

兰瑞智库战略决策研究



兰瑞智库

**R**unwaysys

2022年01月03日 星期一

**政策观察**

*Policy to observe*

主办：兰瑞智库经济战略研究中心  
网址：<http://www.runwaysys.com>  
全国客服热线：4001182162  
E-mail：[runwaysys@163.com](mailto:runwaysys@163.com)

欢迎关注  
兰瑞智库  
官方微信平台  
(RUNWAYSYS888)



## 目 录

【全国首例地级市鹤岗市财政重整：释放了什么信号？】 .....	2
一、鹤岗市实施财政重组	
二、何为财政重整？	
三、鹤岗财政形势严峻	
四、鹤岗反映了我国地方政府财政的窘境	
五、哪些地方重整概率大？	
【企业境外上市新规意在规范而非打压】 .....	16
一、前言	
二、出台背景	
三、政策重点解读	
四、仍待观察和明确的事项	

## 【全国首例地级市鹤岗市财政重整：释放了什么信号？】

### 目录

- 一、鹤岗市实施财政重组
- 二、何为财政重整？
- 三、鹤岗财政形势严峻
- 四、鹤岗反映了我国地方政府财政的窘境
- 五、哪些地方重整概率大？

### 正文

#### 一、鹤岗市实施财政重组

鹤岗是座“网红”城市，他出名的方式与众不同。上一次出名是因为房价，买一套房子只需要 5 万块钱，5 万块，北上广深买不了一个平方，在鹤岗却能实现全款买房的梦想。

2021 年 12 月 23 日，鹤岗又创造了一个神奇，成为全国首例实施“财政重整”的地级市。

当天，鹤岗市人民政府网站上披露了鹤岗市人力资源和社会保障局《关于取消公开招聘政府基层工作人员计划的通知》（以下简称为“通知”）。通知提到，

因鹤岗市政府实施财政重整计划，财力情况发生重大变化，决定取消公开招聘政府基层工作人员计划。

这一消息迅速传播，产生了一定的社会关注度，不知什么缘故，通知发出一天后，很快从鹤岗的政府官网上删除掉了。

值得注意的是，此前的 2021 年 7 月 26 日，鹤岗市政府就召开常务会议透露：当前，鹤岗市财政形势极其严峻，鹤岗市将启动财政重整计划，要汇聚工作合力，牢固树立“一盘棋”思想，坚定信心，共渡难关，通过开源节流、摸清家底、监管到位等有效措施，推动财政运行逐渐恢复正常。

上述会议由鹤岗市委副书记、市长王兴柱主持召开。会议对 2021 年上半年鹤岗市经济形势进行分析反思；汇报了鹤岗市财政重整计划实施方案、预算调整情况和专项资金盘活等情况。会议提到，要全力落实好保障经济工作的措施表，无论目前的总量如何、速度如何、位次如何，下半年乃至今后一个时期，都要把可能遇到的复杂局面估计透、准备足、应对好，为目前经济运行积正能，为长远城市转型储动能，为今后高质量发展攒势能。

## 二、何为财政重整？

2016 年 11 月 14 日，国务院发布的《地方政府性债务风险应急处置预案》（国办函〔2016〕88 号）对“财政重整”有较为全面的阐述。

### 1、财政重整定义

财政重整是指债务高风险地区在保障必要的基本民生支出和政府有效运转支出基础上，依法履行相关程序，通过实施一系列增收、节支、资产处置等短期和中长期措施安排，使债务规模和偿债能力相一致，恢复财政收支平衡状态。

因此，财政重整并非指政府破产，即财政重整之后，仍然需要保障必要的基本民生支出和政府有效运转支出，且不得因偿还债务本息影响政府基本公共服务的提供。同时，导致财政重整的硬性指标反映的是显性债务。

## 2、财政重整触发条件

88 号文提出“市县政府年度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出 10%，或专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10%的，债务管理领导小组或债务应急领导小组必须启动财政重整计划”。可以看出，财政重整的前提是一般债务或专项债务付息支出超过自身承受能力的 10%，并非指隐性债务。

