

独角兽、法律周期论与民族国家建构

红筹企业中国存托凭证 制度的初步研究

唐应茂*

摘要 借鉴美国耶鲁法学院蔡美尔教授种族法理论,参考其对发展中国家外商投资法领域出现的“市场化—国有化—市场化”历史怪圈现象及其动因的分析,有助于识别中国境外设立的创新企业回归我国资本市场并跨境发行存托凭证规则(《创新企业回归 A 股规则》)存在的核心问题。我国法律对创新企业存在“支持—限制—支持”的历史怪圈,其背后动因在于中国境内企业与带有外资身份的创新企业在争取境内外上市资源过程中产生的张力。更进一步讲,《创新企业回归 A 股规则》将带来境内企业与创新企业的直接对立,并将延续境内资本市场一直存在的大企业和小企业之间的紧张关系,存在针对创新企业的新一轮限制的可能性。

关键词 中国存托凭证 创新企业 法律周期 国有化 国际证券法

一、引言:问题和文献

阿里、腾讯、百度都是在中国境外设立的企业。允许境外设立企业到境内 A 股市场发行证券,这是中国资本市场对外开放的里程碑事件,也是国际证券法发展历史上的一个重大事件。为此,2018 年上半年,国务院办公厅、中国证监会和沪深两个证券交易所相继发布一系列规则(以下合称“《创新企业回归 A 股规则》”),允许境外创新企业在中国境内发行存托凭证。存托凭证代表该境外创新企业的股票,而前述规则为境外注册创新企业回归 A 股奠定了制度

* 北京大学法学院副教授。

基础。^{〔2〕} 境外注册创新企业回归 A 股,在程序上享受“绿色通道”,不用排队申请,审核速度快;实体上条件宽松,无需遵守上市前连续盈利等要求。^{〔3〕} 同中国境内设立企业相比,境外注册创新企业在各方面都受到优惠待遇。

境外设立的创新企业受到优惠待遇,这是资本市场服务实体经济背景下的偶然事件,还是存在其历史渊源,并非《创新企业回归 A 股规则》所首创? 实际上,中国证监会对创新企业情有独钟,并非始于本次中国存托凭证试点方案的推出。2000 年 6 月,针对民营红筹企业境外上市,中国证监会推出无异议函制度。民营红筹企业境外上市适用无异议函制度,国有红筹企业境外上市适用严格审批制度,两者区别对待。^{〔4〕} 2003 年初,中国证监会取消无异议函制度,民营红筹企业境外上市开启“无障碍时代”。^{〔5〕} 此次拟回归 A 股的百度就是在“无障碍时代”登陆华尔街,成功实现了美国上市。因此,对创新企业区别对待、给予优惠待遇,这是我国证券法发展历史上的重要一页。

但是,追溯我国证券法发展历史,以此论证本轮境外注册创新企业优惠待遇的合理性,这不是本文的重点。本文希望讨论的是,创新企业受到优惠待遇,既然存在历史和现实例子,那么,在历史与现实之间,创新企业是否也曾受到了“非优惠”待遇,甚至不公平或歧视待遇? 如果存在歧视待遇,那么,对创新企业的歧视,连同历史上以及当下的优惠待遇,这才是我国证券法对待创新企业的全部历史。理解历史的全部内容,不管是优惠还是歧视,才能理解我们的当下和未来。

实际上,2006 年 8 月,中国证监会、商务部、外管局等六部委发布《十号文》,增加了特殊目的公司境外上市必须获得中国证监会批准的规定,增加了一系列商务部、外管局的额外审批要

〔2〕 《创新企业回归 A 股规则》内容非常多,主要包括国务院办公厅 2018 年 3 月 22 日发布的《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》(国办发〔2018〕21 号);中国证监会 2018 年 6 月 6 日发布的《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》;上海证券交易所 2018 年 6 月 15 日发布的《上海证券交易所试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》;中国证券登记结算有限公司 2018 年 6 月 15 日发布的《存托凭证登记结算业务规则(试行)》。

〔3〕 比如,我国《证券法》第 13 条规定了在中国境内公开发行股票的条件,包括公司“具备持续盈利能力、财务状况良好”。中国证监会之前发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》第 26 条则将“持续盈利能力”细化为公开发行股票之前的最近三年连续盈利。中国证监会 2018 年 6 月 6 日发布的修改后的《首次公开发行股票并上市管理办法》对第 26 条做了修改,增加第二款,明确规定,“中国证监会根据《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等规定认定的试点企业(以下简称试点企业),可不适用前款第(一)项、第(五)项规定”。这里提到的第(一)项即最近三年连续盈利要求。

〔4〕 红筹企业用来指称注册在中国大陆以外、主要运营在中国大陆境内的企业。根据红筹企业的控股股东性质不同,红筹企业通常分为大红筹和小红筹。大红筹指国有控股的红筹企业,小红筹指民营或个人控股的红筹企业。中国证监会 2018 年 6 月 14 日发布的《创新企业境内发行股票或存托凭证上市后持续监管实施办法(试行)》第 2 条将红筹企业解释为“注册地在境外、主要经营活动在境内的试点创新企业”。从逻辑上来讲,红筹企业并不仅仅包括创新企业,也包括从事传统制造业和其他行业的企业。

〔5〕 冯禹丁、宁南:“11 号文‘惊魂’——一条法规的中国式遭遇”,《商务周刊》2005 年 10 月 22 日,第 30 页。

求,这是当年中国证监会对创新企业境外上市态度发生转折的一个标志性事件。〔6〕这里所谓的特殊目的公司,简单来说,就是类似于百度、腾讯、阿里这类创新企业在开曼群岛、英属维尔京群岛设立的、用于美国或香港上市的壳公司。增加针对中国居民在境外设立特殊目的公司、使用特殊目的公司返程收购中国境内企业、使用特殊目的公司境外上市等一系列审批要求,实际上是试图堵死创新企业境外上市的通道,是一件创新企业“不可能完成的任务”。〔7〕

因此,从《证券法》1998年颁布至今的二十年时间里,我国证券法制度不仅曾经对创新企业提供优惠待遇,也曾试图对其加以限制,甚至给予“歧视”。如果算上本轮对创新企业的优惠待遇,那么,我国证券法对创新企业的态度一波三折,明显存在一个“优惠——歧视——优惠”的历史怪圈。如果这一历史周期论成立,那么,历史周期背后的动因是什么?为什么证券监管机构会在优惠与歧视、支持与限制、爱慕与仇恨的怪圈中反复?在本轮对创新企业的“真爱”过去之后,我们是否应该担心下一个“仇恨”周期的到来?

耶鲁法学院蔡美尔教授(Amy Chua)研究过拉美和东南亚的外商投资法。她曾经提出过类似的法律周期现象。根据她的研究,在这两个区域的相当多国家,自其独立以来就存在排斥、限制甚至驱除外资的国有化运动与鼓励开放、吸引外资的市场化运动交替出现的现象。〔8〕具体而言,拉美从19世纪末开始,东南亚从20世纪四十年代“二战”结束开始,这两个区域的国家通常在实行二三十年鼓励外资的市场化运动之后,必然会出现二三十年限制甚至排斥外资的国有化运动,然后又紧接着出现调整甚至推翻国有化政策的新一轮市场化运动。从法律角度来看,国有化运动既可能表现为政府颁布法律征收外资股份,也可能表现为限制外商投资比例,或者规定强制性的本地人持股比例;而市场化运动则可能表现为修改或废除对外资限制的法律,比如发布允许国有企业的私有化、境外上市的法律。

不过,“市场化——国有化——市场化”的历史周期论并非蔡美尔教授的重点。周期论背后的动因,尤其是种族(ethnicity)在历史周期更替过程中的作用,才是蔡美尔教授的研究重点。根据蔡教授的观点,历史周期的更替,其背后是外资与民资之间存在的张力甚至对立:在张力和对立存在时,这些国家出现国有化运动、排斥外资;当张力缓和时,这些国家出现吸引外资的市场化运动。同时,蔡教授把外资区分为真外资和假外资。她认为,外资中的假外资是这种张力与对立的焦点和导火索。

〔6〕《十号文》全称为《关于外国投资者并购境内企业的规定》,由中国证监会、商务部、国家工商总局、税务总局、国有资产管理委员会、外汇管理局等六部委于2006年8月8日发布。《十号文》于2009年被进一步修订,但本文讨论的相关内容继续得以保留并实行至今。

〔7〕冯禹丁:“红筹上市再遇十号文恐慌”,《商务周刊》2007年4月20日,第63页。

〔8〕蔡美尔教授这方面有代表性文章包括她在1995年和1998年发表的两篇文章。See Amy L. Chua, “Privatization—Nationalization Cycle: The Link between Markets and Ethnicity in Developing Countries”, 95 *Columbia Law Review*, 223 (1995) pp.223—303; Amy L. Chua, “Markets, Democracy, and Ethnicity: Toward a New Paradigm for Law and Development”, 108 *Yale Law Journal* 1(1998), pp.1—108. 蔡美尔教授关于发展中国家国有化和对外开放历史更替的观点,可以追溯到 Albert O. Hirschman 的类似观点。See Albert Hirschman, “Introduction: Political Economics and Possibilism (November 1970)”, in *A Bias for Hope: Essays on Development and Latin America* (Westview 1985) (1971).

