业要面临资金成本的风险，拆除红筹架构的红筹企业需要面临法律风险和税收风险，所有红筹企业都需要面临政策的不确定性风险。

### （2）对资本市场的风险

红筹企业回归 A 股市场可能会产生流动性风险。如王艳（2018）认为红筹企业套利回归会带来一系列负面影响，主要包括三个方面：首先，红筹企业的回归会加剧“壳资源”的炒作行为，并形成以“壳资源”为载体的资产泡沫；其次，红筹企业集中私有化溢价回归会加大资本市场的流动性风险；另外，红筹企业在境外资本市场集中私有化退市的行为会增加人民币贬值的风险，并增大 A 股市场的监管难度。皮海洲（2015）认为红筹企业的回归抢占了处于蓬勃发展阶段的中小企业的资本市场资源，不利于中小企业的融资。此外，这些退出境外资本市场的红筹企业会给境外投资者“逃兵”的形象，不利于拟赴境外资本市场上市的企业未来的发展。

### 2.1.5 文献述评

通过对现有文献的归纳总结我们可以发现，现有研究针对红筹企业回归 A 股市场的动因、路径、经济后果、风险等方面都有比较广泛细致的研究。

首先，现有文献关于红筹企业回归动因的结论可以归结为三个方面：境外资本市场对红筹企业的恶意打压、A 股市场的相关制度优化以及 A 股市场相较于境外资本市场而言较低的资本成本。

其次，学者普遍认为红筹企业的回归路径主要包括拆除红筹架构、发行 CDR、直接发行上市、分拆上市等。而各个路径都有各自的优缺点，例如发行 CDR 降低了企业的融资成本但不利于市场发展。不同企业应该根据其自身运营的实际情况选择更适合自己的路径。

再次，对于红筹企业回归的经济后果的相关研究，学者认为红筹企业回归会给红筹企业自身、A 股市场和与其同行业的红筹企业都带来影响：对红筹企业自身而言，其回归有助于提升其财务绩效和股价；对 A 股市场而言，红筹企业的回归一方面有助于推动 A 股市场创新驱动发展和经济结构转型升级，另一方面有助于提升 A 股市场的整体发展水平；对同行业的红筹企业而言，红筹企业的回归有助于提升其股价。

最后，针对红筹企业回归风险的研究，学界普遍认为其回归风险可以按照对企业自身的风险和对资本市场的风险进行细分。对红筹企业自身而言，其回归可能会给自身带来法律诉讼风险和政策风险；而对资本市场而言，红

筹企业的回归会产生资产泡沫、流动性风险等负面影响。

但现有文献中对红筹企业从境外资本市场回归 A 股市场的过程中因 VIE 架构固有的风险以及境内外法律制度的差异等原因存在的投资者权益保护问题的研究尚不完善，本文试图在现有研究的基础上做出有益补充，为监管部门保护 A 股市场投资者的合法权益提出建议。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 市场择时理论

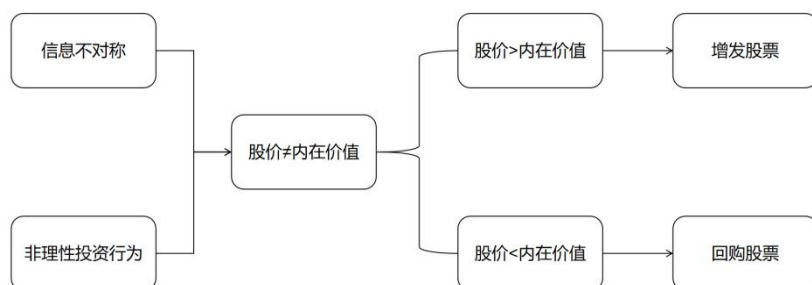


图 2-1 市场择时理论

市场择时理论认为，当股票市场出现信息不对称或存在非理性投资行为时，公司的股价会偏离其真实内在价值，或被高估或被低估，这时企业的管理者可能会出于理性思考，相应的增发股票或回购股票。

#### (1) 退出境外资本市场

随着当前中美贸易战愈演愈烈，红筹企业在境外资本市场频繁遭受恶意排挤和区别对待，加之境外资本市场本就存在的做空机构恶意做空行为以及其高成本的特点，使得红筹企业在境外资本市场不被看好，股价一跌再跌，远低于其内在价值。这时，一个理性的企业管理者会做出回购企业全部股票、退出当前市场的决策，前往更有利于其自身发展的资本市场上市交易。

#### (2) 回归 A 股市场

而 A 股市场近年来的蓬勃发展以及 2019 年新颁布的《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》允许红筹企业直接在科创板上市，为这些拟退出境外资本市场的红筹企业提供了一个更利于其发展的市场。在

注册制的背景下，企业上市要求变得不再苛刻。并且从境外回归 A 股市场的企业很受我国投资者的爱戴，例如三六零在美国资本市场退市时的市值仅为 93 亿美元左右，而其回归 A 股市场后首个交易日的市值剧增至 600 多亿美元。因此红筹企业回归 A 股后的股价有望大幅提升，一个理性的企业管理者会做出在 A 股市场增发公司股票的决策。

### 2.2.2 权衡理论

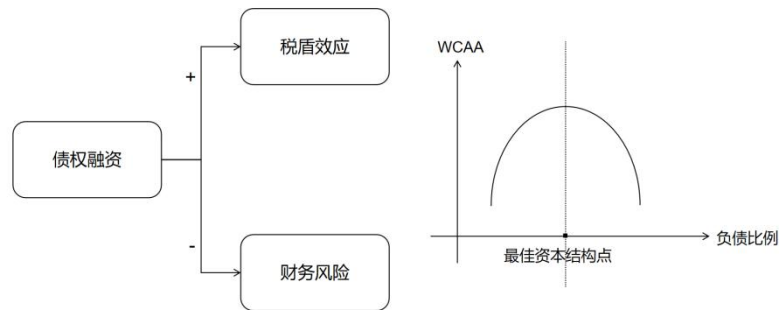


图 2-2 权衡理论

权衡理论认为，企业在确认其目标资本结构，选择目标融资方式时，需要对负债的多少和比例进行权衡。负债的增加是一把双刃剑，随着负债的增加，一方面企业可以通过税盾效应降低企业的加权平均资本成本，另一方面企业面临的财务风险会上升，企业加权平均资本成本也会随之上升。企业的加权平均资本成本与企业的负债比例的关系是一条 U 型曲线，在 U 型曲线的前半段，企业的加权平均资本成本随着负债比例的增加而下降，企业的价值随之上升，而当企业的负债比例超过最优资本结构点对应的负债比例，到达 U 型曲线的后半段后，企业的加权平均增加成本随着负债比例的增加而增加，企业的价值随之下降。因此为了使企业价值最大化，企业应权衡负债带来的收益和成本，确定其最优的债券融资比例。