其中，县级以上地方各级政府设立政府性债务管理领导小组（非常设机构），当本地区出现政府性债务风险事件时，根据需要转为政府性债务风险事件应急领导小组。必要时，省级政府可以成立工作组进驻风险地区，帮助或者接管风险地区财政管理，帮助制定或者组织实施风险地区财政重整计划。

## 3、如何实施财政重整计划？

启动财政重整计划后，为偿还债务本息，地方政府首先要加大清缴欠税欠费力度等，拓宽财源渠道。这并不是说要新增税、乱收费，而是要确保应收尽收。除法律、行政法规和国务院规定的财税优惠政策之外，地方政府可以暂停其他财税优惠政策，危机解除后再恢复。

“开源”的同时，地方政府还要下大工夫“节流”。

预案规定，财政重整期内，除必要的基本民生政策支出和政府有效运转支出外，视债务风险等级，本级政府其他财政支出应保持“零增长”或者大力压减。具体涉及以下几个方面：

一是“三不一退”，即不得新批政府投资计划，不得新上政府投资项目，不得设立各类需要政府出资的投资基金，已经设立的应当制定分年退出计划并严格落实；

二是“削减经费”，包括实行公务出国（境）、培训、公务接待等项目“零支出”，大幅砍掉政府咨询、差旅、劳务等各项支出；

三是“缩编裁员”，即机关事业单位暂停新增人员，必要时采取核减机构编制、人员等措施；

四是“清理补贴”，即暂停地方自行出台的机关事业单位各项补贴政策，清理各类对企事业单位的补助补贴。

另外，地方政府还得暂停土地出让收入各项政策性计提，土地出让收入扣除成本性支出后应全部用于还债。

根据预案，财政重整“工具栏”还包括处置政府资产。地方政府指定机构统一接管政府及其部门拥有的各类经营性资产、行政事业单位资产、国有股权等，

结合市场情况予以变现，多渠道筹集资金偿还债务。

如果以上措施加起来仍然“填不了坑”，地方政府可以申请省级政府临时救助，手段包括代偿部分政府债务、减免部分专项转移支付配套资金等。但是，财政重整计划结束后，省级政府可以决定是否收回相关资金。

此外，一旦启动财政重整计划，相关市县政府涉及财政总预算、部门预算、重点支出和重大投资项目、政府债务等事项，在依法报本级人民代表大会或者其常委会审查批准的同时，还必须报上级政府备案。上级政府对下级政府报送备案的预算调整方案要加强审核评估，认为有不当之处需要撤销批准预算的决议的，应当依法按程序提请本级人民代表大会常委会审议决定。相关市县政府还应当实施中期财政规划管理，严格做好与化解政府性债务风险政策措施的衔接。

可以看出，实施财政重整的地区，基本上相当于被上级政府托管，也就等于失去了花钱和用人的自由，领导做出了一个不得已的决定，把自己的权利交出去了。

#### 4、以往案例

某一市县如果启动财政重整，虽然表明存在较大偿债压力或已经有债务风险暴露，但积极意义在于，可以防止当地债务风险进一步推高，同时通过局部地区的“定点爆破”，有助于防范更大范围的系统性风险。根据公开信息显示，早在2018年，四川省资阳市安岳县、雁江区就启动过财政重整。但鹤岗市是88号文引发以来第一个实施财政重整的地级市。

两县区财政重整触发条件是专项债付息支出占比超 10%。其中：安岳县 2017 年决算报告显示，2017 年政府性基金支出 4.45 亿元，其中专项债务付息支出 1.21 亿元，占比为 27.1%，而 2018 年上半年仍高达 25.1%；雁江区 2018 年 4 月公布的当年财政工作要点则强调，采取措施加快降低政府综合债务率，年内要将专项债务利息支出在基金支出中的占比降到 10% 以内。

两县区债务风险不在债务规模本身，而是土地出让收入下滑压力。从专项债务利息支出占政府性基金支出比重这一指标看，雁江区、安岳县的债务风险可能主要来自分母端。换言之，由于以土地出让收入为主的政府性基金收入过快下滑，进而导致政府性基金支出的下滑，使得两区县专项债务利息占比超限。

