

# 国有企业赴港上市的法律问题

邱永红 董 红

**摘 要** 赴港上市的我国国有企业受我国国内和香港有关法律的双重管辖,我国有关部门专门就此作出了很多的条例和意见以协调两地的法律差异,香港有关方面也作出了相应的法律法规的修订和补充。赴港上市的国有企业要进行企业重组和签订上市协议;在信息披露的方式上要有较大的改变,以加强信息披露工作,给投资者一个稳定的预期。赴港上市的企业亟待解决的法律问题有:外资的股权比例问题,纠纷解决中的法律适用问题。

**关键词** 法定条件 上市协议 信息披露 股权比例 法律适用

自1993年青岛啤酒作为第一家H股公司在香港挂牌上市以来,截至1998年4月1日,共有41家内地国有企业成功地在香港发行H股并上市。这41家H股上市公司共筹集资金576亿港元,通过二级市场配股和发行可转换债券共筹集资金690亿港元<sup>①</sup>。这对于内地国有企业筹资、产权重组和经营机制的转换,以及巩固香港的国际金融中心地位,都具有极其重要的意义。本文就国企赴港上市的若干法律问题作一些初步探讨,以便国企更好地到香港上市集资。

## 一、国企赴港上市的法律依据

内地公司股票到香港发行上市,有一个法律方面的技术性问题必须予以妥善解决,这就是此类我国内地公司在内地注册和经营,而H股的上市和监管却在香港,并且这批公司的股票不仅在香港上市(H股)而且在内地的上海或深圳也同样上市(A股和B股)。因此,这些上市公司要受到我国内地和香港有关法律的双重管辖,也就是说国企赴港上市的法律依据既包括内地方面的也包括香港特别行政区方面的。

### (一)内地方面的法律依据

在1993年第一批内地企业的H股到香港上市之初,我国内地尚未颁布《公司法》,企业的股份制履行主要遵循体改委1992年5月15日公布的《股份有限公司规范意见》。由于《股份有限公司规范意见》与香港的《公司条例》之间存在一些法律规定上的差异,内地公司到香港上市,需要弥补这些差距。双方确定,通过制定三个文件来弥补这种差距:(1)国家体改委于1993年5月24日颁发了《关于到香港上市的公司执行〈股份有限公司规范意见〉的补充规定》,对《规范意见》中只适合于内地上市而不适合于香港上市的某些条款,加以豁免;同时,对在内地上市不会发生而在香港上市将会发生的情况,作出补充规定。例如,过去外资股份指B股,《补充规定》明确外资股包括在国内发行的B股和在香港发行的H股。(2)以国家体改委名义给香港联交所发一封函件,对国内法规中一些不易为香港和其它境外投资者理解的条款加以说明,以避免可能发生的误解。例如,我国内地《规范意见》中,把股份分为国家股、法人股、个人股和外资股等,境外投资者对这种划分是不理解的。因此,在致函中,说明只是按投资

主体不同,而作的一种划分,并不影响同股同权的原则。(3)国家体改委于1993年6月10日颁发了《到香港上市公司章程必备条款》,明确到香港上市公司章程必须载明的事项。这个文件在香港作为附件,列入了香港联合交易所的上市规则中。1993年6月19日,中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所和香港证监会、香港联交所在北京签署了《监管合作备忘录》。这一备忘录的签订,为我国内地与香港证监会的紧密合作以及两地证券业的共同发展,奠定了基础,也为H股在香港发行、上市初步扫除了法律障碍。1993年12月29日,《中华人民共和国公司法》颁布,为我国上市公司的设立、组织机构、股票发行与转让、财务会计、经营破产清算等方面确立了准则,使得赴港上市的内地国企的设立和管理也有了明确的法律依据。1994年8月4日,国务院颁布了《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》,在发行要求和安排、股票形式、会计制度、信息披露等方面对包括H股、N股在内的境外上市股作出了具体规定。为尽量减少内地与香港在公司法实施中的差异,1994年8月23日国务院证券委和国家体改委联合发布了《到境外上市公司章程必备条款》,规定出一套必须由港上市的内地公司列入其公司章程的强制性条款。此外,考虑到香港联交所新修订上市规则附录三及附录十三D部分,中国证监会海外上市部、国家体改委生产体制司联合发布了《关于到香港上市公司对公司章程作补充修改的意见函》,允许各赴港上市公司按香港新修订规则进行补充和对有关文字进行技术性处理。

