

|         |   |
|---------|---|
| 事宜      | 有關上市發行人是否適合繼續上市的指引  |
| 上市規則及規例 | 《主板規則》第2.03、2.06及6.01(4)條<br>《GEM上市規則》第2.06、2.09及9.04(4)條 |
| 相關刊物    | HKEX-GL68-13及GL68-13A                                     |

**重要提示：**本函不凌駕《上市規則》的規定，亦不取代合資格專業顧問的意見。若本函與《上市規則》存在衝突或有不一致的地方，概以《上市規則》為準。有關《上市規則》或本函的詮釋，可以保密方式向上市部查詢。

## I. 目的

1. 本函就聯交所評估上市發行人或其業務是否適合繼續上市的一般做法提供指引。有關考慮申請人是否適合上市的因素的指引載於指引信 GL68-13 及 GL68-13A。

## II. 「是否適合上市」的概念

2. 作為監管上市發行人的前線機構，聯交所根據《證券及期貨條例》有法定職責在切實可行範圍內確保證券買賣在有秩序、信息靈通和公平的市場中進行。聯交所在履行其職責時以公眾利益行事，尤其注重廣大投資者的利益。

3. 《主板規則》第8.04條 / 《GEM上市規則》第11.06條規定，發行人及其業務必須為聯交所認為適合上市。《主板規則》第6.01(4)條 / 《GEM上市規則》第9.04(4)條規定，若聯交所認為上市發行人或其業務不再適合上市，可指令該上市發行人的證券短暫停牌或停牌又或將這些證券除牌。

**3.4.** 《主板規則》第2.06條 / 《GEM上市規則》第2.09條訂明，上市申請人是否適合上市，須視乎多項因素而定。單是符合《上市規則》不一定能確保上市發行人適合繼續上市。聯交所有廣泛酌情權參照現時為市場接納的標準詮釋及應用適合性的概念，以維持市場信心。聯交所特別重視《主板規則》第2.03條 / 《GEM上市規則》第2.06條的上市一般原則，包括確保：

- 上市證券的所有持有人均受到公平及平等對待；
- 投資者及公眾人士能充分獲悉可能影響其利益的重要資料；及
- 董事本着整體股東的利益行事。

**4.5.** 適合上市與否是一個廣泛而非固定的概念，適用於多種情況。適合上市與否的準則為聯交所提供了酌情權，使其可符合監管目標及履行職責，以市場整體最佳利益及公眾利益行事。在釐定一家公司是否適合上市時，不可能亦不適宜有「明確」準則，又或將適合上市與否的要求簡化至一系列「合格與不合格」的要求。

**5.6.** 上市申請人申請首次公開招股時，必須令聯交所信納其本身及其業務適合上市。這是股本證券要獲准上市，其必須符合的基本條件。發行人在上市後仍需確保其本身及其業務繼續適合上市。

**6.7.** 如不適合上市的原因涉及上市基本原則，且相關問題無法補救，又或上市發行人未能證明日後有合理可能性能解決問題及可在合理期間復牌，聯交所可取消該發行人的上市地位。

**7.8.** 本指引信列舉多種情景，說明聯交所在什麼情況下可能質疑發行人不適合繼續上市。聯交所乃根據個別情況評估上市發行人是否適合繼續上市，其決定已顧及所有其認為適當的相關因素。聯交所若對發行人是否適合上市有疑慮，其有酌情權可將發行人的證券停牌，並給予合理時間讓其解決問題及採取適當補救行動。如發行人未能在合理期間解決問題，聯交所可取消其上市地位。

### III. 指引

#### A. 具有「殼股」特徵的發行人

8.9. 在指引信 GL68-13A 中，聯交所留意到有多家新上市發行人在上市後的監管禁售期結束不久即出現控股股東變動或逐漸減持其權益的情況。聯交所質疑該等發行人申請上市是否着眼於其上市地位所帶來的利益，而非公司本身業務發展或資產增長。該等上市公司被潛在買家發現後，會吸引投機買賣，並且成為市場失當行為（如操控股價或內幕交易）及股價異常波動的溫床。該指引信質疑那些規模及前景均與其獲取上市地位所付出的成本或上市目的不匹配的上市申請人是否適合上市。媒體普遍稱這些活動為「造殼」活動。