### 三、鹤岗财政形势严峻

在政府的收入中，最核心的两块就是税收和政府性基金。税收主要靠企业，政府性基金主要靠卖土地。而鹤岗这两块都不行。

地处小兴安岭与三江平原交界处的东北小城鹤岗，因矿而生、因矿而兴、同样也因矿而衰，这是中国大多数矿业城市的生命轨迹，鹤岗也是一样。

2004 年鹤岗全市 GDP104.88 亿元，首破 100 亿大关，到了 2011 年市 GDP 已经达到 300 亿元，增速远超过全国的平均水平。

2012 年，鹤岗全市 GDP358 亿元，达到历史峰值，人均 GDP 也超 3 万元，当时，一个井下矿工月收入都能达到 8000 元，房价也高达 6000 元/平米，妥妥的实现小资。

可当资源消耗殆尽，鹤岗开始走向衰败，曾经的顶梁柱龙煤鹤岗矿业公司倒下了，年年亏损，累计负债超 500 亿。资源枯竭、产业收缩后，人口和消费力随之外流。有着上百年开采历史的“煤城”鹤岗，已经沦为典型的“收缩+资源枯竭型”城市。

第七次全国人口普查发现,2020 年鹤岗市人口与 2010 年的 1058665 人相比,减少 167394 人,下降 15.81%, 年均增长率为-1.71%。就业人口更是直线下降, 2017 年仅为 10.70 万就业人口, 远低于十年前的 28.94 万。另外, 当前鹤岗户籍人口城镇化率已经高达 81.4%, 按照国际经验, 可以提升的空间已然较小。

作为资源型城市, 人口持续外流, 说明地方没能够成功转型, 税收也不会好到哪里去。

人去楼空, 鹤岗的房价也一降到底。

鹤岗上一次登上热搜, 就是因为房价。2019 年 4 月, 一篇名为《黑龙江鹤岗房价惊现“白菜价”: 一套房卖 1.9 万》的帖子火遍网络。相关文章显示, 鹤岗市某小区房价低至 300 元/㎡, 320 平方米的复式高层只要 15 万元, 最低只要 2 万元就可以拥有一套自己的房产。

在北上广深的房价动不动 5 万+、江浙县城的房价都蹿上 2 万的时候, 鹤岗的出现击中了无数购房者的心。一时之间, “逃离” “躺平” 成了这座东北小城的代名词。一对 80 后夫妻用 3 个月工资在这全款买房的消息还一度冲上了热搜, 让众多网友羡慕不已。很多人好奇, 鹤岗的房价, 真的这么低吗?

据调研, 2019 年中旬的时候, 鹤岗一手房的价格普遍在 3000 元/㎡以上, 二手房总价在 1.5 万-80 万元不等。网传的“白菜价”房子, 绝大多数都是非市区

中心的毛坯棚改回迁房。尽管没有传闻中这么低，但鹤岗房价的确便宜。据中国房地产业协会数据，2019年3月，在纳入统计的341个城市中，鹤岗以2177元/平方米的平均房价位列倒数第一。

房价这么低，土地自然不好卖。

经济失去活力，鹤岗市财政收入一年比一年少。

2018年地方一般公共预算收入约为25.2亿元，而2019年降至约22.6亿元，2020年约为23亿元。对比一下，2018年、2019年、2020年当地一般公共预算支出分别为115.7亿元、103.7亿元和136.8亿元。因此，这三年鹤岗的财政缺口分别为90.5亿、81.1亿、113.8亿。而鹤岗，作为一个没有土地财政收入、没有税收收入，没有国企利润收入的三无状态，怎么弥补这些缺口呢？

答案是，上级政府的救助，对应的名词叫，转移支付。《关于鹤岗市2020年预算执行情况和2021年预算报告》显示，2020年鹤岗市转移支付收入为104.6亿元。2020年全市发债收入17.2859亿元，债券还本支出8.4535亿元。一个市的税收23亿元，与举债规模17亿元已经相差无几。关键是，从上级政府获得的转移支付高达104亿元，是税收收入的将近5倍！而全国的平均比重是45%。

如此财政状况，早已破产！如果财政是政府存在的基础，那如果没有上级的资助，鹤岗市已不复存在。

#### 四、鹤岗反映了我国地方政府财政的窘境

这不是鹤岗一地的问题，过去10年，债务付息支出是地方政府支出中增长

最快的，由 564 亿元上升至 4299 亿元。

研究显示，从 2015 年开始，财政支出增速超过收入增速，收支矛盾日益加剧。2020 年，地方一般公共预算支出为 21.0583 万亿元，实际赤字还是高达 2.7222 万亿元，离 3 万亿只有一步之遥。

