

民营企业境外上市 现存问题与政策思考

□ 外汇局浙江省分局课题组

民营经济快速发展是浙江经济的重要特色，也是浙江经济体制优化的集中体现。2001年12月，浙江玻璃股份有限公司率先在香港联交所主板上市，成为境内第一家H股主板上市的民营企业。此间，一些民营企业也通过间接方式实现海外上市，成功的例子就有香港创业版的“新利软件”和新加坡主板的“嵇山控股”等。目前，浙江共有100多家拟上市公司，仅靠国内门槛较高、资源有限的A股市场显然难以满足企业的融资需求。因此，另辟蹊径到境外上市将成为今后一段时期浙江民营经济对外引资的重要途径。另一方面，境外上市的管理模式还处在不断探索之中，政策尚需理顺，上市过程暴露出来的种种问题还亟待规范。由此，就相关问题进行分析，并提出有效的政策建议，已成为监管部门的当务之急。

民营企业境外上市存在的问题

(一) 造壳上市的真相

目前，造壳上市是浙江民营企业境外间接上市的“主流品种”，造壳是指民营企业个人在境外避税天堂（如维尔京群岛、开曼群岛等地）注册一个或若干个相互关联的壳公司，而后通过壳公司筹集的“过桥资金”收购境内民营企业，再以并表方式实现海外上市，筹集资金大部分以投资或外债形式调回境内使用。

问题一：境外“壳公司”的合法性

壳公司的设立因其股东身份的不同而略有差异，一类是以境内居民个人或公司法人身份到境外设立壳公司，另一类是境内居民个人转为非居民身份在境外设立壳公司。由于我国现行法规

尚无论及居民个人境外投资行为的条款，致使居民个人境外设立壳公司无法可依；而境内法人设立壳公司则应履行相应的境外投资审批手续。但据了解，由政府部门掌握的境外投资项目，只有三成左右的企业办理了相关的审批和登记手续，近七成的公司游离于监管框架之外，其设立的合规性存在质疑，相应的境内收购和境外上市行为也就缺损必要的法律基础。

问题二：“过桥资金”的来源

对境内企业的收购需要资金，而壳公司的股东实为境内个人，其资产基本在境内运作，而且以个人身份设立的壳公司大部分并未履行境外投资审批手续，因而收购资金的来源难以保障，通过灰色渠道筹集“过桥资金”就成为造壳上市过程的关键。过桥资金的来源有以下几种方式：（1）引入国际风险投资资本；（2）向境外银行或关系人借款；（3）境外截留的出口收汇款；（4）地下钱庄汇兑。前两种方式属高成本借贷性融资，引入风险资本以低价出让壳公司股权为代价，而银行借款除利率较高外，一般还需必要的担保，这点通常难以做到。后两种方式实属逃汇行为，其资金所有权属境内个人或企业，通过非法渠道流出境外，而后披上“收购资金”的面纱回流境内，对我国资本项目管制和外汇市场运行产生的冲击不可小视。当然，壳公司或其关联公司若以境外投资项目名义履行了境内审批手续，则过桥资金可能来自于境内汇出的投资款项，这类资本虽然满足了表面合规性，但其跨境流动所带来的税收流失和收入转移等问题仍应引起我们的关注。

问题三：“收购”与“资本外逃”

由于过桥资金十分“稀缺”，因此以少量资金完成低价收购成为民营企业造壳上市的另一关键步骤。通常的做法是壳公司以净资产账面价格收购境内目标企业，更有甚者采用“一美元收购”方式完成交易。境内资产在没有支付足额对价的情况下所有权从合同法的角度移至境外，可以认为，此类收购行为形成了变向的资本外逃。

问题四：税收流失与收入转移

壳公司大多设于全球最佳的避税天堂，主要用意就是转移收入和逃避税收。虽然壳公司的大部分资产或收益现金流均在境内实现，但其收入可以方便地通过关联交易和利润汇出等形式流出境外，转入避税地避税。上述行为对国民收入的挤出效应长此以往势必对我国经济安全产生负面影响。

