

# 紅籌回歸內地實現多重價值

副資，在形式上與在港紅籌企業構成慣例企業，因而與典型的紅籌股回歸具有較大差異。



## 企業管治



近日，因上海證券交易所理事長公開表示，爭取在近期內實現香港紅籌股在上市所直接上市，以及去年底證監會主席尚福林提出繼續推動境外上市公司發行A股，一時之間，紅籌股回歸內地資本市場發行A股成為一大熱點。更有報道透露，紅籌股直接上市回歸A股的最快時間大約在六月前後，並將按照「先試點、後鋪開」，先「紅籌國企、再紅籌民企」的原則進行，而此前呼聲較高CDR模式則已基本被否決。

## 紅籌採「聯通模式」更適合

按照恒生指數服務公司的界定，紅籌股是指在中國境外註冊，而股東權益的大部分直接來自內地的香港上市公司。實際操作中，擬上市企業先在海外離岸金融中心註冊設立控股公司，然後該海外控股公司以外資身份併購國內公司資產或者股權，最終以境外公司實現在境外上市。據不完全統計，截至今年一月底，共有八十五家中資紅籌股公司在香港主板上市，總市值近三萬億港元，其中中海油(0933)、中國

移動(0941)、中國網通(0909)等三家公司即佔了紅籌總市值六成以上，連這三家公司在內的眾多國企紅籌股已紛紛表示有意回歸A股。

根據內地《公司法》第二條規定，「本法所稱公司是指依照本法在中國境內設立的有限責任公司和股份有限公司」，即以註冊地為標準，內地公司法及證券法只適用於內地公司。因此紅籌公司作為境外公司直接發行A股仍有明顯法律障礙。所以，目前紅籌公司發行A股主要採用兩種模式：一種是紅籌公司國內母公司A股上市，因中國聯通首先採用，而被稱為「聯通模式」；另一種是紅籌公司將國內子公司改組上市，有將國內子公司直接申請公開發行上市的，也有通過收購國內上市公司來直接控制境內上市公司。

從現有情況看，紅籌股公司的「回歸」採用「聯通模式」更為適合，這一模式的關鍵環節是在內地設立一個純粹以控股為目的的殼公司，該殼公司是發行A股的主體，但募集的資金用來購買母公司持有的境外上市公司的股權，從而成為持有紅籌公司股權的「母公司」。這種殼公司的設計，目的即是符合內地法律關於上市公司須境內註冊的規定，從而進行A股上市籌資。這種模式下，雖然經營性資產沒有任何實質性的改變，但無疑增加了公司管控結構，增大了交易成本。

## 3G加速紅籌回歸

在內地，金融股佔上市所一半市值以上的背景下，為避免單一行業波動產生的系統性風險，內地極須引入其他行業的藍籌公司，以分散股指影響因素，提高市場穩定性。除去市值過萬億的中國石油外，佔了三萬億紅籌股總市值近一半，中國移動的回歸就成為不得不完成的任務，加上同為紅籌股的中國網通，組成了一個不能回避的電訊業板塊。而在3G即將發放牌照的背景下，幾家電訊運營商都具有巨大的融資需求，利用這個時機，實現紅籌股回歸A股，則可以一舉數得，實現多重價值。

在電訊業兩大公司和中海油之外，國企紅籌公司主要還有兩種：一是在港中資企業發起上市的公司，如招商局國際、華潤創業、中保國際等；二是各地方政府的視窗企業，如粵海投資、北京控股、天津發展等。這兩類企業從自身長遠發展看，也具有到內地融資的必要，但是考慮到這些企業一般都是自身集團內部的一部分業務的分拆上市，因此，其集團層面，可以採用將國內子公司改組上市的方式，實現A股

人民幣不可自由兌換，使目前只有紅籌公司或者其他在內地有大量業務運營的公司，才會選擇在內地發行股票，所得人民幣資金即可直接用於內地經營，而毋須兌換成其他貨幣。同樣，內地公司仍有需要到港上市，以獲得進行國際經營所需的可自由兌換貨幣，或者說，在人民幣實現完全自由兌換前，來港上市對國內企業仍有不可替代價值。尤其是對於內地大量私有企業，來港上市雖然成本較高，卻可獲得較高的內地更高的股權流動性和股權保護，而內地主要行業的國有企業基本已實現公開上市，因而未來內地私有企業或將成為來港上市主力。

紅籌企業回歸內地直接上市可以緩解內地外匯儲備過多的壓力外，紅籌企業回歸對於內地股票市場發展來說也有諸多好處：第一，能提高市場中藍籌公司比例，增強市場流通性，吸引更多投資者，尤其是機構投資者參與；第二，紅籌企業的平均經營水準比A股市場要高，紅籌回歸有利於提升A股市場上市公司的整體經營水準；第三，這些公司長期在境外市場監管下運營，公司管治水平較高，可以帶動內地上市公司管治發展。另外，由於紅籌公司實質是境外註冊的公司，她們在中國資本市場直接上市，將為未來外資企業在中國境內上市提供了一定的範本參考作用。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授  
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生



紅籌發行A股模式之一，是紅籌公司國內母公司A股上市，聯通首先採用此模式。