2020 年，地方政府性基金收入为 9.7655 万亿元，同比增长 19.76%，同项目支出则同比增长 30.28%，实际赤字高达 1.7688 万亿元，且在过去 3 年的增速一直高于收入增速。

而且，地方财政的恶化，从去年以来陡然加速。今年上半年，如果不算基金收入，只看一般公共预算，全国 31 个省市自治区，只有上海一地有赢余！好在排名第二的浙江，只有 31.29 亿亏损，否则，情形真的很可怕了。北京的亏损额度虽然不高，但增速为负，且已经是连续第二年了。

表 1 2021 年 1-7 月 31 个省市自治区财政收支及盈余情况-

省份	一般公共预算盈余 (亿)	省份	一般公共预算盈余 (亿)
上海市	1417.65	山东省	-1585.75
浙江省	-31.29	贵州省	-1736.5
北京市	-219.52	甘肃省	-1744.72
天津市	-224.75	陕西省	-1767.78
海南省	-525.67	黑龙江	-2041.48
宁夏区	-583.67	湖北省	-2223.54
福建省	-594.55	江西省	-2238.58

青海省	-797.44	安徽省	-2241.4
西藏区	-958.4	新疆区	-2243.23
重庆市	-1125.42	河北省	-2352.26
山西省	-1133.62	广西区	-2414.57
吉林省	-1314.87	湖南省	-2631.74
辽宁省	-1354.75	云南省	-2724.49
内蒙古	-1427.12	四川省	-3311.49
广东省	-1459	河南省	-3809.04
江苏省	-1544.7	全国	-46943.7

而在 2020 年全年，还有 8 个省份出现了财政盈余，对中央财政是正贡献！他们分别是：广东、上海、江苏、浙江、北京、天津、山东、福建。

### 五、哪些地方重整概率大？

数据显示，目前仅上海、广东、北京、浙江、江苏等五个省市自治区的地方债务率低于 100% 的风险警戒线。若将地方城投债等隐性债务计入债务，目前仅上海、广东两地债务率低于 100%。

青海、黑龙江、宁夏、内蒙古，四个省区的地方债务率超过 300%，青海省甚至超过 500%（都不含城投债）。

负债率超过 150% 的，有 18 个省份。在这中间，包括了贵州、云南、广西、

海南、湖南、湖北、安徽（151%）等 7 个传统意义上（以秦岭淮河为界）的南方省份，11 个北方省份。

在负债率低于 150% 的 13 个省份中，有北京、山东、河南、山西等 4 个北方省份，其余 9 个为南方省份。

总体而言，还是北方省份最敢借钱。

表 2 2020 年 31 省市区债务率

省份	债务余额（亿元）	财政收入（亿元）	债务率（%）
青海	2454	485	506
黑龙江	5685	1602	355
宁夏	1860	579	321
内蒙古	8269	2708	305
贵州	10989	3834	287
新疆	5635	2069	272
云南	9592	3675	261
甘肃	3942	1524	259
吉林	5221	2106	248
辽宁	9262	4007	231
天津	6368	2835	225
广西	7615	3656	208
海南	2624	1339	196

湖南	11815	6365	186
湖北	10079	5741	176
陕西	7433	4326	170
河北	11016	6988	158
安徽	9600	6361	151
重庆	6799	4553	149
四川	12743	9037	141
山西	4613	3449	134
福建	8339	6509	128
江西	7149	5609	127
河南	9822	7907	124
西藏	375	309	121
山东	16592	13839	120
江苏	17228	20418	84
浙江	14642	18601	79
北京	6064	7801	78
广东	15316	21564	71
上海	6892	10221	67

令人咋舌的是，青海、内蒙都这样了，但花钱可是一点也不落后。2020年，青海、黑龙江、宁夏、内蒙古这四个省份的一般公共服务支出（即机关开支，包

括公务员薪资), 占比均高于上海。以青海为例, 在本级一般公共预算基本支出中, 用于购买机关商品和服务的金额高达 32.45 亿元, 占 60.9%, 而上海同类指标仅为 21.9%。同样, 内蒙古这项支出的绝对金额竟然超过上海。他们没有上海会赚钱, 却远比上海会花钱! 总体而言, 南方最会挣, 北方最会花, 且花得心安理得。