(二) 规避买壳上市的禁区

1993年下发的《国务院关于暂停收购境外企业和进一步加强境外投资管理的通知》曾明确禁止境内机构和企业通过购买境外上市公司控股权的方式进行买壳上市，九七红筹指引再次重申了上述精神。但买壳上市是否真的已经停止？

具了解，为了规避政策禁区，个别民营企业对买壳上市进行了变通，其中最为常见的两种方式是间接买壳和“反向兼并”。

1. 间接买壳 这种方式操作起来比较简单。首先需要在境外设立一个或多个关联子公司，设立的地点视被收购目标上市公司所在国（地区）外商投资国别政策的不同而有所选择，目的只有一个——进入目标上市公司所在的行业，而不受任何外资产业政策的限制，而后以子公司名义收购目标上

市公司,完成间接买壳。2001年,浙江某企业集团以其海外子公司名义对美国NASDAQ上市企业“UAI”的收购就属典型案例。

2.“反向兼并”。“反向兼并”是目前较为流行的一种间接上市途径,其作为买壳上市的一种变通模式备受青睐。“反向兼并”属借壳上市范畴,在一起“反向兼并”上市的交易中,一家上市的空壳公司以批股形式收购一家非上市企业,同时非上市企业的股东因获得上市公司批出的控股权而控制上市公司。

问题一:“猫和老鼠”的博弈。间接买壳和“反向兼并”是民营企业规避政策的路径选择,前者通过境外子公司完成壳收购,后者由其公司股东控股壳资源实现反收购。绕开政策禁区必然会引起监管部门的强烈反感,2000年,中国证监会就曾明确表态:鼓励直接上市,不提倡间接上市,更反对绕道行为。因此,这种“猫和老鼠”的博弈游戏必然使目前的非干预性制度框架稳定性不足,脆弱性有余,其最终的结果可能使这些民营企业面临一个尴尬的法律境地。

问题二:“反向兼并”的几处疑点。我们注意到,“反向兼并”与造壳上市收购境内企业的方法相似,两者不同之处仅在于“反向兼并”避税地公司通过被上市公司收购取得上市资格,而造壳上市避税地公司则直接寻求境外上市。因此,两者面临着一些相似的法律问题,如境外公司设立的合规性,划拨股权引发的资本外逃以及税收流失,等等。

(三)中介机构的陷阱

浙江有不少民营企业在寻求海外上市时以失败而告终,究其原因,大多数企业是陷入了中介机构有意无意设下的陷阱。境外上市对民营企业家来说还属新鲜事物,由于缺乏必要的法律知识,民营企业家往往全盘听从中介机构推荐的上市计划,而不进行必要的法律咨询,由此也为自身上市之路布下荆棘。

以间接上市为例,一些民营企业家以居民身份在境外设立壳公司,在咨询律师后被告知无须进行相关的报批和登记手续,于是便大张旗鼓地实施造壳计划,当发现过桥资金成本过高而需汇出境内资金时,才从外汇局得知目前尚未放开个人境外投资的管理政策。

此外,一些民营企业因为没有经验,在借壳上市时聘请一些从来没做过借壳上市的顾问公司。对方上来就先收几万元定金,结果等了近一年都没有找到合适的壳资源。有些不负责任的中介公司找到的壳资源质量低劣,虽然价格便宜,但购买后不能马上运作,即影响了民营企业的融资进程,也浪费了大量的钱财。

民营企业境外上市管理的政策选择

(一)规范间接上市过程中的个人境外投资行为

在间接上市过程中,一些民营企业家在咨询中介机构律师后即以个人名义到境外设立壳公司,当由于过桥资金成本过高或需要归还时,才到外汇局申请办理相关的资金汇出手续,由于此时无法提供相关的境外投资批准文件,致使资金无法“出境”。

目前,我国境外投资法规尚未将居民个人的境外投资行为纳入管辖范围,致使民营企业间接上市过程中的境外投资行为无法可循。因此,应尽快制定与境外间接上市相衔接的境内居民个人境外投资管理办法,同时对已经发生的居民个人境外投资行为进行清理、建档,将其纳入管理框架。对以换股方式实现的境内居民对境外资产的持股行为也应视同境外投资进行管理,办理相关的批准、登记手续。

