

H股的春天！？

这个冬天特别冷！资本市场也很冷！

2013年1月1日，中国证券监督管理委员会（以下简称“**中国证监会**”）于2012年12月20日颁布的《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》（证监会公告[2012]45号，以下简称“**《监管指引》**”）正式实施；2013年1月21日，中国证监会网站公布申请文件清单《行政许可事项——股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审批》（以下简称“**13个文件**”）。

《监管指引》虽是一个法律层级较低的规范性文件，但《监管指引》却承载着监管部门和相关中介机构无限的期许。证监会表示，发布《监管指引》是为更好地适应境内企业特别是中小企业的融资需求，服务实体经济发展，进一步放宽境内企业境外发行股票和上市的条件，简化审核程序，提高监管效率。

但是，《监管指引》实施后，真的能解决A股的“堰塞湖”问题¹吗？准备发行A股的公司会转而发行H股吗？以高溢价进入拟上市公司的PE投资者会同意公司转投市盈率较低的H股市场吗？香港投资者会接受规模相对较小的发行人吗？内资股东上市后能转为可流通的H股吗？原来拟以“千奇百怪”方式红筹上市的公司会转而发行H股吗？发行H股能解决令监管部门头疼的跨境证券监管问题吗？H股是2013年资本市场的春天吗？

一、 《监管指引》出台背景

1、 H股简史

自1993年第一支H股股票（青岛啤酒）上市以来，中国内地有超过170家H股公司²；就数量而言，20年170余家上市公司并不算多，原因包括香港主板上市门槛高，香港创业板不活跃以及内资股不流通等。

《监管指引》出台前，发行H股主要适用的法规包括：

(1) 国务院1994年8月4日依据1993年《公司法》制定的《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》（国务院令160号，以下简称“**《特别规定》**”），《特别规定》的特别之处在于：发起人可以少于5人（2006年修订的现行《公司法》规定发起人2名即可）、股份有限公司一经成立即可发行新股、可分别发行境外上市外资股和内资股以及分次发行等；

(2) 中国证监会1999年7月14日颁布的《关于企业申请境外上市有关问题的通知》（证监发行字[1999]83号，以下简称“**《83**

号通知”），业界常说的“456”条件³即来自于《83号通知》；

(3) 中国证监会网站公布的行政许可事项《股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审批》，业界常说的“28个文件”即来自于此；

(4) 如申请在香港创业板上市，则适用中国证监会于1999年9月21日颁发的《境内企业申请到香港创业板上市审批与监管指引》。

2、 《监管指引》出台的大背景

(1) 中小企业境外融资的需要

中小企业融资难已影响中国经济的长期发展，删除“456”条件，降低境外上市门槛，是中国证监会落实国务院《关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发[2009]36号）和《关于进一步做好利用外资工作的若干意见》（国发[2010]9号）的需要。

(2) CEPA协议的要求

按照2012年6月29日《〈内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排〉补充协议九》，“内地将修订完善境外上市的相关规定，支持符合香港上市条件的内地企业赴香港上市，为境内企业特别是中小企业到境外市场直接上市融资创造便利条件。”降低境外上市门槛，是中国证监会履行该协议的一项重要承诺之一。

3、 《监管指引》出台的现实原因

(1) A股排队企业分流的需要

因2012年A股二级市场的下行压力，中国证监会于2012年下半年开始暂停审核A股IPO申请，但未停止A股IPO申请的受理，导致A股IPO排队企业的“堰塞湖”问题。降低境外上市条件和简化境外上市审批程序，连同加强拟上市公司财务检查、转为新三板等，一并被中国证监会作为解决“堰塞湖”问题的分流措施推出。

(2) 小红筹上市存在的监管问题

小红筹上市公司（特别在美国上市的中资公司）的财务造假风波自2010年下半年开始愈演愈烈，除了引发中资公司的退市潮外，也触发中美之间跨境证券监管争端。因中国证监会自2003年始不再出具涉及境内权益境外公司境外上市的“无异议函”⁴，也不再掌握以红筹方式境外上市的民营企业情况，这给中国证监会的跨境监管造成很大的压力。鼓励中国企业直接在境外上市，是中国证监会改变目前对小红筹上市公司监管无力的一个重要尝试。

