



中小民营企业

香港创业板上市的两种模式比较

张华

(哈尔滨工业大学威海校区人文管理学院 山东威海 264209)

【摘要】内地企业在香港创业板通常可以通过发行H股或者发行红筹股的方式上市,这两种上市模式在上市主体、改制和重组模式、遵守的法律法规、遵循的会计准则和制度等方面均有一定的区别,这也是拟赴香港创业板上市的企业必须明确的关键点。

【关键词】香港创业板 上市 模式

香港创业板市场主要是为具有良好商业概念和高成长性的新兴企业提供的—个相对独立的股票融资场所,和香港主板市场相比,其在上市条件、交易方式、监管方法和内容上均有较大差别。自从1999年香港创业板市场创办以来,已有很多国内的大中小型企业到创业板上市,特别是近年来,由于香港资本市场的进一步开放,很多国内民营企业纷纷赴香港上市。国内中小民营企业到香港创业板上市有两种常见的模式,一种是以发行H股方式上市,另一种是以发行红筹股方式上市。其中,以发行红筹股上市为主。

国内中小民营企业以发行H股方式和红筹股方式在香港创业板上市主要有以下几方面的区别:

1. 从上市主体来看,根据香港创业板上市规则,在创业

注册会计师成为了“经济警察”,是一个结合了社会责任和理性经济人为—体、为广大社会公众服务的职业。注册会计师就处于这个尴尬的局面里,惟—能够解决这一问题的方法是彻底改革审计行业的相关制度安排,如建立财务报表保险制度或设计其他可行的改革方案。

分析之四:关注公众的想法,缩小审计期望差。

注册会计师认为,只要审计工作程序完全符合执业准则的要求,出具的审计报告就是合规的,即使出现风险,也和注册会计师没有关系,属于审计本身的风险。而社会公众则认为,他们之所以需要注册会计师的审计,就是希望注册会计师通过审计发现上市公司内部存在的问题。注册会计师与社会公众之间对于审计的认识存在差距,即所谓的审计期望差。社会公众对注册会计师审计的期望与现实的差距放大了审计失败的负面效应,给审计行业带来了巨大的舆论压力,造成了一些负面影响。其影响主要有三个方面:第一,舆论对审计失败有放大效应,影响整个行业的信誉和社会地位,阻碍行业的健康发展。第二,在倡导建设和谐社会的时代,社会公众的审计期望差带来的舆论压力,可能会影响司法和立法的合理性。第三,在前两个影响下,审计行业在吸引高素质人才方面遇到困

难,一些优秀青年可能不愿意将审计作为自己的毕生职业。当前我们可以做的是关注社会公众的看法与想法,时刻与社会公众沟通,缩小审计期望差。但是,这些做法并不能消除审计期望差,归根结底这种期望差是由审计行业本身的制度安排不合理造成的,也就是上文提到的“错位”现象。如果制度安排的不合理无法消除,这种期望差也就无法消除。违规事件的频频发生或者可以归咎于法律不完善,或者可以归咎于处罚力度不够,但是我们更应关注导致这些“违规”事件的最根本因素,即制度上的缺陷。如果我们要使审计行业更好、更长久地为市场和社会公众服务,就需要进行一些制度上的改革,通过完善的制度安排来使市场向较为合理的方向发展。

【注】本文为国家自然科学基金重点资助项目(70632002)的阶段性成果。

主要参考文献

1. 李若山.注册会计师:经济警察吗?.北京:中国财政经济出版社,2003
2. 易琮.解决审计独立性矛盾的新设想:财务报表保险制度.中国注册会计师,2004;4

在离岸金融中心注册的用于控股国内企业资产的“壳”，其控股的国内企业也就变成了外商独资企业或者中外合资企业。

2. 从公司改制和重组的模式来看，H股上市公司在上市前，必须按照我国关于境外上市企业股份制改造工作程序进行股份制改造，发起设立股份有限公司，并按照相关规定向中国证监会和香港联交所申请公开发行H股。和发行H股直接上市的方式相比，国内企业以发行红筹股方式上市实际上是一种间接上市模式，其基本重组模式为：国内企业的主要控制人在海外避税港注册投资控股公司，再以境内股权或资产对海外控股公司进行增资扩股，以达到收购国内企业资产的目的，然后以国际控股公司为主体在国外资本市场上市。而在香港创业板上市通常的做法是：在开曼群岛（或者百慕大群岛）注册一间公司，作为整个公司在创业板上市的主体，然后在国内企业和开曼公司中间加一家在英属维尔京群岛注册的公司。在重组过程中，英属维尔京群岛公司作为外商投资收购国内企业的主体控股国内企业，而开曼公司通过换股合并英属维尔京群岛公司并百分之百拥有其股权，这种安排就为开曼公司“未来业务”提供了较大弹性。