(二)规范股权转让过程中的资产评估行为

目前,我国资本项目尚未完全开放,企业资产作为货币化资本的一种表现形式,其所有权的跨境转移仍属严格管制范畴。

间接上市过程中的股权转让,其实质是在不改变境内民营企业家对资产终极控制权的情况下,将资产的所有权转至境外的交易行为。由此,在支付非足额对价的情况下,这种交易表现为即期的资本外逃;在支付了足额对价的情况下,则表现为未来时期资本外逃潜在存量的增加。

潜在的资本外逃,取决于一国宏观经济的未来预期和基本面变化情况,人为的行政管制将在长期表现为无效。即期的资本外逃,可通过监管当局对交易价格的真实性确认进行有效抑

制。一个可行的办法是,引入资产评估机构对拟转让股权或拟出售资产进行价值评估,以评估价值作为交易价格的确认依据,同时报主管部门备案,若发现价格欺瞒行为,严格按照逃汇行为对当事人追究责任。

(三)加强政策宣传,防范和消除民营企业境外上市的政策误区

民营企业境外上市负担着双重成本,即由中介机构费用体现的显形成本和因信息不对称增加的企业上市的隐性成本。

相当部分的民营企业家在产业经营方面是专家,在资本运作上则是门外汉,其上市计划往往全盘听从中介机构安排。中介机构在占据信息优势的情况下,是否按照委托方利益最大化原则设计和实施最有利于民营企业上市方案存在疑问。较为典型的案例是为缩短项目上市时间,中介机构倾向于推荐企业采用间接上市方式进行融资,但在境外壳公司设立,收购项下的资产转移,自然人控股境外上市公司等法律问题上,中介机构并未就境内法规及监管部门的政策倾向对民营企业进行充分告知和风险提示,而在融资链条出现断裂或资金跨境流动途径出现堵塞的时候,民营企业家才得知其上市方案所面临的法律障碍。由于此时企业已投入数量可观的“前期费用”,在相关的法律问题难以解决的情况下,将使民营企业蒙受沉重的损失,同时也极大地打击了民营企业的上市热情。

因此,加强对拟上市企业和中介机构的政策指导和法规宣传,为民营企业和中介机构的上市操作提供一个更为透明、清晰的法律平台,防范和消除民营企业境外上市的政策误区是境外上市管理工作的当务之急。

(四)加强监管部门的沟通和协调

民营企业境外上市涉及部门较多,如证监会、商务部、外汇局、地方政府上市办等机构。在此强调上述部门之间的沟通与协调的目的有二:一是尽可能消除由于分工不同和信息不对称所导致的对民营企业境外上市“监管真空”的存在;二是尽量避免由于监管政策的不协调而形成的政策差异对市场行为的扭曲现象。

加强管理部门之间的沟通、协调与

树立和落实科学的发展观 努力实现 持续、稳健、高质量、高效益发展

——访中国工商银行浙江省分行丁仲麓行长

□本刊记者

记者：丁行长，首先感谢您在百忙中接受我们的采访。五一前夕，工行浙江分行获得“全国五一劳动奖状”，作为国有商业银行省级分行获得这样的荣誉非常不易，在金融同业中引起了强烈的反响，您是怎样看待这些成绩和荣誉的？

