

中国公司 A+H双重上市 发行研究

朱宁◎著

Research on the Issuance of Securities of
A+H Listed PRC Corporations

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

中国公司 A+H双重上市 发行研究

Research on the Issuance of Securities of
A+H Listed PRC Corporations

朱宁◎著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国公司 A+H 双重上市发行研究 / 朱宁著. —北京: 中国法制出版社, 2018. 5

ISBN 978-7-5093-9398-7

I. ①中… II. ①朱… III. ①上市公司—融资—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 080414 号

责任编辑 朱丹颖 (ss-nuannuan@hotmail.com)

封面设计 李 宁

中国公司 A+H 双重上市发行研究

ZHONGGUO GONGSI A+H SHUANGCHONG SHANGSHI FAXING YANJIU

著者 / 朱宁

经销 / 新华书店

印刷 / 三河市紫恒印装有限公司

开本 / 710 毫米 × 1000 毫米 16 开

版次 / 2018 年 5 月第 1 版

印张 / 17.5 字数 / 268 千

2018 年 5 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-9398-7

定价: 58.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码: 100031

网址: <http://www.zgfs.com>

市场营销部电话: 66033393

值班电话: 010-66026508

传真: 010-66031119

编辑部电话: 010-66067369

邮购部电话: 010-66033288

(如有印装质量问题, 请与本社印务部联系调换。电话: 010-66032926)

中国公司跨境在资本市场的双重上市是我国改革开放以后已经做出的创造性实践。这一做法成功地利用了我国现有的法律制度和境外成熟的法律与资本市场之双重条件，为中国企业搭建了走向资本市场的迅捷之路；为我国投资者和境外投资者建立了便利开放的跨境直接投资条件；为我国的资本市场建设与发达国家和地区资本市场的衔接与相互促进提供了重要的开放平台。

中国公司跨境在不同资本市场的双重上市，意味着依据我国法律和会计准则设立和运营的公司将依不同方式在境外资本市场和我国资本市场共同发行股票并且上市挂牌，意味着我国公司的发行上市行为分别跨境适用于不同国家和地区的法律与会计准则。在不改变我国与境外资本市场所在国原有法律和会计准则的前提下，将由国际私法规则协调双边的法律适用冲突。

根据我国的实践，公司跨境在不同资本市场的双重上市可以采取中国股份有限公司在中国和境外资本市场分别发行与上市的 A+H 股模式，也可以采取中国的有限责任公司通过红筹途径在境外资本市场发行上市然后再通过 CDR 方式在中国资本市场发行上市，甚至还可以采取由中国的三板挂牌公司直接在境外资本市场 H 股发行上市的模式。这些不同的公司之股票发行上市模式体现了共同的特点，它们不仅必须符合不同国家与地区的法律与会计准则，而且最大限度地降低了中国公司股票发行与上市的交易成本，这一效益正是创新性政策与开放性的法律制度所创造的。

我国的资本市场目前仍处于发展的初级阶段，距离成熟健康的资本市场还有很长的路要走。根据国务院“国九条”和证券法规的要求，我国首先要发展起健康的多重资本市场，为不同类型的投资者和不同类型的企业创造灵活便捷的资本市场；我国不可避免地要发展多种交易制度，建立便利多样的经纪人制度与报价交易方式；我国未来会发展起多种多样符合我国经济发展的证券类产品，改变我国目前市场中证券类产品品种单一、定价技术单调的基本面貌。所有这些，都有赖于我国资本市场的开放发展政策，而中国公司的股票跨境发行与上市正是这一开放政策的具体落实。实际上，我国前期的资本市场实践已经证明，我国大市值公司的股票发行离不开国际资本市场，我国的高科技成长公司之股票发行定价也离不开国际资本市场，我国国内资本市场的健康成长与新证券产品的开发同样也离不开国际资本市场。未来，我国资本市场必然还要进一步走向开放，一个在全球范围内将要有重要影响的资本市场不可能缺少国际化的特征，完全不可能是一个封闭的市场。应当说，在金融全球化的背景下，我国资本市场的快速发展必然会极大地推动我国货币制度、外汇制度、证券经纪人及交易制度、外商投资制度、各种贸易制度的深刻变革。

