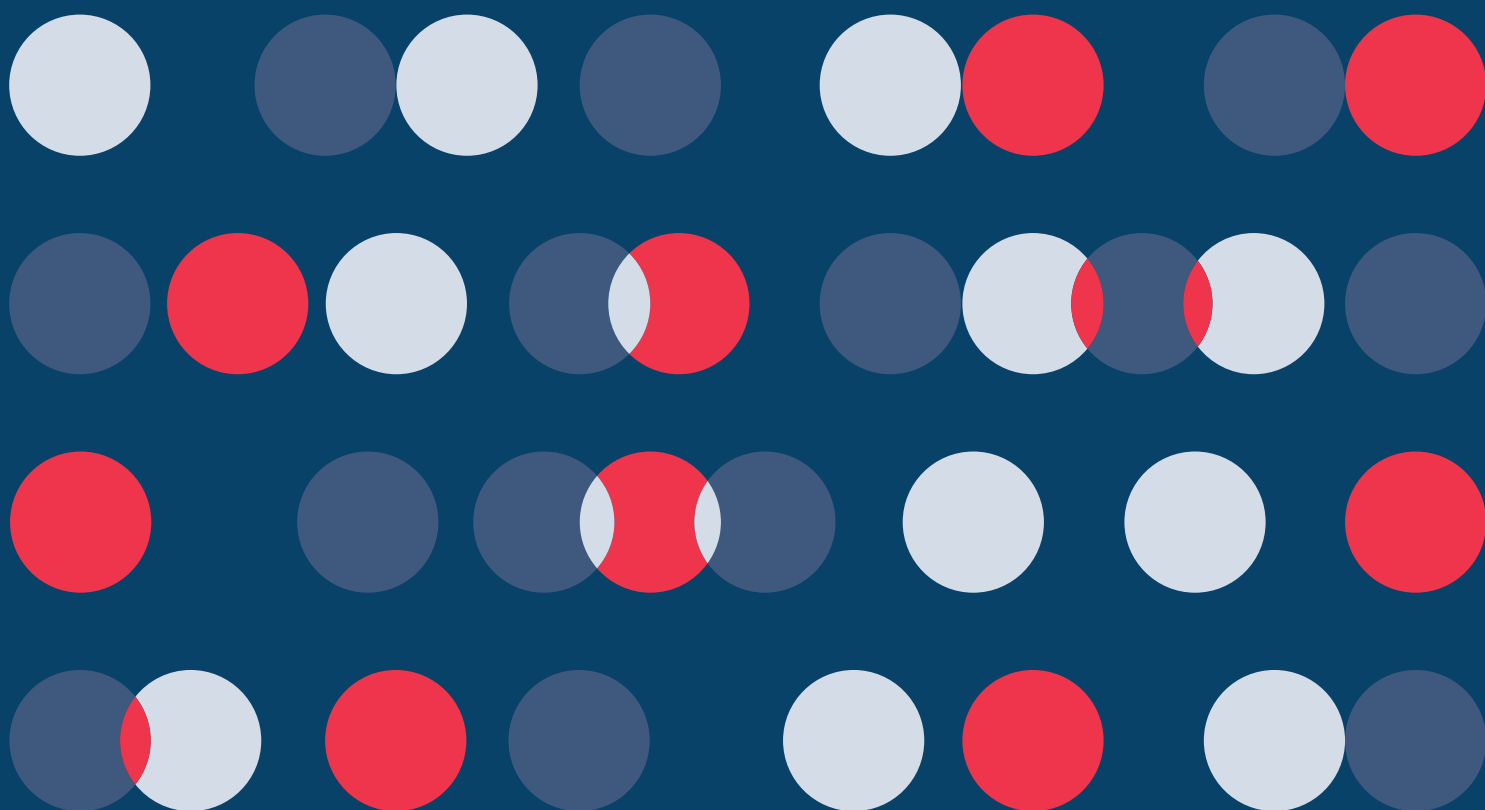


2019年9月

研究報告

香港聯交所的新股上市流程和重點



目錄

頁數

摘要	1
1. 公司赴港上市的一般性要求	2
1.1 主板上市條件	2
1.2 香港上市股權架構	3
1.2.1 獲接納的註冊地司法轄區	3
1.2.2 赴港上市的內地公司架構	3
1.2.3 紅籌架構模式	4
1.2.4 可變利益實體(VIE)架構模式	4
1.2.5 H 股架構模式	5
1.3 H 股架構上市的最新進展	8
1.3.1 H 股上市公司已經成為港股市場的重要組成部分	8
1.3.2 H 股全流通試點順利實施	8
1.3.3 新三板公司在港發行「新三板+H 股」試點	9
1.3.4 B 股與 H 股的聯動深化	9
1.4 香港上市涉及的專業機構	9
1.4.1 保薦人及合規顧問	9
1.4.2 承銷商	10
1.4.3 律師	10
1.4.4 會計師	11
1.5 GEM 上市條件	11
1.6 有關在港「借殼」上市	12
1.6.1 反收購交易的定義	12
1.6.2 收緊反收購及極端交易的合規規定	13
2. 企業赴港上市的申報及審核流程	13
2.1 香港聯交所與香港證監會的分工	13
2.2 IPO 審核流程概覽	13
3. 香港上市公司的監管及股權再融資	16
3.1 上市公司的監管	16
3.2 上市公司的股權再融資	16
3.2.1 後續新股增發	17
3.2.2 供股	17
3.2.3 可轉換/可交換債券	17
3.2.4 認股權證/期權	17
3.2.5 大宗交易	18

香港交易及結算所有限公司

首席中國經濟學家辦公室 及 環球上市服務部

2019年9月16日

摘要

本文簡潔地介紹在香港聯合交易所（即在香港交易及結算所有限公司所營運的證券市場）作首次公開招股及上市的程序。有意尋求於香港上市的公司（特別是中國內地公司）可以從多種股權架構中作出自己的選擇。

除了主板與 GEM 的上市條件外，本文亦介紹在首次公開招股及上市的過程中，企業所需的各種專業服務，以及上市後作股權再融資的各種途徑。

1. 公司赴港上市的一般性要求

無論公司經營何種業務，如希望申請在香港聯合交易所（簡稱「香港聯交所」）的主板掛牌上市¹，則一般而言應符合《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》（以下簡稱《上市規則》）第八章所規定的一系列條件，以滿足基本的上市資格要求。需要說明的是，香港聯合交易所有限公司（簡稱「香港聯交所」）對接納或拒絕具體某家公司的上市申請保留絕對酌情決定權，即使申請人符合有關條件，也不一定保證其適合上市。

1.1 主板上市條件

香港主板市場是為具備一定市值/收入/利潤規模、業務根基穩健的公司而設的市場，上市公司行業眾多，包括綜合企業、銀行、房地產開發公司、互聯網公司及醫療健康公司等。因此，公司作為上市申請人申請在香港主板市場上市，必須符合以下基本條件：

