

上市資訊

2019年4月号（总第35期）

发行上市服务中心

2019年5月6日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【交流动态】

浙江金华市政府与企业家走进上交所

江苏镇江市政企代表团走进上交所

上交所召开第一届科技创新咨询委员会成立大会

【市场前沿】

自主配售中的利益输送问题研究及启示

【课题研究】

红筹企业境外存量股份境内上市的可行性分析

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至4月30日，今年上交所IPO上市企业17家，募集资金144.99亿元，股票再融资企业120家，募集资金1535.87亿元。

2、在会审核企业情况

截至4月30日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计295家。其中，上交所在审企业119家，深交所在审企业176家（中小板63家、创业板113家）。

3、新增IPO申报情况

截至4月30日，今年新增IPO申报企业共计53家，其中，上交所16家，深交所37家（中小板16家、创业板21家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至4月30日，本所2019年已完成公司债累计发行606只，发行金额7560.19亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至4月30日，本所2019年已完成资产支持证券挂牌185只，发行金额2143.15亿元。

3、债券上市情况

截至4月30日，上交所各类债券挂牌数量已达1.29万只，比去年底增加833只，增幅6.89%；债券托管金额已达8.64万亿元，比去年底增加2569.6亿元，增幅3.06%。

【交流动态】

1、2019年4月2日，浙江省金华市委常委张伟亚带队，金华市政府与重点拟上市企业负责人一行80余人走进上交所，观摩三美股份上市仪式并举办科创板上市业务辅导会。张伟亚表示，金华市政府将全力支持科创板与试点注册制的制度建设与实施，鼓励当地优质企业不断提升自身科技创新实力、登陆科创板。（供稿人：叶安琪）

2、2019年4月12日，江苏省镇江市金融监管局组织政府相关人员、相关金融机构、区域内重点企业一行走进上交所。学员们首先参观了证券交易大厅和陈列室，了解了上交所及资本市场发展历史。上交所发行上市服务中心专家还就当前资本市场形势机遇、审核发行动态、主板及科创板相关上市规则做了详细讲解，并与大家深入交流。（供稿人：施学敬）

3、2019年4月20日，第一届咨询委成立大会在上交所交易大厅举行，中国证监会方星海副主席、咨询委委员、证监会相关部门负责人和上交所有关负责同志出席会议。会上，上交所宣读了第一届科技创新咨询委员会成立文件，并向委员颁发了聘书。会后，咨询委委员按行业分组召开了座谈会，就科创板定位如何准确把握、科创企业技术先进性如何客观评价等问题进行了讨论交流。（来源：上交所发布）

【市场前沿】

自主配售中的利益输送问题研究及启示

上交所资本市场研究所 张晓斐

自主配售是累计投标询价制（Book Building）的重要组成部分，是境外资本市场在新股配售时最常用的配售方式。在通过询价方式得到了投资者申购量及申购价格等需求信息后，承销商有一定自主权决定要向哪些投资者配售新股。询价有利于获得投资者需求信息，提高新股定价效率，最大限度避免新股上市后暴涨或暴跌情形的发生，自主配售则将新股配售给那些具有真实需求的机构投资者，有利于维持承销商与机构投资者的长期友好合作关系，是资本市场高效运行的重要一环。科创板也将实施自主配售制度，投资者与监管层等各相关方对这一配售方式的优缺点，特别是潜在风险应有充分预期。在此背景下，本文介绍了自主配售的基本过程及现实动机，重点研究了其中的利益输送问题，总结了美国与香港地区的监管规定，希冀为上交所科创板建设和我国资本市场国际化提供有益借鉴。

一、自主配售简介

（一）基本过程

自主配售是指在配售股票过程中，由主承销商按照一定的标准自主选择投资者并确定投资者获配数量，主要用于向机构投资者的配售。

自主配售是累计投标询价制的重要组成部分，是询价制与

其他IPO定价配售制度的核心区别之一。累计投标询价制使得承销商与发行公司在发行前能够最大程度地有效搜集投资者的需求信息，而自主配售则赋予了承销商进行定价、选择配售对象和配售数量的权力。可以说，配售是用来“奖励”那些披露真实需求信息的机构投资者的一种方式。