9-10. 同樣，聯交所亦注意到有多名上市發行人的控股股東逐漸減持其權益，及/或採取一連串行動使原有業務減少及開展新的業務。例如發行人出售或陸續結束其主要業務、公司現有管理層辭職及發行人建立或收購與其原有業務無關連的新業務等等。這些新業務所屬行業的入行門檻可能非常低，及/或業務可輕易建立並且無需作巨額支出即可停止營運，又或為「輕資產」的行業或其資產具高流動性或適銷性。這些新業務具有指引信 GL68-13A 第 1.4 段所述的某些特徵，如客戶高度集中的純貿易業務；絕大部分資產為流動資產的「輕資產」業務；及與母公司的業務劃分過於表面等等。

10-11. 這些新業務是否實質業務及長遠是否可持續；其營運是否可營利及擁有所屬行業通常擁有的妥善基建、流程及監控；業務是否由具有相關行業專業知識的人員管理；及營運規模及業務層次是否足夠支持上市相關費用等等，在若干個別情況中並不明確。這些發行人的市值可能與其業務規模及前景不成比例，亦可能是「高度投機性公司」<sup>1</sup>，容易吸引炒賣及市場操縱行為。上述業務對市場秩序、質素及聲譽的影響亦同樣令人關注。聯交所懷疑這些個別情況中的發行人進行上述業務的目的可能是為了維持上市地位多於為了真正營運及開展新業務。媒體普遍稱這些活動為「養殼」活動。

---

<sup>1</sup> 「高度投機性公司」是公眾投資者對其業務計劃及前景一無所知或所知甚少的公司，市場大有揣測公司日後可能進行收購的餘地。這些業務可能引來市場操縱行為。見上市決策 LD35-2012。

**41.12.** 聯交所留意到若干業務類別（如自營證券買賣、借貸及訂單貿易（indent trading）），可能在上述養殼活動的前提下被採用，因為該等業務類別可以透過符合上文第 11 段所述特徵的方式經營。如具體情況顯示上市發行人採用的業務模式呈現上述特徵，則可能令人質疑發行人是否適合繼續上市。譬如，聯交所經考慮發行人借貸業務（為其業務的主要部分）的營運模式、業務規模及往績、資金來源、客源規模及類型、貸款組合及內部監控系統後，若對其借貸業務是否實質業務有所疑慮，可能質疑該發行人是否適合繼續上市<sup>2</sup>。如聯交所質疑一家公司或其業務的主要部分不再適合上市，其可將該公司證券停牌並要求該公司作出補救（見第 8 段）。

**42.13.** 發行人或其業務是否適合繼續上市必須根據發行人的具體業務模式及其特定情況作個別評估。為免生疑問，可能導致公司或業務不適合上市的是發行人採用的特定營運模式，而非上文第 12 段所述的業務類別本身。

## **B. 長期停牌**

**43.14.** 《上市規則》要求停牌的時間必須在可行的情況下盡量縮短。這可確保市場正常運作，及防止股東及其他投資者合理進入市場的機會被剝奪。已停牌發行人的董事有責任採取適當行動，在切實可行的情況下使發行人盡快就停牌原因作出補救及盡快復牌。上述行動履行了董事給予聯交所的承諾，盡力促使發行人遵守《上市規則》。

**44.15.** 如發行人未能就停牌原因作出補救，其停牌時間將被延長。這將導致股東無法在市場買賣股份及/或將投資變現。發行人在下列情況下可能不再適合繼續上市：若發行人未能證明可以在合理預期下補救問題及可在合理期間復牌，或聯交所未能與其董事聯絡又或董事未能或拒絕回應聯交所有關復牌計劃或進展的查詢。這並不影響聯交所的權力，因應停牌的根本問題或其他聯交所認為適當的原因而認定發行人不再適合上市。

<sup>2</sup> 參見有關業務充足水平的指引信(GL106-19)。在這些情況中，聯交所可能會認為發行人未能符合《上市規則》第 13.24 條的持續上市標準。

## C. 其他不適合上市的例子

### (1) 不適合上市的原因涉及董事或有重大影響力人士

**45-16.** 上市發行人董事須共同與個別地負責發行人的管理與經營。

**46-17.** 如有事件令人嚴重質疑個別人士的品格或誠信以及其是否誠實、善意及為適當目的行事<sup>3</sup>，則該個別人士未必適合出任董事。這些事件包括但不限於：涉及欺詐、盜竊或其他類型的不誠實行為（如造假賬、賄賂、串謀欺詐、挪用資金、洗黑錢及向監管機構作出虛假及有誤導性證供），或違反證券法、規則或規例（不論是其個人或其出任或曾出任董事的公司違反）。聯交所按個別情況進行評估。

