大公報
2025年7月18日 星期五

◀不少內地A股來港上市，如何通過兩地監管協調平衡「風險防控」與「市場效率」，成為重要課題。

經濟觀察家

內地與香港分屬不同法域，監管目標、規則體系及執行機制（如跨境執法協作）的差異，導致了A+H股發行中常面臨合規成本上升、審核周期延長等問題。如何通過監管協調平衡「風險防控」與「市場效率」，成為當前資本市場開放的重要課題。

A股來港上市潮的監管協調

淵謀遠略
袁淵

內地對A+H股發行的監管遵循「發行與上市同步審核」原則，核心依據包括《證券法》、《首次公開發行股票註冊管理辦法》、《上市公司證券發行註冊管理辦法》及中證監配套規則。主要監管環節包括：

1）主體資格審核：要求發行人符合《公司法》、《證券法》規定的股份有限公司條件，具備持續經營能力、規範運作紀錄（如最近3年無重大違法違規行為）；

2）信息披露審查：強調「真實、準確、完整，及時、公平」，需披露募資用途、關聯交易、同業競爭、核心技術人員變動等關鍵信息；

3）募集資金管理：需符合國家產業政策，不得用於彌補虧損或非生產性支出（如房地產投資）；

4）持續監管：上市後需遵守《上市公司信息披露管理辦法》，接受中證監與交易所的持續督導（主板上市後12個月內、科創板／創業板上市後24個月內重點督導）。

香港對H股發行的監管由香港證監會與港交所共同負責，核心邏輯是「買者自負」（Caveat Emptor），強調信息披露的充分性與市場自律。主要規則依據為《公司（清盤及雜項條文）條例》、《證券及期貨條例》及港交所《上市規則》。關鍵監管環節包括：

1）上市資格審批：H股發行人需符合港交所《上市規則》第8章要求（如市值／收入／現金流測試、市值／收入測試等），並取得香港證監會原則上批准；

2）信息披露要求：以「重大性」為標準，需披露業務模式、財務狀況、風險因素（如地緣政治風險）、關聯方交易（需披露定價政策）等，但對盈利預測無強制要求；

3）公司治理約束：強制要求設立審計委員會、薪酬委員會，獨立董事佔比不低於三分之一，關聯董事需迴避表決；

4）持續責任：上市後需遵守《上市規則》第13章（持續責任），包括定期報告（年報、半年報）、內幕消息披露（觸發股價敏感事件需一小時內公告）。

降低合規成本

為降低A+H股發行成本，兩地監管機構已建立多項協調機制：

1）會計準則互認：2007年起，內地與香港實現企業會計準則等效互認（財政部《關於內地企業會計準則與香港財務報告準則等效的聯合聲明》），A+H股公司可統一採用國際財務報告準則或內地企業會計準則編製財務報表，毋須額外調整；

2）發行文件協同：2018年中證監與港交所簽署《關於跨境發行上市的合作備忘錄》，允許A+H股公司同步提交招股說明書（「A+H同步發行」），減少重複申報；

3）豁免條款適用：針對H股公司回A發行（如「A+H」二次上市），內地允許其豁免部分實質性審核（如毋須重新進行歷史沿革核查），前提是H股上市已滿一定期限且合規紀錄良好。

在具體操作中，兩地監管機構通過「前中後」全流程協作提升效率：

1）事前溝通：發行人申請前可向兩地監管機構提交「聯合諮詢」，協調解決法律、財務及業務層面的潛在衝突（如VIE結構（可變利益實體）的合法性認定）；

2）事中聯動：中證監與港交所建立「H股審核信息共享平台」，共享發行人基本信息、財務數據及歷史監管紀錄，避免重複問詢；

3）事後協同：針對跨境違規行為（如內幕交易、虛假陳述），兩地證監會通過《內地與香港證券期貨監管合作備忘錄》開展聯合調查（如2021年某A+H股公司財務造假案中，兩地證監會聯合調取銀行流水、交易紀錄，3個月內完成證據固定）。