二、 《监管指引》主要修订

在《监管指引》出台前，中国证监会组织部分H股已上市公司和拟

¹ 根据中国证监会网站公布的数据，截止2013年1月4日，A股IPO排队企业达到882家。

² 根据香港联交所网站公布的数据，截止2012年12月31日，主板上市的H股公司为148家，创业板上市的H股公司为28家。

³ “456”条件，指发行人净资产不少于4亿元人民币，过去一年税后利润不少于6000万元人民币，并有增长潜力，按合理预期市盈率计算，筹资额不少于5000万美元。

⁴ 中国证监会于2000年6月9日下发《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》，要求中国律师出具的法律意见书应报请中国证监会审核并由中国证监会出具“无异议函”；2003年11月20日中国证监会废止该通知，不再审核中资企业以红筹方式的境外上市申请，小红筹上市从此的浮沉在此不赘述。

上市公司以及部分投行、律师和会计师，就《监管指引》的主要变化及对市场的影响进行了研讨。相较于《83号通知》，《监管指引》的主要修订以及我们对该等修订的理解如下：

1、降低境外上市条件

降低境外上市条件，即删除“456”条件，这是新闻媒体报道最多的一个变化，但实际上并不是没有条件了，中国企业申请境外上市，必须按照中国《公司法》改制为股份有限公司，符合中国《公司法》和《证券法》关于公开发行股份的规定⁵，同时符合境外上市地的发行要求和上市条件。香港主板和创业板的主要上市条件与大陆主板和创业板上市条件的比较，请见附件一。

2、简化境外上市审批程序

(1) 省级人民政府的批准

《监管指引》不再要求发行人所在地省级人民政府或国务院有关部门同意公司境外上市的批复。

(2) 发展改革部门的意见

《监管指引》要求的申请文件中不再包括发展改革部门关于境外上市的意见，但中国证监会在收到公司申请文件后，可就涉及的产业政策、利用外资政策和固定资产投资管理规定等事宜征求有关部门意见。

(3) 国资管理部门的意见

《监管指引》要求的申请文件中不再包括国资管理部门关于境外上市的意见，如果发行人的上市申请已获得国资管理部门的同意，中国证监会也不再就发行人的境外上市事宜会商国资管理部门。

(4) 国有股减持的审批

就国有股减持事宜，《监管指引》不再要求社保基金理事会的同意函，仅要求国资管理部门关于国有股设置和减持的批复。

(5) 设立股份公司和公司章程的审批

《监管指引》要求的申请文件中不再包括公司审批机关对设立股份公司的批复以及对公司章程的批复文件，事实上，2006年现行《公司法》已删除内资有限公司改制为股份有限公司需要省级人民政府审批的规定；虽然外商投资企业改制为外商投资股份有限公司仍需要获得原外资审批机关的批准，但并不是必须提交的申请文件。

(6) 募集资金投向的要求和审批

《监管指引》适应近年来境外上市的审批实践，不再强制要求发行人说明募集资金的投向，并不再要求提交募集资金投向涉及的环境保护批复（实践中，如未通过环保批复，募投项目可能无法获得其他部门的批准；同时，《监管指引》仍保留了对从事可能对环境构成重大影响的行业的申请人须提供环保证明文件的要求）。

(7) 衔接境外上市地监管机构的审批

《监管指引》的讨论稿删除了“83号通知”中关于境内审批与境外上市地监管机构审批衔接的相关规定，但正式稿接受了研讨会相关中介机构的建议，增加了境内外审批衔接的规定，即公司收到中国证监会的受理通知后，可向境外证券监管机构或交易所提交发行上市初步申请，收到中国证监会行政许可核准文件后，可向境外证券

监管机构或交易所提交发行上市正式申请。

(8) 取消转板审批

按照此前的实践以及中国证监会网站公布的《股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审批》，境外上市公司转板亦需要获得中国证监会的审批，但《监管指引》取消了该等审批，仅要求在完成转板上市后15个工作日内就转板上市的有关情况向中国证监会提交书面报告。

3、减少境外上市申请文件

基于境外上市程序的简化，主板IPO的申请文件由将原“28个文件”减少为“13个文件”，创业板IPO的申请文件由原来的22个减少为12个，增发的申请文件由原来的12个减少为8个，主要变化请见附件二。

4、全流通问题

(1) 全流通存在法律障碍吗？

在《监管指引》出台的中介机构研讨会上，H股公司的全流通问题是大家最为关注的问题之一，曾有中介机构提出在申请文件中增加一项：发起人股份转为境外上市外资股的申请，但最终未在《监管指引》中体现。但事实上，中国证监会早于2006年初就与香港联交所讨论全流通问题，近来B股转H股案例中关于境内投资者持有H股问题的讨论和解决，对H股的全流通起到很大的促进作用。