(1) 財務要求 (符合以下其中一項測試即可)²

盈利測試

- 上市前最近一個會計年度股東應佔盈利 $\geq 2,000$ 萬港元；
- 前兩年累計的股東應佔盈利 $\geq 3,000$ 萬港元；及
- 上市時市值 ≥ 5 億港元³。

市值/收益測試

- 上市前最近一個會計年度收入 ≥ 5 億港元；及
- 上市時市值 ≥ 40 億港元。

市值/收益/現金流量測試

- 上市前最近一個會計年度收入 ≥ 5 億港元；
- 擬上市業務現金流入前 3 個會計年度合計 ≥ 1 億港元；及
- 上市時市值 ≥ 20 億港元。

(2) 其他要求

除以上財務要求以外，擬赴港上市的企業還需在經營歷史、公眾持股、管理層及控制權等方面滿足一系列基本要求。此類要求主要包括：

- 具備不少於三個會計年度的營業記錄（特殊情況下可考慮較短的營業記錄⁴）；
- 最低公眾持股量（一般為 25%，如上市時市值 > 100 億港元可酌情減至 15%）；
- 上市時至少擁有 300 名股東⁵；

¹ 就本章所述「上市」內容，除非特別說明，均指在香港聯交所主板首次公開招股(IPO)並掛牌上市。

² 詳情請參閱《上市規則》第 8.05 條。

³ 詳情請參閱《上市規則》第 8.09(2)條。

⁴ 詳情請參閱《上市規則》第 8.05A 條。

⁵ 詳情請參閱《上市規則》第 8.08 條。

- 至少前三個會計年度的管理層維持不變；
- 至少最近一個會計年度擁有權和控制權保持不變；
- 至少有三名獨立董事，並必須佔董事會成員人數至少三分之一⁶；
- 如為 H 股上市申請人，至少須有一名獨立非執行董事通常居於香港；
- 至少有兩名執行董事通常居於香港⁷；
- 必須委任一名相關專業人履行公司秘書職責⁸；
- 申報會計報告的最後一個會計期間的結算日期距上市文件刊發日期不超過 6 個月。

1.2 香港上市股權架構

1.2.1 獲接納的註冊地司法轄區

擬赴港上市的申請人公司的註冊地首先需要屬於香港聯交所「獲接納司法轄區」⁹範圍之內。根據《上市規則》，於香港、中國內地、開曼群島及百慕達四個司法轄區註冊成立的公司符合提出上市申請的資格要求。截至 2019 年 6 月 30 日，其他 27 個海外公司適用的「獲接納司法轄區」包括英格蘭及威爾斯、英屬維京群島、法國、義大利、俄羅斯、日本、新加坡、澳洲等。海外公司須證明其註冊成立地的股東保障水平至少相當於香港的相關水平。若未能證明，海外公司可通過修改其組織章程文件以提供相等水平的保障。

1.2.2 赴港上市的內地公司架構

對於主要業務和背景在中國內地的公司，香港聯交所接受靈活多樣的上市架構選擇，主要包括：

- **紅籌架構** — 上市主體是境外控股公司，以境內股權或資產注入境外控股公司間接實現境外上市。紅籌架構下又包含兩種模式：
 - (1) **大紅籌** — 中國內地的企業、資產或業務的實際控制人通常是某個政府機構，又稱國企紅籌；
 - (2) **小紅籌** — 中國內地的企業、資產或業務的實際控制人通常是某個個人，又稱民企紅籌。
- **H 股架構** — 上市主體是在中國內地註冊成立的股份有限公司，境內股權直接在香港聯交所上市。H 股上市架構下又包含四種可行的方式：
 - (1) **先 A 後 H** — 已在中國內地上市的公司可憑藉 A 股公司身份赴香港作雙重主要上市；
 - (2) **先 H 後 A** — 如公司先在香港聯交所上市，之後還可以再回到中國內地 A 股上市；
 - (3) **A+H 同時進行** — 公司同時申請在內地 A 股和香港聯交所 H 股上市並同時掛牌交易；
 - (4) **新三板+H** — 已經在內地新三板掛牌的公司毋須事先摘牌即可申請到香港聯交所上市。

⁶ 詳情請參閱《上市規則》第 3.10 條及第 3.10A 條。

⁷ 詳情請參閱《上市規則》第 8.12 條。

⁸ 詳情請參閱《上市規則》第 3.28 條。

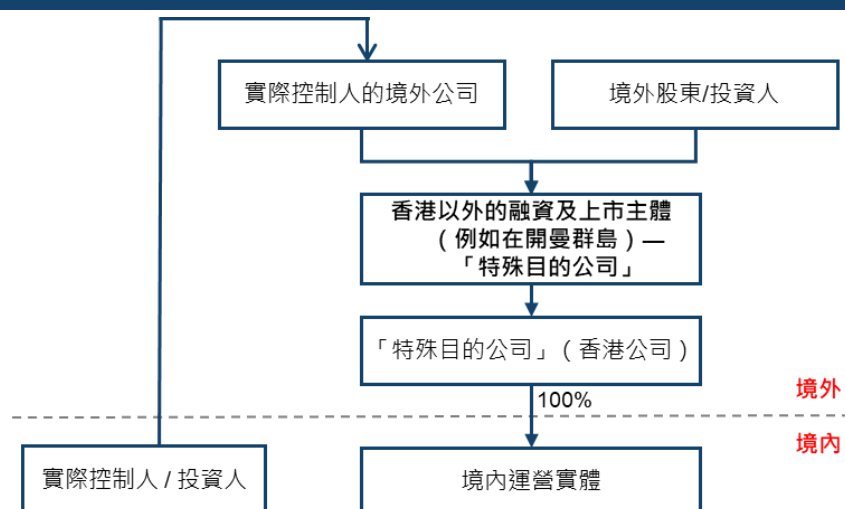
⁹ 詳情請參閱香港交易所官方網站「獲接納的海外司法地區清單」。

- **分拆上市** — 已經在香港、內地或海外上市的公司也可以分拆子公司或一部分業務在香港上市。

1.2.3 紅籌架構模式

紅籌模式通常指通過在海外設立控股公司，即「特殊目的公司」，將中國內地企業的資產和權益注入境外的控股公司，並以境外控股公司的名義在海外上市募集資金的方式。業界通常將紅籌分為「大紅籌」和「小紅籌」；統計顯示境外上市內地企業中大部分採用的都是紅籌模式，尤其以小紅籌模式實踐較多。

圖 1：小紅籌（股權控制）架構模式



註：上圖僅為示意性表述，實踐操作中可能有所不同。

1.2.4 可變利益實體(VIE)架構模式

對 VIE（又稱「協議控制」）架構下的上市申請審核，香港聯交所以披露為本的監管方針為指引，主要考慮因素包括以下內容：

- VIE 架構採用原因應只限於解決外資擁有權的限制，如這些限制不再存在，公司必須解除結構性合約安排，即「只限切合所需」(Narrowly Tailored)原則¹⁰；
- 應將與相關中國法規出現衝突的可能性減至最低；
- 實際可行的情況下，上市申請人須向監管機構索取適當的監管確認；
- 當法律允許上市申請人毋須採用合約安排方式經營業務時，須終止合約安排；
- 確保合約安排：(1) 包含境內運營主體公司股東授予上市申請人董事及其繼任人行使境內運營主體公司股東所有權力，並確保不存在任何潛在利益衝突；(2) 載有解決爭議的條款；(3) 涵蓋處理境內運營主體公司資產的權力；
- 考慮內地《外商投資法》的最新進展。