红筹企业在退出境外资本市场后，会失去较大数额的股权融资，需要及时获取充足的融资以支持其继续发展。尤其是对于科创类的高新技术企业，它们在发展前期需要进行大量的研发活动，同时其取得收益又具有较强的滞后性，因此对资金的需求更加强烈。这些企业所需要的较大体量的融资需求如

果仅通过内部融资和债券融资的方式实现，企业的大量负债所带来的财务风险会远超其带来的节税收益，因此这些在境外资本市场退市的红筹企业会选择对其具有吸引力的资本市场重新上市，进行股权融资。

### 2.2.3 成本收益理论

成本收益理论认为，一个理性的行为人在做出行为决策前，会先评判所做决策为其带来的收益和需要其付出的成本，只有当收益大于成本时，理性的行为人才会做出行为。也就是说，一个理性的行为人往往会做出那些成本相对较低，而收益相对较高的行为决策。

红筹企业之所以有退出境外资本市场的意图，主要是因为境外资本市场的上市成本和维护成本过高，远远高于其继续在境外资本市场上市所能获得的收益。而这些红筹企业在退出境外资本市场后选择进入哪个新的市场，除了需要考虑各个市场与自身定位和发展战略的契合度，又取决于其能在各个市场中取得的收益和进入、维持在该市场中所需要付出的成本。企业会倾向于选择更契合自身，且成本相对较低、收益相对较高的市场进行后续发展。

### 2.2.4 信息不对称理论

信息不对称理论认为，在资本市场中，作为信息披露方的企业所掌握的信息程度与作为信息接收方的市场投资者所掌握的信息程度并不对称，并且各个市场投资者之间的信息掌握程度也不尽相同，而掌握更多、更充分信息的一方在市场中会处于更有利的地位。

#### （1）红筹企业在境外资本市场的股价估值相对较低

虽然传统观念认为，在纳斯达克等相对较为成熟的资本市场中，信息披露的监管制度相对更加严苛，而且市场中的投资者相较于 A 股市场的投资者更为资深，机构投资者占比也较高，因此对于红筹企业而言，境外资本市场的信息不对称程度更低，对红筹企业的估值更接近其内在价值。但是，红筹企业属于中国企业，主要从事中国境内的生产经营活动。对于境外资本市场的投资者而言，由于文化、语言等方面的较大差异，他们对红筹企业的了解程

度并不如 A 股市场的投资者高，信息不对称的程度较高。为了保护自身的权益，同时也为了规避风险，境外资本市场的投资者不会为红筹企业的股票给予较高的估值，导致红筹企业的股价远低于其内在价值。

### (2) 红筹企业在 A 股市场的股价估值相对较高

随着近些年来 A 股市场法律制度的优化以及专业投资者的占比增多，A 股市场原先相较于境外资本市场而言在信息不对称方面存在的劣势越来越小，外加 A 股市场的投资者对红筹企业的了解程度更高，相较于境外资本市场，红筹企业在 A 股市场的估值会更接近其内在价值。

总结来说，红筹企业在境外资本市场的股价估值会远低于其内在价值，而在 A 股市场的股价估值更接近其内在价值，因此红筹企业纷纷选择退出境外资本市场，回归 A 股市场。

### 2.2.5 投资者认知理论

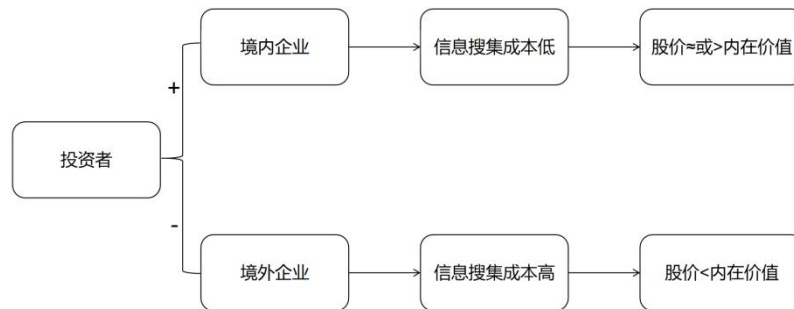


图 2-3 投资者认知理论

投资者认知理论认为，资本市场的投资者为了节省其做出投资决策过程中付出的信息搜集成本，会更倾向于投资那些他们熟悉的企业。因此对于任何一个资本市场的投资者来说，他们对于那些与他们处于同一文化、语言环境的自己国家的本土企业会更为青睐。

### (1) 红筹企业在境外资本市场的股价估值相对较低

红筹企业是在境外资本市场注册上市的我国本土企业，除了阿里巴巴、京东等已经享誉全球的个别知名企业，其余大部分的红筹企业并不被其所处境外资本市场的投资者所熟悉。为了节省信息搜集成本，这些投资者会更加倾向于投资他们所熟悉的本土企业，导致红筹企业的关注度和认同感降低，进

而导致这些红筹企业的股价被低估。

### （2）红筹企业在 A 股市场的股价估值相对较高

对于 A 股市场的投资者来说，他们对这些红筹企业的背景、运营模式、经营情况等信息更为了解，不需要花费高额的信息搜集成本就可以很好的了解企业的各方面信息，并且对这些红筹企业存在较高的认同感，因此这些红筹企业的股价可以得到真实体现，甚至可能会被 A 股市场的投资者高估。