H股公司的全流通问题就象当年的A股限售股一样，是人为造成的，是一个假问题。这个问题的解决，也需要向当年A股股改一样，要大智慧和勇气。

所谓的“全流通问题”是指“境内内资股”在境外市场的流通和交易问题，其包括以下几个层次的法律问题：

第一层次的问题是“全流通”是否存在法律障碍？我们理解在境外法律环境下并没有问题；在中国法下，《特别规定》将“境外上市外资股”定义为“股份有限公司向境外投资人募集以外币认购并在境外上市的股份”，因此，不能向境内投资者募集“境外上市外资股”，但并不意味境内投资者不能持有“境外上市外资股”⁶；

第二层次的问题是境内内资股能否转为境外上市外资股？关键看该等转换，是否被视为募集境外上市外资股，如果是，则按照《特别规定》境内投资人不能认购；但我们倾向认为，该等转换不属于募集新股，因此，经股东批准及中国证监会同意，境内投资人是可以继续持有由境内内资股转换而来的境外上市外资股⁷；

第三层次的问题是境内投资人持有的境外上市外资股能否自由转让？我们认为答案也是肯定的，只要境内投资人将转让获得的外汇收入按照现行外汇管理规定进行登记或结汇即可；

第四层次的问题是境内投资人转让境外上市外资股的所得能否再次用于购买新的境外上市外资股？这个问题可能与另一个重要问题相联系，即一般的境内投资者如何投资H股公司？就目前而言，QDII⁸是境内机构投资一种可以尝试的解决方式，境内机构可通过QDII参与基石投资和二级市场投资；下一步的重点是在一些试点地区比如温州、上海、天津等开放境内个人投资者的H股投资，即所谓的“QDII2”；再下一步则可尝试在一些特殊地区试点直接投资，比如深圳前海、珠海横琴岛等。该问题的解决，不仅有利于全面解

⁵ 《证券法》规定，公司公开发行新股，应当符合下列条件：

(一) 具备健全且运行良好的组织机构；
(二) 具有持续盈利能力，财务状况良好；
(三) 最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为；
(四) 经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

⁶ 中国建设银行是第一家获得批准全流通的H股公司。

⁷ 中集集团B股转H股上市项目中，境内投资人持有的B股转为H股可作为一个先例。

⁸ QDII，即合格境内机构投资者（Qualified Domestic Institutional Investors），在近期的一些H股IPO项目中，也有部分境内机构投资者通过QDII作为基石投资者参与认购。

决 H 股公司的全流通问题，更重要的是将大大加强 H 股的估值和有利于 H 股的承销。

(2) 如何全流通？

根据我们的了解，现阶段 H 股公司全流通的解决方案为：

A. 针对外国投资者在发行人 H 股 IPO 前持有的股份，外国投资者是可以在 H 股 IPO 时直接申请转为境外上市外资股的，实践中已有不少先例，比如，巴克莱银行在京能新能源 H 股 IPO 时将其在 IPO 前持有发行人的外资股份申请转为 H 股；在《监管指引》出台前的中介机构研讨会中，监管部门进一步表示，境内企业和境内个人通过境外公司持有的发行人的外资股份亦可参照外国投资者持有股份一样，可申请转为 H 股，这对于一些原来打算以小红筹方式上市的民营企业而言是一个利好，而在此前 A 股 IPO 审核的实践中，中国证监会是明确要求拆除红筹结构，境内个人不得通过境外特殊目的公司持有发行人股份，即所谓的“红筹落地”。

B. 针对境内投资者在发行人 H 股 IPO 前持有的内资股，监管机构可能通过“主动申请 (by request)”原则，参考 B 股转 H 股的先例，以个案方式先行解决 H 股 IPO 时内资股转为境外上市外资股问题，内资股股东所持境内内资股经发行人、内资股东书面申请以及律师出具转换合法性的法律意见后，由中国证监会批准转为境外上市外资股，该等股份应遵守中国《公司法》关于股份锁定的规定⁹以及其他锁定安排，在锁定期后，该等股份可以全部或部分自由转让，转让所得外汇可能暂时无法购买新的境外上市外资股，而必须通过经纪商结汇调回境内；同时要求发行人的章程和招股说明书中载明内资股可以转让为境外上市外资股的约定。按照现有 B 转 H 股的经验，境内投资人通过托管/代持+转托管的方式持有境外 H 股，而无需境内投资人直接在境外开设账户持有 H 股。

