

A股上市公司转赴H股上市的关键法律问题

作者：徐启飞 杨慧

最近几年，A股上市公司在香港联合交易所有限公司（以下简称“**香港联交所**”）上市的数量并不算太多。但是随着美的集团和顺丰控股等行业龙头企业2024年成功实现H股上市，近期多家A股上市公司公告筹划H股上市。这背后既是相关企业“走出去”战略的一环，也有着极为深厚的政策支撑。

2024年4月4日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，即新“国九条”。新“国九条”明确提出拓展优化资本市场跨境互联互通机制。拓宽企业境外上市融资渠道，提升境外上市备案管理质效。加强开放条件下的监管能力建设。深化国际证券监管合作。

2024年10月18日，香港证券及期货事务监察委员会（以下简称“**香港证监会**”）与香港联交所作出联合声明[1]，宣布将优化新上市申请审批流程时间表，包括加快“合资格A股公司”[2]审批流程，以提升整体新上市申请审批程序的透明度。在此背景下，如合资格A股公司提交完全符合规定的申请[3]，香港证监会及香港联交所将分别只会发出一轮监管意见及在不多于30个营业日[4]内完成监管评估。而对于其他公司，香港证监会及香港联交所在分别发出最多两轮监管意见后，会各自评估并指出有关申请是否存在任何重大监管关注事项，香港证监会及香港联交所将分别在不多于40个营业日内完成监管评估；在确认没有重大监管关注事项后，香港联交所将与上市申请人及其保荐人共同落实上市文件披露，相关申请在取得所有监管机构的必要批准后，便可进行上市委员会聆讯。

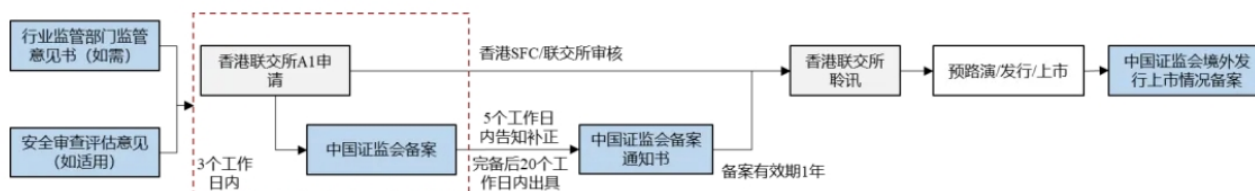
在此背景下，我们预计，A股上市公司赴港上市将成为2025年资本市场的一个热点和亮点。A股上市公司赴港上市机遇与挑战并存，除了需要对H股上市后面临的双边监管、市值管理协调等做好充足的心理准备外，还需要在H股上市过程中解决若干关键法律问题。如何准确识别出关键法律问题并未雨绸缪制定解决方案，是保障企业在赴港上市潮中占得先机的关键。

一、A股上市公司转H股上市的主要流程

2023年2月17日，经国务院批准，中国证券监督管理委员会（以下简称“**中国证监会**”）发布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（以下简称“**《管理试行办法》**”）及相关配套指引。同日，国务院决定自2023年3月31日起废止《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》。

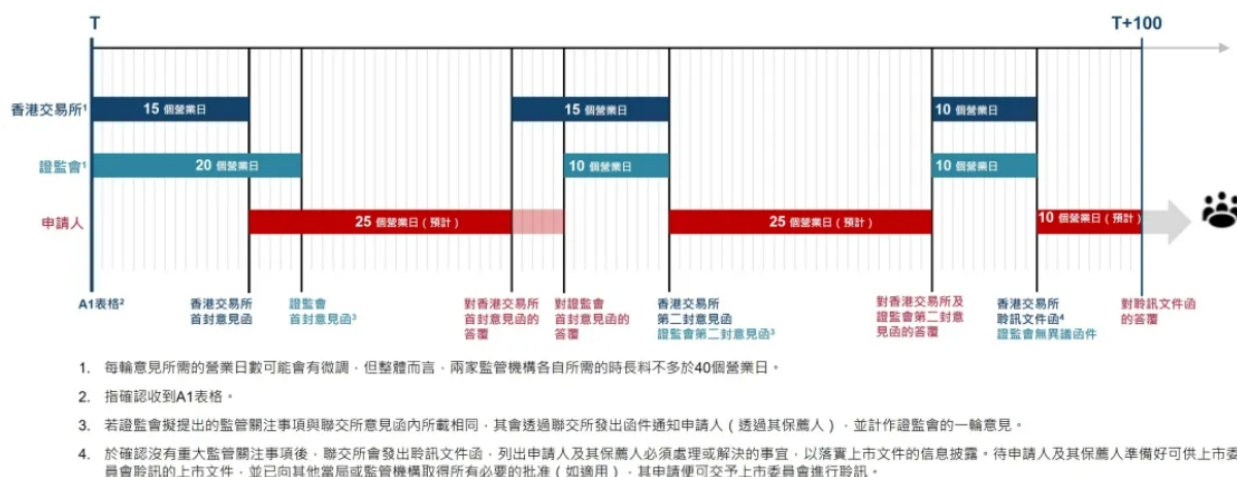
在《管理试行办法》及其配套指引出台前，发行人向中国证监会报送申请文件并取得上市申