朱宁博士的著作——《中国公司 A+H 双重上市发行研究》，在其博士论文的基础上，遵循各资本市场发展的一般规律与我国政策法律发展的实际情况，对中国公司跨境发行上市股票进行了系统化的研究与阐述，该书不仅具有极高的理论价值，还具有重要的政策解读与实践指导意义。

从世界各资本市场发展的普遍规律来看，我国目前资本市场上的每一步重要的改革首先会引起各种新交易机构与交易方式的迅猛发展，其次会使得我国证券期货类监管方式发生剧烈的变革，最后才会导致我国解决相关纠纷的法律法规走向成熟。在这一过程中，境外交易机构的交易引进在外汇管制放宽的条件下，几乎是不可避免的。尽快地学习掌握相关国际资本市场的交易规则与交易惯例是我国资本市场国际化的必由之路。

董安生

中国人民大学静园

第 1 章	中国资本市场发展与企业双重上市	001
1.1	企业发展与资本市场	003
1.2	中国资本市场	004
1.2.1	中国资本市场发展概况	004
1.2.2	我国多层次资本市场的建立	007
1.2.3	我国资本市场存在的问题	011
1.3	中国企业跨境证券发行及双重上市	016
1.3.1	中国企业境外融资	016
1.3.2	中国企业的双重上市	019
1.3.3	双重上市的法律冲突	024
1.3.4	香港与内地资本市场监管制度的融合发展	026
1.4	中国公司 A+H 双重上市相关制度存在的问题和解决思路	027
1.4.1	中国公司的双重上市模式受制于我国证券法律制度	027
1.4.2	我国证券市场改革有助于双重上市模式多元化发展	028
1.4.3	进一步放开中国公司境外上市	030
1.4.4	H 股上市是境外上市的最佳选择	032
1.4.5	发行 CDR 能有效解决境外上市公司回归 A 股市场问题	034

第 2 章	中国公司双重上市	039
2.1	双重上市模式	041
2.1.1	“由内向外” 模式	043
2.1.2	“由外向内” 模式	045
2.1.3	“同时上市” 模式	048
2.1.4	其他模式	049
2.2	中国公司境外上市	050
2.2.1	境外直接上市的监管	052
2.2.2	境外直接上市公司的境内股票发行及模式	054
2.2.3	境外间接上市的监管	060
2.2.4	境外间接上市企业的境内上市	070
2.2.5	关于中国公司境外上市的利弊之争	084
第 3 章	A+H 首次公开发行的监管及标准	087
3.1	香港及中国境内资本市场发展及监管体系	092
3.1.1	香港资本市场发展及监管体系	092
3.1.2	中国内地资本市场发展及监管体系	101

3.2	首次公开发行制度	105
3.2.1	香港首次公开发行制度	108
3.2.2	中国内地 A 股首次公开发行制度	110
3.3	首次公开发行上市的标准	117
3.3.1	香港股票上市标准	118
3.3.2	中国内地首次公开发行股票及上市标准	123
3.3.3	香港及中国内地股票发行上市标准差异分析	129
3.3.4	香港及中国内地股票发行上市程序差异及其分析	137
第 4 章	A+H 双重上市之保荐及承销制度	139
4.1	首次公开发行的保荐制度	143
4.1.1	香港股票上市之保荐人制度	144
4.1.2	中国内地首次公开发行的保荐制度	151
4.2	首次公开发行的股票承销制度	158
4.2.1	香港市场股票承销制度	163
4.2.2	中国内地股票发行承销制度	171