C. 针对已经上市的纯 H 股公司¹⁰，则分以下二种情况：

对于 2006 年 4 月以后已上市的纯 H 股公司（从大连港、集优股份开始），该等 H 股公司在公司章程中已载明内资股股东可所持内资股转让或转为 H 股，中国证监会可依据公司章程中相应表述和公司的申请，将其内资股股东持有的内资股界定为 H 股；

对于 2006 年 4 月以前上市的纯 H 公司，则可先修订公司章程，增加内资股可转为 H 股上市流通的条款后，中国证监会核准其内资股在港上市流通的申请。

5、 H 股与 A 股的审核区别

(1) 审核程序

与 A 股审核不同，中国证监会审核 H 股 IPO 和再融资并不需要通过发审会；中国证监会 H 股审核部门与 A 股审核部门独立审核，并不存在相互征询的关系；发行人可自由选择 A 股或 H 股，但已在 A 股排队的企业，如希望申请 H 股，应撤回在 A 股的申请。

(2) 审核要点

H 股与 A 股的审核法律要点大体相同，但一些要点 A 股和 H 股的审核标准有较大区别，比如中国证监会严禁 A 股发行人的控股股东、实际控制人及其控制的企业与发行人存在同业竞争，但香港联交所对 H 股发行人控股股东和实际控制人的同业竞争要求的是披露，因

此中国证监会在审核 H 股 IPO 时亦会考虑香港联交所的相关要求，而不会完全按照 A 股发行人的要求审核 H 股发行人；另外，虽然境内、外证券市场对关联交易的决策程序和监管原则大体相同，但关于关联方的定义不尽相同，中国证监会在审核 H 股 IPO 和再融资时亦会考虑这个因素。

(3) 环保核查

自从环境保护部 2003 年加强对重污染企业¹¹上市和再融资的环保核查以来，确实加强了拟上市的重污染企业的环保意识并对环境治理起到了较大的作用，但因环保部门环保核查期限较长可能无法与拟上市公司的上市时间表契合而广受市场所诟病。在《监管指引》的研讨会上，有中介机构提出中国证监会对 H 股申请人的审核，能否简化环保核查，特别是 H 股再融资的时限很短，而环保核查往往耗时较长，可能影响 H 股公司的再融资行为。但中国证监会表示，在环保核查方面，H 股的要求与 A 股是一样的。我们认为这是合理的，关键还是得提高政府部门的工作效率以及政府部门间的合作便利。

环境保护部于 2012 年 10 月 8 日下发《关于进一步优化调整上市环保核查制度的通知》（环发[2012]118 号），明确简化环保核查的环节，缩短环保核查的时限；同时区分首次核查和再次核查的区别。相信优化的制度将会有利于环保核查制度与上市制度的契合。

(4) 中国法律意见

不论是 A 股还是 H 股的 IPO 和再融资，中国律师的法律意见书作为重要的申请文件之一都不可或缺，目前 A 股 IPO 和再融资发行人的律师需要同时向中国证监会提交法律意见书和律师工作报告¹²，H 股 IPO 和再融资发行人的中国律师需要同时向中国证监会和香港联交所提交法律意见书，但该法律意见书的格式和内容与 A 股的律师工作报告大体一致，有过于繁琐之嫌，而且 A 股律师工作报告的一些内容和格式可能在 H 股中不适应，比如对同业竞争和关联交易的要求等。据悉，中国证监会考虑重新修订 A 股法律意见书和律师工作报告的内容和格式，如果监管部门不会就 H 股法律意见书的内容和格式另行出具指引，希望能考虑 H 股与 A 股不同的要求并保持 H 股法律意见书适用指引的灵活性。

(5) 会计准则和内控报告¹³

H 股发行人申报的审计报告采用何种会计准则呢？因中国会计准则与国际会计准则的要求已基本相同，“13 个文件”中要求提交给中国证监会的财务报表和审计报告采用国内会计准则。境外承销商则认为采用中国会计准则可对发行承销有负面影响，因为香港和国际投资者可能仍对中国会计准则有一定的忧虑，因此，申请人可能需要按照二个标准分别准备审计报告并说明其差异。

目前 A 股发行人需要遵守财政部关于企业内部控制制度的相关规定，且内控报告应作为申请材料之一提交给中国证监会。在《监管指引》研讨会上，有会计师提出：A 股内控报告的内容相当繁杂，但内控报告做得好的企业其内控制度不一定就好；香港市场虽然也有类似的要求（PN21），但标准较低；而美国市场在上市时并不要求提交内控报告而是要求在上市后逐渐满足内控要求。中国证监会在《监管指引》最终稿中接受了相关中介机构的建议，在申请文件中不再要求提交内控报告。