请受理通知书（以下简称“**小路条**”）后，方可向香港联交所提交上市申请（A1），取得中国证监会批复同意公司上市申请文件（以下简称“**大路条**”）后，香港联交所方安排上市聆讯。在《管理试行办法》及其配套指引出台后，只需要在境外提交首次公开发行上市申请文件后3个工作日内向中国证监会提交备案。不过，上市申请人仍需在取得中国证监会备案通知后方可申请香港联交所聆讯[5]。主要流程如下：



如前所述，香港证监会和香港联交所作出联合声明，对于优质A股公司，在取得其境内法律顾问确认“该公司在递交新上市申请前的两个完整财政年度已在所有重大方面遵守与A股上市相关的法律及法规”的合规法律意见后，有机会利用“合格A股公司”快速审批时间表，进一步提升赴港上市监管审批的效率。合格A股公司快速审批时间表（图片来源于香港联交所）示意如下：

優化審批流程時間表：示例說明



二、A股上市公司转H股上市过程中的信息披露

作为A股上市公司，筹划H股上市属于重大内幕信息，如何在项目进展过程中对内幕信息进行保密、防范内幕交易，并按步骤、分阶段做好信息披露至关重要。如下为我们结合过往项目经验准备的关键时点及主要信息披露指引：

主要阶段	主要信息披露内容
项目准备阶段	• 召开董事会，审议授权公司管理层启动H股上市并筹备相关工作的议案，并予以公告 • 召开董事会、股东会，审议H股上市的相关议案，并予以公告 • 召开董事会，审议向香港联交所递交上市申请、申请注册为非香港公司的相关议案，并予以公告
监管审核阶段	• 公告向香港联交所递交H股上市申请并取得受理的信息 • 公告向中国证监会递交H股上市申请并取得受理的信息 • 公告公司H股上市申请取得中国证监会备案的信息 • 通过聆讯，公告关于香港联交所审议公司发行境外上市外资股的公告以及关于刊发境外上市外资股发行聆讯后资料集的公告
发行及上市阶段	• 召开董事会，审议关于确定H股全球发售（包括香港公开发售及国际发售）及香港联交所上市的议案，并予以公告 • 正式发行，公告关于H股上市的发行价格、配发结果 • 正式上市，公告关于境外上市外资股（H股）挂牌并上市交易
上市后阶段	• 稳定股价期结束，关于超额配售权的行使等相关公告 • 召开董事会、股东会，审议变更注册资本、修改公司章程的议案，并予以公告

三、A股公司治理与H股公司治理的差异

A股公司发行H股并在香港联交所上市，不仅要遵守《中华人民共和国公司法》（以下简称“《**公司法**》”）、《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》，并参照《上市公司章程指引》《上市公司治

理准则》《上市公司独立董事管理办法》等完善公司治理，还应根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（以下简称“《联交所上市规则》”）、企业管治规范进一步完善公司治理，确保公司治理既符合中国境内的公司治理要求，也满足上市目的地的监管要求。