## 2.2.6 动态竞争理论

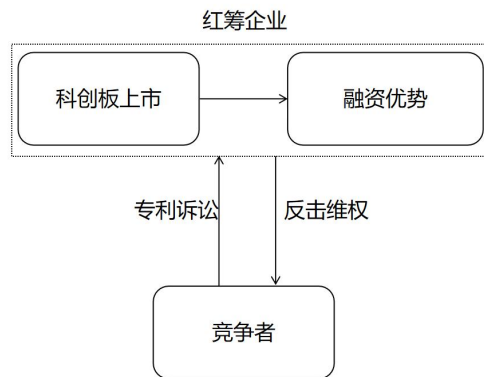


图 2-4 动态竞争理论

动态竞争理论认为，竞争的本质是动态的、对偶的、暂时的，只有不断采取行动和回应才能持续竞争优势。对于拟在科创板上市的红筹企业而言，其相对于同行业竞争者取得了融资方面的竞争优势，这会引起竞争者的攻击。竞争者会出于阻止其上市、获取和解补偿金、延缓上市时间等目的，对其提出专利诉讼，以求抵消其竞争优势。而作为被攻击方的红筹企业，应当通过向监管部门提供有利自身的证据、反诉对方专利无效等方式对竞争者进行反击，利用正当合规手段保护自己的合法权益。

## 3.红筹企业科创板上市整体情况分析

### 3.1 红筹企业科创板上市相关概念

#### 3.1.1 红筹企业

红筹企业这一概念最早出现在上世纪 90 年代的港股市场，因为我国国旗的基本色为红色，所以当时港股市场的投资者将那些主要经营活动在我国境内的中资企业称为红筹企业（Red Chip），由此红筹企业得到了其狭义层面上的定义，即主要从事境内经营活动、但在境外资本市场注册上市的企业。

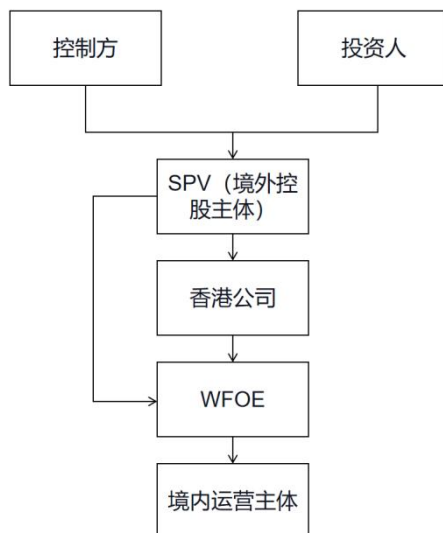
为了推动创新企业回归 A 股市场，国务院办公厅于 2018 年 3 月 22 日发布 21 号文件，对“红筹企业”做出了正式的定义，即“注册地在境外、主要经营活动在境内的企业”，由此红筹企业得到了其广义层面上的定义。不难发现，相比于狭义定义，红筹企业的广义定义并没有要求企业要在境外资本市场上市，只需满足注册地为境外资本市场即可，因此那些已搭建红筹架构、拟于境外资本市场上市的非上市企业也被包含在红筹企业的概念内。

#### 3.1.2 红筹架构

红筹架构是境内企业为寻求境外融资所采用的一种私募结构，即在境外资本市场注册、在境内资本市场经营的特殊架构，一般是通过先在境外设立离岸企业，然后将境内企业（境内运营主体）的资产注入这个离岸企业的方式构建而成。红筹架构按照境外控股主体对境内运营主体的控制方式，一般被分为两种：股权控制红筹架构和协议控制红筹架构（又被称为 VIE 架构）。

##### （1）股权控制红筹架构

股权控制红筹架构顾名思义，是指境外设立的离岸企业（境外控股主体）通过股权直接控制境内运营主体的一种红筹架构。其具体的搭建步骤如下：



资料来源：公开信息收集

图 3-1 股权控制红筹架构构建示意图

首先，拟搭建红筹架构的企业（境内运营主体）的控制方及相关投资人在维京群岛、开曼群岛等地设立一个特殊目的公司（SPV），此特殊目的公司就是拟于境外上市融资的实体公司，同时也是最终通过股权直接控制境内运营主体的境外控股主体。

然后，这个特殊目的公司会通过直接或者间接的方式，在境内设立一个外商独资企业（WFOE）。直接的方式是特殊目的公司直接在我国境内设立 WFOE，而间接的方式是特殊目的公司现在香港设立子公司，香港公司再在我国境内设立 WFOE。

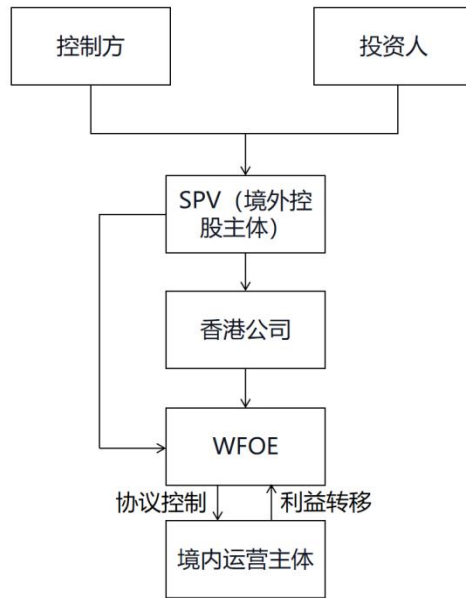
最后，这个外商独资企业通过并购等方式，使得特殊目的公司能够控制境内运营主体的股权和资产。

## （2）协议控制红筹架构

为了保护我国的国家信息安全，国家发改委和商务部出台了限制增值电信业务等诸多行业外资进入的一系列政策，在这种政策背景下，这些涉及到的行业内的企业不能直接通过股权控制的方式实现特殊目的公司对境内运营主体的控制，只能通过特殊目的公司与境内运营主体签订相关安全协议的方式

实现控制，这也就是所谓的协议控制红筹架构。

协议控制红筹架构是指境外设立的离岸企业通过签署协议的方式形成对境内企业的间接控制的一种红筹架构。其具体的搭建步骤如下：



资料来源：公开信息收集

**图 3-2 协议控制红筹架构构建示意图**

首先，拟搭建红筹架构的企业（境内运营主体）的控制方及相关投资人在境外某地设立一个特殊目的公司。

然后，这个特殊目的公司会通过直接或者间接的方式，在境内设立一个外商独资企业。

最后，这个外商独资企业通过与境内运营主体签订 VIE 协议的方式，约定由外商独资企业向境内运营主体提供独家运营服务，而境内运营主体的股东作为回报，向其支付管理费，赋予外商独资企业独家购买权，并将自身拥有的投票权委托给外商独资企业，同时将其持有的控股公司的股权质押给外商独资企业，使得特殊目的公司能够控制境内运营主体的资产。