成熟资本市场自主配售原则主要有三条，一是要最大限度地主要长期高质量投资者配售，以减少股价的波动性；二是要加强股东群体的平衡，使投资者群体尽可能更加广泛，这些投资者通常包括对冲基金、地区性基金、企业投资者、高净值投资者；三是要确保配售数额不会太少，防止投资者宁愿在后市阶段卖掉而不愿意持有更久、投资更多。

从境外实践经验来看，机构投资者在配售前的报价方式分为三种，分别是Strike Bid, Limit Bid和Step Bid。在Strike Bid下，机构投资者只报出自己申购的新股数量或总金额，无论最终新股定价多少都可以接受；在Limit Bid下，机构投资者会报出自己能接受的定价和新股数量的最大值；在Step Bid下，机构投资者会报出不同申购数量的可接受价格。

从配售结果来看，不同机构投资者的获配比例差异较大，这一差异反映出主承销商的主要考虑因素。比如，机构投资者的长短期投资偏好、主承销商与机构投资者的长期合作关系等。然而，这些决定因素看起来并不十分客观，很大程度上是由主承销商“自己说了算”。自主配售过程中，主承销商的权力较大、

权力使用界限较为模糊等特点常被市场所诟病。

（二）现实动机

自主配售的弊端显而易见，然而，在境外资本市场中，自主配售仍然被广为使用。这主要是因为，自主配售前一个环节询价部分的优点难以取代。自主配售的自身缺陷与询价制的巨大优点犹如硬币的两面，无法分割。

询价制的突出优点在于，有利于提高IPO新股的定价效率。在询价环节，承销商可以得到机构投资者申购的数量和价格等需求信息，并将这些信息最大程度地反映进新股发行价格中，从而提高定价效率。这一方式形成的发行价格既不会大幅高于也不会大幅低于新股应有的公允价，因此，上市后短期内的二级市场价格不会跌破发行价或“暴涨”。这一价格与新股内在价值较一致，从而有效提高了IPO新股定价效率。自主配售则是将新股配售给具有真实需求并真实披露需求信息的机构投资者，这也会激励机构投资者在未来询价中继续披露真实需求信息。

询价制有利于提高定价效率这一观点已得到大量学术文献支持。Benveniste and Spindt（1989和1990）及Hanley（1993）等众多文献均发现，在累计投标询价制度下，承销商和机构投资者实际上可形成一种长期的潜在合作关系，承销商以短期内的、相对小的抑价（underpricing）鼓励机构投资者在未来长期内为其提供准确的市场需求信息，从长期看，这种合作关系可提高IPO定价效率，降低新股发行抑价水平。Sherman（2000和

2005)指出,相对于其他IPO配售机制,询价制的最大优点就是赋予承销商自主配售权,这有助于承销商培育一群长期投资者,提高IPO发行成功率,因此,询价制在全世界应用范围越来越广。

实践中,在确定发行价时,承销商需一些定价技巧。承销商可根据机构投资者订单中的需求信息得到一条需求曲线,而新股供给量是固定的,承销商通常会在需求量大于供给量的前提下,选择需求量急剧下降所对应的价格作为新股发行价,相当于是根据供需相等时均衡价格的“某个折扣”确定最终发行价。由于新股需求量大于供给量,必然造成新股上市当日收盘价上涨,出现“IPO溢价”。如此定价可营造出一种股票“稀缺”印象,保留后市上涨空间,同时,也不至使新股价涨得离谱。

询价制显著降低了IPO上市首日“溢价”幅度。由于这一方式在欧美普遍使用,因此,欧美各国IPO上市首日的溢价程度普遍较低。在欧洲,除了希腊IPO首日收益率达51%之外,其他国家均不超30%。在欧洲以外的国家,美国的IPO首日收益率为17%,在以固定价格发行新股的沙特及约旦,IPO首日收益率分别达到了240%和149%。中国的IPO首日收益率则为158%,仅次于沙特。

二、潜在风险——利益输送

(一) 主要形式

自主配售的主要缺点在于存在利益输送风险。在自主配售下,承销商拥有向申购新股的投资者配售股票的权力,其配售原则并不一定使发行人获得最大化的利益,承销商也可以利用

这一权力为自身谋利。比如，要求机构投资者支付高佣金，或者要求机构投资者在二市场上买入新股，以此换取分配更多的新股。有些基于“软美元（Soft Dollar）”的潜在交易更是难以被公众发现。但是，这些问题却切实伤害了发行人及投资者的利益，在一定程度上降低了资本市场的整体运行效率。