1. 董事会及其组成

	A股规则要求	H股规则要求
人数要求	3人以上	《联交所上市规则》对上市公司董事会组成的最低或最高人数并无规定 - 董事会中执行董事与非执行董事（包括独立非执行董事）的组合应该保持均衡，以使董事会上有强大的独立元素，能够有效地作出独立判断
独董要求	- 独立董事占董事会成员的比例不得低于三分之一 - 至少包括一名会计专业人士	- 包括至少3名独董，且独董人数应至少占董事会总人数的三分之一 - 至少一位独董须具备适当的专业资格，或适当的会计或有关财务管理的专长 - 至少有1名常居于香港的独董，一般在香港上市的中国发行人会委任一至两名香港居民作为公司的独董
其他要求	- 职工人数三百人以上的公司，除依法设监事会并有公司职工代表的外，其董事会成员中应当有职工代表 - 董事可以由经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任经理或者其他高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的二分之一	- 自2022年7月1日起，提交上市的申请人应指定一名不同性别的董事，其任命将在上市后生效。同时，香港联交所明确单一性别董事会并非多元化董事会 - 上市公司必须有至少2名执行董事通常居于香港。尽管如此，在符合某些先决条件的前提下，香港联交所一般会对在香港没有重大业务的中国发行人作出豁免遵守此要求的安排

2. 董事会专门委员会及其组成

	A股规则要求	H股规则要求
审计委员会 (A) / 审核委员会 (H)	• 必须设立 • 独董占半数，召集人为会计专业人士	• 必须设立 • 最少有3名成员 • 所有成员均为非执行董事 • 超过半数成员为独董，至少包括一名会计专业人士 • 独董出任主席
战略委员会	• 可以设立	• 没有要求
提名委员会	• 可以设立 • 独董占半数并担任召集人	• 必须设立 • 超过半数成员为独董 • 由董事会主席或独董出任主席
薪酬与考核委员会 (A) / 薪酬委员会 (H)	• 可以设立 • 独董占半数并担任召集人	• 必须设立 • 超过半数成员为独董 • 独董出任主席

3. 高级管理人员

A股上市公司通常已经根据《公司法》设立包括经理、副经理、财务负责人、董事会秘书在内的高级管理人员。但根据香港联交所《企业管治守则》，上市公司在经营管理上分成两大方面：董事会本身的管理（一般由董事会主席管理）和上市公司业务的日常经营管理（一般由行政总裁管理），且要求董事会主席与行政总裁的角色应有区分，并不应由一人同时兼任，以确保权力和授权分布均衡。

此外，A股上市公司设有董事会秘书，但《联交所上市规则》要求上市公司必须聘任一名人士作为公司秘书，以协助上市公司及其董事遵守《联交所上市规则》及适用的法律法规。通常来说，公司的董事会秘书不具有担任公司秘书的资格[6]，但考虑其对上市申请人的管理、企业管治及信息披露具有一定熟悉程度，因此中国发行人一般会向香港联交所申请安排由董事会秘书出任联席公司秘书一职，并同时聘请一名具备有关专业资格人士担任另一名联席公司秘书。此等联席公司秘书的安排通常会于中国发行人上市后执行三年或于某些特定情况下可减少至一年。该等安排逾期之前，中国发行人可向香港联交所申请免除联席公司秘书的安排并准许由其董事会秘书独立担任公司秘书一职。

4. 监事会

中国证监会于2023年2月17日发布的《监管规则适用指引--境外发行上市类第1号》规定，境内企业直接境外发行上市的，应遵守《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》第六条的规定，并参照《上市公司章程指引》等中国证监会关于公司治理的有关规定制定公司章程，规范公司治理。

2024年12月27日，为全面贯彻落实新《公司法》，规范上市公司章程制定和修改，以提升上市公司规范运作水平和企业透明度，中国证监会起草形成了《上市公司章程指引（修订草案征求意见稿）》，其明确提出在章程中规定董事会设置审计委员会，行使监事会的法定职权。

中国证监会于2024年12月27日发布的《关于新<公司法>配套制度规则实施相关过渡期安排》规定：自2026年1月1日起，申请首发上市的企业仍设有监事会或监事的，应当制定公司内部监督机构调整计划，确保于上市前根据《公司法》的规定，在公司章程中规定在董事会中设审计委员会，行使《公司法》规定的监事会的职权，不设监事会或者监事。上市公司应当在2026年1月1日前，按照《公司法》及证监会配套制度规则等规定，在公司章程中规定在董事会中设审计委员会，行使《公司法》规定的监事会的职权，不设监事会或者监事。上市公司调整公司内部监督机构设置前，监事会或者监事应当继续遵守证监会原有制度规则中关于监事会或者监事的规定。

中国证监会要求境内拟上市企业及境内上市公司统一取消监事会的设置，改由董事会审计委员会行使监事会职权，但设置了1年的过渡期，在2026年1月1日前需调整到位。目前《上市公司章程指引（修订草案征求意见稿）》《上市公司股东会规则（修订草案征求意见稿）》已按照不设监事会的要求进行了修订，后续正式出台的章程指引预计将由董事会审计委员会代替监事会。