⁹ 《公司法》规定，发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起一年内不得转让。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。公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内，不得转让其所持有的本公司股份。公司章程可以对董事、监事、高级管理人员转让其所持有的本公司股份作出其他限制性规定。

¹⁰ 对于同时发行 A 股的 H 股公司不存在全流通问题，因为内资股在发行 A 股时已是可流通为 A 股。

¹¹ 根据环境保护部的规定，重污染行业包括：冶金、化工、石化、煤炭、火电、建材、造纸、酿造、制药、发酵、纺织、制革、采矿业、火力发电、钢铁、水泥、电解铝等。

¹² 法律意见书和律师工作报告的内容和格式依据的是中国证监会 2001 年下发的《公开发行证券公司信息披露编报规则第 12 号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》；但目前上市公司发行公司债券的法律意见书内容较简单，与国家发改委监管的企业债券的大体类似。

¹³ 因为我们不具有相关的会计资格，如您希望了解关于此部门的更多内容，建议咨询会计师。

6、 法规冲突问题

H股上市的适用法规除《监管指引》外，还包括《特别规定》、《境外上市公司章程必备条款》（以下简称“《必备条款》”）以及《关于进一步促进境外上市公司规范运作和深化改革的意见》等（以下合称“H股法规”），由于2006年现行《公司法》的颁布和实施，H股法规的一些规定已不适应当前的法律实践，甚至与《公司法》相冲突，比如《必备条款》规定H股公司的股东大会必须提前45天通知，而《公司法》规定股份公司的年度股东大会提前20天通知或临时股东大会提前15天通知，《必备条款》规定持有公司表决权5%以上的股东才可以提案，而《公司法》规定持有公司表决权3%以上的股东即可以提案，《必备条款》规定在董事会的赞成和否决票相同时董事长有权多投一票，而《公司法》规定董事会决议的表决实行一人一票等，同时，H股法规的一些要求与特殊行业的行业规定（比如中国银监会关于上市银行的规定和中国保监会关于上市保险公司的规定等）也有冲突。

如前所述，《监管指引》的层级较低，在其他H股法规尚未修订的情况下，如何解决上述法律冲突问题，将在很大程度上取决于监管机构执法的灵活性以及中介机构特别是中国律师的专业水平。实践中，大多A+H股上市公司的公司章程已突破《必备条款》的一些与现行法律相冲突的规定。

7、 适用范围

(1) 《监管指引》不仅适用于H股的IPO，亦适用于H股的再融资（包括一般性授权），但《监管指引》规定的一些申请文件是不适用于再融资的，相信中国证监会将会很快出台再融资的细则或指引，以提高再融资的审批效率。

(2) 《监管指引》不仅适用于发行人在香港申请发行H股，亦适用于发行人在其他境外市场（比如纽约证券交易所、伦敦证券交易所、新加坡证券交易所等）申请发行上市；但中国企业申请在香港创业板发行上市，仍适用《境内企业申请到香港创业板上市审批与监管指引》，而不适用《监管指引》。因香港创业板交易的不活跃以及中国证监会降低香港主板上市的境内条件，虽然转板不再需要中国证监会审批，相信将来鲜有中国企业会申请香港创业板上市。

(3) 《监管指引》出台的目的是为更好地适应境内企业特别是中小企业的融资需求，不属于非中小企业的城商行、农商行是否也可以依据《监管指引》申请发行H股呢？一些不适合发行A股的企业，比如类金融企业，能否申请发行H股呢？我们理解中国证监会并不会拒绝此类企业申请H股发行，但应不是中国证监会目前鼓励的，而且特殊行业的上市还需要事先获得行业主管部门的同意。

三、 君合简评

中国证监会此次出台《监管指引》获得市场的热烈反映，虽有为解决A股“堰塞湖”而仓促出台之嫌，但《监管指引》出台的时机可谓正当时，H股最大症结之一的内资股全流通问题的突破，由于第一例B股转H股案例的成功，让市场看到了希望。

考虑到目前A股排队企业的规模大多较小、H股估值较低而不少A股排队企业存在高估值的PE投资人、H股全流通尚未完全明朗、改变上市地导致中介费用增加等原因，《监管指引》可能并无法如监管部门期待那样解决A股“堰塞湖”问题，A股问题的解决还是在A股审核制度、发行制度和退市制度等制度的改革和完善。

