

民企境外上市外汇问题与对策

宋建荣 林捷

摘要: 本文通过分析民营企业境外上市方式与影响以及外汇方面的问题,指出境外间接上市是利用外资新形式。在新的形势下,外汇管理部门要监管服务并举,促进民企境外融资的良性、长足发展,合理、有效利用国际资本市场筹措外汇资金。

关键词: 民企 外汇 境外上市

一、上市方式与正面影响

近年来民营企业境外上市方兴未艾,上市地集中在香港。境外上市有直接上市和间接上市两种模式,境外间接上市,又称红筹上市,是指境内企业的境外关联人在境外发行股票并上市或者收购境外上市公司借壳上市。由于间接上市具有门槛不高、上市周期较短、费用比较确定、重组难度较小、后续融资较易等优点,成为民营企业境外上市的主要方式。本文所指境外上市是指满足以下条件之一的境外间接上市行为:①境内法人或自然人直接或间接拥有境外上市公司30%以上控股权的境外上市行为;②境外上市公司51%以上资产分布在境内的境外上市行为;③境外上市公司主要利润来自境内的境外上市行为。据对民营企业在香港间接上市的分析,间接上市比较常见的方式有三种:

一是股东上市。这是民营企业在港间接上市基本方式,上市主体是外商投资企业的境外母公司,上市资产是外商投资企业。境外母公司的发起人多是早期移民海外的民营企业创业者。在外商投资企业发展过程中,为了从资本市

业务合作,在目前分业经营、分业监管体制下,对交叉业务及时磋商,协调配合,防止出现监管真空。

(五) 维护业务创新的良好环境,真正实现公平竞争。监管当局要维护一个在风险可控条件下公平的竞争环境,并适时调整监管政策,避免出现政策性歧视,使各类银行机构在同一政策条件下自主经营、自求发展、公平竞争,以利于银行创新行为的健康发展,从而为金融创新拓宽发展空间。监管部门要鼓励银行通过业务创新抢占市场先机,对有损金融行业整体利益、恶意竞争、个别经营者的短期行为要加以制止,对拒不纠正错误行为的机构进行相应的处罚。在具体的监管过程中,要关注创新业务知识产权保护问题,对一些银行机构内部掌握的创新业务核心技术,应严格按照我国知识产权保护法加以保护,以利于我国金融业的良性竞争和整体服务水平的提高。

场融资扩大规模,境外母公司以其拥有的境内外商投资企业资产为主体在境外上市募股集资,其特点是上市前境内外商投资企业已有较长的存续时间(通常都在5年以上),股权结构较为稳定。

二是买壳上市。又称借壳上市,民营企业通过收购境外已挂牌上市公司(壳公司)的控股权取得上市地位,将自身的资产注入壳公司,然后再通过配股、供股的做法,进一步向市场集资。买壳上市可以绕过会计、法律、审计、评估等规范化制度及繁琐的审批手续,直接方便但成本过高,且近年来受相关法规限制,以这种方式境外上市并不多见。

三是造壳上市。民营企业股东首先在香港或百慕大、开曼群岛等地注册拟上市公司(或收购当地已经存续的公司),再将境内企业股权出让给这些境外公司或其全资子公司,将企业性质变更为境外拟上市公司直接或间接控股的外商投资企业,将相应比例的权益及利润(一般超过51%)并入境外公司,以境外公司名义在境外上市募股集资。这类上市方式的特点是,最终上市资产主体尽管也是境内外商投资企业,但其存续时间较短(成立至上市一般三年左

(六) 加快监管知识、设备更新,不断提升监管水平。一是要重视和加强监管人员的业务培训,在业务培训中要有前瞻性、针对性,使监管工作及时跟上商业银行业务的发展;二是对风险具有扩散性、互动性的创新业务,要及时研究,及时规范,防微杜渐,做好风险控制;三是应注重对“专业型”、“复合型”两类人才的培养,一方面,按照银行的专业分工,培养专门人才;另一方面,培养能够统揽全局,掌握整个银行业务运作的复合型人才。四是应适时更新监管部门的科技装备,保持与被监管机构相对称的技术水平。