## (二)香港特别行政区方面的法律依据

我国内地国企在香港发行上市H股,其香港特区的行为除按属人管辖原则受中国法律约束之外,还必须按照属地管辖原则受香港特区法律的支配。目前,香港规范上市公司行为的法规和自律性规则主要有《公司条例》、《证券条例》、《证券(公开权益)条例》、《证券(内幕交易)条例》、《保障投资者条例》、《证券及期货事务监察委员会条例》、《香港公司收购、合并及购回股份守则》、香港联交所的《上市规则》等。

### 二、国企赴港上市的法定条件

我国目前对于国企赴港上市H股的许可条件和发行审批条件尚无明确的法律规定。但按照国务院证券委、国家体改委、国家计委和经贸委曾联合发布的政策文件,选择和确定赴港上市H股企业,应当考虑以下基本条件:(1)其生产经营符合国家产业政策。(2)急需建设资金,尤其是进入国家立项的企业,同时该行业或企业应是允许外商投资的。有经准许的引进项目,急需外汇资金的企业。(3)一般情况下募集后股本总额在4亿元人民币以上,募集后公有股占50%以上,募集的H股面值应在1亿元人民币以上。(4)按33%的所得税率和12倍市盈率计算的市值,按发行后的股本均摊后,每股价格应至少高于每股净资产。原则上,年创汇能力应高于H股股本面值的10%。

在港上市的国有企业除了要遵守国内有关规定外,还要符合联交所《上市规则》的基本要求。香港联交所针对国企在香港上市的需要,专门对其《上市规则》做了修订和补充,在《上市规则》第十九A章中,对在国内注册成立的发行人在香港发行股票作出规定,寻求在香港上市的国企应满足以下条件:(1)适宜上市。新发行人及其业务必须经联交所审定认为适合上市,这是先决条件。(2)营业记录以及管理层的持续性。公司必须在实质相同的管理层人员的管理下有不少于3年的业绩和合适的营业记录。(3)公众持股量。如果申请上市的国企未在国内发行A股,除非公司H股预期市值超过40亿港元;公众持有的H股股份不得低于公司总股本的25%;如果申请上市的国企已在国内发行A股,则所有H股必须全部由公众持有,且由公众持有的H股一般不得少于现有已发行股本总额的25%。(4)市值。公司上市时的股票总市值不少于1亿港元,而由公众持有的股票市值不少于5000万港元。(5)上市公司商务与控

股股东商务并无利益冲突。如果新发行人的控股股东拥有的业务可能与新发行人的业务竞争, 联交所可能认为该新发行人不适宜上市<sup>②</sup>。(6) 保荐人。公司在上市后的最少 3 年时间内必须聘用保荐人, 以协助国企了解和遵守上市规则、上市协议和适用法律。(7) 独立董事。公司须委任至少两名独立于控股股东的董事, 以代表公众股东的利益。(8) 股份登记。内地公司必须与香港上市的海外公司一样, 在香港设立股东名册, 以便登记 H 股的转让资料, 促使交易进行顺利。(9) 上市文件的附加资料。到香港上市的内地国企, 可能已经或者计划在内地发行 A 股。H 股的投资者自然希望在作出投资决定前, 清楚知道公司的资本规模、A 股和 H 股的比例, 所以上市规则要求国企在上市文件里对公司在国内发行 A 股作适当说明。

### 三、赴港上市国有企业的重组及上市协议的签订

国企在海外上市准备工作的重点在企业股份制改造上。对于欲改造的企业来说, 从原来的国有企业转移至符合香港上市要求的上市公司, 除了要在财会标准、组织机构形式、股权划分等方面按照香港联交所的有关法规和标准进行规范、重构以外, 还需理顺企业与政府、主管企业、下属单位等之间的产权关系。在企业赴港上市前对其进行结构重组, 使其组织结构合理化, 对于维护国有资产产权, 便于上市公司未来发展、吸引投资者, 从而使发行工作成功并获得好的价格, 以及今后的扩股增资、改变企业形象、提高企业知名度, 都有重要意义。

国有企业进行重组后, 需要选择适当的保荐人, 由保荐人代为协助准备上市申请及编制上市所需提交的文件, 然后向上市科递交有关的申请和资料。申请获批准后, 公司需与联交所签订一份上市协议。此份协议的主要目的是确保上市公司作出承诺, 及时披露可能对上市股票的市场活动和价格产生影响重大信息, 以及遵守有关同业竞争和关联交易的要求。由于《上市规则》是联交所的自律规章, 没有法律效力, 如果上市公司违反《上市规则》, 联交所除了对其作“除牌”、“停牌”等处罚外, 很难追究其法律责任。事实上, 《上市规则》本身就没有“法律责任”(或“罚则”)一章。而如果上市公司和联交所之间存在上市协议, 联交所就可以依合同追究上市公司的法律责任。