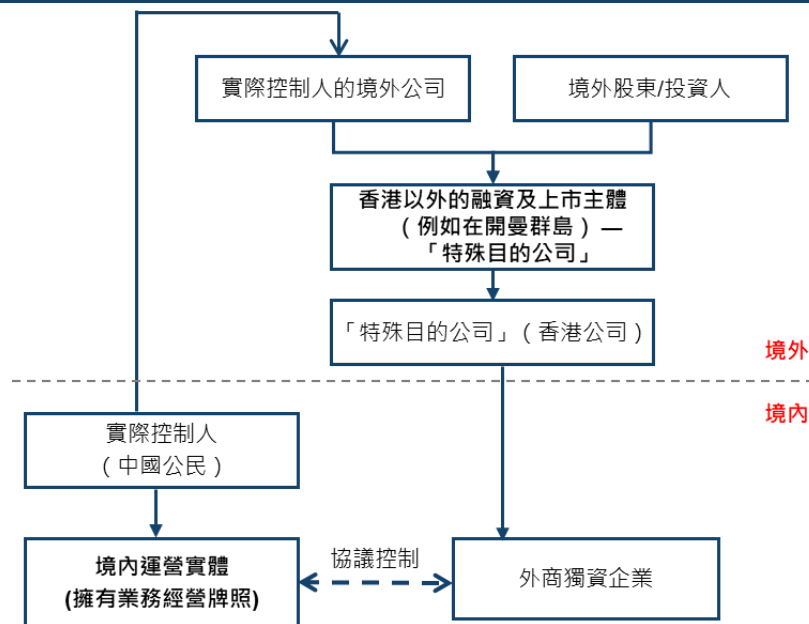
¹⁰ 詳情請見香港交易所上市決策 HKEX-LD43-3。

審核企業 IPO 申報材料時，香港聯交所需要：

- 由保薦人確認公司符合上市條件並按規定在招股書內披露合約安排詳情及相關風險；
- 由公司法律顧問出具正面意見；
- 由申報會計師確認合併計算境內運營主體公司的財務業績符合現行會計準則。

如公司計畫以 VIE 架構申報上市且 VIE 架構涉及不常見事項，香港聯交所建議公司盡早開展上市前諮詢及預溝通（Pre-A1 Submission），並根據溝通情況對上市架構進行調整。

圖 2：可變利益實體 VIE 架構模式



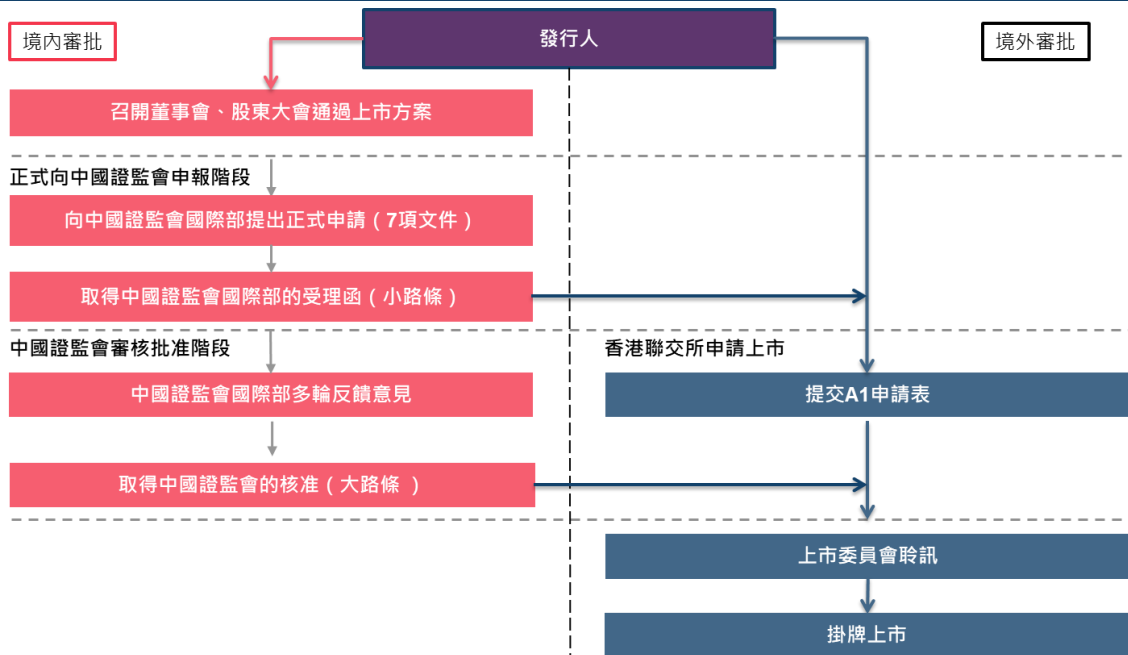
註：上圖僅為示意性表述，實踐操作中可能有所不同。

1.2.5 H 股架構模式

H 股是指在中國內地合法成立的股份有限公司在香港發行、向境外投資者募集並在香港聯交所上市的股份。中國內地也在《證券法》及《國務院關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定》等法律法規中，對 H 股的發行作出了相關規定。

目前，以 H 股架構申請赴港上市的公司需要向中國證券監督管理委員會（簡稱「中國證監會」）及香港聯交所同時履行境內、境外雙重審批程序。

圖 3：H 股上市基本審批流程



註：上圖僅為示意性表述，實踐操作中可能有所不同。

中國證監會國際部審核人員在初審過程中發現需要特別關注的問題，將提交回饋會議討論。申請人收到回饋意見後，組織相關中介機構按照要求準備回覆意見，並在規定時間內向受理部門提交回饋材料。審核人員應撰寫審核報告，履行核准或者不予核准境外首次公開發行並上市或境外增發行政許可的簽批程序後，審結發文，經受理部門向申請人發出行政許可核准文件。

根據中國證監會於 2019 年 7 月 23 日最新發佈的《股份有限公司境外公開募集股份及上市（包括增發）審核關注要點》，目前關於 H 股上市的具體關注要點如下表 1 所述：