可以看出, 需要财政重整的绝不仅仅是鹤岗。前些年, 由于南方贡献了 8 成以上的税赋, 转移支付充裕自然皆大欢喜。现在只剩一个上海财政还有赢余, 其余 30 省市都要靠喂养, 大船撑不住了。

债务率超过 150% 的省份, 青海、黑龙江、宁夏、内蒙古、贵州、新疆、云南、甘肃、吉林、辽宁、天津、广西、海南、湖南、湖北、陕西、河北、安徽, 这 18 省, 怕是要有所动作了。

即使许多地区不会真正进入财政重整的程度, 但地方预算执行的改变与政府过紧日子的常态化, 也多少会让我们看到地方政府真正的可用财力与潜在的问题; 在部分地区躺平的背面, 更多地区选择尽力维持表面的风平浪静, 但实际上却也并不平静。

凡是债务率低的地方, 经济活力都比较强, 源头活水保证了财力充裕。凡是债务率高的地方, 整体经济发展水平滞后, 缺少强劲的增长引擎。

同时, 政府债台高筑表面看是经济发展落后、财政增收无门, 背后更主要原因是行政运转负担过重、效率低下、冗员糜费所致。

对欠发达地区来说, 短期内开源空间有限, 甚至还有下滑倒退的风险, 节约行政开支是减轻债务压力的必然路径。

对一些地方政府来说，需要学会过紧日子，一分钱都不能乱花，至少保住民生、保住工资、保住正常运转。

从长远来看，必须精兵简政。这次鹤岗取消招聘政府基层工作人员释放出一个积极信号：吃财政饭的人确实不能再增加了。

[Top](#)

## 【企业境外上市新规意在规范而非打压】

### 目录

- 一、前言
- 二、出台背景
- 三、政策重点解读
- 四、仍待观察和明确的事项

### 正文

#### 一、前言

2021年12月24日，针对境内企业境外上市的情形，证监会就境外上市相关制度规则公开征求意见，共涉及《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（草案征求意见稿）》（以下简称《管理规定》）和《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法（征求意见稿）》（以下简称《备案办法》）两个文件。

《管理规定》共五章二十八条，其主要内容包括建立境内企业境外上市监管协调机制，衔接好备案管理与安全审查，并明确了六类不得境外上市的情形。

《备案办法》作为《管理规定》的配套文件，共二十四条，其主要内容是明确备案管理适用范围及相关认定标准等、明确备案主体与流程以及上市后的重大

事项报告要求和提高备案便利性等。

整体来看，证监会将对境内企业直接和间接境外上市活动统一实施备案管理，建立境内企业境外上市监管协调机制。同时，做好境外上市备案管理与安全审查等机制衔接，完善跨境证券监管合作安排，建立备案信息通报等机制。

回顾今年，在境外以 VIE 结构间接上市的境内企业（特别是中概股）股价大幅回调，频繁出台的监管政策是很重要的原因，其实自去年 2020 年国内针对中概股监管政策就在持续加强。从反垄断调查、教育行业“双减”到数据安全法、游戏产业整治，这些政策相继推出都对中概股造成了比较大的影响。随着各类处罚和政策法规陆续落地，比如游戏行业对保护政策的不断完善，10 月美团反垄断处罚落地，11 月个人信息保护法的实施等等，这些都表明当前监管政策并非是在打压境外上市的境内企业，而是要规范市场，给计划在境外上市的企业营造健康，可持续的环境。

## 二、出台背景

第一，现行境外上市制度落后于市场实践。目前规范境内企业境外上市活动的法则主要是 1994 年发布实施的《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》，该法规制定于我国资本市场发展初期，虽然做过一些局部修订和完善，但总体上已落后于市场实践。