课题指导: 樊艺

课题成员: 朱成 黄泥九 龙文彬 李占儒

(所在地: 四川省成都市 邮编: 610041)

(责任编辑: 超男)

右),且多数是由民营企业重组而来的,其间涉及较为复杂的跨境资产重组(资产划转、资产信托协议)、收购兼并、股权置换、包装及分拆等复杂的资本经营过程,公司股权结构变化很大。境外造壳上市成为众多民营企业资本市场融资的主要方式。

民营企业境外间接上市是企业资本市场运作新亮点,是利用外资新形式,有力地促进了外向型经济金融的深化。

(一)直接带来外汇资金流入。境外上市是继FDI、借取外债之后新的利用外资方式的成功探索和有益补充,据对有关样本企业调查情况显示,募集资金中50%以上调入境内使用,资金调回途径主要有对境内公司增资、投资成立新的企业、股东借款、贸易融资等四种。尽管现行外汇法规并没有对境外间接上市所募集的资金调入境内有强制性要求,但由于上市企业产业基础和主要股东在国内,且根据招股承诺募股资金应主要用于境内项目,民营企业在港上市可以为国家创造相当可观的外汇现金流。

(二)促进公司治理结构的改善。在港上市民营企业多为家族企业,上市后股权结构发生了根本变化,新股东特别是国际性战略投资者的加盟,带给公司更多的是新的管理理念和更高的运作要求。同时,香港股市监管规范,采用国际通行的法律制度和会计制度,要求上市公司按有关国际惯例和监管条例运作,有利于到港上市的民营企业按照国际惯例转换经营机制,建立现代企业制度,走向国际化。

(三)提高企业国际知名度。海外上市后民营企业能接受更多海外研究机构的研究,引起外国公司的关注,取得极大的广告效应。香港作为一个成熟的国际金融中心,其资本市场是一个高度国际化的市场,对外国投资者具有强烈的吸引力。民营企业在境外上市和融资,可以利用香港在国际市场中的地位,提高企业的知名度,以最快速度在国际市场上打造、提升公司品牌。

二、外汇管理问题与挑战

(一)面临的挑战

1. 重组过程中可能存在资本转移暗流。间接上市过程中最重要的一个环节是将境内资产注入到境外上市公司中。由于前些年对外资并购行为规制不完善,境外上市公司通过并购可以较少对价取得境内企业权益或者通过所谓“信托协议”方式持有境内企业权益。因无相应的评估和审价规定,民营企业完全可以通过所谓的“1元钱”(远低于净资产的名义价格)转让给上市公司,再由上市公司以境外补差的方式实现资产转移。加上长期以来监管手段弱化等原因,这部分资本项目外汇收入流失可能相当严重。2002年以来国家出台了一系列涉及外资并购的法规,规定并购当事人应以资产评估机构对拟转让的股权价值或拟出售资产的评估结果作为确定交易价格的依据,禁止以明显低于评估结果的价格转让股权或出售资产,变相向境外转移资本。但由于我国资产评估尚处于初级发展阶段,其服务水

平和专业水准远未达到市场经济的要求,并购价格确定基础还不够坚实,并购行为中的转让定价漏洞依然可能存在。

2. 跨境资本运作可能削弱外汇管理效力。上市后最直接变化是企业跨境一体化经营的国际化程度加强了,一体化经营中公司完全可以通过进行境内外收益协议分配、关联企业贸易、服务、无形资产、资金提供等多方面的转让定价将收益或利润转移境外。上市公司一体化经营也可以在一定程度上实现公司内部资金跨境流动的自由调度:当需要将资金调往境外上市公司时,可通过转让定价方式自由进行调拨;而当境内子公司需要资金时,上市公司可以通过先付款后收货或先发货后收款的方式对子公司提供资金融通;还可通过并行贷款、货币互换等方式规避资本项目管理措施;可以利用上市公司信用增值进行境内资产担保上市公司境外银行融资,或者上市公司担保境内企业融资的方式进行跨境资金筹措和运作。所有这些形式都可能增加跨境资本流动的不确定性。从而增加外汇管理难度,大大削弱了资本项目管理效力。