表 1：中國證監會關於 H 股上市的審核要點

外資准入與宏觀調控及產業政策	1. 發行人及各下屬公司業務範圍是否涉及國家禁止或限制外商投資的領域，境外發行上市前後是否持續符合有關外資准入政策。
	2. 發行人業務範圍是否符合以下情形之一：（1）主營業務為房地產業務，或（2）房地產業務（併表內）佔營業收入比重大於或等於 50%，或（3）房地產業務的收入和利潤均在所有業務中最高，且均佔到公司總收入和總利潤的 30%以上（包含本數）；在符合上述情形之一的情況下，是否存在違反《國務院辦公廳關於繼續做好房地產市場調控工作的通知》（國辦發[2013]17 號）與《國務院關於堅決遏制部分城市房價過快上漲的通知》（國發[2010]10 號）的情形，是否存在被住房和城乡建设部門公示為「違法違規房地產開發企業和中介機構」的情形。
	3. 發行人及各下屬公司是否存在違反《市場准入負面清單》的情形；是否屬於產能過剩行業，是否存在違規和未取得合法手續、不符合重點產業調整和振興規劃及相關產業政策要求、未經批准或違規審批的專案等違反國發〔2013〕41 號、《產業結構調整指導目錄》、國辦發〔2013〕67 號、銀發〔2009〕386 號、國辦發〔2016〕34 號等國務院有關文件及有關部門規章的情形。
合規經營	4. 發行人及各下屬公司近一年是否存在違反《國務院關於進一步加強企業安全生產工作的通知》（國發[2010]23 號）的情形；是否存在違反國家和地方環境保護相關要求的情形。
	5. 發行人及各下屬公司近兩年是否存在涉嫌違反《證券法》、《證券投資基金法》、《期貨交易管理條例》、《國務院關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定》（國務院令第 160 號）及《國務院關於進一步加強在境外發行股票和上市管理的通知》（國發[1997]21 號）等證券、期貨法律法規行為的情形。
	6. 發行人及各下屬公司、發行人聘請的相關證券服務機構是否存在因涉嫌違法違規被行政機關立案調查，或者被司法機關偵查，尚未結案的情形；是否存在被中國證監會依法採取限制業務活動、責令停業整頓、指定其他機構託管、接管等監管措施，尚未解除的情形。
	7. 發行人發起人認購的股份是否繳足，發起人用作出資的財產權轉移手續是否已辦理完畢。發行人是否屬於國發〔2016〕33 號文規定的嚴重失信主體。
股權結構與公司治理	8. 發行人是否在公司章程中載明了《到境外上市公司章程必備條款》所要求的內容。發行人現有股東及本次發行對象（如適用）之間是否存在關聯關係或一致行動關係。請披露單獨或合計持有發行人 5%及以上的主要股東、本次發行對象（如適用）的股權控制關係（包括但不限於控股股東及實際控制人）。
	9. 發行人及各下屬公司是否建立健全了完備、規範的保密和檔案規章制度並落實到位，是否符合《關於加強在境外發行證券與上市相關保密和檔案管理工作的規定》。
本次發行	10. 本次發行並上市是否履行了完備的內部決策程序，是否取得了必要的內部批准和授權；是否取得了行業監管部門出具的監管意見書（如適用）等必要的外部批准程序；發行對象（如適用）及發行幣種是否符合《國務院關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定》（國務院令第 160 號）有關要求。
	11. 本次發行募投項目是否取得了必要的審批、核准或備案文件（如適用），是否符合固定資產投資管理有關規定；是否符合國家和地方環境保護相關要求。本次境外發行募集資金是否投向《國務院關於促進節約集约用地的通知》（國發〔2008〕3 號）規定的違法用地項目；是否投向《產業結構調整指導目錄》規定的淘汰類及限制類的產業、《市場准入負面清單》規定的禁止准入事項；如涉及境外投資，是否符合國辦發〔2017〕74 號文規定的境外投資方向、是否依法履行了境外投資核准或備案程序。
特定物件適用事項	1. 本次發行並上市是否符合《境內企業申請到香港創業板上上市審批與監管指引》（證監發行字〔1999〕126 號）。（適用於擬在香港創業板上上市的境內公司）
	2. 本次發行並上市是否存在違反《中國證券監督管理委員會關於規範境內上市公司所屬企業到境外上市有關問題的通知》（證監發〔2004〕67 號）的情形。（適用於擬在境外上市的境內上市公司所屬企業）
	3. 本次發行並上市是否存在違反《優先股試點管理辦法》（證監會令第 97 號）、《關於商業銀行發行優先股補充一級資本的指導意見》（銀監發〔2014〕12 號）的情形。（適用於擬在境外發行優先股的境內公司）
	4. 請本次首發前已持有發行人股份的股東及持有發行人股份（包括直接持股與間接持股）的董事、監事、高級管理人員作出專項承諾，自發行人股票在境外交易所上市交易之日起 1 年內不轉讓所持股份。請補充提供上述專項承諾。（適用於未在境內上市的境內公司）
	5. 按照《非上市公眾公司監管指引第 4 號——股東人數超過 200 人的未上市股份有限公司申請行政許可有關問題的審核指引》計算，發行人及其控股股東、實際控制人、重要控股子公司的股東人數是否超過 200 人；如超過，請補充提供有關申請文件並履行有關程序。其中，「重要控股子公司」的核查標準為：報告期內，營業收入、淨利潤或者資產總額達到合併報表數額 50%以上的控股子公司，以及其他目前或未來對集團整體的經營、財務狀況有重要影響的控股子公司。（適用於未在境內上市的境內公司）
	6. 發行人是否存在內部職工直接持股、股份代持或間接持股的情形；如存在，是否違反《關於金融企業內部職工持股的通知》（財金〔2010〕97 號）等有關規定；請發行人相關高管和其他持有內部職工股超過 5 萬股的個人按照有關規定對股份轉讓鎖定期和出售限額作出專項承諾。（適用於金融企業）
	7. 是否按照《中國證券監督管理委員會關於境外上市公司非境外上市股份集中登記存管有關事宜的通知》（證監國合字〔2007〕10 號）將非境外上市股份在中國證券登記結算有限責任公司集中登記存管。（適用於擬在境外增發的 H 股公司）

資料來源：中國證監會官方網站。

1.3 H股架構上市的最新進展

1.3.1 H股上市公司已經成為港股市場的重要組成部分

1993年6月，香港聯交所《上市規則》准許中國註冊企業來港上市。同年7月，青島啤酒（股份代號：00168）成為首家發行H股在香港上市的內地企業。2000年以後，內地大型企業相繼來港以H股上市，包括四大國有銀行、中國聯通、中國石油股份等在內，形成內地企業赴港上市潮。

截至2019年6月30日，共有1,197家內地企業在香港上市，包括274家H股；內地企業市值佔香港證券市場約68%，2019年1月至6月的交易額佔比約80%。其中，已上市的A+H股數量為112家，其中90家同時於上海證券交易所（簡稱「上交所」）掛牌，22家同時於深圳證券交易所（簡稱「深交所」）掛牌。

所有274家H股的總首發募集資金為1.81萬億港元。主要行業分佈於工業（69家）、金融（66家）和可選消費（25家），合共佔所有H股首發募集資金近八成。香港資本市場服務內地企業的能力不斷深化並加強。