法規差異帶來挑戰

法律體系差異：成文法與判例法的衝突。內地以《證券法》、《公司法》為核心的成文法體系強調「規則明確性」，而香港以普通法為基礎，依賴判例與市場慣例。例如，內地《上市公司監管指引第4號》明確禁止「同業競爭」，但香港判例法允許「業務重疊」只要「不影響獨立性」。這種差異導致發行人在設計股權結構、業務布局時需同時滿足兩種邏輯，增加合規成本。

監管目標分歧：「投資者保護」與「市場效率」的平衡。內地監管更側重「前端控制」（如實質性盈利要求、嚴格的信息披露），目標是通過行政干預降低市場風險；香港則強調「後端追責」（如集體訴訟、保薦人責任），依賴市場機制篩選優質企業。例如，A股對「持續盈利能力」的要求（主板要求最近3年淨利潤均為正）可能導致部分創新型企業（如未有盈利生物科技公司）被迫拆分業務，而香港對「同股不同權」的包容（允許創始人持有特殊表決權股份）則吸引了更多科技企業H股上市。

市場生態差異：投資者結構與維權機制的不同。內地投資者以散戶為主（佔比超60%），監管需通過「強保護」維護市場穩定；香港以機構投資者為主（佔比超80%），更依賴信息披露與市場化約束。例如，A+H股公司在內地需披露「重大事項的內部決策流程」（滿足散戶的信息理解需求），而在香港僅需披露「決策結果」；同時，內地投資者可通過「證券代表人訴訟」集體索賠，而香港投資者主要通過「股東代表訴訟」維權，導致發行人在投資者關係管理中需兼顧兩種規則。

跨境執法障礙：司法協助與執行效率的限制。儘管兩地簽署了《關於內地與香港特別行政區法院相互認可和執行民商事案件判決的安排》，但實際執行中仍存在障礙：一是證據調取難，跨境調查需依賴當地司法機關協助，程序繁瑣（如香港《截取通訊及監察條例》限制內地執法機構直接獲取通信紀錄）；二是判決執行難，內地法院判決在香港的認可率僅為60%（2023年數據），香港判決在內地的執行率更低（約40%），影響違規成本的實際威懾力。

構建聯合審核機制

首先，設立跨境審核聯合工作組。為加強跨境監管合作，確保兩地市場公平透明，由中證監、港交所及兩地法律專家共同組成一個專門的跨境審核聯合工作組。該工作組將針對一些在跨境上市過程中經常遇到的問題，例如VIE結構（可變利益實體）、同業競爭以及員工持股計劃等，制定一套詳細的「審核指引清單」。這份清單將為相關企業及中介機構提供明確的指導，確保他們提出的解決方案能夠同時滿足兩地監管機構的要求。通過這種方式，工作組旨在減少因監管差異導致的上市障礙，促進兩地資本市場的互聯互通。

其次，共享監管信息數據庫。為提高監管效率，減少不必要的重複工作，中證監的企業徵信系統將與香港公司註冊處的數據庫實現信息互通。通過建立一個共享的監管信息數據庫，監管機構可以實時獲取發行人的股權結構、違法違規紀錄等關鍵信息。這種信息共享機制將大大降低監管成本，避免重複核查，同時提高監管的準確性和及時性，確保投資者能夠在一個更加透明和安全的市場環境中進行投資。

再次，完善跨境執法合作細則。為加強內地與香港在證券期貨領域的監管合作，雙方將對現有的《內地與香港證券期貨監管合作備忘錄》進行細化和完善，包括明確證據調取流程。通過這些細則的完善，兩地監管機構將能夠更加高效地執行跨境執法行動，打擊違法違規行為，保護投資者利益，從而提升整個金融市場的穩定性和公信力。

A+H股發行是中國資本市場雙向開放的標誌性實踐，其監管協調水平直接影響企業的全球融資能力與國際市場競爭力。當前，兩地監管機構已通過規則互認、聯合審核等機制取得顯著進展，但仍面臨法律體系差異、監管目標分歧等深層挑戰。

展望未來，需以「等效互認」為目標推動規則趨同，以「聯合審核」為抓手深化監管協作，以「市場自律」為補充強化中介責任，最終構建「高效、協同、透明」的跨境監管體系，為中國企業全球化布局提供更有效的制度保障。