上世纪90年代中期，伴随着美国的互联网热潮兴起，IPO公司数量大量增加，上市后股价大涨，承销商不再满足于仅仅赚取当期承销费。承销商在自主配售中的各种机会主义行为体现地淋漓尽致，具体可分为五种：一是Spinning，是指承销商通过分配热销IPOs给已上市或拟上市公司高管，以换取他们所在公司未来的投行业务，或影响他们未来的新股定价决策；二是Side-Payment/Quid Pro Quo，是指承销商通过分配热销IPOs给机构投资者以换取高额交易佣金；三是Laddering，是指承销商以投资者在二级市场购买IPO股份作为向其配售股票的条件，人为地创造对IPO股票的需求，降低营销成本和可能的后市价格支持成本；四是Dumping Ground，是指在新股发行不利的形势下基金仍然大量申购新股的行为，即所谓的“托”，这种行为实际上是将基金的利益输送给承销商，作为利益交换，承销商会在未来将热销IPO新股配售给这些基金；五是Nepotism，是指承销商会将热销IPO新股配售给关联基金（Affiliated Mutual Funds），从而改善基金业绩并在未来吸引到更多资金流入以赚取更多的管理费用。这些利益输送做法为承销商带来的利益主要体现在

赚取未来的投行业务收入、未来的经纪业务收入、降低相关支出、避免发行失败从而不要影响承销商的声誉、改善集团整体业绩。这些机会主义行为的现实动机还是承销商对自身经济利益的追逐。这一观点已从不同角度得到大量学术文献的验证。

在我国，配售引起的利益输送也一直发生，无论是否实施了真正意义上的自主配售。2005，证监会首次正式引入询价制，但这一机制并未赋予承销商自主配售权。2013年11月，证监会出台一系列关于新股发行体制改革的文件，首次赋予承销商自主配售权。回顾过去多年的实践经验，我国承销商在配售过程中的自利行为与美国也较为相似。比如，孙淑伟等发现，基金公司支付给保荐机构的佣金越多，其获得配售的概率越高，支付高额佣金的基金公司会通过提高报价和申购数量的方式，从承销商那里获知价格区间等策略提高新股获配概率，特别是高抑价的IPO。换言之，基金会将IPO新股上市后“暴涨”的部分投资收益以交易佣金的形式回馈给承销商，即存在Side-Payment/Quid Pro Quo现象。

与美国有所不同的是，在2013年12月之前，由于A股市场实施的并非真正意义上的“询价-自主配售”制度，这衍生出一种新的利益输送形式——基金帮承销商赚取更多的当期承销费。当时的配售制度针对美国IPO配售中潜在的利益输送漏洞进行了一定程度的预防，改为按申购比例或摇号配售，但这并未完全切断承销商与基金之间的利益输送关系。在当时的发行承

销制度下，承销商仍有一定的定价权和配售权。在询价环节，基金的高报价可以使承销商有依据定出较高的发行价，当发行价超过了发行人的预定价，承销商可收取额外承销费。在按比例或摇号的配售制度下，IPO申购量决定了基金最终获配量，承销商可将其了解到的IPO信息告知相关基金，通知相关基金多申购或少申购，从而相应使相关基金多获配或少获配。因此，基金公司可通过高报价来帮助承销商实现高发行价格和高承销费用。由于基金公司无需以高报的价格购买新股申购总量，提供高报价对基金公司来说代价并不高。比如，涪陵榨菜（002507）询价过程中有86家基金公司参加，最高报价比最终发行价格高出35.7%。在随机摇号配售后，提供最高报价的基金公司并没有真正购买报价过高的股票。即使这些基金公司有配售机会，他们支付的价格也是按发行价格而非报价。Luo等人发现，与承销商关系密切的基金公司更有可能参与询价，并在询价过程中报高价，帮助承销商提高IPO发行价格和赚取更多的承销费；这种行为在经营业绩较差的IPO企业中更为显著，原因在于这些企业更需要承销商发挥“关系”的作用，才能提高发行价格。这种做法反而降低了询价机制的定价效率，与询价制的初衷恰恰相反。

在2013年12月承销商可以实施自主配售之后，利益输送行为变得“明目张胆”，直接体现为承销商帮关联方谋取巨额投资收益。比如，在2014年1月21日IPO上市的我武生物（300357）一例中，其主承销商为上海证券与日本大和证券合资成立的海