### 四、赴港上市国有企业的信息披露

按发行人所处阶段不同, 赴港上市国企的信息披露可分为发行和上市新 H 股的初次披露义务和持续披露义务。前者的披露形式主要是招股说明书和上市公告书, 后者的披露形式则主要是定期报告和临时报告。

#### (一) 初次披露义务

招股说明书和上市公告书是投资者了解发行人详细情况的重要途径, 它关系到投资者的切身利益, 因此香港特区法律对招股说明书与上市公告书的内容与格式都作了明确规定。香港法律对公司招股说明书和上市公告书规定的内容包括公司的股本及负债情况、公司的历史概况、经营业绩、董事及高级管理人员的资料、利润及股息、未来计划及前景、发行新股所得款项的各项用途、有形资产净值、参与发行工作的中介机构、会计师报告(上五年财政年度的业绩)、物产估值报告、机械设备评估报告、公司章程的概要、其它法律规定的一般资料。在香港, 内地国企招股说明书和上市公告书向公众发行前必须得到香港联交所的批准, 并在公司注册署登记。

#### (二) 持续披露义务

根据香港法律的规定, 内地国企在香港联交所挂牌上市后, 还必须遵守下列持续披露义务。

##### 1. 公布中期报告与年度报告。

按香港联交所上市协议规定, 上市公司须于每个财政年度前 6 个月完结后的 3 个月内公

布中期报告。就国有企业来说,一般的财政年度是每年的1月至12月,也就是说国有企业要在每年的9月底前,公布其1月至6月期间的业绩。中期报告中应包括下列资料:营业额、除税前但非计非经济项目的盈利和亏损、利得税、少数权益应占盈利、非经常项目、股东应占盈利得。除中期报告外,上市公司亦须于财政年度完结时编制年度报告及年度帐目。年报必须包括该集团帐目、核数师报告、董事酬金和最高酬金5名人士的报酬、董事及高级管理人员的资料、退休金计划和成本、物业及有形资产、主要客户和供应商、管理阶层的讨论及分析、可分派的利润等。这份年报须于上市公司股东周年大会召开日期至少二十一天前或于有关财政年度结束后不多于6个月内寄给股东。

## 2. 公开证券权益

任何上市公司的小股东,都想知道谁是公司的大股东,他们所持的股份有无变化,公司有没有被收购的可能。人们想知道这些资料乃是因为这些资料会影响小股东或者其它投资者对公司的评估,也就是说会影响股价。明白了这一点,我们就会明白公开证券权益对于香港上市公司中的国有企业的必要性了。当首批国有企业H股股东寄发年度报告时,投资者发现年报里面提到的董事持股情况并未及时向市场公开,从而使境外投资者十分关注并提出质疑。因此,香港联交所需要有国企及时公布其证券权益方面的资料。

## 3. 公布各项须予公布的交易

香港联交所上市规则第十四章对各项须予公布的交易作了详细的规定。这些各项须予公布的交易包括:股份交易、须予披露的交易、主要交易、非常重大的收购事项、与控股股东或主管单位的关联交易。

在对外信息披露上,应该说H股国企是在努力按照上述有关要求去做的。随着H股国企对国际证券市运和环境 and 监管要求的逐步确立和适应,一直令境外投资者颇多微词的常规信息披露工作在不断改进中,并初步得到了各方面的肯定。上海石化在1996年获香港联交所“最佳资料披露奖”和《亚洲货币》杂志“最佳管理公司”即是典型代表。但是,就整体而言,当前我国H股国企在信息披露方面主要还存在以下两方面不足:(1)H股国企注册于内地且其经营活动也主要是在内地,有关H股公司经营方面的信息披露大多是通过国内媒介,香港及西方国家传媒涉及较少。而绝大多数H股投资者,特别是欧美投资者对H股还很陌生,对H股公司所处的行业地位和赖以生存的国内宏观经济环境缺乏起码的了解,甚至有些误解。这样,经常信息的不足和理解方面的困难,造成境外投资者对国企H股总存在一种生疏和不甚了解的感觉,这常常影响其对H股市场的信心和判断。(2)H股信息披露的最主要和重要的问题是在向海外市场披露中国重大经济政策时对披露时间和披露方式的选择问题。中国经济政策信息对海外投资者具有重要影响。可以说95年H股股价的暴跌主要是中国政策信息披露的不足引发的。其一是在披露重大政策时没有考虑到市场将会出现的剧烈波动因素,连续披露几项重大政策将会对资本市场产生巨大影响,使市场产生震荡的“公告效应”。其二是在披露前未对市场的种种传言及时地加以抑制。其三是披露后未及时对海外投资者进行解释和说明,反而经常作出“这是国家宏观调控所致”,企业无可奈何的姿态,给人以遮遮掩掩甚至是存心隐瞒实情之感。