### 3.1.3 科创板

科创板是 A 股市场中独立于主板设立的新版块，最早是由习近平主席于 2018 年 11 月 5 日宣布成立的，设立科创板的主要目的是帮助信息化时代下高

科技企业解决融资困难的问题。

科创板与主板最显著的区别在于企业上市的审核制度。主板采用核准制对拟上市企业进行实质审核。拟上市企业需要充分、完整、真实地公开披露各方面信息，并且需要满足盈利能力、现金流、净资产、股本总额四个方面较为严苛的资质要求。具体要求如下：

**表 3-1 主板上市要求**

盈利能力	近 3 年连续盈利，且累计净利润>3000 万元，或累计营业收入>3 亿元
现金流	近 3 年经营活动现金流量净额>5000 万元
净资产	最近一期期末无形资产/净资产≤20%，且最近一期期末不存在为弥补亏损
股本总额	发行前股本总额≥3000 万元，发行后股本总额≥5000 万元

资料来源：沪深交易所官网

而科创板则采用注册制对拟上市企业进行形式审核。注册制将审核重点放在了企业信息披露的真实性上，放宽了对企业资质的审核要求，允许符合科创板高新技术企业定位的、尚未盈利或者存在累计未弥补亏损的企业上市，并按照市值设立了 5 条标准。具体要求如下：

**表 3-2 科创板上市要求**

市值	要求
市值≥10 亿元	近 2 年净利润≥0.5 亿元且均>0，或近 1 年净利润>0 且营收≥1 亿元
市值≥15 亿元	近 1 年营业收入≥2 亿元，且近 3 年累计研发投入/累计营业收入≥15%
市值≥20 亿元	近 1 年营业收入≥3 亿元，且近 3 年经营活动现金流量净额≥1 亿元
市值≥30 亿元	近 1 年营业收入≥3 亿元
市值≥40 亿元	市场空间大，目前已取得间断性成功

资料来源：上交所官网

在注册制下，拟上市企业应当充分、真实地披露其经营相关的信息，并由会计师事务所、律师事务所等第三方服务机构负责对企业披露信息的真实性和完整性进行审核。在此之后，上交所会针对某些特定关键问题和某些企业未能充分解释说明清楚的问题对企业进行首轮问询，首轮问询后，企业需要根据上交所在问询过程中提出的质疑和改进建议进行相关信息的补充披露说明，接着进行后续几轮的问询，最终要保证市场投资者所接收到的企业信息

是值得信赖的。整个过程中，监管部门仅负责保证企业信息披露的真实性和完整性，并不为拟上市企业设置较高的盈利能力、现金流等准入门槛，将对企业资质的审核和价值判断的工作放手给投资者自行处理，真正发挥资本市场“看不见的手”的作用。作为投资者则需要对市场中的各种企业进行资质审核，并自行承担相应的风险。

## 3.2 红筹企业远赴境外上市的动因

### 3.2.1 A股市场上市门槛高

在2019年上交所设立科创板之前，拟于A股市场上市的企业可选择的板块包括上交所的主板、深交所的主板和深交所的创业板，三个板块对拟上市企业提出的财务指标要求如下：

**表 3-3 主板、创业板上市要求**

板块	财务指标要求		
主板	近3年连续盈利，且累计净利润>3000万元		
	近3年经营活动现金流量净额累计>5000万元，或营业收入累计>3亿元		
	最近一期期末无形资产/净资产≤20%		
	最近一期期末不存在未弥补亏损		
	行前股本总额≥3000万元，发行后股本总额≥5000万元		
创业板	不存在表决权差异的企业	至少满足一项	近2年净利润均>0，累计净利润≥0.5亿元
			市值≥10亿元，近1年净利润>0且营收≥1亿元
			市值≥50亿元，近1年营收≥3亿元
	存在表决权差异企业	至少满足一项	市值≥100亿元，近1年净利润>0
市值≥50亿元，近1年净利润>0且营收≥5亿元			

资料来源：沪深交易所官网

而作为境外资本市场的代表，美国纳斯达克资本市场对拟上市企业提出的财务指标要求如下：

**表 3-4 纳斯达克上市要求**

板块	财务指标要求			
	纳斯达克	必须满足	每股买价	持 100 股以上股东数
≥5 美元			≥400 个	≥110 万
至少满足 一项		股东权益≥1500 万美元，近 1 年或近 3 年中的 2 年税前收入≥100 万美元，公众持股市场价值≥800 万美元，3 个做市商		
		股东权益≥3000 万美元，公众持股市场价值≥1800 万美元，3 个做市商，2 年运营历史		
	市值≥7500 万美元或总资产和总收益均≥7500 万美元，公众持股市场价值≥2000 万美元，4 个做市商			

资料来源：纳斯达克交易所官网

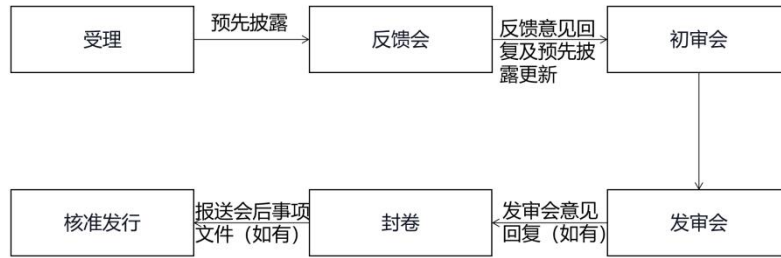
对比上面两张表格我们可以发现，A 股市场对盈利能力做出了较为严苛的定量要求，而纳斯达克市场对拟上市企业的盈利能力基本没有做出要求。这主要是由于 A 股市场尚处于发展的初级阶段，为了保护投资者，监管部门为拟上市公司设立了较高的上市标准，各个板块均对净利润、营业收入等盈利能力指标做了严苛的定量要求。而作为较为成熟的资本市场，纳斯达克市场的投资者有较为丰富的投资经验，因此监管部门更多地把对企业的甄别和筛选的任务交给投资者，让市场自行运作，并未对盈利能力相关指标做出过多定量要求，仅在公司体量不够大的情况下要求其最近 1 年或者最近 3 年中的 2 年有 100 万美元的税前收入，约合人民币 700 万美元的税前收入。