有鉴于上，A股上市公司在启动H股IPO后，应尽快组织境内外律师全面检视公司的现有董事、监事和高级管理人员的设置情况，按照差异尽快物色相关人选，并适当调整公司治理结构。需要说明的是，无论是境内监管规则还是境外监管规则，均对相关人员的任职资格提出了具体的要求，建议公司在确定相关人选前，尽快组织中介机构核查其任职资格，通过核查后再履行内部选举/聘任程序。

四、双边估值差异下的公众持股量

对于同一家公司发行的股份而言，理论上不管是A股还是H股，仅应是上市地不同，但每一股背后所代表的权益都是一样的，所以每一股的价格也应该是一样的。但现实中，受行业差异、公司规模差异、股息率和税收政策、投资者结构差异、市场制度与监管差异、汇率波动等多种因素影响，同一公司的A股和H股价格一直有相当大的差异。为此，香港恒生指数服务公司还于2007年7月9日推出了“恒生AH股溢价指数”^[7]，这个指数是衡量A股比H股贵多少的指标。指数越高，就代表着A股相对H股越贵；相反，指数越低，代表着A股相对H股越便宜。

在这个背景下，对于已经完成A股上市，如其后续发行以A股发行价为基础确定H股的发行价，被香港市场和投资者所接受的难度较大。但是，如果H股市场的发行价明显低于A股市场的价格，与A股市场价格差异太大，A股市场投资者也难以审议通过A股上市公司在香港发行H股的方案或者给A股股价带来下行压力。此时，减少募集资金额度便是维持公司整体估值的一种方式，而减少募集资金额度基本意味着公众持股数量的降低。

根据《联交所上市规则》，对于拥有一类或以上证券的发行人，其上市时由公众人士持有的A+H股总数必须占发行人已发行股份数目总额的至少25%，且正申请上市的证券类别（即H股）不得少于发行人已发行股份数目总额的15%。若上市申请人市值超过100亿港币，可向联交所申请15%-25%的公众持股量。虽然现行规则下香港联交所对最低公众持股量已根据市值做出不同的区间性规定，但希望采用更低公众持股量的公司一般仍需要根据其具体情况向香港联交所申请豁免批准。虽然过往香港联交所曾就个别市值较大公司批准公众持股量的豁免，但仍需要一定时间和精力去与香港联交所进行个案沟通，且初始公众持股量低于15%的先例也较为有限。

2024年12月19日，香港联交所刊发咨询文件^[8]，就优化IPO价格发现和公开市场要求的提案征求市场反馈，咨询期将于2025年3月19日结束。根据咨询文件，寻求于香港联交所上市的H股以及由公众人士持有的H股必须占与H股所属类别股份总数（即A+H股）至少10%，或使得上市时公众持股于上市时的预期市值至少为30亿港币。本次改革，对于市值在300亿港币以上的A股上市公司适用10%以下的公众持股量要求提供了监管确定性，对于中小型体量的A+H股公司的公众持股量要求也较过去的15%的要求放宽至10%。

此举将为A+H股发行人提供弹性，在一定程度上减轻发行压力，对于有意实现“A+H”两地上市的公司来说可谓重大利好。

五、其他重点关注法律问题

1. A股财务信息披露与H股招股书披露的节奏及一致性

H股上市过程中，不论是投资者还是监管的关注最终都会落在公司的H股招股说明书上。因此，A股公司赴港上市需格外关注A股财务信息在H股招股书中的披露。H股招股书中的审计报告最后一期距离招股书日期不能超过6个月（例如审计报告截至2024年12月31日的招股书需要在2025年6月30日或之前发布），如果公司在A股发布的定期报告包含了审计报告期后的未审计财务信息，还需要安排H股上市审计师进行审阅并在H股招股书中披露。

因此，先A后H上市项目制定时间表时，一般尽量规划在定期报告发布前完成递交上市申请、发布招股书等关键节点，避免触发额外审阅要求。同时，由于H股招股书中披露的财务数据往往采用IFRS或者HKFRS的会计准则，公司需提前与审计师沟通两套会计标准下财务数据的置备。如果根据不同会计准则所准备的财务数字有差异，则也需要就重大差异部分进行充分的尽职调查与披露工作。