所谓的假外资,蔡教授用“境内的外国人”(internal foreigners 或 foreigners within)来加以指代。举例来讲,东南亚国家的华人,就是蔡教授所说的“境内的外国人”。〔9〕从族裔角度来讲,马来西亚的华人并不同于马来西亚本土的土著人(Bumiputra);从国籍来讲,马来西亚的华人也是马来西亚人。从外资开放与市场化运动角度来看,蔡教授发现,在实行吸引外资的市场化运动时,在马来西亚和其他东南亚国家,由于华人勤奋、重视教育等多种原因,对外开放中受益的是华人,而非马来西亚本地人,也不是泰国、印尼的本地族裔。比如,在印尼,华人不到总人口的5%,却控制了70%的国内资本、运营着3/4的200家最大企业;在泰国,华人不到总人口的10%,但控制了泰国的主要行业,包括四大私人银行;在马来西亚,华人占总人口的32%,但控制了制造、采矿、零售和交通业等重要行业。〔10〕因此,开放和市场化带来的红利仅使少数族裔(如华人)受益,由此带来少数族裔(如华人)与当地多数族裔的对立和冲突。在极端情况下,这些国家在排斥、驱逐真外资的国有化运动过程中,同时伴随着出台征收境内少数族裔资产、限制少数族裔发展的法律。从20世纪五十年代开始,东南亚国家不时出现的反华、排华运动,常常与此有关。因此,族裔、种族或广义的身份,成为国内阶层对立的最显著表象;基于族裔、种族或身份的法律,成为阶层对立的制度性结果。

借用蔡教授“境内的外国人”概念,本文希望指出,百度、腾讯、阿里和小米这类创新企业“外洋内中”的身份,它们采用的外国企业身份而实际运营在中国境内的结构,从某种意义上讲,正是蔡教授所指的“境内的外国人”。〔11〕借用蔡教授的逻辑,假外资与本地人之间存在张力甚至冲突,这正是我国证券法对待创新企业的“优惠——歧视——优惠”历史怪圈的动因。当假外资与本地人之间的张力加剧时,我国证券法对创新企业加以限制、甚至排斥;当假外资与本地人之间的张力缓和时,我国证券法对创新企业给予优惠甚至特权。因此,理解历史怪圈的存在,以及历史怪圈背后的动因,不仅有助于理解当下创新企业回归A股的历史脉络,也有助于发现未来我国证券法与创新企业的互动规律。

〔9〕 考虑中文读者习惯,本文仅举东南亚国家的华人作为例子,以说明蔡美尔教授所称在发展中国家广泛存在的种族经济(ethnoeconomics)现象,即少数族裔控制一国经济或在经济方面远超多数族裔的现象。根据蔡教授的研究,类似东南亚国家华人的例子包括柬埔寨的越南人、缅甸的印度人、斯里兰卡的塔米尔人、尼日利亚的艾博人(Ibo)、乌干达的巴甘达人(Baganda)、多米尼亚等中美洲的黎巴嫩人、哈萨克斯坦等中亚国家的俄罗斯人等等。See Amy L. Chua, “Markets, Democracy, and Ethnicity: Toward a New Paradigm for Law and Development”, 108 *Yale Law Journal* 1(1998), pp.21-26.

〔10〕 Amy L. Chua, “Markets, Democracy, and Ethnicity: Toward a New Paradigm for Law and Development”, 108 *Yale Law Journal* 1(1998), p.22.

〔11〕 根据蔡美尔教授的研究,与东南亚不同,拉美由于历史上不同种族普遍通婚,因此,拉美不存在东南亚意义上的华人与马来人、缅甸人与印度人这种种族的区分。但是,蔡美尔教授认为,拉美国家将西班牙后裔的纯血统(pure blood)的精英阶层与混血的一般阶层加以区分,前者通常被视为与外资、外国资本家有密切联系,从而被认为是“内部的外国人”。因此,本文认为,虽然中国居民在中国境内注册的境内企业与境外注册公司在我国设立的境内企业都属于中国法意义上的中国法人,不存在种族、族裔意义上的区别,但是,境外注册创新公司背后存在外资股东,甚至外资大股东(如日本软银持有阿里巴巴超过30%的股权),将境外注册创新公司视为蔡教授意义上的“境内的外国人”,从而使用蔡教授的框架来展开本文的分析是合适的。

二、证券法对创新企业态度变化的历史怪圈

创新企业并无严谨的法律定义。^{〔12〕}一般而言,20世纪末互联网企业的兴起,这是创新企业崛起的标志。从新闻报道来看,本轮存托凭证的潜在发行人,比如2000年在美国上市的网易、2005年在美国上市的百度、1999年成立而2014年在美国上市的阿里巴巴,都是上世纪末开始崛起的互联网企业。从上世纪末1998年《证券法》颁布开始,我国对创新企业境外上市进行规制,到现在已有20年发展历史。本文把这20年分为三个阶段,这三个阶段分别代表了我国证券法律对待创新企业给予支持——限制——再支持,或者优惠——歧视——优惠待遇的三个阶段。^{〔13〕}三个阶段的更替,构成了我国证券法律对创新企业“爱恨交替”历史怪圈的全部内容。

(一)支持时期:1998年至2004年

1998年12月,我国颁布了《证券法》,这是我国监管证券市场的第一部法律。针对中国企业境外上市,该法第29条规定,“境内企业直接或间接在境外发行证券,或者将其证券在境外上市交易,必须经国务院证券监督管理机构批准。”根据该条规定,中国企业到香港、美国等境外上市,需要获得中国证监会批准。实践中,中国企业境外上市主要采取两种方式。第一种方式是“H股”直接上市方式。比如,中石油在中国境内设立上市主体,获得中国证监会批准后,到香港公开发行股票,并在美国和香港两地上市。第二种是采用所谓“红筹”方式间接上市。比如,中国移动在香港设立上市主体,香港上市主体通过大陆子公司实际经营移动通信业务;在获得中国证监会批准后,香港上市主体在香港发行股票,并在美国和香港两地上市。因此,采用“红筹”方式间接上市的中国企业,从形式上来看,在境外上市的企业本身并不是中国企业,而是香港公司、开曼公司这类境外设立的公司。对包括创新企业在内的民营企业而言,虽然他们采用与中国移动类似的结构,在中国境外设立上市主体,上市主体通过中国境内公司开展业务,但中国证监会对其区别对待,并未严格执行批准制度。^{〔14〕}

〔12〕 中国证监会2018年6月14日发布的《创新企业境内发行股票或存托凭证上市后持续监管实施办法(试行)》第2条将创新企业定义为“本办法所称试点创新企业,是指按照《若干意见》规定,经中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)核准公开发行股票或者存托凭证并上市的企业,包括境内注册的试点创新企业(以下简称境内企业)和注册地在境外、主要经营活动在境内的试点创新企业(以下简称红筹企业)”。从前述定义可以看出,该定义只是为了监管便利做出的界定,其界定权在中国证监会手里,但中国证监会并未说明什么样的企业属于“创新”或从事创新业务或模式的企业。

〔13〕 不同文章对不同阶段有不同分类和总结。比如,有文章将本文第一阶段(1998年—2004年)和第二阶段(2005年—2013年)细分为六个阶段,分别是《证监会72号文》颁布之前的“红筹上市宽松时期”“红筹上市的72号文和‘无异议函’时期”“红筹上市的黄金时期”(即取消无异议函后的一段时间)、“红筹上市的‘11号文’和‘29号文’冰封时期”“红筹上市的‘75号文’解冻时期”以及“红筹上市的‘75号文’逆转时期”。参见高旭:“曲折红筹路——红筹上市政府规则的演变过程”,《时代金融》2007年第11期,第73—75页。

〔14〕 一般认为,国有红筹企业境外上市适用《国务院关于进一步加强对在境外发行股票和上市管理的通知》(国发[1997]21号),中国证监会对其实行严格的批准制度。

具体来讲,对包括创新企业在内的民营企业,中国证监会实行的是无异议函制度:律师出具法律意见书,中国证监会审核后出具无异议函,以此区别于针对国有企业境外间接上市的严格审批制度。更重要的是,无异议函仅实行了两年多时间。2003年初,在国务院要求简政放权的大背景下,中国证监会取消无异议函制度,开启了创新企业境外上市的“无障碍时代”。因此,从1998年到2004年近五年的时间来看,中国证监会对创新企业境外上市采取的是区别处理、优惠待遇,甚至完全“放任不管”的态度。

具体来讲,2000年6月9日,中国证监会发布了《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》(以下简称“《证监会72号文》”)。《证监会72号文》设立了无异议函制度,要求中国民营企业向中国证监会提出境外间接上市申请,中国证监会对其进行审核,并在认可后出具无异议函。虽然无异议函本质上是行政许可,但相对而言,无异议函制度对包括创新企业在内的民营企业非常友好。

比如,就数量来讲,对国有企业境外间接上市,中国证监会严格实行审批制度,从1997年发布专门适用于国有企业的《国务院关于加强在境外发行股票和上市管理的通知》起算,中国证监会至今也仅批准过中国移动、中国联通、中海油等屈指可数的几家国企境外间接上市。对中国企业境外直接上市而言,中国证监会首次公布统计数据的2005年数据显示,年年底H股上市公司(即境外直接上市的中国企业)仅有122家,而截至2016年底也不过241家。^[15]然而,从2000年中到2003年初实行无异议函制度不到3年的时间里,中国证监会至少出具过200份无异议函。^[16]也就是说,中国证监会至少审核并认可过200家包括创新企业在内的民营企业境外间接上市。而且,中国证监会的无异议函程序非常有效率,“快的不到1个月,慢的1—2个月,对境外上市流程没有太大影响”。^[17]如此高的审核效率,与近几年国内企业在A股上市,动辄排队两三年简直不可同日而语。

除了程序高效、态度友好以外,更为重要的是,2003年初在国务院精简行政许可的背景下,中国证监会取消了无异议函制度,包括创新企业在内的民营企业境外间接上市进入一段“无障碍时代”“监管真空的阳光大道”时代。^[18]在“无障碍时代”,创新企业境外间接上市,不受任何证券监管机构审批限制。