正是因为境外资本市场较强的包容性，诸多国产高科技企业选择远赴境外注册上市。对于芯片制造、互联网等高科技企业来说，其本身创新性行业性质所带来的固有特点就是成本付出与取得收益的时间不对等。在这类高科技企业存在大额融资需求、需要在资本市场上市融资的发展阶段，需要投入大量成本进行研发活动。但由于尚无成熟的产品用于取得收益，这类企业很难满足主板市场对盈利能力的要求。而纳斯达克市场却体现出了较强的包容性，并没有对盈利能力做出过多过高的定量要求。因此在科创板设立之前，诸多国产高科技企业为了解决自身融资问题，选择在境外资本市场注册上市，成为红筹企业。

### 3.2.2 A 股市场上市流程繁琐

#### (1) A 股市场上市流程及时长

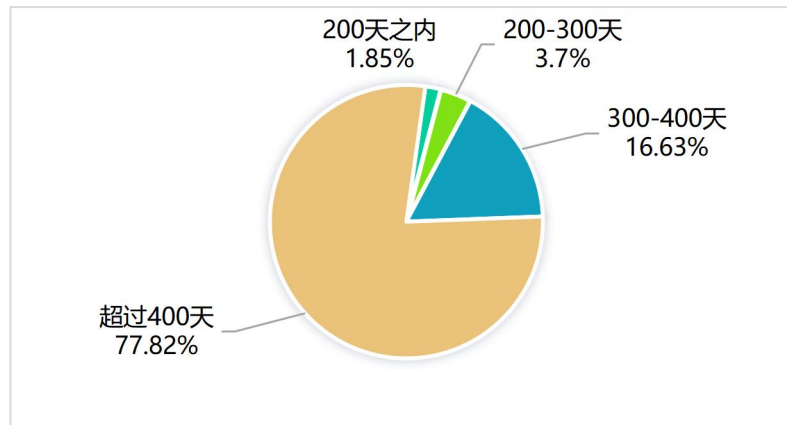
在科创板设立之前，A 股市场采用的上市审核制度均为核准制。以深交所主板上市为例，一个企业如果想要在深交所主板上市，需要经过以下步骤：



资料来源：深交所官网

图 3-1 核准制上市流程图

以深交所主板和上交所主板为例，经统计，在 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日这五年的时间里，共有 487 家企业在深交所主板和上交所主板成功上市，其中 9 家企业上市时长（从 IPO 申报预披露日到上市公告日）在 200 天以内，占 1.85%；18 家企业上市时长在 200-300 天，占 3.7%；81 家企业上市时长在 300-400 天，占 16.63%；剩余 379 家企业上市时长均在 400 天以上，占 77.82%。甚至有 33 家企业上市时长超过了 1000 天。这 487 家企业的平均上市时长为 550 天。



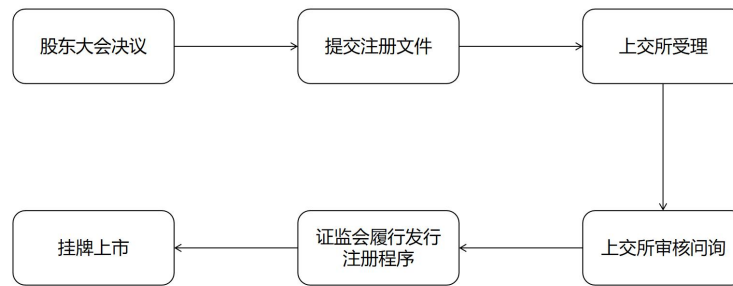
数据来源：WIND 数据库

图 3-2 主板上市时长

由此我们可以看出，科创板设立之前，拟于 A 股市场上市的企业需要经过极为繁杂的上市流程后才能成功上市，这期间不仅需要付出很高的时间成本和人力成本，还需要因准备材料、聘请第三方机构等事项付出较高的费用，同时还会承受上市失败的巨大风险，可谓是道路漫长而曲折。

### （2）境外资本市场上市流程及时长

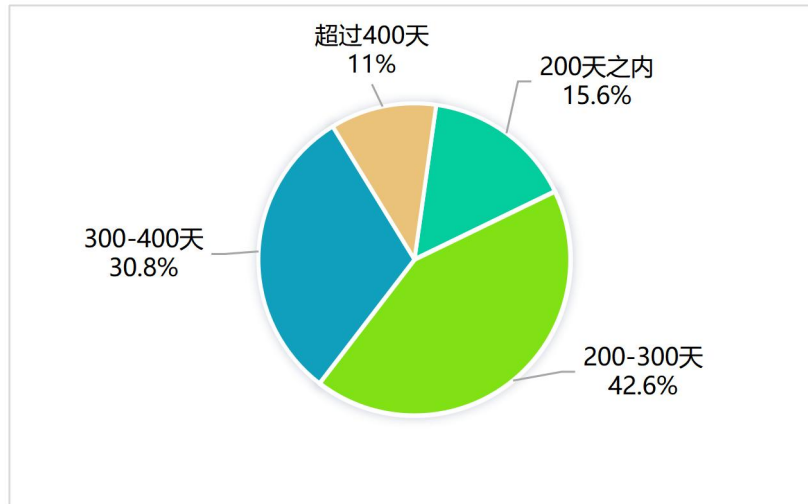
境外纳斯达克等资本市场的整体机制、相关政策和投资者相比 A 股市场均更为成熟，早已全面采用注册制作为对拟上市企业的审核制度。相比于核准制，注册制的上市审核流程要简单得多，仅以多轮问询为核心环节，整体花费的时间比核准制也要短得多。以实行注册制的上交所科创板为例，一个企业想在科创板上市，需要经过以下步骤：



资料来源：上交所官网

**图 3-3 注册制上市流程图**

以上交所科创板为例，经统计，截至 2022 年 12 月 31 日，科创板已有 500 家企业成功上市，其中 78 家企业上市时长在 200 天以内，占 15.6%；213 家企业上市时长在 200-300 天之间，占 42.6%；154 家企业上市时长在 300-400 天之间，占 30.8%；上市时长超过 400 天的仅有 55 家企业，占 11%。这 500 家企业的平均上市时长为 290 天。



数据来源：WIND 数据库

**图 3-4 科创板上市时长**

由此我们可以看出，相较于核准制来说，注册制的审核流程要简单得多，并且花费的时长平均要少 9 个月左右的时间，因此对于具有迫切上市融资需求的企业来说，会更倾向于远赴境外资本市场注册上市。