**47-18.** 如一名董事不再適合出任董事，其繼續出任董事將損害少數股東利益。如他同時極有可能控制或對發行人的營運及管理發揮重大影響力，不論他是否停任董事，該公司都可能不再適合繼續上市。

### (2) 嚴重違反《上市規則》

**48-19.** 上市發行人必須遵守《上市規則》的規定。若未能在重大方面持續遵守《上市規則》，證券的買賣則不能在公平、有序及信息流通的市場上進行，投資者利益會受損。在這情況下，聯交所就會嚴重質疑發行人是否適合繼續上市。

**49-20.** 譬如，《上市規則》要求上市發行人必須定期刊發經審核財務報表，以便股東及潛在投資者可評估其財政現狀。發行人如未能刊發規定的財務報表，其股份會被停牌。發行人持續未能糾正這項違規，股東及潛在投資者就不能獲得(i) 財務資料以評估發行人的財政狀況，及(ii) 合理進入市場買賣發行人的股份及/或將投資變現的機會。這令人質疑發行人是否適合繼續上市。

---

<sup>3</sup> 見《主板規則》第 3.08 及 3.09 條/《GEM 上市規則》第 5.01 及 5.02 條。

### (3) 未能披露重要資料

**20.21.** 為使股東及潛在投資者知道所有可影響他們利益的重要因素<sup>4</sup>，《上市規則》訂明上市發行人須履行各種一般及特定的持續披露責任（當中包括披露《證券及期貨條例》第XIVA部規定須披露的內幕消息，及定期刊發財務報表）。

**21.22.** 如上市發行人有任何安排、交易或業務涉及保密責任（如國家機密），因此未能向市場披露重大資料或向核數師提供完成核數師報告所需的資料，股東及潛在投資者就無法取得所需資料作出有根據的投資決定，這就會產生發行人可能不適合繼續上市的問題。

### (4) 違反法律及法規

23. 上市發行人須一直遵守適用的法律及法規。上市發行人故意、根本性地及 / 或重複違反法律及法規可能影響其是否適合上市。問題所在未必只是上市發行人缺乏管理誠信（就故意違規而言），亦是因為其沒有能力遵守法律及法規，致使其即使在沒有意圖下仍根本性或重複地違規。

24. 就此而言，評估發行人是否適合上市的相關因素包括：

- 違規的性質、範圍及嚴重性。
- 違規原因，是否故意、欺詐、或由於疏忽或罔顧後果所導致。
- 違規對發行人業務及財務表現的影響。

譬如，發行人違規導致其牌照或許可被撤銷，而有關牌照或許可是發行人持續經營主要業務的前提或不可或缺的條件，則該發行人或會被視為不再適合上市。

---

<sup>4</sup> 《主板規則》第 2.03(3)條 / 《GEM 上市規則》第 2.06(3)條。

## (5) 貿易或經濟制裁

25. 茲參照聯交所有關制裁風險的指引信 ( GL101-19 )，當中載有 ( 除其他外 ) 聯交所就從事受海外司法管轄區實施的貿易或經濟制裁的國家有關的活動及被列為受制裁目標的上市申請人是否適合上市提供指引。
26. 若上市發行人的新業務 / 活動在法律下可予制裁，又或法律或法規變化而導致其現有業務可予制裁，其或會面臨制裁風險。上市發行人必須根據內幕消息條文<sup>5</sup>就制裁風險、監管行動 / 訴訟或制裁及其影響作出適時披露，以提供投資者有關上市發行人的資料並作出適當及全面的投資決定。如上市發行人根據內幕消息條文作出披露，聯交所可要求該發行人提供有關活動的詳細資料及就對該發行人、投資者及聯交所 ( 包括有關公司 ) 有關制裁風險評估的法律意見。因應制裁風險的性質及重要性，上市發行人有可能被要求就指引信 GL101-19 第 3.6 及 3.7 段採用某些措施及作出某些披露。
27. 上市發行人是否適合繼續上市在以下極端情況下會被質疑: (i) 制裁風險及施行的制裁嚴重損害發行人的業務，以致使發行人並無擁有《上市規則》規定的足夠業務或資產以維持其上市地位；或 (ii) 對投資者及聯交所 ( 包括有關公司 ) 有重大的制裁風險時。
28. 上市發行人可進行股權融資活動。聯交所將根據個別情況考慮其新股上市的申請，但如所籌集資金用作營運制裁活動，將不可能獲得聯交所的上市批准。如上市發行人有意將所籌集資金用於有可能受制裁法規管的活動，聯交所可要求上市發行人提供就對該發行人、投資者及聯交所 ( 包括有關公司 ) 有關制裁風險評估的法律意見以考慮是否予以上市批准。