3. 从遵守的法律法规来看，H股上市公司是按照我国《公司法》设立的股份有限公司，在香港创业板发行H股上市时，首先必须符合国内法律法规和规范性文件的要求和条件，即必须参照我国《公司法》、《证券法》、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》、中国证监会《境内企业申请到香港创业板上市审批与监管指引》以及国家外汇管理的有关规定申请在香港联交所上市。另外，还必须遵守香港联交所颁布的《创业板上市规则》及香港法律法规对在中华人民共和国注册成立的发行人在香港发行股票的有关规定。而红筹股上市公司的注册地是国际离岸金融中心，因此只需遵守该地区相关的法律法规。由于低透明度和极宽松的管理制度，香港、百慕大群岛、开曼群岛以及英属维尔京群岛常被各类资本视为“避税天堂”、“自由资本天堂”。在离岸金融中心注册公司最大的好处是可以享有课税极低、甚至免税的优惠，有利于企业进行各种财务运作的安排。此外，离岸公司拥有高度保密性及较少的外汇管制，这在我国实行外汇管制的情形下，以发行红筹股方式上市相对于以发行H股方式上市无疑具有一定优势。

4. 从遵循的财务会计标准来看，以发行H股方式在香港上市的企业应遵循属地原则，执行中国内地的会计制度，按照中国内地会计制度的要求编制财务报表。为了适应香港上市地关于证券上市管理的要求，企业应以按照中国内地会计制度编制的财务报表为基础，按照香港会计准则或者国际会计准则的要求对部分项目进行调整。红筹股上市公司控制的国内外资企业按照财政部发布的《企业会计制度》编制财务报表，而海外控股公司向香港联交所提交的财务报告必须按照《香港财务报告准则》或者《国际财务报告准则》的要求编制合并财务报表，合并国内资产和利润。

5. 从上市审批程序和股份流动性方面来看，红筹股的审批程序相对于H股而言比较简单，发行门槛较低。日后增发

新股时，红筹股可能拥有更大的弹性和空间；而H股增发新股的风险可能较高，需要的时间也相对较长。在发行可换股债券和其他债券时，红筹股上市公司并不需要符合国内的法律程序和条件，但H股上市公司则必须符合国内的法律程序和条件，并经国家有关部门批准。与发行H股方式上市相比，香港证监会对于发行红筹股方式上市的规定较为宽松，上市费用也更低。另外，企业以发行红筹股方式上市后再集资的能力也更强。更为重要的是，以发行红筹股方式上市，原有股东套现要比H股容易得多。国内企业以发行H股方式在香港上市，发起人的股份不可以流通，且控股股东与管理层在三年内不能发生重大变化，而红筹股股份在禁售期结束后便可全部上市流通。

最后值得一提的是，虽然国内企业赴香港创业板以发行H股方式上市或者发行红筹股方式上市各有其优势，但是2005年由央行、外汇管理局、中国银监会及证监会联手出台的旨在遏制我国资本恶性“中转”外逃的《国家外汇管理局关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》（汇发[2005]11号）和《国家外汇管理局关于境内居民个人境外投资登记及外资并购外汇登记有关问题的通知》（汇发[2005]29号），给国内企业赴香港创业板以发行红筹股方式上市增添了更多的障碍。首先，民营企业的所有者以个人名义在境外设立公司要到外汇管理局审批；其次，境外公司并购境内资产，要经过商务部、发改委与外汇管理局三道审批，这样就增加了以发行红筹股方式在海外上市重组的难度与不可预测性。最近，由国家外汇管理局正式发布了《关于境内居民通过境外特殊目的公司境外融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发[2005]75号）。在该文件中，外汇管理局首次明确规定允许境内居民（包括法人和自然人）以特殊目的公司的形式设立境外融资平台，通过反向并购、股权置换、可转债等资本运作方式在国际资本市场上从事各类股权融资活动，合法地利用境外融资满足企业发展的资金需要。外汇管理局同时宣布停止执行11号和29号文件。新规定还允许境内居民通过特殊目的公司完成境外融资后，根据商业计划书或招股说明书载明的资金使用计划调回应在境内安排使用的资金。目前由商务部牵头，国家工商总局、税务总局和外汇管理局联合起草的《关于企业跨境换股的规定》已经结束意见征询期，并将不日发布。这意味着中小民营企业以发行红筹股方式到香港创业板融资的路途将更加平坦。

国内中小民营企业在做拟赴香港创业板上市的决策时，一定要进行全面的权衡和谋划，充分参考相关中介机构的建议，制定合理、可行的上市计划和方案。

主要参考文献

1. 黄山, 张中正, 韩捷. 中小企业境外及香港上市融资实务. 北京: 机械工业出版社, 2006
2. 陈维端. 中国内地企业到香港上市的可行途径. 会计之友, 2005; 3
3. 苏凤华. 内地企业赴港上市问题之探讨. 中外企业家, 2004; 8