### 3.2.3 A 股市场限制境外投资

为了保护我国的国家信息安全，国家发改委和商务部出台了《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》等多项政策文件，设定了 35 个限制外商投资的产业和 28 个禁止外商投资的产业，适用外商投资准入特别管理的产业包括农林牧渔业、采矿业、制造业、信息技术服务业、科学研究和技术服务业、教育业等。

这些从属于负面清单行业的企业会被禁止吸纳境外方提供的融资，或者会被设立一些特殊限制。如农林牧渔业企业如果要获得境外投资，需要保证小麦新品种选育和种子生产的中方股比不低于 34%、玉米新品种选育和种子生产必须由中方控股；交通运输行业公共航空运输公司必须由中方控股，并且一家外商及其关联企业投资比例不得超过 25%，法定代表人必须有中国籍公民担任。

因此，这些从属于负面清单行业的企业很难获取境外融资，为满足自身的融资需求只能被迫通过搭建红筹架构，远赴境外资本市场上市融资。

### 3.3 红筹企业回归 A 股市场的动因

#### 3.3.1 科创板的设立

科创板的设立对红筹企业而言是回归 A 股市场的良机。科创板所试点的注册制相较于核准制来说，主要存在以下区别：

**表 3-5 注册制与核准制的区别**

审核制度	上市流程	上市门槛	审核方式
注册制	简单	较低	形式审核
核准制	繁琐	较高	实质审核

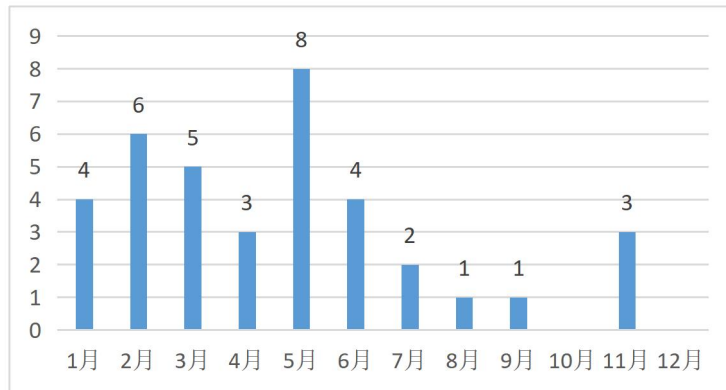
资料来源：公开信息收集

首先，相比于核准制来说，注册制的上市流程要简单得多，上市所花费的时间和各项成本也要少得多，并且不对企业的盈利能力提出要求。其次，两种审核制度的审核方式也存在较大差异：核准制施行实质审核，审核机关通过公开披露的资料信息对拟上市企业的价值进行判断；而注册制施行形式审核，审核机关不对发行方资质、发展前景等实质条件进行审核，只要求发行方依法公开、完整、真实、准确地披露各种信息。

因此施行注册制的科创板的设立对于主要从事境内经营活动、却在境外资本市场注册上市的红筹企业来说，无疑是极具吸引力的回归 A 股市场的良机。

#### 3.3.2 境外资本市场恶意做空频发

虽然在 A 股市场并不允许做空企业和做空行为的存在，但在成熟度更高的境外资本市场中，做空企业被视为“啄木鸟”，为资本市场驱除不良企业，实现资本市场的优胜劣汰。但作为一种自净机制，做空行为需要在一定合理范围内进行才能保证其发挥积极作用。在享受到做空带来的声誉和经济方面的巨大利益后，境外资本市场中很多做空机构不再本着为资本市场驱除不良企业的目的进行做空，而是为了谋取利益，通过扭曲、编造事实等方式对很多本身并无劣迹行为的企业进行恶意做空。据不完全统计，仅 2020 年一年，在境外资本市场上市的红筹企业中就有 21 家企业被做空机构做空 37 次：



数据来源：公开信息收集

图 3-5 2020 年红筹企业被做空统计

当然其中确实会包括本身就存在财务造假等问题的企业，但也不乏被恶意做空的企业存在。境外资本市场的做空行为已经超出了合理的范围，影响到了很多优质红筹企业的正常发展，导致它们股价暴跌，无法继续在市场中生存，被迫退市。

### 3.3.3 境内外资本市场的估值差异

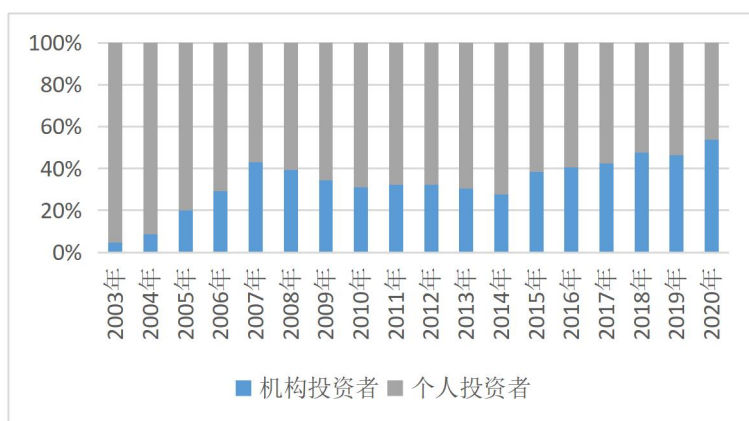
红筹企业在境外资本市场和 A 股市场所面对的投资者和客观环境不同，存在较为明显的估值差异，具体来说，估值差异的产生源于以下几个方面：

(1) 信息搜集成本不同。根据投资者认知理论，为了节省信息搜集成本，资本市场的投资者会更倾向于那些他们熟悉、了解的企业。对于境外资本市场的投资者而言，相比于投资不太了解的红筹企业，投资他们更为熟悉更为了解的境外企业所花费的信息搜集成本更低，因此境外资本市场的投资者会更倾向于投资那些他们熟悉的本土企业，导致红筹企业的股价会被境外资本市场的投资者低估。而对于我国 A 股资本市场的投资者而言，他们很熟悉阿里巴巴、京东这些国内知名企业，并不需要花费过高的信息搜集成本就能很好地了解这些红筹企业。因此相较于境外资本市场的投资者，A 股市场的投资者会给这些红筹企业更高的股价估值。