因此,从1998年《证券法》颁布开始,到2000年6月启动无异议函制度之前的前无异议函时代,到无异议函时代,再到废止无异议函制度后的“无障碍时代”,这五六年的时间是中国证监会对创新企业的“真爱”阶段。所有现在耳熟能详的创新企业,几乎都是在这个阶段实现了

[15] 中国证监会网站:“2006年12月统计数据”(该网站显示最新统计数据),http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306204/zqscy/201703/t20170308_313308.htm,最后访问日期:2019年3月1日。

[16] 参见孙立:“对‘无异议函’时代的分析报告”,《金融法苑》2003年第5期,第81页。

[17] 同上注,第84页。

[18] 《证监会72号文》的目的是防止国有资产损失、实行行业准入控制和保护香港投资人利益。取消《证监会72号文》的原因主要在于境外上市项目数量多,中国证监会工作量加大,导致审核效率大大降低,由此引起香港证券界人士不满并呼吁中国证监会取消无异议函制度;保护香港和境外投资者利益不是中国证监会监管目标;无异议函制度在保护国有资产流失方面作用有限。参见孙立,见前注[15],第85—87页。

境外间接上市。比如,腾讯在2004年6月的“无障碍时代”完成了在香港的间接上市;新浪(2000年4月)、网易(2000年6月)都是在无异议函制度尚未正式实施之前完成了在美国的间接上市。百度虽然是2005年8月实现在美国的间接上市,但是,从下文讨论可以看出,百度是在“爱恨交替”的过渡时期完成的境外上市,其百度境外上市时针对创新企业的限制规定尚未完全落地。从这个角度看,百度在美国间接上市,也可以看作是1998年到2004年这一期间完成的。

(二)限制时期:2005年至2013年

2006年8月,中国证监会、商务部、外管局等六部委发布了《关于外国投资者并购境内企业的规定》(以下简称“《十号文》”),这是中国证监会对创新企业态度改变的一个标志性事件。《十号文》创造了“特殊目的公司”这一概念,围绕中国企业和个人在境外设立特殊目的公司、特殊目的公司返程收购中国境内企业,特殊目的公司在境外上市等等环节设置了一系列审批要求,包括中国证监会审批要求,大大加强了对中国企业境外间接上市的监管力度。

比如,《十号文》第40条规定,“特殊目的公司境外上市交易应经国务院证券监督管理机构批准”。换句话讲,如果马云在开曼设立公司,准备未来以开曼公司为上市主体在美国上市,那么,从理论上讲,开曼公司在美国上市需要中国证监会审批。与特殊目的公司相关的境外设立、返程收购、境外注资等环节,《十号文》也规定了额外的审批要求。^[19] 不过,从官方态度来看,不管是中国证监会,还是商务部,都强调《十号文》只是之前法律规定和监管政策的延续。比如,根据媒体报道,中国证监会官员强调上述第40条规定与《证券法》规定境外间接上市需要证监会批准之间的渊源关系。^[20] 但是,将该条的批准要求与无异议函制度比较,将该条规定与无异议函制度废除之后“无障碍时代”的监管态度相比,《十号文》体现的监管态度明显转变,这是非常清晰的。

实际上,2006年8月《十号文》的出台,其背景可以追溯到2005年外管局连续出台又相继废止的两个文件,这是当时政府对包括创新企业境外间接上市否定态度的集中反应。具体而言,2005年1月和4月,国家外管局相继出台了两份文件,俗称“《外管11号文》”和“《外管25号文》”。^[21] 外管局发布的这两个文件与《十号文》的思路完全一致,都要求实行严格审批制

[19] 比如,《十号文》第42条规定,境内公司在境外设立特殊目的公司,应向商务部申请办理核准手续。《十号文》第44条规定了特殊目的公司境外上市融资收入调回境内的外汇披露和审批要求。讨论《十号文》审批要求高对中国企业境外间接上市影响的文章非常多,不同时期有代表性的文章参见,傅明:“六部委新规影响红筹上市”,《上海国资》2006年第9期,第77页;冯禹丁:“红筹上市再遇‘十号文’恐慌”,《商务周刊》2007年4月20日,第60—63页;温先涛:“话说十号令——兼论一个体制的终结与新生”,《中国法律评论》2016年第1期,第222—227页。

[20] 冯禹丁:“红筹上市再遇‘十号文’恐慌”,《商务周刊》2007年4月20日,第63页(“中国证监会国际合作部副主任刘李胜表示,境内企业直接或者间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易,必须经证监会批准,这是《证券法》第238条规定的。”)。该官员提到的2005年修订的《证券法》第238条即1998年版《证券法》第29条。

[21] 《外管11号文》全名为《国家外管局关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》;《外管25号文》全名为《关于境内居民个人境外投资登记和外资并购外汇登记有关问题的通知》。

度,要求中国企业(个人)设立境外企业、境外企业返程收购境内企业等环节获得政府审批。只不过,由于外管局只能管外汇进出境,外管局两份文件审批强调的是外管局的审批,而不是《十号文》涉及的多个部委审批。外管局这两份文件一经发布,就受到了境内企业和境外投资者的广泛质疑。迫于境内外压力,外管局很快废除了这两个文件。取而代之的是外管局在2005年底发布的《外管75号文》。^[22]《外管75号文》采用了登记而不是审批的办法,监管态度相对温和,且一直实行至今。^[23]

不管是2005年外管局发布的三个文件,还是2006年《十号文》,政府对创新企业监管态度的转变,其背景都在于对这些企业带来中国境内资产转移、财富流失、内资外流等问题的顾虑。^[24]从政府的逻辑来看,如果一家互联网企业的创始人到开曼设立一个壳公司,然后通过壳公司收购自己在中国境内的企业,这是一个创始人“左手倒右手”的交易,收购价格可以由创始人任意压低,由此造成创始人在境内控制的企业被低价转让给创始人在开曼设立的公司,因此带来中国财富流失、内资外流。更有甚者,如果境内企业涉及国有资产,那么,这还会带来国有资产流失,甚至影响国家金融安全和经济安全。根据当时媒体报道,上述观点引起了时任总理和副总理关注,并批示给外管局和中国证监会,要求金融监管部门尽快提出办法解决。^[25]2005年外管局的系列文件、2006年《十号文》的出台都源于此。

这一系列文件对创新企业境外上市的杀伤力巨大,从一开始就受到业内人士的激烈批评,直到现在也没有完全平息。比如,有业内人士把2005年《外管11号文》称为“明朝的海禁、清朝的闭关和计划经济的统购统销”,认为其效果是直接关闭了中国创新企业境外融资的大门。^[26]《十号文》颁布十年之后,2016年商务部官员还撰文批评,认为“根据10号令(即本文所称《十号文》),境内民营企业海外融资的政策环境是否宽松,完全掌握在规章制定部门审批机关手中”,“单凭这一条(即前述《十号文》第40条),证监会就可以否决任一通过特殊目的公司的境外上市交易”。^[27]

[22] 《外管75号文》全名为《国家外汇管理局关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》。

[23] 2014年7月15日,国家外管局发布《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》(业内俗称《外管37号文》),取代《外管75号文》。但是,《外管37号文》完全延续了《外管75号文》的做法。

[24] 冯禹丁等,见前注[4],第30页(“我们出台文件的出发点就是防范资产转移、财富流失。”上述11号文的起草人谈起11号文的出台背景时一连用了三个“没有”;“没有一个国家的政府会允许自己国内的企业大规模有秩序地变成境外的企业,没有一个国家会允许本国企业大规模向其他国家迁册(企业更改注册地址),没有一个国家对这种离岸岛作为外资来源地如此集中的情况不设防”);傅明,见前注[18],第78页(“出于防止内资外流、国有资产流失,以及维护国家经济安全等因素,对于红筹上市,国家一直都是采取严格监管的态度。在此问题上《规定》(指《十号文》)更是加强了对红筹上市的监管力度”)。

[25] 冯禹丁等,见前注[4],第29页(“梅(新育)的研究报告在2004年年中引起了国务院的注意,温家宝总理分别给央行行长周小川和中国银监会主席刘明康作了批示,黄菊副总理则批示给前国家外汇管理局局长郭树清和中国证监会主席尚福林,要求金融管理部门尽快洽商提出解决办法”)。

[26] 冯禹丁等,见前注[4],第26页。

[27] 温先涛,见前注[18],第224页。

因此,《十号文》颁布之后,不仅当时就为人诟病,认为其阻碍了创新企业境外上市通道,而且从事实上看,直到现在中国证监会也没有根据该文审批过一单中国企业境外间接上市的先例。比如,《十号文》颁布后不久,媒体就报道,“一位 VC 人士告诉《商务周刊》,2006 年 9 月,证监会公布的境内企业申请间接境外上市须提交的 26 类申请材料,业内人士大多认为,要备齐这 26 类文件简直是一件‘不可能的任务’”;“几十家企业递上去申报材料后商务部没有明确表态说不批,但也不批下来,这些企业根本无法从商务部知道红筹获批的具体流程和条件。”^[28]2016 年,前述商务部官员也撰文称,“按照 10 号令所指引的境内企业间接境外上市路径,鲜有成功案例”,“如果一项制度 9 年未曾实施,至少不能算作一项成功的制度设计”。^[29]

(三)再支持时期:2014 年至今(2018 年)