际大和证券公司，在其IPO网下配售过程中，平均获配比例为6.64%，但在报价同样有效的情况下，不同机构或个人获配比例悬殊，社保、公募基金的获配比例只有3.4%；自然人柳海彬、宁波阿尔法投资公司等获配的比例为50%；国联安旗下一专户投资组合获配比例为100%。有报道称，宁波阿尔法投资的合伙人之一是上海证券，而上海证券正是海际大和的股东之一；国联安专户组合的管理人与主承销商海际大和的总经理均在闽发证券工作过，这都被外界认为是妥妥的“关系户”。我武生物在上市之后的4个交易日内涨幅达到94%（含上市首日收益率45%），获得新股配售的投资者的收益不菲。

“我武生物”配售事件后，自主配售制度被很快叫停。在当时那样一个新股供不应求的市场环境里，给予承销商自主配售权不仅无助于新股合理定价，更是让承销商偏离了应有的客观公正的位置，自主配售制度成为承销商与一级市场投资者之间利益输送的催化剂。2013年12月推出的改革措施引起了一定程度的市场乱象，仅实行了3个月即被终止。

（二）境外主要资本市场的监管规定

利益输送风险是自主配售的自身缺陷，仅凭新股发行过程中各利益相关方的自觉性远不足以抑制这种机会主义行为。“堵而抑之，不如疏而导之”，建立健全外部法规，引导规范配售过程更为重要。在美国、香港地区等市场，完善的监管规则和严厉的处罚措施在很大程度上有效地遏制了这种行为。

1、美国市场的监管规定

美国金融业监管局（FINRA）在规则5130和5131中对承销商的配售行为做出了明确规定，尽可能的避免自主配售过程中的利益输送现象。主要内容如下：

一是承销商通常不得获得配售。任何经纪商或承销商均不得获得新股配售，经纪商或承销商拥有实际权益的任何账户也不得获得新股配售，承销商还应如实声明这些账户在过去12个月中是否符合这些规定。不过，FINRA规则也规定了十项重要豁免，包括出售给“受限人士（Restricted Person）”实际权益（Beneficial Interest）不超过该账户总额10%的账户，等等。

二是承销商内部人士通常不得获得配售。FINRA给出了“受限人士”的定义范围，经纪商或承销商同一集团内的合伙人、员工、高管、董事和大股东及公司等均为“受限人士”，无论经纪商或承销商参与IPO申购与否，除非规则许可否则不能获配。

三是牵头经纪商或分销商附属公司管理的全权账户可获得配售。FINRA规则对此没有禁止，但如果对承销商的全权账户分配超过IPO发行规模的5%，要求进行相关信息披露。

四是承销商可包销申购不足的新股。对于未能向公众售出的公开发售部分，规则5130明确允许承销商根据相关承销协议向其投资账户分配该部分证券。

五是发行人的原股东可获得配售，员工不受限，但不得向关联人定向配售。对发行人的原股东未明确禁止，对大股东（持

股5%或以上，或配售后达到5%及以上)的配售，需进行相关信息披露。但是，禁止分配给第三方公司高管作为利益交换。同时，对发行人除高管以外的员工没任何限制，无论是现在的员工还是过去的员工。但发行人不得向关联人定向配售。

六是对“代持人”的配售进行审查。FINRA规则对此无具体规定，但通常会审查代持安排，重点是获得分配的最终受益人。

2、香港市场的监管规定

香港联合交易所在《主板上市规则》附录六中对港股的配售行为做出了明确规定。在许多情况下，承销商必须向港交所上市科申请是否可配售给某些主体，而港交所的回复倾向于给出保守答复。《主板上市规则》对配售的监管规则主要内容如下：

一是承销商不可获得配售。在正常情况下，牵头经纪商及任何分销商均不得为其本身保留任何重大数额的配售证券。但在实践中，承销商可向联交所申请豁免。对于牵头经纪商或分销商存在利益关系的账户，港交所一直持保守态度。

二是承销商内部人士及附属资产管理公司不得获得配售。未经联交所书面同意，不得分配给IPO牵头经纪商或分销商的“关联客户”。承销商的附属资产管理公司被视为其“关联客户”，也不得获得配售。