表 2：香港聯交所的上市公司概況

上市公司類別	數量			總市值（2019年6月底）		日均成交額 ¹¹ （2019年1月至6月）	
	合計	主板	GEM	百萬港元	佔比 (%)	百萬港元	佔比 (%)
內地公司	1,197	1,093	104	22,247,751.84	67.98	55,134.84	79.89
H 股	274	250	24	6,376,083.15	19.48	24,257.63	35.15
紅籌 ¹²	176	171	5	5,595,665.82	17.10	7,908.10	11.46
MPE ¹³	747	672	75	10,276,002.88	31.40	22,969.11	33.28
香港公司	1,006	765	241	7,921,907.18	24.21	9,484.60	13.74
海外公司	179	138	41	2,556,988.79	7.81	4,393.95	6.37
合計	2,382	1,996	386	32,726,647.81	100.00	69,013.39	100.00

資料來源：香港交易所。

此外，自2014年「滬港通」、2016年「深港通」相繼開通以來，香港、上海、深圳三地股票市場的互聯互通機制進一步促進中國內地與香港資本市場雙向開放和健康發展。於2019年6月底，納入「滬港通」的326隻港股中有118隻為H股；納入「深港通」的481隻港股中有144隻為H股。

1.3.2 H股全流通試點順利實施

H股上市公司的股本結構中，包括允許在港股市場流通交易的「外資股」，以及在上市前原法人股及國有股等「內資股」。「內資股」在境內市場公開上市交易之前就處於非流通狀態。H股全流通則將容許將尚未公開交易的「內資股」轉為「外資股」，並在港股市場上公開交易。

¹¹ 日均成交額包括普通股和優先股。

¹² 此處「紅籌」僅指以大紅籌架構於香港上市的內地公司。

¹³ MPE指非H股架構的內地民營公司。

2017年12月29日公佈的《中國證監會深化境外上市制度改革開展H股「全流通」試點》文件顯示，將按照積極穩妥、循序漸進的原則，以「成熟一家、推出一家」的方式有序推進H股全流通試點。

2018年聯想控股(03396)、中航科工(02357)和威高股份(01066)三家公司H股全流通試點工作全部順利完成。在試點已經成功完成的基礎上，中國證監會副主席方星海公開表示盡快全面推出H股全流通，條件具備的H股公司，都可申請實現全流通，以便利境內創新企業境外上市。

2019年6月，中國證監會主席易會滿在上海陸家嘴論壇表示「將進一步加大資本市場對外開放，包括全面推進H股全流通改革」。隨著未來H股全流通試點工作的深化，以H股架構模式在香港聯交所上市的內地公司將必獲得更加廣闊深厚的資本市場支持。

1.3.3 新三板公司在港發行「新三板+H股」試點

2018年4月，香港交易所與營運內地新三板的全國中小企業股份轉讓系統公司簽訂合作備忘錄，允許符合香港上市條件的公司以「新三板+H股」模式在兩地同時掛牌，即新三板企業無需事先摘牌即可申請到香港聯交所掛牌交易。

根據統計，截至2019年6月30日已有超過25家新三板公司(或分拆子公司)向香港聯交所遞交上市申請；有7家原新三板掛牌企業已經完成香港上市，其中君實生物-B(01877)以「新三板+H股」模式成功登陸香港資本市場。「新三板+H股」模式的成功試點為境內外資本市場聯動服務H股公司提供的新的思路和有益嘗試。

1.3.4 B股與H股的聯動深化

B股一般是指以人民幣標明面值、以外幣認購和買賣、在內地的上交所或深交所上市交易的外資股。截至2019年6月30日，上交所B股上市為50家，深交所B股上市為47家。

近年以來，有不少B股上市公司選擇從B股退市，並將股份轉為H股形式在香港聯交所掛牌上市。2012年8月，中集集團(02039)作為首家成功完成B股轉H股的公司登陸香港資本市場。在此之後，萬科企業(02202)和麗珠醫藥(01513)也相繼從B股市場摘牌，並於2014年由「A股+B股」公司轉為「A股+H股」上市公司。此外，還有多個擁有B股股份的上市公司選擇同時在香港聯交所掛牌，例如晨鳴紙業(01812)為「A股+B股+H股」模式的上市公司，伊泰煤炭(03948)為「B股+H股」模式的上市公司等。

「B股轉H股」、「B股+H股」的模式日趨成熟，標誌着香港與內地資本市場的聯動進一步深化，也為內地企業多幣種、國際化股權融資提供了更多可行之路。

1.4 香港上市涉及的專業機構

1.4.1 保薦人及合規顧問

擬申請在香港聯交所主板上市的公司，必須委任至少一名具備獨立性的香港證券及期貨事務監察委員會(簡稱「香港證監會」)持牌(SFC Licensed)保薦人以協助其處理上市申請¹⁴。不論是否已經提交上市申請，保薦人一經委任或解聘，須盡快書面通知香港聯交所。自保薦人獲正式委任起兩個月，新申請人方可向香港聯交所提交上市申請。保薦人的職責分工通常包括以下方面：

¹⁴ 詳情請參閱《上市規則》第3A.02條。

- 上市的總體籌畫及協調；
- 協助公司制定融資方案；
- 進行合理的盡職調查；
- 審閱公司準備的盈利預測和現金流預測；
- 深度並密切參與編制公司的上市申請材料；
- 代表公司與監管機構聯繫，並陪同參加會議。

此外，申請人必須委任一名合規顧問，任期由上市之日起，至其公佈上市後首個完整財政年度的財務業績之日止。

1.4.2 承銷商

承銷商主要從股票的發行及銷售角度參與 IPO 過程，尤其是在發行規模較大或市況承壓時，引入不同類別的承銷商可以在一定程度上分擔銷售壓力，降低發行風險。承銷商的職責分工通常包括以下方面：

- 協助公司準備路演材料；
- 安排分析師撰寫研究報告；
- 為公司尋找並鎖定潛在投資者；
- 組織路演及市場推介；
- 公開發售及國際配售；
- 必須全數發行 IPO 擬供投資者認購的新股；
- 協助公司確定發行價格；
- 為股價提供後市支援穩定支持。

1.4.3 律師

由於內地及香港兩地適用的法規體系不同，因此申請香港上市的過程中一般需要涉及四方律師團隊，分別是發行人律師（分別聘請境內律師¹⁵及境外律師¹⁶）及保薦人與承銷商律師（分別聘請境內律師及境外律師）。律師團隊的職責分工通常包括以下方面：

- 起草招股書；
- 協助完成公司重組和股改；
- 協助盡職調查工作；
- 就上市要求，在盡職調查過程中對公司法律問題發表意見；
- 就公司合規事宜向保薦人與承銷商提供法律意見；
- 協助公司及保薦人回答監管機構問詢。

¹⁵ 境內律師一般是指具有中國內地法律背景的律師。

¹⁶ 境外律師一般是指香港、開曼群島、美國（如涉及美國證券法）以及其他公司主要海外業務分佈地區（如適用）的律師。

1.4.4 會計師

申請人須聘請專業會計師審核財務報告及協助公司 IPO 事務，會計師的職責通常包括以下方面：

- 準備審計報告；
- 協助公司處理稅務事項（如果公司沒有聘請獨立的稅務顧問）；
- 審閱公司準備的盈利預測和現金流預測；
- 協助保薦人回答監管機構問詢。

此外，香港 IPO 過程中還可能涉及到如下外部機構提供的專業服務：

- 行業顧問：主要負責行業資料調研並撰寫行業分析報告等；
- 物業評估師：負責對上市申請人的物業權益或其他資產出具估值報告等；
- 專項資產評估：如礦產等特殊專項資產的評估等；
- 印刷商：主要負責招股書的校對、翻譯及印刷等；
- 公關公司：主要負責發行路演、媒體對接、上市儀式安排等。