具体来看，过去，因为 A 股上市标准要求过高，尚未推出科创板，也未改革完善创业板，更未推出北交所，以及实施备案制等，导致国内上市异常艰难。

在此情况下，中国大量公司，尤其是互联网科技公司纷纷远赴海外、境外上市。

在海外上市地上，往往会选择在美国纳斯达克交易所、英国伦敦交易所、欧洲证券交易所、香港联交所的主板市场和创业板市场、新加坡交易所、澳大利亚交易所和加拿大温哥华交易所等海外交易所上市，上市途径主要有四种：一、海外直接上市；二、海外间接上市（造壳上市、买壳上市）；三、VIE 结构上市；四、存托凭证上市（GDR）。

在上述境外上市模式中，直接上市需要中国证监会审批，而其他三类通过搭建红筹架构或 VIE 架构，则在早前法律监管较为宽松的环境下，此模式既可以规避严苛的上市要求，还能够加快上市的速度。直接上市的大多数为国有企业，绝大多数民营企业均采用后三类境外上市模式。

但随着中美博弈加剧，以及国家安全、网络安全、数据安全及个人信息保护的新法律法规推出，后三类境外上市模式出现了问题。尤其是在滴滴采取 VIE 架构上市模式美国上市之后，国内对于涉及网络安全及数据跨境流动的公司海外上市加强了监管与规范，避免中国企业采取后三种模式擅自境外上市，影响到国内的监管以及国家安全、网络安全、数据安全。

第二，新《证券法》的配套规则要求。2019 年 12 月，新修订《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）明确直接和间接境外上市应当符合国务院的有关规定。企业、中介机构、境内外投资者等市场主体十分关注境外上市监管制度的完善与改革，期待国家尽快出台制度规则明确程序和要求，促进企业依法依规开展境外上市活动。

第三，跨境监管对话与合作沟通的需求。近年，国际上不同国家间对于证券

市场跨境合规执法监管的对话及协作沟通机制的进展,境内企业境外发行上市统一监管制度建设的步伐也亟需加快。

### 三、政策重点解读

#### (一) 适用对象

境内企业直接上市(即 H 股上市,包括增发及内资股全流通)及境内企业间接上市(即业内通常所述的“红筹”上市,包括采用 VIE 架构的企业)皆需适用《管理规定》和《备案管理办法》的规定。

#### (二) 境外发行上市的形式

##### 1、境外直接发行上市

根据《管理规定》第二条第二款的规定,境内企业直接在境外发行证券或者将其证券在境外上市交易(以下简称“境外直接发行上市”),指“注册在境内的股份有限公司在境外发行证券或者将其证券在境外上市交易”。

实践中,常见境外直接发行上市包括 H 股、GDR、D 股等。

##### (2) 境外间接发行上市

根据《管理规定》第二条第三款的规定，境内企业间接在境外发行证券或者将其证券在境外上市交易（以下简称“境外间接发行上市”），指“主要业务经营活动在境内的企业，以境外企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益在境外发行证券或者将证券在境外上市交易。”《管理规定》第三条进一步明确，认定境外间接发行上市遵循实质重于形式原则，发行人符合下列情形的，认定为境内企业境外间接发行上市：

境内企业最近一个会计年度的营业收入、利润总额、总资产或净资产，占发行人同期经审计合并财务报表相关数据的比例超过 50%；

负责业务经营管理的高级管理人员多数为中国公民或经常居住地于境内，业务经营活动的主要场所位于境内或主要在境内开展。

实践中，常见境外间接发行上市包括借壳上市或通过 SPAC 并购上市、红筹企业境外发行上市，包括采用 VIE 架构的企业境外发行上市。

### （三）需要备案的行为

境内企业在境外发行股票、可转债、存托凭证等股权性质的证券行为、或者将其已发行的证券在境外上市交易的（SPAC）情形、上市过程中及上市后发生重大事项等均需要发行人履行备案程序，发行人均需在触发相应条件后 3 个工作日内向证监会备案报告，备案时限均为 3 个工作日。

#### （四）备案制的实施

##### 1、备案的事项及时间

境内企业在境外发行股票、可转债、存托凭证等股权性质的证券行为、或者将其已发行的证券在境外上市交易的（SPAC）情形、上市过程中及上市后发生重大事项等均需要发行人履行备案程序，发行人均需在触发相应条件后3个工作日内向证监会备案报告，备案时限均为3个工作日。