三是承销商可包销申购不足的新股。配售指引没有明确规定。实际上，港交所原则上会有条件地允许承销商申购。

四是发行人的“关联方”不可获得配售，员工的配售规模受

限。港交所禁止配售给董事或大股东，因为他们属于发行人的“关联方”。港交所未对高管有具体规定，但实践中，港交所通常对其与董事同等对待。对于大股东以外的原股东，未经港交所书面同意，也不可获得配售。发行人可将不超过配售总额10%的证券，售予发行人的雇员或前雇员。

五是“代持人”不可获得配售，除非披露最终受益人姓名。未经港交所书面同意，不得对“代持人”配售新股，除非披露最终受益人。通常的做法是，经纪商获得来自每个账户的声明书，包括账户并非未公开投资者的代持人等事项。

三、相关建议

在《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》中，配售对象仅限于专业机构投资者，并要求对同类投资者进行同比例配售等。这些规定对可能出现的利益输送风险进行了一定程度的预防。借鉴境外市场中自主配售的运行及监管经验，在未来科创板建设并试点注册制的过程中，还可对配售资金来源等方面的监管等进行完善。因此，本文提出以下建议。

第一，规范IPO新股配售对象的资金来源。新股配售对象的资金来源。一是禁止承销商向同一实际控制人下的资金就IPO新股进行询价及配售。目前，国内同时拥有银行、保险、信托及券商等多张金融牌照的综合性金融集团数量不断增多（如平安、广发等），而且许多券商本身就是基金公司、资产管理公司的股东甚至实际控制人。此类金融集团下各项业务利益往来关

系复杂且较为隐蔽，承销商将IPO新股配售给此类关系户资金十分方便。若果真如此，必将引起非常恶劣的影响。未来应明确规定，承销商不得向同一实际控制人下的资金就IPO新股进行询价及配售。即使询价，投资者报价也未必能反映自身的真实需求，反而会对最终发行价的确定造成干扰。此外，还应进一步明确承销商关联方涵盖范围并禁止向各关联方配售。二是禁止向敏感客户资金占比较大的网下投资者（不含社保基金、养老金和企业年金基金）进行配售。未来要提高配售对象资金来源的信披要求，除了社保基金、养老金和企业年金基金之外，其他网下投资者应向交易所提交书面声明，如实说明资金来源是否含有承销商及关联方、发行人及关联方、承销商潜在客户等的资金。如果这些关联方（无论是自然人还是法人）资金占到较大规模，如20%以上，那么交易所应禁止这一机构投资者获配，以避免承销商优先给自己利益极大相关的网下投资者配售。

第二，要加强对违规配售的处罚力度。在美国，法律上的集体诉讼机制及承销商的声誉机制对承销商的机会主义行为均形成了有效制衡。而在A股市场，尚缺乏类似的市场约束机制。未来，作为资本市场的建设者和引导者之一，证监会与上交所应肩负起引导市场规范运行的重任。在科创板股票的配售过程中，对于严重违规配售的承销商，唯有严惩不贷，才能起到以儆效尤的作用。对违规配售的承销商可以处以数倍于承销费的罚款，并暂停承销业务，必要时可追究刑事责任。（摘编：黄玲）

【课题研究】

红筹企业境外存量股份境内上市的 可行性分析

上交所法律部 彭鲁军 韩励豪

前期,《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》(简称《若干意见》)明确,试点红筹企业可按照规定在境内发行股票或存托凭证上市。近期,证监会《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》(以下简称《实施意见》)也规定,符合《若干意见》规定的红筹企业,可申请在境内发行股票或存托凭证上市。前述规定均未对红筹企业境外存量股份能否在境内上市明确。随着科创板开板临近,如何妥善解决此问题成为焦点。

红筹企业境外存量股份在境内上市大致可通过三个路径,一是在首发环节进行老股发售,二是存托凭证跨境转换,三是境外存量股份直接在境内上市。由于目前试点创新企业配套制度已明确禁止了前两条路径,本文拟就红筹企业境外存量股份境内上市的可行性进行专门研究,并对相关重点问题进行分析。