(2) 文化、语言方面的差异。根据信息不对称理论，由于文化、语言等方面的较大差异，境外资本市场的投资者对红筹企业的了解程度远不如 A 股市场的投资者高，信息不对称的程度较高。为了保护自身的权益，同时也为

了规避风险，境外资本市场的投资者对红筹企业的估值一般会远低于其内在价值。而 A 股市场的投资者相较于境外资本市场的投资者来说，对红筹企业的了解程度更高，因此红筹企业在 A 股市场的估值会更接近其内在价值。

(3) 宏观环境差异缩小。随着近些年来 A 股市场法律制度的优化以及整体环境的完善，外加 A 股市场中机构投资者等更为专业、资深的投资者比重逐年递增，A 股市场原先相较于境外资本市场而言在信息不对称方面存在的劣势越来越小。换句话说，在信息搜集成本、文化、语言等方面不存在差异的情况下，同一家企业在境外资本市场得到的估值与在 A 股市场得到的估值基本相同。



数据来源：中金公司研报

图 3-6 A 股市场机构投资者占比

综上，境内外资本市场投资者对红筹企业的股价估值存在明显差异，红筹企业更为境内投资者所青睐，因此红筹企业会倾向于回归 A 股市场。

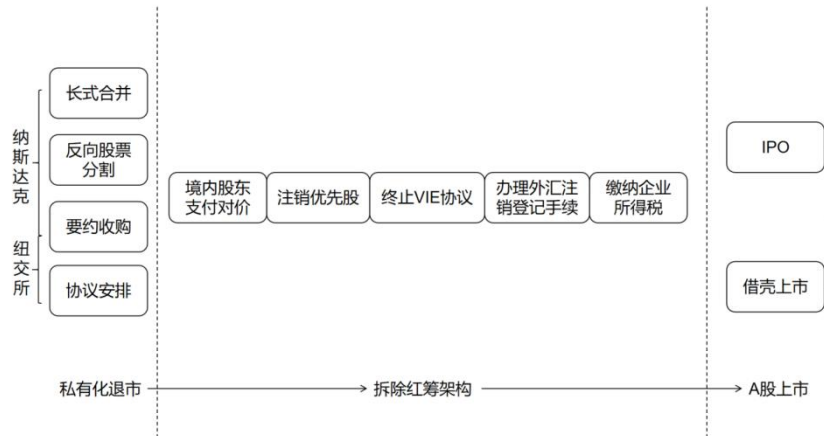
### 3.4 红筹企业回归科创板的途径

#### 3.4.1 拆除红筹架构

在 2018 年之前，红筹企业要想回归 A 股市场，拆除其红筹架构是唯一的方法。在 2012 年以前，证监会要求回归 A 股市场的红筹企业需完全清除其红筹架构。但随着越来越多的红筹企业向往回归 A 股市场，证监会发现，责令红筹企业完全清除其红筹架构这种过于绝对的要求会让很多优质的红筹企业

无法回归 A 股市场，不利于 A 股市场的长远发展。因此自 2012 年起，证监会放宽了相关要求，允许红筹企业可以通过将控制权从于境外设立的特殊目的公司（SPV）手中转入中国境内这一方式代替完全清除红筹架构。

红筹企业拆除红筹架构回归 A 股市场上市的具体步骤为：



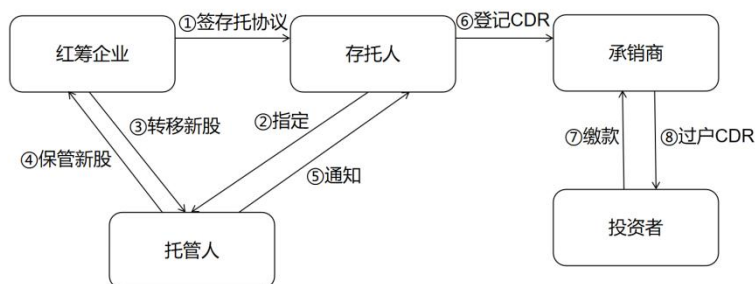
资料来源：公开信息收集

图 3-7 拆除红筹架构的具体步骤

由上图可知，通过拆除红筹架构的方式回归 A 股市场的红筹企业首先要从境外资本市场通过长式合并、反向股票分割、要约收购、协议安排等方式返回进行私有化退市，然后进行一系列操作将对境内运营主体的控制权从境外控股主体手中转移到境内从而拆除红筹架构，最后在 A 股市场通过直接上市或借壳上市的方式登陆上市。

### 3.4.2 发行中国存托凭证

2018 年 3 月 30 日，证监会发布 21 号文件允许试点红筹企业在 A 股市场发行存托凭证上市。红筹企业通过发行中国存托凭证上市的流程主要包括：



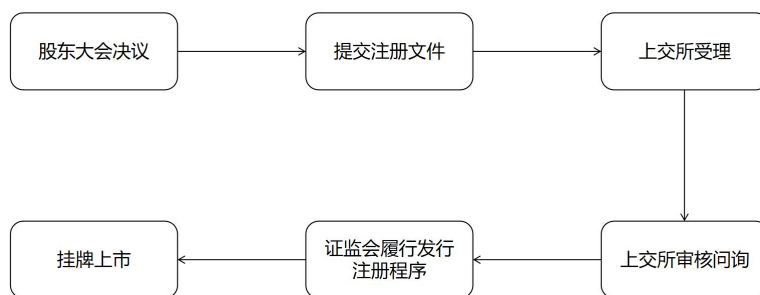
资料来源：公开信息收集

图 3-8 发行 CDR 的具体步骤

由上图可知,通过发行 CDR 的方式回归 A 股市场的红筹企业首先需要与存托人签订存托协议,然后向存托人指定的托管人转移新股,托管人替红筹企业保管新股,并通知存托人向承销商登记中国存托凭证,投资者向承销商缴齐款项后,承销商向投资者过户其受理登记的中国存托凭证。

### 3.4.3 科创板直接上市

证监会于 2019 年 1 月 30 日允许符合一定条件的红筹企业无需拆除红筹架构、直接在科创板上市,拟回归 A 股市场的红筹企业有了一条新的回归路径。红筹企业于科创板直接上市的具体步骤包括:



资料来源：上交所官网

图 3-9 科创板直接上市的具体步骤

由上图可知,通过科创板直接上市的方式回归 A 股市场的红筹企业需要经历股东大会决议、提交注册文件、上交所受理、上交所审核问询、证监会履行发行注册程序、挂牌上市这六个步骤。