2018 年上半年,我国发布《创新企业回归 A 股规则》,证券法对创新企业的青睐达到顶点。《创新企业回归 A 股规则》既适用于境内注册企业,也适用于境外注册企业,但主要针对的是境外注册企业,也就是像阿里、百度、腾讯这样设立在境外但运营在中国境内的创新企业。根据《十号文》的规定,采用这样“外洋内中”公司结构的创新企业,它们到境外间接上市需要获得中国证监会批准。在《创新企业回归 A 股规则》的背景下,中国证监会不仅不再提及“特殊目的公司”境外上市需要其批准,而且还进一步对它们开放了境内资本市场的大门,允许它们到中国发行存托凭证并在沪深两大交易所上市。一方面,这可以看作是对已经完成境外间接上市的创新企业“既往不咎”。另一方面,对继续采用“特殊目的公司”实现境外间接上市的创新企业,这也可以看作是中国证监会支持态度的表现。也就是说,中国证监会不再纠结《十号文》的批准要求应当如何执行。

实际上,《创新企业回归 A 股规则》所显示的政策转向,可以追溯到 2014 年以来证券法对创新企业态度的转变。本文将 2014 年作为证券法对创新企业态度转变的起点,可以从 2013 年以来一系列举措看出端倪。比如,在 2013 年党的十八届三中全会要求推行股票发行注册制的背景下,2014 年中国证监会紧锣密鼓开展对《证券法》的修订。2015 年提交全国人大常委会审议的《证券法》修正案规定,中国企业境外间接上市,中国证监会实行备案制,不再实行批准制。^[30]《证券法》修正案至今未能生效,但是,《证券法》修改稿所体现的对创新企业境外上市的支持态度,也非常清楚的反映在中国证监会、商务部等部委同时期的一系列规范性文件和法律草案中。

具体来讲,2014 年 9 月,在大连夏季达沃斯论坛上,李克强总理提出要推动“大众创业、万众创新”。^[31]同月,阿里巴巴在美国成功上市,融资超过 250 亿美元,成为迄今为止全世界最

[28] 冯禹丁,见前注[19],第 63 页。

[29] 温先涛,见前注[18],第 225 页

[30] 证券时报网:“一文读懂《证券法》修订草案 10 大看点”,<http://kuaixun.stcn.com/2015/0420/12185347.shtml>,最后访问日期:2019 年 3 月 1 日。

[31] 新华网:“李克强力推‘大众创业、万众创新’”,http://www.gov.cn/xinwen/2015-09/10/content_2928395.htm,最后访问日期:2019 年 3 月 1 日。

大的首次公开发行。在中央的督促下,在阿里巴巴这样创新企业在全世界成功范例的激励下,2015年6月,中国证监会时任主席肖钢在陆家嘴论坛中提出,“针对当前我国资本市场服务科技创新的能力不足、市场体系不健全、包容度和覆盖面不够的问题,必须加快健全适应创新创业的多层次资本市场体系”,“要加快建立广覆盖、多渠道、低成本、高效率、严监管的多层次股权市场,推动产品创新、业务创新和服务创新,全面增强服务创新型、创业型、成长型企业的能力。进一步壮大主板、中小企业板市场。推进交易所市场内部分层,在上交所设立战略新兴板,与创业板市场错位发展、适当竞争”。^[32]

又比如,2015年,商务部公布了《外商投资法(草案)》。针对《十号文》对“特殊目的公司”境外设立、返程投资、境外上市步步要求审批,对中国人控制的“假外资”企业层层设防的态度,《外商投资法(草案)》创设了“中国人控制”这一概念,对于中国人控制的境外实体,包括“特殊目的公司”,《外商投资法(草案)》将其认定为中国公司,而不是外资企业。如果被认定为中资企业,那么,它们返程收购境内中资企业,就属于中资企业收购中资企业,既不需要遵守对外商投资的行业限制要求,也不需要获得商务部的审批。^[33] 换句话讲,百度虽然是开曼公司,只要李彦宏仍然是中国人,只要李彦宏能够控制开曼公司,那么,百度就被视为中资企业,而不是外资企业,也不再被称为假外资。

尽管上交所战略新兴版已经成为历史,尽管《外商投资法》《证券法》修订案仍然是草案,且《外商投资法》草案的内容在不断变化,但是,2014年以来中国证监会对创新企业的支持态度、其他政府机构对创新企业的支持态度一直延续至今。有了这一系列“铺垫”,《创新企业回归A股规则》才不再纠结创新企业普遍采用的协议控制安排(VIE结构)是否合法,而仅仅要求创新企业在招股说明书中详细披露即可。^[34] 在国务院发文、中国证监会出台一系列规章、交易所和登记机构全面配合的态势下,证券法对创新企业的态度几乎是一百八十度大转弯,很少再出现认为创新企业转移境内资产、助长官员腐败,乃至危害国家金融安全、危害国家经济安全的指责之声。

[32] 肖钢:“培育‘三创’的资本市场机制”,《人民日报》2015年6月29日,第005版。

[33] 参见周思雨:“《中华人民共和国外国投资法(草案)》对VIE架构的影响”,《人民法治》2016年第6期,第76页(“中国投资者实际控制的公司在投资时不受特别管理措施目录的准入限制,而红筹模式中境外实体多被中国投资者实际控制,因而其入境开展关联并购似乎也将不再需要接受商务部审查,因其并不算境内资产流失,进而一律纳入草案的监管体系。同时这也意味着红筹模式上市将被松绑,VIE架构产生的又一重要因素可能瓦解”);柴柯南:“论《外国投资法》(草案征求意见稿)对‘协议控制’架构的影响”,《南方金融》2015年第6期,第95页(“而草案依据‘注册地说’对外国投资者予以定义的同时,还引入了‘实际控制’(类似‘资本控制说’)的标准(民事涉外关系法)——这种界定方式使得VIE架构中的离岸部分返程投资可申请视为中国投资者的投资,从而免去繁琐的审查”)。

[34] 国务院办公厅2018年3月22日转发的中国证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》第5条(“存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的,应于首次公开发行时,在招股说明书等公开发行人文件显著位置充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息”)。

三、“支持—限制—支持”历史怪圈的动因

我国证券法对待创新企业的态度,从支持到限制再到支持,从优惠到歧视再到优惠,这其中的动因是什么?蔡美尔教授认为,在内资与外资存在张力的背景下,“内部的外国人”与本地族裔的张力和对立,这是拉美和东南亚市场化与国有化历史怪圈的动因。从流程来讲,创新企业完成境外上市,然后用募集到的外汇资金向中国境内企业注资。从外商投资法角度来看,由于创新企业的身份是开曼公司、香港公司或其他中国境外注册的公司,创新企业从境外向中国境内子公司的注资是典型的外商投资行为。但是,由于创新企业的创始人、控制人同通常具有中国人身份,因此,被视为外资的创新企业与可口可乐、戴姆勒奔驰这样的真外资又存在本质不同。从这个意义上讲,创新企业通常就是蔡教授所谓的“内部的外部人”,或者本文所称的假外资。从证券法角度来看,中国本土企业从中国境内资本市场融资,创新企业从境外资本市场融资,这两种不同融资模式的张力甚至对立,正是我国证券法对创新企业“爱恨交替”历史怪圈的主要动因。

(一)从支持到限制:2006年《十号文》及2005年外管局文件的背景

中国证券法对创新企业的态度,2005年是一个转折点。2000年,新浪、网易、搜狐三大互联网门户网站登陆美国华尔街,张朝阳、王志东成为当时的中国互联网英雄。但在短短几年时间里,为什么创新企业成为转移境内资产、危害国家金融安全、危害国家经济安全的“恶魔”?从中国本土企业与“假外资”之间的张力来看,从国内A股融资与境外股市融资两种模式之间的张力来看,这种张力在2004年左右达到紧绷状态,从而催生了2005年外管局一系列文件的出台,以及之后2006年《十号文》的发布。

在上个世纪九十年代,国内A股实行带有很强计划经济色彩的上市额度分配制。本世纪初,国内A股首次公开发行的审核采用开始依赖券商自主能力、带有一定市场化色彩的通道制,并于2004年向目前仍在实行的、进一步市场化的保荐制过渡。但是,不管哪种制度,中小企业、创新企业都与当时的A股市场无缘。在当时,创业板、中小企业板和新三板尚未开通,A股市场以及H股市场(中国企业境外直接上市)的主角仍然是中石油、中国电信、建设银行这样的国有大企业,A股市场被称为“国企俱乐部”。^[35]与此相对,中国证监会无异议函时代的宽松监管态度,前无异议函时代和后无异议函时代几乎完全放任的态度,让创新企业境外间接上市成为当年的时尚。中国本土企业境内股市融资渠道受限,但“改头换面”成为假外资之后的境外股市融资渠道畅通,这种境内企业与假外资、创新企业之间的张力,境内企业对假外资的羡慕嫉妒恨,成为2005年外管局一系列文件出台的直接动因。

比如,2005年初《外管局十一号文》出台之后,媒体采访了负责起草该文件的外管局官员。根据该外管局官员的观点,中国创业者到境外设立特殊目的公司,通过境外特殊目的公司收购自己境内资产,然后推动境外特殊目的公司在境外融资和上市,这种红筹模式目前处于“乱七

[35] 李肃:“10号文堵死了民企海外上市路”,《中国企业家》2013年2月,第61页。

八糟的混乱状态”，这种模式“是很不公平的，不管是对中资VC(风险投资)的成长来讲，还是对民营企业外资化过程中遵纪守法的企业来讲，还有国内的证券市场，都是不公平的”。^[36]

该官员提到创新企业采用的红筹模式对国内证券市场很不公平，这就是本文所说的境内企业与假外资、创新企业之间的张力。在同一记者针对2006年《十号文》撰写的另一篇文章中，记者也采访了外管局官员，而该官员对这种不公平的解释更加清楚。根据记者的引述，该外管局官员指出，“哪家企业不想变成外资企业然后在境外上市？但现在两家企业本来处干同一起跑线上，胆子大的就走了这条路，胆子小的就只能在国内A股上市，形成老实人吃亏，胆子大占便宜。我们不能鼓励这种不公平，而要规范资本流出的秩序，民营企业不管胆子大的小的，只要符合规则都可以海外上市，公开透明大家一起来做”，“十号文也延续了这一精神”。^[37]