2. 不合规事件的识别与处理

如前所述，对于在递交新上市申请前的两个完整财政年度已在所有重大方面遵守与A股上市相关的法律及法规的“合资格A股公司”可以适用快速审批机制，以尽快完成上市。如果公司或其董监高曾在A股上市期间受到包括证券监管机构在内主管部门的监管措施或行政处罚，则对公司是否符合快速审批的资格造成影响。

根据香港联交所《有关在上市文件内披露重大不合规事件的指引》等相关规定，香港联交所按照严重性质，将不合规事件分为三类：1）具有重大影响的不合规事件，指个别或合计对公司已产生或将来相当可能产生重大财务或营运影响的不合规事件。重大不合规事件可能会引起就上市合适性及符合上市资格的关注，除了需要在招股说明书中进行披露外，香港联交所在一般情况下会要求申请人在上市前修正所有具重大影响的不合规事件；2）系统性不合规事件，指并非具重大影响的不合规事件，但反映上市申请人或其董事/高级管理人员欠缺以合规方式营运的能力或意欲，譬如屡次及/或持续违法。香港联交所不要求修正任何系统性不合规事件，是否修正系统性不合规事件是申请人董事及其保荐人的决定；3）非重要的不合规事件，指既非具重大影响的不合规事件，亦非系统性不合规事件的不合规事件。香港联交所不要求披露任何非重要的不合规事件，也不要求修正任何此等不合规事件。非重要的不合规事件（不论上市文件中有否披露）修正与否，纯粹是申请人董事及其保荐人的决

定。

在项目启动后，保荐人及境内外律师团队会共同通过尽职调查识别相关不合规事件，并结合对公司财务、业务经营的影响评判不合规事件的严重性。其后，公司需要根据中介团队的建议考虑是否需要在招股书当中披露，并在各方协助下进行必要的整改，并为监管可能会提出的问题提前做好准备。

3. 关连人士与关连交易的识别

根据《联交所上市规则》，上市发行人或其任何附属公司与关连人士之间的任何交易都属于关连交易，该等交易须满足《联交所上市规则》第14A章的有关公告、独立股东同意等要求。《联交所上市规则》进一步将关连交易分为一次性或持续性的交易，持续关连交易持续或经常发生，而且通常是上市公司在日常业务中进行的交易。由于持续关连交易通常是日常业务中进行的交易，上市申请人一般会向香港联交所申请持续关连交易的豁免（一般为期不多于三年），免却上市后需要经常召开股东会，同时维持上市初期的业务稳定。

因此，如何识别出“关连人士”和“关连交易”至关重要。《联交所上市规则》对“关连人士”和“关连交易”的定义与A股“关联方”及“关联交易”大有不同，例如，H股关连人士包括有权在股东会上行使或控制行使10%或以上投票权的人士，但A股规则下则将持股5%以上的股东作为关联方；A股规则下，控股股东的董事、监事和高级管理人员作为关联方，但H股规则下则不构成。虽然A股上市公司已经按照A股上市规则完成关联方的梳理，并就关联交易履行了相应的董事会和股东会程序，但由于两地上市规则的不同，会存在按照H股规则构成关连关系而在A股规则下不属于关联关系的情形。

《联交所上市规则》下关连人士及关连交易的规定相对复杂，建议在项目启动初期即根据《联交所上市规则》梳理“关连人士”清单，识别“关连交易”范围，并在招股书中进行适当披露，并为上市后将持续的关连交易做好合规准备工作。

4. A股股东参与打新事宜

根据《联交所上市规则》第10.04条规定，仅于《联交所上市规则》第10.03条所述的条件下符合时，上市申请人的现有股东方可以自己的名义或通过名义持有人，认购或购买任何寻求上市而正由上市申请人或其代表销售的证券，即（i）不得按优惠条件发售证券予现有股东，且在配发证券时亦不得给予他们优惠；及（ii）应符合《联交所上市规则》第8.08（1）条有关公众股东持有证券的指定最低百分比的规定。《联交所上市规则》附录F1第5（2）段规定，除非能符合第10.03条及第10.04条所载的条件，否则未经香港联交所事先书面同意，不得向上市申请人的董事或现有股东或其紧密联系人分配证券。

上述规则主要限制的是上市公司的现有股东参与H股认购，但由于A股股票在交易所公开交

易且拥有庞大的A股公众股东基础，无法识别出A股股东是否在H股上市过程中进行了新股申购。因此，在H股上市申请过程中需要就A股相关股东参与H股新股认购申请豁免，在满足上述条件的情况下，香港联交所一般会同意持股5%以下的A股独立公众股东参与H股打新。