1.5 GEM 上市條件

香港聯交所的 GEM 板塊（前稱「創業板」）是專為中小型企業而設的市場，該板塊的上市資格低於主板，但其持續責任與主板類似。2017 年 12 月 15 日，香港聯交所刊發《創業板諮詢總結》，該次《GEM 上市規則》的修訂取消了 GEM 發行人轉往主板上市的簡化轉板申請程序，再次明確 GEM 成為獨立市場為中小企服務¹⁷。該次修訂以後，申請在 GEM 上市的公司應滿足基本條件如下：

- 經營業務有現金流入，前兩年營業現金流合計 $\geq 3,000$ 萬港元¹⁸；
- 市值 ≥ 1.5 億港元；
- 最低公眾持股量（一般為 25%，如上市時市值 > 100 億港元可酌情減至 15%）；
- 上市後有至少 100 名股東¹⁹；
- 管理層最近兩個會計年度大致維持不變；
- 擁有權和控制權最近一個會計年度不變；
- 至少三名獨立董事，並必須佔董事會成員人數至少三分之一；
- 如為 H 股上市申請人，至少須有一名獨立非執行董事通常居於香港；
- 要求每一季度提交財務報告。

符合要求的 GEM 上市公司也可以申請轉為香港聯交所主板上市公司掛牌交易²⁰。2018 全年及 2019 上半年，分別有 10 家和 8 家 GEM 公司成功轉至主板上市。

¹⁷ 該次《諮詢總結》已於 2018 年 2 月 15 日生效。

¹⁸ 詳情請參閱《GEM 上市規則》第 11.12A 條。

¹⁹ 詳情請參閱《GEM 上市規則》第 11.23(2)(b)條。

²⁰ 詳情請參閱《上市規則》第 9A 章。

1.6 有關在港「借殼」上市

近年，香港聯交所留意到「炒殼」、「造殼」的市場活動有所增加，這是由於市場上有通過「殼股」借殼上市的需求。為維持市場質素，香港聯交所在應用《上市規則》方面已採取更嚴格的方針，以打擊不斷演變的「殼股」活動，包括借殼上市、剝離上市發行人業務的公司行動，以及發行人營運業務水平過低等問題。2018年6月29日，香港聯交所刊發有關借殼上市、持續上市準則及其他《上市規則》條文修訂的諮詢文件，提出多項修訂《上市規則》的建議，旨在解決市場關注有關借殼上市及「殼股」活動的問題，並就有關建議徵詢市場意見。

2019年7月26日，香港聯交所刊發有關借殼上市及其他殼股活動等諮詢總結，諮詢中的建議按市場的回應意見作調整後實施，相關的《上市規則》條文修訂將於2019年10月1日生效²¹。香港聯交所亦刊發了三封新指引信，就《上市規則》經修訂條文的應用提供指引²²。

有關借殼上市的主要修訂包括以下分節的內容。

1.6.1 反收購交易的定義

原則為本測試

將有關指引信²³原則為本測試的六個評估因素正式編入《上市規則》，主要修改了最後兩項內容：

- 交易規模；
- 目標資產品質；
- 發行人業務性質及規模；
- 主營業務出現根本轉變；
- 控制權或實際控制權變動；
- 一連串的交易及 / 或安排（包括在合理接近的時間內進行（一般指 36 個月內）又或在其他方面互有關聯的收購、出售及 / 或控制權或實際控制權變動）。

明確測試

修改明確測試，使有關測試適用於發行人控制權變動後 36 個月內向發行人控股股東進行的非常重大的收購事項。同時限制發行人不得在控制權變動之時或其後 36 個月內建議將其全部或大部分原有業務出售或作實物配發。香港聯交所亦可限制發行人不得在實際控制權（如原則為本測試中所載）轉手之時或其後 36 個月內進行有關出售或作實物配發。

透過大規模發行證券借殼上市

將相關指引信²⁴正式編入《上市規則》，禁止透過以下方式進行借殼上市：大規模發行證券換取現金，當中牽涉到又或會導致發行人控制權或實際控制權轉變，而所得資金將用作收購及 / 或開展規模預計遠較發行人現有主營業務龐大的新業務。

²¹ 這次諮詢總結將《GEM 上市規則》一併作修訂，詳情請參閱「關於《GEM 上市規則》的修訂（第六十二次）」。

²² 詳情請見香港交易所指引信 HKEX-GL104/105/106-19。

²³ 詳情請見香港交易所指引信 HKEX-GL78-14。

²⁴ 詳情請見香港交易所指引信 HKEX-GL84-15。

1.6.2 收緊反收購及極端交易的合規規定

極端交易

將相關指引信²⁵中的「極端非常重大的收購事項」規定正式編入《上市規則》，並將此交易類別更名為「極端交易」。同時為可使用此交易類別的發行人增設合資格準則：一是發行人須有規模龐大的主要業務；二是發行人須長時間（一般不少於36個月）受同一人控制或實際控制，而且有關交易不會令發行人控制權或實際控制權有變。

反收購及極端交易的規定

修改《上市規則》要求反收購或極端交易的收購目標須符合《上市規則》第8.04及8.05條（或第8.05A或8.05B條）的規定，並要求擴大後的集團須符合《上市規則》第八章的所有新上市規定（第8.05條除外）。若反收購是由第13.24條發行人提出，則收購目標亦須符合《上市規則》第8.07條的規定。

這次諮詢過程中，香港聯交所共收到各界回應意見合計121份，普遍對解決借殼上市和殼股活動問題的各项措施表示支持。這次諮詢及對《上市規則》的修訂也將有助於香港聯交所繼續維持並提升香港市場質素及穩健持續發展。

2. 企業赴港上市的申報及審核流程

2.1 香港聯交所與香港證監會的分工

香港聯交所遵循披露為本的審核理念、審核基本程序透明、審核時間表可預期。根據法例（《證券及期貨條例》），香港聯交所負責在合理地切實可行的範圍內，確保香港市場是公平、有秩序及資訊透明的。

香港證監會在市場監管方面及上市規管的若干範疇扮演著領導的角色，並且在涉及企業失當行為的個案中，透過行使其法定調查及執法權力，肩負起相輔相成的角色。

香港證監會的法定責任之一是監督及監察香港聯交所履行其與上市事宜有關的職能及職責。香港聯交所與香港證監會的職員會定期開會討論與上市有關的事宜。根據雙重存檔制度，香港聯交所會將由上市申請人遞交的資料副本送交香港證監會。假如香港證監會認為有關的上市資料內所作的披露看來載有虛假或具誤導性的資料，香港證監會可以否決有關的上市申請。香港證監會亦會定期稽核香港聯交所在規管與上市有關的事宜方面的表現。