第 5 章	A+H 双重上市之信息披露制度	181
5.1	股票发行及上市的信息披露	186
5.2	香港股票上市之信息披露制度	188
5.2.1	香港《公司条例》和《证券及期货条例》的相关规定	189
5.2.2	香港《公司（清盘及杂项条文）条例》关于招股章程的规定	191
5.2.3	香港交易所《主板上市规则》关于信息公开的要求	192
5.2.4	不当信息披露的法律责任	194
5.2.5	关于 H 股发行人的信息披露要求	197
5.3	中国内地股票发行及上市之信息披露制度	200
5.3.1	《公司法》及《证券法》对信息披露的规定	201
5.3.2	《首次公开发行股票并上市管理办法》及其配套规定	205
5.3.3	证券交易所《股票上市规则》关于信息披露的规定	207
5.3.4	违反信息披露的法律责任	208
5.3.5	关于 A+H 双重上市的信息披露要求	210
5.4	首次公开发行上市的特殊事项披露	211
5.4.1	同业竞争的信息披露	213
5.4.2	关联交易的信息披露	216

第 6 章	A+H 股票发行上市之法律冲突及解决	227
6.1	法律冲突与跨境证券发行	229
6.2	A+H 双重上市的法律适用与法律关系	234
6.3	A+H 股票发行上市的主体认许	236
6.4	A+H 股票发行上市法律冲突	244
6.4.1	A+H 股票发行上市条件的法律冲突	245
6.4.2	A+H 双重上市的公司治理规范法律冲突	246
6.4.3	A+H 股票发行上市的程序法律冲突	256
6.5	A+H 股票发行上市信息披露的法律冲突	257
6.6	A+H 股票发行上市法律冲突的解决	259
6.6.1	A+H 股票发行上市相关法律渊源	259
6.6.2	A+H 股票发行上市法律争议的管辖	260

第1章

中国资本市场发展
与企业双重上市



1.1 企业发展与资本市场

任何企业的发展都离不开资金支持。伴随着金融市场的迅速发展,企业可以选择的融资方式也越来越多。通常来说,企业的融资来源包括内源性融资和外源性融资。内源性融资主要指企业向内部人(包括与企业有密切关系的相关主体)进行融资,其融资的资金来源主要是企业的利润,即股东将可分配收益留存企业,用以保证企业的现金流及进一步发展需要,或者股东、董事、高级管理人员向企业提供借款等。外源性融资是企业向外部人进行融资,其融资的资金来源主要是企业之外的社会其他主体,包括银行、其他金融机构和社会投资人等。外源性融资的方式包括债权融资和股权融资,而股权融资又以公开发行业的方式募集资金最为有效,具有期限长、无须还本付息的特点。

公开发行股票并上市交易是企业发展到一定阶段的重要选择。从一个国家资本市场发展的角度来看,一个有助于企业公开发行上市、便于融资、促使企业不断完善治理机制的市场,是一个发达的、具有竞争力的市场。在一个发达的资本市场上,金融机构及其产品是多元化的,金融服务机构恪守职责并能够协助企业获得其发展所需要的资金,而企业也必然遵守市场规则,公平对待投资者并保证其利益的实现。

资本市场是一国金融市场的重要组成部分,其核心功能是帮助企业进行外源性融资,满足企业长期发展的资本需求,实现社会资本的合理配置和有效使用。一个成熟的、运行良好的资本市场,应当具备多层次、体系化的资本融通功能,能够满足市场主体多样化的经济需求,也是我国资本市场迫切需要达到的目标。证券市场是资本市场最重要组成部分,是企业融资最有效的市场之一。

现代意义上的证券市场不是一个基于私人意思自治自由形成的市场,而是一个由法律和经济发展共同推动而成的市场,因此,它必定表现为一国法律意义上的市场,因而证券市场国际化所形成的国际证券市场也只能是一个

具有国际性因素的国内证券市场。证券市场国际化程度的高低完全受国内法律开放态度的影响。而在金融全球化的背景下，证券市场国际化成为全球资本市场发展的重点，国际金融中心的发展需要证券市场国际化，而证券市场国际化则需要外国公司跨境上市这一措施来推进。外国公司跨境上市法律制度演进受到法律制度形成的基础、法律文化传统、经济发展的要求以及国际金融中心竞争的需要等多重因素的影响，正是这多重因素的影响造成了其各自法律制度的相同和相异。