因此，境内上市和境外上市两个渠道，一个受到严格审批，另一个完全放任不管，一个是“国企俱乐部”，另一个是“民企快速通道”。当受到外部因素如领导批示的影响下，这种张力被迅速放大。假外资这样最容易被识别的身份特征，其行为迅速被贴上道德化标签，被认为“胆大”，其收购定价行为被认为存在“黑箱操作”，其模式被认为是帮助腐败分子、不良商人侵吞公共资产的渠道，乃至被认为总体危害了国家金融安全和经济安全。在道德化、妖魔化创新企业的同时，《十号文》等限制假外资的一系列身份型证券法规得以出台，完成了对创新企业由爱到恨、从支持到限制态度的迅速转变。

(二)从限制到再支持：2018年《创新企业回归A股规则》的背景

境内上市和境外上市两个渠道的差异，中国本土企业和假外资之间的张力，到2018年《创新企业回归A股规则》出台的时候，已经得到大大缓解，这是《创新企业回归A股规则》的大背景。比如，中国证监会2003年推出中小企业板，作为推出创业板的前奏；创业板2009年正式推出，为中国本土中小企业提供了相对宽松的股票融资渠道。在2018年上半年约3500家A股上市公司中，中小企业板和创业板挂牌的上市公司已经接近一半。^[38]此外，2013年，中国证监会推出新三板，在短短几年时间里，新三板挂牌公司已经超过1万家。^[39]因此，A股市场的生态已经发生了很大变化，已经不再是“国企俱乐部”，对中国本土创新企业来讲也不再高不可及。

[36] 冯禹丁等，见前注[4]，第35页。

[37] 冯禹丁，见前注[19]，第62页。

[38] 截至2019年2月28日，深证证券交易所创业板上市公司744家，中小企业板上市公司927家，而主板上市公司473家；而上海证券交易所主板上市公司1462家。因此，两个交易所上市公司共计3606家，而创业板和上市板上市公司为1671家，约占46%。前述数据来源于深圳证券交易所网站(<http://www.szse.cn>)和上海证券交易所网站(<http://www.sse.com.cn>)，最后访问日期：2019年3月1日。

[39] 截至2019年2月28日，在全国中小企业股份转让系统(即新三板)挂牌转让的企业为10446家。前述数据来源于全国中小企业股份转让系统网站(<http://www.neeq.com.cn>)，最后访问日期：2019年3月1日。

与此相对,由于《十号文》等一系列文件的限制,创新企业境外间接上市速度放缓。另一方面,2010年之后,美国股市出现“中概股”危机,部分中国企业因财务造假在美国遭遇调查和民事诉讼。多个因素叠加,造成中国企业境外间接上市速度放慢。与中国本土企业在A股“大跃进”式的上市速度相比,包括创新企业在内的中国民营企业在境外间接上市速度放缓。因此,境外间接上市已经不再是创新企业的唯一选择。2005年左右出现的境内企业和假外资之间的张力甚至冲突,在这一个时期几乎完全消失。

但是,国内A股市场的狂飙突进,不仅一度出现了七八百家企业排队申请IPO的“堰塞湖”现象,影响了创新企业通过国内市场股票融资的效率,更为重要的是,在1500多家中小板、创业板企业当中,在超过1万家的新三板挂牌企业中,并没有出现百度、腾讯和阿里巴巴这样可以和谷歌、苹果、脸书等竞争的世界级互联网企业。虽然中小板、创业板推出的时间不长,要求中国A股市场出现百度、腾讯和阿里巴巴这样的世界级企业,似乎有点苛求。但是,百度、腾讯在境外上市的时间也不长,阿里巴巴第一次香港上市是2007年,与中小板、创业板推出的时间相隔并不远。

在本文看来,2014年“大众创业、万众创新”口号的提出,在很大程度上是对境外间接上市模式的肯定,是对以阿里巴巴、腾讯、百度为代表的境外上市企业创新成功的肯定。与此相对,被誉为创业板第一股的“乐视网”,不仅上市后就深陷发行审核受贿丑闻困扰,从而让民众对中国证监会发行审核制度本身产生质疑,而且其业务从2016年开始迅速下滑直到最终被其他公司收购,这也直接促成了监管层对创新企业态度的反思。比如,2018年两会期间,深交所总经理在接受记者采访时提到,“虽然近几年来直接融资比重有增长,但与国家战略相比还有差距,更加突出的短板在于对新经济的支持,比如没有服务腾讯让其在深交所上市,我们就在反思自己的制度问题。”〔40〕

又比如,2018年两会期间,部分人大代表批评A股制度对创新企业的种种不友好,认为:

当下国内对创新型企业上市的支持力度并不够,主要体现在:第一,创新型企业没有优先“绿色通道”可享受,在排队时间和审批环节没有体现出对其政策倾斜;第二,发行政策对创新型企业上市包容性和容忍度不够,依然刚性要求实现连续及较高盈利、依然刚性要求同股同权、依然对发行市盈率“一刀切”;第三,配套退市制度执行不力,优胜劣汰机制尚待完善,没有更好发挥监管应有作用;第四,没有考虑到投资创新型企业资本的特殊性和风险较大的特点,没有对其追求高回报提供机制补偿,对上市后减持和退出管得太死,严重影响其投资积极性。以上种种制度安排层面的限制与瑕疵导致许多创新型企业只能转而绕道海外上市。〔41〕

因此,在上一个阶段我们看到的国内企业与假外资之间的紧张对立,证券监管机构对假外资的负面道德评价,随着中小企业板、创业板和新三板的推出,随着阿里、腾讯等境外上市企业

〔40〕 王峥:“全国政协委员傅军:为吸引下一个腾讯和阿里巴巴 A 股应加大对创新型企业上市的支持力度”,《证券日报》2018年3月6日,第C02版。

〔41〕 同上注。

的成功,都在这一个阶段大大得到缓解或被淡化。在这一阶段,不仅两者的对立得到缓解,对创新企业的妖魔化负面评价也被创新的标签所取代,而与之相连的一系列限制假外资的规则,包括特殊目的公司境外上市审批规则、对创新企业普遍采用的协议安排(VIE结构)的歧视、对创新企业视为生命的控制权安排和股权激励安排,或者在实践中加以淡化,或者以披露的逻辑来取代实质的审查。

四、下一个限制周期到来的可能性

如果证券法对创新企业“优惠——歧视——优惠”的历史怪圈确实存在,如果这一历史怪圈背后的动因在于国内企业与创新企业之间的张力甚至对立,那么,我们是否应该担心下一个歧视或者仇恨周期的到来?在本文看来,国内企业与创新企业之间的张力依然存在。一方面,这种张力表现为内资和外资之间的张力,其性质与以往张力性质不同,且双方对立更为直接。另一方面,这种张力表现为大企业与小企业的对立,延续了A股一直存在的大小企业之间的紧张关系。下一轮“依然恨你”周期到来,仍然存在潜在的可能性。

(一)国内企业与境外企业的直接对立

从法律形式来讲,创新企业属于境外企业。腾讯、阿里、百度都是开曼公司。《创新企业回归A股规则》本质上是资本市场开放措施。它允许开曼公司,以及其他境外企业到中国境内发行证券,允许境外企业发行的证券在中国境内上市,这属于跨境证券发行和上市法律规制的范畴。从国际证券法角度来看,从1998年起,国际证监会组织发布过有关企业跨境上市披露原则等一系列文件,《创新企业回归A股规则》属于规范企业跨境上市的国际法文件范畴。^[42]从国内法角度看,针对境外企业跨境证券发行和上市,欧盟、美国都发布过专门的国内法律规范,《创新企业回归A股规则》属于这类国内证券法规范的范畴。^[43]《创新企业回归A股规

[42] 国际证监会组织发布的相关规范性文件主要包括 International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers, IOSCO (September, 1998) (以下简称“《国际证监会跨境上市披露标准》”)以及 Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities (Final Report), IOSCO (February, 2010). 两个文件来源于国际证监会组织网站 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf> 和 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>, 最后访问日期:2019年3月1日。

[43] 比如,欧盟代表性法律是2013年发布的招股书指令,英文名为 DIRECTIVE 2003/71/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0071&from=EN>, 最后访问日期:2019年3月1日。针对外国私营发行人(foreign private issuer),美国证监会发布了一系列单独规则,包括适用于外国私营发行人注册表(含招股书)内容和格式准则的F-1表格(Form F-1)、年报内容和格式准则的20-F表格(Form 20-F)、重大事项报告内容和格式准则的6-K表格(Form 6-K)等。美国证监会发布的表格和其他相关文件,参见美国证监会网站:<https://www.sec.gov/forms>, 最后访问日期:2019年3月1日。

则》将适用对象限定为红筹企业,也就是主要经营活动在中国境内的境外企业。因此,在本轮周期中,就境内企业与创新企业的张力而言,它是境内企业与境外企业之间的张力,其性质与以往周期存在本质的不同。

在以往的历史周期中,国内企业在境内 A 股上市,创新企业去境外上市,国内企业吸引境内人民币资本,创新企业吸引境外美元资本,两者井水不犯河水,并不存在直接对立。

从法律适用角度来讲,创新企业境外上市,适用境外的证券法。比如,腾讯去香港上市,在香港发行股票,股票在香港联交所上市,该发行和上市行为适用香港证券法,受香港证监会和香港联交所监管;百度去美国上市,在美国发行存托凭证,美国存托凭证在纳斯达克上市,该发行和上市行为适用美国证券法,受美国证监会和纳斯达克监管。而国内企业在中国境内发行股票,股票在中国的交易所上市,该发行和上市行为适用中国证券法,受中国证监会和交易所监管。因此,境内企业与创新企业各走各的路,各自遵守不同法律,它们之间并不存在直接对立。它们没有带来中国证券法与美国证券法、香港证券法之间的直接冲突,也没有带来中国证监会与美国证监会、香港证监会之间的直接冲突。