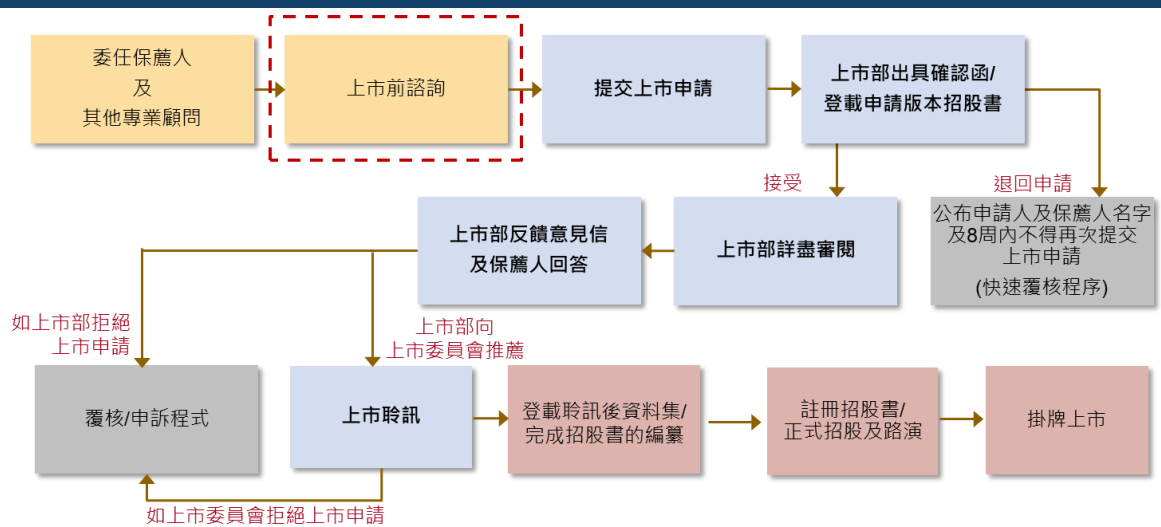
香港聯交所涉及上市事宜的職能由上市部及上市委員會執行，包括制定、發佈及執行《上市規則》。此外，所有就《上市規則》所作的修訂及會強制執行或應用範圍廣泛的政策決定，均須獲香港證監會批准。

2.2 IPO 審核流程概覽

企業發展到一定階段後，如有赴港IPO發行上市的意向，則從前期的籌畫考慮，到中期的上市申請（A1申請表）審核，再到後期的上市聆訊，最後成功發行並掛牌上市交易，大致需要經歷如圖4所示的各個階段。

²⁵ 詳情請見香港交易所指引信 HKEX-GL78-14。

圖 4：香港聯交所的上市審核流程概覽



註：上圖僅為示意性表述，實踐操作中可能有所不同。

(1) 第一步：委任保薦人及其他專業顧問

委任有經驗的專業顧問團隊是新股成功上市的關鍵。專業顧問一般包括保薦人及承銷商、境內律師及境外律師團隊、會計師等。上市申請人須於提交上市申請前至少兩個月委任保薦人，並於委任後五個營業日內書面通知香港聯交所。公司應徵詢專業顧問團隊的意見，以商討公司是否適合上市、上市發行結構、上市所需的時間及費用、上市工作團隊分工及在上市後將面對的問題、挑戰與持續責任。

(2) 第二步：籌備上市流程

保薦人對公司進行盡職審查，並協助擬備招股章程（此階段的招股章程擬稿亦稱「申請版本」）。招股章程須載有一切重要資料，能讓投資者作出有根據的投資決定。在準備招股章程的過程中，保薦人應幫助公司制定或優化中長期發展戰略，並完成業務和財務預測以便承銷商建立估值模型、確定募集資金用途、梳理投資故事亮點。

(3) 第三步：向上市部提交上市申請

向上市部提交上市申請（「A1」，包括申請版本）。如 A1 上市申請的資料大致完備，上市部會確認收悉，並在網站登載中英文申請版本。

同時，香港聯交所鼓勵擬申請人在正式提交申請材料之前，就非常見事項尋求非正式及保密的指引，即通常所指的「上市前諮詢」程序（Pre-A1 Submission）。此舉可有助於發行人結合自身實際情況，及早得知上市發行的建議是否符合要求，以進一步明確赴港上市的重點考慮事項。

(4) 第四步：上市部審閱申請

上市部其後會對 A1 上市申請進行詳細審核，評估公司是否符合上市資格、是否適宜上市、業務是否可持續、公司是否遵守規條以及作出充分披露。

首輪意見會於接獲申請後盡快發出，一般僅需耗時 15 個營業日左右。後續所需審核時間主要取決於公司回復的時間及質量。

(5) 第五步：上市委員會聆訊

上市委員會審閱新上市申請，確定申請人是否適合進行首次公開招股。根據《上市規則》規定，上市委員會的成員由 28 人組成，包括最少 8 名代表投資者權益的人士，19 名以適當的比例提名的、能夠適當代表上市發行人與市場的從業人士，包括律師、會計師、企業融資顧問等高級人員，以及香港交易所集團行政總裁。上市委員會的職能主要包括²⁶：

- 上市審核職能；
- 上市審查並監督上市部工作；
- 批准新股上市申請以及規則豁免申請；
- 通過、更改或修改上市部以及上市委員會的決定；
- 提供政策諮詢，批示重要政策及《上市規則》修訂。

(6) 第六步：市場推廣及新股銷售

在此階段，香港聯交所要求公司滿足最低公眾持股及股東人數標準，但不會干預定價過程及最終定價，體現市場定價精神。

承銷商或承銷團一般負責協助公司進行上市籌備推廣活動，包括投資者教育、潛在基石投資者溝通、分析師路演、管理層新股路演等。香港 IPO 公開發行股份的分配包括「國際配售」和「公開認購」兩個部分，並根據回撥機制及股份重新分配機制予以適當調整，通常分別佔最終總新股發行數量的 90% 和 10% 左右。

許多公司在香港 IPO 上市的同時選擇引入基石投資者。基石投資者一般是指上市申請人在首次公開招股時，將部分股份優先配售予若干投資者。對基石投資者的一般配售原則包括²⁷：

- 配售必須按首次公開招股價進行；
- 所配售的首次公開招股股份須設禁售期，一般為上市日期起計至少六個月；
- 每名投資者在上市申請人的董事會內沒有代表，同時獨立於上市申請人、其關連人士及其各自的聯繫人；
- 配售安排的詳情（包括投資者身份及背景）須在上市文件內披露；
- 假如該投資者就《上市規則》第 8.24 條（《GEM 上市規則》第 11.23 條附註 2 及 3）而言會被視為公眾人士，即使有上述的至少六個月禁售期，該等股份亦屬《上市規則》第 8.08 條（《GEM 上市規則》第 11.23 條）所指的公眾持股量的一部分；
- 該類投資者除給予優先配售股份的保證之外，不得向基石投資者提供直接或間接利益。