### 3.4.4 三种路径的比较

#### (1) 准入门槛

拆除红筹架构回归 A 股市场的准入门槛相对更低,更适合财务绩效较差和市值较低的企业采用;而科创板直接上市和发行 CDR 的准入门槛相对更高,更适合财务绩效较好和市值较高的企业采用。三种回归路径的准入门槛如下:

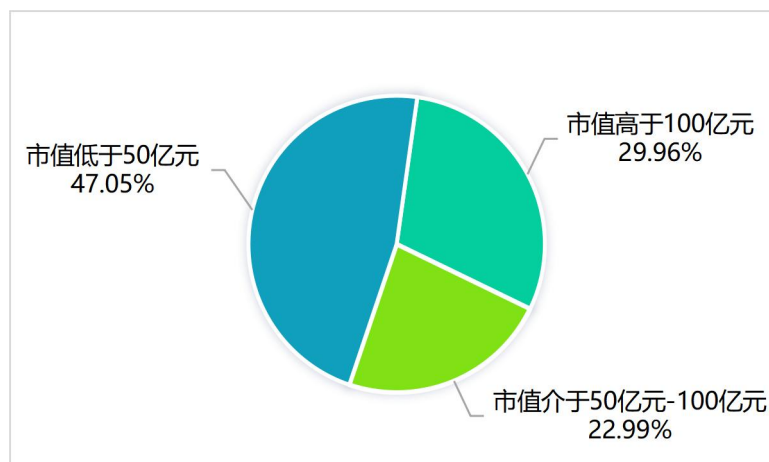
**表 3-6 三种回归路径准入门槛对比**

回归路径	准入门槛	
拆除红筹架构	同时满足	近 3 年累计净利润>0.3 亿元且均>0, 或累计营收>3 亿元
		近 3 年经营活动现金流量净额>0.5 亿元
科创板直接上市	至少满足	预计市值≥100 亿元
发行 CDR	一项	预计市值≥50 亿元, 且最近一年营收≥5 亿元

数据来源: 沪深交易所官网

首先,从财务绩效指标的角度看,选择拆除红筹架构回归 A 股市场的准入门槛相对较低。由上表我们可以看出,选择拆除红筹架构回归 A 股市场要求近 3 年累计营业收入超过 3 亿元,而如果选择发行 CDR 或者于科创板直接上市,需要满足最近一年的营业收入不低于 5 亿元,后者所要求的年均营业收入是前者的 5 倍。

其次,从市值指标的角度看,选择拆除红筹架构回归 A 股市场的准入门槛同样相对较低。由上表我们可以看出,选择发行 CDR 或者于科创板直接上市的企业市值最低不能低于 50 亿元,如果本身创造收入能力差,市值甚至需要满足 100 亿元以上的要求。根据万德数据库的数据,截至 2023 年 1 月 28 日,除科创板外我国 A 股市场的各个板块共有 4570 家上市企业,其中市值不低于 100 亿元的企业共 1369 家,占 29.96%;市值处于 50 亿元至 100 亿元之间的企业共 1051 家,占 22.99%;市值低于 50 亿元的企业共 2150 家,占 47.05%。



数据来源：WIND 数据库

**图 3-10 剔除科创板的 A 股上市公司市值分布情况**

也就是说，目前 A 股市场中除科创板外其余板块的这 4570 家企业中，在不考虑营业收入的限制条件下，有接近一半的企业无法满足发行 CDR 和科创板直接上市这两种路径对市值的要求。这就说明满足拆除红筹架构对市值要求的企业中有接近一半的企业不满足另外两种方式对市值的要求，即能说明拆除红筹架构对市值的要求相对更低。

### (2) 资金压力

拆除红筹架构回归的红筹企业需要承担较高的资金压力，更适合资金相对充裕的企业；而发行 CDR 和直接在科创板上市回归的红筹企业面临的资金压力较低，更适合资金相对紧张的企业。三种路径面临的耗资项目如下：

**表 3-7 三种路径资金压力对比**

路径	耗资项目	资金压力
拆除红筹架构	受让股权款、增资款、所得税款、中介费	较大
发行 CDR/科创板直接上市	中介费	较小

资料来源：公开信息收集

首先，对于拆除红筹架构而言，需要红筹企业支付受让股权款、增资款和所得税款。无论是股权控制红筹架构还是协议控制红筹架构的拆除，都需要将对境内运营主体的控制权转移到境内。一种方式是境内主体直接支付对价获取控制权，另一种方式是境内主体对境内运营主体增资以获得控制权。无

论哪种方式都需要股东在短时间内耗费大量的资金。此外，如果选择以支付对价的方式获得控制权，境外控股主体还需要就股权转让收入缴纳大额的所得税税款。

其次，对于发行 CDR 和直接在科创板上市而言，仅需要支付拆除红筹架构也需要支付的券商、律师等第三方中介机构服务费等费用。

### (3) 总结

**表 3-8 三种路径优缺点对比**

路径	优点	缺点
拆除红筹架构	准入门槛低，运作简单	资金压力大
发行 CDR	资金压力小	准入门槛高，运作复杂
科创板直接上市	资金压力小，运作简单	准入门槛高

资料来源：公开信息收集

除了准入门槛和资金压力的区别，三种回归路径在运作复杂性等方面也有明显差别。发行 CDR 的后续运作流程极其复杂，这也导致目前为止仅有九号公司这一家红筹企业成功通过这一路径回归 A 股市场。

总体来说，考虑到发行 CDR 后续运作过程的复杂程度及困难性，不建议红筹企业选择这一回归路径。如果红筹企业本身资质不高，不能够达到科创板直接上市所要求的较高门槛，那么其只能选择资金压力较大的拆除红筹架构这一路径。但如果红筹企业本身资质较高，能够满足科创板直接上市所要求的较高门槛，那么选择科创板上市可以节约资金。从目前来看，科创板直接上市对于拟回归 A 股市场的红筹企业来说是最优的路径选择。

## 3.5 红筹企业科创板上市风险分析

由于拟于科创板直接上市的红筹企业的特殊性以及科创板目前尚未成熟的各种政策和制度，红筹企业于科创板直接上市的过程中会面临许多风险，本文从三个方面对红筹企业可能面对的风险进行分析。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/137145160001006030>