丁仲麓：从1995年在全行推行集约化经营开始，工行浙江省分行在向现代商业银行转变的道路上已经走了近10年。这些年来，我们紧紧抓住质量效益这个根本，不断推进改革发展，经过全行的不懈努力，总体上实现了规模、质量、效益的同步持续增长。近五年来，我行存、贷款年均增长17.6%和21.16%，中间业务收入近三年年均增长45.8%；至今年6月末，五级分类不良贷款率已降到2.65%，预计年末可控制在2%以内；全行财务状况得到了根本改善，近5年经营利润和帐面利润年均增幅分别为33.24%和32.86%，预计年末可在全部弥补风险拨备缺口的基础上实现较高的盈利增长。可以说，在国有商业银行体制下，我行较好地解决了质量效益这个困扰国有商业银行发展的关键问题。这些成绩的取得，归根到底，是认真贯彻中央金融工作方针政策的结果，也是全行员工奋发努力，艰苦拼搏，务实进取创造出来的。可以说，我们十年磨了一剑，为全行实现新的更好的发展打下了坚实的基础。成绩和荣誉属于大家、属于过去，我们将以荣誉为动力，再接再厉，在建设现代商业银行的征程中不断取得新的成绩。

记者：国家实施宏观调控，金融业首

当其冲，能不能保持银行业的持续、稳健发展是对各家银行经营管理能力的考验。请问宏观调控对你行带来了哪些影响？对此采取了哪些应对策略？

丁仲麓：国家实施宏观调控是为了及时消除经济运行中不稳定、不健康因素，促进国民经济既快又好地平稳持续向前发展。宏观调控是贯彻落实科学发展观的具体体现。通过宏观调控，可以避免经济的剧烈振荡对商业银行造成更大的风险损失。因此，我们要从贯彻落实科学发展观、确保银行业稳健发展的高度来全面、正确、积极地理解和把握宏观调控的重要意义。

宏观调控政策实施之初，我们及时提出，要把国家宏观调控作为调整结构、防范风险、转变业务增长方式的新的契机，在贯彻落实宏观调控措施的过程中，努力增强适应外部环境变化的能力，适应市场竞争的能力，驾驭经济的能力。可以说，宏观调控是对我们经营管理者把握大局能力的一次严峻的考验。我们将坚持在调控中发展，在发展中调控；坚持把促进地方经济持续稳定发展与加强自身稳健发展更好地结合起来；坚持在贷款掌握上有保有压、不搞一刀切的原则，继续积极支持有市场、有效益、有利于增加就业的生产流通企业合理资金需求，支持符合国家产业政策和市场准入条件的项目建设，并把拓展优质中小企业市场作为信贷工作重点。同时，高度关注宏观调控伴生的信贷风险，全面清查固定资产贷款项目，制订

切实可行的风险处置预案，努力防范的化解风险。

记者：商业银行的经营行为必须与所处的经济环境相适应，也必须以科学的发展观来指导银行的经营管理，您能否具体谈谈工行浙江分行从哪些方面来认识和落实科学的发展观？

丁仲麓：树立和落实科学的发展观，保持银行的持续、稳健、高质量高效益发展，在当前这种复杂的市场环境下，我想，重要的是要深化对以下几个问题的认识：

一是加深对风险内涵的认识。就是要看到高风险是商业银行的重要特征。风险的本质是损失，对风险的认识，实质就是对损失的认识。我们既要控制好预期损失，还要控制好非预期损失和异常损失。不同的风险损失对经营成果的影响程度不同，因此，只有加强风险管理，提高抗风险能力，才可能把损失降到最低限度。作为经营管理者，在风险防范中肩负重要责任，必须认真处理好发展与管理、市场与风险的关系，不断提高风险管理水平。

二是加深对发展约束条件的认识。就是要充分认识到发展是有制约条件的，比如要受到资本成本、管理、人才、环境等因素的制约。过去，我们对银行发展的约束条件思考不多，如在贷款增长上，考虑竞争因素和规模增长比较多，对管理约束和人才约束等虽也看到，却并未作为约束条件作相应的控制，更没有去考虑资本约束、成本约束等相关的约束条件，反映了我们对发展的制约条件在认识上存在偏差。

合作，首先应构建有效的信息共享机制，建立以多部门为客户端的监管信息数据库；其次应形成定期部门联席会议制度，彼此交换各自领域出现的

最新问题、具体看法和监管思路；最后，应加强各部门法规政策出台的连动性和协调性，尽量减少政策口径的不衔接和差异性对微观主体融资行为

造成损失。（课题组成员：王利平 吴水平 肖刚）

【责任编辑 金晓斌】