《监管指引》规定的境外直接上市是否真正对民营中小企业有吸引力，H股春天的是否真正到来，还有待于一系列配套制度的出台：

1、 内资股的全流通操作细则应尽快明确，在现有外汇管理体制下，尽快解决内资股股东退出的实际操作问题；

2、 境外上市法规应尽快修订以解决相关的法律冲突问题，并出台新的配套规定以简化再融资的审批程序和允许发行人的股权激励计划等；

3、 应逐步放开境内投资者投资香港股票市场的大门，除了现有境内机构投资者的QDII制度外，还应试点境内个人投资者的“QDII2”制度，真正活跃香港股票市场，让中国人可以买中国公司的股票；

4、 相关监管部门（比如证券管理部门、发展改革部门、外汇管理部门、环境保护部门、国资管理部门、外资主管部门、发行人行业主管部门等）应搁置部门利益之争，加强合作，提高审批效率。

但是，《监管指引》的出台确实让市场看到证券监管部门为解决民营中小企业融资难及海外上市乱象所做的努力和尝试：

1、 自2005年75号文关于返程投资登记的规定以及2006年10号令关于关联并购限制的规定颁布以来¹⁴，由于没有正常的渠道解决民营中小企业现实的海外上市需求和境外投资者投资境内证券市场的冲动，导致小红筹模式下的海外上市实际处于无政府监管的状态，法规的底限一再被突破；

2、 由于商务部门对于关联并购的审批窗口从未打开以及各地外汇主管部门对返程投资外汇登记政策的掌握标准不一，民营中小企业境外上市过程滋生了诸多寻租行为；

3、 由于境外上市法律程序的不规范，导致境外中资上市公司的不规范以及境外证券监管部门对境外中资上市公司的负面评价，同时也增加跨境证券监管中方的压力。

长期而言，《监管指引》确实可能成为中小企业的境外上市提供了一个正常的渠道，但小红筹方式上市仍具有直接上市不具有的“优势”，比如员工激励的灵活性、再融资的便利性、境外投资者投资程序简便等，因此，小红筹方式上市应引导和规范，而不是不作为的放任或是一味的堵截。

另外，此次《监管指引》的出台充分听取了相关上市公司和中介机构的意见，增加立法过程的透明性，也体现中介机构的实践经验对制度建设的贡献；相较于境内上市，境外上市应更市场化，中介机构在境外上市过程中应可发挥更大的作用。

¹⁴ 75号文即国家外汇管理局于2005年10月21日颁布的《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》（汇发[2005]75号），10号令即商务部等六部委于2005年10月21日颁布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》。

附件一：A股上市条件和香港上市条件比较

(一) 主板比较

比较事项	A股主板上市	香港主板上市 ¹⁵		
		盈利测试	市值/收入测试	市值/收入/现金流量测试
盈利要求	最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元,净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据 最近一期末不存在未弥补亏损	过去3年股东应估盈利达5000万港元(最近1年达2000万港元,其前2年合计达3000万港元)	不适用	不适用
最低市值	无具体规定,但要求发行前股本总额不低于人民币3000万元	上市时市值至少达2亿港元	上市时市值至少达40亿港元	上市时市值至少达20亿港元
收入	最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元(与现金流量指标符合其中一项即可)	不适用	最近1个经审核财政年度至少达5亿港元	最近1个经审核财政年度至少达5亿港元
现金流量	最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元	不适用	不适用	经营业务有现金流入,于前3个财政年度合计至少达1亿港元
资产	最近一期末无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后)占净资产的比例不高于20%	不适用	不适用	不适用
营业记录	持续经营时间应当在3年以上,但经国务院批准的除外。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的,持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算。	必须具备不少于3个财政年度的营业记录,在以下情况下,联交所可接纳较短的营业记录,及/或修订或豁免营业记录:(1)申请人为矿业公司;(2)申请人为新成立的“工程项目”公司;(3)就市值/收入测试下合格的申请人,若能证明公司的董事及管理层至少有3年及令人满意的所属业务和行业经验,且管理层在最近1个经审核的财政年度持续不变		
管理层稳定	最近3年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化,实际控制人没有发生变更。	管理层在最近3个财政年度大致维持不变,在以下情况下,联交所可修订或豁免管理层维持不变的要求:(1)申请人为矿业公司;(2)申请人为新成立的“工程项目”公司;(3)就市值/收入测试下合格的申请人,若能证明公司的董事及管理层至少有3年及令人满意的所属业务和行业经验,且管理层在最近1个经审核的财政年度持续不变		
实际控制人	最近3年内实际控制人没有发生变更	最近1个经审核的财政年度内拥有权和控制权维持不变		
业务竞争	发行人的业务应当独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业,与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争或者显失公平的关联交易。	允许董事及控股股东经营竞争业务,但必须于上市时及上市后持续作出披露。但是,如香港联交所认为申请人没有妥善处理利益冲突,或没有妥善划分公司业务与受共同控制的其他业务,香港联交所可能考虑公司会否因此不适合上市。		