一、红筹企业存量股份上市问题的利弊之辩

凡事总有两面性,红筹企业存量股份上市也是如此。从有利的方面看,允许红筹企业存量股份上市可增强境内资本市场对红筹企业回归的吸引力,提升存量股份的流动性,便利存量

股东兑现其投资收益。从不利的方面看，允许红筹企业存量股份上市会增加境内二级市场股票的流通数量，在一定时期内可能对股票价格产生一定程度的冲击。同时，由于红筹企业存量股东中可能存在大量境外投资者，其减持之后可能将所得人民币换汇后汇出到境外，从而给我国外汇管理带来压力。但如红筹企业在境内上市后，其境外存量股份无法在境内上市，则将直接导致境内股份与境外股份出现新的股权分置。境内股份与境外股份在流动性上的差异将带来明显的价格差异，存量股东也无法减持或进行股权质押。这将导致境内外股东利益的不一致，最终影响公司治理的完善和企业的长远发展。

总体看，红筹企业存量股份无法上市将给企业和境内资产市场带来更为不利影响，这些不利影响在某种程度上无法通过其他方式予以解决。相比，红筹企业存量股份上市所带来的对二级市场冲击、给外汇管理压力等问题，均可通过有针对性的制度安排解决，不应成为影响红筹企业存量股份上市的障碍。

二、红筹企业存量股份上市的法律分析

红筹公司是注册地在境外的企业，即为外国公司。红筹企业存量股份是外国公司在境外发行的股份。从法律适用的角度上看，外国公司股份在境内上市需要遵守注册地的法律规定，还需要遵守境内的法律规定。

（一）关于红筹企业存量股份上市境内规定

1.境内法律法规

《证券法》主要针对境内发行人在境内发行的股票、债券作出了规定，但对于境外发行人发行的股票、债券缺乏明确安排。《证券法》第三十九条规定，依法公开发行的股票、公司债券及其他证券，应当在依法设立的证券交易所上市交易或在国务院批准的其他证券交易所场所转让。《证券法》第四十八条规定，申请证券上市交易，应向证券交易所提出申请，由证券交易所依法审核同意，并由双方签订上市协议。

《若干意见》规定，试点企业在境内发行的股票或存托凭证均应在境内证券交易所上市交易，并在中国结算登记有限责任公司集中登记存管、结算。

《实施意见》规定，符合《若干意见》规定的红筹企业，可以申请发行股票或者存托凭证并在科创板上市。

2.境内自律规则

上交所《上市规则》第 5.1.1 条规定，“发行人首次公开发行股票后申请其股票上市应当符合下列条件……”第 5.1.2 条规定，“发行人首次公开发行股票的申请获得中国证监会核准公开发行后，应当及时向本所提出……（七）首次公开发行结束后发行人全部股票已经在中国结算上海分公司托管的证明文件；”第 5.1.4 条规定，“发行人首次公开发行股票前已经发行的股份，自发行人股票上市之日起一年内不得转让”。

上交所《试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》第十四条规定，“红筹公司申请其在境内……”第十五条规定，

“红筹公司申请境内首次公开发行的存托凭证上市……”

上交所《科创板股票上市规则》2.1.3 规定，符合《若干意见》相关规定的红筹企业，可以申请发行股票或者存托凭证在科创板上市。2.1.5 规定，“发行人首次公开发行股票经中国证监会统一注册并完成股份公开发行后，向本所提出股票上市申请的……（三）首次公开发行结束后发行人全部股份……”

中国结算《证券登记规则》第八条规定，已发行的证券在证券交易所上市前，证券发行人应当在本公司规定的时间内申请办理证券的初始登记。

中国结算上海分公司《证券发行人业务指南》也将股票首次公开发行登记分为首次公开发行新增股份登记和首次公开发行前的原始股东持有的股份登记两种类型。

3.小结

股权分置改革完成前，根据《股份制企业试点办法》《股份制试点企业国有资产管理暂行规定》《股份制试点企业国有股权管理的实施意见》，我国上市公司股权设置有国家股、法人股、个人股、外资股四种形式。其中，国有股权转让须经审批核准，流程复杂。因此，上市公司公开发行股票时一般仅申请公开发行股票上市，其他不上市交易，只能通过协议方式转让。基于是否能上市交易，上市公司股份被分为流通股和非流通股两类。

股权分置改革通过利益平衡对价安排解决了非流通股上市交易的问题。《关于上市公司股权分置改革的指导意见》提出，

“根据股权分置改革进程和市场整体情况，择机实行‘新老划断’，对首次公开发行公司不再区分流通股和非流通股”。据此，发行人经中国证监会核准公开发行股票后，可以申请将存量股票与首次公开发行的股票一并在证券交易所上市交易，但须同时遵守有关限售的制度安排。受限于立法时的资本市场发展情况，《证券法》没有对境外发行人在境内发行股份作出直接规定，更不要说境外发行人在境外存量股份上市的问题。但这也同时意味着，红筹企业存量股份在境内上市不存在法律障碍。