2005 年限制周期的出现,我国监管机构眼里的境外上市“乱象”、境外上市对境内证券市场的不公平,在某种程度上是一种臆想的不公平。在我国监管机构看来,境内企业在境内上市困难,如果某些境内企业“改头换面”,变成开曼公司在境外很快完成上市,从境外融入资金,然后汇入国内用于企业境内发展,这对那些很难在境内上市的企业不公平。从逻辑上来讲,那些在境内很难上市的企业,也可以“改头换面”,变成开曼公司去境外上市,不用在境内苦熬,这是改变所谓不公平的另一种办法。从国际证券法角度来讲,这种办法也有理论支持:它就是美国耶鲁法学院诺玛诺教授所倡导的“给予发行人选择权”的证券法机制。^[44] 限制、关闭境内企业到境外上市通道,只是一种改变监管机构认为不公平现象的办法而已。因此,在这个时期,虽然国内企业与创新企业之间存在张力,但这不是直接的对立,而且,解决所谓的不公平也并非只有限制境外上市一种办法。

更重要的是,我国监管机构认为存在不公平,其背后逻辑存在问题。从当时来看,国内股市仍然属于“国企俱乐部”,境内中小企业、创新企业很难在国内上市。限制、关闭境外上市通道,实际上是采取一刀切的态度,不管创新企业在哪里,都不允许它们上市,以此追求绝对公平,结果是大家都无法上市。这一逻辑存在很大问题。其实质在于,通过关闭境外上市通道,

[44] Roberta Romano, “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulations”, 107 *Yale Law Journal* 2359 (1998), pp.2359—2430.在这篇经典文章中,诺玛诺主要针对的是美国联邦证券法和各州证券法的适用,强调可以允许发行人选择适用注册地(州)的证券法,而不需要强制适用美国联邦证券法,这是美国学术界州公司法竞争文献的延续。在国际证券法领域,诺玛诺的观点是给予发行人选择权,可以选择适用其注册地证券法,而可以不强制适用发行地(或上市地)证券法。因此,诺玛诺提出的给予发行人选择权的机制并不直接适用于中国企业境外间接上市。但是,给予发行人选择权这一概念被其后文献做了扩展,并被适用于中国企业境外上市。参见, Erica Fung, “Regulatory Competition in International Capital Markets: Evidence from China in 2004—2005”, *New York University Journal of Law & Business*, Vol. 3, Issue 1 (Fall 2006), pp. 243—308.

要求创新企业去完成境内上市这一不可能完成的任务,继续维护国企和民企在境内上市问题上的不公平。这种看似追求公平的封闭思维,实质是支持落后、鼓励歧视,漠视中小企业的融资需求,因此,它从一开始就受到业内激烈反对,直到现在还被政府官员不时批评。

即便如此,从历史来看,我国证券法对创新企业的态度,不管是支持还是歧视,都没有产生国内企业与创新企业之间的直接竞争和对立,它更多反应的是中国证券监管制度与美国、香港证券监管制度的竞争。而《创新企业回归 A 股规则》的实施,则带来了国内企业与境外创新企业之间的直接竞争,以及潜在的直接对立。换句话讲,境外创新企业回归 A 股,它将在 A 股规则上、程序上、监管资源上、境内资金上直接与国内企业竞争。在上述任何一个方面,国内企业和创新企业都存在某种非此即彼、非我即它的零和博弈结果:对创新企业回归实行“邀请制”,实行监管资源倾斜,那么,不在邀请之列的国内企业可能就不受监管机构“待见”,从而需要继续排队,并忍受不时采取的财务检查等强监管措施。国内企业与创新企业的直接竞争、对立,在以往的历史周期中并不存在;国内企业与创新企业的张力性质,在本轮中出现了本质的不同。

(二)大企业与小企业的冲突

除了上述显而易见的内外资之间的张力以外,《创新企业回归 A 股规则》还延续了国内 A 股一直存在的大企业与小企业之间的张力,这可能会加剧国内企业对创新企业的“仇恨”,由此可能引发新一轮“仇恨”周期的到来,这是本文作者的另一个隐忧。

创新企业有大小之分。从“大众创业、万众创新”的本质来看,既然涉及“大众”、“万众”,那么,创业、创新的一定是个人,一定是小企业。前面提到,部分官员反思,我国证券法要求企业必须连续盈利才能上市,这与创新企业的本质不符。部分官员反思的创新企业,在本文看来,也指的是中小企业。但是,从《创新企业回归 A 股规则》规定的回归条件来看,它所规定的门槛很高。从本质来讲,它并不是针对中小企业的规则,而是服务大企业的规则。

比如,就什么样的创新企业可以回归 A 股来讲,根据《创新企业回归 A 股规则》规定,已经在境外上市的企业,市值应不低于 2000 亿元人民币,未在境外上市的企业,市值应不低于 200 亿元人民币。市值是一个每天变动的指标,市值 2000 亿元是一个什么概念呢? 2017 年底,阿里、腾讯、国有四大行、中移动、中石油这些企业的市值都在万亿元人民币以上,这是上市公司的第一梯队。2000 亿元人民币市值的公司,从全中国的境内外上市公司范围来看,大概需要排名在前 50 名。连中国电信、中国联通这样的大国企,市值也不过 2000 亿多一点,刚刚达到这个门槛。因此,能够符合《创新企业回归 A 股规则》要求的已经上市的公司,一定是大企业,而且是很大的企业。

未上市公司市值要达到 200 亿元,也一定是已经很大的企业,属于很成功的创新企业。比如,独角兽未上市企业要达到市值 200 亿元,在胡润的独角兽排行榜上也要排在前二十名左右。^[45] 如果横向比较,深圳证券交易所 700 多家创业板上市公司,其平均市值也不过 40 亿

[45] 凤凰财经网:“胡润:大中华区独角兽企业达 120 家 估值超 3 万亿(附榜单)”,2017 年 12 月 21 日, http://finance.ifeng.com/a/20171221/15882020_0.shtml,最后访问日期:2019 年 3 月 1 日。

元左右,远远达不到 200 亿元市值要求。^[46] 要达到 200 亿元市值标准,即便对于已经上市的创业板公司来讲,也需要在 700 多家中排名前三十左右,属于创业板上市公司中的极少数大公司。因此,能够符合《创新企业回归 A 股规则》要求的未上市企业,一定也是大企业,而且一定是比创业板上市企业平均市值大得多的企业。

所以,创新企业回归 A 股,不仅将出现境外企业与境内企业的直接对立,而且,它将延续大企业与小企业之间的紧张关系。在过去的历史时期,大企业通常是国有企业。历史上大企业与小企业的紧张关系,通常表现为国有企业与民营企业的张力。创新企业回归 A 股,这将增加民营大企业与小企业之间的张力。从这个角度来讲,本轮境外创新企业回归 A 股,并非实质性地创设对待境内中小企业、创新企业的 A 股新规则,从而为 A 股市场服务国家创新战略进行转型,而是将继续延续 A 股从未彻底解决的大企业和小企业之间的张力和潜在冲突。2005 年对创新企业“恨之入骨”时期开始前,A 股市场为了服务国企改革、服务金融业改革从而使中小企业缺乏融资渠道,由此造成大企业和小企业的之间的对立。与当年相比,本轮创新企业回归 A 股并未存在本质区别。

五、能否避免下一个限制周期的到来?

下一个限制周期到来存在可能性,但不意味着它必然会到来。实际上,本文可以举出很多例子,不管是技术上的例子,还是政策层面的例子,来反驳这种“历史宿命论”的推断。比如,《创新企业回归 A 股规则》是一系列试点性质的办法,并不具有普适性、长期性。说的直白一点,如果试点规则被证明不可行,监管机构可以随时暂停试点,甚至终止试点,这并不一定产生国内企业与创新企业尖锐对立的后果。同时,上文批评《创新企业回归 A 股规则》是服务大企业的规则,但是,在腾讯、阿里、百度等少数大企业试点成功的基础上,监管机构降低门槛,将规则普适于小企业、初创企业,减缓国内企业与创新企业之间的对立,这种可能性也是存在的。

因此,本文的目的并不是宣扬“历史宿命论”。本文希望指出的仅仅是,我国证券法对创新企业的态度反复,存在某种爱恨交替历史怪圈的可能性。如果我们能够发现这种怪圈背后的动因,那么,也就存在打破历史怪圈的可能性。但是,要打破历史怪圈,除了上述措施之外,还取决于我们如何看待本轮优惠周期的性质。它是“真心”优惠、支持和拥抱创新企业,还是存在某种“仇恨”基因,可能会在未来发酵,从而需要我们加以警惕? 实际上,在对外开放我国资本市场的同时,《创新企业回归 A 股规则》试图将境内规则扩展适用于境外企业。这种做法能够减缓境内企业与创新企业之间的对立,但其背后闪现着国有化运动元素,隐含着蔡美尔教授批评的国有化运动的内在矛盾。如果我们对此未能有清晰认识,则已经为“仇恨”周期的到来埋下了伏笔。

[46] 深交所创业板上市公司有关信息,由本文作者计算得出,原始数据来源于深交所网站 <http://www.szse.cn>,最后访问日期:2019 年 3 月 1 日。