(二) 创业板比较

比较事项	A股创业板上市	香港创业板上市
盈利要求	最近2年连续盈利,最近2年净利润累计不少于1000万元,且持续增长;或者最近1年盈利,且净利润不少于500万元,最近一年营业收入不少于5000万元,最近2年营业收入增长率均不低于30%;净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据 最近一期末不存在未弥补亏损	不适用
最低市值	无具体规定,但要求发行前股本总额不低于人民币3000万元	上市时市值至少达1亿港元
收入	如不能满足最近2年连续盈利,最近两年净利润累计不少于1000万元,且持续增长的要求,则要求最近1年盈利,且净利润不少于500万元,最近1年营业收入不少于5000万元,最近2年营业收入增长率均不低于30%	不适用
现金流量	不适用	经营业务有净现金流入,于前2个财政年度合计至少达2000万港元
资产	最近一期末净资产不少于2000万元	不适用
营业记录	发行人是依法设立且持续经营3年以上的股份有限公司。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的,持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算	必须具备不少于2个财政年度的营业记录,在以下情况下,联交所可接纳较短的营业记录,及/或修订或豁免营业记录:(1)申请人为新成立的“项目”公司;(2)申请人为矿业公司,但新申请人仍须在该较短的营业期内符合2000万港元现金流量的规定
管理层稳定	最近2年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化,实际控制人没有发生变更	管理层在最近2个财政年度大致维持不变,在以下情况下,联交所也有可能豁免或更改管理层维持大致不变的要求:(1)申请人为新成立的“工程项目”公司;(2)申请人为矿业公司
实际控制人	最近2年内实际控制人没有发生变更	最近1个经审核的财政年度内拥有权和控制权维持不变,在以下情况下,联交所也有可能豁免或更改拥有权维持不变的要求:(1)申请人为新成立的“项目”公司;(2)申请人为矿业公司
业务竞争	与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争,以及严重影响公司独立性或者显失公允的关联交易	允许董事、控股股东和主要股东经营竞争业务,但必须于上市时及上市后(除主要股东外)持续做全面披露。但是,如香港联交所认为申请人没有妥善处理利益冲突,或没有妥善划分公司业务与受共同控制的其他业务,香港联交所可能考虑公司会否因此不适合上市

¹⁵ 必须符合以下三项财务准则的其中一项。

附件二：申请文件比较

(一) 新旧规则下主板申请文件比较

序号	原规则	序号	新规则	备注
1	申请报告,内容包括:公司历史沿革、业务概况、股本结构、筹资用途、经营风险分析、业务发展目标、筹资成本分析、公司治理结构、公司独立性分析,符合境外主板上市条件的说明,经营业绩与财务状况(最近三个会计年度的财务报表、本年度税后利润预测及依据)等。	1	申请报告,内容包括:公司演变及业务概况、股本结构、公司治理结构、财务状况与经营业绩、经营风险分析、发展战略、筹资用途、符合境外上市地上市条件的说明、发行上市方案等;	新规则删除“公司独立性分析”和“筹资成本分析”,增加“发行上市方案”
2	股东大会及董事会相关决议	2	股东大会及董事会相关决议	不变
3	境外投资银行出具的上市可行性分析及承销意向报告			不要求
4	所在地省级人民政府或国务院有关部门同意公司境外上市的文件(国务院批准的项目除外)			不要求
5	公司审批机关对设立股份公司的批复(如需要)			不要求
6	营业执照	3	营业执照、属于特殊许可行业的申请人须提供许可证	不变
7	属于特殊许可行业的企业须提供许可证	3	营业执照、属于特殊许可行业的申请人须提供许可证	不变
8	有权部门对股份公司章程的批复(如需要)			不要求
9	募集资金投向涉及需要批准的固定资产投资项目或其他专门立项项目的,提供立项批准文件	7	募集资金投资项目的审批、核准或备案文件(如适用)	募投资项目需要审批的,才提供
10	发展改革委关于申请人申请到境外上市的意见函			中国证监会在收到公司申请文件后,可就涉及的产业政策、利用外资政策和固定资产投资管理规定等事宜征求有关部门意见
11	行业监管部门的监管意见书(如需要)	5	行业监管部门出具的监管意见书(如适用)	
12	国务院国资委关于申请人申请到境外上市的意见函(国有股东占主导地位的适用)			央企整体或其下属企业境外上市的,在向证监会报送申请前已取得国资委的同意,今后可不再会商国资委;地方国企的会商机制如确有必要,可继续保留
13	国有资产管理部对资产评估的确认文件、国务院国资委或财政部关于国有股权管理方案的批复			不需要
14	国务院国资委或财政部减持国有股的确认函或将国有股划转社保基金会的批复	6	国有资产管理部关于国有股权设置以及国有股减(转)持的相关批复文件(如适用)	只需要国资管理部门的批复,不需要社保基金会的批复
15	社保基金会委托出售或转持国有股的函			不要求
16	国有土地管理部门对土地使用权评估确认文件、土地使用权处置方案的批复(如需要)			不要求
17	国税局、地税局出具的完税证明	8	近三年纳税申报表以及税务部门出具的纳税证明	增加近三年纳税申报表
18	从事可能对环境构成重大影响的行业的申请人应提供环保部门的证明	9	申请人符合环保要求的证明文件	不变
19	募集资金投向涉及可能对环境构成重大影响的项目的申请人应提供环保部门的批复			不要求
20	公司章程	4	公司章程	不变