3. 少数企业诚信问题可能造成“劣企驱逐良企”恶果。民营企业在港上市公司主流是好的,上市主要为了筹资、完善公司治理、增强国际竞争力,但也不排除部分企业股东将上市作为融资套现的一种手段。据有关资料报道,早期在港上市公司良莠不齐,不少公司有过度包装之嫌,加上间接上市公司资产、权益分布两地,两地证券管理部门监管标准不一、信息沟通不够,在各方利益驱动下,极易发生上市公司和中介单纯出于融资目的联手欺诈,近年来在港上市公司停牌、摘牌时有发生。资本市场筹资靠的是筹资主体的信誉,亚洲金融危机以来一些国企偿债危机对我国企业在国际债务市场融资地位造成的影响是十分深远的。投资市场也一样,个别企业诚信问题有可能引发投资者对内地在港上市的不信任危机,影响其他企业在港募集资金,出现“劣企驱逐良企”现象。

(二)需要解决的外汇问题。

1. 上市过程中中介费用无法汇出。在港上市费用主要包括交易所费用、中介费用及其他费用。由于不是直接上市,民营企业在上市期间无法直接向境外支付这些费用。因为相关费用是上市公司产生的,不同于外商投资企业境外股东是一个实质性公司,民营企业的上市公司往往是一个名义的“壳公司”,费用必须由民营企业先行支付,尽管中介费用属于经常项目支出,由银行审核真实性直接办理,但由于购付汇主体(境内企业)和费用支付主体(境外上市公司)不符,民营企业无法办理购付汇手续。

2. 上市后募股资金调入境内受到一定制约。尽管有关法规明文规定境外直接上市公司应在募集资金到位后30日内将扣除相关费用后的资金调回境内。但对间接上市方式而言,上市公司募集资金运用则属于境外母公司与境内子公司的资金往来,其调入境内有投资和股东借款两条途径,

投资规模达到一定程度后,上市公司通常倾向于以第二种方式调入资金。上市后尽管民营企业已变更为外商投资企业,但股东借款仍受“中长期外债发生额加短期外债余额不得超过企业投资总额与注册资本差额”管理规定的限制,不利于募股资金调入境内。

3. 上市公司分红派息中包含境内预分配利润,汇出有难度。间接上市公司的利润主要来源于境内,境外上市公司的会计期间和境内企业存在一定的时间差。境外上市公司会计年度通常为上年6月至次年6月,而内地企业会计年度为元月至12月。境内企业为上市公司办理上年度分红派息资金汇出时,有一部分属于本年度上半年利润,根据财政部有关规定属于“预分配利润”,须得到财政机关批准。境内企业汇出利润时由于无法提供财政机关批文、半年度审计报告、完税证明等文件资料,办理汇兑的银行通常会提出异议从而影响利润汇出。

三、管理与服务并举,促进民企境外上市良性发展

(一) 应多方倡导、鼓励、支持民营企业境外间接上市。

一是明确认可民营企业间接上市的合法性。从提高民营企业筹资效率出发,鼓励企业以多种方式在境外上市筹措资金。二要在税收政策、资金扶持、企业重组方面大力支持,加快培育创业投资,促进民营资产优化、壮大,夯实境外上市基础。三要鼓励公司法人境外间接上市募股集资的境外投资行为,适当放松境内企业的居民个人股东境外投资限制,允许个人为间接上市募股集资而进行的境外投资行为,并在外汇资金汇出上适当支持,为民营企业境外间接上市创造条件。