表1 备案事项及时间

事项	提交备案材料时间
境外直接（H股）或间接上市（红筹）	境外提交申请文件后3个工作日内
境外上市公司增发（包括实施股权激励）	发行完成后3个工作日内
境外上市公司发行股份购买境外资产	发行完成后3个工作日内
境外上市公司发行股份购买境内资产	首次公告交易事项后3个工作日内
通过一次或多次收购、换股、划转以及其他交易安排实现上市（涉及境外提交申请文件）	境外提交申请文件后3个工作日内
通过一次或多次收购、换股、划转以及其他交易安排实现上市（不涉及境外提交申请文件）	首次公告交易事项后3个工作日内
内资股申请全流通	备案后方可上市

《管理规定》和《备案办法》未规定未完成备案是否能上市，监管也明确不搞变相审批。但若企业没有通过备案，境外监管机构可能认为存在重大不确定事项，对于香港上市项目，估计也很难通过交易所聆讯，对于其他地方的交易所，则可能视情况而论。

而对于采用秘密或非公开方式提交境外上市申请文件的，其要求备案的时间不变，但允许企业申请延后公示备案情况，并应当在境外公开发行人上市申请文件后3个工作日内向中国证监会报告。

## 2、备案流程

中国证监会收齐资料后20个工作日内出具备案通知书，通过网站公示；补齐资料及征求主管部门意见的时间不计入时限。

首次公开发行的备案材料包括但不限于：

- (1) 备案报告及有关承诺；
- (2) 行业主管部门等出具的监管意见、备案或核准等文件（如适用）；
- (3) 有关部门出具的安全评估审查意见（如适用）；
- (4) 境内法律意见书；
- (5) 招股说明书。

而增发的备案材料则相对简单，包括但不限于：

- (1) 备案报告及有关承诺；
- (2) 境内法律意见书。

### 3、备案有效期

《备案管理办法》对首次公开发行下的备案做了有效期规定，有效期一年。这意味着，备案一年内如企业未能实现上市，若希望继续推动上市进程，则企业需要重新提交备案。

### 4、发行后重大事项报告

发行人境外上市后发生以下重大事项，应当在发生之日起3个工作日内向中国证监会报告具体情况：

- (1) 控制权变更；
- (2) 境外证券监督管理机构或有关主管部门采取调查、处罚等措施；
- (3) 主动终止上市或强制终止上市。

发行人境外上市后主要业务经营活动发生重大变化，不再属于备案范围的，应当自变化发生之日起3个工作日内，向中国证监会提交专项报告及境内律师事务所出具的法律意见，说明有关情况。

#### (五) 其他重要事项

#### 1、禁止境外上市情形

新规明确了监管红线，即对于法律法规明确禁止上市融资、危害国家安全、存在重大权属纠纷、存在违法犯罪行为等四类情形，明确不得赴境外上市。其他的不额外设置门槛和条件，支持依法合规的境内企业利用境外资本市场融资发展。

《管理规定》禁止境外上市的具体情形：

- (1) 存在国家法律法规和有关规定明确禁止上市融资的情形；
- (2) 经国务院有关主管部门依法审查认定，境外发行上市威胁或危害国家安全的；
- (3) 存在股权、主要资产、核心技术等方面的重大权属纠纷；
- (4) 境内企业及其控股股东、实际控制人最近三年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪，或者因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或涉嫌重大违法违规正在被立案调查；
- (5) 董事、监事和高级管理人员最近三年内受到行政处罚且情节严重，或者因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或涉嫌重大违法违规正在被立案调查；
- (6) 国务院认定的其他情形。

新规第一次明确禁止境外上市的具体情形，对于有境外资本市场计划的企业，需进一步加强企业依法合规约束。

概括而言，不得境外上市的情形列举了五项具体及一项兜底情形，以下两项需要重点关注：

明确禁止上市融资的情形：此情形主要基于国家宏观行业政策层面明确禁止上市融资，不应做扩大解释；例如：国家近年来已出台多个文件，三令五申学科

类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。

危害国家安全：《管理规定》第八条展开规定了“国家安全审查”包括外商投资、网络安全、数据安全等。此处须提醒注意的是，针对网络安全审查，根据于2021年7月10日发布的《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》（目前尚未生效），网信办下设网络安全审查办公室，若构成“关键信息基础设施运营者”，该企业境外上市需要向网络安全审查办公室提交关于是否影响或者可能影响国家安全的分析报告等文件。由网络安全审查办公室决定是否需要审查。由此可见，如果涉及安全审查，则应事先履行程序，有明确结论；如果不涉及安全审查，也应由相关监管部门出具明确意见。相信对这一问题的分析、判断、处理会成为境内企业境外发行上市筹备过程中非常重要的工作。