(一)创新企业规则的A股元素

《创新企业回归A股规则》带有浓厚境内A股规则的影子,这种做法无可厚非。任何一个国家开放资本市场,其出发点都是境内规则,都是在境内规则基础上制定针对境外企业的规则。而且,为了包容境外创新企业,《创新企业回归A股规则》已经加入了许多境内规则从未包含的内容,以此体现监管机构对创新企业的包容。比如,长期依赖,境内A股规则对协议控制采取排斥、禁止态度,不允许采用协议控制的境内企业在A股上市,而《创新企业回归A股规则》没有采取禁止态度,仅要求发行人披露协议控制(VIE)的风险。^[47]但是,在本文看来,《创新企业回归A股规则》在国际化方面并不彻底,并未试图改革境内规则以包容境外企业,反而存在不少采用带有浓厚中国特色的境内规则去规范境外企业的例子。

比如,“重大性”原则是国际证监会组织所接纳的原则,也是美国、欧盟、日本、我国香港地区等发达资本市场所采用的原则。^[48]如何适用“重大性”原则,不同市场做法不完全一致,但其核心在于,允许发行人(及其中介机构)自己判断,某些事项对于投资者是否重要,从而决定是否应该在招股文件中披露,以及披露的要点(哪些内容重要)。重大性原则并非将决定权完全交给发行人。如果投资者认为某些信息重要而发行人未能披露,这就产生了争议。在产生争议的情况下,发行人需要证明自己未能披露某一信息具有合理性,需要举出证据来支持自己的主张,而某信息是否重要、是否需要披露,这一判断的最终决定权在证券监管机构和法院的手里。

从形式上看,境内A股规则也接纳“重大性”原则,但实践中,监管机构出于对发行人的不信任,常常放弃“重大性”原则,要求发行人对某一信息事无巨细加以披露。比如,根据境内A股规则,发行人需要披露每一个控股子公司情况、披露每一个参股公司情况、披露历史上每一笔股本转让的情况,而不是重要的控股子公司、重要的参股子公司或者重要(如近期)的股本转让情况。^[49]因此,在境内A股招股书中,我们常常能看到发行人用几十页篇幅,事无巨细罗列每一个控股或参股公司、每一笔股权转让交易、每一个合同的所有信息,而不管该信息是否

[47] 参见2018年3月22日国务院办公厅转发中国证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》第5条:“存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的,应于首次公开发行时,在招股说明书等公开发行文件显著位置充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息”。

[48] 《国际证监会跨境上市披露标准》第II部分第1节(Materiality)对欧盟、美国、日本、我国香港地区不同国家和地区有关重大性的法律规定和实践做了总结。

[49] 比如,针对发行人历史上股本变化情况,《国际证监会跨境上市披露标准》第X-A条第6款规定,发行人应披露“最近三年股本变动情况,以及股本发行价格和条款”。《国际证监会跨境上述披露标准强调披露“最近三年”的股本变动情况。而我国《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》第31条规定,“发行人应详细披露设立以来股本的形成及其变化和重大重组情况,包括具体内容、所履行的法定程序以及对发行人业务、管理层、实际控制人及其经营业绩的影响”。我国《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》要求披露“自设立以来”的股本变化情况。

对投资者重要。^[50]对发行人、律师和监管机构来讲,这种罗列式披露办法很简单,双方都不需要思考、判断某一信息是否重要,只需要逐一罗列、全部披露即可。但是,这种办法对投资者并不友好。设想一下,招股书要花几十页篇幅,逐一列举几百笔交易信息,这种方式如何能帮助投资者理解哪笔交易信息重要,哪笔交易信息不重要?

从《创新企业回归 A 股规则》来看,这种“傻瓜化”披露做法已经得到了很大的改进。^[51]但是,这样简单化的做法仍然随处可见。比如,从中国证监会公开的《小米集团公开发行存托凭证招股书(申报稿)》来看,一共 620 页的招股书,两个附件就占用了 200 页的篇幅。^[52]一个附件披露的是小米在中国境内的房屋租赁协议情况,另一个附件披露的是小米在中国境内注册的专利情况。就境内房屋租赁协议来讲,附件 1 事无巨细地罗列了小米在中国境内控股子公司签署的 238 份租赁协议,披露了出租方、房产证信息、租赁物业地址、面积、租赁协议期限等条款。就小米境内专利而言,附件 2 事无巨细地罗列了小米在境内注册的 3607 个专利情况,披露了专利权人、专利名称、专利号、专利类型、申请日期和权利日期等信息。

从重大性角度来讲,这种事无巨细的罗列式、“傻瓜式”披露做法,并不能让投资者理解其中哪些租赁协议、哪些专利对于小米而言是重要的、重大的?如果面积超过上万平米、用于仓储用途的租赁协议是重大的,因此需要小米加以披露的话,那么,面积只有 4 平米,用于办公用途的某一租赁协议为什么也需要披露?^[53]它对于发行人的重要性在哪里?它对于投资人投资决策判断的重要性在哪里?同时,如果说专利对于发行人是商业秘密,不适合对某一专利贴上重大、重要标签,从而防止竞争对手对贴有重要标签的专利进行有针对性的“破坏”的话,那么,事无巨细的罗列 3607 个专利的公开信息,这对于投资者理解小米的无形资产和业务又有何作用?

更为重要的是,小米是一个境外企业,一个潜在的全球化企业,境内信息事无巨细的披露,而境外信息基本没有披露,两者形成强烈反差,这不仅存在对投资者的误导,而且反应了监管机构仍然试图以传统 A 股视角、境内视角去规范创新企业的做法。比如,根据小米存托凭证

[50] 比如,光大银行在其 2010 年 A 股上市招股书中,花了超过 40 页篇幅(从 48 页到 90 页),披露了其 1997 年设立到 2010 年上市的每一次增资、每一笔转股情况。比如,针对 1999 年增资,光大银行逐一披露了 230 名股东的增资情况;针对转股,光大银行逐笔披露了自成立以来 173 笔股权转让情况。光大银行 2010 年 A 股上市招股书来源于巨潮网网站 <http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2010-08-17/58311857.PDF>,最后访问日期:2019 年 3 月 1 日。相反,阿里巴巴成立于 1999 年,2014 年在美国上市。在美国上市的 F-1 注册表(含招股书)中,阿里巴巴仅用了一页半(从 II-1 页到 II-3 页)篇幅披露了上市前三年约 13 笔股权发行和转让情况。阿里巴巴美国上市的 F-1 注册表来源于美国证监会网站 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000119312514341794/d709111df1a.htm>,最后访问日期:2019 年 3 月 1 日。

[51] 从公开披露的《小米集团公开发行存托凭证招股说明书(申报稿)》来看,虽然小米仍然需要披露自设立(2010 年)以来历次增资的情况,但起码小米不需要像光大银行一样披露设立以来股东之间历次股本转让的情况。《小米集团公开发行存托凭证招股说明书(申报稿)》来源于中国证监会网站 http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306202/201806/t20180610_339618.htm,最后访问日期:2019 年 3 月 1 日。

[52] 《小米集团公开发行存托凭证招股说明书(申报稿)》,同上注。

[53] 比如《小米集团公开发行存托凭证招股说明书(申报稿)》附件 A 第 199 项和第 224 项。

招股书的披露,小米境外控股子公司在境外供租赁房屋 34 处,小米境外控股子公司在境外注册并拥有 3509 项专利。对于小米在境外的房屋租赁信息、在境外的专利注册信息,小米存托凭证招股书除了披露前述数字之外,再无任何其他信息。对境外信息毫无披露,对境内信息事无巨细逐一罗列,同样是租赁协议,同样是专利,对境内外信息的披露方式完全不同。这是不是意味着每一个中国境内专利、租赁协议都很重要,而中国境外专利、租赁协议都不重要的?毫无疑问,这个逻辑是不成立的。

对同一企业中外情况经营情况披露的巨大反差,在本文看来,不仅仅是国内规则与国际接轨不彻底的结果,而是从根本上反应了监管机构仍然采用 A 股视角、国内视角去看待创新企业,仍然试图用 A 股规则、境内规则去规范创新企业、境外企业的态度,其背后闪烁的是蔡美尔教授提到的国有化元素(下文详述)的影子。将 A 股规则、境内规则简单适用于创新企业,从形式上看,也许能让国内企业认为监管机构一视同仁,从而减缓国内企业与创新企业的对立,但从实质上看,这种机械套用的国内规则,其中隐含了“A 股是国内企业的 A 股”这一逻辑,其本质是试图将创新企业视为国内企业,并用国内企业规则去规范创新企业的做法。从下文对国有化内在矛盾的讨论可以看出,这种做法并不具有内在的逻辑性。

(二) 国有化的悖论与民族市场的建构

在本文看来,本轮创新企业回归 A 股,虽然形式是对外开放措施,允许境外企业在国内市场发行存托凭证,虽然表面上是优惠措施,给予创新企业相当多国内企业并不享有的优惠待遇,但是,它本质上存在试图用境内 A 股规则统一适用于境内企业和境外创新企业的扩张倾向。由于多数境外创新企业实质由中国人控制,与境内企业没有本质不同,这为境内规则的统一适用提供了某种合法性基础。如果境内规则与境外或国际规则相差不大,那么,境内规则的扩张适用更多是境内规则与国际规则的自然接轨过程。但是,如果境内规则与境外或国际规则差距过大,那么,境内规则的扩张适用则带有了某种蔡美尔教授所提到的国有化运动的元素。

举例来讲,在东南亚国家、拉美国家的发展过程中,在排斥外资、排斥市场的国有化运动中,政府经常提出类似于建设“缅甸人的缅甸”“马来人的马来西亚”“泰国人的泰国”的口号。这种口号既是针对外资提出的,强调国家的民族性,表明其排斥外资的态度,同时也是针对“境内的外国人”所提出的,以表明对那些从开放中受益的境内少数族裔的排斥。这些口号所说的“马来人”“泰国人”,指的仅仅是马来西亚或泰国的本地人,是其境内的多数族裔,并不包括境内的少数族裔(如华人)。与此相伴随的法律和政治手段,既包括对外资(以及境内少数族裔)的强制性征收,也包括更为温和的鼓励本地族裔发展、限制境内少数族裔的法律,类似于美国平权法案对少数族裔的优惠措施。比如,在 20 世纪七十年代国有化运动中,马来西亚政府法律要求,对于任何马来西亚的企业而言,马来亚本地土著人(Bumiputra)必须持股 30% 以上,马来西亚华人控股的企业,必须强制性的向马来西亚本地土著人转股,以达到前述要求。^[54]

[54] Amy L. Chua, “Privatization—Nationalization Cycle: The Link between Markets and Ethnicity in Developing Countries”, 95 *Columbia Law Review* 223 (1995), p.247.