鉴于此,H股公司在今后应采取以下措施大力加强信息披露工作:(1)除通过国内媒介披露信息外,在港上市的H股公司可充分利用香港联交所的大利市广播系统在第一时间将公司的消息向公众发布,并随即于第二天在香港的中英文报章上刊登出来。且不断创造条件以通过西方媒介同步披露信息,以使境外投资者更充分、及时地了解各种信息,从而增强对H股市场的信心和投资积极性。(2)把握好向海外市场披露我国重大经济政策的时间与方式,在披

露前对市场种种传言及时加以抑制,披露后及时通过传媒向海外投资者宣传国家政策,使其全面、充分了解中国政策的内容和作用,从而不会盲目跟风抛售 H 股。同时,国家有关部门对国家经济政策方针的调整也应着眼于长远利益,并以规范的方式公之于众,以给海外投资者一个稳定的预期。

## 五、国企赴港上市亟待解决的法律问题

国企若要成功地在香港上市筹资,国内政策和法制状况的完善是关键。因此,当前我国内地应大力完善国内相关立法,以加快国企赴港上市的步伐和证券市场国际化的进程。

### (一) 外资股的股权比例问题

关于外资股权的比例,世界各国一般都根据其经济发展的需要,在不同的时期作出不同的规定。尤其是发展中国家一般都规定外资股不得超过 49%,例如巴西、韩国、马来西亚、菲律宾等。此外,各国根据需要也有一些变通规定。例如,菲律宾规定,银行业的外资股最多只能占 30%,墨西哥对于那些面向出口、劳动密集型、地处偏僻地区的工业项目,允许外资股比例高于 49%。发达国家一般采取开放政策,但对于特定行业也有股权比例的限制。例如美国法律规定,外国在电企业或卫星通讯公司中所占股权不得超过 20%。

目前我国赴港上市企业大多是国家的大型重点企业,涉及各个不同行业,随着证券市场国际化的发展,势必产生兼并收购等问题。中国内地现有法律中只有《中外合资企业法》对外方出资比例作出了不得高于 25% 的规定,但这一规定无法约束股票权益。鉴于此,笔者认为应当采取国际通行做法,通过立法做出外资股权不得超过 49% 的一般规定;特定行业或民族特有工业,诸如金融、运输、中医药等外资股权比例不宜超过 10—25%,以免失去对此类企业的控制权,削弱竞争力;对于亟待开发或国外资源依赖性较强的行业应该允许外资股权控制在 49% 以上。

### (二) 纠纷解决中的法律适用问题

《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》第 29 条规定,有关争议必须“适用中华人民共和国法律”。此种规定实属不妥,原因有二:(1)现在《证券法》还未出台,仅有的两部法规(《股票发行与交易管理暂行条例》和《禁止证券欺诈行为暂行办法》)又没有域外管辖的规定。《涉外经济合同法》中无证券合同一类,适用时仅能作参照。而民法中关于合同的规定又过于笼统、简单。实质上我国是无法可依,故而这一条规定在国企赴港上市的实践中无法执行。(2)因发行而签订的许多合同及上市公司章程,如果是也许适用中华人民共和国法律,将增加投资者的不确定感和陌生感,不利于国企股票迅速在港发行上市。

由此可见,这条简单的单边冲突规范,把国企在港证券的发行、证券的交易、章程规定的内容与公司其它有关事务的争议之法律适用均指向中国内地法律,是不利于纠纷的解决的。因此,我们应从有利于公平和高效地解决国企赴港上市中的争端这一角度出发,借鉴先进国家和地区的立法经验,在完善内地相关实体法的同时,有预见性地制定完整、系统的证券跨国发行与交易争端解决的冲突法规范。

## 参考文献

- 1 马险峰. B 股与 H 股: 现存问题与发展对策. 经济管理, 1998. 8

(作者单位: 厦门大学)

收稿日期: 1998. 9. 2

责任编辑: 赵连志