## 2、募资币种

根据《管理规定》第十二条，境内企业境外发行上市，可以外币或者人民币募集资金、进行分红派息。

## 3、境外证监机构调查

境内单位和个人按照境外证券监督管理机构调查取证要求提供相关文件和资料的，应当向国务院证券监督管理机构报告，经国务院证券监督管理机构和国务院有关主管部门同意后方可提供。

#### 4、境外证券公司备案

根据《备案办法》第十六条，境外证券公司从事境内企业境外发行上市保荐业务或担任主承销商的，应当在首次从事相关业务之日起 10 个工作日内向中国证监会备案，并应当于每年 1 月 31 日前向中国证监会报送上年度从事境内企业境外发行上市业务情况的报告。

#### 5、实施时间

征求意见稿意见反馈截至日期为 2022 年 1 月 23 日；同时也受上位法《公司法》近期修订落实情况、网信办相关征求意见稿落实情况等影响。

### 四、仍待观察和明确的事项

#### 1、VIE “合法合规”的前提条件仍待明确

《证监会有关负责人答记者问》明确，“在遵守境内法律法规的前提下，满足合规要求的 VIE 架构企业备案后可以赴境外上市”。然而，对于 VIE 架构应满足何种前提条件以符合监管要求仍待明确，例如，外商投资负面清单所涉行业如采用 VIE 架构，是否可认定为合法合规，或需要相关政府部门/律师背书，尚

待跟进实施细则或市场实操案例。

## 2、与网络安全审查程序的衔接尚待明确

网信办《网络安全审查办法（征求意见稿）》、《网络数据安全条例（征求意见稿）》规定了需申报安全审查的情形。其中，即使 TMT 企业赴港上市且认为自身不影响国家安全、从而不属于需申报情形，在法规落地初期，仍建议发行人主动与网信办沟通取得事前认可，从而有依据向证监会提交不适用说明。此外，网信办的上述规定虽均已结束征求意见，但尚未明确落地时间及正式稿文本。因此，生效的新规与该等规定的实施如存在时间差，则窗口期的操作方式可能仍有待于部委间协调解决。

## 3、H 股公司 WVR（不同投票权架构）、ESOP（员工持股计划）等部分限制有望放开，但仍待监管解读及实操明确

因原《公司法》和《到境外上市公司章程必备条款》的相关规定，H 股公司无法设置同股不同权（“Weighted Voting Right”，简称“WVR”）。然而，《公司法》目前已进入修订程序、明确允许 WVR；《到境外上市公司章程必备条款》将随着本次新规的落地而废止。因此，理论上而言，H 股公司未来有望实施 WVR。同时，《管理规定》提出，H 股公司可以通过向境内特定对象发行，实施股权激励，H 股股权激励灵活性有望提升。但具体的实施细则仍待监管进一步明确。

#### 4、部分企业常见的高频“境外发行上市”行为难以严格履行备案要求

尚待观察证监会是否会进一步明确适用条件，或进行打包备案，以更为有效达到监管目的，而非每次在 3 个工作日内要求提交备案。例如，在股权激励中，发行期权、RSU（受限股票单位）本身即可能构成“在境外发行具有股权性质的证券”；激励对象行权时，也可能构成“在境外发行股票”，因此，每次发生均提交备案实践可操作性较低。

[Top](#)

## 重要声明:

本报告的信息均来源于公开资料，其来源及观点出处皆被我公司认为可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，客户和决策者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为兰瑞智库，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**我们的一切努力都是为我们的客户——  
提升竞争优势，共同创造持续长远的收益**

主办：兰瑞智库经济战略研究中心  
网址：<http://www.runwaysys.com/>  
e-mail: [runwaysys@163.com](mailto:runwaysys@163.com)  
全国客服热线：4001182162