5. A股现有股东锁定期问题

对于A股上市公司来说，除了需要遵守A股本身的规则限制之外，还需要遵守香港联交所的相关规则和要求。根据《联交所上市规则》第10.07条规定，在发行人申请上市时刊发的上市文件中被列为发行人控股股东的人士或一组人士，其所持有的发行人的股份自上市之日起6个月的时间内不得进行转让，并在前述期限届满当日起计的6个月内，不得因出售其持有的任何发行人的证券导致其丧失控股股东地位。

此外，根据《联交所上市规则》第9.09条的规定，发行人的任何核心关连人士^[9]在预期聆讯审批日期足4个营业日之前直至获批准上市为止期间不得买卖寻求上市的证券，如果香港联交所发现发行人的董事或其紧密联系人进行该等买卖，则可能拒绝受理有关的上市申请。香港联交所通常会批准豁免已经或寻求作双重主要上市或第二上市的发行人严格遵守《联交所上市规则》第9.09条的规定。为此，公司需要结合自身股权结构情况，提前梳理核心关连人士清单及潜在进行交易的人士是否符合相关豁免情形，并提前向香港联交所申请豁免。

海问是国内最早参与A股发行、参与第一个H股发行项目、第一个美国存托凭证（ADR）发行项目、第一个N股发行项目、第一个中国企业境外两地上市、三地上市、第一个B股发行项目、第一个国际开发机构发行人民币债券（熊猫债）、第一批A股上市公司发行全球存托凭证（GDR）等开创性项目的律师事务所。从1993年作为发行人律师助力青岛啤酒成为第一家H股上市公司开始，海问先后为多家大型央国企以及龙头民营企业提供H股上市的相关法律服务。同时，海问还为多家股票同时在A股和H股上市的公司提供上市后的监管合规服务。海问在H股发行上市领域具有丰富的领先经验，如您对H股上市事宜有进一步咨询，欢迎联系我们。

[1] https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2024/241018news?sc_lang=zh-HK。

[2] 即(a)预计市值至少达100亿港元；及(b)在具有法律意见支持的基础上，确认该公司在递交新上市申请前的两个完整财政年度已在所有重大方面遵守与A股上市相关的法律及法规。前述市值的计算应参考(i)有关A股上市公司基于新上市申请之前五个营业日的平均A股收市价所计算的A股市值；及(ii)该公司H股在联交所上市时的预期市值。

[3] 即申请人及其保荐人提交的新上市申请及相关材料符合《证券及期货条例》《证券及期货（在证券市场上市）规则》及/或《香港联合交易所有限公司证券上市规则》下的所有适用规定及指引。

[4] 只包括监管机构处理有关申请所需的时间，并不包括上市申请人及其保荐人回复所需的时间，下同。

[5] https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2023/230224news?sc_lang=zh-HK。

[6] 公司秘书必须具备履行上市公司秘书职务所需的知识及经验，并为：（i）香港公司治理公会会员、香港《法律执业者条例》所界定的律师或大律师、或香港《专业会计师条例》所界定的会计师；或（ii）香港联交所认为在有关经验方面，足以履行该等责任的个别人士。评估是否具备有关经验时，香港联交所会考虑各种因素包括(a)该名人士任职公司及其他上市公司的年期及其所担当的角色；(b)该名人士对《联交所上市规则》以及其他相关法例及规则的熟悉程度；(c)除《联交所上市规则》第3.29条的最低要求外，该名人士是否曾经及/或将会参加相关培训；及(d)该名人士于其他司法权区的专业资格。

[7] <https://www.hsi.com.hk/schi/indexes/all-indexes/ahpremium>。

[8] https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/December-2024-Optimise-IPO-Price/Consultation-Paper/cp202412_c.pdf。

[9] 核心关连人士包括：(a)就中国发行人或中国发行人的任何附属公司以外的公司而言，指该公司或其任何附属公司的董事、最高行政人员或主要股东，或任何该等人士的紧密联系人；及(b)就中国发行人而言，指中国发行人或其附属公司的董事、监事、最高行政人员或主要股东，或任何该等人士的紧密联系人。其中，就某公司而言，其主要股东是指有权在该公司股东大会上行使或控制行使10%或以上投票权的人士（包括预托证券持有人）。

2025-01-06