在本文看来,东南亚、拉美国家国有化运动的“本地化”“本土族裔”元素,与本轮创新企业回归 A 股试点中的“纯”A 股规则、“纯”境内规则,也就是那些适用于境内企业的 A 股规则,具有很大的相似性。它们都是试图通过“本地族裔”规则或适用于境内企业的规则去规范,甚至限制乃至排斥“境内的外国人”,包括本文讨论的境外创新企业。事无巨细罗列租赁协议、专利注册情况这样的境内规则,直接适用于境外创新企业,它就是试图采用简单化方式扩展境内规则的适用,从而希望实现建构“中国企业的 A 股市场”的目标,尽管这一目标并未被作为口号提出,不像“马来人的马来西亚”“泰国人的泰国”这样的口号容易让人识别。

租赁协议披露规则、专利注册情况披露规则的适用,境内规则的扩张所带来的问题——与境外规则和国际规则不接轨、本身缺乏逻辑自洽、可能出现对国内投资者的误导——与东南亚、拉美国家国有化运动内在矛盾带来的问题如出一辙。从蔡教授的观察来看,“马来人的马来西亚”“泰国人的泰国”这些口号本身就是一个悖论。从历史上看,马来西亚从来不是马来人的马来西亚、泰国人也从来不是泰国人的泰国。在这些国家独立之前,华人、印度人和其他少数族裔已经在此生活了很长时间。但是,在独立之前,这些国家并不是包容了多数族裔和少数族裔的现代民族国家。在独立之后,提出建设“马来人的马来西亚”这样的口号,其内在逻辑也缺乏一致性:马来西亚并不只是马来人的马来西亚,它也是华人、印度人的马来西亚。

因此,试图用马来人的规则作为马来西亚的规则,虽然可以用来作为排斥外资、排斥“境内的外国人”的短期举措,但其本身不具有长期的可持续性。这也是东南亚国家之后放弃国有化,再次对外开放的原因之一。进一步讲,在蔡教授看来,国有化的不可持续、国有化与开放的交替,其背后反应的是民族国家建构(nation state building)的历史过程。也就是说,只有马来人、华人、印度人都认同他们属于马来西亚人,只有他们都认同马来人并不能代表马来西亚人,马来西亚是代表所有族裔的国家,只有在这种情况下,马来人的规则才是马来西亚的规则,压迫“境内外国人”的国有化运动才失去其基础,国有化与开放的历史怪圈才可能终结。

回到本轮创新企业回归 A 股,试图用境内规则,尤其是缺乏内在合理性的境内规则规范境外创新企业的做法,其本身就是一个悖论,也一定不具有长期的可持续性。从规范意义上来看,A 股市场也许就是,而且一直也是,国内企业的资本市场。直到《创新企业回归 A 股规则》出台之前,A 股市场从未允许任何真外资或假外资进入。因此,从逻辑上看,A 股市场并不是假外资、创新企业的市场,这个推论是成立的。但是,从广义来讲,从中国市场应该满足中国企业融资角度来理解民族资本市场建构的话,一个现代民族国家意义上的民族资本市场应该不仅仅是国内企业的资本市场,它应该也是那些运营在国内、但出于各种原因戴上外资帽子,“远走他乡”到其他市场去融资的创新企业的资本市场。因此,从狭义的境内市场发展出来的境内规则,在构建“中国企业的 A 股市场”的口号下,将中国企业等同于境内企业,将境内规则扩张适用于创新企业,从民族市场建构角度来看,其本身缺乏内在逻辑的一致性。

进一步讲,从中国资本市场发展的历史来看,从中国资本市场设立开始,广义的中国企业的民族资本市场从来就不仅仅是纯粹的、仅包含境内企业的 A 股市场。1990 年底,上海和深圳两个交易所建立,境内企业开始在 A 股市场融资。几乎与此同时,青岛啤酒等企业发行 H 股,通过境外直接上市方式登陆香港联交所。1997 年,中国移动以大红筹方式在香港间接上

市,随后,新浪、搜狐等企业以小红筹方式在美国间接上市。在本文看来,满足中国企业融资需求的民族资本市场的建构,从一开始就不仅仅包括发展境内企业的A股市场,也包括了监管机构通过监管境外直接上市方式和境外间接上市方式所构建出来的满足中国企业境外融资市场的发展。

因此,本轮创新企业回归A股市场,其性质与东南亚国家的民族国家建构性质类似。只有境内企业、假外资创新企业都认同它们都属于中国企业,那么,境内规则才是统一适用于中国民族资本市场的规则。从境内上市和境外上市仍然分割,各有利弊,且中国企业仍然蜂拥境外上市的情况来看,中国民族资本市场的建构还远远没有完成。所以,试图将境内规则扩张适用于创新企业,这一带有浓厚国有化元素的做法,在民族资本市场建构的过程中极有可能播下新的“仇恨”种子,从而引起境内企业与创新企业之间新一轮的对立和冲突。

六、结束语

既然优惠周期中包含了“歧视”的影子,那么,我们还能认为,本轮允许创新企业回归A股,这是对创新企业的优惠吗?既然一个周期中同时存在支持与限制、优惠与歧视,我们还能用历史周期论来解释证券法对待创新企业的态度变迁吗?如果本轮优惠周期中的潜在张力与以往周期张力性质完全不同,我们还能将本轮措施与历史上的措施相提并论,从而构建一个历史怪圈论吗?

在本文看来,国内企业与创新企业的张力是实实在在存在的,这种张力的存在及其紧张程度,这是证券法对创新企业态度变迁的主要动因之一。本轮优惠周期张力性质的不同,并不影响本文对历史周期的界定。说的直白一点,不管哪个历史时期,不管它被叫做小红筹企业,还是境外间接上市企业,还是特殊目的公司,还是创新企业,它们都是同样的一个群体。张力性质不同,仅仅影响关系紧张程度,影响紧张关系的表现方式,不影响双方对立的实质。同时,张力的存在,并不排斥其他缓和张力的措施,也不影响可能存在的和谐因素。张力是一个谱系,不是一个截点。在这个张力谱系中,不排除某些截点关系的缓和,或者某些截点关系的紧张。因此,在本轮优惠周期中,那些潜在国有化元素的存在,并不影响整个周期的大趋势,也不影响本文对这类元素的存在对未来关系潜在影响的隐忧。

同时,提出“爱恨交替”历史怪圈的存在,以及其背后反应的民族资本市场建构的历史进程,也能从更长的脉络中理解这一历史怪圈的背景。换句话讲,“爱恨交替”“又爱又恨”“由爱生根”或者“从恨到爱”,这些看似矛盾的现象,都是民族资本市场建构过程的一部分。我国的民族资本市场,从来就不仅仅是境内A股市场;我国民族资本市场的参与者,从来也不仅仅是境内企业。我国的民族资本市场,从一开始包含了境内和境外两个市场;我国民族资本市场的参与者,从一开始就包括了境内企业和带着外资帽子的创新企业、国有企业。因此,即便在“歧视”周期,我国证券法也没有完全切断境外上市的通道。同样的,即便在“优惠”周期,我国证券法也试图通过各种方式,不管是无异议函制度,还是本轮周期中境内规则的扩展适用,来试图对创新企业加以限制。

因此,如果我们能够理解民族资本市场构建的统一性,我们就不需要过于渲染境内企业与创新企业(以及国有红筹企业)之间的张力;如果我们能够理解民族资本市场构建的复杂性,我们就不需要过于担心历史怪圈论所隐含的历史宿命带来的恐惧;如果我们能够理解民族资本市场构建的长期性,我们就不需要在每一个历史周期中采取那些过于极端的措施,不管是类似于无异议函时代之后的完全放任不管,还是《十号文》时代的层层设防,或者是本轮优惠周期中某些完全接纳境外实践的做法。同样的,本文花了很大篇幅讨论本轮优惠周期中的另外一个倾向,也就是那些带有国有化元素的措施,本文希望这只是作者自己的隐忧。但这样的极端措施,也是创新企业需要加以警惕的,因为它同样不是民族资本市场构建的应有之义。

Abstract: This article borrows the ethnicity and law theory developed by Amy Chua to analyze rules governing China depositary receipts issued by innovation enterprises incorporated outside China (Innovation Enterprise CDR Rules). This article argues that a support-restriction cycle exists in the past two decades, which reflects the attitude of Chinese law towards innovation enterprises. The main cause of this cyclicity is the tension between Chinese domestic enterprises and these innovation enterprises in competing for financing and listing opportunities. This article further argues that the Innovation Enterprise CDR Rules will increase this tension, which may lead to a new cycle of restriction on innovation enterprises.

Key Words: China Depositary Receipts; Innovation Enterprises; Legal Cyclicity; Nationalization; International Securities Law

(学术编辑:高 薇)

(技术编辑:周轩宇)