(二) 将间接上市纳入投资外汇登记管理体系。

1. 借助中介。上市重组过程涉及中国法人或公民直接或间接持有境外公司股权的,内地律师对有关权益形成及其演变过程合法有效性发表意见时,要遵循境外投资有关规定,审查居民境外投资行为,是否已到外汇管理部门办理境外投资外汇登记,并将外汇登记手续作为境外投资合法性的主要依据。我国律师在对境外上市公司直接或间接持有境内权益合法有效性发表意见时,要根据有关外资并购法规,重点考察股权转让对价支付有效性和合法性,并将转股收汇外资外汇登记证明作为考察并购对价支付到位验资和境外股东持股合法性的法定依据。

2. 加强协调。中国证监会取消无异议回函管理方式之后,香港证监会对大陆背景企业在港上市的监管必然加强,主要强化对上市中介——审计、律师、保荐人的管理。但上市主体所在经济体还处于转型过程中,在利益驱动下,市场行为的规范除了通过法制之外,仅靠主体自律和中介机构的监督还远远不够。政府专业部门发挥强有力监管职能可能会在短期内起到事半功倍的效果,外汇管理部门就是其中一支重要力量,这需要加强外汇局和香港证券监管

部门的协调。香港有关机构(联交所或证监会)在审核内地律师出具的法律意见书时,应将境外投资合法性和转股对价支付情况作为关注重点,如有重大境外投资和并购情况,可征求所在地外汇管理部门意见。

(三) 便利上市公司跨境外汇资金动作。

1. 中介费用允许购付汇。在有关企业承诺及时办理境外间接上市外汇登记基础上,对涉及上市中介费用以个案原则予以支持。凭购付汇申请人提供的公司重组相关材料、律师出具的法律意见书、境外中介服务合同、完税证明等文件资料,经外汇局核准,允许购付汇支付境外中介费用。

2. 调整外债管理政策。境外上市公司以外债形式调入资金(股东借款)属于“内部资金往来”,其债务风险属于企业“内部风险”,不是主权债务,不易转化为国家风险。对其外债管理可适当放宽,如股东借款可不受投资总额与注册资本差额限制,促进募股资金调回。但要坚持登记制,因为现时的外债流入会形成未来的购汇需求,且不排除其中短期资本对外汇收支不确定影响。为防止资金流动短期化,在登记过程中可实行资产负债比例约束,如规定短期借款与公司净资产的比例等。

3. 明确分红派息汇兑原则。利润汇出是投资资本回流的主要方式,在外汇管理上属于经常项目支出,可继续按照真实性原则由银行办理,并在办理境外上市对外汇登记基础上给予支持。但应对银行如何审核有关文件资料作出专项指引,对半年度利润能否汇出,是否需要财政部门批准,能否以境外上市公司综合审计报告代替相关审计要求等进行明确规范。

4. 加强上市企业外汇收支监测。民营企业境外上市方式多样化是全球经济一体化的产物,外汇管理向资本项目可兑换最终目标前进的不断放松管制过程也是为了适应这个潮流。在放松管制过程中,要居安思危,加强监测,注意外汇收支情况变化。跨境交易对国家外汇收支平衡影响的监测重点不是仅在于已经发生的交易,更重要的是有效预测未来的跨境交易对未来的外汇收支可能产生的影响。因而在现行的银行结售汇统计、国际收支申报和外汇帐户收支统计分析基础上,还要加强对主要交易主体的外汇收支监测。在新形势下,外汇资金跨境流动的主体日趋多元化,监测也要抓大放小。境外上市公司跨境资金流动比较频繁,资金流动规模较大,是影响外汇收支状况的重要力量,因而要将其列为重要监测对象。可以通过外汇年检、重点调查等多种形式,充分了解上市企业生产经营(进出口、股东资金往来、利润汇出)和资本运营(后续融资、回购、退市)潜在的跨境资金流动情况,为把握宏观外汇收支形势提供微观而鲜活的佐证。

(作者单位:国家外汇管理局福建省分局
所在地:福建省福州市 邮编:350003)

(责任编辑:阳筱)