---

<sup>5</sup> 《證券及期貨條例》第 XIVA 部及《主板規則》第 13.09(2)(a)條 / 《GEM 上市規則》第 17.10(2)(a)條

## (6) 業務架構

29. 上市發行人應確保其業務架構或安排足以保障其資產及股東權益，否則聯交所會認為發行人不再適合上市。
30. 譬如，參照指引信 GL77-14，當中載有聯交所就上市發行人使用合約為本的安排或結構以間接擁有及控制其任何部分的業務提供指引。根據有關安排，發行人不會直接擁有經營實體，而僅通過結構性合約控制經營實體及享有其所產生的經濟利益。考慮到有關安排對發行人權益的固有風險，聯交所或會認為採納有關安排的發行人不適合繼續上市，除非有關安排嚴格遵守指引信 GL77-14 所載的條件。

## (7) 賭博

31. 從事賭博行業的上市發行人若未能符合指引信 GL71-14 「涉及經營賭博業務的上市申請人及/或上市發行人」所載的規定，將會被視為不適合上市。

## (8) 過於依賴不同人士

32. 發行人過於依賴控股/主要股東，單一主要客戶/供應商或其他人士（「**相關對手方**」），或會令人嚴重懷疑其業務模式是否可行及可持續，尤其是若與相關對手方的關係出現重大不利變動甚或終止，會對發行人財務狀況造成重大影響。
33. 有些行業可能會因監管限制、准入門檻高又或其他因素而出現有關的相關對手方在業內佔主導地位之情況。因為來自這些行業的發行人不太可能分散或減低其對相關對手方的依賴（即有關依賴是業內常規），聯交所會判斷發行人與相關對手方的關係是否有重大不利變動或終止的負面因素。
34. 發行人或可證明儘管其依賴相關對手方，但其能夠或可設法有效減低對與相關對手方的關係改變的風險（例如銷售下降、物料成本上升及/或生產時間增加、業務受干擾的成本等），使得與相關對手方的關係改變不會對其業務造成任何重大不利影響。舉例而言，若相關對手方所供應的原材料貨源充足，又或有其他足可替代的產品，發行人可輕易從另一供應商以相近價格採購到有關原材料又或以另一產品取代。



35. 此外，若相關對手方亦為發行人的關連人士，可能會令聯交所對發行人是否適合繼續上市有更大懷疑。譬如，倘發行人的供應及銷售均由控股股東或其聯繫人主導，及有關交易成為發行人唯一或主要的收入來源，令人嚴重懷疑發行人是否屬於僅為服務控股股東而存在的專屬公司。在此情況下，發行人若失去該等交易，其業務很有可能不再可行及可持續。由於發行人的持續可行性完全視乎控股股東的財務狀況，若有關財務狀況未明，發行人的公眾股東及潛在投資者將未能獲得所需資訊以合理評估發行人的狀況。在該等情況下，發行人或會被視為不再適合繼續上市。

### **(9) 欺詐**

36. 部分個案中，若發行人已刊發的財務報表被發現以嚴重誇大盈利的欺詐賬目或虛假文件（如發票、銷售記錄）為基礎而編制，或不同賬目之間存有重大偏差而發行人無法解釋或對賬，則該等發行人會被視作不再適合上市。在此情況下，股東及潛在投資者無法得悉所需的財務資料以對發行人作出知情評估，令人進一步嚴重質疑其管理誠信。

### **(10) 重大內部監控失當**

37. 上市發行人應維持良好的內部監控系統以監察其財務、經營及合規事宜，從而保障其資產及保護股東權益<sup>6</sup>。在部分個案中，發行人未能 (i) 提供充分證據佐證其財務報表在重大方面的完整性及準確性（導致審計師發出「無法表示意見」）；(ii) 防止或察覺公司的不當行為，例如挪用資產或資金；或(iii)適時向股東及潛在投資者披露重大資料。這些個案可能由重大內部監控失當引致，並損害股東利益以及公平、有序及知情的證券買賣市場。在此情況下，發行人或會被認為不適合繼續上市。

---

<sup>6</sup> 《主板上市規則》附錄十四第 C2 段/《GEM 上市規則》附錄十五第 C2 段。

## (11) 未能向聯交所提供資料

38. 《上市規則》規定上市發行人須向聯交所提供就保護投資者、確保市場運作順暢或核實是否遵守《上市規則》而要求的有關資料。遵守相關規定對聯交所執行其法定責任以維持有序、知情及公平市場而言至關重要。
39. 在極端情況下，若發行人未能向聯交所提供所需資料而缺乏該等資料會令人高度關注能否維持有序、知情及公平市場，則發行人是否適合繼續上市將存疑。

\*\*\*