(7) 第七步：掛牌上市及上市後交易

成功定價及分配股份予機構投資者和散戶後，公司股份便會在香港聯交所上市及進行買賣。

在公司上市之後，股票價格會因為各種各樣的原因產生波動。承銷團通常會指定的某一個或多個承銷商作為「穩定市場經紀人」（Stabilisation Agent）負責在公司股價低於 IPO 的價格時買入公司股票來維護上市之後一段既定時間內股價表現的穩定。

²⁶ 詳情請見香港交易所官方網站。

²⁷ 詳情請見香港交易所指引信 HKEX-GL51-13。

香港 IPO 可以由擬上市公司授予承銷商「超額配售選擇權」，通常為原 IPO 總發行股數的 15%，需在香港公開發行結束後 30 天內行使完畢；這一機制又被稱為「綠鞋機制」(Green Shoe)。穩定市場經紀人可以根據上市後股價的漲跌表現，判斷二級市場投資者對公司股票的需求情況，並自主決定是否行使「超額配售選擇權」，以平滑市場波動，實現上市公司、投資者、承銷商的多方共贏。

3. 香港上市公司的監管及股權再融資

3.1 上市公司的監管

香港聯交所對已上市發行人的基本監管原則是確保發行人持續遵守《上市規則》，以保障公平、有序、有效的市場運作。其監管職能主要體現在監察、審批和指導等三個方面，例如對上市發行人的媒體報導及股價監管、處理投訴、豁免審批、交易停復牌、處理上市公司有關《上市規則》查詢、對上市公司提供指導、市場教育等。

香港上市公司監管的核心在於落實持續披露責任，其中又包括三個種類，一是按照法規要求²⁸及時公佈須披露之內幕消息；二是避免出現虛假市場²⁹須披露的消息；三是回應交易所查詢有關上市公司證券交易(股價/成交量)的異常波動³⁰。

其他須披露的一般事項包括但不限於以下各項：

- 財務業績/報告（中期/年度）；
- 修訂公司組織章程大綱或章程細則；
- 董事會或監事會的人士變動；
- 更換核數師、更改財政年度；
- 更換公司秘書、股份過戶登記處、註冊地址；
- 股本變更；
- 股東會議通知。

3.2 上市公司的股權再融資

公司在香港聯交所 IPO 掛牌上市以後，將擁有多元化、高效率的再融資及股東增/減持渠道。事實上，香港上市公司及其股東在上市後的股權類再融資渠道包括後續新股增發、供股、可轉換/可交換債券、發行認股權證/期權、大宗交易等。

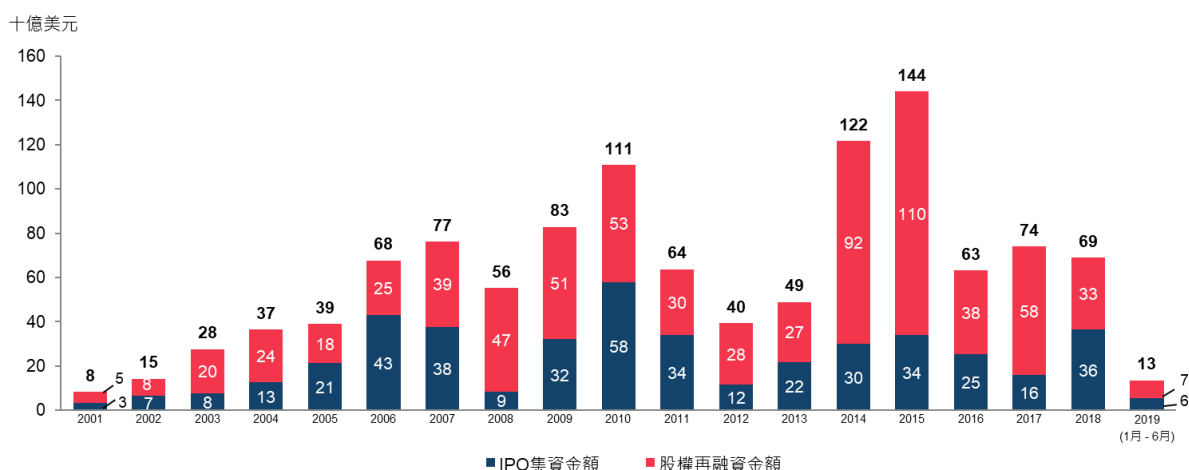
在許多年份，香港股市的股權再融資金額都超過了新上市公司 IPO 募資金額，為香港上市公司的持續發展注入強勁的資本動力。

²⁸ 詳情請見《證券及期貨條例》(第 571 章)第 XIVA 部 — 《內幕消息條文》。按照定義，內幕消息是指「並非普遍為慣常(或相當可能)進行該法團上市證券交易的人所知，但該等消息或資料如普遍為他們所知，則相當可能會對該等證券的價格造成重大影響」。

²⁹ 「虛假市場」一般指市場上流傳重大失實或嚴重缺漏的資料，影響市場發現正常價格的功能。

³⁰ 詳情請見《上市規則》第 13.10 條。

圖 5：於香港聯交所上市的公司的 IPO 集資金額與股權再融資金額（2001 年至 2019 年 6 月）



資料來源：香港交易所。

3.2.1 後續新股增發

- 指上市公司發行新股融資，僅在首發融資後的六個月內不能增發新股³¹；
- 基本原則是保障現有股東的優先權，發行新股須事先獲得股東批准，避免股東權益被動攤薄；
- 年度股東大會的一般性授權機制允許香港上市公司可以自由靈活地進行新股或股票類證券的增發（通常不超過 20%總股本），且能夠快速發行，通常隔夜即可完成新股增發交易³²；
- 如果為現金募資，在一般性授權下，增發價格不得低於市場價格的 20%。

3.2.2 供股

- 指向現有股東作出供股要約，使他們可按其現時持有證券的比例認購證券；
- 公司須確保所有股東均受到公平及平等對待，以及讓股東掌握充分資料作投資/投票決定；
- 需要董事會和股東大會批准（如適用）；
- 採用供股方式上市，必須刊發公告/上市文件（如適用）。

3.2.3 可轉換/可交換債券

- 上市發行人及其股東可以發行可轉換/可交換債券；
- 初始轉換價不可低於進行發行時上市發行人股份的基準價；
- 可轉換債券（Convertible Bond）為上市公司發行及融資；
- 可交換債券（Exchangeable Bond）為股東以其持有的可流通上市公司股票（其控股的上市公司或其持有少數股權的上市公司皆可）發行，從而為股東補充資本。

3.2.4 認股權證/期權

- 只允許轉換價格大於市場價格時，以一般性授權發行認股權證。

³¹ 詳情請見《上市規則》第 10.08 條。

³² 詳情請見《上市規則》第 13.36（2）條。

3.2.5 大宗交易

- 股東可通過大宗交易出售持有的上市公司股票以獲取融資；
- 控股股東在 IPO 後首 6 個月內不得減持，第 7 個至第 12 個月內減持不得影響其控股地位。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