1.2 中国资本市场

证券市场是有价证券发行与流通以及与此相适应的组织与管理方式的总称，包括证券发行市场和证券流通市场两个部分。证券发行市场也称为证券的一级市场，是一个抽象的概念，主要指证券发行人募集资金的过程，包括企业向政府监管机构的申请，以及金融机构和中介机构的辅导、销售等辅助性行为等，目的是给投资者提供一个公平透明的投资环境，并实现引导社会资金流向、优化资源配置的功能。证券流通市场也称二级市场，分为场内交易市场和场外交易市场，是已发行的证券进行买卖、转让和流通的市场。^①

1.2.1 中国资本市场发展概况

中国证券市场早在清代末期就已出现。为了便利洋务派兴办的股份制企业的股票转让交易，清政府在光绪末年同意组建“上海股份公所”和“上海众业公所”，对外国企业的股票、公司债券，南洋一带的橡胶股票、中国政府的金币公债以及外国设在上海的行政机构发行的债券等进行转让交易。而清政府时期的第一家全国性交易所是成立于1919年的“北京证券交易所”，

^① 吴晓求、赵锡军、董安生主编：《证券市场概论》，中国人民大学出版社2007年9月第1版，第22页。

专门进行股票的买卖和交易。之后，上海成立了“上海华商证券交易所”，也从事股票的买卖和交易。这两家证券交易所于19世纪40年代末被取消。

新中国成立后的第一家证券交易所是上海证券交易所，于1990年12月19日正式开业。深圳证券交易所虽然于1990年开始试营业，但正式开业是1991年7月3日。深圳和上海证券交易所的设立，代表我国证券市场的新开端，也标志着我国全国性证券市场的正式建立。^①1992年10月国务院证券管理委员会和中国证券监督管理委员会的成立，代表我国资本市场正式形成，以及资本市场监管架构的初步建立。

我国资本市场建立的目的，最初是为了解决国有企业的资金短缺问题，帮助国有企业在传统的银行贷款之外，开辟另外一个新的融资渠道。利用社会资金促进国有企业的发展。1996年的八届人大四次会议上，我国政府将股票市场定位为“社会主义经济的重要组成部分”^②，在国家层面肯定了资本市场对经济体制改革的重大作用。1993年《公司法》和1998年《证券法》的颁布实施，在国家法律层面确立了资本市场的地位，也代表着我国资本市场法律法规体系的正式建立。

2005年，国家对《公司法》《证券法》皆进行了大幅度修改，从法律层面对证券公司综合治理、上市公司规范、投资者保护等进行了规范。《公司法》修订主要涉及以下几个方面：1. 引入公司法人人格否认制度；2. 取消了按照公司经营内容区分最低注册资本额的规定；3. 无形资产可占注册资本的70%；4. 取消公司对外投资占公司净资产一定比例的限制；5. 增加股东诉讼的规定；6. 规定有限责任公司中小股东在特定条件下的退出机制；7. 上市公司要设独立董事；8. 对关联交易行为作出严格的规范；9. 允许设立一人有限责任公司；10. 规定了公司的社会责任，增加依法与职工签订劳动合同的规定。《证券法》修订内容主要包括：1. 建立证券发行上市保荐制度，完善证券发行；2. 增加上市公司控股股东或实际控制人、上市公司董事、监事、高

① 刘春长：《中国证券市场监管制度及其变迁研究》，中国金融出版社2010年10月第1版，第23、24页。

② 刘春长：《中国证券市场监管制度及其变迁研究》，中国金融出版社2010年10月第1版，第69页。

管人员的诚信义务和法律责任规定；3. 建立发行申请文件的预披露制度，提高发行透明度，拓宽社会监督的渠道；4. 健全证券公司内部控制制度，明确了证券公司高级管理人员任职资格管理制度；5. 补充和完善对证券公司的监管措施；6. 建立证券投资者保护基金制度；7. 明确证券发行人、证券公司、上市公司的收购人或控股股东等对各类投资者的损害赔偿的民事责任规定；8. 增加发行失败的规定，强化发行人的风险意识，促进发行的市场化；9. 加大上市公司、证券公司有关高级管理人员和直接责任人员的责任，发行人有期诈发行、虚假陈述的，证券公司有违规从事承销、保荐的，对其负有责任的高管人员和直接责任人员可给予警告、罚款等处罚等。