《若干意见》《试点意见》已经明确红筹企业可以在境内公开发行股票或存托凭证上市，并且比照境内股份有限公司设置发行、上市、持续监管要求。因此，其存量股份也可以参照境内股份有限公司的做法与首发股份、存托凭证一并申请在证券交易所上市交易。本所的业务规则特别是《科创板股票上市规则》为存量股份上市预留了制度空间。综上，境内法律、规则总体上可以支持红筹企业存量股份上市。

（二）关于红筹企业存量股份上市境外规定

红筹企业存量股份上市的境外规定主要涉及注册地的法律是否允许红筹公司到境外上市的问题及是否允许由境外机构建立和维护股东名册的问题。如注册地法律存在禁止性规定，则其股票无法直接在境内上市。以红筹公司较为普遍选择的注册地开曼群岛为例，2018年修订后的开曼公司法（Cayman Islands Companies Law）第40B条第（1）项，公司章程或（公司

章程无可适用条款时) 公司通过特别决议授权的公司上市股份的所有权, 应按照章程或特别决议提及或明确的适用法律及相关认可股票交易所适用于上市股份的规则和规章进行证明和转让。开曼公司法第 40 条第 (70) 项又规定, “认可股票交易所”, 指附件 4 (schedule 4) 中所列的股票交易所。目前的目录中包括了上海证券交易所、深圳证券交易所。所以, 开曼公司在中国内地上市不存在来自开曼公司法层面的法律障碍。

与之类似, 注册在其他国家或地区的红筹企业申请到中国境内上市同样需确认其注册地法律不存在禁止性规定。实际上, 红筹企业注册地大都为离岸“公司天堂”, 其公司法秉持自由主义和契约主义, 一般不会对公司到境外上市做禁止性规定。

三、红筹企业存量股份上市的境外借鉴

我国资本市场在建立之初就大量参考、引进了香港交易所的相关制度。在红筹企业存量股份上市问题上, 香港交易所关于海外发行人申请证券上市的规则同样可以给我们提供借鉴。

(一) 香港交易所海外发行人上市制度概况

海外发行人申请其证券在香港交易所进行主要上市或第二上市, 除需遵守《上市规则》对香港发行人要求外, 还需遵守上市资格、申请程序、上市条件、信息披露等方面的特殊要求。

香港交易所未将海外发行人申请上市的证券限于新发行的证券, 仅要求海外发行人在香港或者其同意的其他地区设置股东名册, 同时规定转让的过户登记须在香港进行。并且, 除非

香港交易所特别同意，否则只有在香港股东名册上登记的证券才可以在香港交易所进行买卖。

（二）介绍上市方式及初始流动性的建立

值得关注的是，由于通过介绍上市的方式在香港上市不涉及新发股份问题，境外发行人的存量股份如何在香港交易所上市更具借鉴意义。据香港交易所《主板上市规则》第 7.14 条，介绍上市分以下三种：第一种方式是申请上市的证券已在一家证券交易所上市，争取在另一家交易所上市，或为同一交易所的“转板上市”；第二种方式是“分拆上市”，即发行人的证券由一名上市发行人以实物方式，分派给其股东或另一上市发行人的股东；第三种方式则为换股上市。即由海外发行人发行证券，以交换一名或多名香港上市发行人的证券，而该等香港发行人的上市地位在海外发行人的证券上市的同时将被撤销。

联交所指引信就其证券在上市初期的流通量作出了安排。据该指引，现有持有人所持证券须转拨至发行人的香港过户处后方可在香港交易。该指引下的流通量安排分五个部分：第一是合理估计需求。发行人及其保荐人设计流通量安排时，应合理估计其证券在香港市场的潜在需求，并须表明采纳建议的流通量安排可如何满足有关需求。有关估计可以发行人的证券在海外市场的过往交易数字及预计在本港上市后会增加的交易数字作为基础。第二是指定期间。发行人须建议一段合适的指定期间（“指定期间”），于期内作出有关促进其证券在香港市场流