21	境内法律意见书	10	境内法律意见书	不变
22	发行人或公司近三年经审计的财务报告及其审计报告(如在当年6月30日以后报送申请,增加一期审计报告)	11	申请人近三年及最近一期经审计的财务报表及其审计报告(按境内准则编制)	明确要求按境内准则编制
23	按境外会计准则调整的财务报告及其审计报告(草稿)			不要求
24	发行上市方案			不要求
25	重组协议、服务协议和其他关联交易协议(如需要)			不要求
26	招股说明书(草稿)	12	招股说明书(草稿)	不变
27	有关中介机构及从业人员的职业资格证明			不要求
28	发行人及中介机构联络表	13	申请人及中介机构联络表	不变

(二) 新规则下主板、创业板和增发申请文件比较

序号	主板	序号	创业板	序号	增发
1	申请报告,内容包括:公司演变及业务概况、股本结构、公司治理结构、财务状况与经营业绩、经营风险分析、发展战略、筹资用途、符合境外上市地上市条件的说明、发行上市方案等	1	申请报告,内容包括:公司演变及业务概况、股本结构、筹资用途、经营风险分析、业务发展目标、筹资成本分析、符合境外上市地上市条件的说明、发行上市方案等	1	申请报告,内容包括:公司历史沿革、业务概况、股本结构、经营业绩与财务状况,筹资用途、前次募集资金使用情况、经营风险分析、业务发展目标、发行方案等
2	股东大会及董事会相关决议	2	股东大会及董事会相关决议	2	股东大会及董事会相关决议
3	营业执照、属于特殊许可行业的申请人须提供许可证	3	营业执照、属于特殊许可行业的申请人须提供许可证		
4	公司章程	4	公司章程		
5	行业监管部门出具的监管意见书(如适用)				
6	国有资产管理部门关于国有股权设置以及国有股减(转)持的相关批复文件(如适用)	5	国有资产管理部门关于国有股权设置以及国有股减(转)持的相关批复文件(如适用)	3	国有资产管理部门关于国有股权设置以及国有股减(转)持的相关批复文件(如适用)
7	募集资金投资项目的审批、核准或备案文件(如适用)	6	募集资金投资项目的审批、核准或备案文件(如适用)	4	募集资金投资项目的审批、核准或备案文件(如适用)
8	近三年纳税申报表以及税务部门出具的纳税证明	7	近二年纳税申报表以及税务部门出具的纳税证明	5	近一年纳税申报表以及税务部门出具的纳税证明
9	申请人符合环保要求的证明文件	8	申请人符合环保要求的证明文件	6	申请人募集资金投资项目符合环保要求的证明文件
10	境内法律意见书	9	境内法律意见书	7	境内法律意见书
11	申请人近三年及最近一期经审计的财务报表及其审计报告(按境内准则编制)	10	申请人近二年及最近一期经审计的财务报表及其审计报告(按境内准则编制)		
12	招股说明书(草稿)		招股说明书(草稿)		
13	申请人及中介机构联络表		申请人及中介机构联络表	8	申请人及中介机构联络表