随着我国经济体制改革的不断深入，我国民营企业也在不断成长，不仅带动了经济的发展，对我国产业结构和社会分配机制也产生了重大影响。尤其是高科技和互联网企业，不仅改变了人们的生活方式，也对我国的经济展起着不可忽视的作用。1999 年开始，我国资本市场开始接受非国有股份公司进入资本市场进行融资。2004 年 1 月，国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（目前已失效），推动发行制度、资本市场股权分置等重大改革，并鼓励机构投资者参与资本市场发展。

从 20 世纪 80 年代开启的金融全球化所引发的证券市场国际化也深深地影响着我国的证券市场发展。我国于 2001 年 12 月 11 日正式加入 WTO 后就面临着承担 WTO 所推进的金融服务业全面开放的义务。为此，我国在 2002 年 12 月 1 日开始施行了合格的境外机构投资者制度（QFII），在 2004 年 12 月我国开始允许外国公司到中国资本市场发行债券，在 2005 年开启了旨在解决制约证券市场发制度性障碍的股权分置改革，在 2006 年发布了实际上开启了外国公司进入中国证券市场的迂回之路的《外国投资者并购境内企业的暂行规定》。这一系列的制度安排旨在逐步推进我国证券市场的国际化。在 2007 年，我国证券市场的管理层也明确表示鼓励境外公司自主选择到 A 股市场发行上市。为此上海证券交易所也在积极组织研究人员探索开放 A 股市场的方式。到了 2009 年 4 月，国务院发布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，明确提出上海到 2020 年基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应

的国际金融中心，这就正式将我国证券市场国际化提升为一项国家战略并加以具体实施。

目前，中国已经形成了以《证券法》为核心的四个层次的证券法律体系：第一个层次为由全国人民代表大会或全国人民代表大会常务委员会制定并颁布的法律，包括《证券法》《证券投资基金法》《公司法》以及《刑法》等，此外《物权法》《反洗钱法》《企业破产法》等法律也与证券市场有着密切的联系。第二个层次是指由国务院制定并颁布的行政法规，包括《证券公司监督管理条例》《证券公司风险处置条例》等。第三个层次是指由证券监管部门制定的部门规章及规范性文件，包括《证券发行与承销管理办法》《首次公开发行股票并在企业板上市管理办法》《上市公司信息披露管理办法》《证券公司融资融券业务管理办法》《证券市场禁入规定》等。第四个层次是指由证券交易所、中国证券业协会及中国证券登记结算有限公司制定的自律性规则，包括由上海证券交易所及深圳证券交易所分别制定的上市规则等。

1.2.2 我国多层次资本市场的建立

2004年5月，经国务院批准，中国证监会批复同意《深圳证券交易所设立中小企业板块实施方案》，在深交所主板市场内设立中小企业板块。根据该实施方案，中小企业板块的总体设计，可以概括为“两个不变”和“四个独立”。即在现行法律法规不变、发行上市标准不变的前提下，在深圳证券交易所主板市场中设立一个运行独立、监察独立、代码独立、指数独立的板块。在上述方案的框架下，深圳证券交易所于2004年5月19日公布了《中小企业板块交易特别规定》《中小企业板块上市公司特别规定》和《中小企业板块证券上市协议》。进一步明确：中小企业板块是主板市场的一个组成部分，中小企业板块上市公司首先应当遵守现有的主板上市规则，同时，中小企业板块上市公司还应当遵守针对中小企业特点制定的《中小企业板块上市公司特别规定》。而在交易制度方面，与主板市场交易制度相比，中小企业板块交易制度主要有四个方面的变化：一是中小企业板块股票的开盘集