（作者為外資投資基金董事總經理）

內地和香港IPO監管核心規則對比

維度	內地監管重點	香港監管重點	衝突表現
發行條件	側重實質判斷（如盈利穩定性、資產質量）	側重形式合規（如信息披露完整性）	內地對「同業競爭」的嚴格限制（要求承諾解決）與香港允許「潛在利益衝突」的披露即可產生矛盾
信息披露	強調完整性（需主動披露所有重大事項）	強調重大性（僅需披露影響投資者決策事項）	內地要求披露「關聯交易具體條款」，香港僅需披露「定價政策」導致重複披露成本
鎖定期安排	控股股東／實際控制人鎖定期36個月	控股股東鎖定期6個月（H股）	A股鎖定期更長，可能導致H股發行時境內股東股份流動性受限

生態文明建設的啟示與中國實踐

國際金融論壇 INTERNATIONAL FINANCE FORUM
吳曉青

在全球氣候變暖與生態退化的雙重壓力下，人類正站在生態文明轉型的關鍵節點——從《巴黎協定》的全球共識到「雙碳」目標的各國實踐，可持續發展已從理念倡導邁入行動深水區。中國作為全球最大的發展中國家，始終將生態文明建設納入國家戰略全局，不僅為全球環境治理貢獻了「中國方案」，更通過地方實踐探索出一條「保護與發展協同」的新路徑。其中，貴州依託山地生態優勢推動綠色轉型的探索，成為觀察中國生態文明建設的生動窗口。

作為長期參與中國生態文明建設的實踐者，我深刻體會到：生態文明建設絕非抽象的理論探討。我將結合自身工作實際，以ESG（環境、社會、治理）為全球可持續發展新坐標，探討中國生態文明建設實踐對世界的啟示與合作路徑。

ESG：全球可持續發展的新坐標

全球仍有約20億人缺乏安全飲用水，每年約700萬人因環境污染過早死亡，人類比任何時候都更需要一把衡量發展的標尺。面對嚴峻挑戰，ESG理念正成為衡量發展的新標尺。**從企業實踐到國際共識，ESG不僅是風險防範的工具，更是推動可持續發展的價值引擎。其核心特徵體現在兩個維度：**

其一，以創新為帆，突破綠色技術壁壘。從「中國ESG榜樣企業」看，隆基綠能用十年時間將單晶硅片成本降低82%，推動光伏電價從每度1元降至0.2元（人民幣，下同），助力發展中國家實現平價上網，相當於為地球種下20億棵「碳中和之樹」；中國華能建成全球首個非補燃壓縮空氣儲能電站——江蘇金壇鹽穴電站，利用廢棄礦洞存儲清潔能源，破解風光發電「看天吃飯」的難題；貴州茅台與雙良節能合作實施「煤改氣」，年減排二氧化硫9500噸、二氧化碳102萬噸、節水500萬噸，讓傳統工藝與現代綠色技術完美融合。這些實踐表明，技術創新正重構傳統發展路徑，ESG不是口號，而是用創新回答「如何讓發展與自然共生」的全球命題。

其二，以責任為錨，重構商業價值邏輯。ESG的價值更在於將生態責任轉化為經濟動能：華為5G智慧燈杆使城市照明能耗降40%；比亞迪新能源汽車每行駛1萬公里減少碳排放2.3噸；赤水河流域通過「生態賬戶」累計發放綠色貸款超2000萬元，惠及千餘農戶，戶均增收約800元。當企業在減排中獲得市場認可，當農民在護綠中實現增收，ESG便不再是「選擇項」，而是「必選項」——它用市場的邏輯證明，可持續發展本身就是最好的商業價值。

貴州：生態文明建設的實踐坐標

貴州的實踐，是中國生態文明建設的微縮畫卷，也是破解「保護與發展兩難」的中國方案。

一是守護生態本底。貴州森林覆蓋率已達62.81%，形成對比的是全球森林覆蓋率平均為31%。守護不是封存，而是讓生態「活」起來：通過生態廊道建設為瀕危物種黑葉猴開闢遷徙通道，借鑒雲南大象保護經驗推動人與自然和諧共生；依託智慧監測系統在草海濕地構建「一羽一翎皆可追蹤」的數字化保護體系，實現生態管理從經驗治理向精準施策升級。