通量的安排。可被接纳的指定期间一般为由介绍上市首日开市前时段（上午 9 时）起计为期一至三个月。第三是转托管，包括分批和特快转移服务。前者是指于指定期间及之前，按预先指明的批量(以一次或多次方式进行)，将现有证券由海外证券过户处转往香港过户处，以满足预期中香港市场需求的服务。后者指于指定期间及之前，将现有证券由海外证券过户处特快转往香港过户处，而海外证券持有人获豁免或减免收费的服务。若发行人基于时间、成本减省轻微而不认为特快转移服务可于指定期间内有效地促使发行人在香港有足够的证券供应，可省却有关服务，惟须采纳足够的其他措施。第四是委任指定证券交易商（“指定交易商”）提供流通量，指的是委任联交所接纳的指定交易商于指定期间进行套利、过渡、其他交易活动，为证券提供流通量。发行人可委任超过一家指定交易商。发行人若只委任一家指定交易商，应委任一家替任交易商。第五是投资者教育及公告。发行人应有足够安排知会香港及海外市场的投资大众有关证券过户程序及证券在香港市场流通的安排。

（三）小结

香港交易所对境外发行人存量股份在境外上市并没有特别限制，仅要求其在香港设置股东名册，进行股份过户登记，甚至不进行公开发行的发行人还可通过介绍上市方式将其股份在香港交易所上市。究其原因，香港作为国际金融中心，不存在外汇管制问题，对境外发行人存量股份来港上市持欢迎态度。

四、红筹企业存量股份上市重点关注问题

（一）红筹企业存量股份上市的登记存管

红筹企业存量股份上市在法律上不存在障碍，但由于存量股份为红筹企业在境外发行的股份，其登记存管安排与境内公司存量股份、红筹企业在境内公开发行股份可能存在一定差异。

根据红筹企业是否在境外办理集中登记存管，可区分为以下两种情形：一是红筹公司尚未在境外办理集中登记存管的，可直接向中国结算提供原始股东持股明细、证券发行人首次公开发行前股本结构等信息，由中国结算为其办理登记存管，向红筹企业提供证券登记证明、全体持有人名册。二是红筹公司已在境外办理集中登记存管，则可参照香港交易所介绍上市制度中初始流动性建立中的转存管安排，将现有证券由海外证券过户处转往中国结算处，由中国结算向红筹企业提供证券登记证明、全体持有人名册。目前，中国结算对境外发行人股份登记存管规定尚空白，未来需对红筹公司相关条件、程序明确。

登记存管完成后，红筹企业可向交易所提出股票上市申请。交易所根据相关规则审核，作出是否同意上市的决定。

（二）境外投资者开立证券账户

境外存量股份在境内登记、存管、上市后，红筹公司存量股东应当向中国结算申请开立证券账户，持有在境内上市的存量股份。由于红筹公司存量股东可能包含外国人，因此不可避免的要涉及境外投资者开立证券账户的问题。

2018年8月，证监会修改了《证券登记结算管理办法》，允许外国人开立证券账户，并授权证券登记结算机构制定具体办法报中国证监会批准后实施。据此，中国结算制定了《关于符合条件的外籍人员开立A股证券账户有关事项的通知》，对在境内工作的外籍人员及在境外工作的境内上市公司外籍员工因参与股权激励计划开立A股账户事项作了规定。目前，中国结算对红筹企业存量股东开户问题尚未明确，需出台专门规定。

（三）其他须重点关注问题

除红筹公司存量股份登记存管外，还有两个问题值得关注：

一是存量证券的限售问题。《公司法》第一百四十一条规定，公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。红筹公司作为外国公司不能直接适用上述规定。但考虑到红筹公司与境内公司一样，同时申请全部股份在境内交易所上市，为实现红筹与境内公司平等待遇，避免存量股份同首发股份一并上市对二级市场价格造成冲击，红筹公司应比照境内公司遵守《公司法》。此外红筹公司存量股东也应遵守证监会及交易所关于股份承诺限售的规定。

二是外汇管制问题。红筹企业存量股票在境内上市老股东在境内证券市场减持其所持有的存量股份，可能导致资金外流。在目前情况下，可以考虑由证监会协调外汇管理部门出台有关红筹企业境外股东外汇管理规定，针对性地采取调整汇出额度、期限的方式控制存量股东将减持资金汇至境外。（摘编：黄玲）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：黄玲， 校对：张冯彬)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市服务中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路500号33楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构