二是科技賦能轉型，用創新解鎖綠色密碼。貴州將大數據深度融入生態保護：銅仁「生態眼」平台實時監測2.6萬個生態點位，守護森林健康；六盤水鈉離子電池技術成本較鋰電池下降25%，為全球清潔能源轉型提供中國方案。

三是生態資源變資產——綠水青山就是金山銀山。貴州通過生態銀行模式激活自然資本：截至2024年底，全省林業碳匯交易額達2547萬元，覆蓋3.3萬畝林地，減碳超13萬噸。

全球合作：人類命運的未來坐標

生態文明建設沒有袖手旁觀的獨行俠，只有同舟共濟的踐行者。基於實踐情況，提出三點建議：技術共享方面，貴州「生態賬戶」經驗已複製至東盟國家，助力老撾、柬埔寨保護熱帶雨林；中國華能的非補燃壓縮空氣儲能技術為全球風光發電提供儲能解決方案，其核心邏輯是將廢棄礦洞轉化為「綠色電池」，這種「變廢為寶」的思路同樣適用於發展中國家。

資金共融方面，中非共和國薩卡伊電站（裝機容量15兆瓦）為首都班吉及周邊區域約13萬居民提供清潔電力，年減排二氧化碳8.4萬噸。資金合作既要注重解決「燃眉之急」的輸血，更要注重「授人以漁」的造血。

治理共治方面，探索建立「全球ESG最佳實踐庫」，整合聯合國可持續發展目標（SDGs）與中國ESG評價體系，定期發布《可持續發展進展評估報告》，引導企業可持續發展，並探索建設「生物多樣性保護實驗室」，重點攻關跨境生態修復、瀕危物種監測等技術。

（作者為第十二屆、十三屆全國政協常委、十三屆全國政協農業和農村委員會副主任） （www.iff.org.cn）

學生暑假搶盤 租金勢破頂

樓市智庫
陳永傑

本港住宅租金持續向上，今年上半年再錄得近3%升幅，反映租賃市場的強勁需求。隨着愈來愈多外來人才和海外學生湧入本港，租盤需求急增，租金仍有上升空間。

6月中原城市租金指數升至126.59點，距離2018年歷史高位128.01點僅相差1.42點，進一步印證租金水平正逼近高峰。此外，私人住宅租盤供不應求，令不少租客為爭奪心儀單位而願意提高預算，出現搶租潮，租金亦因此「焗升」。

自去年起，特區政府將八大資助院校的非本地學生限額放寬至四成，明顯推高市場對租盤的需求。隨着國際學生湧港求學，住宅租務需求強勁，尤其校園周邊物業最為受惠。以香港大學為例，新學年收到超過2.5萬宗非本地本科申請，創歷年新高。此外，港大亦取錄逾20名因美國教育政策突變而受影響的學生，某程度上反映香港教育吸引力正在上升。

▲現時租務市場氣氛緊張，一盤難求已成常態。

簡而言之，近年本港搶租潮浪接浪，背後主要由兩股力量推動：一是來港升學的內地與海外學生人數持續增加，開學前夕對租盤的需求自然急增；二是特區政府近年積極吸納人才。根據官方最新數字，截至今年5月底，各類人才入境計劃累積申請逾48萬宗，其中超過21萬人已正式來港，搶租情況因而升溫。

月租萬元以下單位僅200個

現時租務市場氣氛緊張，一盤難求已成為常態，不少業主見到租盤一放即租，紛紛提高叫租價。這股「業主反價潮」情況將會愈來愈普遍，尤其是在9月開學前旺季，盤源將進一步短缺。租金隨大市向上，根據中原地產網頁，目前月租一萬元以下的私人住宅租盤只剩約200個，佔整體放盤量少於2%；港島區更幾乎絕跡，只得兩個單位。

為應付龐大的租務需求，特區政府亦從善如流，發展局早前推出先導計劃，便利大多數酒店或商廈在毋須任何規劃程序下改裝成學生宿舍，以降低入場門檻。雖然短期未能解決學生宿位短缺情況，但加快了流程，相信明年宿位供應可得以紓緩。

惟遠水不能救近火，相信在未來一至兩個月的租賃旺季，租金指數有望再創新高，為業主帶來更大回報，亦會令到投資者入市信心提升，推動樓價止跌回升。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）